

贏家絕對更要洞悉空頭意圖！！

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：美國政府 10 年期估債殖利率周曲線圖，鉅亨網)

要在金融市場持為長青樹，需要知所進退；因此對於空頭的認定也要，具備相當的專業能力。不是只會看多，而對於風險一無所聞。即使是長期跨世代投資也是要如此要求自己。2016 年之後的景氣復甦、加上資金持續退潮，對於股市影響比債券市場要大。過去在升息階段中，國際投資銀行當時注意的是債券價格、或是說債券殖利率的變化；而這次收縮資產負債表，命中的核心已經聚焦到股市來。2014 年 11 月 Fed 停止 QE，2015 年底首次升息；之後 2016 年、2017 年數度升息；並於 2017 年底開始收縮資產負債表。由近十年的樣本資料檢視，Fed 這些措施對金融市場的影響，多是遵循財務理論順序與效應。Fed 的預期首次升息，在 2015 年底前造成全球高收益債的系統風險；不少高收益債在這波預期升息預期下，價格大幅下跌。而就在高收益債風暴過後，2016 年起優質政府公債、美債、德債等殖利率、也不知不覺跟著緩緩上揚；2016 年之後

到 2017 年中，金融市場關心的是，美國 10 年期公債殖利率屢攻 3% 的疑慮與恐懼。而在 2017 年底 Fed 開始收縮資產負債表後，道瓊工業指數成為空頭首要緝捕的首要戰犯；自從 2018 年 1 月成為空頭矢的。這樣的演變是具有倫理的，公債對於利息敏感、股價對於資金充沛與否更敏感。債市的殖利率是募集資金成本，但是資金供應減少本益比下降，會危及投資機構的未來現金折現值；前者是由企業 CEO 看，後者則由私募基金投資長鑑別。

貳、高收益債、NBI 股價指數、美債、新興市場、美股輪流被宰??

2015 年高收益債與 NBI、2016 到 2017 公債、2018 年新興股市輪流倒台？仔細再進行「兩次方」分析，Fed 的緊縮手法為，升息與收縮資產負債表。這兩大政策措施中其中以升息，與美國 10 年期公債殖利率曲線圖互動密切。在 2016 年底開啟升息階段中後，殖利率水準不知不覺、多已經跳到 2.28% 至 2.56% 間；尤有甚者，在收縮資產負債表開始，正常的上限是 2.58% 到 2.85%，而間歇性則偶發會跳躍到 3.13%。以這樣的趨勢發展邏輯，若未來在加大收縮資產規模後，10 年期國債的殖利率、攀升到 2.85% 到 3.13% 之間將成為常態；從今之後偶發性、未來恐怕會衝高到 3.5% 之前。不必贅言 3.5% 的殖利率，即使是站穩 3% 以上的國債殖利率，短期對美股科技股價是會有衝擊的。在目前尚未到 3% 的水位，新興市場的偶發性小股災不斷，私募基金提到港股就搖頭；這就別去期待 3.0% 以上會點頭了。到時也不必只鑑賞港股，大概新興市場科技股會成為驚弓之鳥。



(圖二：道瓊工業指數周 K 線圖，鉅亨網)

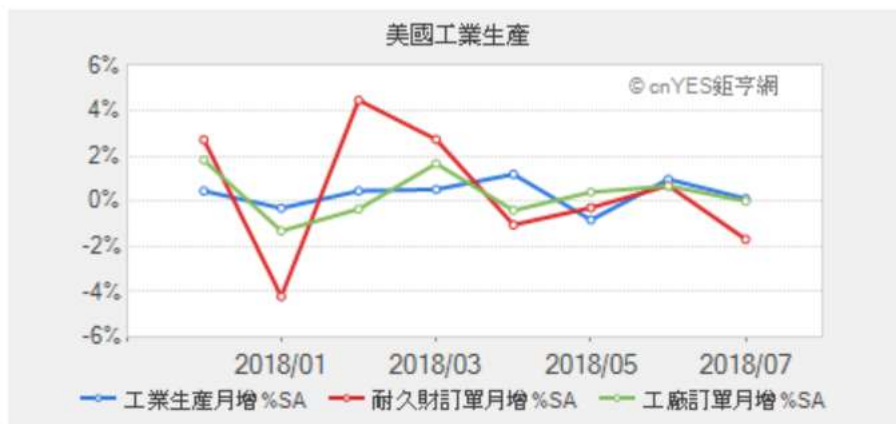
道瓊工業指數從 2018 年 1 月，就成為被收縮貨幣壓制的對象。就債券市場而言，它本身是一個募集資金市場，是與貸款、現金增資、私募等並行方式的籌募資金的工具；因此升息將牽動籌資成本升高的預期。這些預期先是表現在債券殖利率之上；此時企業需要盤算，從此之後所進行的資本支出，其未來現金流量折現報酬率，是否可以抗衡未來升高的資金成本。當債市受傷哀號之後，2018 年開始的第二階段，換成需求面投資者需要斤斤計較盤算了。對於投資者而言，投資股票有多種獲利機遇，最重要的是現在與未來現金股利；第二層次才是為股票本身的價差；當然這兩者是會互相牽動的。財務理論文獻說，原本不發放現金股利的股票；當首次要宣告發放現金股利前後，股價是會預期顯著上揚；而原本就發放現金股利的股票，宣告持續發放、對股價不會有顯著利多效應。如果標準利率的上揚會使，IRR 內部報酬率上升，資本支出的折現值下降；則可能原本顯著獲利的上市公司，獲利能力會改變。而當資金緊俏本益比下降，CAPM 的無風險利率提高後，當然也會使投資股票的資金成本拉高，使合理股價向下修正。



(圖三：美國 NBI 股價指數月 K 線圖，鉅亨網)

叁、緊縮效果由資本支出、延伸到股票投資者！

Fed 在 2015 年的升息預期利空，首先襲擊到的是小型股 NBI 美國生物科技類股股價指數；2015 年 6 月 NBI 指數先行做頭大跌。再過來 2015 年底前後，襲擊的是全球高收益債市場；2016 年之後對優質政府公債開刀，以階梯式的影響溫水煮青蛙。2018 年 1 月開始，新興市場股市開始零星受到攻擊；其中最嚴肅應該就是中國股匯市、與香港特區匯率、股市傷痕累累。由這樣資本支出、機構投資需求報酬率；新興市場、強式市場；債市、股市交叉輪替，似乎真的預測到、美股最後是否也將是延燒到 NASDAQ？？2018 年 11 月 6 日之後延燒到道瓊？如果美股真的需要這樣被糟蹋，那它的外患必然是，人民幣匯率，2018 年底、或 2019 年初無法撐在，6.9 兌換 1 美元間平穩整理，不久之後就會長驅直入到 7 以上。這可能才是新興市場最恐慌時刻，因為這會暗示這一次中國內部，本身經濟問題比 2015 年還要不堪？最後可能還是會感染到德國股市。預期指標美國 10 年國債、債券殖利率數度叩關 3%；殖利率對貨幣政策敏感度最高。如果 Fed 的收縮規模繼續擴大，公債殖利率站穩 3.13%、創下 QE 以來最高峰；那美股還能瀟灑飄逸、展英姿？



(圖四：美國工業生產指數曲線圖，鉅亨網)

對股市而言，GDP 是落後指標，PMI 或是 ISM(採購經理人指數)才是景氣領先指標，也是股市基本面領先指標。這由鉅亨網的指標追蹤項目，美國工業生產指標檢視可體會。美工業生產指數由 2018 年 1 月開始下跌，訂單與生產金額年增率還好，只是平平緩步；但是紅色線的耐久財訂單月增率顯然不行，每況愈下的趨勢顯著。耐久財訂單就是資本支出；資本支出的成長趨緩，那無異表示未來的 GDP 規模可能趨緩；2018 年第二季的 4.1% 的 GDP 成長率，可能成為未來各季絕無僅有好成績。2018 年第一季的 GDP 成長率只有 2.2%。美股道瓊指數在 2017 年、就只有 21,000 點到 23,000 點之間；2019 年暴衝到 26,000 點以上。未來還會有 4.1% 的 GDP 成長榮景？如果還會有，股價指數當然會突破新高。但由工業生產指數現狀檢視，機率較低；如果不靠上市公司自己產業競爭力。處在持續收縮資產負債表，美元指數橫向盤整、金價下跌之當下；最後油價可能也可能守成有餘、上攻乏力。道瓊指數可能無法一口氣再往上攻，回頭展現大整理格局；而橫盤的格局多是變盤前夕；若稍有系統性風險可能就形成失足。以總體經濟量化指標，除非美元指數急速下降；多頭趁機收回失土。否則當人民幣匯價，跌破 7 兌換 1 美元之後；將會被經濟學家視為有效需求疲軟，石油價格下降機率增高、甚至危及中國經濟硬著陸？？



(圖五：台股台積電股價周 K 線圖，鉅亨網)

肆、結論：當多頭再起之際??

比對道瓊股價指數與 S&P500 可發現，後者股價結構優於前者；2018 年 9 月中旬，後者一度衝破 2018 年 1 月日最高點。只是令人擔心的是，近期這個族群的核心類股、半導體費城半導體股價指數；DRAM 的價格，卻走出短期空頭格局。這與台股最大權值股、台積電股價有很大不同；台積電夾帶智慧型裝置優勢與競爭力，股價奔馳到蘋果公司新手機發表後。在轉單效果發酵之後，目前的股價互動已擺脫 Intel、而轉為與蘋果及 AMD 的股價是前瞻。如果只是台積電撐起台股一片天，則未來擺脫系統性風險糾纏後，仍然可能又重回到 2016 年至 2017 年多頭老路；就是沒買到金融、或傳產類股的投資者，多會對台股萬點攻勢無感、資金被電子股套住了？依然還是無語問蒼天。

(提醒：本文是為財金專業研究分享，全文非投資建議書；個股只為說明用、絕無多空立場；不為任何引用本文為行銷或投資損益背書。)