

# 美國升息，「係金ㄟ」還是「狼來了」!?

2015/10/12

國家經濟發展戰略中心

助理研究員 張博欽

美國聯邦準備理事會（Fed）主席葉倫（Yellen）於5月22日表示，隨著國內外逆境逐漸消失，美國經濟情勢將走出年初的低迷局面，在今年某個時點升息是合宜的舉措。全球投資者如今都在猜測聯準會何時會緊縮政策，多數經濟學家預測可能是在9月，期貨市場交易商則押注12月。然而，美國今年真的會升息嗎？我們先從市場面，也就是美國公債殖利率來觀察。

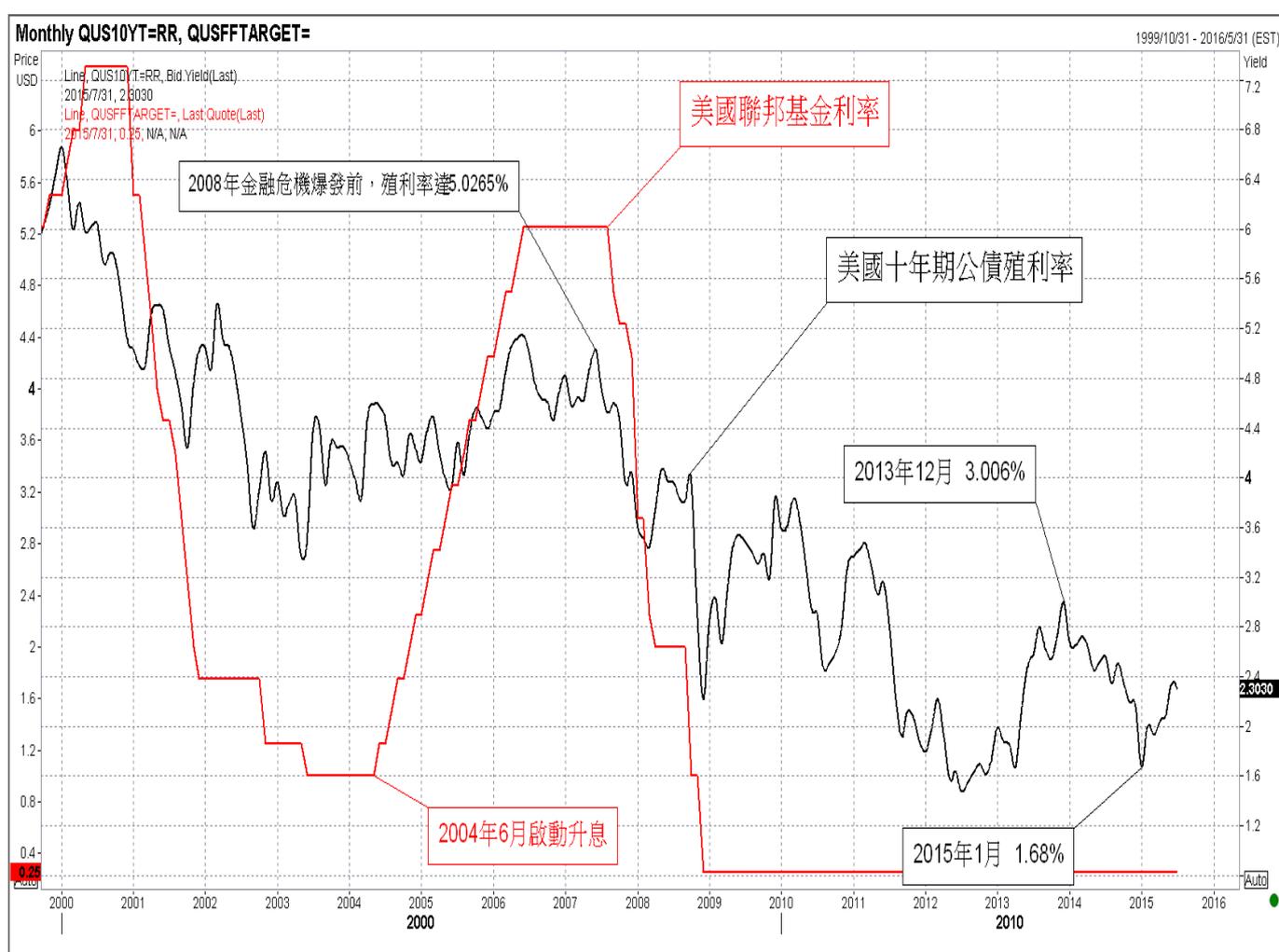
## 從美國公債殖利率觀察升息與否

在古典經濟學裡，債券市場是資金供需的市場，債券利率代表的是借貸資金的價格（成本），所以，債券利率的變化也就會反映了借貸市場的供需情形；當可借貸的資金供給愈多時，那麼，債券利率也就會愈低；當借貸資金的需求愈高時，債券利率也就會愈高。當我們持有債券至到期日賣出時，期間所獲得的年化報酬率即稱之為殖利率（yield rate），而「殖利率曲線」（Yield Curve）則是將某一特定日當天各天期公債的殖利率連接而成的一條曲線，在貨幣經濟學中是極為重要的指標。

一個健全的債券市場殖利率曲線的斜率，可以代表兩個涵意：(1)長短期借貸資金市場的供需情形(2)市場對未來景氣的普遍預期。未來美國升息與否，尤其需要重視後者所透露的訊息，也就是債券市場殖利率所隱含美國國內經濟景氣的走向。如景氣衰退時，央行運用寬鬆的貨幣政策時，這時，公債價格會上揚，公債殖利率會下跌；反之，當景氣進入擴張復甦時，央行運用緊縮的貨幣政策時，公債價格隨之就會下跌，公債殖利率會上升。

在圖 1 中，紅線表示聯邦基金利率 (Federal Fund Rate)，其衡量單位列於左直軸，目前為 0.25%；黑線係美國十年期公債殖利率，其衡量單位列於右直軸，目前(2015 年 7 月 7 日)為 2.3066%。美國財政部於 6 月 10 日標售一批 10 年期公債，金額 210 億美元，殖利率達 2.461%，雖然創下 2014 年 9 月以來最高標售利率，但由圖 1 所示，美國十年期公債殖利率仍明顯低於歷史標準：2013 年底最高仍僅處於 3% 左右，2008 年金融危機爆發前更高達 5% 以上，另觀察 2004 年 6 月啟動升息前後，殖利率都至少在 4% 以上。

圖 1 美國十年期公債殖利率與聯邦基金利率

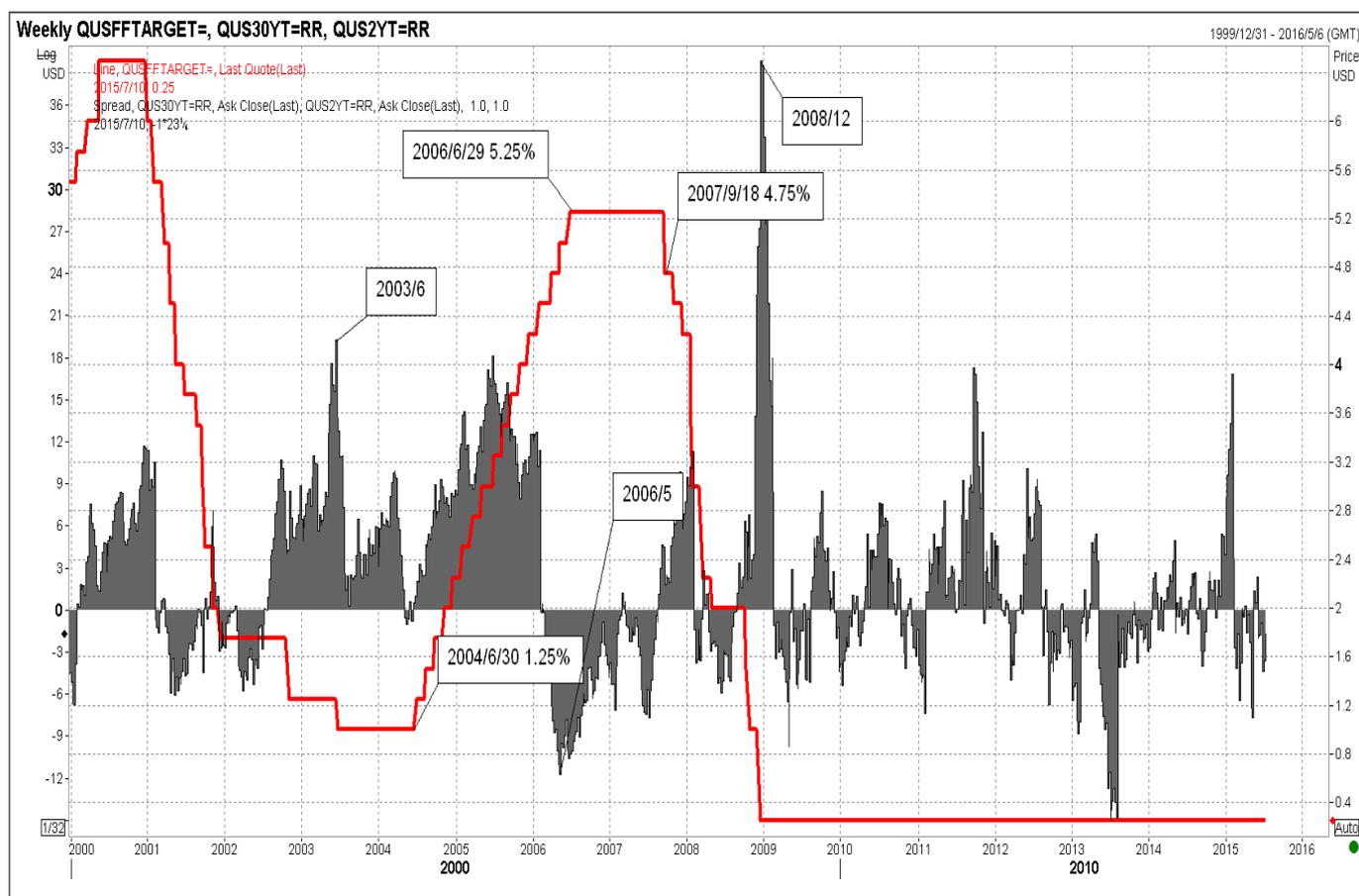


因此，從 2008 年金融危機爆發前的 5% 的殖利率，至目前 2015 年不到 2.5%，利率趨勢仍不斷下調的情況，也就是從債券市場殖利率所隱含美國國內經濟景氣的走向的觀點看來，應該無法斷定景氣已經正式進入擴張復甦的階段。

## 從美國長短期公債利差推估升息時點

美國未來要開始升息，則需經濟成長已經超過預期，景氣已經正式進入擴張復甦的階段才有可能；等到連續升息到高利率時，係經濟已經過熱，要緊縮銀根才能壓抑通膨。因此，欲從歷史經驗探討 Fed 的升息時點，可以進一步用美國長短期公債利差，也就是圖 2 進行推測。

圖 2 美國聯邦基金利率與長短期公債利差



推估基礎在於，市場投資者預期未來升息，將使現在的長天期利率上升速度快於短天期利率，導致利差擴大速度增加而達高點，但並不一定表示隨後將出現持續升息的周期。也就是說，從美國公債的利率期限結構分析，長短期公債利率之差的高點往往預示利率的最低點，即未來利率存在上調的可能，反之亦然。在圖 2 中，紅線表示聯邦基金利率，深色部份係美國三十年期公債與兩年期公債的利差。在 2003 年 6 月時，長短利差首先連續且達到高峰，表示市場預期未來升息的氣氛達到高潮。隨後經過 12、13 個月，於 2004 年 6 月 30 日，Fed 開始了連續 17 次

的升息周期，聯邦基金利率升至 5.25% 的水準；於 2006 年 5 月份，長短利差首先連續且達到極端負值，表示市場預期未來降息的氣氛衝高，隨後經過 15、16 個月後，於 2007 年 9 月 18 日起，為因應金融海嘯，Fed 開啟了 8 次的降息周期，終將聯邦基金利率降至 0~0.25% 的水準。因此，依此看來，公債利差出現極值與利率水準調整存在時間差，這一時間大概會持續 12~15 個月。但自 2009 年以來，整體市場預期並未連續出現長短利差達到高峰，而是高峰與低值互相交錯的形態，當出現高峰時，屬於相關經濟指標呈現正面所反應的市況；反之出現低值，則是經濟指標呈現負面所反應的市況。也就是說，市場對於經濟是否開始持續長期復甦仍無法斷定，更遑論升息的啟動與否。

## 美國釋放升息預期的立場

自從 2014 年 10 月美國結束量化寬鬆（Quantitative easing，簡稱 QE）政策，頻頻釋放未來即將升息的訊息，造成市場上對美國升息開始產生相當程度的預期，其目的究竟為何？

眾所皆知，作為一個擁有 14 億人口的世界第二大經濟體，中國大陸的經濟無疑稱得上是個「大國經濟」。一個「大國經濟」所發生的變化會對世界上的其他經濟體產生不可忽視的影響。如今，中國大陸的經濟正面臨轉型期。轉型之後，中國大陸買賣交易的產品、輸入輸出的產業勢必有所變化。而這些變化勢必對全球經濟格局產生深遠影響。加上其主導「亞洲基礎設施投資銀行」、推動「滬港通」等政策吸引國際資金，並不遺餘力的推動人民幣國際化，無一不是積極在全球擴張的中國資本，透過制度性體制的建立，直接挑戰美國在戰後的布雷頓森林中確立的世界金融霸權秩序，意圖宣告美國金融獨霸的時代正式終結，挑戰美國、成為今後的世界秩序支配者。

美國當然也不是省油的燈。2011 年底，美國總統歐巴馬（Obama）在國情咨文中，提出實現美國製造業回歸本土的政策，這個製造業撤回的策略無非就是針對中國大陸的「世界工廠」而來。最重要一點就是，美元也要隨著製造業一起回流才能

達到政策綜效，而且美元回流的節奏和美國製造業撤回的節奏相吻合，也與美元走強的周期相近似。

前任美國聯準會主席伯南克（Bernanke）在歐巴馬國情咨文後迅速改變策略。一是選擇一個時機退出 QE，因為美元回流，QE 就沒有意義了。何況，這些資本在新興經濟體國家已經賺飽，也是回流的時候了；二是釋放升息預期，用升息的手段刺破新興經濟體國家的泡沫，讓新興經濟體國家全部進入衰退，那麼，大量的資本為了避險只能去美國，推動美元實現王者歸來。為了表示美元重新進入升值的趨勢，可以預見的是，未來應該還有無止盡的資本市場血戰陸續上演。