

Product Focus

June 2010

柯蒂斯·繆伯恩與伊芙·涂妮爾論 PIMCO 的浮動收益與多元收益策略



柯蒂斯·繆伯恩
Curtis Mewbourne
董事總經理、
投資組合經理人



伊芙·涂妮爾
Eve Tournier
執行副總裁、
投資組合經理人

全球經濟出現深刻的系統性變化，如今正為許多市場同時帶來挑戰與機遇。在以下訪談中，投資組合經理人柯蒂斯·繆伯恩與伊芙·涂妮爾闡述全球信貸市場前景，說明 PIMCO 的浮動收益 (Floating Income) 與多元收益 (Diversified Income) 策略如何在全球信貸市場各領域尋找投資價值。這兩種策略應用一種動態的複合式投資法，以 PIMCO 的投資流程、展望與廣闊的研究能力為後盾。

問：請概括說一下 PIMCO 的長期展望，並說明這如何影響你們在各信用資產類別的投資策略。

繆伯恩：PIMCO 日前召開長期展望論壇，公司來自全球各地的投資專才齊聚一堂，討論並擬定我們對未來三至五年的展望。此次論壇的關鍵結論之一，是全球經濟正繼續經歷巨變，可說是「正經歷一段通往一個新目的地的崎嶇旅程」。我們預期這段過渡旅程將繼續出現波折與衝擊，而我們稱為新常態 (New Normal) 的目的地，則是一個政府規管轉嚴、已經歷去槓桿過程的環境，全球經濟成長整體而言較以往疲弱，已開發與開發中經濟體的成長模式將呈現更大差異。

舉例來說，主權國家資產負債表以及歐洲銀行業承受更大壓力，央行為穩定這些緊張局勢被迫大舉干預，均顯示旅程正變得更崎嶇。

在此波動且不確性充斥的環境下，我們認為，投資人評估與管理風險時，不會僅想將投資侷限於某一資產類別、區域、部門或產業，而會希望保留很大的彈性，以掌握最誘人的機會。

Product Focus

June 2010

問：許多投資人已表示擔心利率將上漲。PIMCO 怎麼看利率前景？在這種環境下，你會如何佈局你的固定收益組合？

涂妮爾：我們認為短期內不必太擔心利率急升，因為美國經濟仍持續面對多重阻力，例如失業率居高不下、產能利用率較低，產出缺口大等，而且，聯準會一再表示有意維持利率不變「很長一段時間」。但是，長期而言，我們當然明白利率有上升風險，例如美國及其他已開發經濟體的公共債務負擔正日益加重，我們認為投資人確實有理由去擔心這種環境對固定收益資產配置的影響。

這些年來，我們已開發出數種策略，可幫助投資人因應利率上漲的影響。這些策略跟隨著我們的投資流程與長期展望。例如，透過柯帝斯和我管理的浮動收益策略，投資人可佈局諸如高收益債與新興市場債券，這些資產類別過去與美國公債的相關性很低，甚至是負相關；通膨率與利率趨升的環境實際上往往對這些資產有利。浮動收益策略的設計，旨在讓投資人保留債券投資，維持在信貸市場中資本結構頂端的佈局，但避開那些在升息環境下最脆弱的債券類別。

月報酬率與美國公債的相關性（1993 年 12 月至 2010 年 5 月）

美國投資級公司債	0.71
美國高收益債	-0.08
新興市場債	0.17

資料來源：巴克萊資本、JP 摩根、美林

美國投資級公司債（巴克萊資本美國信用指數）；美國高收益債（美銀美林高收益 Master II 指數）；新興市場（JP 摩根全球新興市場債券指數）

繆伯恩：投資人若認同我們的長期展望，也就是我們正處於通往新常態的崎嶇旅程上，或許會同意，僅以一個資產類別為核心的傳統投資方式，風險如今遠高於市場環境較穩定時的情況。這一點對那些考慮藉由浮動利率策略減緩升息影響的投資人尤其重要，因為此類策略往往過於專注某單一的資產類別，例如銀行貸款。

我們認為，對許多投資人來說，那種從較多樣的固定收益資產類別中尋找相對價值機會的投資方式，會是較佳選擇，在當前環境下，機會可能在短時間內快速出現，你會希望保留彈性，隨時掌握這種機會。

Product Focus

June 2010

同樣的，因為路途崎嶇，風險也可能快速形成，保本能力對長期總報酬表現因此變得更重要。

問：請說明一下長期展望如何引導你們的全球信貸策略。

繆伯恩：新常態的關鍵特徵之一，是新興經濟體與已開發經濟體表現差別很大。其中地位關鍵的金磚四國（巴西、俄羅斯、印度與中國）繼續處於突破性成長階段，而且正從出口導向的成長模式過渡至內需導向的成長。相對的，一些已開發經濟體（如歐洲及日本）則正面對重重障礙，包括人口因素、通縮壓力，以及不可持續的債務負擔。這些可能會扼殺經濟成長，迫使這些國家面臨嚴重的償債壓力，或是被迫實施嚴厲的財政節約措施。在這種兩極化的情況下，懂得避開哪些地區，跟懂得投資哪些地區同樣重要。

我們的浮動收益與多元收益策略有很高的彈性，可投資全球各類信貸市場，包括新興市場債券、投資級公司債，以及高收益債，追求最誘人的機會，專注在那些體質相對健全且可安然渡過這段崎嶇旅程的發債體。例如，我們最近偏重新興市場債券，政府債與公司債同樣重視，尤其注重那些料可維持良好成長態勢的國家。

已開發市場的投資級與高收益債方面，我們目前偏重那些有大量營收源自強健新興市場經濟體之發債企業。另一方面，我們傾向規避博弈與住宿業、零售業，以及消費景氣循環型產業，這些產業主要仰賴已開發經濟體的成長，尤其是槓桿過高的消費部門之成長。這些例子反映了我們對全球經濟成長兩極化的看法。

以最簡單的方式概括，在新常態的長期展望下，我們的投資方式，是環顧全球，投資資產負債表最強的發債體之債務，包括公共與民間部門。多元收益與浮動收益策略的投資彈性，讓我們能避免侷限於某一特定信貸市場，而是以範圍寬廣的發債體為標的。

涂妮爾：有一個必須指出的重點是，我們評估各種資產類別與個別證券時，會分析其相對價值，也就是它們在風險—報酬基礎上，相對於其他固定收益資產排名如何。我們的公司債與新興市場信用分析師團隊深入分析，得出我們自己的獨立評等，讓我們有能力在看到一檔證券的價格或評等不能真正反映其信用風險時，把握投資機會。

Product Focus

June 2010

問：可以給一個例子嗎？也就是你基於跟信評機構不同的信用評估，或是認為證券價格未能真正反映信用風險時所做的投資決定。

繆伯恩：例子之一是非機構房貸擔保債券 (non-Agency mortgages)，尤其是那些在遭信評機構調降評等後，銀行業者被迫出售的優先、優質、主要類型的房貸，在這種拋售壓力中，這些債券的價格跌至面值的 70-80%。我們做了一些非常嚴格的分析，結合對後續房貸違約非常審慎的假設，結論是這些債券的報酬率估計可跟高收益債相當。

此外，我們也認為應稅市政債券市場有一些誘人的相對價值機會，一些專案型債券 (project bonds)、收益型債券 (revenue bonds) 與大學債券的利差接近信貸基本面相若的投資級公司債，有許多此類市政債的利差甚至比後者更大。

問：信貸市場最近一輪拋售是否為多元收益與浮動收益策略提供了機會？還是你們認為這是市場後續將更波動的一個訊號？

涂妮爾：沒錯，市場近期的確顯著波動，高收益債與新興市場債券的波動性明顯升高；在市場厭倦風險時，這兩類債券的投資人通常會過度拋售。

在此期間，我們的策略可能傾向採用逆勢策略。市場重新評估風險時，我們可能會視為低接某些債券的機會，我們看好此類債券的基本面，但先前它們的價格不是很吸引人，當這些債券的價格向下修正時，我們或許就能以明顯較優惠的價格買進。

不過，在這些投資組合中，我們仍傾向保持審慎的態度，而不是積極「追求風險」，我們視近期的波動為審慎地利用風險重估，選擇性購入一些極具投資價值債券之機會。

謝謝柯帝斯與伊芙。

Product Focus

June 2010

過去績效不代表未來績效。投資債券市場會受到市場、利率、發行商、信用與通膨等風險影響。特定海外證券商品可能因匯率變動，以及新興市場之經濟、政治風險造成投資風險提高。本文所提及之金融市場趨勢，係根據當前市場情勢而定，可能因時間而有所改變。

文中所載之意見來自本文作者，並不必然代表 PIMCO 之觀點。若上述意見有所改變，將不另行通知。本文僅供參考，並不構成投資建議或特定有價證券、策略、投資商品之推薦。本文所載資料來自我們相信可靠的來源，但不保證準確。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。

新興市場證券之波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度通常低於已開發國家，而使資產價值受不同程度影響。

由於高收益債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。

德盛安聯投信獨立經營管理/ 96金管投信新字第020號/

德盛安聯證券投資信託股份有限公司

台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓

Tel : (02) 2502-8889 <http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>