

美國70年代通膨分析與現況檢視 專題研究報告

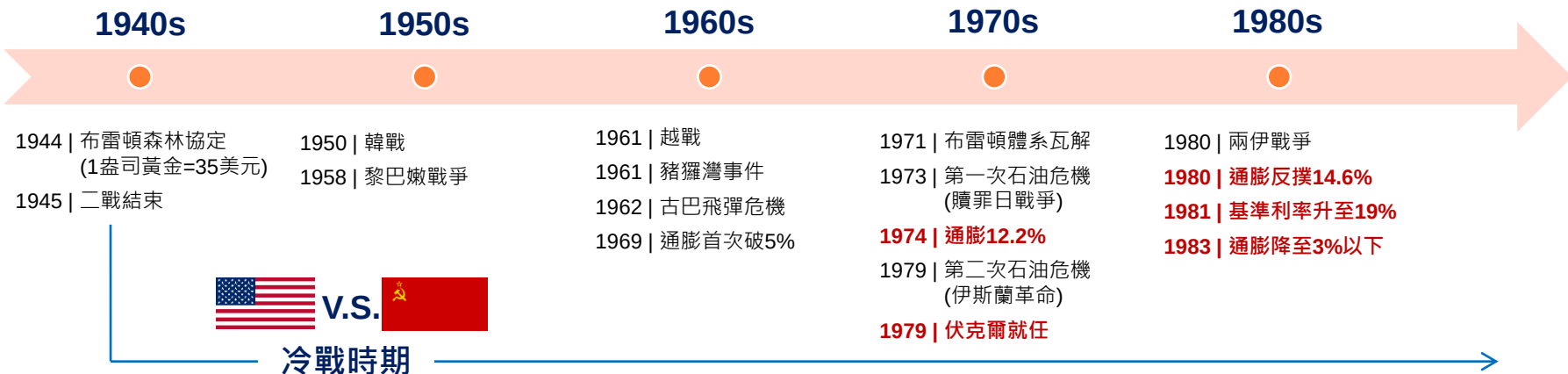
投資顧問部

日期：2023.02.15

目 錄

- 美國70~80年代通膨狀況及時空背景
- 70年代停滯性通膨成因與現況檢視
- 2023年通膨、利率預估與可能變數

美國停滯性通膨背景與成因



遠因

- 美對外頻繁出戰軍費暴增
- 冷戰時期軍備競賽
- 財政赤字政府大量舉債

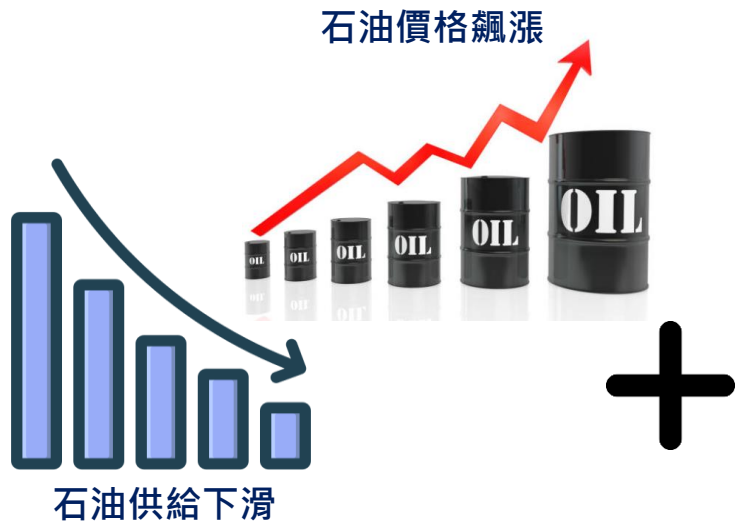
近因

- 美元貶值推升原物料價格
- 石油危機爆發助長通膨
- 通膨抑制成效不彰，引發預期心理(上升螺旋)

通膨反撲主因

- 過早降息，通膨僵固印象尚未解除，誘發再次價漲

供給側短缺 + 錯誤政策 = 完美風暴

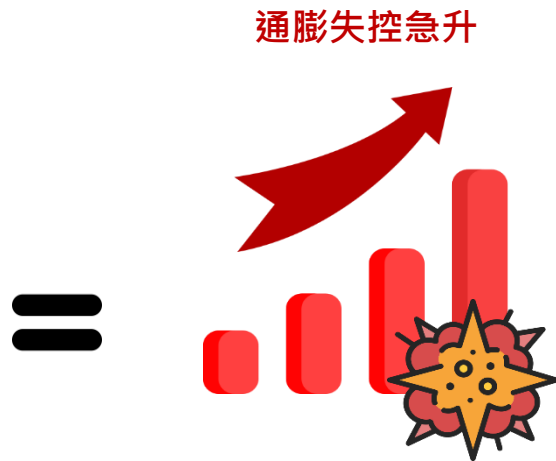


全球能源過於依賴OPEC
→OPEC禁運石油，能源價格飆漲

錯誤政策：
FED太快降息



FED在通膨尚未降溫回穩時，
便開始進行降息

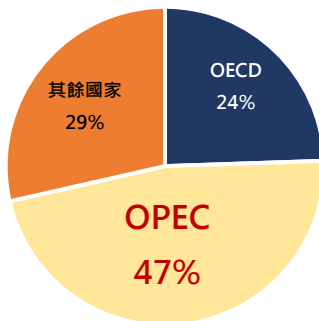


通膨再次快速竄升，並失去
控制

原油供給過度集中，放大石油禁運的衝擊

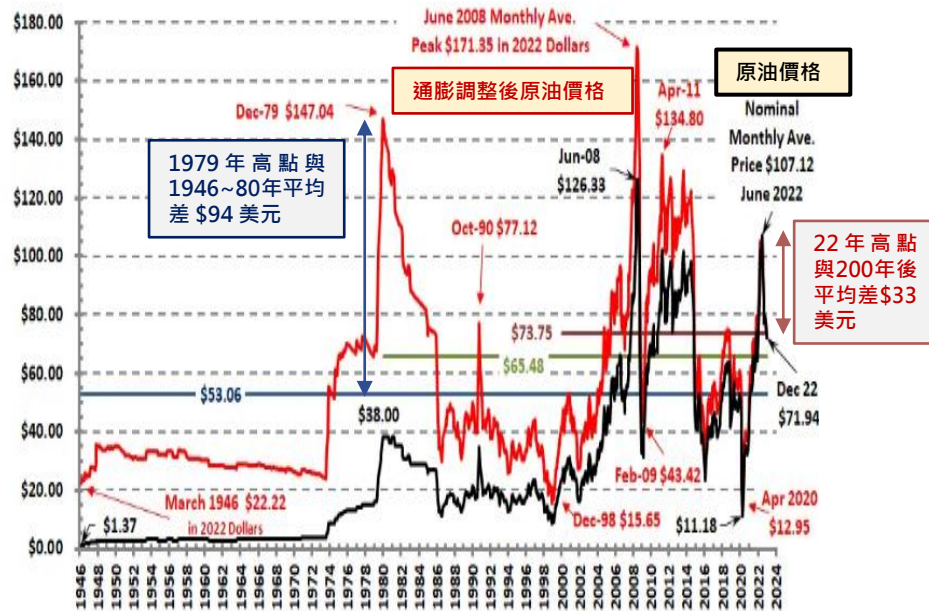
- ◆ 1970年代，**OPEC**主導了國際原油市場，其產能占全球近五成。在宣布禁運後國際油價飆升，以當前通膨換算高點達到147美元。
- ◆ 本波能源危機起因為疫情後生產調整不及，加上俄烏戰爭衝突，與過往有所不同。

1970s OPEC 原油生產佔全球近五成



來源: IEA

1970年代通膨調整後的油價

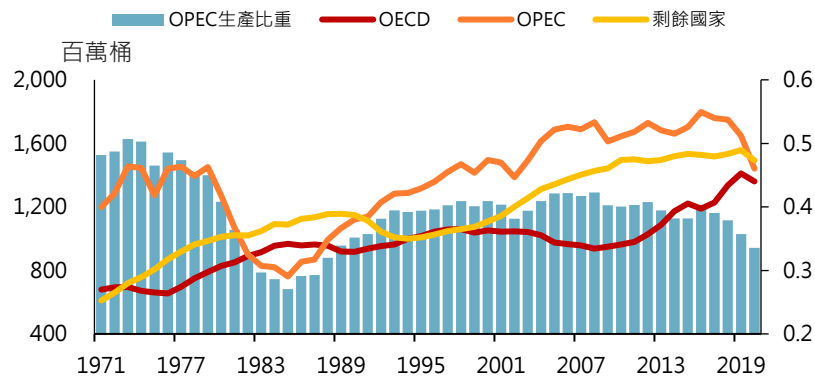


來源: InflationData.com

原油供給分散加支出比重下滑降低能源短缺影響

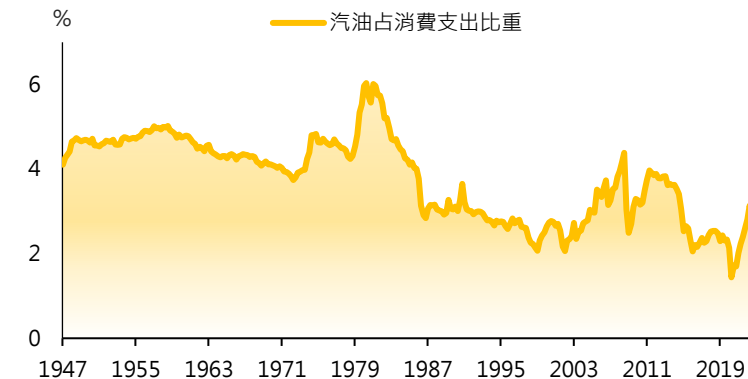
- ◆ 美國頁岩油生產技術突破後，國際原油生產分散，**單一國家原油出口對全球影響已大幅下降**，面對衝擊調整也較快。此外，美國民眾**汽油支出比重對比過往明顯下降**，以此衝擊力度不若過往。
- ◆ 目前全球原油生產已經趕上，俄烏戰爭對能源板塊影響與OPEC禁運規模相差甚大，且在印度與中國大量採購廉價俄油之下，影響逐步減緩。

OPEC生產比重已大幅下降



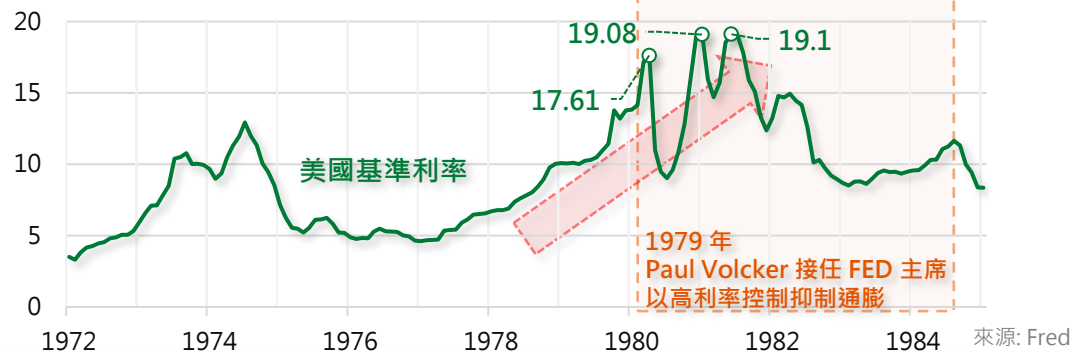
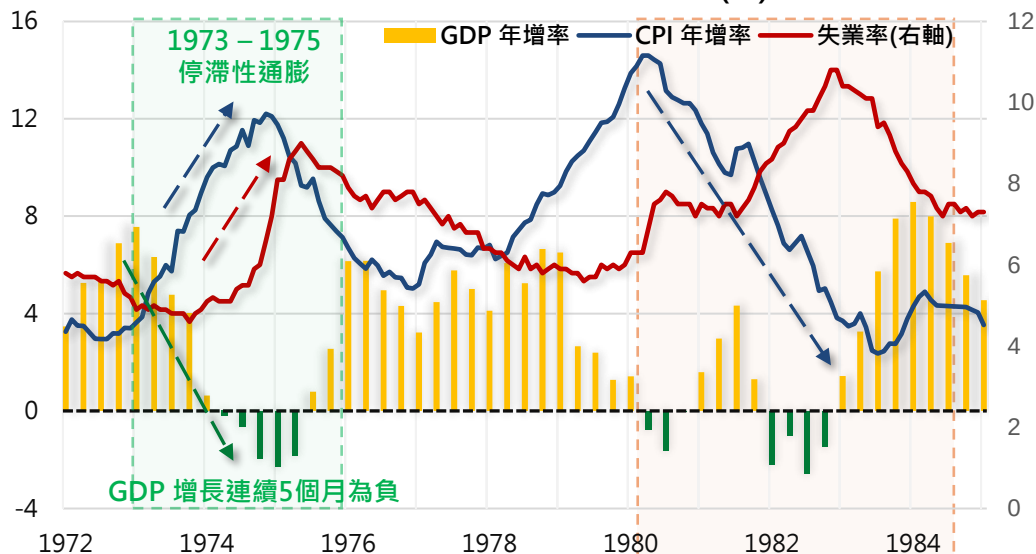
來源: IEA

美國民眾汽油占消費支出比重已大幅減少



來源: Fred

1970 年代 失業率與通膨呈現同向發展 (%)



來源: Fred

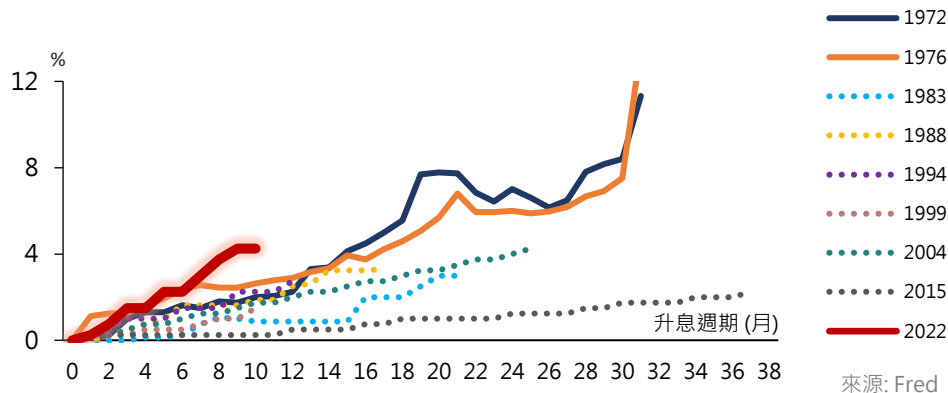
1970年代學到的教訓

- ◆ 1973 年石油禁運、相互衝突的緊縮性和擴張性財政政策、金本位瓦解美元貶值，推高進口價格。
- ◆ 當時聯準會主席迫於經濟衰退壓力，在**通膨尚未回到目標區間就開始降息挽救經濟**，市場的資金寬鬆，醞釀通膨反覆的環境。
- ◆ Paul Volcker接任聯準會主席後，果斷將利率快速拉至接近20%，抑制了通膨增長。本輪通膨危機中，Fed 學習到**快速升息**與**不過早降息**兩個**抑制通膨的關鍵因素**。

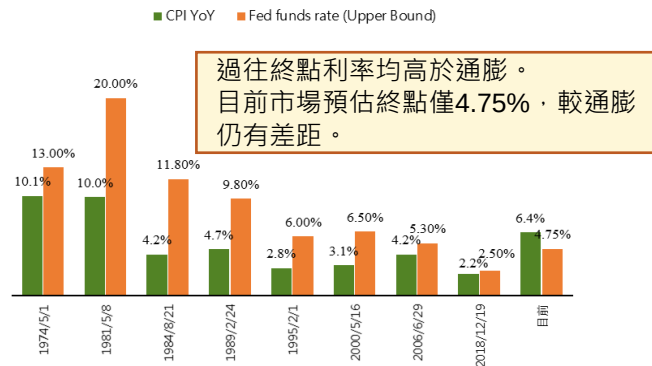
聯準會重磅出手緊縮，有效管理通膨預期

- ◆ 根據1970年代學到兩個經驗，除了聯準會自去年3月起展開**歷史上最快速的升息周期**外，預計本輪升息在通膨至目標區間前**不會過快降息**。
- ◆ 聯準會果斷的態度也造成消費者通膨預期出現明顯回落，也意味將通膨預期自我實現的可能性扼殺在搖籃之中。

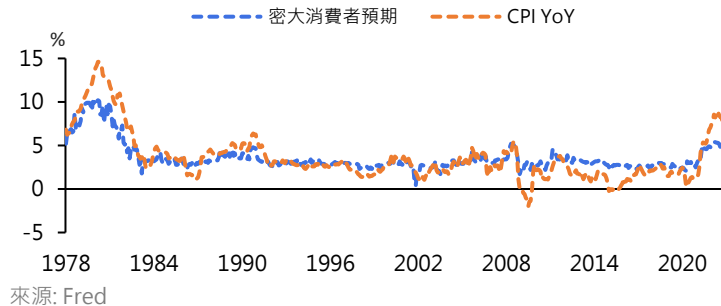
比較聯準會升息週期歷史



聯準會終端利率與CPI年增率



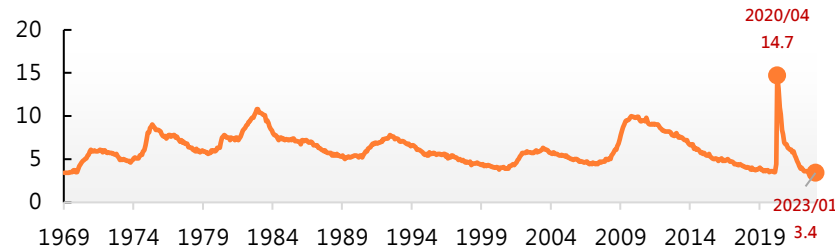
通膨預期失控醞釀通膨反覆環境



就業市場緩解狀況偏慢，提供鷹派升息空間

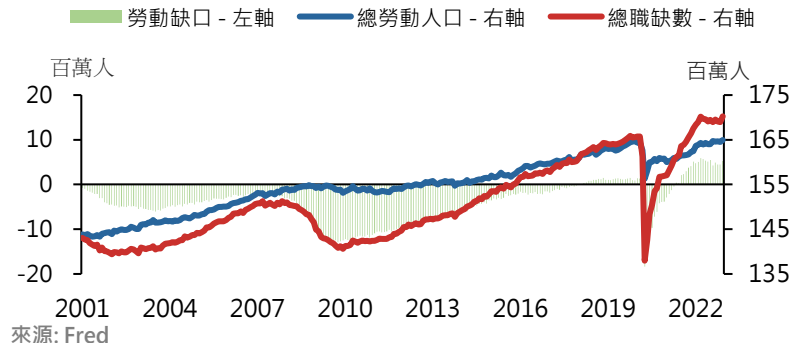
- 在強力緊縮貨幣政策下，勞動缺口自高點收斂，但12月供需缺口縮小速度不如預期。
- 1月美非農就業數據顯示，**失業率創下1969年以來新低僅 3.4%**，整體就業市場仍然強勁。Powell 也表示，**就業市場常態化耗時漫長，終點利率預期上升**。
- 各項薪資增速指標開始出現下滑，但在勞動需求遠大於供給下，薪資增速下降較慢。

美國失業率

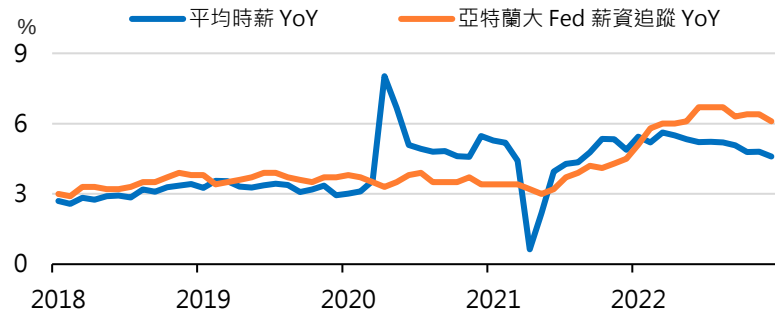


來源: FRED

勞動缺口收斂速度放緩



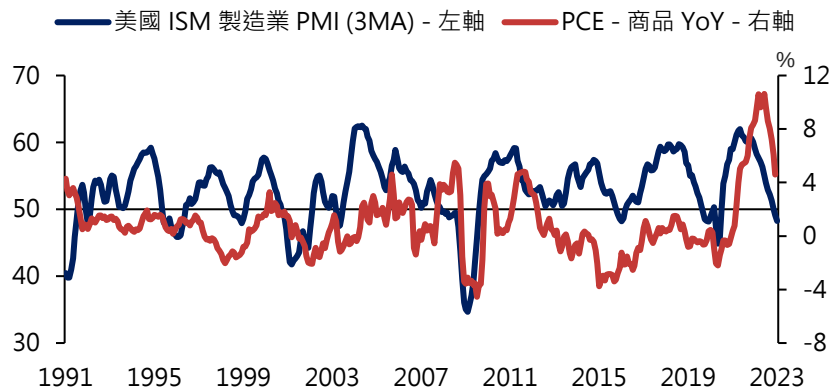
平均時薪年增率



疫後需求爆發降溫，長鞭效應持續發酵

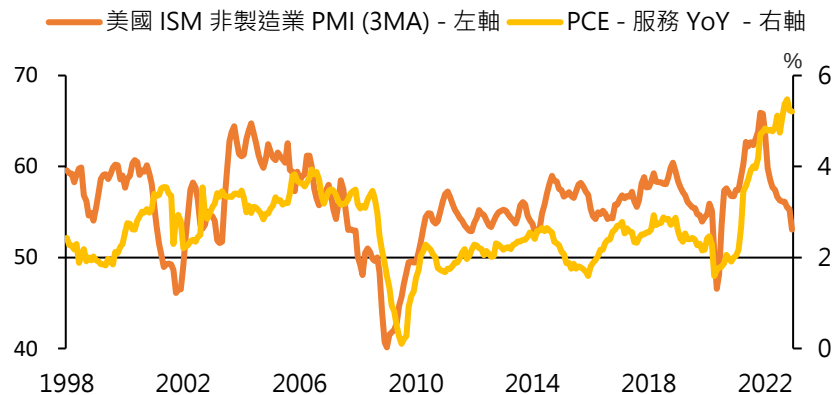
- ◆ 家庭消費傾向轉變反映在對景氣周期敏感的商品消費，造成**下游庫存開始快速堆積**，美國製造業PMI開始冷卻。預計**上半年持續位於庫存去化階段**，**下半年待庫存消化後，製造業回溫帶動美國經濟復甦**。
- ◆ 服務業占民眾總消費近七成，目前觀察到已出現開始放緩的跡象，待Q2超額儲蓄見底後，服務性消費可能進一步轉弱。

商品需求大幅度衰退



來源: CMoney, Fred

服務業消費動能正在趨緩

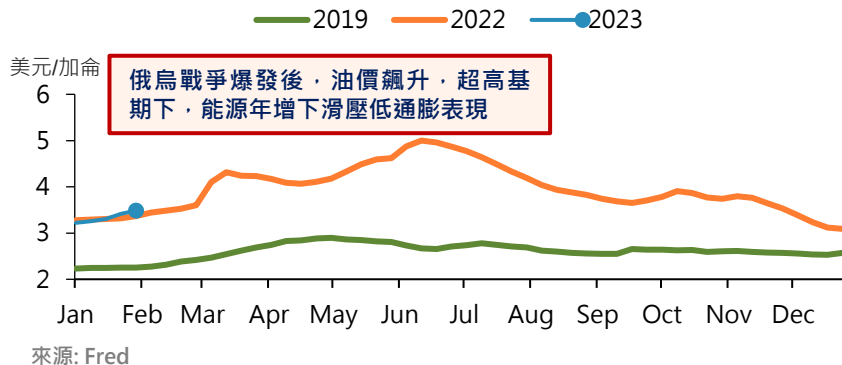


來源: Cmoney, Fred

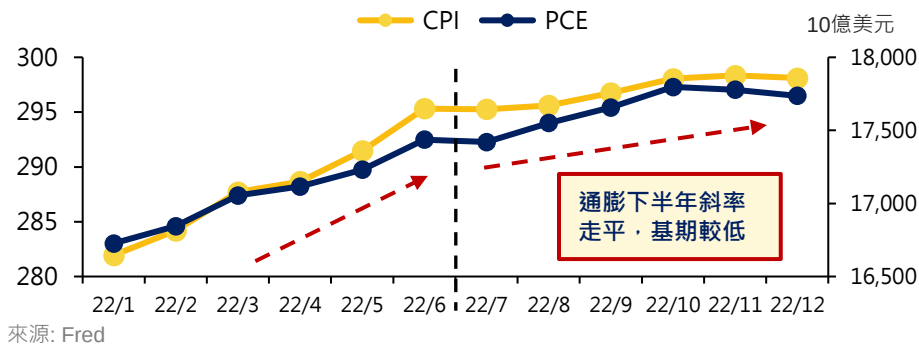
下半年比較基期下滑，通膨呈現緩降

- ❖ 2022年上半年俄烏戰爭引發油價飆漲，但現今俄烏衝突造成油價波動影響趨緩。因此本部認為**本次通膨的風險已從能源問題轉嫁到勞動市場之上**。
- ❖ 美國通膨在22年上半年**比較基期異常偏高**，使今年上半年年增率出現顯著下滑。但此高基期紅利效應將於下半年消失，通膨降速將開始趨緩。

美國汽油價格



23年 H1 通膨有基期紅利效應



今年權重調整，房租影響力上升

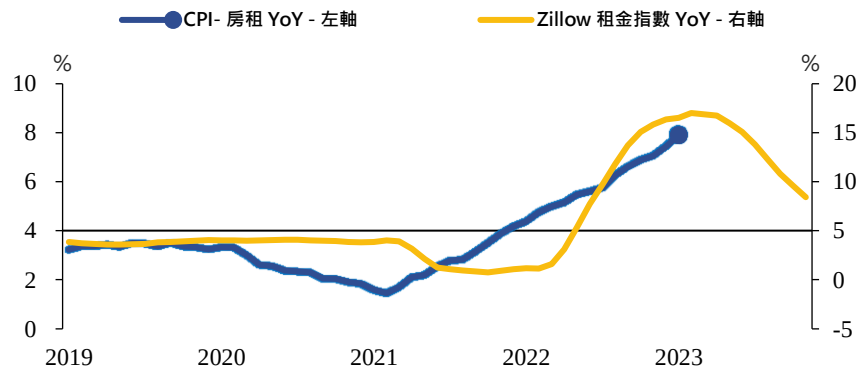
- ❖ 1月CPI年增率僅下降0.1%至6.4%，不如市場預估的6.2%。主要受**房租通膨持續走高**，加上權重調整後，**房租占比上升**，增加CPI產生上行壓力。
- ❖ 房租通膨的衡量以舊有租約占7成左右，因此會滯後新租約的價格。據 BLS 研究CPI租金通膨大約滯後市場租金指數1年，按照該進度推估，**CPI 房租通膨大約在今年2、3月觸頂下彎**。因此**權重的下調在房租增速開始放緩時對通膨的回落較有利**。

美國 CPI 熱力圖

22/12	23/01	組成	YOY				MOM			
			23/01	22/12	22/11	22/10	23/01	22/12	22/11	22/10
權重變化 (%)										
100	100	CPI	6.35	6.44	7.14	7.76	0.52	0.13	0.21	0.49
13.8	13.5	食物	10.13	10.48	10.67	10.93	0.51	0.45	0.55	0.68
7.9	6.9	能源	8.40	7.12	13.15	17.71	1.97	-3.06	-1.41	1.68
78.4	79.5	Core CPI	5.55	5.70	5.97	6.30	0.41	0.40	0.31	0.33
20.9	21.4	商品(扣除食物及能源)	1.29	2.18	3.74	5.14	0.07	-0.13	-0.24	-0.14
2.4	2.5	服務	3.02	2.91	3.65	4.24	0.83	0.21	0.10	-0.25
4.1	4.3	新屋	5.78	5.89	7.20	8.39	0.23	0.58	0.47	0.56
3.6	2.7	二手屋	-11.62	-8.59	-3.13	2.02	-1.94	-1.99	-1.99	-1.71
1.5	1.5	醫療用品	3.39	3.21	3.13	3.06	1.06	0.11	0.19	-0.02
0.9	0.8	酒精飲料	5.82	5.79	5.55	5.02	0.41	0.65	0.64	0.69
0.5	0.5	菸草相關	6.26	5.47	6.33	6.59	0.67	-0.10	0.66	0.32
57.5	58.2	服務(扣除能源服務)	7.17	7.03	6.81	6.75	0.55	0.61	0.49	0.51
32.9	34.4	住宅	7.91	7.48	7.09	6.90	0.74	0.79	0.64	0.72
7.6	7.5	主要住宅租金	8.56	8.36	7.91	7.52	0.74	0.79	0.77	0.72
23.5	25.4	自有房屋租金	7.76	7.53	7.13	6.88	0.67	0.79	0.65	0.62
6.8	6.7	醫療服務	2.99	4.17	4.40	5.43	-0.68	0.30	-0.49	-0.38
6.0	5.8	運輸服務	14.57	14.38	14.27	15.32	0.85	0.63	0.33	0.60
1.1	1.1	車輛保養及維修	14.24	13.02	11.73	10.31	1.31	1.04	1.28	0.71
0.6	0.6	航空運輸	25.56	29.14	35.90	43.02	-2.15	-2.05	-1.63	-1.16

資料來源: FRED, U.S. Bureau of Labor Statistics, 統一期貨整理。
備註: Seasonally Adjusted。

市場租金指數領先12個月



來源: Fred, Apartment List, Zillow

結論-現況與70年代迥異，通膨不致大幅反撲

◆ 現況與1970年代比較

- 供給側：

- (1) 疫後原油復產速度不及經濟復甦需求，現供給缺口問題趨緩已無影響。

- (2) 《俄油禁運》**僅影響全球產量 8%**(石油危機時佔 50%)，再加上中、印未參與制裁，影響有限。

- 貨幣政策：

- 本次通膨危機聯準會謹記教訓，以**史上最快速度加息**，且不斷宣示緊縮政策不變，與 70年代迥異。

◆ 投顧部觀點

- 通膨狀況：

- 上半年在基期紅利下預計通膨降速較快，**下半年**隨著比較基期下降，**通膨降速趨緩，或略有反覆**。

- 央行利率政策：

- 聯準會**終點利率將高於市場預期**(5%以上)，高利率環境延續較長時間，**估今年不會降息**。

- 可能變數：

- 若**俄烏戰爭層面擴大**，則商品供給側危機再起，不排除通膨存在反撲可能。**(機率較低)**

相關期貨商品

- ◆ 通膨與利率政策影響廣泛，有許多海期商品可供交易人選擇。目前海期商品呈現小微化趨勢，一般交易人可透過低門檻的微型商品來參與行情。

商品	交易所	原始保證金	最小跳動點數
微型 S&P 500 (MES)	CME	\$1,166 USD	0.25 點 = \$1.25 USD
微型那斯達克 (MNQ)	CME	\$1,738 USD	0.25 點 = \$0.5 USD
美元指數 (DX)	美國 ICE	\$2,750 USD	0.005 點 = \$5 USD
美國10年債 (TY)	CBOT	\$2,145 USD	1/64 點 = \$15.625 USD
微型黃金 (MGC)	NYMEX	\$814 USD	0.1 點 = \$ 1 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