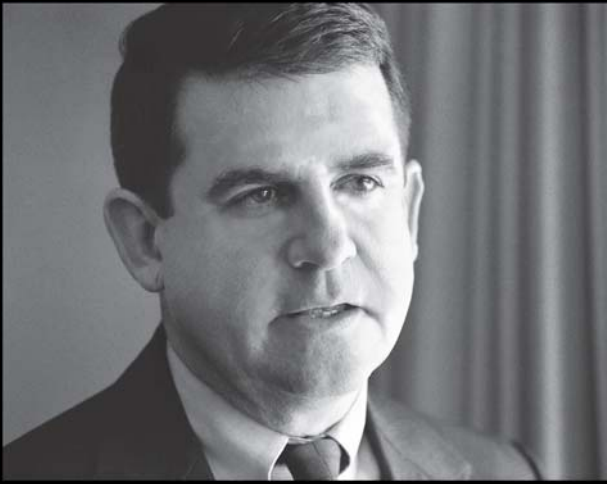


# What's Ahead in 2010

## 投資展望

博多爾(Bob Doll), 貝萊德集團副董事長暨全球股票投資長

- 展望2010年
- 2010年10大預測
- 投資組合策略



### 博多爾 (Bob Doll, CFA)

現為貝萊德集團副董事長兼全球股票投資長，以及貝萊德經營管理委員會成員。同時擔任為貝萊德股票與零售及營運委員會共同主席，以及大型股股票研究團隊主管，與大型股股票型系列基金的主要基金經理人。加入貝萊德之前為美林投資管理的主席和投資長。博多爾同時擁有美國特許財務分析師執照(CFA) 與會計師執照(CPA)。截至 2009年9月底為止，貝萊德旗下資產管理規模為3.19兆美元。

資料來源：貝萊德，銀行信用分析師。本意見由貝萊德副董事長暨全球股票投資長博多爾(Bob Doll)於2010年1月1日所提供，且有可能在之後因情況不同而改變。貝萊德集團內的個別投資組合經理人可能會在某些層面上，和本報告所提供的資訊，有不同的意見，或是不同的投資決策。本文章並不意圖被視為預測、研究或投資建議，也不是推薦、提供或推銷買賣任何的股票，或採取任何的投資策略。本文章所包含的資訊和意見，是取得來自於貝萊德認屬可靠的財產權，或無財產權的資訊來源，且並不一定包含所有事項，也不保證準確性。過去表現並不保證未來績效。任何的預測並不保證必會發生。信賴本文提供之資訊完全是讀者個人的決定。

無美國聯準存款保險 / 可能造成損失 / 無銀行保證

## What's Ahead in 2010

### 投資展望

博多爾(Bob Doll), 貝萊德集團副董事長暨全球股票投資長

經濟活動從2009年中開始，就有明顯的起色，新的一年可說是伴隨著市場從大衰退中的甦醒而展開。

然而許多嚴重的結構性問題仍然不見改善：消費者持續降低槓桿、銀行系統面臨貸款品質持續惡化、監管制度不確定性增加、信用市場仍然危機重重，房地產市場也可能尚需數年才可能恢復。

總體來說，我們預期正向的景氣循環力量將會克服這些結構性問題。但股市的未來仍有困境等待突破。從現在起，市場將不是由全球的政策行動、流動性議題，或是對世界逃過一場大蕭條的寬慰來帶動，而是由企業獲利成長和實質的經濟成長來帶動。

總而言之，我們認為2010年會是景氣適度復甦的一年，但大部份的已開發國家，仍將面對結構性問題的阻礙。自2009年3月以來的漲勢預期持續至2010年，但漲幅可能不若去年般強勁，中途也可能會受到不少阻礙。

儘管如此，我們認為目前的環境，仍存有許多投資機會，也認為股票的表現會持續優於債券和現金。

# 展望2010年

有些樂觀者預測2010年經濟和市場將會出現強勁的反彈；而悲觀者卻認為經濟成長的萌芽不過是泡影，我們的看法則介於兩者之間，美國正走向90年代使日本備受煎熬的停滯性通貨膨脹。

▶ 權衡之下，我們認為美國經濟將會維持低調成長。經濟的復甦確實看來更為實際，但成長速度將會低於一般的復甦水準。

由於市場持續的去槓桿，加上信用威脅，我們並不看好市場會有急速的擴張；但相對來說，政府積極的提供援助，應可避免美國重蹈日本覆轍，走向所謂「失落的十年」。權衡之下，我們認為美國經濟將會維持低調成長。經濟的復甦確實看來更為實際，但成長速度將會低於一般的復甦水準。

從股票市場的角度可明顯看出，股價在信用危機最盛時期被嚴重低估，但現在大部分股票都已回歸一般正常價格，只有例如健康醫療等某些特定產業，就整體來看仍屬低估。同理，在每個產業中當然也同時存在股價被低估及高估的公司。

▶ 我們預期未來市場的發展將會緩步爬升，而非大幅躍進，獲利表現難以如去年般強勢，同時產業間和個股間的股價差距將會更加明顯。

2009年激勵股市表現的重要因素之一，就是捨棄現金湧入股市。由於目前現金投資報酬率仍然趨近於零，我們認為這樣的趨勢暫時不會消退。股票評價合理，加上企業獲利前景看好，湧入的資金可望在不遠的未來，對股市帶來良好的助益。

我們預期未來市場的發展將會緩步爬升，而非大幅躍進，獲利表現難以如去年般強勢，同時產業間和個股間的股價差距將會更加明顯。在這樣的環境中，挑選個股的重要性將更甚以往。

▶ 在這樣的環境中，挑選個股的重要性將更甚以往。

# 2010年10大預測

經濟環境將受到溫和的景氣回升，以及結構性問題兩股力量的共同影響，因此我們預期股票市場仍有劇烈波動的可能，但總體而言，仍會有所增長。在這樣的背景之下，我們謹慎的提供以下針對2010年的十項預測。

---

1. 2010年美國經濟成長超過3%，勝過G7其他國家。

我們相信景氣循環回升的力量將勝過美國面臨的結構問題，激勵美國經濟實質成長超過3%，在其他G7國家中，只有加拿大可能與美國匹敵。此成長率的確高於長期趨勢，但仍遠低於正常景氣回復的速度。

我們預期庫存水準的改善、出口及企業資本支出將是經濟成長的主要貢獻，而政府和地方的預算問題則會成為這波成長的負面因素。

受到短期利率極低影響，而走勢陡峭的殖利率曲線，也對成長有正面影響。我們預期消費者儘管還在持續清償債務，但仍將會適度地增加消費支出。

---

2. 美國就業成長在2010年即將轉為正向，但失業率仍居高不下。

失業及就業數據一向屬於落後指標，此次景氣循環應也不例外。由每月的非農就業人口調查，以及每周的首次申請失業給付人數看來，我們認為失業率將在2010年達到巔峰，而就業成長將開始轉為正成長。

不過，改善失業問題並非一蹴可及，我們認為美國的失業率仍會維持在歷史高檔，可能尚需數年才會降至8%以下。

---

3. 儘管經濟成長表現溫和，但企業盈餘仍可望有顯著增長。

美國企業在2008年下半年經濟開始走下坡時，各種包括裁員等降低成本的反應相當迅速。此外，剩下的員工也變得比以前更有生產力，此點可由生產力即便在衰退谷底，仍表現出強勁的成長看出。

我們認為這些降低成本措施，以及員工生產力增長，將為企業帶來可觀的獲利表現。庫存回補和弱勢美元應有利於提昇企業獲利。

---

4. 已開發國家仍不需擔憂通貨膨脹問題。

對於通貨膨脹保持警戒是合理的，但我們認為特別是在已開發國家中，對於通膨的擔憂仍言之過早。目前勞動力及產能高度過剩、貨幣供給速度緩慢，以及通貨膨脹通常在景氣開始復甦後，會減輕一陣子的事實等，都是我們預測通貨膨脹在2010年問題不大的原因。

當然，審慎的觀察通貨膨脹情形仍然重要，畢竟，如同大家常說的，「下降的通貨膨脹率是金融市場最好的朋友，而上升的通膨率則是最大的敵人。」

---

- 
5. 各年期美國國庫券利率及聯邦基金利率全面看升。

在2009年，短天期的美國政府公債殖利率下降到近乎於零的水準，而十年期美國政府公債的殖利率也僅止於4%，但我們有許多理由，認為這些殖利率在未來的一年都將上揚。

實質利率處於歷史低檔、做為利率領先指標的金價已經上揚，再加上經濟伴隨著大量政府公債供給的增基仍持續復甦時，聯準會「正常化」的可能性，將可望對利率曲線施加溫和的上升壓力。

而此項預測成真的必要條件之一，就是相當程度的經濟成長（即預測一），以及就業成長的恢復（預測二）。

- 
6. 美國股市表現勝過現金、美國政府公債，以及大多數已開發市場。

我們預期2010的股票市場，將會持續自2009年三月以來的復甦，雖然速度較慢且可能受到阻礙。目前價值尚未擴張，我們認為股票市場，正在由多頭循環中的本益比成長階段，轉換至獲利驅動階段。當多頭市場的成長開始減緩時，獲利驅動階段不若本益比帶動來得強勁，同時也較顛簸。

我們提出如此積極看法的原因，至於貨幣當局持續提供的流動性、獲利明顯持續改善、美國以外的經濟成長所帶來的影響、企業投資改善、商品價格上漲，以及預期散戶資金流入股市將推升股價。

下檔風險包括利率快速上揚和美元貶值、政府順應民意嚴格修法、或是發生改變國際情勢的事件。上檔風險則包括借貸活動回歸正常化的速度快於預期，或是企業出現優於預期的獲利成長。

- 
7. 由於新興經濟體的成長明顯優於已開發地區，預期新興市場的表現將領先。

新興市場的經濟成長力道，應可望於2010年再度超越已開發國家。新興市場在2009年的實質成長率僅將近2%，相較之下，已開發國家下滑3%。我們預期2010年新興市場的實質成長將超越5%，而已開發國家的實質成長將落在2%到3%之間。

在中國和印度的帶領之下，成長最強勁的國家應會再次來自日本以外的亞洲國家。較強勁的經濟成長將帶來強勁的盈餘成長，較高的獲利能力和較低的資產結構限制，將轉化為新興市場有力的股市表現。

---

8. 健康照護、資訊科技及電信類股表現可望優於金融、公用事業以及原物料類股。

一般來說，我們鼓勵投資人持有下列特色的優質股票：擁有強健的資產負債表、高自由現金流量和經濟獨立性的公司。

我們認為在低品質股票，於2009年中時出現大幅超越市場表現、而優質股票評價相對而言仍較低，在對經濟復甦低於平均水平的預期下，這種投資方針是謹慎明智的。

從產業別來看，我們傾向投資在健保改革陰影過後，股價持續復甦的健康醫療股、高成長且跨國的資訊科技類股，和具有較高殖利率，及高自由現金流量優勢的防禦性電信股。

對於以下類股，我們則抱持較謹慎的態度：資產結構問題仍持續的金融類股、價值過度擴張的公用事業類股，和我們認為市場預期過高的原物料類股。

---

9. 強勁的現金流量以及緩慢的成長，將造成企業購併活動的增加。

企業購併活動在2009的下半年雖有小幅增加，但大致仍保持低於前幾期的步調。低成長率帶來的挫折，很可能會促使企業追求更多購併活動以圖改善成長。

企業普遍強健的資產負債表、超額的現金部位，以及強勁且成長的自由現金流量，都是我們預測購併活動將增加的理由。購併活動可能有許多種形式，且可能發生在各種產業。

---

10. 共和黨在國會和參議院選舉中將有可觀收穫，但民主黨仍將控制國會多數席次。

由於政治變遷快速，選舉預測通常帶有相當的不確定性。我們的觀點是，現實的席次劣勢，將使共和黨難以撼動民主黨在國會中的多數地位。

對雙方政黨來說，國會支持度都很低，歐巴馬總統的支持度大約在50%左右徘徊，而且期中選舉一向對新任總統不利；因此，我們預測共和黨將有反攻力道，但獲得的席次仍將少於控制國會所需的過半數席次。

雖然立法的議程一如往常的充滿政治意圖，但選舉年的政治現實，意味著很少有重要法案能獲得通過。

---

# 投資人應該做些什麼？

- 在各種風格和資本規模大小中盡可能尋找優質標的：

一如在預測中提過的，我們建議投資人繼續聚焦高品質的投資。經濟背景仍具不確定性的前提下，我們認為專注於擁有強勁自由現金流量，以及穩健獲利前景的公司是非常合理的。

在沒有強烈證據顯示何種風格或資本規模大小較好的情況下，我們較偏好投資大型股和成長股。

➤ 新年的開始一向是您和理財顧問一同檢視投資目標及資產配置，並適當的改變投資組合的好時機。考慮到這一點，以下是投資人可能有興趣考慮的幾點建議。

- 專注於較有獲利機會的產業：

我們預期2009年表現明顯突出的資訊產業類股，可望在2010年持續走紅；同樣的，我們也看好健康照護類股和電信類股。由於信用議題仍然存在，我們預期金融產業將繼續進行資產減計，因此建議投資人僅持有低比重的金融股。

- 地域性應列為考量：

在已開發市場中，我們認為經濟背景對美國股市最有利。此外，我們認為應持續偏重投資在新興市場。

- 謹記投資要獲利將變得較為困難：

從許多方面來看，多頭市場中順勢輕鬆獲利的機會已經實現，未來的一年，我們很可能看到贏家和輸家間的持續波動，及更加分散。在這樣的環境之中，精選投資將至關緊要。

投資一定有風險。跨國投資包含其它的風險，如匯率風險、流動性限制風險、缺乏政府管制，以及可能因為政治、經濟或其它發展，發生反轉時造成大幅波動。與固定收益投資有關的兩個主要風險為，利率風險和信用風險。一般來說，當利率上揚時，債券的市值通常會下跌。信用風險則是指，債券發行者無法償還本金和利息的可能。投資商品可能承受更顯著的風險，且可能會受到商品市場波動、氣候、疾病、禁運、國際政治和經濟發展、探勘計畫成功、稅制、以及其它政府管制或其它因素等事件的影響。指數的表現在此僅是做為輔助說明使用。指數無法直接投資。臺北市106敦化南路二段95號28樓。電話(02)2326-1600。(95)金管投顧新字第(088)號。貝萊德證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。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申報生效在國內募集及銷售，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。有關基金應負擔之費用(含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。(BLK-2010-017)