

# 遲到的升息？禍患無窮！！

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

## 壹、前言



(圖一：ECB 總裁：請繫好安全帶、寬鬆歐元即將轉向，AFP)

自 2016 年 11 月起，歐洲央行 ECB 相關會議中，已開始對過去多年，寬鬆貨幣政策開始轉為猶豫。11 月貨幣政策會議是維持 QE 政策，但擬將每個月 800 億歐元的寬鬆；從 2017 年 4 月起減低額度為 600 億歐元，此一措施會持續到 2017 年 12 月底；這與 Fed 在 2014 年美元 QE 退場方式一模一樣。Fed 當時是以每個月減少 100 億美元，縮減到 2014 年 11 月時完全淨空；德意志銀行認為這是 ECB 寬鬆貨幣政策轉向信號。檢視德國 10 年期債券殖利率周曲線圖，2015 年 4 月 13 日德債殖利率曾跌到 0.05%，創下有史以來新低；當時還被「債券天王」葛洛斯先生稱為，這是一生一次難得拋售債券機會。但由於 Fed

對美元升息步伐一拖再拖，且 ECB 啟動歐元 QE 政策又欲罷不能，德 10 年期公債殖利率之後揚升、但 2016 年還是下跌；就在 2016 年 7 月 5 日那周，出現-0.2005%最低殖利率。負殖利率表示債券持有到期報酬，絕對比不上當時次級交易價值、是泡沫化價格、也是一生一次難得拋售債券機會。換言之，債市泡沫時間點有兩次，一次為 2015 年 4 月、另外一次為 2016 年 7 月。雖然還有 2016 年 7 月負殖利率，但葛洛斯在 2015 年 4 月稱是一生一次拋售債券機會；在債券價位上也是相當專業。站在投資機構立場，當時的確是大量調節債券機遇。2015 年 4 月後德債殖利率開始反彈上揚，但未幾即再度下跌；最後再與全球債市同步，出現負值利率。



(圖二：德國 10 年期公債殖利率周曲線圖，鉅亨網債券)

貳、停滯性通膨會使債券殖利率留在高檔、不會上演利空出盡！

在投資學教科書上，投資有價證券通常多會計算，每年或每一期間的投資報酬率？投資人習慣用「每年報酬率」做為績效計算參考，但這是與現實非常不對稱的衡量方式。因為除非固定收益方式的有價證券，否則其它風險高、預期報酬率大的有價證券，價格走勢多是非常飄忽詭異。有的盤整三年之後突然大漲三個月、幅度可高達一倍的；有的大漲又大跌、翻來覆去、千奇百怪的走勢多有。因此除債息與股息可估算外，價差發生時間點是相當不一定的。而所謂再投資風險也如此，股利與債息可再投資；但價差收益再投資則充滿不確定。就如同上述道理，任何一種有價證券何時會發生價差收益很難掌握。對固定收益投資機構，如投資債券型基金、或是美債；他們最擔心的是債息被通貨膨脹吞蝕，更擔心為喝止通貨膨脹，貨幣市場利率水準上揚使得債券殖利率上揚，讓債券變現能力轉差。變現能力好壞是指將有價證券、或實體資產，在不會有顯著虧損下轉賣為現金速度。在該項資產交投熱絡、價格上揚趨勢中、變現能力通常多不被擔心；但在交投轉冷卻或價格下跌過程中，變現能力會受到制約。這也是為什麼在會計資產負債表上，總資產項目排序是由現金、約當現金、再往下排為應收帳款、或應收票據，最後才是公司固定資產；因為處理固定資產變賣速度最慢，討價還價、你來我往。



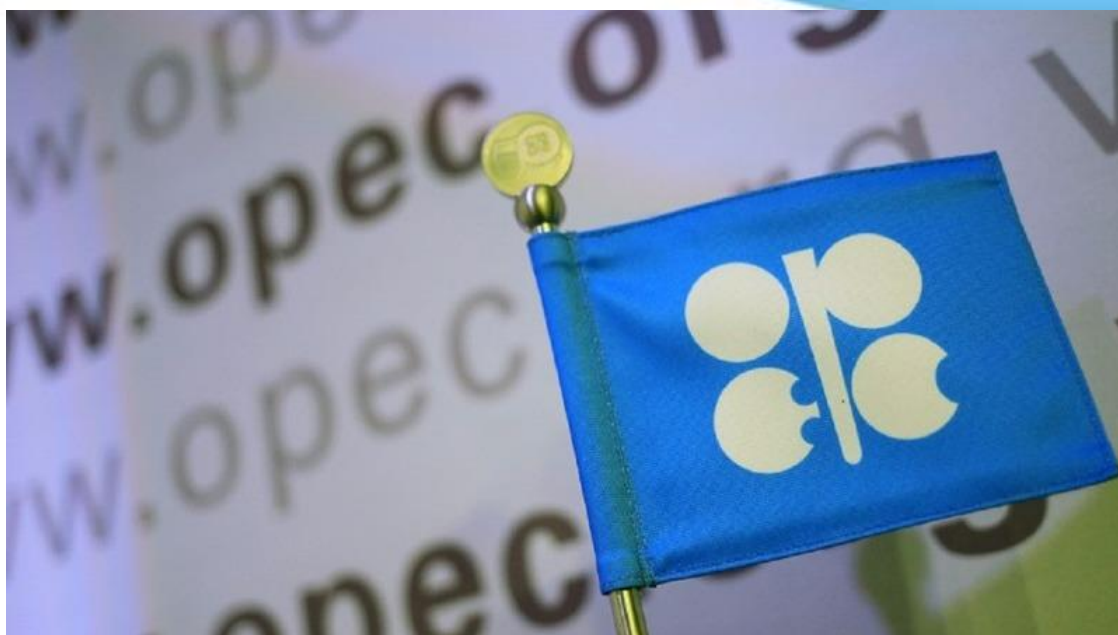
(圖三：美國 10 年期公債殖利率日曲線圖，鉅亨網債券)

在 2016 年為 Fed 的升息抓狂後，2017 年投資固定收益債券的主要變數應為：一、Fed 要將美元利率正常化，那當然又是意謂著現在美元低利率是不正常的。依 FOMC 所慣用的「泰勒法則」(Taylor Rule) 核算，在失業率與物價缺口兩大變數發展趨勢下，美元正常資金利率應該為 2.25%。但目前美元聯邦資金 Federal Fund Rate 只為 0.5% 到 0.75%，離正常水準還有 1.75%、即約 7 碼空間。這即使這次升息一碼，但 2017 年還是必需背負 1% 以上升息壓力。二、其實 Fed 升息大好日期，已在 2015 年到 2016 年中被它自己辜負過去。當時 Fed 可能想避免升息引發劇烈金融市場波動，因此不斷預告與提醒；但在首次升息 2015 年 12 月 27 日股市還是大跌，遑論當時高收益債餐重災情。而此次 2016 年底情勢更為嚴重，連投資等級債多崩跌。三、如果 Fed 認為，這種 Foresight 透明與塑造預期手法，可將金融市場波動降到最低；則目前回顧檢視可知，這顯然是一種錯誤想法。Fed 透明與預期告知手法，還是使升息負面效應照樣發生不誤。而拖延過這一段最

好升息期間後，2016 年 11 月 Fed 的升息貨幣政策，不但要面對已經狂漲的道瓊工業股價指數，還得與 OPEC 石油減產共舞；也就是與預期通貨膨脹常相左右。

叁、Fed 失去升息大好時機！2017 年將「與狼共舞」！

從北海布侖特油價走勢就可以理解，本文對未來全球金融市場憂慮。2015 年初到 2016 年 1 月是油價超跌段，在 2015 年第一季起 Fed 就該開始啟動緩慢升息，但 Fed 一直拖延、拖延至當年底、我行我素、最後仍然無法迴避高收益債崩跌。而在 2016 年 1 月 16 日後，油價的反彈顯然也沒被 Fed 鴿派看在眼裡；他們必然認為這只是油價跌深後的「均數復歸」(Mean Reversion)現象。但自第三季起 OPEC 與非 OPEC 合議減產情投意合後，使得弱勢油價陡然站上 52.51 美元/桶。如果這是因為有效需求恢復，則未來物價上揚是來自於需求增加 Demand Pull，物價上揚是景氣回升所致。但這次油價站上 2016 年高價區，是因為供給減少所帶動；因此未來的物價上揚是成本推動 Cost Push。Demand Pull 是 GDP 與物價同步成長，Cost Push 則是 GDP 漲不動。在此趨勢下的 2017 年經濟，就可能演變為低 GDP、緩慢升高的 CPI；一旦後者超越前者、就是停滯性通貨膨脹 Stagflation。



(圖四：OPEC 多頭旗幟飄飄！通膨踏浪而來！AFP)

在 Stagflation 情況下，Fed 恐怕只有唯一一條路，就是只有升息策略可以運用；即使它不這麼做、經濟學家恐怕也多會這麼想。或許 Fed 認為，美國頁岩油產業發展正方興未艾，消費者不會受制國際高油價。但這要具備兩個條件：一、美國頁岩油業者對全球油市要有決定價格的主導能力；美國業者能迅速擠進全球寡占式的「古諾市場」(Cournot Market)？在 OPEC 與非 OPEC 最大油國俄羅斯已聯手下；美國業者要插上一腳扭轉情勢，顯然是需要一段不算短時間。二、第二個條件是勞動薪資上揚速度，要贏過核心與一般物價成長；薪水的增加要超過房屋租金、與能源食物價格上揚。當成本推動型態通貨膨脹發生後，它會使 Fed 升息緩慢步調顯得非常沒有效率；在無法有效壓抑通貨膨脹下，金融市場對 Fed 升息預期相對放大，這種情勢可能形成一種長期預期心理。即油價在 50 美元/桶以上跌不下來→蔬菜與水果價格升高→預期利率還會再調高；調高利息的幅度與速度越慢，這種演變循環就會不斷來回往返。三、由上述這些未來可能出現狀況，提前推演到現在金融市場的對應方法，如果投資機構多知道上述情況必然發生，那他們現在會如何反應與應變。本文認為，這會使債

市高檔風險持續存在；美國 10 年期公債殖利率，雖然已經進入合理區 2.15% 以上。但在 Fed 升息利空出盡後卻跌不下來，而這種預期停滯通膨的偏空風險，最後可能會漸漸延燒到股市。

肆、結論：Fed 失去升息的大好時機、後患無窮！

在低度成長經濟的大餅縮小後，所多同業多要搶食市占；競爭力弱的廠商便成為不景氣下的失落者。而在預期利率持續將提高下，廠商未來淨現金流量的折現值會降低，預期股價合理本益比也會下降。在大盤合理本益比多得調低情況下，除非獲利能力為同業鰲頭翹楚，否則可能難以抵擋股價下跌與盤整壓力。依照投資實際經驗，這樣的未來趨勢是不可能等到 2017 年，才會被投資銀行發覺到的；大家多是武林高手，市場會怎麼變化沒人會後知後覺。大家多是操過大部位內行人，只要這種趨勢若隱若現就會開始賣股票。可以想見如果 Fed 在 2017 年再度拖延升息？則強勢美元可能暫歇，金價強勁反彈。但 Fed 累積升息壓力只會更大、不會變小；因為油價已經漲上來了。2017 年 Fed 再拖延升息對美國經濟有好處？從政府公共支出的角度，好處是延緩財政支出對貨幣市場擠壓效果，但這也是會有風險；如果經濟景氣就自 2017 確定復甦，則延後的擠壓效果將使 2017 或 2018 年資金利率陡升。



(圖五：北海布侖特原油日曲線圖，鉅亨網期貨)

Fed 自 2017 年起將與通膨共舞，如圖五布侖特原油價格，由 11 月 29 日沙烏地阿拉伯即將與俄羅斯聯手減供前，由 47.32 美元/桶開始急速上揚。過去 2 年多以來，我們多將油價視為有效需求指標，但自 2016 年 11 月 30 日起，減供干預干擾價格機能自由與放任運作，在此情勢下油價需求面意義已淡化。不僅是 Fed、可能全球各國央行多需面對輸入型通膨；因為美元匯價太強、本國貨幣購買力降低、進口物價變貴了。當然如果川普及時端出高關稅，在保護主義下或許愛用國貨就沒這問題啦？(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。)