

貨幣政策轉向中、精彩的多空纏鬥？！

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

壹、前言

2017 年 3 月 15 日，美央行 Fed 再次宣告升息一碼 0.25%；聯邦資金利率(Federal Fund Rate)由 0.5%拉高到、0.75%至 1%之間。這一次貨幣政策確定後；未來全球股市將趨之何方？由股價長期變動經驗，投資者多已理解，在系統性風險變動下；即使是襲擊大盤利空，也多可拆解出多個「次要變數」。這些「次要變數」對類股股價結構，其事件前與事件後影響；並非全然多是單相思、「負面」的。除非它影響力已由「金融市場」(LM 曲線圖)，重擊到「實體經濟」(IS 曲線圖)。如果股、債市等金融各子市場所受變化，延伸觸及到「實體經濟」；這才會使廠商發生存貨囤積跌價風險，或是企業債務去槓桿、甚至於牽動到國家財政危機；股市才會有全盤皆墨危機，否則在大利空發生後，也還會有個股表現空間。對全球股市、外匯市場投資者而言；無論 Fed 是否還會升息？升息多少？3 月 15 日就是一個「事件日」(Event Day)？對以長期持有股票投資者，他在 3 月 15 日前投資策略；就代表他對 3 月 15 日後，他所預估的金融趨勢的判斷。

貳、透過「事件分析法」Fed 這次升息衝擊；房地產與債市！



(圖一：先鋒房地產信託指數基金，鉅亨網首頁)

James Dolley 是第一位以「股票分割」(Stock Split)為事件；進行「事件分析」(Events Study)學者。他在 1933 年時以 1921 年到 1931 年期間樣本資料，以 95 個分割樣本為研究標的；研究在分割期間、股票的「名目價格」變化；即不含股息股利的還原權值價格。這種「事件分析法」在財務文獻運用，於 1960 年代時達最高峰；包跨 Ray Ball 及 Eugene Fama 等著名學者，其所引用方法論多是「事件分析法」。

一、「事件分析法」的第一個研判工作，就是要確認「窗口期 Window Date」。例如目前台灣財金碩士生，最喜歡研究的議題：「盈餘宣告」(Earning Announcement)；它的窗口一定得包含，上市公司發言人「宣告」財務資訊的那一天。也就是當價格開始明顯反應出的第一天後，及包含宣告後次日的股價反應；而中間夾帶的 Date 就是宣告日。

二、第二個重要工作是，在這段窗口期要以哪一種證券價格為事件「衡量標準」(Measure Criteria)；研究者可運用金融市場、及主要產業的上市櫃公司股價，與具有代表性的股價指數、及代表性的資產價格為研究指標。

三、第三個就是以事件涉及到，相關股票的「非正常報酬率」

(Abnormal Return Rate)為衡量標準；同期間個股股價、與大盤指數同期間報酬率之差異，就是超額報酬率。由學者 A. Craig Mackinlay 在 March 1997 年於 Journal of Economic Literature 文獻：Events Studies in Economics and Finance 一文，即可運用在這次 Fed 升息事件分析中。



(圖二：安碩 iBoxx 高收益公司債指數基金，鉅亨網)

就誠如 3 月 13 日本文曾經提出論述，在 2017 年 3 月 10 日前，顯然是房地產相關有價證券價格，反應了 Fed 的升息利空效果、價格已經開始下跌。除了不動產指數基金的 REITS、REATS 等外，與利率最相關的債券市場中，高收益債券發生顯著預期效果。如圖二，安碩 iBoxx 高收益公司債指數基金「每單位淨值」(NAV)，自 2017 年 2 月 27 日後開始下跌，於 3 月 15 日前連跌數天。再如圖一，先鋒房地產信託指數基金，其「每單位淨值曲線圖」變化；2017 年 2 月 27 日也突然出現「拐點」，在達短期高價 86.16 元/單位後，與高收益債一樣、開始顯著下跌、每天跌；在 2017 年 3 月 7 日那周、更是兩三天急速下跌。從這兩個圖多可以清楚見到，2017 年 3 月 15 日、的確是在升息事件 Events 中。A. Craig Mackinlay 所敘述的三個條件，很顯然就是：一、窗口期之始是 2017 年 2 月 27 日。二、與房地產連動的有價

證券價格，就是 A. Craig Mackinlay 量化指標(Measure Criteria)。三、對房地產指數基金，其 Abnormal Return Rate(超額報酬率)就是(86.16 美元/單位-80.65 美元/單位)/86.16 美元/單位=6.35%。由 Abnormal Return Rate 數據變化檢視；這在 3%或是 5%水準下，必然有顯著的超額報酬；也就是 3 月 15 日 Fed 的升息效應，對房地產連結信託基金、或是信用等級較差高收益債價格多有影響。安碩 iBoxx 高收益公司債指數基金淨值觀察，其衰退的淨值也是從約 2 月 27 日開始，而短期淨值減損也是顯著的。

叁、但是金融產業卻反應升息的利多：預期利差損將轉為利差益！



(圖三：德意志銀行股價月 K 線圖，鉅亨網首頁)

由德意志銀行股價變化，還可拆解在升息循環過程中，也有利多效應存在與發酵；升息對金融類股是具有利基的。以長線研究具代表性全球金融類股價，或可見到股市在升息事件中、對類股價是以正面效應看待。一、如圖三、德國德意志銀行股價月 K 線圖；該公司股價 2009 年後原在高檔區、盤旋約有兩年時間；之後在 2011 年 2 月，歐洲主權債務危機進入「主災」期間前；被希臘主權債務危機給拖垮，由

46.58 歐元/股、重跌到 30.34 歐元/股。之後多在此價格附近游走，持續約有三年多時間；一直到 2014 年 7 月，也就是 Fed 的 QE 政策將要完全淨空前。二、美元 QE 淨空於 2014 年 11 月，Fed 首次升息於 2015 年 12 月 27 日，二度升息於 2016 年 12 月 14 日，三度升息於 2017 年 3 月 15 日。德銀股價真正落寞於 2015 年到 2016 年、從平台整理轉為下跌。而這兩年期間是 ECB 歐洲行、量化寬鬆貨幣政策、歐元 QE 與負存款準備率如火如荼之際；但美國 Fed 政策已由美元 QE 轉為中性。三、德銀股價最慘淡就在 2016 年 9 月 27 日、股價為 9.88 歐元/股；2016 年最不被看好的，全球投資銀行就是德意志銀行。股市投資機構多睜大眼睛，對德銀投注金融風暴的「可疑眼光」。

當時德銀受困於 Fed 與 ECB、美元與歐元低利率貨幣政策環境；為增加存放款利差獲利盈餘，德銀在全球貸款市場與幾家大投行，先後涉入操縱 LIBOR、即倫敦隔夜拆款利率。LIBOR 是全球國際借貸款的利率指標，幾乎所有與證券化有關的「固定收益證券」，多是以它為基準利率、以求取借貸雙方起步公平。德銀與幾家投行因傷害了全球利率公平基準，因此被歐盟與美國金融監理單位罰以巨款；這使其年度盈餘受到相當顯著損失。但近一年以來，全球股市領先所有金融類股起漲，最為顯著與耀眼的卻也是德銀。它在 2016 年常被質疑將會倒閉；就在這最不被看好之際，股價由 2016 年 9 月 27 日的 9.88 元/股，上揚到近期 18.26 元/股、漲幅達 1.85 倍。由日 K 線圖來看，德銀股價是越靠近 2016 年 12 月，Fed 二次升息、股價漲得越兇。



(圖四：德意志銀行股價日 K 線圖，鉅亨網首頁)

肆、若再持續升息、金融業利益會由「利差損」轉為「利差益」！

由此可以預見，Fed 持續升息會帶動全球利率由低走高，而投資銀行存放款獲利將會增加。就金融類股而言，如果利差拉大、也會使壽險資金的投資效益增加。為了隨時應付被保險人的給付，壽險公司收進保險人資金後，多要提撥「責任準備金」；而再由所剩餘資金進行投資。為確保投資是在低風險中進行，各國保險法幾乎多規定、保險公司的保險金投資、是以固定收益為主。因此攸關固定收益的資金報率拉高後，未來的預期到期報酬率也會提高；可能由「利差損」轉變為「利差益」。保險公司投資固定收益預期投報率，大於責任準備金比率就是「利差益」；過去低利率時代是為「利差損」。預期 Fed 將會持續升息，而其將帶動的預期「利差益」、會使得如德銀行金融類股，股價在 2016 年 7 月後、每次升息前多會當成利多。

美國公債市場殖利率						2017-03-14		
時間	商品名稱	收盤價	漲跌	漲幅%	開盤	最高	最低	前一日收
2017/03/13	美3月公債殖利率	0.741000	0.000000	0.00	0.741000	0.772000	0.711000	0.741000
2017/03/13	美6月公債殖利率	0.922000	0.026000	2.90	0.891000	0.942000	0.876000	0.896000
2017/03/13	美2年公債殖利率	1.392000	0.024000	1.75	1.368000	1.392000	1.331000	1.368000
2017/03/13	美3年公債殖利率	1.697000	0.029000	1.74	1.673000	1.697000	1.638000	1.668000
2017/03/13	美5年公債殖利率	2.143000	0.032000	1.52	2.110000	2.149000	2.071000	2.111000
2017/03/13	美7年公債殖利率	2.446000	0.042000	1.75	2.403000	2.446000	2.366000	2.404000
2017/03/13	美10年公債殖利率	2.624000	0.039000	1.51	2.584000	2.633000	2.552000	2.585000
2017/03/13	美30年公債殖利率	3.214000	0.043000	1.36	3.163000	3.216000	3.141000	3.171000

(圖五：美國政府各期公債殖利率表，鉅亨網金融)

金融類或壽險公司的保費運用投資、大多唯債券型有價證券是瞻。而債券投資組合、在預期利率升高時，需要做必要的調整、以迴避風險。債券殖利率預期上揚前、債券價格會下跌，短期債券價格壓力會因此增加；因為不能眼看它的價格持續下跌，且債券到期日已近，到期日時候兌現的實質購買力變低。因此在債券次級市場交易中，價格會因預期升息而下跌。如圖五所示，2017年3月13日升息前、美國各年期公債殖利率變化，很清楚見到3個月期公債殖利率並沒上揚；而殖利率上揚幅度、價格跌得最大的是6個月期公債。其次依序為2年期、3年期、5年期、7年期、10年期、30年期；其中以30年期殖利率上揚幅度最小、只有1.36%；這與債券投資組合，在面對升息策略時有所差異。

債券投資組合的建立或調整，是以「存續期間」(Duration)為主要指標，當利率上揚前、正確債券投資策略為賣出Duration較大、買進Duration較小。但由以上各期殖利率變化可見，在2017年3月10日殖利率報價變化，就可以見到在當下已反應，2017年3月15日後「再投資」Reinvestment 預期報酬將增加的預期。以到期後再投資的觀點，「買長債賣短債」將成為升息後未來優勢投資方式。因為在此利空當下，必然是低價格、高殖利率；要做為未來長期幾十年後的變現標的，

就是要在現行利空中買進。預期在升息後的投資，它們在到期日時預期報酬率多會增加；這也是在升息前保險公司、金融類股、德銀股價上揚主要原因。

伍、結論：複利、與預期再投資成本利多效果、多落在金融股身上！



(圖六：美國 10 年期公債殖利率月曲線圖，鉅亨網債券)

以長期投資觀點檢視，在升息下以複利存款方式、是最佳固定收益投資方式。同樣是長達 10 年投資，但是單利與複利的總收益卻是完全不同、差異甚大。以 Fed 過去這近 8 年以來手法，由量化寬鬆 QE、到退出 QE、到當下的升息；還會預見未來資產負債表規模減低，也就是 Fed 政府公債會漸漸步入淨賣超。預期 Fed 初步升息循環，就是從 2015 年 12 月 14 日首次升息開始，至 2018 年為止、約為為三年時間；這段期間應是 Fed 升息的暖身期間。由美 10 年期債券殖利率變化檢視，美國公債 10 年期公債殖利率曲線循環，由 2010 年期開始至今，曲線的起落可見多頭循環為 2.5 個半循環；而自 2014 年 QE 退場後，至今有 1.5 個空頭循環；預期未來 2017 年 3 月 15 日後，將會有 1 至兩次循環。由這些多次循環中，如再投資配合複利投資滾動，則總收益率會比單次「抱到底」還高。(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。)