

中國房子吃 A 股？也會吃人！

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：鴻海股價月 K 線圖，鉅亨網)

大陸出現「資產泡沫黑洞」？！

股價在底部區時，聽不見春意盎然、金鳥鳴叫的美妙聲音；多是被斜眼瞧的、比正眼的多。但是一旦景氣振奮，股價起死回生、則錦上添花者通通湧上門來，1 元/股的股票也可鹹魚大翻身，漲到心慌慌。從台灣經濟體景氣循環思考，這一波景氣高峰在 2017 年 10 月，當時全球最大電子代工集團台灣鴻海，股價為 122.5 元/股；自有投資銀行審慎評估說，它有更高的價值後，股價沒多久就不對了。最近學術圈老友每次見面多問，這事兒怎麼會搞成這田地？鴻海在 2017 年 6 到 8 月，高檔盤旋屢攻不上後，股價自此緩步下跌。即使它進入除息、或是減資退還現金歷程，多無法打造出堅固底部區。2018 年 10 月 17 日，鴻海在

即將減資前、股價跌到 69.1 元/股。在短波段三年中的景氣循環中，鴻海股價具備潮起潮落、領先景氣循環的代表性；這跟它在 2015 年 9 月時，它在高檔股價相似。先天下之憂而憂，後天下之樂而漲。范仲淹登岳陽樓後說；陰雨霏霏，幾個月天空多不開窗。多頭陰風怒吼、空頭濁浪排空。登岳陽樓有去國懷鄉、滿目蕭然？這好像與陳子昂登幽州臺同樣大悲一樣，念股市之悠悠、獨看盤而淚下。



(圖二：登上海金茂：唸上證股市之幽幽，獨澆然而淚下？鉅亨網)

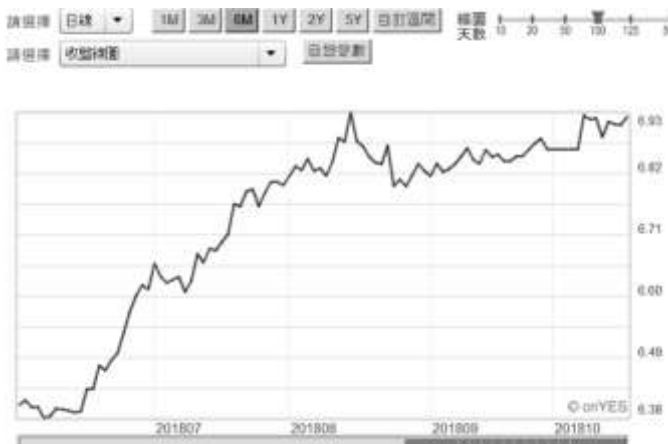
中國上證股價指數從 2017 年 10 月之後，也是從 2018 年 10 月停止上揚，2018 年 1 月 29 日跟隨全球股市滑落；此之後下跌過程中並未出現顯著反彈。在有限的信息下，尤其是在 2018 年 5 月之前，預期將會出現 MSCI 成份股效應；至今這份期待完全轉為失落、喜鵲全多渺無音訊；該來的上揚沒到、倒是不該跌的全多來了。上證指數跌、A 股也跟進下跌；股市似乎掉入一個沒有底部黑洞中。而這個黑洞有多深？恐怕連人民銀行多說不準？上證指數可能與 MSCI 沒先合八字？聽說要組成 MSCI 成份股，就開始不行了？A 股演出大暴投！

貳、易綱說，他只負責管貨幣政策；李克強說，中國人民幣絕不貶值？



(圖三；易綱說，放水不甘我的事、我們只負責降準，AFP)

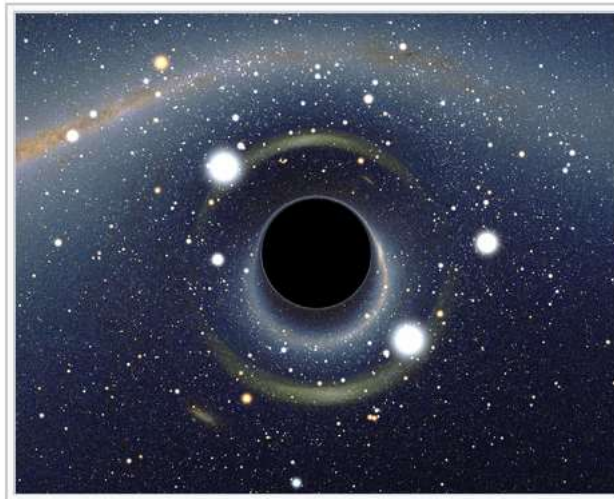
一、雖然堅信經濟不會硬著陸，但人行也不敢大意；2017 年第四季就開始播下寬鬆種子。2018 年中國第一季的 GDP 成長率為 6.8%，實體經濟並無出現硬著陸跡象；但人民銀行卻偏偏選在公告 GDP 後，2018 年 4 月 17 日，全面調降 1% 存款準備率；灑出了 4,000 多億人民幣，以因應內部企業債務風險、為其穿上防彈衣、為貿易保護主義擋子彈。這是人民銀行 2018 年以來、第二次降低存款準備率。二、早在 2018 年初，人行在 2018 年 1 月 25 日就曾對普惠金融、做出定向降準策略，期盼穩定內需消費市場。離岸人民幣匯率自此由 6.2827 兌換 1 美元，擺出明確貶值趨勢。多數投資銀行認為，在面對多項系統變數之際，人民銀行由短期融資 SLF、與中期融資 MLF 權宜措施中，回到降存款準備率正規貨幣政策，是積極對應經濟可能著陸的明確宣示與作為。



(圖四：李克強說，人民幣絕對不貶值
鉅亨網)

參、中國經濟與金融出現黑洞！

三、2018年6月24日人行再度宣告，自7月5日起再降存款準備率0.5%；宣告之後人民幣匯價再貶到6.5256兌換1美元。人行表明該次降準不支持「殭屍企業」與「名義是股票、但實際是債務」的融資行為。其中以5,000億人民幣支持債轉股專案，而剩下2,000億人民幣，則護航微小企業資金融通。2018年10月7日在十一長假收價之前，人行再度調降1%存款準備率，這次又釋放出1.2兆人民幣資金，紓解外資銀行、非農與城市銀行的融資等。總計自2018年1月25日以來，人行至少釋出2.3兆人民幣資金，護航實體經濟與股、匯市。人行的降準寬鬆雖未至罄兆難書地步，但與2009年後的Fed也是旗鼓相當。

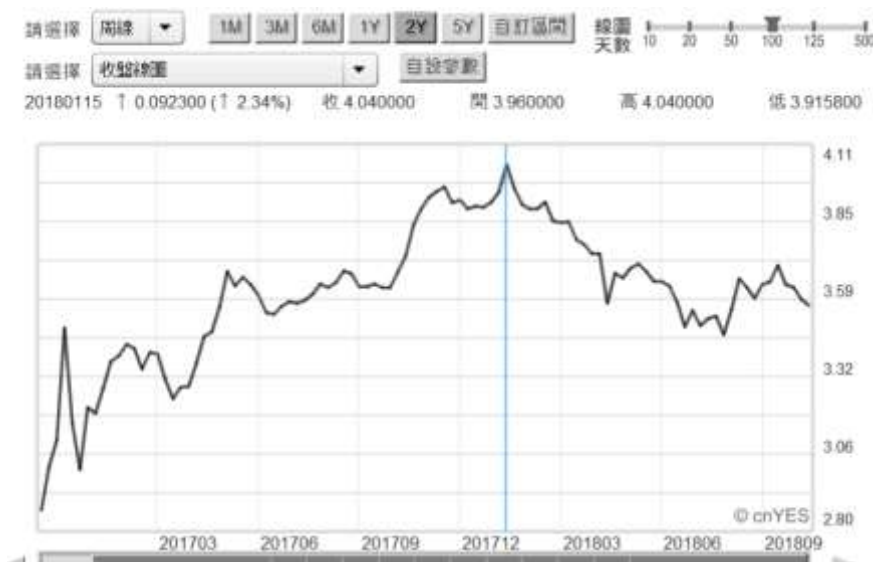


(圖五：這不是颱風眼、是宇宙黑洞，維基百科)

四、中國的國民生產毛額約為13兆美元，而2.3兆人民幣相當約近4,000億美元；2018年以來寬鬆的規模非不顯著。但與Fed不一樣的是，中國股市至今還對降準不領情，照樣走它的下跌趨勢。Fed執行QE時，2009年3月道瓊股市就從底部一路走揚。由此對照比對可感受到，中國企業債務規模可能出現「黑洞」。依據維基百科彙總詮釋，黑洞並不是一種洞的概念；而是根據愛因斯坦相對論，在浩瀚的蒼穹與宇宙中，因為質量太大的恆星核子融合產生「重力塌

陷」。因此即使是輻射般的強勁光束，或是光子多無法從其中逃離出來，有多少吸收多少、不嫌多只怕少。因為它看起來類似像是，熱力學部反映光線的黑體，因此被稱之為「黑洞」。人民銀行自 2018 年 1 月 25 日，總計灑出去近 4,000 億美元就像是，進入宇宙黑洞一般、連迴響多聽不見；股價指數絲毫起不了漣漪作用。股價指數是總體經濟先行指標，它領先企業獲利的復甦或衰退；就跟台灣 2018 年 10 月 16 日這周一樣，在集中市場加權指數棄守萬點之後，突然爆出勞動市場「無薪假期」的信息？

肆、結論：A 股捲入資產泡沫黑洞中？



(圖六：中國 10 年期國債殖利率周曲線圖，鉅亨網)

在 1 月 25 日降準之後，人民幣因為離岸投資機構預期人行持續寬鬆，因此匯率貶值；這原本就在預料中，很正常的貨幣匯率互動邏輯。當時美元指數也是一樣，在 Fed 執行三次 QE 期間一路下滑到 80 點以下無異。人民幣因為資金寬鬆而匯率疲弱，這也沒什麼可驚天動地；倒是股市趨勢使多頭相當錯愕。依照順向策略理論，在 QE 下的美股多是雞犬升天，從 2009 年 3 月漲到 2018 年 1 月還未善罷甘休。而在降準下的 A 股卻一路頹廢到底、哀鴻遍野，可能中美晚上的月亮真的不是同一個。在 2018 年 10 月初旬 IMF 的年會中，ECB 總裁達拉吉說，全球經濟有四大系統風險，利率突然爬升是首要憂患；達拉吉著實被美國

10 年期公債殖利率嚇到。ECB 會這樣想、難道人行就不會？再者是貿易保護主義，根據經濟學家估計；這場會使美國再偉大的經濟大戰，會造成全球幾百萬人失業。ECB 還擔心美國發生通膨，這會使通膨輸出到全球各國；把失業與通膨多輸出，美國還會是偉大的國家？



(圖七：中國 PMI 指數沒成長？鉅亨網指標追蹤)

檢視一下中國 10 年期公債殖利率，的確是與南歐諸國、義大利國債反向而行，從 4.11% 一路緩緩下滑到 3.59%，這是資金寬鬆？還是企業景氣不好？資金全部跑去賺取無風險利率去了；政府公債不會倒債？如果要說中國經濟有「黑洞」問題，可能並非外債危機；可能是房地產抵押貸款，造成銀行與企業財務的黑洞太大。大家買太多套房產，現在出現套現的骨牌效應；這一棟房賣掉去軋那一棟貸款，那一棟又要軋另外一棟。三角債、多元債務千絲萬縷、剪不斷理還亂，最後像是綿密網狀、亂成一團；因此人行寬鬆像是丟石子入大湖，連撲通一聲多沒、股市當然只跌不漲。中國上證股價指數是否落入流動性陷阱之中？自 2018 年開始，中國人民銀行不斷執行多次，為何無法挽救失落的股市？

(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。)