

唯恐不見長空？ADAM SMITH 的叛徒！！

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：道瓊工業股價指數日 K 線圖，鉅亨網)

2009 年 3 月為挽救次級房貸危機，美國央行 Fed 自認為，QE 是最適當的財經政策、利人利己；端出貨幣寬鬆政策。結果穩定了全球金融市場，將美國經濟由突然大衰退中救起；但也造成全球各國匯率長期波動。2015 年 Fed 決定 QE 退場，反手升高聯邦資金利率、2017 年底賣出公債收縮資金；再度讓各國匯率大幅波動。在這段期間中，2014 年 OECD 會議時，美國財長就為 QE 退場做準備；倡議以財政政策替代 QE。2015 年中國大陸重慶、與杭州的兩次 OECD 會議中，更積極遊說各國轉向財政政策。2017 年初川普就任總統後，美國經濟智囊提出一系列政府支出，即公共建設；涵蓋了「美國交通大建設」、「布局高速鐵路網絡」等。並且擬定以優渥租稅措施，大幅降稅、鼓勵企業投資；提高工資刺激民間消費。審視 2009 年 3 月起的 QE 政策，及近期的財政擴張政策；

其規模多是非常龐大。QE 至少撒出去 4.5 兆美元資金，而財政規模則預計以約 2.1 兆美元，預計達成 GDP 年成長率達 3.0% 以上目標。美國目前年 GDP 的規模為 18 兆美元，2017 年的 GDP 成長率為 2.5%；以此為基礎計算，美國 3.0% 的 GDP 增長絕對值約為 5,400 億美元，約為一個台灣 GDP 規模。

貳、亞當斯密斯的叛徒！川普突然對全球自由貿易宣戰！



(圖二：美國鋼鐵股價周 K 線圖，鉅亨網)

川普財政擴張規劃的預期效果，在 2017 年 5 月起激勵了美國傳統產業的股價上揚。金融產業因為利差預期擴大，景氣復甦將有資金需求預期，金融類股價緩步上揚。也之所以有這樣的財政大力擴張遠景，而又見諸過去 QE 貨幣政策，對美國與全球總體經濟，及股債市場扶持效果。美國股市多頭攻勢，由 NADAQ 蔓延到道瓊工業指數。例如美國鋼鐵公司股價，在興建高鐵、橋梁與交通建設計畫激勵下；股價由 2017 年 5 月 22 日的 19.7 美元/股，上揚到 2018 年 2 月底的 45.39 美元/股；上揚幅度為 2.304 倍。如果在此之後，川普可接著落實這些財政建設，則美國股市上揚力道必定持續。但此一趨勢被近期雜音打亂掉；川普執政團隊在經過一年研究後，突然向全世界宣告要對外銷美國的鋼鐵業者，課徵懲罰性關稅。這項原本藏在「美國優先」、「美國利益」的政治口號

下，突然現身於全球經濟貿易市場。這使得全球業者、相關國政府、及股市發生震撼。反對聲浪最強的並非是，正在進行供給側改革的中國大陸，而卻是歐盟與加拿大等國；不少國家多在找「豁免條款」。

由圖檢視 K 線圖，道瓊指數已疑似泡沫於，2018 年 1 月 29 日大跌；而 2018 年 2 月 28 日美國又啟動貿易戰爭，再次使得股價指數重摔；更清楚地落入盤整格局。雖然由於川普答應北韓金正恩，將在 2018 年 5 月見面協商北韓「無核化」議題。這項突如其來地緣政治利多，使 2018 年 3 月 9 日道瓊指數大漲 440.53 點，當天以 25,335.74 點收盤。但就雙方過去隔空交手經驗，川普與金正恩的會面是否會真的成行？這仍然是個未知數。即使屆時雙方情投意合，但這對全球產業經濟的效益，也只是免除系統性風險，實質效益不如關稅保護主義傷害。就道瓊股價指數的趨勢，2018 年 1 月 29 日、及 228，這兩大轉折將它打入困難的盤整格局，現在美股雖尚未到四面楚歌境界，但卻是兩面受敵。一為 Fed 的 QE 縮表還是持續進行，二為關稅提高保護主義終於現蹤。

每年 5 月是美國對貿易對手國，進行上半年匯率操縱調查報告，及貿易 301 條款熱季。這兩個原本多已經慣常戰略；做為一個史上最強烈，國家經濟保護主義擁護者。現任美國政府經濟團隊，很難在這些既有策略上退縮，必定又是轟轟烈烈；Face book 大書特書、推特上大言不諱。美國的匯率施壓報告前，可能就是熱錢大舉進入中國境內時，美元兌換人民幣匯率貶值；熱錢進入中國國債、及 MSCI 的 A 股投資或投機。原因無它，項莊舞劍？意在沛公；美國現在最大的貿易對手就是中國。接著美國也會就 301 條款內容，對貿易對手國政府；進行對業者的補貼、傾銷、與各種優惠措施調查。之後即針對美商務部蒐集、美國業界與工會建議的，提出針對性的反制或報復方案。

理論上貿易保護主義有利於美國業者，尤其是阻擋國外競爭者進入美國後，美國內消費者對產品需求，必然轉向本國廠商；但現實的發展通常是未必這麼完

美。因為一個產業的製造分工過程中，還是存在著國際比較利益；如果將關鍵材料以高關稅阻絕在外，而本國廠商的需求彈性又低，這會使貿易國雙方多陷入「囚犯困境」。啟動這種策略至少要利己，如果連利己多談不上，則無異於是咎由自取、非常不智。白宮的這項措施本身就具爭議性；最為令人訝異與矚目的是，連原本規劃這項經濟政策白宮官員，竟然就在川普宣告當下佛袖求去。白宮首席經濟顧問柯恩 (Gary Cohn) 是這些策略的專業、與重要內部人。即使所謂貿易戰爭規劃全部出於其手；但當川普剛一啟動戰爭，首席經濟顧問就掛冠求去？這如同一家上市公司，執行長認為公司此項策略相當有益公司價值，但簽證會計師卻不敢為其背書。這不是只有兩人理念不合而已，實際上就是總統執行方式不恰當，損人但可能不會利己。這問題的嚴肅性會出現在未來，因為自 2017 年下半年的減稅等方案，也多是柯恩規劃的。

參、即使川普與金正恩真於 5 月見面？那不會是股市大利多！



(圖三：美國政府公債 10 年期殖利率曲線圖，鉅亨網債券)

雖然美國經濟與財政策略多有它的連貫性，不會因為人事更迭有所逆轉；但這畢竟是一個異常信號。QE 之所以造就了資本與貨幣市場繁榮；原因之一是因為人事穩定、Fed 主席任期圓滿才轉換。但是川普執政團隊並非如此，戲劇性、

突如其來的轉變越來越多。這些多是投資者始終無法想像。例如美國、日本與南韓、北韓的多方關係，如果川普真與金正恩見面？那這齣戲的離奇曲折實在是夠精彩。部份分析報告說，川普多是先製造緊張，最後卻多是以平和收場；川普是以逆向邏輯進行美國優先手段。這是否會是現代化社會生存之道？必得需要用這種爾虞我詐手段？才能在國際社會立足？這我們無法評論與知曉。但即使強大如美國，其先聖先賢也多奉勸，所有行為「誠實最上策」；台灣俗諺常說，一直在算計利害的，永遠搞不出大名堂。美國財政擴張與保護主義，聲勢越來越強烈；但最後也是否雷聲大雨點小？雖然 2018 年 3 月 9 日美股以大漲回應，但是當天美國 10 年期公債殖利率，依然上揚到 2.9% 以上、股漲債跌、美元指數上揚。若長期趨勢還是這樣發展，則代表美國景氣復甦確定，股價指數依然有機會續往上爬，甚至於創新高。但得留意的是美元指數，強勢美元與美國股市是逆向的；如果美元指數持續強勢，則美股反彈之路將會異常艱辛。

風俗之厚薄奚自乎，一、二人之心之所向而已。全球國際社會穩定奚自乎？川普與習近平、梅克爾、安倍晉三、普丁的各自與聯合決策而已。政治情勢對於股價的影響大多是短暫，如以國債殖利率的上揚趨勢，去闡述這個國家政治與財政風險。則近期歐元區第三大經濟體義大利，因為大選的亂象殖利率上揚，但選完後就雲消霧散。而股市大多領先景氣循環；拿柯恩的離開白宮事件，與川普與金正恩見面的利多比較；前者問題嚴肅性高於後者。政治是口水、互相算計與彼此聲勢拉抬，但經濟與貿易則是苦幹實幹，點滴成水、聚沙成塔；川普不該以政治手法處理經濟貿易政策。川普對歐盟與中國等全球鋼鐵業者提起，鋼鐵與製鋁業輸美產品，將課徵 25% 與 10% 的關稅；這不是重點、只是產業利空。只要川普團隊，後續不要擴大敵意渲染；純就產業而言，可能就不會引發過去半個多月以來，國際貿易戰爭譁然聲浪如此高漲，也不會被視為系統性風險，引發各國股市大幅波動。美國擴大渲染所謂貿易戰爭意涵；並且揚言後續仍將以美國優先，爭取其貿易與經濟利益。這一系列措施與當事人自我後續解讀，引發全球各國自此之後經濟神經緊張；國際間幾乎多已認定，這是全

球貿易戰爭開打。身為全球民主政治與自由經濟、資本主義的表率；美國這種作為、無異喪失大國經濟大格調。

肆、結論：若美元指數轉強、GDP 下落？那將會是美國股市悲劇！



(圖四：美元指數周曲線圖，鉅亨網首頁)

美元指數是資金流向關鍵指標，在 2 月 15 日時為 88.59 點向上反彈；之後在 2 月 28 日登上 90.613 點。在川普祭出對鋼鐵與鋁業課徵懲罰關稅下，美元指數終止回檔、繼續反彈上揚。2018 年 3 月 8 日，歐洲央行 ECB 對於歐元 QE 退場決議，在美國的貿易宣戰下、ECB 主席保守且近乎無言。ECB 的升息意圖若被投資者形成預期，則這將會使美元指數的下跌利空漸漸出盡。歐元兌換美元會開始呈現貶值，也將造就美元指數一底比一底高趨勢。如果是只有美元指數的反彈，美股下跌的壓力或許不會顯著。但是如果全球經濟復甦，因為美國發動貿易戰爭而斷送 GDP 成長？則多頭不願意見到的道瓊指數大幅回檔，就不得不現身檯面與大家「相見歡」了！（提醒：本文運用財經與財務理論分析，對全球股債市持自主主觀立場；無任何推薦意涵，只為分享，不為任何引用本文行銷或投資背書。）