

出國報告（出國類別：其他）

參加施羅德投資集團日本分公司主辦
之日本及全球市場展望分析暨環境、
社會與公司治理投資研討會報告書

服務機關：中華郵政股份有限公司

姓名職稱：謝佳燕 助理管理師

范家聖 助理管理師

邱瑋華 佐理員

派赴國家：日本（東京）

出國期間：105.12.5-105.12.8

報告日期：106年1月11日

行政院及所屬各機關出國報告提要

出國報告名稱：參加施羅德投資集團日本分公司主辦之日本及全球市場展望分析暨環境、社會與公司治理投資研討會報告書

頁數 24 頁 含附件：無 有

出國計畫主辦機關：中華郵政股份有限公司

聯絡人：柯裕銘 聯絡電話：(02) 23921310-2536

出國人姓名：謝佳燕等 3 人 服務機關：中華郵政股份有限公司

職稱：助理管理師 電話：(02) 2321-1922

出國類別：1.考察 2.進修 3.研究 4.實習 5.開會 6.其他

出國期間：105 年 12 月 5 日至 105 年 12 月 8 日

出國地區：日本東京

報告日期：106 年 1 月 11 日

分類號 / 目：交通 / 郵政

關鍵詞：東京，施羅德，CSR，ESG

內容摘要

施羅德投資集團日本分公司有鑒於2016年全球總體經濟成長放緩，地緣政治風險升高，黑天鵝事件不斷干擾經濟環境，令股、債及匯市呈現大幅度波動，針對2017年的總體經濟與政治環境之投資方向須如何思考及因應，以及近年成為投資顯學的企業社會責任(Corporate Social Responsibility)投資分析等議題予以說明及討論，並安排參訪施羅德投資集團日本分公司東京總部。

近年全球部分國家內戰頻仍，衍生出大批前往歐洲的難民潮，而造成歐洲近年恐怖攻擊不斷，令歐洲人民對於移民潮所帶來的潛在危機仍憂心焦慮。在此時空背景及全球經濟放緩下，民粹主義亦隨之抬頭，歐洲面臨的政治風險考驗有升高之虞。展望2017年，全球經濟預期可穩健向上，惟歐美新政府上台後，對於未來的財政及貨幣政策，以及美國邁入升息循環是否會造成新興市場資金大幅度的回流成熟市場，有待持續觀察，並須更深入了解全球的政經環境變化，以提升投資績效。

經濟蓬勃發展帶來了財富，但亦衍生出許多社會、人權及環境生態的問題，致企業社會責任逐漸受到重視。注重環境、社會與公司治理(Environmental, Social and Governance，以下簡稱 ESG)的企業，重視公司長期發展，以永續經營為目標，投資人持有並獲得較佳報酬的可能性更高。ESG 的核心概念為將環境保護、社會公平與公司治理融入資本市場與經濟活動中，以達到經濟、環境、社會三贏的局勢，故投資應關注致力於企業社會責任的公司，並適時增加投資時間、部位，以獲得較佳的投資成果。

目 次

	頁次
壹、目的.....	1
貳、過程.....	2
一、參訪單位簡介.....	2
二、日本總體經濟與股市.....	5
三、全球總體經濟展望與情勢分析.....	8
四、環境、社會與公司治理.....	17
參、心得與建議事項.....	22
一、心得.....	22
二、建議事項.....	23

壹、目的

本次應施羅德投資集團(以下簡稱施羅德)日本分公司之邀，參與 2016 年 12 月 5 日至 12 月 8 日於日本東京主辦之 ESG 投資研討會，並實地參訪施羅德日本分公司，同時與其投資研究人員進行交流分享，藉以瞭解施羅德投資策略、日本與全球總體經濟走勢與發展及永續投資等議題，作為未來投資方向之參考。

2016 年以來投資氣氛受到全球總體經濟的高度不確定性、地緣政治風險持續升高等影響，呈現大幅波動。歐洲自 2015 年以來，即籠罩在難民問題與恐怖攻擊的陰影之下，疲弱的經濟活動與政治上極右派的興起，皆不斷打擊意圖整合的歐洲；2016 年 6 月 24 日英國支持脫離歐盟的投票結果，反映西方社會對移民與經濟問題造成失衡狀態的不滿。繼 11 月 9 日川普當選美國總統，對過去的美國價值有所改變，例如：自由貿易、國際合作及普世人權等，全球有進入民粹主義、反菁英主義與保護主義時代之虞，加深未來全球政局的動盪不安。

企業除了面臨外部不穩定的投資環境，內部應採取何種經營策略亦為重要課題，蓋兩者皆會影響其獲利表現。例如：正義及頂新問題油品事件，使頂新集團的商品遭消費者的抵制，由消費者發起的「滅頂計畫」，造成旗下的味全公司連兩年虧損，迄今仍未平息；頂新集團 100%轉投資的臺灣康師傅公司更於 2017 年 1 月 1 日宣布清算、解散。過去投資者並未關心公司的一些經營行為會對獲利造成隱含性的負面影響，成為資本市場的邪惡陰暗面；然而，隨著消費者對於食品安全、環境保護等意識的提升，加上對於勞動人權、氣候變遷等議題的重視，使得越來越多企業將永續發展列為重大經營策略之一，投資者亦將投資標的在環境、社會、公司治理的經營表現納入投資分析。

邁入 2017 年之際，全球經濟出乎意料的強勁，此是否為可期待的持續性成長抑或僅係曇花一現？於研究投資策略之餘，亦應建立永續投資的觀念，讓資本市場有良性的發展，同時善盡機構投資人的企業社會責任。

貳、過程

一、參訪單位簡介

(一) 主講者：矢島 健(施羅德日本分公司董事)

(二) 施羅德投資集團

西元 1804 年，年僅 19 歲的約翰·海因里希·施羅德(Johann Heinrich Schröder)加入由其胞兄約翰·弗里德里希·施羅德(Johann Friedrich Schröder)在倫敦成立之公司，從此開始兩人金融事業。創業之初，該公司係定位為商品交易商，而首次金融服務係為其他商人提供短期信用貸款。然而，隨著事業日益蓬勃發展，便開始布局全球、開發客群，並致力於為客戶規劃資產配置組合，為其創造財富最大價值。

現今，施羅德已成立超過 200 年，於全球 27 個國家成立 37 個辦事處，為機構法人與高資產客戶管理超過英鎊 3,400 億資產，投資策略則著重於長期性，其中投資標的有超過 490 家實施 ESG 政策的企業，資產配置多元：包含證券(Equities)、固定性收益(Fixed Income)、多元資產(Multi-Asset)、創新商品(Alternatives)與房地產(Real Estate)。

(三) 施羅德投資集團日本分公司

西元 1870 年，日本政府有意建造新橋至橫濱的鐵路，施羅德透過為日本政府發行公債開始在日本的事業。西元 1974 年在東京開設日本第 1 間辦公室，西元 1985 年建立施羅德日本分公司；現今，日本分公司已擁有 99 名員工，為客戶管理超過日幣 3 兆資產。

施羅德日本分公司的營業活動及收入主要來自於為機構法人管理資產賺取手續費以及透過證券商等通路販賣投資信託基金(Investment Trust Funds)兩大類。機構法人包含公共退休基金(Public Pensions)、私人退休基金(Corporate Pensions)及

金融機構(Financial Institutions)。公共退休基金主要以投資傳統商品為主，例如日本證券或公債(Japan Equities and Bonds)、國際證券或公債(International Equities and Bonds)，近年來則開始投資信貸(Credit Markets)、新興市場(Emerging Markets)、房地產(Real Estate)、私募股權(Private Equity)或基礎建設(Infrastructure)等。公共退休基金委託操作的資產龐大，每筆約日幣 1 億，但支付的手續費較低，且須經過嚴格的法定投標過程，每年的投標案也相當少。私人退休基金則青睞高報酬的商品，雖然支付較高的手續費，但每筆委託操作的金額較低，僅約日幣 2,000 萬到 3,000 萬。因現今投資環境越來越艱困，例如負利率及愈趨嚴厲的金融監管政策，使得金融機構的客戶有成長的趨勢。

(四) 小結

1. 施羅德大事紀：其中以西元 1804 年兩兄弟開始投資事業、西元 1959 年在倫敦證券交易所上市及西元 2000 年將投資銀行出售，專以資產配置為主要營業項目等 3 大事件最為重要。

Our history

The Schroder family and related trusts control over 47% of the voting shares

1700s	1800s	1900s	2000 – 2006	2007 – 2012	2013 – 2016
<p>1767 Christian Matthias Schröder sets up a firm of merchants in Hamburg</p>	<p>1800 Christian Matthias Schröder's son, Johann Friedrich Schröder moves to London to set up a firm</p> <p>1804 Johann Heinrich Schröder goes into partnership with his brother and the firm begins to specialise in providing commercial credit</p> <p>1818 Johann Heinrich Schröder sets up his own merchant banking firm, J. Henry Schroder & Co</p> <p>1853 First bond issued, to finance a railway in Cuba</p>	<p>1923 J. Henry Schroder Banking Corporation opens in New York</p> <p>1926 An investment department is created in London</p> <p>1959 Schroders becomes a publicly quoted company, listed on the London Stock Exchange</p> <p>1960 Schroders starts to acquire a presence in each of the major financial markets in the world</p> <p>1962 Acquisition of Helbert, Wagg & Co, a long-established London firm with a strong corporate finance department</p>	<p>2000 Asset management and related businesses becomes Schroders' sole activity following the sale of the investment bank</p> <p>2004 Schroders celebrates its 200th anniversary</p> <p>2005 Schroders establishes a joint venture fund management company in China with the Bank of Communications (BOCOM)</p> <p>2006 Acquisition of NewFinance Capital, a London-based manager of funds of hedge funds</p>	<p>2007 Acquisition of Aareal Asset Management GmbH, a property asset manager based in Germany</p> <p>Expanded presence in the Middle East with the opening of an office in Dubai</p> <p>2008 Acquisition of Swiss Re Asset Management Funds and the Singapore-based private client advisory unit of Commonwealth Bank of Australia</p> <p>2010 Acquisition of 49% of the share capital of RWC Partners Ltd</p> <p>2012 Acquisition of 25% of Axis Asset Management Company, the Indian asset management business of Axis Bank</p>	<p>2013 Acquisition of Cazenove Capital Holdings, a leading UK private wealth manager</p> <p>Acquisition of STW Fixed Income Management, a US fixed income firm</p> <p>Acquisition of 30% of Sequaxero, an Insurance-Linked Securities business in Switzerland</p> <p>2014 Acquisition of 11.9% of Nutmeg Saving & Investment Ltd, a UK specialist online discretionary investment manager</p> <p>2016 Stake in Sequaxero increased to 50.1%</p>

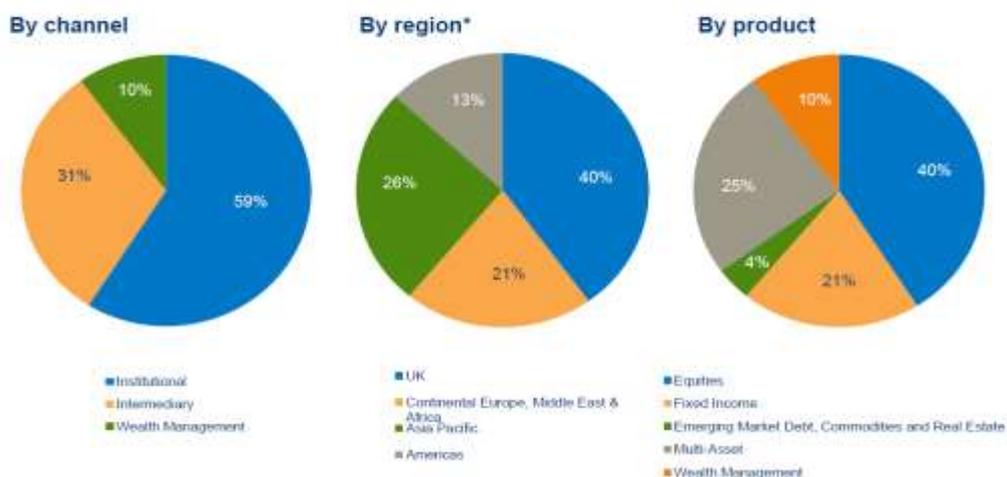
Source: Schroders, as at 31 March 2016

資料來源：施羅德，資料內容截至 2016 年 3 月 31 日。

2. 全球資產管理依客戶別、客戶群及產品分布：客戶別仍以機構法人為主，客戶群則以英國籍居多，但亞洲客戶成長速度加快，投資產品雖以證券比重最高，但已較往年下降許多，多元資產基金的配置則持續增加。

Total AUM by channel, region and product

Assets under management £343.8 billion

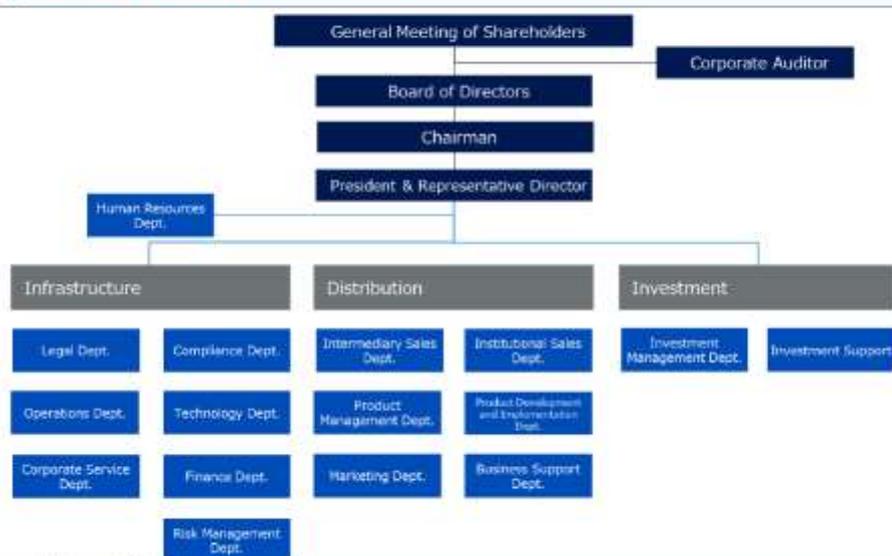


Source: Schroders, as at 30 June 2016. *By client domicile.

資料來源：施羅德，資料內容截至 2016 年 6 月 30 日。

3. 施羅德日本分公司組織架構圖：截至 2016 年 6 月底為止，施羅德日本分公司擁有 99 名員工，其中投資部門有 25 名員工，銷售部門有 36 名員工，業務部門有 32 名員工，其他的部門共 6 名員工。

Schroders Japan Organization structure



* Source: Schroders, as of September 2016

資料來源：施羅德，資料內容截至 2016 年 9 月。

二、日本總體經濟與股市

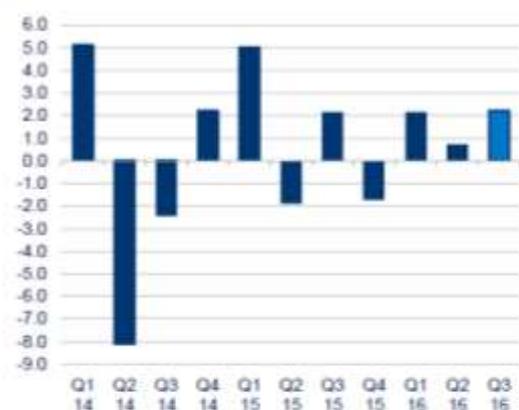
(一) 主講者：荒井 卓(施羅德日本分公司業務部部長)

(二) 日本國內經濟成長雖然步調緩慢，但是仍然持續呈現往上的走勢。日本首相安倍晉三，目前沒有強大的政治對手，其作為執政黨領袖的任期可望延續至 2018 年 9 月以後，這將有助於結構改革的持續，而積極的寬鬆貨幣及財政政策(擴大公共建設)仍然支撐日本股市上揚。然而，全球政治氛圍的不確定性提高，如：歐盟各國國內的選舉、美國川普總統就任後的政策走向等，將影響日幣匯率的走勢，進而造成日本股市的波動。

1. 日本 2014 年第 2 季國內生產毛額(Gross Domestic Product，以下簡稱 GDP)因消費稅從 5%調升至 8%，而大幅下跌。2015 年全年呈現 1 季上升 1 季下滑的態勢，2016 年則受惠於出口貿易量提升，走勢連 3 季上升。
2. 日本核心消費者物價指數(Core Consumer Price Index，簡稱 Core CPI)離日本中央銀行(Bank of Japan，以下簡稱 BOJ)既訂的目標 2%尚有一段距離，但自 2016 年初起已反轉向上，市場預期日本景氣最壞的情況已過去。

GDP growth and mixed inflation picture

% change in real GDP, QoQ adjusted annualised rate¹



Japan Core CPI (adjusted for consumption tax increase)²



¹Source: Cabinet office, as at 30 September 2016

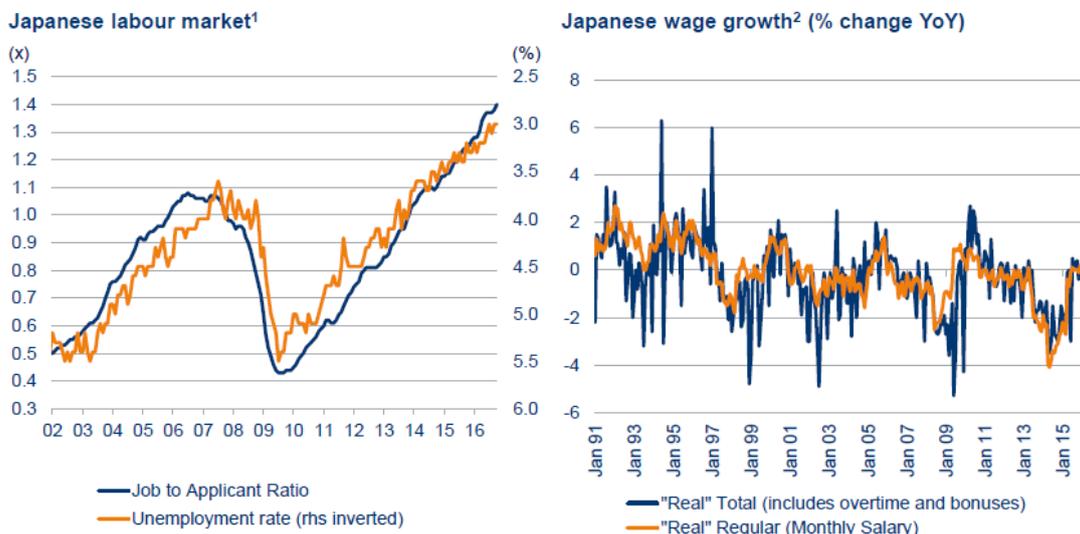
²Source: Nomura, based on Ministry of Internal Affairs and Communications, as at 31 October 2016

資料 1 來源：日本內閣府，資料內容截至 2016 年 9 月 30 日。(施羅德提供)

資料 2 來源：野村控股股份有限公司依據日本總務省公布之資料編制，資料內容截至 2016 年 10 月 31 日。(施羅德提供)

3. 日本就業市場方面，整體失業率(Unemployment Rate)雖處於低檔區，惟薪資成長率(Wage Growth)仍不足。

Labour market tightens further, but wage response still slow



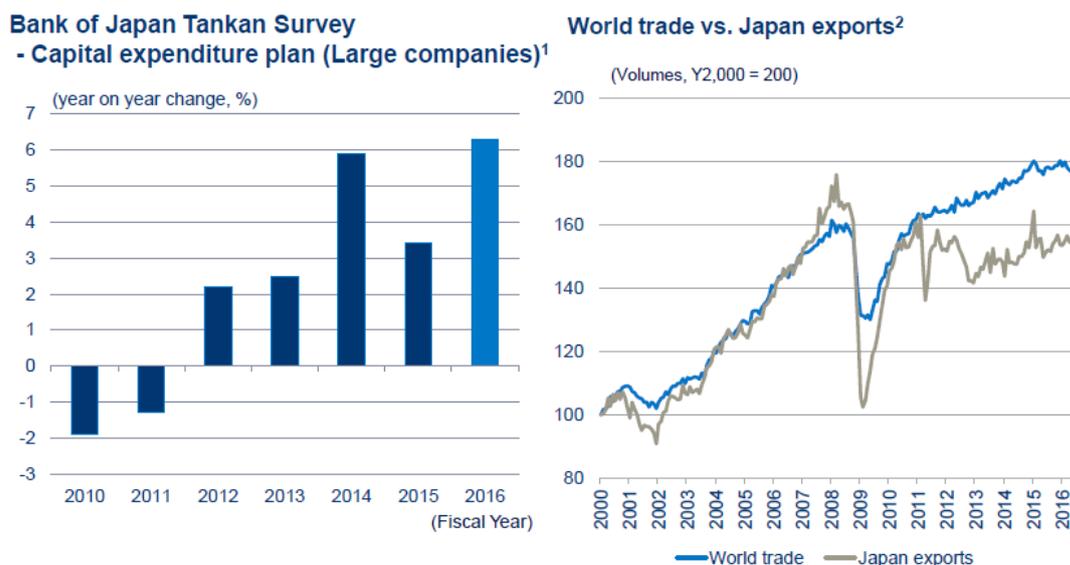
¹Source: Ministry of Internal Affairs and Communications, as at 31 October 2016. ²Source: Ministry of Health, Labour and Welfare, as at 30 September 2016
Forecast risk warning: Please refer to the important information slide at the end of the presentation

資料 1 來源：日本總務省，資料內容截至 2016 年 10 月 31 日。(施羅德提供)

資料 2 來源：日本厚生勞動省，資料內容截至 2016 年 9 月 30 日。(施羅德提供)

4. 市場預期大企業的資本支出(Capital Expenditure)將穩定增長，但出口貿易量(Japan Exports)能否持續增長仍不確定。

Solid growth in Capex is expected while Exports pick up still uncertain



¹Source: Bank of Japan as at 30 September 2016

²Source: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, as at 31 August 2016

資料 1 來源：BOJ，資料內容截至 2016 年 9 月 30 日。(施羅德提供)

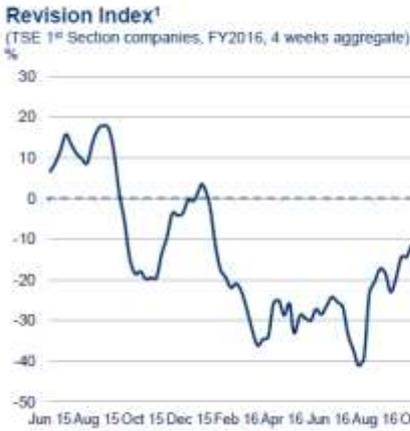
資料 2 來源：荷蘭經濟政策分析局對於經濟政策的分析資料，資料內容截至 2016 年 8 月 31 日。(施羅德提供)

(三) 施羅德於 2016 年年初因日幣升值、英國脫歐公投及大陸地區經濟成長趨緩

等因素而下修日本企業盈餘(Corporate Earnings)。隨著日幣貶值帶動出口貿易量增加，施羅德認為日本企業營運已經觸底反彈，故向上修正企業每股盈餘(Earnings Per Share，以下簡稱 EPS)，若日幣能持續貶值，則可能再往上修正。

Corporate earnings

Revisions bottoming out and earnings growth likely to resume



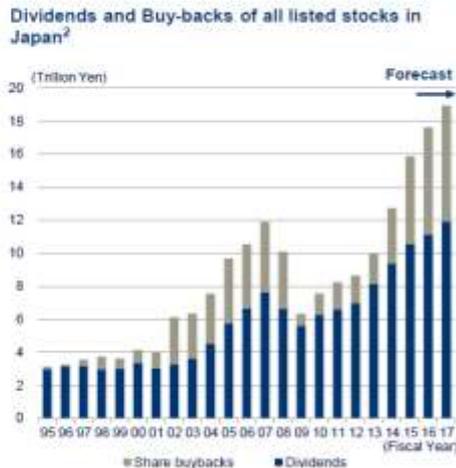
¹Source: Daiwa Research, TSE1 basis, Companies with QUICK consensus forecast, as at 25 November 2016.
²Source: Nomura, as at October 2016, Top down forecast. Note: FY16 and FY17 are Nomura estimated data as of 14 October 2016. Forecast risk warning: Please refer to the important information slide at the end of the presentation.

資料 1 來源：日本大和研究所依據東京證券交易所及 QUICK 公司之資料分析，資料內容截至 2016 年 11 月 25 日。(施羅德提供)

資料 2 來源：野村控股股份有限公司，資料內容截至 2016 年 10 月。(施羅德提供)

(四) 就日本企業的長期趨勢而言，在上市公司外部/獨立董事(Outsider/Independent Directors)的比例逐漸提高及股利發放(Dividends)和股份買回(Share Buy-backs)持續擴大下，預期將為公司帶來收益。

Steady progress in corporate governance improvement should deliver returns



¹Source: Tokyo Stock Exchange, as at July 2016
²Source: Daiwa, as at September 2016

資料 1 來源：東京證券交易所，資料內容截至 2016 年 7 月。(施羅德提供)

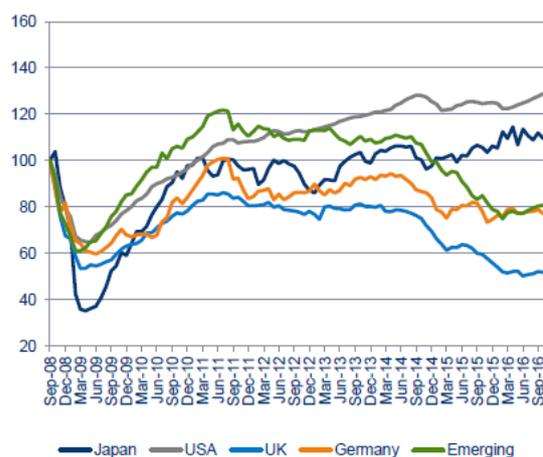
資料 2 來源：日本大和研究所，資料內容截至 2016 年 9 月。(施羅德提供)

(五) 相較於全球主要股市，日本上市公司 EPS 維持前段班，且目前本益比 (Price-to-Earning Ratio，簡稱 PER) 未偏高，仍具投資價值。

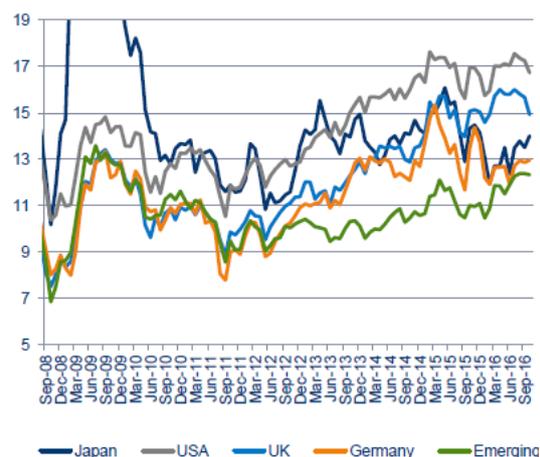
Global comparison

Japan remains better positioned given earnings growth and attractive valuation

12 months forward EPS



12 months forward PER



Source: Datastream, MSCI Index base, as at 31 October 2016

資料來源：湯森路透全球財務統計資料庫、摩根指數，資料內容截至 2016 年 10 月 31 日。(施羅德提供)

三、全球總體經濟展望與情勢分析

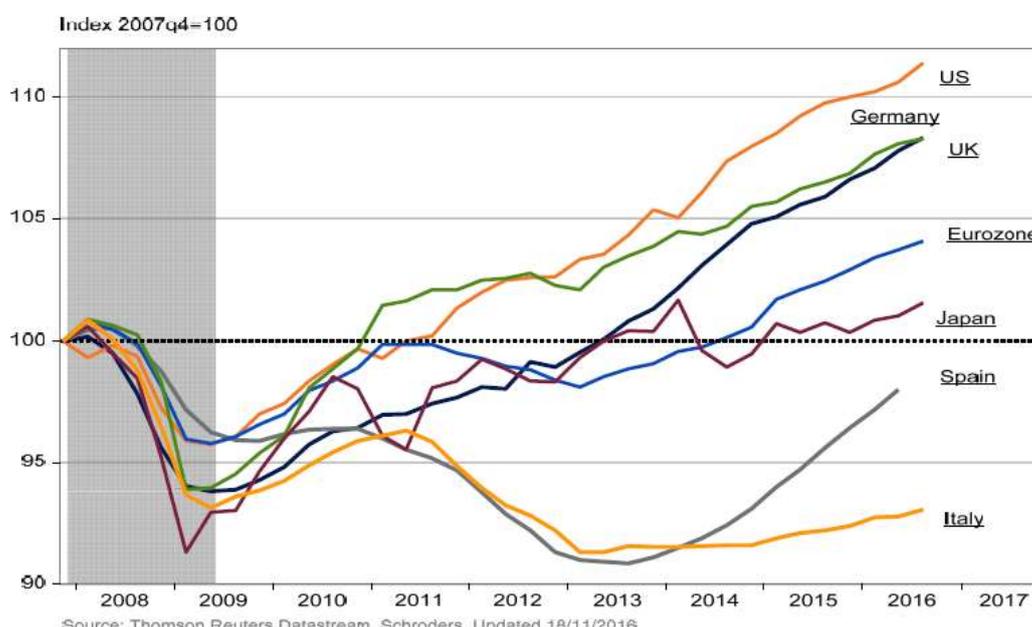
(一) 主講者：Keith Wade(施羅德首席經濟分析師)

(二) 自 2008 年金融海嘯後，全球成熟經濟體的經濟成長發展呈現分歧的狀態。

美國、德國及英國等國已超越 2008 年時的水準，尤以美國的經濟成長狀況最佳；西班牙及義大利因歷經歐債危機，目前經濟成長仍低於 2008 年的水準，義大利 2016 年 12 月修憲公投失敗，總理倫齊引咎辭職，政治不穩定性，對其未來經濟成長復甦的道路更添變數。

Global snapshot

GDP since the crisis, dispersion persists



Source: Thomson Datastream, Schroders Economic Group, 18 November 2016

資料來源：湯森路透全球財務統計資料庫、施羅德經濟研究團隊，資料內容截至 2016 年 11 月 18 日。

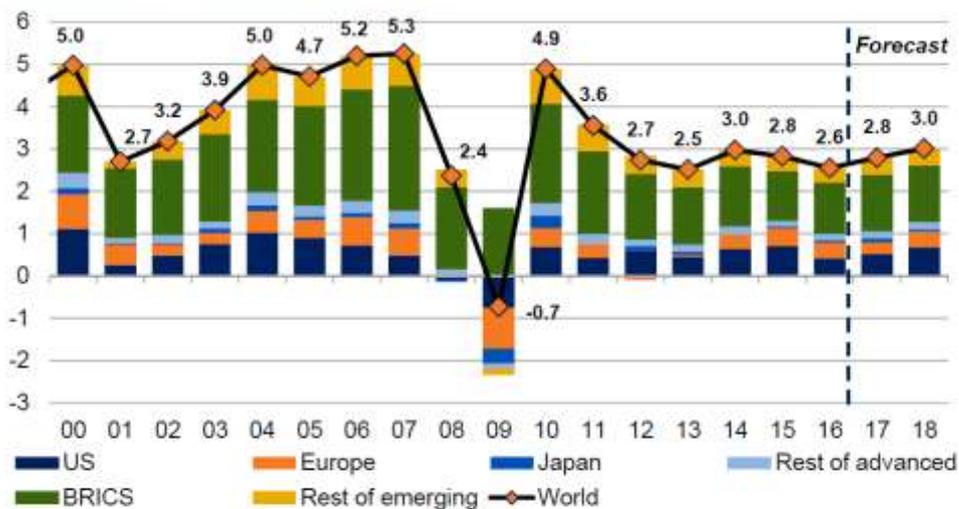
1. 2016 年第 3 季全球經濟成長大幅提升，施羅德預期經濟成長動能將延續至第 4 季，因此修正了先前近兩年調降全球經濟展望的預測，調升全球經濟成長預測值，2016 年由先前預測的 2.3% 提升至 2.6%，2017 年則由先前預測的 2.6% 調高至 2.8%，2017 年調升經濟成長率係因調高大陸地區經濟成長率至 6.5%，印度、俄羅斯及巴西等新興市場經濟體的景氣預計將於 2017 年回升。

成熟市場方面，英國得以度過脫歐所帶來的衝擊，且表現可能優於預期，而 2017 年底仰賴於川普的寬鬆財政政策，市場對於美國的經濟前景更為樂觀。2018 年預期全球經濟成長率將可望上揚至 3%，係因美國的財政擴張方案可望完全生效，並開始回收其帶來的益處，有助於推升全球經濟成長率。新興市場經濟成長亦可望受惠於美國財政振興方案，惟須持續留意川普的貿易保護政策是否可能導致全球性的貿易戰爭，導致全球貿易陷入混亂。

Forecast update: Trump raises growth and risks

Global growth is upgraded for the first time in nearly two years

Contributions to World GDP growth (y/y), %



Source: Schroders Economics Group, 25 November 2016.

資料來源：施羅德經濟研究團隊，資料內容截至 2016 年 11 月 25 日。

2. 石油輸出國家組織(Organization of the Petroleum Exporting Countries)與其他產油國家，於 2017 年 1 月開始實施為期 6 個月的減產協議，推升國際原油價格，施羅德預期通貨膨脹率(以下簡稱通膨率)將從 2016 年的 2% 上揚至 2017 年的 2.4%。鑒於美國物價上漲壓力持續累積，但其他地區卻轉趨溫和，致使 2018 年整體局勢益加優劣互見。相較於歐洲或亞洲，美國處於領先的景氣循環階段，預計將面臨更大的通貨膨脹壓力，故預期美國通膨率將略為上升，預測 2018 年全球通膨率將穩定維持在 2.3% 左右。
3. 就貨幣及財政政策對成熟市場而言，英鎊貶值趨勢有利於英國整體經濟環境，但英國緊縮財政立場，將抵消弱勢英鎊帶來的利多，歐洲中央銀行(European Central Bank)及 BOJ 雖仍持續其貨幣寬鬆政策，但已縮減其力道，表示貨幣貶值情勢對歐元區和日本的影響有限，然而日本 2017 年擴大財政支出，似乎有助於經濟成長，但與英國相反，擴張性財政政策帶來的利多將可能被縮減的貨幣寬鬆政策所抵銷。美國貨幣政策處於中立狀態，但擴張性財政政策將為其帶來利多。

	US	Eurozone	UK	Japan
Monetary conditions	0	0	+	-
<i>Interest rates</i>	0	0	0	0
<i>Exchange rate</i>	0	0	+	-
Fiscal policy	+	0	-	+
Net	+	0	0	0

Source: Schroders Economics Group. 26 November 2016.

Note. Monetary conditions are based on our proprietary indicators which weight together changes in short and long term interest rates with the move in the real exchange rate.

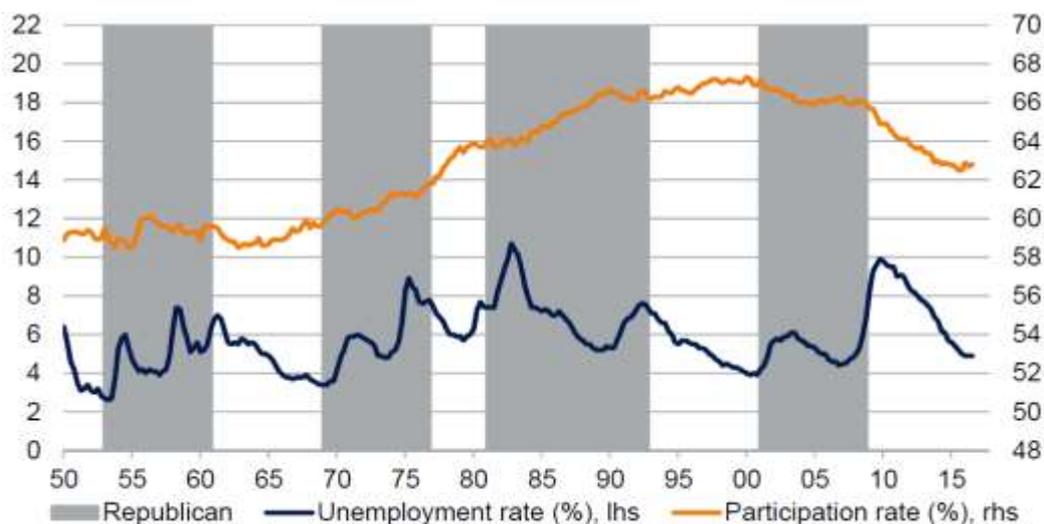
資料來源：施羅德經濟研究團隊，資料內容截至 2016 年 11 月 26 日。

(三) 有鑒於美國經濟持續溫和成長，美國聯邦準備理事會(以下稱聯準會)市場預期於 2016 年 12 月決議升息 1 碼，將聯邦基金利率上調至 0.5%~0.75%區間。施羅德預期川普擴大財政政策為美國經濟成長提供支撐，使通膨率持續攀升，為避免景氣過熱，2018 年聯準會將採取進一步緊縮政策，預期 2018 年底政策利率將維持在 2.25%。

美元升值和債券殖利率走揚，造成金融市場資金部位緊縮，未來恐將緩減美國經濟成長，以及財政振興措施直到 2017 年底始產生效應，因此該政策對 2017 年美國經濟的成長影響有限。再者，近期美元和債券殖利率走勢，僅係回到 2016 年初之水準，反映金融環境從寬鬆邁入中立而非緊縮，而 2018 年後整體環境將受益於寬鬆財政政策。例如：假設財政方案約 2,800 億美元，包括企業和個人減稅及基礎建設開支，若財政乘數為 0.5，2018 年的 GDP 將可提高 0.75%。

市場上對於美國經濟成長預測值調升主要係因川普擴張性財政政策，然而，當今美國正處於景氣循環之末端，美國經濟可能於 2018 年後開始衰退，故川普振興經濟之力道是否有效仍待時間驗證。例如：川普選前提出「創造 2,500 萬個工作機會」之承諾，然目前美國僅有 800 萬失業人口，此政見顯不符合美國就業市場現狀，要如何兌現，令人質疑。

1. 美國失業率已連續 7 年下降，雖然勞動力有所成長，但勞動力參與率 (Participation Rate) 近年卻下跌，加上川普緊縮的移民政策，可能惡化其趨勢。



Source: Thomson Datastream, Schroders Economics Group, 27 November 2016.

資料來源：湯森路透全球財務統計資料庫、施羅德經濟研究團隊，資料內容截至 2016 年 11 月 27 日。

2. 美國企業僱傭成本指數 (Employment Cost Index, 簡稱 ECI) 持續性的加速上升，可能造成企業將成本反映在商品上，導致消費者物價指數 (Consumer Price Index, 以下簡稱 CPI) 上升，為避免 CPI 升幅過大，聯準會未來可能採取緊縮政策，減緩經濟成長速度。預計 2019 年，景氣將有明顯降溫的風險。

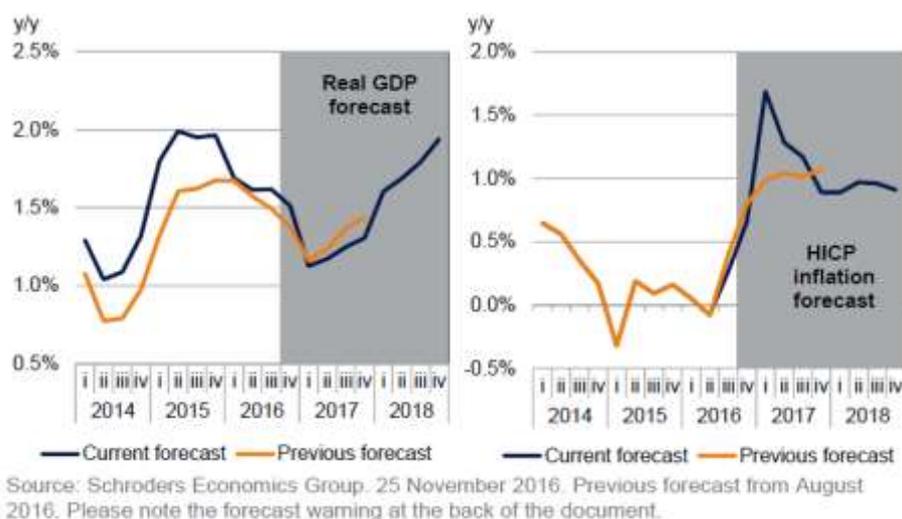


Source: Thomson Reuters Datastream, Schroders, Updated: 10/11/2016

Source: Thomson Datastream, Schroders Economics Group, 26 October 2016

資料來源：湯森路透全球財務統計資料庫、施羅德經濟研究團隊，資料內容截至 2016 年 10 月 26 日。

(四) 隨著近期全球經濟數據好轉，加上歐元區第 3 季實質 GDP 成長率(Real GDP) 為 0.3%，不但符合市場先前預期，亦是連續第 14 季經濟擴張，惟施羅德仍認為該區經濟成長速度遲緩，係因能源價格上升雖可能提高通膨率，但也可能增加企業生產成本，而抑制 2017 年的經濟動能。2016 年第 3 季經濟成長多意外表現亮眼，尤其歐洲邊陲國家(義大利、西班牙及葡萄牙等)的表現優於核心國家(法國及德國)。預計 2017 年底通膨上揚的情況結束後，該區經濟成長將開始反彈，此外受惠於美國寬鬆財政政策與美國經濟加速成長，可望提振出口貿易量成長，因此 2018 年初歐元區 GDP 成長率可能走揚至 1.8% 左右。



資料來源：施羅德經濟研究團隊，資料內容截至 2016 年 11 月 25 日。

1. 施羅德將 2016 年歐元區的成長率從先前的預測值 1.5% 微幅上調至 1.6%，2017 年的預測值則下修至 1.2%，係因上修年度通膨率預測值，從 2016 年的 0.2% 攀升至 2017 年的 1.3%，原先預測 2017 年的通膨率預測值僅為 1%。

表：歐元區成長率

單位：%

	2016	Prev.	2017	Prev.	2018
Germany	1.8	1.7	1.4	1.8	1.9
France	1.2	1.2	0.8	0.7	1.3
Italy	0.8	0.6	0.3	0.6	1.0
Spain	3.2	2.9	2.4	2.3	2.8
Eurozone	1.6	1.5	1.2	1.3	1.8

Source: Schroders Economics Group, 25 November 2016. Previous forecast from August 2016. Please note the forecast warning at the back of the document.

資料來源：施羅德經濟研究團隊，資料內容截至 2016 年 11 月 25 日。

2. 施羅德下修德國 2017 年 GDP 預測值，主因係近期的貿易疲弱，加上 2016 年下半年德國 GDP 成長主要係家庭和政府消費支出的上升，使得家庭和政府支出對於該國經濟成長中扮演吃重的角色，隨著通膨率上揚，可能造成消費者購買力下降，導致 GDP 下滑。對於法國的成長率預測值則略為上調，主因係 2017 年財政寬鬆政策，但該國總統大選的變數較大，兩者相抵銷，因此預期法國 2017 年經濟成長率將明顯趨緩。由於投資人對義大利的政治前景抱持審慎態度，政治風險之影響可能擴及實質經濟，因此預期倫齊辭職後產生的變數恐將打擊企業和家庭的信心與活動，可能促使義大利於 2017 上半年回到經濟衰退的情況。西班牙經濟成長表現佳，故微幅上調 2017 年成長率預測值至 2.4%。2018 年歐元區 4 大經濟體均可望受惠於通膨率下滑。英國脫離歐盟後經濟表現持續優於市場先前預期，因此上修 2017 年經濟成長預測值，但英鎊貶值使得經濟情勢更複雜，鑒於英國經濟好轉，目前英國中央銀行(Bank of England)可能維持利率不變。
3. 恐怖攻擊及政治風險仍是歐洲 2017 年經濟所需面臨的最大考驗。2017 年荷蘭、法國、德國將舉行大選，預期右翼政黨將對於這些國家政權產生衝擊，尤其法國及德國的選舉結果將會對金融市場帶來相當大的動盪。英國預計將在 2017 年 3 月如期啟動談判，但在脫離歐盟的方式上有相當程度的分歧，可能出現了政府和議會之爭。

Political risk set to return in Europe

A roadmap and guide to upcoming events

Country	Event risk	Date	Probability	Market impact
Hungary	Migrant quota rejected in referendum	2 October 2016	High	Low ✓
Austria	Re-run of presidential election with far-right Freedom party winning	4 December 2016	Medium	Low
Italy	Constitutional referendum, leading to Renzi losing his job	4 December 2016	Medium	High
Netherlands	General election with the Party for Freedom calling an EU referendum	15 March 2017	High	Medium
France	Presidential elections with the National Front winning	23 April and 7 May 2017	Low	Extreme
Germany	Federal election with Alternative for Deutschland winning	Aug-Oct 2017	Very low	Extreme
UK	Article 50 triggered	By March 2017	High	Low

Source: Schroders Economics Group, 28 September 2016.

資料來源：施羅德經濟研究團隊，資料內容截至 2016 年 9 月 28 日。

(五) 施羅德微幅調降金磚四國(巴西、俄羅斯、印度及大陸地區)的成長率，然而，預期大陸地區可能推出財政方面振興方案，以達到成長目標。施羅德預測川普當選總統後，對於規模較小、較開放的新興市場經濟體，可能會受到較大的影響；相較之下，金磚四國受到的影響相當有限。假設川普未來將推出更多公共工程發展計畫，加上全球貿易戰爭的程度低於預期，有助於推動整體新興市場的經濟成長率走揚。

% per annum	GDP				Inflation			
	2015	2016f	2017f	2018f	2015	2016f	2017f	2018f
China	6.9	6.6↑	6.5↑	6.2	1.5	2.0	2.3↑	2.2
Brazil	-3.8	-3.6↓	0.6↓	1.5	9.0	8.8↑	5.7↑	5.3
India	7.0	7.3↓	7.7↓	7.9	5.0	5.0↓	4.7↓	5.0
Russia	-3.7	-0.3↓	1.4↓	1.6	15.3	7.2↓	6.1↓	5.2

Source: Thomson Datastream, Schroders Economics Group, 28 November 2016.

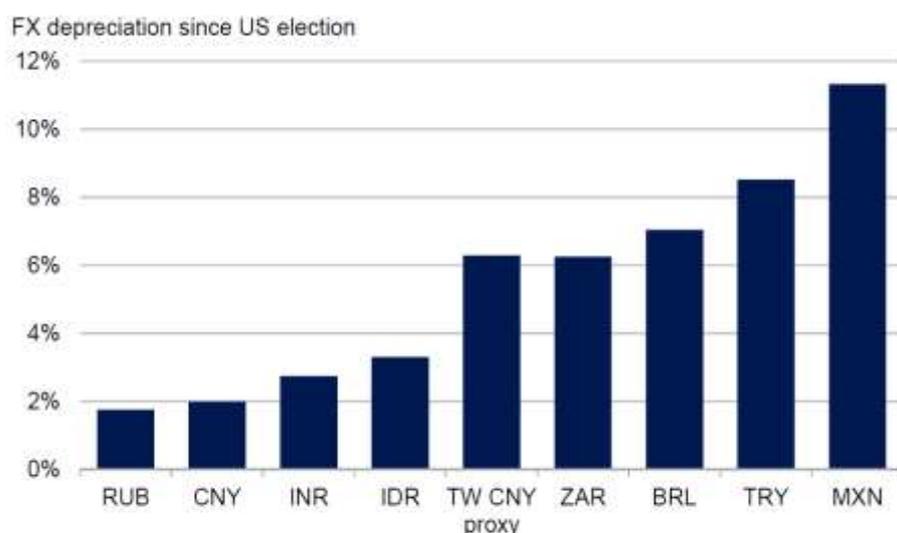
資料來源：湯森路透全球財務統計資料庫、施羅德經濟研究團隊，資料內容截至 2016 年 11 月 28 日。

(六) 大陸地區近期雖然採取貨幣緊縮政策，但施羅德不認為對於整體總經發展會開啟新的走向，其僅係大陸地區常見的「迷你週期」。例如 2016 年初信貸量暴增恐導致過熱的疑慮，即由當時擴張政策繼而以緊縮措施為因應。大陸地

區負債占 GDP 比率仍持續攀升，遠高於其他新興市場，造成金融資產泡沫化的隱憂不斷加深，然施羅德認為此趨勢至少延續至 2017 年 11 月第 19 屆全國人民代表大會。儘管大陸地區政策的意圖常常讓市場難以解讀，但 2017 年經濟成長率預期仍優於其他新興市場，並可能因此賦予習近平足夠的政治影響力，得以在全國人民代表大會中鞏固權力。若習近平於 2017 年全國人民代表大會能持續大權在握，預期其施政將集中於創造永續經濟、降低經濟成長目標至 6% 左右，可能搭配緊縮貨幣政策，因此預期 2018 年大陸地區經濟將溫和趨緩。

川普新政對大陸地區將是中立至正向的影響，提高關稅政策的象徵意義大於實質影響。美國擴大財政政策可望支撐其對大陸地區產品的需求。同時，美國退出跨太平洋戰略經濟夥伴關係協議(The Trans-Pacific Partnership)，使大陸地區可制定自己的貿易協定，惟可能需更久之後才能看到此發展。

美元走強和利率上揚的環境中，預期人民幣將持續貶值，資金仍將流出，以追求較高的殖利率及多元投資組合之布局。雖然川普認為大陸地區係匯率操控者，然其認定有違美國財政部目前的標準，此外自美國大選以來，人民幣匯市價格較大多數新興市場及其一籃子貿易加權貨幣的表現更加穩定。



Source: Thomson Datastream, CFETS, Schroders Economics Group. 28 November 2016

資料來源：湯森路透全球財務統計資料庫、人民幣匯率指數、施羅德經濟研究團隊，資料內容截至 2016 年 11 月 28 日。

四、環境、社會與公司治理

(一) 主講者：Andy Howard(施羅德永續發展研究長)

(二) 前言

近 10 年來，社會大眾對於環保意識、勞動人權及氣候變遷等議題益發關切，以及經濟架構調整，永續發展逐漸成為企業經營策略之一。企業永續發展概念起初僅有少數領先的企業以及社會團體關心，並未引起許多政府或投資人的參與，然近年來世界各地的政府開始重視企業永續發展，而且機構投資人亦逐漸將投資標的在環境、社會、公司治理的表現納入其投資分析。

(三) 企業社會責任定義

企業社會責任為一種道德或意識形態，主要討論政府、公司、機關及個人是否有責任對社會作出貢獻。一般泛指企業超越道德、法律及社會大眾要求的標準，進行商業活動時，亦考慮對各利害關係人可能造成的影響，即企業除考慮自身的財務及經營狀況外，亦考量其對社會和自然環境所造成的影響，故企業社會責任是基於商業運作必須符合可持續發展的想法。世界企業永續發展協會(World Business Council for Sustainable Development)將企業社會責任定義為：「企業承諾持續遵守道德規範，為經濟發展做出貢獻，並致力改善員工及其家庭、當地社區、社會的生活品質。」

(四) ESG 原則

ESG 原則強調企業不僅應就財務表現進行評估，也須將環境、社會和公司治理等因素納入投資決策或企業經營之考量。E(Environment)係指對於環境的關懷、S(Social)則是對社會及文化的考量，而 G(Governance)則是公司治理。在環境層面，包括生物多樣性、環境污染防治與控制等；而社會層面，包括勞工工作條件、工作安全、社區健康與安全、與受產業影響之利害關係人的關係維繫、土地的占用

與非自願性遷徙、對於當地原住民之補償與照料、文化遺產之保存等；並強調公司治理的透明度與公開度。

實施 ESG 可為公司經營穩定度和聲譽帶來正面助益。現在有越來越多的企業以 ESG 達成率作為合作的必要條件之一，要求合作對象必須重視 ESG 之施行與管理，方有合作之可能性。各國政府政策導向亦突顯了 ESG 概念的重要性，如歐盟、澳洲等對企業課徵碳稅，若業者不願意配合，除將錯失商機，甚至恐面臨貿易報復措施。企業對 ESG 的實踐，可有效降低風險、提升客戶及員工滿意度，並提高商業利益，且企業 ESG 形象確立，將有助於顧客提升其忠誠度。

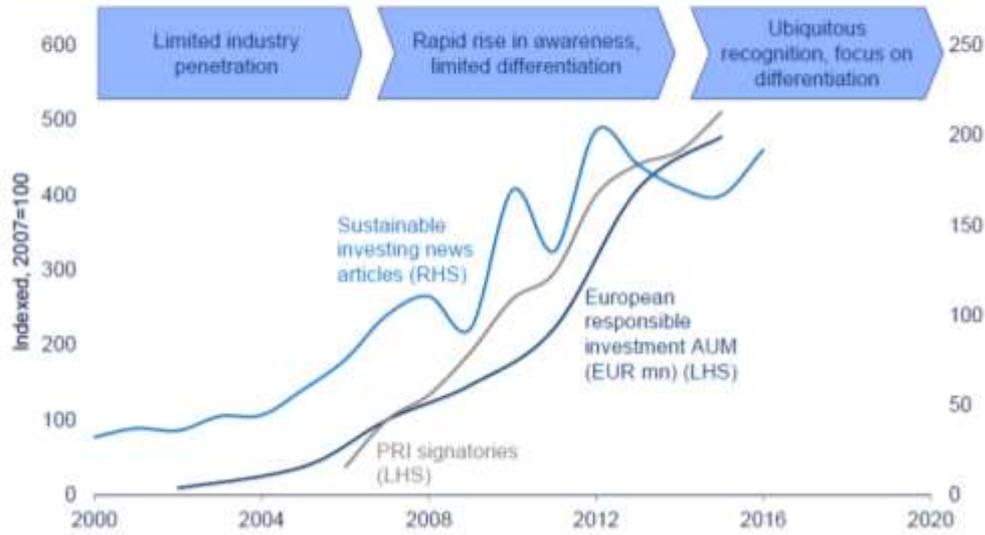
以投資者觀點來看，重視 ESG 概念之企業，通常擁有較透明的財務報告及相對穩定、低風險的營運狀況，故可成為良好的投資標的。根據 2011 年 11 月高盛針對 1000 家企業進行 ESG 評鑑指出，ESG 表現較佳的企業，現金回報率與穩定度都相對較高。目前國外以 ESG 概念衍生出來的投資產品已相當豐富、多元，亦出現對應之標竿指數，如道瓊永續指數(Dow Jones Sustainability Index)。

(五) ESG 發展現況

1. 投資人對 ESG 議題專注有顯著的成長：自 2007 年開始不論在永續發展新聞量(Sustainable Investing News Articles)、聯合國責任投資原則簽署量(Principles for Responsible Investment Signatories)及歐洲責任投資資產規模(European Responsible Investment Asset Under Management)都有顯著上升的趨勢。

From niche to mainstream

Investor interest in ESG issues has risen significantly



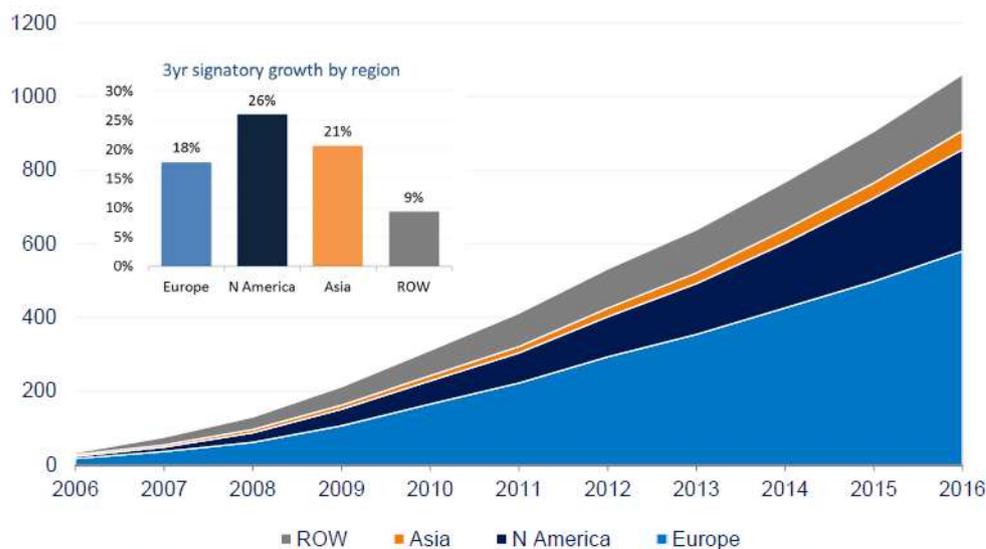
Sources: Hightail (news search for articles containing "sustainable investing" relative to all articles referring to "investing", Principles for Responsible Investment (number of signatories) and EuroGI (combined AUM invested in different ESG strategies, adjusted for double-counting)

資料來源：Hightail 雲端分享空間(新聞中含有「永續投資」關鍵字，相較於僅有「投資」一詞的數量；簽署聯合國責任投資原則的簽署量)、歐洲永續投資論壇(資產管理包含不同 ESG 的投資策略，已排除重複計入)。(施羅德提供)

2. 聯合國責任投資原則簽署量仍以歐洲為最大(超過 5 成)，近 3 年的成長則以北美地區成長速度最快，而全球的成長速度都比往年加快許多。

Europe dominates but growth is faster elsewhere

Number of UN PRI signatories by region



Sources: UN Principles for Responsible Investment, Schrodgers calculations. Shows the investor signatories based on stated year of joining

資料來源：施羅德依據各投資人簽署聯合國責任投資原則的年份統計而得。

3. 歐洲投資人擁有責任投資計畫(RI policies)比例逐年提升，截至 2015 年止已接近 80%，並相信其會帶來利益，相反的對於財務制度的信心度則是逐年下滑。

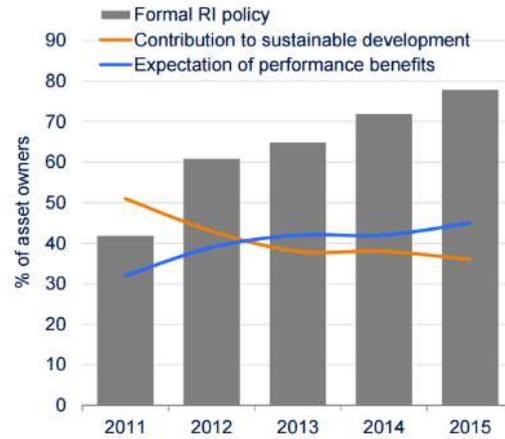
Institutions increasingly following consumer trends

More asset owners have adopted responsible investment policies

Confidence in financial institutions is at historically low levels



Most European asset owners have RI policies & expect performance benefits



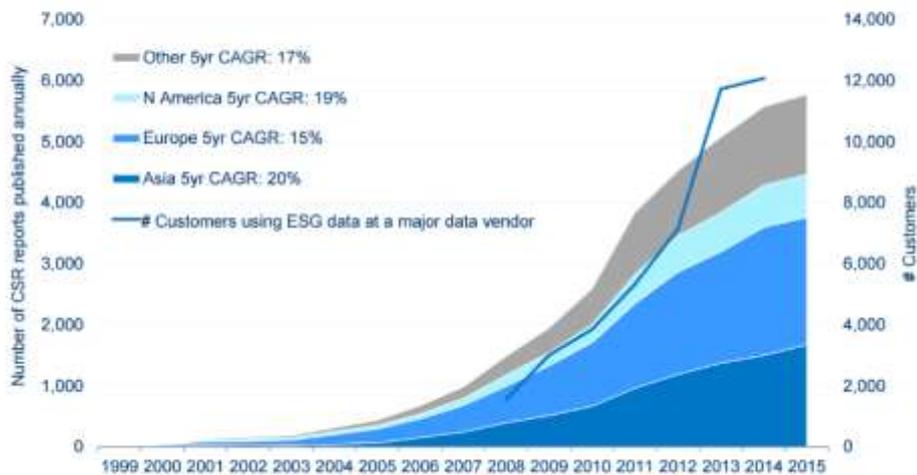
Source: GSS (confidence survey), Novethic (RI policy analysis based on survey of large asset owners), Schroders

資料來源：施羅德依據全球永續性報告協會數據統計而得。

4. 永續發展報告及資料量於近 10 年逐漸上升，複合成長率皆有 15% 以上。

Until recently objective analysis was impossible

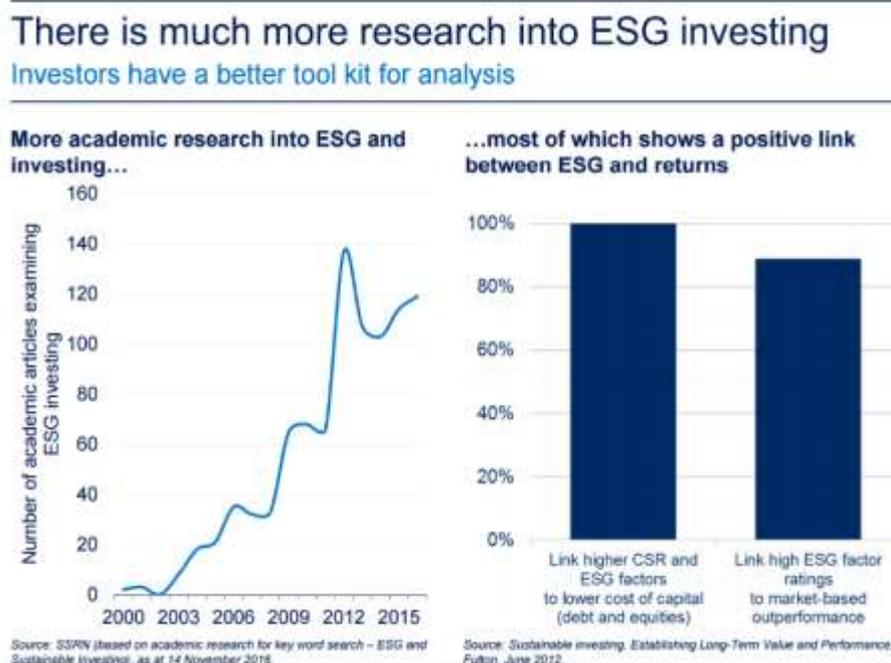
Sustainability reporting and data use has escalated over the last decade



Source: Global Reporting Initiative, Schroders calculations

資料來源：施羅德依據全球永續性報告協會數據統計而得。

5. 有越來越多的研究報告可幫助投資人分析 ESG 投資，而大部分的資料顯示 ESG 與報酬有正相關。



左邊資料來源：社會科學研究網(有關 ESG 及永續投資等關鍵字的學術文章)，資料內容截至 2016 年 11 月 14 日。(施羅德提供)

右邊資料來源：富爾頓於 2012 年 6 月發表之文章，永續投資-建立長期價值與績效。(施羅德提供)

(六) 施羅德 2016 年全球投資人重視 ESG 程度調查

2012-2014 年間，市場預估全球投資在 ESG 相關企業從 13 兆英鎊上升至 21 兆英鎊，可見 ESG 投資概念已成為全球趨勢。施羅德於 2016 年針對全球 28 個國家，投資超過 1 萬歐元，合計 2 萬名投資人，就「良好的公司治理」、「良好的社會責任紀錄」、「對環境的正面影響」、「對地方是否有正面的社會影響」、「對全球是否有正面的社會影響」等 5 個對 ESG 投資概念的看法調查選項進行在意程度排名。調查結果，新興市場投資人較成熟國家更重視 ESG 投資概念。

施羅德認為，儘管各國在意程度不同，但以企業是否具 ESG 態度做為投資標準，顯然已成為最新投資趨勢，根據統計，重視 ESG 的企業平均績效表現較一般企業更好，因此，施羅德也透過簽署聯合國責任投資原則，在選擇投資標的上，也同樣聚焦在重視 ESG 的企業。

參、心得與建議事項

一、心得

日本近年經濟一直處於停滯不前的態勢，甚至在提高消費稅後，GDP 呈現大幅衰退(2014 年第 2 季)，首相安倍晉三施以財政及貨幣政策，冀望提升日本國內的經濟狀況。BOJ 再次下調 2016 年及 2017 年的 CPI 預估值至-0.1%及 1.5%，仍低於 BOJ 的目標值 2%，加上為達成收益率曲線控制目標，BOJ 將適度調整公債購買的存續期間及相機調降負利率。隨著美國聯準會啟動升息循環，負利率下的套利模式將反轉，帶動日幣貶值，雖日幣具備避險貨幣特性，惟 2017 年上半年全球經濟復甦力道仍不穩固，且政治及地緣風險仍在，預期日幣仍有續貶壓力。由於日本主要出口國歐盟及大陸地區預期復甦力道仍有限，僅美國表現為佳，惟在日幣貶值的情況，預期將有助提升出口；進口則受到油價基期影響，將使日本進口衰退幅度縮小。內需方面，日本政府研擬推出企業減稅政策、調降固定資產稅率，將有利企業投資，加上消費緩步回溫，預估日本 2017 年企業資本支出將呈現溫和增長。勞動市場持續改善，日本消費信心緩步回升，有助零售銷售小幅增加，但薪資增速遲緩，所得效果有限，難以支撐民間消費大幅提升。綜觀以上，預期日本 2017 年 GDP 將呈現弱復甦。

2016 年上半年全球經濟表現仍舊蹣跚，先進國家包含美國與日本第 1 季表現不如預期，新興市場與發展中國家的經濟亦無亮眼表現。而近月全球製造業採購經理人指數(Purchasing Managers Index)高於近 6 個月平均，加上因英國脫歐公投而劇烈波動的金融市場回歸穩定，經濟合作暨發展組織(Organization for Economic Co-operation and Development)國家領先指標跌幅趨緩，使主要機構皆預測 2017 年全球經濟成長率可望高於 2016 年。2017 年預期多國中央銀行仍會維持寬鬆政策，如歐洲與日本，而美國則將進入升息循環階段，全球貨幣政策分道揚鑣，將會為多個資產類別的各地區之間帶來相對價值機會或變化。

2016 年全球黑天鵝事件頻傳，包括英國脫歐事件、美國總統川普當選、義大利憲改公投失敗，無不對資本市場造成影響。而 2017 年多個國家即將舉行大選，在監管規定、貿易協議、稅務及財政支出方面可能會發生變動，均可能對各個地區及資產類別產生深遠的影響。隨著川普就任美國總統，英國脫歐效應持續影響歐洲其他國家，全球民粹主義及民族主義浪潮升溫，政治風險考驗勢將揮之不去。

臺灣係以外需為導向的國家，股、匯、債市無不深受全球政、經影響，2016 年底美國升息後，是否將使資金回流成熟市場？川普上任後，其政策實施是否會對臺灣產生巨大的影響？英國脫歐影響雖然於 2016 年暫時平緩下來，卻也開始累積民粹主義的能量，2017 年是否才是真正的關鍵年？皆須特別留意。

近年企業社會責任受到各國政府及機構投資人的重視。隨著對人權、勞動環境意識的提高，世人開始認為企業基於商業運作必須符合可持續發展的想法，除自身財政和經營狀況外，亦需加入對社會和自然環境所造成影響的考量。據施羅德表示，雖然各國對 ESG 態度重視的程度仍有差異，但以企業是否具 ESG 態度做為投資標準，已成為最新投資趨勢。根據統計，自 2014 年 11 月起，為美國股票進行評估，並監控環境、社會及公司治理等因子，發現 ESG 評分較高的公司，績效勝過評分較低的公司，表示重視 ESG 的企業平均績效表現較一般企業更好。

臺灣證券交易所及櫃檯買賣中心於 2010 年發布企業社會責任實務守則，提供臺灣企業提升公司治理及競爭的機會。臺灣上市、櫃公司亦依國際性企業社會責任規範以系統化方式評估各方面管理，發布企業社會責任報告書。透過企業社會責任實務守則的實施，亦可提高與國際接軌的機會。

二、建議事項

(一) 預期全球多數央行在 2017 年仍會維持貨幣寬鬆政策，惟美國則將進入升息循環階段，市場預期資金或許會由新興市場回流至成熟市場，若一如預期，

勢必對全球金融市場產生不小的波瀾，故對於資產配置，建議宜審慎布局。

(二) 預期 2017 年美國經濟呈現溫和成長及企業營運動能轉佳，加上在殖利率攀升趨勢下，預估市場部分資金將由公債市場轉入股市，就產業面觀察，歷史經驗顯示於通貨膨脹期間，包括金融、能源及工業類股表現均有望較大盤強勢；而 2017 年歐洲仍面臨荷、法、德等重要國家選舉政治風險，股市波動難免，但以目前摩根歐洲指數(MSCI Europe Index)預估本益比僅有 14.1 倍，下檔風險有限，因此在投資建議方面，對於美國可留意金融、能源及工業類股等相關產業 ETF，並於適當的時點切入，以期增加公司獲利；歐洲地區建議可藉由金融、醫療及能源類股等相關產業 ETF，掌握歐股政治利空測試的低檔布局機會。