

President Election 點燃市場風險？

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：希臘 10 年期公債殖利率曲線圖，鉅亨網債券)

一國政治會影響金融資產價格。美國、歐元區、中國與日本、英國政治會影響全球，具有外部效果 *Externality*。政治會影響經濟與金融市場，成為一個現代化社會日常議題。如何衡量它對金融資產價格影響大小？本文首度提出「量化衡量指標」：一、在成熟開發國家為公債殖利率、該國指標性 10 年期公債殖利率；二、在新興經濟體為貨幣匯率、該國貨幣兌換美元匯率；或是股市總市值在事件期間的變化。三、這三種金融資產價格，對政治事件變動幅度，就是政治風險

值(Political VaR)。四、將政治事件影響效應加以量化，有助於橫向比較，同一期間政治影響程度大小；也可以縱向比較，歷史過程中政治事件力道強弱。

一國前途與未來經濟發展，必然與政治走向有關；公債殖利率變化，是成熟開發國家財政風險指標。而對開發中、新興國家而言，它的政治對經濟影響風險，替代變數通常是貨幣匯率；因為在資本與金融帳發展上，開發中國家必需仰賴國際資金，資金的投入與外流是對該經濟體的「投票行為」。這些思維在過去多年全球金融、政治與經濟發展中、烙印痕跡清晰可見。雖經濟與金融蓬勃發展，但我們多不是生活在純純的經濟社會中；政治制度與管理會影響經濟。中華民國國父孫中山先生說，政治就是服務眾人之事。其實政治也是社會服務業，但與一般服務業最大不同是，它有影響消費者、廠商行為權利；而且這種力量是經過代議政治多數決。唯這些多數決有時是非常不理性，甚至荒腔走板、不可思議；但在眾口鑠金下，以螳螂之臂很難擋代議政治之壓迫。法國哲學家盧梭就曾說，自由、自由？有多少亂序行為是「假藉自由」而行？而民主、民主？有多少荒腔走板是「假藉民主」而行？

貳、歐盟的動盪掀開全球保護主義潘朵拉？

如圖一、2012 年第一與第二季，發生希臘債務與脫歐危機；便是財政能力不足、與政治選舉不穩定引發動盪。它影響希臘國債在國際金融市場信用評等；最後使該國公債評等大降。2012 年 2 月希臘政府、10 年期公債殖利率曾攀高到 36.62% 以上，成為國際公債信用等級為 CCC 的垃圾債券；債券價格跌慘了。以金融投資立場檢視，其實真正引發公債風險，還是在希臘本身財政不健全。而會將國家財政帶到這種不堪地步的，還是來自於代議政治的攏絡選民；在不斷地發放福

利補助津貼後，最後由全民為國家負債埋單。財政穩定與否、是亂世樂曲的主軸；但配樂卻是在政治中。希臘各政黨為謀求到政權，在國會選戰中要脅歐盟援助，不惜玉石俱焚；進而出現留歐與脫歐、兩派政治勢力對峙。這使歐盟領導國家感受高壓、也一度使歐盟對希臘債務紓困成為兩難。但最後希臘還是務實，在進行自我搏節後接受了IMF 與歐洲央行穩定機制援助，政局勢與財政多趨於穩定；債務危機也在公債殖利率下降後落幕。



(圖二：美國 S & P 500 股價指數日 K 線圖，鉅亨網首頁)

依一般人合理預期，政治動盪應該出現在新興、或是未開發國家。合理預期是封閉的社會主義、極權制度的效率遠劣於民主。但目前的現實卻是民主的放縱，常干擾企業的自由與價格機能。因此如果一個經濟體步入成長趨緩或衰退後，若再加上政治不穩與政策搖擺；則政治效應就會反賓為主，最後成為壓垮金融市場最後的一根稻草。2012年希臘與2016年6月英國，政治上脫序演出戲碼就是這樣。但希臘

與英國最大相同之處是，他們選民多是「現實主義者」；希臘如果離開歐盟、人民生活會更苦；而英國獨立於歐盟之外，卻可以獨立存活、還可能免除一些國際責任。在自顧不暇之下，又要去承擔國際社會責任，無異為自己找麻煩；這在上周國際股市受美國大選衝擊中充份表露無遺。隨 11 月 8 日、美國總統選戰來臨，一年多處在高檔不下的美股，開始往下回落修正。越接近上週五這種修正更明顯，全球金融市場多在為美國未來的政策轉向，付出政治風險代價。

要打赢一場選戰要先贏得民心。從第一次世界大戰及二戰、到朝鮮半島戰爭、越戰與中東兩次波斯灣、阿富汗與伊拉克，及最近的敘利亞內戰、長期以阿戰爭等；美國多是身先士卒、當起全球的警察。但最近美國年輕一代正在改變，美國在面對恐怖主義回擊後，已意識到必先保護自己。在自我與公益貢獻兩難中，美國人民目前傾向於選擇前者。從這次兩位總統候選人不約而同，由全球自由貿易擴張走向保護自己政見主張，對 TPP 自由貿易區域政策皆持保留；甚至還有美國出兵要收保護費政見，卻引發美國基層選民支持，可清楚見到美國民心的轉變。

叁、政治動盪的代價所費不貲！

其實這現象在某種程度上，也隱含著 2001 年後、到目前為止的恐怖主義；及 2008 年全球金融風暴橫掃美國，所遺留下來的諸多複雜的心理後遺症。美國基層人民不僅困頓於 2008 年，可能更窘於 2009 年多次 Fed 的 QE 政策。大家可共患難，但當富有時代來臨時仍然窘困的人，對於國際公益會有退縮思維；這種思維終於在這次美國總統選戰中引爆。這對全球政治與軍事局勢，無疑投下一個不安變數。如果連身處全球最大金融中心的英國，多打出自掃門前雪信號；則美國這次總統大選將是，請各國付費清理各自的瓦上霜的開始。這種轉變將

使全球局勢進入一個，美國不想管太多事的時代中；而沒有強有力軍事與武力的把關，最後全球各國間的紛爭終將失序。



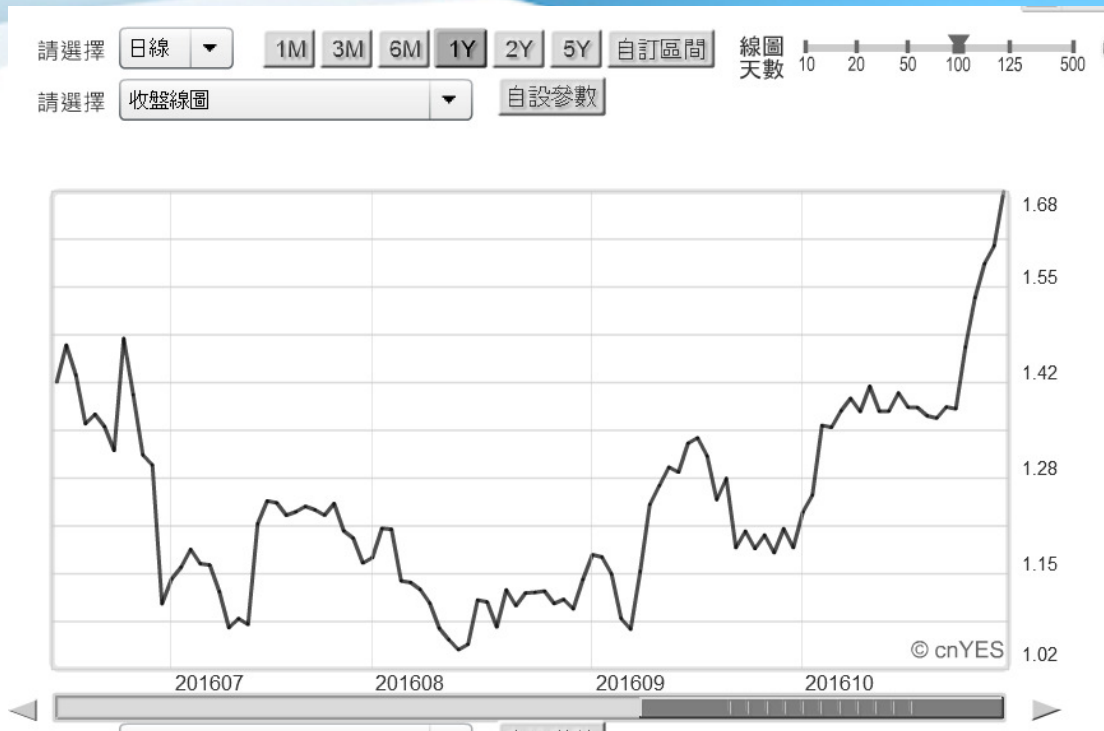
(圖三：美元兌換英鎊匯率周曲線圖，鉅亨網債券)

如圖二、美國股市 S & P 500 股價指數，自 2016 年 10 月 25 日起，開始由 2151.33 點顯著下滑。至目前為止跌幅雖未能稱這是長期趨勢，大選投票結果仍有待明後天驗證；但在選前的弱勢卻相當清晰，投資人不安情緒出現在金融市場中。選戰最後結果是否將使空方氣焰更為旺盛？金融市場必需為此轉變付出多少代價？英國在 2016 年 6 月 23 日通過脫歐公投，所引發英鎊兌換美元匯率貶值就是類似個案。在 2016 年 6 月 23 日前，還處於平穩的英鎊匯率，在只有一天的公投揭曉後突然重貶；第一波段由 1.5 美元兌換 1 英鎊，貶值到 1.32 美元兌換 1 英鎊。第二階段則由 1.32 貶值到 1.2 美元。脫歐後英鎊首段貶值幅度 12%，第二階段貶值幅度為 9%。若將一國匯率做為對外購買力指標；則主張留歐英國消費者，將因脫歐而喪失 20% 以上購買力；這

也是脫歐者要付出的代價。這種成本也有可能反應在英國進口物價，輸入型通貨膨脹上。同樣以公債殖利率變化，也可衡量一國上演政治脫序行為時，國家債務增加多少？財富會折損多少？

肆、結論：金融市場進入政治風險季節？

但事情還沒就此了結。就在美國總統選戰結束不到一個月、2016 年 12 月 4 日，歐元區中全球第八大經濟體，義大利將進行修憲公投；現任總理倫奇想藉此改變國會議員選出制度。但如果修憲公投沒通過，則倫奇必需為此負責下台。根據國際民意市調機構近期調查，義大利人民反對修憲的比率高出同意修憲者約為 4%。換言之，現任總理倫奇極有可能為此下台，進而引發義大利政局不安。因若修憲公投失敗，則在反對黨勢力坐大下、極有可能順勢提出脫歐公投；歐元區債務風險機率將再升高。近一個多月以來，義大利 10 年期公債殖利率攀高，由 1.03% 爬升到 1.68%、漲幅約為 35%。此短期公債殖利率上揚的原因，除預期美 Fed 升息外，也反應義大利本身政治與財政債務風險。目前義大利國債主權信用評等為 BBB-，是為 BBB+ 以下非投資等級；如果財政進一步惡化，則有可能再度引爆主權債務危機。



(圖四：義大利 10 年期公債殖利率曲線圖，鉅亨網債券)

自 2010 年後義大利即與希臘、西班牙、葡萄牙等國，被國際信評機構列入，公債本息可能違約的國家；政治波折會使這些國家債務風險大增、公債殖利率上揚。更麻煩的是、義大利主權信用評等已在 CCC 垃圾債券邊緣，而未來一個多月時間中是，Fed 進行再次升息宣告最大可能期間。面對這政治與升息兩大衝擊，義大利公債價格下跌是否會再度造成債務風險危機？古典經濟學派認為，放任與自由是市場順利運行的法則；但 1930 年代的 Great Depression 使市場價格機能失調，凱因斯提出政府積極干預的修正。當時在美國資本與民主主義下，凱因斯經濟學革命與羅斯福新政忠於造福美國；但經近 80 多年演變，當今民主政治的干預卻反而成為經濟發展障礙。民主的變質來自於福利經濟的極端，在福利與民主選票擺在一起後，要贏得選舉就是增加選民福利津貼；最後演變就是將下一代福利，在這一代就給它消費掉了；當全球最強大的國家對國際事務轉趨保守後，全球新興國家需有自立的能力、審慎處理國內外政治發展！（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。）