

## <本次亮點>

1. 美國公布 10 月 CPI 大幅低於市場預期，雖然這為市場帶來通膨見頂的重要徵兆，也為聯準會 (Fed) 帶來充足理由能夠放緩之後的升息幅度，但是這僅僅 1 個月的通膨趨緩數據，相信並不足以令聯準會願意停止升息、或是啟動降息，聯準會更可能傾向將利率維持在高檔水平一段更長時間。
2. 10 月美國通膨的超預期降溫，也為未來聯準會放緩升息步伐帶來一線曙光，而後續對於通膨的觀察重心，相信已經從原來的「通膨何時觸頂」，轉而朝向關注「通膨下行速率」，但由於食品、能源、房租價格仍維持著頑強的韌性，預計在 3Q22 之前，美國的通膨下降速度很可能依然較慢。
3. 展望道瓊指數後市，在通膨緩降的前景下，相信將有助於幫助聯準會的升息速率放緩，但終點利率估計將進一步上調，且未來高利率水準估計將維持約 6 個月時間，以避免過早降息令通膨重燃，故在高利率的壓力下，美國經濟的消費需求將遭到進一步壓制，道瓊成份股在 1Q23 具有進一步下修財測的可能。

## 美國經濟衰退風險增，道瓊尚未脫離下行趨勢

美國公布 10 月消費者物價指數 (CPI) 大幅低於市場預期，雖然這為市場帶來通膨見頂的重要徵兆，也為聯準會 (Fed) 帶來充足理由能夠放緩之後的升息幅度，但是這僅僅 1 個月的通膨趨緩數據，相信並不

足以令聯準會願意停止升息、或是啟動降息，聯準會更可能傾向將利率維持在高檔水平一段更長時間，避免過早寬鬆後令通膨再次竄升，而這也將會對美國經濟與道瓊指數持續構成壓制效果。

美國公布 10 月 CPI 年增率報 7.7%，大幅低於市場預期的 8.0%，也低於前值的 8.2%，而 CPI 的大幅降低，除了因為統計細項的醫療保健因一次性季節調整，導致 CPI 降低之外，事實上包括二手車價、服飾等物價增幅，也是出現顯著放緩，也為美國高通膨出現觸頂的論述，帶來重要證據。

10 月美國通膨的超預期降溫，也為未來聯準會放緩升息步伐帶來一線曙光，而後續對於通膨的觀察重心，相信已經從原來的「通膨何時觸頂」，轉而朝向關注「通膨下行速率」，但由於食品、能源、房租價格仍維持著頑強的韌性，預計在 3Q22 之前，美國的通膨下降速度很可能依然較慢，聯準會對於控制通膨重新回到 2% 目標，仍然有一段不短的路需要前進。

展望道瓊指數後市，鑒於目前美國通膨出現大幅降溫的徵兆，這僅僅是 10 月份的單次數據，且食品、能源、房租等通膨項目具有韌性，再加上美國勞動力市場仍是相當強勁，如 10 月美國失業率報 3.7%，這仍是低於 4.0% 的自然失業率水準之下，故相信在這 3 大壓力下，聯準會的升息速率雖然可望放緩，但終點利率 (terminal rate) 還有可能進一步向上提升、且估計高利率還將維持一段更長時間，以降低美國經濟的消費需求後，達到降溫通膨之果效。

估計聯準會的長期高利率政策，勢必會大幅削弱美國經濟的消費需求，與此同時，也幾乎將令美國經濟的衰退風險難以避

免，而道瓊指數成份股是與美國經濟高度掛鉤，故在聯準會壓制消費需求的政策目的下，道瓊成份股相信在 1Q23 仍將有再次下修營收、每股盈餘 (EPS) 之壓力，這令道瓊指數後市難以樂觀。



道瓊指數走勢圖 資料來源：tradingview  
資料日期：2022/11/16

## 總經分析：

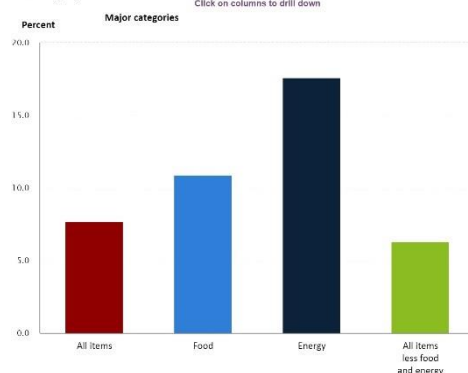
### 一.美國 CPI 數據顯著降溫，為通膨觸頂帶來證據

美國公布 10 月消費者物價指數 (CPI) 年增率報 7.7%，是大幅低於市場預期的 8%，較前值 8.2% 大幅回落；排除食品和能源成本的 10 月核心 CPI 年增率報 6.3%，亦低於市場預期的 6.5% 與前值 6.6%，而隨著 CPI 與核心 CPI 通膨指數雙雙回落，聯準會有望在 12 月放緩升息步伐。

#### 美國 10 月 CPI 細項數據：

- 10 月 CPI 年增率報 7.1%，預期 8.0%，前值 8.2%。
- 10 月 CPI 月增率報 0.4%，預期 0.6%，前值 0.4%。
- 10 月核心 CPI 年增率報 6.3%，預期 6.5%，前值 6.6%。
- 10 月核心 CPI 月增率報 0.3%，預期 0.5%，前值 0.6%。

12-month percentage change, Consumer Price Index, selected categories, October 2022, not seasonally adjusted



美國 10 月 CPI 數據細項表現 資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics 資料日期：2022/11/10

其中上述的月增率數據尤為重要，因月增率的整體數據放緩、且大幅低於市場預期，這意味著在聯準會的高壓升息之下，美國通膨率確實開始降溫，顯示出每個月的美國物價增長壓力，開始出現走緩，而一旦月增率開始出現負值增長，這就代表了美國商品價格、服務價格已開始出現顯著跌價。

美國 10 月通膨超預期降溫，促使聯準會肩上的高壓升息壓力將開始舒緩，後續的利率會議升息速率將有望放緩，而後續對於通膨的觀察重心，相信已經從原來的「通膨何時觸頂」，轉而朝向關注「通膨下行速率」，但通膨大幅回落並非一蹴可幾，且食品、能源、房租等價格仍維持韌性，故預計 3Q22 之前美國通膨下行速度仍然較慢。

再考慮到美國房市、商品需求雖然已在持續降溫，並能進一步帶動 2023 年美國通膨持續回落，但是，鑑於勞動力市場仍是十分強勁，包括 JOLTs 職位空缺數、服務消費需求仍有韌性，疊加地緣政治風險暫未消滅，預計美國高通膨問題仍然難以消除，難以回到 2% 目標範圍內。

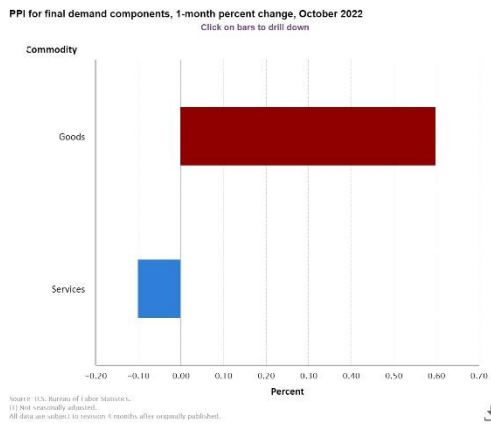
### 二.美國 PPI 連四降，確立通膨降

## 溫趨勢：

美國公布 10 月生產者物價指數 (PPI) 年增率降至 8.0%，低於市場預期的 8.2%，並連續四個月出現下跌，而月增率則報 0.2%，亦是低於市場預期 0.4%，加上 10 月消費者物價指數 (CPI) 數據也是趨緩，顯示美國的高通膨降溫趨勢確立。

## 美國 10 月 PPI 細項數據：

- 10 月 PPI 年增率報 8.0%，預期 8.2%，前值 8.4%。
- 10 月 PPI 月增率報 0.2%，預期 0.4%，前值由 0.4% 下修至 0.2%。
- 10 月核心 PPI 年增率報 6.7%，預期 7.1%，前值 7.1%。
- 10 月核心 PPI 月增率報 0.0%，預期 0.3%，前值 0.2%。



美國 10 月 PPI 數據細項表現 資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics 資料日期：2022/11/16

由於生產者物價指數 (PPI) 是反應廠商的生產成本，與消費者物價指數 (CPI) 反應民眾的消費價格水準不同，PPI 是更具有前瞻式的引導 CPI 之意義存在，因為當 PPI 走高時，這代表著生產廠商的物價壓力正在高速上升，這容易促使廠商將成本轉移給消費者，導致 CPI 跟隨 PPI 走升。

目前 PPI 指數已連續四個月出現走低，而考慮到 PPI 對 CPI 的滯後效果約為 2-3 個月，故目前美國 10 月份的 CPI 走緩趨勢，亦代表了已開始受到先前幾個月 PPI 走跌的引導，而在 PPI 持續走跌的幫助下，相信可以證明 CPI 趨緩的趨勢已經確立。

## 估值分析：

據 Bloomberg 截至 11 月 16 日數據顯示，道瓊指數未來 12 個月預估本益比 (Forward 12 months P/E Ratio) 已大幅躍升 18.40 倍，估值水平飆破了 18 倍的整數大關，考量到目前的高利率壓力，道瓊指數本益比已具有 10% 的修正空間。

道瓊指數估值水準高速走升，但考慮到聯準會難以結束升息循環、且經濟衰退壓力持續加重的雙重壓力下，道瓊成份股估計仍高度可能再次於 1Q23 經歷到營收、EPS 的財測下修壓力，故當前的 18 倍預估本益比估值，可謂是相當昂貴。

P/E Ratio			
Index	11/16/22	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	20.84	22.35	18.40
S&P 500	19.35	28.70	17.72
NASDAQ 100	24.27	35.35	22.31
Russell 2000	87.96	875.3	24.05

美股四大指數估值比較圖 資料來源：Bloomberg 資料日期：2022/11/16

## US 30 後市：

在聯準會持續升息的背景下，美國經濟的消費需求回落，勢將進一步帶動供需缺口逐步縮小，再加上美國房市與商品需求持續降溫，這能將帶動 2023 年美國通膨持續回落，但在此一過程中，由於消費需求遭到聯準會的高壓升息所摧毀，這也令美國經濟的衰退風險大增，甚至可以說幾乎是難以避免，這對道瓊指數成份股的基本面將帶來極大衝擊。

從美國 10 月通膨數據看，通膨降溫主要集中在核心商品領域，例如二手車、醫療保健、服飾等，而食品和能源價格保持堅挺，房租等多數服務價格仍有韌性，預計在 1Q23 房租通膨出現拐點之前，美國通膨下降速度依然會相對緩慢，且考慮到勞動力市場供需缺口依然較高，2023 年薪資成本上漲有可能向服務價格進一步傳導，通膨黏性仍難以立即拔除。

雖然 PPI、CPI 數據的雙雙回落，為美國通膨降溫提供了證據，但預計美國通膨的下降趨勢，僅會是緩降、並非急降，在基準情形下，預計 2023 年 CPI 年增率中值將落在 4.1%，預計最快在 2023 年底時，通膨水平才能夠回落至 2% 附近，通膨下降的過程估將會是相當緩慢。

展望道瓊指數後市，在通膨緩降的前景下，相信將有助於幫助聯準會的升息速率放緩，但也鑒於通膨的黏性甚難拔除，故預期聯準會雖然升息放緩，但終點利率估計將從 9 月點陣圖 (Dot Plot) 預期的 4.75-5.00% 進一步上修至 5.00-5.25% 區間，且未來高利率水準估將維持約 6 個月時間，以避免過早降息令通膨重燃，故在高利率的壓力下，美國經濟的消費需求將遭到進一步壓制，從而使得道瓊成份股在 1Q23 具有進一步下修財測的可能，道瓊指數後市仍難樂觀看待。

## OANDA 官方網站

<https://www.oanda.com/bvi-ft/>

## OANDA US30 指數價格走勢

<https://www.oanda.com/bvi-ft/cfds/instruments/us30-usd/>

本網站上發布的事項僅用於提供可作為投資決策參考的資訊，不構成所述投資買賣的邀請或要約。請自行判斷投資政策、投資時機等。請注意根據此服務的資訊，我們對任何交易損失概不負責。此外，本公司也不保證資訊的準確性和完整性，並可能在不事先通知的情況下更改或取消內容。

請注意，我們對資訊中的任何遺漏或錯誤概不負責。