

## <本期亮點>

1. 聯準會於 3 月利率會議上宣布升息，將利率走廊自 0-0.25% 上移至 0.25-0.50%，一如市場預期，並且會後發布的點陣圖顯示，2022 年內聯準會還將再升息六碼，估至年底時利率走廊將上升至 1.75-2.00%，啟動自 2006 年以來的最高速升息速率。
2. 聯準會公布 3 月經濟預測概要，大幅上修了 2022 年通膨預測以及大幅下修 GDP 預測，顯示在當前美國通膨率高漲、烏俄戰爭的雙向壓力下，聯準會在總體經濟的預測判斷上，已是愈發困難，且從聯準會大幅下修 GDP 預測的舉措看，美國經濟正在出現加速放緩之跡象。
3. 展望道瓊指數後市，在高通膨的衝擊下，目前美國經濟已開始面對下行壓力，不僅是 2 月密西根大學消費者信心降至 61.7 創 2011 年以來新低，從聯準會大幅上修通膨預期、下修通膨的舉動即可再次獲得印證美國經濟顯著放緩，而考量到道瓊成份股與實體經濟高度掛鉤，故道瓊指數目前仍須謹慎看待。

## 聯準會大幅上修通膨、下修 GDP，道瓊恐有下調財測風險

聯準會於 3 月利率會議上宣布升息，將利率走廊自 0-0.25% 上移至 0.25-0.50%，一如市場預期，並且會後發布的

利率意向點陣圖 (Dot Plot) 顯示，2022 年內聯準會還將再升息六碼，估計至年底時利率走廊將上升至 1.75-2.00%，啟動了自 2006 年以來的最高速升息速率，相信這對道瓊指數將構成沉重的上檔壓力。

聯準會並公布了 3 月經濟預測概要 (Summary of Economic Projections, SEP)，大幅上修 2022 年個人消費支出 (PCE) 通膨預測 1.7 個百分點至 4.3%，以及大幅下修 GDP 預測 1.2 個百分點至 2.8%，顯示在當前美國通膨率高漲、烏俄戰爭的雙向壓力下，聯準會在總體經濟的預測判斷上，已是愈發困難，這著實增加了聯準會政策錯誤之風險，聯準會政策有可能落後給通膨曲線，且從聯準會大幅下修 GDP 預測的舉措看，美國經濟正在出現加速放緩之跡象。

3 月會議上，聯準會並未釋出縮表路徑，但強調縮表已經在路上，最快 5 月份即將啟動縮表，這比先前聯準會預期的 6 月縮表，還要更向前提前，相信這也是針對高通膨作出的最新回應，而雖然聯準會一如預期並未釋出縮表路徑，但根據美國銀行 (BofA) 最新研報指出，預計聯準會將在縮表初期每月縮減 1000 億美元的資產負債表規模，其中包括每月縮減 600 億美元公債與 400 億美元的抵押貸款證券 (MBS)，之後每 3 個月再向上增加縮表力道，預計 2022 年縮表規模將達 9340 億美元。

展望道瓊指數後市，在高通膨的衝擊下，目前美國經濟已開始面對下行壓力，不僅是 2 月密西根大學消費者信心 (University of Michigan Consumer Sentiment) 降至 61.7 創 2011 年以來新低，從聯準會大幅上修通膨預期、下修通膨的舉動即可再次獲得印證美國經濟顯著放緩，而考量到道瓊成份股與實體經濟高度掛鉤，毛利率恐被

高通膨持續侵蝕，故道瓊成份股在公布 2Q22 財測時，不僅可能難以上修財測 EPS 構成正向驚喜 (Positive Surprise)，還可能有下修財測之壓力，故道瓊指數目前仍須謹慎看待。



## 總經分析：

### 一. 聯準會加速升息、縮表提前：

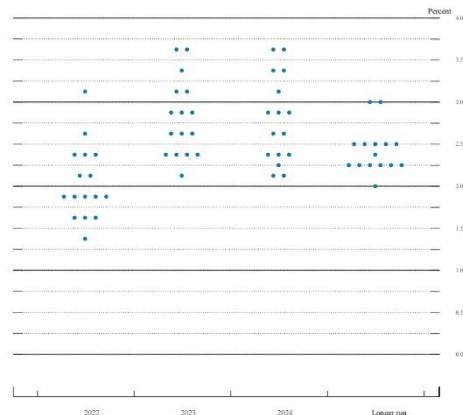
據聯準會釋出的 3 月利率意向點陣圖顯示，聯準會在 3 月升息一碼之後，預計年內還將升息六碼，全年合計升息七碼，且縮表 (Quantitative Tightening,, QT) 也將最快於 5 月實施，但聯準會並未說明確切的每月縮表規模為何。

3 月點陣圖顯示，FOMC 總票委 16 人中，有 12 名票委預計 2022 年底時利率走廊將升至 1.75-2.0% 以上，這代表扣除掉本次會議已升息一碼之後，Fed 官員預計年內還要再升息六碼。

另外，總票委 16 人中，有 7 名票委預計 2022 年底時利率走廊可能升至 2.0% 以上、有 5 位票委則預計利率將在 2023 年達到 3% 以上，且點陣圖對 2023、2024 年的利率預測中位數，也已經超越了聯準會的長期利率水平預測。

For release at 2:00 p.m., EDT, March 16, 2022

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



聯準會在聲明中表示，今年以來美國爆發 Omicron 疫情，導致經濟活動有所放緩，但自 1 月中旬以來，病例數已急劇下降，認為當前美國經濟仍是十分強勁，勞動力市場非常緊俏，預期美國經濟能夠承受聯準會的高速升息。

儘管俄羅斯入侵烏克蘭及相關事件對美國經濟前景構成下行風險，但聯準會仍預見穩健的經濟增長，雖然下修今年實質 GDP 增長的預測中位數自 4.0% 至 2.8%，但聯準會認為，美國勞動力需求非常強勁，同時儘管勞動參與率有一定程度的提高，但勞動力供給仍然受到抑制，因此，雇主很難填補職位空缺，故薪資正以多年來最快的速度上漲。

聯準會預計，美國勞動力市場將保持強勁，且能夠承受聯準會年內升息七碼，失業率的預測中位數將在 2022 年年底降至 3.5% 左右，並在之後保持在該水平附近，看好美國經濟持續強勁。

而在聯準會公布激進的升息計劃之後，不少投資銀行已發布報告認為，聯準會似乎過度樂觀美國經濟可以承受如此高速的升

息速率，聯準會若全年升息達七碼，那麼美國經濟很可能將於 2022 年底附近跌入衰退。

## 二.通膨壓力劇烈，聯準會下修經濟預測：

聯準會在本次的經濟預測概要 (Summary of Economic Projections, SEP) 中，大幅下調今年的 GDP 成長預期，並大幅上調今年的 PCE 和核心 PCE 預期。

### 聯準會官員預計的中位數分別為：

- 2022 年 GDP 預計增長 2.8%，上次 SEP 預期是 4.0%，共下調了 1.2 個百分點，而 2023 年和 2024 年的 GDP 預期增速則沒有改變，分別為 2.2% 和 2.0%。
- 2022 年失業率預期為 3.5%，2023 年也是預期 3.5%，皆與上次 SEP 預期相同，2024 年失業率預期則上調 0.1 個百分點，升至 3.6%。
- 2022 年 PCE 通膨率預期為 4.3%，上次 SEP 預期是 2.6%，共上調了 1.7 個百分點，而 2023 年 PCE 通膨預期則上調 0.4 個百分點至 2.7%，2024 年 PCE 通膨預期上調 0.2 個百分點至 2.3%。
- 2022 年核心 PCE 通膨預期為 4.1%，上次 SEP 預期是 2.7%，共上調 1.4 個百分點，而 2023 年和 2024 年的核心 PCE 預期則分別為 2.6%、2.3%，分別上調 0.3 和 0.2 個百分點。

Variable	Percent			
	Median <sup>1</sup>			
	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP December projection	2.8 4.0	2.2 2.2	2.0 2.0	1.8 1.8
Unemployment rate December projection	3.5 3.5	3.5 3.5	3.6 3.5	4.0 4.0
PCE inflation December projection	4.3 2.6	2.7 2.3	2.3 2.1	2.0 2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup> December projection	4.1 2.7	2.6 2.3	2.3 2.1	

聯準會 3 月利率意向點陣圖 資料來源：federalreserve 資料日期：2022/3/16

聯準會 3 月份的 SEP 預測出現嚴重劇烈波動，主因烏俄戰爭導致油價高角度噴出，使得聯準會大幅上修通膨與下修 GDP 預測，這也顯示出聯準會在當前的經濟環境裡，對總經趨勢判斷的能力嚴重受阻，這可能從而導致聯準會出現政策錯誤之風險 (policy error)。

從 3 月份的 SEP 數據觀察，或許很難相信聯準會在今年升息七碼的路徑上、再加上縮表提前之雙重壓力，美國經濟 2022 年還可以穩定擴張，可以安全實現軟著陸。

## 估值分析：

道瓊指數未來 12 個月預估本益比 (Forward P/E Ratio) 落在 18.74 倍，估值已自先前的 20 倍水準大幅收斂，道瓊指數當前估值似乎趨向合理，但值得注意的是，若道瓊成份股在 2Q22 下修財測，那麼這個估值可能就出現失真，估值反而會因為財測每股盈餘 (EPS) 之下修而被動走高。

由於道瓊指數權值股與美國經濟掛鉤程度極高，故在當前聯準會加速升息、且高油價壓力難解的前景下，道瓊指數權值股確實具有下修財測之風險。

P/E Ratio

Index	3/17/22	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	19.15	33.44	17.43
S&P 500	23.68	44.63	18.85
NASDAQ 100	30.25	37.27	23.57
Russell 2000	63.96	n.a.	22.93

美股四大指數估值比較圖 資料來源：

Bloomberg 資料日期：2022/3/17

展望道瓊指數後市，考量到美國經濟當前的下行風險已經遽增，且多項經濟數據已經浮現經濟加速放緩的跡象，雖然道瓊指數以當前的預估 12 個月本益比觀察，估值確實合理，並不是特別昂貴，但若美國經濟加速走低、導致企業在 2Q22 出手下修財測，那麼下修後的 EPS 就將被動的放大估值，這將對道瓊指數構成沉重的上檔壓力。

## US 30 展望：

美國經濟持續受到高通膨所苦，近期來多項經濟數據已經轉差，包括消費者信心、零售銷售等數據皆表現疲軟，其中 2 月密大消費者信心更是創下自 2011 年以來的新低水準，這顯示聯準會確實具有加速升息的壓力存在，但 3 月聯準會升息七碼的點陣圖路徑，卻是已超越市場預期的升息五碼，而這樣的升息速率，將可能令美股獲利更為承壓。

聯準會在 SEP 中預計 2022 年的核心通膨率估落在 4.1%，升息後 2023 年將降至 2.6%；並預測 2022 年 GDP 增長 2.8%，到 2023 年將降至 2.2%；失業率將預測降至 3.5%，而之後將維持在此一水平，顯示聯準會認為在高速升息與縮表下，美國經濟仍將會是歲月靜好。

但事實上，聯準會 3 月釋出的 SEP 預測或許可信度是極低的，當中存在許多的嚴峻挑戰，其中最大的一個質疑即是，若聯準會真的按照點陣圖的預期速度升息，那麼 2022 年或許就將無法實現 SEP 內的經濟預測，因高角度的升息速率，相對也會以高速殺死經濟需求與企業獲利。

## 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/>

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。

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