

 寰宇財金 60

市場互動技術分析

Intermarket Technical Analysis
Trading Strategies for The Global Stock,
Bond, Commodity and Currency Markets

John J. Murphy 著
寰宇證券投資顧問公司 譯



Wiley Finance Editions
JOHN WILEY & SONS, INC.

New York • Chichester • Brisbane • Toronto • Singapore

目 錄

Intermarket Technical Analysis

by John J. Murphy

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.

All Rights Reserved

前言	3
第一章 技術分析的新領域	1
第二章 由市場互動的角度回顧1987年的崩盤	19
第三章 商品價格與債券	33
第四章 債券與股票的比較	63
第五章 商品與美元	87
第六章 美元、利率與股票	113
第七章 商品指數	143
第八章 國際市場	185
第九章 類股分析	223
第十章 以道瓊公用事業指數為股市的領先指標	257
第十一章 商品的相對強度分析	277
第十二章 商品與資產配置	305

第十三章 市場互動分析與經濟循環.....	335
第十四章 電腦程式交易的迷思.....	359
第十五章 新方向.....	377
附錄.....	385
名詞解釋.....	399

前 言

和多數技術分析師一樣，我多年來仰賴傳統的圖形分析，再配合某些可以反映市場內部結構的技術指標。然而，大約五年前，我切入一個截然不同的方向。當時，我擔任商品研究局（Commodity Research Bureau，簡稱CRB）的編輯顧問，花費相當大的工夫研究「商品研究局期貨價格指數」（Commodity Research Bureau Futures Price Index），這是衡量整體商品價格趨勢的指數。在分析商品市場時，我總是以CRB指數作為參考，如同股票分析師參考道瓊工業股價指數。逐漸地，我發現商品市場與其他市場之間存在某些明顯的相關性（尤其是債券市場），勾起了我的興趣。

最初的發現非常單純：商品價格與債券殖利率之間呈現相同方向的走勢。根據這項發現，我認為價格圖形中蘊涵著許多未經察覺的資訊。於是，我踏進「市場互動」（intermarket）的研究領域。在CRB期貨指數合約籌備掛牌的期間，我擔任紐約期貨交易所（New York Futures Exchange）的顧問。由於該交易所也有股價指數期貨合約，我開始研究商品、公債與股票等金融市場之間的相關性。研究的結果可以驗證我當初的想法——商品、債券與股票之間存在密切的相關性，若希望透徹研究某個市場，需納入另外兩個市場。稍後，我又把美元加入研究的架構中，因為它會直接影響商品市場，且接影響債券與股

票。

1987年是我的一個轉捩點。該年的戲劇性行情發展，將一套純粹的理論帶入嚴酷的事實中。1987年春債券市場崩跌，同一期間商品市場飆漲，為秋天的股票崩盤引開序幕。在這一年之內，美元、商品、債券與股票之間的交互影響，使我相信市場間的互動分析是技術領域內不容忽視的一環。

1987年的行情發展，還有另一個啓示，當時全球股市幾乎出現同步上漲與同步下跌的傾向，讓我瞭解國際市場之間的關聯。我發現，全球債券與股票市場的表現，經常可以預先顯示國內市場的動向。另一個案例發生在1990年初，美國債券市場在第一季重挫，但德國、英國與日本稍早的跌勢已預先反映。1990年第一季日本股市崩跌，是其他國際股市即將下跌的前兆，美國股市在同年夏季也蒙上陰影。

本書記錄我近年來對市場互動關係的研究結果。我希望書中所附的圖形，可以清晰顯示各個金融市場之間的互動關係，說明這些關係何以非常重要。我認為，市場互動的研究，最大的貢獻是可以擴張技術分析師的視野。不瞭解市場互動關係而試圖進行交易，好比開車不看左右兩側與後方，都是極危險的行為。

市場互動分析的運用，可以涵蓋全球各地的市場，使得視野得以向外擴張而不是向內收斂，交易者可以因此更瞭解市場在技術層面上的根本運作力量；同時，對於全球市場的活動也可以有比較整體性的看法。市場互動分析是觀察周遭市場的動向，功能如同傳統的技術指標——提供方向上的線索。市場互

動分析不能取代其他的技術分析方法，只是由另一個角度切入技術分析的世界。另外，它與其他重要的議題也有某種程度的關聯，例如：利率、通貨膨脹、貨幣政策、經濟分析與景氣循環。

本書的宗旨在於拋磚引玉，而不是提供一個結論。在充分瞭解市場之間的互動關係以前，還有許多工作必須進行。書中所闡述的理論，在內容上雖然非常明確，但只適合作為市場分析的參考通則，不應該被視為一成不變的鐵則。市場互動分析涵蓋的範圍雖然非常廣泛，迫使我們延伸視野與想像力，但它的潛在效益應該值得我們費此工夫。我對這個研究方向深具信心，在讀完本書的內容以後，我希望你也有同感。

John J. Murphy

1991年2月

第一章 技術分析的新領域

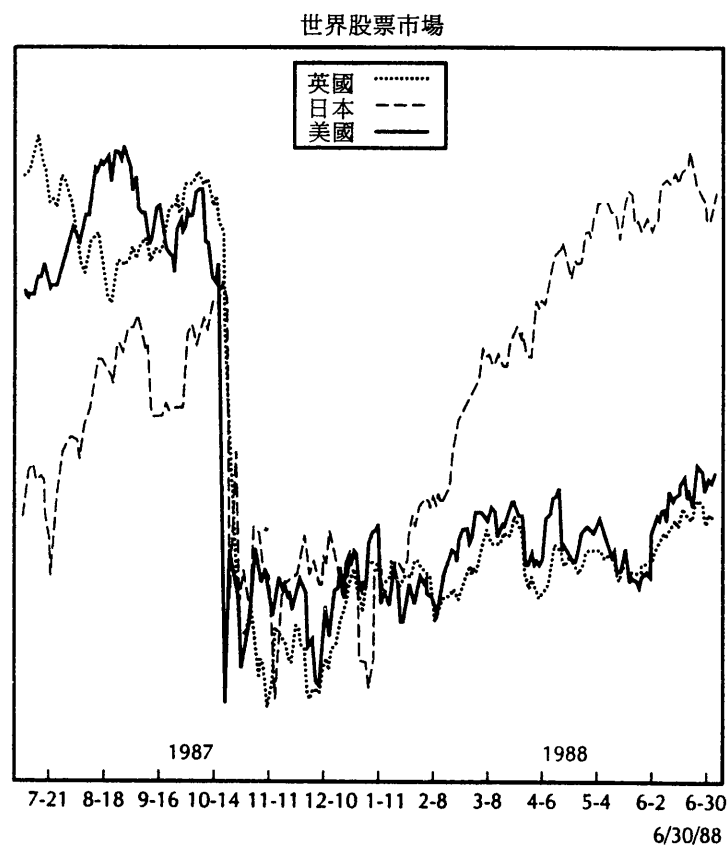
1980年代所學到的最大教訓之一，是所有的市場都相互關聯——金融與非金融的市場，國內與國際的市場。美國股票市場不是在真空狀態交易，而是深受債券市場影響。債券市場又深受商品市場所左右，商品價格取決於美元的走勢。海外市場不僅會受到美國市場的衝擊，且會回過頭來影響美國市場。所以，技術分析如今必須考量市場之間的相互關係。所謂「市場間的技術分析」（intermarket technical analysis），是將技術分析運用在市場之間的關聯上。

市場之間的互動關係非常明顯，我們以往何以沒有注意到這種現象，頗令人不解。現在，我們打開報紙，翻到股票版，經常可以發現債券價格與美元走勢的報導。債券版也經常討論黃金與石油價格，甚至還有愛荷華州的降雨量對黃豆價格的影響；報導中也常提及日本與英國的市場情況。金融市場實際上沒有變化，變化的是我們的觀念。

回想1987年，當時美國市場崩盤，全球股市也隨之暴挫。稍後在日本股市的領軍與美國股市的推動下，世界股市又同時走出1987年的陰霾，並在1989年創高價（參考圖1.1）。

圖 1.1

世界三大股市的比較：美國、日本與英國。全球市場在1987年同時崩盤。世界股票市場隨後所展開的復甦走勢持續到1989年底，其中以日本市場的表現最佳。



每天早晨，你打開金融廣播頻道，便可以知道前一天晚上的市場行情，包括：美元、黃金、石油、債券與海外股市。我們安然入睡時，世界市場繼續進行交易，在許多情況下，這些交易的結果已經決定美國市場隔天的開盤。

所有的市場都相互關聯

交易員和投資人必須知道，目前已經不可能就單獨的金融市場進行研究，不論這個市場是美國股市或黃金期貨；股票交易員必須觀察債券市場，債券交易員必須觀察商品市場，每個人都必須觀察美元的走勢，然後還有日本市場必須考慮。所以，那一類的人需要從事市場互動的分析呢？我猜想是每一位市場人士吧！因為所有的金融市場在某種程度內都會相互影響，任何的市場人士都應該可以由市場互動分析的知識中獲得一些效益。

技術分析的涵意

技術分析始終有一種向內收斂的傾向，重點通常擺在某特定的市場，引用各種關於該市場的技術指標。過去，股票交易員不太在意債券市場的發展，債券交易員不留意商品市場的行情；美元走勢的研究，屬於跨國企業與銀行間交易員的專業領域，我們雖然知道海外市場，但完全不關心它們。

技術分析師只要專注於特定的市場。考慮其他方面的影響，似乎是一種離經叛道的行為。如果技術分析師觀察其他市場的發展，便會被冠上基本分析的帽子。現在，情況已經完全

不同了。市場互動分析提供一個全新的方向，它運用相關市場的所有資訊，並將它們視為傳統的技術指標。股票分析師談論著股價與債券價格之間的背離，就如同他們談論股價與騰落線（advance/decline line）的背離一樣。

市場可以提供豐富的資訊。債券市場告訴我們有關利率的走勢，這會影響股票價格。商品市場告訴我們有關通貨膨脹的走勢，影響債券價格與利率水準。美元可以反映通貨膨脹的壓力，影響商品的價格趨勢。海外股市可以提供可貴的資訊，讓我們瞭解國際市場的狀況，而美國市場也是其中的成員之一。技術分析師的任務是探究這些線索，不論這些線索位在何處。如果它們藏身在另一個市場，便應該往另一個市場挖掘。只要價格走勢圖可以提供資訊，只要市場之間會相互影響，我們何不儘可能運用它們呢？技術分析是研究市場的行為，沒有人規定我們研究的對象必須侷限在所交易的市場中。

市場互動分析將技術分析推向另一個層次，在既有的技術分析理論上，朝新的方向方展。本章稍後我將討論技術分析何以特別適合這方面的研究，解釋技術分析何以是最佳的工具。

本書的宗旨

本書的宗旨說明這些市場互動關係很容易辨識，不論你是否擅長技術分析。即使你不是技術分析的專家也可以理解書中的論證；當然，如果你有這方面的背景知識會更有幫助。假定你對技術分析方法不十分熟悉，可以參照「名詞解釋」，書中使用的工具與理論都有簡單的說明。可是，請留意，本書的重

點是研究市場之間的相互關係，不在於開拓技術分析本身的領域。

我們將觀察四種金融市場——外匯、商品、債券與股票，包括海外市場在內。本書的研究對象是市場行為。所以，本書以圖形為主，它們的意義都非常容易明白。我闡述基本的論點以後，會用圖形來說明市場的實際狀況。

相關的討論不可能完全避開經濟分析，但我會儘可能降低這方面的內容。我們研究市場之間的關係時，勢必涉及基本的經濟運作力量。雖然如此，我的重點是市場行為，儘量避免討論基本分析。可是，為了說明商品、債券與股票在時間架構上的互動，我還是以一章的篇幅討論經濟循環。

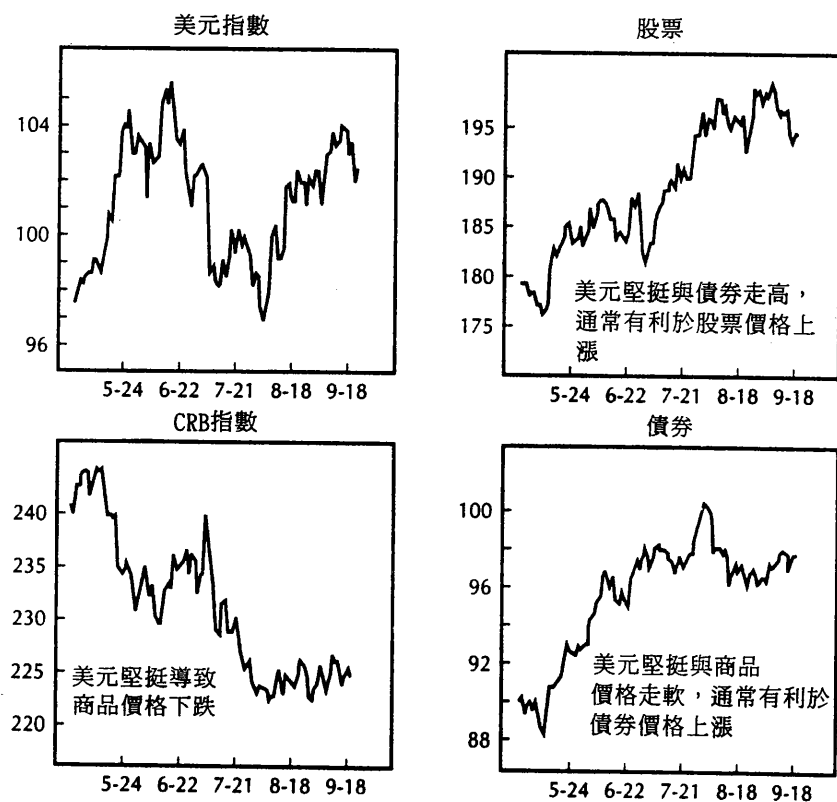
四種金融市場：外匯、商品、債券與股票

我將金融市場劃分為四個部門，透過圖形說明這四個部門的互動關係。舉例來說，美元的走勢經常與商品市場相反，尤其是黃金市場。雖然我們也會討論個別商品，例如石油與黃金，但重點是擺在CRB指數，它是21種商品的綜合指數，也是評估商品價格走勢最普遍的指標。其他的商品指數也會稍做討論。

我會說明CRB指數與債券價格之間所存在的明顯反向關係。1987年的事件與隨後的發展是一個重要關鍵，我們必須由嶄新的角度來觀察CRB指數與金融市場的關係。債券與股票之間的比較，可以顯示債券價格是一種有用的確認指標，而且經常領先股價。

圖 1.2

請觀察這四個市場——外匯、商品、債券與股票——在1989年的發展。在第一季到第三季之間，美元的走勢相當強勁，對商品市場產生負面的影響。在商品價格走軟的同時，債券價格上漲，後者又帶動股價的上漲。



9/18/89

我希望各位能夠逐漸體會一項事實：如果不觀察這些相互的關係，你將因此而錯失重要的市場資訊（參考圖1.2）。

你還可以發現，股票市場經常反映其他市場的發展結果——這種現象對電腦程式交易有非常重大的影響。金融媒體與一些不瞭解市場互動關係的人，常會把股票市場的下跌歸咎於電腦程式交易，但他們完全沒有考慮電腦程式交易何以會產生的緣由。第14章將討論這個頗具爭議性的話題。

基本前提

在正式討論個別的關係以前，我希望說明本書所採用的一些基本前提，這一方面可以作為一個架構，另一方面也可以顯示我們的研究方向。然後，我會簡單介紹我所準備討論的特定關係。市場之間存在無數的關係，但我們只著重最有用與最重要的關係。在完成本章的概論之後，第二章將處理1987年的事件，並由比較明確的角度進行說明。以下是我們的基本前提：

1. 所有的市場都相互關聯，行情不會在真空狀態下發展。
2. 市場互動分析可以提供重要的背景資料。
3. 市場互動分析是採用外部而不是內部資料。
4. 技術分析是最適用的方法。
5. 重點擺在期貨市場。
6. 所採用的技術指標以期貨為導向。

如果所有的市場——金融與非金融的市場，國內與國際的

市場——都相互關聯，如果每個市場都只是整體市場的一部份，把重點擺在單一的市場而忽略其他市場的發展，顯然會錯失一些關鍵的資訊。對單一的市場進行分析，經常得不到明確的結論。技術分析雖然可以凸顯某隻股票或某種期貨合約的交易機會；可是，相關的判斷經常還是相當模糊。在這種情況下，相關市場的分析可以提供行情方向的重要資訊。當有所懷疑時，在相關的市場尋求線索。本書的主要宗旨在於解釋市場之間的互動關係，並將它們納入技術分析中。

市場互動分析可以提供背景資料

背景（background）是一個關鍵字眼，市場互動分析提供背景資料，而不是主要的（primary）資訊。個別市場是必須引用傳統的技術分析，主要的重點是在所交易的市場。可是，這方面的工作完成以後，次一個步驟是考慮市場之間由市場互動的角度判斷個別的結論是否合理。

假定市場互動的分析顯示，某兩個市場之間通常存在相反的趨勢方向，例如公債與CRB指數，假定個別的分析報告都同時看多這兩個市場，由於這兩個結論來自個別的分析，而結論不符合它們之間通常所存在的相反關係，必須回頭檢視這兩份個別的分析。

由於種種的理由，市場之間的正常關係會突然消失或暫時脫節。如果傳統的技術分析與市場互動分析不一致，在這種情況下，交易者應該如何處理？遇到這種情況，傳統的技術分析應該擺在優先地位，但必須謹慎行事。如果交易者看多兩個通

常不會同時呈現多頭走勢的市場，知道某個市場的訊號可能有誤，但不知道究竟是那個市場，正確的做法是重新檢討個別的技術分析，謹慎交易，直到原先的矛盾消失為止。

由另一個角度來說，市場互動分析可以讓交易者瞭解，什麼時候可以積極採取行動，什麼時候必須謹慎行事。交易者或許應該以傳統的技術分析為準，但市場互動分析會警告他不能完全信賴個別的價格走勢圖。在某些情況下，或許應該以市場互動分析來否決個別市場的結論。總之，請記住，市場互動分析是用來增添交易者的資訊，而不是取代原有的資訊。在後續各章節的範例中，我將試圖解決這個看似矛盾的問題。

外部而不是內部的資料

傳統的技術分析通常是以個別市場為對象，例如：股票市場或黃金市場。個別市場所需要分析的技術性資料——價格、成交量與未平倉量——由市場本身提供，所採用的技術指標可能多達40種以上——能量線（on balance volume）、移動平均、擺盪指標（oscillators）、趨勢線與其他等等——並運用各種分析技巧，例如艾略特波浪理論與價格循環。整個分析的重點都在於個別市場。

市場互動分析所著重的對象不同，認為可在相關市場中尋找重要的方向線索。這是一種比較向外放射的分析，重點與方向不同於傳統的技術分析。

技術分析具有普遍的適用性，這是它的重要優點之一。一位交易者不必是某個市場的專家，就可以由技術面來分析這個

市場。一個市場只要有合理的流動性，相關的資料可以繪製在圖上，交易者便可以進行技術分析。由於市場互動分析必須同時涵蓋許多市場，所以需要藉用技術分析在這方面的優點。

技術分析師不必是股票市場、債券市場、外匯市場、商品市場或日本股票市場的專家，便可以研究它們的趨勢與技術情況；他們不需瞭解個別市場的經濟基本面，即可取得技術性的結論，進行市場之間的比較。相形之下，基本分析師必須瞭解每個市場的所有經濟因素——這非常困難，可能無法做到。所以，在研究市場之間的互動關係時，我們認為技術分析是最適用的方法。

重點擺在期貨市場

市場互動關係的認知，大體上來自期貨市場的發展。我們現在所以瞭解市場之間的相互關係，主要是因為各種期貨市場所提供的價格資料，這在15年前還不存在。期貨市場的價格機制，使我們察覺各種金融部門之間的相互關係，引發我們的研究興趣。

在1970年代，紐約期貨交易所開始擴充傳統商品合約，包括對通貨膨脹非常敏感的黃金與能源期貨；1972年芝加哥商業交易所（Chicago Mercantile Exchange，CME）引進第一種金融期貨——外匯合約。由1976年開始，芝加哥的期貨交易所陸續推出一系列嶄新的金融期貨，包括：長期公債與國庫券，稍後又推出利率期貨，例如：歐洲美元與中期公債。1982年，股價指數期貨也開始進行交易。1980年代中期，商品研究局期貨

價格指數與美元指數也掛牌交易。

1972年以前，股票交易員只專注股票，債券交易員只專注債券，商品交易員只專注於商品，外匯交易員只專注於外匯。在1986年之後，交易員可以隨手拿出每個市場與每種交易工具的走勢圖。他們可以隨時查閱各種期貨每天的價格走勢，包括：農產品、銅、黃金、石油、CRB指數、美元、外匯、債券、股價指數期貨與其他等等。現在，銀行與經紀商的交易員可以在報價螢幕上，追蹤四個市場（商品、外匯、債券與股票）的每分鐘價格跳動與走勢圖。他們很快察覺一項事實：這四個原本被視為相互獨立的市場，彼此之間實際上存在著互動的關係。於是，一個看待市場的新方法產生了。

放眼國際，股價指數期貨涵蓋許多海外市場，其中以英國與日本股票市場最為重要。各種金融期貨合約不斷蔓延到全球各地時，整個世界似乎愈來愈小。可是，過去15年來，我們觀察市場的能力沒有因為市場擴大而減退，因為我們逐漸體認各個期貨市場之間的相互關係。

由於期貨市場幾乎涵蓋所有的金融部門，可以提供一個理想的分析架構，所以本書的重點擺在期貨市場。可是，當我們談論股價指數期貨與債券期貨時，相當於指股票市場與債券市場。我們只是以期貨市場代表所有的相關部門。

由於我們以期貨市場為主，所以我基本上採用期貨市場的技術指標。雖然股票與期貨的技術分析有許多重疊之處，但某些技術指標比較適用於其中一個市場。