

# 理論驗證發現：道瓊「超漲」5,222.08 點！！

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

## 壹、前言



(圖一：已經無法回頭的 10 年期美債殖利率，鉅亨網公債)

國際金融投資銀行認為，由於美國 Fed 將會加速緊縮貨幣政策腳步；因此美國政府 10 年期公債殖利率，會由目前 2.99% 上揚到 3.5% 以上。3.5% 的 10 年期債券殖利率水準，是怎麼樣的一個場景？由近年來發生過的歷史資料檢視，這時候是歐洲主權債務危機、風起雲湧之際、時間是 2011 年中；希臘主權債務危機，就是從 2011 年底爆發、在 2012 年 6 月時候達到最高峰。高盛認為，未來半年內、即 2018 年 7 月之前，美國 10 年期公債殖利率、將會升高到 3.0% 到 3.5% 這個水準。但高盛並無描述勢將如何升高？是以目前此時的殖利率為基礎、以曲折方式上揚？還是會以突如其來方式出現？還是大起大落？

這在此刻當下，多數人會認為是以漸進緩進、沒人會懷疑不會是以這種方式進行。但是在理論與實務之間，大多數經濟體自變數與應變數變化，多是要比理論所呈現的速度存在落差；尤其是在現實的世界中；供需雙方不是供給過多？而後均衡價格馬上就下降的；講白一點就是，事情是絕對會發生、但是哪時候不知道。本文發現，能夠權衡這種落差最具體邏輯的是，個體經濟學的「蛛網理論」，它在描述最後均衡價格的出現，是要經過一個蛛網的製造過程即是供給、與需求漸近式的拉扯過程；最後不會是發散、而是呈現收斂。理論上「均衡」與「收斂」，多是代表這個經濟體系，或是這個市場的交易不管是過程如何混亂、摔到遍體麟傷，最後多會出現穩定狀態，不會一變再變、不斷地變、變、變。在過去 2009 年 3 月，到 2018 年 2 月美股崩盤之前，Fed 的貨幣政策為何可以造就，股市與實體經濟如此強大的多頭行情？最主要的原因是，Fed 的貨幣政策、未來是可測的；但是從 2017 年 9 月之後，投資者認為 Fed 的未來貨幣政策，已經漸漸趨於不可測了。因為所有變數趨於發散，如 CPI 通膨被強烈預期、ISM 指標居高不下、股價指數高到嚇人、Fed 的緊縮政策規模可能比想像還大。

## 貳、北海油價告訴我們、道瓊超漲起點是 2017 年 6 月 19 日！！



(圖二：北海布侖特油價周曲線圖，鉅亨網油價)

其實不可測的原因不是來自於 Fed 本身；而是來自於投資者看經濟，與 Fed 看經濟、這兩者之間的看法是有很大落差的。Fed 本身認為 2018 年整年會升息三到四次，FOMC 的資金利率 Federal Fund Rate 會提高到 2.25%。但是投資者卻不相信，因為所有相關的經濟數據，多指向景氣復甦與通貨膨脹，這兩者已經分別、或是同時發生了；生米煮成熟飯了。對於 Fed 而言，ISM 的趨勢與失業率、與物價 CPI 的上揚，這些數據多是 Fed 掌握之中；但對於投資者而言，卻是宛如驚慌之鳥。因為由投資者預估，CPI 年增率將會超過 2%，而 Fed 將會升息至少四次以上；預期通膨觀點嚴重差異、是兩者最大落差、也是道瓊工業指數 2 月大股災的種藥原因；投資者所認知的通膨遠比 Fed 認為的情況還嚴重。但是問題的最關鍵之處是，如果利率水準上揚、是來自於實體經濟復甦；繼而發生需求性通貨膨脹，這是金融市場正面發展。但如果實體經濟根本沒復甦，或是復甦的速度與幅度，不若預期地快速與顯著；則緊縮貨幣政策，會不會是大家自己找罪受？

從 2009 年 3 月，第一次 QE 量化寬鬆貨幣政策開始；Fed 對所有的貨幣政策，多是以它的 SOP 程序進行。如果以經濟學、貨幣政策與理論、財務金融、計量經濟學等理論與實務的搭配與操作，Fed 的這一套操作的确是，人類在財務經濟上最凌厲成功傑作。菲利浦斯曲線圖理論、泰勒法則、IS-LM 模型、凱因斯總供給模型等等，理論與現實的演進、多是天衣無縫、無懈可擊。但針對於現實經濟社會下多層次的消費者、與至少上萬種的企業經營；其影響的效果不會是行禮如儀、必然會相當不一致的。有效需求溫和上揚、油價漸漸升高、通貨膨脹也會使油價上揚；那油價上揚是通膨徵兆？還是景氣復甦？還是兩者兼備？



(圖三：道瓊工業股價指數日 K 線圖，鉅亨網首頁)

### 參、以艾略特波浪理論道瓊指數超漲波段約為 5,222.08 點！

全球金融業者只是關心貨幣供給面、股價、債券殖利率，在實體經濟面上、只有理論派的經濟學家關心 GDP、CPI 數據；或是與股市較相關的 ISM 數據。其中以美國的 ISM 數據，在 2017 年 5 月開始上揚為 54.9%，自此之後數據不斷擴張，6 月達到 57.8%，成為 2014 年以來最高峰的月份。8 月更是為 58.8%，是長期最高峰；當時就業指數與訂單、及 ISM 指標多非常亮麗、失業率的水準維持在 4.1%與 4.3%間。就相關的經濟數據，2017 年中是為美國實體經濟數據，最為可圈可點的。在失業率多年持續在，4.0%到 4.3%之間的情況下；這幾乎可以確定，這就是美國這個就是，理性預期學派下美國經濟體的「自然失業率」(Natural Rate)。

在這種強勁的成長下，Fed 的 9 月會議確定 2017 年底開始縮表，升息加上資金回收；貨幣市場債券殖利率因此預期而上揚。本文敏感發現，如果以北海布侖特原油價格為判斷指標，則以 2017 年 6 月 19 日為分界點；在此之前油價的上揚是為經濟成長，在此之後的上揚則卻是為通貨膨脹。美股道瓊指數歷史最高點是為 26,616.71 點，發生日期是在 2018 年 1 月 26 日；但是這個高點的起跑點則是 2017 年 6 月 19 日。由現實的財務理論檢視，在 QE 與退出 QE、升息與縮表等操作下；古典學認為經濟與金融、利率、債券價格與股價指數等多被扭曲了。那有什麼 CAPM 模型「風險溢價報酬」？哪有順向投資利潤 3 到 5 年？用投資學技術分析艾略特波浪理論，根本無法分辨出哪一波是第 1 波、第 2 波、第 3 波、第 4 波等。當然如果未來股市如果江河日下，可能連 a、b、c 波多無法分辨。



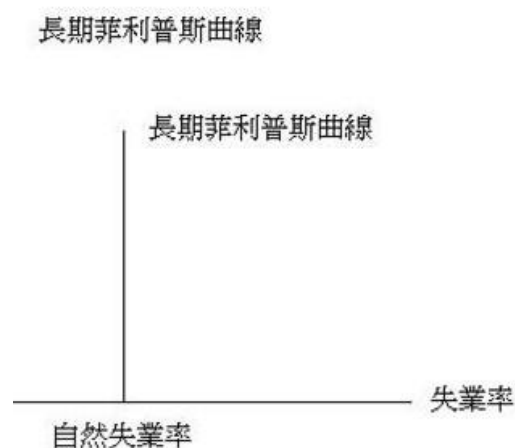
(圖四：NASDAQ 股價指數日 K 線圖，鉅亨網)

目前只有 NASDAQ 的 NBI 指數，確定已經走完一大波段多頭。費城半導體、與道瓊等多是一波到底、上達天梯；這使得無所謂波浪不波浪的問題。這使得要運用艾略特波浪理論，對於要分辨通膨下的超漲波段發生困窘；必需要藉用

北海布倫特油價，去區隔通膨現象。由 ISM 與油價、及股價指數等互動，2016 年下半年至 2017 年 6 月 19 日，油價在 57.68 美元/桶以下，是為有效需求的加溫、因此北海布倫特油價與 ISM 同步成長。由 ISM 指標檢視，如果真有景氣復甦、則 2017 年 6 月是為最高峰、因當時 ISM 指標達到最高點為 57.8%、失業率為 4.3%、僅次於最低的 4.1%。在這樣的經濟情勢下，如果美國還在 QE、則通貨膨脹現象必然破表。

### **肆、結論：美國的全球經濟政治算計、會影響金融市場！！**

根據菲利普斯曲線，達到充分就業的通膨的再 QE，則只會引發通膨、對於失業率並無降低效果。因此及早在 2015 年底退出 QE 是極為正確做法。對於 Fed 而言，升息只是將利率拉高到正常水準，也就是 2,25%；但縮表就是真槍實彈、緊縮貨幣政策，對付通貨膨脹。因此當 2017 年 6 月 Fed 暗示，勢必會縮表之際；油價呈現利空出盡，開始預期通膨、展開上揚波段、最高價為 71,28 美元/桶。有 ISM 驗證有效需求上揚、到預期通膨的臨界日期、應就是為 2017 年 6 月，道瓊股價指數為 21,394.63 點之時候。換言之，以總體經濟配合波浪理論的邏輯，道瓊工業指數的超漲波段數據為 5,222.08 點。這與之前運用基本統計量與中位數值、及黃金切割率的算法還要為樂觀。由石油價格的角度檢視，未來最好的多頭局面只是區間盤整，除非發生地緣政治風險；在一切風平浪靜之下，按照 Fed 的預估應不會再度超越 71.28 點。



(圖五：長期菲利普斯曲線圖，摘自網路無標示來源圖片)

這是對於 Fed 最如意的算計，但事實上我們相當擔心的是，道高一尺、魔高一丈；不管誰是魔鬼、誰是道士，北韓的平奧和平攻勢，美國一點多不為所動。美國不認為，它的策略是失敗的；在全球軍事與政治的合縱連橫中，只有美國會是內部人、有極為專業的信息、及短期精準動作；能精準算計到美國軍事、政治行動的專家少之又少。我們擔心文在寅與金正恩的個人秀，可能多在美國算計之中。如果朝鮮半島的和平只是曇花一現，則中東近期以色列與敘利亞的衝突，及美國承認耶路薩冷，多不是川普個人狗吠火車，是美國的國家政策。我們不怕需求拉動通膨，在這種情況下道瓊漲到 4 萬點也 OK，怕的是油價未來突破 71.28 美元/桶，但是金價卻下跌不振、ISM 降溫，則這就是由預期需求拉動、轉為成本推動的通膨、利率只能上揚、政策只能緊縮、股市？只有大跌！！(提醒：本文為財金研究分享，運用財務理論與當前時事作分析，文中有諸多是假設性議題、對股債市無多空立場；說明與判斷標的多無任何推薦與貶損，只為研究用，不為任何引用本文行銷或投資背書。)