

# 「美元地位」保衛戰早已開打！

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

## 壹、前言

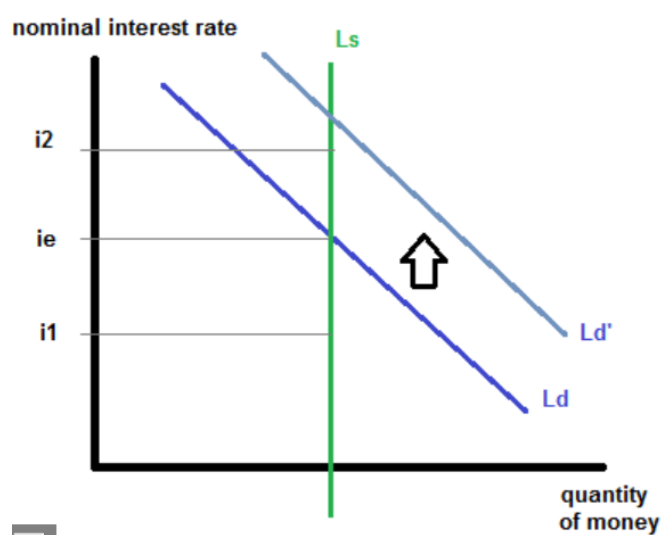


(圖一：政績會不如預期？通常多因理念現實不符、眼高手低！AFP)

資本市場不只是以，目前國家領導團隊為依歸。產業與金融經濟發展皆是日積月累、非一蹴即成、一經成佛。在財務理論上、股價是醉步型態 **Random Walk**；很多學者做理論驗證時，巴不得非要將財金模型搞到，本期股價變化與次期變化不相關不可。但無論使用「迴歸分析」(Regression Analysis)、或是任何時間序列分析方法。用盡 **EGARCH**、**GARCH** 所有因果分析模型，對殘差項 **Error Series** 如何分析再分析，本期股價還是與昨日、前日事件無法完全切割、多少存在著藕斷絲連效應。雖然殘差項時間序列對本期「股價報酬率」影響，有向前衰退遞減影響特性；但凡是「股價報酬率」時間序列，必然存在「自我相關」**Auto-Correlation**。因此現在台股低迷不振，不只是當下政策責任，也不只是過去稅制結晶；它是整體政治與經濟環境失去競爭力現象，冰凍三丈非數年之寒。同樣邏輯推演，當今美道瓊工業股價指數大

漲，也不只是新執政者一人成就。雖是富可敵國，但身為總統還是跟平常人一樣，多還是人、還沒成神。美股現在大漲、或即將要面臨的回跌，多不只是與川普造神運動竟全功；它與全部美國企業與環境的遠景多有相關。道瓊工業指數登峰造極、並非川普造山或造神運動，以後萬一如後摔到鼻青臉腫，也不能只怪他；社會現象就是一群人歷史共業，股價指數表現也是如此。

貳、2017年美元貨幣市場利率上揚程度堪虞？



(圖二：貨幣供給曲線是垂直的，摘自網路)

美國建國先賢華盛頓先生，小時就勇敢誠實承認，那顆櫻桃樹是他砍的。從此到美國完成獨立，建國精神是誠實、積極、開放。開放的架構使人才得以進入美國，終至國運昌隆、所向無敵。美國自稱是全球最典型與成功移民社會、民族大熔爐；但川普並不認同。歐巴馬成為第一位非裔美國總統後，美國境內這些種族或是階級、乃至宗教對立問題仍尚未完全泯滅。美國自建國至今，全球人民可能沒見過這種，講話非常直接、話不驚人死不休、不會謙虛的總統。夾著貧富不均怨懟、與階級對立、種族認同差異；川普選戰策略見縫插針，左右逢源、在亂世當中奪下總統寶座入住白宮。通常能說善道之人，會有後續落

實成果被嚴格檢視的落差。未來美國股或債市將會檢視川普，他的政治主張是否落實？財政政策規劃、執行，這些公共建設帶給美國經濟效益是否實在？

但未來美國將可能面對幾種經濟、或金融政策的矛盾：一、擴張財政將PK緊縮貨幣政策？美國政府確定要在升息環境中擴大公共建設？若景氣復甦，財政政策對貨幣市場利率會產生助燃效果；也就是資金需求排擠作用。企業進行資本支出需要資金，政府蓋高速鐵路也得發行政府公債。而Fed又要將貨幣供給的價格利行拉高，貨幣市場必將承受高居不下的資金成本？二、利率是為貨幣價格與成本；在貨幣市場中，中央銀行就是最有力的訂價者。貨幣市場是由貨幣供給與需求構成，而利率就是貨幣市場均衡價格。雖然它的均衡是由三方所決定，但即使企業與消費者多需資金，但若中央銀行就是不提供貨幣？這又奈何？三、因此貨幣供給在經濟學書中，多是一條垂直線。如圖二，貨幣供給被視為外生變數；有資格畫出這條直線、有能力搬動這條直線的、只有該國中央銀行。圖二 Money Supply 與利率無關，Money Demand 貨幣需求曲線卻會影響利率；因此當美國經濟真正復甦，對貨幣需求殷切後，Ld 貨幣需求曲線就會往右上方移動，利率上揚趨勢將不請自來。四、2017年Fed至少要升息三次，如果每次升息一碼，則2017年底美資金利率就將揚升到1.5%以上，若再加上上述公共支出資金殷切需求，則聯邦資金利率豈不就節節上揚？四、這也為何投行一篇公開報告中認為，Fed真正升息次數可能會是五次？摩根到底是「鷹與鴿哪一邊的人」？若重新檢視美國全球化政策思維，當全球貿易將要走入保護主義，以此邏輯檢視此次美元指數的大漲，則Fed升息便也可詮釋為「貨幣保護主義」、Fed升息的目的是為保護美元貨幣再次崩解、喝止美元危機再次發生，防範美元在第一大準備貨幣地位，被歐元、或是人民幣所取代。

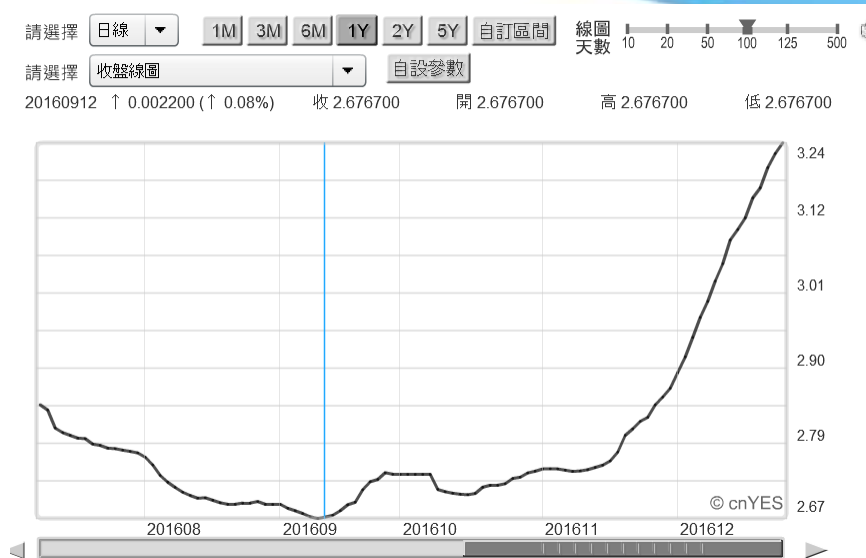
從全球金融戰略另類觀點，歐元匯價強大趨勢已因 2008 年泡沫化，歐洲主權債務危機接踵而至，失去對美元地位威脅。歐盟如整合成功，將會是未來全球最大經濟體、GDP 規模全球首大；如發展順利，則可能超越美元，成為全球最大準備貨幣。但歐元誕生至今 17 年，歐元貨幣價值匯率，曾在 2005 至 2008 年間達最高峰，但資產泡沫破裂重創銀行體系後，目前歐元金融機構還忙於清理呆帳；遑論進一步威脅美元獨大地位。資產泡沫是所有經濟體貨幣發展致命傷，歐元資產這一次清理、恐需一段長期歲月。這與日圓在 1980 年代，日本經濟發展到顛峰、不可一世的下場又有何不同？日圓匯率強勢展現於 1985 年後，但自 1990 年至今卻落入清理資產泡沫。1985 年「廣場會議」後日圓兌換美元匯率、與日本經濟、資產價值同步發展到最高峰；但 1990 年泡沫破裂至今、不僅無力威脅美元，原有國際地位更是被人民幣取代。2017 年後會威脅美元、存在最大可能的應還不是輪到人民幣。但中國 GDP 規模若再以每年 6.5% 速度成長，2025 年後可能威脅美國 GDP 全球第一地位；美元目前地位類似 1817 年到 1870 年間的英鎊。竄起來的歐元已經被壓抑下去，人民幣如果如日中天？

### 叁、美元貨幣保護主義者對歐元與人民幣開火？



(圖三：人民幣匯價不敵 Fed 升息！鉅亨網首頁)

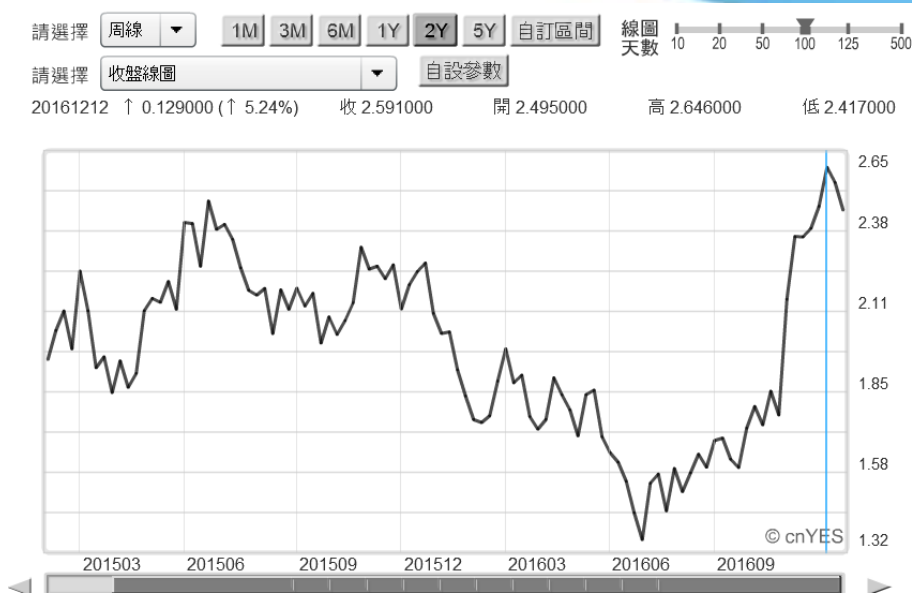
保住美元獨大地位方法有兩種方法，一個是拉高美國 GDP 規模，另一個是拉開美元被人民幣與歐元威脅。前者就是美國企業回流到本土、為美國創造比 2.1% 更高的年經濟成長率。後者就是為何 Fed 在 2008 年次貸危機後，傾全力修補美國金融市場與經濟；也是 2015 年起還要反手升息原因。QE 政策的進與退場、資金一放一收，才是貨幣政策完整循環；只放不收的寬鬆、其後果將可能又是一場貨幣危機。經過這兩年預期升息、與真正落實兩次升息動作，目前見到的是美元仍是獨強貨幣。配合資金成本效率化，與未來財政政策所勾勒出來遠景，潰敗的貨幣不只是歐元，連威脅美元最大的人民幣多開始動搖下貶。對中國而言，人民幣發展並不想超歐趕美。但見諸史冊，史上最大準備貨幣形成，剛開始多可能非其所願。但當其 GDP 規模成為全球最大後，若再加上人才匯集、軍事與政治發展、政治、戰爭等因緣際會，結果多是由不得你、順水推舟。在主權債務危機後，歐元或是歐盟區，已暫時失去國際投資誘因，此時歐元存著類似 1970 年代美元貨幣危機；俱備風險溢價投資機遇，但再興起時間需要等待。目前歐元已不是美元對手；甚至未來歐元可能多還得防範，是否還會遭到後面人民幣挑戰與追擊。目前人民幣可能得留意，來自於美元貨幣政策的走向。當國際資金從中國境內撤退後；中國是否可以迴避資產泡沫，成為人民幣價值穩定關鍵。防止經濟體中的資金外流，就有能力防止資產泡沫化，尤其是房地產價格崩跌。



(圖四：上海金融業人民幣拆款利率，鉅亨網 Stock Q.)

中國金融市場通常有兩種制度，內部與外部貨幣、CNY 與 CNH，A 股與 B 股等；這些多可能只是暫時過渡管理制度，最後多與多年前外匯券一樣合而為一，中國房地產區分為新建商品房與二手房價格指數。在統計局統計項目定義中，新建商品房並不包含保障性住房，依照智庫百科記載，保障性住房是針對低收入家庭所提供住房；它還分成四種：廉租房、限價房、經濟適用房與政策性租賃等。這些繁複的分類會使分析者充滿資訊不對稱，讓國際經濟學者自 2010 年以來，研究中國資產泡沫破裂威脅論，多是霧裡看花、越看眼睛越花、一敗塗地，連索羅斯 2014 年「中國信貸危機論」也無疾而終。

肆、結論：大家多承讓美國？最後是誰會沒戲唱？



(圖五：人行以牙還牙？美 10 年期債殖利率將如何？鉅亨網債券)

泡沫破裂量化指標非常清楚，就是與 GDP 成長率硬著陸情況一樣；如果 2017 年中國 GDP 年度成長率降到 5%，那肯定是硬著陸 Hard Landing。任何人多能認定硬著陸或泡沫崩落場景，但沒人能事先說出，現在是否就是已經泡沫化？再過一段不算短的時間就會摔到鼻青臉腫？美國 10 年期國債殖利率開始回落後，2016 年 12 月 14 日升息一碼、與 2017 年將升息三次，這對資產價格的負面作用是否已告一段落？持續貶值的匯率必然不利於資本帳，所有國際投資執行者多會選擇匯率穩定國家。中國人民幣能夠在 2017 年 1 月 28 日，中國人農曆春節前止貶回升？人民銀行會祭出哪一種出奇不意、防其不備政策？是長期公共建設擴張？還是啟動人民幣升息與升準，喝止人民幣弱勢、順便也壓抑房地產的颯揚？就如同索羅斯所言，即使中國有信貸危機，但中共中央也有處理方法與能力。



(圖六：Fed 升息其實是美元貨幣保護主義，AFP)

其實從歐洲央行 ECB 在 2016 年第四季，對歐元 QE 退場計畫內容；也可略見人民銀行降息與降準的歇手，還可猜見其可以考慮跟進 Fed 升息與升準？若此不就是以其人之道反制其人之上？以牙還牙？若不如此又如何能挽救人民幣匯價頹勢？對抗美國貿易保護主義關稅調高，能夠穩增長、調結構；中國可啟動的財政政策範圍廣泛，從東南亞國協共同經濟區到一帶一路，多是財政政策可用之處。不隨美國起舞已成為中國、或是俄羅斯的國家經濟策略。從南海中美無人機事件，到上周歐巴馬發火驅逐，在美國境內的俄國網路奸諜；老馬從 CIA 或是 FBI 的情蒐認定，是俄國佬亂搞網路煽風點火，才將川普送進白宮。但對這些外交與軍事對立事件，中國與俄羅斯的對應反而多非常淡定；普丁說俄羅斯不會驅逐任何人，中國人說無人機還給他們就好了。如果未來只是川普在大唱保護主義，全球只有美國調高進口關稅；其它大國連歐盟多不鳥它？各國只是應付敷衍一下美國；而所有其它國家彼此之間多不跟進？搞到最後不知道誰會沒戲唱？(提醒：本文是為財金專業研究分享，非投資建議書；不為任何引用本文為行銷或投資損益背書。)