



**Rob Mikalachki**  
Chief Investment Officer,  
Invesco Trimark  
Canada



#### 重點摘要

- 我的團隊不將目光放在預測2018年，而是進一步著眼於未來3至5年的投資期限。
- 我們放眼未來，發現若干風險、不確定性與機會。
- 我相信能結合勇氣與判斷力的人可望收穫最多。

短期預測的練習有趣，但獲利往往不是特別好。認為人能預測未來一年是個愚蠢的想法，而假設自己能從該預測中獲利更是可疑。2016年時您可預測到川普會在2017年就職美國下一任總統？假使如此，您又預期市場會如何回應？思考我們在過去一年左右所見證的事：

- 希拉蕊看似篤定勝選之前股價飆升，而川普當選總統的新聞一出，S&P 500指數期貨在一夜間大跌5%，表明川普「對市場不利」。
- 不過，S&P 500指數隔天收高逾1%(高效率的市場理論派請特別注意)，最終的樂觀情緒顯然是在回應新任總統預計在立法機關大獲全勝並推出「親市場」改革。
- 12個月過後，重大改革幾乎無一項完成，川普的核心幕僚不斷重組，共和黨高層公開攻擊自家領袖，且「彈劾」字眼的呼聲正以那位「總統」一年前同樣漫不在乎的口吻響起。
- 儘管上述種種情形，多頭市場仍堂堂挺進第9年。

因此，隨著2017年進入尾聲，我的團隊不將目光放在預測2018年，而是進一步著眼於未來3至5年的投資期限。我們從今天的立足點展望未來，以下是我們觀察到的一些風險和不確定性 - 亦有一些機會蘊藏其中。

#### 風險

- **民族主義/民粹主義。** 這種反移民與保護主義政策的治理方式會加深國內經濟的無效率，推升商品成本並導致各個經濟體對全球經濟的貢獻成了一加一遠小於二的局面。我的團隊持續留意獲利率下滑及消費者購買力下降的情形。
- **利率。** 我們不擔心一年內的利率走勢；不過，我們對長期展望存有重大疑問。若您和我們同樣相信企業的價值在於其未來自由現金流量現值，則一家公司的大部份價值奠基於今後5至20年的盈餘。您是否願意根據今天的利率將那些現金流量貼現？同樣地，如果利率在未來數年確實上揚，

當房貸與其他資產擔保貸款利率重設，消費者的購買力會受到何等影響？

#### 不確定性

不確定性是風險的近義詞，近來有一些不確定性較常在我們的會議上出現：

##### ■ 電動車/自動駕駛。

這對經濟的影響範圍廣泛，從油價到汽車製造業生態體系、加油站附設便利商店、維修與經銷業等等。電動車的經濟性還要多久才能追上內燃式引擎車？屆時停車場的周轉率有多高？如果當今一些主導企業是正在融化的冰山，股價是否已經反映，使其成為值得考慮的誘人投資？

##### ■ 亞馬遜。

每當我們觀察一家零售商或經銷商時，幾乎總會自問：它會被亞馬遜擊潰嗎？這再次提醒我們零售業有多麼變化無常。(記得沃爾瑪被認為無堅不摧的年代嗎？)

##### ■ 中國。

中國幾乎篤定成為未來20年全球經濟的最大驅動力，但中國會踏上怎樣的路徑就不那麼確定了。中國將能從一個受政府控管、舉債支撐基礎建設的經濟體轉型為新興中產階級引領的消費經濟體嗎？答案很可能是肯定的，但轉型的軌道不太可能呈一直線，過程中為投資人帶來風險與機會。

##### ■ 自動化。

人工智慧和機器學習持續演進，這對我們的經濟有何意義？生產力確實應會提升，但財富分配及連帶的總消費會變得怎樣？當今的藍/灰領工人的工作被機器取代後要往何處謀職？我們的大學畢業生中有充足的科學、科技、工程和數學專才來填補未來的工作嗎？「機器的崛起」會導致社會陷落嗎？哪個區塊在此轉變過程中會出現或消失獲利機會？

#### 機會

依我之見，當今最大的機會來自於願意做出長期決策、擁抱短期波動及與眾不同(我稱之為「時間套利」)。



對身為少數人的我們(真正主動式投資人)而言，脫穎而出的機會隨著人數漸減而升高。

以美國股市作為個案研究，市場大約80%投資於被動式基金與「秘櫃式指數(closet indexers)」- 看起來幾乎無異於被動式基準指數基金 - 的組合<sup>1</sup>，這意味著市場很大一部份並未真正致力於分析及決定企業價值。對身為少數人的我們(真正主動式投資人)而言，脫穎而出的機會隨著人數漸減而升高。多半一路上漲且大部份多頭期間股票呈現高相關性的市場暫時掩蓋了展現價值的能力，一旦主動式/被動式表現領先的歷史週期重演(甚至重複出現)，我預期主動式投資人將可揚眉吐氣。

英國是我的團隊運用時間套利的一個好例子。英國意外脫歐後，許多我們的投資組合大幅提高英國投資並在2017年持續維持高部位。我們認為市場反映了漫長的衰退，但實際影響程度可能沒那麼嚴重。此外，英國脫歐在許多情況下普遍帶來折價，讓我們能從拋售潮中撿回一些「棄兒」。展望未來，英國脫歐的新聞可能依然難堪，而且我們的決定在短期內或許會適得其反，但是我們樂於接受如此看似傻瓜的風險，相信長期的回報將會遠大於我們的另類投資。

我觀察到如今越來越少投資人如此行事，而我認為能結合勇氣與判斷力的人可望收穫最多。

## 結論

2018年將充滿意外；身處目光日趨短淺的投資圈中，我們認為這給予我們在自家長期觀點與短期市場轉折間套利的機會。



依我之見，當今最大的機會來自於願意做出長期決策、擁抱短期波動及與眾不同。

<sup>1</sup> 資料來源：Quartz：《被動式基金預計在2030年前吞噬整個美國股市》，2017年6月5日；Petajisto（2010年）。