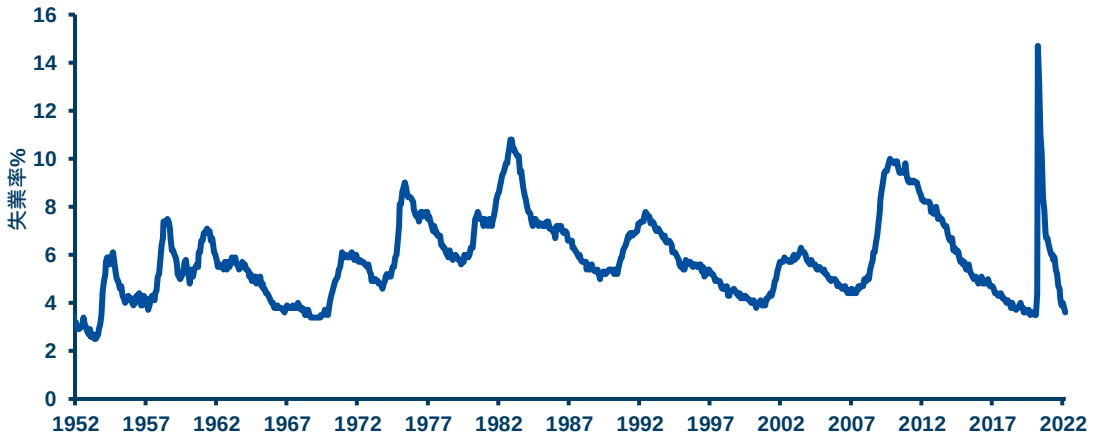
加入辯論：「聯準會是否落後於殖利率曲線？」

Pascal BLANQUÉ
主席, 鋒裕匯理研究所

在過去的幾個月裡，高於預期的價格上漲促使一群投資者宣稱，「聯準會(Fed)落後於殖利率曲線！」眾所周知，聯準會 (Fed) 的法定雙重任務是**同時瞄準價格穩定以及最大限度的可持續性就業**。 第二點，美國勞動力市場很少表現強勁。最新預測顯示，到今年年底失業率將達到 3%，這是自 1950 年代以來從未發生過的事件，應該會繼續促進經濟成長。然而，通過任何合理的通膨衡量標準，聯準會實際上在第一點上「落後於殖利率曲線」。 **通膨猖獗，遠高於根據主要指標計算的 2% 目標**（3 月份美國 CPI 名目同比成長 8.5%，而 2 月份核心 PCE 平減指數同比成長 5.4%），這表明聯邦公開市場委員會（FOMC）應該更快地升息以抑制價格上漲。

美國失業率降至歷史低點



資料來源: 彭博、鋒裕匯理研究所，資料截至 2022/4/21。

「最新的預測顯示，到今年年底失業率將達到 3%，這是自 1950 年代以來從未發生過的事件，應該會繼續促進經濟成長。」

聯準會「落後於殖利率曲線 」是什麼意思？

針對「落後於殖利率曲線」的概念，聖路易斯聯邦儲備銀行主席詹姆斯布拉德(James Bullard)提供了兩種解釋。 第一種解釋是基於泰勒式貨幣政策規則，即使採用樂觀參數值，亦即以-50 個基點的實際利率、高於通膨目標 1.25%的偏差，該規則估算出 3.5% 的政策利率。鑑於聯邦基金利率目前的區間落於 0.25 至 0.50 個基點，這表明聯準會確實落後殖利率曲線約 300 個基點。 而第二種解釋則基於前瞻性指引(Forward Guidance)，根據此觀點，市場已經領先於聯準會的有效行動。 截至 2022 年 4 月 21 日，2 年期美國國債收益率為 2.62%，這意味著聯準會仍落後於殖利率曲線（儘管仍相對低於泰勒規則所隱含的水準），並且必須升息以實現自 2021 年第四季以來所制定的前瞻性指引。

有哪些歷史先例可參考?

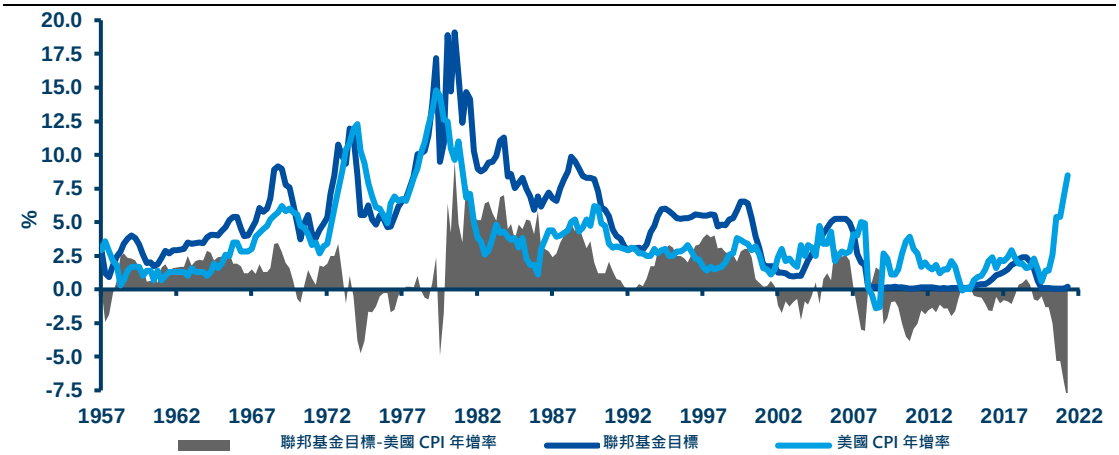
自 1960 年代以來，只有發生過兩次核心個人消費支出指數(Personal Consumption Expenditure, PCE)如今日一樣高。第一次是在 1974 年。當時，聯準會淡化了導致價格上漲的

貨幣因素。 鑑於其未考量貨幣因素，因此在政策方面忽視而犯了錯誤：它將政策利率（以及相關的事後實際利率）保持在相對較低的水平，並且落後於殖利率曲線，導致經濟波動不定，通膨持續並進一步走高，隨之而來的是多次衰退。

「雖然泰勒規則是可接受的利率替代指標，但由於政策執行的速度不一，至今可以說聯準會仍落後 300 多個基點。」

到 1983 年，聯準會記取教訓，其採用新的貨幣政策方法，主要關注於貨幣因素對通膨停滯的貢獻，這次貨幣政策則沒有落後。聯邦公開市場委員會維持高政策利率，以降低通膨、穩定經濟直到 1990-1991 年的經濟衰退。

聯準會正以前所未有的方式落後於殖利率曲線



資料來源: 彭博、鋒裕匯理研究所，資料截至 2022/4/21。

我們今日處於何處？

我的觀點是，我們今天更接近 1974 年的情景。不僅最初的 「殖利率曲線落後」讓人聯想到 1974 年的經驗，而且，儘管聯準會立場鷹派，但聯準會的敘述又再次建立於非貨幣因素之上。此外，雖然泰勒規則是可接受的利率替代指標，但由於政策執行的速度不一，至今可以說聯準會仍落後 300 多個基點。由於通貨膨脹正持續著，越晚採取行動，最終利率則越高。 然而，當前的貨幣政策體系不再是基於常規，聯準會不太可能將利率提高到泰勒規則估算的水準，但市場很可能會彌補、縮小差距，從而超出前瞻性指引。

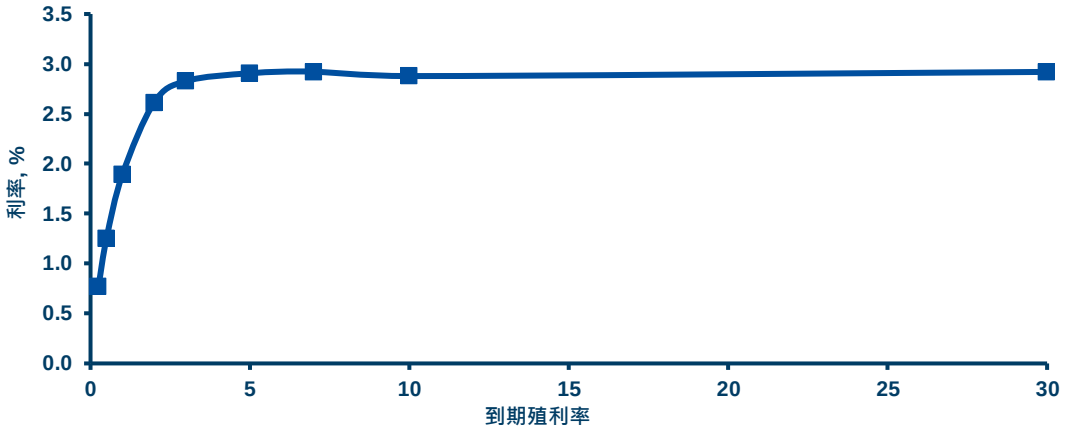
「泰勒規則意義上的真正正常化（或通過市場內生超過前瞻指引）意味著高衰退風險。」

基於泰勒規則的意義，所謂真正正常化（或通過市場內生地超過前瞻指引）可能隱含著高衰退風險。然而聯準會已經落後於殖利率曲線為時已晚。雖然我同意美國前財政部長拉里·薩默斯(Larry Summers)的評估，即政策正常化是經濟衰退的催化劑，但我認為不會發生全面正常化的過程。 **聯準會陷入了在抑制通膨但即刻引發經濟衰退的風險或為經濟成長爭取更持久的時間但未來可能會因此付出沉重的代價之間交戰。**聯準會（及人們）極可能會傾向於後者。就目前簡單的中立性不足以抑制通膨而言，聯準會的推理及立場是保守的。嚴格來說，抑制現階段通膨則需要採取超越中立的行動和態度。

假設既沒有快速的泰勒式正常化，也沒有超出前瞻性指引的市場內生過剩，我們可以從 1974 年式的情景中期待什麼？ 從邏輯上講，將會有更高、持續性及自主延續的通貨膨脹。 事後實際政策利率將在一段時間內保持較低水平，但名目利率將呈上升趨勢，無法穩定經濟的波動。 最終將致衰退，雖然可延遲，但無法完全避免。畢竟，「歷史不會重演，但往往會同調」。

「這種重新定價的最終一站將因風險資產的反曲點，使殖利率曲線的陡峭在長天期端出現額外的壓力。」

預期美國殖利率曲線將重新定價



資料來源: 彭博、鋒裕匯理研究所，資料截至 2022/4/21。

對投資的影響是什麼？

談及對投資的影響，我們已觀察到全球正在對風險進行重新定價。其自債券開始，特別是在殖利率曲線的短天期端，但此後則暫停上升趨勢；這是由於中央銀行為市場提供之供給量低於需求、市場對未來的擔憂或價格先行反映效果，使得殖利率維持甚至是衰退。這種重新定價的最終一站將因風險資產的反曲點與對債券的偏好、使殖利率曲線的陡峭在長天期端出現額外的壓力。而大型保險公司與養老基金在這方面發揮重要的穩定作用。

一般而言，股票和債券的表現將惡化甚至反轉，引發普遍性的表現不佳。股票的重新定價點應該會向價值及品質傾斜，這意味著相關產業的表現會積極向上，而落後的信貸重新定價應會迎頭趕上、最終縮小差距。**股票及信貸的進一步重新定價將提供一個更合適的訊號，意即現在正是增加風險的時候了：也就是，為了考慮增加更多風險，我們期望看到 10 年殖利率曲線趨於平穩。**

鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司 | 台北市信義路 5 段 7 號台北 101 大樓 32 樓之一 | 總機：+886 2 8101 0696

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為鋒裕匯理基金及鋒裕匯理長鷹系列基金在臺灣之總代理及投資顧問。鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為 Amundi Group 之成員【鋒裕匯理投信獨立經營管理】

Amundi ASSET MANAGEMENT 鋒裕匯理 資產管理