

萬年首戰？殺到眼紅！！

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

壹、前言

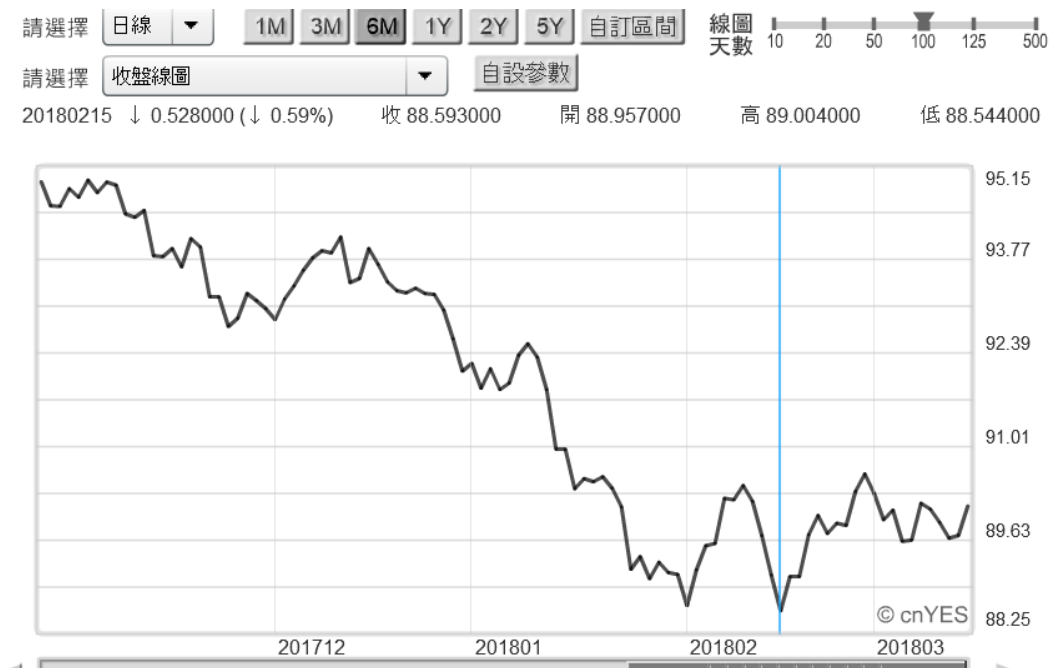


(圖一：道瓊工業股價指數日 K 線圖，鉅亨網首頁)

2018 年 1 月初起，川普開始積極實踐 2016 年美國總統大選，他對美國公民所許下的山盟海誓。在「美國優先」、再造「偉大美國」企圖心下，對全球貿易自由化展開強烈反撲。美國貿易總署、商務部與國會部門、配合白宮經濟政策；從洗衣機等日常用品入手，展開對貿易對手國產品傾銷、補貼等調查。進而提出所謂「WTO 組織的制裁措施」，執行「美國的正義與公平」。2018 年 2 月 28 日，美國正式對全球相關國家發動「貿易戰爭」，尤其揚言將對中國 1,000 多億美元，輸美產品進行調查與報復，美國希望從中課徵到 600 億美元關稅。

美國道瓊工業指數、與上海上證股價指數、及新興市場股價指數多應聲大跌。根據所有股市實踐的財務理論，所有有價證券價格變化多是走預期與領先型態；也多是在事件揭露那一天，必定是落幕時刻，上演的戲碼也必然利多或是利空出盡；該跌的也會跌到底，該漲的也會停止上揚。但是這次川普在 228 所發動的貿易戰爭，對全球股市利空效應，卻是從 228 才開始。原本在沒貿易戰爭之前，1 月 27 日到 2 月 28 日期間，股市就已經出現大跌預期警訊；但在 228 訊息揭曉後、股價還是繼續下跌，多頭無力再反攻回到原來趨勢。這表示 2018 年的 1 月 29 日頭部價位，是個表達貿易戰爭領先信號。在 228 宣告日之後，道瓊股價指數是應該走向原來強攻趨勢，但是它無法也無力調整回來。就效率市場理論而言，這項事實變化顯示在 228 貿易戰爭後，還會有使股市承受壓力不確定性利空將會出現；或是貿易戰爭劇情曲折，是所有現在投資者無法逆料，外人無法了解的驚心動魄戲碼。

貳、 人無信不立！川普每次剃刀邊緣策略已被識破！



(圖二：美元指數日曲線圖，鉅亨網首頁)

樂觀的投資者會認為，川普過去的行為模式其實心存善念；何況會叫的狗不會咬人；川普是個「言惡心善」的人？因此未來很多國家會獲得豁免，最後結果會由緊張轉為喜劇？有這種想法是非常危險的，人無信不立；如果沒有誠信，行為反覆無常，他在社會上是無法立足。為人處事最好不要為討好甲方而唬弄第三方，最後絕對會被第三方識破。投資者千萬不要認為，貿易戰爭只是川普要唬弄，美國選民的一時權衡巧計；時間一過貿易戰爭煙硝味就雲消霧散。如果川普是這樣如是想，那他永遠沒有第二任期時間去兌現，美國偉大的理想；會被選民在連任選舉前、掃地出白宮之門。如何由美國公民角度去檢視美國強大？就用經濟金融市場量化指標，一個強大的國家是 GDP 規模高度成長，是股價指數不斷向上攀升；這一些量化現象多出現在 2017 年 10 月前。但這一切美好已經多在 2018 年初消散殆盡，美元購買力並還沒有漸漸轉好，但是貿易戰爭已經將股價指數往回，拉到 2017 年 10 月底水準。這代表自 2017 年底至今，白宮川普政權在減稅政策與美國貿易政策上，不但是做白工、而且是沒生雞蛋、只拉出雞屎。沒拿到強勢貨幣的購買力前，金融財富已先行大幅減損。

惡劣情勢下從事金融投資，成敗最最重要的關鍵是，投資者本身實力是到哪一個水準？不是看對或看錯行情；看對或看錯是次要成功要件。即使在 2016 年台灣總統大選後，投資者非常很有遠見判知；台股加權股價指數將會在三年內攻上萬點。但投資者資金實力卻只有數百萬，或是有龐大資金卻無膽量。或是多沒選到強勢股票？那今天的結局又將是雷聲大雨點小？在股市趨勢轉為大幅震盪後，擁有資金就非常重要；它會穩定眼前潰敗的績效，有反敗為勝機會與本錢。尤其是在系統性風險即將發生的現在，穩健投資就是不急不徐布局；策略方法近似基金定時定額，如此則到最後不賺錢也難。除非投資者對有價證券投資「賭大了」，否則要在定時定額投資下，最後以大賠出場；那表示投資者根本沒有一絲等待耐心。對專業投資者而言，這家公司股價的合理與否，這在任何一個時間點去判斷絕對是沒問題，除非他根本不是財金專業，出來混飯吃的；但是最困難的卻是選擇機遇與時間點，把資金丟進去的那一霎那。最簡單執行方法與經驗告訴投資者，當認定一家估值被低估的股票，投資者認為天時地利

人和，判定市價遠低於合理股價，而且也耐心等候時機已到，下定決心將大筆資金投入後；最快也要需要約存在，一個月左右的時間落差。股價的發動攻勢就會清楚驗證出，這個投資行為是對的？還是根本是自己一廂情願？如果一個基金經理人連這點遠見與耐心多沒？那他所有操作只會是為市場打工，活絡全球資本市場；是一個「噪音投資者」Noise Trader，只是來亂的；不是 Talent Investor，一點多沒有投資能力。

這樣的推理邏輯在 2008 年 3 月之初，到當年 9 月金融風暴橫掃全球時，曾經非常清楚地在公開信息，與股價變遷的互動中活生生發生過。2008 年 2 月之後，從冰島與歐洲金融體系，偶爾就會傳出投資銀行所發行，固定收益與房地產價格連動債券價格下跌、或是已到期的連動債，本金與利息違約的信息；當時多數投資者認為是個案，不以為意。到 2008 年 5 月時，情勢發展越來越頻繁不妙，當輪到 6 月美國銀行體系開始出現相似性反應後；蝴蝶效應現身、股市偶發性的下跌成為暴跌演成股災。川普的貿易戰爭就是這樣，一會兒搞這、一會兒玩那，已經成為目前與未來每個交易日，資本市場最關心議題；今天讓你哭、明天使你笑，成為系統性風險的機率越來越高。

參、莫非殺紅眼了？中國資本市場大改革選在此時與美貿易戰對打？



(圖三：中國 10 年期公債殖利率日曲線圖，鉅亨網)

而太平洋另外一邊中國大陸，自 2018 年起根據 2018 年 19 大後權力分工嚴謹。至今已清楚見到，在金融整合策略上；習近平將權力交給郭樹清與劉鶴，中美貿易則由外長王毅與楊潔篪。中國大陸每月外貿出超金額有 550 億美元，由於有淡旺季差異，其每年出超總額為 5,500 多億美元。川普立下誓言，白宮的經濟貿易戰爭團隊，要削減掉中國 1,000 億美元貿易順差金額。在更換兩位主戰派大將後，白宮將目標鎖定中國電信與科技百項以上產品。美國每年貿易逆差金額約為 5,660 億美元，2017 年對中國逆差金額達 2/3 左右。當然就中國貿易對手而言，輸出最大的地區是歐盟；但美國自從發動鋼與鋁高關稅後，整體國際經濟已處在貿易戰爭下，連 IMF 多已宣告山雨欲來風滿樓了從最早的 2018 年 1 月 22 日，美國宣告對中國太陽能板課徵高關稅，並且要對韓國洗衣機輸美進行反傾銷稅。這些措施使中國火大；楊潔篪 2 月 8 日銜命在華府，與當時國務卿提勒斯開始激烈談判。在此之前中國商務部就在 2 月 4 日宣告，要對美國輸往中國大陸的高粱植物，也要進行反補貼與傾銷調查，幫楊潔篪當啦啦隊。但在此同時美國也已動手，對中國輸美鋼與鋁輸美進行傾銷；這一來一往終於在 228 引爆貿易戰爭。由白宮首席經濟顧問與國務卿，雙雙先後掛冠求去局面顯示；這場貿易戰爭廝殺相當火爆，以班農為主的強硬派目前正在談判桌上，與中國楊潔篪、劉鶴等團隊進行正面廝殺。

可是中國資本市場中 A 股將於 2018 年 5 月，正式被 MSCI 指數納入指數成份股中。當國際熱錢流向「領先指標」；也就是中國 10 年期國債殖利率，從 4.11% 下降到 4.0% 以下；目前在 3.85% 的水位附近，熱錢漸漸進入中國境內之際。中國證券監理單位，順勢提出一系列市場大改革方案；這些方案讓投資者感受強烈的前瞻。這些方案多在鼓舞與誘導，中國在境外掛牌企業回流到中國。大陸股市由多元多層次逐步收斂。境內的機構投資者，對這些措施「做多效應」並不陌生。在 2005 年 6 月時，大陸證監會也曾經進行「股權分置」長期股改，維基百科描述當時「股權分置」，提到是大陸企業大股東對國營股、法人股等股票進行補貼，包含資產重組等方式，實現大股東持股流通。也就是盡其所能對各種不同的外資股、法人股等等，各種紛雜雜亂無章權利趨於一致。該次改革

的多頭效果非常顯著，它使中國上證股價指數由低檔上揚到最高 6,124.044 點；這個點數是前無古人、也尚未有來者，時間就在 2018 年 1 月 26 日。這時間點是歐洲主權債務危機萌芽時，首件冰島次級房貸違約；當時總體經濟相當旺盛，但 2017 年下半年後，人民銀行已有警覺，開始多次調高人民幣存款準備率。



(圖四：上海上證股價指數日 K 線圖，鉅亨網首頁)

肆、 結論：中國資本市場改革會打贏貿易戰爭？

次級房貸危機由 2008 年 2 月出現，從此半年內橫掃歐洲與美國，最後波及全球金融市場。中國上證股價指數當時也是節節敗退，最慘指數跌到 2008 年 11 月 1,678.96 點。但當道瓊與 NASDAQ 於 2009 年 3 月，Fed 首次 QE 政策甦醒時，上證指數仍在酣睡；之後隨著美國 Fed 再次、三次 QE 續推後，才把這隻睡龍搖醒。上證指數開始築底，2014 年的 7 月才由谷底 1,991.06 點緩步上揚。中國股市特質就是，上揚的趨勢一旦啟動後就像瘋狗找到骨頭一樣、一路急衝向上，一波到頂；完全遂行 CAPM 模型，無風險利益可無限借貸的美好理想假設；借

錢也要買股。這次高點發生在 2015 年 6 月中 5,178.19 點；被不良金融債權打下來，還給銀行的錢沒有借出去的多。以財務理論邏輯概念，上證指數完全是羊群 Herding 衝動行為的典範。依據上證股價指數瘋狗浪來去特性，資本市場改革多被視為是大行情發動前的暖身行為；這次是否能夠藉由 CDR 轉為 A 股等開放與鮭魚回流措施，再由底部異軍突起再漲一波？甚至突破歷史新高，這由系統性因素的全貌現狀檢視，似乎是對準川普貿易戰爭而來？最後會得勝的會是資本市場開放？

(提醒：本文為財金研究分享無政治立場，運用財務理論分析時事，有諸多假設性議題、對股市無多空立場；說明與判斷無任何貶損，只為研究用，不為任何引用者行銷或投資背書。)