

出國報告(出國類別:開會)

## 參加聯博(AllianceBernstein)資產管理 公司機構法人投資培訓計畫報告

服務機關：臺灣銀行信託部

姓名職稱：梁芳瑜 高級辦事員

派赴國家：美國

出國期間：107年7月28日至8月6日

報告日期：107年10月11日

## 內容摘要

本次參與之研討會，係由聯博資產管理公司（AllianceBernstein）針對全球法人機構所舉辦，地點位於美國紐約總部。研習課程首先是聯博資產管理公司的完整介紹，接下來由該公司專業的經理人與分析人員，分別就總體經濟、資本市場看法分析，再擴散至權益證券、固定收益、多元資產(Multi Asset)、企業社會責任(ESG)、主題投資以及另類投資等，就市況、未來展望、投資策略作詳盡的評析。另外，該公司安排參觀固定收益交易室，以及多場與投資經理人深入討論的小型研討會，以及分組競賽，增加投資多元角度的觀點與見解。

## 目 錄

|               | 頁次 |
|---------------|----|
| 壹、 目的 .....   | 1  |
| 貳、 過程 .....   | 2  |
| 參、 內容 .....   | 3  |
| 肆、 心得與建議..... | 32 |
| 伍、 資料來源.....  | 33 |

## 壹、目的

聯博資產管理公司（AllianceBernstein）為全球大型機構投資管理公司之一，成立於 1967 年，總部位於美國紐約市。主要為機構、高淨值和零售投資者提供全球投資管理和研究服務。截至 2018 年 6 月 30 日止，在全球 23 個國家 46 個城市，超過 3,500 名員工，管理資產達 5,400 億美元。聯博的產品涵蓋股票、固定收益、另類投資、與多元資產投資方案。其中專精領域包括成長型股票、價值型股票、固定收益證券及複合型策略，投資團隊採嚴謹投資流程，投資組合經理約 138 位，並提供機構投資人所需的獨立研究、投資組合策略以及經紀相關服務，以期締造長期投資成果。在全球金融市場市場高檔震盪大幅波動之際，如何在長期投資中判斷強勢資產並尋求穩健的收益與風險控管為政府基金首要課題。透過此次參訪，除希望能提升交易人員專業知識外，亦期藉由此次課程多方面了解各項資產間的配置調整及操作方法，且有機會與其他法人機構交流，對於本行在政府基金的投資運用上實有所助益。

## 貳、過程

本次參與之研討會，係由聯博資產管理公司（AllianceBernstein）針對全球法人機構所舉辦，參訓人員主要來自全球各地政府基金、壽險、機構法人及金融同業。主要內容涵蓋股票、固定收益、新興市場多元資產、主題投資、企業社會責任與另類投資等項目；除訓練課程外，輪流與投資操作經理人針對其操作之權益證券、固定收益等基金，以 10 人為一群組，講解與探討不同經理人的操作模式、布局方式、投資策略；安排參觀固定收益交易室，由交易員介紹交易室環境，瞭解小組團隊的投資區域、每日工作概況、交易流程、分工執行情形與交易系統簡介；此外，主辦單位將與會人員分組，每組 6~7 人進行小組競賽，透過此互動方式，可以與來自不同單位的機構法人一起建構資產組合，交流投資經驗，提供投資上的思維，達到相互學習的目的，對操作上多有助益。

## 參、內容

### 一、全球資本市場展望

#### (一) 關鍵要點

近期許多國家第一季經濟成長雖然減緩，但無損全球增長力道。美國受惠於財政刺激及減稅方案等利多，第二季經濟數據強勁。歐洲經濟亦浮現回升跡象。展望未來幾季，全球經濟依然增長強勁，但很可能已進入成熟階段且達到頂峰(如圖 1)。受結構性與通膨性因素的影響，核心通膨率的上升壓力預計逐漸加深，觀察 G7 消費物價指數上漲至 2% (如圖 2)，亦處於較高水準，預期通膨走升，各國央行可望緩步緊縮貨幣，債券殖利率預計上揚。

然而，經濟的下檔風險仍高，除了全球貿易關係緊繃外，中國大陸匯率政策亦增添市場變數。考量上述所有因素，風險性資產在目前景氣階段將面臨挑戰，尤其是市場出現大幅震盪時，各國央行已無法提供支撐力道。

總體面來看，預期 2018 年全球經濟成長 3.2%。隨著經濟週期走到成熟階段，且金融狀況緊縮，預計 2019 年全球成長率小幅滑落至 3.1% (如圖 3)，其中已開發國家經濟增長率將會微幅降低 (但仍然穩固)，核心通膨率將達到最低水平。外卡和尾端風險的主要來源則是政策或政治對通貨膨脹和利率的速度或水準的影響。

市場面來看，受波動性上升，收益率溫和，本益比萎縮以及利差上升等因素影響，加深了證券選擇的重要性，市場投資氛圍從 beta 轉到 alpha。預期在未來五年內全球股票市場仍會有適度的回報，但巨大的尾端風險依然存在。

圖 1:全球 GDP 與 PMI

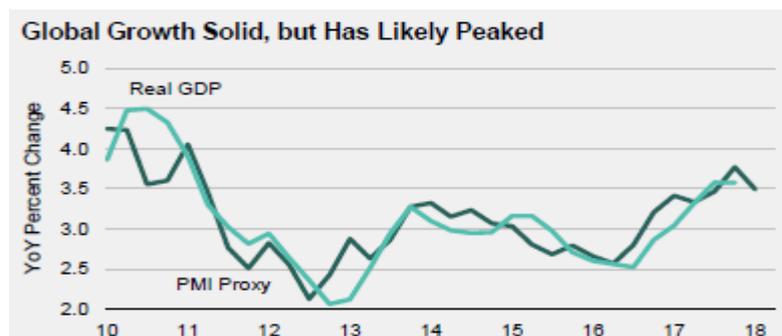


圖 2:G7 CPI

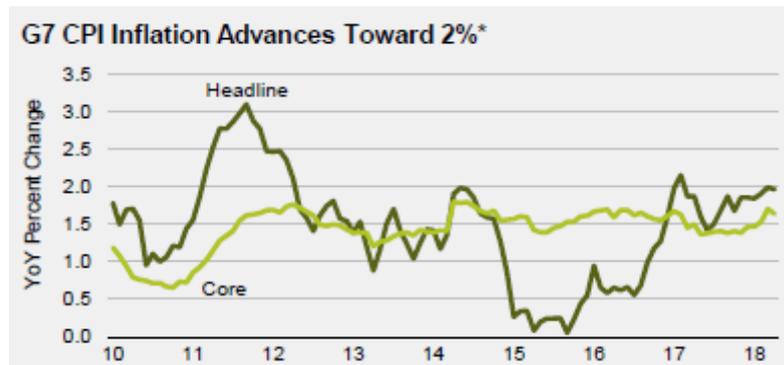


圖 3:AB 全球經濟預測

|                      | Real Growth (%) |     | Inflation (%) |     | Official Rates (%) |     | Long Rates (%) |     |
|----------------------|-----------------|-----|---------------|-----|--------------------|-----|----------------|-----|
|                      | 18F             | 19F | 18F           | 19F | 18F                | 19F | 18F            | 19F |
|                      | Global          | 3.2 | 3.1           | 2.8 | 2.7                | 2.9 | 3.3            | 3.3 |
| Industrial Countries | 2.3             | 2.0 | 1.9           | 2.0 | 1.2                | 1.8 | 2.0            | 2.6 |
| Emerging Countries   | 4.8             | 4.8 | 4.3           | 3.9 | 6.2                | 6.1 | 5.9            | 5.6 |
| US                   | 2.5             | 2.0 | 2.3           | 2.3 | 2.4                | 3.4 | 3.3            | 3.8 |
| Euro Area            | 2.3             | 2.1 | 1.7           | 1.8 | 0.0                | 0.3 | 0.8            | 1.5 |
| UK                   | 1.5             | 1.5 | 2.5           | 2.0 | 0.8                | 1.3 | 1.8            | 2.3 |
| Japan                | 1.3             | 1.4 | 0.9           | 1.6 | -0.1               | 0.0 | 0.1            | 0.3 |
| China                | 6.5             | 6.3 | 2.3           | 2.3 | 4.4                | 4.4 | 3.5            | 3.3 |

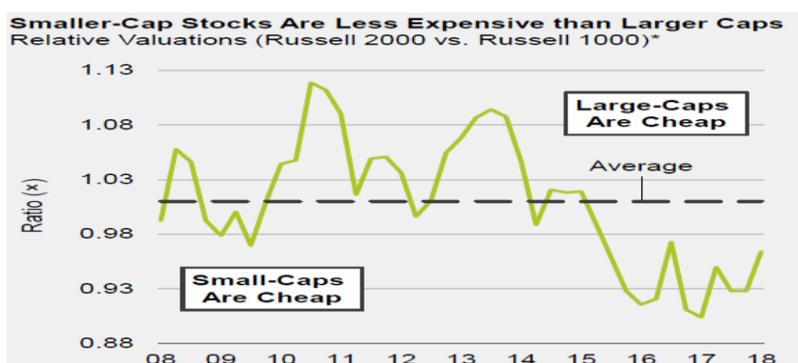
## (二)美國

美國經濟第二季大幅成長，粉碎先前市場隱憂。經濟成長強勁之下，就業市場暢旺，支撐消費力道與經濟，使得美國經濟維持良性循環，可望延續至未來幾季。通膨率持續走升，預計未來幾季將進一步增加。但只要通膨增勢緩和，聯準會不至於積極因應而衝擊經濟成長力道。經濟前景處於正面與負面各半的狀態，財政政策支撐經濟成長，但貿易衝突形成潛在利空。考量現階段的貿易政策與財政政策，通膨有高於市場預期的風險。長期而言，隨著利率持續緩步上調，預計美國經濟終究會小幅放緩，但並不代表經濟衰退。目前的經濟成長率高於長期趨勢，若小幅降低，市場無須過度反應。經濟前景持續看俏之際，全球正逐漸緊縮

貨幣，流動性減少，故金融市場環境的不確定性將持續高於過去幾年。相較於過去一、兩年，預計各資產類別的絕對報酬將降低，波動程度增加，但有鑑於經濟前景溫和，金融市場的長期表現預計不會過度跌深，預期美股報酬率將優於全球股票。

另，美國小型股對稅改的稅率減幅較有優勢，而去年底通過稅改法案後，未來對於小型股的獲利將有所助益。此外，觀察小型股相對估值仍低（如圖 4），小型股價格依然比大型股便宜，依然有機會保持活躍。長期來看，因美國經濟成長、就業及內需持續成長，加上小型股的營收及獲利主要來自美國國內，較不受貿易戰所影響，小型股後勢看好。

圖 4:羅素 2000 與羅素 1000 相對估值



### (三)歐洲

歐元區綜合採購經理人指數 5 月份為 54.1，6 月份回升至 54.9，且大致符合年化實質 GDP 成長率（2.0%）。同時，實際數據初步浮現轉佳跡象，德國 5 月份新增訂單、工業生產、出口等指數均優於市場預期，強勁的消費基礎支撐國內需求，加上工資持續上升，使得消費者信心和活動皆增加（如圖 5）。儘管年初以來表現不佳，但歐元區經濟基本面依舊穩健，且政策面仍舊高度寬鬆。預計歐元區經濟今年成長 2.3%，2019 年成長 2.1%。

歐洲央行 6 月份舉辦理事會議，暗示可能在 12 月終止購債計畫，將前瞻指引焦點轉向利率，並表示主要利率預計維持在目前水準，至少持續至 2019 年中。此次會議旨在說明不會提早升息，避免市場過度反應，而不是具體提出首度升息

的時間點，升息決策預計視經濟數據而定。儘管如此，歐洲央行若想要在明(2019)年夏天前升息，仍舊面臨相當高的門檻，包括需要經濟再度加速成長，且薪資成長率與核心通膨率必須高於預期。綜上所述，聯博預估明(2019)年下半年歐洲央行只會升息一碼。

整體而言，歐元區經濟前景處於正面與負面各半的態勢。全球總經環境正面，加上政策面高度寬鬆，顯示歐元區經濟有機會優於預期，但近期數據不振，貿易與政治又增添變數，為經濟前景蒙上陰影。義大利政局不明朗，為經濟前景帶來額外風險。儘管新政府並無退出歐元的計畫，但政策採反歐盟立場，故未來跟歐元區國家的關係可能更形對立，進而加深市場動盪。

圖 5:(左)歐元區淨出口與需求，(中)歐元區 GDP，(右)歐元區消費信貸與消費信心



#### (四)亞洲

在全球債券殖利率上揚、美元走強的背景下，亞洲貨幣與債券持續籠罩下檔壓力。對依賴外部融資的經常帳赤字國而言，壓力尤其沈重，包括印度、印尼與菲律賓等。三國央行紛紛升息以維持經濟穩定，並提出鷹派論調。然而，儘管貨幣政策收緊有助於減緩壓力，卻無法扭轉趨勢。

亞洲的經濟基本面優於其他開發中地區，倘若市場氣氛回溫，亞洲可望成為最大的受惠者。多數亞洲經濟體為淨儲蓄國，擁有經常帳順差、外匯存底充裕、財政赤字低。這些國家擁有大量國內儲蓄，在海外資金外流、全球利率持續上揚之際，亦可為經濟帶來緩衝。南韓、泰國、馬來西亞等國儲蓄率高，即使全球避

險氣氛濃厚，但當地貨幣債券可望有支撐力道。

此外，多數亞洲經濟體的通膨率依舊處於合理水準，遠低於政策目標值。經濟成長率亦持穩。台灣市場供應鏈直接受惠於電子產業週期。南韓的 6 月份出口成長力道減緩，但主要受到工作天數減少、貨船出口量波動大的技術面因素影響，基本面動能依舊強勁。儘管如此，中美貿易衝突惡化，有可能為亞洲出口前景蒙上陰影，在未來幾個月加深市場震盪。

#### (五)新興市場

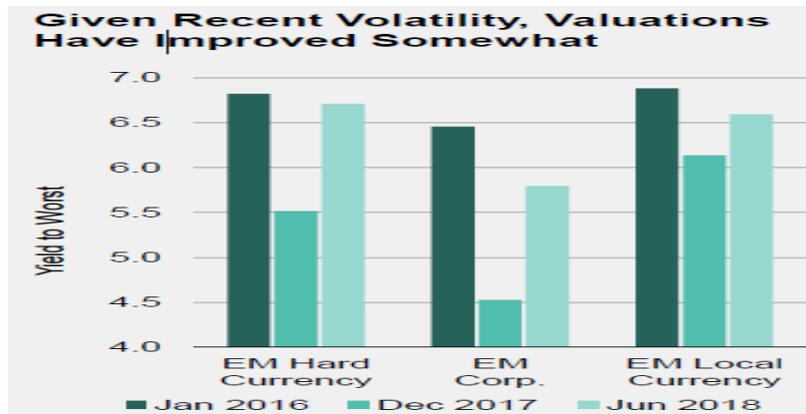
鑒於近期的波動性，新興市場評價面有所提高(如圖 6)，股價仍比成熟市場便宜。然而，受到成熟市場利率上升，美元走強，特定國家的特徵風險與政治風險增加，一些新興市場國家的選舉，加上美國總統川普的貿易戰衝突等因素影響，都是新興市場所面臨的風險，新興市場展望值得謹慎。

拉丁美洲：近期經濟數據顯示，經濟復甦力道不如先前預期強勁，但拉丁美洲平均表現仍優於 2017 年。阿根廷第一季經濟成長強勁，但受到貨幣緊縮與市場波動的拖累，未來幾季經濟預計萎縮。墨西哥經濟成長穩定，不受北美自由貿易協定（NAFTA）協商存在變數與總統大選將至的影響。委內瑞拉的經濟成長率持續大幅下滑。除了阿根廷和委內瑞拉之外，多數國家的年通膨率持續緩和，巴西與秘魯的通膨則低於目標水準。儘管如此，近期多數國家貨幣走低，預期將加重未來幾個月的通膨壓力，短期各國不會進一步貨幣寬鬆。儘管全球經濟成長續強，但拉丁美洲等新興市場的資產環境逐漸險峻，利空包括：成熟市場國家陸續升息，美元走強，與美國貿易政策存在變數。

中國大陸：考量成長腳步放緩，且貿易關係進一步緊繃，預計中國大陸人行將採謹慎寬鬆的立場。未來需要再次下調存款準備金率或類似措施，亦可能需要祭出財政刺激方案，房市寬鬆將是最後手段。流動性風險與違約風險逐漸增加。如何有效控制去槓桿化過程，不造成社會動盪與系統風險，將是政府的一大考驗。未來幾季若能及時推出可觀的貨幣寬鬆政策，可望穩定經濟成長力道，延續至

2019 年。反之，則中國大陸經濟預計最快在 2019 年第三季觸頂回落。

圖 6:新興市場股票波動表現



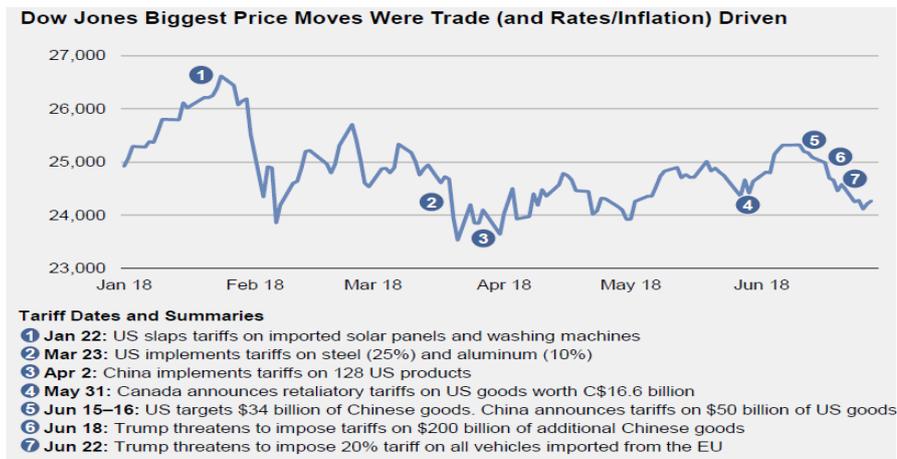
## 二、貿易戰對美國市場的影響

美國總統川普以課徵鋼鐵鋁製品關稅，開啟貿易戰，目的除了降低美中兩國貿易逆差外，亦有選舉考量，今年11月美國國會改選，川普有意藉此兌現選前承諾，鞏固既有支持者。川普當選總統時，得票率最高的前六大州，產業多以煉油、礦業和汽車產業為主，與美國要求中國大陸增加能源採購及降低汽車關稅的要求相呼應。

### (一) 美國課徵進口商品關稅與道瓊工業指數走勢

隨著消息不斷延燒，投資人開始擔心貿易紛爭對於美國經濟的影響。很明顯，關稅與貿易戰爭會損害經濟成長，由道瓊工業指數走勢圖可看出，股價受到貿易（利率與通貨膨脹）衝突的影響(如圖 7)。儘管如此，美國經濟活動穩健，美國應該有能力吸收貿易爭端帶來的潛在影響，經濟表現不致於嚴重失序。

圖 7:道瓊工業指數



### 關稅重點日期和摘要

1. 1月22日：美國對進口太陽能電池板和洗衣機徵收關稅
2. 3月23日：美國對鋼鐵（25%）和鋁（10%）實施關稅
3. 4月2日：中國大陸對128種美國產品徵收關稅
4. 5月31日：加拿大宣布對價值166億加元的美國商品徵收報復性關稅
5. 6月15~16日：美國目標為對340億美元的中國大陸商品課徵關稅。中國大陸亦宣布對500億美元的美國商品徵收關稅

6. 6月18日：美國總統川普威脅要對 2000 億美元的其他中國大陸商品徵收關稅

7. 6月22日：美國總統威脅要對歐盟進口的所有車輛徵收 20%的關稅

## (二) 關稅措施對美國經濟影響

### 1. 美國經濟受影響的程度低於多數其他國家

美國並非特別仰賴貿易的國家，貿易佔 GDP 的比重相對不高（如圖 8）。試算如果美國對 2000 億美元的進口商品加徵 10%的關稅，美國 GDP 的成長幅度將減少 200 億美元，佔 GDP 的比重僅下滑約 0.1%。而若貿易戰一直延燒下去，對美國以外其他國家的經濟增長則可能帶來較大的影響，主因為其他國家的經濟規模較小，對外貿易開放程度較高，故貿易佔 GDP 的比重也較高。故其他國家更容易受到關稅或其他限制的直接影響。

### 2. 市場融資成本普遍上揚

持續的貿易戰將使金融市場緊繃、股市震盪、美元升值。貿易紛爭對資本市場造成的影響，將使得企業與消費者的融資成本上升，並漸漸地減緩經濟成長力道。過去六個月內，美元已升值近 6%，儘管升值幅度不足以拖垮美國經濟增長，但是卻足以漸漸抑制美國經濟前景。

### 3. 企業投資信心動搖

許多美國企業仰賴進口商品，尤其是製造業。關稅使得進口貨物價格攀升，近而影響企業盈餘，並使得在美國投資與生產的吸引力下降。

此外，美國貿易夥伴祭出報復性關稅，亦將使得美國出口海外的需求下滑。美國費城聯邦儲備銀行針對企業資本支出計畫進行的調查結果顯示，自從幾個月前貿易爭端開始發酵後，企業投資計畫便開始萎縮（如圖 9），並大大抵銷去年減稅法案帶來的刺激投資效果。故，即便美國經濟成長不見得會因此放慢，未來可能也不易進一步加速增長。

圖 8:貿易占 GDP 比重

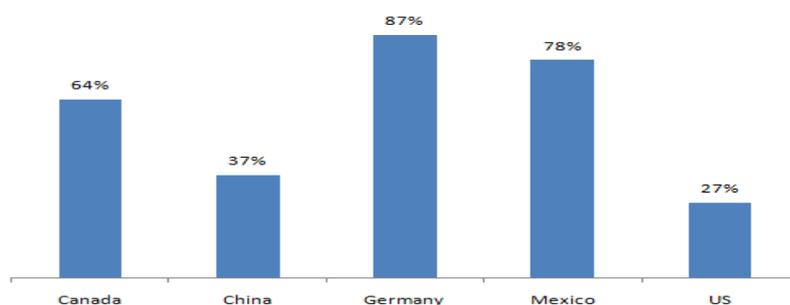
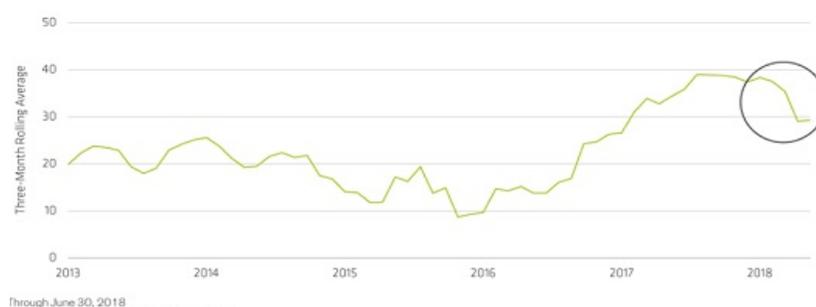


圖 9:資本支出意向指數



### (三) 結論

以美國產業來看，受惠於關稅、且產品不必外銷中國大陸的美國產業，將在中美貿易戰中明顯勝出，包括金屬與化學品產業。而未能受惠於關稅、產品外銷中國大陸的美國產業，則是最大受害者，尤其是農業，包括蘋果、櫻桃、小麥、海鮮、乳製品等。介於兩者之間的產業，有機會受惠於關稅，但同時又外銷中國大陸，包括工業、資本財、科技、運輸與汽車、零售等產業。此外，投資人亦需考量關稅與貿易戰的間接衝擊。部分產業的原料成本上揚（鋼鐵、塑料），部分產業的定價能力有限（消費品、飲食、零售），均特別容易受到影響。

關稅持續帶來變數，亦可能影響美國企業的資本投資決策。美國去年宣布減稅，提高美國企業匯回海外現金的意願，進而造就正面的投資前景，如今若因為關稅而造成生產成長速度減緩，則前景可能轉淡。即便是目前獲利滿盈的企業，亦可能受到衝擊。

### 三、主題投資 (Thematic Investing)

在全球股市表現相對平淡時，投資操作上變得相對困難，但在淡靜的市場中，總有熱點出現或漲幅較大的個股與行業，如果僅從傳統的價值或成長股投資的角度去分析，似乎難以把握。故當傳統的投資策略和方法不能完全應對這個市場的變化的時候，就誕生出新的投資方法來重新審視評估股票市場和投資標的。而主題投資正是其中一種方法。

#### (一) 什麼是主題投資

主題投資 (thematic investing) 的理念，起源於 90 年代初。當時，發達國家的投資者普遍意識到，用傳統的地域及行業概念界定投資目標已經變得不再準確或全面，主題投資因應而生。主題投資主要是通過深入分析總體經濟、政治法律、技術進步、人文社會等結構性、趨勢性的變化，或某些重大的特定性事件，挖掘出其對未來經濟發展具有重大影響的因素及驅動力，形成最具投資潛力和發展前景的主題，並圍繞這一主題對最為受益的資產類別和行業個股進行策略配置。環保、人口結構變化、生活方式、科技創新及政府政策等，都是其中一些推動有關趨勢的因素。而總體趨勢的出現不會只有一、兩天就結束，有的時候是幾年，甚至長達幾十年，一般適合中長線投資。

主題投資案例：2000-2010 年，中國大陸經濟飛速發展，對工業原料需求增加，推動相關產品價格大幅上漲。在此期間，中國大陸石油和銅的消耗分別增長了 92% 和 296%，鋁、鉛、鋅等原料的需求量大約每年上漲 14-24%。順應這一趨勢的投資主題就是這些資產和相關行業。在此 10 年間，銅價飆升了 424%，銅礦開採業上漲了 750%，其中銅礦公司 Southern Copper Corp. 漲幅高達 1781%；同一時期，石油價格上漲 241%，石油相關行業攀升了 600%，其中油田設備公司 Lufkin Industries Inc. 投資報酬率高達 1563%。相比之下，在這 10 年中，標準普爾 500 卻下跌了 15%。這也正是主題投資獲得青睞的主要原因。特定事件型主題投資是當影響市場的重大事件發生時，根據事件驅動的核心要素，快速找出與事件密切相

關的部門、行業或子行業，確定事件的影響尚未反映在股價上之後，選出最受影響的目標，形成投資主題。

## (二) 主題研究

### 1. 基本投資哲學

主題研究通過擁有與未來趨勢相關的具有競爭優勢的公司來尋求卓越的價值創造。除了在其他投資者獲得巨額回報之前確定關鍵趨勢外，主題研究的推論為長期財務預測提供了依據，長期增長的主題通常有自己的驅動因素，加上客戶參與投資可獲得多面向的主題。

主題研究為長期預測提供信息：

- (1) 在短期（1-2 年），財務業績可能會受到公司特定因素的嚴重影響。
- (2) 華爾街投資擅長推斷短期結果並假設微小變化。
- (3) 從長期來看（3-5 年），擾亂的世俗勢力可能對財務結果產生更大的影響。
- (4) 長期變化可以是指數式的，而人類思維則是以線性方式思考。

線性增長實例：嬰兒配方奶需求、有線訂閱

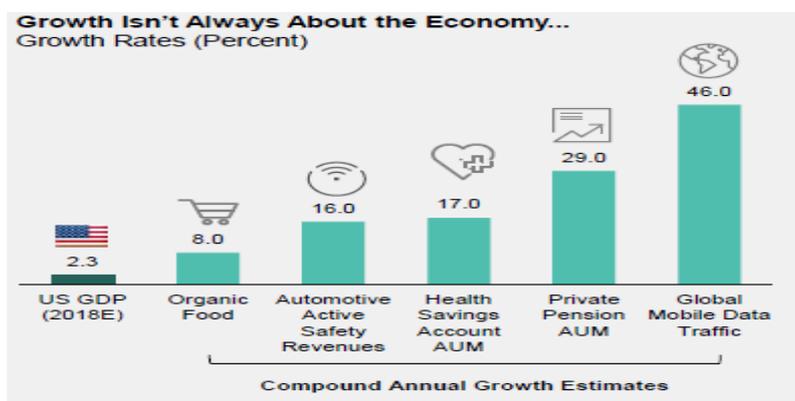
指數增長實例：EV 電池和太陽能成本曲線，GPU 處理能力，社群媒體採用

### 2. 主題投資流程

#### (1) 尋找投資主題

深入分析總體經濟、政治法律、技術進步、人文社會等結構性、趨勢性的變化，或某些特定性事件，尋找不太依賴總體經濟財富的長期增長來源的投資主題。例如，市場關注焦點在預期今年美國經濟成長率 2.3%，但同期間有機食品增長 8%、汽車用主動式安全系統收入成長 16%、健康儲蓄賬戶規模成長 17%、私人養老金規模成長 29%，全球移動數據流量成長 46%（如圖 10），增長幅度均大於美國 GDP。

圖 10:經濟以外產業成長率



## (2) 基層研究

五年多來，聯博在新興國家和邊境國家開展了差異化的實地基層研究(如圖 11)。基層研究旨在通過直接讓當地家庭和企業參與關鍵的環境、社會和經濟問題來了解可持續投資主題的細微差別，並針對每個市場量身定制專用調查問卷，對社會經濟範圍內的人們進行廣泛的家庭訪問。這些旅行提供了對全球提供的挑戰和機遇的寶貴見解，以確定相關的投資組合。

圖 11:聯博基層研究



## (3) 形成投資主題

確定上述變化或事件對經濟發展或行業結構產生重大影響的因素及驅動力，形成最具投資潛力和發展前景的主題。四個關注焦點：機會、成熟度、可投資性、可開發性。

#### (4) 投資策略配置、股票選擇和投資組合建構

圍繞鎖定的投資主題，除選擇最為受益的資產類別和行業個股進行策略配置，並選擇價格尚未完全反映潛在獲益能力的資產類別和行業個股建立投資。

組合建構要點:

甲、高主動投資比例

乙、有紀律的評價

丙、徹底的風險分析

丁、主題平衡

最後再從中選出 40~60 檔美國股票建立投資組合。

### (三) 主題投資行動過程

由下而上的架構來平衡報酬與風險

#### 1. 第一步：評估收益(如圖 12)

(1) 投資策略配置、股票選擇和投資組合建構

(2) 制定一系列財務估算，以解決不可避免的預測錯誤

(3) 應用保守的結束乘數來確定預期的財務收益

#### 2. 第二步：評估風險

(1) 全面和前瞻性的分析

(2) 確定重要的 ESG 風險因素

(3) 將 E (Environment，指對於環境的關懷), S (Social，指對社會及文化的考量), G (Governance，則是公司治理) 和其他風險因素量化為股權回報的成本

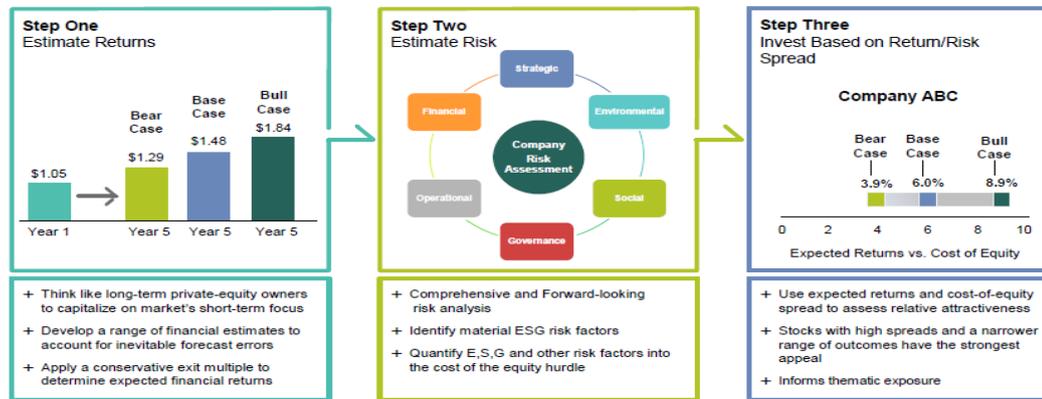
#### 3. 第三步：預期收益與權益成本

(1) 使用預期收益和股權成本間的價差來評估相對吸引力

(2) 預期收益和股權成本價差高及波動度較小的股票具有強烈的吸引力

### (3) 主題通知

圖 12:聯博主題投資行動過程



### (四) 深度整合 ESG

ESG (Environment, Social, Governance) 代表「環境、社會、公司治理」，包括信息披露、評估評級和投資指引三個方面，可解釋為把企業可持續發展標準與投資決策連繫起來，是社會責任投資的基礎，亦是綠色金融體系的重要組成部分。ESG 原則強調一反過往企業僅就財務表現進行評估，也應將環境、社會和公司治理等因素納入投資決策或者企業經營之考量。就企業主而言，ESG 的施行可為公司的經營穩定度和聲譽帶來一定影響。就投資者而言，重視 ESG 概念之企業，通常也擁有較透明的財報以及相對穩定、低風險的營運狀況，成為很好的投資對象。

#### 1. 風險緩解

ESG 風險包括公司的環境足跡、勞動關係、管理激勵與股東期望的適當調整。可量化的 ESG 風險構成了投資組合構建中用於計算風險調整回報的權益成本計算的一部分。

#### 2. 回報尋求

年輕一代傾向於將他們的生意和資金投入於那些被視為”可持續” 的品牌公司，故具有更強 ESG 實踐的公司將獲得青睞，更有利可圖並且增長更快。

## (五) 關鍵投資主題

聯博列舉七項未來主題投資方向：

1. 永續地球：為日益深化的全球環境挑戰尋求應用創新解決方案。
2. 消費者關懷：全基因體定序的成本迅速下降，再加上大數據的力量以及個人醫療保健成本的轉變，世界正迎來一個消費者賦權的新時代。
3. 金融安全：尋求促進安全，透明和低成本財務結果以及整體財務狀況的公司。
4. 人工智能：由於大數據和低成本的計算資源，機器智能在某些應用中已經超越了人類的能力。投資於促進 AI 開發的公司以及使用它來提供更具吸引力的產品和服務的人工智能技術的早期採用者。
5. 數位破壞：廉價的高網速手機和寬頻網絡的激增，正在大幅度改變消費者和企業之間的互動方式。大量的數據必須被傳輸、分析、存儲和保護。
6. 強化特許經營權：那些通過提高品牌價值或加速創新來積極擴大其競爭優勢期的公司具有非凡的潛力。
7. 新興消費者：新興市場經濟正在迅速從基礎設施導向消費主導，讓靈活的企業有機會從收入增長、城市化和消費者偏好轉變中獲益。

## (六) 選股案例分析

投資主題：人工智能

子主題：雲端平台、硬體、機器人/自動化、個人化服務

隨著資訊科技的進步，數據資料量的增加提高了 AI 準確度，電腦錯誤率持續下降，大幅降低人為疏失的產生(如圖 13)。

• **A P T I V** •

選擇公司：APTIV(德爾福汽車公司)

Aptiv PLC(APTV.US)前稱為 Delphi Automotive PLC(DLPH.US)，是一家全球性技術公司，主要設計和製造汽車零組件，為全球汽車和商用車市場提供電氣和電子以及主動安全技術解決方案。2017 年 12 月，Delphi 改名成 Aptive，專注於自駕車科技，公司由原來的電子與安全和電子/電氣架構業務組成，目標為加速推動主動安全、自動駕駛、提升駕乘體驗和網路服務等領域的商業化進程。

### 1. 主題相關性

- (1) 該公司為主動安全性、自動駕駛與汽車電器化等技術的領先供應商。  
預期未來將有強勁的長期增長和巨大的市場機會。
- (2) 交通事故每年導致 125 萬人死亡，5000 萬人受傷，並使大多數國家的 GDP 損失超過 3%。
- (3) 預計主動安全的潛在市場範圍 (TAM) 每年將增長超過 25%，到 2025 年將達到約 300 億美元，而自動駕駛的潛在市場範圍應該從現在的 0 美元增加到 2025 年的 100 億美元。

### 2. 由下而上分析

- (1) 該公司為高品質的公司，在美國，歐盟和中國大陸擁有領先的市場占有率；利潤率高，擁有強大的自由現金流量，以及產品和區域的多樣性。
- (2) 該行業進入門檻高，前四大公司在全球就擁有 85% 的市占率。
- (3) 預計受到強勁的技術開發，研發支出和監管支持，駕駛輔助系統和汽車電氣化的普及等因素影響，銷售成長將快於預期。
- (4) 隨著汽車技術含量的增加，收入增長加速並脫離產業周期，軟體相關解決方案的收入增加，利潤亦增長，該公司估值潛力未來將擴大。
- (5) 正 IRR-Ke 利差為 1.9%，表明未來潛在的機會尚未完全反映在股價上。(IRR 代表內部報酬率，是一種投資的評估方法，用於根據預估未來現金流量評估股票的吸引力 (如圖 14)。Ke 代表普通股的成本，

並記錄潛在股票投資的風險狀況。特定公司的IRR和Ke之間的差異，有助於衡量股票在收益與風險基礎上的吸引力)

圖 13:AI 與人為錯誤率

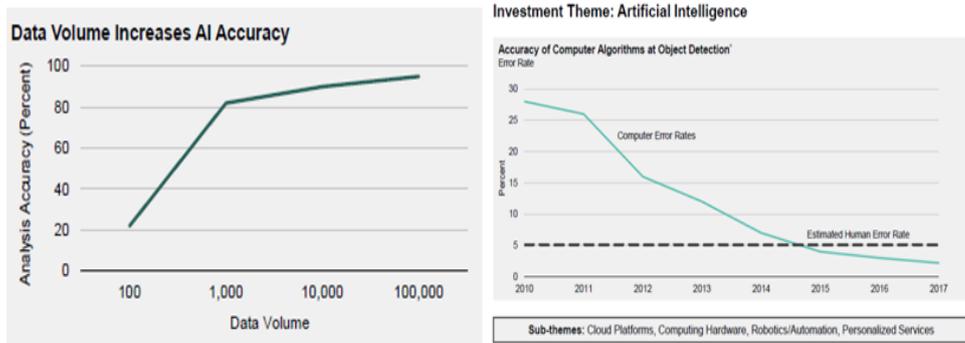


圖 14: IRR 公式

$$\begin{array}{c}
 0 \qquad \qquad \qquad n \\
 | \qquad \qquad \qquad | \\
 \hline
 \text{Cost} \qquad \qquad \qquad \text{Future Value} \\
 - \text{Cost} + \frac{\text{Future Value}}{(1 + IRR)^n} = 0
 \end{array}$$

#### 四、債券市場：房貸證券投資（Mortgage Income）

##### （一）為何投資房貸證券

美國從 2015 年 12 月啟動升息循環後，10 年期公債殖利率自 2016 年 7 月的 1.42% 開始向上攀升至 2017 年 1 月的 2.46%，接著美國又宣布縮表，美債殖利率再度走高到 2.83%，觀察可發現，升息與縮表會讓殖利率上升，但有時間上的落差。大致上，美國升息和實施縮表後，美債殖利率約在 3 到 6 個月後上漲。當殖利率上升時，債券價格就會下跌，主因為當利率上升的時候，手中握有的債券配息率就比較不吸引人，投資人寧願購買利率更高的新發行債券，當債券價格下跌的時候，持有人也會更想拋售手中持有的債券，進而加深債券價格下跌的幅度。

美國聯準會 6 月 FOMC 會議中決定升息 1 碼，並暗示今年 9 月與 12 月皆會升息，2019 年將會升息 3 次，在升息環境下，受惠於美國經濟強勁、房市復甦加速，提供許多穩健成長的潛力機會，債券投資人可將資金轉為投資房貸證券市場。

美國 5 月失業率降至 3.8%，改寫 2000 年以來的新低，顯示就業狀況樂觀，有愈來愈多的消費者有能力申請房貸與支付相關費用。除此之外，房市基本面也維持正面訊號，美國成屋庫存消化月份維持在相對低點，按照現有銷售速度計算，完全消化美國既有庫存大約僅需 4 個月，此外住房庫存緊張（如圖 15），強勁住房市場亦支持住宅抵押貸款。

圖 15：(左)美國失業率與成屋銷售庫存消化月份，(右)住房庫存



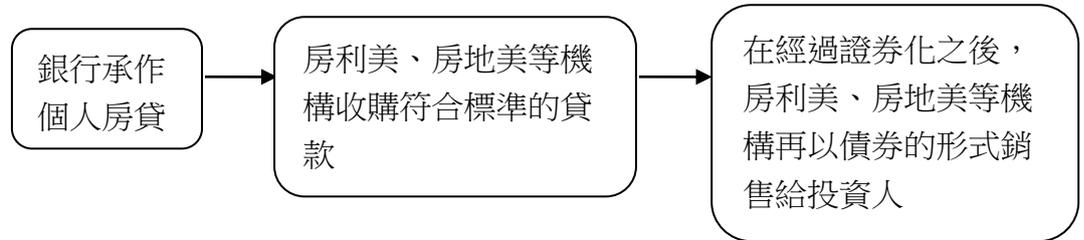
##### （二）房貸證券種類

###### 1. 機構不動產抵押貸款證券（Agency MBS）

機構不動產抵押貸款證券是以住宅房貸池做為抵押品，發行機構為美國政

府支持機構（例如房地美、房利美、吉利美）。此類債券擁有 AAA 級投資評等，加上利息獲得美國政府支持機構擔保，因此債券違約風險低，穩定性幾乎與美國公債相同，殖利率普遍低，通常僅略高於美國國庫券。

(1) 機構不動產抵押貸款證券流程



(2) 機構不動產抵押貸款證券風險特性

利率風險：由於機構不動產抵押貸款證券的違約風險低，一般與美國國庫券呈現高度正相關，若貸款期間內利率上升，可能侵蝕金融機構預期之利差，並引發借款人違約動機。

提前清償風險：提前清償風險意指房貸戶清償房貸的時間比預期更早（可能是出售房屋或轉貸），清償房貸將減少房貸池接下來能夠產生之利息金額，房貸證券的收益來源將出現變化。提前清償房貸可能會對房貸抵押債券的價格造成負面影響，金融機構亦面臨再投資風險。

(3) 債券特性

|        |                      |
|--------|----------------------|
| 主要風險類型 | 利率風險與提前清償風險          |
| 市場流動性  | 高度流動性                |
| 何時表現領先 | 利率水準穩定，且提前清償比利低      |
| 何時表現落後 | 利率環境波動，且/或提前清償比例加速上升 |

2. 信用風險移轉債券（CRTs, Credit Risk Transfer Securities）

2008 年金融危機爆發，房地美與房地美遭逢虧損，最後二者皆由美國政府接管。之後美國政府思考如何才能讓房地美與房地美分散部份風險，最後

決定讓政府支持機構透過信用風險移轉債券，將信用風險出售給終端投資人。

### (1) 信用風險移轉債券流程

信用風險移轉債券(CRTs)是由房利美與房地美發行的房貸相關債券。房貸機構並未對 CRTs 提供擔保，因為此類債券發行的目的是為了將一部分房貸池信用風險（違約風險）移轉給投資人（如圖 16），故債券的殖利率普遍高於機構 MBS。CRTs 採用浮動利率，並與一個月期倫敦銀行同業拆款利率（Libor）連動，因此 CRTs 在利率上升的環境下，常有不錯的表現。

### (2) 機構不動產抵押貸款證券風險報酬特性

CRTs 目前提供之浮動利率票息最低為 Libor 加 100 個基點，最高為 Libor 加 800 個基點（票息每月發放），表現大致與美高收債等信用資產連動，但波動性低於高收債。若聯準會持續升息，CRTs 之票息將會隨著短期利率上調。

信用風險移轉債券分為不同層級，由低層級先承擔房貸違約損失。投資人可依據自身對於收益的需求與風險承受度，選擇投資 M1、M2、M3、B1 與 B2 等不同層級的信用風險移轉債券。房利美發行之信用風險移轉債券為康乃迪克大道債券（CAS），房地美發行之信用風險移轉債券為結構性機構信用風險債券（STACR），二者各自包含不同優先順位之債券。以房利美 CAS 為例，其中 B2 層級若發生損失，80% 損失由房利美自行吸收，其餘 20% 由投資人承擔。若是 M1、M2 與 B1 層級發生損失，房利美僅分擔 5% 損失，其餘 95% 損失由投資人承擔（如圖 17），故 CRTs 之投資風險即來自於房利美與房地美持有之房貸池可能出現違約事件。

### (3) 債券特性

|        |                  |
|--------|------------------|
| 主要風險類型 | 房利美與房地美之房貸池出現違約  |
| 市場流動性  | 低度至中度(相較於高收債)    |
| 何時表現領先 | 經濟成長強勁，且房市體質穩健   |
| 何時表現落後 | 經濟成長疲弱，且/或房市面臨壓力 |

圖 16:信用風險移轉模式

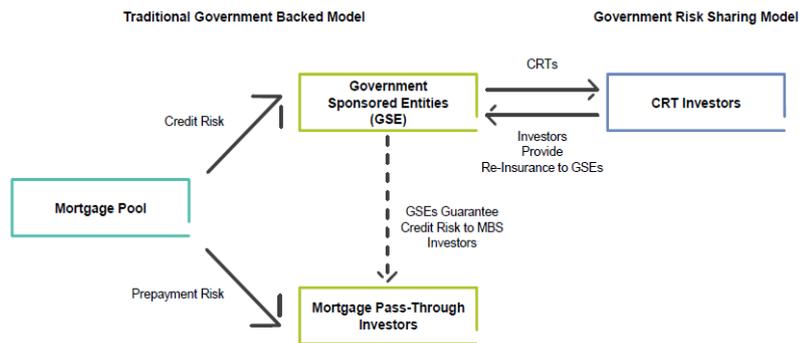
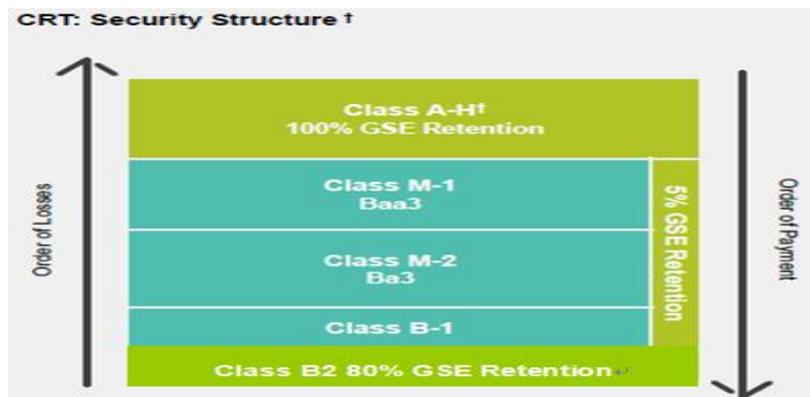


圖 17:CRT 債券結構



### 3. 非機構住宅抵押貸款證券（Non-Agency RMBS）

非機構住宅抵押貸款證券（或稱非機構 RMBS）大多發行於 2008 年之前，發行機構並非政府支持機構，而是由銀行等私部門負責證券化與發行。此類債券之抵押品多為房屋貸款，但可受到金額大小、申請文件、放款成數、或其他原因影響，導致房貸無法納入機構不動產抵押貸款證券之房貸池。2008 年之後，受到銀行監管法規的影響，加上每個月市場規模持續萎縮，非機構 RMBS 之發行活動幾乎停擺（如圖 18）。

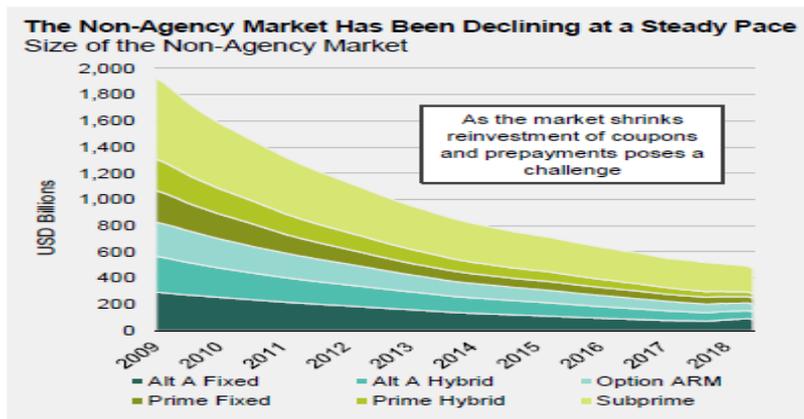
#### (1) 非機構住宅抵押貸款證券風險報酬特性

非機構 RMBS 不保證本金與利息的清償，但價格較低，殖利率水準較高。非機構 RMBS 之風險來自房貸池的信用風險，高額優級房貸的信用品質最高，其次為另類 A 級房貸與選擇指數形房貸，最後則是次級房貸。

(2) 債券特性

|        |                  |
|--------|------------------|
| 主要風險類型 | 房貸池發生違約事件        |
| 市場流動性  | 賣出較容易，買入較困難      |
| 何時表現領先 | 經濟成長強勁，房市體質穩健    |
| 何時表現落後 | 經濟成長疲弱，且/或房市面臨壓力 |

圖 18:非機構住宅抵押貸款證券市值



4. 商業不動產抵押貸款證券（CMBS）

商業不動產抵押貸款證券大部分由民間金融機構發行，且不保證利息與本金的清償，不同於非機構 RMBS 的抵押品是商業不動產的房貸，商業不動產的類型包括辦公大樓、旅館、購物中心、工業不動產與集合式住宅，換句話說，CMBS 與非機構 RMBS 一樣，只是是投資標的不同。

(1) 商業不動產抵押貸款證券風險報酬特性

商業不動產抵押貸款證券的主要風險來自房貸池之違約風險，以及違約損失可能會分攤到哪些層級。不同層級的商業不動產抵押貸款證券擁有不同的清償順序：層級越高，越可優先獲得清償，層級越低，越

先用於吸收損失。因此債券清償順序越優先，殖利率則越低，而次順位債擁有較高殖利率。

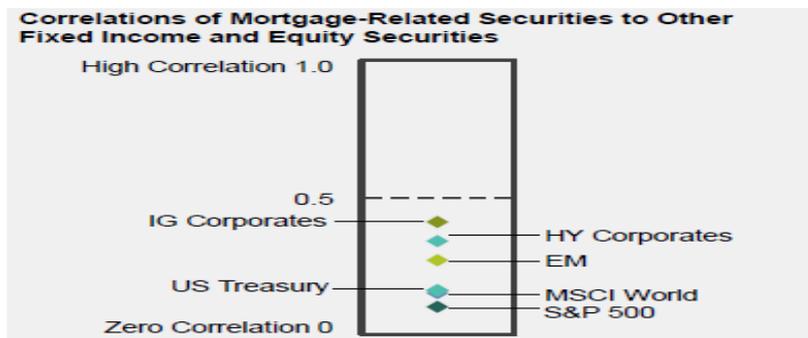
(2) 債券特性

|        |                        |
|--------|------------------------|
| 主要風險類型 | 房貸池發生違約事件              |
| 市場流動性  | 次順位債券流動性較低，AAA 級債券流動性高 |
| 何時表現領先 | 經濟成長強勁，商用不動產市場體質穩健     |
| 何時表現落後 | 經濟成長疲弱，且/或商用不動產市場面臨壓力  |

(三) 結論

以上四種房貸證券性質略有差異，在不同的信用與經濟循環階段將有機會締造不同的領先表現。評等較低、殖利率較高之信用風險移轉債券、非機構房貸抵押證券、或是評等較低之商用房貸證券可望在經濟擴張時期表現優異，因為景氣向上，常帶動房價上漲，並造就良好的經濟指標與健全的勞動市場。此外，此類房貸證券可為投資人提供收益與潛在的資本利得。若是在經濟衰退的環境下，則預期機構房貸證券與 AAA 級商用房貸證券將表現領先，為投資組合的總報酬增添更多穩定性。此外房貸證券資產與美國各資產的相關性較低（如圖 19），能有效發揮分散風險的功能。

圖 19:抵押貸款證券與其他固定收益和權益證券的相關性



## 五、新興市場多元資產 (Emerging Market Multi-Asset)

多元資產投資策略之所以稱做「多元」，是因其投資範圍包含不只是股票、債券等傳統單一資產，而涵蓋了更多不同的資產類別與投資標的。期望在各種市場環境下，以多元的方式投資，創造出廣泛的收益來源

### (一) 新興市場的機會

#### 1. 基本面

##### (1) 強勁的總體經濟與獲利成長

過去幾年，新興市場企業盈餘表現相對疲弱，使得股市表現失色，但自今年以來，新興市場企業獲利成長預估上調，企業盈餘維持強勁成長(如圖 20 左)。

##### (2) 通膨率處在甜蜜點：新興市場的通膨多呈降溫或穩定走勢。

(3) 國際收支狀況改善：從 2013 年以來，全球經濟持續復甦，帶動新興市場的出口貿易持續成長，新興市場的實質利率上升、經常帳收支也逐漸改善，目前的財務體質已更為強健。

##### (4) 政治環境改善

#### 2. 技術面

投資人新興市場配置比重仍偏低，加上投資人對新興市場的投資需求增溫，儘管近期資金持續流出新興市場，但今年以來仍是淨流入(如圖 20 右)

#### 3. 價值面

##### (1) 投資評價仍具吸引力

新興市場股市投資評價仍處在顯著折價水準(如圖 21)

##### (2) 固定收益市場繼續提供一些投資機會

##### (3) 新興市場貨幣已大幅調整

自 2011 年 4 月底至今，新興市場貨幣已下跌近 41%(如圖 22)，加上原物料價格回溫，新興市場貨幣價值面展現吸引力。

圖 20(左)新興市場各地區獲利成長預估，(右)新興市場資金流向

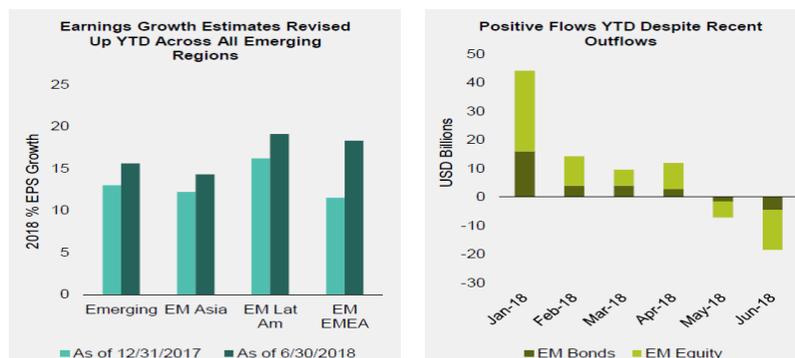


圖 21:MSCI 新興市場指數 vs. MSCI 世界指數未來 12 個月本益比和股價淨值比

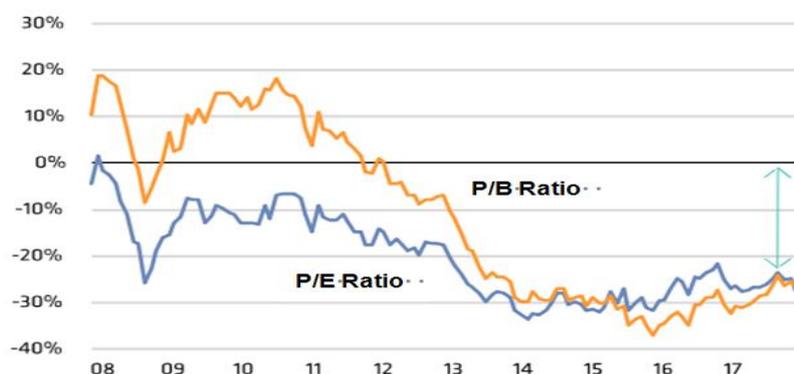


圖 22：JPMorgan 新興市場貨幣指數



## (二) 選擇多元資產的理由

### 1. 增加潛在投資機會

以新興市場股市來說，目前可投資的選擇只有 23 個國家與 846 檔標的，市值也相對小，只有 5 兆多美元；但如果將新興市場債券納入投資選擇，可投資的國家就會增加至 103 國，標的多於 9000 檔，市值高達 24 兆美元。如此一來，不僅可分散配置，同時可從中找到深具信心的標的布局。

## 2. 提高區域多元配置，分散投資風險

沒有一項資產類別能永遠表現領先，此外新興市場各類資產間存在高度正相關，但每類資產的風險程度皆不相同（如圖 23）。藉由多元資產投資組合，配置不同波動性的資產，可讓投資組合在持續享有新興市場報酬潛力下，降低投資組合風險。

## 3. 新興市場波動度高

新興市場的波動相對較大，因此，投資組合的波動管理特別重要。

## 4. 尾端風險

尾端風險（Tail Risk）是指統計學上兩個極端值可能出現的風險，按照常態的鐘型分佈，兩端的分佈機率相當低（Thin Tails）；但是兩個極端值的分佈亦有可能出現肥尾（Fat Tails）風險，也就是原本不太可能出現的機率突然提高。運用在金融市場上，就是極端行情出現的可能性增加而且頻繁，這樣可能會造成市場行情的大幅震盪。

而極端負報酬或極端正報酬的尾端風險在新興市場股市相對經常發生。在投資組合中加入新興市場債券後，可為投資者提供對較小區間的價格變化，降低尾端風險（如圖 24）。

圖 23(左)EM 股債指數相關係數，(右)EM 股市為負報酬時其他各類資產平均報酬

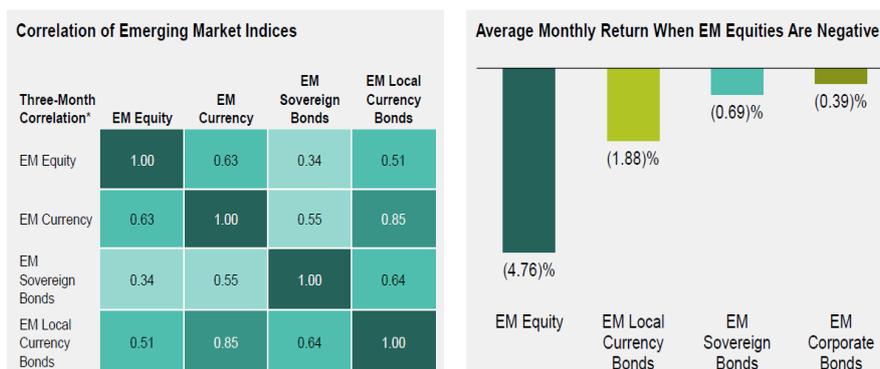
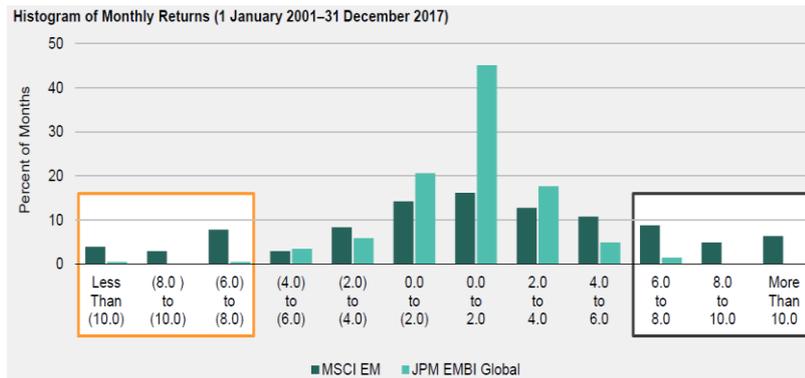


圖 24 MSCI 新興市場指數與 JPM 全球新興市場債券指數



### (三) 多元資產策略選股流程

#### 1. 結合量化和基本面

##### (1) 投資管理

依照資產配置、股債選擇、貨幣管理三大主題配置。

##### (2) 量化分析

依據投資評價、資產負債、利率水準、波動風險與成長動能，進行資產風險與回報預測。股票部份，聚焦品質、穩定度、投資評價及股息收益率；債券部份則觀察信用評等和到期年限；貨幣部分，將利率差距、對外收支平衡、投資評價、市場趨勢納入篩選考量。

##### (3) 基本面分析

根據全球總體經濟及各別國家發展進行情境評量分析，聚焦在成長或風險變動之結構性改變的展望，並持續觀察各國經濟政策及政治風險。

##### (4) 投資組合建構

管理投資組合對股票市場風險、利率、商品、貨幣及其他總經因子之敏感度。在公司層面，關注資本結構最有吸引力的部分；在國家層面，依據預估之風險調整後報酬潛力，選擇偏向股票或債券投資。當股票及債券市場投資機會較少時，則增加貨幣之操作。最後再管理整體投資組合之風險水準。

## 2. 選擇具備前述五大面向特性且相對回報較強的標的

### (1) 品質：研究標的獲利的持續性。

觀察公司自由現金流/ 資產比，及流動性營運應計比。

(流動性營運應計比(Current Operating Accruals)=非現金流動性資產年變動-非債務流動性負債年變動)÷平均總資產，該比率為衡量企業獲利品質，該比率越低或為負數表示越佳)。

### (2) 資本紀律：能產生可預期獲利模式的公司表現優於市場，有較佳之風險特性。

觀察公司淨負債發行，及淨股權發行。

### (3) 企業動能：趨勢通常持續一段時間。

觀察股價動能，及短期題材。

### (4) 評價：避開擁擠交易相對重要，以避免市場風險反轉。

觀察公司自由現金流/ 股價比，及有形資產帳面價值/ 股價比。

### (5) 收益率：擁有較高且可持續性的股息，表示公司營運符合股東利益及較有效益的現金管理。

觀察公司股息收益率。

## (四) 多元資產策略案例

### 1. 投資組合建構：投資巴西國家石油公司股票

(1) 2016 年上半年：12%的巴西石油美元債券提供近似股票的報酬潛力及低違約風險，同期間，該公司股票則面臨高企業治理風險及嚴重的國家經濟衰退風險。

(2) 2016 下半年：新管理階層做出迅速且對股東有利的決策，包括資產出售及價格提高以改善公司治理；上半年該公司債券強勁表現之後，較高報酬有機會轉至該公司的股票。

(3) 結論：研究巴西石油的信用及股票分析，以及經濟研究資源，發掘股

債優勢的轉變，決定擇優投資 – 由投資巴西石油債券轉為投資股票。

## 2. 尋找投資機會同時控制風險

(1) 背景：2016 年全球油價大幅下挫，能源相關企業股價跌至谷底，投資價值浮現。

(2) 選股：選擇低股價淨值比、高自由現金流量、高股息收益率的股票。

俄羅斯石油公司 Lukoil 股價淨值比低於該產業中位數，自由現金流收益率高於該產業中位數，股息收益率高於該產業中位數，故買進 Lukoil 股票以掌握投資機會（如圖 25 左）。

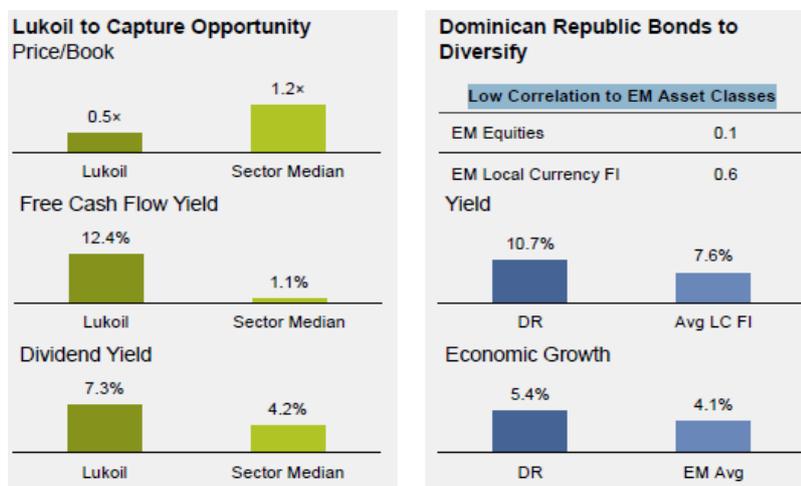
(3) 分散風險

A. 由於石油進口商通常對低油價受益，選擇新興市場中的石油進口國的債券。

B. 觀察基本體質佳且與投資標的相關性低的債券。其中多明尼加政府債券與新興市場股票及新興市場本地債券二者間的相關性皆低，且殖利率較新興市場本地債券平均值高，經濟成長率較新興市場平均值高（如圖 25 右）。

C. 資產配置組合中，選擇買進多明尼加政府債券，以分散風險。

圖 25：(左)Lukoil 公司股價與該產業中位數比較，(右)多明尼加政府債券



#### 肆、心得與建議

- 一、受企業利潤和經濟增長推動，2017 年全球股市走強，頻創歷史新高。而至 2018 年，國際金融局勢動盪不安，美國聯準會升息步伐加快、美元轉強、中美貿易戰，及地緣政治緊張氣氛，各種不確定因素，使市場變得脆弱而敏感，波動度加大，急漲急跌也成了 2018 年投資主旋律。以長期投資，追求穩健績效為主軸的政府基金，在操作上除有效進行資產配置外，應於追求獲利的同時，強化風險管理議題。
- 二、主題投資（Thematic Investing）是國際新興的投資策略，主要通過分析實體經濟中結構性、週期性及制度性變動趨勢，挖掘出對經濟變遷具有大範圍影響的潛在因素。其特點在將驅動經濟體長期發展趨勢的某個因素作為“主題”來投資，此類主題投資適合長線投資者採用。在投資組合中加入適當比例，可參與趨勢與回報。
- 三、本次參加研習成員來自世界各地政府、退休基金或壽險法人機構之投資人員，除課餘時間討論市場看法外，亦藉由分組競賽，與成員互相交流有關投資心得與操作模式，實屬難得機會且獲益良多。
- 四、本次參訪研習，講師皆為聯博資產管理公司經理人與分析師，課程內容豐富多樣，除探討一般股票與固定收益投資外，針對新型態主題投資、多元資產與風險控管亦多有著墨；另外安排幾場小型分組討論會，針對不同投資主題直接與投資團隊人員探討，可深入了解該公司在不同資產上的配置、分工與佈局模式，對投資操作上能提供不同的思維。

## 伍、資料來源

拜訪公司之簡報資料。