重點摘錄

- 截至 7/2 債券市場的累積資金流入規模明顯大於去年同期。各國 10 年期公債殖利率皆維持在相對低點的情況下，顯示債券仍受到投資人青睞；雖近期市場呈現報酬率走緩的現象，但 GAM 透過投資發債公司為投資等級但資本順位較低的債券來獲取穩定的報酬，表現優於其他債券型基金。第一資本建議無論投資人是短期資金停泊或是長期，皆建議佈局在基金報酬穩定，每月報酬出色的 GAM Credit Opportunities 基金。
- 阿里巴巴集團透過旗下三大網站－Alibaba.com、淘寶網 taobao.com 和天貓 Tmall.com 完整佈局 B2B、B2C 和 C2C 市場，建構起其完整的電子商務版圖；異於 eBay、Amazon，阿里巴巴集團的「平台服務」模式使其營收來源來自線上行銷服務收入和佣金收入，不須額外背負存貨或是承擔買賣雙方的交易風險，再加上這三大電商平台皆在中國擁有極高的市場地位，建構起阿里巴巴集團難以被超越的競爭優勢。
- 隨著全球經濟持續升溫，美歐中日等製造業指數同步呈現景氣擴張信號，預期全球經濟成長可望攀峰。與此同時，美日等經濟體的通膨也開始有升溫的現象，而市場資金也持續流入能源類股，類股表現似乎已率先反映通膨升溫的氛圍。展望油價後市，伊拉克的政治風險、夏季用油高峰、以及烏克蘭斷氣威脅仍在，建議投資人可佈局能源類股 ETF(XLE US)及法巴全球能源基金。

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. GAM Credit Opportunities 表現超越型基金……P2
2. If not now, when? If not me, who?巨人的崛起－阿里巴巴(上) …P7
3. 景氣持續復甦及地緣政治風險下，能源類股可望續強…… P15
4. 本月推薦投資組合……P23

GAM Credit Opportunities 表現超越型基金

一、債券市場回顧

全球的低利率政策及充沛的資金，推升投資人對風險性資產的偏好

受到全球央行暗示將延續低利寬鬆政策，包含美國聯準會主席葉倫重申利率將在QE結束後「相當長一段時間內」維持不變、歐洲央行採取進一步寬鬆措施，牽動美國十年期公債殖利率自3%下滑至2.55%，帶動全球各類債市普遍齊揚。根據EPFR統計，至7月2日止，今年債券市場累積的資金流入額超過股票；且與去年同期相比，今年債市的流入額也明顯較高(詳見圖1)。

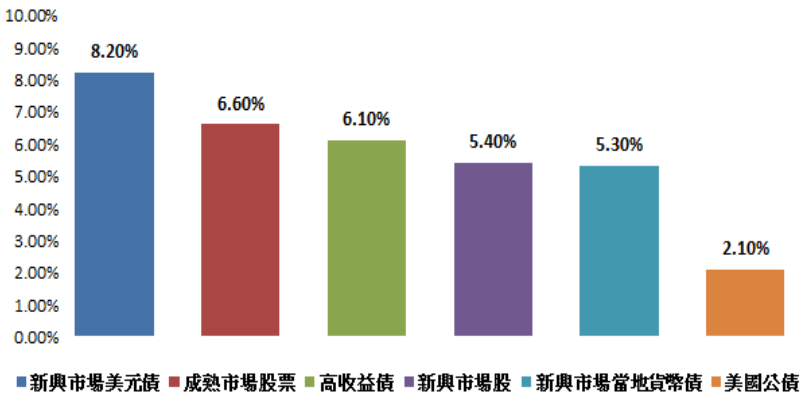
另外今年風險性債券的表現也穩健上揚，儘管過去一段時間新興市場股債表現相對弱勢。不過在資金穩定回流及全球資金充沛的情況下，Bloomberg統計今年以來美元計價的新興債券漲幅高達8.2%，同樣風險屬性的高收益債也有6.1%的漲幅，而從兩者的資金流也可看出風險性資產已重回投資人青睞，新興市場債已從流出轉為流入，高收益債資金也持續流入。

圖1：截至7/2的股市及債市資金流

Type of fund	Flows this week (USD mn)	Cumulative flows YTD 2014 (USD mn)	Cumulative flows in the similar period in 2013 (USD mn)
Equity	1,385	75,101	123,113
Bond	4,904	103,389	45,922

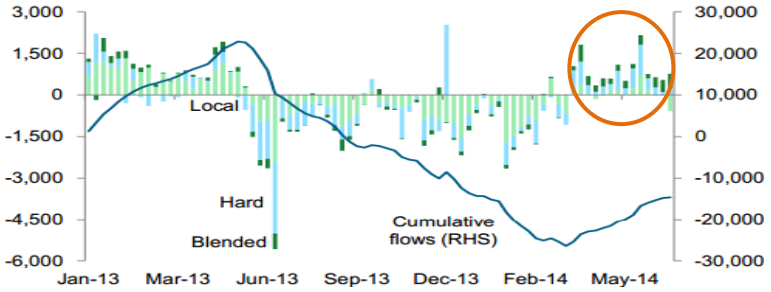
資料來源: Standard Chartered

圖2：主要資產類別漲跌幅



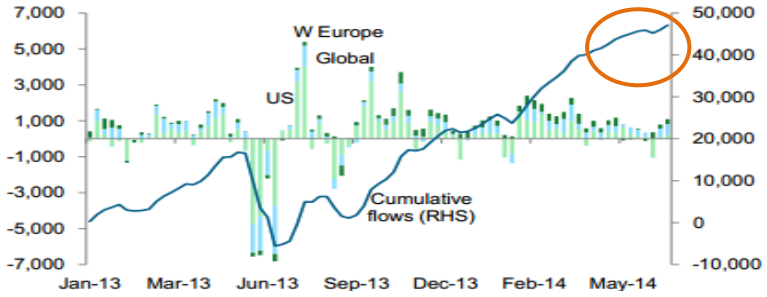
資料來源: Bloomberg

圖3：新興市場債券資金流(美金/百萬)



資料來源: Standard Chartered

圖4：高收益市場債券資金流(美金/百萬)



資料來源: Standard Chartered

二、投資亮點

新興市場債表現最為優異但價格波動也較大

我們過去對新興市場債及高收益債都有推薦過相對應的標的，分別是主要投資在主權債及國企的新興市場債券型基金-先機新興市場債券基金(Old Mutual)、以成熟市場為主的高收益債券型基金-法巴全球高收益債基金(Parvest，以下簡稱法巴)以及投資發債公司為投資等級但資本順位較低的-GAM Credit Opportunities(以下簡稱 GAM)，詳細基金簡介請見圖 5。

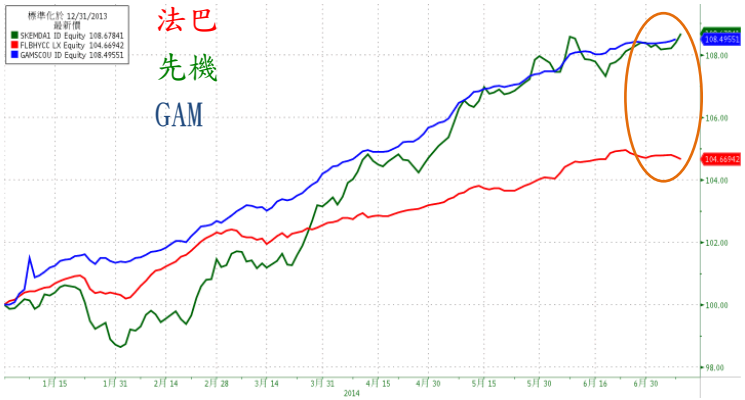
圖5：各債券型基金資料整理

Old Mutual Emerging Market Debt Fund	Parvest Bond World High Yield	GAM Credit Opportunities
・特色: ・投資於新興市場定息及非固定利率債務證券，主要投資於主權債或是國有企業的債券	・特色: ・投資於Baa3或BBB以下證券為賺取穩定收益，風險較高	・特色: ・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
・YTD:8.68% ・YTM:6.02% ・Duration:4.87	・YTD:3.49% ・YTM:5.16% ・Duration:3.73	・YTD:8.45% ・YTM:5.37% ・Duration:4.31
・受利率波動影響:大 ・信用風險:中	・受利率波動影響:小 ・信用風險:大	・受利率波動影響:中 ・信用風險:中

資料來源: 第一資本

我們將上述三檔產品年至今的價格走勢(請見圖6)，從圖中可看出新興市場債及GAM的表現優於法巴，而新興市場債的表現雖最為優異但波動也較大，而GAM則是呈顯穩定的走升，波動較小，因此在後段將詳加介紹表現也相對亮眼且波動較小的GAM基金。

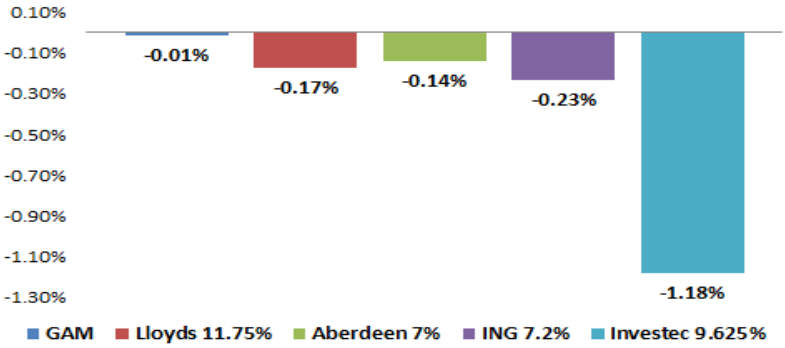
圖 6：三檔債券型基金價格走勢(年至今)



資料來源: Bloomberg

GAM透過投資發債公司為投資等級但資本順位較低的債券來獲取穩定的報酬，雖在6月中曾有一度價格走勢變為平緩，但對應其前十大持股後發現為債券價格下跌所致，而基金價格下跌的幅度小於債券的跌幅，顯示投資基金可明顯規避個別債券的風險。且價格走勢近期變為比較平緩的現象不僅出現在GAM，新興市場債及高收益債皆有出現，顯示為近期市場呈現報酬率走緩的現象。

圖 7：GAM 持股的債券價格變動(2014/6/9~6/17)

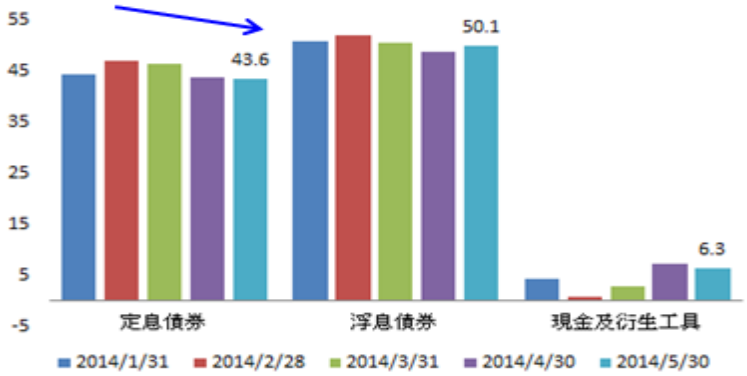


資料來源: Bloomberg

為因應英國央行可能在今年年底升息，美國未來也將升息

的情況下，基金經理人今年以來已逐漸降低定息債券的部位改增持浮息票據或現金(詳見下頁圖9)，預計在未來市場利率走升的情況下，該基金的收益率可望表現相對穩定。

圖 8：GAM Credit Opportunities 的券種分布



資料來源: 基金月報

該基金在 5 月增持部分高票息的債券，如：11.75% Prudential、6.85% HBOS、 7.2% ING 、 6.5% Prudential，這可以抵銷浮動債券的低殖利率。其中也增持了天達集團 9.625%的次順位債為讓其躍昇為前十大持股之一。天達集團為發跡於南非的私人投資銀行，公司目前營收有 55.2%來自於歐洲，38.4%來自於南非，為富時 250 的成分股，公司市值為 58 億歐元；穆迪所給予的信評為 Baa1，惠譽則將之評為 BBB-的投資等級公司。

投資等級的公司所發行的次級債券與優先債券基本上是一樣，且帶來的收益率更高，兩者的區別只會在公司陷入危機時擴大，但投資等級的公司債違約機率非常低。

且 GAM 的前十大持股皆為歐洲的金融機構。歐債危機後，金融監管機關陸續針對銀行的資本和資產品質檢測，制定更嚴格的規定,歐元區貸存款年增率的差額雖長期為負值，但負值已逐漸降低,歐元區銀行業的營運狀況已開始改善，歐元區今年 GDP 也有望成長 1.1%，明年為 1.5%，持有歐洲金融債券的安全性將會提高，信用風險可望下降。

三、投資策略

在截至 7/2 債券市場的累積資金流入額明顯大於去年同期。美國 10 年期公債殖利率至今仍維持在 2.55%，歐洲各國的 10 年期公債殖利率也仍維持在相對低點；且法國 10 年期公債殖利率仍持續創新高的情況下，顯示債券仍受到投資人

GAM 的價格波動較小，且表現不輸新興市場債

追捧，使得債券價格上升、殖利率下降。在全球景氣好轉、資金仍充沛的情況下，投資人對於投資風險性資產的意願也提高，資金持續流入高收益債，新興市場債也由資金流出轉為資金流入，推動今年新興市場債券的價格漲幅居冠，但相對波動性也較大；而 GAM
的價格波動較小，且表現不輸新興市場債。
故第一資本建議無論投資人是短期資金放置或是長期的投資，皆建議佈局在此檔基金報酬穩定，每月報酬表現亮眼的 GAM Credit Opportunities。

圖 9：GAM Credit Opportunities 成立至今的報酬

%	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Year
2014	1.34	1.33	1.47	1.42	1.63	-	-	-	-	-	-	-	7.39
2013	4.01	0.11	0.93	1.87	0.70	-1.52	1.92	0.40	1.41	2.34	1.29	1.12	15.47
2012	5.08	3.93	1.55	0.60	-4.32	0.70	1.88	2.13	2.77	2.77	1.31	2.24	22.38
2011	-	-	-	-	-	-	0.52	-4.96	-7.36	3.31	-4.34	1.54	-11.20

資料來源：基金月報

表 1：三檔債券型基金的報酬表現

Bond Funds	D%	W%	1M%	3M%	6M%	YTD	1Y%
GAM Star 信用機會基金(美元) ACC							
GAM Star Credit Opportunities (USD)	0.04	0.07	0.39	3.50	7.50	8.45	17.60
先機新興市場債券基金(美元) A							
Old Mutual Emerging Market Debt Fund A	0.26	0.57	0.08	4.25	8.81	8.68	8.67
法巴全球高收益債券基金(美元)							
PARVEST BOND WORLD HIGH YIELD	0.08	-0.48	0.14	0.28	4.53	3.49	17.57

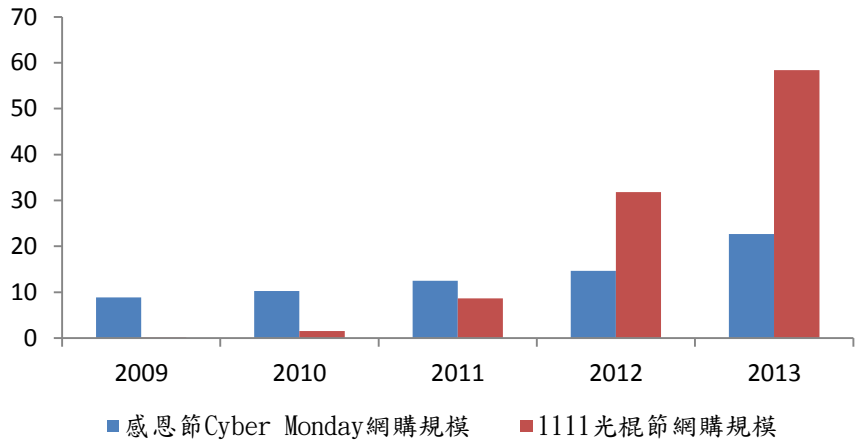
資料來源：Bloomberg

If not now, when? If not me, who? 巨人的崛起－阿里巴巴（上）

中國光棍節網購力驚動全世界

2013 年 11 月 11 日，阿里巴巴集團旗下兩大購物網站淘寶和天貓再度讓世界對其亮眼表現驚艷不已，一年一度的 1111 光棍節阿里巴巴網購成交量僅用 13 小時就刷平了去年全天記錄 191 億人民幣（32 億美金），總成交量達 350.19 億人民幣（58 億美金），為中國 10 月日均消費品零售銷售總額的一半，也是沃爾瑪半年的業績，且自去年起已將美國的 Cyber Monday（感恩節過後的第一個星期一，是美國網路銷售最強勁的日子之一）網購業績遠遠拋在後頭。

圖 1：美國感恩節與中國光棍節網購規模比較 (單位：億美元)



資料來源：阿里研究中心，comScore Data，Adobe Digital Index

今年 5 月阿里巴巴集團確定於紐約證交所上市

阿里巴巴從光棍節的亮眼成績使得市場更加關心該集團的上市動向，中間經歷英國首相親自拜訪阿里巴巴創辦人馬雲，引起阿里巴巴於倫敦交易所上市的傳言，到之後與香港證交所密集針對阿里巴巴獨特的合夥人制度進行協商；今年 5 月，阿里巴巴終於正式向美國 SEC 提交 IPO 申請文件，最終定於紐約證交所上市。而市場對阿里巴巴市值的預估也在這一年水漲船高，由最初的 1,350 億美元暴增至 2,500 億美元。在本期月報中，我們將先探討阿里巴巴集團起家的三大網站－Alibaba.com、淘寶網 taobao.com 和天貓 Tmall.com，在下期月報中將完整介紹阿里巴巴集團創立至今的併購佈局，最終透過主要業務與併購版圖分析阿里巴巴上市後合理估值。

外媒看創辦人馬雲

This appearance strange person has the Napoleon same stature, simultaneously also has Napoleon same great ambition. ---《Forbes》

這位長相怪異的人有著像拿破侖一樣的身材，也同時擁有像拿破侖一樣的偉大志向---《富比士雜誌》

圖：馬雲於草創時期的杭州公寓

1994 年，馬雲，一位 34 歲的平凡英文老師，到美國出差時首次接觸到網際網路，從此之後，他決定要變得不平凡。1999 年，在杭州的一間普通公寓中，馬雲創辦了阿里巴巴，團隊人數雖然只有 18 人，馬雲卻敢大膽設下宏願：「第一，我們要建立一家生存 102 年的公司；第二，我們要建立一家為中國中小企業服務的電子商務公司；第三，我們要建成世界上最大的電子商務公司，要進入全球網站排名前十位。」，如此衝勁也讓他的夢想已經完成三分之二。

今天很殘酷，明天更殘酷，後天很美好，大部分人死在明天晚上，看不到後天的太陽。

---馬雲

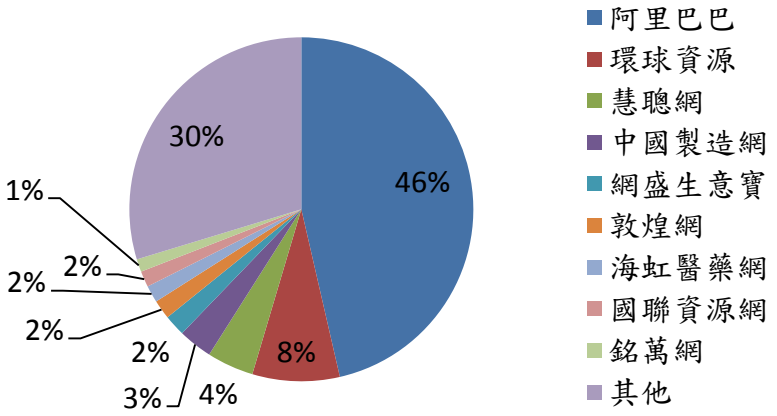
一、Alibaba.com

Alibaba.com 中國第一個 B2B 平台

Alibaba.com 是阿里巴巴集團最先創立的網站，主要服務全球的採購商和供應商。透過此網站的媒合，供應商得以將產品賣出，採購商得以買到適合的產品，主要收入來源為會員費與廣告行銷費。Alibaba.com 的廠商主要來自中國、印度、巴基斯坦、美國和日本等國家。阿里巴巴集團隨後亦建立 1688.com，主要為在阿里巴巴集團旗下零售市場經營業務的商家，專門提供從中國本地批發商採購產品的管道。

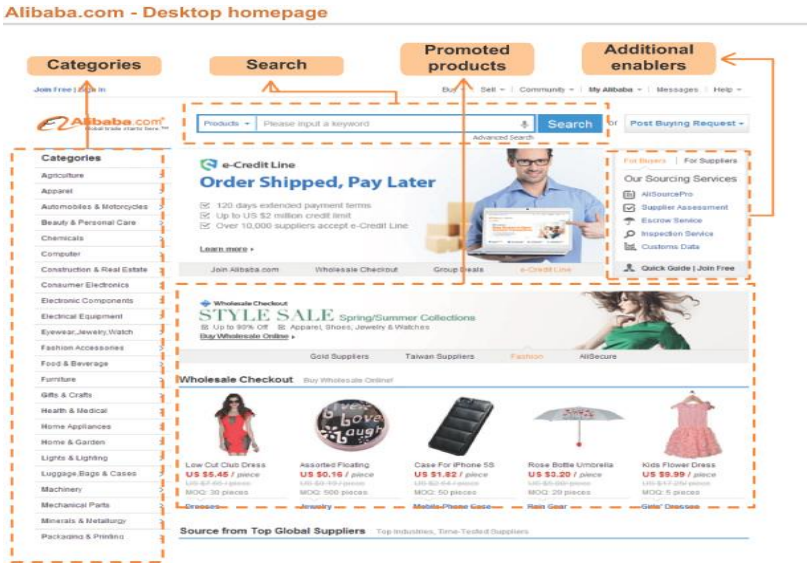
由於在 1999 年即跨足 B2B 事業，使得 Alibaba.com 於中國 B2B 市場的市佔率高達 46%（詳見圖 1）。

圖 2：2013 年中國電子商務 B2B 市場市佔率分布



資料來源：易觀網

圖 3：Alibaba.com 首頁



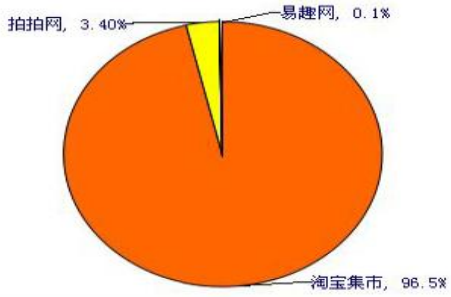
資料來源：阿里巴巴集團財報

二、淘寶網 taobao.com

透過免手續費、免上架費，淘寶網在中國的市佔率高達 96.5%

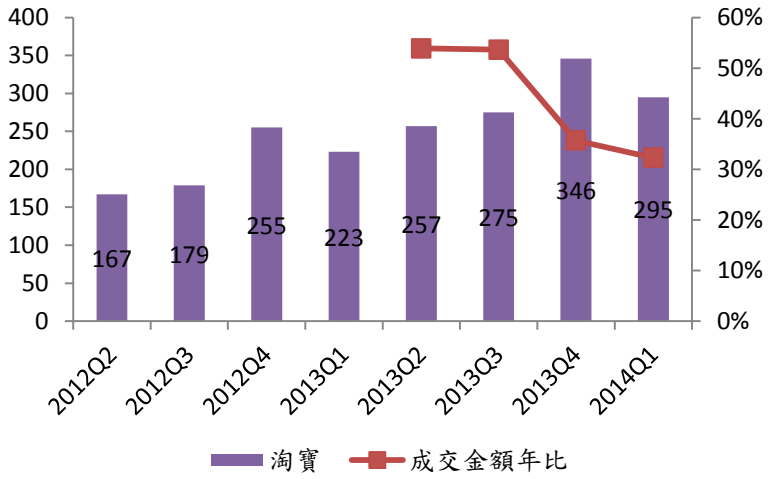
2003 年，阿里巴巴集團開創了第二個網站－淘寶網 taobao.com，不論是個人和小企業都可以在這個平台上買賣商品。不同於當時的直接競爭對手 eBay 旗下之易趣網（Eachnet），淘寶不收取任何上架費或是成交手續費，因此很快吸收廣大的會員，目前淘寶網在中國的市佔率高達 96.5%，殘酷地將易趣網擠下中國 C2C 市場（詳見圖 3）。淘寶網相對親民的營運模式，讓年輕人憑開始藉著在淘寶網開店而創業致富，同時亦創造了中國的農村就業機會，目前在中國 8 個省區發現 14 個淘寶村，淘寶店總數就超過 1 萬家，年銷售總額超過 50 億元。2013 淘寶網全年成交金額高達人民幣 1 兆元，佔整體成交金額的 71%。2014 年第一季成交金額為人民幣 2,950 億人民幣，較去年同期成長 32%。

圖 4：2013 年中國 C2C 平台市場市佔率分布



資料來源：中國電子商務研究中心

圖 5：2012Q2-2014Q1 淘寶成交金額與年比走勢
（單位：10 億人民幣）



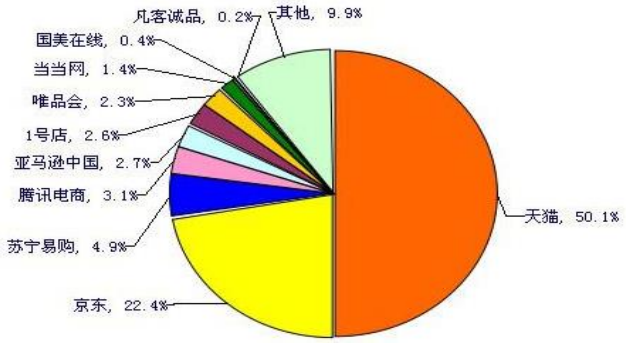
資料來源：阿里巴巴財報

三、天貓 Tmall.com

2014 年 B2C 網站天貓於第一季成交金額年增率高達 90%

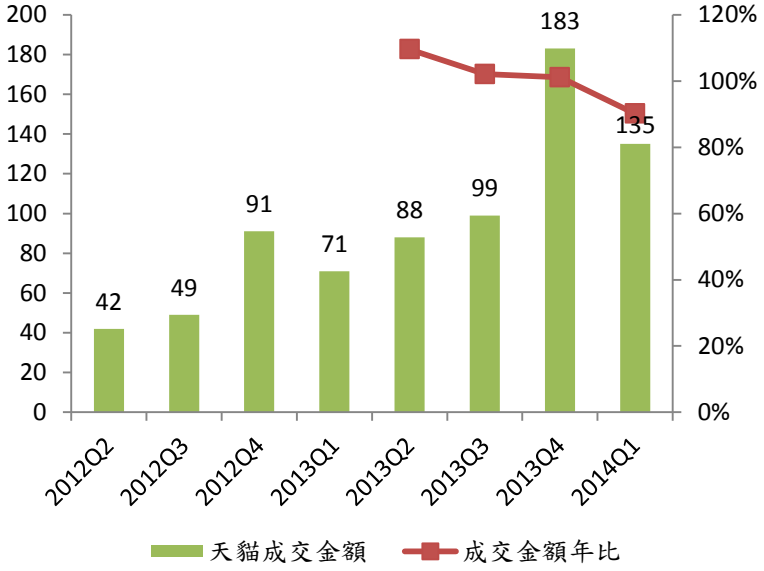
2008 年，阿里巴巴再為品牌商設立了零售網站天貓 Tmall.com，平台開放本土品牌和國際品牌開設虛擬店鋪，直接向中國顧客銷售產品，入駐品牌包括 Nike、Gap、Walt Disney、Apple、L'Oréal 和 P&G 等知名品牌，天貓上線至今亦成為中國 B2C 市場的領導廠商，市佔率高達 50.1%（詳見圖 6）。天貓主要營收來源為成交佣金，每筆交易依據產品類別收取成交金額的 0.3%到 5%。2013 天貓網全年成交金額達人民幣 4,410 億元，佔整體成交金額的 29%。2014 年第一季成交金額為人民幣 1,350 億人民幣，年增率高達 90%。

圖 6：中國 B2C 市場市佔率分布



資料來源：中國電子商務研究中心

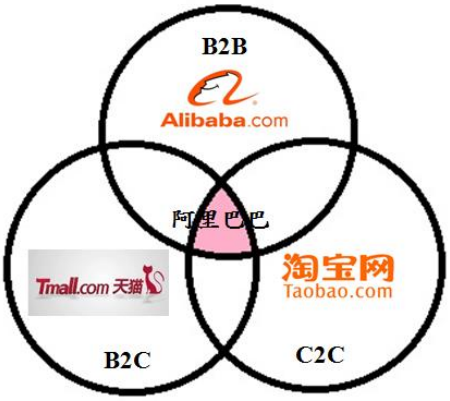
圖 7：2012Q2-2014Q1 天貓成交金額與年比走勢
（單位：10 億人民幣）



資料來源：阿里巴巴財報

由上述的介紹可以了解，阿里巴巴集團主要的三個電商網站完整佈局 B2B、B2C 和 C2C 市場。根據其營運內容，我們可以發現阿里巴巴集團在這三大領域中所提供的服務是最核心的「平台服務」，不須額外背負存貨或是承擔買賣雙方的交易風險，即可藉平台收取成交佣金、手續費和廣告行銷服務費，再加上這三大電商平台皆在中國擁有極高的市場地位，建構起阿里巴巴集團難以匹敵的競爭優勢。

圖 7：阿里巴巴集團電商市場佈局示意圖

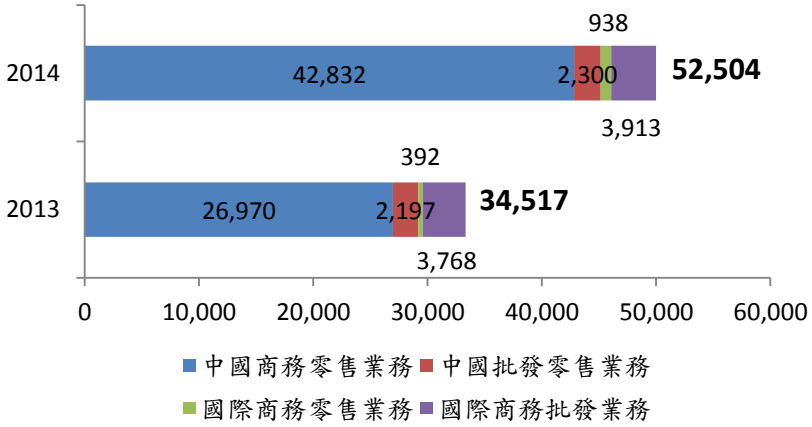


資料來源：第一資本

四、三大網站營收貢獻分析

首先，根據阿里巴巴 IPO 申請文件，來自電子商務營收共分為兩部分：中國商務業務和國際商務業務，商務業務中再細分零售業務和批發業務。

圖 8：中國、國際商務業務金額與成分（單位：百萬人民幣）



資料來源：阿里巴巴財報

2014 年財年 Alibaba.com 佔整體營收比率降至 12%

批發業務營收主要來自加入 Alibaba.com 之中國和國外採購商和供應商會員所繳交的會員費收入與廣告行銷收入。因此我們估計 2014 財年 Alibaba.com 網站貢獻阿里巴巴集團營收為人民幣 62.13 億元，年增 4%，佔整體營收比率由上一財年的 17%降至 12%。

佣金收入佔整體營收比率由上一財年的 18%升至 22%

零售業務營收主要來自於加入淘寶網和天貓網，其中又可細分為佣金收入和線上行銷服務收入。由於淘寶網並不收取成交手續費，故佣金收入應全數來自天貓駐點品牌商，2014 財年佣金收入為人民幣 120 億，年成長高達 95%，佔整體營收比率由上一財年的 18%升至 22%。

淘寶網藉由廣告行銷方案以及大數據分析服務來向賣家收取費用

而在線上行銷服務收入的部分，天貓與淘寶網皆提供店家廣告行銷服務，不過由於淘寶網目前擁有近 5 億的註冊用戶，同時每天的在線商品數已經超過了 8 億件，若賣家想要脫穎而出，只能靠廣告行銷來刺激商品瀏覽量與成交量，以透過買家好評來增加信譽，故雖然淘寶網免手續費、免上架費，淘寶網藉由創造出更多的廣告行銷方案以及大數據分析服務來向賣家收取費用。觀察 2014 財年的線上行銷收入高達人民幣 297 億元，佔整體營收比例達 57%，為阿里巴巴主要營收來源，年增率亦高達 50%。以下特別介紹淘寶網所研發出的三項主要營銷方案：

（一）淘寶客

淘寶客意指幫助賣家推廣商品並獲取佣金的人，淘寶客只要從淘寶客推廣專區獲取商品代碼，任何買家（包括淘寶客本人）經過該淘寶客的推廣（連結、個人網站、部落格或是社群網站）進入淘寶賣家店鋪完成購買後，就可得到由賣家支付的佣金，淘寶網再從中向賣家收取技術服務費。如此有利淘寶客和賣家雙方的營銷方案大受好評，許多中國網民紛紛投入，根據淘寶客統計，目前收入榜第一名總收入高達人民幣 826 萬元，第二名和第十名亦有人民幣 100 萬元到 300 萬元的水平。

圖 5：淘寶客作業流程示意圖

資料來源：百度

（二）淘寶直通車

淘寶直通車為淘寶與雅虎中國共同開發的關鍵字營銷方案，每件商品可以設置 200 個關鍵字， 賣家可以針對每個關鍵字自由出價，每個關鍵字最低出價 0.05 元最高出價是 100 元，每次加價最低為 0.01 元，出價越高意味著於網頁中被往前展示的機率越大，帶來的流量也就越多，最終按實際被點擊次數付費。

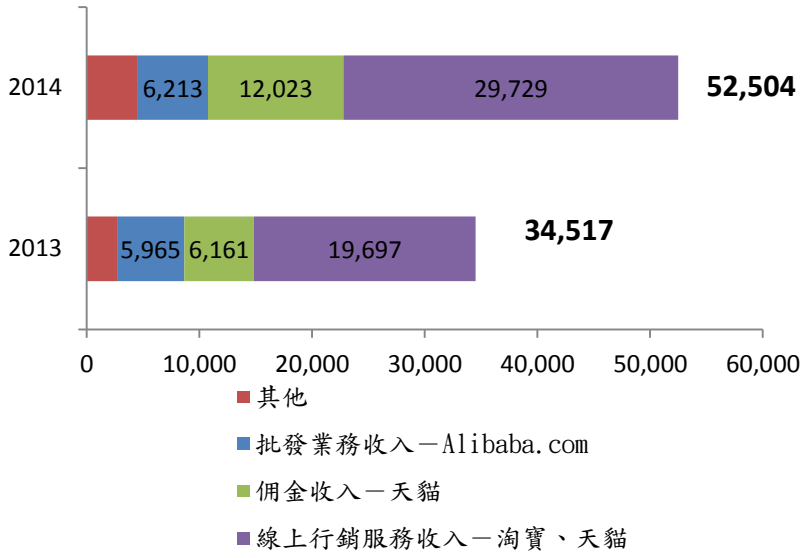
（三）鑽石展位

淘寶為賣家提供近 200 多個廣告放置區域，除了淘寶網站內以外，還可以幫助客戶把廣告投向站外。每個區域是透過出價競爭，計價單位為 CPM(每千次流覽單價)，並按照出價從高到低進行廣告展現。目前鑽石展位的累計投放廣告次數已達 4,159 億次。

阿里巴巴集團目前業務主要集中在 B2C 和 C2C

我們將上述營收分布結果整理成圖 9，可明顯發現最早成立的 Alibaba.com 營收佔比反而逐步縮小，目前阿里巴巴主要營收來源仍來自線上行銷服務收入和佣金收入，而這兩項收入來源皆來自兩大零售電商網站淘寶和天貓，顯示阿里巴巴集團目前業務主要集中在 B2C 和 C2C，在下一期報告中我們將評估阿里巴巴的主業價值，並介紹及分析阿里巴巴近期購併標的對估值的影響，進一步得到阿里巴巴的合理估值。

圖 9：阿里巴巴營收成分分析（單位：百萬人民幣）



資料來源：阿里巴巴財報，第一資本整理

景氣持續復甦及地緣政治風險下，能源類股可望續強

一、全球經濟成長逐漸復甦，通膨已見升溫

隨著全球經濟持續升溫，包括美歐中日等製造業指數同步回到景氣擴張狀態(見圖 1)，而各大機構亦預期全球經濟成長將逐年增長(見圖 2)，全球經濟成長復甦態勢似乎更趨於明朗。

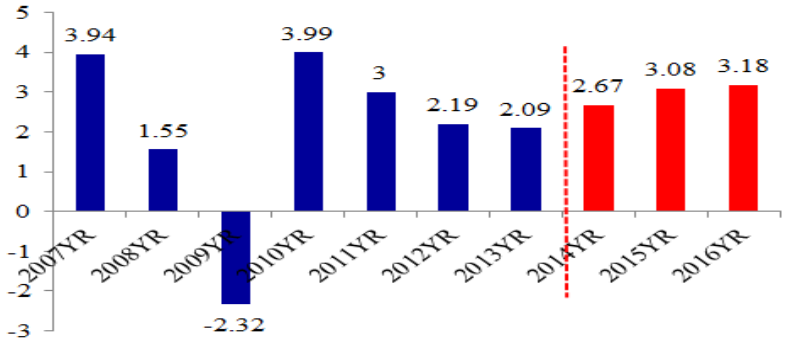
美歐中日製造業指數同步回到景氣擴張狀態

圖 1：美歐中日製造業指數走勢

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

全球經濟成長預期將逐年增溫

圖 2：全球經濟成長預期



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

但與此同時，全球主要經濟體的通膨也開始有升溫的現象(見圖 3)，其中美國 5 月 CPI 上升至 2.1%，創 2012 年 10 月以來的新高；而日本 5 月 CPI 在消費稅的助陣下攀至 30 年來新高 3.7%。追究原因就是全球原物料 CRB 指數自今年初以來已悄悄地上漲了 15%，其中最大因素就是比重最高 33%的石油上漲了 16%；另外，比重 6%的銅價也上漲了 10%(見圖 4)。

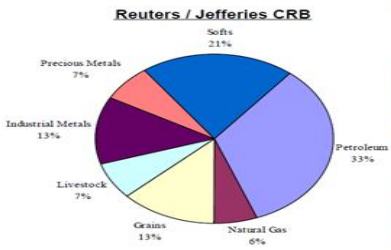
美國通膨已有逐漸升溫的跡象

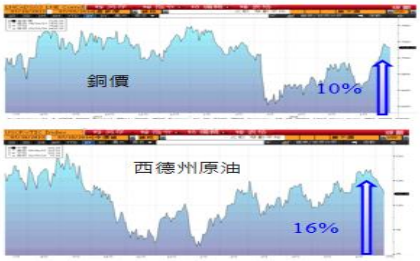
圖 3：美歐中日 CPI 走勢

料來源:Bloomberg、第一資本整理

石油上漲帶動 CRB 指數走高

圖 4：原物料 CRB 指數及成份指數變動



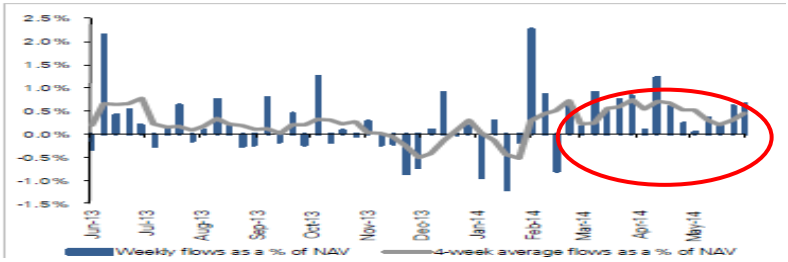


資料來源:Stockq、Bloomberg、第一資本整理

而從資金流向來看，能源類股近期也成為市場資金的主要停靠站，自 3 月中起，資金已連續 15 周流入能源類股且規模持續放大(見圖 5)，能源類股似乎已率先察覺到通膨升溫的氣息，使得油價的後市表現似乎更令人期待且值得深入探討。

資金持續流入能源類股

圖 5：國際能源類股的資金流向



資料來源:德意志銀行、第一資本整理

二、投資亮點

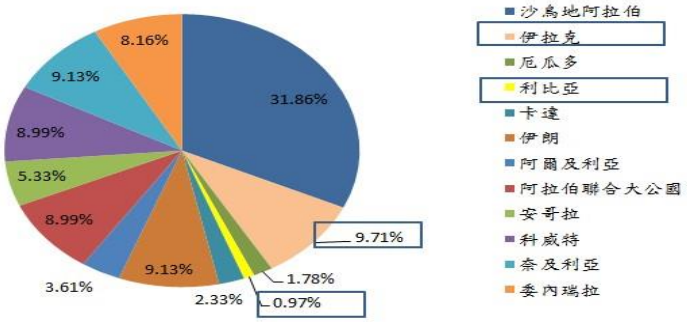
展望油價後市，由於伊拉克緊張情勢仍未獲得緩解、美國進入夏季用油高峰、俄羅斯持續切斷對烏克蘭的天然氣供給等因素，都將進一步對油價有所支撐，能源產業未來前景持續看俏。

（一）伊拉克緊張情勢尚未緩解，支撐油價走高

伊拉克為 OPEC 第二大產油國(見圖 6)，佔 OPEC 產量近 10%，同時石油儲量高居世界第五。因此伊拉克對於原油供給地位具有舉足輕重的影響，且遠高於利比亞。近期伊拉克受到國內反叛組織 ISIS 佔領伊拉克北部油田影響，帶動油價大幅走高至每桶 107 美元，創近 9 個月來新高。

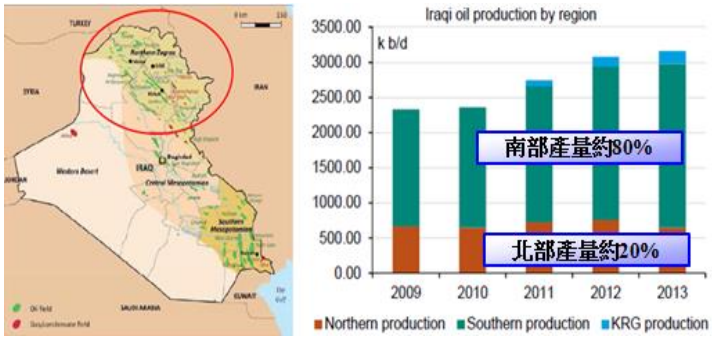
而從目前的戰事來看，伊拉克政府軍仍處於弱勢，且美國也未大幅增兵協助伊拉克，若佔伊拉克石油出口 8 成的南部也遭到反叛軍控制(見圖 7)，美銀美林甚至預估每桶油價將上漲 40-50 美元。因此，在伊拉克情勢尚未化解之前，油價恐將欲小不易。

圖 6：OPEC 成員產油分配



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

圖 7：伊拉克油田分布及產量分配



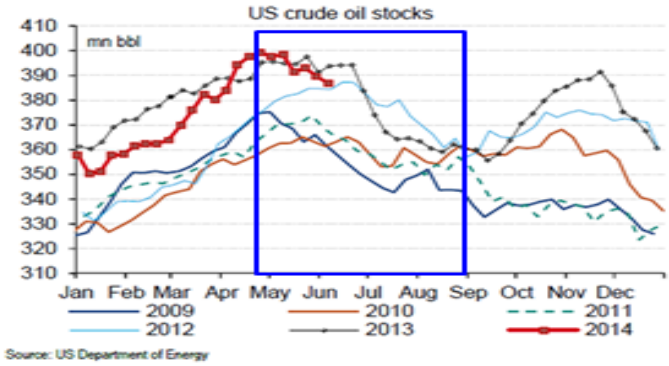
資料來源:美銀美林、第一資本整理

（二）進入夏季用油高峰

時序邁入夏季，將是另一波用油的高峰。從歷史經驗來看，EIA 庫存都有下降的趨勢，而近期 EIA 庫存也呈現下滑趨勢。因此預估油價短期仍將走高(見圖 8 與圖 9)。

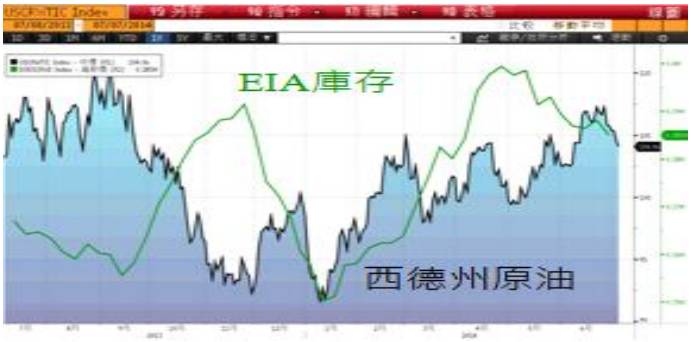
美國邁入夏季用油高峰

圖 8：美國 EIA 庫存歷史走勢



資料來源:美銀美林、第一資本整理

圖 9：美國 EIA 庫存與油價走勢

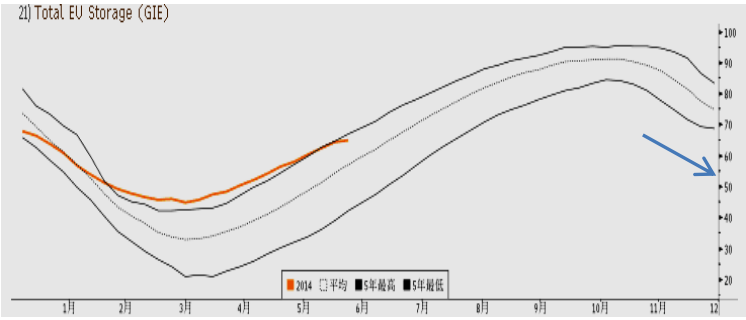


資料來源:美銀美林、第一資本整

（三）烏俄關係仍舊緊張，預期歐洲天然氣未來價格走揚

因未收到烏克蘭政府 19.5 億美元的欠款，俄羅斯 Gazprom 天然氣公司於 6/17 日宣布停止向烏克蘭輸送天然氣；而烏克蘭天然氣公司也表示，目前的天然氣儲備量只足夠支撐到今年 12 月(見圖 10)。法國興業銀行分析師指出， 輸往北歐的油氣管線運力有限，如果俄羅斯長期對烏克蘭斷氣，那麼歐洲將面臨供應短缺，他們也將被迫購買價格較高的液化天然氣來滿足需求，此因素可能造成油價未來走高。

圖 10:歐盟天然氣庫存



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

三、投資策略

（一）油價上漲，有利於能源類股走高

一般而言，能源公司通常分成 3 類，包括能源開採及設備服務公司及綜合能源公司。從過去的經驗來看，石油價格走高，有利於能源公司獲利的提升，進而帶動能源類股走強(見圖 11)，以今年上半年為例，西德州原油上漲 10%，標普 500 指數上漲了 17%。

圖 11:石油價格與能源類股走勢

油價上漲有利於能源類股走高

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

（二）預期油價短期仍將走高，建議佈局能源類股 ETF

近期石油價格有所回落，主要受到敘利亞政府奪回 2 大港口控制權，預期敘利亞石油將再度恢復出口。但基於伊拉克內戰問題短期難以化解、美國進入夏季用油高峰及全球經濟成長復甦等理由，第一資本仍舊預期油價短期會走高,因此油價若回落至每桶100美元，可逢低佈局 SPDR 能源類股 ETF，股票代碼為 XLE US EQUITY（見圖 12）。

圖 12:石油價格與 XLE US 走勢

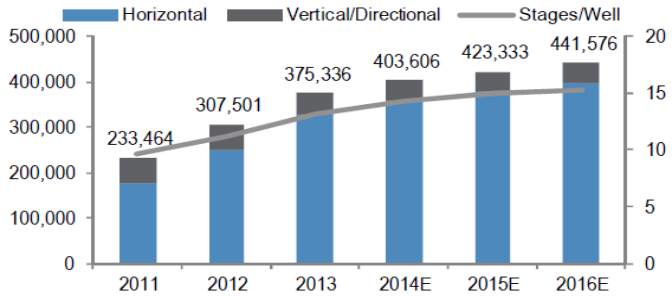
資料來源:Bloomberg、第一資本整理

（三）預期石油價格走高，亦可佈局能源類股基金

除了預期油價短期走高外，年底可能又因為歐洲能源短缺，造成油價另一波上漲。另外，美國自 2000 年以來，受惠於水壓裂解法的成熟，帶動美國境內能源開採的活絡，國內水壓裂解區域持續擴大(見圖 13)。另外，投資銀行高盛預估，未來數年內全球能源開採將大幅上升(見圖 14)，因此長期亦可佈局能源類股基金。

美國國內水壓裂解區域持續擴大

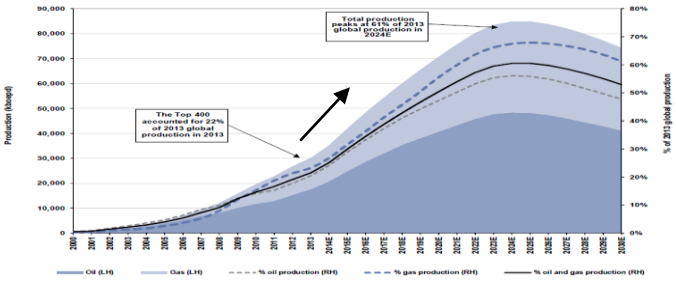
圖 13:美國水壓裂解區域面積



資料來源:JP Morgan、第一資本整理

預期未來能源產量將大幅上升

圖 13:未來能源產量預估

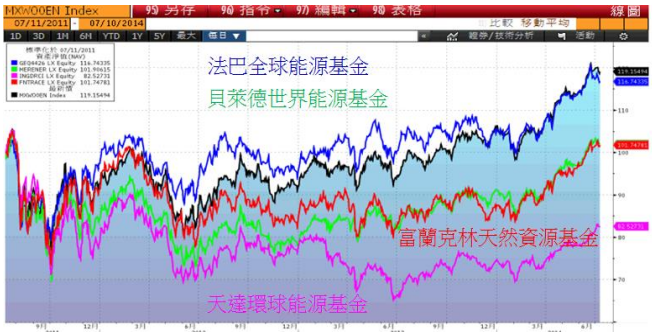


資料來源:高盛、第一資本整理

第一資本建議投資人可以買進法巴全球能源股票基金，股票代碼為 GEQ4426 US EQUITY，因為此基金近 3 年表現穩定優於其他基金(見圖 14)，且主要佈局在美國(71%)，另外也有 20%比重在能源開採公司(見圖 15)，如哈里伯頓(HAL US)為全球前 3 大能源服務公司之一，2013 年為全球前 500 強企業，從油氣的勘探、開發、生產、經營、維護、轉換和煉製，到基礎設施建設乃至油氣田的廢棄作業，提供完整的服務，具有產業龍頭地位，且是少數掌握頁岩氣開採技術的公司。哈里伯頓、斯倫貝謝、貝克休斯等三大能源服務公司在壓力泵浦、鑽頭等市場囊括了 70%的市佔率。

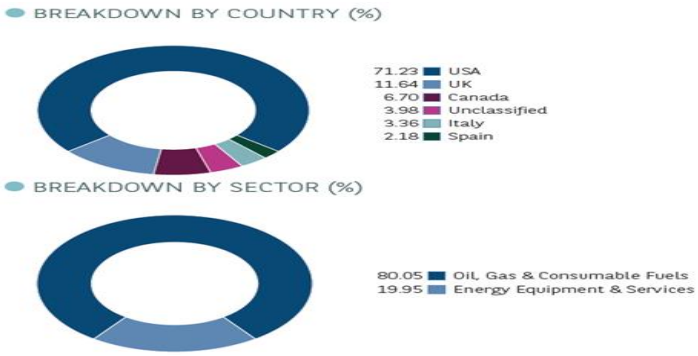
法巴全球能源基金穩定優於其他基金

圖 14:近 3 年能源基金比較



資料來源:基金月報、第一資本整理

圖 15:法巴全球能源基金投資配置



資料來源:基金月報、第一資本整理

另外，從基金的前 10 大持股未來獲利預期來看(見表 1)，綜合能源公司獲利維持穩定，而能源開採公司的獲利明顯持續成長，預期能源開採未來持續活絡，投資人長線可以佈局能源類股基金。

能源開採公司未來獲利持續成長

表 1:法巴能源基金前 10 大持股獲利預期

持股	市值(億美元)	國別	公司類別	2013EPS	2014EPS 預估	2015EPS 預估
哈里伯頓	578	美國	能源開採及服務	3.15	3.99	5.12
英國天然氣	743	英國	綜合能源	1.355	1.10	1.32
雪佛龍	2480	美國	綜合能源	11.09	10.77	11.14
瓦勒羅能源	290	美國	綜合能源	4.42	6.00	6.56
西方精煉	31	美國	能源提煉	3.15	3.93	4.30
埃克森美孚	4411	美國	綜合能源	7.37	7.80	7.62
Core Laboratories	72	荷蘭	能源開採及服務	5.25	5.85	6.55
QEP Resources	59	美國	能源開採及服務	1.17	1.31	1.58
卡伯特石油	146	美國	能源開採及服務	0.71	1.15	1.48
TOTAL	1711	美國	綜合能源	4.75	4.87	5.23

資料來源:Bloomberg、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	
iShare那斯達克生技指數 ETF	2014/4/3	9.14%	2.76%	15.45%	38.76%	近期生技公司併購活動活躍，有利股價表現，且生技類股走勢亦有持穩跡象，建議布局
iShares費城交易所半導體 ETF	2014/7/7	0.20%	12.83%	45.75%	140.25%	美半導體BB值維持擴張訊號
PowerShares納斯達克100指數 ETF	2014/6/30	1.12%	2.21%	11.59%	29.18%	下半年穿戴式裝置與物聯網商機增溫
SPDR工業類股 ETF	2014/5/12	0.52%	-2.49%	5.19%	22.85%	美國景氣持續回溫，企業可望提升資本支出
SPDR能源指數 ETF	2014/6/23	-1.16%	3.43%	12.87%	23.91%	能源價格因國際局勢緊張攀升
iShares MSCI Spain ETF	2014/5/6	1.90%	3.77%	2.28%	41.49%	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
IShares MSCI 歐元區 ETF	2014/2/12	0.49%	5.49%	1.34%	21.05%	德國為歐洲最大的經濟體，在歐洲復甦有望的情況下，建議以德國為投資地區
MAXIS日經225指數 ETF	2014/7/1	-1.80%	1.20%	8.30%	1.30%	消費稅問題逐漸淡化，日本數據持續改善，日股重拾成長動能
iShares MSCI菲律賓指數 ETP	2014/02/7	18.50%	9.10%	6.30%	4.50%	菲律賓信評相繼獲得調升，加上出口改善影響，菲律賓後勢看好
恆生H股 ETF	2014/5/19	6.79%	0.19%	3.41%	9.32%	預期中國經濟狀況持穩且資金流動性充裕，建議布局以捕捉大盤反彈行情
滬深300 ETF	2014/6/3	-0.90%	0.73%	-3.51%	-6.47%	預期中國經濟狀況持穩且資金流動性充裕，建議布局以捕捉大盤反彈行情
長城汽車	2014/6/9	5.03%	-2.42%	-25.49%	-17.01%	上海等地紛紛實行新能源汽車補助政策，利好積極發展新能源汽車廠商
中國中鐵	2014/6/9	0.00%	9.57%	8.71%	20.12%	今年已第三度調高鐵路投資，利好鐵路建設產業，建議佈局中國主要鐵路建設廠商之一中國中鐵
Drys Ship/原物料	2014/4/11	-3.00%	-11.80%	-3.00%	63.50%	全球景氣回溫及船隻失衡改善，散裝航運業者預期將逐漸好轉
蘋果	2014/6/2	6.22%	1.21%	27.56%	58.71%	八月份新品推出可望帶動換機潮

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	7.83%	0.24%	2.33%	7.83%	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	2.88%	2.28%	1.26%	7.85%	中國前十大的地產公司，且票息較高有9.25%

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	
法巴百利達印尼股票基金	2014/2/7	4.70%	3.60%	4.70%	-6.00%	印尼經濟成長穩健、通膨緩解及貿易赤字問題已獲得改善，後勢持續看好
景順東協基金	2014/2/7	18.20%	3.40%	6.90%	3.30%	東協體質強健，且擁有龐大的內需市場及廉價的勞動力，未來成長力道大
摩根泰國基金	2014/2/7	16.30%	4.30%	7.40%	0.43%	預期泰最糟糕的情況已過，短期或有波動，但長線看好
GAM Star 中國股票基金	2014/6/3	3.93%	2.29%	1.41%	24.81%	基金主要布局資訊科技類股與博奕類股，且目前淨值位於相對低位，建議長期布局以捕捉中國經濟於下半年微刺激政策見效下的成長潛力