

問股市如何跌？看美指怎麼漲！

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：NASDAQ 股價指數日 K 線圖，鉅亨網首頁)

近期美股各類股指數，呈現交替震盪走勢；大趨勢指數、道瓊工業與 NASDAQ 股價指數輪動情勢顯著。如 2017 年 7 月 5 日這交易日，道瓊下跌、NASDAQ 股價指數反彈。而 2017 年 7 月 6 日卻演成為，道瓊指數大跌、NASDAQ 指數亦跌。這是否透露出了股市多頭不祥徵兆？就是美股將藉由，升息與縮表貨幣政策，使投資者在無警覺性下，因為相關股價指數的「交替」而墮落？我們想藉由常見的：一、美股道瓊工業(傳產藍籌)。二、S & P 500 指數。三、NASDAQ 指數(科技類股)。四、羅素 2,000 指數(小型股)、五、費城半導體指數等(半導體產業)。六、與當下最夯產業；代表性個股、如美國的亞馬遜書店、中國「王者榮耀」的騰訊公司股價等；短期趨勢顯現出的未來可能發展，判斷整體全球股市短期趨勢。雖然多數人對目前全球股市榮景無感，但我們之所以在乎短期的原因是。就賽局零和 Zero Game 遊戲邏輯，目前因為潛在多數買盤尚未進場，股市應該還是安全的；因為投資者尚未出現

Herding 羊群效應。但在主動與被動式投資交替的時刻，大多數投資者是否在融資餘額上，也出現委任代理行為，將資金投入共同基金；由共同基金集結規模資金、然後進行操盤？如果是這樣，則觀察股市是否短期過熱、是否 Herding？就不是融資餘額數據所內涵的。

貳、所謂「技術線型」做頭的費城半導體指數最顯著！

問題是不管就短、或中長期，科技類股價多在高價位區；如果未來演變是科技類股回跌。而塑膠、紡織、及化學等產業股價等，也只上演過了短期波段行情；則全球股市所面對、指數回檔空間會變大。一種資產價格趨勢變化多由「微結構」開始，由此構成短期、再由短期形成中與長期。沒有當下、就不會有明天；沒有明天、何來未來長線？長期投資者的確可用時間換取空間、等待價差出現；但長期股價變動只有耐心等待。短期投資者必需沉著穩定、疑其可疑之處、高低檔多需警惕是否出現反轉。本文在 6 月 20 日，就已懷疑 2017 年 6 月 9 日，是否就是科技類股價最高處？前無古人，後無來者？近一個月以來，持續對 NASDAQ 指數是否已到登峰造極階段多所關注。由圖一的 NASDAQ 股價日 K 線檢視，短線幾乎確定已 NASDAQ 指數已經進入整理；因為 NASDAQ 指數已一個月，未再與 6,341.7 點謀面相見。而週四與周五的收盤結果顯示，NASDAQ 已短多不再。



(圖二：費城半導體股價指數日 K 線圖，鉅亨網首頁)

而若再由美股費城半導體股價指數同期走勢，則可更清楚見到它已由 1,149.86 點指數位置，下跌到 1,032.29 點；股價 K 線圖所形成的短期頭部型態非常明顯。這樣的股價趨勢型態，幾乎已經篤定是短、中期費城半導體指數進入整理。「中期」是多久的時間？沒人知道，至少要以月計。當然在這樣現跌深後，未來以日計的短期費城半導體指數，隨時落底反彈機率升高。這不必用什麼 AI 預測工具，簡單一句就是跌深反彈；套句專業名詞就是「均數復歸」(Mean Reversion)。我們也想到個體經濟學「廠商理論」(Firm Theory)，以「引申性需求」(Induced Demand)原理，詮釋費城半導體指數下滑意義。半導體製造商是 3C 消費性電子最上游，它的公司總市值短期滑落，代表近期未來下游對它需求不再出現、供給小於需求的旺盛局面。未來一、兩季現金流量榮景，已充份表現在營收與盈餘、甚至是股價上。由「弱式效率市場」假說觀點，短期費城半導體指數的跌勢、要比 NASDAQ 搶眼。由下游廠商的觀點，半導體的產品售價不再上揚，對它們的生產成本反而是有正面助益，尤其是 IC 設計製造廠商；由對立面觀點，IC 設計製造廠商股價，從低價區反向回彈的機率因此變高。



(圖三：羅素 2000 股價指數日 K 線圖，鉅亨網 Stock Q)

叁、NBI 與羅素指數是對 Fed 升息與縮表最敏感指標！

這就如同美股、羅素股價指數 2,000 走勢；它目前走勢應是所有類股中最為強勢。由圖僅見它在高檔區、並沒有想下來跡象。羅素指數吻合財務理論的 Size Effect；就是三因子模型中的規模因素；總市值越小的股票，它的貝它值較高、貝它值是個股股價相對於大盤的變動系數。羅素指數在 2015 年 12 月那次升息前後，出現顯著波段回檔；但與 NASDAQ 中生物科技 NBI 股價指數不同，該次回檔並沒有形成中或長期頭部；羅素指數在 2016 年中落底後就再度回升；所謂回升是這次的糕點越過上波段最高。就短線表現而言，NASDAQ 與費城半導體指數比較，羅素相對強勢；在學術上羅素指數非常適合財金碩士研究生，對財務理論 Small Size Effect 驗證；尤其是當 Fed 的升息、與緊縮作用已在股債市發酵後。羅素指數 2000 是在 1972 年，由羅素 3000 中抽樣另編指數。

因為美股市場中，就美國股市投資習性或「市場特徵」是，若只是羅素指數上揚、而且與其它類股分道揚鑣，則主流市場即將進入回檔整理、甚至步入空頭機率升高。為何有這種特徵？因為總市值小上市公司，其財務融資能力較差，因此對系統或非系統風險反應異常迅速。這也是羅素對預期信息反應，與 NBI 指數多領先 NASDAQ 與道瓊指數原因。與 NBI 還有最大的不同是；NBI 長期波段最高點數、約與羅素的 2015 年同步。但 NBI 指數是跌下來之後、到今日還沒再爬上來、中期回檔修正尚未結束；但羅素指數卻還再創新高。為何 NASDAQ 與道瓊多是越鬥越勇？NBI 與羅素多會在 2015 年就看破多頭紅塵？因為 2015 年 12 月 24 日，Fed 啟動第一次升息、至今而看也是升息循環啟動點。NBI 與羅素市場中的內部人、與專業基金經理人，對 Fed 長期政策方向先行反應；但近期羅素指數持續創歷史新高，卻可能兌現上述所提的「市場特徵」。



(圖四：美國 10 年期公債殖利率日曲線圖，鉅亨網債券)

由上週 Fed 的會後文來看：一、Fed 所有的成員對於升息是沒有意見，全部支持升息。針對實體經濟觀點也多趨樂觀，因為它們所執著的失業率是非常低的，也就是這個數據使得 Fed 成員認為，即使近期 CPI 年增率為達到 2% 目標，也不代表景氣不復甦，因此也要升息。Fed 目前的心態是，景氣必然復甦；若不加速升息或緊縮，則當 CPI 增率顯著時、緊縮政策已緩不濟急。二、更令股票市場震驚的是，還有幾位 Fed 成員提出在兩個月之內，就開始進入縮表階段；將 Fed 持有的未到期政府公債、MBS 與政府機構債，以公開市場操作方式、賣多買少的收縮型態，將債券賣給銀行體系、把資金回收回來。這種緊縮心態的變遷應該就是，2017 年 6 月 9 日 NASDAQ 股價指數長黑，內涵信息的效率反映著、Fed 此次來者不善、善意不來。我們必需先要思考，這一波的股市回檔會如何進行？其實在此之前我們就提及，本波段 Fed 對科技類股開火、緊縮反映與股市所需觀察的回檔指標，是為美國 10 年期公債殖利率與美元指數。當時已經預估債券殖利率將由低檔上揚，目前兌現的是美 10 年期公債殖利率，由 6 月 26 日的 2.13% 揚升到近期的 2.368%，這對於美股多頭當然是不祥。



(圖五：美元指數日曲線圖，鉅亨網首頁)

肆、結論：股市跌勢會有多深？只問美元指數漲得會有多高？

但接這下來的是全球股市，是否可以這一場回檔中免疫；尤其是新興市場。其關鍵指標為美元兌換該國貨幣、關鍵在美元指數。本文主觀認為，2017年6月29日的95.56點，是為近期美元指數最低點；未來美元指數將會上揚，最保守估計應會逼近98.19點，理由是嚴肅的、Fed最快兩個月之內就要縮表。但由美元指數的步調節奏，推動美元指數由95.56點、上揚到98.19點，至少也要一季以上時間；新興市場貨幣匯率由升反貶，股市進行整理時間可能持續到9月底。但就此三大因素或是變數，在美元指數上揚後、油價下跌；新興市場貨幣匯率貶值後、匯損減少、價格競爭力反增；在Federal Fund Rate上揚後放款利差增加、金融業獲利增加。新興國家大多運用國際資金發展經濟，因此美元指數的急、或緩漲，對新興股市回檔型態會有決定性影響；急漲的指數會使股市嚴肅，緩揚的指數將使整理格局拉長。(提醒：本文是為財金專業研究分享，無政治立場，非投資建議書；不為任何引用本文為行銷或投資損益背書。)