

全球主要股匯債市回顧與展望

元大期貨◎資深協理 陳昱宏

前言

今年眾所在乎的議題，除了俄羅斯與烏克蘭引發的烏俄交戰外，就是通膨戰的來臨，之所以認為通膨戰的原因，在於今年全球主要經濟體紛紛通過收緊貨幣政策來抑制通膨，這讓經濟復甦前景惡化，甚至預計第四季全球經濟增速將會持續放緩，以截至10月底的數據來看，美國Nasdaq100指數、道瓊、德國Dax指數與中國A50指數皆是全面下挫，這也讓市場全面陷入熊市。

依國際貨幣基金（IMF）於10月11日指出，烏俄戰爭延燒、通膨等都對經濟產生重創，同時也2023年全球經濟成長由7月預估的2.9%下修至2.7%，另外它也示警最糟的情況尚未到來，因為全球超過三分之一的經濟體連續兩季出現負成長，三大經濟體美國、歐盟和中國也將繼續放緩，這部分看來是難以避免，因此2023年全球股匯債市依舊危機伺伏，交易人更應該有所準備。

全球期貨市場商品多元，不論是指數、外匯、債券、能源、金屬、農產等品項皆有，期貨工具具有多空雙向皆宜、交易成本低，又能搭配不同交易策略進行操作，交易人若能善用期貨工具，將有助遇市況逢兇化吉！

股市最大變數-全球經濟惡化

全球景氣放緩，供需充滿變數

以美國而言，不論是經濟面、政策面或是消息面，都是呈現負面的聲浪，其中物價壓力持續升高，這使得下半年美國聯準會（Fed）升息速度不斷加快，整體經濟壓力恐難以減輕，加上薪資成長幅度不如通膨，就業市場是否還能維持，成為很大的變數；然而聯邦利率長時間在高檔，Fed更強烈承諾要讓通膨率回到2%目標，但在貨幣政策快速緊縮的腳步下，美國經濟成長只能繼續下修，傷害的還是美國，並造成全球經濟復甦疲軟（如表1），除此之外美國期中選舉尚存在明顯的鐘擺效應，即使在期中選舉後一年，美股的平均收益率顯著好於非選舉年表現，但美國總統拜登的各項指標都落後，顯見美國民心缺乏政策的向心力，將不利未來政策的推行。

接著看歐洲區，烏俄戰火加上能源價格飆漲，歐元區的通膨數據也比預期更高，歐洲央行（ECB）後續緊縮貨幣政策步伐也會加快，然而這個負面效應也在逐漸發酵，整體經濟放緩更持續打擊歐股市場，房地產、科技、公用事業、零售、食品飲料等類股的獲利表現下滑，其整體跌幅皆有10%以



表1、國際貨幣基金（IMF）全球經濟預測

國家	2021 年	2022 年		2023 年	
		7 月預估	10 月預估	7 月預估	10 月預估
美國	5.7%	2.3%	1.6%	1.0%	1.0%
歐元區	5.2%	2.6%	3.1%	1.2%	0.5%
德國	2.8%	1.2%	1.5%	0.8%	-0.3%
英國	7.2%	3.2%	3.6%	0.5%	0.3%
日本	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%
中國	8.1%	3.3%	3.2%	4.6%	4.4%
全球	6.1%	3.2%	3.2%	2.9%	2.7%

資料來源：IMF；資料期間：2021-2023

上；依官方數據，歐盟執委會及ECB陸續上調2022年的歐元區通膨，以及下調2022年歐元區GDP，這也隱含著歐元區陷入停滯性通膨的可能性持續升溫；以經濟學而言，較高的通貨膨脹，加上烏俄戰爭對商品價格的影響，間接導致民眾實際可支配收入下降，也降低疫情時，民眾儲蓄的實際價值，從而壓抑消費，它會是個負面循環，也是讓人擔心的重點。

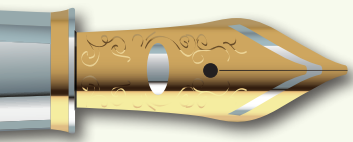
最後再來看中國，今年初原認為中國經濟復甦可望帶動全球經濟成長，不過這個期待卻是一波三折，除了疫情反覆所導致相關地區管控、經濟活動收縮，以及消費信心難以提振，外加上全球經濟放緩，俄烏歐美等地緣政治風險與歐洲能源危機，這都讓外部需求減弱，直接使得中國經濟的三駕馬車欲

振乏力；從中國人民銀行（人行）的態度，可發現實施穩健的貨幣政策，加力鞏固經濟恢復發展的基礎，同時強調不搞大水漫灌、不透支未來等政策基調，這塊算是給足了市場對貨幣寬裕的期待，同時人行意外的再於8月調降中期借貸便利（MLF）及逆回購利率，展望2023年人行為了維穩經濟，還是會繼續保持寬鬆貨幣政策路徑；人行自9月28日起將遠期售匯業務的外匯風險準備金率從0%調高至20%，這是人行時隔兩年再次動用該工具，也是為了支撐人民幣能穩定的作為，但外部需求依舊不振，中國只能靠著擴大內需，採取減稅降費的行政手段來救經濟（如表2），然這個政策成效是否能發揮，尚待時間的驗證。

表2、中國財政策略措施

日期	主題	內容
8/24	穩經濟一籃子 19項接續政策	1. 再增 3,000 億元政策性開發性金融工具 2. 用好 5,000 多億元專項債結存限額 3. 允許地方「一城一策」運用信貸等 4. 增 100 億元農資補貼，做好抗旱減災工作
8/31	擴大有效需求 調整房地產政策	1. 擴大規模專案的資金需求 2. 支援製造業設備更新改造 3. 促進汽車等大宗消費
9/07	支援就業創業 設備更新改造	1. 加力支持就業創業 2. 更新改造貸款階段性財政貼息和加大社會服務業信貸支援 3. 支援企業創新的減稅政策
9/13	緩稅補繳延期 穩定外貿外資	1. 延長製造業緩稅補繳期限 2. 確定專項再貸款與財政貼息配套支援部分領域設備更新改造 3. 部署進一步穩外貿穩外資的舉措

資料來源：證券日報；資料期間：2022/09



匯市最大主角-美元強勢地位

升息有待放緩，通膨預期撼動美元

今年以來，美元指數一度升破114.75點（年漲幅甚至大於19.2%），這源自於Fed激進升息所致，相對於其它的非美貨幣普遍都貶值（如圖1），即便10月的通膨數據放緩，也只算是強化12月及明年Fed會議將放緩升息步調的預期，但通膨依舊高檔，這部分更是強勢美元的保命符；唯美國第三季GDP暫脫離負成長，同時10月失業率回升，這需要繼續觀察上段經濟展望風險是否升溫，本文截稿日（11月中旬）時的市場對Fed接下來會議升息的預期，即12月還會升2碼、明年2月則是升1碼，緊接著3月再升1碼，雖然預期2023年Q3~Q4的通膨有可能回歸Fed目標（2%），但同時經濟衰退與低迷也可能伴隨而來，進而使Fed執行降息動作，因此美元強勢地位是否有所改變，這是明年需要特別關注的重點。

從物價角度看，2021年全球物價上漲大都集中在耐久財、食品及能源等，各國央行也都異口同聲地表示是疫情引發的供需失衡，而非整體經濟出現失衡過熱的情況，但隨著通膨持續擴大，今年初多數國家的服務價格上漲，甚至超過疫情前的水準，才引發各國央行的高度警戒，從而讓美元回到升值的軌道中，因此現在Fed利率態度甚為關鍵，預計臺灣時間12月15日凌晨03:00，Fed將公布利率決議，並聚焦Fed主席-鮑威爾於03:30發表最新政策聲明及詰問內容，並將一併更新經濟預測及利

率點陣圖（上次為9月），這可窺探Fed的態度變化，然而11月會議釋出終端利率將高於9月預估（4.6%）的訊號，突顯Fed為這持續更久的高通膨，所預留的應對政策方向，不過至少在10月CPI公布前後，多位Fed官員態度不再極度鷹派，隱含Fed觀察到緊縮政策有所發酵，未來升息步調有望緩和，有機會影響到強勢美元的地位。

至於美元何時會到頭？！筆者認為還不會那麼快，理由是升息未見頂，美元就還有表現的空間，特別是Fed理事-Waller日前表示，只要美國個人消費支出指數（PCE）和就業報告經濟數據配合好，他對12月升息幅度降至2碼就抱持開放態度，也就是說PCE和非農就業報告，是市場衡量升息的關鍵指標，但事前市場尚不宜過度樂觀，同時即使美國通膨可能見頂，或會向5%的水準回落，但工資和租金的壓力並沒有得到舒緩，CPI僅僅得到部分回檔，不足以讓美國民眾滿意，然市場目前對FOMC 12月升息的共識是再升2碼，明年可能再有兩次升息（每次1碼），這仍舊在升息的步調中，美元的表現空間仍是值得期待！

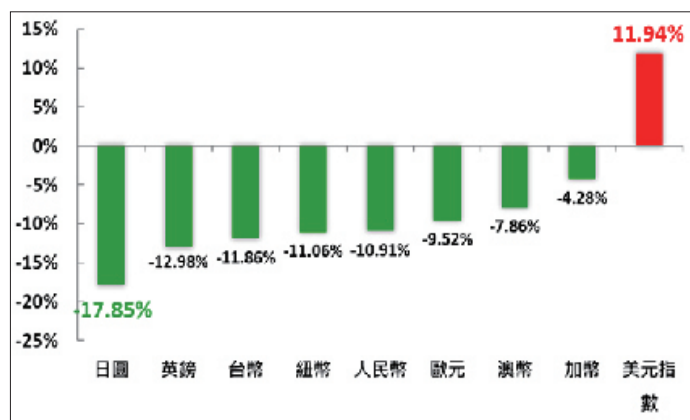


圖 1、國際主要貨幣 - 今年匯率升貶值幅度
資料來源：IMF；資料期間：2022/01-2022/11/11



經濟內外夾攻，歐元或看跌深反彈

歐洲央行（ECB）繼7月21日將三大利率各上調2碼，終止長達8年的負利率後，9月8日與10月27日再各升息3碼，以對抗持續創高的通膨，並表示未來將持續調高利率，從總裁-拉加德於9月26日表明今年第4季和明年第1季歐元區經濟會出現衰退，同時市場預期12月升息幅度將放緩至2碼，但歐元區有著較高的通貨膨脹率，以及烏俄戰爭對商品價格的影響，這讓ECB陸續上調今年第四季及明年上半年歐元區的通膨，當然搭配著就是下調歐元區的GDP，這同步加劇了歐元區陷入停滯性通膨的可能性。

另外，基於俄羅斯天然氣供應具中止風險，造成高度不確定性，德國工業經濟前景也勢必受到抑制，這導致能源依賴度較高國家的居民，其總消費力下滑，甚至排擠到非必需品消費，同時部分能源商品包含天然氣、煤、電力較歷史均值提高5~15倍不等，即便經濟前景面臨較高的挑戰，但通膨無法下降，未來幾次會議ECB也預計將持續升息，用來迎合與Fed的利率差距。

中國變數甚多，人民幣走弱趨勢難變

如先前股市變數中所描述，中國經濟欠佳，人民幣自然會被拖累，尤其高盛認為中國政府為遏制新冠疫情爆發而進行多次封控、持續的房地產危機以及出口放緩，該投行也大幅下調對中國2023年經濟增長預測，同時彭博社對經濟學家的調查，顯示未來各季中國GDP年增率中位數下修，同時預估到

明年第二季中國才會放寬清零政策，這個期間中國經濟成長仍承壓，對於人民幣並不是件好事。

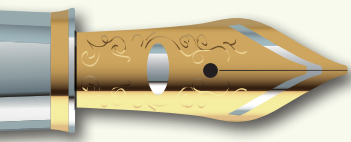
即使目前對於疫情，中國仍採取清零措施，但還是無法降低各地零星反復的確診個案，這依舊制約中國消費復甦，如中國1-9月消費年增長僅0.7%，低於2021年同期的兩年平均增速3.1%，伴隨著經濟活動收縮，消費信心也難以提振，從3月以來消費者信心指數大幅回落，更是連續6個月保持在90以下。

先前7月時，爛尾樓的停貸風波後，房地產行業陷入預期低迷、銷售下滑、資金緊缺且竣工難的惡性循環，中國房地產開發景氣指數持續走弱，從30大城市商品房的成交面積資料，整體銷售數據受到短期中央政策優惠影響明顯，房屋銷售數據仍處於低水位的情形，然這些利空讓人民幣朝向貶值的傾向，況且在強勢美元沒改變下，人民幣就不易強勢。

債市最大風爆-美債陷入流動性危機

升息成為全民運動，債券價格難以走強

今年各國升息風潮讓拋售債券成為顯學，尤其對未來經濟展望，Fed還是認為目前通膨壓力下降的過程相當緩慢，債勢的空頭還是難以改變。然而即使美國10月整體CPI比9月上升0.4%，升幅與9月相同，且低於預估的0.6%，但較去年同期上升7.7%，這雖低於預估的7.9%，也低於9月時8.2%升



幅，只是主要是「基期效應」開始發揮作用而已，並不是整體通膨開始明顯下滑，因此通膨依舊是Fed最該要解決的問題之一。從圖2可看出，不論美臺，甚至於歐洲國家都是朝向升息的作法，只有中國及日本還在壓低利率，前者因為利率高，所以有本錢壓，然後者則是將利率持續在低檔，為了讓通膨能起來，這是日本央行（BOJ）首要看到的政策目標，唯獨

這些動作，讓市場更加地自我實現，民眾一起看多日債及中債的價格走勢，這也讓美債的拋售會是更有壓力的呈現。



圖3、美中臺-10債利差走勢圖
資料來源：元大期貨研究部（YFRD）；資料期間：2020/11-2022/11

吸引美元存款得到驗證，因此資金會不會外流，我認為這是想而亦見的。

以美國的升息如此強勁的力道，當一國

與美國利差擴大時，該國貨幣急速貶值以及加速資金的外移都是不爭的事實，同時若本幣貶值幅度持續擴大時，該國廠商的進口成本將會進一步增加且會部份轉嫁至消費者負擔，因此在升息不如預期，且該國也未介入匯率的情況下，該國貨幣的貶值趨勢根本就難以避免，

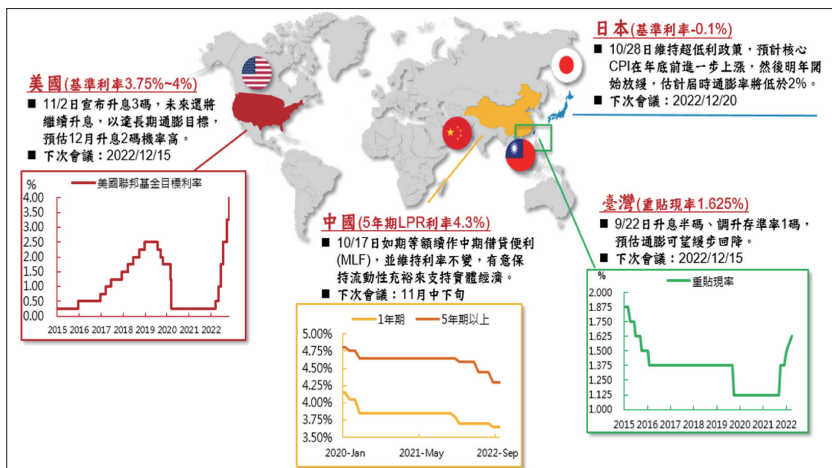


圖2：美日中臺升息動態圖
資料來源：元大期貨研究部（YFRD）；資料期間：2022/11

另外，針對美日中臺債的利差上，如圖3可看出，自從2020年迄今，這個利差走勢一直在走高，也就是美日/美中/美臺的10年債利差持續擴大，對臺灣而言，臺幣相對美元走貶趨勢如此明確下，民眾預期美元漲價的心理只會使美元需求增加，讓許多民眾將新臺幣換成美元的意願也大幅提高，然而這樣的現象也可以由商業銀行爭相提高利率來

反觀臺灣更加明顯，臺灣眾多需求靠進出口，若進口成本大幅提高，這對資源相對稀少的臺灣而言，進口成本的增加會加劇臺灣的輸入性通貨膨脹，然廠商進口購料的成本提升，這塊在轉嫁下，整體不利經濟的正向循環，因此臺灣的利率要到多少，除了影響到臺債的相對強弱勢外，這塊牽扯更廣泛，也需端看央行的智慧。



拋售美債成為風潮，流動性風險逐步加溫

如上述說明，目前自然在全世界避債猶恐不及下，美債的價格肯定會被不計價打壓，若以紐約聯準銀行於11月中發布研究報告就可看出，今年美國公債流動性有所下滑，這是一項警訊，他們同時也請相關監管單位和業內人士保持謹慎，因為若因此引發流動性危機，那可惜國家級的災難，也絕非美國相關單位想樂見的事情；過去美債券市場需要平穩處理大量資金流動的能力，但自2020年3月以來，這點就一直令人擔憂，尤其今年在大幅升息下，美債市場的流動性相對較差，單就買賣價差指標上，今年的美債市場流動性相對較差，且較去年擴大，即便仍遠低於2020年3月新冠疫情爆發期間所觀察到的水平，但卻是惡化的趨勢沒變，另外針對委託簿深度指標上，也指出今年的流動性相對較差，尤其在6月底和7月更是嚴重惡化，這塊更需要特別留心。

此外，雖然我們要衡量債市成交的難易程度並非是簡單的事，尤其在觀察號稱全球最為安全的資產，市場更會關注買方和賣方報價之間的差異，同時在當前價格下能吸收多少的交易資金也是美債是否有流動性的關鍵，然而即使目前美債的交易條件還遠沒有2020年3月時那麼嚴峻，記得那時還傳出交易商向投資人購買美國公債時，還被要求獲得非常大的折扣。然對於美債市場當前存在的流動性，美國財長-葉倫其實也早已注意到，之前就表示她對這個23.7兆美元的市場運作感到擔憂，故而未來幾年，這個重要市

場是否能繼續穩定市場的資金，這塊更是金融市場所在意的事。

結語

解析2022年市場的關鍵字，可以用PUTIN來細說分明，悉如P（Power）：意指今年天然氣、石油、煤炭價格飆漲，全球能源危機隱然形成，開啟通膨的推升循環；U（Ukraine）：意指今年俄羅斯全面入侵烏克蘭，俄烏戰火衝擊全球經濟，這讓全球經濟雪上加霜，引發的通膨更是始料未及；T（Tighten）：通膨巨獸來到，全球主要央行加快收緊寬鬆，讓市場流動性出現明顯的滑落，對於Fed今年升息可望上看到17碼（截至11月已升15碼）；I（Inflation）：今年的最重要字語-通膨，從歐美國家CPI創數十年新高，歷經斷鏈、戰爭與缺料的困境，這都進一步推升通膨壓力；N（nCoV）：今年新冠病毒依舊蔓延，中國封鎖措施加劇供應鏈短缺，甚至嚴格的清零策略，這更讓市場感到憂心。

展望2023年，整體不論是股匯債市，或未來都詭譎多變，此時交易人更可以多加利用期貨及選擇權市場多元的交易工具來進行避險操作，風險雖是危機，但也是另類的轉機，期貨波動更是有利交易人創造獲利的機會，本文重點分析的股市、匯市及債市展望，期待提供給讀者在進行交易的參考！