

誰害怕橫向整理的市場？



Robert G. Hagstrom, 特許財務分析師
資深副總裁, 投資組合經理

過去二十五年，投資人經歷過兩種不同的股市—牛市和熊市，也就是股市連續上漲或下跌數年的時間。但除此之外，還有第三種許多現在的投資人較不熟悉的市場，叫做「橫向整理」，也就是長期漲跌有限的市場。

股市長期橫向整理的情形已經有一段時間不曾出現了（但在二十世紀很常見）¹。道瓊工業指數在1975年10月1日是784點，大約七年後，在1982年8月6日，一樣收在784點。儘管這段期間企業的名目獲利有成長，但股價仍然下跌。1975年底，標準普爾五百指數的落後本益比將近有十二倍。到了1982年秋，標準普爾五百指數的落後本益比已經跌到約七倍左右。

部分股市預測人士認為現在和1970年代末的情形很相似²。在經濟復甦力道微弱的情況下，企業獲利成長率令人擔憂。獲利成長循環到達谷底時，市場對本益比下滑的憂慮通常也會達到高峰³。也有部分人士擔心美元貶值會推升商品價格，助長通膨。

橫向整理市場的操作策略

如果未來幾年股市橫向整理，投資人應如何應對？採用被動式指數投資法的投資人報酬率可能不會太高，因為標準普爾五百指數目前的收益率是2.2%，和1970年代末的5%相距甚遠。

也有人說現在是買低賣高的「交易員市場」，認為當股市橫向整理時，「長期持有」的策略不管用，唯有快速買賣才有可能獲利。我對這一點沒什麼意見，只認為這一點對絕大多數的投資人來說相當困難。買進股價急漲的股票，在股價反轉下跌前獲利了結的作法聽起來很吸引人，但實際上卻很難成功執行。如果你有考慮採取這樣的操作方式，請做個深呼吸，向自己坦承只有很少部分的人能夠藉此獲利。

長期投資人可能以為，唯有投資股息殖利率高的個股，才有可能創造良好的總報酬率⁴。股息殖利率雖佔總報酬的很大一部分，但並不是橫向整理市場中報酬的唯一來源。的確，儘管股市多半時候只是空轉，並未前進，但若持有能夠創造價值的個股三到五年的時間，仍有許多創造超額報酬的機會。

橫向整理的市場對選股者有利

我們相信在橫向整理市場中，若持有能夠創造價值的個股三到五年的時間，仍有許多創造超額報酬的機會。

因此，我們決定研究1975到1982年股市橫向整理這段期間的市場行為，因為波克夏哈薩威的巴菲特在這段期間創造卓越的投資報酬⁵，累積總報酬率達到676%，平均每年報酬率是34%⁶。請注意，他並不是交易員，而是持有優異企業的股票長達數年。

我們的研究團隊檢視1975到1982年間前五百大上市公司的股價表現⁷，研究結果出乎我們的意料。

以1975到1982年間每年年初市值最高的五百支個股為樣本，我們發現平均只有3%的大型股股價會在下一年上漲100%以上。換句話說，每年在這500支股票中，平均只有16支股價會漲一倍。即使是最會選股的人，也很難每年都挑中這些股票。

若把持有期間拉長到三年，結果較令人寬慰。以滾動三年期間而言，有18.6%的個股股價上漲一倍，等於500支股票中有93支個股。

若把持有期間拉長到五年，結果更令人驚訝。高達38%的個股股價會上漲一倍或更多，也就是500支股票中有190支個股。

問題是，為什麼有38%的股票可以在指數幾乎聞風不動的情況下，股價上漲一倍？提出答案的人不是財務學的教授，是當代最具影響力的演化生物學家古爾德（Stephen Jay Gould）。

卓越表現的散播

古爾德在他備受好評的《生命的壯闊—古爾德論生物大歷史》（Full House: The Spread of Excellence From Plato to Darwin）一書中探討區分系統呈現的趨勢與系統本身趨勢的重要性。「以前柏拉圖的策略是把整間屋子視為單一事物（平均）……長期追蹤這單一事物的路徑，結果通常會導向錯誤和困惑⁸。」因為一般人有「尋找趨勢的強烈渴望」，往往將他們導向「發掘不存在的方向」⁹。

套用古爾德的說法，把1975至1982年間的股市視為「整間屋子」（市場平均）觀察的投資人，會做出錯誤的結論，誤以為市場是橫向整理，其實股市內差異極大，有許多創造高超額報酬的機會。

古爾德告訴我們，研究系統內的差異，更能觀察長期變化的模式。他表示，這些變化的模式被視為改進的趨勢，也就是他所謂的「卓越的散播」。

把這個概念套用在股市上，就能看出原本以為是沒有上下漲跌趨勢，橫向整理的市場，其實內部有許多差異。這又引發兩個問題：改進的趨勢何時發生？誰決定哪個個股會上漲？

下表列出標準普爾五百指數成分股的十大產業、各個產業的企業總數，以及五年滾動期間內表現超越大盤的個股比例。

請參閱末頁的重要資訊。

一年滾動期間內股價上漲一倍的個股數目(前五百大企業)

| 年度期間 | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 總計 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 個股數目 | 46 | 5 | 0 | 2 | 27 | 34 | 2 | 8 | 124 |
| 佔500大企業比重 | 9.2% | 1.0% | 0.0% | 0.4% | 5.4% | 6.8% | 0.4% | 1.6% | 3.1% |

三年滾動期間內股價上漲一倍的個股數目(前五百大企業)

| 年度期間 | 1975-77 | 1976-78 | 1977-79 | 1978-80 | 1979-81 | 1980-82 | 總計 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|
| 個股數目 | 148 | 36 | 48 | 132 | 101 | 93 | 558 |
| 佔500大企業比重 | 29.6% | 7.2% | 9.6% | 26.4% | 20.2% | 18.6% | 18.6% |

五年滾動期間內股價上漲一倍的個股數目(前五百大企業)

| 年度期間 | 1975-79 | 1976-80 | 1977-81 | 1978-82 | 總計 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|-------|
| 個股數目 | 268 | 186 | 112 | 193 | 759 |
| 佔500大企業比重 | 53.6% | 37.2% | 22.4% | 38.6% | 38.0% |

資料來源：美盛資金管理研究統計

1975至1982年間，標準普爾五百指數成分股中，上市公司數目最多的五大類股為：工業、原物料、公用事業、金融和非民生必需品類股。有趣的是，能源、健康護理、資訊科技和電信通訊服務類股的企業總數最低。

我們計算哪些產業在各段期間內，股價上漲一倍的個股比例最高，結果則又不一樣。分析五年滾動期間的結果發現，能源產業股價上漲一倍的個股比例最高（67.8%），其次是工業類股（42.7%）和資訊科技類股（42.6%）。敬陪末座者則有電信通訊服務類股（30.6%）、公用事業（28.4%）和民生必需品類股（23.5%）。儘管在研究期間內，能源和資訊科技類股在標準普爾五百指數的上市公司數目最低，但五年滾動期間表現優越的個股比例卻最高，也可說是呈現古爾德的「卓越的散播」現象。

附錄列出標準普爾五百指數的十大類股，並列出各產業在1975至1982年間，五年滾動期間股價上漲一倍以上的幾支個股。許多個股的漲幅更是遠超過一倍。

1975至1982年間全球情勢並不安定。東南亞和中東地區區域性戰爭頻繁。尼克森政權造成的後遺症持續衝擊美國政壇。隨後七年美國分別換了福特、卡特和雷根三任總統。油價每年以兩位數比率持續攀升，擾亂經濟秩序，通膨飛漲，迫使銀行提高貸款利率。到了1980年，通膨已經超過13%。基本放款利率更在當年度到達21%。

分析這些公司名單，很容易就會把表現優越者視為油價與物價上漲的受害者。表現優於平均的名單中，以能源公司漲幅最強勁，還有原物料以及包含天然氣供應商的公用事業。非民生必需品、民生必需品和健康護理類股也有優越表現，因為他們能夠配合物價成長提高價格，漲幅甚至超越通貨膨脹率。

在1975至1982年股市橫向整理這段期間，前五百大上市公司中平均有38%的企業每五年滾動期間股價漲幅超過一倍。

表一：五年滾動期間產業分析

| 產業 | #企業數目 ^A | % 佔企業總數比例 ^B |
|--------|--------------------|------------------------|
| 工業 | 307 | 15.4% |
| 原物料 | 303 | 15.2% |
| 公用事業 | 278 | 13.9% |
| 金融 | 259 | 13.0% |
| 非民生必需品 | 253 | 12.7% |
| 民生必需品 | 217 | 10.9% |
| 能源 | 199 | 10.0% |
| 健康護理 | 87 | 4.4% |
| 資訊科技 | 61 | 3.1% |
| 電信通訊服務 | 36 | 1.8% |
| 總數 | 2000 | 100.0% |

表二：五年滾動期間產業分析

| 產業 | 股價上漲一倍的個股數目 ^C | % 股價上漲一倍的個股比例 ^D |
|--------|--------------------------|----------------------------|
| 能源 | 135 | 67.8% |
| 工業 | 131 | 42.7% |
| 資訊科技 | 26 | 42.6% |
| 金融 | 109 | 42.1% |
| 非民生必需品 | 253 | 36.8% |
| 健康護理 | 217 | 34.5% |
| 原物料 | 199 | 31.0% |
| 電信通訊服務 | 87 | 30.6% |
| 公用事業 | 61 | 28.4% |
| 民生必需品 | 36 | 23.5% |
| 總數 | 759 | 38.0% (加權平均) |

^A 各個產業在1975至1982年間六個三年滾動期間的企業數目。^B 佔企業總數百分比。^C 各產業在檢視滾動期間內股價上漲一倍或一倍以上的個股數目。^D 檢視滾動期間內股價上漲一倍或一倍以上的個股數目除以產業內的企業總數。

資料來源：美盛資金管理研究統計

如果只把橫向整理的股市視為打敗通膨的遊戲，似乎過於簡化。因此我們決定進一步探討，看能不能找出其他不尋常的現象，幫助我們更深入了解市場行為。

請參閱末頁的重要資訊。

我們委託實證研究機構（Empirical Research）檢視1975至1982年間的大型股表現¹⁰。實證研究採用量化研究模型，數據資料庫可回溯至1952年，將個股和股市分成四種類別進行分析。

價格評估型

資本配置與融資型

獲利品質型（成長）

市場反應型（動能）

根據實證研究機構的調查，價格評估型策略在這段期間表現最佳，不單超越其他三種策略，報酬率更比本身的歷史平均高出60%。表現第二佳的企業是獲利品質型（成長），表現超越本身歷史平均的幅度幾乎和價格評估型策略一樣。市場反應（動能）策略表現最差。

這很合理。動能策略通常在市場方向確立時表現最佳，同時也和投資人信心密切相關。市場橫向整理時，由於景氣復甦方向不明，投資人信心上下震盪，有時數據顯示景氣復甦力道加強，股價短暫上漲，然後又出現疲軟的經濟數據，導致股價下跌。在這樣的情勢下，採用動能策略的投資人會經常覺得自己被市場修理。

檢視實證研究機構的分析結果，我們發現在1975至1982年間，最好的選股方式是挑選價值被低估的成長企業。現在偶而會聽到呼籲投資人應考慮採取主動式選股策略的聲音。

這股聲音還很微弱，很遙遠。大家的恐懼可以理解。第一，過去十年是股市自經濟大蕭條以來第二次出現負報酬。反之，同期間十年期國庫券平均每年有6.7%的正報酬。投資人對固定收益證券的偏好自然大過股票，這一點並不令人意外。第二，過去幾年來主動式策略表現多半低於被動式策略，光環不再。但儘管如此，當悲觀心理到達最高點時，往往也是創造高超報酬的良機。

高盛證券最近有份研究報告指出，投資人應選擇主動式策略，放棄被動式策略的幾個理由¹¹：

1. 隨著股市波動性持續降低，朝長期平均移動，個股間的相關性也隨之下滑，顯示未來股價受企業本身基本面的影響較大。
2. 本益比成長的展望有限。如前文所述，股市本益比大幅上揚的可能性不高。若股市本益比提高，通常所有的股票都會水漲船高。但本益比若沒有全面上揚，選股就會更加重要。
3. 景氣復甦低於平均值時，一定會有某些企業的市場佔有率提高，某些企業減少。在成長低於平均的環境中，成長是稀有資源，眾人競逐的結果將推高稀有資源的身價。長期成長導向的企業身價會比和景氣走向密切相關的企業更高。

根據實證研究機構的調查，我們發現挑選價值被低估的成長型企業是1975至1982年間的最適選股策略。

結論

因此，到底誰該害怕橫向整理的市場？未來幾年股市到底會不會橫向整理仍不確定，如果真的這樣（我要特別強調「如果」），動能型投資人可能會特別辛苦。動能策略很難在沒有長期趨勢的情況下創造持續性的獲利。再來則是指數型投資人。如果未來幾年指數變動不大，指數型投資人所能寄望的不過就是2%的股息殖利率。

誰不需害怕橫向整理的市場？選股者！不管是挑選高股利的個股或股東權益成長超越平均值的企業，我認為能夠找出價格錯估股票的投資人就能贏得這場遊戲。

巴菲特認為投資人可分為「懂一點」跟「什麼都不懂」兩種。如果你是「什麼都不懂」的投資人，也就是沒有能力區分哪些股票的價值被低估者，你應該選多元化分散的投資組合，類似指數型投資。「另一方面，如果你是懂一點的投資人，能夠了解企業運作的經濟法則……找出……具備重要長期競爭優勢的企業，那麼傳統的多元化投資（指數型投資）對你沒有用，只會損害你的操作成果¹²。」

未來幾年股市到底會不會橫向整理，這一點仍待討論。但是，本研究的重點在於提醒投資人，不管整體指數的平均報酬率為何，只要了解系統內的變動，仍有許多獲利的機會。不管股市如何變動，經濟如何表現，套句古爾德的話，一定都會有「卓越的散播」。在金融生態體系中，一定都會有模式改變，有改進的趨勢。因此，現在的投資環境對選股者有利，或許更甚於以往。

請參閱末頁的重要資訊。

作者簡介

羅伯特·海格斯壯 (Robert Hagstrom) 是美盛資金管理成長基金的投資組合經理人，同時也替機構投資人管理成長股票投資策略的帳戶。羅伯特擁有美國維拉諾瓦大學(Villanova)學士及碩士學位，1992年取得特許財務分析師執照，目前是美國特許財務分析師協會和費城特許財務分析師協會會員。著有暢銷書《勝券在握：股市奇才華倫巴菲特的投資策略》(The Warren Buffett Way: Investment Strategies of the World's Greatest Investor)，投資相關著作包括《納斯卡原則：運動事業的成功傳奇》(The NASCAR Way: The Business That Drives the Sport)、《核心投資法則：華倫·巴菲特的投資組合》(The Warren Buffett Portfolio: Mastering the Power of the Focus Investment Strategy)、《巴菲特精華：新經濟永恆法則》(The Essential Buffett: Timeless Principles For a New Economy)、《股票投資的大智慧》(Investing: The Last Liberal Art)，以及最新創作《推理大師的投資智慧：如何鍛鍊你的投資理性與邏輯》(The Detective and The Investor: Uncovering Investment Techniques from the Legendary Sleuths)。

附註

1. 在1975年10月至1982年8月之前，股市在二十世紀曾發生過幾次橫向整理。1933年6月30日道瓊工業指數站上98.14點。九年後，1942年5月26日，道瓊收在99.41點。1945年3月6日至1949年6月13日這段期間，股市同樣橫向整理，從161.5點開始，收在161.6點。之後九年間，從1950年1月13日至1958年12月31日，道瓊大漲197%，之後又維持四年的盤整（1958年11月17日567點，1962年10月22日收在568點）。接下來三年1963至1965年又大漲70%，然後又是長達四年令人麻木的橫向整理市場，一直到1970年。在1966年10月10日至1970年2月4日間，道瓊從754.5點開始，也收於754.5點。
2. 「70年代末的情形制訂歷史比較基準」(The Late-70s is Setting Historical Basis for Comparison)，Strategas Research Partners，產業策略報告，2009年6月8日。
3. 標準普爾五百指數在2009年2月的落後本益比為10.4倍，目前則是25倍。很難想像股市本益比還能進一步上揚。股市下階段的重點將擺在企業獲利成長，以與已經高漲的本益比相稱。若企業獲利成長遲緩，股市本益比可能會下跌。如需進一步討論，請見「股票投資組合策略洞見：回歸基本面與本益比縮減戰術手冊」(Equity Portfolio Strategy Insight: The Return of Fundamentals and the Multiple Contraction Playbook)，Adam Parker，Bernstein Research，2009年9月29日。
4. 葛洛斯(Bill Gross)最近在他的新《投資展望》(Investment Outlook，2009年12月出版)中推薦這個策略。
5. 羅伯特·海格斯壯，《巴菲特核心投資法》，John Wiley & Sons，1999年出版。
6. 資料來源：波克夏公司年報，1975-1982月曆年的平均報酬率。
7. 感謝美盛資金管理研究部門，包括研究部門主管Randy Befumo、證券分析師Arturo Rodriquez、研究分析師Peter Shapiro和助理分析師Graham Savage的研究工作。
8. 古爾德，《生命的壯闊－古爾德論生物大歷史》，Three Rivers Press，紐約，2006年出版，第217頁。
9. 古爾德，第41頁。
10. 感謝實證研究機構Michael Goldstein、Brian Cho、Nicole Price和Norman Sanyour的專注研究。
11. 「選擇主動勝於被動的五大理由」(“Top 5 Reasons to Choose Active over Passive Now”)，高盛資產管理，股市基本面洞見，2009年3月。
12. 波克夏哈薩威1993年年報。

請參閱末頁的重要資訊。

產業附錄：列出標準普爾五百指數的十大類股，1975至1982年間，五年滾動期間股價上漲一倍的個股。

非民生必需品

| | |
|-------------------------------|--------|
| Tandy Corp | +1060% |
| Warner Communications | + 778% |
| MCA Inc | + 479% |
| Macy RH & Co | + 450% |
| American Broadcasting Cos | + 419% |
| Levi Strauss | + 408% |
| McGraw Hill Inc | + 382% |
| Time Inc | + 355% |
| Dow Jones & Co | + 354% |
| Capital Cities Communications | + 340% |
| Hilton Hotels | + 321% |
| Times Mirror Co | + 313% |
| Dana Corp | + 304% |
| Knight Ridder Newspapers | + 303% |
| Dun & Bradstreet Cos | + 287% |

健康護理

| | |
|-------------------------------|--------|
| Hospital Corp America | + 557% |
| SmithKline Corp | + 531% |
| Syntex Corp | + 444% |
| Searle GD & Co | + 272% |
| Abbott Laboratories | + 263% |
| International Minerals & Chem | + 255% |
| Pfizer Inc | + 199% |
| Medtronic Inc | + 191% |
| Baxter Travenol Labs Inc | + 170% |
| American Hospital Supply Corp | + 157% |
| Bristol Myers Co | + 138% |
| Rorer Archem Inc | + 130% |
| Squibb Corp | + 122% |
| Johnson & Johnson | + 119% |
| American Cyanamid | + 118% |

原物料

| | |
|---------------------------------|--------|
| Freeport Minerals Co | + 712% |
| NL Industries Inc | + 651% |
| Pacific Lumber | + 338% |
| Alcan Aluminum Ltd | + 324% |
| Asarco Inc | + 304% |
| Placer Development | + 304% |
| Dart Industries | + 297% |
| Newmont Mining | + 291% |
| Boise Cascade Corp | + 287% |
| Kaiser Aluminum & Chemical Corp | + 285% |
| Mead Corp | + 278% |
| Dome Mines Ltd | + 276% |
| Fort Howard Paper Co | + 264% |
| Koppers Co | + 261% |
| American Smlt & Refing Co | + 244% |

通訊服務

| | |
|-------------------------------|--------|
| Southern New England Tel Co | + 163% |
| Communications Satellite Corp | + 154% |
| General Tel & Electrs Corp | + 146% |
| Continental Telephone Corp | + 133% |
| United Telecommunications | + 124% |
| New England Tel & Teleg Co | + 117% |
| Pacific Northwest Bell Tel | + 114% |
| Central Tel & Utils Corp | + 111% |

資料來源：美盛資金管理研究統計

請參閱末頁的重要資訊。

能源

| | |
|----------------------|--------|
| Southland Royalty Co | +1407% |
| Texas Oil & Gas | +1277% |
| Mesa Petroleum | +1028% |
| Amerada Hess | + 555% |
| Superior Oil | + 529% |
| Shell Oil Co | + 500% |
| Murphy Oil Corp | + 490% |
| Schlumberger | + 453% |
| Pennzoil Company | + 406% |
| Sun Oil Co | + 363% |
| Mobil Oil | + 361% |
| Halliburton Company | + 278% |
| Dresser Industries | + 276% |
| Baker International | + 260% |
| Gulf Oil Corp | + 184% |

工業

| | |
|-----------------------------|--------|
| Teledyne Inc | +1605% |
| Boeing | +1445% |
| General Dynamics | + 713% |
| Signal Dynamics | + 607% |
| Raytheon Co | + 504% |
| Martin Marietta Corp | + 490% |
| Fluor Corp | + 460% |
| Cooper Industries | + 433% |
| Rockwell International Corp | + 427% |
| McDonnell Douglas Corp | + 397% |
| Burlington Northern | + 382% |
| Union Pacific Corp | + 382% |
| Honeywell Inc | + 367% |
| Litton Industries | + 346% |
| Northrop Corp | + 302% |

資訊科技

| | |
|---------------------------|--------|
| Tektronix Inc | + 545% |
| Control Data Corp | + 424% |
| NCR Corp | + 415% |
| Hewlett Packard Co | + 311% |
| Digital Equipment | + 307% |
| Perkin Elmer Corp | + 269% |
| Intel Corp | + 217% |
| Harris Corp | + 209% |
| Automatic Data Processing | + 179% |
| Motorola Inc | + 169% |
| Digital Equipment | + 115% |
| Sperry Rand Corp | + 108% |
| Texas Instruments | + 103% |

金融

| | |
|----------------------------|--------|
| American General Ins Co | + 421% |
| Marriott Corp | + 420% |
| Merrill Lynch & Co | + 396% |
| Loews Corp | + 392% |
| Crum & Foster | + 341% |
| Transamerica | + 293% |
| Genstar Ltd | + 293% |
| Western Bancorporation | + 291% |
| Combined Insurance Co Amer | + 289% |
| Unites States Fid & Gty Co | + 237% |
| Security Pacific | + 225% |
| General Reinsurance Corp | + 231% |
| MGIC Investment Corp | + 226% |

資料來源：美盛資金管理研究統計

請參閱末頁的重要資訊。

公用事業

| | |
|---------------------------------|--------|
| Consolidated Edison Co NY | + 419% |
| Enserch Corp | + 330% |
| Arkansas La Gas Co | + 322% |
| Pioneer Corp Tx | + 312% |
| Panhandle Eastern Pipe Line | + 311% |
| Brascan Ltd | + 286% |
| Texas Gas Transmission Corp | + 273% |
| Texas Eastern Transmission Corp | + 253% |
| Southern Nat Res Inc | + 243% |
| Northern Nat Gas Co | + 237% |
| Consolidated Natural Gas | + 228% |
| El Paso Co | + 224% |
| Consumer Power Co | + 219% |
| Houston Natural Gas Corp | + 217% |
| Florida Power Corp | + 215% |

民生必需品

| | |
|---------------------------|--------|
| Kroger Company | + 290% |
| Esmark Inc | + 285% |
| Anheuser Busch Co | + 281% |
| American Brands | + 220% |
| Archer Daniels Midland Co | + 213% |
| Consolidated Foods Corp | + 195% |
| Pioneer Hi Bred Intl Inc | + 190% |
| Heinz HJ Co | + 188% |
| Lucky Stores | + 183% |
| Quaker Oats Co | + 171% |
| Nabisco Inc | + 166% |
| Chesebrough Ponds Inc | + 153% |
| Gillette Co | + 152% |
| Clorox Co | + 147% |
| General Foods Corp | + 145% |

資料來源：美盛資金管理研究統計

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