



美元指數

Mentor：吳佳馨 / 陳湘琦

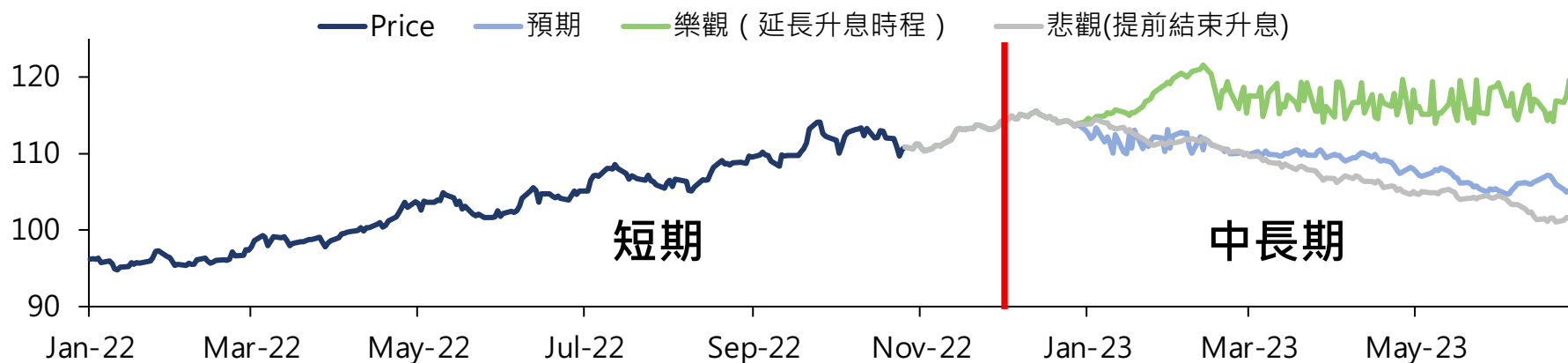
Members：張可昀 / 簡辰翰 / 陶信宇 / 姜孟婷 / 方思涵 / 周佳儀 / 黃敏瑄

目錄

- 各國基本面分析
- 各國貨幣政策分析
- 避險情勢分析
- 美歐升息情境分析與預期
- 美元指數結論
- 附錄

結論：美元短期高點震盪，中長期緩慢回落

美元指數預期走勢



短期 (~ 2022 Dec.)

- 歐元區升息步伐漸趕上美國，歐美利差幅度變化不大。
- 英國政治情勢不明朗，日本維持寬鬆貨幣政策。
- 聯準會年底升息仍是美元指數的一大支撐。
- **美元指數短期高點震盪。**

中長期 (~ 2022 H1)

- 各國升息進程邁向終點，利差不變甚至縮窄。
- 但避險情緒會是美元指數的一個支撐。
- 聯準會於明年釋出政策轉向的訊號。
- **市場反應其訊息的時間點，美元指數將出現回落。**

各國基本面分析

- 美國 — 基本面
- 歐洲 — 基本面
- 英國 — 基本面與政策消息
- 日本 — 基本面與日幣避險功能

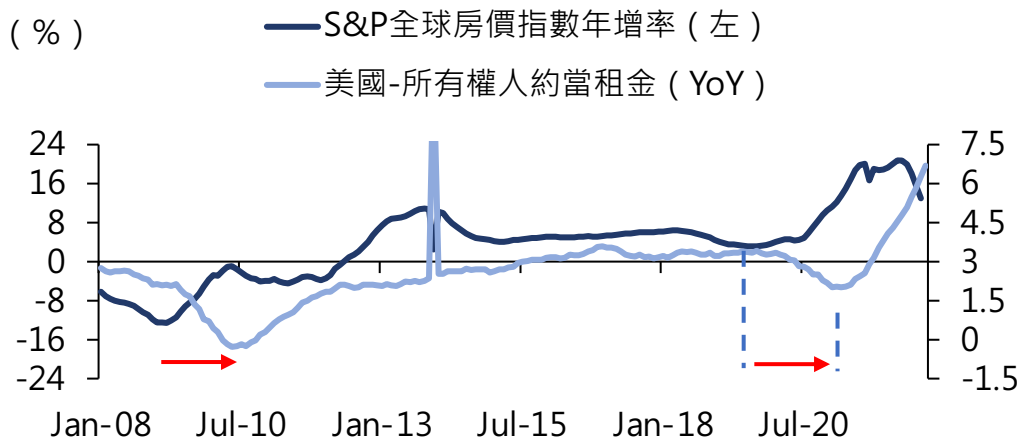
核心 CPI、PCE 居高不下，預估將在 2023 H1 開始回落

- ✓ 9 月 CPI 年增 8.2% ，核心 CPI 續升至 6.6% （前期：8.26、6.32%） ，雙雙高於預期。 **食品與房屋價格使核心 CPI 居高不下，預估 2023 年 H1 才會明顯回落。**
- ✓ 9 月 PCE 年增 6.2% ，聯準會作為政策依據的核心 PCE 年增 5.1% 未見回落（前期：6.37%、4.67%） 主要受**房屋、醫療及食品服務價格上漲**推升。

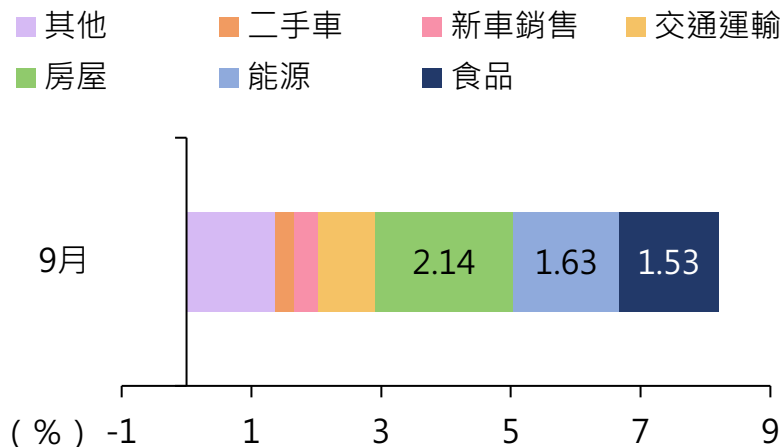
通膨回落時間點預估

分項	回落時間點預估
房屋	2023 H1 房市已因升息降溫，仍需 6 ~ 12 個月傳遞至CPI 租金項。
食品	2023 H1 原物料價格下降後需約 1 年反應至下游食品價格。
能源	2023 Q3 已開始回落，但預估降幅將因OPEC減產與伊朗核協議不確定性而放緩。

所有權人約當租金落後房價指數約有 1 年期



CPI 貢獻度前三為房屋、食品、能源

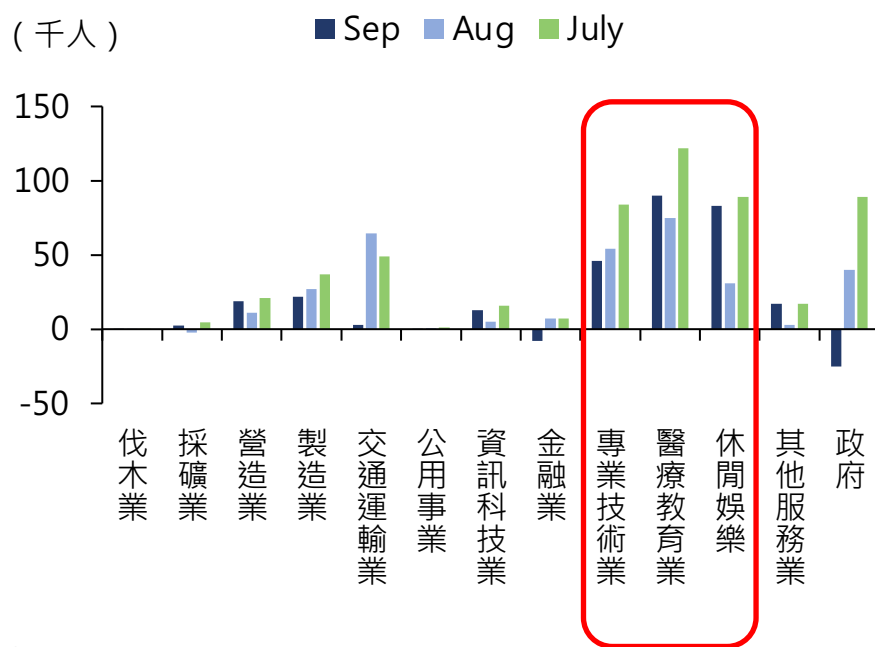


資料來源：BLS、BEA

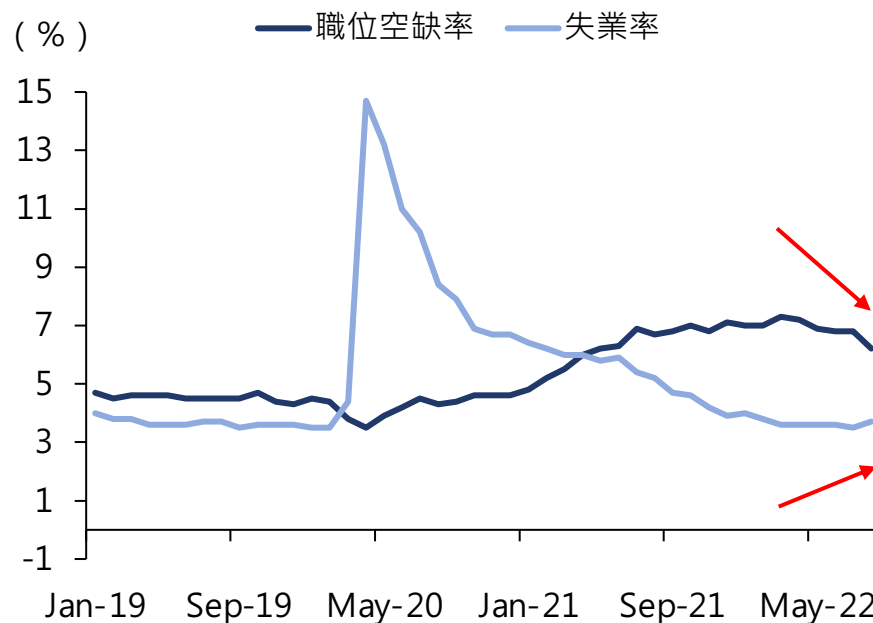
升息使勞動需求降溫但速度不如預期，就業市場仍緊俏

- ✓ 9月非農就業新增 23.6 萬人（前期：31.5 萬人），失業率則為 3.5%（前期：3.7 %），就業市場降溫但速度不如市場預期，仍在疫情後高點，讓聯準會升息無後顧之憂。其中服務業為主要動能，以休閒娛樂、教育醫療、專業技術增幅最大。
- ✓ 聯準會升息調控成效浮現，非農連 2 月下滑，8 月 Jolts 職位空缺率亦連續四個月下跌顯示勞動需求放緩，預估持續升息將使失業率回升到 4 ~ 5% 的長期平均。

服務業為非農人數成長最大動能



升息成效浮現，勞動需求放緩，失業率回升

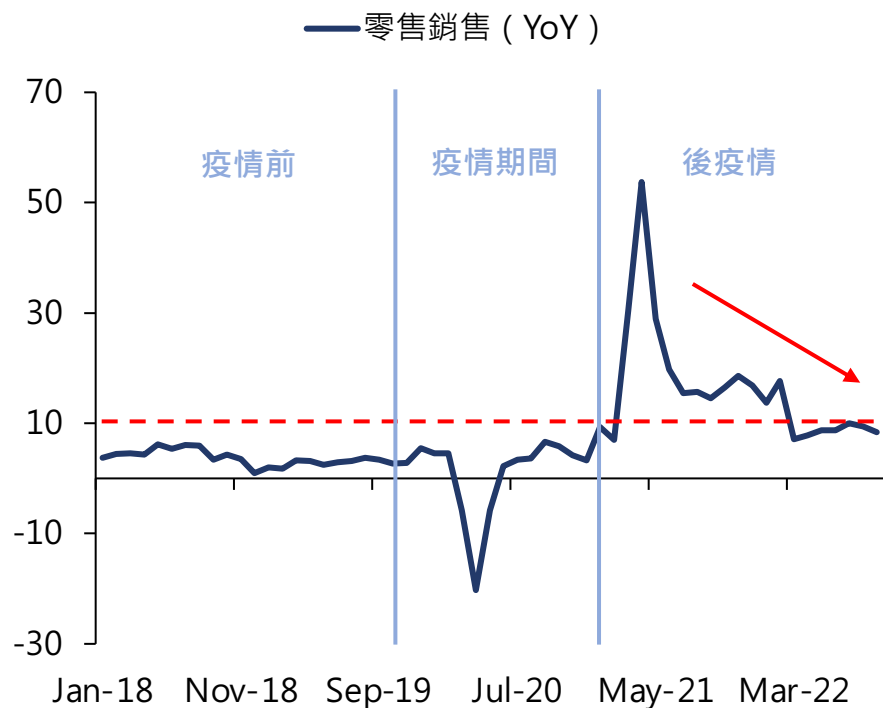


資料來源：Jolts、U.S. Census Bureau

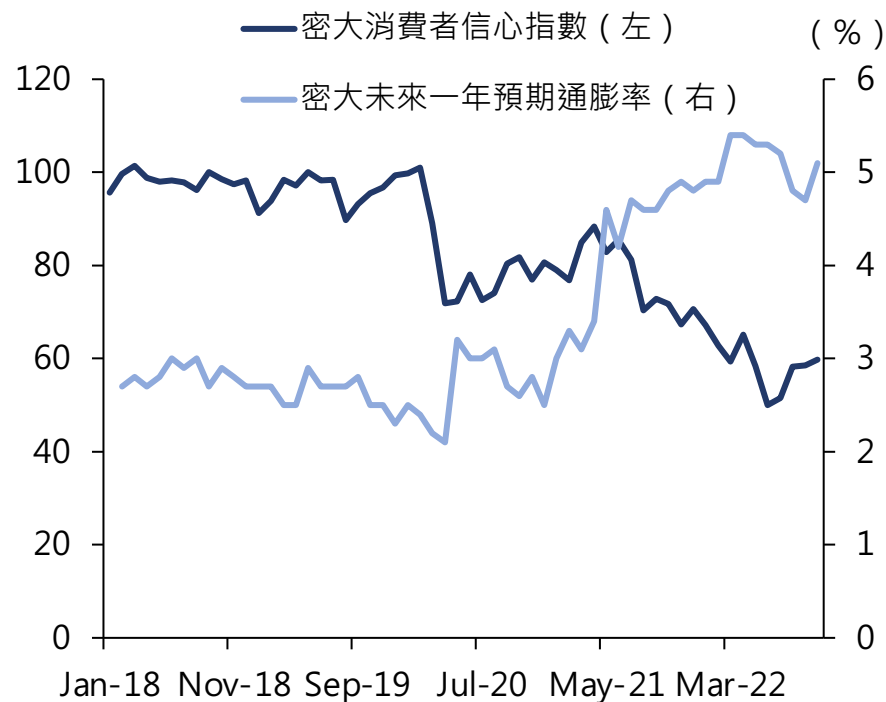
消費由商品轉向服務，通膨預期與緊縮壓抑商品需求

- ✓ 9 月美國零售銷售年增 8.41%（前期：9.44%）展現韌性。解封後消費支出由商品轉向服務，目前消費市場主要由電子商務、健保、餐飲等服務性消費分項支撐。
- ✓ 密大消費信心雖連 4 個月好轉，但通膨預期 9 月再次上升，物價高漲、貨幣政策緊縮與經濟前景疑慮不利商品需求，消費市場目前仍有韌性但將逐步回歸長期平均。

零售銷售將在緊縮與高通膨影響下放緩



消費市場仍有韌性，但將逐步回歸長期平均



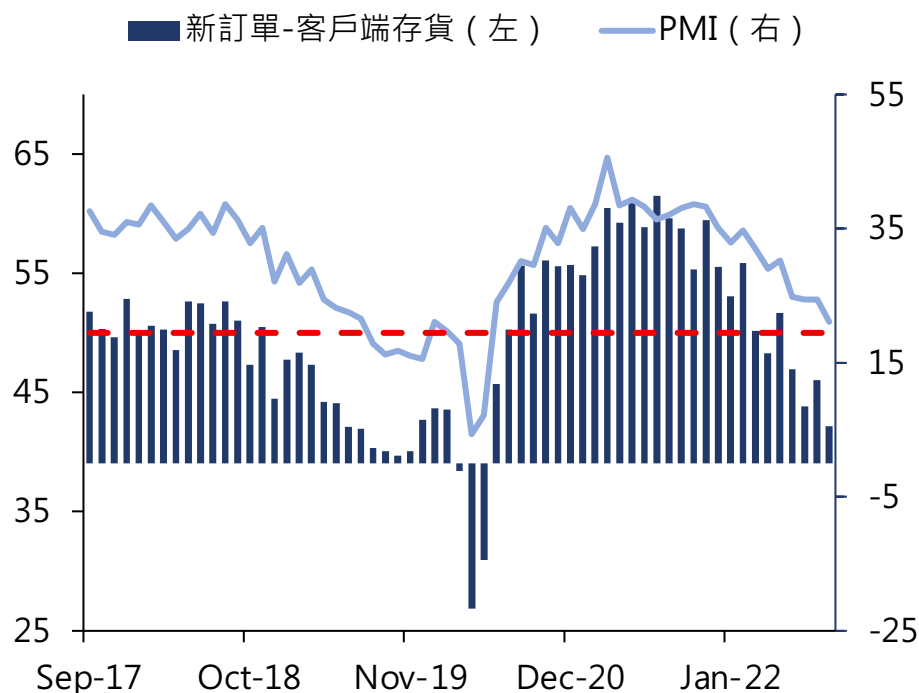
資料來源：U.S. Census Bureau

預估製造業持續主動去庫存至 2023 Q2，服務業則續為支柱

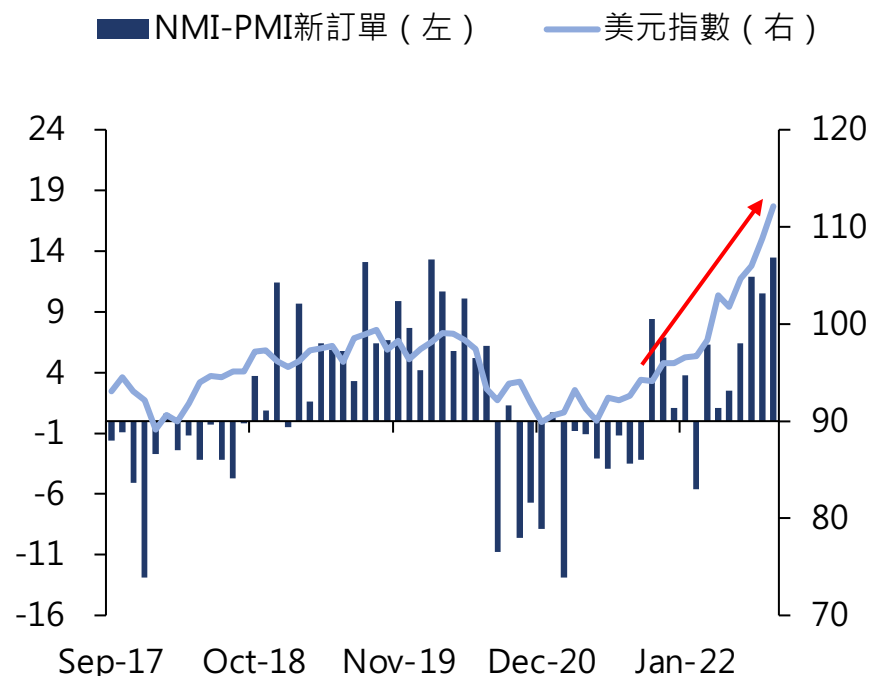


- ✓ 9月 PMI 降至 50.9 (前期: 52.8)，主要為新訂單、僱傭指數下滑所致。目前全球製造業需求低迷，新訂單縮減、客戶端存貨仍維持高檔，預估主動去庫存將持續至明年 Q2。
- ✓ 9月 NMI 為 56.7 (前期: 56.9) 仍在高檔，預估 Q4 將受惠於供給面改善和財政年度末活動增加支撐商業活動表現，服務業將續為美國經濟支柱。

終端需求低迷，主動去庫存恐持續到明年 Q2



服務業相較製造業強勁，帶動美元指數上漲



資料來源：ISM、NYSE

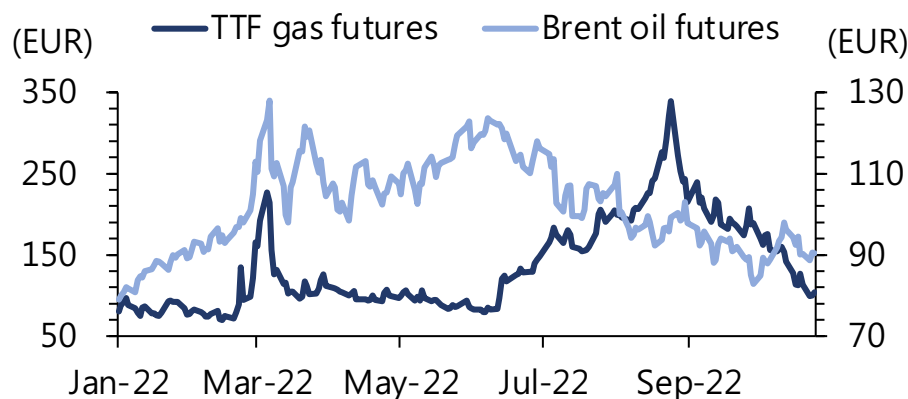
各國基本面分析

- 美國 — 基本面
- 歐洲 — 基本面
- 英國 — 基本面與政策消息
- 日本 — 基本面與日幣避險功能

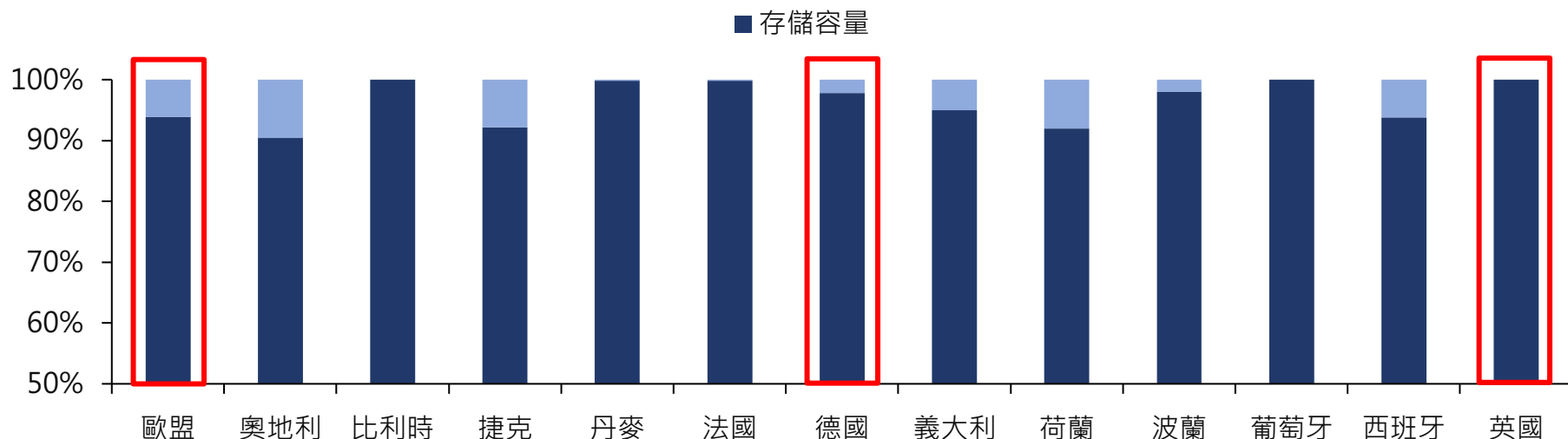
能源價格見頂且基期墊高，2023 年歐洲通膨有望明顯放緩

天然氣與油價下跌，有望帶動通膨觸頂回落

- ✓ 天然氣與原油價格回落且基期逐漸墊高，年增率有很大機會於明年起放緩。
- ✓ 歐洲各國天然氣存儲容量進度樂觀，預估能安全過冬，惟需關注 OPEC+ 減產對油價未來之影響。



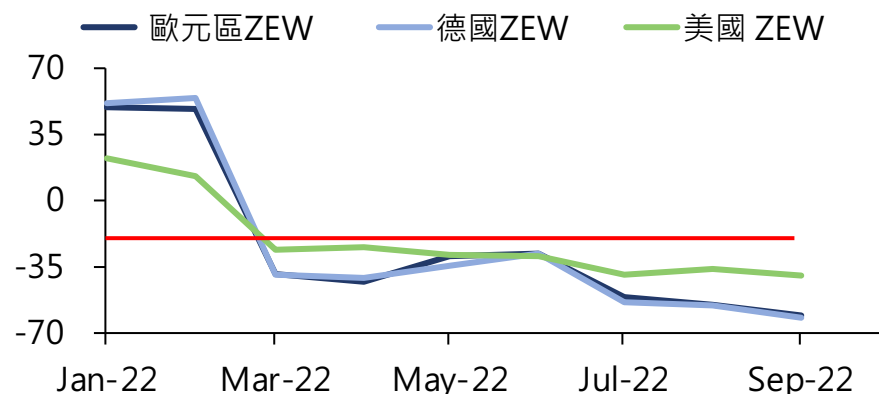
歐洲各國天然氣存儲容量進度樂觀，若冬天能管控好需求，則未來天然氣價格有望穩定不回升



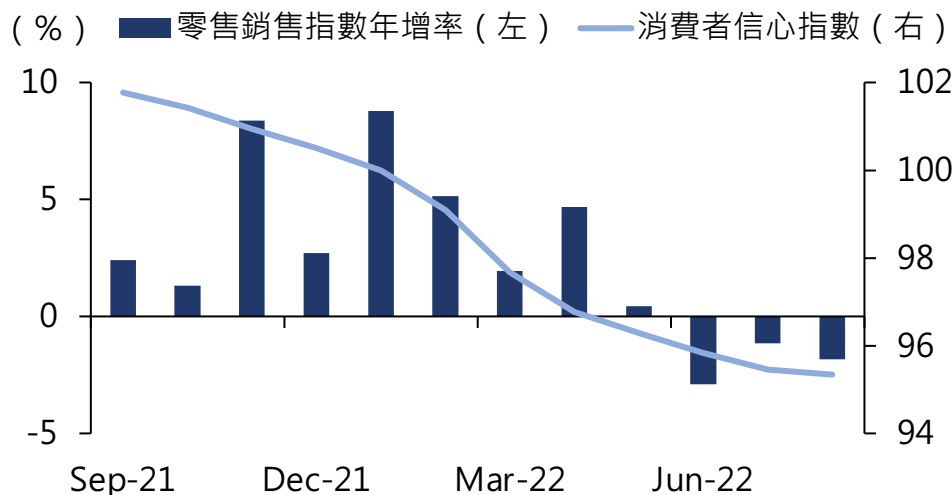
天然氣供應的不確定性，使歐洲經濟衰退的風險高於美國

- ✓ 高通膨持續侵蝕民眾購買力，高昂的能源價格易導致生產成本提高，不利製造業。
- ✓ 總體而言，由於能源價格仍處於高水位，且未來不確定性極高，造成歐洲衰退風險高於美國。

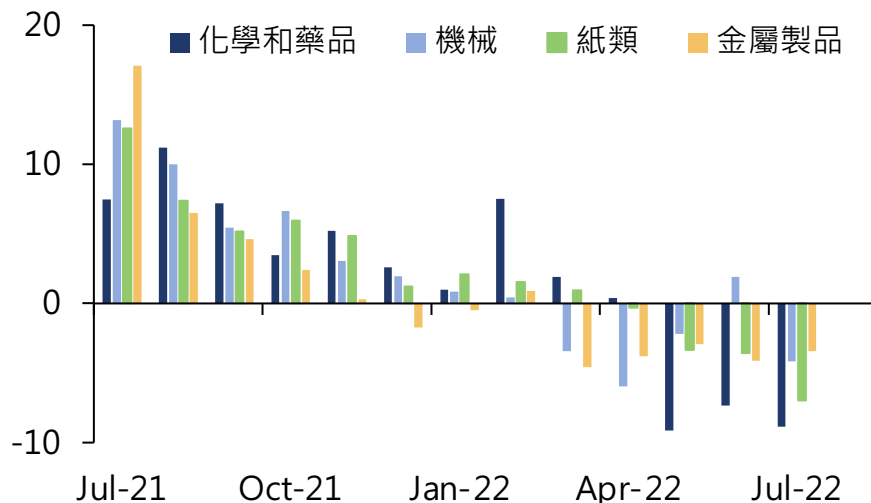
歐洲經濟前景較美國悲觀



零售銷售與消費者信心反映消費力道減弱



德國因天然氣問題，導致能源密集產業受重創



各國基本面分析

- 美國 — 基本面
- 歐洲 — 基本面
- 英國 — 基本面與政策消息
- 日本 — 基本面與日幣避險功能

各國基本面分析

- 美國 — 基本面
- 歐洲 — 基本面
- 英國 — 基本面與政策消息
- 日本 — 基本面與日幣避險功能

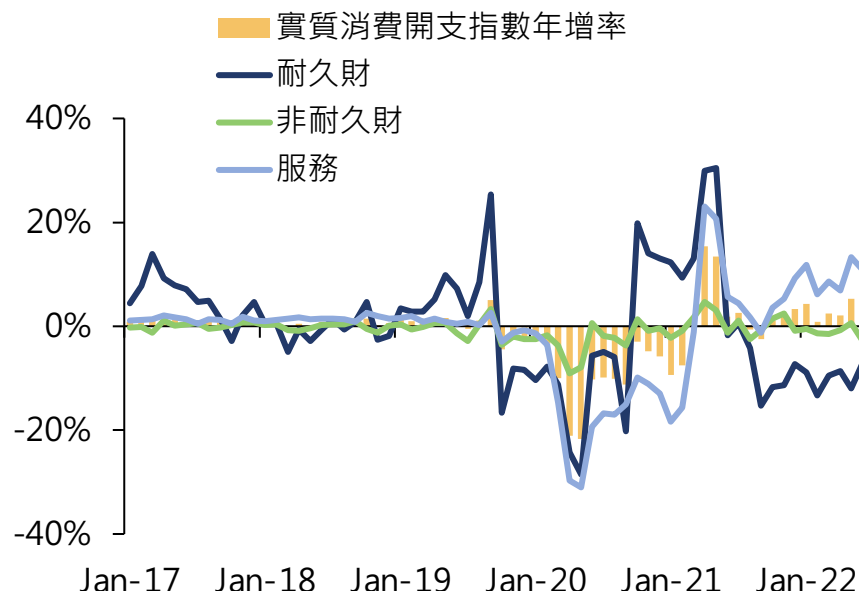
勞動市場未達緊俏且消費不足，仍需寬鬆貨幣政策刺激經濟

- ✓ 日本 9 月 關鍵指標核心 CPI 為 3.0%，但主要是輸入性通膨導致，核心核心 CPI 則為 1.8%，未達到 BOJ 訂下的 2% 目標。
- ✓ 日本 8 月失業率為 2.5%，職位申請比上升至 1.32，日本就業狀況正逐漸改善中，但尚未回到疫情前水準。
- ✓ 雖然服務實質消費有所回升，但 8 月耐久財實質消費指數年增率為 -12.91%，反映家戶對未來景氣以及收入預期的不樂觀。

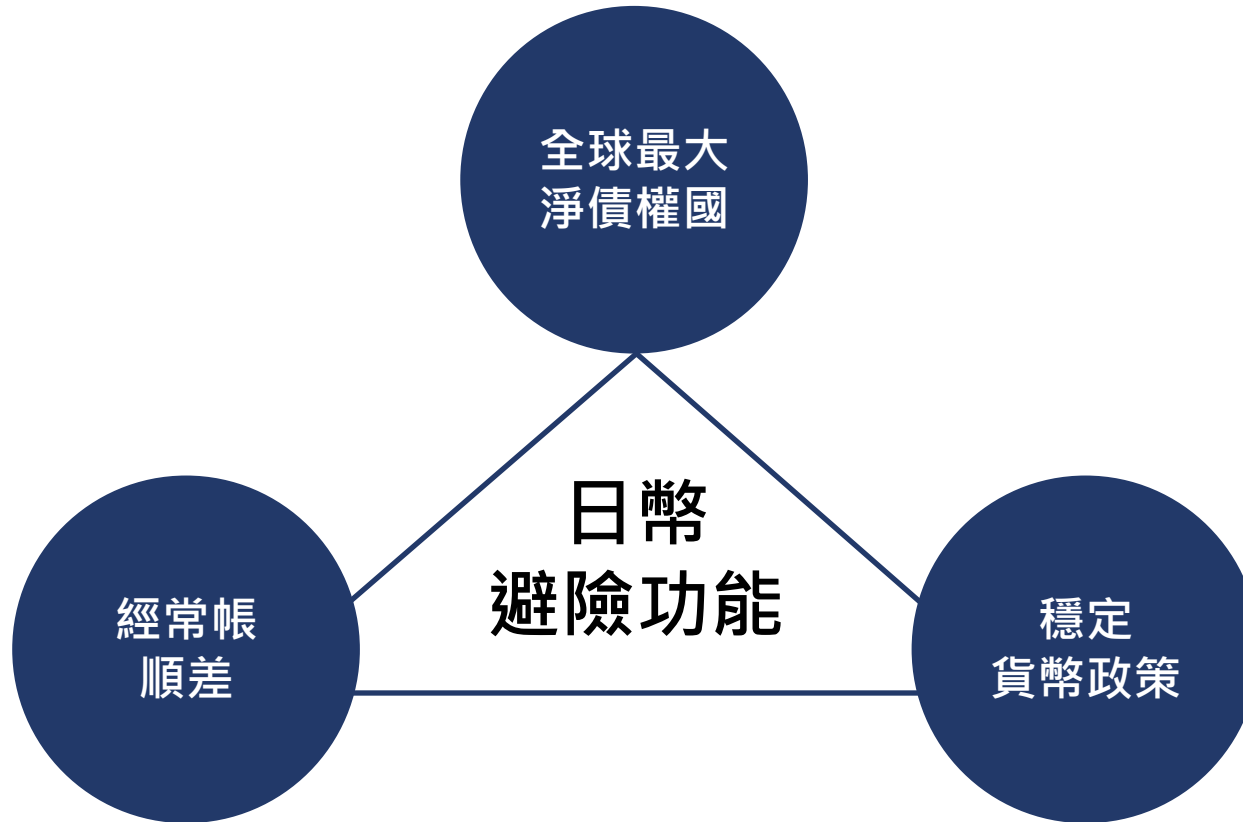
失業率與職位申請比尚未回到疫情前水準



耐久財實質消費低迷，服務實質消費逐漸回升



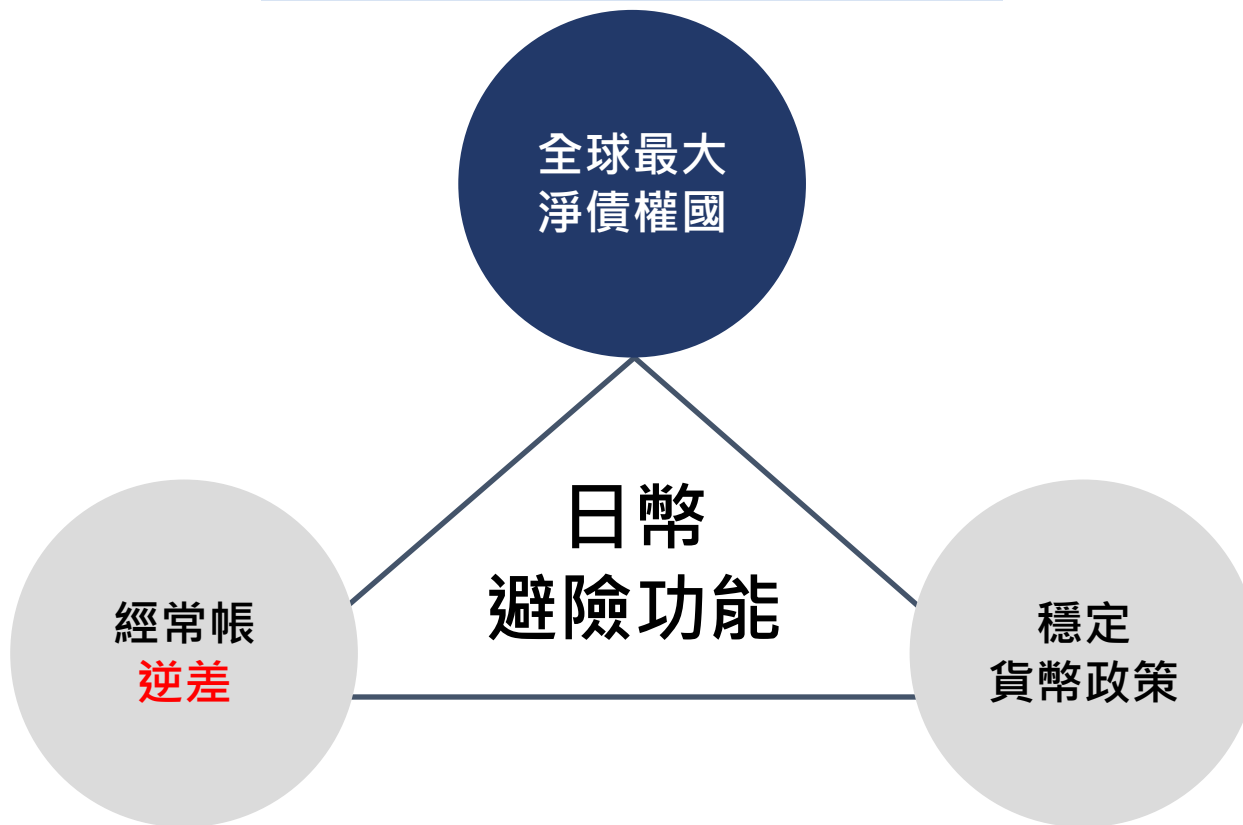
當衝擊事件發生且有必要時
預期可有充沛資金匯回支撐日圓價值



經常帳長期維持順差
顯示國際間對日圓需求旺盛

長期維持寬鬆與極低利率

當衝擊事件發生且有必要時
預期可有充沛資金匯回支撐日圓價值



極度仰賴進口的大宗商品價格走升
結合日圓政策性貶值，貿易逆差擴大

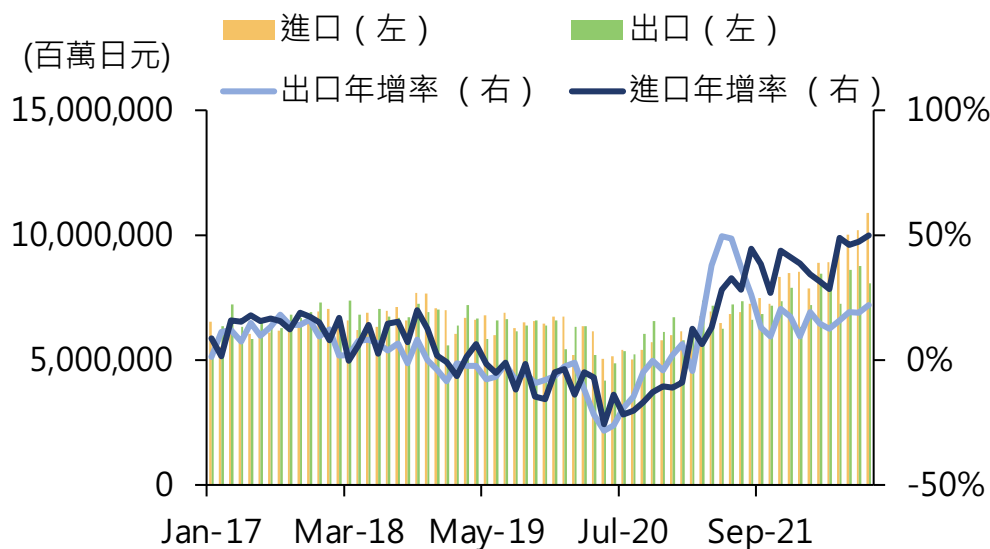
美國升息循環進行中，美日利差擴大
不利日圓走勢

由於貿易逆差和美日利差擴大，日圓避險功能失色



- ✓ 8月日本經常帳盈餘為 589 億日圓，比去年同期銳減 96.1%，低於市場預估的 1,218 億日圓。經常帳萎縮的主因是**國際貿易逆差的擴大**，8月日本貿易逆差達到 2.8 兆日圓。
- ✓ FED 升息進程尚未結束，而 BOJ 大致上並未改變鴿派態度，預計美日利差將近一步擴大，帶動日圓貶值。
- ✓ 10/20，美元兌日圓觸及 150 日圓的關卡，日本政府疑似在 10/21 時干預匯市，日圓該日一度勁彈到 144.5 日圓，最後收在 147.64 日圓。但干預匯市與採取寬鬆貨幣政策兩相抵觸，普遍認為日本政府只是在爭取時間或打擊投機行為，日圓則在 146 ~ 148 的區間徘徊。

今年以來進出口皆有提升，但出口提升幅度不如進口



美日利差隨著兩國貨幣政策走向而繼續擴大



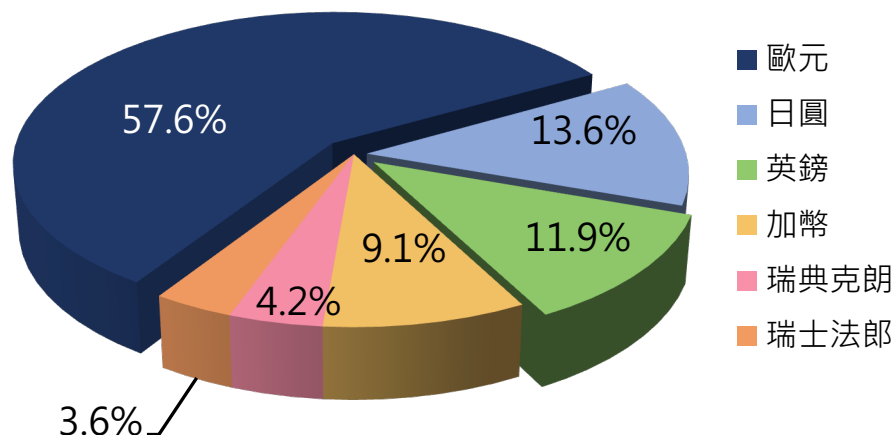
資料來源：日本財務省、FED、BOJ

各國經濟基本面結論：美國年內尚有經濟差距優勢

國家	年內匯市走勢預估	消費	就業 (失業率)	製造 (PMI)	通膨 (物價年增)	基本面總評
美國	強勢	信心反彈， 但通膨預期上升	3.5% 歷史低點	50.9	8.2% 明年年中 因租金下跌回落	美國基本面相對 有支撐。
歐洲	疲弱	高通膨 侵蝕購買力	6.6% 可能因前景 不佳上升	46.6	9.93% 明年起因能源基 期效果回落	不確定性高， 衰退風險高於美國。
英國	有下行風險	高通膨 侵蝕購買力	3.5% 可能因前景 不佳上升	48.4	10.1% 重回40 年新高 通膨率 G7 最高	政治不確定因素仍在。
日本	疲弱	消費者悲觀 耐久財消費低迷	2.5% 尚未回到 疫情前水準	50.7	3% 因能源、食品 通膨增長將放緩	輸入性通膨影響 並不全面。

各國貨幣分析

歐美通膨仍處高點，貨幣政策多偏向鷹派



美國

- 利率：3%
- 通膨：8.2%
- 預期走向：11 月升三碼、12 月升 3 碼

聯準會預計年底前至少再升 5 碼，但我們預期 11 月升 3 碼後，12 月可能第五度再升 3 碼。

歐元區

- 利率：0.75%
- 通膨：9.96%
- 預期走向：10、12 月各升 3 碼

央行短期將持續升息，但明年貨幣政策將受到歐洲能源危機情形因素可能會停止或緩和升息腳步。

英國

- 利率：2.25%
- 通膨：10.10%
- 預期走向：11 月升 3 碼

能源危機使通膨尚未見頂，即使經濟衰退，也會持續升息以對抗通膨，且英國已撤銷其先前財政政策。

日本

- 利率：-0.1%
- 通膨：2.8%
- 預計走向：沒有升息打算

央行將持續維持寬鬆貨幣政策，並沒有升息打算。

歐元、英鎊、日圓佔 DXY 逾八成權重，可推測未來美元指數走勢

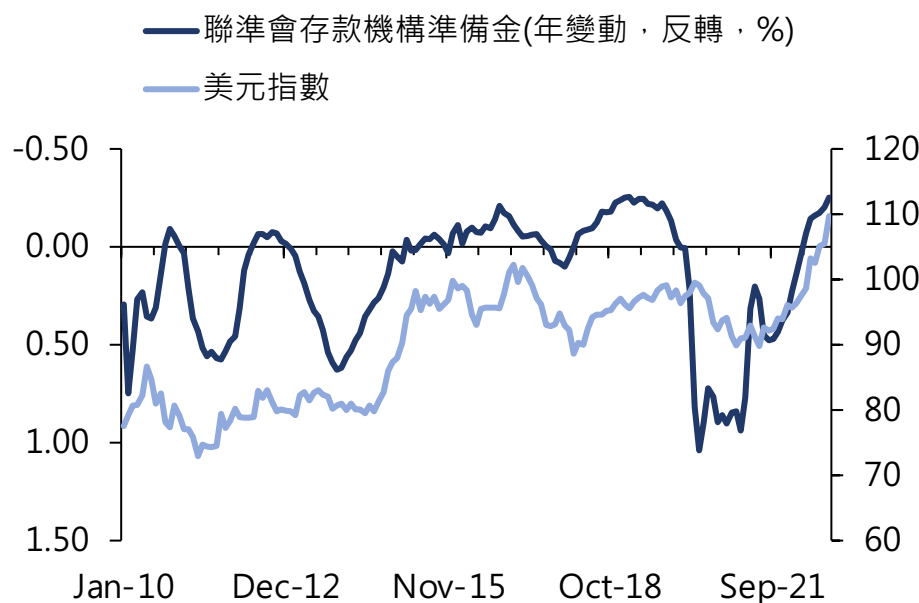
避險情勢分析

聯準會持續收緊流動性帶動避險情緒升溫，助長強勢美元

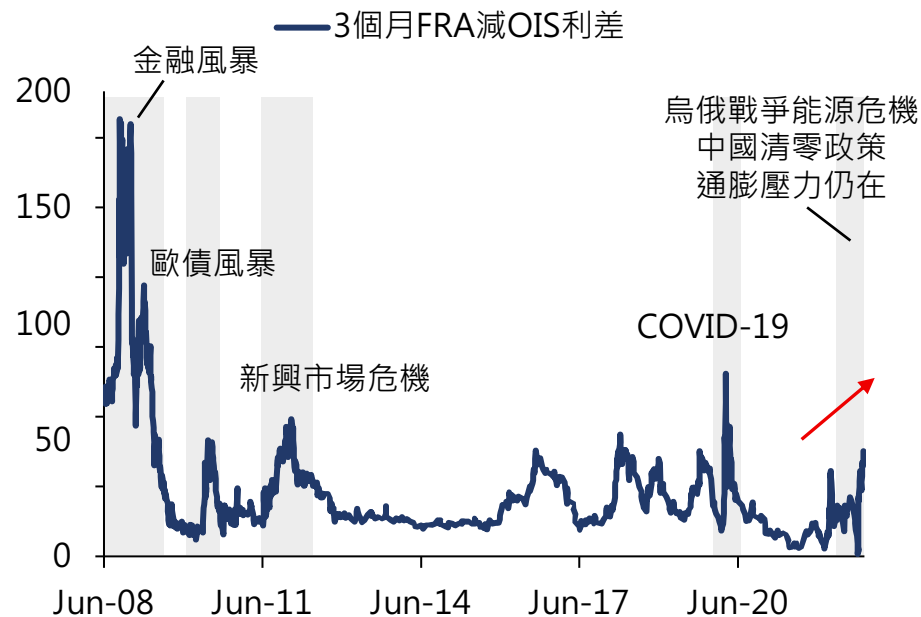


- ✓ 聯準會持續緊縮回收資金，9月加速縮表至950億/月。預估2022年內資產負債表規模仍有3,670 ~ 3,895 億空間，流動性緊縮將續支撐美元上漲。
- ✓ 美元流動性收緊伴隨全球金融壓力攀升，FRA-OIS 利差走升反映市場要求更高的風險溢酬，避險情緒升溫。

FED 縮表回收流動性，支撐美元上漲



美元流動性收緊，避險情緒增加



避險需求支撐美元於強勢格局

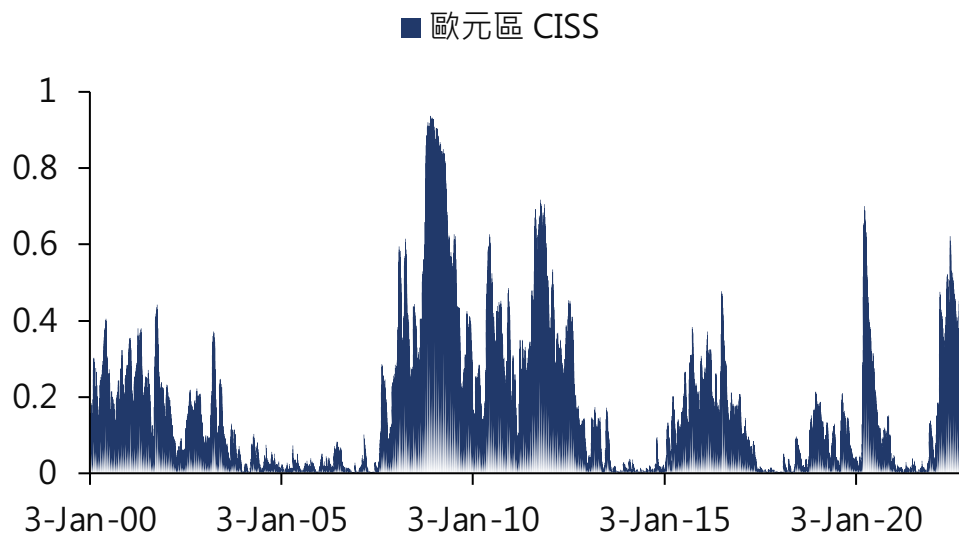


- ✓ 當歐洲貨幣政策轉向緊縮、經濟成長下修、各國主權債或企業債出現違約風險時，會使歐元區系統壓力綜合指標（CISS）走升。此時美元避險需求增加，歐元兌美元有貶值傾向。
- ✓ 即便歐洲已有衰退跡象，甚至可能已進入衰退，居高不下的通膨仍迫使 ECB 不得不持續升息，造成市場壓力持續走升，不利歐元走勢。
- ✓ 傳導穩定機制（TPI）因應推出，目的在於避免金融情勢不一影響到貨幣政策傳導。透過購買特定政府公債、私部門證券的方式，避免歐元經濟體質較差國家出現債務危機。

企業違約風險上升，信用利差擴大



歐元區 CISS 上升，未來美元避險需求可能因而增加



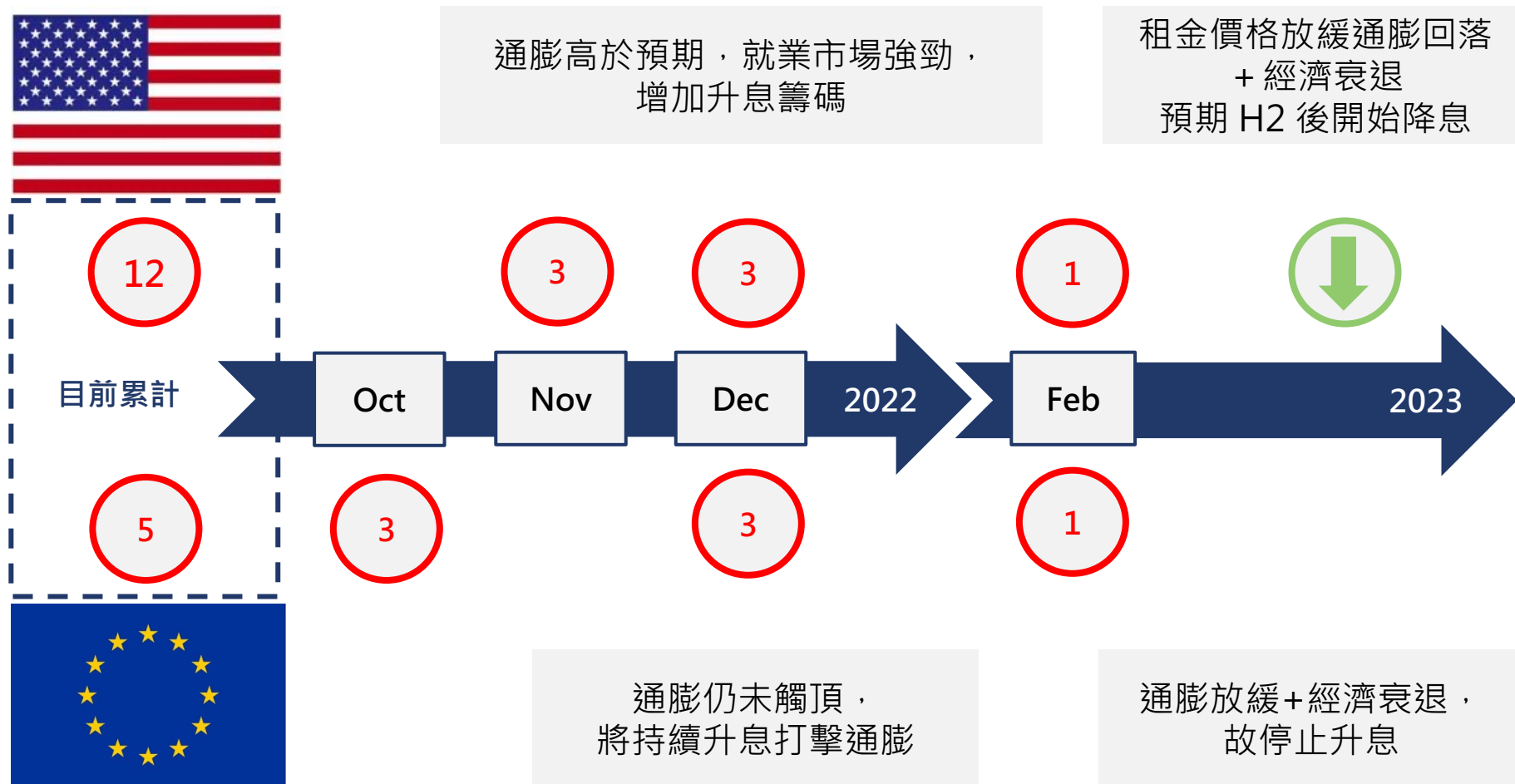
資料來源：FED, ECB

美歐升息預期

FED 與 ECB 政策決議與升息預期比較





		美國聯準會	歐洲央行
主要目標		通膨目標 2 %	通膨目標 2 %
政策決議與升息預期	短期 - 到 2022 年底	<ul style="list-style-type: none"> 終端利率上調至 4.375 % (前 : 3.375%) 預告年底將有 5 碼升息空間 	<ul style="list-style-type: none"> 通膨未觸頂，將持續升息打擊通膨 預期到年底還會再升 6 碼
	中長期 - 2023 年	<ul style="list-style-type: none"> 終端利率上調至 4.625 % (前 : 3.75%) 預期明年 H1 結束升息循環，下半年著手降息。 	預期將停止升息，結束升息循環
	2023 年之後	長期中性利率 2.5 %	經濟學家預估長期中性利率 1.5 % - 2 %
經濟前景		<ul style="list-style-type: none"> 就業市場強勁，通膨未如預期放緩。 預期明年年中租金價格放緩，通膨自高點回落。 GDP 連續兩季負成長，普遍預期未來 12 個月美國經濟陷入衰退，但基本面仍相對有支撐。 	<ul style="list-style-type: none"> 通膨於年底觸頂，於明年由能源基期效果帶領通膨回落。 歐元區將在今年下半年至明年 Q1 經濟陷入衰退，故預期 2023 年 ECB 停止升息。

未來歐洲升息幅度將趕上美國，美歐利差不再擴大甚至降低





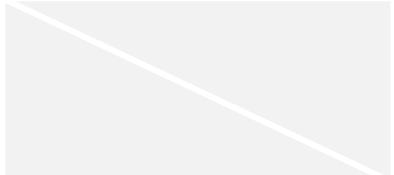





結論

短期 (~ 2022 Dec.) 結論：美元指數高點震盪

				
基本面	通膨將維持高檔、就業市場依舊緊俏。	通膨預計觸頂 能源價格不確定性高 衰退風險高於美國。	通膨持續創高 政治不確定因素高 預期Q3衰退可能大增。	勞動市場需收緊 消費復甦不全面 通膨為短暫現象。
貨幣政策	11月升息 3 碼 12月升息 3 碼 壓制通膨	10月升息 3 碼 12月升息 3 碼 壓制通膨	預期11月升息3碼 12月升息3碼	維持寬鬆貨幣政策 避險功能失色
相對美元		~	↓	↓
結論	<ul style="list-style-type: none"> 歐元區升息步伐漸趕上美國，歐美利差幅度變化不大。 英國政治情勢不明朗，日本維持寬鬆貨幣政策。 聯準會年底升息仍是美元指數的一大支撐。 美元指數短期高點震盪。 			

長期 (~ 2023 H1) 結論：美元指數將出現回落

				
基本面	因房屋租金價格放緩 使通膨回落 就業因持續升息 而明顯回落	能源基期效應 通膨觸頂並回落	經濟衰退風險性大增	勞動市場復甦 帶動商品服務 消費轉好
貨幣政策	通膨放緩 停止升息	通膨放緩 出現經濟衰退風險 故停止升息	預期明年年中為升息 高點並且持續一段時間	寬鬆貨幣政策 基調不變
相對美元				
結論	各國升息進程邁向終點，利差不變甚至縮窄，但避險情緒會是美元指數的一個支撐 聯準會於明年釋出政策轉向的訊號，市場反應其訊息的時間點，美元指數將出現回落。			

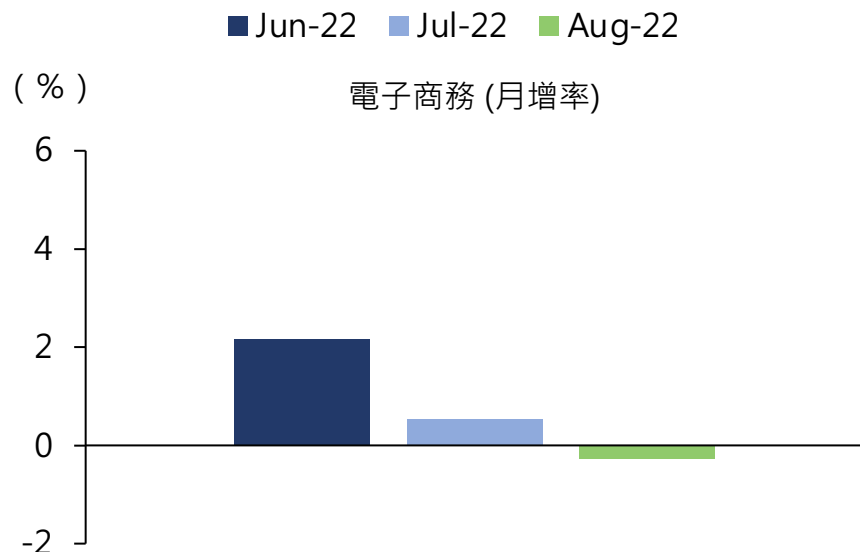
附錄 — 美國（基本）

零售細項：雖消費者樂觀情緒改善，但購買條件並未改善

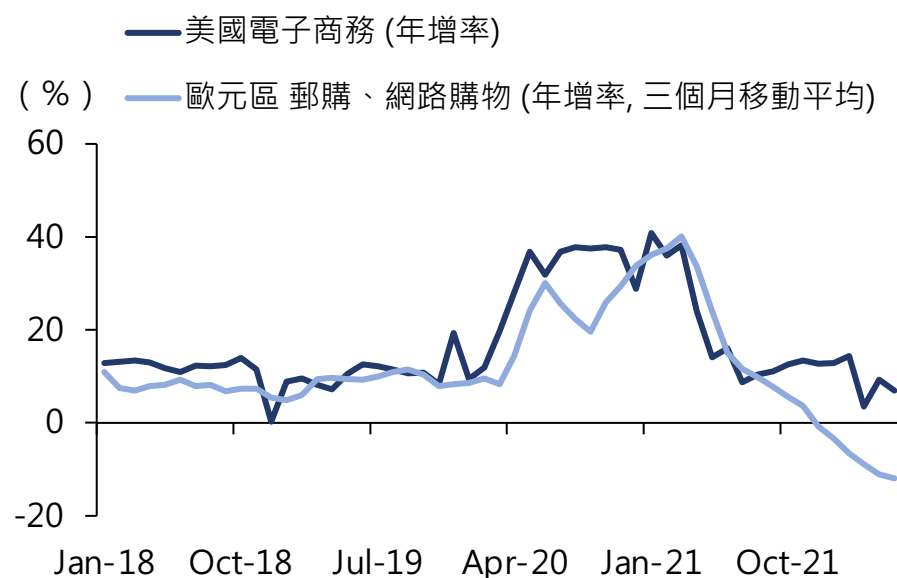


- ✓ 消費者樂觀情緒有所改善，但購買條件並未改善，通膨繼續削弱大眾購物情緒，大多數主要購買項目（房屋、汽車、大型耐久財）的購買條件仍處在或接近歷史低點。
- ✓ 電子商務月增率從 6 月以來，大幅遞減。
- ✓ 未來幾個月通脹預期可能仍相對不穩定，因為消費者對這些預期的不確定性仍然很高，而且不太可能面對持續的全球通脹壓力。

6 月零售銷售分項中，增幅次高為電子商務



美歐兩大地區對電子商務的需求逐漸下降

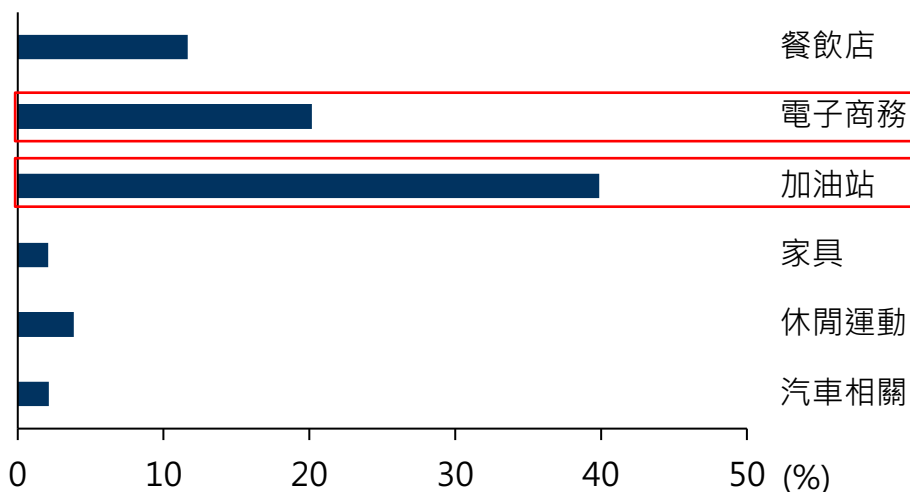


短期商品類需求疲弱，服務業將持續擴張，消費成長緩和

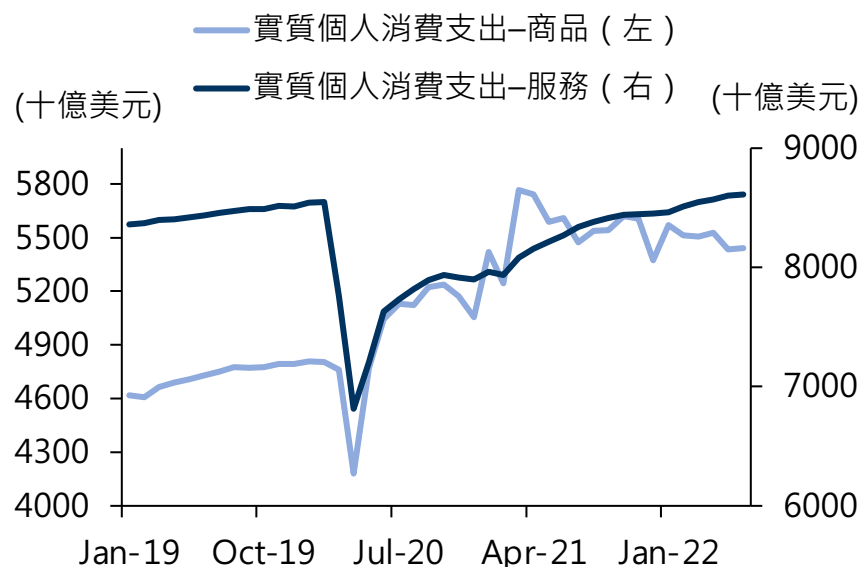
- ✓ 升息、通膨下會抑制民眾消費，但目前服務支出持續成長且其佔比大，仍支撐整體消費成長。
- ✓ 以加油站而言，6月後油價走低，進而刺激需求，由於汽油為彈性小商品，故**7月月增幅為負**。
- ✓ 以電子商務而言，目前民眾盡量減少不必要支出，需求疲弱對其營收打擊，如 **Walmart 調降財測**。
- ✓ 6月美國取消入境陰性證明之規定，推測**短期服務業將持續擴張**。

7月零售銷售業中主要貢獻為加油站與電子商務

■ 零售銷售 (年增率)



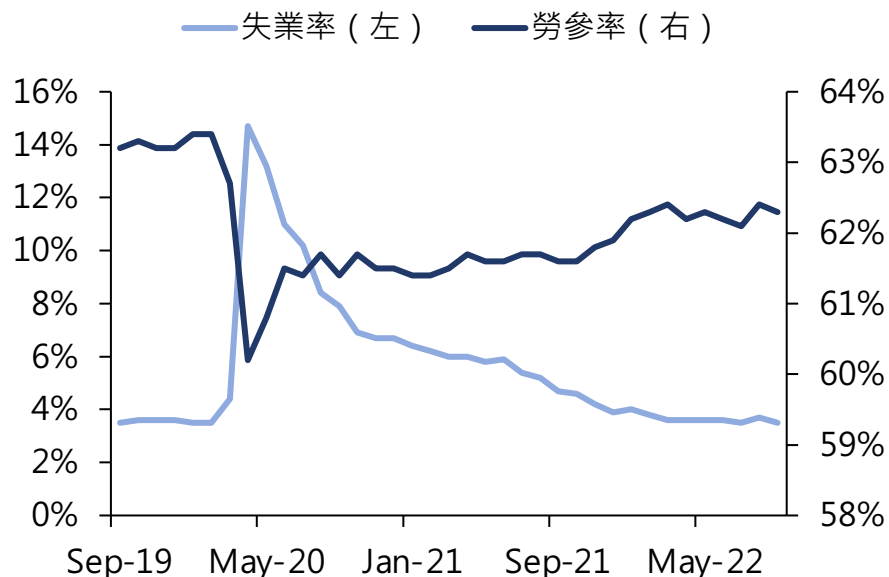
服務類支出成長，給予消費正成長的支撐



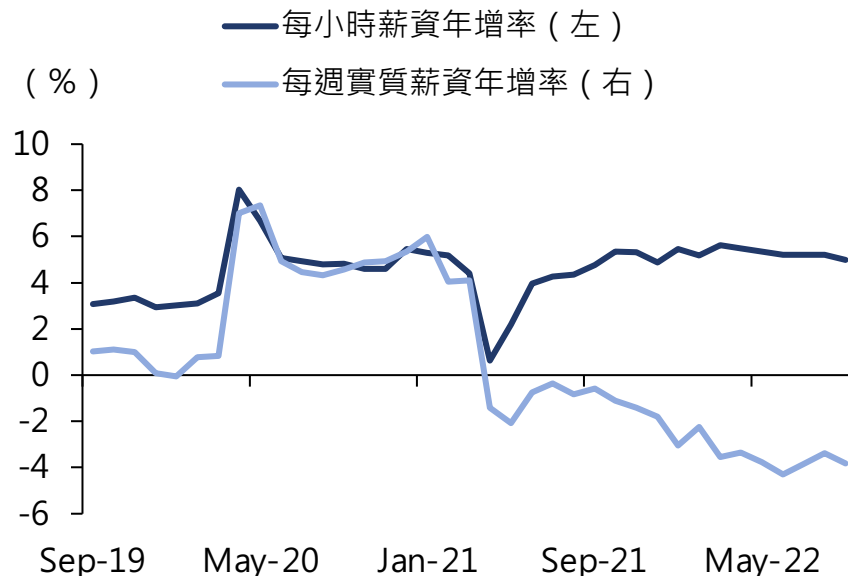
失業率仍低於市場預期，但會在升息下逐步回升

- ✓ 9月失業率 3.5%，低於 8 月的 3.7% 失業率，也低於市場預期。8 月因勞參率較 7 月上升，進一步帶動失業率上升。但 9 月勞參率不僅微幅下降，且緊縮壓力也沒有進一步推升失業率，勞動市場並無顯著改善。長期來看，失業率應回到 4-5% 以上，聯準會才會放緩升息。
- ✓ 觀察近 6 個月份薪資年增率連續放緩，且 9 月降幅最大，顯示近期勞動需求放緩帶動薪資年增率持續微幅下降，但薪資不斷上升的情勢仍可能會進一步帶動通膨螺旋式上漲。

失業率恢復3.5%疫情前低點，勞參率缺口仍在



薪資年增率連續放緩



預期油價持續下跌，但減產、伊朗議題和全球供需暗示跌幅有限

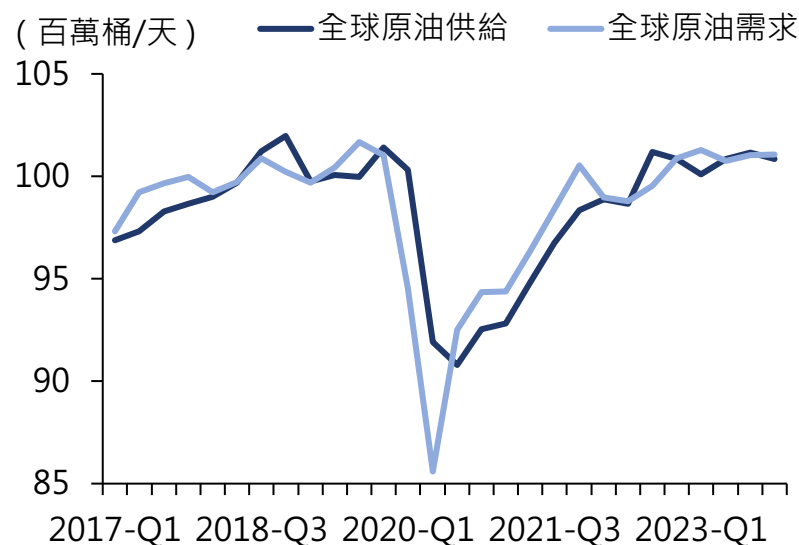


- ✓ 9月能源CPI的年增率為19.8%，較8月下跌2.1%，原油價格近期持續回落，EIA的原油價格報告預測未來油價將呈現下降趨勢。
- ✓ 石油價格持續下跌，但OPEC宣布減產、伊朗核協議談判再陷僵局恐導致影響石油市場，恐成為阻礙石油價格回落的不確定因素。
- ✓ 全球石油供需將趨於平衡，推估石油價格下降空間有限，能源通膨回落幅度放緩。

預計原油價格下降，OPEC、伊朗為不確定因素



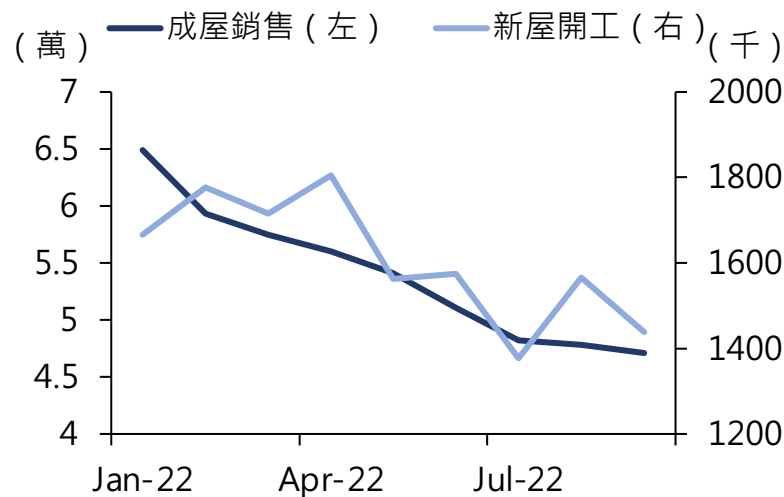
石油供需趨於平衡，油價未來跌幅有限



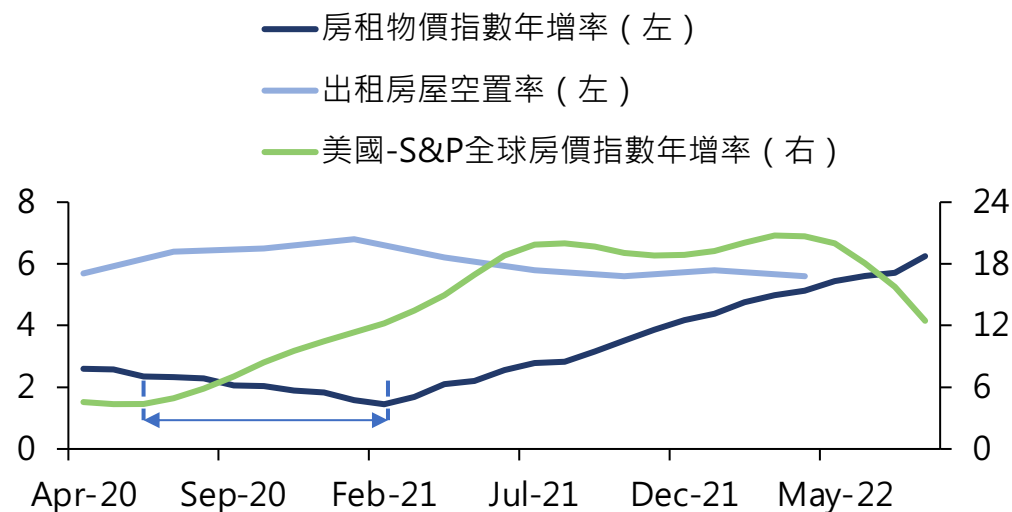
房價持續回落，但房租 CPI 回落時間恐在 2023 第二季

- ✓ 9 月美國房租 CPI 年增率為 6.6%，8 月上漲 0.7%，預期房屋 CPI 將無法在短期出現回落的現象，回落時間可能落在 2023 年 Q2。
- ✓ 美國- S&P 全球房價指數年增率持續下滑，由於房租與物價具有 6~12 個月落後期，故仍未反映在房租物價上。第二季度出租房屋置空率維持下降趨勢，顯示租屋需求仍維持高檔，短期高房租現況恐無緩解趨向。
- ✓ 成屋銷售出現大幅回檔，由年初的 649 萬降至 8 月的 480 萬，顯示房市需求降溫的現象，帶動房價進一步回落。

房屋需求降溫，進一步帶動房價回落



房價影響 CPI 有半至一年落後期，預估 2023 Q2 放緩



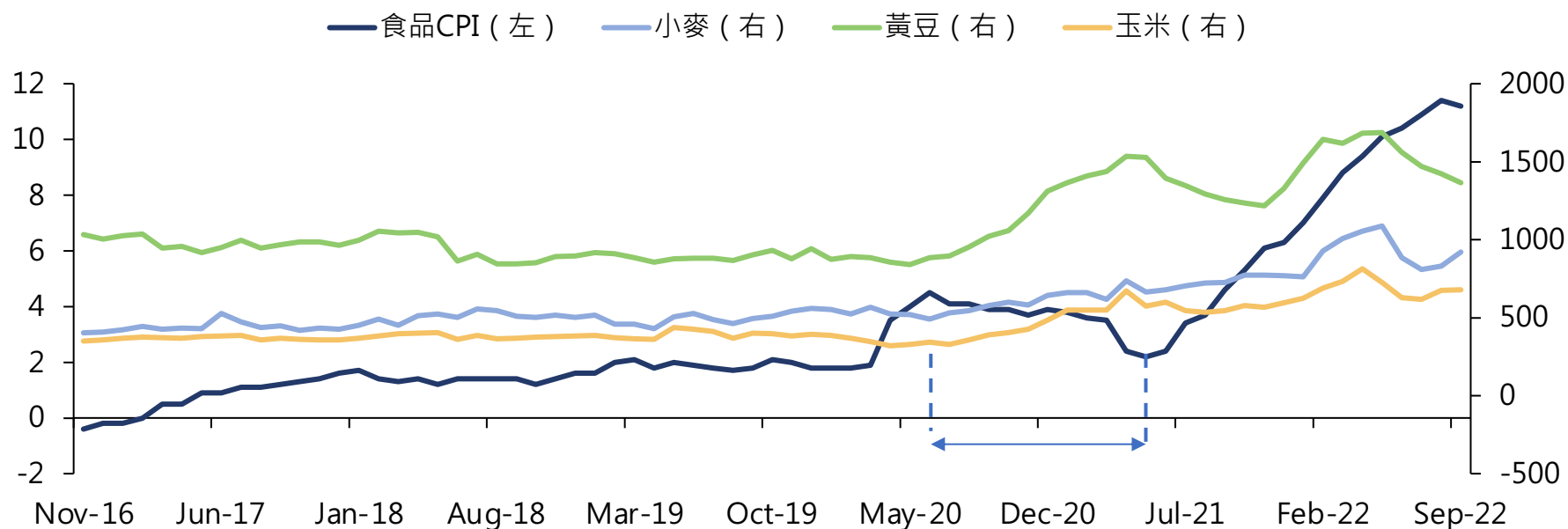
資料來源：財金M平方

原物料價格傳遞到終端費時，食品CPI回落時間約在2023上半年



- ✓ 9 月份食品物價指數上漲 0.8%，與 8 月持平是 2021 年 12 月以來的最小月漲幅。原物料價格出現回檔，但要傳導到終端產品仍需時間。
- ✓ 原物料期貨指數與食品 CPI 顯示，兩者呈現**近一年落後期**，因此即使原物料價格放緩，仍需要時間去反應到下游的食品價格，預期食品通膨明顯**回落時點可能為 2023 上半年**。

原物料期貨指數與食品CPI有近一年的落後期



庫存依舊維持高檔，預估製造業持續主動去庫存至 2023 Q2



NVIDIA

Second quarter results are expected to include approximately \$1.32 billion of charges, primarily for inventory and related reserves, based on revised expectations of future demand.

"Our gaming product sell-through projections declined significantly as the quarter progressed," said Jensen Huang, founder and CEO of NVIDIA. "As we expect the macroeconomic conditions affecting sell-through to continue, we took actions with our Gaming partners to adjust channel prices and inventory."

Ariztia

Inventory at the end of Q2 2023 was \$455.1 million, an increase of 150% compared to \$181.9 million at the end of Q2 2022. This season's inventory was planned at an 83% increase from the extremely low levels last year in order to meet sales targets. Inventory was booked earlier in order to mitigate the risk of supply chain disruptions. On top of that as an extra precautionary measure, the Company pulled forward the purchase of selective product for Spring. The Company is comfortable with its inventory position to meet client demand and for the season, expects normalized markdowns to be no greater than pre-pandemic levels.

各國基本面統整與匯市走勢預估

國家	匯市走勢預估	影響匯率因素	基本面摘要
美國	美元指數仍有上行空間 短期高點震盪	<ul style="list-style-type: none"> FED 升息支撐美元指數 與各國利差擴大 避險需求仍在 	<ul style="list-style-type: none"> 通膨將維持高檔 就業市場依舊緊俏 明年租金價格放緩，通膨自高點回落
歐洲	歐美利差幅度收斂 歐元持平震盪	歐元區升息步伐漸趕上美國	<ul style="list-style-type: none"> 能源基期效應，通膨將於年底觸頂 預期今年下半年至明年 Q1 經濟陷入衰退
英國	英鎊有下行風險	政治不確定性，政策尚未穩定	<ul style="list-style-type: none"> 通膨持續居高不下 政治不確定因素仍在 預期 Q3 衰退可能大增
日本	美日利差持續擴大 預期日圓走貶	美國強升息，日本再續寬鬆貨幣政策	<ul style="list-style-type: none"> 勞動市場需收緊 消費復甦不全面 通膨為短暫現象

附錄 — 美國（貨幣政策面）

- 聯準會 9 月 FOMC

FED 9 月再度升息 3 碼，並預告年內仍將有升息 5 碼的空間

- ✓ 全數委員同意再度升息 3 碼至 3 ~ 3.25%，聲明稿中則僅更改對消費和生產端的看法，表示數據依舊穩健，當前仍以強力承諾使通膨回落至 2% 目標為決心。
- ✓ 今年中位數落點大幅上調至 4.25 ~ 4.5%，也就是全年預估將升息 17 碼，距離現在仍有 5 碼的空間，顯示 11 月仍有升息 3 碼的機會，使得原先預期今年 Q4 將開始邊際放緩的緊縮貨幣政策預期落空。

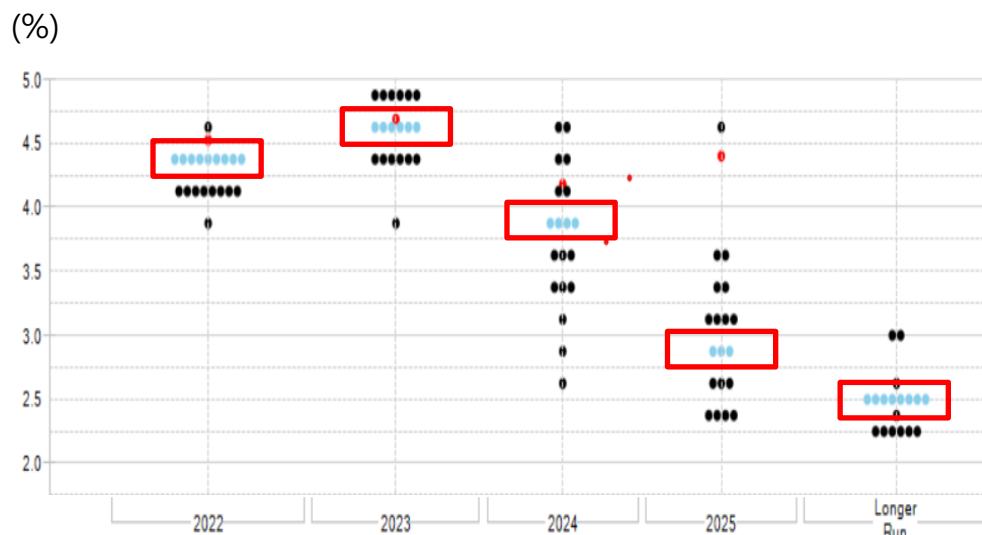
FED 7、9 月聲明稿比較，顯示出壓制通膨決心

	7 月	9 月
政策決議	提升基準利率 3 碼至 2.25% ~ 2.50%	提升基準利率 3 碼至 2.25% ~ 2.50%
主要目標	強力承諾讓通膨回落至 2%	
經濟景況	經濟活動於第 1 季下滑後已經開始加速，就業成長強健，失業率維持低點。通膨居高不下，反映疫情供需失衡、較高的能源價格，及廣泛的物價壓力。	相較於 7 月，9 月聲明稿變更為 Q3 消費支出與生產適度增長，以此重申將強力承諾使通膨回落至 2% 目標不變。

FOMC 申明稿重點

- ✓ **聯準會升息速度、路徑放緩的考量**:聯準會傳遞的訊號並沒有變化，將致力於將通膨降至 2% 堅持直到工作完成，並且將維持限制性利率一段時間，且補充說明現在需要見到經濟增長一段時間低於長期平均，就業市場供需緊張轉向平衡，才是通膨朝向 2% 回落的明確證據。
- ✓ **升息路徑依照通膨數據的評斷與估計**：表示目前有必要升息到有限制性的水準，並且在最後提到需要見到整條殖利率曲線實質利率翻正。

9 月 Fed 上調今年目標利率至 4.25-4.5%



未來升息很可能再升 3 碼

未來利率變化機率(%)

FOMC 會議	350 ~ 375	375 ~ 400	400 ~ 425	425 ~ 450	450 ~ 475	475 ~ 500
2022/11	7.7	92.3	0.0	0.0	0.0	0.0
2022/12	0.0	0.0	1.1	19.4	79.6	0.0
2023/2	0.0	0.0	0.0	0.5	10.5	50.3

資料來源：財經M平方、鉅亨網、FedWatch

附錄 — 歐洲

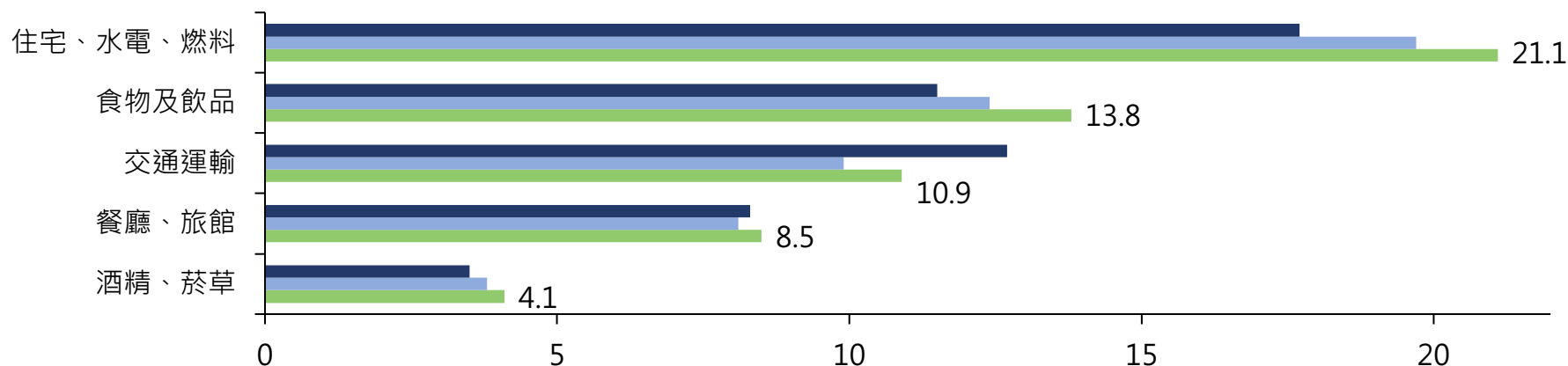
- 聯準會 9 月 FOMC

能源對 HICP 貢獻比例近半，目前尚未見頂

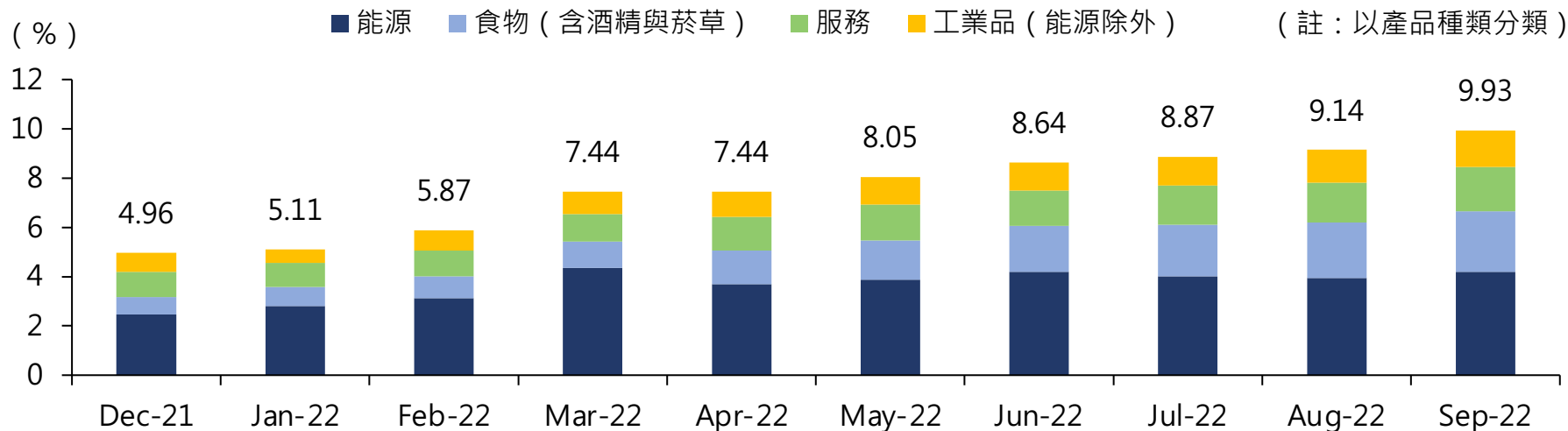
住宅水電燃料與食品年增率仍處漲勢，交通運輸則帶來下跌動能

(註：以消費目的分類)

■ July ■ August ■ September



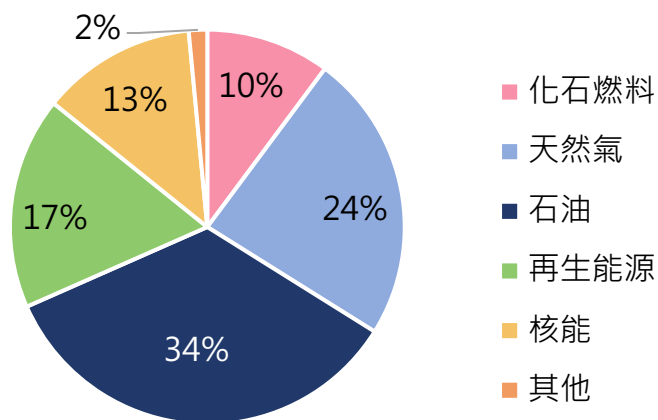
觀察 HICP 各細項貢獻，可知能源佔將近一半的貢獻比例，但有逐漸下降的趨勢



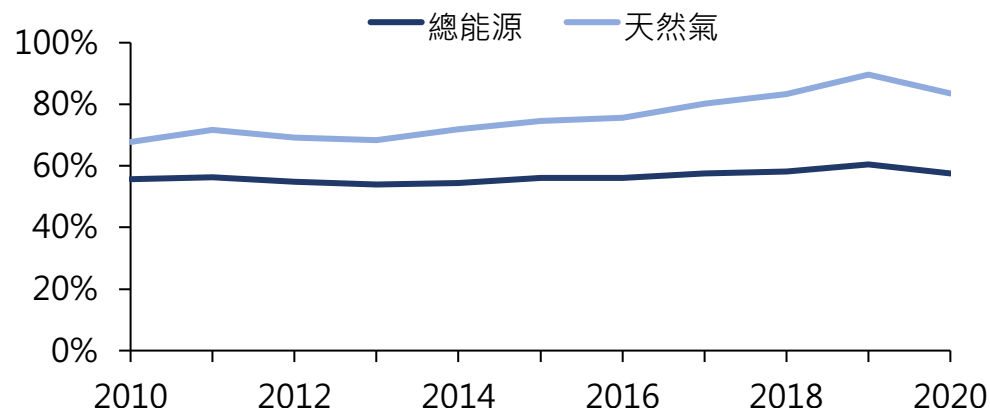
資料來源：ECB, Eurostat

天然氣為歐洲重要能源，但約 80% 仰賴進口

2020 年天然氣佔總發電量24%

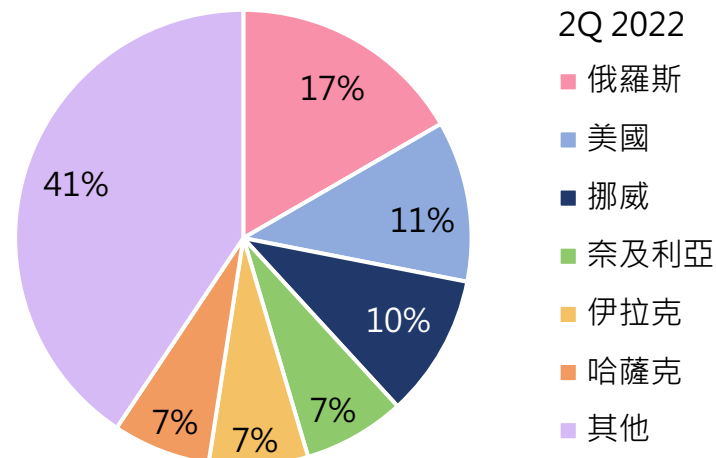
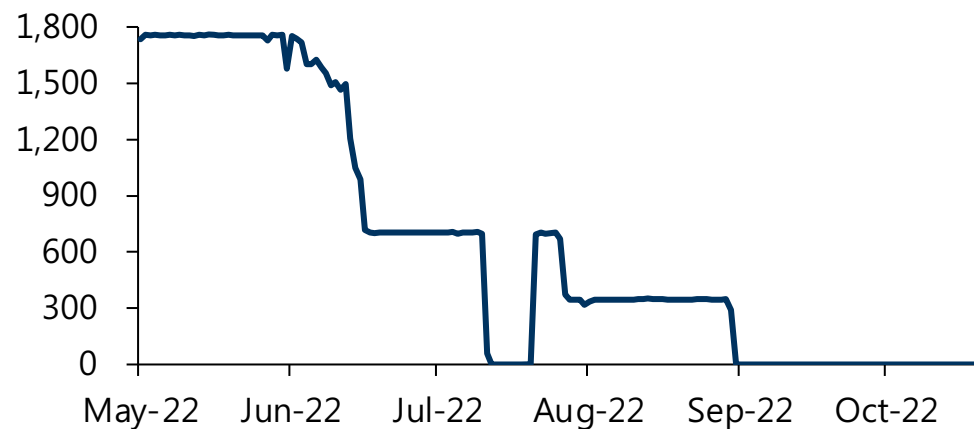


天然氣來源仍高度仰賴進口



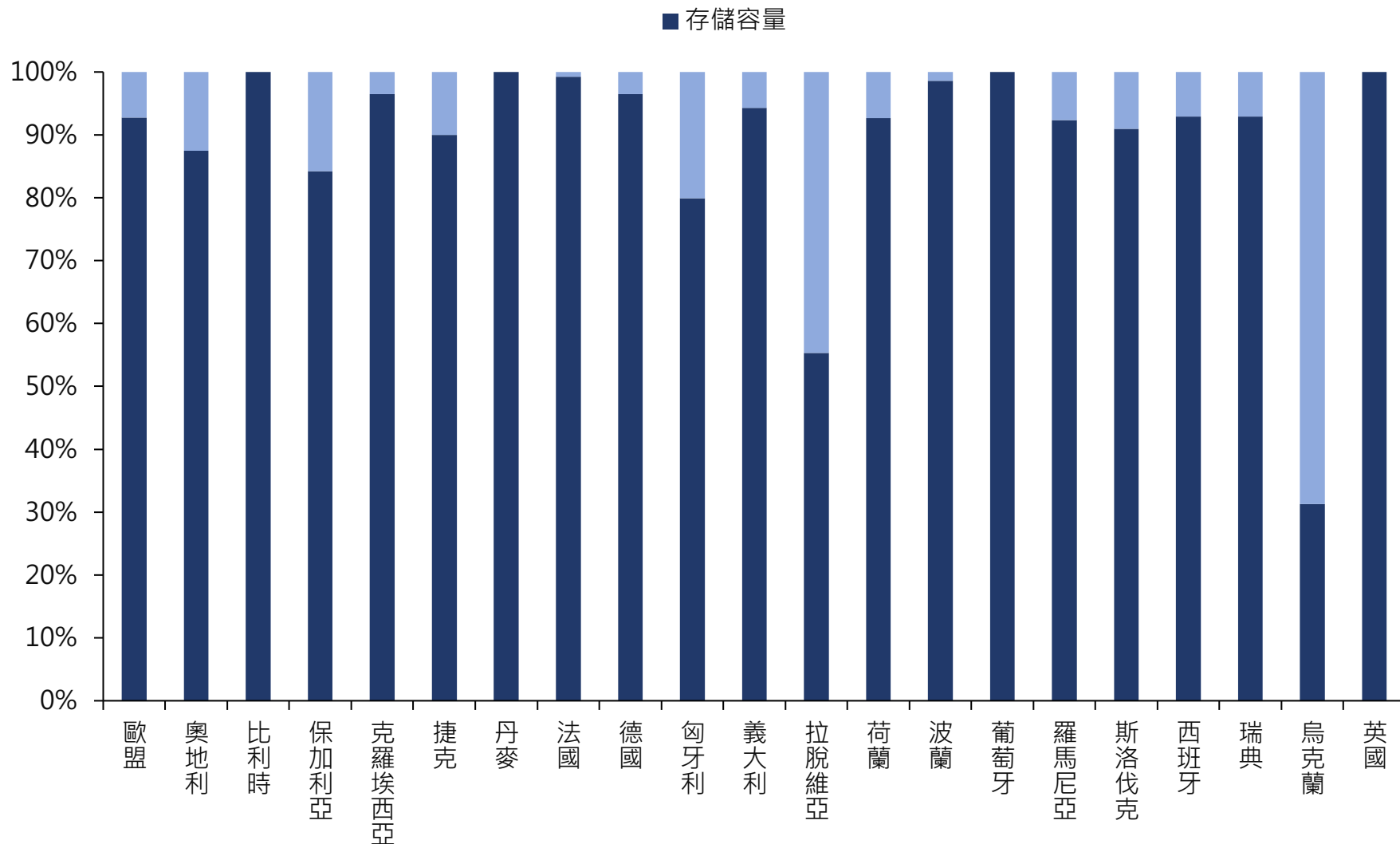
俄羅斯天然氣雖供應大量縮減，但仍佔歐洲天然氣進口 22.9%

(百萬千瓦小時) — 北溪一號天然氣流量



資料來源：Eurostat, Nord Stream

完整存儲容量示意圖，顯示歐洲各國天然氣存儲量進度樂觀



資料來源：Gas Infrastructure Europe

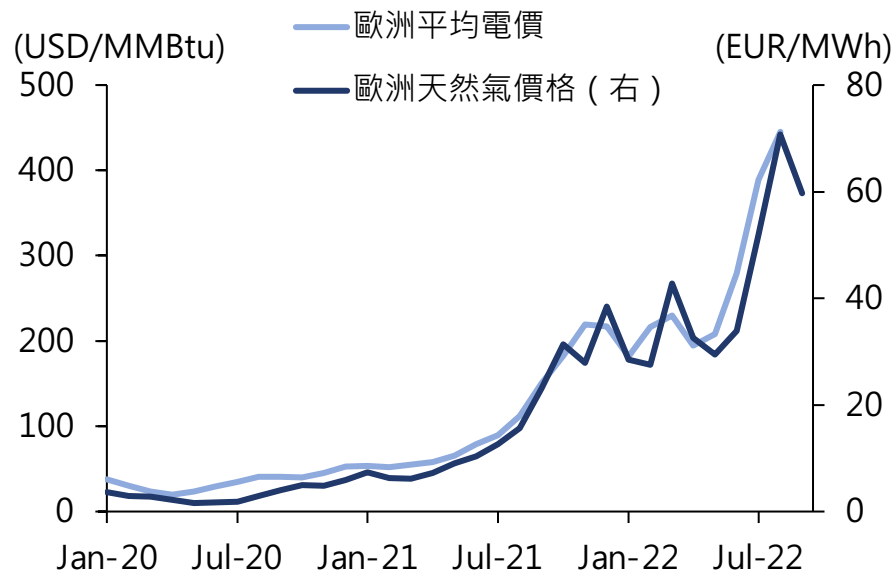
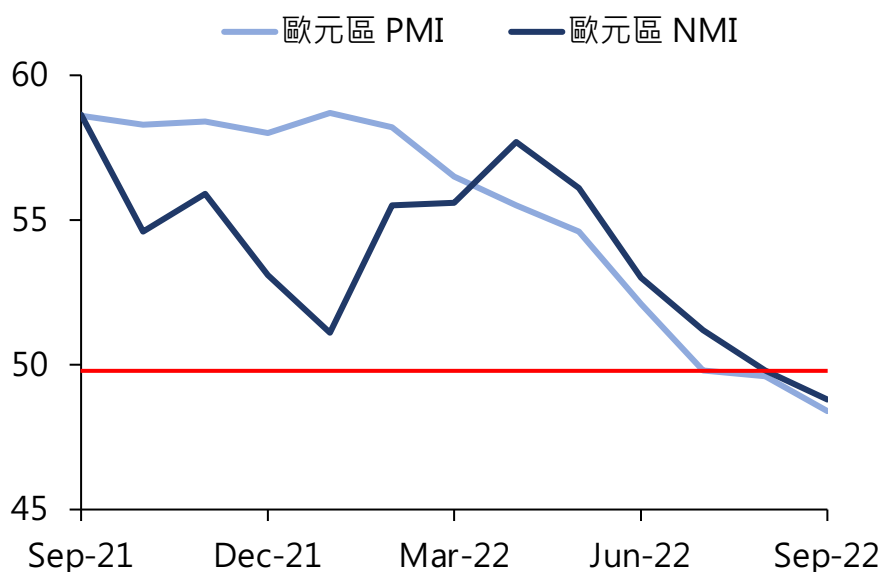
重要歐洲國家天然氣政策整理

國家	因應措施	潛在問題	存儲容量 (%)
歐盟	<ol style="list-style-type: none"> 1. 要求成員國於 2022/08-2023/03 將天然氣使用量減少 15%。 2. 於 2022/11/01 前達到 80% 的存儲容量。 3. 建議成員國啟動拍賣、招標系統並搭配補助措施鼓勵各行業減少能源消耗。 4. 尋求不同管道的天然氣來源或替代能源。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 政策受部分成員國反彈，認為各國的能源應急計畫不需由歐盟總部推動。 2. 雖有相關替代方案，但液化天然氣 (LNG) 接收站等基礎設施建設不足，導致即便找到供應方，但仍有一定的接收上限。 3. 他國管線尚未建置完全或運輸價格較高。 	90.95
德國	<ol style="list-style-type: none"> 1. 於 2022/11/01 前達到 95% 的存儲容量。 2. 於未來兩年內新建兩座 LNG 接收站。 3. 部分改用燃煤進行發電。 4. 建立拍賣競標制度並要求民眾節能。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 缺乏 LNG 等基礎設施。 2. 儲能成本高。 3. 拍賣競標制度尚不明確。 	94.07
義大利	<ol style="list-style-type: none"> 1. 計畫建立兩個浮式儲存和再氣化裝置 (FSRU) 以增加 LNG 的進口。 2. 向阿爾及利亞等非洲國家進口天然氣。 	官員表示需耗時 3 年才能完全取代俄羅斯的天然氣進口 (逾 40%)。	92.7
法國	<ol style="list-style-type: none"> 1. 要求人民與企業節能。 2. 天然氣來源管道相對多元，且為全球第二大核能生產國，受到衝擊較小。 		97.8

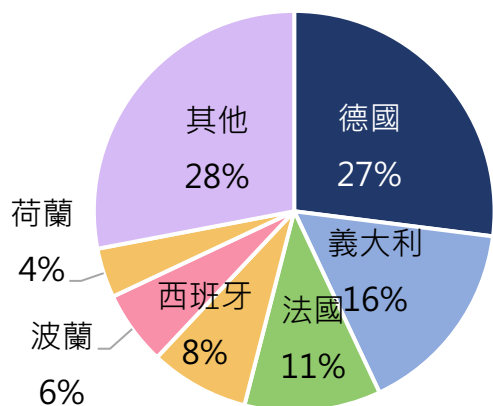
歐洲面臨去工業化，高耗能產業深受能源危機影響

- ✓ 歐盟雖已在尋找替代天然氣供應。但無法獲得低廉俄羅斯天然氣抵消昂貴的勞力、嚴格的就業與環境法規等成本。
- ✓ 化工、汽車、玻璃、衛生紙製造商等高耗能產業接受到能源危機的嚴重衝擊。
- ✓ 德國向中國生產轉移幅度最大的產品主要有四大類：一是有機化學，二是電氣設備，三是機械設備，四是汽車及其零部件。

俄斷供天然氣，電費、天然氣價格上漲，歐元區 PMI 與 NMI 持續走低

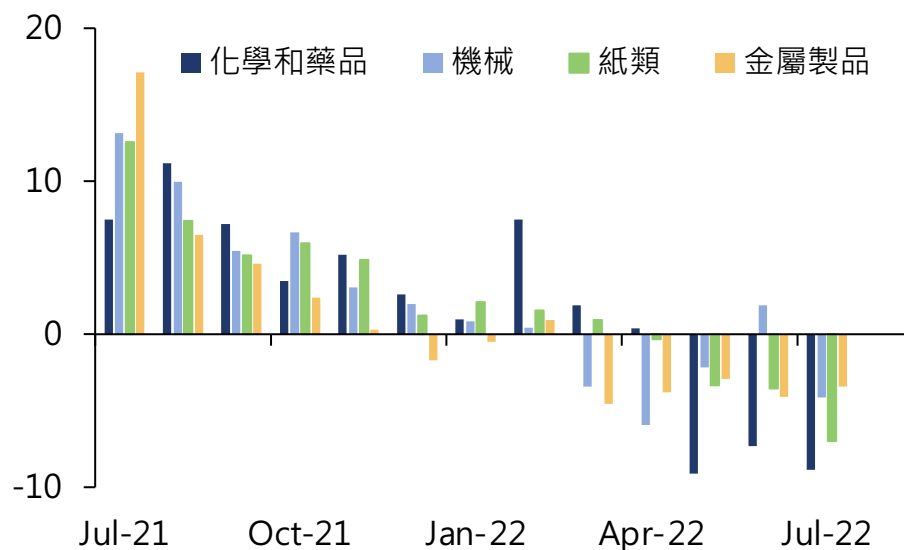
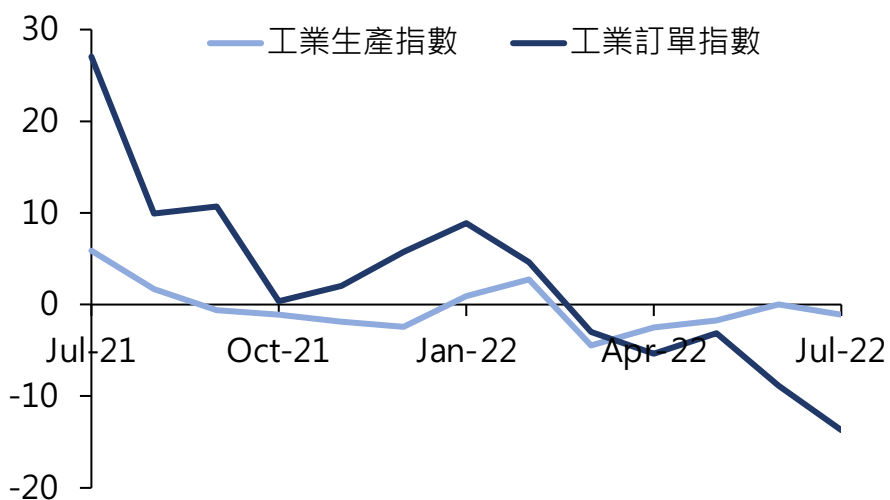


德國經濟放緩速度較預期為快，8月訂單月減2.4%



- ✓ 歐元區其他地區需求疲軟也是主要原因，這些地區的訂單較7月減少 3.8%。德國本土訂單減少 3.4%。相比之下，非歐元區訂單僅下降 0.4%。
- ✓ 訂單下降速度遠超企業減產速度。除非需求復甦，否則未來幾個月可能進一步大幅減產。

德國因能源問題工業指數下滑，訂單指數落至 13.7%，各能源密集產業受重創

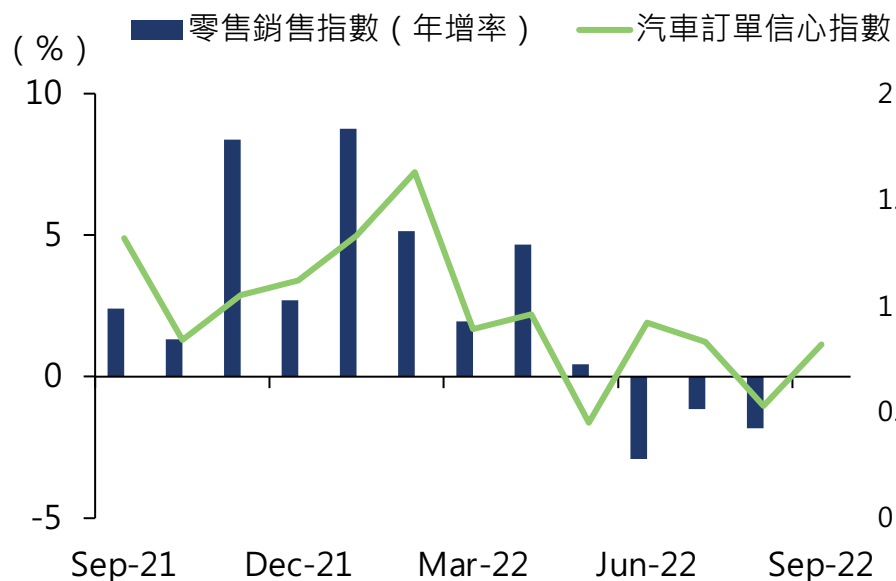


資料來源：Eurostat, 財經M平方

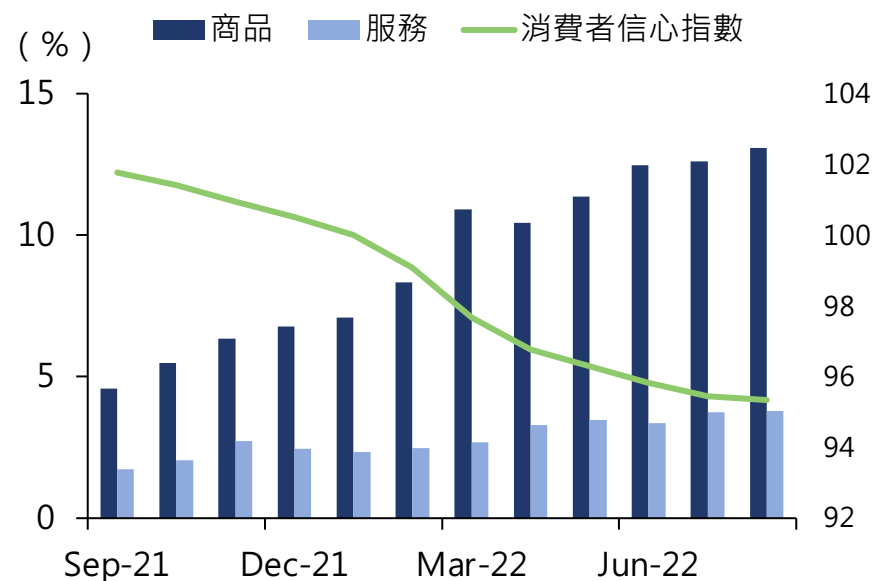
消費指數持續下跌，經濟衰退情形沒有減緩趨勢

- ✓ 商品消費的提升，主要導因於**能源危機**食品以及能源價格的上升所致。
- ✓ 儘管九月的汽車訂單指數有明顯上升，但**無法彌補整體消費下跌**。而零售銷售指數顯示歐元區可能在接下來的幾季步入衰退期。
- ✓ 過去表現較佳的電子商務零售，在七月回溫後（YoY 1.8%），又呈現衰退趨勢（8 月 YoY -6%）。

耐久財消費似有回溫跡象，但無法彌補整體衰退



商品類消費受能源影響大，消費者信心低落



資料來源：財經M平方

就業市場仍然強勁，但未來可能反映緊縮貨幣政策而下跌

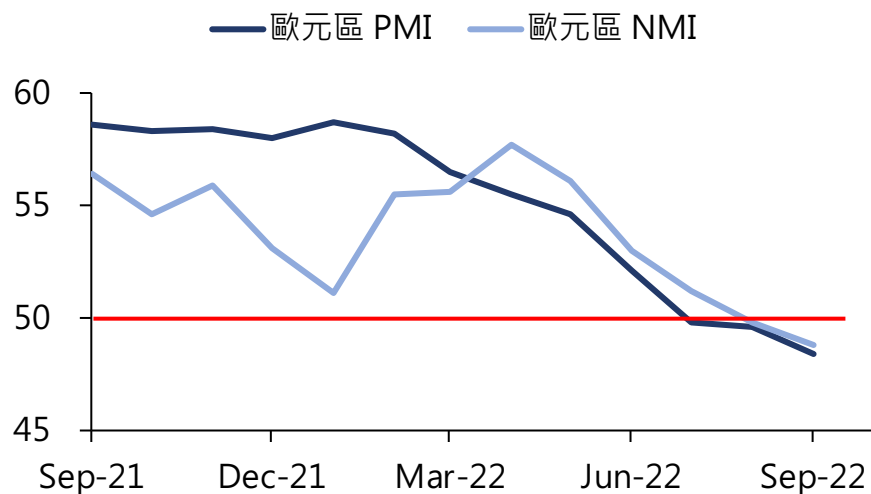


- ✓ 八月失業率為 6.6%，維持在歷史最低點，顯示就業市場依然強勁。
- ✓ 然而觀察多項市場信心指標，能發現 PMI、NMI 與 ZEW 經濟景氣指數皆反映市場情緒普遍對未來感到悲觀。
- ✓ 推測高通膨持續侵蝕民眾購買力，消費力道開始下滑，可能導致未來勞動需求放緩。

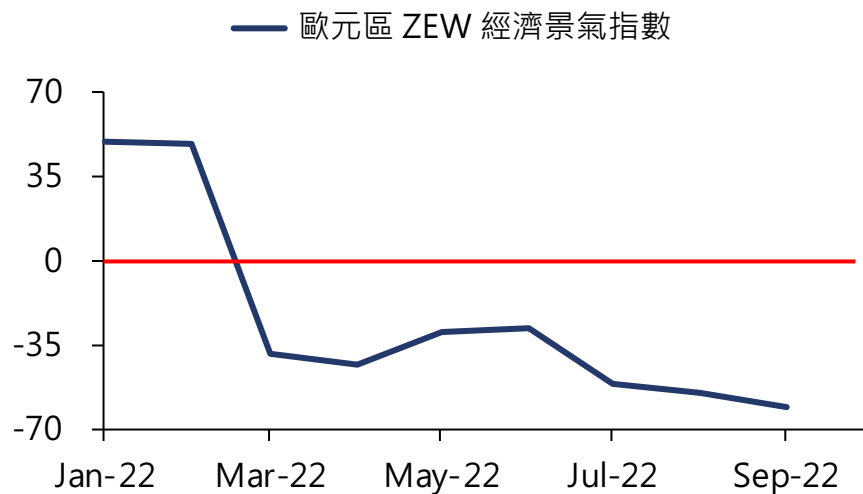
就業市場仍然強勁，失業率為歷史最低



歐元區 PMI 與 NMI 皆跌至榮枯線以下



ZEW 指數反映專業分析師對未來之消極看法



資料來源：Eurostat, ZEW, IHS Markit

ECB 近期會議摘要



日期	Jul 21	Aug	Sep 8	Oct 27	Nov	Dec 15
減默期	Jul 13-20		Aug 31-Sep 7	Oct 19-26		Dec 7-14
升息 (碼)	2		3	3		3
MRO (%)	0.5		1.25	2		2.75
DF (%)	0		0.75	1.5		2.25
MLF (%)	0.75		1.5	2.25		3

	七月 (Jul 21)	九月 (Sep 8)
相同處	<ol style="list-style-type: none"> 1. 不提供前瞻指引，決策將於每次會議根據數據制定 (data-dependent and follow a meeting-by-meeting)。 2. 為了回到2%目標通膨，在未來的會議中，利率更進一步正常化是合適的。 3. APP 將持續進行再投資，PEPP 則將持續進行再投資至少至 2024 年底。 4. 目前討論量化緊縮政策為時尚早，ECB 會適時進行討論。 5. ECB 會持續關注歐元貶值對經濟與通膨的影響，但不會對歐元設定目標價格。 	

資料來源：ECB

ECB 近期會議摘要



	七月 (Jul 21)	九月 (Sep 8)
相異處	<ol style="list-style-type: none"> 1. 批准 TPI (傳導保護工具)，確保貨幣政策能順利傳導至所有歐元區國家。 2. 能源價格仍是對通膨貢獻最多者，同時食品價格也持續上升。 3. 俄烏戰爭 (主要風險來源)、高漲能源價格與供應鏈斷鍊等問題持續壓抑經濟，因此未來經濟成長將放緩。不過同時經濟重啟，強健的勞動市場與財政政策還是會為經濟帶來些許支撐。 4. 未來若沒有新的衝擊，能源成本與供應鏈問題應該會趨緩。 5. 失業率是歷史低點的 6.6%，認為勞動市場強勁，未來工資可能持續上升。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 取消分層利率制度，銀行存入 ECB 的超額準備金能夠完整獲得 0.75% 利息 (DF)。 2. 能源與食品為推升通膨主要因素，經濟重啟造成之需求拉高亦是推力之一。 3. 天然氣斷供 (主要風險來源) 加上全球需求失去動力，整體歐元區不確定性高，對經濟支撐不利。 4. 高能源價格降低購買力，儘管供應鏈問題正在緩解，仍對經濟限制，還有戰爭打擊信心。 5. 勞動市場仍然強勁，但未來經濟放緩可能導致失業率上升。

私部門消費為經濟成長動能，本次下修未來經濟成長展望



- ✓ 雖勞動市場保持強勁，通膨侵蝕購買力仍將導致私部門消費在未來幾季逐漸減弱，不過私部門消費仍會是中期經濟活動的主要動能。
- ✓ 供應鏈瓶頸緩解與歐元貶值將於 2022 年支撐出口，但全球經濟放緩預計將在 2023 年對歐元區貿易產生不利影響。
- ✓ 與六月預測相比，2022 年實質 GDP 成長率上調 0.3 %，但 2023 年和 2024 年分別下調 1.2 % 和 0.2 %。2022 年的上調反映上半年優於預期的需求成長，而未來兩年的下修則反映因通膨上升、能源問題與俄烏戰爭導致之需求放緩與供應鏈中斷問題。

Growth and inflation projections for the euro area

(annual percentage changes)

	September 2022				June 2022			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Real GDP	5.2	3.1	0.9	1.9	5.4	2.8	2.1	2.1
HICP	2.6	8.1	5.5	2.3	2.6	6.8	3.5	2.1

預測通膨將於年底觸頂，並於明年由能源價格下跌帶領回落

- ✓ 2022 年HICP的飆升反映了能源與食品價格的大幅上漲。此外供應鏈斷鍊導致之非能源工業品價格上漲，以及經濟重啟帶來之服務價格上升都進一步推升通膨。
- ✓ 預計 HICP 將於 2022 年第四季開始逐漸下降，主要是由於**能源價格基期墊高**之緣故。從 2023 年初起，天然氣與電價回落將帶領通膨回落。
- ✓ 單位員工薪資預計將在 2022 年和 2023 年分別增長 4.0% 和 4.8%，並在 2024 年回落至 4.0%。

Euro area HICP

(annual percentage changes)



資料來源：ECB

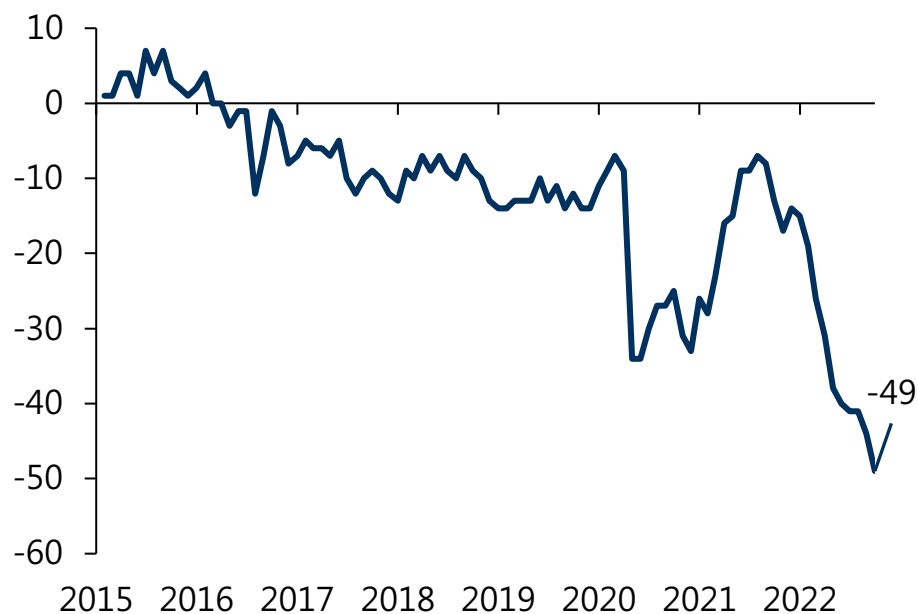
附錄 — 英國

消費者信心指數歷史新低，8月經濟意外萎縮加劇衰退擔憂



- ✓ 9月份消費者信心指數下降至 -49，為 1974 年有記錄以來的最低水平。
- ✓ 8月 GDP 月減 0.3%，低於市場預期，使第三季經濟陷入衰退的可能性大增。
- ✓ 9月因受到女王離世及央行政策反覆，預期 9月 GDP 持續萎縮。
- ✓ 最新英國 8月失業率為 3.5%，比前值 3.6% 更低，顯示就業市場穩健，增加英國持續升息的可能性。

因家庭生活成本的壓力，消費者信心創新低



最新公佈失業率 3.5% 創新低

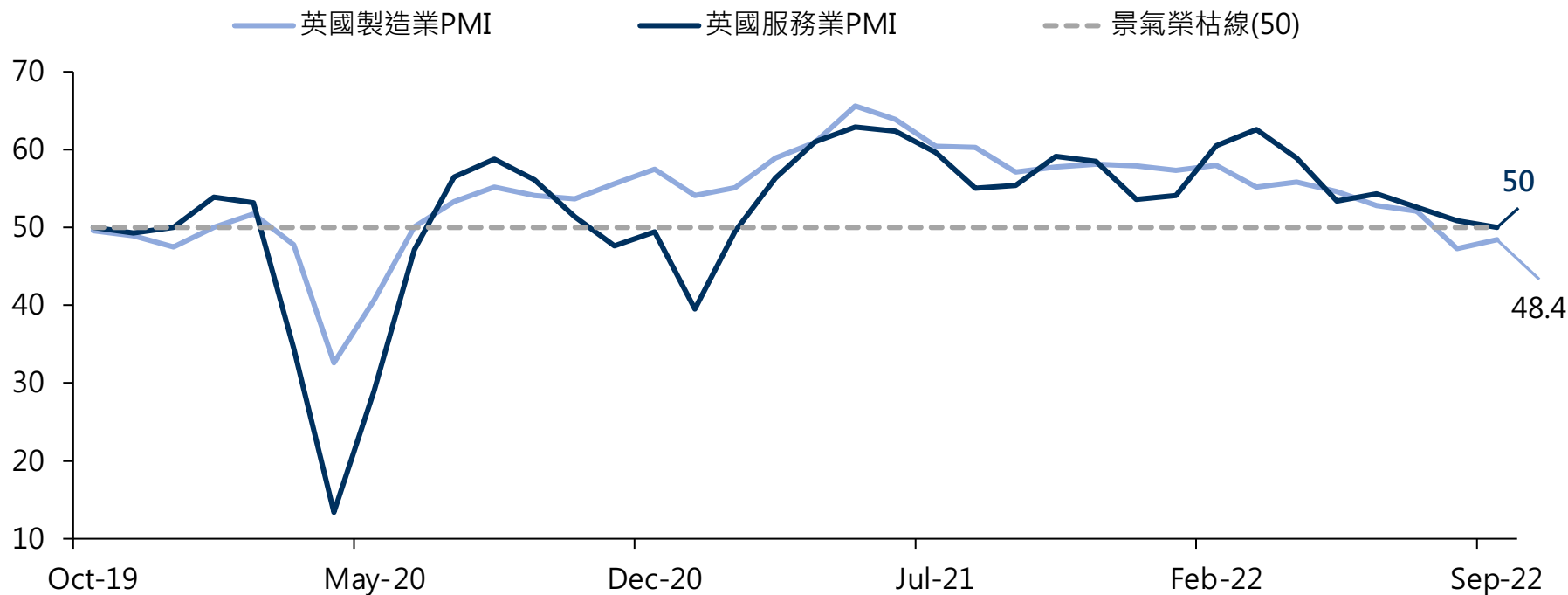


資料來源：Office of National Statistics

製造業 PMI 仍低於 50 榮枯線水位，持續關注後續政策動向

- ✓ 11/1 啟動縮表出售債券，預計一年收回約 800 億英鎊公債。
- ✓ 11/3 將發布利率宣高。
- ✓ 10/20 首相特拉斯宣布辭職，10/24 新任首相蘇納克上任，財政計畫延至 11/17，持續關注英國政策走向。

製造業PMI雖有回升，仍低於榮枯線水位



資料來源：Office of National Statistics

央行停止緊急購債，取消大部分減稅政策、縮短能源支持計畫

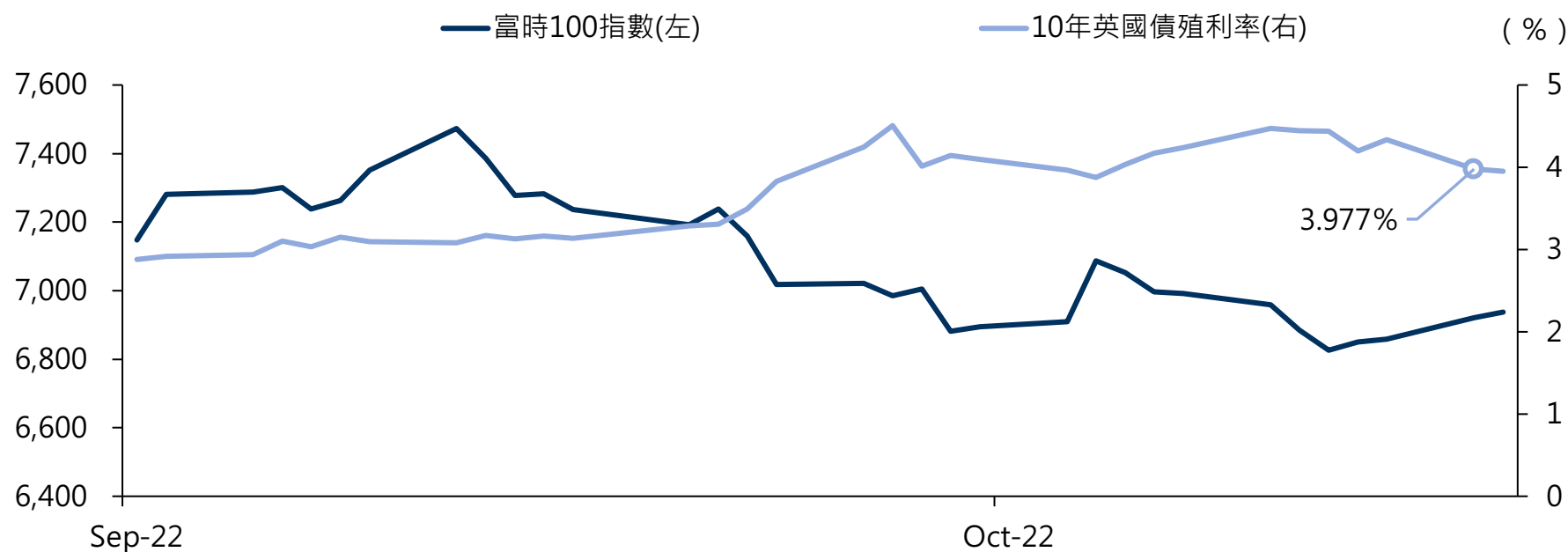
	9/23 宣布迷你預算計畫 (Mini-Budget)	9/28 英國央行正式宣布將干預公債市場
主要內容	調降個人所得稅、取消調升公司稅 、家庭與企業的能源補貼	臨時性購債計畫、延後縮表
財政政策 詳細項目	<p>減稅—10/17 取消大部分減稅計畫</p> <ul style="list-style-type: none"> 取消將公司稅率提高到 25% 的計畫，維持在 19%。(10/14特拉斯宣布撤回) 個人所得稅基本稅率從 20% 降至 19%。 增加購房印花稅免稅額度。 取消調升國民保險稅 1.25%。 取消個人所得稅率最高 45% 的級距 (10/3 宣佈此項目將移除)。 <p>補貼</p> <ul style="list-style-type: none"> 能源補貼：補貼家庭、企業能源支出，家戶能源支出將降至 2,500 英鎊/年，原預期維持 2 年縮減至 2023 年 4 月。 	<p>臨時性購債計畫</p> <ul style="list-style-type: none"> 將在 9/28 ~ 10/14 (13 天內)購買 20 年期以上長債，每次購買額度上限為 50 億英鎊，總規模達到 650 億英鎊。 英國央行已經於 10/14 之後停止購債行動。 <p>延後縮表</p> <ul style="list-style-type: none"> 縮表時間從 10/3 延後到 10/31，但維持 1 年縮表目標 800 億英鎊不變。 11/1 啟動縮表，初期不會出售長天期債券，預計一年收回約 800 億英鎊公債。
貨幣政策	✓ 市場預期英國央行 11 月升息 3 碼。	
後續更新	✓ 10/20 首相特拉斯宣布辭職，英鎊兌美元暫時回漲，債券殖利率下滑。且新任首相於 10/31 上任。 ✓ 央行 11/1 啟動縮表，初期不出售長天期債券，預計一年收回約 800 億英鎊公債。	

未來關注指標



- ✓ 10/24 9月製造業、服務業PMI。
- ✓ 10/31 亨特將提交一份更全面的中期財政計劃。
英國新首相上任。
- ✓ 11/3 英國央行利率決議，到年底還有兩次開會（下一次 12/15）。

政策逆轉，股市回漲，債券殖利率跌破 4%



資料來源：Bloomberg

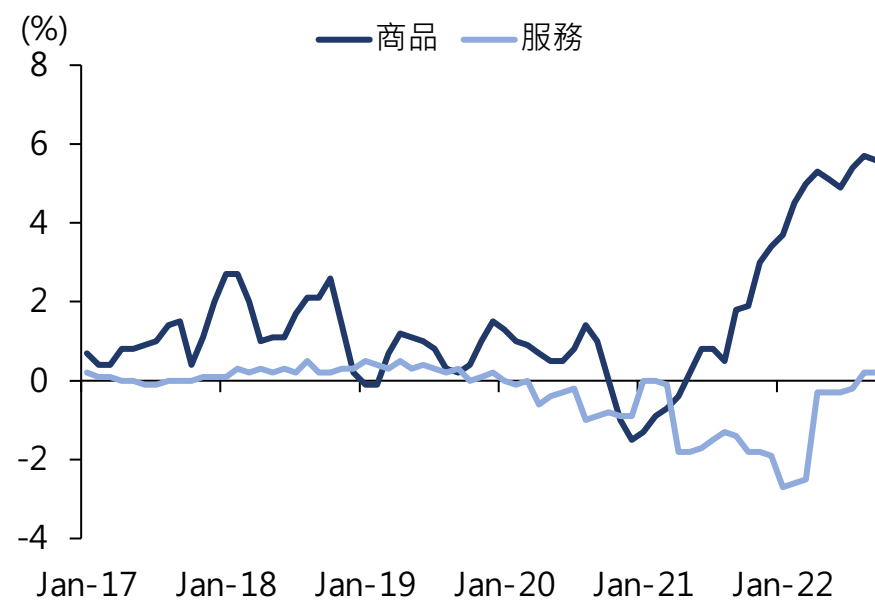
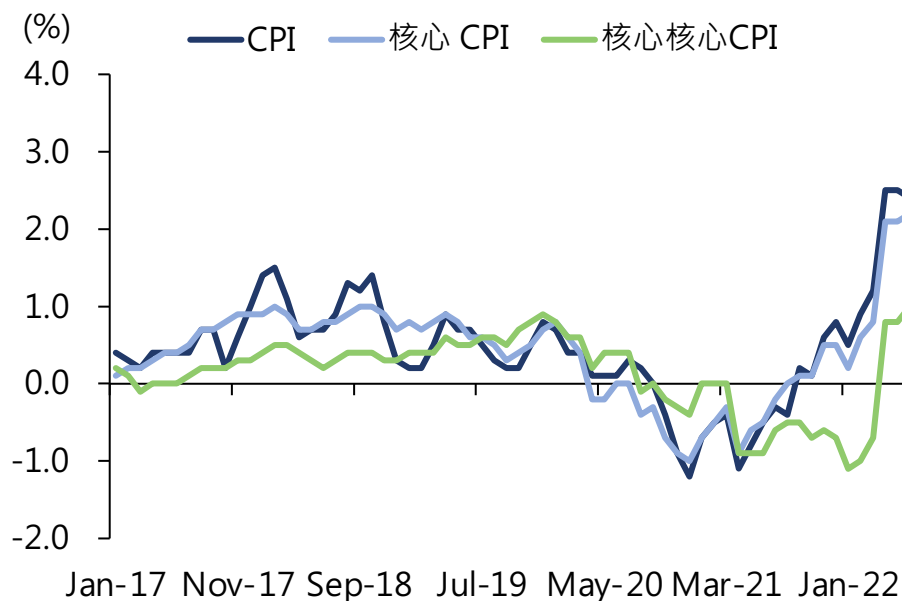
附錄 — 日本

日本 9 月核心 CPI 因食物與能源帶動走高

- ✓ 日本 9 月 CPI 年增率為 3%，**關鍵指標核心 CPI 為 2.80%**，已經連續 5 個月超過 BOJ 訂下的 2% 目標
- ✓ 不加入能源與生鮮食品的 9 月核心核心 CPI 仍未超過 2%，結合 9 月商品通膨為 5.6%，服務通膨為 0.2%，顯現目前的輸入性通膨並不代表日本國內消費與服務的復甦，日本有必要繼續維持寬鬆政策以繼續刺激消費。

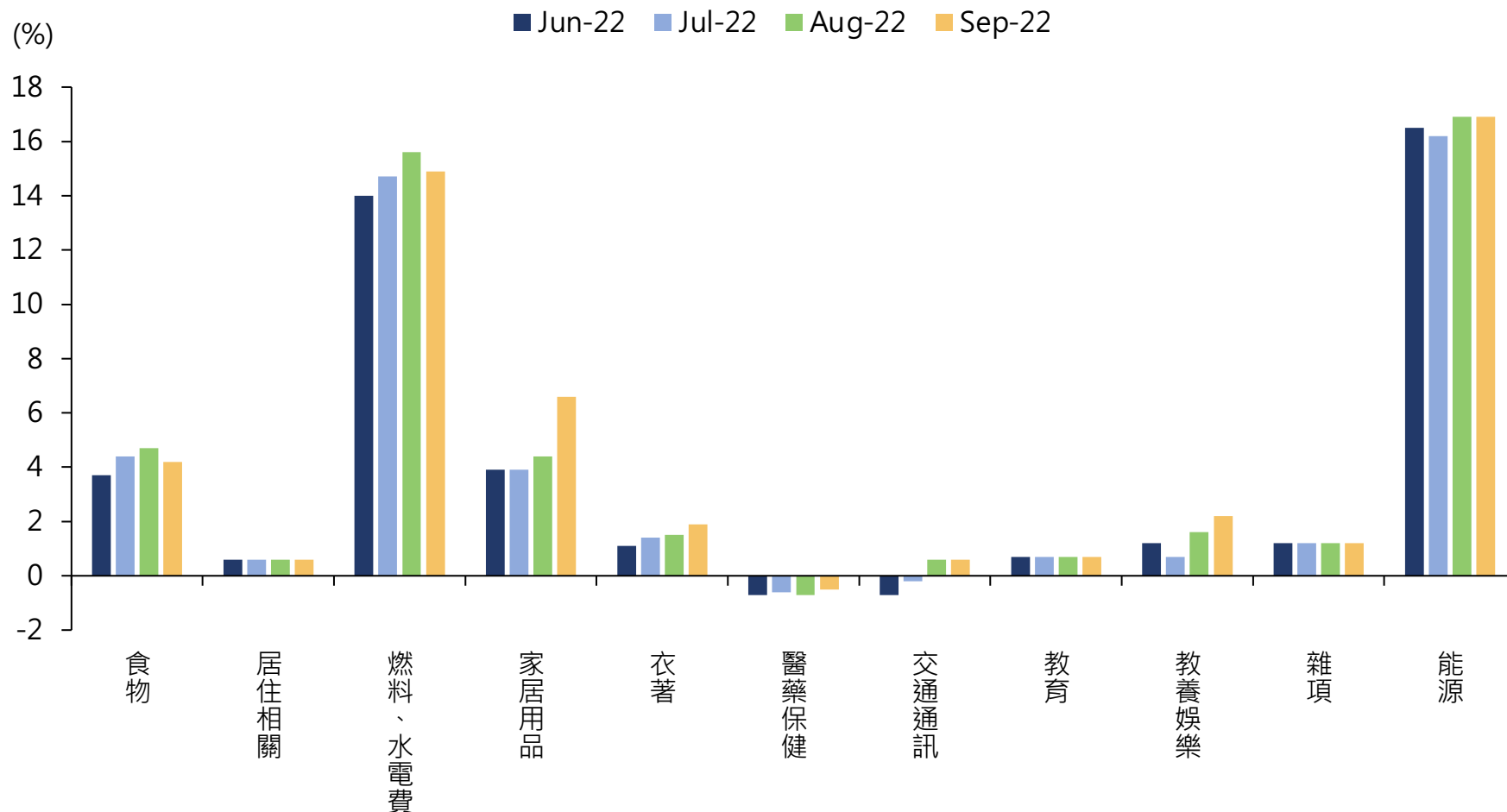
日本核心 CPI 年增率已連續 5 個月超過 2% 目標

通膨主要由商品帶動，服務價格尚未回溫



食物與燃料能源項帶動日本通膨，服務支出未有起色

日本近幾個月通膨由食物與燃料能源類帶動，居住相關等服務支出未有起色

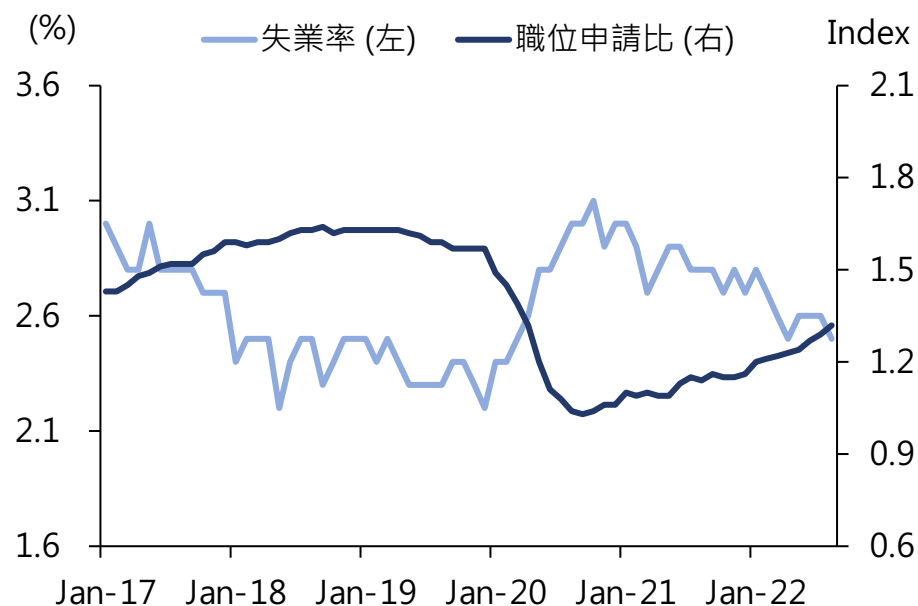


資料來源：日本統計局

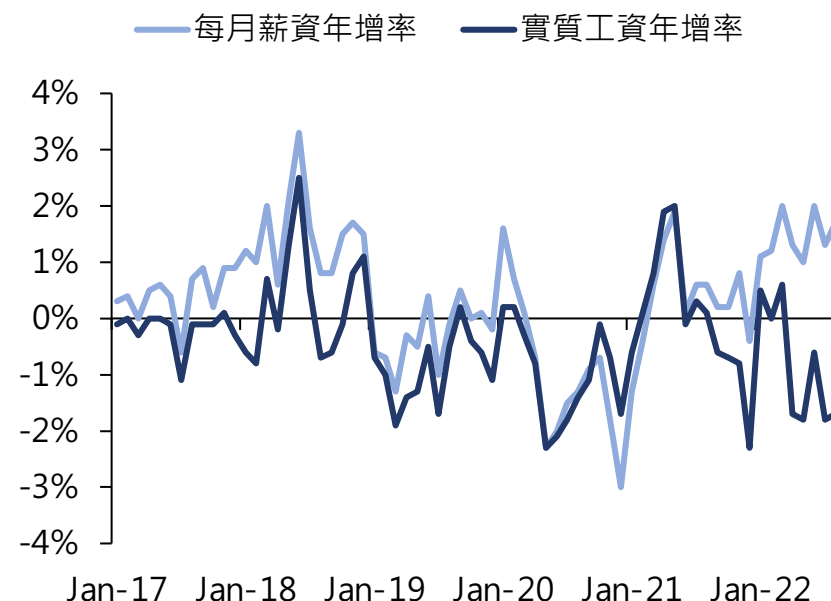
勞動市場逐漸回溫，但仍需進一步收緊以推動薪資成長

- ✓ 日本 8 月失業率為 2.5 %，職位申請比上升至 1.32，日本就業狀況正逐漸改善中，但尚未回到疫情前水準。
- ✓ 8月名目薪資成長率為 1.7%，但薪資成長速度跟不上通膨增長速度，8 月實資工資年增率為 -1.7%。

失業率與職位申請比尚未回到疫情前水準



名目薪資逐漸回升，但實資薪資受通膨拖累

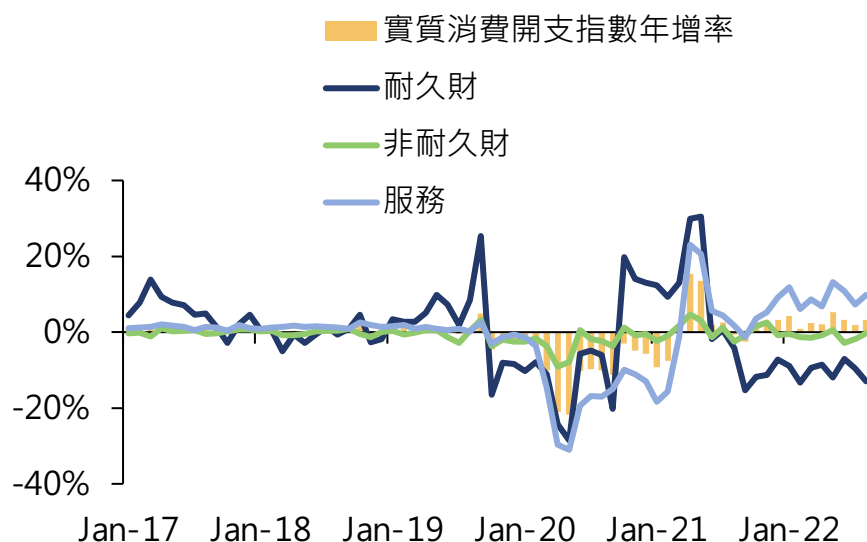


資料來源：日本統計局、厚生勞動省

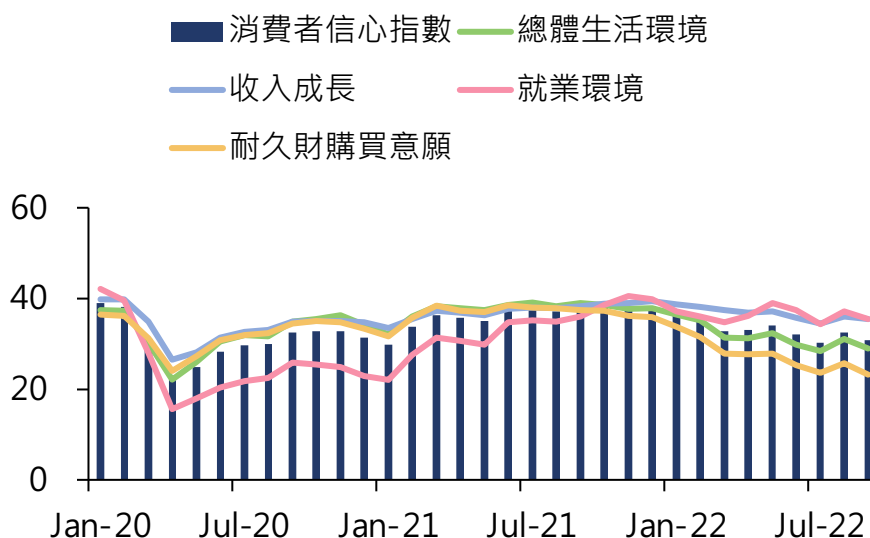
服務帶動實質消費開支成長，耐久財消費意願低迷

- ✓ 8 月耐久財實質消費指數年增率為 -12.91%，反映家戶對未來景氣以及收入預期的不樂觀；而服務實質消費年增率則逐步成長，日本於 10/11 放寬國門限制，觀光業復甦將有望進一步帶動服務消費成長。
- ✓ 有鑑於總體環境的不確定性，9 月日本消費者信心指數為 30.8，顯現大部分消費者仍認為經濟環境有待改善。

耐久財實質消費低迷，服務實質消費逐漸回升



消費者對總體環境的信心不足



BOJ 近期會議摘要



日本央行目標：使核心通膨維持在2%，工資和物價持續上漲的良性循環

	9月 (Sep 22)
基本面	<ol style="list-style-type: none"> 1. 因為能源、食物與耐久財的關係，核心 CPI 到年底前都很有可能維持在 2.5% ~ 3% 的區間內。而這些項目對通膨的影響很有可能逐漸減弱，故預計通膨的增長幅度將有所減緩。 2. 計算 CPI 的方式深受進口價格的影響故難以詮釋，應關注更為根本的價格形成機制，尤其是薪資的趨勢，勞動市場還需要收緊以帶動薪資的增幅。
貨幣政策面	<ol style="list-style-type: none"> 1. 直到某些 CPI 潛在的影響因素，像是服務價格的提升為止，有必要繼續維持目前的寬鬆貨幣政策。 2. 薪資成長低迷，通膨帶來的影響並不全面也不顯著，為了避免日本陷入低成長、低通膨、低薪資成長中，有必要繼續維持寬鬆的貨幣政策以帶來經濟與薪資結構的變革，以及產出與價格間的正向循環。
決議內容	將 短期利率維持在 -0.1% ，並以 0.25% 的固定殖利率， 無限量購買 新發行的 10 年期國債。

BOJ 近期會議摘要



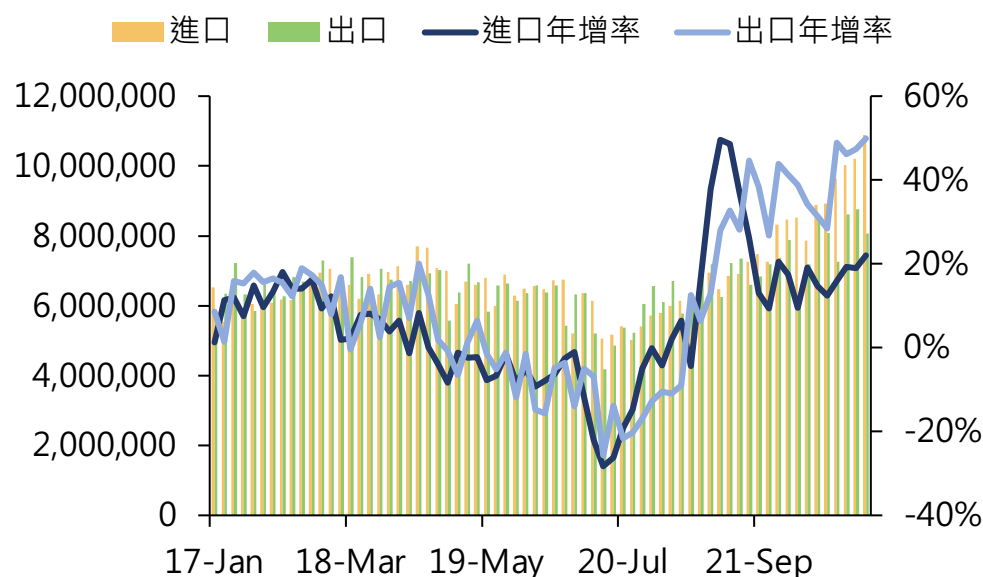
日本央行目標：使核心通膨維持在2%，工資和物價持續上漲的良性循環

		10 月 (Oct 28)
決議內容	相同處	<ol style="list-style-type: none"> 1. 一致同意維持基準利率於 - 0.1%，而 0% 的 10 年期公債殖利率曲線定錨目標也維持不變 2. 除了明顯預期無人參與的情況之外，日本央行在每個營業日都將以 0.25% 的固定殖利率買進 10 年期公債。 3. 為實現 2% 的「物價安定目標」、並維持其安定，到必要時刻為止都將繼續實施搭配殖利率曲線控制之 QQE。
	相異處	<ol style="list-style-type: none"> 1. 將 2022 年度 (至 2023 年 3 月) 通膨展望上修至 2.9%，高於 7 月發布的 2.3%。
	USD / JPY	<p>10/28 12:00 前，USD / JPY 落在 146.10 的相對低點</p> <p>利率決議不變後，日圓又開始走貶</p> <p>收盤時跌至 147.85 的水位。</p>

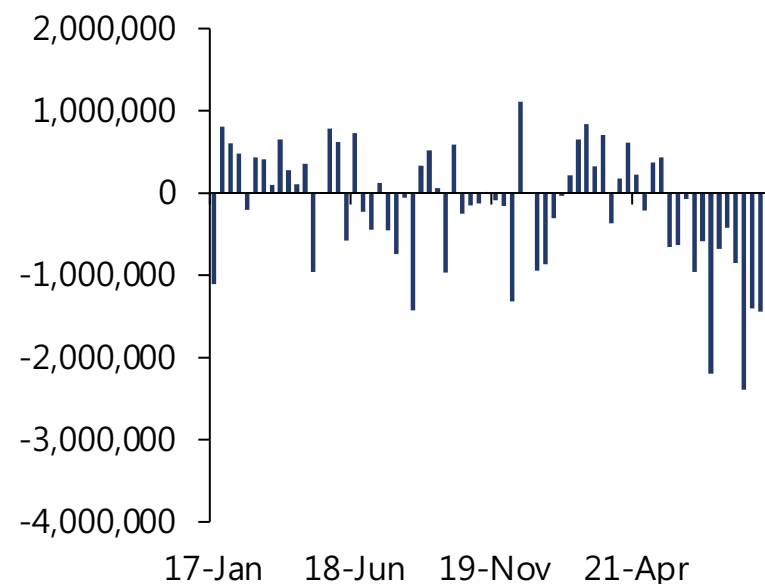
日圓貶值與原物料成本導致日本經常帳餘額大幅萎縮

- ✓ 8 月日本經常帳盈餘為 589 億日圓，比去年同期銳減 96.1%，低於市場預估的 1,218 億日圓。經常帳萎縮的主因是**國際貿易逆差的擴大**，8 月日本貿易差額達到 2.8 兆日圓。
- ✓ 日本三大出口產業：交通運輸、機械、電機產品的出口年增率皆超過 10%，但原物料與食品的進口年增率分別為 35% 與 24.3%。**原物料項目是今年以來進口支出暴增的貢獻度主因**，佔比超過五成。

今年以來進出口皆有提升，但出口提升幅度不如進口

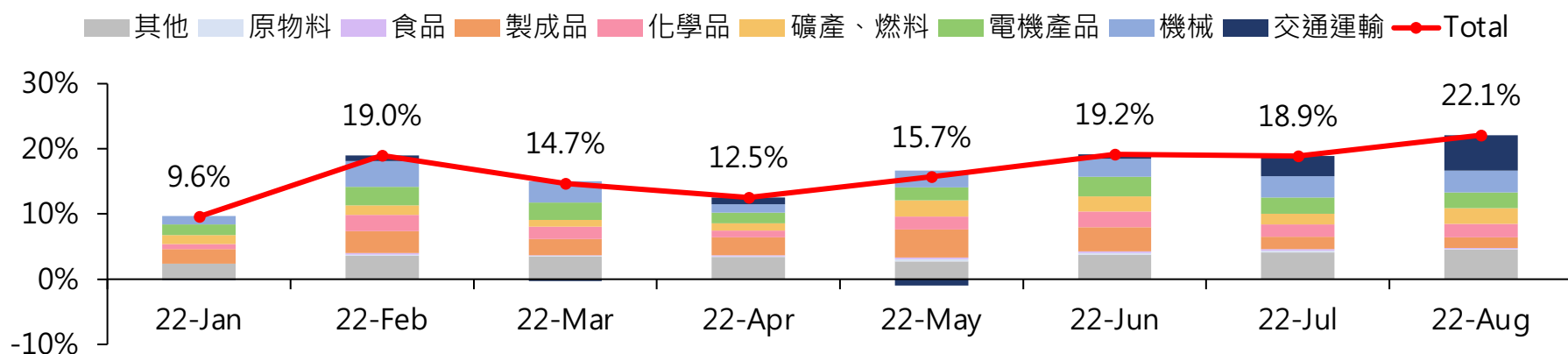


今年以來日本貿易逆差程度加劇

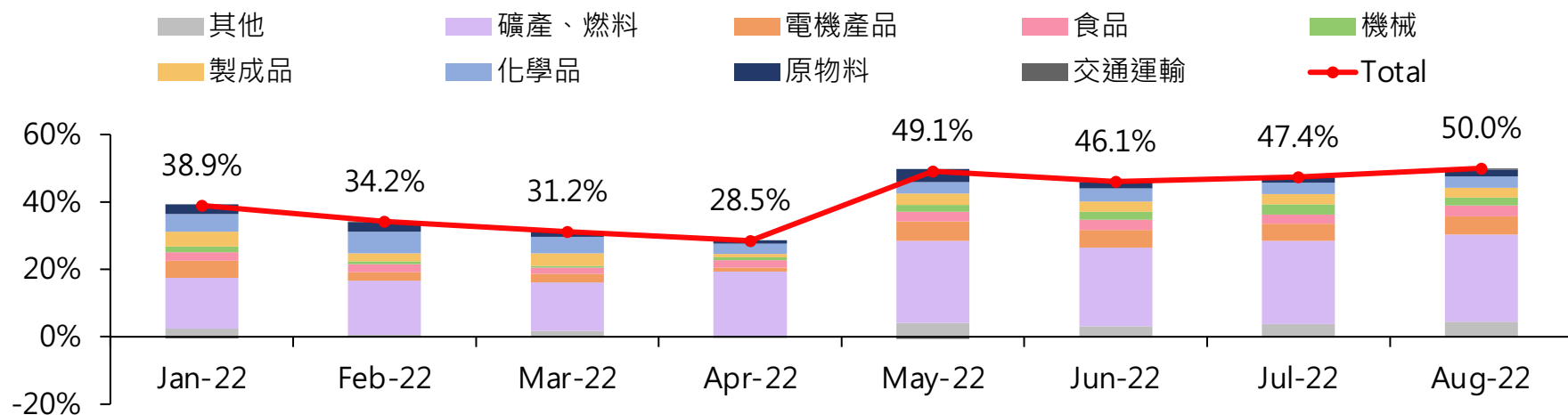


日圓主要出口項目有所提升，礦產燃料項影響日本進口支出

三大出口項目：交通運輸、機械、電機產品皆有所提升



礦產燃料項是日本進口支出提升的主要原因



單位：百萬美元		Aug	Sep	變化率
(1) 外匯儲備	證券 (含美國國債)	1,036,781	985,272	-4.97%
	存款	136,110	136,112	0.00%
(2) IMF儲備頭寸		10,092	9,832	-2.58%
(3) 特別提款權		58,413	57,450	-1.65%
(4) 黃金		46,671	45,470	-2.57%
(5) 其他儲備資產		4,005	3,920	-2.12%
(1~5) 官方儲備資產		1,292,072	1,238,056	-4.18%



10/13 日本財務大臣鈴木俊一表示，一旦有必要，日本將採取大膽行動，打擊外匯市場的投機行為

10/21 日本政府疑似干預匯市，
日元該日一度勁彈，最後收在147
日元。

9/11 日本內閣官員表示，政府必須採取措施，防止日元過度貶值。

10/11 日本首相岸田文雄接受專訪表示，不會在黑田
東彥任期屆滿前更換央行總裁

10/20 日 美元兌日元觸及 150 日元

Copyright © 2022 TMBA GIR. All rights reserved.

附錄 — 各國貨幣政策

加拿大、瑞典、瑞士皆預期於今年再升息



加拿大 (9.1%)

- 利率：3.75%
- 通膨：6.86%
- 預期走向：12月升息 1~2 碼

加國央行 10 月僅升 2 碼，而非市場預期的 3 碼，顯示加國經濟因升息有可能有衰退的跡象，因此推測 12 月可能升 1~2 碼。

瑞典 (4.2%)

- 利率：1.75%
- 通膨：9.4%
- 預期走向：11 月升息 2~3 碼

瑞典央行 9 月一次升息 4 碼顯示堅定抗通膨的決心，目前通膨仍處在高峰，所以 11 月仍可能再升 2~3 碼。

瑞士 (3.6%)

- 利率：0.50%
- 通膨：3.3%
- 預期走向：最晚於 12 月還會持續升息

其他歐洲國家的消費價格上漲是瑞士強勁通膨的主要原因。雖通膨已放緩且低於預期，但仍超過瑞士央行 2% 目標。

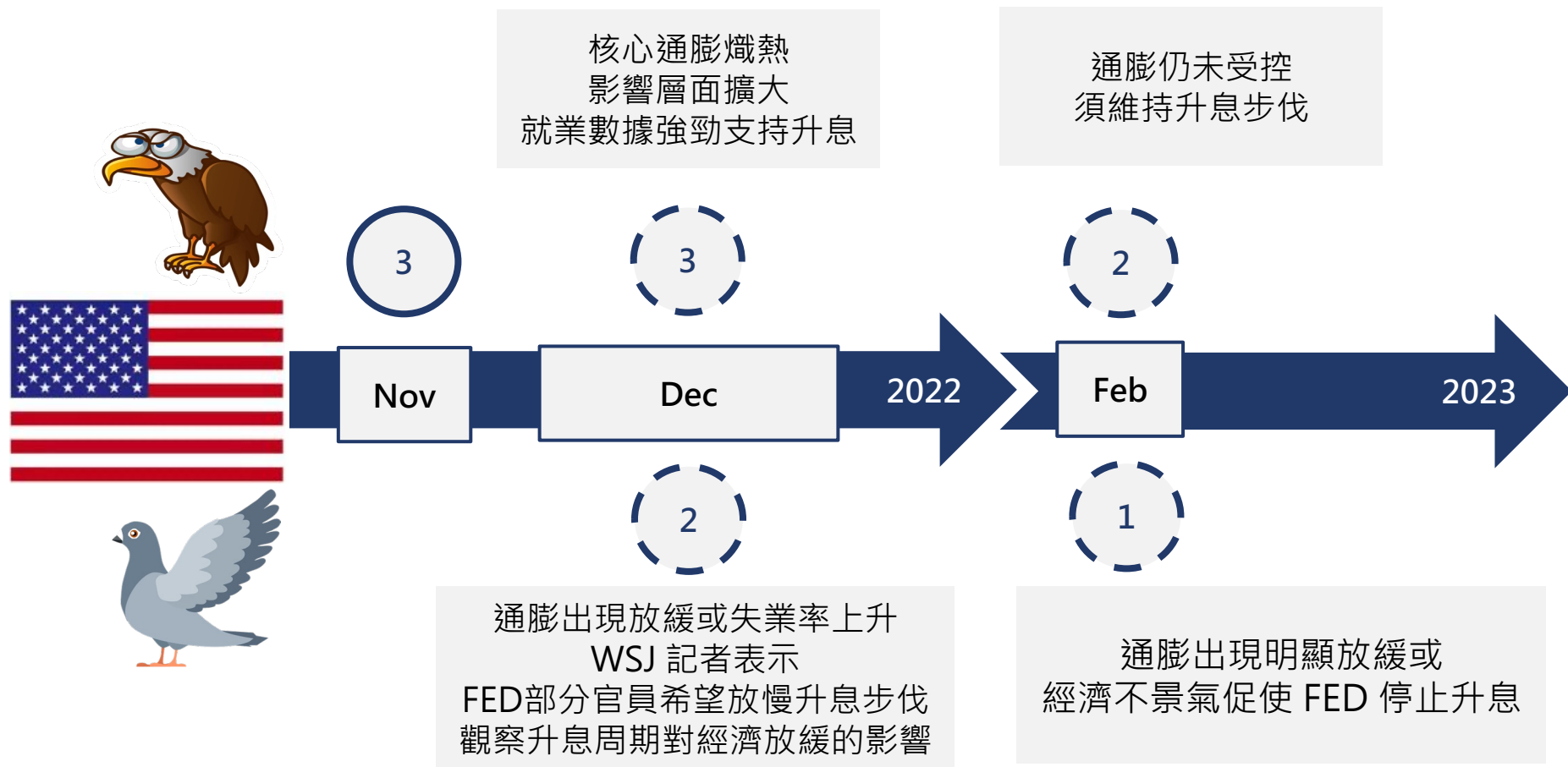
歐洲瑞信危機雖恐造成國際金融動盪，瑞信 CDS 不斷飆升，但預估不會影響 FED 升息腳步

- ✓ 此次瑞信危機應不會重蹈 2008 年雷曼兄弟悲劇，主因是瑞信資本承受更高，且收入較穩定，雖然可能有經營問題但可以透過重整來處理。
- ✓ 瑞信已經宣佈大規模重整計畫。
- ✓ FED 已表態其他地方的狀況及金融問題不是他們優先考量的範圍，加上美國目前的通膨仍在高點，預估聯準會不會因瑞信問題改變其貨幣政策。

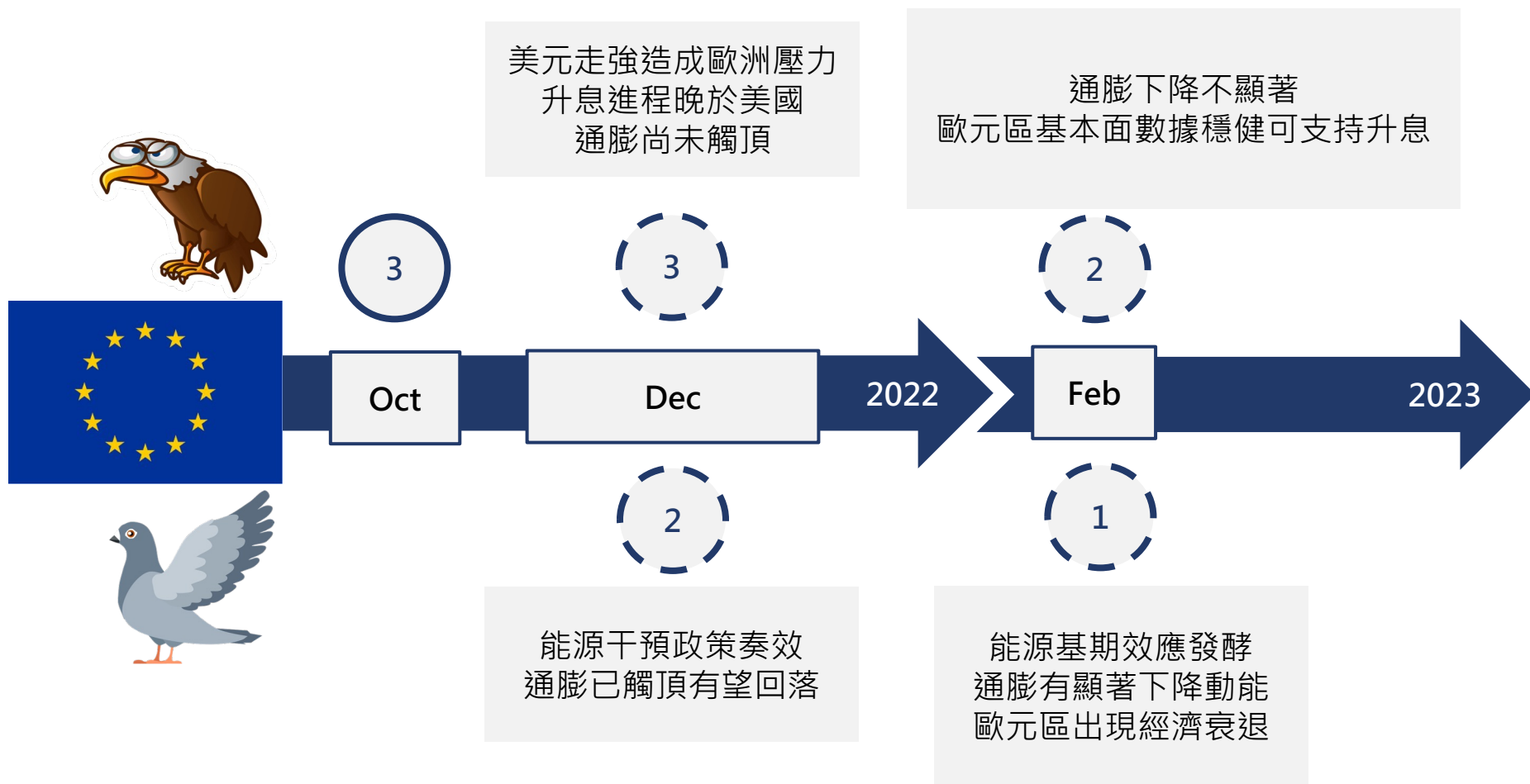


附錄 — 美歐升息預測

11 月升息 3 碼幾乎已成定局，FED 對後續升息進程出現分歧



10月升息3碼壓制通膨，後續觀察歐元區能源與基本面走勢

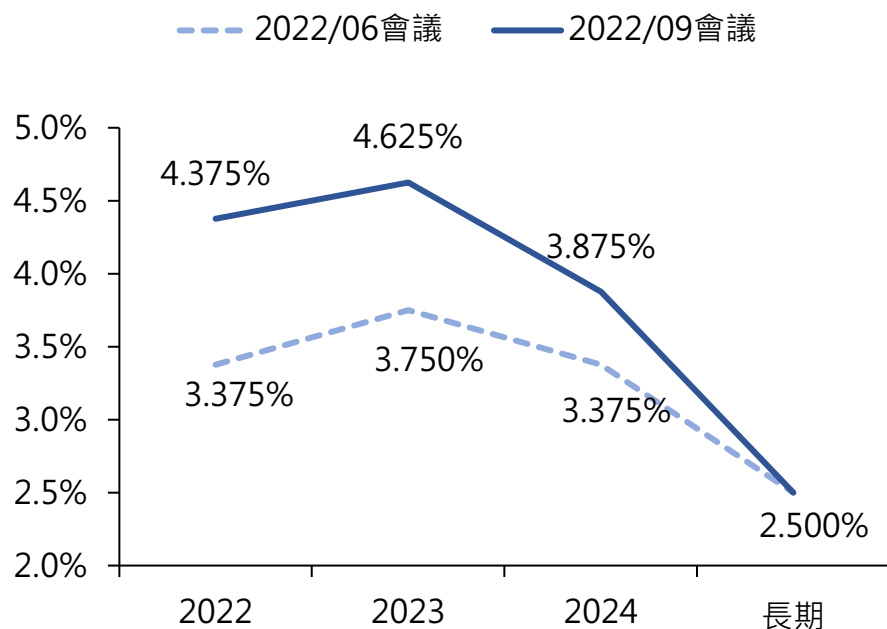


通膨未如預期放緩、就業穩健，預期至年底 FED 持續鷹派主張

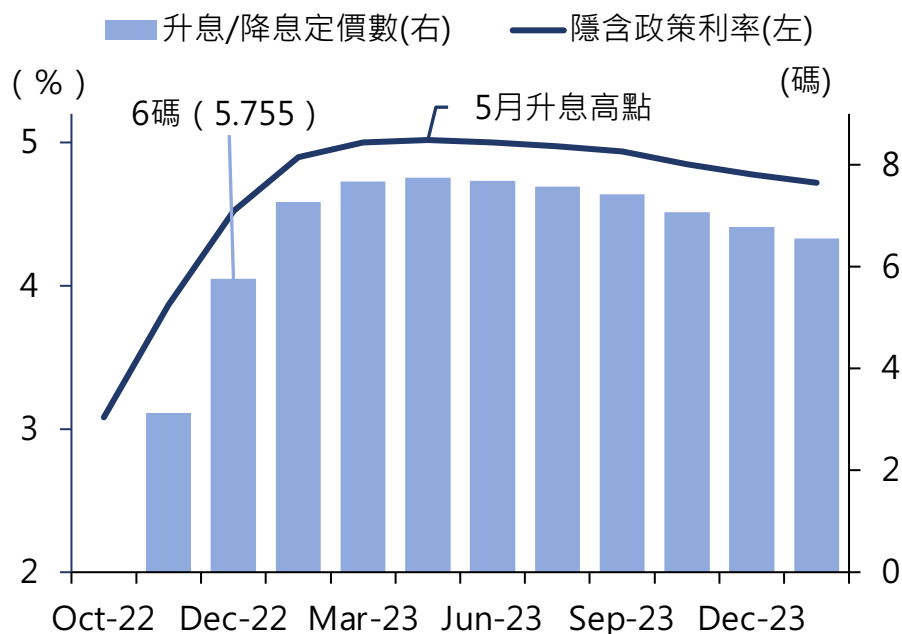


- ✓ 聯準會 9/22 利率再升 3 碼，並且點陣圖的終端利率由 6 月份的 3.75% 上調至 4.625%，並暗示到年底可能再升 5 碼
- ✓ 9 月 CPI 8.2% 高於預期，9 月失業率 3.5% 創新低，我們預期 12 月升息 3 碼可能性大增
- ✓ 因美國房租滯後房價約一年時間，房租通膨率將進一步推高，預期 2023 年中開始放緩，截至 10/20，聯邦基金期貨利率顯示市場預期明年 H1 升息見頂，擔憂高漲的利率可能導致經濟衰退，市場預期明年 H2 後降息。

點陣圖端利率再上調，中性利率維持 2.5%



預期 FED 到年底可能再升息 6 碼



資料來源：Bloomberg

ECB 鴿派官員態度



鴿派
程度



低

鴿派官員	發言
Yannis Stournaras (希臘)	通膨對工資的第二輪影響已基本得到控制。
Gabriel Makhlouf (愛爾蘭)	有必要轉向進一步收緊貨幣政策，因為歷史教育我們，如果推遲行動，這些問題只會加劇。
Mario Centeno (葡萄牙)	我們必須在明年討論量化緊縮的問題。
Christine Lagarde (主席)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 歐洲沒有出現經濟衰退，經濟正增長正在發生，比如工廠數據就說明了這一點。 2. 關於 QT 討論已經開始，並會持續。 3. 儘管最近進行了調整，但金融市場的價格似乎仍然反映了市場現在還是過於樂觀。
Luis de Guindos (副主席)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 不能排除歐元區出現技術性衰退的可能性，不過任何衰退都不會過於嚴重。 2. 歐元區通膨將在 2023 年開始緩和。 3. 預計匯率將在未來幾個月回穩。
Olli Rehn (芬蘭)	認為 10 月應該升 3 碼。

ECB 鷹派官員態度

鷹派
程度
高

低

鷹派官員	發言
Klaas Knot (荷蘭)	1. 仍未達到中性利率，至少需要二次大幅升息。 2. 歐元區的終端利率低於美國。
Robert Holzmann (奧地利)	1. 所有指標都出現經濟停滯或輕微衰退，但不會阻止央行升息。 2. 若未來兩次會議上共升息 5 碼，就能在年底前接近中性利率水準。 3. 在 10 月升息 3 碼，12 月再升息 3 碼，甚至可能只需要 2 碼。
Joachim Nagel (德國)	縮表應於明年開始。
Pierre Wunsch (比利時)	1. 3% 的存款利率從物價前景來看並非不合理。 2. 技術性衰退現在是歐洲的基本情況，美元走強增加了我們的壓力。
Peter Kažimír (斯洛伐克)	1. 10 月升息 75 個基點是適當的。 2. 存款利率必須升至中性以上，但可以等到明年再開始表。
Martins Kazaks (拉脫維亞)	1. 沒有理由在 12 月後暫停升息。 2. 10 月升息 75 基點比較合適，12 月升息 50 或 75 個基點比較合適。
Boštjan Vasle (斯洛維尼亞)	在 10 月和 12 月的兩次會議上分別升息 75 個基點可能是合適的。
Mario Centeno (葡萄牙)	我們必須在明年討論量化緊縮的問題。
Gediminas Šimkus (立陶宛)	傾向 10 月升息 3 碼，且 2 碼是最低。

資料來源：財金M平方・Bloomberg

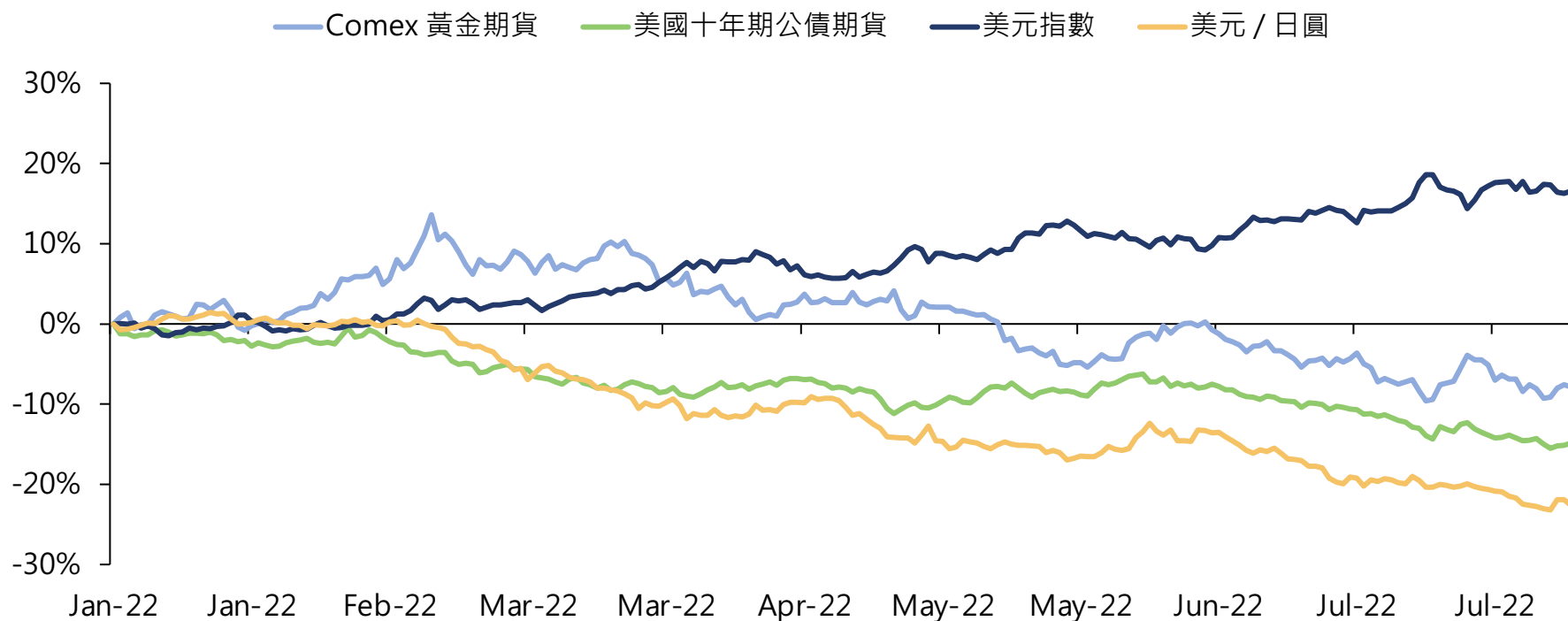
附錄 — 避險資產

傳統避險資產功能失色，避險功能是美元長期一個支撐



- ✓ 今年以來風險性資產跌幅甚多，而傳統避險資產，如美債、黃金、日圓也有不小的跌幅，投資人傾向選擇美元作為避險資產。

今年以來除美元外傳統避險資產功能失色



資料來源：Bloomberg