

美股債市「推背圖」？

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：美國債市崩跌，引用 AFP 相片)

人生起伏有輪迴，善良之家有餘糧；經濟景氣有循環，創新之國無後顧之憂。檢視過去幾年全球經濟景氣循環後，將會預見 2017 年後美國債市乃至股市發展：一、2012 年 2 月希臘 10 年期公債殖利率，曾飆到最高為 36.24%。4 個月後的 2012 年 6 月，全球經濟景氣循環落到谷底，也是當時股票市場波段最低點。此後景氣開始復甦、持續到 2015 年 4 月，是景氣高峰與股價指數波段高點。二、而此次景氣復甦持續到 2015 年 4 月，也是最近這一次經濟景氣高峰；在此後景氣又往回滑落，一直到 2016 年 1 月落入谷底。三、目前 2016 年 11 月極可能又是景氣高峰期；從美國總體經濟數據檢視，Fed 顯然認為目

前經濟數據，已非常吻合升息條件。自 2016 年 7 月 8 日起，全球貨幣市場瀰漫 Fed 將升息氣氛。不僅準備貨幣國家公債價格大跌，新興國家貨幣匯率也大貶。四、總體經濟數據有領先、同時與落後指標；GDP 是落後指標、但預期各季 GDP 成長則是領先指標。CPI 年增率是落後指標、但公債殖利率走勢是為景氣復甦、也或是通膨領先指標。這之所以近期投資銀行，對公債殖利率攀升詮釋為是，全球金融市場對未來通貨膨脹預期。

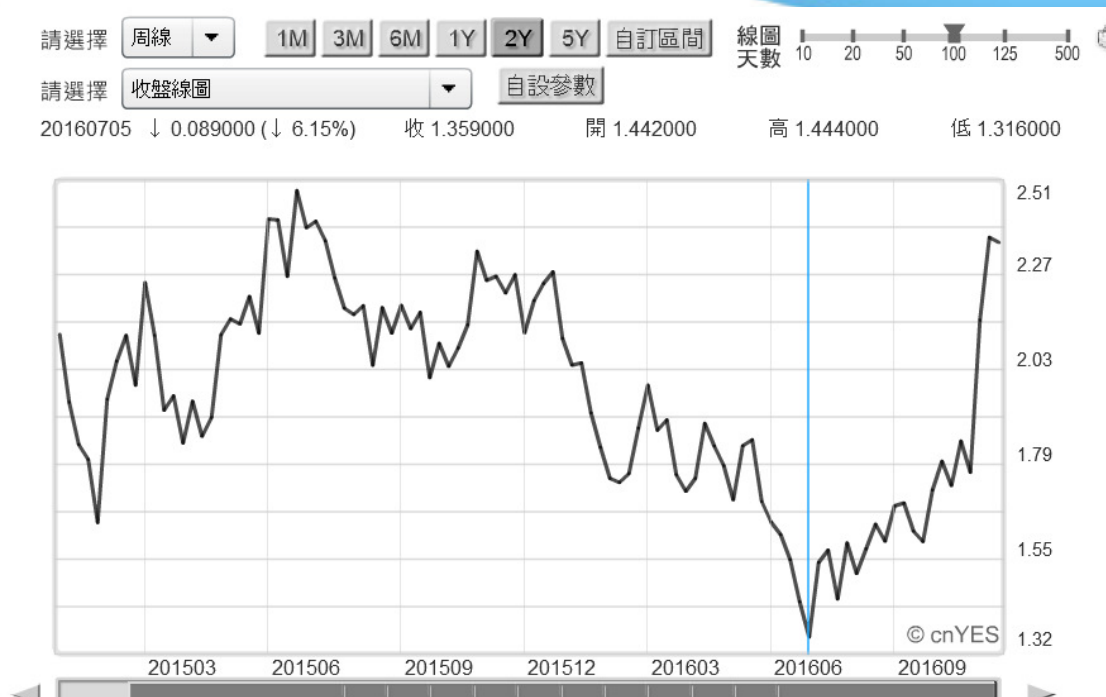
貳、債券市場也有「價格機能」？

經濟學鼻祖亞當斯密斯說，每個市場多有一雙看不見的手，就是供給與需求兩隻手。這雙手可以運作「價格機能」(Price Mechanism)，當價格低落時、產品消費者需求數量增加；而當價格上揚時、則廠商供給數量增加。這樣互動結果若是收斂，則會形成穩定短、中與長期均衡成交狀態；而景氣就會出現循環起落。「價格機能」順利運作，是自由與放任原則、政府不干預下，經濟循環性運作最大保障。凱因斯財政政策之所以在 1930 年代大放異彩，是因為政府干預得當，使當時淪喪的「價格機能」逐漸恢復正常運作。對全球貨幣市場而言，這次債券價格大跌、或債券殖利率上揚是長期趨勢；由月曲線圖來看，若「價格機能」未失調，則未來債券殖利率或是價格演變，仍還會出現循環起落。



(圖二：美國 10 年期公債殖利率月曲線圖，鉅亨網債券)

若以債券殖利率下跌代表資金寬鬆，以此透視金融市場可發現：一、債市殖利率下跌前、股市已然上揚；彼此落差時間約為一季。這也就是為何 2009 年 3 月，股市開始上揚一季後，債券殖利率才跟進往上揚升；以股價指數指標意義，這是景氣還未到谷底，股價指數先上揚。股市是經濟領先指標，因此若 2016 年第四季景氣高峰，是否也意謂著股價指數即將要下跌？二、以美債市 2016 年第三季殖利率檢視，2016 年 7 月 8 日開始上揚的債券殖利率，的確也訴諸 2016 年第四季實體景氣復甦、資金需求強烈。在預期景氣復甦與 Fed 升息、還有新總統川普財政政策公共支出，也有可能進場搶錢下；這三種預期效應，多指向資金需求增加、利率將會大幅上揚。三、但值得注意的是，多數投資銀行對此卻詮釋為「2017 年會通貨膨脹」，此一觀點無異對當前股市榮景質疑。但這與債市殖利率邏輯上並不違逆；因為就債券殖利率、或是貨幣市場中，上揚的利率不是經濟成長就是通貨膨脹；投行選擇了不會成長的通膨預期，這也意謂股市高檔再漲有限？



(圖三：美國 10 年期公債殖利率月曲線圖，鉅亨網債券)

一、圖三 2007 年以來，美國 10 年期公債殖利變遷，可感受與預估未來長期，10 年以上債券殖利率變化。2007 年 6 月是為債券價格最低，當時殖利率為 5.34%，景氣由復甦奔向繁榮；企業與消費者對資金需求大強、貨幣市場因資金需求增溫而上揚。2008 年後企業受金融風暴傷害、消費者信心大退卻；資金需求低落、利率下滑。在 Fed 推出量化寬鬆 QE 政策後，美 10 年期公債殖利率、在 2009 年至 2011 年，由 2.17% 到 3.75% 區間盤整。二、2011 年後因歐洲主權債務危機，歐元兌換美元匯率貶值，國際熱錢由歐元往美元移動，買進風險最低美債、債殖利率持續下跌。2013 上半年，美債券殖利率有一段向上爬階段；這一段是對準當年 5 月 Fed 主席柏南克，宣告 QE 必然退場後結束預期反應。由以上的觀察會非常清楚見到，排除全球景氣之外的干擾，美國公債正常殖利率區間就是 2.17% 至 3.75%。三、以債券與經濟景氣是逆向關係觀點，如果美債是全球景氣指標，則 2012 年 7 月的 1.375% 是為債券殖利率最低，就是自當時起長期公債殖利率，往 2013 年 12 月 3.033% 邁進。而 2016 年這次殖利率揚升速度卻非常

快速，由 2016 年 7 月 5 日的 1.316% 直奔目前 2.3% 水準。當債券殖利率已經攻到正常的 2.17% 以上水準後，預估美債殖利率在 2016 年 11 月 26 日後，上升速度將會趨緩；因為它已走入正常區間 2.17% 到 3.75% 之中。

叁、美國股市結構的科技與傳產類股將如何潮起潮落轉？



(圖四：Apple 公司股價月 K 線圖，鉅亨網首頁)

要思考美股指數未來發展，就得深入其股市結構變遷；道瓊與 NASDAQ 趨勢近期出現顯著不同趨勢。道瓊指數在川普當選後大漲，但美股 S&P 500 股價指數、與 NASDAQ 創新高能力相當有限；這種外表看起來不起眼的區別，若透過類或個股驗視則更清楚。就以美國鋼鐵與 Apple 兩家公司股價比對便清楚見端倪；這兩家公司股價目前狀況是，Apple 公司股價循環趨勢向下，而美國鋼鐵公司股價趨勢往上。如圖四 Apple 公司股價最高峰在 2015 年 4 月；值得注意的

是，這個月份也是目前所屬經濟景氣循環的最高峰月份。但 2016 年以來至今，Apple 股價至今多沒突破 2015 年 4 月新高價；未來再創新高價、突破 134.5 美元/股機率也低。這樣的股價循環若配合，2017 年預期 U 字型各季 GDP 成長率趨勢，股價在 2016 年第四季回落機率會高於創新高。而其 2017 年持續回落的最低點、極有可能發生在 U 字型谷底，即 2017 年第三季或是 2017 年第二季。若以 2017 年第四季被預估的 GDP 數據，Apple 股價在 2017 年第二季觸底後，繼續要在 2017 年第四季續創新高也是非常困難。



(圖五：美國鋼鐵公司股價月 K 線圖，鉅亨網首頁)

再來檢視美國鋼鐵公司股價圖五，赫然發現它的最低價也在 2016 年 1 月中：股價為 6.341 美元/股、之後一路顯著揚昇、至今大漲 5 倍以上、股價為 33.78 美元/股；已經超過 2015 年 4 月時價位。以長期股價走勢，美國鋼鐵股價最高價位為、2008 年 78.26 美元/股。但非常壯烈，2008 年 10 月當月就暴跌到 28.23 美元/股；可見當時的 78.26

美元/股是泡沫價格。雖然目前川普將進行財政政策，但是否將未來幾年鋼鐵價格長期反彈的利多效益，在 2016 年底前已完全落實反應在股價上了？全球經濟泡沫在 2008 年 10 月重創股市後，實體經濟一直到 2016 年 1 月才落底；然後依靠中國供給側改革、還有川普的美國基礎建設；當然也反應即將展開的全球貿易保護主義大戰，傳產類股強力反彈。

肆、貿易保護主義、提高關稅、反傾銷調查所推漲的股價何時了？

川普的保護主義在戰略上，是拖延或是暫停 TPP 等協議，在手段上是提高關稅。提高關稅對各國內需產業其實是利多，尤其是那些暴險於國際殺手級廠商，電器或是汽車競爭者。例如目前台股電器類股中，大同、聲寶等股價上揚，可能就在反應各國電器關稅提高後，內需市場將是各自大廠為王，當然又是高唱愛用國貨的好情勢。台灣廠商過去被韓國電器價格戰爭，殺到片甲不留慘狀即將翻盤。汽車業的情況也可能相同，在美國車市仍是日本 Toyota 豐田天下。當川普對日本產品喊關稅提高時，可能得懷疑豐田股價是否會創新高？但反過來也要檢視自己台灣，國產汽車類股是否跌是過頭了？川普會對中國鋼鐵、或其它供給過剩產品課徵反傾銷稅？這些對鋼價的報價利多，有多少已經反應在股價上？若以鋼鐵、汽車與電器等類股價檢視，本文認為這些利多目前即將反應殆盡。



(圖六：美國鋼鐵公司股價月 K 線圖，鉅亨網首頁)

其實如果目前傳產類股，真在反應保護主義抬頭；各國大廠多可以劃地為王，這也是相當有風險的。因為股市效率市場運作的邏輯是，未來股價將會面對，利多出盡或利多不如預期。要以政治手段去干預貿易？這種干預程度會像美國鋼鐵公司股價的漲勢這麼完美？就是說當 2017 年 1 月 20 日川普上任前，漲高的鋼鐵等基礎建設概念股，賣壓是否會湧現而出？那時股市投資人可能將下跌的股價詮釋為，是因為川普保護主義太強。本文認為並非如此，應該將基礎建設概念股價格的下跌，詮釋為川普沒敢把關稅拉得那麼高、保護主義做得不夠強。川普可以靠共和黨完全執政，恣意通過任何反傾銷調查、提高關稅、撕毀 NAFTA 等法案。但見諸於 1930 年時保護主義大將美國胡佛總統行事風格；胡佛在當選總統後已不太想大動保護主義干戈，但斯姆特與霍利兩位共和黨參眾議員、他們頭多已經多洗下去。同樣在川普上任後也會被質疑，他敢做的、能做的有多少？光是見到日本首相安倍晉三，要收軍事保護費的事多已含情脈脈、欲言又止、說不出



(圖七：川普總統說：美國要收軍事保護費啦；相片引用自 AFP)

好吧那再回頭檢視全球有效需求指標，原油價格未來情況並不是相當樂觀。目前油價多還要靠減供，才得以維持在 45 美元/股以上價位，2017 年油價若要漲上 52.57 美元/桶，除非是大國開戰、或是中東戰雲再起、災難特質啟動；否則全球有效需求不足仍將是常態。在正常情勢預期下，如 2017 年果真有效需求大增，則台灣 2017 年，全年 GDP 成長率不會只預估為 1.87%；美國也不會只被預期 2.4% 到 2.8%。中國也不會只被預期為 6.2%，而且要到 2018 年 GDP 成長率才可能會觸底。由以上推論可發現，美國股市在 2016 年 12 月、或 2017 年 1 月風險不小；不過像美股這樣強式效率市場，平凡如我們多能想到這些。我們不相信以上這些，話不驚人語不休、故弄玄虛、不自量力的「推貝圖」只有本文能想到；全球投資銀行早就磨刀霍霍了。因此我們認為，2017 年 1 月川普就任後，可能發生的「髮夾彎」風險就在眼前。因為股票與債券等有價證券價格，多在對未來預期做快速反應；誰在跟你玩政策或事件兌現與否遊戲？(提醒：本文是為財金專業研究分享，非投資建議書；不為任何引用本文為行銷或投資損益背書。)