

上半年在失望中落幕，但下半年應會漸入佳境

市場評論

月中的一波漲勢讓標準普爾500指數短暫回到200日均線之上以後，在4月下旬開始的市場修正又開始在下半月發酵，政治的不確定性與對雙底衰退與日俱增的恐懼持續讓我們認為日益具吸引力的股價水準被忽視。下表當中本季和今年迄今的績效表現說明了最近這波修正對所有我們所追蹤的指數造成的影響。

總報酬率

指數名稱	6月份	本季以來	年初迄今
標準普爾500指數	-5.23%	-11.43%	-6.65%
道瓊工業指數	-3.43%	-9.36%	-5.00%
那斯達克指數	-6.49%	-11.83%	-6.62%
標準普爾中型400指數	-6.55%	-9.59%	-1.36%
羅素2000指數	-7.75%	-9.92%	-1.94%
Dow Jones US Total Returns 指數	-5.52%	-11.12%	-5.64%
標準普爾100指數	-5.01%	-12.10%	-8.05%
羅素1000成長指數	-5.51%	-11.74%	-7.65%
羅素1000價值指數	-5.63%	-11.15%	-5.12%

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)

實壓到了月底格外強勁，隨著法人投資機構下定決心要增加現金水來美化本季資產負債表的情況，紐約證券交易所最後一週當中有數個交易日出現90%的股票均下跌的現象。這股實壓到6月29日似乎呈現排山倒海之勢，Arms Index (TRIN) 創下交易日內新高值16.47。資深市場技術分析師John Mendelson稱TRIN為「壓力監控指標」，其指標衡量上漲與下跌股票的流通量比率，1.00代表壓力相當，低於1.00代表市場買氣旺，高於1.00則代表市場出現實壓。許多投資人認為TRIN指數達到2.00時代表實壓沉重，而Mendelson本人則以4.00為標準。在2010年6月30日上午發表的言論當中，Mendelson指出TRIN在6月29日出現的16.47是他看過有史以來最高的數值，遠超過2008年9月高點的11.63和2009年3月高點的8.77。

不只是 Arms Index 顯示投資人在某些層面比2008年年底或2009年年初更為悲觀，CBOE買權/賣權數據也是如此，其顯示買進賣權的數量再次超過2009年3月市場低點時的水準。我們發現這種投資人看空的程度是相當值得注意的，但同時也是可以理解的。其值得注意的原因在於如果我們以邏輯和客觀的角度來看事情，我們會發現經濟已經明顯進入復甦狀態，企業獲利急遽上升，現金的殖利率近乎於零，股票的價值具吸引力，債券的價格則顯得昂貴。可以理解的是這些因素現在似乎全部都不重要了。我們認為投資人目前並沒有做客觀的思考。他們目前的主要決策動機在於規避痛苦。2000-2002年，以

及2007-2009年的空頭市場所帶來的痛苦對他們而言仍歷歷在目。他們在過去10年當中，曾兩度經歷股票投資組合虧損超過一半以上，因此大多數人都對以股票的長期價值來累積財富的作法失去了信心。即使2009年3月至2010年4月的股價急遽反彈，一般投資大眾也多半抱持著極度的懷疑和不信任態度。現在出現的這波市場修正下跌幅度還是未知數，投資人正忙著尋求掩護，他們對於痛苦和波動性的容忍度已經耗竭殆盡。我們也不能夠責怪他們。

現在的投資環境和我們記憶所及的任何時候一樣地令人挫折和萎靡不振。如同我們上月所述，市場變得越來越受到高頻交易者(HFTs)所主導，他們許多人的策略似乎是以市場動能為基礎，並設計成透過市場的短期交易而獲利。根據Abel-Noser最近所做的一項研究顯示，高頻交易者的投資正逐漸集中在流動性高的個股上，前20檔最活躍的個股就佔了6月將近29%的國內總交易量，而前99檔個股在上個月則佔了總交易量的一半以上。在6月最活躍的5項交易標的當中有3項是主要市場指數的ETF(指數型基金)，包括SPDR標準普爾500指數ETF信託(SPY)、iShares羅素2000指數(IWM)和PowerShares那斯達克100指數(QQQQ)。根據Abel-Noser統計，這三個指數加起來就佔了6月國內總交易量的14%以上。

指數型ETF成為總交易活動當中如此重要的一部分，顯示大部分高頻交易者的策略不是去賭整體市場的短期走勢，就是進行類股間的套利交易，並沒有真正去考慮個股之間的相對價值。這樣的趨勢與我們認為股票變得更為商品化的看法一致，也說明了為什麼個股的走勢相關性來到了歷史新高的80%。在我們試圖對個股的相對吸引力作出基本面的判斷時，這樣的環境卻帶給我們相當大的挑戰。

我們也認為政治環境是一個負面因素。歐巴馬政府出現了反商的言論，我們認為這將會產生不良的後果。美國政府宣稱要推動就業成長，但是其所採取的大多數行為反而是背道而馳，因為它在商業界造成了對於健保成本、法規負擔和稅務制度的諸多不確定性。除非企業領袖能夠在這些問題面上獲得釐清，否則我們認為他們會傾向於按兵不動(同時也按著資金不動)，而非僱用新人力或將資金投入新專案。

進一步使投資人在近期內如履薄冰的原因是經濟表現疲軟。最近大部分的經濟數據一包括私部門的就業成長、ISM製造業與新訂單數據、汽車銷售量與新屋開工率等都表現得不如預期。除此之外，阿富汗戰爭的進展不順利，Macondo油井漏油事件持續對墨西哥灣造成污染，歐洲和中國的經濟成長展望也持續令人擔憂。諸多的疲弱數據，再加上股市下挫和與日俱增的倦怠感使得消費者信心急劇下滑，使得人們開始擔憂「雙底」經濟衰退的情況可能正在浮現當中。

請參閱末頁的重要資訊。

投資人在面對各種問題之際，他們似乎採取了一種「股票除外，什麼都好」的投資策略。在4月短暫投入股市之後，投資人持續在5月和6月拋售他們手上的美國股票型基金，並同時增加對黃金和美國國庫券的投資。黃金和國庫券乍看之下雖然是突兀的選擇，但是它們同時受到歡迎的原因，可能是投資人試圖想要同時規避通膨風險（黃金）和通縮風險（國庫券）的結果。另外可能還有一個更為簡單的解釋：投資人只是被最近表現不錯的投資標的所吸引，而黃金和國庫券在過去10年都呈現上漲的局勢，但同期間股票則呈現下跌的走勢。

投資展望

雖然目前的投資環境如此令人失望，我們仍相信市場的股價水準應該比目前來得高。除非經濟真的重新陷入衰退（我們認為這個情況發生的可能性極低），而且企業獲利向下修正，否則我們認為市場的走勢在未來6個月到1年之間將會明顯高於目前的水準。

前聯準會主席，也是我們尊敬的經濟學家 Lyle Gramley 認為出現雙底衰退的機率大約為10-20%。而 Cleveland Fed 的兩位研究學者 Joseph Haubrich 和 Kent Cherny 則認為出現雙底衰退的機率約為12%，相當於Gramley預估的範圍下限。在7月1日所出版的一份報告當中，Haubrich和Cherny指出2年期和10年期國庫券殖利率之間的差距達2.34個百分點，超過20年平均值的2倍，且約當於2003年實質GDP上升至3.6%之前的水準。通常殖利率曲線在經濟衰退之前都會出現反轉的現象，和目前的形狀剛好相反。

如果經濟能夠避開衰退，並持續復甦，即便走的跌跌撞撞，企業營收也應該會持續成長。根據標準普爾的說法，市場一般預估今年和明年標準普爾500指數的平均股價分別為81.73和94.84美元，根據月底價格所估算的標準普爾平均本益比約為2010年12.6倍，2011年10.9倍。企業盈餘報酬率則分別為7.9%和9.2%，比起3%的10年期國庫券而言具有高度的吸引力，這個數據也顯示股票相對於「無風險」資產的風險溢酬分別達到了4.9%和6.2%。自1926年以來的平均股票風險溢酬則只有4.1%。

許多投資人都對分析師的預估數據抱持著不信任的態度，但我們發現有趣的是，根據IRS的報告，以及經濟分析局的國民收入與生產帳（NIPA）表格所計算的企業獲利來看，市場看起來的確具吸引力。下表（由 MKM Partners 的首席經濟學家 Michael T. Darda 所提供）為以 NIPA 獲利率所計算的企業盈餘報酬率與公司債殖利率的比較結果。該表顯示標準普爾500指數的盈餘報酬率相較於公司債殖利率達到了1951年以來的最高點。

如果股價如此具吸引力，為什麼無法獲得投資人更多的青睞呢？我們認為答案是因為投資人在過去10年投資股票的經驗是如此痛苦，使得他們對於將股票視為長期的財富累積工具已經失去了信心。他們最近已經轉而相信那些之前讓他們獲得較高報酬率的資產類別，尤其是現金和國庫券，以及偏好程度略低的黃金。

標準普爾500指數盈餘報酬率*減公司債殖利率



* 此盈餘報酬率係依據經濟分析局國民收入與生產帳資料所計算出之標準普爾營業收益以1988年為基期。
資料來源：彭博訊社；MKM Partners。

從更長期的觀點來看，利用股票累積財富的吸引力應該會變得比較明顯。以下的這個表格是在 Jeremy Siegel 的著作《投資人的未來》（The Future for Investor）一書當中所出現。這個表格出現在書中的第171頁，顯示5種資產 – 包括股票、債券、國庫券、黃金和美元在1802年至2003年之間的總實質報酬率。我們透過作者的網站 JeremySiegel.com 將這個表格的資料更新到2009年。這個表格顯示在1802年投資每種資產1美元，並將收益再投資之下，經通膨調整後的價值。

總實質回報指標：1802年-2009年

美元	\$ 0.06
黃金	\$ 3.17
國庫券	\$ 301.00
國債	\$ 1,423.00
股票	\$ 607,279.00

資料來源：JeremySiegel.com

我們發現這個表中的數字是相當驚人的。在207年的期間，美元喪失了94%的價值，證明貨幣貶值的風險並不是現在才有的新問題。黃金被證實是針對貨幣貶值的一種有效避險工具，但是也幾乎沒有帶來任何實質的報酬率。國庫券在過往表現得比黃金要好的多，到現在仍舊是如此，但是在報酬率上遙遙領先對手426倍的最大贏家還是股票。就極為長期的投資而言，股票幾乎可以說完全沒有對手。

為什麼股票在長期的表現會顯著超越其他的金融資產呢？我們認為這個答案其實很簡單。股票代表對企業的股份持有權。就長期而言，企業有能力可以適應經濟環境的變化並做出調整。有些企業極為成功，有些則失敗得慘不忍睹。但是就整體而言，它們有能力可以與時俱進，也因此讓它們得以提供其他功能條件大致固定的金融工具所無法比擬的報酬率。為了確保這樣的投資優勢，股票持有人必須承受較高的短期虧損風險和較高的波動性。有鑒於長期報酬率的顯著差異，我們認為這個風險是值得承擔的。

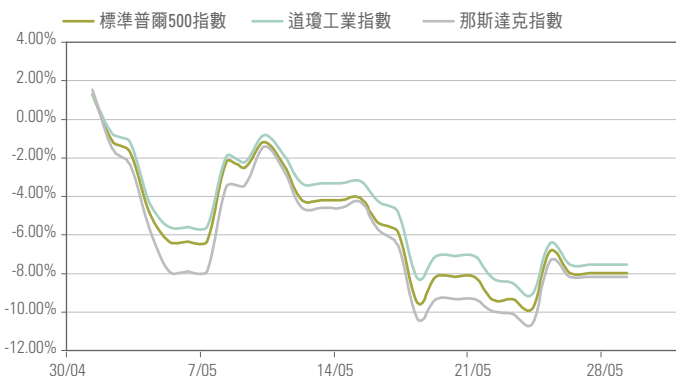
股票在過去10年來的慘澹表現讓投資人忽略了股票的長期投資吸引力。我們相信股票目前的價位可望提供遠優於過去10年表現的報酬率。我們不能夠偏離既有的投資方向太遠，才能夠以極具吸引力的價格找到優質的股票。Andrew Bary 在最新一期 Barron's 雜誌（2010年7月5日）當中一篇標題為《Tempting 10s》的文章中指出，標準普爾500指數的前25大成分股裡面，有13家根據2011年預估獲利所計算的本益比等於或低於10倍。該族群股票的平均本益比為8.5倍，平均配息率則為2.6%，我們認為這個配息率在未來還可能上升到5-9%的水準，相較之下，10年期國庫券的殖利率則將維持不變。

同樣地，Jim Grant 在他2010年6月11日出版的 Grant's Interest Rate Observer 當中也用 Bloomberg 財經資訊做了篩選，找出總部位於美國，市值超過50億美元，（最近一個會計年度或曆年）股東權益報酬率超過15%、配息率超過2%、負債占資產比率低於35%、本益比小於15的股票。他找到了32檔符合這些條件的股票，且全部都是家喻戶曉的企業。這個族群的平均股東權益報酬率為34%，平均配息率為3.6%，平均負債占資產比率為21.3%，平均本益比為11.6倍。

如果你讓我選擇在未來10年是要持有這些股票（或任何其他有類似特性的股票投資組合），還是等值的10年期國庫券和黃金的投資組合，我一定毫不猶豫選擇股票。

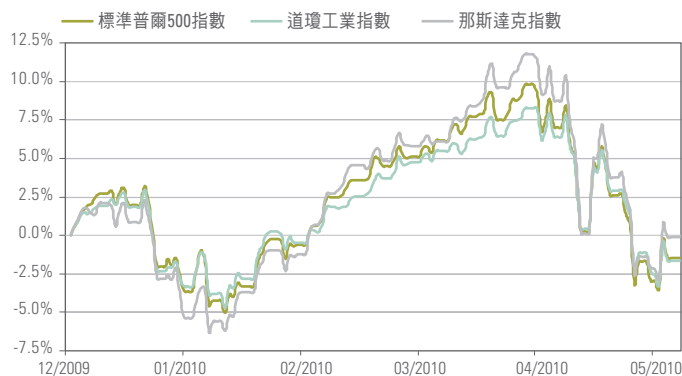
我們一如往常地感謝您的支持，並歡迎您的批評指教。

6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	6月份	本季以來	年初迄今
廣泛股市指數			
標準普爾500指數	-5.23%	-11.43%	-6.65%
道瓊工業指數	-3.43%	-9.36%	-5.00%
羅素1000指數	-5.57%	-11.44%	-6.40%
那斯達克指數	-6.49%	-11.83%	-6.62%
Dow Jones US Total Markets 指數	-5.52%	-11.12%	-5.64%
羅素2000指數	-7.75%	-9.92%	-1.95%
羅素1000成長指數	-5.51%	-11.74%	-7.65%
羅素1000價值指數	-5.63%	-11.15%	-5.12%
標準普爾500類股指數			
標準普爾500非民生必需品	-9.69%	-10.89%	-1.56%
標準普爾500民生必需品	-2.36%	-8.14%	-2.79%
標準普爾500能源	-5.73%	-12.75%	-12.20%
標準普爾500金融	-5.86%	-13.34%	-3.67%
標準普爾500健康護理	-1.67%	-11.79%	-8.79%
標準普爾500工業	-6.94%	-12.31%	-0.86%
標準普爾500資訊科技	-6.19%	-12.25%	-10.57%
標準普爾500原物料	-6.90%	-15.32%	-12.88%
標準普爾500電訊服務	-0.24%	-4.24%	-8.37%
標準普爾500公用事業	-0.64%	-3.74%	-7.14%

以美元計算報酬率(%)

英國金融時報100指數	-1.75%	-13.84%	-14.01%
德國DAX指數	-0.29%	-12.20%	-14.40%
法國CAC 40指數	-1.77%	-19.24%	-22.99%
莫斯科MICEX綜合指數	-2.74%	-14.01%	-7.07%
日經225指數	-1.14%	-10.71%	-6.53%
香港恆生指數	2.20%	-3.76%	-6.45%
韓國KOSPI股市指數	2.05%	-7.13%	-3.77%
上海證交所綜合指數	-6.20%	-21.48%	-25.49%
印度孟買Sensex 30指數	4.75%	-1.60%	2.32%

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

請參閱末頁的重要資訊。

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