

出國報告（出國類別：其他）

## **BNP 2018 中央銀行資產管理訓練課程**

服務機關：中央銀行  
姓名職稱：蔣維儀專員  
派赴國家/地區：美國/紐約  
出國期間：107.10.20 至 107.10.28  
報告日期：107.12.06

# 目錄

壹、 前言 .....	02
貳、 管理外匯存底的趨勢.....	03
參、 短期存續期間投資.....	08
肆、 ESG投資.....	14
伍、 絕對報酬.....	20
陸、 美國、歐洲、中國及日本政經展望 .....	24
柒、 心得及建議.....	26
捌、 參考資料.....	27

## 壹、 前言

職奉派參加BNP Paribas Asset Management(以下簡稱BNPP AM)於美國紐約舉辦之「2018 Central Bank Asset Management Training Seminar」，該研討會為期一週，參加者來自18個國家央行人士，學員共計21人，包括德國、瑞士、澳洲、韓國、泰國、菲律賓、墨西哥、南非、匈牙利等，講師為BNPP AM來自紐約、倫敦及巴黎之資深專業主管。

研討會主要內容包括：外匯管理趨勢、信用評等分析、殖利率曲線、投資ESG (環境、社會責任及公司治理)證券、通膨連結債券、房貸抵押債券、公司債等。此外，另討論短期存續期間投資及介紹絕對報酬投資組合之操作策略等，在經濟展望方面，分析美國政治與經濟面之現況及其潛在影響力，另討論歐洲、中國以及日本之經濟展望。

研討會以圓桌方式進行，課程講授內容充實，講師與學員間可以相互分享看法與問題討論，增廣學員間之思考，達到互動學習的效果，BNPP AM 亦於每節課程結束後，透過電子問卷調查之投票系統，請學員評估，以瞭解授課課程之效益及是否符合學員需求，希冀實質達到該研討會之目的。

## 貳、 管理外匯存底的趨勢

一、 自 2008 年金融危機後，在主要國家央行陸續推出非傳統貨幣政策下，全球債券市場陷入低利率、低報酬率情境。因此，央行資產管理如何在安全性、收益性與流動性的三角選擇間達到平衡，成為當前管理外匯資產的最大挑戰。

二、 央行操作外匯存底之角色，基於目的性及政經情況或有不同之面向與考量，須審慎管理外匯資產之決策方向，惟在不同情境下權衡調整決策重點，主要為：

- (一) 外匯干預或投資；
- (二) 著重流動性或是投資報酬率；
- (三) 外匯存底投資期間期限設定為長期或是短期；
- (四) 報酬率參考指標為相對報酬或絕對報酬。

三、 央行委外投資固定收益之基準指標(benchmark)

(一) BNPP AM 將其歷年來(1975-2018)央行客戶曾所採用之固定收益投資 benchmark 整理如表 1，其中 1975 年首次採用之 benchmark 為為美國 1 年期國庫券「US 1 Year Treasury Bill」，係應以安全性及流動性為重，1999 年開始出現美國抗通膨債券(US TIP) 之 benchmark。

(二) 然隨著經濟波動及景氣循環，央行所設定之 benchmark 依其需求而有所不同，漸漸多樣化，，如 2000 年「Barclays Mortgage Index」、2001 年「Barclays Global Agg G6」、2004 年「Currency Overlay」、以及一些風險性資產如 2012 年「Customized HSBC Asian Local Currency Bond Index」等。

(三) 表 1 顯示自 2000 年開始有 mortgage index 後，2013-2018 年間每年均有將 mortgage index 做為投資參考依據 benchmark，此或意味著當經濟環境不佳，利率與收益率均低時，央行考量美國 MBS 債券之殖利率較美國公債高，且

具有美國明文(GNMA)或隱含性(FNMA/FHLMC)保證，故 MBS 相對於美國公債而言較具吸引力，因此獲得央行投資標的考量之重點。

表 1、BNPP AM 央行客戶曾所採用之固定收益投資 benchmark

Inception	Benchmark
1/1/1975	US 1 Year Treasury Bill
10/1/1984	Duration Adjusted US Treasury Index
9/1/1989	65% JPM 1-5 year USD + 35% BIS overnight call rate
2/7/1996	Custom Weighted JPM GBI
10/15/1996	70% 3 Month T-Bill, 30% 2 Year T-Note
8/2/1999	50% JP GGBI US + 40% JP GGBIEUR + 10% BARCAP US TIP
8/5/1999	JPM GBI Hedged, 1 Year Governments
6/5/2000	Barclays Mortgage Index
3/1/2001	Custom Blend of US Treasuries, Agencies, Reverse Repos and Time
4/9/2001	JPM GGBI with 15% JPY cap, 100% USD Hedged
8/17/2001	Barclays Global Agg G6, A3/A-
1/7/2002	Custom Weighted WGBI, 60% Hedged
4/2/2002	ML Global Government Bond Index 1-3 ex-Japan 100% USD Hedged
6/20/2003	US LIBOR 50% Hedged
10/31/2003	JPM Government Index Broad, 100% USD Hedged
11/10/2003	ML 1-3 Index Customized Weights
12/31/2004	Currency Overlay
12/1/2005	JPM GGBI 1-3 year with Fixed Weights: 75% USD, 20% German, 5% GBP
1/22/2007	80% ML Gbl Gvt 1-10 Year; 20% ML Mtg GNMA Masters 100% USD
1/30/2007	ML Global Governments, Inflation-Linked
4/1/2007	Barclays Mortgage Index
2/29/2008	80 % G7 Bond Index, Hedged + 20% Custom LIBID Weightings
3/28/2008	ML Global Government Bond Index G7, 1-3 Year, 100% USD Hedged
3/19/2009	ML US Treasuries, Inflation-Linked
11/1/2010	Customized ML Government Bill Index
4/27/2011	Barclays Capital World Govt Inflation-Linked Index ex-JP 100% USD
5/2/2011	3-Month EURIBOR
8/5/2011	ML Global Governments, Inflation-Linked
2/1/2012	JPM GBHEM Global Diversified
2/23/2012	ML Global Government Bonds, G7, 1-10 Years, 100% USD Hedged
9/29/2012	Customized HSBC Asian Local Currency Bond Index
10/12/2012	Customized Barclays Global Inflation-Linked Unhedged, 1-30 years
12/3/2012	Barclays Capital US MBS Fixed Rate Index
3/1/2013	25% JPM GBI US 1-3 Year + 75% Barclays Inflation-Linked US Govt
9/25/2013	ML Agency-Guaranteed MBS Master
4/1/2014	Barclays Capital US MBS Fixed Average Life 1-5 Years
11/3/2014	Customized Barclays Enhanced Inflation-Linked Bonds Index
4/1/2015	Citigroup BIG Mortgage Index
3/31/2016	1-3 Year Merrill Lynch Treasury Index
6/30/2016	Citigroup BIG Mortgage Index
3/1/2017	3 month LIBOR + 100bps
2/15/2018	Barclays Customized Global Government Bond Index, 1-3 yr
4/4/2018	Barclays Customized Global Government Bond Index, 0-3 yr
TBF	Barclays Capital US MBS Index

#### 四、 BNPP AM 表示央行投資策略應有多面向思考

- (一) 增加美國 MBS 債券投資：因 GNMA 有美國政府明文保證，FNMA 及 FHLMC 為美國政府隱含性保證，且上述債券殖利率均較美國政府債券為

高，均屬值得之投資工具。

- (二) 分散投資資產類別：如增加新興市場公債、股票、或是貨幣投資(currency investment)等不同市場之金融工具，惟前提須研析及掌控各市場政經情況，尋求適當投資時機及操作策略，俾能兼負風控管理及增加收益之目的。
- (三) 委外資產帳戶之監管：目前央行仍處於全球金融市場波動以及地緣政治風險，如中美貿易戰、歐盟政經紛爭、英國脫歐等，針對央行委外資產帳戶而言，應定期檢視其投資組合資產配置之報酬與風險，另慎選符合所需求之 benchmark。

## 五、投資組合收益來源

### (一) 傳統投資組合之收益 (圖 1)

投資組合報酬率之風險因子主要分為 2 種：系統風險與非系統風險。系統風險可藉由數據或其他方式來偵測對整體市場威脅性的風險，如物價指數、貨幣供給額成長、國內政局不安等，重要的系統風險有政治風險、經濟風險、政策風險及法令風險，該系統風險亦謂市場風險，由於多數金融性資產均會受到此類「全面性」因素的影響，因此即使透過多角化的作為，也很難將此類風險分散。另一方面，非系統風險又稱非市場風險或可分散風險，其大多可以利用多角化投資方式以分散風險。

#### 1. Benchmark Return (Beta component)

Benchmark Return (投資基準指標之報酬率)，亦謂市場風險(系統性風險)的報酬率，資產報酬受到系統風險影響的程度，通常以 Beta 值來表示，即市場變動時，個別資產之預期報酬率所變動的幅度，此為投資該資產所須承擔的系統風險。當 Beta 值 $>1$ ，表示投資資產的報酬率(風險值)波動幅度比

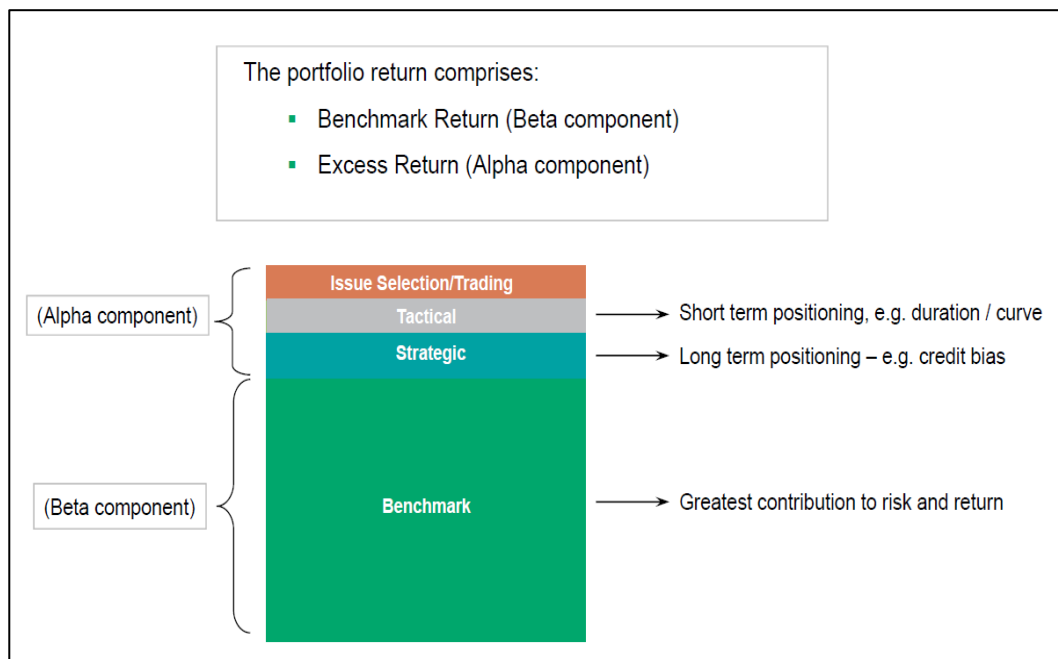
市場之波動幅度大；反之，Beta 值 $<1$ ，表示投資資產的報酬率(風險值)波動幅度比市場小。

2. Excess Return (Alpha component)

Excess Return(超額報酬率)為非市場風險(非系統性風險)的報酬率，通常以 Alpha 值分析，當投資收益率超過 benchmark 報酬率部分為 Excess Return，即謂經理人之「投資績效」，此可歸功於經理人本身的操作能力，其能為投資組合帶來的增值，若  $\alpha > 0$ ，表示經理人操作較 benchmark return 佳，若  $\alpha$  係數 $<0$ ，表示經理操盤績效不如 benchmark return，因此  $\alpha$  係數越高，經理人投資績效表現越佳。

3. 近年來許多投資組合多有採以交叉運用 Beta 和 Alpha 等配置方式，期將風險調整後追求報酬最大化。

圖 1、投資組合報酬率區分



(二) 投資者可利用 Beta 和 Alpha 值來釐清「Benchmark Return」和「Excess Return」

在投資組合中之表現。因此，若經理人百分百追蹤 benchmark，則將無投資績效可言，該 Alpha 值為 0。

(三) 值得注意的是，當投資組合評估之 benchmark return 下跌時，可能有些投資組合表現相較該跌幅為低時，或有可能是經理人係利用其本身偏低的 Beta 值達成，而非經理人本身的選券及靈活操作能力佳所致。基本上，市場係以 Alpha 值來衡量主動型投資之績效。

(四) BNPP AM 表示，央行應注意委外經理人所配置之投資組合除了被動式地追蹤 benchmark 績效外 (Beta 值) 外，亦須檢視委外經理人是否有主動式積極操作 (Alpha 值)，策略性地挑選投資標的及尋求市場時機積極交易以提高收益率，爭取比 benchmark 更好的績效。

六、 在近幾年來經濟處於低利率、低報酬率情勢下，許多央行開始尋求增加投資報酬率的金融商品，如股票、房地產及另類投資；惟在本次研討會中，BNPP AM 特別統計各央行與會者委外資產中投資股票的比例，結果約 50% 沒有將股票納入投資項內，BNPP AM 表示這結果令人意外，因為去年央行委外投資商品中多有納入股票，惟今年卻相反地，央行有投資股票者比例降低，此或意味著央行投資政策已漸趨向保守。



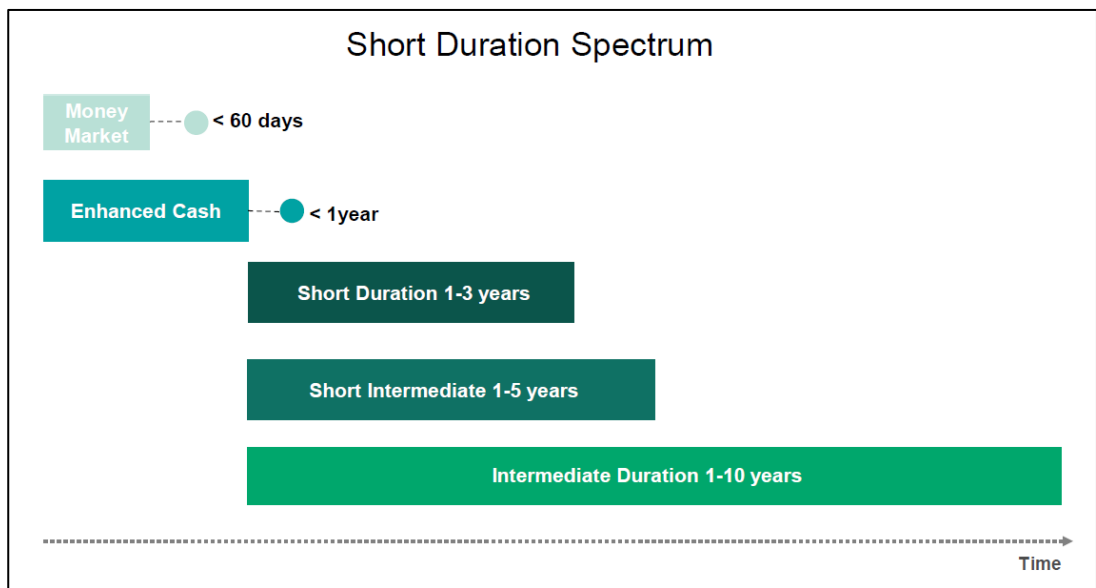
## 參、 短期存續期間投資

### 一、 短期存續期間(Short Duration)之分類

#### (一) 以時間分類 (圖 2)

1. 貨幣市場(Money Market)：到期日小於 60 日者
2. 增強現金收益 (Enhanced Cash)：到期日小於 1 年者
3. 短期存續期間(Short Duration)：存續期間介於 1~3 年者
4. 中短期存續期間(Short Intermediate Duration)：存續期間介於 1~5 年者
5. 中期存續期間(Intermediate Duration)：存續期間介於 1~10 年者

圖 2、短期存續期間之分類



#### (二) 以投資策略分類

投資者若採取短期存續期間策略，其可依據投資目的來挑選合宜的投資工具及評估績效之基準。BNPP AM 建議將短期存續期間投資策略依據前述時間分類後再區分為 5 類，並提出相對應之投資工具與評估基準)，由表 2 顯

示，隨著存續期間增加，可使用的投資工具增加，如期貨及選擇權等，風險亦上升，說明如下：

表 2、短期存續期間投資策略

Short Duration Strategies					
	Money Market	Enhanced Cash	Short Duration	Short Intermediate	Global Short Duration
<b>Duration:</b>	0-60 days	0-1 years	1-3 years	1-5 years	1-3/5 years
<b>Maturity:</b>	0-180 days	< 5 years	< 5 years	< 10 years	< 10 years
<b>Sector Exposures:</b>	T-Bills, CP, Bank Depo	T-Bills, CP, Bank Depo	T-Bills, CP, Bank Depo	T-Bills, CP, Bank Depo	T-Bills, CP, Bank Depo
		US Treasury, Corporate, ABS, MBS	US Treasury, Corporate, ABS, MBS	US Treasury, Corporate, ABS, MBS	US Treasury, Corporate, ABS, MBS
				Futures, Options	Futures, Options
					Foreign Exchange
<b>Benchmarks:</b>	T-Bill, Peers	T-Bill, Libor	1-3 year Gov/Corp	1-5 year Gov/Corp	WGBI 1-5 year

1. 貨幣市場：建議投資存續期間設定為 0-60 天，到期日為 0-180 天，投資工具包括美國國庫券、商業本票、銀行定存單等商品。評估績效之 benchmark 為美國國庫券或與美國國庫券者相當者。
2. 增強現金收益：存續期間設定為 0-1 年，到期日小於 5 年，投資工具除美國國庫券、商業本票、銀行定存單等外，另納入美國公債、公司債、資產擔保債券(ABS)、MBS 等。Benchmark 為美國國庫券或是 Libor (倫敦銀行同業拆借利率，London Interbank Offered Rate)。
3. 短期存續期間：存續期間設定為 1-3 年，投資工具到期日小於 5 年，投資工具與前第 2 項「增強現金收益」相同，但 Benchmark 為 1-3 年政府公債/公司債(1-3 year Gov/Corp)。

4. 中短期存續期間：存續期間設定為 1-5 年，到期日小於 10 年，投資工具與前第 3 項「短期存續期間」相同外，另加上期貨及選擇權之操作。Benchmark 則延長為 1-5 年政府公債/公司債。
5. 全球短期存續期間(Global Short Duration)：存續期間設定為 1-3/5 年，到期日小於 10 年，投資工具涵蓋前第 4 項「中短期存續期間」之商品，以及外幣 (foreign exchange)操作。Benchmark 則為 1-5 年全球政府債券指數(WGBI, World Government Bond Index)。

## 二、 短期存續期間與利率分析

- (一) 短期存續期間策略之重點在於利率風險的管理，包括投資組合之收益率、市場對於未來利率的預期。

圖 3、利率變動對長、短期債券價格的影響

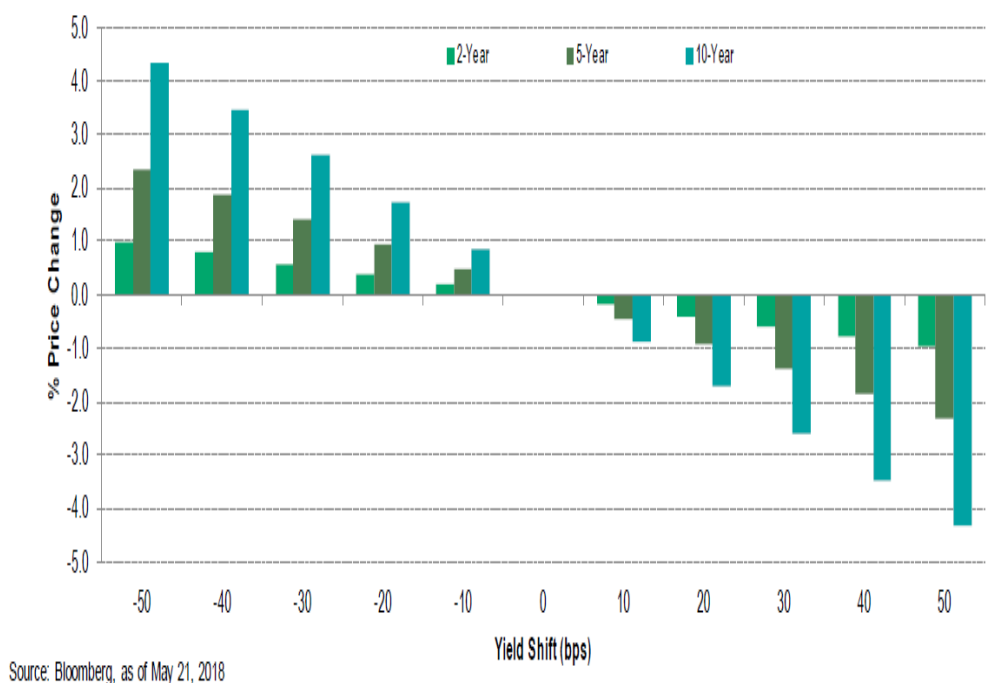


表 3、利率與價格變動幅度

Price Change (%)			
Yield Shift (bps)	2-Year	5-Year	10-Year
-50	0.97	2.33	4.32
-40	0.78	1.86	3.46
-30	0.58	1.40	2.59
-20	0.39	0.93	1.73
-10	0.19	0.47	0.86
0	0.00	0.00	0.00
10	-0.19	-0.47	-0.86
20	-0.39	-0.93	-1.73
30	-0.58	-1.40	-2.59
40	-0.78	-1.86	-3.46
50	-0.97	-2.33	-4.32

(二) 圖 3 及表 3 顯示，存續期間較短之債券具有低波動度但報酬相對穩定的特性，殖利率變動對價格的影響程度較低。當債券殖利率下滑時，2 年期債券價格上漲之幅度低於 5 及 10 年期債券。反之，利率上升時，短天期債券之價格下滑幅度亦會低於 5 及 10 年期債券。

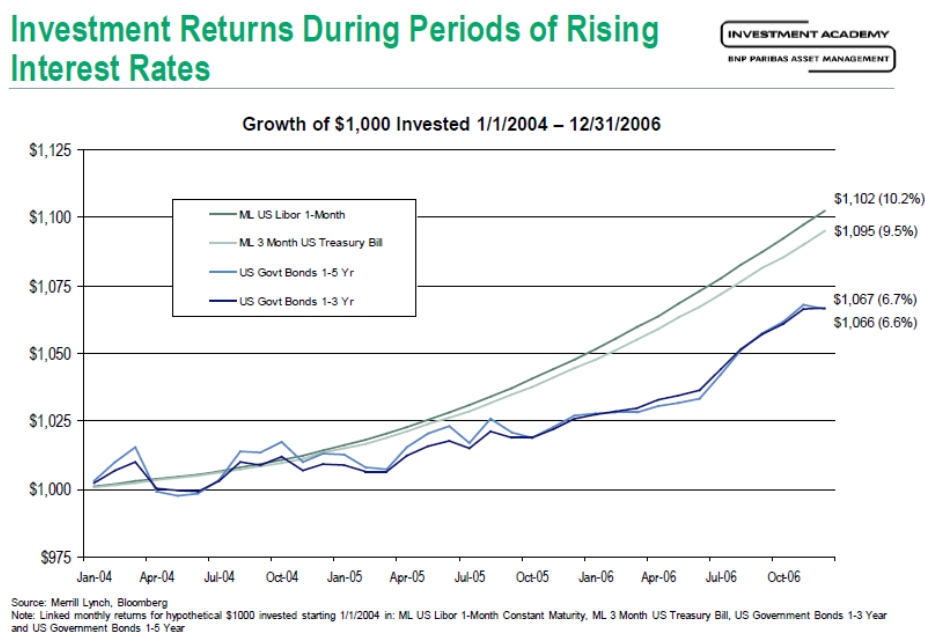
### (三) 歷史實證

#### 1. 以利率上升階段檢視(圖 4)

- (1) 假設投資者投資 1,000 美元，期間為 2004 年初至 2006 年底(Fed 升息階段)，分別以 4 種不同存續期間之投資策略及其總投資報酬率來評估，分別為 ML US Libor 1-Month、ML 3 Month US Treasury、US Govt Bonds 1-3 Year、以及 US Govt Bonds 1-5 Year。
- (2) 圖 4 顯示在利率上升階段，投資存續期間愈短的投資組合，其報酬率較高，其中 ML US Libor 1-Month 總報酬率為 10.2%、ML 3 Month US Treasury 為 9.5%、US Govt Bonds 1-3 Year 為 6.6%、US Govt Bonds 1-5 Year 為 6.7%，得知投資存續期間最短的投資組合(ML US Libor 1-Month)報酬率 10.2%，遠較

存續期間最長(US Govt Bonds 1-5 Yea)報酬率 6.7%為高。

圖 4、 利率上升階段，不同存續期間投資報酬率之比較



## 2. 以利率循環檢視 (圖 5)

### (1) 期間設定

BNPP AM 將 2004~2018 年 9 月間美國 Fed 利率變動情況，區分為 4 個時期：

- 2004~2006 年 Greenspan 擔任 Fed 主席期間
- 2007~2008 年(crisis)：金融危機爆發期
- 2009~2013 年(QE1,2,3,4)：Fed 採行量化寬鬆(QE)貨幣政策
- 2014~2018 年 9 月(taper/tightening)：2014 年 Fed 實施縮減購買債券計畫 (taper)，並於 2015 年 12 月 31 日開始升息，將利率自 0.25% 調升至 0.50%，正式進入升息階段。

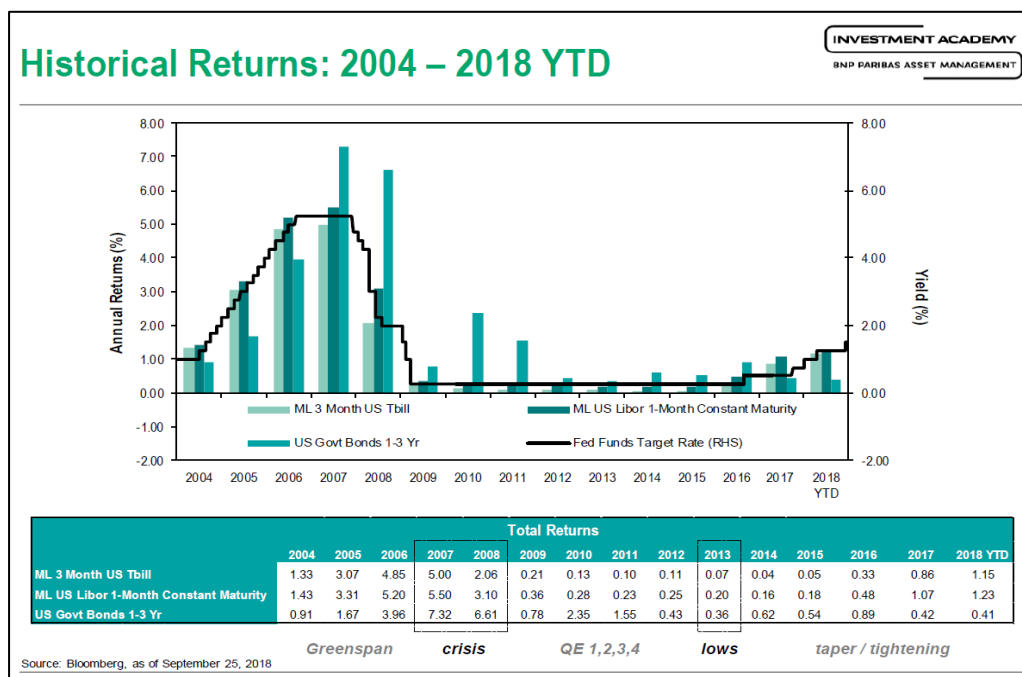
(2) 短期存續期間投資策略

選擇 3 種不同短期存續期間投資策略比較報酬率之差異，分別為 ML 3 Month US T-Bill、ML US Libor 1-Month Constant Maturity、以及 US Govt Bonds 1-3 Year。

(3) 利率循環與報酬率之分析(圖 5)

- 在 Fed 利率上升之 2 段期間(2004~2006 年及 2016~2018 年 9 月)，存續期間最短之 ML US Libor 1-Month Constant Maturity 每年投資報酬率均較其他 2 者為高，僅除了 2016 年 US Govt Bonds 1-3 Year 之報酬率相對表現最佳外。
- 在 Fed 利率下跌及持續在最低 0.20%期間(2007~2015 年)，該時期涵蓋金融危機、QE、及 taper 等不同情況階段，但每年投資報酬率則仍以存續期間最長之 US Govt Bonds 1-3 Yr 績效明顯表現較其他為優。

圖 5、利率循環與不同存續期間投資策略報酬率之比較



## 肆、 ESG 投資

- 一、 ESG 投資係指將企業對環境(Environment)，社會(Society)， 公司治理(Governance)等 3 種面向的風險與績效納入機構投資者之考量，藉由投資過程中選擇具有永續發展前景的企業，不僅使社會、環境與經濟領域等議題受到關注，投資者亦會因投資報酬受惠。
- 二、 以往決定一家企業是否值得投資時，機構投資者多只檢視財務報表，以營收、獲利等指標來判斷投資價值。然而，在納入 ESG 的考量後，投資者將大幅擴展至各類影響公司未來發展的「非財務因子」。如企業在碳排放及能源使用的效率、供應鏈廠商生產線對環境的衝擊、員工培訓及勞動條件，以及利害關係人權益等面向。因此，金融機構及投資者會審慎評估投資標的所屬企業之 ESG 管理方式，就未善盡企業社會責任的公司將表態拒絕投資與支持。
- 三、 許多研究顯示，在推動對 ESG 投資過程中，機構投資者可運籌大量資金方式影響企業營運方針，促使企業除重視獲利外，亦須注重對環境、社會之責任心、以及提升公司治理的品質。因此，一家公司若要在資本市場長期穩健營運，就不得不重視 ESG，促使 ESG 與企業長期營運存有正向關係。
- 四、 BNPP AM 表示其自 2012 年即開始遵循聯合國全球盟約(UN Global Compact，簡稱 UNGC)之原則，代表其客戶確保所投資之企業均符合聯合國全球盟約之規範。
- 五、 BNPP AM 努力協助企業接納 ESG 的實務運作，並透過 ESG 投資模式，與擬投資標的之企業採行企業議合 (ESG Engagement)方式，即係與企業採行正向溝通，瞭解其面對 ESG 的各項困境與挑戰，並給予專業意見與協助，以達到成功議合設定目標，改善企業營運模式，最重要的是，進而也為投資團隊與客戶創造更佳績效及報酬率。

## 六、 BNPP AM 之企業議合

BNPP AM 鼓勵企業明瞭與接受 ESG 原則，確保投資者之永續投資及報酬率，主要方式有 3 (圖 6)，說明如下：。

- (一) 尋求企業之財務績效與創造價值：與企業溝通討論其潛在價值，並尋求機會創造公司價值。
- (二) 風險管理：強調物質環境(material environment)，社會和公司治理的風險，如企業內外部之監管、商譽、或競爭優勢。
- (三) 法規遵循：依據各國及國際法律，以及已批准的公約，確保 BNPP AM 所投資的公司均為完全合規者。

圖 6、 BNPP AM 之企業議合



## 七、 ESG 之聯合國全球盟約(UNGC)

為加強企業社會責任、進企業利益、提昇企業價值，則必須有法制基礎，以確保其適法性而不受挑戰，進而以有效策略為實踐。聯合國全球盟約係前聯合國秘書長安南 (Kofi Annan) 於全球經濟論壇 (World Economic Forum) 所



提出，該盟約為於 2000 年正式成立，分屬於 4 大領域：人權、勞工、環保及反貪腐等，其間細分為 10 項原則，若違反前述原則之企業者，將不得納入永續經營與社會責任型投資（Sustainable & Responsible Investment 或 Socially Responsible Investment），茲將各領域之分類及其原則說明如下(表 4)。

#### （一） 人權

- 原則 1：企業應支持並尊重國際公認的人權。
- 原則 2：企業應確保不涉及違反人權的事件。

#### （二） 勞工

- 原則 3：企業應支持勞工集會結社之自由，並確實地承認集體談判權。
- 原則 4：消弭所有形式之強迫性勞動。
- 原則 5：確實地廢除童工。
- 原則 6：消弭雇用及職業上的歧視。

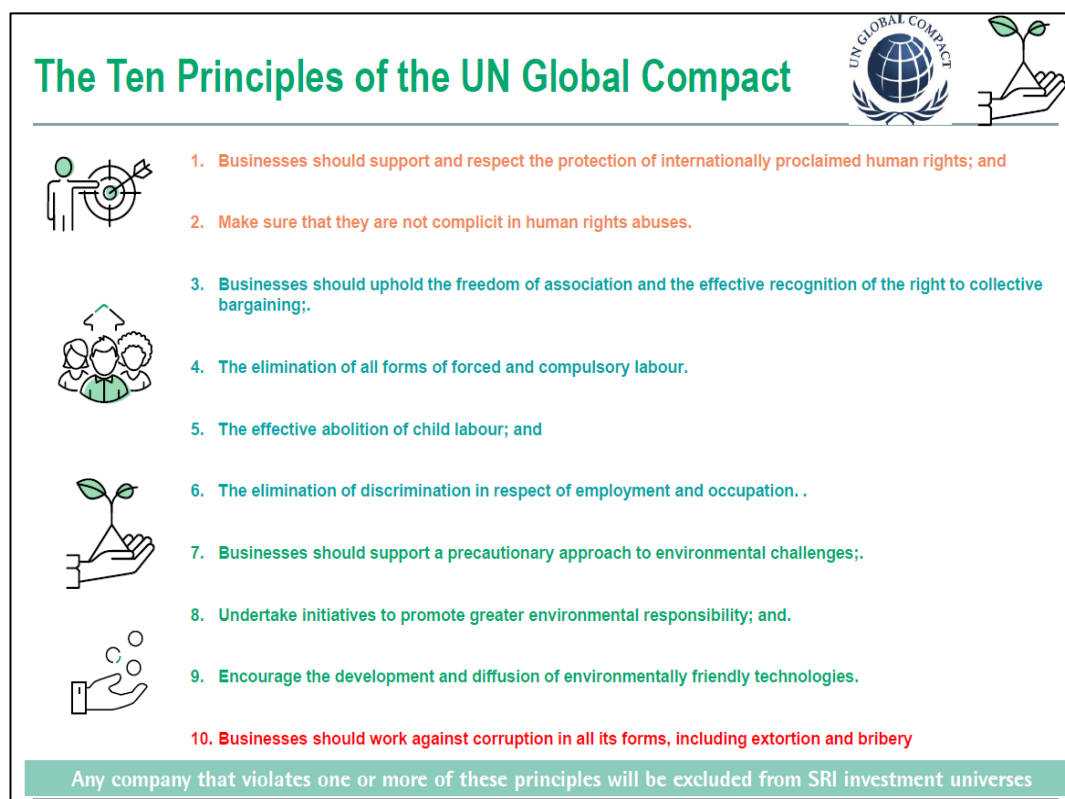
#### （三） 環境

- 準則 7：企業應支持採用預防性措施因應環境挑戰。
- 準則 8：主動採取行動，推動與強化企業環境責任。
- 準則 9：鼓勵開發與推廣對環境友善的科技。

#### （四） 反貪腐

- 準則 10：企業應努力反對一切形式的腐敗，包括敲詐和賄賂。

表 4、 聯合國全球盟約



八、 ESG 責任投資原則 (The Principles for Responsible Investment, 簡稱 PRI)

ESG 責任投資原則係為聯合國結合全球大型投資機構及資產經理人，將 ESG 之永續議題納入投資策略與企業營運中，其中 PRI 共計明列 6 大原則，目前全球已有 1,500 個簽署機構，BNPP AM 早於 PRI 創始初期(2006 年)即參與簽署。該 6 大原則如下(表 5)：

- 原則 1：將 ESG 議題納入投資分析及決策制定過程。
- 原則 2：積極所有權的行使，將 ESG 議題整合至所有權政策與實務中。
- 原則 3：要求所投資之企業適當揭露 ESG。
- 原則 4：促進投資業界接受及執行 PRI。
- 原則 5：建立合作機制強化 PRI 執行之效能。

- 原則 6：報告執行 PRI 之活動與進度。

表 5、責任投資原則(PRI)之 6 大原則

## Six principles

<b>1</b>	<b>We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes.</b>
<b>2</b>	<b>We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices.</b>
<b>3</b>	<b>We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest.</b>
<b>4</b>	<b>We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry.</b>
<b>5</b>	<b>We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles.</b>
<b>6</b>	<b>We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles.</b>

### 九、BNPP AM 在 ESG 領域之投入

- (一) BNPP AM 投入 ESG 相關投資已有 15 年歷史，該 ESG 團隊分別設有不同領域之專家(如財務、經濟、法務等)，截至 2017 年底，BNPP AM 從事 ESG 分析的管理資產約高達 2,300 億歐元。
- (二) BNPP AM 亦參與相關國際組織，如 PRI、IIGCC (Institutional Investors Group on Climate Change，氣候變化投資機構者組織)、FAO (Food and Agriculture Organization，糧農組織)、以及 OECD(Organization for Economic Co-operation and Development，經濟合作暨發展組織)等，積極與國際接軌。
- (三) PRI 曾評鑑 BNPP AM 為第一級等 (A+)負責任投資者，另英國財務報告委員會(Financial Reporting Council)亦認可其為 ESG 優質之會員。
- (四) BNPP AM 採用聯合國全球盟約的原則，不僅將 ESG 的投資政策嚴格應用到其投資決策，作為評估企業的標準。此外，更進一步持

續檢驗某些特定產業，如棕櫚油與木漿、核能、燃煤發電、爭議性高的武器、石棉、油砂、農業、菸草等，在進行投資時，會對標的公司進行 ESG 評分，結合量化數據與品質，對產業深入研究以期全面性之掌控。

(五) 目前 ESG 議題成為企業營運不可忽視之重點。例如，2017 年 ExxonMobil 之 62%股東要求必須提供更明確資訊有關氣候變遷可能會對公司營運造成的影響，此舉顯示 ESG 資訊亦成為公司風險控管上重要的判斷資訊。

(六) BNPP AM 致力於可持續與責任投資，藉著投資企業的機會，與企業互動，並透過股東投票等方式來影響及提高企業對 ESG 的重視，期望能帶給投資人更穩健的長期投資績效，也為企業社會責任盡一份心力。市場研究亦發現，重視 ESG 的企業營運能力較強，長期的股價表現也較佳。

## 伍、 絕對報酬

一、 絕對報酬(Absolute Return)投資策略係以追求資本增值為最終目標，經理人不必受限追隨某個參考指標來配置投資比重，而可自行規劃投資組合內容，靈活運用投資工具及對市場風險判斷，進而為投資人追求穩健的資本增值，有效降低投資風險。

二、 一般傳統投資組合大多依據參考指標的成份來佈局，屬於「相對報酬」的投資觀念，因此當其績效表現不佳，甚至出現負報酬率時，卻依然會產生「打敗大盤」或「優於指數」的情況，因此為避免負報酬率的結果，市場上便開始出現愈來愈多號稱追求絕對報酬的投資策略以吸引投資者。

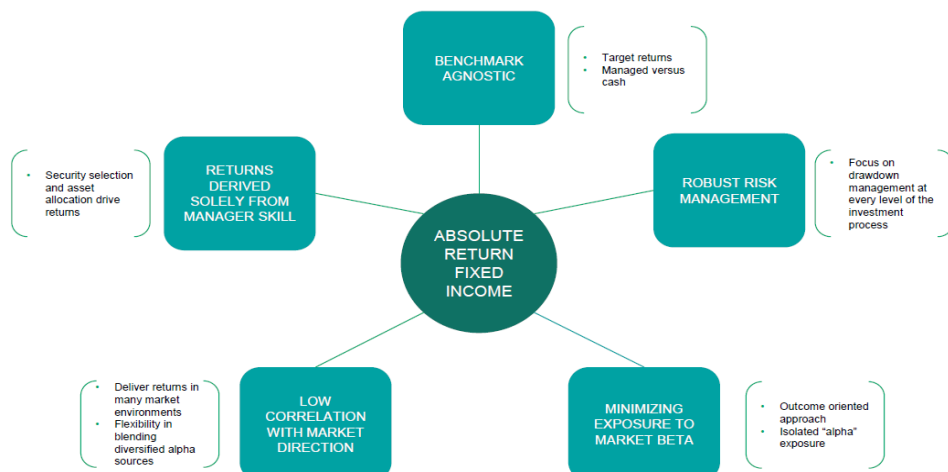
### 三、 絕對報酬投資策略

(一) 絕對報酬多以策略性資產配置取得正回報，所採用的投資工具如股票、現金、債券、以及衍生性產品等，投資策略則以買空、賣空、槓桿借貸和其他另類投資等方式，經理人可於市場轉好或下跌時，運用各種投資工具，在掌控風險下，另積極尋求市場機會，增加收益。

(二) 固定收益產品之絕對報酬策略的組成要素(圖 7)

1. 無參考指標規範：經理人自行規畫與管理投資組合之資產配置。

圖 7、 絕對報酬投資策略之要素



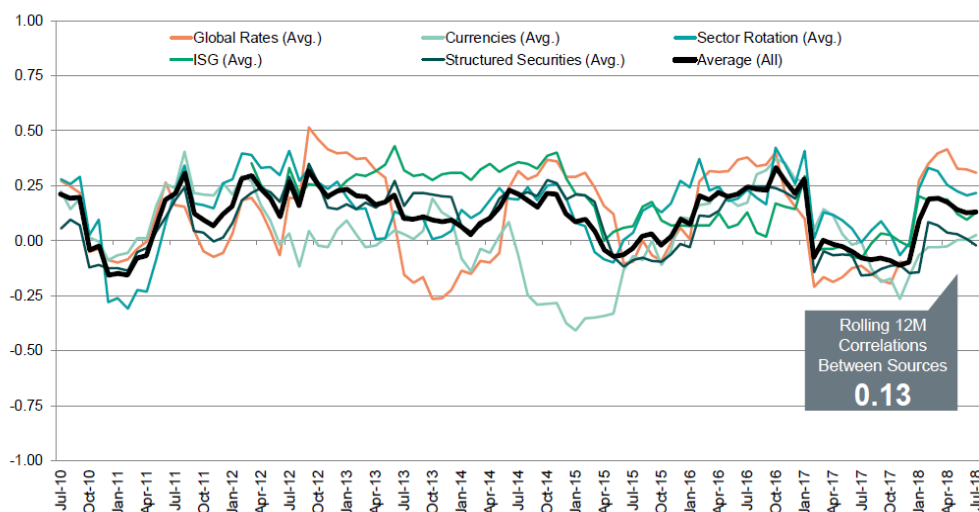
2. 嚴謹風控管理：於每一個投資過程中注重市場回檔(drawdown)之風險管理。
3. Beta 投資極小化：投資策略以主動積極之 Alpha 策略為主，目標以投資結果正報酬率為導向。
4. 與市場連動性低：採行彈性分散投資，降低與各市場間之相關性，致風險不會受單一市場波動之影響，而報酬亦或分別來自不同市場之貢獻，如下圖 8 顯示，若集中某一市場投資，則易受到該特定市場上下幅度振動的影響；若分散投資，圖 8 粗黑曲線顯示各市場相關係數降至 0.13，投資組合之波動幅度相對穩定，風險降低。

圖 8、絕對報酬投資策略與市場連動相關性低

## Low Correlation Between Alpha Sources

INVESTMENT ACADEMY  
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT

Greater diversification means alpha sources have no persistent correlation with each other



5. 經理人的投資技能：經理人之選券與資產配置能力為增加報酬率的主因。
- (三) 通常絕對報酬投資策略追求在特定期間(約為 12 個月)內達成正報酬的投資目標，於必要時可以 100%持有現金或債券，無法保證保本。

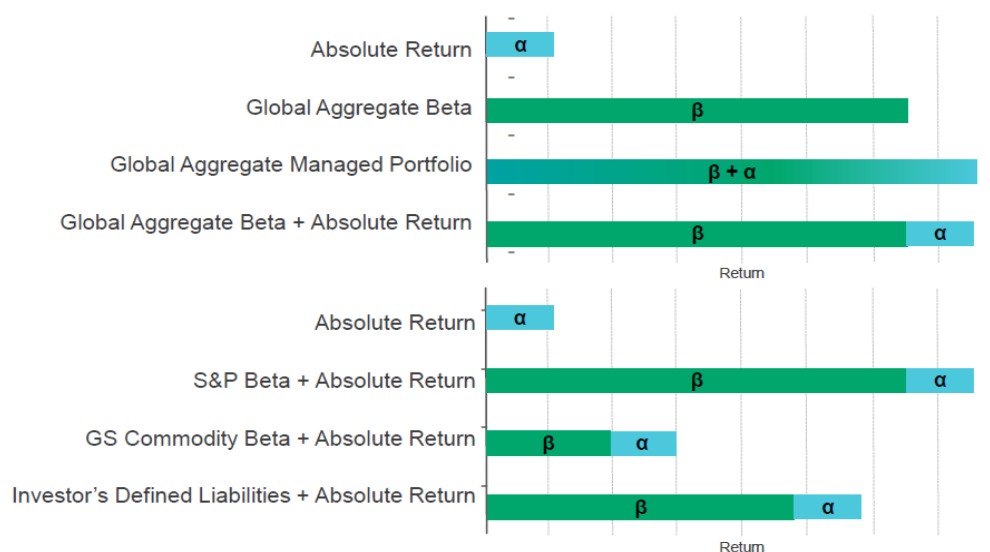
(四) 惟值得注意的是，若經理人操作失當，一旦帳戶中無足夠資本來支付保證金追繳時，經理人會要求其委託操作之客戶進行資本挹注，此為委外絕對報酬投資組合之風險。

#### 四、投資組合中之 alpha 與 beta 配置

(一) 市場在風險溢酬(risk premium)的前題下，不同的投資組合或都均存在系統性及非系統性風險，投資者可尋求其合適之參考指標，採行 alpha、beta、或 alpha 及 beta 等不同之交易策略(如圖 9)。

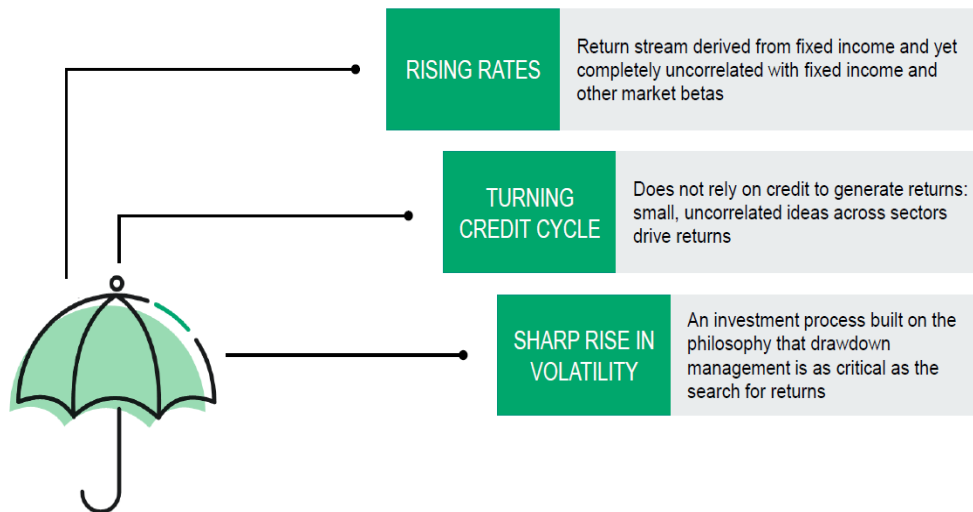
(二) 圖 9 分別列出數種投資組合之 alpha 與 beta 的配置情境，其中絕對報酬為完全 alpha 投資策略，Global Aggregate Beta 則為 beta 導向之投資策略，Global Aggregate Managed Portfolio 則將 alpha 與 beta 一併納入投資參考指標中。另外，投資者亦可將 beta 投資組合再附加上絕對報酬 alpha 策略，提高投資績效，如 Global Aggregate Beta+Absolute Return、S&P Beta + Absolute Return 等均為 beta 另外加上 alpha 配置，惟此舉可能會增加投資組合風險管理的難度。

圖 9、投資組合之 alpha 與 beta



- (三) 值得注意的是，若投資者為增加收益率，決定配置部份投資比重於風險係數偏高之資產如新興市場債券等，並改變 beta 追求 alpha，在此情況，因投資者改變了投資組合之曝險程度，故須明瞭所挑選投資標的之風險程度及其風險容忍係數之控管。
- (四) 通常積極主動的投資組合同時存在著 beta 及 alpha 的風險，如果經理人沒有豐富的投資經驗與技巧，很難自非系統性風險中獲得額外的報酬。因此，惟有當投資人找到投資經驗足以提供「正」alpha 的經理人，才能考慮承擔非系統性風險。
- (五) BNPP AM 對於風險控管相當嚴謹，其對風險預算(risk budget)的掌控重點如圖 10，主要注重在 3 大面向，分別為利率上升時、信用循環反轉、以及市場波動率大幅飆升等時期之風險控管。

圖 10、alpha 投資組合之風險預算





## 陸、 美國、歐洲、中國及日本政經展望

### 一、 美國

- (一) 美國經濟增長將在今年剩餘時間內減速，但仍將明顯高於趨勢。
- (二) 美國與中國貿易戰將會逐漸惡化，對中國進口 2,000 億美元的關稅稅率將從自明（108）年 1 月 1 日起，由目前的 10% 升至 25%。
- (三) 中國對抗（或報復）美國關稅潛在風險，可能導致 FOMC 在沒有顯著的通脹壓力下或提前在 12 月暫停升息。
- (四) 民主黨人可能在期中選舉中獲得對眾議院的控制權，終止稅法改革，預計未來兩年立法將陷入僵局。

### 二、 歐洲

- (一) 雖然經濟增長仍然高於趨勢，但油價的上漲已將失去動力，致希冀由油價上漲推動通脹回升至目標之情況產生疑慮。
- (二) 若歐洲經濟復甦仍然持續在軌道上，本年度歐洲央行 ECB 應會退出量化寬鬆政策，並將在 2019 年 10 月加息。
- (三) 投資者將會意識到意大利的政治風險，但預期不會對歐元區的復甦造成實質的重大影響。

### 三、 中國

- (一) 與美國的貿易戰風險上升，惟估計對中國經濟增長的直接影響力度不大，(預期今(2018)年中國 GDP 的降幅為 0.5%，明年為 0.8%，惟此屬仍可控管的情況。但對當地和全球資產價格、信心、以及經濟成長之影響，其前景不確定性增加。

- (二) 中國總體經濟政策已轉向寬鬆，如降低存款準備金率和增加財政支出。中國人民銀行排除貶值政策，但容忍人民幣走弱，以市場力量對抗中美貿易戰。
- (三) 中國不採行大規模的通膨再膨脹方式來救助經濟，因為減債仍然為政策優先事項，另會以增加市場流動性方式，緩解並穩定中國股市不安的氛圍。

#### 四、日本

- (一) 今年日本自民黨現任黨魁也是首相的安倍晉三以高票優勢當選連任，再獲三年任期，降低政治不穩定的潛在風險。安倍承諾將以大膽(bold)之激勵措施，以緩解 2019 年 10 月銷售稅增加對經濟之負面影響。
- (二) 日本央行以殖利率曲線控制政策，拉升日債殖利率曲線斜率已經慢慢見效，其目的主要在於日債條殖利率曲線的利差不能太窄，防止過度侵蝕日本銀行業的獲利，惟利差也不能過高，以免降低家庭和企業的貸款需求。BNPP AM 預期日本央行將繼續執行該項政策，以改善經濟前景。

## 柒、心得及建議

近年來美國經濟景氣回升，持續表現良好，美國聯準會 Fed 自 2015 年 12 月底開始升息至今(2018)年 11 月止，已由 0.25% 升至 2.25%，升息次數共計 8 次，升幅為 200 基點。金融市場面臨美國 Fed 貨幣政策緊縮與縮表之際，投資者應可在經濟景氣循環轉折間，伺機調整或重組資產配置，以因應景氣循環之脈動，增加收益，規避風險。

美國公債殖利率上升，主要係因美國 GDP 增長強勁、擴張性財政政策等影響。對於持有多樣性資產投資者和資產配置者而言，因為通貨膨脹和期間溢酬(term premium)在 Fed 減少 QE 的過程中有所回升，提供投資者揀選有利資產時機，投資組合經理人或可增加操作空間，如更多 alpha 交易策略以提高獲利。

另外，於 Fed 實施 QE 政策期間，美國股票與公債間互為正相關，即市場漲跌二者方向多一致，但隨著 Fed 反轉 QE 政策，美國股票與公債間之連動性也逐漸下降，預期各類資產亦將脫離 QE 之影響，建議投資者應回歸至基本面來檢視各資產表現。

就絕對報酬投資策略而言，經理人之目標為積極尋求正報酬率，惟須注意是，絕對報酬係不保證獲利或也無保證保本，其投資策略會採用衍生性金融產品、賣空、槓桿借貸和其他另類投資工具等來達成目標，惟因經理人不必受制於參考指標來配置資產比重，故一旦經理人操作失當，導致帳戶中無足夠本金來支付保證金追繳或其他狀況時，帳戶會面臨被經理人要求資本再挹注或被清算之嚴重風險。

本次研討會中，BNPP AM 統計各央行與會者目前委外資產投資股票的情況，結果約一半央行沒有配置股票，此與去年 BNPP AM 類似研討會之調查結果相反(大多數央行委外操作之資產有包括股票)，此或意味著央行投資政策已漸趨向規避風險及保守之方向。

## 參考資料

1. Lasker, Johanna (2018/10), “Reserve Management Trends,” BNP Paribas Asset Management
2. Salter, Matter (2018/10), “Credit Fundamentals,” BNP Paribas Asset Management
3. Salter, Matter (2018/10), “Yield Curve Management,” BNP Paribas Asset Management
4. Herskovich, Michael (2018/10), “ESG Engagement,” BNP Paribas Asset Management
5. O’ Donnell, Ken (2018/10), “Short Duration Investing,” BNP Paribas Asset Management
6. Johnson, Alex (2018/10), “Absolute Return,” BNP Paribas Asset Management
7. Parekh, Monica (2018/10), “Corporate Credit Analysis,” BNP Paribas Asset Management
8. Carey, John (2018/10), “Intro to US Mortgage Market, the GSEs, and Mortgage Trading Strategies,” BNP Paribas Asset Management
9. Friedman, Steven (2018/10), “US Economic Outlook,” BNP Paribas Asset Management
10. Moldaschl, Maximilian (2018/10), “A Changing Fixed-Income World: Asset Allocation Challenges,” BNP Paribas Asset Management