

Janus Henderson
— INVESTORS —
駿利亨德森投資

市場衛星定位報告
另類資產
展望2020年

另類資產： 下一個景氣循環階段的首選？



許多投資人都在思考現在是否該增持另類資產。分散配置確實有其必要，但是駿利亨德森全球多元資產與另類資產投資團隊主管 Michael Ho 認為，投資人必須審慎挑選合適的分散配置方式。

過去15年，另類資產日益受到投資人青睞。根據 BCG Consulting Group 最近公佈的一項研究報告顯示，另類資產的資產管理規模(AUM)成長速度之快，僅次於被動式投資策略。同樣一份研究顯示在各類型的另類資產之中，流動性另類資產、基礎建設、私募債權、以及私募股權的成長幅度未來料將名列前茅。目前看來，越來越多的投資人以被動式投資策略作為核心配置，再搭配衛星投資部位以追求超額報酬 - 其中又以另類資產為主要配置部位。

另類資產只是一個模糊的統稱。全球投資人經常問我們如何在傳統的資產類別之外，找到真正具備分散配置效果的投資標的。此外，客戶經常詢問我們對於絕對回報投資策略的看法，在景氣循環的末升段是否適合投資另類資產，以及哪一類型的另類資產最適合未來的投資環境。在此，我們將試著回答以上常見的問題。

切勿一視同仁

在思考另類資產的優缺點時，首先我們必須認清一事情：「另類資產」只是一個籠統的名詞，切勿「以偏概全」地看待每一種另類資產，也沒有一體適用的投資策略。然而，許多投資人將另類資產與避險基金畫上等號。統計數據顯示過去25年避險基金的報酬率呈現下行趨勢，目前年化超額報酬預估在-2%左右。因此，倘若我們將避險基金視為另類資產的代名詞，目前另類資產著實欠缺投資吸引力。更令人擔心的是，目前避險基金有90%以上的報酬取決於標準普爾500指數的投資部位¹。換句話說，避險基金目前已無法像過去那樣發揮分散配置的效果。

儘管如此，這不表示另類資產已無優勢可言。除了股票Beta報酬以外，其餘各種的另類資產投資策略 - 例如另類風險溢酬與其他避險基金策略 - 仍有其投資優勢。長期而言，另類資產與傳統的股、債市應呈現零相關性。

私募股權 - 被誤解的投資策略？

私募股權投資策略是否能作為下一個景氣循環階段的投資選擇之一？能否發揮分散配置的效果並締造超額報酬？我們認為這一點仍有待觀察。

首先，私募股權投資策略的淨值波動較為平緩，乃是因為投資組合並未經常地依照市值進行訂價。然而，根據楊百翰大學(Brigham Young Universi-



「退休人口增加意味著民眾對於投資損失的風險更加敏感，進而將引發更大的潛在影響。」



MICHAEL HO, PH.D.
全球多元資產與另類投資團隊主管

ty)²最近公佈的研究報告指出，倘若我們以次級市場的交易活動進一步分析私募股權的報酬特性，結果顯示私募股權投資策略呈現高股市Beta值(大於1)與低Alpha值(統計上趨近於零)的特性。回顧過去，私募股權投資策略與槓桿併購基金之所以能創造高水準的總回報，乃是拜極高度的槓桿操作所賜，進而造就高Beta值。

認識你的報酬來源

然而，另類資產並非毫無可取之處。另類資產的優勢之一在於它的多樣性，且當中不乏能夠創造超額報酬的投資經理人。HFRI參考指數顯示在所有標榜低Beta值的投資策略之中，超過75%無法發揮應有的報酬特性，因為許多低Beta投資策略都採取相對價值或是總經投資風格。值得慶幸的是，在這些低Beta投資策略之中仍不乏真正具有實力之投資經理人。倘若市場波動性一如預期地在2020年上升，屆時這些低Beta投資策略仍可助投資人

一臂之力。

2020年熊市眈眈？

我們藉由分析市場的結構性動能，評估投資人是否錯估接下來的風險環境。展望2020年，身處景氣循環未升段的全球經濟將更容易面臨衝擊 - 尤其是企業獲利表現，且傳統的資產類別亦將面臨市場壓力。

全球金融危機過後，股市本益比大幅攀升，同時間企業大舉買回庫藏股也使得負債不斷膨脹。事實上，自2009年以來美股最大的買盤便是來自美國企業本身。根據美銀美林的研究顯示(表二)³，自2009年以來美國企業已買回高達3.6兆美元的庫藏股。

絕對回報投資策略 - 仍值得青睞嗎？

許多投資人認為自從全球金融危機以來，絕對回報投資策略便再也無法實現投資目標。之所以會出現這樣的質疑，乃是因為這些年來標準普爾500指數不斷締造高水準、一致的投資回報，且個股之間的報酬分散度低。從2009年至2018年為止，極度寬鬆的貨幣政策支持全球股市的表現，期間締造的報酬表現堪與1990年代媲美(表一)。在此環境下，光是單純的被動式投資策略便可締造較波動性高出一倍的報酬率，投資人又怎會想要投資其他的標的？

然而，天下無不散的宴席。回顧過去，單純的被動式投資策略不時面臨高度波動的環境。2000年 - 2002年與2008年就是最好的例子，且當時投資人都苦不堪言 - 尤其是退休族。倘若投資人在這兩個時期100%投資股票，在接下來的5年內投資人將持續身陷在負報酬之中(表一)。如今，受到已開發國家人口進一步老化的影響，情況將變得更加嚴峻。退休人口增加意味著民眾對於投資損失的風險更加敏感，進而將引發更大的潛在影響。

表一：股債指數與債券指數同樣具有波動性



資料來源：Robert J. Shiller、Datastream，統計截至2019年11月。圖表顯示落後五年報酬率之年化夏普值。過往績效不保證未來績效。指數報酬未含管理投資組合之費用。指數未經管理且無法直接投資。

因此，投資人切勿被過去10年來的寬鬆貨幣政策及其對資產報酬的影響所蒙蔽。無論是透過絕對回報投資策略、另類資產、或是多元資產投資策略，唯有打造具備多重報酬來源的投資組合，方能助我們穩渡未來的低成長環境。

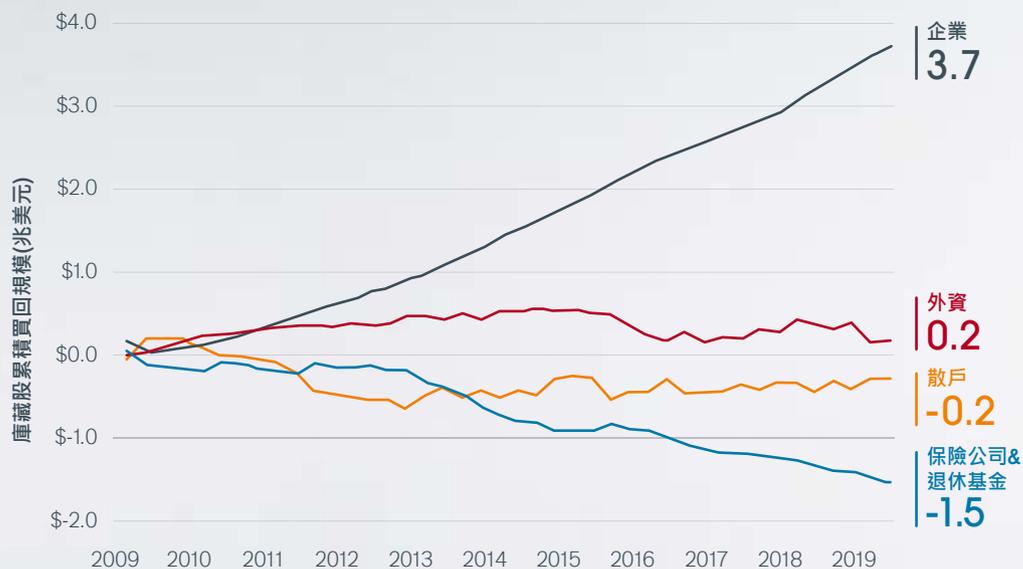
美銀美林研究部指出，自2009年以來，企業一直是美股的最大買家。累計股份總值3.6兆美元（表二）。企業之所以能大舉買回庫藏股，乃是拜債券殖利率下降與極為低廉的融資成本所賜。然而，這種作法能夠一直延續到2020年嗎？首先，目前10年期債券的實質殖利率已來到歷史低點並反映極為負面的經濟成長情境。我們認為目前債券殖利率已過低，且除了日本以外，其他國家的債市沒有長期處於負利率環境的理由。其次，企業利潤率已來到歷史高點並開始走下坡。這兩項因素都可能中斷企業買回庫藏股的腳步。

倘若更多投資人發現近年來企業每股盈餘的成長乃是靠買回庫藏股支撐，屆時我們將面臨熊市的威脅。此外，一旦企業融資成本攀升且利潤率下降，導致買回庫藏股的規模縮水，屆時我們將揮別過去10年的多頭環境，快速地進入熊市的懷抱。同時間，倘若固定收益資產亦無法提供良好的報酬潛力，屆時投資人可能會出走傳統資產類別。故此，不論是現在或是長期來看，增添更加多元的報酬來源確實有其必要與優勢，但是投資人必須徹

底瞭解每一個投資經理人的報酬來源，以及在市場承壓時期可能產生的報酬特性。

表二：
買回庫藏股 -
支持股價上漲的關鍵

2009年以來，企業一直是股市最大的買盤，推升本益比之際，負債也隨之膨脹。儘管如此，未來企業融資成本可能會攀升且利潤率可能萎縮，因此未來買回庫藏股的規模可能會走下坡。



資料來源：Michael Hartnett、The Flow Show、美銀美林研究，2019年9月5日。



更多內容

市場衛星定位報告(MARKET GPS)：投資展望系列包括我們股票、固定收益和另類投資團隊等主管撰文與一篇重點摘要。

市場衛星定位報告(MARKET GPS)：2020年投資展望全文可於<https://zh-tw.janushenderson.com/taiwan/>網站查詢。

在駿利亨德森，各投資團隊定期討論、辯論不同觀點，但均享有充分的自主權決定各自對市場機會與風險的看法。本公司網站上「投資觀點」定期刊登投資組合經理人的評論，實踐我們知識共享的理念。

1. 彭博、Datastream。HFRI基金加權複合指數，資料統計截至2019年8月30日
2. Boyer, Brian, Nadauld, Taylor D. and Vorkink, Keith P. (楊百翰大學)與 Weisbach, Michael S. (俄亥俄州立大學)。“Private Equity Indices Based on Security Market Transactions,” 2018年10月24日

駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。地址：110台北市信義路五段7號台北101大樓45樓A-1室。電話：(02) 8101-1001。107金管投顧新字第023號。

於台灣係經由金融監督管理委員會登記並監管的駿利證券亨德森投資顧問股份有限公司所發行。本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容、或以參閱任何其他刊物方式為之。

本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有司法管轄區提供所有的產品或服務。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容、或以參閱任何其他刊物方式為之。

任何非事實本質為作者的意見，意見僅就廣泛主題加以闡述，並非交易意圖之指示，且隨時因市場或經濟面的改變而有變動。這並不表示或暗示任何所提及的撰述/範例為目前或曾經持有的投資組合。預測是無法保證的，無法確保所提供的信息是完整或及時且亦不保證使用中所獲得的結果。

基金投資一定有風險，最大可能損失為投資金額之全部，本基金所涉匯率風險及其它風險詳參公開說明書或投資人須知。

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。

投資人應諮詢您的銷售機構有關產品適合度之相關建議並協助您決定產品如何能夠符合自身之投資目標。投資決定乃屬於投資人所有且投資於本基金並非適合所有投資人，如有任何疑問，請與您的銷售機構聯絡。

駿利亨德森及Knowledge. Shared為Janus Henderson Group plc或其子公司之商標。©Janus Henderson Group plc。
JHITL1119(15)1220.TW.retail