

# 弟兄們！殺向 12,682.41 點！

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

## 壹、前言



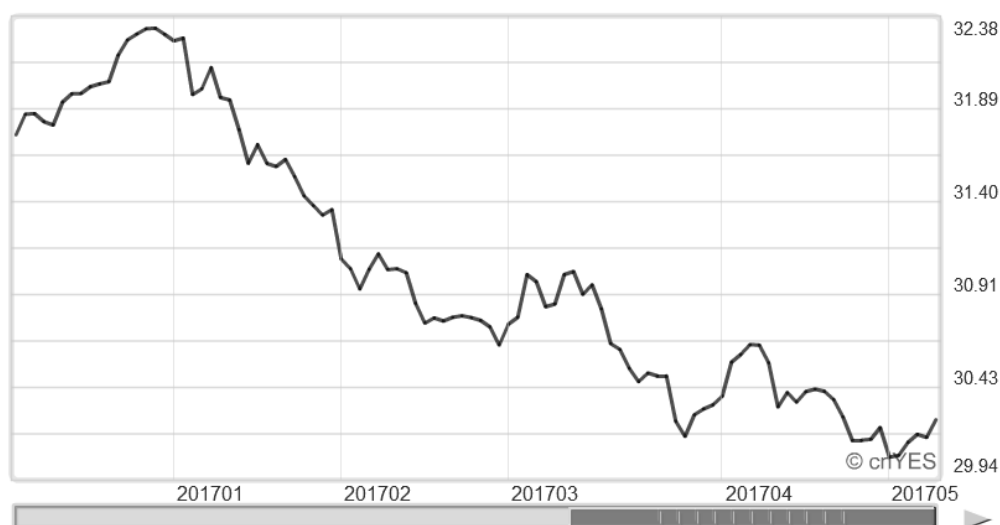
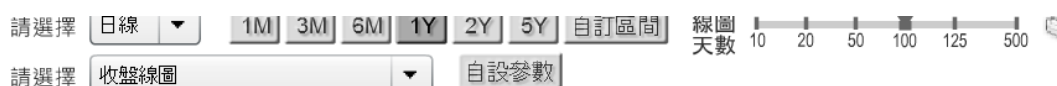
(圖一：抽刀斷水水更流、萬點不是什麼大不了的事啦！鉅亨網首頁)

不要再糾纏台股萬點了，就讓它好好地來；但這次可絕對不能讓它再好好地去。它最好是再向上去，別再走錯方向；最好去攻下一個目標 12,682.41 點，台股加權股價指數史上最高點。在國內多數投資人無感中，台股加權指數、對著萬點一攻再攻。萬點或是非萬點多是價位象徵；與指數有最直接關係是台股 ETF。所有再怎麼用心優越的投資組合，多無法打敗大盤。股票型共同基金本身就是「投資組合」，而大盤就是股票「市場投資組合」；「指數報酬率」就是「市場投資組合報酬率」。現實投資的確如此，被動式 ETF 優於主動式投資組合；就是自己選股建立投資組合，操作績效必然輸給大盤。在這種情勢中，最簡便的股票投資工具

就是 ETF；投資於台股 ETF 報酬績效，會優於自己選股所建立的投資組合。市場版圖幅員越大，這種現象就越明顯；這之所以萬點冷感原因，多數人多是自己建立投資組合，最近是看得到、吃不到、口水直流。

## 貳、外資深諳股票投資最大報酬法則？到底有沒萬點風險？

有價證券本來就是資本主義核心產物，第一張股票淵源於東印度公司；荷蘭是最早諳於股票操作國家，鬱金香泡沫是全球金融遊戲創舉。對 18 世紀就已縱橫全球海權的荷蘭人而言，用何種方式持有股票、何時出脫股票是再熟悉不過。荷蘭所屬的飛利浦公司是台積電創始股東，幾十年來飛利浦公司顯著賣掉台積電的股票，是在上一波台積電股價到達 150 元/股以上高峰期，而且當時新台幣匯率升值到 27 至 25 兌換 1 美元間時；「股匯雙賺」是典型國際化投資模式，荷蘭人最清楚。一、外資成為股票操作高手，它買進選股標的說來簡單，就是這市場中總市值最高股票；總市值等於流通在外股數乘以每股股價。將台股上市櫃公司總市值，由最高排到最低；然後將所有標等比率、劃分為 5 等份；挑選第一最高總市值等份公司，這大略就是外資選股模式。二、國際投資機構調節股票時機，多會找到匯率與股價最高之際。若用此一原則審視台積電股價動態，則對該公司目前製程技術、人才、及這些資源整合後的公司價值；再配合新台幣匯率變化預期，或許可理解與測量股價是否出現風險警訊。



(圖二：別讓它漲到 27 兌 1 美元！外資會落跑？鉅亨網首頁)

以投資股票「期間報酬率」計算，「單期」是價差與股利多寡合計、這是投資人短期訴求；長期則是價差與股利與再投資收益、就是複利總和、這是長期投資者主訴。國內投資者之所以對萬點冷感，第二原因是長期以來著重了短期投資；忽視長期投資威力。投資人只見到台積電與鴻海、大立光在盤面迭有表現；而這些股票其實也曾經是投資人最愛，但過去多被投資人「有賺就賣」，當成短線操作獲利標的；外資卻將它們視為長期珍珠寶物。就像去倫敦參觀大英博物館，看到中國清朝文物一樣。這種股票需要時間醞釀，投資最大風險是「等待」；投資人多知道，股票投資最大學問，非殺進、也不是殺出；是左等右等、千等萬等，空等、苦等、但最後等到的卻不見得是獲利的兌現；但如果不想等、那絕對是沒指望。既然等待是長期獲利方式，那對萬點一攻再攻、那也是正常的事了；外資多不急。是否攻上萬點的新聞意義大於實質投資損益；新聞本身就是非常態、是偶發且顯著事件；人生活內容不要被新聞完全包圍。

### 叁、人類在經濟行為中的各種思維模式？



(圖三：使川普也抓狂的台灣鴻海公司，鉅亨網首頁)

台股中的外資機構能夠堅持、且著重於長期投資、膽子不小。因為有價證券風險，其價格變動敏感度，要比商品對多空因素反應速度快。在證券定價模型中，股票是「沒有到期日」的；但衍生性商品、選擇權與期貨多是「有到期日」。有到期日期貨合約是每天結算，帳面虧損太大就得補繳保證金；持有期貨合約者、除非多空雙邊多押，不然一旦大波動、則惶惶不可終日。對所有有價證券發行者而言，企業負責人希望它所發行有價證券到期日越長越好；如此手上可用資金穩定，有利企業長期版圖擴張。但這對股東卻是一種「時間風險」；因為兩方異地而處、資訊不對稱性隨時存在。如公司債所發行到期日越長，它的 Duration(存續期間)就越大、風險越高。股票也一樣，在講究機會成本前提下；其它股票多是「不動產」。只有台積電與鴻海、大立光等股價每天紅通通？其它股票多陪公子唸書？這對 80%股票投資人情何以堪？但是這又能奈何？80%短線客天人交戰、祈求天降甘霖、甚至期盼外資買進自己手上股票。「等待」永遠是人生生活最大考驗，有些人、有些股票能等、可以等；但有些人則不能等、或永遠等不到。人會甘願持續地等待下去，是因為存在樂觀盼望。但合理期望是面對現實、掌握真實發展；不合理期望則是逃避現實、一廂情願；跟「補破網」一樣，每天多在等、就是「等沒人」。

因此對於金融有價證券投資，在投資者焦慮、不甘心等情緒下，商學領域管理與投資市場行為結合，成為一門有趣的「財務行為學」理論(Financial Behavior Theory)。自從 James Tobin 把投資組合理論，由總體經濟學拉出來後；不管是 Modigliani and Miller、或是馬可維茲、或是 CAPM、Fama 三因子模型：前提假設是所有投資人多是理性、而且是風險保守者。但財務行為基本假設卻認為，投資人多是非理性，常處在失去理智狀態中；因為他們在做投資決策時有框架心理。這也之所以在投資機構操盤團隊中，投資長老愛強調原則 Principal，一切公式化、該停損停利就去停、不要囉嗦；因為面對一個今天想買、明天卻想賣，今天說會大跌、明天說會大漲的操盤，給他最好策略就是停損與停利。但這兩個法則顯然多違背，投資機構追求長期投資最大利潤原則；也違背了投資者對投資正常思維。



(圖四：「歐盟的救星、世界的偉人」  
馬克宏萬歲、萬歲、萬萬歲！AFP)

## 肆、多愁善感、聞到風吹就想到秋天的人、最好別買股票？

由個體到總體經濟群聚行為的推導，大多有下列幾種模式：一為「適應性預期」(Adaptive Expectation)。就是用過去幾期  $t-4$ 、 $t-3$ 、 $t-2$ 、 $t-1$ 、 $t$  期等時間序列資料，去預測  $t+1$  期預估值 Expected Value。「適應性預期」與統計學「迴歸分析法」(Regression Analysis Method)互相輝映，或說「迴歸分析法」本身就是「適應性預期」。「適應性預期」最主要邏輯是，越接近當下的「過去事件」，對未來一期的預估值越俱備影響力。二為「理性預期」(Rational Expectation)，它認為所有消費者、廠商與投資者現在的行為模式，多是以未來預期做為現在行動的準則。就是以  $E(t+1)$ 、 $E(t+2)$ 、 $E(t+3)$  等反過來去求  $t$ ， $E$  是 Expectation 預期的意思；預期未來 Fed 將要升息，則現在將美國公債賣出；預期未來降息則買進公債。理性預期不僅強調方法，也非常重視「訊息組合」(Information Set)，訊息組合讓理性預期的過程動態化。

瞭解凡事是動態非常重要。人為什麼會生大病？通常是想不開？有運動習慣人多知道，越是心理鬱卒越要出去動；那會把那些昨天一堆鳥事用深呼吸吐掉。其實吐得掉嗎？當然是吐不掉，那為何動了後就沒事？那根本不是沒事，是事情它本身就是多變化；事到橋頭自然直。可是人總是跟自己過意不去，凡事多是靜態去想；就這樣小事化大、然後大事化煩、煩啊、煩事就變病。船到橋頭自然直？其實到時船拉不直也沒關係、反正翻船也不見得會淹人、淹了人也不見得會淹到我們。若一定要有系統尋求動態過程最適解，可運用動態賽局理論 Game Theory。

例如近期歐洲股市，影響當下法國或是德國股市舉足輕重事件，不會再是 2016 年 6 月 23 日「英國脫歐公投」，而是法國馬克宏當選法國總統。在過去約近一年時間，全球股市籠罩在兩大平行變數中，一為 Fed 升息或緊縮政策，另一個為歐洲政黨政治民主選舉。自從 2012 年希臘引爆歐洲主權債務危機以來，不管是經濟或政治的發展，多與「留歐」或是「脫歐」、歐盟完整性議題揮之不去。但這一議題一系列發展也正在轉圜與改善中。歐盟的主體、最強大國家為英國、法國與德

國；由 2016 年 6 月到 2017 年中，這三個國家多進入一輪、新舊政黨或政權更替。法國應是決定歐盟變動最大關鍵，因為前有英國脫歐、後有梅克爾高聲望民意調查。在 39 歲的馬克宏當選法國總統後，歐盟未來演變的理性預期顯然是，不必再擔心歐盟解體了；因為最關鍵法國已穩住。馬克宏真是「民族救星、世界偉人」；看來老婆至少要長自己 20 幾歲，先生才有當總統的運勢。



(圖五：法股萬眾一心、普天同慶、開瓶拿破崙酒慶祝？鉅亨網首頁)

## 伍、結論：柏南克會被佛利德曼「海扁」！

「理性預期」(Rational Expectation)定義是，經濟行為人是以「經濟理論」，做為預估未來市場變動方法；而且這些判斷方法是基於，自己私利之最大利潤。經濟行為中，消費者是在有限預算下，達到效用 Utility 最大化；有價證券投資組合，是以最大報酬率 Return Rate 為目標。廠商則以銷售利潤、營收減掉成本最大化為目標。這是所有個體經濟標準行為，由這個邏輯持續往總體經濟前進，則是一個經濟體、最後以最大福利 Welfare 為目標。這是「理性預期學派」鼻祖 John Muth，對「理性預期」最基本行為定義。

亞當斯密斯認為，市場有一隻看不見的手；這就是供需雙手。但理性預期也有一隻手，就是自私自利的手，是這隻手推動所有經濟行為。在訊息運用上，理性預期強調優勝劣敗；勝者必須運用所有訊息與正確推導模式；就是動態賽局理論。當然學者會懷疑，在這種非常多元化的投資中，他們能這麼厲害去運用不同的經濟理論？而這樣所推演出來的行模模式，最後是真會出現均衡成交現象？或他們互動行為能可出現，供需蜘蛛網模型供需變動中的收斂？萬一沒收斂？理性預期學派的前驅是貨幣學派，以佛利德曼為首的貨幣學派始終認為，不必動不動就大動干戈、胡思亂想、搞得雞飛狗跳，用規則 Rule 的貨幣政策就可。如果佛利德曼還在世，柏南克可能會被他海扁。(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。)