

# 貝萊德短評

## 政府債務危機蔓延，新泡沫逐漸成形

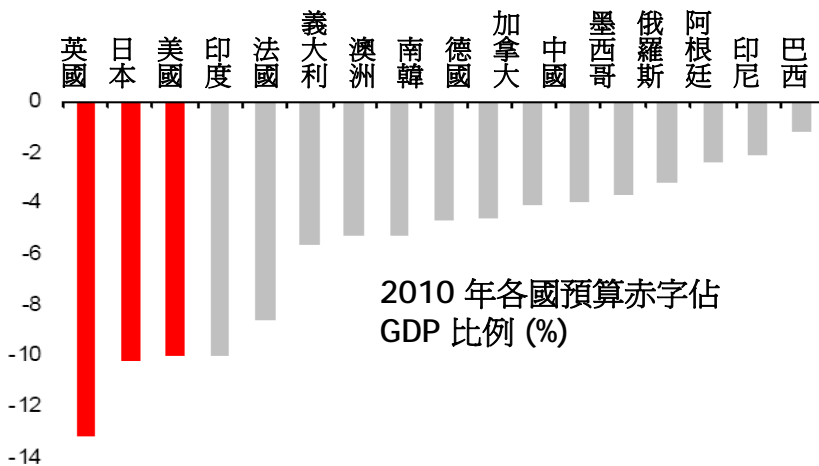
2010年1月

僅供法人機構及專業財務顧問使用

# BLACKROCK 貝萊德

金融海嘯過後各國政府推出史無前例的量化寬鬆與財政刺激方案，的確讓全球景氣在09年下半年開始回溫，並可望在2010年持續擴張，但先前爲了挽救信用體系與房地產市場，歐美國家除了大量擔保金融資產、融通金融體系、增資金融機構外，更編列大幅預算提供消費補貼、減稅、公共投資等以改善就業市場並刺激消費，這樣的結果將是無可避免的造成龐大預算赤字與加速債務膨脹。

杜拜危機雖然暫時解除了，但卻提醒各國政府必須開始面對龐大債務，不管是希臘、西班牙、英國、日本甚至是美國，對高負債的舊世界來講，調整勢在必行。



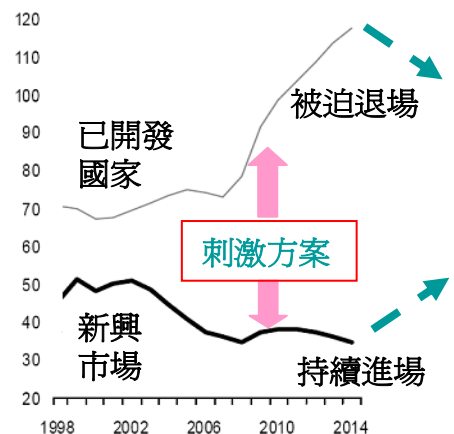
Source: IMF, Credit Suisse; 12/4/2009.

這樣的調整是全面的，包含政府、企業與消費者；是相對的，包含了新世界的因應與順勢崛起，同時這個新、舊世界的調整也是持久的。

在舊世界政府，剛推出的刺激方案與預算赤字在2010年將達到頂點，債務的調整短期無法從加稅與降低預算著手，必須從壓低名目利率、刺激通貨膨脹做起，前者透過借低還高來降低債息，並刺激投資與消費；後者經由膨脹GDP來膨脹稅收，兩者均能有效改善政府收支。貨幣貶值在某些情況下對企業盈餘與經濟發展有利，但貨幣貶值跟通貨膨脹一樣，可以是刺激經濟正常發展的因，也可能是經濟異常發展下的果，尤其是一連串不當政策可能引發惡性通膨與貨幣危機。

在新世界政府，主要國家的債務佔GDP比例仍偏低，持續的經濟高度成長與控制通膨仍是施政主軸。

### 債務佔GDP比例 (%)



Source: IMF, Nov., 2009.

### 政府收支

- 加稅？
- 降低預算支出？

### 政府債務

- 減利息？
- 貨幣貶值？

### 調整政府收支與債務的做法

# 貝萊德短評

## 新舊世界加速調整，該如何安全“退場”？

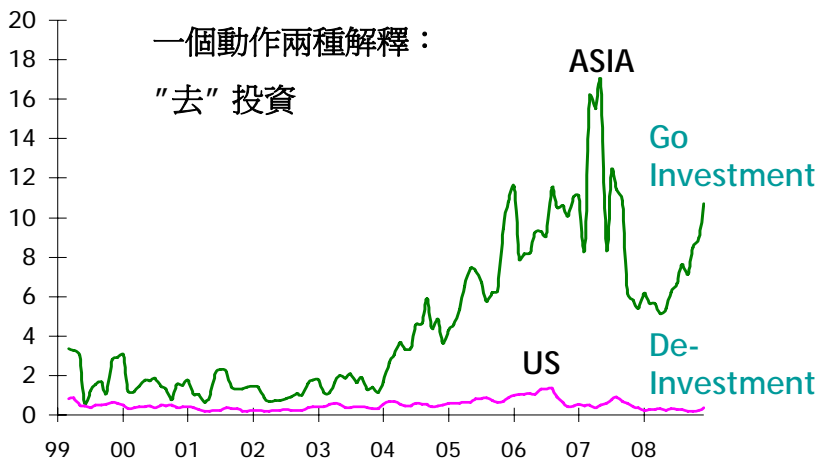
2010年1月

僅供法人機構及專業財務顧問使用

# BLACKROCK

## 貝萊德

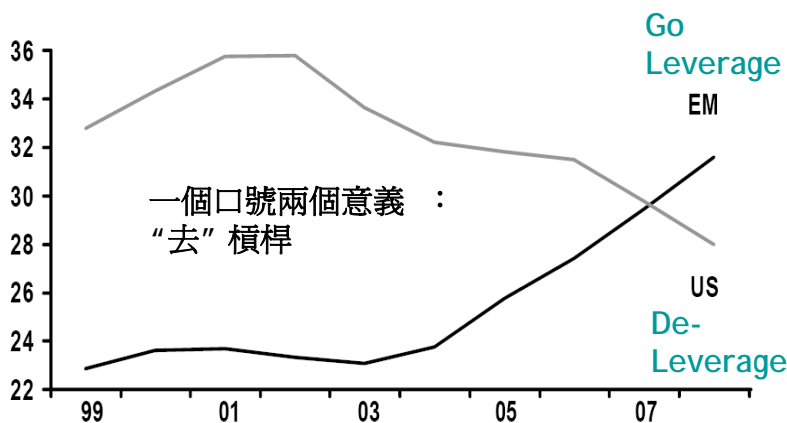
在新舊世界的企業調整中，舊世界的企業經營變遷從生產中心的轉移到消費重心的轉移，從以舊世界消費為中心的委外生產，到以新世界為消費重心的在地生產；前者以降低成本為主，後者則以搶佔新市場為主。舊世界瀕臨破產的產業在新世界找到新生命(如美國的福特)，而新世界則以高速成長的市場需求與資本累積，賦予企業發展的新使命。



Source : Bloomberg; from Nov. 1999 to Nov. 2009.

在新舊世界的消費調整中，也出現明顯的差異，在主要的舊世界國家，就業市場與房地產市場仍相當疲弱，整體消費目前仍依賴政策刺激、補貼，景氣仍未全面回溫，仍需持續壓低三率－短率、長率與房貸利率，以避免剛剛復甦的景氣遭到衝擊。

但在新世界中，原本相對舊世界較高成長的消費力道因低利環境、政策補貼與大量政府投資而更加暢旺，信用快速增長，並出現局部過熱現象。相對於舊世界，新世界在上半要壓低的三率則是貨幣供給、信用成長與通貨膨脹。

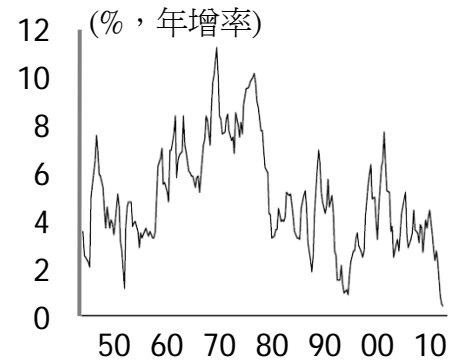


Source : JP Morgan Chase; 12/4/2009.

### M&A 併購金額成長率

(倍數，移動三個月平均  
與期初值比較)

### 美國薪資成長來到 50年低點



Source: Credit Suisse; 12/4/2009.

### 全球消費比重 (%)

# 貝萊德短觀

新舊交替，體驗投資相對論  $E=MC^2$

2010年1月

僅供法人機構及專業財務顧問使用

# BLACKROCK

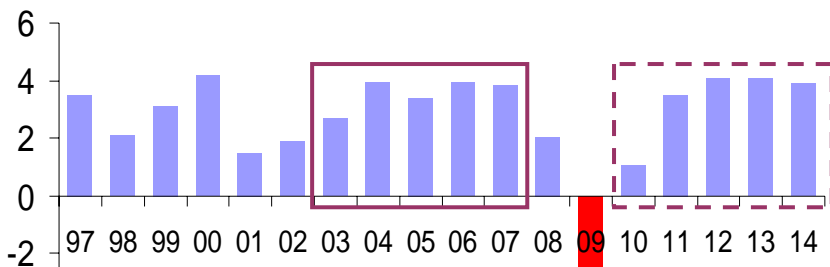
## 貝萊德

在新舊世界政府、企業與消費的調整與消長過程中，投資人該如何因應？2010年的投資趨勢又是什麼？

**金融風暴後，趨勢將回歸經濟成長焦點 – 股票 (Equities)**

根據 IMF 預估，2010年後的全球經濟將回到 3% - 4% 的成長率，若觀察03-07年間的經濟擴張循環，股票的整體表現相對債券優異。

全球GDP 成長與預估 (%)



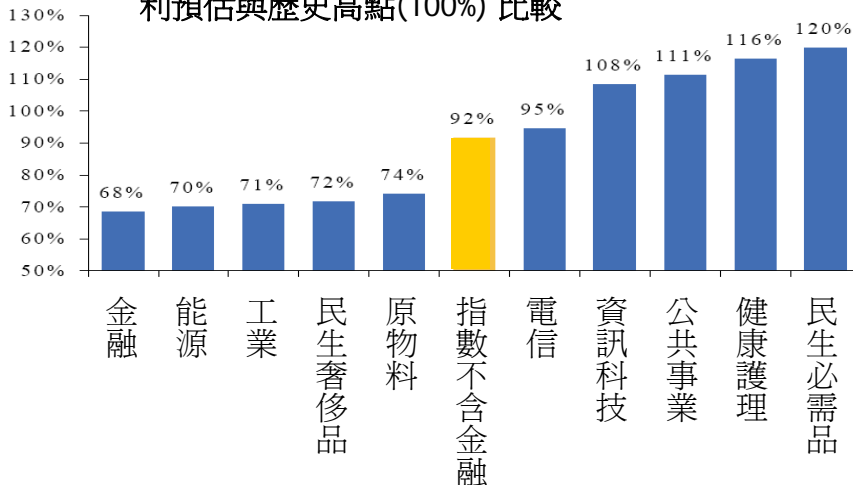
Source : Bloomberg, IMF World GDP forecast; 12/28/2009.

同時在獲利面，部分強勢區域如新興市場、強勢產業如民生必需與資訊科技等將在2010年陸續創下新高，其他產業亦將出現明顯的增長。

另外，根據過去經驗，股價的本益比的高低與貨幣供給成長率成高度正相關，且貨幣供給變化率領先本益比變化一年。過去一年來全球貨幣供給年增率高達兩成以上，資金過剩的結果將造成資產膨脹與本益比膨脹。

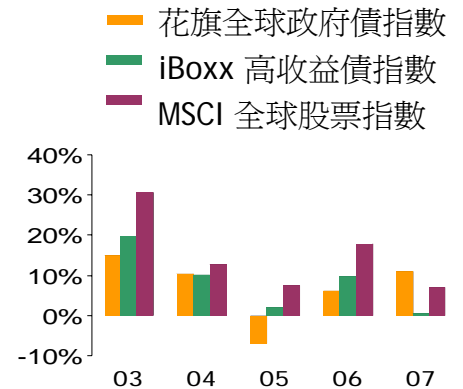
在企業獲利成長與本益比提升的雙重利多之下，未來一年股價上漲的空間仍然非常值得期待。

MSCI 世界指數各產業2010年獲利預估與歷史高點(100%) 比較

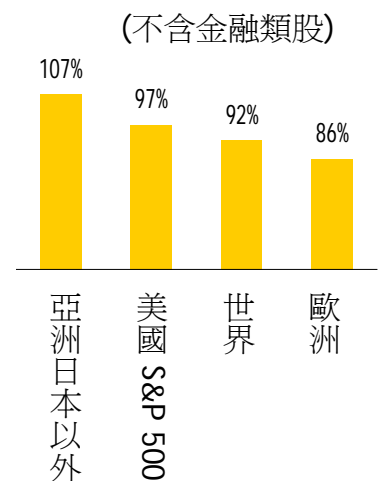


Source: Factset, Thomson Financial, Morgan Stanley; 12/1/2009.

景氣回溫後股債報酬變化



MSCI指數2010年獲利預估與歷史高點(100%) 比較



# 貝萊德短觀

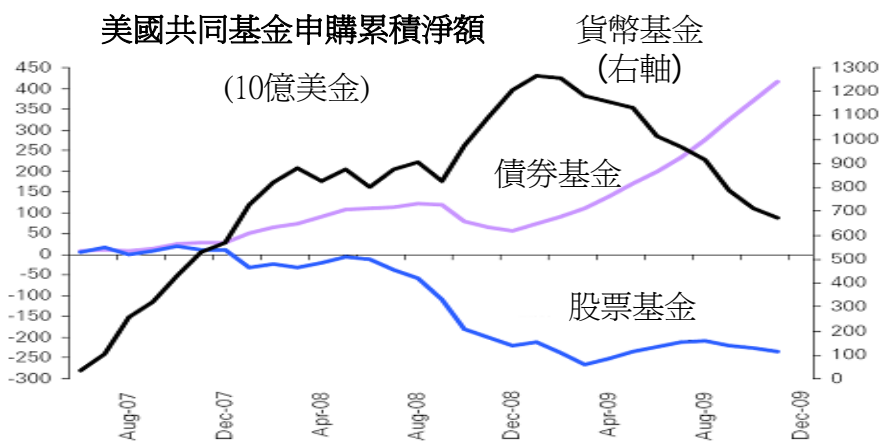
新舊交替，體驗投資相對論  $E=MC^2$

2010年1月

僅供法人機構及專業財務顧問使用

# BLACKROCK 貝萊德

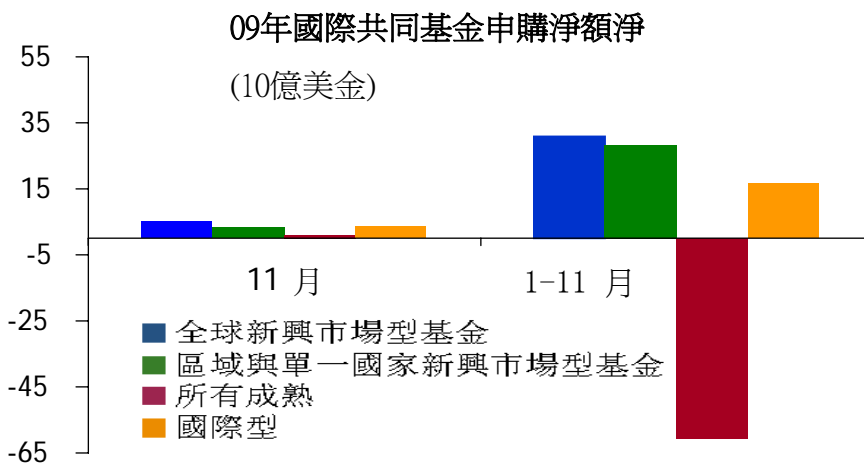
經濟回溫，趨勢將回歸到膨脹資產的動能 – 資金(Money)  
在金融風暴肆虐後，雖然股市出現大幅反彈，但投資人的信心仍未恢復，大部分的資金雖陸續流出貨幣基金，但還是以相對保守的債券基金為主，整體股市自07年以來還是呈現大幅淨流出。但隨著經濟回溫投資的風險偏好將逐漸提高，整體市場的金流將由 **貨幣基金 -> 債券基金 -> 股票基金** 持續流入股票市場。



Source: Haver, ICI, Deutsche Bank; from June 2007 to Nov. 2009.

而持續將流入股票市場的資金，也出現明顯的分流。全球型新興市場基金成爲市場最愛，其次是區域型與單一新興國家基金。低槓桿、高儲蓄的家計單位潛藏豐沛的消費動能，再加上低政府債務與高外匯準備，反映在高成長的股市與強勢貨幣，讓新興資產成爲吸金的焦點。

## 風險偏好的調整



Source: EPFR Globa, BoAML; 12/3/2009

## 新舊世界金流的調整

# 貝萊德短觀

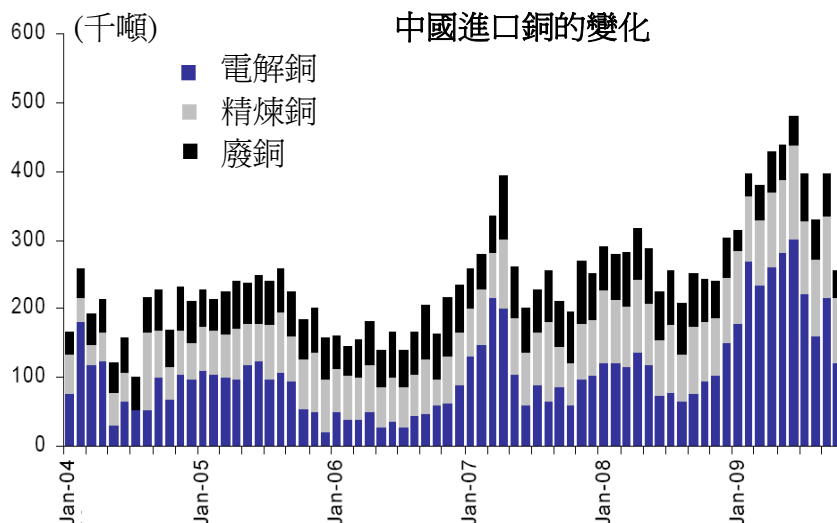
新舊交替，體驗投資相對論  $E=MC^2$

2010年1月

僅供法人機構及專業財務顧問使用

# BLACKROCK 貝萊德

新世界未來將持續提供消費成長的動能，而新興大國資金 (Money) 與消費 (Consumption) 匯集的另一個焦點則是在原物料 (Commodity)。新興大國的工業化正方興未艾，而同一時間都市化也從一線城市開展到二線城市。以中國的銅進口為例，若排除季節性因素，不僅銅的進口總量持續在攀升，進口銅的質也出現明顯的提升。



中國銅進口的量與質  
同步攀升

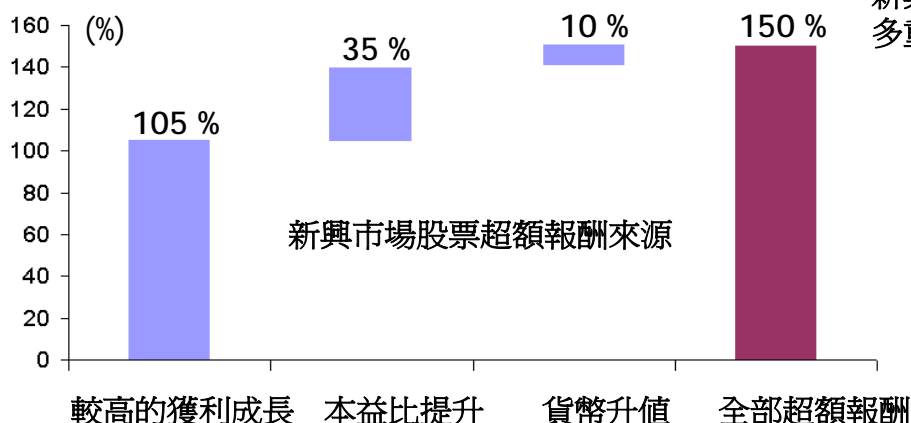
Source: General Administration of Customs, China, Citi; 12/4/2009.

在新舊世界加速調整的過程中，新舊交替的投資趨勢則是

投資相對論  $E = MC^2$

投資 Equities (股票)，特別是受惠於  $MC^2$ ：

Money (金流) X Consumption (消費) X Commodity (原物料)  
的 Emerging Market Equities 新興市場股票，在新舊世界調整中，提供投資人三重超額報酬。



新興市場股票相對美股提供  
多重超額報酬

Note : MCSI EM vs. S&P 500, from 1/1/2003 to 12/31/2009.  
Source: Bloomberg, Lipper; 1/5/2010.

# 貝萊德短觀

新舊交替，體驗投資相對論  $E=MC^2$

2010年1月

僅供法人機構及專業財務顧問使用

**BLACKROCK**  
**貝萊德**

貝萊德證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。臺北市106敦化南路二段95號28樓。電話(02)23261600。(95)金管顧新字第(088)號。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。本文所提及之個股僅供說明之用，不代表任何金融商品之推介或建議。本境外基金經行政院金融監督管理委員會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。以上資料涉及第三人提供或發行之部分，非本公司所製作之廣告資料或銷售文件，僅轉寄供法人機構及專業財務顧問或收件人參考，非供一般投資大眾使用，未經同意請勿重製、公開播送或公開傳輸。BLK 2010-011