



此頁空白

—產經分析

何 鄭 陵 著

三 泰 書

自序

二、三十年來，年平均約9%之上的經濟成長率，以及年平均約30%之上的國民儲蓄率，所累積成的國內民間財富水準，實令人難以詳加計算；然而，在國內投資意願欲振乏力、國內資本市場未臻健全等等經濟性或非經濟性因素的阻礙下，國內資本形成速度始終未盡人意。閒置龐大的「資金資源」，無法轉移化成支撐經濟成長的「實質資本」，此種儲蓄與投資之間的缺口（saving-investment gap）現象，有心人士早已憂心重重；放眼時下，貿易順差過大、貨幣供給額果增、游資過剩等等問題，其源頭不就是在此道缺口之中嗎！

近年來，政府當局加速公共建設腳步，可望藉由公共投資，而喚起民間投資意願，以利彌補「儲蓄—投資」的缺口；同時，若具備「資金」與「資本」之間媒介功能的證券市場得以健全擴大，則成效定能更上層樓。健全的證券市場，不僅可為工商企業籌措其所需要的資金，以配合整體經濟的發展，又得以透過「資本證券化，證券大眾化」的過程，發揮平均社會財富的功能。

但是，依目前國內證券市場現況而言，若欲充分發揮上述的功能，則有待改進之處尚多。單就構成當前國內證券市場重要一環的股票市場來看，上市公司的量和質、有關股票市場的法規與行政管理，以及投資人的量和質等各方面，都存在著亟待改善的問題。而問題的解決，實有賴政府、業者、學者以及投資大眾等多方面的努力與配合，始克有成。筆者，不顧才疏學淺，亦願為國內證券市場略盡棉薄之力，因此撰寫本書，期望藉著此書能提升投資大眾從事經濟分析的能力

，以利國內證券市場的順利、健全發展。

本書，除內人蔡秀珍女士以及摯友李泰祺先生之外，尚有先進、同事、好友的各方面支援和關切，始得如期付梓，特此申表由衷的感激。書中疏漏謬誤之處，尚祈各方指正，不吝賜教。

何 鄭 陵 謹識

輔仁大學國際貿易系

民國七十六年九月

目 錄

第一篇 基本分析

第一章 國內股市的特徵	1
一、經濟面看國內股市的特性	1
二、實證資料看國內股市的特性	3
三、未來國內股市的發展趨勢	5
四、經濟因素與國內股市的相關	5
第二章 股價的決定因素	17
第一節 投資股票的動機和目的	17
一、投資股票的動機	17
二、投資股票的目的	19
第二節 影響未來股價因素	20
第三節 投資股票的成本	22
第四節 簡易供給—需求分析法	23
第三章 石油價格和股票投資	27
第一節 近三十年世界油價變遷	27
第二節 歷年油價與股市的關係	30
第三節 油價變動的一般性影響	31
第四節 油價變動對各國的影響	32
第五節 油價變動對各產業的影響	34
第六節 OPEC 現況分析	36

第七節 今後油價的展望	38
第四章 貨幣供給量與股票投資	43
第一節 貨幣的意義與特性	43
第二節 貨幣的價值	44
第三節 貨幣供給量的意義	44
第四節 貨幣供給量變動因素分析	45
第五節 貨幣供給量與物價水準	47
第六節 貨幣供給量與物價之相關實證	50
第七節 貨幣供給量與股市關係	53
第八節 貨幣供給量與分類股價指數	56
第五章 物價波動與股票投資	63
第一節 物價上漲的原因	63
第二節 通貨膨脹的類型	64
第三節 通貨膨脹對股市的一般影響	67
第四節 不同類型物價上漲的影響	70
第五節 通貨膨脹對策的影響	73
第六章 利率水準與股票投資	75
第一節 利率與股票之實證分析	75
第二節 利率水準的決定	78
第三節 利率與證券價格	81
(兼談本益比)	
第四節 利率波動對股市的影響	82

第七章 匯率和股票投資	87
第一節 匯率的意義和種類	87
第二節 匯率的決定與影響因素	88
第三節 我國匯率制度簡介	90
第四節 匯率變動的一般性影響	93
第五節 匯率變動對各產業的影響	95
第六節 台幣升值與股市	103
第八章 美國貿易政策與國內股市	109
第一節 美國貿易政策的演變	109
第二節 當前美國貿易政策的動向	111
第三節 與我國有關的美國貿易政策	113
第四節 重要貿易法案之認識	115
第五節 美國貿易政策變化下的應有認知	118
第九章 經濟循環與股票投資	121
第一節 股票市場的循環	121
第二節 國內經濟循環	124
第三節 景氣對策信號的意義	126
第四節 經濟循環與股市	127
第十章 基本分析的限制與克服之道	129
一、基本分析的限制	129
二、基本分析的克服之道	130

4 證券投資—產業分析

第十一章 產業分析基本方式	135
一、公司基本認識的重要性	135
二、三大分析要素	135
三、產品的五大競爭動力	137
第十二章 水泥業分析	143
一、產品結構	143
二、水泥業之投入與產出	146
三、市場結構概要	147
四、產業結構分析	152
五、國外競爭狀態	157
六、投資時應有的認識	157
第十三章 石化業分析	159
一、石化業之範疇	159
二、上、中、下游體系	159
三、市場概況	162
四、未來發展趨勢	162
五、結語	163
第十四章 塑膠業分析	165
一、產品結構	165
二、塑膠業之投入與產出	166
三、國內、外競爭狀態	171
四、結語	172

(附各有關上市公司之主要產品結構)

第十五章 橡膠業分析	181
一、產品結構	181
二、橡膠業之投入與產出	182
三、產業競爭狀態	188
四、結語	190
第十六章 清潔劑業分析	193
一、產品結構	193
二、肥皂清潔劑之投入與產出	194
三、產業競爭分析	197
四、結語	198
第十七章 家電業分析	199
一、產品結構	199
二、家電業之投入與產出	201
三、產業競爭分析	205
四、結語	206
第十八章 電線電纜業分析	209
一、產品結構	209
二、電線電纜業之投入與產出	212
三、市場結構分析	216
四、產業競爭分析	219
五、國外競爭狀態	219
六、投資時應有之認識	220

第十九章 電子業分析	223
一、產品結構	223
二、電子業之投入與產出	224
三、產業競爭概況	228
四、結語	228
第二十章 棉紡業分析	231
一、產品結構	231
二、棉紡業之投入與產出	235
三、銷售市場狀況	241
四、產業競爭分析	245
五、國外競爭狀態	248
六、投資時應有之認識	248
第廿一章 塔夫塔布業分析	251
一、產品結構	251
二、塔夫塔布之投入與產出	252
三、市場結構分析	254
四、產業競爭分析	257
五、投資時應有之認識	257
第廿二章 造紙業分析	259
一、產品結構	259
二、造紙業之投入與產出	261
三、產業競爭分析	264
四、政、經情勢之關係	265

五、營運概況	265
六、結語	270
第廿三章 玻璃業分析	273
一、產品結構	273
二、玻璃業之投入與產出	274
三、競爭狀態分析	277
四、結語	278
第廿四章 汽車業分析	279
一、產品結構	279
二、汽車業之投入與產出	280
三、產業競爭分析	281
四、結語	283
第廿五章 營建業分析	285
一、產品結構	285
二、營建業之投入與產出	286
三、競爭狀態分析	288
四、營建業上市公司之轉投資	289
五、結語	291
第廿六章 百貨業分析	293
一、產業特性	293
二、營運現況分析	294
三、問題與發展趨勢	298

四、結語	298
第廿七章 觀光業分析	301
一、經營現況分析	301
二、競爭環境分析	303
三、問題與展望	306
四、結語	307
第廿八章 金融業分析	309
一、金融業環境的變遷	309
二、經營現況分析	309
三、匯兌損失攤提問題	310
四、資產重估問題	311
五、改制民營之商榷	312
六、呆帳問題	312
七、外匯管制開放之影響	313
第三篇 產經分析範例	
範例一、經濟面看美國股市六大法則	315
範例二、低利率時代下的股市	321
範例三、房地產業復甦的研判	321
範例四、認識油價、研判股價	325
範例五、總體經濟因素與股市	327
範例六、認識中美貿易談判	330

第一篇 基本分析

第一章 國內股市的特徵

一、經濟面看國內股市的特性

到另一個陌生地區，球場賽球，球隊實力必定會大打折扣，其原因在於任何一個地區，有其特定的天候與飲食，任何一個球場有其特定的設備及氣氛；亦就是，球員會因不能了解、適應另一個地區、球場的特性，而表現欠佳。股票市場亦同，任何一個社會的股市亦有其特性，而其特性的形成，來自該社會經濟成長模式的不同、政府政策的迥異、投資大眾知識水準的差距……等等；故若不能洞悉一社會的股市特性，即冒然投資其股票，則不但投資風險大、投資易失敗，賠錢後尚不知其理由何在，那才真叫人嘔心吐血！投資股票必當了解股市特性，此乃有人謂：「股市有其草根性」之道理所在。

因此，在本書之初，先以經濟的眼光來探討一下國內股票市場的特性：

1. 國內經濟幅員小、貿易依存大。以民國75年為例，我國國民總生產毛額（GNP）為7百26億美元，而同期美國為4兆2千億美元，日本為1兆7千餘億美元，西德為6千億美元，如此相較之下，不難看出國內經濟幅員相當小。由於經濟幅員小，國內市場胃納不足，因此，為求經濟之成長，只有藉由貿易上的拓展，故造成我國對外貿易依存度極高。如下表所示，我國的貿易依存度（進出口總額/GNP）為88%，出口依存度（出口總額/GNP）為55%，都顯示出國內經濟對貿易上的依賴程度非常高。此種情況下，國內經濟易受國際油價、匯率、國際物

資價格、他國經濟狀況和政策等等經濟因素變動而影響，因而，間接的影響股票市場難以形成一種穩定的走勢。

國 別	出口依存度 (%)	貿易依存度 (%)
中 華 民 國	54.8	88.2
美 國	5.2	14.4
日 本	11.8	19.0
西 德	39.8	71.0
韓 國	38.0	72.3

註：(1)西德是七十四年之資料，其他各國是七十五年之資料。

(2)資料來源據經建會經濟研究處編印之國際經濟動態指標計算所得。

2. 公司規模小、外銷比率大。依目前國內股票上市公司而言，民營公司資本額最大者為台化公司，資本額約有 100 億元，除去中鋼及全額交割股票，計算其它上市公司平均資本額約為 16 億元。反觀外國，以美國紐約道瓊工業指數 (Dow-Jones Ind) 所採樣的 30 家公司 (包括，美國電話電報、西屋電器、杜邦和 IBM 等等)，其平均資本額高達台幣 1000 億元，而最大的西爾斯百貨公司更高達 3000 億元 (以上資料係民國 76 年 7 月底止)。因此，可知其一，國內公司規模偏小，加上間

接「直接外銷比重高，故易受景氣變化影響，股市易較容易呈現不穩定走勢；其二，規模小，往後發展空間大，故常有高營業成長率之表現，當然其風險相對亦大，此乃造成國內股市常有暴起暴落原因之一。

3. 金融產品少、人為干預易。民國七十六年七月，國內上市公司有 130 多家，他方面，單就美國紐約證券交易所上市之公司即有 2000 餘家，相較之間，國內股市的金融產品實在鮮少。如此，在近二、三十年快速的經濟成長、國民所得的增加，配合國內的高儲蓄率，所造成國內資金長期呈現充裕的情況下，錢多物少，故稍有資金者，即可利用各種方式來左右 (炒作) 股價，此亦為國內股市難得有穩定走勢理由之一。

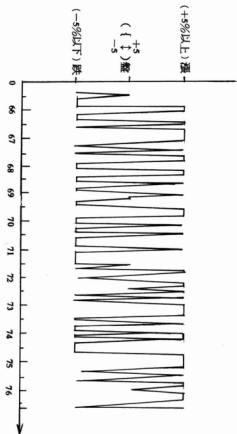
4. 投資人觀念的偏差。可能由於一般投資人投資知識水平的問題，或者可能由於在國內股市投資的經驗，長期投資者少，短線進出者衆，所謂的獲利急於了結，損失壯士斷腕，股票進出頻率高，如此，「惡性」循環，怎叫股市不激烈波動。當然，國人「投機」心理 (或者可稱之為賭性大) 亦與此相關頗大，此種心理可從 76 年初，社會上大眾樂「機車騾車盛行可見諸明證。

以上幾點，主在說明國內股市，「相對」上較為不穩定，漲得快、跌得也快，漲得高、跌得也深；特別聲明並無暗示外國股市就沒波動，因為股票之所以得以成交，一定是一方看好，另一方看壞，如此股市怎會不波動，波動乃是股市最基本的一個特性。

二、實證資料看國內股市的特性

前一單元，乃是從理論上來探究國內股市的特性，本單元更進一步，將利用實際資料來映證其論點，歸納民國 66 年 4 月至 76 年 7 月，共 135 個月的加權指數變動率，並界定上漲率達 5% 以上者為「漲」的月份，下跌比率達 -5% 以上者為「跌」的月份，5%—-5% 之間

者謂之「盤」的月份；如此，可尋得這十二年之間，國內股市波動的情況如下圖。圖中顯示，漲的期間最長不過 7 個月，跌的期間最長不越 6 個月，而盤檔的期間更短，最長者不超過 2 個月，上下起伏頻率相當驚人。此證明國內股市走勢中，經常呈現相當大幅度的波動現象。



近十年國內股價波動圖

三、未來國內股市的發展趨勢

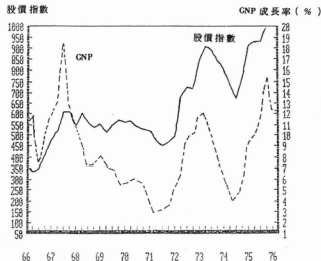
以上所言的當前國內股市的特性，並非永不更改；雖然在短期內很難有所突破，然長期而言，定有某些程度的改變。造成變化的原因有：(1)國內財經情勢國際化的衝擊。國內、外資金將透過投資顧問公司媒介而在國內、外之間移動。(2)國內各種投資機構之紛紛設立。(3)年來，證券基金會、公會乃至各投資顧問公司積極的傳播投資資訊與知識。(4)投資人口急增，投資素養的提高。(5)證券管理委員會致力於上市公司資訊的公開化，以及積極輔導潛力公司的上市。藉由政策的改變及各方的努力，國內股市自當朝「健全」的理想邁進。所謂的「健全」若以股市的波動而言，即是人為操縱波動的力量相對減弱，股價更能反映一國的政、經情勢，各公司的營運實績及未來遠景；而若以股市的交易重心而言，財務不公開、營運不善可陳的股票漸將為人所棄，相反地，致力經營、財務健全，所謂「績優股」始得獲人垂青，成為股市的重心所在。因此，股票將漸不可「玩」，不可「玩」股票，而是「研究」、「研判」股票，它將成為廣收資訊、用心研判始能有所報酬的工具。

四、經濟因素與國內股市的相關

由本章第一、二單元，可發現國內股市波動頻繁，但這並不表示國內股市與經濟實況不合。在此，我們將利用一章的篇幅，以最近十年來的資料，來從事股市和經濟變數相關關係的實證分析。目的有二：(1)查證國內股票市場，是否真如一般人的印象一樣，是得以任意炒作，充滿投機氣氛的市場；(2)尋覓常被認為是研判股市的幾個經濟變數，和國內股市之間到底呈何種程度的相關關係。（各實證之原始資料附本章最後部份，以供參考）

(一) GNP 變動與股價

股價指數及 GNP 成長率



由上圖中，民國66年中旬經濟成長率快速爬升，股價指數亦呈上揚，67年中旬成長率急速下跌至72年底的谷底，此段期間，股價指數呈長期緩慢走疲現象；72年初起，GNP成長率快速上升，股價指數亦開始挺生，73年初起，成長率下降，股價指數則有一段上升後才開始下降，74年中旬起，GNP成長率與股價指數又開始呈同步上升之趨勢。

由上述分析，可得以下幾項結論：

1. 國內股市與經濟實況，長期而言，存在極為密切的正相關。
2. 常言道：股市之盛衰為經濟情況強弱的領先指標，但對於國內

而言，並未發現此種關係存在，而是呈現股市為經濟情況的同步指標，甚至在某些期間尚為落後指標的現象，如67年經濟成長率已下降，而股價尚盤整一段期間，才明顯走低，再者，71年初經濟已好轉，而股市尚經一段時間才反應轉強。

3. 國內證券市場於未來若能更健全發展，加以證券市場國際化的衝擊，則股市領先經濟情況的現象遲早會出現。

4. 至少於目前國內股市而言，可確定經濟情況的好壞，終究會反映於股市之中。

(二) 央行貼現率與股價

股價指數及中央銀行貼現率

