

美債負斜率 Vs. 華銀

“環球創益”集合管理帳戶走向

華銀信託部 曾文民

一、前言

自從美國債券市場殖利率曲線於2005年12月27日出現了5年以來首度

的負斜率的情況(短天期公債殖利率超過長天期公債殖利率)，引起了投資市場普遍的關注，並進而擔心此一情況是否預告了美國景氣的擴張已進入尾聲，未來股市是否也面臨了明顯下跌的危機。本文嘗試以過去30年來曾經發生過類似的歷史經驗推估未來經濟展望可能的變化，希望對未來的投資方向有所釐清，也同時對本行自有商品“環球創益”集合管理帳戶在目前的經濟環境下可能的走向做一說明。

二、殖利率曲線 Vs. 負斜率

首先，何謂殖利率曲線(Yield Curve)? 殖利率曲線是由同等級不同到期日之債券殖利率所繪成的曲線，橫軸為各期債券之到期期限(Time to Maturity)，縱軸則為相對應的殖利率水準(Yield to Maturity)，債券的殖利率曲線反映了在某一個特定時點上，不同期限債券的到期收益水準

(見下圖)。由於政府公債的債信最好，且無信用風險(Credit Risk)之虞，因此一般的殖利率曲線多指公債殖利率曲線。一般常見的殖利率曲線型態為正向或向上傾斜的殖利率曲線，表示某一時點上所投資的債券期限愈長，收益率愈高。這也有合理的解釋，主要因為長天期債券相較短天期債券尚有流動性不佳、時間風險及通膨預期的增幅等諸多風險或不確定性存在，故其較高的收益水準實為

對上述風險的補貼(Risk Premium)。如呈現反向或向下傾斜的殖利率曲線，即是本文所謂的負斜率，表示在某一特定時點上，債券投資的期限愈長，收益率反而較低，通常意味著投資市場對長期的、未來的景氣情況產生疑慮，故長期公債殖利率已然下降，而短期公債利率反而因政府利率尚未調降而處於高檔，也因此出現了負斜率的現象。



三、殖利率曲線逆轉之歷史經驗

負斜率的出現是否意味著未來景氣的衰退，我們可檢視歷史上相同的

經驗來做個推估。下表為近30年來美國公債殖利率曲線逆轉為負斜率發生的時點及之後的經濟情況變化。

	出現時點	結束時點	持續時間 (月)	出現後多久經濟 出現衰退(月)	出現後貨 幣政策	出現後多久 FED 降息(月)
第一次	1978/08/25	1980/05/02	20	19	升息	15
第二次	1980/09/11	1981/11/10	14	7	升息	5
第三次	1982/01/15	1982/07/19	6	5	升息	3
第四次	1988/12/23	1989/10/12	10	21	升息	5
第五次	1990/03/12	1990/04/03	0.7	6	降息	4
第六次	1998/06/12	1998/07/24	1.5	未衰退	降息	3
第七次	2000/02/02	2000/12/28	11	5	升息	11

由上表可發現在過去美國公債殖利率曲線轉為負斜率的情況下，短則約半年，長則在1年半之後景氣通常會出現衰退的局面，故看起來投資市場的疑慮是有其存在的合理性，當然還是有一次發生在1998年但之後並未出現衰退的局面(雖然同期有LTCM破產事件與亞洲金融風暴的發生)，至少稍為樂觀一點是勿須過慮景氣是否立即發生反轉的局面。

還原過去經濟的實況可發現，在前三次由1978年中至1982年中的時期正值第二次石油危機的發生，故當時的FED主席PAUL A. VOLCKER為了控制通膨只好持續調高利率，緊縮銀根，也導致了往後必然的經濟衰退。而在第四五次由1988年末至1990年初的衰退則是導因於巴賽爾協定的實施，因金融機構調整風險性資產比重，產生信用緊縮的效果，再加上1990伊拉克入侵科威特及爾後的波灣戰爭的影響，方導致美國在1990年末持續2季的衰退。故除了負斜率的出現之外，

顯然需搭配較大的經濟面的衝擊方容易出現經濟的衰退。

除了觀察美國的情況外，也可引英國的例子為借鏡。英國近期也在去年的11/15之後出現負斜率的情況，並持續至今，然而以目前所見的經濟成長仍稱穩健。其過去在1997年7月到2001年8月之間曾出現較為長期的負斜率的情況，但同時期的經濟成長皆未見衰退。只有一次在90年代初期面臨經濟較大的調整期，故經濟成長才出現接近2年的衰退局面，其時也正是英國面臨赤字高漲、失業率居高不下的最慘淡的時期，但以目前國際經濟穩健上揚的情勢來看，自不易出現當時的局面，所以負斜率的發生不必然伴隨經濟的衰退是一個可接受的想法。

再就美國債券殖利率曲線逆轉之後的股市(S&P500)指數表現來觀察，可看出當此情況出現後，股市的反應也未必以下跌做收。

	逆轉期間 漲跌幅	逆轉後 1 週	逆轉後 1 月	逆轉後 1 季	逆轉後半 年	逆轉後 1 年	逆轉後 2 年
第一次	0.65%	-1.16%	-2.92%	-8.68%	-6.79%	3.53%	20.13%
第二次	-2.36%	2.18%	3.68%	2.07%	3.82%	-4.39%	-3.73%
第三次	-4.52%	-0.82%	-1.68%	-0.43%	-5.06%	26.06%	43.57%
第四次	27.90%	-0.92%	2.39%	4.54%	16.00%	25.03%	13.73%
第五次	1.47%	1.44%	0.96%	6.78%	-5.20%	10.13%	19.30%
第六次	3.82%	0.16%	5.96%	-8.17%	6.15%	17.73%	32.59%
第七次	-0.53%	0.18%	-2.12%	4.20%	2.06%	-2.53%	-20.36%
平均	3.78%	0.15%	0.90%	0.04%	1.57%	10.79%	15.03%

觀察上表可簡單歸納出以下幾個結論，第一，即使殖利率曲線逆轉之後景氣出現衰退，但時間通常不會持續太久，故如以逆轉後2年觀察長期表現來看，不論逆轉期初股市是漲或跌，其後股市皆可回升，且有不小的漲幅(平均15%)，故此一經驗其實鼓勵投資人做較長期的投資，這樣可降低股市中不利的經濟面所造成的衝擊。而惟一一次較大的跌幅出現在上一次2000年之後，主因科技泡沫太大，故調整期間較長之故，以目前全球景氣皆維持溫和成長的情況來看，尚無此一顧慮。

第二，前文有提到前三次逆轉發生在石油危機期間，而同期股市短、中、長期的表現並沒有明顯的下跌，而處於區間盤整的格局，直到第三次脫離了石油危機之後的一年股市即呈現大漲的局面，顯示即使在大如石油

危機的風暴中，股市也並不脆弱。

第三，在第四 六次的逆轉時期，股市短、中、長期基本上皆出現不錯的上漲格局，顯示負斜率對股市未必然有負面的衝擊。

歸納以上數據，顯示負斜率的出現後對股市的發展並非必然是一負面的訊號，這點也可從最下方一列的平均數字得到佐證，不論長、短期的平均漲跌幅皆是正數，且從其中任一時期的漲跌機率來看，漲升次數皆高於下跌的次數，所以面對未來的股市實勿須太過悲觀。

看過了股市的發展那債市的變化又如何呢?以上一次2000年殖利率逆轉之後的債券表現來看，倒也顯示逆轉後為不錯的債券投資時機，相關表現見下圖。

	逆轉後 1 季	逆轉後半年	逆轉後 1 年	逆轉後 2 年
理柏美國債券類 基金平均表現	4.65%	5.32%	12.4%	17.55%
雷曼兄弟美國債 券綜合指數	5.21%	6.22%	14.56%	21.30%

資料來源：先機投顧；理柏（Lipper）基金表現計算起點為2000年11月

四、負斜率顯示的經濟結構變化

過去7次歷史經驗顯示，升息與預期心理是導致殖利率曲線逆轉的原因，但因近年景氣上揚，產生結構性因素的轉變，使得我們相信殖利率曲線對景氣的預測性將不如以往準確。首先，近年來各國出口隨美國民間消費力道的增強而擴張，致使各國外匯存底同步增加，為維持出口的競爭力，故各國央行經常為了抑制本國幣值的升幅再度買進美債，此一需求持續增加，以美國聯準會的估計，僅外國投資的部分即讓美國10年期公債利率萎縮了近1.5%。加上美國聯準會又明確釋出升息已近尾聲的訊號，故長債的價格風險變小，各國皆勇於加碼而創造出此一現象。另外再對照各國最近幾年的貨幣供給與經濟成長率來看，會發現貨幣供給的成長率遠超過經濟成長率，也造成全球錢滿為患的情況，故因此也壓低了長債的殖利率。

以全球的基本面情勢來看，目前可看見金磚四國，新鑽11國陸續崛起，全球的景氣驅動力全方位啟動，經濟成長必然帶來消費力的增加，連帶帶動了對消費產品的需求，此一動能方興未艾，目前經濟情況足以媲美90年代由PC快速成長所帶動的“新經濟”時代，故投資人實不需過慮美國殖利率曲線趨跌的狀況。

此外，低通膨的環境對負斜率的產生也有推波助瀾的效果。在先進國家中，1996年前10年的消費者物價指數的平均漲幅為3.5%，而其後10年則僅為1.9%，亞洲新興市場的物價指數漲幅在同期則為5.3%與2.1%，近10年無論在先進與發展中的經濟體同時出現物價趨於平穩的現象，近年雖原油由每桶30美元以下漲到近70美元，但並未因此大幅推升核心物價的上揚，這二年美國核心物價的上揚程度皆在2%上下，故造成聯準會升息目標水準不若過去嚴苛，因而公債並未被大量拋售，長債殖利率彈升幅度因而被壓

縮，才會造成短率較高的現象。當然，聯準會明顯抑制通膨的決心也造成市場對通膨受到控制顯得相當有信心，也壓抑了長天期利率的上升。

除了上述經濟結構變化的因素之外，人口結構的變化在此議題上也扮演了重要的角色，各先進國家退休人口及老年人口的比重皆持續上升，在對退休生涯規劃的需求下，對於固定收益型態的商品皆有較大的需求，故債券殖利率曲線在此一狀況下要大幅向上彈升並不容易，這也是近年債券殖利率波動趨於緩和的原因。

縱然有以上結構的轉變，但我們仍不可對潛在的經濟衰退掉以輕心，下列幾點可做為觀察景氣變化、利率升降的主要方向。首先，投資大眾普遍關注的焦點之一為美國的房地產景氣，目前雖已降溫，但以美國過去房價極少在短期間內快速下跌的經驗來看，其未來對景氣的殺傷力應不大，加上長率的上揚受到抑制，也相對降低了聯準會升息對房貸利率的直接衝擊。另外一個可關注的方向在於企業的資本支出是否持續增加，這是近年及未來景氣能平穩擴張的主要動力之一，我們可以從美國的ISM製造業指數的變化做為切入的方向，此一指數可

顯示企業生產、需求、庫存、價格變化等重要資訊，極具參考意義，也是美國聯準會調整利率的重要參考依據，如此一指數的分數跌下基準點50之下就是值得留意的訊號，以今年2月的數據仍在56之上，顯示景氣持續擴張。最後，油價是目前對通貨膨脹是否揚升的最直接的觀察訊號，而高油價也是衝擊國際濟經情勢主要的因素。近年原油雖飛漲，但對全球的經濟成長的衝擊較過去為低，顯示目前的經濟結構在對石油的依賴上，及生產效率上皆較過去為佳，故只要原油的價格未有持續飆升至極度不合理的價位則此項因素的衝擊也在降低之中。所以我們目前對景氣未來的發展認為不會面臨明顯衰退的危機，比較可能是也浦美國景氣短暫趨緩，而聯準會也採行較為和緩的利率調降模式，約2-3碼的調降，以刺激經濟表現回到原有的成長軌道。

五、華銀“環球創益集合管理帳戶”展望

基於以上分析殖利率曲線反轉的情況勿需過分擔心經濟情況的發展，推估2006年的投資市場我們認為可能

會發生股債齊揚的局面。首先，在過去負斜率出現後快則3個月，慢則一年上下聯準會通常會啟動降息機制，值此升息的尾聲已預告了債市多頭即將啟動，故可預見對“環球創益”這檔以債券基金(7成)為主的投資帳戶將是極為有利的局面，尤其是去年債券指數出現少見的下跌之後，今年應可止跌回升，因為過去可是從未有連續二年下跌的情況。

至於在股市表現方面，從之前的推論得知負斜率的出現並未必然伴隨股市的下跌，反而長期投資皆有不錯的報酬。再佐以1980年代迄今的升降息循環的股債表現，可發現在聯準會升息期間，股市(S&P500)提供了較債市(美10年期公債)為高的報酬，但債市仍可賺取固定的利息收益。但在進入降息階段，則債市提供較佳的報酬，但股市不必然下跌。以這段期間各4次的升降息經驗來看，在升息期間，股市的平均報酬是12.4%，而債市的報酬為4.2%，但在降息期間，則股市的平均報酬小降為10.1%，債市則明顯上升到14.3%。如與現金存款的收益率相比，則股債投資的收益皆較現金存款的收益為佳。

下圖為匯豐集團(HSBC)做的研

究，顯示過去在不同經濟成長結構下的美國股市相較現金存款的報酬表現，GDP的長期平均成長率約在3.5%上下的水準。舉例來說，美國今年的GDP成長率多數研究機構預測在3.5%上下，與歷史平均成長水準相當，則看到中間“GDP=平均成長水準”這一系列，因此一成長水準與去年的水準也相當，故取“穩定”這欄，交會而可推知投資在S&P500任何一段半年時期的報酬率約高於現金利率4.0%，而且任一段半年投資期間出現正報酬的機率達74%，正報酬的機率很高，而74%也是下圖9種統計情況中次高的收紅機率。以今年美國或全球的景氣來看，正報酬貢獻與高收紅機率應是根據下圖歷史情況推估最可能在今年發生的狀況，加上目前各國的企業獲利成長率仍佳，且各國股市的本益比水準在歷史上皆是較低的水準，故今年股市的行情仍值得期待。

以上述推估的股債市可能發展，我們對“環球創益”今年創造穩定收益的可能性仍抱持樂觀的態度。再以過去約一年的資料統計，“環球創益”的客戶無論在任一時點加入，只要持有至少3個月的時間，其出現虧損的機會不到1/4，且3個月最差的報酬約為

	當年成長動能相較前一年		
	趨緩	穩定	上揚
GDP<平均成長水準	-2.20%	2.90%	8.80%
	43%	67%	77%
GDP=平均成長水準	-1.00%	4.00%	6.10%
	47%	74%	68%
GDP>平均成長水準	-1.90%	-1.50%	1.40%
	51%	45%	57%

資料來源:HSBC，圖形上欄的報酬率係採投資任一半年時期的S&P500漲幅減去同期間現金利率，而下欄的正報酬機率則是投資任一半年時期其報酬超過現金利率水準的機會。

下跌2%，而最佳的報酬則有近6%，故客戶可充分信賴符合學理的資產配置模式加上穩定的操作技巧應可創造出此一投資帳戶漲多跌少的走勢，相信在操作時間更長之後，以統計的檢證應可發現投資時間愈長則虧損的機率會更低，一如多數海外債券基金的表現，因為依據歷史資料這個帳戶的波動與海外債券基金的波動與風險值相似。

六、結論

綜合以上所述，我們可歸納出一個經濟發展的循環，那就是金磚四國、新鑽11國等經濟體的崛起，帶出全球成長的新動力，並因新興國家經濟體質的改善而以其增加的外匯存底購買美元資產，抑制了美債長期利率的上揚程度，而在已開發國家因其貨幣增幅高於其經濟成長速度，加上新興市場的資金挹注，出現錢滿為患的情況，再搭配已開發國家的老年人口

的退休理財需求，在在都壓低了長債利率的上揚，同時間通膨環境仍受到合理控制，也讓投資人對未來的利率水準要求不如以往的高，在以上環境的變化下，可相信過去負斜率發生之後的歷史經驗不必然在目前發生，國際景氣依然維持穩健的步伐前進。再佐以過去的股債市漲跌經驗來看，今年股債齊揚的機會頗大，所以我們相信今年仍可繼續投入股債市，賺取合理而穩健的報酬。

以美國債券天王BILL GROSS的看法，多數的資產其價格皆已度過其歷史上的黃金時代，未來各類資產的長期報酬展望趨於平緩，一個接近長期經濟成長水準約莫4% 6%的年報酬是合理的水準，這也與“環球創益”預計的年報酬水準相當，所以投資人與其在高風險產品中歷經驚濤駭浪但最終尚未必賺取合理報酬，還不如選擇本行發行的此一穩健的投資帳戶做為個人長期資產配置的核心持有標的。