

## <本次亮點>

1. 聯準會 9 月利率再次宣布升息 3 碼，符合市場預期，但超乎市場預期的是，聯準會會後所釋出的利率點陣圖 (Dot Plot) 不僅大幅上移，且主席鮑爾更於會後記者會透露，確實聯準會認為當前美國經濟軟著陸的機會正在縮小。
2. 聯準會主席鮑爾在記者會上亦承認，美國經濟軟著陸的可能性正在減少，且認為如果要控制目前的美國通膨，聯準會將需要以失業率回升作為代價，因目前美國通膨的最大支撐是來自源於服務業，而服務業的通膨黏性強勁，即是源於強勁的就業市場促使勞工薪資增速強勁。
3. 展望道瓊指數後市，道瓊指數成份股與美國經濟掛鉤緊密，且掛鉤程度更遠超過 Nasdaq 100 指數，故若聯準會需要犧牲美國經濟、拉升失業率作為代價，那麼道瓊成份股當前的財測預估，仍相當可能具有再一次的下修風險，而考量到道瓊指數即將再次進入新一季財報季，道瓊成份股的財報有可能低於市場預期。

## 美國經濟已懸在衰退邊緣，道瓊指數財測仍有待下修

聯準會 (Fed) 9 月利率再次宣布升息 3 碼 (75BP)，符合市場預期，但超乎市場預期的是，聯準會會後所釋出的利率點陣圖 (Dot Plot) 不僅大幅上移，且主席鮑爾

(Jerome Powell) 更於會後記者會透露，確實聯準會認為當前美國經濟軟著陸 (Soft landing) 的機會正在縮小，並且明言美國經濟的需求將開始因高利率而放緩，這使得道瓊指數仍難樂觀看待。

本次聯準會的 9 月會議再次確定了貨幣政策的鷹派走向，甚至未來聯準會貨幣政策仍可能再次出現超預期緊縮，而超預期緊縮政策將可能彰顯在 2 點上：

1. 本次升息循環的終點利率，可能再次上移。

2. 本次升息循環維持在終點利率 (terminal rate) 的時間，可能超乎市場預期。

目前市場預期，聯準會本次升息的終點利率估計落在 4.5-4.75% 之間，但相信這個預期仍可能隨時改變，因為如果美國的服務性通膨黏性難以拔除，那麼也不排除聯準會將終點利率提升至 5% 甚至更高水平，以及在利率高點維持一段更長時間。

在激進的升息路徑下，本次聯準會釋出的經濟預測概要 (Summary of Economic Projections) 也調低了美國經濟的增長預測，將 2022 年實質 GDP 增速由 6 月預測的 1.7% 大幅下調至 0.2%，2023-2024 年經濟預測也低於潛在增速。

對此，聯準會主席鮑爾在記者會上亦承認，美國經濟軟著陸的可能性正在減少，且認為如果要控制目前的美國通膨，聯準會將需要以失業率回升作為代價，因目前美國通膨的最大支撐是來自源於服務業，而服務業的通膨黏性強勁，即是源於強勁的就業市場促使勞工薪資增速強勁。

展望道瓊指數後市，由於道瓊指數成份股

與美國經濟掛鉤緊密，且掛鉤程度更遠超過 Nasdaq 100 指數，故若聯準會需要犧牲美國經濟、拉升失業率作為代價，那麼道瓊成份股當前的財測預估，仍相當可能具有再一次的下修風險，而考量到道瓊指數即將再次進入新一季財報季，道瓊成份股的財報有可能低於市場預期，道瓊指數在中期 3 個月內仍需謹慎看待。



道瓊指數走勢圖 資料來源：tradingview  
資料日期：2022/9/29

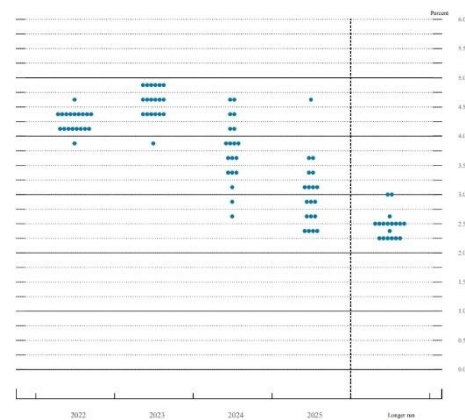
## 總經分析：

### 一.聯準會點陣圖再放鷹，實質利率將升至約 1% 水平：

據聯準會 9 月釋出的利率點陣圖顯示，本次會議聯準會票委全員同意升息 3 碼 (75BP)，將利率走廊調升至 3.00-3.25% 區間，並再次重申將致力於壓低美國通膨回落至 2% 目標不變，而統計自今年 3 月聯準會啟動升息循環以來，基準利率已從 0-0.25% 區間，短短的在三個季度之內拉升了 12 碼、合計共 3 個百分點，這是創下自 1980 年代以來的最強升息力道。

而根據點陣圖路徑預期，聯準會的強勁升息仍未見到停止的可能性，目前點陣圖中位數預計，至 2022 年底，基準利率估計將升抵 4.25-4.50%，因此，年內的剩餘 11、12 月利率會議仍有機會再升息 5 碼，使得全年升息幅度來到 17 碼。

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



聯準會 9 月會議釋出之點陣圖路徑 資料來源：federalreserve 資料日期：2022/9/21

聯準會 9 月會議再度大幅上調點陣圖，其中 2022、2023、2024 年中位數利率分別上調至 4.375%、4.625%、3.875%，而長期的中位數利率則維持 2.5% 不變；其中，2023 年的利率水平上調至 4.625%，這顯示了 2023 上半年聯準會仍有繼續升息 1 碼的可能，並且直接「消滅」市場的降息預期，故本次點陣圖可謂是極為鷹派。

點陣圖亦顯示了，聯準會並不預期長期利率目標需要移動，且基準利率至 2024 年之後甚至出現倒掛之預期，故這也代表著聯準會預估利率將需要維持高檔約 2 年時間，直到通膨放緩後，聯準會才可能轉向降息循環。

在聯準會再次大幅上調利率路徑的壓力下，聯準會主席鮑爾亦在記者會上承認，確實當前美國經濟軟著陸的可能性已經縮小，因在聯準會強勁升息的過程中，美國經濟、家庭、勞工等都預期將受害，但這也是聯準會的政策目的，藉由透過降低美國經濟的消費需求，來完成壓低通膨的目標。

另外，更值得注意的是，針對未來貨幣政

策的緊縮程度，鮑爾更直白的拋出計算指標，鮑爾指出，聯準會將把基準利率減去「某個」預期通膨率，而減出來的結果必須為正，並可能落在 1.0% 左右，而此一鮑爾提到的「某個」預期通膨率，相信指的就是核心個人消費支出 (Core PCE)。

## 二.聯準會大幅調降 GDP 預期、拉升明年失業率預估：

聯準會在 9 月釋出的經濟預測概要 (SEP) 中，大幅下調了 2022 年實質 GDP 預估至 0.2%，比 6 月時預期的 1.7% 大幅下修，顯示美國經濟成長幾乎停滯；SEP 也同時下修 2023、2024 年的實質 GDP 預估至 1.2%、1.7%，直至 2025 年經濟增速預期才重回長期平均的 2.0%。

同時，聯準會也上調了 2022-2024 的失業率預期，反映了聯準會在高速升息之下，意欲透過拉升美國失業率之方式、引動一波小幅度的經濟衰退來打擊美國經濟的消費需求，以促使通膨率進一步走低。

Variable	Median			Global Estimates <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>				
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2025	Range	2022	2023	2024	2025	Range
Change in real GDP	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	0.0-0.5	0.0-2.0	1.0-2.0	1.0-2.0	0.0-2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.3	3.7	3.3	3.1	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5-3.0	2.5-3.0	2.5-3.0	2.5-3.0	2.5-3.0
Unemployment rate	3.7	3.9	4.1	4.3	4.6	4.8	5.0	5.2	3.5-4.5	3.5-4.5	3.5-4.5	3.5-4.5	3.5-4.5
Personal income	5.4	5.8	6.2	6.6	6.9	7.3	7.7	8.1	5.0-6.0	5.0-6.0	5.0-6.0	5.0-6.0	5.0-6.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.3	3.7	3.3	3.1	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5-3.0	2.5-3.0	2.5-3.0	2.5-3.0	2.5-3.0
Unemployment rate	3.7	3.9	4.1	4.3	4.6	4.8	5.0	5.2	3.5-4.5	3.5-4.5	3.5-4.5	3.5-4.5	3.5-4.5
Personal income	5.4	5.8	6.2	6.6	6.9	7.3	7.7	8.1	5.0-6.0	5.0-6.0	5.0-6.0	5.0-6.0	5.0-6.0

聯準會 9 月會議釋出 SEP 預測 資料來源：federalreserve 資料日期：2022/9/21

聯準會 9 月經濟預測概要 (Summary of Economic Projections ,SEP) 細項顯示：

- 2022 年實質 GDP 增長 0.2%，低於 6 月預期的 1.7%；2023、2024 年的 GDP 預期增速分別自 1.7% 與 1.9% 下調至 1.2% 與 1.7%。
- 2022 年失業率預期從 3.7% 上調至 3.8%，2023 年失業率預期從 3.9%

升至 4.4%，2024 年預期從 4.1% 升至 4.4%。

- 2022 年 PCE 通膨率預期從 5.2% 上調至 5.4%；2023 年 PCE 通膨率預期從 2.6% 升至 2.8%，2024 年預期從 2.2% 升至 2.3%。
- 2022 年核心 PCE 通膨率預期從 4.3% 升至 4.5%；2023 年核心 PCE 預期從 2.7% 升至 3.1%，2024 年預期保持不變在 2.3%。

從聯準會釋出的 SEP 預測觀察，核心 PCE 在 2022、2023 兩年均再度出現上修，透露出聯準會仍認為美國通膨率具有十分黏著的韌性，而再觀察實質 GDP 預測，也顯示出在高速升息的影響下，聯準會也預期美國經濟增速短期將放緩至衰退邊緣，並且將有三年時間落在長期平均以下，而貨幣政策短期內，也仍將維持鷹派來控制通膨的態度。

將 SEP 配合點陣圖觀察，不難發現，聯準會目前的政策走向，即是希望透過打擊美國經濟需求、拉升失業率等方式，甚至願意引發小幅度的經濟衰退來打擊通膨，以引導美國通膨率回到聯準會訂定的 2% 長期目標。

## 估值分析：

據 Bloomberg 截至 9 月 29 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) 降至 15.77 倍，估值水準直逼 15 倍的整數關卡，反映道瓊指數在聯準會 9 月貨幣政策之後持續重挫，導致估值高速下降。

道瓊成份股準備將要進入 3Q22 財報發布季，而在聯準會高速升息的壓力下，美國經濟已經出現顯著的放緩現象，從聯準會

最新公布的 SEP 經濟預測上也可以見到明顯證據，故道瓊成份股的營收、每股盈餘 (EPS) 仍相當可能再次需要下修，這將意味著目前道瓊指數的估值乘數，仍有擴大的空間。

P/E Ratio			
Index	9/29/22	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	17.47	23.35	15.77
S&P 500	18.09	31.09	16.42
NASDAQ 100	23.10	35.96	20.92
Russell 2000	51.92	315.9	20.75

美股四大指數估值比較圖 資料來源：  
Bloomberg 資料日期：2022/9/29

## US 30 後市：

聯準會的高壓升息政策，已令美國經濟軟著陸的可能性大幅縮小，從聯準會公布的 SEP 預測觀察，事實上 2022 年美國經濟也已經懸在衰退邊緣，美國經濟的前景已是非常令人擔憂，但觸發小幅度的經濟衰退很可能也正是聯準會的用意，因為唯有經濟衰退、失業率上升，才可以藉此拔除美國服務性通膨的黏性。

美國經濟即將進入衰退似乎已經是箭在弦上，但目前道瓊成份股所給予的企業財測，仍還停留在 2Q22 所給的財測，而當時 2Q22 美國經濟衰退的疑慮尚未如目前那麼地大，故合理預期，隨著時序已經進入 3Q22，道瓊成份股企業將相當有可能針對即將要公布的 4Q22 財測，給予一定程度的下修。

展望道瓊指數後市，鑑於道瓊指數與美國

實體經濟掛鉤程度甚鉅，一旦美國經濟若陷入衰退，那麼道瓊指數成份股的基本面勢將首當其衝，甚至對營收、EPS 的衝擊程度可能更甚於 Nasdaq 100 科技股，而在面對營收、EPS 具有大幅下修壓力的前景下，相信道瓊成份股也將迎來新一波的降評 (de-rate) 潮，故道瓊指數在中期上，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。