

## ~ 經濟的復甦和股市的反彈 ~

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

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

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

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

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

**Andrew C. Sidebotham,**  
CFA, CIPM  
Director of Operations &  
Senior Analyst

**Devon M. Chan**  
Operations Manager

**Joseph Fontamilla**  
Operations Manager

**Spencer Chao**  
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

我們對於股市在2012年第一季度所交出的漂亮成績單並不特別感到驚訝，反而，市場在去年夏天過後的無力表現倒是有點出乎我們意料之外。雖然股市，在高頻系統交易毫無節制的操作所帶來巨幅波動影響下，在去年一年呈現疲軟的現象，但是事實上，企業獲利卻是持續地走高。去年，企業盈利增長了10%左右，但股票價格在去年只是持平甚至是小幅下滑。也因此股市，對投資人來講，在2011年年底是比2011年年初要來得有吸引力。

盈利收益率 (earnings yield) 是一個蠻有用的估值工具，我們可以透過股票收益率與債券利息的相比較從而粗估這兩者孰貴孰便宜。基本上盈利收益率為本益比 (p/e) 的倒數，其計算方法是以股價為分母，盈利為分子再得出其百分率。絕大部分的時候，股市收益率與美國10年國庫券的利息差距都是相當的狹窄，當兩者之間的差距擴大時，它給投資人發出了一個機會來了的消息，根據差距擴大的方向，這個訊息可能是股票變便宜了，或者債券變貴了，當然反之亦然。

在去年年底時，股市收益率與美國10年國庫券的利息差距已經擴大到6%左右，如此極端的水平是自1974年以來所沒有出現過的。這到底代表著什麼意思？是股票便宜，債券貴，或兩者兼而有之？我們認為是兩者兼而有之。而從歷史上來看，當市場在1974年後開始修正這個收益率與國庫券利息差距所隱含的不平衡時，在往後的幾年，股票繳出了高於平均值的回報，而債券則僅僅勉強跟得上通膨而已。

從去年年底到目前為止，股市有著一波健康的反彈，而在2012年盈利將持續增長的預期下，股市可望有更進一步的表現。市場人士常說：“市場無時不刻都在攀爬著一堵顧慮之牆”，無論是伊朗、北韓的議題或是汽油價格的上漲都是目前這堵牆上我們所關注的隱憂，但是我們也樂於見到，到目前為止，市場普遍認為這些障礙都是可以克服的，並沒有在這些顧慮上多作文章。

正如我們曾經指出的，在過去一年中，市場的波動主要有兩個原因，一是經濟基本面的變化，再者是不受控制的高頻系統交易。經濟的復甦雖然趨於緩慢，但其基本面是健全的，所以，在基本面良好的

基礎上，加上股市目前極有吸引力的估值水平，我們相當有信心，這個市場的反彈應該可以繼續。

然而，我們所關注的則是不受控制的高頻系統交易策略所帶來的持續威脅。在2007年，美國證券交易委員會取消了平盤之上方能放空的交易規則 (uptick rule)，該規則主要是要防止當證券價格已經在下降時，空頭的操作可能會加劇市場向下的趨勢。雖然證交會已經恢復執行該規則的一些規定，但是我們認為，這段時間內，高頻系統交易商透過在短時間內，大量賣空來壓低證券價格的交易策略，正是市場巨幅波動的問題癥結核心所在。雖然市場在短期內對這種類型的操縱尚不能完全免疫，但是從正面來看，因為這種波動並非是基於基本面的變化，所以市場往往都會迅速恢復。

在我們寫這篇文章的同時，聯邦最高法院正在審理歐巴馬總統醫療改革的相關規定。具體來說，大法官們將決定國會，在要求大多數美國人從2014年起必須取得醫療保險，否則將面臨罰款的修法上，是否超出了其憲法所賦予的權力。此外，最高法院還將決定，即使其最終認定一些要求個人必須要取得醫療保險的個別法律條文違憲，歐巴馬總統的醫療改革法案是否還是有效。一些州政府也要求最高法院來解釋憲法是否有給國會合法的法源基礎去要求州政府擴大其醫療補助計劃 (Medicaid)，對1千7百萬目前沒有醫療保險的窮人提供相關保險。

這些無疑都是棘手的問題，這也正是為什麼最高法院已經舉行了超過3天的聽證會，打破了44年來，最高法院在單一的議題上所花費最長的時間記錄，其最終的判決，無論是在經濟、法律或政治上都將產生無遠弗屆的影響。美國每年的醫療開支約為2兆6千億美元，或佔國內生產總值的18%，醫療改革法案旨在為目前沒有醫療保險的3千萬人提供保險，其結果將影響到幾乎每個納稅人，甚至是一些如保險公司，製藥公司，醫療器械公司和醫院等醫療相關機構的利潤。我們當然也不能小看該法案對個別州政府財政健康所可能產生的影響。

在聽證會後最高法院將閉門研議可能的判決，一般預期在六月前大法官們都不太可能會公佈他們的決定，不用說，我們將持續關注這件事的任何發展並採取應對措施。