

## 市場回顧

股市在一月底對投資人投出曲球，以下跌做收，此走勢與原先市場普遍預期股市會在年初強勁上揚、隨後再大幅下跌的看法完全相反。標準普爾五百指數在月初表現尚可，在1月19日創下1,150.23點的反彈新高後，接下來兩週大幅下挫，從這個高點下跌將近7%，月底以下跌3.6%做收。其他美國主要股價指數也隨之下跌，以科技股為主的那斯達克指數受傷尤其慘重，下跌5.34%，羅素1000成長股指數則下跌4.36%。市場一旦轉趨悲觀，似乎任何好消息都無法令其好轉：企業獲利成長持續超越預期沒有用，聯準會主席柏南克連任沒有用（原本仍有疑慮），就連第四季實質經濟成長達到大幅超越預期的5.7%也沒有用。

### 美國指數-總報酬率

指數名稱	1月
標準普爾500指數	-3.60%
道瓊工業指數	-3.32%
那斯達克指數	-5.34%
標準普爾中型股指數	-3.21%
羅素2000指數	-3.68%
道瓊美國總報酬指數	-3.37%
標準普爾100指數	-3.57%
羅素1000成長指數	-4.36%
羅素1000價值指數	-2.81%

資料來源：Wilshire、Ruussel®、那斯達克®（彭博訊社）、標準普爾（彭博訊社）

股市在二月初前幾個交易日反彈，顯示一月大跌可能只是股市自2009年三月開始反彈以來，一連串拉回整理6%至7%的其中一次，但也有可能是長期修正的開端，唯有時間才能證明。認為這次也只是短暫拉回整理的人指出，這次和前幾次的修正都出現VIX波動性指數和芝加哥選擇權交易所CBOE賣權/買權比急速上揚、投資人信心急降的現象（根據Ned Davis研究中心的調查，投資人信心在一月中曾經到達「極度樂觀」）。但有個跡象顯示這波修正可能會持續下去，甚至比之前幾次下修更嚴重，那就是標準普爾五百指數的五十日移動平均在一月底自2009年4月22日以來首次下跌。

一月的下跌對信奉一月指標的投資者來說實在令人失望。這個由賀西（Yale Hirsch）提出的指標認為，股市一月的表現決定全年走向。但我們認為有必要指出，這個指標在股市上揚時對市場行為的預測準確度高於股市下跌時。股市自1950年以來有37個一月上漲，其中有34年，或92%的時間以年度上漲做收，相當了不起的平均打擊率。反之，股市下跌時一月指標的準確度就沒有那麼高。1950年以來股市出現過23個一月下跌，其中有13年以全年下跌做收（56.5%），其他10年則以上漲做收（43.5%）。就這個指標來看，今年到底會漲、還是跌尚無定論。事實上，我們只要看去年的情況就知道一月指標並不完全準確。去年標準普爾五百指數在一月下跌8.6%，全年卻上揚23.4%。因此也可以說，我們認為既然相關證據持續顯示今年股市可望有正向發展，投資人就不需過度擔憂一月股市下跌的情形。

### 非美國指數美元報酬率

指數名稱	1月
英國金融時報100指數	-4.89%
德國DAX指數	-8.81%
法國CAC 40指數	-7.93%
俄羅斯MICEX綜合指數	+2.53%
日本日經225指數	-1.27%
香港恆生指數	-8.14%
南韓Kospi指數	-4.35%
上海證交所綜合指數	-8.78%
印度孟買Sensex 30指數	-5.62%

資料來源：彭博訊社

在產業方面，標準普爾五百指數在一月份唯一上漲的類股是健康護理（+0.49%）。向來在市場波動時被視為安全避風港的民生必需品（-1.08%）、工業（-1.16%）和金融類股（-1.40%）一月表現也都超越標準普爾指數，但原物料類股（-8.61%）、科技類股（-8.43%）和電信服務類股（-8.21%）表現則大幅落後。電信通訊業者主要受到價格戰憂慮的拖累，而原物料和科技類股則是中國經濟成長趨緩下的主要受害者。

一月份不只美國股市表現欠佳，各主要股市皆然。在我們追蹤的幾個主要外國股市方面，只有俄羅斯的MICEX指數一月有正報酬，不管是用美元或當地貨幣計算都一樣。中國則受到央行緊縮貨幣政策的陰影影響，上海綜合指數一月份下跌8.78%，跌幅在主要股市居冠。由於美元走勢相對歐元和英鎊強勁，歐洲股市以當地貨幣計價的表現更加疲弱。

總之，這是一個最好趕快忘記的月份。唯一值得欣慰的一點是，至少歐美股市跌幅沒有去年一月大。

## 投資展望

如一月指標等現象是雞尾酒會上聊天的有趣話題，但如果要評估今年未來的股市展望，我們認為應多注意企業獲利展望、經濟復甦的可能走向和股市價格的合適水準等因素。我們認為這幾方面都具備可樂觀看待後市的充分理由。

投資研究機構Strategas Research Partners製作的下表顯示，美國企業界持續公佈令人意外的盈餘好消息，即使在景氣衰退時期的結果也打敗分析師預期。這樣的趨勢在最近一季財報季節過半後依然如此，標準普爾五百指數成分股中有78%的企業盈餘超越最低預期。而更重要的是，有越來越多的企業營收表現也超越預期。相較於2008年第四季和2009年第一季刪減成本蔚為風潮時，營收超越預期的企業大約只有每股盈餘超越預期的企業數目的一半。2009年第四季至目前為止，盈餘超過預期的企業中則有超過三分之二企業營收也打敗預期。這股趨勢令人振奮，我們認為企業刪減成本的好處已經發揮殆盡，此後持續推動獲利復甦的來源將來自於營收成長。

請參閱末頁的重要資訊。

**標準普爾五百指數成分股營收和每股盈餘超越預測的比例**

	4Q 2008	1Q 2009	2Q 2009	3Q 2009	4Q 2009
營收超越預期的比例	33.8%	36.4%	50.1%	59.0%	68.0%
每股盈餘超越預期的比例	60.1%	67.5%	72.3%	79.0%	78.0%
營收對每股盈餘的意外比	0.56	0.54	0.69	0.76	0.87

資料來源: Strategas Research Partners, LLC

投資研究機構Leuthold Group在二月份的月報中提出更令人振奮的企業獲利消息，自2008年十月以來，2010年一月份獲利（與去年同期相比）成長的企業數目首度超過獲利下跌的企業數目，480家對387家。過去每次獲利成長的企業數目超過下跌時，就是景氣明顯好轉的可靠訊號。Leuthold進一步提出，2009年第四季平均營收成長年增率最高者為美國超大型股（市值最高的前五大美國企業），上揚5.8%，其次是大型股（市值前三百大企業）的2.4%，中小型及微型股營收則持續下跌。

整體經濟展望數據表現也持續振奮人心。美國2009年第四季實質經濟成長達5.7%，遠高於原本預期。但是，這樣的強勁表現未能消除許多疑慮，譬如紐約大學經濟學教授魯賓尼（Nouriel Roubini，有新末日博士之稱）等知名的空方就在雞蛋裡挑骨頭，認為經濟成長主因為企業「重建存貨」。我們對相關數據的解讀是「重建存貨」和經濟成長毫無關係。存貨部分對第四季GDP的貢獻佔3.4%，主要係由於存貨出清的速度大幅下滑。企業存貨在2009年第三季減幅為\$1,392億美元，第四季「只」減少\$335億美元，可見「重建存貨」的動作還沒開始，一旦開始可望在未來幾季大幅推升經濟成長。

美國製造業復甦力道似乎也開始加速。ISM供應管理協會二月一日公布一月份採購經理人指數（PMI）為58.4，比十二月的54.9高，也是近六個月以來最高的月增率。ISI Group的薛普利（Stan Shipley）認為最近的採購經理人指數和生產數據是「接近景氣繁榮時的數據」。製造業活動創下2004年八月以來的高點，十八個產業中有十三個出現成長，工業產業既深且廣的復甦態勢似乎無庸置疑。

根據Strategas Research最近對過去製造業週期的研究顯示，我們目前在股市報酬率與企業獲利成長方面皆處於製造業週期的「甜蜜點」。Strategas研究1953年迄今總共十三次的採購經理人指數週期，分為四個階段。第一個階段是從採購經理人指數週期低點至50，也就是景氣收縮與擴張的分界點。第二階段是從50至週期最高點。第三階段是從週期最高點回落到50。第四階段是從50到下一次的週期性低點。根據Strategas的分析，我們現在處於第二階段，而標準普爾五百指數通常在第二階段的漲幅最大（+20.1%），企業獲利成長也最高（+27.6%）。

儘管我們認為目前景氣復甦和企業獲利展望相當樂觀，但仍有幾個可能在今年威脅股市上揚的因素困擾我們，有兩個問題特別嚴重。第一是目前美國國會和白宮所散發出來的反商民粹論調。最近有項每季定期對彭博社訂戶所做的調查顯示，有77%的美國回覆者認為歐巴馬總統過度反商，顯然不只我們有這樣的憂慮。而我們認為此問題在國會尤其嚴重。只要花幾分鐘的時間思考國會目前的運作方式，馬上會令人心情不佳。我們認為，幾乎從不間斷的選舉活動讓政治性思考大於經濟性、表象勝於現實、形式勝於實質、短期權宜之計勝於長期解決方案。這些都不能夠解決我們關心的第二個重要問題：龐大的聯邦預算赤字。

歐巴馬政府在二月一日公布的2011年度聯邦財政預算金額非常龐大，令人喘不過氣，聯邦政府總支出將從2010財政年度的\$3.72兆美元增加到2011財政年度的\$3.82兆美元。聯邦財政赤字預估將在2010年到達\$1.6兆美元（佔GDP將近11%），之後再微幅降至\$1.3兆美元。政府支出佔GDP的比重將在今年到達25.4%，創下二次大戰後的新高紀錄，不僅高於2008財政年度的21%，更遠遠超過四十年平均值20.7%。歐巴馬政府為了控制赤字長期擴張，在預算案中提出對年所得超過二十五萬美元的家庭增稅，預計未來十年增稅金額將接近\$1兆美元；並進一步提出對銀行和多國企業增稅方案，同時減少對石油及天然氣生產者等部分產業的稅賦優惠。

縮減預算赤字對美國政府與國會將是艱鉅的挑戰。由於聯邦醫療保險和補助計畫及社會福利等支出不能刪減，加上據估現有債務的利息支出將從2009年的\$3,830億美元增加到2010年的\$7,750億美元，預算案中「可自由決定」的部分必然會承受嚴重壓力。國會和政府雙方必將面臨極為困難的選擇，也都必須有所妥協。不過到目前為止，沒有跡象顯示這些過程已經開始發生。身為對此高度感興趣的旁觀者，我們只能希望邱吉爾的名言「等所有其他的可能都耗盡，美國人一定會做該做的事情」終會實現。

一如以往，我們感謝各位的支持，請不吝指教。

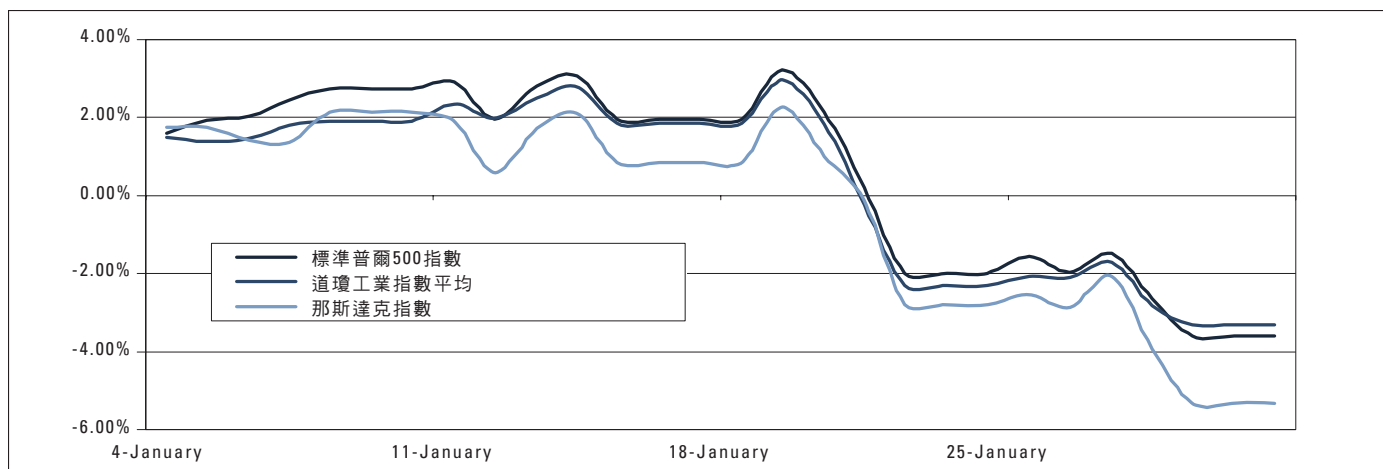
David E. Nelson, CFA

**作者簡介**

David Nelson目前是美盛資金管理投資政策委員會主席。持有特許財務分析師執照，曾任巴爾的摩市證券分析師協會會長，投資產業經驗超過34年。

請參閱末頁的重要資訊。

## 主要指數一月份表現



資料來源：道瓊、那斯達克（彭博訊社）、標準普爾（彭博訊社）

## 美國市場指數(總報酬率)

指數名稱	1月	指數名稱	1月
<b>主要市場指數</b>		<b>標準普爾500類股指數</b>	
標準普爾500指數	-3.60%	標準普爾500-非民生必需品	-2.88%
道瓊工業指數	-3.32%	標準普爾500-民生必需品	-1.08%
羅素1000指數	-3.60%	標準普爾500-能源	-4.50%
那斯達克指數	-5.34%	標準普爾500-金融	-1.40%
道瓊美國總報酬指數	-3.37%	標準普爾500-健康護理	+0.49%
羅素2000指數	-3.68%	標準普爾500-工業	-1.16%
羅素1000成長指數	-4.36%	標準普爾500-資訊科技	-8.43%
羅素1000價值指數	-2.81%	標準普爾500-原物料	-8.61%
		標準普爾500-電訊服務	-8.21%
		標準普爾500-公用事業	-4.93%

資料來源：道瓊、羅素、那斯達克（彭博訊社）、標準普爾（彭博訊社）

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