

慎防「一切如常」的心態

穆罕默德·伊爾艾朗(Mohamed El-Erian)

謹以本文紀念上週逝世的彼得·伯恩斯坦(Peter Bernstein)，並向他堅強得體的遺孀芭芭拉致敬。

我們這一行失去了一位罕見的偉人。彼得的睿智與洞見啟發了一代又一代的投資專才。他樂於質疑固有想法，筆鋒銳利，提升了我們的集體知識，提醒我們的局限，並警告我們不要驕傲自滿。

彼得也是 PIMCO 的摯友之一。他擔任我們長期展望論壇的演講嘉賓，貢獻了許多銳利、發人深省的觀點。他的著作以及定期發表於《經濟與組合策略》(Economics and Portfolio Strategy)的文章，是 PIMCO 新舊同事的共同參考資料。

我們深切懷念彼得。他對我們這一行的巨大貢獻將惠澤未來多代的投資專才。

謹致哀思，並請芭芭拉珍重。

葛洛斯與穆罕默德·伊爾艾朗

未來的史書大有可能記載：對那麼希望調整資產組合以爭取可持續的高報酬率(經風險調整)的長期投資人來說，2009 年是最好的時光，亦是最壞的時光。

許多資產類別似乎都出現了估值顯著偏離正常水準的情況，但在此同時，全球金融市場的長期前景，以任何標準衡量皆高度不確定。因此，投資人追求高報酬的基本方法--尤其是正確的資產配置、適當的投資工具以及敏銳的風險管理這三招--大派用場，而金融業本身的結構性因素亦左右大局。

就最基本的層面而言，2009 年的主要戲碼是三股獨特又相關的力量互動：1) 2008 年規模空前的去槓桿化引發一波接一波的衝擊，金融市場在 2009 年進入療傷復元期；2) 國家與國際層面上，經濟與政治面的效應浮現；雖然隔了一段時間，但這幾乎是無可避

免的；以及 3) 經濟、金融與政治版圖出現局部的結構調整，這同樣出現在國家與國際層面上。

Viewpoints June 2009

因此，現今投資人必然得經歷一段顛簸的旅程，前往不同往日的新目的地--PIMCO 稱之為「新常態」(new normal)。這段旅程的其中一個困難是：一些短期的必要舉措雖然合理，但與長期的現實相互矛盾，我們必須找到一個適當的調解方式。而「新常態」的特徵亦難以釐清，因為建基於市場的各種體系與行為均出現重大調整，以往大家習以為常的一些特徵--支撐市場的重要因素--如今都得「重新設定」。

令人為難的現實

無論何時，如果我們認為金融體系將不會回歸最近的一次「均值」狀態，我們一定要有堅實的理據支持。同樣，若有人認為市場在某次衝擊過後將無法回到「一切如常」的狀態，企業亦應質疑這種說法。至於政府當局，若有人指稱傳統政策舉措的效力出現變化，決策者亦應審慎懷疑。

但是，即使我們以極高的標準檢視，亦很難否認我們正經歷一次體制上的巨變。具體點講，我們有理由相信，一旦葛洛斯(Bill Gross)名為 DDR-- 代表去槓桿化 (de-leveraging)、去全球化 (de-globalization) 與監管轉嚴 (re-regulation)-- 所衍生的前期衝擊過後，投資人與決策者將發現，他們面對的局面跟 2003 至 2007 年間的大局僅部分相似。

對長期投資者來說，這具有特別重大的意義。在其他金融市場參與者行事方式較為短視的情況下，長期投資人的某些結構屬性(以及他們的債務與隱含/明確合約的性質)讓他們佔有優勢，可把握一些在現今市場環境下特別有利可圖的長期趨勢。

現今的世界變動之異常令這種現象對「相對價值投資者」(relative value investors) 亦富意義；此類投資人在 2008 年之前自信宏觀的大議題可以忽略不理。經歷了 2008 年的動盪後，此類投資人現已多數承認，當市場體系的某些關鍵特徵驟然生變時，理論上應是「市場中性」(market-neutral) 的操作可以變得一點也不「中性」，隨時向某一方向劇烈傾斜。

因此，對所有市場人士而言，某幾個基本問題的答案很可能即決定了我們該如何走過這段崎嶇的旅程，並為新常態佈局。事實上，不管當事人自覺與否，投資人(與決策者)採取行動或靜觀其變，都是

對這些議題作出了自己的判斷。

這就講到了一個重點。在明確議論這些問題後，我估計我們一部分人(如果不是多數人的話)將感到不安。更令人不安的是，未來我們可能被迫質疑多年來大家已視為理所當然的一些想法；這些想法主導了許多制度程序、人力資源、系統設計以及運作關係。

認清一些基本問題

請容我指出，以下四個問題的答案意味著某些想法、方法與制度設計必須改變。果真如此的話，請容我再指出，率先採取行動的人將取得優勢。在世界跌跌撞撞地走向新常態之際，此優勢將無比珍貴。

一、經濟體系從市場導向轉向政府主導的程度會有多深？

經濟體系目前正出現重大變局，工業國家的政府介入各種生產、交易與分配方式的程度日益加深，這是毋庸置疑的事實。諷刺的是，這種轉變在美國尤其顯著。想一想美國國際集團(AIG)、美國銀行、花旗集團、房貸美與房利美、通用汽車、定期資產抵押證券貸款機制(TALF)、問題資產援助方案(TARP).....這一切皆發生在一個長期以來矢志減少政府涉入經濟與金融活動的國家，這個國家還因此能有力地教訓其他國家：小政府就是美。

我的同事保羅·麥克里(Paul McCulley)形容，這是由市場的無形之手轉向政府的有形之拳。政府加深對市場的干預，必然是出於非商業性的目的。觸發干預的主因，通常是當局希望糾正市場失靈現象，同時避免嚴重的池魚之殃。當局的干預通常會歷時過久，因為那些因干預而得益的團體會努力遊說決策者延長相關措施。

在這方面，決策當局面對三大挑戰。首先，祭出干預舉措時，當局必須清楚說明將於何時以及如何結束干預。第二，干預期間，當局應盡力降低對市場正常運作以及激勵機制的干擾。第三，當局必須有能力辨明政策的不良副作用，並採取措施有效因應。歷史表明，因為能力或意願不足，絕大多數政府通常無法果斷及時地解決這些難題。

對長期投資者來說，上述考量不難因應，用以下的簡單方式思考就可以了：設計投資組合時，我們會區分價格具吸引力及價格不具吸引力的風險因素，盡可能地增加對前者的曝險，並降低對後者的曝險。歷來的訓練教導我們分析包括淨值(equity)、通膨、跨時期(inter-temporal)以及流動性在內的多項風險因素。現在我們得加入

公共政策風險這一項風險因素。投資報酬率是令人稱羨還是叫人失望，差別可能就在於資產配置與風險管理決策能否適當顧及此因素。

二、政府涉入經濟的程度日益加深，當局將如何解決融資問題？

起初這好像並不是什麼大問題。畢竟，政府推行財政刺激政策並干預市場，正是因為在民間部門的資產負債表無序急縮之際，公共部門的資產負債表必須擴張以彌平缺口。但是，隨著時間的推移，市場將日益擔心政府借款需求龐大且繼續增長，長期的代價可能極為高昂。事實上，這種情況已開始出現。

在這方面，我們再次看到美國面對特別大的問題。美國政府的十二個月融資需求增幅巨大無比，至少是前記錄高位的四倍。而此時正值外資已持有相當多美國資產，而且美國財政部已矢言將扭轉已持續多年、令人憂心的一個趨勢：美國未到期公債之平均天期降至僅 48 個月，為 1980 年代初以來最低水準(也就是最脆弱的狀態)。不管你從哪一個角度看，鉅額的較長期公債將考驗市場的接受能力。

決策者必須設法提升負債管理能力，以配合公共融資領域的重大變局。當局亦必須令人信服地表明，不計發債與償債項目的財政收支未來將可出現大幅盈餘，政府有意藉此恢復財政之長期穩健。這兩方面目前已見壓力浮現，未來幾季壓力將進一步增強。

這將有助政府擴大對某幾個市場的絕對與相對價值的影響力。不過，影響並非不少人最初想像的那麼簡單明確。例如，聯邦準備理事會在債市中也軋一角，透過其救急計劃在次級市場中購入公債、機構債以及房貸相關證券。想像一下，指標債市場目前在買與賣的兩邊各有一名非商業性質的市場主力，而指標債市場亦影響風險較高的其他證券的槓桿融資情況。這對投資組合的佈局有舉足輕重的影響。

三、美國在全球經濟中的角色將有多大程度的改變？

美國提供的兩樣「公共財」是全球體系的重要基石，左右政策的有效性以及投資組合的配置。事實上，直到最近，極少有人質疑仰賴這兩樣公共財是否明智。世界各國基本上安心地 1) 倚賴美元作為世界的儲備貨幣，及 2) 仰賴美國淵深且可預料的金融市場為世界過剩的儲蓄提供投資管道。

作為這些公共財的供應者，美國得到的好處是融資成本低廉，宏觀政策彈性較高。換句話說，儘管美國經濟體系日益開放，且規模優勢日減(相對那些高速成長的新興經濟體尤其如此)，但美國仍得以像一個大型的封閉式經濟體那樣運作。

在這種情況下，投資人累積了龐大的美國資產部位，顯著超過其他經濟與金融因素所能支撐的水準。關鍵不在於全球經濟體系「分道揚鑣」(de-coupling)還是「再掛鉤」(re-coupling)，雖然這種議論饒富趣味。問題遠比這根本，因為投資組合以往視為理所當然的結構元素，現在必須重新評估是否穩固。換句話說，許多投資者資產配置作業的起點，現在可能已不再適用。

而這只是一場大變局的一小部分，新常態因這場大變局而更變動不居。盎格魯撒克遜模式的信譽正岌岌可危，據此模式運作的國家已無法再有效扮演凝聚全球體系的角色。但目前仍沒有其他國家有能力、有意願擔起此重任。

在這種環境下，資產配置必須保持相當程度的靈敏與彈性。事實上，政策資產組合(policy portfolios，其資產配置反映資產管理人對各資產類別風險與報酬的長期展望)現在已不能像以往那麼僵固，必須大大增強隨機應變的程度。這一點彼得·伯恩斯坦在他比較近期的文章中有精彩的闡述。我們至少得擴大「特殊機會」(special opportunity)類別的角色，讓它不再只是資產組合定期檢討所衍生的零頭。同樣的，現金與抵押品管理以往一直被視為刻板的例行公事，但現在我們得繼續投入足夠的專用資源。

此外，在這種環境下，要減輕風險，分散投資(diversification)必不可少但又遠遠不足；投資人將認清此一事實。在各資產類別的「相關性」(correlation)--想一下它們的變異數(variance)與共變異數(covariance)--變動不定的情況下，應更重視應用風險管理的其他技術，尤其是設計並執行一個積極的、符合成本效益的極端風險(tail risk hedging)對沖計劃。

四、在政府推動下，金融體系的去風險化程度會有多深？

2008年的金融危機直接造成2009年的經濟危機，失業情況嚴重且持續惡化，普羅大眾備受煎熬。越來越多人日益認清這一事實，未來幾年將舉行重要選舉的國家(包括德國、英國，以及美國的期中選舉)，其從政者亦明白這一點。在政治力驅動下，金融體系將經歷大規模的去風險化，特別是目前市場導向的去槓桿化過程已放

慢下來。

潤滑經濟活動的信貸，無論是種類還是數量，萎縮之後將無復舊觀，對此我們應做好準備。體系內的「流動性工廠」2005至2007年間不斷加班趕工，未來將有天壤之別。能輕鬆獲得融資的經濟活動亦將感受到這種影響，美國與英國等經濟體的成長潛力將因此受損，而這亦將促成投資管理業的顯著整併。

不必懷疑，我們正經歷金融業的重大變局。先前高度仰賴財務槓桿的業者，如私募基金及對沖基金，將受到最劇烈的影響。幾乎任何人都能在此領域創業的日子已一去不回。不過是幾年前，業內人士信心高漲，但現在只有人才濟濟的大公司才能滿懷自信地在新常態下經營。

變革與整併之風亦將吹到金融業的其他領域。亟欲削減「非核心」業務的銀行業者將繼續放棄它們的資產管理分支。巴克萊出售 BGI 正反映了銀行業的此一趨勢。

對那些將資產配置日常作業外包的投資者來說，市場整併將構成特別大的挑戰。在現今環境下，倘若業務模式不夠強健，投資團隊本事再好也可能無濟於事。當產業環境變得高度不確定時，衡量「經理人風險」(manager risk)應考慮的因素要廣闊得多，上述情況只是例子之一。

結語

我所接觸的投資專業人士，多數已不忌諱談論他們去年的經歷。此現象讓人聯想到一群差點遭遇沒頂之災的人倖免於難，現在覺得有需要(亦有信心)談論他們的瀕死經歷。

這是可理解的。去年大家遭遇連串衝擊，市場一片茫然失措，但現在金融市場已恢復了相當程度的穩定與可預測性。但是，若就此認為我們正回歸「一切如常」的狀態，那就想得太美了。未來數季我們將面對許多餘震，而這不再是金融體系失序所造成的，而是由實體經濟、政治體系以及金融服務業本身較為緩慢的結構調整所促成。

我們正面對世界經濟成長降低，國際勢力加速重新洗牌的局面。政策實驗成為常態，時間將遠長於多數人的預期。在許多市場，政府將成為邊際價格制定者(marginal price setter)。體系內的信貸潤滑機制未來多年均將萎靡不振。儘管如此，隨著美國經濟成長之潛力

水準下降，通膨預期最終可能惡化。

這一切是世界走向新常態的顛簸旅程的一部分。此一現實對投資管理的關鍵成功因素有重大影響，尤其是資產配置、選擇經理人以及風險管理。心態、體制以至方法皆須進行關鍵的調整，許多傳統觀念將不再適用，許多人將因此不安。

某些人士難免將抗拒這種調整。畢竟，這當中困難重重，而且充滿風險，涉及相當程度的不確定性。當然也有人將積極調整以因應變局，若能慎重且靈敏地調整，他們將取得重大的先驅者優勢。

本文摘要版刊於 2009 年 6 月 16 日的《金融時報》。

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。

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>