

市場讓你情緒起伏不定嗎？ 全方位投資團隊在波動中發掘價值

環球資產配置團隊 為您剖析最新形勢

市場大起大落，投資人無所適從。貝萊德環球資產配置團隊，能在不同資產類別及市場靈活操作，即使目前市場高度波動，也能從中發掘投資機會。

- ▶ 雖然已開發國家經濟成長放緩，但新興市場正支撐全球經濟。
- ▶ 一切都是關乎價格：與已開發國家的政府公債和現金相比，股票目前的價值面更具吸引力。
- ▶ 持有極具價值的高品質股票進行長期投資，投資人短期內可能得忍受波動之苦。
- ▶ 全球分散、多元資產、專業管理的投資組合，是投資人財務規劃時的重要基石。

貝萊德環球資產配置基金能投資世界各地，不受限制。能否從目前最受關注的區域－歐洲開始談起。

歐洲主權債務危機一開始影響的是銀行體系，但到現在已經演變成非常嚴重的政治危機，並對全球經濟造成深遠影響。

遺憾的是，每天的新聞報導都無法說清楚當前處境真正複雜之處。其實，問題在於「歐洲」並非一個統一的主權實體，換言之，歐洲根本沒有一個真正的中央政府。

所謂歐洲，是由好幾個國家所組成，而各國官員均經由國內民主選舉產生，他們不得不考量選民的訴求，並難免陷入左右為難的窘境。

歐盟官員已經意識到，應當把歐盟成員國團結起來，尋求債務危機的解決方案。但這絕不是能立即見效的事。如果因此就認為改革無法即時推行，或認為歐盟諸國決策官員無能導致缺乏短期解決方案，都是錯誤的。

雖然歐洲的問題短期內確實令人十分擔憂，但我們



基金經理人

施達文 (Dennis Stattman) (CFA) 為貝萊德集團旗下環球資產配置團隊的主管。施達文先生於1989年起在貝萊德任職。自基金成立以來，他一直擔任該基金的基金經理人。

施達文先生曾擔任Meridian Management Company的研究部主管，及世界銀行退休金投資長，負責監督管理世界銀行退休金計畫的美國股票。

Dan Chamby (CFA) 為貝萊德集團旗下環球資產配置團隊成員。1993年起在貝萊德任職，擔任基金研究分析師，2003年擔任助理基金經理人，並於2011年獲晉升為基金經理人。

在加入貝萊德之前，曾在富士通株式會社的東京總部擔任研究分析師。他的投資生涯始於1982年，當時在梅隆銀行(Mellon Bank)擔任亞太區信貸分析師，其後晉升負責管理全球貨幣市場類型基金。

Aldo Roldan (PhD) 為貝萊德集團旗下環球資產配置團隊成員。Roldan先生於1998年開始在貝萊德任職，曾任多個全球固定收益基金經理人兼新興市場債券主管。在2006年加入貝萊德環球資產配置團隊時，Roldan先生擔任助理基金經理人，隨後於2011年獲晉升為基金經理人。

他曾在Santander Investments擔任資深副總裁，更早期在摩根大通擔任全球經濟分析師。Roldan先生的投資生涯始於大通計量經濟部(Chase Econometrics)，當時他創立並管理新興市場研究團隊。

不能因此忽視中國、印度及巴西等開發中國家的經濟發展。實際上，中國及印度的決策官員當前面對的是與已開發國家截然不同的問題：經濟過熱、消費者物價不斷攀升，而且工資水準也正以兩位數的速度成長。

新興市場相對強勁的表現，能否抵銷已開發國家的弱勢？

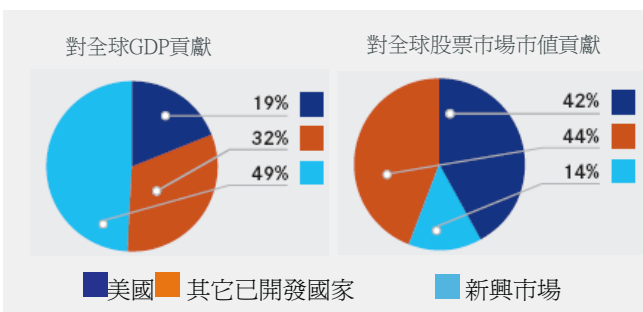
我們認為，投資人現在擔憂的是，不只已開發國家經濟成長明顯放緩，開發中國家經濟成長也減速。但其實中國、印度及一些其他新興經濟體的成長依然強勁，而且千萬不要忘記，這些國家還擁有龐大正待滿足的消費需求。

想像一下，這些地區有數百萬人剛開始享受到比較高品質的生活，他們絕對不會放棄追求更高的享受。這些人會在未來數十年大量消費，享受中產階級的生活，所以能持續支撐這些經濟體成長。

也許有人會擔心中國的經濟成長正在放緩，但我們認為，中國只不過是從「非常高速成長」變成「高速成長」而已。其實，大家應當很清楚，這種情況不是意外，而是來自於中國政府推出抑制經濟過熱的措施所導致。

目前，中國政府正試圖採取較為緊縮的貨幣政策，來遏止部分城市房地產市場過熱，並面對不斷上漲的消費者物價及工資。不過，隨著中國經濟成長開始放緩，官方很有可能調整相關措施，並在必要時較為放寬以刺激經濟。

新興市場：對全球GDP貢獻很大，但在全球股市市值占比不大



資料來源：國際貨幣基金組織、《世界經濟展望》資料庫、MSCI世界指數。資料截至2010年12月31日。

整體而言，新興市場經濟體並未面臨已開發國家所出現的結構性問題。

從左圖可看出，比對世界各區域占全球GDP的比重與股市占全球市值的比重可以發現，新興市場經濟體占全球GDP的比重（近50%）遠高於股市市值占全球市值的比重（14%）。

長期來看，我們認為這兩者的百分比差距將逐漸縮小，意味著新興市場股市有很大的成長空間。

美國經濟如何？

美國經濟目前有很大的不確定性。如果看創造就業、為政府帶來稅收、提升企業及消費者消費信心等面向，上次衰退後所謂的經濟復甦，實在令人失望。

從不好的方面來看，經濟復甦並沒出現預期的力道，而且就業成長無疑的並沒有達到人們的期望；但從好的方面來看，既然成長本來就不高，那麼下跌空間也相對有限。其實，雖然目前的經濟成長令人失望，但還不至於讓企業沒有利潤。事實上，美國企業現在的獲利水準已創下歷史新高。

美國會陷入衰退嗎？

除非經濟連續兩季呈現負成長，否則不該太早斷言美國已陷入衰退。但我們仍有必要對長期經濟成長放緩做好充分準備。

身為投資人，我們必須在波動環境中靈敏地捕捉一切可以獲利的投資機會，並避免因成長放緩到過去數十年罕見的程度而受到嚴重影響。

投資人也要記住，股市及經濟走勢經常並不一致。美國企業在經濟下滑的環境中仍展現出驚人的活力，股票也顯示出極大的價值。

日本也是如此，我們看好日本企業，不表示我們就一定看好日本的經濟。日本擁有許多世界一流的公司，全球各地的消費者及企業普遍對他們的產品有需求。許多投資人對日本市場不屑一顧，我們認為這樣會錯失不少真正的投資機會。

投資人應該如何面對經濟放緩的可能性？

我們認為這次經濟循環有別於過去。與環球資產

配置基金歷史上任何時間點相比，現在股票擁有更具吸引力的評價。許多高品質的全球企業股票的股息收益率均遠高於在固定收益中能取得的收益。投資人無法像90年代一樣透過固定收益資產實現防禦性或攻擊性投資。現在，固定收益主要是作為短期的防禦性工具，無法在較長的時間內滿足投資人的預期報酬率。

因此，我們認為投資人可能得承擔一些短期的波動性，以把握長期的投資機會，例如透過以低價持有未來1到3年內擁有投資機會的高品質股票，獲取未來的上漲潛力。

然而，股市每天的漲跌讓投資人避之唯恐不及。現在應該要持續觀望，還是開始買進？

投資人當然應該密切留意股票走勢。目前部分股價跌至數十年的新低。許多價值指標近期均處在極具吸引力的水準，包括股息收益率、本益比、股價現金流量比（見下表）。

目前投資人應該投資股票，尤其是在現金收益為零，而固定收益報酬率處於歷年最低水準的情況下。身為每天專注在全球市場的專業投資人，我們發現在不同市場及產業均擁有大量值得買進的股票。若干股票，如果拿來跟固定收益產品相比，幾乎可以說是要立刻買進。

多項指標均顯示股票評價極具吸引力			
	股價/每股盈餘(2012)(倍)	預期每股盈餘成長 (%)	股息收益率 (%)
美國	10.2	11.6	2.3
歐洲	7.5	7.1	5.5
日本	11.7	14.1	2.4
中國	9.1	19.9	2.1
印度	12.0	15.5	1.6
巴西	8.0	12.8	4.5
俄羅斯	5.0	-2.6	2.5

資料來源：彭博，截至2011年9月30日。所用指數如下：美國標普500指數；歐洲Eurostoxx 50 Index；日本東證股價指數；中國上證綜合指數；印度孟買Sensex指數；巴西聖保羅指數；俄羅斯MICEX指數。

目前你們準備投資哪些產業及市場？

以歐洲為例，金融危機引發大量賣壓，其間我們發現部分極具吸引力的股票。德國DAX指數是歐洲股票指數的典型代表，部分成分股公司的預估

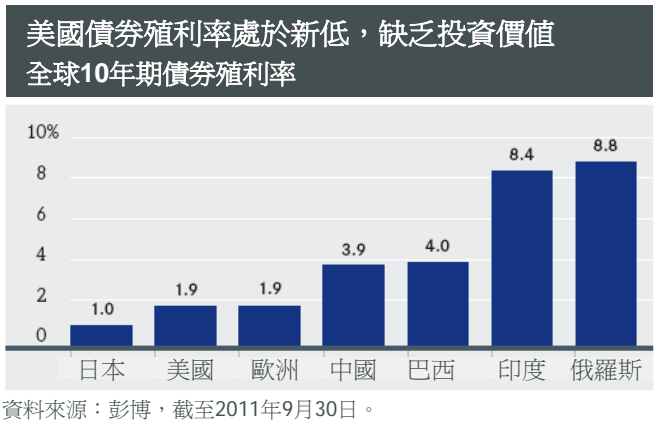
盈餘已經大幅下調，整體市場的預期本益比仍在8倍左右，但部分優質股票的本益比僅為5或6倍，我們認為擁有顯著的價值。

不少商品市場也有投資機會，尤其是新興市場所擁有的邊緣消費者，比一般消費者更關心產品。雖然新興市場經濟放緩，但有別於已開發國家，商品在消費中所占比例仍不斷增加。

例如在美國，由於消費不振加上庫存累積，油價可能下跌，然而，其他國家消費持續成長。目前，印度和中國的消費水準仍落後其他國家，隨著這些新興經濟加快成長，對於石油、煤炭及天然氣等天然資源的需求也會持續攀升。因此，商品市場的短暫弱勢創造極佳的買進機會，長期投資人可望在未來2至3年內獲得回報。

目前固定收益市場的投資機會在哪裡？

簡單說，目前固定收益的投資機會比我們所預期的還要少。儘管如此，我們認為部分新興市場債券還有投資機會，我們認為新興市場經濟會強勁成長，財務狀況良好，而且許多國家的債務占GDP的比例不斷下降。這些因素均有利於債券發行者。此外，部分國家的貨幣兌美元將持續升值。在美元低利率的環境下，我們認為相關投資機會將更少。



你們有能力在不同資產類別、區域、產業及市值的公司間自由投資。你們如何縮窄投資範圍？

這是一項艱巨的挑戰，也是一個極大的優勢，因為很少基金經理人能夠像我們這樣隨時把握任何投資機會。

與大部分資產配置型基金不同，我們不僅採取由

由上而下的策略（根據資產類別、產業及區域的吸引力作出投資決策），我們還同時採取與眾不同的由下而上策略，這意味著我們將致力於發掘能夠打敗大盤的個股。我們的團隊不斷發掘符合由上而下觀點及能夠驗證我們投資觀點的個股。

請介紹一下你們的團隊？

我們在建立貝萊德環球資產配置團隊一直非常謹慎，稱得上是業界相當獨特的投資團隊。除了擁有3名基金經理人，我們還有13名資深分析師，他們擁有豐富的資歷，在發掘個股方面擁有豐富經驗，能夠幫助我們的客戶作出更好的投資決策。

此外，我們還有許多研究助理提供支援，負責收集數據及進行分析。我們擁有一個負責建構交易流程的支援小組、一個負責提供資訊的小組，以及一個專門負責與客戶溝通的團隊。

我們挑選團隊成員的方式也很關鍵。我們要求成員全心投入、擁有強烈的求知慾，還要具備一些大無畏的精神。

換言之，加入我們團隊的成員不只需要掌握廣泛的專業知識，而且必須願意跨出擅長領域，考慮不同資產類別的投資機會，並能夠將看似毫不相關的構思聯繫起來，從而得出絕妙的投資機會。

最成功的投資標的往往由兩種看似截然不同的投資理念結合而成。正是在這些交叉地帶，我們經常能夠找到大多數投資人無法找到的投資機會。我們認為這正是為股東獲取利潤的機會所在。

風險管理在你們投資過程中扮演什麼角色？

風險與報酬是一體兩面，我們一直努力在兩者之間取得平衡。我們目標是在可以控制風險的情況下，追求高於市場平均水準的報酬率。我們從多個層面進行風險管理。

首先，貝萊德擁有一個規模龐大、居於領先地位的內部量化風險團隊，專門負責管理風險。第二，我們透過廣泛的多元化投資管理風險。

多元化就是投資於對市場變化有不同反應的多種資產類別，但實際操作則複雜得多。我們的投資組合目前擁有600-700個投資標的。

是什麼造就你們的成功？

首先是靈活性。不只我們被授權投資要具有靈活性，我們的團隊也具備很強的適應能力、經驗豐富，且善於在任何投資領域中發揮才能。我們透過持續對話的方式，分享及質疑不同的理念，常常因而創造許多很有價值的想法。

第二是價格。價格非常重要；我們從不進行價格過高的投資。因此，對價格高度敏感及深諳環境變化趨勢是我們一項特別的優勢。

第三是信念。市場波動可能會讓投資人作出非理性行為。市場動盪所引起的恐慌情緒可能導致投資人面對最好的投資機會卻黯然退場。

在這方面，我們嚴守紀律，且深切明白投資人為取得長期的報酬率，有時必須忍受短期的投資痛苦。

當我們發現投資價值，並深信市場因素對某項投資有利時，我們就會投資。我們會問：投資的國家是對的嗎？產業是對的嗎？公司管理層是否能勝任？公司資本結構是否恰當？如果答案都是肯定的，即使市況起伏不定，我們仍會堅定不移地進行投資，並最終實現我們假設的報酬率。作為投資人，我們嚴格將情緒從理性行為中抽離。

重點：我們保持靈活性、維持多元化投資及以價值投資為主導。價格非常重要。

最後，對投資人有什麼建議？

沒有人（包括我們）能夠確切地知道明天、下周或3個月後的股市會怎麼發展。然而，我們對當前市場價格是否合理、股票的獲利預期卻瞭若指掌。目前股市擁有非常好的投資機會，債券市場則相對較差。當價格處於低檔、產品降價促銷時，你可以用相同的金額買到更多產品。價格非常重要，目前的價格對股票投資人已非常有利。