

對 2019 年沒有悲觀權利！！

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：台灣景氣對策信號圖，國發會)

依據總體經濟指標預測行情容易，但照表操課、要賺到股票利潤則非常艱難。德國哲學家弗里德里希·威廉·尼采（德語：Friedrich Wilhelm Nietzsche）說，受苦的人沒有悲觀的權利；因為如果還持續悲觀？就走不出苦海。同樣是套牢的投資者，沒有對 2019 年悲情的權利；唯有勇敢向前奮戰沙場才有獲利機會。美國第 28 任總統、伍德羅威爾遜 (Woodrow Wilson) 說：人類因為有夢想而

偉大，因為這種有夢的人，對於明天多是充滿希望與幹勁；每天多有目標、人生每天多有收穫。

由台灣國發會所編製景氣指標與燈號、領先指標、同時指標、落後指標，與對於未來 6 季的各季 GDP 成長率預估；它們所呈現的數據趨勢，做為實體經濟的基礎。則這一個軌跡可以做為股市起伏的畫面、或是描繪，2019 年台股加權股價指數波動可能路線圖。即使未來這個圖必然面對現實的考驗與修正；但是按圖可以事前索驥，無圖則在實際操作時、宛如無頭蒼蠅亂飛，有了可能的藍圖再去做修正，是正確標準做法；沒有大方向概念、光靠導航器、遲早車子會開進閉巷裡。景氣對策信號的燈號發展，為政府財經政策的策略根據。景氣對策信號內含各種經濟活動的時間序列，其實與領先、同時、落後指標所內含的序列不完全相同。領先指標所呈現的起伏趨勢，才是經濟體的「景氣循環」。景氣為什麼會有循環？因為市場多有一隻看不見的手，供給與需求的動態變遷使然。景氣循環是經濟學語言，而領先指標就是將這個語言、或是抽象名詞，把它量化與數據化、是統計學的專業。

領先、同時與落後三個量化指標，多是統計學將經濟理論量化後，明確的指數、數據說明、一目瞭然。人們闡述天候、財富之際多是謙虛與含糊，何謂小康？在沒有任何負債下，平均月薪是多少？何謂暖冬？11 月份的攝氏溫度在 28 度以上？經濟學是抽象與邏輯，是選擇題、不是是非題。但是財務金融不容許有「差不多先生」，差之毫釐、失之卻千里；一周的被動元件股價價差，就是一張 2 萬元。在時間的流程中，財務金融更沒有差不多的含糊空間，10 月 3 日的投資組合的帳面價值，就是遠大於 11 月 12 日；10 月與 11 月沒有差不多的道理。但是總體經濟的預測，無法進行到如此密度；就看未來 AI 的深度學習功力如何了。

貳、即使運用總體經濟指標抓到大趨勢，也只能視為意境！



(圖二：台灣製造業指數圖，國發會)

其實不必用到領先指標就可以見到，景氣對策燈號似乎與台股加權股價指數，存在著密切正向相關關係；在高與低燈號分數、或說極端數值的日期，燈號與台股加權股價指數是有意義的。景氣對策燈號在 2017 年 10 月達到 23 分，次月 2017 年 11 月重新見到 23 分，對應台股股王大立光的股價，就在那一個月創下近 6,000 元/股天價，之後就乘著黃鶴遠遠離去。有聽過一張股票 600 萬元新台幣？一張股票可以在大台北郊區，買一棟中古小套房了；就從當時開始至今可能無法再復見，大立光會出現更輝煌的股價了。雖然由景氣對策燈號來檢視，它只是一個短期回檔，但 2019 年 1 月由 20 分谷底再彈跳後，景氣對策燈號在 2018 年 5 月達到高峰 29 分，次月 6 月竟然快速摔了 7 分；這個月份碰巧是，這波台股加權股價指數最高點。景氣燈號自此之後上彈無力，在 9 月摔到 22 分。10 月 3 日台股跟著美股大跌、也是股災一場。

但也要理解，上述的比對或是驗證，在統計資料上並非是持續性；且以單一個股、大立光股價與景氣比對，樣本大小與性質也並非對稱；且兩者時間序列的波動特性不一。例如景氣燈號大幅上揚，股價指數在萬一點附近卻不斷盤整，這也說明這樣的指標運用，光以對策信號應該不足以詮釋股價指數。因為總體經濟景氣的範圍非常廣泛，大立光股價與景氣燈號的互動麻吉、可能只是偶然；就跟徐志摩所說一樣，你我交會在黑夜的海上，你有你的、我有我的方向。偶然的單一個案，可能無法成為預估母體的通則；更無法詮釋產業的供需變遷。例如要鑑別台灣金融業景氣，則長期運用金融研訓院 BEI 指標，就可以研判台灣金融業活動熱絡程度；見到台灣金融業的熱情奔放程度，它與金融類股價指數是互相輝映的。台灣金融研訓院 BEI 指標對於金融放款，具有極端狀態警示功能；這與中經院 PMI 指標對製造業的提醒近似。BEI 是金融股價參考指標，PMI 是製造業景氣領先指標，也是電子、鋼鐵、水泥、產業、紡織業股價參考指標；兩種指標極具備股價趨勢判斷價值。



(圖三：台灣製造業指數曲線圖，國發會)

叁、談股市容易、做股票困難！

在越來越多元化的經濟體中，預測行情千萬別只用總體經濟指標；其詮釋與預測股市的程度越來越低，或許只有 30%到 40%解釋程度。不信的話再看看國發會所編製或彙總，台灣製造業經理人採購指數 PMI 便知。從 2017 年 12 月的 59.3%，一路頹廢到 2018 年 10 月的 51.8%，看似與股價指數的趨勢是一致；但問題是股價是挺在高價區很長一段時間，最後在 10 月初才摔下來。這樣的言之鑿鑿，會讓正在沙場征戰、投資操作的經理人無言以對。因為誰會堅持 10 個月的時間不買賣股票？操盤手通常有七天之癢，一個禮拜不看股票可能發瘋，怎麼只賣而不買股票？尤其是在比賽績效的共同基金，不變成 Noise Trader 就已偷笑了，叫他不作順向策略、那更不就是 Talent 投資者了。

表 3 經濟成長與國民所得

年(季)別	實質經濟成長率(%)	名目 GDP (百萬美元)	名目 GNI (百萬美元)	每人 GDP (美元)	每人 GNI (美元)
94 年	5.42	375,769	384,808	16,532	16,930
95 年	5.62	388,589	398,171	17,026	17,446
96 年	6.52	408,254	418,387	17,814	18,256
97 年	0.70	416,961	426,937	18,131	18,564
98 年	-1.57	392,065	404,587	16,988	17,531
99 年	10.63	446,105	459,679	19,278	19,864
100 年	3.80	485,653	498,832	20,939	21,507
101 年	2.06	495,845	511,179	21,308	21,967
102 年	2.20	511,614	525,851	21,916	22,526
103 年	4.02	530,519	546,013	22,668	23,330
104 年	0.81	525,562	542,194	22,400	23,109
105 年	1.41	530,532	546,936	22,561	23,258
106 年	2.89	572,767	588,434	24,318	24,984
107 年 ^f	2.69	593,630	611,156	25,179	25,921
第 1 季	3.10	149,110	154,324	6,326	6,547
第 2 季	3.30	144,752	148,345	6,141	6,293
第 3 季 ^a	2.28	144,880	148,627	6,145	6,304
第 4 季 ^f	2.09	152,105	157,145	6,449	6,662
108 年 ^f	2.55	603,877	621,620	25,588	26,340
第 1 季 ^f	2.51	147,495	152,632	6,253	6,471
第 2 季 ^f	2.43	146,302	149,842	6,201	6,351
第 3 季 ^f	2.57	152,808	156,896	6,474	6,647
第 4 季 ^f	2.69	157,272	162,250	6,660	6,871

(圖四：台灣國發會經濟統計與預測資料，國發會網站)

再檢視國發會對於未來 6 季，台灣經濟成長率 GDP 的預估；國發會的估計方式是用滾動方式的，每一季多是對未來 6 季預估。若以回顧方式，2018 年各季的 GDP 成長率，呈現開高走低的姿態。若是將第四季與的一季的 GDP 成長率比較分析時，可感受股價指數，為何會在 2018 年 10 月呈現斷崖式下跌；這不是沒有原因的。2018 年各季的 GDP 成長率為：3.1%(I 季)、3.3%(II 季)、2.28%(III 季)、2.09%(IV 季)，這也見到這預測對股價指數趨勢真有用。台股加權股價指數是在第四季初 10 月初，與美股同樣墜崖；對應第四季的 GDP 成長率是 2.09%，高速下摔。由此再向 2019 年展望，國發會所預測的 2019 年各季 GDP 成長率；2019 年首季為 2.51%，2019 年第二季為 2.43%、2019 年第三季為 2.57%、2019 年第四季為 2.69%。



(圖五：美元指數日曲線圖，鉅亨網)

由這樣的季度 GDP 的數據顯見，2019 年的實體經濟發展是在一個平穩狀態。如果要說有起伏波動的話，則是放大解釋為 2018 年底的不景氣，在 2019 年第

一季是持續的；第二季才是最慘的落底時刻，也是投資者大舉進場掃貨的好時機。不過屆時可能多頭多嚇呆了，因為投資者將發現，由有價證券的墜崖，釀成實體經濟的泡沫化，竟然會是如此輕易；莫非 Hicks & Hassen 的 IS 與 LM 是分不了家的？2019 年實體經濟復甦樣貌的呈現在第三季，而第四季是比較顯著成長的一季。以整體全年 2.55%，也較 2018 年的 2.69% 差別不大，預估台股加權股價指數的落差還是將非常波折。為什麼？只要明白 2018 年 11 月 13 日的這一天，美國總統川普揚言，要對進口到美國，汽車課徵進口高關稅；當天道瓊自己心虛，大跌 602.12 點，日經 225 指數也大跌 459.36 點。這就足以表示 2018 年 2 月 29 日，美國對中國的經濟侵略指控，演變的方向是發散、不是收斂。未來美國史書可能記錄，川普是現實主義者、似乎非溫、良、恭、儉、讓。2019 年川普之劍將指向何方？可能連出身斯洛維尼亞的梅蘭妮雅，美國第一夫人多會問，他到底想幹什麼？

肆、結論：鮑爾 V.S. 易綱決定 2019 年初系統風險？！



(圖六：人民幣兌換美元曲線圖，鉅亨網)

但是形勢比人強，事實上可以預見的金融與房地產情勢，就足夠想像為何股市為何會被預測？從 2018 年底會跌到 2019 年第二季。一、美元的最重要對手歐元太弱了，英國與歐盟離婚手續拖泥帶水，相愛容易、相處困難、斬斷情絲又心有不甘。2018 年中又浮現義大利主權債務風險，義大利財長偏偏就是要打破歐盟財政約束，提出佔 2.4% 的赤字預算打死不退；這使得孟代爾、最適通貨的歐元創始者，人就住在義大利、但心卻落不了地。這兩大國把歐元搞得灰頭土臉，難怪當初義大利公民表決馬斯垂克條約時，全球最大對沖基金、全力放空義大利貨幣「里拉」(ITL)一戰成名。面對強勢的美元指數，歐元也是痛在心頭口難開；有此兩位同志、就不必要有敵人了。弱勢的歐元使美元指數一躍，2018 年 11 月中旬輕易攻上 97.428 點以上；轉強的美元指數當然又是新興市場風險。二、在美國季 GDP 成長率多在 3% 以上，美國 Fed 主席鮑爾眼中只會有 2% 以上通膨，這已經使他寢食不安；他不會聽進川普勸告的，川普是商人、鮑爾是經濟學家。反正橫豎就是升息、收縮資產負債表。而遠遠太平洋的對岸中國，人民銀行卻是背道而馳、易綱對人民幣 QE 不手軟。沒有人敢預測 2019 年人行不會再 QE 的？三、在這種簡直是中美對立，兩大極端的貨幣政策下，再加上歐元內亂；總有一天會把美元捧上天。屆時真會「戲院失火」；人民幣失守重要整數防線，山海關門戶洞開。眼前越看越像是系統風險前夕，大緊縮的鮑爾與強寬鬆的易綱，兩人未來政策出手將決定全球 2019 年初全球金融安危。

(提醒：本文是為財金專業研究分享，非投資建議書；只為說明用，對任何貨幣與地產、絕無多空立場；不為任何引用本文為行銷或投資損益背書。)