

貝萊德短觀

“去槓桿”對投資 GEM 的啓示

2009年10月

僅供法人機構及專業財務顧問使用

BLACKROCK

貝萊德

定量寬鬆奏效，景氣回溫超出預期

在全球央行大幅降息及美國聯準會進行定量寬鬆政策後，全球經濟狀況止跌回升，不致重演美國30年代的經濟大蕭條。短期而言，歐美仍面臨通縮的威脅，歐美央行尚無退場的計劃，但景氣回溫的速度，則較市場的預期更為迅速。主要的原因，仍在於各國政府與央行史無前例的聯手出擊，推出一連串刺激景氣與擴張內需的方案，並提供低利的環境支撐需求。

資產價格反彈，股市並未超漲

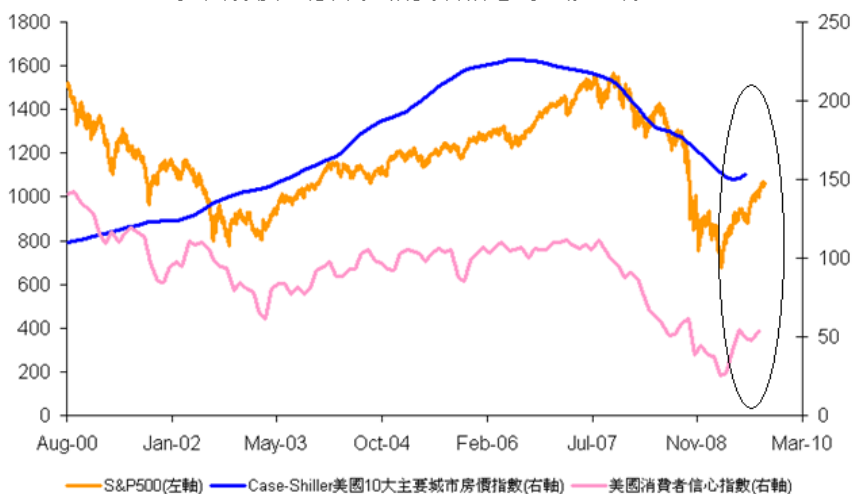
全球的低利環境可降低企業的負債與利息支出，有助企業改善其獲利能力。此外，各項實質與金融資產的價格也在寬鬆的貨幣環境下，價格逐步獲得支撐(下圖)，間接改善金融機構的資產品質與獲利能力，並提升銀行放貸的意願。而房價與股市的止穩，也連帶使得消費者信心逐步回升，消費意願提高，企業獲利則更有進一步成長的空間。

因此，原先可能因資產價格緊縮而引發的“資產跌價 -> 財富縮水 -> 消費緊縮 -> 需求下滑 -> 企業裁員 -> 消費更緊縮”惡性循環獲得破除，逐步出現“資產價穩 -> 財富回升 -> 消費復甦 -> 需求成長 -> 企業僱回已裁撤職員 -> 所得增加 -> 消費持續回復”的正向循環。而企業的營運成本，在過去幾季的裁員與降低資本支出後，在需求初步回升的現階段，反而更容易出現高營收加上低成本的高槓桿效應，獲利能力可能更甚已往，股市反而出現低估的可能。

請問下列何者的組合，均曾經於過去十年中，名列新興市場單年度表現最佳的國家？

(A) 摩洛哥 秘魯	(B) 中國 埃及
(C) 哥倫比亞 泰國	(D) 以上皆是

美國房價、股市與消費者信心均止跌回穩



Source: Bloomberg, 09/28/09

貝萊德短觀

“去槓桿”對投資 GEM 的啓示

2009年10月

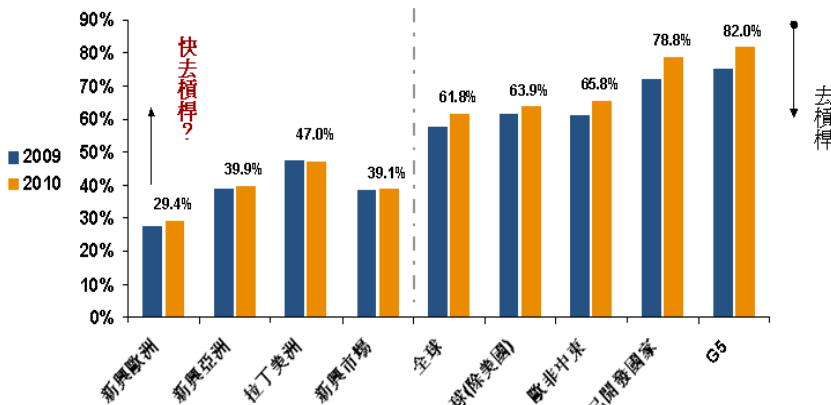
僅供法人機構及專業財務顧問使用

BLACKROCK
貝萊德

二次衰退的風險如何因應？

雖然貝萊德認為明年出現二次衰退的可能性偏低，但仍不能排除此一可能性。因此，依照目前各國政府的財政支出狀況(如下圖)，若出現二次衰退的風險，整體負債較低的新興市場國家(如中國)仍應有餘力進行第二次經濟刺激方案，而整體新興市場在經濟成長力道已相對成熟國家更為強勁的情況下，推出另一波的刺激方案，應能有效達到刺激景氣的功能。

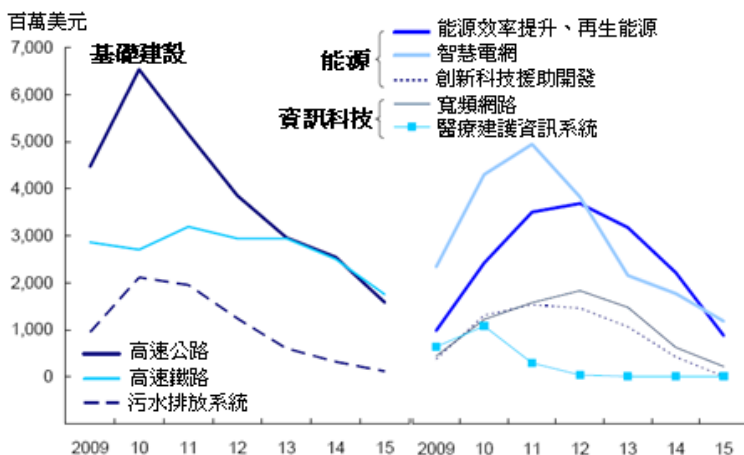
全球各區域整體負債佔GDP比重(%)



Source: Banc of America Securities-Merrill Lynch Research, 08/06/09

此外，以美國為例，若追蹤其經濟刺激方案目前實質支出的金額，截至09年8月份，已支出金額佔整體計劃仍未達20%，而主要的基础建設、能源與科技等相關支出，明後年才將達到高峰。在支出未達20%的情況下，目前景氣已止穩回升，展望2010年之後，美國經濟狀況應可在政府支出持續提高的情況下，獲得更進一步的支撐力道。

美國復甦暨再投資法案各項建設進度時程



Source: MWS, from US Senate and CBO data, 09/09/2009

新興市場單年度最佳表現指數

YTD*	印度尼西亞, 93.6%
2008	摩洛哥, -10.9%
2007	秘魯, 94.7%
2006	中國, 82.9%
2005	埃及, 161.6%
2004	哥倫比亞, 133.0%
2003	泰國, 144.6%
2002	捷克共和國, 44.2%
2001	俄羅斯, 55.9%
2000	以色列, 27.8%
1999	土耳其, 252.4%
1998	韓國, 141.2%

Source: Lipper, USD. *截至8/31/2009. 以上各國指數為MSCI單一國家指數。

貝萊德短觀

“去槓桿”對投資 GEM 的啓示

2009年10月

僅供法人機構及專業財務顧問使用

BLACKROCK

貝萊德

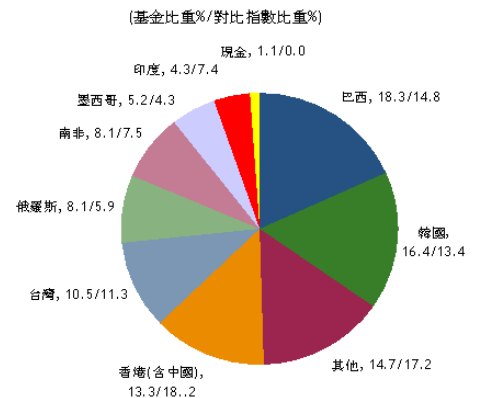
新興市場通膨，引發吸金效應？

由於美國失業率仍高，觀察以往美國經濟衰退及聯準會升息的時間點，在美國失業率尚未觸頂反轉前，聯準會通常不會進行升息的動作。而根據目前市場預估，美國的失業率最快可能於2010年上半年觸頂，按照過去經驗，聯準會短期應無升息及大幅緊縮貨幣發行量的計劃，須等到就業市場回穩且升息不至於扼殺消費動能的前提下，降低超額貨幣供給才將成爲選項。

在前述的情況之下，超額供給的美元將造成部分以出口爲導向的新興市場國家(尤其以亞洲居多)，在維持出口競爭力的考量下，貨幣升值的幅度將相對受限，但在經濟狀況較佳且企業獲利快速回升的情況下，資金將持續流入此類新興市場國家的股市或房市，使得資產價格膨脹的速度加快。雖然資產價格膨脹的效應在新興市場的通膨數據上不易呈現(食物與能源佔大宗)，但若考量此一因素，仍將使得升息的壓力提高，一旦升息機率與預期上升，更將加速資金的流入，推高此類新興市場的股市與房價。

以印度爲例，雖然出口並非印度經濟成長的主力，但以過去的情況觀察(如下圖)，一旦進入升息循環，印度的股市與貨幣均隨之走強，因此，在美元超額供給尚未結束之前，現階段新興市場較高的經濟成長將使其資產相對具吸引力，並在可能提前升息的情況下，資產價格將更進一步獲得推升。

貝萊德新興市場基金國家配置比重(%)



Source: BlackRock, 爲實際基金持有部位, 資料截至2009年8月31日

印度股市、貨幣與利率走勢



Source: Bloomberg, 09/28/09

貝萊德短觀

“去槓桿”對投資 GEM 的啓示

2009年10月

僅供法人機構及專業財務顧問使用

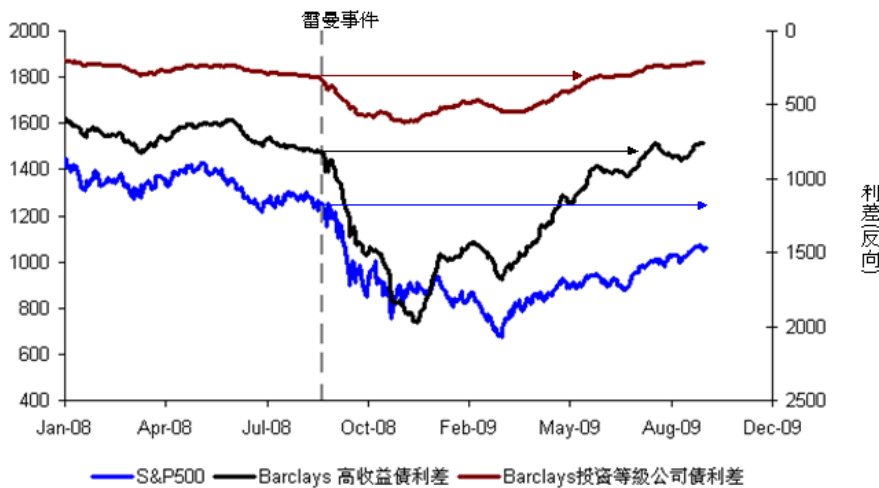
BLACKROCK
貝萊德

現階段的投資策略

— 向新興市場的“去槓桿”說 “Yes”

目前市場的風險偏好雖較年初時為高，但仍偏好較安全的債券型資產，由下圖觀察可知，投資等級的公司債利差，目前已低於雷曼事件前的水準，而風險較高的高收益債，利差也已回到當時的狀態，反觀股票市場(S&P500)，離當時的價格則仍有一段距離，顯示市場對企業的償債能力已逐步回復信心，但對企業的獲利能力仍有疑慮。

美國股市與債市走勢比較



但展望未來，經過約一年的休養生息，大部分企業的資產負債情況均持續獲得改善，景氣循環逐步由修補資產負債表(債信回升)進入獲利回復成長(EPS提升)的階段，建議投資人考量自身的風險屬性，逐步提高股票資產的配置，以參與企業的獲利成長，並選擇經濟成長較為強勢的新興市場作為核心的投資標的，擁抱“去槓桿”的消費者(增加消費)，遠離“去槓桿(降低消費)的區域，擁抱受益於大量印鈔的資產(如黃金與原物料)，遠離因大量印鈔而資產價值減損的資產(如美債)。

貝萊德證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。臺北市106敦化南路二段95號28樓。電話(02)23261600。(95)金管顧新字第(088)號。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。本文所提及之個股僅供說明之用，不代表任何金融商品之推介或建議。本境外基金經行政院金融監督管理委員會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。有關應負擔之費用(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。以上資料包含第三人提供或發行，僅供法人機構及專業財務顧問或收件人專用，非供一般投資大眾使用，未經同意不得複製、引用或轉寄。(BLK0910-387)