



美國、新興市場及 韓國、股市投資策略

2014 年上半年全球股市回顧

*在已開發市場股市回顧部份：

今年上半年，美股標準 500 指數上升 6.09% 至 1960.96。日經 225 指數自年初迄今跌了 6.00% 至 15389.89。香港股市年初至今恆生指數略升 0.95%，國企股指數跌 2.96% 至 10495.53。回顧今年年初至今，全球指數如 MSCIAC 世界指數升幅達 6.15%；英國富時 100 略升 1.10%；德國股市上升 3.71%；而法國上升 2.56%；南韓 KOSPI 指數微跌 0.23%。美國和歐洲股市皆有升幅，而美國股市獲得較大升幅，歐洲仍受到烏克蘭事件的影響升幅較小。亞洲已開發股市表現雖然並不大跌，仍相較於其他發達國家市場表現，就差強人意，香港市場的國企股指隨著中國經濟逐步持穩，已從之前較大跌幅中逐步恢復，但觀中國經濟前景並不算明朗，所以回升幅度沒有太大。日本股市隨著歐美股市的上漲，下跌幅度已有縮減，但仍是眾多已開發市場表現最差的一國。

*在新興市場股市回顧部份：

上半年新興市場坐一次“過山車”，年初時候受到美聯儲縮減 QE 政策，外部融資環境緊縮，大部分新興市場大幅下跌。但從 3 月開始各新興市場股市表現逐步回升。年初至今，中國上證指數下跌 2.54%，皆因中國股市與外界關聯性不大，主要受到本國經濟和資金影響，中國經濟從 6 月開始雖有些小起色，但前景仍不能太過確定。俄羅斯前期受烏克蘭局勢的影響，跌幅較大，目前已隨著局勢的緩和，股市已有大幅回升，年初至今僅下跌 3.27%，表現已優於日本。其他新興市場股市，東南亞表現特別佳，印度新總理上任，外界對此多有期盼，由此催生印度股市一波升幅，年初至今升幅達 23.02%。印尼升幅亦有 17.73%，泰國股市升幅也高達 17.07%。其他新興市場表現也不差，如南非(12.78%)、巴西(4.46%)。除了中國和俄羅斯，其他的新興市場普遍錄得比已開發市場優越很多的漲幅。

葉倫的鴿派談話，對美股是多是空？

7月2日美國聯儲局主席葉倫在國際貨幣基金會的演講中，首先明顯展示了她接近鴿派立場的言論--貨幣政策大部份時間不是管理資產泡沫的工具，更多的銀行監管措施才會抑制泡沫。過去她也曾提出政策說明，但這次她除了暗示美國股市及其他資產並無嚴重泡沫外，並指出泡沫是一定存在的金融現象，當然如同過往，她也強調目前的低利率政策仍是促進美國就業率的重要工具。

沒多久美國統計數字顯示失業率降至6.1%的佳績，再加上葉倫暗示可能未來1年內不會升息，基於美國經濟的穩健復甦幾乎已是市場共識，所以華爾街再度受到鼓舞，道瓊衝上17,000，標準普爾500也接近2,000。另一方面，除了美國的本益比幾乎已達26，整體公司的盈餘並沒有成長，今年上半年美國的經濟成長率因為受到第一季經濟成長率為-3%的影響，故可能為零，這些因素也使得目前市場的觀望氣氛仍然相當濃厚，多空有著對峙的味道。

本刊以暨許多華爾街人士認為葉倫主席是鴿派的立場，意味著她重視美國的就業問題為貨幣政策的優先考量外，且認為泡沫的出現是正常而不可避免的，這與傳統中央銀行家較重視通膨與資產泡沫不大一樣。她認為除市場是可以正常運作，且在適度金融規管下，資產價格會逐漸趨於理性。由於此次葉倫的政策說明，市場因此預期葉倫不會藉升息隨意地打壓資產價格，不過仍然密切觀察此一聯儲局主席表態後的後續之政策博弈。也就是說，聯儲局仍有鷹派強大的勢力，用投票決定政策是聯儲局運作的常態，一旦經濟情勢有變，難保利率調升不會加速。

目前對市場較空頭的一派認為葉倫的鴿派政策將產生“鴿派錯誤”(Dove mistake)。所謂鴿派錯誤是指一旦葉倫發現工資通膨與其他通膨一旦超過預期，她會很快地提升美元利率，而導致主場更大的修正(5至20%)。本刊認為葉倫的態度從金融實務的觀點來看不是無的放矢，故所謂鴿派錯誤較不容易於下半年產生。但是市場若能及時回檔修正將有利於多頭的持續。

總的來說，第三季最可能的現象是多空仍然僵持著直至第四季才會見分曉。觀察的重點在於經濟很緩慢地復甦，以致於看起來通膨仍有半年至1年才有可能出現。在這樣的市場沉悶的走勢下，華爾街的精英們會繼上半年在新興市場攻城掠地，尤其是第三季是美股穩定期的話，更將激勵華爾街對那些未漲的新興市場，出現拉抬與補漲的現象，這一點對下半年的新興股市策略至為重要。

新興市場下半年發展前景

2014年悄然行至年中，這半年時間裡，新興市場像坐了一趟“過山車”。年初，新興市場面臨資金蜂擁而出，金融市場動盪的窘境。然而至今，新興市場不跌反漲，甚至部分市場的漲幅在全球股市內遙遙領先，面對如此的波動，下半年的新興市場投資策略又該如何？

今年以來，美聯儲貨幣政策正常化路徑清晰且謹慎，勞動力市場持續改善，而歐洲央行及日本央行在下半年仍會維持寬鬆貨幣政策環境，下半年全球流動性大幅收縮風險不大。已開發國家市場方面，由於經濟環境持續改善，此已從上半年市場的表現有所反映；下半年市場可能會就個別經濟數據有所震盪，但也不至於出現大幅的波動，我們認為可能會持平或略有升幅，反觀歐洲的市場上半年升幅不及美國，主要受到烏克蘭政治事件的影響，隨著烏克蘭事件的逐漸平息，加上歐央行寬鬆的貨幣政策，下半年的表現可能會比美國出色。

由於已開發市場下半年的表現料想不會太差，我們預計新興市場將會從中獲益，繼續維持上半年後期的優勢，再有一段升幅。新興市場，尤其以東南亞國家為主，印度市場在上半年收益約 23%，主因是熱門人選莫迪在今年 5 月贏得大選並就任印度總理後，儘管並未設定明確的經濟改革方向，但其在此前的政治生涯中，注重經濟建設和投資，並成功將吉拉特邦改造成印度製造業中心。考慮到印度龐大的人口，莫迪主張大規模投資基礎設施以拉動經濟，國際投資者重燃對該國的投資熱情，海外資本持續湧入，由於投資者對新總理莫迪的巨大期望，印度在此後的 2 年將會是熱門的投資區域。印尼情況也不錯，雅加達市長 Joko Widodo 有望在下週三的大選中成為該國新任總統，市場已經給這位改革派投出了贊成票，印尼雅加達綜指今年以來上漲超過 17%。

中國上半年的表現可謂是差強人意，上半年的經濟環境仍然低迷，似乎較難走出疲弱的態勢，略好消息是近 2 個月以來的匯豐和官方製造業指數都有所回升，且匯豐製造業指數已回復到分水嶺 50 以上，基本面已稍有樂觀，政策方面偏向微刺激和定向寬鬆，會在一定程度上對沖房地產市場的回落，從而對下半年國內經濟起到“穩增長”效果。預計下半年經濟環比增速回升，同比增速則因高基數而逐季小幅回落，但是房地產市場的調整及其可能引發的系列後果仍是下半年經濟面臨的重要不確定性因素，而且國內的利率仍處於較高水準，所以預計中國股市方面並不會出現驚人走勢，表現預估略微持平或少有升幅。

俄羅斯上半年由於受到烏克蘭政治事件的影響，曾一度日跌幅達到 12%，但隨著普京對烏克蘭態度的緩和，RTS 指數已收復大部分失地，過去三個月，俄羅斯 RTS 指數在全球表現最佳的股市中名列第三。自今年 3 月中旬到 5 月底，該指數漲幅達 33%，目前年初至今跌幅僅 3%。估計烏克蘭政治危機會逐步解決，預計俄羅斯市場也會繼續有所漲幅。

中韓自由貿易協議是最大成果

7 月 3 日與 4 日中國國家主席習近平在韓國首都首爾做了為期兩天的訪問。從中國破例領導人先訪韓國而不訪朝鮮就可嗅出那不尋常的地緣政治戰略動作，而會面結束時帶來了 12 項合作議項，除要求今年年底以前中韓完成自由貿易協議外；中方同意給予韓方 800 億 RQFII (人民幣合格境外機構投資者) 額度安排 (韓國已有 700 億人民幣存款並表態願成為人民幣離岸中心，該額度並超出新加

坡獲得的 500 億 RQFII 人民幣額度)，以協助韓國成為重要的人民幣離岸中心之一；最後雙方又發表願意持續六方會議的召開以與朝鮮展開核武器禁用於朝鮮半島的談判。這三點都是在政治、經濟、金融方面最重要也是這次習朴會成果豐碩的展現所在。在反對半島使用核武的強烈表態是拉攏韓國老百姓的心，以離間過去五十多年來的美日韓東北亞的政治軍事聯盟陣營，但是這方面還要看中國如何去滿足朝鮮在各方面的利益要求，要能落實恐怕非三五年不為過。至於韓國成為人民幣離岸中心恐怕是於中國方面利多於弊，主動權故掌握在韓國方面。只有中韓自由貿易協議(FTA)是中國主動讓利且主席已表態今年年底前要完成，是最直接而且馬上讓韓國經濟與股市回升的萬靈丹。

中韓已是最重要的貿易夥伴(韓對中之出口佔總出口的 1/4，韓並是中最大的進口國)，貿易總額達 2700 億美元。這次的中韓 FTA 的簽訂，根據日本方面權威機構的研究，以後韓國每年對中國出口增加 277 億美元，而日本可能受到最大的損害，出口對中國降低 53 億美元。其中液晶電視、蓄電池等方面最受影響。除此以外，從政治的角度去觀察，從 2013 年 3 月起開始進行的中日韓三邊貿易協議可能會被擱置，對日本出口中國的潛在損失更大。另外，在有限情報下已經可以嗅出來中韓 FTA 協議將是一個相當開放的關稅協議，中韓間大多數的貿易品項目將撤除關稅，很可能包括韓國企業優勢領域的液晶顯示螢幕、半導體等。

習朴會是韓國股市的強心針

韓國經濟結構迥然不同於日本、台灣等鄰近國家，她是由大財團主導的經濟結構，所以她的股市市值也是被十餘家企業財團的業績表現所主導。過去一年多來由於三星的手機部門盈餘逐漸下滑而表現不佳，牽動了三星的股票表現，甚而影響了韓國股市指數的表現。而中韓 FTA 協議是否會將液晶顯示螢幕、半導體等納入應是未來三個月韓國股市觀察的重點。

本刊大膽的推測：中國會最終盡力滿足韓國的要求，理由如下：

(1) 朴槿惠總統的親中立場： 前任總統李明博親美，而朴總統親中。朴總統剩下不到 4 年的任期是中國轉變韓國親中的最佳時機。而朴總統上任後民意不斷下降，她的一貫反財團立場也是走得舉步維艱。又要管制財團但又要利誘它們，最好的方式就是中韓 FTA 協議了。而朴總統對日本侵韓歷史之不道歉態度採取了抵制措施 -- 拒見日本官方高級官員的訪問。這些都使她的親中立場備受中國肯定。而朴槿惠似乎洞察到美國只是利用韓國，除了五萬駐韓美軍外，韓國近年來與美國日本在經濟利益上的衝突日見加深，而不見美國的實質援助。而美國已有十二國做底的泛太平洋協議(TTA)，雖言明一旦成立必邀韓國加入，但骨子裡恐怕還要視韓、中貿易協議的發展而做出進一步的好處承諾。上週日本安倍首相的解除集體自衛權的政府解釋與後續發展，目標當然是中國，但韓國向來不信任日本，不免民心不安。所以拉緊朴槿惠的親中立場，中國必須加速六方會談與中韓 FTA 協議的簽訂。而這兩方面是互動有關的發展過程。

(2) 六方會談不可能順利解決核武問題： 朝鮮的年輕領導者金正恩除了高深莫測之外，他與中國的淵源不深，所以他的不安全感可想而知。他似乎以一窮二白的流氓姿態為主要策略向中國與韓國要索。中國基於過去中朝關係，當然會盡力幫助他。但是中國要平衡韓國朝鮮關係不在經濟的讓利，而在核武器於朝鮮半島的禁用上才是關鍵。這也是金正恩最不可能讓步的談判籌碼，因為一讓之後，他就做不成流氓了。金正恩將他親中的親舅處死就是一個政治訊號：中國以後不可再介入朝鮮內部的政治，流氓老大的內部幫規只有我金正恩說的算。所以，六方會談只有一個實質方向可走 -- 全力圍堵金正恩的跨境部隊擾亂活動，這一點中國是可能有能力辦到的。有一天如果韓國民眾真正信服中國可以阻擋朝鮮的部隊擾亂活動，則美國的五萬部隊也就沒有需要了。屆時美日韓東北亞聯盟自然就只剩下美日聯盟了。

(3) 現在就可押碼韓國股市： 除了韓國股市價位合理外，前面談過華爾街必然前進低價位的新興股市。韓國股市然已進入開發中股市並不容易炒作，然而中韓 FTA 協議卻適時地提供了最佳素材與故事。它的機會是中期的，所以可以做一至兩年的持有，可能是現今股市中最有投資價值的股市之一了。