

2018 全球金融市場 風險看漲

◆文／王儷容
中華經濟研究院研究員

今（2018）年迄 5 月中旬，國際金融市場表現仍頗佳，惟展望未來，有不少重大影響因子橫亙於前，將帶來相當大之風險，但也可能帶來若干機會。本文針對以下多項影響國際金融市場之重要議題，如中美貿易摩擦、歐債危機再起、油價走勢、大陸 A 股納入 MSCI，進行剖析。

歐債危機再起

由於近期歐元區的經濟數據表現不佳，歐洲央行對於退出量化寬鬆政策會更為謹慎，故歐洲中央銀行理事會於今年 4 月 26 日第三次貨幣政策會議上決定，保持此前的超低利率水平、執行每月 300 億歐元購債計劃直到 9 月。如有必要，將持續更長時間，直到通貨膨脹持續向目標水平調整。

事實上，近來掀起金融市場極大風暴的所謂 VITA「崩盤四國」中，有兩國即身處歐洲，

可能對於未來歐洲各國之經濟與金融市場產生重大干擾。投資大亨索羅斯於 5 月 29 日表示，美元飆升與資本逃離新興市場可能引爆另一場重大金融危機，並警告歐盟的生存威脅迫在眉睫。索羅斯並非危言聳聽，在其發言之際，義大利政局陷入混亂，脫歐可能性升高，金融局勢動盪推升義大利公債殖利率 29 日盤中飆升至多年高點，歐洲股市也重挫 1% 至 3%。同時，土耳其、阿根廷等新興經濟體也正為遏制貨幣大貶而陷入苦戰。

5月初，阿根廷率先崩盤，匯率、股市和債市全面暴跌，央行一周內連升3次息都無能為力，政府被迫向IMF求助；5月中旬土耳其接棒，股債匯三殺；5月24日，土耳其繼續崩盤，里拉暴跌5.2%，5月累計跌幅達到了17%，央行被迫升息300個基點。委內瑞拉通脹率則達到13,379%。經濟學者表示，「崩盤4國」共同的弱點是沒有強大的工業產業，加上沒有足夠的外匯儲備，卻又允許資本自由流通，¹因此美元一跳漲，匯價直直落，國內通膨大漲，並將陷入美元債務不斷攀升的困境。各國央行不得不以升息救匯價，但又造成貸款成本飛漲壓制投資之惡果。

然而，不只歐洲受到這些亂象之衝擊，迄今全球經濟金融之運行已然密不可分，預料亦將對未來全球金融市場帶來極大威脅。

在大西洋的另一端，隨著美國3、4月經濟數據好轉，市場又再度預期Fed將加速升息，引發美債殖利率及美元匯率「雙升」，以及新興市場股、債、匯市「三跌」的景象。但就在FOMC公布5月會議紀錄後，由於市場相信聯準會（Fed）較願意容忍通膨上升，較不願強力緊縮而破壞經濟及就業榮景，故金融市場對於今年內聯準會升息路徑的預期驟然改變：對政策利率最為敏感的2年期公債殖利率大幅下降6基點，10年期殖利率也損破3%。

Fed政策轉向主因應是當前貿易情勢詭譎多變，正如本文以下所述，中美貿易談判陰晴不定，任何變化都可能影響企業信心及投資。另外，「鴿派」仍認為，在有更多證據顯示工資持續上升之前，Fed不應太快升息。

中美貿易摩擦方興未艾

川普基於「美國優先」競選主軸，對於美國商品貿易最大逆差國中國大陸啟動一連串的磋商與博弈。5月19日，中美雙方在進行「有建設性的磋商」後，已同意須採取「有效措施以大幅縮減」美中逆差。中方同意「大幅增加」採購美方產品及服務，且須使美國農產品及能源出口「顯著增加」。大陸副總理劉鶴表示，雙方已達成共識，不打貿易戰，並停止互相加徵關稅。特別是，原先川普對於中興通訊之嚴厲制裁，傳聞經由川普與習近平之直接協商而解除，美國最後決定僅對中興通訊罰款13億美元。不過，中美兩國的聯合聲明並未提到削減美中貿易逆差的明確金額。

果不其然，中美貿易摩擦不斷。在美國，不是川普一人說了算，川普與美國行政立法單位分別扮演著白黑臉。白宮於5月30日發布聲明指出，針對中國大陸的「301關稅」最終清單，將於6月中旬前公布；美國還將於6月底前公布對中國大陸個人及實體的投資與出口管制及限

¹ <http://www.chinatimes.com/realtimenews/20180528001923-260410>

制，目標是重要的科技產業。白宮列舉四項重點，² 強調川普會對抗中國大陸的「不公平貿易政策」，除再次點名「中國製造 2025」，強調中國大陸侵略性的方式試圖取得美國企業的科技，破壞美國的創意與創造力，傷害美國就業；白宮還指出，美國貿易代表署針對中國大陸的貿易歧視作為，狀告世界貿易組織（WTO），透過 WTO 爭端解決機制與中國大陸交涉，也會持續進行。

接下來，中國大陸的反制會對美國的農業及能源出口造成何種影響，將是關注焦點。學者指出，如果美中貿易談判的共識只有大陸增加對美採購，對我國的影響就不大；但若減少中美貿易逆差的方法還有減少出口，就會對台灣產生影響。尤其是，手機、筆電等資通訊產品是中國大陸對美出口的前四大項產品，美國品牌、台灣零組件及大陸組裝的供應鏈，彼此互相影響，當中國大陸減少對美國出口，台灣半導體及電子業者就會受到影響。³

回顧過往，多年來不斷上演中美貿易糾葛與戰爭。個人以為，在考量傷敵一千、自損八百的可能性下，故川普即使項莊舞劍，也不敢引動與中方之全面貿易大戰，但其意在沛公一希望將在海外（尤其是在中國大陸）甚至其他國家之供應鏈都儘量拉回美國，以防大陸 2025 製造成功達陣。也因此，北京當局的煩惱應會持續存在，而全球金融市場仍也將無法輕易擺脫貿易大戰的

陰霾。

產業科技戰應可視為美中貿易摩擦真正的核心爭議。很明顯的，未來中美貿易爭端將會更多落在「中國製造 2025」的戰略性新興產業領域，如高性能醫療器械、工業機器人、新能源汽車、航太科技等，特別是在中國大陸現已嶄露實力的數位科技與 AI 人工智慧等領域，兩強競逐話語權的基本格局已定，尤其是在中國大陸企圖以國家資本主義挹注於先進製造發展的壓力下，對於以美國為首的自由市場經濟體系將形成劇烈碰撞。諸如此前的 201 條款、232 調查等「精準式」的制裁措施，再如個別廠商的中興禁令等，預期將是美國用以遏制中國大陸在先進製造領域崛起的主要手段。⁴



油價波動變大

在油價走向方面，美國總統川普決定恢復對伊朗的制裁，以及委內瑞拉的產量持續下滑，加深了原油供應中斷的疑慮，油價在 5 月初漲至 3 年半高點。展望未來，OPEC 6 月會議會否調整減產協議，將重大影響油價走勢及其波動性。

² 中央社·「美中貿易交鋒 川普說好話其他部門下重手」·2018/05/30。

³ <https://udn.com/news/story/7238/3152910>

⁴ 吳佳勳 (2018)·「中美科技競爭 一場長期戰」·中時 / 時論廣場 /A15 版·2018/05/22。



川普於5月8日宣布美國將退出伊朗核協議，尋求對伊朗採取最高級別的經濟制裁，此一發展將使伊朗石油出口重挫，迫使油價直線上漲。美國威脅制裁伊朗後，大型歐洲公司逐漸「拋棄」伊朗，如法國石油巨

頭道達爾5月16日即宣布，除非獲得特別豁免，否則不得不撤出在伊朗的天然氣項目。長期而言，伊朗需要超過1,000億美元的外資和技術助力，才能擴張其原油和天然氣產業。

此外，委內瑞拉舉行總統大選，現任總統馬杜羅獲得連任，美國副國務卿蘇利文表示，美國將不會承認委內瑞拉總統大選結果。美國、歐盟的國際觀察員也表示，如果委內瑞拉的民主遭到破壞，他們可能會對委國實施制裁，若果如此，將對全球油價帶來上漲壓力。

另外，OPEC減產導致全球原油庫存收緊，也是油價走上80美元的一大主因。目前，市場正在靜待6月會議，看OPEC會否調整減產協議，並填補伊朗遭受制裁造成的原油供應缺口。之前，沙烏地阿拉伯與俄羅斯表示可能增加原油供應，故投資人正在觀望沙國與俄國，是否會在未與其他產油國找出妥協方案的情況下，逕行執行增產計畫。此一變數加上美國增產未見減弱跡象，國際油價於5月28日再重挫逾百分之二點五，並創下近四個月最長跌勢。

大陸A股納入MSCI之影響

2018年5月15日，MSCI確認大陸A股納入MSCI新興市場指數和MSCIACWI全球指數將在當年6月1日正式生效，首波將有234檔A股納入MSCI新興市場指數，按MSCI公布的訊息，將採兩階段納入，第一階段在公布半年度指數評審後，納入比例為2.5%，時間點在6月1日；第二階段在8月13日指數評審後，納入比例上調到5%，9月3日生效。基於5%的納入比例，A股在各指數的權重將分別為：MSCI中國2.5%，新興市場0.7%，亞洲（除日本）0.8%，全球指數0.1%。

由過去歷史經驗看，在納入MSCI新興市場指數後，股市在1年內上漲機率超過6成。其中，韓國初次納入時，半年內大漲25%；台灣初次納入時，半年內大漲20%。以納入後1個月來看，60%以上的國家上漲，61.5%的國家股市在1年後股市上漲幅度超過10%。長期來看，伴隨納入MSCI指數進程的是股市投資者結構的改變，外資持股占比將逐步高。從MSCI的選股規則看，MSCI青睞高流通市值，獲利能力強的個股。同時非常注重流動性和基本面，因此A股主板的金融、消費、科技板塊的行業龍頭，將是外資未來流入的主要標的。

對於台股而言，雖說企業獲利仍佳且加權指數仍位於歷史高點，但若以2017年6月追蹤MSCI新興市場指數的被動型基金來看，台股權重遭調降0.21個百分點計算，則外資會流出約新台幣242億元，占外資目前持有台股市值約0.17%，若再加上許多台商意欲尋A股上市，故預計對台股之吸引力仍是有著不小之負面影響。🌀