重點摘錄

- 在歐洲經濟數據尚未回溫且歐洲央行的資產購買政策力度尚未確定，各國央行也尚未擴大財政支出的情況下，第一資本短期對歐股仍中立看待。歐元雖已接近短期的目標價 1.25，但下檔空間有限，在預期弱勢歐元將有利於出口類股，建議佈局受惠於歐元貶值且未來展望佳的飛利浦(PHG US Equity)。
- 中國嬰幼兒奶粉市場於今年出現明顯放緩現象，且中國消費者目前仍偏向購買國外奶粉品牌，競爭加劇導致合生元產品銷售增速持續下跌。在產品銷售狀況疲弱下，合生元與原料供應廠商簽訂之固定採購量合約將使其存貨壓力上升，未來認列存貨損失的機率亦隨之提升，故下調合生元（1112 HK）至中立建議。我們預估要到 2015 年單獨二胎出生潮才有機會改變市場困境。
- 隨著美國 FED 量化寬鬆政策即將邁入尾聲，加上近期美經濟數據的升溫，提高 FED 提前升息的可能性，進而帶動美元大幅走升；但也同時也造成近期商品價格大幅走跌。如同過去的經驗顯示，美元走升，不利上商品價格走揚。預估未來美元中長期維持強勢、經濟成長不如預期，以及石油、鐵礦砂、黃金都呈現供過於求，建議投資人操作放空澳幣的 ETF(CROC US)與放空黃金的 ETF(GLL US)。

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. 歐洲短期中立看待，可先佈局因貶值受惠的飛利浦(PHG US)……P2
2. 受惠微刺激政策與滬港通，中國股市有望獲得支撐……P10
3. 美元中長期走升下，不利商品未來走勢……P16
4. 本月推薦投資組合……P24

歐洲短期中立看待，可先佈局因貶值受惠的飛利浦(PHG US)

一、歐洲景氣回顧

歐元區經濟遭 IMF 下調，未來面臨通縮及成長趨緩的風險

國際貨幣基金組織(IMF)10月7日下調了全球經濟成長預估，再次敦促各國展開一系列的結構性改革來支撐經濟復甦，否則面臨經濟停滯的風險，除了調降德國、法國與義大利前3大經濟體的成長預測，整體歐元區今年經濟成長率也只有0.8%，低於上次預估的1.1%，明年成長率也由1.5%調降至1.3%。IMF新預估的各國經濟成長率及對應上次預估的變動整理在表1。IMF並指出歐元區明年陷入通縮的機率為30%，陷入經濟衰退的可能性幾乎為40%。

表1：IMF預估各國的經濟成長率及其變動

國家	2014		2015	
	新預估	變動	新預估	變動
英國	3.2%	0.0%	2.7%	0.0%
歐元區	0.8%	-0.3%	1.3%	-0.2%
德國	1.4%	-0.5%	1.5%	-0.2%
法國	0.4%	-0.4%	1%	-0.5%
義大利	-0.2%	-0.5%	0.8%	-0.3%
西班牙	1.3%	0.1%	1.7%	0.1%

資料來源:IMF

從近期公佈的經濟數據顯示，歐元區9月CPI年比仍持續下滑至0.3%，創2009年10月以來的新低，歐洲央行雖已在今年6月和9月兩次採取降息行動，意圖拉動歐元區的通脹水平，不過數據顯示通脹離歐洲央行的中期目標2%仍有一段距離。在8/22的Jackson Hole央行年會上，歐洲央行行長德拉吉特別指出，5年/5年期歐元通脹互換率(5y-5y Euro HICP inflation swap rate)下跌了15個基點，跌至2%以下，這個產品反映了歐元區投資者預期未來5年平均通脹水平。從圖1中可以看到過去5年/5年期歐元通脹互換率的走勢與歐元區CPI年比走勢一致，甚至歐元通脹互換率較為領先。而目前歐元通脹互換率仍持續下滑，顯示CPI年比尚未止穩。

圖1：追蹤歐元通脹互換率指數及歐元區CPI年比
(2004/10~2014/10)

資料來源:Bloomberg

歐元區9月製造業PMI為50.3創14個月新低，德國製造業PMI更降至49.9為15個月以來首次陷入萎縮，遠不及預期和初值50.3。德國最近公佈的8月工業生產、工廠訂單、零售銷售、出口年比等數據皆表現不如前期及預期，甚至較為領先德國GDP年比的9月ZEW經濟成長預期指數仍持續下滑至6.9，10月經濟學家預期數值為0，顯示德國的經濟正在陷入停滯。德國總理默克爾（Angela Merkel）10月9日表達了透過政府支出刺激經濟增長的意願在逐漸增強。默克爾沒有說明具體刺激措施，但表示政府正在研究如何鼓勵投資，特別是在科技及能源領域。

圖2：德國GDP年比與ZEW成長預期指數(2004/8~2014/09)

資料來源:Bloomberg

在歐元區CPI年比持續低迷且經濟成長陷入停滯的情況下，歐洲央行的資產購買政策似乎勢在必行，10/2歐洲央行宣

若歐洲央行資產購買規模達 1 兆歐元將有效刺激市場

布維持0.05%主要再融資利率、-0.2%的隔夜存款利率和0.3%的隔夜貸款利率不變。並公佈具體的購買規模及細節，10月下半會先購買歐元計價的擔保債券(covered bond)，資產購買將於2014年Q4開始，購買計劃將持續兩年。資產購買和擔保債券規模最多為1兆歐元，也可能低於此數字，確切的寬鬆力度央行有望在11月6日的貨幣會議中提出。據 Morgan Stanley 統計歐元區的 ABS （Asset-backed security，資產抵押證券）市場規模為 1 兆歐元，而擔保債券的市場為 2.3 兆歐元。兩者的市場規模合計約 3.3 兆歐元，若央行確定投入 1 兆歐元，約占總市場規模的 30%，第一資本認為若最終購買資產達 1 兆歐元以上將有效刺激市場。

表 2：預估資產購買金額及看法

購買金額	5千	1萬(8千3~1.15萬)	1.5萬
佔市場比率	17%	30%(25%~35%)	45%
看法			

資料來源:第一資本整理

二、投資亮點

歐元短期的目標價為 1.25，下檔空間有限

歐元區經濟數據尚未回溫需仰賴歐洲央行的資產購買政策及各國的結構性改革與擴大財政支出，但央行尚未開始行動的情況下；第一資本對歐股短期的看法較為保守，歐元短期的目標價為 1.25，10/13 的收盤價為 1.2724，下檔空間有限，長期的目標價為 1.2。各券商所給予的目標價位整理在表 3。

圖 3：歐元匯率走勢圖(2009/10-2014/7)

資料來源:Bloomberg

表 3：各券商預估的歐元兌美元價位

	Q4 14	Q1 15	Q2 15	Q3 15
Morgan Stanley	1.27	1.25	1.22	
JPMorgan	1.3	1.28	1.26	1.24
美銀美林	1.3	1.28	1.26	1.25
高盛	1.29	1.25		1.2
渣打	1.27	1.27	1.25	1.25
巴克萊	1.22	1.17		1.1
德意志	1.3	1.25		1.19
平均	1.278	1.25	1.247	1.205

資料來源:第一資本整理

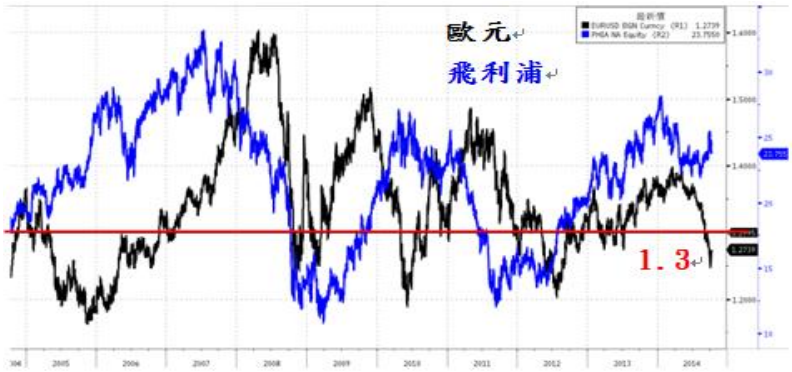
空巴與飛利浦的股價與歐元呈現反向關係

在預期歐元長期走貶之下將有利於出口類股，以空中巴士(AIR FP)及飛利浦(PHIA NA)為例，兩者的產品分別有 64%及 75%的產品是出口到歐洲以外的其他國家，我們將兩者過去的股價及歐元走勢繪製在圖 4 及圖 5，從下圖中可以看到過去當歐元跌至 1.3 以下時，兩間公司皆有明顯的上漲，股價與歐元的走勢呈現反向。

圖 4：歐元匯率與空巴股價走勢圖(2004/10-2014/10)

資料來源:Bloomberg

圖 5：歐元匯率與飛利浦股價走勢圖(2004/10-2014/10)

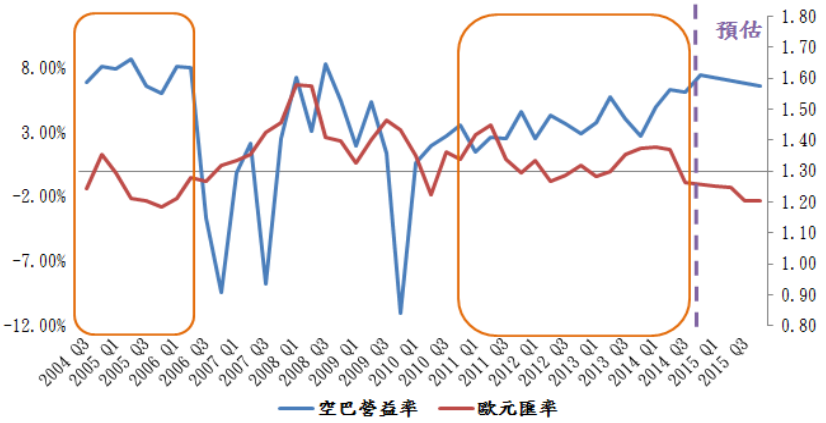


資料來源:Bloomberg

空巴與飛利浦的營益率也與歐元呈現反向關係

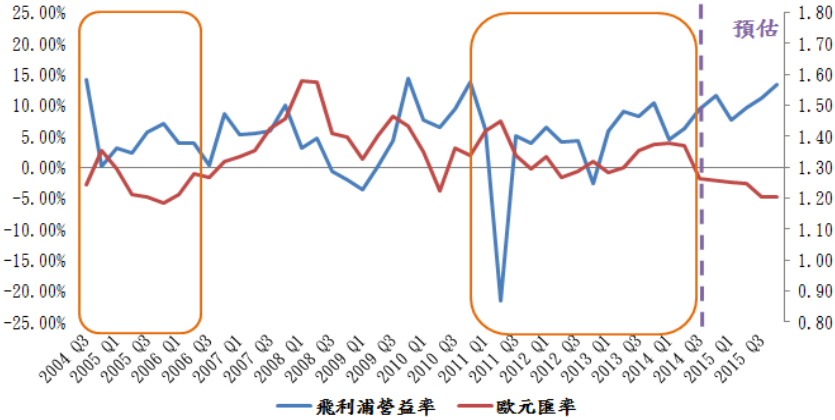
我們進一步檢視空中巴士及飛利浦的營益率與歐元的走勢是否也具相關性，走勢繪製在圖 6 及圖 7，從下頁圖中可以看到在 2006/Q3~2010/Q3 這段期間，營益率與歐元的方向一致，2006、2007 年隨著歐元區經濟走向景氣高峰，企業的競爭力也隨之增加，即使歐元升值，營益率也隨之走升；2008~2010 年則是遭遇金融風暴與歐債危機，歐元與營益率同步走跌。其餘期間營益率與歐元的走勢皆呈現反向關係，顯示歐元貶值確實有利於出口企業。

圖 6：歐元匯率與空巴營益率走勢圖(2004/7-2014/10)



資料來源:第一資本整理

圖 7：歐元匯率與飛利浦股價走勢圖(2004/7-2014/10)



資料來源:第一資本整理

展望未來可以看到圖 7 中飛利浦預估的營益率走勢明顯向上，而圖 6 中空巴預估的營益率走勢則是轉為走跌，因此在後段文章中將為大家介紹飛利浦。荷蘭皇家飛利浦電子公司，簡稱飛利浦，是荷蘭的跨國公司，以照明事業起家，總部設在阿姆斯特丹，公司市值為 218 億歐元。

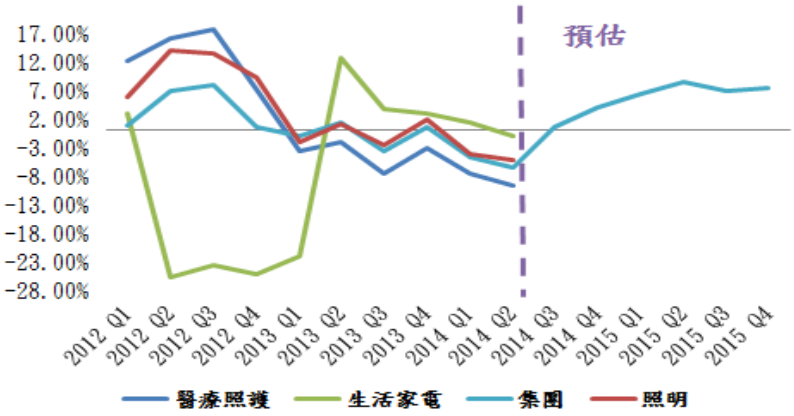
飛利浦主要的營業部門是醫療保健及照明，營業地區則是以新興市場及美國為主，詳情請見表 4。醫療保健主要是提供醫院醫療所需的儀器(如:X 光機、核磁共振、超音波…等)，照明則是一般燈泡、LED 燈、鹵素燈泡…等。

表 4：飛利浦的營收部門及地區分佈(單位:億/歐元)

部門	2013年營收	佔比	地區	2013年營收	佔比
醫療照護	96	41.0%	西歐	59	25.2%
生活家電	46	19.7%	北美	70	30.2%
照明	84	36.1%	其他地區	19	8.2%
創新與服務	7	3.2%	新興市場	85	36.4%
	233	100.0%		233	100.0%

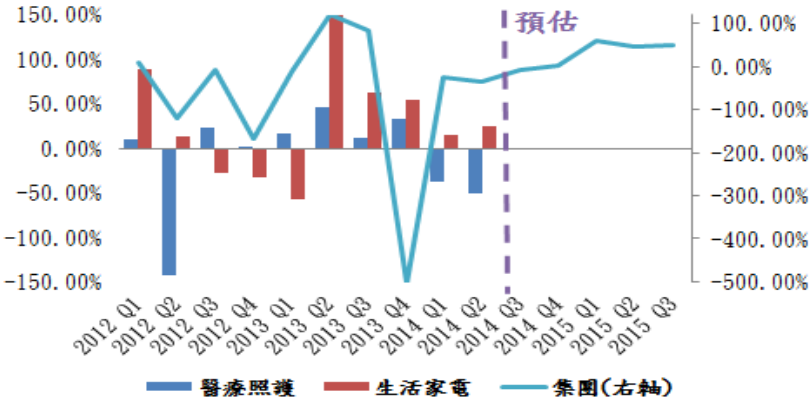
資料來源:第一資本整理

圖 8：飛利浦各部門營收成長率(2012-2015)



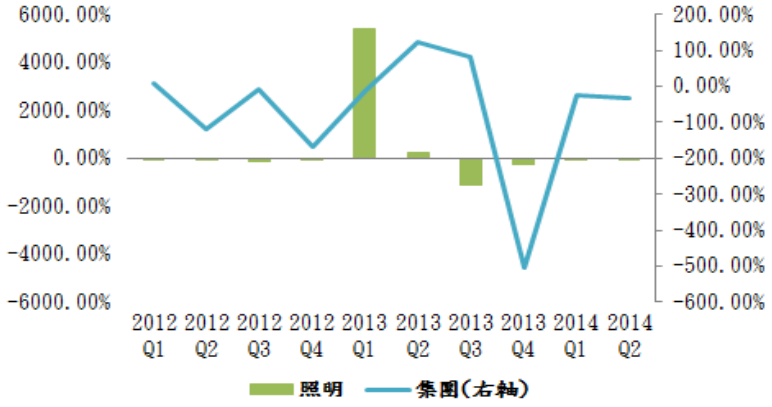
資料來源:第一資本整理

圖 9：飛利浦各部門稅前息前淨利成長率(2012-2015)



資料來源:第一資本整理

圖 10：飛利浦照明部門稅前息前淨利成長率(2012-2015)



資料來源:第一資本整理

表 5：飛利浦各部門稅前息前淨利(單位:億/歐元)

	醫療照護	生活家電	照明	創新與服務	集團
2013年 EBIT	1315	429	489	-244	1989

資料來源:第一資本整理

飛利浦的照明部門過去表現較為遜色且波動較大，公司將照明部門獨立，有利未來營運

從上頁圖 8~10 及表 5 中可以看出近年飛利浦主要各部門的營收成長率皆走跌，但生活家電的稅前息前淨利 (EBIT)成長率已開始走升，且過去公司的照明部門表現較為遜色，營收占比為 36%，但稅前息前淨利卻與營收占比 20%的生活家電接近且波動較大。9 月 23 日飛利浦表示將公司一分為二，建立一家獨立的照明企業估值約 70 億歐元，同時將消費和醫療保健部門合併為一家 150 億歐元的企業。在獨立後，兩家公司仍將繼續使用飛利浦原名稱。新公司架構明年將節省 1 億歐元的成本，2016 年有望增加至 2 億歐元。公司預計，2014-2016 年的重組支出為 5,000 萬歐元，重組將於 2016 年完成。券商對此分拆的看法皆持正面態度，認為過去公司營收波動較大主要是照明部門的因素，分拆成兩間公司將有助於成本的降低及醫療保健部門的重新評價。飛利浦過去在個人消費護理這方面為全球領先的品牌，新的公司架構將有助於公司風險降低、報酬提高。

三、投資策略

因歐洲經濟數據尚未回溫，德國 9 月 ZEW 經濟成長預期指數仍持續下滑至 6.9，10 月 14 日將公布 10 月份 ZEW 經濟成長預期指數，經濟學家預期數值將為 0。顯示德國的經濟

正在陷入停滯，德國總理默克爾稱透過政府支出刺激經濟增長的意願在逐漸增強。但介於歐洲央行的資產購買政策力度尚未確定，各國央行也尚未擴大財政支出，第一資本短期對歐股仍中立看待。

歐元雖已接近短期的目標價為 1.25，下檔空間有限，但在預期歐元長期走貶之下將有利於出口類股，從空中巴士及飛利浦的營益率、股價與歐元的走勢可以看出，歐元貶值確實有利出口類股的營益率提高，反映在股價上確實會造成激勵，過去 2005 年 4 月當歐元從 1.3 貶至 1.16 時(約 10.67%)，空巴及飛利浦股價分別上漲 26%及 33%。且飛利浦在 9/23 宣布將照明事業分拆，過去公司營收波動較大主要是照明部門的因素，分拆成兩間公司將有助於成本的降低及醫療保健部門的重新評價，各券商所給予的目標價位整理在表 6。在預期歐元長期走貶的情況下，建議佈局受惠於歐元貶值的出口類股，未來展望佳的飛利浦(PHG US Equity)。

表 6：各券商給予的目標價

單位:歐元	目標價
Morgan Stanley	32.4
高盛	31
JPMorgan	28
美銀美銀	28
平均各券商	27.19
10/13收盤價	22.82

資料來源: 第一資本整理

合生元(1112 HK)－競爭加劇、存貨累積　下調至中立建議

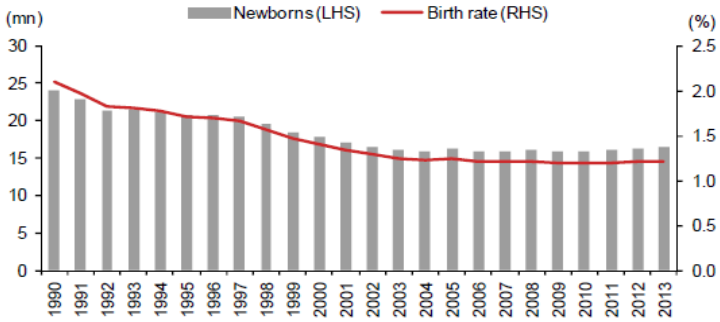
根據2014年上半年財報，合生元營收年增率由前期的35%降至6%，過去保持平穩表現的毛利率亦下降4個百分點至61%，不如預期的營運表現使得合生元股價持續破底，本期月報將重新檢視並分析合生元目前面臨的困境。

一、中國嬰幼兒奶粉市場出現量價齊跌現象

中國嬰幼兒奶粉市場出現放緩現象

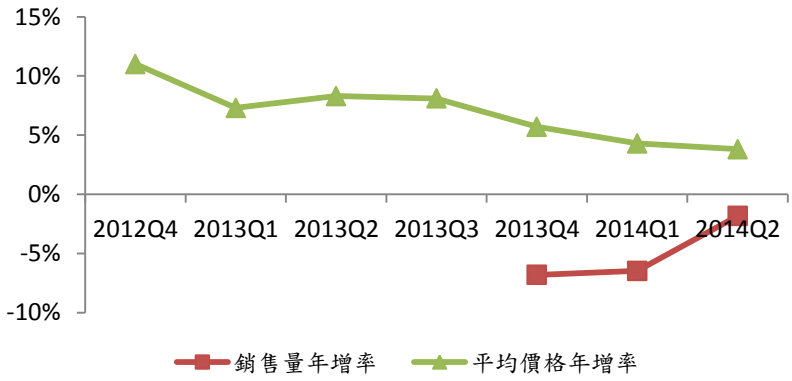
在中國開放單獨二胎之後，去年中國新生兒人口成長亦十分有限，出生率仍持續下探（詳見圖1），隨著中國今年零售消費力道逐步放緩，一、二線城市嬰幼兒奶粉市場亦漸趨飽和，使得奶粉銷售量連三季負成長。另外，2013年恒天然驗出肉毒桿菌事件，以及中國政府對奶粉廠商進行反壟斷調查之後，大部份品牌皆於今年上半年進行不同程度的降價或促銷活動，導致奶粉價格成長率不如以往（詳見圖2）。

圖1：中國新生兒人口與出生率走勢圖



資料來源：野村證券

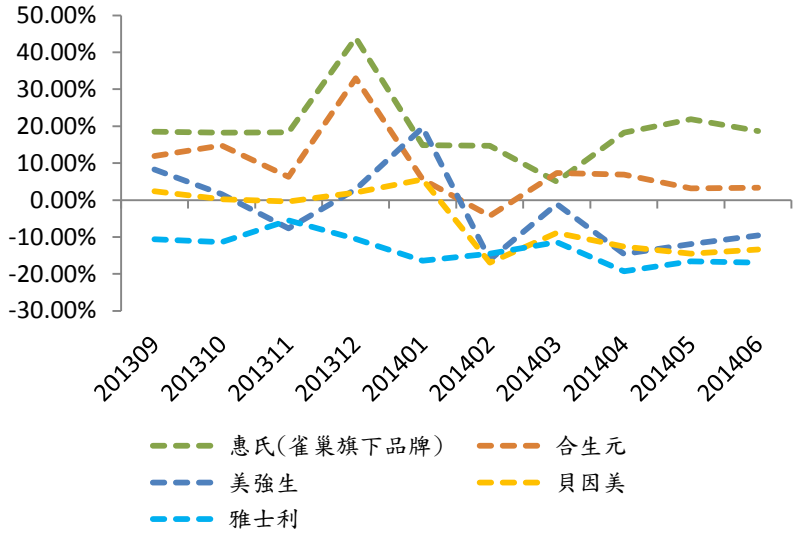
圖2：中國嬰幼兒奶粉市場銷售狀況



資料來源：中銀國際、第一資本整理

若觀察實體零售數據（詳見圖 3），所有奶粉品牌自今年開始皆出現銷售放緩跡象，大部分品牌目前仍維持在衰退階段，合生元和惠氏為少數維持正成長的品牌。

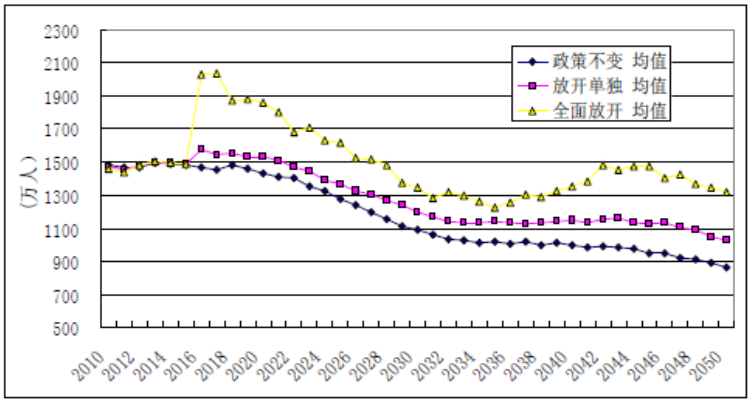
圖 3：中國主要奶粉品牌銷售年比走勢



資料來源：中銀國際，第一資本整理

根據中國人口與勞動經濟研究所統計結果顯示，開放單獨二胎政策下，每年新生兒人口將增加 100 萬~200 萬人左右（圖 4 中桃紅線與藍線之間的差距），由於政策於 2013 年下半年開放，預期 2015 年嬰幼兒奶粉生產廠商才有機會享受到實質需求增長。

圖 4：不同生育政策條件下的出生人口規模估計



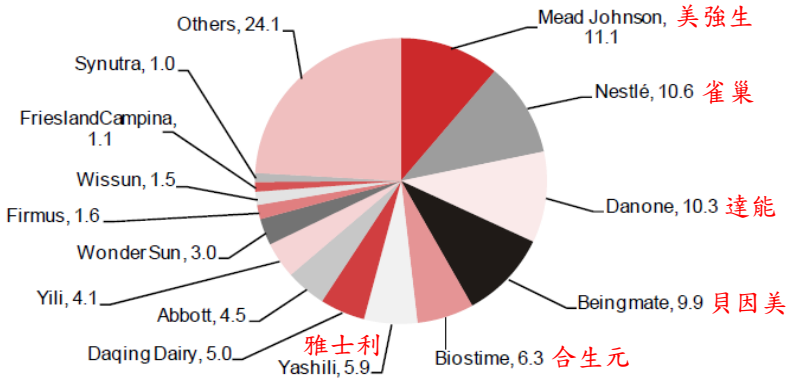
資料來源：中國人口與勞動經濟研究所

二、中國消費者仍偏愛購買國外奶粉品牌

國外品牌仍為中國消費者心中最愛

即使自今年 5 月開始中國政府持續推動業者整併，意圖扶植本土品牌，但中國消費者目前仍偏向購買國外奶粉品牌，國外品牌如美強生、雀巢和達能在中國嬰幼兒奶粉市場的市佔率已達 32%（詳見圖 3）。另外，根據擁有 52.3%市佔率的中國 B2C 母嬰品交易平台－天貓網站最新統計，今年 9 月前 10 大熱銷品牌中只有君樂寶為中國本土品牌，其餘皆為國外品牌（詳見表 1）。

圖 2：2013 年中國嬰幼兒奶粉品牌市佔率分佈



資料來源：野村證券

表 1：2014 年 9 月天貓前 10 大奶粉熱銷品牌

	品牌國別	成交商品數	成交金額（人民幣）
諾優能	荷蘭	90,161	30,650,196
Karicare	紐西蘭	38,255	16,933,476
美索佳兒	紐西蘭	50,730	14,671,558
惠氏	英國	43,753	14,060,946
Aptamil	愛爾蘭	54,215	13,175,459
君樂寶	中國	45,813	9,556,330
童年時光	美國	30,610	7,441,588
美強生	美國	28,250	7,079,908
亞培	美國	25,865	6,500,182
雀巢	瑞士	12,340	5,933,215

資料來源：億邦動力網，第一資本整理

三、存貨累積風險上升

合生元與其法國乳源供應商簽訂每年固定採購 10,000 噸奶粉之合約，在銷售放緩的狀況下存貨累積風險上升

法國乳製品生產商 La Laiterie de Montaigu 自 2006 年即開始為合生元提供乳源。根據 2013 年 3 月最新協議，協議期由 2014 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日，為期三年；合生元將每年向 La Laiterie de Montaigu 購入不少於 10,000 噸製成品。若觀察 2013 年數據，全年合生元的營收規模為 27 億人民幣，合生元嬰幼兒奶粉產品的平均售價約為 303 人民幣，因此第一資本估算 2013 年全年合生元約賣出了 8,065 噸奶粉（一罐奶粉為 900 公克）。由此可知，以去年合生元營收年增率雖為雙位數成長情況下，恐仍不足以消化 10,000 噸的奶粉訂貨量，若嬰幼兒奶粉銷售狀況持續疲弱，合生元的存貨將持續累積，而 2014 上半年之存貨週轉天數大增已成為第一個警訊（詳見圖 4）。另外，我們推論合生元為了消化逐漸累積的庫存，加大了促銷折扣與積點返還活動，故在今年上半年的銷售與行銷費用較去年同期大幅增加了 20%，拖累營業利益率自前期的 25%下降至 20%。

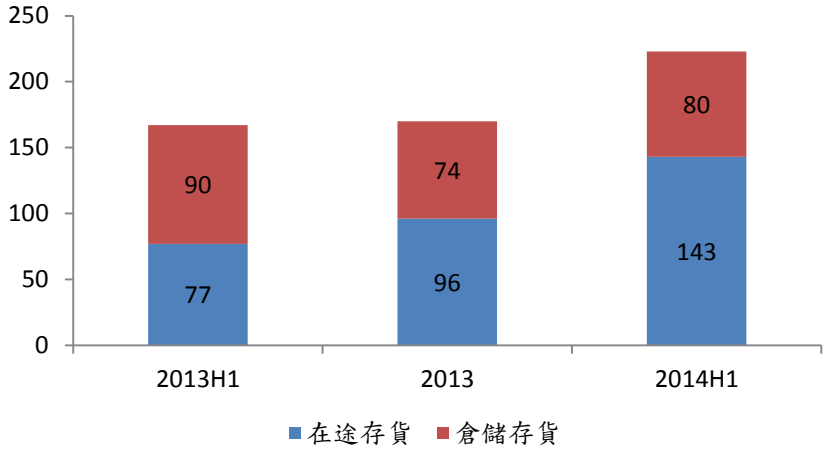
存貨累積風險目前已反映在 2014 上半年行銷費用與存貨週轉天數的大幅增加

表 1：2012-2013 合生元財報表現彙整（單位：億港幣）

	2012H1	2012	2013H2	2013	2014H1
營收	13.6	33.8	20.6	45.6	21.9
毛利	8.9	22.3	13.7	29.8	13.5
營業利益	3.7	10.5	4.9	11.6	4.3
淨利	2.7	7.4	3.0	8.2	3.1
年增率					
	2012H1	2012	2013H2	2013	2014H1
營收	57%	54%	51%	35%	6%
營業利益	49%	47%	32%	11%	-12%
淨利	40%	41%	9%	10%	5%
利潤率					
	2012H1	2012	2013H2	2013	2014H1
毛利率	66%	66%	66%	65%	61%
營業利益	27%	31%	24%	25%	20%
淨利	20%	22%	14%	18%	14%

資料來源：公司財報，第一資本整理

圖 4：合生元存貨週轉天數走勢



資料來源：公司財報，第一資本整理

三、投資策略

由於奶粉保存期間有限，因此在考慮存貨損失下，第一資本調降合生元目標價至 18.54 港幣，估計過程如下：

（一）2014 年奶粉存貨損失數量預估

第一資本預估今年至少將銷毀 1,935 噸奶粉存貨，存貨損失約 1.8 億人民幣

我們以 2013 年營運狀況為基礎，2013 年全年合生元的營收規模為 27 億人民幣，合生元嬰幼兒奶粉產品的平均售價約為 303 人民幣，因此 2013 年全年合生元約賣出了 8,065 噸奶粉（一罐奶粉為 900 公克），故第一資本預估今年至少將銷毀 1,935 噸奶粉。

（二）2014 年存貨損失金額預估

終端奶粉產品的銷售價格中，第一資本估計生產成本佔比與營銷渠道成本（總代理成本、經銷商或零售門店佣金）各佔 50%，而其中進口奶粉原料成本約貢獻整體生產成本的 55%（各種情況模擬可見表 2），因此以平均售價 303 人民幣計算，預估每罐終端奶粉產品之生產成本約為 152 人民幣，每罐（900 公克）奶粉之原料採購成本為 83 人民幣，每噸奶粉原料的採購成本即為 92,583 人民幣（註：1 公噸＝1,000,000 公克），故第一資本預估今年至少將認列約 1.8 億的存貨損失。

表 2：合生元產品成本佔比模擬

生產成本佔比 / 奶粉採購成本佔比	40%	50%	60%
50%	130,275,133	162,843,917	195,412,700
55%	143,302,647	179,128,308	214,953,970
60%	156,330,160	195,412,700	234,495,240

資料來源：第一資本預估

（三）目標價預估

第一資本預估合生元有機會來到歷史最低本益比水平 15 倍，目標價為 18.54 港幣。

在考慮存貨損失後，預估 2014 年全年淨利將由 7.7 億人民幣（彭博綜合預估值）降至 5.9 億人民幣；若合生元嬰幼兒奶粉銷售狀況持續低迷，我們認為合生元有機會來到其歷史最低的本益比水平 15 倍，故第一資本預估總市值將降至 111 億港幣，除以流通在外股數後可得建議目標價為 18.54 港幣。

表 3：合生元（1112）目標價與目前表現比較

	第一資本預估	目前
調整後淨利(港幣)	743,063,589	743,063,589
PE	15X	19X
市值(港幣)	11,145,953,839	14,700,000,000
流通在外股數(股)	601,031,597	--
股價(港幣)	18.54	24.3

資料來源：第一資本預估

2016 年之後與 ISM 簽訂每年固定購買 1,8000 噸，存貨壓力將進一步擴大

值得注意的是，去年 7 月合生元同時與另一家法國乳製品生產商 ISM（Isigny Sainte Mére）簽訂有關股權投資與融資的框架協議，合生元將持有其 20%的股權，並承諾採購而 ISM 保證供應從 2016 年開始每年 18,000 噸嬰幼兒配方奶粉，較目前與 La Laiterie de Montaigu 簽訂之約定購買量增加了 8,000 噸，且根據合生元公佈之契約內容中並未說明契約期間，因此若合生元之營收動能持續放緩，存貨損失將有擴大之虞。

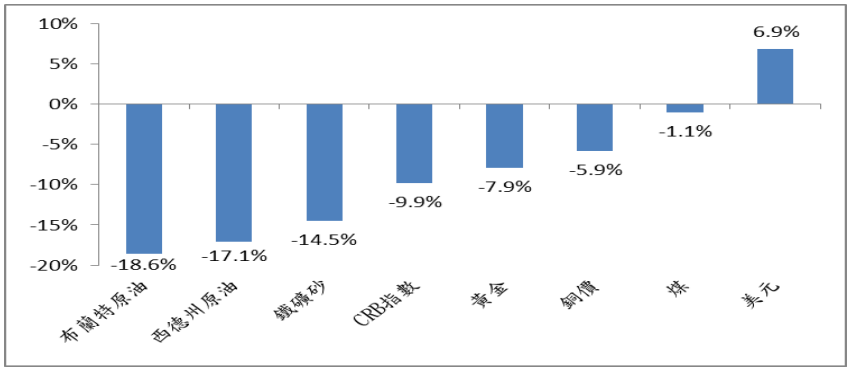
美元中長期走升下，不利商品未來走勢

隨著美國聯準會(FED) 量化寬鬆政策即將邁入尾聲，市場更加關注 FED 未來升息的動向，尤其近期美經濟數據的升溫，更加大 FED 提前升息的可能性，包括 8 月 ISM 製造業指數創 2011 年 4 月以來新高、8 月諮商局消費者信心指數攀至 2007 年 10 月以來高點、9 月失業率下降至 2008 年金融風暴以來新低 5.9%。另一方面，近期歐洲數據的放緩，提升歐洲央行(ECB)進一步寬鬆政策的可能性，使得美元指數於 10/3 創下 4 年新高 86.74。

受到美元近來快速走升影響，原物料價格於近 3 個月來也快速下滑，包括布蘭特原油下跌 18.6%、西德州原油下跌 17.1%、鐵礦砂下跌 14.5%(見圖 1)。這似乎暗示著，美元的走向深深影響原物料未來走勢。

美元近期大幅走升下，原物料價格大幅走跌

圖 1:原物料價格變動 2014/7/1~2014/10/8



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

一、美元看漲及總體環境不佳，不利商品價格走揚

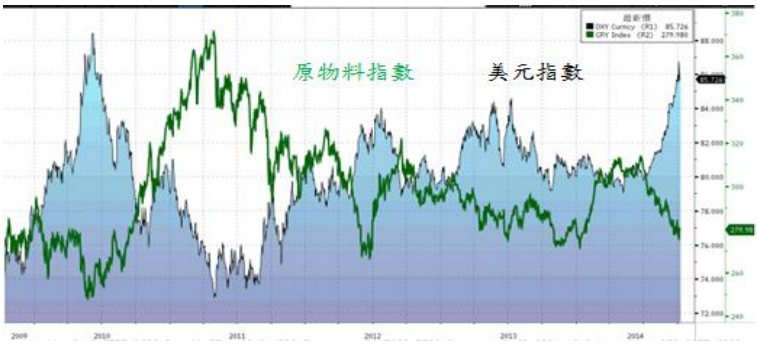
一般而言，要判斷商品走勢除了須了解美元走勢外，也須掌握目前全球的經濟現況。本節將分別討論:

（一）美元中長期走升

由於國際商品的報價多數以美元計價，因此當美元走強時，不利價格走升。觀察美元與原物料過去的價格走勢(見圖 2)，兩者亦呈現反向關係。

從過去的經驗觀察，美元走強不利商品價格走揚

圖 2:美元指數與 CRB 原物料指數走勢

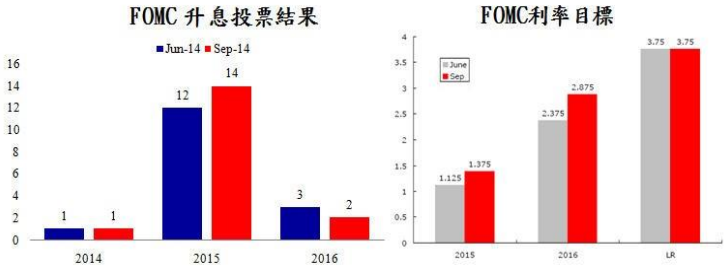


資料來源:IDC、高盛、第一資本整理

展望美元後市，投資人須了解 FED 未來意向。FED 目前雖仍保持低利率政策，但從近 2 次 FOMC 會議結果可知(見圖 3)，2015 年升息的可能性持續提高，目標利率也同步上升，強勢美元愈加明朗。因此，在美元中長期走升下，不利原物料價格走揚。

FOMC 升息的可能性提高，使得美元走強的趨勢更加明朗

圖 3:FOMC 會議結果



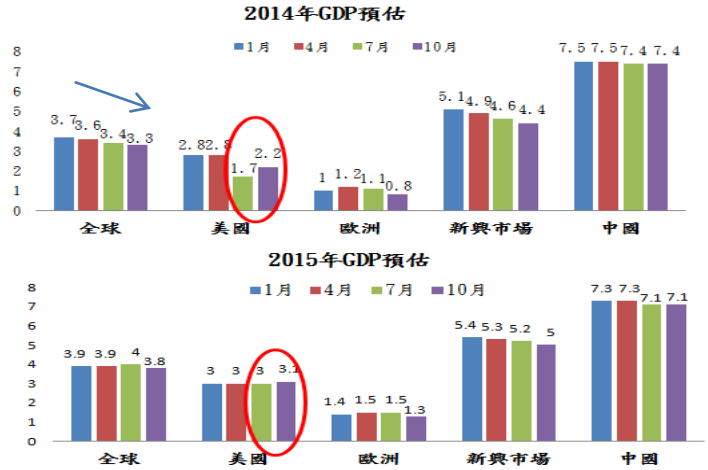
資料來源:FED、第一資本整理

（二） 全球經濟成長復甦不如預期，不利商品價格回升

根據國際貨幣基金會(IMF) 10 月全球經濟展望報告可知，儘管全球經濟持續在復甦(見圖 4)，明年全球 GDP 成長率預估為 3.8%，高於今年預估的 3.3%，但全球經濟發展卻不如預期且呈現失衡的現象，IMF 甚至三度下修今年全球 GDP 成長，其中美國經濟愈走愈強，但歐洲、中國與新興市場等主要經濟體表現卻比預期疲軟。因此，在全球經濟成長不如預期下，將不利商品價格回升。

球經濟成長失衡，美經濟獨強，其他市場紛紛不如預期

圖 4:IMF 全球經濟成長預估



資料來源:IMF、第一資本整理

二、投資亮點

除了美元及總體環境影響商品走勢外，各別原物料的供需狀況也須進一步考量才能全盤掌握原物料走勢。

（一） 鐵礦砂供給過剩，加劇價格下跌壓力

根據統計，2013 年全球鐵礦砂的需求與供給的均衡量為 11 億噸。在需求面上，中國為全球鐵礦砂最大的消費市場，約佔整體市場 60%，隨著中國經濟成長的放緩，對於鐵礦砂的需求也將下降，尤其是中國 8 月工業生產年比更是下滑至 2009 年以來新低 6.9%(見圖 5)，凸顯中國工業活動放緩，不利鐵礦砂需求的回升。

中國經濟放緩，將降低鐵礦砂需求

圖 5:中國 GDP 與工業生產數據

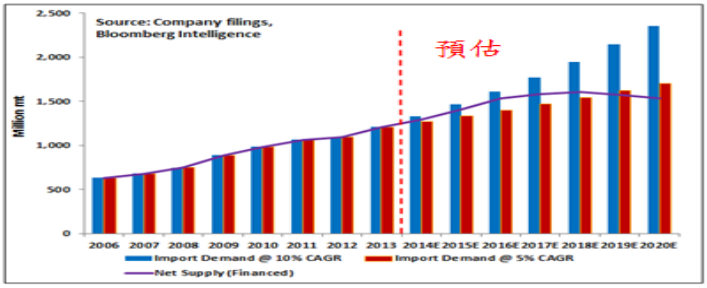
資料來源:Bloomberg、第一資本整理

而從供給面觀察，澳洲為最大鐵礦砂出口國，佔整體供給的 55%，其次為巴西 16%。全球三大鐵礦砂生產商力拓(RIO US)、必和必拓(BHP US)與巴西淡水河谷(VALE US)為了逼迫成本較高的競爭者退出市場，仍持續提高產量，使得彭博社預估在 2018 年以前，鐵礦砂

仍將呈現供過於求的現象。而這將加劇目前鐵礦砂價格下跌的壓力(見圖 6)。

彭博預估，在 2018 年以前，鐵礦砂仍將供過於求

圖 6:鐵礦砂淨供給走勢



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

(二) 黃金市場亦呈現供需失衡現象

近期黃金大幅走跌，除了美元走強所致外，黃金供需市場亦出現供需失衡的現象。根據黃金協會第二季最新統計(見圖 7)，Q2 黃金超額供給 115 噸，除因黃金供給持續有增加的現象外，黃金需求大幅下滑是一大主因。Q2 需求較去年同期大幅下滑了 16%，包括中國實施黃金貿易融資的風險清查政策，使得中國 Q2 黃金需求較去年同期減少 51%至 192 噸；印度為減少貿易赤字持續實施高關稅措施，印度 Q2 黃金需求較去年同期亦減少 39%至 204 噸，而黃金 ETF 需求也持續下降，Q2 需求較全年同期減少 35%至 88 噸。

中國、印度政策影響，Q2 黃金超額供給 115 噸

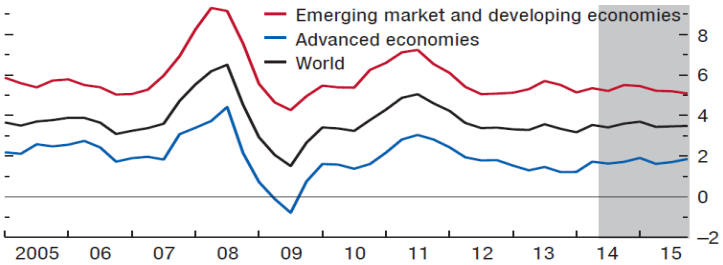
圖 7:黃金供需走勢

資料來源:世界黃金協會、第一資本整理

此外，根據 IMF 最新報告預測(見圖 8)，成熟市場的通膨情況在未來一年內仍落在央行的通膨目標內，而新興市場與發展中國家的通膨大體上也仍穩定，這將降低市場對黃金的保值需求。

IMF 預估未來通膨穩定，降低黃金保值需求

圖 8:IMF 通膨預估



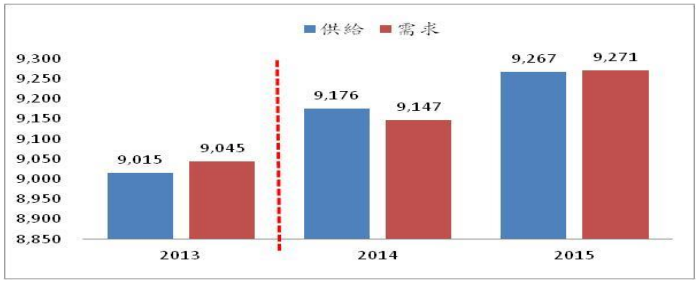
資料來源:IMF、第一資本整理

（三） 能源生產供過於求

在能源市場方面，根據美國能源局(EIA)10 月最新能源展望報告可知，受到全球經濟成長不如預期影響，EIA 下調 2014 年全球能源消耗量(見圖 9)，從上月每日 9,155 萬桶下調 8 萬桶至 9,147 萬桶，同時 2015 年需求增長預估也下調 10 萬至每日 9,271 萬桶。另一方面，美國受惠頁岩革命，能源生產持續攀升，7 月原油生產達每日 850 萬桶，續創 30 年來新高(見圖 10)，使得 EIA 也上調今年原油產量，從前期每日 9,168 萬桶提高 8 萬桶至每日 9,176 萬桶，使得今年能源市場將呈現供過於求的現象。

EIA 預估，2014 年原油市場將呈現供過於求的現象

圖 9:全球能源供需預估



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

受惠於頁岩革命，美國原油產量創 30 年新高每日 850 萬桶

圖 10:美國原油每日產量與進口量

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

三、投資策略

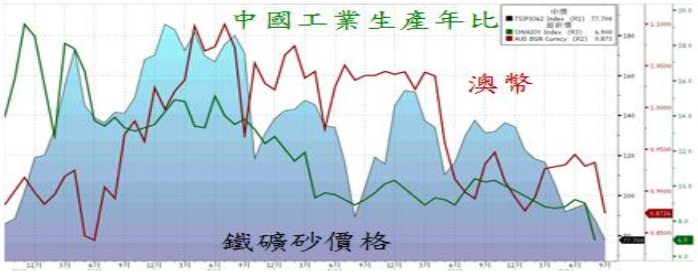
綜合上述，無論從總體面或各別商品的供需狀況來看，商品市場後市似乎仍有向下修正的空間，建議投資人可以偏空操作。

(一) 放空澳幣

澳洲為全球原物料出口大國，包括澳洲為煤礦、鐵礦砂最大出口國，鎳、金、鋅礦產量也皆居全球第 2 位，使得原物料價格也牽動澳幣走勢。尤其是，近期在中國工業數據不佳，及美元走強拖累原物料走弱下，澳幣大幅走跌，10/3 澳幣兌美元來到 0.8675，創 9 個月以來新低(見圖 11)。

原物料走弱及中國工業數據放緩下，澳幣大幅走跌

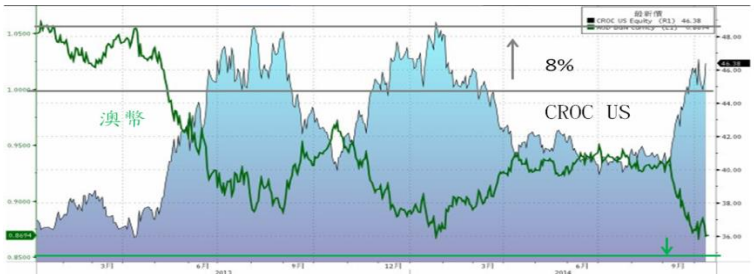
圖 11:澳幣與鐵礦價格及中國工業生產走勢



資料來源:IMF、第一資本整理

展望未來，受到中國經濟逐年放緩影響，澳幣未來仍有下探的風險。高盛、巴克萊預期澳幣在未來半年內有望下探至 0.85，摩根史丹利甚至預期澳幣半年內下探 0.82。因此，第一資本建議投資人可操作 ProShares 2 倍放空澳幣 ETF(CROC US)，該黨產品 10/10 價格為 46.38 美元，待指數回落至 45 美元左右再逢低買進，預期潛在上檔空間為 8%(見圖 12)。

圖 12:澳幣與放空澳幣 ETF 走勢



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

（二）放空黃金

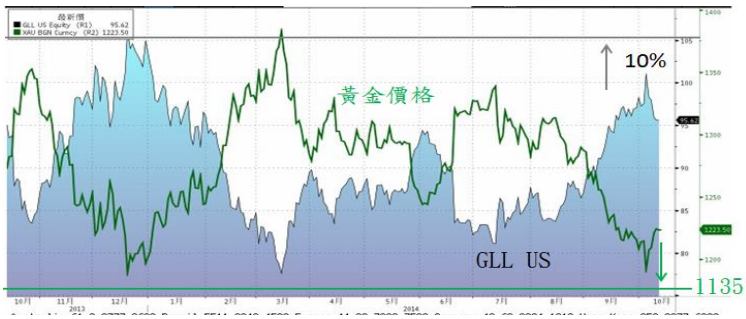
過去觀察，美元的強弱深深影響黃金價格走勢，尤其是近期美元大幅走高之下，10/3 黃金下跌至 22 個月來新低每盎司 1,191 美元(見圖 13)。

圖 13:黃金與美元走勢

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

展望未來，黃金市場亦呈供過於求的情況下，將不利其價格走揚，高盛預測金價在半年有望下探至每盎司 1,135 美元。因此，第一資本建議投資人可操作 ProShares 2 倍放空黃金 ETF(GLL US)，預期黃金未來仍將走跌的情況下，GLL US 有望挑戰前波高點，潛在上檔空間為 10%。

圖 14:黃金與 GLL US



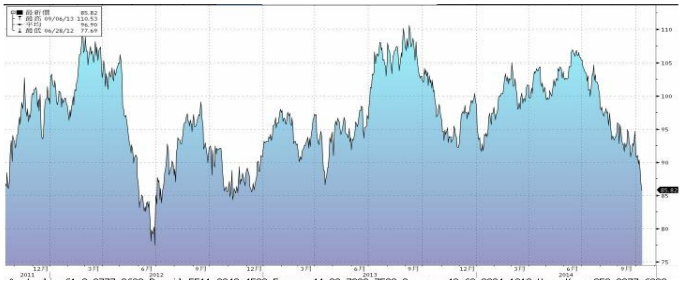
資料來源:Bloomberg、高盛、第一資本整理

（三）油價中立看待

在能源市場方面，由於美國石油開採量持續上升及全球經濟長不如預期，近期國際石油價格也大幅走跌，西德州原油 10/11 甚至來到每桶 85 美元(見圖 15)，創 2 年來新低。但第一資本預期，EIA 庫存水位處在歷史水平均值(見圖 16)、2015 年能源供需再度回穩(見圖 5)，且

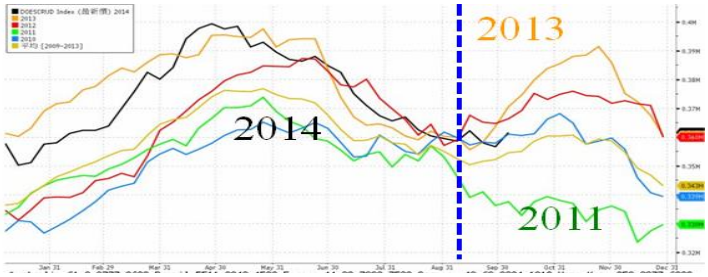
石油價格已大幅走跌，目前油價中立看待，預期油價未來保持在 90 美元附近震盪。

圖 15:西德州原油價格走勢



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

圖 16:美國 EIA 庫存歷史走勢



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

附錄表 1:操作策略彙整

	方向	標的	上檔空間	操作
澳幣	放空	CROC US	8%	待指數回落致45美元以下再逢低買進
黃金	放空	GLL US	10%	待指數回落致92美元以下再逢低買進
原油	中立	–	–	-

資料來源:第一資本整理

本月推薦投資組合

推薦 股票/ETF

名稱	推薦日期	績效表現				產品簡述
		推薦以來	近一個月	近一季	近一年	
蘋果公司	2014/6/2	11.14%	-1.82%	3.48%	40.85%	新品預購需求強勁
騰訊	2014/9/26	-1.80%	-6.92%	-6.84%	35.61%	騰訊為港股中的特色科技股，預期滬港通展開後將首先受惠
中國南車	2014/4/11	-1.00%	-2.66%	1.46%	20.24%	今年已第三度調高鐵路投資，利好鐵路建設產業，建議佈局中國主要動車、機車生產大廠
滬深300/ETF	2014/6/03	15.16%	0.00%	12.25%	1.14%	預期滬港通即將展開且資金流動性充裕，建議布局以捕捉大盤反彈行情
安朔A50/ETF	2014/5/19	10.64%	-4.23%	5.23%	-9.32%	預期滬港通即將展開且資金流動性充裕，建議布局以捕捉大盤反彈行情
PowerShares納斯達克100指數/ETF	2014/6/30	-1.01%	-6.55%	-3.01%	16.51%	下半年穿戴式裝置與物聯網商機增溫
PowerShares德銀美元指數/ETF	2014/10/6	-0.39%	1.34%	6.36%	5.13%	歐日陸續祭出寬鬆政策，有利美元走強
iShare那斯達克生技指數/ETF	2014/9/22	-5.66%	-4.62%	-0.38%	28.19%	吉利德新藥Harvoni獲准上市，製藥股可望表現優於大盤
iShares MSCI Spain/ETF	2014/5/6	-13.13%	-8.71%	-10.95%	-1.19%	西班牙為南歐地區成長最快速的國家，各項經濟數據也表現亮眼，建議可佈局享受南歐快速增長的獲利
日經225指數/ETF	2014/7/1	-5.40%	-4.10%	-5.70%	-2.90%	消費稅問題逐漸淡化，日圓長期走貶，股市有望走高
ProShares放空型MSCI新興市場/ETF	2014/10/3	0.74%	5.90%	7.00%	-0.50%	美元走強，新興市場經濟成長不如預期，建議放空新興市場
ProShares二倍放空原物料/ETF	2014/10/3	15.30%	23.00%	22.60%	-15.70%	美元走強，全球經濟成長不如預期，建議放空原物料

推薦 債券

名稱	推薦日期	績效表現				產品簡述
		推薦以來	近一個月	近一季	近一年	
委內瑞拉國有石油	2013/11/15	7.17%	0.63%	-0.50%	7.17%	為今年10月到期，票息4.9%的債券，具到期日近，風險較小
恆大地產	2014/5/26	0.38%	-0.92%	-2.47%	-2.71%	中國前十大的地產公司，且票息較高有9.25%
VTB Bank	2014/10/3	0.39%	0.47%	-2.00%	-2.43%	俄羅斯第三大的國有銀行，過去因事件因素導致債券價格下跌，銀行及國家財務體質健全
吉利汽車	2014/10/3	0.50%	0.50%	--	--	公司負債比率低不到50%，帳上現金足以償還債務，財務穩健

推薦 共同基金

名稱	推薦日期	績效表現				產品簡述
		推薦以來	近一個月	近一季	近一年	
華夏中國機會基金	2014/9/5	-5.57%	-3.73%	-0.36%	4.91%	基金選股偏向龍頭企業，報酬穩定，且於8月開始基金投資標的將加入A股，有望同時賺取內地股市漲幅，建議佈局
GAM Star Credit Opportunities	2014/6/30	-0.19%	-0.20%	-0.13%	12.52%	透過投資發債公司為投資等級但資本結構順位較低的債券，來獲取低風險高報酬
GLG 日本核心基金	2014/7/31	-3.60%	-6.30%	-2.20%	6.00%	消費稅問題逐漸淡化，日圓長期走貶，股市有望走高