

出國報告（出國類別：其他）

參加 State Street 舉辦之
「2017 年機構投資者研討會議」
心得報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：單家禎（三等專員）

林蓓華（辦事員）

派赴國家：美國/波士頓

出國期間：106 年 10 月 7 日至 15 日

報告日期：107 年 1 月 2 日

目 錄

壹、前言	3
貳、2017年投資環境簡介.....	4
一、全球總體情勢.....	4
二、全球通膨狀況.....	5
三、美國總體.....	6
四、歐洲總體.....	8
五、中國大陸總體.....	9
六、全球政治風險.....	11
參、smart beta投資簡介	13
一、何謂 smart beta?	13
二、因子投資(factor investing)與 smart beta 之關係.....	15
三、因子投資之實際應用.....	17
四、因子投資之實證結果.....	19
肆、心得及建議事項.....	21
一、關於總體展望.....	21

二、關於 smart beta	21
-----------------------	----

壹、 前言

本次 State Street (道富) 「機構投資者研討會議」，主要內容涵蓋全球總體形勢、美國最新經濟狀況及 Fed 後續政策、固定收益與外匯市場狀況，以及機構法人對 ETF 之運用。

職等就其重點摘要如下列章節：

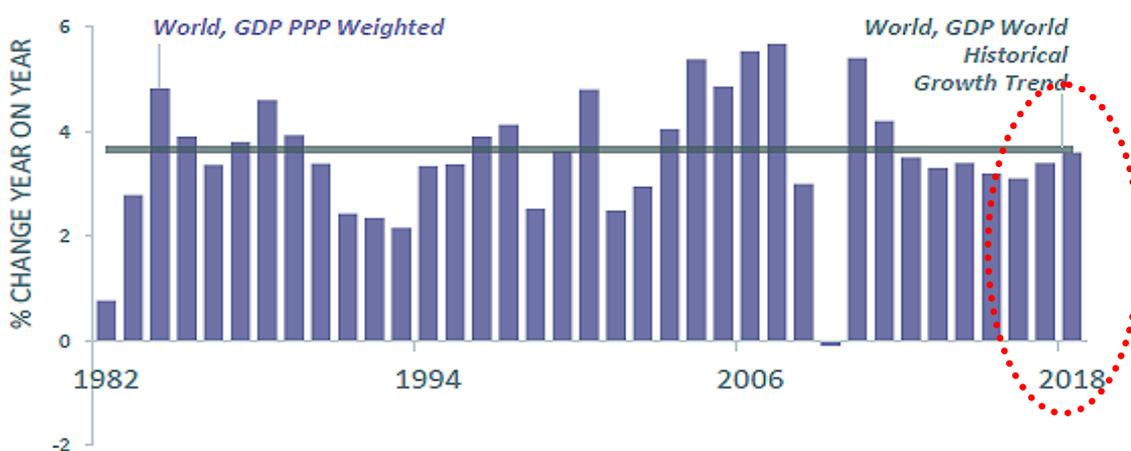
- 2017 年投資環境簡介；
- Smart Beta 投資簡介；
- 心得及建議事項。

貳、 2017 年投資環境簡介

一、 全球總體情勢 ~ 於 2017 年加速擴張

儘管全球經濟之結構性沉痾並未獲完全解決，但因週期性之擴張循環仍將支撐全球經濟在本(2017)年下半年持續呈現復甦。以 PPP(購買力平價)進行加權之本年全球經濟成長年增率可望達到 3.4%，創下自 2014 年以來首次之經濟加速成長(較前一年之成長年增率為高，圖 1)。IMF 於本年 10 月公布之最新預期顯示，全球 GDP 成長率於本年可達 3.6%，明年則為 3.7%；均較 2016 年之 3.2% 有所提升。

圖 1：全球經濟成長率(PPP 加權)

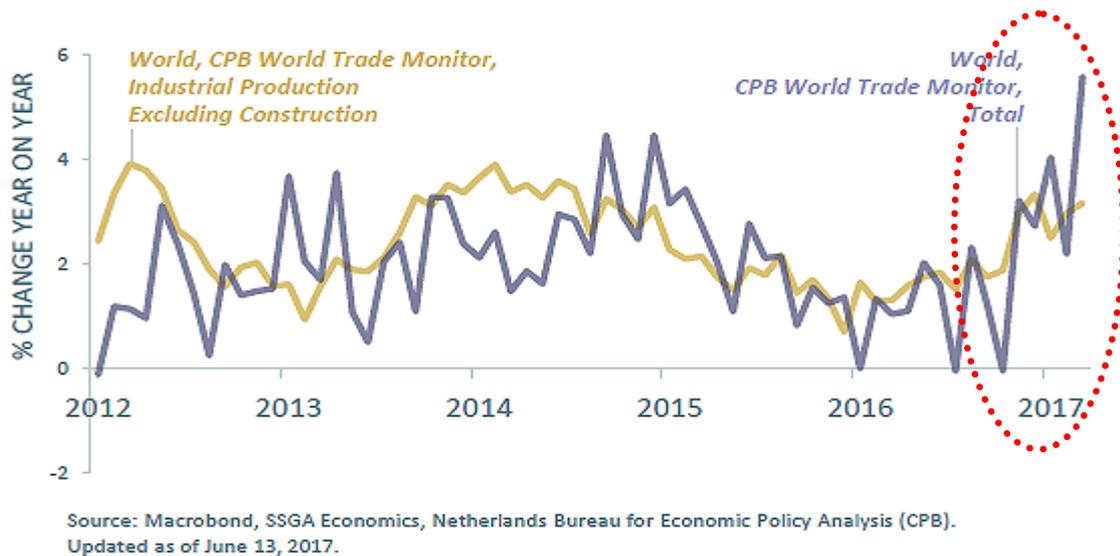


Source: International Monetary Fund (IMF), Oxford Economics, SSGA Economics Team

透過全球貿易、工業生產及製造業活動等實質經濟活動

指標來觀察，全球經濟也呈現持續改善之狀況(圖 2)。於此環境下，原物料價格獲得支撐，而資本支出及勞動市場持續好轉。

圖 2：全球實質經濟活動

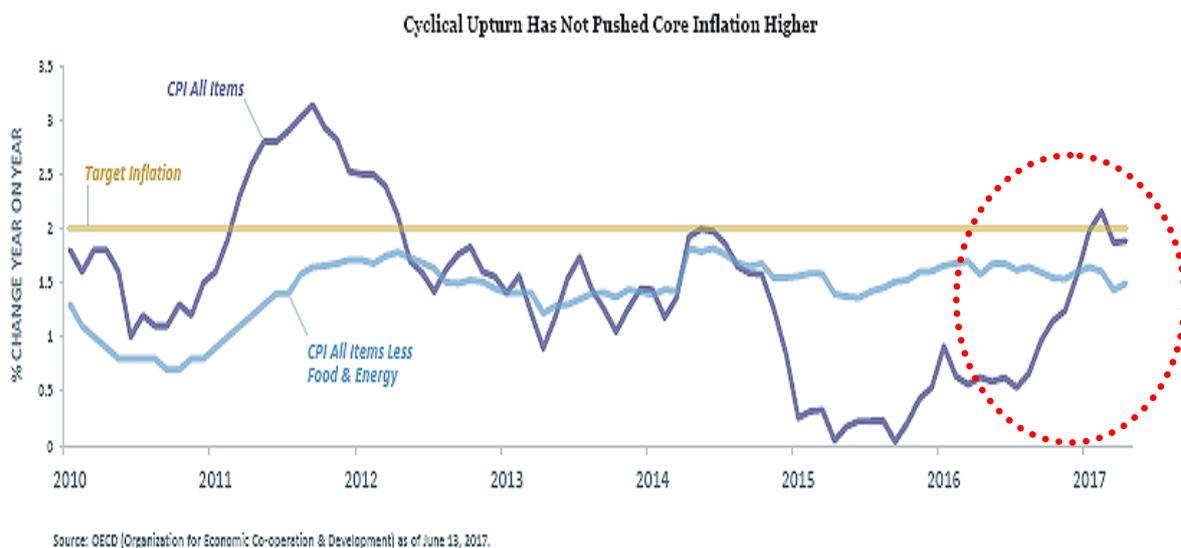


至於全球經濟面臨之結構性隱憂則在於，人口老化以及生產力提升緩慢。

二、全球通膨狀況 ~ 經濟持續成長並未明顯推升通膨

金融危機之後，全球主要央行以超寬鬆貨幣政策來刺激經濟成長。儘管經濟持續擴張，不過全球通膨走勢卻仍顯溫吞。2016 年因油價上揚，曾一度刺激消費者物價指數(CPI)出現較明顯走升；惟隨著油價續漲動能減弱，CPI 走勢也跟著平緩下來。

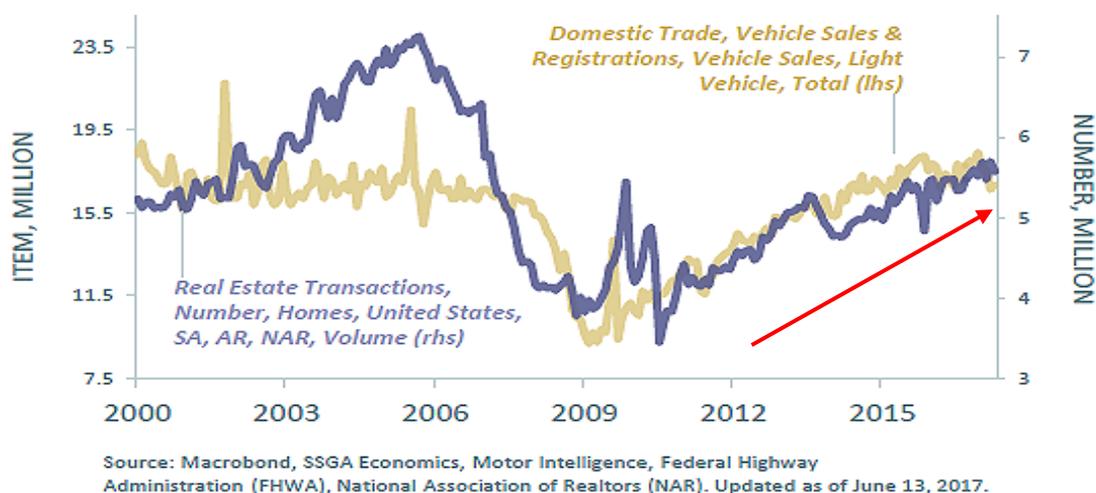
圖 3：通膨數據依舊偏低



良好之投資組合需能抵禦通膨侵蝕，以確保投資組合之實質購買力。State Street 認為，儘管在可預見之未來，通膨應不至於迅速走升，而藉由房地產等實體資產投資，不但能提供對通膨之保護，也具備資本增值之潛力。

三、美國總體 ~ 消費者支出強勁，但後續企業投資是重點

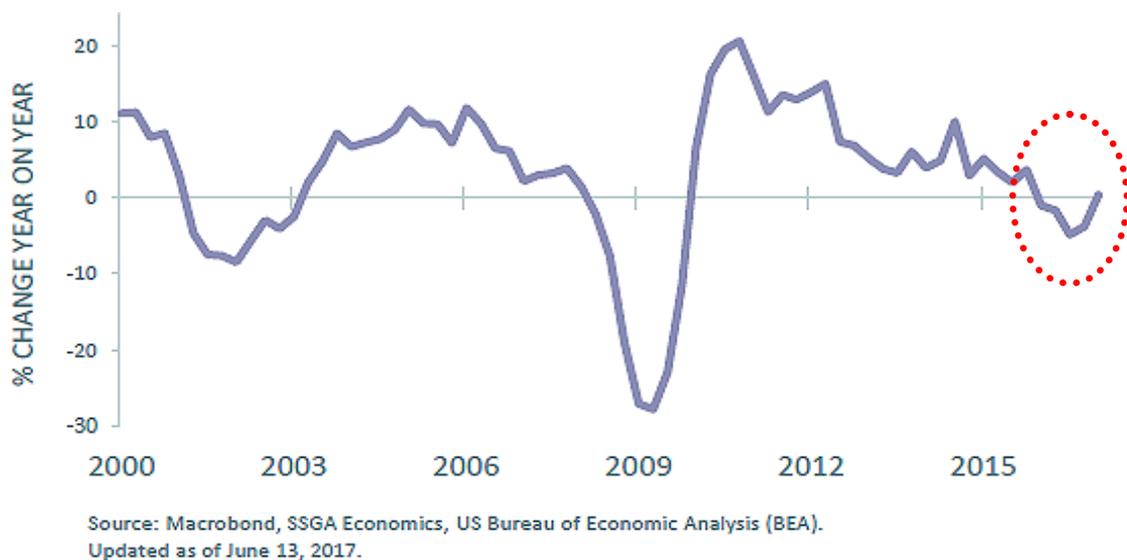
圖 4：消費者支出支撐美國經濟



由圖 4 可以發現，美國消費者支出之強勁彈升，是近年美國經濟持續復甦之一大關鍵。而後續之觀察指標在企業投資能否跟上消費者支出之腳步。

由圖 5 可知，企業投資已出現轉折往上之跡象。核心耐久財訂單被視為企業資本支出之領先指標，目前處於穩定攀升狀態，如果此一指標能夠維持強勢，顯示企業投資已經能夠接續消費者支出，則此次經濟復甦時間將能夠更形持久。

圖 5：企業投資出現彈升



目前美國經濟已十分接近充分就業狀態，不過目前還沒有足夠跡象顯示工資出現走高之跡象，故通膨走勢依舊溫吞，處於 Fed 目標區域之下，此因素也成為 Fed 後續

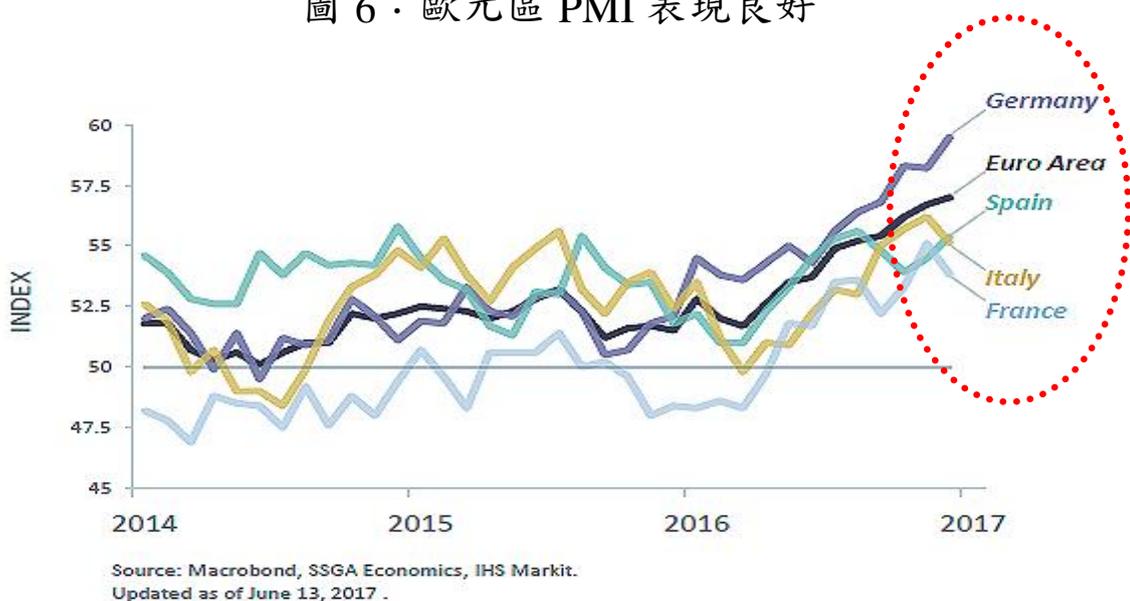
升息路徑之重要影響因素。

四、歐洲總體 ~ 經濟成長力道超乎預期，惟結構缺陷仍在

本年度歐元區製造業及服務業 PMI 均呈現增長態勢(圖 6)，使得超出預期之歐洲成長力道，成為全球經濟之最大驚喜。勞動市場方面，歐元區失業率則由年初之 9.6%，一路下降至目前(最新數據為 10 月)之 8.8%；且在失業人數上，其減少速度甚至優於美國。

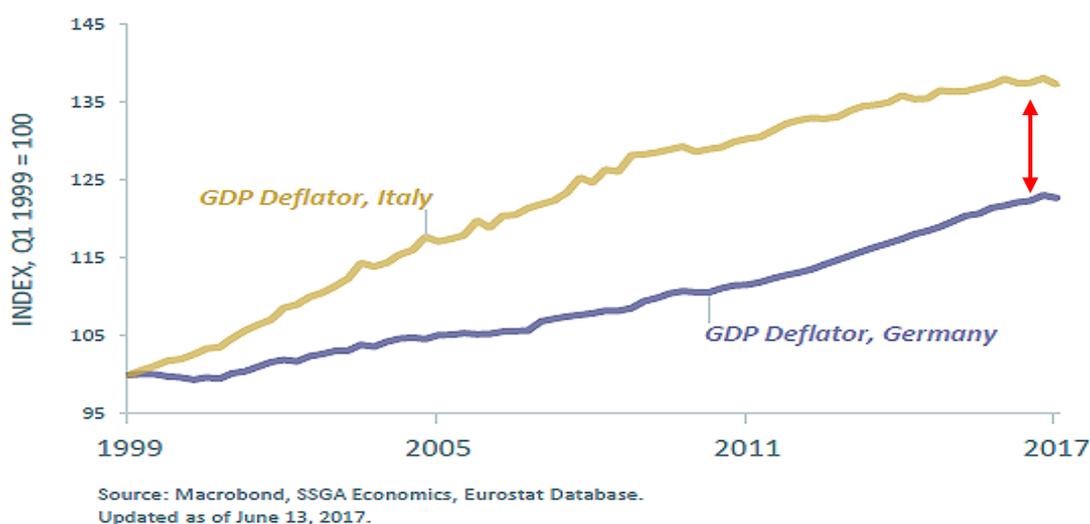
此外，法國總統選舉及後續國會改選結果，有效扭轉英國脫歐、美國川普當選之民粹浪潮，傾向更緊密整合之德法執政陣營，成功穩定歐元區未來之政治發展，有助於歐元區進行結構性改革。

圖 6：歐元區 PMI 表現良好



惟未來改革過程仍將遭遇險阻，因歐元區僅達成貨幣整合，欠缺財政整合機制，長期將導致體質佳國家(如德國)與體質弱國家(如義大利)之差異逐漸擴大。由圖 7 可知，德、義兩國面臨之國內物價狀況不同，但在單一貨幣制度下，欠缺貨幣升貶調整機制，長期將使得體質弱國家逐漸喪失競爭力。

圖 7：歐元區內部之競爭力分歧



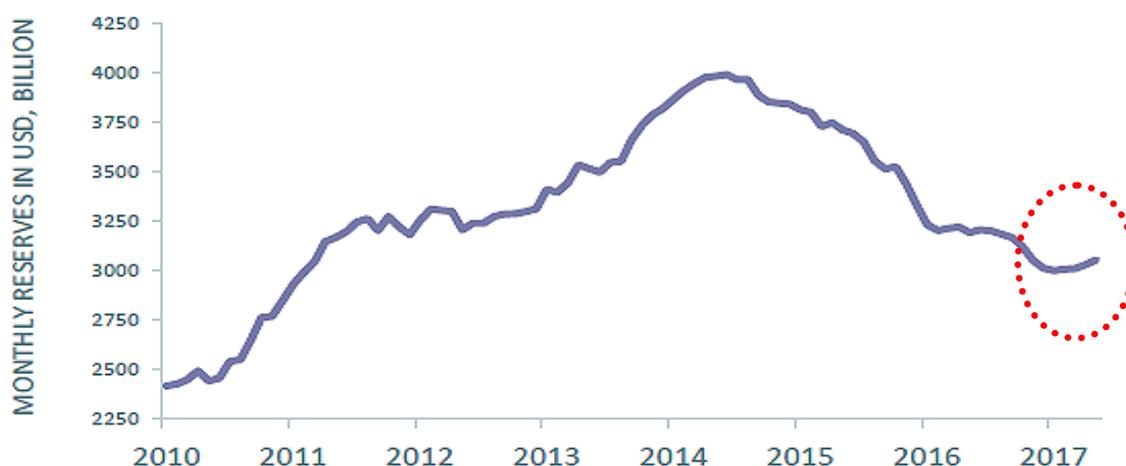
五、中國大陸總體 ~ 面臨經濟成長與去槓桿壓力之兩難

中國大陸上半年 GDP 成長率優於預期，第 1、2 季 GDP 年增率皆達到 6.9%(市場預期均為 6.8%)。但 State Street 認為這樣優異之成果主要是受惠於政策支持，而下半年經濟成長速度將可能走緩，惟全年經濟成長率仍可望超

過 6.5%。目前最新公布之第 3 季 GDP 年增率則略為減緩至 6.8%(與市場預期相符)。

中國大陸希望將經濟型態由投資及出口導向，轉型為以本土需求為主。目前該進程推展較預期來得快，服務業已躍居該國最大產業。在資本外流之管控上，中國大陸當局已取得一定成效，外匯存底數額出現回升(圖 8)；另外配合其中國大陸製造業、服務業 PMI 呈現穩定上升，整體經濟狀況堪稱平穩。

圖 8：中國大陸外匯存底回升

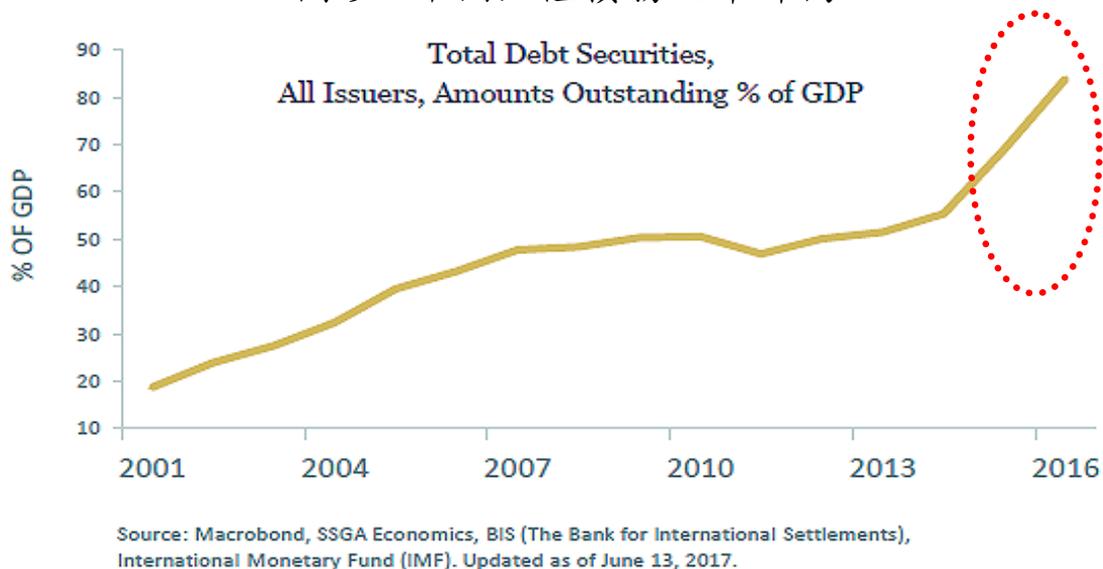


Source: Macrobond, SSGA Economics.
Updated as of June 13, 2017.

雖然過往藉由信用擴張有效支撐中國大陸之經濟成長，但快速上升之負債比率(圖 9)，已成為中國大陸經濟未來最大之不確定性。中國大陸當局也意識到去槓桿

將是不得不然之選擇¹，在 19 大會議順利落幕後，有關當局一連串對於理財產品新規定、官媒示警股票市場過熱等措施，推升中國大陸 10 年期公債殖利率走揚，11 月下旬曾一度突破 4% 關卡，凸顯當前去槓桿、防止系統性風險將是中國大陸金融監管之主軸。

圖 9：中國大陸債務比率升高



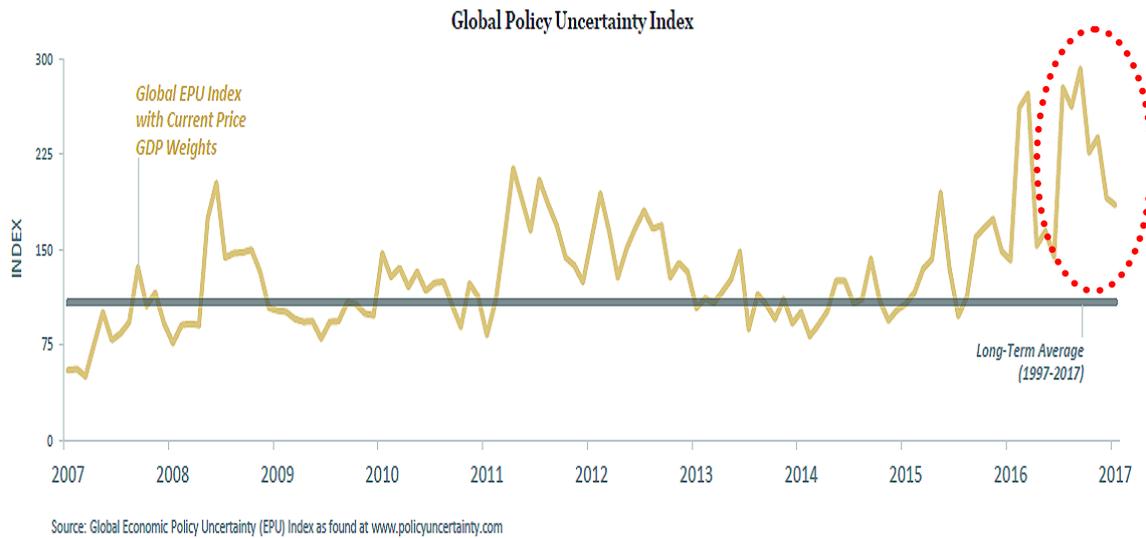
六、全球政治風險 ~ 有所消退，但仍需審慎觀察

在荷蘭、法國大選結果出爐後，反對既有體制之民粹主義浪潮似有消退，圖 10 之全球政治不確定指數也顯示政治風險由高檔回落。但 State Street 認為，當前政治風

¹本年 11 月 4 日，中國大陸人行行長周小川發表「守住不發生系統性金融風險的底線」一文，提及高槓桿率、過度負債和信用快速擴張是金融脆弱性的總根源。

險依舊高於 2008 年全球金融風暴之數值，未來仍不可低估因政治因素而引發政策搖擺之風險(例如川普對伊朗核武議題之政策轉變)。

圖 10：全球政治風險自高檔回落



民粹主義及保護主義仍將主導全球地緣政治風險，而朝鮮問題引發軍事衝突之機率雖然不高，但不可忽視其帶來之巨大極端風險。

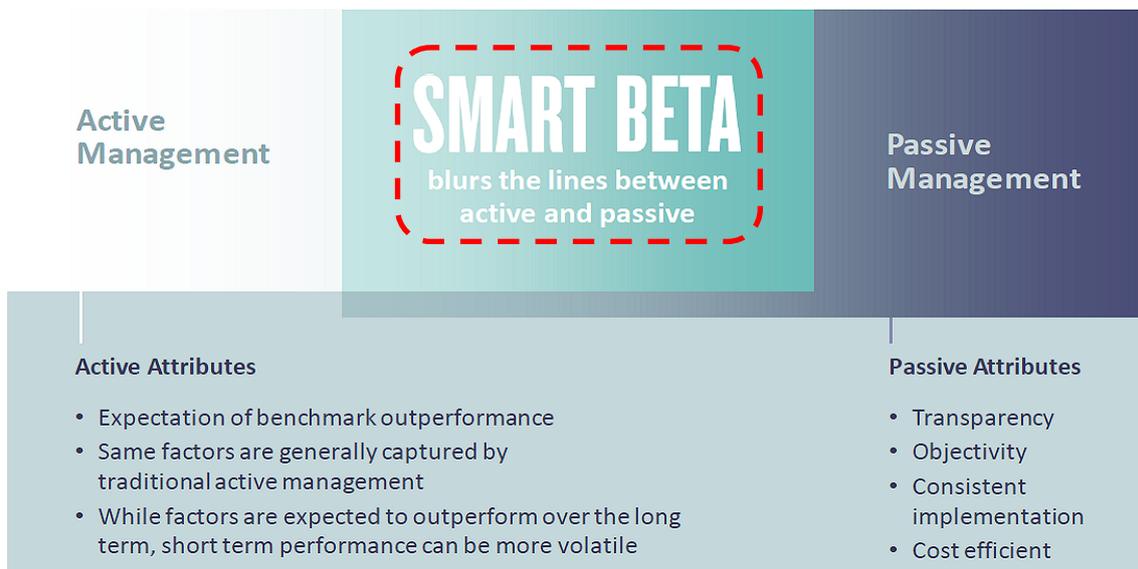
本年 8 月朝鮮半島危機一度升高，當時全球最大對沖基金 Bridgewater 創辦人 Ray Dalio 建議在投資組合中，可配置 5~10% 之黃金作為避險。根據監管文件顯示，Bridgewater 基金已於本年第 3 季開始增持黃金 ETF 持股，成為其基金第 4 大持有資產。

參、 smart beta 投資簡介

一、 何謂 smart beta?

目前市場上最常見之兩種投資風格，分別是主動(active)投資及被動(passive)投資。主動投資曾是過去最常見之投資方式，主要訴求在於希望其能夠超越指標績效(beta)，而賺取超額報酬(alpha)；至於被動式投資是近10年來，越來越受到投資人青睞之投資方式，其特色是透過透明而客觀之投資標的選擇標準，維持一致之投資風格，以低操作成本賺取指標績效(beta)。

圖 11：smart beta 投資之特色



所謂 smart beta 則是希望保留被動投資低成本、透明且一致投資風格之優點，但希望能像主動投資之期望~贏

得超過指標績效之報酬，故有人認為 smart beta 投資方式兼具主、被動投資之特色，模糊了兩者之界線(圖 11)。

以股票 ETF 為例，其最初設計是以「市值占比」做為標的股票之投資權重，市值占比越大的公司則獲得越多投資權重。但是市值越大的公司，在經營績效與股價表現上未必較市值小的公司更為出色。1993 年道富資產管理公司推出「S&P 500 ETF Equal Weighted」，被視為是市場上第 1 檔利用 smart beta 概念之 ETF，其訴求為投資組合內所有投資標的之配置比例均一致，希望能避免市值大的公司過度影響整體 ETF 績效。

另外，最初 ETF 的指標指數(benchmark)通常為全市場指數，像是美國第 1 檔 ETF，S&P 500 Depository Receipt (SPDR)，即是以 S&P 500 指數做為 ETF 之追蹤標的。然而若選股標準納入訴求高股利、成長股或價值型股票等概念，即可採用 smart beta 概念。Elvis Picardo 於 2016 年撰文指出，全球前 10 大 smart beta 股票 ETF，有 4 檔強調高殖利率，3 檔訴求成長股，2 檔投資價值型股票，以及 1 檔著重在低波動度。

因此，就股票投資來看，smart beta 投資可以歸納為，將原本 ETF 最初強調被動投資於依市值之全市場指數，變更為依照其他方式事前決定投資權重，且/或投資於特定投資風格(成長、價值、高股利等)，期望能獲得超出全市場指數報酬的投資方式。

二、因子投資(factor investing)與 smart beta 之關係

上述關於成長、價值等不同種類之投資風格，故然會給投資人不同之投資回報，但是也會有其侷限之處。比如高股利之 ETF 可能其持股多為價值型股票，投資者無法明顯區分高股利與價值型兩類 ETF 之差別；又如投資於成長風格之 ETF，其持股會較集中於小型股，而部分投資者可能不偏好這樣的風險分配。於是去探究在投資報酬背後，究竟是哪些因子(factor)來決定，甚至讓投資者進一步「調配」自己偏好之因子/風格分配，自然而然成為 smart beta 投資所需繼續研究之課題。

道富將驅動股票報酬之因子分為下列 5 類：價值(value)、規模(size)、波動度(volatility)、質量(quality)及動能(momentum)，分別說明如下：

1. 價值因子

價格被市場低估的股票可定義為具備投資價值，而此類股票較有機會表現超越已被市場過度追捧之公司。

因低估值之公司通常被視為營運風險較高，或不易承受總體衝擊。若能從低估值公司中發掘投資機會，則可能獲得較佳報酬。

2. 規模因子

規模小的公司較可能因具備較高成長潛能，而在投資回報上有機會超越規模較大之公司。

規模較小的公司則因營運及現金流較不穩定，且流動性較差，容易被市場忽略。不過因其也具備較高成長潛能，也是值得發掘之投資機會。

3. 波動度因子

若考慮經風險調整後之報酬，則低波動度股票有機會較高波動度股票獲得更高之報酬。因為高波動度股票有時會因「樂透效應(lottery effect)」，吸引想在短時間獲取高報酬資金競逐，故這些高 beta 的股票，不見得是較佳之投資標的。

另外，過度投資高 beta 標的，也容易使整體投資組合產生較大之追蹤誤差。

4. 質量因子

財務較健全的公司可以定義為具備較高質量，而較其他財務相對不健全公司，有機會能獲得更高報酬。不過部分財務穩健公司處於相對成熟產業，有時會因其盈餘成長動能較低，而被市場忽略。

5. 動能因子

過去一段時期內報酬較高之股票，有機會在短期間內持續表現較佳。但是須注意，有時市場會出現從眾 (bandwagon) 效應，或是錨定 (anchoring) 效應，而高估動能因子帶來之效果。

三、因子投資之實際應用

道富認為將報酬來源解構為數個投資因子後，在經濟循環各時期，藉由適當選擇投資因子，將有機會獲取比指標為佳之績效。

整體經濟循環可分為下列 4 個時間點：繁榮 (boom，經濟成長且持續加溫)、降溫 (downturn，經濟成長惟速度放緩)、衰退 (recession，經濟收縮且持續放緩) 及回升 (recovery，經濟處於負成長但已在改善)。於下列各個相對應時期，各有其較優因子配置 (圖 12)：

1. 繁榮 → 降溫

適合投資高質量、低波動度之公司。

2. 降溫 → 衰退

著重於投資具備質量因子、低波動度之公司。

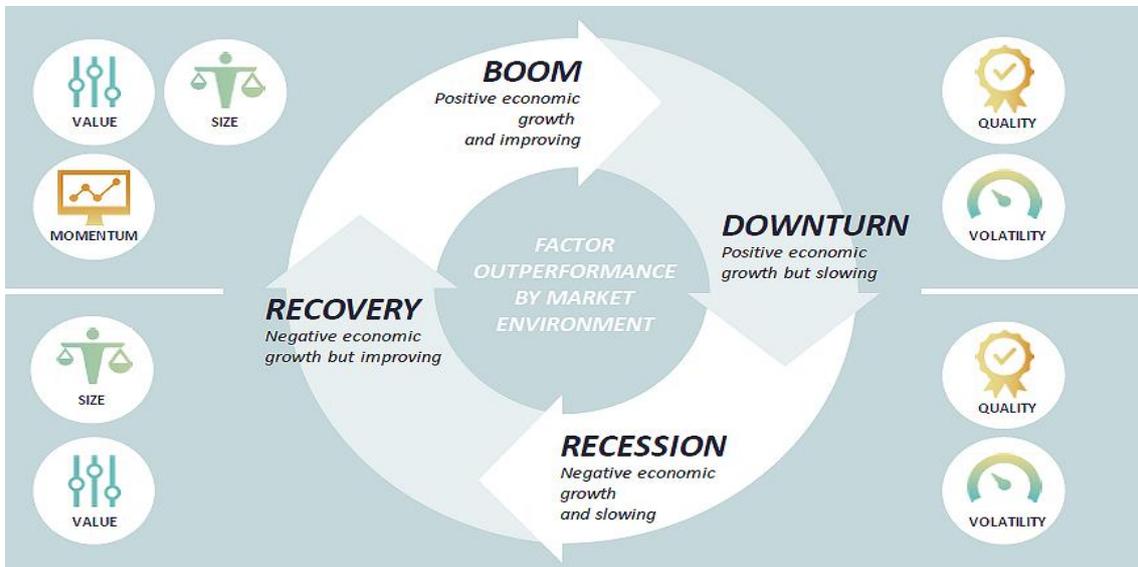
3. 衰退 → 回升

適合投資具備價值因子、規模較小之標的。

4. 回升 → 繁榮

可著重具備價值因子、規模較小，以及具備動能因子之標的。

圖 12：smart beta 經濟循環下的因子選擇



至於各因子在實際投資操作時，可選用之指標為：價值因子採用「股價/淨值比」、規模因子採用「自由流通 (free-float) 之市值權重」、波動度因子採用「報酬變異

數」、質量因子採用「ROA 資產報酬率」及動能因子採用「扣除最近 1 個月之移動 12 個月報酬率」。

四、因子投資之實證結果

道富在確認使用上述因子前，會對這些因子進行統計檢定，以確認其具備統計上之顯著性。

表 1：各因子之超額報酬

	價值	規模	低波動度	質量	動能
過去20年相較於 MSCI World Index 之超額報酬 (%)	2.87	3.47	2.64	2.81	3.14

此外，確認這些因子間不具備線性重合 (multi-collinearity) 特性，也是需留意之程序。

表 2：各因子超額報酬之相關係數

	價值	規模	低波動度	質量	動能
價值	1.00	0.56	-0.10	-0.25	-0.16
規模	0.56	1.00	-0.12	0.14	0.10
低波動度	-0.10	-0.12	1.00	0.33	-0.34
質量	-0.25	0.14	0.33	1.00	0.10
動能	-0.16	0.10	-0.34	0.10	1.00

計算過去 20 年之資料顯示，其所定義之 5 個因子，對指標指數均可產生表 1 之超額報酬(excess returns)。

且這些因子間超額報酬之相關性不高，的確能夠提供投資者分散之超額報酬來源。(表 2)

肆、心得及建議事項

一、關於總體展望

2016年11月川普當選美國總統後，在醫改、稅改及基建等競選話題推波助瀾下，將美元在當年12月推升到近年高點。雖然美股在2017年表現亮眼，不過美元卻在事後川普施政雷聲大雨點小之影響下一路走跌，當年9月後才在稅改議題漸入佳境之加持下出現反彈，惟全年仍呈現下跌。

2017年底市場對美元看法已轉為多空分歧，雖然美國經濟成長在2018年仍居先進經濟體前茅，且Fed穩健推進其貨幣政策正常化腳步，不過市場關注焦點部分轉至ECB何時結束QE。目前相對偏低的通膨，可能會是影響Fed及ECB2018年政策步調之重要關鍵。

二、關於 smart beta

各因子需存在統計顯著性，且能避免過度相關，此外各因子亦應具備經濟直觀意涵。建議在採用非市值、非全市場指數之被動投資策略時，能夠充分理解其建構原理(如因子選擇)與應用時機(如因子與經濟循環配對)之背後涵意，才能建構出與原先預期相符之投資組合。