

美元、美股、美債「倫理崩盤」！

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：大立光股價日 K 線圖，鉅亨網)

美股未來的回檔修正，會像似台股大立光的方式？當一個上市公司未來成長動能，被主要的外部投資者懷疑；而且公司價值已完全彰顯後，股價難免會歷經事件考驗。這些事件有的並非是利空、甚至還是利多。但為什麼針對預期利多之下股價還會跌？這要從投資者、不是單純從公司經營角度去看。每次股市崩盤時，不少國內外證券主管機關，為安撫驚慌失措持股者，多會不斷強調該經濟體基本面非常好；這類似對失戀人、單相思的安慰，根本違背最基本道理。早在 19 世紀亞當斯密斯「國富論」，就已回答這問題；這位近代經濟學鼻祖說過，價格是由市場上那一隻「看不見的手」(Invisible hands)所決定、就是刀叉型的供給與需求。在崩盤的時候不斷強調，市場的基本面、供給面無虞；這不啻告訴失戀的人，不要傷情、你的條件很不錯。這種安撫方式只會越搞越糟，因為問題的根本是、為什麼對方要跟我「切八段」？不是我如何優越？

貳、探究真相要由各個角度、至少是我與對立方、最好是三 D 討論！

在探究一個問題的真相，或是預測一個議題最大未來可能發展，最被忽略的是，只站在自己這一方；沒有站在對立的一方去看。結果是瞎子摸象，說盡好話、最後預測結果遠離事實發展。這次美國股市崩跌，要由投資人立場去看；當所有富豪多買不起豪宅時；即使是頂尖建築團隊，在曼哈頓打造摩天大樓也會跌價。以經濟學最經典邏輯，投資模型就是在有限預算下，追求有價證券資產配置報酬最大化。這與在 Marshall 消費者效用理論，或是廠商利潤最大化理論求解方法完全一樣。就是運用數學 Lagrange 函數，去推導出第一階微分方程、求出最適組合。但目前的現實情況絕對是，如果運用函數，去求解美國資本市場效率前緣，資產投資配置可能會發現；其 Lagrange 二階微分方程矩陣數值方向，可能完全違背該有的正負數。換言之，在一階微分方程的解集合式不成立的；股票、金價、債券、貨幣的最適組合，全數被二階矩陣否定掉了。這是因為理論成立的背後，有很多無法「不天真」的假設。例如在無風險利率下、融資(借錢買股票)與融券(借股票放空)，多是無限制的；這在現實世界絕對是不成立。券商對投資人融資與融券保證金，每天多在算計；每次大波動收完盤、放空的與做多的多是心裡小鹿亂撞、還談什麼 CAPM 八大假設？

美國公債市場殖利率								2018-02-20
時間	商品名稱	收盤價	漲跌	漲幅%	開盤	最高	最低	前一日收
2018/02/16	美3月公債殖利率	1.600400	0.002300	0.14	1.605700	1.622700	1.585000	1.598100
2018/02/16	美6月公債殖利率	1.833600	0.012400	0.68	1.831500	1.854700	1.805700	1.821200
2018/02/16	美2年公債殖利率	2.193600	-0.015400	-0.70	2.204900	2.217300	2.172000	2.209000
2018/02/19	美3年公債殖利率	2.413700	0.027500	1.15	2.413000	2.422600	2.372600	2.386200
2018/02/19	美5年公債殖利率	2.656600	0.025800	0.98	2.655900	2.662700	2.606900	2.630800
2018/02/19	美7年公債殖利率	2.825400	0.016500	0.59	2.838700	2.842500	2.778100	2.808900
2018/02/19	美10年公債殖利率	2.891400	0.012800	0.44	2.914100	2.915900	2.847200	2.878600
2018/02/19	美30年公債殖利率	3.134000	0.000800	0.03	3.165800	3.167000	3.101100	3.133200

(圖二：美國債券結構期間，鉅亨網債券)

在現實的財務世界中，「投資」是有機會成本的；因為多數投資者資金絕不是包山包海，多是投了東、就難有資金去買西了。不要說一般投資人、股權、避險基金也多一樣。就投資者角度，當甲的「股價預期邊際價差利潤」降低後，它會轉移注意力去檢視其它標的；尤其對於那種高不可攀的股價，蠢蠢欲賣的心態遠比驕繼續傲持有還濃；時不我予的時候，什麼股王股后多會反璞歸真。所有的機會成本就是那麼渺小、不足為道的利率；但是投資組合的全部「必需報酬率」，是相當可觀的。那些過去根本被看不上眼的 0.25%等，在不斷升高之下，由小蝦米變成大鱷魚。

CME 用什麼工具去做為利率的避險合約？美國債券殖利率。因此短期貨幣市場所對應的是，3 個月或半年期公債殖利率。這就像台灣的票券循環 NIF 利率一樣，企業非常短期的資金調度。定期存款所對應的是 2 或 3 年期公債殖利率，多數國家銀行體系多只准許存款人，以固定利率做複利定存最高期限三年。而 5 與 7 年期的殖利率，大多被視為發行公司債參考；公司債一般存續期間 5 到 7 年。而 10 年期國債是全球資本、貨幣市場利率中流砥柱，等同 SDR 貨幣中美元地位；透過各國彼此之間匯率的連結，所有債券殖利率必然與其形成平行價差，如果發生發散不收斂時刻就有套利空間。而 30 年期殖利率是觸及企業長期資本支出，對企業而言 2 年期以上的債務，就是長期負債了；30 年期的是最長期的，這對於企業或是個人多是一個世代的負債了。

因此即使美國債券殖利率，在 2 月 21 日開始進行前所未有的大拋售；它的預期效應形成利空出盡，美國債殖利率在 2 月 21 日止跌，這就是縱向發展的利空出盡。這種發展不會令人意外，因為所有的有價證券價格，多是針對事件預期在事先游走；因此 2018 年 2 月 21 日起的大賣美債利空，應該早在 2018 年初就發生。財政部要賣出多少美債？一、三個月期的為 510 億美元。二、六個月的為 450 億美元。三、兩年期的為 280 億美元。四、五年期的為 350 億美元。五、七年期的為 290 億美元。六、還有 2 年期的浮動利率為 150 億美元。但是在橫向發展上卻非如此，美國各個年期國債會影響，其它固定收益的利率；最簡單的如公司債。公司債本息違約機率要高於政府公債，因此它的票面利率必然要

高於公債，當公債殖利率水漲船高之際，公司債也會被推升。那再推論到投資型保單？則情況也是一樣。

叁、不要小看 0.1% 的利率、牽一髮動全身！！



(圖三：美國 3 年期殖利率周曲線圖，鉅亨網債券)

由美債 2 年期殖利率周曲線圖檢視，其實自從 2017 年 9 月 5 日，殖利率即由 1.386% 不回頭地直奔近期 2.45%？2018 年 2 月 21 日是空頭的結束？還是只是短暫的休息？以 Fed 每個月縮表的資金規模為比較基礎，此處的殖利率暫停揚升只是短期現象。但未來的資金供給還是緊縮的，雖然幅度不至於加大，但是升息的節奏卻會加快；在此必然的趨勢下，債市空頭的暫停、可能只是一個短期現象。另外一方面利率橫向發展將會觸及、影響實際經濟如企業資金調度、存放款、及股票投資、企業之本支出與消費者房貸。如果這一些負面變化會使得內部人感受，企業成長動能會受到影響；這在企業「財務長」職位上，會比 CEO 強烈。公司財務長每天多與金融機構交手過招，會有比衝刺業務的 CEO，更具備專業信息。當資金運用機會成本顯著增加後，內部與專業經理人所必需改變的，就是低成本推動業績高成長的模式，將被挑戰或是要趕快改變。於是整條效率前緣曲線圖發生全面性變化；曲線圖相右下方移動。預期報酬率下降，但是風險增加。在這種情況下、股市類股結構必然轉變，主流類股會發生轉變；

兵隨將轉、投資者需要跟隨潮流轉換。生活是內容比外表重要，東西是便利、耐用、實用比品牌重要。投資股票跟人與人之間感情不同；有仇速忘、有恩必回者、人生絕對是富有與快樂。但投資是獲利為首要，主要在風光時要擁有它、不見得一定非得與它天長地久、陪伴她度過終老的一生、由上市抱到下市。



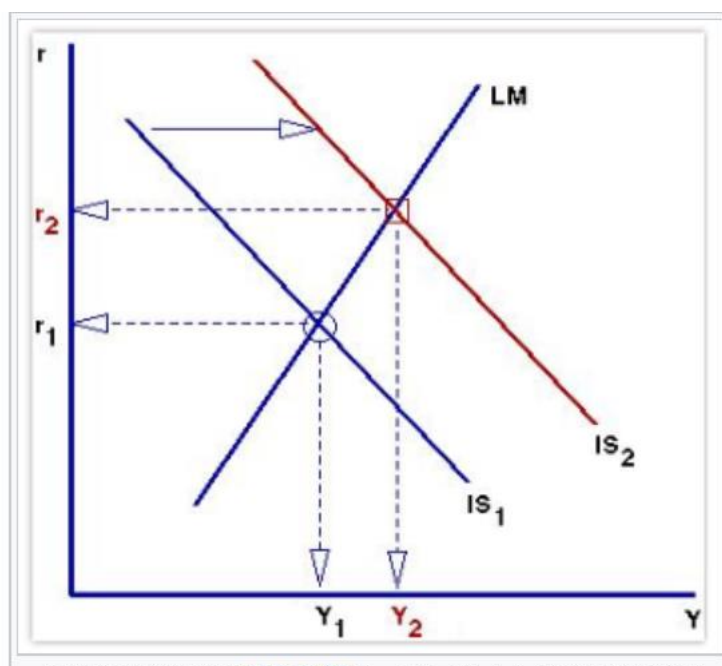
(圖四：美國道瓊工業指數日 K 線圖，鉅亨網首頁)

道瓊工業指數是要投資正的、還是反向 ETF？從圖一道瓊工業股價指數檢視，2018 年 1 月以來至今走勢變化，可確認的是，2 月 4 日與 2 月 5 日這兩根長 K 線，是確認了美國股市歷史最高點是 26,616.71 點。這個點數可能是後無來者、前無古人。一、財務理論的經典名言是，價格是由非常多的信息所形成，或是說價格的背後有很多複雜信息。由這兩根道瓊的大長黑，投資人看到、或是品嚐到的信息是什麼？由多方的立場，多頭會認為：從 2017 年 10 月以來至今，多是在幫資本市場打工。早知道會有今日場景，在 2017 年上半年就應該退出股市。二、對於空頭而言，他會懷疑為什麼多頭會在，股市為何會「選」在 2 月 4 日與 5 日大跌？或是對立多頭為何這麼緊張？要在這時奪門而出？在葉倫交棒給鮑爾時？在南北韓正在親密時刻？這是對於朝鮮半島危機的利空出盡？還是意味著未來戰亂開始？莫非鮑爾是生辰八字帶煞、他的任務就是搞倒多頭、當 Fed 主席來亂的？其實這一些難題，我們多無法事先預知，如果這次股市的大跌是短期，則它針對的會是一個事件；但如果跌勢是中長期，那肯定會是一連串不

好的事件。這一些不好的事件會在未來出現。由美國失業率、PMI 指標與物價檢視；實體經濟並沒有大到如此，殺傷力這麼大規模的利空，將股市打到如此遍體鱗傷。由財務理論觀點，這次美股大跌只是因為，美元、債券殖利率、及股市之間互動失去均衡關係、就是失控與失衡；失控是指多空雙方多煞不住車，失衡是指沒有穩定的成交紀律與節奏。

肆、結論：美元與債券殖利率、股價指數必需取得三方均衡！

一、三者正常的關係是，從風險最高的有價證券股票開始，它的巨變會影響債券、最後才是美元。股票→債券→美元，股價跌、債券要漲、美元指數是上揚的；而股票漲→債券價格跌→美元指數弱勢。債券就是類貨幣，因此債券價格與美元指數是同向關係，但股價與其它兩者關係是逆向的。二、但現在美元貨幣與資本市場，所呈現的關係卻不是這樣。如果不計較股市，則債市與美元的關係失控；股市的預期報酬最高，但風險也是最高，最平穩的是債券與貨幣關係。貨幣市場的供給者是 Fed，它並沒有失序；它多是按照既定、已宣告的計畫在運作；因此不會有預期不到的群聚與讓人抓狂事件，頂多會有單一或是偶發的 Event 發生。但是貨幣的需求面？這要由企業與消費者的需求動機去檢視。就是企業的交易、預防與投資動機，消費者對於交易、預防與投資動機。



(圖五：IS-LM 模型，維基百科)

三、不用 IS-LM 模型，光是膝蓋想就知道，在大家對於通膨預期到這種火熱程度下，與投資或投機動機成反比關係利率，必然迫使投資增加幅度下降。在凱因斯流動性需求理論中，投資需求是指向有價證券、及固定投資。像目前這種股債雙跌情況，讓我們思想起 1989 年日本股市泡沫化。1990 年後，日本歷任政府如何投藥多無法抵擋日經指數的空頭苦命。我們並不在此時就武斷地說，美國股市泡沫化於 2018 年 2 月 5 日。但當這種三方失衡關係無法改善前，對於債券與股票市場的破壞力是相當可觀的。

(提醒：本文為財金研究分享，運用財務理論與當前時事作分析，文中有諸多是假設性議題、對股債市無多空立場；說明與判斷標的多無任何推薦與貶損，只為研究用，不為任何引用本文行銷或投資背書。)