



從股匯債市看2021年投資展望

永豐期貨顧問部◎劉佳倫

回顧2020年的金融市場，不僅締造許多歷史紀錄，也跌破許多專家的眼鏡，年初新冠病毒（COVID-19）從亞洲逐漸肆虐到全球，加上沙、俄年初的減產協議破局，造就今年3月全球股匯債市全面崩盤，短短兩週內讓股神巴菲特見證了80多年歲月才見到的第2~5次美股熔断，但在各國央行、政府祭出強力印鈔以及紓困方案的猛藥下，各國股市不僅以史上最短的時間以V型反轉告別空頭，強一點的不僅相繼站回年初起漲點，甚至如美國、臺灣、韓國，更是刷新歷史新高。

2020-美股史上來最快，也走最快的熊市

聚焦股市，今年最令人震撼的就是跌得史上最措手不及。以美國S&P 500指數為例

（請見圖1），S&P 500從高點快速跌掉20%的績效，一次是在1929/9/16花了42天、一次是在1987/8/25花了55天，而最近兩次2000年、2007年的大空頭，當時也都花了約一年的時間在高檔盤頭震盪才正式步入熊市；今年在疫情肆虐下，S&P 500從2020/2/19的高點僅22天就跌了20%，榮登史上最快跌入熊市的紀錄。然而，它不僅跌得速度快，漲得速度也令人咋舌，過往紀錄從步入空頭的那天起算，未來再次刷新高點的時間少則200~300天，多則如2000年、2007年都花了約5~6年才能再創新高，而今年却僅耗時159天就突破今年2月19日的收盤高點3386.15。

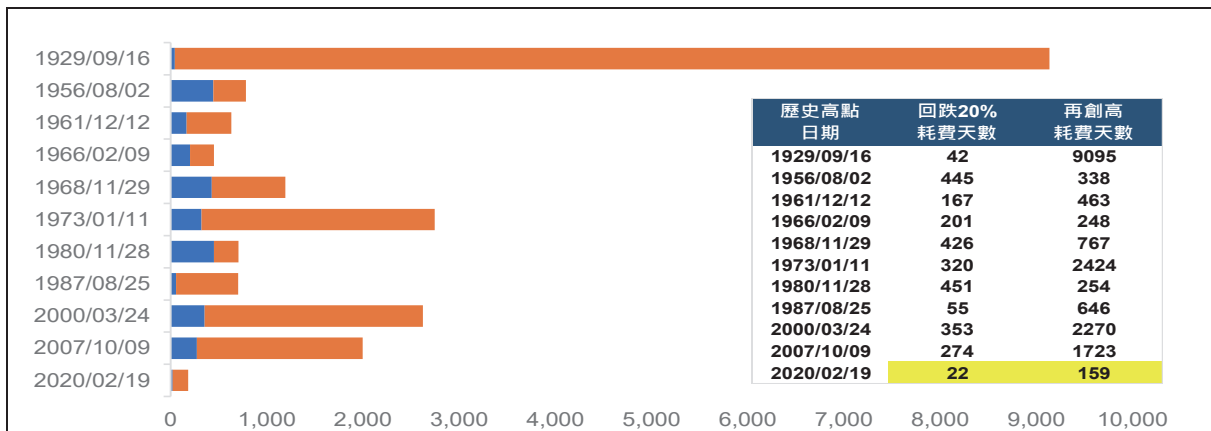


圖 1、S&P 500 指數自歷史新高拉回 20% 及再度創高所耗費天數
資料來源：Cmoney，永豐期貨整理（截至 2020/11/27）

而其他國家的股市也不遑多讓，如圖2所示，其中韓國、臺灣、日本三個國家的股市指數3月股災修正幅度都落在30%附近，並同樣以強勢V轉格局填補三月股災造成的跌幅，甚至截至11月27日的資料紛紛已翻紅，並且分別創下21%、15%、13%的高漲幅，甚至韓國、臺灣還刷新歷史新高；相反的，受第二波疫情影響程度重的歐洲國家的

股市相對偏弱，雖然4~5月也有V轉強彈，但由於6~10月陷入橫盤，即使11月開始疫苗利多接二連三出現讓股市走強，截至11月27日也仍未收復年初疫情爆發前的水位，而俄羅斯也因為市場上對經濟復甦擔憂開始減退，間接帶動油價走升，也成為11月以來彈升速度較快的股市。

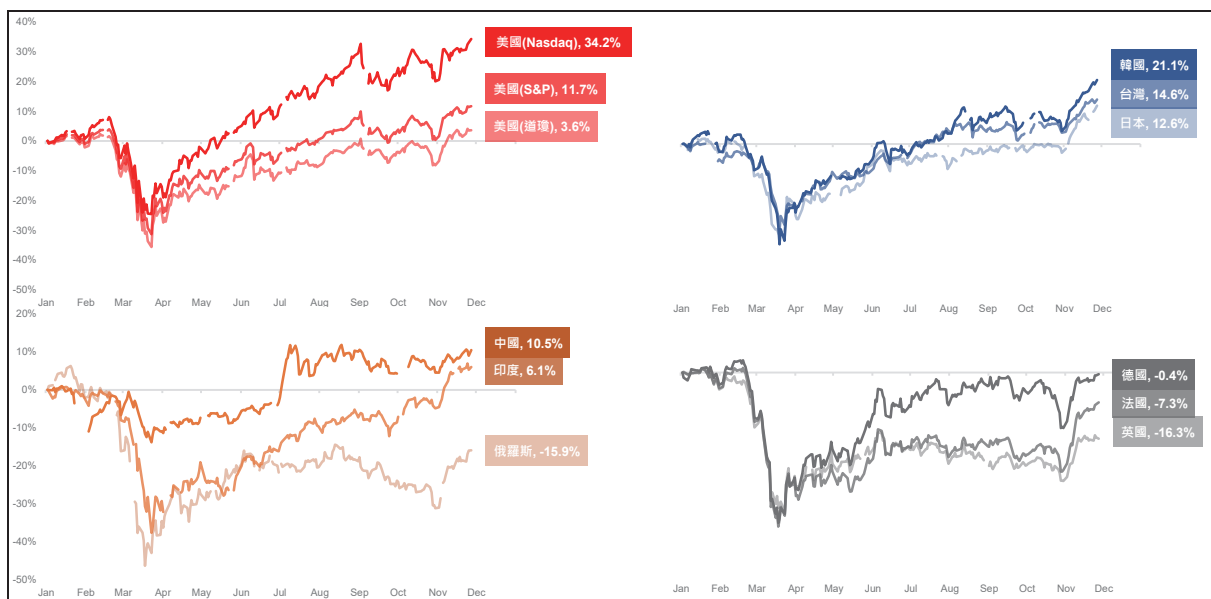


圖 2、2020 年各國股市走勢狀況

資料來源：Cmoney，永豐期貨整理（截至 2020/11/27）

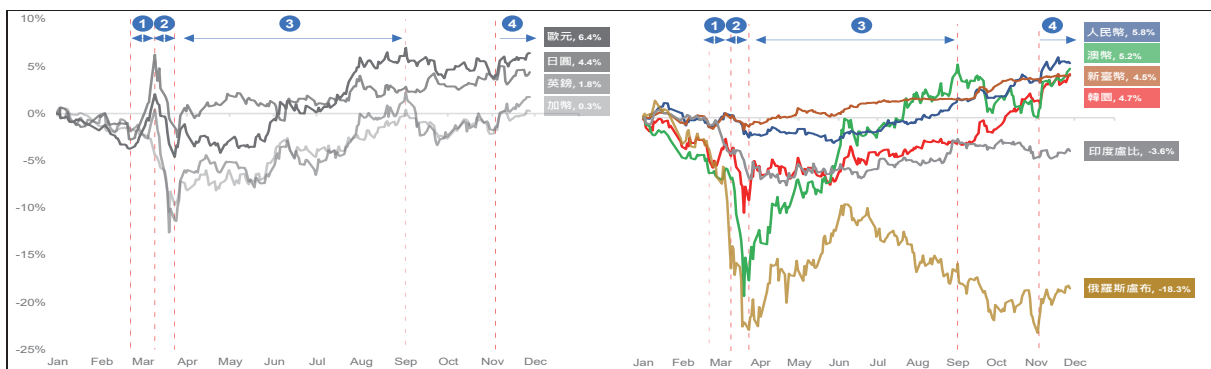


Cover Story

2020-匯率、債市

不同於股市，匯率在疫情的表現就較為複雜，大致上幾個切分點可參考圖3，其中階段1是當歐美疫情剛爆發，歐美股市持續性修正，資金出現棄美元、回流歐元與英鎊及日圓等非美主流貨幣；到了階段2美股短時間的大崩跌導致槓桿性投資面臨保證金補繳問題，市場陷入美元荒，此時連歐元、英鎊、日圓也遭拋售重貶，形成所有非美貨幣甚至貴金屬等任何可變現商品都被拋售；而階段3則是Fed宣布無限量QE，激勵市場信

心回穩，資金回流前一階段遭拋售的股、匯、貴金屬，而當資金移往某國股市，該國貨幣也會同步走升（而俄羅斯股市因受油價影響較大，連帶使得俄羅斯盧布表現較為疲軟），此時非美貨幣幾乎全面走揚；最後目前進行的階段4，則是美國總統大選不確定性消除，尤其新冠病毒這個金融市場的元凶，也在這時出現疫苗利多，市場資金已開始勾勒疫苗明年量產後經濟復甦的畫面，非美貨幣再度啟動一輪走揚（油價也在此時表態，帶動前幾階段一直獨弱的俄羅斯盧布）。



階段	時間	事件
1	2/21~3/9	歐美首次出現人傳人~原油崩跌、美股熔断
2	3/9~3/23	原油崩跌、美股熔断~全球央行注資 股市止跌
3	3/23~9/1	全球央行注資 非美貨幣延續強勢趨勢
4	11/3~?	美國大選落幕 + 疫苗捷報頻傳

圖3、2020年各國匯市走勢狀況

資料來源：Cmoney，永豐期貨整理（截至2020/11/27）

整體來說，從今年11月9日開始，Pfizer（輝瑞）、Moderna（莫德納）、AstraZeneca（阿斯利康）相繼傳出疫苗有效性極高的捷報，是外匯市場正式進入階段4的主因，而甚至英國已率先全球其他國家，宣布批准12月7日施打疫苗，就這樣的趨勢來看，今年底甚至是2021年，只要疫苗沒有太

大問題（如實驗數據造假、集體發生嚴重副作用），市場的焦點就不會再像今年中下旬一樣放在各國的疫情確診數，更多的焦點除了會關注疫苗量產的進程，2021年各國央行是否繼續現行的大舉寬鬆與擴表？新總統拜登帶領下的美國政府，與各國的外交及對中政策會如何發展？



四大央行的態度整理

今年因應疫情的大舉印鈔撒錢，不過由於許多產業復工情況仍差，從9月、11月FOMC會議顯示，Fed仍對美國的就業與全球的經濟復甦感到擔憂，每月購買1,200億美元的美國公債與不動產抵押貸款證券（MBS）的計畫仍有望延續，甚至從與會官員的態度可以看出，目前的購買規模在2021年底前都沒有鬆動或轉變的徵兆。

而英國央行在當地疫情持續惡化下，寬鬆的態度則更為積極，在11/5的利率決議上，除了維持從今年3月降息以來的0.10%低利率外，更將購買英國政府債券的規模調升1500億至8750億英鎊，連同不變的200億英鎊的投資級企業債規模，英國央行的總QE規模達到8,950億英鎊。而從行長貝利的態度也可以發現除了疫情，脫歐帶來的英歐貿易狀況，也將是是否擴大寬鬆的考量因素。

歐洲央行的部分，今年政策幾乎沒有太大的轉向，由於2019年9月將存款利率下調0.10%至-0.50%後，今年三大利率都仍維持於0.00%、0.25%和-0.50%的水準，受疫情影響，主要的改變在於今年3月間將7,500億歐元的QE規模擴大到1.35兆歐元，其目前的態度也是表明對經濟展望較為悲觀，將繼續提供寬鬆的貨幣政策來支持金融市場。

而四大央行中最早大幅寬鬆的日本央行，繼續維持現行的QQE政策，政策保持基準利率於-0.1%以及10年期公債殖利率定錨於0%目標不變，並在今年3月將每年購買6

兆日圓的ETF規模擴大到12兆日圓、900億日圓的J-REIT規模擴大到1,800億日圓。

整體來說，四大央行的利率算是都已經低到極致，而從歐、日兩大央行的態度可以發現，目前仍不傾向透過擴大負利率程度來刺激經濟，主要還是靠著購買公債、公司債，來給予金融市場足夠流動性，但在全球央行資產負債表規模創歷史新高下，其中Fed的資產負債表更是從年初的4.17兆升高到11月18日的7.24兆美元，假設在2021Q2、Q3疫苗量產、並且疫情也持續好轉的假設下，央行還是否會繼續大舉QE就值得令人深思。

不健康的債市？負殖利率不再僅止於少數低利國家

根據Bloomberg截至11/16的統計顯示，全球的負殖利率債券規模已刷新歷史新高達到17.05兆美元，從圖4觀察，可發現此規模其實在今年3月股匯債市崩盤時有所減緩，但隨著各國央行祭出強力寬鬆政策，如降息、購債，激勵買盤湧入債券市場，也促使越來越多債券殖利率由正翻負。

雖然負殖利率債券早在2014年12月歐洲央行決定效仿美國QE推出更大規模購債時就開始出現，不過當時的狀況大多是已發行的債券在次級市場由強勁買盤所促使的現象，也就是首批認購以長期持有為出發點的標售大多仍是正常的殖利率，隨著時間推移到2019年，瑞典10年期公債在2019/8/14平均得標利率為-0.295%，而德國30年公債在



Cover Story

2019/8/21的平均得標利率為 -0.11% ，再到了今年5/20英國政府也首度發行標售英國史上第一批以負利率得標的3年期公債，更甚者，2020/11/18中國財政部發行歐元計價的主權債中，有高達7.5億歐元規模的5年債得標利率為 -0.152% ，也顯示各國債券市場投資人對負利率的接受度持續提升，也不再僅只於日本、歐洲等極度寬鬆的國家。

話說回來，肇因於各國央行強力的寬鬆政策所賜，債券價格易漲難跌，殖利率也就跌至 0% 後繼續往負值發展，即使這樣的現

象越來越普遍，但如前一主題所述，各國央行資產負債表已達歷史新高，若疫情帶來的衝擊已緩解，央行繼續擴表的初衷便消失，屆時或許不必等央行正式宣布退場機制，某項經濟數據優於預期、某位官員釋出稍偏鷹派的言論，市場上的動盪或許就不言而喻了，就如同2018/年2/2，非農就業數據的數據亮眼，直接激起市場美國聯準會將加速升息的擔憂預期，造就全球股市出現當時相對大幅度的拉回修正。



圖 4、全球負殖利率債券金額已增加至 17 兆美元 資料來源：Bloomberg

美國新總統 新氣象？

今年的美國總統大選，被部分政治媒體解讀為川普與自己的選舉（反對川普或支持川普），或是親中與反中之間的抉擇。最終是被抹上親中標籤的拜登當選，就結果來看，股市在第一時間就強勢表現，似乎意味著過去川普那套四處加課關稅、各方樹敵的

脫序政策將不再上演。

顯而易見的，川普時常前腳剛協商談判好，後腳就又大轉彎發推特要制裁課稅，這種翻臉比翻書快的能力恐怕無人能出其右，無疑對股市是負面的不定時炸彈，相形之下，把口號從川普常掛嘴邊的「America First」改為「America is Back」的拜登，或許更能把美國帶往與全球經濟體合作共好，



維持各國良好關係的方向發展。不過，川普四年任期的經營模式，讓全球反中情緒達到15年來最高，而科技技術、智慧財產等長年的矛盾也更赤裸的浮上檯面，加上中國在5G、人工智慧等藍海商機的技術對美國已造成威脅，因此即便拜登不會如川普到處開砲，但對中國企業的封殺、關稅，恐怕仍會繼續保留，甚至靠他擅長的外交手腕，聯手WTO、G20、IMF等國際機構對中國施壓也不無可能。

整體而言，新任美國總統拜登2021年即位後對全球的貿易政策是備受矚目，更重要的是在全美反中情緒如此高漲的背景下，他會採取哪種態度更是牽動股匯債市的重要因素。

展望2021 有樂觀氛圍但動盪恐加大

整體而言，我們上半年看到的是如同末日般的疫情擴散到全球各地，但股匯市場止跌後，就持續反映資金寬鬆行情，甚至已經在反映疫情終將散去的經濟復甦預期，造就今年大多數的股市、匯市都走出了明顯的大V型格局。而就目前資訊可以推測，明年疫苗量產、疫情消退都是非常有望達成的狀況，因此2021年的經濟數據很大機會在Q2~Q3就會有不錯的反應，如GDP、物價、就業狀況，而這也是主要樂觀看待明年股匯市場行情的主要邏輯與思維。

然而，樂觀中仍須帶些謹慎的幾個原因如下：首先，2020的金融市場榮景是由央行釋出的資金行情帶動，即便四大央行都仍承諾會持續延續寬鬆政策，甚至不排除疫情惡

化時更加擴大，但若疫情比預期更早散去，央行撒錢的行為是否也將終止，甚至不用走到那天，當有風吹草動，或許就足以讓許多位處歷史新高的股市出現較大修正，尤其多數因QE而壓到負殖利率的債券，追高風險更不可不慎。其二，市場上主流民意樂觀看待拜登的外交政策，但他雖不至於如川普這樣捉摸不定，但順應處在歷史最熱的反中情緒，維持川普談下來的貿易制裁，或許也不無可能，當市場期望與實際出現落差時，也將是股、匯、債市回檔波動之時。

最後，除了上述幾個客觀因素外，以筆者與幾位程式交易前輩的經驗分享來看，2020年主流股市走勢相對乾淨，對大部分日K格局的順勢操作型的策略特別友善，然而同一套操作邏輯往往不能在每年都順風順水，尤其今明兩年的各種政治、環境因素（如新任美國總統、疫情、…）都與2020年大不相同，當今年趨勢如此完整，到了明年繼續走出這樣連續性大多頭、大空頭的難度就相對較高。因此，基於明年的經濟有望因疫苗量產、疫情散去而好轉，全球股市及非美貨幣仍有表現空間，但偏多行情中出現回檔、震盪的頻率有望比2020多出許多，此外，傳統上往往屬於避險、保守性質的債券，筆者反倒認為央行強勢買盤若有鬆動，位處高檔的債市仍有一定風險，配置上則不建議過重。