

聯準會緊縮政策 將引發經濟衰退?!

美元與歐元(非美貨幣)的變化

統一期貨

日期：2022.05.30

聯準會使命：穩定物價與就業

❖ 聯準會的存在是為了**維持物價穩定**與**極大化就業**，以維繫美國經濟社會健全

❖ 疫情爆發初期，聯準會立即採貨幣**寬鬆政策 (QE)**：

透過大幅降息、購買大量美國國債、不動產抵押證券 (MBS)，對市場投放流動性

使美國經濟結構未受破壞效果顯而易見，美國經濟快速復甦。

❖ 寬鬆政策(QE) 副作用：

如美國債務比攀升、資產價值泡沫、通膨、聯準會資產負債表規模大增等。

經濟回歸正軌後為了因應結束的副作用，聯準會的下一步是**貨幣政策正常化(normalization)**

貨幣政策正常化的三步路徑：

縮減購債規模



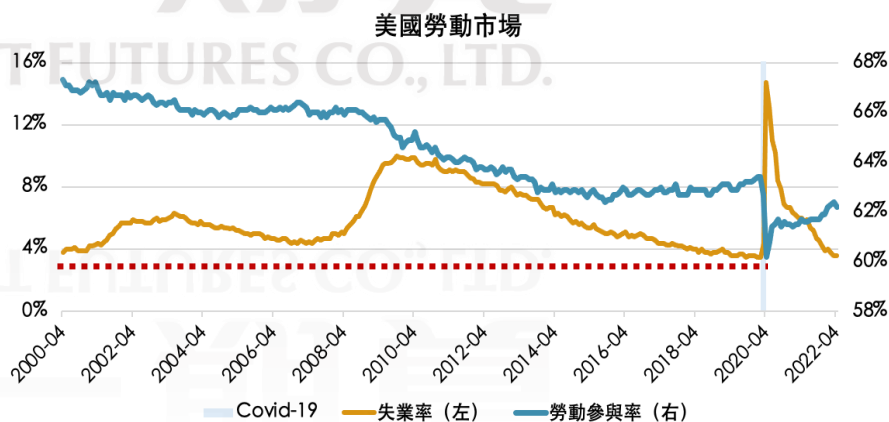
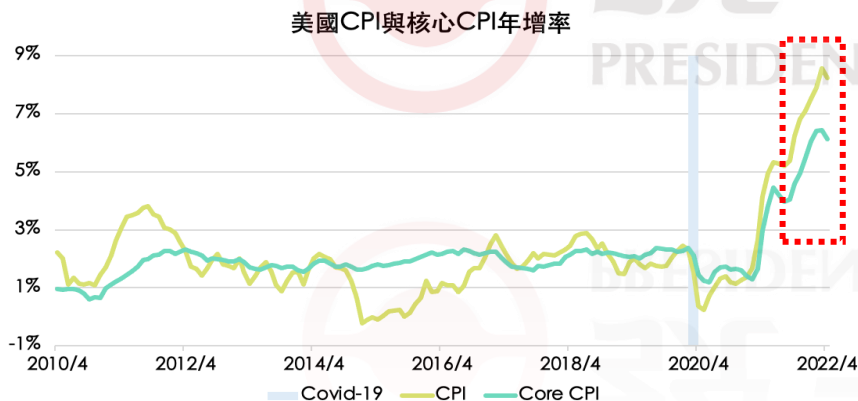
調升利率



量化緊縮 (縮表)

高通膨迫使聯準會啟動升息

- ◆ 疫情期間廠商庫存壓在極低水平，強勁的經濟復甦下，**商品供需失衡**，CPI迅速竄升，俄烏戰爭的爆發使**能源價格飆升**，造成美國40年來最嚴重的通膨。
- ◆ 隨著美國失業率降至疫情前的水準，成為支撐升息的後盾，聯準會3/17開啟升息的循環。
- ◆ 根據4月份數據顯示，美國CPI年增率8.3%，核心CPI年增率6.2%，雖然仍保持在歷史的高點，但相較前值相比，兩項數據略為下滑，市場預期**通膨已經觸頂**。



資料來源：Fed

市場預估聯準會升息速度將於Q4趨緩

- 根據 CME FedWatch 模型，聯準會**今年全年升息11碼**，**明年升息1碼**，本次升息循環聯準會基準利率將達3%~3.25%，聯準會官員則認為全年升息7碼，明年再3碼。
- 統一期貨預估在升息環境下，下半年通膨雖延續但增速將略為放緩，預估**全年升息10碼**(2%~2.75%)，**明年再升息1碼**(2.75%~3%)。

 統一期貨預估

 聯準會預估(3/15)

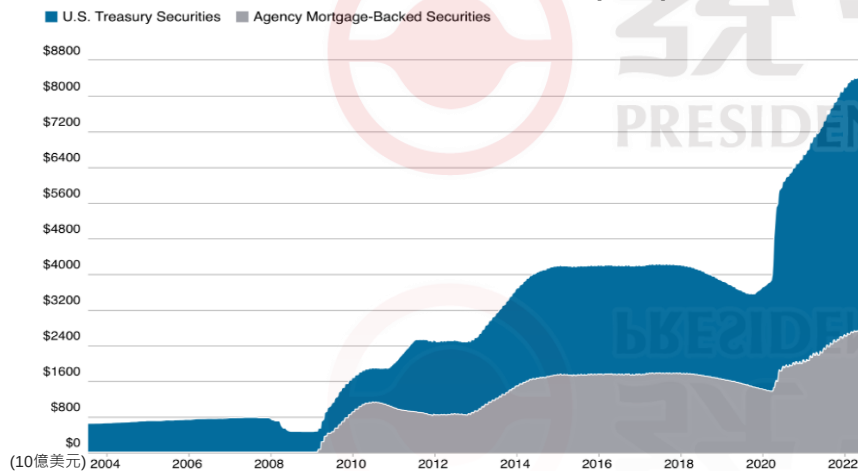
MEETING PROBABILITIES											目前利率：75-100
MEETING DATE	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400
2022/6/15	89.8%	10.2%	0.0%	0.0%							
2022/7/27	0.0%	1.9%	88.2%	10.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2022/9/21	0.0%	0.0%	1.2%	58.8%	36.6%	3.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/11/2	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	57.3%	37.1%	4.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.8%	56.4%	35.6%	4.1%	0.1%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	31.6%	45.4%	18.9%	2.0%	0.0%	0.0%
2023/3/15	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	16.6%	38.4%	32.4%	10.6%	1.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	15.0%	36.2%	33.0%	12.7%	2.0%	0.1%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	14.2%	35.1%	33.2%	13.9%	2.6%	0.2%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.5%	16.8%	34.8%	30.8%	12.5%	2.3%	0.2%
2023/12											

資料來源：CME FedWatch；2022.05.23

聯準會資產負債表 (SOMA) 的證券組合

- 美國在疫情期間，聯準會以大量購買美國國債與不動產抵押證券(MBS)，來支撐美國經濟，造成**聯準會資產負債表規模大幅度攀升**，截至今年2月，已累積至將近9兆美元，將近**上輪縮表前2倍**。

Fed持有美國國債與不動產抵押證券(MBS)數量



資料來源：NY Fed

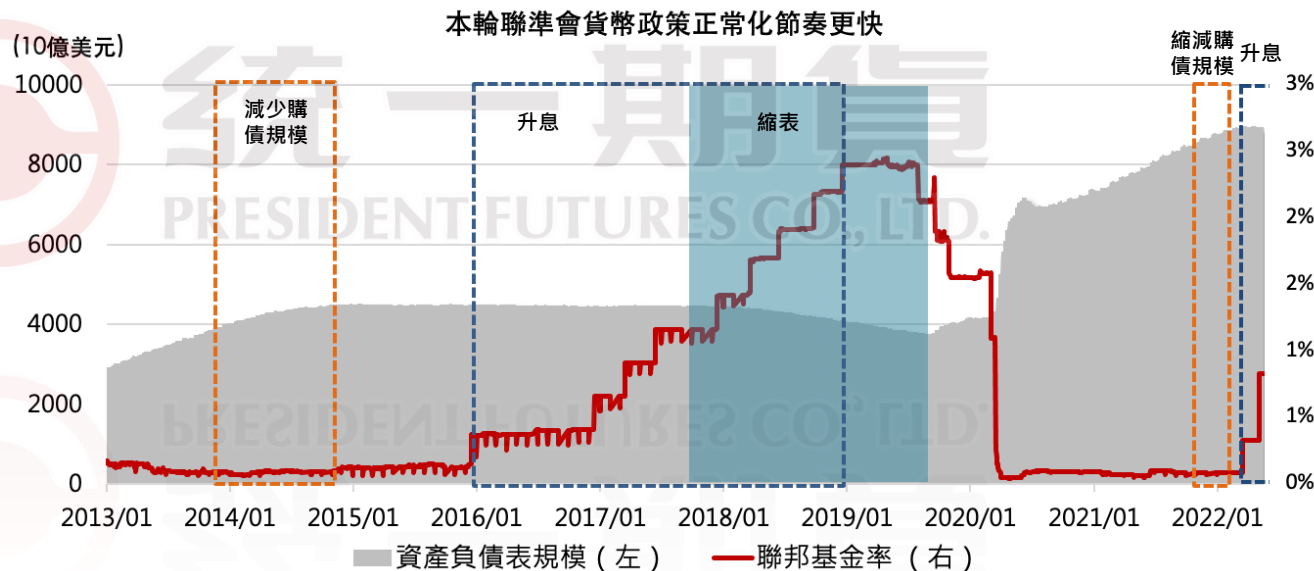
比較兩次量化緊縮 (QT) 前資產負債表的差異

(單位：兆美元)	2014-11	2022-02
資產負債表規模	\$4.5	\$8.9
SOMA 投資組合	\$4.2(58%)	\$8.5(68%)
占GDP比例	24%	35%
SOMA 美債	\$2.5	\$5.7
到期日小於3年比例	16%(41%)	45%(32%)
加權平均到期日(年)	9.7	7.6
SOMA MBS	\$1.7	\$2.7

- 聯準會購買大量證券的結果，使得市場上資金氾濫，也推升各項資產的價格。
- 目前Fed持有證券中，美債占68%，MBS占32%，**美債比重較上輪高**，由於美債規模與到期日是固定的因此對於縮表進度更好控制。

聯準會加快的縮表進程

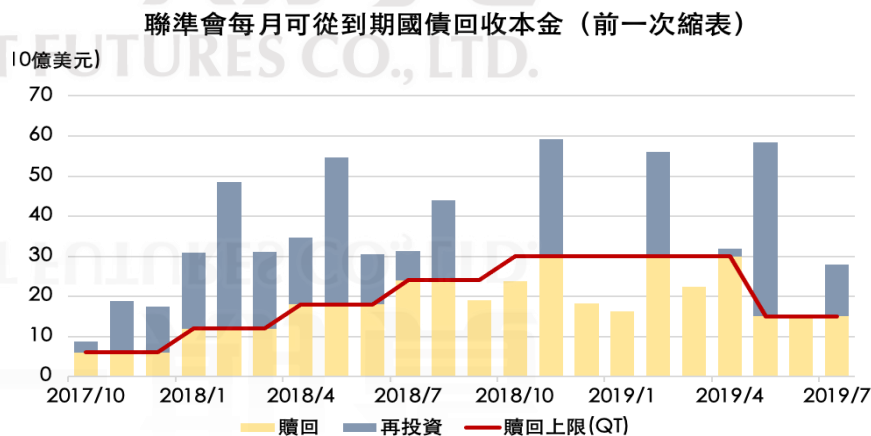
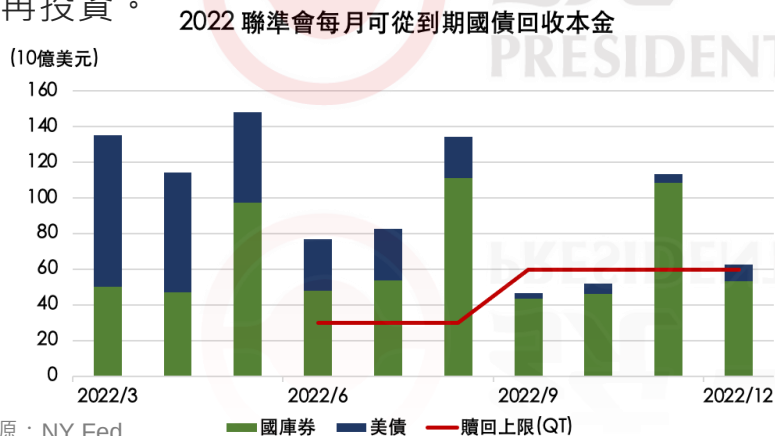
- ◆ 聯準會將會以調整到期本金不再投資金額的方式進行來進行縮表，以逐漸減少證券持有量。
- ◆ 聯準會**6月起以每月 475 億美元**(美債300億/MBS175億)速度實施縮表，並於**3個月後增加到每月 950億美元**(美債600億/MBS350億)。
- ◆ 相較於上輪縮表時通膨率約為2%且聯邦基金率落在1.25%~1.5%，為了因應不斷加劇的**通膨壓力**，因此Fed將加快縮表節奏。



資料來源：Fed。註：藍色陰影區為上一輪縮表時間。

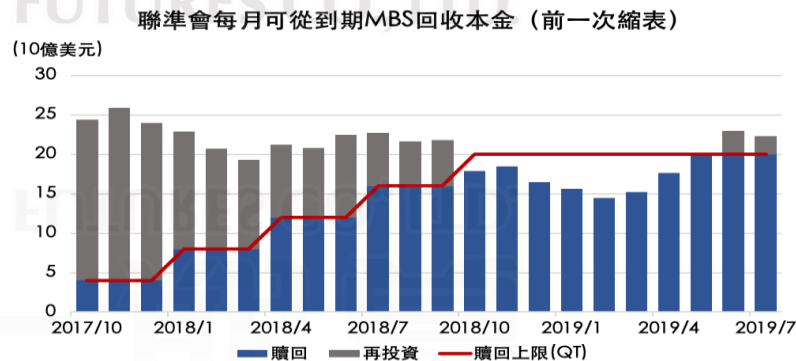
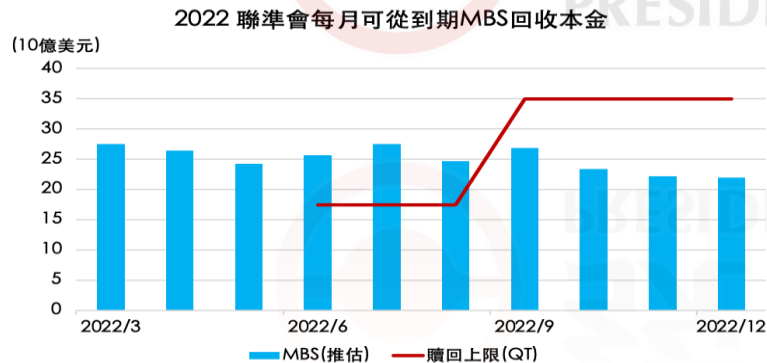
聯準會縮表操作 - 美債

- ◆ 聯準會持有美國國債到期時可回收本金，美國財政部會以發新債的方式來償還，假設新債由存款機構承接，並且動用部分準備金（準備金相當於金融機構在Fed的存款）購買新發行的債券，而聯準會在贖回本金同時也支付被提取的準備金給存款機構，這也就是**聯準會資產負債表減少的規模**，金融機構因接盤新發行債券，因此在**市場上流動的資金減少**。
- ◆ 左右圖為Fed每月可從到期國債中收回的本金，紅線為債券贖回上限，超過該數量，Fed會對到期債券進行再投資。



聯準會縮表操作 - MBS

- ❖ MBS縮表過程與美國國債類似，只是債務人為購屋民眾，但相對於美債到期日、規模可知，由於MBS為房屋抵押貸款證券，因此在到期日前可能出現提前還清貸款或出售房屋等情況，因此**MBS減持過程存在不確定性**。
- ❖ 本次縮表與前一次相比，SOMA證券組合中持有MBS較少，因此預期可以**減少對市場流動性的干擾**
- ❖ 要注意的是根據上輪縮表經驗，無論國債或MBS，每月贖回金額不一定達至上限。
- ❖ 聯準會預估2022年資產負債表規模將減少**5,000億美元**。

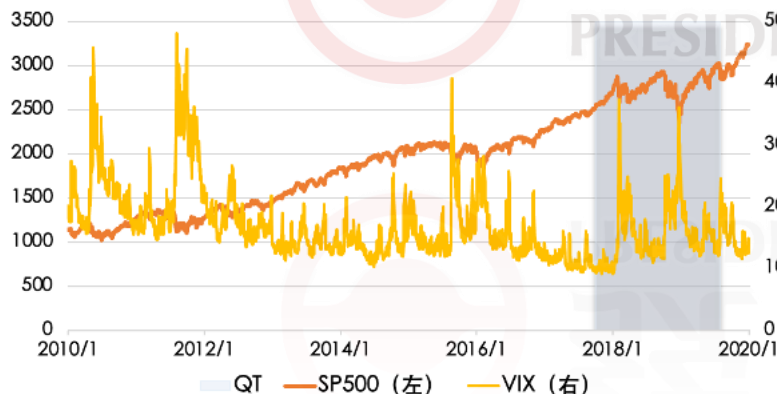


資料來源：NY Fed

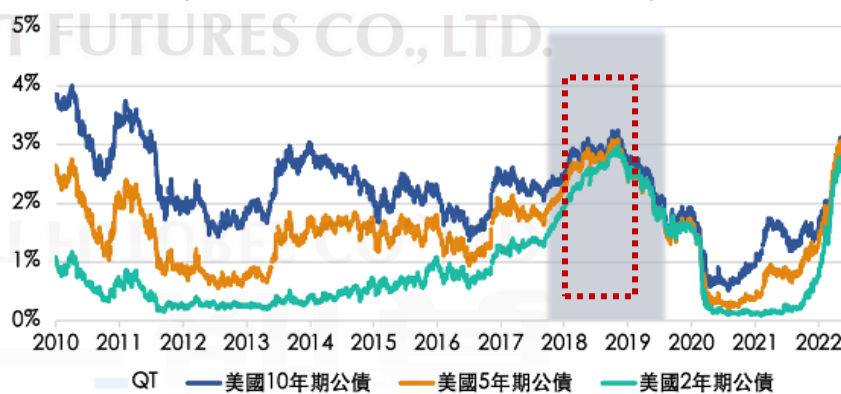
經濟衝擊對股、債市的影響遠大於縮表

- ◆ 上一輪縮表，並無對美股造成太大的波動，整體仍延續之前上漲的趨勢，2017年10月初至2018年9月底S&P500指數飆漲達至15.2%，中間股市曾出現短暫回檔，主要受到中美貿易戰的影響，與縮表無關。
- ◆ 從過往的經驗來看，在縮表期間，由於大量美國公債轉由市場來承接，因此債券價格會承壓，造成殖利率快速上行(債券價格與殖利率成反比)，右下圖中，在縮表前期，殖利率快速上升(價格下跌)，中間殖利率反轉是受到中美貿易戰衝擊，債券避險需求激增，導致價格上升。

聯準會 2017-2019 量化緊縮期間美股走勢



聯準會 2017-2019 量化緊縮期間美國公債殖利率走勢



資料來源：CMoney、Fed

縮表期間美元走勢強勁

- ◆ 在上一輪縮表中，由於外界擔憂聯準會經驗不足而引發金融市場動盪，因此縮表前一度造成美元外逃，然而，**本次卻無這樣的情況，在縮表前資金反而湧入美元，使美元需求強勁。**
- ◆ 另外在上次縮表的過程中，美元中間一度暴跌的主因是中美貿易戰的發生，外界認為貿易戰可能使得美國經濟基本面轉弱，造成美股大跌同時，美元也遭受波擊，與聯準會政策面無關。
- ◆ 整體而言，在**縮表期間，美元的走勢仍是偏向強勁**，縮表過程也伴隨**聯準會持續升息**，因此也做為**支撐美元的強力後盾。**

聯準會 2017-2019 量化緊縮期間美元走勢

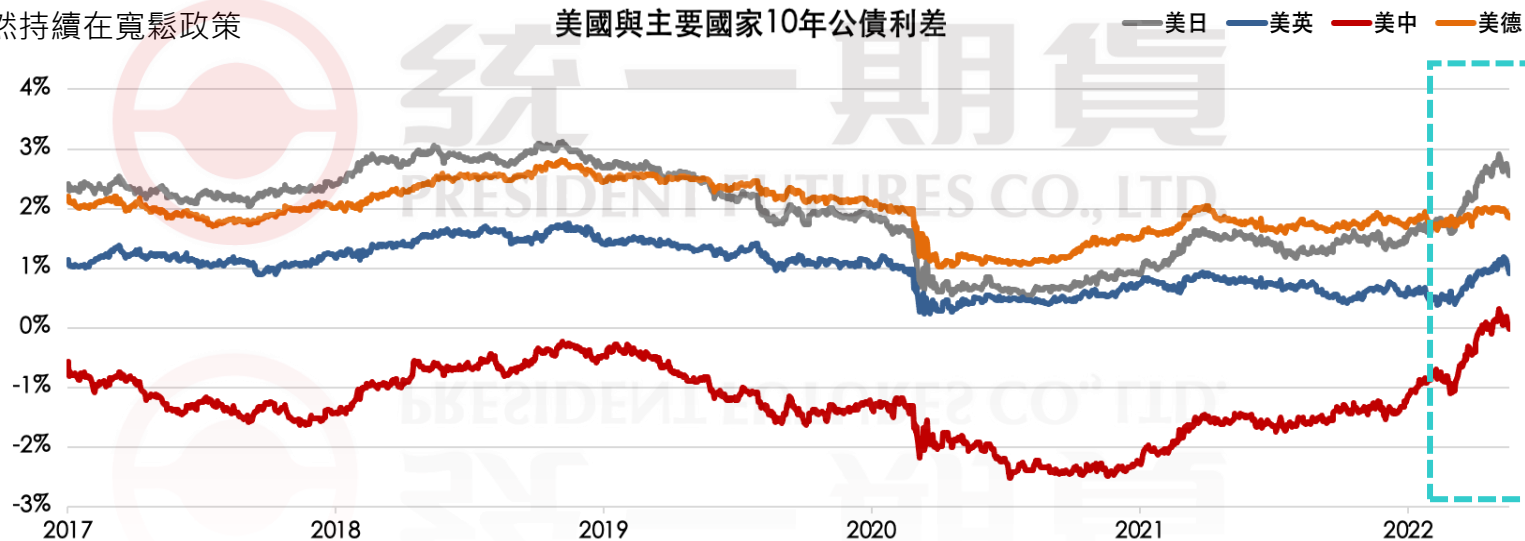


資料來源：Fed

美國與其它國家利差擴大

◆ 隨著美國積極的升息腳步，與其它**主要國家的利差擴大**，使得**資金會回流美元**，同時世界各地主要經濟體都各自面臨著不同的問題，**因此美元仍是相對好的選擇**。

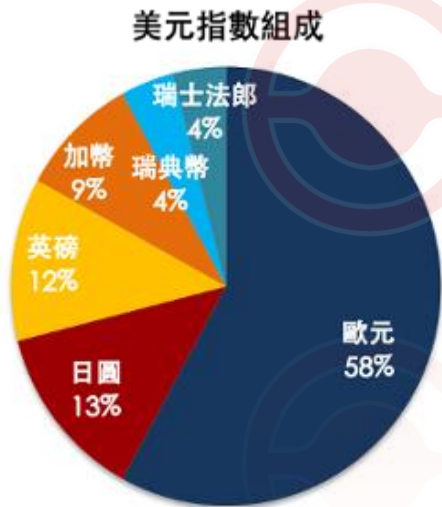
- 中國不時受疫情擾動
- 歐洲國家深陷俄烏戰爭引發的能源問題
- 日本仍然持續在寬鬆政策



資料來源：CMoney

美元與歐元此消彼長

- ❖ 美元指數的成分中歐元占近**60%**，因此兩邊的貨幣政策、經濟前景的差異會**互相影響兩國貨幣走勢**。
- ❖ 目前美國聯準會升息、縮表的進程是快於歐洲央行，此外，歐盟多國深陷俄烏戰爭泥沼中，對經濟前景蒙上一層不確定性，這些因素將**助漲美元**，而**不利於歐元**。



資料來源：Yahoo Finance

美國經濟前景優於歐洲！

- ◆ 根據IMF的經濟預測，美國今年經濟成長為3.7%，高於歐元區的2.8%。
- ◆ 目前公佈的失業率，美國遠低於歐元區，衡量景氣變化的PMI來看，美國也略優於歐元區。

	美國	歐元區
IMF預估今年經濟成長	3.7%	2.8%
CPI年增率	8.3% (4月)	7.4% (4月)
核心CPI年增率	6.2% (4月)	3.48% (4月)
失業率	3.60% (4月)	6.80% (3月)
PMI	55.4 (4月)	54.4 (4月)

- ◆ 通膨數據雖顯示歐元區低於美國，但根據美國最新數據來看，通膨似乎有放緩的跡象，其次，**美國高通膨**，一部分是因為強勁的消費需求所帶動，而歐盟在未來若制裁俄羅斯石油，則可能加劇通膨惡化，因此**美元對比歐元更具吸引力！**

結論

- ❖ 在聯準會升息與縮表的過程中，會使得**全球股市動盪不安**，同時會造成全球大量資本回流美元，成為支撐美元後盾。
- ❖ 然而，近期歐洲央行可能會釋出升息的訊號，使得**歐元短期有升值空間**，因此**可能出現美元短期的低點**，但從基本面角度來看，**未來歐盟無論以哪種方式制裁俄羅斯石油**，勢必會對經濟成長造成衝擊，進一步重挫歐元，使得美元指數轉強。

推薦商品			
交易所	商品	保證金	跳動值
ICE	美元指(DX)	2,090 USD	0.005點 = 5 USD
CME	歐元(EC)	2,420 USD	0.5點 = 6.25 USD
CME	微型歐元(ECM)	242 USD	1點 = 1.25 USD

免責宣言

- ◆ 期貨及選擇權交易財務槓桿高，交易人請慎重考量自身財務能力，並特別留意控管個人部位及投資風險。
- ◆ 投資人仍應獨立判斷及行使交易決定，所有交易衍生之風險及利益，由投資人自行負擔與享有。
- ◆ 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、完整性及正確性做出任何陳述或保證。對於報告載述意見進行更改與撤回並不另行通知。
- ◆ 本研究報告所載之投資資訊，僅提供客戶作為一般投資參考，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、衍生性金融商品及其他投資標的之邀約、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。
- ◆ 本研究報告並非(且不應解釋為)在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券、期貨經紀或交易人士或公司，為該管轄區內從事證券、期貨經紀或交易之游說。
- ◆ 本研究報告內容屬統一期貨投顧之著作權，嚴禁抄襲與仿造。

統一期貨各據點資訊

台北總公司 電話：(02)2748-8338 地址：台北市東興路8號B1之1	110年金管期總字第002號
台中分公司 電話：(04)2202-5006 地址：台中市進化北路369號5樓	102年金管期分字第012號
台南分公司 電話：(06)208-2088 地址：台南市開元路280號6樓	100年金管期分字第002號
高雄分公司 電話：(07)222-2788 地址：高雄市中正三路55號13樓之1	104年金管期分字第005號



統一期貨股份有限公司
PRESIDENT FUTURES CORPORATION LIMITED