

# 亞洲股市展望



安本亞洲資產管理有限公司策略師彼得·艾斯頓(Peter Elston)針對亞洲股市提出看法:

## 1. 你認為未來十二個月市場上最好的投資機會在哪裡? 將如何掌握這些投資契機?

這次的經濟衰退如同過去發生的經濟衰退一般，對於企業而言是汰弱留強的考驗。如同巴菲特所言：「退潮時才知道誰在裸泳。」過去數十年來，經營不善的公司在經濟景氣的時候可以繼續存活，輕鬆獲利。但在現在經濟不景氣的時候，體質欠佳的企業便難以經營，這樣的趨勢仍會持續下去。所以在未來的十二個月，對安本而言，是證明我們所投資的企業能夠將此次金融危機變為轉機，強化競爭利基，淘汰競爭對手。未來的二十年相信將與過去二十年截然不同，無法適者生存者將面臨苦戰，這對於由下而上強調基本面的投資人將帶來豐沛的投資契機。

## 2. 你對於未來十二個月的市場看法和在今年年初時有何不同?

要預估未來一年股市的走向有一定難度，尤其是在近來一波股市走揚之後。我們仍處於經濟動盪的時期，在這樣的情形下，短期到中期內經濟會改善或是惡化也很難說。雖然如此，我們現在可以至少想像一下即便已開發國家持續苦苦掙扎之際，亞洲經濟能再次復甦的景象。雖然西方需求銳減對於亞洲出口國家的經濟而言帶來重大影響，但是政府財政、企業以及個人的財務狀況體質仍然不錯，因此為經濟成長打下良好的基礎。

## 3. 過去幾個月是否對於不同市場或不同產業的持股有重大調整?原因為何?

我們不採行積極的資產調整策略，我們所投資的國家與產業比重皆來自於由下而上的選股方式，但是同時又兼顧不會在特定國家或產業上承受過多的風險。

我們的投資流程強調財務穩健的企業。相較於市場上其他高度槓桿操作的投資組合，我們投資組合裡的企業面臨這一波金融海嘯時體質依然健全。雖然我們的投資組合屬於高度集中(focused portfolios)，但是如果你夠了解所投資的標的，其實太過分散的投資是不必要的。過去一年多以來，我們已經從區域標準組合中將持股數量從五十多檔減少到四十五檔。基於諸多因素，從區域標準組合中被剔除者是我們認為無法歷經此次金融海嘯後體質轉弱的企業。我們有信心手上大多數的持股能夠歷經金融海嘯洗禮後，相較於其競爭對手將更加茁壯。

## 4. 本次金融海嘯帶來什麼啓示?是否會影響未來管理投資組合的方式?

鮮少有人能真的對於全球金融危機的發展鐵口直斷，安本也不是這種取向的資產管理公司。對安本而言，我們了解過去全球各企業的營收其實長期皆來自於直接或間接的舉債消費。從 1980 年代初期開始的全球經濟高度成長顯而易見是無法長久的，此次金融海嘯恰處於全球轉型為新的經濟成長模式的陣痛期間。雖然究竟這個新模式為何依然未明，但是幾乎可以確定的是銀行貸款將不會扮演舉足輕重的角色。

## 5. 2009年初時，投資人對市場普遍悲觀，是否讓你對於亞洲股票市場的看法有所改變？

雖然2008年底時實在難以預料亞洲股市的走向究竟會如何，但是我們的投資組合卻已經浮現價值。亞洲股市已經來到1.3倍的帳面價值，無論是絕對或是相對報酬都比歷史紀錄來得便宜。

## 6. 亞洲市場之中最看好哪些國家？未來十二個月又將不會投資哪些國家？原因為何？

我們比較偏好新加坡與香港，因為這些市場的金融監理制度在投資人保護方面較為完善。同樣的道理，我們也會避免買到或是減碼對於投資人保護不足或公司治理不佳的企業。因此，我們覺得將客戶的錢投資在如韓國等國的公司感到不甚放心。當然但是也有例外，我們認為具有投資機會，但是選擇仍然有限。中國大陸的銀行便是很好的例子，他們不是為著小股東的利益而經營，而是為了大股東—國家的利益而經營。目前中國政府主導的大規模放款在中期而言雖會為投資帶來獲利，但是未來幾年我們仍會審慎關注這些銀行不良債權的發展。

## 7. 你認為哪些產業在未來一年將會有優異表現？原因為何？

由於歐洲與美國等已開發國家的消費者開始儲蓄節約，我們認為西方國家對於亞洲出口的需求可能還會有幾年仍是低迷不振。因此大體而言，我們偏好的是內需相關產業的公司，但是這不表示出口型企業在亞洲區裡頭找不到可以發揮的新戰場。

## 8. 你認為哪些產業將會表現不佳？原因為何？

我們對於哪些產業將在未來一年將表現不佳並沒有特別的看法。相較於MSCI區域指數，我們減碼最多的是原物料類股，大致來說，原物料產業並無所謂的品牌價值，通常品牌價值是能夠創造長久的資本報酬率。接下來，原物料產業可能會有三年的時間享有不錯的獲利，以及企業的股價也會表現不錯，我們認為這個產業很快會由於競爭因素而吃掉多餘的獲利，所以不甚具有良好的長期投資價值。

## 9. 你認為未來十二個月將會面臨哪些挑戰？

從企業的角度來看，我們最大的挑戰是在這次金融海嘯之後，要比同業來得更具競爭力。我們認為大部分的基金投資同業無法實踐此一承諾。比較極端的個案為Madoff詐欺案，或是貨幣市場基金與擔保商品的損失。普遍可見的是，許多當初保證在任何市場皆會有正報酬的基金，近來也無法達成當初宣告的目標。此外，也有一些連動債商品，其風險與成本也非一般投資人所能了解的。

我們對投資人的承諾一向是透過完整的自有研究，精挑細選找出實力堅強、管理優良的企業，買入後就會長抱。這樣的投資哲學背後的簡單原則是必須要投資五到十年的時間，創造超越無風險報酬(risk-free rates)與市場平均的報酬。的確，我們在亞洲市場履行了這項承諾。但是過去兩年來投資人對於買入長抱的投資哲學，在某種程度上信心開始動搖，我們的挑戰便是要重振這些失落的信心，提醒投資人所謂投資就是要買入好公司的概念，並且也要長期投資。

從市場績效來看，我們歷經了百年難得一見的金融海嘯，我們現在可能還處於熊市的階段，現在是切實貫徹買入長抱哲學的時刻，反非放棄的時刻。的確，相較於同業，過去兩年市場下滑也凸顯了安本買入長抱投資哲學的優勢。然而，弔詭的是，最佳的投資時點卻往往是倡導研究取向以及買入長抱哲學最為困難的時刻，但在這次危機之後，未來的世界將會和過去三十年截然不同，未來將會浮現大量具吸引力的投資機會，尤其是在亞洲。

#### 10. 現在投資亞洲的主要風險為何?如果控制這些風險?

對於客戶而言，血本無歸才是最重大的風險，所以我們並不會特別擔心未來兩到三年的市場短期波動。造成投入資金全軍覆沒的風險通常和公司的個別情況有關，例如印度軟體服務公司薩陽(Satyam)的會計詐欺案，香港中信泰富(CITIC Pacific)面臨衍生性金融商品的損失，或是中國家電供應商國美電器(Gome Electrical Appliance)的董事長因經濟犯罪而被調查。安本訂定的投資流程，其目的在於去蕪存菁，能有效篩選並剔除經營不善的企業。此外，控制公司可能會發生個別風險的最佳方式便是適度集中，才不會造成風險過多集中在某家公司。

彼得·艾斯頓(Peter Elston)為安本亞洲資產管理有限公司策略師

#### 詳情請洽

Joyce Lin  
Lian Yang  
Tony Huang

安本國際證券投資顧問股份有限公司  
台北市信義區 110 松仁路 97 號 3 樓之 1

電話: (02) 8722-4500  
傳真: (02) 8722-4501  
網址: [www.aberdeen-asset.com.tw](http://www.aberdeen-asset.com.tw)

#### 警語

【安本投顧獨立經營管理】本刊物之意見或資訊經由安本國際證券投資顧問股份有限公司（下稱「安本投顧」）（97 年金管投顧字第 003 號）提供，僅供參考之用。所有資訊於發佈時確信為真，資訊可能隨時變更，安本投顧將不會另行通知。安本投顧茲此聲明投資人參閱本刊物提供之意見或資訊，應自行了解判斷。本刊物提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。此外，境外基金係依外國法令募集與發行，其公開說明書、財務報告、年報及績效等相關事項，均係依該外國法令規定辦理，投資人亦應自行了解判斷。另，基金投資涉及投資於新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。