

驀然回首？德股已走空！！

鉅亨網 總主筆 邱志昌 博士

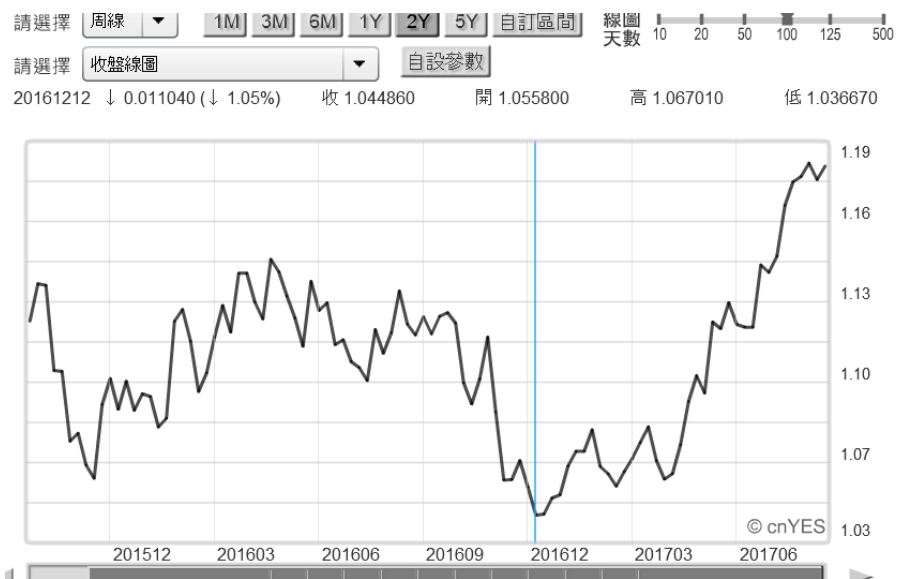
壹、前言

德國股市為何先走空？它是美股乃至全球股市先行者？可別忘了 2008 年金融風暴的起源，是因為歐洲資產泡沫化，次級與房貸有關的連動債出現流動性問題，最後影響歐盟企業及組成的新興國家公債交易；最後傷還而與此項交易相關的美系投資銀行，最後被倒債；滾成交叉複雜的全球金融危機。其實自 2008 年 4 月起，有關於房貸的金融不良債券倒債事件，已零星浮現；但在半年後才釀成全面性系統性風險。本文不認為，必需刻意注視歐洲股市下跌風險，目前全球股市仍然謹慎樂觀；但德國股市羸弱，應深入剖析成因；地球是圓的、自掃門前雪的時代已不存在，風險的初步階段是不會有聲音，聽到海嘯的聲音、已經來不及跑了。本文以簡單總體經濟學、統計學，論述德國、台灣等個別股市差異。本文預估，ECB 將會結束貨幣權衡寬鬆，歐盟財委會也將會適時推出財政政策；以德國為代表的股市即將止跌反彈、或回升。



(圖一：德國法蘭克福股價指數日 K 線圖，鉅亨網)

檢視圖一，德國法蘭克福股價指數日 K 線圖發現，自 2017 年 6 月 20 日起，法蘭克福指數已由 12,951.94 點，向下回跌了兩個多月了；它的日 K 線圖呈現反彈下跌、反彈再下跌趨勢；最低時曾跌到 11,934.92 點。在美股還在持續攻堅或盤整之際，德股竟然已經江河日下，似乎隱含著下列兩大情勢變遷，這些對全球金融發展也多有影響。一、歐洲央行(ECB)貨幣政策即將由寬鬆轉為中性或緊縮；就是歐元 QE 退場、ECB 宣告負存款準備率結束、ECB 宣佈歐元升息、提高存款準備率等。二、以上這一些緊縮性貨幣政策，一定會配合實體經濟與景氣復甦的速度，不至於說風是風、說雨是雨、劍及履及；但是敏感的金融資產 Capital Assets 通常是反映在事件前。三、由法蘭克福股價指數驗證，ECB 預期正常化貨幣政策，已經在股價指數上兌現了。持續強勢的歐元是不利於、德國未來出口貿易的；因此股市下跌在某種程度上，是在述說、如果歐元匯率就這樣衝高不回頭，是不利於德國未來經濟成長。



(圖二：歐元兌換美元匯率曲線圖，鉅亨網首頁)

貳、對操盤手而言，難以處理的不是系統、而是非系統風險！！

「預期」Expectation 在金融投資扮演重要角色，總經「理性預期學派」學者說，是「預期」在改變市場均衡價格；他們把「預期」切成兩部份，「被預期到」與「未被預期到」兩部份。而是未被預期到的部份，在事實發生後、才會繼續對均衡價格發生影響。否則金融資產均衡價格，在事實出現後會很迅速離開原有事實；轉向到對另外事件的預期；如此不斷地周而復始。行為財務學(Behavior Finance)提到，「效率市場假說」(EMH)是投資人「理性的極致」(Extreme Rational)；就是投資人對於攸關於股價的信息，大多有專業能力可預期；再也沒有可超越 EMH 這麼理性的行為模式了。但行為財務學派也認為，其實在股票市場中多數投資人多不是理性的、或是不理性的。所謂不理性、或不是理性，最清楚的描述是「不按牌理出牌」。該學派的標準論述個案是，在股市投資中若要落袋為安，則大多將確定已賺到錢的股票先賣掉；留下已經套牢很久的股票。以統計學或是數學語言，就是股價的走勢不符合於「貝氏理論」，不按照「在有條件下的預期」出牌，想是東、但卻往西做。



(圖三：重返多頭榮耀的亞光股價月 K 線圖，鉅亨網首頁)

由行為財務學再深入，可獲取到一些學術上、可能還未曾驗證過的一些有趣議題。行為財務學認為正確做法，是先要賣掉那些看錯眼的股票；停損掉不會獲利的。可是多數操盤手的多次經驗是，使用停損準則要求做停損賣出的，事過境遷後多發現是賣在絕對、或相對低點；停損操作中有 8 成多是錯的。「相對低點」是指這不是長期最低點，但是是相對反彈起點；「絕對低點」是失去理性的系統性風險讓損失達到抓狂地步時。金控公司實際操盤過有價證券經驗是，非系統性風險的確要比系統性風險具有實質殺傷力。例如近年多以來，熱極一時的台股光學族群的有些個股股價，過去數年來的確多曾被非系統風險、就是上市公司本身營運方針決斷傷害過。當這波股價再次由低點反彈或回升時，已經經過長年寒暑。在資金效率如此斤斤計較的股市中，這段失落期間中、不要說買到大立光、只要乖乖地不斷地買台積電，就足以彌補、或可能超過這些停損的損失了。非系統性風險的殺傷力大，是因為那是公司治理、與公司專業能力判斷正確與否、與大盤風險無關。

學術研究成果是否真可運用於實務，這從來沒有絕對就是這樣的答案；但經驗與臨床經驗絕對是該產業重要的智慧。這之所以在美國教育制度上規定，所有醫學系、與法律系學生多要先念完大學學程，才可念法律與醫學系。它不在故意卡你、賺取學生學費，而是在厚植你的人生閱歷。養兒方知父母恩，要教一位醫生「視病如親」？講難聽點就是當醫生的，最好是自己也嘗嘗生病的經驗？要成為一位財金專家最好是，自己曾經被股債市斷頭賠過大錢？不是這樣哪來「同理心」？除非自己也在股市、基金與債市投資廝殺過，否則當財經論述積極探討 Fed 貨幣政策時，沒經驗的講者自己會心虛、聽者也會一點「實際感」多沒有。

叁、為何歐元匯率升、德股跌？新台幣匯率升、台股揚？



(圖四：新台幣兌換美元周曲線圖，鉅亨網首頁)

就用一個問題就可以測試財務學者或專家，是否真懂財務金融實務？為什麼歐元兌換美元升值，會造成德國股市走空？為什麼新台幣升值，卻對台灣加權股價指數有正面幫助、適得其反？新台幣的匯率越強勢，股市表現就越好？這個答案可藉由，入門總體經濟學第一章，顧耐志博士「國民所得方程式」： $Y=C+I+G+(X-M)$ 中詮釋與了解。一個經濟體，在經濟成長要素權重中、影響它最大的基本面變數是甚麼？對台股而言，推動Y成長重要因素為(X-M)，X是出口金額、M是進口金額，(X-M)是為貿易順逆差。將這個因素再往前推，則就是出口訂單、與進口機器設備原料。前者在價格競爭上需要弱勢貨幣，後者則需要強勢貨幣。在景氣未復甦階段，強勢貨幣可強化設備、與原物料購買力；但在產品出口旺盛時，弱勢貨幣成為價格廝殺必要條件。這是在實體經濟廠商的實際行為，就是 Hicks 與 Hassen 所指的 IS 部門。

但在貨幣市場部門 LM？它會先出現預期變化，也就是在復甦之前感受到貨幣需求增加，廠商用信用狀提前押匯融資行為趨於熱絡。在貨幣需求相對大過供給時、均衡利率提高；在外匯市場中，預期會持續升高的利率，使得國外短期熱錢流入，準備賺取匯率升值的匯差。熱錢進來第一步是先買進政府公債，之後伺機與遵從當地政府規定，投入到股票或其它資產、造成股價與資產價格上揚。新興市場的 Y 仰賴(X-M)，而在開放式 IS-LM-BP 模型中(X-M)是為 e 匯率函數，因此台灣的 Y 側重於 e，因為它是以外銷為導向經濟體。在這種經濟特質之下，預期效果加上機會成本效率考慮，投入股市專業投資者，在匯率即將升值前，投入台灣股票市場。在升值後持續投入，因此在股市與匯率現實互動上，呈現的是同步相關。國際熱錢進到台灣資本市場，買進台灣股票。預期新台幣將會或持續會升值，則持有的美元會轉為新台幣；隨著台灣經濟步步復甦、或是持續成長的預期，買漲了台灣上市櫃公司股票；這就形成新台幣升值、股市也一致上揚的趨勢。



(圖五：台股加權股價指數日 K 線圖，鉅亨網首頁)

但難道當美元強勢時候，國際資金不會是回流美國、買進美股？德國與美國經濟體則並非完全如此，因為它們的人口多、內需市場大、因此 C(消費)成為兩國最重要經濟成長引擎；歐盟與美國內需成為德與美股最重要因素。C 是凱因斯最拿手的有「效需求理論」，C 函數最大變數是「可支配所得」 Y_d ，所謂「可支配所得」是為 Y 減掉所得稅；因此川普降低富人稅主張，在當選後對經濟與股市產生預期效用。對美國而言，當美元指數上揚、美元持續升值時、升值的美元會買進美股？德與美股股價上揚需要資金，但更需要經濟成長；新興國家大多缺少內需市場，仰賴歐或美消費市場，因此將產品輸到美國將資金匯回來；但德與美甚至日本多需要經常帳。這些錯綜複雜的比較，如果多要以「事實效果」、是無法權釋的；但若以「預期效果」就可獲得：為何川普需要弱勢、而非強勢貨幣的真諦。以所有各國的貨幣匯率，與其股票市場的互動關係研究發現；在新興市場中，該國貨幣升值將會帶動股票市場繁榮，但是在準備貨幣國家中則剛好相反。

肆、結論：投資最怕出現「以偏概全」的偏執觀念！

就又回到匯率與股市的「不一致對應」。這種不一致的對應，是因為大國與新興國家兩種類金融市場，股市及債市、其經濟體特質的差異所造成。美元、歐元、及日圓多是屹立不搖的全球「準備貨幣」、且是 SDR 的組成貨幣。投資機構在全球各地做金融投資，多必然要以這些強勢貨幣為儲備。這些貨幣所屬國家公債，也多是在國際流通；也是為全球各國央行發行準備。例如中國人民銀行就是美國最大債權人，對人民銀行而言，美國公債已經類似、或其實就是美元貨幣的替身。而就金融產品特質，債券是最佳固定收益配置資產；中國人民銀行在 2015 年時，就是大賣美國債券，以阻止人民幣兌換美元貶值壓力。不管是美國、德國與日本，它們的國債在全球流通，也就等於具有「鑄幣權」；這些國家對於金融帳並不缺。這些貨幣甚至被視為是近似於黃金，因此對美國、日本與歐盟經濟發展，最需要的是弱勢貨幣，因為這對於它們經常帳是有利的。(提醒：本文是為財金專業研究分享，非投資建議書；不為任何引用本文為行銷或投資損益背書。)