

NASDAQ 股價繁華將盡？

鉅亨網 總主筆 邱志昌博士

壹、前言

股市趨勢變動常常反覆、風險高；應該說是「下方風險」(Down-Side Risk)大。以統計學語言表達，價格往上方去走、視為獲利(Profit)，落入下方趨勢則為損失(Lose)。如果樣本數(Sample)夠大，那麼一群統計數字的變動範圍，通常可用「變異數」(Variance)做衡量指標；「變異數」就是該樣本資料數字最大的活動範圍。以統計學「敘述統計量」(Descriptive Statistics)表達，就是這些資料多在、最大值(Maximum Value)與最小值(Minimum Value)之間。投資股票前的兩個最重要兩個訴求，就是「預期報酬率」與「預期報酬率的變異數」。變異數越大，表示這檔股票的「預期報酬率」越不可測、揮灑的空間大。「預期報酬率」機率分配的所有範圍就是變異數、或是變異數的開根號、即為「標準差」(Standard Deviation)。

貳、財務假說 1：高股價公司、財報佳音是正常；財報異常則下跌！

在財務理論「事件分析法」概念下，財務報表中有關營收與盈餘宣告，對股價會有幾種反應：一、實際數字超乎之前預期的好，則在宣告後、股價還會再持續上揚。二、實際數字超乎預期的壞，則在宣告後、股價還會再下跌。三、若宣告數字符合預期，則股價會持續維持平穩運行。在上述三項結果當中，主要原則與理念就是、實際結果與事先預期的比較。股價是不會等到事件實際發生、才去反應該反映的事件；如果它非常在乎這件事，那麼在這事件宣告前，就會出現持續性預期；而所有可能的最大預期、當然會事先反應在股價上。所有上市公司在各季初，多會進行上一季財報結算與宣告；近期美股 2017 年第二季，企業營收與盈餘結算逐漸揭露。而實際公告與預期所發生的落差；在多頭強攻的市場中，通常大多只會有、不如預期的回檔；甚少有超乎預期的大漲。在空

頭行情中，也會有超過預期的「均數復歸」(Mean Reversion)反彈。從 2017 年 7 月中旬後，短期美股對股價發展趨勢，就是針對 2017 年第二季的財報宣告。該事件的預期報酬率、與預期報酬率的變異數；隨股價本身的高低位置、與上市公司獲利能力的強弱，股價對財報實際數字的超過、或是不如預期的反應也不同；高價區時的預期到酬率變異數大於低價區。因此無論是亞馬遜或谷歌、與蘋果公司等，財報佳音是正常、隨叫它股價這麼高；但財報一有異常、比預期還差就會下跌；反應是不對稱的。這已經可成為財務理論，在財務事件分析中一個鐵律、「假說」(Hypothesis)了。



(圖二：亞馬遜公司股價日 K 線圖，鉅亨網首頁)

堪稱全球股王的美國最大網路零售商，亞馬遜公司在 2017 年 7 月 26 日公佈 2017 年第二季財報；由於營收利益年度比、比 2016 年同一季要減少 51%；純益只有 1.97 億美元，每股盈餘為 0.4 美元。亞馬遜 4 月 1 日到 6 月底，經營績效遠不如 2016 年同期時的 1.78 美元/股；也不如市場預期的 1.0 美元/股以上。因此在事件宣告後股價大跌，高檔區畫下一根長黑 K。亞馬遜公司經營的成功，是經由併購國際網路公司、與該公司追求低成本 Cost Down 等理念有關。亞馬遜公司的股價為何，能由多年前的低價節節上揚？由圖二月線圖檢視，該公司在 2009 年 6 月初的股價，才只有 76.25 美元/股；但 2017 年已達 1,083.31 美

元/股，後者價位為前者的 14.207 倍。根據智庫 MBA 與維基百科記載，該公司成立於 1995 年 7 月 16 日，創辦人為貝佐斯(Jeff Bezos)，本來是為一家在美國西雅圖的網路書店。在 1997 年 5 月該公司股票上市時，股價才只有 18 美元/股。瀏覽亞馬遜公司發展過程，它是先從事網路書店的保守經營開始；在 2000 年時穩健經歷過網路產業泡沫化危機，此後展開一系列的收購。自 1995 年至今被亞馬遜收購的公司包含，中國網站卓越網、音樂網站、賣鞋網站 Zappos 等等等不勝枚舉。該公司主要以大量折扣方式行銷，使得網站上的商品價格、多要比其它通路便宜。亞馬遜營運的成功，運用了個體經濟學「廠商理論」(Firm Theory)中，它以各種產品「差別定價」模式、成功掠奪每種商品的「生產者剩餘」(Producer Surplus)，在各類別與全球各區域市場中，造就最佳銷售價營收與最大獲利。

參、財務假說 2：由類股指數結構分析、可透視預估未來市場趨勢！



(圖三：費城半導體指數圖，鉅亨網首頁)

美國科技類股價主要指標為，費城半導體股價指數，NASDAQ 與智慧型裝置、電子商務幾大族群。以這樣的分類其實還是有盲點的，因為無論是半導體、或

是智慧型裝置、電子商務公司多是散佈在 S&P 股價指數、NASDAQ 與費城半導體指數中，無法非常清楚劃分。但這樣一個類別指數劃分，可由股市類股結構多空動態變化中，以這些指數變化去先行查察市場多空；再由多空因素去剖析大盤趨勢。之前本文就已察覺費城半導體股價指數，會在 6 月 9 日下跌、是因為對 6 月 15 日 Fed 升息預期；這是對應到大盤的系統因素。而個股面對的是上市公司本身、即是非系統性因素；但類別或是市場投資組合，是面對系統風險。6 月 9 日這一根長黑、就是 Fed 的升息對股價起了負作用。2017 年 6 月 9 日半導體指數、留下一根長黑後，至今並未能再創新高，它又在 7 月 27 日 Fed 提前縮表宣告中，再度留下一根長黑 K。

而 NASDAQ 股價指數、與亞馬遜股價走法多空趨勢是一致；但後兩者卻持續創新高。NASDAQ 最高指數曾經觸及 6,460.84 點，越過我們之前所認為的歷史高價；亞馬遜股價最高也曾觸及 1,083.31 美元/股。造成 NASDAQ 指數個股下跌的主要原因，是因為科技類股進入財報周。對於像美股這樣強式的效率市場，「盈餘宣告」事件對股價通常只有事後驗證效果；只有一種情況會造成股價波動，就是「不符合預期」、優於預期或遠低於預期。這次亞馬遜股價大跌，不是因為營收、而是因為純益遠不如預期。該公司 2017 年第二季純益只有 1.97 億美元，遠不如 2016 年第一季的 8.57 億美元。

肆、假說與驗證結果：多頭的確要懷疑，第二季是股價高峰期！

因此當我們再拿 Apple 股價查察時，股價 K 線圖不僅在 6 月 9 日的升息前夕；也在 7 月 27 日對 Fed 縮表、做出負面反應。Fed 的 7 月份 FOMC 會議是在 7 月 25 日結束，而蘋果公司的財報公佈於 8 月 2 日，該公司第二季智慧型手機、銷售量為 4,100 萬隻，EPS 為 1.67 美元/股；比宣告前的預期的 1.57 美元/股顯著優越。也因為如此在宣告後股價上揚 3% 以上；這顯然是超乎市場預期之外。因為就假說 1 所言，超乎預期的財報是利多。但由蘋果日 K 線股價圖檢視可發現，即使是財報優於預期，但驅動蘋果股價波動、進入橫行整理的，卻是 Fed 的第四次升息、與急著將縮表。



(圖四：Apple 股價日 K 線圖，鉅亨網首頁)

由以上整體比對與交叉分析，這三大類別指數結構意義，有三大要素將成為近期美股潛在發展的隱憂。一為持續的第四次升息終於有效、再為 Fed 急於縮表；而上市公司本季財報宣告，顯然也是來者不善。本來財報宣告對股價、就已會是易跌難漲，現在又加上 Fed 急於縮表、可能又加上美國政府財政懸崖疑慮。這使得股價高檔區沒暖爐陪伴，寒風陣陣襲擊、高處不勝寒。尤其是兩個慣性、會使得股市近期線壓力：一、在亞馬遜本季財報宣告後，投資機構預期未來一季，該公司營收與盈餘仍將持續衰退。這對股價趨勢作用、是在對多頭打預防針。但由此預期也可獲得的推論是，股價是在反應未來；因此若在下一次財報宣告前，該公司股價還低於現在水準的機率升高、未來會再一次呈現實際宣告不如預期。二、若 Fed 目前 FOMC 的 Federal Fund Rate 為 1.25% 的「牌告」，已對股價造成下跌壓力。則縮表下的緊縮政策將會擠出來、市場實際效果；也就是貨幣市場自己，會因為資金預期供需變化，實際借貸均衡利率，不必靠 Fed 第五次升息跟催、自己就會自然上揚。在此之前是牌告利率帶動市場，未來在急於縮表下、將會是市場利率帶動牌告。



(圖五：NASDAQ 股價指數日 K 線圖，鉅亨網首頁)

伍、結論：升息與縮表、公司財報宣告後、多頭主秀會暫時休息？

如果未來股市故事情節的確如此發展，則本文現在已經預見到，本世紀最大股價大多頭行情即將緩緩落幕。而再往前預期到的會是，未來股市無奈的發展；那便是在川普財政政策，因為受到債務餘額限制、公共建設尚未完全到位之前，美國社會本身貧富懸殊問題難解；零售業業績成長空間受到壓抑，電子商務的長期成長趨勢，由直線上揚轉為區間波動；股價從高檔區顯回落機率增加。這種預估也吻合近期，IMF 對美國 2017 與 2018 年，總體經濟 GDP 年成長率的下修預估。如果 2009 年 3 月至 2017 年 8 月，是本世紀股市最大多頭行情。那會令人疑惑的是，下一次的大行情是「何日君再來」？是在美國擁有「幾橫幾縱」的高速鐵路完成後？還是財政政策效益彰顯時？透過政府支出與「涓滴經濟學」、降富人稅等改善貧富差異。會拖到預期美國貧富差距即將完成前，就是零售銷售業有可能再轉回增長前？但由亞馬遜與蘋果過去幾十年商業模式卻也見到，未來股市變化不會是、非漲即跌靜態模式；而會變成無國界發展。如電子商務公司之間的併購、合併等等；可以莫名其妙地想像，如果阿里巴巴哪一天要與亞馬遜公司合併嗎？那這兩家公司的股價會以何種熱情的方式呈現？（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。）