

# 富達投資觀點

2012.04



## 瑞克·帕特爾(Rick Patel)

Rick Patel 於2000年加入富達，擔任數量化固定收益分析師，2009年3月19日接任富達美元債券基金經理人。在加入富達之前，曾服務於Prudential 投資管理團隊兩年的經驗。領有美國特許財務分析師執照及英國投資管理與數量金融分析執照。

近期市場再度因歐元區政局變數、歐洲央行長期再融資操作效果褪色與中國經濟減速而動盪。從EPFR Global的資料顯示，截至4月18日止的一週，資金大量湧入美國投資級債券市場，高達19億美元的買超，是前週買超的兩倍量；累計4月份以來的買超金額為46.95億美元、今年初以來迄今的買超金額更已超越220億美元，不難看出市場一有風吹草動，趨避風險的速度相當快。

在本月中，我們二度專訪到富達美元債券基金經理人瑞克·帕特爾(Rick Patel)，請其說明當前情勢與基金操作策略，以下是採訪紀要。

### 問：你對美國今年經濟成長動力的看法為何？

答：對美國經濟保持審慎中立的看法。整體而言，預期經濟成長仍然處於低個位數的正成長環境中。美國雙赤字的結構性風險仍對經濟不利。加上，各產業去槓桿化將持續使得經濟成長受到壓制，美國經濟成長率將介於1%-2%之間。我認為市場對未來美國經濟成長的看法仍太過樂觀。

註：\*富達美元債券基金的對比指數為Merrill Lynch US Corporate & Government Large Capitalisation Index

## 富達美元債券基金經理人焦點談話 維持審慎積極操作策略 公司債/公債六四比 透過防禦型公司債來緩衝市場震盪的風險

美國就業市場反應不夠迅速，預料長期而言，對自然失業率將造成傷害，且仍會繼續攀升。目前失業率高達8.2%，但我預期將不至於快速下滑。另一方面，薪資通膨正處於低檔，工業閒置產能仍然很高。我相信油價上漲將對消費者需求產生潛在的破壞性影響。美國消費者將繼續經歷歐洲持續實施財政樽節措施，以及美國企業嚴苛去槓桿化的過程，這些情況提供了美國投資級公司債有利的投資環境。

### 問：你對歐元區債務狀況的最新看法？歐洲央行(ECB)的長期再融資操作(LTRO)政策是否能有效避免另一波金融風暴呢(如西班牙、葡萄牙...等)？

答：歐洲央行實行第二輪的長期再融資操作對風險性資產市場來說是相當受歡迎的一個措施。然而，我們預期歐洲周邊國家的債務將持續面臨逆風，包括支離破碎的政策以及許多財政緊縮計劃，未來我仍對歐洲邊陲國家採取減碼的策略。

歐洲主權債券風險的問題仍然完全無法解決。就短、中期而言，我們預期未來市場將會持續震盪，此外，美國與歐洲正逢選舉頻繁年，也為市場平添變數。

市場正在尋求除了歐洲央行以外的買盤。直到下一個方案出現時，市場震盪的情況仍會上升，且有下滑的風險。

潛在歐債風險的外溢效應恐再度造成全球金融市場動盪，如果這樣的情況持續增高時，我會密切注意美國的銀行業(維持靈活操作，該類債占投資組合的比重相對集中)，目前已陸續減碼金融債。

### 問：根據美國經濟成長預測，就10年期美國公債市場，你預期的交易目標範圍為何？目前基金的存續期間操作策略為何？

答：我期待且希望美國在經濟上獲得更多的貨幣與財政上的支援方案。雖然我們可能會看到利率市場有些震盪，但預期將走勢平平。我認為美國公債的需求仍有良好支撐。

猶記2011年美國遭逢專業信評機構-標準普爾調降美國信評，從AAA降至AA+的雜音紛擾，但在經過該事件後，十年期公債殖利率還是持續下滑，殖利率甚至又跌破2%，並維持在歷史低水平。

我預期在未來中/長期之內，企業去槓桿化過程仍將持續，隨著市場趨避風險再度增高，將對脆弱的美國經濟成長造成威脅。

承如先所述，美國經濟成長仍低，在1% - 2%之間，如果潛在外部經濟有急速衰退風險，很可能會造成美國經濟季成長下滑到負的個位數。不過，這是當最壞的情況發生時所可能出現的情況。

目前的存續期間操作策略，則依舊維持在中立~適量加碼的存續期間。

### 問：你對資產擔保債(ABS)有何看法？你考慮將抵押貸款債權證券(MBS)加入投資組合嗎？你認為金融債仍有再加碼的投資價值嗎？

答：傳統的美國資產擔保債券：危機爆發於2008年金融風暴，該類債券缺乏信評透明度，因此我對該類債券保持中立看法。鑑於公司債的殖利率提升之優勢，我認為更勝於汽車或是信用卡的資產擔保債。因此，截至今年3月底止，我對傳統資產擔保債券維持0%的配置。



## 富達投資觀點

2012.04

抵押貸款債權債券(MBS)：我相信美國房市尚未好轉，看起來買房者將不會享受到較低利率，寧可選擇投資級公司債的信用利差風險，其槓桿的成本仍低，但未來將會增加。

我將會觀察未來任何可能發佈的量化寬鬆政策，買進抵押貸款債權債券及美國公債(或只有美國公債)，但此政策尚未宣佈且具不確定性。若聯準會無任何額外的購買計劃，美國抵押貸款債權將可能受到壓力，看起來直到市場明朗之前，要暫時減碼美國機構債。

### 問：目前的投資配置情形？

答：維持審慎投資架構。成熟市場的利率長期處於低檔，因此精選投資級公司債非常重要。

我持續挖掘對債券持有人友善、去槓桿且專注在美國國內具有正面題材的公司債。精選美國金融債，美國金融債有時間重新健全其財務結構，且目前也有跡象顯示他們擁有合理的資本適足率。自金融海嘯以來，許多優質銀行已度過最壞的不良債務期，且都能產生合理、穩健的獲利。在過去一季中，我已趁反彈之勢，減碼銀行債，但相對美國優先順位的銀行債而言，仍可算是處於小幅加碼的格局。

偏好加碼去槓桿的電訊債與製藥債，精選一些擁有去槓桿題材且具上漲空間的債券，以緩衝目前投資組合表現可能的下滑風險。

相較對比指數\*而言，公司債的投資比重約有六成，可說是審慎積極的操作策略。目前係處在低成長的經濟環境中，歷史經驗顯示，公司債通常會有不錯的表現，因此我很樂意持有公司債，但會配置在非景氣循環的公司債；出脫波動較大(高貝他值)的公司債，但依然維持加碼信用債。(資料來源：FIL Limited, 2012/03/31)

在能源債方面，維持適切加碼的部位，但趁該類債反彈之際獲利了結部份公司債。在與富達股票與固定收益分析師們多次討論後，還是精選了不少優質的原油公司債，那些債券都是我認為被市場低估的標的。

此外，由於天然氣價格仍相對原油價格低，加上原油價格面臨壓力，因而趁勢精選了一些美國天然氣公司債，但持有的比重很低。

### 問：對未來市場的看法，投資機會與風險？投資人必須要留意的是哪些？

答：投資機會 — 我預期市場利率還是處於低檔，且潛在波動依然存在，我樂於投資組合的配置是60/40，且偏好公司

債，同時也透過非景氣循環如製藥、電訊等防禦型公司債來緩衝市場震盪的風險。

投資風險 — 今年是個選舉頻繁年，政治前景依然不明朗，無人能正確預測；其他的風險還包括地緣政治風險。

至於是否有額外的量化寬鬆，隨著通膨良好，美國公債可望獲得支撐，我預期也希望未來有更多的量化寬鬆。投資人也需要留意流動性問題：歐洲企業債的信用利差與高收益或是新興市場債所處的水平相當。我的投資組合將透過靈活操作的方式，繼續維持高流動性。

註：\*富達美元債券基金的對比指數為Merrill Lynch US Corporate & Government Large Capitalisation Index

「富達證券獨立經營管理」各基金經金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，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動。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。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，投資人應選擇適合自身風險承受度之投資標的。債券價格與利率呈反向變動，當利率下跌，債券價格將上揚；而當利率上升，債券價格將會走跌。投資人應注意基金淨值及收益可漲可跌。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www.fidelity.com.tw或境外基金資訊觀測站www.fundclear.com.tw查詢，或請洽富達證券或銷售機構索取。FIL Limited 為富達國際有限公司。富達證券股份有限公司為FIL Limited 在台投資100%之子公司。台北市敦化南路二段207號15樓。服務電話：0800-00-9911按2。Fidelity富達, Fidelity Worldwide Investment, 與Fidelity Worldwide Investment 加上其F標章為FIL Limited之商標。