

## 市場回顧

標準普爾500指數在12月中曾面臨大量賣壓的挑戰，但12月最終仍以上漲+1.93%作收，全年漲幅達+26.46%。用來衡量市場買賣壓力的ARMS指數（又稱交易員指數或TRIN）在12月17日上揚至6.81，創下自2009年3月底以來的最高點，顯示賣壓上揚，許多投資人顯然決定在年底前獲利了結。由於2009年股市表現大幅超越多數人預期，2010年的股市和經濟成長展望將會是許多投資人關心的重要議題。

### 總報酬率

指數名稱	12月份	第4季	2009年
標準普爾500指數	+1.93%	+6.04%	+26.46%
道瓊工業指數	+0.95%	+8.10%	+22.68%
那斯達克指數	+5.87%	+7.20%	+45.36%
標準普爾中型400指數	+6.27%	+5.56%	+37.38%
羅素2000指數	+8.05%	+3.87%	+27.17%
Dow Jones US Total Markets 指數	+2.84%	+5.81%	+28.57%
標準普爾100指數	+0.80%	+5.86%	+22.27%
羅素1000成長指數	+3.09%	+7.94%	+37.21%
羅素1000價值指數	+1.77%	+4.22%	+19.69%

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	12月份	第4季	2009年
英國金融時報100指數	+2.78%	+7.11%	+41.71%
德國DAX指數	+1.39%	+2.79%	+25.92%
法國CAC 40指數	+2.54%	+2.09%	+31.19%
莫斯科MICEX綜合指數	+3.87%	+14.37%	+119.96%
日經225指數	+5.52%	+1.12%	+18.31%
香港恆生指數	+0.21%	+4.62%	+56.57%
韓國KOSPI股市指數	+8.36%	+1.56%	+66.56%
上海證交所綜合指數	+2.56%	+17.91%	+82.58%
印度孟買Sensex 30指數	+3.28%	+5.66%	+91.71%

資料來源：彭博訊社

我們在去年此時的每月市場評論中提到，「預期2009年將會是短期展望與長期投資機會之間的拉鋸戰。短期展望仍相當艱困，但其實目前普通股充滿許多長期投資的機會。我們認為股市多空交戰的結果，最後多方將會佔上風，年底道瓊和標準普爾500指數可能會分別上漲+25%至+30%。這樣的預測看似有些「極端」，其實這樣的漲幅也不過是把指數帶回2008年9月的水準而已。」

由上表可看出，道瓊工業指數漲幅雖然比我們的預測稍低一

些，但標準普爾500指數的漲幅落在我們的預測區間內，多數其他美國主要股價指數不是落在區間內、就是超越預測。儘管道瓊工業指數與預測低點有微幅差距，但我們的預測基本上算是恰到好處。先前我們原以為指數可望維持在2008年11月時的低點，但股市在2009年2、3月時像熱刀切奶油般直直滑落，一路跌破2008年11月的低點，直至3月底才觸底，當時指數看起來很難達到我們預測的漲幅。結果標準普爾500指數從3月9日的低點至年底共上漲+67.80%，道瓊工業指數漲幅則為+63.13%，那斯達克指數漲幅更高達+80.25%。

對3月時投資比重偏低或尚未進場的投資人來說，股市的上揚令人沮喪，因為這段期間大部分的修正不但時間短，幅度也很小。每次向下修正後，芝加哥選擇權交易所的賣權／買權比都會飆高，同時會出現其他轉空的跡象。這是因為投資人經歷2007至2009年熊市的嚴重衝擊後信心受創，只要股市一拉回便快速採取保護措施，避免更深的下跌損失。我們上個月曾提到，在我們的經驗裡，從來沒有像2009年的狀況，股市雖然大漲，但投資人從中獲得的快樂卻如此之少。

2010年的市場預測一如預期的眾說紛紜。看法最悲觀的是來自多倫多的避險基金經理人史普特 (Eric Sprott)。根據彭博社記者瓦克夫 (Matt Walcoff) 在2009年12月29日的報導，投資金礦類股與金塊多年的史普特認為，在熊市結束前，標準普爾500指數會跌破2009年3月9日676.53的低點。對未來展望並不樂觀的史普特在12月18日接受彭博社的專訪時提到，「我們現在正處於一個會持續15到20年的熊市，而這個熊市目前已經過了9年。」

資深市場人士，摩根史坦利長期策略分析師，現任黑石顧問服務 (Blackstone Advisory Services) 副董事的偉恩 (Byron Wien) 對股市展望則較具信心，但也稱不上樂觀。他在2010年1月5日星期二和CNBC分享他的2010年度十大驚喜預測。他認為，儘管今年經濟將強勁成長，企業獲利高於預期，但今年股市將會像雲霄飛車般急漲急跌，標準普爾500指數將在上半年上漲到1,300點後失去動力，回跌至1,000點，然後再度上揚，年底時將會收在和年初相同的水準。

研究機構 Birinyi Associates 的普萊斯 (Kevin Pleines) 綜合九大華爾街金融機構的預測，包含美國銀行／美林證券、巴克萊、花旗集團、瑞士信貸、德意志銀行、高盛證券、JP摩根、摩根史坦利和瑞士銀行，取其平均值，各大金融機構預測標準普爾500指數2010年底為1,222點，標準普爾指數的平均每股盈餘則為\$76美元，實質經濟成長率為3.1%。我們認為這些皆為合理預測，但我們的內部預測 (本文稍後將會提到) 比上述都更為樂觀。

若標準普爾500指數確實在2010年底到達Birinyi的共識預測1,222點，表示股市上揚+9.6%。繼2009年上漲超過+25%之後，許多觀察家可能會認為2010年不太可能再度出現將近

請參閱末頁的重要資訊。

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

兩位數的漲幅。有趣的是，股市歷史數據顯示的結果剛好相反。Birinyi Associates 的瑞克特 (Cleve Rueckert) 研究結果顯示，從1945年迄今，標準普爾500指數有17年漲幅超過+20%，且其中13年 (76.47%) 隔年股市繼續上漲，平均漲幅達+9.78%。最後還有 Birinyi 的克朗伯 (Amanda Crumb) 和普萊斯所做的研究顯示，2010年股市有機會延續前一年的良好表現。兩人利用Birinyi內部的交易員手冊發現，自1945年以來，當年度第一個交易日漲幅超過+1%的那10年，全年度股市平均表現為上揚+14.57%，只有一年 (1990年) 出現負報酬。

## 投資展望

我們樂觀看待2010年的美股展望。我們團隊之中有些人的看法又更為樂觀，但基本上只是樂觀程度的差別而已。我們在近期評論中提過，標準普爾500指數在2010年底時可能落在1,250至1,350的區間。從目前現有證據來看，這樣的預測區間仍相當合理。

每年12月，美盛資金管理都會進行選股比賽，我們的基金發掘投資點子，同時也評估同仁對個股、經濟成長與股市整體展望的共識與信念。每一位美盛資金管理的員工，不只是投資團隊，都要挑選12支股票作為未來一年的投資組合，每個人都要預測標準普爾500指數、道瓊工業指數和那斯達克指數等主要股價指數未來12個月的表現，以及幾個重要經濟數據，包含未來一年的實質經濟成長率和消費物價指數，聯邦資金利率、十年期國庫券殖利率以及油價年底時的水準等。去年選股比賽的贏家包括首席交易員 Michael Ray 和客戶服務代表 Mark Andrusis，投資組合報酬率分別為+144.62%和+113.14%。整體投資組合的表現均很強勁，82個投資組合中有75個表現超越標準普爾500指數+26.46%的報酬率，投資組合報酬率中位數超過+48%。公司同仁去年大多看好股市，但從結果來看，還不夠樂觀。同仁對標準普爾500指數2009年漲幅的平均預測值為+14.69%，結果實質報酬率高出將近1,200個基點。

如上所述，團隊看好2010年美股展望，預期道瓊工業指數、標準普爾500指數和那斯達克指數平均漲幅分別可達+15.69%、+17.24%和+20.09%。美盛資金管理董事長兼首席投資長比爾米勒對股市展望比同仁更樂觀，認為標準普爾500指數今年漲幅可達+20%或更高。團隊對2010年實質經濟成長的共識預測為3%、消費物價指數上揚2.4%、年底油價會收在\$77.50美元，聯邦資金利率和十年期國庫券殖利率年底將會分別到達1%和4%。同時比爾也比團隊共識更看好經濟成長，預期2010年的實質經濟成長可達+5.0%或更多，認為聯邦資金利率將在年底降至0.5%，十年期國庫券殖利率為4.25%。

我們在建構對來年的預測值時，考量下列四個因素：(1) 先前討論過的歷史經驗；(2) 投資人信心；(3) 經濟和企業獲利展望；以及最重要的(4) 股價評估。

要衡量投資人信心並不容易，因為經濟數據好壞摻雜，而每個人都是看自己想看的。看空的人認為其他人也都看空，反之亦然。因此，我們在挑選數據時都盡量提醒自己資深市場技術分析師曼得森 (John Mendelson) 的告誡，要觀察人們的行為、而非他們的言論。多項投資人信心調查，譬如 Ned Davis 的群眾信心調查和投資顧問調查都已經進入「極度樂觀」的領域，許多投資人和投資顧問最近都發表看多的言論，但我們觀察資金流動數據卻顯示，投資人和投資顧問的行為仍然是看空股市的表現。Leuthold Group 編纂的數據顯示，共同基金投資人12月從美國股票型基金中贖回\$80億美元的資金，使得2009年全年度共贖回\$370億美元。我們認為這樣的舉動實在稱不上是看多股市的表現。同時我們也發現，自3月以來，每次市場一出現下跌的徵兆，芝加哥選擇權交易所的賣權/買權比就會快速上揚至看空的水準，顯示投資人對股市上揚仍有諸多疑慮，因此一下跌就會迅速採取行動保護自己。總而言之，投資人信心已不像2009年3月時那樣悲觀，但我們認為投資人對股市展望依然過於悲觀，而我們認為這對市場而言是有利的。

我們認為，最近的經濟數據充分顯示經濟衰退已經結束，景氣已經開始復甦。ISM供應管理協會在1月4日公布，12月工廠指數上揚至55.9，創下2006年4月以來的新高。這項最新數據公佈前，供應管理協會才宣布12月芝加哥製造業訂單指數上揚至64.4，為2007年5月以來的新高水準。同時ISI集團也認為經濟成長強勁的跡象相當全面性，並於1月4日公布12月的零售業調查指數為53.2，為十六年來該月份最高的一次，也比景氣衰退時的低點22.8反彈許多。此外，ISI集團的數據也顯示貨車運輸業與臨時雇員就業情況的改善狀況非常良好且持續。儘管最近有許多正面的經濟消息，但多數觀察家仍認為景氣只會溫和復甦，彭博社對2010年實質經濟成長率的共識預測為2.7%。但我們相信景氣復甦的力道將遠勝於此，實質經濟成長率將落在4%至5%的區間內，甚至更高。同時也認為就業率會在下個月左右開始成長。儘管就業率是落後指標，預測效益不高，但由於媒體對就業數據高度關注，因此我們認為一旦就業率開始上揚，將可大幅提振消費者信心。

我們認為企業獲利展望也相當強勁。12月最後一週，投資研究機構 First Call 的獲利修正指數達到74.3%，表現強勁。事實上，ISI集團認為 First Call 修正指數最近13週的強勁表現是「前所未見，且差距甚大」。ISI集團用來預測企業獲利的迴歸模型顯示2009年第四季和2010年上半年年化後的企業獲利成長將達+35%。我們認為目前彭博社對標準普爾500指數2010年每股盈餘\$76.25美元的共識預測高估和低估的機率各半。

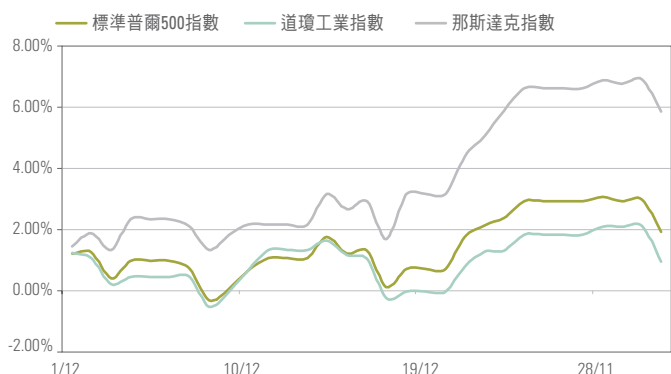
在股價評估這個重要議題方面，我們使用 Michael Mauboussin 開發的現金流量折現模型觀察。簡單地說，我們的現金流量折現模型需要四個因子來計算公平價值乘數 (fair-value multiple)：(1) 長期獲利成長率；(2) 長期股東權益報酬率；(3) 加權平均資金成本 (十年期國庫券殖利率加上股權風險溢價)；(4) 競爭優勢期間 (預期報酬率高於資金成本的年

數)。我們在標準普爾500指數的基礎預測當中，四項有三項已經維持一段時間沒有變動：長期獲利成長率6%、股東權益報酬率16%和20年競爭優勢期間。唯一改變的是我們在這波金融危機把股東權益報酬率從4%提高50個基點至4.5%，以反應投資人風險趨避提升的程度。

將金融危機期間4.5%的股東權益報酬率加上3.82%的十年期國庫券殖利率，加權平均資金成本等於8.32%。將加權平均資金成本納入其他基礎預測，用現金流量折現模型計算出標準普爾500指數的公平價值乘數約為17.5。若以共識預測的每股盈餘\$76.25美元來看，表示標準普爾500指數的公平價值為1,334點。假設金融危機最糟糕的時刻已經過去，股東權益報酬率將回歸至長期平均值4%，則標準普爾500指數的公平價值乘數會升至19.3，2010年底的隱含目標價則上揚至1,472點。至於風險溢價在目前的環境下是否應更為重要，則留給客戶自行判斷。我們認為，即使用較保守的假設來估算，市場也會大幅上揚。

一如以往，我們感謝各位的支持。如有任何指教，請不吝告知。

12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 )

2009年主要指數表現



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	12月份	第4季	2009年
<b>廣泛股市指數</b>			
標準普爾500指數	1.93%	6.04%	26.46%
道瓊工業指數	0.95%	8.10%	22.68%
羅素1000指數	2.43%	6.07%	28.43%
那斯達克指數	5.87%	7.20%	45.36%
Dow Jones US Total Markets 指數	2.84%	5.81%	28.57%
羅素2000指數	8.05%	3.87%	27.17%
羅素1000成長指數	3.09%	7.94%	37.21%
羅素1000價值指數	1.77%	4.22%	19.69%
<b>標準普爾500類股指數</b>			
標準普爾500非民生必需品	4.54%	9.10%	41.33%
標準普爾500民生必需品	-0.26%	5.02%	14.89%
標準普爾500能源	-0.93%	5.62%	13.86%
標準普爾500金融	-1.51%	-3.31%	17.24%
標準普爾500健康護理	2.08%	9.09%	19.70%
標準普爾500工業	1.29%	5.39%	20.93%
標準普爾500資訊科技	5.62%	10.70%	61.72%
標準普爾500原物料	1.61%	7.36%	48.57%
標準普爾500電訊服務	4.64%	7.43%	8.93%
標準普爾500公用事業	5.54%	7.26%	11.91%

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 )

請參閱末頁的重要資訊。

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