



談ETF的替代效果

國泰投信 量化投資部◎陳韻竹

連續升息影響下 是否隱藏金融風險

近期美國地區性銀行以及瑞信等歐洲信貸的財務問題本質，可視為整體銀行業流動性的縮影，並重新喚起市場對於金融脆弱性的擔憂。始至今日當市場對銀行系統失去信心時，恐慌情緒便會顯現，因為銀行運作是基於人的信任基礎上，所以當人們對銀行體系失去信心或憂慮的情緒產生，這種恐慌情緒將由一系列不利因素或事件觸發。

在過去一年科技與新創相關產業低迷情況下，部分客戶因需要用錢將其存款抽離銀行體系，導致客戶集中度高的矽谷銀行（SVB）觸發倒閉，主因來自帳上現金流太少了。以矽谷銀行為例（3/10），為了因應存款流失，本來是預計出售債券變現，卻演變成實現債券的帳上虧損（大規模出售210億美元可供出售AFS債券帶來18億美元損失）；打算以增資股的方式籌資22.5億美元，

但最終籌資失敗，引發市場關注，導致存款加速流失，並在短時間內拖累股價下跌超過60%，最後由聯邦存保公司（FDIC）¹接管。整體事件不僅來自矽谷銀行內部結構與決策問題，更能知其過往其配置長期資產的同時，並沒有為應對存款流出預留等比例的充足現金，同時亦可歸因外部高利率政策發酵，使中小型企業及銀行的籌資難度提高。

總的來說，除了反應金融體系不穩定的情緒外，亦是大環境的升息循環所帶來的滯後影響正在醞釀，可能對銀行和整體經濟產生負面影響，因此維護金融體系的穩定和恢復市場信心是解決銀行危機的首要關鍵，但這次的情況或許有別於金融海嘯所引發的系統性風險，主要原因來自以下三點：(1)大型銀行存款資金更加多樣化，大部份存款受到FDIC保障且擠兌風險小。(2)美國大型銀行整體仍相對健康，小型商業銀行的流動性充裕度收緊。(3)政府單位（美國財政部/Fed/

¹ FDIC（美國聯邦存款保險公司），在美國大蕭條時期由聯邦政府創辦，為商業銀行儲蓄客戶提供存款保險。目前為每一銀行每一存款人普通帳戶最高保險額一般為25萬美元，個人退休帳戶最高保險額為25萬美元。FDIC不受公共資金支持，成員銀行的保險費是其主要資金來源。



Cover Story

FDIC) 當機立斷(3/13)，聯合宣布銀行可抵押合格證券取得流動性，確保避免擠兌恐慌與流動性衝擊。

美國大型銀行²受較嚴格規管 存款佔比高

隨著對銀行業的擔憂繼續衝擊全球市場，加劇了全球的避險情緒並刺激了對高質量與流動性資產的需求，以致美國存款大量流出地區型銀行，美國商業銀行總存款量自年初17.81兆美元下降至17.17兆美元，存款總計流出約6,400億元，資金紛紛轉往大型銀行或是貨幣市場基金(MMF)，在連續的銀行危機後，根據ICI³的三月數據(3/22)，約有1,174億美元流入美國貨幣市場基金，總資產規模達到了前所未有的5.13兆美元，超過前一周創下的5.01兆美元紀錄，最新數據顯示貨幣市場基金總規模自去年底4.73兆美元，大幅攀升至今的5.31兆美元(5/3)。

另一方面，美國大型銀行做為美國銀行業的主要核心亦受到高度規管，根據聯準會統計，美國目前銀行相關行業總計約4,000家，其中受大型金融機構監管協調委員會(LISCC)監督的8家⁴全球系統性重要銀行(G-SIBs)，其總資產規模佔整體商業銀行的總資產近6成，其中存款總額逾5成，故只要影響不擴散至大型銀行，意味著目前的情

況不太可能導致整個金融體系的崩壞，目前風險集中在中小型銀行，大銀行相對無虞。

聯準會調整政策方向 留政策彈性空間

聯準會主席在最新FOMC會後演講(5/3)，針對近期銀行體系的現狀表示目前銀行體系狀況自3月以來廣泛改善且是強勁的，並會持續監督銀行體系狀況，另針對近期經濟有以下看法：(1)今年第一季消費支出有所加快、房市及企業投資仍然偏弱。(2)就業市場仍非常緊俏，但供需關係有所改善/名目薪資略有降溫/職缺率下降。(3)通膨數據自去年中旬以來有一些轉為溫和，但是目前通膨水準仍然過高。(4)銀行業3月以來金融事件的可能造成額外的信貸緊縮，並對經濟造成影響。其中在會後提問環節中，針對3月有提到銀行事件可能造成的信貸緊縮，可能相當於1-2次的升息，這部分預期有所重申，之前這樣評估是不對的，因為幾乎不可能去衡量或比較影響，因為不確定時間會持續多久；但原則上銀行事件過後信貸環境是可能收緊的，這可能使原先需要的額外升息變得不必要，未來政策評估將視數據決定是否需要額外的政策緊縮，換言之，表示關注近期銀行體系對金融狀況的影響，且將繼續升息更換成進一步政策強化，也就是保留政策彈

² 資產規模排行前 25 家定義為大型銀行。

³ 美國投資公司協會 (Investment Company Institute)

⁴ 美國主要大型銀行 (8 家)：JPMorgan Chase, Citigroup, Bank of America, Goldman Sachs, Wells Fargo, Morgan Stanley, State Street, Bank of New York Mellon.



性空間。

回到銀行事件來看，自美國三家中小銀行陸續倒閉後，聯準會與市場投資人便開始預期銀行的借貸行為會變的更加保守，這將對經濟成長帶來進一步的不利影響，但會幫助聯準會壓抑通膨，這也是聯準會目前偏向在下個月停止升息的最大原因之一。除此之外會後主席Powell表示利率（5~5.25%）已來到限制性水準（列舉實質正利率約2%/通膨已有下降/薪資不是通膨主因），顯示對聯準會而言接下來除非經濟數據或通膨顯著高於預期，否則進一步升息門檻已提高；目前絕大多數物價指標YoY皆已在5%以下，核心CPI YoY也會在5月降至5%附近，因此雖然主席未把話說死，但數據導向（data-dependent）的結果預計6月停止升息，最快年底或明年初降息。

綜觀以上，與以往的歷史經驗相吻合，美國銀行業在升息循環的尾端，開始對經濟展望感到不容樂觀，貸款標準將更進一步收緊並且拉高企業借貸成本、同時借貸需求也開始放緩。但以現況來看並未因為銀行倒閉事件加速此負向螺旋，同時我們的觀察結果與聯準會一致，認為金融條件狀況自3月以來有所改善，預期銀行體系整體表現穩健，整體倒閉境況不致顯著擴散，此外就業與經濟韌性高於市場預估並保持溫和成長；今年通

膨將更多由居住及食品帶動回落，就業市場韌性下通膨仍會朝長期通膨預期（2.5~3%）回落，不會讓通膨駐足不前。此外隨者債務上限（X-date⁵）已通過參眾兩院表決以避免債務違約，且在拜登立法簽署後將債務上限的影響延長至2025年，但市場反而轉向擔心整體流動性問題，因財政部需要發行更多債券，導致銀行體系流動性減少，可能帶給經濟更大壓力，故相關的流動性數據亦成為市場關注焦點。

然而投資大眾也不必過於擔憂，以目前經濟情況來看，2023上半年升息狀況很有可能迎來新的轉機，在進入升息循環的尾聲，今年表現不會重演如去年急速升息的環境，且聯準會利率已達2023年點陣圖中位數水準，以近兩次升息循環經驗來看（2004年、2015年），暫停升息後進場持有相關投資等級債，平均報酬可望達近2成；另外根據芝加哥商業交易所（CME）的FedWatch



圖 1、美國財政部資金已然捉襟見肘

⁵ 當美國財務部所有可用的資金被用盡後，可能面臨技術性違約的時刻，也就是所謂的 X-date 當美國觸及債務上限，導致債務上限危機，國會內部就聯邦政府支出和美國政府累積的國債持續進行政治討論。



Cover Story

(5/19)，聯準會在6月暫停升息機率超過8成，這對於存續期間長、易受升降息影響的美國長天期公債，更是一大利多，除了在升息末端有利未來債市表現，且資金面統計數據顯示從年初至今，由於投資等級債發行人財務體質佳，資金持續流入美元投資級債市場，代表其深具投資吸引力。

整體金融環境相對動盪 促使資金轉往債市

觀察全球在2022年的激烈的升息下，導致債券價格急遽下跌，但2023年終於迎來曙光，目前市場預期逐漸接近升息尾聲，債券型ETF今年以來成為投資市場焦點，其中臺灣已有不少市場投資人已提前找到商機，資金湧入長天期美債布局，據投信投顧公會資料，截至4月底，以國泰20年美債（00687B）為例，今年以來規模增加新臺幣52.7億元，成長96%，受益人數也跳增近萬人，成長316%。00687B除了是近期成長最快的長天

期債券ETF外，上周更連兩天成交爆量登債券ETF交易王，單日成交金額破新臺幣11億元。

根據穆迪報告顯示，近10年全球投資等級債券平均違約率僅0.10%，較非投資等級債券的3.5%來得低，透過配置投資等級債市，較能抵禦景氣下行所造成的信用風險。此外大家所關注通膨水準更是影響美債吸引力的關鍵，觀察美國核心CPI和美國公債指數走勢，兩者呈現一定程度負相關，當市場預期未來通膨成長時，債券的價格就會下降，反之亦然。如1992/3~1999/12，核心CPI年增率自3.9%降至1.9%，美國公債報酬率

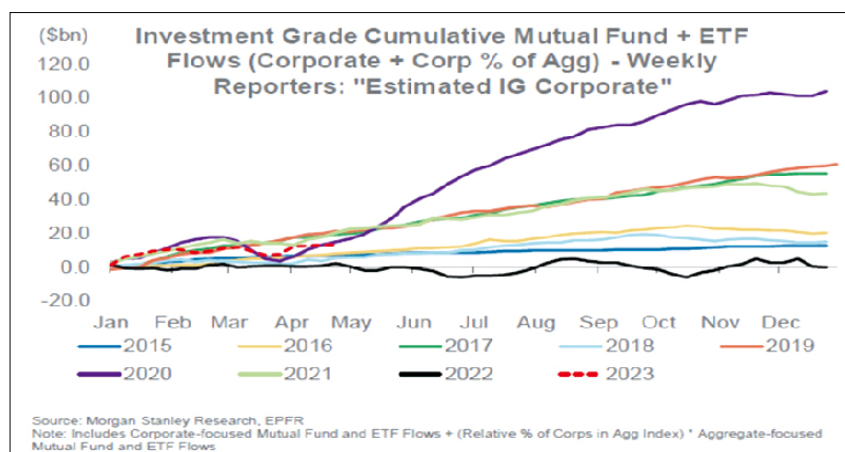


圖2、今年資金流入投資級IG市場對比去年攀升（黑線→紅線）

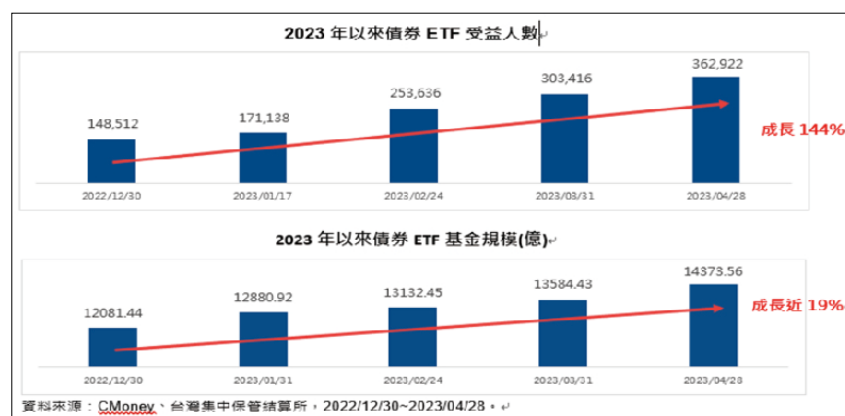


圖3、臺灣今年以來債券ETF受益人數（+144%）與基金規模（+19%）成長顯著



表1、回測Fed最後一次升息後，進場投資美國公債，未來各期間報酬表現

Fed 最後一次升息時間	持有 3 個月 報酬率	持有 6 個月 報酬率	持有 1 年 報酬率	持有 2 年 報酬率	持有 3 年 報酬率
1997/3/25	4.9%	10.9%	20.6%	29.5%	30.9%
2000/5/16	7.0%	9.5%	11.0%	19.2%	49.6%
2006/6/29	8.4%	8.9%	6.9%	21.2%	29.7%
2018/12/19	0.8%	10.8%	15.7%	34.9%	30.9%
平均	5.3%	10.0%	13.6%	26.2%	35.3%

資料來源：Bloomberg、1997/3/25~2021/12/20；美國公債係指彭博 20 年期（以上）美國公債指數。

註：上述指數皆為含息報酬指數，僅供參考用途，指數之歷史績效不應被視為現在或未來表現及績效的保證，亦不代表本基金現在或未來之報酬率。

高達87.3%；2008/9~2010/10，核心CPI年增率從2.5%降為0.6%，報酬率亦有16.6%，目前美國核心CPI年增率已從去年9月頂峰6.6%回落至5.5%，美國公債反彈契機浮現，未來債券價格可望迎來更多上彈，把握同時享受資本利得及債息雙賺的投資機會。

據以下歷史資料顯示，在近4次升息循環結束時布局美國公債，除了債券收益率在相對高檔區外，當市場未來轉向降息時，資本利得空間亦可期待，持有3年平均報酬率有望達到35%。以前一次Fed最後升息時間2018/12/19 為例，此時進場投資美國公債並持有，最大報酬率可達3成。如今升息循環已到尾聲，投資人也得抓緊把握時間進場布局。同時債券表現為20年來最嚴重的一次下跌，亦為10年以來的新低點，主要是因為先前利率維持在歷史相對低的水位，因此當升息幅度較高時，債券價格自然有較大的跌幅，根據升息經驗每當升息循環進入尾聲時，美國10年期公債利率通常會比聯準會公

布利率提早達到高點，市場提前反應升息結束即是布局債市的好時機。

升息循環終點 規劃債券投資機會

相關債券商品可留意10年期美債期貨（TY）、30年美債期貨（US），若是偏好這波段機會及長線資本利得空間的投資人，可關注存續期間較長的現貨商品，國泰20年美債ETF（00687B），選擇適合大環境的投資商品，才能在享受收益的同時也降低投資的風險。最後提醒投資人隨著市場吹起存債熱潮，但在挑選債券ETF時也要注意溢價問題，也就是投資人買入的價格，可能會高於基金實際淨值，一般ETF的折溢價在1%以內尚為合理範圍，建議投資人隨時關注各大投信官網公布之ETF即時淨值，可以避免買在過高溢價，否則可能會承受交易價格與淨值收斂時的損失。

