

以毒攻毒？以發債收拾債市崩盤？

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：川普當選美國總統，圖片來源：AFP)

當全球多在為川普當選美國總統傷腦筋時，理性投資者最好是冷靜下來、仔細推敲這位美國新總統所提的財經政策；這些政見未來多會兌現，對全球政治、經濟、金融市場多會造成影響。本文用理性態度，思索與詮釋川普財經政策時發現，川普所提出的財政政策並不是隨機、或間斷性的 **Discreet**。它與過去美國幾十年來，財經政策是一脈相承；川普只是用誇張選舉語言凸顯其政策主張。其實在 2015 年 11 月底起，美國財經政策就已經逐漸轉向；貨幣政策由寬鬆走向中性，再由中性將要走向升息、然後由升息可能再步入緊縮。財經政策不僅只是貨幣、還有財政政策、它包含租稅與政府預算、與政府公共支出

等。貨幣政策可以推陳出新、由 19 世紀時英格蘭銀行「公開市場操作」(Open Market Operation)變形為「量化寬鬆 QE」；存款準備率也可以由正轉負、由全面性轉為「定向」。同樣財政政策也可以選擇、或將資金籌措方式進行創新。緊縮性的財政政策如加稅、或是削減政府預算金額，對於過熱經濟景氣有壓抑效果；而擴張的財政政策如減稅、或是增加政府公共支出，對於低迷景氣也會有正面推升效果。與貨幣政策一樣，財政政策在財經工具運用上，也是以對抗景氣(Anti Cycle)為主要運作邏輯。但是一般在運作財經政策時，除非情況非常危急，否則很少是兩種政策大手筆同時推進。就如同 2009 年 3 月，美國 Fed 身先士卒；以極端權衡貨幣政策試圖解決金融危機，這在貨幣政策的運用上史上少見。

貳、即使川普落選、美國本身經濟與財金政策還是會改變！

今天無論是誰當選美國總統，美國與全球的財經政策不可能數十年不變，如果不因勢利導、政府職能無益於民生，要再連任總統就非常困難。其實就在 2015 年 11 月 QE 退場後、Fed 於 2015 年 12 月 27 日宣告首次升息；近期 Fed 再度升息情勢越發明顯，政策的轉向隨時發生。由利率指標、美國 10 年期公債殖利率曲線圖檢視，短期債市全面的價格下跌趨勢一目了然。這一波美 10 年期公債殖利率由 11 月 4 日，1.772%一路陡升到 11 月 14 日、站上 2%到達 2.306%。到期公債殖利率(YTM, Yield to Maturity)與債券價格成反比，公債價格 P 是由各期的利息，再加上到期時面額、對殖利率折現後的加總；如果公債供給量過多、相對需求不振之際，債券價格 P 就會下跌、而此就代表殖利率 YTM 上揚。反之，如果公債的需求旺盛則債券價格上揚，表示殖利率 YTM 往下降。



(圖二：美國 10 年期公債殖利率日曲線圖，鉅亨網債券)

目前全球債券的現況是，公債殖利率 YTM 曲線急升，債券價格 P 急跌。債券是「預期報酬率」與「風險」皆很低的有價證券，在所有證券中，它對貨幣市場利率變化最敏感。利率變化對債券價格的上升與下降有不對稱效果；貨幣市場利率下降對債券價格正面推升程度，高於利率同幅上揚所造成價格跌價損失。但無論是債券或是股票價格，有價證券價格多是在反應，未來預期事件或潮流趨勢，多不是等待事實兌現後才匆匆回神。這一次中波段債券殖利率揚升，對準的正是 2016 年 12 月份 Fed 可能的升息宣告。以實體經濟發展立場去看，升息是一個正面信號；至少隱含美國總體經濟有拉高利息的本錢或條件。試想如果 2016 年 Fed 多不升息？也就是 Fed 若在，2016 年 12 月底前再不升息一次；那無異於雙手一攤說，它沒見到景氣復甦、或消費者物價還是不振，反而更令人擔心。但對金融市場而言，這次在公債市場對升息的預期效應，顯然是一場大災難；因為全球所有的長期性投資機構，如每一個國家央行與產壽險公司，它們目前在美債資

產配置的帳面價值，隨著殖利率上揚而出現虧損正在擴大。如果因為債券殖利率上揚，再度觸動貨幣緊縮政策與企業去槓桿神經，最後也拖著股票一起下水；那對 Fed 而言真是功虧一簣，全球為歐、美、日等 QE 所付出的副作用代價將無法估算。

針對當下經濟情勢演變，與未來可能發展，做出正確財經正確政策才能對經濟有益。但是所有財經政策卻多會有三種「落後效果」，即對於經濟情勢確認的認知落後、執行政策時間的落後與政策效果傳遞的落後等三種。當經政府與濟學家意識到經濟情勢已經不妙時，其實實際的經濟情勢發展是已經相當不妙了、而且惡化存在時間也已不算短了；雖非傷痕斑斑、但也是斯人憔悴了。這之於為什麼本文論及凱因斯有效需求時，會苦思去找出油價當指標；以油價趨勢發展去預判未來經濟情況。透過正確的替代性量化指標，可預見抽象情勢未來趨勢發展。認知的落後可以 2008 年全球金融風暴發展為例；在 2008 年上半年 4 月起，歐洲與美國因不動產抵押債券 MBS、或是連動債違約，所造成的銀行倒閉已時有所聞；但是真正引發恐慌的卻延後到 2008 年 7 月，蝴蝶效應落後於事實發生約有一季以上時間。而 Fed 與全球各國央行出手相救時間，則又是拖延到 2009 年 2 月後。而這些救市對於實體經濟，正面效益則卻延後在 2011 年，指標是美國勞動市場失業率顯著下降。但即使是這樣也別忘了，Fed 的物價目標至今已經六載、多也尚未達成目標。以實體經濟觀點，QE 的執行效果不是落後而已、是有夠落後的。當然天下事多如此，雖是日正當中、但月有陰晴圓缺，此事難以雙全；政策的實際效果必然有其缺憾。



(圖三：美國 Fed 主席葉倫，圖片來源：AFP)

叁、以歷史為鏡子可以知道財經政策的興替！

過去 Fed 採取三種金融指標，做為它進行貨幣政策操作的參考，一為三個月期國庫券利率、二為貨幣供給量 M2、三為 Fed 的超額準備；幾十年下來 Fed 對超額準備與國庫券利率控制，要比 M2 貨幣供給量的掌握還好。Fed 曾經在 1975 年後為控制通貨膨脹，而以 M1 與 M2 貨幣供給為指標，執行緊縮性貨幣政策；但因無法掌握數量的萎縮，而導致 1979 年經濟衰退。在執行寬鬆與緊縮貨幣政策上，Fed 最成功經驗為 1990 年 7 月、到 1992 年 9 月連續 17 次降息，將基本利率由 8% 降到 3% 帶動經濟發展；而又在 1994 年初到 1995 年 7 月，連續 7 次拉高 Federal Fund Rate，反向使經濟軟著陸。當時 Fed 的節奏相當有效率，1999 年 6 月為防範經濟過熱，在半年內三次調高利息、在 2000 上半年又三次大幅調高利率，才使過熱的景氣降溫。Fed 執行或政策的落後、Time Lagging 約為 6 到 9 個月。

由 Fed 貨幣政策歷史演變發現，像這次 QE 這樣大規模寬鬆政策可持續時間之久，在過去數十年中從沒有過。而如果 Fed 認為在經過這樣

寬鬆刺激後景氣已恢復，則未來其調高利率機率與頻率是相當高的。由以上這些經驗推估，雖然這 6 年多以來美國股價指數不斷創新高，上揚的幅度相當可觀；但實體經濟景氣卻未由復甦繼續攀高。2008 年全球金融危機所引發的經濟危機，到目前為止並沒有完全弭平。美國消費者目前面對的是，高租金與低工資成長、可支配所得下降；高物價水準與低物價年增率。這些狀況使得 Fed 在升息過程中非常猶豫，前者是消費者受困、後者是企業受窘；如果要像對付景氣過熱式的快速升息，則非常有可能步入 1979 年經濟大衰退老路。

這也驗證川普當選的時代意義，不僅是美國、全球在 2009 年後的 QE 政策，所產生的貧富差距問題嚴重；美國國民所得基尼係數可能不是 4.3 或是 4.6，實際可能遠高於聯合國的統計資料。川普之所以提出財政政策，其最重要目的在於 Fed 採取非寬鬆、甚至得預防美國經濟進入通膨階段、不得不使用緊縮性貨幣政策時。往後要將政策接軌到財政擴張，以解決經濟衰退與貧富差距。因此川普以廢除歐巴馬全民健保，加強商業保險措施，避免美國長期財政赤字繼續惡化；而又以醫療保險現代化要替代全民健保。只要參閱他的移民政見可發現，川普在移民問題處理上相當尖銳；這也是為何在當選後，美國各地群眾上街抗議事件不斷主要原因。其實這由美國經濟發展歷史來看，財政政策與貨幣政策輪替使用，可避免貨幣政策邊際效益出現遞減後，經濟重新回到衰退的步調中。

肆、結論：美國財政政策是為防範貨幣寬鬆無法托住經濟著陸！



(圖四：道瓊工業股價指數日 K 線圖，鉅亨網首頁)

如果將 2008 年比擬為 1933 年，則非常類似的部分是，川普擴大財政支出政策與羅斯福總統，帶領美國走出經濟大蕭條是如出一轍。這也可以想見 Fed、不敢像葛林斯班那樣，在 1994 年多次不斷拉高利率原因。因為實體經濟的衰退陰影還在，一旦拚老命拉高升息，最後不但實體經濟舊傷復發，最後連不斷創新高股價指數也可能一命嗚呼。如果是這樣的話，則在共和黨的減稅方案尚未出爐之前，Fed 要將 Fund Rate 升高到其目標、即 2.25% 至 2.5% 之間，是高風險行為。(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。)