

**Mindy L. Ying, MBA**  
President & CEO

**Arthur T. French, CFA, CIC**  
Chief Investment Officer

**Craig A. MacLeod, MBA**  
Chief Operating Officer &  
Chief Compliance Officer

**Mark A. Keeling, CFA, CIC**  
Senior Portfolio Manager

**Sonny C. Lin, CFA**  
Senior Portfolio Manager

**Alan K. Chuang, CFA, CPA**  
Portfolio Manager &  
Business Development Officer

**Lily L. Ku, CFP®**  
Financial Planner

**Jinny Brown**  
Relationship Manager

**Hongmin Lu, CFA**  
Compliance Officer &  
Quantitative Analyst

**Michael C. Yu**  
Operations Manager

**Devon M. Chan**  
Operations Analyst

**Offices:**

**Southern California:**  
2540 Huntington Dr.  
Suite 105  
San Marino, CA 91108  
Tel: (626) 286-4029  
(888) 295-4419  
Fax: (626) 286-0624

**Northern California:**  
333 Gellert Blvd.  
Suite 121  
Daly City, CA 94015  
Tel: (650) 758-0130  
Fax: (650) 758-0131

[www.PILLARPACIFIC.com](http://www.PILLARPACIFIC.com)

## ~ 回顧與前瞻迎牛年 ~

### Market Outlook for the Year Of the Ox

在嶄新的一年到來之際，我們首先要向讀者朋友們說聲新年快樂，並期待這新的牛年能“牛轉乾坤”，替投資人帶來一個大大的牛市，一掃過去一年來的陰霾。

一年前、當我們在作2008年的投資展望時，我們就覺得高油價及日異嚴重的房貸問題將會對經濟造成一定程度的衝擊。在那時，我們認為受影響最嚴重的將會是金融業及一些大幅依賴銀行授信來維持企業正常運轉的產業。這也就是為什麼我們在當時對金融業的持股比例遠低於標準普爾500指數基準的原因。

我們那時萬萬料想不到的是，由於政府管理單位對金融業完全疏於監督，任由其從事高槓杆、高風險的運作，使得原本應該是局部性的次貸危機擴散到了其它的產業。近幾年來一些新興的對沖套利基金及構造出來的投資工具都在灰色地帶運作，由於其神秘性，一般投資大眾對於它們的操作手法是一無所知。但是在前幾年股票情勢一片大好之際，由於其高槓桿的操作模式，這些基金相對的也比一般傳統投資管道有著更高的投資報酬。在投資銀行及主流媒體的大力吹捧下，投資人，這其中也包括了許多的法人投資人，一窩蜂的認購這些基金及投資工具。投資人們完全忽略了投資中一項永遠不變的定律，高報酬永遠伴著高風險。隨著九月中旬雷曼兄弟倒閉而來的金融海嘯將原本就弛緩的美國

經濟加劇成過去半世紀來最嚴重的全球性經濟衰退，全球股市在短時間內急劇下滑。這其中一部分的原因正是因為這些原本就不應該從事此類高風險投資的投資人在驚覺自己的投資大失血後急急忙忙的贖回，導致基金管理人為了籌措大筆現金來應付贖回時不得不賣出更多的股票。然而賣股票卻更進一步地壓迫了股價，更糟的是，股價的下跌又進一步導致更多人的贖回。這種雞與蛋的循環到最後就像是滾雪球一樣愈滾愈大，造成股票被超賣到一個不可思議的地步。

雖然新的一年已經到來，而股市在新春開市後也有著不錯的表現，但是我們還是要提醒投資人，經濟仍在衰退中。市場普遍認為要到今年的下半年才會看到經濟的復甦。美國的金融體系也還是處在一個脆弱的狀態中，金融資產價格的繼續下滑也是有可能的。就像瑞士信貸所說的，我們認為今年投資市場將被兩股相互較勁的勢力所左右：還要多久交易雙方的互不信任 (counterparty distrust) 才能改善及去槓桿化 (deleveraging) 要到什麼樣的一個程度是一股勢力，另一股勢力則是各國政府為了防止經濟蕭條而端出的各項刺激經濟方案的施行成效及各國為了先自保而有可能導致貿易保護的加劇 (escalating protectionism) 甚至於因為經濟問題引發的政治動盪 (political instability)。

當然我們會小心的觀察這兩股勢力的消長，並對我們的投資組合作出適當的調整。目前我們審慎樂觀的認為，隨著全球經濟逐漸穩定下來，無論是股票或是債券市場在今年都應有較好的表現。還記得幾個星期前我們在「動盪股市中的省思」那篇文章中所強調的股市的表現是經濟景氣的先行指標嗎？在最近的一次經濟循環中我們看到，在企業獲利觸底的五個季度前，股票市場就已經觸底反彈了。

在美國國庫債券利率直逼零的時候，公司債卻由於投資人非理性的恐慌賣壓導致了其收益率飆高到了極不尋常的程度。通常如此高的收益率意味著企業非常高的倒閉風險，可是我們認為現在的情況並不是如此。反而我們覺得在非理性過後，公司債的交易將回到一個正常的平衡點。回看上次股市跌至谷底時，是在公司債收益率的下滑後才帶領著股市的反彈，我們認為此次也是一樣。我們必須先看見該收益率的正常化後才能看見股市的持續攀升。值得高興的是，從最近的交易中我們隱約可以感覺到公司債的買賣正逐漸正常化中。

另一個讓股市在今年回春的可能催化劑則是房市的回穩，不過繼次貸風暴後另一個房市的隱憂則是所謂的Alt-A房貸。Alt-A貸款的全稱是Alternative A貸款，它泛指那些信用記錄不錯或很好的人，但卻缺少或完全沒有固定收入的合法證明文件，所以金融機構提供比優質貸款商品(prime market)高出1%到2%的利息的Alt-A房貸來滿足此類貸款人的需求。這類貸款被普遍認為比次級房貸更安全，畢竟貸款人並沒有信用不好的前科。可是Alt-A貸款果真比次級貸款更安全嗎？現在市場上普遍保持著一個懷疑的態度。事實上，由於此類房貸不需要提出收入的證明文件，因此許多貸款人往往虛報自己的收入。加上這類貸款通常為一些風險度較高的產品，例如無本金貸款(interest only loan)，三年、五年或七年可調整利率貸款(3-year, 5-year, 7-year adjustable rate mortgage)，選擇性可調整利率貸款(option ARMs)等。這些貸款的共同特點就是在還款的頭幾年每個月只需支付很低的月付額，可是當該房貸

面臨重新設置(reset)時，貸款銀行將按照新的貸款總額重新計算每月付款金額。由於負攤還(negative amortization)的作用，很多人的貸款總債務在不斷上升，貸款人將發現他們的月付額大幅度的增加而造成支付上的困難。此時唯有房地產價格回穩才能對房貸違約的情形有所幫助。我們認為，美國政府的“定期資產抵押證券貸款工具”(Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)所帶來的低房貸利率將會對房市的回穩產生相當大的幫助。事實上，三十年固定利率房貸已經在上個星期降至1971年來的新低，5.1%。加上政府將持續收購5,000億美元的不動產抵押貸款債權證券(mortgage backed securities)，所以房貸利率極有可能下探4.5%。

雖然油價的上下震動並不好預測，不過我們可以把最近油價的大幅下滑看成是另一種型式的經濟刺激(stimulus)。因為當我們花比較少的錢在加油上，我們就有比較多的錢可以花在別的地方上。研究顯示，如果油價保持在現在的價格並持續一整年，對美國來講，我們將省下3,777億的油錢，那可是占整個國內生產毛額(GDP)的2.7%。

最後，除了已經宣布的“問題資產救援計畫”(Troubled Assets Relief Program, TARP)及“定期資產抵押證券貸款工具”外，即將上任的新政府也已經保證將有另一波為數不小的刺激經濟方案。雖然沒有人知道到底何時這些經濟刺激方案能對經濟產生影響，不過可以確定的是，假以時日，這些有史以來罕見的大手筆經濟刺激方案對於重建市場信心進而帶動經濟成長將會起到極大的作用。

在過去的四個月裡整個財金體系受到很嚴重的打擊，導至全世界的股票及債券市場都被超賣到不可思議的地步。在2009年裡我們認為金融體系將持續它已經開始的復原。只要金融體系重新站回它帶領經濟成長的火車頭地位，股票及債券市場也將交出一張亮麗的成績單，整個經濟的起飛也將指日可待。