

「外匯存底」是財產？或是遺產？

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

壹、前言



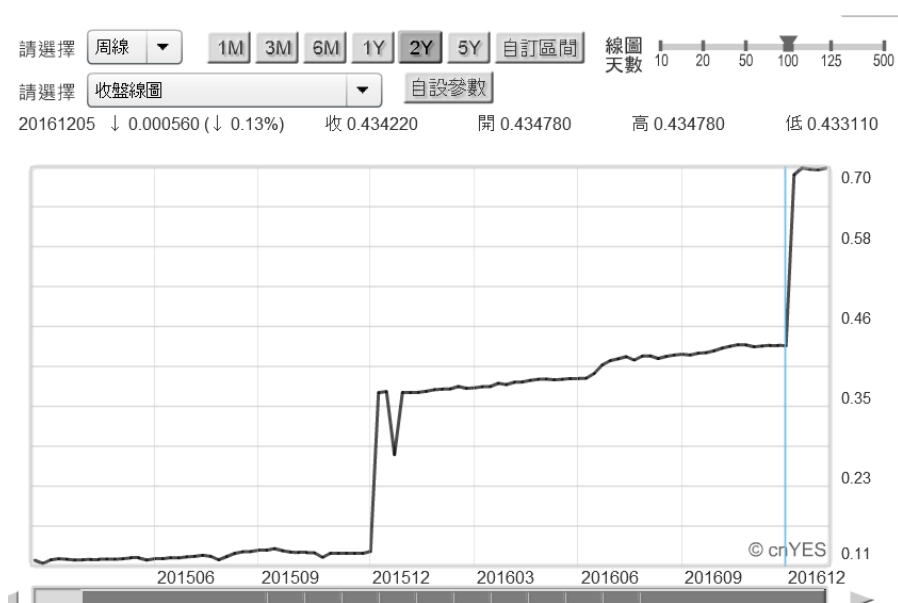
(圖一：倫敦金融中心，有著全球商品唯一定價標準 Libor，AFP)

台灣常以大量外匯存底自豪？美國央行有外匯存底嗎？美元是準備貨幣，難道人民幣不是？人民幣它自己就是準備貨幣？為什麼中國還要有準備外匯存底？目前台灣社交場合常言，除勸人謙卑外還說，用得到的東西是「財產」、用不到的錢多是「遺產」。無法活用的東西變成遺產、要比成為財產的機會大。

未來是資金緩緩趨緊時代，運用資金、融資最便宜時候已過去；但不會馬上危及經濟、與金融資產價格發展。本文列舉幾項金融市場指標，做為對貨幣市場情勢判斷依據；透過貨幣市場指標變化可窺見金

融情勢，這四大指標為：一為金融業隔夜拆款利率，二為美 10 年期公債殖利率，三為美 30 年期公債殖利率，四為外匯市場或美元指數。在承平時代中，這些指標大多穩健運行；但當極端樂或悲觀情緒發酵前，這些指標會有顯著變化。這是一組攸關資金移動指標，彼此間存在互相影響關係、自我相關。如公債殖利率上揚，會牽動拆款利率同步走高；而債券殖利率揚升，則是來自於對 Fed 貨幣政策的預期反應。本文由近期兩年多來，這些指標相關曲線發展研究，見識金融情勢演變方向。最為中肯指標是 10 年期國債，但最敏感指標是 30 年期國債、Duration 最大。

貳、金融市場中、借貸雙方永遠在玩賽局遊戲！



(圖二：倫敦金融中心隔夜拆款利率周曲線圖，鉅亨網債券)

金融業隔夜拆款利率是落後於債券殖利率的資金情勢指標。賽局遊戲是指，雙方在一場利害得失的商業或政治談判中，多站在互相對立一方；但並非完全敵對、合作還是可獲得兩利、撕破臉則兩害。國際金融中銀行業「隔夜拆款利率」，是為金融風險指標之一；圖一倫敦金

融市場「隔夜拆款利率」，其在 2015 年 12 月 27 日美國 Fed 升息後，顯著由 0.1335% 升高到 0.3671%。而這樣利率水準，一直維持到 2016 年 12 月 5 日那周，Fed 第二次將要升息前、「隔夜拆款利率」再次上揚；由 0.46% 升高到 0.7%。若將「隔夜拆款利率」與「債券殖利率」相比，實際上「隔夜拆款利率」、與「債券殖利率」數據多是統計時間序列的「日資料 Daily」；但「隔夜拆款利率」在財務理論運用上、其「連續性」要比「債券殖利率」低、就是不會有常常波動。「隔夜拆款利率」對 Fed、或該國央行貨幣政策反應是階梯式，平常處於一個水平不動狀態；在金融事件出現後才厚改變方向。而非像債券殖利率、它是連續程度高、均衡債市成交殖利率、每天多會微小變動。會造成圖一與圖二變動差異，主要原因是隔夜拆款行為者，是為大型商業銀行之間互動；彼此之間每天調頭寸屬於正常行為。

一國央行若要故意迫使，銀行隔夜拆款利率上揚，它的用意就是要完全意圖、掌控它的貨幣與外匯情勢。在金融貨幣市場中，一國中央行可動用大規模貨幣工具為，提供商業銀行重貼現、存款準備率、公開市場操作、道德勸說、信用管制、課徵債券與貨幣、外匯交易稅等；以此進行大規模資金水位調整。它能用的工具太多了，它可以宣告用人民幣兌換美元，手續費大幅提高到 1% 甚至更高，狂電投機美元者。更可以在每天交易時間中，檢視各大筆外匯交易的買家與賣家；看它們到底這些作手是在搞什麼名堂。



(圖三：美 10 年期公債殖利率日曲線圖，鉅亨網債券)

單然在正常狀況下，各國央行多不會跟自己子民過意不去。中央銀行是所有商業銀行的銀行，除非一國金融秩序失控、情勢讓它火大與抓狂。當商業銀行所面對、貨幣市場資金需求全部抓奔、偏借方或貸方，否則央行不會輕易啟動這些轟炸工具。這也之所以為何 2017 年初，人民銀行要突然拉高、香港離岸人民幣 CNH 隔夜拆款利率，修理沽空人民幣投機客。長期看貶與做空人民幣匯率、與相關金融商品、如遠期外匯者，在年底到期日時需要定時回補放空；該項回補行為必定迫使沽空投資者，必需向商業銀行融資人民幣。理由很簡單，看空者手上既存人民幣必然有限。依據市場實務經驗，沽空匯率者的慣性是，在短期回補後會食髓知味、繼續新增或持有空單；回補平倉後繼續做空。而人民銀行故意關閉所有重貼現窗口、或不願補足貨幣市場短期金融同業融資缺口，就是向沽空者叫罵宣戰、要痛宰它們。隔夜拆款利率上揚，使得回補者借款成本大增。在賺到匯差、但融資回補利息成本大增，兩相對沖下、沽空者可能沒討到好處。所有央行對付國際性金融風險，當下手段多是拉高「隔夜拆款利率」，先與沽空者開幹、擊退空頭回補的攻擊、將他逼到尼羅河中後；再以寬鬆貨幣政策，對金融與經濟彌補與救援。

叁、美債殖利率 Duration 越大對利率越敏感！

中國人銀行目前約發行 150 兆以上、人民幣貨幣供給量 M2；這對中國 GDP 規模 11 兆美元、約 72 兆人民幣可能有點 Over；兩者相距為兩倍。但既然已成為 SDR 貨幣，未來將繼續國際化的貨幣；人民幣使用量會隨全球 GDP、與金融交易量而成長，當然也會隨中國 GDP 總量擴張成長。對一個準備貨幣而言，貨幣數量多寡與價格匯率變化，通常會有「特里芬難題」；就是違背供需原則，供給量增加得越多、匯率卻會越強；而增量減速後、匯率反而趨弱。這不僅適用於美元，也在人民幣上獲得驗證。一國央行對該國貨幣匯率升貶值思維，絕對多不是「是非題」、而是選擇題，甚至非只是「單選」、而是「多選題」。在公債殖利率上揚後，緊接著金融業拆款利率上揚；這不會是投資銀行關心的菜；因為投資銀行融資目的，多為了股權融資後的投資；一手買股票、一手向銀行以股票做為擔保品。它們並不怕短期金融業拆款利率升高，而是擔心這些股權股票價格滑落、即公司經營不善。



(圖四：美 30 年期公債殖利率日曲線圖，鉅亨網債券)

會關心短期拆款利率的是間接金融，就是一般銀行體系；銀行除了賺取利差外，最大利得來自於有價證券、債券操作。殖利率上揚將使已配置在債券資金，減損價差收益、但也降低新購債資金成本。檢視圖三美國 10 年期公債殖利率，自 2014 年底 Fed 停止 QE 後，仍勉為其難、還是走出幾小段多頭行情；一直到 2016 年 7 月中、才走入中期空頭行情。尤其是 2016 年 10 月 30 日後，殖利率陡升終於引爆債市崩盤。以圖二與圖三比對，已經顯然見到 10 年期債券殖利率，是為全球貨幣市場資金鬆緊情勢核心指標。在 Fed 已滿手公債下、要再以公開市場操作即 QE、舒緩資金吃緊現象；這將會馬上引爆、實體經濟通貨膨脹。由圖三與圖四再度比對很容易發現，無論是 2016 年 7 月中前多頭、或是之後空頭趨勢，30 年期債的殖利率、多要比 10 年期來得敏感太多了。

美國債殖利率拉高後卻誘惑美元指數轉強？由圖五美元指數月線圖檢視，原來在低檔盤旋的美元指數，於 2016 年 4 月由弱轉強攻佔 100 點以上；在所有貿易對手國之中，成為最俱備購買力貨幣。但美元指數轉強過程中，卻陪伴債券市場崩盤。這與新興市場，貨幣匯率變動的特性完全迥異；新興市場貨幣轉強通常因緣於，國際資金進入該經濟體金融或資本市場，有價證券價格通常是上揚、公債殖利率下跌。

肆、中國人民銀行準備效法司馬光？踢破外匯存底的水缸！



(圖五：美元指數月曲線圖，鉅亨網債券)

美元與美債多是全球最大貨幣準備，如果人民銀行出售美債所獲得美元貨幣，再加上人民銀行庫存美元通貨，這一切全部轉換為人民幣；則其價值又是否與 2016 年 1 月前相當？也就是說中國人民銀行外匯存底，雖然只剩 3 兆美元；但會令人更好奇是，如以人民幣計價、是否會與 2016 年底的外匯存底金額一致？既然人民幣也是全球各國準備貨幣，為何人民銀行不能將自己外匯存底，以中國自己的人民幣持有？而一定得用美元？只要中國對外貿易結算全部換成人民幣、問題不就迎刃而解？當然這需要貿易對手國同意。在貶值的趨勢尚未完全停止前，使用該種貨幣進行貿易結算，除美元之外、各國央行基於貨幣準備增或損值得考慮，必然不會儲存更多人民幣。但若中國 GDP 規模持續成長、貿易盈餘穩定不減，以人民幣計價商品或證券增加，則全球投資機構會對人民幣需求，會出現出奇不遇的增加效果。以金融層面資本市場發展觀點，中國上證或深圳股市若被納入 MSCI 成份股，或是 2017 年 GDP 成長達 6.7% 以上。兩者將多是人民幣匯率轉強的訊號，美國 Fed 有外匯存底？(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。)