

西方資產管理  
市場與投資展望

請參閱末頁的重要資訊。

1111

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

# 投資觀點

## PERSPECTIVES



西方資產管理投資長 Stephen A. Walsh 對市場重大事件包含歐元區危機、美國財政問題與市場流動性惡化等議題提出相關評論，同時也討論上述因素對投資策略的影響。

### 市場回顧

- 市場今年主要係受到歐元區危機、美國及全球經濟成長疑慮、與美國財政狀況等三大總體經濟不確定性的影響。這三大議題合力影響2011年的債券價格表現和固定收益產品利率，並造成市場劇烈波動、流動性欠佳，且各資產走勢呈現高度相關，而市場也在風險趨避與追求風險間震盪不已。
- 自第三季結束後，高風險資產在2011年第四季至目前為止的表現有些微反彈。市場情緒在第三季明顯規避風險，第四季市場的風險承受度整體而言則有所回升。
- 儘管如此，高風險資產在第四季表現漲跌不一。以高收益債券而言，第四季整體表現雖呈現上漲，但波動劇烈，10月份上揚近6%，11月份則下跌近3%。而投資等級債券10月份漲勢強勁，但11月跌幅卻更深。
- 利率在年初大幅下滑後，於第四季稍微回穩。
- 新興市場債券仍為高貝塔值的債券類型。
- 市場流動性降至2008年以來的最低點。

### 重要佈局方向

- 西方資產管理在銀行業債券的佈局多以美國為主，歐洲較少。自2008年金融危機後西方資產管理開始增加一些銀行業債券的投資部位。銀行業債券在2009、2010及2011上半年表現甚佳，但自今年8月份以後，銀行業債券利差則開始承受龐大壓力。
- 維持適量的高收益債券佈局比重。
- 繼續持有非機構房貸抵押債券，因其價格很具吸引力。

### 歐元區危機：造成投資人認為主權債有信用風險

- 歐元區的問題從希臘開始，隨後如滾雪球般不斷擴大，轉為整個歐陸地區的危機，癱瘓全球金融系統，危及全球經濟。德國公債近期拍賣需求疲弱，更加證明這一點。投資

人自然也極為關注。

- 希臘債務重整改變投資人對歐洲主權債的觀點。儘管歐洲各國政策制訂者與政府一開始堅持反對希臘債務重整，但最後仍改變主意，大幅減記民間投資人持有的希臘債務價值。
- 受到希臘債務重整影響，投資人開始意識到歐元區政府公債並非全無信用風險。投資人觀感改變是造成義大利公債利差擴大的主因，甚至影響到法國公債。政策制訂者很難扭轉這樣的觀感。債券市場規模不夠大，不足以支撐義大利與西班牙龐大的負債，將是一大問題。

### 全面性解決方案

- 歐洲銀行資本重整是解決辦法之一。各國政策制訂者在夏天和初秋時曾考慮對銀行挹注政府和民間的資金，後來則要求銀行自行強化資本，於明年中到達風險目標。銀行可透過增資或去槓桿化兩種方式重整資本。由於籌資管道缺乏，銀行選擇減債，將會影響歐元區經濟，銀行賣出資產亦可能波及高風險資產。
- 歐洲銀行需要大規模的融資額度。歐洲央行於最近三個月改弦易轍，再度開始提供流動性。
- 市場呼籲應設法隔離義大利與西班牙。目前政策制訂者仍希望利用歐洲金融穩定機制（EFSF）安撫市場，但歐洲金融穩定機制的資金並沒有增加，有部分資金已經預定提供給愛爾蘭、葡萄牙和希臘使用。此外，允許歐洲金融穩定機制比民間投資人優先吸收損失的計畫，更強化了外界認為歐洲主權債券有信用風險的印象。
- 國際貨幣基金會加入協助解決問題和歐元區政策制訂者對加強財政治理議題的討論皆為正面發展，但結果仍不明確。
- 許多市場人士希望歐洲央行運用資產負債表提供流動性，購買資產，但受到道德風險及可能引發通膨的疑慮影響，這個提議仍面臨阻力。

# 投資觀點

## PERSPECTIVES

- 以長期展望而言，西方資產管理認為適當的解決方案必須納入有嚴格罰則，可迫使各國遵守預算紀律的財政聯盟。這需要時間，但政策制訂者必須擬訂實施計畫才能提升市場信心。

### 歐元區危機的評估

- 歐元區危機的解決非常棘手，因為歐元區危機極為複雜，還有政治上的不確定性，涉及太多國家，解決方案要取得所有人一致的認同非常困難。
- 西方資產管理策略委員會成員觀點分歧。有部分成員認為這場危機將終結歐元，也有人認為歐元區不會瓦解，因為維持歐元與歐盟的存在對許多國家而言仍為較有利的選擇。
- 在策略方面，由於意見分歧與歐元區危機的不確定性，因此西方資產管理對提高風險部位的決定採取高度審慎的態度。目前仍增持銀行業債券與高收益債券，整體而言，由於看好價格具長期投資吸引力，因此我們對信用債券採取做多的策略。除了增加存續期間，放空貨幣外，投資組合整體的變化並不大。

### 美國財政問題

- 美國國會超級委員會未能達成協議，削減預算赤字，並不讓人意外，但同時也不會對市場有太大影響。
- 委員會未能達成減債協議將造成美國從2013年初開始自動刪減總金額\$1.2兆的預算。
- 若預算刪減行動依照計畫進行，市場將不受干擾，美國債券也不會被再次降級。若預算刪減行動暫停，華府僅存的一點點信用也將蕩然無存。

### 重要資訊

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

此份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

### 流動性欠佳的原因

- 西方資產管理認為目前流動性是2008年以來的最低點。有二種理論可以解釋。第一是此為週期性現象，跟歐元區危機及銀行業面臨的壓力有關。在此環境下，投資人目前普遍傾向規避風險，造成流動性欠佳。
- 第二個理論是交易對手面臨眾多法規限制，影響流動性。巴塞爾三、Dodd-Frank金融改革法案及最近提出的伏克爾法則（Volcker rules）都可能對金融業產生負面影響，改變次級市場債券買賣的規則。
- 西方資產管理已成立特別小組，研究伏克爾法則可能產生的影響，並研擬因應措施，做好相關準備。

Stephen A. Walsh，投資長  
西方資產管理  
2011年11月29日