

2008年股市震盪陰影猶存，動搖投資人信心

市場評論

今年五月是美股48年來表現最差的一個五月，果然驗證了「五月出脫退場」這句老話。再想想，或許用「四月出脫避開五月賣壓！」這句話來形容更貼切。五月份唯一的好消息是那些認為四月時市場情緒過度樂觀應受到壓抑，而希望看到股市重挫的人，終於如願以償。標準普爾五百指數自2009年3月以來首度出現-10%以上的跌幅，從4月23日1,217.28的高點下挫12.27%至5月26日的1,067.95。指數在月底反彈，跌幅縮小為-8.20%，總報酬率為-7.98%。我們追蹤的其他主要股價指數表現則意外的相近，從標準普爾中型股400指數的-7.20%到標準普爾100指數的-8.51%，差距不大。

總報酬率

指數名稱	5月份	季度迄今	年初迄今
標準普爾500指數	-7.98%	-6.53%	-1.50%
道瓊工業指數	-7.56%	-6.15%	-1.63%
那斯達克指數	-8.17%	-5.70%	-0.13%
標準普爾中型400指數	-7.20%	-3.24%	+5.56%
羅素2000指數	-7.59%	-2.35%	+6.29%
Dow Jones US Total Markets 指數	-7.89%	-5.92%	-0.11%
標準普爾100指數	-8.51%	-7.47%	-3.20%
羅素1000成長指數	-7.64%	-6.60%	-2.26%
羅素1000價值指數	-8.22%	-5.85%	+0.54%

資料來源：Dow Jones、羅素®、那斯達克® via (彭博訊社)、標準普爾 via (彭博訊社)

事後回顧，由於投資人信心指數出現股市高點時才應有的樂觀程度，且股市指數本身也超出200日移動平均許多，顯示市場過份樂觀，因此股市在四月中就開始出現向下修正的風險。資深市場技術分析師曼德遜 (John Mendelson) 早在4月19日的特別報告中就指出市場的風險，在其後一週內，受到中國股市疲軟、他研發的「最後一小時」指標出現負值，以及高盛證券被控詐欺等因素影響，曼德遜將中期市場展望從多頭改為空頭，並預期股市向下修正幅度會超過-10%。他的直覺判斷完全正確。

股市的技術面趨勢和投資人心理在五月份雙雙受到重創，皆需時間恢復。市場再度波動，情勢險惡，投資人擔心2008年惡夢重演，才剛開始小心翼翼地重回股市的散戶，又匆匆離開，奔回感覺相對安全許多的現金和美國國庫券懷抱。這種情況雖令人遺憾，卻可以理解。截至5月28日的前五週，股市波動之劇烈，即使是頭髮灰白，經驗豐富的資深人士也難以保持平靜，更別說是一般人。道瓊工業指數在短短25天出現17次三位數的漲跌幅，只有一次連續兩天上揚 (4月28日及29日)。資深

市場技術分析師法洛 (Robert Farrell) 在5月30日撰文 (標題「表現不佳的月份」) 表示，股市在這五週內出現許多的極端情形，包括6個90%下跌日、2個90%上漲日、2個賣壓高峰、VIX波動性指數出現2008年以來的最大升幅 (5月21日時漲到48.20)、標準普爾五百指數在單一交易日下跌15%，以及2008年底以來的最大賣壓。

我們認為5月6日出現的賣壓高峰，也就是所謂的「閃電崩盤」，會讓一般投資人很不安，我們也不例外。5月6日的下跌一開始和一般股市下跌的日子一樣，歐元區主權債務的疑慮拖累美股一早就下跌。截至下午兩點，道瓊已經下跌1.5%至10,700左右，標準普爾五百指數則下跌2.9%至1145點。根據美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 和美國證券交易委員會 (SEC) 在5月18日共同發佈的「2010年5月6日市場事件先期調查結果」報告，當天下午2點40分左右，股價開始以「異常速度」下跌，標準普爾五百指數和道瓊工業指數在短短五分鐘內再往下重挫5%，成交量也高的不尋常，其中多數似乎是高頻交易 (HFT)，也就是近年來比重越來越高的程式交易活動。數百萬張電腦自動執行的賣單齊出尋找買方的結果是，最後以極荒謬的價格成交，幾家大型企業在短短幾分鐘內股價重挫到只剩下幾美分。其中最反常的交易多已在事後取消，但我們擔心許多投資人，尤其是下市價交易單的投資人，看到5月6日下午的「市價」可能會相當震驚。

我們認為5月6日「閃電崩盤」的事件令人擔憂，尤其是如果這種事情再度發生，可能會進一步衝擊投資大眾對股市原本就相當脆弱的信心。前文提到美國商品期貨交易委員會和美國證券交易委員會共同發佈報告，報告內容也提到，5月6日當天成交量高達194億股，約為2009年第四季平均單日交易量的2.2倍，遠高於紐約證券交易所同日21.2億股的交易量，以及兩年平均單日交易量11.5億股。高頻交易顯然佔了交易量增幅很大一部分，但比重到底有多高？這些交易單是誰下的？又是採用什麼樣的策略？似乎沒有人知道確切的答案。或者有人知道答案，但不肯說。高頻交易到底好不好？答案要看你問誰。高頻交易公司 Tradeworx, Inc. 在今年4月21日對美國證券交易委員會簡報時表示，高頻交易在提高市場流動性方面扮演重要角色，但高頻交易不會造成市場波動，不過也承認市場波動對高頻交易有利。對此我們抱持懷疑，我們不明白為什麼有必要在一百萬分之一秒內下五十萬或一百萬張買賣單，也不懂為什麼把電腦搬個幾呎，距離交易所的買賣單處理系統更近，讓自己下單速度能夠提高幾奈米秒有那麼重要，除非你的目的就是要搶先其他人下單。有幾件事倒是很清楚。第一，如果有系統可以讓一支股票的股價在幾分鐘內從\$30跌到\$0.01然後又彈回\$30，這樣的系統運作顯然有問題。第二，所有表面上看起來對內部人士有利的交易環境都會讓投資大眾感到厭煩。

請參閱末頁的重要資訊。

以美元計算報酬率(%)

市場指數名稱	5月份	季度迄今	年初迄今
英國金融時報100指數	-10.92%	-12.18%	-12.35%
德國DAX指數	-9.95%	-11.94%	-14.16%
法國CAC 40指數	-12.76%	-17.79%	-21.61%
莫斯科MICEX綜合指數	-11.38%	-11.59%	-4.45%
日經225指數	-8.83%	-9.68%	-5.46%
香港恆生指數	-5.49%	-5.82%	-8.46%
韓國KOSPI股市指數	-13.09%	-9.00%	-5.71%
上海證交所綜合指數	-9.39%	-16.29%	-20.57%
印度孟買Sensex 30指數	-7.52%	-6.07%	-2.32%

資料來源：彭博訊社

五月份表現不佳的不只美國股市。事實上，如上表所列，美股是今年表現較佳的市場之一。五月份各國股市中只有印度和香港表現優於美股。若以年初至今表現而論，美股表現優於所有我們追蹤的外國股市。

投資展望

股市從四月份開始下跌，五月跌幅加劇，衝擊投資人信心，也引發2008年底及2009年初市場劇烈波動再現的憂慮。原希望已成為過去式的情景，現在卻可能重現，甚至可能下挫至新低點。我們當然無法明確預測未來情勢，但我們堅信股市不太可能進一步重挫，我們認為股市現階段正處於回穩的狀態，並將在未來幾週恢復漲勢。我們認為就目前價位來看，股市應有利可圖，雖然上漲步調可能較為緩慢，且波動性也不小，但也許不會像前幾週那麼高。我們持續看好2010年下半年及2011年的上漲潛力，持續認為原本預定的標準普爾五百指數2010年底目標區間1,250至1,350仍是合理的目標。目前看來目標區間的下限似乎是比較可能達到，就這個目標值來看，表示標準普爾五百指數至年底前仍有15%左右的漲幅。反之，我們認為標準普爾五百指數在1,040點左右有支撐，指數在二月份及五月底兩度觸及這個價位，與目前指數相比約為5%左右的跌幅。

雖然我們並不樂見近期股市波動率大幅上揚，但信用利差並未在今年重演2008年的情況，使我們產生不少信心。債信市場在2008年拖累股市下跌。每次股市看似即將回穩，信用利差就持續擴大，顯示情勢仍相當惡劣。與2008年相比，今年美國債信市場截至目前為止對歐元區主權債務危機的反應仍相當平靜。信用利差微幅擴大，但幅度遠低於2008年的情況。舉例來說，垃圾債券利差擴大125個基點至稍高於900個基點，反之2008年底時一度高達2,200個基點左右。同樣的，美國Libor-OIS利差擴大約20個基點，在過去一個月內從十幾上揚到三十幾個基點，遠低於2008年底高峰的450個基點。只要信用利差持續表現良好，我們認為股市未來的下跌空間就相對有限。

此外，市場近期修正快速燒掉投資人對股票的興趣，這一點也讓我們對市場未來表現感到鼓舞。如前文所述，投資人信心指標在四月份到達高點，同時這也是美國國內股票型共同基金自2009年三月份以來首度出現明顯的資金淨流入，兩者絕非巧合。而股市下挫快速粉碎投資人信心，NDR群眾信心調查（NDR Crowd Sentiment Poll）和赫伯特股票投資通訊情緒

指數（Hulbert Newsletter Stock Sentiment Index）近來都回跌至「極度悲觀」的範疇。從1997年至今，赫伯特情緒指數只有15%的時間落在這個區間。這是個多頭指標。因為每次投資人對股市前景如此悲觀時，其後的股市平均年化報酬率可達+33.7%。的確，根據理柏基金市場資訊公司（Lipper FMI，前身為AMG Data Services）的報導，截至5月26日為止，該週股票型基金及股票型ETF單週資金淨流出高達\$167億美元，創下二十年新高，顯示投資人輕率的就決定退出股市。

各位讀者應該都很清楚，美國股市目前面臨的不確定因素之多，極不尋常。（1）歐洲主權債務危機可能讓歐元區步入景氣衰退；（2）由中國政府政策引領景氣放緩，可能會影響整個亞洲；（3）BP英國石油公司在墨西哥灣的油井漏油事件，是美國石油業史上最嚴重的一次災難，可能會在美國佛羅里達州及整個東岸造成浩劫，若不儘速解決，甚至可能順著墨西哥灣流禍延歐洲；（4）美國國會內的激進主義者擁抱民粹主義，主張對富人加稅，且稅目繁多。

股市可能在這麼多的不確定因素下上漲嗎？我們認為答案是肯定的，但未來上漲腳步可能相當緩慢。我們預期景氣復甦和企業獲利急速上揚等因素可推升股市，但上述總體情勢的疑慮可能影響投資意願，而壓抑股市本益比。獲利共識預測是眾所周知的不可靠，通常會過度樂觀，但景氣嚴重衰退後有時也會過度悲觀。近來，分析師大多傾向悲觀，但在接連幾季看錯股市方向後，現在可能又變得太樂觀。先假設他們現在是過度樂觀。目前2011年標準普爾五百指數的獲利共識預測是\$96.61，假設我們用\$90.00來算，指數五月底收在1,089.41點，本益比12.1倍，盈餘報酬率8.26%，比十年期國庫券收益率高出將近500個基點。若以十年期國庫券3.27%和收益率趨近零的貨幣基金相比，這樣的報酬率相當亮眼。若目前\$96.61的獲利共識預測結果證明正確，那標準普爾五百指數目前的本益比只有11.3倍。

所有的投資人現在都面臨同樣的問題，有太多數據可供分析，對於數據的解讀方式又有太多截然不同的看法，很容易被枝微末節困住，陷入「分析癱瘓」（analysis paralysis），無法判斷結果。要避免這種情形的一個方式是盡量簡化投資分析的情境。在此我們引述股市策略分析師 Tony Dwyer 的觀點，他直接了當地表示看好股市後市。Dwyer目前任職於投資顧問分析公司 Collins Stewart LLC，我們一直都很欣賞他的大作。他的論述主要建立在五大假設上：

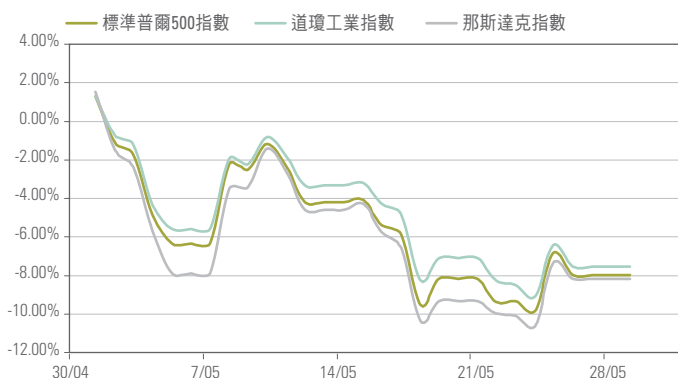
- 1) 股市由企業獲利上下變動方向驅動（而非變動的幅度）。
- 2) 獲利變動方向由經濟成長驅動。
- 3) 經濟成長由殖利率曲線斜率、所得成長和信貸可取得容易度（以各項信用利差為衡量標準）驅動。
- 4) 信用市場由聯準會貨幣政策驅動。
- 5) 聯準會貨幣政策由核心通膨驅動。

上述這五個因素目前都支撐股價上揚。企業獲利增加，景氣復甦，加上聯準會目前並不擔心短期及中期通膨，貨幣政策寬鬆。根據這個簡單明瞭的邏輯推論，我們認為股市可望上揚。

感謝您的支持，請不吝指教。

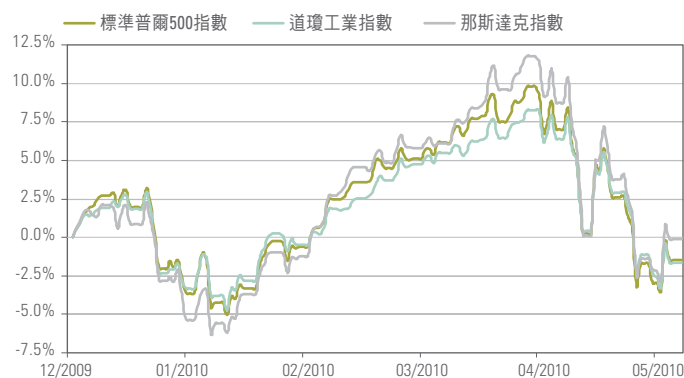
請參閱末頁的重要資訊。

5月份主要指數表現



資料來源：Dow Jones、那斯達克® via (彭博訊社)、標準普爾 via (彭博訊社)

年初迄今主要指數表現



資料來源：Dow Jones、那斯達克® via (彭博訊社)、標準普爾 via (彭博訊社)

美國股市表現一覽表 (總報酬率)

類股指數名稱	5月份	季度迄今	年初迄今
廣泛股市指數			
標準普爾500指數	-7.98%	-6.53%	-1.50%
道瓊工業指數	-7.56%	-6.15%	-1.63%
羅素1000指數	-7.93%	-6.22%	-0.88%
那斯達克指數	-8.17%	-5.70%	-0.13%
Dow Jones US Total Markets 指數	-7.89%	-5.92%	-0.11%
羅素2000指數	-7.59%	-2.35%	6.29%
羅素1000成長指數	-7.64%	-6.60%	-2.26%
羅素1000價值指數	-8.22%	-5.85%	0.54%
標準普爾500類股指數			
標準普爾500非民生必需品	-7.00%	-1.33%	9.00%
標準普爾500民生必需品	-4.60%	-5.91%	-0.44%
標準普爾500能源	-11.38%	-7.44%	-6.87%
標準普爾500金融	-9.16%	-7.94%	2.33%
標準普爾500健康護理	-6.72%	-10.30%	-7.24%
標準普爾500工業	-9.53%	-5.77%	6.54%
標準普爾500資訊科技	-8.10%	-6.46%	-4.68%
標準普爾500原物料	-9.46%	-9.04%	-6.42%
標準普爾500電訊服務	-3.90%	-4.00%	-8.15%
標準普爾500公用事業	-5.61%	-3.12%	-6.55%

資料來源：Dow Jones、羅素®、那斯達克® via (彭博訊社)、標準普爾 via (彭博訊社)

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