

<本次亮點>

1. 基於美國 5 月通膨年增率報 8.6% 再次超越市場預期，故聯準會於 6 月利率會議決定升息三碼以強化打擊通膨的決心，這是高於主席鮑爾在 5 月份給出的 6 月升息二碼之前瞻指引，且聯準會 7 月份仍有可能出手升息三碼，預估年底利率將升抵 3.4%、約合全年升息 14 碼。
2. 6 月利率會議聲明顯示，聯準會正計劃透過超高速升息來打擊消費需求，進而使得商品通膨降溫、失業率走升，已成為 2022 年下半年聯準會政策的唯一方向，而值得注意的是，聯準會歷史上壓低消費對抗通膨皆是以經濟衰退收場，故本輪的超高速升息，亦非常有可能將美國經濟推入衰退的深淵。
3. 展望道瓊指數後市，由於道瓊指數成份股與實體經濟是高度掛鉤，故美國經濟若跌入衰退，那麼道瓊指數成份的基本面也將受到重創，預計營收、每股盈餘在下半年具有十分沉重的下修風險，而這也將帶來外資 Sell Side 報告的 de-rate 潮，故道瓊指數後市可謂是不容樂觀。

經濟衰退疑慮擴大，道瓊成份股估出現 de-rate 潮

基於美國 5 月通膨年增率報 8.6% 再次超越市場預期，故聯準會於 6 月利率會議決定升息三碼 (75bp) 以強化打擊通膨的決心，這是高於主席鮑爾 (Jerome Powell) 在 5 月份給出的 6 月升息二碼 (50bp) 之

前瞻指引，且 7 月份仍有可能出手升息三碼，預估年底利率將升抵 3.4%、約合全年升息 14 碼，這使得美國經濟衰退的疑慮，正高速席捲美股市場。

6 月利率會議聲明顯示，聯準會正計劃透過超高速升息來打擊消費需求，進而使得商品通膨降溫、失業率走升，已成為 2022 年下半年聯準會政策的唯一方向，而值得注意的是，聯準會歷史上壓低消費對抗通膨皆是以經濟衰退收場，故本輪的超高速升息，亦非常有可能將美國經濟推入衰退的深淵。

聯準會在 6 月會後釋出的經濟預測概要 (Summary of Economic Projections ,SEP) 中，已大幅下修 2022 年實質 GDP 成長預期自 2.8% 降至 1.7%，降幅達 39.2%，而在聯準會下修全年 GDP 增長後，聯準會亞特蘭大分行也立刻在最新的 GDP 預測中，下修 2Q22 美國實質 GDP 增長率至 0.0%，這意味著第二季美國 GDP 高機率也要出現負增長。

事實上 1Q22 美國實質 GDP 已在終值被降至 -1.5%，如果 2Q22 也跌入負增長，那麼即達到經濟衰退的傳統定義，而目前看，這將是非常可能發生的趨勢，聯準會主席鮑爾也在 6 月利率會後的記者會上承認，軟著陸 (Soft Landing) 目前看沒有這麼容易。

展望道瓊指數後市，由於道瓊指數成份股與實體經濟是高度掛鉤，故美國經濟若跌入衰退，那麼道瓊指數成份的基本面也將受到重創，預計營收、每股盈餘 (EPS) 在下半年具有十分沉重的下修風險，而 EPS 的下修也將帶來外資 Sell Side 報告的 de-rate 潮，故道瓊後市在當前聯準會極其鷹

派的壓力下，可謂是不容樂觀。



道瓊指數日線走勢圖 資料來源：

Tradingview 資料日期：2022/6/16

總經分析：

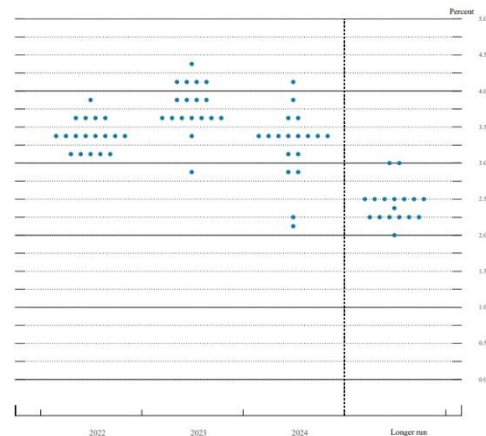
一.點陣圖預告，聯準會下半年將超鷹派升息：

聯準會 6 月利率會議決議，將聯邦基金利率的目標區間升息三碼 (75bp) 上調至 1.5-1.75%，此次決策的投票結構為 10 比 1，唯有堪薩斯城分行主席 Esther George 投票升息二碼，而對於 7 月份的會議來說，聯準會升息二碼或三碼將基於通膨數據來決定，聯準會並未將升息三碼的選項從檯面上移出。

聯準會 6 月聲明指出，俄烏衝突、中國疫情、以及供應鏈等問題持續對通貨膨脹造成上行壓力，並對經濟活動產生影響，FOMC 委員會仍然尋求在長期內實現最大就業目標和 2% 的通膨目標，因此 FOMC 決定於 6 月升息三碼，以強化打擊通膨的決心，並且下半年持續的升息將是合適的。

另外，此次會議聲明刪除了預計通膨將回到 2% 水平、以及勞動力市場將在升息過程中保持強勁的措辭，顯示聯準會認為通膨壓力將持續存在，並且在未來的升息過程中，失業率將開始被升息所抬升，這暗示美國經濟在下半年的放緩態勢，將會越來越嚴重。

6 月利率意向點陣圖並顯示，FOMC 委員會已大幅提升利率預期，2022 年和 2023 年利率中位數預期分別達 3.4% 和 3.8%，比先前 3 月分別提升 1.5 和 1 個百分點，顯示高通膨背景下，FOMC 更傾向採取高速升息來打擊通膨；而 2024 年政策利率的預期則為 3.4%，暗示 2024 年將出現降息。



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

二.聯準會大幅下修 GDP 預測，顯示實現軟著陸機率極低：

聯準會在 6 月會後釋出的經濟預測概要 (Summary of Economic Projections ,SEP) 中，大幅下修 2022 年實質 GDP 成長預期自 2.8% 降至 1.7%，降幅達 39.2%；另外亦上修 PCE 通膨預估值，預期 2022 年通膨率將在高檔運行，聯準會抗通膨仍為當前政策第一要務。

如下圖所示，SEP 經濟預測方面，聯準會官員大幅下調了 2022、2023、2024 年的實質 GDP 增長預測至 1.7%、1.7%和 1.9%，此外，失業率預測值也均被上調，以匹配升息帶來的需求減弱、就業增速放

緩，以此來抑制薪資增速，而聯準會針對 GDP 預測下調以及失業率上調，也顯示聯準會逐漸承認，經濟衰退風險的可能正在上升。

SEP 通膨預測方面，聯準會官員大幅上調 2022 年 PCE 通膨率，自 3 月的 4.3% 上調至 5.2%，但 2023 年和 2024 年 PCE 通膨預測值變化不大，2023 年 PCE 預測值為 2.6% (先前 3 月預測值為 2.7%)，而 2024 年 PCE 預測值為 2.2% (3 月為 2.3%)；對核心 PCE 的預期值整體變化則不大。

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

回溯美國 1960 年以來八次經濟衰退以及三次經濟軟著陸時期，事實上美國經濟在通膨水平高於 4% 的情況下，實現軟著陸的機率是極低的，但若通膨在可控範圍之內，則經濟仍有軟著陸可能，而以美國現階段的情況而言，是屬於持續的高通膨壓力，這也帶來了不斷上行的經濟衰退風險。

通過歷史經驗觀察，若聯準會要成功抑制高通膨，特別是通膨水平高於 5% 左右水平時，聯邦基金利率水平必須與通膨水平相當，才能有效抑制通膨，然而，在現階段美國經濟轉弱、財政支出壓力較大的背景

下，聯準會完全沒有可能激進升息至 8% 左右水平，讓利率水準與 5 月 CPI 增速 8.6% 持平，因此，相信美國高通膨仍將持續較長一段時間，通膨將持續受地緣政治、供應鏈緊縮以及勞動力短缺問題擾動。

估值分析：

道瓊指數未來 12 個月預估本益比 (Forward P/E Ratio) 落在 16.94 倍，估值在股價大跌的拖累下，應聲跌破了 17 倍的整數大關，但值得注意的是，當前道瓊指數的估值可能是具有失真疑慮，因每股盈餘 (EPS) 具有下修風險。

聯準會已於最新 6 月釋出的 SEP 預測中，確認美國經濟將於 2022 下半年加速放緩，故道瓊成份股的 3Q22 財測，將非常有可能跟隨 GDP 下修而出現 EPS 下修潮，但 EPS 下修之風險目前是並未被計入估值當中。

P/E Ratio			
Index	6/16/22	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	17.05	28.84	16.94
S&P 500	21.54	37.39	17.65
NASDAQ 100	25.78	36.45	22.01
Russell 2000	49.37	n.a.	19.89

美股四大指數估值比較圖 資料來源：Bloomberg 資料日期：2022/6/16

US 30 後市：

從美股的角度來說，高通膨不僅抑制企業獲利、提高成本，並且導致聯準會加快收緊

貨幣政策，從估值和流動性角度衝擊美股，回溯美國 1972 年和 1976 年的兩次高通膨時期，也可以發現到，美國在高通膨時期時，經濟衰退風險將顯著上行，疊加聯準會貨幣政策被通膨束縛，鷹派緊縮將極難放鬆，故展望 3Q22 看，道瓊指數大機率將繼續承壓。

在 1972 年和 1976 年兩次高通膨時期，聯準會開始快速升息，道瓊指數即維持下行走勢且跌幅顯著，如 1972 年至 1974 年間，美國聯邦基金利率從 4.5% 一路攀升至 9.5%，在此期間，道瓊指數共下跌 33.4%；另外，在 1976 和 1980 年的高通膨時期，美國聯邦基金利率從 5% 一路攀升至 20% 左右水平，在此期間，道瓊指數亦下跌 20% 左右。

在聯準會高速升息的前景之下，消費需求亦將驟降，並且帶動聯準會對 2022 年 GDP 預期增長的驟減，這也暗示著 3Q22 美股企業的 EPS 財測具有下修風險，因為其實拉一段長期時間看，道瓊成份股的 EPS 增長率，大約就等於美國 GDP 增長率，故在 GDP 增長前景疲軟的壓力下，道瓊指數 EPS 增長亦難以上升。

展望道瓊指數後市，目前道瓊成份股的零售業庫存、製造業庫存看，庫存週轉天期全是驚人的高，這顯示零售業、製造業的商品降價潮不是即將來到，是已在路上，而考量到 3Q22 美國經濟將進入「高升息 + 高通膨」二大壓力齊聚的艱難環境，估計道瓊指數的降價潮將帶來毛利率與 EPS 的下修風險，而這也將帶來後續外資 Sell Side 報告的 de-rate 潮，故展望 3Q22 看，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。