

# 美元強勢時代再來了??

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

## 壹、前言



(圖一：香港恆生股價指數日 K 線圖，鉅亨網)

如果現在還繼續在評估，中美貿易對股市系統性風險；那就有點落後了。近期多是個股、或是匯率貶值偶發性系統風險。由於投資人對新興市場畏縮，台股與港股也分別因為匯率貶值而大跌。台股於 2018 年 4 月 17 日，加權股價指數大跌 144.1 點，收盤時為 10,810.45 點。而港股則於 2018 年 4 月 16 日，恆生股價指數大跌 492.79 點。前者很顯著是因為，新台幣兌換美元匯率連續性貶值；而後者是因為港元與美元固定連繫。因此當美元持續弱勢；港股多頭誘惑當然降低。對於這兩種情境的處理，會出現固定匯率下，升息無法挽回國際資金；也就是「歐元之父」孟岱爾所言，「浮動匯率制度」才可以隔離「外部效應」。港股與港元近期表現，顯然驗證國際經濟學大師匯率制度假說。因為對投資機

構而言，持有港元的機會成本，或是利息收入是與美元一樣；除非香港金融局將固定，港元兌換美元兌換，由 7.8 提升為 7.7 或是更少。不然目前這種現象與當時歐洲主權債務危機期，瑞士法郎所遇到的窘困是一樣；因為法郎釘住歐元。因此最後瑞士必需以提高利率來留住外來的資金；否則歐元一路貶值，釘住歐元的瑞郎就是自討苦吃；而當時瑞典克郎乾脆就選擇，暫時與歐元暫時脫勾。4 月初港元要與美元暫時脫勾，聲浪響徹雲霄？做為一個全球金融中心也有不得不的苦衷。

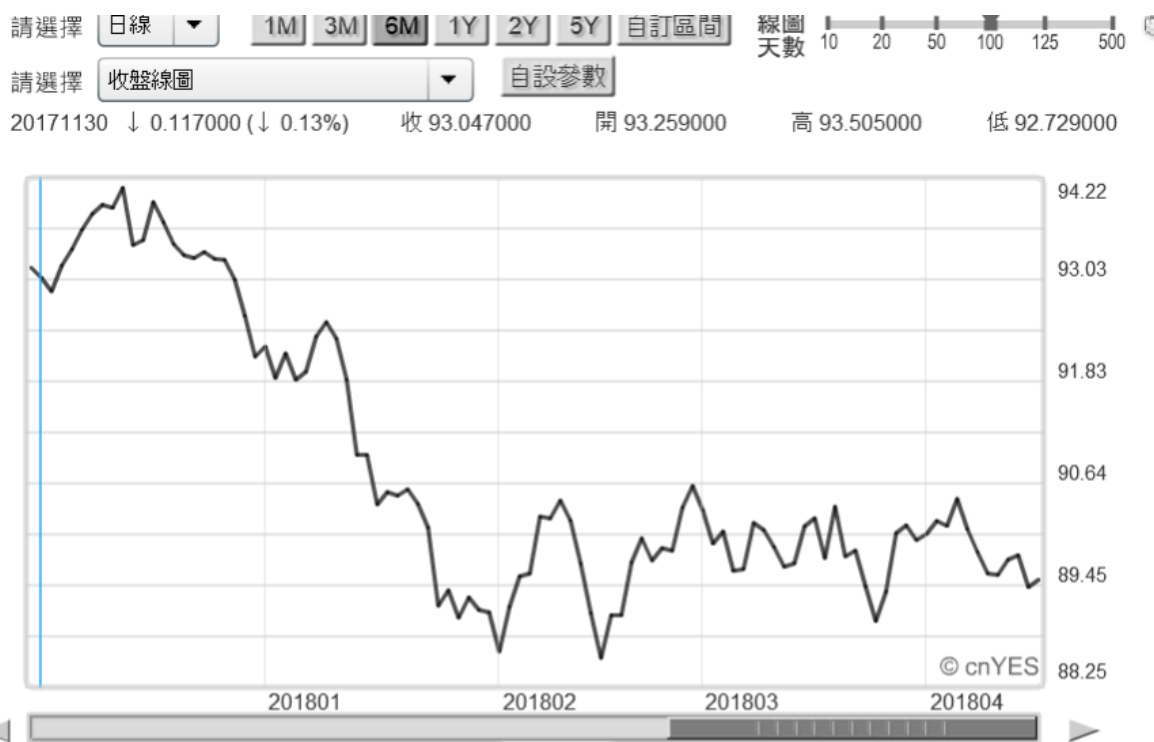
## 貳、國際熱錢的流動跡象顯示：外資暫時由新興市場撤離！



(圖二：俄羅斯股價指數日線圖，鉅亨網)

港股目前也是面臨到這種麻煩，就是與港元聯繫的美元弱；使得很多外資想跑。當然像這種離開多是短暫，因為美元匯率、就是美元指數還是有循環性。因此港股目前面臨窘境解決方法只是需要時間，未來當美元指數升值時，港

元匯價就會恢復過度弱勢。但問題是這時港股股價是否還算是在高檔？如果股價是在高檔，則外資還是會在股價價差無利可圖，賣股換為強勢貨幣；先賺先贏。檢視港股與港元互動，顯然是股價高因子顯著、而當地匯率趨弱勢不穩定使然；港股的穩定不是依賴在匯率一定要很強，但是也不能軟趴趴。由港股因港元弱勢被大賣，也見到全部投資銀行，多對港元直接聯繫美元，有著全部看跌「盲從」Herding 現象。其實由理論檢視，這時候是投資銀行對貨幣匯率最有風險時候；就行為財務學理論，當全部投資機構多看貶美元時，美元指數就具備「風險溢價報酬」機遇。

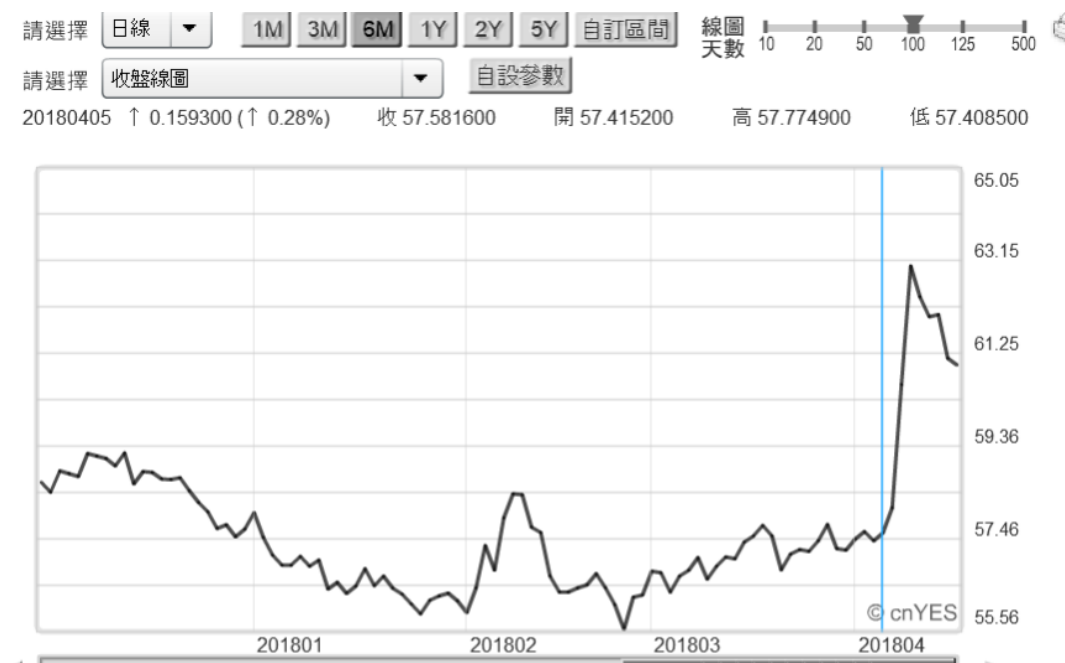


(圖三：美元指數日曲線圖，鉅亨網)

2018 年 2 月之後全球因為美元弱勢、或是美國公平正義政治與經濟原則，所出現匯率弱勢避險個案還不少。就在川普在 228 對中國經濟宣戰後；在 4 月 6 日白宮也宣布，因為俄羅斯涉及 2016 年美國總統大選，因此擬定對俄羅斯進行經濟制裁；俄羅斯貨幣匯率盧布與股價指數同步大跌。凡是做為國

際金融中心國家，多希望自己國家貨幣匯率維持穩定；最好是具備可能微幅升值的市場預期。否則輕則最後會出現港股這種，因為港元聯繫美元的「魚池之殃」。重則就如俄羅斯，貨幣匯率與股價指數雙雙暴跌；那就真是很麻煩。盧布兌換美元匯率大跌之際，股價指數也是大跌。

如圖，因為受到美經濟制裁，俄羅斯盧布由低檔 57.46 兌換 1 美元，短期大貶值到 63.15；同一期間股價指數也大跌 141.5 點，單日就大跌 11.41%。國際資金由俄羅斯盧布撤出，它能去哪邊？歐元與美元、或是人民幣？投資銀行大多以美系為眾，因此回到美元比率可能還是會較高；而再由美元轉買入美債機率更大，因為這樣還可以賺到利息。這樣情節無異於，投資銀行對新興市場的股市看空。有樣學樣、見微知著。這趨勢也終於在 2018 年 4 月中下旬，發生於台股集中市場。港股、台股與俄羅斯股市外資逃逸，這幾種目前零星現象；是否會是美元上揚前夕徵兆？這值得全世界股市多頭留意。如果眾多新興市場匯率與股價，多是這樣一一貶值與下跌，那就不妙了；那是系統性風險的股災。



(圖四：俄羅斯盧布兌換美元日曲線圖，鉅亨網)

### 參、美元指數即將上揚，新興市場零星貶值現跡！

而新興市場股災不是多從東南亞發動？以中國大陸國際經濟合作，「一帶一路」版圖檢視發現；東南亞國家中、印尼與馬來西亞股市與貨幣匯率，就與台股或是港股有所不同，目前股市仍然是多頭攻勢，而匯率也是還處於升值後高檔。雖然中國大陸是「一帶一路」主導國家，但東協各國股市趨勢，多比中國上證股價指數強勁。以周 K 線圖檢視，上證股價指數的弱勢顯然是，中美貿易酣戰未歇、你來我往、互不相讓。而人民銀行在 2018 年 4 月 18 日，突然宣告降低存款準備率，也是為未來系統性風險的預防鋪路；它可能是見到利率升高後，企業去槓桿必要條件就是資金適度寬鬆。人民銀行刻意選擇在上半年美國商務部，對貿易對手國匯率調查公告後，進行存款準備率調降；基本上就不是針對人民幣匯價，不是要透過「利率評價」去影匯價。人民銀行見到的未來，可能還包含預估到未來美元指數升高，所帶來對大陸企業外債的風險等等。



(圖五：馬來西亞綜合股價指數，鉅亨網)

上圖是東南亞馬來西亞股市周 K 線圖，它多比當下台股加權股價指數要強。從 2016 年中起攻勢一波又一波，股價指數由 1,611.88 點上揚至 1,880.56 點。而

檢視其貨幣匯率吉特兌換美元趨勢圖形，則是由 2016 年的 12 月 26 日，也就是美國聯準會再度升息次日，由 4.4958 兌換 1 美元、升值到 3.86 兌換 1 美元。這與過去 1997 亞洲貨幣 Herding 貶值，所引發的「亞洲金融風暴」顯著不同。由東南亞股市穩健程度，與兩岸三地的股市相比；這顯然是因為中美貿易戰爭效應單一因素使然。即使這一場戰爭的持續向延續，但股價會先落底反應。川普與習近平多不會因為商業利益，在這場賽局中步入「囚犯困境」；但是另外一面，「納許均衡」當然也不可能一步到位。但往好的這方面發展的信號又是什麼？兩岸多需要東南亞便宜勞力為代工主要供應鏈，但兩岸受到中美貿易戰爭衝擊，它的遞延效果不會影響東南亞的經濟發展；因為大陸企業正在進行供給側改革，而且在科技上是呈現跳躍式成長，具備轉型升級成功要件。美國以高關稅給中國壓力，不會轉嫁到東南亞國家身上？負面效應就在中國與台商就吸收殆盡？



(圖六： 馬來西亞貨幣匯率，吉特兌換美元周曲線圖，鉅亨網)

#### 肆、結論：第一階段貿易戰爭對股市影響已結束！

在 1980 年美國同樣為解脫雙赤字困境，對日圓匯率與日本 301 大動干戈，戰火持續多年未歇；日本在美國一波又一波攻擊下，根本沒有提出積極對策；終於陷入長期通縮。這次美國對手是中國大陸，所不同的是它是一個，極權而且非常有效率國家。習近平在中國的權力地位已是穩如泰山，尤其是歷經反貪腐肅貪考驗後，竟然可以在 18 大之前動盪，轉為 19 大穩如泰山。這必然是習近平的能力，鎮定與思考及布局；這些能耐超乎外界政治專家所能想像。被中央政治局反貪腐小組所「雙規」的官員，幾乎多是部長級以上的政治老將，這些人不會進行反革命「反撲」？而在經歷這種政治整肅後，在 19 大中全身而退；同樣局面會出現在中美貿易對奕上？現在表面上是劉鶴主導的第一線戰場，習近平在後方是以逸待勞？總書記國家主席的思維是什麼？而美國當時面對的日本是一個政黨政治，意見紛雜、民粹亂政、最後終於敗下陣來；首相一個又換一個多無法解決，去抵擋美國貿易攻勢；這種亂局直到道安倍晉三重新再次上台為止。



(圖六：日本首相安倍晉三，AFP)

如果說安倍晉三政治謀略，可以使日本脫離長期通貨緊縮；那以習近平的智慧難道不能解決中美貿易戰爭？東南亞經濟區域整合已經成形，中國廣泛內需就是涵蓋整個東南亞。這時的習近平或許已將「一帶一路」，拓展目標拉到日本或是韓國；美國高關稅傷害可稍微獲得舒緩。這時的貿易經濟的新情勢，是會使美國相對實力遜色，此時應該就是雙方步入「納許均衡」，意願增加到最高時刻。對於川普而言，如果 2018 年 11 月國會期中選舉，共和黨慘敗於民主黨，那就是馬上成為「跛鴨總統」；在這風險下，還要競選連任下屆總統可能難度升高。因此預估 2018 年 6 月之後，川普必需由中國手上獲得，中國對美貿易爭端善意回應。如果習近平認為川普是個對手，而且未來轉圜局面確實如此，則貿易戰爭的第一回合將告一大段落。這次貿易戰爭與 1930 年不同，更與 1985 年美國對付日本經濟大國崛起不一樣，美國面對的有史以來最強大極權國家；中共政治局菁英。因此發生所謂全球經濟二次大蕭條機率低，情節開始與美國 1930 代邏輯相似，但對手與結果完全兩樣；美國要的是改善經濟貿易逆差。這不會是二次大蕭條，目前的演變已使股市到達底部區！（提醒：本文無政治立場，用財務理論分析時事；說明與判斷無任何貶損只為研究，不為任何引用者行銷或投資背書。）