

美國

## 9月FOMC會議記錄

高通膨風險壓力未除，預期11月仍將大幅升息

美國

位於華盛頓特區的美國聯準會



FOMC 開會時間表

2022年	01月26日
2022年	03月16日
2022年	05月04日
2022年	06月15日
2022年	07月27日
2022年	09月21日
2022年	11月02日
2022年	12月14日

資料來源：Bloomberg

總經研究小組

### 結論：

聯準會公布9/20-9/21的FOMC會議記錄，會議當時維持調升利率3碼，目標利率區間升至3.0%-3.25%；縮表政策操作維持原先規劃時程進行，整體結果符合預期。會議記錄顯示，

許多官員認同，沒證據顯示通膨壓力正在減輕，可能因家庭消費型態轉化，對商品價格的壓抑效果比預期少；還有供應鏈瓶頸和勞動力短缺需要更多的時間化解。儘管住房和商業投資等已經受到金融環境收緊影響，但大部分的經濟活動並未有太大衝擊，所以將持續緊縮來防止通膨根深蒂固。

不過，多位官員也指出，由於經濟情勢的不確定性高，且隨著利率水準升高，因此放慢緊縮政策的步伐，來降低經濟產生重大不利影響，並評估政策效果變的更加適當。許多官員表示若利率達到足夠限制經濟的水準，可以在看到通膨降溫的有力證據之前，停止升息並維持利率在此限制性水準一段時間。

展望未來，由於目前通膨年增率仍然遠高於聯準會2%目標，加上就業市場熱絡，企業職位空缺與失業人口差距懸殊顯示勞動力供應吃緊，企業徵才需求強勁也使薪資年增率處在5.0%高速成長；全球地緣政治衝突升溫，也擾亂供應鏈的改善步伐，國際油價與原物料價格持續存在波動風險。因此短期內聯準會將持續緊縮來打擊通膨，故預期FED於11月仍將積極緊縮。

### 重點內容：

#### 1. 仍未見到通膨明顯降溫跡象，但部分官員表達放慢緊縮的聲音

##### 回顧金融市場狀況：

在本次會議記錄中，官員首先討論了上次會議(7月會議)以來的金融市場狀況。在這段時間中，金融市場的表現與流動性在此期間變得更加緊繃，因為無法預測的地緣政治事件不斷出現，使經濟展望不確定性上升；加上通膨的持續意外走升，使包含FED主席在全球央行年會上的談話，以及官員們對政策展望的評論，造成投資人對政策利率路徑的預期向上調整，因此並造成市場波動劇烈。主要股票指數普遍走低、公債殖利率大幅走高，恐慌指數(VIX)的期權隱含波動率亦有所上升，並持續高於歷史平均水準。



觀察主要的國外央行，普遍維持大幅度的政策收緊步伐來應對通膨問題，並表示將繼續收緊貨幣政策。與其他發達經濟體不同的是，日本央行重申其持續寬鬆的政策。在這種背景下，美元指數對已開發經濟體的匯率進一步升值，達到了2002年以來的高位。

#### 討論經濟成長狀況：

在探討經濟狀況時，研究人員表示，9月份會議所做的經濟展望低於前次會議時(7月)所做的預測，反映出目前的政策收緊、能源高漲、政治不確定性，將使未來的總需求減少、經濟活動減弱。由本次會議與會官員提交的最新經濟展望報告可見，相較於6月的預測，大幅下調了2022年的經濟成長率預估，雖然預期成長動能將在2023年回升，但成長率將持續低於長期平均水準，並預計至2025年才會略高於平均水準；同時，持續預期失業率將在2022年下半年開始上升，並在2023年超越自然失業率。

與會官員指出，目前整體消費者支出保持溫和增長，反映了勞動力市場維持強勁，還有家庭儲蓄水平在疫情期間顯著提高，強化了家庭的資產負債表。分析家庭支出可見，在高收入家庭中，支出動能保持得相當好；但是受食品、能源和住房價格高漲影響較大的中低收入家庭，由於可支配所得被削減，購買行為有轉變成低收入家庭的跡象。另外官員也觀察到，對利率較敏感的住房和投資明顯放緩，這反映了FED升息帶來的影響。目前房市信用狀況尚屬穩健，房屋抵押貸款拖欠率在最近幾個月呈下降趨勢；但相比之下，信用卡和汽車信貸拖欠率在第二季有所上升，尤其是在次級借款人中，次級汽車貸款拖欠率明顯反彈至略高於歷史平均水平。

在商業領域，官員觀察到企業投資支出的成長狀況不明顯。幾位官員提到製造業活動已經放緩，因為企業在發展新的投資項目時受到限制，企業必須面臨更高的融資成本，還有供應瓶頸的相關問題尚未解決，以及勞動力市場緊張導致的招聘困難。

#### 討論通貨膨脹狀況：

在通膨的議題上，官員認為通膨仍然高得無法接受，並遠高於2%長期政策目標。短期來看，最近公布的通膨數據普遍高於預期，下降的速度也比官員之前預期的更慢，研判可能因家庭消費型態轉換，對商品價格的壓抑效果比預期少；還有供應鏈瓶頸和勞動力短缺需要更多的時間才能得到解決。與會官員預期通膨壓力在短期內將持續存在，因此強調持續密切監控通膨和通膨預期的變化。中長期來看，官員判



斷通膨將在未來幾年逐漸消退，理由包括FED收緊貨幣政策立場、勞動力和產品市場供需失衡逐步緩解、消費者需求疲軟可能導致企業利潤減少等各種因素，。

在評估通脹預期時，根據家庭、企業及金融市場的調查可見，長期通脹預期保持良好錨定，這反映了FED堅定表達其對穩定價格的承諾，同時也進行了強而有力的政策操作。

#### 討論就業市場狀況：

在探討就業議題上，官員認為就業市場依舊相當緊張，因失業率處歷史低位、名目工資增長強勁。調查顯示服務業、專業技術行業和小公司的雇主面臨特別嚴重的勞動力短缺；且鑑於招聘方面的挑戰，企業面對目前經濟活動減弱的情況下，仍然不太願意減少整體員工人數。但預期隨著貨幣政策收緊、總需求降溫，未來的就業增長將進一步降溫。有許多官員指出，就業市場出現一些降溫的初期現象，包括較低的員工流動率、整體新增就業人數放緩，以及壯年人口的勞動力參與率提高；此外，儘管名目薪資YOY依舊強勁，但是整體趨勢已轉為持平或小幅下降；加上一些地區的調查顯示，勞動力供需失衡的現象正在減少，公司在僱用及留住員工方面更加順利，因此讓加薪的壓力減輕。未來隨著勞動力供需達到更好的平衡，將有助通膨回到2%目標。但有一些官員認為，就業市場降溫的步伐可能落後於經濟活動的放緩，並導致企業職缺下降、失業率上升同時出現。也有一些官員指出，勞動力供給增加可能對目前供需失衡的狀況改善有限，因為有大量的戰後嬰兒潮人群正進入退休年齡，且疫情的擔憂也尚未完全消失。

#### 討論升息政策：

在考慮利率政策時，由於通膨遠高於聯準會2%目標，加上勞動市場吃緊，因此官員一致同意在9月會議中，將利率目標區間上調75個基點為3.0%至3.25%；在未來即將召開的會議上，繼續上調利率也將是合適的。許多官員認同，到目前為止幾乎沒有證據顯示通膨壓力正在減輕，因此未來持續緊縮將有助於確保通膨不會變得根深蒂固。大多數官員表示，儘管包含住房和商業固定投資等對利率較敏感的領域，已經開始對金融環境的收緊做出反應，但大部分的經濟活動並未有太大影響。但也有多位官員表示，由於經濟情勢變化的不確定性比正常情況下高得多，且通膨會延遲反應貨幣政策收緊的效果，政策可能存在過度收緊的風險，因此調整緊縮政策的步伐來降低對經濟產生重大不利影響非常重要；隨著利率的逐步墊高，放慢升息腳步來評估政策的效果變的更加適當；許多官員表示若利率達到足夠限制經濟的水準，可以在看到通膨回到2%的有力證據之前，停止升息並維持利率在此限制性水準一段時間。

### 討論QE與縮表政策：

在談論聯準會資產負債表部分，鑑於勞動市場非常吃緊，且通膨遠高於2%目標，與會官員一致同意，繼續減持美國公債、機構債、MBS，堅定地將通膨率恢復到2%目標。根據5月發布的《美聯儲資產負債表規模計劃》內容可見，縮表計畫從9月起，債券每月縮減上限達600億美元、MBS每月縮減上限達350億美元，合計達到950億美元，未來將以整體銀行準備金餘額狀況來判斷縮表何時停止。

### 2. 高通膨風險壓力未除，預期11月仍將積極緊縮

展望未來，由於目前通膨年增率仍然遠高於聯準會2%目標，加上就業市場熱絡，企業職位空缺與失業人口差距懸殊顯示勞動力供應吃緊，企業徵才需求強勁也使薪資年增率處在5.0%高速成長；全球地緣政治衝突升溫，也擾亂供應鏈的改善步伐，國際油價與原物料價格持續存在波動風險。因此短期內聯準會將持續緊縮來打擊通膨，故預期FED於11月仍將積極緊縮。

表一、期貨市場對聯準會升息時程預估 (10/13)

MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2022/11/2	0.0%	15.2%	84.8%	0.0%	0.0%			
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	10.1%	81.4%	28.6%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	14.0%	58.9%	26.4%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	10.9%	48.3%	34.1%	6.2%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	14.8%	46.8%	31.1%	5.6%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.2%	2.7%	17.3%	45.5%	29.1%	5.1%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.7%	5.4%	22.6%	42.5%	24.7%	4.2%
2023/9/20	0.0%	0.2%	1.6%	8.8%	26.5%	38.9%	20.6%	3.3%
2023/11/1	0.1%	0.7%	4.4%	15.6%	31.2%	31.9%	14.0%	2.1%
2023/12/13	0.3%	1.8%	7.8%	20.4%	31.5%	26.4%	10.3%	1.4%

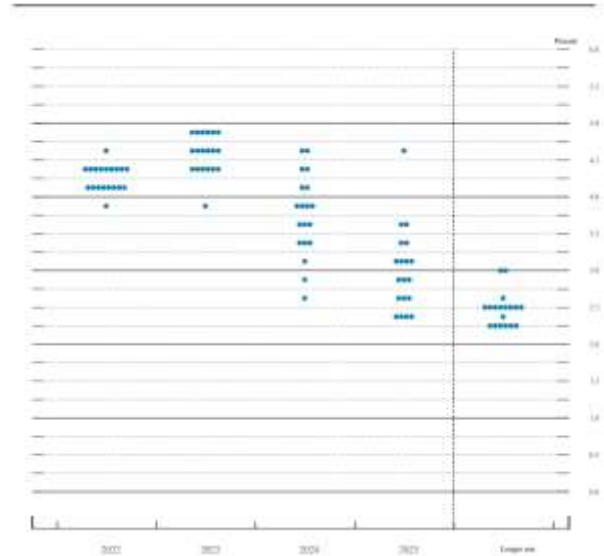
資料來源：Fedwatch

表二、Fed 官員經濟預測中位數

項目	發表時間	2022	2023	2024	2025	長期
GDP YOY	2022/09	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
	2022/06	1.7	1.7	1.9		1.8
失業率	2022/09	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
	2022/06	3.7	3.9	4.1		4.0
PCE YOY	2022/09	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
	2022/06	5.2	2.6	2.2		2.0
核心PCE YOY	2022/09	4.5	3.1	2.3	2.1	
	2022/06	4.3	2.7	2.3		
目標利率	2022/09	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
	2022/06	3.4	3.8	3.4		2.5

資料來源：Fed

表三、Fed 官員利率點圖



資料來源：Fed

圖一、聯準會編列全球供應鏈壓力指數



資料來源：Fed



### 附錄一：評等之標準

評等	定義
強力買進	預估未來 6 個月內的絕對報酬超過 25%以上
買進	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 10~25%
中立	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 10~-10%
降低持股	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 (-10%) 以下
未評等	沒有足夠的基本資料判斷該公司評等

### 附錄二：免責宣言

© 2010 統一投資顧問股份有限公司版權所有。本公司提供之報告內容係根據本公司認可之資料來源，並基於特定日期所做之判斷，但不保證其完整性或正確性，報告中所有的意見及預估，如有變更恕不另行通知。

本研究報告所載之投資資訊，僅提供客戶做為一般投資參考，並非針對特定對象提供專屬之投資建議。文中所載資訊或任何意見，不構成任何買賣有價證券或其他投資標的之要約、宣傳或引誘等事項。對於本投資報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身財務狀況與投資條件，進一步諮詢財務顧問的意見。本投資報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本投資報告載述意見進行更改與撤回並不另行通知。本投資報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。本投資報告內容屬統一投顧之著作權，嚴禁抄襲與仿造。



### 服務據點

#### 台北

統一綜合證券股份有限公司

電話：886-2-2747-8266

地址：台北市松山區東興路 8 號 1 樓

#### 台北

統一證券投資顧問股份有限公司

電話：886-2-2748-8399

地址：台北市松山區東興路 8 號 3 樓

#### 香港

統一證券(香港)有限公司

電話：852-2956-3330

地址：香港中環德輔道中 199 號無限極廣場 26 樓 2603-6 室