



寰宇技術分析 229

墨菲論市場互動分析

教您掌握全球金融市場關係的獲利法則

Intermarket Analysis:

Profiting from Global Market Relationships

約翰·墨菲 (John J. Murphy) 著 / 羅耀宗 譯

寰宇出版股份有限公司



JOHN WILEY & SONS, INC.

New York · Chichester · Weinheim · Brisbane · Singapore · Toronto

目 錄

MURPHY / INTERMARKET ANALYSIS: PROFITING FROM GLOBAL MARKET RELATIONSHIPS

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

"AUTHORIZED TRANSLATION OF THE EDITION PUBLISHED BY
JOHN WILEY & SONS, New York, Chichester, Brisbane, Singapore
AND Toronto. No part of this book may be reproduced in any form without
the Written Permission of John Wiley & Sons Inc."

Copyright © 2004 by John Murphy. All rights reserved.

謝 辭	5
導 讀	7
第 1 章 回顧1980年代	19
第 2 章 1990年和第一次波斯灣戰爭	41
第 3 章 1994年的隱形空頭市場	63
第 4 章 1997年的亞洲貨幣危機與通貨緊縮	87
第 5 章 1999年市場互動趨勢導致市場作頭	107
第 6 章 溫習市場互動原則	127
第 7 章 那斯達克泡沫2000年爆破	149
第 8 章 2003年春的市場互動畫面	173
第 9 章 2002年美元下跌推升商品價格	193
第10章 從紙資產移轉到硬資產	211
第11章 期貨市場與資產配置	229
第12章 市場互動分析和景氣循環	257
第13章 景氣循環對股市類股的影響	283
第14章 分散投資於不動產	305
第15章 放眼全球	329
附 錄	345

謝 辭

這本書能夠出版，必須感謝很多人幫忙。

約翰懷利父子公司（John Wiley & Sons）的執行編輯 Pamela van Giessen，首先說服我動手寫這本書；Jennifer MacDonald和Joanna Pomeranz費心打點每一件事情；Stockcharts.com的Heidi Shelton和Pete Behmer製作出漂亮美觀的走勢圖；Topline Investment Graphics的John Carder發揮創意，製作歷史性走勢圖；Tim Murphy協助封面設計和繪製電腦圖形；Ned Davis、Ken Fisher、Ian Gordon、Martin Pring、Sam Stovall等市場分析師們慷慨大方，允許我借用他們的研究成果。

最後，在我寫這本書的時候，McTooles家人不斷從旁加油打氣。謝謝你們。

約翰·墨菲

導 讀

1990年，我寫《市場互動技術分析》（Intermarket Technical Analysis: Trading Strategies for the Global Stock, Bond, Commodity, and Currency Markets；繁體中文版由寰宇出版公司印行，寰宇技術分析60）一書。出版這本書的用意，是闡述國內外各種金融市場之間緊密互動的關係，並且力陳技術分析者應該擴大他們的視野，將這些跨市場（inter-market）的相關性，納入圖形分析之中。比方說，分析股票市場的時候，如果不考慮美元、債券和商品市場目前的趨勢，則根本不完整。書內指出，金融市場可以做為其他市場的領先指標，有時更能做為相關市場的確認指標。由於上一本書的內容，直指技術分析圈只注意單一市場是不對的，所以有人質疑這種比較新的提論方法，能不能在技術分析領域取得一席之地？許多人甚至懷疑市場互動關係是不是真的存在？以及它們能不能用來預測？還有全球各市場彼此連動的說法，也曾經遭人質疑。

但想不到，短短十年之後，情況竟然變化那麼大。

市場互動分析（Intermarket Analysis）現在被視為技術分析的一個分支，使用的人愈來愈多。《技術分析期刊》（Journal of Technical Analysis）在2002年夏秋號，邀請市場技術分析師協會（Market Technicians Analysis）的會員，就

技術分析學術課程的各種技術分析學門，評定它們的相對重要性。這項調查列出十四個學門，市場互動分析排名第五。短短十年，市場互動方面的研究，已經有了長足的進步。

前一本書談1980年代的事情

我的前一本書主要是談1980年代發生的事情，始於那個年代之初的商品泡沫已結束；比如1970年代商品等硬資產、以及債券、股票等紙資產，價格飛漲的超級通貨膨脹，皆隨之落幕。1980年，商品價格盛極而衰，就此掀起兩個年代通貨膨脹減緩趨勢的序幕，債券和股票的大多頭市場同時展開。1980年代最大的金融事件——1987年股市崩盤——是一項很好的教材，非常適合用來說明各市場之間如何息息相關，以及為什麼交易人有必要注意其他相關市場的動向。1987年上半年商品價格激漲——以及債券價格重跌——為下半年股票市場即將下跌，拉起高分貝的警報聲。三年後的1990年，就在上一本書即將付梓之際，全球的金融市場剛對那年8月伊拉克入侵科威特有所反應；黃金和石油價格大漲，世界各地的股市則下跌。有趣的是，十三年後（2003年初），市場觀察家面對另一次伊拉克戰爭即將爆發的局勢，又重新翻閱1990-1991年的歷史，回顧當時的市場反應，希望能從中找到一些教訓。

歷史總會重演，連市場互動的研究也不例外。

1990年日本泡沫爆裂

1990年起發生另一件大事，導致十餘年後的今天，仍然影響著全球。那就是日本（全球第二大經濟體）股票市場應聲而倒，長達十三年的跌勢，演變成通貨緊縮（deflation）（產品和服務的價格下跌）。十年後，西方國家的中央銀行家開始研究日本通貨緊縮的模式，希望找到方法，來因應西方經濟體日益明顯的通貨緊縮跡象。其實從本書選用的一些走勢圖也可以看出，日本的通貨緊縮，是幾年後美國債券和股票走勢分道揚鑣的主要成因之一。自2000年起，債券價格上漲，股票價格下跌。

2000年市場作頭三周年

2003年3月10日，是那斯達克（Nasdaq）泡沫結束三周年紀念日，那斯達克泡沫爆裂，數十年來最嚴重的空頭市場就此展開。標準普爾五百種（S&P 500）股價指數跌掉50%，是1974年以來最大的跌幅。那斯達克指數大跌78%，更是1929-1932年經濟大蕭條，導致股市崩盤以來最慘重的跌幅。市場歷史學家必須回頭研究那兩段期間，好對市場的行為有更深入的瞭解。比較之前那兩段期間，顯得相當棘手，因為它們各由不同的經濟事件造成。1970年代的股票空頭市場和商品價格上漲、以及超級通貨膨脹有關。1930年代的空頭市場，則和通貨緊縮有關。雖然這兩種狀況都是股市

的利空，但因應通貨緊縮的衝擊卻比較困難。

1998年起，通貨緊縮是人們自1930年代以來第一次聽到的名詞。這是1997年和1998年的亞洲貨幣危機震撼全球引起的。不到五年，全球性的通貨緊縮從亞洲往外擴延，開始感染世界每個地方的債券和股票市場(包括美國在內)。已經存在四十年的市場互動關係因此發生變化，而這主要是通貨緊縮復起的緣故，其他任何因素則顯得沒有那麼重要。這些改變，正是我寫這本書的原因，目的是要告訴讀者，舊的市場互動模式有哪些地方還在運作，更重要的則是哪些地方已經改變。

市場互動分析是以各市場之間的關係(或者相關性)為基礎，但它不是靜態的模式。各金融市場之間的相關性會與時俱變，但它們不是隨機變動；通常是有好理由才變。1990年代末所發生一些變動的主因，正是因為通貨緊縮的威脅與日俱增。

通貨緊縮的情境

拙著《金融市場技術分析》(Technical Analysis of the Financial Markets) 1999年的修訂版，加進談市場互動分析的一章，回顧數十年來顛撲不破的歷史關係。我也新增一節，題為「通貨緊縮情境」(deflation scenario)。這一節說明了1997年起亞洲貨幣和股票市場崩跌的過程；這些市場嚴重的

跌勢，對銅、黃金、石油等全球性商品市場產生的衝擊尤其大。好幾個世代以來，分析師首次開始對通貨膨脹減緩(disinflation；指物價上漲速度減慢)的有利年代，可能演變成有害的通貨緊縮(deflation；指產品價格下跌)，感到憂心。市場對通貨緊縮的初期威脅產生的反應方式，為接下來五年的市場互動模式定調。商品價格下跌，而債券價格上漲。這並不是什麼新鮮事，因為商品價格下跌，通常會促使債券價格走高。但是債券和股票之間的關係改變了。1998年，世界各地的股票賣壓殺出，不過，全球投資人為了尋找避風港，資金爭相湧向美國財政部公債。換句話說，股價下跌，而債券價格上漲。這是不同尋常的發展，並且成了市場互動模式中最大的改變。通貨膨脹減緩(從1981年到1997年)對商品是利空因素，對債券和股票卻是利多因素。通貨緊縮(1998年起)對債券是利多，對商品是利空——對股票也是利空。處於通貨緊縮的環境中，債券價格會上漲，利率則下跌。可是利率節節下跌，對股票並沒有幫助。這可以解釋為什麼自2001年1月起十八個月內，聯邦準備理事會(Federal Reserve)放寬貨幣政策十來次，卻沒辦法阻止2000年初作頭反轉的股票市場的不停下跌。

1997年到1980年的市場互動模式

本書先用很快的速度回顧1980年代。我們會先談市場互動的一大變動，掀起了有史以來規模最大的股票多頭市場。我們也會溫習1987年的股市崩盤——因為它在市場互動理論的發展上很重要，因為它將理論化為現實。在我的上一本書脫稿之際，1990年的空頭市場才剛展開。我們將更深入探討這一年，尤其是著眼於它和十三年後全球事件的相關性。傳統的市場互動關係，在1994年的空頭市場保持得相當好，而且一直持續到1998年。本書其餘部分談1998年以後的市場事件。

1998年起，情況大不相同

1998年，市場互動模式起了激變。我們將研究是哪些市場力量，導致2000年春股票市場泡沫爆破——以及隨後三年的股市頹勢。通貨緊縮從1998年起扮演關鍵性的角色。1990年代末和新千禧年的頭三年，全球市場的相關性變得非常緊密。這主要是因為在那斯達克泡沫的末期，全球過度投資於科技股，以及泡沫爆裂之後，全球各市場齊告崩跌。通貨緊縮的趨勢也屬於全球性質。2000年之後，世界各地幾乎所有的市場齊步重挫的事實，令人質疑分散投資於全球（指投資海外市場的股票，以減低整體的風險）的做法是不是有道理。在全球空頭市場期間，世界各地所有的市場亦步亦趨

下跌。1987年的股市崩盤，2000年再度發生。這是市場互動的另一個明證，可以看出金融趨勢通常屬於全球性。這包括股市、利率、外匯市場的走向，以及通貨膨脹和通貨緊縮的趨勢。

石油扮演的角色

1999年，石油價格不斷攀高，引發一連串的事件，終於導致2000年春股市空頭行情展開。一年後，美國經濟也陷入衰退。過去四十年，美國幾乎每一次經濟衰退，油價上漲都是原因之一。1999年也不例外。有鑑於油價激漲，聯邦準備緊縮利率政策，1960年代以來最長的經濟擴張期因此戛然而止。由於聯邦準備的行動，2000年初出現了逆向殖利率曲線（inverted yield curve）；這是股市即將走軟和經濟就要衰退的典型警訊。所有這些趨勢，在當時的價格走勢圖上都看得一清二楚。本書將會說明這個事實。但令人遺憾的是，當時的經濟圈，以及華爾街上的大多數分析師，不是沒看到山雨欲來風滿樓的警訊，就是視若無睹。

從我的上一本書出版以來，另一個變動是，類股輪動（sector rotation）在市場互動研究上扮演的角色愈來愈重要。股票市場中不同的類股，會在經濟循環的不同時點，輪流擔任市場領先股的角色。1999年，石油股是漲勢最凌厲的股票。這對經濟和股票市場來說，是個壞兆頭。讀者將在本書

看到，1999年和2000年那些關鍵性的年頭裡，出現了哪些寶貴的類股輪動「訊號」——以及一些守勢型類股如何在那斯達克指數作頭反轉時發動新的上升趨勢。

黃金再振雄風

從1980年到2000年的二十年內，黃金價格處於大跌趨勢。這是這二十年的通貨膨脹減緩趨勢所造成的，也因為在股票多頭市場期間，黃金的表現通常不好。由於人們主要是在遭逢危機的時候買入黃金，所以處於股票超級多頭市場期間，黃金的需求不大。這段時期的大部分年頭，美元走強，也使黃金遭人冷落。但是到了2000年，情況開始改變。在有如分水嶺的這一年，股票市場長達二十年的多頭行情終於結束。在此同時，持續七年的美元多頭市場也即將結束。這兩個因素匯集，給死氣沉沉的黃金市場打了一劑強心針。接下來三年，黃金股是表現最好的股市類股。有趣的是，黃金的漲勢始於2000年——正好在通貨緊縮之說開始抬頭之際。投資人因此感到迷惑，因為他們一向認為，黃金只能做為通貨膨脹的保值工具。但是歷史告訴我們，黃金股在1930年代通貨緊縮的環境中表現非常好。黃金所扮演的歷史角色，一向是在經濟動盪不安的時期，做為價值儲藏的資產。黃金在通貨緊縮期間受人歡迎的另一個理由，是聯邦準備試圖促使通貨再膨脹（reflate）。聯邦準備的做法，是壓低美元匯率，試

圖創造一些通貨膨脹壓力，這對金價有助漲作用。聯邦準備在1930年代做過的手法，在2000年代初再次用來對抗通貨緊縮。1930年代，這套策略發揮了效果，七十年後的今天，似乎也能再次建功。

資產配置和經濟預測

市場互動研究在資產配置（asset allocation）和經濟預測的領域，用處很大。人們長久以來認為，股市是經濟的領先指標。一個典型的實例，是2000年3月美國股市作頭反轉。十二個月後的2001年3月，美國經濟正式陷入衰退。市場能夠管窺未來，「提前反映」（discount）六個月後的經濟趨勢。所有的市場都是這個樣子，包括美元、債券和商品市場。商品能對通貨緊縮或通貨膨脹的趨勢，發出早期警報。美元也是一樣。債券的走向則告訴我們利率正在上漲或下跌——我們因此對經濟展現強勢或弱勢可以瞭解很多。所有這些趨勢，接著影響著經濟和股市的走向。

更重要的是，市場互動研究可以幫助我們確定金融光譜的哪個部分，投資獲利的勝算最高。舉例來說，2000年到2002年，通貨緊縮的傾向，使得債券這種資產的漲勢遠比股票要強。在此同時，美元下滑，使得黃金的吸引力勝過股票。把這些市場互動趨勢畫成圖形，投資人在正確的時間抱對正確的資產——以及遠離錯誤的資產——機率會提高。

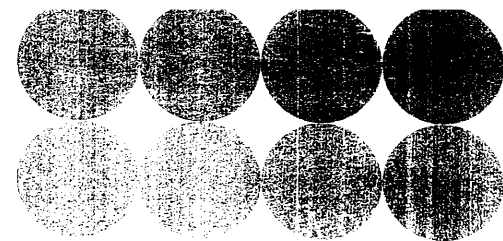
2002年底，比較長期的市場互動圖形發出訊號，預示二十年來首次，硬資產（如黃金和其他商品）就要開始超前紙資產（如債券和股票）。圖形也指出，雖然股市的走勢叫人失望，經濟欲振乏力，住宅營建卻是極少數表現亮麗的類股之一。市場互動分析告訴我們，不動產投資信託（REITs）、住宅營建股的活力，和利率下降到四十五年來的最低水準與這個歷史性的跌勢息息相關。圖形也顯示若干資金開始撤離債券，重回股票，而這是三年來首次看到的現象。這對股市和經濟是好消息，但預告財政部公債的榮面正接近尾聲。美元的疲態和商品價格趨堅，也使長期利率有升高之虞。這對於靠長期利率下降而欣欣向榮的住宅營建部門來說，可能是利空因素。雖然沒人能夠保證那些趨勢會持續下去，這些例子卻說明懂得如何觀察市場互動圖形，對經濟分析和資產配置大有幫助。

圖形的重要性

我們所談論的所有分析，可能讓人覺得需要用到很多經濟理論，的確不為過。因為市場互動分析是根據經濟原理而來，但它不是理論。市場互動研究是從市場出發。閱讀損益表並不需要用到什麼理論。經濟學家是看統計數字，來確定經濟的動向，進而推斷金融市場的走向。畫圖者則是觀察市場本身。這是兩者的很大不同點。經濟統計數字通常往後

看，市場則往前看。這很像是比較使用落後指標或領先指標的優缺點。如果可以選擇的話，大部分人會選用領先指標。這就必須談到技術分析（technical analysis）的核心。技術分析方法的一個基本前提，在於每一個市場（以及每一支股票）的價格走勢，也是它本身基本的領先指標。從這一點來說，圖形分析只是經濟和基本面分析（fundamental analysis）的一條捷徑，這也是為什麼市場互動分析用到走勢圖的原因。

畫圖者在市場互動研究占有很大優勢的另一個原因，是他們觀察許多不同的市場。本來十分艱巨的任務，因為圖形而變得簡單許多。此外，你不見得必須是任何市場的專家。你只要確定走勢圖上面的線是往上或往下就行。市場互動研究更進一步，設法確定兩個相關的市場是往同方向走，還是往反方向走。不管你是比較黃金、債券殖利率、美元、道瓊指數，還是日本股市的圖形，都沒關係。你不必是畫圖專家，也能進行市場互動研究。你只需要擁有判別漲跌的能力，再加上敞開的心胸就可以了。



第 1 章

回顧1980年代

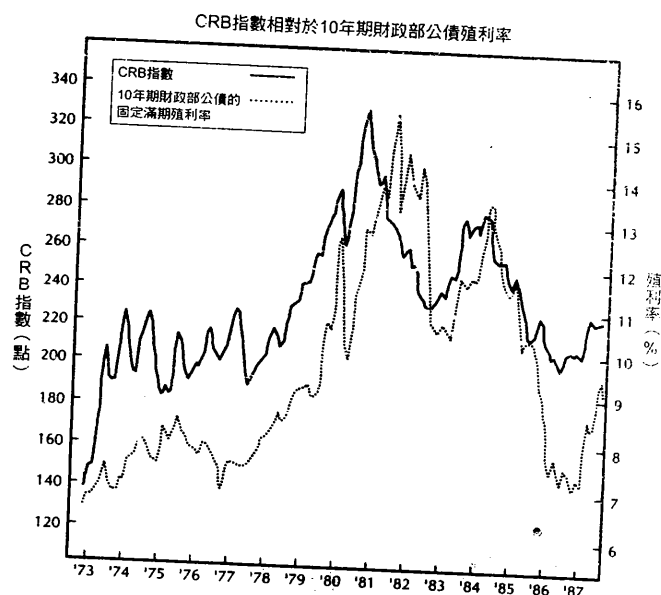


圖1.1 1973年到1987年，CRB指數和10年期財政部公債殖利率存在正相關。

要充分瞭解1980年起金融市場的戲劇性轉變，有必要稍微談一下1970年代。那個年代中，商品市場飛漲，推升通貨膨脹扶搖直上，利率節節攀高。從1971年到1980年，商品研究局（Commodity Research Bureau；CRB）指數——衡量一籃商品的價格——上升250%。同期內，債券殖利率上漲150%，這一來，債券價格下跌。圖1.1畫出1973年到1987年，CRB指數和10年期財政部公債殖利率之間密切的相關性。在通貨膨脹飆升的1970年代，長期利率隨著商品價格上

漲，在通貨膨脹減緩的1980年代，則隨著商品價格下跌。

1970年代，股票的表現也不好。這個年代之初，道瓊工業股價指數接近1,000點，到了年代末，還是保持大致相同的水準。股市遲滯不前的這十年間的中段，道瓊指數曾經近乎腰斬。1970年代是有形資產當紅的年代；紙資產遭人冷落。1970年代結束時，黃金價格飆升到每盎司700美元以上。這段期間，美元疲軟不振，也對黃金和其他商品價格的飛漲走勢——以及債券和股票的相對弱勢——有所幫助。而以上這些，在1980年商品市場泡沫爆裂時開始改變了。

圖1.2畫出道瓊指數除以黃金市場的比率。1970年代，這個比率大幅滑落，反映了通貨膨脹飆高的這個年代中，黃金和其他硬資產氣勢如虹的價格走勢。1980年，黃金止漲回跌，比率觸底。道瓊指數接著在1982年見底反彈。