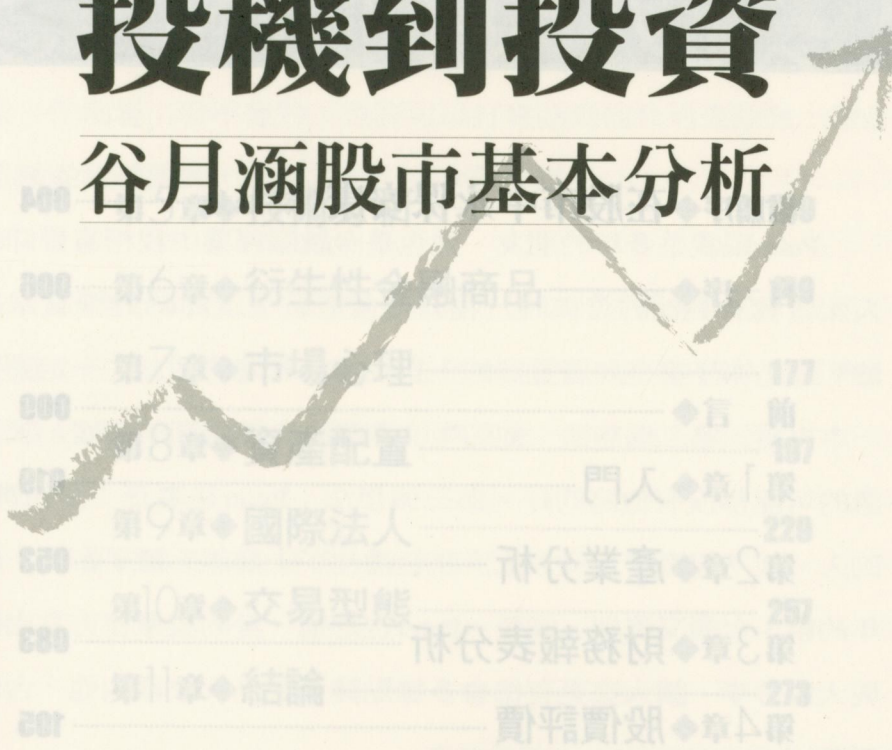


投機到投資

谷月涵股市基本分析



谷月涵 著

CONTENTS

推薦序◆在股市中永保安康	於貽勳	004
自序◆		006
前言◆		009
第1章◆入門		019
第2章◆產業分析		053
第3章◆財務報表分析		083
第4章◆股價評價		105

普爾貝谷

第5章◆技術分析.....	139
第6章◆衍生性金融商品.....	149
第7章◆市場心理.....	177
第8章◆資產配置.....	197
第9章◆國際法人.....	229
第10章◆交易型態.....	257
第11章◆結論.....	273

本文作者為UBS美商瑞銀證券經理

在股市中永保安康

於貽勳

Peter跟我是多年的朋友，他也是金融服務業中我相當景仰的人。當我看到他的書稿時，我有幾個想法：以Peter的學養跟經驗，這是本好書是無庸置疑的。對投資有興趣的朋友，一定要買一本來看。第二個想法：他的中文造詣及文筆流利的程度，我用講的可能都沒有他寫的好。第三個想法：Peter是真正「愛台灣」的人。他不但娶了台灣太太、在台灣住了十幾年、繳了台灣十幾年的稅、台語又流利。同時，Peter也把他一身的獨家秘方拿出來與大家分享，讓大家更有機會多賺點錢，難怪大家都叫他「台灣先生」。

自序

我從這本書可以感覺到，Peter想把他的絕技一古腦兒全教給大家，從做分析、交易、衍生性商品、到市場實務，具全球的眼光但又兼顧台灣投資人的習性。所以看這本書的人一定要慢慢看、仔細看；看不懂的，也許可以打電話到他公司去請教，想必能練就精湛武藝，確保在股市中永保安康。

以前我幫很多書寫過序，都是好書；可惜那些作者，我都不認識。但這一次不同，寫書的人是我的老朋友，心裏格外高興。老朋友不但事業成功，還著書以澤萬民，實在與有榮焉。

好書要與更多人分享，快來看吧。

本文作者為UBS英商瑞銀證券總經理

自序

這本書是在過去幾年中，歷經幾次的嘗試後，終於完成的作品。過去，每當嘗試書寫幾個章節之後，全部文稿最後又會被我丟到電腦的資源回收筒，但這次則大不相同。我之所以能夠將作品付梓，除了是趁SARS流行導致台股沒什麼看頭之際，撥空多寫點東西外，也是因為我在月涵投顧的同事大力協助的結果。在此，我想要一一向他們致謝。

首先，你們可能會想，哇，我的中文寫作能力怎麼這麼好。其實這本書是以英文書寫的，周意倫、楊淑清和張明鈞負責將本書翻譯成中文，他們具備財務分析的專業知識，也非常熟悉英文諺語，同時中文寫作能力流暢，對於我怪異的表達方式也知之甚詳，本書才得以成功發表。我的好友暨我今周刊專欄的執筆吳光俊，也協助本書的編輯工作。

前言

圖表的製作，則是承蒙幾位團隊成員戮力完成，包括洪尚叡、李正得、梁婉婷、谷立佛及陳柏睿。製作這些圖表，其實需要運用相當多的想像力，才能夠將我所要表達的觀念在他們的腦中「成形」，然後再將這些觀念以財務圖表具體呈現出來。

同時，我的秘書楊大瑀，一如往常，致力協調所有相關事宜，對於本書的出版也貢獻良多。最後，我在MrTaiwan.com長期的合作夥伴施惠國也提供不少建議，來為本書催生。

我想要藉由這個機會，來向這幾位表達感謝之意，沒有他們的努力就不會有這本書的誕生。至於本書若有任何需改進之處，尚請各位同業先進不吝賜教。

我之所以有幸與台灣結緣，應該從我在波士頓銀行的第一份工作開始談起。剛開始是任職於高科技放款部門，當時，就高科技產業的發展上，波士頓遙遙領先矽谷，而軍事費用支出則是波士頓高科技產業蓬勃發展的重要來源。無奈一九八四年起，這兩大產業雙雙走下坡，所以我大部分的工作內容是專注在與貸款客戶重新談判貸款條件上頭。

然而我當時早已被證券市場所散發的光芒給震攝住了，因此我

前言

一九八八年九月我從倫敦被調派到台灣，協助霸菱證券在台設立分公司，當時台股正值飆漲期，可惜台股對外的大門深鎖，外資不得其門而入。不過，開放股市讓外資參與的趨勢儼然在亞洲區成形，那個時候我暗想，台灣開放的腳步應該也不會太過落後。

然而就在我抵達台灣數週之後，財政部宣布重新開徵證券交易所所得稅，台股聞風色變，連續無量暴跌十九個交易日，完全沒有成交量，更別說買盤了，投資人全數慘遭套牢，我還真是三生有幸才得以親眼目睹！

在那一波的瘋狂賣壓之下，台股從一萬二千點的高峰足足跌了一萬才打住。但是台股在受傷慘重之餘，元氣恢復的速度之快，才真正令人嘆為觀止。爾後台灣加權股價指數甚至還創下新高，投機氣氛也是史無前例的濃厚。

我之所以有幸與台灣結緣，應該從我在波士頓銀行的第一份工作開始談起。剛開始是任職於高科技放款部門，當時，就高科技產業的發展上，波士頓遙遙領先矽谷，而軍事費用支出則是波士頓高科技產業蓬勃發展的重要來源。無奈一九八四年起，這兩大產業雙雙走下坡，所以我大部分的工作內容是專注在與貸款客戶重新議訂貸款條件上頭。

然而我當時早已被證券市場所散發的光芒給震懾住了，因此我

請調到國庫券套利部門。在那裡我學會如何綜合運用其他形式的債券、期貨和選擇權操作，來達到等同於操作國庫券的效果。我們試圖在這個極具效率的市場中，運用高度圓熟的財務模型來進行套利；但是美國國庫券的市場效率之高，想要從套利中賺取利潤幾乎不可能。於是，我決定前往全球股市的麥加－華爾街－朝聖。

在貝爾史登（Bear Stearns）的求職面試當中，我與主試官有了以下的對話：

「你在前一份工作中，操作手中持有部位賺了多少錢？」主考官問。

「二千美元。」我說。

「你是否要說二百萬美元卻說成二千美元？」他追問。

「不是，就只有二千美元。不過，其他交易員卻都出現虧損，損失金額介於五萬美元至一百萬美元之間，所以說，實際上我的績效是最好的。」我說。

就這樣靠著在波士頓銀行賺到那筆了不得的二千美元，我獲貝爾史登錄取。之後我學習到在華爾街當一個股票交易員所需具備的基本知識，開宗明義第一個原則就是，「沒有原則就是原則」，每個人都得靠自己的機智生存下來，而且每個人都有極大的空間來發揮自我。換句話說，有點自生自滅的感覺。

交易員在未嚐到挫敗痛苦經驗前，很可能異想天開地認為，從股市中賺錢簡直是輕而易舉，賭注下得愈多，錢就賺得愈多。然

而，任何一個股市新手一夕之間賺進大把鈔票，將來也必定會一夕之間化為烏有，這是華爾街人盡皆知的真理。

所以說，在股市中，風險控管勝過一切。只要市場突然出現搖搖欲墜的跡象，我們的首席交易員便會從他的椅子上跳起來，對所有交易員大吼，命令他們賣出所有持股。賠一點點錢總比蝕光所有老本要好吧！

在貝爾史登工作一段時間之後，或許公司著眼於我的國際經驗，這樣的歷練在當時的紐約可算是異類，於是當公司規劃建立二十四小時無休的交易機制時，我就被外派到倫敦。當我身處倫敦分公司為貝爾史登操作所有非美國股票的當兒，倫敦正在執行金融大改革（Big Bang），一瞬間，這個原本十分具排他性的資本市場完全開放，讓國際資金得以自由進出。

同時，我也在阿姆斯特丹選擇權交易所（Amsterdam Options Exchange）操作股票選擇權，也就是今日的歐洲證交所——阿姆斯特丹期交所；當時那可是全球歷史最悠久、規模最大的選擇權交易所。那是一個令人暈眩的年代，也是全球股市在幾近二十年的歲月當中，多頭攻勢最為猛烈的一次。

十月的一個星期三早上，股市一口氣跌了10%，突然間所有上市股票的買盤憑空消失，我除了受到莫大的震驚之外，頓時更感到無計可施。到了中午我打電話回紐約向老闆進行每日例行報告，倫敦的正午時刻正是紐約的清晨六點，我的例行性電話遂成為老闆的起床號。就在我提到早上股市暴跌時，我幾乎可以想像他從床上跳起來對著我大喊：「全數出清！」一如以前他在交易廳的樣子。我

的確將所有持股全數賣出，而股市就在兩天後^①崩盤了。清晨六點鐘當他處於半睡半醒之際，居然還能感受到市場危機，這全都拜他的風險管理經驗所賜！

由於我們將所有持股全數轉換成現金，儘管有些許損失，但卻讓我們在十月十九日黑色星期一股市重挫那天坐享漁翁之利。以十月十九日當天收盤價來算，距兩個月前的高峰已經跌了近40%，我們的自營部門在當天將所有的資金全數投入，並於隔天市場強力反彈22%時趁勢賣出，接著便開始作空。我們利用大盤崩跌及暴跌後的大幅波動來賺進大把銀子，這些可都要歸功於我的主管，他不僅戰勝了貪婪，還在股市的下跌過程中勇於進場，同時以推理、經驗及分析作為決策時的圭臬。

一九八七年十月股市崩盤引爆的空頭市場，讓倫敦的生活變得無趣至極，眼看著亞洲市場仍持續發燒，其中又以台股最為瘋狂，兩相比較下，我決定接下霸菱證券的工作轉戰台灣，為這個老店新開的霸菱證券設立台灣分公司^②。現在霸菱證券幾乎已經銷聲匿跡了，在此，不免要落入俗套地感嘆景物依舊、人事全非。

記得那時候我為法人客戶撰寫研究報告^③，當時外資雖然還無法投資台股，但或多或少對台股狀況還是有興趣了解。台股在一九八八年九月崩盤後迅速復甦，且在前所未有的投機熱潮帶動下，指數屢創新高。當時我在台股的經驗仍不足，也沒有什麼管道取得市場訊息。我發現往往我建議投資人買進的股票漲幅為20%或30%，但我建議賣出的股票卻飆漲達200%至300%；換句話說，那時候台股規模很小，很容易受到人為操控，那些虧損的公司遂成為投機客



的主要目標。

從那個時候開始，台灣便正式開放外資進入台股，只不過開放的速度相當緩慢。就在國際資金流入台灣之際，新上市公司陸續掛牌，台股也隨之茁壯；就在短短的十年之間，其規模已既大且深，像一九八〇年代末期人為操控股票的那種手法便不復見，成長強勁及具基本面個股的股價表現，遂開始超越投機型个股。

投機vs.投資

並不是說投機一定不好，只是過去二十年來台灣的資本市場已經發展得相當成熟，顯得長期投資是較佳的投資策略。長期投資之所以勝過短期投機，主要是因為長投策略有一個重要優勢，若要把這優點說清楚，就要從數學的角度來分析。

我們可以從兩個層面來看，首先，若將毫不起眼的股利年年累積起來，總數可是非常驚人，這是複合成長率的概念。其次，就要談到股價的波動了，在一個交易日當中，股價漲個1%沒什麼了不起，一年的時間裡，股價漲個20%也是稀鬆平常的事。然而，一檔股價50元的股票漲1%，相當於0.5元；而一檔股價僅有10元的股票漲1%，僅相當於0.1元。當股票還在10元的時候你買進並長抱，等到它漲至50元，你每天的投資報酬就會變成0.5元，而不是0.1元。這其中的道理很明顯，也比短線的衝進衝出，更能讓人們在股市中累積財富。

投資方法學

我在本書中所提到的方法，主要是要讓讀者了解大部分專業投資人及分析師所運用的基本工具。就任何一個市場或產業而言，沒有所謂的正確分析方法，在不同市場狀況下，即便是同一家公司，也要用不同的方式來評估。

當我們試著去評估股票價值時，依當時的總體環境，還是會有一個當下可行的基本評估方法。也就是說，有些時候某檔個股本益比二十倍的時候算便宜，但換了一個時空環境，十二倍就嫌貴了。一些專家偏好用一個固定數來作為衡量標準，例如他們僅在本益比低於十二倍的時候才會買進，如此一來，在幾波的大多頭行情中就看不到他們的蹤跡。

這些專家相信，若進場原則偏離了他們的絕對數值標準，就等同於股市投機。而投機僅建立在「笨蛋競賽理論」這個前提上，就是說投資人之所以買進價格過高的股票，那是因為他們認為市場中一定還有比他們更蠢的投資人，會以更高的價格接手；而這個更蠢的人之所以接手的唯一原因就是，他相信還有更笨的人等在後頭。就這樣不斷的換手，一直到最大的蠢蛋出現，以市場最高價買進為止。

這個理論或許有其真實性，但是最基本的事實便是股市有太多笨蛋了^④，而我們只要比那個最笨的笨蛋聰明一點就可以。實際上，這樣的機率並不低。

由於在我們所有人當中，投機份子並不多見，因此我們還是以較為穩當的方式來進行投資。我常說，投資股市是為了賺取利潤，



玩股票則是因為好玩，因此下注的金額也要在你賠得起的範圍內。

在擬定投資策略上，我的方法不失為一個實用的準則。它並非快速致富的方法，也不是一連串的經驗法則，你在本書中絕對找不到「明牌」。我偶而會提到理論，但這只是為了讓讀者更加了解，什麼是造成市場及股價變動的基本原因。另外，取得和粗略了解財務報表也是重要的一環，不過，在本書中我所指的任何資訊都是公開的，而且還非常容易取得。

同時，我假設讀者擁有一些財務的基本觀念，因此我盡量避免以很大的篇幅來說明一大堆繁雜的定義及基本解釋，尤其是衍生性金融商品一章中更是如此。不過，我倒提供了詞彙表供讀者參考。事實上，很多這些基本觀念都可以從網路或其他資訊來源中蒐尋得到。

投資型態千變萬化，從單純的股市投機、長期股票投資、資產配置，乃至範圍較大的財務規畫等，各有不同。本書的內容包羅萬象，各種投資模式均涵蓋在內。而如何在各投資模式中，找出適當的組合，端視個別投資人的風險偏好、財富、所得、年齡及家庭背景而定。

台灣股市獨樹一格

儘管台股市場在很多地方是獨樹一格，但從大方向來看，與其他股市的差異並不大，畢竟股票就是股票，它們的變化都大同小異。當然，由於散戶在台股所扮演的角色較重，因此其波動性也高於全球其他股市。但不可諱言，任何以散戶為主的市場，波動性免

不了較大。舉那斯達克為例，當某些時期那斯達克市場的散戶比率高時，該市場的波動率也相對較高。

台股最「正港」的特色之一便是股利政策，台灣公司法對企業保留盈餘與實收資本額的比例有所規範，因此公司被迫以發放股票股利的方式來將盈餘轉成股本，造成台灣投資人有著錯誤的觀念，認為保留盈餘「非」資金。此外，很多本地投資人在評估EPS的歷史資料時，並未調整其權值，若公司獲利增加的速度又無法超過股本膨脹速度時，就產生了公司獲利沒有成長的錯覺。本書所提到的EPS，均是指經過權值調整的EPS^⑥。

當然，台灣對外資所設立的規範，還是比亞洲其他市場（除中國大陸與印度外）來得多。然而，上述這些差異主要是程度的問題，而非本質的差異。換句話說，儘管台股具備某些獨一無二的特性，但仍是一個具基本要素的股市。本書可視為是投資有價證券的一般方法學，並側重在股票投資，這些投資的原則不僅適用於台灣，也是放諸四海而皆準。

本書以基本分析來帶領讀者進入股票投資的殿堂，也就是說，我們是以基本面來評估股票的價值，而不是仰賴變幻莫測的歷史股價，即大家耳熟能詳的技術分析。一如我在第五章所提及，在很多方面，技術分析是基本分析的延伸，因為兩者都是用來了解影響股價的供給與需求面動向，其中的差異在於，基本面的供給與需求指的是有關公司的營運動態，而技術分析指的則是股票。

第一章至第四章探索基本分析的基本工具、評估方法及原則；第六章探討日益成長的衍生性金融商品市場，這些新興金融商品觀