



退休基金協會期刊

2020 年 9 月

聯準會政策的終極防線： 負利率或殖利率曲線控制？

富蘭克林坦伯頓固定收益團隊*

摘要

- 經濟 V 型復甦後成長可能放緩，加上選舉前的市場波動，聯準會可能需要再次進場干預。
- 若聯準會認為有必要推出更多寬鬆政策，預期將偏向殖利率曲線控制 (YCC)，負利率政策機率偏低。
- 參考歐日五國負利率政策的經驗，對經濟的提振效果有限，且不利金融業。

前言、我們需要更多寬鬆政策嗎？答案可能是 YES

美國五月零售銷售及非農就業強勁反彈，追蹤各項經濟活動的指標也顯示經濟正在復甦，但基於疫情二次擴散及十一月選舉等擔憂，經濟前景仍存高度的不確定性。我們認為聯準會需要先評估目前已實行政策的影響，包括透過多項貸款機制提振信貸並穩定金融市場，以及目前正在討論的新一輪財政刺激政策，預期聯準會將等到夏季之後再決定是否需要推出更多的寬鬆政策。聯準會是否需要再進場干預？我認為答案可能是 YES! 即使未來幾個月經濟出現 V 型復甦，但之後的復甦力道可能放緩，美國經濟要回到疫情前的水準仍需要一段時間，此外，股市似乎也反應偏樂觀的情境，意味選舉前的波動可能引發股市修正，市場壓力可能迫使聯準會出手干預。若聯準會認為更多寬鬆政策有其必要，我們預期聯準會未來的政策將偏向殖利率曲線控制 (YCC)，採取負利率政策的機率偏低。

* 2020 年 6 月

殖利率曲線控制 (Yield Curve Control, 簡稱 YCC)

殖利率曲線控制被視為量化寬鬆政策的自然延伸和前瞻指引的極端形式，聯準會將把某些年期的公債殖利率水準控制在特定水準，保證該殖利率將維持低檔更長一段時間。為了達到此目標，意謂聯準會承諾用特定價格無限量買進特定年期的公債。相較於傳統的量化寬鬆 - 聯準通常承諾買固定數量的證券，這種作法將帶動民間投資人對於風險性資產的投資，包括股票及較低債信評等的公司債。聯準會早在 1942 年便已採取過殖利率曲線控制的政策，當時為了壓低因應戰爭所需資金的借款成本，聯準會同時把短期和長期公債殖利率控制在特定水準。

一、殖利率曲線控制政策 (YCC) 的五大潛在優點

1. 聯準會可將殖利率曲線中的部分天期公債利率控制在想要的水準，而非單純只將短期利率降到零以下。
2. 強化政策前瞻指引。聯準會主席鮑爾於六月會議中表示，我們沒有想過要升息，聯準會公開市場操作委員會的成員們也預期 2022 年底之前都不會升息，聯準會可透過控制三年以內的公債殖利率來強化這項政策前瞻指引。
3. 可協助大規模財政政策衍生的融資需求，藉由把政府借款成本維持在低檔以極大化財政支出的影響。
4. 殖利率曲線控制政策可能是最不具有政治爭議、且是各項貨幣政策中可搭配擴張性財政政策最透明的方式。
5. 若投資人相信聯準會將以特定價格買進公債，投資人彼此之間就會願意以該價格進行交易，此時將可降低聯準會實際上所需購買的債券規模。今年三月澳洲央行宣布將控制三年期公債殖利率於 0.25% 水準，截至目前為止澳洲央行實際購買的債券數量有限，而日本央行於 2016 年採取殖利率曲線政策，之後實際購買的資產規模遠低於政策宣布前（圖一）。

圖一：日本央行購買日本公債的規模（三個月變動，兆日圓）



Source: Franklin Templeton Fixed Income Research, Macrobond, BoJ.

資料來源：富蘭克林坦伯頓固定收益團隊、Macrobond、日本央行。

二、殖利率曲線控制政策 (YCC) 可能帶來的風險

世上沒有免費的午餐，殖利率曲線控制政策可能帶來的風險及後遺症如下：

1. 聯準會必須決定要控制哪一個部分的殖利率曲線。

(1) 較安全的選擇是跟澳洲一樣選擇三年以內的公債殖利率，這也跟聯準會決策官員的前瞻指引期間相符 (2022 年底之前不會升息)，之後聯準會退場時可能引發的利率上揚壓力也會低於長天期公債。但這對信用市場的提振效果有限，因為目前的三年期公債殖利率僅略高於一個月期國庫券利率。

(2) 若聯準會跟日本央行一樣，選擇控制十年期公債殖利率，對信用市場的提振效果較大且可幫助長天期公債表現，但如果經濟復甦及通膨預期加速，投資人可能開始懷疑聯準會的承諾而不願意以聯準會原先設定的利率水準購買公債，這將迫使聯準會買進更多公債，增添未來退場的難度。或者若聯準會選擇放棄殖利率曲線控制政策，將損及聯準會的信譽。

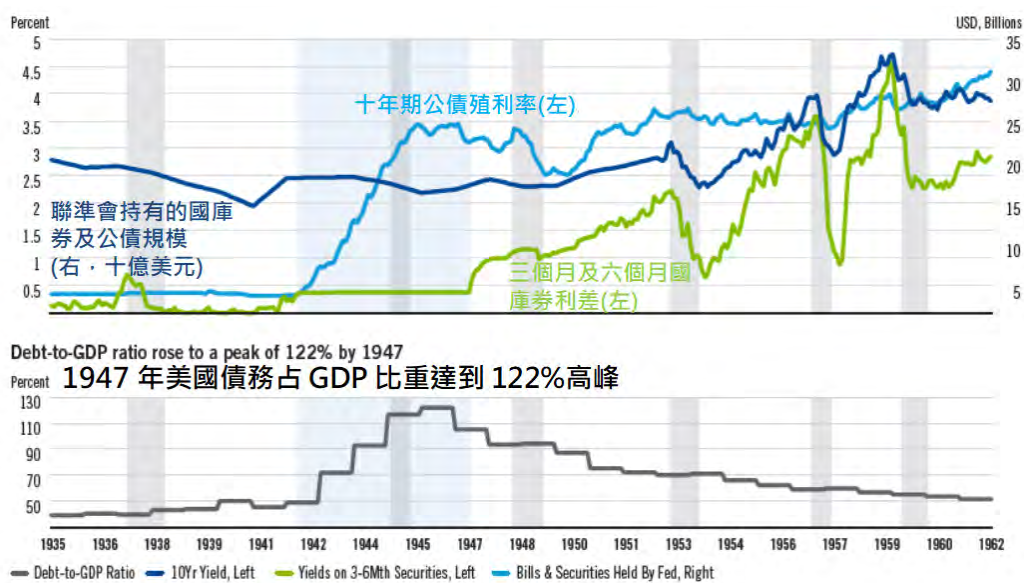
2. 控制殖利率曲線的利率水準 (也形同控制價格) 將加劇資產價格的扭曲，對金融穩定性帶來的風險將隨著聯準會購買的資產規模、以及為了控制殖利率曲線而買進公債的比重而上升。

3. 殖利率曲線控制政策的退場策略將比傳統的量化寬鬆 (QE) 更困難。採取傳統的量化寬鬆政策之後，聯準會可以同時關注市場及縮減購債規模的速度，以避免出現短期內殖利率大幅彈升，儘管這過程並非永遠順暢，就像 2013 年也曾出現聯準會縮減 QE 恐慌一樣。

聯準會可能會想維持殖利率曲線控制政策直到經濟復甦穩固且通膨接近或高於目標，通膨預期轉為健康，屆時若聯準會移除殖利率曲線控制政策，市場殖利率可能失序上揚。

此外，1940 年代美國實施殖利率曲線控制政策也帶來另一項風險：如果政府因為有央行採取殖利率曲線控制政策的庇護而習慣於巨額財政赤字，政府將不願意這項特殊待遇取消，而目前美國兩黨都展現對擴大財政支出的偏好。

圖二：1940 年代聯準會試圖控制殖利率水準及殖利率曲線型態



資料來源：富蘭克林坦伯頓固定收益團隊、Macrobond、聖路易聯邦準備銀行。

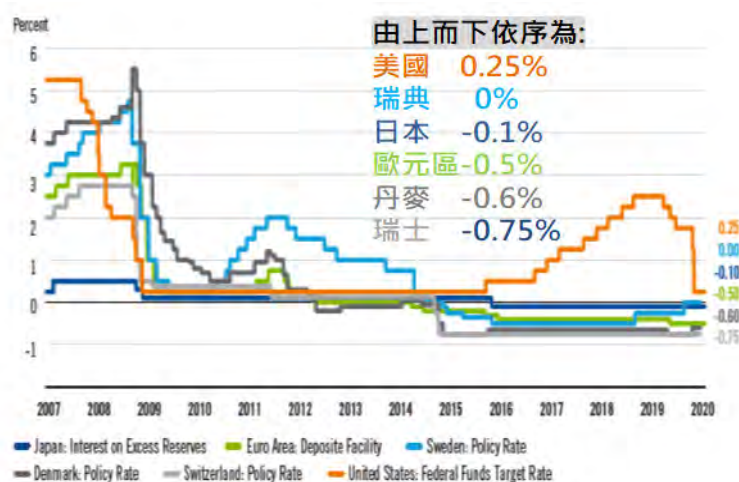
三、對負利率政策投下反對票

既然殖利率曲線控制政策可能帶來諸多風險，為何聯準會迄今仍不願意考慮負利率政策？

- 參考歐日五國負利率政策的經驗，對經濟的提振效果有限

過去五年包括歐元區、日本、瑞典、丹麥和瑞士在內的已開發經濟體（以下簡稱負利率五國）相繼採取負利率政策，同期間聯準會在 2015 年十二月至 2019 年十二月期間升息，累計升息幅度達 2.25 個百分點（圖三）。

圖三：主要國家央行指標利率 (2007/1~2020/6)

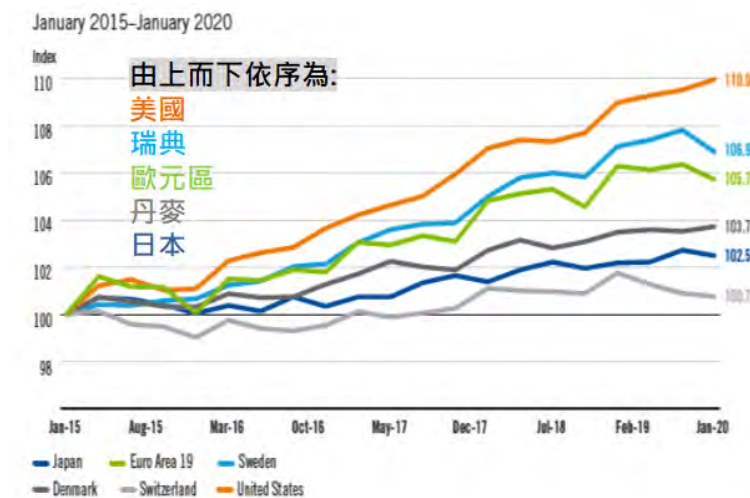


資料來源：富蘭克林坦伯頓固定收益團隊、Macrobond、OECD、IMF、BIS，2015 年第一季為基期 100。

檢視這五年期間美國與負利率五國的經濟表現 (圖四 ~ 六)，美國的個人消費支出成長率及消費者物價指數明顯高於負利率五國，儘管美國的固定資本形成毛額增長略低於歐元區和丹麥，但與瑞典相當、甚至高出日本許多。

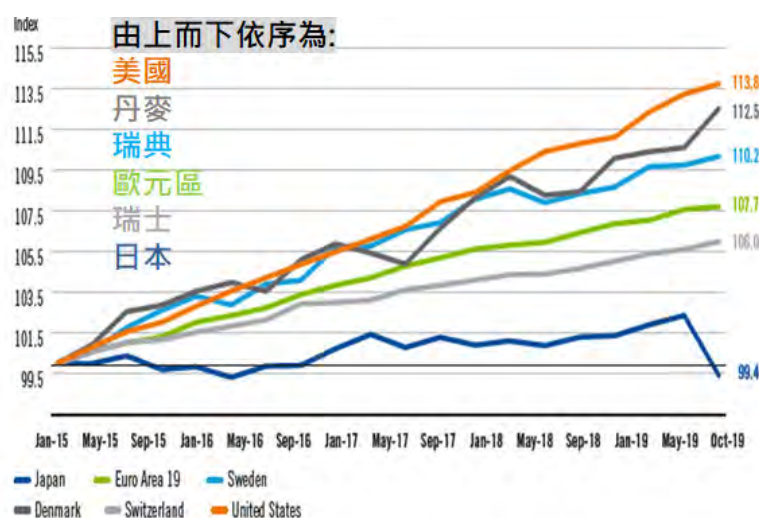
當這五國第一次調降基準利率至零以下，負利率並未對這些國家的經濟產生明顯提振效果，這當中也可能是因為這五個國家跟美國經濟本質上有些差異，也有人認為如果沒有採取負利率政策，這五國的經濟可能更糟。儘管如此，數據顯示負利率政策不一定會提振實質經濟表現。

圖四：消費者物價指數 (2015/1~2020/1)



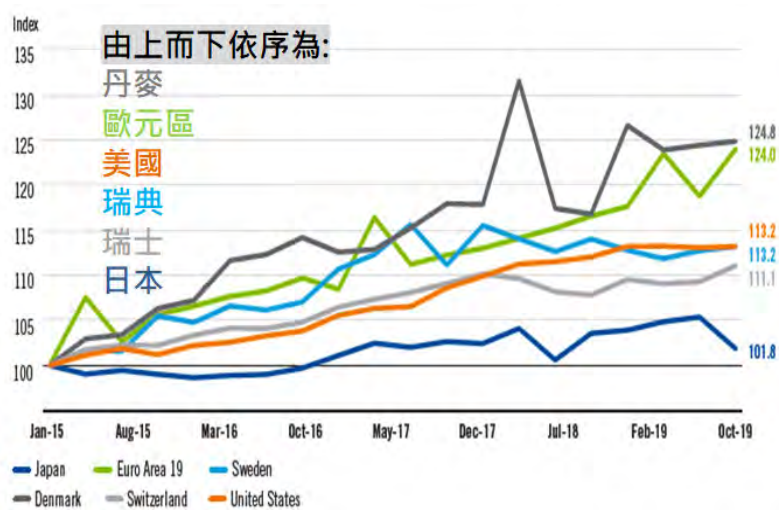
資料來源：富蘭克林坦伯頓固定收益團隊、Macrobond、OECD、IMF、BIS，2015年第一季為基期 100。

圖五：個人消費支出指數 (2015/1~2019/10)



資料來源：富蘭克林坦伯頓固定收益團隊、Macrobond、OECD、IMF、BIS，2015年第一季為基期 100。

圖六：固定資本形成毛額 (2015/1~2019/10)

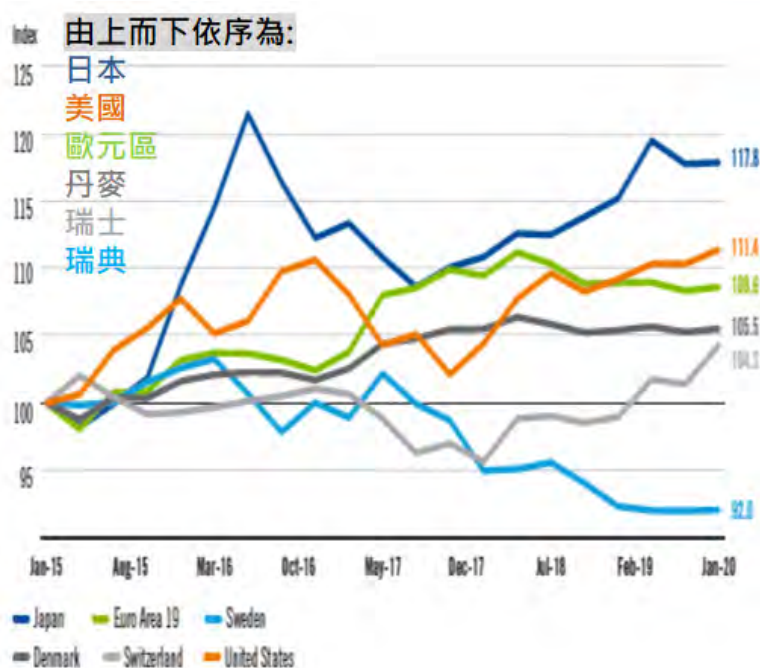


資料來源：富蘭克林坦伯頓固定收益團隊、Macrobond、OECD、IMF、BIS，2015年第一季為基期 100。

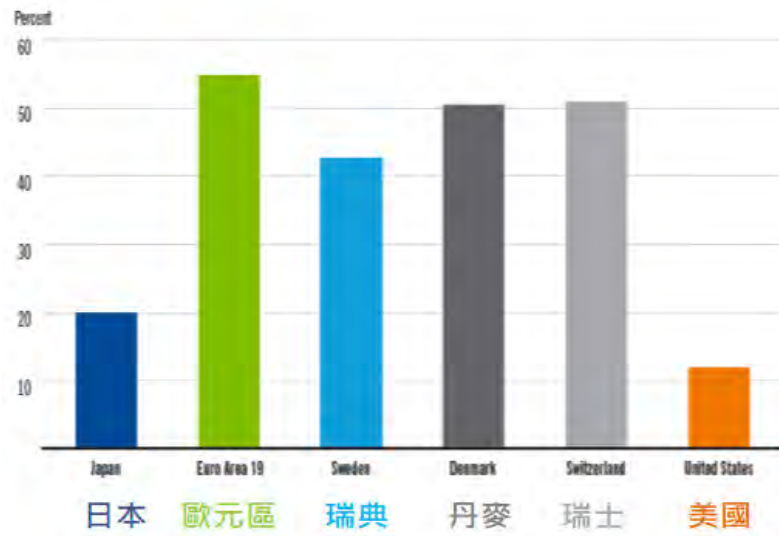
• 美國出口占 GDP 比重不高，透過匯率貶值刺激出口的效果有限

另一方面，對瑞典和瑞士來說，採取負利率政策的主要政策目標是要讓其匯率更有競爭力，尤其 2015 年瑞士採取負利率政策當時瑞士法郎因為避險貨幣特性而面臨升值壓力。由於這兩個國家的出口佔其 GDP 比重將近五成，匯率貶值有助提振出口與經濟，同樣的邏輯也適用於丹麥和歐元區。反觀美國出口佔 GDP 比重僅有 12%，透過負利率政策讓匯率貶值以提振出口的效力將遠不如上述這些歐洲國家。

圖七：BIS 名目有效匯率指數 (2015/1~2020/1)



圖八：貨品及服務出口占 GDP 比重 (%) (五年中位數，截至 2019 年)



資料來源：富蘭克林坦伯頓固定收益團隊、Macrobond、OECD、IMF、BIS。
圖七以 2015 年第一季為基期 100。

• 負利率政策不利金融業

負利率五國當中 (歐元區、日本、瑞典、丹麥和瑞士)，瑞士的指標利率降至 -0.75%、最低，其餘四國利率並未低於 0 很多，為何這些國家不再大幅降息？原因可能在於負利率政策對金融業造成傷害：

1. 這在歐洲最為明顯，歐洲央行已將基準利率降至負值很長一段時間，銀行業的獲利明顯承壓；
2. 退休基金也面臨顯著的融資困難，因為負債增加速度遠高於資產增幅；
3. 某些國家尤其是德國，因為負利率政策不利於存款戶及年長者，引發政治及社會情勢緊張。

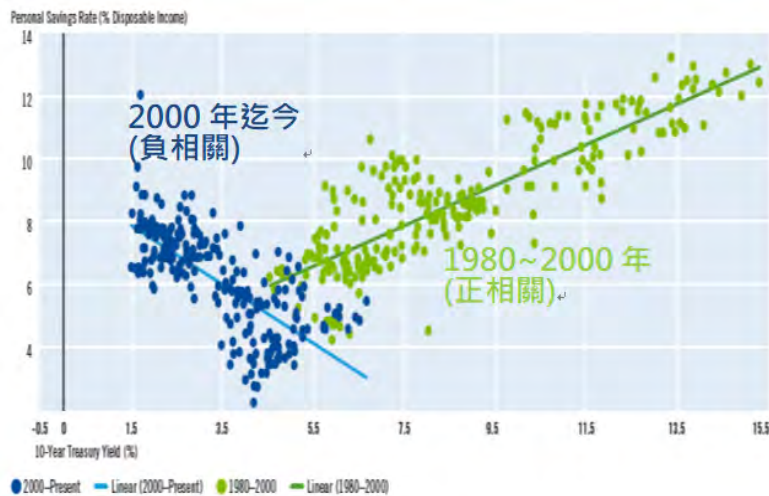
結論：近 20 年美國經驗：長債利率下滑不一定能帶動消費上升

考量美國當前的處境，根據傳統泰勒法則，有些人預估聯邦基金利率的合適水準應該是 -16%！無怪乎聯準會不願意朝負利率政策發展，因為強健的金融體系是面臨脆弱經濟環境時能讓經濟保持韌性的最重要因素之一。此外，極低的利率也可能對總體需求造成事與願違的影響，因為家計單位從儲蓄上取得的收益有限，加上民間或公共退休體系的償債疑慮，家計單位最後可能選擇提高儲蓄、減少消費。

檢視 1980 年 ~2000 年以及 2000 年迄今的這兩段期間美國長債殖利率和儲蓄率及消費支出的關係 (圖九 ~ 十)，在 1980 年 ~2000 年期間，美國長債殖利率走勢跟儲蓄率及消費支出走勢呈現正相關，但 2000 年迄今近 20 年，這關係出現反轉，當十年公債殖利率降至歷史低點，儲蓄率不降反升。雖然相關係數不代表因果關係，這張圖也無法證明低利率將讓民眾增加儲蓄，但這讓我們對於透過負利率政策刺激消費的看法抱持審慎看法。

綜合評估負利率政策對金融業造成的風險，加上實證顯示負利率政策帶來的經濟效益有限，難怪負利率政策並不是聯準會優先考慮的政策方向，但這世上沒有絕對不可能發生的事情 (never say never)，我們需密切留意未來發展並將此分析銘記於心。

圖九：美國個人儲蓄率 vs. 十年期公債殖利率



圖十：美國個人消費支出 vs. 十年期公債殖利率



資料來源：富蘭克林坦伯頓固定收益團隊、Macrobond、OECD、IMF、BIS。
縱軸為個人儲蓄佔可支配所得比重 (左) 及個人消費支出佔可支配所得比重 (右)。

本公司所提供之資訊，僅供接收人之參考用途。本公司當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信可靠之來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本公司或關係企業與其任何董事或受僱人，並不負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，須自行承擔結果。本境外基金經金融監督管理委員會核准或申報生效在國內募集及銷售，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。