

高風險資產於2011年底出現反彈



重點摘要

- 在借貸利率降低以及歐元區危機解決有所進展的激勵下，高風險資產在2011年12月出現反彈。
- 從歐盟高峰會結果可看出歐洲各國領袖為解決危機所願意採取的措施。
- 經濟數據仍顯示歐洲將步入溫和衰退。
- 但美國表現不同於歐洲，消費者信心增強、失業率下滑、採購經理人指數強勁、房市數據改善等，均顯示美國經濟可望以溫和速度成長復甦。
- 由於歐洲情勢尚不明朗，研究團隊預期未來一年金融市場將由兩個議題所主導：減債與全球各區經濟成長的落差。

請參閱末頁的重要資訊。

0112

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

市場回顧

高風險資產在12月份出現反彈。由於借貸利率降低、歐洲央行破天荒挹注流動性、加上歐元區各國領袖為解決歐元區危機而提出的方案，推升了市場信心。歐洲央行為舒緩歐洲銀行面臨的籌資壓力，首度透過長期再融資操作提供五百多家歐洲銀行4,890億歐元的資金，顯示央行願意擔任最後借貸者的角色。消息得到正面回應，幾個負債沈重的歐元區國家風險貼水迅速降低，波動率舒緩，公司債、股市及其他高風險資產皆在年底時走揚。

從歐盟高峰會結果可看出歐洲各國領袖為解決危機願意採取的措施。歐盟各國協議將財政紀律納入憲法，違反財政紀律者將自動受到懲處。與會各國同時也討論將原訂於2013年7月實施的歐洲穩定機制（European Stability Mechanism）提前一年啟動，取代歐洲金融穩定基金（European Financial Stability Facility）。同時歐盟各國領袖也同意另外籌資2,000億歐元給國際貨幣基金會，協助解決義大利和西班牙未來兩年的資金需求。但這項計畫因英國拒絕參與提撥份內的300億歐元而面臨挑戰。整體而言，峰會的決議朝「財政契約」的正確方向邁進，但未來不確定性仍高，包含在未來數月內核准與執行新歐盟條約可能面臨的政治與法律障礙。

經濟數據持續顯示歐洲將步入溫和衰退。歐元區第三季經濟成長率預估值顯示季成長率微幅擴增0.2%（年成長率1.4%），出口活動增加抵銷建築產出的縮減。12月採購經理人指數微幅上揚，但仍只有48.3。歐洲央行因而調降政策利率一碼至1.00%，顯示未來可能進一步降息。英國2011年第三季經濟成長率終值高於原先預期，季成長率0.6%（年成長率0.5%）。工業生產下跌0.7%，消費者物價指數成長放緩至4.8%。

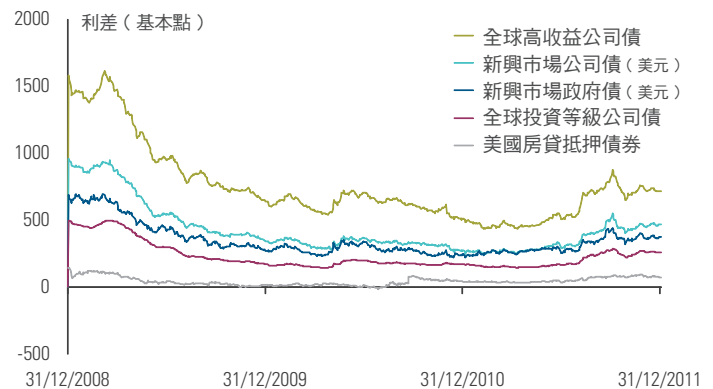
美國經濟數據與歐洲明顯不同。消費者信心增強、失業率下滑、採購經理人指數強勁、房市數據改善等，顯示美國經濟在未來幾季可望以溫和速度成長復甦。聯邦公開市場操作委員會12月會議紀錄顯示，聯準會決定開始公布每季短期利率預測值，以達成聯準會加強溝通策略，提高透明度的目標。美國2011年第三季經濟年成長率預估值由2.0%下修至1.8%，主因為服務業消費支出減少。日本12月短觀調查結果不佳，日本央行也因此調降經濟評估。在其他國家方面，經濟疲軟的徵兆導致中國人民銀行下調存款準備率50個基點，澳洲央行則連續第二個月調降基準利率一碼。

圖一：政府債券殖利率



資料來源：彭博，截至2011年12月31日。

圖二：各類別利差



資料來源：彭博，截至2011年12月31日。

前景展望

2012年的全球總體經濟環境持續籠罩在歐洲情勢變化的陰影下。儘管歐洲央行挹注流動性取得短期成效，避免重大銀行籌資危機，抑制短期恐慌心理，但長期主權債券償還危機仍存。義大利與西班牙（投資人最關心這兩個國家的負債動能）等部分周邊國家借貸成本仍高，且經濟無強勁成長，若風險趨避進一步升溫，可能受到衝擊。義大利與西班牙光是在2012年第一季就要償還高達1,500億歐元的債務，將嚴重測試投資人對兩國債務承受能力的信心。

歐洲央行樂意為銀行系統執行最後借貸者的功能，卻不願意為主權債券扮演同樣的角色。這種形式的量化寬鬆也不能直接取代嚴謹的財政政策。國際貨幣基金會的撥款需要時間通過，歐洲穩定機制的確切運作機制也需要時間決定。等待的過程將營造不確定性，對歐元區周邊國家的主權債務製造壓力。歐洲央行的證券市場計劃（SMP）已經買進2,000多億歐元區周邊國家的主權債券。儘管無法確知即將在1月底召開的歐盟峰會可達成哪些突破性的協商結果，但研究團隊相信歐洲各國要解決

財政問題還有很長一段路要走。此外，嚴格的財政撙節方案也會持續衝擊歐洲經濟成長展望。義大利已推出的眾多減斥方案導致2012年經濟成長率縮減0.5個百分點。西班牙為平衡2011年預算赤字而縮減開支並計畫增稅，但目前仍有200億歐元的財務缺口。重建信心需要具體的決策與清楚的溝通，否則市場將持續在追逐風險與規避風險中不斷搖擺。

由於歐洲情勢如此不明朗，研究團隊預期未來一年內金融市場將由兩個議題所主導：減債（deleveraging）與全球經濟成長的落差。許多國家與產業都開始降低槓桿，但許多已開發國家將出現消費者與政府同步減債的情形。美國與歐洲情勢相反，2012年11月總統大選以前景氣展望較佳。但是，總統大選與歐元區、中東與非洲地區的政治不確定性，加上中國與印

度經濟成長趨緩的疑慮，都是全球經濟面臨的重大風險。中國經濟成長仍然堅實，但年成長率持續放緩。儘管如此，研究團隊仍認為貨幣政策與財政政策可望讓中國達成經濟軟著陸。經濟合作暨發展組織（OECD）預測中國經濟成長將從2011年的9.3%放緩至2012年的8.5%。

預期全球將維持寬鬆貨幣政策，曾同步衝擊新興經濟體與已開發經濟體的通膨威脅將持續舒緩。全球製造業數據復甦，進一步支撐研究團隊的觀點，認為全球經濟正朝溫和復甦的方向邁進。儘管如此，目前這個時點仍須審慎，前方仍有許多險阻。研究團隊將持續運用動態避險策略操作投資組合，控制下跌風險，同時聚焦長期投資價值。

債券市場總報酬		1個月期	12個月期
歐洲：政府公債（歐元）	BarCap Euro-Agg Treasury Index	4.0%	3.4%
歐洲：公司債（歐元）	BarCap Euro-Agg Corporate Index	2.6%	1.5%
歐洲：高收益債（歐元）	BarCap Pan-European High Yield (Euro) Index	3.2%	-3.2%
英國：政府公債（英鎊）	BarCap Sterling Gilts Index	1.7%	16.7%
英國：公司債（英鎊）	BarCap Sterling Corporate Index	2.6%	6.5%
英國：高收益債（英鎊）	BarCap Pan-European High Yield (Sterling) Index	2.0%	-0.3%
美國：政府公債（美元）	BarCap U.S. Agg Treasury Index	1.0%	9.8%
美國：美國房貸抵押債券（美元）	BarCap U.S. Agg MBS Index	0.7%	6.2%
美國：公司債（美元）	BarCap U.S. Agg Corporate Index	2.1%	8.2%
美國：高收益債（美元）	BarCap U.S. High Yield Index	2.7%	5.0%
新興市場：外部政府債（美元）	JPMorgan EMBI+	1.3%	9.2%
新興市場：外部公司債（美元）	JPMorgan CEMBI Broad Composite	1.0%	3.0%
新興市場：當地政府債（美元）	JPMorgan GBI-EM Global Div Comp Unh USD	-1.5%	-1.8%

資料來源：彭博，截至2011年12月31日。

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，本資料僅提供與我們的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。

本投資觀點為西方資產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西方資產管理得隨時更新其觀點。本報告不得視為投資的建議，西方資產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西方資產管理或其所屬企業對於證券買賣之建議。

重要資料

本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）。

資料來源為美盛集團。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