

台股萬點行情呼之欲出？！

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

壹、前言



(圖一：北海布侖特原油日曲線圖，鉅亨網期貨)

外資撤？匯率貶？萬點行情呼之欲出？理解股市價格形成，就可透視供需雙方面變化誘因，與雙方互動不變的邏輯；就可熟悉每種證券「價格」，它們所帶來的關鍵訊息。反過來說，在價格背後通常多有供需訊息，這些訊息有益於對未來趨勢，做出貼近事實的預測。在財務文獻上，非常在乎「數字」所帶來的信息。最近 Fed 升息呼聲很 High，2017 年 3 月 7 日油價突然從平台式穩步久走後大跌。油價是生活消費性物品、產業需求面的重要指標；是紡織、石化、及塑膠最上游的生產原料。如果下游需求趨淡，則油價自然下跌。自 2016 年 1 月 19 日，全球油市創下 27.1 美元/桶最低價後。在 OPEC 多次減產與減供後，價格步入區間整理；2016 年下半年起，油價浮動價格區間多在 53 至 55 美元/桶間。但 3 月 7 日原油價格，突然自 56.41 美元/桶向下滑落，使產業經濟景氣復甦與否再受關心。

貳、經濟景氣復甦的過程、不可能會有過度低吟的油價！

回顧過去數年油價最高、與最低價格的乍現；其方式多是「稍縱即逝」；讓商品市場投資者有著後知後覺的感受。2014年6月16日，油價從114.12美元/桶突然大跌，跌到2016年1月19日。然後再由最低27.1美元/桶上漲，直到2016年下半年OPEC減產協議成功。金融投資者可從中吸取的重要經驗是，前者是歐洲央行ECB大推「負存款準備率」政策，而後者是日本央行推「負利率」時點；油價發展與貨幣政策互動時間點，搭配到如此天衣無縫的地步。前者發生的10個月後，2015年4月是全球景氣「次循環」的高峰；台股股價指數，由當時萬點，10,014.28點開始回跌；直到2016年1月底檔區止跌。

以「道瓊氏波浪理論」(Dow Jones Wave Theory)詮釋，「經濟景氣」(Business Cycle)與「股價指數循環」。則2008年的繁榮期是經濟景氣「主循環」的最高峰。古典與理性預期學派認為，最高峰的經濟景氣驟變後；QE政策只能對經濟做出、短期殘喘與挽救；長期還是會回到「主循環」的衰退(Recession)周期中。但即使在「主循環」衰退周期中，也會有「次循環」的復甦周期出現。最近一次實體經濟「次循環」多頭期間；起始於2012年6月、止住結束在2015年4月。在衰退前的2014年6月、油價已先行示警。台股經過前述近兩年多整理後，近期再度仰攻10,000點。這次台股多頭來勢不弱，夾帶著Fed的升息「非利多」、與CRS全球查稅「非利空」。以目前全球資金面流向潮流與趨勢，及台股類股結構表現，現在的確有利於台股攻擊萬點、與站上萬點；甚至低價股可能會有較長期的爬坡期間。但近期油價突如其來的短線乍跌，使得多頭熱情降溫。



(圖二：睽違的萬點將再度復現？加權指數周 K 線圖，鉅亨網首頁)

油價是實體經濟產業的「有效需求」指標，低吟的價格是需求不振；高昂價格則是復甦與繁榮，油價是「引伸性需求」(Induced Demand) 最佳量化指標。實體經濟是否成長，最後必然唯 GDP 成長率是問。若 2017 年 GDP 各季成長率的確呈現 U 字型；則 2017 年第二季的 GDP 成長率會回檔，而股價指數高點是會落在 2017 年第一季的。也就是 2017 年的 3 月底或 4 月初、就距當下不久了。但這個高點精準發生的時點，會涉及到短線操作投資損益；而且這筆損益還不能小覷、不能不計較。以台股而言，即使目前有臨近高點風險，但它的未來是先跌後漲？還是會衝到萬點以上才會回檔？還是現在就是回檔的開始？這些攸關短期操作，甚至長期投資者的調節賣出策略；使得在 Fed 升息前的股市呈現膠著狀態。

叁、外資開始撤退？匯率回貶？台股還有萬點行情？

從加權股價指數近期發展氛圍，在外資已顯著賣超撤退；新台幣兌換美元匯價也由升轉貶；台股再攻擊萬點環境似乎已轉變。但從「次循環」觀點，台股個股表現空間卻仍然很大。績優的權值股今年再度夾帶不錯的現金股息還尚未除權息，低價的個股則還有迴避 OECD 全

球查稅 CRS(Common Reporting Standard)、潛在班師回朝的資金投入、回補股票的助力；當然還有 Fed 升息的利差，將會增加金融業存放款收益。例如在 3 月 10 與 13 日兩天，台股金融類股夾帶著升息、存放利差預期獲利增加而上揚。台股金融類兩大金控、國泰與富邦股價，在膠著大盤下顯得明亮與閃爍。以台股多頭市場派看盤經驗，這就是台股準備以金融類股攻擊萬點的前奏。



(圖三：Fed 今晚真會升息？美元指數日曲線圖，鉅亨網首頁)

長期投資者在風險面該關切的是，再度驟然速跌的油價，只是因為商品與金融市場之間正常互動的必然性而已嗎？也就是預期美元升息→美元指數上揚→黃金價格受壓抑→油價下跌；就這麼單純嗎？在這過程中不會涉及到石油本身供需變化？也不必然會牽連到，實體經濟 GDP 興衰問題？如果現在油價驟然下跌背後的訊息是，未來實體經濟的成長趨緩；則目前高貴的道瓊或是 S & P 500 股價指數，它們將會面對未來回檔或重跌；持股者就需小心了。美股的未來不會只反應該國內需，也涉及到其它股市與全球新興市場；例如美國財政政策中的富人稅、邊境稅、企業稅預期利多潛力，及升息前後的諸多隱憂等。或許多頭會說，Fed 之所以會三度升息，就是經濟復甦的趨勢已經非

常非常篤定。但空頭也會說、這的確如此，唯這是否是景氣復甦的高峰期了呢？接下來景氣又將要回檔了呢？經濟景氣的谷底與高峰與股價指數一樣，永遠是事後才會水露石出；也是投資者永遠無奈的，千金永遠買不到的「早知道」。

即使運用量化景氣領先、同時與落後指標，在確認景氣進入某種期間時；已經是幾週以後的事了。而股價卻是瞬息萬變、千變萬化，以非常快速的價格漲跌，反應該屬於它的「未來訊息」。不要說幾周？光是一個禮拜，股市就可能「豬羊變色」、「面目全非」，由大多轉變為大空；或由大跌突然回春；尤其是突如其來的多空情勢驟變。短期股價大漲或大跌背後，必然有相當具有份量的多空訊息驅動。要完全詮釋它的影響效應，釐清它對價格該有的變化；那對操盤者而言，這是件可遇不可求的事，它只侷限在內部人與專業經理人，才可能會有的本能。不論是未來所出現訊息是屬於多還是空方，操盤者必需先動作再求驗證，股價是會先說話的。

對於這樣的股市投資邏輯，最佳操作方法是針對股價，而不全是針對訊息背後可能的多空；因為那是善變、無法百分之百掌握的。就以 Fed 可能升息措施而言；對投資銀行的研究群，他們必需非常清楚把 Fed 全盤貨幣政策搞懂，事先描繪出 Fed 短、中、長期可能的政策路徑。但這只是有根據的預測，未來 Fed 不必然就是這樣兌現；還有研究者很多現在看不見，屆時才會突然浮現的諸多變數。能夠以專業與學術研究掌握到大方向，則研究者的責任已經算是盡職。而操盤者的責任在於要以買、賣、或是觀望三種策略，執行他該有的投資動作。操盤者要從諸多分析研究議題中抽絲剝繭，分辨出何種效應對未來股價影響會最大。操盤成功的人格特質大多是冷靜與果斷，不會拖泥帶水、也不會突然衝動。除對產業景氣循環、公司發展未來競爭力必然熟稔外；最核心的參考量化指標就是股價指數與股價。

肆、結論：操盤手責任是，正確時點多需敢做出該有的果斷決策！



(圖四：火車可飛越太平洋？川普要蓋超級高鐵？美國鋼鐵公司股價)

未來大盤股價會如何演變？這絕對沒有人、可事先每次完美掌握。但目前這家公司、這個市場價位與指數高低，從相對的過去與現在位置水準去比較，卻會是非常清楚可見的。有豐富經驗的操盤手會講，當股價在歷史高檔區域時；即使未來是利多、也會是「利多出盡」。同樣在股價低檔區、慘不忍睹時，未來會受利空襲擊？那也是在低檔區、也會是「利空出盡」。對操盤者最重要的認知是，這個大盤或是個股合理價格是否還低於市價。對共同基金操盤者而言更簡單，他也非必然要在合理股價中兜圈子；在委任代理機制下，共同基金多是以基金經理人自己的投資組合為主，挑選到良時吉日、不斷地「買強賣弱」。

只有擔任全部投資部位的「投資長」，會去做 Top to Down 的事。操盤手聚焦在 Bottom Up 的時間，永遠比對什麼有效需求？英國脫歐？法國大選？系統多空的事件要多得多。如果以 Top to Down 概念，Fed 此次升息是風險大於利基。但對操盤手要 Care 的是，哪一類？或是哪一個股的風險會最大？而哪一類的個股卻反而會有利基？如果對

此議題多尚未有概念，則可回顧 3 月 1 日至今，哪一類股價最強、哪一類股股價最弱。操盤者現在的正確的投資策略會是；3 月 15 日之後不論 Fed 有無升息，就是追強汰弱。就研究者而言，目前多數股價、以股價指數檢視是在高檔區；因此在面對景氣的確成長、與通貨膨脹時，Top to Down 的邏輯、即投資長的指令會是「部位減碼」；而操盤手做法是「賣弱留強」。(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。)