

金融市場在雙底衰退 疑慮中度過了另一個 大幅動盪的月份



關鍵主題

全球股市 — GLOBAL CURRENTS

若經濟成長的步調在2010年下半年趨緩，企業盈餘成長可能受限。

全球債市 — 西方資產管理

聚焦於觸角分散全球、資金來源眾多的大型銀行。

美國股市 — 美盛資金管理

美股目前股價遠低於其應有價格。

歐洲股市（包含英國） — 百駿財務管理

投資人可望自投資於基本面健全、有能力在低經濟成長環境中勝出的企業股票獲利。

亞太股市 — 百駿財務管理

股市可望持續受惠於亞太地區的股市復甦與強勁的基本面。

日本股市 — CONGRUIX INVESTMENT MANAGEMENT¹

隨著國內資本投資復甦，可受惠資本支出的類股可望有良好表現。

新興市場股市 — ESEMPIA EMERGING MARKETS²

即使全球經濟成長趨緩，新興市場股市仍可望在未來十二到二十四個月持續創造正報酬表現。

中國股市 — 美盛香港資產管理³

即使經濟成長可能出現週期性的減緩，但中國可望安然度過目前挑戰。

¹ 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。

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

³ 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

除了中國和亞洲市場以外，全球股市在六月底持續往下修正，許多股票在六月以下跌做收。恐懼心理籠罩股市，影響了投資人的信心。像全球經濟成長趨緩，消費者信心滑落，中國成長展望疑慮及歐洲銀行的償債能力等負面因素，都是投資人目前關注的議題。現今市場對高風險資產的投資意願低落，許多投資人紛紛轉向國庫券等較為安全的投資標的。就目前而言，經濟專家們多半認為景氣二次衰退的可能性極低，但消費者信心低落、就業市場疲軟、財政支出困難等問題都顯示全球經濟在今年下半年的成長可能趨緩。

全球債市各個市場表現不一，由於市場對低風險資產的需求增加，因此一些已開發國家的公債市場多半有良好表現，公司債則受到金融與能源產業表現疲軟的拖累。主權債風險的疑慮，金融產業的管制與央行可能會移除景氣刺激政策等負面消息，都是六月持續影響投資人信心的因素。由於經濟數據開始出現經濟擴張腳步微幅趨緩的跡象，未來的經濟展望成為市場另一項關注焦點。

市場一覽

	六月份	年初至今	一年
MSCI世界指數	-3.43%	-9.84%	10.20%
巴克萊資本全球綜合指數（債券）	1.53%	-0.31%	5.00%
標準普爾500指數	-5.28%	-6.93%	13.73%
MSCI歐洲指數（英國除外）	0.01%	-17.82%	4.36%
富時全股指數	-1.37%	-12.75%	10.63%
MSCI亞洲（日本除外）指數	1.70%	-3.71%	22.13%
MSCI日本指數	-2.01%	-2.71%	0.76%
MSCI新興市場指數	-0.74%	-6.17%	23.15%
MSCI中國指數	1.24%	-6.13%	10.89%

所有報酬率以美元計算，截至2010年6月30日。資料來源：美盛。

投資展望

全球股市

GLOBAL CURRENTS

經理人認為目前全球經濟復甦趨緩是市場成長動能減弱的結果，而非景氣二次衰退的開端。不過，經理人也觀察到，截至目前為止的復甦力道令人失望，現在的情況並非經理人所希望看到的快速復甦，反而比較像是景氣衰退步調減緩的狀況。此外，近來就業成長數字與所得指標不如預期，不利於短期內刺激經濟強勁成長。再加上2011年的增稅政策及與去年相比景氣刺激支出降低，都可能將在未來拖累經濟成長。

就股市而言，經理人認為若經濟成長步調在2010年下半年趨緩，盈餘成長將會受限。簡言之，在成長受限的經濟環境下，市場對成長性的溢酬要求就會增加。經理人預期許多產業將面臨非常競爭的經營環境，整體產業的成長力道不高，很可能導致訂單將集中在主要的兩三家公司身上。此外，經理人也預期外部成長的需求加上強健的財務結構，都將支撐企業未來的購併活動。在好消息方面，歐洲政府已認清現實並進行嚴格緊縮支出和財務援助等建設性的行動。同時，在G20工業國近期的會議，各國有志一同地實現「縮減赤字」的承諾，而且在此會議中，各國也領悟到處理全球經濟問題需要投入大量的時間和資源。

全球債市

西方資產管理

受到諸多新聞頭條的影響，經理人認為債市高度不確定的情況還會持續一段時間。目前市場的疑慮聚焦於美國景氣是否會陷入另一波衰退，但經理人認為這種情況發生的機率不高。的確，景氣復甦至今仍多由企業推動，而非由消費者帶動，而市場似乎過度強調風險，反而忽略了企業體質強健的正面因素。雖然這些風險不容忽略，但其對市場可能造成的衝擊應不致於超越良好基本面的影響。經理人指出，歐美等地若是發生第二波衝擊，譬如銀行業陷入二度恐慌或過早的財政緊縮等負面消息影響，才有可能陷入二次衰退，但經理人認為這些情況發生的可能性並不高。

在操作策略方面，經理人持續看好公司債，但仍會仔細挑選產業及個別債券，相對於工業和公用事業債券，經理人目前偏好金融債券。在選擇金融債券的標的上，經理人著眼於經營觸

角分散全球、資金來源眾多的大型銀行，並持續將風險轉向順位更優先的債券。另一方面，經理人也將持續避開資產集中、業務線單一的小型區域型銀行。

美國股市

美盛資金管理

儘管目前情勢令人洩氣，但經理人認為目前美股股價仍被遠遠低估。除非景氣再度陷入衰退（經理人認為這種情況發生的可能性不高），且企業盈餘下滑，否則經理人預期股市將在未來六個月到一年的時間內大幅上漲。

若景氣能避開衰退且持續復甦，即使復甦力道遲緩，經理人也認為企業盈餘會持續上揚。資料顯示，標準普爾五百指數今年及明年的盈餘共識預測分別是\$81.73和\$94.84，若以月底價格來估算，標準普爾五百指數今年及明年的本益比分別是12.6倍和10.9倍。企業盈餘報酬率則相當於7.9%及9.2%，經理人認為與收益率3%的十年期國庫券相比，是極具吸引力的，這也表示相較於「無風險」資產，今明兩年股票的風險溢價分別是4.9%和6.2%。此外，經理人也補充，1926年迄今的股票平均風險溢價為4.1%。

經理人指出，股市最近十年來表現欠佳，造成投資人忽視股票的長期吸引力。儘管如此，經理人相信以目前的股價水準，投資人不需偏離主流方向太遠，即可以極為划算的價格找到優質的主流股，在未來創造更高的報酬。

歐洲股市（包含英國）

百駿財務管理

經理人認為歐洲景氣復甦的力道將明顯被主權債務、就業情況好轉速度緩慢及中國為避免景氣過熱而採取的政策等問題拖累。儘管如此，經理人也觀察到，中國政府最近決定讓人民幣對美元升值，帶動中國與亞洲其他國家貨幣陸續升值，可望提升亞洲市場的消費及進口，預期將有助於股市表現。在經濟成長趨緩的情況下，經理人認為投資人可自投資於基本面健全、且有能力在低成長環境中勝出的企業股票中創造獲利，經理人也因此調整投資組合的資產配置，微幅加碼景氣循環部位，以迎接未來十二個月全球復甦下的機會。

「經理人相信以目前的股價水準，可以在未來創造更高的報酬。」

美盛資金管理

亞太股市

百駿財務管理

隨著全球投資人關注焦點轉向主權債券的基本面，經理人預期股市將持續反應亞洲區（日本除外）經濟的復甦力道和穩健的基本面。與許多已開發市場相反，經理人認為許多亞洲國家國內消費增加、擁有具吸引力的匯率和強勁的外匯存底，都提供支撐企業盈餘的良好環境。經理人也提到，亞洲國家對其他新興國家的出口現在是獲利成長的一大來源，能幫助亞洲市場降低對已開發市場的依賴。

經理人同時指出中國人民幣升值，將可降低中國對出口的依賴，且將其動能轉向國內消費，他也認為人民幣升值可望帶動其他亞洲貨幣相對美元升值，以促進這些亞洲國家的消費。經理人認為這項改變有助於全球尤其是亞洲各個股市的成長。在目前的經濟情勢下，經理人表示中國是帶動全球經濟緩步成長的動力。譬如在2009年，中國的汽車銷售量首度超越美國。不過，經理人也提到，近來股市間連動性提高、投資人持續採取風險趨避的態度，以及歐洲信用風險等總體經濟因素的影響，都可能影響股市的短期表現。

日本股市

CONGRUIX INVESTMENT MANAGEMENT¹

經理人觀察到，市場對於全球景氣復甦步調及日圓升值等的疑慮，現正壓抑著日本股市的信心。同時經理人也指出日股交易量已經跌至二月底以來的低點。在投資主軸方面，由於經理人預期日本國內資本投資復甦，海外成長潛力持續擴大，因此經理人第二季的操作策略傾向投資與資本支出相關的個股。受惠資本支出的個股和亞洲消費類股都是經理人認為未來幾個月最有趣、且投資機會最好的投資主題。

新興市場股市

ESEMPIA EMERGING MARKETS²

儘管全球經濟成長預期將會減緩，但經理人仍持續認為新興市場股市在未來的十二到二十四個月依舊可以創造正報酬。多數新興市場地區的國內需求成長強勁，可望有效支撐企業的盈餘成長，不過，經理人也注意到，許多地方都有通貨膨脹升溫的情況，但還不到央行必須採

取激烈行動加以控制的程度。此外，經歷過最近市場的劇烈波動後，經理人認為新興市場股價已經回到具吸引力的水準，MSCI新興市場指數目前預期本益比是10.4倍，比MSCI全球指數低10%，與歐元區的MSCI歐盟指數相比大致相當。經理人也補充，相對於其他區域，新興市場的成長性較佳，總體經濟基本面也較為強健。

在風險方面，經理人認為全球金融系統再度出現類似2008年雷曼兄弟倒閉時的嚴重情況的機率甚低。因此，經理人預期全球經濟將持續週期性復甦，並不會出現像部分市場評論者憂慮的雙底衰退情況。歐洲則由於財政問題尚未解決，歐洲地區的負面消息抑制投資人的風險承受度，因此經理人預期歐股在未來幾季將和2010年第二季一樣持續劇烈波動。在這樣的情勢下，經理人認為新興市場股市即使具備強勁的基本面與具吸引力的價位，可能仍將受到風險性資產的負面觀感影響，持續狹幅整理。

中國股市

美盛香港資產管理³

隨著中國持續抑制2008年以來刺激景氣政策所產生的多餘資金，以及政府為了避免房地產市場可能產生的房市泡沫所採行的政策，加上經理人近來觀察到歐洲對中國產品需求減緩及日益升高的工資糾紛等問題，均為原本就已經相當複雜的經濟走勢增添變數。就中期而言，經理人認為國內所得水準提高，應有助於中國由過去仰賴出口的經濟成長，轉型為由國內消費推動的經濟成長。經理人同時也提到，中國政策制訂者必須提供可提高出口商競爭力的穩定環境，以及鼓勵消費者消費的社會安全網，這樣中國的經濟轉型過程才會順暢。人民幣匯率政策的穩定性和可預測性，以及鼓勵高附加價值產品與服務的出口補助措施，都是目前提出的重要政策。隨著中國的平均國民所得超越一定的水準，經理人預期中國將出現國內消費加速成長的情況，就和其他經濟體過去一樣。

儘管經理人看好中國長期可望安然度過目前的挑戰，但經理人也認為當中國與其貿易伙伴採取更嚴謹的財政與貨幣政策管理措施，市場可能要面對經濟成長週期性減緩的考驗。在這樣的情勢下，經理人正在佈局某些目前價位具吸引力、且可從上述轉型過程受惠的個股。

「中國應由過去仰賴出口的經濟成長，轉型為由國內消費推動的經濟成長。」

美盛香港資產管理³

¹ 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。

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

³ 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