

電子落、它股起、多頭健在否？

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：元大台灣 ETF 50，鉅亨網首頁)

革命與投資基礎多在於高深學問，在「被動式投資」昂揚年代中，總體經濟學術與實務的運用、及財務理論一系列因子模型善用與活用，將成為未來金融市場投資關鍵。過去台灣多數券商為「促銷」股票、賺取投資人買賣股票經手費；常要求研究部門為獲取所謂一手消息，想盡辦法與上市公司內部人攀交情、搏感情。而附屬在綜合券商下的所謂研究部門，承平時代是明牌中心；空頭時代中，則變為成本 Cost Down 出風口，所有成本要求砲火對準研究部主管。

貳、知識是堆疊的、新知發展飛快、觀念跟不上就是食古不化！！

研究部本身是一個成本單位，雖然研究部人員學歷較高，但在經紀業務交易績效掛帥下；也要傾聽命業務單位需求。現台股已成熟與效率化，但還是有些券商還在對推薦潛力股論斤計兩。就跟現在台灣用煤與火力發電一樣；全球最頂尖智慧型裝置代工，它製作晶片過程所使用的電力、竟然就這樣「燒出來的」、不可思議。最近炎熱天氣與用電，讓本文想起幾十年前，鄉下使用熱水器往事；所有親人多怕瓦斯中毒，唯有母親獨排眾議，反問難道要在大樓中、燒木材準備洗澡水？把幾十年前已腐鏽觀念，用在現代化生活中？那肯定是與騰訊公司的「王者榮耀」一樣，有著上演「荊軻刺乾隆皇」的荒謬。在那種小市場年代中，研究部主管或許可輕忽總體經濟學；因為在選股擺中間，沒人會問匯率、油價、金價與大盤趨勢；總體經濟學成為花瓶。但在 AI 抬頭、被動式投資昂揚時代中，能將總體經濟學與財務理論融匯貫通者，才能成為投資贏家。



(圖二：台股加權股價指數日 K 線圖，鉅亨網首頁)

經過 2009 年 3 月到 2014 年 11 月，這一波 Fed 的三大次 QE 洗禮後；投資人終於理解到，投資股票其實不必搞太複雜。不必有內部訊息、也不必去哀求明牌；更不必去問財金或命理專家，只要管好自己的投資紀律，安排好生活、行事謹慎得宜保平安就是富足人生。在總體經濟學理論上，投資其實就是儲蓄，方法就是摸石子過河；把它當成是效用或退休、遺產的儲蓄；去選擇一些績優股、一路抱到底就行了。更簡單的方法就是買 ETF，追蹤市場投資組合的指數型基金。根據近期國內外財經媒體報導，至少應該有 7 成投資人、他們自己所建構的股票投資組合，近幾年下來投資報酬率多輸給大盤；大盤就是教科書上所說的「市場投資組合」，就是「指數報酬率」。將「今天的收盤股價指數」減掉「昨天的收盤股價指數」，以此當成分子除以「昨天的收盤股價指數」分母，就是以日為期間計算的「日計指數報酬率」，就是「市場投資組合」日報酬率。而緊貼著市場趨勢，追蹤市場投資組合變化的利器就是 ETF。

很多投資者現在必然會說，他在 30 年前券商林立時候，根本不必請業務員去喬甚麼貴賓室，只要每天投資守住電子權值類股、守著陽光守著台積電、大立光、鴻海、可成等。然後就擺著多不要常常手癢、不去理它；今天就是股市發財戶、就可以把公司老闆 Fire 掉、不用上班了。過往這些手法多是枉然；這種投資行為與工具變遷，是因為被動式投資抬頭。被動式投資之所以形成趨勢已，基金或是 ETF 的資金規模越大；其主要原因是錢越來越多、資本市場的規模越來越大、連操盤人多已經頭昏眼花，因此其所建立的投資組合越貼近市場投資組合、就是大盤指數的變化、會越安全、先求安全再求賺錢。被動式投資的核心是「權值類股」，是潮流與趨勢主流類股，就如同台積電股價變動對應於、台股加權股價指數的貢獻程度一樣。這是因為全球資本市場本身的金非常寬鬆，在全球主要央行多在 Q 的環境中，國際投資機構很容易貸到資金，而選擇的投資標的是依循國際規則；所謂「國際規則」就是貼近 MSCI 組合。

叁、凡事要化繁為簡、不要化簡為繁、投資與人生多沒那麼複雜！



(圖三：川普效應急轉直下，2017年8月17日道瓊指數大跌，AFP)

當被動式投資抬頭，主力、基金經理人所建立投資組合，多贏不過「市場投資」組合；個股多不再是投資輸贏唯一關鍵。被動式投資組合優勢在於「資金規模」，它藉由規模化資金佈建在近似市場投資組合中。以投資組合的變異數(Variance)、及共變異數(Covariance)風險理念。當基金的資金足以可佈建、在全部上市櫃股票時；這個投資組合所面對的風險，就只剩下「系統性風險」(Systematical Risk)。這種風險就是如同 Fed 的緊縮政策，或是所謂「黑天鵝事件」等等。股票投資的風險區分為兩類，一為系統性風險、另外一種為非系統性風險(Non Systematical Risk)。系統性風險又稱為市場風險，就是會使大盤股價指數變動的變數；而會使個別公司股價發生差異變動的變數、是為「非系統風險」。非系統性風險多會被龐大的資金，因為投資對象的不同、輕重的配置給分散掉了；而這些輕重配置，在股票 ETF 中就是。個股對於指數影響的權重(Weight)不一；例如在台灣集中市場中，台積電對台股加權股價指數的權重就相當顯著。因為它的股本相當大、股價變動對於加權式股價指數漲跌顯著；在發行追蹤股票指數投資組合 ETF 時，台積電股價變動份量當然就不會小。

在簡單的投資學中、投資方法有「由上而下」Top to Down，就是以選市為主；或是以選股為主的「由下而上」Bottom Up，專挑選個股佈局投資組合；這是財金系大學部多該學的理念。此外還有多元化的效率前緣、順向與逆向投資策略、更要懂得衍生性金融商品、及債券市場、商品、外匯變化等；這些是碩士班研究生要參透。但不管是由上而下、或是順逆向等投資策略，多是主動式；投資績效完全取決於負責該基金的管理，或是投信公司與基金經理人能力 Talent。除外匯、金價與衍生性商品等外，基金經理還是要熟悉個股上市公司的經營發展、績效成果、及未來資本支出等等。但在市場規模呈現大幅規模化後，由下而上的投資方式，只管個股不管大盤的方式，反而成為過去老舊的投資方式。



(圖四：台積電股價日 K 線圖，鉅亨網首頁)

肆、結論：除了電子股之外？其它產業多沒有股價多頭戰將？

由以上這一些股票市場隨著時間發展的邏輯，也可預見到未來 QE 退場、Fed 升息、縮表後股市行情；全球與台股股價發展結構。雖然國際資金全面退潮，Fed 已進到縮表、ECB 與英格蘭銀行等各大央行、多將要停止 QE、並且升息、而全球政府多又同意 CRS 大查稅；這幾項措施可能會使未來股價，多頭結構發生改變。試想由外面海外遊子回流到本國的資金、其所選擇的投資標的，應該不想要去承接外資、在高價區所出售的股票，為他人擦屁股吧？必然會將回流的資金投入，預期長期報酬率最大標的中。如果將這種思維具體化，則在反全球化、貿易保護主義將盛行下，回流資金極有可能對應到該經濟體的內需中，是投資於內需型權值類股中。例如食品、塑膠、鋼鐵、金融與水泥等，具有長期穩定配息與價差發展龍頭類股身上。非電子的權值股票上市公司，不乏擁有龐大保留盈餘與資本公積，是投資學所稱的 Cash Cow，未來可配發給股東穩定股息；這些公司未來必需要有更龐大的消費市場，誘發其長期資本支出、顯現未來確實無虞穩定的現金流量；就如同台積電的幾代奈米、群創的面板、鴻海的全球投資發展一樣。



(圖五：台塑股價月 K 線圖，鉅亨網首頁)

潛在投資者會問的是，內需型這些類權值股是否具備，像台積電這樣長期被投資的條件？這就要問它們的全球競爭力 SWOT 是否夠強？非電子產業的這些類股公司多不是 OEM 或 ODM，它們本身就是 Producers。過去這些產業之所以，未能成為長期被投資對象，最主要原因在於這些企業市場規模。台灣只有 2,300 萬人口，土地只有 3 萬 6 千平方公里，消費者的食、衣、住、行市場規模小。如果可加入區域經濟體，與東協 RCEP 或對岸連結；則市場增大之後，產品的銷售數量與金額自然長期成長。台灣電子產業也是透過 Apple 與 Tesla、及 Intel 等間接面對全球市場，長期成為這三大公司的製造夥伴、最後成就台灣強勢產業。本土性資金回流針對內需型股票，就是符合經濟體消費者的日常生活需要。如果東南亞與中國大陸可成為台灣的內需市場？那對這些產業的前景可能不同凡響。RCEP 與 ECFA 多對未來台灣經濟有關鍵性影響；尤其是中國一帶一路 AIIB 亞投行基礎建設，這也會關係到台股加權股價指數是否持續上攻，跨越歷史最高 12,682.14 點。(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。)