

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：

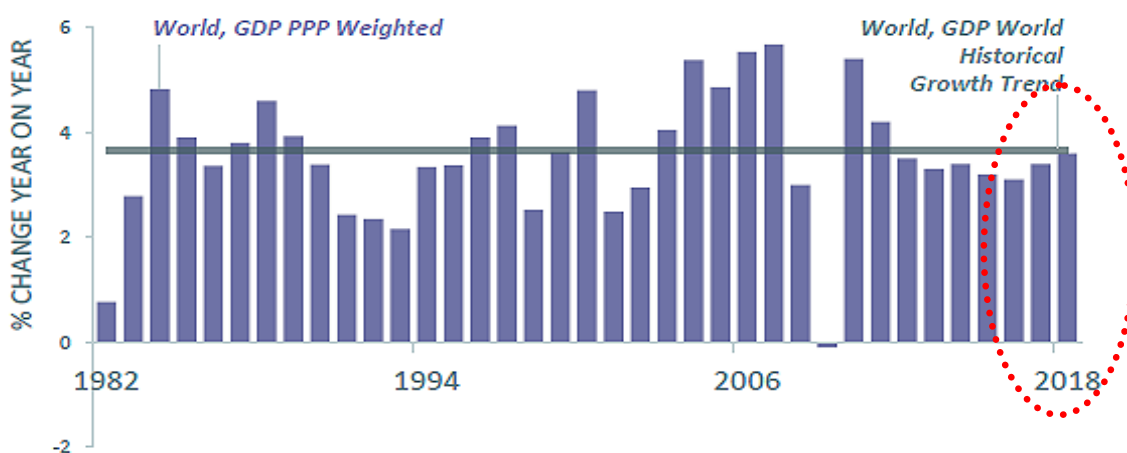
- 2017 年投資環境簡介；
- Smart Beta 投資簡介；
- 心得及建議事項。

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)

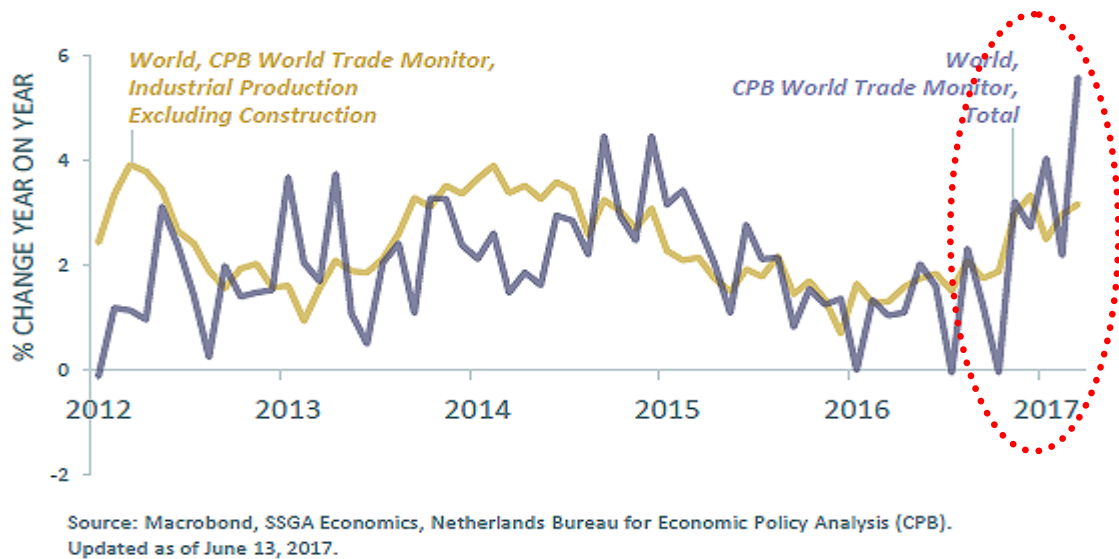


Source: International Monetary Fund (IMF), Oxford Economics, SSGA Economics Team

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

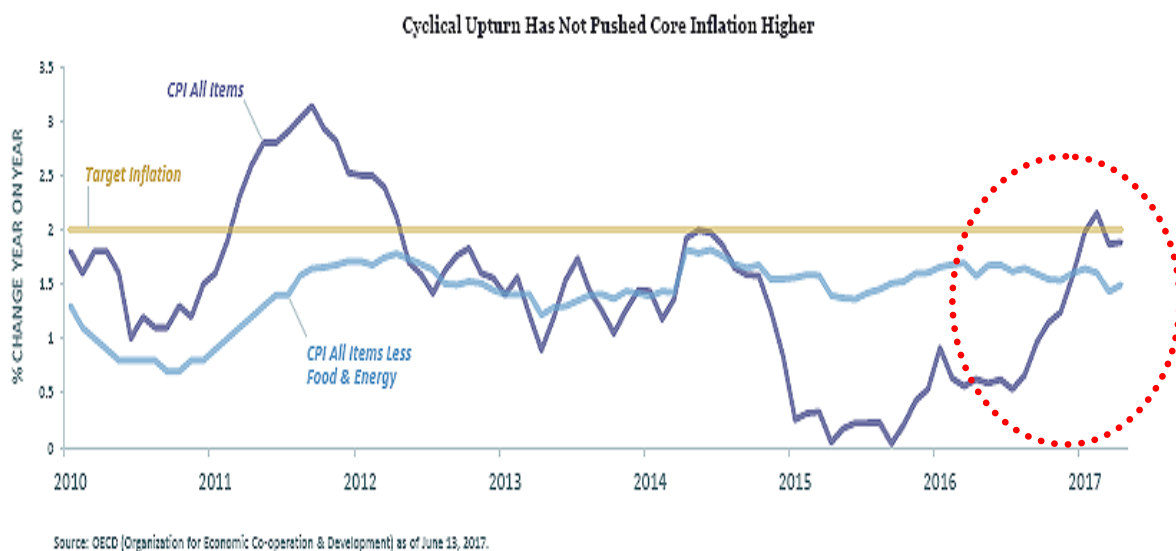


至於全球經濟面臨之結構性隱憂則在於，人口老化以及生產力提升緩慢。

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。

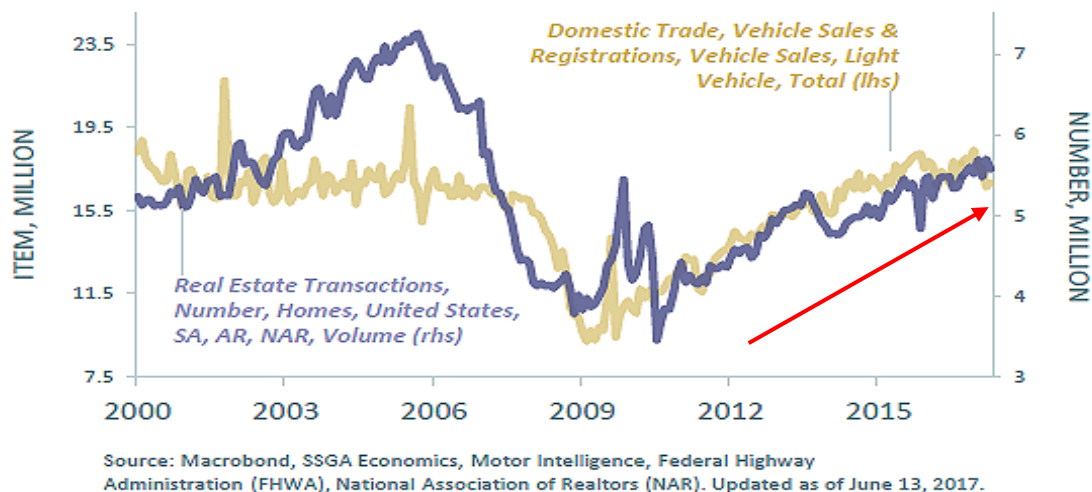
圖 3：通膨數據依舊偏低



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

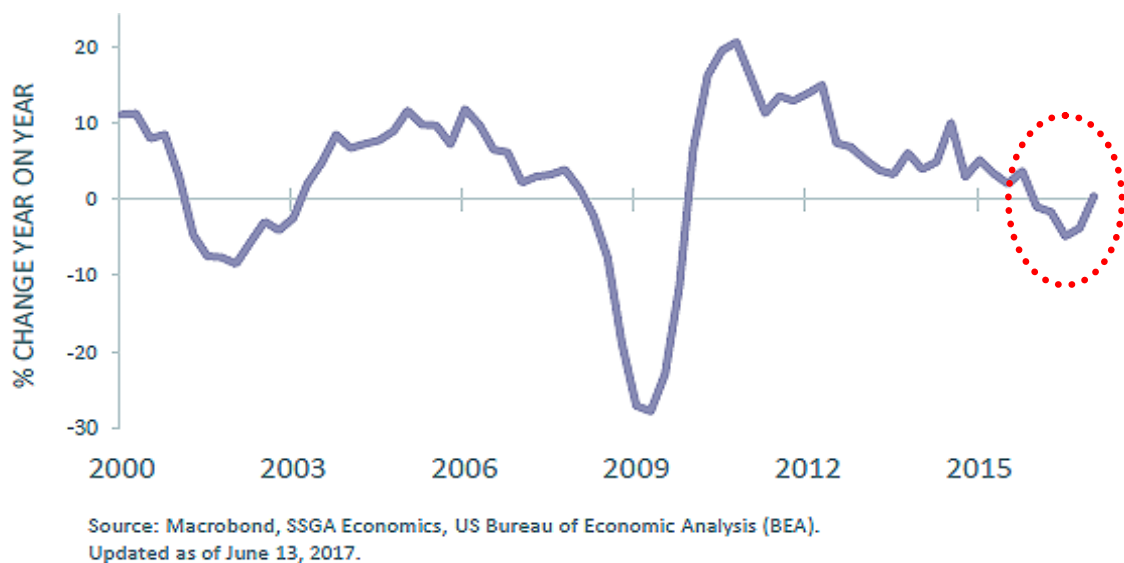
圖 4：消費者支出支撐美國經濟



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

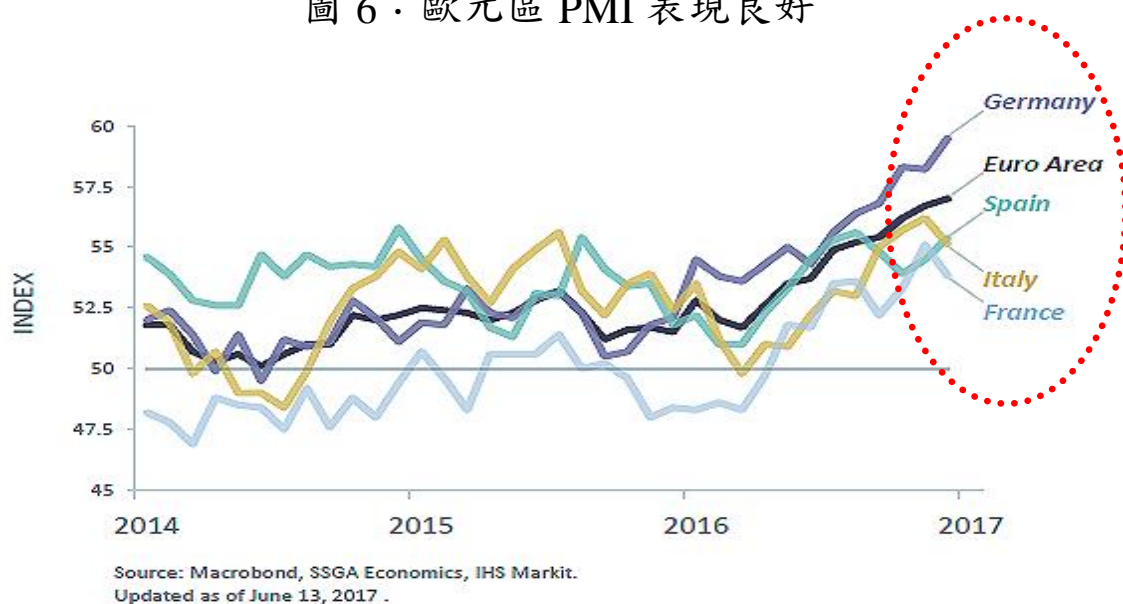
升息路徑之重要影響因素。

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。

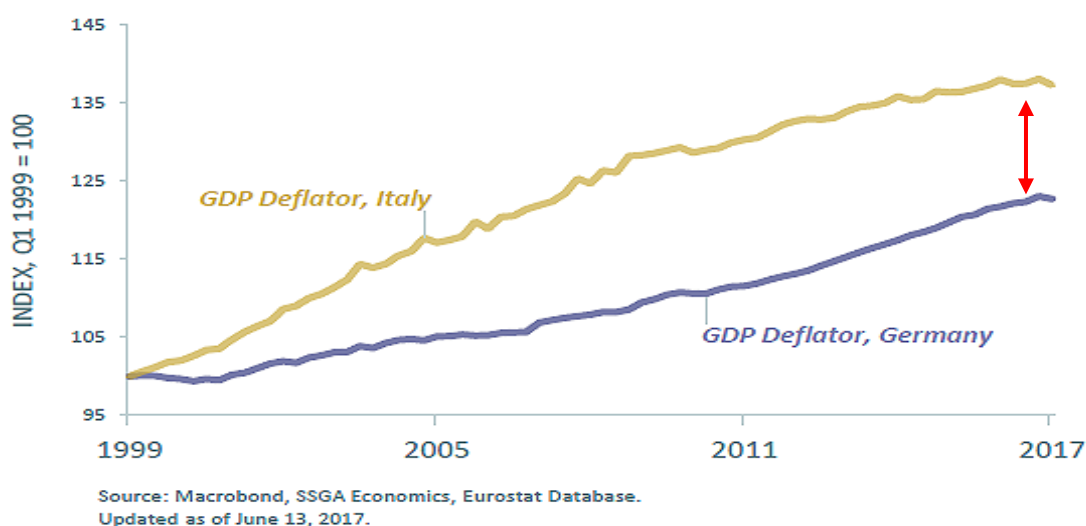
此外，法國總統選舉及後續國會改選結果，有效扭轉英國脫歐、美國川普當選之民粹浪潮，傾向更緊密整合之德法執政陣營，成功穩定歐元區未來之政治發展，有助於歐元區進行結構性改革。

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



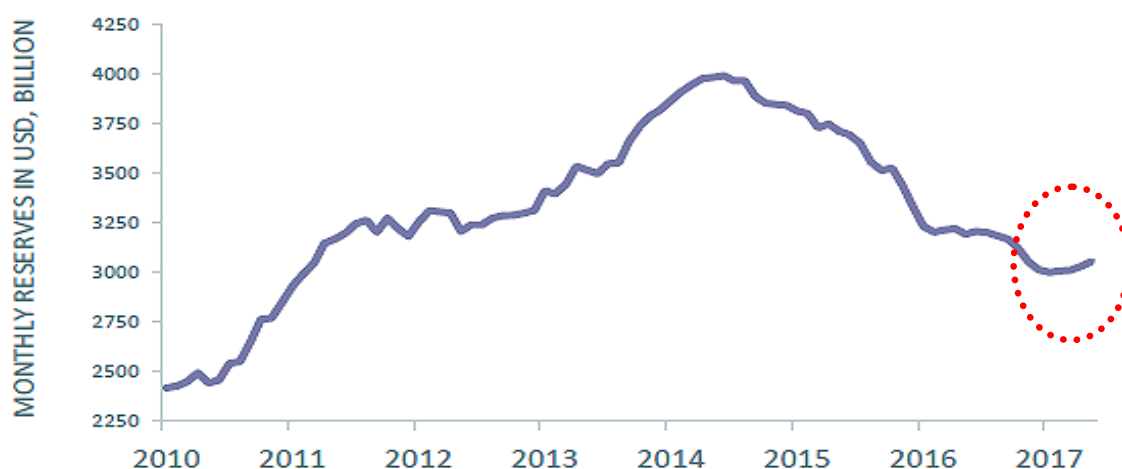
五、中國大陸總體 ~ 面臨經濟成長與去槓桿壓力之兩難

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

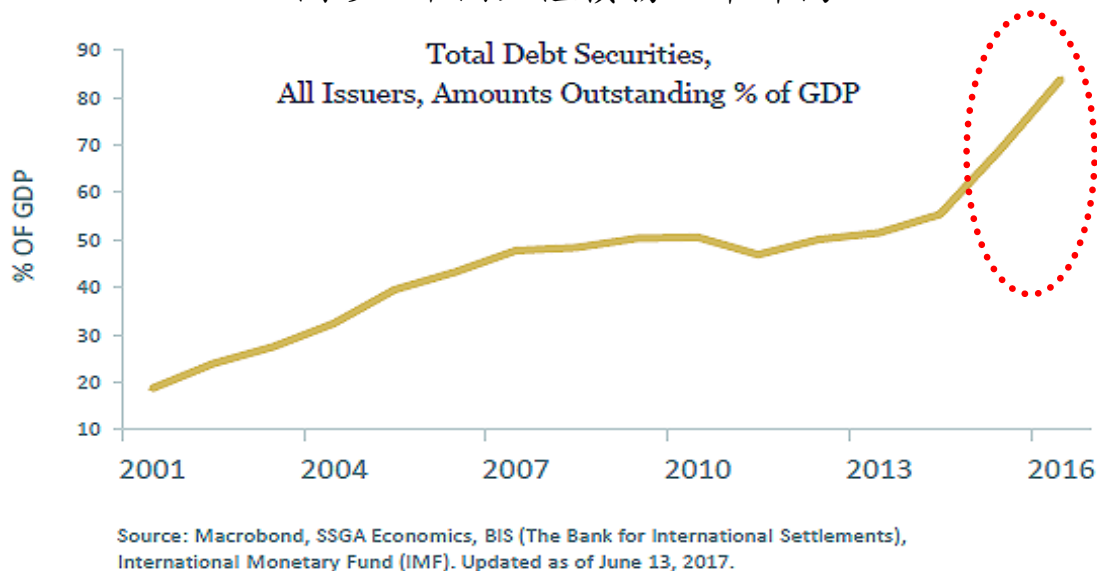


Source: Macrobond, SSGA Economics.
Updated as of June 13, 2017.

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



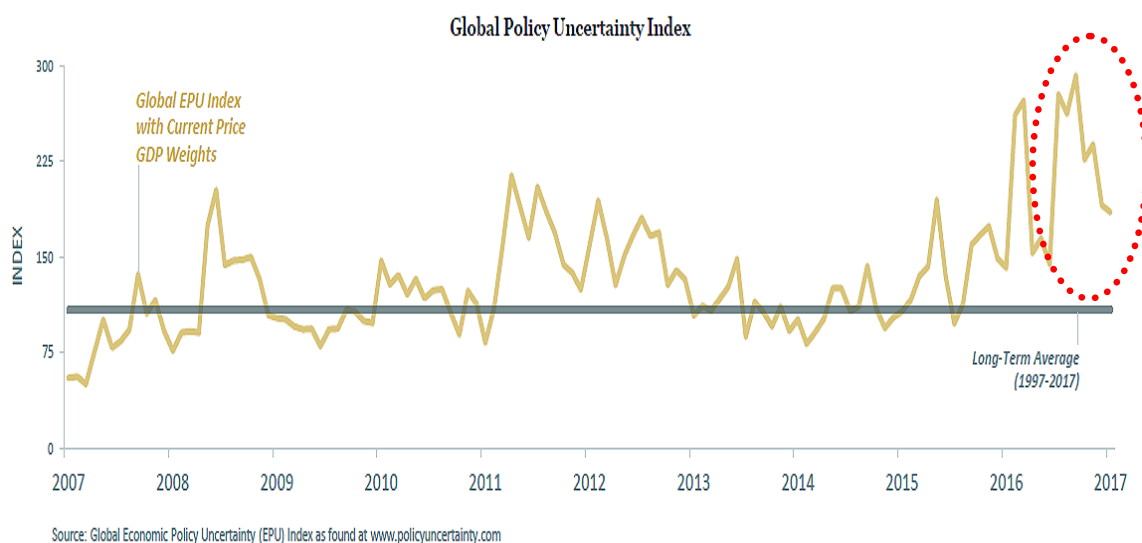
六、全球政治風險 ~ 有所消退，但仍需審慎觀察

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。

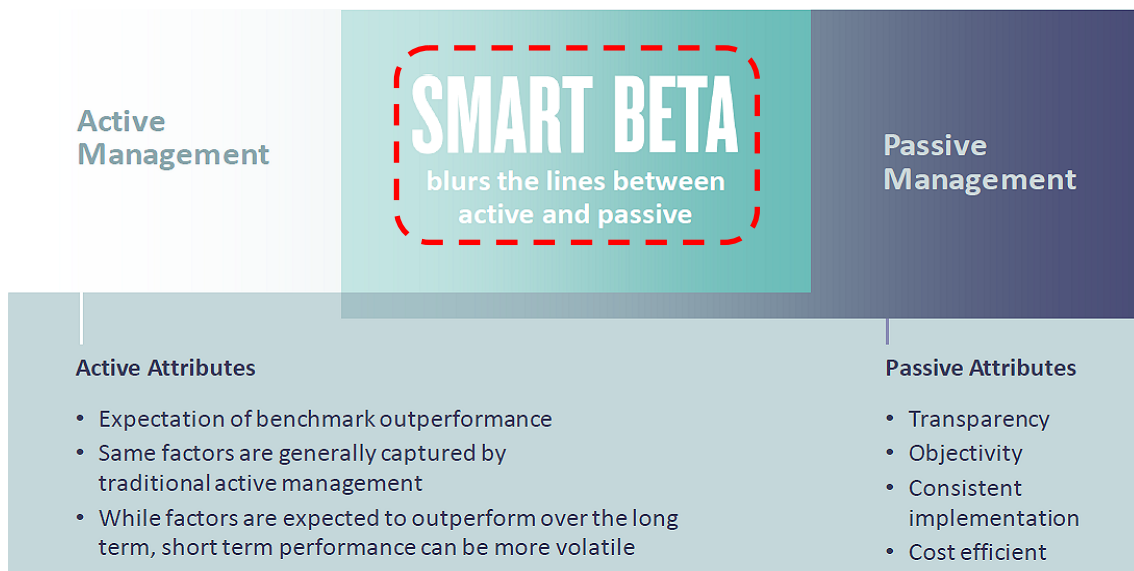
本年 8 月朝鮮半島危機一度升高，當時全球最大對沖基金 Bridgewater 創辦人 Ray Dalio 建議在投資組合中，可配置 5~10% 之黃金作為避險。根據監管文件顯示，Bridgewater 基金已於本年第 3 季開始增持黃金 ETF 持股，成為其基金第 4 大持有資產。

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。

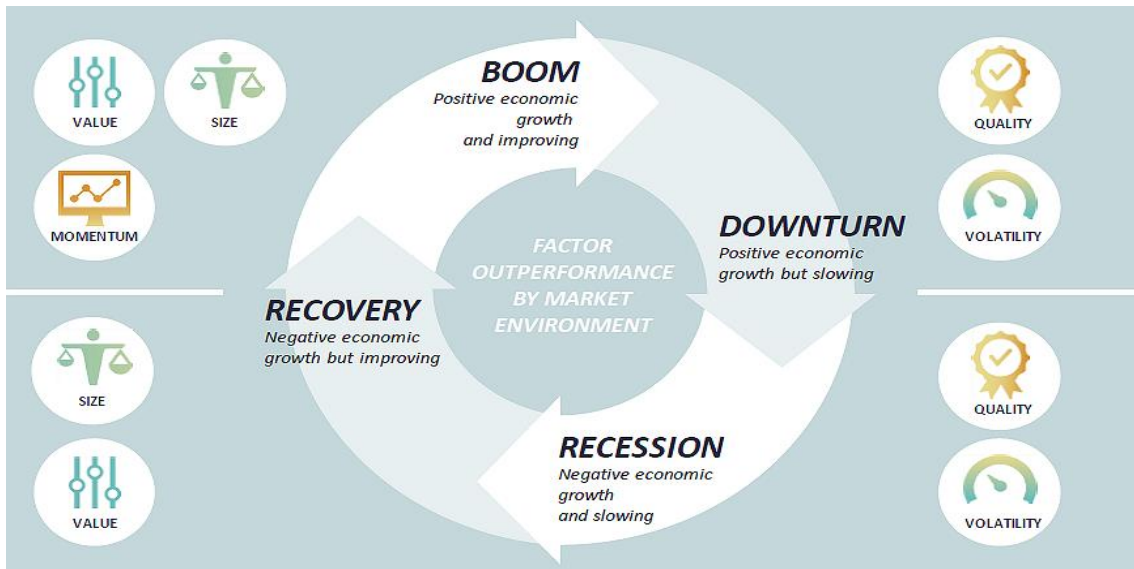
3. 衰退 → 回升

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ECB 2018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。