



比爾米勒，特許財務分析師
美盛資金管理董事長及投資長

7月17日紐約時報刊登了兩篇文章，其內容總括了所有你需要了解關於股票市場的資訊。第一篇在頭版，標題為「消費群中的富有階層正在刪減支出」。第二篇則是在商業版，標題為「銀行獲利令人失望，華爾街跌一跤」。在消費佔GDP¹約70%的情況下，美國經濟成長高度依賴消費者消費的意願和能力。

儘管如此，現今的美國消費情況卻是高度扭曲，一般在威瑪百貨（Wal-Mart）的消費者，其支出皆仰賴工作所得或加薪，且會將所得全數用盡；反之，所得最高的5%族群，也就是年收入超過\$21萬美元者，其總支出僅佔收入的33%。《紐約時報》指出「這表示有錢人的購買決策對經濟數據的影響特別高。」而股市的漲跌又對購買決策有重大的影響力。

金融危機期間股市大跌，有錢人隨之大幅縮減支出，在2008年秋天之時，儲蓄率一度高達20%，反之金融危機發生前則僅有5%²。隨著股市在2009年反彈，富人的支出也快速增加，景氣復甦，儲蓄率降為負值。但近幾個月的股市疲軟，富人也跟著削減支出，經濟成長亦隨之減緩。

一般多認為股市疲軟反應著經濟趨緩的狀態，其實股市疲弱不振才是造成經濟趨緩的主因。最近公佈的消費者信心指數欠佳，其結果並不令人意外。在股市從四月底開始大跌的情況下，消費者信心怎麼會好。

大部分的人都是用經濟展望來預測股市未來的走向，其實剛好相反。股市的走勢才是預告景氣未來可能的變化。股市自四月底開始走跌，正是預告了目前公布的疲軟經濟數據，正如股市在2009年春的上揚，也預告了現在正在進行中的復甦力道。

股市其實就是預期心理的結果，投資人最關心的議題永遠是哪些股票的價格被低估？以及市場預期所反映出的股票價格究竟是太高、還是太低？

金融類股是一個線索，也是第二篇文章探討的對象。我常提到，股市不管是漲還是跌，都是由金融股領軍。2009年三月的股市觸底反彈是金融股啟動，2007年股市創高峰也是由金融股帶頭。今年四月金融股比股市提早兩週上揚，後來也是由金融股先行向下修正。正如《紐約時報》在此篇報導中提到的，金融股至今仍保持這方面的紀錄。

若金融股開始上漲，股市可望跟著向上移動。但若金融股欲振乏力或持續走跌，那股市表現也不會太好。

整體股市自四月以來一直墮罩在各種疑慮的陰影中，其中以金融類股受到的衝擊為最，尤其是希臘的財務狀況造成外界對所有的主權債務皆抱持懷疑的心態。再加上漏油事件、高盛證券被美國證券交易委員會指控有詐欺行為、且金價漲勢毫不停歇、金融改革法案最終版本未定、布希政府當年實施的減稅方案即將到期，造成稅賦增加的不安等議題，都是在這段震盪期影響市場的因素。

但是，如果說這些因素造成了股市下跌卻又言過其實。一百年前，曾經有人問JP摩根，「摩根先生，請問股市會怎麼走？」據說當時他的回答是，「上下波動。」的確。股市在四月底終止了連續上漲八週的漲勢，而市場下挫至今，股市不但回吐了全部的漲幅，整體還下跌將近5%，悲觀預期再現，幾乎沒有人例外。長期觀察股市的資深市場分析師鮑伯·法瑞爾（Bob Farrell）最近就提醒眾人，他指出新聞永遠有好有壞，但股市下挫時大家只看負面的消息，股市上揚時又特別強調正面的消息。

這波下挫也造成看空的氣氛與交易增加，例如賣權除以買權的比率上揚，但依照約翰·曼得森（John Mendelson）等頂尖市場分析師的說法，這是在為上漲做準備。我希望約翰·曼得森的說法會成真，但俗話說得好，希望不是一種策略。

當市場充斥著高頻交易，且環境充滿著二十四小時新聞與無所不在聲音尖銳刺耳的部落格世界，以及股市可能瞬間崩盤下，長期持有的策略似乎早已過時，尤其是上述情節不斷重演下，似乎早已注定長期持有策略的無效。

但儘管如此，2010年的夏天，當全球多數股市走跌，悲觀氣氛濃厚，總體經濟考量主導一切時，卻是難得一見只要採用長期持有的操作策略，便能（但當然不能保證）創造比別人更出色的投資報酬的時機。

投資大眾對股市失去興趣的現象很明顯，我們也能理解。當股市十年報酬率為負值時，「無風險」國庫券³則能在出現十年以來最佳六個月報酬率之後，還能繼續大幅上漲，這足以向眾人證明，股市不是長期投資的好地方。

除了長期之外，我們還需考量更長期。根據巴克萊資本長期國庫券總報酬率指數的資料，長天期國庫券年初迄今的表現打敗標準普爾500指數，除此之外，即使比較三年期、五年期、十年期、十五年期、二十年期的表現也都一樣，二十五年的漲幅則不相上下。國庫券不但有美國政府的保證，又能持續二十年創造優於股票的投資報酬率，這些優點足以狠狠戳破股票長期持有的觀念。這也難怪大家都偏好債券了。

那史上規模最大的共同基金（當然是債券型基金）的經理人比爾·葛羅斯（Bill Gross）又怎麼說？比爾是新一期《彭博市場》雜誌的封面人物，報導主題是PIMCO的股票操作策略。比爾的判斷從未出錯，我認為這次也不例外。

¹ 國內生產毛額（GDP）是一國在一定期間內生產之所有最終商品與服務的總市值。

² 資料來源：《紐約時報》2010年7月17日。

³ 美國國庫券有美國政府完全的信用擔保，持有至到期日可取回本金，在到期日之前美國國庫券價格會隨市場情勢、物價成長率和利率變化波動。

請參閱末頁的重要資訊。

幾個星期前我傳了一封短訊給我們的員工，內容有關於石油公司埃克森美孚（Exxon Mobil）⁴，我提到埃克森美孚目前名列在股價創 52 週低點的名單中，其股價甚至低於 2008 年秋天金融危機股市觸底時的價位。且該公司的收益率高於十年期國庫券（現在依然如此），本益比遠低於大盤，資本報酬率高於大盤，過去五年來每年的股利成長率超過 9%，並以龐大的自由現金流量每年買回其在外流通股高逕 300 至 400 百萬股，藉以縮減流通在外的股數。如果這樣的做法持續十五年，該公司流通在外股票將全數消失。但是，該公司的股價卻落在五年低點。在上一次股價這麼低的時候，油價每桶才 50 美元。這樣看來，這個算法很簡單：股利收益率、公司成長率和流通在外股票縮減量合併計算出的年報酬率極具吸引力，即使股價不變也一樣，況且目前股價落在該公司多年來的低點。就目前而言，在現金報酬率為零，五年期國庫券收益率幾乎是歷史低點，十年期收益率 2.93%，且國庫券收益率無法提升的情況下，大家卻還是只想要債券，而放棄了埃克森美孚及其他具備類似特質的美國大型股。

埃克森美孚是美國股市最大的公司，也是全球最優質的企業之一，但這些特質卻好像沒有人在乎。幾週前我跟一位避險基金經理人提到這一點，他說石油類股今年的表現都落後於大盤，漏油事件又替所有的能源類股罩上一層陰影，政府將因此增加對能源公司的管制，再加上美國政府為了要增加收入，國會將通過新的能源法案，可能會減少對能源產業的補助，所以埃克森美孚才會沒有吸引力。但是，不管短期觀點為何，數字就是數字。我問該經理人對於收益率 4%，股利成長率 8%，買回自身股票的金百利克拉克（Kimberly Clark，健康護理產品廠商）有何看法，那國會接下來是不是也要盯上尿布和衛生紙？

⁴ 美盛資金管理在 2010 年 6 月 30 日時持有埃克森美孚股票，但無金百利克拉克之持股。

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。

本投資觀點為美盛資金管理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資金管理得隨時更新其觀點。本報告不得視為投資的建議，美盛資金管理的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美盛資金管理或其所屬企業對於證券買賣之建議。

重要資訊

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

市場上有一句老生常談，當市場預期低、需求低、未來展望高度不確定之下，資本市場上最好的投資就是先前報酬率表現最差的標的。在 1980 年代時，相較於股票，債券已經經歷了三十年的熊市，當時通膨急速上揚，殖利率處於歷史高點，且預期還會繼續上升，當時的情況顯示未來債券將有長多行情可期。當時若說美國利率將在三十年後降至接近歷史低點，這說法可能會被認為荒誕又不合理。但現在的情況剛好相反，股市表現落後債市已長達十年以上。

重點很簡單：我認為，現在的美國大型股可能是一輩子只會遇到一次、能以非常划算的價格買進最優質公司的投資機會。上一次股票相對債券這麼便宜是的時間是在 1951 年，當時我才一歲，還沒有足夠的知覺或資本做投資。

不過，我現在有了。如果你正在看我這篇文章，那你也有。

2010 年 7 月 21 日