

# 新興股市最險惡的系統風險？？

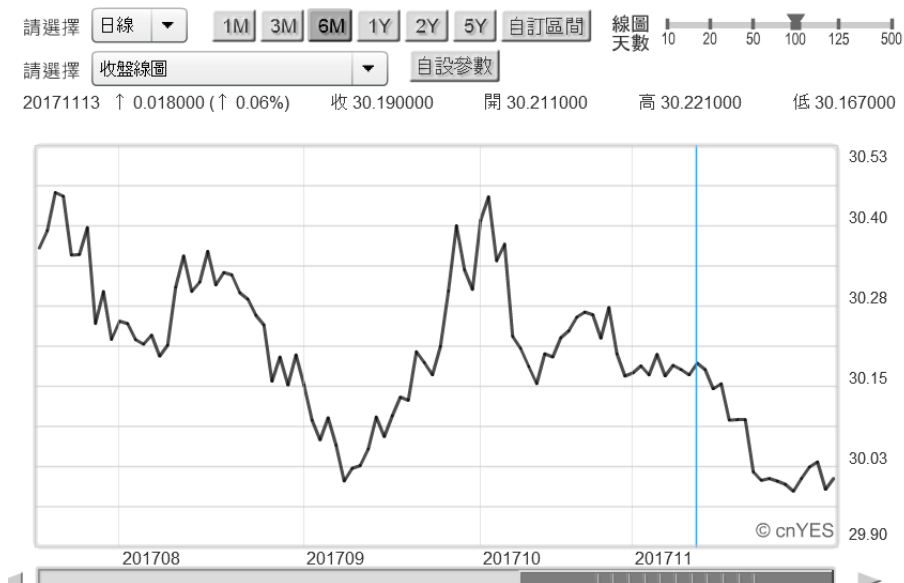
鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

## 壹、前言



(圖一：台股加權股價指數日 K 線圖，鉅亨網首頁)

台股集中市場於 2017 年 12 月 6 日大跌 172.93 點，再度爆出 1,598.27 億新台幣單日成交量，受到盤中股王大立光、與聯發科股價跌停影響，台股外資對權值股殺聲震天，當天賣超台股 147.54 億元。自從 2017 年 11 月 23 日、台股下跌趨勢明顯後，外資對台股主流類股，獲利了結的賣壓至此該已接近一段落。再接下來最大可能賣股誘惑，就是由股價的價差、轉向於對新台幣匯價變化匯差考慮。如果在 Fed 升息與縮表下，新台幣匯率會呈現貶值趨勢，則外資可能針對匯率做出再撤退抉擇。由圖一檢視，這個短期的抉擇價位在 30.036 兌換 1 美元，或是 30.19 兌換 1 美元後可能續貶的判斷下進行；風險的臨界點在 30.28 兌換 1 美元。若新台幣弱勢若此，則外資將會持續實踐目前賣超行為。在已經跌出一大段後的未來，匯率的強弱變遷預估，將影響外資續留台股意願。若是這樣發展，則美元指數勢必也會轉為強勢不可擋。



(圖二：新台幣兌換美元日曲線圖，鉅亨網首頁)

股市未來最凶險惡劣變數是，目前開始多天進行的美國、韓國與日本大規模軍事演習，與美元指數突然上揚；這兩種系統性風險，將可能觸動外資在新興國家市場，對各國的貨幣、匯率、與股市變動的緊張預期。演習是為作戰而來，針對的是潛在政治軍事宿敵；美、日、韓聯手針對目標當然是北韓。在擁有核子武器、甚至還有氫彈威脅下，美、日、韓面對的是一個、不可測的軍事或政治風險。除此外，對新興市場股市最為突發風險是，美元指數突然大幅上揚、黃金價格大跌。當投行經濟學家多將焦點聚焦、注意到美元指數得孱弱時；近期金價不振卻已顯現出，目前是金價與美元同步走弱；但這一般是短期過渡現象；未來兩者誰強誰弱，必定會分出高下。在 Fed 將進行縮表緊縮政策操作下，未來美元強勢可能成為 2018 年第一季，全球新興國家資金流竄最大風險。

## 貳、金價下跌是否暗示 Fed 通膨目標無法達標？反向往走向通縮？

金價是為美元指數的逆向指標；美元是全球最大準備貨幣，在中南半島、與中美洲巴拿馬等地國家；本身或有自己國家貨幣。但在該地區民眾偏好美元程度，卻遠勝過對本國貨幣。美元、歐元、人民幣、日圓、瑞士法郎等，為 IMF 所規範 SDR 組成貨幣，對金價多是逆向關係；其中以占 SDR 權重最高的美元最為顯著，美元指數上揚，金價必然下跌。黃金在 1970 年代，正式由貨幣的世界中轉為商品後；在 2009 年 3 月起，因美 Fed 貨幣寬鬆 QE 政策，價格起飛繼而抓狂；成為含中國等全球家庭的投資最愛。黃金一方面是長期的保值指標，若全球總體經濟出現通膨預期、黃金多會成為重要投資工具。而一方面也是災難性商品，當全球地緣政治有風險預期時，也會成為避險處所。



(圖三：美元指數日曲線圖，鉅亨網首頁)

在上述兩種情況下，金價多會奔向多頭。在 2011 年前就上演金價對未來通膨預期，而在 2017 年第三季則是暗示，對朝鮮半島政治與軍事風險。由圖二所見近半年來，除此外金價的起承轉合、也會衝著對準 Fed 貨幣政策。它由 2017 年 9 月 5 日 Fed 宣告，必定進行縮表政策後的第三天，由近期高價區 1,357.5 美元/

盎司轉為下跌、盤整。而在 2017 年 11 月 28 日、由 1,293.78 美元/盎司再度轉為下跌；近期為 1,259.87 美元/盎司，呈現跌破短期整理平台，繼續下跌機率高。金價未來若繼續再大幅下跌，則暗示資產未來沒有保值必要，房地產價格將轉趨整理或弱勢、後市堪虞；按正常邏輯推演，這也是會是物價始終不振的表象。而這個情況轉折也顯示，QE 貨幣政策後段的資金回收階段，Fed 的寬鬆 QE 政策效果是功敗垂成。

但這非 QE、也非升息與縮表的錯；而是 QE 政策本身宿命。總體經濟理論新古典學派、與理性預期學派就提過，權衡性貨幣政策只會見到短期刺激效果。在菲利浦斯的曲線上，物價與失業率是逆向關係；失業率降低則物價水準是會攀高的。但長期菲利浦斯曲線有可能變形，它會將原有關係轉為正向；就是失業率降，但物價也同樣下降。如果沒有有效去扭轉這種異常，則未來會是失業率由谷底再度緩升，而物價反而也下降，沒錯這就是通貨緊縮。因此由金價的保值功能推演，再以物價面為取向再推演，可得到未來全球貨幣匯率核心、美元指數的上或下發展；進而預見到國際資金留與撤、或持續匯入台灣股市。

### 叁、由金價未來發展可見證、Fed 是否擊出 QE 全雷打？



(圖三：國際金價日線圖，鉅亨網黃金)

在正常的情勢下，金價上揚代表未來資產價格會跟進，其若繼續下跌則表示未來不存在保值價值，Fed 要達到其物價上揚目標、即 CPI 年增率 2% 以上是很困難的事。如果未來金價只是這樣緩緩下跌或是整理，則代表經濟運行穩健、物價溫和上揚可期。在悲觀點、如果金價不幸持續破底，則美元指數可能迅速上揚機率增高。以圖美元指數檢視，如果金價未來持續下跌，則美元指數將由目前 92.782 點，向上攀升並且突破 95.17 點；這將是新興市場股市最大威脅。但若就 2018 年趨勢而言，未來投資或投機資金、可能走向「冷屋市就股市」的必然；台股結構或有所轉變，電子類股在大漲之後進入整理，內需與金融等暫成為主流類股的機率也增高；萬點仍然是常態狀況還是難以改變。

過去與現在 Fed 的縮表計劃與執行，多是建立在確定物價可溫和上揚，景氣會復甦、不至於論落到通縮地步上。但如果這個預判是失敗的，則對全球股市將會造成系統性傷害。實際市場演變告訴我們，從 2009 年 3 月 QE 以來，只有在 2012 與 2013 年 Fed 的 QE 政策曾失手過，其它期間 Fed 大多是戰果輝煌、戰功彪炳。物價下跌與失業率觸底上揚，等同宣告總體經濟進入通縮；物價無法達標，代表 QE 只是對消費信心有益，對有效需求無實質效果；廠商擴張意願只是短期，沒有一而再、再而三的投資誘因。更嚴肅的是，它會證明 2018 年、Fed 將繼續升息與縮表是錯誤政策，過去對未來景氣復甦的預期與判斷也多是美麗的誤會。



(圖四：中國上證股價指數月 K 線圖，鉅亨網首頁)

## 肆、結論：美元指數大漲風險遠遠高於地緣政治？

雖然美元指數與佔權重 56%以上，與歐元有高精度關係；但與中國大陸打消不良債權速度，及資金鬆緊、人民幣匯率走勢等連結也密切相關。如果投資機構預期美元將異常強勢，則類似 2015 年人民幣貶值趨勢或風潮再起，則對中國經濟是不利的；固定投資增長幅度必定下降。中國的經濟 GDP 成長率要維持在 6.5%以上，必需仰賴投資、內需與貿易出超。若美元指數超過 100 點以上，則不但原本欲進入中國投資資金暫時會怯步；中國境內資金也可能流出，類似 2015 年的人民幣貶值場景重現。這可能會再度讓人民銀行，在外匯市場的拋補策略再失靈。人民幣貶值也會使企業外債變多，影響不良債權去化速度。最要緊的事是，這樣的發展是否再引發中國股市、出現再次泡沫破裂風險。如同 2015 年 6 月中一樣，如圖所示；這同時也會震撼全球股票市場。由中國上證股價指數日 K 線圖檢視，近期新興股市的下跌也感染到中國。圖上證日 K 線圖，由 2017 年的 3,450.49 點後做了小 M 兩個小頭後，呈現下跌格局。雖然中國大陸是全球第二大經濟體，但其股市是新興市場、與匯率呈現正相關；人民幣匯率升值才會使股市、股價指數顯著上揚。而貶值則是金融資本帳流出，不利股價指數上揚。



(圖五：中國上證股價指數日 K 線圖，鉅亨網首頁)

由圖僅見，2017年7月後進場的投資者，目前已處進退兩難尷尬地步。要賣掉共同基金？不是說好2018年5月，MSCI制度要正式實際上路，這時難道沒有預期行情？不賣掉？如果2017年12月18日金正恩被美國斬首成功？那最尷尬的也是中國。本來美國不是不斷拜託中國，要積極以非武力手段處理朝鮮半島問題？這沒通知一聲就下重手；不管結果如何，這事情後面的北韓政治亂局，還不是得靠中國出面收拾？美國老大哥多是這樣辦事啊？先斬後奏；先下手為強。可是如果是這樣原因引發股市下跌，可能引發空頭風險現在其實就是已經上演，股價永遠是在敘述近期的「未來故事」。但若只是這樣，則目前對待股市正確態度是；等到事件真發生後、就是投資者進場時機；屆時投資買進是為最佳策略。本文認為，由此可見實真正系統性風險還是在貨幣匯率、美元指數上下方向發展；因為這是內部經濟性質、其效應將遠遠流長；且效果也大於政治性非經濟風險。軍事危機影響股市多是「人來瘋」，來也快、去如風。但如果又是外資外逃，則影響是死纏爛打、一拖再拖、拖到無眠無日。(提醒：本文是為財金專業研究分享，就事論事無任何政治與多空立場；非投資建議書，不為任何引用本文為行銷或投資損益背書。)