

富達歐洲基金

過去的挑戰 & 未來的機會

2009年10月



Alexander Scurlock

Alexander Scurlock擁有英國牛津大學經濟管理碩士及瑞士洛桑管理學院企管碩士學位。

1994年加入富達擔任研究分析師，1997年成為研究主管。1998年時成為投資組合經理人，負責富達歐元藍籌基金的管理，並負責富達歐洲平衡基金的股票配置。2007年1月1日開始擔任富達歐洲基金經理人。

富達歐洲基金經理人Alexander Scurlock坦然回顧過去所經歷的挑戰，對於未來的機會則深具信心。Alexander目前基金的佈局策略在於充分掌握景氣好轉的契機，因此投資重心將重新回到獲利、資產負債表及強勁的業務表現。

能否談談本基金年初至今相對績效不理想的原因？

本基金績效表現低於對比指數*令人失望，坦白說，也有點令人驚訝。我認為這是因為許多投資人都知道，這段時間我偏好金融股，而金融股也是這波大漲表現最亮麗的類股。此外，我也一直加碼礦業股，當三月份底部的訊號確認後便轉進這兩個類股，各位就可以了解，我跟投資人一樣，對於基金表現落後對比指數感到失望。

註*：富達歐洲基金之對比指數為FTSE World Europe Index

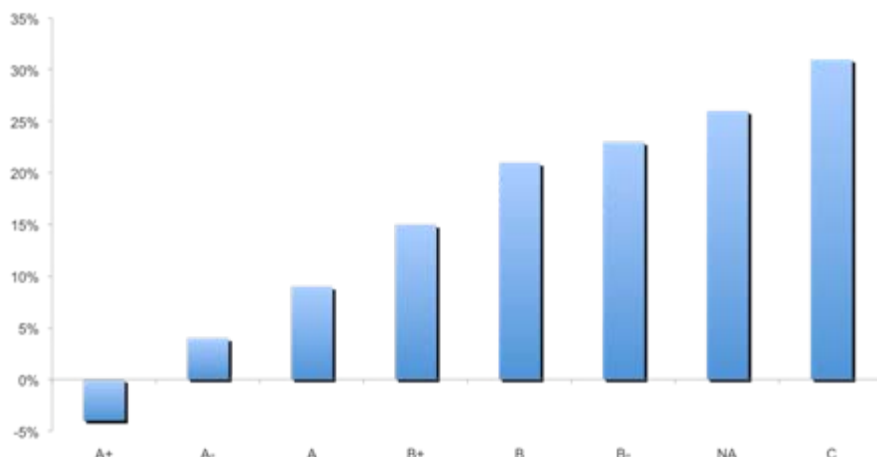
如果進場時點與投資類股都是對的，為何基金表現落後？

關鍵在於個股表現。當市場大漲時，我們看到同一類股中表現最佳與最差的個股差異很大，尤其是金融股。不幸的是，表現最佳的個股正是你幾個月前想要避開的個股。先前下跌最嚴重的英國、荷比盧、北歐、南歐股市中的商業銀行股，其資產負債表問題也最為嚴重，但卻因投資人紛紛轉進高風險資產而突然大漲(參見最後一頁附錄1圖示)。

本基金在這類風險較高個股的佈局不多，但有些高風險個股卻從原本暴跌轉而急劇反彈，看好的高品質金融股則未受青睞，漲幅較小。同樣的，在工業類股，有些營收成長不佳的個股卻出現最驚人的漲幅。

體質最差的個股表現最佳 –但這種現象不可能持續下去

不同投資評等之個股年初至今股價表現



資料來源: Morgan Stanley Research, Datastream, August 2009.

Note: S&P ratings of companies based on attributes such as creditworthiness and likelihood of default. NA means not rated.

這個現象並不是因為基本面推升表現，而是受惠於市場氣氛轉往高風險資產，促使投資人進行底部承接以及均數復歸(mean reversion)效應。以個股而言，本基金在這類高風險個股的佈局不多（但是加碼的產業是正確的），因此對於相對績效產生負面影響。

目前銀行業的前景如何？

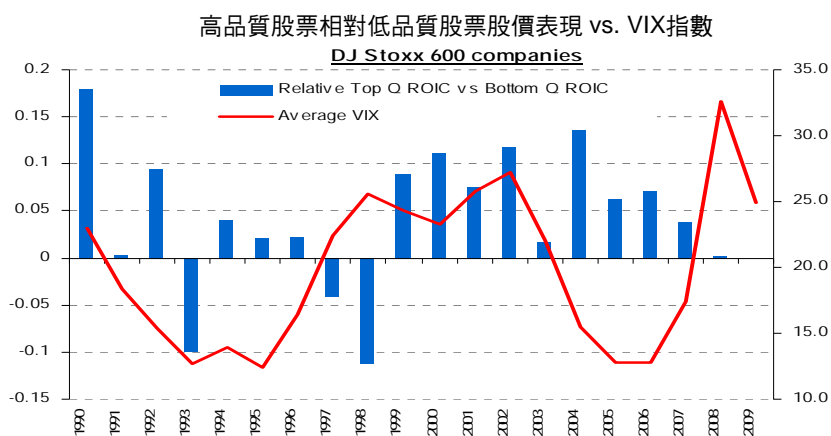
銀行業的前景仍十分看好。由於銀行業對於整體經濟扮演策略性的重要角色，政府會盡力提供銀行各種機會以重建資產負債表。不過，政治人物可能說一套、做一套。對外，政治人物對銀行表現出強硬態度，因為他們了解社會大眾不滿這個產業需要政府援助、但是卻一直以高薪與高分紅著稱。然而，基本上，政治界希望銀行能增加放款及刺激信貸成長。如果銀行不能透過保留盈餘的方式重建資本，則銀行放款的意願就不高，而復甦的火苗才剛開始就會被撲熄，這些政治人物的飯碗則可能不保。

依照這個邏輯，當局不會這麼快就撤回目前所施行的寬鬆貨幣與財政政策。同樣地，政策當局不希望扼殺成長，並且會允許出現一定程度的通膨，尤其是資產價格的上漲。當然，資產價格上揚也有助於解決部分經濟問題，方法是透過減少銀行的信用損失以及讓消費者認為財富提升。

你認為市場會回歸以基本面選股嗎？

當市場波動從高點下降時，高風險個股偶爾還是會有亮麗表現，但是這種現象只是短期的。從下圖可以看出，資本報酬率(ROIC/ Return on Invested Capital)高的個股，我稱之為高品質股票，長期而言表現較優異，尤其在市場波動低而穩定時，如2004到2007年。由於目前波動回到較正常的水準，我認為這將會持續下去，而高品質個股在未來幾個月將是股市主力。現階段市場的漲勢將主要會是由選股(alpha)驅動而非選市(beta)驅動，選股將再度成為主流。

風險回到正常水準，市場將回到以選股為主嗎？



Source: Bank of America Merrill Lynch, based on DJ Stoxx 600 as at 28.09.09

你目前佈局本基金的策略為何？

我認為經濟將持續好轉，因此本基金的佈局仍偏重於景氣循環股，加碼在對於景氣敏感度最高的產業與個股。由於銀行業在任何經濟復甦過程中都扮演關鍵性角色，我因而持續大幅加碼於銀行類股。我持續看好投資銀行，因為這是資本市場的守門員，此外亦納入一些商業銀行的部位。以我看來，當原本這波受風險推升的漲勢失去動能後，市場將轉往金融股作為下一階段的主力。

除此之外，由於商品價格再度上揚，我加碼基本金屬類股。我看好礦業股如Rio Tinto及鋼鐵業如龍頭大廠Arcelor Mittal，這個部位是在底部以相當不錯的價位買進。另一方面，持續減碼防禦型類股如公用事業以及必需消費。

國家配置是依據由下而上選股的結果。不過整體而言，我減碼南歐市場，理由是這些國家會因為歐元升值而競爭力下滑，加上勞動市場較不具競爭力。

以上所提及之個股或公司，僅供作為說明或舉例之用途，並非推薦或投資建議，亦不代表本基金之投資。

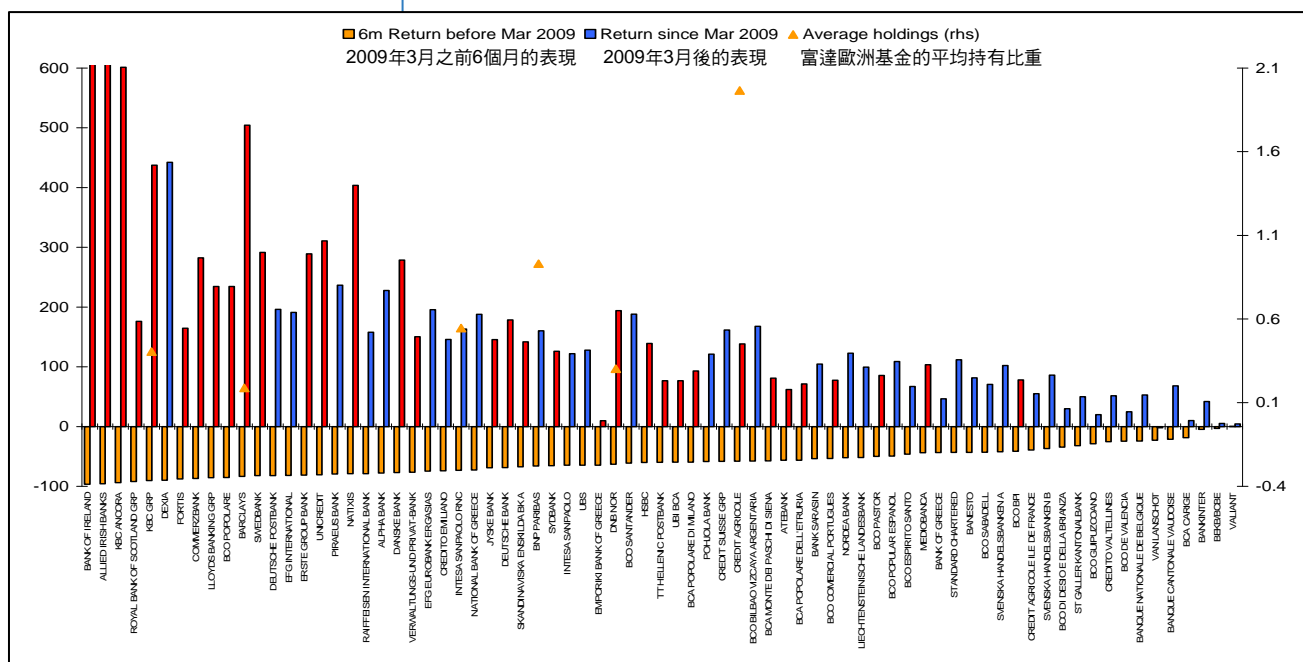
「當風險回到正常水準且波動下降，市場動能將由選市(beta)轉為選股(alpha)，激勵更多投資人回到股市，促使基本面選股成為主流。」

基金經理人 Alexander Scurlock

附錄 1:

歐洲金融股三月前後的表現總覽

本圖由左至右是2009年3月前六個月表現最差至最優的金融股（以黃色表現）。這些個股的後續表現則是從2009年3月開始計算（以Merton 信用風險模型作為分類依據，主要在衡量公司違約的機率，紅色的是在Merton 模型中分數低的，藍色的則是財務體質較佳）。從圖中可看出，得分低的個股（紅色）在三月份之前跌幅最深，但是當市場氣氛好轉時，報酬率卻最為亮麗。富達歐洲基金在金融股的平均持股（以黃色三角形表示）集中於圖中央的高品質個股。這可以解釋為何本基金加碼於表現最佳的類股，但是整體績效卻低於對比指數，因為個別股票的配置對於相對績效的貢獻度為負。



以上所提及之個股或公司，僅供作為說明或舉例之用途，並非推薦或投資建議，亦不代表本基金之投資。

本文摘譯自富達國際2009年10月FF European Growth Fund – Past challenges, future opportunities, 富達證券整理

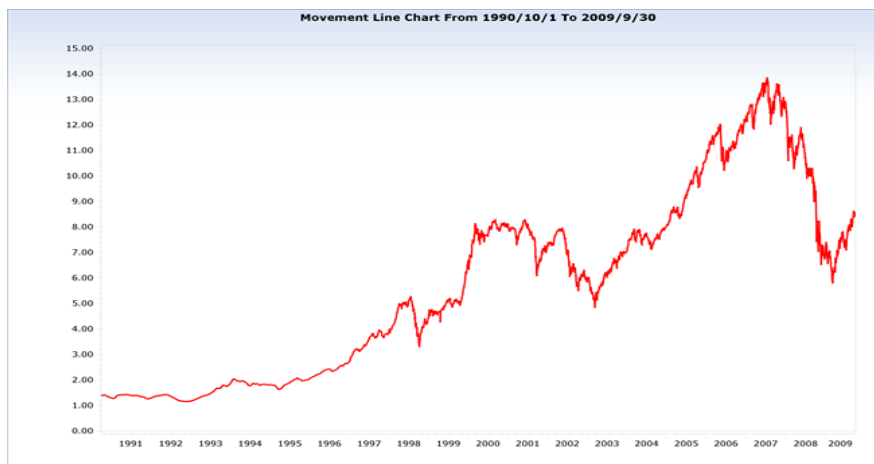
前十大持股 (%) 截至2009/08/31

	基金	對比指數
Barclays	3.6	1.0
Royal Dutch Shell	3.5	0.0
Anheuser Busch InBev	2.9	0.5
Teva Pharmaceutical Industries	2.5	0.0
BNP Paribas	2.3	1.1
Arcelormittal	2.1	0.6
Rio Tinto	2.1	0.9
Prudential	2.0	0.3
Telefonica	2.0	1.7
Hennes & Mauritz	1.8	0.2

Source: Fidelity,
Benchmark: FTSE World Europe Index

以上所提及之個股或公司，僅供作為說明或舉例之用途，並非推薦或投資建議，亦不代表本基金之投資。

基金淨值圖(成立迄今)



	3個月	6個月	1年	2年	3年	4年	5年	成立迄今
富達歐洲基金	17.8	36.0	-4.5	-34.0	-22.3	-13.7	17.5	544.6
對比指數*	18.6	41.7	-1.3	-30.2	-20.3	-6.2	20.9	383.6

績效資料來源：Morningstar，資料截至2009/9/30。報酬率以原幣(歐元)計算。對比指數績效來自FIL Limited，資料截至2009/09/30，報酬率以歐元計算。

基金起始日：1990/10/01

*對比指數為FTSE World Europe Index



各基金經管會核准或同意生效，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，不負責各基金之盈虧，亦不保證最低之收益，本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，各基金投資風險投資人申購前應詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用（境外基金含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中。投資人索取公開說明書或投資人須知，可至富達投資服務網<http://www.fidelity.com.tw>或境外基金資訊觀測站<http://www.fundclear.com.tw>查詢，或請洽富達證券或銷售機構索取。富達證券股份有限公司獨立經營管理，台北市106敦化南路二段207號15樓，電話：0800-00-99-11按2。FIL Limited 為百慕達商富達國際有限公司。富達證券股份有限公司 為FIL Limited 在台投資100%之子公司。Fidelity、Fidelity International、Fidelity International加上其金字塔標章為FIL Limited之商標且經其授權使用。