

2013、2018？最後引爆美債危機？

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：美元指數日曲線圖，鉅亨網首頁)

對所有證券價格分析多要以，預期因素效應做為預測。不管利多或是利空事件，多不會等到「發生日」才對價格發揮效應；該要發生利多或利空效應，通常多是在「宣告日」之前就發生了。而在發生當時、由原本「內部訊息」成為「公開訊息」時；敏感的反應，通常多不是從事件的利多或利空被公開討論開始，反而是顯眼的價格上揚、或是下跌喚醒投資人、價格趨勢被矚目。最後當利多出來時、價格已經在高檔；而利空襲擊時，價格已經在低檔。由這樣邏輯去看待債券、美元指數、及全球各重量級國家股市；可在股價下跌時，知道後面可能會有利空事實、是買進時機；在股價上揚中，知道後頭會有利多將兌現，是調節持股時刻。不利的事實發生時，是股價跌近谷底之際，應該逆向買進。利多兌現時，股價飆高到峰頂之際，應該逆向調節賣出。

進一步要捕捉到價格趨勢的先機，必需從價格發現工作做起。例如外匯投資者必然理解，是美元指數走勢領先「利率評價理論」；不是「利率評價」可完全預測匯率趨勢。短或長利率或「購買力評價」理論，必需配合當下匯率循環起落；理解當時與未來基本面背景與可能發展，才会有較高機率準確預測美元指數。就如在美元指數極端危機論一文，文中運用短期與長期波浪詮釋與預期發現了，95.11 點與 90 點為短期美元指數兩個極端值；且短期波浪可能先由上而下跌破 90 點，中期波浪則由谷底 85 點以上翻揚、穿過 95 點；整個中期就是技術分析論中的「破底翻」。

投資者如何運用這些分析，去執行投資策略？美元指數下跌，表示新興國家貨幣升值；這是長期將要去美國投資企業，分批買進美元、儲存購買力機會。但也是新興國家股市，短期將再度翻升時。美元指數就在 2018 年 1 月 20 日，美債務上限問題凸顯後、到達短期底部區；這是對於未來需要美元的企業，第一次 PICH 買進機會；它可以讓企業用便宜資金，買到全球最大貨幣。用共同基金投資術語，這是一次逢低買進機會；是不是能還有更便宜？繫於下一次美國參議院，是否繼續否決美債上限調高法？對美國債務上限被拒危機，長期對匯率與金融股債市影響，可藉用 Modigliani-Miller Theorem 定理。必需留意定理中，其重要前提或是假設 Assumptions；並可借用過去歷史經驗幾大重要變數，剖析變數間變動邏輯。

貳、匯率趨勢反應經濟體債務結構：美元弱勢原來是美債問題造成！

2018 年 1 月 16 日，美元指數下跌到、近一年多以來最低點 90.33 點；1 月 17 與 18 日，美國眾議院通過美國債務上限，但參議院卻否決再提高赤字額度。美元弱勢匯率，原來就是債務結構量化指標；其實就是與當時 2008 年歐洲主權債務危機，歐元兌換美元匯率持續下跌翻版。是因為美國債務上限問題促使美元指數，由 2017 年川普上台後美元不斷轉弱；但不是川普喊貶美元的。美元強弱是決定於實體經濟因素，不是定奪於政治強人。而在弱勢美元可帶動美國企業

獲利預期下，促使股價指數上揚。但目前此項事件已經兌現，所有與此有關的變數將逆轉；這包含弱勢美元指數將觸底反彈，而美股將會進入短期回檔。這種逆轉幅度在未來短、中、長、期，會進一步會如何演變？這要看未來美國債務餘額問題，是否會這樣繼續走下坡。值得空方注意的是，美國是「債務上限問題」；並不是「主權債務危機」。這與希臘或是歐洲主權債違約有很大差異。債務違約發生之前，該國匯率會持續性貶值。主權債務危機是匯率長期貶值，且造成的貶值幅度相當大；例如歐元匯價，在愛爾蘭、西班牙、與葡萄牙、義大利、塞浦路斯延續性債務與金融危機下；歐元貶值一度達到 50% 以上。



(圖二：歐元兌換美元匯率月曲線圖，鉅亨網首頁)

如圖二，2008 年 4 月中的 1.6019 兌換 1 歐元，貶值到 2015 年 3 月達 1.0459 美元兌換 1 歐元。如果美元指數在這次事件兌現反彈後，還是弱勢如歐元當時趨勢；則那就是美國將由「債務上限問題」朝向「美國主權債務危機」了，不只是「債務上限問題」而已；美國要會有多少次的債券餘額破表後，才會引爆為主權債務危機？可從美元指數與債券殖利率，雙雙配合演變中透視。如果美元指數反彈後再破底，再反彈後再破底；而公債殖利率不僅達到 3% 以上，還由

此緩緩往 5%與 7%方向上揚，這就是空方最愛的主權債務危機。在此危機下，股市絕無上揚空間。這種長期的期間需要多久？由歐債的經驗看，最快大約需要 5 年時間。在這 5 年期間中，美元指數會階梯式下滑；就像懸崖一樣。

參、這是財政懸崖一環！2013、2018、2023、最後引爆主權債務危機？

由 2018 年 1 月 17 日，道瓊工業股價指數開始出現反映，盤中震盪走低大跌。道瓊當時態勢，表明這項法案如無法通過，對金融市場有風險。風險從哪裡來？由美國 10 年期政府公債價格趨勢檢視。就投資組合效率前緣線，貨幣美元的風險最低、美國 CME 期貨合約風險最高；債券等同貨幣，是風險最低的有價證券。「債務上限」問題是否會演變為「主權債務危機」？一、債券的發行者是否有信用危機？就是美國是否會由債務上限問題，演變為主權債務危機？這先得判斷美國政府主權信用等級，是否繼續下降？所謂「繼續」是指對應於 2013 年第三季，歐巴馬主政權時；「政府債務上限」法案也曾被否決過，公務部門曾停止運作 14 天。「上限」的規定是，未償還債務餘額必需要小於 GDP 規模；也就是負債總額不能大於資產，就是公司資產負債表股東權益、淨值不能為負數。假如「美國」是一家公司，則它現在的淨值是為負數。這如果是在台灣股票交易所，該公司不是已經進入重整，就是被以財務不佳要求下市。

二、這麼高比率的負債，牽動了這個經濟體很多未來負向發展。首先是美國主權信用等級會被繼續調降，未來發行國債發行成本將增加。目前美國信用等級為 AA+ 穩定，這是 2013 年 6 月標普信評給予。此次上限被否則後，美國政府部門要重新開張，可能需要付出增加發債成本的代價；政府發債將瀕臨 10 年期 3% 左右票面利率。這一部分代價很難由消費稅、或企業稅中回收。如果將美國所有企業價值、視為美國國家總市值，則根據 1950 年代 MM 定理：公司價值與資本結構無關。資本結構就是資產、負債與股東權益配置狀況；則美國股市股價指數是不應受，該國資本結構變化影響。這在 2013 年第三季政府部門停擺時，股債市反應的確如此；美國債上限破表政府關門時，是買進美國公債大好

時機。2018 年這一次是否也是歷史會重演？當時對股價指數沒有影響，債券殖利率到達高檔區後反轉下降。還是同樣事件、在不同時空背景中，會出現不同情節？



(圖三：美國政府 10 年期公債殖利率日曲線圖，鉅亨網債券)

三、如果根據上次經驗，2018 年這一次事件也應該如此。但這有很大討論空間；MM 定理的先提假設是，企業如果多有同樣的獲利能力，則其資本結構不影響總市值。就一個國家而言，獲利能力就是 GDP 成長率。如果未來 GDP 成長率多不受影響，則將驗證 MM 定理適用於 2013 年，也適用於 2018 年；就是美國股市還會再創新高，未來金融市場不受影響。但如果 GDP 數據不吻合此一發展，則 MM 定理理想假設將遭到破壞，會出現違反 MM 定理狀況。就是股價指數會下跌，而債券價格繼續下跌、沒有人再敢買它。由 MM 定理假設的檢視，成為判斷美國這次債務風險，是否會對股債市造成殺傷力。

四、MM 定理中有兩個重要關鍵假設，第一個是無稅狀況；第二個是無破產稅、信息對稱；第三個的是沒有交易成本、第四是最重要的個人與公司的借貸、資金成本、利率多一樣。從長期金融情勢發展預期，若此則機會是不會站在多頭這邊。因為在第四項中的第四因素，利率對於個人與企業經營成本正在改變中；2013 年底是 QE 的末期，而現在與未來是反向的升息、縮表。個人與企業的資金成本，多要面對未來利率調升；而議價能力較低的個人，他要負擔的利率較高，個人與企業利率是不一致的；這可能會是引發股市回檔重要關鍵。從市場實際演變檢視；股市投資者並未將該事件視為利空，道瓊股價指數在此事件前一再上揚，有著把它當成利多味道。

肆、結論：是短期利空、也是長期螺旋式、間斷性利空之一！

國家主權評等表								
美國 United States								
標普			穆迪			惠譽		
日期	評級	展望	日期	評級	展望	日期	評級	展望
						2014/03/21	AAA	穩定
						2013/10/15	AAA	負向觀察
2013/06/10	AA+	穩定						
						2011/11/28	AAA	負向
2011/08/05	AA+	負向						
			2011/08/02	Aaa	負向			
						2006/01/12	AAA	穩定
2005/05/16	AAA	穩定						
						2004/07/20	AAA	穩定
						2000/09/21	AAA	穩定
						1996/04/01	AAA	
						1995/11/13	AAA	負向觀察
						1995/10/26	AAA	
						1994/08/10	AAA	
1992/07/27	AAA	穩定						
1991/09/25	AAA	穩定						
1981/01/01	AAA							
			1949/02/05	Aaa	New			
1941/01/01	AAA							

(圖四：美國主權信用等級變遷，鉅亨網金融)

由經濟學家立場，GDP 規模無法超越債務上限，就是一個經濟體債務風險；長期惡化之後，就是 Fed 前主席柏南克所稱「財政懸崖」。但就金融投資者去看，

不管債務上限破表、還是違約危機，多是一個投資好機遇。因為國家財政永遠不會違約，在國家財政破產時買進政府公債，多是投資公債絕佳買點；即使是 2012 年希臘主權信用危機也是如此。長期美國政府「債務上限問題」還會多次上演，隨著每次債務餘額不斷破表，超過 GDP 規模 100%、再超過 GDP 規模 110%，如此持續螺旋方式下去，最後終將不可收拾；這就是執行 QE 的柏南克，想要在 QE 結束前拉高 GDP 成長率重要原因。短期美國債務上限問題，是買進美國國債另一次好時機；但長期卻是趨於不利。比較分析美國國債破表與希臘主權債務危機，可見到準備貨幣與獨立貨幣政策，與新興國家貨幣本質上的不公平。在歐債危機中，德國藉由歐元貶值而獲得出口貿易競爭力；希臘卻無法透過歐元貶值去解決它的債務問題。美國債務餘額增加 10%，美元指數本身下跌 10%；債務餘額實質上可能沒增加。這就是完全開放的魅力，所有國際經濟利空，多可以透過匯率的完全浮動調整；因此美國不斷強調，各國匯率變動必需要完全浮動。但問題是每個國家的經濟實力，是否多足以像美國這樣，能夠建立這項機能？

(提醒：本文為財金專業研究分享，運用財務理論透視分析美國債務上限，無任何多空立場；說明與判斷皆非投資建議，只為研究舉例用，不為任何引用本文行銷或投資背書。)