

出國報告(出國類別:開會)

參加駿利亨德森投資(Janus Henderson
Investors) 2019 亞洲法人機構教育
訓練研討會報告

服務機關：臺灣銀行信託部

姓名職稱：董祐君 領組

陳敏夫 高級辦事員

派赴國家：新加坡

出國期間：108年6月23日至6月29日

報告日期：108年8月6日

內容摘要

本次參與之研討會，係由駿利亨德森投資(Janus Henderson Investors)針對亞洲法人機構所舉辦，地點位於新加坡。研習課程首先是駿利亨德森投資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、美中貿易戰爭、市場看法分析，再擴及至權益證券、房地產權益證券、固定收益以及健護產業等，就市況、未來展望、投資策略作詳盡的評析。另外，該公司安排參觀交易室，且針對不同主題，與會人員和投資經理人直接面對面對談，相互交流增加多元投資角度的觀點與見解。

目 錄

	頁次
壹、 目的	1
貳、 過程	2
參、 內容	3
肆、 心得與建議.....	38
伍、 資料來源.....	39

壹、目的

駿利資產管理集團與亨德森全球投資，於 2017 年合併成立駿利亨德森投資（Janus Henderson Investors），總部位於倫敦，為一獨立經營的資產管理公司，並在紐約證交所與澳洲證交所同時掛牌上市。主要運用主動式投資管理，致力為客戶提供多元的產品，投資領域涵蓋各大資產類別，投資團隊遍佈世界各地，服務對象包含全球一般與機構投資人，全球據點位於 27 個主要城市、超過 2,000 名員工及達 360 名以上之投資專家，管理資產逾 3,573 億美元（截至 2019 年 3 月 31 日），投資類別涵蓋全球股票、固定收益、多元資產和另類投資，投資團隊針對不同資產類別，動態採取合適的組織結構與運作方式，並針對全球客戶的投資需求，規劃與管理投資產品，風險管理及監控亦為投資方針重要的一環，以量化模式執行，在風險受控範圍內適當及靈活地作出投資決定，以確保所承擔的風險符合客戶預期以及投資經理人理念。在全球金融市場高度波動之際，政府基金如何於中長線投資當中有效管理風險（安全性）與維持穩健收益（收益性），為資產配置重要課題。透過此次教育訓練，希望運用國際資產管理公司投資團隊的經驗，了解經理人的選股(債)流程及操作理念。另外，本次研習過程中有安排與其他機構法人及駿利亨德森投資團隊進行交流，進而瞭解各類型資產之投資策略、風險控管和投資機會，對本行辦理政府基金投資運用能力之提升助益良多。

貳、過程

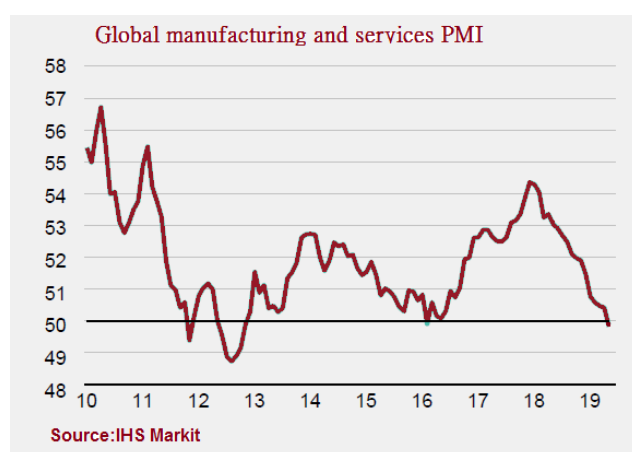
本次參與之研習課程由資產管理公司－駿利亨德森投資（Janus Henderson Investors）所主辦，研習地點於新加坡。研習內容主要項目，包含權益證券(Equity)、固定收益證券(Bond)、房地產(Property)及全球多元資產(Multi-Asset)投資等，透過駿利亨德森投資團隊的分享，除能得到最新的市場動態、駿利亨德森投資策略及流程外，亦對其投資標的交易流程及風險控管進行介紹，並安排參觀駿利亨德森投資的交易室，瞭解交易室環境、交易人員分工以及實際交易實務等流程，讓我們與其交易室長官、同仁相互交流；此外，當講師結束課程後，與會機構法人會對該主題進行提問互動，以深入瞭解投資細節，最後並分享各自投資經驗及選擇投資標的方法，此課程對政府基金操作上獲益良多，在面對多變的金融環境下，未來操作上需更具靈活度。

參、內容

一、全球資本市場現況與展望

在美中貿易衝突的背景之下，全球資產價格受挫，經濟成長力道浮現隱憂。而華為爭議亦凸顯全球前兩大經濟體的衝突遠比預期廣泛。隨著中國大陸與歐美國家出現策略性衝突，未來幾年的投資環境預計轉淡，即使貿易戰休兵，後續影響依舊難解。美中貿易緊張氣氛已對全球景氣造成大幅衝擊，今明兩年全球經濟預期維持疲弱，甚至走低。在此背景下，全球經濟急需新一波的利多政策。就美國而言，關鍵在於聯準會是否會提前降息，或是需要看到經濟數據疲弱才會出手。從下圖一-1 所示，5 月份全球製造業採購經理人指數降至 49.8，創下 2012 年歐債危機以來的新低。全球製造業指數出現全面性的跌幅，指數目前低於長期平均的國家佔了 75%。指數若要止穩回升，必須等待美中貿易戰休兵或各國央行推出因應的政策，因此，兩者成為目前市場所關注焦點。

圖一-1 全球製造業採購經理人指數(PMI)

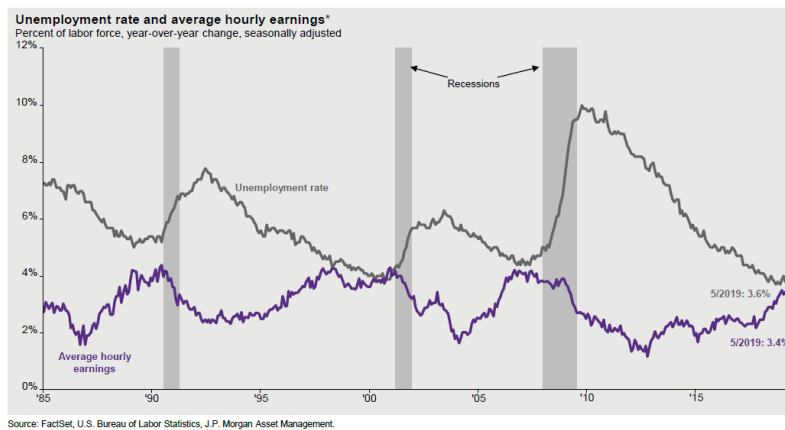


(一) 美國

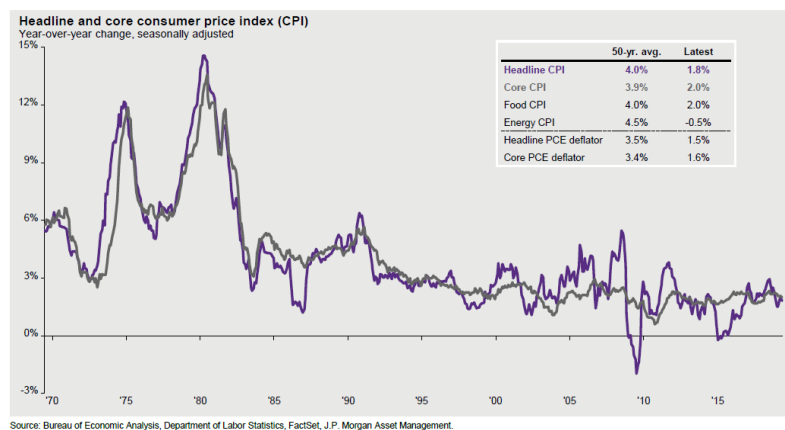
美國經濟今年前兩季表現正向，6 月非農就業人數增加 22.4 萬人，失業率由 3.6% 微升至 3.7%，但勞動薪資溫和成長，整體勞動數據佳(圖一-2)。通膨部

分，6月CPI年增率1.6%、PPI年增率1.7%，皆處在2.0%通膨設定目標之下(圖一-3)。就業市場強勁，帶動消費力道，加上物價穩定，因此聯準會有寬鬆貨幣政策的空間。而隨著美中貿易戰愈演愈烈，預計美國經濟未來幾個月將面臨明顯衝擊。中國大陸與墨西哥名列美國前3大貿易夥伴，如今在美國課徵新關稅與增加關稅之下，未來將對經濟造成更大影響。除非再度祭出利多政策，否則經濟成長力道將會減弱，亦有可能大幅走低。現階段市場關注聯準會是否會採取寬鬆措施？寬鬆措施又能否為經濟帶來緩衝？倘若聯準會如以往做法，等待數據證實經濟走緩才出手，激勵政策可能已無力提振經濟。倘若聯準會決定採寬鬆措施，則時間點愈早愈好，目前市場預期聯準會將在夏季開始，且會積極降息，以便抵擋貿易戰的負面影響。

圖一-2 美國就業及薪資



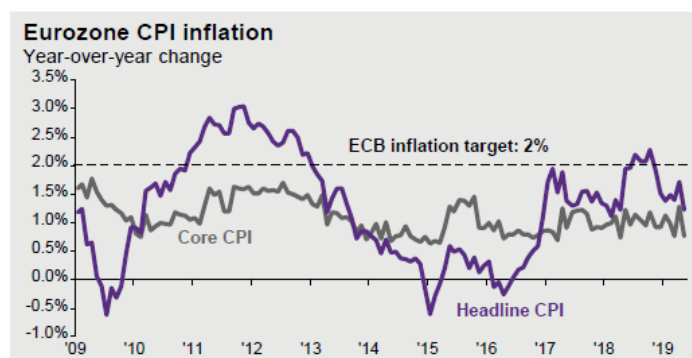
圖一-3 美國整體及核心消費者物價指數



(二) 歐洲

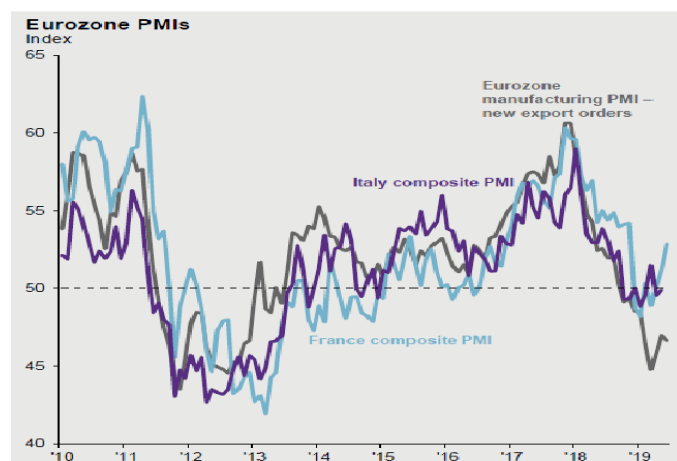
歐洲近期經濟數據好壞參半，歐元區首季 GDP 季增率為 0.4%，IMF 預測歐元區全年 GDP 成長率為 1.3%、ECB 則是 1.1%。歐元區 6 月 CPI 年增率為 1.3%，仍低於央行目標區 2.0%，顯示歐元區通膨走勢遲滯但未有通縮疑慮(圖一-4)。5 月工業生產雖然優於市場預期，但通膨偏低，加上 6 月製造業 PMI 表現不佳(圖一-5)，出口訂單驟減，導致經濟成長趨緩。歐洲央行(ECB) 官員近來頻頻發表鴿派言論，聲稱歐洲通膨依然低迷不振，若必要將會進一步寬鬆政策來提振物價壓力。這些言論似乎暗示 ECB 很可能在 7 月就會釋出降息訊息、9 月調降利率，以及在 12 月重啟 6,300 億歐元的債券購買計畫。雖然歐元區經濟成長前景持續黯淡，但預計只會放慢，在 ECB 未來可能寬鬆的貨幣政策下，歐元區出現經濟衰退的機率不高。

圖一-4 歐元區消費者物價指數



Source: FactSet, J.P. Morgan Asset Management; (Left) J.P. Morgan Economic Research, Markit;

圖一-5 歐元區採購經理人指數

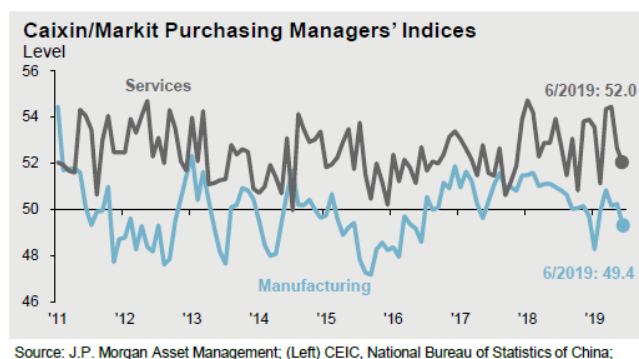


Source: FactSet, J.P. Morgan Asset Management; (Left) J.P. Morgan Economic Research, Markit;

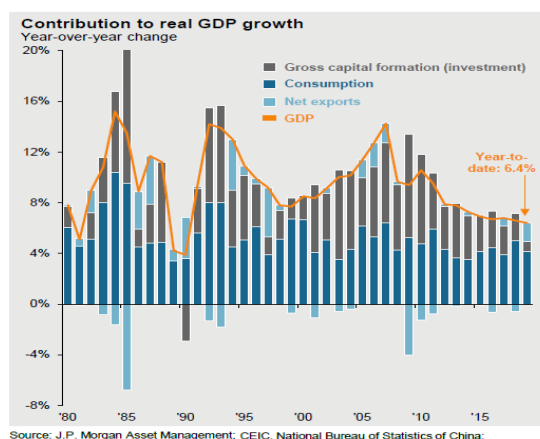
(三) 中國大陸

受到美中貿易戰的衝擊，中國大陸內外需求皆衰退，以中小民營企業為樣本的財新 6 月製造業採購經理人指數 (PMI) 為 49.4，落在景氣分水嶺之下，指數也創下五個月來的新低。美中貿易爭端擴大，讓製造業 PMI 指數持續下滑(圖一-6)。此外，受到美中貿易戰的拖累，中國大陸今年資本支出預計易降難增，隨著資本支出持續疲軟，中國大陸 2019 年官方實質 GDP 成長率預計約 6.4%，低於 2018 年的 6.6%(圖一-7)。因此，市場預期未來中國大陸將持續寬鬆貨幣與財政政策，以期減緩經濟走低壓力，焦點放在有利於穩定經濟的措施，例如啟動基礎建設方案與寬鬆房地產資金等。倘若經濟數據大幅低於市場預期，則政策寬鬆的效果可能低於預期，進而危及今明年經濟穩定態勢。若美中貿易協議內容不見實質進展，甚至協商破局，則對中國大陸經濟亦是潛在利空。

圖一-6 中國大陸財新採購經理人指數(PMI)



圖一-7 中國大陸實質國內生產毛額成長貢獻

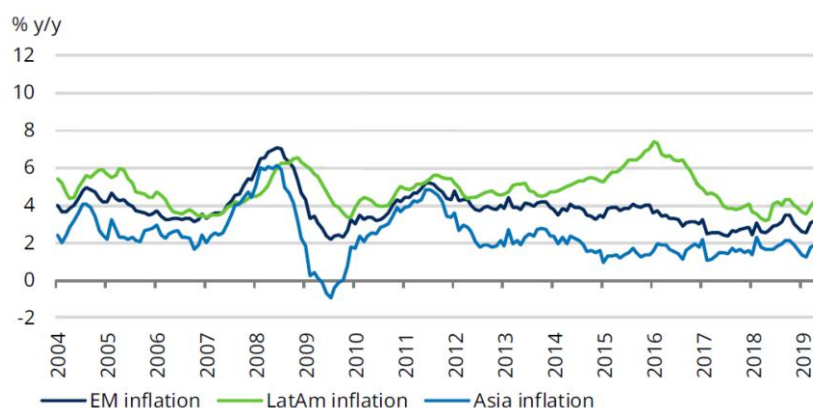


(四) 新興市場

在全球貿易走緩與科技業景氣週期反轉的背景之下，新興市場預計持續面臨經濟走緩的困境。其中亞洲各國的通膨率低於預期，有一部分是反映去年油價下跌的影響，一部分則是食品價格與核心通膨率的走弱所造成。通膨率持續的滑落，隨著匯率相對穩定，加上聯準會的展望立場轉為鴿派，有助於市場重新評估亞洲各國的貨幣政策將轉向寬鬆。

以拉丁美洲為例，巴西與阿根廷的經濟復甦力道低於預期。巴西政局紛擾，衝擊企業信心與消費力道。阿根廷則受到披索波動與選舉變數的拖累，景氣回溫腳步放慢。隨著全球各國央行立場轉趨鴿派，拉丁美洲國家央行得以考慮降息，藉此抵擋外部利空風險。許多央行的立場已轉趨鴿派，部份國家更可能在年底前降息。對於新興市場央行而言，寬鬆政策可能伴隨著貨幣貶值以及通膨上升而傷害國內貨幣，其中的關鍵是與美國的利差，這也是許多新興市場央行在 2018 年決定升息和縮短寬鬆的原因。從下圖一-8 新興市場通貨膨脹率可以發現，現階段各國的通膨仍在相對低點。然而由於聯準會可能在任何全球成長減緩的情況下重啟寬鬆政策，成長疲弱通常造成通貨緊縮的壓力，而新興市場貨幣已在 2018 年大幅貶值，這也提供了新興市場各國央行更大的政策調整空間，因此在成長減緩的情況下，寬鬆政策很可能是新興市場未來的一個選項。

圖一-8 新興市場通貨膨脹率



Source: Thomson Reuters Datastream, Schroders Economics Group. 25 June 2019.

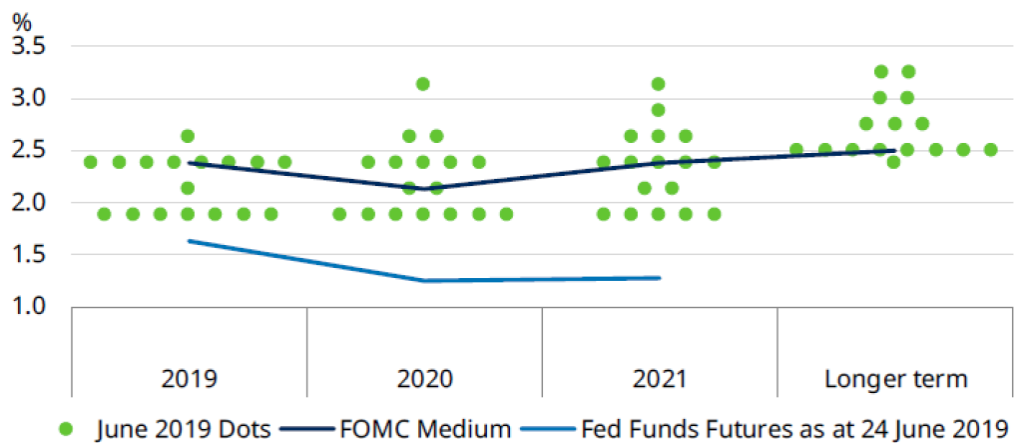
二、聯準會將於 2019 年下半年啟動降息週期

聯邦準備理事會主席鮑威爾，在 6 月的聯邦公開市場委員會(FOMC)會議上，釋出了超乎市場預期的鴿派訊息，表示聯準會已經做好準備，願意在必要時適當地放寬貨幣政策。

(一) 聯準會降息可能性大幅提升

市場對於利率的預期隨著聯準會態度轉鴿而大幅改變，過去一個月利率的預期變化相當巨大。相較於五月初市場未對利率變化有重大預期，目前市場利率期貨價格已反應美國利率將於年底降低 75 個基點的預期。預期的改變主要來自對全球經濟成長的疑慮和中美貿易戰所導致。美國聯準會六月利率決策會議中，十七位 FOMC 委員中有七位委員認為須在 2020 年末調降利率。從下圖二-1 聯準會利率點陣圖和市場預期顯示，利率點陣圖的中位數顯示 2020 年將會降息，但這仍然晚於目前的市場預期。

圖二-1 聯準會利率點陣圖和市場預期



Source: Thomson Reuters Datastream, Schroders Economics Group, 25 June 2019 (g0080).

(二) 兩種不同類型的降息週期

聯準會啟動降息週期對風險資產的影響，可藉由分析 1981 至 2007 年間聯準會過去的八個降息週期，歸納出聯準會的降息週期分為兩大類：預防型降息

週期（insurance cycles），以及衰退型降息週期（pre-recession cycles）。預防型週期是指聯準會降息時，經濟並非已經陷入衰退，而是面臨成長阻力。衰退型週期是指聯準會降息時，經濟正陷入衰退或已經陷入衰退。從下圖二-2 所示，1981 年以來美國八個降息週期，正好一半是預防型，一半是衰退型。

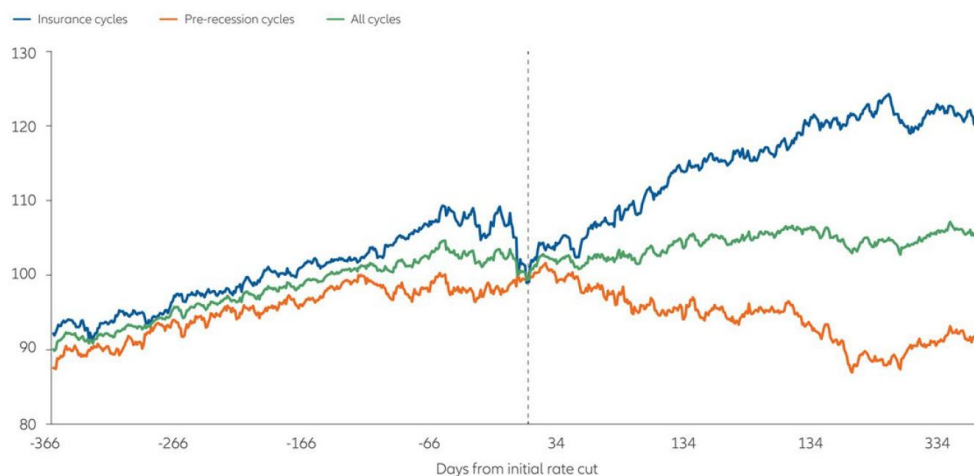
圖二-2 聯準會兩種降息週期類型

Fed Funds target rate %						
Start	End	Days	Start	End	Change	Type of cut
6/1/1981	12/15/1982	562	20.00	8.50	-11.50	Pre-recession
10/2/1984	8/19/1986	686	11.75	5.88	-5.88	Insurance
10/19/1987	2/10/1988	114	7.25	6.50	-0.75	Insurance
6/5/1989	9/4/1992	1187	9.75	3.00	-6.75	Pre-recession
7/6/1995	1/31/1996	209	6.00	5.25	-0.75	Insurance
9/29/1998	11/17/1998	49	5.50	4.75	-0.75	Insurance
1/3/2001	6/25/2003	903	6.50	1.00	-5.50	Pre-recession
9/18/2007	12/16/2008	455	5.25	0.25	-5.00	Pre-recession
Average		321			-4.61	

Source: Bloomberg, July 2019

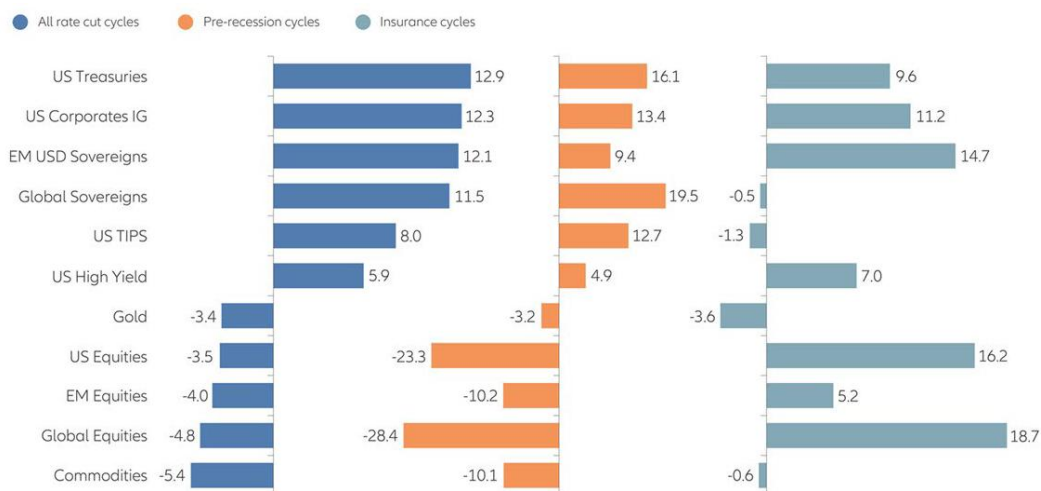
依過去歷史經驗顯示，預防型與衰退型降息週期期間的市場表現顯著不同。預防型降息週期啟動後一年之內，標準普爾 500 指數的平均報酬率為 20.4%；衰退型降息週期啟動後一年之內，該指數的平均報酬率是-10.2% (圖二-3)。這種差異顯示，美國經濟週期不同階段，決定了風險資產對接下來聯準會降息週期的反應。兩類降息週期期間的投資報酬差異主要呈現在股票上：美國、全球和新興市場股票，在預防型週期中的表現均大幅優於在衰退型週期中的表現 (圖二-4)。有些資產類別則是無論遇上什麼類型的降息週期，表現都差不多。固定收益資產在預防型和衰退型週期中一般都有良好表現，而實體資產（例如黃金和大宗商品）則是在兩類週期中通常都表現不佳。如果以產業分類，景氣循環股（例如科技、工業、非必需消費）通常在預防型週期中表現出色，防禦性較強的類股（例如醫療、必需消費）則表現落後。遇到衰退型降息週期，情況則是通常反過來：景氣循環股表現落後(圖二-5)。

圖二-3 降息之前與之後一年標準普爾 500 指數表現



Source: Factset, June 2019.

圖二-4 聯準會降息週期期間各類資產相對於現金的額外報酬%



Source: Bloomberg, Datastream, June 2019

圖二-5 標準普爾 500 指數各類股在首次降息後一年內的表現

	Insurance cycles	Pre-recession cycles	Differential
Technology	39.9%	-21.8%	61.7%
Health Care	14.7%	-10.4%	25.2%
Energy	16.5%	-11.4%	27.9%
Financials	18.3%	-30.1%	48.4%
Cons Discr	20.3%	-13.4%	33.6%
Materials	6.0%	-3.6%	9.6%
Industrials	23.7%	-14.8%	38.5%
Cons Staples	11.0%	-0.9%	11.9%
Comm	25.3%	-25.2%	50.5%
Utilities	0.6%	-21.2%	21.8%

Source: Factset, June 2019.

(三) 本次降息週期為「預防型」降息

目前全球經濟(包含美國)，成長皆在放緩，但估計不會變成負成長。雖然現階段經濟已變得比以前脆弱，同時貿易戰和地緣政治風險持續干擾市場，但市場普遍認為未來六個月間衰退風險並非迫在眉睫，而聯準會預計將在未來六個月間啟動降息週期。

雖然美國經濟成長率預期將從 2018 年的 3% 降至今年接近 2% 的水準，2020 年再跌破 2%。製造業採購經理人指數(PMI)和經濟合作暨發展組織(OECD)領先指標亦持續走弱，而標準普爾 500 指數成分股獲利成長率今年預期將降至個位數，遠低於去年的 20%。但是，美國經濟的關鍵支柱「消費」，目前仍保持強健。這點相當重要，因為美國本地消費貢獻了美國國內生產毛額(GDP)近 70%。此外，美國失業率目前為 3.7%，維持在接近歷史低點的水準、消費者信心則保持在多年高點附近，消費支出近期也出現上升趨勢，尤其是非必需消費類別、低利率也為房屋和汽車銷售之類的關鍵領域提供支撐。加上近期美國川普總統與中國大陸習近平主席日前在二十國集團(G20)日本峰會期間達成關稅「停火」協議，同意「在平等和相互尊重的基礎上」恢復貿易談判，更重要的是美國決定無限期延後對最後 3,000 億美元中國大陸進口商品課徵關稅。雖然全球貿易關係緊張的問題仍懸而未決，但關稅打擊的威脅已暫時解除。

而當前經濟情況與 1990 年代的兩次預防型降息週期非常相似。其中一次是 1995 年，當時美國通貨膨脹率，從前一年的 5% 降至 2~3% 左右的水準，失業率則從 5.6% 降至 4.0%。美國因應通膨壓力減輕，聯準會降息作為預防措施。而美國目前也出現了類似的低通膨和低失業率情況：核心通膨率停滯在 2% 的區間內，失業率則跌至數十年低點。另一次在 1998 年，聯準會展開又一輪降息週期，因應可能拖累美國經濟成長的亞洲金融危機，預先降息以緩和外部衝擊影響。而現在，美中貿易關係惡化和關稅措施升級可視為類似的外

部衝擊，或將導致經濟放緩；聯準會可能以預防型降息回應這些潛在的衝擊。雖然美國經濟成長正在放緩，但經濟將於未來六個月內陷入衰退的機率不大。因此，聯準會即將展開的降息行動為「預防型」降息週期。而股市和債市在預防型降息週期內表現相當良好，歷年來帶給投資人不錯的報酬。

三、 權益證券 (Equity)

駿利亨德森投資(Janus Henderson Investors)為全球知名的主動型資產管理公司。以下就該公司有關權益證券相關商品的投資流程與管理作介紹。

(一) 基本投資哲學

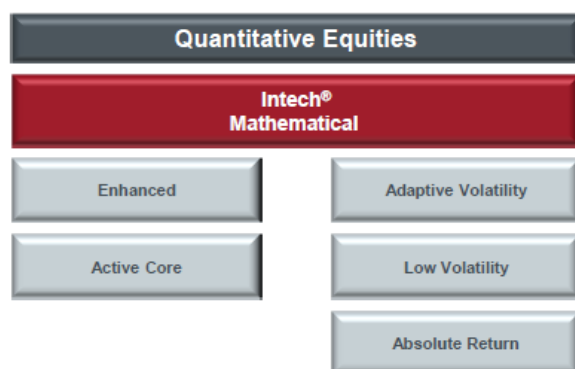
在權益投資方面，運用主動型管理方法，在不同市場週期取得卓越投資表現，打敗被動型投資組合，因此承擔適度風險水平，並提供各類產品和策略。由於身處於二十一世紀變革加速的時代，人類的生活方式出現重大的轉變，理財目標也更加難以實現，雖然變化一方面構成挑戰，另一方面卻也是機會。因此，在投資層面，憑藉多年的專業知識和實務經驗，審慎平衡風險與回報，以制訂最合適的選股和投資策略，因應在動盪的市場環境下，提供既穩定又可預測的報酬。

(二) 投資流程與管理

駿利亨德森投資團隊以靈活的模式運作，考慮到團隊成員專長各有不同，委派成員管理最能發揮其長處和技能的資產類別和投資流程，故有些團隊與由專屬研究分析師組成的中央團隊緊密合作；而另一些團隊則主要依據自己的研究結果和觀點作出投資決定。駿利亨德森一概不會由上而下地向投資團隊強加公司觀點；相反的，經理人可以在風險受控範圍內適當及靈活地作出投資決定。此外，風險管理及監控亦是投資方針不可或缺的一環。一方面推動嶄新思維和創意發展，另一方面相關發展一直以可量化、受規管的模式執行。由於投資需要承擔一定風險，方能取得亮麗報酬。有鑑於此，駿利亨德森制

定風險監控措施，藉此確保所承擔的風險符合客戶的預期以及投資經理的意向。以下圖三-1 所示為例，駿利亨德森投資旗下的一間子公司英達(Intech)，運用先進的高等數學模型以系統化的方式重新調整投資組合，目標在駕馭股價的波動性，期望達到風險管理及可靠的超額回報。英達團隊在管理市場波動性的領域擁有逾三十年的專業經驗，採取的投資方法是以觀察目標公司的實際價格變動為依據的獨特量化方法，而非對其未來業績表現的主觀預測。

圖三-1 駿利亨德森量化股票投資

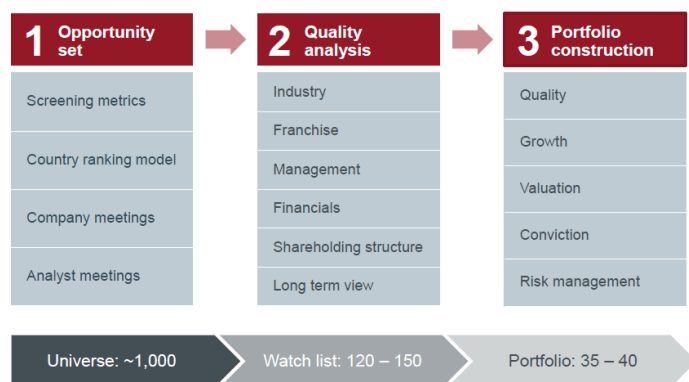


駿利亨德森投資策略包羅萬象，涵蓋不同地域焦點與投資風格。權益證券團隊成員各有不同範疇，有些放眼全球，另一些專注個別地區，如美國、歐洲、亞洲和澳洲，其他則專門投資特定行業。團隊成員的投資流程普遍依據基本因素研究和自上而下的選股方針。

以駿利亨德森投資在亞洲權益證券(Asian Equities)為例，分為亞洲成長、亞洲收益與中國大陸三大領域，麾下團隊有 11 位平均投資經驗達 14 年以上的分析師。以亞洲成長為例，從下圖三-2 駿利亨德森股票篩選流程可知，該團隊是以公司品質作為投資核心，首先第一階段先透過國家排名模型，篩選出投資環境較佳的國家，再透過個別公司參訪與分析師會議，選出全球約 1000 家具有投資機會的標的群組。接著第二階段以品質分析作篩選，包括該產業的

狀況、該公司是否有特許經營的優勢、公司的管理階層與財務狀況，再到公司股權結構，最後是該公司的長遠看法。利用這六大面向，篩選出約 120 至 150 檔的觀察標的。最後透過第三階段建構約 35 至 40 檔的投資組合，考量的因子除了品質外，還有公司的成長性、評價、公司理念與風險管理。是一種從上到下的篩選機制，過程中各個分析的元素，皆具有獨立性與持續性，長期追蹤風險與虧損的分析系統。

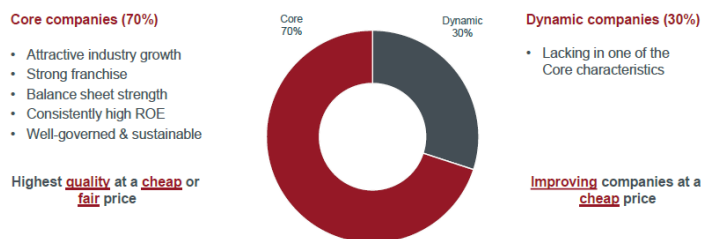
圖三-2 駿利亨德森股票篩選流程



在投資組合管理部分，從下圖三-3 駿利亨德森投資組合管理可知，該投資組合以 70%作為核心持股，搭配 30%的動態調整。核心持股的部分，以最高品質的公司在遭受市場低估或合理評價時持有，最高品質的條件包括以下五點：1.具有吸引力的成長產業、2.公司具有強大的特許經營權、3.強健的資產負債表、4.持續性的高股東權益報酬以及 5.良好的公司治理與持續性發展。若這 5 點核心特質缺少其中之一，則被歸類在 30%的動態調整部分。動態調整部分是在公司持續改善好轉時，正好遭逢市場低估時進場布局。最後，投資組合賣出的準則，是以評價作為驅動，一但投資組合中的標的受到市場的高估，出現過熱不合理的價格，則調節賣出。

圖三-3 駿利亨德森投資組合管理

Managing the portfolio



SELL discipline is valuation driven, unless original investment case is challenged

(三) 案例：台積電

以台積電為案例，從下圖三-4 顯示，在駿利亨德森投資的亞洲權益投資分析中，台積電為世界上最大的專門獨立半導體代工廠。在產業部分，半導體為未來 AI, IOT, AR / VR, 5G 和 EV 等產業的新結構成長領域。特許經營特質的部分，台積電在半導體代工中占主導地位，尤其是 10nm 以下的製程，可說是毫無競爭對手。從台積電資產負債表分析，也可以發現非常強勁的自由現金流量。股東權益報酬率在橫跨各種週期之下，皆有大於 20% 的優良獲利能力。公司治理部分，普遍受到市場相當高的評價，股利率也具有很大的吸引力。最後在評價的部分，也在合理的範圍內。因此，台積電在駿利亨德森投資的標的中屬於核心持股。

圖三-4 投資標的範例－台積電

Stock example – TSMC 

World's largest dedicated independent semiconductor foundry

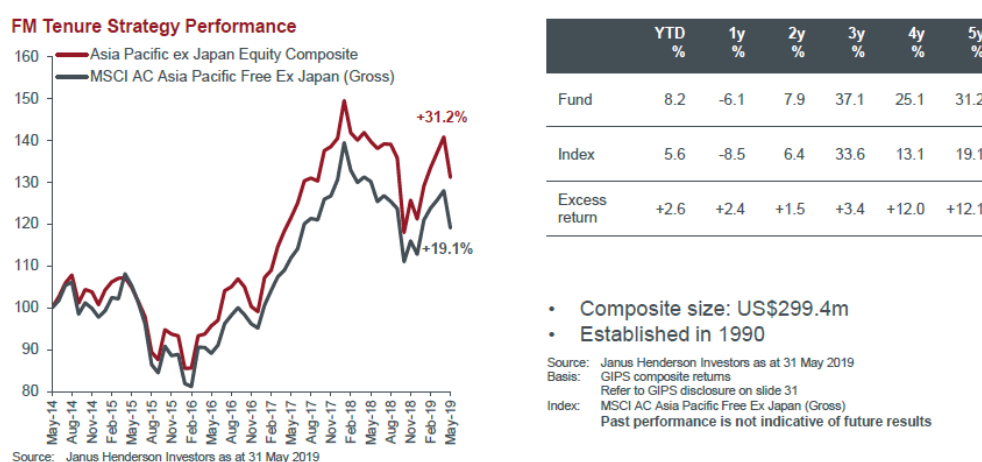
Industry	• New structural growth areas in AI, IOT, AR/VR, 5G & EV
Franchise	• Dominant player, especially in <10nm
Balance sheet	• Net cash supported by strong FCF
ROE	• >20% across cycles
Governance	• Highly rated; attractive dividends
Valuation	• Fair

(四) 績效表現

最後，從下圖三-5 駿利亨德森投資策略績效表現圖可以看到，這種從上到下，考量各種品質因子所挑選的標的，再透過評價面所組成的投資組合，長期下來是可以打敗指標收益率，並且獲得穩定的超額報酬。

圖三-5 駿利亨德森投資亞洲權益策略績效

Asia Pacific ex Japan Equity Composite: USD Returns



四、全球房地產權益證券（Global Property）

全球房地產投資，可以透過直接購買、投資房地產相關類股及 REITs 等三種管道。然而，直接投資不動產，不僅金額較高、還要透過仲介機構，手續繁瑣，且變現性不佳；房地產相關類股於集中市場掛牌交易，主要受到地產開發機構及各類型房地產價格影響；投資 REITs，交易方式與股票相同，流動性較佳，投資人可以較少的投資金額，參與商用不動產的投資機會，相較於直接投資房地產及其相關類股，REITs 的風險較低且具備穩健報酬特性。以下就資產配置中加入房地產相關證券的原因及效益說明如下，可了解各類型房地產權益證券之投資機會及優勢。

(一) 為何選擇上市房地產權益證券

1. 資產類別的分散

- 不同於傳統股債，房地產權益證券擁有股票與債券的混合特性，結合股票增值和債券收息的資產回報
- 透過併購私有資產實現增值及成長潛力

2. 強化投資組合的績效提升

- 通膨保護概念：現金流與消費者物價指數連結
- 提升投資組合的風險調整回報(與股票和債券相關性低)

3. 多元分散

- 透過低成本且具流動性方式參與不同地區及多元產業的投資廣度

4. 提升收益

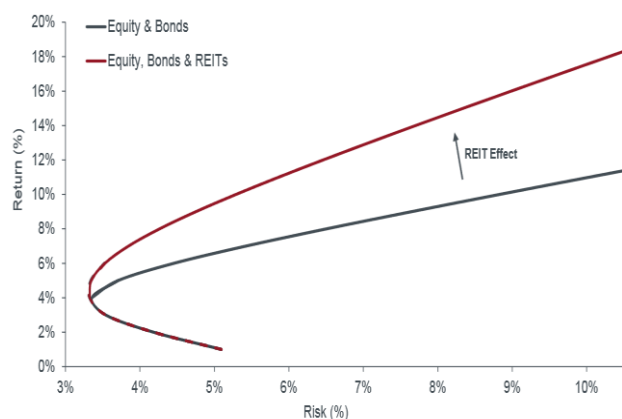
- 相關產業需求殷切帶動房地產類股的增值效益及股利成長
- 可預期的現金流量提供支撐

(二) 資產配置加入全球房地產權益證券的效益

1. 可提高報酬率及降低風險：

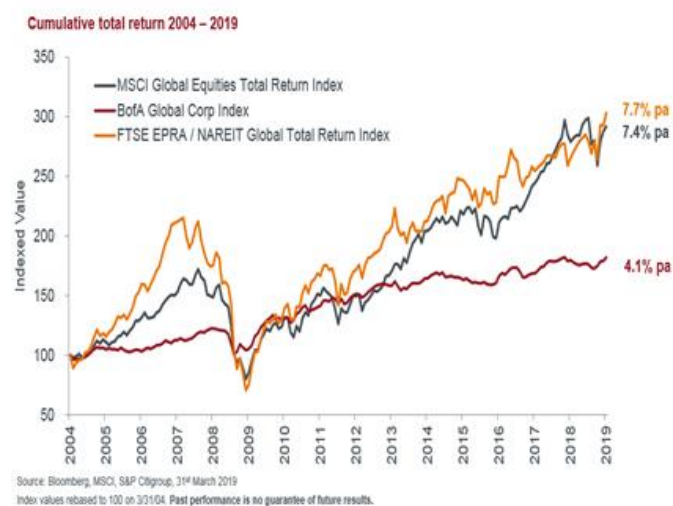
從圖四-1 所示，可看出在相同風險下，股債配置中加入房地產權益證券能提升投組報酬率；而在相同報酬率下，加入房地產權益證券能降低投組風險；從圖四-2 所示，MSCI 全球股票指數、美銀美林全球投資等級債券指數及富時全球不動產指數之三種資產類別於 2004-2019 年間之總報酬分別為 285%、300%及 180%，年平均報酬分別為 7.4%、7.7%及 4.1%，因此就長期總報酬及平均報酬來看，房地產權益證券相較股票及債券之績效表現毫不遜色。

圖四-1 效率前緣 (加入 REITs 提高報酬率並降低風險)



Source: Janus Henderson Investors, EPRA, as at 31st March 2019

圖四-2 房地產/股票/債券之累積報酬與平均報酬(2004~2009 年)



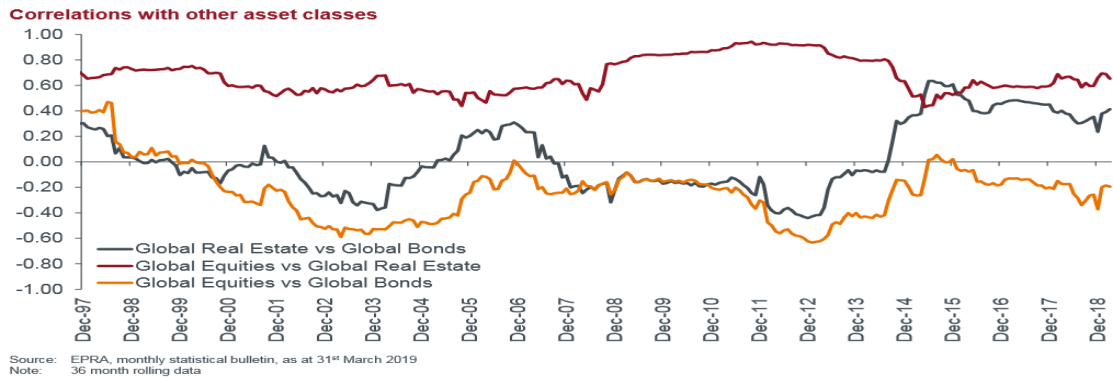
Source: Bloomberg, MSCI, S&P CbIgroup, 31st March 2019
Index values rebased to 100 on 3/31/04. Past performance is no guarantee of future results.

2. 降低與股票和債券的相關性

中長期而言，資產配置加入房地產權益證券能夠有效分散風險，從圖四-3 所示，全球股票和全球債券多呈現負相關(黃線)，全球股票和全球房地產多呈現正相關(紅線)，而全球房地產和全球債券之中長期相關性並不顯著(灰線)，接近零，因此在全球主要央行政策面偏鴿的情形下，債券殖利率水準普遍偏低，而價格位居高檔時，加入房地產權益證券，尤其像 REITs 具備配息特性者，在殖利率低檔時，能提供穩定現金流的替代選擇。不同區域 REITs 與 S&P 500 相關性部分，北美 REITs 最高 0.75，其次歐洲 REITs

0.69，亞洲 0.63 較小，因此 REITs 和股票雖呈正相關，但相關程度上略有差異，因此加入不同區域或全球型 REITs 可降低與美股相關性。

圖四-3 各類資產間的相關性

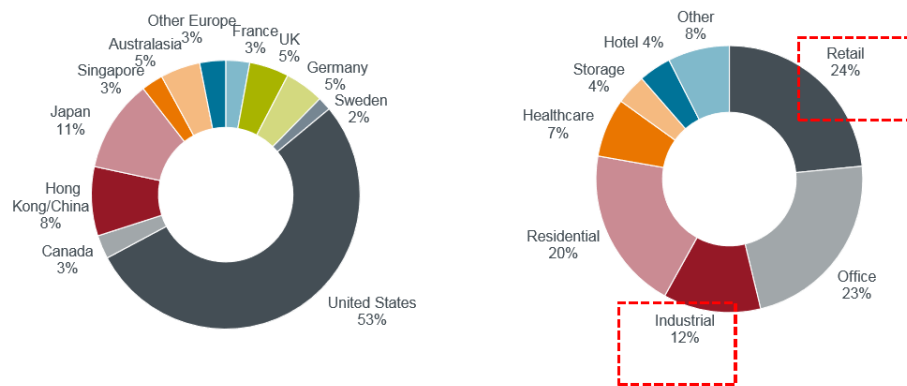


3. 增加投資組合多元性

就富時全球房地產指數組成來看，如圖四-4 所示，其中 78%為 REITs，22%為非 REITs；從國家別來看，美國 53%、日本 11%、香港/中國大陸 8%、澳洲 5%、德國 5%、英國 5%，其他歐洲地區、新加坡、加拿大等國，都在 3%(含)以下；產業別來看，零售業 24%、商辦 23%、住宅 20%、工業 12%、健護 7%、倉儲 4%等。因此全球房地產權益證券在產業別的部分，提供了全球配置的多元性，除了分散產業風險外(如：傳統零售沒落，電商倉儲物流興盛)，一些新興 REITs 如博弈 REITs(投資賭場)亦增加了配置多元性；另外與科技經濟相關的部分，主要受惠電子資訊使用量與轉換量增加而顯著成長的子產業，如：資訊中心(Data centers)和通訊電塔(cell towers)等。

圖四-4 富時全球房地產組成(國家別及產業別)

Global REITs enhance the diversification benefit of real estate



78% REIT; 22% non-REIT

Source: Janus Henderson Investors, FTSE EPRA NAREIT, Bloomberg, as at 31st March 2019
 Index: FTSE EPRA/NAREIT Developed Real Estate Total Return Index. 336 stocks in index.

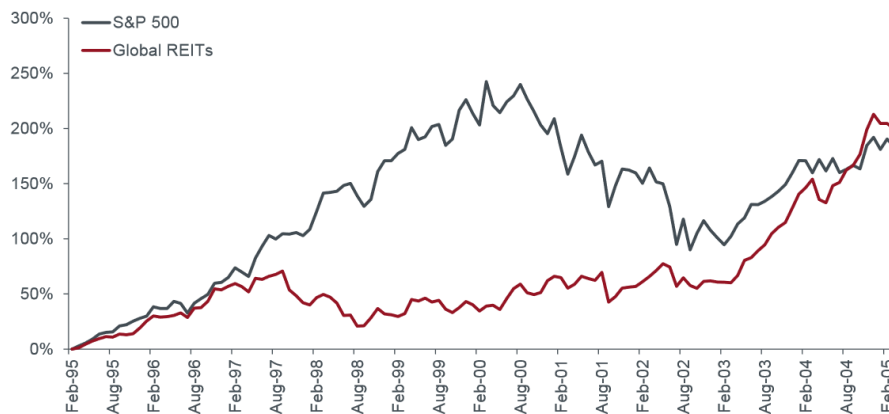
(三) 房地產權益證券投資契機

1. 2008 年全球金融海嘯之後，各國央行為了刺激經濟，增加金融市場的流動性，積極調降利率，導致長期利率走跌，過去 10 幾年來，全球利率一直維持在低位，主要國家當中，僅美國經濟表現相對亮眼，景氣復甦態勢持續，聯準會去年(2018)連續升息 4 次，但隨著美中貿易戰不確定性升溫，貨幣政策轉趨鴿派，下半年可能轉為降息(1-3 碼)。
2. REITs 與利率連動性高，美債殖利率走揚，不利 REITs 表現，反觀當美債殖利率升至高點後，REITs 逐步落底，展望轉趨正面。另外，貿易戰紛爭及經濟景氣進入末升段將令股市波動加劇，具備高股息特性的 REITs 有固定租期特性，獲利穩定度及可預期性高於其他產業，美國 REITs 股利率近 4%，優於全球股市的水準，加上美國為內需市場，房地產市場主要受就業及景氣影響，相對上受貿易戰衝擊較小，在利率轉為下行的趨勢下，有利房地產權益證券表現。
3. 目前經濟景氣成長趨緩，尚未步入衰退，但風險性資產在景氣循環後期階段往往股價波動加劇，而 REITs 現階段基本面健康，主要央行貨幣政策偏鴿基調等利多支撐，使得市場偏好由資本利得潛力轉向較高股利率

的產業，預期仍有助於 REITs 延續今年以來多頭走勢。根據統計資料顯示，標普 500 指數與全球 REITs 在 2000 年 3 月科技泡沫(dot-com bust) 前後 10 年間績效表現差距頗大，科技泡沫前五年年化報酬率(標普 500 指數：24.8%，全球 REITs：5.4%)，科技泡沫後五年年化報酬率(標普 500 指數：-2.7%，全球 REITs：17.3%)，因此當大環境遭遇逆風，只要市場殖利率水準未連續且大幅攀升，全球 REITs 之抗震效果較佳。

圖四-5:標普 500 指數與全球 REITs 科技泡沫前後 10 年間績效表現

Global REITs in the 10 Years Surrounding the March 2000 Dot Com Peak



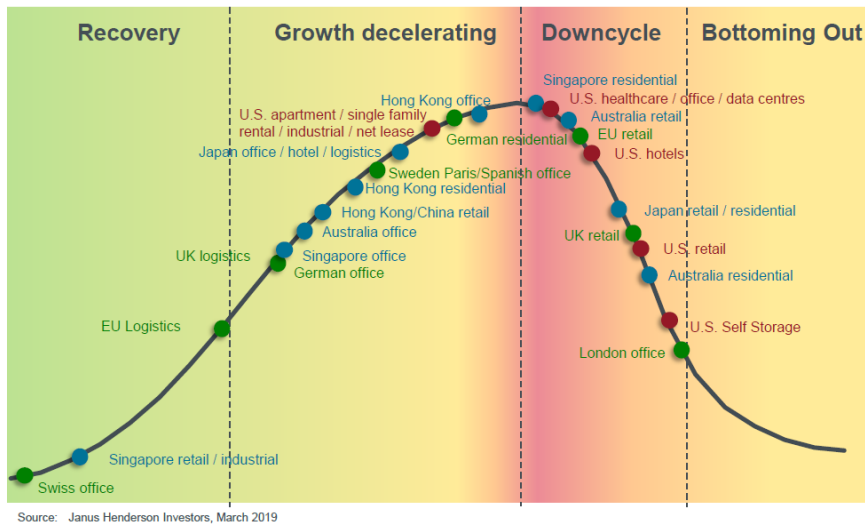
Source: Janus Henderson Investors, Bloomberg, S&P500, FTSE EPRA NAREIT Developed Global TR Index

(四) 全球房地產展望及布局

就全球房地產的循環周期來看，如圖四-6 所示，不同國家與產業處的位置不盡相同，因此更凸顯主動管理的重要性，在復甦階段適合投資新加坡零售/工業、歐盟物流等；成長趨緩階段適合投資德國/新加坡/澳洲/巴黎/西班牙辦公室、香港/中國大陸零售、日本辦公室/旅館/物流等；衰退階段適合投資新加坡住宅、美國健護/辦公室/資訊中心/旅館、澳洲/美國/歐盟零售等；落底反彈適合投資瑞士辦公室，因此顯示在景氣循環過程中，各有其適合投資的產業。以下就房地產投資之產業類別及現況說明如下：

圖四-6:房地產循環周期

Divergent outlook by countries and sectors



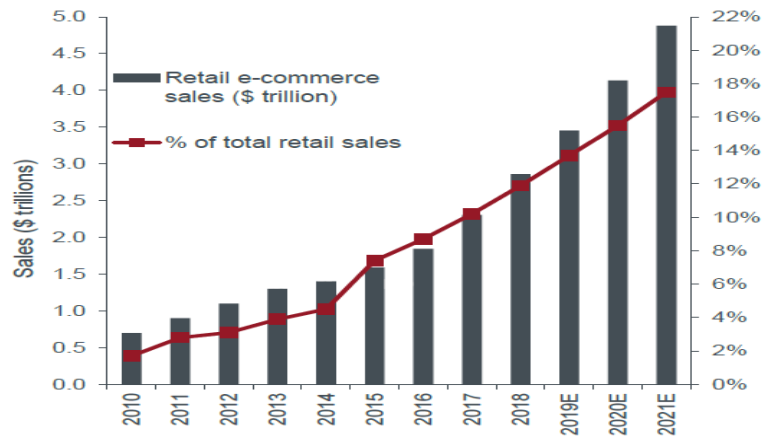
1. 電子商務興起改變了零售業的面貌

零售業仍然是基準指數比重最大的成份類股，但新型態的零售業發展與過去差異極大，在 1976 年美國最大的購物商場是俄亥俄州的 Randall Park Mall，於 2009 年結束營業，全盛期曾有超過 140 家門市進駐，2017 年亞馬遜拆除此廢棄商場，在原地興建佔地 855,000 平方英尺的物流倉庫。

2. 物流是一個具成長性的產業 - 貨倉就是新的商店

- (1) 至 2021 年前電子商務銷售額將有大於 70% 的成長。
- (2) 與傳統實體店面相比，電子商務需要超過 3 倍的空間。
- (3) 一家具領導地位的線上零售商預期在未來 3 年將增加美國通路相關基礎建設網絡約 36%，其他國家將增加 23%。
- (4) 物流的租金市場仍有上漲空間，而物流業使用者為了滿足消費者的送貨預期，聚焦於離人潮近的高品質區域。

圖四-7: 電子商務銷售額及占整體零售業銷售額走勢圖



3. 雲端需求日益增加：主要受惠資料中心領域快速成長
 - (1) 對運算能力的原始需求：以光纖為中心的基礎建設改善與新應用的成長，如車聯網、物聯網、虛擬實境(VR)/擴增實境(AR)及大數據等運用。
 - (2) 目前有 50%以上的運算與資料儲存基礎建設為內部作業，但在未來幾年可能會委外處理，將增加資料中心的建置。
4. 人口老化契機：美國輔助居住產業(assisted living industry)隨著開發商想發展此趨勢而供給明顯增加，但平均入住年齡為 85 歲，目前戰後嬰兒潮中年紀最大的僅為 73 歲，因此健康護理 REITs 未來仍有其發展潛力。
5. 生命科學不動產公司 - 亞歷山大房地產股票

亞歷山大不動產公司為房地產投資信託公司，從事租賃、管理、開發和再開發紐約大都會區的物業，包括辦公室、零售業和實驗室，專注於生命科學和技術公司的租賃業務。截至 2018 年 12 月 31 日，亞歷山大港擁有 2200 萬平方英尺的經營空間，分佈在 230 多處，租戶包括輝瑞，谷歌，禮來和葛蘭素史克。其資產的獨特性可提高住戶率與租金，成為美國上市房地產中內在成長率最高的標的。

綜上，全球房地產權益證券投資日異多元，從傳統的零售商場、商用不動產隨著電子商務興起及人口老化趨勢逐步轉移至倉儲物流、雲端中心及醫療保健等產業，因此全球房地產投資在全球化布局及階段投資的選擇尤為

重要；而資產配置納入該產業可分散風險及提升收益。

五、固定收益資產

本次固定收益資產研習主題為全球利率環境、歐洲高收益債券及駿利亨德森債券投資流程等議題，研習內容說明如下：

(一) 全球利率環境

全球主要國家第一季經濟情勢均出現回穩跡象，美國第一季 GDP 由 2.2% 升至 3.2%；歐元區第一季 GDP 由 0.2% 升至 0.4%，增幅連續兩季好轉，顯示歐元區經濟有望自谷底回升；中國大陸第一季經濟成長率受惠於降準、降費、減稅的貨幣與財政刺激政策，持穩於 6.4%，未再進一步滑落。經濟數據多優於市場預期亦減輕了去年底以來，市場對於景氣趨緩的憂慮，在全球主要國家經濟數據改善的同時，美國聯準會、歐洲央行及中國大陸人行的貨幣政策，卻同步轉向寬鬆。美國聯準會去年第四季原訂在今年持續進行升息及縮表，推動利率正常化的貨幣政策，但今年貨幣政策基調轉向偏鴿，甚至下半年轉為降息 1-3 碼，9 月底將結束縮表，而中國大陸人民銀行自 2018 年以來，已經六次下調存款準備金率，歐洲央行 ECB 也跟進寬鬆貨幣政策，全球央行同步延續低利率的態勢將持續。

歐洲央行 6 月利率會議決議，雖然維持三大基準利率不變，但是歐洲央行卻在會後聲明上調整了前瞻指引，明確指出該行將維持當前利率水平不變至少至 2020 年上半年。此前 1 月份歐洲央行的利率聲明中提及將維持利率水平至少至 2019 年夏天，但經過了數月後，歐洲央行卻再次調整了前瞻指引至 2020 年上半，因此在目前全球經濟前景不明的環境下，歐洲央行樂於跟隨美國聯準會一同邁向寬鬆貨幣政策，歐洲央行經過多年的寬鬆刺激，貨幣工具幾乎使用殆盡，但是歐洲央行為了支撐歐元區經濟、再加上美國聯準會、澳洲央行、印度央行及紐西蘭央行等皆已開啟降息循環，

歐洲央行很可能跟隨著這波全球寬鬆浪潮，一同加入降息行列。

歐洲數國央行在歐債危機期間推出負利率政策，以振興經濟，但截至今年，歐洲國家仍無法擺脫對負利率的依賴，至今施行負利率國家仍未讓政策利率由負轉正。在負利率環境下，商業銀行把錢存在央行領不到利息還要倒貼，不如低利放貸給企業和消費者，藉以鼓勵民眾多借貸、多支出、少儲蓄，進而達到刺激經濟的目的。然負利率政策刺激通膨的效果有限，該政策威脅到養老金，讓房地產面臨泡沫化風險，也無法完全消除通縮。歐洲銀行的利息收入與放貸利潤微薄，獲利能力不及美國同業，想替經濟注資更不容易。

目前來看，歐洲扭轉負利率時間似乎遙遙無期。歐洲央行已宣告要進一步施行定向長期再融資操作的刺激措施，正設法消弭負利率對銀行的傷害，言下之意負利率還將持續，根據倫敦調查研究機構預估，歐銀會讓現今負 0.4% 的存款利率延續到 2021 年；瑞士央行明年料將利率由當前的負 0.75%，進一步砍到負 1%。率先於 2012 年實施負利率的歐洲國家丹麥，明年利率還將下調至負 1%。歐洲國家央行難放棄負利率，因擔心通膨非但未達標，反使景氣逆轉向下，將令經濟承壓。截至 2019 年 6 月底止，歐洲各國央行利率為負值的有歐洲央行(-0.4%)、瑞士(-0.75%)、瑞典(-0.25%)及丹麥(-0.65%)共四國，詳圖五-1 所示；歐洲國家十年期公債殖利率為負值的有瑞士(-0.523%)、德國(-0.198%)、丹麥(-0.183%)及荷蘭(-0.082%)等國(截至 7/12 盤中)，歐洲國家十年期公債殖利率水準多介於 0~1% 之間，詳圖五-2 所示；

圖五-1：歐非中東國家之政策利率

<Back> 返回

9) 全球地圖		9) 重整理		市場隱含政策利率：歐非中東											
歐非中東				分析1Y											
		利率	政策	有效	量點	會議	隱含政策					總變動	1Y(30天平均)		歷史
							3M	6M	1Y	2Y	3Y	曲線	1Y	Low	High
1) 歐非中東		-0.40	-0.366	3.4		07/25	-0.52	-0.55	-0.60	-0.52	-0.37		-20	-0.62	-0.49
2) 歐元區		0.75	0.709	-4.1		08/01	0.72	0.64	0.58	0.66	0.71		-17	0.52	0.73
3) 瑞士		-0.75	-0.745	0.5		09/19	-0.86	-0.88	-0.89	-0.75	-0.57		-14	-0.95	-0.86
4) 挪威		1.25	1.560	31.0		08/15	1.44	1.52	1.47	1.41	1.46		22	0.83	1.48
5) 瑞典		-0.25	-0.051	19.9		09/05	-0.25	-0.24	-0.19	-0.07	0.07		7	-0.35	-0.19
6) 丹麥		-0.65	-0.600	5.0			-0.68	-0.72	-0.73	-0.66	-0.53		-8	-0.94	-0.62
7) 捷克共和國		2.00	2.170	17.0		08/01	1.98	1.91	1.74	1.40	1.26		-26	1.56	1.74
8) 匈牙利		0.90	0.250	-65.0		07/23	0.93	1.00	1.18	1.50	1.84		28	1.11	1.33
9) 波蘭		1.50	1.720	22.0		09/11	1.50	1.49	1.44	1.45	1.60		-6	1.40	1.48
10) 土耳其		24.00	22.830	-117.0		07/25	22.74	21.61	13.28	18.47	16.23		-107	11.32	14.51
11) 俄羅斯		7.50	7.960	46.0		07/26	7.18	6.97	6.63	6.93	7.20		-87	6.08	6.76
12) 以色列		0.25	0.262	1.2		08/29	0.30	0.34	0.41	0.56	0.89		16	0.34	0.42
13) 南非		6.75	7.008	25.8		07/18	6.41	6.29	6.21	6.44	6.82		-54	6.14	6.35
14) Bulgaria		0.00	+0.138	-13.8									0	0.00	0.00
15) Iceland		4.50	4.350	-15.0			4.80	4.87	4.80	4.80	4.80		30	4.79	5.20
16) Romania		2.50	2.995	49.5		08/05	2.77	2.91	1.72	2.56	2.37		-78	1.52	2.46
17) Morocco		2.25	2.256	0.6		09/24	1.99	2.27	2.25	2.25	2.25		0	0.00	2.25

11 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2019 Bloomberg FI SN 822730 HKT GMT+8:00 H185-1009-0 12-Jul-2019 17:22:09

圖五-2：歐非中東國家之 10 年期政府公債殖利率

<Menu> 返回

9) 債券		9) 利益		9) 曲線		全球債券市場：歐非中東									
歐非中東						輸出 設定									
到期	10年	RMI	證券	價	變動	殖利	變動	殖利	最低	最高	YTD	Chg			
												資料範圍			
												Avg	Now		
1) 瑞士			SWISS 0 06/29	105.347	-0.335	-0.523	+3.2		-0.690	-	-198	-21.5			
2) 德國			DBR0 08/15/29	102.018	-0.335	-0.198	+3.2		-402	-	-273	-43.3			
3) 丹麥			DGB0 1/11/29	107.131	-0.236	-0.183	+2.2		-331	-	-258	-39.2			
4) 荷蘭			NETHERO 1/4 29	103.331	-0.359	-0.082	+3.5		-251	-	-375	-45.7			
5) 奧地利			RAGB 0 1/2 29	104.766	-0.303	0.003	+3.1		-159	-	-522	-46.7			
6) EFSF			EFISF 0.95 28	108.103	-0.220	0.006	+2.4		-149	-	-724	-67.4			
7) 芬蘭			RFGB 0 1/2 29	104.791	-0.373	0.028	+3.6		-138	-	-535	-50.7			
8) 法國			FRTR 0 1/2 29	104.344	-0.457	0.058	+4.5		-135	-	-728	-64.2			
9) 拉脫維亞			LATVIA1 1/8 28	108.835	-0.300	0.123	+3.2		.053	-	.984	-86.1			
10) 斯洛伐克			SLOVGB3 1/8 29	133.044	-0.200	0.125	+1.7		.024	-	.825	-62.6			
11) 比利時			BGB 0.9 06/29	107.589	-0.445	0.131	+4.3		-.068	-	.777	-63.0			
12) 瑞典			SGBO 3/4 11/29	106.250	-0.383	0.140	+3.6		-.045	-	.555	-30.5			
13) 愛爾蘭			IRISH 1.1 29	108.254	-0.539	0.249	+5.3		.034	-	1.006	-64.3			
14) 斯洛維尼亞			SLOREP 1.1875	108.650	-0.464	0.279	+4.6		.062	-	1.091	-68.1			
15) 保加利亞			BULGGB0 1/2 29	101.843	-0.226	0.320	+2.2		.298	-	.633	-31.7			
16) 西班牙			SPGB0.6 10/29	100.790	-0.534	0.521	+5.3		.207	-	1.508	-88.8			
17) 葡萄牙			PGB1.95 06/29	112.867	-0.512	0.609	+4.9		.284	-	1.814	-109.7			
18) 賽普勒斯			CYPRUS2 1/2 28	114.850	+0.167	0.701	+1.7		.385	-	2.279	-157.3			
19) 英國			UKT1 1/2 10/28	106.954	-0.103	0.844	+1.1		.673	-	1.348	-42.9			
20) 克羅埃西亞			CROATE2 1/2 29	112.582	-0.077	1.044	+0.7		1.036	-	2.360	-132.1			
21) 捷克共和國			CZGB 2 3/4 29	112.708	-0.232	1.383	+2.3		1.348	-	1.926	-44.3			
22) 以色列			ILGOV 2 1/4 28	108.520	-0.140	1.461	+2.1		1.440	-	2.290	-84.9			

11 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2019 Bloomberg FI SN 822730 HKT GMT+8:00 H185-1009-0 12-Jul-2019 17:20:13

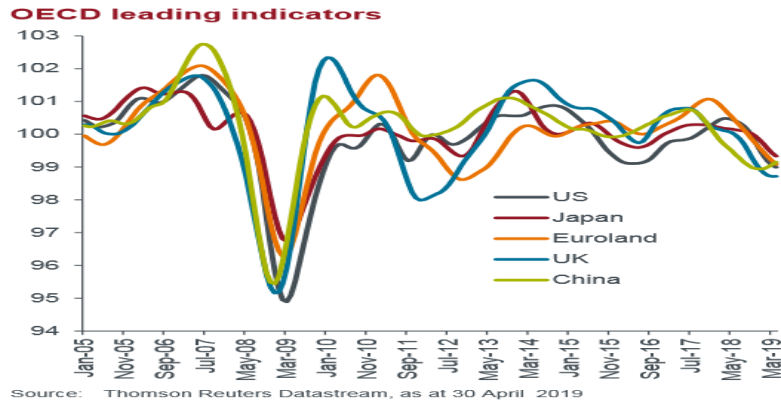
(二) 選擇歐洲高收益債券理由

1. 全球經濟增長放緩，通膨壓力低

國際貨幣基金(IMF)將今年全球經濟成長率預測值調降至金融危機以來最低，並警告全球經濟面臨諸多威脅，包括美中談判可能破局、英國出現無協議脫歐；川普最近採取的行動，包括開始啟動美日貿易談判，並威脅對歐洲 110 億美元產品加徵關稅等。OECD 領先指標趨勢顯示主要國家景氣走勢轉為下行，如圖五-3 所示。主要國家央行亦對通膨偏弱感到憂心，貨幣政策轉趨鴿派，歐洲央行六月份利率會議聲明表示，維持主要再融資利率於 0.0%、隔夜貸款利率於 0.25%、隔夜存款利率於負 0.40%不變，至少

會維持當前利率水平至 2020 年上半年，確保歐元區核心通膨水準於中期內接近但低於 2%，歐洲地區利率水準偏低，在低增長環境下有利歐洲高收益債券表現。

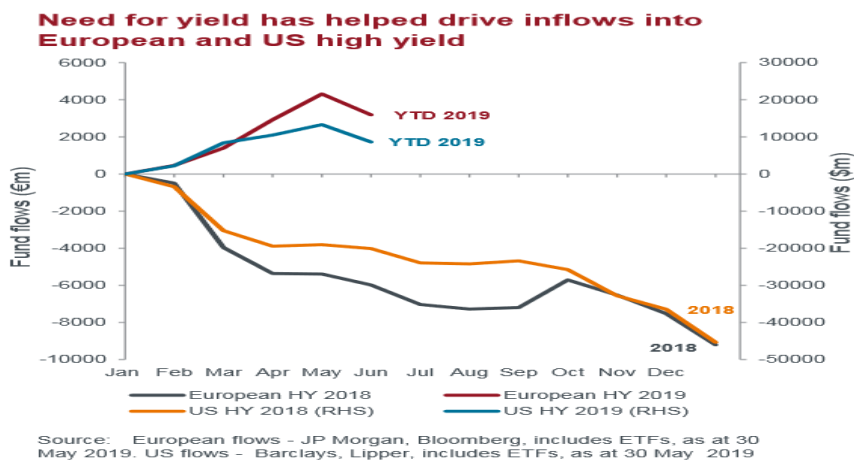
圖五-3：OECD 領先指標走勢圖



2. 高收益債券市場資金流向

2018 年無論是美高收或歐高收之資金流向皆呈現淨流出，但今年以來高收債資金流向已轉為淨流入，其中歐高收(紅線)淨流入金額高於美高收(藍線)，如圖五-4 所示。

圖五-4：高收益債券市場資金流



3. 收益率水準具吸引力

根據 ICE BofAML 歐元企業指數顯示收益率僅 1%，但 ICE BofAML 歐洲貨幣高收益債券指數約 4%，高收債債券利率水準遠高於投資等級債，市場需求遠大於供給。

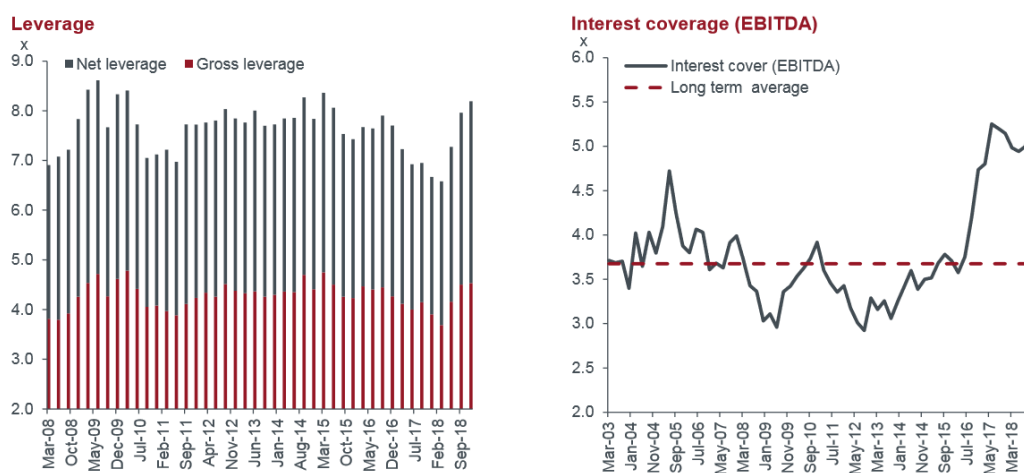
4. 低違約率

信用品質保持穩定，由於全球經濟增長僅放緩，並未衰退，美、歐高收益債券違約率 2019 年 5 月略升至 1.72% 及 0.84%，新興市場整體信用風險尚屬可控，各區域債券市場違約率多處於歷史平均低位。

5. 發行公司財務體質改善

歐債危機以來，歐高收發行公司受惠低借貸成本，信用狀況改善許多，整體槓桿雖提高，但從利息保障倍數來看，目前水準不但高於長期均值，且趨勢仍然向上，如圖五-5 所示。

圖五-5：槓桿、利息保障倍數走勢圖

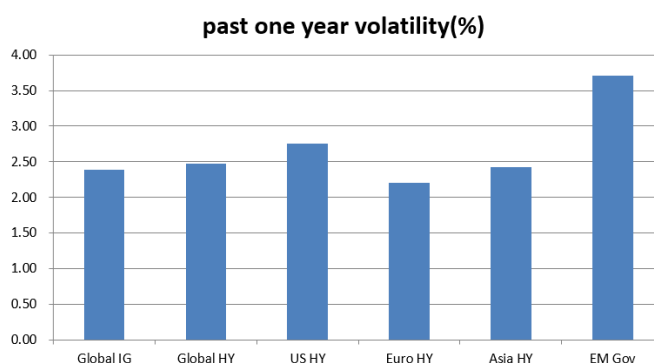


Source for both charts: Morgan Stanley Research, Bloomberg, company data, using a sample from the European iBoxx HY index, as at 31 December 2018

6. 歐洲高收益債市波動度相對低

過去一年，受到利率風險影響(美國升息)與市場紛爭不斷(貿易戰)，歐元高收益債券波動度相對其他債種低，如圖五-6 所示。

圖五-6：過去一年債券種類波動度



7. 歐洲邊陲國家信評回升

歐元區經濟基本面已改善，繼西班牙 2018 年上半年被調升信評後(標普 A-/穆迪 Baa1/惠譽 A-)，非投資等級的希臘也由 CCC 級調升至 BB 級。

(三) 駿利亨德森債券投資流程

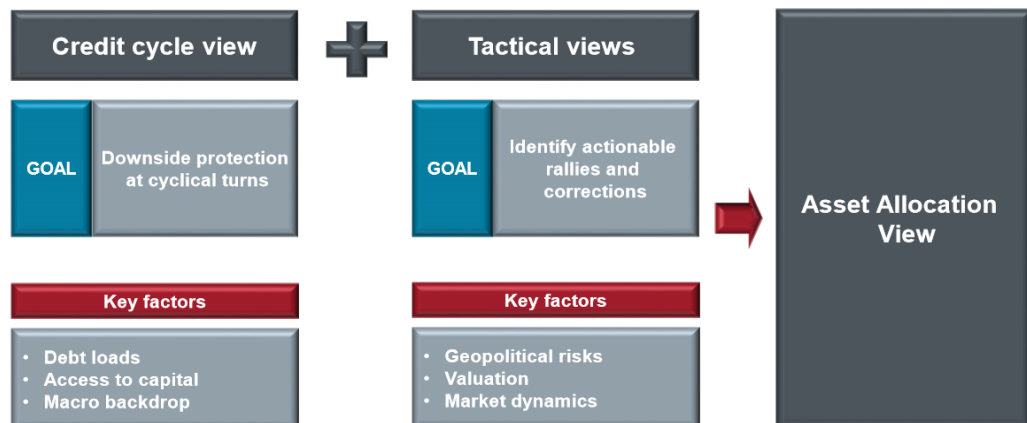
1. 由上而下資產配置(如圖五-7 所示)

- (1) 信用循環觀點：目標為在週期轉折點，發揮下檔保護，關鍵因子有負債規模、資金取得難易度、總經環境。
- (2) 策略觀點：目標為確認市場處於漲勢與跌勢，關鍵因子有地緣政治風險、投資評價、市場動態。

圖五-7:投資流程圖 1

Investment process overview

Top-down asset allocation



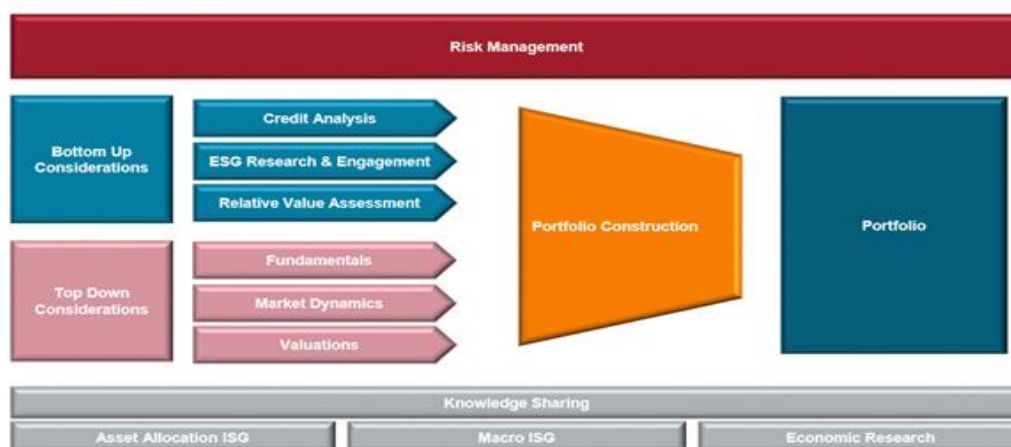
2. 由下而上篩選信用資量(如圖五-8 所示)

- (1) 產業及公司信用分析
- (2) ESG 研究&參與
- (3) 相對價值評估

圖五-8:投資流程圖 2

Investment process overview

Top down considerations combined with rigorous credit research



3. 信用研究

(1) 差異化的研究領域：投資等級、高收益債

- 產業研究專家
- 跨信評研究分析
- 掌握墮落天使與明日之星帶來的投資機會

(2) 科技：專屬投資工具

- 「Quantum Global」研究工具
- 相對價值與風險分析
- 全公司共享研究成果
- 篩選投資標的

(3) 一致的全球信用研究流程

- 獨立自主的專職分析師，支援所有固定收益策略
- 一致且有效率地溝通投資觀點

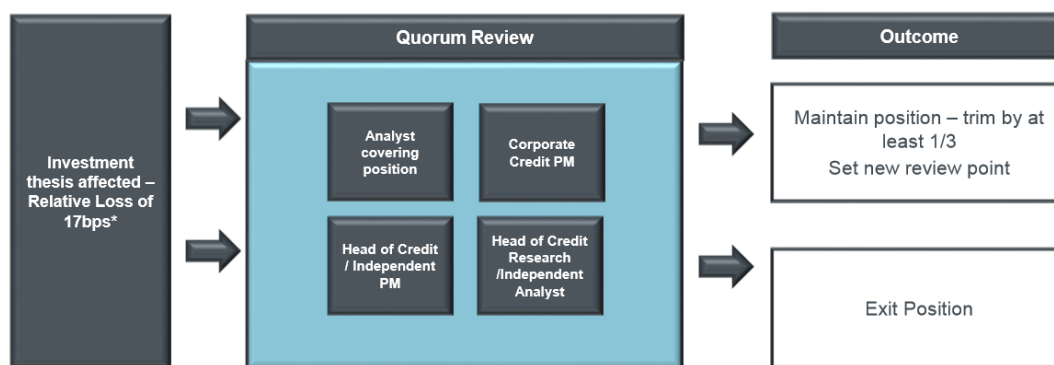
4. 下檔風險管理：對單一發債機構風險審視過程(如圖五-9 所示)

(1) 下檔風險控管 - 相對損失 17 個基點

(2) 結果

- 維持部位 - 縮減至少 1/3 部位並設立新的審核點
- 停損出場

圖五-9：下檔風險管理



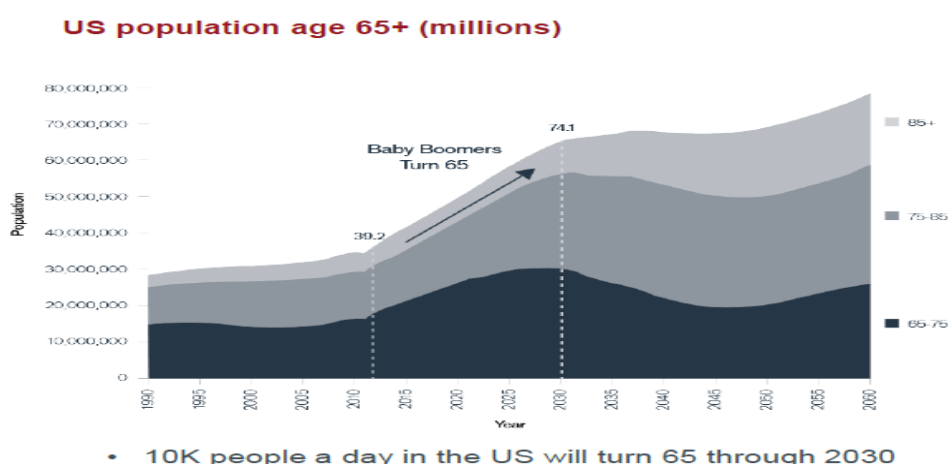
Source: Janus Henderson Investors
 Note: * Since inception of the position for HY funds

六、健康護理產業

(一) 選擇健康護理產業的理由

1. 創新：針對無藥可醫之醫療需求創新正在加速
2. 人口結構：全球人口老化使健康護理花費成長，從人口統計學來看，2010年以來，戰後嬰兒潮逐漸步入 65 歲(含以上)，到 2030 年，65 歲(含以上)老年人口增長趨勢快速，到 2060 年，75 歲(含以上)老年人口占比顯著攀升，如圖六-1 所示：

圖六-1：65 歲(含以上)老年人口分布趨勢圖

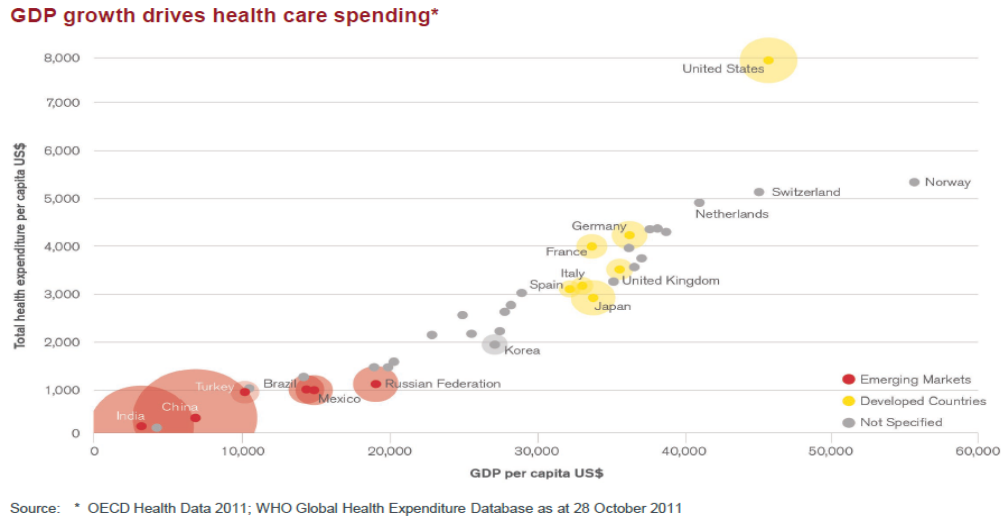


Source: U.S. Census Bureau.

3. 全球化：生活水準上升導致全球醫療花費提升，從全球主要國家 GDP 與健護支出多寡來看，人均 GDP 與人均健護支出大致上呈正比，已開發國

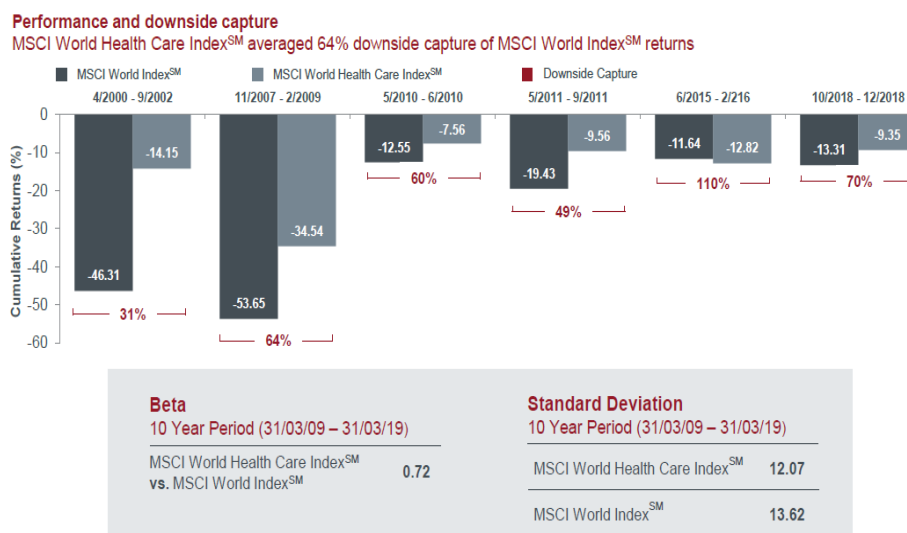
家如美國、德國之 GDP 及健護支出顯著高於新興市場國家，如圖六-2 所示，因此 GDP 為驅動健護支出的重要因子。

圖六-2：人均 GDP 與健護支出分布圖



4. 多元化與防禦性特性：從歷史資料來看，健康護理是與其他股票市場連動性最低的產業之一，且在下跌的市場中較具支撐。在股市下跌期間，MSCI 世界健護指數跌幅相較 MSCI 世界指數低，2000 年網路科技泡沫前後(2000/4~2002/9)，MSCI 世界健護指數跌幅為 MSCI 世界指數的 31%；2008 年金融海嘯前後(2007/11~2009/2)，MSCI 世界健護指數跌幅為 MSCI 世界指數的 64%。而波動度從 10 年間(2009/3/31~2019/3/31)的標準差來看，MSCI 世界健護指數為 12.07 低於 MSCI 世界指數的 13.62，如圖六-3 所示：

圖六-3：MSCI 世界健護指數與 MSCI 世界指數跌幅比較圖



Source: FactSet, as at 31 March 2019.
 Note: Past performance is no guarantee of future results.
 Graph reflects market declines of 10% or greater in the MSCI World IndexSM since 2000.

(二) 健康護理產業的需求與創新

主要針對未被滿足醫療需求的創新及差異性的療法

1. 需求

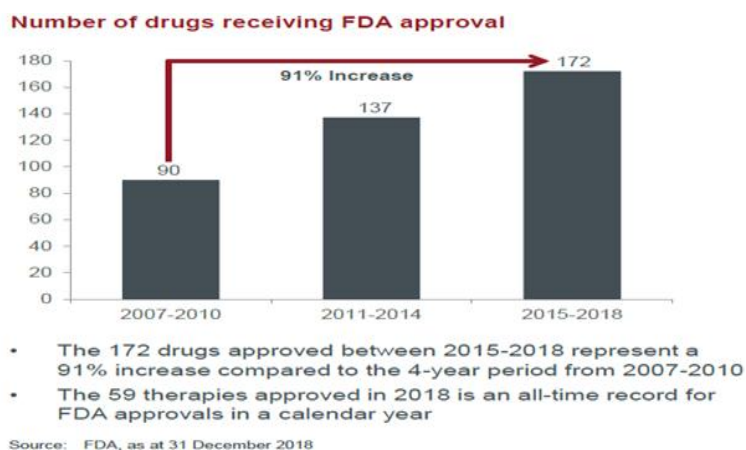
- (1) 心血管疾病：心血管疾病是全球主要死因，預期每年有 1,790 萬人因此死亡，大約是每 2 秒鐘就有一人死亡。全球對於心血管疾病每年的花費預估有 8,630 億美元，47% 的美國人患有與心臟病相關的風險因素。
- (2) 癌症：有 38% 的民眾在一生當中將可能會被診斷患有癌症，預期在未來 20 年後將增加 2,800 萬癌症新案例。在 2018 年，主要導致發病率與死亡率的癌症患者，全球大約新增 1,700 萬個例子，癌症相關死亡人數達 940 萬人。
- (3) 糖尿病：全球糖尿病人數由 1980 年之 1.08 億人到 2014 年之 4.22 億人，美國有 9.3% 罹患此疾病，如果這樣的趨勢持續，2050 年時大約會有 1/3 美國成人罹患糖尿病，目前全球每年花費在確診之糖尿病患者大約為 8,250 億美元。
- (4) 遺傳性疾病：超過 7,000 種的遺傳性疾病已被確立，但只有不到 5% 的

疾病有可用的療法，積極瞭解疾病的遺傳性原因驅使該疾病療法快速進步，包括針對血友病、鐮刀型紅血球疾病及肌肉萎縮症等的新療法。

2. 創新：因新藥開發陡升，2018 年美國 FDA 核准了 59 款新療法，為有史以來核准數最多的一年；而 2007 至 2018 年間，FDA 核准數量增長 91%，如圖六-4 所示，新藥開發領域略述如下：

- (1) 遺傳性疾病：偏頭痛 Migraines：2018 年 FDA 核准了第一款降鈣素基因相關胜 (CGRP) 抑制劑，這些抗體作用為阻隔 CGRP 與受體結合，有助病患出現症狀的天數顯著減少。
- (2) 脊髓性肌萎縮症(SMA)：預期 FDA 於 2019 年將核准 AVXS-101，為針對脊髓性肌萎縮症 (SMA) 嬰兒病患的基因療法，此將可能成為製造其他基因療法的平台。
- (3) 免疫療法(Immunotherapies)：破壞阻止免疫系統辨識癌細胞的抑制劑，或重新設計 T 細胞（一種免疫細胞）為標靶並殺死癌細胞。
- (4) 核糖核酸干擾(RNAi)：通過使用基因自身的 DNA 序列來關閉運作失靈基因的表現，實質上可以阻止甚至逆轉此類痛苦的遺傳狀況。

圖六-4：2007~2018 年間 FDA 藥物核准數量



(三) 健康護理產業的成長潛力

1. 政府部門增加醫療保健相關支出

美國目前在醫療保健的支出明顯高於其他成熟國家。以支出來源來看，

美國民間醫療保健支出佔 GDP 百分比與公共部門的支出佔比相似，其他成熟經濟體的醫療保健支出則以公部門為主，民間部門佔比明顯較少，預期美國的趨勢也將在其他成熟經濟體中發生，民間在醫療保健領域的角色將越來越重要。另外，隨著預期壽命延長和醫療保健成本上升，醫療保健業的下一個成長動力預期將來自於政策主導的醫療改革與個人保險比例上升。

2. 新處方藥快速發展

隨著科技進步，生命科學和新處方藥正以驚人的速度發展，製藥公司投入高額的研發資源，進行新藥與醫療保健解決方案的開發，藉以滿足不斷成長的醫療保健需求。市場預期至 2022 年，全球處方藥的銷售規模將達到約 1.1 兆美元，如圖六-5 所示，新的管道和新藥的推出將有助於減輕專利到期對部份現有藥物的負面影響。同時，全球醫療技術(MedTech)的發展也將成為焦點，不斷成長的銷售額有助於提供新技術與支持 AI 設備，藉以提高服務提供商的效率。

圖六-5：處方藥(左)及 Med Tech(右)銷售額預估走勢(單位:十億美元)



3. 終端需求上升

美國市場中，隨著越來越多企業主提供醫療福利並承擔藥品成本，無論是透過與保險公司或是藥品福利管理機構 PBM(Pharmacy Benefit Management)，美國處方藥價格皆呈現上升趨勢，醫療保健支出占美國個人消費的比重也

自 2000 年的 13% 上升至 2018 年的 17%，因人口結構持續老化，醫藥和醫療產品銷售也呈現上揚趨勢。(註：藥品福利管理機構 PBM 屬於第三方管理者，是介於保險公司、醫院、藥局、製藥商間的管理協調組織)。

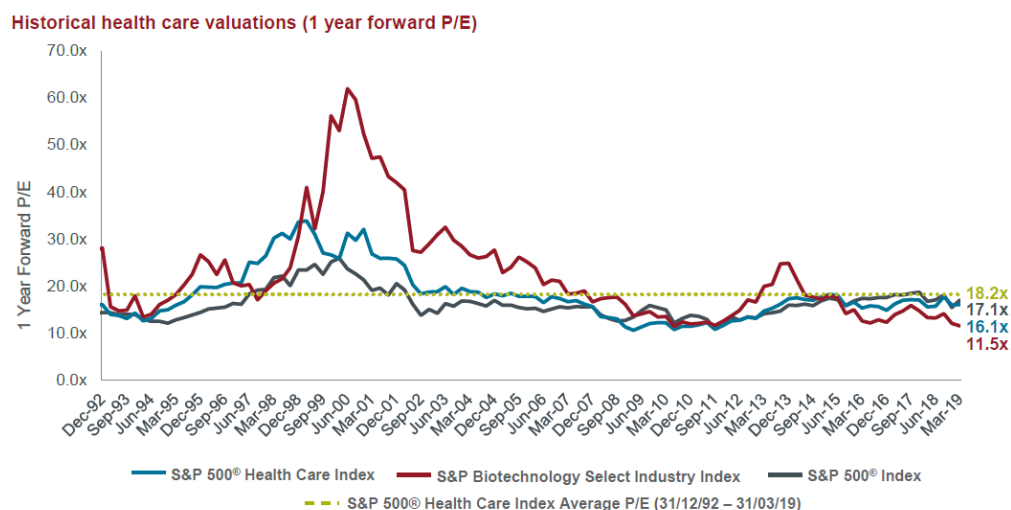
4. 併購活動增加

基於創新的必要性、擴大市佔、增加臨床試驗管道的深度及消除競爭必要性，醫療保健產業的併購活動將會持續增加。以 2018 年為例，國際醫療保健產業市場上有三項大型交易：CVS 與 Aetna 合併、Cigna 與 Express Scripts 合併以及武田收購 Shire。預期未來該產業併購活動將增加，跨領域整合醫療保健的公司亦將興起。

5. 評價面並未過高

目前 S&P 健護類股前瞻本益比 (forward PE) 約為 16.1 倍，已經從 2015 年 20 倍的高點明顯下修，如圖六-6 所示，考量該產業獲利前景良好，評價面處於合理的水準。

圖六-6：S&P 健護類股歷史前瞻本益比走勢



(四) 健康護理產業的風險

1. 「全民醫療保險法案」的衝擊

2019 年 4 月一項擴大美國現有的聯邦醫療保險計畫(Medicare)並消除私人

保險的提案，令今年健康護理產業表現落後標準普爾 500 其他類股。宣布投入 2020 年美國總統大選的民主黨參議員桑德斯 (Bernie Sanders) 在 4 月 10 日提出全民醫療保險 (Medicare-for-all)法案，該提案將消除私人保險，並將原本僅適用於 65 歲(含)以上民眾之聯邦醫療保險計畫(Medicare)擴大為全民健保。惟駿利亨德森團隊認為桑德斯的提案能通過立法的機率不高，其中主要原因包括：1.缺乏二黨支持：儘管部分有意角逐總統大位的議員大力支持該提案，但是包含眾議院議長裴洛西在內的參、眾兩院民主黨領袖卻無意相挺。除此，管理照護企業擁有雄厚的財力與政治遊說實力，未來亦將阻擋全民健保法案闖關。2.高額費用：美國若要採行「單一支付者醫療保險計畫」，背後要付出多大的成本目前仍是個未知數，因部分人士預估未來 10 年聯邦醫療保險計畫的支出可能會增加數兆美元，其中用來給付住院醫療服務的聯邦醫療保險計畫信託基金預估將在 2026 年用完資金，若要補足基金缺口甚至擴大基金規模，屆時美國政府可能要大幅調高所得稅率或刪減醫療給付，此將令民眾感到不安。

2. 後勢展望

整體而言，健護類股的基本面依舊穩健。近年來，管理照護業運用新科技打造整合式的醫療服務，在降低醫療費用的同時亦能為病患創造價值，進而不斷擴張市佔率，因而許多醫療保險業者的營收穩定成長，並促使企業擴大發放股利與買回庫藏股，支撐股價。且隨著科學家對於人類基因組與對疾病治療新方式有更深入的認識，及不斷開發的抗體或基因療法，現在健護產業正處於前所未有的創新時期。以醫療科技而言，新的醫療設備可以在不用進行開心手術情況下修復心臟瓣膜，且在機器人的協助下，醫生可以執行侵入性更低、精準度更高的手術。去年，美國食品藥物管理局核准 59 項創新療法，數量之多寫下歷年之冠，預計將有更多令人期待的新藥及創新療法問世。駿利亨德森團隊深信私人醫療保險

不會在美國消失，但是一定程度的改革不無可能，長期而言，這些政策應可讓複雜、昂貴、飽受民眾詬病的醫療保健體系變得更加公開透明，未來專注創新、改善效率、降低成本或是滿足更多的醫療服務需求的企業，將能夠站在有利的競爭位置。

肆、心得與建議

- (一) 隨著最近這十幾年科技快速的發展以及數位化科技的到來，資訊消息的傳遞越來越迅速，導致全球金融市場的連動性越來越密切，再加上大數據時代之下人工智慧與演算法所帶來的革命，讓金融市場隨著電腦自動化程式交易變得越來越難以預測捉摸，其中又以高頻交易的助漲助跌效果，讓市場波動變得愈來愈劇烈。近幾年市場閃崩的頻率愈來愈高，對於這類的市場異常現象，讓投資組合中的資產配置與風險控管更顯得愈來愈重要。身為政府基金的管理者之一，能夠有幸藉著這次研討會的機會，出國參訪國際級的投資公司，了解目前業界上最新的投資方式，並且一睹亞洲金融中心的樣貌，拓展國際視野，實屬難得。
- (二) 本次參訪駿利亨德森投資公司在新加坡所舉辦的研討會課程，講師皆為該投資公司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，學習各種經理人的分析方式與操作策略，包括亞洲股票投資、歐洲股票投資、固定收益投資、全球房地產投資、多元資產配置等。此外，亦針對資產管理中，風險控管等議題有更廣闊的眼界與更深入的認知。
- (三) 本次研討會行程亦安排了參觀該公司之交易室，了解該投資公司實際運作之人員配置與分工模式後，對於國際級投資團隊有了更深一層的了解。另外，本次參加研習成員包含了數位在台灣業界的基金經理人，除課堂上討論市場看法外，課餘時間亦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) 本次參訪的駿利亨德森投資公司，在全球 27 個主要城市皆有據點、員工人數超過 2,000 名，並且有 360 名以上的投資專家，團隊分工細密，組織完善。相較於國際級的投資的團隊，我國政府基金的人員配置略顯精簡。在面對投資環境與資訊的快速變化下，建議本行應多與業界交流。不僅類似本次完整規劃的海外受訓外，亦可多與國內業界交流，參與各式投資相關課程，了解目前最新的投資趨勢與方法，提升自我能力與視野。其中又以資訊相關與風險控管的課程為重點項目，才能在未來 5G、AI、大數據等資訊科技時代之下的金融市場之中，立於不敗之地。

伍、資料來源

駿利亨德森投資之簡報資料。