

出國報告(出國類別:開會)

德意志「全球投資人研討會 2019」 暨安本「2019 投資論壇：不確定環 境下，探索投資新途徑」研習報告

服務機關：臺灣銀行信託部

姓名職稱：許峯嘉 副經理

李姿瑩 領組

赴派國家：德國、英國

出國期間：108 年 6 月 22 日至 7 月 4 日

報告日期：108 年 9 月 4 日

內容摘要

本次共參與二場研討會。第一場係由德意志資產管理公司所舉辦，研習地點位於德國法蘭克福，為期五天，研討會內容首先是公司的完整介紹，接下來由該公司專業的經濟學家、經理人與分析人員，分別就總體經濟、英國脫歐、美中貿易戰、金融創新、長期戰略性投資以及短期戰術性投資之資產配置、新興成長中的固定收益產品：直接融資、ESG 社會責任投資發展趨勢等，做詳盡的評析。第二場則係由安本標準投資管理公司主辦，研習地點位於英國愛丁堡，為期三天，內容涵蓋全面的投資工具，除傳統資產—股票與債券外，新興的另類投資、社會責任投資更是討論的重點，尤其公司介紹了許多目前在市場較少見的另類投資項目；另外為了讓參與者更貼近公司實際投資流程與資產配置情況，並增進人員交流機會，主辦單位將與會人員分組，每組 7~8 人，進行一系列互動式情境投資模擬，藉此達到相互學習與交流之目的。

目 錄

壹、 研習目的.....	1
貳、 研習過程.....	2
一、 德意志「全球投資人研討會 2019」.....	2
(一) 德意志資產管理公司簡介.....	2
(二) 投資觀點與經濟展望.....	2
(三) 數位經濟浪潮下的金融創新.....	4
(四) 長期戰略性投資以及短期戰術性投資配置.....	6
(五) 成長中的固定收益工具：直接融資策略介紹.....	8
(六) 社會責任投資.....	10
二、 安本「2019 投資論壇：不確定環境下，探索投資新途徑」.....	11
(一) 安本標準投資管理公司簡介.....	11
(二) 市場現況與展望.....	12
(三) 股票投資.....	14
(四) 債券投資.....	20
(五) 另類投資.....	22
(六) 社會責任投資.....	29
參、 心得與建議.....	34

壹、研習目的

追求長期穩健報酬為政府基金投資操作的首要目標，金融市場瞬息萬變，近年來各型態的黑天鵝事件相繼出現，加上保護主義與民粹主義意識逐漸抬頭，全球因地緣政治風險升溫與經濟成長趨緩而起的低利率環境已成為一個常態。在此情形之下，政府基金如何能夠有效提升資產管理效益，並能兼顧安全性，降低投資風險，進行長期資產配置，成為一大挑戰。

本次參加德意志以及安本標準所舉辦之研討會，旨在多了解國際投資管理公司因應不同總體經濟環境，實際進行資產配置的策略方針，藉由現場與投資經理人以及其他與會者的討論，以及每日議程中扎實豐富的投資研究，深入了解目前全球投資風向、各類型資產之投資策略、以及有效平衡風險的方式，汲取最新的投資理念，了解最新的投資商品，進而期望提升投資交易人員對本行代公務人員保險準備金與舊制勞工退休基金投資運用之操作管理能力，並增加思考之廣度及深度。

貳、研習過程

一、德意志「全球投資人研討會 2019」

(一) 德意志資產管理公司簡介

德意志為全球首屈一指的資產管理公司，截至 2019 年 6 月 30 日止，旗下管理的資產總值高達 7,190 億歐元。客戶主要來自歐洲，其中德國約佔 43%，其他歐非中東(德國除外)地區約佔 25%，美國也有約 27%，亞太地區則約 5%。憑藉 60 多年來在德國和其他地區累積的經驗，該公司提供的綜合投資方案、穩健策略和創新思維，涵蓋全方位投資領域，備受環球客戶信賴。

德意志為個人及機構投資者，提供各主要資產類別選擇及捕捉增長潛力的投資方案，運用主動、被動和另類資產管理的多元專業知識，融合對環境、社會和監管方面的深入和清晰了解，為客戶量身打造投資組合。以管理的資產類別來看，該公司目前有 32%是在主動式固定收益項目，為最大宗，次之為被動型投資項目，佔比約 19%，而主動式股票投資、另類投資、量化投資、主動式多元資產投資則分別佔 12%、12%、10%和 7%。

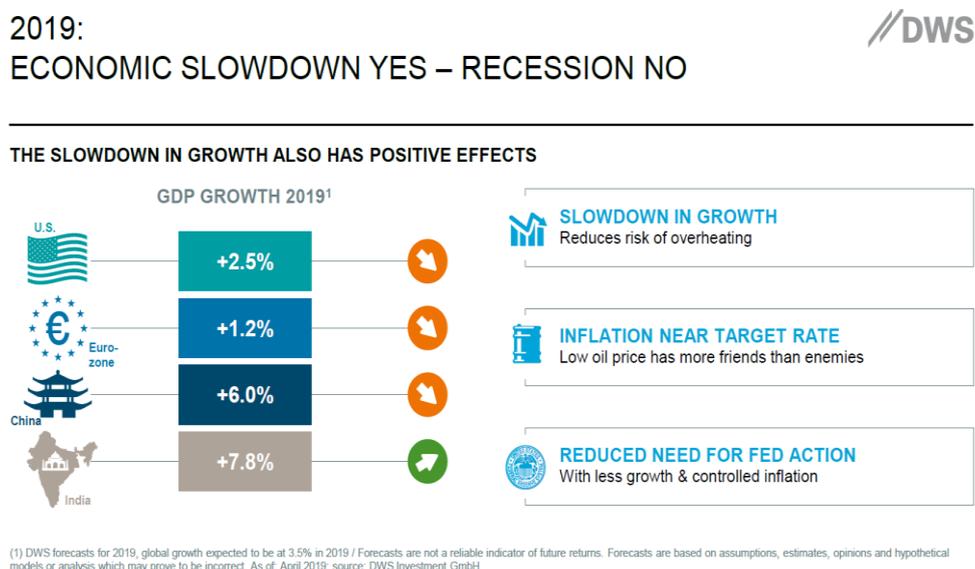
德意志內部經濟學家、研究分析師及投資專才，將其豐富的專業知識和地區經驗，定期匯集成環球「投資長觀點(CIO View)」，引領公司戰略性投資決策。該公司擁有來自 35 個以上國家的投資專才，在全球超過 17 個國家設有據點，熟識逾 75 種語言，透過具備國際視野同時緊貼地區脈搏，並持續成長創新，帶給客戶裨益。

(二) 投資觀點與經濟展望

2019 年雖處於經濟擴張的晚期，但尚未到衰退階段。如圖 1 所示，德意志預期 2019 年美國 GDP 成長率 2.5%、歐元區 1.2%、中國 6%，均較 2018 年為低，僅印度預估 GDP 成長率 7.8%較去年提升。但公司認為這並非壞事，相對較低的成長率可以避免整體經濟過熱的風險，而處於低檔的油價也是對整體經濟較友善的環境。在較低的經濟成長以及相對受控的通膨環境之下，美國聯準會做進一步

大的調控動作之機率也會相對降低。

圖 1、2019 年：全球經濟成長放緩但不致落入衰退



貨幣政策方面，美國聯準會升息循環已告一段落，預期接下來貨幣政策將保持彈性，視經濟數據表現而定，因此美國經濟即使後續趨緩，也可能為軟著陸；而歐洲央行仍保持寬鬆，2020 年前利率不至於上升，融資成本維持偏低，在創新活動仍活躍、企業體質保持穩健下，景氣循環應尚可延續。

不過現階段對於風險的看法，投資長提出以下三點注意事項：

1. 趨緩的經濟成長將使得債務狀況更具挑戰性

健康的債務比率在某種程度上有益經濟，但是持續增長的債務比率則不可持續，再融資成本上漲與違約風險攀高，會反過頭來威脅經濟成長。歐元區三大經濟體－德國、法國及義大利去(2018)年負債佔 GDP 比重分別為 60%、99%、131%，法國與義大利的負債比重太高恐拖累歐元區的經濟前景。德意志預期十年後，也就是 2028 年，德、法、義三國的經濟成長率將分別為 2.9%、2.4%、1.5%，而負債比將變化成 40%、104%、140%，預料趨緩的經濟成長，將無法阻止債務負擔的惡化。

2. 流動性枯竭的風險

全球主要央行近年來收緊不少流動性，雖然近期看到經濟成長趨緩，此

收緊流動性之步調有放緩，但市場資金總有收緊的一天，而目前商業銀行也因為資本適足率被要求提高，不能在市場上無限制的提供流動性，流動性的不足將可能造成如：英國脫歐、中美貿易戰等單一事件發生時的系統性風險，而此對市場的影響性也將持續較長的一段時間。

3. 民粹主義興起

由於全球化、所得分配不均等因素，世界各地民粹主義持續興起，還在進行的英國脫歐、中美貿易大戰，以及先前一系列民粹主張候選人的獲勝等，都足以見識到這股浪潮的勢力不容小覷，此將造成全球地緣政治風險以及經濟發展多大的影響，值得持續留意關注。

另外，投資長認為投資人對於未來的報酬不能再期待太高，因效率前緣已有所改變，過去 20 年是債券的牛市，而股票更帶來相當好的收益，且在 2010~2018 年的循環週期中，效率前緣變得陡峭，承擔風險可獲得更為豐碩的報酬，然而展望未來一段時間，效率前緣應會趨向平坦，承擔風險的報酬將不如過去十年間的表现，不過預期仍能帶來一定的合理收益。

(三) 數位經濟浪潮下的金融創新

過去人類歷史上出現了幾次重要的產業革命：第一次是 18 世紀從英國發起，以工作機的誕生開始的技術革命，又稱為第一次工業革命，它開創了以機器取代人力、獸力勞動的時代，蒸氣機為該時期的代表性標誌，開啟人類以大規模的工廠生產取代個體工廠手工生產的篇章；第二次則是 19 世紀 70 年代開始的第二次工業革命，人類自此進入了「電氣時代」；第三次是科技革命，以原子能、電子計算機、空間技術和生物工程的發明和應用為主要標誌，涉及資訊科技、新材料技術、生物技術、空間技術和海洋技術等諸多領域的一場技術革命。而目前我們進入了第四次的產業革命，此為各種科技融合的數位化革命，包括機器人、人工智慧、奈米科技、量子計算機、生物科技、物聯網、工業物聯網技術 (Industrial Internet of Things, IIOT)、5G、3D 列印、全自動駕駛汽車等發

展，而這股科技浪潮也正被逐步運用至金融產業當中，「Fintech」一詞也順應而生，虛擬貨幣、第三方支付、群眾募資、AI 投資等，都是幾項已經發展漸趨成熟的「Fintech」產物。

以下為幾個重要的數位科技工具簡介：

1. 大數據(Big Data)：處理大量各種來源的非結構化或結構化資料，為預測分析企業及產業前景或金融市場展望的有效工具，其目標為將資料轉化為資訊，並進而將資訊轉化為洞察力。
2. 人工智慧(Artificial Intelligence, AI)：人工智慧是許多先進科技的結合，透過讓機器感應、理解、行動及學習，來處理大數據、學習歷史樣態、找出事件的關鍵影響因子或解決複雜的問題，使企業或金融業成本降低，提升服務效能、有效推展業務，並增加營收。
3. 雲端運算及微服務(Cloud Computing & Microservices)：雲端運算是一種經由網際網路的運算方式，共用軟硬體資源，分散處理及儲存，以彈性提供快速及多樣化的服務，降低營運費用；微服務為一軟體架構，利用模組化的方式，組合出複雜的大型應用程式，可發展為全球的搜尋引擎、全球線上串流平台或全球電子商務平台。
4. 分散式帳本與區塊鏈(Distributed Ledger Technology & Blockchain)：區塊鏈是一種「將資料寫錄的技術」，是一種「去中心化的分散式資料庫」，透過集體維護，讓區塊鏈裡面的資料更加可靠，亦可視為全民皆可參與的電子記帳本，它可解決資料的安全信任問題，可以在沒有第三方介入下，就讓使用者達成共識，以非常低的成本解決網路上的信任與資料價值的難題。

這些新的數位工具，預期將逐步對金融業發揮功效，除能增進客戶互動及體驗、更快完成工作及得到更好的決策外，預料也可望提升金融服務業從前台(交易)、中台(風險管理)到後台(交割及會計)整條價值鏈的成本效益，以及帶來快速規模化與培育創新活動。

而考量金融業的轉型趨勢，德意志明白長久累積與客戶之間的「誠信」以及大規模的客戶資訊為它們的利基，但仍需科技業者的合作幫忙，金融創新不能單打獨鬥，純粹的科技業者或純粹的金融業者，很難同時擁有足夠的數據或是技術，惟有透過合作，才能加速一個好的產品理念從發想、打造到正式上市的過程，也因此近年來德意志均積極尋求各項金融科技合作聯盟的機會，希望能夠在金融創新領域有所突破。

(四) 長期戰略性投資以及短期戰術性投資配置

長期來看，投資組合報酬有 90%可歸因於長期的戰略性資產配置(Strategic Asset Allocation)，在此種資產配置中，目標配置取決於風險承受能力、時間範圍及投資目標，德意志提供下述幾種方式，來降低風險和提高投資組合報酬率：

1. 採取前瞻性的基本面及多元化分析，並經過透明的決策流程，確保所建立的投資組合能兼顧長期風險及目標報酬。
2. 採取優化因子投資(Factor Investing)的方式來分散風險，使長期的策略展望能與特定的投資需求相配合。
3. 加入另類資產使投資組合更完整，有效降低投資組合波動度。

在德意志公司內部，他們戰略性資產配置目標主要考量報酬率、風險分散及成本，長期的操作展望則建立在其研究團隊所匯整的環球「投資長觀點」，並每季調整其展望，以至少 20 項資產類別，作為其分散投資組合風險的基礎，旗下基金依戰略目標的不同，採不同的投資組合，可概分為防禦型投資(預期報酬率為 2%~5%、波動率<5%)、平衡型投資(預期報酬率為 5%~10%，波動率 5%~10%)以及積極型投資(預期報酬率為 10%~15%，波動率>10%)。

長期投資能帶來穩定的報酬，從美國股票也可見其端倪，如圖 2 所示，統計自 1871 年至 2016 年止，美國股市的總報酬率年化約 9.2%，扣除通膨率後，年化總報酬率為 6.9%，優於美國實質 GDP 年化成長率 3.2%，且相當穩定；而從圖 3，也可明顯看出觀察期間越長，美國股票年化報酬率越趨於平穩。

圖 2、1871~2016 年間美國股票長期投資報酬率及實質 GDP 成長率

LONG RUN INVESTMENTS ARE MORE STABLE

A long term perspective on US Equities (since 1871)



US EQUITIES TOTAL RETURN (NOMINAL AND REAL) AND REAL GDP

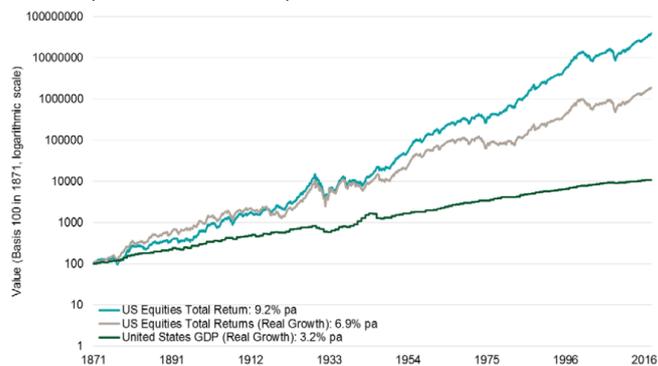


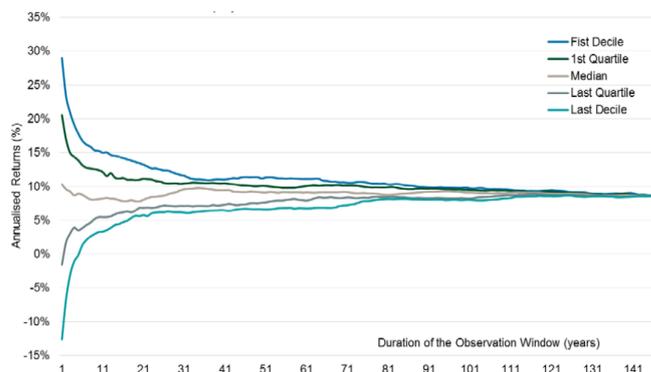
圖 3、不同長度的觀察期間下，股票年化報酬率的波動性

LONG RUN INVESTMENTS ARE MORE STABLE

The longer the observation window, the smoother the average returns



DISTRIBUTION OF US EQUITY RETURNS AS A FUNCTION THE DURATION OF THE OBSERVATION WINDOW



不過在實務上，短期的小幅動態調整可增加投資組合的價值，此稱為短期的戰術性資產配置(Tactical Asset Allocation)。戰術性資產配置一般建立在一些客觀、量化的過程，以價值為導向，且係以現金、公債等低風險投資工具來計算股票的合理公允價值，捕捉當市場價格有較大波動時，考量市場有「回歸均衡」的傾向，可藉機獲取短期利潤。

整體而言，戰略性的資產配置是一種長期規劃，並不會因為短期的市場波動而改變，而戰術性資產配置則是一種短期規劃，目標為尋找價格乖離太嚴重時的機會，來增加收益，惟實務投資決策流程中，仍需研判時機，彈性調整運用，才

不致讓投資組合的風險發生大規模變化。

(五) 成長中的固定收益工具：直接融資策略介紹

直接融資投資團隊為德意志資產管理公司中較特別的新興部門，主要係以歐洲中型企業的優先順位債為投資標的，優質案源則是仰賴集團關係企業－德意志商業銀行來提供。

相較其他固定收益市場，私募債因為雙方協商之下對中小企業直接放款且無公開市場流動性，故收益率普遍較佳，且因私募債多為浮動利率，且保留公司後續順應不同公司發展有重新議約的彈性，使得中小企業願意負擔較目前同評級高收益債稍高的利率來取得融資。也因此自 2012 年開始，全歐洲直接融資的市場開始呈現爆炸性的成長。

目前整個歐洲市場來說，由圖 4 可觀察到，規模最大的市場在英國，法國次之，而隨著英國脫歐進程懸而未決，私募融資的需求量其實是越來越高。而從融資形式來看，統包債務(Unit tranche)(高級債務與次級債務結合)為最常見的案件模式，重要性相較其他方式高出許多，夾層融資(Mezzanine)(介於股權增資與債務融通之間的一種資金融通方式；當企業無法如期全數清償貸款時，資金出借者有權利將債務轉換成公司股票)則是逐漸式微。在資金用途上來看，槓桿收購(Leveraged Buy-out, LBO)最多，企業併購(Mergers and Acquisition, M&A)也在慢慢增加。

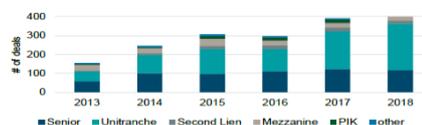
圖 4、歐洲直接融資市場結構

EUROPEAN DIRECT LENDING MARKET STRUCTURE //DWS

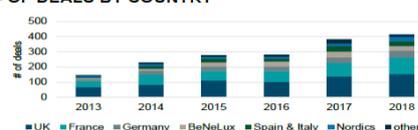
THE EUROPEAN DIRECT LENDING MARKET

- The UK is by far the largest market for Direct Lenders in Europe, followed by France. Brexit could result in even more supply.
- Unitranche deals are most often used and importance relative to other structures is further increasing.
- Use of Mezzanine structures is decreasing.
- While LBO and refinancing purposes have been dominating the Direct Lending market, the use of Direct Lending in M&A related deals is increasing.

OF DEALS BY STRUCTURE



OF DEALS BY COUNTRY

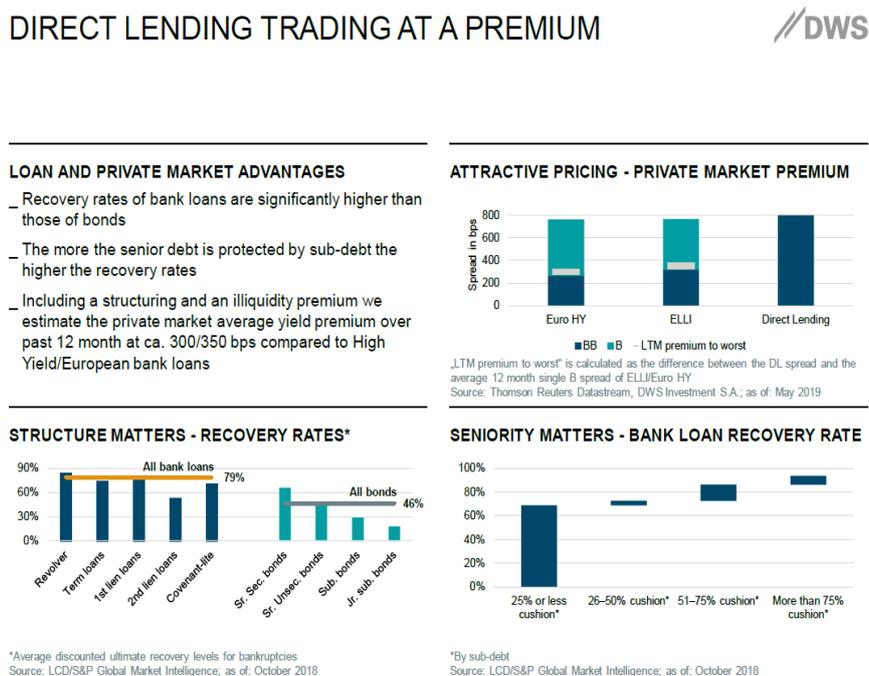


OF DEALS BY PURPOSE



而從風險與報酬的角度來看，其實相較於市場上的債券，銀行放款的回收率 (Recovery Rates) (當公司遭清算時，債權人可以回收的本金及利息之比例) 明顯較高，根據標普全球市場財智公司統計，平均銀行放款的回收率落在 79%，而平均債券的回收率僅 46% (參見圖 5)；另外就單一公司發行的債券來說，如果下方有越多次級債 (Subordinated Debt) 保護，優先順位債 (Senior Debt) 的回收率就更高；而在報價上，私募債因結構型態靈活與犧牲掉一些流動性的關係，投資人可較高收益債或是歐洲銀行放款分別多享有 300bps~350bps 的溢價，對專業投資法人來說，實屬一不錯的投資工具。

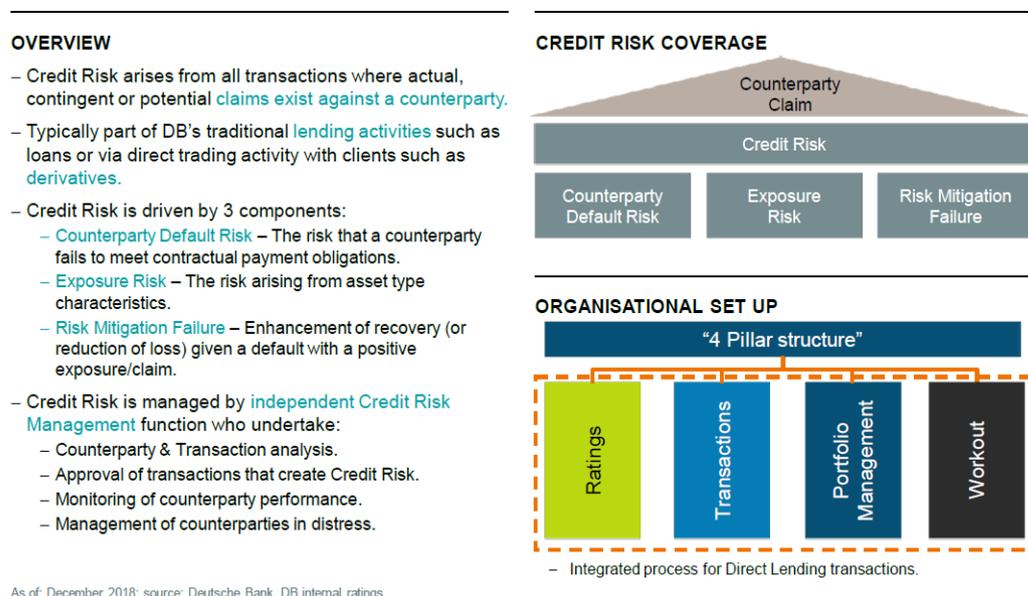
圖 5、直接融資之溢價回報



若討論回德意志資產管理公司內部對私募債的真正投資流程，德意志商業銀行提供的案源他們並不會照單全收，他們會使用與國際信評公司標準普爾 (S&P) 同樣的多種衡量面向去評價企業，給自己獨立的內部信用評等，並會在確保每個案子德意志商業銀行自己至少就投資了 25%或是 2,500 萬歐元以上，德意志資產管理公司才會考慮是否加入參與該項投資案。德意志資產管理公司投資直接融資案件的信用風險管理方式可參考圖 6。

圖 6、德意志資產管理公司投資直接融資案件之信用風險管理

CREDIT RISK MANAGEMENT



(六) 社會責任投資

資訊科技時代的來臨加速了全球化的發展進程，創造了世界各地資源共享的契機，給全球經濟發展帶來了結構性的改革，然而隨之而來的對國家主權與地球生態的負面衝擊卻也逐漸的在影響著我們與下一代的生活。跨時區更為忙碌的商業活動，直接、間接造成了過去這幾十來的氣候變遷、空氣污染、土壤流失、海洋污染以及能源供需等問題，威脅整個地球的生態與存續。面對世界、社會、生態環境的解構，近年來越來越多人被喚起對於企業社會責任與永續發展議題的重視，對於企業應盡社會責任之標準，亦隨著大眾期望日益提高。

而這股環境保護的浪潮也席捲到了金融投資的領域，對於擁有最多資金的投資行業，如何能在此議題上也能盡一份心力，因而興起了所謂「永續經營與社會責任投資(Sustainable & Responsible Investment 或 Socially Responsible Investment, SRI)」新觀念，德意志觀察這股力量的生成主要來自三個趨動力：

1. 人口結構的改變：千禧年出生的下世代投資者，價值觀已有所改變，重視平衡的商業利益，關注環境、社會責任和公司治理(Environment、Social

Responsibility、Corporate Governance)的發展。

2. 對風險看法的改變：投資人了解到環境、社會責任和公司治理的良好發展，將有利企業效率及生產力。
3. 法令要求：愈來愈多國家、國際規則及法律，要求企業遵守環境、社會責任和公司治理等規範。

隨著社會責任投資的需求越來越多，因應而生現行最著名的投資商品為「綠色債券(Green Bonds)」，顧名思義「綠色債券」就是這檔債券融資所得的資金，將會專用於對環境或是氣候變遷有正面助益之投資項目。依照 2007 年~2018 年的統計，綠色債券融資以能源、建築以及運輸為大宗。

圖 7、綠色債券是什麼

WHAT ARE GREEN BONDS?
A definition

Examples for broad project categories are:

- Renewable energy
- Green buildings
- Clean transportation
- Sustainable water

“Green Bonds are any type of bond instrument where the proceeds will be exclusively applied to finance or re-finance, in part or in full, new and/or existing eligible Green Projects with a positive environmental or climate benefit.”

Definition based on the ICMA's Green Bond Principles

而德意志則是將社會責任投資更廣泛的運用到世界各地的投資專案中，他們在歐洲有投資智慧城市以及提升能源運用效率的項目；在東南亞、印度及拉丁美洲則是做微型融資，扶植鄉間微型企業與個人戶，大幅改善了許多落後地區當地居民的生活環境；在非洲，他們則是選擇利用當地天候特性來發展再生能源，改善當地基礎設施。

二、安本「2019 投資論壇：不確定環境下，探索投資新途徑」

(一) 安本標準投資管理公司簡介

標準人壽安本集團(Standard Life Aberdeen plc)為足跡遍布全球的投資公司，為標準人壽集團(Standard Life plc)與安本資產管理集團(Aberdeen Asset Management plc)在 2017 年合併後的公司。標準人壽安本集團旗下的投資品牌為安本標準投資管理(Aberdeen Standard Investments)，為來自英國的主動式投資領航者，是英國最大以及歐洲前五大的資產管理公司

安本標準投資管理公司具備多元的投資能力，投資方案橫跨股票、多元資產、固定收益、不動產及私募市場，透過一系列的投資方法，包括採用計量管理模式的「智慧型 beta 係數」，乃至於積極尋求超額報酬的策略，為投資人帶來良好的投資績效。統計至 2018 年底止，該公司總管理資產規模已達 5,051 億英鎊，代管客戶包括各國政府、退休基金、保險公司、企業、慈善機構、基金會及散戶投資人，客戶遍及 80 個國家。

也因為公司投資事業品牌係結合標準人壽集團與安本資產管理集團的資源，因此投資團隊陣容龐大，目前約有 1,000 位投資組合經理人、分析師、專精於產品、風險及交易的專業人士，也在全球 48 處設有客戶服務據點，確保客戶服務品質。

(二) 市場現況與展望

安本標準認為，目前全球經濟擴張的步伐已到達臨界點。在經濟成長受壓、政治及政策前景不明朗之下，預期全球的 GDP 增長將轉趨疲弱，恐至 2021 年都將一直處於低於金融風暴後的平均水準。

雖然 2019 年第一季，美國、中國和歐元區經濟一度回暖，帶動全球增長升溫，但公司內部預測數據顯示，潛在的增長趨勢並不理想，而且未能延續至第二季。再者，撇除這世界三大經濟區，其他市場普遍增長乏力，特別是阿根廷、巴西和俄羅斯的經濟萎縮，就連韓國、臺灣和馬來西亞等與全球供應鏈密不可分的「超級貿易」經濟體亦不能倖免。

地緣政治展望充斥著不確定因素，導致近期的製造業、貿易和投資指標欠

佳。英國方面，脫歐期限可能延至今年十月底，但英國與歐盟達致協議的可能性似乎更加渺茫。英國前首相梅伊試圖促成「軟脫歐」與「硬脫歐」陣營各自讓步，但未能成功，最終被迫下台。脫歐黨和自由民主黨成為最近歐洲議會選舉的最大贏家，前者希望推動無協議脫歐，後者則爭取留在歐盟，令兩大政黨進退失守。

最近歐洲選舉中，其他國家亦明顯湧現打擊主流政黨的浪潮。歐洲各地極右翼政黨的席位增加，但綠黨以及其他中間派新興政黨亦有增加，最終結果是歐洲議會面臨歷來政見最四分五裂的局面之一。義大利的投票結果更加堪憂，聯盟黨的得票壓倒其盟友五星運動黨，並正緊鑼密鼓就義大利下一次預算案與歐盟進行角力。

與此同時，美國要求中國通過重大及具法律約束力的措施，遏止不公平的貿易、投資和知識產權行為，中國則要求協議內容更加平衡並獲得更大尊重，但雙方的高級談判代表無法拉近兩國的分歧，令中美貿易戰戰火重燃。隨著談判破裂，美國對價值約 2,000 億美元的中國進口商品調高關稅稅率，從 10% 增加至 25%，並威脅若無法如願以償，便會對所有進口產品實施關稅。此外，美國亦加強限制華為等中國科技公司在美國從事業務或者與美國公司進行貿易。無疑經濟形勢將受制於政治矛盾升溫，持續拖累貿易總額和商業投資。

在此情形下，各國央行再次重啟危機後不時出現的模式，為了應對最新的週期中段經濟放緩，接受採取較寬鬆的貨幣政策立場，聯準會官員暗示政策緊縮週期大致上告一段落。在去年經濟放緩後，中國人民銀行堅定奉行提振經濟成長的政策；歐洲央行和日本央行亦按兵不動。不過，面對經濟數據轉弱、政治形勢惡化和美國國庫債券殖利率曲線倒掛，這些方法已不敷使用，世界各國經濟體將需要更多的政策來支持。

理想上央行需要推行更寬鬆的財政政策。鑑於利率偏低、大部份國家的基礎建設嚴重不足，加上低碳能源使用的需求，目前無疑是增加公共投資的最合適時機。遺憾的是，全球政治四分五裂的局面加劇企業面臨的不確定因素，企業投資

時承受更大阻力，另一方面導致協調大規模財政寬鬆措施顯得更形困難。說到底，各國央行需要肩負這個重任。

安本標準預計聯準會將率先在下半年降息兩次，中國人民銀行亦會再次調低政策利率和刺激信貸需求，歐洲央行和日本央行也會保持彈性。而基於通膨持續處於低檔，甚至經濟進一步轉差的話，他們將有較強的立場採取行動。此外，預期其他國家央行也會同步採取寬鬆貨幣政策，包括澳洲、巴西、俄羅斯及印度。而整體來說，建議投資人減少整體投資組合的風險，同時靜候訊號變得明朗，以便評估經濟、政治和政策發展之方向。

(三) 股票投資

1. 主動式投資哲學

安本標準股票團隊的風格特別強調主動式投資，他們認為基本面研究是主動式股票投資管理流程的核心，該公司在歐洲、美國、亞洲與其他新興市場國家都設有研究投資團隊。安本標準透過投注大量資源與人力，專注於企業研究，篩選出最具信心的個股，不盲目追求指數，而在這當中，他們特別支持以下兩種獨到且相輔相成的股票投資心法，來創造超額報酬：

- (1) 聚焦於變革(Focus On Change)：試圖辨識出個別公司內或其營運環境的變革因子，把握市價尚未反應的利多搶先佈局。也就是說如果可以匯聚各種廣泛資源加以鑽研，早人一步掌握公司特定的基本面變動，就有較大機會創造超越大盤的良好表現。
- (2) 長期持有高品質公司(Long Term Quality)：安本標準認為，聚焦於優質企業，並且長期持有，除可獲得穩定成長之獲利外，更有助於投資組合的穩健，在市場走跌期間能發揮一定程度的保障與防禦作用。他們秉持「報酬潛力往往需要時間才能完全實現」的信念在進行投資，這種長期觀點可避免浪費多餘的交易成本，能給部位帶來直接的效益，認為若欠缺周延考量，高的基金周轉率可能會對投資組合績效產生負面影響。

至於市場上這幾年很盛行的被動式投資方式，安本標準並非完全不認同，這樣的策略費用低廉，投資人也能確保自身報酬等同於所追蹤指數的升幅，雖然績效無法超越指數，至少不會低於指數，這應用於過去 10 年的股票牛市來說，並不失為是一個好策略。然而近幾個月以來已有跡象顯示，股票的長期牛市或許接近尾聲，波動率升高，也出現了全球經濟可能放緩的預兆，投資人應審慎思考風險以及如何才能提高勝率，一旦市場全面衰退，被動式投資人恐怕很難全身而退。

而安本標準也提到其實被動式投資有其天生的弱點，因它直接複製了指數的權重，意即買進表現良好的股票、售出走跌的股票，這種操作其實無異於「買在高點，賣在低點」，這與傳統的投資獲利原則背道而馳。且被動式投資策略很可能於市場巨幅波動時使波動更加擴大，隨著指數每月或每季的持股重新平衡，這個策略總是會買進更多漲幅高的資產，更進一步推高其價格，進而提高了資產價格泡沫化的風險。又被動式投資策略更偏好成立時間較長的公司，然而這些公司的發展可能已經達到最高峰，舉例來說，某位積極型基金經理人可能會選擇在 2005 年亞馬遜(Amazon)剛加入 S&P 500 指數時，即先大幅加碼，這個買進時機，顯然遠優於去年 9 月亞馬遜市值一度突破一兆美元之際，才因指數比重調升而進場追高的投資人。整體來說，主動式投資的操作方式能自由尋求市值低但成長潛力高的股票，或是交易價格遠低於真正價值的股票，把握住市場尚未注意到的良機；萬一市場陷入衰退，也能迅速轉向抗跌型類股與個股來尋求避險。

此外，被動式投資預先假設了「效率市場」，意即各方投資人在接收到資訊後，都會立即做出適當反應；然而現實情況未必如此，特別是我們對新興市場(Emerging Markets)及前緣市場(Frontier Markets)的研究往往不夠透徹，所知有限。帶動市場的力量，有時來自散戶的追逐熱潮，而已開發市場也常受行為偏誤所左右。在這些情況下，被動式投資配置僅僅是重複了這些

缺點而無法超越。

進一步來說，還有投資人目標的問題。如果投資人的目標僅需複製指數報酬率就能滿足，那麼被動式投資自然是最完美的工具，但在實務上，投資人追求的成果通常並非如此，投資人的真正目標，還可能包括資本保值、穩定收益或社會責任投資，此時主動式投資策略將發揮壓倒性的優勢。

2. 全球小型股策略

另外，安本標準的股票團隊提到當今市場相較於大型股，全球小型股具有更多的投資商機。觀察全球小型股市場市值佔 MSCI ACWI Investable Market Index(IMI) 高達 13%(參見圖 8)，除了美國以外，這個佔比是比任何一個單一國家都大；而若以公司數量來看，MSCI ACWI Investable Market Index 當中更有高達 70%的公司屬於小型股(參見圖 9)，此突顯了小型股為非常龐大的潛在市場。

圖 8、MSCI ACWI Investable Market Index 成分股按市值分析

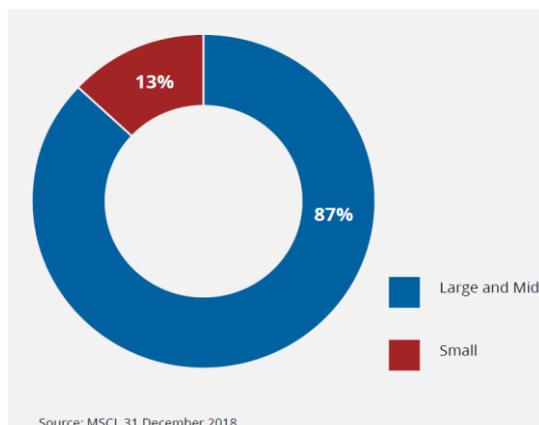
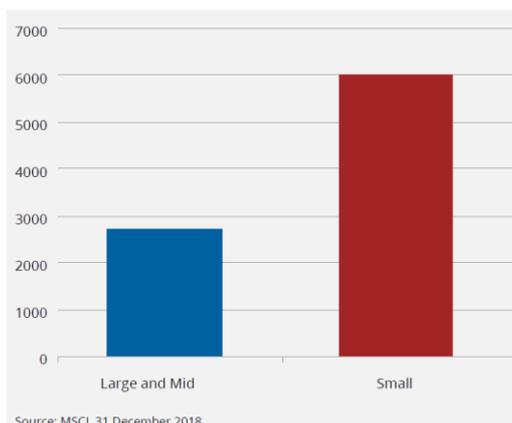
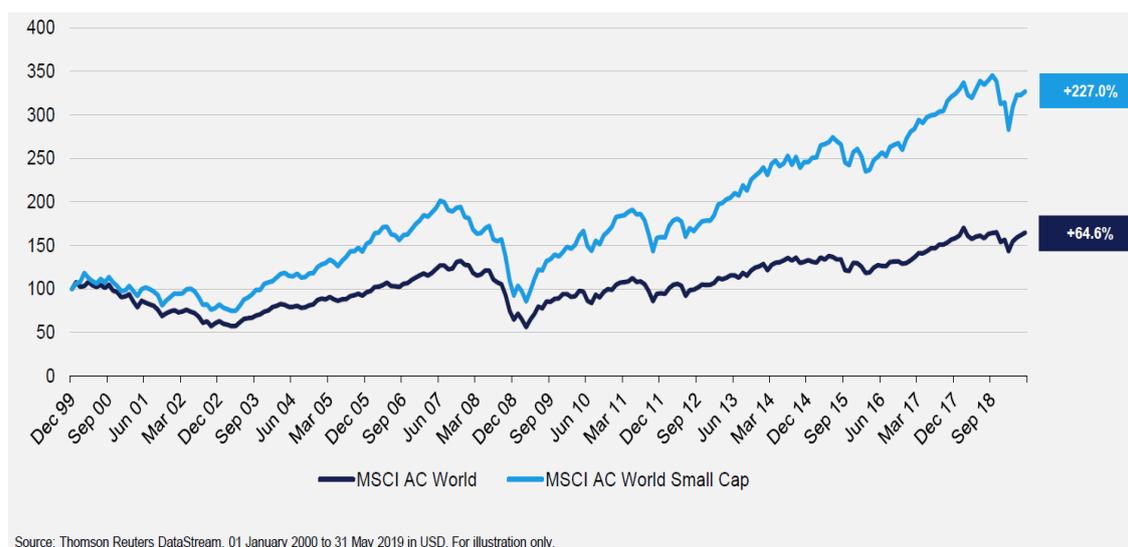


圖 9、MSCI ACWI Investable Market Index 成分股按公司數分析



而從過去長期經驗來看，小型股可提供更高的投資報酬。觀察圖 10 可見，過去 20 年，全球小型股一共累積 227% 的總報酬率，遠高於全球股票的 64.6%。

圖 10、2000 年 1 月至 2019 年 5 月間 MSCI All Country World Index 與 MSCI All Country World Small Cap Index 報酬比較



或許有些人會提出質疑，認為投資小型股的風險遠高過大型股，安本標準認為這個說法並不完全正確，他們認為整個小型股市場的風險有：

- (1) 流動性風險：一般來說小型公司的股票流動性較差，主要股份都為內部人所有，少部分為外部股東，這樣的風險可以透過主動式建構的投資組合降低，但確實也需付出更高的進出成本。
- (2) 經濟衰退風險：以美國股市來說，規模小的公司在經濟達到高峰後轉趨向下的時期表現都較差，自 1980 年以來的 5 次經濟衰退期間，平均表現落後 5%。
- (3) 信用風險：小型公司的借貸成本相對來說較高，這也就可以解釋為什麼通常在經濟衰退時期，小型股表現相對偏弱；但當利率水準處於低檔或下降期間時，小型股的溢價較高。
- (4) 通膨風險：一般來說，當通膨接近目標，股票價格較高；當通膨太高或太低時，則股票價格較低。而此情形在小型股市場來說，表現更加明顯。

(5) 價格波動：相對於大型股，小型股的股價平均波動較大。

不過，相較於大型股，小型股也有承擔風險明顯較低的部分，像是：

(1) 複雜性：大型公司的體制相對複雜，使管理層難以掌控全局；相反地，在利潤的壓力下，小型公司的單位組成相對簡單，因而可以透過有效率性地要求每個單位專注於創造獲利，為整體公司帶來有效及較高的獲利成長動能。

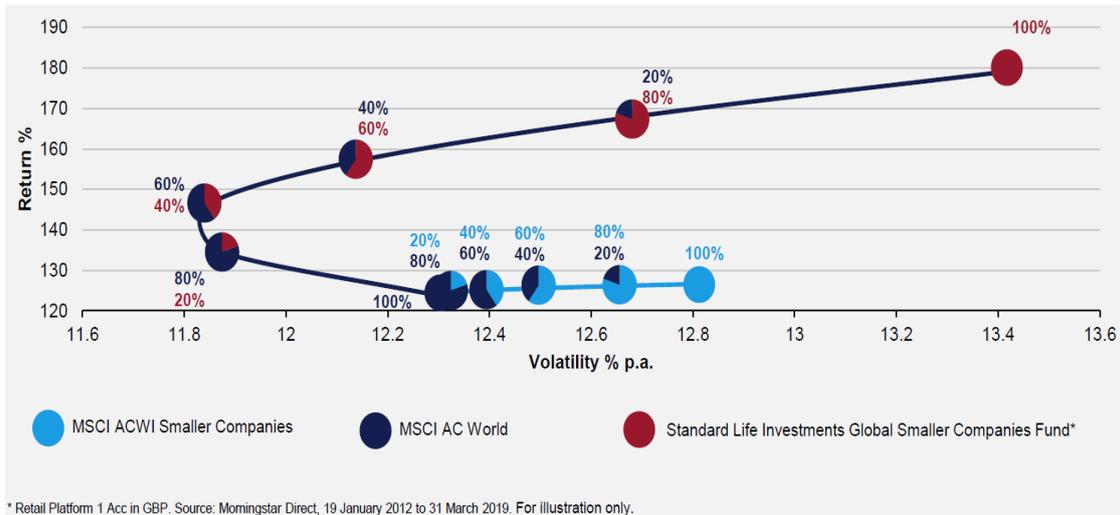
(2) 指數集中性：此為大型股較容易發生的情形。有時當一個特定產業主導整個市場，市場的漲幅將會集中在該相關產業的公司。舉例來說，目前 MSCI 世界指數是由 Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon 與 Facebook 五家科技公司所主導，而他們的市值總計高達該指數的 7.5%；若是區域型、甚至是單一國家的投資組合就會更為明顯，例如韓國三星電子佔 MSCI 韓國指數高達 28%，因此單一大型公司的表現就將影響整個指數投資組合的表現。

(3) 匯率曝險：小型公司的業務來自國內銷售比例較高，而大型公司則常是跨國企業，營運版圖橫跨數國，因此大型公司受外匯市場的影響程度也會比較大。例如，MSCI 美國大型股票指數當中來自國內銷售的比例為 63%，而 MSCI 美國小型公司指數則是高達 78%，說明了大型股在匯市波動較大的情況下，如不能及時轉嫁風險，營收將受到比較嚴峻的衝擊。

對於風險的控制，安本標準認為主動式投資管理是唯一最根本且最安全的解決之道，他們透過圖 11 來應證主動式投資可消弭這個狀況，如果透過扎實的基本面分析來深入研究，用主動式投資策略來建構小型股投資組合，將可有效降低投資組合的風險，且能同時增加部位的報酬。圖 11 中，淺藍色圈圈為 MSCI 全球小型股(被動式策略)、深藍色圈圈為 MSCI 全球大型股(被動式策略)、紅色圈圈則是安本標準－全球小型公司基金(主動式策略)，當選擇在大型股(被動式策略)的投資組合中加入一定比例的小型股(被動式策略)，可

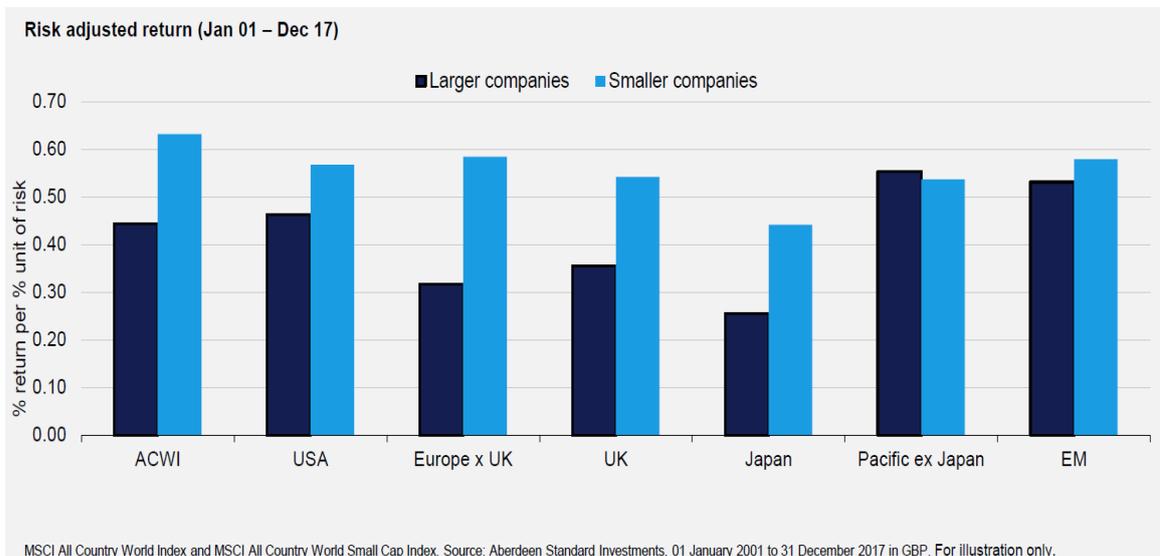
微幅增加報酬，但明顯拉高了波動性；可是如果選擇的是加入一定比例(例如 40%或是 60%)的安本標準－全球小型公司基金(主動式策略)，則可有效提高投資組合報酬，且整體波動度並不會因此而攀升，甚至波動度還更低。

圖 11、在大型股投資組合中加入被動式或主動式小型股的風險報酬變化



另外實證研究也說明，若經過風險調整，其實可發現風險調整後的報酬，小型股於各市場間都是優於大型股(參見圖 12)。且值得一提的是，小型股向來不是投資大眾主流的市場，因此對於主動式投資經理人來說，其實存在更多的投資機會。

圖 12、2001 年 1 月至 2017 年 12 月間
各市場大型股與小型股風險調整後報酬比較

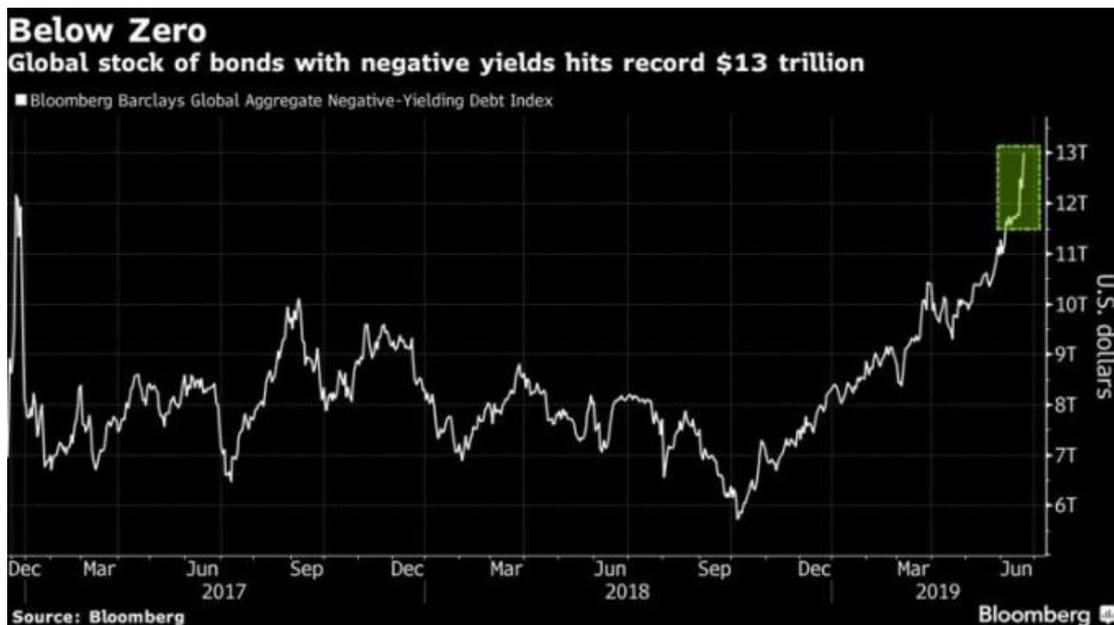


(四) 債券投資

1. 負利率時代的來臨

根據統計，截至今年 6 月，全球有超過 13 兆美元(相當於 25%的債券市場)的未償還債券以負殖利率進行交易，且金額還在持續增加。歐洲的主要經濟體幾乎全淪為負利率區，德國、法國、比利時、瑞士、芬蘭、荷蘭、奧地利、丹麥、瑞典的二年期公債殖利率均跌破零的水準。過去，債權人反過來付款給債務人被視為一種短期的反常現象，但現在，這情形在美國以外的已開發市場中卻已變得司空見慣。

圖 13、全球負利率債券總額突破 13 兆美元



是什麼原因導致負利率？許多市場觀察人士指責歐洲央行和日本央行等以負存款利率向銀行超額存款準備金徵稅，此外，央行的債券購買計劃也使債券在市場上變得更稀少，像是日本央行目前約持有其政府發行的一半債券，歐洲央行則約持有 30%。然而深入研究後發現，央行並非真正的罪魁禍首，在低利率及負利率背後，還有更深層的基本推力，其中最重要的兩項長期推力便是「人口結構」和「科技」。隨著人類平均壽命不斷延長，人們對儲蓄的想法不斷提高，另一方面新科技的出現降低了所需的資本成本，進而減

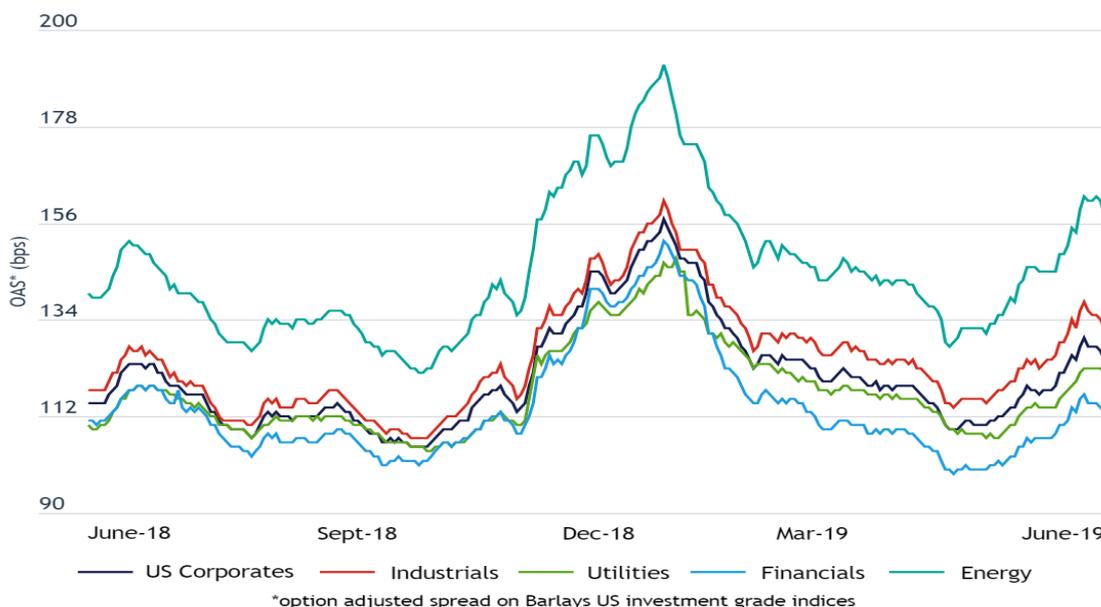
少投資的預期需求，這些推力導致儲蓄過剩，這往往會推動「自然」利率越來越低。

另一個隱藏在儲蓄過剩和負利率背後的可能推力則是「負時間偏好」。過去，經濟學理論認為，人們總是更重視當期消費，而不是未來消費，因此表現出「正的時間偏好」，也因此，當人們放棄當前消費、替未來儲蓄時，總是會要求以正利率作為補償，在這樣的情況下，利率必須越高，才能吸引大眾存錢。然而，隨著平均壽命越來越長，人們預期在退休後還有很長的餘生要渡過，因此，越來越多人表現出「負的時間偏好」，也就是說相較於當期消費，越來越多人更注重退休後的未來消費，而為了透過現在的儲蓄，將購買力轉移到未來，人們願意接受負利率且持續進行儲蓄。

面對市場無風險利差持續向下，信用利差成為債券投資人總收益中的重要來源，然而觀察美國信用債市各產業目前利差水準，雖然在中美貿易戰不確定升溫下有小幅彈升，但除能源產業外，大多都已收窄至歷史偏低水準(參見圖 14)，因此要挑選出具有潛力的投資標的其實較過去困難許多。

圖 14、近一年美國公司債各產業期權調整價差(Option Adjusted Spread, OAS)

Chart 1: Growing global concerns widen option spreads



SOURCE: BLOOMBERG BARCLAYS, ABERDEEN STANDARD INVESTMENTS (AS OF JUNE 2019)

不過安本標準還是提供一些尚存在投資機會的地方，例如：新興市場信用債。在非洲、墨西哥和巴西等地，針對電信、科技和不動產這些新興、快速發展的產業，投資人還是可以找到一些管理良好、市場定位穩固的公司，這些公司的債券價值頗具吸引力，且報酬率高於平均，提供永續長期報酬的前景可期。

而在美國，大部分的人認同公司債的估值已經過於膨脹，然而還是存在一些機會。例如，由於擔心利率上揚對住房需求的影響，美國房屋建商在過去一年營收表現落後，投資人在過去一年避開營造業，對所有房屋建商一視同仁，脆弱企業和較穩健的企業幾乎沒有區別，然而如果仔細檢視，仍可發掘展現強勁和永續成長、在理想地點營運、財務穩健的高品質公司所發行的價值被低估的債券。

至於在歐洲，義大利的政治不確定性是造成 2019 年上半年信用債市場動盪的因素之一，一些高品質的公司債因而降至具吸引力的估值，例如：電信和工業領域，對於擁有強大研究基礎的長期投資人而言，這種波動可望帶來獲利機會。

(五) 另類投資

另類投資涵蓋範疇很廣，凡是非股非債的資產類別，都可以視為另類投資的一種，一般來說，另類資產可分為兩大類，第一類是投資非傳統資產的工具，例如基礎建設、房地產或是私募股權/債券；第二類則是透過創新投資策略投資傳統資產，例如多空操作、套利或槓桿策略。另類投資由於與傳統資產間彼此報酬、風險因子皆不同，相關係數低，在面臨市場震盪時，能有效發揮調節風險、降低投資組合波幅的作用(參見圖 15)，為投資組合中不可或缺的投资項目。

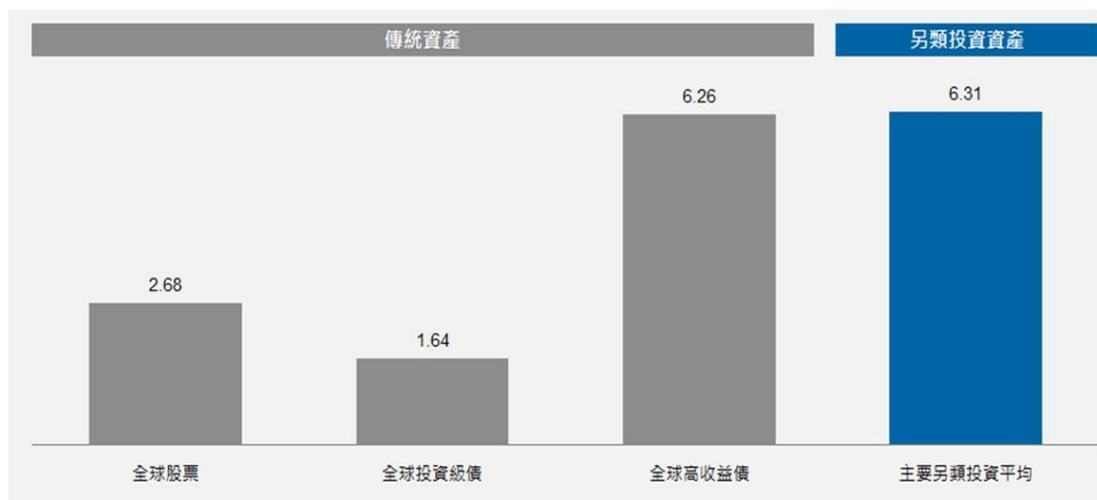
圖 15、十年期各資產相關係數矩陣

	全球股票	全球高收益債	新興市場強勢貨幣債	另類投資平均
全球股票	1.00	0.65	0.39	0.20
全球高收益債	0.65	1.00	0.28	0.24
新興市場強勢貨幣債	0.39	0.28	1.00	0.14
另類投資平均	0.20	0.24	0.14	1.00

資料來源：安本標準投資管理整理，截至2018年底，以美元數據計算。
另類投資相關係數平均為：保險連結證券、絕對報酬策略、商品期貨投資、社會基礎建設、再生能源基礎建設、優先順位ABS相關係數之算術平均。

且由於另類資產的收益率比起純股、或是純債來得更甜美，根據圖 16 所示，另類投資的年平均收益率超過 6.31%，優於全球股票型、全球投資等級債、全球高收益債資產，因此另類資產近年來持續吸引大型機構法人的目光，規模快速成長，預估到 2020 年可望達 13 兆美元。

圖 16、各類資產之收益性比較



資料來源：Bloomberg，截至 2019 年 5 月底，債券類資產收益率為資料擷取當下之殖利率，其餘股票指數與另類投資實例皆為彭博預估之年化股息收益率。

目前，全球經濟擴張步伐已經到達臨界點，政治矛盾及貿易摩擦升溫也左右經濟形勢發展，持續影響貿易和商業投資。在經濟增長放緩、政治及政策前景不明朗之下，安本標準認為適度把另類資產納入投資組合中，一方面能分散股票與

債券的資產配置的風險，為整體資產帶來抗震效果，另一方面又能期待較股或債更具吸引力的收益率，不失為現階段地緣政治風險下的防禦佈局良策。

而安本標準在另類投資這個領域可以說是業界創新的先驅，公司團隊分享了一些市場上較少見的投資方案：

1. 飛機租賃

儘管近期的全球景氣降溫，並發生了一些看似負面之外部影響，搭機旅行的人數仍然持續增加。國際航空運輸協會指出，民航業者的長期年成長率為 5.5%；製造飛機的美商波音集團則預期在未來 20 年，航空運輸的年成長率將超過 4.5%，該公司還預測全球機隊總規模將增為兩倍，新興市場的所得提高，以及中產階級人口增加，預料持續成為最主要的成長動力。

這些數據無疑是航空公司的利多，然而採購新飛機可是一門所費不貲的投資。過去航空公司融資的最主要來源莫過於銀行貸款，通常來自歐洲的商業銀行；然而在金融危機後，這項資金來源開始緊縮。全球經濟的不確定因素加上歐洲主權債務危機，導致了若干銀行永久撤出相關放款業務，而後又有新的法令規範促使銀行業者開始縮減資產負債表的債務規模，這種類型的融資變得更加少見。

如此一來，其他類型的民航機融資，例如營業租賃結構，也就變得受到歡迎。根據這種類型的合約，航空公司在與租賃公司約定的期間內租用飛機，持有物權的租賃公司(出租人)掌握了飛機的單獨所有權，同時，航空公司(承租人)為使用權付費。如果在租約到期時，市場狀況有利，航空公司則可嘗試協商新的租賃合約；萬一市場狀況不佳，則可將飛機返還，不再續約。

租賃公司所承擔的風險，主要有兩項，第一項是航空公司的信用水準維持不墜，第二項是飛機的二手價值不致低於預期水準。業者承擔風險的報酬，源自於民航機租金收入總額高於飛機直接採購成本的差額，這種做法越來越受歡迎。根據 CAPA(機隊資料庫中心)數據統計，目前世界上的現役民航機，

約有一半是透過租約訂立的方式來投入營運。

租賃公司傾向於直接向波音和空中巴士等製造商採購飛機；若干大型的出租人乃是民航機製造商的重要客戶，具備良好議價能力，得以爭取優渥折扣。他們透過股權及舉債(60%~70%的貸款成數相當常見)獲得採購所需資金，此外亦有許多出租人選擇了成立基金，吸引外部投資人參與，募集所需股本，像是英國的第一檔民航機租賃基金，就成立於 2010 年，迄今共有五檔類似基金在倫敦證券交易所(LSE)掛牌，總市值合計 15 億英鎊，這些基金投資於雙走道客機，並將其租賃予阿聯酋航空、阿提哈德航空、挪威航空和泰國航空等多家民航業者。而上述這些就是安本標準介入投資之標的所在。

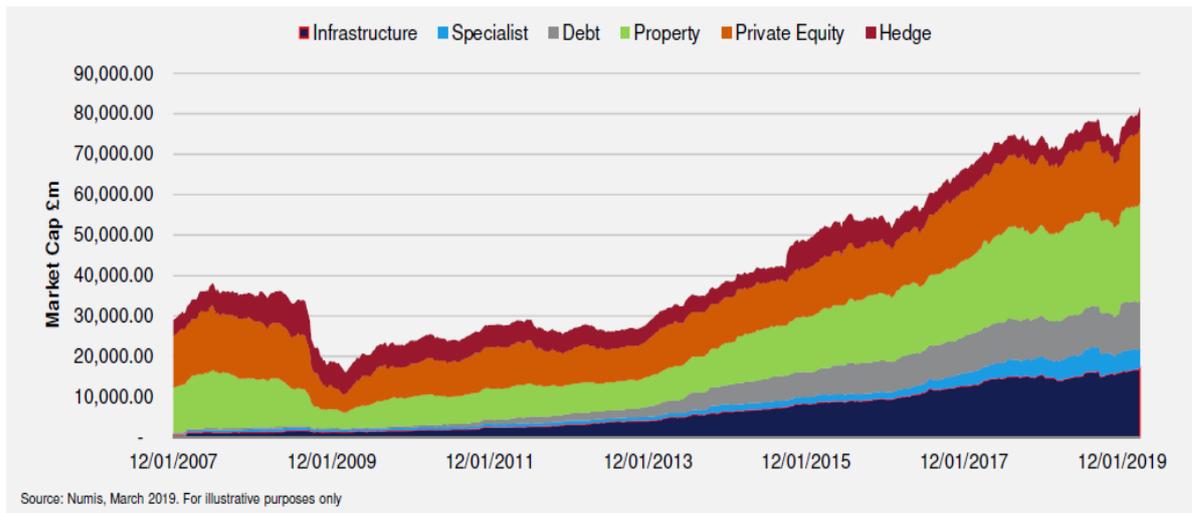
而出租人則使用航空公司支付的租金，償還各項債務、支付基金成本，並且支付股利給股東。倫敦證交所上市基金的目標，是每年均能支付約 8%~9% 的股利。此外，在租賃合約到期後出售飛機，還有可能獲得額外的資本報酬。

安本標準認為，這種投資案能否成功，取決於兩項關鍵：承租人的信用水準維持不墜，以及飛機的二手價值是否能保持一定水準。因此公司提到投資的訣竅在於持續監控租賃公司正在進行的交易、大型雙走道客機次級市場的健全程度，以及航空公司信用水準是否穩定，而這些都仰賴內部的專業研究團隊。

2. 有掛牌上市的另類資產

低利率的環境，讓許多投資人不停在市場尋找收益。過去流動性不足的另類資產，在市場需求推動以及券商的協助下開始掛牌上市，提供投資人更方便參與這個投資項目的管道，由圖 17 可見，倫敦證券交易所掛牌的另類投資資產規模從 2015 年以來呈現爆炸式的成長，且可供投資的類型選擇眾多。

圖 17、倫敦證交所上市的另類投資資產規模



這些新型態的另類資產，透過上市投資信託成為可投資的工具，其實就像是 REITs(不動產投資信託)、投資信託以及其他企業架構一樣，甚至擁有許多共通之處。首先，它們都於股市掛牌交易；其次，它們也都擁有公司架構，雖然說名為信託，但其實本體依然是公開上市之公司，一樣有董事會成員，能夠回覆股東疑慮，亦負責招募經理人以執行信託之投資策略，同樣也受限於與其他上市公司相同的治理規範。

除此之外，這些新型態另類資產上市投資具備封閉性質，就像一家公司一樣，信託發行數量固定的股份；股票的發行以及股票回購皆由董事會所掌管，這架構提供了永久性的資本結構，使它們能投資於像是基礎建設或私募股權等流動性低的投資項目。

這些上市的新型態另類資產主要的交易方式是掛牌交易，因為新股發行與股份回購並不常見，因此投資人大多透過交易所買賣它們的股份，維持資金的流動性。不過，這可能使股價與實際資產的淨值估價有所偏離，在不同的時間點，可能造成溢價或折價的情形。

新型態的上市另類資產如何為股東賺取報酬？它們購入缺乏流動性的實質資產，透過這些資產提供第三方服務並收取年費，將收益來源緊扣至優質且具長期經營的投資標的，甚至能達到抗通膨或與經濟景氣循環脫鉤的效

果。典型的例子像是社會基礎建設基金所擁有的公立學校或醫院；飛機租賃基金將飛機承租給航空公司；以及再生能源基金所擁有的太陽能或風力發電廠，透過合約銷售能源至電力公司等等，都是獲利的方式。

另外也有些信託提供參與特定利基型機會的管道，像是訴訟融資、醫療保健專利權以及保單連結證券等。一般被稱為「巨災債券」的保單連結證券，透過發行涵蓋一段特定期間的合約，將保險公司的部分金融風險自再保公司或保險人移轉至投資人，若在合約到期前並未有任何天災或其他特定事件發生，投資人就可以收回投資本金及利息。

還有，市場上也逐漸出現一些聚焦於賺取比投資級公司債或政府公債更高報酬的債券型基金。這包括專攻全球銀行貸款、不動產抵押貸款證券，以及 P2P 借貸平台的基金。P2P 借貸平台是新型態的放款方式，成長備受期待。Funding Circle 就是其中相當具規模的 P2P 平台之一，透過開創新的科技平台，使其放款成本低廉，能提供比商業銀行更具競爭力的中小企業放款利率。

3. 不動產投資

安本標準的不動產投資團隊遍及多國，他們在全球 19 個城市駐紮進行在地投資，管理超過 1,600 個物件，管理資產規模達 425 億英鎊，為歐洲最大不動產管理機構之一。

提到歐洲不動產市場的現況，安本標準認為歐洲整體經濟成長趨疲，不過尚未走向衰退。預期 2019 年經濟成長率為 1%、2020 年 1.2%、2021 年則為 1.3%；通貨膨脹表現持平。歐洲不動產市場預估也可能同步趨緩，惟亦非大幅修正，包括商辦、零售、住宅、物流/工業各類市場的走向將出現分歧。

其中商辦市場與物流市場的表現仍屬穩健。商辦市場整體展望維持正向，主要原因為供應吃緊。在 2019 年第一季度，約三分之二的歐洲城市商辦空置率呈現下滑，平均值來到 6.9%，屬歷史新低，舉例而言，巴黎商辦的空置率僅有 1.8%，柏林則為 2%，承租人沒有太多選擇，因此使歐洲商辦在過去一

年(截至 2019 年第一季底)平均上漲 3%。不過以結構性變化來看，金融服務業可能為商辦市場帶來不確定性，原因是歐洲銀行在過去數年受到獲利壓縮影響，一直承擔整合與改革壓力。除此之外，長期而言員工所使用的樓地板面積也在縮小，原因來自於彈性工作場所(Remote Working)的趨勢逐漸興盛。

零售不動產市場則持續受到電子商務加速成長帶來的負面衝擊。在歐洲大陸，約 10%的零售銷售活動是透過網路平台完成，且年成長率達 9%，也因此零售不動產市場深受挑戰，歐洲高端商店大街的年租金成長率在 2019 年第一季下跌，此為過去 10 年來首見。

而物流市場為市場新星，租賃需求來自各類產業，不過電子商務相關案件佔整體市場 20%。該市場開始出現許多投機型開發案搶進，但這些開發案絕大多數尚未找到承租戶，主要的租屋成長仍集中於精華地帶與市郊據點。

住宅市場則擁有結構性成長潛力，驅動因子為供給短缺與都市化加速發展(集中於特定城市)。不過近期數個國家開始提出的租金控管法案可能帶來短期市場壓力。

對於歐洲不動產市場的投資趨勢，安本標準提到由於整體市場趨緩，目前的歐洲不動產市場投資活動更加聚焦於特定主題與資產品質。他們認為除了要注意經濟週期對不動產市場帶來的影響，另外也應該注意以下這些結構性變化，來尋找尚存在機會的投資主題。重要的結構性變化包含：

- 環境與氣候變化
- 公司治理與股東參與對話，對資訊透明的要求提高
- 人口結構變化，包含人口成長率、都市化發展等
- 科技與基礎建設變化對於人類生活與工作帶來的巨大改變

根據上述變化，安本標準建議可關注的歐洲不動產投資主題有：

- (1) 商辦市場：過去兩年商辦市場基本面強健，是成長焦點，也因此收益率相對收窄，所以應該避開已經價格高漲的第一級核心商辦大樓，而從資

產管理加值角度來尋找位於好地段高品質的物件，包括一些尚有空置的短租型物件。

- (2) 工業與物流市場：這類資產的價格在過去 12~18 個月也快速上升，但安本標準認為結構性變化帶來的需求讓這類資產仍能提供優異的風險調整後報酬，不過物件選擇的重要性也提高。建議聚焦於市郊或者位於精華軸心地點，且供給有限的區域物件。
- (3) 住宅市場：儘管政府租金管控會對住宅不動產市場帶來影響，但是一些持續發展的精華城市，供給短缺仍將是支撐且推進該區域住宅不動產市場的驅動力，這類贏家城市(Winning Cities)也是住宅不動產投資可聚焦的主題。一般而言安本標準對該類贏家城市的篩選評估項目包含該城市的基礎建設、生活品質、GDP 成長率與規模、不動產市場透明度與易投資程度、物件供給與氣候狀況等。
- (4) 零售市場：儘管零售市場不受市場看好，但是位於交通便利地點的便利型商店與品牌體驗展場等零售不動產物件仍有一定的發揮空間，只要避開大型購物中心或者傳統高端商店街即可。
- (5) 長期穩定收益提供者：由於歐洲央行態度再度轉為鴿派，在低利環境中持續尋求收益，仍是機構投資人的重要目標。也因此，安本標準觀察到市場中對於能夠提供更長期間穩定租金收益的不動產物件的興趣度明顯提高。傳統歐洲的租賃市場通常契約期限少於 12 年，但現在市場上可以看到許多的契約年期已拉長，可能發生於售後租回 (sale and leasebacks)、提前融資(forward financing)、或者某些傾向長期駐守特定地點的產業租戶，例如飯店、政府辦公大樓等。若佈局於這類可長期提供與通膨連結穩定現金流的標的，可讓不動產投資組合的波動度降低，並且擁有具吸引力的風險調整後報酬。

(六) 社會責任投資

與在德意志資產管理的研討會相同，安本標準也將社會責任投資納入投資論壇的討論議題，顯見社會責任投資的重要性與日俱增。

探究其原因，安本標準認為有以下三項重要因素：

1. 全球面臨多數挑戰帶來有別以往的投資契機

- (1) 氣候變遷：動物棲息地消失、海平面上升、氣候極端等問題。這帶來了像是再生能源、增加能源使用效率、電動車、適應環境變遷之服務等商機。
- (2) 非永續的製造與消費行為：有限水資源、廢棄物、能源耗用等問題。這帶來了像是可永續經營之農業模式、水資源管理、材料創新、循環經濟、回收、廢棄物管理等投資機會。
- (3) 社會不平等持續擴大：教育、食物、性別、基本人權、醫療護理、雇傭關係等議題。這帶來了像是教育普及化、金融服務、高營養飲食、平價住宅、醫療資源、條件平等的雇傭關係之投資機會。

2. 投資人的改變

隨者千禧世代(Millennials)逐漸步入社會，未來將有三十兆美元的資產由千禧世代來管理，千禧世代對於數位科技的敏感度、對於環境與社會議題的意識、對於社會應為「共享(Sharing)」而非「所有權(Ownership)」的思維、對於企業應在財務結果與對社會與環境造成之影響之間取得平衡的期待，將會逐漸改變未來投資世界。

此外，女性的參與也帶來不同的投資思維。因女性平均壽命較長且勞動市場參與率持續升高，女性的經濟能力將持續成長，加上女性具備風險趨避、長期思考、傾向選擇社會責任投資主題、希望所投資的每分錢都能改變世界等特性，長期來說亦將改變整體投資人的想法。

3. 聯合國的全球永續發展目標

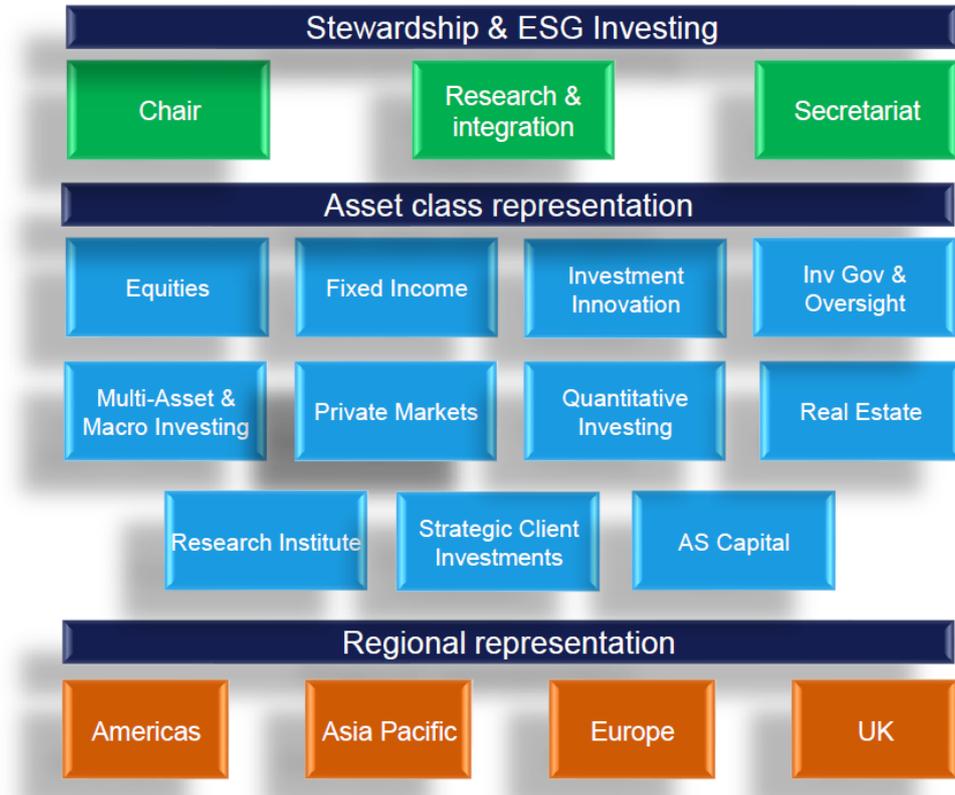
2000 年聯合國高峰會通過千禧年發展目標(Millennium Development

Goals, MDGs)計畫，期望在 15 年內實現八大目標以解決開發中國家貧窮所衍伸的相關問題，包括：消滅貧窮饑餓、普及基礎教育、促進兩性平等、降低兒童死亡率、提升產婦的保健、對抗病毒、確保環境永續、全球夥伴關係。而到了 2015 年，聯合國加碼提出了十七大項永續發展目標(Sustainable Development Goals, SDGs)，訂下下一個 15 年的方向，同樣旨在解決開發中國家與已開發國家所面臨的發展問題，該十七大項目標為：解決貧窮、杜絕飢餓、健康、教育、性別平等與婦女權能、乾淨水資源與環境衛生、可負擔之乾淨能源、經濟增長、基礎設施與工業化、可永續發展之城市與人類住區、永續的生產與消費模式、針對氣候變化的對應措施、海洋生物與資源之保育、生物多樣性、和平與正義、全球夥伴關係。

上述之永續發展目標逐漸不但被全球所認可，在投資人眼中，這些因素的重要性也日漸增加。考慮 SDGs 因子不但能盡投資中最根本的忠實義務，亦能辨別出企業的風險架構是否適合長期投資、未來環境或社會動盪的外部變數是否將影響到企業獲利等面向。

而安本標準其實非常認同社會責任投資的理念，且在社會責任的領域深耕得很早，具備豐富的經驗，早在 1993 年，標準人壽就創立了企業治理團隊，安本資產管理則是於 1994 年發行了第一檔責任基金。為了追求最佳的長期投資結果、建構一致的投資流程、確保社會責任投資(ESG)風險因子能整合至所有資產類別的投資流程，安本標準還自各個不同資產類別的經理團隊挑選幾名成員，組成 ESG 投資高峰會(參見圖 18)，監督相關活動。

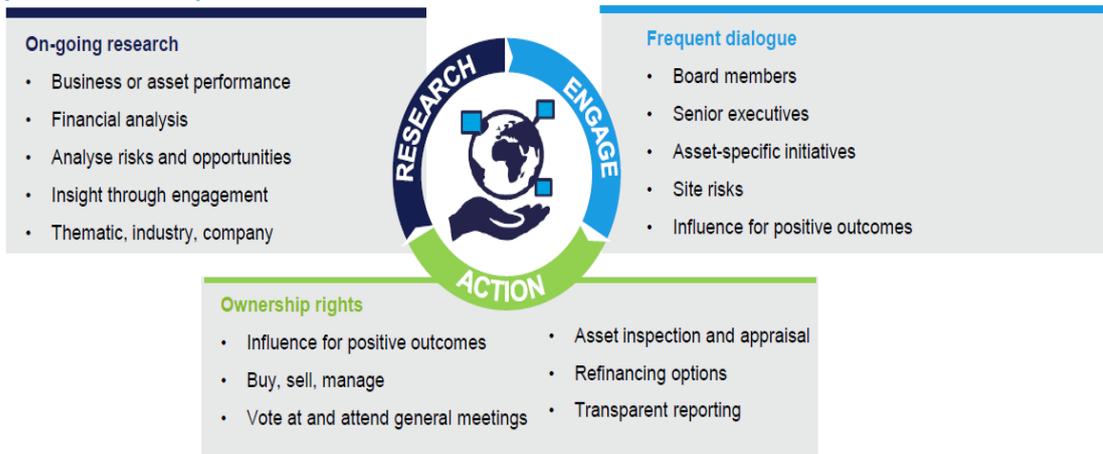
圖 18、安本標準投資管理 ESG 投資高峰會成員



對於社會責任投資，安本標準的哲學為：積極使用股東權益、與公司對話(至今對管理階層投出超過 6,000 張反對票)、提升客戶的投資結果。公司的主動式盡職治理循環如下所述(參見圖 19)，他們相信透過對企業深入的 ESG 評估與互動，風險調整後的投資報酬將能被優化。

1. 持續性的研究(企業或資產表現、財務分析、風險與機會分析、透過與企業互動而得到之見解、主題性研究、產業性研究與公司研究)
2. 頻繁的與企業互動(與董事會成員和高層管理階級對話、實地勘查、針對特定資產的主動提倡)
3. 行使股東權利(投票權、參加股東大會、買進賣出股票、要求企業改善)。

圖 19、安本標準的主動式盡職治理循環



參、心得與建議

過去十年間，國際經濟環境有了巨大的轉變，各國經濟、金融、財政、政治、社會各方面問題盤根錯節，帶來許多非預期的結果，相對也提高金融情勢的影響性。當前全球為避免經濟衰退，除美國出現二、三年的升息循環，現也已結束外，各主要國家持續採取量化寬鬆的貨幣政策，經濟雖仍有所增長，但似已進入末升階段，金融資產價格波動加劇，各國經濟出現疲態，加上以美中為首的全球貿易緊張關係，資產管理的難度及重要性與日俱增。

本次參加德意志資產管理公司以及安本標準投資管理公司之共計二場研討會課程，講師皆為該二投資公司內的經濟學家、基金經理人與策略分析師，課程內容豐富多樣，不僅探討現階段國際總體經濟情勢與美中貿易看法外，亦就不同資產類型與不同市場，學習新的投資觀念及投資趨勢，尤其 ESG 社會責任投資，在歐洲已形成風潮，另外另類投資在會議中我們也見到更多的新投資商品與機會，這些新的投資工具未來投資規模成長性高，績效表現亦不錯，開拓提供不同的投資想法，實有助政府基金在進行資產管理上深度與廣度之提升。