



研究：中美貿易戰影響和後續延伸

中美貿易戰最新情況：08/23/2019

中國於 8/23/2019 宣布將對價值 750 億美元的美國商品加徵 10% 及 5% 不等的關稅，將分別在 9/1/2019 及 12/15/2019 開始實施。

川普當日則針對中國加稅決定採取反制措施，將於 10/1/2019 在原本 2500 億美元的進口商品 25% 關稅上，額外增加 5% 或 125 億美元的關稅。9/1/2019 則對其餘 3000 億美金的商品加徵 15% 關稅（原本延期並且只有 10%）。

代入先前所做的模型後，得出此次美國加稅的舉動將影響中國出口

開銷，帶來 250-300 億美元的成本。而人民幣需要貶至 7.42-7.67 才能完全沖銷。

驗算：假設到週四（2019/08/22）收盤截止，離岸人民幣收 7.0895:1 美元，川普在關稅各加上了 5%。以之前首次測算人民幣必須貶值到約 7.36:1 為基礎，可以得出在無政府救市的情況下人民幣需再貶值 5% 到 7.44~7.73:1 與模型得出的結果相仿。

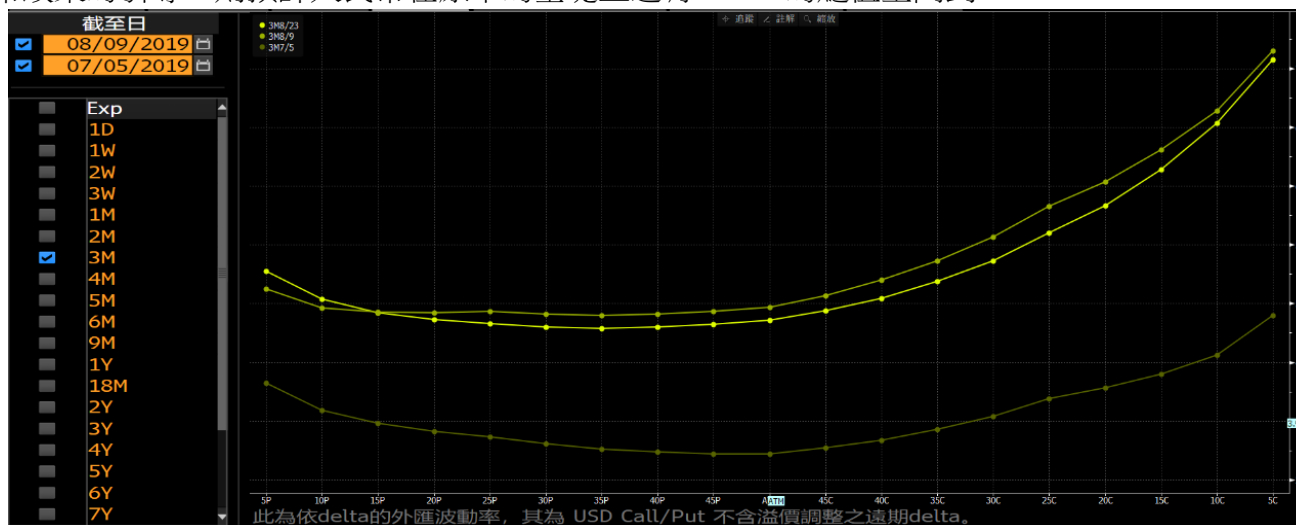
配合近日中國頻繁的貨幣政策（在香港發行央票，LPR 機制，持續的 MLF 放水等等）甚至是未來有可能的降息政策，或許能抵銷貶值壓力。若是持續進行貨幣政策的引導，則預計人民幣在原本的基礎上還有 2~3% 的貶值空間到 7.23~7.58:1。

表三 所需沖銷美國額外增加關稅之匯率

VAT+TaxCut	Tariff	16.8%	21.8%	25.0%	
0%		7.36	7.67	7.88	16.8% 原本加徵關稅情況
4%		7.11	7.42	7.62	21.8% 8/23後計入新稅率後情況
5%		7.04	7.36	7.56	
5.8%		6.99	7.31	7.51	

4% 為計入增值稅對沖關稅影響; 0% 則不計入增值稅影響

0.8% 為中國降息 1% 對企業所增加之利潤



（微笑曲線較 8/9 較為些微和緩，但還是嚴重向右偏斜）

藏富（金）於民？世界主要國家黃金儲備探討

延續前面的研究，為何黃金儲備這麼重要？前文提到了黃金的避險特性，但在動蕩時期，黃金更代表了信用兌換的支付保證。美國 FED 前主席格林斯潘曾說過：「在極端情況下，任何貨幣都有可能不被承認，但黃金是絕對收的！」，以下對各國在做出財政和貨幣的刺激政策的時候，又各自是如何做出決策的基礎做些許解讀。

2008 年的次貸風暴對全球所造成的衝擊到現在都還有餘波，理論上來說黃金還是一個能穩定匯率並且能提供兌付保證的資產。那為何世界各國的央行對於黃金的態度不盡相同？除了戰略考量以外，一個國家的進步與發展程度和民族性也會對於實體黃金儲備的需求有所不同。

右表為看到 G20 國家的黃金儲備和近年儲備量的增減。除了前文提到的俄羅斯與中國，印度與土耳其的儲備也在上升；而其他國家基本上保持穩定的黃金儲備。印度因為宗教信仰關係，為傳統黃金消費大國，長年盤據黃金進口第一大國。前幾年其黃金進口量被中國超越落居第二，但兩者每年的黃金進口量皆超過一千噸，可見民間儲備的力量不可忽視。而土耳其則是在強人總統埃爾多安的統治下想跟俄羅斯與中國一樣去美元化。

加拿大自布雷頓森林會議黃金脫離金本位後就開始逐年降低黃金儲備，並於 2016 年後將黃金減持為 0。雖然加拿大的債務與 GDP 之比（2018：101%）與黃金儲備量呈現反向，但 2017 年加拿大的 3% GDP 成長率為過去 6 年來最高（2018：2.9%）。加拿大歷屆財政部和央行首長皆表示黃金為一種過時的資產，他們寧願將黃金賣了去市場上尋找更有收益的回報。本研究將不探討為什麼加拿大會拋棄黃金，但判斷因為加拿大本土擁有豐富的自然資源可供出口（甚至是當作儲備），所以其有能力也有這個資本在拋售黃金的同時兼顧發債來提振經濟。

國家	G20 黃金儲備			
	黃金儲備 (噸)	前期	範圍	
美國	8134	2019/06	8134	8149:8133
德國	3368	2019/06	3370	3469:3368
義大利	2452	2019/06	2452	2452:2452
法國	2435	2019/06	2436	3025:2435
俄羅斯	2119	2019/03	2113	2119:343
中國	1864	2019/03	1852	1864:395
瑞士	1040	2019/06	1040	2590:1040
日本	765	2019/06	765	765:754
荷蘭	613	2019/06	612	912:612
印度	607	2019/03	599	607:358
歐元區	505	2019/06	505	767:501
沙烏地阿拉伯	323	2019/06	323	323:143
英國	310	2019/06	310	588:310
西班牙	282	2019/06	282	523:282
土耳其	261	2019/03	254	261:116
新加坡	127	2019/03	127	127:0
南非	125	2019/03	125	184:123
墨西哥	120	2019/03	120	125:2.55
南韓	104	2019/06	104	104:13
印尼	79	2019/06	78.5	96.5:73.1
澳大利亞	69	2019/06	68.7	79.9:68.7
巴西	67	2019/06	67.4	119:32
阿根廷	55	2019/06	61.7	61.7:0.28
加拿大	0	2018/12	0	46.2:0

Source: Trading Economics

日本則是另一個有趣的國家，國家黃金儲備長年穩定，只佔了整體外匯儲備的約 2% 左右，相比美國和德國有約 40%，中國央行有 3.3%（不計民間儲備）。日本以一個已開發國家但持有非常低的黃金儲備是因為其藏富於民的政策。雖然債務與 GDP 之比高達 250%（中國 2018：276%），但是其中有 90% 以上為內債；中央與地方大肆舉債的同時，其實日本民眾所擁有的個人金融資產高達 1800 兆日圓（2018 匯率：15.9 兆美元），而且基尼係數僅 0.32（中國：0.47）表示財富分配相對均勻，成橢圓形狀。此外，日本與中國不一樣的是資金的流向。日本對外投資高，海外淨資產超過 350 兆日圓（2018 匯率：3.1 兆美元），2017 年匯回國內的海外收入 21 兆日圓，約 6.7% 資產收益率，相對在日本國內投資負收益的債券和波瀾不驚的房地產，投資海外相對報酬率較高。另外，扣除軍備研發後，日本在 90 崩盤後意識到：與金融相比，科技才是硬實力的道理！實際科研佔 GDP 之比為全球最高，常年達到 3.2~3.3% 左右。領先的科技可以確保之後的豐厚回報。

前文提到中國的科研佔比不夠，其中有很大塊原因跟全球資金的脈動有很大關聯。與日本的資金出走相反，中國在大量吸引資金，帶著錢與技術（例如日本的研發）到本土投資，中國將這些資金轉換成強而有力的外匯儲備，但是其實是在別人研發的大樹下好乘涼。當世界工廠做代工的時候，中國的研發腳步其實還是跟不上世界的腳步，成長處處受限，這些金流很大一部分在中國境內轉了一圈後到最後還是要回到外資手裡，留在本土的除了技術熟練但單一的工人以外，就是成片的廠房。社會問題不是本文研究的主旨，但可以想像在勞力密集的時代過後，這批嬰兒潮（1975~2000 年出生）在過了體力黃金期後對社會所造成的負擔肯定不小。

再來回到中國黃金儲備，除了要擺脫對美元的依賴以外，也可以推論出中國政府需要對隨時有可能撤出的外資做出準備，逐年增加黃金。但從圖表中可以看出來中國 M2 佔 GDP 百分比在 2008 年後似乎有點過度超發了。192 兆人民幣的 M2 為 GDP 的 213%，債務為 276%（右圖上）。而 M2 對比人民銀行的黃金儲備（乘上當期末倫敦金價）則是達到了驚人的 350 倍，同時也可以看到日本也有接近 300 倍的發行量（右圖中）。根據前文提到的藏富於民，配合著中國在 2000 年後的經濟發展，我們決定對於中國的民間的黃金儲備做出測算。參考數據如下：

中國央行公布黃金儲備、中國黃金進出口（自香港、瑞士等，近年每年約 1200~1500 噸）、中國產量、工業消耗（~10%）等，在 2002 年以每戶擁有約 5 克黃金，3.1 億戶為基準計算（根據世界黃金協會數據：歐美發達國家每戶約有 100-120 克）。

中國保守測算：2018 年截止，中國民間黃金儲備至少有 11900 噸 + 人民銀行 1853 噸（不計算有可能沒被申報的黃金）= 13,753 噸，或是約 4.4 兆人民幣。

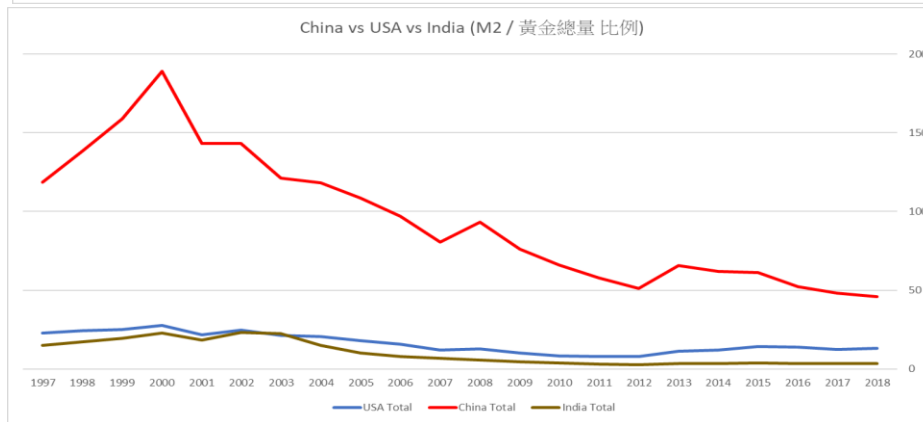
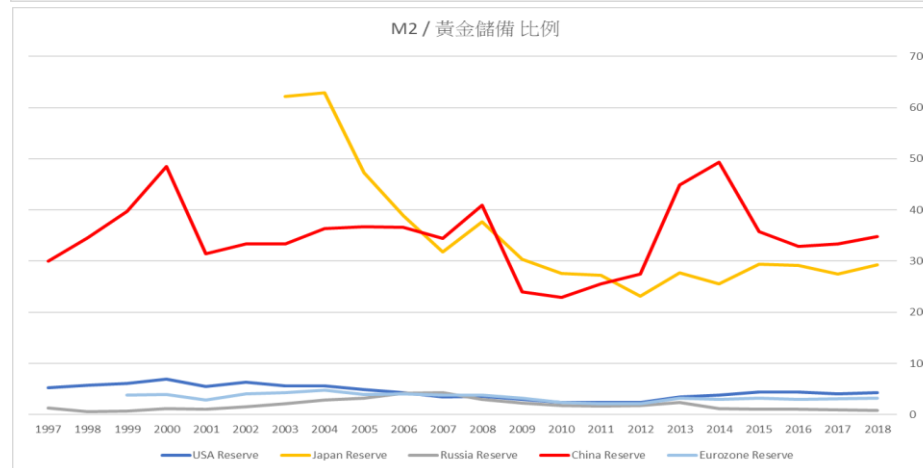
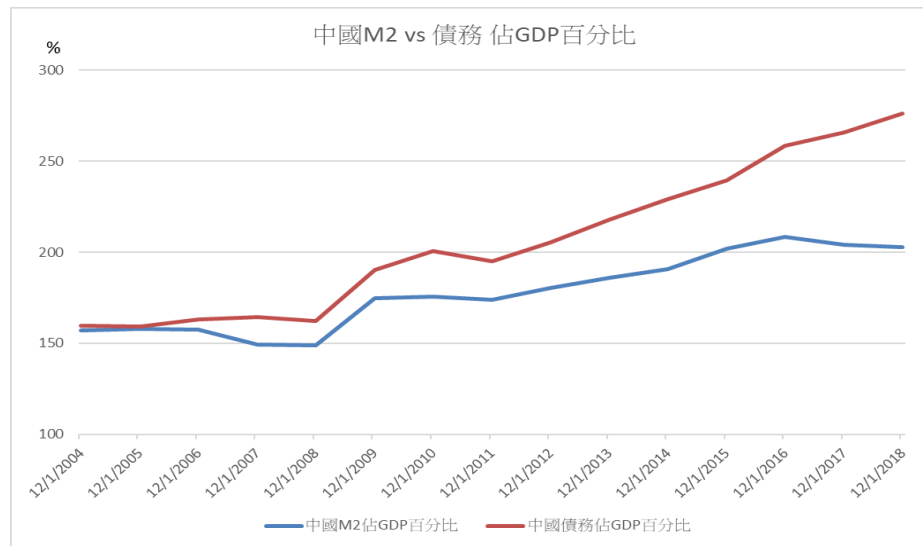
再拿此數字與 M2 再做一次比較，得出 M2 發行量降到了是黃金儲備價值的 45 倍（右圖下）。可以看到貨幣發行基於黃金的倍數雖說是逐年收斂，但在經濟高速發展（金融風暴後）的時候的財政和貨幣刺激政策還是有階段性成長的巨大發行量。

此測算雖然只計入通膨的影響，但是未能將金價的波動剔除；導致金價漲，黃金價值高則倍數降低，參考 2013 年比值地回漲因為金價回落）。

初步結論：中國的貨幣發行量在暴增的假象下其實是相對有支撐的，美國在 1933 年羅斯福總統（FDR）的新政下禁止民間擁有黃金，由政府統一以 1 oz 兌 \$20.67 回購。同理中國政府也能做出同樣的行動來支持政府赤字和貨幣發行。

再回頭來看其他國家的 M2 與黃金儲備價值比（見右圖和下頁表格）：

日本保守測算：2018 年截止 1.27 億人口，約 5333 萬戶，以每戶 100 克黃金計算則日本民間擁有 5333 噸黃金，央行持有 765 噸，共計約 6100 噸。M2 倍數降為 11 倍左右。按照前文提到的民間資產約 19 兆美元，此測算 8 兆美元的黃金，約 40%，換個角度想，其實與美國和德國等發達國家的黃金外匯儲備比例相仿；若是計入全部 20 兆美元，則數字降至 4.8 倍。這是真正的藏富於民，表面上的 M2 發行量是有實際支撐的。



歐洲：發達國家已經基本上保持外匯儲備穩定。由於文化影響，民間基本上對黃金消費以及儲蓄較不青睞；雖然歐央行的 QE 政策沒有停止的跡象，但事並沒有表現在 M2 上，可以推斷印發的鈔票已經流入市場嘗試刺激消費、對科研的支出以及高稅收下的高福利政策。歐洲有自己本身的社會問題例如高失業率和負債，地中海國家常年需要援助且基本上已經信用破產。判斷高收入下帶來的高消費成本很大程度上在系統內抵銷掉了 M2 的印發，對於人道主義和普世價值的宣傳方面的金錢和社會成本也難以估量。或許這是為什麼歐央行陷入無限的印鈔迴圈，但是經濟卻沒有起色。所以在公布的資料上來測算，只能發現 M2 對黃金比例長年保持穩定：表面上沒有貨幣超發的跡象，甚至可能其實是不夠的。

印度：與日本類似，皆採取藏富於民的策略。加上印度文化使民間對黃金消費一直保持大量需求，印度央行黃金儲備(600 噸)估計僅佔全印度黃金總量(1.6 萬噸)的 4% 左右。但是在發展的同時，M2 倍數保持在非常低的 3 倍，比日本還低。不難判斷出若是印度若是變成下一個人口紅利的受益者，想像空間是非常大的。

下表列出目前全世界黃金儲備最高的美國，以期消費量前兩名的中國和印度的黃金總量測算僅供參考：

美國、中國、印度黃金總量 (千噸)																						
	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
美國總量	26.3	26.0	25.7	25.3	25.0	24.7	24.3	23.8	23.2	23.1	22.7	22.3	21.9	21.6	21.2	20.8	20.5	20.1	19.7	19.3	18.9	18.6
美聯儲儲備	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
美國民間	18.2	17.9	17.6	17.2	16.9	16.5	16.1	15.7	15.1	14.9	14.5	14.2	13.8	13.4	13.1	12.7	12.3	11.9	11.6	11.2	10.8	10.4
中國總量	13.8	12.5	11.3	10.1	8.2	7.0	5.5	4.5	3.5	3.3	2.6	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
人行儲備	1.9	1.8	1.8	1.8	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
中國民間	11.9	10.7	9.5	8.4	7.2	6.0	4.5	3.4	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
印度總量	15.6	14.7	13.8	13.1	12.1	11.2	10.1	9.0	8.0	7.2	6.1	5.2	4.2	3.3	2.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
印度央行儲備	0.60	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.40
印度民間	15.0	14.1	13.3	12.5	11.6	10.6	9.6	8.5	7.4	6.7	5.7	4.8	3.9	2.9	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
M2對黃金儲備價值倍數																						
年份	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
期末倫敦金價	\$ 1,282	\$ 1,303	\$ 1,148	\$ 1,061	\$ 1,184	\$ 1,202	\$ 1,675	\$ 1,565	\$ 1,421	\$ 1,097	\$ 882	\$ 834	\$ 627	\$ 517	\$ 438	\$ 415	\$ 348	\$ 379	\$ 272	\$ 288	\$ 288	\$ 289
美聯儲	42.8	40.7	44.0	44.4	37.6	35.0	23.8	23.5	23.6	29.5	35.4	34.1	43.0	49.2	55.7	55.6	63.0	54.5	68.9	61.3	57.8	53.1
日本央行	293.1	274.5	291.1	293.7	256.0	277.4	231.9	272.3	275.5	304.1	376.5	317.7	388.8	472.5	629.5	621.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
俄羅斯央行	7.8	9.6	10.5	10.0	11.8	23.7	17.2	17.0	18.2	22.2	30.0	43.3	42.1	32.6	28.8	21.0	15.4	10.2	12.1	6.8	5.2	13.3
中國人行	347.7	333.9	328.6	357.0	493.0	448.9	275.2	254.9	228.7	240.4	409.2	343.8	366.3	367.2	363.0	333.5	332.9	313.9	484.6	396.9	345.6	300.1
歐央行	31.7	31.4	29.9	31.7	30.0	32.1	21.6	21.7	24.1	32.7	38.5	38.6	41.0	39.9	47.5	43.2	40.0	29.0	38.9	37.6	N/A	N/A
美國總量	13.0	12.5	13.6	14.2	12.1	11.4	7.8	7.8	8.1	10.1	12.7	12.0	15.5	17.9	20.7	21.3	24.5	21.8	27.5	25.1	24.4	22.9
中國總量	46.0	48.2	52.3	61.2	62.1	65.5	51.2	57.7	65.9	76.0	93.3	80.7	97.2	108.4	118.2	121.2	143.3	143.1	189.3	158.9	138.4	118.5
印度總量	3.2	3.4	3.5	3.8	3.5	3.4	2.7	3.0	3.8	4.4	5.4	6.8	8.0	10.3	14.9	22.5	23.1	18.2	22.9	19.6	17.2	15.0