

「許多事情總在悲觀中創造機會，樂觀中面臨毀滅。」 – 羅馬詩人賀瑞斯，《詩藝》Horace, Ars Poetica

市場回顧

11月最後一星期包括12月前兩天在內的那一週是美國股市自2009年3月多頭波段以來表現最為強勁的一週。標準普爾500指數在這5個交易日上漲了7.5%。受到中國銀行自2008年以來首度調降存款準備率，以及美國聯準會和其他5國央行調降美元貼現率以協助銀行取得央行資金等消息的激勵，MSCI世界指數也連續上漲5个交易日而增加了2.2兆美元的市值。

儘管月底出現一波強勁漲勢，標準普爾500指數11月的報酬率仍為負值。繼10月份出現令人意外的11%漲幅之後，11月表現出現明顯反差。市場走勢波動劇烈，11月的21個交易日當中，超過50%的日子上下震盪超過1%，這些交易日當中有三分之一的震盪幅度超過2%，還有兩天超過3%。

在美國市場，11月表現最差者為那斯達克指數，下跌了2.2%。只有標準普爾100指數和道瓊工業指數的11月表現為正報酬。不過相對於全球股市，隨著投資人紛紛將資金撤離亞洲和歐洲，美國股市在11月反而受到資金青睞。

主要股市報酬率（以當地貨幣計算）

指數名稱	11月份	本季以來	年初迄今
標準普爾500指數	-0.22%	10.68%	1.08%
英國金融時報100指數	0.06%	8.28%	-2.76%
德國DAX指數	-0.85%	10.67%	-11.94%
法國CAC 40指數	-2.45%	6.08%	-13.82%
莫斯科MICEX綜合指數	0.16%	9.84%	-9.43%
日經225指數	-6.16%	-3.05%	-16.02%
香港恆生指數	-9.23%	2.52%	-19.42%
韓國KOSPI股市指數	-3.22%	4.40%	-9.92%
上海證交所綜合指數	-5.44%	-1.06%	-15.36%
印度孟買Sensex 30指數	-8.91%	-1.91%	-20.34%

資料來源：彭博訊社，截至2011年11月30日。

自4月29日高點以來，10月第一週重挫19%的跌幅幾乎讓美國股市進入所謂空頭階段。市場隨後又大舉反彈15%，但是激烈的震盪起伏讓投資人對市場望之卻步。2011年對主動式經理人而言是挑戰性極高的一年。根據美銀美林最近出版的一份報告顯示，至11月30日為止，只有23%的美國主動式股票投資經理人績效表現超越大盤。

投資展望與市場評估

1961年，紐約當代美術館掛起了名畫家馬諦斯的作品“Le Bateau”，47天之後他們才發現這幅畫掛的上下顛倒了。不用說預測，就連了解市場走向，有時候都和美術館那群藝術專家和愛好者判定畫作方向一樣困難。所以美國經濟和市場的方向到底為何呢？

首先，長天期和短天期的利率都接近歷史低點，通膨控制良好，經濟正在緩慢擴張當中，信貸市場表現也不錯，經濟衰退的威脅相當低。最近每月就業人口數字的修正值顯示就業市場表現比初步資料更為強勁。至10月底為止，就業人口已經連續5個月以平均每月增加49,000個工作機會的幅度上修。今年以來每季的消費者支出皆呈現正成長，第3季上漲幅度更達到不錯的2.3%。零售銷售在10月上漲，11月的汽車銷售數字年化後也增加到1,360萬輛，創2009年8月以來的最高水準。美國經濟成長在今年開始增溫，第4季的預估成長率也已經上調。雖然經濟數據並未全面性好轉，但是在進入2011歲末年終之際，美國經濟可能會出現1年半以來最快的成長速度。但是為什麼市場氣氛沒有隨之好轉呢？

究其原因，是因為歐洲經濟局勢的動盪不安抵銷了美國市場的正面訊息，並造成美國與其他地區投資人却步不前。不確定性導致投資人迅速撤離股市。為 RealMoney.com 網站撰稿的 Doug Kass 指出，過去5年，美國散戶投資人贖回了超過4,000億美元的美國國內股票基金，而固定收益基金則湧入了超過8,000億美元的資金。這一來一往相差1.2兆美元的數字創下有史以來投資人偏好債券甚於股票的最高紀錄。根據費城賓州大學華頓商學院的 Jeremy Siegel 教授指出，至2011年9月30日為止，債券的30年投資報酬率也創下自1861年以來首度高於股票的情形。

用於判斷未來3-6個月經濟走向的美國領先指標在10月份上漲了0.9%，創2月以來的最高漲幅。而消費支出表現強勁，可能有助於企業重建存貨水準。美國商務部指出，零售銷售數字的改善主要係受惠於電子產品購買金額出現過去兩年以來的最大增幅。

雖然政策上的重大轉變可能會影響美國經濟的成長走勢，但我們相信二次衰退的威脅已經遠離。投資人可能會對經濟成長的強度感到意外，而我們相信持續改善的基本面將使美國成為未來數年最具吸引力的投資選擇之一。

而價值將是決定價格走勢的最終因素。GMO倍受尊崇的策略專家，也是我們的好友 James Montier 寫了一篇名為《投資

請參閱末頁的重要資訊。

《七大鐵律》的精彩文章。在這篇文章當中，他指出價值是在金融界最接近於萬有引力的不變定律。我們認同他的說法，長期投資的報酬率最終將取決於縮小企業價值和股價之間的差距。在獲得其同意轉載的前提下，他文章中提到的七大鐵律如下：

1. 始終強調安全邊際
2. 這一回永遠不會和上一次不一樣
3. 想賺大錢要有足夠的耐心
4. 逆勢操作
5. 風險是資本的永久性損失，而不僅只是一個數字
6. 對槓桿操作要抱持戒慎恐懼的態度
7. 永遠不投資自己不瞭解的事物

在1987年股災之後，我們敬愛的創辦人ErnieKiehne（去年以92歲高齡過世）寫了一段話給我們的股東。「成功的投資需要一個能利用一般投資人弱點的模式，常人總是在該謹慎以對時過於激進，而在面對大好機會時過於謹慎。這樣的投資方式需要的是紀律，更重要的是要有耐心。史上最佳的投資成果總是屬於那些長期投資人，因為他們著眼於股票價值，而非進場時機，同時他們也永遠孜孜不倦地尋找最好的價值。」

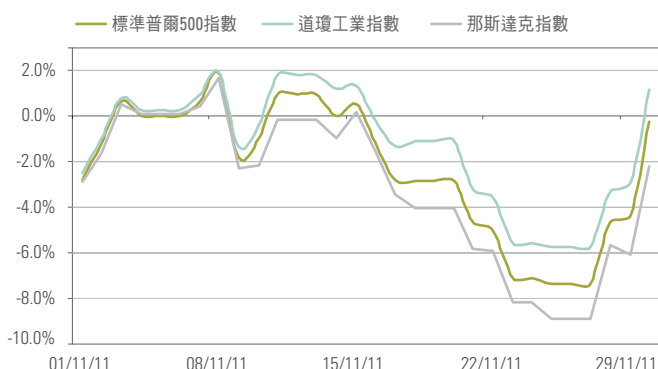
雖然投資人很容易被今年市場的劇烈擺盪和歐洲局勢不明的問題所影響而卻步不前，但是我們相信投資人應該跳脫市場訊息的紛紛擾擾，著重於美國市場所存在的價值。James Montier的定律和Kiehne先生的建議不啻是在市場如此晦暗不明時，為投資人指引方向的明燈。

標準普爾500指數的預估本益比為11.5倍，自由現金流量收益率則為8.4%，企業盈餘成長率更達到兩位數的水準。指數當中市值最大前100家企業的基本面表現更是良好，自由現金流量收益率接近10%，盈餘成長率達到兩位數，本益比不到11倍，配息率達到了2.3%。許多這些大企業的營運範圍相當多元化，並從新興市場獲得強勁的成長支撐力道。這些優質企業在經歷一段非常長時間的低報酬表現之後，最近終於開始繳出較好的絕對與相對表現。

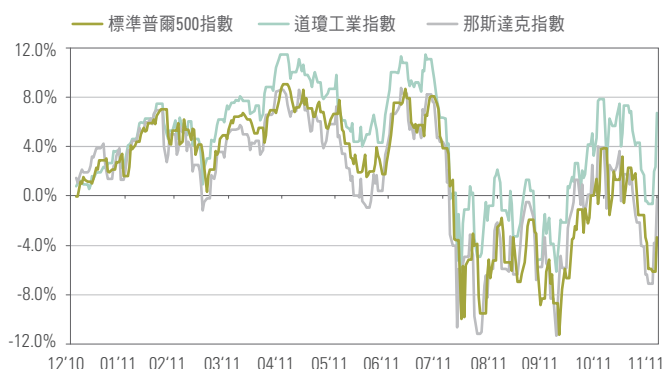
雖然市場上的波動仍可能持續一段時間，但我們和巴菲特的看法一致。他表示：「真正的投資人會歡迎波動性...因為震盪激烈的市場意味著經營穩健的企業每隔一段時間就會出現非理性的低價。」一個平均複合年報酬率達7%的市場將在10年內成長將近一倍。如果成長速度加快，成長翻倍的時間也會進一步縮短。優質美國大型股目前正處於難以置信的誘人價位。我們相信假以時日，優質美國企業過去這段時間在價格和價值上的差距將會逐漸縮小，而股市也將成為未來10年具備良好報酬潛力的投資選擇。

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



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11月30日。

美國股市表現一覽表 (總報酬率)

類股指數名稱	11月份	本季以來	年初迄今
廣泛股市指數			
標準普爾500指數	-0.22%	10.68%	1.08%
道瓊工業指數	1.18%	11.02%	6.70%
那斯達克指數	-2.18%	8.77%	-0.28%
標準普爾100指數	0.06%	10.01%	1.45%
羅素1000指數	-0.24%	10.94%	0.69%
標準普爾中型400指數	-0.30%	13.40%	-1.36%
羅素2000指數	-0.36%	14.72%	-4.80%
Dow Jones Wilshire 5000指數	-0.37%	11.21%	-0.15%
羅素1000成長指數	-0.01%	10.96%	2.97%
羅素1000價值指數	-0.52%	10.87%	-1.60%
標準普爾500類股指數			
標準普爾500非民生必需品	-0.62%	11.20%	4.84%
標準普爾500民生必需品	2.67%	7.30%	10.93%
標準普爾500能源	2.02%	19.41%	5.79%
標準普爾500金融	-4.75%	8.90%	-18.48%
標準普爾500健康護理	1.03%	6.85%	9.54%
標準普爾500工業	1.02%	15.17%	-1.74%
標準普爾500資訊科技	-1.66%	9.68%	3.33%
標準普爾500原物料	0.13%	17.87%	-7.71%
標準普爾500電訊服務	0.79%	3.78%	2.21%
標準普爾500公用事業	1.11%	4.75%	16.04%
非美國指數 (以美元計算)			
英國金融時報100指數	-2.53%	8.72%	-2.01%
德國DAX指數	-4.40%	10.66%	-10.71%
法國CAC 40指數	-5.94%	6.07%	-13.29%
莫斯科MICEX綜合指數	-1.32%	15.17%	-9.79%
日經225指數	-5.70%	-3.59%	-11.51%
香港恆生指數	-9.24%	2.73%	-19.39%
韓國KOSPI股市指數	-5.69%	8.06%	-10.79%
上海證交所綜合指數	-5.74%	-1.01%	-12.57%
印度孟買Sensex 30指數	-15.11%	-8.08%	-31.85%

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11月30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