

股價已觸及底部區！！

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

壹、前言



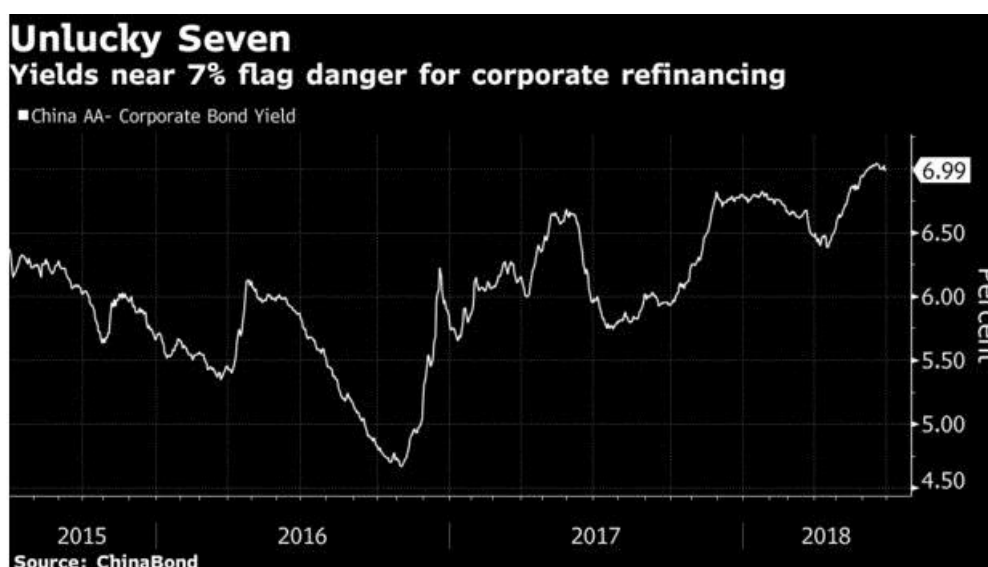
(圖一：上證股價指數周 K 線圖，鉅亨網首頁)

中國政府修理房地產！就如同量子基金大師索羅斯，多年前在「瑞士達沃斯論壇」所言，中國政府非常知道運用何種方法，可以解決自己經濟問題；在適當時候會以適當方法處理。自今 2018 年 1 月 29 日以來，由於美股泡沫化、深滬股市隨之下跌；其跌幅多比任何新興市場還淒慘。一方面又出現人民銀行貨幣政策大寬鬆策略，人民幣因預期利率將持續下行而大幅貶值。

美元指數上揚與東南亞貨幣匯率貶值，新台幣兌換美元匯率也跟著顯著貶值，台股外資賣超至 2018 年 7 月 4 日才暫時有偶爾歇息的現象。二、台股萬點常態論，在大陸股市這種下跌情勢影響下，杯弓蛇影、出現寒蟬效應、已危及萬點保衛戰；它也使全球新興市場股市一片淒涼。一副美元指數上揚、全球貿易

保護對峙、資金外逃悲情油然而生。深滬股市不斷下跌，摧毀投資機構對中國 A 股，在 2018 年 5 月進入，MSCI 新興市場指數成份股的多頭兌現；透過全球媒體對於貿易戰爭深度狐疑或誤會，間接對中國經濟 GDP 成長率的下行產生疑惑。也使專業投資者(Talent Investors)對於，中國房市價格泡沫化風險意識抬頭，資產泡沫再次引發金融風險的疑問若隱若現。

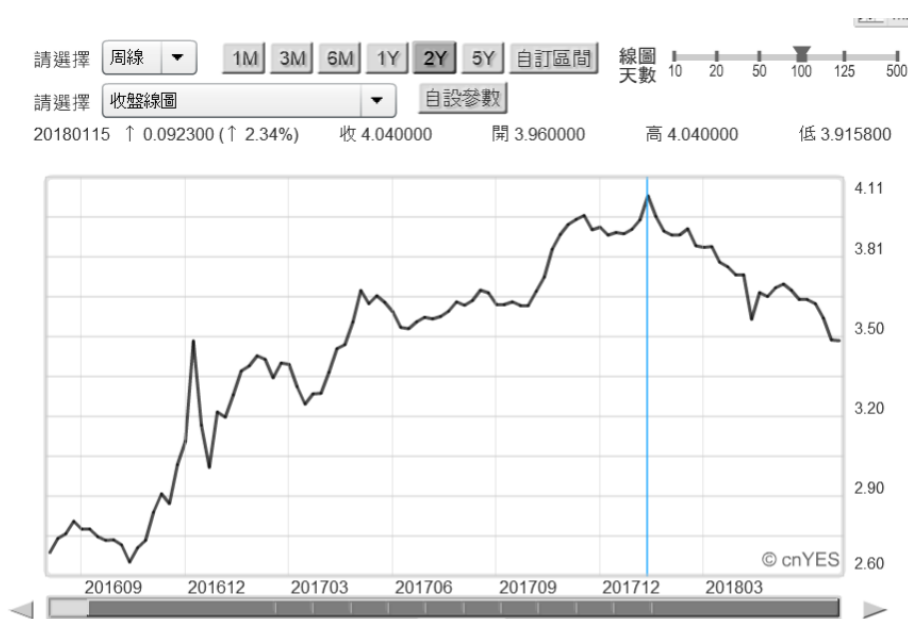
貳、這應該是中國國務院房產信用政策引導、試圖清理資產泡沫！



(圖二：中國企業債 AA-等級殖利率曲線圖，鉅亨網引用自彭博資訊)

但若引用量化數據的客觀概念，比對中國大陸企業債信，與中國 10 年期國債殖利率後可清楚發現；這可能是供給面那一方的主觀動作所造成，有意促使市場需求面對全面性資產價格有所警惕。就是中國國務院與人民銀行政策主導、自行戳破房地產泡沫；波及到中小企業的信用融資。由彭博資訊所繪出的中國企業 AA-等級，債券殖利率過去一年多以來走勢，我們所看到的是曲線圖是緩步上揚；金融體系對中小個體企業融資的確趨於緊縮。中國領導階層在 2017 年就認為，未來在美國聯邦準備理事會(Fed)、與歐洲央行(ECB)，多要進入緊縮貨幣政策之際；房地產市場依然火紅不退，這是相當危險的現象。社會主義經濟改革下的中堅企業大陸國營事業，自 2015 年以來已經進行過了兩次「供給側改

革」；而個體企業、尤其是地產開發業還在拼命擴張？為促使民營個體戶提升風險意識與產業競爭力，最核心有力手法就是以去槓桿為手段，讓一些「殭屍性邊緣企業」露出財務破綻；在收傘緊縮資金情勢下，若有財務問題企業最後必然求助於國營金融體系。而後再由國家政策決定是否對其再融資，或是撒手不管、讓它破產。政府無法透過直接手段干預個體企業，但可藉由貨幣政策緊鬆或縮融資手段；尤其是針對個體企業依賴最深房地產開發，阻斷其不當金流與進行信用管制，企業的槓桿大小自然水露石出。因此大力運用房產收縮政策，搭配對微小企業的信用支持，以免殃及正常營運個體企業；這也之所以會出現 Fed、與 ECB 多朝向收縮之際，人民銀行推出特大寬鬆戲碼。



(圖三：中國 10 年期公債殖利率周曲線圖，鉅亨網)

由企業債殖利率與中國 10 年期國債，逆向走勢比對見到的是；表面上是資金大逃亡，企業債殖利率一波又一波上揚。但是 10 年期人民幣國債殖利率卻一路下跌；意味國際資金仍然流向中國資本與貨幣市場。這也隱含外資對中國內需市場，長期有效需求仍然給予厚望。是否是的確是這樣情勢發展？未來股市演變將可告訴我們。現在中國股市跌跌不休的趨勢，如果只是在訴說以上房產泡沫清理，則在 2018 年 7 月中旬之前應該止跌；不該訴說全球方興未艾的貿易保

護主義。因為強式效率投資行為者，早該在 2018 年 1 月 29 日後，就該在 2018 年第一季完全反應貿易戰爭；不會如此沒效率。

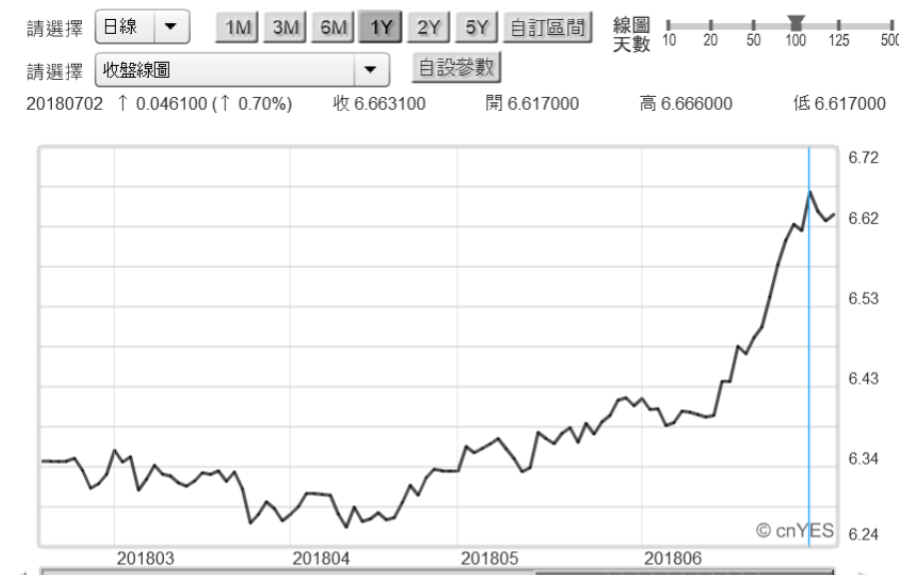


(圖四：美元指數走揚起於 2018 年 4 月 16 日，鉅亨網首頁)

參、理財商品、企業債、房地產泡沫對股市影響即將結束！

中國在 2015 年就開始針對不良金融債權收傘，近幾年以來以「棚改」方式試圖做餘屋去化。而就在這項刺激效果後，開始針對深層核心房地產去槓桿。這政策思維與政治指導可再追溯到 2017 年，中國共產黨 19 屆中常會最核心任務。以習近平為主席中共中央政治局，將金融不良債權清理，列為本屆國家執政最主要核心任務。政治局將山東省長郭樹清，調到金融監理單位賦予此責任。所謂「棚改」是，政府在徵收人民居住土地與房產後，不再供應新屋；而是以給付現金方式做為補償金，並引導被徵收住戶去購買餘屋。尤其是針對餘屋過多的三、四線城市，那些被戲稱為鬼城的建屋。「棚改」政策推升 2015 年之後，大陸三、四線城市房產價格上揚。在美元指數轉強與貿易保護主義盛行之下，房地產投資機構不畏懼態度，在今 2018 年發生改變；市場預期中央會撤出「棚改」政策。這個預期思維與美元轉強，肇始大陸內部資金呈現退潮與貨幣貶值。

如果以對產業的信用管理思維，「棚改」是政策對房地產的信用寬鬆；而取消「棚改制度」配套，則是政府對於餘屋去化的放棄。

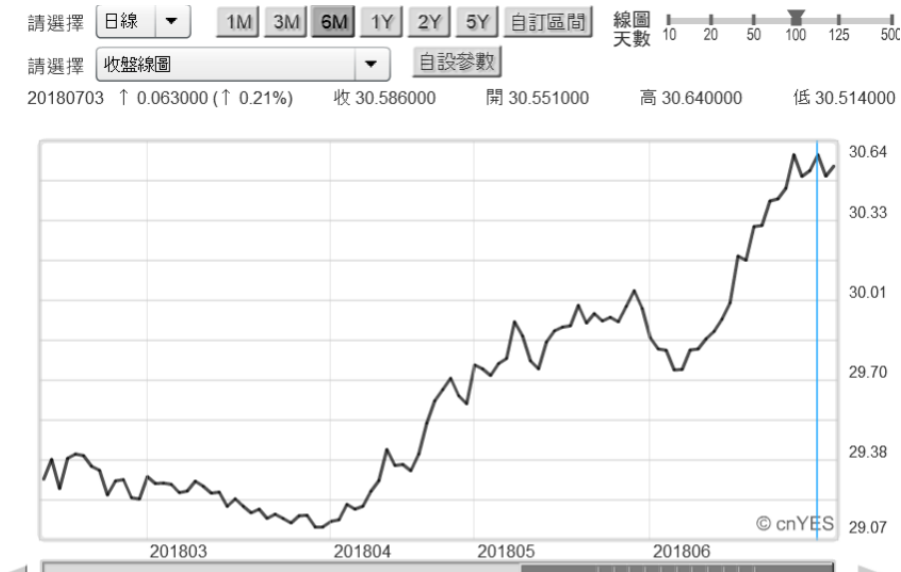


(圖五：人民幣兌換美元匯價日線圖，鉅亨網首頁)

以資金的規模程度檢視，即使是政府鼓勵政策由「棚改」中撤離；中小企業所受到波及也只有數百億人民幣。由於自 2018 年 1 月 29 日後，中國上證股價指數每況愈下，股價指數幾乎呈現直線下跌；諸多小規模事件還是引發側目。根據鉅亨網新聞中心編譯資料顯示，2016 年一整年大陸企業違約債，總計達到 207 億人民幣；而 2018 年尚未達到上半年，公開募集的企業債違約，已經達到 165 億人民幣以上。負責承銷有價證券大陸證券機構預估，2018 年一整年將會是中國企業債，有史以來違約金額史上最大一年。本文曾在 2016 年下半年，確認過 2015 年 6 月，是中國不良債權史上最大、引爆上證股價指數下跌主要原因。股票投資對於信息的反應是最具效率的，就是對於專業或內部信息反應也是最為快速。現在的股價其實是在敘述明天可能、甚至是必然發生的事件。自 1 月 29 日至今，上證股價指數的跌勢早已經引發，全球投資機構對大陸經濟發展側目。對於一個年 GDP 規模達 12 兆美元以上的經濟體，幾百億人民幣的違約，是不該就造成未來股市再持續崩跌？

再再以 AA-等級公司債殖利率變遷，可以非常清楚見到：一、中國「企業債」於 2015 年第三季時，殖利率曾經高攀到 5.5%到 6%之間；這是中國有史以來最大不良債權情勢下，企業債殖利率水準偏高的趨勢最顯著的一次，但之後隨著全球有效需求的復歸，該等級的「企業債」殖利率一度，在 2016 年中之際下降到 4.5%。二、此後從 2016 年下半年開始卻又急速攀升，2016 年底則接近於 6.5%水準。AA-等級的企業或是公司債，是接近非投資等級 BBB+以下；在 BBB+以下的債券的確容易違約。該等級以下公司債被稱為「垃圾債券」、或是高收益債，以此等級檢視中國「企業債」是最適當指標；全球三大信用評等機構，目前給予中國國家主權信用等級也是 AA-。三、2017 年上半年企業債殖利率由接近 6.5%跌向 5.5%，中期呈現一種向上趨勢波動。但每次攀高又回檔，幅度卻越來越有限，而就在 2017 年攀高後回檔幅度更是極小化。四、從 2018 年 1 月之後殖利率攻到 6.99%之後，似乎已經無法回降了。在人民銀行 2018 年 4 月以來，不斷地釋放出寬鬆的貨幣政策；但對企業債殖利率趨勢，並沒有預期寬鬆與實質效果；只有造就人民幣不斷貶值。五、7%的殖利率是一個債券的違約機率臨界值，2012 年希臘主權債務危機，它的先行指標是公債；當它殖利率水準攀高到 7%以上之後，本身系統性風險「骨牌效應」陸續浮現。六、在福利國家經濟體系中，2012 年希臘、賽浦路斯、與 2018 年義大利主權債務危機；風險出現時多是國債殖利率突然大漲，目前可預期中國國債殖利率卻是反向下跌。以精確的企業債殖利率檢視，的確出現違約風險。但若要將數百億人民幣規模的違約，預期會引爆金融體系的債務危機；這未免也是小雨下、雷聲大。

肆、結論：近期美元指數首波升值將暫告一段落！



(圖六：新台幣兌換美元匯價，鉅亨網首頁)

由美元指數日曲線圖檢視，由 2018 年 4 月 16 日 89.38 點底部上揚，至 6 月 28 日 95.53 點打底後拉高走勢，將會漸漸告一段落。同樣的人民幣匯價在 2018 年 7 月 2 日，6.66 兌換 1 美元也是短期波段高價區，除非發生本文預期不到的上述之外系統風險。這將是人民幣匯價下一季之內的最小價位，未來將進入中期盤整格局。人民幣就此急速衝往投資銀行最悲觀預期，7 兌換 1 美元機率非常渺茫。這種預期對應到包含台股的新興市場，將是代表新台幣兌換美元即將停止貶值。外資繼續大賣超台股機率越來越低，未來整體態勢是有買也有賣超。就如同之前本文以「必需報酬率」(Requirement Rate)預期，短期新台幣的價位最大貶值為 30.71 兌換 1 美元；2018 年 7 月 3 日外匯市場觸及 30.64 兌換 1 美元，是個短期非常可疑的底部區。台股若持續出現下跌，則最大的空頭壓力不該對準外資，應指向剛開始的資券餘額雙向減少、就是內資！

(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。)