



美國縮表將至，非常態通膨下的投資策略

國泰期貨◎廖玉完

前言

2020年是人類史上大事記重要的一年，新冠疫情大爆發改變大家的生活與消費習慣，全球經濟活動頓時陷入停格，各國央行與財政部爭相推出貨幣量化寬鬆（以下稱QE）政策與財政救助計畫，美國與歐元區兩大經濟體更是卯足勁地對企業、民生撒錢。2021年上半年全球疫情未歇，病毒持續反覆變異，各國不得不持續擴張財政赤字以及延續無限量QE政策，然而這些救助薪柴並沒有進駐產業投資甚至提升消費，卻是大舉流入儲蓄與投機性風險資產投資，因此更加擴大貧富差距。金融市場資金氾濫成就了股市散戶螞蟻雄兵扛大旗的奇特現象，美國GameStop股票暴漲暴跌就是其中的代表，2021年1月四週內股價自17元狂飆20倍，爾後三週又大跌88%，前所未聞的迷因股（meme stocks）新名詞因應而生，而2020年以散戶為主要客群的Robinhood聲名大噪，目前已超過千萬名客戶註冊，並於今年7月29日轟轟烈烈首次公開發行（IPO），一週之內股價便翻升一倍！

全球超寬鬆的游資除竄進股市外也流入債市與商品市場；2020年第一季利率急速下滑激發法人避險意識而轉進債市並加重黃金投資，使得美債與金價水漲船高，2020年8月份10年債殖利率再創歷史新低，同期間黃金期貨也刷新歷史最高紀錄創下每盎司2,062元的新高。而基本金屬如銅價格在中國2020年經濟成長一枝獨秀，以及礦產地因疫情減少產出的影響下快速攀升，2021年5月價格也刷新歷史高紀錄。另外，農產品價格也不寂寞，在2020年下半年美洲出現反聖嬰天氣以及中國大量進口黃豆與玉米的加持下，黃豆、玉米價格在2021年上半年直逼2011年的歷史高價。商品價格輪漲最終一棒則落在原油上，市場應該對2020年4月的原油期貨市場的負油價事件記憶猶新，油價隨後雖逐漸恢復正常但漲勢並不突出，2020年第三季之前西德州輕原油期貨價格仍然在40元附近狹幅震盪，直到11月以後因OPEC+嚴遵減產協議加上歐美疫苗施打率逐漸提高，原油供不應求使得油價迅速攀升，2021年開始更在經濟展望樂觀以及原油去庫存成功下，上半年原油成為表現最佳的明星商品。



自2020年美國疫情爆發以來美歐大國貨幣寬鬆不手軟，美國儲聯局（以下簡稱FED）3月至12月資產負債表累計擴張3.2兆美元至7.41兆元，其中政府債券平均每月增加2,220億元、MBS每月增加670億元，遠遠超過FED表定800億元債券與400億元MBS購買額度。2021年至7月底為止，資產持續擴張

至8.27兆元，其中政府債券平均每月增加821億元、MBS每月增加493億元，也都超過每個月1,200億元的購買額度。雖然現階段市場對FED年底前宣示縮表的臆測聲浪不斷，不過在Delta變種病毒肆虐全球，疫情尚未緩解的情況下，或許今年FED宣布縮表，但實際縮表行動最快可能在2022年初。（參見圖1）

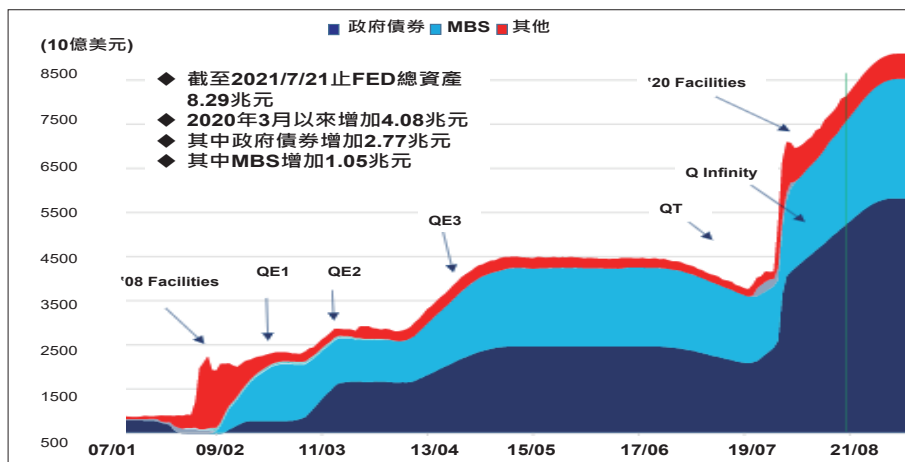


圖1、美國儲聯局資產結構變化
 資料來源：美國儲聯局 (FEDERAL RESERVE)

美國在實質負利率逐步擴大下，股債齊揚且資金滿溢在各類商品間快速輪動，輔以供給面因疫情干擾短缺更助長原物料價格的快速上揚。美國6月份消費者物價指數年增率攀高至5.4%創下13年來新高，6月份生產者物價指數年增率更是勁揚至7.3%創下39年來最高紀錄！不過FED在6月份的FOMC會議決議中表示，美國通膨數據急升只是短期現象，FED仍然維持寬鬆政策不變，而在每季FOMC會議最重要的經濟預測中，2021年個人消費支出指數（PCE）年增率預測將達3.4%的12年高點，顯示FED將容忍今年PCE物價指數的攀高，而實際上6月份的PCE年增率已高達3.99%，接近2008年7月4.14%的

高點為近20年來的高峰。

不過，觀察美國PCE年增率的歷史數據，發現美國季節性的消費物價高鋒通常在第三季，這可能是FED一直表示對現階段通膨要停看聽的理由。其實目前原物料短缺導致供應端價格上揚的現象不只是發生在美國，在歐洲、中國，甚至是通縮的日本自今年3月份以來生產者物價也是節節攀高，而生產者物價將帶動消費者物價的上升。歐洲央行（以下簡稱ECB）在7月份月會中也追隨FED的腳步，表示可以容忍通膨短期間超過2%的目標上限，顯然大國對目前通膨現象都把持淡化的觀望態度。然而若是疫情秋冬再度嚴峻將使得原物料生產進程更加困



Cover Story

難，而不論製造或服務業缺工的問題也會再度惡化，加上面臨第四季西方國家聖誕消費旺季，屆時物價上揚現象可能由供給端轉移至需求端。（參見圖2）

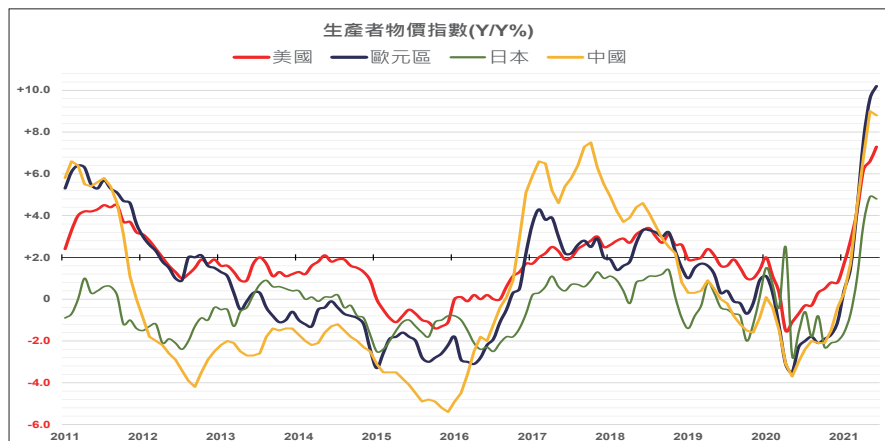


圖 2、各主要國家生產者物價指數

2021年至今各國央行寬鬆政策方興未艾，低利率加上通膨的環境尚未改變，投資人要面對物價上揚、個人資產縮水的現實環境，若參考2013年宣布縮表前至2014年縮表開始後的金融市場各種主要資產變化，顯示宣布前夕債券殖利率飆升與美元指數打底，而縮表開始後則呈現股債齊揚現象。雖然現階段時空背景增加了新冠疫情攪局，不過縮表來臨前帶來金融市場轉折的可能性還是很大，此時如何審慎規劃個人投資組合配置與避險是很重要的課題，而期貨商品將是有利於法人與個人資產保值與投機獲利的重要交易工具。

寬鬆低率時代，股債齊揚持續

2020年3月美國疫情爆發後，美國10年債券期貨在避險需求增加下一路揚升至8月4

日並創下140.3125的收盤歷史新高價，當日10年債殖利率創下0.52%的最低歷史紀錄。爾後美國疫苗施打率上升且疫情舒緩，美國經濟成長持續改善，避險需求趨緩債券殖利率逐漸上升，殖利率曲線明顯陡峭。2021年第一季美債殖利率加速上揚走勢，10年債殖利率一度攀升至1.74%的2020年1月底疫情爆發前水準，總計2021年第一季10年債殖利率上揚81基點，10年債期貨價格下跌6.43%。

隨著美國經濟成長改善，加上其他國家疫情不穩，美債避險交易再度活絡導致第二季10年債殖利率下跌29基點，期貨價格上揚1.19%。而FED在6月份FOMC會議上鷹派的表態，以及調高通膨預測與提早升息預期的利率點陣圖，使得先前對殖利率曲線趨陡的價差交易一夕反轉，預期短期利率上升速度較快的買長債空短債價差交易，使得10年債券殖利率在將近四週期間下降19基點，期貨價格上揚1.51%。由於6月份美國通膨數據飆升，FED縮表議題甚囂塵上，為債券殖利率埋下可能反轉向上的不確定因素。以2020年3月美國疫情爆發以來至年底為止，10年債殖利率波動最大區間僅為66基點，而今年至7月底為止殖利率最大波動區間擴大至81基點，顯見美債交易的波動性已經明顯提高，交易債券期貨的風險增加。（參見圖3）

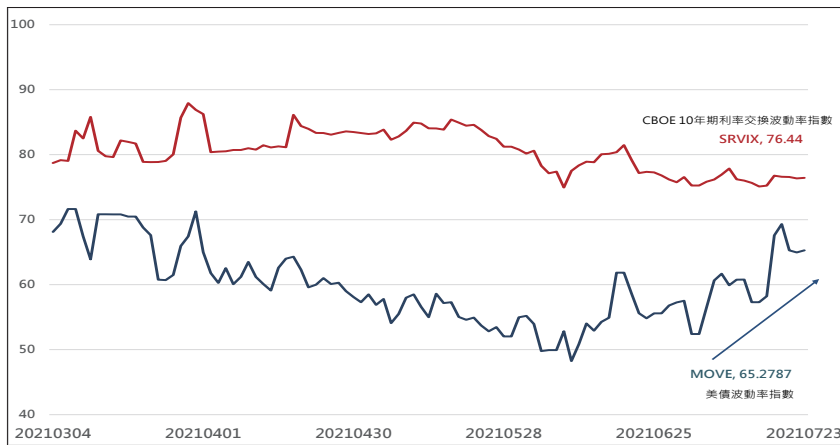


圖 3、美國債券波動率指數

資料來源：Bloomberg

在美股方面，去年以來美股持續創新高紀錄，總計2020年科技股報酬率最高，費城半導體指數上揚51.5%最佳，其次是那斯達克43.6%，而標普上揚16.3%，道瓊上揚7.2%最差。2021年上半年仍然是費城半導體領漲19.6%表現最好，而道瓊上揚12.7%甚至超過那斯達克的12.5%，標普則上揚14.5%，明顯看到景氣循環股的復甦。7月份以來雖然有FED縮表的疑慮，美股仍然持續創歷史新高，其中在第二季財報亮麗加持下，標普500表現最佳至第四週為止有2.4%的漲幅，費城半導體反而因缺料問題下滑2.18%。

整體而言，2021年至7月為止美國四大股指都有兩位數以上的漲幅，尤其是第二季以來貨幣寬鬆持續，美元資產市場呈現股債齊揚的榮景。

2008金融海嘯以前，美國股市與債市通常呈現反向走勢，也就是風險性資產與避險資產涇渭分明，然而2011年4

月歐債危機引爆後至同年10月解除，以及2013年6月FED宣布縮表計畫後至2016年6月升息期間都可看見美股與美債齊揚的走勢，值得關注的是2013年5月縮表宣布前夕10年債急速下跌之走勢，因為目前美國也即將面臨縮表宣布時刻，相較2013年不同的是現階段美債殖利率

率相對低很多、美國股價位階更是高很多，加上縮表將使得市場游資受限，第四季股債雙漲局勢可能反轉。但是其中有一個因素仍可能支持此波雙漲局勢那就是中國的政策導向，回顧2012年底中國領導人習近平上任後的宏觀調控以及2015年的中國股災與新匯改政策，與現階段中國嚴加管理股市與嚴防商品投機炒作、遏止大公司壟斷的政策宣示相似，這個因素也間接激發資金流入美元資產，加速美國股債的上揚力道。（參見圖4）

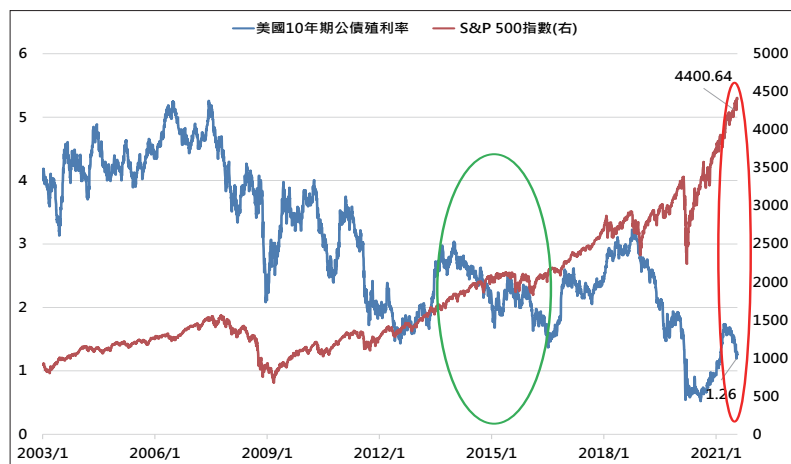


圖 4、美國 10 年債殖利率與 S&P500 指數



Cover Story

資金推動全球商品價格輪漲，短時間不會結束

回顧2011年全球商品期貨市場，基本金屬、軟性商品與黃金價格陸續創下歷史新高，接著2012年黃豆、玉米也紛紛創下歷史高價，而輕原油價格在2008年6月創下每桶147元的天價後隨著金融海嘯低挫至40元附近，在2011年又攀高至110元以上。探討2011年這一波原物料的上漲主要原因有二：首先是中國經濟成長加速下的需求增加，其次是2008年金融海嘯後FED的貨幣寬鬆與2010年歐債危機發生後ECB也加入撒錢行列，此兩項因素的配合助長原物料價格揚升。

原物料上漲最重要的動力仍是基本面的供需利多再配合市場資金充沛，另外美元的漲跌也攸關商品價格升降的指標，當FED降息波段與貨幣量化寬鬆時美元呈現弱勢更容易觸發商品原物料價格的上揚，

這種現象在2008年~2011年兩波商品價格創高波段中明顯可以看出。而2020年這一波原物料上揚也是伴隨美元的弱勢，因為FED在3月初的兩次瘋狂降息6碼使得美元指數自3月102.8的高點迅速回跌到2021年1月初89.44的最低，目前美元指數雖有反彈，但基於FED在7月FOMC會議寬鬆政策持續的宣示，美元仍然呈現低檔區間整理的走勢。以代表美國

商品期貨價格加權的CRB商品指數來看，自2015年受到供給與縮表影響，能源與黃金價格大幅下跌，CRB自300迅速滑落至200，從此展開四年半在200~150之間的低檔區間盤整，直到2020年3月新冠疫情爆發CRB一度遽降至106，爾後在貨幣寬鬆與供給面短缺下，CRB扶搖直上，在2021年第二季突破200的區間盤整並創七年新高。若是以2009年那一波CRB的上揚趨勢維持兩年，現階段這一波CRB上揚僅一年三個月，且這一波FED的無限量QE規模已經是2008年~2012年的兩倍，以資金動能來看，這一波原物料漲勢應該還會持續（參見圖5）

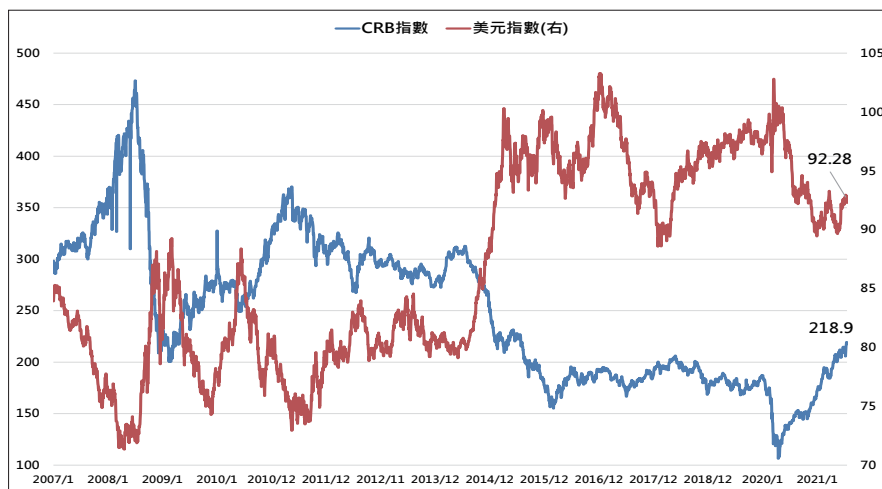


圖 5、美元指數與 CRB 商品指數走勢

2020年3月疫情爆發以後的FED無限量QE引發一波原物料的飆漲，基本金屬銅、鋁、錫等在第一季先發動（中國需求上揚因素），接著黃金價格迅速突破盤整並在第三季刷新歷史新高紀錄（資產組合配置需求與低實質利率避險因素推升），而農產品也在第三季自低點快速上揚至8年新高（反聖嬰天氣與中國需求因素），最後紐約輕原油在



產油國減產與疫情趨緩需求增加下自2020年第四季開始揚升，並在2021年第二季站上70元的6.5年新高。相較2011年商品價格的創高趨勢，不同的是能源在2008年領漲，現階段輕原油價格在最後一波（2020年第四季）才出現明顯漲勢，而OPEC+協議增產至年底的份額低於市場預期，如果疫情能夠受到控制，能源多頭走勢應該

持續，如此一來CRB指數持續攀高的趨勢不變，CRB指數為PPI的先行指標，料將進一步推動CPI的上揚，意味著物價通膨的供給面拉升因素可能轉移至需求面拉升局面，物價上揚來推升通膨現象不容易在今年年底就嘎然而止。（參見圖6）

短期通膨預期高，啟動股市類股輪漲

2021年以來美國短期通膨預期高漲，形成5年期平衡通膨預期（5-year Breakeven Inflation Rate）高於10年期平衡通膨預期（10-year Breakeven Inflation Rate）的現象，回顧這種狀況在2008年6月短暫出現，而此短期通膨預期高於長期通膨預期的現象維持較長期間則要回推至2004年11月至2006年6月。2021年1

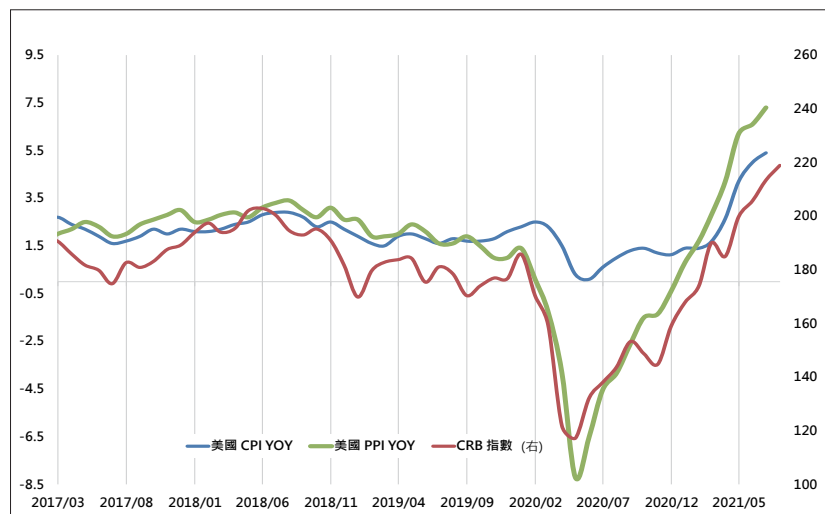


圖 6、生產者、消費者物價與 CRB 指數走勢

月美國10年債通膨預期跌破5年債通膨預期現象持續至今已八個月，7月底美國5年債實質利率甚至跌破前低下挫至-1.87%的歷史新低，10年債實質利率也下滑至-1.16%的歷史低點，此趨勢持續驅動長短債殖利率平坦的利差交易，導致10年債殖利率持續低檔震盪的走勢。（參見圖7）

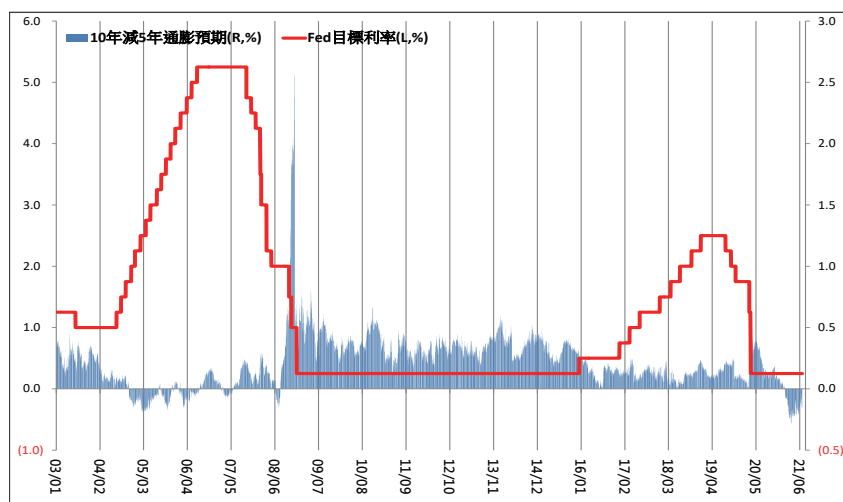


圖 7、十年債與五年債平衡通膨預期利差與聯邦基金利率



Cover Story

較短期限的通膨預期高不但吸引債券的利差交易，也帶動類股間的輪漲，以2004年11月以來這一波段的短期高通膨預期來看類股表現，能源類股表現最出色幾乎達到50%漲幅，其次是房地產、原物料，而受到2004年7月以來FED持續升息影響科技類股表現最差，不過回顧2004年下半年利率自1.0%低檔逐調升至2006年6月的5.25%共17次升息，此不同於現階段預期2022年底才可能升息的預期。2004年這一波出乎意料金融股並沒有受惠於升息，而需要較大資金轉進的科技股

就是升息的受害者（參見圖8）。與2004年不同的是，現階段FED聯邦基金利率是接近零的歷史最低，且FED 6月的利率點陣圖也表明最快明年才有可能升息，但是股市類股輪動已經開始，第二季以來能源類股表現出色已經為貨幣政策回歸正常化的暖身，原物料、房地產在資金充沛下半年表現也可圈可點。而科技類股受惠於超低利率，並挾帶疫情宅經濟與遠距教學需求、居家辦公利多，去年以來科技股一直是股市領頭羊，標普500與那斯達克頻創新高紀錄。

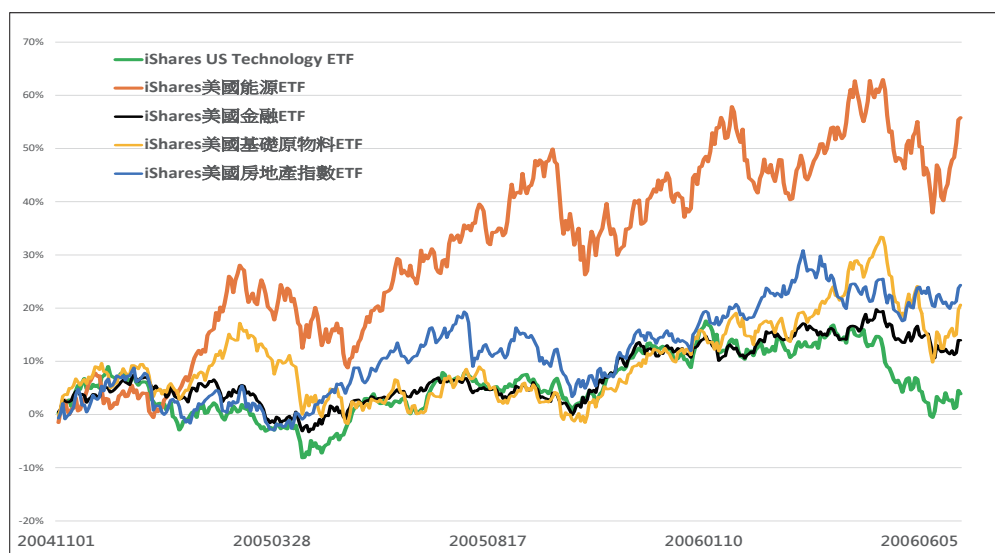


圖 8、2004 年通膨期間美國股市類股漲跌幅

其實，目前美國貨幣寬鬆與利率政策和2013年第二季宣布縮表至2015年升息的狀況頗為類似，以2013年開始這段時間來看，科技股是表現最好的類股，其次是金融股受益於貨幣緊縮貸放利差擴大下表現佳，能源股在縮表前期表現很好後期則因供過於求迅速回跌，原物料表現則顯得落後。比較不一樣的是2011年~2014年美國物價一直處於下跌

階段，根本沒有通膨問題（參見圖9）。整體來看，2020年新冠肺炎爆發至今的疫情發展是金融市場前所未見的狀況，資金寬鬆造就科技成長股水漲船高，原物料在供給端生產、運能受阻礙下也是易漲難跌，而隨著疫苗施打普及下疫情解封，能源需求擴大原油價格多頭格局不變，在這些因素未緩解下物價齊揚難以停止，更助長通膨的持續。

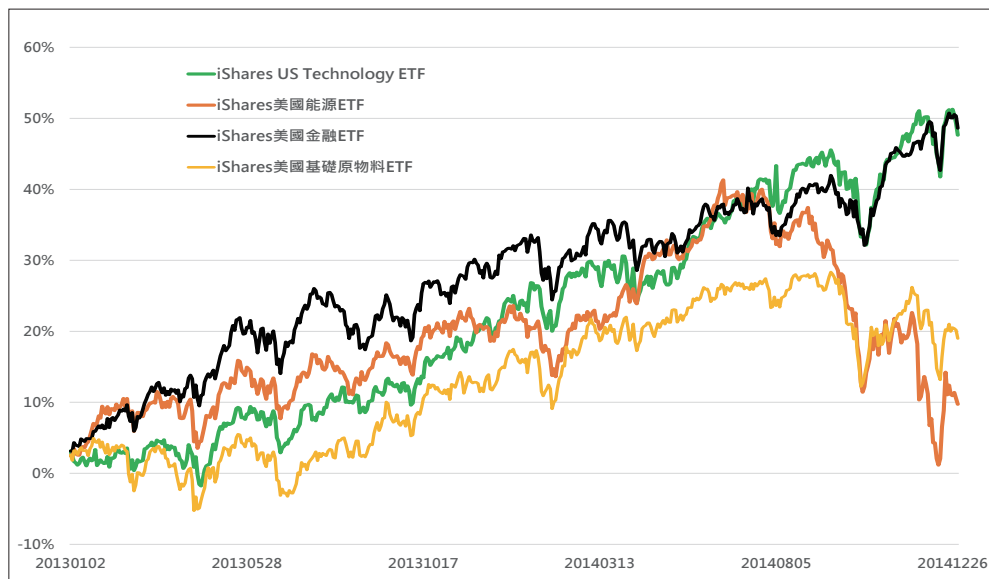


圖 9、2013 年宣布縮表後美國類股漲跌幅

低利率、高通膨下的投資策略

FED貨幣寬鬆與超低利率政策引導全球金融市場的資金流量與方向，而美元指數漲跌將是最具體的指引，如果以歷史軌跡來看，上述美國通膨與貨幣政策有兩個歷史階段可供參考：2004年通膨發展至年中升息那一段，美元指數自2001年7月121.0最高價一路下滑，並在81.0~92.0之間的低檔震盪，2005年美元自低點回升至92.0附近又開始下滑，2006年7月又回歸至85.0的相對低檔；而第二階段從2013年5月FED公開討論縮表開始至2014年6月，美元指數呈現80.0~83.0低檔狹幅震盪走勢，不過在縮表後期2014年7月至2015年12月首次升息階段，美元指數自80.0快速回升至100.0的相對高點。返觀現階段美元指數則是自2020年3月的102.99三年高點持續下滑至89.5~93.5間波段低點區間。不管是2004年的通膨期間或是2013年的縮表

宣誓期間，美元指數都維持低點震盪一段時日，甚至連2004年6月FED開始連續升息也沒有一舉拉抬美元，因此美元指數在2021下半年大概率仍會持續維持低檔震盪，想要突破波段高點可能要等到2022年。

在美元指數弱勢下，商品原物料投資仍是不錯的選擇，而能源在經濟成長樂觀且全球主國家疫苗施打快速普遍下，逢低布局是可用策略。黃金在2020年8月創高後出現近20%的回檔，在今年第二季開始有一波反彈行情但在1900附近受阻，下半年美10年債實質利率再創歷史新低卻因中國、印度需求不振而上漲動能減弱許多，加上第四季美債殖利率有上揚壓力，黃金下半年可能呈現較弱勢區間整理。基本金屬則在中國政策打壓投機炒作風氣下被壓抑，但是較長時間來看，全球在清淨能源訴求與碳排放限制長遠目標



Cover Story

下，基本金屬如銅、鋁、錫、鎳甚至是貴金屬白銀在產能擴張有限與需求增加下，中長線都有進一步向上空間。至於農產品本是靠天吃飯，2021上半年為期半年之久的反聖嬰現象讓黃豆、玉米價格飆漲一波至8年半高點，下半年若是中國進口沒有進一步攀升，價格不容易拉抬並越過2012年的歷史高點。

以往美國通膨現象會帶來FED升息腳步加快，對股債市而言較為不利，不過自2008年金融海嘯以後各國央行嚐到QE的特效魔力，投資人可接受的資本市場風險溢酬持續縮小，美國高收益債殖利率於2021年7月再創歷史新低。另外從2013年5月開始宣布縮表至2014年底實際縮表期間來觀察，美國股市仍然呈現波段上揚，尤其是科技股更是漲勢凌厲，而現階段美股也正反應這種現象，儘管縮表甚囂塵上美股仍然漲多跌少甚至頻創紀錄新高。至於債市在貨幣緊縮時殖利率隨之提高，此印證於2004年債券殖利率因通膨升溫而大幅上揚，爾後在6月開始升息反而利空出盡殖利率向下修正，而在2013年5月宣布縮表時美債殖利率也是快速攀升，不過2014年初實際執行縮表時殖利率並未持續上升，且更在縮表後期殖利率甚至向下整理。

現階段自七月以來，美長債殖利率在歐美疫情升溫與利差反轉交易下持續下滑，隨著通膨壓力與就業市場改善，縮表是FED遲早要表態的事情，以2020年3月以來FED擴張規模遠大於2013年的水準來看，縮表的金額將比2013年的每月150億元來得高很多，

另外憂慮的是已經凍結兩年的舉債上限已於7月底到期，國會必須在9月中旬夏季休會後盡快決議，若是財政部舉債上限不能提高或再度凍結，以目前美國財政部的累積負債超過28兆元以及債務到期期限來推估，最快美債將於10月份出現違約危機，2011年因債務上限問題讓美債信用評等被調降的惡夢雖然不太可能重現，但是債券殖利率可能迅速反轉直上。而若國會能通過並提高債務上限，依據美國財政部計畫，第三季財政部融資需求6,730億元、第四季融資需求7,030億元都比第二季的3,190億元高出很多，屆時財政部將會重新擴大發債，這也會使得債券殖利率走高，因此隨著縮表越來越近，加上財政部舉債上限問題，美債殖利率可能在第四季出現較明顯向上走勢。

整體來看，美股在企業獲利持續改善與第四季消費旺季下，仍存在類股輪漲走高機會，現階段美債利差交易與避險功能仍然有助長期債券殖利率的下跌，但FED若是在第三季末或是第四季宣布縮表時程加上財政部擴大發債規模，將使得長債殖利率迅速回升，也會連累公司債與股票的價格，現階段債券波動率持續走高，債券投資要審慎，法人投資在殖利率反轉之際建議可考慮運用股指期貨或是債券期貨的避險策略。

結論

2021年後疫情時代，疫苗接種率成為加快經濟復甦的直觀利多，金融投資市場在資



金充沛下，各種利多題材能輕易推升股價，下半年以來通膨引起市場最大的討論聲量，FED何時縮表與升息時程成為市場最關注焦點，而後續國會通過的兆元基礎建設預算未來也將推升工業與景氣循環股的價格。後疫情時代不是疫情的結束而是疫情常態化的開始，2021年第四季在美國經濟成長逐漸步入常軌後，FED縮表日程與額度將明朗化，長債殖利率傾向走高而不利債券價格，對於股市而言也將不利於高資金運用的IT成長股，而較有利於貸放利差擴大的金融與基建推動的景氣循環類股，以區域投資來看，將較不利IT成長股比重高的美國甚至台灣、韓國，而有利於IT比例較低的英國與景氣循環類股價格較低的日本。

美元指數仍為商品價格發展的重點觀察，下半年美元指數可能持續震盪走勢對於商品價格而言不構成太大威脅，因此能源在2021下半年在歐美疫情趨緩且經濟成長轉好條件下仍有走高空間，2022年上半年原油價格提升的契機則要看新興國家如中國與印度的需求能否提高。至於黃金在美國10年債實質利率屢創新低仍無法拉抬價格下顯示市場消極投資態度，第四季仍可能呈現1800以下的區間震盪，2022年上半年縮表利空則對黃金較為不利，不過若是明年第一季中國消費旺季與印度的黃金投資需求增加，對黃金仍有支撐作用。基本金屬以長期基本面來看仍對多頭有利，全球清淨能源政策啟動的電動車與太陽能需求，以及美國加速基礎建設的需求都是有利價格發展，基本金屬價格在

2022年應該能更上一層樓。

2020年爆發的新冠疫情是二次大戰以來金融市場最大一隻黑天鵝，FED的無限量QE以及ECB的疫情補助政策為全球金融市場注入源源不絕的活水，金融市場過多的資金加速推動自動化的程式交易，股市與期貨市場高頻交易誇大市場恐慌情緒更是助長價格的急漲急跌。而散戶投資人的崛起對市場影響力日增，尤其是年輕人踴躍投入股票與期貨投資領域，大家都想在這一場投資盛宴中獲得盈利，而保證金交易的期貨投資大幅提高資金運用效率，更是加倍吸引資產較少的投資人參與。因此，在期貨資產種類與價格快速變動的環境下，期貨從業人員任重道遠，除了要即時提供更專業的產品研報與操作策略分析外，更要對投資人加重資金運用與風險控管的教育與宣導，唯有事前做好投資組合配置、堅守資金控管原則才能夠長期投資、累積財富。