

祈求一張股票明牌？

買股票是投資中的一大選擇，每天在電視上看到那些財經分析台的名嘴，講得口沫橫飛。你該相信他們的明牌嗎？將信將疑之際，如何慎思明辨，才不會做「誤入叢林的小白兔」？

林建甫

股票能否賺錢，是大家關心的問題。其實研究股票價格走勢，在學界的歷史上也是爭論紛紛，逐漸才有共識。最先，研究股票價格走勢時，發現各種變數的解釋對股價的漲跌都不顯著，研究者大惑不解，怎麼股票價格是沒有變數可以解釋？接著反應，是因為投資人的行為如動物本能，沒有章法可循，才會造成如此結果。後來又仔細推敲，才發現「股票的價格不能解釋」才是對的。底下就是我整理的「股票預測無用論」。邏輯上簡單易懂。對於一般不買股票，或是自市場退隱者是一大安慰。另外相對的，當然還是有「股票預測有用論」。怎樣看預測，哪些預測是有用的，預測有哪些限制，是後半部分的主題。

股票預測無用論

股票預測之所以無用，簡單地說就是「天下沒有白吃的午餐」。用反向推理來看這些分析師，如果他們真的有那麼準，又何必在電視上吹得天花亂墜，他只要偷偷的在市場上施展他的獨門武功，借錢來買，就賺翻了，又何必那麼辛苦，每天錄影？

以效率市場的學理上來講，股票價格無法預測才是對的。因為，一旦漲跌可以被預測，股市就可以被套利，那麼買低賣高，高價放空低價回補，就有人穩賺不賠。市場的效率性，絕不允許這種情況出現。另

外，如果預測股價明天會漲，大家看到套利的機會來了，那麼都搶著進場，股票應是隨機起舞，當下就漲，不會等到明天才漲。任何預測明天將漲，現在就會漲，因此這些關於股票漲跌的預測都是自打耳光。

隨機漫步理論

股價不能預測漲跌，那麼，明天股價的最佳預測，就是今天的價位。明天的價格就是今天的價位加上一個不能預測的誤差。這樣的變數走勢，就是隨機漫步（random walk）。

進一步說，隨機漫步理論指出，股票市場內有成千上萬的精明人士，每個人都懂得分析，或者至少也會蒐集資料當個追隨者。資料流入市場又全部都是公開的，並無秘密可言。既然你知我知，股票現在的價格就已經反映了供需關係，或者離基本價值不會太遠。既然所有股價在市場上的價錢已經反映其基本面，這個價值是由買賣雙方公平的參與決定，那麼價格就不會再出現變動，除非突發消息，如原料短缺、技術創新突破、收購合併漏餡、央行升息降息……等等利多或利空等消息出現，才會再次波動。

沒有天掉下來的禮物

但下一次的消息是利多或利空大家都不知道，每日與另一日之間的升跌並無相關。股票價格是沒有

記憶系統的。

因此市場裡，沒有天掉下來的禮物，等著你去撿。沒有什麼低估的價位，更沒有黑馬，或是潛力股。體質好的，已經成為高單價的股王；低價位的雞蛋股、水餃股一定是有什麼問題存在。算成預期報酬率，大家都一樣（雖然事後可能大相逕庭）。此一說法亦隱含著，沒有什麼偏方祕笈能夠戰勝股市，股價早就反映一切了，而且股價不會有系統地變動。天真的選股方法，如猴子擲飛鏢，也照樣可以選出表現好的股票，甚至戰勝市場下過功夫的投資組合。

股票預測有用論

但以上的講法有假設條件，那就是大家都握有相同的訊息、大家手頭上的資金都是無限，或是借貸相當容易且便宜、交易成本都很小。因此從不完全訊息及借貸有成本，資金套利沒那麼容易來切入，那麼股票預測還是有用的。

首先，以資金的限制來講，任何個體、散戶或法人，畢竟子彈有限，有時候明明有好的機會，受限於荷包耗盡，也要眼睜睜看機會過去。這種情形最常出現在「股票已經跌得差不多了」的情況下。很多投資者，一再攤平下，實在恨不得搶銀行來投資（因為連房地產都已經抵押了）。過去，當股市無量下跌個幾個星期，融資追繳令，萬箭齊發，散戶哀鴻遍野，政府信心喊話，動作護盤，其實正是進場大好時機。只是平日沒有投資，還有閒錢的人，看到前車之鑑，哪敢輕舉妄動。

你知道不見得我也知道

訊息的不對稱性，甚至有些人可能握有內線的消息，這些比較多的訊息，就使得股票預測有可為。雖說訊息是公開的，蒐集要花時間，解讀需要功力，就

造成了不完全訊息的現象。

單單你如果仔細研究市場行情，公司財務報表，看到別人所看不到的，你就有更多的機會賺錢。一些投顧公司或是代客操作，他們賣的就是這些專業知識。或者我們說基金操盤人，他們是專業投資者，所以我們去買基金，就是委託他們以專家手法來投資。他們研究經濟趨勢、市場變化、公司接單狀況、生產技術、財務槓桿操作、董監事持股變動，這些都是有重要關係的訊息。這些訊息，我們將它分成三類，內線消息、基本分析訊息和技術分析訊息。

千根線，萬根線，不如內線一條

內線消息首先特別值得一提，因為基本分析訊息和技術分析訊息是正常合法的消息。但內線是包括一些不正常，甚至不合法的情況。這些因素，對股票預測、不法賺錢非常有用，但對執法單位卻是一大挑戰。內線交易是證券交易雙方當事人嚴重的資訊不對稱所造成的結果，而此資訊不對稱的現象則又源於股東未參與公司經營所造成「所有與控制分離」的結果。從此一角度而言，內線交易可視之為公司制度下的代理成本。

在股票市場打滾的人都知道「千根線，萬根線，不如內線一條。」我國股市內線交易的問題，屢有所聞。上市公司或重要內部人，利用職權之便，易於進行內線交易而獲暴利，後又經由人頭戶來規避，因而查證不易。且證交法並未賦予證期會調查權，同時司法單位的專業性與人力也不夠，無法迅速處理此類重大經濟犯罪。審理期間很長，嫌犯輕易獲交保，法官定罪不重，遂使投資人損失擴大，犯罪者卻多逍遙法外，社會公平正義嚴重受傷害。

包山包海的基本分析



「基本分析」是重視股價與其他經濟變數的關係。從這些關係的變化來預測股價的波動。基本分析的範圍，從一國的經濟情勢、景氣變化、政治穩定性、產業發展，分析至個別公司的財務報表、營運獲利狀況、融資結構、股利政策等等無所不包。訊息蒐集後，進而萃取有用訊息來決定股票價值，研判股價走勢。

基本分析，強調的就是基本面。例如景氣與股市的關係最密切。大部分公司與大盤同向變動。短期的景氣波動，復甦繁榮期可刺激股市欣欣向榮，股價隨之上揚；反之，則使股市蕭條，萎靡不振，股價下挫。長期的景氣就是經濟成長。經濟成長率愈高，代表各行各業發展可期，股市一定漲升；相反影響所及，股市亦將下跌。

居高要懂得思危

根據經濟學家的觀察，股市往往提前4~6個月反映出未來的經濟。也就是說，當景氣從蕭條階段欲升至復甦階段時，春江水暖鴨先知，在4~6個月之前期間，股價就會開始翻升；當景氣將抵達繁榮階段的高峰，開始逆轉之前4~6個月，股價就逐漸下挫。因此，投資人若在景氣復甦前4~6個月買進，並在景氣過熱前4~6個月賣出，這樣一來，你將會成為股市中的大贏家。

問題是，景氣過熱時，經濟學家建議的「居高思危」、「非理性的繁榮」，一般人往往視若無睹。大

家或許心存僥倖，覺得股市不會馬上崩盤，自己不會是最後一個來不及脫手的倒楣鬼。因此，股市循環後，有很多人還住在「萬點套房」，陶醉在我曾經是千萬富翁的美夢裡。

偷吃步的技術分析

另一種方法是不重視股價與其他經濟現象的關係，而僅由股票市場內部的技術性因素的各種表現來預測股價，此稱為「技術分析」。具體而言，技術分析就是透過圖表或技術指標的記錄，研究市場過去及現在的行為反應，以推測未來價格的變動趨勢。

要做基本分析，要關心的因素資料實在太多了，有時也不易一一取得，常常顯得緩不濟急。相對的，技術分析只是在現有及最近歷史的資料上做文章，進入障礙較小。所以投機取巧的人乾脆不管那些繁雜變動的基本分析，轉而只探討市場本身的各種價格變動的現象。技術分析可說是偷懶人的福音。

技術分析的陷阱

技術分析約可概分為三個領域：圖形、線形及技術指標。但任何圖形、線形及技術指標只是一種參考依據，每種參考皆有其限制，尤其往往在行情的低檔或高檔時，鈍化現象因應而生，因此唯有靈活運用，方不致迷失在股海中。

另外，若只想靠技術分析賺錢，更是不切實際的想法。由於技術分析是可以公開取得的資訊，投資人拿得到，法人、主力作手、公司派也都拿得到。他們一手有資金，一手有股票，有時會布下陷阱，施放煙霧彈，刻意拉抬股價作出漂亮的線型，這就是所謂的「騙線」，來吸引散戶追價，等著散戶入殼。因此，交叉確認，留意市場行情，及注意價量結構找出一些異象，避免受傷，也是散戶必做的功課。

頗有鹹魚翻身的味道

技術分析利用過去歷史價位資料分析，來預測價格可能的變化，其中的線圖型態也具抽象藝術，解讀可能因人而異，技術指標也可能隨參數設定不同，而有不同結果。技術分析最為人詬病的就是「看圖說故事」跟「放馬後砲」。因此論理論的嚴謹性，技術分析實在不敵隨機游走的股票預測無用論。但這幾年來因為行為財務學及時間序列方法的發展，讓跟股票市場一樣久遠的技術分析，頗有鹹魚翻身的味道。

2002 年的展望理論

2002 年底，瑞典皇家科學院將諾貝爾經濟學獎頒給了卡尼曼（D.K ahneman）。他所提出的「展望理論」（Prospect theory）有趣地解釋財務投資行為。

例如散戶很輕易地賣掉股價還在上漲的股票，對於已經賠錢的持股卻很難割捨。觀察市場上投資人的確急於出售賺錢的股票，對賠錢的股票卻持有很長一段期間。在股市多頭時，投資人常常更換持股部位，股市空頭時卻常堅忍不拔，遙盼春天快點到臨。因此，通常多頭時財金雜誌或是投資顧問事業門庭若市，在空頭時，卻因投資人眼不見為淨，門可羅雀。這些行為，演變成股價都可變成系統化分析預測。

2003 年的拱論模型

其實技術分析的邏輯，因果關係盡在價、量的黑盒子裡。價格的圖形、線形及技術指標價格已綜合了各類信息、趨勢運動。背後的假定，太陽底下沒有新鮮事，歷史有趨勢或會重演。因此投資者只需研究價格變化就夠了，無須具體分析價格波動背後的基本面。跟這個邏輯相類似的，是時間序列的研究。現在

時間序列其中的財務應用，有很多的文章，都是分析價格走勢，想盡辦法要「打敗大盤」。這些研究可以看成是高難度的技術分析。例如 2003 年的諾貝爾經濟獎得主恩格爾（R. Engle）教授的拱論（ARCH）模型，研究波動的聚集性〔註一〕，就是將股價轉成報酬率，將系統化的訊息，給予量化模型、解釋分析，進而提供股價可能區間的準確預測。

專業的天空

今年下半年起，金管會將開放金融類與電子類股價指數選擇權，鼓勵市場發展多元避險管道。取消創投業的業務範圍限制，過去禁止投資的不動產開發、上市上櫃股票及衍生性金融商品，將會開放，不再做任何限制。台灣的資產證券化產品也會更因此而蓬勃發展。股市也將恢復平盤之下可以放空，及放寬漲跌幅，由現行 7% 增高到 15%，股價劇烈震盪的可能性將大增。這些變革，將為專業投資機構謀得專業的一片天。因此則較不具專業性與資訊優勢，又常缺乏理性與自我控制力的弱勢散戶投資人，勢必面臨較高的風險與損失。相對的專業投資機構，挾著龐大人力、物力，從事分析、研究，則有專業上的比較利益。

一個經濟社會的繁榮，「所有與控制分離」的公司制度，是商業發展的根本。那麼股票制度將會永續的存在下去。大家有投資，也是免不了的。不管你相信股票預測有沒有用，「手中有股票，心中無股價」，才是一般投資人上上之策。只要股票往上漲，有進場的人就是贏家，沒進場的就只有望洋興歎。◎

註一：參見《科學月刊》2003 年 12 月號，〈共整合與拱論〉。

林建甫：任教台大經濟系暨研究所