

<本期亮點>

1. 美國 3 月零售銷售數據放緩大超市市場預期，而 3 月核心 CPI 年增率反彈，顯示美國經濟正處在停滯性通膨和衰退的臨界點，等待美國經濟出現衰退，聯準會就需要迅速轉向，通過降息來減輕衰退，但在這樣的經濟過程中，道瓊指數估計將最具有下修營收、每股盈餘 (EPS) 的風險。
2. 隨著美國消費者減少採購汽車等大件商品，美國 3 月零售銷售降幅超過預期，加上 ISM 製造業 PMI 持續疲軟，顯示美國經濟在經歷聯準會 (Fed) 的高壓升息之後，已使美國經濟的成長動能漸失，而消費部門遭到衝擊逐漸擴大，故後續將可能帶動失業率走升，而這也是對美國經濟陷入衰退的最後一擊。
3. 展望 US 30 後市，聯準會本輪升息循環已經接近極限，但是 2023 年以來，美國核心通膨持續穩定在 5.5%-5.7% 之間，並無下行跡象，在這種情況下，聯準會想要以常規的路徑完成控通膨任務已經不太可能，現在，只有繼續維持高利率一段更長時間，促使美國經濟進入衰退，需求大幅收縮，通膨才可能回落至中樞水平，預計道瓊成份股皆有再次下修財測之風險，道瓊或有進一步下跌之可能。

零售銷售超預期放緩，美國經濟大機率將步入停滯性通膨

美國 3 月零售銷售數據放緩大超市市場預期，而 3 月核心 CPI 年增率反彈，顯示美國經濟正處在停滯性通膨和衰退的臨界點，而在臨界點之前，聯準會仍需升息控通膨，否則無法進入衰退，通膨就難以回落理想範圍，在臨界點之後，美國經濟出現衰退，聯準會就需要迅速轉向，通過降息來減輕衰退，但在這樣的經濟過程中，道瓊指數作為與美國實體經濟掛鉤程度最高的美股指數，估計將最具有下修營收、每股盈餘 (EPS) 的風險，道瓊仍尚未見到多頭轉折點。

美國經濟正在快速放緩，美國 3 月零售銷售月增率報 -1.0% 大幅低於市場預期的 -0.4%；另外，美國 3 月份消費者物價指數 (CPI) 年增率報 5.0%，但核心通膨反彈至 5.6%，考慮到核心通膨增長依然較高，故聯準會估計將於 5 月份利率會議再升息一碼 (25BP)，而這也暗示美國經濟很可能於 2H23 下半年間，進入到「停滯性通膨 (Stagflation)」的經濟時期。

隨著美國消費者減少採購汽車等大件商品，美國 3 月零售銷售降幅超過預期，加上 ISM 製造業 PMI 持續疲軟，顯示美國經濟在經歷聯準會 (Fed) 的高壓升息之後，已使美國經濟的成長動能漸失，美國家庭顯然感受到節節上升的利率與漫長高通膨導致的拮据，正在削減消費支出，以抵銷現實壓力，儘管就業與所得成長仍然強勁，但消費部門遭到衝擊逐漸擴大，故後續將可能帶動失業率走升，而這也是對美國經濟陷入衰退的最後一擊。

展望 US 30 後市，聯準會本輪升息循環已經接近極限，通膨回落或需要等待經濟衰退，聯準會理想的路徑是透過升息壓制需求，促使通膨穩定回落，經濟小幅下行，但是 2023 年以來，美國核心通膨持續穩

定在 5.5%-5.7% 之間，並無下行跡象，在這種情況下，聯準會想要以常規的路徑完成控通膨任務已經不太可能，現在，只有繼續維持高利率一段更長時間，促使美國經濟進入衰退，需求大幅收縮，通膨才可能回落至中樞水平，而道瓊指數與美國經濟掛鉤程度極高，預計道瓊指數成份股皆有再次下修財測 (guidance) 之風險，道瓊或有進一步下跌之可能。



道瓊指數走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2023/4/14

總經分析：

一.美國 3 月 CPI 降幅超預期，但難改變聯準會升息路徑：

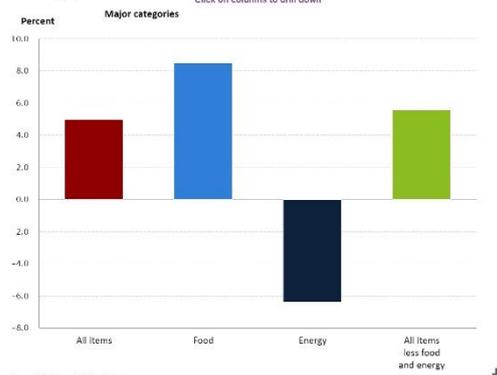
美國 3 月通膨超預期回落，主要受能源價格下跌影響，故出現暫時性降溫，而核心通膨黏性依舊偏高，故從目前通膨形勢觀察，預計仍較難改變聯準會原定的升息路徑，預計聯準會將在 5 月繼續升息一碼 (25BP)，此後停止升息，轉為實行維持高利率一段時間 (higher for longer) 之政策。

美國 3 月 CPI 細項報告：

- 3 月 CPI 年增率報 5.0%，低於市場預期的 5.2%，亦低於前值 6.0%。
- 3 月 CPI 月增率報 0.1%，低於市場預期的 0.2%，大幅低於前值 0.4%。

- 3 月核心 CPI 年增率報 5.6%，合於市場預期的 5.6%，略高於前值 5.5%。
- 3 月核心 CPI 月增率報 0.4%，合於市場預期的 0.4%，略低於前值 0.5%。

12-month percentage change, Consumer Price Index, selected categories, March 2023, not seasonally adjusted
Click on columns to drill down



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics.
美國 3 月 CPI 報告 資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics 資料日期：2023/4/12

美國 3 月通膨超預期回落，或較難改變聯準會的升息路徑，預計後續利率路徑仍將沿著 3 月點陣圖 (Dot Plot) 前進，即 5 月份再升息一碼 (25BP)，此後停止升息，本輪升息循環終點利率估計落在 5-5.25%。

而聯準會在未來 3-5 個月內降息的機率，也仍是不高，主要是因為下列 2 大因素：

因素一：美國 3 月通膨很可能是暫時性降溫，因為 3 月通膨月增率降至 0.1% 的低位，很大程度上源於能源價格的下跌，3 月上旬，以矽谷事件為代表的中小銀行流動性事件發酵，大幅推升避險需求，國際油價接連下挫，但 3 月下旬後，隨著風險事件緩和，能源價格已在持續上漲，甚至 4 月 2 日，OPEC+ 意外宣布，在去年 10 月減產每日 200 萬桶的基礎上，再進一步減產約每日 116 萬桶，預計這將支撐油價走

高，並預計將帶動後續美國通膨月增率回升。

因素二：美國核心 CPI 仍然居高不下，雖然月增率自 2 月的 0.5% 小幅降至 0.4%，但仍處在較高水平，其中，核心商品價格月增率出現小幅反彈，自上月的 0% 升至 0.2%，主要受二手車和卡車價格月增率跌幅收窄，新車價格月增率回升影響；住房通膨月增率開始收斂，主要租金和業主等價租金月增率自上月的 0.8%、0.7% 均降至 0.5%，創 2022 年 5 月以來最低值，但絕對水平仍高。

目前看，考慮到核心 CPI 黏性較高，能源價格再度回升，未來美國通膨下行之路仍存波折，因為自 5 月起 OPEC+ 啟動減產將導致供給端收縮，需求端受季節性需求回暖、美國經濟相對韌性，以及國內經濟復甦支撐，故 2Q32 油價仍存在上行風險，這將可能帶動美國通膨重新反彈。

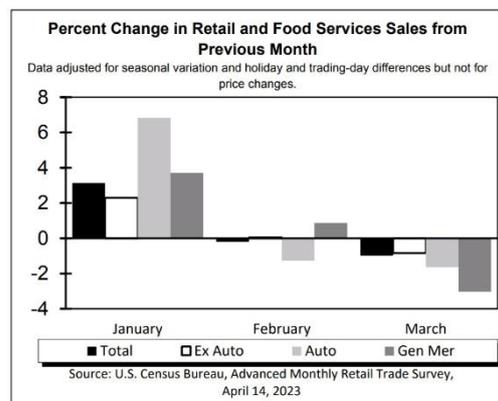
二.美國 3 月零售銷售超預期下降，消費減弱估令美國步入停滯性通膨：

在經歷聯準會長達一年多的高壓升息之後，美國消費者的支出動能正在開始出現縮減，美國 3 月零售銷售降幅超過預期，顯示高利率水平正使美國經濟的消費動能漸失，而美國經濟又以消費為主體，零售銷售的下跌將大機率促使美國經濟步入「停滯性通膨」。

3 月零售銷售細項報告：

- 3 月零售銷售月增率報 -1%，高於市場預期的 -0.4%，高於修正後前值 -0.2%。
- 剔除能源和汽車的 3 月核心零售銷售

月率報 -0.8%，高於市場預期的 -0.3%，高於修正後前值 0%。



美國 3 月零售銷售報告 資料來源：U.S. Census Bureau 資料日期：2023/4/14

美國家庭顯然感受到節節上升的利率與漫長高通膨，導致消費縮手、削減支出，雖然美國勞動力市場與薪資成長仍然強勁，但消費動能下滑的壓力卻是日漸沉重，預計在零售銷售大幅放緩的拖累下，美國失業率也將無可避免地開始走升，而這也會是將美國經濟推入衰退的主要原因。

零售銷售與美國 GDP 結構具有密切關聯，儘管 3 月下滑，但由於 1、2 月美國零售銷售仍是表現強勁，故 1Q23 的零售支出估計仍可呈現上揚，而消費支出佔美國經濟活動逾三分之二，故合理預期，1Q23 美國消費支出年增率將落在 2.0%，但比 4Q22 的 2.6% 有所放緩。

另外，聯準會數據也顯示，美國 3 月製造業生產月增率滑落至 -0.5%，較上月的 0.6% 大幅下滑，其中，汽車產出下降 1.5%，排除汽車的製造業生產也是下降 0.5%，佔美國經濟 11.3% 的製造業也正因消費支出削減而放緩，故庫存過剩的企業正在減少向供應商下更多訂單的動機。

從消費動能縮減，導致製造業景氣緊縮來看，這不僅僅是美國經濟的警訊，也是經

濟凶兆，因為企業庫存攸關 GDP 的變化，儘管近期庫存快速增加趨勢已趨緩，但仍可能嚴重影響 2H23 下半年的美國經濟表現。

估值分析：

據 Bloomberg 截至 4 月 14 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) 報 18.25 倍，估值在近期的強勁反彈帶動下，再次重新漲破 18 倍的整數大關，估值水平可謂是絕對不便宜。

聯準會目前貨幣政策走向，預計仍將維持高利率更長時間 (higher for longer)，這將進一步壓制美國消費動能減弱、甚至帶動失業率開始走升，故道瓊指數成份股將相當具有下修營收、EPS 的風險，道瓊指數很可能在短期內迎來一波估值修正。

P/E Ratio			
Index	4/14/23	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	22.45	19.14	18.25
S&P 500	18.56	24.82	18.88
NASDAQ 100	26.72	31.86	26.01
Russell 2000	33.42	63.02	22.96

美股四大指數估值比較圖 資料來源：

Bloomberg 資料日期：2023/4/14

US 30 後市：

道瓊指數近期表現強勁，主要受惠於銀行股的財報亮眼以外，也因為通膨率、零售銷售的超預期放緩，帶動市場持續樂觀認為

聯準會最快於 7 月或 9 月啟動降息，但這樣的預期或許是過度樂觀，主要因為核心 CPI 通膨仍是具有黏性，且美國失業率仍在歷史低檔的 3.5%，故未來半年聯準會的貨幣政策，仍是相當可能以「維持高利率一段更長時間 (higher for longer) 為主軸」，而這也將進一步壓制美國經濟，不利道瓊指數後市。

美國本輪升息循環確實已經接近極限，預計聯準會利率在升抵 5.00-5.25% 之後，即不至於再上修終點利率，但通膨回落或需要等待經濟衰退，聯準會理想的升息路徑是透過升息來壓制需求，促使通膨穩定回落、經濟小幅下行，但是 2023 年以來，美國核心 CPI 通膨率仍是穩定在 5.5-5.7% 之間，並無下行跡象，故在這種情況下，聯準會想要以常規的路徑完成控通膨任務並不太可能，現在只有促使美國經濟進入小幅衰退，需求大幅收縮，通膨才可能回落至中樞水平。

因此，為了對抗通膨壓力，預計聯準會於 5 月升息一碼結束後，高利率環境仍將持續一段時間，年內是否降息仍有待觀察，而從趨勢上看，受到去年 2Q22 的高基期影響，預計 CPI 年增率將在 6 月回落至 4% 左右，下半年則步入平台期，若下半年美國經濟回落速度不及預期，疊加 OPEC+ 持續維護高油價環境，或將帶來通膨短暫抬頭，使得年末通膨較難回落至 3% 下方，仍高於 2% 通膨目標。

展望 US 30 後市，鑒於美國零售銷售已開始見到下跌壓力，而這估計不會只是單一個月的下滑衰退，較為可能是連續性的下滑，因為聯準會維持高利率一段更長時間，也正促使美國銀行業收緊銀根、信貸緊縮，這不利於美國經濟的消費動能，目前看，美國經濟很可能於 3Q23 步入「停滯性通膨」，而在此經濟時期內，道瓊指數由於

與實體經濟掛鉤程度極高，故將有顯著的
營收、EPS 下修壓力，進而導致成份股出現
降評 (de-rate) 潮，道瓊指數的多頭轉折
點，很可能遠遠尚未來到。

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。