



元大寶華綜合經濟研究院
Yuanta-Polaris Research Institute

政經不確定當道 市場再掀逃命潮？

2019元大金控亞洲投資創富論壇

顏承暉 策略分析師

日期：2019.6.19

時間：11:10~12:20

地點：台北君悅酒店



講題大綱

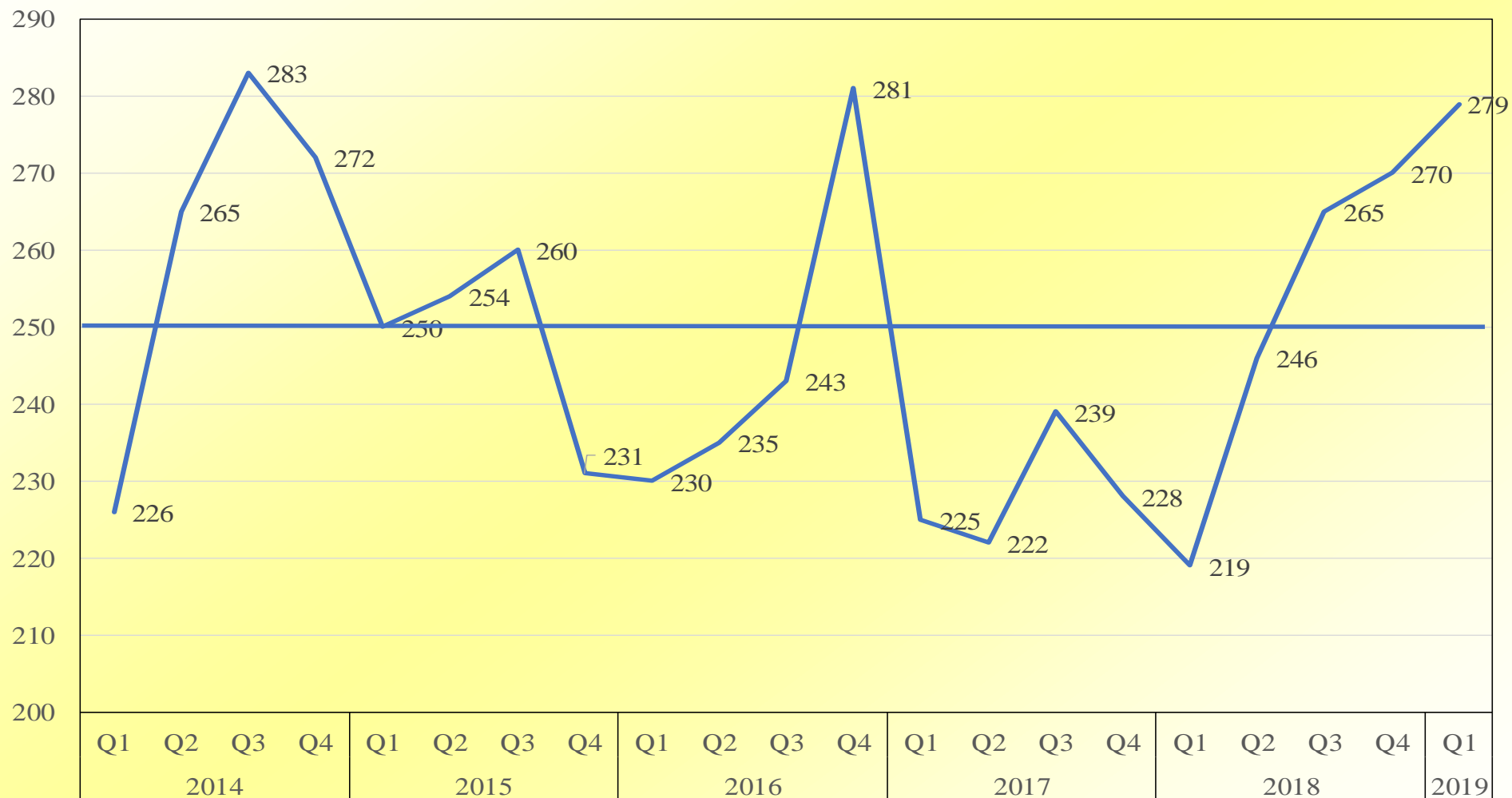
- 政治 v.s. 經濟: 誰才是金融市場的主旋律?
- 淺談2019年全球金融市場眾多的斷層線
- The Only Game in Town: Central Bank's Put
- 我們身處在什麼循環階段
- 不確定性下全球經濟展望

政治 v.s. 經濟：

誰才是金融市場的主旋律？

鄧白氏全球商業風險指數上升至2016年Q4以來最高...

Global Business Impact Score



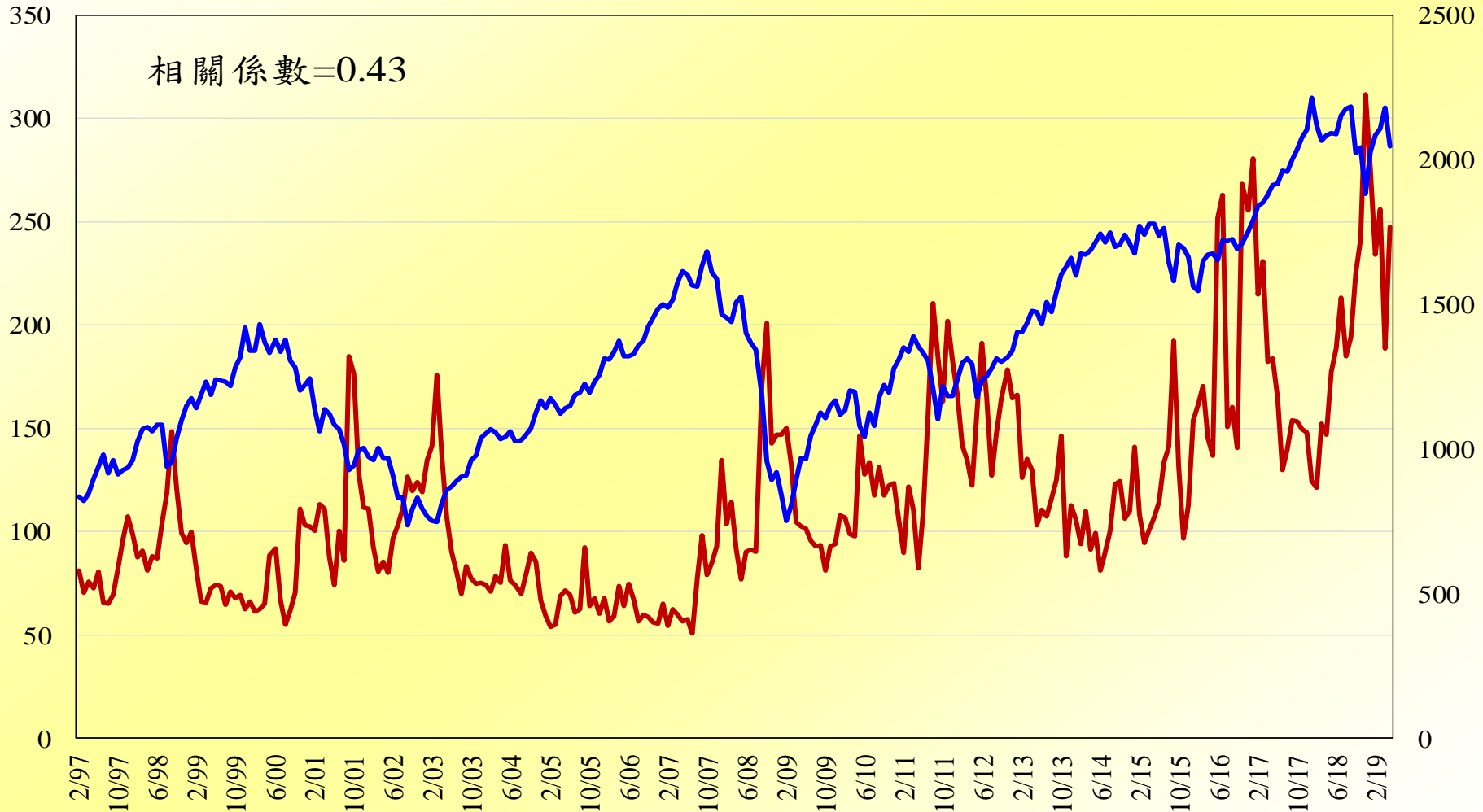
資料來源：dun&bradstreet

...2019Q1《全球風險矩陣》報告中 政治風險占半 尤以中美貿易衝突與歐洲政治不確定性為甚 經濟風險只占其一...

區域	風險	可能性
北美	隨貿易戰僵局持續，美國關稅傷及企業利潤和收入。推升壞賬的蔓延並導致經濟迅速放緩，從而對全球經濟增長產生負面影響。	60
泛區域	談判未能阻止美中貿易戰升級，進而影響創新和全球貿易增長。	70
歐洲	反歐盟政黨在5月歐洲大選大獲全勝，加大歐盟政策制定複雜度並破壞商業環境。	75
泛區域	對網路依賴與連接性快速增長導致越來越頻繁和更具破壞性的網路攻擊，導致全球分裂。	75
泛區域	北半球形成持續的異常天氣模式，增加公眾與企業成本。	65
泛區域	全球債務高漲伴隨利率提升，形成系統性債務與銀行危機，導致全球經濟陷入萎縮。	25
泛區域	生態系統風險和極端天氣事件的威脅比共識預期更快實現，在全球層面產生系統性影響。	50
拉美	最新的淡水河谷大壩災難，導致巴西採礦業投資下降，推高鐵礦石價格和其他金屬價格，大大增加工業產品投入成本。	40
歐洲	英國以無序的方式離開歐盟，導致供應鏈中斷。	40
北美	美國外交政策中“美國第一”立場的延續使傳統盟友疏遠，導致更嚴重的緊張局勢。全球政治環境變得更加危險，從而增加跨境風險。	30

「事後來看」每次的市場動盪 總同時伴隨經濟政策的巨大不確定性 「事前來看」並非總是如此...

— 全球經濟政策不確定指數(左) — MSCI世界指數(右)



資料來源: Bloomberg

...政治人物總有修正路線...

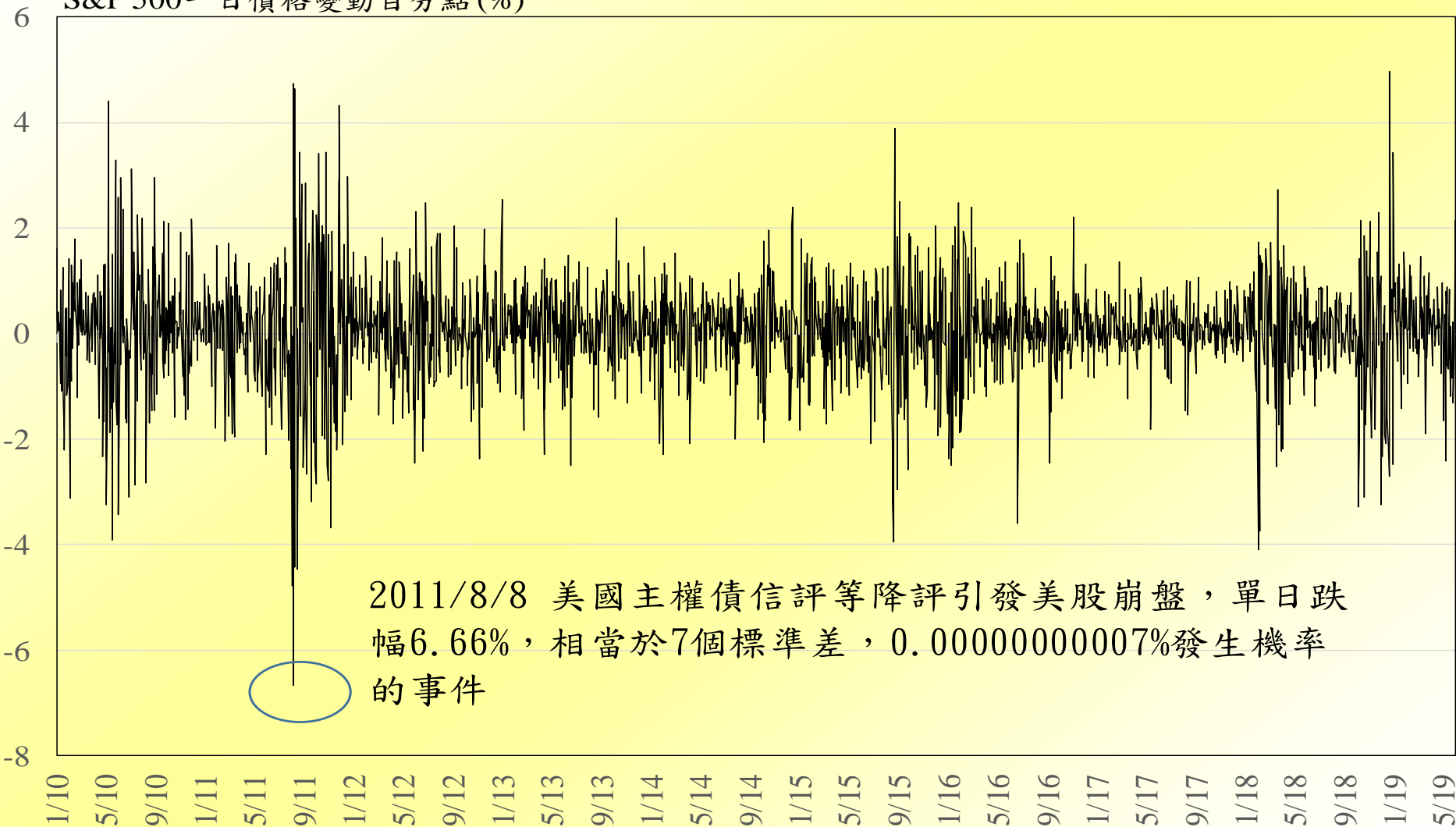
2015/7/13: 希臘同意簽署860億歐元紓困案



資料來源: Bloomberg

還記得2011年8月8日的恐慌嗎？

S&P 500一日價格變動百分點(%)

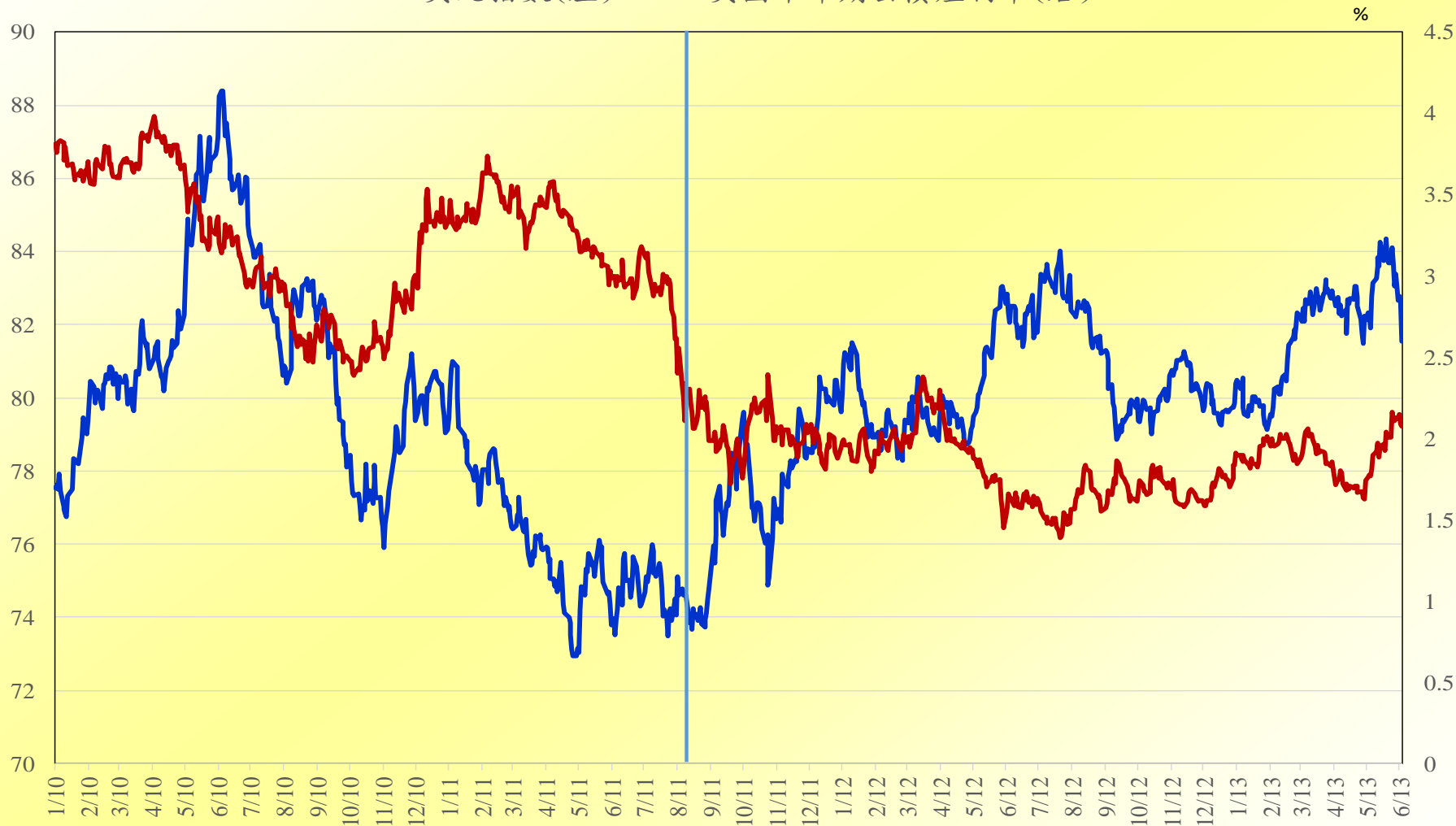


2011/8/8 美國主權債信評等降評引發美股崩盤，單日跌幅6.66%，相當於7個標準差，0.0000000007%發生機率的事件

資料來源: Bloomberg

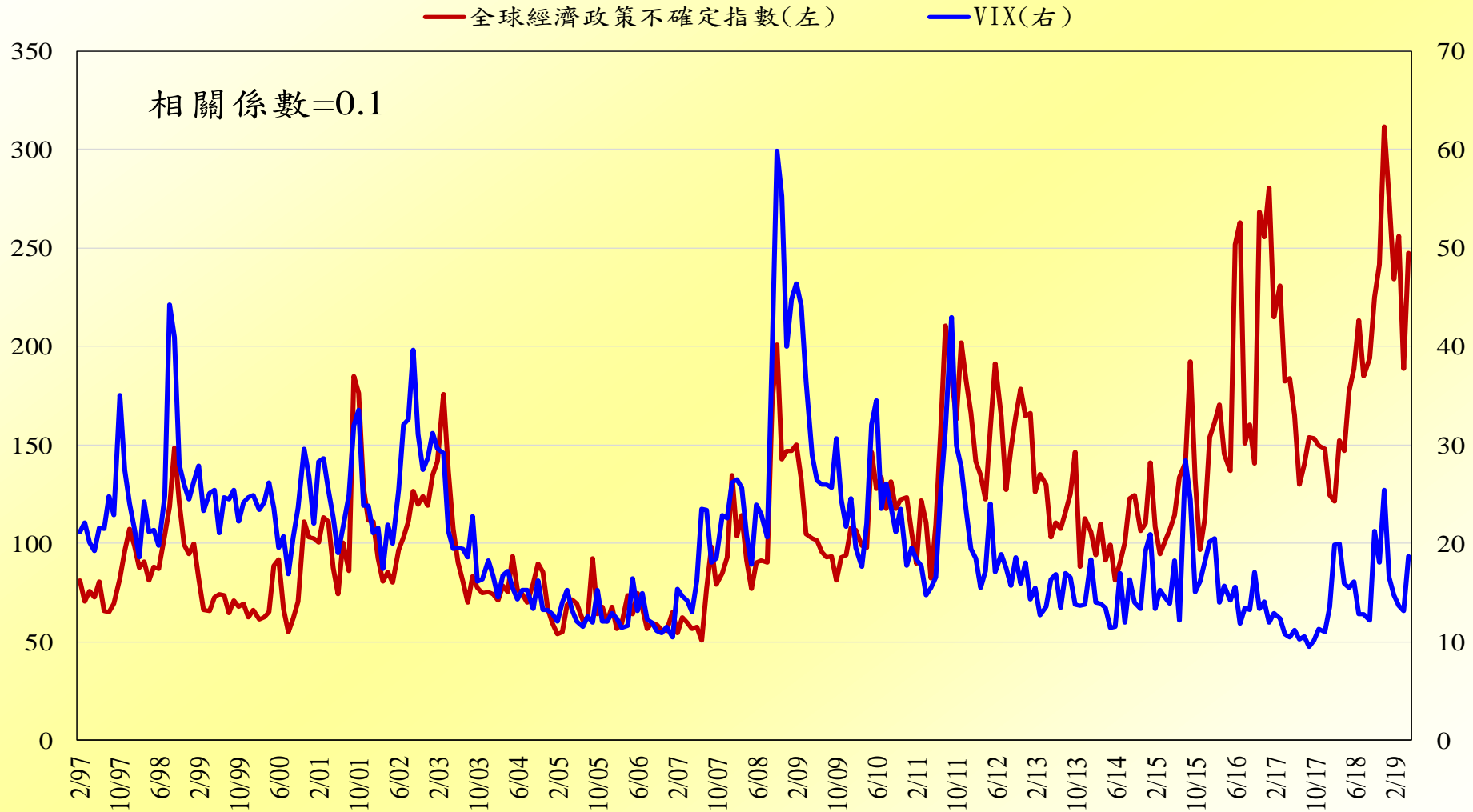
...即便正確評估政治事件 市場走勢卻非總是依循「常理」...

— 美元指數(左) — 美國十年期公債殖利率(右)



資料來源: Bloomberg

...政治不確定性的確會造成市場波動加大 但不需過度解讀...



資料來源: Bloomberg

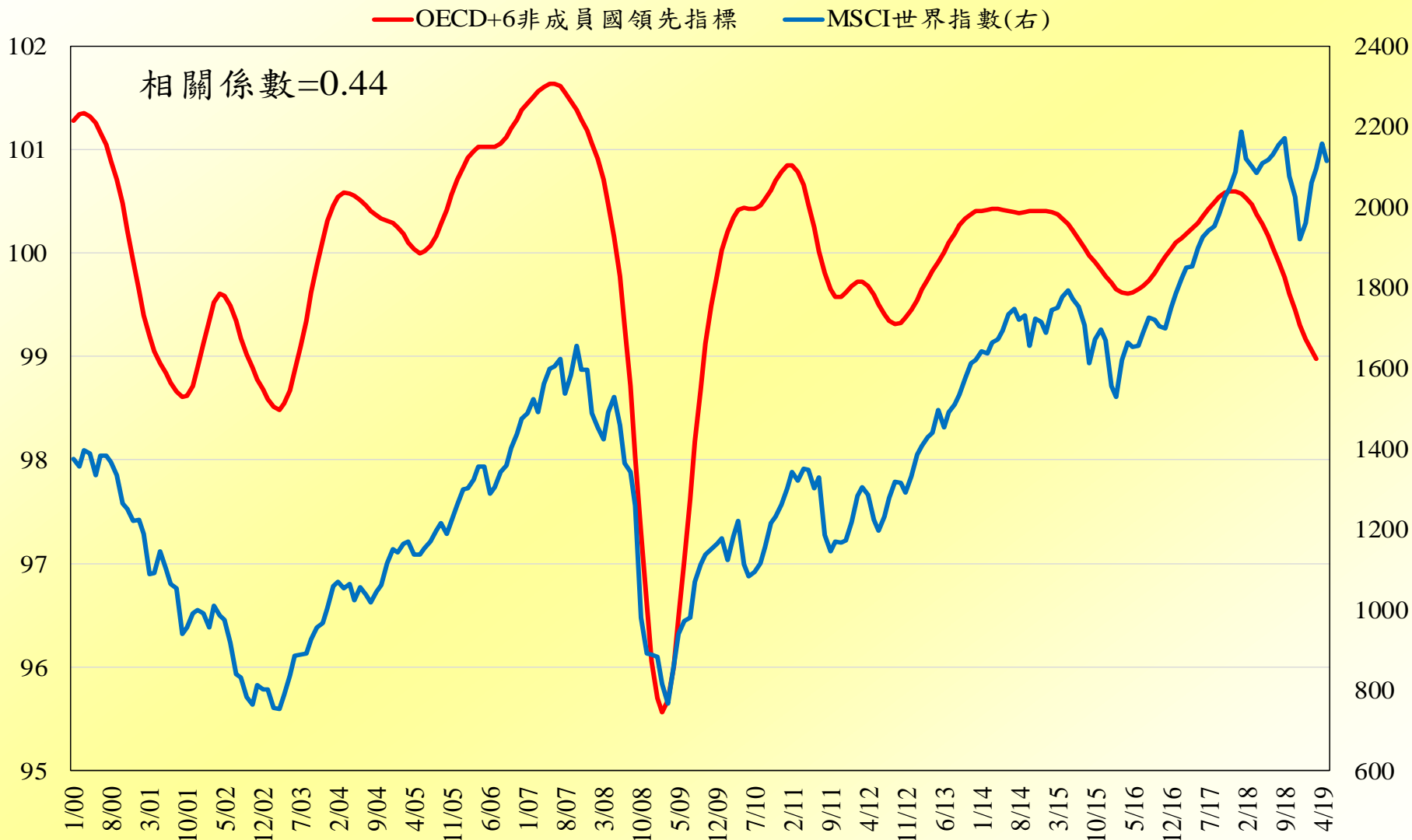
即便1970年代美日貿易戰打得正酣 當局者幾乎迷糊了一個世代...

— 標準普爾500指數(左) — 美元計價日經225指數(右)



資料來源: Bloomberg

...平均而言 經濟和股票的發展方向相同 但過程中 卻有可能選擇完全相反的方向...

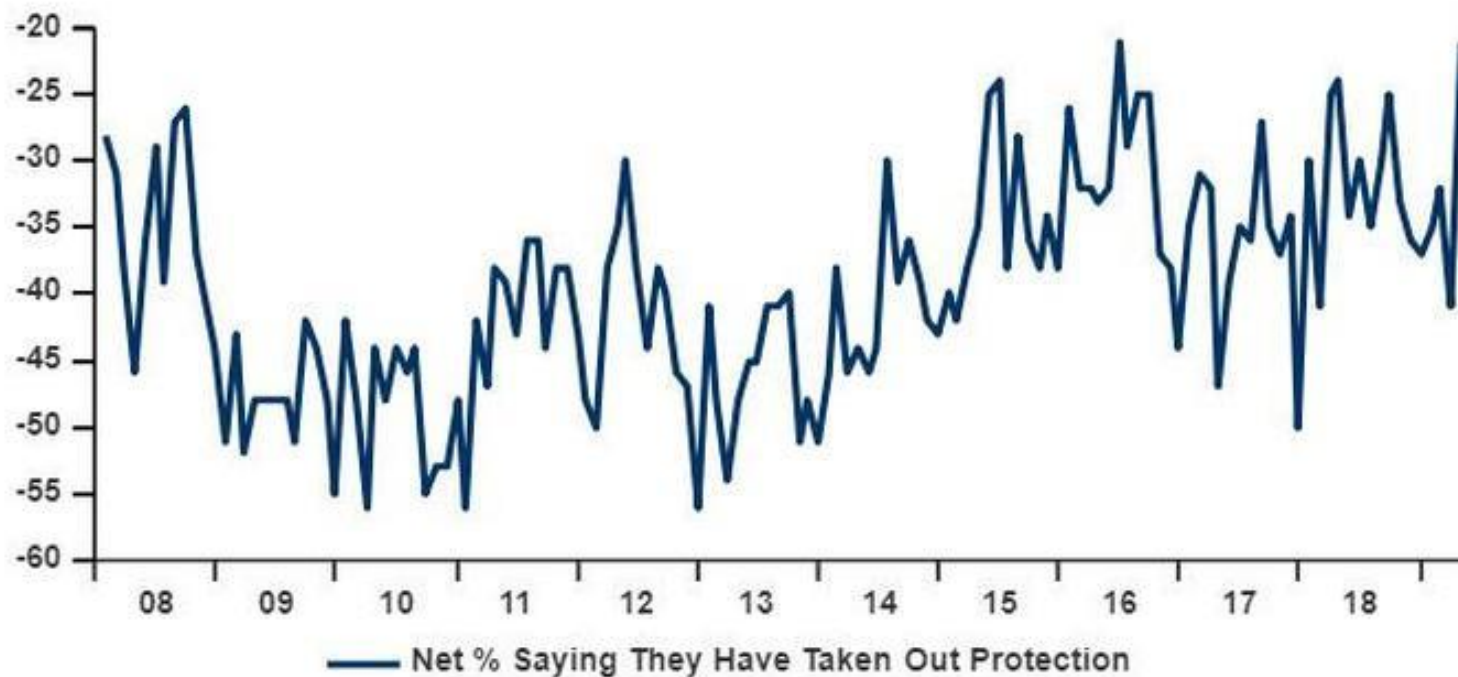


資料來源: Bloomberg

34%投資人表示

有針對未來三個月股票大跌避險 為有紀錄以來最高...

Exhibit 3: Have you taken out any protection against a sharp fall in equity markets in the next three months?

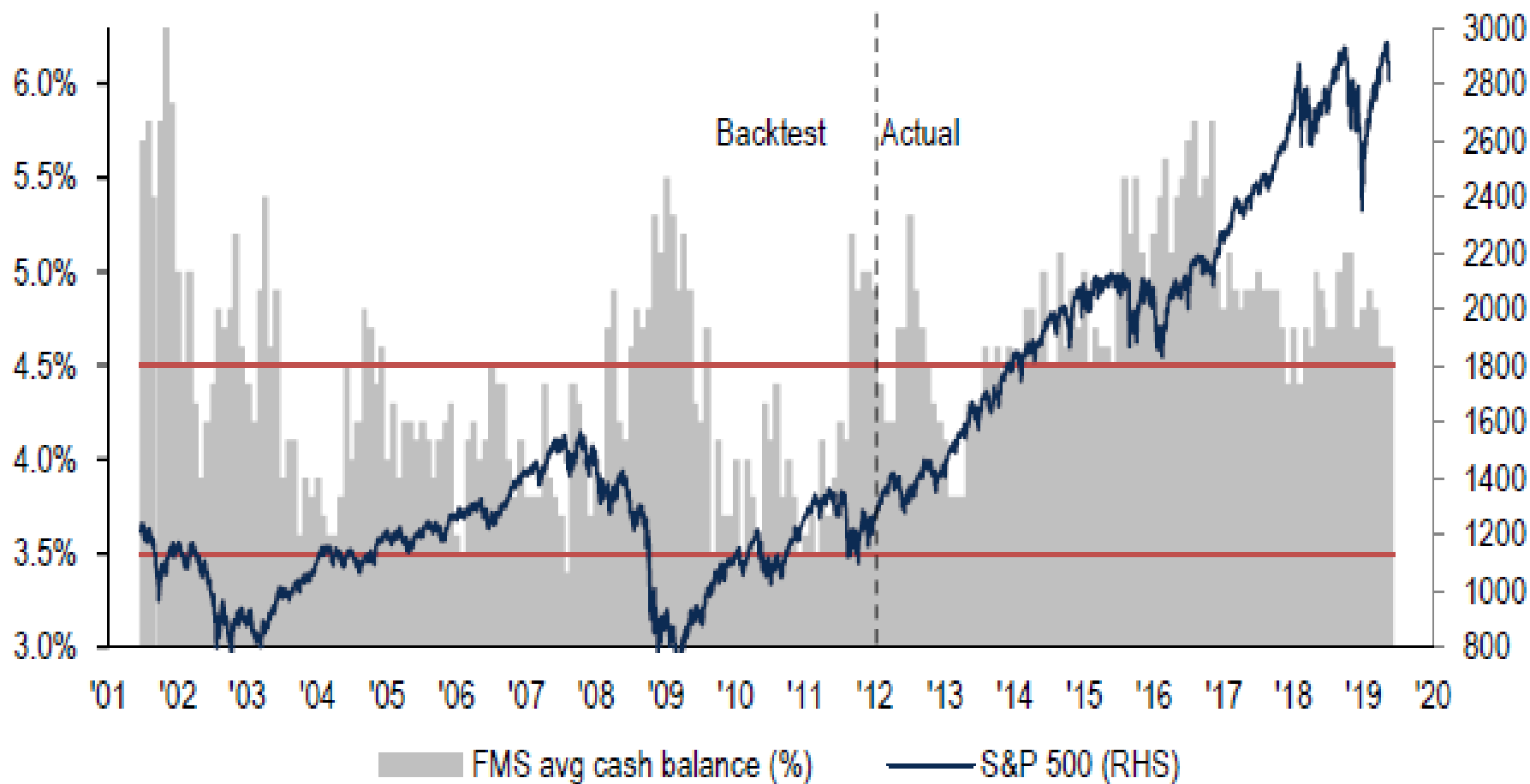


Source: BofA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey.

資料來源：BoA Fund Manager Survey (2019/5, 調查日5/3-9)

...投資人現金部位續處在4.6%
接近長期平均的4.5%...

Exhibit 4: FMS cash level holds at 4.6%



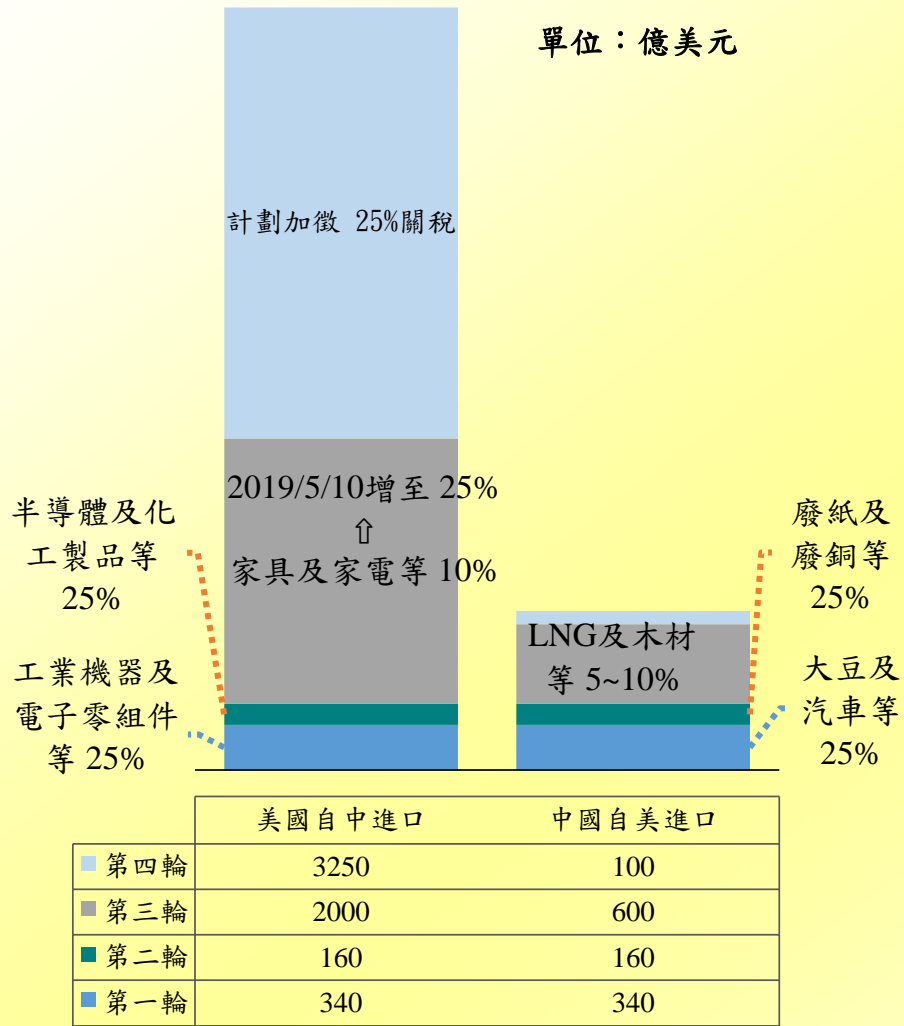
淺談2019年 全球金融市場兩大斷層線



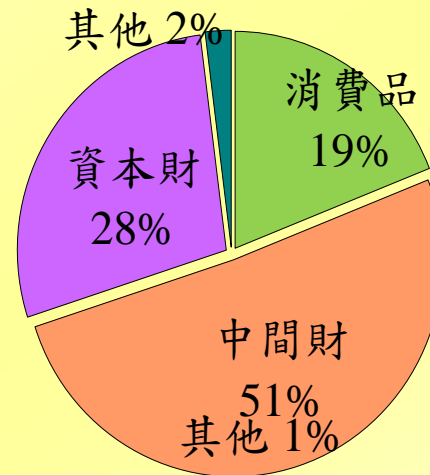
中美大國博弈 從貿易戰走向科技戰



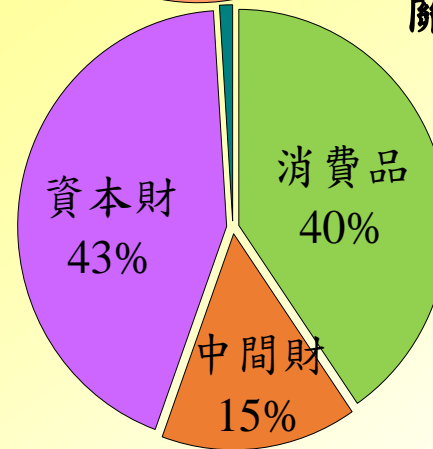
中美貿易衝突逐漸升級 目前雙方已相互調升三輪關稅 若第四輪關稅無法避免 對經濟的衝擊將遠大於前三輪總和...



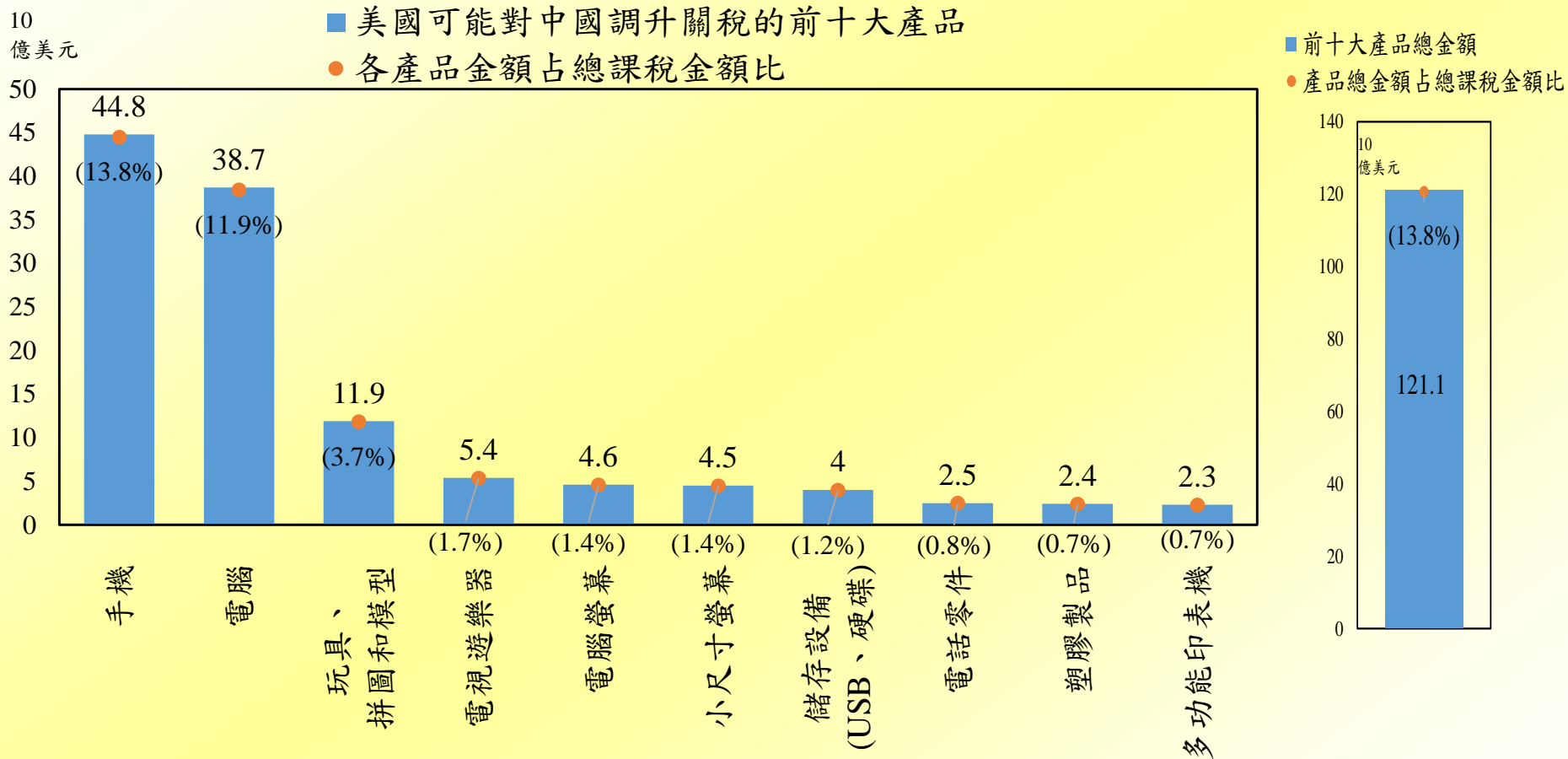
美國前三輪
關稅制裁產品



美國第四輪
關稅制裁產品

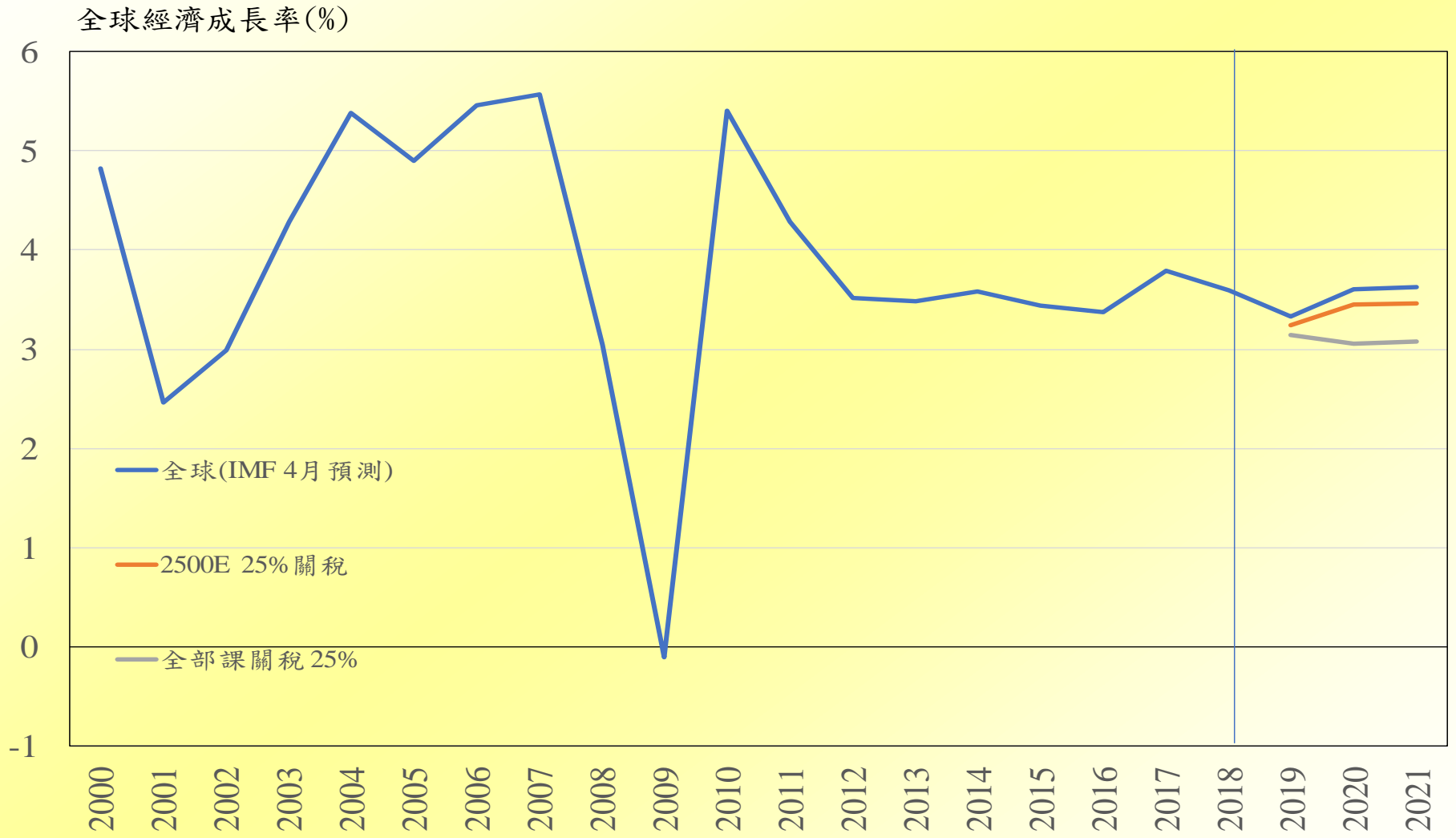


...第四輪關稅將包含台商生產主力的手機與電腦 對台灣經濟的衝擊將遠較前三輪為大...



資料來源: 元大寶華綜合經濟研究院整理

...若中美貿易占擴大至全部商品25%關稅 將會澆熄全球經濟復甦的希望...



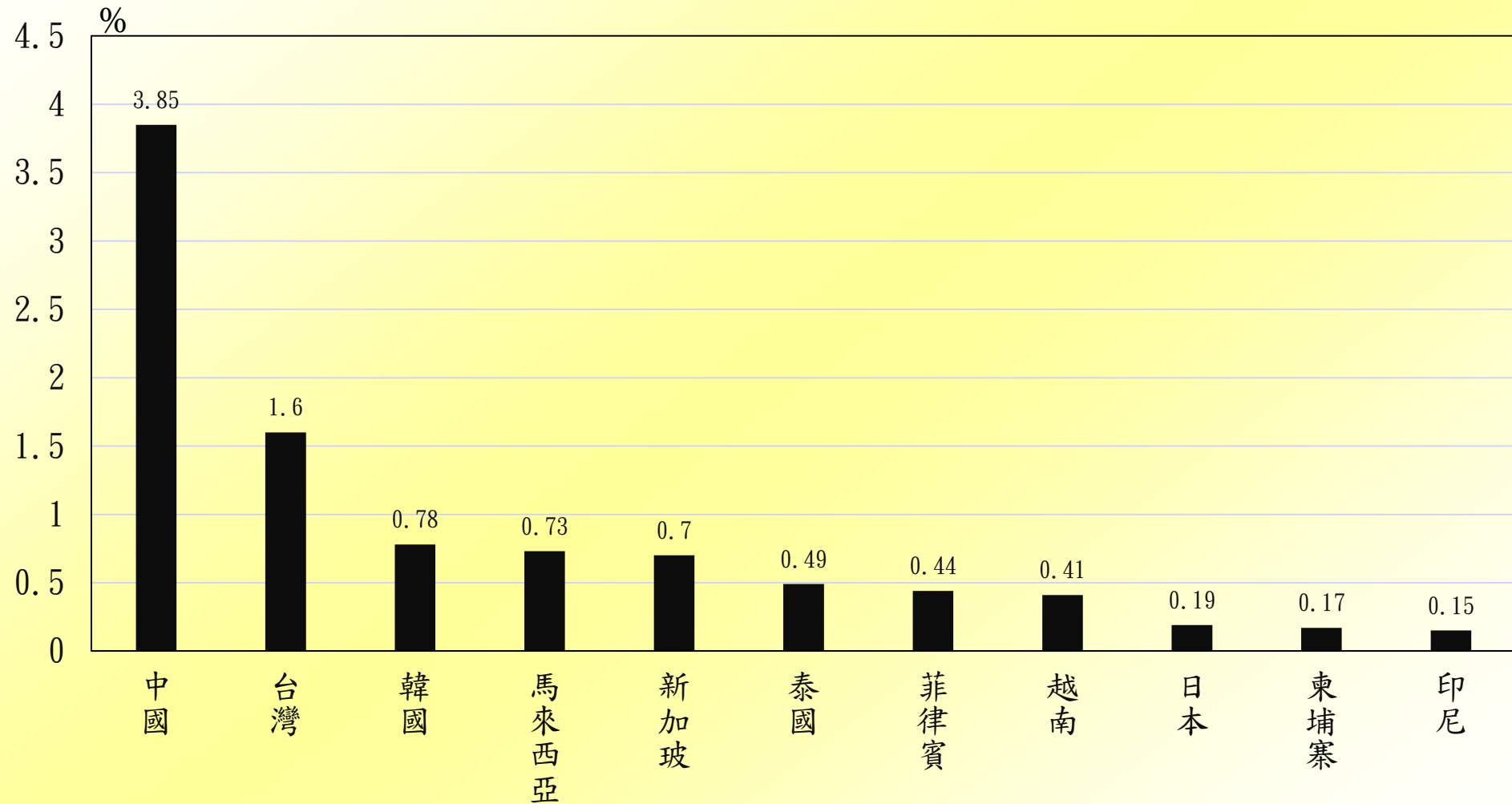
資料來源: 元大寶華綜合經濟研究院依據IMF資料計算

...2018年10月IMF將全球貿易衝突 對景氣的影響分成五種情境...

2019、2020年經濟成長率預測	2500億美元 25%關稅	+美國對中 2,670億美元 產品加徵25% 關稅影響	+美國加徵汽 車關稅影響	+經濟政策不 確定性對投 資衝擊影響	+企業獲利減 少的利差擴 大影響
全球	-0.12	-0.21	-0.30	-0.50	-0.79
已開發國家	-0.06	-0.07	-0.27	-0.44	-0.67
新興市場	-0.23	-0.47	-0.45	-0.66	-1.12
美國	-0.16	-0.23	-0.65	-0.75	-0.92
中國	-0.51	-1.05	-0.94	-1.15	-1.52
歐元區	0.03	0.07	0.12	-0.10	-0.39
日本	0.01	0.04	-0.1	-0.28	-0.57
墨西哥+加拿大	0.06	0.21	-0.92	-1.10	-1.37

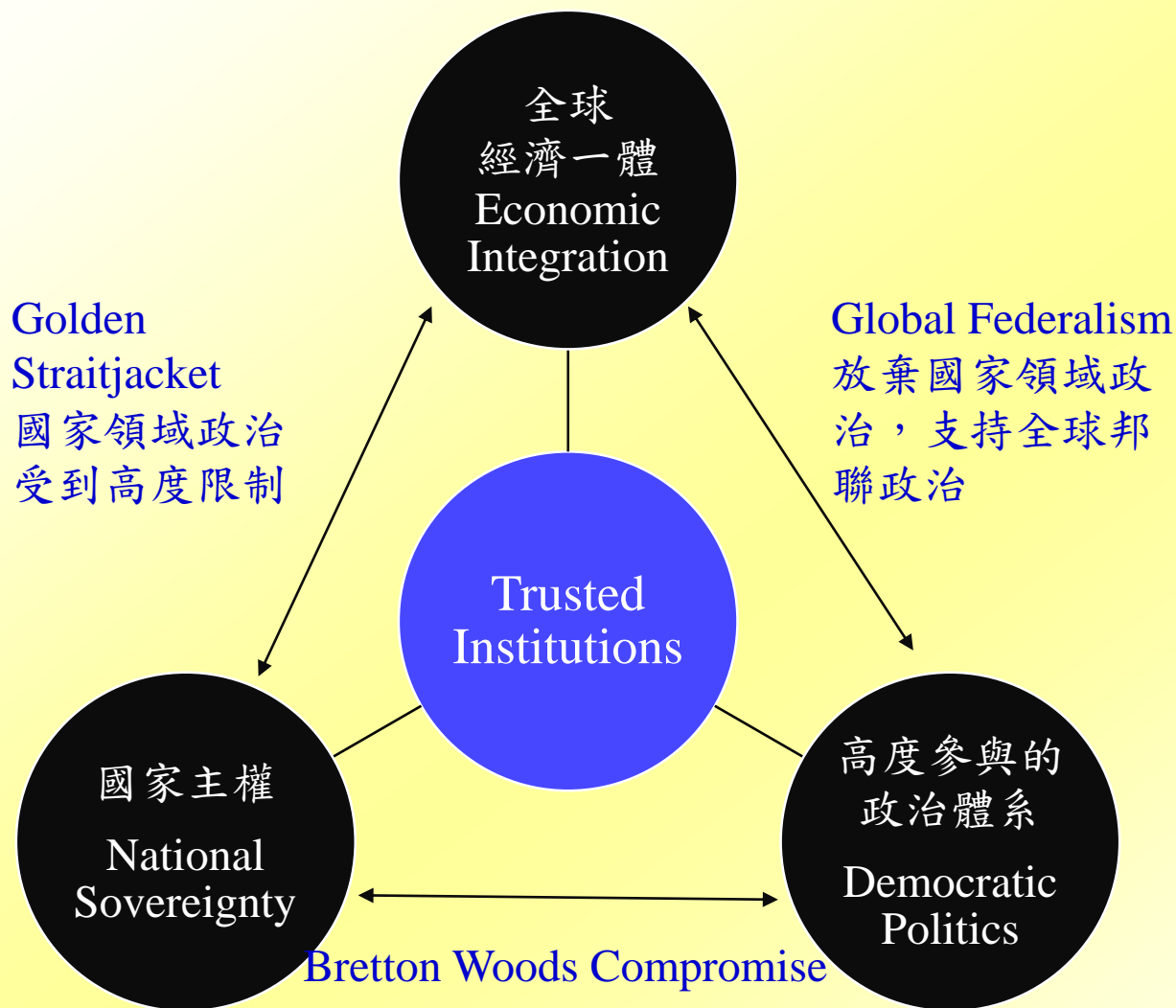
...若中美貿易升級 台灣經濟將首當其衝 尤以電腦、電子產品為甚...

中國出口到美國創造附加價值佔GDP比



註:透過貿易關聯效果若中美貿易戰讓中國1年GDP減慢1.34個百分點，
台灣經濟成長將減慢0.55個百分點
資料來源:OECD

中美貿易衝突本質在於世界政經運作的三元悖論 (political trilemma of world economy) 下的路線之爭...



Today, it is self-evident that the institutions that we have to oversee such cross-border economic arrangements — such as the EU — are no longer strong enough to hold the rising demands for greater sovereignty at bay... Until we rebuild trust in our institutions at homes and internationally, globalization and trade will remain at continuous risk of unravelling.

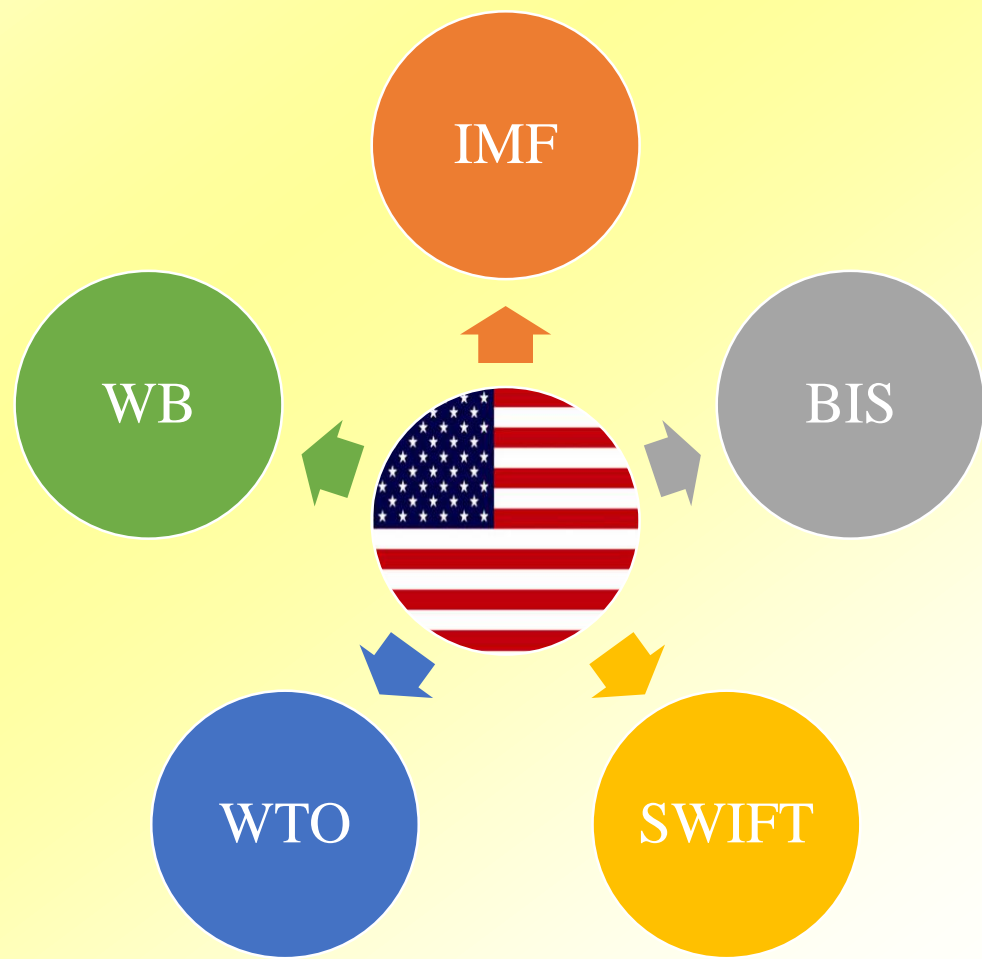
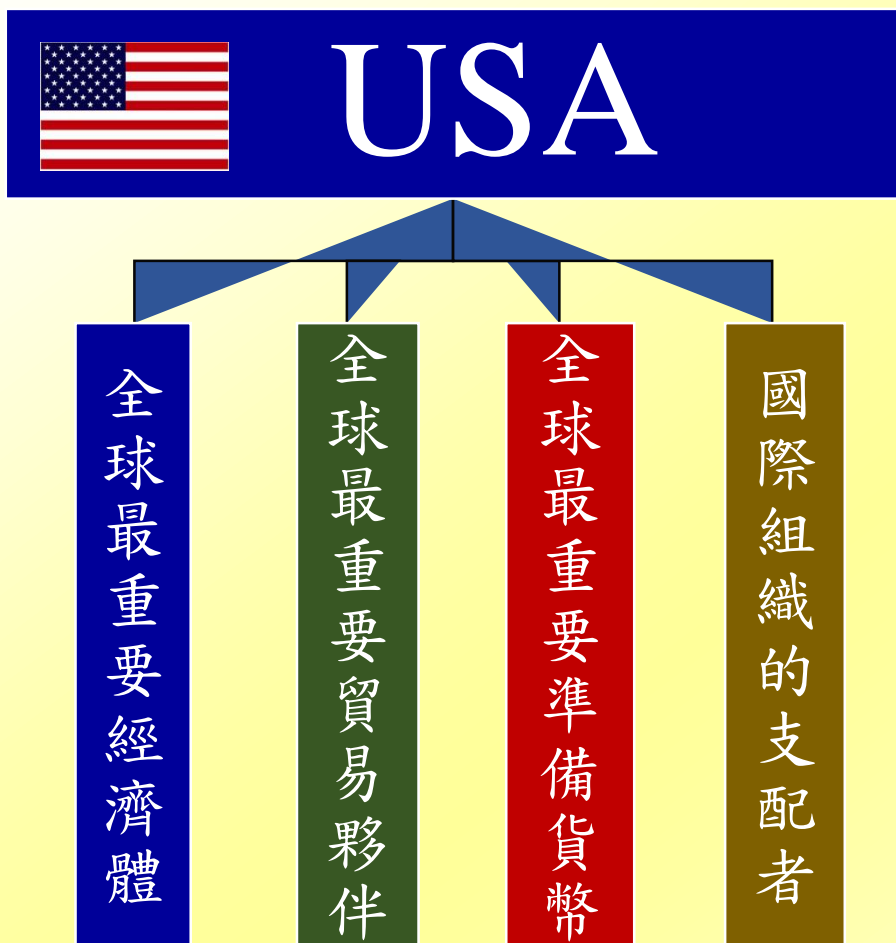
G. Magnus (2017), “Trumpeting a global trade war,” *Prospect*, March.

資料來源：Rodrik, D. (2000), “How Far will International Economic Integration Go,” *Journal of Economic Perspectives*, 14 (1), 177-186.



布列敦森林體制後 全球政經秩序以美國為中心打造...

全球經濟秩序運作機制



資料來源：Chesley, D., M. Everson and J. Carvey (2016), "Global Power Shift," *strategy+business*, Summer, 45-51.



...在貪婪和恐懼交織下 各國既要從中國取得可觀的經濟利益
又害怕被中國價值觀同化 付出重大代價...



What drove Australia's
policy regarding
China?

Fear and greed.



英國脫歐歹戲拖棚



檯面上有力的首相人選 對於退歐有不同的解讀
彼此間沒有共識...

Boris Johnson

Dominic Raab

Michael Gove

Jeremy Hunt

Jeremy Corbyn

We All Support Brexit, BUT...

In Which Way ?

Hard ? Soft ? FTA ? WTO ? EEA ?

NO CONSENSUS !!!!

...若果真避不開無協議脫歐
未來兩年全球經濟成長率平均少掉0.13個百分點...

	歐盟	英國	全球
情境一	-0.20	-1.8	-0.065
情境二	-0.325	-3.7	-0.13

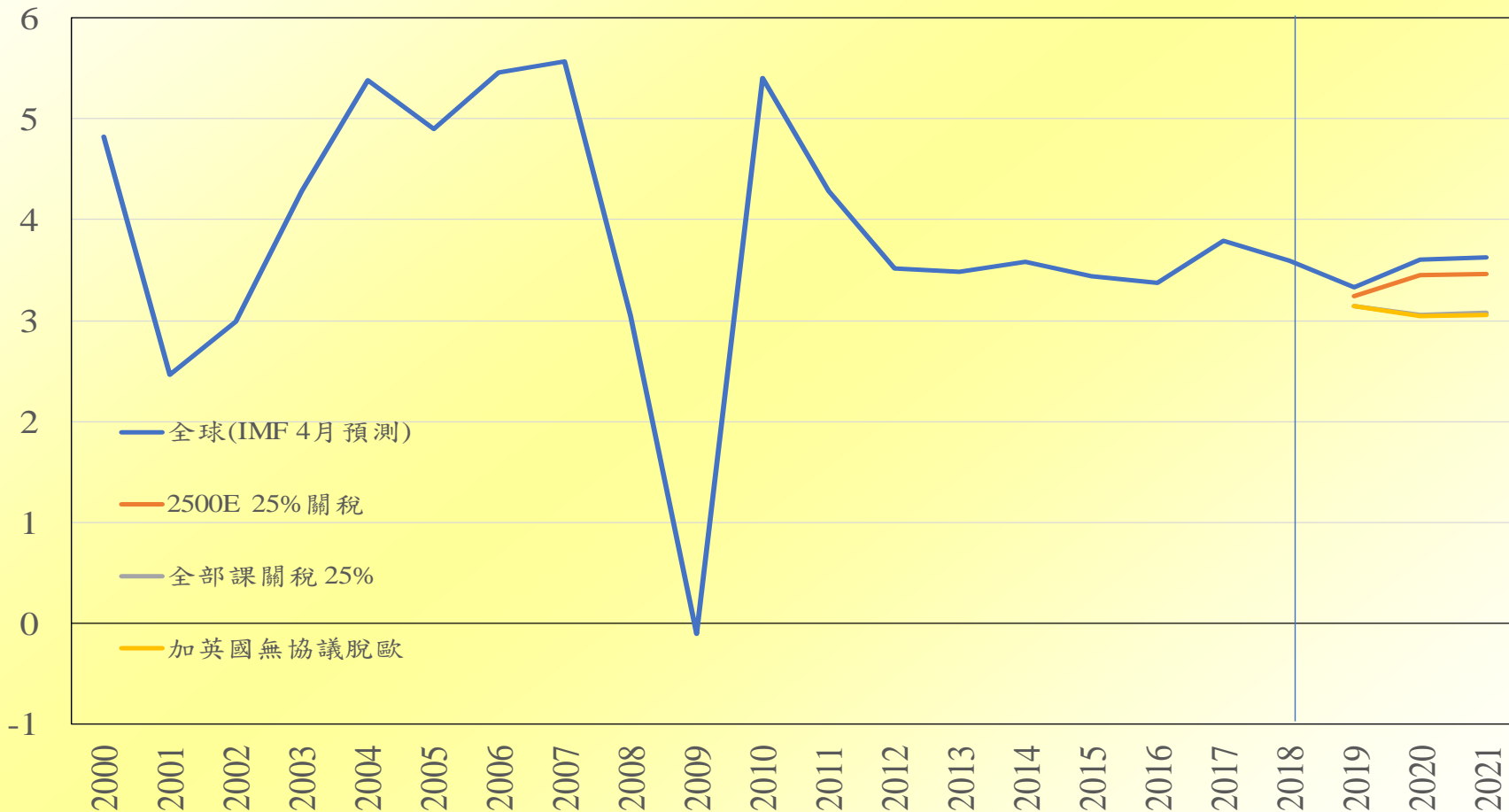
情境一：無協議脫歐不會產生海關清關延誤，也不會造成金融狀況吃緊；

情境二：假設海關清關會因英國無協議脫歐而減慢，且造成金融狀況吃緊

資料來源:IMF

各界共識原為全球經濟成長在今年下半年落底並展開新循環
 假若美中全部商品都課徵25%關稅 且10月英國無協議脫歐
 全球經濟將呈現如2012~2016「持續」低成長狀態...

全球經濟成長率(%)

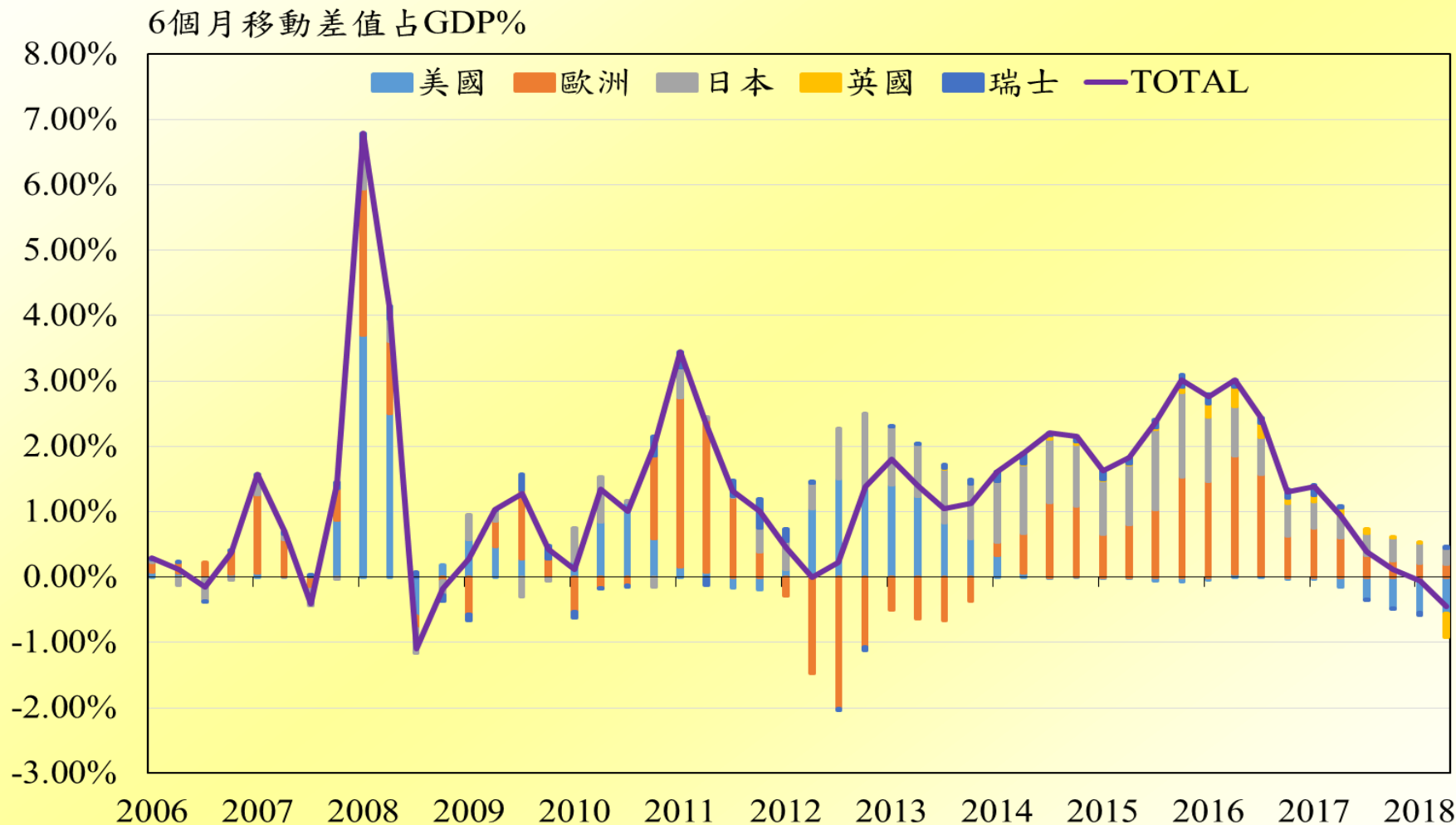


資料來源: Bloomberg

The Only Game in Town: Central Bank's Put

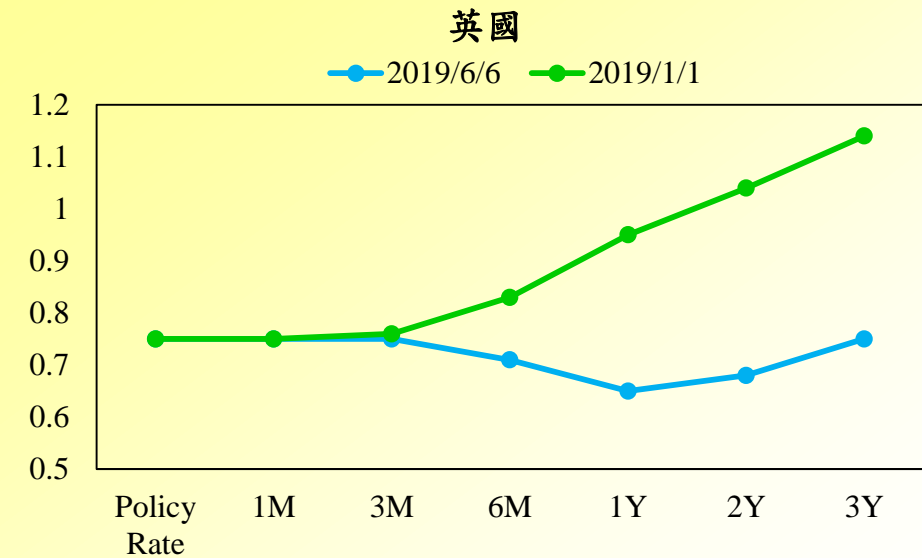
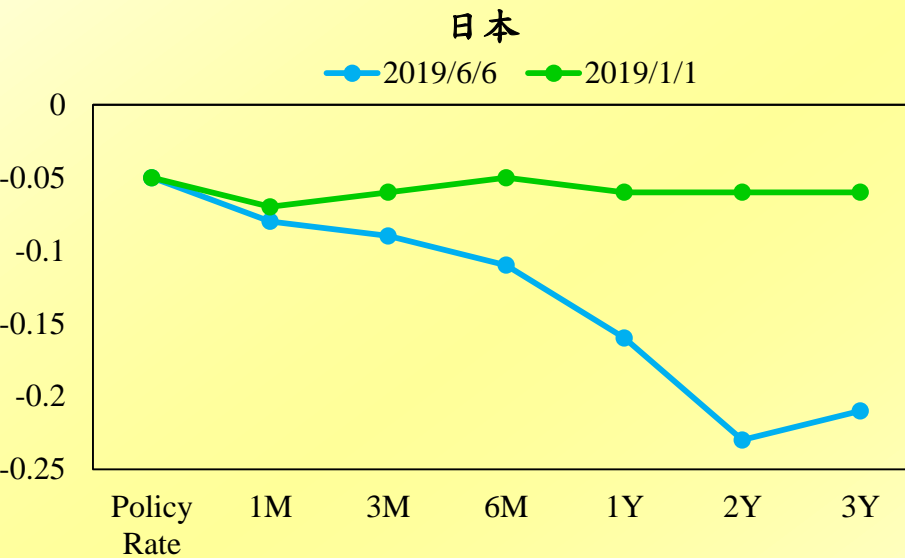
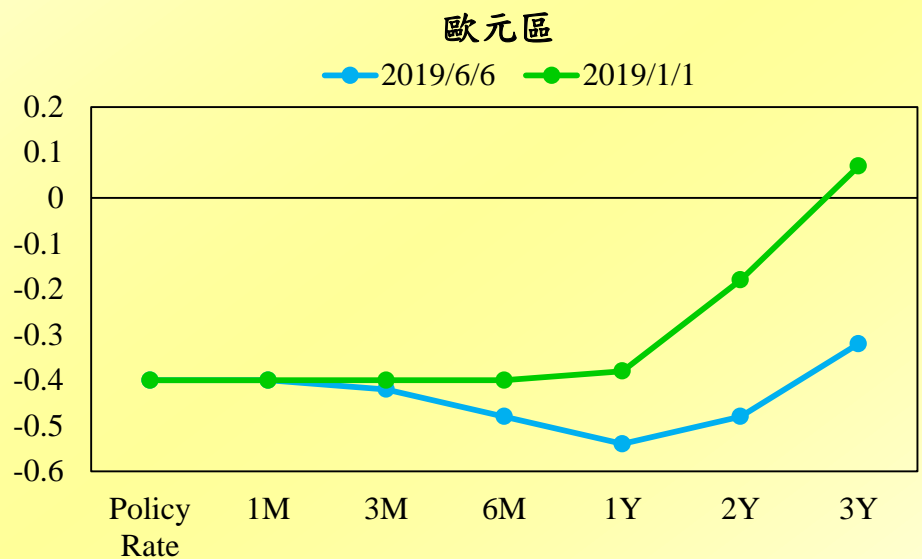
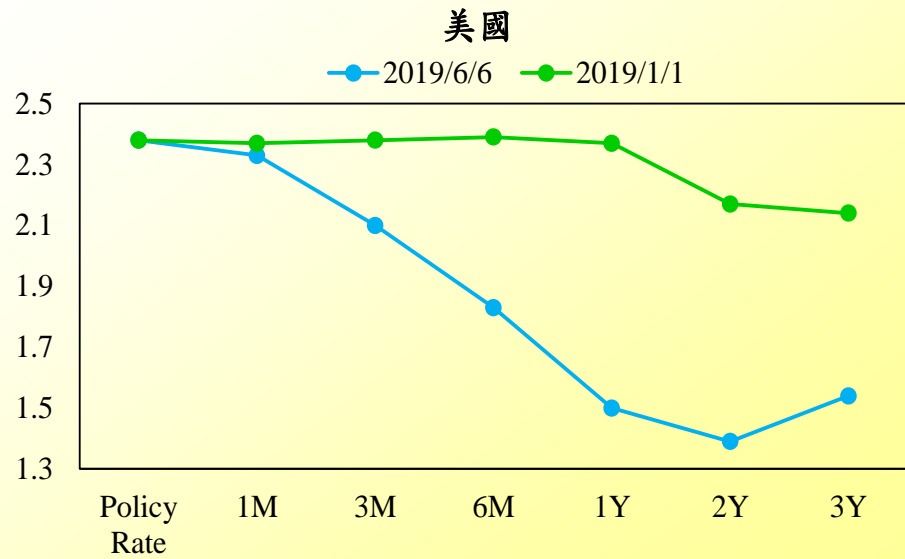


比起貿易戰 「量化緊縮」更稱得上 是2018年金融市場的主旋律…



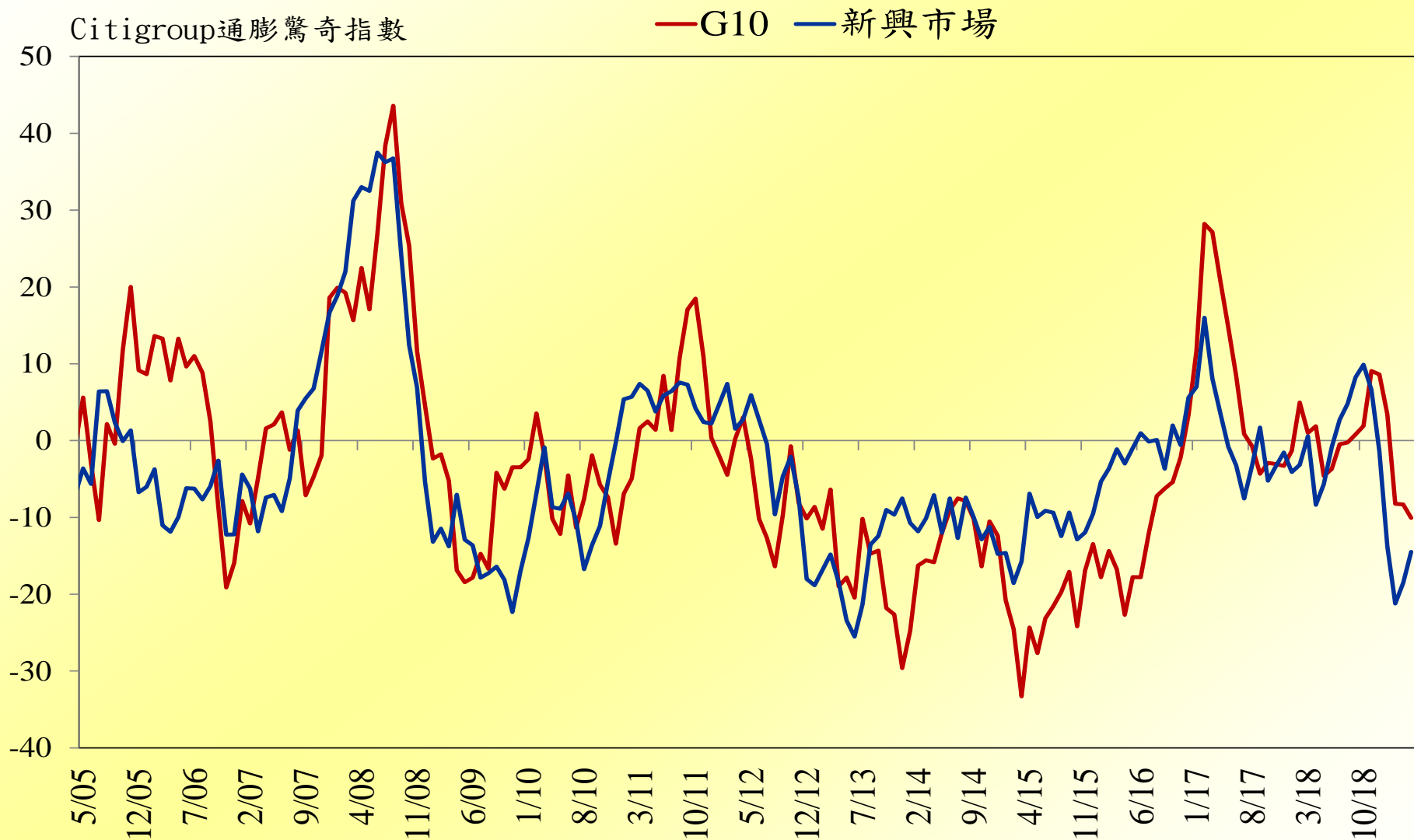
資料來源:元大寶華綜合經濟研究院利用Bloomberg資料計算

...2019年全球經濟迎面飛來四隻阿「鴿」...



資料來源: Bloomberg

...花期通膨驚奇指數顯示 已開發與新興市場通膨率多不如預期...



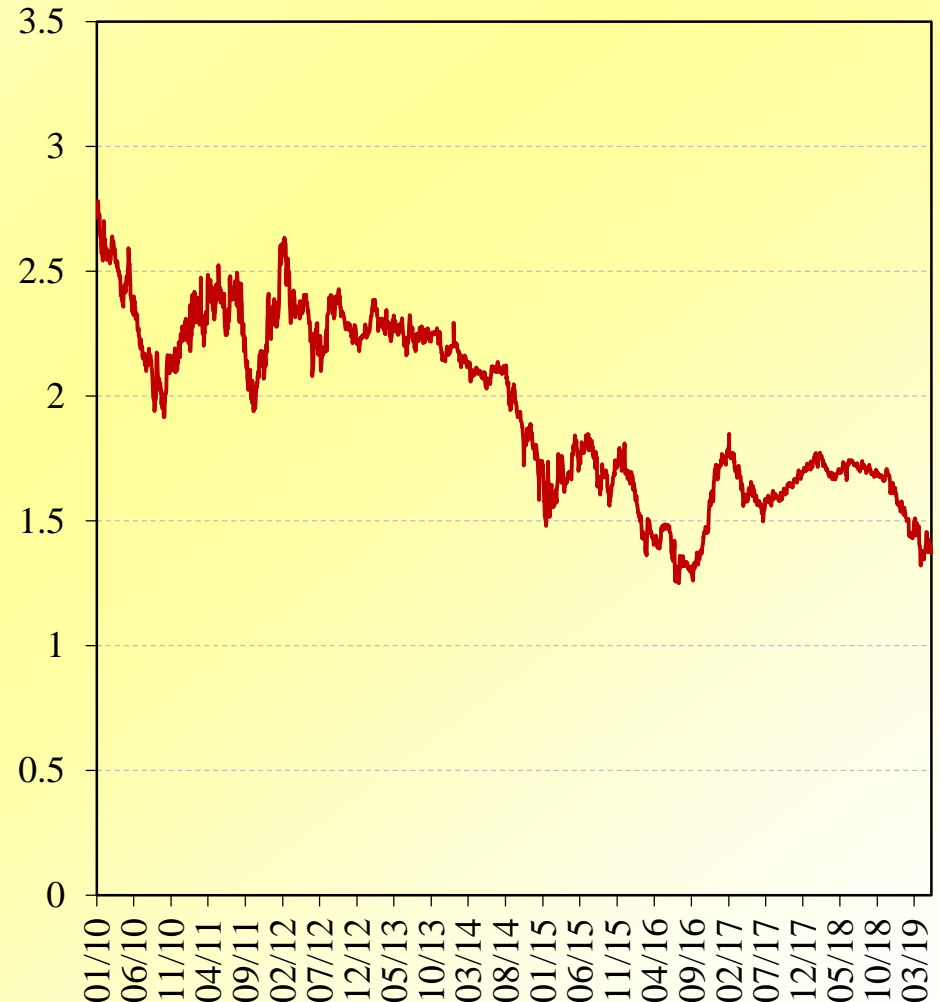
資料來源: Bloomberg

...美、歐通膨預期均比2018任一時點低 央行有空間保持耐心...

美國5年後5年期通膨預期

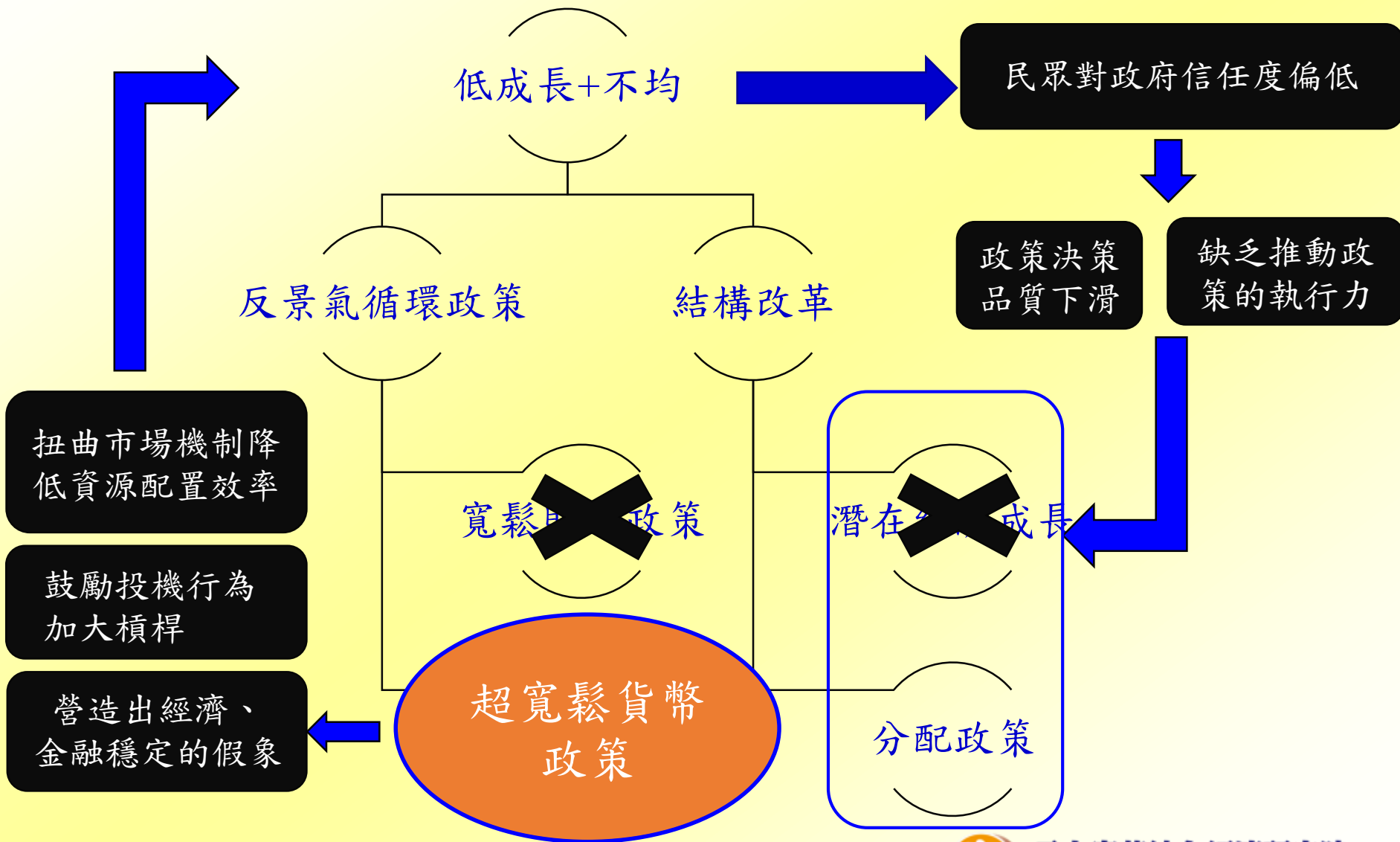


歐元區5年後5年期通膨預期(%)



資料來源: Bloomberg

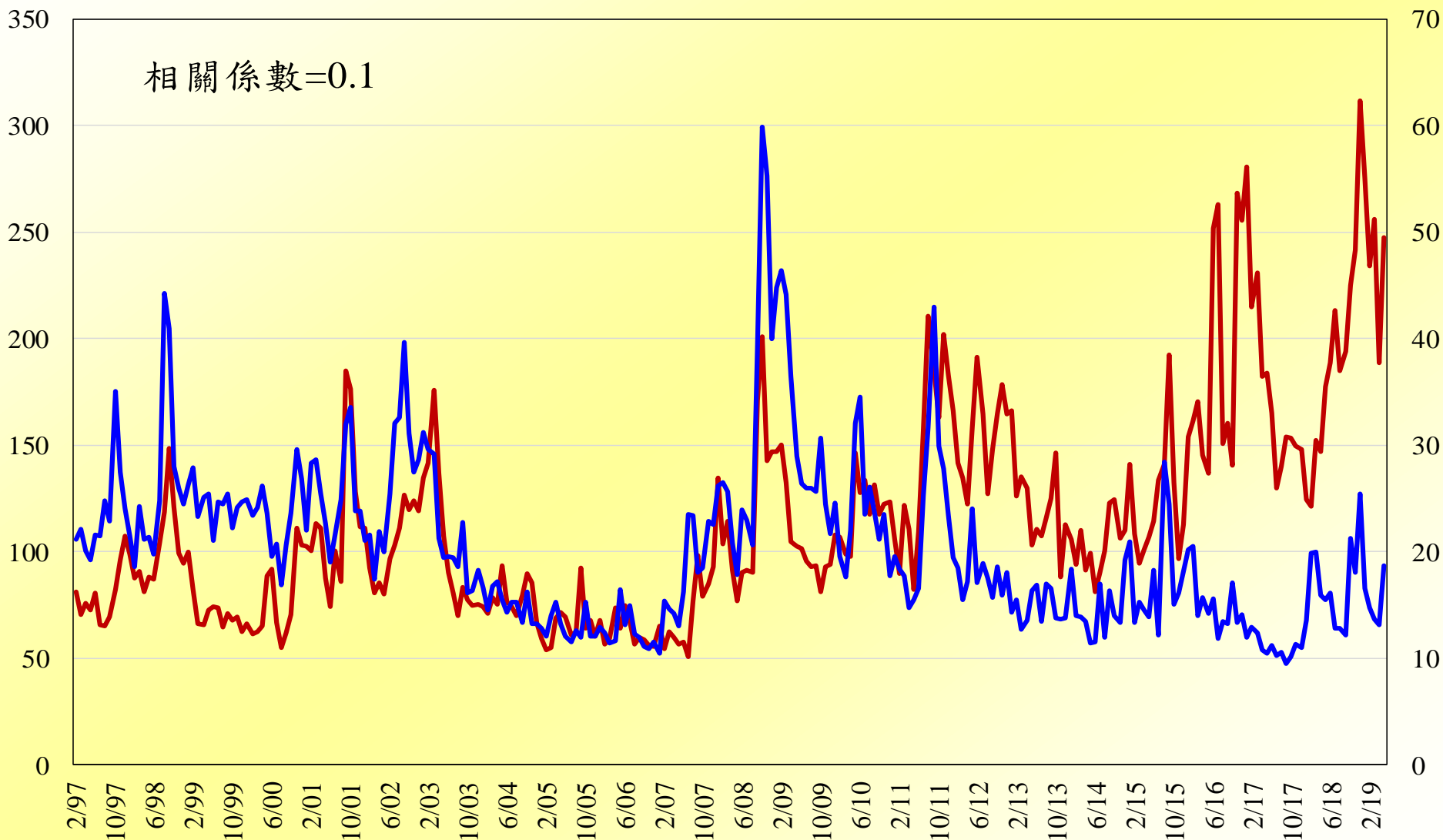
奉超寬鬆貨幣政策為唯一解方 全球經濟將無法掙脫低成長與不均的「新常態」...



...超寬鬆貨幣政策營造出經濟、金融穩定的假象...

— 全球經濟政策不確定指數(左) — VIX(右)

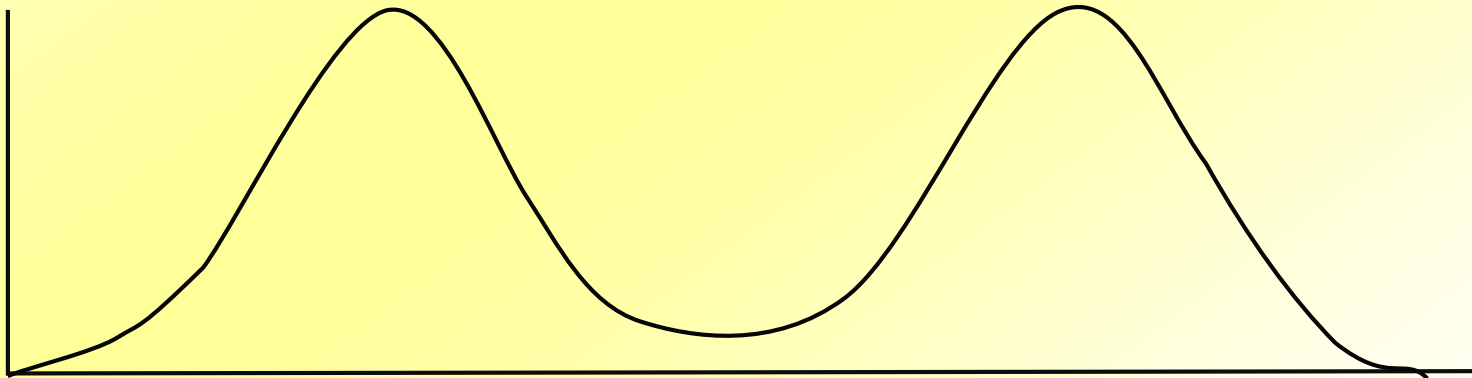
相關係數=0.1



資料來源：Bloomberg

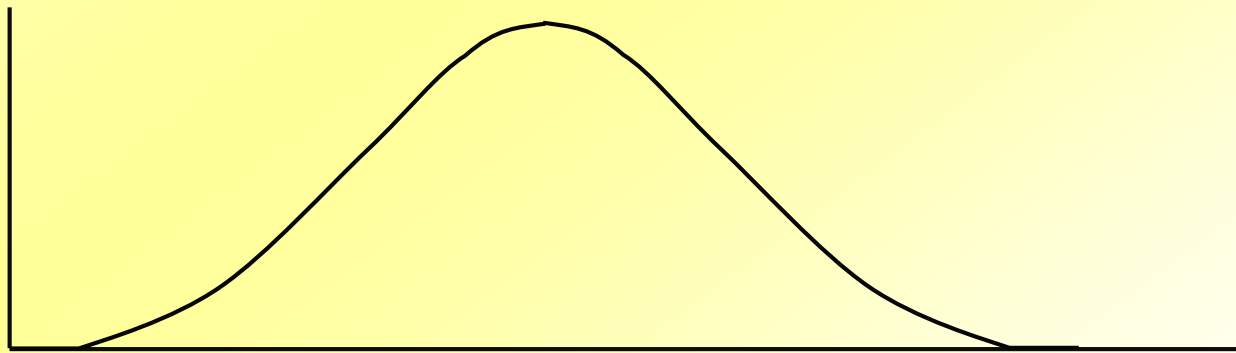
持續的超寬鬆貨幣政策讓主要央行維持現狀的挑戰
日益加大 導致未來全球經濟的可能走向
從常態分配轉變為令人不安的雙峰分配...

- *Keeping in mind Chairman Bernanke's notion of the "unusually uncertain outlook" we are indeed looking at a distribution of possible outcomes that is shifting from the rather reassuring shape of a "normal bell-shaped" curve to the much less common and more anxiety-creating bimodal one... It is a transformation that will accelerate over time as central bank's ability to maintain the status quo is ever more challenged.*



...持續的超寬鬆貨幣政策讓主要央行維持現狀的挑戰
日益加大 導致未來全球經濟的可能走向
從常態分配轉變為令人不安的雙峰分配(續)...

- *Bimodal distributions of potential outcomes run contrary to the paradigm in which we understand most of things that happen in our lives- that based on bell-shaped distributions, which are incredibly comforting. Those “normal distributions” involve a high likelihood of a particular outcome within the belly of the distribution of outcomes. Sure, there are tails on both sides, extremely good and scary bad, but they are thin since their expected probabilities are low.*



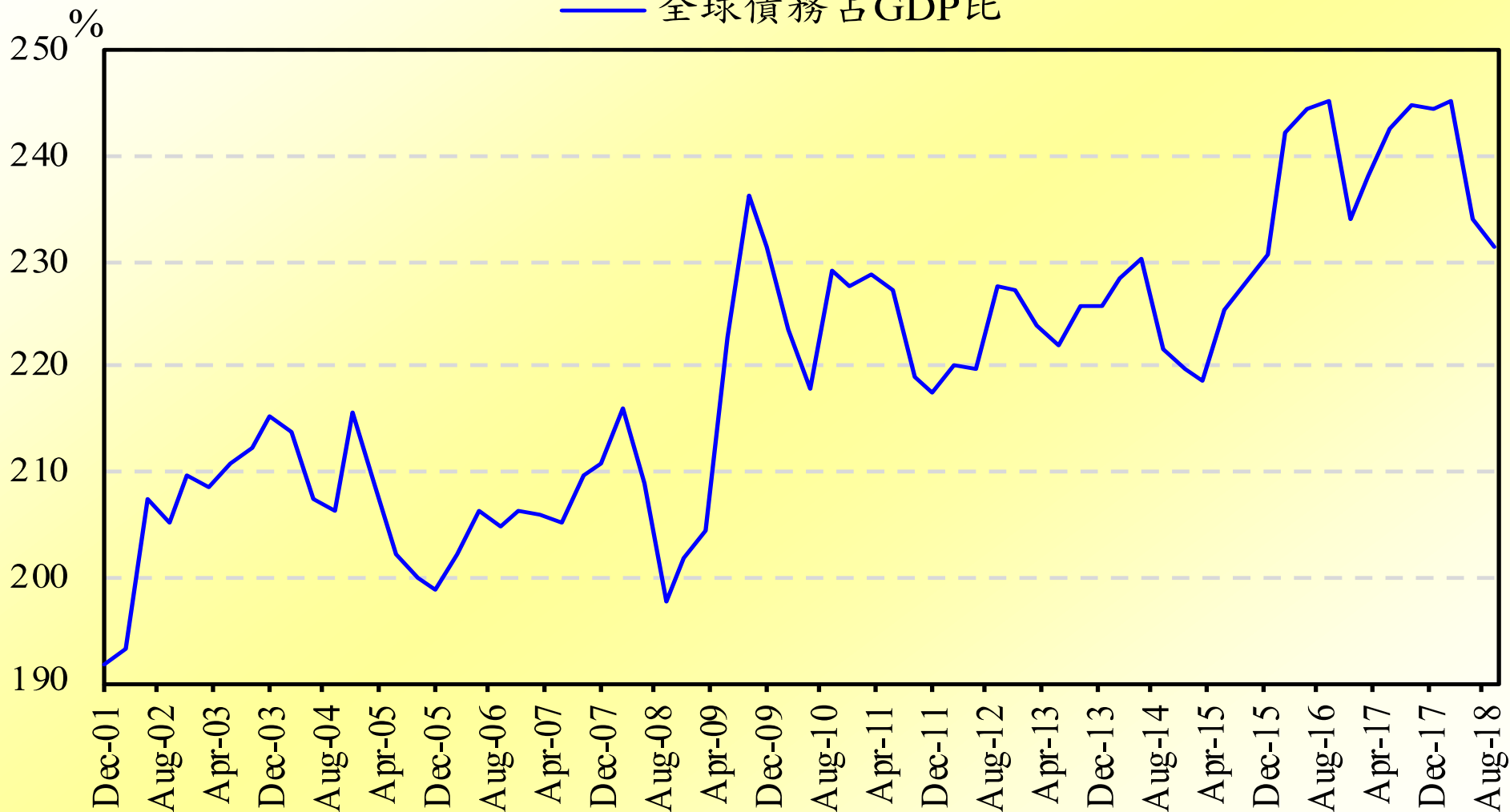
我們身處在什麼循環階段



海嘯後全球債務佔GDP比明顯攀高

全球經濟明顯加槓桿...

—— 全球債務佔GDP比

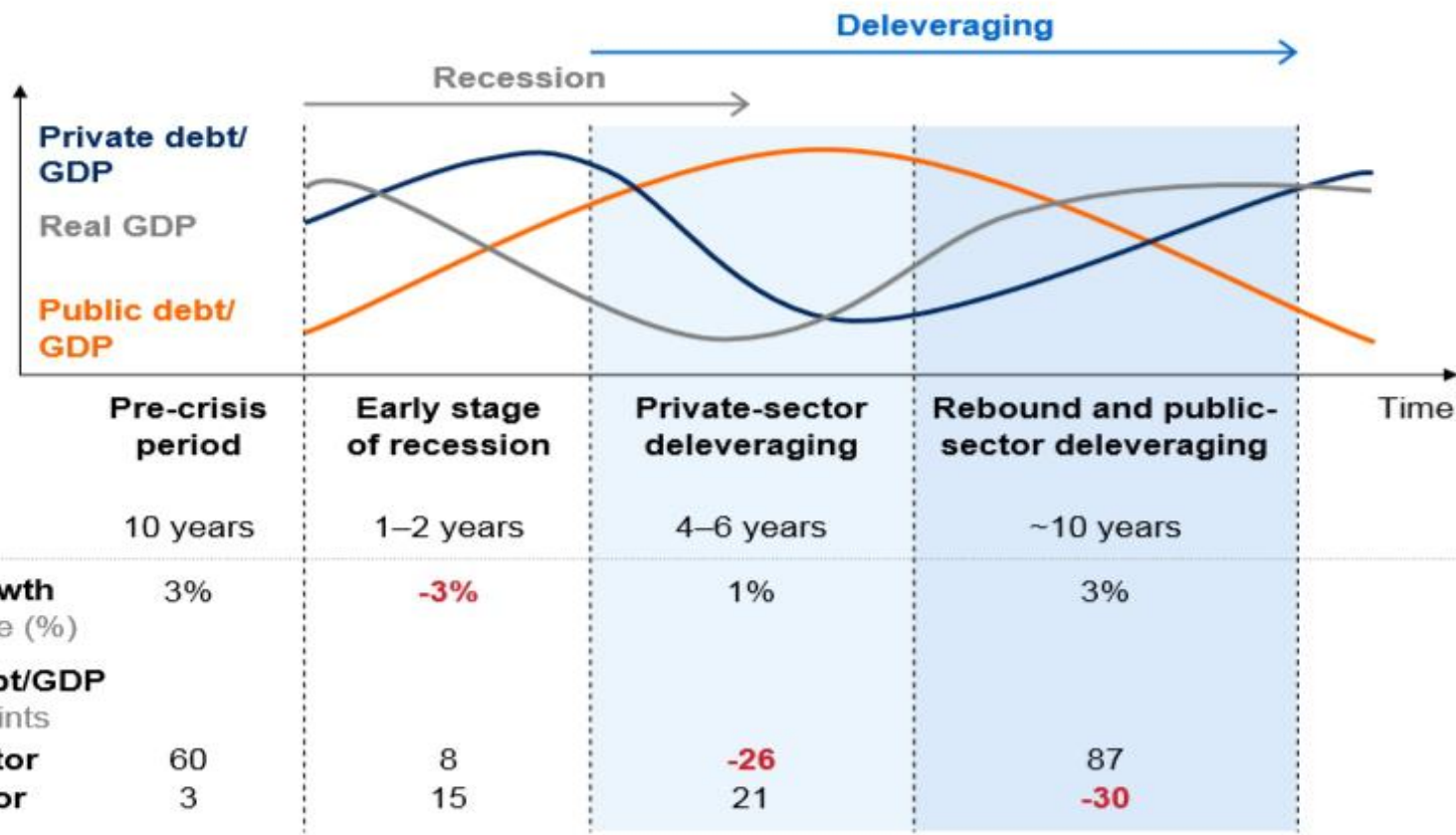


資料來源：BIS

麥肯錫研究指出 所謂的信貸循環 去槓桿其實有三個階段...

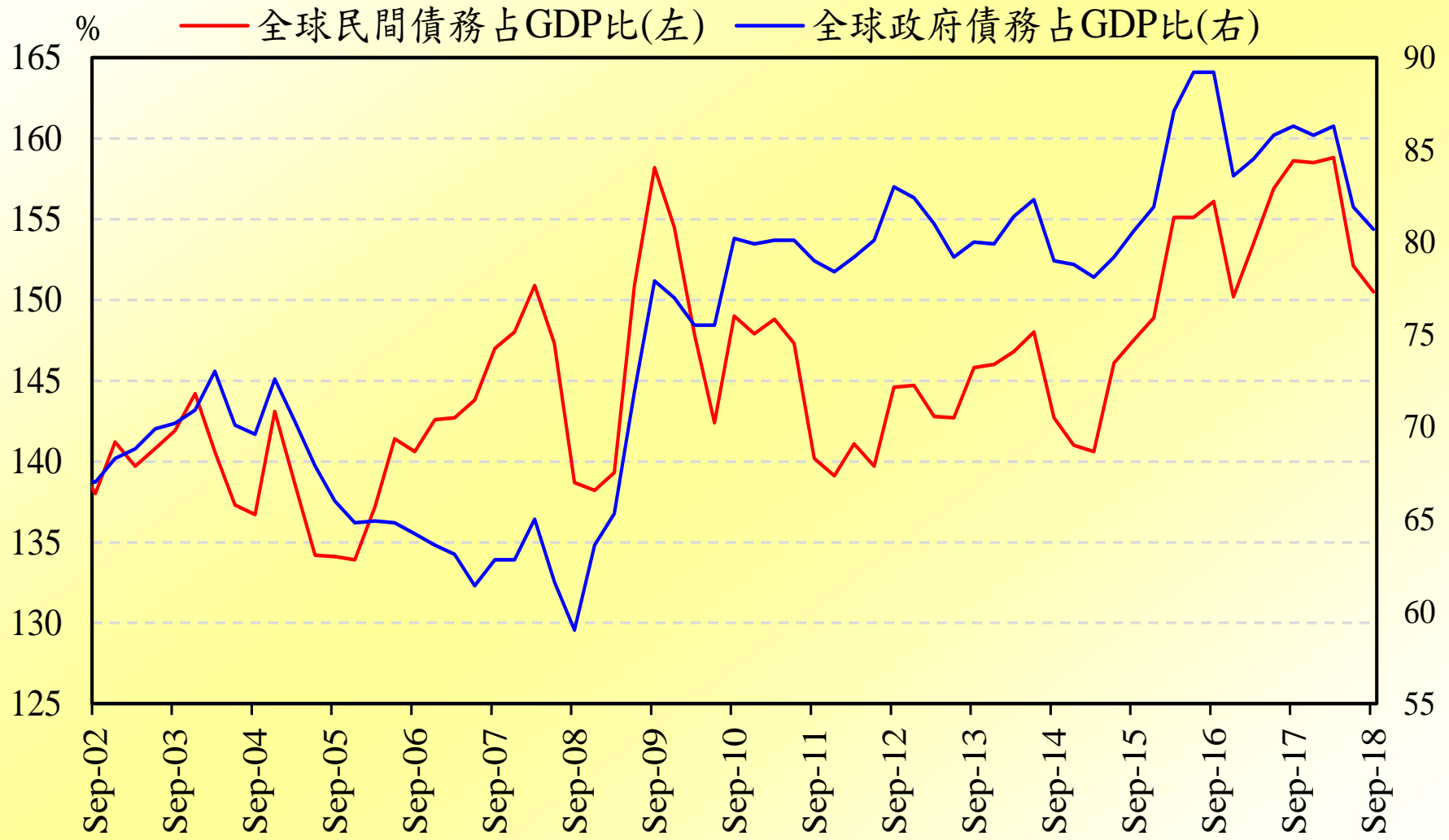
Deleveraging typically begins in the private sector, even as government debt continues to grow

Average of Swedish and Finnish deleveraging episodes



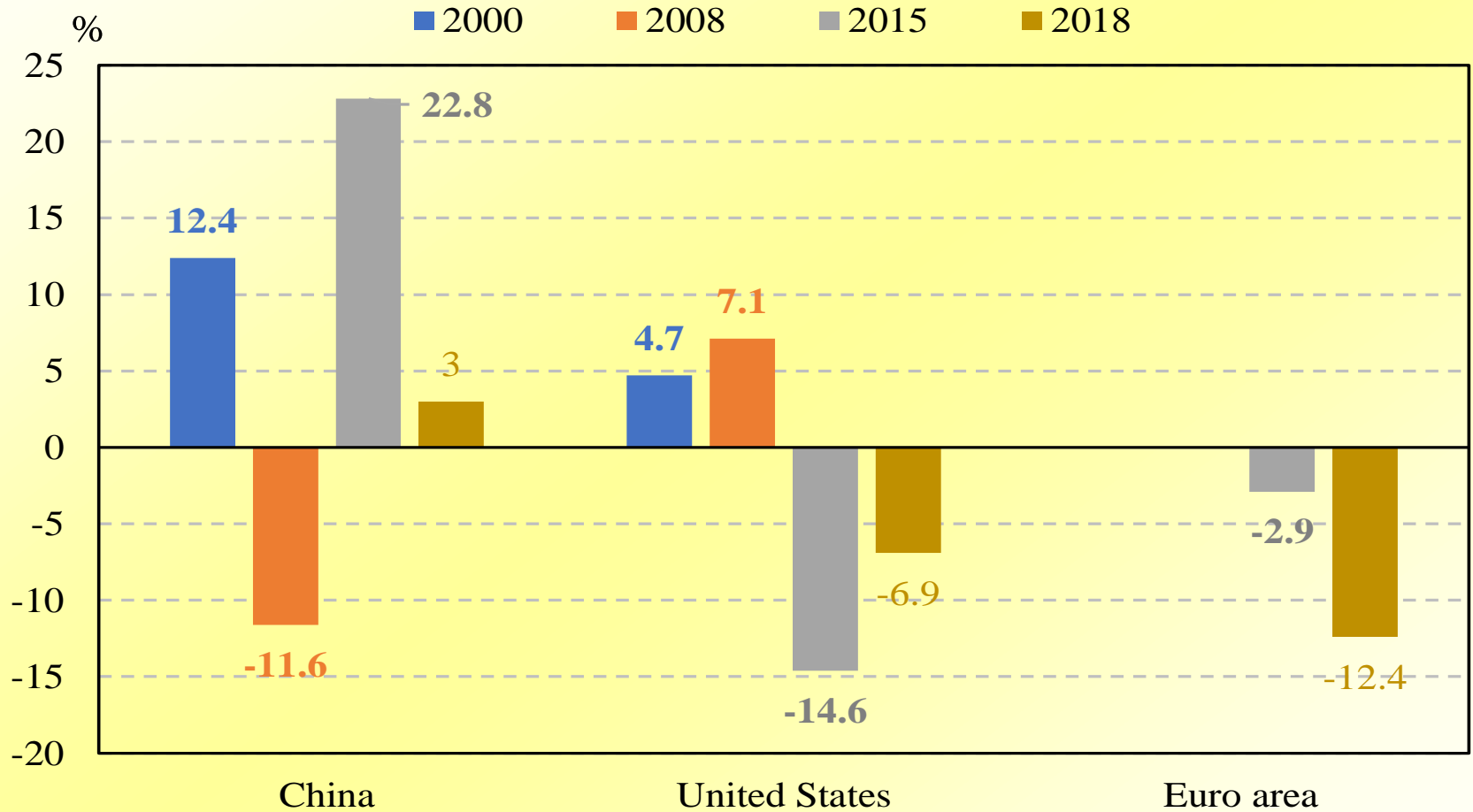
資料來源：McKinsey (2011), Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences.

...海嘯後全球債務增加主要來自政府部門 民間部門槓桿增加有限...



資料來源：BIS

...美國處在負向信貸缺口的加槓桿階段 歐元區去槓桿情況接近尾聲 中國處去槓桿階段 但槓桿相對2015年已經顯著去化...

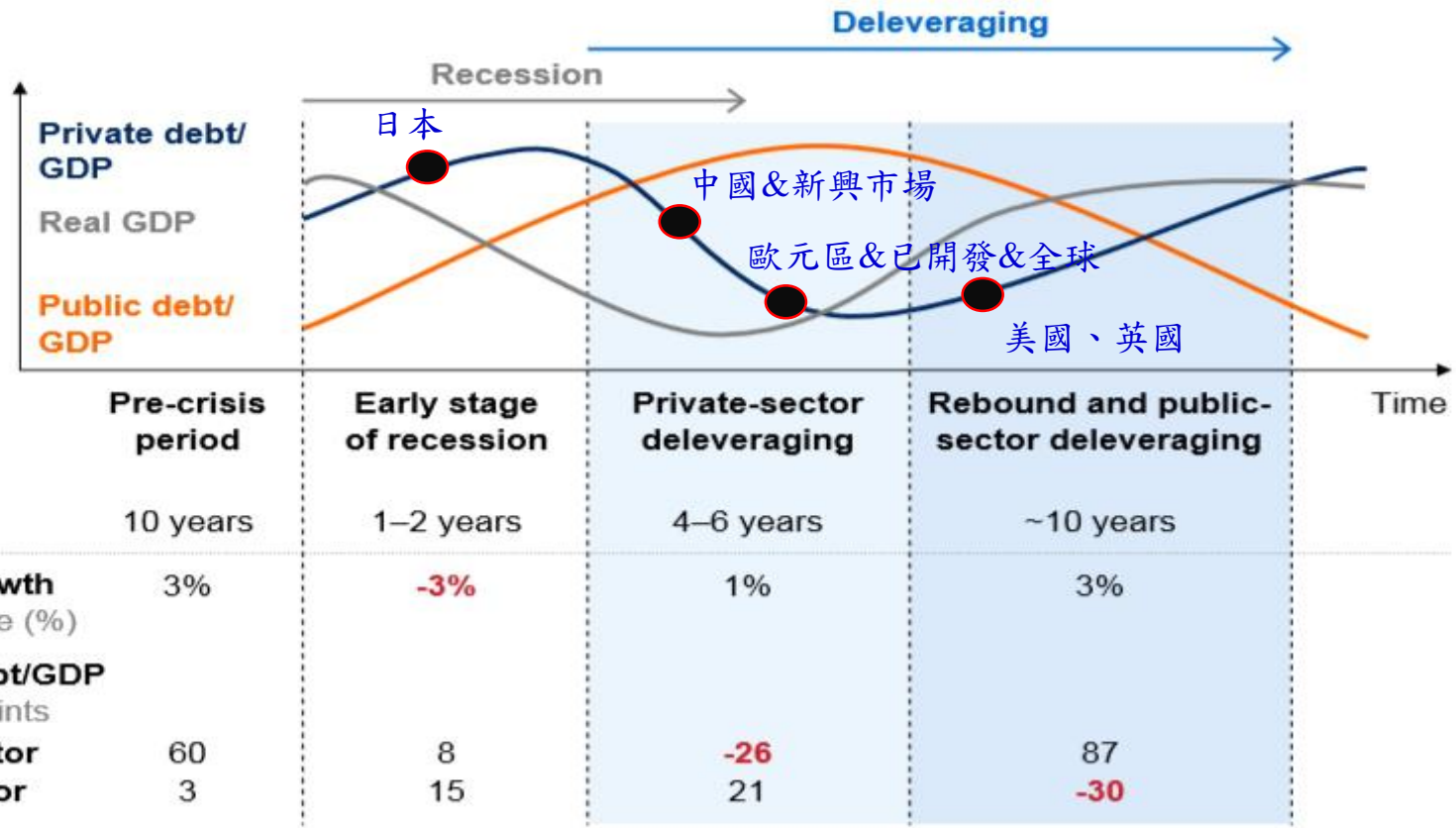


註:民間非金融機構債務缺口變化
資料來源: BIS

...若以麥肯錫的分類來看 當前全球經濟並非處在信貸循環末期...

Deleveraging typically begins in the private sector, even as government debt continues to grow

Average of Swedish and Finnish deleveraging episodes



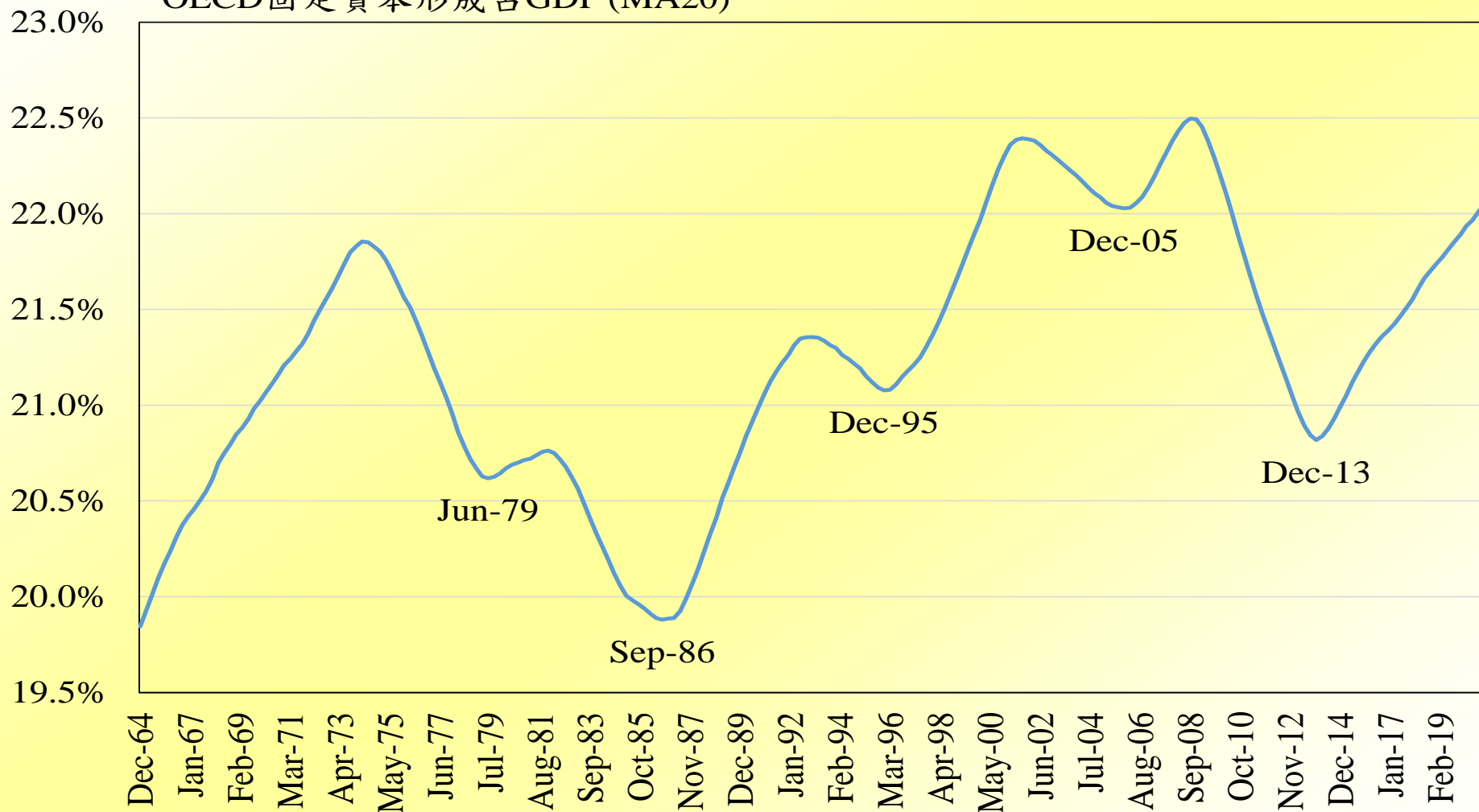
資料來源：McKinsey (2011), Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences.

傳統景氣循環的三種樣態

- 三種景氣循環樣態左右全球經濟走向
 - 存貨循環（3~5年）
 - 投資循環（7~11年）
 - 長波循環（40~60年）
- 2008年景氣衰退之所以那麼嚴重，主要因這三種循環都趨勢向下
- 目前，存貨循環接近谷底，投資循環向上與長波循環接近谷底，2019年全球經濟成長趨緩，但不致衰退

OECD預測即便到2019年底 全球仍處投資循環擴張期 惟從持續時間觀察 目前處在投資循環擴張末期...

OECD固定資本形成占GDP (MA20)

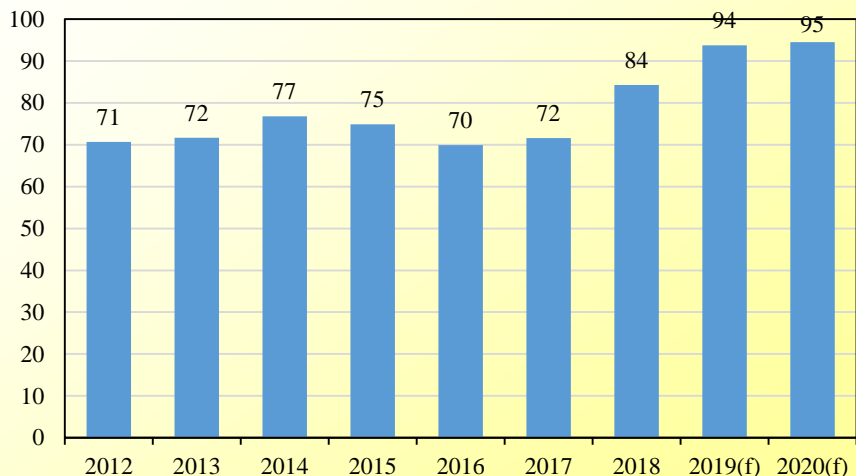


資料來源：OECD

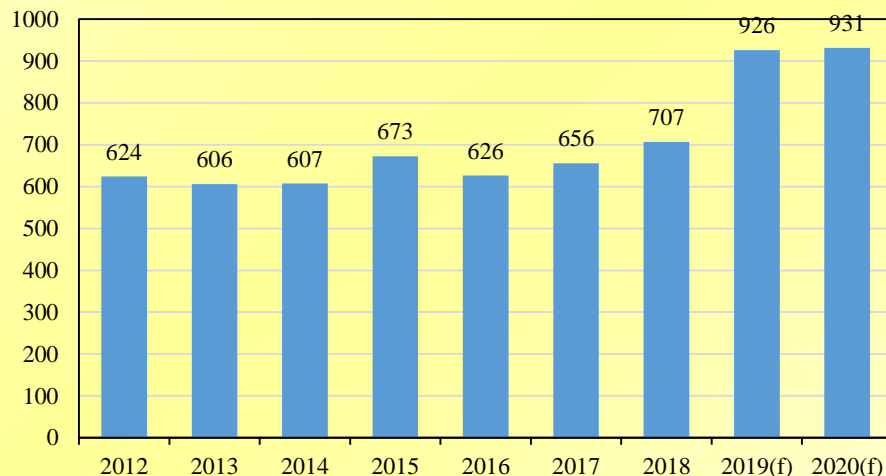


...Bloomberg最新調查顯示 市場預測 2019年美、德、日、中上市公司資本支出仍將處高檔...

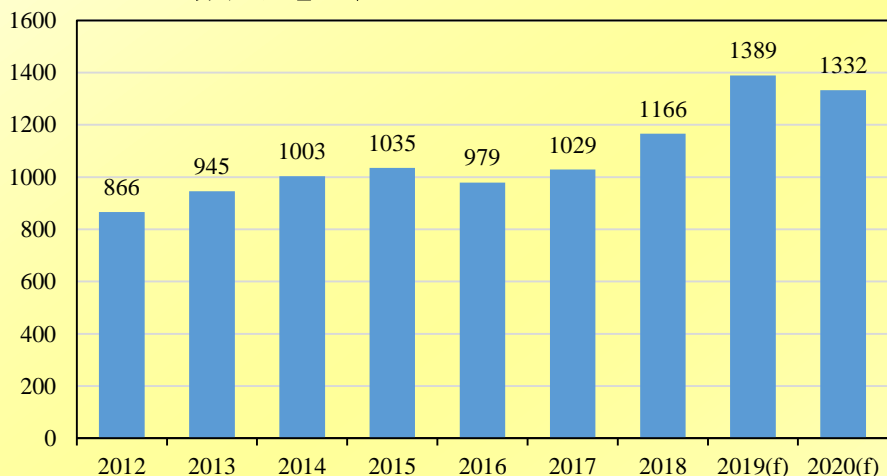
標準普爾500指數資本支出_美元/股



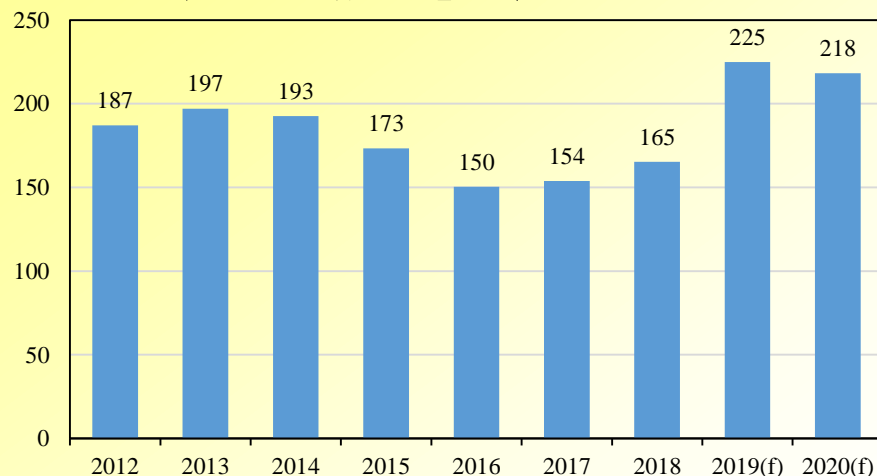
德國法蘭克福DAX指數資本支出_歐元/股



日經225指數資本支出_日圓/股

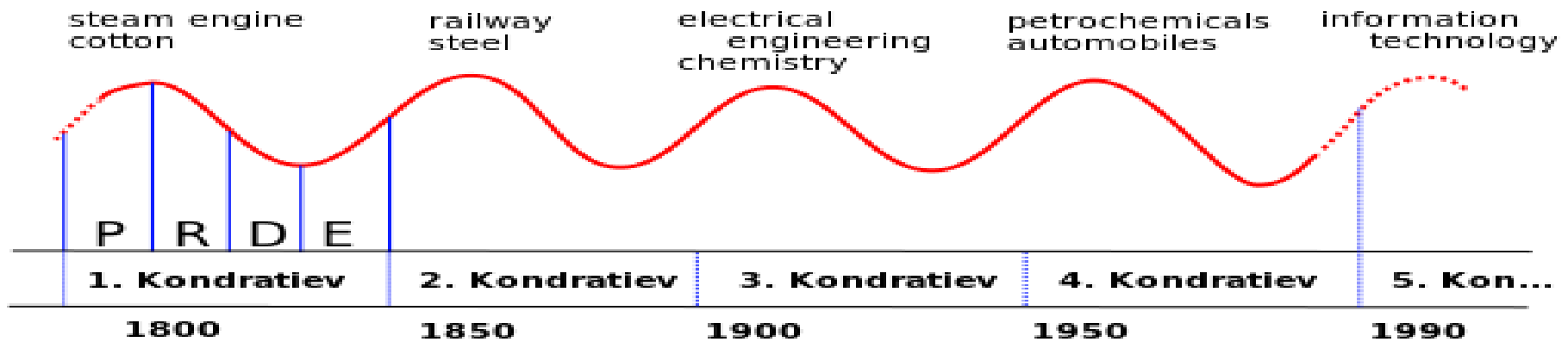


上海證券交易所綜合指數資本支出_人民幣/股



資料來源：Bloomberg (6.6, 2019更新)

從康波循環的角度出發 未來往往是在絕望中孕育...



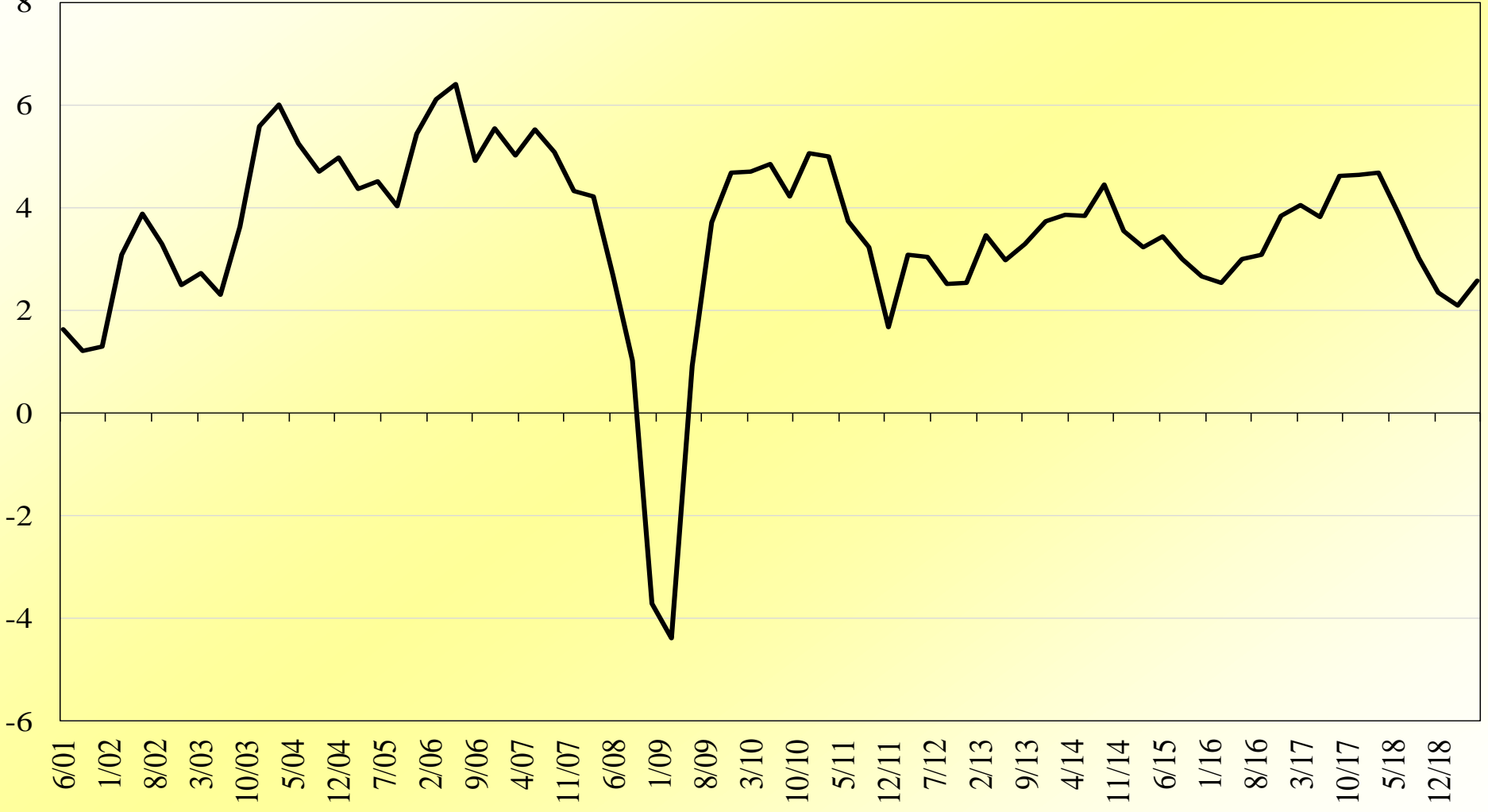
P: prosperity
R: recession
D: depression
E: improvement

Kondratieff cycles	1 st Kondratieff	2 nd Kondratieff	3 rd Kondratieff	4 th Kondratieff	5 th Kondratieff
Period	1780–1830	1830–1880	1880–1930	1930–1970	1970 to today
Invention	Steam engine	Railway, steel	Electrification, chemicals	Automobiles, petrochemicals	Information technology, communicati- ons technology
Area of application	Clothing	Mass transportation	Mass production	Individual mobility	Information and commu- nication

不確定性下全球經濟展望

當前全球經濟延續2018年下半年以來的降溫趨勢 還沒確定落底...

Bloomberg全球經濟成長率追蹤指標(%)



資料來源: Bloomberg

2019年4月全球、新興市場及已開發國家 製造業PMI趨勢仍處擴張 但新興市場已經反彈...

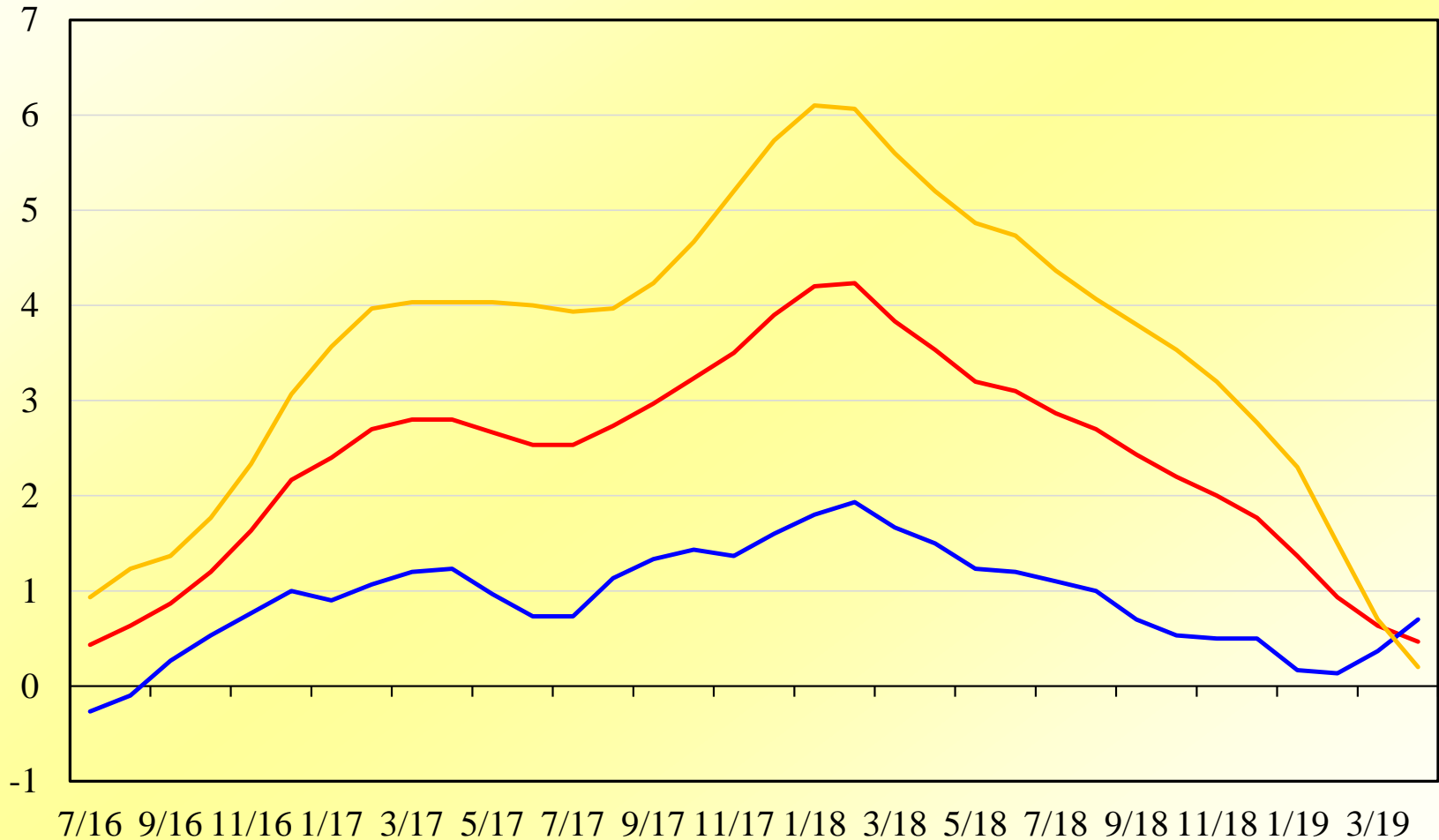
製造業PMI

(3個月移動平均; 與50差距)

— 全球

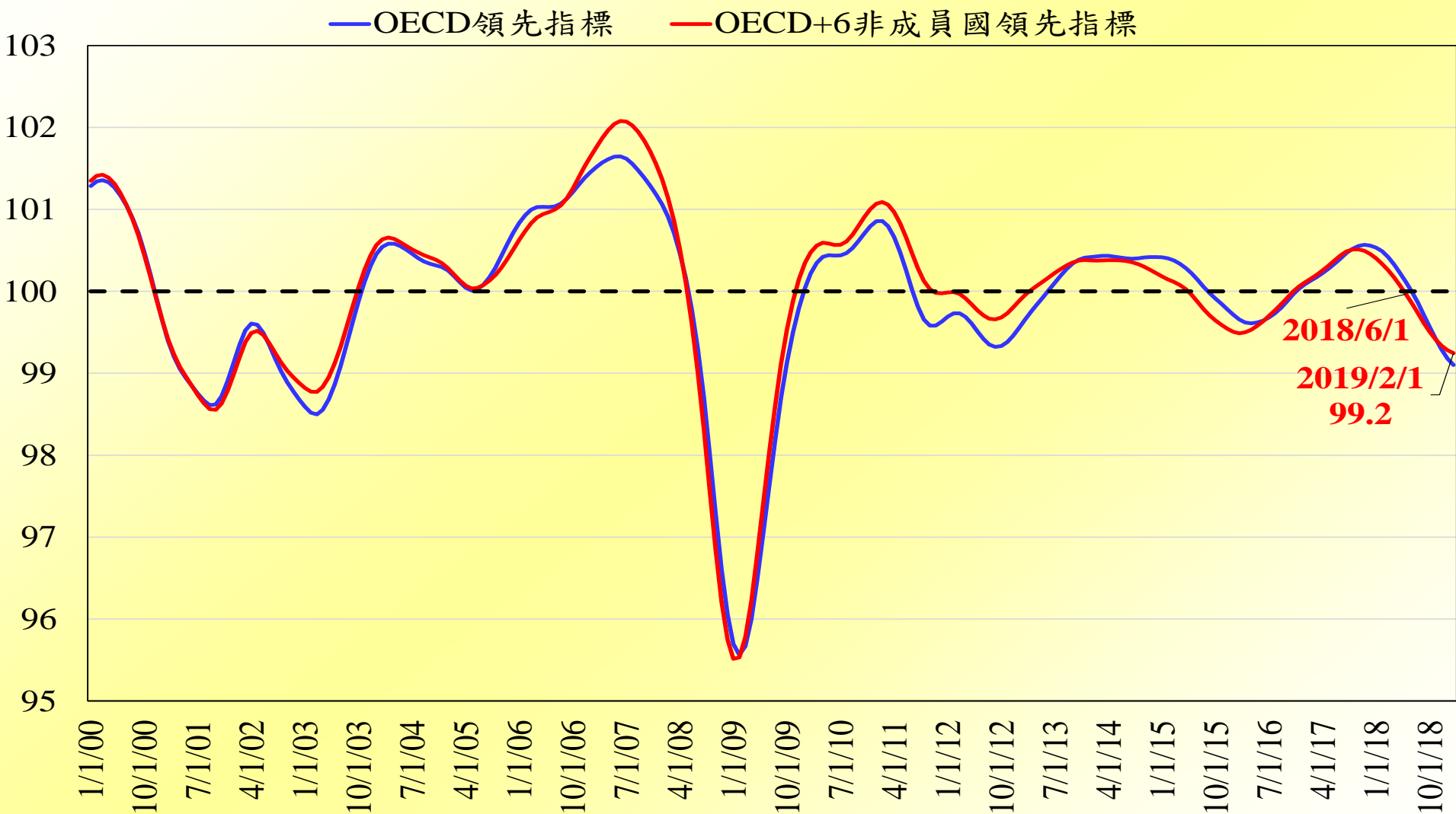
— 新興市場經濟體

— 已開發經濟體



資料來源：Bloomberg (5.3, 2019)

...2017年12月起 OECD、OECD+6大非成員國 領先指標連續下彎 且跌破長期平均線...

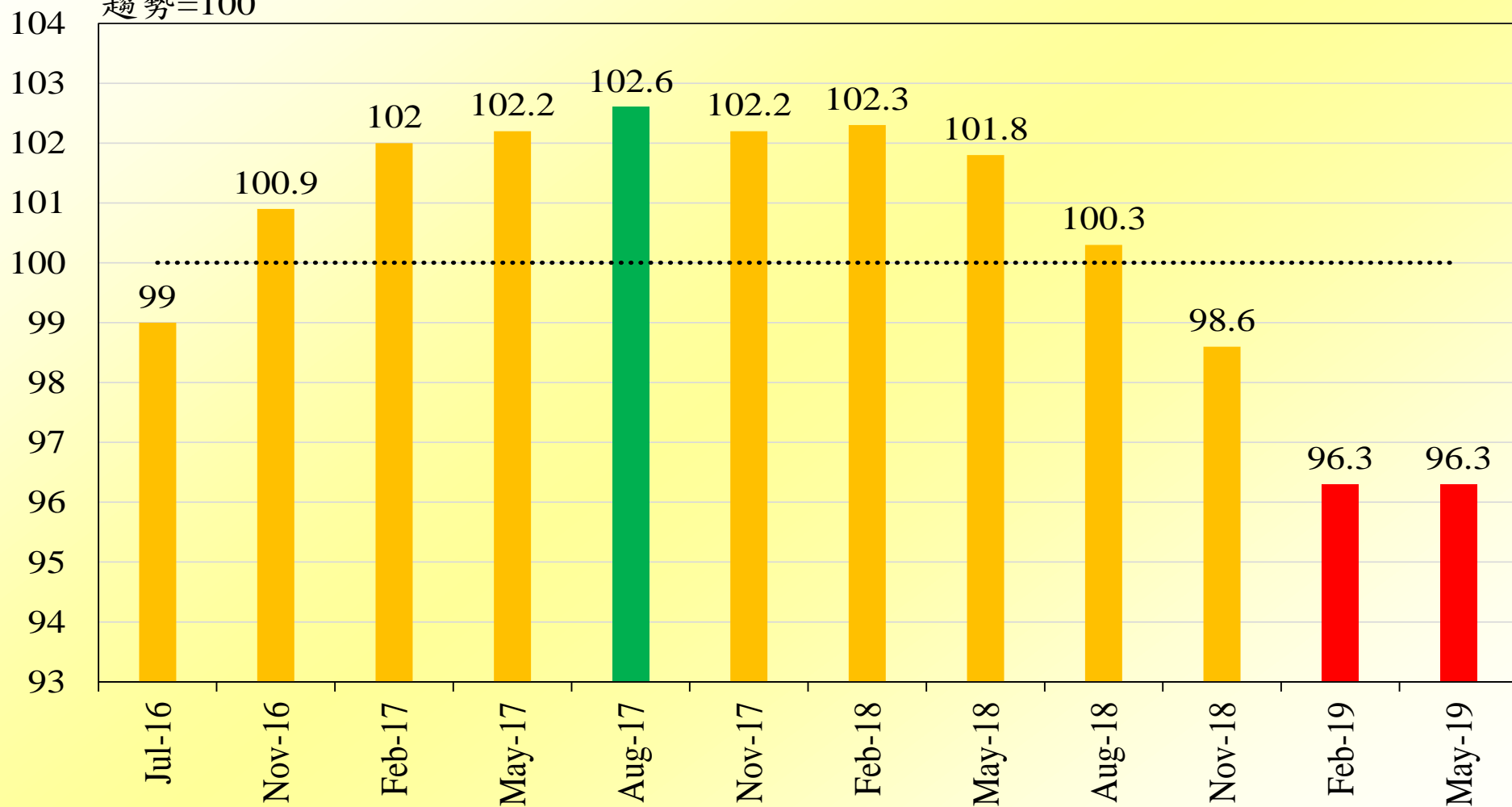


2018/6/1
2019/2/1
99.2

註：6個非成員國指巴西、中國、印度、印尼、俄羅斯、南非。
資料來源：OECD

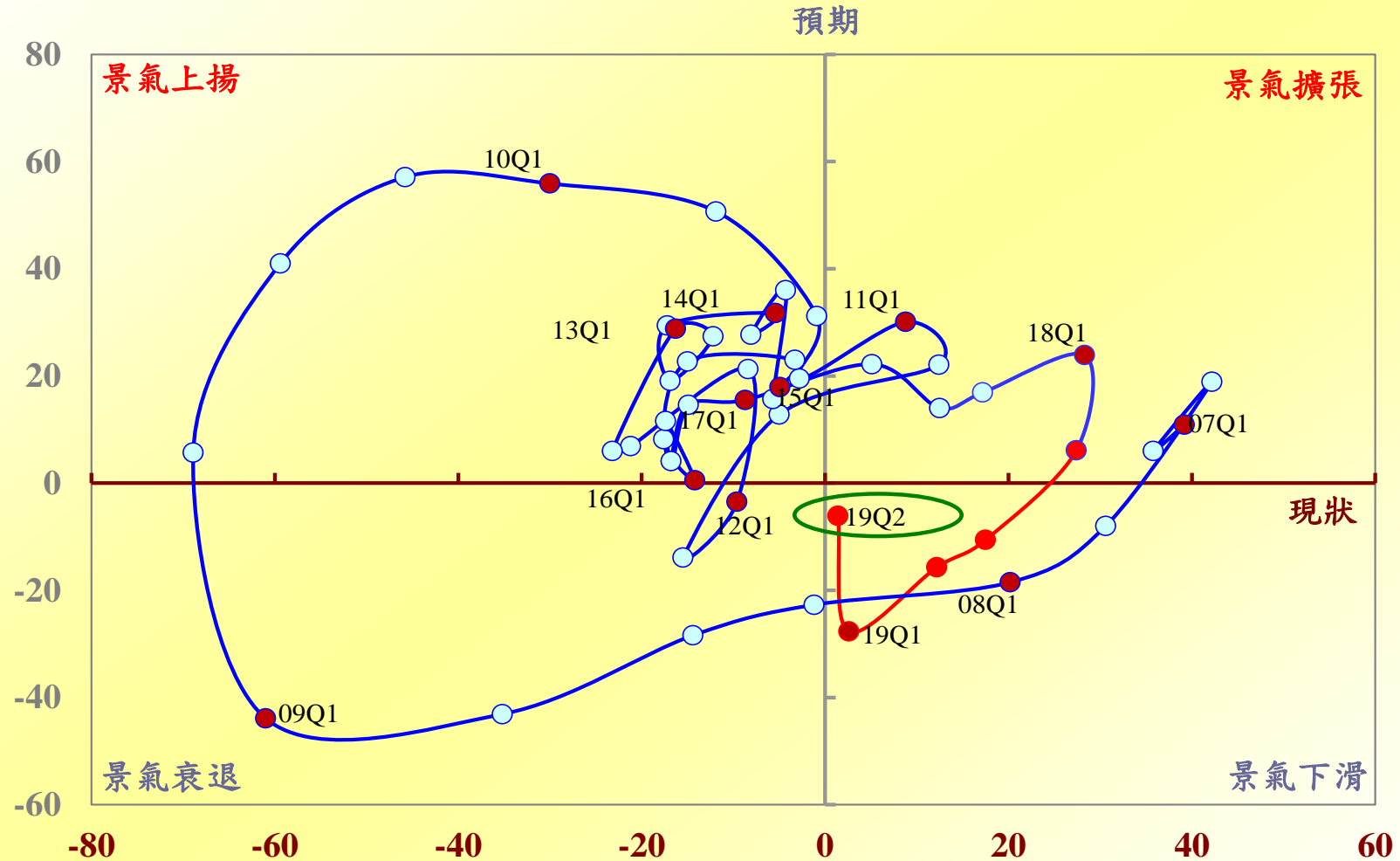
...世界貿易展望指標走低且偏離長期趨勢的程度擴大 但近期惡化程度減輕...

世界貿易展望指標
趨勢=100



資料來源：WTO

...5月8日權威經濟研究機構Ifo公布世界經濟測候指標顯示
 受訪專家對經濟現況進一步看壞程度減輕
 對未來六個月景氣前景的描述不再那麼悲觀...

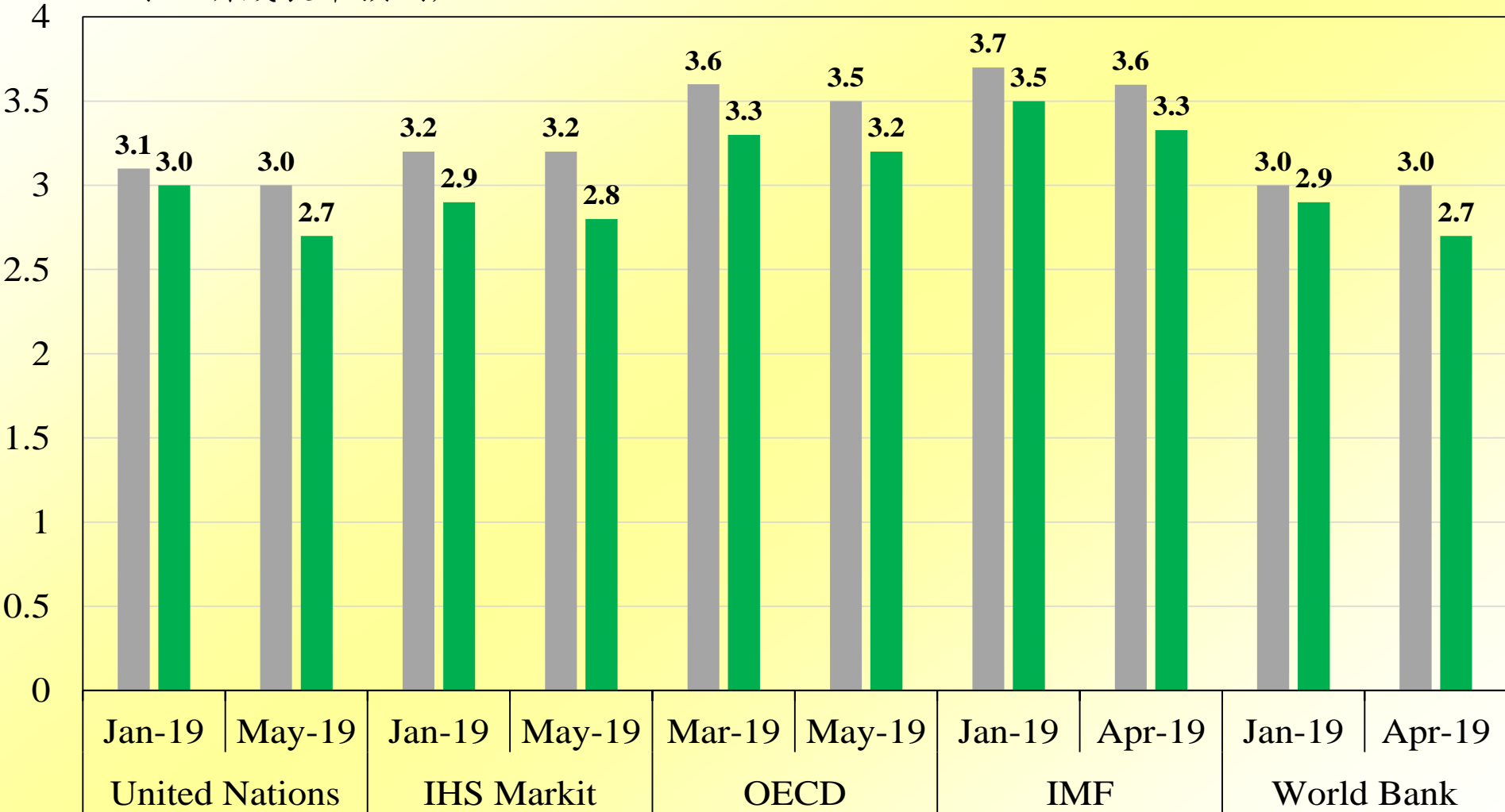


資料來源：CESifo

...2018年中後 IMF對2019年全球經濟成長的看法 從樂觀轉為保守 且持續下修經濟成長率預測值...

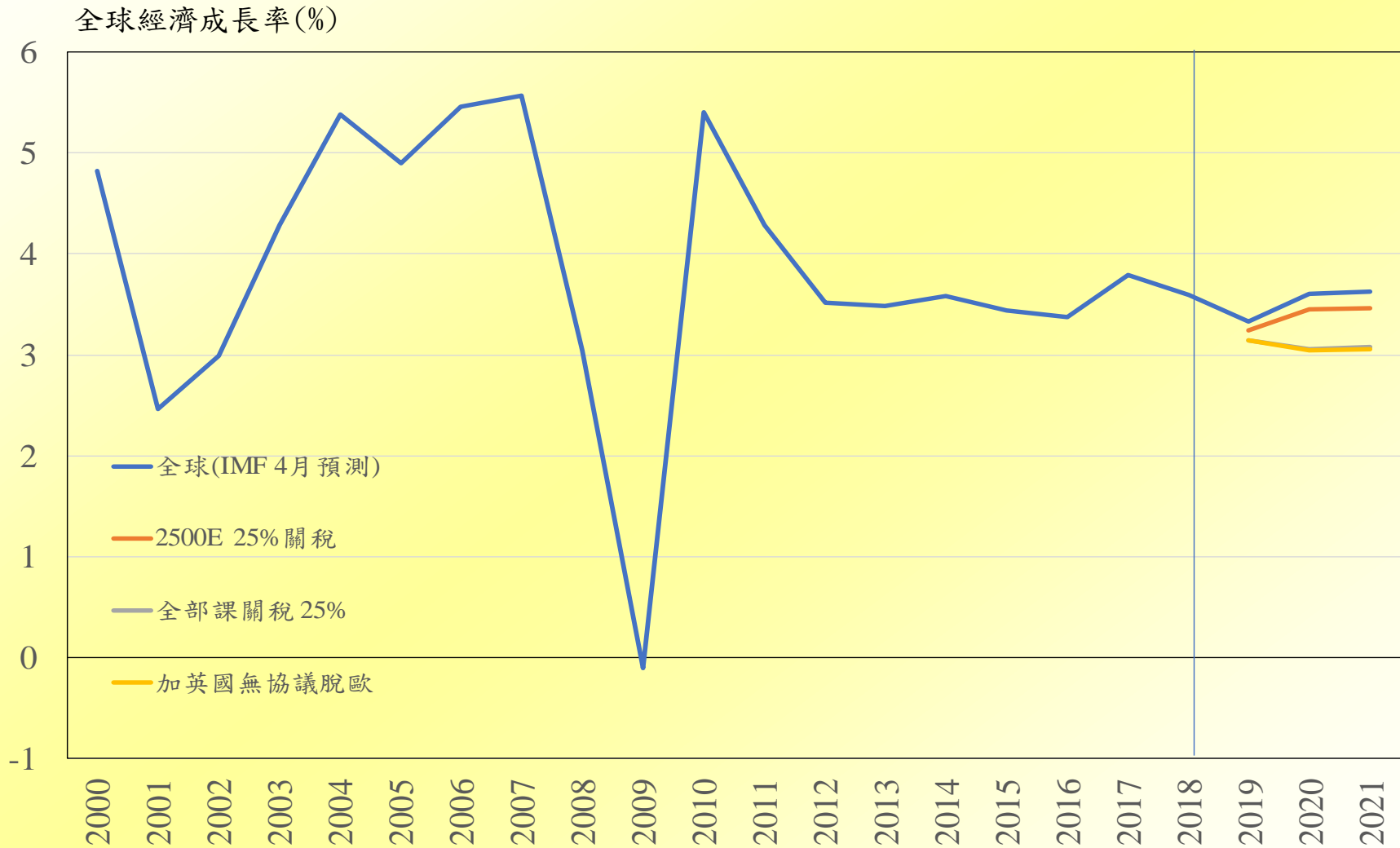
全球經濟成長率預測, %

■ 2018 ■ 2019



資料來源：各機構

各界共識原為全球經濟成長在今年下半年落底並展開新循環
 假若美中全部商品都課徵25%關稅 且今年10月英國無協議脫歐
 全球經濟將呈現如2012~2016「持續」低成長狀態 但不是衰退...



資料來源: Bloomberg

隨著中美貿易戰談判進入高潮
部分市場投資人陷入隧道視野效應的現象...



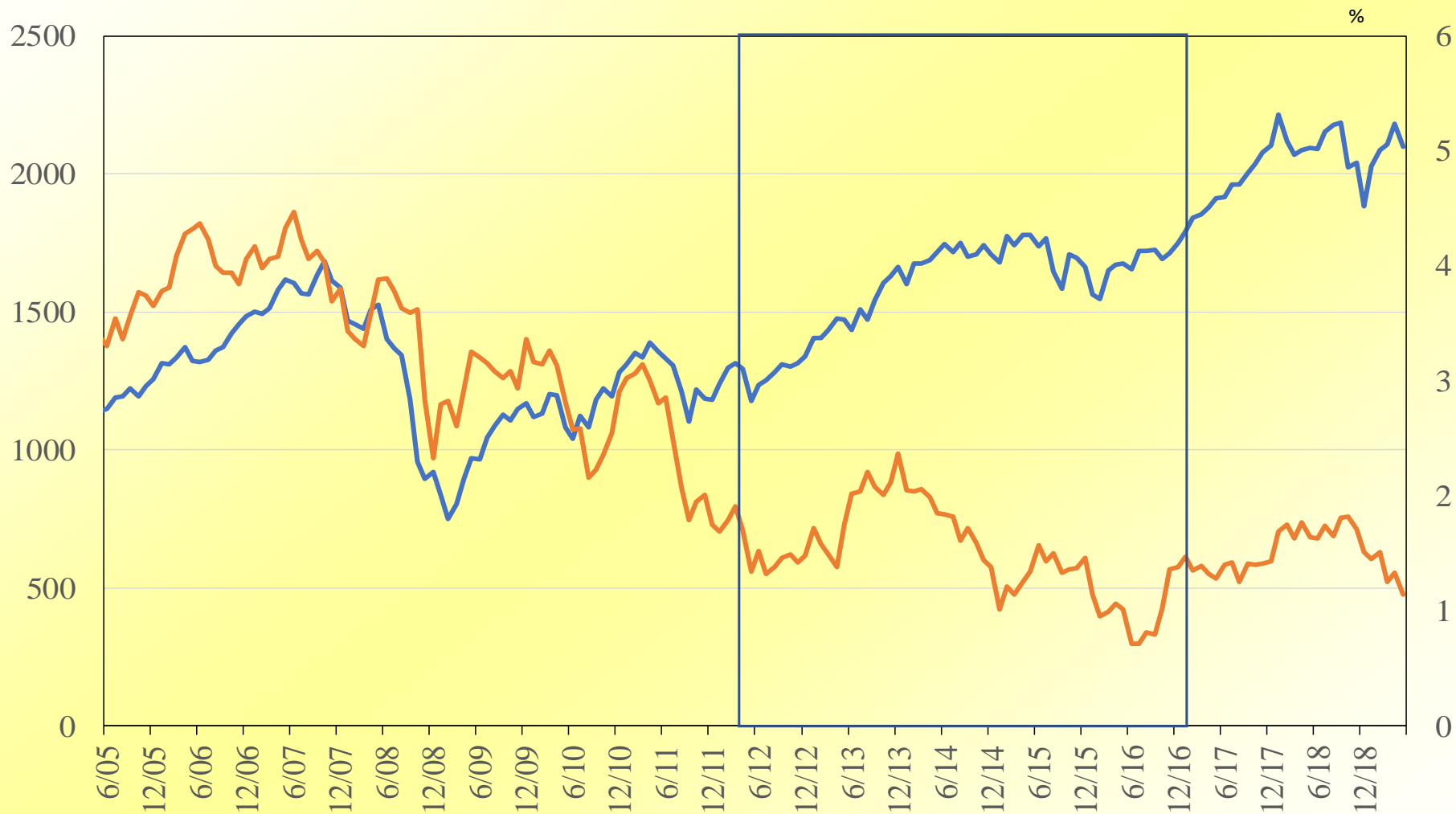
隨著中美貿易戰談判進入高潮 部分市場投資人陷入隧道視野效應的現象...

- 隧道視野是指在思考事情時，思路像隧道一樣狹窄。當我們陷入隧道視野效應的時候，我們的思維就像是一束光，它只照射到潛意識裡最先、最容易被調出的那一部分觀點，而周邊的其他可能性卻由於在黑暗中而未被看到。



目前經濟狀態與全球資金寬鬆程度與2015年1月及2016年1月接近...

— MSCI世界指數(左) — 主要國家10年期債券殖利率(右)



資料來源:元大寶華綜合經濟研究院

...目前美股與台股評價都低於長期趨勢 而美股評價較2015、2016年貴 台股評價與2015年相當 但貴於2016年初...



註:括弧內為今年主計處預測成長率減0.55個百分點
資料來源:元大寶華綜合經濟研究院 (5.30, 2019更新)

謝謝指教