

證券及其衍生性金融商品

理論與實務



Securities Investment Analysis

張上財 著

是標準的是標準的知識經濟市場，其探討股價變化的理論絕非真理，但沒有這個理論基礎的投資人，選股就像射飛鏢，往往買的高點，的高點，賣在悲觀的低點，使投資行為成為不快樂的源頭，最終將退出股市。正所謂「新手看價，老手看量，高手看解股價變解股價變化的精髓，才能在證券市場立於不敗之地。

證券及其衍生性金融商品

理論與實務



張上財 著

Securities Investment Analysis

五南圖書出版公司 印行

證券及其衍生性金融商品——理論與實務／
張上財著．

—二版．—臺北市：五南，2007 [民 96]

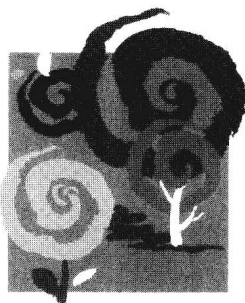
面：公分

ISBN 978-957-11-4831-1 (平裝)

1. 證券投資

563.53

96013310



1FH3

證券及其衍生性金融商品 ——理論與實務

編 著 — 張上財(210.3)

發行人 — 楊榮川

總編輯 — 龐君豪

主 編 — 張毓芬

責任編輯 — 吳靜芳 雅典編輯排版工作室

封面設計 — 鄭依依

出 版 者 — 五南圖書出版股份有限公司

地 址：106 台北市大安區和平東路二段 339 號 4 樓

電 話：(02)2705-5066 傳 真：(02)2706-6100

網 址：<http://www.wunan.com.tw>

電子郵件：wunan@wunan.com.tw

劃撥帳號：01068953

戶 名：五南圖書出版股份有限公司

台中市駐區辦公室/台中市市區中山路 6 號

電 話：(04)2223-0891 傳 真：(04)2223-3549

高雄市駐區辦公室/高雄市新興區中山一路 290 號

電 話：(07)2358-702 傳 真：(07)2350-236

法律顧問 得力商務律師事務所 張澤平律師

出版日期 2006 年 10 月初版三刷

2007 年 10 月二版一刷

定 價 新臺幣 390 元



序

民國 72 年當兵退伍後，證券市場幾乎與我的人生環環相扣，從散戶投資人到匯豐證券公司當研究員，留學歸國後，84 年 2 月進南台科技大學（當時是南台工商專校）開始教授證券分析至今，匆匆已經二十年，連娶的太太也是證券公司的營業員，可以說一生與股票結緣最深，回首一望，證券市場和我卻沒有多少恩怨情仇，只是讓我天天充滿喜怒哀樂，將人生的黃金歲月與它日夜纏綿悱惻，至今甘之而不悔。

二十年來，我就像衝鋒陷陣軍團裡的一個小兵，沒有什麼特權和資源，只是跟著其他散戶在處處陷阱、砲聲隆隆的股市一步步前進，看到的盡是朋友、同事、散戶在身旁一個個倒下，自己也曾被融資斷頭，但大家也似乎越挫越勇，依然對股市情深意濃，為它蕭瑟飄渺而甘之如飴，後來者也不斷加入股市，期望在股市追求夢想成真。究其主因，資本移動所造就的利得確實令人心動，選對股票，一星期的所得超過種田一年，貪婪的心，推擠投資人不斷進出股市；然而，不勞而獲事實上是不可能的，股市的專業並非一般人所能了解，在沒有完備的知識即冒然介入股市，往往以黯然離場收場。

在前總統蔣經國先生逝世前，股市動輒謠傳他已過世的消息，當時我判斷他應該尚未過世，而事後也證明我是對的，但股市卻因而崩盤，九天就讓我斷頭出場，等他真的過世時，股市卻從開盤全面跌停，十幾分鐘即全面漲停；這個教訓讓我謹記在心，在股市，對與錯並非關鍵，站對邊才是重點。

教了多年的書，始終找不到合適的教科書，而股市投資也從早期的被認為賭博市場轉變為投資理財工具，電視、報章雜誌等媒體也有

專業的報導，但看到所謂的分析師在 M 頭成形後，依然在電視上說大盤處於主升段，真令人為信任他的散戶捏一把冷汗，而外資的首席分析師也可以將台積電的目標價由 100 元下修至 54 元，讓人不知證券市場的專業教育何在，這麼重要的資本市場，群眾的知識竟然如此的不足，讓人期盼在此一領域能有專業的養成教育。

本書主要目標設定為投入證券市場的初級認識，希望財務金融系的學生能對股市有基本知識與投資策略，作為未來投入職場的準備，並不鼓勵學生以投入股市為職志。所以，本書區分為九章，但事實上每章甚至於重要的節次也可獨立成書，本書僅是擇要敘述之，有心成為股市高手的學生，除了培養高度的興趣，建立基本的財經知識之外，本書以外更高層的股市理論研究絕對是必要的。至於一般投資人，如果連本書的知識也沒有，也不準備充實相關知識，那麼，建議不要涉足股市，畢竟二十餘年的經驗告訴我，這是高風險、高利潤的市場，失敗者絕對占多數。其實，散戶真應該想一想，不投資也是一種理財方式，天上是不可能掉下來禮物的，不要再為傳播媒體的言論所迷惑。

張上財 謹識

2004 年 8 月

目 錄

第一章 認識證券市場 1

- 第一節 台灣證券市場沿革 3
- 第二節 股價變動的宿命 7
- 第三節 證券市場基本知識 16

第二章 K 線理論 25

- 第一節 單一線形 34
- 第二節 雙日線形 39
- 第三節 多日線 51

第三章 趨勢與波浪理論 59

- 第一節 趨勢 61
- 第二節 趨勢之形態 67
- 第三節 艾略特波浪理論 70

第四章 移動平均線與買賣點 87

- 第一節 移動平均線 89
- 第二節 設定買賣點 93
- 第三節 乖離率 100

第五章 量價關係與資券變化 105

- 第一節 量價關係 107
- 第二節 資券變化 116
- 第三節 能量線 121
- 第四節 除權與除息 125

第六章 形態與缺口 131

- 第一節 頭部形態 134
- 第二節 整理形態 139
- 第三節 底部形態 147
- 第四節 缺口與島狀反轉 152

第七章 擺盪指標 157

第一節	RSI	160
第二節	KD	163
第三節	Stoch RSI	165
第四節	威廉指標	166
第五節	CDP	168
第六節	MACD	170
第七節	DMI	174

第八章 投資策略 181

第一節	策略的原則	183
第二節	投資大師之策略	192
第三節	行情規劃	200

第九章 衍生性金融商品 205

第一節	權證	208
第二節	選擇權	214
第三節	指數期貨	228

第十章 台指選擇權之投資策略 237

- 第一節 認識選擇權交易 239
- 第二節 台指選擇權之時間價值定位 246
- 第三節 選擇權之套利模式 258
- 第四節 技術分析設定台指選擇權買賣點 .. 270

附表 277

1

認識證券市場



資本的有效應用是國家生產力的重要表現，對個人更為重要。非洲的酋長或許擁有比澎湖縣還大的土地資產，但所能發揮的資本效用可能比不上台北市的一間小套房，因為沒有良好規劃的認證制度，非洲的土地可能無法在資本市場取得融資或有效應用。證券市場的成立主要是為了活絡資本市場，讓上市公司得以向大眾募集資金，使營運規模更加發展，而投資人也可有更多的選擇，讓持有的資金發揮最大效用。證券市場與其他投資管道最大的差異，在於透明化及高度的流通性，投資人可透過各種資訊決定投資策略，使資本流通並產生效益。

證券市場在台灣產業升級的工作上扮演相當重要的角色，早期的台灣企業多以低檔的初級加工為主，在全球經濟體系中僅是初級工業的加工基地，要切入資本密集及技術密集產業幾乎是不可能，而新竹科學園區的設立與證券市場的蓬勃發展恰好為台灣解決了瓶頸問題，尤其在高科技的資本密集問題上，證券市場為需要龐大資金的 IC 設計、晶圓代工、DRAM……等產業提供了全球性的籌募資金管道，也帶動其他產業的國際化。進入 21 世紀後，雖然我國已在某些產業領域占有一席之地，但國際村的來臨也勢必帶來更嚴酷的競爭壓力，光是產業本身的努力將難以面對日趨複雜的全球性企業問題，因此，如何為企業和投資人規劃健全的證券市場，依然是重要的課題。

第一節 台灣證券市場沿革

1953 年政府為實施「耕者有其田」政策，以公債搭配台灣水泥、台灣紙業、農林、工礦四家公司股票作為徵收地主土地的補償，使台灣開始有股票在初期的店頭市場交易，由於欠缺規劃與管理，市場交易秩序雜亂，糾紛、弊端叢生，投資人因此傾家蕩產者不在少數。1954 年頒布「台灣省證券商管理辦法」將公司資本額、營業場所、保證金等項目納入管理規定中，使台灣股市粗具雛形。而正式的證券市場交易系統主要在 1961 年底由

43 家公營機構合資成立「台灣證券交易所」後，才漸漸步上軌道。然而在 1981 年以前，受限於市場規模不足，直到該年總市值僅有 2,013 億元，上市公司 107 家，投資人人數甚少，一般人對股市印象甚為模糊。從 1981 年至 1991 年間是台灣證券市場的轉捩點，無論是上市公司家數、總股數、總市值、成交量及成交金額等皆大幅成長，更重要的加權指數由 1981 年的平均 548.84 點漲至 1990 年最高 12,495.34 點（參照書前頁表 1-1：歷年股票市場概況表），顯示股市的熱絡與一般民眾開始將股市視為投資管道之一。

股市之所以有如此大的轉變，主要是下列幾項因素：(1)採用電腦交割清算系統，使交易更透明與便利；(2)國民所得大幅增加，游資充斥；(3)台幣大幅升值，國際熱錢湧入；(4)淺碟型市場造就投機美夢；(5)開放證券商執照，從 12 家變成百家爭鳴。當時台灣以經濟奇蹟頗為自傲，經濟成長率甚至可達兩位數，然而除了不動產市場可作為投資外，民間游資四處亂竄，再加上國際套匯熱錢推波助瀾，使加權指數由 1981 年至 1990 年 2 月漲幅高達二十餘倍，為前所未有的多頭行情。然而自高點跌至 2,560.47 點卻不到八個月的時間，雖使投資人損失慘重，但也使台股市場慢慢步入正軌，不再追逐消息面，投資人開始重視基本面與技術面。

1991 年開放外資買賣台灣股票，使台灣證券市場與世界接軌，隨著投資金額的增加，外資逐漸在台灣股市占有一席之地，為台股開啟新的操作模式。在 1991 年至 2000 年間加權指數雖然曾兩度突破萬點且兩度形成 M 頭後反轉向下，但已經逐漸理出市場輪廓，最明顯的是暴漲暴跌的現象趨於緩和，指數萬點難過、四千有撐似乎也在市場得到驗證。在這十年間，外資、投信和自營商合稱的三大法人在市場投資比重逐漸放大，重要性也與日俱增，外資擁有的台股股票約有 20%，持有台積電股份超過 50%，由於法人講究長期的波段式投資方式，與散戶螞蟻雄兵式的投機手法顯然不同，對未來投資人的操作策略將有深遠影響。此外，各種衍生性金融商品如認購、售權證和各種指數期貨等的導入，使市場投資標的多樣化，投資人雖有更多選擇，但勢必付出更多時間與精力學習和適應；另一方面，商品的多樣化所造成的資金排擠效應，在市場會有多少影響，也是制定投資

策略時必須考慮的重點之一，畢竟這些措施會是未來主導台股股價走勢的重要因素。

從 1980 年後的主流類股變化，可看出主導台灣經濟的產業的變化。在八〇年代初期至中期，以低價的加工品搶占市場是當時台灣創造就業、外匯與利潤的不二選擇，反應在績效上，就是以出口導向的貿易公司業績獨當一面，尤其是紡織業更是市場交易重心，由新纖（1409）、華隆（1408）、中紡（1407）所組成的紡織三劍客及廣豐（1416）、宏洲（1413）等常是熱門股的前幾名，雖然曾幾何時這些公司已淪為雞蛋、水餃股，但這些公司確曾為台灣經濟與股市的發展奠下基礎。八〇年代中期，在游資與熱錢的夾擊下，股市、房市全面大漲，代表資產股的資產三劍客農林（2913）、台鳳、工礦及台肥（1722）、士林電機（1503）等和擁有龐大資產的金融股逐漸嶄露頭角，終在 1990 年 2 月創下台股最高紀錄，國泰人壽（2882）所創下的每股 1,975 元天價至今無人能破，而俗稱三商銀的彰銀（2801）、一銀（2892）、華銀（2880）亦皆曾創下千元以上的高價。進入九〇年代後，隨著泡沫經濟的崩潰，資產、金融類股股價持續下滑，至今已經走了 12 年的空頭，有的如台鳳等已經下市，較佳體質的如國泰人壽、三商銀等的股價也一再腰斬，跌破 50 元，三商銀甚且一度面臨 10 元面值保衛戰，令人不勝感慨。

資產、金融類股衰退後，電子類股趁勢而起，1997 年和 2000 年加權指數兩度突破萬點大關，皆是由電子類股領軍，適時填補台灣產業發展的空隙，更使台灣產業的國際地位大幅提升，讓外資敢於大舉匯入。截至今日，電子類股仍然是台股的主流，占大盤成交量的 60、70% 以上，短時間無法改變電子類股的強勢地位。過去幾年由於電子類股是大盤的焦點，大部分的新上市皆為電子類股，也使得電子類股如滾雪球般的更加膨脹，萬一電子類股退潮，在沒有其他產業可以取而代之的情況下，不僅股市會大跌，我國經濟也必然處於衰退，影響層面將非常廣泛。

21 世紀的國際股市在經濟結構的改變下，起了相當大的變化。金磚四國及新興國家紛紛繳出亮麗的經濟成績單，從中東、亞洲、歐洲、中南美

洲甚至於美國道瓊工業指數紛紛創下歷史新高點，香港突破 20,000 點大關，上海股市成為全球注目的焦點之一，影響力與日俱增。在此種潮流下，要進入股市必然要更有國際觀，國際資金的浪潮何去何從，將決定國際股市的興衰，唯有擴大眼光面對全世界，方能有正確的投資策略。

綜觀二十餘年來的台灣股市，顯示出台灣產業的主流趨向，不僅台灣如此，其他國家也大致如此。吾人可從此歷史軌跡學得兩項重要教訓；(1) 投資標的應以主流類股為主，在多頭市場需要主流類股作為「雁行理論」的帶頭雁，主流類股不漲，大盤不可能上漲，在多頭市場時帶頭雁的漲幅一定又大又持久，甚至於直到趨勢轉為空頭市場；(2) 當產業結構改變時，應注意主流類股的變化。從過去的經驗或國外的案例，皆可明顯看到主流類股一旦失去主流地位時，跌勢往往既深且遠，也常迫使投資人含恨退出股市。以台股以往的紡織、資產、金融為例，想要解套幾乎是不可能，而即使是當紅的電子類股，像禾伸堂（3026）除權前的 999 元、威盛（2388）除權前的 629 元和 CD-R 族群的精碟（2396）、中環、鍊德等，高價買進的投資人在可見的幾年內恐怕也無解套機會，投資人需嚴防陷入此種超高本益比所形成的主流陷阱，以免遺憾終身。

從買進股票的觀點，會出現倍數獲利的股票多有二種特色，即：

1. 資本額小：資本額小限制了上市公司發行股票的數量，利於主力作手鎖住籌碼，呈現飆漲態勢。以 2007 年爆發內線交易（insider trading）的力廣（2348）為例，被證明為空殼的該公司，股價竟能從 2.66 元漲到 44.2 元，與該公司歷經兩次減資，資本額降至 6 億多元有關。
2. 創新：生產前所未有且被看好的新產品公司，通常股價具有極大的想像空間，在新上市、櫃時常有飆漲，但是一旦其他競爭者不斷加入，就會陷入長空走勢，遠期的中環與奇美，近期的茂迪等，都是明顯的例子。

第二節 股價變動的宿命

自證券市場成立以來，股價變化即為投資人與相關人員最想預先得知的訊息，所謂千金難買早知道，一語道出許多人的懊惱與無奈。學者與專家們透過不斷的思索與驗證，已經建立相當多的分析理論與模式，但是實務上許多投資人卻可輕易的舉出反例，證明辛苦建立的理論與模式跟股價實際變化的差異，似乎關於證券市場股價分析的學習是無濟於事的；而且理論上而言，若有某分析技術可確保投資人獲利，則所有投資人依據該技術分析會同時做買進或賣出的動作，導致「買時買不到，賣時賣不掉」，因此應該沒有任何技術分析可確保投資人獲利。如果事實果真如此，那為何還有專家、分析師等人的存在？

從證券市場的發展過程來看，證券市場是最民主的地方，投資人是本身資產作為投票，買票在證券市場是不可能產生作用，容或有人以欺騙、內線交易等行為獲得利益，但在有效率的股市機制下，投資人應能避免產生虧損的危機。因此，股價的變動應該是理性行為，而且是可透過觀察預測走勢的。但由於市場投資人皆想獲得最大報酬，爾虞我詐、不按牌理出牌等行為是被允許的，如騙線常常被主力用來混淆真正意圖，突發狀況會打亂分析數據等，不能因此將股價分析視為無效。

學習股價分析和學習其他科學相同，越用功學得越多，受益越大，差異點則是股市變幻莫測，實務經驗的累積比其他學科重要，精準才能經得起挑戰。老師常告訴學生，好好唸書才有好的工作與未來，雖然這是事實，但有幾個學生能做到？就好比告訴投資人做好股價分析的功課才能在股市獲利，但有幾個投資者做到？反而是投資人常常視技術分析、理性判斷等研究為無用之物，不願辛勤研究卻去相信易於獲得的消息面，最後難逃被雜訊坑殺的命運。

股市的每一個數字皆有其涵義，在它們變動時代表投資人要從現在踏入未來的看法，整體數字的變動反應市場的群眾心理，構成市場規律性的

運轉，使歷史一再重演，從中也可以觀察到一些現象，是市場無可避免的宿命，無法記取這些教訓的投資人，必然會是證券市場的輸家。這些宿命現象包括：

一、賠多賺少的宿命

大家都知道買進大於賣出則股價上漲，反之則股價下跌，但散戶大買卻也是即將大跌的前兆，散戶手中無股票意味著股價或將見底，兩者間卻也沒有矛盾，在股市中屢見不鮮；以大盤為例，在上升趨勢中沒有散戶的買進，大盤不可能永遠持續上漲，當漲到散戶滿手股票，沒有後續資金將指數繼續往上推，則大盤開始下跌轉為下降趨勢，散戶因盤勢不佳，開始賣出持股，使指數持續探底，直到賣無可賣，股價才能反轉向上。所以，最高點一定是成交量最大的時候，最低點一定是成交量最小的時候，最多人買到最貴的股票，最少人買到最便宜的股票，造成所謂的十個散戶九個賠錢現象，是股價循環無可避免的宿命；除非散戶有學過相關知識，否則一般散戶很難避開此種宿命。

二、趨勢的宿命

投資人對股市的多空看法會維繫在某一均衡點，不會全部一面倒向多方或空方，就像需求與供給曲線，多空的力量會交叉形成價格線，當多頭的力量大時牽動價格上漲，空頭力量大時則下跌，在此原則下產生價格變動。問題是：如何得知多空力量的消漲？促使多空力量消漲的因素錯綜複雜，從基本分析、價值分析、技術分析觀之，技術分析可用為短線進出的參考，基本分析可做中期股價趨勢之依據，而長期的股價走勢則會配合上市公司的價值，定出合理的價位。三者有時或許有所矛盾，但長期而言，股價終會反映股票的真正價值。以國泰金控為例，該公司股價達 1.975 元時的價值是否優於現在的價值？很多人會認同國泰金控的資產、競爭力等