

# 近期市場波動的六個原因

此報告中所有示例均為對各種情況的虛擬解釋，僅作說明之用。此報告中的觀點僅反映作者的看法，未必是芝商所或其關聯機構的看法。此報告及其中所載資訊不應視為投資建議或實際市場經驗的結果。

市場再現波動！在2008年金融危機之後，各主要國家的央行採取零利息和量化寬鬆(QE)政策，市場波動多年受到抑制，但由於多種難以預測的不同動向，市場可能再次出現波動。本報告概述六種可能導致市場波動加劇的重要因素。

- 1 美國利率：聯儲局加息似乎只是時間問題，但近日經濟數據暫時疲軟，而聯儲局向來看重數據，難免令市場眾說紛紜。
- 2 美國國庫券收益率：歐洲和日本的量化寬鬆政策壓低債券收益率，以致美國國庫券現在成為「高收益」債券，使經濟前景難以揣度。
- 3 美國股票：由於通脹居低，加上缺少定價權，頂線收益受限，導致公司盈利增長乏力。即使市盈率令人滿意，併購(M&A)交易活躍，但盈利令人失望，可能加劇波動。
- 4 原油：石油公司在幾年之內可能經歷一定的虧損，但不會破產，因此公司最需要的是現金流量，而不是實現盈虧平衡，即使油價暴跌也不例外。
- 5 黃金：金融市場並不擔心通脹上升，因此如果聯儲局確實加息，黃金受到的影響可能首當其衝。
- 6 歐元：英國五月份大選形勢不明，使歐盟與英國的關係成為焦點。如果工黨在蘇格蘭失去絕對多數席位，歐盟與英國的關係將蒙上疑雲，導致英鎊對歐元的波動加劇。

## 1 美國利率

儘管2015年3月略有下降，美國就業率增長仍然強勁，並且由於油價下跌，通脹壓力似亦減輕。這些基本面因素將聯儲局的加息爭論推到前台。聯儲局是否會在2015年放棄零息政策，提高聯邦基金利率的目標範圍(圖1)？我們認為，聯儲局決策機構聯邦公開市場委員會(FOMC)內部強硬派與溫和派之間日益形成共識，認為經濟連續五年增長，雖然談不上令人激動，但也足夠強勁，此時取消負實際利率，使聯邦基金利率低於核心通脹率並不適宜。調整利率的時間仍然存疑。2015年第1季度實際GDP增長率疲軟，令人意外，而受國際因素的影響，包括美元升值和中國經濟減速，加息時間可能延後。關於聯儲局加息的爭論此消彼長，將導致美國債券到期收益率曲線的短端搖擺不定，因為聯儲局已經明確表示其決策將以數據為重，而目前的數據並不樂觀。

圖 1



## 2 美國國庫券收益率

在關於聯儲局加息時間的爭論中，有一種情況是美國國庫券收益率應聲上升，但這種情況並不明朗。全球將有許多重要因素阻礙美國國庫券收益率上升。日本央行大規模收購資產，歐洲央行(ECB)及其歐元區各成員國央行決定2015年加大量化寬鬆的力度，導致10年期日本和德國債券收益率低於0.40%。即使在西班牙和意大利，其10年期債券利率目前也低於美國國庫券（圖2）。由於全球穩健型投資者追逐收益率，故「高收益」美國國庫券將仍受青睞。聯儲局加息爭論可能導致美國到期收益率曲線短端上升，但日本央行和歐洲央行的量化寬鬆政策更有可能使兩者的收益率曲線趨平，而非雙雙上升。從國內情況來看，聯儲局於2014年10月終止量化寬鬆政策，並且隨著聯儲局預算赤字消退，新國庫券的發行量亦在減少。綜合種種因素，大範圍的劇烈波動在所難免。

圖 2



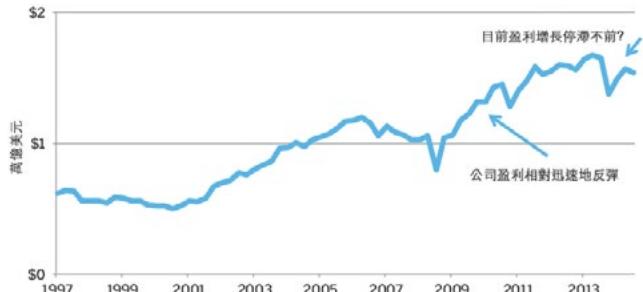
資料來源：彭博專業服務。[代碼: USGG10YR, GOBIR10, GSPG10YR, GJGB10]

## 3 美國股票

公司盈利增長在美國深受關注。美國通脹平穩，導致公司頂線收入增長受限，使盈利增長日益依賴削減支出。根據滯後實際GDP報告的盈利數據，公司盈利增長正在減速（圖3）。雖然市盈率仍然讓人放心，並且潛在的併購活動也可能刺激市場反彈，但從長期來看，股價節節攀升面臨的長期挑戰是盈利增長，或者說盈利增長乏力。這同樣會導致波動加劇，能源行業的問題會使其更加嚴重，油價因供應過剩而暴跌，並且美國2015年第1季度的實際GDP增長率可能相對疲軟，原因在於：(a)消費者因汽油價格下跌而節省的資金尚未轉化為可支配支出；(b)西海岸碼頭勞工罷工對經濟的損害比東海岸分析師的預測更為嚴重。隨著盈利報告季節臨近，股票波動亦會加劇。

圖 3

## 經庫存估值調整和資本消費調整的美國公司稅後盈利（按GDP基準）



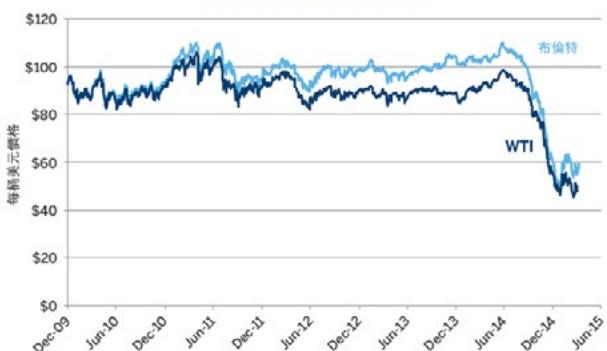
資料來源：聖路易聯邦儲備銀行FRED數據庫(CPATAX)

## 4 原油

在石油行業，交易價格跨度很大，從WTI原油來看，大約為每桶45美元至60美元（圖4），市場對此似已習以為常。雖然已經關閉部分鑽井，但石油公司需要賣出石油，這樣才能獲得現金，以還償債務和支付費用。各石油公司執行長普遍認為，在若干年內承擔一定損失總好過馬上破產，因此他們更看重現金流量，而不是生產成本的損益兩平率。油價要突圍上行，必須符合下列條件：(a)中東石油輸出受到嚴重擾亂；或(b)新興市場經濟體繼續強勁增長，包括中國。前者的可能性不大，後者則毫無跡象。中國增長率繼續放緩，官方增長目標預示經濟將平緩減速，但有訊號表明經濟實際放緩速度可能略快。

圖 4

## WTI與布倫特原油價格



資料來源：彭博專業服務 (CIA, COA)

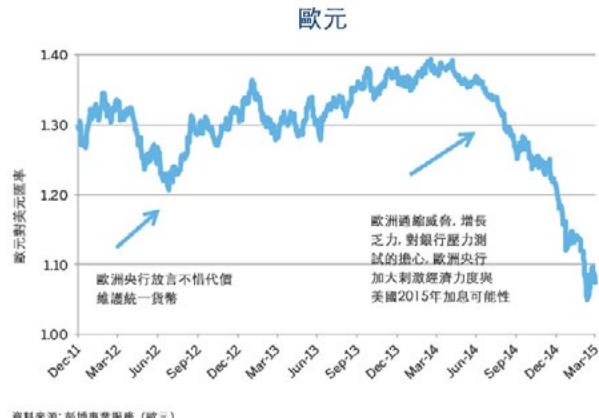
## 5 黃金

購買黃金通常是為了保值，以防金融市場不穩定，或作為應對通脹的保值物。目前，這些因素的作用均不明顯(圖5)。事實上，如果聯儲局確實上調短期利率，使之接近美國的核心通脹率，則黃金價格下跌的風險將上升。從全球來看，印度和中國這兩大黃金消費國的增長情況截然相反。中國經濟正在減速，而印度經濟在新政府主理下強勁增長。還有一個不同尋常的因素也會導致波動加劇，即中國的貨幣。中國人民幣對美元的匯率波動不大，也就是說人民幣和美元一樣對世界大多數其他貨幣大幅升值。人民幣升值可能導致中國出口進一步減速，因此如果人民幣交易價格區間擴大，則可能發生貶值。人民幣貶值將刺激中國對黃金的需求，將其作為保值手段。

圖 5



圖 6



## 6 歐元

英國即將於2014年5月舉行議會選舉，此屆選舉不僅對英國意義重大，對歐盟(EU)同樣影響深遠。有意思的是，選舉結果可能繫於蘇格蘭之手。蘇格蘭於2014年9月決定反對獨立，但蘇格蘭民族黨(SNP)已經深孚民望。目前，西敏寺國會選舉近在眼前，決定性的選票取決於蘇格蘭。如果蘇格蘭民族黨贏得20個以上的席位，則可能產生懸峙國會，沒有哪個政黨能夠獲得絕對多數席位。但需要注意的是，如果蘇格蘭民族黨得勢，工黨利益將受損，因為保守黨只需在蘇格蘭保住一個席位，而工黨需要保住40個席位。如果工黨遭到蘇格蘭民族黨狙擊，失去多數席位，則可能產生以保守黨為主的聯合政府，或者形成少數派政府，各黨派透過每次投票達成脆弱的妥協。當然，蘇格蘭的根本問題在於加強地方自治。歐洲面臨的重要問題是英國獨立黨(UKIP)希望退出歐盟，並且他們正促使保守黨也傾向於這種立場。如果保守黨兌現承諾，就是否留在歐盟的問題舉行不具約束力的公投，則可能會對歐元造成劇烈波動，而不僅僅是英鎊(圖6)。



#### 芝商所總部

20 South Wacker Drive  
Chicago, Illinois 60606  
[cme.com](http://cme.com)

#### 芝商所區域辦事處

芝加哥	纽约	伦敦
+1 312 930 1000	+1 212 299 2000	+44 20 3379 3700
新加坡	卡尔加里	香港
+65 6593 5555	+1 403 444 6876	+852 2582 2200
休斯顿	圣保罗	首尔
+1 713 658 9292	+55 11 2565 5999	+82 2 6336 6722
東京	华盛顿特区	
+81 3242 6232	+1 202 638 3838	

#### 亞洲地區免責聲明

期貨與掉期交易具有虧損的風險，因此並不適於所有投資者。期貨和掉期均為杠桿投資，由於只需要具備某合約市值壹定百分比的資金就可進行交易，所以損失可能會超出最初為某壹期貨和掉期頭寸而存入的金額。因此，交易者只能使用其有能力承受損失風險但又不會影響其生活方式的資金來進行該等投資。由於無法保證這些資金在每筆交易中都能獲利，所以該等資金中僅有壹部分可投入某筆交易。

本資料中所含信息與任何資料不得被視為在任何司法管轄區買入或賣出金融工具、提供金融建議、創建交易平臺、促進或吸收存款、或提供任何其它金融產品或任何類型金融服務的要約或邀請。本資料中所含信息僅供參考，並非為了提供建議，且不應被解釋為建議。本資料並未考慮到您的目標、財務狀況或需要。您根據本資料采取行動前，應當獲得適當的專業建議。

本資料中所含信息均如實提供，不含任何類型的擔保，無論是明示或暗示。芝商所對任何錯誤或遺漏概不承擔責任。

CME Group和“芝商所”是CME Group Inc.的註冊商標。地球標誌、E-mini、E-micro、Globex、CME和Chicago Mercantile Exchange是Chicago Mercantile Exchange Inc. (“CME”)的註冊商標。CBOT是Board of Trade of the City of Chicago, Inc. (“CBOT”)的註冊商標。ClearPort和NYMEX是New York Mercantile Exchange, Inc. (“NYMEX”)的註冊商標。此商標未經所有者書面批准不得修改、複製、儲存在可檢索系統里、傳遞、複印、發佈或以其它方式使用。

額外免責事項——資料裏提及到CME規則：

所有關於規則與細節之事項均遵循正式的CME、CBOT和NYMEX規則，並可被其替代。在所有涉及合約規格的情況裏，均應參考當前的規則。

CME、CBOT及NYMEX均分別在新加坡註冊為註冊的認可市場運營商以及在香港特區註冊為認可的自動化交易服務提供者。除上述內容之外，本資料所含信息並不構成提供任何境外金融工具市場的直接渠道，或《金融工具與交易法》（1948年第25條法律，修訂案）界定之境外金融工具市場交易的清算服務。CME歐洲交易所股份有限公司註冊及受權的服務並不含蓋以任何形式在亞洲任何管轄區內（包括香港、新加坡及日本）提供金融服務。

芝商所實體在中華人民共和國或台灣概無註冊、獲得許可或聲稱提供任何種類的金融服務。本資料在韓國及澳大利亞境內根據《金融投資服務與資本市場法》第9條第5款及相關規則、《2001年企業法》（澳洲聯邦）及相關規則的規定，將發佈受眾僅限於“職業投資者”；其發行應受到相應限制。