

## 風險趨避再現， 金融市場波動劇烈



### 關鍵主題

#### 全球股市 — GLOBAL CURRENTS

近期股市超跌，而股市由高股東權益報酬率的股票領軍，顯示未來獲利環境會更具挑戰性。

#### 全球債市 — 西方資產管理

持續聚焦公司債，尤其是金融債券，但在目前高度不確定的環境中，多元化分散的投資策略可抵銷風險趨避升高的損失。

#### 美國股市 — 美盛資金管理

儘管近期波動劇烈，但在企業獲利改善與景氣復甦等環境下，2010年下半年及2011年股市表現仍有獲利空間可期。

#### 歐洲股市（包含英國） — 百駿財務管理

主權債務危機的憂慮影響歐陸信心，英國股市情勢則較為樂觀。

#### 亞太股市 — 百駿財務管理

具吸引力 匯率、強勁的外匯存底部位和國內消費上揚，都提供支撐企業獲利的環境。

#### 日本股市 — CONGRUUX INVESTMENT MANAGEMENT<sup>1</sup>

歐洲的混亂情勢對日本經濟影響甚微，但歐元疲軟對必須和歐洲同儕競爭的日本製造商不利。

#### 新興市場股市 — ESEMPIA EMERGING MARKETS<sup>2</sup>

雖然預期市場信心將大幅震盪，但由於目前股價評價具支撐力，企業獲利成長強勁，股市可望持續上揚。

#### 中國股市 — 美盛香港資產管理<sup>3</sup>

中國相對強勁的財政與貨幣部位應有助於維持經濟成長與消費力道。經歷近來股市的下跌，使得特定類股的股價評價更具吸引力。

<sup>1</sup> Congruix Investment Management 為美盛資產管理新加坡私人有限公司所註冊的業務名稱。

<sup>2</sup> Esemplia Emerging Markets 為美盛國際股票有限公司的經營名稱。

<sup>3</sup> 美盛香港資產管理由美盛資產管理香港有限公司與美盛國際股票（香港）有限公司兩家公司共同負責其營運管理。

請參閱末頁的重要資訊。

## 市場評論

受到歐元區承受的壓力、漏油事件、地緣政治的緊張情勢及即將推出的金融法規影響，儘管經濟數據多為正面，但金融市場在五月份仍波動劇烈。歐洲的主權債務危機是金融市場五月表現欠佳的主因。由於擔憂希臘資金危機擴散，歐元區財政首長宣布為可能受到投機攻擊的會員國提供大量的公共資金以為支援，但也僅能暫時穩定市場。

受到投資人風險承受度下降的影響，高風險資產價格全面下滑，對傳統被視為避風港資產的需求則上揚。全球股市急跌，摩根史坦利全球及國際指數也出現自1970年推出以來的最大單月跌幅。美股也隨著全球股市走跌。在債市方面，高風險類別受到衝擊，金融債券和高收益公司債跌幅最大。另一方面，由於對傳統避險資產的需求增加，政府公債整體表現良好。美國機構發行的房貸抵押債券則是少數非公債類別中表現良好的類別。

## 市場一覽

	五月份	年初至今	一年
MSCI世界指數	-9.58%	-6.64%	13.60%
巴克萊資本全球綜合指數（債券）	-1.56%	-1.81%	3.85%
標準普爾500指數	-8.05%	-1.74%	20.25%
MSCI歐洲指數（英國除外）	-12.81%	-17.83%	1.97%
富時全股指數	-10.98%	-11.46%	10.78%
MSCI亞洲（日本除外）指數	-8.39%	-5.31%	19.53%
MSCI日本指數	-8.09%	-0.72%	4.63%
MSCI新興市場指數	-8.80%	-5.47%	22.39%
MSCI中國指數	-5.46%	-7.28%	14.00%

所有報酬率以美元計算，截至2010年5月31日。資料來源：美盛。

## 投資展望

### 全球股市

#### GLOBAL CURRENTS

經理人擔心全球信心指標與經濟動能都有到達高點的跡象，成長動力明顯減弱，在目前的經濟復甦階段，這個現象令人憂慮。經理人同時也觀察到，由於2011年的獲利預期很高，目前評價水準相對也高，因此經理人的策略是聚焦評價低、資產負債表品質佳、營運模式彈性好和營收來源相對較不受景氣週期影響等個股。儘管短期內股票超跌，但經理人也注意到市場發出的訊息，股市由股東權益報酬率高的個股領軍，顯示獲利環境將日趨艱鉅。經理人預期未來股市將持續呈現區間震盪。由於市場波動劇烈，不確定性極高，經理人也採取均衡的策略，投資組合一方面需做好迎接全球經濟成長及復甦的準備，但同時也需考量可能發生的挑戰和挫折。唯有創造持續的現金流量和高品質的內部成長動力，才有恢復的能力，也才能為企業在業界創造競爭優勢。

整體而言，經理人認為全球失衡的情況不會一直持續下去，最終會對市場力量的影響做出反應，並認為調整過程正在進行中。此外，幾個正面訊號也日益明顯。全球各地紛紛推出有助於經濟成長的政策，實施結構性變革。商品價格下跌，抑制許多地區的通膨疑慮。在歐洲方面，政府被迫刪減成本，推動退休金改革和勞動市場改革，實施更嚴格的政策。整體而言，經理人認為療癒的過程已經開始，市場力量有助於改善全球經濟結構性基礎。

### 全球債市

#### 西方資產管理

經理人認為，全球經濟復甦背後的正向景氣循環動能足以在未來推升公司債價格上揚，將計畫維持加碼投資等級和高收益公司債。相較於工業和公用事業，經理人持續偏好金融機構發行的公司債，因為價格評價仍具吸引力、資產負債表修復有利於金融業、資產品質改善，以及管理策略對債券持有人有利。儘管如此，經理人仍強調債券挑選的重要性，持股佈局反應出經理人明顯聚焦於大型、全球化、多元化經營的金融機構，並將伺機持續把部位轉向順位更優先的債券。同樣的，在高收益債市場方面，經理人也會逐步將曝險轉向評等較高的債券。

儘管整體展望良好，但經理人觀察到，市場有可能出現另一次的短暫回檔，並認為類似五月份的市場情況是可以慎選並買進高風險資產的

良機。經理人預期，對歐元區穩定性的憂慮及其對歐洲銀行系統所造成的壓力，將持續增添市場不確定性，因此優先措施為採取多元化策略，以減少若風險趨避進一步升高所帶來的損失。由於美元具有安全避風港的特性，不確定升溫向來對美國國庫券有利，因此持有美國債券存續期間也成為相關策略中的重要要素，另一個要素則是持有大量的歐元空頭部位，因為貨幣貶值仍是金融市場釋放壓力的主要出口。

### 美國股市

#### 美盛資金管理

經理人堅信股市進一步重挫的可能性極小，並認為市場將在目前的價位回穩，並將在未來幾週內恢復上漲的腳步。經理人認為，股價從目前價位上漲的速度可能相當遲緩，波動度也將相當高，但可能不像前幾週那麼劇烈。經理人持續看好2010年下半年及2011年的股市表現仍具獲利空間，認為標準普爾500指數在2010年底漲到1,250至1,350點仍是合理目標。儘管近來波動性上揚，但信用利差並未在今年重演2008年的情況，給經理人很大的信心。信用利差在今年小幅擴大，但並未像2008年一樣大幅擴張。只要信用利差持續有良好表現，經理人認為股市進一步下跌的空間就相對有限。

儘管美股目前面臨很多的不確定性，包含歐洲主權債務危機可能引發的衝擊，以及中國政策性抑制經濟成長對亞洲各經濟體造成的影響等，經理人仍觀察到幾個目前可支撐高股價的因素，包含企業獲利上揚，景氣復甦，加上聯準會並不擔心中短期通膨，以寬鬆貨幣政策支撐經濟成長。基於上述因素，經理人認為美股可望上漲，只是未來漲勢可能較為遲緩。

### 歐洲股市（包含英國）

#### 百駿財務管理

希臘的拯救方案出爐後，經理人認為西班牙和葡萄牙是現在歐元區內最可能受到歐洲主權債務危機衝擊的國家。受到投資人疑慮的拖累，歐元持續貶值，經理人也觀察到，許多經濟學家都認為歐元還會繼續走弱。同時，經理人認為，英國股市的情勢較為樂觀，英國經濟指標5月表現不一，製造業擴張，出口訂單增加，就業情況改善，但零售銷售則意外大跌。在這樣的情況下，經理人在全球投資組合中對英國的部位為加碼，歐洲不含英國地區則微幅減碼。

「經理人預期對歐元區穩定性的憂慮將持續增添市場不確定性。」

西方資產管理

## 亞太股市

百駿財務管理

經理人指出，亞洲地區的企業獲利預測持續向上修正。具吸引力的匯率、強勁的外匯存底部位和亞洲市場國內消費提升，提供了有利於支撐企業獲利的環境。亞洲市場持續受惠於國內消費和基礎建設開發，對其他亞洲國家和新興市場的出口佔獲利來源的比重越來越高，對美國和西歐的倚賴則降低。

經理人預期，隨著亞洲不含日本地區的企業獲利持續成長，以及吸引人的股價價位，由下而上的選股策略將是關鍵。但風險趨避心態再起、在景氣恢復成長力道前即積極緊縮貨幣政策，或者美元升值，都可能在短期內造成新興市場成長趨緩。

## 日本股市

CONGRUUX INVESTMENT MANAGEMENT<sup>1</sup>

經理人預期歐洲混亂的情勢對日本經濟的衝擊相當微弱，因歐洲市場佔日本出口的比例僅有11%，早非主要貿易對手。儘管如此，歐洲情勢仍有可能對個別日本公司造成衝擊。首先，歐元走貶對汽車業與資本財等必須和歐洲對手競爭的日本製造商不利。影響更大的則是匯率轉換會影響獲利下修的幅度。多數日本企業都以125為日圓/歐元假設匯率，但日圓早已由此升值10%以上，部分出口商在本會計年度的營運獲利目標可能因此減少超過30%。儘管如此，隨著時序進入六月，經理人對市場看法轉趨正面。儘管歐洲債務危機的發展仍充滿不確定性，疲弱的歐元仍可能提供歐元區經濟成長必需的刺激。

## 新興市場股市

ESEMPLIA EMERGING MARKETS<sup>2</sup>

經理人指出新興經濟體成長速度再次超越已開發市場，目前也正充分利用全球需求上揚和重新建立庫存的強勁力道所帶來的成長機會。同時強勁的國內需求也對新興市場有利，帶動多數開發中國家消費和投資強勢成長。在這樣的環境下，經理人認為許多新興市場通膨壓力升溫速度高於已開發市場這一點，自然也不令人意外。但整體而言，受到已開發國家景氣復甦能否持續的不確定性影響，經理人認為央行會採取審慎的步調，緩步升息。

在市場表現方面，由於股價仍具支撐性，企業獲利成長強勁，經理人仍預期新興市場股市會持續上漲。但經理人同時也觀察到，未來幾季市場信心會和過去一年的情況一樣大幅震盪，並補充說就目前的環境來看，會有這樣的波動很自然，因為市場被迫考量超寬鬆貨幣政策和量化寬鬆政策結束的衝擊、財政結構重整的可能性，以及已開發國家經濟復甦能否持續的不確定性。

## 中國股市

美盛香港資產管理<sup>3</sup>

中國大陸股市出現今年以來第二大單月跌幅（與上月相比）。歐洲邊緣國家主權債務危機擴散至歐洲核心國家的疑慮不斷升高，中國境內則有通膨升溫以及政策性抑制房地產價格上漲的問題。只要歐洲經濟有趨緩的可能，都會增加經濟成長預估和政策回應預期的複雜度。匯率急速波動，加上銀行間拆款籌資成本上揚，這些對即使是經驗最豐富的管理團隊也不免構成挑戰。除歐洲目前的主權債務問題之外，中國和多數亞洲國家應可安然度過這段期間的波動。儘管中國與已開發國家的貿易往來展望不佳，但中國相對強勁的財政和貨幣部位應可維持經濟成長和消費力道。

受到股市下跌，獲利預期強勁等因素影響，經理人認為某些類股的股價變得有吸引力。房地產與金融等類股的股價目前低於長期平均水準。就個股而言，經理人持續採取較具信心的看法，認為政府政策若轉變方向，將有助於提升整體股市和個股股價。

「經理人預期歐洲混亂的情勢對日本經濟的衝擊相當微弱。」

CONGRUUX INVESTMENT  
MANAGEMENT<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Congruix Investment Management 為美盛資產管理新加坡私人有限公司所註冊的業務名稱。

<sup>2</sup> Esemplia Emerging Markets 為美盛國際股票有限公司的經營名稱。

<sup>3</sup> 美盛香港資產管理由美盛資產管理香港有限公司與美盛國際股票（香港）有限公司兩家公司共同負責其營運管理。

本報告包含來自各種可信任的資料來源但不保證其時效性及正確性，且並非為所有可得資料的完整摘要或敘述，本資料僅提供與銷售機構或專業投資人並且僅為資料參考之目的。沒有獲得我們的書面同意不可公開揭露或散佈。

本投資觀點為百駿財務管理、布蘭迪全球投資管理、凱利顧問、Congruix Investment Management、Esemplia Emerging Markets、Global Currents Investment Management、美盛資金管理、美盛香港資產管理、博茂資產管理、倍思資金管理、銳思投資與西方資產管理（簡稱美盛聯屬企業）於本文日期之市場評論，市場評論將隨市場或其他情況而隨時改變，而美盛聯屬企業得隨時更新其觀點。本報告不得視為投資的建議，投資人需根據許多事實依據而為投資決定之考量，本報告不得視為投資交易指示之依據。本報告所提供之資訊不得視為對於證券買賣之建議。

#### **重要資料**

**此份報告由美盛證券投資顧問股份有限公司提供（營業執照字號：(98)金管投顧新字第001號；地址：台北市110信義路五段7號台北101大樓55樓之一；電話：(886) 2-8722-1666）。**

所有資料來自美盛集團。本文件提及的所有意見與預測為美盛報告刊載日期的判斷，並可作修改而不會預先通知。雖然資料來源的美盛認為相關資訊是可信賴的，但不保證其正確性與資訊可能不完整或壓縮的。投資本身就具有風險，包含損失本金的可能性。以往的績效不保證基金之最低投資收益。

本文件僅供參考，並非對台灣公眾為基金申購之邀約或為促銷特定基金之目的。美盛、其高級職員或員工不負責任何因使用本文件或其內容而引起的損失。本文件不可以在沒有取得美盛書面同意而複印、分送或發行。

**美盛證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理**