

# 「只要銀行有能力撐到景氣好轉來臨… 那麼就沒有恐慌的理由。」

— 經濟學家凱因斯 (John Maynard Keynes), 《說服論》

## 市場回顧

2011年為令股市投資人失望挫折的一年，過去這一年，一連串的總體經濟事件撼動股市，促使投資人紛紛轉向債券和其他性質類似債券的投資工具。雖然美國主要指數的表現在2011年整體而言大致持平，但受到歐債危機和數次重大天然災害的影響，股市經歷了極度劇烈的震盪起伏。結果，愈安全的類別愈受市場青睞，使得債券成為全年表現最佳的投資類別。在股市方面，表現最佳的是具備類似債券性質的股票，例如具高資本報酬率，並將現金股利配還給股東的大型企業。這些因素也影響了投資風格和類股的績效。美國股市表現連續第二年優於國際股市，同時連續第四年優於商品原物料，這個現象明顯與傳統思維矛盾，也提醒了投資人，顯而易見的現象往往不見得是較佳的投資機會。

進一步檢視美國指數就能看到投資人對穩定和殖利率的渴望。道瓊工業指數表現超越其他指數，上漲超過8%。相反地，以小型股為主的羅素2000指數表現墊底，漲幅僅略高於4%。這兩者之間的順序則完全取決於平均市值規模和配息率（表一）。

表一：年初迄今指數表現

指數名稱	2011年 報酬率	平均市值 (十億美元)	配息率
道瓊工業指數	8.38%	\$122.17	2.61%
標準普爾100指數	3.19%	\$72.67	2.28%
標準普爾500指數	2.11%	\$23.32	2.12%
羅素1000指數	1.53%	\$13.72	2.04%
Dow Jones Wilshire 5000 指數	0.57%	\$3.93	2.00%
那斯達克指數	-0.79%	\$1.64	1.48%
標準普爾中型400指數	-1.73%	\$2.71	1.50%
羅素2000指數	-4.17%	\$0.66	1.51%

資料來源：Wilshire、羅素®、那斯達克® (via 彭博訊社)、標準普爾 (via 彭博訊社)，截至2011年12月31日。

道瓊指數成分股多為優質企業是該指數績效超越大盤的主要原因。從量化分析的角度來看，股票的品質和資本報酬率的高低和穩定度成正比。資本報酬率較高且相對穩定的股票通常品質也較佳，而報酬低、相對波動性較高的股票通常被歸納為品質較低。在此定義下，我們不難從野村證券追蹤的54個因素當中，透過相對績效的比較看出品質對股票報酬率的貢獻度（表二，表三）。尤其總資產報酬率（ROA）和投入資本報酬率（ROIC）在2011年表現都很優異，營業收入、銷售金額與每股盈餘（EPS）變動性的表現則差強人意。綜而言之，較高且穩定的報酬率是2011年的重點。

但品質並非一切，將資本還予股東也很重要。五年配息成長率、配息率加庫藏股買回收益率（亦稱「所有權人收益率」），和庫藏股買回都是影響2011年表現的重要因素（表二、表三）。簡而言之，如果你是一家擁有穩定報酬率，又著重於現金配息的公司，那麼2011年應是成果豐碩的一年。這也難怪道瓊指數和其成分股當中較具固定收益特性的股票會有領先群倫的表現了。

表二：野村證券研究之2011年影響股票表現之前10大因素

因素	1年報酬率	排行
總資產報酬率	26.9%	1
投入資本報酬率	25.6%	2
五年配息成長率	19.7%	3
配息率 + 庫藏股買回收益率	17.5%	4
五年每股盈餘成長	14.5%	5
庫藏股買回	14.1%	6
息稅前收益/WCPPE	13.8%	7
息稅前收益/企業價值	13.4%	8
息稅前收益/股價	10.7%	9
息稅、折舊及攤銷前收益/企業價值	10.5%	10

資料來源：野村證券，經野村證券同意使用。

請參閱末頁的重要資訊。

表三：野村證券研究之2011年影響股票表現之後10大因素

因素	1年報酬率	排行
股價淨值比（不包括企業信譽）	-8.5%	45
研發／銷售	-10.8%	46
股價淨值比	-10.9%	47
預估離散度	-12.6%	48
Op Inc. 變動性	-13.9%	49
銷售變動性	-14.9%	50
每股盈餘變動性	-18.9%	51
違約風險	-24.8%	52
商品	-24.9%	53
貝他值	-27.3%	54

資料來源：野村證券，經野村證券同意使用。

這個績效模式也反映在2011年的投資風格和類股績效上。從投資風格的角度來看，我們認為羅素1000成長型指數報酬率比羅素1000價值型指數高出225個基點的原因為成長型「投資風格」較強調品質的緣故。就類股層面而言，公用事業、民生必需品、健康護理和電信服務等類股優越的表現也係來自於重視高配息、高庫藏股買回，和穩定且具吸引力報酬率的題材（表四）。相反地，缺乏穩定配息或系統化庫藏股買回計畫，或2011年報酬率波動較大的公司表現則相對落後，其中又以資訊科技、工業、原物料和金融類股最為顯著。

表四：2011年產業表現

標準普爾500指數類股	2011年報酬率
公用事業	19.96%
民生必需品	13.99%
健康護理	12.73%
電訊服務	6.31%
非民生必需品	6.23%
能源	4.71%
資訊科技	2.43%
工業	-0.59%
原物料	-9.65%
金融	-17.02%

資料來源：彭博訊社，截至2011年12月31日。

最後，美國股市表現雖然不及債市，但卻打敗了主要國際股市和商品原物料市場。儘管近年來市場普遍認為，全球經濟成長將由美國以外的海外市場領軍，但美國股市表現不僅領先問題重重的歐洲，也領先之前的熱門市場如中國和印度（表五）。而數年前被認為將是長期贏家的商品原物料表現也再次落後美股。不過那些在2010年備受打擊、因而在2011年選擇規避風險的投資人則收穫豐厚——從資產類別的角度而言，表現最佳的是抗通膨債券、國庫券和其他各種債券，其次才是美國股市，其他成熟市場和新興市場則敬陪末座。

表五：2011年主要股票市場表現（以美元計算）

指數名稱	2011年報酬率
道瓊工業指數	8.38%
標準普爾500指數	2.11%
英國金融時報100指數	-2.06%
德國DAX指數	-16.64%
法國CAC 40指數	-16.05%
莫斯科MICEX綜合指數	-19.41%
日經225指數	-10.41%
香港恆生指數	-17.30%
韓國KOSPI股市指數	-13.01%
上海證交所綜合指數	-16.54%
印度孟買Sensex 30指數	-35.72%

資料來源：彭博訊社，截至2011年12月31日。

## 市場評論

造成2011年市場劇烈震盪的原因很多，但沒有一個比歐洲金融危機更為持久和嚴重。雖然歐債危機離解決仍有一段距離，但我們仍相信最重要的元素並非一個可以解決所有問題的完整解決方案，而是如經濟學家凱恩斯在《說服論》當中所說的一樣，只要歐盟、歐洲央行、國際貨幣基金會和其他央行能夠為歐洲銀行爭取足夠的時間做到去槓桿化，並為投資部位進行避險措施，那麼發生災難性極端事件（tail event）的機率就會降低。

對於那些喜歡拿歐債危機和雷曼兄弟破產事件比較的人而言，了解造成雷曼兄弟事件一發不可收拾背後的真正原因很重要。我們認為真正原因並非由於該公司的財務槓桿操作、壞帳、不良擔保品、詐欺或複雜的金融黑箱作業所產生的無法避免的問題。相反地，真正的問題在於時間——市場沒有時間對雷曼兄弟無法得到紓困的事實做出反應。雖然雷曼兄弟理論上有時間可以準備，但不論是公司內部或金融界人士都沒有預期到美國政府會決定讓這家公司破產。所以當大限來到時，所有人都措手不及，因而產生了不堪設想的後果。

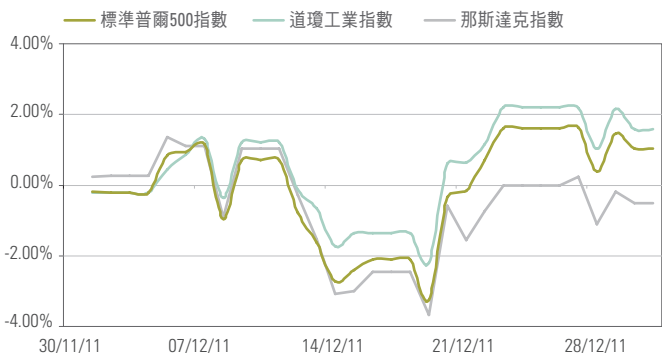
但歐洲銀行危機在任何一方面都剛好相反。歐洲銀行有數年的時間做好準備。金融界也預期各國政府別無選擇，只能讓銀行自力救濟，否則紓困措施會導致貨幣危機和主權債危機同時發生。在這場戲劇性的危機當中，時間和市場期望都站在投資人這一邊。我們相信2012年將是測試這個假設的一年，如果歐洲和全球各國政府所努力換來的緩衝時間能夠讓歐洲避免陷入災難的話，那麼目前股市「規避風險」的氣氛可能會出現轉變。這也表示，大部分具備債券特性的股票在2012年將不再是領先族群，相反地，風險屬性較高的股票則可能成為投資人聚焦的標的。

### 三到五年的投資展望

市場現況似乎也反映了同樣的觀點。Aswath Damodaran所測得的股票風險溢酬已經降到8月以來的最低水準，雖然仍處於較高水準，但相對於2011年10月高點的7.49%，目前已下降至6.04%。從由下而上的觀點來看，標準普爾500指數本益比以2012年預估收益來計算依只有12.0倍，表示投資人若採取作多的立場不需付出太高的代價。這顯然與市場普遍的共識相違背。但就像市場認為國際股市和商品應為較佳資產類別的觀點在過去幾年並未實現的情形一樣，我們相信歐洲應該也會朝向與市場共識不同的方向發展。如果這場危機需要的是時間，而不是立即見效的萬靈丹的話，那麼資產類別之間的相關性會大幅降低，股票則有可能出現上漲。雖然短期回檔幾乎無法避免，但我們仍堅定認為，美國股市在未來三到五年的報酬潛力相當具吸引力。

我們一如往常地感謝您的支持，並歡迎您的批評指教。

**12月份主要指數表現**



**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)，截至2011年12月31日。

**美國股市表現一覽表 (總報酬率)**

類股指數名稱	12月份	季度迄今	年初迄今
<b>廣泛股市指數</b>			
標準普爾500指數	1.02%	11.82%	2.11%
道瓊工業指數	1.58%	12.77%	8.38%
那斯達克指數	-0.51%	8.21%	-0.79%
標準普爾100指數	1.72%	11.90%	3.19%
羅素1000指數	0.84%	11.87%	1.53%
標準普爾中型400指數	-0.37%	12.98%	-1.73%
羅素2000指數	0.66%	15.48%	-4.17%
Dow Jones Wilshire 5000 指數	0.72%	12.01%	0.57%
羅素1000成長指數	-0.32%	10.60%	2.64%
羅素1000價值指數	2.02%	13.10%	0.39%
<b>標準普爾500類股指數</b>			
標準普爾500非民生必需品	1.32%	12.67%	6.23%
標準普爾500民生必需品	2.76%	10.26%	13.99%
標準普爾500能源	-1.02%	18.19%	4.71%
標準普爾500金融	1.79%	10.84%	-17.02%
標準普爾500健康護理	2.92%	9.96%	12.73%
標準普爾500工業	1.17%	16.52%	-0.59%
標準普爾500資訊科技	-0.87%	8.72%	2.43%
標準普爾500原物料	-2.11%	15.39%	-9.65%
標準普爾500電訊服務	4.01%	7.95%	6.31%
標準普爾500公用事業	3.37%	8.28%	19.96%
<b>非美國指數 (以美元計算)</b>			
英國金融時報100指數	-0.05%	8.67%	-2.06%
德國DAX指數	-6.64%	3.31%	-16.64%
法國CAC 40指數	-3.18%	2.70%	-16.05%
莫斯科MICEX綜合指數	-10.66%	2.89%	-19.41%
日經225指數	1.11%	-2.52%	-10.41%
香港恆生指數	2.60%	5.40%	-17.30%
韓國KOSPI股市指數	-2.49%	5.37%	-13.01%
上海證交所綜合指數	-4.55%	-5.51%	-16.54%
印度孟買Sensex 30指數	-5.68%	-13.30%	-35.72%

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)，截至2011年12月31日。

請參閱末頁的重要資訊。

#### 重要資料

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。

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