

全球股票投資的 Dilemma ?

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

壹、前言

投資銀行對全球資本資產投資，運用效率前緣曲線理論進行資產組合配置，最大困惑在於系統性風險的預估。全球所有個別金融市場是否多存在某種程度的相關性(Correlation)？尤其是較大的經濟體，藉由互相或單向貿易與投資關係，而使金融資產價格趨勢、與全球其它市場出現相關？若將全球最重要股票市場視為，廠商理論中的「寡占」型態，則主要市場為歐元區、日本、英國與美國、中國等；這些寡占的領導者當然是美國。它不僅是其它 SDR 四國，連非 SDR 國家股票市場多會受到美國所左右。以資本資產種類區分，貨幣與匯率當然多是以美元為中心，這是「零和賽局」、不是美元升值就是本國貨幣貶值，因此熱錢流入就是多頭市場、流出就會引發空頭。而全球貨幣市場利率，則以倫敦隔夜拆 LIBOR 馬首是瞻；Fed 如引導美元升息，則全球貨幣市場利率不上揚也很困難。但股市？股市取決於公司基本面，與該總體經濟的景氣循環位置；並不是每個股市多與美股呈現高度正相關吧？例如以台股加權股價指數論，在指數類別中 3C 電子類股與生技等與美股具有相關性。而塑膠與紡織、鋼鐵等與中國股市相關。而中國股市？是否也會受美股左右？程度又如何？

貳、全球性佈局的核心策略與難題 Dilemma ?

這些複雜相關問題，其實多該運用「門檻回歸分析」、或是時間序列「因果分析」、統計學相關係數等計量經濟學做驗證；這些也多該是財金碩或博士班論文的研究題目。但當投資銀行進行全球效率前緣佈

局時，他們的實際做法會是？在研究體系中採取 Top to Down 方法，就是研究團隊將全球經濟成長，以美國為主而往下延伸，選取二、三十個可投資的股市；再將資金以 100% 權重配置於這幾個國家中。那又該如何分配？在股市與經濟中，單一經濟體 GDP 規模、與股價總市值是呈正相關，GDP 的規模大、股市規模就大；因此給予一國投資資金的權重 Weight，也可以 GDP 相對規模為權重配置基準。經過資金的配置權重後，再由經理人做出 Bottom Up 方式的投資、就是專注於選股投資。例如圖一維基百科所記載、有關國際貨幣基金 IMF 對全球各國、或經濟體 GDP 規模統計資料。由圖一檢視全球前 8 大經濟體，美國、中國、日本、德國、英國、法國、印度、義大利 GDP 規模。若以這些國家股價指數研究會發現，在這 8 個國家股市之中，以中國與日本股價指數是處於相對低檔；就是上證綜合、深圳與日經 225 股價指數俱備了低點的買進優勢。

排名	經濟體	GDP (百萬美元)
◆	世界 ◆	73,170,986 ◆
1	 美國	17,947,000
	 歐盟	16,220,370
2	 中華人民共和國	10,982,829
3	 日本	4,123,258
4	 德國	3,357,614
5	 英國	2,849,345
6	 法國	2,421,560
7	 印度	2,090,706
8	 義大利	1,815,757

(圖一：國際貨幣基金 IMF 統計的全球各國 GDP 排序，維基百科)

而對於以 **Bottom Up** 方法與架構，必需在中國與日本股市、投資獲取績效基金經理人而言；他們最關鍵的抉擇是？他必需熟悉該國經濟發展特質，產業結構分佈、貨幣匯率敏感度、個股變動結構，及投資組合標的內容。當前者多研究透徹後，也是按照效率前緣曲線理論進行個股權重的分配，而適時買進個股，動態性地完全投資組合。而此後基金經理人會持續追蹤的是，他們必需要判斷那一些系統風險會直接傷害到這個市場？財務理論將風險區分為系統性與非系統。就全球股票投資組合而言，後者可透過投資組合加以分散；而前者是為市場風險、無法藉由投資組合分散。對個別資產或是個別股票而言，個股對系統風險溢價報酬為 β 係數。同樣道理的繼續延伸，日本與中國股市對全球系統風險溢價報酬，也是多可以個別的 β 係數值表達。就是當 **MSCI** 指數變動 1% 時，日本與中國股價指數會發生多少變動？

叁、就以投資中國股票型為例、投資者將面臨的 **Dilemma** ？

日本股市是完全開放，因此較易與全球股市同步；也較易受到美股與全球系統因素影響。每個市場多有其個別獨特市場風險，日經 225 與中國上證與深圳股價指數的市場風險，應不會互相影響；但美股道瓊、S & P500 與 NASDAQ 的市場風險，是否會影響日經 225 與中國上證與深圳？以近兩年金融市場經驗，中國人民幣匯率的「驟然貶值」，會對全球股市造成負面衝擊。但近日人民幣緩慢的貶值，卻未對全球股市造成利空。如圖二所示，回顧 2015 年 8 月 11 日人民幣兌換美元匯率，因中國採購經理人 **PMI** 指數下跌而驟貶，當時引發了一次全球性股災。而同樣在 2016 年 1 月初，也因為離岸與在岸人民幣套利風潮而波動，再加上美國聯準會剛於 2015 年 12 月 27 日首度宣告升息；全球金融市場再波動造成震撼。但再由圖二繼續追蹤觀察，目前人民幣兌換美元匯率，不僅已形成中期緩貶趨勢，並且也已貶破前兩次的匯價；但近期這種人民幣貶值趨勢，卻未再釀成為全球

性股災，中國股市還緩慢上揚。由效率市場理論(EMH)邏輯推演，人民幣兌換美元的緩貶可能已接近尾聲；否則如果離岸與在岸人民幣全 **Herding** 匯出，則勢必會形成匯率驟貶，以過去經驗必將也會震撼全球股市。但由上證指數周線圖三觀察，中國上證股價指數其實也與全球股市同步，在 2016 年 1 月中見到底部區；但其上揚速度卻非常緩慢，以至於到目前漲幅度相當有限。



(圖二：美元兌換人民幣匯率周曲線圖，鉅亨網首頁)

但對中國乃至全球股市而言，這次在人民幣確定成為一籃子貨幣 SDR 後，人民幣緩貶卻未再造成股市系統性風險。這是否也驗證了美國財長 Jack Lew，在人民幣入藍 SDR 前的預言。他說中國國務院不以貨幣貶值，做為刺激經濟成長的手段，但因為匯率制度的改革所引發人民幣值下貶；這是美國財金部門可以理解的。換言之，在進入 SDR 後、人民幣將會再進行匯率改革，而且極有可能即將再宣告進一步國際化、自由化的制度變革。這個變革極有可能是漸進式的開放資本管

制。因為在深滬已通及深港也將要通之後，未來三市一體的中國資本市場，每天次級市場的成交量極有可能會成為全球第一。而接下來 MSCI 也將要把陸股納入指數權值股，投行最在意的是資金自由進出，而且個股投資上限需要逐步開放；這多涉及中國金監單位目前 QFII 與 RQFII 制度的變革。資本市場是直接金融，直接金融是金融市場最重要一環，美國與台灣企業多是發跡於間接金融，但成長或是加速於直接金融。如何解除對內外的資本管制，成為人民幣國際化起步後最核心的工程。中國人民銀行必然已經評估過，它要如何按部就班解除金融管制；而當它做了哪一些措施後，人民幣的使用量與匯率會出現哪一些可能變動？它必需面對負面的下方風險有哪一些？要如何防範？萬一發生要如何處理？

肆、結論：投資中國必需面對經濟結構矛盾與 Fed 外部升息風險！

中國目前經濟發展的內部矛盾不少，在實體經濟發展過程中，美國產業特質是研究者遵行的指標；而研究中國經濟則是以區域經濟為準則。目前中國經濟發展最好的區域是，環渤海、京、冀區、長江流域三角洲與珠海大區域等三區域。而中國區域經濟發展所出現的結構性問題核心為，城鄉差距、農村與城鎮發展差異懸殊。雖然城鎮化工程持續推進，但仍然無法在最近的近幾個五年計畫經濟中，完全舒緩城鄉差距問題。中國仍然有嚴肅的貧富不均問題，其基尼係數約為 4.3 至 4.6 之間；超過貧富均衡的臨界值 4。就金融服務商機而言，農村地區銀行與保險業務仍處萌芽階段，目前只有政府醫療與養老保險等保障覆蓋；商業保險開發較為困難。就如同大陸商會代表所言，中國的農村對金融不僅沒有「有效需求」Effective Demand、也沒有「有效供給」Effective Supply。這表示金融改革還無法深入到內陸，或還無法設計出內陸農村市場，農民、農業與農村三農所需要的金融商品。在這種情勢下，若對農村經濟與社會、乃至生活習慣、人際關係、禮

俗往來，就有能力深入充份瞭解、進而設計出適當產品，便可開拓出一定的商機。



(圖三：上證綜合股價指數日 K 線圖，鉅亨網首頁)

在這種經濟結構內部矛盾多尚未能完全解決下，中國金融改革的遠景如何擘劃？自 18 世紀以來至今，人類經濟生產要素多是：土地、勞力、資金與技術、及企業管理。從經濟發展觀點，土地的價值興盛於以農業為主時代，那是在西元 1700 年到 1750 年之間的歐洲。以勞力為主的代工時代，那是 1970 年代的台灣、與 2000 年的中國大陸、及目前的東南亞。即使是熊彼得創新理論，也是指向既有的生產要素重新排列組合。中國經濟學家如何改變農村、農民與農業三農？這成為 2013 年金融元年後，與防範硬著陸一樣重要的改革。而在這些結構矛盾下，中國金融市場如何脫胎換骨？股市如何再度旱地拔蔥？全球股票型基金的投資者，因為順向利潤風險加大，可以逆向投資策略轉戰中國股市？萬一美股大幅回檔？

在上述的檢視中已發現，人民幣的貶值不再會造成股市波動；而相反的中國上市公司獲利，還有可能因匯率貶值而受益，因此股價指數緩緩上揚。若此則以排它法所獲得的結論會是，Fed 出乎預料外的升息將引發股市風險；而目前人民幣的緩貶，一方面意味中國即將再進行匯改、或是逐步解除資本管制；再者有可能也在反應 Fed 即將升息。中國股市要成為逆向策略投資者的新歡？最大的 Dilemma 難處除中國本身經濟結構發展矛盾外，外部風險可能還是美國 Fed 升息風險了？(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。)