

前線直擊

貝萊德新興市場基金

2010年4月

本資料僅限專業銷售機構使用

BLACKROCK
貝萊德

俄羅斯熊從金融急凍後的冬眠甦醒

隨著新興市場終於重回投資雷達，我在過去數個月遇到一些來自歐洲與亞洲的投資人，他們很容易接受中國、印度與巴西等市場的投資優勢，但卻經常懷疑我們對俄羅斯作為投資目標的正面看法。

大多數投資人被詢問為何避開投資俄羅斯時，都會引述類似的理由，最常見的理由包括：經濟依賴石油、貪污程度、政治環境日趨獨裁。這些擔心雖然都有一部分為事實，但我想如果仔細檢視，就沒有乍看之下那麼令人卻步。

持續改善政府管理的原物料大國

石油與天然氣收入對於俄羅斯經濟的重要性很明顯。俄羅斯國內生產毛額（GDP）的三分之一來自這些商品，只要考慮到這個國家的豐富原物料，這一點就很合理了。不要忘了，俄羅斯擁有全球最大的石油與天然氣已知蘊藏量。

俄羅斯政府非常清楚，政府與民間的貪污橫行。總統麥德維德夫（Medvedev）在2008年上任時，強調要致力於肅清貪污。雖然這需要花時間，但最近確實朝這方向採取具體的步驟。今年2月國會通過一項改革警力的法案，一萬名警官與十六名高階警官最近因為貪污而遭開除。這是好的開始。

同樣值得注意的是，對於那些聲稱俄羅斯是獨裁政權的看法時，要考慮到俄羅斯民眾對執政黨（聯合俄羅斯黨）的支持度極高，大多數民調顯示，民眾對執政黨的滿意程度超過80%。



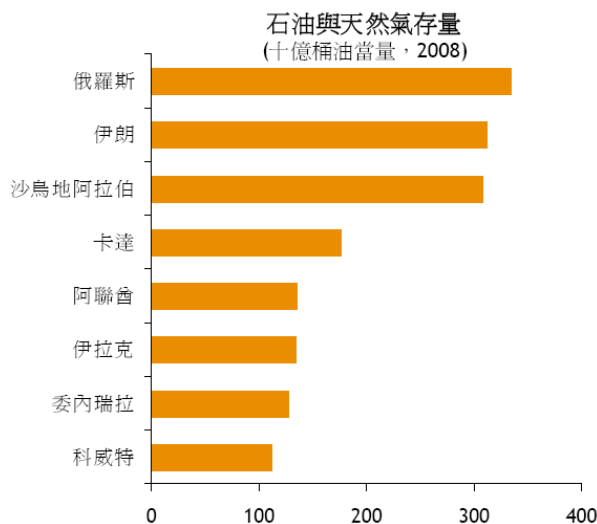
湯柏斯 (Dan Tubbs)

貝萊德董事暨新興市場團隊投資組合經理人，2007年加入貝萊德。

過去在德國的資產管理公司任職，曾經擔任亞洲新興市場基金的主管、經理人和投資分析師，於英國 Exeter 大學取得會計和歐洲研究雙學位。

石油與天然氣收入對於俄羅斯經濟具高度重要性。

俄羅斯國內生產毛額（GDP）的三分之一來自石油和天然氣等商品。



*Assuming 6,000 cubic feet of natural gas equals one barrel of oil equivalent
Sources: BP (BP Statistical report 2009 proved Russian oil reserves at 80bn bls.
Companies & other estimates put the number over 200bn bls.)

前線直擊

貝萊德新興市場基金

2010年4月

本資料僅限專業銷售機構使用

BLACKROCK
貝萊德

持續強勁的復甦力道引領經濟成長

2009年對俄羅斯顯然是糟糕的一年

俄羅斯經濟在2009年萎縮，GDP下滑7.9%，是全球受創最嚴重的新興市場之一。俄羅斯中央銀行爲了保護盧布的幣值，讓貨幣政策維持有效緊縮。

雖然政府迅速宣布踏實的刺激景氣方案，但需要時間才能讓效果擴及更廣的經濟層面。俄羅斯消費者仍記得十年前的危機，不太願意消費，零售銷售額大跌。

2010年則是完全不同的故事

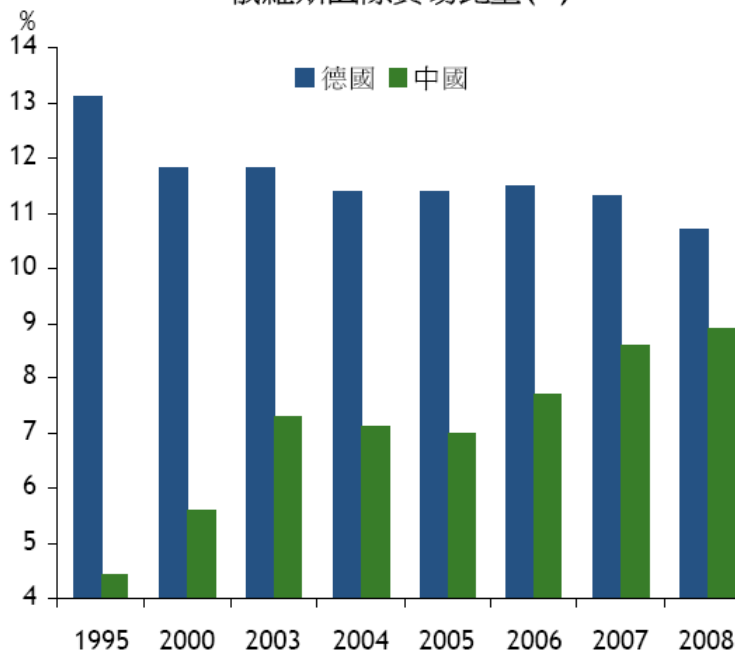
俄羅斯2010年的經濟成長率預估將超過4%，讓俄羅斯經濟在全球新興市場中有最明顯的逆轉，經濟從負值一躍而爲正值。

這部分是因爲俄羅斯央行去年所採取的有效行動，今年俄羅斯央行仍享有不小的政策彈性，足以讓全球其他的政策制定者羨慕不已。

許多國家正在採取緊縮措施時，俄羅斯是全球少數仍有降息空間的國家。通貨膨脹壓力微不足道，許多人預測，今年通膨率將降到空前的歷史低點。

雖然2009年對俄羅斯顯然是糟糕的一年，但2010年則是完全不同的故事，持續強勁的復甦力道帶動俄羅斯經濟快速成長。

俄羅斯國際貿易比重(%)



Source: Rosstat, December 2009

俄羅斯企業獲利出現強勁的實質成長

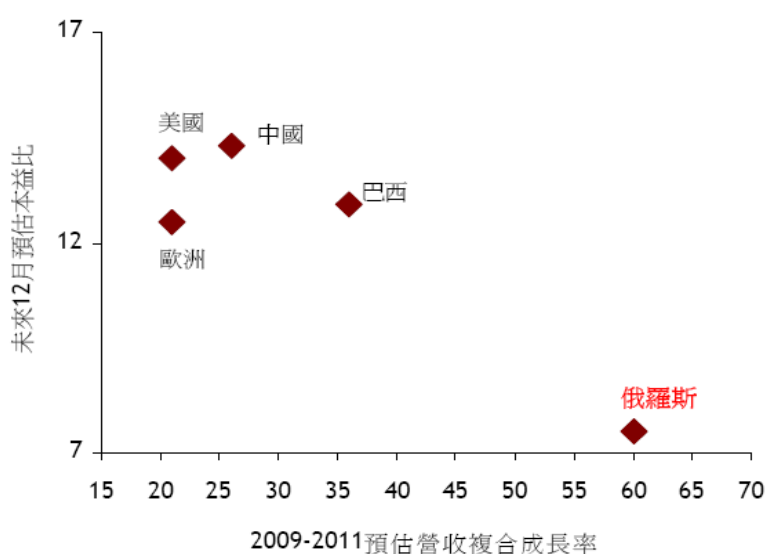
在邁入經濟危機時，俄羅斯的外匯存底達6,000億美元。財政優勢讓政府有空間去執行廣泛的刺激景氣方案，規模約當GDP的7%。即使在推出方案之後，俄羅斯仍然非常富有，外匯存底只略低於4.5億美元。

在強勁的經濟數據之後，俄羅斯企業預期會出現新興市場中最大的獲利上修，以及第二高的獲利成長率。我擴大觀察那些推動市場趨勢的範圍時，發現這個現象更為正面。

自從股市在2009年第一季觸底以來，價值股一直大幅領先。不過，從今年初以來，投資人的資金已輪轉到成長股，目前獲利上修最大的族群股價表現也最領先。

在強勁的經濟數據之後，俄羅斯企業預期會出現新興市場中最大的獲利上修幅度，以及第二高的獲利成長率。

預估本益比/營收複合成長率



Source: Goldman Sachs, BLACKROCK, February 2010

俄羅斯股市的價值面極具投資吸引力

俄羅斯股市擁有所有這些正面數據，為何評價表現不及其他新興市場？畢竟俄羅斯是2009年漲幅第二大的新興市場。

但是，俄羅斯的本益比只有7.9倍，比新興市場平均值足足低了40%。我認為這種折價現象並不合理，預期未來數個月的折價幅度會降低。

確實不是每個人都適合投資俄羅斯，就像投資在任何新興市場一樣，投資俄羅斯需要承受一定的風險。

前線直擊

貝萊德新興市場基金

2010年4月

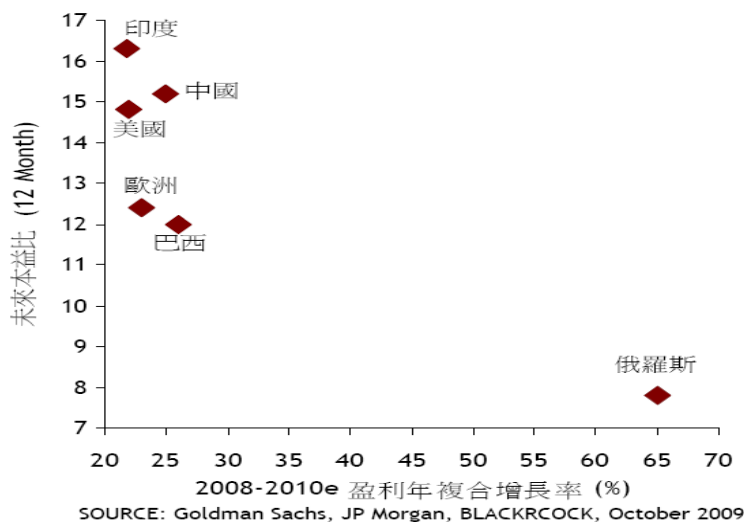
本資料僅限專業銷售機構使用

BLACKROCK

貝萊德

不過，我相信，排除俄羅斯而不予投資是非常短視的作法。身為專業投資人，我的工作的重要部分就是超越盛行的投資氣氛，就個別市場的投資吸引力來評估在投資組合的位置。俄羅斯雖然有許多市場所提到的種種缺點，但如果不是更多的話，同時也至少擁有一樣多的優勢。

價值面相對低估



俄羅斯的本益比只有7.9倍，比新興市場平均值足足低了40%。

我認為這種折價現象並不合理，預期未來數個月的折價幅度會降低。

貝萊德新興市場基金績效表現(%)美元計價

期間	3月	6月	1年	2年	3年	5年	10年
單筆	1.9	6.6	84.4	-5.5	12.2	99.9	98.87
定期定額	---	---	22.8	31.2	18.6	31.3	117.3

貝萊德新興歐洲基金績效表現(%)歐元計價

期間	3月	6月	1年	2年	3年	5年	10年
單筆	15.1	27.4	113.5	-11.3	-19.7	70.9	149.1
定期定額	---	---	41.3	41.5	19.8	17.2	113.4

資料來源：理柏資訊，統計至2010年3月31日止。1年之累積投資成果係假設自2009年3月31日至2010年3月31日止，以每月最後一個營業日為定期定額扣款日，以期末投資累積金額(含成本)除以全期投資成本計算而得之歷史報酬。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。

本資料僅供參考，本公司並不針對個人狀況提供投資建議，投資人如欲進行投資，應自行判斷投資標的及其投資風險，並承擔投資損益結果，不應將本資料引為投資之唯一依據。本文所提及之公司或基金之投資並不應該被視為買賣相同的建議，僅供說明之用。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。臺北市106敦化南路二段95號28樓。電話(02)23261600。(95)金管投顧新字第(088)號。貝萊德證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。投資新興市場可能比投資已開發國家有較大的價格波動及流動性較低的風險；其他風險可能包含必須承受較大的政治或經濟不穩定、匯率波動、不同法規結構及會計體系間的差異、因國家政策而限制機會及承受較大投資成本的風險。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。(BLK2010-141)