

QE 埋大亂源！現在覆水難收！

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：道瓊工業股價指數日 K 線圖，鉅亨網)

不要聽 Fed 每屆主席單一的說法，Fed 為 QE 埋下大亂根源，根本不只有通貨膨脹；而是為 QE 而砍掉全球生活秩序的最根基，搞出「貧富不均」大亂源出來。2018 年 1 月初起，全球股市被美國道瓊指數的走勢嚇壞了。連巴菲特自己多沒想到，當他看會上漲到數萬點以上後，道瓊股價指數卻來日不多；說完不到一年，現在每隔幾天、道瓊動輒股災一場。他這次真的是股神，神準的在高點看長多。2018 年 2 月 2 日，道瓊指數崩跌 665.75 點，2 月 5 日崩跌 1,175.21 點，2 月 8 日再崩跌 1,132.89 點；反彈之後再來一個回馬槍，2 月 27 日再重跌 299.24 點。

「不要為已潑灑在地上的牛奶哭泣」，覆水難收了。以可以預見的未來，在 QE 縮表回收資金過程中，Fed 必然會遇到的過程與遭遇將非常艱難；在放錢當爺兒們的時代中，Fed 只有歷經 2012 年歐洲主權債務危機的挑戰。Fed 全心全力灌注於貨幣政策成果，GDP 成長與 CPI 物價、就業與失業率。完完全全忽略了 QE 副作用，就是最大與最強的反作用力？就是 Fed、ECB 兩大爺多是製造貧富不均的「罪魁禍首」。後 QE 時代中最困難的，根本不是緊縮貨幣政策，通膨問題更是小兒科；最大的利空還不會是股債雙跌。而是貧富不均所引發的國家債務、國際恐怖主義、經濟貿易戰爭、甚至兵戎相向。全球從 2018 年後將為 QE 埋單，埋單動亂最深沉來源不會是通膨，而是嚴肅的貧富不均；這不是只有典型經濟，而是嚴重全球國際社會問題。這些問題參雜了政治與經濟、甚至國際武力對幹的人禍。

貳、回收 QE 資金的難易指標：美國與歐元區國家公債殖利率！



(圖二：義大利 10 年期公債殖利率月曲線圖，鉅亨網)

由儉入奢易，由奢入儉難。一段時間權衡貨幣政策的寬鬆與緊縮，可能會造成長期經濟與金融衰退？樂觀的觀點是，美國的量化寬鬆貨幣政策解決了，全球有史以來最大金融危機。悲觀觀點是，一個泡沫破了、再弄出一個更大泡沫來解決問題，最後這泡沫還是再度破了；而且更嚴肅的是，這次真的起不來了。在寬鬆階段中、享受低利率成本的樂趣時，企業與房屋投資者多忘了；借來的錢是有還款到期日，如果不還也可以，那就要有本事以債養債。以債養債後果是，你的生存就寄望在債主手上。借錢容易，但還錢困難；這是所有事業艱困經營者有過的遭遇。貸款者只喜歡借款人的成功，但也對他會兩天收傘。美國與歐洲各國金融體系在 QE 時候，Fed 與 ECB 對於給錢非常大方，大方到要送錢給消費者；現在 Fed 認為它任務已結束了，收錢的速度突然變快。Fed 自己緊張程度，使金融市場發生大幅波動；說是為防範成長型通貨膨脹，但在台灣看到的是停滯性通貨膨脹陰影，幾十年前帶動停滯性通膨偉大領袖-搶購衛生紙戲碼又端上檯面。面對後 QE 亂象如何衡量「亂的程度」？

今天天氣很冷！有多冷？必需用「溫度計」表達。民主政治好亂喔？這可用一個國家政府，它的財政部所發行債券、公債殖利率的水位說明。一般政治風險對殖利率影響是暫時性，是一種極端數值的偶而機遇。但是一個國家財政情況彰顯在信用評等上，是一種較為中長期；必需用平均期間等級去檢視，約 5 到 10 年期間。全世界各國信用等級的標準符號是 A, B, C。A 等級最優、B 則次之、C 最差；其中以 B 分為上下。上為投資、下為高風險等級，嚴謹的標準臨界為 BBB+；在此之下則為所謂「垃圾債券」。

危城要逃、亂邦不入，政府公債的發行人是由該國政府，如果是在發行市場 When Issue，則這個國家政府的財政部、也是一樣；民主失序、財政紀律蕩然、趕快賣掉公債。2012 年希臘公債如此，今 2018 年 3 月拿坡里故鄉義大利，這歐元區第三大強國也是如此。這個不常被提到的國家，在台灣是以名牌廚具、及米蘭服飾業等風聞。由於受到近期中東戰亂影響，義大利同樣受到移民困擾；但

風險需要追溯到 2008 年主權債務危機。從冰島、愛爾蘭、葡萄牙、西班牙、希臘、塞浦路斯延燒到義大利。以財務金融投資的原理，嚴格而言像義大利這種已經發生風險；當下的公債殖利率上揚，但這種誘因是因為政治選舉，選過之後大多恢復理性，因此真正的正確投資過程是，在 2017 年底債市價格下跌開始不斷逢低買進，在 3 月選舉日前後事件明朗前後賣出；如果是這樣的操作流程大多是會賺錢。當然在這個過程中，因為政治情勢不穩，買進公債的會心驚膽戰；其實這就是風險溢價報酬的操作過程。

叁、歐洲主權債務危機在升息陰影下、竟然野火燒不盡、春風吹又生？

1. 標準普爾(S&P)、穆迪(Moodys)、惠譽(Fitch)長期信用評級表

投資等級			
	標準普爾	穆迪	惠譽
最高評級	AAA,AA+	Aaa,Aa1	AAA,AA+
優良	AA,AA-,A+	Aa2,Aa3,A1	AA,AA-,A+
好	A,A-,BBB+	A2,A3,Baa1	A,A-,BBB+
中等	BBB,BBB-	Baa2,Baa3	BBB,BBB-
非投資等級			
不確定	BB+,BB,BB-	Ba1,Ba2,Ba3	BB+,BB,BB-
差	B+,B,B-	B1,B2,B3	B+,B,B-
非常差	CCC+,CCC,CCC-	Caa1,Caa2,Caa3	CCC+,CCC,CCC-
極差	CC	Ca	CC
最低	C	C	C

2. 評等展望說明

- 正向(Positive)-表示該評級可能升級
- 負向(Negative)-表示該評級可能降級
- 發展中(Developing)-表示事件尚在發展中，狀況未明評級可能升級亦可能降級
- 穩定(Stable)-代表該評級不致於有所變動

(圖三：全球三大信用評等公司的等級說明，鉅亨網)

一、零息債券？就是不必付利息給債券投資者。台灣有多少公司有能力和信用發行零息債券？能力是指財務狀況，信用是指對外被接受程度。這些公司如台塑、南亞、台積電，及多數國營事業等。為什麼這些公司所發行債券，有能力以此優越條件發行？因為這些公司所發行債券等同現金；發行者信用等級高，

到期時不會違約。「零息債券」在發行時，一定是「折價」(Discount)；所謂「折價」就是低於票面金額。除非是在資金滿患時代，否則在發行時很少會有溢價。二、對債券的發行者而言，在發行的當下就決定，它未來必需要以多少利率、利息去舉債。因為發行者的財務情況，必需要經過自己國家、或是國際信用評等機構評鑑；償債能力財報表指標簡單者是「流動比率」與「速動比率」。三、「流動比率」是指一年內要清償債款，「速動比率」是指一季內要清償的債務。這兩個比率如果多很高，則信用等級高、舉債成本低。但若兩者皆低，則舉債成本會很高。如圖二，義大利主權信用等級的變遷，在 2012 年初信用等級落入 BBB+ 負向後；就被國際投資機構列入與西班牙國債一樣，存在主權信用風險、公債長期償還會有違約問題。這種情況持續到 2017 年多還未能改善；預期可能要在 2018 年底，歐元區經濟復甦後才會稍有改變。

國家主權評等表								
義大利 Italy								
標普			穆迪			惠譽		
日期	評級	展望	日期	評級	展望	日期	評級	展望
2017/10/27	BBB	穩定						
2014/12/05	BBB-	穩定						
						2014/04/25	BBB+	穩定
2013/07/09	BBB	負向						
						2013/03/08	BBB+	負向
			2012/07/13	Baa2	負向			
			2012/02/13	A3				
						2012/01/27	A-	負向
2012/01/13	BBB+	負向						
						2011/12/16	A+	負向觀察
2011/12/05	A	負向觀察						
						2011/10/07	A+	負向
			2011/10/04	A2				
2011/09/19	A	負向						
2011/05/20	A+	負向						
2006/10/19	A+	穩定						
						2006/10/19	AA-	穩定
						2006/05/25	AA	負向觀察
2005/11/01	AA	負向						

(圖四：義大利國家主權信用等級，鉅亨網金融)

但在 2018 年 3 月大選干擾下，義大利公債殖利率自 2018 年 2 月開始已經攀高；賣出公債投資者預期，義大利政治情勢趨於暫時混亂，與美國帶動全球抗通膨升息，兩者將會帶給義大利公債殖利率短期走空；而且歐元區歐洲央行是否接著宣告，將恢復正常存款準備率水準？不再實施負數利率？在這些算計之下，殖利率的上揚趨勢成形，達到 2% 水準不退。五、2% 對應於全球目前各國的同期殖利率，這種 Number 並不是十分高檔。但與歐元匯率近期轉強對照，似乎存在貨幣與債券背向落差。正常情況，債券殖利率趨勢應與該國貨幣匯率變化呈現同向關係。在歐元升值情勢下，義大利國債殖利率至少應維持低檔，以德國 10 年期殖利率 0.7% 為基準，同樣面對全球升息潮流，義大利公債殖利率偏高、價位偏低。若與當年 2011 年 11 月初，高達 7.36% 殖利率比較；2% 水準不至於構成信用風險，可是時空背景完全不同。2011 年美國還在執行 QE 政策，而此時是 QE 放出的資金尚未完全、甚至只是開始要回收時而已。可以想見，如果未來上述這些緊縮預期兌現前，殖利率往上緩慢攀升情形可能再次重現。



(圖五：義大利 10 年期公債殖利率日曲線圖，鉅亨網)

肆、結論：即使有？貧富不均下只會有停滯性通膨、不會有成長！

因為公債的發行者是為政府，因此價格信息、就是殖利率水準，多少含有主權風險與利基情報。再則含有金融市場資金寬鬆程度，殖利率上揚是為資金吃緊；殖利率下跌是為資金寬鬆。第三種信息是股票的無風險利率趨勢，如果債券殖利率升高，則表示所有股價與衍生性商品定價公式中，無風險利率升高。股票、選擇權、期貨等合約必需報酬率增加，合理價格下跌。第四種信息是銀行體系資金，金融機構賣出債券等同付出，原本非常可靠、不會違約的機會成本；這意味或預期，金融體系中存放資金利率與報酬率升高。賣出債券取得放款資金，是為了要獲取比債息、與價差還獲利划算的資金轉換。第五種是對於該經濟體貨幣政策會有預期效果，這由 FED 與歐洲央行的 QE 政策，及 FED 宣告退場、升息等宣告日的利多、或是利空出盡的殖利率走勢，就可理解公債殖利率對貨幣政策具備「暗示效應、預期效果」。上述這些效應反向講法就是，政治因素、財政與貨幣政策、股災與資金緊縮等變數多會影響殖利率。當貧富不均引發政治問題時，債券殖利率將會與股價指數同步下跌。Fed 應該擔心的是，它等到的不是需求拉動通膨，而是停滯性通膨；而且後面是貧富不均引發的悲劇！！

(提醒：本文為財金研究分享無政治立場，運用財務理論分析當前時事，有諸多假設性議題、對股債市無多空立場；說明與判斷標的皆無任何推薦與貶損，只為研究用，不為任何引用本文行銷或投資背書。)