

市場回顧

經過10月份的下跌之後，標準普爾500指數在11月又恢復今年3月觸底以來的反彈走勢，11月共上漲+6.00%。11月的表現對許多投資人而言是個意外的驚喜，因為指數在10月的最後一個交易日大跌了-2.8%，因此許多投資人在11月初時都感到十分悲觀，認為11月表現可能也不會太理想，因此他們很快地在11月的第一個交易日（11/2/09）就開始轉趨保守，芝加哥商品期貨交易所的賣單／買單比率上升到了104.1，顯示市場情緒比3月9日市場低點時更為悲觀。不過出乎意料地，標準普爾500指數止跌回升，在感恩節前一天的周三收在反彈後的新高點。杜拜政府向債權人要求針對 Nakheel 和 Dubai World 暫緩償債直到2010年5月的新聞傳出的那個週四，美國股市因為感恩節而休市，但全球股市卻因此消息陷入一片混亂。美國投資人在週五（11/27/09）為了自保也加入了賣出的行列，使得賣權／買權比率進一步升高到105.1。市場似乎從來沒有出現過這樣備受猜疑、且投資人絲毫感覺不到快樂情緒的上漲波段。

總報酬率

指數名稱	11月份	季度至今	年初迄今
標準普爾500指數	+6.00%	+4.03%	+24.07%
道瓊工業指數	+6.92%	+7.08%	+21.52%
那斯達克指數	+5.05%	+1.26%	+37.30%
標準普爾中型400指數	+4.05%	-0.67%	+29.27%
羅素2000指數	+3.14%	-3.86%	+17.70%
Dow Jones US Total Markets 指數	+5.61%	+2.88%	+25.02%
標準普爾100指數	+6.17%	+5.02%	+21.30%
羅素1000成長指數	+6.14%	+4.70%	+33.09%
羅素1000價值指數	+5.64%	+2.40%	+17.61%

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)

以美元計算報酬率(%)

市場指數名稱	11月份	季度至今	年初迄今
英國金融時報100指數	+3.23%	+4.21%	+37.88%
德國DAX指數	+5.59%	+1.38%	+24.10%
法國CAC 40指數	+4.09%	-0.44%	+27.95%
莫斯科MICEX綜合指數	+3.43%	+10.10%	+111.75%
日經225指數	-2.88%	-4.17%	+12.12%
香港恆生指數	+0.52%	+4.39%	+56.23%
韓國KOSPI股市指數	+0.30%	-6.28%	+53.71%
上海證交所綜合指數	+6.66%	+14.96%	+78.01%
印度孟買Sensex 30指數	+7.47%	+2.30%	+85.62%

資料來源：彭博訊社

請參閱末頁的重要資訊。

百駿財務管理 • 布蘭迪全球投資管理 • 凱利顧問 • Congruix • Esemplia • Global Currents • 美盛資金管理
美盛香港資產管理 • Permal • 倍思資金管理 • 銳思投資 • 西方資產管理

資金流向的數據，顯示儘管市場自3月以來出現了一波驚人的多頭走勢，一般投資大眾卻始終對股票興趣缺缺。根據 Investment Company Institute (ICI) 的最新資料顯示，投資人自8月以來共贖回了373億美元的美國股票共同基金，是今年以來贖回速度最快速的3個月。根據彭博社的統計，上一次共同基金市場出現如此龐大的贖回潮是在2003年2月之前的9個月，當時市場剛開始一波長達5年的多頭走勢，在之後5年期間標準普爾500指數上漲了將近一倍。投資人幾乎是依賴「後見之明」的投資理論而放棄了過去幾年讓他們損失慘重的股票投資，並將資金轉向過去幾年提供較佳報酬和較低風險的債市。根據ICI的統計顯示，82%的基金投資人今年以來共從股票基金贖回了214億美元（淨額），並將3128億美元（淨額）投入債券基金。投資人透過他們的行為表達，他們並不認同市場的上漲代表前景可期，而是至少可彌補部份先前虧損的機會。

這種違反投資價值趨勢、想要做5年前就該做的事，不只出現在散戶投資人的行為上。這種行為似乎深植於所有需做出財務決策的個體，甚至包括理論上不應該這麼做的專業投資人士在內。最新一期的Financial Analysts Journal (2009年11/12月號) 有一篇由Stewart、Neumann、Knittel和Heisler所著的文章，名為《缺乏價值：法人計畫贊助者的投資配置決策分析》。本文作者使用了80,000筆在1984-2007年之間，對法人投資產品的資產、帳戶和報酬率所做的觀察資料進行分析，結果顯示「獲得投資人認購的投資產品之後的1年、3年和5年報酬率都遜於同時間遭到贖回的產品。」因此「就像散戶投資人總是在錯誤的時機轉換共同基金，法人投資人也沒有從他們的投資決策當中創造出價值。」

即使是全球各國的央行也無法避免人性買高賣低的謬誤，這點從央行集體買賣黃金的活動便可見一般。在1999年金價還低於每盎司300美元的時候，許多歐洲國家的央行便紛紛賣出黃金。事實上，在1999年的夏末，當金價跌到了每盎司250美元左右的低點時，市場疑慮大增，各國央行不約而同拋售黃金的行為造成黃金市場的動盪，進而促成了央行黃金協定（也稱為華盛頓協定）的擬定與簽署。央行黃金協定在9月26日宣布限制參與協定的15家銀行在未來5年每年的黃金出售總量不得超過400噸。金價因為這個利多消息的激勵，在1999年10月初上漲到約每盎司325美元，但是到了年底，又回到了低於300美元的價位，因為央行持續依據協定的規範出售黃金。

相對於1999年的拋售行為，許多央行現在正在尋找各種理由以高於10年前4到5倍的價格買進黃金。事實上，黃金最近一波100美元的上漲、站上每盎司1,200美元的噴出行情，主要是由於印度儲備銀行在11月4日宣布已於10月向國際貨幣基金會(IMF)買進200公噸黃金，將黃金儲備提高到將近56%。俄羅斯央行也在10月買進了15.6公噸的黃金，使得總黃金儲備增加了2.7%，成為568.4公噸。中國在去年也是黃金的大買家，將黃金儲備提升到75%，從2008年4月的600公噸增加到2009年8月的1,054公噸。

只有時間能證明這些買進的動作是否明智，但是這些決定是可以理解的。即使在最近大舉買進之後，大部分亞洲央行的黃金占外匯儲備比例仍相對偏低。絕大多數的外匯儲備還是以外幣為主，主要為美元。下表顯示部分亞洲央行的黃金持有部位（以公噸計算），以及黃金占其總外匯儲備的百分比（金價以每盎司1,000美元計算）。

主要亞洲央行黃金儲備

國家	黃金 (公噸)	黃金儲備 (%)
中國	1,054.0	1.9%
日本	765.2	2.3%
俄羅斯	568.4	4.3%
印度	557.7	6.0%
台灣	423.6	3.9%
新加坡	127.4	2.2%
泰國	87.4	2.2%
印度尼西亞	73.1	4.3%
馬來西亞	36.4	1.2%
南韓	14.3	0.1%
香港	2.1	0.0%
總數	3,709.6	平均 2.6%

資料來源：世界黃金協會 (via Wikipedia)

相較於亞洲央行較低的黃金儲備比例，美國的外匯儲備有77.4%（8133.5公噸）為黃金儲備，德國為69.2%、法國為70.6%，義大利則為66.6%。由於美國龐大的預算赤字動搖了投資人對美元長期價值的信心，因此黃金儲備比率低的國家理所當然的會想要減少美元部位，而增加黃金部位。如果上表當中所列的11個國家都決定要將黃金儲備比率增加到總外匯儲備的10%，那麼對黃金的需求量會增加約10,600公噸。如果這些國家將黃金儲備比率一起增加到25%，則會將總需求量推升到約32,000公噸。

在考量這些潛在的需求增加量之後，世界黃金協會估計至2006年為止，全球黃金開採總量約為158,000公噸，其中絕大多數仍在市場上流通。市場上大多認同已開採黃金數量估計約為150,000公噸。近年來每年的全球黃金產量約為2300公噸，使得已開採總量以每年1.5%的比率增加。黃金的淨消耗量則難以估計，不過可能相當低，因為大部分作為工業用途的黃金最終都還是可以回收再利用。

在已開採的約150,000公噸當中，大約30,000公噸是被各國央行做為黃金儲備之用，包括上表所述的3,710公噸。亞洲央行對黃金的需求如果真的增加10,000到30,000公噸，當然會對金價帶來實質的正面效應。所以未來一年不難想見黃金價格有可能上漲到1300美元至1500美元，甚至在未來3到5年上漲到2000美元（調整過通膨的前次高點）都不是不可能的事情。若未來金價上升到目前還未發生的某個高點時，非央行持有的120,000公噸黃金當中，勢必會有一大部份從人們的脖子、手

指和手腕上被拿下來，或者從他們的保險箱中拿出來到市場上變賣。觀察未來幾年這個「黃金傳奇」的走勢將會是非常有意思的一件事。因為目前的黃金大多頭非常有可能變成一個非常巨大的泡沫。

至於黃金是否比股票更有創造財富的能力，這個問題的答案要看你採納Michael Mauboussin在他的新書《Think Twice》當中所稱的內部觀點或外部觀點。只看目前情勢的內部觀點會認為黃金比較具備創造財富的能力，因為它在近年的表現優於股票。黃金自2003年年底以來大約上漲了3倍之多，而股票在同一期間如果不計入配息的話，報酬率幾乎付之闕如。更重要的是由於投資人對市場波動的敏感性提高，造成黃金連續9年上漲，其中包括股票大幅下挫的2001、2002和2008年。如果採取所謂的內部觀點，那麼不難想見為甚麼黃金現在會吸引那麼多的追隨者。因為它似乎不但能夠提供較高的報酬率，也擁有較低的損失風險。

但是如果採取我們認為比較適切的外部觀點的話，投資人則會得到完全不同的結論。就如Mauboussin在書中所闡明的重點一樣，外部觀點看的不只是目前的情勢，同時還考量了所有相關的歷史資訊，以便從較廣泛的角度來檢視目前的環境。根據Jeremy Siegel的傑作《投資人的未來》（The Future for Investors）一書所指出，在調整過通膨之後，在1802年投資黃金的1美元到2003年的價值為1.39美元，因此在長達200年的期間幾乎沒有提供任何實質的報酬率。截然不同的是在同一期間投資於股票的1美元，在股息和資本利得再投資的情況下將會升值為597,485美元。你沒有看錯這個數字，就長期而言，股票累積財富的能力遠遠超過於黃金，因為它們代表的是擁有長期成長企業的股份所有權，同時也因為股票股息所產生的現金流量可以進行再投資，進一步提升報酬率。

但是你可能會問，那麼自2003年以來的情況如何呢？黃金自當時起就開始表現優異，而股票則幾乎在原地踏步。這個說法部份屬實。黃金自2003年年底以來的確已經上漲了3倍，金價從每盎司400美元上漲到將近1,200美元。如果延續先前的歷史報酬率計算黃金價值，1802年的1美元黃金到現在約成長至3 x \$1.39=\$4.17美元。在調整通膨之後，這個數字會略低一些，但是我們姑且忽略這個部份，所以你可以看到，黃金在與股票一較長短時，需要天時地利人和一切條件的配合。標準普爾500指數在2003年的收盤數字為1,112點，在撰寫此份報告時，指數的位置也處於幾乎一樣的水準。所以讓我們姑且視它為原地踏步吧。但是這是在計算股息之前，平均而言，股息每年複合成長率約為2%。這個數字還沒有計入通膨影響，自2003年以來每年的通膨率平均也在2%左右。因此，股息與通膨影響互相抵消下，更新後的股票報酬率表現和原來相同為597,485美元。所以到目前為止，股票自1802年以來相較於黃金的報酬率不是原來的429,845倍，而只有143,282倍。黃金如果要趕上股票的長期報酬率，我們估計黃金每盎司的價錢必須升高到173,500,000美元才行。這看起來是個不可能的數字。

投資展望

我們依然對明年美國股市的展望感到正面。我們持續認為標準普爾500指數在2010年年底之前有上漲到1,250-1,350點的機會。我們目前估計標準普爾500指數的下檔風險在950-1000點之間，不過隨著經濟復甦和企業獲利持續改善，這個區間應該會隨著時間而上調。在標準普爾500指數約為1,110點的情況下，報酬風險比（現在約為1.4比1）將不如今年稍早時有利，但是我們認為在未來的1年內上檔的機會將高於下檔的風險。

重要的是我們認為接下來市場出現任何明顯的修正都會讓投資人更有利可圖。指數在1,050點時，標準普爾500的報酬 - 風險比將會回升到超過3比1。指數下滑至1,000點時，則為12比1。所以就我們的思維看來，如果市場因為任何原因而下挫，請不要感到絕望，因為那正代表進場投資的好時機。

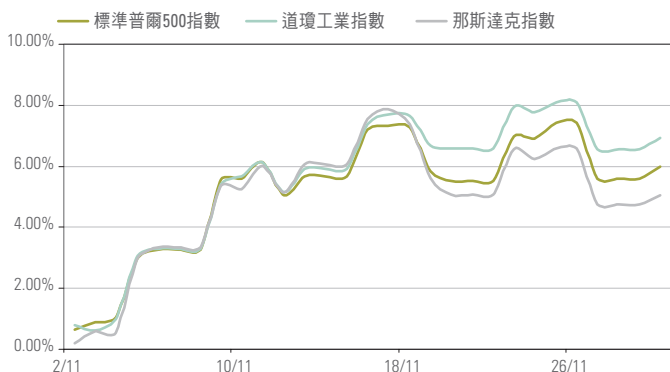
在本文結束之前，我們希望能夠帶給讀者兩種評估市場的觀點 - 內部觀點和外部觀點 - 並讓每位讀者決定哪一個觀點是與投資較為相關的架構。內部觀點認為市場不會再往上走，因為我們目前的環境有太高的風險和不確定性。媒體早已經列出了種種令人擔憂的因素：金融體系仍顯脆弱、經濟復甦表現低於預期、龐大的預算和貿易赤字、弱勢美元、來自通膨和通縮壓力的雙重威脅、居高不下且節節上升的失業率、伊拉克與阿富汗的戰事持續不斷、伊朗核子危機、社會福利制度的龐大資金需求、醫療保險和醫療輔助計畫、醫療保健體系的改革包袱和可能調升的稅率...聽起來我們每天早上能夠有勇氣從床上爬起來真是個奇蹟。

相對而言，外部觀點認為我們確實有許多事情需要擔心，但是古往今來一直是如此。擔心、隱憂和問題都是投資環境中不可避免的一部分，就像它們也是我們生活當中不可避免的一部分一樣。外部觀點要我們以更宏觀的角度來檢視眼前的狀況。長期而言，股票一直是建立財富的良好工具。尤其在經歷了長期表現不佳的情況後更是如此，就如我們剛剛經歷過的這10年期間一樣。更明確的說，根據賓州大學 Jeremy Siegel 所收集的資料指出，股票在1871年以來的所有10年期間的平均實質年報酬率為6.66%（調整過通膨之後）。加上目前的10年期間，總共有14個10年期間的股票報酬率為負值。在之前的13個負報酬期間之後的10年股市實質報酬率平均為10%，高於長期平均值50%，更比債市的報酬率高出2倍之多。

有鑑於資金目前從美國股票共同基金流出而轉入債券基金，投資人顯然是受到了內部觀點的影響。我們認為他們犯了一個很大的錯誤。

美盛資金管理的全體同仁謹祝我們的客戶身體健康、佳節愉快，並且我們一如往常地感謝您的支持，並歡迎您的批評指教。

11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	11月份	季度至今	年初迄今
廣泛股市指數			
標準普爾500指數	6.00%	4.03%	24.07%
道瓊工業指數	6.92%	7.08%	21.52%
羅素1000指數	5.89%	3.55%	25.38%
那斯達克指數	5.05%	1.26%	37.30%
Dow Jones US Total Markets 指數	5.61%	2.88%	25.02%
羅素2000指數	3.14%	-3.86%	17.70%
羅素1000成長指數	6.14%	4.71%	33.09%
羅素1000價值指數	5.64%	2.40%	17.61%
標準普爾500類股指數			
標準普爾500非民生必需品	6.95%	4.37%	35.20%
標準普爾500民生必需品	4.00%	5.30%	15.20%
標準普爾500能源	3.26%	6.61%	14.93%
標準普爾500金融	4.42%	-1.82%	19.04%
標準普爾500健康護理	9.30%	6.87%	17.26%
標準普爾500工業	9.06%	4.04%	19.39%
標準普爾500資訊科技	5.19%	4.82%	53.12%
標準普爾500原物料	11.56%	5.67%	46.22%
標準普爾500電訊服務	6.50%	2.67%	4.10%
標準普爾500公用事業	4.81%	1.63%	6.04%

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