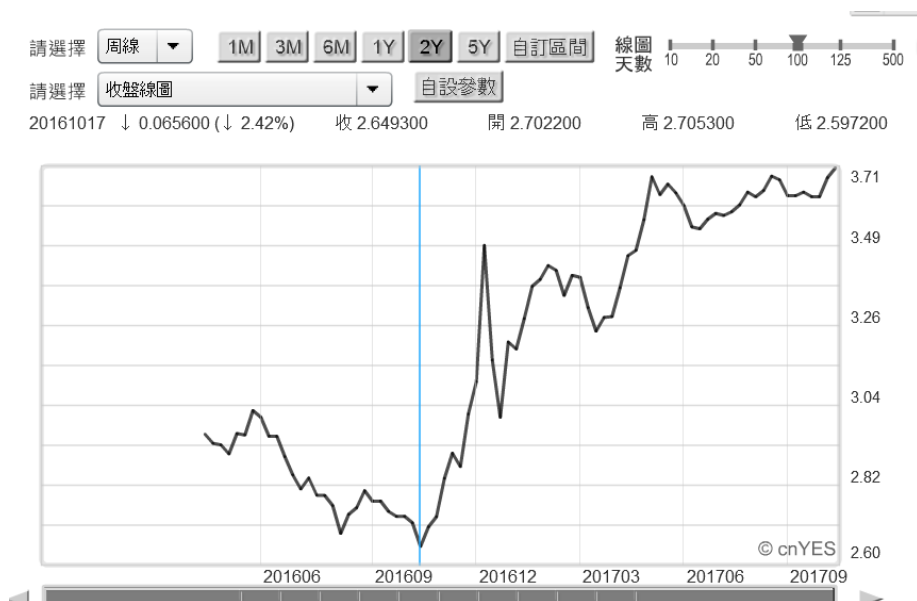


強勢貨幣如何崛起與逐鹿天下？

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：中國 10 年期公債殖利率周曲線圖，鉅亨網)

中國財政部在其國務院批准情況下，上週在香港發行首批主權政府公債，包含 5 年期的發行 10 億美元、10 年期的 10 億美元；並即時在香港聯交所掛牌上市，開啟中國國債國際化的第一步。一國國債等同民間人與人之間的借條；而借條又可賣錢，由傳統資金往來的觀點，真是匪夷所思。1792 年美國財長漢彌頓先生，就是運用這種方式，將美國各州地方債，轉化成為國債，將美國各州債務變成國際化；最後將「借條」拿到英國倫敦去賣錢。當一國公債形成未來現金流量後，最後在各期公債火網交叉情況下，形成財政支出的財源之一。誰的國債在國際社會中可賣錢？這絕對是要有強大的經濟、信用、甚至是具備軍事、武力為基礎條件、就是全球的金融強國。國債的本身對發行者是籌資，但對購買者而言則是為購買力；擁有中國國債持有者，可以此與中國進行實際貿易貨品結算。美國或中國在發行政府債券背後，如果沒有大規模的 GDP 撐腰，就會馬上面臨

倒債、國家財政破產危機；因為持債者不會給你、「以債養債」機會、到期不續借。該國的貨幣流通數量大到一定水準後，成為人世間經濟普世價值標準，而美元與人民幣、而這些貨幣就是信用 Credit；沒有強大貿易實務交易，即使是人民幣或是美元也會被換掉，就與英鎊在 19 世紀強勢的轉變是一樣的。至少這兩種貨幣多有普世的價值計算標準、及長期永恆保值功能。

貳、國債的期間結構可因套利而使流動性大增！

美國公債市場殖利率					2017-10-20			
時間	商品名稱	收盤價	漲跌	漲幅%	開盤	最高	最低	前一日收
2017/10/19	美3月公債殖利率	1.098000	0.005100	0.47	1.100500	1.105800	1.062300	1.092900
2017/10/19	美6月公債殖利率	1.265200	0.020600	1.66	1.252300	1.274200	1.224100	1.244600
2017/10/19	美2年公債殖利率	1.538600	-0.036600	-2.32	1.571100	1.575200	1.518100	1.575200
2017/10/19	美3年公債殖利率	1.673400	-0.040400	-2.36	1.703000	1.713800	1.657300	1.713800
2017/10/19	美5年公債殖利率	1.961500	-0.038400	-1.92	1.996500	1.996500	1.943200	1.999900
2017/10/19	美7年公債殖利率	2.165100	-0.032900	-1.50	2.194400	2.199300	2.143800	2.198000
2017/10/19	美10年公債殖利率	2.322300	-0.029600	-1.26	2.343800	2.347800	2.295400	2.351900
2017/10/19	美30年公債殖利率	2.838800	-0.019800	-0.69	2.852300	2.856200	2.803900	2.858600

(圖二：美國各種期間國債殖利率的表，鉅亨網)

但有價證券有信用違約、通貨膨脹、及再投資、流動性風險。其中又以「流動性」是為最基本交易訴求，所謂流動性是要買的時候買的到、要賣的時候賣的掉。在金融業謀生首重商品流動性，若完全忽視流動性，購買者買進後、後來沒人要再買進，最後所有投資者抱著一堆壁紙，坐吃山空、叫天地多不靈。銀行業多知道，台灣政府本身所發行國債，因為信用穩固、悉數被銀行當成定存、持有到期；因此次級市場的流動性非常差、是賣得掉、但可能買不到。因為它非常適合於「資產負債配置」，是這方面的好工具；因此誰買了它、就把它持有到期。除非中央銀行透過公開市場操作，以較低殖利率買進，否則台灣金融業平日持有政府公債，最常的操作就在從事 RP 與 RS。就是不甘願的賣出去、附帶要買回；與很高興的買進來，但是被要求附帶賣回去的要求，政府公債就這樣在銀行間游來游去。在這兩種強況下，公債收益利息現金流量、或許暫時改變，但債的所有權仍然不改變。在這種情況下除非大量發債，並要政府財政

部強力造勢，否則不容易建立貨幣市場利率結構；就是每一種期間公債殖利率指標，殖利率等同所有資金使用的短、中、長期價格。因為若無大樣本、大量交易所構成的價格，就是它的流動性意義不大；看得到這種低的殖利率、好的債券價格，但是真的要賣掉債券賣、卻要折價去賣。

也因為政府債券非常適合於資產配置，因此無論是美國美元、日本日圓、德國歐元、與英國英鎊公債；多是全球投資銀行、或是各國央行最喜歡的資產。這些國家公債的流動性高，每天要買賣多很容易；尤其對發行成熟國家債券型基金投資銀行而言，買進這種國債後、就會去密切注意，全球利率的變化；它們的匯率也會因為變動而出現損益風險，但只要進行適度避險。而這些債券殖利率的變化，取決於買家出價，與各主要國家的中央銀行的貨幣政策方向。如 Fed、日本央行、英格蘭銀行及歐洲央行等等。這些國家央行貨幣政策，將關係到貨幣的供給面數量規模，而企業投資與消費者對於貨幣的需求，雙方就形成交叉均衡利率。

值得省思的是，目前這些主要國家多在進行、寬鬆貨幣政策退場；甚至是升息、縮表等緊縮貨幣政策。但此時中國政府財突然說要，發行國際化交易中國國債，這似乎唐突、事件是預料中、但時間點是出乎所料。但這其實由中國人民銀行，在上個月前大規模的寬鬆、全面降準政策似乎可聞到味道。多數央行在發行國債前，多會塑造貨幣寬鬆環境，讓均衡利率低一點，這樣才會使國債發行票面利率不用太高，政府未來不必花很多利息。這種策略與鋪陳全球央行皆然，台灣也不例外。這次大陸香港國債交易掛牌行為，也是人民幣利率自由化的一項標準作業。因為每次發行多要貨幣寬鬆，因此國債殖利率就會呈現平穩狀況，而貨幣市償利率、長期下來自然跟著緩緩下降。企業的資成本自然貨比三家不吃虧，銀行間的存放款利率會形成競爭現象。這不就是人民幣貨幣、利率自由化改革的一環？

參、金融市場非常重視時機與機遇！



(圖三：美元指數日曲線圖，鉅亨網首頁)

不是別人的月亮比較圓、別人的老婆較漂亮。如果中國財政部真的是以這個過債發行、利率降低，利率降低、以利國債發行；不必借用新銀行開設，與國有銀行廝殺之管道，將人民幣利率繼續往下壓，這就比台灣當時的新舊銀行的 Over banking 要高竿的多。價格要往下壓，不必大動干戈、搞到驚天動地、大搞行業開放、阿貓阿狗全部進來撈油水，最後過度開發、賣銀行的、賣證券公司的、現在也有賣旅館的。不過說也奇怪，大家賺錢多不說、賠錢哇哇叫，這剛好與股票投資相異奇趣、賠錢不說、只講賺的；賺小錢就重面子、賠大錢就真的得喊窮了，這不是面子問題了。如圖一，中國境內自己 10 年期國債殖利率水準已到 3.71%，如果不用降準政策、這利率不就高不可攀？當然操作債券的投資機構也多理解，債券的買賣遭作與股票一樣，除了賺利息固定收益外、就在賺價差、也是買低賣高。買低就是買進殖利率高的債券、賣高就是當殖利率大跌、買盤湧入後才展開拋售獲利了結行為，因此此時中國國債在香港掛台國際交易，必然會獲得投資機構不小迴響。

如圖二，依照美國財政部幾百年的實務經驗，美國共發行以上短中長期的國債，為 3 個月、六個月、2 年、3、5、7、10、30 年期等。這是幾百年經驗運行下

來的結果。當然這要有一個最大的前提是，美元一直是全球最重要儲備貨幣，在全球貨幣的使用量上市首屈一指。未來人民幣的使用量，當然也會因為發債而增加；就如同近期沙烏地阿拉伯語俄羅斯、中國再談要以人民幣計價，去訂下石油供需合約？為什麼要以人民幣計價？沙烏地阿拉伯與俄羅斯預見人民幣的強勢？還是因為中國對於石油價格，在需求面上有舉則輕重能力？這種決定就跟之前，OPEC 組織差點用歐元計價一樣；尤其當 2007 年歐元兌換美元銳不可擋之際，持有美元與歐元購買力差很多。貨幣是商品交易計價標準，如果關鍵商品改由人民幣計價，那能源或原物料市場需求便是看淡美元。這可能肇因於，前一陣子美元指數跌到 9 月 7 日 91.01，持有石油美元國家產生恐慌性心理。但由投資觀點，做法似乎應該香反，此時卻會是風險溢價報酬投資機會，但是由交易觀點來看去、當下真的是雲深不知處？最終讓石油期貨交易商起疑，到底美元是否靠得住？

肆、結論：未來可預見未來、美元仍是最強貨幣？



(圖四：人民幣兌換美元周曲線圖，鉅亨網)

由圖美國各種國債殖利率表，最純真與基本的問法會是，為什麼要發行這麼多種的其間國債？為了要滿足中長期投資者的資金配置需求，再者是為了要使各種期間的殖利率產生一定的價差，而不時有套利行為、熱絡市場交易發展。有

價證券部論是股票或是債券等，最基本的交易行為是套利；股價監視因為存在合理本益比，因此一旦基準股票本益比發生變動時，其它個股多有套利空間。債券也是一樣。當最主要 10 年期國債的利率發生變化後，其它各天期的債券殖利率就會形成被套利對象；這種現象就跟台灣及中市場大量發行中國 A 股的 ETF 一樣，中國 A 股後市看好、股價指數上揚，那 ETF 一定跟隨表態。而就在美元指數慘跌之際，人民幣匯價終於由貶值轉為升值，這讓交易者更傾向用人民幣交易。這種情勢演變是短期現象，美元指數已經觸底、只是未來會用何種型態均數復歸、時間要多久而已？