

SPECIAL EDITION

December 2008

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

~ 動盪股市中的省思 ~

Investment Strategies in Turbulent Markets

過去的兩、三個月對所有的投資人來說是一段痛苦與難熬的日子。在恐慌的心理因素影響下，少部分投資人或許會作出一些在金融風暴過後可能會讓他們後悔一生的非理性決定。但是一個有遠見的投資人則會經由對當今金融市場與經濟層面現況的通盤了解，秉持著正確的長期投資觀念作適當的佈局，進而在將來從中獲利。所以我們將藉由這篇文章從多方的角度來探討這次風暴的前因後果，並為讀者歸納整理出一些值得我們注意的地方。

首先我們必需了解的是經濟成長跟股票市場的表現並不同調 — 股市的表現是經濟景氣的先行指標。一般而言，股市會在六到九個月前就預先反應經濟景氣的復甦或衰退。雖然目前市場普遍預期美國經濟將在明年的下半年逐漸好轉，不過我們還是要提醒投資人這只是一個共識，因為要精準地預測股票市場或經濟景氣的表現是一項近乎不可能的任務。

根據美國國家經濟研究局 (National Bureau of Economic Research) 的說法，「經濟衰退」(recession) 早已成爲事實。該局給「經濟衰退」所定出的正式定義是：「衰退是各層面的經濟活動出現持續長達數月的顯著下滑」。照該定義，我們可以說是正處在一個全球性的經濟衰退中。美國著名政治風險分析公司 Stratfor 把這次全球性經濟衰退的導因歸咎於三點主要的原因：一、美國的次級房貸風暴導致了美國流動性資金危機 (liquidity crisis)。二、美國流

動性資金的危機在歐洲又導致了影響範圍更廣且更深的金融體系危機 (banking crisis)。三、由於美國與歐洲的需求疲軟，進而拖累日本及亞洲一些以出口經濟爲導向的國家，形成一波與美國和歐洲截然不同的出口危機 (export crisis)。這三波各不相同卻又息息相關的危機造成了所有已開發國家的經濟同步衰退，這是從一九七五年來所僅見的。

由於每個國家所遇到的問題都不盡相同，所以各國政府所採取的相關應變策略也略有不同。以美國爲例，美國財政部、聯準會結合國會所採取的一連串措施大都以解決流動性資金危機爲主。儘管戲法人人會變，巧妙各有不同。不過從各國政府最近的作爲來看，我們認爲每個國家都將竭盡所能的來刺激經濟使其復甦的大方向是無庸置疑的。

在金融體系的運作中，交易對手之間的彼此信任是極爲重要的。尤其是當金融體系中各別的個體因爲近年來蓬勃發展的衍生性金融商品如「交換」(swap) 而緊緊地相互連結在一起時，其對交易對手履行義務之能力的信任度更顯其關鍵性。當貝爾斯登 (Bear Stearns) 及雷曼兄弟 (Lehman Brothers) 雙雙倒閉後，金融體系中的信任消失無蹤，隨之而去的是銀行貸款的意願及企業借款的能力。資金正常的流通可以說是商業發展的根本，當因流動性資金不足而導致融資被切斷後，無可避免地，全球的商業行爲也將大幅萎縮。

為解決流動性資金不足的問題，美國政府成立了一個「問題資產救援計畫」(Troubled Assets Relief Program, TARP)的方案。該方案原先是要收購銀行帳面上的不良資產，不過為了更有效的施行，這方案後來轉變成藉由銀行的直接注資來提升各銀行的一級資本適足率(Tier 1 capital ratio)，使銀行能在較短的時間內增加對企業提供融資的空間。但問題出在從該計劃提交於國會，國會舉行聽証會後並經過兩次的投票才予以同意，銀行提交申請書後並通過審核，到銀行獲得注資並可開始對企業提供融資的這段時間裡，經濟已經大幅度的停頓下來。雖然現在融資的源頭已經打開，但讓其功效反應在經濟面上還是需要一段時間。

「問題資產救援計畫」補強了銀行的一級資本適足率(Tier 1 capital ratio)並增加投資人對銀行的信心。但是對於以消費為主的美國總體經濟來講，該方案的影響只是局部的。為補其不足，美國政府端出了第二盤牛肉：「定期資產抵押證券貸款工具」(Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)。依據這項方案，聯準會將向那些持有「AAA」評級資產抵押證券(Asset-Backed Securities, ABS)的金融機構提供高達兩千億美元的無追索權貸款，而其抵押基礎主要為助學貸款、汽車貸款、信用卡欠款、學生貸款以及由小型企業管理局(Small Business Administration)擔保的貸款並可能擴大適用於房屋貸款。

當然還有其它可以讓經濟回暖的策略，而我們也相信，政府一定會根據所需採取相關對策的。但是我們隱憂的是這一切都發生得太快，正如我們在前幾段文章談到的，如果政府沒能當機立斷採取必要的措施，及時阻止工廠關門、員工被資遣，那經濟衰退的趨勢蔓延後，再想讓景氣復甦的話，勢必是更加困難的。

有人或許會問，為什麼這次股市下殺的幅度這麼深，這麼快？原因在於當政府為了選舉，為了通過紓困方案忙的焦頭爛額的時候，債券市場基本上是凍結的。短期國庫券的利率幾乎是零，甚至有一小段時間是負

數。地方公債及公司債根本就找不到買家提供稍微合理一點的出價。基本上股票市場是唯一還正常運作的資本市場，所以對於大型退休基金或投資者的現金需求，在股票市場賣出股票是唯一的選擇。看著股票下滑，投資人恐慌性地贖回共同基金與對沖基金(Hedge Fund)更大幅度地加劇了股市的跌幅。

經過這幾波的非理性賣壓，我們相信股市現在是處於超賣的現象，在信心恢復後，股市應當會回升到一個合理的平衡點。假如政府的紓困方案奏效的話，股市的後勢反彈將比市場目前預期的來得更為強勁。

雖然最近市場的反覆無常讓人害怕，但是我們一定要提醒自己**股票不應該是短期投資的工具**。如果我們個人的投資目標或財務狀況沒有太大的變動，那麼我們應該還是要用中長期的眼光去看待我們的投資組合，堅持自己的中長期目標以渡過短暫的市場動盪期。

在操作上我們一方面必須小心謹慎，不可將股票的持有率超出長期投資策略可容忍的範圍內。例如Enhanced Balanced策略裡，股票持有的範圍是50%-70%，在目前動盪的市場中，我們將持有約60%的股票，其餘40%則在高品質的債券和現金中。另一方面，在股票的範圍裡，我們必須繼續因勢利導尋找基層面強勁、價值適中、且在目前經濟環境中有競爭性的公司。從歷史的數據可以知道，股市大部分的巨幅下跌都是集中在某一小段時間之內，而股市的巨幅上漲也是只集中在巨幅下跌後的某一段時間內。千萬別因為股市短期的動盪而恐慌性的拋售股票、放棄您長期投資的策略。動盪是股市的本性，如何在動盪的股市中繼續做適當的佈局才是長期獲利的要素。

我們預計在短期內市場仍將隨著每天的頭條新聞而持續上下盤整。不過，我們也要記得股票市場的復甦也將遠早於經濟景氣。