重點摘錄

- 歐洲整體呈現更廣泛的復甦，景氣定位為成長階段，股價創新高是跟隨其基本面好轉而走升，因尚未到基本面高點推估在明年第一季之前仍有上漲的機會，建議股價回落之際便可布局 VGK、EWG US EQUITY 及 GAM 歐洲股票基金。
- 由於美國景氣目前仍處成長階段，我們對美國投資看法維持樂觀。我們建議美股投資策略偏重消費性類股，建議續抱 XLY US EQUITY。我們尤其看重智慧手持裝置普及促使消費行為變革所引發之投資機會。在共同基金，我們推薦 GAM STAR TECHNOLOGY；個股部分則看好 COMCAST(CMCSA US)、迪士尼(DIS US)、GOOGLE(GOOG)及 FACEBOOK(FB)。
- 中國的投資、消費以及出口表現穩健，帶動第三季 GDP 成長率止跌回升，領先指標－PMI 與克強指數也持續成長，故我們認為中國景氣定位已轉入「好轉」階段。其中，擠去官方消費水分的民間消費力道仍然強勁，因此持續看好內需產業，而嬰幼兒相關快銷品類股將是本期重點，推薦恆安國際（1044 HK）、合生元（1112 HK）。
- QE 政策推延，東協市場重獲市場資金青睞，現在不失為一個逢低佈局的時點；其中，菲律賓經濟成長依舊強勁，短線仍可進場；而馬來西亞已落在景氣好轉階段，可長線佈局，推薦標得 MSCI 菲律賓 ETF(EPHE US EQUITY)、摩根馬來西亞基金(JFMALAI HK EQUITY)。

研究團隊

歐股、債券－Joanne Hu
美股－Frank Hiseh
滬深港股－Emma Yu
新興市場、原物料－Jack Lai

目錄

1. 歐洲後段班經濟復甦腳步跟上，關注選擇性消費類股……1
2. 美國景氣位居成長階段，未來基本面持續看好 ……11
3. 中國經濟已從谷底走出，關注嬰幼兒產業商機 ……21
4. QE 政策推遲，東協市場重獲市場關注……30

歐洲後段班經濟復甦腳步跟上，持續關注選擇性消費類股

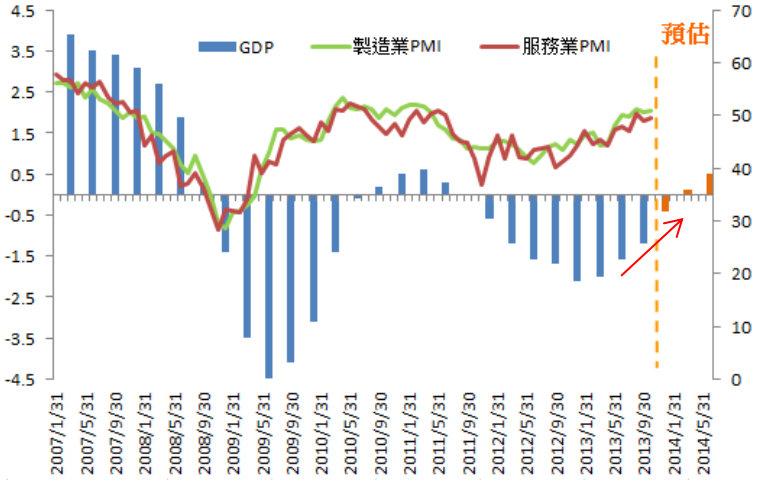
一、歐洲景氣回顧

1、小豬(PIGS)不落隊!

西班牙 Q3 明顯回溫

西班牙央行 10/30 公布第三季 GDP 成長率為-1.2%，雖仍為負值，但已連續四季向上回升，且為 2011 年 3 月以來首次季增長(季度 GDP 成長率為正值)，從圖 1 中也可以看的出來今年以來 GDP 成長率和 PMI 都是呈現上升的走勢，10 月份的製造業及服務業 PMI 分別為 50.9 與 49.6，製造業增速加快而服務業表現優於預期，IMF 預估 2013 全年的 GDP 成長率為-1.3%，我們利用 IMF 預估 2013 全年的數值推估 Q4 的 GDP 成長率為-0.4%，預估 2014 上半年有機會 GDP 成長率由負轉正。

圖 1：西班牙 GDP 成長率與 PMI 走勢圖

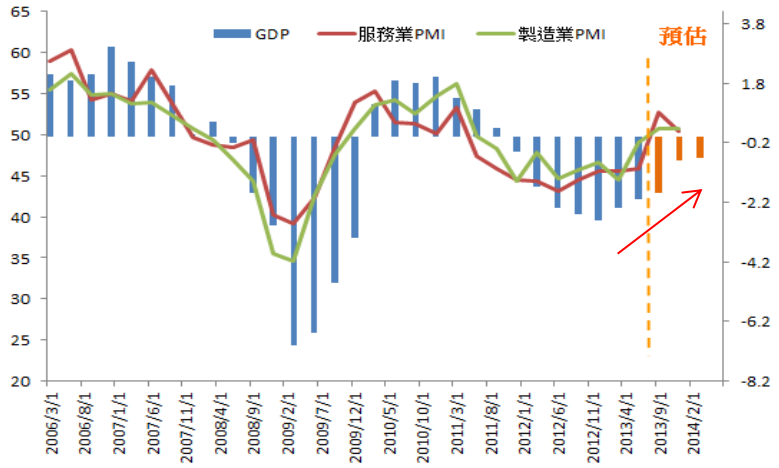


資料來源:Bloomberg, 第一資本整理

義大利溫和復甦

義大利 10 月份的製造業及服務業 PMI 分別為 50.7 與 50.5，雖較上個月下滑，但仍持續在代表擴張臨界線 50 以上，從圖 2 中也可以看的出來自今年以來 GDP 成長率和 PMI 都是呈現上升的走勢，IMF 預估 2013 全年的 GDP 成長率為-1.8%，2014 全年的 GDP 成長率為 0.7%，未來在 2014 下半年則有機會由負轉正。

圖 2：義大利 GDP 成長率與 PMI 走勢圖



資料來源:Bloomberg, 第一資本整理

德國下調 GDP 但仍優於 IMF 預估值

在德國五大經濟研究所(IFO、DIW、IFW、RWI、IWH)共同發布的秋季報告中，下調德國 2013 全年的 GDP 成長率從 0.5%至 0.4%,但 2014 全年的 GDP 成長率為 1.8%,高於 IMF 預測的 1.4%，表示對其未來前景仍然看好。

歐委會雖有下調歐元區 2014 全年的 GDP 成長率至 1.1%，但與 ECB 與 IMF 預測的 1%相比仍較高，2013 年是與 ECB 與 IMF 預測的相同。

法國信用評等遭下調但基本面是呈現好轉的現象

而法國的主權信用評等雖被三大信評機構從 AA+下調至 AA，因政府為減緩赤字而增稅無法大幅削減公共開支，且失業率無改善所致。但失業率為落後指標，我們從逐月公布且較為領先失業率的經濟指標(工業生產年比、零售銷售年比)來看，可以看到兩者的走勢都是向上的，有明顯改善趨勢，且連 3 季 GDP 預估的成長率都是持續上揚，因此研判股價仍還有持續走高的機率。

圖 3：法國 GDP 成長率與相關經濟指標走勢圖

資料來源:Bloomberg

以下我們整理了 Bloomberg 對其他國家 Q3 GDP 成長率的預估及 IMF 對其他國家全年 GDP 的成長率預測，不管從各季或是全年的 GDP 年增率走勢來看，都是顯示歐洲各國的經濟確實是呈現復甦成長的狀況。

表 1：各國 GDP 年比預測

國家	PMI		GDP 成長率			
	M	S	2013/Q3	2013/Q4	2013	2014
英國	56	62.5	1.5%（實際）	2.6%	1.4%	1.9%
歐元區	51.3	51.6	-0.3 %	0.5%	-0.4%	1%
德國	51.7	52.9	0.6%	0.8%	0.4%	1.8%
法國	49.1	50.9	0.2%	0.7%	0.2%	1%

註:PMI 皆為 10 月的數據,M 為製造業 S 為服務業,德國全年的 GDP 成長率是使用德國秋季報告的數據,其餘國家則是依據 IMF 預估

資料來源:IMF,Markit,Bloomberg,德國秋季報告,第一資本整理

No PIIGS，歐洲的景氣定位為”成長”

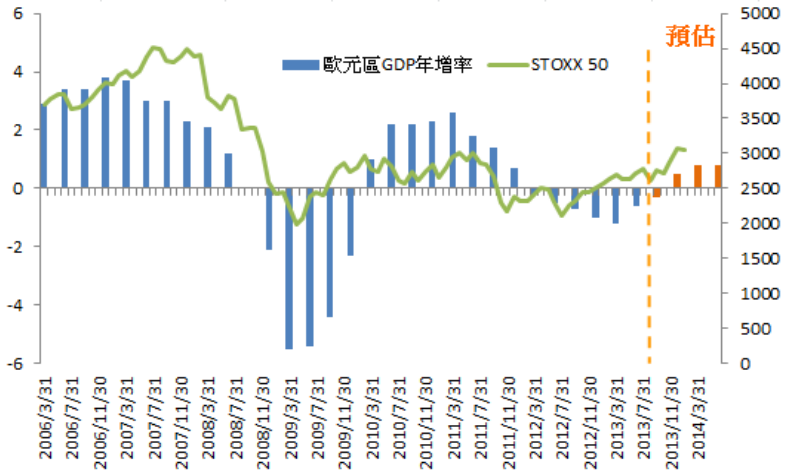
在歐洲前五大經濟體中，原先表現較不好的西班牙(S)與義大利(I)都已呈現溫和復甦的情況,而愛爾蘭(I)有望在下個月脫離紓困，葡萄牙(P)也減債有成獲 IMF 肯定，穆迪也將其債信評等升為穩定，希臘(G)股市則是創 1 年多來新高，歐洲整體呈現較廣泛的復甦、成長，因此我們將歐洲定為成長的階段。

2、歐股創新高，反映其經濟基本面回升

股價的走勢跟隨其基本面，無偏離過高的情況

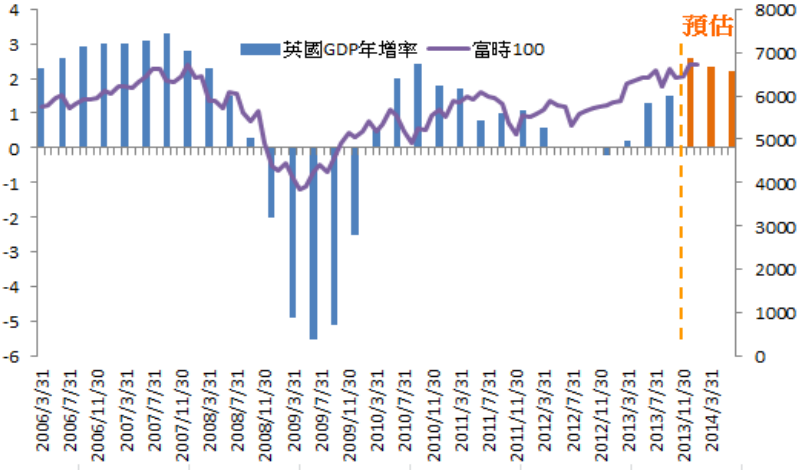
近期不論是 STOXX 50 或是英、德、法各國的股市皆創 5 年來的新高，通常一個國家的基本面會反應在股市上，以下我們分析英、德、法、歐元區的基本面與股價之關聯性。

圖 4：歐元區 GDP 年增率與大盤的走勢圖



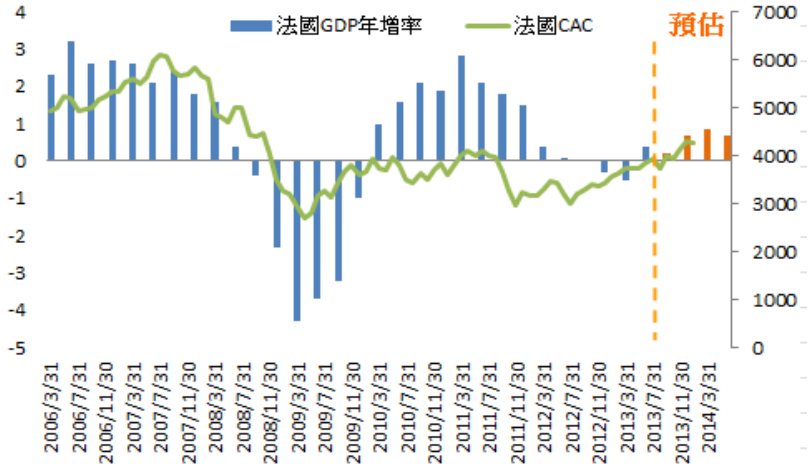
資料來源:Bloomberg, 第一資本整理

圖 5：英國 GDP 年增率與大盤的走勢圖



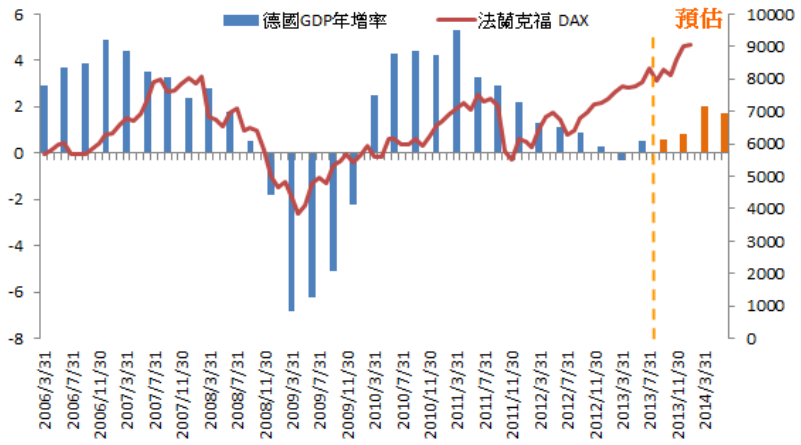
資料來源:Bloomberg, 第一資本整理

圖 6：法國 GDP 年增率與大盤的走勢圖



資料來源:Bloomberg, 第一資本整理

圖 7：德國 GDP 年增率與大盤的走勢圖



資料來源:Bloomberg, 第一資本整理

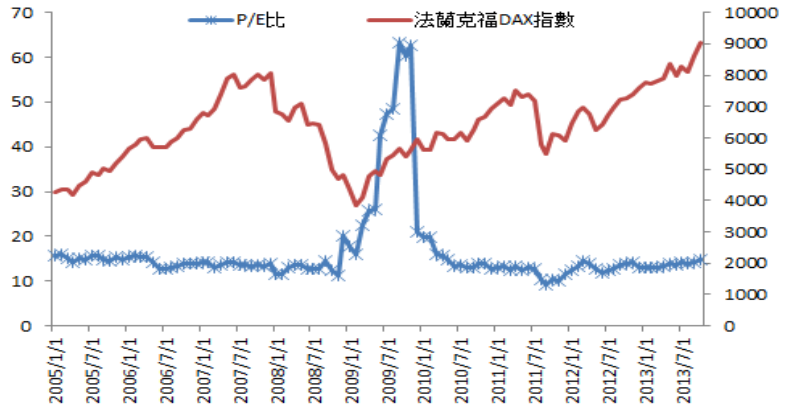
從圖 4~圖 7 的圖形中我們可以看出，股價的走勢與各國家的經濟基本面走勢相當一致，除了德國的股市漲勢凌厲之外，其餘的國家以及歐元區整體的股市只是因其基本面好轉而上漲。

基本面尚未到高點，到明年第一季之前股價仍有機會走高

且我們在上述有提到，不管從各季或是全年的 GDP 年增率走勢來看，都是顯示歐洲各國的經濟確實是呈現復甦成長的狀況，故第一資本預估歐股未來仍會持續上漲，且尚未到基本面高點，預估基本面高點會在明年第二季，因此在明年第一季之前股價應都還會持續走高。

我們進一步將德國自 2005 年至今的股價與其 P/E 比放在一起檢視，發現現在的 P/E 比仍與過去的水位相同，並無出像 2008 年 P/E 比突然升高的現象，顯示德國的股市估值尚未明顯偏高，見圖 8。

圖 8：德國大盤與其 P/E 比的走勢圖



資料來源:Bloomberg, 第一資本整理

ECB 的擴張性政策為歐洲經濟復甦增添動能

3、歐洲央行(ECB)推出寬鬆的貨幣政策刺激經濟

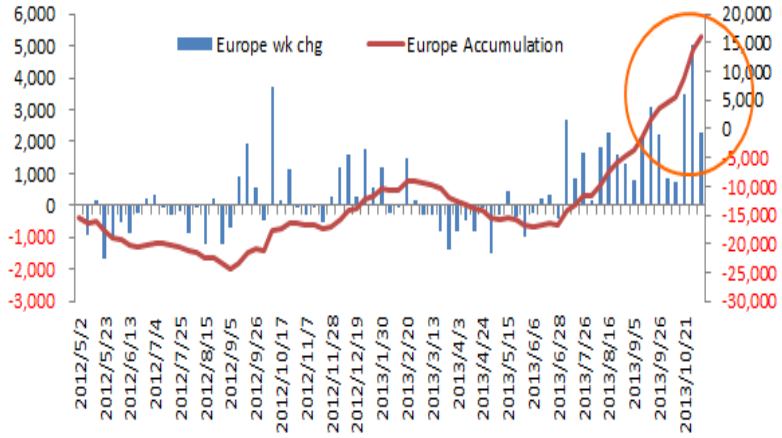
歐洲央行 11/07 公布將基準利率從 1%調降至 0.25%，存款利率仍維持在 0%不變，同日英國央行則是公布仍然維持 0.5%的基準利率。ECB 採取寬鬆政策的原因是因為央行擔心歐元區長期維持低通膨率，為了刺激經濟而採取擴張性政策，調高利率使得歐元走低，有利於歐洲國家出口產業。

國際資金持續流入，且創新高

4、資金流入創 1 年半來新高

隨著歐洲的各項經濟數據好轉，基本面復甦，國際資金持續流入，從圖 9 中可以看出累積資金流入自 2013 年 6 月以來就持續呈現很陡峭的走勢，顯示流入歐洲的資金充沛且迅速，表示國際間投資人對於歐洲地區未來的前景看好。

圖 9：歐洲資金流(2012/05/02~2013/11/04)



資料來源:Bloomberg, 美銀美林, 第一資本整理

二、投資亮點

持續看好選擇性消費及汽車產業

在歐洲我們較看好的產業仍是選擇性消費，因歐元區 GDP 的增長主要是靠內需來拉抬，且成熟經濟體的消費佔 GDP 的比重通常都較高，其中英(65%)、德(56%)、法(55%)、義(58.6%)、西(57.8%)的消費佔比皆有 55%以上。且零售銷售、消費者信心指數的表現皆是持續向上的，見圖 10。

圖 10：歐元區零售銷售與消費者信心指數走勢圖
(2007/10/31~2013/10/31)

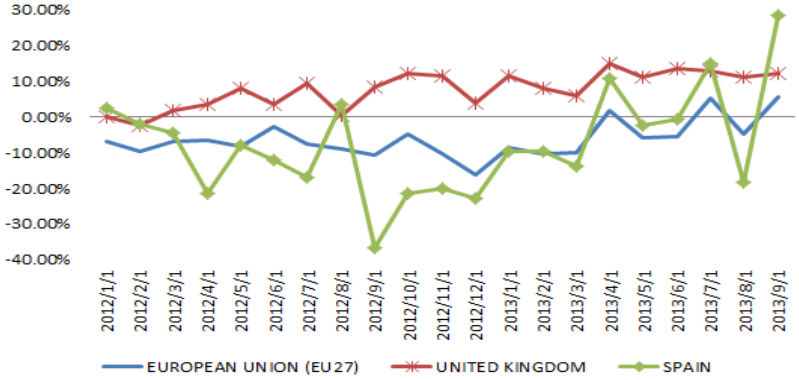
資料來源:Bloomberg

歐盟的新車登記年比走勢持續上升，英、西最為強勁

在歐洲區域中較關注的國家為英國及德國，原因是因他們分別為復甦力道最強勁及經濟最穩健的國家，且德國又為歐洲最大的經濟體，而德國除了內需之外，出口也占了很大的比重，高達 50%，出口又以汽車業產業為主。

而在圖 11 可以看出，歐盟新車登記年比在近期是呈現走升的趨勢，表示新車銷售量是逐漸增加的，其中又以英國及西班牙的年比走勢較為強勁，超過歐盟的平均水準，因此我們在未來看好的產業是選擇性消費以及汽車產業。

圖 11: 歐元區、英國及西班牙新車登記年比



資料來源:ACEA 歐洲汽車協會, 第一資本整理

個股方面我們以在歐洲市占率高(見表 2)的德國汽車大廠戴姆勒克萊斯勒的表現為例，不論是將歐盟的新車登記按汽車廠牌劃分後戴姆勒的新車登記年比，或者是從公司本身的營收年比與股價的走勢圖，皆顯示戴姆勒在歐洲的銷量增加營收亮眼。

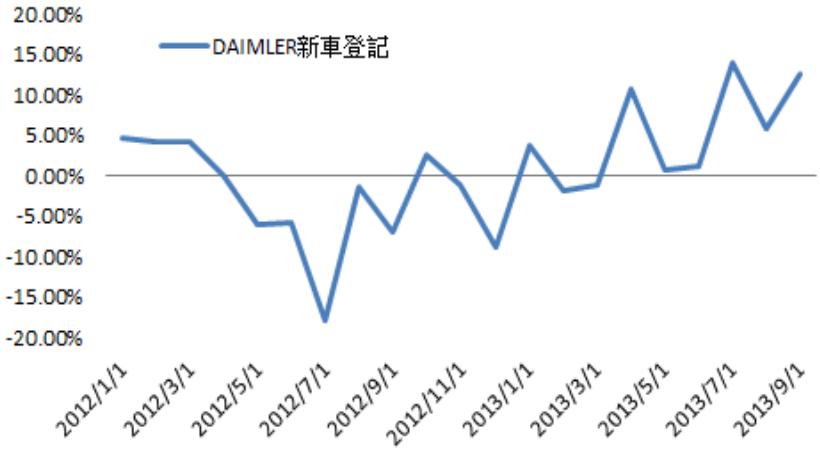
戴姆勒新車登記年比與營收年比皆呈現上升趨勢

表 2：戴姆勒克萊斯勒各產品市占率

市占率	Benz Cars	Daimler Trucks	Benz Vans	Daimler Buses
德國	10.5%	40.1%	24.9%	54.7%
西歐	5.6%	23.8%	20.4%	30.9%

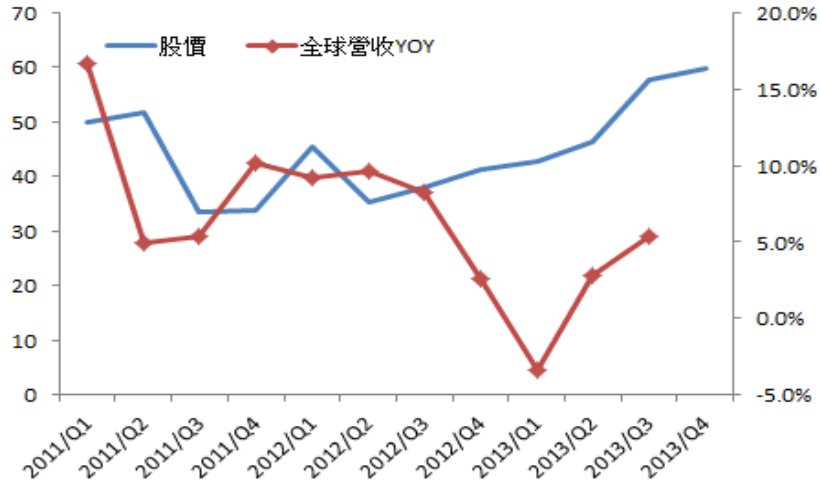
資料來源:公司財報

圖 12: 戴姆勒新車登記年比



資料來源:ACEA 歐洲汽車協會, 第一資本整理

圖 13: 戴姆勒營收年比與股價走勢圖



資料來源:公司財報, 第一資本整理

三、 投資策略

在歐洲後段班經濟也跟上腳步，領頭的國家也持續復甦，國際資金持續流入且創 1 年半來的新高，股市也無偏離基本面出現漲幅過高的情況下，第一資本建議應積極布局歐洲的 ETF 或共同基金，當指數下跌就是逢低入場之際，ETF 的部分，建議可佈局投資地區為泛歐的 ETF，VGK US EQUITY。

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，見圖 14。在表 2 中也可以看到上述兩檔 ETF 的成交量也相當大。

圖 14: 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

表 3：EWG、VGK 的成交量

單位:百萬(股數)	11/7的成交量	5日	10日	20日	30日	3個月
EWG US EQUITY	3.856	2.078	2.196	2.295	2.254	2.646
VGK US EQUITY	6.617	5.455	5.337	4.692	4.588	4.157

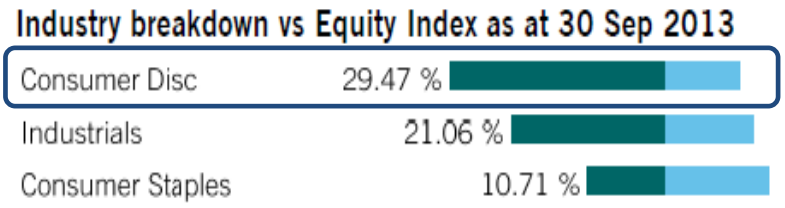
資料來源: Bloomberg

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 未來的漲幅空間仍有 10~17%，漲幅空間較上個月大，因我們對其未來基本面看好皆上調了各股的目標價，故漲幅空間較大，建議買進。

共同基金的部分，建議可佈局在歐洲基金中選擇性消費比重佔最重的 GAM 歐洲股票基金，產業分布中佔了 29.47%(見表 4)，且較 8 月份的基金月報增加了 1.42%的持股在選擇性消費產業;GLG 雖有佔 11.4%，但也比 8 月份時增加了 2%，兩檔基金

均增加布局選擇性消費，顯示基金經理人的想法與我們一致。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，我們估計未來的漲幅空間還有 13%，漲幅空間較前月調升的原因，如同上面在 ETF 部分所述，因我們皆上調了各股的目標價所致，基金近期的表現也仍較大盤優異(見圖 15)。

表 4：GAM 歐洲股票基金產業分佈圖



資料來源:基金月報

圖 15: GAM 與大盤的股價走勢圖(2013/04/08~2013/11/7)

資料來源:Bloomberg

美國景氣位居成長階段，未來基本面持續看好

一、景氣概述

美國經濟仍處成長階段

美國當前經濟狀況持續改善，我們依舊定位美國處於景氣循環的成長階段，Q3 雖因十月政爭因素影響小幅拖累 GDP 表現(由 Q2 的 1.6% 小幅衰退至 Q3 的 1.5%)，但 Bloomberg 預期今年 Q4 經濟成長率將可持續上揚(估計成長至 1.88%)，且觀察表 1 三項經濟領先指標可發現，均有較過去顯著復甦並逐期攀升的情況。參考 Bloomberg 預估 2013 年 Q4 到 2014 年 Q4 的 GDP 成長率預測，可發現目前預期 GDP 成長率可持續成長至明年 Q1 的 2.5%，Q2 及 Q3 成長率雖稍回落，但預期 Q4 GDP 成長率將可再攀升至 2.68%（見圖 1）。2014 年全年的 GDP 成長率預期為 2.6%，將優於 2013 年的 1.6%，2015 年更可成長至 3.0%，故我們對美國未來經濟表現持樂觀看法。

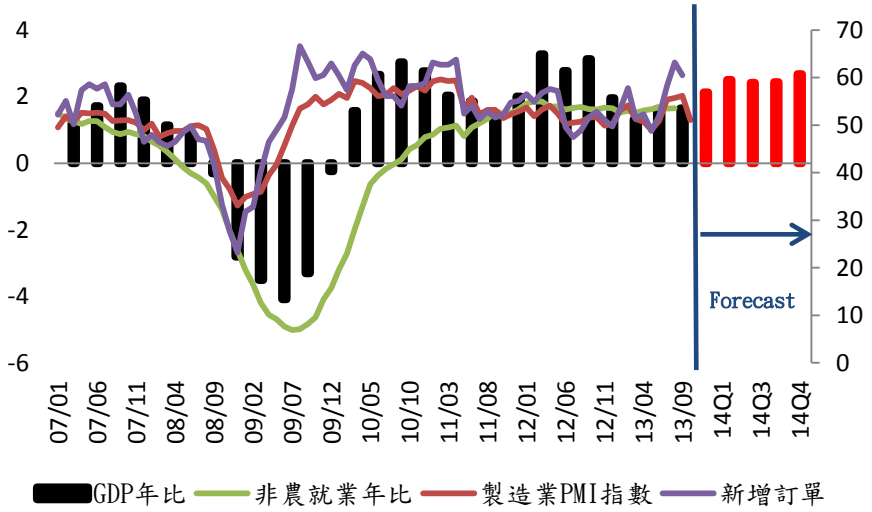
領先指標：ISM 製造業指數、新增訂單及非農就業人數年比持續成長

表 1：美國景氣領先指標概述

經濟數據	最新數據	今年以來趨勢
ISM 製造業指數	56.4（10 月）	目前連五期擴張，創 30 個月以來新高水準。
新增訂單	60.6（10 月）	連五期擴張，製造業持續復甦
非農就業人數年比	1.74%（9 月）	今年以來就業市場隨著經濟成長而持續好轉

資料來源：Bloomberg、第一資本整理

圖 1：美國各領先指標及 GDP 走勢關係



資料來源：Bloomberg、第一資本整理

由圖 1 可觀察 ISM 製造業指數及其中成分的新增訂單此兩項領先指標，今年以來有顯著成長現象，顯示美國製造業今年以來擴張顯著。

而在非農就業數據部分，截至今年 9 月平均每月均可較去年同期穩定成長 1.6%的就業人口，顯示景氣成長帶動就業市場的活絡。第一資本認為三項領先指標目前仍維持在成長階段，推測未來可帶動美國經濟成長率持續攀揚。

美國聯準會向來非常關心就業市場動向，並依其所釋放出來的訊息來調整貨幣政策；觀察美國今年以來景氣成長顯著，帶動就業市場的復甦，失業率及每週公布的初領失業救濟金人數，均有逐期遞減的現象(見下表 2 及圖 2)，顯示就業市場近五年來隨著景氣復甦而持續好轉。

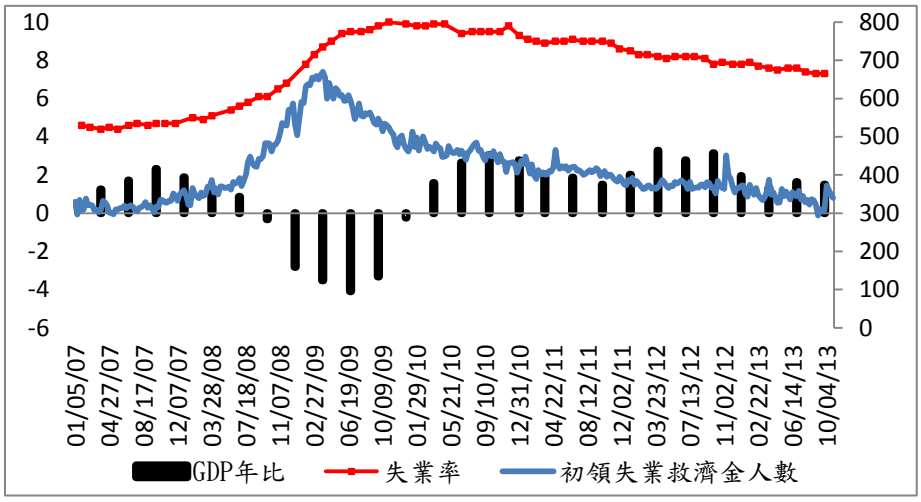
美國就業市場逐漸好轉，失業率漸降

表 2：美國就業指標概述

經濟數據	最新數據	今年以來趨勢
初領失業救濟金人數	33.6 萬人（11 月首周）	隨景氣復甦，今年以來逐期遞減中
失業率	7.3%（10 月）	今年以來隨景氣復甦而遞減，持續朝聯準會 6.5%的目標邁進

資料來源：Bloomberg、第一資本整理

圖 2：美國失業率及初領失業救濟金人數



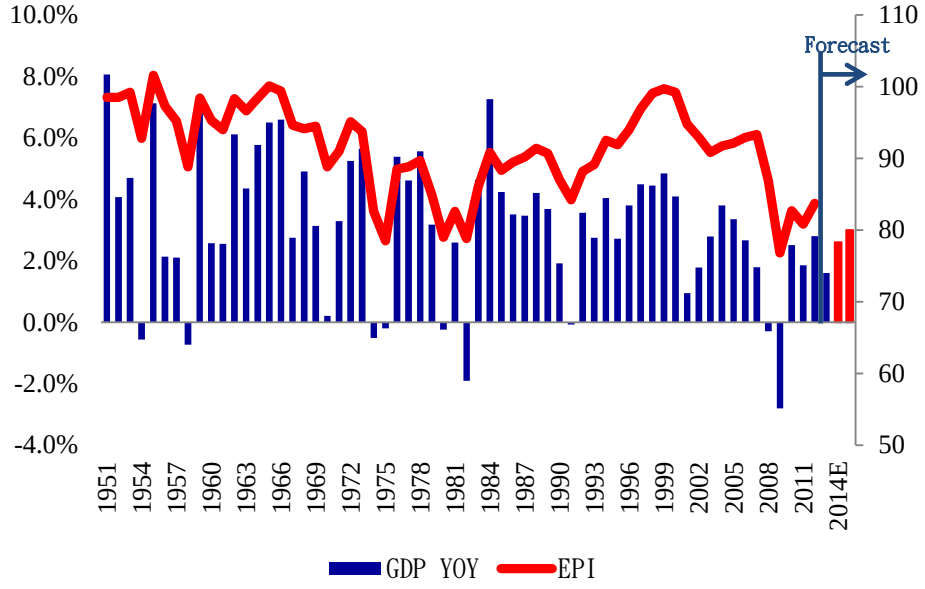
資料來源：Bloomberg、第一資本整理

IMF 亦認為美國景氣將維持熱度

IMF(國際貨幣基金會)研發出一項經濟指標 EPI，可同時衡量通膨、失業率及財政赤字佔 GDP 比重所引起對經濟的影響，數值若持

續走升表示長期經濟狀況看好。目前美國 EPI 為 82.7 為 2009 年(76.8)歷經金融海嘯之後高點(見圖 3)。IMF 預期美國將邁入下一個景氣循環成長階段，並認為在景氣持續好轉下，可帶動全球景氣的復甦。

圖 3 ：長期經濟指標 EPI 與 GDP 比較



資料來源：IMF、第一資本整理

美國景氣小結：目前美國景氣處於成長階段，由各項指標推測基本面仍持續呈現增溫，我們對於未來美國景氣成長持樂觀看法。

二、投資亮點

預期美國短中期未有顯著系統性風險利空干擾

美國十月所面臨的財政問題落幕，加上目前市場普遍認為聯準會將可能延續現行 QE 規模(聯準會理事 Jerome Powell 於 11/4 暗示現行寬鬆政策將延續)，故資金行情仍可期，並隨著總體經濟狀況的好轉，第一資本對美股未來走勢並不看淡。

我們建議未來美股投資策略偏重消費性類股，原因在於經濟成長實質帶動民眾所得增長(見圖 4 及表 3 說明)。參考美國經濟分析局統計民眾所得年比數據，今年(截至 8 月為止)以來呈現逐期成長趨勢；消費者信心指數方面，雖然十月面臨兩黨政爭及政府關門事件影響導致拉回，但仍較今年一月的 58.4 顯著成長，顯示美國總體經濟好轉帶動所得提升及消費信心的增長；零售銷售數據部分(見圖 5)，今年以來至九月止，平均零售銷售額可較去年同期成長 4.4%，預期在所得持續提升及消費信心的增長下，帶動實質消費的攀揚。

智慧手持裝置普及帶動消費行為改變成未來投資焦點

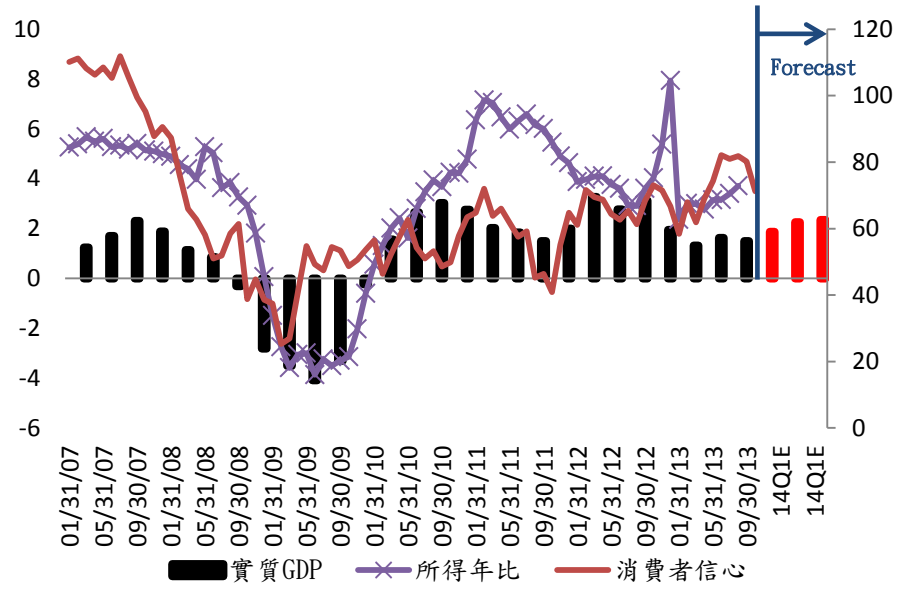
目前市場消費型態主要分兩部分，一部分為傳統實體店面(如：NIKE、Bestbuy 等)，另一部分為近來興起的電子商務。由於智慧型手持裝置的普及，推升電子商務的蓬勃發展，參考台灣工研院對於全球電子商務銷售額及智慧手持裝置的出貨預估(見圖 6)，估計 2013 年全球電子商務銷售額可達 1.2 兆美元，且受惠於智慧手持裝置的普及，預估至 2016 年可成長至 1.85 兆美元。第一資本認為全球電子商務還處於成長期初段，建議投資人不可錯過未來最具成長動能的投資目標。

表 3：美國消費相關數據與 GDP 比較

經濟數據	最新數據	今年以來趨勢
個人所得年比	3.72% (8 月)	自一月的 2.36%持續成長，優於過去五年平均每月 3.22%的成長率
消費者信心指數	71.2 (10 月)	隨著所得成長而帶動消費信心的攀升，自一月 58.4 迅速上揚
零售銷售年比	3.2% (9 月)	今年以來平均每月較去年成長 4.4%，實質消費逐漸成長

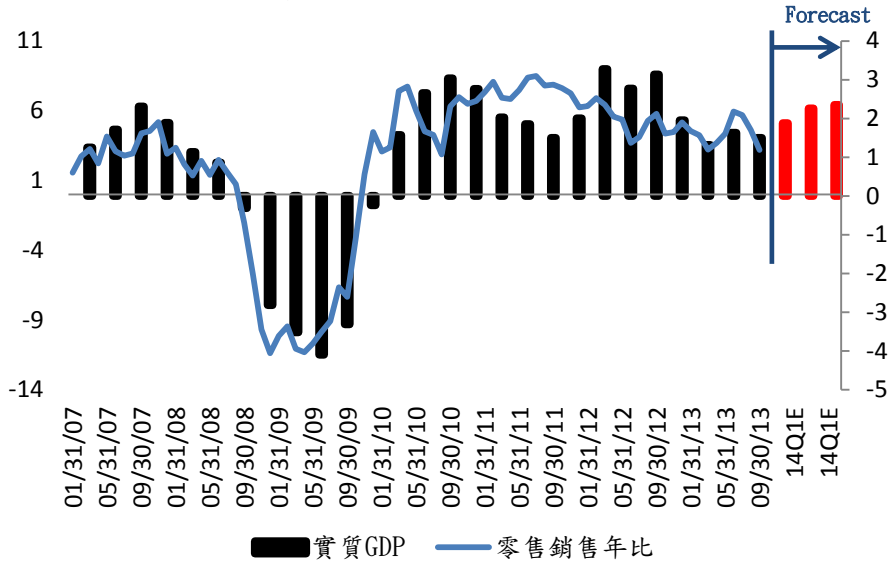
資料來源： Bloomberg、第一資本整理

圖 4：美國所得年比、消費者信心指數與 GDP 比較



資料來源：美國經濟分析局、Bloomberg、第一資本整理

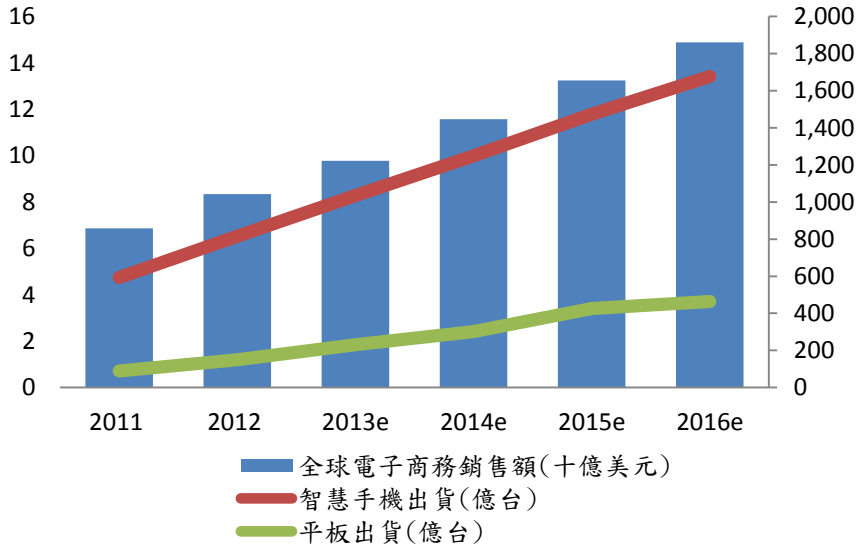
圖 5：美國零售銷售年比與 GDP 比較



資料來源： Bloomberg、第一資本整理

智慧手持裝置帶動電子商務銷售額的攀升

圖 6：智慧手持裝置及全球電子商務銷售額預估



資料來源：台灣工研院、第一資本整理

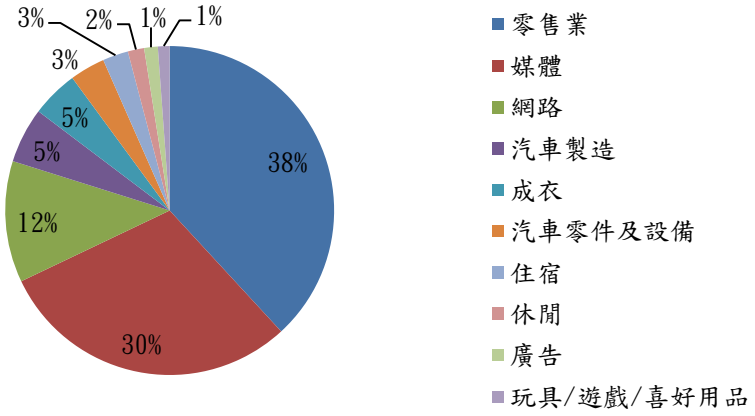
三、投資策略

美國投資聚焦消費性及電子商務相關類股，建議標的為 XLY US EQUITY

我們建議未來美國投資焦點應放在消費性類股及電子商務類股上，原因在於總體經濟的好轉，帶動所得及實質零售銷售的成長，加上智慧手持裝置的普及，促使民眾消費型態轉變，該類股成為未來最具有成長機會的投資標的。

在 ETF 部分，我們延續上月推薦消費類股比重較高的 XLY US EQUITY(持股產業分布請見圖 7)。

圖 7：XLY US EQUITY 產業分布



資料來源：Bloomberg、第一資本整理

表 4：XLY US EQUITY 前十大持股介紹

標的	佔比(%)	市值(百萬美元)	今年以來漲幅(%)
亞馬遜(AMZN)	6.754	163,036	41.98
Comcast(CMCSA)	6.409	124,541	27.97
迪士尼(DIS)	5.811	123,265	38.58
HomeDepot(HD)	5.610	109,467	23.56
麥當勞(MCD)	4.948	97,413	10.99
福斯集團(FOXA)	3.451	78,212	50.62
福特汽車(F)	3.407	66,700	30.58
時代華納(TWX)	3.213	62,275	41.52
星巴克(SBUX)	3.072	60,961	51.28
NIKE(NKE)	2.906	68,343	48.76

資料來源：Bloomberg、第一資本整理

今年以來，XLY US EQUITY 之成分股均累積相當之漲幅。S&P 500 指數 9 月以來漲幅為 7.57%，而 XLY US EQUITY 同期間漲幅達 9.93% 亦相對強勢，顯示相關消費性類股表現確較大盤表現優異。

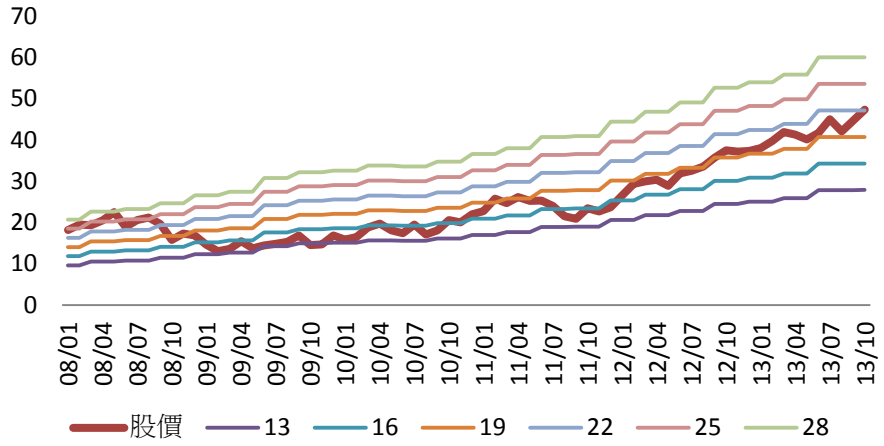
傳媒類股首推 COMCAST 及迪士尼

消費性類股個股部份我們推薦傳媒業類股，由於前述美國經濟好轉，帶動消費數據表現優於過往，推升傳媒業的廣告收入較以往顯著成長，傳媒業類股我們首推 COMCAST(CMCSA US)及迪士尼(DIS US)兩檔個股。

COMCAST 為全美規模最大的有線電視公司，目前與 Netflix(NFLX)合作將串流網路服務植入機上盒中，預期將可大幅擴展其用戶數

。該股亦為美林最為看好的傳媒個股，主要著眼於其廣大用戶數帶來的廣告收益(全美用戶數近 2500 萬戶) 將挹注未來之獲利。美林及高盛於 11/1 均給予其目標價為 60，以 11/8 收盤價 48.18 推估漲幅空間約 24.53% 。以過去五年本益比歷史區間觀察(見圖 8)，目前股價尚處合理範圍(目前本益比約近 22 倍)。

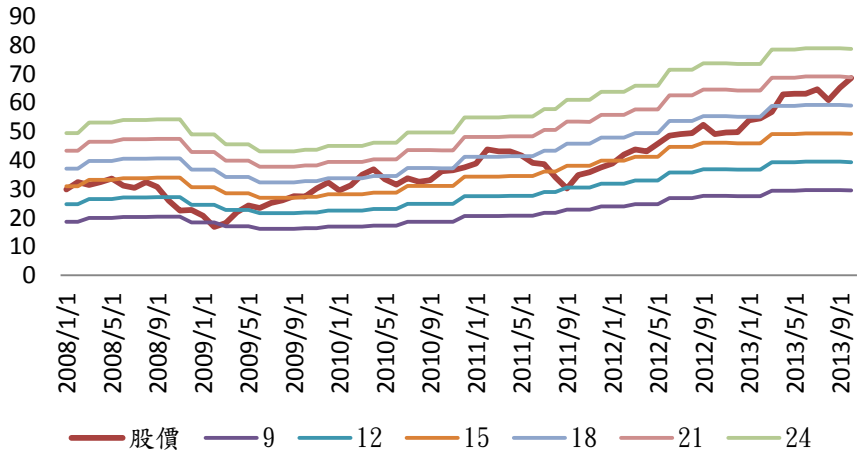
圖 8： COMCAST 過去五年歷史本益比區間



資料來源：Bloomberg、第一資本整理

迪士尼受惠 Q4 為傳統消費旺季，在娛樂影視部分(佔整體營收 13.8%)預期營收年增率將由 Q3 的-2.2%成長至 Q4 的 6.1%。另佔整體營收 30.6%的迪士尼樂園，Q4 聖誕長假將可為迪士尼帶來可觀的觀光收入，預期樂園部分營收 Q4 將成長 7.6%(Q3 年增率為 6.9%)。JPMorgan(10/11)及美林(10/15)出具報告調升目標價至 80 美元。

圖 9：迪士尼股價過去五年本益比區間



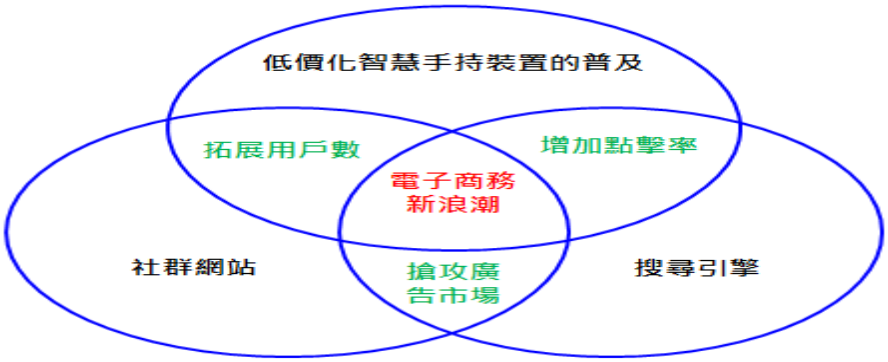
資料來源：Bloomberg、第一資本整理

我們參考 JPMorgan 及美林證券近期所給予迪士尼的目標價，並利用過去 5 年的 P/E 區間與股價走勢(見圖 9)，進行市值加權後，預估未來漲幅空間仍有 12.87%，建議買進。

電子商務核心投資標的建議：GAM STAR TECHNOLOGY

而在電子商務部分，我們建議標的為 GAM STAR TECHNOLOGY 此檔基金(見表 5 介紹)，原因在於未來電子商務隨著智慧手持裝置的普及，仍有相當大的成長空間，在觀察經理人操作方式後，我們認為此檔基金偏重以電子商務為核心所引發的投資機會(見圖 9)，觀察圖 10 此檔基金今年以來走勢較 MSCI 世界指數表現強勢，在參考台灣工研院對於未來全球電子商務銷售額的預估後，我們認為目前仍屬成長期初段，我們建議投資人把握未來成長力道最強勁的投資契機，在此建議買進 GAM STAR TECHNOLOGY。

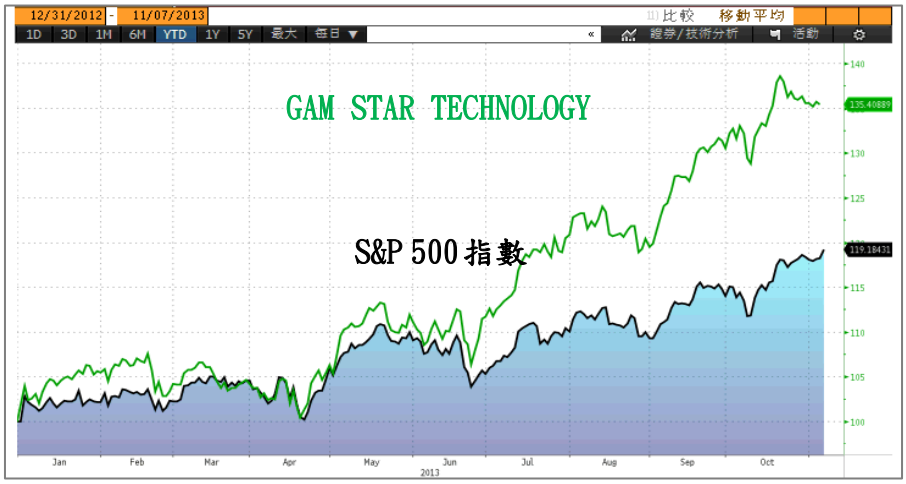
圖 10：電子商務成未來科技類股投資之核心目標



資料來源：第一資本預估

GAM STAR TECHNOLOGY 今年以來表現較大盤強勢

圖 11：GAM STAR TECHNOLOGY 與 MSCI 世界資訊指數今年以來趨勢



資料來源：Bloomberg、第一資本整理

在評價方法上我們同樣截取前五大市值持股，搭配過去五年本益比區間及股價走勢，再採用市值加權，並參考 JPMorgan 及美林近期所給予之目標價後，估計漲幅空間約 8.4%。

表 5：GAM STAR TECHNOLOGY 基金前十大持股介紹

標的	佔比(%)	市值(百萬美元)	今年以來漲幅(%)
Apple（AAPL）	8.5	468,692	-2.11
Seagate（STX）	6.2	15,808	59.34
Facebook（FB）	5.2	119,623	84.52
Intel（INTC）	4.8	120,522	17.58
ASML(ASML)	4.1	40,455	40.61
Micron（MU）	4.1	18,407	276
ARM（ARMH）	4.0	22,324	26.49
Google（GOOG）	3.8	341,688	44.58
Xilinx（XLNX）	3.6	12,098	25.74
Adobe（ADBE）	3.0	27,434	45.65

資料來源：GAM STAR TECHNOLOGY 九月月報、Bloomberg、第一資本整理

搜尋引擎及社群網站未來成長可期

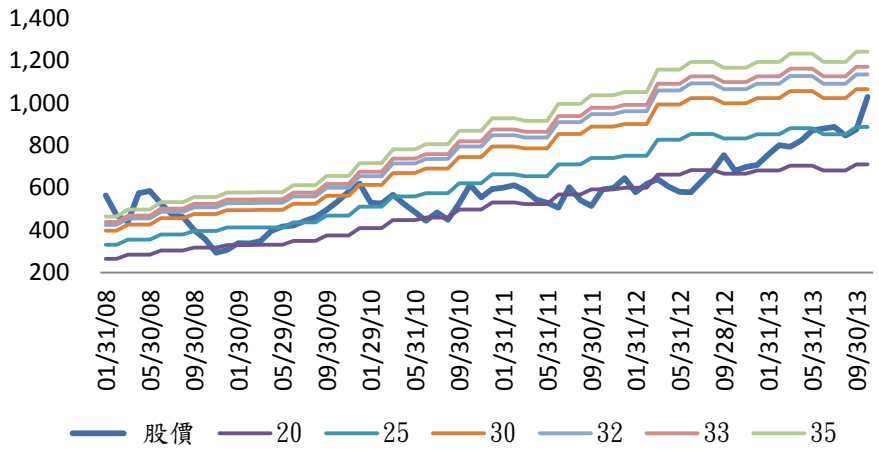
電子商務個股我們看好 GOOGLE(GOOG)及 FACEBOOK(FB)未來表現，原因在於隨著電子商務的發展，居社群網站及搜尋引擎兩家龍頭企業將最受惠。

搜尋引擎龍頭 GOOGLE 營收佔比達 84%的廣告業務依然是最重要的收入來源。2012 年行動網路廣告全球市佔率為 49.3%，2013 年第三季廣告點閱率更達到歷史最高水平均反映其強大核心競爭力；除了在核心業務上穩步發展外，Google 股價表現優異的原因還有一系列科技創新項目，包括 Google 搜索、廣告、Android、Youtube、地圖、Chrome、Nexus 等多個成熟的業務，由於目前市場普遍看好未來電子商務將帶動 GOOGLE 的營收及獲利可持續成長，故紛紛調升其目標價，JPMorgan(10/18)調升其目標價至 1100，其中德意志銀行更調升其目標價至 1220；我們參考過去五年本益比區間(見圖 12)，加上參考 JPMorgan 的報告，推估目標價為 1,136 美元，以 11/8 收盤價 1016.03 推估漲幅空間約 11.8%。

社群網站龍頭 FACEBOOK 2013 年 Q3 來自行動廣告的營收占第 3 季總營收 49%，超越前季的 41%，以及分析師平均預估的 45.6%，預期其廣告的收入將隨行動通訊持續成長。參考 JPMorgan(10/31)出具報告表示，廣告是臉書主要營收來源，占比達 89.28%，因此

拓展用戶規模是實現高速成長的關鍵。Q3 每日平均活躍用戶成長 25%至 7.28 億人，而每月均值則達 11.9 億人，較去年增加 18%。預期在用戶數的持續增加之下，將可進一步拓展其廣告營收。參考 JPMorgan 給予目標價為 63，以 11/8 收盤價 47.53 推估，漲幅空間約 32.55%。

圖 12：GOOGLE 過去五年本益比區間



資料來源：Bloomberg、第一資本整理

我們看好在未來電子商務持續發展之際，可望帶動相關類股的漲勢，個股部份我們建議可投資受惠最深的 GOOGLE 及 FACEBOOK，另外若希望可參與其他電子商務類股的未來成長，可投資以電子商務類股為核心的共同基金 GAM STAR TECHNOLOGY。

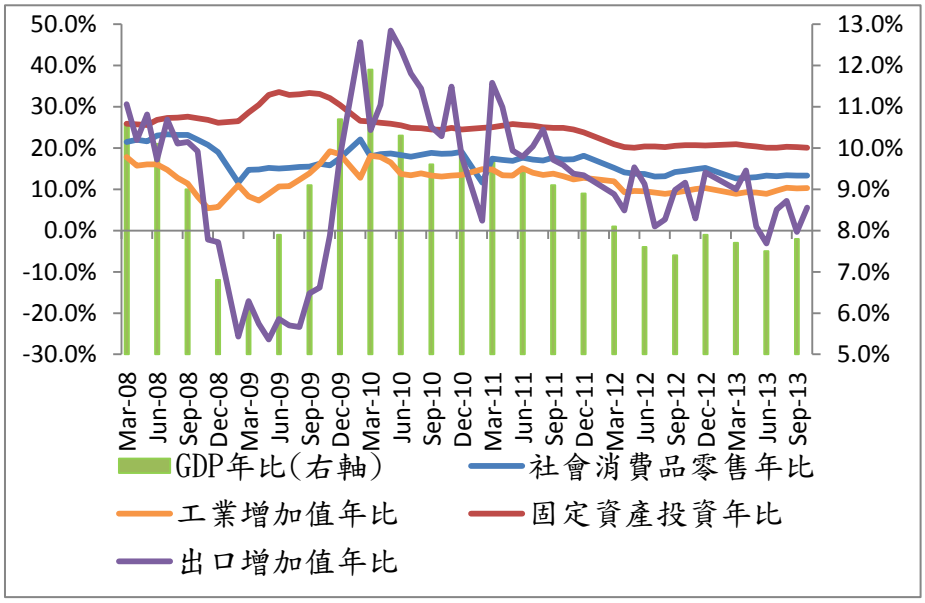
中國經濟已從谷底走出，關注嬰幼兒產業商機

一、中國景氣概述

投資、消費、出口皆穩定成長，帶動第 3 季實質 GDP 年比回升至年內新高

中國第三季 GDP 年比終止連兩季減緩，回升至 7.8%，創今年以來的新高，主要受惠於投資與消費持續以兩位數成長，而最新公布之 10 月工業增加值年比與固定資產投資年比也分別達 10.3%和 20.1%，社會消費品零售增加年比則為 13.3%；此外，10 月出口年比表現優於預期，自 9 月的-0.3%大幅上升至 5.6%。

圖 1：2008/03~2013/10 中國 GDP 成長率與重要數據走勢圖

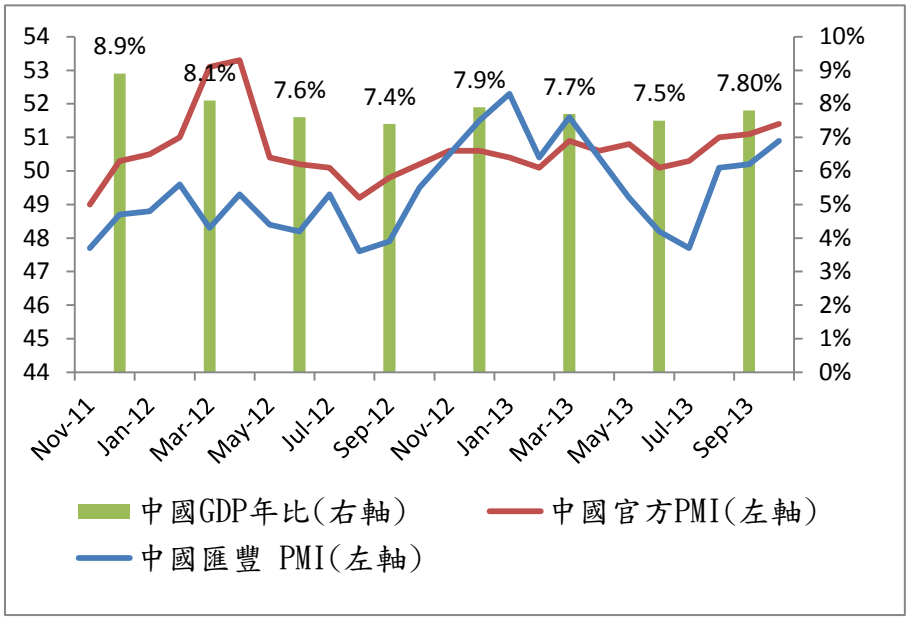


資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

中國官方 PMI 與匯豐 PMI 已連續 3 個月同時呈現擴張訊號，克強指數亦連 3 個月大幅回升

觀察領先指標－製造業採購經理指數（PMI），不管是偏向大型國企的中國官方採購經理指數，或是集中在小型民營製造商的匯豐採購經理人指數，最新公布之 10 月數據皆位於擴張線 50 之上，且已連續 3 個月同時出現擴張訊號，中國官方 PMI 創去年 3 月以來新高，匯豐 PMI 更是來到 7 個月以來新高。

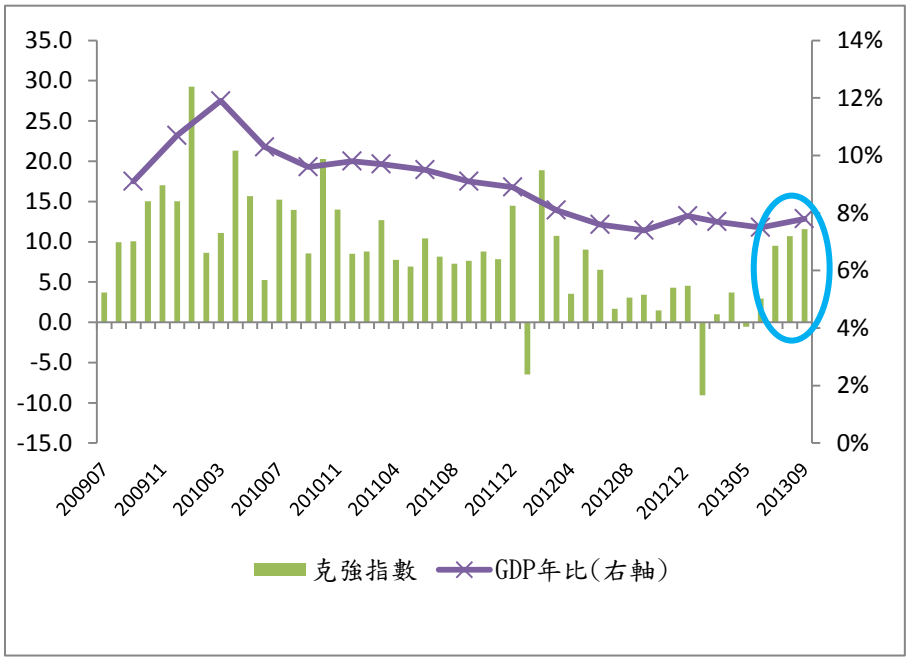
圖 2：2011/11~2013/9 中國官方、匯豐 PMI 與 GDP 成長率走勢圖



資料來源：中國國家統計局、Markit、第一資本整理

另外，以用電量、鐵路貨運量和銀行貸款貸放量作為經濟狀況衡量指標的克強指數，9 月公佈數據也延續前兩個月走勢持續上升，顯示中國經濟正在溫和復甦（詳見圖 3）。

圖 3：2009/7~2013/9 克強指數與 GDP 成長率走勢圖



資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

中國景氣定位於「好轉」階段

如我們於 9 月投資月報所說，中國經濟已確定落底，而上述之經濟指標的成長更能佐證中國經濟正在改善；另外，此次三中全會預期將會對中國經濟帶來更多可能性，因此我們認為中國的景氣定位已轉入「好轉」階段。

擠去官方消費水分的民間消費力道仍然強勁，持續看好內需產業

另外，由於今年中國開始實施禁奢令，表示今年呈現出的社會消費品零售數據為屏除官方奢侈消費的真實民間消費力道，而單看民間消費尚能維持兩位數成長動能，故我們十分看好中國內需消費產業的發展。其中，我們仍然認為快銷品市場較具前景，上期主要著重在食品飲料類股，本期將為大家推薦嬰幼兒產業相關快銷品類股。

中國父母願意花費在小孩身上的支出越來越高

二、投資亮點－嬰幼兒產業後勢可期

由圖 4 可以觀察到中國主要城市在 2012 年嬰兒用品支出皆較 2010 年增加，其中又以成都支出最多，成長幅度也最大。再以上海為例（詳見圖 5），平均每月在小孩身上的支出達 1342 人民幣，其中在小孩 1 歲以前花費最高，每月平均超過 1500 人民幣，可見只要用在孩子身上，中國父母十分願意消費，且支出金額有越來越高的趨勢。憑藉著中國父母的龐大消費力，全國嬰幼兒市場規模於今年前 4 個月成長超過 20%，大幅超過今年前四月整體零售累積成長率 12.5%（詳見圖 6）。

圖 4：中國主要城市嬰兒用品平均月支出

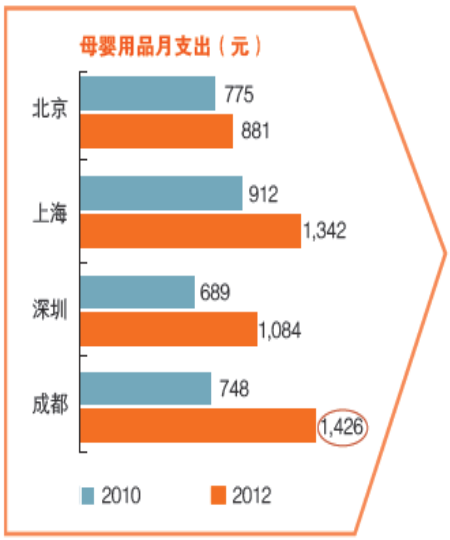
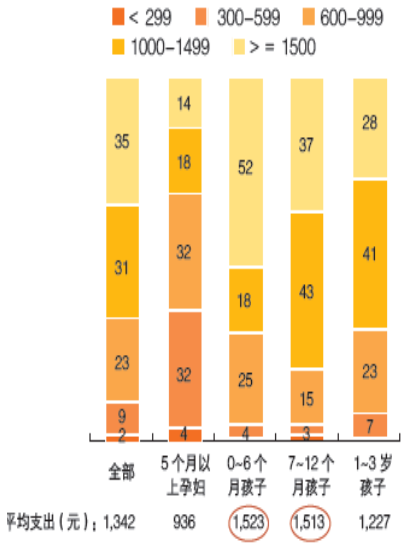
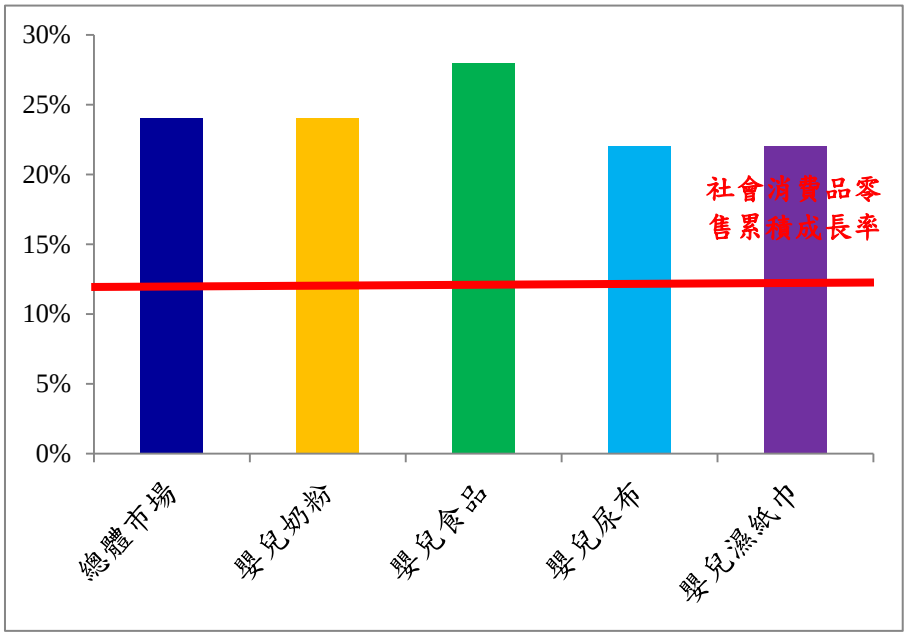


圖 5：2012 年上海嬰兒用品平均月支出



資料來源:中國孕嬰童週刊

圖 6：2013/01 到 2013/04 嬰兒用品市場銷售額成長率



資料來源:中國孕嬰童週刊，第一資本整理

若開放單獨二胎，將可帶來龐大嬰幼兒商機

中國 31 個省份目前准許夫妻雙方皆為獨生子女者生育第二胎（雙獨二胎政策），三中全會後有望開放為夫妻有一方為獨生子女者即可生育第二胎（單獨二胎政策），而現在眾多 1980 後出生的人陸續成家立業，專家預測在 2015 年前將迎來新一輪的生育高峰，如果再加上開放單獨二胎，生育數量將高於以往，嬰幼兒市場成長規模將進一步擴大，後勢十分看好。

三、投資策略

恒安國際為紙巾、尿布與衛生棉的龍頭廠商

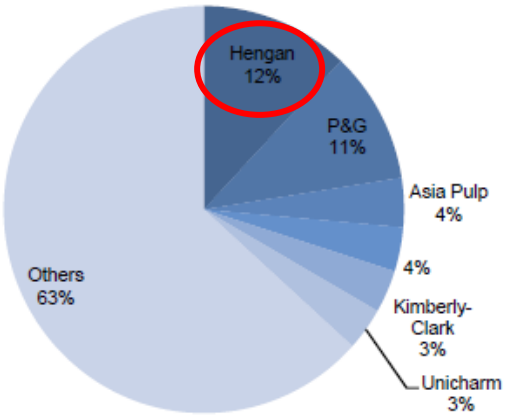
在此推薦兩檔個股，分別為恒安國際（1044 HK）和合生元（1112 HK）。

1. 恒安國際（1044 HK，買入，目標價：115.5 港幣）

恒安國際為紙巾產業市占率最高的龍頭廠商，也是紙尿布產業中市占率僅次 P&G 的中國廠商（詳見圖 7、圖 8），除此之外，恒安國際在 2009 年超越 P&G 成為衛生棉產業中市佔率最大的公司，且市佔率逐年成長，目前已達 15%，遠遠超過 P&G 的 7.5%（詳見圖 9）。

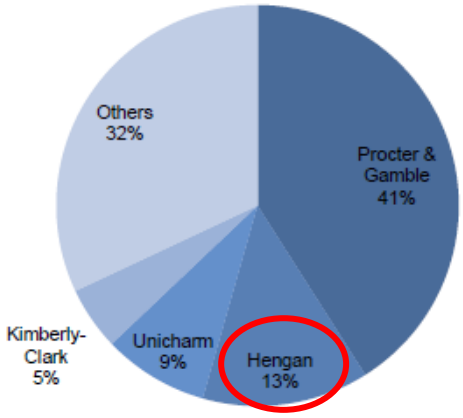
紙巾為恒安國際的主要銷售產品，2013 上半年銷售貢獻 49%，不過近期逐漸擴展到毛利高達 65%的衛生棉，衛生棉產品的銷售貢獻由去年同期的 25%上升至去 27%，也使得今年的毛利率由 44.2%上升至 45.2%。

圖 7：中國紙巾市場產品市場佔有分配



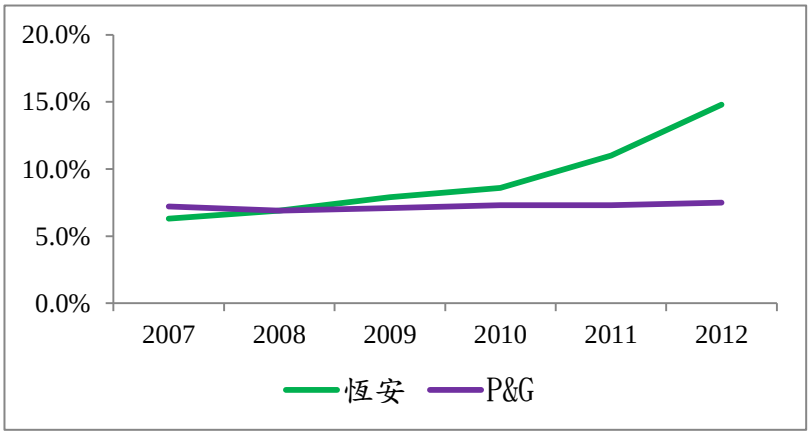
資料來源：JPMorgan

圖 8：中國尿布市場產品市場佔有分配



資料來源：JPMorgan

圖 9：中國衛生棉市場兩大廠商市佔率走勢圖



資料來源：JPMorgan，第一資本整理

營收、獲利預期將持續成長，第一資本預估目標價為 115.5 港幣，有 29%的上檔空間

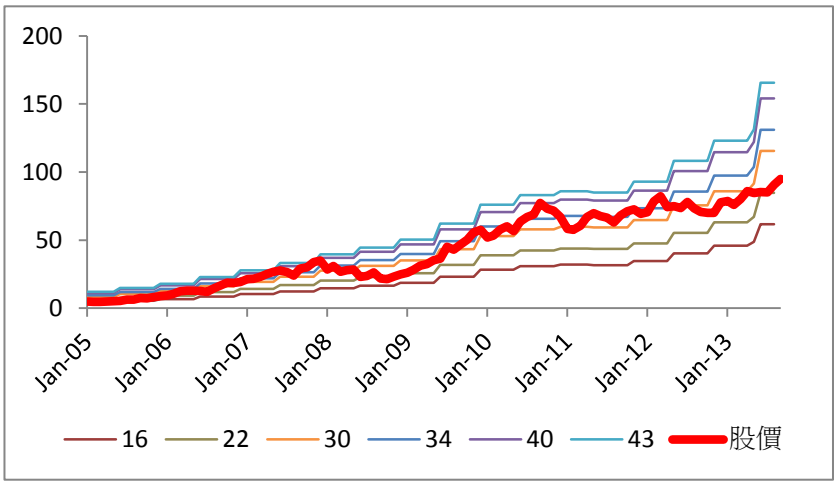
受惠於未來嬰幼兒商機與龐大的市占率，野村證券預期未來一年的營收、營業淨利和淨利增速將持續成長（詳見表 1），而觀察其歷史本益比區間（詳見圖 10），我們預估本益比有望達到 30 倍，以券商預估之 2014 年每股盈餘 3.85 港幣來計算，可得出目標價為 115.5 港幣，距離 11/8 收盤價 89.7 港幣仍有 29%的上檔空間。

表 1：恒安國際財報分析（單位：億港幣）

	2012	2013E	2014E
營收	185	217	258
毛利	83	99	118
營業利益	42	47	57
淨利	35	40	48
年增率	**2012**	**2013**	**2014**
營收	9%	17%	19%
營業利益	47%	14%	21%
淨利	33%	14%	19%
利潤率	**2012**	**2013**	**2014**
毛利率	45%	46%	47%
營業利益	23%	22%	22%
淨利	19%	19%	19%

資料來源：野村證券，第一資本整理

圖 10：恒安國際歷史 PE 走勢圖



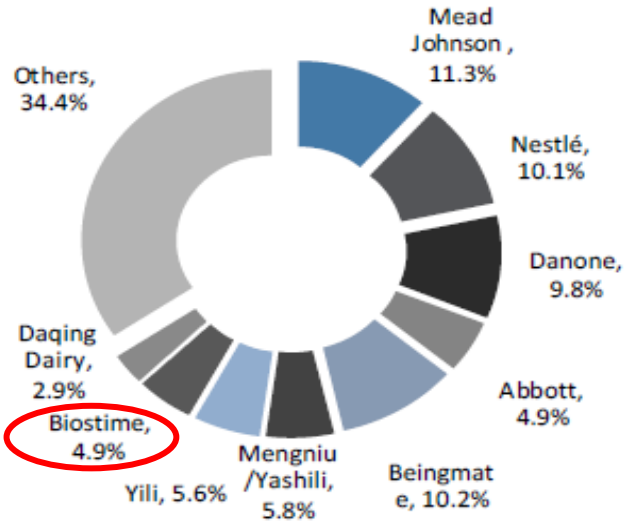
資料來源：Bloomberg、第一資本整理

合生元專攻高價位嬰兒配方奶與營養食品

2. 合生元（1112 HK，買入，目標價：69 港幣）

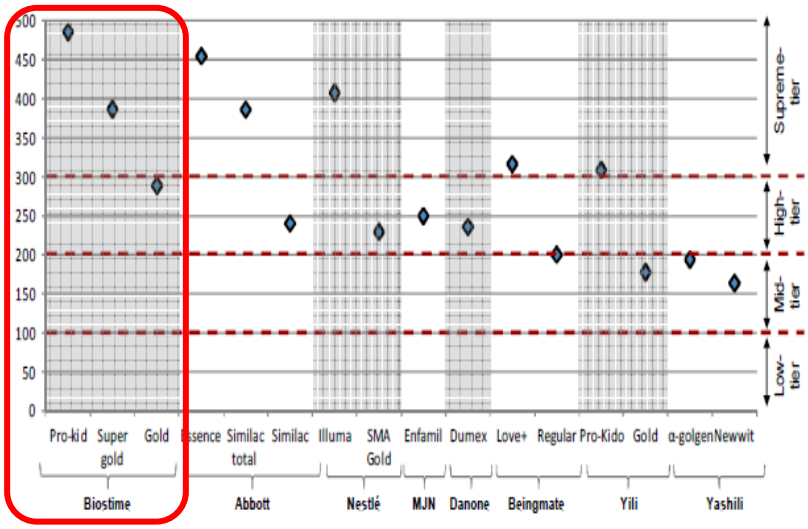
合生元在嬰兒奶粉產業的市占率 4.9%，排不上市占率前五大的廠商，不過合生元瞄準高端消費者市場，專注生產高價位奶粉產品和其他嬰兒食品（詳見圖 12），打造一定的品牌口碑，因此持續擁有亮麗的毛利率表現（詳見表 2）。

圖 11：中國嬰兒奶粉市場產品市場佔有分配



資料來源：JPMorgan

圖 12：中國嬰兒奶粉產品價格區間分布圖



資料來源：JPMorgan

表 2：合生元財報分析（單位：億港幣）

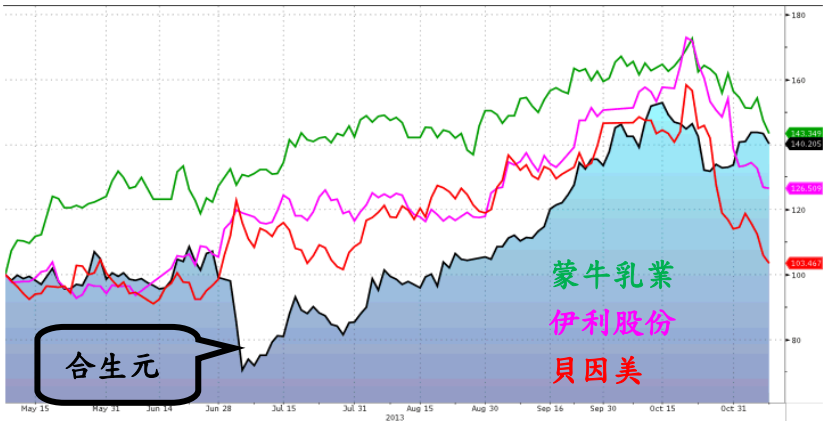
	2012	2013E	2014E
營收	43	65	83
毛利	28	42	53
營業利益	13	18	22
淨利	7	11	13
年增率	**2012**	**2013E**	**2014E**
營收	54%	51%	28%
營業利益	55%	40%	26%
淨利	49%	50%	26%
利潤率	**2012**	**2013E**	**2014E**
毛利率	66%	64%	64%
營業利益	29%	27%	27%
淨利	16%	16%	16%

資料來源：渣打，第一資本整理

未來預期仍能賺取高額毛利，第一資本預估目標價為 69 港幣，尚有 12%的上檔空間

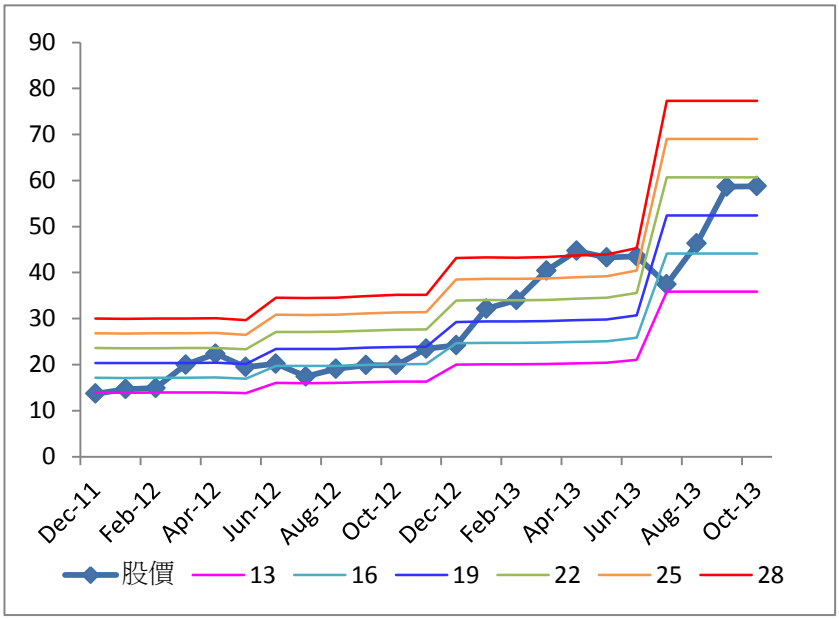
近期乳業股價波動較大，不過合生元的波動和跌幅相對較小（詳見圖 13），表示投資人對高端奶粉的高毛利率表現較有信心。渣打預估合生元明年的營收年增率等 3 項年增率將有所放緩，但仍維持在 26%-28%，且毛利率仍維持在 64%的高檔，故我們仍十分看好，預估目標本益比可達 25 倍（詳見圖 14），以 2014 年券商預估的 EPS2.76 來計算，目標價為 69(11/8 收盤價：61.55，仍有 12%的上檔空間)。

圖 13：2012 乳業個股走勢比較圖



資料來源：渣打，第一資本整理

圖 14：合生元歷史 PE 走勢圖

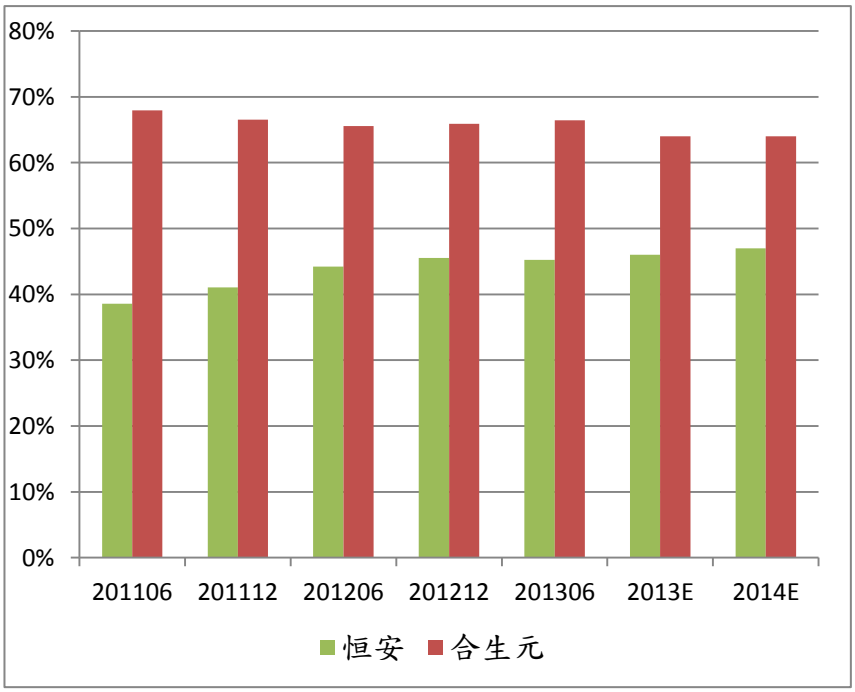


資料來源：Bloomberg，第一資本整理

中國本土業者開始於嬰幼兒產業嶄露頭角

在嬰幼兒產業中，可以很明顯的發現本土業者逐漸搶回由國外廠商獨大的嬰幼兒市場，現階段透過規模經濟和產品升級，帶動毛利率持續走升，這兩檔個股就是很好的例子，而我們也將持續關注相關標的。

圖 15：兩大嬰幼兒產業本土廠商毛利率走勢



資料來源：公司財報，第一資本整理

QE 政策推遲，東協市場重獲市場關注

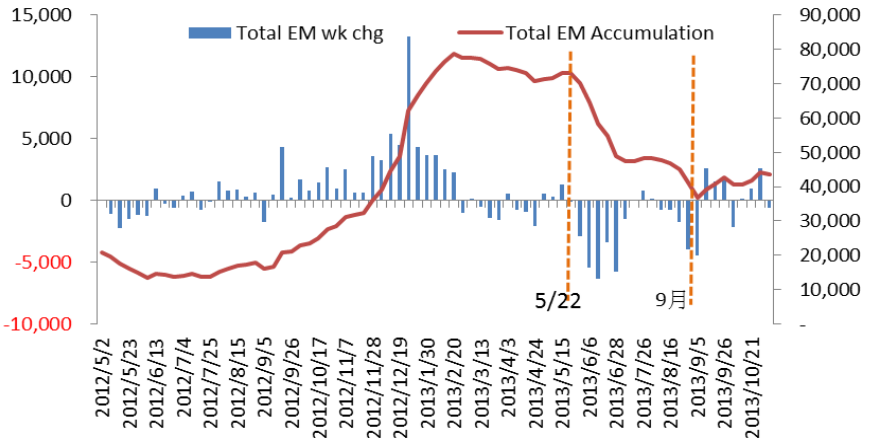
一、東協市場觸底反彈

自 2013 年 5 月 22 日 Fed 釋出收回 QE 訊息以來，全球新興市場面臨嚴峻的考驗，國際資金大舉撤離，其中過去表現相對搶眼的東協市場，更是蒙受其害，股、匯、債面臨巨大賣壓，市場更是揣測，1997 年亞洲金融風暴恐再度襲捲東南亞。

但自 2013 年 9 月以來，受到 QE 延後退場、美債務上限順利展延影響，東協市場重獲市場青睞，資金重回新興市場(見圖 1)，股市也止跌回升(見圖 2)，這似乎意味著，東協市場已有觸底的跡象，現在不失為一個逢低佈局的時點。

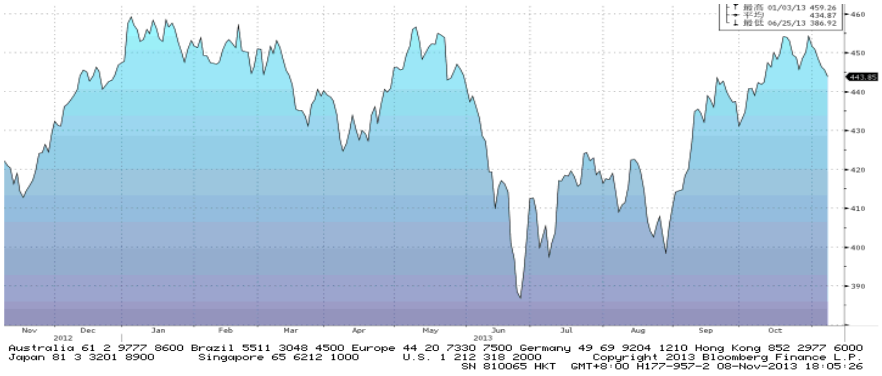
QE 推延，資金重回新興市場

圖 1：新興市場資金流向



資料來源：Bloomberg、第一資本整理

圖 2：MSCI 新興亞洲市場指數走勢



資料來源：Bloomberg

二、投資亮點

面對市場資金的回流，東協國家的體質好壞，將是未來投資的一大關鍵點，否則 QE 收回傳言再度漫延，體質較弱的國家可能再度成為受害者。第一資本也為投資人篩選體質穩健且具有成長潛力的投資標的，其中菲律賓與馬來西亞都將是未來的投資亮點。

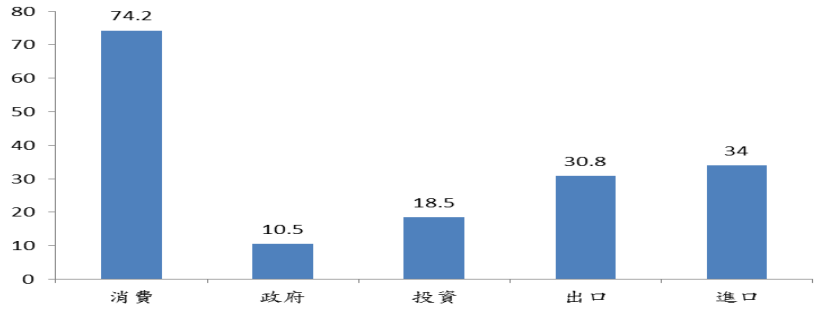
1. 菲律賓

菲律賓內需比重高，受全球經濟放緩干擾因素較少

(1)簡介

菲律賓 2012 年 GDP 規模為 2,503 億美元，位居世界第 40，人口規模為 9,500 萬人，國內消費佔 GDP 比重高達 74.2%(見圖 3)，是一個以內需消費帶動成長的國家。另外，菲律賓是一個擁有龐大的礦產資源的國家，如黃金蘊藏量位居世界第 3 位、銅世界第 4 位、鎳世界第 5 位、鉻礦世界第 6 位，使得菲律賓更具潛在投資價值。

圖 3:菲律賓 GDP 成分比重



資料來源:亞洲開發銀行、第一資本整理

第一資本預估，菲律賓景氣位置落在高峰階段

(2)經濟表現

菲律賓第二季 GDP 成長率為 7.5%，不如第一季 7.8%，但也連續 4 季維持在 7%以上，且在東協國家中表現最強勁。在世界銀行 10 月的最新報告中，菲律賓是唯一被上調今明經濟成長的國家；此外，國際信評穆迪於 2013 年 10 月 3 日也上調菲律賓信評至投資等級 BBB，持續看好其後勢發展。

短期而言，菲律賓經濟成長仍可望非常強勁，且預期 GDP 成長率在第三季有望落底後，第四季持續回升，而菲律賓股價指數也可望先回落後再走揚(見圖 4)。但長期而言，由於市場預估菲律賓明年 GDP 成長將從 7%下滑至 6.7%，而通膨從 2.3%上升至 3.8%，進而壓抑實質 GDP 成長；因此，第一資本預估，菲律賓景氣位置已落在景氣高峰階段。

圖 4:菲律賓實質 GDP 成長率與股價走勢

資料來源:世界銀行、Bloomberg、第一資本整理

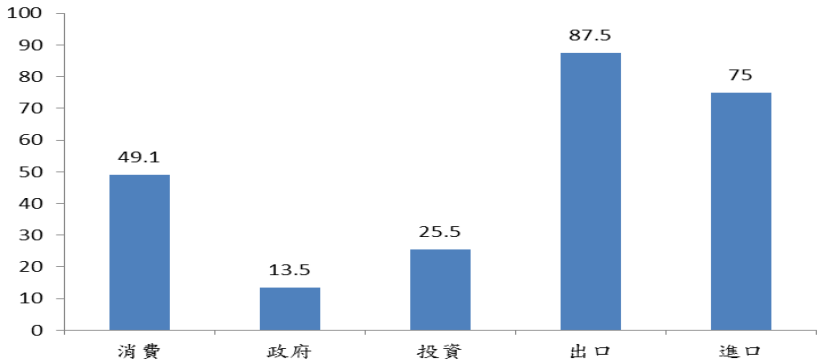
2. 馬來西亞

(1)簡介

馬來西亞出口比重高，受全球經濟放緩干擾因素較大

馬來西亞 2012 年 GDP 規模 3,073 億美元，位居世界第 35，人口規模為 2,924 萬人。該國是一個以出口為導向的國家，出口占 GDP 比重高達 87.5%(見圖 5)。馬來西亞亦擁有豐富的天然資源，包括錫、橡膠、棕梠油等都是全球最大出口國，其他如石油、天然氣亦是其重要出口商品。

圖 5:馬來西亞 GDP 成分比重



資料來源:亞洲開發銀行、第一資本整理

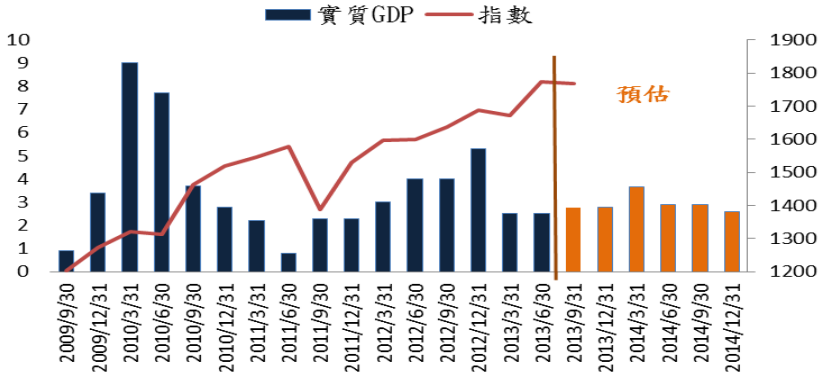
(2) 經濟表現

第一資本預估，馬來西亞景氣位置已處在好轉階段

馬來西亞第二季 GDP 年增率為 4.3%，雖高於第一季表現，但仍略遜於市場預期，主要是受到全球經濟成長放緩所致。展望未來，由於國內通膨平穩、且隨著全球經濟的復甦，市場仍樂觀看待馬來西亞明年的 GDP 表現，可望從 4.3%上升至 4.8%。因此，第一資本預估，馬來西亞景氣位置已落在好轉階段。

另外，隨著該國財政體質逐漸改善，使得馬來西亞股市近期再創歷史新高，來到 1822 點(見圖 6)。

圖 6:馬來西亞實質 GDP 成長率與股價走勢



資料來源:高盛、Bloomberg、第一資本整理

三、投資策略

1、短期投資策略

隨著 QE 延遲退場，資金再度重回新興市場，第一資本建議投資人。短期而言，仍可先佈局成長力道較為強勁菲律賓，因為從菲律賓各產業成長狀況來看(見表 1)，比重最高的服務業，已有觸底回升的跡象，除公共部門降溫外，其餘皆有回溫；而比重次高的工業，依舊維持高速成長，製造業成長幅度達 10.3%，建築業成長力道更是高達 17.4%。甚至，菲律賓的十大出口產品中(見表 2)，主要出口商品也都有回升的跡象，其中比重高達 32%的半導體元件與設備，亦明顯回溫，將更有利於菲律賓經濟持續復甦。

菲律賓服務業逐漸回溫，而製造業持續高速成長

表 1:菲律賓各產業季度成長率

			產值yoy					
Industrial Origin	GDP 比重		2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
1. Agriculture, Livestock, Forestry and Fishery	8.40		1.10	0.60	4.40	4.90	3.10	-0.30
a. Agriculture and forestry	7.00		2.20	1.30	5.50	5.20	2.50	-1.10
b. Fishing	1.30		-3.80	-2.50	0.00	3.40	5.80	3.30
2. Industry	25.50		5.30	5.80	7.10	8.90	10.90	10.30
a. Mining & Quarrying	1.00		-1.70	6.50	-1.20	2.80	-1.90	-2.70
b. Manufacturing	15.10		6.00	4.30	5.80	5.50	9.50	10.30
c. Construction	5.80		1.50	11.60	17.80	29.90	29.30	17.40
d. Electricity, Gas and Water Supply	3.60		8.50	6.10	2.70	3.40	0.30	5.50
3. Service Sector	49.60		8.40	7.70	8.00	6.50	6.80	7.40
a. Transport, Storage & Communication	5.60		9.70	9.30	9.40	4.40	2.80	3.50
b. Trade and Repair of Motor Vehicles, Motorcycles, Personal and Household Goods	14.50		7.80	7.80	8.20	6.60	5.50	7.30
c. Financial Intermediation	6.90		8.70	7.00	8.60	8.80	18.00	9.60
d. R. Estate, Renting & Business Activities	10.40		7.80	8.10	7.80	6.50	5.80	9.50
e. Public Administration & Defense; Compulsory Social Security	4.00		4.50	3.80	8.30	8.20	8.30	5.90
f. Other Services	8.50		10.40	8.40	6.50	5.80	5.30	7.40
GROSS DOMESTIC PRODUCT			6.50	6.30	7.30	7.10	7.70	7.50

升溫

資料來源:菲律賓統計局、第一資本整理

菲律賓出口已明顯獲得改善，有助於經濟成長

表 2:菲律賓十大出口產品季度成長率

		產值yoy					
Industrial Origin	出口比重	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
Components/Devices (Semiconductors)	32.10	6.10	-5.00	-3.60	12.00	-22.20	-3.40
Electronic Data Processing	4.80	17.90	-30.90	-49.10	-52.20	-76.30	-12.60
Articles of Apparel and Clothing Accessories	3.20	-0.80	0.60	-37.60	-30.20	-24.50	-21.90
Metal Components	3.30	34.40	199.60	465.40	99.30	146.40	11.20
Ignition Wiring Sets	3.00	8.20	115.60	33.70	13.40	25.20	-2.90
Peroleum Products	2.70	-28.90	-66.60	-43.90	79.30	51.90	201.40
Bananas, including Plantains, Fresh or Dried	2.20	11.00	30.40	51.80	71.80	107.40	63.90
Principal Fishery Products	1.90	-4.60	10.40	4.20	44.70	21.50	124.40
Coconut Oil	1.60	-23.00	29.90	8.70	73.60	121.00	2.00
Office Equipment	0.90	49.90	149.90	156.10	160.90	30.30	-5.60

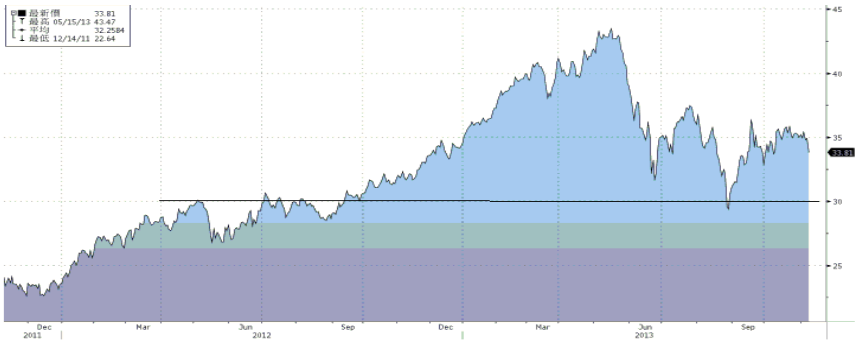
升溫

資料來源:菲律賓統計局、第一資本整理

而目前市場上，最能貼近菲律賓股市、成交量大且適合短期操作商品為 ISHARES MSCI PHILIPPINE ETF(EPHE US EQUITY)，目前商品價格約為 33 美元，倘若未來價格能觸及 30 美元，都是逢低買進的時點(見圖 7)。

菲律賓 ETF 未來可逢低佈局

圖 7:菲律賓 ETF 價格走勢



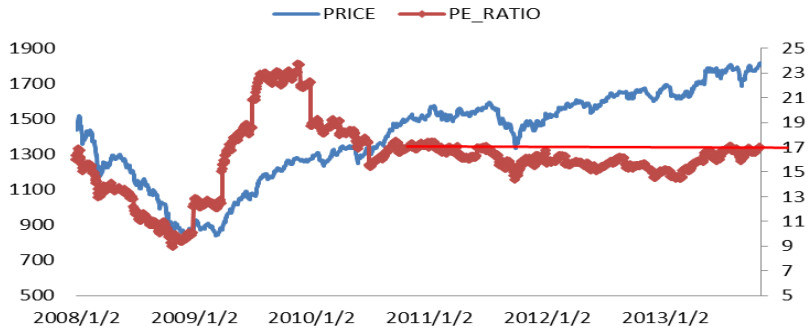
資料來源:Bloomberg、第一資本整理

2、長期投資策略

基於全球景氣的逐漸復甦，且馬來西亞的景氣位置處在好轉階段；甚至，馬來西亞股市在創新高之際，其股市 P/E 比仍相對低檔(見圖 8)。因此，第一資本建議投資人可以長期佈局馬來西亞市場，投資標的為摩根馬來西亞基金。

馬來西亞股市雖創新高，但 P/E 比仍處在相對低檔，顯示該國企業獲利在成長

圖 8:馬來西亞股市 P/E 比



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

首先，從基金的前五大持股來看，其主要持股皆為該區域的龍頭廠商，且未來的營收成長及 EPS 都呈現逐年遞增現象，顯示該區域後勢持續看好(見表 3)。另外，觀察基金過去表現(見圖 9)，基金走勢也明顯優於大盤指數，亦突顯出基金經理人亦具有選股能力。

基金主要持股，未來獲利持續看好

表 3:摩根馬來西亞基金主要持股

單位:馬幣	2012		2013(E)		2014(E)		股價		
	營收 YOY	EPS	營收 YOY	EPS	營收 YOY	EPS	11/8	目標價	空間
Malayan bank(6/27)	22.62	0.67	12.7	0.81	9.12	0.98	9.92	10.7	7.8%
Tenaga(10/30)	11.18	0.58	3.6	0.77	4.0	0.82	9.42	11.6	23.1%
Cimb(8/27)	12.88	0.54	2.89	0.58	22.8	0.60	7.6	8.5	11.8%
Sime(8/30)	13.72	0.7	-1.0	0.56	5.3	0.64	9.49	10.5	10.6%
Genting(8/29)	-11.8	1.08	1.6	0.47	9.6	0.74	10.4	9.63	-10.2%

資料來源:JP Morgan、第一資本整理

基金表現，長期而言仍優於基準指數

圖 9:摩根馬來西亞基金走勢

資料來源:Bloomberg、第一資本整理