

光靠金融股能挺住空頭轟炸？

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

壹、前言



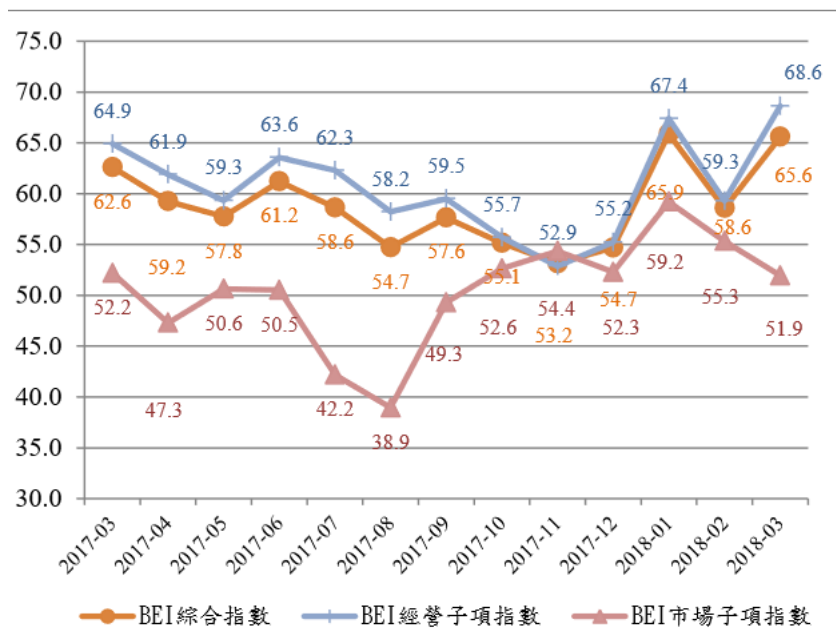
(圖一：台灣大立光公司股價最高峰是 2017 年 11 月，鉅亨網)

一、在金融研究所的 BEI「經營指標」中，2017 年第二季的冷漠，有異於 Fama & French 兩位財務大師「效率市場理論假說」(EMH)。因為當時台灣股與匯市多是趨勢強勁，但是社會媒體與大眾對於萬點的台股不以為意，一般社會大眾多沒賺到股票的錢。這也難怪為什麼 80% 台積電公司的股權全被外資持有；該季 BEI「經營指標」的滑落速度相當快。二、指標強烈顯示，2017 年第二季時，台灣整體金融業務的擴張，處在一個停滯的調整階段；這也極有可能是對美國央行 Fed 貨幣政策，將進行最嚴峻的「縮表」緊縮貨幣政策，所產生的預期效果收縮融資行為。當然這可能在股市盤整時，理財的標的轉到房地產時發

現，上台灣房地產市場，買方與賣方僵持不下觀望氣氛濃厚。三、但時序繼續向前到 2017 年 11 月後，「經營指標」所展現的卻是突然轉趨大幅樂觀，指數的曲線圖宛如旱地拔蔥。研訓院的 BEI 指數顯示，此時此刻大多數國內金融機構高階經理人，對未來經濟產業景氣多由冰庫解凍轉趨樂觀，對於放款與營收盈餘成長充滿自信，對未來存放款利差收益寄予厚望。且多數銀行 CEO 認為中美貿易戰爭，對於國內產業擴張的意願影響有限。四、但是這些對於系統性風險無畏的觀點，讓研究資本市場的財務理論專家，無法領教與認同；因為當時是台股科技類股，尤其是股王大立光公司股價最高價區。台股股王自此時的近 5,000 元/股，開始大跌至 2018 年 2 月的 3,000 元/股以下；這似乎在敘述 BEI 的「經營指標」反而是逆向指標了。銀行高階經理人對經營遠景的看法，似乎成為資本市場逆向反指標。這項證據顯示；當他們看好經營時卻是股價最高價區域。下圖就是台灣歷代最至尊的股王，全球智慧型裝置攝影鏡頭之王，大立光股價日 K 線圖。

貳、「經營指標」行為人應深入研究「市場指標」循環特徵！

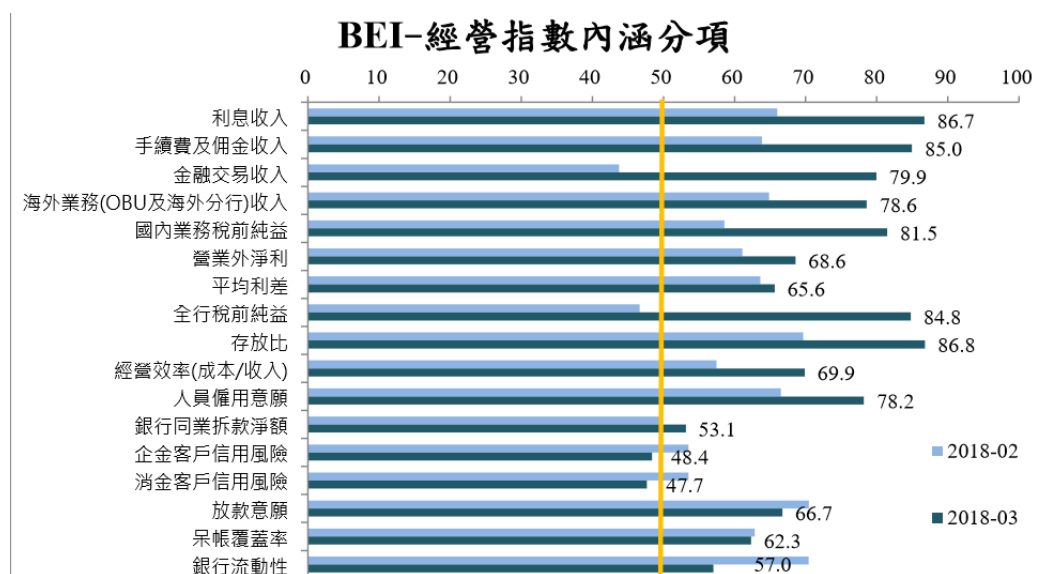
我國「銀行高階主管指數」(Banking Executive Index, BEI)
編製結果



資料來源：台灣金融研訓院

(圖二：台灣金融研訓院金融研究所 BEI 指標，台灣金融研訓院)

如果金融業放款給企業，完全是以財報為依據，那就要將擔保品的下跌風險看顧好。因為「財報公告」是效率市場中的「半強式市場」事件指標，不是「強式效率市場」，對於企業的償債能力與獲利領先程度相當有限，存在某種程度的「事後」與「落後」風險。一、BEI 指數是一個活動冷熱與否指標，在綜合指標下分為二種子類指標；市場與經營，最後歸納於綜合指標。由這二種子類指標變遷互動，BEI「經營指標」是顯著落後於 BEI「市場指標」，這種特徵由 2017 年第一季至第二季，及第四季의兩者互動先後就可以驗證。二、因為在 2017 年第三與第四季時，「市場指標」數值已經由谷底轉為熱絡，但「經營指標」還持續滑落。如果將這種特徵用在 2018 年 2 月之後，更顯示出「經營指標」真是落後指標。以效率市場假說的運用者觀點，看到 2017 年 11 月、或是 2018 年 2 月這種極度熱絡的數值，不但不能高興還得注意未來景氣趨緩風險。指數是表達過去與現在狀況，而未來是要以目前狀況去做循環性預測：金融業 CEO 不該為指數到頂興奮，需要注意的是未來全球貿易保護主義風險，與內需市場衍生出來的商機。



資料來源：台灣金融研訓院

(圖三：台灣金融研訓院金融研究所 BEI 指標，研訓院提供)

叁、「市場指標」應以美國 10 年期公債殖利率為準繩！

因為此時 BEI 的「市場指標」已顯著滑落，但是 BEI「經營指標」也就是業務擴張卻是突破新高；興奮到最高點、創下 68.6 點最高指數。「市場指標」就是實體經濟，它會有循環性「反應過度」(Over Reaction)特性；而「經營指標」對景氣趨緩反應遲鈍，對於景氣擴張也落後反應、或是「反應不足」(Under Reaction)；相對於「市場指標」的預期效應、「經營指標」是 Sell Side-而非 Buy Side。一、BEI 的「經營指標」顯示，這些 CEO 的行為似乎是被動與保守；景氣明顯見到轉佳才敢動手擴張放款業務。在 2017 年第二季時市場氣氛已經轉差，但經營者卻是以緩慢步調下降調整。而在 2017 年 11 月景氣、或說市場氣氛已經顯著攀高，但「經營指標」數值卻從 64,9 點，掉到最谷底的 52.9 點。二、由 BEI「市場指標」觀察，它多是持續性起伏，一波比一波高；但是 BEI「經營指標」卻像是在 2017 年 11 月，大立光股價快要留滑梯時才異常熱絡，這顯然是與台股股市的短期現象一致。當時是台股加權股價指數科技類股的最高峰，台股股王大立光與鴻海股價最高點多在當時。



(圖四：美國 10 年期公債殖利率周曲線圖，鉅亨網)

被 BEI 指標的「經營指標」列入，首項觀察項目的即為利息收入，而這項收入包含利差，金融業以存款人委任資金，買進的國際與台灣政府公債定期利息收入。這相對於「經營指標」上所採用的台灣、美國、中國大陸等國國債殖利率變化互相輝映。但本文要提醒，在這幾個國國債的交易中，以台灣政府公債交易周轉率是最低；次級市場的交易並不熱絡，因此呈現自 2016 年初起，在外資入場與本國金融機構常態性買進下，台灣 10 年期公債殖利率，緩緩下降至今仍然未歇止，呈現外資資金持續流入趨勢。在台外資沒撤退，國內金融機構也不知道，在 Fed 縮表下、不買公債如何操作還能是穩賺不賠。在此項各國政府公債殖利率指標中，美國 10 年期公債殖利率應該是最有流動性，它的均衡價格最具利率趨勢參考性。



(圖五：台股集中市場金融類股指數日 K 線圖，鉅亨網)

如果再摘取台股加權股價指數，金融類股日 K 線圖與研訓院的 BEI 指標驗證，將可以再發現 BEI 的「經營指標」，也落後於台股集中市場，金融類股指數日 K 線圖。台股金融類股股價類股指數，領先「經營指標」約存在一季時間。如果這項假說能夠透過計量經濟模型再次驗證，則目前 2018 年最高指數將也是一種反向指標。台灣的金融業會被懷疑，在大艷陽天將轉為陰天前才開始曬棉被？若此則當系統性風險一旦到來，可能來不及收棉被喔。這些系統風險也就是如金融研究所調查報告中所言，中美貿易大戰、Fed 的升息循環等等。因為我們金融業的經營者，在調查人員詢問時多回報沒有影響。這似乎也闡述著，金融業的存放利差將因升息而高漲；但是本身行業特質並非「強式效率市場」；因為金融業者的「經營指標」中顯現，其落後情勢發展特徵顯著。這似乎是缺乏深度專業膽識，或是行業的經營管理本身就該是保守的。這樣的特質會令股票投資者認為，台灣金融業能夠在國際金融市場，非常敏感地捕捉商機的能力，尤其是對於大部位資金的金融投資操作能力是有限的。

肆、結論：台股上攻歷史高點的主帥呼之欲出？

2018 年 03 月最新 BEI-綜合指數編製結果分數為 65.6，主要受到美國聯準會 FOMC 決策官員對經濟預測樂觀，贊成升息意見更加一致，利差擴大預期效應讓銀行高階對於經營面出現較大幅度回升，樂觀程度創下新高，市場面指數受到美中貿易戰升溫影響持續呈現下滑至 51.9。雖然銀行高階主管認為美中貿易摩擦繼續加劇，恐將波及我國出口企業致影響銀行放款業務，但也預估美中雙方貿易戰仍有協調轉圜空間，短期對銀行業負面效應該還不大。至於中國大陸推出三項對台金融開放與合作措施包括小額支付、徵信及聯貸業務等政策，銀行高階主管認為因涉及兩岸電支機構的開放、發行銀聯卡、雙邊聯徵資料開放調閱等政策及監理問題，合作難度高，實質效益有限，對我銀行業經營影響不大。另需關注歐盟與英國對脫歐談判所致雙方未來貿易摩擦，中國大陸兩會後對金融體系之穩定及美國對應態度均可能影響金融市場及銀行業經營景氣之變化。有關 4 月重要國內外評析請詳參「TABF 4 月金融政策及指標觀察重點評論」內容。

(圖六：研訓院金融研究所 BEI 指標多空信息彙總，研訓院金融所)

例如在問卷調查中，對川普貿易保護主義的認知落差，就是需要深入研究的一種回應；這種落差或許是來自於公營銀行？因為公營行庫最高主管多是以穩健為經營特性；而且有時可能對於敏感事件的表態，對於工作的保障遠重於一切專業的冒險。這與台灣央行對於 228 川普伊開戰，對於貿易戰爭非常清楚的專業表態，與行政官員信口開河、無動於衷呈現明顯專業與政治的反差。央行總裁非常清楚地描繪中美貿易大戰，對於台灣實體經濟的影響；最清楚的一段話就是，如果雙方情勢惡化，則我國 GDP 成長率會降到 1.6%。如果我國 GDO 規模是 5,600 億美元，若原預估值為 2.6%，則也是只有 56 億美元的損失。以統計學的顯著水準檢視，真的好像也沒什麼；1%或是 3%多是很微小。但如果以減損幅度去看，則卻是減損 50%；再由外匯新台幣匯率可能的貶值，引發國人購買力的減損，及外資出脫績優股的股市財富。中美貿易戰爭不會影響台灣經濟，顯然是統計假說檢定中，絕對會被棄卻 Reject 的原始假說。這麼重大的國際經濟貿易情勢，台灣的金融業經營者應該戒慎恐懼。如果金融業只是想賺利差、基金買賣、保單行銷傭金，不敢對於科技產業提供非常多元化的融資，或是精明於國際債市、股票、基金的操作，就不是一個領先性產業；無法與目前台灣半導體或是 3C 的開疆闢土勇氣抗衡。這在 2018 年 2 月至 3 月，新聞情蒐當中就可以見到；若太拘泥於當下的多空，則對於經營將失去前瞻與冒險。因此台灣加權股價指數，仰攻歷史高點完全寄情於金融股機率較低？未來攻擊的主帥可能就是，對於市場擁有領航的台灣電子科技類半導體股票，伴隨金融類股的升息縮表之後，利差擴大的利基，並肩作戰創造台股歷史。（提醒：本文用財務理論分析時事；說明與判斷無任何貶損只為研究，不為任何引用者行銷或投資背書。）