



回顧2019 · 布局2020

群益期貨研究部資深協理 ◯ 許績慶

如果一個字形容2019年全球股市表現，我會以「漲」來代表。2019年是什麼都漲的一年，不論是風險性資產或非風險性

資產，但也有很多例如基礎原物料商品是漲不多或跌的，所以仍然算是通貨緊縮的一年。

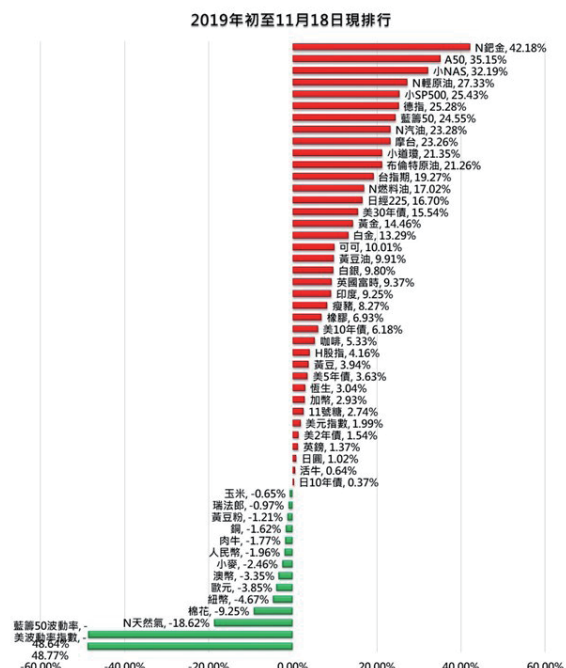
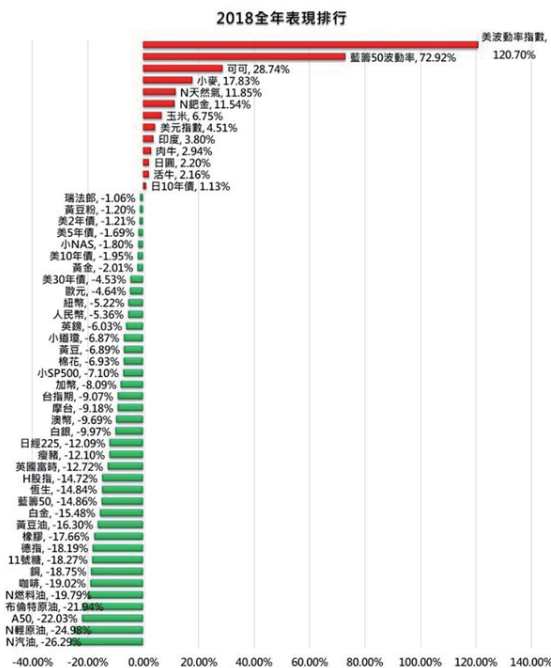


圖 1、2018 與 2019 年全商品漲跌幅

近五年通膨低迷，2019年Fed降息了三次，貨幣寬鬆造就了多頭行情

試以2013年作為分界（請參考圖2），在此之前，CRB指數¹（紅線）與MSCI世界指數（白線）呈現正向關係，但在2013年之

後，CRB指數下滑，尤其是2014年中至2016年初發生石油戰，在此油價大跌期間，兩者開始呈現反向關係，低通膨也創造股市另一番的榮景。

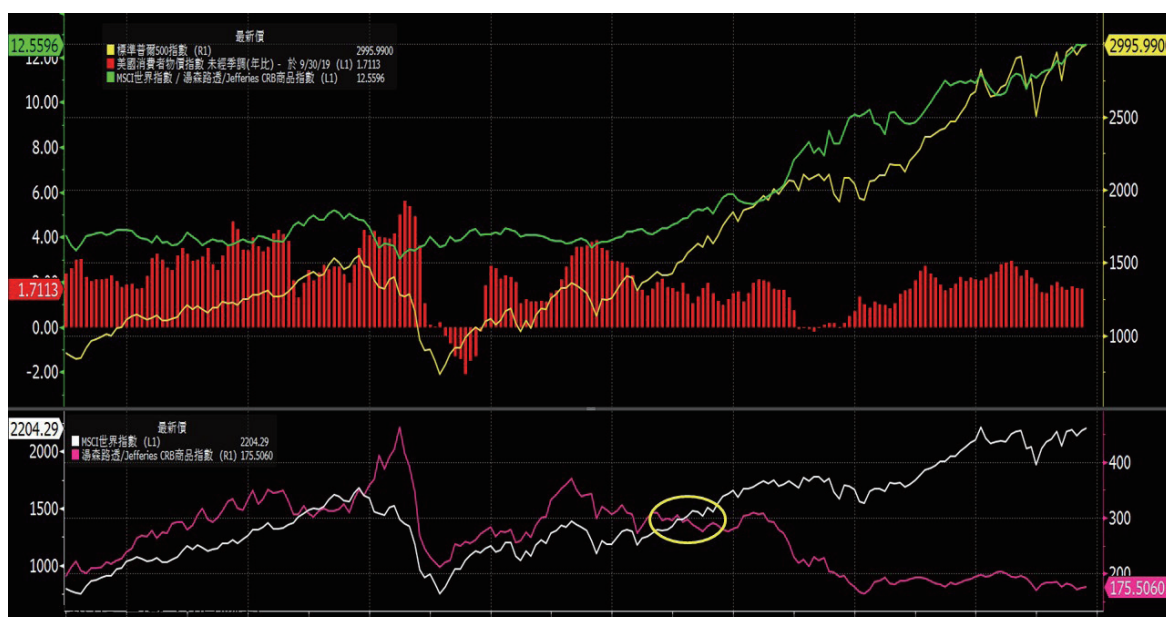


圖 2、CRB 指數與 MSCI 世界指數關係

美國聯準會（Fed）考量貨幣政策最主要的三個因素是就業、通膨與國際經濟情勢。現今的國際經濟情勢只要有川普這個大變數存在，就一定是跌宕起伏，不過整體而言，川普的商人背景，以關稅手段搭配政治戰、軍事戰及科技戰，脅迫其他各國進行雙邊談判，使國際經濟的不確定性造成全球採購經理人指數一致性下滑、美國就業市場成長趨緩仍未達衰退、通膨低迷但離聯準會所

設定的2%目標區仍有些距離，這也是聯準會在今年就降息三次的主要原因，通縮帶來了貨幣寬鬆的環境，但這樣的環境究竟還能持續多久？

異常氣候可能帶動物價敏感神經，氣候經濟學漸成顯學，全球央行列入必修課程

聯準會在最近一次FOMC利率會議仍如市場預期降息一碼，但12月再降息的機率只

1 CRB 指數由 19 種原物料商品所組成，能源（含原油、天然氣、氣油、熱燃油）占 39%，軟性商品（含棉花、可可、咖啡、糖及橘子汁）占 21%，貴金屬及工業金屬（含黃金、銅、銀、鋁及鎳）占 20%，農產品（含黃豆、小麥及玉米）占 13%，畜牧（活牛、瘦豬）則占 7%。



Market information

剩個位數，市場也認為這是降息循環的結束；甚至因為十月ISM數據表現超乎預期，市場認為要再降息恐怕得等到2021年。話雖如此，明年是選舉年，聯準會雖可能暫時凍結利率，但仍表明縮表已結束，自年底開始恢復購債，至少可持續至2020年第二季度，顯示由價（利率）化寬鬆，逐漸轉為有限度的量化寬鬆，直昇機仍開出來撒錢，市場流動性尚不算差，使得2019年呈現股債同漲的情況，資金面好的流動性或可維持到2020年第二季度。

值得一提的是，聯準會主席鮑威爾在最近的三次利率決策會議中都提到了「氣候經濟學」的概念，其他各國央行也異口同聲地重視此議題，最近水都義大利威尼斯被惡水侵襲，水位飆到史上第二高1.87公尺，覆蓋全城，引起了全球市場對於全球暖化、氣候異常的關注。低通膨的可持續性也許會成為聯準會或各國央行“不可控”的變數，異常的氣候變遷絕對會對農產品及原物料供給面帶來嚴厲的挑戰，如此物價的波動亦將牽動聯準會或全球央行的貨幣決策。

反聖嬰現象初露，2020原物料或將有大戲可唱

2013年以來太平洋海溫偏熱，暖海水屬於“偏”聖嬰現象，但自今年8月以來，太平洋東部（美國西岸）開始出現冷海水，且逐漸向西擴張的現象（請參考圖3），代表在2020年可能會由聖嬰現象轉為反聖嬰現象。行業內有句話叫「大水一條線，大旱一

整片」，反聖嬰現象可能造成低溫效應，導致美國農產品產區遭遇乾燥氣候；此外，低溫也可能使原油供給由夏季旺季延伸到冬季的取暖需求，一年帶來二個需求旺季，因此2020年可能會是原物料蠢蠢欲動的一年，而這將會直接影響各國央行的貨幣決策。美林投資時鐘也可能會轉向另一個象限，一旦通膨開始轉向，過去股市因低通膨所帶來的正向因子被拿掉之後，變數就會增加，波動也會放大，而聯準會恐怕就真如市場預期再也不寬鬆，甚至要採取防止通膨上升的措施，準備緊縮銀根的措施，若是如此，這將會與1997年亞洲金融風暴當時的情形極度相似，因金融風暴先進入暫時性的降息，隨著通膨上升，又立馬轉為升息循環。

美國公債殖利率曲線倒掛並不可怕，關鍵因子在就業市場是否衰退

2019年有關美國債券殖利率曲線倒掛的議題也曾引發市場熱議，再加上全球保護主義抬頭、PMI等經濟數據轉弱，一度讓市場擔心景氣是否會反轉向下。但看到殖利率曲線倒掛就喊狼來了，股市要崩盤了，實在是過度反應了，事實也證明並未如此，雖然統計上殖利率倒掛最終會迎來景氣的反轉，但時間上的延遲有時久得令人不敢恭維，因此看到殖利率倒掛，就開始疑神疑鬼，擔心東擔心西，並不是挺好用的指標。

其實殖利率倒掛一點都不可怕，可怕的是殖利率倒掛後再回復為「不倒掛」時，才是令人擔心的（請參考圖4），柱狀圖是美

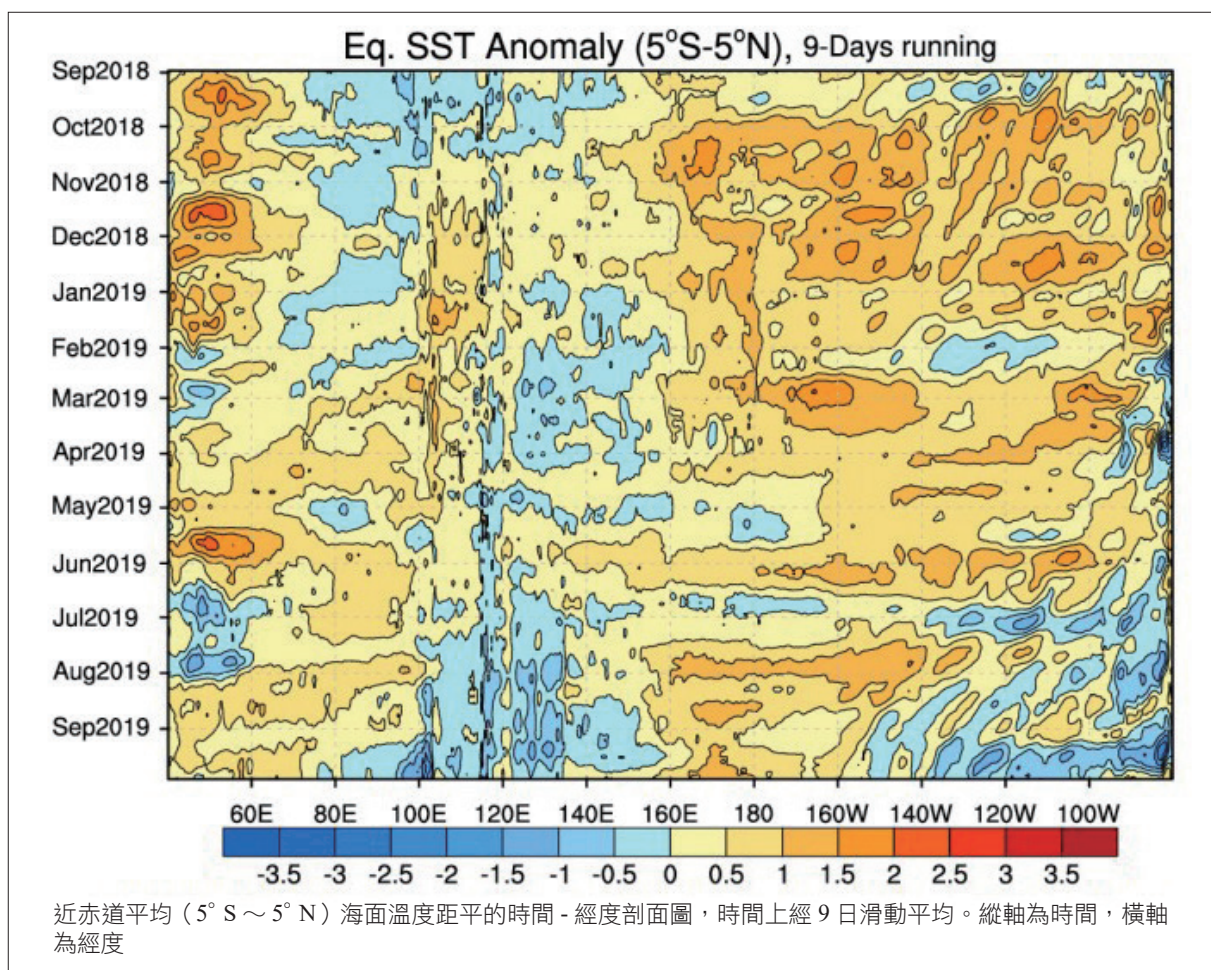


圖 3、太平洋平海溫變化圖

圖片來源：中央氣象局

國十年與二年長短債殖利率差，綠色線是美國標普500指數，直觀地對照圖形，長債與短債殖利率縮小時股市常處於多頭環境，反之當長短債利差擴大，則進入空頭環境。

再參考圖5，紅色線表示美國失業率曲線，綠線則為十年與二年長短債殖利率差，兩條線長期呈現高度正相關，由這裡可更清楚地看出，不太會有人在就業市場表現不錯下天天喊空股市的，偏偏很多人確信殖利率倒掛會帶來股災這件事，其實重點在於要觀

察就業市場是否出現衰退情形，但目前看起來只是成長趨緩而已，不至於太嚴重。美國殖利率曲線是否會擺脫倒掛，利差轉向擴大，「通膨」將扮演重要的角色，而通膨又與天氣經濟學綁在一塊，這也就是為什麼央行如此重視此議題的原因；一旦通膨持續升溫，長債殖利率上揚，將推動長短債殖利率差上揚，如此長短債利差又必將擴大，這時候皮可能就要繃緊一點了，這才是投資人要開始緊張的時候。



Market information

● 通膨、就業市場與殖利率曲線利差關係為經度

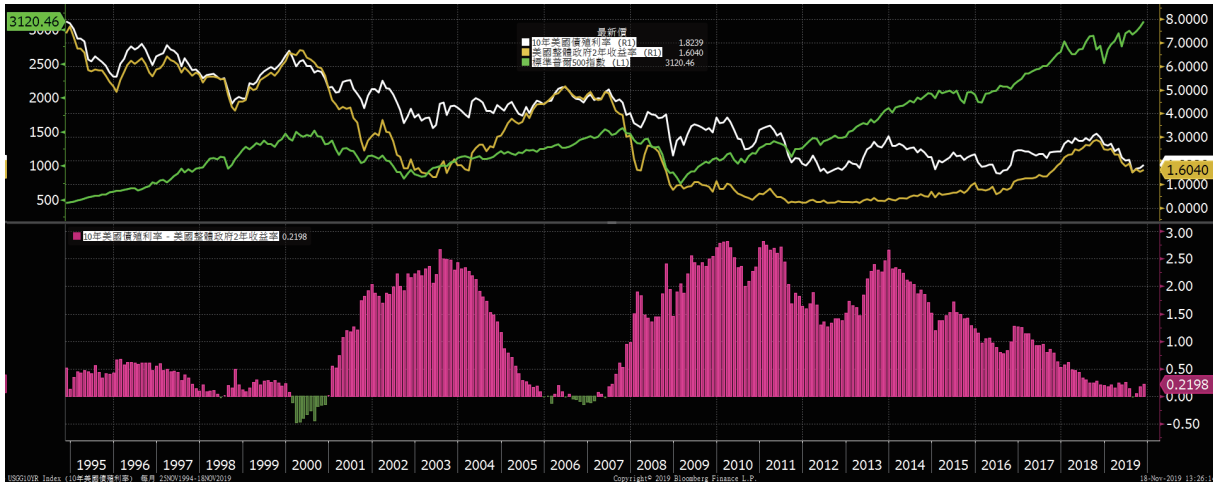


圖 4、美國十年二年債殖利率差與標普 500 指數關係圖（圖片取材自彭博資訊）

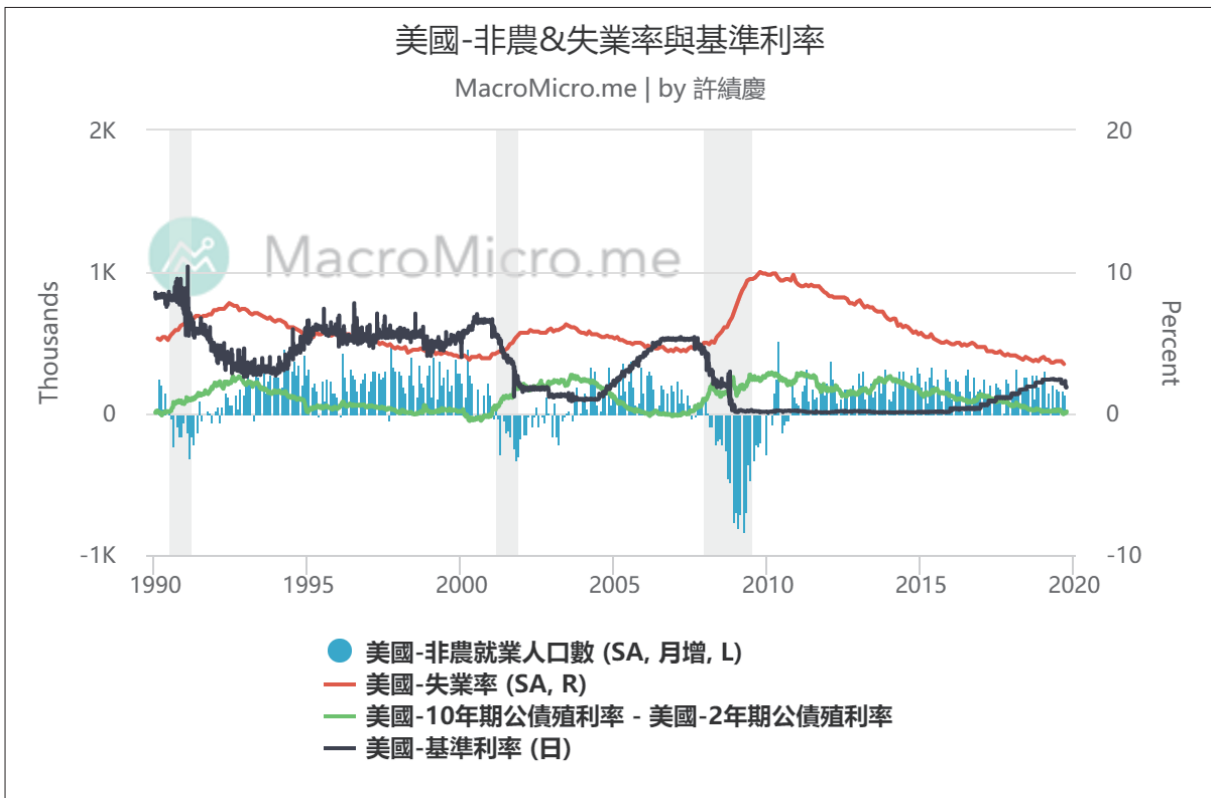


圖 5、美國十年二年殖利率差與就業市場關係圖

（資料來源：財經M平方）

2019年黃金、股市同漲，力量來自全球去美元化和負利率債規模的快速成長

2019年全球股市上漲的過程中，最具代表性的商品是以黃金為代表的貴金屬市場，在伊朗、俄羅斯等國去美元化的目標下，不僅讓各國央行增購黃金儲備；且英國央行行長卡尼的談話表示當前全球近50%的貿易是通過美元結算，而美國在全球貿易中占比不到10%，新興市場的貿易占比卻已超過50%，在全球貿易秩序重新調整的背景下，美元儲備貨幣的地位將被挑戰，新的儲備貨幣會出現，也暗示英國央行將加入去美元化的行列。卡尼認為所謂新的儲備貨幣就是「人民幣」，而數位貨幣也可能取代美元；中國人行可能成為第一個推出數位貨幣的央行，層級更可能拉高到由中國國家主席習近平親自主持，國際清算銀行也開始研擬官方版的數位貨幣，引發比特幣熱潮。

除此之外，全球的降息聲浪，使這幾年負利率債快速增長，負利率債的規模與黃金走勢始終呈現極高度的正相關，道理很簡單，黃金本身不孳息，成為負利率債最佳的替代品，因此在2019年9月初前股市下跌，黃金因避險需求推升買盤，但之後股市下跌，黃金依舊屹立不搖，形成股跌金漲，股漲金亦漲的多頭環境。而近期隨著聯準會降息循環恐怕將結束，負利率債快速縮水，從17兆美元跳水至低於13兆美元，黃金也就顯得失寵。

多頭市場期貨成交量萎縮，反應避險需求下降

多頭的特色往往是期貨市場的成交量縮小、波動率變小。2019年全球股市上漲，以臺灣市場為例，2019年至十月底止臺指期不含夜盤之平均日波動區間為74點，低於2018年全年平均值96點；2019年若含夜盤日平均波動為111點，也低於2018年的139點，當中很大的原因和上述的低通膨、央行降息寬鬆的環境有關，當然也與中美貿易談判進展出現轉機有關。9月底的副部長級會議雙方互釋善意，10月初第十三輪的華盛頓會談傳出川普與習近平可能簽署協議的契機，中美雙方的貿易爭端在川普的總統民調落後壓力下，談判很快地轉向和緩，在一些關鍵領域相向而行。

2019年幾個大事件中，對市場影響最大且最久的就屬中美貿易談判。比較2019與2018年的中方立場，2018年中國面臨內外夾擊，內部有去槓桿壓力，加上外部中美關稅戰開打，這一場不平衡的對峙，最初是美國勝出，最終是兩敗俱傷，美國打的是七傷拳，傷人一千，自傷八百；2019年初以去槓桿為主軸的證監會主席劉士余下台，銀行老手易會滿上台，標示著去槓桿的行動暫告一段落，去虛向實的行動正式開始，即使如此，人行的改革措施持續釋出卻不敵大水漫灌，也就是去槓桿的行動持續但卻趨緩，貨幣與財政同步發力，因此在中美貿易談判議題上也不再屈居下位。中國對於「改革」方面堅持自己的步調不易動搖，但「開放」



的步調則加緊腳步，與美國談判5月及8月關稅戰、科技戰雖然加劇，但在9月底10月初第13輪副部長級會議及華盛頓會談中，雙方相向而行，各取所需，達成部份協議，儘管在十一月中旬於智利所舉行的亞太經合會（APEC）因暴動未止而取消，卻未改變中美之間簽署協議的意向。川普面臨2020年選戰民調落後的壓力、習近平則有四中全會的壓力，因此中美雙方有機會取得平衡點，釋出轉機，美股也得以創歷史新高。

香港、英國2020並不平靜

中美貿易談判雖然緩解，檯面上風平浪靜，但檯面下，從今年7月以來香港發動的反送中條例示威抗議，演變到最近的暴動頻傳，習近平也首度發聲要「止暴制亂」，香港局勢使得港股在下半年出現嚴重的“香港折價”現象，臺灣加權股價指數相對香港恆生指數在同期間表現強勢超過一成以上；隨著示威演變成暴力，香港事件的議題將愈趨發散，難以聚焦，最終恐怕也不會有任何妥協，人民與政府沒有任何一方受益，香港折價的戲碼也將繼續上演，香港在2020年預期仍將不平靜，逝去的已難追回。

除了香港不平靜之外，對英國來說2019年也不算是光采的一年。曾被媒體喻為「新鐵娘子」的前英國首相梅伊承認無法通過「梅伊版脫歐草案」，在任內實踐脫歐的承諾，因此在三度嘗試之後，認為脫歐與執政的工作，應交由更適合的人選接手承擔，而

她也在保守黨的連續逼宮下於5月24日宣布自6月7日辭去首相一職。7月23日的新任首相選舉開票結果，強森所獲票數力壓杭特取得勝利，當選新一任英國保守黨領袖，並於7月24日起正式接任首相。在強生上台後，連續數個月的大亂鬥，英國議會下議院以壓倒性票數通過首相強生所提出於12月12日提前舉行大選的動議。英國首相要在脫歐議題同時取得對外及對內的平衡實屬不易，而在歐盟同意將英國脫歐期限再延長三個月至2020年1月31日，英國內部也投票同意歐盟的脫歐方案，硬脫歐的風險下降。英國與歐盟此前宣布就英國脫歐後的過渡期達成一項臨時性法律協定，根據條款，在2020年1月31日離開歐盟之後的過渡期內，對歐盟決策沒有發言權，同時在2020年12月31日之前繼續實施歐盟最高法院管轄下的所有歐盟規則，因此英國尚有將近一年的過渡緩衝期。但從2016年6月英國投票決定脫歐以來，只有初期股市大好，但隨後英國股市漲得比別人少，跌得比別人多，在這種環境下，政治、經濟的變數只會多不會少。

2020大選年，Fed降息循環結束，預期朝中立或偏鷹發展

2020年初臺灣將進行總統選舉，正好也搭上了香港議題，香港事件的起伏直接影響臺灣的選舉，牽動兩岸情勢的發展。2020年底則是美國總統選舉，雖然近期中美貿易談判可能簽訂第一階段協議，但作為川普選戰工具的貿易談判，絕不可能就此畫下休止

符，這齣戲預計將會持續上演著，吊足大家的胃口，影響投資人的情緒。聯準會在2019年三度降息後，2020年的貨幣政策可能趨於平緩，但至少在上半年量化寬鬆的政策仍會為市場創造流動性不會間斷，不是不相信聯準會的中立性，但根據過去歷史經驗以及現實客觀的條件，聯準會仍有充足的理由不會立即走向緊縮，但2019年聯準會票委偏鴿的二位票委在2020年沒有投票權，反觀偏鷹的票委中，兩上兩下，鷹派力量抵銷，因此2020的聯準會偏向由鴿轉鷹（或轉中立）的一年。

日圓有望迎來東京奧運行情

此外，東京奧運也將會是2020年的重點所在。根據過去統計，有舉辦奧運的國家，該國貨幣在奧運開始之前大多數是上漲的，大家都知道日圓與日股關係為反向，日圓貶

值股市漲，日圓升值股市跌；但2017年年初與2019年6月時日圓與日股同步上漲，這種情況雖不常見，但2003年及2009年也發生過，加上奧運光環加持，2020年日圓也是值得關注的貨幣之一。

ISIS恐怖行動並未止息，誓言對美國採取報復行動

最後，談談不可控的變數，十月底川普宣布極端組織ISIS首領巴格達迪在敘利亞北部美軍行動中自爆身亡，十一月初由巴格達迪生前欽點的接班人ISIS新領袖卡達什接任，恐怖行動並不會因為一個領導人的逝去而消失，ISIS揚言採取報復行動，在2020年美國總統選舉年，這恐怕是最難控的變數之一。

若再用一個字預測2020的市場動態，恐怕就是「震」。

