

美盛西方資產 全球多重策略基金¹

美盛西方資產全球多重策略基金經理人艾得蒙茲 (Ian Edmonds) 和產品分析師史塔瑞 (Mike Story) 11月份電話會議記錄。

問：能不能先簡單敘述2008年的情況？

艾：2008年的環境，即使分散投資於全球債券或持有現金，也無法抵銷高收益公司債和新興市場等資產類別的損失。這也造成美盛西方資產全球多重策略基金在2008年首次出現年度負報酬。不過，今年我們很高興看到本基金的操作策略安然度過危機，未出現大幅波動。展望2010年，我們預期有些債券類別表現會落後大盤，但有些債券類別表現仍會為正報酬，尤其是信用導向的債券類別。因此就總報酬潛力而言，我們還是看好基金明年的成長潛力。

問：過去一年來，基金資產配置有無重大變更？

艾：過去一年來，我們所進行的重大變更之一為，隨著利差的縮減，降低機構房貸抵押債券 (MBS) 的持有比重。其他調整包含，增加政府債券的持有部位，但著重於例如波蘭等長天期的歐洲政府公債；並持續維持高投資比重於歐美高收益債券。今年投資等級公司債和去年一樣有利差擴大的現象，但相較於過去幾年，我們今年更重視投資等級公司債這個類別。

問：美盛西方資產全球多重策略基金目前的資產配置為何？

艾：基金在各主要資產類別的配置相當分散。舉例來說，基金有投資歐洲各國政府債券，也增加美國公債的配置，同時也佈局波蘭與巴西的債券。

基金在指數連結債券的部位主要係投資於美國抗通膨債券，但我們認為澳洲指數連結債券的投資價值很具吸引力，因此也已增加對其的投資。此外，隨著房貸收益率與利差持續縮減，我們也繼續降低在機構房貸抵押債券的暴險。在歐洲及英國地區的公司債配置則多為次順位金融債券，而次順位金融債券持續表現良好，也確實是近兩季基金績效的重要貢獻來源。

在新興市場方面，若將波蘭等邊緣市場納入計算，基金的新興市場部位將近21%。本季末時有部分現金流入，所以基金現在也持有一些現金部位。

至於存續期間方面，基金分散持有多種資產類別。對於擔心未來利率走向的投資人，從這個角度來看，投資組合的防禦性其實很高。

總之，目前基金組合的殖利率為接近7%，仍遠高於參考指標。整體存續期間則與參考指標一致，我們會持續尋找具備投資價值的領域。

問：請問你對目前各國央行政策的看法為何？

史：刺激性貨幣政策仍提供景氣復甦所需的有利支撐。最近我們看到英格蘭央行延長資產購買計畫的時間表，各國央行還是很重視經濟反彈力道能否持續，能否從2008年的谷底上揚，發展成正常的景氣循環，形成結構穩健的景氣擴張。我們預期低政策利率仍將維持一段時間。美國聯準會持續購買房貸抵押債券，提供政策支撐，但同時也開始縮減每週的購買量。整體而言，我們認為現在討論央行會不會移除刺激性的貨幣政策還言之過早。預期各國央行仍會致力於確保景氣可維持穩健的反彈。

問：你認為股市、高收益債券、新興市場債券及商品的整體長期表現將會為何？

史：我認為值得一提的是，先前由於投資人賣出資產變現，造成市場全面性下跌，而隨後市場所出現的反彈也是全面性的。展望未來，我們持續認為現金會重新流入具備獲利潛力的高風險資產類別。第二點值得注意的是新興市場的強韌性。新興市場是最後下跌的市場，在2008年9月以前的價格都還算持穩，在金融危機的衝擊下才下挫，但也是後來率先反彈的市場。新興市場表現非常出色，我們持續認為新興市場是全球經濟成長的重要動力，必須確保我們的投資組合中有一定比例的配置。

另外，觀察全球經濟的總體經濟運作也很重要。這一直是我們的重要研究主題，也是影響我們投資決策的重要因素。隨著全球經濟成長動力從已開發國家轉向新興市場，權力遞轉，我們也意識到已開發國家與新興市場間的經濟成長落差。值得注意的是，在所有經濟成長是否脫鉤的討論過程中，不管新興市場經濟成長有沒有和已開發國家脫鉤，兩者之間的長期脫鉤趨勢早已發生。譬如中國和印度的經濟成長率在2004、2005及2006年比歐美及日本等國的經濟成長高出約5%。即使是在金融危機最嚴重時，也依然保持這樣的水準。隨著全球貿易恢復生氣，經濟情勢恢復正常，兩者間依然保持一定的成長落差，甚至有可能進一步擴大。這證明新興市場成長展望樂觀，也影響我們對新興市場的投資決策。

問：對利率展望的看法為何？

艾：目前市場預期在2010年底至2011年初之間將會升息。政府公債殖利率曲線也反應出利率上揚的預期，在第四季中殖利率曲線斜率增加。基金投資組合部位的配置落在曲線後端。只要沒有通膨的問題，我們應該會繼續保持這樣的配置。

¹ 2009年11月16日之前，美盛西方資產全球多重策略基金原名稱為西方資產全球多重策略基金。

問：你對基金投資的各個債券類別採取哪些不同的作法？

艾：由於機構房貸抵押債券與國庫券利差已大幅縮小，而且美國聯準會與財政部的購買計畫也可能在未來幾個月逐漸減少，因此我們將持續減少在機構房貸抵押債券的配置，未來也計畫繼續降低比例。

在公司債方面，所有主要公司債都反彈上揚，今年反彈的幅度相當大，而且反彈速度也比多數人預期的還快。儘管如此，你可以看到利差已回到上一波信用循環高峰期的水準。如果你認為經濟成長會持續緩慢復甦、資產負債表會逐漸修復、資本市場會恢復正常運作、企業可以再度取得融資，那麼就可以預期利差將會在未來幾年逐漸縮減。因此，儘管今年漲幅相當可觀，公司債仍有進一步上漲的潛力。

九月底時，投資等級公司債價格所反應的累積違約率超過15%，遠高於1930年代的水準。我們預期未來實際發生的違約率不會這麼高，我想這一點現在大部分人都會認同。我們認為這表示公司債市場還有一些流動性溢價的空間。利差仍然很大，但已不像之前那麼大。不過，若比較公司債收益率與政府公債收益率，公司債仍然非常具吸引力，尤其是和上一波信用循環相比。因此我們認為應該繼續投資公司債市場。

次順位金融債券是之前波動性最高的債券類別。這個類別今年以來反彈強勁，雖然第一季表現並不理想；但我們認為銀行會持續強化資產負債表，盡其所能的增資。最近這一季已有銀行又開始發行第一類資本證券，這一點非常非常令人振奮。就基金目前持有的次順位金融債券而言，只要我們認為相對價值依然良好者，我們就會繼續持有。

高收益債券今年也一樣有優異的表現，至九月底為止上漲將近50%。目前違約率位於12-15%的高點，但市場參與者和發行機構似乎都預期違約率會在2010年下滑至介於5%至10%之間的個位數。如果真是如此，再參照目前的利差水準，會發現高收益公司債情況與投資等級公司債類似，也跟2002及2003年的信用週期十分相似。當時高收益公司債利差隨著違約率的下滑而逐步縮減，使得高收益公司債在2003年後交出高個位數的年報酬率表現。我認為未來幾年高收益公司債有可能出現類似的走勢。

至於高收益債到期的問題，已經有企業開始計畫未來，在分析過資產負債表後表示：我們有很多債券會在2012年到期，我不想等到那個時候再處理，我要先去找銀行和債券持有人談談，看我們能不能現在就交換，並延長融資期間，這樣我們就不會和其他公司一樣，要在同一個時間處理再融資的問題。對基金而言，這是個提高信用品質的機會，增加基金所持有資產的安全性。

至於高收益債券的違約率問題，我們位於加州帕薩迪娜、倫敦和亞洲的分析師在信用研究上投入許多心力，以確保我們所持有債券的違約率低於市場平均違約率。而這也是我們從高收益債券市場提高報酬率的關鍵要素。

問：請說明為什麼對新興市場的展望如此樂觀？

史：我們對新興市場的長期展望相當樂觀是基於印度與中國等新興市場和七大工業國的經濟成長率差距，雖然目前我們對已開發國家公司債的持有比重還是比新興市場公司債高。儘管如此，由於新興市場基本面非常強勁，我們也會隨著情勢改變而開始調整部位配置。如果你看各種不同信用品質的債券就會發現，新興市場公司債與新興市場主權債之間的利差逐漸擴大。我們認為這一方面反應出流動性的狀況，同時也反應出市場偏好繼續持有安全性較高的主權債。在新興市場方面，個別債券的挑選越來越重要，我們持續把焦點放在新發行的公司債上。公司債佔整體新興市場債市的比重也越來越高。

問：對以當地貨幣計價的新興市場當地債看法又是如何呢？

史：以當地貨幣計價的新興市場當地債非常重要。我們會持續關注這一個類別的發展，但在波動性進一步下降之前，我們先減少對新興市場當地債的配置，希望等到全球經濟成長更正常之後，才會再進入這個市場。目前所有新興市場貨幣中，我們僅持有小部分的巴西里拉。

整體而言，新興市場的降息循環已經結束，當然也有少數例外者如土耳其。而以巴西為例，經濟成長非常強勁，通膨也朝向央行所訂定的目標緩和增溫，但目前仍處於舒適水準內。但是，若通膨上揚，市場也會開始將升息預期反應在價格上。

我們看到了新興市場景氣循環落入谷底，以及之後強勁反彈的過程。但反彈動能能否持續則決定於已開發經濟體的經濟成長力道。而這方面確實還有疑慮。因此我們仍抱持審慎樂觀的態度，也會等情勢變得更穩定之後，才會建立新的新興市場當地債部位。

問：請問對美盛西方資產全球多重策略基金未來十二個月的績效展望為何？

艾：未來十二個月的報酬率不太可能像今年一樣。假設景氣還不錯，信用利差持續恢復正常，明年就很可能出現中高個位數的報酬率。如果景氣下滑，信用重新定價，那就必須特別注意，不過，這並不是我們所預測的基準情境。同樣的，如果有人擔心存續期間的問題，而且景氣也恢復快速成長，那麼利率和殖利率就會面臨上揚的壓力。不過這檔基金非常多元而分散的投資於多種債券，例如基金就擁有很多的新興市場債、歐洲投資等級債券和高收益債。此外，投資組合中的抗通膨債券也有實質收益率的貢獻。總而言之，我還是看好基金明年的成長潛力。

資料來源：西方資產管理。本觀點為西方資產管理於本文日期之評論，且將隨市場或其他情況而隨時改變，西方資產管理得隨時更新其觀點。本報告不得視為投資的建議，投資人需根據許多事實依據而為投資決定之考量，本報告不得視為投資交易指示之依據。本報告所提供之資訊不得視為對於證券買賣之建議。

重要資料

本報告由美盛證券投資顧問股份有限公司提供。此報告僅供參考，並非為投資人提供投資建議。所有圖表、數據、意見、預測與其他資料為刊載日期的判斷，並可作修改而不會預先通知。本文件的提供並非為基金申購之邀約或為促銷特定境外基金之目的，投資人若打算投資於境外基金的任何單位或股份，請詳閱境外基金的最新公開說明書及投資人須知。本文件提及的境外基金，經行政院金融監督管理委員會核准（或同意生效）在國內募集及銷售，惟不表示絕無風險。基金經理公司與／或投資經理人（視基金型態而定）以往之經理績效不保證基金之最低投資收益。投資本身就具有風險。基金經理公司與／或投資經理人（視基金型態而定）除盡善良管理人之注意義務外，不負責基金之盈虧，亦不保證基金之績效或最低之收益，投資人申購前應詳閱並瞭解基金的公開說明書及投資人須知。有關基金應負擔之費用（含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。除台灣以外，某些地區可能限制本文件的分派。任何擁有本文件的人，請自行詢問及遵守有關的限制（如有）。

美盛證券投資顧問股份有限公司

地址：台北市110信義路五段7號台北101大樓55樓之一

電話：02-8722 1666

營業執照字號：(98)金管投顧新字第001號

美盛證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理