

2008年10月27日

供專業人士與銷售機構內部使用

## 大師講壇

# 天鵝湖的另一章-黑天鵝<sup>[1]</sup>的結局 (The new version of swan lake)

(每月節錄法國巴黎資產管理公司首席策略分析師孟克敬的總體經濟評論，以提供最即時與最精闢的市場看法。)

[1] 在此指的是幾乎不可能發生的事件卻發生，並對市場造成毀滅性傷害，此概念由『黑天鵝效應』一書作者提出，他曾擔任法國巴黎銀行紐約分公司的選擇權交易員。



法國巴黎資產管理公司  
首席策略分析師孟克敬

各國政府強烈的救市決心是否代表原來在天鵝湖上為數眾多的黑天鵝將會很快飛離，無論如何，各國政府的行動已經提高我們對於金融市場將會回歸正常的預期。不過不幸地是，這場金融風暴火焰已對實體經濟造成顯著傷害，信用市場嚴重緊縮使已開發國家面臨經濟衰退，並可能擴及全球。而經濟成長衰退，是否會像許多市場觀察家說的一樣，即像日本過去一樣面臨長期經濟衰退，法國巴黎資產管理公司認為即使黑天鵝未來仍可能再次出現，但經濟長期衰退機會不大，原因是過去所經歷的金融危機，特別是日本，已經教導我們如何避免大蕭條與通貨緊縮的發生。

## 日本 V.S. 次級房貸危機=等待觀望做法 V.S. 全力動員做法

由日本住宅抵押公司倒閉危機(Jusen Crisis)學得的教訓相當簡單，即盡可能快速、大幅度且廣泛的採取行動，目前看來毫無疑問的，政府機關非常快速地因應目前的市場混亂，當然金融市場的惡化仍需要未來有更多的努力投入，同時我們可以觀察到政府當局並沒有試著隱藏危機真相(不像 1990 年代日本政府對於金融危機的態度)，而是努力地支持金融市場，以免為時已晚。

自 2007 年 7 月起，自美國房地產市場泡沫破裂後，已採取一連串的貨幣、財政與法規措施以對抗此次系統性危機，當這場風暴隨之擴大，各國央行立即聯合採取強力措施，降低銀行間拆借利率以提高銀行資金的流動性；另一方面，許多有助於金融機構重新借貸的新工具被陸續創造，例如更大範圍的資產獲得擔保，其中一項最令人印象深刻的，便是美國聯準會的商品票據融資工具(CPFF)，即可直接向非金融機構公司購買其商業票據。另外聯合調降指標利率也是全球欲攜手建立銀行間拆款信心的證明。財政措施方面的顯著例子便是，許多國家紛紛擔保其存戶存款，同時國有化與政府投資銀行的腳步也不停歇，由英國率先宣布為銀行所發行的中期債券提供達 2500 億英鎊的擔保，並動用 500 億英鎊購買 8 大銀行的優先股或是永久付息股票(PIBS)。

同時各國也藉由修改法規，以放寬對於資本適足率的要求，美國財務會計準則委員會(FASB)與國際會計準則委員會(IASB)即以採用模型結算(mark to model)取代每日結算(mark-to-market)的計算準則。最後，值得注意的是，金融機構間的購併者在美國越來越多，同時歐洲也持續增加中，也有助於解決目前的金融危機。雖然日本與現今危機在成因與重建金融系統工具上

相當類似，其中最大不同之處在於採取措施的立即性與對金融系統的注資，日本在 1995 年使用政府資金清算了日本住宅抵押公司，但這已是在日本房地產崩跌引發危機的 5 年後，在 1996 年初，銀行準備金與注資金額分別達到 320 億日圓與 22 億日圓，其僅為觀察到貸款損失的 30% 與 2%。相較之下，在風暴發生後僅只一年，根據 IMF 估計的損失約為 1 兆 4000 億美元，金融機構準備金已超過損失的 40%，而注資也達損失的 30%。並且日本直到 1998 年才有第一家國有化銀行，而此次金融危機許多金融機構(例如北岩銀行、房利美、房地美、與 AIG 等大型金融機構)，皆已經被國有化，而政府投資銀行體系的金額更是每日攀升。另外日本直至 1999 年四月才建立 RCC (整理回收機構 The Resolution and Collection Corporation) 基金，而“鮑爾森基金”已經獲得通過並開始執行，且許多國家(像是義大利與法國)也相繼成立債務清理機構。最後值得注意的，會計規則的鬆綁以避免因為每日結算(mark-to-market)某些資產，使其價格跌落至經濟價值下；另一方面，日本因應此次金融危機，這次也同樣放寬其會計規則，使銀行能將其資產維持在經濟或市場價值之上，而之前資產價值低估使銀行業資本適足率不足，正是當時導致日本陷入長期經濟衰退的重要因素。

## 天鵝湖結局-黑天鵝終會死去

法國巴黎資產管理公司預期穩定金融體系的救市方案，會很快地付諸執行，這將使得已來到歷史高點的風險貼水，有機會在近期開始下滑，不過即使此次危機離終點不遠，其後續效果會持續對經濟造成負面影響一段時間，法國巴黎資產管理公司認為黑天鵝終會消失，不過湖面上仍會餘波盪漾。

法國巴黎資產管理公司目前已把股票投資比重提高至中性部位，同時看好企業紛紛降低槓桿操作後，加上政府注資皆有利於債券持有人，因此開始看好公司債市場未來表現，並建議投資人維持防禦性的資產配置，例如利用靈活的投資方式介入股票市場(例如定期定額方式投資股票基金：百利達新興市場基金或百利達美國小型公司基金，或與債券基金相互搭配，例如百利達黃金雙拍檔組合：百利達美國小型公司基金+百利達美元債券基金)。

## 百利達推薦基金

資產性質	基金名稱	基金投資理由
分散投資廣大新興市場	百利達新興市場基金	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 新興市場國家各有其投資題材與市場發展，本基金靈活調整各地區的投資比重，可同時降低可能投資風險與掌握可能獲利機會。</li> <li>● 新興市場投資資訊不完整，不依個別股票狀況與時間點來投資持有，而是持有一籃子股票，可避免投資風險與偏誤，同時降低交易成本。</li> </ul>
營運靈活企業	百利達美國小型公司基金	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 許多美國小型公司的市場遍及全球，甚至為其產品的領導廠商，能靈活面對景氣衰退或是復甦週期。</li> <li>● 具彈性與靈活度的小型公司，對於較不穩定的經濟環境更能靈活應變。</li> </ul>
債券三劍客	百利達美元債券基金	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 投資於具投資等級的美國債券、洋基債券與美元計價的歐元債券，目前公債比重為 73.12%，AAA 債信評等佔 99% 比重，美國則佔 90% 比重。</li> </ul>
債券三劍客	百利達日圓債券基金	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 投資於日本債券，台灣唯一一檔以日圓計價的日圓債券，公債比重 85.12%，AA 債信評等佔 88% 比重。</li> </ul>
債券三劍客	百利達全球債券基金	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 投資於具投資等級的全球公債與公司債，擁有充分分散投資的特性。</li> </ul>
配息基金精選	百利達新興市場債券基金 (預估年配息率：6.09%)*	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本基金自成立以來，每年年報酬均為正值，績效表現穩健，平均報酬為 10.74%。(資料來源：Morningstar，美元計價，截至 2008 年 9 月 30 日)</li> </ul>
配息基金精選	百利達美國高息債券基金 (預估年配息率：9.13%)*	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 美國聯準會持續降息與振興經濟方案的影響逐漸發酵下，預期美國經濟可望在 2008 下半年逐漸恢復穩定，美高收益債市場長期前景樂觀。</li> <li>● 採取分散投資原則，平均持有 100 至 150 檔債券，以降低投資風險。</li> </ul>

<p>配息基金精選</p>	<p>百利達亞洲可換股債券基金 (預估年配息率：4.01%)*</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2008年市場波動度提高，具防禦性質的本基金適合看好亞洲市場，同時欲分散股票投資風險與保障下跌風險的投資人。</li> <li>● 為台灣註冊唯一『純粹』投資亞洲可轉債市場的境外基金，自2000年以來，本基金連續9年每年年報酬為正值，且9年來平均每年年報酬率達13.59%。(資料來源：Morningstar，美元計價，截至2008年9月30日)</li> </ul>
---------------	---	---

[www.bnpparibas.com.tw](http://www.bnpparibas.com.tw)

報告單位：法國巴黎銀行台北分行-投資顧問部 百利達基金在台總代理：法國巴黎銀行台北分行  
金管證四字第 0950132232 地址：105 臺北市民生東路 4 段 52 號 2 至 6 樓 電話：886-2-2713-7180

\*注意事項 1: 本基金上述配息率僅供參考，實際配息以基金董事會決議為準，若有任何變更，將以董事會正式決議及正式通知各代銷單位為法定依據

\*注意事項 2: 年配息率係採當年度每月每單位配息金額總和/前一會計年度最後一個基金交易日淨值表示

請勿視為買賣基金或其他投資之建議或邀約，所有資料均取自可靠來源，惟並不保證其係絕對正確無誤，未經允許不得複製、修改、散發或引用。高收益債券基金較適合風險承受度較高之投資人。投資人投資高收益債券基金不宜占其投資組合過高之比重。本基金經行政院金融監督管理委員會核准，惟不表示絕無風險。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，故本基金可能會因利率上升、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。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。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，不負責本基金之盈虧，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，不負責本基金之盈虧，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。有關基金應負擔之費用(含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中。基金公開說明書(或其中譯本)或投資人須知，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。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。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。法國巴黎銀行台北分行獨立經營管理。