

投資人如何面對QE 結束與美國升息？

想成功要從容不迫、要承受沉悶。
等待過程中，最好多思考、多閱讀和反省。

—— 投資大師 喬治·索羅斯

美國聯準會的貨幣政策動向，向來受到投資人高度關注，因為它不僅與景氣興衰息息相關，對全球資本市場也影響巨大。

自2008年12月之後，聯準會便一直把聯邦基金利率目標，維持在歷史低點0%—0.25%的區間，而且自2008年11月起到2013年1月，前後推出四輪「量化寬鬆」（QE）政策，以及兩次「扭轉操作」（OT）。多年來，其實我們早已習慣在美國零利率和QE環境下，進行經濟分析及投資判斷。

2013年12月18日，聯準會宣佈：在經濟活動和勞動市場改善下，減碼QE 100億美元，也就是自2014年元月起，將購債規模從每個月原



先的850億美元，縮小到每個月750億美元，正式啓動QE退場機制。今年以來，聯準會持續依此節奏，保持FOMC每六週開會一次，即縮減100億美元購債規模的速度，進行QE的退場，10月底全部結束。

相較於去年5月下旬時，QE退場訊息的釋出，造成資本市場大幅動盪，聯準會今年採取這種循序漸進的方式，大舉降低了對市場的衝擊。隨著QE退場進入尾聲，市場關心的焦點，也逐漸由美國「何時結束QE政策」，轉移到「何時升息及升息幅度有多大」。

就業及通膨狀況，是聯準會考慮升息時間點的兩大重點，目前美國的經濟復甦，似乎比想像中來的快；失業率也從高峰大幅滑落了，市場瀰漫著將提前升息的論調。

8月下旬，倍受矚目的全球央行年會，在美國懷俄明州的傑克森洞（Jackson Hole）召開，聯準會主席葉倫首次以央行總裁的身分與會，她強調美國就業市場仍未從「大蕭條」以來最嚴重的經濟衰退中完全復甦，失業率的快速下降，並無法反映就業市場的真實情況；並再一次表達充份就業與2%的通膨目標，是改變聯準會政策立場、啓動升息的重要依據。

9月中旬，葉倫在FOMC會後談到，8月失業率雖是降到6.1%的六年來低點，但勞工市場復甦情況有待改善，是無法提前升息的理由。她維持既有的基調，一切以經濟數據為未來調整利率的基準，並表明經濟還沒有完全復甦前，聯準會不會貿然升息，未來調整利率的方式，仍以漸進式和可預測性為主軸。

全球金融投資大棋局

以現況來看，全球金融市場是可以承受升息的消息及實際執行。同樣地，在這一場FOMC例會，會後聲明重申，QE退場後，「利率會有一段相當長的時間，維持在低檔」，暗示明年3月前不會升息。市場判斷提前升息的機率，則比幾個月前明顯提高，分析師普遍把聯準會最快首次升息的時間點，提前到2015年第一季或第二季。

雖然升息可能會比預期來的早，但根據聯準會公佈的最新利率落點預測顯示，2015年底基金利率預估中間值為1.375%，2016年底為2.875%。基金利率要回升到3%以上，恐怕還需要一段較長的時間，或許得費時兩到三年才會達到。聯準會前主席柏南克，5月出席一個演講時則提出，在他有生之年（他1953年生），聯邦基金利率都不會重回4%的長期平均值，這反應出美國本輪的經濟復甦力道，就只是溫和擴張。

無論如何，聯準會今年10月底結束QE政策、明年升息，貨幣政策逐步回歸常態化，是「葉倫時代」的重大政策，美元即將進入新一波的升值週期，同時也揭開了全球資金在各類資產市場轉移，財富出現新一輪重新分配的序幕。

升息一事開始被熱烈討論，華爾街的投資大師及專家們，針對美股多空論戰急速增溫，同一份資料竟能解讀出完全相反的觀點，精采絕倫。最近比較令人震撼的是，根據金融諮詢公司Smithers&Co. 董事長Andrew Smithers的報告，從1802年累積至今、超過兩百年的統計數據顯示，美股正處於僅次於1929年、1999年的「史上第三大



股市泡沫」之中！他指出，當聯準會退出非常規貨幣政策，或者企業停止借款、開始股票回購，或是出現類似70年代的停滯性通膨，美股泡沫便會有破裂的風險。很少評論股市的聯準會主席葉倫，7月中旬在國會聽證會中也點名，小型生物科技與社群網站類股，評價面有偏高之虞。

美股歷經強勢上漲後，本益比明顯偏高，但因為低利率政策有利於企業經營的環境，券商估測2014年美國標普五百大企業，年獲利成長率上看10%，優於2013年的8%，何況不論從相對估值、利率水準或獲利率相對公債殖利率評估，美股在創新高後仍有空間，應是全球投資佈局上的重點配置。

不過，美股畢竟自金融海嘯後，連漲六年了，對消息面反應會較為劇烈，建議偏重在較具題材性的趨勢性產業，例如在網路新商業模式、雲端科技、物聯網、穿戴式裝置、Apple的iPhone 6，以及全球PC和伺服器換機潮等題材助攻下，科技類股仍為首選。得益於人口高齡化及健保方案的生技醫療業，和驅動能源創新的頁岩油氣產業，也都可以追蹤。若對股價創新高後的美股有所疑慮，選擇以股利概念進行中長期投資，也是不錯的做法。

聯準會內部鷹鴿兩派的理念分歧，則是美股的一大變數，在貨幣政策目標上，鷹派所主張的穩定物價，與鴿派所重視的促進就業，兩者在本質上很難妥協；而2014年鷹派的席次，是三年來勢力最為高張的一年，這對鴿派主席葉倫來說，是一項重大挑戰，也增



全球金融投資大棋局

添了貨幣政策的不確定性。再者，美國當前家庭與非金融類企業的債務比較穩定，但這些改善都是建立在現有低利率水準的基礎上，當利率水準正常化朝向升息時，這些債務有可能引發新一輪的壓力。

除了美股之外，歐洲及日本兩地股市也看好，主因為不論是避免落入通縮困局，或是因應地緣政治負面衝擊，央行所實施的寬鬆貨幣政策，將為兩大市場帶來支撐，加以經濟日漸增溫，與企業獲利成長的催化下，股價可望穩步攀升。

去年5月下旬，柏南克預警QE退場，引發新興市場不小的震盪，自今年第一季末起，新興市場受QE退場的影響較為淡化，加上部份國家經常帳逆差問題有所改善，過去幾個月時間裏，追求利差交易的國際游資，加速重返新興市場，其股、債市反彈幅度不小。此刻全球央行貨幣政策仍偏向寬鬆，各國政策也有利於股市，雖新興市場經濟成長動能減弱，但在還沒有反應明年聯準會升息以前，新興市場股市仍可望保持穩定。

新興市場的每一個區塊情勢不同，選擇投資標的便顯得相當重要，在亞洲、東歐和拉美三大新興市場中，今年下半年亞洲區域最被看好，受惠於歐美地區景氣回升、地緣政治疑慮使得國際熱錢前來避險，以及財政體質較為穩健都是利基，如果中國大陸經濟穩健走揚，對亞股後市也具有支撐。韓國及台灣股市，以外銷出口為主，跟隨美國高科技產業景氣動能上升，股價相對便宜，將成為國際資金回流的



首選。

墨西哥也是可以注意的標的之一，該國得益於美國經濟成長、國際收支健全、正在大力推行改革，以及競爭力持續提升。此外，可留心一些即將舉行領導人選舉的新興國家，通常當大選結果可能政權變天時，該股市就愈有機會，近期印度、印尼和巴西等國，都是這種情況。

明年美國升息時，則要重新檢視新興市場的投資價值，屆時熱錢轉向回流美國時，新興市場勢必處於較為艱難的環境，要更加謹慎地去評估每一個國家的經濟基本面，包括經濟成長速度、股市評價高低等，特別要追蹤經常帳順逆差，與匯率高低估，這些指標都是判斷國際收支是否穩健的主要依據。

一般而言，升息是債券資產最大的殺手，但今年以來QE有序退場，全球債市對此政策轉折已充份預期，並沒有出現大幅度的震盪，甚至反而因為資金回補美國公債，使得美國10年期公債殖利率走勢平穩。全球主要央行，仍將維持寬鬆貨幣政策，此舉將有利於債市，況且縱使升息，步調也是溫吞漸進的，投資人心態上不須對債市過於擔心。

談到這幾年國人熱烈追逐的高收益債券，全球景氣溫和復甦、歐美企業獲利動能不錯與企業償債力提升，這些因素都有助於高收益債市，況且高收益債券與景氣高度連動，所以在今年股票當道的市況下，仍保持走升。



全球金融投資大棋局

如果美國進入升息軌道，歷史數據顯示，高收益債券對於利率的敏感度較低，即使面對升息，績效仍舊相對穩定；還有在低利率環境中，高收益債券提供較佳的票息，在所有債種中相對具有吸引力，可長線持有，並納入核心配置中。

在投資等級債券方面，經濟的溫和復甦，和企業的獲利成長，公司債市都可望受惠。連續升息雖然會壓抑投資等級債券的表現，但只要慎選受益景氣擴張的優質債券，仍可帶來較佳的收益。特別是金融產業，歷經幾年的調養生息，已日漸修復公司資產負債表，營運也漸回正軌，金融公司債將是升息期間受益最大的投資等級債種之一。

至於新興市場債券，其殖利率較高，受升息的負面影響，也低於其他債種，以美國2003年那次升息循環為例，首次升息前後，新興市場債券波動較大，但時間拉長，在整個升息循環期間裏，新興市場債券報酬卻不差。

匯市部份，由於美國經濟狀況優於歐、日地區，寬鬆貨幣政策轉向的時程，也早於歐洲央行和日銀，因此預估今年年底前，美元相對於歐元和日圓強勢。明年聯準會升息時程迫近，將導致先前投資在新興市場的資金撤離，並回流美國，美元將更為走強。

如以更為長線的眼光審視，美國在歐巴馬總統力推五年多「製造業回流」（reshoring）的國策帶動下，已見到諸如汽車產業、資訊硬體、航太與運輸等資本密集產業，因成本及稅賦考量，陸續回流本



土設廠投資；頁岩油氣生產，又使得美國在2013年10月的國內石油產量，二十年來首度超過進口量，天然氣也從進口轉變成出口，將來能源可以自給自足，進而對外出口，過去數十年極為困擾的經常帳赤字，隨之會大幅縮小，甚至轉為盈餘，美元匯價長期看升，美元資產將是投資人必須建置的基本投資部位。

在非美元貨幣的匯率動向，今年年底前因QE緩退，熱錢仍會留駐在新興市場，局面還算穩定。明年各國則會有較大的分歧，擁有龐大貿易順差和經常帳盈餘的國家，諸如中國大陸、南韓等東北亞國家的貨幣相對看好；但有高通膨、高負債，又有經常帳赤字問題的部份新興市場國家，例如印尼、土耳其和南非等國家，其匯價兌美元可能會貶值。

去年8月初，「摩根史坦利」已南非蘭特、印度盧比、巴西里耳、印尼盾和土耳其里拉，稱作「脆弱五兄弟」（fragile five），提醒這五個國家愈來愈難吸引外國資本，來填補其本身的貿易逆差。上述這些新興國家，去年下半年受美國QE退場訊息衝擊而深度折價，自今年4月之後，陸續吸引全球基金經理人開始加碼，股、匯市表現不錯，但明年聯準會升息時間逼近，匯率仍風險不可輕忽。

整體評估，在資本市場還沒有開始反應明年聯準會可能升息之前，今年第四季，全球股市、債市及其他金融市場，仍具同步表現的機會。後續伴隨全球經濟溫和復甦，實質利率仍將偏低，從美國QE全退到明年升息過程中，建議投資人應以股票為主力，但許多市



全球金融投資大棋局

場的價格已然偏貴，寬鬆貨幣政策實施時間愈長，資產價格會愈墊愈高，股市走勢及企業獲利基本面脫勾的機率也就愈高，資本市場會更為動盪，要小心像今年春季股市突然逆轉的類似情況重演。

低利率環境還會維持好一段時間，債券所提供的報酬仍是高於定存，應善用其固定收益的本質，並作為分散配置、降低整體投資組合波動的工具。操作上，應密切留意各主要央行政策可能發生的重大轉折，或經濟成長和企業盈餘數字的變化。

就中長期的角度，美國升息等於結束了六年來的廉價資金行情，全球資金將會開始加速流動，而升息也意味經濟情勢好轉，不再需要過剩的流動性來刺激景氣，金融市場短期內雖會因為資金抽離而下跌，但這卻是景氣復甦的實據，股市將會隨著升息步伐，呈現出「先跌後漲」的走勢。當明年美國開始升息時，投資人應重新擬定全球資產配置策略，以因應大環境的改變。

如何面對 沒有QE的日子？

QE時期的投資主軸	「後QE時代」的投資主軸
資金面	基本面
股市由資金驅動	股市由盈餘驅動
固定收益	股票
新興市場	美國
能源 / 原物料 / 黃金產業	以美國為首的生技醫療 / 科技產業
商品貨幣 (澳幣、南非幣、紐幣)	美元
債息 (以高收益債券為主)	債息 (以高收益債券為主) / 多元性息值 / 「入息」平衡型基金