重點摘錄

- 美國聯準會宣布自今年一月份縮減 QE，市場普遍預期 FED 將自 2015 年升息，在供給量縮減、殖利率上揚及經濟基本面改善下，美元長多格局可望確立，而黃金與非美貨幣則面臨貶值壓力。同時，由於公債殖利率已率先反轉反映 QE 退場，我們也看多保險業者未來享有利差擴大的利益。最後，QE 緩退也代表經濟基本面優於預期，故建議買進工業類股股權產品。
- 歐股未來縱有噪音，仍為多頭格局，且基本面、消息面、技術面都較其他地區具吸引力，國際資金也連 27 周流入，第一資本建議持續布局歐洲。在看好選擇性消費及工業的情況下，VGK US EQUITY 與 EWG US EQUITY 仍為 ETF 的首選，共同基金的部分則可投資 GAM 歐洲股票基金。
- 中國本次錢荒嚴重程度不如去年六月，不過農曆年前中國資金流動性仍將偏緊，預期短期陸股盤整機率仍大。中長期來看，2014 年中國經濟將持續落底，因此我們認為陸股上證為類股表現格局，除了快銷類股將持續表現強勢以外，第一資本也十分看好中國汽車產業的商機，推薦標的為東風集團（489 HK）。
- Fed 於 2014 年開始縮減 QE 規模，日本則維持量化寬鬆政策，使得日圓貶值態勢可能更將明顯。尤其，日本將於今年 4 月開始課徵的消費稅恐抑制內需消費，進而壓抑經濟成長力道，都將加大日圓續貶的壓力，建議投資人放空日圓。

研究團隊

歐股、債券－Joanne Hu
滬深港股－Emma Yu
新興、日股、原物料－Jack Lai

目錄

1. 緩收 QE，行情唯”基”是問……P2
2. 歐股可望續揚，建議續抱……P8
3. 錢荒再襲導致短期股市震盪，可關注汽車類股表現…P17
4. 日圓易貶難升……P26
5. First Capital Index 及本月推薦投資組……P33

緩收 QE，行情唯”基”是問

一、QE 最快於年底功成身退

QE 最快於 2014 年底完全退場

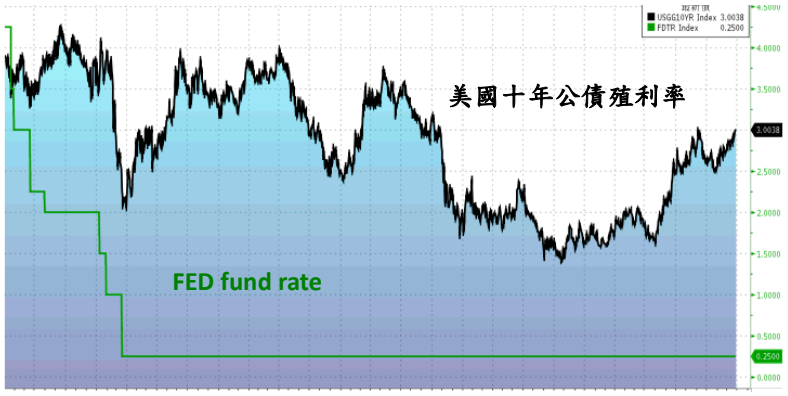
美國聯邦準備理事會(FED)決策機構「公開市場操作委員會」（FOMC）於去年 18 日最後一次年度例行政策會議，宣布自元月起，每月購債規模將由 850 億美元縮減為 750 億美元，其中 400 億房貸抵押債券（MBS）與 450 億美國長期公債各減 50 億美元。而為降低對金融市場的衝擊，聯邦基金利率仍維持在 0%至 0.25%的超低區間。該決議意味，FED 刺激經濟的「量化寬鬆」（QE）貨幣政策朝退場跨出第一步。

2015 年前維持低利率水準

Fed 公布的紀錄顯示，大多數成員同意，在勞動市場顯著改善，且改善趨勢可能會持續情況下，可以開始適當縮減購債計畫規模。不過，FED 特別強調目前通膨水平仍持續位於該機構長期目標 2%之下，預期未來 1 到 2 年的通膨將不會超過 2.5%；並表示即使在 QE 退場且經濟復甦力道增強之後，高度貨幣寬鬆的政策仍會持續相當長一段時間。FED 也重申，目前 0%到 0.25%的超低聯邦基金利率目標範圍，至少在失業率仍高於 6.5%之時仍屬適當。因此 FED 明確將最大就業與 2%通膨目標視為終止寬鬆政策的關鍵決定因素。

而現任主席柏南克(Bernanke)在決策記者會上進一步表示，以後每次決策會議都會縮減 QE 規模；若勞動市場和通膨情況符合 FOMC 的展望，將每次減少 100 億美元規模。由此時程觀之，我們預期 QE 最快有可能今年 2014 年 1 月、3 月、4 月、6 月、7 月、9 月、10 月和 11 月共舉行 8 次 FOMC 例行會議中逐次縮減規模，並在 2014 年底功成身退。

圖 1：美國十年公債殖利率與 FED fund rate —20008 年迄今



資料來源：Bloomberg

二、投資亮點

由 FED 決議啟動緩步縮減 QE 來看，不難發現決策當局細心醞釀”基本面行情”無縫接軌”資金行情”的用心。而實際上，FED 自 2008 年底開始持續印鈔救市以來，美國經濟確實有緩步復甦，景氣自迄今已步入成長階段。日前柏南克在卸任前最後一次演說中，也針對美國及全球經濟成長展望提出八年任期來罕見的樂觀看法，表示阻礙美國經濟成長的逆風正逐漸消退，經濟將加速成長。我們針對 QE 緩縮之後市，可歸納出美國雙率多頭及經濟基本面表現強勁三大投資方向，以做為 2014 年的投資主軸。

1. 美元空轉多確立，不利黃金與非美貨幣走勢

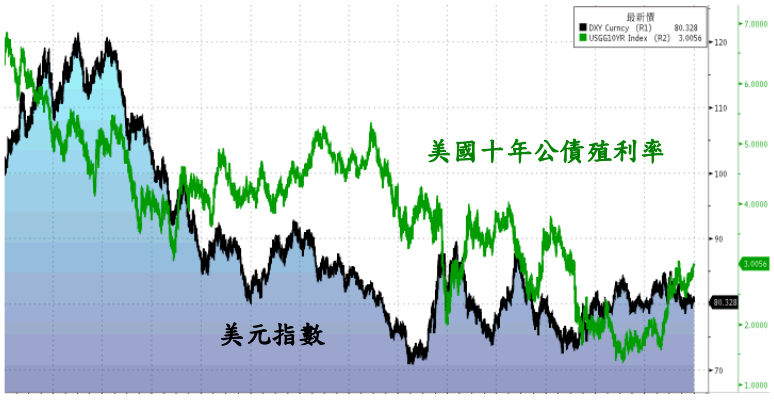
美元受供給量縮減、殖利率上揚及經濟基本面改善，長多格局可望確立

QE 啟動縮減，代表美元供給增加率將減緩；因此自去年五月份開始，美國公債殖利率(見圖 2)即開始反轉向上，而本月初已突破 3%；而公債殖利率翻揚進一步推升持有美元之報酬率，促使美元轉強。

而美國商務部(doc) 於本月 7 日公布的去年 11 月貿易逆差意外收窄至 342.5 億美元，創 2009 年 10 月以來最低水平，也讓市場對於美國經濟與強勢美元更具信心。

此外，與此相對應的歐元區、日本等仍在持續的執行寬鬆政策以刺激經濟、就業和抗通縮。而市場也預期美國最快將於 2015 啟動升息循環。美國與上述經濟體的貨幣政策形成強烈對比，美元走強勢在必行。

圖 2：美元指數及美國十年公債殖利率(2000 年迄今)



資料來源：Bloomberg

黃金不再光芒耀眼

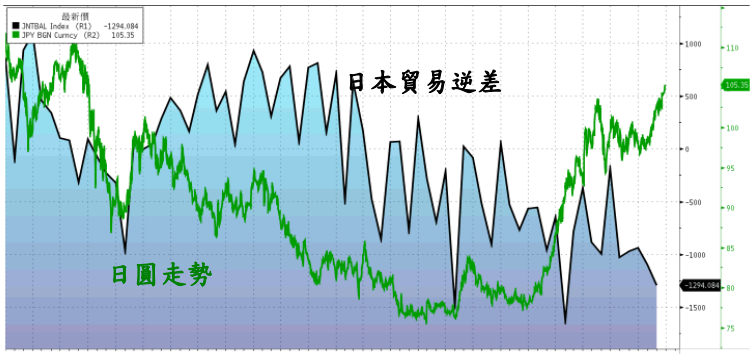
黃金與美元向來存在高度負關聯。在美元走強下，過去被視為保值且走了十餘年多頭的黃金首當其衝。黃金自去年最高點的 1,697 美元開始下滑，迄今跌幅已經逾 30%。然

而，在可預見的未來中，尚未出現通膨壓力的跡象，我們也認為黃金仍有下檔風險。

日圓恐成阿斗

其次，我們也看空日圓走勢，主因在於安倍三箭政策雖令日圓走弱，去年跌幅逾 15%；但並未激勵日本出口表現，貿易逆差反而頻創新高。我們研判，日圓的弱勢可能由人為寬鬆導引轉為受龐大貿易逆差拖累而難以翻身。關於日本投資策略，我們稍後有更精闢分析。

圖 3：日本貿易逆差與日圓走勢—2008 年迄今



資料來源：Bloomberg

2. 殖利率走升有利保險類股，美元短債投資風險小

保險業者利差可望擴大

自去年 5 月份傳出 QE 可能縮減，美國十年期公債殖利率即開始走升。根據預估，2014 年美國十年期公債殖利率將從 2.8%上看 3.4%。

受惠於殖利率的走揚，我們看好相關保險類股可望直接受惠。因為保險公司的利息收入將大幅提高，而相對地，保險公司的保單預定利率卻維持固定不變，隱含著保險公司的獲利能力將受利差擴大而明顯受惠。

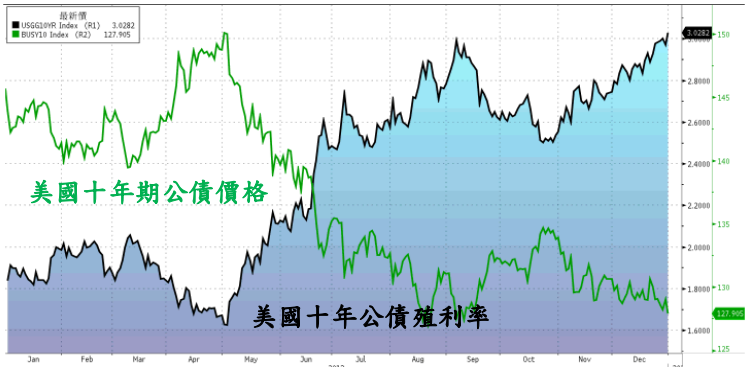
圖 4: 美國公債殖利率與保險個股走勢—2009~2013

資料來源：Bloomberg

避開非美元計價長天期債

另一方面，殖利率走升意味著公債價格(尤其是長天期債券)將受殖利率上揚而下滑(見圖 5)。從圖 6 則可明顯發現，長天期債券價格相較於短天期債券，受利率波動影響較大。展望未來，建議投資人佈局短期的債券，且以美元計價商品為主。

圖 5:美國公債殖利率與長天期公債價格指數(2013)



資料來源：Bloomberg

圖 6:美國公債殖利率與短天期公債價格指數—2013

資料來源：Bloomberg

3. 工業類股成長可期

基本面加速改善，有望促進企業投資活動

FED 啟動 QE 退場，顯示美經濟基本面進入讓人放心的實質回升。包含失業率持續下滑、耐久財訂單走揚、ISM 製造業指數創 2 年多新高、工業生產指數創 5 年新高、汽車銷售創 6 年新高等,都反映了美國實質景氣增溫現象。先前我們即持續看好的電子商務類股，其隱含的消費者消費模式的變革，從實體走向虛擬網路，又在行動互聯網的推波助瀾之下，使得消費者越來越習慣電子商務的消費模式。我們仍然看好電子商務及數位內容產業的前景。

此外，在實質需求推升的工業生產活動中，我們也看好經濟活動熱絡帶動人流、物流的運輸產業，預期與耐久財訂單生產活動相關的工業類股可望步入主升段。

三、投資策略

我們維持看好美國股市。除了先前推薦的內需消費性類股(XLY US Equity)外，本期推薦作多工業類股(XLI US Equity)以及保險類股(KIE US Equity)，同時推薦放空黃金(GLL US Equity)及做多美元指數(UUP US Equity)。

看多工業類股

1. XLI US Equity

受惠於工業活動的復甦，相關的產業龍頭也持續走高，XLI的主要成分股股價表現也格外亮眼，包括奇異、波音、聯合科技，以及快遞業者 UPS、聯邦快遞等。我們認為 XLI 反映了美國經濟已步入實質需求的回溫，未來走勢可望維持強勁。我們預期 XLI 上檔空間逾 6%(表 1)。

圖 7: XLI 與 XLY S&P 500 指數近半年來走勢

資料來源：Bloomberg

表 1: XLI 成份股近期股價表現與獲利展望

持股	占比(%)	收盤價	目標價	上檔空間
奇異公司(GE)	11.1	27.26	29.18	7.0%
波音公司(BA)	5.3	138.41	152.52	10.1%
聯合科技(UTX)	5.3	112.79	121.1	7.4%
3M(MMM)	4.8	137.65	138.53	0.7%
聯合太平洋(UNP)	4.5	165..16	177.30	7.4%
XLI				6.68%

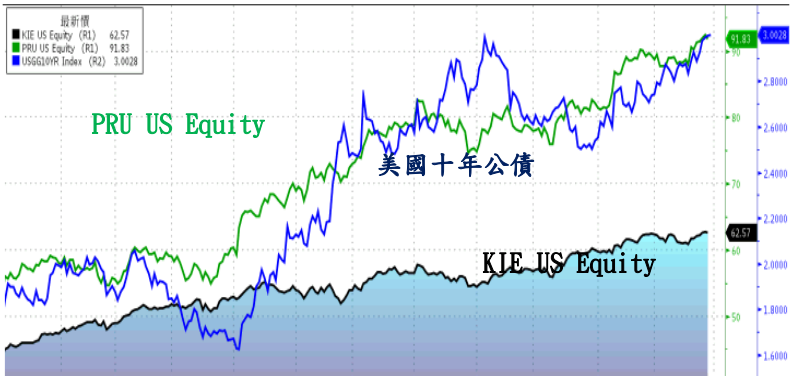
資料來源：Bloomberg，第一資本預估

保險類股為升息受惠族群

2. KIE US Equity

保險公司向為升息循環的受惠族群，因而成為我們推薦主要標的。KIE 成分股囊括了 Fideltiy、保德信、AIG 等多家美國保險公司。我們預估 KIE 有逾 6%的上檔空間(表 2)。

圖 8: KIE 與 PRU AIG 與美國十年公債 2013 年以來走勢



資料來源：Bloomberg

表 2: 成份股近期股價表現與獲利展望

持股	占比(%)	收盤價	目標價	上檔空間
CNO Finanial(CNO)	2.14	17.91	18.81	5.03%
Genworth(GNW)	2.13	15.78	17	7.73%
大都會保險(MET)	2.11	53.58	58.41	9.01%
保德信(PRU)	2.07	90.5	96.6	6.74%
旅行者保險(TRV)	2.07	92.05	88.92	3.52%
KIE				6.41%

資料來源：Bloomberg，第一資本預估

做多美元、放空黃金

3. GLL、UUP 列為長期投資標的

有鑑於黃金與美元存在負相關，我們建議投資人可以放空黃金(GLL US Equity)並做多美元指數(UUP US Equity)，以迎接強勢美元時機到來。

歐股可望續揚，建議續抱

一、歐洲景氣回顧

1、各項數據顯示歐洲經濟正在強勁的勢頭上

股票市場復甦，反映實體經濟的回暖

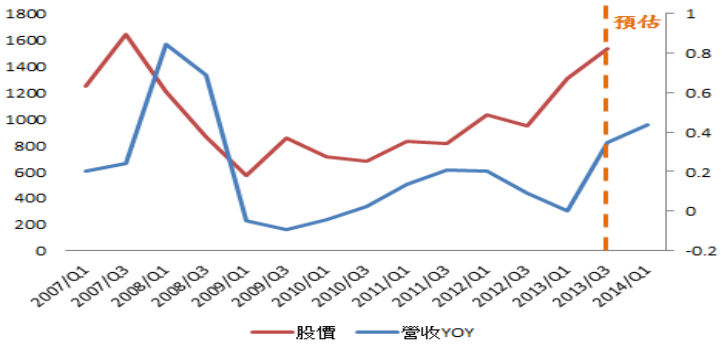
倫敦證券交易所去年 12/31 日表示，2013 年倫敦市場共迎來 105 家新上市公司，新增上市公司數量創自 2007 年以來的新高，明顯看到英國和全球首次公開募股(IPO)市場信心回歸，證交所市場的復甦反映該國實體經濟的回暖。

圖 1：倫敦證交所與富時 100、STOXX 50 的股價走勢圖
—2013/01/04~2014/01/04

資料來源:Bloomberg

從倫敦證交所(LSE LN)的營收來看，其成長走勢也是向上的(見圖 2)，其營收增長代表的是資本市場的熱絡，意味證交所賺取的服務費以及在資本市場賺的錢增加；倫敦證交所的股價和營收向上受惠於英國的經濟持續成長。近期公布的英國 12 月製造業及服務業 PMI 持續擴張，且為歐洲地區 PMI 表現最好的國家。

圖 2：倫敦證交所的營收成長率與股價走勢圖



資料來源: Bloomberg、第一資本整理

歐元區 12 月製造業 PMI 創創 2 年半來的新高

德國、義大利 12 月製造業 PMI 則是創 2 年半來的新高，希臘 12 月製造業 PMI 更是創 4 年多的新高(見表 1)。歐元區製造業 PMI 的快速擴張反映 12 月新訂單和產出增長，新訂單增長速度為自 2011 年 4 月以來最快，也因訂單需求增加企業裁員狀況減少，1/3 西班牙公布 2013 年失業人口減少 14 萬人，是金融危機以來首次全年下滑。而歐元區的工業生產年比及工業信心指數走勢也呈現向上的趨勢(見圖 3)。

後段班的 10 年期公債殖利率降到 2 年半的低點

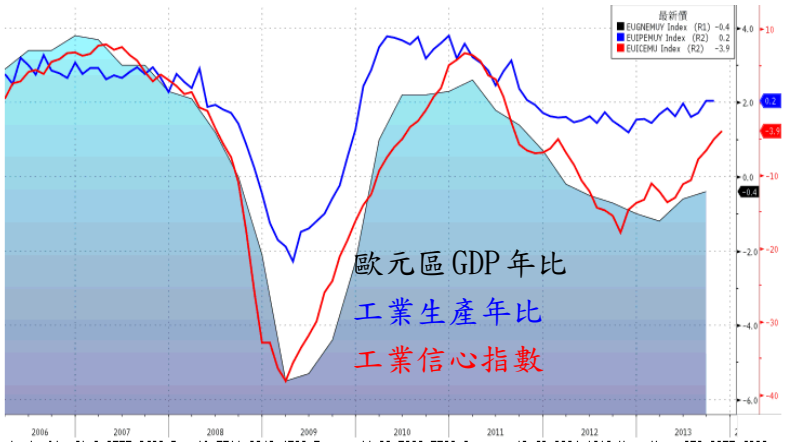
義大利、西班牙、希臘 10 年期公債殖利率也是降到 2 年半的低點，顯示投資人對後段班的經濟復甦也深具信心(見下頁圖 4)。

表 1：各國製造業 PMI

國家	12 月製造業 PMI	表現
歐元區	52.7	30 個月新高
英國	57.3	連 9 個月擴張
荷蘭	57	32 個月新高
德國	54.3	30 個月新高
義大利	53.3	32 個月新高
西班牙	50.8	連 2 個月擴張
希臘	49.6	52 個月新高

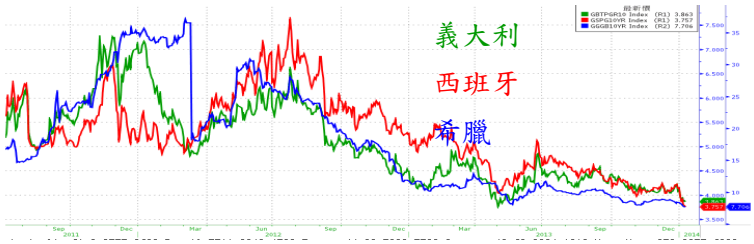
料來源:Markit,第一資本整理

圖 3:歐元區 GDP、工業生產數據走勢圖
－2006/03/31~2013/11/30



資料來源: Bloomberg

圖 4：義大利、西班牙、希臘 10 年期公債殖利率走勢圖
－2011/07/07~2014/01/09



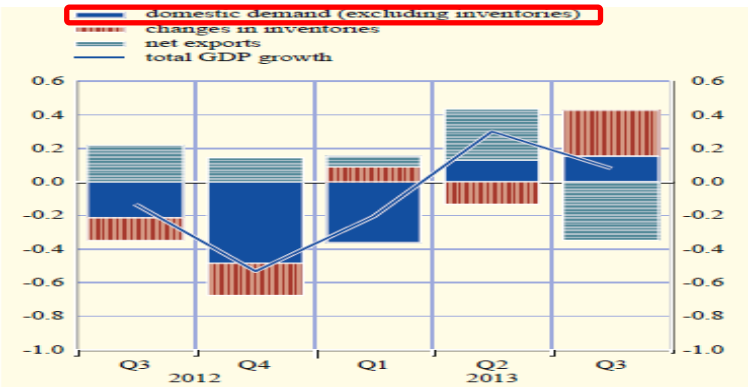
資料來源: Bloomberg

2、內需仍為歐元區的經濟增長的一大貢獻

預計內需可連 3 季正增長，為經濟成長一大助力

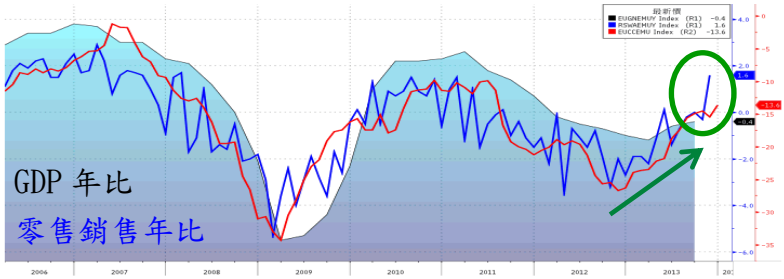
從歐元區 Q3 GDP 的組成中可以看到內需(domestic demand)已連 2 季正增長，連 4 季改善(見圖 5)，而每月公布的歐元區消費者信心指數以及零售銷售年比走勢仍持續向上；尤其 1/8 公布的 11 月零售銷售年比為為 1.6 是 2008 年 3 月以來的新高，法國與德國 11 月的零售銷售年比也較上月增加(見下頁表 2)，顯示消費者支出力道增強，預計在歐元區在 Q4 GDP 中，內需仍能持續正增長。

圖 5:歐元區 GDP 成長與各部門貢獻



資料來源:Eurostat, ECB

圖 6:歐元區 GDP 與零售銷售年比、消費者信心指數走勢圖
－2006/03/31~2013/12/31



資料來源: Bloomberg

表 2：各國 2013 年 11 月零售銷售年比

國家	10 月	11 月	表現
歐元區	-0.3%	1.6%	58 個月新高
德國	-0.1%	1.6%	較上個月高
法國	0.7%	2.4%	較上個月高

資料來源: Bloomberg, 第一資本整理

3、歐元區景氣仍有向上空間

基本面高點未到，故股價仍上漲的動力

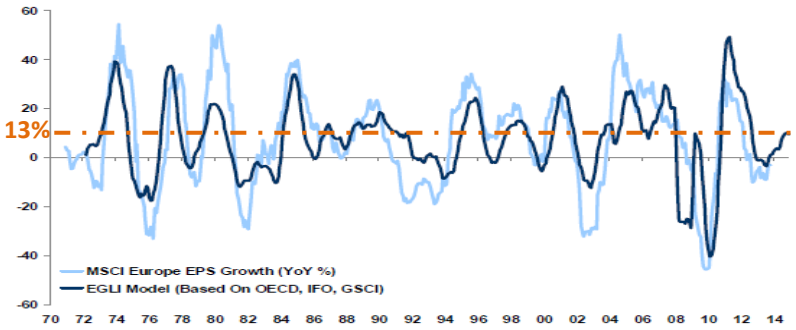
各投行及機構皆預測歐元區的 GDP 成長率在 2014 年是成長的，且 2015 年的 GDP 成長率高於 2014(見表 3)，基本面尚未到景氣循環的成長高峰，第一資本預估基本面高點是在 2014 年 Q2，故股價目前尚有上漲的動力;且 Morgan Stanley 預估 2014 年的 EPS 會成長 13%(見圖 7)，因此未來歐洲股市走向仍偏上行。

表 3：歐元區 GDP 成長率預估

國家		GDP 成長率		
		2013	2014	2015
歐元區	IMF&ECB	-0.4%	1%	
	歐盟	-0.4%	1.1%	1.7%
	MS	-0.5%	0.5%	1.1%
	GM	-0.4%	1.1%	1.5%
	JPM	-0.5%	1.1%	
	NM	-0.4%	0.7%	1%
	ML	-0.5%	0.8%	1.5 %

資料來源:第一資本整理

圖 7: MSCI 歐洲 EPS 成長率走勢圖



資料來源:Morgan Stanley

歐股可望呈現多頭格局

4、未來一年股市中縱有噪音，仍為多頭格局

在全球市場方面，因美國 QE 確定縮手顯示經濟確實轉好的情況下市場利空消息已經出盡。

而歐洲方面，愛爾蘭於 12/15 退出紓困後，1/7 首次發債也獲得熱烈的回應，超額認購近三倍，顯示投資人的樂觀看待。愛爾蘭退出紓困後，2012 年初因對房地產市場的曝險過高的西班牙銀行業，也於 2013/12/31 退出為期一年的紓困計畫。

之前認為會對銀行業造成短期利空因素的壓力測試和 AQR(資產質量評估)，預計在 2014 年 11 月結束並公布結果，短期內不致對股市產生衝擊，故我們認為歐股可望延續多頭格局。

二、投資亮點

看好選擇性消費、工業、汽車

除了在基本面的表現，零售銷售年比與製造業 PMI 指數皆表現亮眼之外;從股價方面來看，MSCI 歐洲指數的各產業類別來看，選擇性消費仍然為表現最為亮眼，且漲幅超過 MSCI 歐洲指數;近期工業類股也有後來追上的趨勢，在一週及一個月的表現超過選擇性消費。

表 4：MSCI 歐洲指數與各產業類別

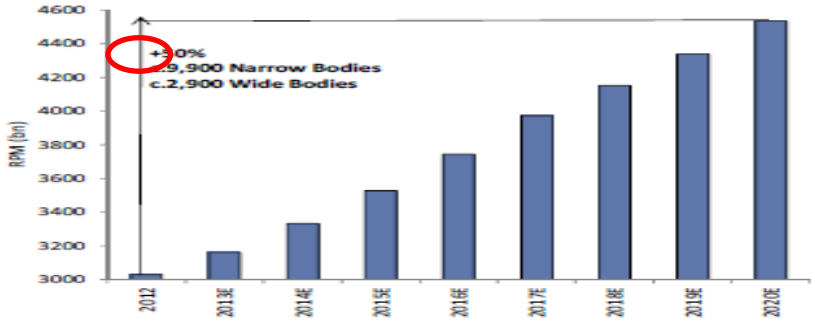
MSCI 歐洲指數				
	1 週	1 個月	3 個月	1 年
MSCI Europe	0.94	3.44	5.62	12.83
Financials	0.49	3.91	5.58	16.34
Industrials	1.37	5.26	6.10	18.31
Energy Sector	0.98	3.33	5.30	0.47
Information Tech	0.77	3.40	6.01	21.31
Telecom Service	0.47	3.70	6.00	26.95
Consumer Discret	1.07	4.20	6.14	23.28
Consumer Staples	0.99	1.54	4.31	7.39
Utilities Sector	0.29	2.81	1.53	4.29

資料來源:第一資本整理(股價計算截止日為 1/6)

Airbus 有望拿回飛機製造商的龍頭地位

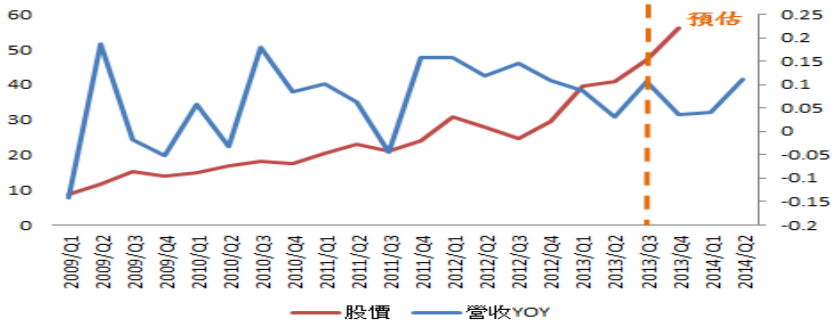
在工業類股中我們尤其看好的公司為空中巴士集團 Airbus Group(AIR FP)，市場預估 Airbus2013 年的總接單量將超過波音，從波音手中拿回飛機製造商的龍頭地位(2002~2012 Airbus 訂單量較高的次數有 8 次)，而飛機製造商在把飛機交付客戶時就能將巨額的營收入帳;此外高盛也預估空中交通的市場會持續成長到 2020 年，成長幅度高達 50%，故看好未來營運發展，近期 Airbus 的營收成長動能也是向上(見圖 9);從營收地區分布來看，營收遍佈全球(見圖 10)，受惠於各區域需求，非僅自於歐洲，為全球景氣回溫下的受惠者。

圖 8:空中交通市場未來營收成長預估圖



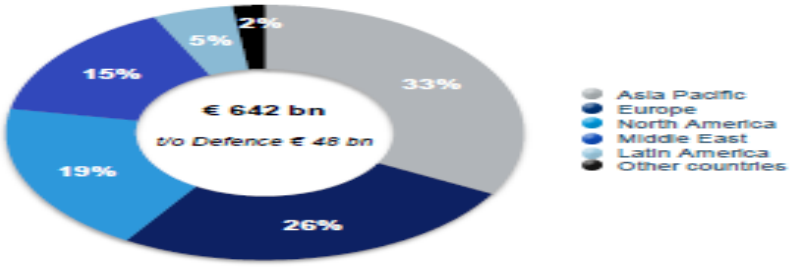
資料來源:Goldman

圖 9:空中巴士集團營收成長率與股價走勢圖



資料來源: 第一資本整理

圖 10:空中巴士集團 2013 前 9 個月的營收分布

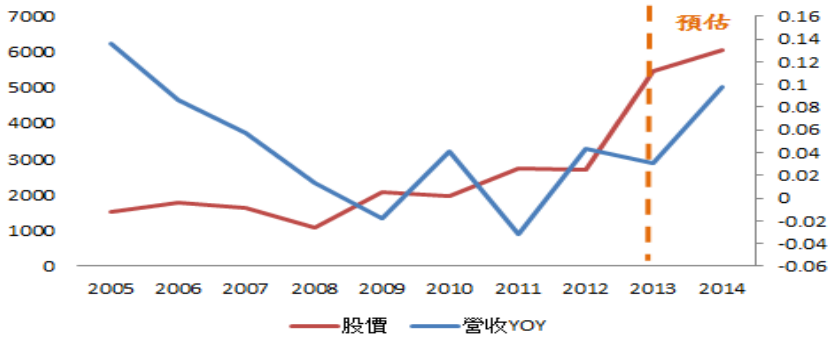


資料來源: EADS(更名為 Airbus Group)

仍相當看好電子商務題材的類股

而選擇性消費仍是我們較看好的產業之一，我們之前提及較看好的為兼具選擇性消費及電商題材的 ASOS(ASC LN)，與另一賣服裝及家居用品的 NEXT(NXT LN) 也因線上銷售亮眼尤其受惠在聖誕假期效應帶動營收增長，近期股價也持續上漲(見圖 11)，我們仍相當看好電子商務未來的發展。

圖 11：NEXT 營收成長率與股價走勢圖



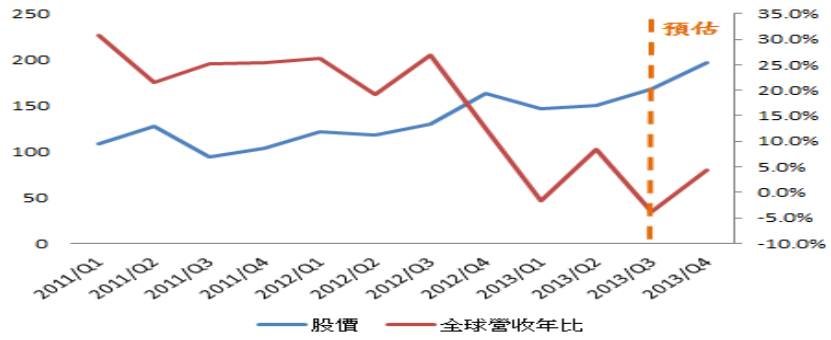
資料來源:第一資本整理

汽車業中我們看好戴姆勒、福斯、大陸集團

我們也仍持續看好汽車產業，英國 12 月新車銷售年比高達 23.6%，創自 2010 年 3 月以來的新高，其中年度銷量排名第三的為福斯 Volkswagen(VOW GR)，第四則是旗下的品牌奧迪，年度銷量較去年同期成長 7.5%，市占率為 15%；在整個歐洲地區，福斯市占率也最高，高達 26.2%。在歐洲經濟持續好轉的情況下，JPMorgan 也預估車市在 2014、15 年仍能持續成長 3~4%。

在海外市場的部分，福斯更包辦了中國乘用車市場銷量的前兩名，前三名分別為上海大眾、一汽大眾、上海通用，年度銷量更較去年同期成長 20%。預期中國車市未來也能有 5%的成長，預估在中國銷量第一的福斯未來營收能夠持續向上，故我們除了之前看好的戴姆勒之外，也看好福斯。

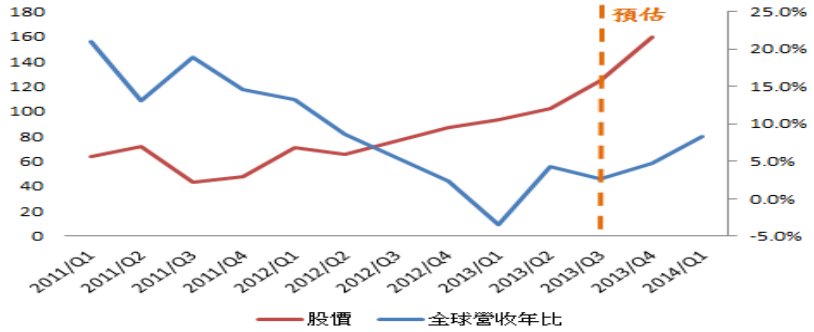
圖 12：福斯營收成長率與股價走勢圖



資料來源:第一資本整理

在未來車市仍持續成長的情況下，應會連帶帶動汽車零組件需求，故國際汽車零組件供應商大陸集團 Continental(CON GR)我們也相當看好，它是全球第二的汽車供應商，第四大的輪胎製造商，知名品牌都是它的客戶，如戴姆勒、通用、福特、福斯…等，預估未來營收成長動能豐厚(見圖 13)。

圖 13：大陸集團營收成長率與股價走勢圖



資料來源:第一資本整理

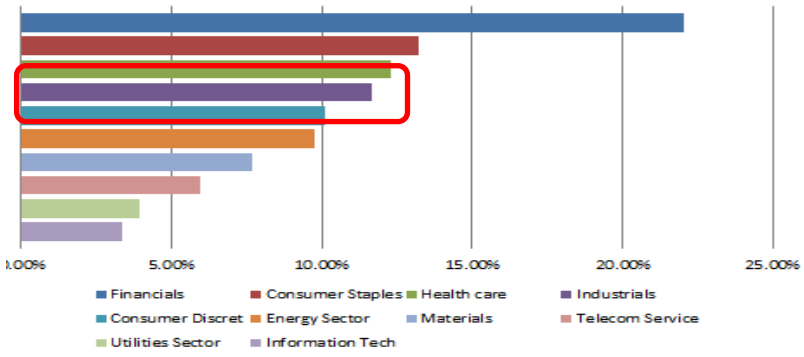
三、 投資策略

在基本面、消息面、技術面歐洲相較於其他地區都具備較吸引人的條件，且國際資金也連 27 周流入，第一資本建議應持續布局歐洲的 ETF 或共同基金。

VGK US EQUITY 與 EWG US EQUITY 仍為 ETF 的首選

ETF 的部分，建議可佈局投資地區為泛歐的 ETF－VGK US EQUITY，我們上述所看好的所有公司皆是 VGK US EQUITY 的成分股，且從產業別來看的話，VGK US EQUITY 也有 23%投資在我們看好的選擇性消費及工業(見圖 14)。

圖 14: VGK US EQUITY 的投資產業分布



資料來源: Bloomberg

而投資地區為德國的 ETF－EWG US EQUITY 的前十大持股中有包含我們在上述中提到看好的汽車類股，見下頁圖 15。

圖 15: EWG US EQUITY 的前十大持股

前十大基金持有(MHD)	淨基金	淨指數	主要行業分配	
拜耳	9.318%	N.A.	汽車製造	15.10%
西門子	8.348%	N.A.	化工	12.91%
巴斯夫	7.838%	N.A.	保險	10.71%
安聯集團	6.869%	N.A.	製藥業	10.52%
思愛普	6.522%	N.A.	其他製造商	8.35%
戴姆勒克萊斯勒	6.467%	N.A.	軟體	6.52%
德意志銀行	4.422%	N.A.	銀行業	5.24%
慕尼黑再保險公司	3.416%	N.A.	電力	4.38%
德國林德公司	3.389%	N.A.	電信	3.43%
福斯汽車	3.323%	N.A.	家庭用品/廚具	2.70%

資料來源: Bloomberg

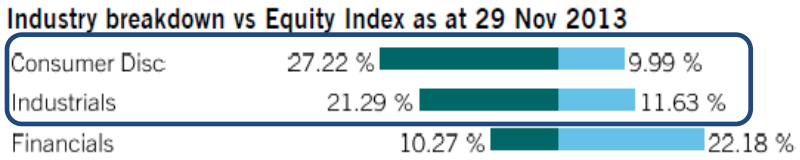
我們觀察兩檔 ETF 前十大持股的個股中市值前四大的公司，過去 5 年的 P/E 區間與股價走勢，推估出個股未來的漲幅空間並進行市值加權得出兩檔 ETF 各別的漲幅空間，預估兩檔 ETF 在未來一年的漲幅空間仍有 10~17%，建議買進。

共同基金可投資GAM歐洲股票基金

共同基金的部分，建議可佈局在歐洲基金中前兩大投資產業為我們所看好的選擇性消費及工業的 GAM 歐洲股票基金(見表 5)。從股價方面來看 GAM 歐洲股票基金與 MSCI 歐洲指數的差距在近期更加擴大，顯示其表現持續優於大盤(見圖 16)。

我們也對 GAM 歐洲股票基金的前十大持股中市值前四大的公司進行了分析，在觀察過去 5 年的 P/E 區間與股價走勢後，我們估計未來一年的漲幅空間還有 13%。

表 5：GAM 歐洲股票基金產業分佈圖



資料來源:基金月報

圖 16:GAM STAR 歐洲股票基金(2013/01/08~2014/01/08)

資料來源: Bloomberg

錢荒再襲導致短期股市震盪，可關注汽車類股表現

一、中國錢荒再現

季節性因素與人行冷處理導致年底 SHIBOR 再度飆升

繼去年 6/20 七天期上海同業拆款利率(SHIBOR)飆升至 11%之後，12/20 又再度升到 7.6%，錢荒再起的恐慌使得上證也跟著下挫 2.02%。觀察本次錢荒形成原因，主要有以下兩項：

1. 季節性因素

觀察近 3 年的 SHIBOR 走勢（詳見圖 1），每年年底到隔年農曆新年前波動較大，主要由於年底銀行業須進行例行的法定存款準備金補繳以及面對貸存比等系列指標考核壓力，再加上農曆年前民間的資金需求提升，使得 SHIBOR 容易大幅波動。此外，近期創新理財產品越來越豐富，尤其是網路金融產品的崛起，分散銀行來自民間的資金來源，使銀行業融資更加困難；因此和同業間拆款的頻率也較以前升高，也使得 SHIBOR 波動的敏感度較以前提升。

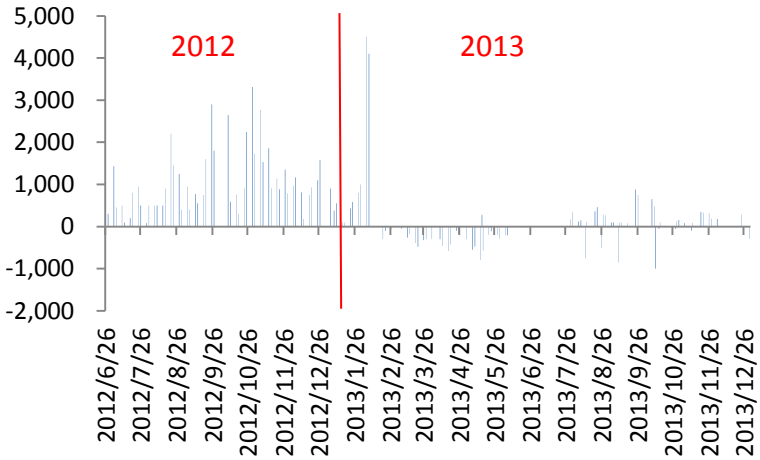
圖 1： 7 天期 SHIBOR 與上證指數走勢圖-2011/1/4~2014/1/6

資料來源：Bloomberg

2. 人行冷處理

相對 2012 年相對寬鬆的貨幣市場操作，2013 年人行進行逆回購的次數和金額都減少許多（詳見下頁圖 2）；且不論在去年 6 月或是近期的 SHIBOR 飆升的情況下，人行也一樣不為所動，甚至允許資金回流，顯示去年開始人行貨幣政策已轉變至中性偏緊。這也是導致去年 SHIBOR 波動程度高於 2012 年的主要原因之一。

圖 2：2012/6/26~2013/12/31 人民銀行資金淨投放量



資料來源：人民銀行，第一資本整理

年底財政存款投放與境外資金持續流入使得本次錢荒不如去年 6 月嚴重

我們可以發現本次錢荒下 SHIBOR 升幅低於 6 月，股市跌幅也較 6 月小，顯示嚴重程度不似 6 月；另外，本次人行投入 SLO（Short-term Liquidity Operation，短期流動性調節工具）舒緩錢荒，SLO 到期期間偏短（一般在一周以內，2 天期居多），顯示人行也認為此次錢荒的嚴重性不需要使用到較長天期的逆回購操作。人行冷處理可歸納為以下兩點原因：

（1）年末將有大規模財政存款投放

按慣例年底中國人行都有大規模財政存款的集中釋放，累積至 2013 年 11 月的財政存款已達 2 兆人民幣，是去年同期的 2.04 倍（詳見圖 3）。興業證券預期 12 月財政存款投放將達 1.2 兆人民幣左右，這將對緩解當前流動性緊張的局面產生一定幫助，也是近期資金利率有所回落的原因。

（2）境外資金仍在持續流入

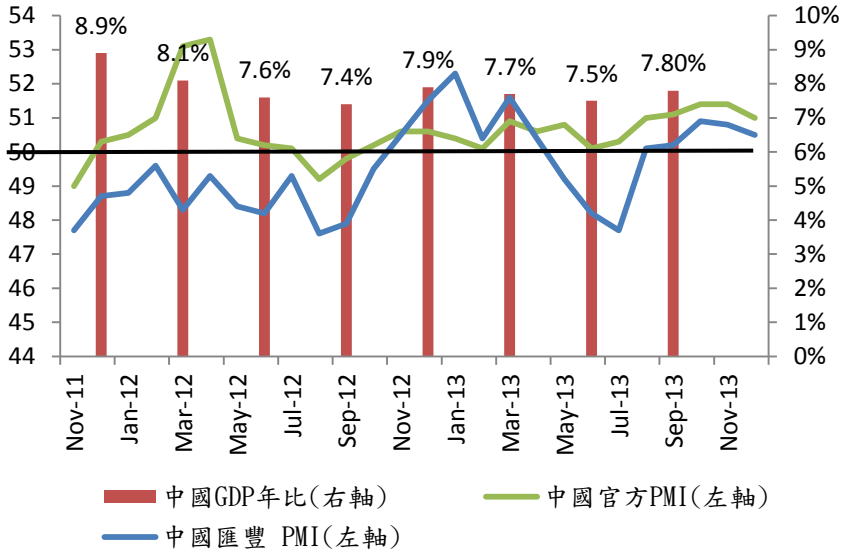
外匯占款（Funds outstanding for foreign exchange）代表中國各家銀行購買外匯形成人民幣的投放量，可視為觀察境外資金流向的指標。反觀 6 月外匯佔款呈現負增長，而近期外匯占款繼續保持在高位，且已連續 4 個月正增長，表示現階段境外資金仍大幅流入中國，這也是人行多次暫停逆回購的重要原因。

二、中國景氣概述

經濟出現趨緩徵兆，不過情況較去年 6 月明朗

觀察中國經濟的領先指標，12 月中國官方 PMI 來到 51，創 4 個月新低；匯豐 PMI 則是連續 2 個月放緩，12 月終值為 50.5，顯示中國製造業景氣動能已有所趨緩，不過比起去年年中匯豐 PMI 持續探底且低於 50 之下的狀況已有明顯改善。

圖 3：中國官方 PMI、匯豐 PMI 與中國 GDP 年比走勢

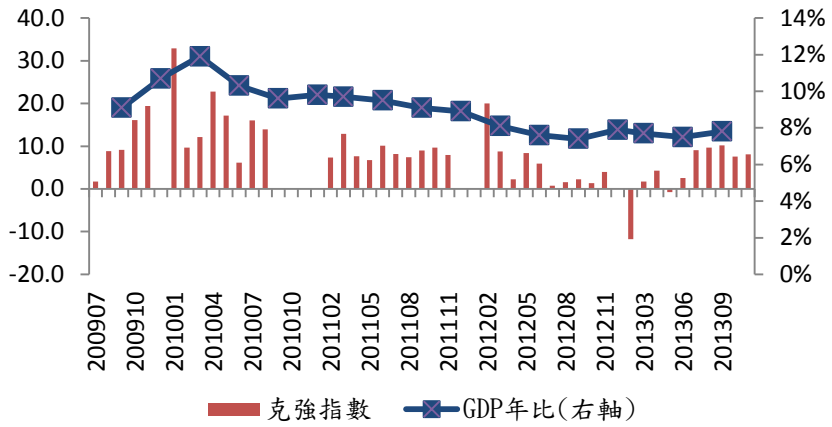


資料來源：第一資本整理，Markit，國家統計局

而 11 月的克強指數則是較上個月小幅上升（詳見下頁圖 4），新增人民幣貸款年增 19.6%為主要貢獻來源，工業用電量年比基本持平於 8.6%，鐵路貨運量年比則是由 8.1%大幅減緩至 3.2%，來到 5 個月以來新低，顯示經濟活動的活絡程度有所下降。在 12 月製造業 PMI 放緩下，預期 12 月工業用電量以及鐵路貨運量年比將跟著減速，不過基於目前克強指數表現已較去年 6 月持穩，因此第一資本預期 12 月克強指數只會小幅回落。

如同上期月報所提到，第一資本認為 2014 年中國在轉型和改革的過程中仍須承擔一定程度的經濟放緩，故我們將景氣定位在「落底」。我們進一步參考券商對中國未來經濟走勢的看法，券商普遍預估 2014 年 GDP 年比落在 7%～7.5%（詳見下頁表 1），一改去年年中對中國經濟成長可能低於 7%的憂慮，而我們也可從前面提到的製造業 PMI 和克強指數的表現進一步驗證，中國目前景氣落底，整體表現尚穩。

圖 4：克強指數與 GDP 走勢圖



資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

表 1：券商預估 GDP 年比整理表

券商	2013E	2014E	2015E
美林(12/24)	7.7	7.6	7.2
UBS(12/24)	7.6	7.8	7.2
JPMorgan(12/24)	7.6	7.4	7.2
NOMURA(12/24)	7.7	7.4	6.8
渣打(12/24)	7.6	7.4	7.0
Barclays(1/3)	7.7	7.2	7.4
Morgan Stanley(12/24)	7.6	7.2	7.4
HSBC(12/24)	7.7	7.4	7.7
瑞士信貸(12/24)	7.6	7.7	8.2
高盛(12/24)	7.7	7.8	7.8

資料來源：券商，Bloomberg

短期股市盤整機率大，中長期仍延續去年類股表現格局

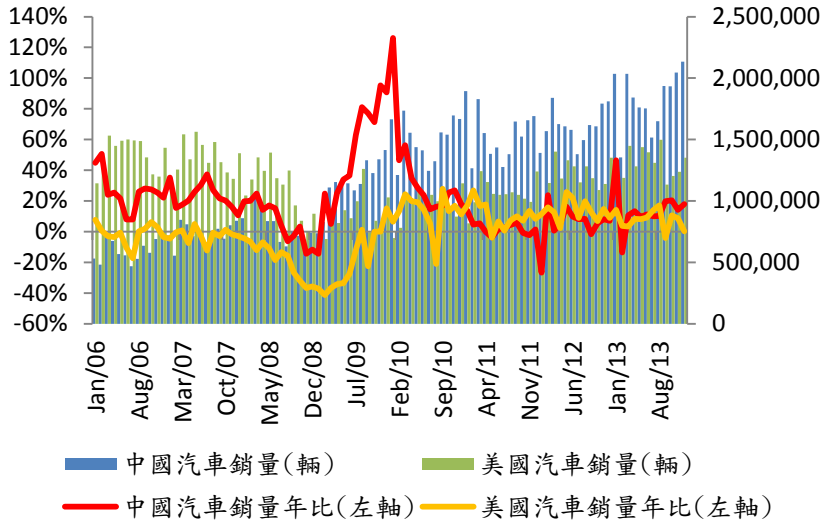
總結上述發現，第一資本認為農曆年前中國資金流動性仍持續偏緊，再加上中國官方仍未明確指出 2014 年的經濟成長目標，因此預期短期上證盤整機率仍大，不過有鑑於境外資金持續流入中國，以及經濟已較 6 月錢荒時持穩，我們認為此次股市的修正將會是很好的進場時機，我們也將持續關注。中長期來看，2014 年中國經濟將持續落底，因此我們認為上證仍延續去年類股表現格局，除了我們先前所提之快銷類股將持續表現強勢以外，本期將為大家介紹中國汽車產業的商機。

二、投資亮點－中國躍升世界第一的汽車消費市場

中國汽車銷量屢創世界新高

中國汽車銷量從不到美國的 50%開始追趕，自 2009 年起中國首度超越美國；中國去年 12 月汽車銷量創下單月新高 213 萬輛（詳見圖 5），且全年銷量達 2,198 萬輛，連續第 5 年刷新全球紀錄，相較美國 2013 年銷售 1,552 萬輛的成績，僅佔了中國銷量的 70%。雖然中國汽車產業已經不是快速增長的時期，不過其龐大的汽車需求仍十分驚人。

圖 5：2006/1~2013/12 中國、美國汽車銷量與年增率走勢圖



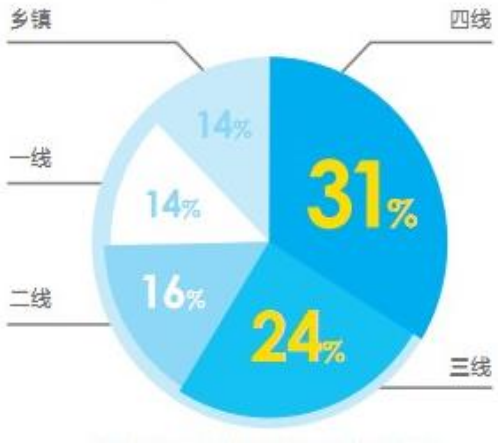
資料來源：中國汽車工業協會、Bloomberg、第一資本整理

看好三、四線城市的購車需求以及一、二線城市限購措施下的二手車市場商機

隨著中國家庭收入的增加和公路系統的擴展，由下頁圖 6 和圖 7 可以看出，目前不管是擁有汽車或是未來計畫購車的消費者皆有超過 60%來自三、四線城市；另外，根據麥肯錫（Mckinsey&Company）的統計，2011 年到 2020 年三、四線城市的汽車消費年複合增長率預計將達到 10%，相較之下一、二線城市分別只有 4%和 6%。因此，在中國政府於三中全會中積極推動城鎮化的背景下，我們十分看好三、四線城市的購車商機。

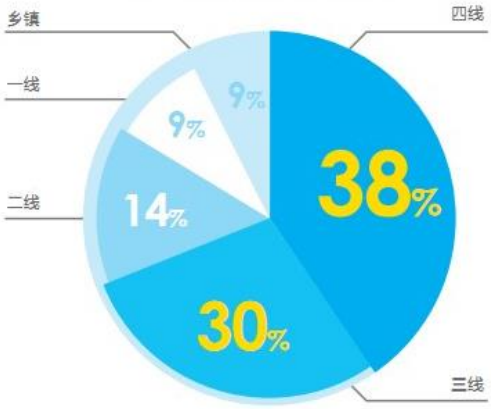
深究一、二線城市汽車銷量成長趨緩的原因，即為近年來各地方政府為了解決交通壅塞以及空氣汙染問題而實施汽車限購措施，目前北京、上海、廣州等城市已經開始實行，預期未來將會有更多的一、二線城市加入。雖然限購措施壓抑了新車銷量，不過卻也激發了二手車交易量，根據汽車之家研究中心預測，2015 年全國二手車交易量佔新車銷量將接近 50%（詳見圖 8），可以預見二手車巨大的發展空間。

圖 6：擁有汽車的消費者所在城市比例



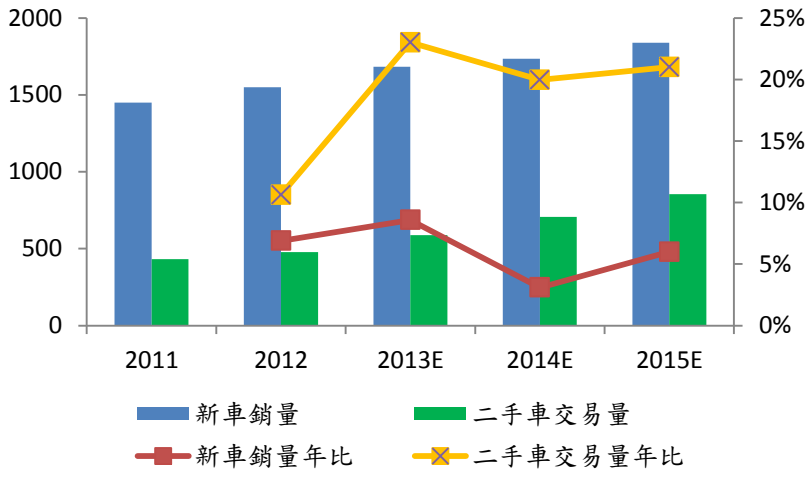
資料來源:尼爾森 2013 汽車調研報告

圖 7：未來一年計畫購車消費者所在城市比例



資料來源:尼爾森 2013 汽車調研報告

圖 8：新車銷量與二手車交易量趨勢圖



資料來源: 中國汽車工業協會、汽車之家研究中心

連結汽車消費者與經銷商的電商平台－汽車之家(ATHM)崛起，融合持續穩定獲利、創新電商平台營運方式和世界最大的汽車消費市場，商機無限

在新車以及二手車交易都十分活絡的情況下，根據 iResearch 的調查，有 75%的消費者會上網搜尋相關數據，因此網路廣告的設立成為汽車業者願意投入的地方，而作為消費者與汽車經銷商中間橋樑的搜索電商平台也開始崛起，去年 12/12 於美掛牌上市的汽車之家(ATHM)即為其中一家表現優異的平台。汽車之家主要為汽車消費者提供專業的汽車資訊服務，再利用其用戶和流量提供廣告服務，或為汽車廠商及經銷商提供互聯網行銷服務，並收取會員費。目前，汽車之家網站已經覆蓋了中國 22,809 個經銷商，用戶可以在網站上找到離他們較近的經銷商及報價，當中已有 9,320 個經銷商成為汽車之家的付費會員。在融合持續穩定獲利（詳見表 2）、創新電商平台營運方式和世界最大的汽車消費市場的三大利基下，也使得汽車之家在掛牌第一天大漲 77%，未來我們也將持續關注這檔極具潛力的個股動向。

表 2：營收、淨利分析(單位：百萬人民幣)

	2010	2011	2012	2013Q3
總營收	253	433	733	831
廣告收入	235	380	593	618
占比	93%	88%	81%	74%
年增	**69%**	**61%**	**56%**	**49%**
會費收入	18	53	140	213
占比	7%	12%	19%	26%
年增	**90%**	**206%**	**161%**	**123%**
淨利潤	88	131	213	333
年增	**67%**	**49%**	**63%**	**56%**

資料來源：公司財報

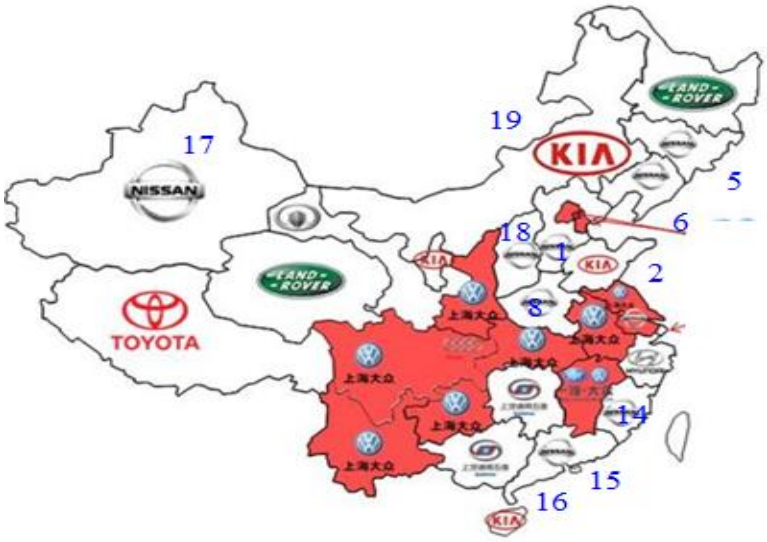
三、投資策略

東風集團（489 HK）積極佈局三、四線城市，東風-雷諾-日產「金三角」未來可期

為了抓住在推動城鎮化下的購車商機，在此推薦積極布局三、四線城市的東風集團股份（489 HK）。

東風集團於中國汽車產業中排名第 2 大，市占率達 19%，主要與日產、本田和起亞合作，去年 12/16 進一步與法國雷諾合作設立新合資公司－東風雷諾，形成東風-雷諾-日產「金三角」合作關係，有利未來發展。另外，東風集團積極布局具三、四線城市，而這些城市大多為麥肯錫預估汽車銷量未來 10 年平均年增介於 7%~10%的高成長區域(圖 9 中的編號用來對應圖 10 的 25 個區域，對應之成長率已用螢光色標記)。

圖 9：東風集團品牌佈局示意圖



資料來源：易觀網

圖 10：麥肯錫分析中國 25 個區域汽車市場－
（2011 年規模| 2011-2020 年增長率| 2011 年市占率）

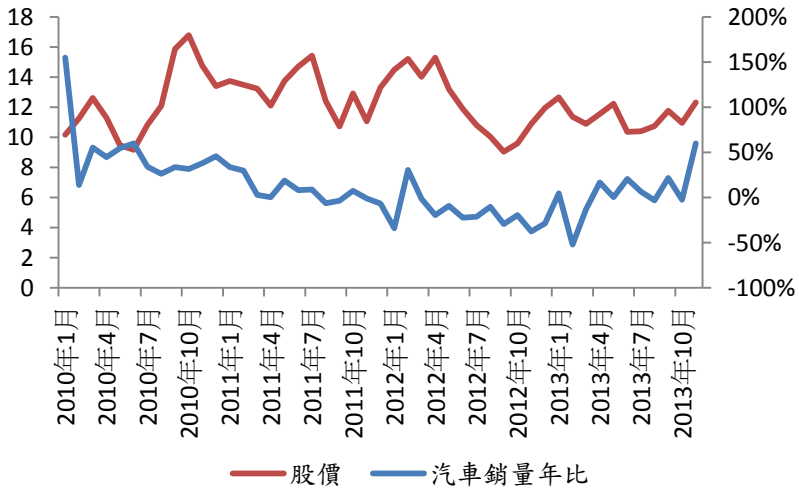
1	京津冀(34)	2	山东半岛(46)
	947 | 4.1% | 7.8%		797 | 7.8% | 6.6%
3	上海 (16)	4	杭州 (32)
	760 |8.2% | 6.3%		756 | 8.4% | 6.2%
5	长春-哈尔滨 (56)	6	辽中南(27)
	332 | 8.3% | 2.7%		352 | 8.9% | 2.9%
7	关中(16)	8	华中 (40)
	227 | 5.4% | 1.9%		371 | 6.8% | 3.3%
9	合肥 (21)	10	南京 (24)
	208 | 6.6% | 1.7%		402 | 8.9% | 3.3%
11	长江中下游 (34)	12	成都 (25)
	252 | 11.5% | 2.1%		326 | 8.0% | 2.7%
11	长江中下游 (34)	12	成都 (25)
	252 | 11.5% | 2.1%		326 | 8.0% | 2.7%
13	长株潭 (27)	14	厦门-福州 (30)
	208 | 6.0% | 1.7%		293 | 9.1% | 2.4%
15	广州 (33)	16	深圳 (2)
	530 | 6.5% | 4.4%		341 | 2.6% | 2.8%
17	乌鲁木齐 (18)	18	太原 (15)
	118 | 10.4% | 1.0%		184 | 7.8% | 1.5%
19	呼和浩特 (14)	20	兰-西 (25)
	180 | 8.8% | 1.5%		133 | 10.2% | 1.1%
21	重庆 (6)	22	蓉中 (12)
	157 | 9.3% | 1.3%		89 | 5.1% | 0.7%
23	南昌 (21)	24	昆明 (18)
	119 | 7.3% | 1.0%		177 | 6.8% | 1.5%
25	南宁 (22)		
	152 | 7.4% | 1.3%		

資料來源：麥肯錫 2020 年汽車市場報告

東風集團目標價 16.29 港幣，上檔空間 45%。

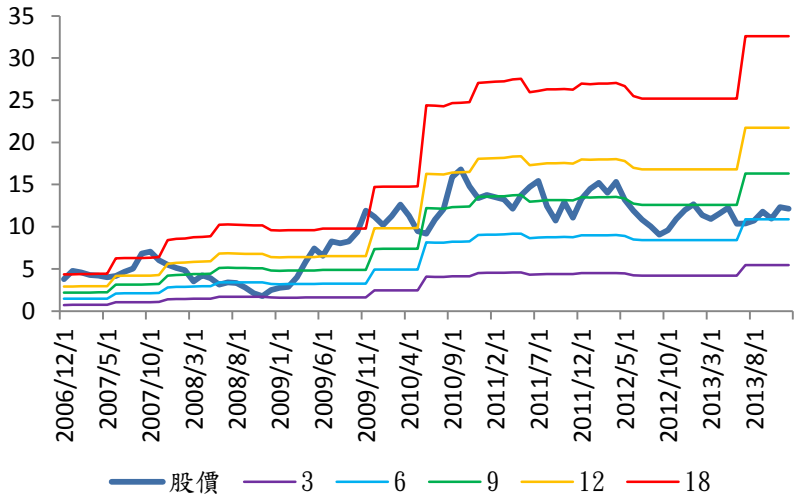
自今年年初以來東風集團的汽車銷量年增率逐漸改善，11 月的銷量年增更達 60%，顯示東風集團已從去年的谷底走出，在看好三、四線城市的購車成長力道下，第一資本預估本益比為 9 倍，以券商預估之 2014 年每股盈餘 1.81 來計算，目標價為 16.29 港幣，距離 1/10 收盤價 11.26 港幣尚有 45%上檔空間，建議為強烈買進。

圖 11：2010/1~2013/11 東風集團股價與汽車銷量年比走勢



資料來源：興業證券，Bloomberg

圖 12：東風集團歷史 PE 走勢圖



資料來源：Bloomberg、第一資本整理

日圓易貶難升

一、美日政策不同調，日圓貶值成勢

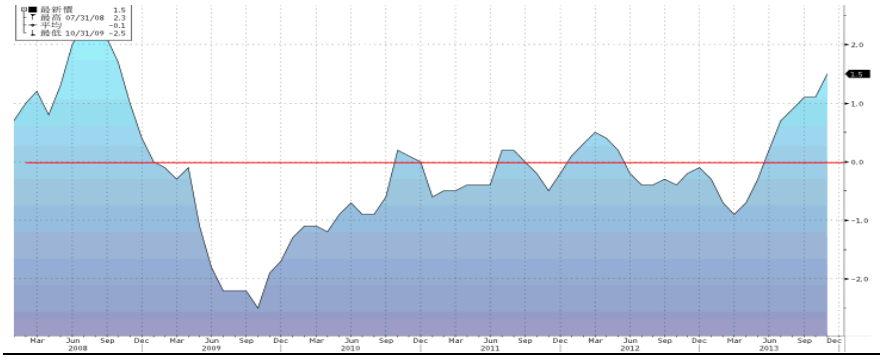
美聯準會於 2008 年推出一連串的寬鬆貨幣政策以來，已帶動美國經濟逐漸走向溫和成長之路，包括失業率下滑、房市復甦及 ISM 製造業指數的回溫等。有鑑於此，美聯準會於 2013 年 12 月 18 日的 FOMC 會議中明確表達，自 2014 年 1 月起，每月資產收購規模將從現行的 850 億美元縮減成 750 億美元，而市場也預期，QE 政策可能於 2014 年底完全退出，甚至預估於 2015 年中後，Fed 可能開始升息。

另一方面，日本為擺脫通縮的陰霾，安倍晉三(Shinzo Abe)實施了強勢寬鬆貨幣政策，藉由日圓的貶值，提升出口競爭力，帶動經濟成長，終結日本通縮困境。從近期的數據來看，在政策逐漸發酵下，日本的通膨逐漸升溫，去年 11 月 CPI 年比為 1.5%，且連續 6 個月為正，創金融海嘯以來最大增幅及最長期間；而為達成 2%的通膨目標，日本央行總裁黑田東彥(Haruhiko Kuroda)也不斷重申，目前談論退出寬鬆貨幣政策還太早，意味著日本將持續推行強勢寬鬆貨幣政策。

在美日政策不同調之下，日圓貶值的態勢可能更將明顯。尤其，日本將於今年 4 月開始課徵的消費稅恐抑制內需消費，進而壓抑經濟成長力道；日本央行即預估 2014 年的 GDP 成長為 1.4%，較去年的 2.7%明顯下滑，都將增加日圓續貶的壓力。我們也估計，現階段日本景氣已處於成長高峰。

圖 1：日本 CPI 走勢－2008~2013

日本 CPI 獲得改善，日本有望擺脫通縮疑慮



資料來源：Bloomberg、第一資本整理

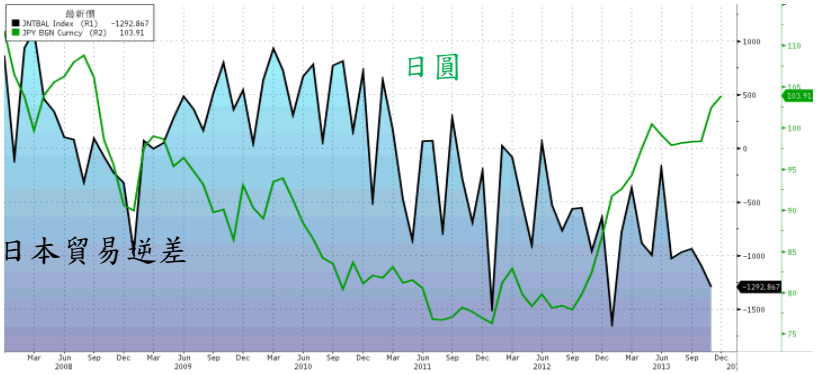
二、投資亮點

1. 日本貿易逆差擴大成為日圓續貶的壓力

去年 11 月日本貿易逆差從前月的 1 兆 920 億日圓，再度擴大至 1 兆 2920 億日圓，連續兩個月破兆水位，且連續 17 個月呈現貿易逆差狀態，創有紀錄以來的最長時間。日本政府原本預期可以透過日圓貶值來改善貿易赤字問題，但在此反效推波助瀾下，我們預期日圓長期將維持弱勢。

日圓貶值無法改善貿易赤字問題，且持續擴大

圖 2:日本貿易逆差與日圓走勢－2008~2013

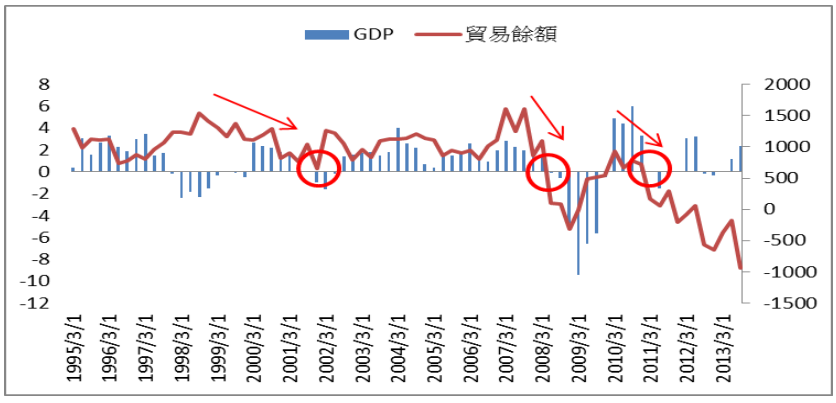


資料來源：Bloomberg、第一資本整理

從過去的經驗來看，貿易赤字的擴大可能導致日本 GDP 的衰退。例如在 2008 年及 2011 年底時，日本貿易餘額開始呈現赤字後，日本 GDP 隨後也開始衰退；一旦日本 GDP 陷入衰退的困境之中，更將不利日圓走勢。

貿易逆差擴大不利日本 GDP 成長

圖 2:日本貿易逆差與 GDP 走勢－1995~2013.Q1



資料來源：Bloomberg、第一資本整理

2. 日本競爭力下滑才是貿易赤字擴大的主因

為進一步探討日本貿易逆差擴大的原因，第一資本分別從日本的進出口結構來做深入的探討。

(1)能源需求上升非貿易赤字擴大的主因

首先，從進口結構來看(見表 1)，日本是一個以能源進口導向的國家，能源佔進口比重高達 34.1%，其中，又以石油比重最高，佔整體進口比重 17.3%。近期市場認為日本貿易赤字擴大主要來日圓貶值及日本廢核導致能源需求大幅上漲所致。

表 1:日本進口結構表

日本主要進口商品分類	比重
TRANSPORT EQUIPMENT	3.3
RAW MATERIALS	6.7
MACHINERY	7.1
MANUFACTURED GOODS	7.8
FOODSTUFF	8.3
CHEMICALS	8.4
ELECTRICAL MACHINERY	11.9
OTHERS	12.4
MINERAL FUELS(礦物燃料)	34.1

MINERAL FUELS(礦物燃料)	34.1
PETROLEUM	17.3
PETROLEUM PRODUCTS	3.5
LNG	8.5
LPG	1.4
COAL	3.3

資料來源：日本財務省、第一資本整理

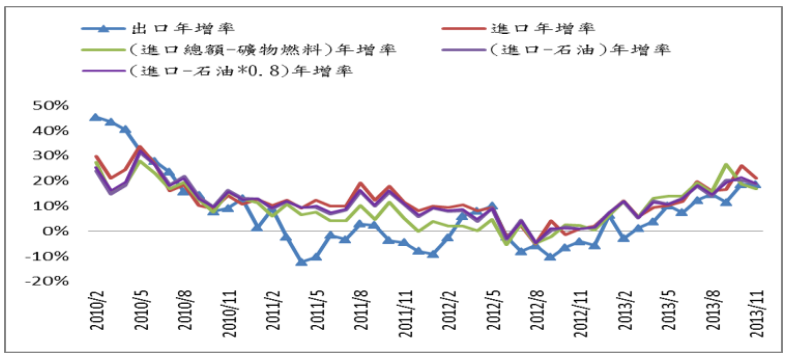
能源需求上升非刺激進口成長的主因

然而第一資本發現，自 2012 年 9 月以來，日圓大幅貶值 30%，整體進口累積增加了 21.4%，但整體煤礦燃料累積僅增加 9.7%，其中，石油累積也僅增加了 8.4%。因此，能源需求的增加並非造成日本貿易逆差擴大的主因。

第一資本也進一步將能源因素納入考量，包括完全排除礦物燃料、完全排除石油等狀況。我們依舊發現，進口年增率依舊明顯高於出口年增率(見圖 3)，且貿易赤字持續擴大(見圖 4)。

綜合上述，第一資本認為，日本貿易赤字擴大的主因為日本商品競爭力的下滑所致。

圖 3:日本進出口年增率分析比較－2010~2013/11



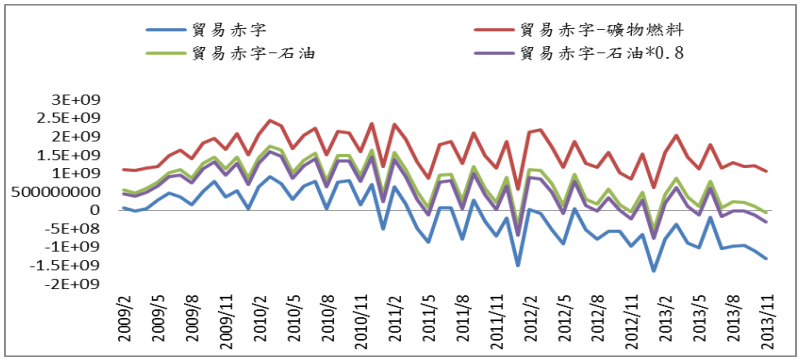
資料來源：日本財務省、第一資本整理

(2)日圓貶值對出口受益不如預期

從出口結構來看，日本的三大出口產業為運輸設備、機械及電子設備(見表 2)。日圓自 2012 年 9 月貶值 30%以來，出口累積僅增加 10.1%，其中運輸設備成長 19%、機械設備成長 10%、電子設備成長 0.36%。從十大出口產品中來看(見表 3)，有機化學成長 37%，是唯一成長幅度超過貶值幅度的產品，但因其比重僅 2.9%，無法改善整體出口表現，顯示日圓的貶值效應並不如預期。

日圓貶值對整體出口改善有限

圖 4:日本貿易餘額分析比較－2009~2013/11



資料來源：日本財務省、第一資本整理

表 2:日本出口結構表－2012/9~2013/11

日本主要出口商品分類	比重(%)
TRANSPORT EQUIPMENT	23.5
MACHINERY	20.1
ELECTRICAL MACHINERY	17.9
MANUFACTURED GOODS	13.2
OTHERS	11.4
CHEMICALS	10
RAW MATERIALS	1.7
MINERAL FUELS	1.6
FOODSTUFF	0.6

資料來源：日本財務省、第一資本整理

表 3:日本十大產品出口變動－2012/9~2013/11

類型	成長幅度	比重
進口總額	10.13%	48.30%
ORGANIC CHEMICALS	37.10%	2.90%
MOTOR VEHICLES	29.24%	14.50%
POWER GENERATING MACHINE	10.24%	3.50%
PLASTIC MATERIALS	9.92%	3.20%
IRON AND STEEL PRODUCTS	6.34%	5.50%
ELECTRICAL APPARATUS	3.95%	2.50%
PARTS OF MOTOR VEHICLES	3.93%	5%
SCIENTIFIC, OPTICAL INST	1.24%	3.30%
SEMICONDUCTORS ETC	-4.86%	5.20%
SHIPS	-19.56%	2.70%

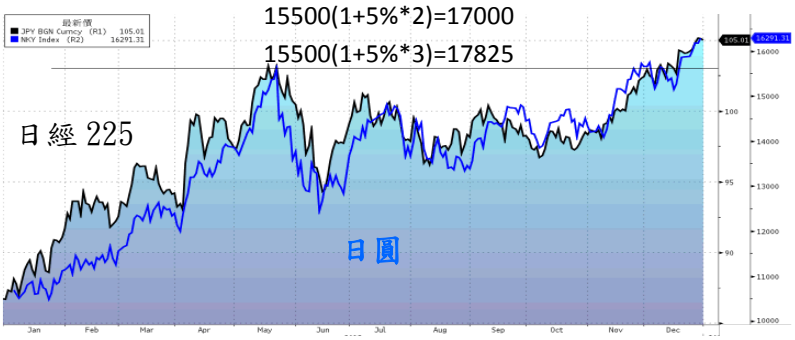
資料來源：日本財務省、第一資本整理

三、投資策略

1、短期投資建議—做多日經 225 指數 ETF

從過去的經驗來看，日股和日圓貶值走勢去有負向相關，且日圓貶值 1%，日股通常有 2-3%的漲幅。預期日圓於第一季內可能下探至 108 的價位下，日股短期有望挑戰 17000-17825 點。因此，第一資本建議投資人可以買進 ISHARES 日經 225 指數 ETF，股票代碼為 EWJ US EQUITY。

圖 5:日經 225 指數與日圓走勢



資料來源：Bloomberg

EWJ 的前五大持股為豐田、東京三菱、軟銀、本田、三井，其各別股票的上檔空間與權重如表 4，經表準化計算後，第一資本給予 EWJ 的上檔空間為 8.2%。

表 4:EWJ 主要持有標的及目標價

持股	占比(%)	收盤價	目標價	上檔空間
豐田(7203 JP)	6.1	6420	7143 (16X)	11.26%
東京三菱(8306 JP)	3.1	715	765(10X)	6.99%
軟銀(9984 JP)	3.0	9200	9610(22X)	4.46%
本田(7267 JP)	2.5	4330	4840(22X)	11.78%
三井(8316 JP)	2.4	5420	5700(8X)	5.17%
EWJ				8.2%

資料來源:Bloomberg，第一資本預估

2、中期投資建議—關注景順日本小型基金

基於日圓貶值無法有效改善日本出口下，第一資本保守看待日本出口類股；甚至在貿易赤字持續擴大下，未來也恐拖累日本 GDP 表現下，使得第一資本也保守看待日本未來的景氣表現。但中期而言，我們仍可將目標放在日本的內需產業，其中電商、旅遊、房產仍受看好，主要理由包括

景順日本小型基金關注電商、旅遊、房產

(a)因低價成為市場趨勢，促使全球電子商務蓬勃發展(b)日圓貶值下，赴日觀光客履創歷史新高(c)日本申辦 2020 奧運激勵下，日本基礎建設擴大進行。而景順日本小型基金的主要投資標的即佈局在此三大產業，前 10 大持股中有 6 檔股票落上述三大產業，合計佔基金比重 20.5%(見表 5)。

表 5:景順日本小型基金前十大持股

持股	占比(%)	簡述
Topcon(7732 JP)	4.3	科技硬體與設備
Daiseki(9793 JP)	4.2	商業與專業服務
Open House(3288 JP)	4.2	房地產
Sun Frontier (8934 JP)	3.5	房地產
Kakaku(2371 JP)	3.5	網路軟體與廣告服務
H.I.S.(9603 JP)	3.4	旅行業
Asahi Intecc(7747 JP)	3.4	醫療保健設備與服務
Colopl(3668 JP)	3.0	手機軟體與服務
Peptidream(4587 JP)	2.9	製藥、生物科技
Jowa Holdings(3258 JP)	2.9	房地產

資料來源:景順基金月報

而從我們關注的股票來看(見表 6)，除 Jowa Holdings(3258JP)營收與淨利呈現下滑外，其餘公司的基本面持續改善，尤其是從事手機軟體服務的 Colopl(3688 JP)，營收與淨利大幅成長 3 倍之多。

表 6: 電商、旅遊、房產公司基本面表現

標的 (單位:十億日幣)	2012 營收	2013 營收(E)	2012 淨利	2013 淨利(E)
Sun Frontier (8934 JP)	6.92	10.58	0.93	2.48
Kakaku(2371 JP)	20.09	23.28	5.28	7.10
H.I.S.(9603 JP)	431	479	10.88	11.19
Colopl(3668 JP)	5.07	16.77	0.78	3.16
Jowa Holdings(3258 JP)	1.51	0.82	0.67	0.22

資料來源:Bloomberg，第一資本整理

整體而言，景順日本小型過去一年以來，基金報酬高達 100%，除了明顯高於東證二部的 44%外，也明顯優於其他日本小型基金(見圖 6)。另外，若以美元計價的基金來看，過去一年以來，景順日本小型基金亦高達 63%，且優於富

達日本小型基金與亨德森日本小型基金(見圖 7)。基於日圓後勢看淡下，第一資本建議投資人可以關注景順美元計價日本小型基金。

圖 6:日本小型基金比較-日圓計價

景順日圓計價日本小型基金優於其他日圓日本基金

資料來源:Bloomberg

圖 7:日本小型基金比較-美元計價

景順美元計價日本小型基金優於其他美元日本基金

資料來源:Bloomberg

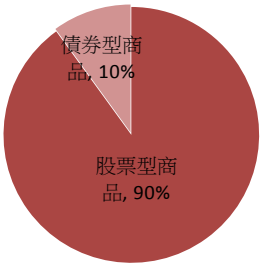
3、長期投資展望-做空日圓 ETF

日圓陷入長空格局，可布局 2 倍放空日圓 ETF

有鑑於日本持續維持寬鬆貨幣政策、貿易赤字無法獲得改善、日本 GDP 成長率可能再度陷入下滑等影響。第一資本預期日圓可能陷入長空格局；同時，市場預估於今年第一季，日圓可能貶值至 108 的價位，全年則可能跌破 110，因此第一資本建議投資人可以持續放空日圓。

而目前市場上放空日圓的主要商品為 2 倍放空日圓 ETF，股票代碼 YCS US EQUITY(見圖 8)，此 ETF 的主要投資標的為日圓期貨。目前日圓已來到 104 附近，離 108 的價位約有 3.5%的空間，而在 2 倍放空的商品操作下，預期在第一季內將有 7%的上檔空間，全年潛在上檔空間為 11%。

First Capital Index(FCI)-201401

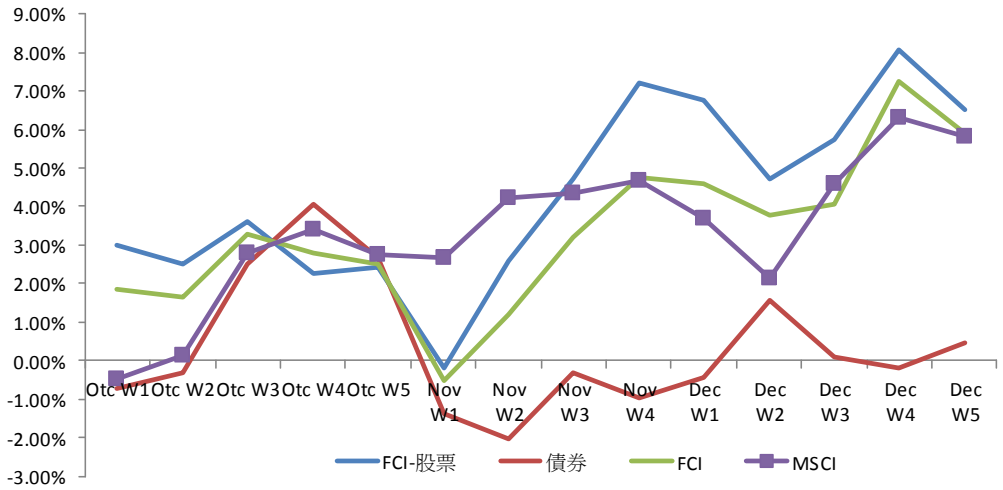


指標績效

MSCI 世界指數

債券型商品		
委內瑞拉國有石油		
恒大地產		
股票型商品	新興市場	35%
權重-區域別	中國	100%
	其他	0%
	其他	15%
	原物料	50%
	貨幣	50%
	成熟市場	50%
	美國	30%
	歐洲	40%
	日本	30%

累積績效追蹤-20130930~20140103



研究領域	本月推薦標的	報酬率11/29~1/3	投資比重1/3	累積相對報酬
中國大陸香港	百度	1.11%	20%	-0.04%
	中國旺旺	0.09%	15%	3.40%
	東風集團	-3.89%	30%	-5.04%
	中國鐵建	-16.32%	15%	-12.04%
	恒安國際	-8.89%	20%	-4.62%
	騰訊	5.17%		10.59%
	中國中鐵	-9.66%		-4.25%
	合生元	4.37%		7.31%
	匯源果汁	6.60%		8.33%
美國	XLI US EQUITY	0.81%	30%	0.05%
	XLY US EQUITY	1.03%	20%	0.27%
	KIE US EQUITY	-0.46%	40%	-1.22%
	UUP US EQUITY	0.37%	10%	-0.39%
	美國消費類股	0.12%		-1.30%
	COMCAST	2.21%		0.79%
	PCLN US EQUITY	-0.09%		-1.51%
	DIS US EQUITY	2.72%		1.31%
	NETFLIX INC	2.81%		1.39%
日本東協拉美原物料	Dry ship	23.46%	10%	22.05%
	日本軟銀	3.37%	15%	2.01%
	日本雅虎	3.36%	15%	1.99%
	MAXIS Nikkei 225 Index Fund	1.69%	20%	1.20%
	ProShares二倍做空日圓	1.39%	20%	0.90%
	做多西德州原油	-4.82%	10%	-5.31%
	2倍放空黃金	-3.86%	10%	-3.02%
	日本樂天	-5.01%		-4.55%
	Agora hospitality group	-7.82%		-7.36%
	MSCI日經225指數ETF	-1.00%		-0.49%
	黃金信託基金	-3.96%		-4.38%
歐洲全球債市	iShares MSCI Germany ETF	0.41%	40%	0.01%
	先鋒富時歐洲ETF	0.46%	45%	0.07%
	ASOS	15.67%	5%	15.28%
	恒大地產	0.29%	5%	-0.42%
	委內瑞拉國有石油	1.54%	5%	1.15%
	YOOX	0.26%		0.58%
	雷諾汽車	1.61%		1.02%
	super gorup	1.07%		0.48%

*相對報酬已扣除指標績效

相關績效指標			
中國大陸、香港	美國	日本、東協、拉美、原物料	歐洲、全球債市
上證指數	S&P500	東協指數	MSCI歐洲
深證	NASDAQ	布蘭特原油	美元指數
港股	費半	黃金	美國十年期公債殖利率
		CRB	
		LME	
		日經指數	
		東證指數	