

富達投資觀點

2012.09

富達評論QE3

符合市場預期 有利復甦行情持續發酵 未來股市若修正 宜逢回進場

繼英國央行連3次增加其資產購買計劃的規模、歐洲央行OMT計劃、日本央行重啓寬鬆貨幣計畫後，美國聯準會於9月13日終於宣布市場期盼已久的第3輪量化寬鬆政策(QE3)。歐美亞股市紛紛以大漲回應，現在最大的問題是：資產購買計劃真的有效嗎？還是央行應該轉而採用其他措施呢？

在評估量化寬鬆效益前，我們必須先了解量化寬鬆是什麼(美國聯準會與日本央行對於量化寬鬆的實施方式有不同的見解。)一般來說，量化寬鬆最早是1930年代，美國在面臨大蕭條、低利率以及銀行沒有錢可以放款而導致貨幣政策緊縮的背景下，由經濟學家米爾頓·傅利曼(Milton Friedman)所提出。量化寬鬆政策企圖在利率非常低(接近0%)且央行已經沒有其他常規措施可以使用的情況下，透過銀行系統對疲弱的經濟注入大量資金。

量化寬鬆在多數成功的案例中為央行透過預先調整資產負債表來創造出虛擬的貨幣。在該措施中，央行買進等值的資產(通常是金融資產，如政府以及公司債券)，此時央行便站在資產負債表的資產一方。賣出資產的商業銀行以及其他機構在帳面上則會有額外的資金收入，而這將使的準備貨幣(通貨淨額+支票存款+活期存款+各銀行放在中央銀行的準備金)增加。

量化寬鬆的效果雖然與印鈔票非常相似，但其實比較接近財政政策，因為量化寬鬆是將錢再放回到市場上。只有在該措施會使央行出現財政赤字或央行將政府公債貨幣化(在這個情形下，國庫券的帳面上為負債)時，我們才將其定義為印鈔票。這個區分非常重要，因為這顯示出了量化寬鬆政策的優點--量化寬鬆將大量的資金投入市場並刺激經濟，卻不會使政府的赤字增加。如果美國聯準會第2輪量化寬鬆採印鈔票的方式進行(在一個財政年度內完成)，華盛頓時期的政府赤字將大幅攀升至國內生產毛額(GDP)的15%，接近希臘目前的水平。美國現任總統歐巴馬如果尋求國會通過以印鈔票的方式進行QE3，就算是該一刺激政策對美國經濟產生極大的影響，歐巴馬仍將面臨難以想像的政治和財政風暴。

量化寬鬆的目標在於提供銀行更多的放款資金以降低消費者和企業的長期借款利率。央行的資產購買計劃對通膨緊縮將

產生抵銷的效果，並避免貨幣供給收縮--1930年代癱瘓美國經濟的主因。種種跡象顯示出，政策決定者做出關鍵性的決策來提振經濟以期恢復消費者與企業的信心。資產購買計劃可能使的美元貶值，進而加速出口成長的回升。攀升的債券價格將使的機構投資人重新調整資產組合，並使更多資金流入股票市場。而股市上漲所帶來的財富可望刺激消費成長。

那有什麼地方可能出錯呢？批評者提出警告，資產購買計劃將促使風險性投資增加、過度膨脹股票價格、增加通膨的壓力以及無法如同財政政策一般達成刺激需求的目標。同時，銀行可能坐擁資金卻不放款。央行可能會因資產負債表上新證券價格的滑落而蒙受損失。

市場對於資產購買計劃有多容易失效一直持懷疑的態度。美國的貿易夥伴可能將該提振出口的舉動視為貨幣戰爭，正如同中國對美國聯準會第2輪量化寬鬆所做的反應。事實上，此一計畫若有預設期限的話將會弄巧成拙。就算資產購買計畫成效良好，但其效用仍將隨著計畫擴張而遞減。

歷史上已有足夠的例子來測試量化寬鬆是否有效。此一措施最早由日本央行在2001~2006年(2010年再次施行)間以大規模的方式實施。當該計畫在11年前啓動後，儘管日本指標利率自1999年均維持在0%的水平，日本經濟依舊急速的收縮、銀行系統日趨疲弱且通膨嚴重緊縮。日本央行的資產購買計劃導致日本不包含流動通貨的準備貨幣約為GDP的7%，為維持指標利率在0%所需總額(日本央行寬鬆政策達到目標所需的準備貨幣額)的2倍。

日本央行施行寬鬆政策的結果並不太令人驚訝。根據美國聯準會2011年的報告中顯示，在第2輪量化寬鬆政策後，美國通貨仍維持緊縮，經濟成長在2002年雖有反彈但幅度甚小。過去5年銀行放款額持續下滑。該份研究報告指出：量化寬鬆計畫仍有機會給美國經濟帶來正面的影響，但該一利多恐將被因銀行業嚴重疲弱以及家計、企業資產負債表等問題所導致的實質支出下滑所遮蓋。

美國聯準會和其他自金融危機開始的美國量化寬鬆研究報告認為美國量化寬鬆政策仍有其價值。聯準會所提及的『寬鬆



富達投資觀點

2012.09

信貸(Credit Easing)』，概念上不同於日本央行的寬鬆政策，儘管兩者都能擴張央行的資產負債表(美國聯準會的資產負債表在2008年9月膨脹了2.9兆美元)，寬鬆信貸實際上是一文不值的。日本央行與美國聯準會政策最大的不同在於，日本央行透過調控銀行準備金(央行資產負債表的負債項)的總額來影響指標利率；而美國央行則以資本負債表中的資產方的觀點，來達到降低家計和企業借款利率的目標。基於這個觀點，美國聯準會第1輪量化寬鬆政策購買了約1.72兆美元的不動產抵押貸款證券、政府機構債券和政府證券。第2輪量化寬鬆則包含了6,000億的政府公債。

美國聯準會的模型顯示出前兩輪的量化寬鬆成功避免了美國經濟重演1930年代大蕭條的情況。因為該措施推動美國出口成長近3%，並支撐起就業市場超過200萬人的成長。另一份聯準會在2012年提出的報告指出，兩輪的量化寬鬆以及約4,000億的賣出短期債券與買進長期債券操作(一般稱為扭轉操作，在該份報告後，其規模又額外擴張了2,670億美元)，該一措施降低了美國十年期公債殖利率大約1%。然而，約翰霍普金斯大學一份在2012年發表的研究表示，任何資產購買計劃對利率造成的影響都是短暫的。該份報告進一步指出，倘若長期利率對於實質支出有影響，透過非傳統貨幣政策將利率下調至0%的水平對經濟確實是刺激效果的，但效果可能不會太大。

2010年的波士頓聯準會報告發現，第1輪量化寬鬆政策(購買約1.25兆的不動產貸款抵押證券)成功降低借款利率並刺激貸款金額成長，然而成長的貸款金額主要集中在有高信用的族群。該結果意味著刺激經濟的效果被消除，因為該政策受益的大部分是有著良好信用的人。

紐約聯準會針對第2輪寬鬆政策對經濟影響的分析則較為樂觀，儘管其仍認為刺激效果將逐漸減少。該份報告模擬的結果顯示，這一類政策對推動GDP成長的影響小於0.5%，不過其效果可維持一段時間。目前為止，美國GDP年增率僅維持在2%的下緣，而失業率仍在8%以上的水平。

英國央行對於其債券購買政策則顯的樂觀，該一計畫自2009年的2,000億英鎊擴張至3,750億英鎊。一份2011年的研究

發現該計畫使債券殖利率下滑約1%，而且有證據顯示出其對經濟確實有顯著的刺激效果 --相當於利率下滑1.5~3.0%的影響。然而，根據近期一些不佳的經濟數據顯示，英國仍難以

逃脫經濟陷入通貨緊縮的困境。量化寬鬆的擁護者認為，如果央行同時放鬆對於通膨的立場，寬鬆政策會更加有效。將央行原本目標的2%上移到3~4%，將對美國債務沉重、面臨國內消費成長挑戰的經濟問題有所幫助。因為此舉可望將侵蝕債券的實際價值、降低實質利率以及加速消費支出的成長(銀行有更多資金放款，同時較低的利率可望刺激借入人數)。

然而，政策決定者在10年內不大可能放寬對於通膨的控管並讓央行設定更高的通膨容忍範圍。

如果量化寬鬆政策配合其他經濟體如：歐元區、日本、英國等國家的措施，將會有更好的效果。然而，歐元區的銀行業以及金融問題止步不前，且歐元區需要統一的政治聯盟來達成貨幣同盟的目標。日本政策決定者則害怕提高政府的負債(目前約為GDP的230%)。保守政黨領導的英國則有著過度政治資本投資的問題，並進而對英國經濟成長造成損害。在美國本土，若政策需提高稅率，反對增稅的共和黨將會利用其國會人數的優勢來阻擋短期刺激政策以及改善政府長期財政措施的通過。

因此，考量所有的風險以及邊際價值，量化寬鬆仍是美國政策決定的唯一的選擇，因為在利率無法再下調以及財政政策被妖魔化的當下，僅有量化寬鬆政策能被通過並施行。

富達資產配置總監Trevor Greetham 表示，『美國聯準會繼歐洲央行採行OMT計劃與開放式貨幣寬鬆計劃後第三度推行量化貨幣寬鬆措施，其中之一是解決核心問題—房市融資問題。聯準會主席伯南克是全球專家應能讓美國遠離大蕭條，當前是延續其既定的劇本持續採行寬鬆貨幣政策，經濟呈現溫和復甦。聯準會施行QE3之舉，支持了我們對持續加碼美國的看法。目前我對股市的看法是，未來市場上可能會傳出好就收的謠言而出現修正，雖然短期內經濟不會那麼快逆轉，但我們期待此次的寬鬆將帶動新一波的經濟復甦行情，



富達投資觀點

2012.09

倘若未來數月內，有任何疲軟的經濟數據造成市場震盪，我都認為是個很好的進場布局點，以參與未來新一波的復甦行情。」

富達亞太(不含日本)研究團隊則指出，QE3符合市場期待，特別是美國失業率仍處於高檔的情況。對於中國股市而言，由於中國是個較為封閉的市場，雖然QE3對其影響較其他市場為小，但肯定的是有利中國股市的投資氣氛。就實務上，QE3的實施，將延長低利率循環周期以及對利率敏感的類股有利，特別是地產類股將會受惠。此外，高財務槓桿的公司也將因低利率而贏得更多操作的空間。

「富達證券獨立經營管理」各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，不負責各基金之盈虧，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基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。投資新興市場可能比投資已開發國家有較大的價格波動及流動性較低的風險，投資人應選擇適合自身風險承受度之投資標的。依金管會規定基金投資大陸證券市場之有價證券不得超過本基金資產淨值之10%，當該基金投資地區包含中國大陸及香港，基金淨值可能因為大陸地區之法令、政治或經濟環境改變而受不同程度之影響。投資人應注意基金淨值及收益可漲可跌。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人索取公開說明書或投資人須知，可至富達投資服務網 www.fidelity.com.tw 或境外基金資訊觀測站 www.fundclear.com.tw 查詢，或請洽富達證券或銷售機構索取。FIL Limited 為富達國際有限公司。富達證券股份有限公司為 FIL Limited 在台投資100%之子公司。台北市敦化南路二段207號15樓。服務電話：0800-00-9911按2。Fidelity富達，Fidelity Worldwide Investment，與Fidelity Worldwide Investment 加上其F標章為FIL Limited之商標。