

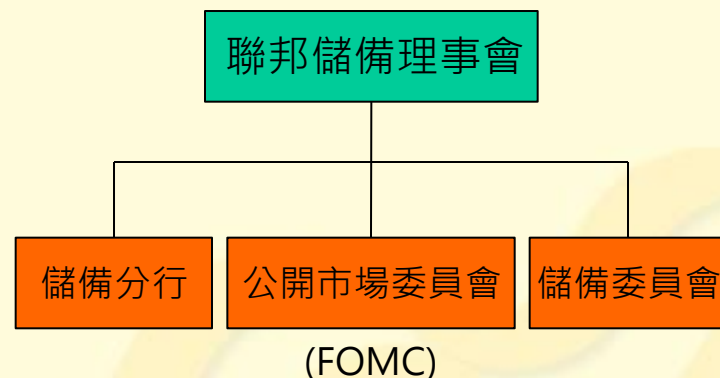
FED升息預測及其影響



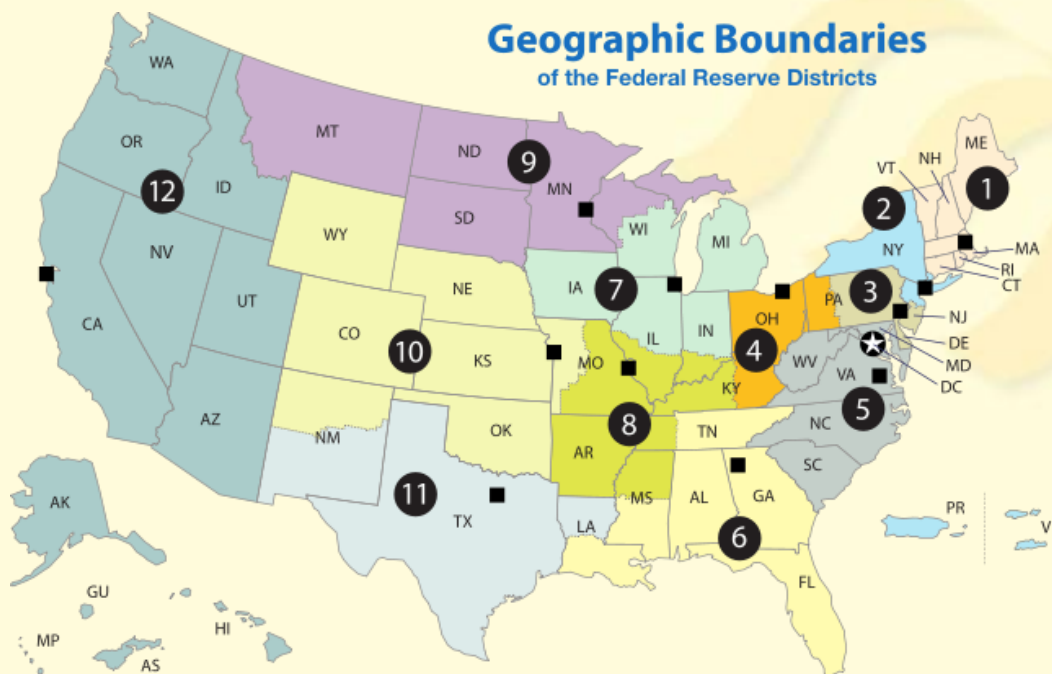
統一期貨投顧
2017.03

FED組成與分行分布

- ◆ 美國聯邦儲備系統(FED)下轄三大組織，分別是聯邦儲備委員會、公開市場委員會及聯邦儲備分行。其中公開市場委員會(FOMC)具有聯邦基金利率決策權，有極大的影響力。



Geographic Boundaries
 of the Federal Reserve Districts



代碼	分行	代碼	分行
1	波士頓	7	芝加哥
2	紐約	8	聖路易斯
3	費城	9	明尼亞波利斯
4	克里夫蘭	10	堪薩斯
5	里奇蒙	11	達拉斯
6	亞特蘭大	12	舊金山

FOMC會議的運作方式

FOMC會議投票權組成

聯邦儲備局

主席

副主席

委員

委員

委員

委員

委員

聯邦分行

紐約分行主席

輪值分行主席

輪值分行主席

輪值分行主席

輪值分行主席

永久投票權

輪值投票權

- ◆ FOMC會議由聯邦儲備局7人，及12個聯邦分行主席組成，總共19人。但擁有投票權僅12人。除儲備局7人及紐約分行主席擁有永久投票權外，其餘11個分行主席分為四組每年輪流行使投票權

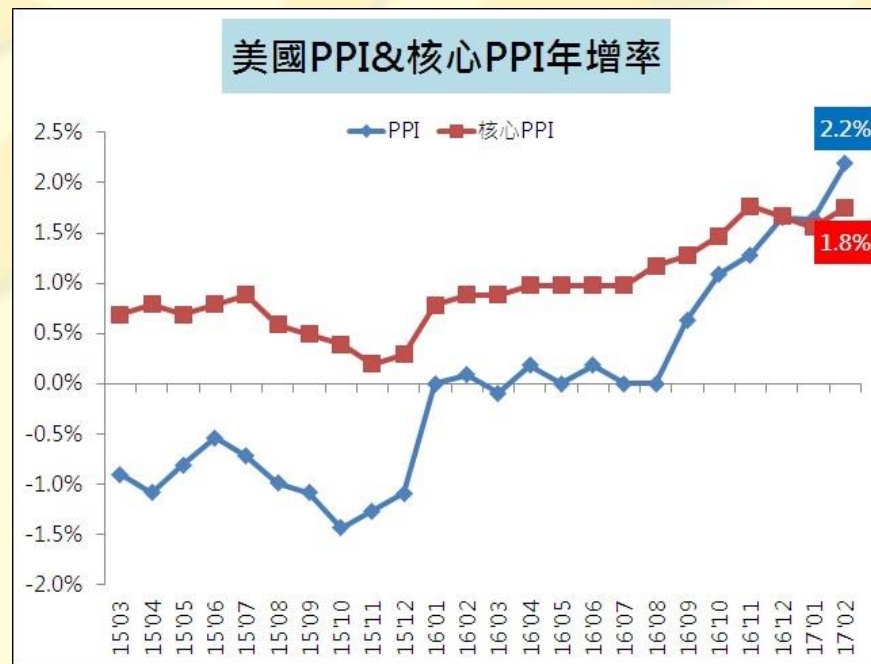
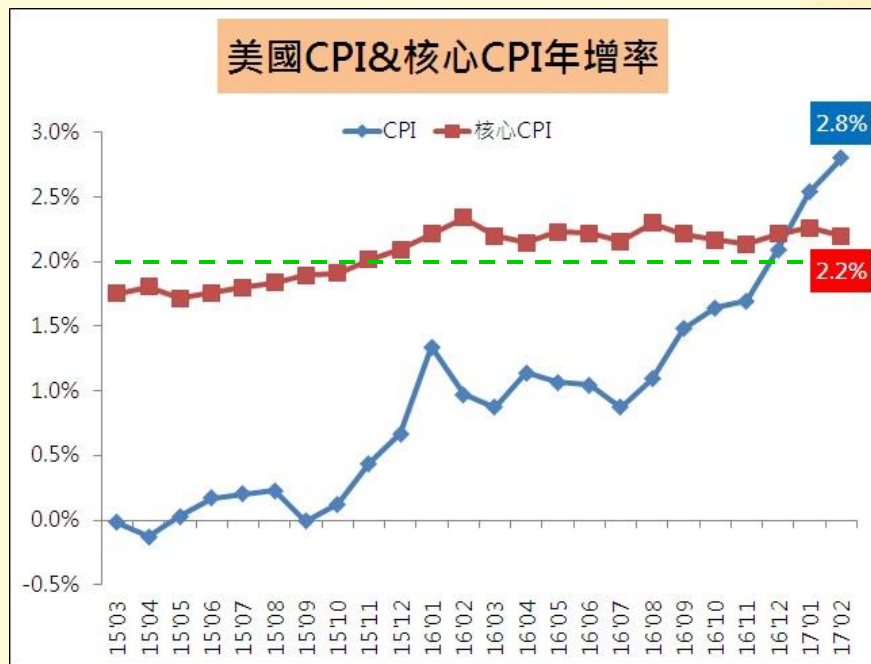
組別	成員
第1組	克里夫蘭、芝加哥
第2組	波士頓、費城、里奇蒙
第3組	亞特蘭大、聖路易斯、達拉斯
第4組	明尼亞波利斯、堪薩斯、舊金山

FOMC投票權解析

	委員名單	立場	職位	投票規則	2017票委	2018票委	2019票委
1	葉倫	鴿派	主席	永久投票權	V	V	V
2	費雪	中間	副主席	永久投票權	V	V	V
3	包威爾	中間	美聯儲委員	永久投票權	V	V	V
4	布蘭納德	鴿派	美聯儲委員	永久投票權	V	V	V
5	塔魯洛	鴿派	美聯儲委員	永久投票權	V	V	V
6				空缺			
7				空缺			
8	杜雷	鴿派	紐約	永久投票權	V	V	V
9	伊凡斯	鴿派	芝加哥	兩年輪值投票權	V	X	V
10	梅斯特	鷹派	克里夫蘭	兩年輪值投票權	X	V	X
11	哈克	鴿派	費城	三年輪值投票權	V	X	X
12	羅森格倫	鴿派	波士頓	三年輪值投票權	X	X	V
13	萊克	鷹派	理士滿	三年輪值投票權	X	V	X
14	卡普蘭	鴿派	達拉斯	三年輪值投票權	V	X	X
15	布拉德	鷹派	聖路易斯	三年輪值投票權	X	X	V
16	洛克哈特	中間	亞特蘭大	三年輪值投票權	X	V	X
17	卡什卡利	中間	明尼亞波利斯	三年輪值投票權	V	X	X
18	喬治	鷹派	堪薩斯	三年輪值投票權	X	X	V
19	威廉姆斯	中間	舊金山	三年輪值投票權	X	V	X

CPI及PPI年增率均突破2%

- ◆ 自2016年12月起，美國CPI及核心CPI已雙雙突破了2%的通膨目標。代表大宗物資的PPI指數也突破了2%，且增幅創下近期新高，顯示了美國通膨呈現穩定增溫的現象。



就業狀況持續改善

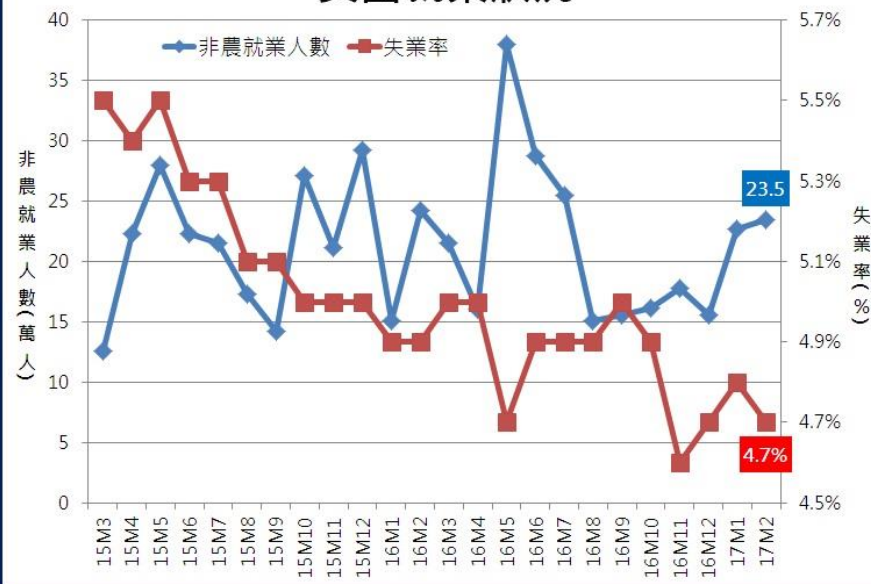
- ◆ 近年來美國失業率不斷走降，近期已經跌破了5%，接近了自然失業率的水準。新增非農就業人數也維持在20萬人以上水準，就業狀況良好。

Initial Claims and Weekly Claims
Seasonally Adjusted 2015-2016 (000)



資料來源：BLS

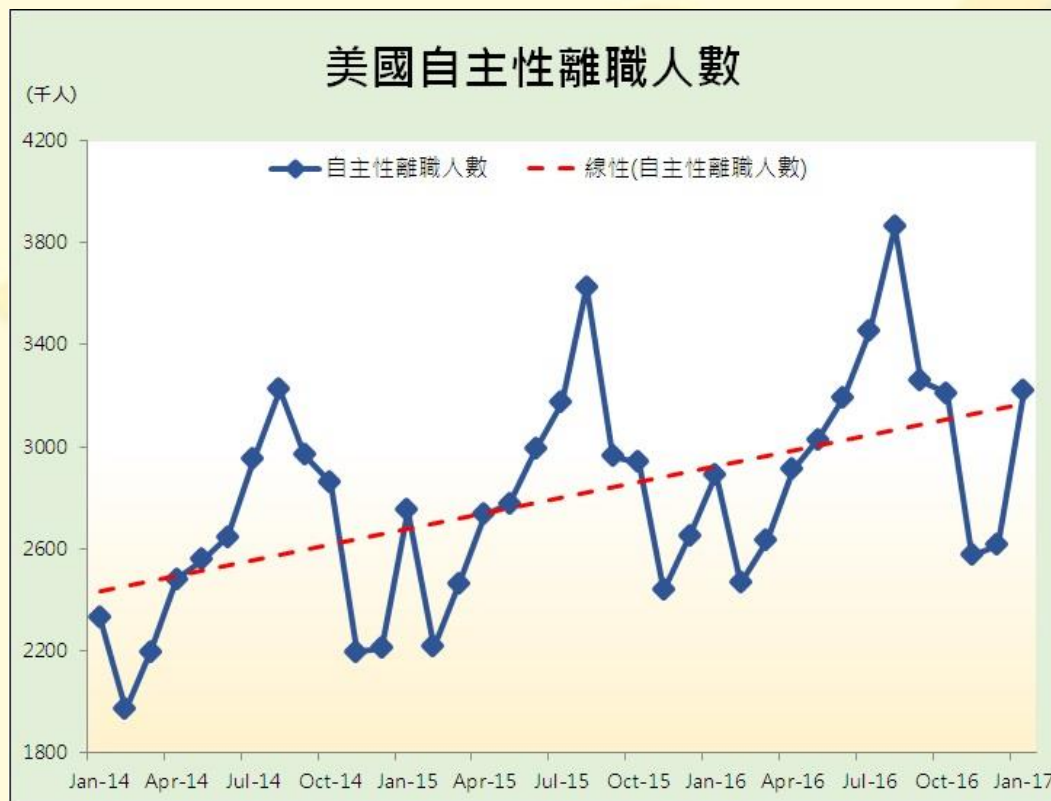
美國就業狀況



- ◆ 初領失業救濟金人數持續下滑，除了顯示就業市場狀況的改善，也代表民眾收入的提高與可支配所得的增加。

自主性離職人數上升

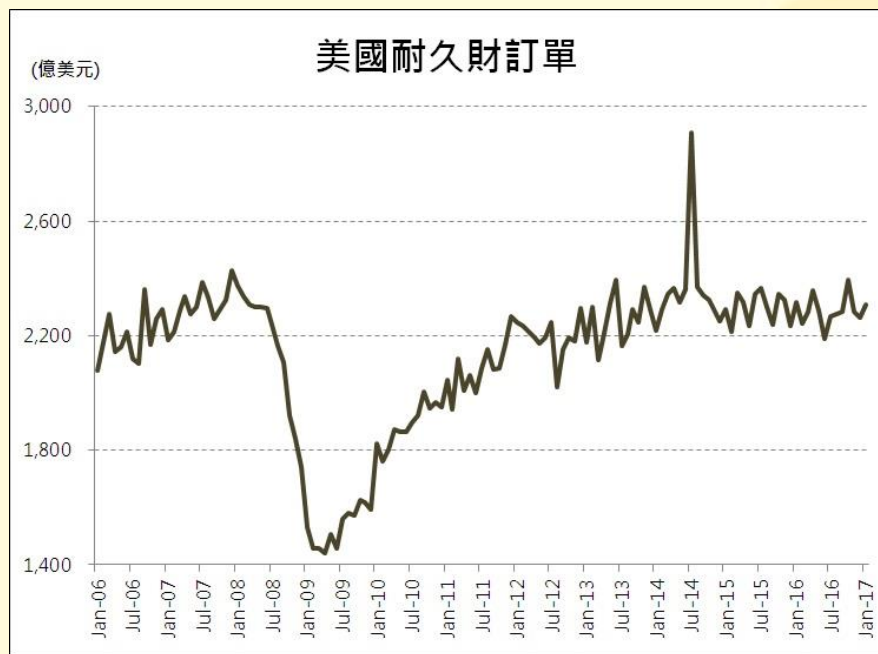
- ◆ 自主性離職人數一向具有新增非農就業人數的「溫度計」之稱，也是聯準會主席葉倫多次在公開場合引用的觀察數據。更多的自主性離職表示求職者有更多的就業機會，不害怕離職後找不到工作，願意主動變換跑道。近年來有明顯上升的趨勢，顯示勞動市場活絡。



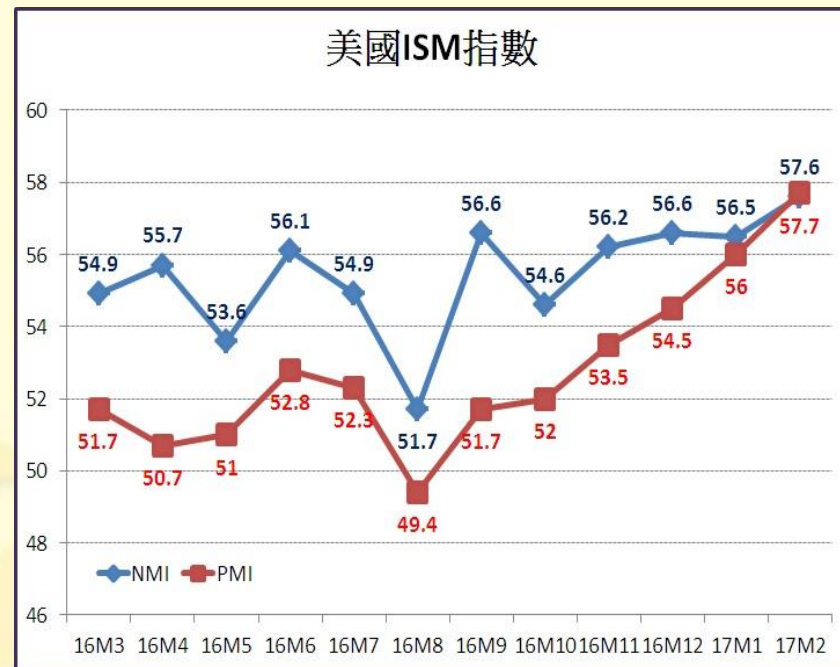
資料來源：BLS

景氣預期維持樂觀

- ◆ ISM指數顯示近期景氣維持擴張狀態。其中製造業採購經理人指數(PMI)出現了連續六個月攀升且維持在50榮枯線以上，代表了景氣復甦力道持續上揚。



資料來源：USDC

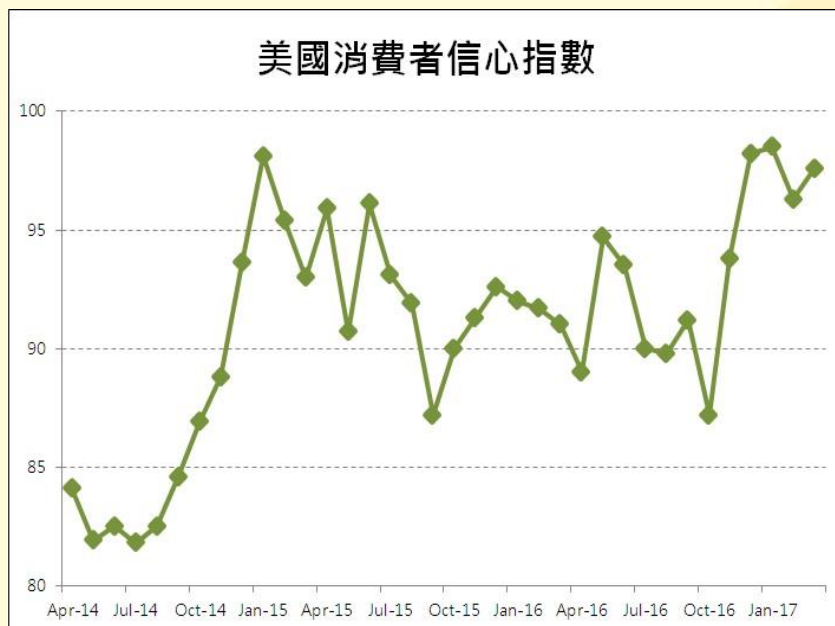


資料來源：ISM

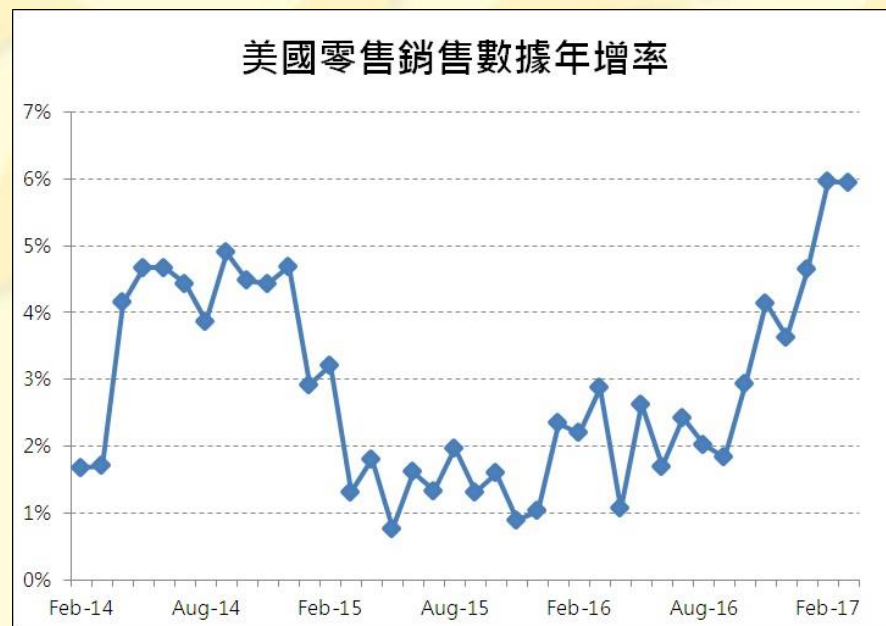
- ◆ 對於景氣反應敏感的耐久財訂單回升到了金融海嘯前的水準。同樣也說明了整體製造業景氣的回溫。

消費者信心維持高檔

- ◆ 密西根大學調查的消費者信心指數，以顯示了美國消費者對於目前及未來經濟前景具有較高的信心。零售銷售數據年增率亦來到近期高點



資料來源：密西根大學



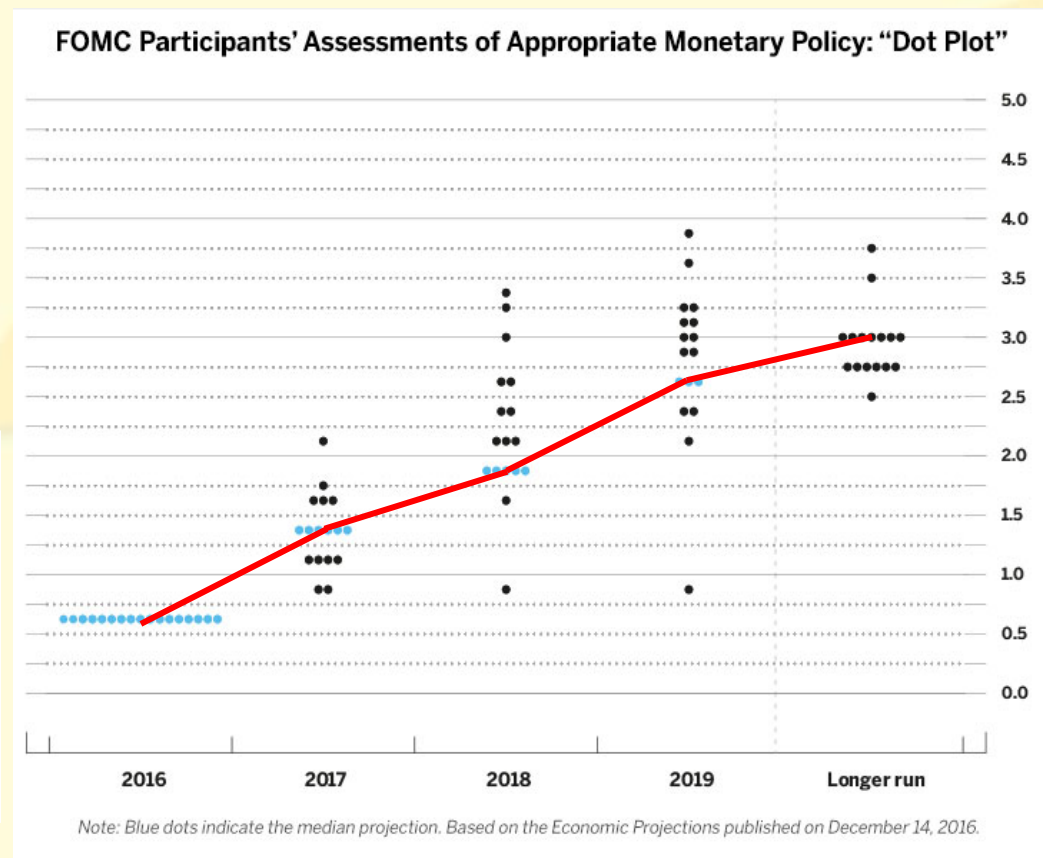
資料來源：Census Bureau

FOMC點陣圖顯示緩升息

- ◆ 根據FOMC點陣圖顯示今年會再升息兩次，利率落在1.25%~1.5%，2018年也有兩次升息的空間，2019則再升息三次，長期利率將維持在3%左右。

FOMC點陣圖為17位全體委員對於未來利率的預測，具有指標性參考意義

	預估利率	調整幅度
2017	1.25~1.5	3碼
2018	1.75~2	2碼
2019	2.5~2.75	3碼
長期利率	3	1~2碼



資料來源：CME

市場預測7月&12月再升1碼

- ◆ 以30天利率期貨價格計算，採用CME反推升息機率模型預測，今年7月及12月將再各升息一次，每次為一碼。

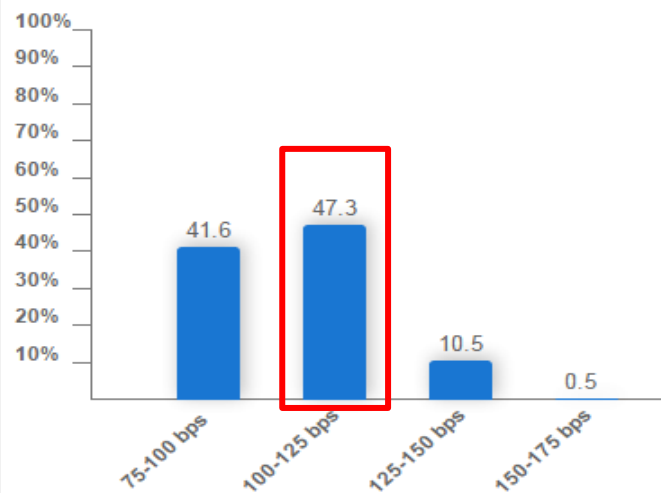
資料來源：CME

月份	日期	市場預期
5	2-3	維持不變
6	13-14*	維持不變
7	25-26	升息1碼
9	19-20*	維持不變
10/11	31-1	維持不變
12	12-13*	升息1碼

註：「*」代表會後召開主席記者會及發佈經濟預測

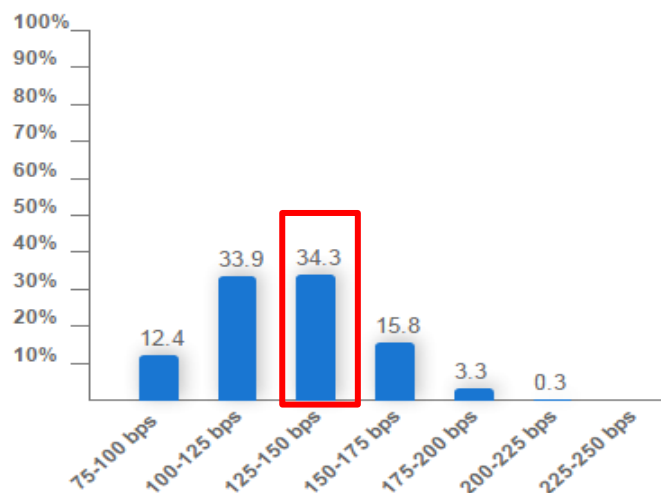
Meeting date: Wednesday, 26 Jul 2017

7月



Meeting date: Wednesday, 13 Dec 2017

12月



川普的主要經濟主張



降低稅負

- 個人稅最高由35%→25%
- 企業稅由35%→15%

保護主義

- 設立邊境稅，懲罰工廠外移企業
- 限制外籍勞工數量

擴大基建

- 增設學校、醫院等公共設施
- 檢修道路、橋梁及機場交通設施
- 合計投入超過1兆美元

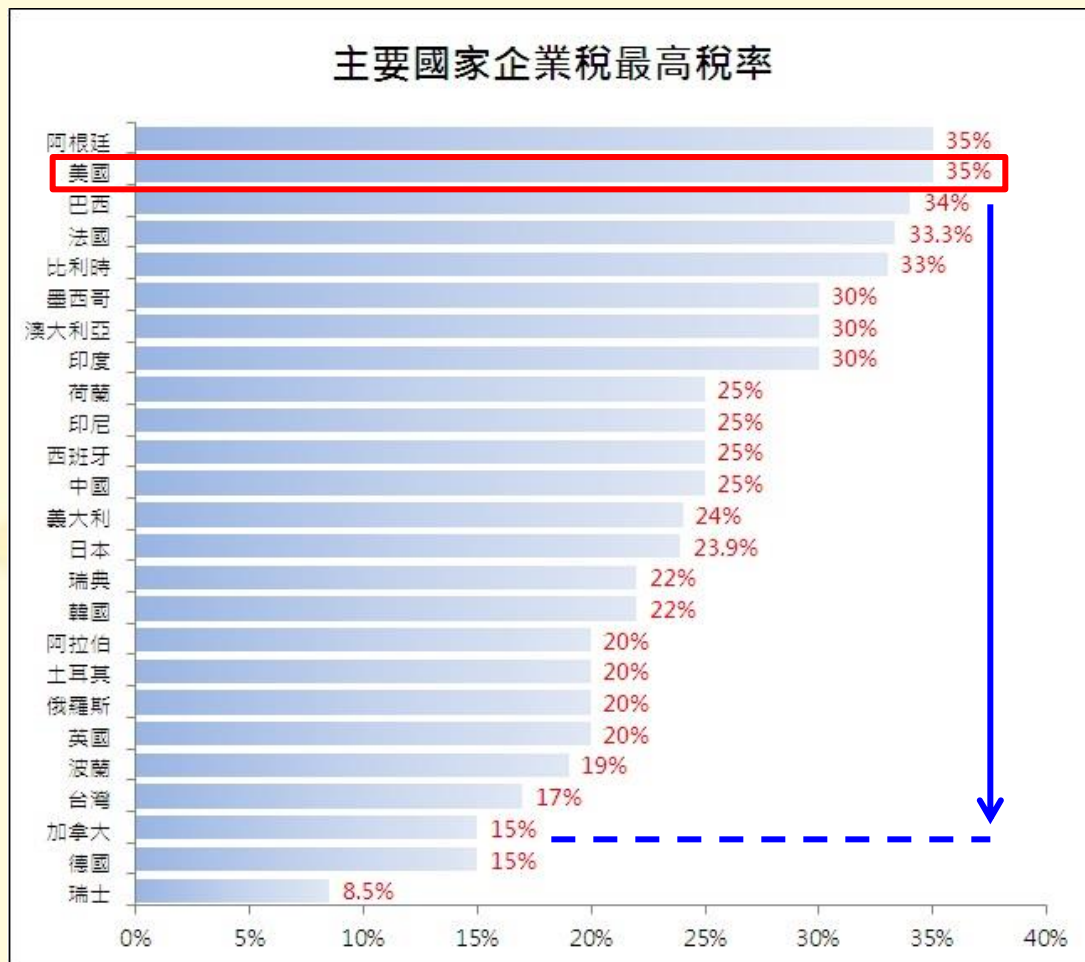
貿易平衡

- 終止自由貿易協定
- 控制美元匯率

通貨
膨脹

企業稅調降將帶來龐大效益

- ◆ 統計世界GDP總值前25大國家，美國目前稅率處於最高的水準，若降至15%則近乎最低水準，將吸引大批美國企業回流並吸引國外企業進駐，效益龐大。
- ◆ 但川普政府將稅改法案列於健保法案之後，若健保法案延宕，稅改法案也將滯後。

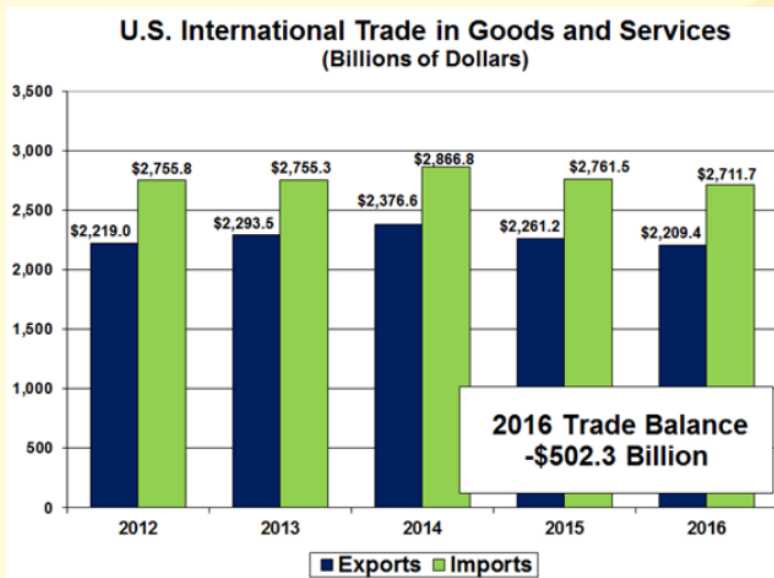


資料來源：Deloitte

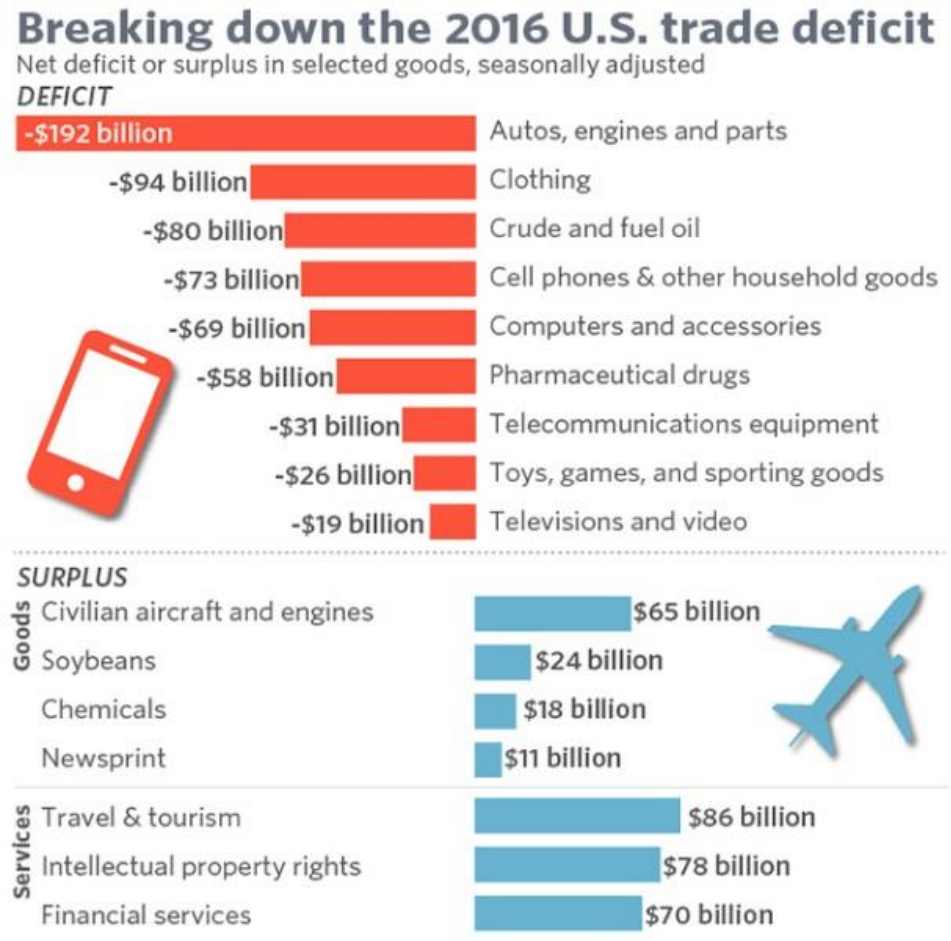
統一期貨投顧整理繪圖

貿易赤字拖累美國經濟成長

- ◆ 2016年美國貿易逆差再創近四年新高，不斷上升的貿易逆差也拖累了美國經濟的成長速度。
- ◆ 川普試圖透過削減貿易逆差來提振美國經濟。



資料來源：BEA



資料來源：MarketWatch

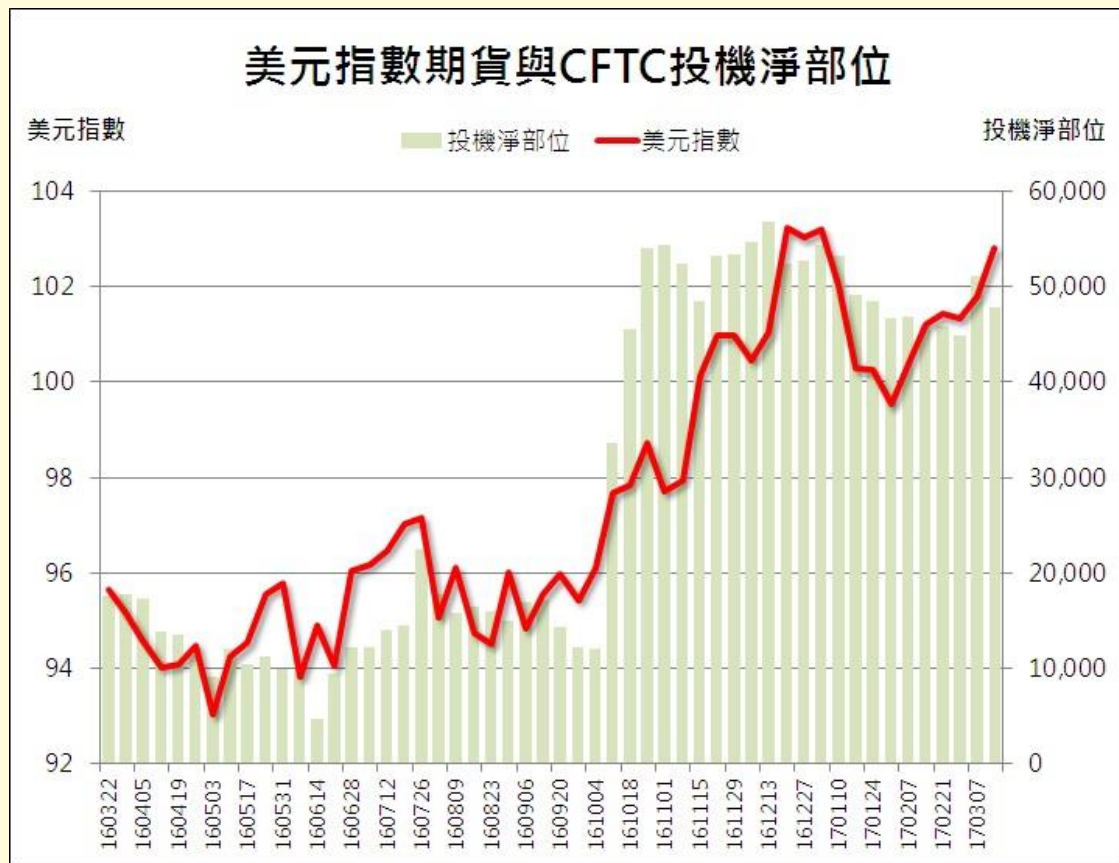
債券短多長空

- ◆ 雖然因為葉倫FOMC會後談話不如市場預期「鷹派」，導致債券期貨價格略有反彈，但基於未來利率緩步走升的前提下，不影響債券長期走跌趨勢。



美元指數長線走多不變

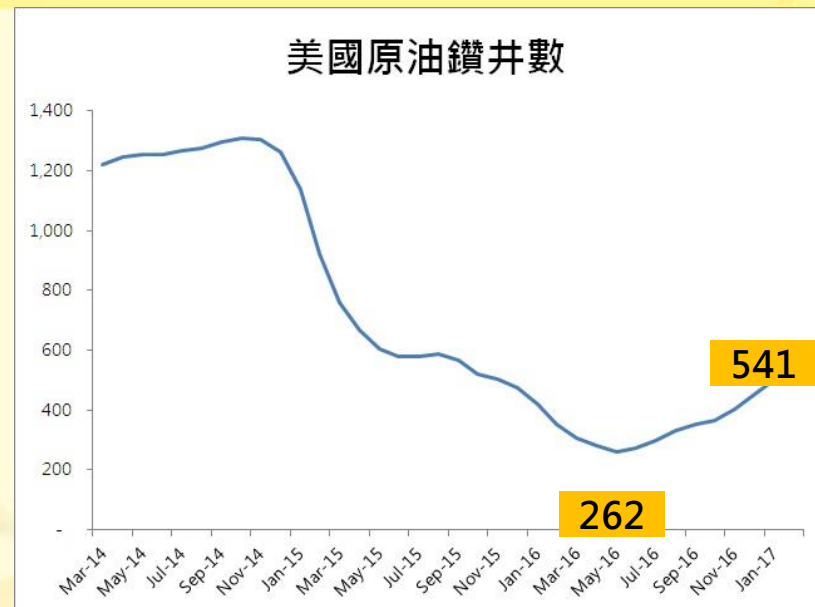
- ◆ 美元指數期貨自去年10月開始投機淨部位大幅攀升，截至3月中仍維持高水位，雖然3月15日會後美元指數略有壓回，但仍無礙長線多頭趨勢。
- ◆ 但短線上市場對於美元雜音較多，加上川普曾多次發表不歡迎強勢美元的言論，故短線上波動較大，需經過一段時間消化整理。



資料來源：CFTC

石油走跌降低通膨

- ◆ OPEC在去年11月30日達成每日減產約120萬桶協議，使油價回升，美國趁勢增產搶原油市佔。
- ◆ 沙烏地阿拉伯石油部長今年3月公開表示「別想搭減產的順風車」，5月25日OPEC將召開的半年度會議是否會延長減產仍有疑慮。
- ◆ 若OPEC不延長減產，原油供需將再度失衡，油價走軟將壓抑通膨



資料來源：EIA

世界原油供需狀況

(百萬桶/日)

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
總需求	94.07	94.05	95.94	96.12	95.34	95.25	97.22	97.4
總供給	95.94	94.77	95.58	97.22	95.99	-	-	-
非OPEC	64.04	62.57	62.98	64.12	63.89	63.43	63.83	64.67
OPEC	31.9	32.2	32.6	33.1	32.1	-	-	-
供需平衡	1.87	0.72	-0.36	1.1	0.65	-	-	-

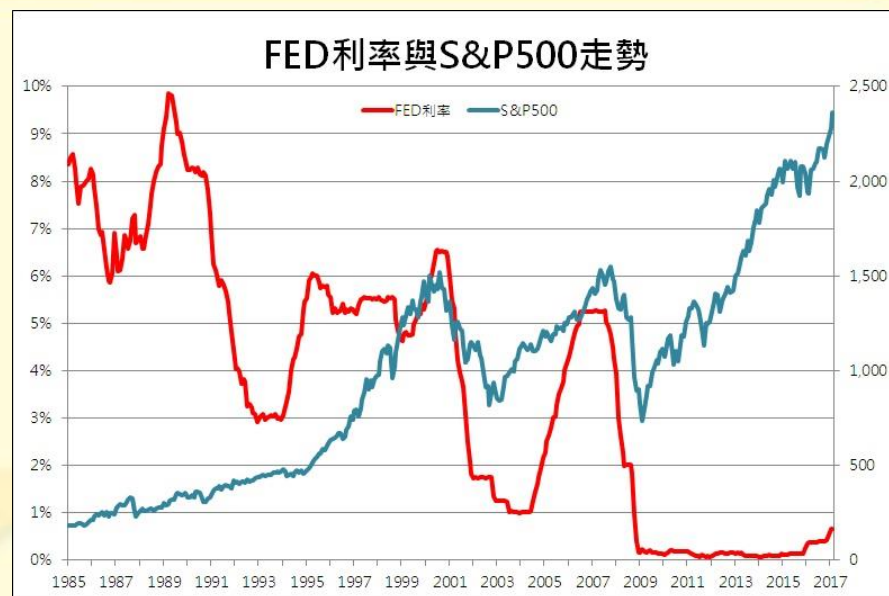
註：2017年資料為OPEC估計值

統一期貨整理製表

資料來源：OPEC

過往的升息循環

- ◆ 統計自1987年葛林斯潘接任聯準會主席以來，美國總共經歷四次完整以及一次尚未完成的升息循環，每次升息均伴隨著台、美股市同步上漲；升息幅度平均在10碼以上。



美國歷次升息循環與台美股市表現

起訖時間	起訖利率	升息幅度	S&P500	台股
1987.02~1989.02	6%→9.75%	15碼	+5.39%	+499.83%
1994.01~1995.03	3%→6%	12碼	+7.34%	+7.06%
1999.06~2000.05	4.75%→6.5%	7碼	+9.12%	+15.56%
2004.06~2006.06	1%→5.25%	17碼	+13.34%	+10.76%
2015.11~迄今	0%→0.75%	3碼	+14.7%	+15%

殖利率曲線維持正斜率

- ◆ 觀察歷年經濟衰退前，美國公債殖利率曲線皆由正轉平，甚至出現負斜率，隨後6-18個月開始出現經濟大衰退
- ◆ 截至3月17日殖利率曲線仍維持明顯的正斜率。

網路泡沫前殖利率曲線



2017.03.17殖利率曲線



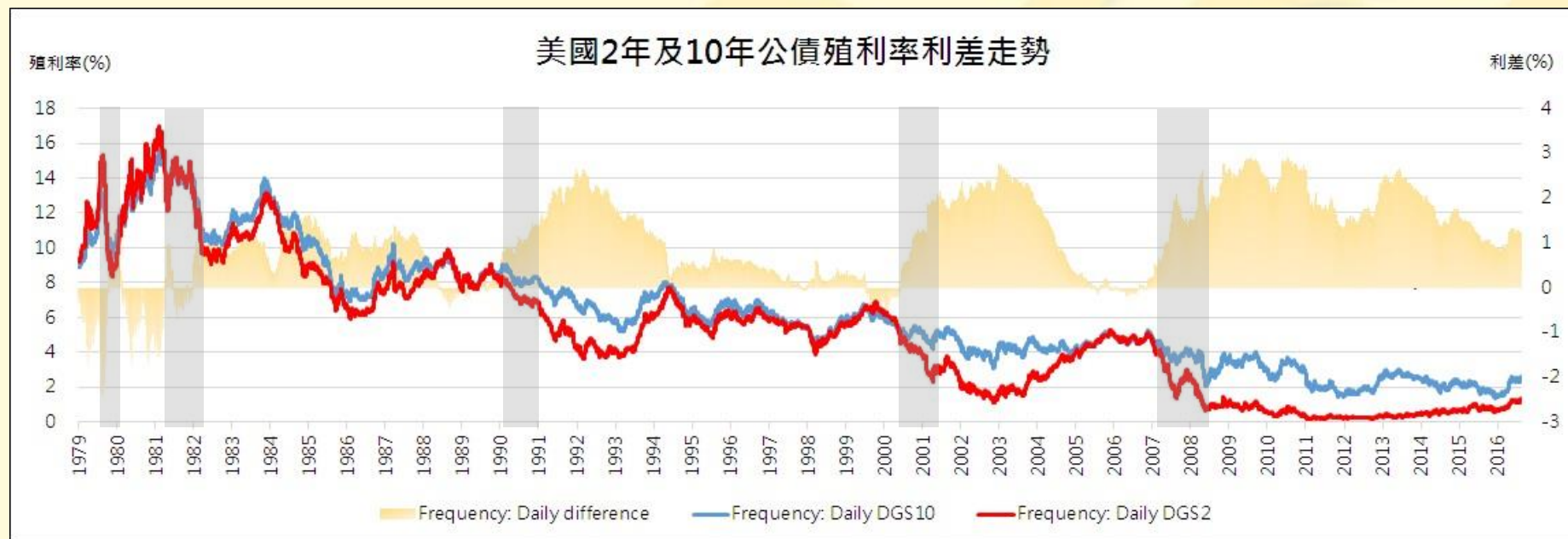
金融海嘯前殖利率曲線



公債殖利率維持正息差

- ◆ 觀察1980年以來，美國總共經歷了五次的經濟衰退。每次經濟衰退前6-18個月，美國2年期及10年期公債殖利率均出現了負息差。目前2年期及10年期公債殖利率仍維持1%以上的正息差。

註：陰影區為經濟衰退時期



S&P500淨值比略偏高

- ◆ 市場放鬆對於加快升息的疑慮後，美股維持高檔整理，在資金環境相對預期寬鬆下，股市暫無太大疑慮。
- ◆ 然截至3月20日S&P500淨值比約3.05(估計)，略高於2000年以來均值2.74，企業須進一步提升獲利方能支撐股價持續攻高。
- ◆ 本次升息循環前，美股已經從2009年提前起漲，漲幅達到驚人的逾200%，本次升息後能否維持歷史經驗持續走高有待觀察。



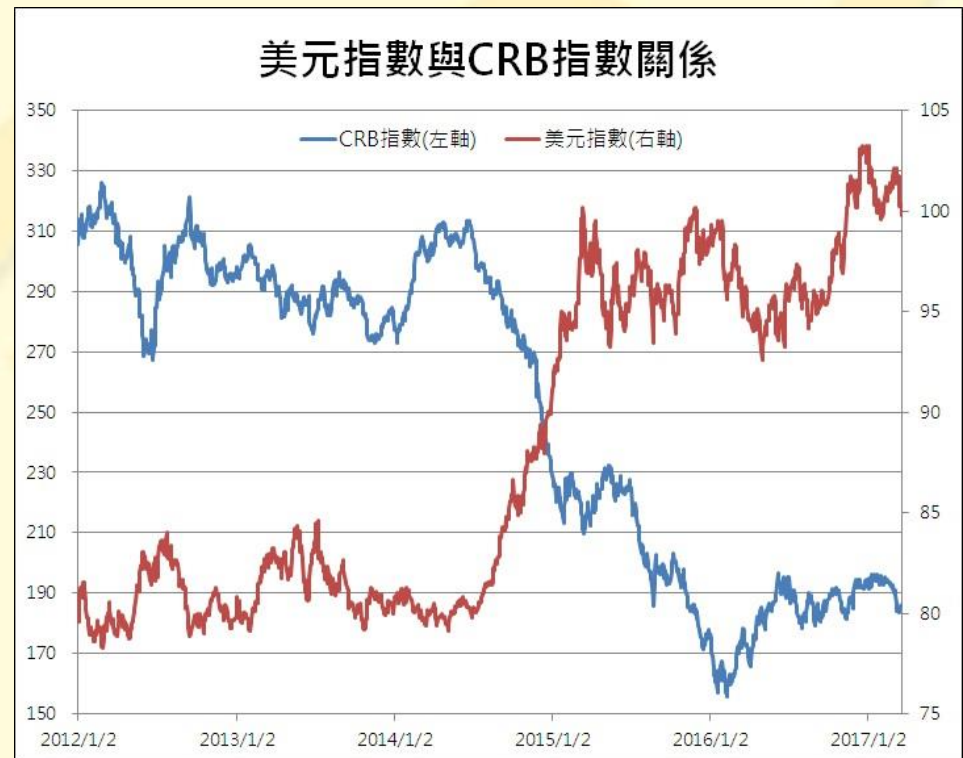
資料來源：BEA



資料來源：MULTPL

美元升值原物料走弱

- ◆ 以長期趨勢而言，原物料及相關大宗物資常與美元指數呈現反向關係，若未來美元指數進一步走強，則大宗物資價格相對會受到壓抑。
- ◆ 基於聯準會未來將持續緩步調升利率，原物料在未來走勢相對疲弱的可能性較高。



資料來源：REUTERS

黃金ETF規模緩升

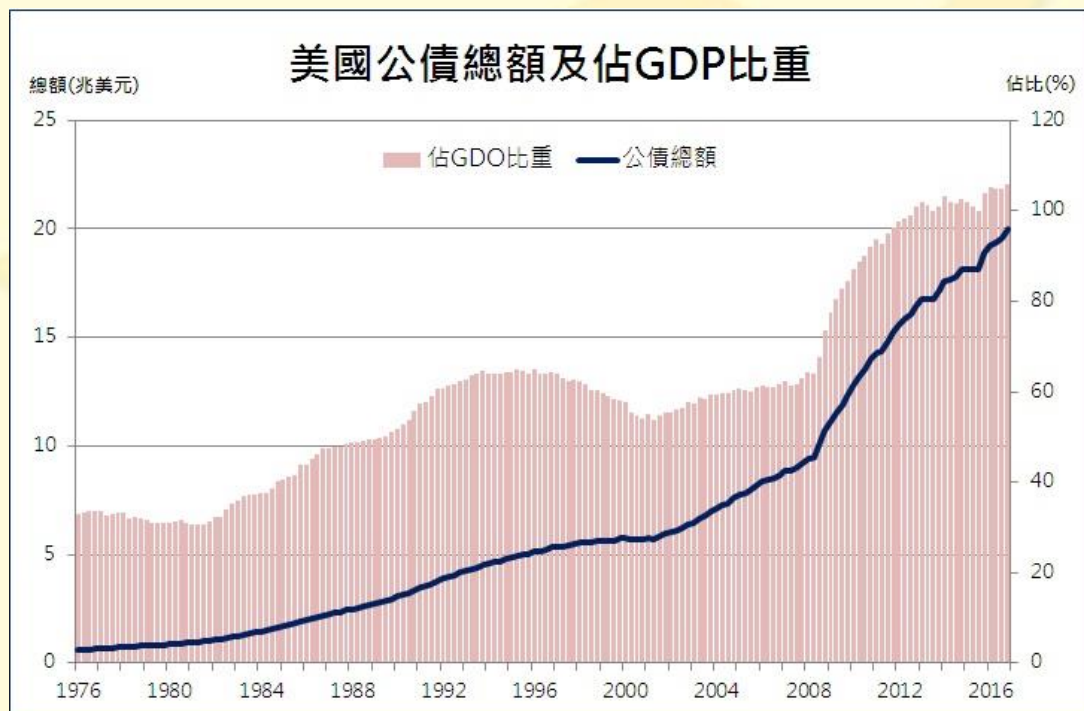
- ◆ 觀察黃金ETF規模可以發現，自去年11月開始黃金ETF規模有較明顯的縮減，主因為市場預期聯準會將再起升息循環。但今年以來ETF規模卻仍呈現持續緩升，即便3月15日聯準會升息規模仍不見顯著的下降。
- ◆ 觀察數據顯示市場認為今年仍以溫和升息為主，故即便升息對金價影響不大。再考量到今年度有多起重重大政治事件，市場避險情緒仍存，故對於金價仍有一定的支撐效果。



資料來源：WGC

美公債即將突破20兆美元

- ◆ 美國公債債務上限於3月16日到期，財政部長採取「非常規措施」，釋放約2000億美元空間至秋季。自2007年至今美國公債上限已上調9次，川普政府就任，而參眾兩院亦皆由共和黨把持，政府及國會站在同一陣線，應不致發生如同2011年的債務危機。
- ◆ 但增速過快的公債仍是美國的隱憂之一，自2012年起美國公債佔GDP比重已突破100%，步入了高債務國家之一，此為川普政府必須正視和解決的問題。



資料來源：FED

可關注的商品

類別	交易所	商品	保證金(美元)
利率	CBOT	30天利率期貨	935
		美5年期國庫券	1595
		美10年期國庫券	781
匯率	CME	歐元	3025
		迷你歐元	1513
		英鎊	2640
金屬	NYMEX	黃金	5280
		微型黃金	528
能源		紐約輕原油	3190
指數	CBOT	迷你道瓊	4400
	CME	迷你S&P	5500
		迷你那斯達克	4290

資料時間：2017.03.23

結論

- ◆ 川普經濟政策，有助於促進通膨升溫，但實際上影響的程度，需觀察政策的落實程度。市場關注的焦點稅改政策，排在健保之後，故短時間內應以消息面影響居多，暫難有實質上的改變。
- ◆ 歷來升息均能帶動美股上揚，但本次升息循環美股已經走了9年多頭來到相對高價，淨值比略高於均值，並不能稱為便宜，且雖然多項經濟數據顯示美國持續成長，但企業獲利增速偏低，後續若「川普經濟」能有效帶動經濟成長增速方能有較強勢的表現。
- ◆ 2017年油價仍存在諸多變數，在美國頁岩油趁勢而起的狀況下，OPEC是否還能堅持減產甚至延長協議有待觀察，若OPEC不再減產，則全年供過於求的現象仍難以避免。屆時油價可能回落，並進一步帶動原物料走跌，對通膨將有壓抑的效果。
- ◆ 川普仍握有聯準會空缺的兩個席位，任命的人選亦將影響聯準會升息的速度。
- ◆ 2017年FOMC委員大多傾向鴿派，加上經濟雖然持續復甦但強度與韌性仍存疑慮，故預估以緩慢升息為主。全年估計升息三次，每次升息1碼。2018年預估升息三次。



THANK YOU

