

1994 年網路革命後！美股三度泡沫化！

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：歐洲央行總裁德拉吉，鉅亨網 AFP)

歐洲央行(ECB)於 2018 年 6 月 14 日宣告，歐元 QE 寬鬆貨幣政策將在 2018 年 12 月 31 日退場。四年前的今天，ECB 在 2014 年 6 月 14 日宣告，歐元區實施負存款準備率至今剛好整整四年。這四年以來除歐元負存款準備率外，在 2015 年起還仿照 Fed、執行購債 QE 寬鬆，並多次對家庭與企業大幅融資，希望透過固定投資與消費需求，帶動歐元區經濟復甦；短期這些政策的確是奏效的。代表實體經濟有效需求的量化指標「油價」，由 2014 年 6 月 14 日當天 142.12 美元/桶，跌到 2016 年 1 月 16 日的 27.1 美元/桶；再回升到 2018 年 6 月 14 日的 74.65 美元/桶。油價代表實體經濟 IS 部門，就是投資與儲蓄(即消費)興旺與否；石油是紡織與石化塑膠最上游原料。油價它在經濟學意義是為，生產原料變動成本價格。這意味著歐元區實體經濟，在 2014 年到 2016 年之間是不振的，但 2016 年第一季到目前步入復甦。

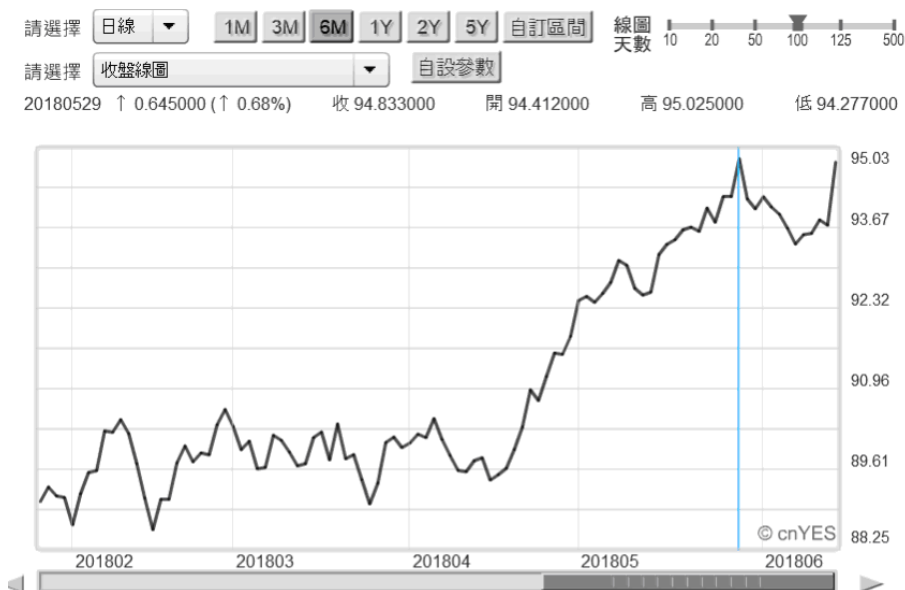


(圖二：北海布侖特原油月曲線圖，鉅亨網首頁)

在現代化民主制度下，經濟、金融與政治發展糾纏，經濟復甦過程不會是一路綠燈、暢通無阻的。在復甦過程中，仍然夾帶義大利等國主權債務危機，歐元區經濟復甦速度緩慢；諸如此次 ECB 將今年 GDP 成長率由 2.4% 調降為 1.8%。這對外匯投資者是重要信息，它指向歐元兌換美元匯率，若以長期「購買力評價」為預期理論，它是會緩和步入「均數復歸」(Mean Reversion) 路程，而不會是強勁反彈；除非美國 GDP 反常，走進比歐元區還要遲緩成長歷程；這顯然是極為不可能的轉變。以此進入歐元匯率預測分析，可見到未來歐元價格的發展。歐元兌換美元曾在 2008 年 6 月，達 1 歐元兌換 1.5844 美元。而在 2016 年 12 月 12 日那周 Fed 升息前，貶值到 1 歐元只能兌換 1.035240 美元；幾乎要貼近發行價 1 歐元兌換 0.99 美元，貶破孟代爾大師所建議的原始價位區。由以上最高與最低價為樣本，自歐元成立至敘述統計量，中位數值為 1.3098 兌換 1 美元。

貳、美元指數即將步入上揚主升段？

相對於歐元匯率，全球市場關心的卻是美元與美股、美債。在 2018 年 6 月 14 日 ECB 首次宣告歐元 QE 退場後，未來歐元若以購買力評價理論；則歐元匯價要反彈到此一中位數值，需要短期強勁、或是長期持續緩和復甦。前者的機率低，後者的機率高但時間長；這會使未來歐元兌換美元，長期處於中位數以下長期低吟盤整，而相對使美元指數不斷緩步上揚。但是美元強則新興市場貨幣匯率將轉弱，這對全球新興市場會友資金外逃風險。美元指數在 5 月 29 日，創下半年以來新高 95.03 點紀錄之後；因為對 ECB 撤出寬鬆的預期而回貶。但在 ECB 宣告後不到兩天就迅速反彈，恢復原來的上升趨勢；從此一事件的前後反應，已經或見美元指數轉強是主趨勢。由 Fed 與 ECB 未來一年，非寬鬆貨幣政策的輪流做比較，Fed 收縮資產負債表的強度一定比 ECB 要大，ECB 連歐元升息政策多尚末端出、遑論收縮資產負債表？而新興市場大多是跟隨升息；不會率先引領收縮資金。因此美元步入強勢的持續性機率增高。本文提醒過，美元指數 140 與 75 點的兩大極端高、即特別高低多會有金融危機；前者是全球新興市場外資撤出，後者是美國自己金融失衡。目前因為美元指數的反彈，所引發的金融失序危機已經在拉美阿根廷、巴西等國，及東歐土耳其開始上演；新興市場匯率的大貶，已經需要到以大幅升高本國貨幣利率去穩住資金外逃。



(圖三：美元指數日曲線圖，鉅亨網首頁)

天下沒有不散筵席，也不會有走不完的人生路。下台的身影如何比上台漂亮？由圖一歐元兌換美元的變化，其實在 5 月 29 日開始；外匯市場就開始反應，ECB 將會端出預期非寬鬆貨幣政策宣告；歐元兌換美元因此預期而升值；畢竟 ECB 還是按照美 Fed 公式退出 QE。ECB 的最大考量與 Fed 的異同來自於：一、ECB 所使用政策工具是存款準備率，依據的貨幣政策理論，雖然也是「菲力普斯曲線」；但是政策指標是存款準備率，不是 Fed 的資金利率 Federal Fund Rate。二、美國本身有財政懸崖債務風險，在 QE 退場前政府部門資金匱乏，關門過一次。美國政府在 QE 退場後，升息期間也關門過兩次；財政懸崖狼來了的警鐘不斷響起，但多沒真正到來。而 EU 的主權債務危機由愛爾蘭、葡萄牙、西班牙、希臘、賽浦路斯、近期蔓延到義大利；也並非是完全脫離財政困窘險境。



(圖四：歐元兌換美元月曲線圖，鉅亨網首頁)

而歐洲主權債務危機，由希臘到塞浦路斯、西班牙、到近期義大利；多被歐洲穩定機制 ESM 與 IMF 化解。目前歐元區擁有統一的貨幣政策，未來必然從 ESM 機制中發展出，統一財政運用機制或是組織。EMS 與 IMF 或是白宮，似乎對主權債務危機與所謂「財政懸崖」已駕輕就熟、平常心以對；但如果美元轉強後，尚未無論是 EMS 或是 IMF 會有平天下的能力？尤其是當美國國債也是出問題

時，泥菩薩過江？非寬鬆貨幣政策對財政有何影響？當寬鬆政策停止後，貨幣供給增加額度停止，利率將會停止繼續下降；而在此之後利率反轉上揚。ECB 這次對未來政策，充滿多空措施多會來暗示；但 ECB 並非狐疑不定、言詞閃爍，其既定未宣告行程就是由退出 QE、進而調整存款準備率、恢復正常利率水準。這些進程多是可預期的，事先可以準備的，貨幣市場均衡利率不會突發性上揚；對於債券價格的影響是輕微，殖利率只會緩緩上揚、不會是撞牆式跳躍。6 月 14 日的宣告，ECB 只有提及購買債券金額縮減；也提到 GDP 將調降不如原先預期。

叁、危機在於新興市場！風險繫於中國大陸是否硬著陸！



(圖五：歐元兌換美元匯率曲線圖，鉅亨網首頁)

歐元兌換美元匯價，早在 5 月 29 日開始，就有預期領先 ECB 宣告心態。歐元匯價由 1.15 美元上揚到 1.17 美元，呈現波段貶值後反彈。這個回彈未來已經無法再走高，主要原因是 ECB 收縮強度不如 Fed。Fed 目前與預期近期未來，緊縮貨幣政策的規模、或強度多會比 ECB 還要高且強。且一如現金股利首次宣告效果一般，ECB 首次表達非寬鬆或是緊縮，其衝擊力道將比此刻進行緊縮 Fed 還強，但第二、三次效果就邊際遞減。短期歐元匯價賴「利率評價」，歐元匯率上揚到兌換 1.2 美元以上機率仍在；唯要升值到 1 歐元兌換 1.3098 美元中位

數值機率渺茫。在主權債務危機仍然將零星發生，且 GDP 成長率緩慢復甦之下，歐元要超越中位數值似乎力有未逮。雖然歐元短期強勢已帶給美元弱勢，美元指數在本 6 月出現向下短期修正壓力；但此項壓力並不會持續太久，因為隨後 Fed 收縮資產負債表規模仍在擴大。因此未來美元強勢是常態、弱勢將成為過渡型態；這將是 2018 年 6 月 14 日之後，ECB 宣告寬鬆結束後全球外匯的特色。



(圖六：上證股價指數日 K 線圖，鉅亨網首頁)

新興市場貨幣多是以對美元為兌換；因此無論是亞洲、東歐與拉美貨幣匯率，將會在 ECB 宣告後出現明顯短期貶值。但三大區域市場波動程度不一，對拉美國家貨幣貶值效應，會大於東南亞國家；而東歐新興國家匯率會大於亞洲。這主要是因為在債務危機史，各區域對美元的敏感度不同；亞洲貨幣有中國支持，只要中國經濟未被美國 301 法案打成「硬著陸」，則亞洲之穩定度要比拉美、東歐還強。但若運用效率市場理論檢視中國上證股價指數，我們反而得擔心中國，這次是否挺得住美元指數上揚？上證對 MSCI 的外溢效果幾乎缺席；股價指數是沿路跌，這似乎意味未來後市，中國經濟在 301 條款下並非樂觀的。

肆、結論：網路革命下的美股第三度泡沫化！

美股與德國債市彼此之間會有關聯性？本文研究發現，由德債殖利率的走勢，卻是可以確認美國股市的天價的確已經過去了。2018 年 1 月 29 日當德國 10 年期債券殖利率，上揚到 2016 年 1 月以來最高 0.81% 之際；也是美國道瓊工業股價指數的最高點。此後德債價格上揚，美元股票資金，由美股票撤退到歐元德債；賺取短期歐元升值及債券價差收益。由圖檢視德國 10 年期公債殖利率周曲線圖，德債在 2018 年 1 月 27 日美股道瓊股市泡沫化後，成為避險投資避風港；殖利率下跌、價格上揚、近期觸底反彈。由更長期的債市樣本檢視，德國債券最昂貴價格，是在 2016 年 1 月油價最低點時。就在當時有效需求不足、產能供給過多的之時；殖利率是為 -0.1313%。在持有到期必然賠錢、只賺取短期資金過剩的打帶跑情況下，資金像是黃蝗蟲過境般投入債市，造成德國債市泡沫化。



(圖七：德國 10 年期公債殖利率曲線圖，鉅亨網)

而自 2016 年第一季之後，受到美國 Fed 升息杯弓蛇影影響，歐洲債券殖利率緩步上揚。在美股道瓊歷史最高點，德債殖利率創下近幾年新高點 0.81%。但在還多沒提及歐元 QE 退場的 2018 年 1 月 27 日，德國債券殖利率是先由新高反轉；這的確警示了美股、甚至全球科技類股價泡沫化。本文認為，2018 年可

能會是繼 1994 年網路革命後，2000 年後網路股價泡沫化公司治理危機，再一次的網路革命市值泡沫化考驗。這也是 2008 年系統性金融危機風暴後；再一次對網路革命的改革；美國股市是否又暫時泡沫化了？

(提醒：本文說明與判斷僅供參考。金融機構與個人引用本文，需注意自負盈虧與著作權規定。)