

## 認清現實



### 重點摘要

- 受到市場先後對於希臘與義大利等歐元區債務疑慮的拖累，10月的市場反彈隨即在11月消失無蹤。
- 經理人認為歐元區各國領袖勢必得面對他們延宕多年的艱困決定。
- 由於經理人對歐洲成長前景並不樂觀，且預期歐洲央行將被迫進一步降息，因此增加了德國公債的存續期間。
- 持續大幅減碼歐元，偏好美元與加幣。

請參閱末頁的重要資訊。

# 1211

百駿財務管理 • 布蘭迪全球投資管理 • 凱利顧問 • Esemplia • Global Currents  
美盛資金管理 • 美盛香港資產管理 • 博茂資產管理 • 銳思投資 • 西方資產管理

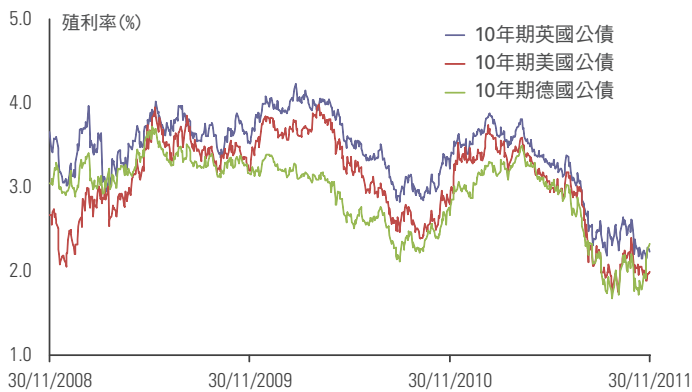
## 市場回顧

在希臘總理巴本德里歐（George Papandreou）威脅要對歐盟紓困案進行公投之後，投資人懷疑歐洲各國決策者是否擁有控制局面以避免危機進一步擴散所需的工具，也不確定他們是否有決心面對之前拖延多年懸而未決的困難決定。歐洲債務危機變本加厲，讓投資人逐漸忽略了希臘的發展，畢竟相對於整體歐元區的GDP而言，希臘未償還債務的規模相對較小。但是希臘總理巴本德里歐竟把歐洲各國首長在10月份協調出的紓困計畫付諸公投，讓德國與法國領袖感到此舉大為過份而提出抗議，公投提議也因此很快就取消了。接下來發生一連串事情，包括巴本德里歐請辭下台，希臘由前歐洲央行副總裁帕帕德莫斯（Lucas Papademos）所帶領的新技術幕僚團隊成立新政府。義大利自大戰後在任最久的總理貝魯斯柯尼下台後，也由蒙提（Mario Monti）所領導的技術幕僚建立了新政府。新的義大利政府將致力於推動進一步的財務擰節措施以及實施困難的結構性改革方案，如果義大利要向市場證明其沒有償債能力的問題，這兩件事情都極為重要。投資人賣出高風險資產，轉而重視流動性和安全性，因為他們面對的是一年前還無法想像的問題：那就是歐元在目前的狀況下還能存活多久呢？

歐洲經濟數據大幅惡化，大部分專家都預測未來幾季可能會出現微幅的經濟衰退。經濟成長急遽趨緩，即使在德國，就業市場也出現了停滯，失業率也出現兩年來首度上升的現象。歐洲央行的回應措施是調降利率一碼，並暗示在未來可能會持續降息。經理人認為歐洲央行拒絕考慮擴大發揮其最終貸款人角色意味著，歐洲央行或許會在貨幣政策著墨更多，也許在年底前應該要再進一步降息。在流動性方面，歐洲央行持續扮演重要的角色，執行大規模且重要的買回行動，並透過證券市場計畫（SMP）持續購買歐元區週邊國家債券。目前證券市場計畫已經購買了高於2,000億歐元的週邊國家主權債，經理人預期這個數字將會持續增加。

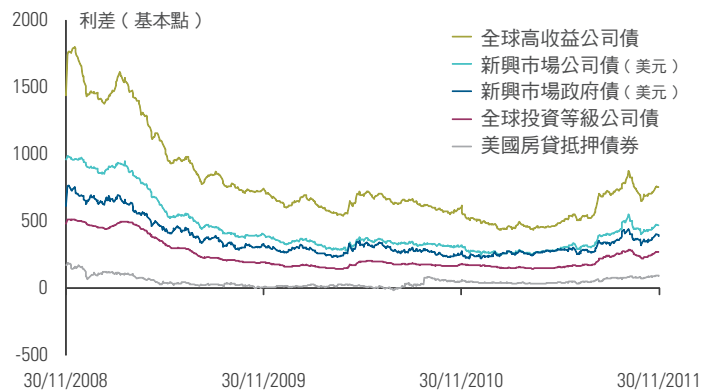
歐洲以外地區的經濟狀況普遍較佳，在聯準會持續著重於經濟成長的前提下，美國看起來可望在未來幾季持續以溫和的速度成長，部分聯準會官員最近更強調在政策方面必須多提供市場所需支撐的必要性。在英國，英格蘭央行也表示將持續進行資產購買計畫，或許還會進一步擴張該計畫規模以刺激疲弱的經濟表現。所以，雖然經理人認為歐洲經濟在2012年充其量只能微幅成長，但是美國的經濟數據卻持續帶來意外的驚喜，更重要的是，全球各大央行也持續提供大量的貨幣支援。

圖一：政府債券殖利率



資料來源：彭博，截至2011年11月30日。

圖二：各類別利差



資料來源：彭博，截至2011年11月30日。

## 前景展望

經理人認為歐元區各國領袖勢必得面對他們延宕多年的艱困決定。在這個問題上，義大利或西班牙不太可能靠一己之力逆轉自今年夏初以來的惡性循環。意即，積極的財政擰節措施會進一步減緩經濟成長，並推升風險溢酬。相反地，較寬鬆的財政政策則會造成和以往相同的效應，讓義大利債務問題進一步惡化。不論如何，除非全歐洲達成採取制度性解決方案的協議，否則義大利的借貸成本將不會從目前岌岌可危的水準下降。這樣的解決方案可能包括歐洲央行、歐洲金融穩定機制（EFSF）或國際貨幣基金進一步的干預行動。

經理人指出目前很難預料解決方案內容為何，或這個解決方案何時會實施，或甚至是否會實施。因此經理人仍保持審慎的態度，儘管風險資產的風險溢酬大幅攀升，也不會貿然增加風險部位。目前信用債券市場流動性依然欠佳，因此經理人也持續嘗試使用其他策略，透過貨幣、存續期間或殖利率曲線部位來降低投資組合風險，經理人主要目標是要追求全球投資組合擁有平衡的風險水準。由於經理人對歐洲成長前景並不樂觀，且預期歐洲央行將被迫進一步降息，因此增加了德國公債的存續期間。在經理人加碼投資等級債券時，這樣的做法有助於達

到多元化效益，因為德國債券在市場追逐高品質資產時通常會呈現上漲。同理，經理人也維持大幅減碼歐元，偏好美元、加幣以及其他淨儲蓄國貨幣，不過這個策略的部分效益卻被波蘭幣、墨西哥幣和巴西幣部位近期表現不佳的影響所抵銷，這些幣別的短期表現易受全球風險規避氣氛影響，但長期基本面展望依然不錯。

為了達到投資組合的平衡，經理人聚焦於特定的金融發行機構，主要是那些總部設於美國、在加強核心一級資本適足率方面有顯著進展，並對歐元區週邊國家投資部位較少的銀行。經理人佈局特定金融機構債券的決定不只是受到目前價格偏低（利差明顯偏高）的影響，更重要的是因為經理人評估，金融

產業的發展可望受惠於持續去槓桿化和法規監督更加強化的趨勢。此外，經理人持續對工業與公用事業抱持中立的態度，而維持減碼機構房貸抵押債券。同時，經理人認為高收益債券的價格非常具吸引力，因為目前價格反映的經濟展望預期比經理人所設定的基本假設情境還差得多。經理人目前只小幅配置高收益債券，主要集中於非景氣循環性的產業。

綜而言之，經理人將持續調整投資組合，以期在風險下降、部分偏高的風險溢酬開始下降時能夠獲益。但經理人也體認到市場不確定性仍可能持續一段時間，因此經理人也將著重於以控制投資組合波動性為目標的因應策略。

債券市場總報酬		1個月期	12個月期
歐洲：政府公債（歐元）	BarCap Euro-Agg Treasury Index	-2.4	-1.1
歐洲：公司債（歐元）	BarCap Euro-Agg Corporate Index	-3.1	-1.3
歐洲：高收益債（歐元）	BarCap Pan-European High Yield (Euro) Index	-5.6	-4.3
英國：政府公債（英鎊）	BarCap Sterling Gilts Index	2.2	14.5
英國：公司債（英鎊）	BarCap Sterling Corporate Index	-2.1	4.1
英國：高收益債（英鎊）	BarCap Pan-European High Yield (Sterling) Index	-3.1	-1.6
美國：政府公債（美元）	BarCap U.S. Agg Treasury Index	0.8	6.8
美國：美國房貸抵押債券（美元）	BarCap U.S. Agg MBS Index	0.2	4.9
美國：公司債（美元）	BarCap U.S. Agg Corporate Index	-2.0	4.9
美國：高收益債（美元）	BarCap U.S. High Yield Index	-2.2	4.1
新興市場：外部政府債（美元）	JPMorgan EMBI+	-0.5	7.1
新興市場：外部公司債（美元）	JPMorgan CEMBI Broad Composite	-1.6	2.2
新興市場：當地政府債（美元）	JPMorgan GBI-EM Global Div Comp Unh USD	-3.4	2.8

資料來源：彭博，截至2011年11月30日。

本報告包含來自各種可信任的資料來源但不保證其時效性及正確性，且並非為所有可得資料的完整摘要或敘述，本資料僅提供與我們的投資人並且僅為資料參考之目的。沒有獲得我們的書面同意不可公開揭露或散佈。

本投資觀點為西方資產管理於本文日期之市場評論，市場評論將隨市場或其他情況而隨時改變而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，西方資產管理的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西方資產管理或其所屬企業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（營業執照字號：(98)金管投顧新字第001號；地址：台北市110信義路五段7號台北101大樓55樓之一；電話：(886) 2-8722-1666）。

資料來源為美盛集團。本文件提及的所有意見與預測為美盛報告刊載日期的判斷，並可作修改而不會預先通知。雖然資料來源的美盛認為相關資訊是可信賴的，但不保證其正確性與資訊可能不完整或壓縮的。投資本身就具有風險，包含損失本金的可能性。以往的績效不保證基金之最低投資收益。

本文件僅供參考，並非對台灣公眾為基金申購之邀約或為促銷特定基金之目的。美盛、其高級職員或員工不負責任何因使用本文件或其內容而引起的損失。本文件不可以在沒有取得美盛書面同意而複印、分送或發行。

美盛證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理