

<本次亮點>

1. 聯準會主席鮑爾在全球央行年會傑克森霍爾 (Jackson Hole) 上明確表示，目前對於聯準會來說，對抗高通膨比支持經濟增長更為重要，鮑爾並在會上放出重要前瞻指引：高利率將持續一段更長時間 (Higher Rates for Longer)，一反先前市場所預期的聯準會將於 1Q23 啟動降息循環。
2. 鮑爾在傑克森霍爾上所釋出的鷹派前瞻指引，並非在於提高升息的終點目標利率，而在於延遲轉向寬鬆降息的時間點，這與市場先前的預期產生了極大差異，此前市場預期認為，聯準會將將於 1Q23 內啟動降息，但目前聯準會正對此一預期實施精準打擊。
3. 展望道瓊後市，相信未來 2 個季度內，美國經濟仍將深陷「更高利率、通膨緩降」的總經格局，這樣的總經環境將持續對美國家庭、企業帶來痛苦，考量到道瓊指數與美國實體經濟掛鉤程度極高，故目前市場樂觀的每股盈餘 (EPS) 增速仍可能有不小的下修空間，短期內道瓊指數仍是不容樂觀。

高利率將持續更長時間， 道瓊成份股難躲 EPS 再次 下修

聯準會 (Fed) 主席鮑爾 (Jerome Powell) 在全球央行年會傑克森霍爾 (Jackson Hole) 上明確表示，目前對於聯準會來說，對抗高通膨比支持經濟增長更為重要，鮑爾並在會上放出重要前瞻指引：高利率將

持續一段更長時間 (Higher Rates for Longer)，一反先前市場所預期的聯準會將於 1Q23 啟動降息循環，而聯準會停留高利率一段更長時間來打擊通膨，將可能令美國經濟無可避免地走向衰退，這也對道瓊指數形成嚴重的中期風險。

從聯準會聲明的「高利率將持續一段更長時間」來觀察，這樣的貨幣政策操作將高機率把美國經濟拖入衰退，且衰退時間估計更長，衰退幅度更大，因長時間的高利率水準以及高通膨緩降，將對經濟最核心的投資與消費部門，造成損害的時間拉得更長，這也將造成企業營收、毛利率的回升速度變得更為緩慢，重回增長趨勢的等待期也將隨之拉長。

鮑爾在傑克森霍爾上所釋出的鷹派前瞻指引，並非在於提高升息的終點目標利率，而在於延遲轉向寬鬆降息的時間點，這與市場先前的預期產生了極大差異，此前市場預期認為，聯準會將希望避免美國經濟於 2023 年進入衰退，故一旦通膨出現下降態勢，那麼聯準會即可能放緩升息腳步，並於 1Q23 內啟動降息，但目前聯準會正對此一預期實施精準打擊。

再加上雖然美國勞動力市場已見到放緩徵兆，但整體失業率、職位空缺數仍在歷史高檔區徘徊，如美國公布 7 月職位空缺數為 1123.9 萬人，遠超市場預期的 1037.5 萬人，顯示美國勞動力市場仍具有韌性，薪資上漲帶來的螺旋式通膨壓力仍未消滅，這可能對目前初見通膨緩降的趨勢，再次點燃通膨之火，故當前股市要全面轉向寬鬆交易，仍然是為時尚早。

展望道瓊後市，本次鮑爾的前瞻指引明確了未來至少 2 個季度，美國經濟要持續面向「更高利率、通膨緩降」的經濟格局，這樣

的總經環境將持續對美國家庭、企業帶來痛苦，相信與美國經濟掛鉤的道瓊指數成份股，在中期 3 個月內仍然還有財測下修風險，故短期內道瓊指數仍是不容樂觀。



道瓊指數日線走勢圖 資料來源：
tradingview 資料日期：2022/8/31

一.鮑爾釋放新前瞻指引，擊退市場降息預期：

聯準會主席鮑爾在 8 月 25 日的傑克森霍爾全球央行年會上，就經濟前景和貨幣政策發表講話，鮑爾重申繼續收緊貨幣政策，警告不可過早讓貨幣政策轉向寬鬆，認為可能一段時期內保持對經濟增長有限制性的高利率水平，這直接打消了市場認為聯準會將很快於 1Q23 轉向降息的預期。

鮑爾的鷹派並非在於提高升息的終點利率，而目的是在於延遲轉向寬鬆的時間點，因為儘管 7 月美國消費者物價指數 (CPI) 年增率與月增率皆有所回落，但仍處於較高水平，且僅是一個月的觸頂緩降數據，相信仍絕對不足以促使聯準會貨幣政策轉向，因過早轉向將可能令市場的通膨預期又再次竄升。

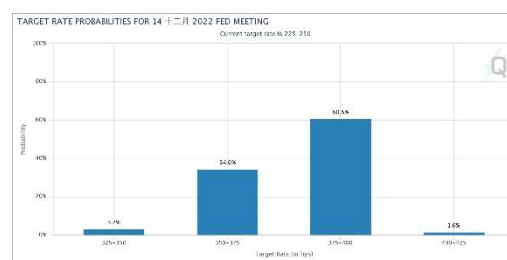
再加上美國 7 月 CPI 放緩主要是來自於原油和大宗商品價格的下跌，但此類商品價格下跌，可能無法作為通膨持續下行的基準，因為此類商品的價格本來就具有高波動性，再加上美國天氣將準備進入秋、冬季，歐洲天然氣短缺導致的天然氣暴漲，

仍可能導致原油價格重演去年冬天的補漲行情。

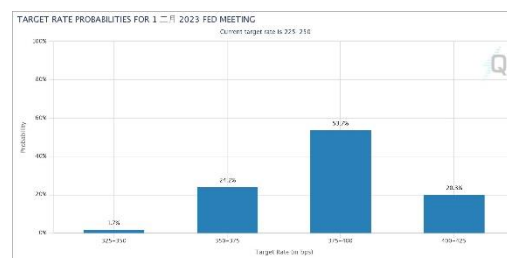
鮑爾在傑克森霍爾上強調，歷史經驗表明不能過早轉向寬鬆，因 1970 年代打擊通膨失敗，便是因為聯準會貨幣政策過早轉向寬鬆，故鮑爾本次強烈聲明「高利率將持續一段更長時間」，完全是有其道理所在。

而在傑克森霍爾年會召開之前，芝商所 (CME) 數據即顯示，不少利率期貨交易員早在對賭聯準會將因為美國經濟可能進入衰退，而提早於 1Q23 啟動降息，但在鮑爾的鷹派發言之後，利率交易員針對 1Q23 的降息預期，也開始出現撤退。

據 CME 最新數據顯示，目前利率期貨市場預計，達 60.6% 交易員預計，聯準會將於 2022 年 12 月將基準利率升抵 3.75-4.00% 水平；而展望 2023 年 1 月，則共有 53.7% 交易員預計聯準會將維持利率不變在 3.75-4.00%、20.3% 交易員預計再升息一碼 (25BP) 至 4.00-4.25%。



CME FedWatch 預計聯準會 2022/12 升息至 3.75-4.00% 區間之機率為 60.6%
資料來源：CME 資料日期：2022/8/31



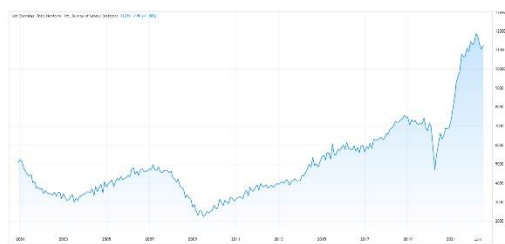
CME FedWatch 預計聯準會 2023/1 維持利率 3.75-4.00% 區間不變之機率為

53.7%、升息一碼機率為 20.3% 資料來源：CME 資料日期：2022/8/31

二.美國職位空缺數大超預期，薪資螺旋通膨隱憂仍存：

美國勞工統計局 9 月 1 日發布報告，7 月職位空缺數大超市場預期近 100 萬個，顯示代表美國勞動市場仍然極度緊張，薪資上漲帶來的螺旋式通膨壓力仍未消減，這也可能反轉目前美國 CPI 通膨率觸頂緩降的趨勢。

根據美國 7 月非農職位空缺和勞動力流動調查 (JOLTS)，當月可用職位總數報 1124 萬個，遠遠超過 FactSet 調研的市場預期 1030 萬個，甚至比前值 6 月的 1104 萬高出約 20 萬個工作職缺。



美國 JOLTS 職位空缺數 資料來源：tradingview 資料日期：2022/8/31

7 月 JOLTS 數據進一步顯示，可用職位仍然嚴重短缺，職位空缺與可用勞工的比例接近 2 比 1，這反過來又會導致通貨膨脹，因為在物價上漲接近 40 多年來最快速度之際，雇主被迫提供更高的薪酬來吸引勞工。

本月招聘人數下降至 638 萬，而備受關注的衡量勞工信心的指標離職人數也下降至 418 萬人，離職人數占勞動力的比例下降 0.1 個百分點至 2.7%，按歷史標準衡量仍然相對較高。

聯準會主席鮑爾在過去幾個月的利率會議上，就曾經多次表示目前美國勞動力市場過度緊張，且聯準會高度在乎職位空缺數，鮑爾多次提及，目前美國職位空缺數與求職勞工比例約為 2:1，職位空缺數顯然與求職勞工數量不匹配，故薪資增長帶來的螺旋式通膨壓力，是當前聯準會最需要打擊的通膨來源。

估值分析：

據 Bloomberg 截至 8 月 31 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) 落在 18.72 倍，估值水準重新降至 19 倍的整數關卡下方，反映近期道瓊指數股價的下跌修正。

道瓊成份股的 2Q22 財報發布期已經結束，但這並不意味著道瓊成份股的盈餘下修已經告一段落，因為在聯準會的高利率打擊之下，且高通膨並非急降、只是緩降，故這可能令美國經濟需求持續疲軟，而與實體經濟掛鉤程度極高的道瓊成份股，相當可能再次出現盈餘下修潮。

P/E Ratio			
Index	8/31/22	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	18.72	24.04	17.79
S&P 500	22.84	31.26	18.37
NASDAQ 100	26.75	36.10	24.25
Russell 2000	65.78	n.a.	22.98

美股四大指數估值比較圖 資料來源：Bloomberg 資料日期：2022/8/31

道瓊後市：

本次鮑爾於傑克森霍爾的談話表明，聯準會貨幣政策的轉向不會太早實現，因目前美國 CPI 通膨率仍是在高檔徘徊，且只有原物料與大宗商品價格的大幅回落，將可能只能幫助美國 CPI 降回至 5-6 水平，並不足以證明美國通膨率將能持穩地朝向 2% 通膨目標前進，聯準會仍需要緩解勞動力市場內嚴重的薪資通膨壓力。

聯準會當前已對就業市場放緩做好了充份準備，故聯準會向市場釋放出的前瞻指引：「高利率將持續一段更長時間」，也希望藉此擊退市場對於聯準會 1Q23 政策轉向的降息預期，而在聯準會的前瞻指引之下，相信未來 2 個季度內，美國經濟仍將受制於高利率、通膨緩降的困難環境，美國家庭、企業等單位，仍無可避免地持續出現消費、投資放緩之趨勢。

鑑於聯準會的貨幣政策不會過早轉向，故目前要轉向寬鬆交易的預期，這仍然是言之過早，且市場對於美國經濟衰退的定價，更可能尚不充分，舉例來說，目前近 19 倍的道瓊指數預估本益比，估值仍然是偏貴，且在消費減弱、企業投資放緩的壓力下，道瓊指數仍有下跌之可能。

展望道瓊後市，相信未來 2 個季度內，美國經濟仍將深陷「更高利率、通膨緩降」的總經格局，這樣的總經環境將持續對美國家庭、企業帶來痛苦，考量到道瓊指數與美國實體經濟掛鉤程度極高，故目前市場樂觀的每股盈餘 (EPS) 增速仍可能有不小的下修空間，短期內道瓊指數仍是不容樂觀。

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。