

# 股市交易冷到顫抖??

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

## 壹、前言



(圖一：搞什麼飛機？為何台股多快上萬點，成交量還這麼低迷？AFP)

一般市場投資人多以上市櫃公司，「預估每股稅後盈餘 EPS」，乘以「本益比」倍數，得到「理論合理股價」。但除此外，投資機構還重視上市櫃公司「淨現金流量」(Cash Flow)；以淨現金流入成長趨勢為投資訴求。淨現金流入流量增加則表示，該公司本業營收成長顯著；就是本業經營成本並未隨、生產規模擴大而同步遞增、具有經濟規模效益。但無論是用那一種方法評估出來的「理論合理股價」，多要與當下市價互相比較；前者高於後者則投資策略為買進持有、前者低於後者則賣出，以此原則為投資決策。

但仔細檢視所有證券投資理論，本身也有不少多爭議之處。如「強式效率市場理論」(Strong Efficiency Market Theory)，它說上市櫃公司當下股價就是該公司內部、與專業訊息完全兌現結果。而若投資者還不滿意、再將這家公司當下市價，與「理論合理股價」互相比較？那不啻表達當下股價並不是在反映過去、現在與未來訊息「理論合理股價」？那不就等同說，全天下沒有一個股票市場是「強式效率市場」；多是「半強式」或是「弱式市場」？如此一來則所有基金經理人操作績效，多必需也應該打敗大盤才對？因為所有當下的市價多非「理論合理股價」？當市價並非「理論合理股價」時，當然就會有買賣操作行為？這樣上市公司越多家，則成交量就應該越大才對；那為什麼目前台股集中市場，成交量反而越來越少？反過來說，如果當下股價多是合理，則為何還會有買賣行為？現實情況是，市場充滿著多層次投資者，如當天沖銷買賣的、做短線的、長期投資的。而投資方法也各有不同，有的投資者是順向、追強賣弱；有的則是逆向策略、賣強買弱。而在進行交易下單時，有的是用市價、有的是用限價；這些多元投資行為構成股票市場的全部交易。

## 貳、股市成交量大減真正的導火線是 Fed 升息！



(圖二：台股加權股價指數周 K 線圖，鉅亨網首頁)

但以上這些多元化交易行為，卻未使得股市成交量顯著增加，流動性反而降低？以台股加權股價指數周 K 線圖檢視，台股周成交量顯著減少，就是在 Fed 在 2015 年 12 月 27 日，它宣告第一次美元升息那一周；此後無論股價指數上揚或是下跌，成交量多是降溫型態。台灣央行彭總裁曾在 2016 年 11 月，回應立法院財委會諮詢說，這種情形已成為全球普遍現象。央行研究比較 2015 年初至同年 11 月中，全球各主要股市成交量發現，全球主要股市成交量同步減少、程度約為 14.1%。央行認為這是因全球長期低利率，在貨幣市場低利率環境下，股票投資被「債券化」了；很多績優股票多被當成「殖利率」投資，一旦買進之後就被鎖住、不再進行買賣交易。

換言之，央行是以橫向方式，用各國同一期間市場的變化、互相比較結果。這意味著各國股市波動起落，其所受到影響因素多該是相同；其實這個主要因素就是美 Fed 升息。以台股股價指數日 K 線圖檢視，

情況就是如此；2017 年 12 月 14 日，Fed 宣告第二次升息時，股價指數曾經由 2016 年最高點 9,430.34 點，也出現波段回跌、跌到 9,099.95 點，差一點跌破 9,000 點；成交量也顯著呈現萎縮。如果目前股市成交量要比 2016 年初減少 14.1%，則多少可歸因於 Fed 升息？又有多少是因為台股本身交易制度因素使然？我們再以資金流動指標重要指標、美元指數觀察，2016 年初美元指數為 98.54 點，而整年走勢型態呈現 U 字型；先是往下回落、再由谷底盤整後，到年底前才再拉高登上 100 點以上。全球各國貨幣市場，除較為孱弱的人民幣外，新台幣兌換美元所呈現格局則是；先是由美元流進台灣市場，再由台灣匯出到美元。短線上台股在 2016 年下半年，全球再對 Fed 二次升息預期時，成交量萎縮情況更嚴肅。以此可見到的是，其實在這段期間中，台灣或新台幣資金並未大量流出；但持有幣別可能轉換為美元，且在台股集中市場的外資，對台股趨勢並未因 Fed 升息，而馬上轉趨悲觀；這也之所以至今，台股集中市場仍可維繫個股表現原因。



(圖三：美元指數周曲線圖，鉅亨網首頁)

### 叁、「證券經紀業」生命週期進入成熟期！

每個產業多有「生命週期」Life Cycle，標準週期發展為草創到成長、最後趨於成熟；草創時期的利潤最高，但如果該項產業進入障礙低、則高利潤階段持續時間不會太久。在進入成長期時供給與需求會同步增加，市場交投活絡、流動程度大增；進入成熟期後，則成為完全競爭、紅海市場、交易均衡價格由買方主導。1987 年台灣開放證券公司執照後，剛開始亂象輩出；部份尚未俱備專業知識、只想要撈取熱門行業利益者，紛紛轉入經營或仲證券買賣。在本身並不俱備深度專業下，在股價上揚沸騰中、沒空也並未將正軌金融投資專業知識傳遞、教育一般市場投資人。券商經營者站在 Sell Side 立場、每天推出數檔明牌，希望投資人能夠運用融資、甚至是地下資金，進行股票短期交易、以獲取手續費收入。但凡俱投資經驗老手多知道，投資股票從佈局、等待、成長、火熱、出脫等階段；這個過程會有風險及等待期間。但對券商而言，其業績壓力隨何在撤要有及時雨，但上市公司沒有永遠不凋謝的股價，短線投資者也不可能只有，穩賺不賠的神奇眼光。券商在過去如果未曾盡到，金融專業投資知識的教導，可能也是當今成交量低迷遠因之一。因為有強大資金能力的投資者，只要在一次崩跌中不幸中槍，該券商分公司業績馬上受波及；這種現象又以 1997 年與 2008 年金融風暴最為顯著。

1996 年台股進入 MSCI 成份股後，台股投資風潮趨於收斂；每天成交量動輒由 1,500 億新台幣，開始趨於平穩每天 1,000 至 1,500 億新台幣間。在橫向面部份，外資開始售入共同基金 Mutual Fund，目前台灣對外投資境外基金已高達 3 兆多元。當台灣投資者將效率前緣曲線向左上方延伸後，這就已經表示台灣已進入全球化投資世代。金融投資型態與訴求，由追求短期爆發力、轉訴求長期穩定報酬。其實就在此時客戶已有所選擇，促銷台股的做法已非報明牌、叫客戶當沖做業績。沖出大量成交量賺取仲介傭金，券商可迅速獲得手續費收入。

但企業經營之道是客戶獲利最優先；如近期藉一例一休漲價的飲食業者，可能沒將消費者 CP 值放在最優先，引發消費者議論乃至不滿。在金融市場投資領域中，客戶獲利就是業者的成功；但在 1980 至 1990 年代時股票仲介者，並未將此一訴求擺在最優先。反正是泡沫行情、買股票必賺；客戶為求下單服務優先、還要對業務員送禮，但在理性與穩健投資情勢形成後、此情此景丕變。由台股成交量變化，很清楚見到金融投資潮起潮落；證券經紀商同樣面臨「產能過剩」問題。尤其當網路與更便捷下單方式出現後，在專業資訊價格幾乎已經免費下，投資模式發生革命性改變。這種新世代投資方式，將成為下一代投資人的主流，過去那種一進門全面多是電視牆、偌大的看盤大廳的現象幾乎全部消失。在租金上揚與成交量乏人問津下，營業員臨櫃的股票買賣交易方式已成過去。未來將進一步的買賣方式必然是，銀行理財部門可能與證券經紀部門合併；因為就產品手續費收益而言，海外共同基金手續費收入遠高於國內股票。而在網路電子下單完全替代後，股票仲介價值在於處理非平常性交易，或是特殊情況如 IPO、或是客戶資券投資買賣錯帳處理等等。券商經紀部門還是一個不能廢除的平台，但在短期成交量式微無法改善下，營運成本的計較將成為金控公司績效焦點。要提升到全方位理財專業能力，如承做國外證券複委託與代理海外基金投資、及保險業務的銷售等。

肆、結論：低迷股市主因是：世代財富出現不連續、斷層！



(圖四：美國勞動部長說，年輕人別怕、未來工資會上揚！AFP)

在檢視問題原因所在，除運用「比較靜態」(Comparative Statistic)方法，進行時間點對時間點比較外；還應該進行縱向動態比對。例如要以一年期間平均成交量比較，或是運用 2015 與 2016 年，多年移動平均量比較。將 2016 年每個月與平均量比較；從財務理論角度，如果股價是在對於未來經濟景氣做預期，則其成交量又在對流動性做預期，是什麼因素使得買與賣方多失去買賣動能與興趣？如果量是價先行指標，則未來加權股價指數的推升便相當有限？因為可能有部份上市公司將會消失？由台灣復興航空的解散，但截至目前為止多還沒有接手經營者；從這個案例僅見產業供給過剩情況嚴重。由凱因斯流動性需求理論，消費者對貨幣需求三種動機，投資動機的確是由利率與國民所得決定；但在三種動機中、投資是剩餘動機，是在滿足交易與預防之外的多餘資金所驅動。在 2003 到 2008 年之間，股價與房價增值效果形成同步互動，但 2008 年後則分道揚鑣，除美股與房市受惠

Fed 美元 QE 外，新興國家股市受 QE 外部效應(External Effect)，股市波動呈現間斷性、上揚與回檔節奏很明顯受到 QE 干擾。而就台灣年輕世代的新生代而言，除受上一代庇蔭外；連所得較高者所承受居住成本壓力，比過去一世代大幅提升。在上一代已為退休生活投入長期資金後，年輕世代在高居住成本壓力下，扣除租金或是房貸可支配所得降低，可從事第三貨幣需求動機能力顯然受限；最後股市成交量出現低迷，這是世代財富斷層過渡性現象。這由美國經濟發展來看也是如此，2008 至 2015 年核心物價上揚；都會區新鮮人上班族、名校出身、在紐約市上班；每年 8 萬美元卻僅足維持日常生活、奢談儲蓄與投資。而 2016 年起又面對食物與能源類物價揚升，又如何有會有充足資金與無後顧憂？又奈何可在風險不小股市中殺進殺出？能做個殖利率投資、長期投資者就不錯了。(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。)