重點摘錄

- 在 QE 持續退場、利率可望走升的市況下，我們建議避險需求較高之投資人可佈局先機完全回報美元債券基金或 PIMCO 總回報債券基金，其他投資人則可投資委內瑞拉石油公司 2014 年到期的債券（PDVSA 14 年）；而可轉債進可攻退可守，為股市走多時的理想商品，我們建議佈局復興國際(656 HK)或中芯國際(981 HK)之可轉換公司債。
- 中國 2 月新股發行節奏將有所放緩和年後資金流動性改善下，有望帶動陸股小幅反彈，不過由於中國經濟持續放緩，以及透過中誠信託事件再次顯現的影子銀行風險，投資策略仍為選股不選市，建議以快銷、汽車類股捕捉本次反彈行情，推薦標的為恒安國際（1044 HK）和東風集團（489 HK）。
- 邁入 2014 年以來，新興市場可謂多事之秋，阿根廷貨幣危機、Fed 第二輪縮減 QE，加速資金撤離新興市場。但諸多跡象顯示，新興市場股市已有超賣的現象，其中印尼有望先從谷底走出，投資人可以逢低佈局，建議買進法巴印尼股票基金(FOREIC LX)。

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. 建議挑選短天期的美元、人民幣債券，與可轉債……P2

2. 二月陸股有望小幅反彈，建議以快銷汽車類股捕捉反彈行情…P9

3. 新興市場多事之秋，但買點浮現……P17

4. First Capital Index 及本月推薦投資組合……P24

建議挑選短天期的美元、人民幣債券，與可轉債

一、債市回顧

(一)美國加速 QE 退場、新興市場開始升息

未來利率將會走升的情況更加確立

聯準會在 2013/12/18-19 在 FOMC 的會議中宣布從今年 1 月開始，每個月的購債規模將自 850 億美元縮減 100 億，隨後又在今年 1 月份宣佈再度縮減 100 億美元；雖在 2/11 的聽證會中新任主席葉倫(Janet Yellen)重申因就業市場尚未全面復甦，故若失業率降至 6.5%也不會馬上升息。市場法人也紛紛預期 2015 年前聯準會升息機率極低(見表 1)。

但美國 10 年期公債殖利率已自去年 5 月就開始有明顯的走升，去年 5/11 聯準會開始有意啟動退場機制，但當時並未獲得共識,債券價格即已反映利空開始下跌；6/20 聯準會會後發出較明確態度的聲明，造成債券價格持續下跌，並促使公債殖利率走升的勢態(見圖 1)。未來在 QE 縮減的情況下，預估殖利率會持續走升。綜合各券商的預估，在今年底公債殖利率有機會突破 3%(見表 2)。

表 1：各券商對美國 2014 是否升息的預估

美國					
	MS	ML	NM	JPM	SC
是否調升	N	N	N	N	N
利率	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%

資料來源:各券商

表 2：各券商對 2014 年美國 10 年期公債殖利率的預估

	Q1	Q2	Q3	Q4
MS	3.05	3.25	3.4	3.45
ML	3.25	3.5	3.75	3.75
NM	2.85	2.95	3.05	3.15
JPM	3.1	3.25	3.5	3.65
BARC	2.9	3	3.25	3.5

資料來源:各券商

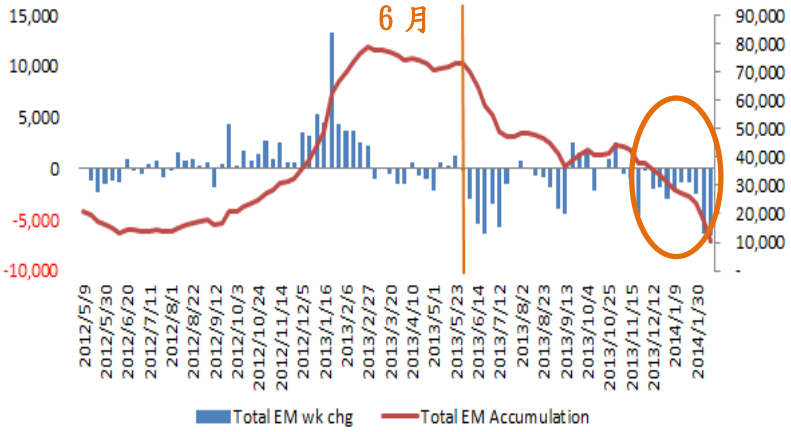
圖 1：美國 10 年期公債殖利率過去 1 年走勢圖

資料來源:Blooomberg

新興市場已開始升息

新興市場資金隨著美國縮減 QE(量化寬鬆，Quantitative Easing)確立逐漸流出，在圖 2 中可以看到自去年 6 月起資金確實明顯開始流出，為防止資金持續外流導致貨幣貶值，包含土耳其、巴西、南非、印度、阿根廷等各國央行紛紛採取升息的措施，避免資金繼續外流。其中以土耳其升息的幅度最大，土耳其央行在去年 7 月就已率先上調利率，1 月 29 日又將基準利率由 4.5%大幅調升至 10%，隔夜貸款利率由 7.75%上調至 12%，隔夜借款利率由 3.5%升至 8%，升息幅度遠超過市場預期。因此土耳其里拉貶值的程度也在改善，USD/TRY 2.3365 下降至 2.1931。

圖 2：新興市場資金流情況—2012/05/02~2014/02/06



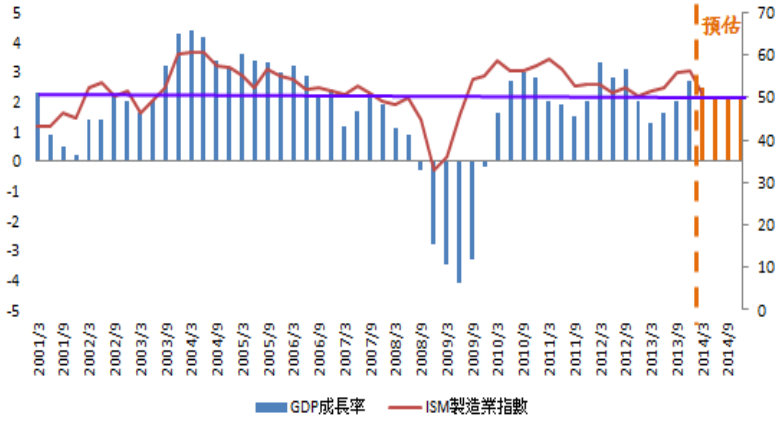
資料來源:美銀美林、第一資本整理

(二)預估美元走強、人民幣長期走升

預估在美國經濟持續增長之下，帶動美元走強

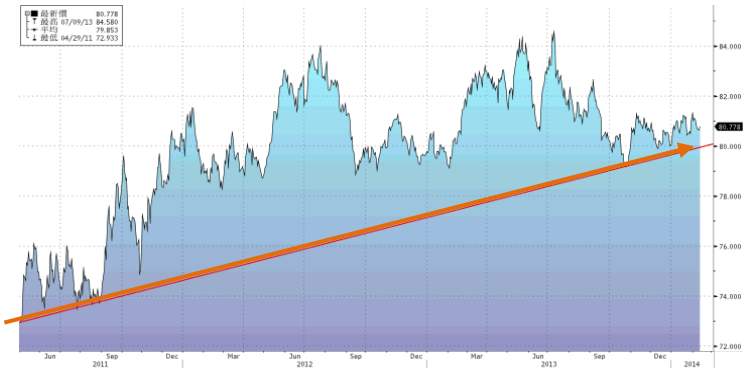
雖美國近期的經濟數據好壞參半，1 月的 ISM 製造業指數下跌至 51.3，但去年 12 月失業率下降至 6.7%，為近五年多來的新低；我們預測今年美國經濟將溫和增長，今年第一季 GDP 成長率仍可望維持在高檔 2.5%(前期為 2.7%)，同時，全年各季 GDP 成長率亦都維持在 2%以上(見圖 3)。在美國基本面持續增長、QE 也開始緩步退場的情況下，我們預估美元未來長期是走強的，事實上美元在 2011 年就已開始隨著經濟好轉而走升(見圖 4)。

圖 3：美國 GDP 成長率與 ISM 製造業指數走勢圖
(2012/05/02~2014/02/06)



資料來源:第一資本整理

圖 4：美元指數走勢圖(2011/04/29~2014/02/12)



資料來源:Blooomberg

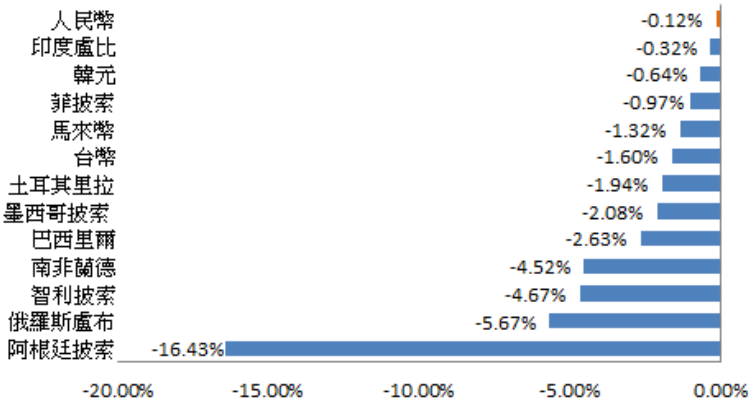
人民幣相較於其他新興市場貨幣較抗跌，預期未來仍會升值

而在今年新興市場流出的金額加劇(見圖 2)，導致貨幣貶值的幅度較大，但從圖 5 中可以看到其實人民幣是相對比較抗貶的貨幣，原因除了中國是較為獨立的經濟體，匯率仍

受政府管制外;另一個原因則是得益於人民幣跨境支付的

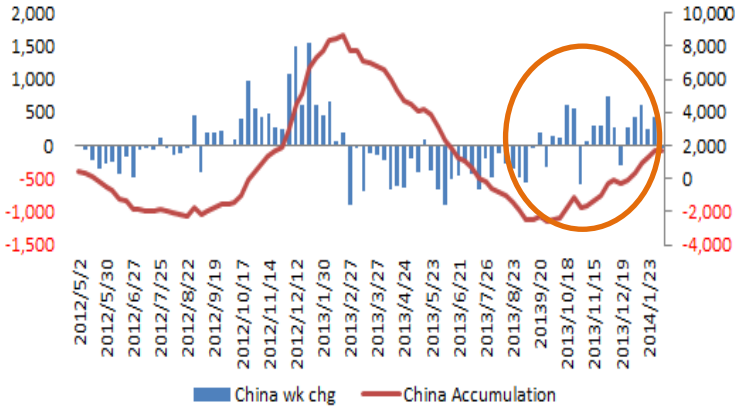
快速發展，人民幣在跨境貿易及投資中的作用提升，降低了市場對美元的依賴，進而增加對人民幣的需求。除此之外，中國基本面仍較其他新興國家穩健，雖然中國經濟成長的速度正在放緩，但仍高於其他國家；而資金流自去年9月開始大部分也都是呈現流入的狀況。綜合上述原因，故我們預估長期人民幣仍將維持走升。

圖 5：新興市場貨幣走勢(2014/01/01~2014/02/12)



資料來源:第一資本整理

圖 6：中國資金流情況(2012/05/02~2014/02/06)



資料來源:美銀美林、第一資本整理

(三)今年資金流入債市多以避險需求為主

在全球景氣回溫之下，從去年全年的資金流來看，資金較多流向報酬率高的股市；今年受新興市場資金撤離、中美經濟放緩、QE持續退場，使得市場系統性風險較大，美國10年期公債殖利率甚至也一度跌至2.5761%；故投資人基於避險需求而購買公債，導致公債價格上漲，殖利率

風險接受程度較低者，可選擇佈局投資級債券

下跌。從表 4 也可以看到，今年以來資金流入金額較高的券種，其中以公債（Govt/Tsy）以及投資等級(IG)的債券分別流入近 139 億美元居冠，而浮動利率(Floation Rate)以及高收益債(HY)也有逾 10 億美元資金流入。

表 3：資金流情況(去年, 年至今, 2014/01/29~2014/02/05)

Type of fund	Flows this week (USD mn)	Cumulative flows YTD 2014 (USD mn)	Cumulative flows in 2013 (USD mn)
Equity	(28,144)	(23,040)	251,695
EM	(6,258)	(16,081)	(4,398)
DM	(21,885)	(6,958)	256,093
Bond	14,752	19,381	3,105

資料來源:渣打銀行

表 4:債券資金流情況(年至今, 2014/01/30~2014/02/06)

	Weekly flows as % AUM	YTD
Govt/Tsy	4.2%	13,983
MBS	0.4%	-650
Floating Rate	0.3%	3,434
IG	0.3%	10,287
Municipals	0.0%	228
Gold & Silver	-0.1%	-1,532
TIPS	-0.3%	-1,514
HY	-0.3%	1,218
EM debt	-0.9%	-5,903

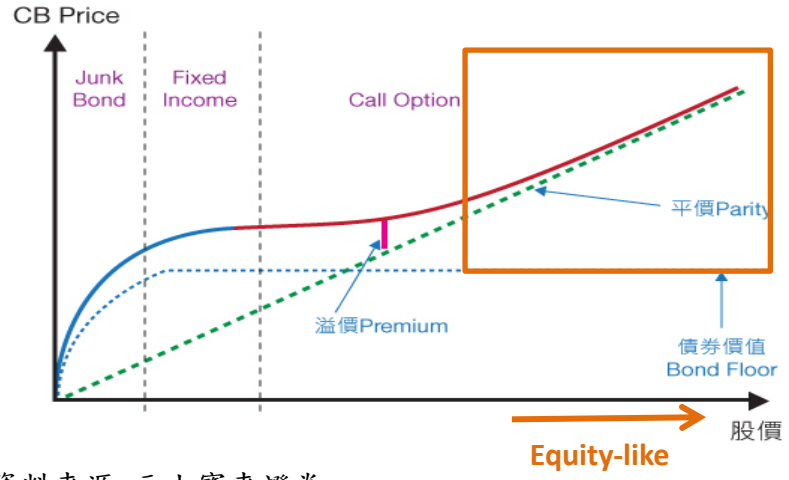
資料來源:美銀美林　　單位:百萬/美元

二、投資亮點

建議佈局短天期美元、人民幣計價的債券及可轉債

在預期未來利率走升的情況下，我們建議投資人在債券天期選擇上，可優先選擇短天期的債券；幣別的選擇方面，可建議大家買美元計價或人民幣計價的債券。券種方面，承擔風險程度高的投資者建議選擇高收益債，以賺取較高的到期殖利率(YTM)。風險接受程度較低的可選擇投資等級的債券或可轉債。在股市多頭時，可轉債是較有利的選擇，當其轉換價低於股價時，享有利息收入；而當可轉債的轉換價超過股價後，可轉債能享受近似於股票的利益(見圖 7)，因其隨時可將債換成股；而在股價下跌時，可轉債的因在未來可將可轉債賣回公司，下檔風險有限，具進可攻退可守之特性。

圖 7：可轉債的支付結構



資料來源:元大寶來證券

三、 投資策略

債券型基金的部分，我們建議佈局先機完全回報美元債券基金或 PIMCO 總回報債券基金，這兩檔基金符合上述投資亮點中提及，系以短天期的美元債券為主，主要投資的券種也是投資等級的債或是公債，風險較低，建議有避險需求的投資者可考慮佈局。

ETF 的部分，建議佈局 TBT US EQUITY－為兩倍放空美國 20 年期公債價格的 ETF，在我們預估未來美國公債價格下跌、殖利率走升的情況下，近期 TBT 的股價回落之際可逢低布局。

圖 7：TBT US EQUITY 過去一年股價走勢圖

資料來源:Blooomberg

表 5：TBT US EQUITY 成交量 （單位:百萬股）

	2/12	5 日	10 日	20 日	30 日	3 個月
TBT	2.410	2.140	2.938	3.526	3.533	3.636

資料來源:Blooomberg

債券的部分，第一資本建議佈局委內瑞拉石油公司 2014 年到期公司債（PDVSA 14 年）。雖然委內瑞拉近期國家風險較高，但該檔券是公司債(straight bond)，且該公司營收以美元計價，免於承擔貨幣貶值的風險;而過去 10 年，委內瑞拉石油公司也為該國創造 4,870 億美元的外匯收入，所產生每年折舊金額皆遠高於利息費用，有足夠的現金流能夠支付利息，償債能力無虞;另外，該檔券於今年 10 月到期，屬短天期券，風險較低，到期殖利率也相對較高有 16.28%，我們建議可趁近期債券價格回落之際逢低加碼。

可轉債的部分，建議佈局復星國際(656 HK)或中芯國際(981 HK)，在投資亮點中有說明了投資可轉債之優點，而二者是我們預估未來股價有機會上漲的公司。

復星國際為中國上市第一大創投企業，旗下的復星醫藥表現最亮眼

復星國際為一創投企業，如同亞洲的Blackrock，旗下有保險、產業營運、投資、資本投資四個部門，其中最受矚目的是旗下的復星醫藥(2196HK)，復星醫藥的業務涉及範圍廣泛，除了業務佔比逾 6 成的藥品製造與研發，亦從事醫藥分銷和零售、醫學診斷與醫療器械，以及醫療服務。另外，集團近年擴大發展醫療服務領域，拓展「和睦家」醫院和診所網絡，並在去年先後收購廣州南洋腫瘤醫院 50%的股權，以及佛山禪城醫院 60%股權；近期也在計畫與保德信聯手進入養老市場。在中國目前極欲推展民營醫院的情況下，除了三中全會時明確提出：“鼓勵社會辦醫，優先支持舉辦非營利性醫療機構”，國家衛計委在今年的第一次會議中指出今年的重點是公立醫院改革，縣級公立醫院將是重中之重。在復星醫藥產業佈局相當完善，且民營醫院也是中國的愈發展產業之一，建議大家可以考慮佈局。

中芯國際是中國本土第一大的晶圓代工廠，受惠景氣復甦及政策支持，成長可期

中芯國際則是中資最大的晶圓代工廠商，是全球第五大的代工廠商，去年營收年增率為 28%，超過產業平均的 14%，也超過台積電的 17%，主要受惠於中國中低階手機市場崛起以及中國的產業扶持，在預估今年半導體產業會較去年成長 7%，中階手機市場有 22%、低階手機市場有 45%成長率，又有 10 年 5 千億的產業振興計畫的情況下，我們認為中芯營運後勢可期。

表 6：PDVSA、復星國際、中芯國際報價

	BID(%)	ASK(%)	到期殖利率
PDVSA 14	92	92.75	16.28%
復星國際	107.25	107.75	-
中芯國際	117.821	119.283	-

資料來源:第一資本整理

陸股有望於 2 月小幅反彈，建議以快銷、汽車類股捕捉反彈行情

一、陸股有望於 2 月小幅反彈

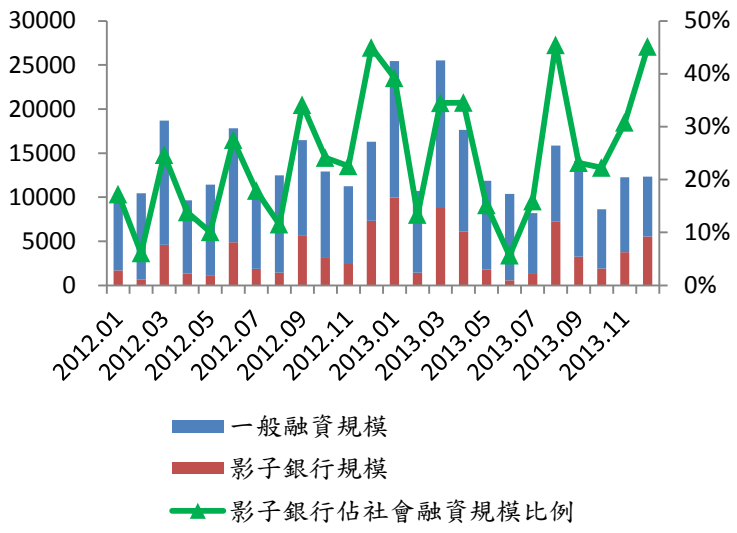
2 月反彈行情仍有隱憂

進入 2 月後，由於補充 2013 年年報及相關資料等因素的影響，新股發行節奏將明顯放緩，且預期年後資金流動性將有所改善，有望帶動陸股小幅反彈，不過此次反彈行情仍受制於以下兩項不利因素：

（一）中國影子銀行問題再顯現

中國 2013 年全年社會融資規模同比增長 9.7%，達到 17 兆人民幣的年度歷史新高；同時影子信貸規模（包括理財商品、信託產品和其他影子銀行提供貸款）也創下 5.2 兆人民幣的新紀錄，佔社會融資總額的 30%，高於 2012 年的 23%。由逐月的資料（詳見圖 1）也可以看出影子信貸佔社會融資規模比例呈現上升趨勢，去年 12 月影子信貸佔社會融資規模比例已高達 45%。

圖 1： 影子信貸與社會融資規模走勢圖



資料來源：人民銀行、第一資本整理

今年年初爆發中誠信託 30 億信託產品可能出現違約，不過最終仍以「剛性兌付」收場

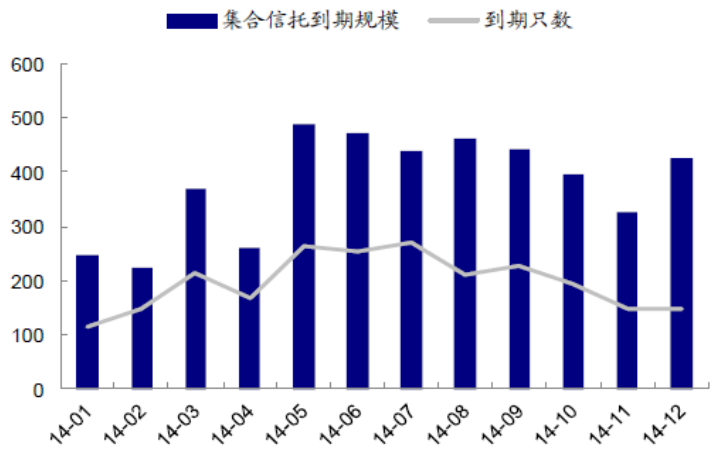
而在 1/16 中國影子信貸中的信託產品出現危機，中誠信託發布報告表示旗下“誠至金開 1 號”信託計劃高達 30 億元的信託財產可能在 1/31 到期前無法償付全額本金和利息，且代管代銷行的工商銀行否認承擔主要責任。市場一度擔憂將出現第一例信託產品違約事

今年第 2 季和第 3 季將面臨信託產品到期高峰，影子信貸成為中國金融業的不定時炸彈

件。不過在到期日的前 3 天，中誠信託與投資者達成協議，投資者有兩種選擇，一是簽字拿回本金，但只能獲得部分利息；二是繼續持有股權，未來的本金和利息收入要視情況而定。和過去幾年中國金融市場曾發生的幾起信託計劃兌付危機一樣，中誠信託驚險地度過難關，延續中國信託業「剛性兌付」的潛規則。所謂的「剛性兌付」，意指當信託計劃出現不能如期兌付或者兌付困難時，信託公司必會透過各種管道甚至使用自有資金，力求信託計畫能兌付或是得到解決方法，但其實這在中國的信託法中並無明文規定，而是信托公司為了要維持聲譽，取得投資者的認同，進而成為中國信託業的潛規則，這也降低了投資人對於信託產品風險的警覺性。

儘管中誠信託違約短期內獲得解決，但長期來看風險仍然隱藏在中國的金融體系中，近年來大幅膨脹影子信貸產品已成為中國金融產業的巨大隱憂。根據中國券商國泰君安的統計，2 月份將有 200 億人民幣集合信託商品到期，且今年第 2 季和第 3 季將面臨信託產品到期高峰（詳見圖 2），如果這些產品違約，對投資者信心的將是很大的打擊，且不只是信託產品的投資者，其他高收益理財商品投資者也將出現疑慮，隨著投資者將錢撤出，違約潮可能會隨之而來，影子信貸成為中國金融業的不定時炸彈。

圖 2：集合信託到期分布（單位：億元）



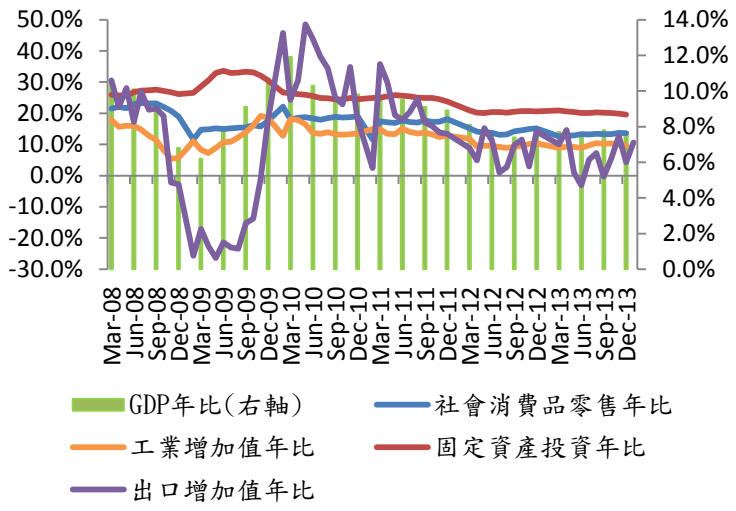
資料來源：國泰君安

（二）中國經濟持續放緩

投資、出口放緩使得第四季 GDP 年比略降

中國第 4 季 GDP 成長率為 7.7%，較第 3 季小幅下滑，主要受到投資、出口放緩的影響（詳見圖 3），去年 12 月工業生產年比為 9.7%，較前期下跌 0.3%；12 月固定投資年比為 19.6%，已連續 3 個月下滑；12 月零售銷售年比則是維持在 13.6%；12 月出口年比由前期的 12.7% 大幅滑落至 4.3%，不過最新公佈之 1 月份出口年比表現則是大幅優於預期，年增 10.6%，出口至歐美地區大幅成長是帶動數據大升的主因，如同我們在 12 月份月報中所提到，成熟經濟體進口需求在 2014 年將呈現上升趨勢，因此中國於 2014 年的出口表現將隨之受惠。

圖 3：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

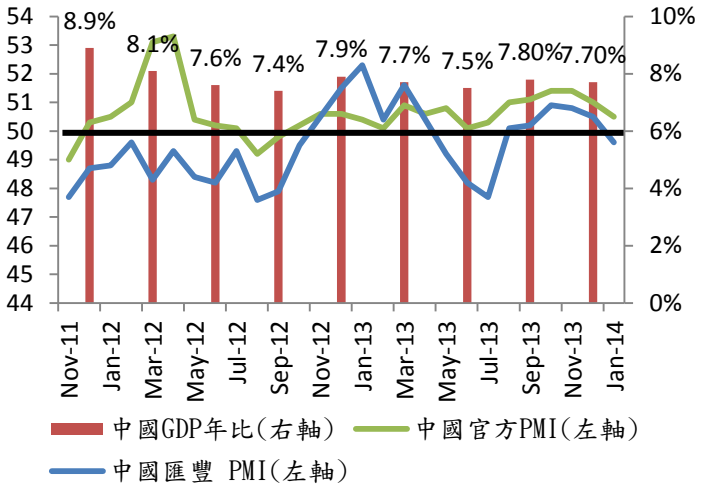
領先指標 PMI 指數、克強指數皆出現放緩跡象

領先指標採購經理人指數亦出現放緩跡象(詳見下頁圖 3)。1 月中國官方 PMI 和匯豐 PMI 皆降至 6 個月以來新低，其中匯豐 PMI 更是降至 49.6，為半年來首次降至景氣榮枯線 50 之下，新訂單指數持續回落顯示中國製造業景氣動能趨弱。

12 月的克強指數如我們預期有所回落(詳見下頁圖 4)，工業用電量年比表現大幅低於前期（12 月：5.9%，11 月：8.6%），鐵路貨運量年比則是連續第 2 個月維持在低檔（12 月：3.5%，11 月：3.2%），新增人民幣貸款則是創下一年以來新低（12 月：4805 億人民幣，11 月：6246 億人民幣），三項子成分皆表現低迷導致本期克強

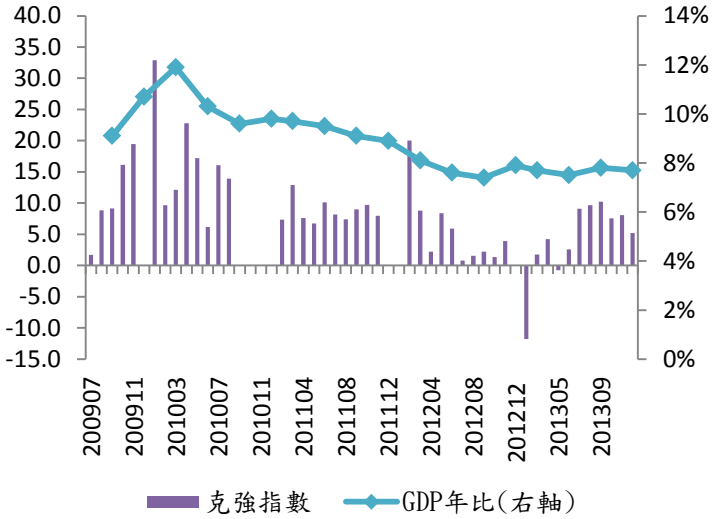
指數明顯回落，也進一步印證中國經濟已經開始放緩，不過由於研判下檔有限，我們仍將景氣定位在「落底」。

圖 4：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

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

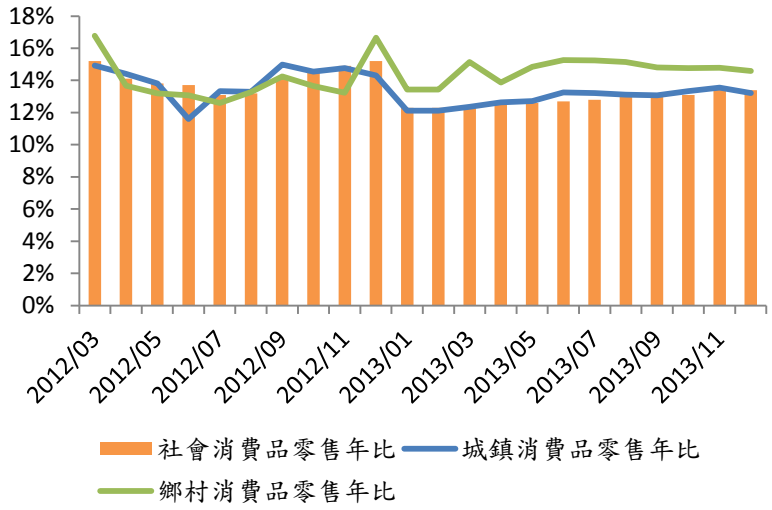
受制於以上兩項不利因素，預期此次反彈的幅度並不大，上證仍位於下降區間之中，故我們認為現階段的投資策略仍為選股不選市，建議以快銷、汽車類股捕捉本次反彈行情。

二、投資亮點

中國消費力道仍十分強勁

根據國家統計局統計，2013 年服務業產值首度超過工業產值，表示中國往內需導向經濟體轉型又前進了一步。此外，觀察社會零售銷售年比持續兩位數成長（詳見圖 5），其中鄉村消費增速更是在近幾年超越城鎮零售成長，有望進一步推升整體的社會零售銷售水平，也顯示中國內需消費力道仍未完全顯現，因此我們仍十分看好中國內需消費產業。其中又以嬰幼兒相關產業與汽車產業最具前景。

圖 5：社會零售銷售增速走勢



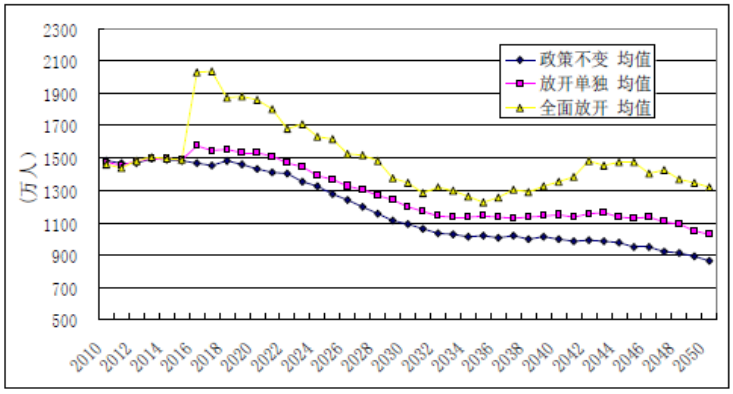
資料來源：中國國家統計局，第一資本整理

（一）嬰幼兒相關產業－單獨二胎政策確定開始實行

單獨二胎開始實行下，潛在商機為 3.75 兆人民幣，預期馬年年底將迎來第一波生育高峰

去年 12/28 中國全國人大常委會會議通過單獨二胎政策，之後各省區市將可視當地實際情況開始推行，目前浙江、安徽、江西三省已正式啟動實施。根據中國人口與勞動經濟研究所統計結果顯示，開放單獨二胎每年多出生的人口將增加 100 萬~200 萬人左右（圖 6 中桃紅線與藍線之間的差距）。若以中間值 150 萬人來計算，根據上海社科院統計在中國養育一個孩子從出生到大學畢業需要花費人民幣 48 萬元，因此預估 5 年內中國父母為了撫養孩子就需要多支出近 3.75 兆人民幣，嬰幼兒相關產業的商機十分龐大。另外，根據傳統習俗，中國人大多避開羊年生小孩，因此馬年底可能有一波生育小高峰，加上開放單獨二胎政策，預期今明兩年嬰幼兒產業將迎來黃金時期。

圖 6：不同生育政策條件下的出生人口規模估計



資料來源：《社會學研究》2012 年第 5 期：王廣州－到底能生多少孩子?中國人的政策生育潛力估計

（二）汽車產業－新能源汽車商機

最新的新能源汽車補貼政策預期將有利中國新能源汽車的普及

中國每年汽車銷量屢創新高，一舉超越美國成為世界第一的汽車消費市場，不過也間接造成中國空氣汙染問題，因此近期中國官方為了進一步“治霾”，除了在大城市進行汽車限購措施之外，新能源汽車的推廣與補助也成為重點項目之一。

目前中國中央按照不同的車型和不同的節能表現進行補助（詳見表 1），且 2/10 公布的最新政策將補貼金額直接撥給車企，改變以往先撥給地方政府，之後再由地方政府交付車企的不效率方式，也讓民眾有較高的機率享受到車價減免，這項利多政策也成為近期汽車類股產業向上走升的主要推動力。

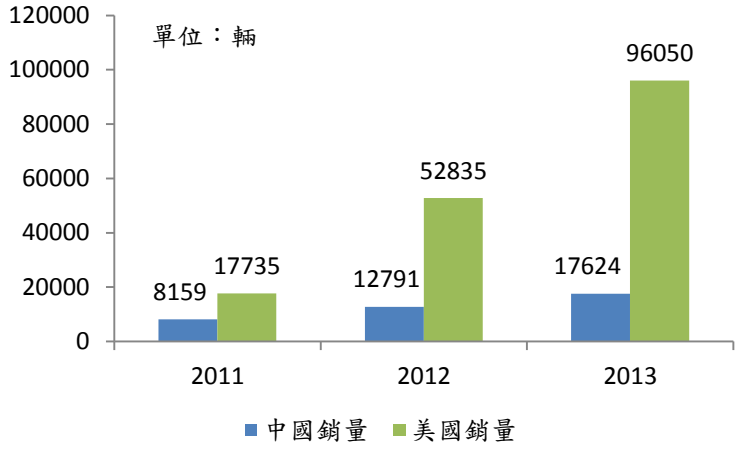
表 1：中國新能源汽車補貼政策整理

按節能表現計算補貼			
• 純電動房車	/ 乘用車：3.5萬至6萬元	• 純電動巴士	/ 客車 ：20萬至50萬元
• 插電混能房車 / 乘用車：	3.5萬元	• 插電混能巴士 / 客車 ：	25萬元
• 燃料電池房車 / 乘用車：	20萬元	• 燃料電池商用車 ：	50萬元

資料來源：東方互動網

觀察中國與美國新能源汽車的銷量比較（詳見圖 7），中國普及度相對落後，不過業界十分看好最新的補貼政策有利未來中國新能源車的發展，中國汽車工業協會樂觀預估 2014 年新能源汽車銷量將較去年成長 3 至 4 倍，前景十分可期。

圖 7：中國、美國新能源汽車銷量比較圖



資料來源:車訊網，第一資本整理

三、投資策略

推薦一恒安國際，目標價115.5港幣，上檔空間40.3%；東風集團，目標價16.29港幣，上檔空間43.9%。

在個股部分，嬰幼兒產業類股以及汽車類股仍以先前我們所推薦的恒安國際（1044 HK）和東風集團（489 HK）為首選，相關資訊可見表 2，預估未來 3 年營運表現可見表 3 和表 4。

表 2：推薦個股彙總表

	投資亮點
恒安國際 (1044 HK)	✓ 在紙尿布產業中市占率達 13%，僅次 P&G，也是紙巾、衛生棉產業市占率最大的龍頭廠商。 ✓ 受惠於單獨二胎政策及個人衛生產品龍頭地位，瑞銀(2/6)、渣打(1/29)和摩根大通(1/29)分別將其目標價上調至 95.1 港幣、118 港幣和 90 港幣。
東風集團 （489 HK）	✓ 主要與日產、本田合作，積極布局三、四線城市，為中國汽車製造業中市占第 2 大公司。 ✓ 去年年底本田宣布將與東風集團共同開發混合動力車，將以全球最便宜的混合動力車”本田飛度”為原型(售價約 1.6 萬美元)，計劃於 2016 年生產和銷售，有利東風打入中國新能源車市場。

資料來源：第一資本整理

表 3：恒安國際（1044 HK）未來 3 年營運狀況預估

單位：億港幣	2013	2014	2015	2016	2017
營收	217	258	303	344	376
淨利	39	46	54	68	75
EPS	3.17	3.76	4.38	5.37	6.1
2/13 股價	82.3 港幣				
第一資本目標價	115.5 港幣				
上檔空間	40.30%				

資料來源：Bloomberg

表 4：東風集團（489 HK）未來 3 年營運狀況預估

單位：億人民幣	2013	2014	2015	2016	2017
營收	1432	1594	1741	1772	1861
淨利	99	108	121	127	135
EPS	1.13	1.26	1.4	1.48	1.56
2/13 股價	11.23 港幣				
第一資本目標價	16.29 港幣				
上檔空間	43.9%				

資料來源：Bloomberg

新興市場多事之秋，但買點浮現

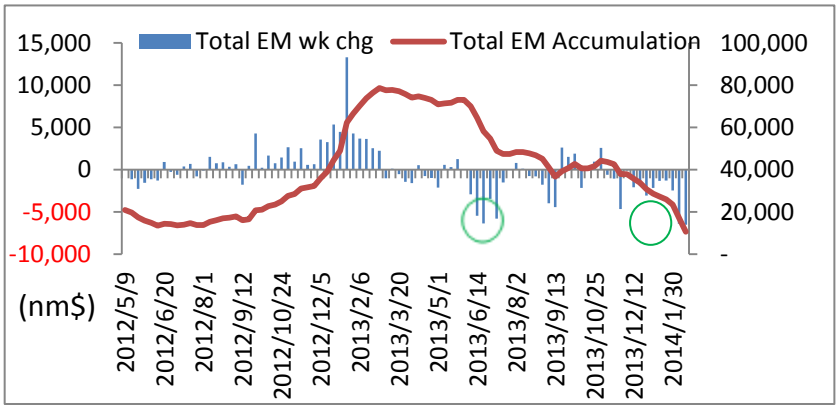
一、新興市場多事之秋的 2014 年

邁入 2014 年以來，新興市場可謂多事之秋。首先是阿根廷的貨幣危機，為阻止資金的外逃，1/22 阿根廷當局宣布國人每年只能海外購物 2 次，結果引發阿根廷披索開始大幅貶值，1/23 披索更是重貶 14%，1/24 一美元可兌換 8.01 披索，披索創下歷史新低水位，引發市場資金撤出新興市場疑慮，帶動全球股市走跌。

無獨有偶，1/28-29 利率決策會議後，聯準會再度宣布第二輪 QE 縮減計畫。自 2 月開始，每月購債規模將從現行的 750 億美元縮減 100 億美元至 650 億美元。消息公布後，金融市場再度大幅震盪，同時資金加速從新興市場撤出。截至 2/6，新興市場已連續兩周大幅流出 64 億美元，遠高於近期單周平均流出 18 億美元(見圖 1)，並超過 2013 年 5 月 Fed 宣布考慮退出 QE 所流出的單周紀錄 63.7 億美元。

阿根廷事件、QE 縮減，加速資金流出新興市場

圖 1：新興市場資金流向



資料來源：Bloomberg、第一資本整理

而摩根士丹利更是把南非、印度、巴西、印尼和土耳等統稱為「脆弱五國」(fragile five)。由於這些國家都有財政和經常賬赤字、增長率下跌及通脹過高的現象，因此當資金撤離時，該國將承受更大的風險。諸多跡象顯示，新興市場處在一個非常嚴峻的環境。但也有不少證據逐漸顯示，市場有過度看空新興市場的跡象，新興市場正醞釀出一股反彈的契機。

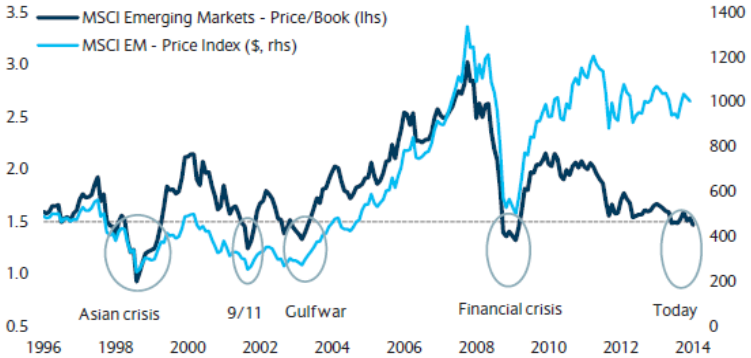
二、投資亮點

（一）新興市場已有過度超賣現象

新興市場受到這波衝擊影響，股市已大幅走弱，甚至有過度超賣的現象，因為根據巴克萊(2/11)的統計，目前整體新興市場的本益比已逼近 2009 年金融風暴的水位 1.5，而歷史經驗也顯示，本益比來到新低水位後，都會醞釀一波反彈。

新興市場本益比下降至金融風暴以來的新低，醞釀一波反彈

圖 2:新興市場本益比



資料來源：巴克萊、第一資本整理

（二）新興市場體質較以前來的強建

高盛(2/11)已公開表示，美國縮減 QE 雖仍會導致資金流出新興市場，但相信不會構成重大危機，且預期新興市場經濟情況將較去年情況改善，且相較 1998 亞洲金融危機， 新興市場更能抵禦撤資金撤離的問題。

第一資本也進一步從新興市場的基本面來觀察(見表 1)。首先從政府負債/GDP 來看，目前債務比偏高的國家僅有印度、巴西與委內瑞拉。

以印度而言，目前負債比雖相對較高；但跟過去相比，負債比仍舊持續改善，且其貿易收支與外匯存底亦持續在上升，因此預期印度能夠抵禦市場的波動；此外，印度目前也加速金融改革，獲得市場的青睞，資金仍持續流入。以巴西而言，負債比與貿易收支也持續在改善，而外匯存底的惡化是目前較須關注的現象，但亦無須過度擔憂。最後，對於委內瑞拉而言，雖三大指標都呈現惡化現象，但該國具有龐大的石油資源，且政府具有絕對的統治權，不易受到市場波動影響。

多數新興市場國家體質仍持續在改善

表 1:新興市場體質健診

	政府負債/GDP比	走勢	貿易收支(百萬美元)	走勢	外匯存底(億美元)	走勢
阿根廷	43.20%	↓	272	↓	295	↓
印尼	25.00%	↓	776	↑	993	↑
俄羅斯	9.60%	↓	16550	↑	5095	↑
印度	67.50%	↓	-10140	↑	2863	↑
南非	40.00%	↑	770	↑	420	↑
墨西哥	42.30%	↓	339	↑	1765	↑
巴西	65.10%	↓	2653	↑	3588	↓
智利	11.20%	↑	145	↓	410	↑
土耳其	36.00%	↓	-7151	↑	1497	↑
委內瑞拉	49%	↑	-5038	↓	214	↓

紅色箭頭表示偏負面，可多加留意

資料來源：Bloomberg、第一資本整理

（三）印尼有望從谷底走出

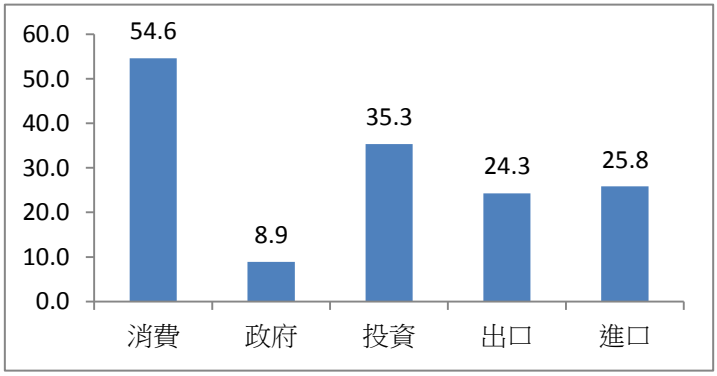
面對新興市場的紛紛擾擾，第一資本相信印尼仍具有潛在的投資亮點，投資人可多加留意。

1、印尼簡介

印尼 2012 年 GDP 規模為 8,949 億美元，位居世界第 16，其人口規模為 2.47 億人，更是高居世界 4 的國家。由於該國具有龐大與廉價的勞動力，且是個以內需為導向的國家，市場不易受到干擾(見圖 3)。此外，印尼具有豐富的天然資源，包括木材、橡膠、煤、大理石、錫、鎳、銅、鐵礬土等礦產，甚至蘊藏大量石油與天然氣，是亞洲唯一 OPEC 的成員國。

印尼是內需導向國家，不易受市場干擾

圖 3:印尼 GDP 成分比重



資料來源：亞洲開發銀行、第一資本整理

2、印尼經濟表現

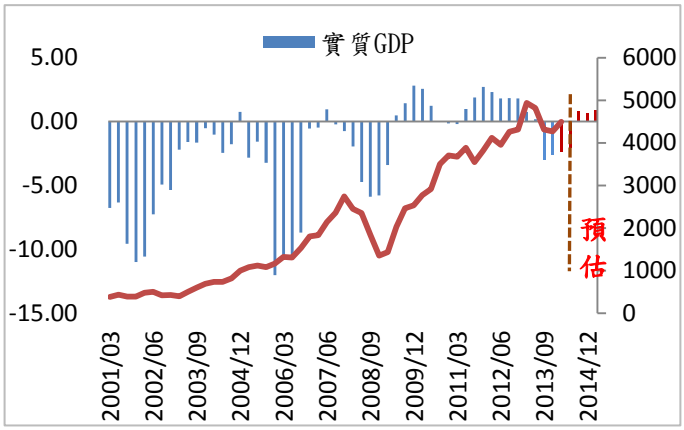
印尼去年第 4 季最新 GDP 成長率為 5.72%，高於前期 5.62%且優於市場預期。此外，面對近期通膨高

漲的問題也獲得改善，今年 1 月 CPI 已自前期的 8.34%下降至 8.22%，亦低於市場預期。

整體而言，隨著 GDP 逐漸增溫及通膨的改善下，印尼有望從谷底走出，第一資本預估，印尼景氣位置已落在好轉階段(見圖 4)

第一資本預估，印尼景氣位置已處在好轉階段

圖 4:印尼實質 GDP 成長率與股價走勢



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

三、投資策略

（一）短期投資策略

面對美聯準會持續縮減 QE，資金有從新興市場撤出的疑慮，但第一資本仍建議可佈局印尼市場。因為印尼是一個以內需為導向的國家，且具有龐大人口紅利與消費力，不易受資金撤離所干擾。此外，從印尼各產業成長狀況來看(見表 2)，主要產業仍維持穩定高速成長，包括運輸與通訊 10.46%、金融不動產 8.09%、營建 6.24%等。甚至，先前擔心出口下滑的問題，也隨著貨幣貶值而獲得大幅改善，印尼的貿易收支自去年 10 月開始也由負轉正(見圖 5)，因此市場預期印尼第 4 季經常帳餘額也將轉正。

印尼主要產業仍穩定高速成長

表 2:印尼各產業季度成長

Percentage Distribution of Gross Domestic Product at Current Market Prices By Industrial Origin, 2004-2013

		產值yoy										
Industrial Origin	GDP 比重	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q	2013Q2	2013Q3
1. Agriculture, Livestock,	14.44	3.83	4.08	3.10	2.32	4.27	3.96	5.30	1.98	3.61	3.20	3.02
2. Mining and Quarrying	11.78	4.06	1.11	0.59	-0.05	2.54	3.27	-0.27	0.48	-0.20	-1.19	1.62
3. Manufacturing Industry	23.94	5.02	6.16	6.91	6.41	5.48	5.25	5.93	6.24	5.89	5.84	4.89
4. Electricity, Gas & Water	0.79	4.33	3.92	5.24	5.76	5.68	6.49	6.11	7.25	6.55	6.60	4.01
5. Construction	10.45	5.22	7.26	6.26	7.76	7.21	7.32	7.65	7.79	7.00	6.88	6.24
6. Trade, Hotel & Restaurants	13.90	7.95	9.37	8.97	10.30	8.74	8.74	7.23	7.80	6.54	6.47	5.99
7. Transport and Communication	6.66	13.58	10.92	9.46	9.14	9.98	9.90	10.41	9.63	9.98	11.46	10.46
8. Finance, Real Estate and	7.26	7.02	6.70	6.91	6.75	6.36	7.08	7.45	7.66	8.35	8.07	8.09
9. Services	10.78	7.02	5.71	7.79	6.47	5.49	5.75	4.48	5.26	6.48	4.48	5.62
GDP	100.00	6.45	6.52	6.49	6.50	6.29	6.36	6.16	6.11	6.03	5.81	5.62

資料來源:印尼統計局、第一資本整理

受惠印尼盾貶值，印尼貿易收支已連續 3 個月為正

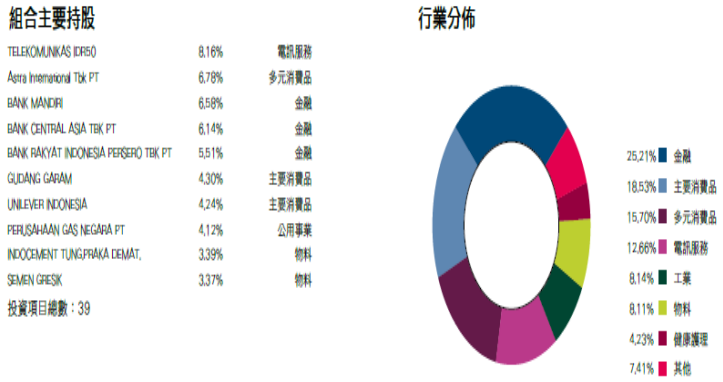
圖 5:印尼貿易收支走勢

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

因此，第一資本建議投資人可開始佈局印尼市場，投資標的為法巴印尼股票基金。該基金交由印尼當地的分析師和經理進行管理，目前依舊認為當地的經濟活動仍非常強勁，且增長潛力將在中產階層消費上升的帶動下，經濟仍將穩定增長，目前看好的產業為內需產業，包括電訊、金融、基建及運輸類股(見圖 5)。而基金經理人亦具有優異的選股能力，前 10 大持股過去一年的績效表現均優於基金(見圖 6，僅以前 5 大為例)。

法巴印尼基金看好本土內需產業，包括電訊、金融、基建及運輸類股

圖 5:法巴印尼股票基金主要投資標的與產業



組合主要持股

TELEKOMUNIKAS IDR50	8.16%	電訊服務
Astra International Tbk PT	6.78%	多元消費品
BANK MANDIRI	6.58%	金融
BANK CENTRAL ASIA TBK PT	6.14%	金融
BANK RAKYAT INDONESIA PERSERO TBK PT	5.51%	金融
GUDANG GARAM	4.30%	主要消費品
UNILEVER INDONESIA	4.24%	主要消費品
PERUSAHAAN GAS NEGARA PT	4.12%	公用事業
INDOCEMENT TUNGGPRAKA DEMAT,	3.39%	物料
SEMEN GRESIK	3.37%	物料

投資項目總數：39

資料來源:基金月報

基金經理人具有優異的選股能力

圖 6:法巴印尼基金前 5 大持股一年走勢

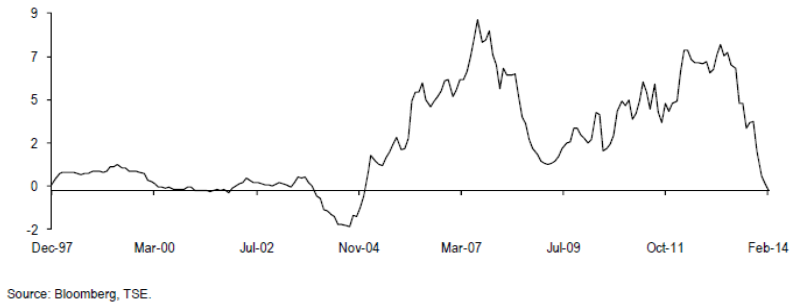
資料來源:Bloomberg、第一資本整理

（二）未來投資策略

另一個值得投資人特別關注市場為泰國，因為受到國內政治動盪問題影響，資金有加速從泰國流出的跡象(見圖 7)，目前泰國外國資金總水位已來到歷史相對低點。因此第一資本預期，一旦泰國動盪暫告緩解，將有利於股市大幅反彈。

泰國政治動盪加速資金流出，但醞釀反彈契機

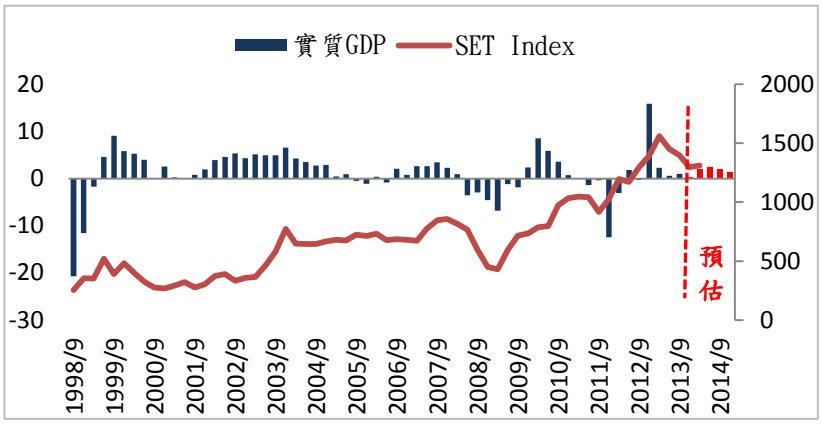
圖 7:泰國股市資金流向



資料來源:JP Morgan、第一資本整理

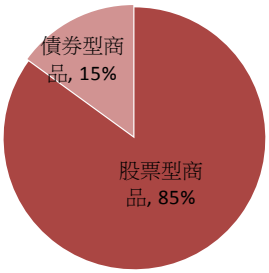
此外，從泰國基本面來看，受泰國政治動盪影響，預期去年Q4 GDP 成長率仍將從上期的 2.7%下滑至 2.1%。但在政治動盪結束後，市場預計今年Q1 GDP成長率有望大幅攀升至4%。因此，第一資本建議投資人未來可多加密切注意泰國的動向。

圖 8:泰國實質 GDP 成長率與股價走勢



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

First Capital Index(FCI)-201402



債券型商品

委內瑞拉國有石油

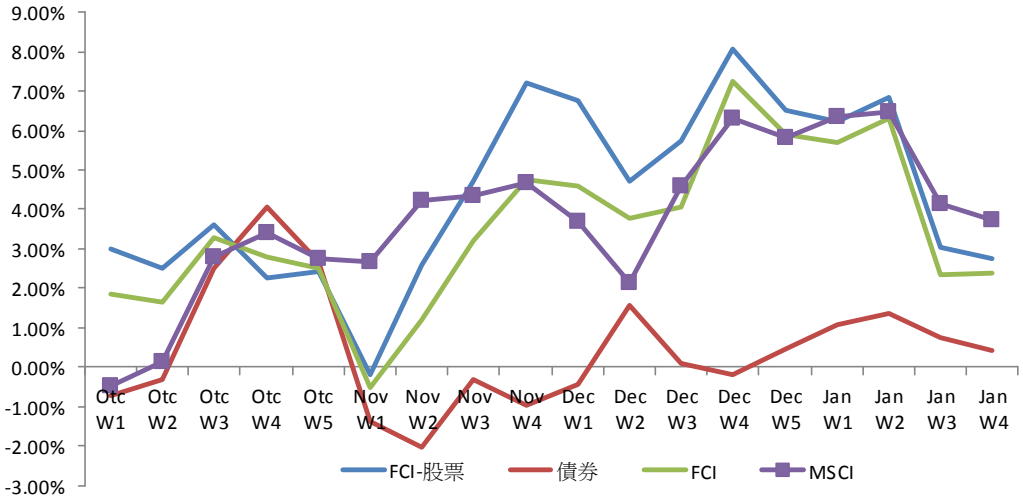
中國山水水泥集團

股票型商品	新興市場	20%
權重-區域別	中國	75%
	其他	25%
	其他	5%
	原物料	5%
	貨幣	95%
	成熟市場	75%
	美國	40%
	歐洲	40%
	日本	20%

指標績效

MSCI 世界指數

累積績效追蹤-20130930~20140207



研究領域	本月推薦標的	報酬率1/3~2/7	投資比重2/7	累積相對報酬
中國大陸香港	恒安國際	-3.74%	30%	-2.11%
	中國旺旺	-7.53%	15%	-5.90%
	東風集團	-5.32%	20%	-3.69%
	匯源果汁	-12.03%	15%	-10.41%
	騰訊	5.75%	10%	5.18%
	慧聰網	31.24%	10%	30.68%
	百度	2.50%		4.70%
	中國鐵建	-7.48%		-5.29%
美國	XLI US EQUITY	-2.26%	30%	-2.16%
	UUP US EQUITY	-0.41%	40%	-0.30%
	XLK US EQUITY	-1.82%	30%	-0.33%
	XLY US EQUITY	-1.88%		-3.27%
	KIE US EQUITY	-4.87%		-4.25%
日本東協拉美原物料	日本軟銀	-21.21%	5%	-18.47%
	日本雅虎	-1.89%	15%	0.85%
	MAXIS Nikkei 225 Index Fund	-4.79%	10%	-2.05%
	Dry ship	-14.46%	5%	-11.73%
	ProShares二倍做空澳幣	-6.27%	10%	-4.28%
	Proshares 二倍放空原油	-6.35%	35%	-4.37%
	菲律賓指數ETF	1.48%	20%	3.46%
	ProShares二倍做空日圓	-5.09%		-4.33%
	做多西德州原油	2.49%		3.25%
	2倍放空黃金	-5.43%		-4.67%
歐洲全球債市	iShares MSCI Germany ETF	-0.60%	30%	-0.20%
	先鋒富時歐洲ETF	0.21%	45%	0.61%
	中國山水水泥集團	0.06%	7%	0.01%
	委內瑞拉國有石油	0.70%	3%	1.10%
	Novo Nordisk A/S	11.28%	5%	11.22%
	英國聯合食品集團	3.75%	5%	3.70%
	Delhaize	-3.16%	5%	-3.22%
	ASOS	-8.91%		-8.46%
	恒大地產	0.18%		0.64%
	YOOX	-9.81%		-9.90%
	BBVA	-4.57%		-4.03%
	做空美國20年期公債價格	-2.02%		-2.77%
	雷諾汽車	-6.55%		-5.25%

*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	MSCI新興	美元指數
港股	費半	布蘭特原油	美國十年期公債殖利率
		黃金	
		CRB	
		LME	
		日經指數	
		東證指數	