

<本次亮點>

1. 近期美債殖利率的快速走揚，也反應了市場預期全球通膨率將有可能因為中國限電、原油與天然氣價格走揚而居高不下，使得聯準會 (Fed) 將可能受到高通膨之壓力而被迫提前升息、甚至可能升息提速，而若升息速率過快，則可能對美國經濟與美股獲利構成壓力。
2. 聯準會主席鮑爾近日出席國會聽證亦表示，美國經濟成長正持續轉強，但同時也出現物價壓力上揚的問題，主要是受到供應鏈瓶頸等各項因素影響，預期通膨壓力未來幾個月仍將居高不下，之後才會趨於溫和，承認高通膨現況可能將持續一段更長時間。
3. 展望道瓊指數後市，美債殖利率估將維持緩升格局，這將對金融股如高盛、JP Morgan 等道瓊指數重要權值股形成重要利多，因利率走揚將為投資銀行帶來強勁的獲利增長動能，而高盛、JP Morgan 屬於道瓊指數的高價股，故在道瓊指數價格加權的編制下，相信金融股將是帶領道瓊指數穩步攻高的重要力量。

美債殖利率估維持緩升格局，金融股將成道瓊穩步攻高的重要力量

近期美債殖利率急升，引動道瓊指數與其他重要指數出現一波修正，而美債殖利率的快速走揚，也反應了市場預期全球通膨率將有可能因為中國限電、原油與天然氣價

格走揚而居高不下，使得聯準會 (Fed) 將可能受到高通膨之壓力而被迫提前升息、甚至可能升息提速，而若升息速率過快，則可能對美國經濟與美股獲利構成壓力。

聯準會 (Fed) 主席鮑爾 (Jerome Powell) 9 月 29 日出席國會聽證表示，美國經濟成長正持續轉強，但同時也出現物價壓力上揚的問題，主要是受到供應鏈瓶頸等各項因素影響，預期通膨壓力未來幾個月仍將居高不下，之後才會趨於溫和。

由於美國經濟正因為新冠疫苗擴大施打而繼續重啟，但供應鏈供給緊俏、聘僱困難等因素卻比原先預期更為嚴重、更為持久，故構成了美國通膨的上行風險，但隨著供應鏈的加速擴產，以及白宮失業補貼已於 9 月上旬結束，這將帶動勞工加速重返勞動力市場，相信供應鏈緊俏之問題雖然比預期更為持久，但不致令通膨急遽升溫，聯準會估計仍將按照當前步伐，預期將在 2022 年底首開升息第一槍。

進一步觀察美債殖利率前景，在高通膨壓力延長的展望下，美國財政部預計將於 4Q21 擴大發債 7030 億美元，略高於 3Q21 的 6730 億美元，意味著美債市場供給量仍將偏高，而聯準會縮減 QE 購債 (Taper) 亦預計將於年內上路，意味著美債市場需求量將縮減，供給端增多與需求端縮減的一來一往影響下，再疊加高通膨延長的壓力，預計美債殖利率仍將持續上行，但預期是緩升格局。

再從聯準會近期的貨幣政策態度觀察，聯準會仍是在聚焦引導失業率走低，不因高通膨現況而貿然啟動升息，在聯準會升息預期應不致大幅提前的前景下，相信美債殖利率亦將大機率呈現緩升格局、不致持續急升，故對道瓊指數獲利之衝擊亦相對微

小，道瓊指數每股盈餘 (EPS) 增速有望跑贏殖利率增速。

展望道瓊指數後市，在美債殖利率緩升格局裡，對金融股如高盛 (Goldman Sachs)、JP Morgan 等道瓊指數重要權值股來說，將形成獲利增長的強勁動能，因殖利率曲線斜率趨陡將使得投資銀行的固定收益部門 (FICC) 獲利增強，且高盛、JP Morgan 屬於道瓊指數的高價股，故在道瓊指數價格加權的編制下，相信金融股將是帶動道瓊指數進一步穩定走揚的主要力量。



道瓊指數走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2021/9/29

總經分析：

一.鮑爾 + 多位票委發言，確認高通膨延長但升息不會提前：

鮑爾於 9 月 29 日出席國會聽證時確認，由於供應鏈中斷持續存在，甚至在某些情況下惡化，故通膨比原先預期的更高、持續時間更久，但鮑爾也承諾，若通膨有失控疑慮，聯準會將在必要時使用工具應對。

鮑爾並提到，交通運輸是供應鏈中很大的問題和重要瓶頸所在，高通膨仍主要是由飯店、租車和機票等因疫情惡化等少數因素推動的，但預計通膨將會隨著問題化解而回落。

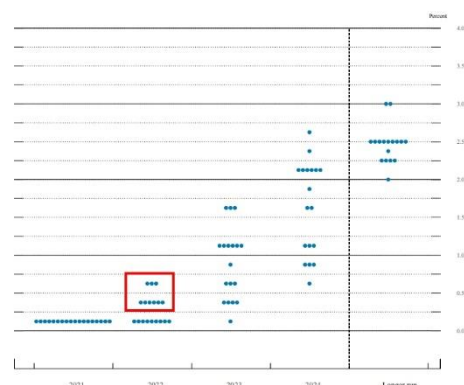
而近期 9 月 27 日，三位在 2021 年具有 FOMC 投票權的票委出席公開演講，皆繼續發言強化 9 月利率會議的論點，即聯準會可能很快開始啟動 Taper，但將對升息保持耐心。

如聯準會理事布蘭納德 (Lael Brainard) 9 月 27 日表示，就她的標準而言，當前美國就業仍有些不足，但若勞動力市場如期望般持續擴張，那麼 Taper 門檻很快就能達標，但不應把任何 Taper 政策的決定，視為聯準會即將啟動升息的訊號。

聯準會芝加哥分行總裁伊凡斯 (Charles Evans) 亦表示，美國經濟已接近可以開始 Taper 的門檻，但預計首次升息時間會落在 2023 年，且之後升息速率仍將採取「漸進式升息」措施，溫和帶動利率走升。

先前聯準會 9 月利率會議後釋出的點陣圖 (Dot Plot) 顯示，FOMC 委員會 18 名票委中，有 9 名票委支持於 2022 年啟動升息，其中，6 名票委支持在 2022 年升息一碼、3 名票委支持升息二碼，而也是基於此預測，故市場預期聯準會最快啟動升息時點，將落在 2022 年底的 12 月份會議之上。

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



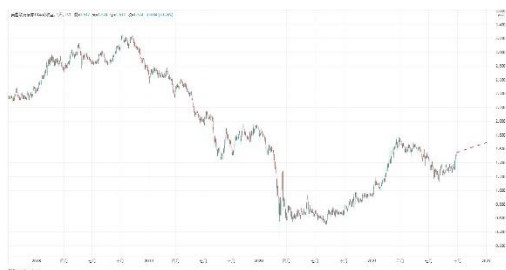
FOMC 9 月利率點陣圖顯示有 9 名票委支持 2022 年升息 資料來源：

二.美債殖利率走揚，ACM 模型測算估年底落在 1.6-1.7% 水平

根據針對利率定價的五因子模型，以及使用聯準會紐約分行的 ACM 模型測算，在考量入美國經濟的產出缺口 (Output Gap) 與通膨預期後，預期 10 年期美債殖利率至年底將落在 1.6-1.7% 區間，測算結果顯示美債殖利率至年底前將呈現緩升格局、不致高速急升。

值得注意的是，基於模型測算而得的利率預估值，是一種估算的均衡水平，但由於市場走勢往往容易出現超調，故實務上仍具有一定程度上的估計落差，但模型估計的意義更多在於，當找出合理的利率均衡水平後，即能提供一個基準的利率預期，以對股市進行評價定價。

而對股市而言，利率的影響並非簡單取決於上行或下行的趨勢方向，相比之下，利率的變動速度以及市場所身處的宏觀和自身環境更為關鍵，意即雖然利率處於上行格局，但若利率增速不快、利率呈現緩升格局，同時總體經濟的增長仍維持擴張、企業獲利增速高於利率增速，那麼對股市即不會形成沉重的重評價壓力。



10 年期美債殖利率日線走勢圖 (虛線為預估路徑) 資料來源：tradingview 資料日期：2021/9/29

估值分析：

據 Bloomberg 數據截至 9 月 29 日止，道瓊指數未來 12 個月預估本益比 (Forward P/E Ratio) 進一步降至 18.89 倍，持續低於 19 倍關口，且估值收斂的正向趨勢仍在持續。

道瓊指數預估本益比持續收斂，除了近期股價回檔的因素之外，更多的是在於市場對每股盈餘 (EPS) 的上修走升，因隨著時序接近 4Q21 的美國消費旺季，市場持續看好今年消費旺季將迎來報復性消費、以釋放去年遭受疫情壓抑的聖誕消費動能，故持續帶動道瓊指數估值收斂。

P/E Ratio			
Index	9/29/21	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	23.35	27.26	18.89
S&P 500	31.09	35.55	28.82
NASDAQ 100	35.96	34.51	28.82
Russell 2000	315.95	n.a.	32.93

美股四大指數估值比較圖 資料來源：Bloomberg 資料日期：2021/9/29

US30 展望：

當前美國經濟確實正面臨到基期墊高帶來的自然放緩壓力，且還遭遇物價成本壓力上揚、招工困難、供應鏈瓶頸等多重壓力，但相信美國經濟不致因為基期墊高而出現急速放緩，因從 ISM 製造業 PMI 景氣、零售銷售、消費者信心等數據觀察，當前美國經濟動能仍是相當活絡。

而在面對失業率與供應鏈緊俏的問題上，因白宮政府失業補貼已於 9 月上旬結束，故預期供應鏈緊俏與招工問題將逐步獲得緩解，因勞工在補貼退場之後，將有更多動機與意願重返勞動力市場，故當前的幾項不確定因子，相信將只是需要時間緩解，並非構成系統性風險之要件。

再綜合上述聯準會主席鮑爾的國會聽證證詞，以及近期聯準會官員的發言觀察，當前聯準會官員態度與口徑仍是相當一致，即使高通膨壓力可能延長一段更長時間，但聯準會對於升息時點的共識並未更為提前，相信美債殖利率亦將大機率呈現緩升格局、不致持續急升，故當前美債殖利率急升的現況，估計將開始見到緩和。

展望道瓊指數後市，在美債殖利率緩升的格局裡，將對金融股如高盛、JP Morgan 等道瓊指數重要權值股形成重要利多，因利率緩步走揚、美債殖利率曲線趨陡的環境，這將對投資銀行帶來強勁的獲利增長動能，且股價也不致面臨沉重的重評價壓力，而高盛、JP Morgan 屬於道瓊指數的高價股，故在道瓊指數價格加權的編制下，相信金融股將是帶領道瓊指數穩步攻高的重要催化劑。

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/>

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

差價合約（CFDs）是複雜的金融產品，存在很高的虧損風險。76.8%的零售客戶在進行交易時虧損。您應該考慮是否有能力承受損失的高風險。本網站上的信息本質上屬於一般信息。我們建議您在進行交易前，尋求獨立的財務建議並確保您充分了解所涉及的風險。在您交易之前，請認真查看 oanda.com 的產品披露聲明（Product Disclosure Statement）(PDS) 以及金融服務指南（Financial Services Guide）(FSG)。

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。