

# 殲滅所有大空頭！締造台股新地標！

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

## 壹、前言



(圖一：如果台灣央行跟進 Fed 升息，台灣存放款利差受益?)

如果要以「事件分析法」邏輯，推估未來台股加權股價指數，可以攻上 12,682.41 點；這是台股歷史最高點。那對於主流股的投資選擇，最大可能應該有三大類股：一、為原來的長期趨勢，就已經非常強勁的「蘋果概念股」，台積電、鴻海、可成等等；這些股價可能續強的根據，理論是財務理論的「順向投資策略」，在實務上可以參考美股過去三年走勢。二、為以 MSCI 主要成份股，就是台股各個小產業的龍頭股。例如水泥類股台泥、亞泥、嘉泥等；食品類股的統一食品、味全、卜蜂等；塑膠類股的台塑、南亞、台化等。半導體類股的台積電、聯電、矽統；金融產業各家金融控股族群等。還有紡織、化學、及鋼鐵等。這些產業之中、大型股、總市值較大的前 5% 股票等等。三、為與總體經濟、貨幣政策、未來匯率、企業獲利有關的金融類股，及低價電器與電機股票。為什麼要挑選與未來升息有關股票？因為新興市場跟隨歐美央行，進入全球性的

升息循環後，金融存放款的利差收益，與及壽險公司利差益多會呈現正向效應。這讓我們揣測到台灣金控公司；金融類股在寂靜、美一波多是非主流當了近 30 年後，是否會因為台灣央行、跟進美 Fed 貨幣正常化效應，藉由升息效應重返繁榮、成為未來的前鋒部隊？

## 貳、由摩根股價與預期 Fed 及 ECB 政策、見到金融股價遠景！



(圖二：摩根大通股價多頭主流段落為 2016 年 1 月後，鉅亨網)

就第三類金融的主流意義，檢視美股「摩根大通」的股價月 K 線圖後發現：(一)、在 Fed 的三次 QE 階段中；自 2010 年到 2015 年 Fed 首次升息之前，因為獲得 QE 寬鬆挹注，股價由 27.85 美元/股上揚至 64.44 美元/股，上揚幅度為 1.31 倍。這一段是緩漲格局，歷經約有至少五年期間。由財務理論的意義，這還是因為 QE 的關係；是受資金面、還不是基本面動力影響；在行為財務意義是為「均數復歸」(Mean Reversion)，長期行情在 2008 年風暴時下跌、跌過頭了。(二)、真正摩根股價的多頭可疑最大行情，應該就是從 Fed 在 2015 年底宣告中止 QE 後，摩根股價經過一段短期調整。此後由 59.5 美元/股走出，顯著上揚的主升段，最高達到 119.33 美元/股，又整整上揚一倍以上。(三)、由以上兩段股價揚升期比對，後段期間可稱為主流類股。而這一段期間又是在，首次升息宣告 2015 年

底之後，以及 2017 年 9 月宣告收縮資產負債表，2018 年 1 月 29 日道瓊泡沫化；大約有 4 到 5 年的期間。(四)、這一段對於金融股可能是最大利多：首次升息→收縮資產負債表→股市泡沫化。這一段事件行程可以複製在，未來台灣央行貨幣政策改變的時刻；在央行啟動升息之前，專業投資與內部人應該會聞到，金融類股將要上揚的味道。(五)、由 2018 年初至年底，台灣央行貨幣政策仍然寬鬆；有可能是內部研究會議，對美元指數的升高預期並非偏向鷹派，因此也不急著升息；新台幣因此順勢做適當回貶，也促成外資先行賣超台股。(六)、由美股摩根股價與 Fed 的事件互動，顯然可以預期台股金融類股價，可能仿效美股、於台灣央行升息之前發動。台灣央行貨幣政策會議是聯席性；預期到將進入升息循環將是金融類股，可能成為台股主流最重要預期。



(圖三：台股金融類股價指數月 K 線圖，鉅亨網台股)

到目前為止，未來世界的總體與產業環境，約略所出現的樣貌皆可概估了：一、資金的使用成本上揚，也就是由美國在 2014 年 11 月，Fed 開始從寬鬆貨幣政策撤退，中止量化寬鬆 QE 政策。接著在 2015 年底，FOMC 調高聯邦資金利率 Federal Fund Rate。乃至於 2017 年 9 月 Fed 宣告收縮資產負債表，也就是俗稱的「縮表」。美 Fed 正在完成它所謂「貨幣政策正常化」政策，而將隨 Fed 的經濟體是歐洲央行 ECB。只不過 ECB 因為是以存款準備率，為其主要貨幣政

策；因此其類似信號，應該是 ECB 恢復正數存款準備率。2014 年 6 月 14 日 ECB 推出負數存款準備率，繼而再仿效 Fed 推出歐元 QE 政策等等。2018 年 6 月 14 日 ECB 會議中，對於是否中止寬鬆貨幣政策並未置可否，但暗示將會視經濟復甦情況調整寬鬆。二、在多種情境下，目前多預期 ECB 可能於 2019 年 6 月 14 日，宣佈結束寬鬆政策、進入中性與過渡鬆緊階段；並且將於 2019 年或是 2020 年底開始升息。繼而預期 2021 年第四季收縮資產負債表規模。美元指數的權重之中，歐元匯率佔據一定比重、高達 56.7%，因此歐元兌換美元匯價的變動，將顯著影響美元指數；而美元指數未來預期趨勢，又將使熱錢對新興市場有所作為。在這種交叉與輪流縮表、恢復正數存款準備率之下；美元指數未來最大可能節奏，將會是一段起、下一段沉，不會一路扶搖直上。這也之所以在金融面上，會衍生出美元指數極端風險機率非常低。三、由以上這些預期發展也可以概估，外資對新興市場，未來的態度會是平常心。就是在指數方面沒有大行情，但會有個股行情；空方如果要尋覓商機，應該要向非經濟因素方向預期。例如之前所提的中國大陸整頓資產泡沫，進行資產信用管制、肅清企業不良債權等等。



(圖四：歐洲央行 2019 年中將退出 QE ? AFP)

### 叁、保護主義下、內需股會漲翻天！

一、如果未來情勢的發展是趨於保護主義，美國三不五時就覺得它被吃豆腐，提高關稅 10% 稅率照三餐行事；則大環境有利於第二類、與第三類子產業龍頭股、與低價股。這道理也相當簡單，因為進口汽車、電器與電機產品、食品，

國外的產品多會因為各國自掃門前雪，跟隨美國提高關稅而被消費者嫌貴；因此一到 3C 賣場就會被銷售員帶到本土產品區。不像之前 3C 銷售員為獲取，韓國電器銷售較高佣金；消費者一進店門就被帶到韓國電器區。汽車狀況可能也一樣，關稅也會使一些年輕消費者對進口車卻步；國內汽車類股價是否也會表態？在投資者概念中，任何一種大情勢多有它的商機所在，即使預期發生系統性風險前，也可以運用融券、或期貨空單、認售選擇權等、避險、或投資、投機。二、在全球化的時代則是電子、網路、半導體與網路、人工智慧產業受益。在保護主義則是關起門來投資現在，一點多看不起眼的低價股；這些股票說 EPS 沒 EPS、說 PB 則是低到 1 倍甚至 0.5 倍以下，現在根本就像是扶不起的阿斗。可是保護主義卻會使這些股票充滿未來商機，搞不好會出現土地資產股也會表態；內需股演出，那種「保護主義下的非理性繁榮」？大企業家的投資股票訴求，又回到那種有土斯有財的概念中。雖然在各國 FTA 中多有產地證明規定，在外台商會垂涎這一種效應，因此也不想將工廠搬回台灣；如由 ASEAN 進到中國內需的產品。但是是否台灣 2,300 萬的消費市場可以放棄？這可能也沒有一個企業家敢說 Yes 吧？，開店就是要有大小咖客人，台灣的消費者不能算小咖吧？！

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}[E(r_m) - r_f]$$

其中：

- $E(r_i)$  是資產  $i$  的期望收益率（或普通股的資本成本率）
- $r_f$  是無風險收益率，通常以短期國債的利率來近似替代
- $\beta_{im}$  (Beta) 是資產的系統性風險係數， $\beta_{im} = \frac{Cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)}$
- $E(r_m)$  是市場投資組合  $m$  的期望收益率，通常用股票價格指數收益率的平均值或所有股票的平均收益率來代替
- $E(r_m) - r_f$  是市場風險溢價（英語：Market Risk Premium），即市場投資組合的期望收益率與無風險收益率之差

(圖五：1964 年 Sharpe 驗證的 CAPM 模型，詳請搜尋維基百科)

三、但是如果未來全球情勢的發展潮流屬於，另外一種升息效應的大環境，那麼可能可以留意金融類股投資機會。依據鉅亨網 2018 年 7 月 11 日的專題報導與統計，2018 年 6 月台灣 15 家金仍控股公司獲利統計，2018 年 6 月多呈現衰退；衰退的原因有來自業外的，機遇性的盈餘管理。例如富邦金就認列了一

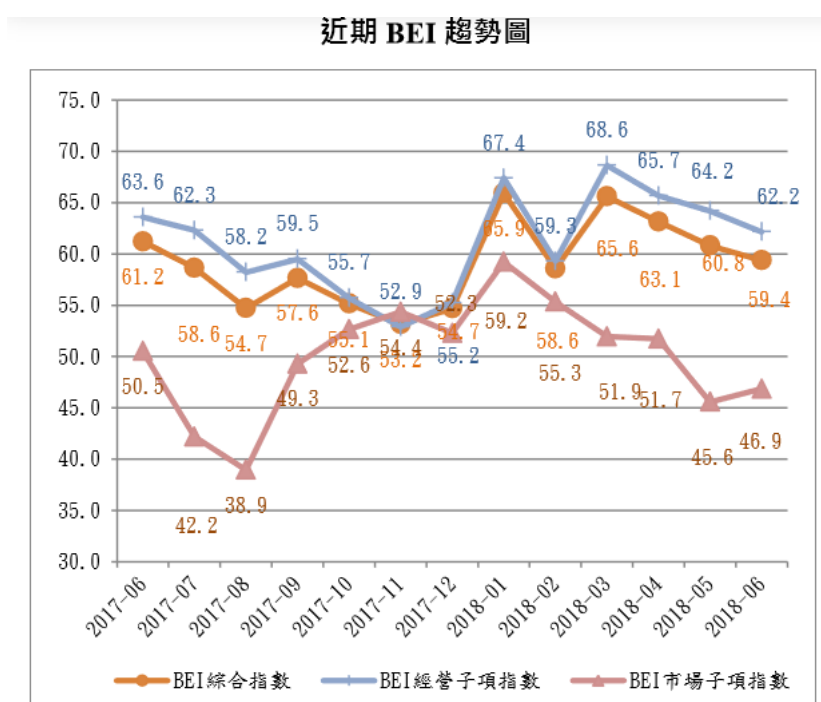
次性的稅負，因此單月盈餘由 60 多億元剩 26.02 億元。但以 2018 年上半年所有金融公司盈餘比較，其中成長幅度最大的是新光金，上半年每股稅前盈餘為 1.52 元/股。在正常情況下，成長幅度最高的公司應為富邦金，上半年每股盈餘為 2.91 元/股，與去年同期 YOY 相比為 67%。以租金收入被投資人羨慕的國泰金，上半年每股盈餘為 2.71 元/股，成長幅度 36%。三、富邦與國泰這兩家公司，2018 年上半年獲利多在 2.5 元/股以上；如果以「直線法」為獲利預估之計算思維，則目前這兩家公司股價本益比多在 15 倍以下。以本益比去計算股價是相當主觀的，但它涵蓋了 CAPM 模型中「貝它係數」，就是我們由維基百科摘取的公式；如圖其中的系統性風險係數。這個係數就是個股、或是投資組合的報酬率與大盤報酬率風險關係，這個係數可運用預期，未來該項產業、該公司的競爭力所決定；就是 Michel Porter 的競爭五力 SWOP 分析。被預期將大幅成長的產業，則其類股的貝它係數將會是 1 倍以上，要當主流類股的多在 1.5 倍左右。

15家金控2018年6月獲利一覽表						
代碼	金控	5月獲利	6月獲利	累計獲利	EPS	獲利年增率
		(億元)	(億元)	(億元)	(元)	(%)
2881	富邦金	61.6	26.02 ↓	312.26	2.91	67
2882	國泰金	51.0	34.8 ↓	360.3	2.71	36
2888	新光金	8.55	-19.83 ↓	167.44	1.52	809(成長王)
2891	中信金	34.38	28.72 ↓	219.02	1.12	12.9
2886	兆豐金	28.32	23.76 ↓	150.1	1.1	3.3
2885	元大金	20.25	16.19 ↓	111.76	0.95	62.5
2884	玉山金	14.93	17.04 ↑	92.47	0.91	21.9
2892	第一金	15.83	19.85 ↑	95.8	0.78	-0.7(獨衰)
2887	台新金	15.5	13.5 ↓	78.3	0.71	14.9
2880	華南金	16.9	14.93 ↓	73.83	0.67	22.6
5880	合庫金	14.9	14.31 ↓	80.89	0.64	8.2
2889	國票金	3.8	1.99 ↓	12.37	0.44	13.7
2890	永豐金	8.44	3.83 ↓	47.69	0.43	10.3
2883	開發金	10.07	8.94 ↓	61.05	0.42	72.6

(圖六：台灣金融公司 2018 年上半年 EPS，鉅亨網)

## 肆、結論：股價的確多是在懷疑之中成長！

以上的論述似乎講得太遠了，全文會被懷疑是一種灰姑娘的美麗、但不會兌現的遠景。這是因為全球重量級的金融機構，做的是全球性的放款；還有股權基金的業務；像是摩根大通、匯豐銀行與德意志銀行、瑞士信貸等。而台灣金融業視野有如此之大？我們這樣懷疑不是沒原因的；因為從台灣金融研訓院，台灣金融業經營指數月指數 BEI 資料報告中。金融業主管對於產業景氣、放款行為；在 2018 年 1 月道瓊股價指數最高峰之際，表態最樂觀；這種觀點似乎是半效率市場的驗證，不像是強式效率行為人。要求金融業經理人去走強式效率，似乎有點強人所難；因為一般人可預估到，下周或是明天的股價已是如登天之難。但是金融業者是所有產業推動者，如果多順著所有企業財務長意見，自己沒有深入研究；則最後必然會隨著景氣起伏，一旦出現系統風險、又是被牽扯甚至陣亡。



(圖七：台灣金融研訓院最新 BEI 金融業經營指數，金融所)

以這樣標準再要求金融業，似乎也是太高了；但市場有經驗的老手多會說，行情誕生於最悲觀之中、成長於深度懷疑之時、毀滅於最高樂觀之際。以現在當

下來檢視，道瓊 1 月 29 日的 26,616.79 點，似乎是驗證第三階段；因為有人認為他的電動車，可以上火星跑跑看。但這似乎又是馬後炮，因為在美國將關稅當成是日本武士高手，突然又殺出來的機率層出不窮下，投資者會認為此時此刻是底部區？會走出哪一類股的主流行情？如果對這些議題還不懷疑，這可能也非正常人？但如果對此一議題懷疑到極點，那可能又喪失長期投資機會；因為回顧 2016 年 1 月中，投資人多說台積電、鴻海股票大家多懂，股市分析師您老人家就別浪費時間了；財務投資有很深的理論，但確實實踐才是王道！

*(提醒：本文是為財金專業研究分享，非投資建議書；不為任何引用本文所有內容，為行銷或投資損益背書。)*