

<本次亮點>

1. 由於美國通膨率的持續高漲，甚至 5 月消費者物價指數 (CPI) 年增率再次寫下新高，故迫使聯準會於 6 月會議加速升息 3 碼，且不排除 7 月還將升息 3 碼，這令市場對於聯準會最終的升息高點之預期不斷墊高，並加深美國經濟跌入衰退之疑慮。
2. 聯準會 6 月點陣圖顯示，FOMC 票委大幅提升了本輪升息循環的利率高點預期，2022 年和 2023 年利率中位數預期分別升至達 3.4%、3.8%，比先前 3 月分別提升 1.5 和 1 個百分點，顯示在高通膨壓力下，FOMC 已放棄先前的緩慢升息速率，並且對通膨溫和下降失去耐心。
3. 展望 Nasdaq 100 後市，Nasdaq 100 成份股的營收、每股盈餘 (EPS) 將進一步放緩，因 3Q22 聯準會的升息速率將大幅提速，但高通膨 3Q22 內也難以見到急遽下滑，再考量到 Nasdaq 100 成份股的庫存水位極高，故在高升息、高通膨、去庫存循環等 3 大利空衝擊下，Nasdaq 100 仍難脫離下行趨勢。

美國難逃經濟衰退， Nasdaq 100 未改下行趨勢

由於美國通膨率的持續高漲，甚至 5 月消費者物價指數 (CPI) 年增率再次寫下新高，故迫使聯準會 (Fed) 於 6 月會議加速

升息 3 碼 (75bp)，且不排除 7 月還將升息 3 碼，這令市場對於聯準會最終的升息高點之預期不斷墊高，並加深美國經濟跌入衰退之疑慮，展望 3Q22 看，Nasdaq 100 後市仍不容樂觀。

聯準會在 6 月利率會議後釋出最新的利率意向點陣圖 (Dot Plot) 顯示，FOMC 票委大幅提升了本輪升息循環的利率高點預期，2022 年和 2023 年利率中位數預期分別升至達 3.4%、3.8%，比先前 3 月分別提升 1.5 和 1 個百分點，顯示在高通膨壓力下，FOMC 已放棄先前的緩慢升息速率，並且對通膨溫和下降失去耐心。

同時，聯準會亦在 6 月最新的經濟預測概要 (Summary of Economic Projections, SEP) 內，大幅調降 2022 年 GDP 增長率自 2.8% 至 1.7%，降幅高達 39%，顯示在高通膨與高升息的雙向壓力下，美國經濟正在加速放緩，甚至距離衰退僅剩一步之遙。

展望 Nasdaq 100 後市，在 3Q22 時間裡，相信 Nasdaq 100 成份股的營收、每股盈餘 (EPS) 將進一步放緩，因 3Q22 聯準會的升息速率將大幅提速，但高通膨 3Q22 內也難以見到急遽下滑，再考量到 Nasdaq 100 成份股的庫存水位極高，故在高升息、高通膨、去庫存循環等 3 大利空衝擊下，Nasdaq 100 仍難脫離下行趨勢。



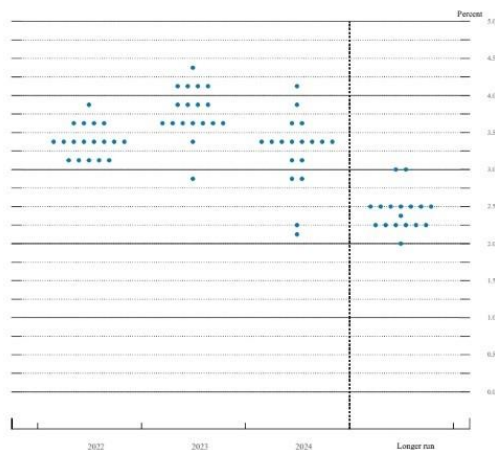
Nasdaq 100 日線走勢圖 資料來源：
Tradingview 資料日期：2022/6/17

總經分析：

一.通膨壓力山大，超鷹派升息具有急迫性：

聯準會 6 月 15 日結束為期兩天的聯邦公開市場委員會 (FOMC) 會議，將基準利率調升 3 碼至 1.5-1.75% 區間，升息幅度創下 1994 年來以來最大，而 7 月亦不排除再次升息 3 碼，但也有可能升息 2 碼，這部分需要觀察美國通膨率數據而定。

FOMC 票委在 6 月點陣圖中預期，至 2022 年底聯邦基金利率預計將達 3.4%，比 3 月會議預期增加 1.5 個百分點，並在 2023 年升至 3.8% 左右，比 3 月預期高出 1 個百分點，顯示整體升息速率大幅加速，預計 2022 年底基準利率就可能升破中性利率 (neutral rate) 3.0% 上方。



聯準會 6 月釋出之利率意向點陣圖 資料來源：federalreserve 資料日期：2022/6/15

整體看，聯準會的 6 月利率會議，共在「升息路徑」上傳達出了 2 點重要態度：

1.貨幣緊縮具有高度緊迫性：

本次聯準會升息 3 碼，升息幅度比 5 月的 2 碼進一步擴大，並創下 1994 年以來最大的單次升息幅度，這意味著已無法容忍當前的通膨水平，因在 6 月利率會議召開的前一週，芝商所 (CME) Fed Watchtool 顯示市場對於 6 月會議的升息預期僅為 2 碼，但 5 月 CPI 數據公布超出市場預期之後，市場對於聯準會 6 月升息預期即迅速提升至 3 碼。

聯準會主席鮑爾 (Jerome Powell) 在利率會議後的記者會上亦表示，持續高漲的通膨預期是導致聯準會官員改變想法的主要原因，因通膨預期有自我實現的功能，一旦根深蒂固，將大大增加通膨的持續性，這會使得使聯準會壓制通膨變得更加困難。

2.未來升息空間大，聯邦基金利率高點或超 4%。

聯準會官員們大幅上調了對未來利率水平的預測，根據點陣圖，2022 年底聯邦基金利率中位數預測升至 3.4%、2023 年底升至 3.8%，遠高於聯準會認為的 3.0% 中性利率水平，這意味著聯準會希望以利率大幅「超升」的方式來控制通膨。

另外，值得注意的是，點陣圖顯示 2023 年聯邦基金利率的最高預測達到 4.5%，且有 5 名官員認為利率將達到 4% 以上，這更表明出不少 FOMC 官員認為升息還應該更加激進。

往前看，由於美國通膨仍具上行風險，並且中期通膨中樞已大幅揚升，預估至 2022 年底美國 CPI 通膨仍可能高達 6%，故目前不宜低估美國利率上行空間，因回顧歷史經驗看，1980 年美國 CPI 年增率達 14% 時，聯邦基金利率一度接近 20%，當時讓市場感受到了利率難以見頂的沉重壓力。

二.大幅調降 GDP 增長預期，暗示高經濟衰退風險：

聯準會在 6 月最新的經濟預測概要 (SEP) 內，大幅下調了 2022、2023、2024 年的實質 GDP 增長預測至 1.7%、1.7%、1.9%；此外，失業率預測亦被上調，以反映出超高速升息帶來的需求減弱、就業增長放緩，以及薪資增長減速。

針對實質 GDP 增長的預測下調以及失業率上修，這顯示出聯準會正逐漸承認一件大事，即美國經濟於 2022 年跌入衰退的可能性正在高速上升。

而在 PCE 通膨預測上，聯準會大幅上調 2022 年 PCE 通膨預估，自先前 3 月的 4.3% 上調至 5.2%，但 2023 年和 2024 年的 PCE 通膨預估則變化不大；另外，核心 PCE 的預估亦整體變化不大。

| Variable | Median ¹ | | | |
|---|---------------------|------|------|------------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | Longer run |
| Change in real GDP | 1.7 | 1.7 | 1.9 | 1.8 |
| March projection | 2.8 | 2.2 | 2.0 | 1.8 |
| Unemployment rate | 3.7 | 3.9 | 4.1 | 4.0 |
| March projection | 3.5 | 3.5 | 3.6 | 4.0 |
| PCE inflation | 5.2 | 2.6 | 2.2 | 2.0 |
| March projection | 4.3 | 2.7 | 2.3 | 2.0 |
| Core PCE inflation ⁴ | 4.3 | 2.7 | 2.3 | |
| March projection | 4.1 | 2.6 | 2.3 | |
| Memo: Projected appropriate policy path | | | | |
| Federal funds rate | 3.4 | 3.8 | 3.4 | 2.5 |
| March projection | 1.9 | 2.8 | 2.8 | 2.4 |

聯準會 6 月釋出之經濟預測概要 資料來源：federalreserve 資料日期：2022/6/15

整體看，聯準會的 6 月利率會議，共在「經濟預測路徑」上傳達出了 3 點重要態度：

1.抗通膨是最重要的任務，不惜以經濟衰退為代價：

聯準會在 6 月利率聲明中，刪除了「隨著貨幣政策收緊，委員會預計通膨率將回到 2% 的目標，且勞動力市場將保持強勁」的表述，並且增加了「委員會堅定地致力於將通膨率恢復到 2% 的目標之表述」，這一表述顯示聯準會試圖對市場重建公信力。

在此之前，聯準會曾一度認為通膨會在小幅緊縮後自行回落，但隨著通膨持續走高，自行回落已變得幾乎不可能，聯準會的公信力也遭受損害，故下半年相信聯準會將竭盡全力對抗通膨，如果需要一場經濟衰退來換取物價穩定，聯準會可能也會選擇這麼做。

2.能否實現軟著陸 (Soft Landing) 不全由聯準會決定：

聯準會主席鮑爾在記者會中亦承認，當前美國經濟想要實現軟著陸並不容易，單靠貨幣政策不一定能夠做到，這是因為導致通膨上升的因素中有許多外生因素，比如油價大幅上漲、以及疫情帶來的供應鏈瓶頸，而這些因素聯準會無法掌控，所以軟著陸需要一點運氣。

根據 6 月 17 日聯準會紐約分行釋出的 DSGE 模型經濟預測，美國經濟實現軟著陸的機率只有 10%，預計 2022、2023 年美國 GDP 都將出現溫和的負增長，2022 年預估為 -0.6%、2023 年則為 -0.5%；而此前 3 月份的這兩項預測指標分別為 0.9 % 和 1.2%。

Current Forecast

Latest Release 9:00 a.m. EST, June 17, 2022

| Forecast period | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|------------------------------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
| GDP growth (Q4/Q4) | -0.6 (-3.8, 2.3) | -0.5 (-5.0, 4.0) | 0.4 (-4.4, 5.3) | 1.4 (-0.9, 6.5) |
| Core PCE inflation (Q4/Q4) | 3.8 (3.3, 4.4) | 2.5 (1.7, 3.4) | 2.1 (1.2, 3.1) | 2.0 (1.0, 3.0) |
| Real natural rate of interest (Q4) | 0.9 (-0.4, 2.1) | 0.9 (-0.5, 2.4) | 0.9 (-0.7, 2.4) | 0.8 (-0.9, 2.5) |

Source: Authors' calculations.

Notes: This table lists the forecasts of output growth, core PCE inflation, and the real natural rate of interest from the September 2021 forecasts. The numbers outside parentheses are the mean forecasts, and the numbers in parentheses are the 68 percent bands.

聯準會紐約分行 6 月最新釋出的 DSGE 模型經濟預測 資料來源：NY Fed 資料日期：2022/6/15

3.貨幣政策更關注整體 CPI，而不是核心 CPI。

鮑爾在 6 月會後記者會上多次強調，聯準會當前非常看重市場的通膨預期，且注重整體 CPI 物價指數，而非核心 CPI，也非過往聯準會看重的核心 PCE。

CPI 與核心 CPI 指數兩者的區別在於，CPI 在計算中包含了能源和食品價格，而今年以來這兩類價格都出現了較大漲幅，以能源為例，過去兩個月美國汽油零售價格持續攀升，6 月初已經突破每加侖 5 美元，創下歷史新高。

估值分析：

Bloomberg 截至 6 月 17 日數據顯示，Nasdaq 100 指數未來 12 個月期預估本益比 (Forward 12 months P/E Ratio) 已降至 19.85 倍，大幅低於 5 年均值本益比 23.81 倍。

然而值得注意的是，直觀看雖然 Nasdaq 100 估值極低，但這是 Nasdaq 100 沒有下修每股盈餘 (EPS) 的估值水準，考慮到 2022 下半年美國經濟將更為加速放緩、且有進入經濟衰退之疑慮，故 EPS 是具有非常沉重的下修風險。

| P/E Ratio | | | |
|-----------|---------|----------|-----------------|
| Index | 6/17/22 | Year ago | Forward 12 mons |
| Dow Jones | 17.03 | 28.38 | 15.70 |
| S&P 500 | 20.33 | 37.23 | 16.10 |

| | | | |
|--------------|-------|-------|-------|
| NASDAQ 100 | 23.22 | 36.81 | 19.85 |
| Russell 2000 | 44.37 | n.a. | 17.47 |

美股四大指數估值比較圖 資料來源：Bloomberg 資料日期：2022/6/17

Nasdaq 100 展望：

聯準會 6 月會議升息 3 碼創下 1994 年來首見，這顯示出在美國高通膨率的壓力下，聯準會轉向貨幣緊縮的急迫性，而聯準會官員在 6 月會議上大幅上調升息預期，本輪聯邦基金利率高點或超 4%，鮑爾對經濟軟著陸的信心明顯下降，市場對經濟衰退的擔心則與日俱增，綜合總體經濟觀察，Nasdaq 100 的至暗時刻可能仍未過去。

在當前油價持續高於每桶 110 美元的市況裡，不宜低估聯準會基準利率的上行空間，且更需要對美國經濟前景保持謹慎，因為 3Q22 美國經濟前景的一個高度可能是，聯準會可能願意加速升息來觸發經濟衰退，以此為代價換取物價穩定，而這也將加劇市場波動，帶來更高的風險溢價 (Equity Risk Premium, ERP)。

在高升息與高通膨的雙向壓力下，目前看 Nasdaq 100 獲利已經進入下行通道，因 3Q22 聯準會利率水平還可能更高、打擊美國消費需求的力道也會更強，這可能意味著未來 Nasdaq 100 營收、EPS 將具有更沉重的下修風險，且還可能拉長本輪的去庫存循環。

展望 Nasdaq 100 後市，由於美國通膨率持續居高不下，聯準會也已放棄先前的緩慢升息速率，並且對通膨溫和下降失去耐心，轉向藉由高速升息來打擊消費需求，

以藉此降低通膨壓力，而在此過程中，美國經濟將有可能於 2022 下半年跌入衰退，Nasdaq 100 成份股也將難逃基本面的逆風壓力，故展望 3Q22 看，Nasdaq 100 後市仍難脫離下行趨勢。

OANDA 官方網站

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

OANDA NAS100 指數價格走勢

<https://www.oanda.com/bvi-ft/cfds/instruments/nas100-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。