

百分之七的解決方案

市場評論

彷彿是受到美國作家尼可拉斯·梅爾(Nicholas Meyer)在1974年出版的小說《百分之七解決方案》的啟發，美國股市在7月時出現了一波大漲，而我們追蹤的市場指數上漲幅度都在7%上下數個基本點之內。梅爾的這部小說主要是在敘述名偵探福爾摩斯戒除古柯鹼的過程。我們也希望股市在7月的報酬能夠幫助投資人戒除最近耽溺於現金和國庫券的癮頭。

總報酬率

指數名稱	7月份	年初迄今
標準普爾500指數	+7.01%	-0.11%
道瓊工業指數	+7.23%	+1.87%
那斯達克指數	+6.94%	-0.14%
標準普爾中型股指數	+6.91%	+5.45%
羅素2000指數	+6.87%	+4.79%
Dow Jones US Total Markets 指數	+6.94%	+0.91%
標準普爾100指數	+7.21%	-1.42%
羅素1000成長指數	+7.13%	-1.06%
羅素1000價值指數	+6.77%	+1.30%

資料來源：Wilshire、Ruusset®、那斯達克® (彭博訊社)、標準普爾 (彭博訊社)

如同上月所述，今年的上半年在失望中落幕，由於投資人面對全球經濟可能陷入二次衰退的憂慮，美國與海外市場的股價紛紛跌至今年的低點。到目前為止，市場已經證明這樣的恐懼是沒有根據的。事實上，近來的證據都顯示全球經濟狀況不是漸趨惡化，而是在逐漸好轉當中。歐元區、中國和美國的信用利差自5月底以來都呈現下降的趨勢，同時，商品價格也出現了顯著的上漲。有鑒於這些經濟條件的改善，如同下頁的表格所示，在中國和歐元區這兩個近幾個月來最受投資人關注的區域當中，其股價的漲勢都比美國還要強烈。原物料和工業類股不論是在美國或海外市場都是表現最為搶眼的標的。我們發現上述的所有情況都顯示了全球經濟成長雖然略微放慢了速度，不過仍舊將繼續成長下去。

市場一般都認為美國第2季實質GDP成長率2.4%的表現令人失望，但是進一步分析這些數據之後，我們發現有許多訊息是振奮人心的。首先，淨外部需求(進口減去出口)的這個類別在第2季拖累GDP成長率2.8%，因為在進口上漲28.8%的同時，出口僅成長10.3%。如果去掉這個因素，實質GDP成長率將會高於5%，這個數字將更符合國內消費者的最終銷售額，而最終銷售額一般都被認為是經濟體質健全與否的一個重要指標。根據數據顯示，最終銷售額的成長率從第1季的1.3%，增加到了第2季的4.1%，而在去年的第4季，這個數字只有0.2%。其次，儘管最終需求呈現相對健全的成長，儲蓄率仍增加到了6.2%，這樣的數據顯示消費者目前還在整理個人的財務狀況。第三，存貨回補率在第2季2.4%的GDP成長率下，只增加了1.0%，低於2010年第1季GDP成長率3.7%之下的存貨回補率2.6%。因此如果排除存貨不計，GDP成長率在第2季的表現事實上要比第1季來得強勁。投資人就不需過度擔憂一月股市下跌的情形。

在最新的GDP報告中還有另外一個好消息，那就是17%的企業投資成長率。我們認為這個數字的躍升具有重要的意涵，因為資本支出的成長與就業率成長具有高度的關聯性。最近3個月當中，資本支出顯現了自2008年第4季以來首度的年成長，再加上企業獲利持續強勁的表現都有助於就業率的成長。我們認為即使在目前審慎觀望的氛圍之下，企業經營者在未來的幾個月內也勢必將開始增加新員工的雇用。

到目前為止，整體經濟數據最亮眼的部份應該是企業獲利了。根據實證研究夥伴(Empirical Research Partners)的統計，在第2季當中，標準普爾500企業的整體盈餘成長率高達46%。核心盈餘(扣除金融、能源和公用事業等產業)的成長率上揚了約24%，營收成長率則為9.5%。實證研究夥伴在他們於2010年8月3日更新的投資組合策略當中指出，相較於美國經濟的名目成長率只有4%，美國企業界能夠達到高於名目GDP成長率數倍的盈餘成長率的原因，得歸功於罕見的強勁生產力和效果顯著的全球佈局。標準普爾500大企業的營業額大約有一半來自於美國之外國際市場，且這些國家的經濟成長率通常也高於美國。根據實證研究夥伴指出，第2季的名目全球GDP成長率大約為9.5%，顯示美國之外的企業營收達到了11%~14%的成長率。

當然，並不是所有的經濟新聞都是正面的。在新屋抵稅計畫和舊車變現計畫告一段落之後，房屋和汽車銷售量持續呈現極為疲軟的態勢。唯一的好消息是，目前房屋和汽車銷售量已經是蕭條時的水準，情況能夠變得更糟的機率也不大了。汽車產業在數年之前已經透過極為優惠的促銷計畫，刺激車主提早換車的需求，以讓工廠維持產能全開的運作，現在回頭看不啻是自掘墳墓(或者更嚴重的自掘墳墓)之舉。根據AutoNation的董事長暨執行長麥克·傑克森(Michael Jackson)的說法，美國平均每年報廢的汽車數量約為1450萬輛，而7月的年化汽車總銷售量只有1160萬輛，可見被壓抑的需求有與日俱增之勢。在房市方面，隨著房貸利率達到數十年以來的低點，而房屋價格也降到數十年以來的新低，房市的環境應該只會越來越好。我們認為消費者信心的提振將會為這些產業帶來神奇的解套效果。那麼有什麼因素能夠提振消費者信心呢？我們的看法是是使用上述所提的百分之七解決方案，換句話說，就是股市的持續穩健成長，再加上人們企盼已久的就業機會成長。這個情況會發生嗎？我們認為會。但我們能夠保證嗎？恐怕不能。

以美元計算報酬率(%)

市場指數名稱	7月份	年初迄今
英國金融時報100指數	+12.33%	-3.41%
德國DAX指數	+9.71%	-6.09%
法國CAC 40指數	+12.77%	-13.16%
俄羅斯MICEX綜合指數	+10.29	+2.49%
日本日經225指數	+4.15%	-2.66%
香港恆生指數	+4.73%	-2.02%
南韓Kospi指數	+6.98%	+2.95%
上海證交所綜合指數	+10.45%	-17.71%
印度孟買Sensex 30指數	+1.00%	+3.41%

資料來源：彭博訊社

請參閱末頁的重要資訊。

投資展望

美國股市目前的投資展望仍舊是市場股價水準和總體經濟環境之間的拉鋸戰，前者根據歷史和我們本身的經驗是相當具有吸引力的，而後者借用柏南克的說法則是「不同以往地不確定」，而這種不確定可能會阻礙股價達到我們所認為的合理價值水準。

太平洋投資管理公司(PIMCO)的執行長暨共同投資長埃里恩(Mohammed El-Erian)一如往常地在2010年8月3日的金融時報一篇名為《不確定性正在改變投資藍圖》的文章當中提出了極具洞察力的評論。在一開始指出柏南克形容經濟展望「不同以往地不確定」的說法吸引了許多注意之後，埃里恩又繼續說到：

就基本面而言，不同以往的不確定性反應了去槓桿化、重新管制、結構性失業和其他持續進行的結構性改變。似乎不論我們著眼於何處，「市場預期」都從傳統的高平均值和細尾的鐘型曲線(代表大部分經濟學家擁有類似的預期看法)，變成較為平緩，且有較粗尾端的結果分布曲線(代表意見紛歧，預期存在顯著差距)。

埃里恩指出現在這種不確定性高的環境對投資人帶來了幾個涵義。首先，他認為以往的「均值回歸」投資方式可能會變得不是那麼的有效，因為在結果較為分散的情況下，實際報酬率通常會和預期報酬率有相當的差距。其次，隨著傳統的投資方式變得較不可靠，市場也可能變得更容易過度反映市場消息，因此整個投資環境也將變得更為不穩定。第三，隨著「尾部風險」的增加，投資人不再能只靠分散投資作為降低投資組合風險的唯一工具。

埃里恩的看法確實發人深省，鞭辟入裡。他假定未來的環境將讓人更容易犯錯，做出正確的決定也變的更為困難。目前而言，這些概念深植在投資大眾的心中，因此造成投資人對風險避之唯恐不及的心態。事實上，現今的貨幣基金投資者變得非常地謹慎，只要確保資金不會有損失，這些投資人願意接受任何報酬率。

我們認為投資人將無法滿足於投資報酬率近乎於零的貨幣基金。如果真是如此的話，那麼投資人還有什麼其他的選擇呢？如果他們希望持有特別安全的投資標的，那麼他們可以購買國庫券。3個月的國庫券殖利率為0.11%。如果選擇6個月國庫券的話，殖利率則可以提高到0.17%。根據彭博社的數據顯示，1年、2年、3年、4年和5年期國庫券的殖利率分別為0.56%、0.83%、0.91%、1.26%和1.61%。如果平均投資於六個到期日分別從6個月到5年的國庫券的話，這個投資組合的平均殖利率為0.89%，平均到期日則為2.6年。我們認為這個報酬率看起來不是那麼具有吸引力，但是很多投資人卻似乎都在這麼做，否則殖利率曲線不會來到目前的水準。

如果他們願意承擔多一點風險的話，那麼投資人可以考慮投資公司債。投資等級公司債的價位在2009年年初的時候特別具有吸引力，但是自此之後投資等級公司債與國庫券之間的利差已經大幅縮小。較長天期的投資等級公司債現在仍略具吸引力，提供投資人大約5%-6%的報酬率，不過同時也伴隨著信用和利率的風險。短天期的部份我們則認為大多已經利多出盡。IBM在數天前發行了利率為1%，總值15億美元的3年期公司債。此舉對IBM而言是相當成功的一著棋，但對投資人而言則不是那麼令人振奮的消息。

我們認為包括垃圾債券在內，較低評等的公司債似乎比較具有投資的價值。事實上，至少就理論上而言，垃圾債券是目前時空環境下一項理想的投資工具。它們在清償順序中的順位高於股票，但是又提供了類似股票的報酬率，而且大部分的報酬都以現金方式支付。現在回頭看，垃圾債券在2009年年初時極度具有吸引力，其提供的殖利率比10年期國庫券要高了2000個基點之多。垃圾債券的利差在過去18個月以來大幅縮小，但是仍略高於國庫券利差的長期平均值，因為這個原因我們認為許多投資人應該將垃圾債券納入自己的投資組合當中。

由於目前市場上瀰漫著「投資什麼都可以，就是不要股票」的心態，許多投資人近年來都傾向以商品作為分散投資組合風險和針對通膨避險的工具。根據巴克萊資本的統計，到2009年年底為止，投資人在商品ETF和其他與原物料連結相關證券的投資金額達到了新高紀錄的2770億美元—相較於10年前的55億美元增加了50倍之多。不過正如2010年7月26日彭博商業週刊的封面故事《痛苦的褐色巨浪》所述，在許多情況下，投資人的已實現報酬其實並沒有達到投資人原本的期望。舉例來說，儘管同期間內原油價格上漲了11%，全球最大的石油ETF-美國石油基金自2006年4月創立以來卻下跌了超過50%。更令人訝異的是總值27億美元的美國天然氣基金ETF自2007年4月創立以來暴跌了85%，同期間天然氣價格只下跌了40%。就數字上而言，看起來天然氣ETF的表現比商品本身差了兩倍多一些，但事實上卻更糟糕。由於下跌計算方式的緣故，ETF得上漲7倍才能夠回到2007年4月的水準，而天然氣本身卻只要上漲67%就能夠完全回到原來的價位了。

如同彭博商業週刊的文章所述，現在存在於許多商品ETF的問題，和造成這些ETF報酬率不盡理想的原因，是由於大部分的基金只持有期貨合約，並沒有實際持有相關的商品。而隨著每月期貨合約到期，這些合約必須被展延至接下來的月份。當某種特定商品的市場出現正價差，也就是期貨價高於近期交付合約時，基金就得花更高的成本才能夠取代同樣數量的商品。而這個額外的成本則是由基金的股東來負擔。

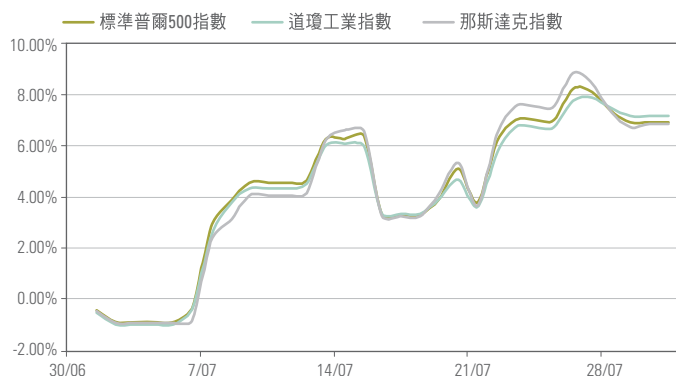
即使將埃里恩所描述的這個艱困投資環境納入考量，在研究了各種投資選擇之後，我們目前仍舊偏好投資於股票市場，並相信股票應該得到投資人更多的關注。有鑑於目前的利率處於如此低的水準，在任何正常的環境之下，我們相信20倍或更高的股價本益比應該都是合理的。但是您可能會說我們現在並非處於一個正常的環境之下，或者至少不是所謂的「舊常態」環境。我們同意您的說法。我們認為投資人應提出的關鍵問題在於，「舊常態」環境下的股價評估必需折價多少才能夠反映目前不確定性和市場波動性更高的「新常態」環境變數。

就我們看來，股票目前的價位水準遠低於為了因應不確定性環境所應有的公平價值。至7月底為止，標準普爾500指數的平均本益比是2010年預估EPS\$83.02美元的13.3倍，2011年預估EPS\$94.62美元的11.6倍。標準普爾成分股2010年第2季的年化EPS大約是\$83美元左右，標準普爾指數全年要達到這個數字應該不難。而就明年的預估水準而言，似乎沒有太多人相信這個說法，不過如果之後的結果接近這個預估水準，那麼現在的股價水準真的非常便宜划算。

感謝您的支持，請不吝指教。

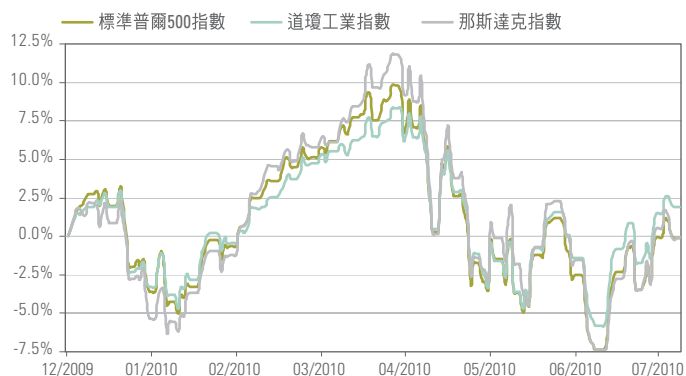
請參閱末頁的重要資訊。

7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	7月份	年初迄今
廣泛股市指數		
標準普爾500指數	7.01%	-0.11%
道瓊工業指數	7.23%	1.87%
羅素1000指數	6.95%	0.11%
那斯達克指數	6.94%	-0.14%
Dow Jones US Total Markets 指數	6.94%	0.91%
羅素2000指數	6.87%	4.79%
羅素1000成長指數	7.13%	-1.06%
羅素1000價值指數	6.77%	1.30%
標準普爾500類股指數		
標準普爾500非民生必需品	7.82%	6.13%
標準普爾500民生必需品	6.05%	3.09%
標準普爾500能源	8.08%	-5.11%
標準普爾500金融	6.67%	2.76%
標準普爾500健康護理	1.35%	-7.56%
標準普爾500工業	10.35%	9.40%
標準普爾500資訊科技	7.19%	-4.14%
標準普爾500原物料	12.34%	-2.13%
標準普爾500電訊服務	9.38%	0.22%
標準普爾500公用事業	7.56%	-0.12%

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)

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