

地表上絕無「理性的」股市？！

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：美股 NASDAQ 股價指數日 K 線圖，鉅亨網首頁)

從 2017 年 6 月 9 日起，全球科技類股價受 NASDAQ 指數下跌衝擊；台股除台積電與鴻海外，多數個股股價並未感受到買盤推升。近期鉅亨網國際新聞，對於股市風險報導與點閱率提高不少，包跨被譽為商品大師的「湯姆羅傑斯」(Jim Rogers)、與雷根供給經濟學之父「斯托克曼」(David Stockman)，對當前美國股市與金融市場，多認為目前價位是被嚴重高估。Jim Rogers 還認為下一次金融風暴，會是他畢生最嚴肅場景。Jim Rogers 這項見解是理性的。的確如果萬一發生金融風暴，而且要摧毀目前已發展到，規模如此龐大的全球股市，就必需要比 2008 年更大、更無法想像的震撼。就如同 2008 年的風暴，要比 1997 年亞洲金融風暴，及 2012 年歐洲主權債務危機還大一樣。但何謂金融危機？其實股價的下跌、多是在危機之前就發生，等到跌到體無完膚、連長期投資機構多拋售持股時，才確認金融危機已經發生。股市投資最重要兩個時間點是「抓底買與取高拋」。通常在

長期的底部區是，連最堅強多頭或自己多看長空、或認定股市再也起不來了；此時反而是買進股票時機。而當公司獲利到達高峰、或是金融風暴發生前，其實股價已開始無法或停滯上揚了。由目前全球金融情勢演變，只知道的是科技股價在高檔區，可能進入其它產業類低價與個股表現時代，但金融風險應尚未、可能也不會發生；市場的演變永遠不會是理性的。

貳、科技類股權與股價的發展、連內部人事前多預期不到會這樣？

根據維基百科記載，「理性」在拉丁文中的字是 Ratio；就是計算金錢尺度。而這一句「理性」詞彙發源地為希臘，最初英文用 Reason 表達，但近代則以 Rationality 替代。它的中文定義是，人類運用理智對未來做出推理。換言之，理性是大家多可預期到的結果，這種結果在未出現前，可能有數種預測與預期。因為「理智」定義因人而異、會因時空背景也不一樣，更不是一個統計或量化觀念。隨著科學工具進步，對未來能見度與可測性越來越高；例如在艷陽高照今天，卻可對三天後提出豪雨襲擊何地警告，在 40 多歲就可以判斷未來中年後將罹患乳癌。相對於理性，「非理性」則是出乎所有人預期；應該是說違背所有大多數人的預測。金融市場是一個對奕的賽局市場，只要有不均衡狀態存在，就不會是一個零和賽局 Zero Game。但因為它還是有循環起落，因此就有偶發性的「囚犯困境」出現。不管是行情熱到買方無法如願，或是跌到賣方無法出脫；這些極端與無法預測的現象，通常還是會常發生；或許對於次日行情是可測，但對於中期後的變化卻常出現不可測，多數人無法與不可測就是非理性。

將這種邏輯概念運用在經濟學、或是金融投資時；近百年來以總體經濟學的「理性預期學派」(RES, Rational Expectation School)，表達得最為淋漓盡致。RES 學者認為，只有現在預期不到的那個選項，未來才會發生在現實生活中；可以預期到的多不會發生。這是最簡單一句話，道盡該學派的核心思維。就如同 TSMC 董事長張忠謀在股東會中所提，他從來也沒料想到、外資持有該公司股權會達 80% 以上；這是設立 TSMC 當初無法預料到的。RES 會認為也就是因為這樣，TSMC 股價才會有今天的輝煌。



(圖二：智邦股價月 K 線圖，鉅亨網股市 Talk)

市場投資者也鮮少會預料到，智邦公司的股價會從 2008 年 12 月的 6.48 元/股上揚至近期的 78.3 元/股；這也並非 2007 年就看好該公司，投信基金經理人所能料到的；在 2008 年的金融風暴中，有遠見的操盤人多很難等到這一天。2008 年系統性風險橫行下，多被投資長或投資委員會認為，基金經理人選錯投資對象；要求進行持股停損賣出。但最後卻是：眾裡尋它千百度，驀然回首，逆勢強股卻就在燈火闌珊處。財務理論可驗證的馬後炮是，它在 2007 年時就具備低「市價淨值比」特質，因此非常適合價值投資；但投資當下無法逆料的是股價何時起飛？這家公司股價成長型態竟然是如此「唐突」。在低空不斷、不斷、又不斷低吟後，突然早地拔蔥一飛沖高；RES 可預期到這家公司再過 4 年後的股價長相？

參、社會型態與人類生活方式的改變主導科技價值！

RES 運用數學與計量，介入了總體經濟「總供需模型」中，推理驗證出積極正或負面的政策與事件，只能延緩該發生的；不會讓該發生的永遠不會發生。以靜態觀念這是在失衡狀況下，要以政策或製造事件介入市場，干預失衡的現狀、使其恢復均衡，RES 認為短期雖然會扭轉失衡，但最後結果還是沒有用的。這種觀念與現代財務理論中，對迴歸分析的殘差項分析意義是非

常不搭調的；積極的殘差分析學者認為，任何一種最後出現事先無法預期的結果，多應該透過殘差去抽絲剝繭，從中發現另外一個或兩個，影響應變數意外的原因；從結果的意外中是可以，分析出還有新的自變數可發現的。



(圖三：聯發科看好「智慧電視單晶片 MT5597」需求，鉅亨網)

但殘差分析認為，年代越是久遠因子、對於未來影響是呈現逐漸衰退 Decay。RES 說無論如何 QE，經濟終究還是會步入衰退；GARCH 說首次 QE 造就了股市榮景，再次 QE 當然也會是。如果最終將是 QE 無效、經濟衰退，那為何這幾年股市漲翻了？既然是財務專家運用 GARCH 優於 REC，那 GARCH 能否也告訴我們，未來選股的方向？其實如果不將順序 Order 釐清，RES 學派本身也是充滿矛盾。將其邏輯再加以整理後的描述應該是：一、短期的積極措施對於市場是有用的，但是在積極的手段一出籠後，接下來中期是預期不到的部份，才會出現在市場上；而最後長期則是，這些積極干預的手段多會失效，橋歸橋、路歸路。二、經濟學是邏輯科學，它不會告訴我們短期、中期、長期匯市多久。或許應該用現在年輕人講法，短期其實是 0.1 秒就可想到的、中期是要花幾秒鐘、長期則是幾分鐘才會想到、或根本無法想像的。



(圖四：晶片廠商聯發科股價日 K 線圖，鉅亨網股市 Talk)

三、RES 存在相當靜態保守思維，在 30 年前一個小鎮可能就有數家電影院，接下來是租售大帶錄影卡店，接著電影院的家數越來越少；最後走入家庭劇院，大尺寸液晶電視與有線電視頻道替代。但根據從事電視晶片設計矽谷親戚說，以後會走入「互動電視」時代，但最後連「家庭劇院」可能也會消失，因為家庭中每個人多有更先進個人電腦。這些進化、或說個人獨立性越來越強化現象是動態過程，以靜態思維是可以預期到未來數種可能，但無法掌握到最主流發展。四、新趨勢的形成大多建立在，舊既有模式逐漸式微後才會被發現；而帶動這種新模式的，多是群體生活不斷演變、社會型態變遷。如近期電視收視率式微，是因為手機可以無線上網，並且手機版影音與新聞蓬勃發展。符合現代化生活需求的產品才有未來，目前多數忙於工作上班族，大多利用行動裝置、在上下班通勤時間中，閱讀最新與最夯新聞；即使回到家做完家事，用完晚餐後，就到自己房間、看自己愛看電視劇去了，家庭聚在客廳看電視時間越來越短。尤其是不婚族越多、房屋租金越昂貴，這種情況就越普遍。

肆、結論：投資股票：自有資金、拉長持股期、拜訪與持續追蹤標的！



(圖五：台灣高鐵股價月 K 線圖，鉅亨網股市 Talk)

探討巴菲特在股市中投資的高度成功，其內在重要因素是：一、慎選上市公司，選擇股資標的的原則是生活化；在日常生活中可被多數消費者用到的產品。生產這種商品的這家公司也是，市場上最具競爭力的公司；例如眾所週知的可口可樂股票。持有的期間盡量拉長，要做到這種情況就要以非急用或融資資金；就也是為何保險公司股票投資，績效可能要比共同基金平穩原因；而且壽險要比產險資金好做。資金的可用時間越長，撈到大肥鵝的機率就越高。二、當時買進的股價不能太高，基本面有潛力、但不能太好；因為非常好的基本面下，絕對無法有低股價。例如台股台灣高鐵公司，成立於 1998 年至今歷經增資、減資、最後是資本支出、設備折舊期限延長等等改革努力，才有今日可發放現金股利；這段期間至少 20 年以上；之前它在興櫃期間中股價曾經只有 5 元/股。可能連原始股東多無法預測到，台灣高鐵竟然是以如此動態過程翻身的；近期還被納入 MSCI 新興市場成份股？！（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。）