

除非他真的瘋了！貿易戰降溫在即！！

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

壹、前言

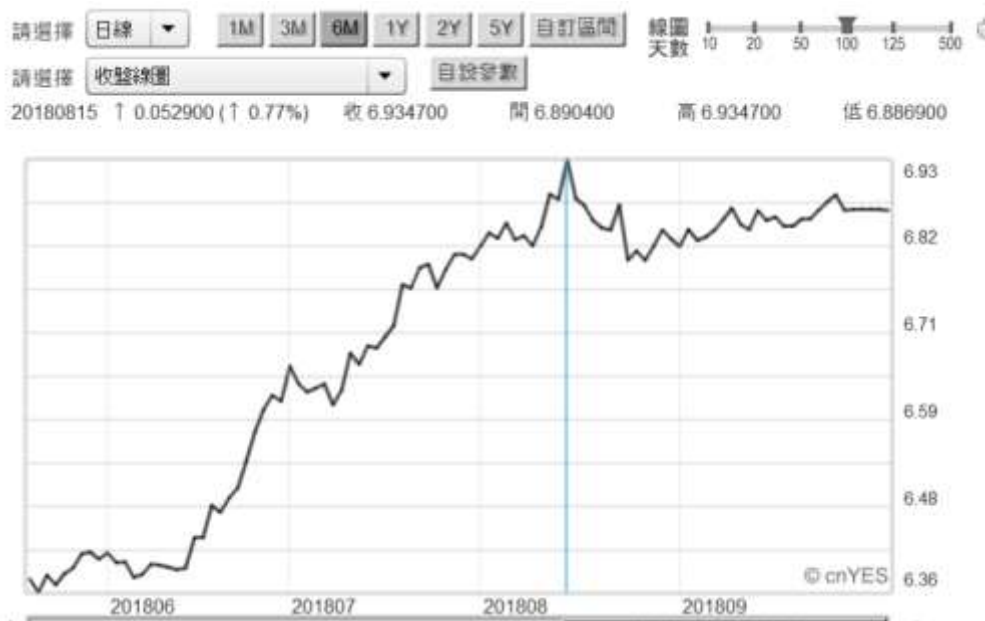


(圖一：Robert Shiller；Sir 您看過「大蕭條」？鉅亨網 AFP)

2018 年 10 月 2 日，全球新興市場貨幣匯率、突然又再一次大貶值；當天台灣集中市場，外資賣超股票額度顯著；新台幣兌換美元匯率顯著貶值。過去半年以來美國 Fed 政策，美國貨幣債券市場均衡利率，GDP 高成長率及通貨膨脹等，成為全球金融市場關注焦點；其中最大影響權重是在於匯率，就是要命的美元指數。短線的國際投資，有價證券「需要報酬率」只要 6%。因此對匯率變化特別敏感；因為價差獲利設定目標本來就不大，如果不幸被該國匯率貶值侵蝕；則無異白忙一場。2018 年 10 月 11 日，台股加權股價指數崩跌；使得多年來看長空、說泡沫者鬆一口氣。

貳、短空長多？長空？長空？隨便你怎麼說！

如何精準地著墨在個股上，在適當的時候出脫股票；不僅要練就投資學、還要掌握全盤全球各國外匯變化，與產業現金流量。跑得太早、浪潮未來、就死在沙灘上；跑得太晚、當落後小弟幫人端盤子。2018 年初原本一片樂觀股市情緒，自台股第三季除完權息後，漸漸就不行了；指數看起來氣色尚可，但內臟個股就雜音叢生。起初是出現噤若寒蟬硬化咳痰聲音；去年最樂觀的投資機構，現在成為最悲觀的烏鴉。這是總體經濟學「適應性預期」(Adaptive Expectation) 邏輯敘述樣貌，用現在的樣本去看未來；這通常有 100% 以上的機率，會被翻盤。新興市場被美元指數打下來後，開始對高檔美股道瓊工業指數開殺戒。上次殖利率爬到 3% 還沒事，但這次說不行了。美 10 年期公債殖利率飆到 3% 以上後，使股市產生莫名的恐懼。即使巴菲特股神說，未來長期美股仍將是輝煌年代；但現在提到這句話，很少人會點頭，大多是嘖嘖聲不斷。諾貝爾學獎經濟學家 Robert Shiller 說，美股目前市場狀況非常像是 1929 年「大蕭條時代」之前。這也是閉眼睛摸大象、亂摸一通；所有這一代的投資者，多沒見過美國 1929 年經濟與股市樣貌，誰像誰、最好驗 DNA。我們也非常懷疑 Robert Shiller 真的見過？即使見過也可能會犯下以管窺天的陷阱。在學術方面我們的水準可能不及，但推理邏輯一定要考慮到，當下環境與背景與歷史絕對是大不相同的；Robert Shiller 可能沒有非常客觀。其實投資人還非常害怕人家說，這跟 2008 年金融風暴之前很像？或是跟 1997 年很像類似的話等。因為這代表說話者對未來是主觀、非客觀。未來數的股市進行曲，多是動態的、有如「馬可夫」、不是「迴歸分析」(Regression Analysis)。依據經驗凡是要做這樣的預測，只需要一般投資人的智慧，不需要到這麼高層級。諾貝爾學獎的文章必須有解決問題的處方籤，不是只是整篇文獻多在回顧歷史、套用歷史、還套用它的表象、非邏輯。1929 年的背景是高失業率，現在美國的失業率已經在 4.1% 以下，如果要說背景一致的話，那就是換湯沒換藥。



(圖二：人民幣兌換美元匯價，鉅亨網)

現實是多數投資機構多是「委任代理」，好的「資本資產」賣掉後，還得尋找未來有潛力資產；不是把好資產賣掉，剩下一些爛攤子。今天要吃飯？明天就不必獲利？別忘了壽險公司、或基金的投資多是動態持續的。最好不要管巴菲特、Robert Shiller 說了什麼。股市就像經濟學家的觀點；一個股市可被說「先跌後漲」，也可以說「長空」、「短空」、甚至是「中空」、「短空長多」、「中空長多」；隨便你愛怎麼講。在目前的悲觀情緒中，最大不可能被同意的選擇是，「中空長多」；如果還要選擇最大不可能的，那就是「短多與長多」即將開始；股市會再度大漲奔騰。但講這話的人可能，不是被認為是瘋了、也會被送進精神科門診；醫生會說，這人套牢太多股票了。中美貿易戰爭，與中美南海軍力搏鬥最後會被當成「打假球」？川普不是沒有「打假球」的經驗；他跟金正恩的法門就是樣板。中國老一代多經「文化大革命」洗禮，勞改的勞改、修補地球的、農業學大寨、工業學大慶的；什麼噱頭沒演練過？川普要蠻幹？恐怕不容易取勝。

如果美元指數不再上揚，人民幣最大貶值水準就在這水準；則 2018 年 9 月 17 日 Fed 會後決議文，就是最強勁的利空了；又是經濟一片大好。這打造出來的上證股價底部區，指數是 2,651.76 點。Fed 主席說，失業率低到 3.9%、GDP 成長率亮麗、有通貨膨脹隱憂？這不就是暗示，Fed 的緊縮貨幣政策，將會出乎預料之外強勁？於是公債殖利率開快「秀煙火」。這時人民幣匯率，應該面對外部風險最大時候；只要中國第三季經濟成長率，維持穩定、不會人頭落地。人民銀行就不會再鋪設軟地毯；則離岸人民幣匯率就不會再被砍。2018 年 9 月 17 日，就是全球最大新興股市落底的起跑點。只要上證不會再被砍下來，則全球新興股市自然停止暴跌。



(圖三：上證股價指數日 K 線圖，鉅亨網)

其實中國匯率至始至終、多不是資金外逃搞出來的，不是中美貿易鬥法問題；如果中央政治局，連川普這招數多沒算計到，那 19 大肯定是開假的，習近平主席站兩三個多小時是自討苦吃。中國股市不是因為貿易戰爭腿軟，是因為金管單位與國務院大砍不良債權、搞到大企業負責人，有的在法國觀光出人命，浙江省女首富也失聯。為了避免傷及無辜，人民銀行使勁放錢；此時離岸人民幣

當然被國際對沖基金，視為放空的嘴邊肉；於是在岸人民幣就被離岸人民幣拖著一路套利，一路向下貶值。事情是不是這樣？第三季 GDP 會告訴我們；休完「十一長假」上證股市也會先反映。如果真要說美國提高關稅是鬥爭，那顯然北京共產黨政治局，用的第一招是劉鶴不去白宮了；第二招是在 2018 年 11 月 5 日，把人民幣每天對美元交易的浮動區間再放大。

叁、川普是否休無薪假、就看國會是否落入民主黨手上！



(圖四：道瓊工業股價指數日 K 線圖，鉅亨網)

只要貿易戰爭持續，共和黨在眾議院的席位，可能難以成最大黨；選完後、川普就可以準備休無薪假了。需要注意的是美股在 11 月 6 日前多空趨勢，以政治專家的語言而言，多是在對川普政策投票；這跟 2018 年 10 月之後台股也一樣，多是在對執政黨執政成果驗收。如果美股在 11 月 6 日跌跌不休，那川普共和黨優勢可能喪失一大半；執政不到兩年就把完全執政局面弄壞。那 2018 年底川普就準備去休「無薪假」了。美國財政出現真的懸崖；耶穌基督「阿們」，善哉伯南克主席話應驗了。近期美國 10 年期公債殖利率，站在 3% 以上、閉著眼睛往上衝，針對的不是財政問題，不是緊縮政策問題；看股價請用專業，不要搞

成政治議題。強勢美元將阿根廷搞到再次哭泣，土耳其總統跑去買黃金；但就是誰多沒想到美國自己公債殖利率也是照樣大漲；當然這也隱喻財政垮台。

但空頭會說這算什麼？就是美元崩盤才會有 SDR，才會讓金價一路逞英雄；金融風暴讓伯南克紅透半邊天。那財政破產救援投手會是誰？哪一種政策會有這份能耐？希臘政府一定說，個人造業？個人扛。當初本國還不是被 IMF 與 ESM 要求割地償債；還好 IMF 就在華府、川普要找它也很近，近水樓台先得月？向陽花木易逢春？1822 年過世的英國詩人雪萊說，如果這樣的財政寒冬多已經來了，春天也不遠了？是啊，屆時多頭多已輸到脫褲子了，傾家蕩產就在眼前時；狠狠賭它兩大把又怎樣？反正背水一戰、置諸死地而後生；就跟 Sharpe 說的，要在冬天來到之際，才會有最便宜的股價未來，才能打敗大盤、贏得超額報酬。這邏輯的確是這樣演變，但美國財政崩盤，別說 QE 救不了、財政政策更會是火上加油。殖利率爬到 3.5% 以上，全球壽險公司資負債產配置爽到爆，川普要用多少票面利率，誘惑壽險松再去買公債 When Issue？可千萬為蓋高鐵，稅收不足、去搞出一個 4% 以上的債券票面利率出來，再次爽爆債券買家、讓股市多頭哭倒在齊國萬里長城前；比孟姜女還悲情。如果目前的美股是訴說，眾議院也會被民主黨拿下，那 10 年期國債殖利率不用葛洛斯說情，毫無猶豫往 3.5% 以上飆。亂搞權衡貨幣政策，最後是由赤字預算埋單，接下來的慘景就不用再講；南歐各國又是一片慘叫。空頭說你看 2015 年引爆高收益危機，這次是美債作東宴請所有空頭；上帝請保佑蠻幹的川普，阿彌陀佛。但川普會讓民主黨奪取眾議院嗎？恐怕在 10 月底看似大幹一場，中美貿易戰爭就有蛛絲馬跡出現，那就是「納許均衡」的開始；當然 Fed 便不必背負亂搞的指控了。

肆、結論：台股萬點是常態？！否則不是川普瘋、就是本文瘋了！



(圖五：台股加權股價指數日 K 線圖，鉅亨網)

在台股的思維中，2017 年 12 月 13 日股市高檔，被認為這就是這波空頭的開始；現在認為萬點是常態的說法，可能會被認為是瘋了；尤其是認為這是上攻歷史高點的底部區，那可能是發高燒。可是股市的上揚或是下跌，多是因為未來情勢未被預期到，出乎預料之外、才會出現崩盤或是大漲行情？檢視台股集中市場融資餘額，連融券者多在減碼；資券餘額同步退出，既無多方攻勢、又無融券回補，依照標準的技術分析，難道這不是短期、將會急跌的行情？

會造成這麼兇險的局面，可供參考的兩個指標，一個是美元指數、一個是美國政府 10 年期公債殖利率，兩者在 10 月 4 日多出現大漲。尤其是美 10 年公債殖利率被鉅亨網形容為「暴動」！10 月 4 日中午曾一口氣飆高到 3.225%，是近 7 年來的新高殖利率。為什麼國債殖利率，沒有吻合長期「效率市場假說」？在 2015 年底 12 月中，美 Fed 首次升息之際，就應該先行反應；當時殖利率應

該就上揚到目前的水準。但事實是從當時到現在，所出現的情況卻為，在 1.40% 到 3.03% 之間箱型盤整。停止 QE 與升息對空頭無益，是 2017 年 6 月 Fed 宣告「縮表」，開始兩個月殖利率由 2.119% 爬升，一直到目前站穩 3% 以上。是「縮表」掀開債券的「潘朵拉」？由效率市場理論為依據，應該不是貨幣政策問題；恐怕是長久財政預算赤字問題，美國主權信用評等是否會被調降？連美國多瀕臨債務危機？如果要防範此危機，川普只有一條路、就是平息貿易戰爭。

(提醒：本文是為財金專業研究分享，非投資建議書；只為說明用，對任何貨幣與地產、絕無多空立場；不為任何引用本文為行銷或投資損益背書。)