

出國報告（出國類別：其他）

參加「全球投資管理研討會」之心得 報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：黃湘雲 辦事員

出國地點：德國法蘭克福

出國期間：108.06.22 至 108.06.30

報告日期：108 年 9 月 27 日

目錄

壹、	前言.....	3
貳、	公司簡介.....	4
參、	全球經濟發展前景與金融市場分析.....	6
肆、	ESG 投資之價值.....	11
伍、	綠色債券.....	12
陸、	研習心得與建議事項.....	16
柒、	參考資料：.....	17

壹、 前言

職奉派於 6 月 24 日至 6 月 28 日參加資產管理公司在德國法蘭克福舉辦之「International Portfolio Management Seminar 2019」，其中包含了一天的客製化的訓練課程。本次研討會共有 29 位分別來自中東、南美洲、非洲、東歐的央行以及金融業同業一同參與。

研討會與課程的講師皆為該公司之分析師和基金經理人，主題包含當前地緣政治風險、新興市場展望、AI 產業的投資策略、數位創新對於資產管理之影響、網路安全趨勢、企業永續經營與投資策略、綠色債券投資策略、氣候變遷和水資源產業相關之投資策略，使我們對於當前金融市場最新趨勢有進一步之認識，有關本行委任資產管理帳戶方面，包含 MBS 市場介紹、經理人所屬 Advanced Fixed Income 團隊的投資哲學與流程等；透過此一一系列的研討會與課程的參與，了解本行委任資產管理帳戶投資哲學及其背後投資決策之流程。

貳、 公司簡介

該資產管理公司為該集團的旗下企業，該資產管理公司據點遍及 25 個城市，有 693 位客戶關係經理及 778 位專業投資經理。資產管理公司經營資產規模為 5,350 億歐元，其中 25% 為股權投資，35% 為固定資產投資，26% 為多元資產投資，剩下 14% 則為另類投資；以區域性來分，歐洲占比為 76%，美國及亞太地區之占比分別為 20% 及 4%；以客戶種類來分，70% 的客戶為機構投資人。

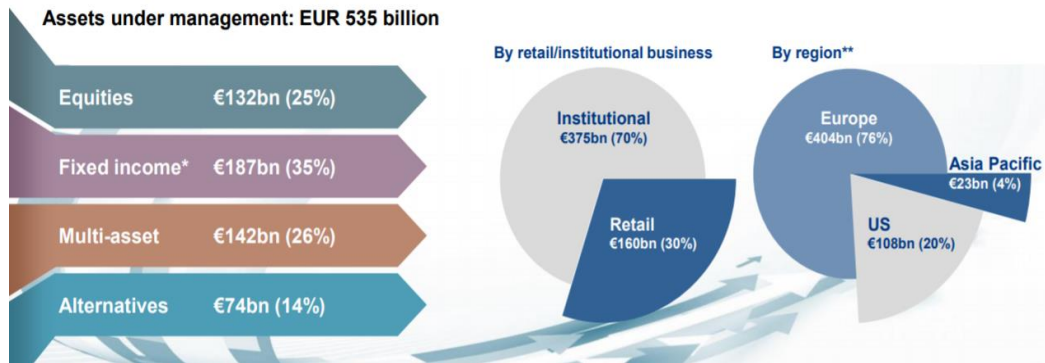
該資產管理公司所奉行之投資理念為「主動式」的資產管理，藉由人工智慧、大數據和替代數據來做基本面分析以制定其投資決策。同時，該資產管理公司也致力於將永續企業社會責任整合於投資決策中。

圖 1 全球據點分布



Source: 資產管理公司

圖 2 管理之資產類別、區域及客戶種類



Source:資產管理公司

圖 3 投資之產品種類



Source:資產管理公司

參、 全球經濟發展前景與金融市場分析

一、 美中貿易衝突之發展

美國總統川普於 8 月初宣布將對中國 3000 多億商品課徵關稅(15%)，將分成兩波實施，分別 2019 年 9 月 1 日和 12 月 15 日起實施，從行業別來看，第一波加徵關稅品項占比較大的前三項產業分別為食品及飼品製造業(25%)、成衣及服飾品製造業(17%)與電腦、電子產品及光學製品製造業(8%)。第二波加徵關稅則為其他製造業(16%)、成衣及服飾品製造業(14%)與電腦、電子產品及光學製品製造業(12%)。可看出第二階段加徵關稅的範圍，對消費者影響較大的消費性電子產品與聖誕裝飾品占有較高比重，美國政府此舉確實為了避免影響年底旺季的消費行為，對今年經濟造成過重打擊。而中國也隨後宣布對美國 750 億商品，分別加徵 5%至 10%關稅。其中包括首次納入課稅的原油項目(5%)以及黃豆關稅再上調(25%至 30%)；另外，原先暫停課徵的汽車及相關零組件(25%、5%)關稅亦正式重啟。

圖 4 近期美方對中方加徵關稅商品清單與金額

9月1日加徵關稅品項/金額(百萬美元)		12月15日加徵關稅品項/金額(百萬美元)	
1.彩色電視機	4509	1.手機	43229
2.半導體儲存裝置	4004	2.電腦	37459
3.部分電話裝置	2565	3.玩具	11916
4.其他塑料製品	2376	4.遊戲機	5369
5.列印機與傳真機	2316	5.數位監控系統	4636
6.針織、鉤編毛衣、套頭衫及類似品	2257	6.鞋子(橡膠或塑料鞋面)	2076
7.國旗和其他紡織材料製成品	2225	7.塑料餐具和廚具	1953
8.手持電動馬達	2150	8.LED燈管	1785
9.磁碟、磁帶等資料儲存設備	1984	9.非玻璃或木材之聖誕裝飾品	1698
10.數位攝影機	1733	10.無線電視傳輸機	1537

Source:USTR

該資產管理公司分析了中美貿易戰的三個可能情境:

1. 若貿易談判成功，且雙方撤回關稅

(1) 經濟成長:

預期美國經濟成長將符合預期，2019 年實質 GDP 成長率將為 2.4%。

(2) 利率:

公債下跌，殖利率曲線 Steepen。

(3) 股市:

股市將回歸景氣循環，投資者將有機會看清年底前股市的成長動能是否延續。

(4) 波動率:

預期波動率將下降，將消除全球增長放緩的疑慮。

2. 若貿易談判只達成部分和解

(1) 經濟成長:

預期經濟成長將會隨著消費者信心地減弱，承受下行壓力。

(2) 利率:

避險情緒仍居高不下，公債受到支撐上漲。

(3) 股市:

股市上升動能將減弱，不確定性將提高，股市將處於區間震盪的格局。

(4) 波動率:

隨著投資人反應其預期於市場價格上後，波動率將從高點回落

3. 若形成貿易戰

(1) 經濟成長:

預期美國經濟成長將下修 0.7%，將會提高市場對於 Fed 降息之預期。

(2) 利率:

避險情緒使資金湧向避險型資產，造成「Flight to quality」之現象，債券價格上漲。

(3) 股市:

預期企業獲利將受到壓縮，2019 年度美國企業 EPS 將萎縮。

(4) 波動率:

由於貿易戰之不確定性與全球經濟放緩之風險，波動率將維持在高點。

二、市場普遍預期今年 Fed 將降息 2~3 碼

5 月初美國總統川普突然表示將對中國 2000 億進口產品加徵關稅，使得美中貿易衝突升溫。6 月 4 日美國 Fed 主席 Powell 表示「正密切關注貿易談判發展對美國景氣前景的影響。且將採取適當措施來支撐景氣擴張」言論，明確暗示今年美國可能降息。

就美國當前景氣表現來看，職缺數處於歷史高峰，失業率低於 NAIRU (Non Accelerating Inflation rate of Unemployment, 即不會加速國內通膨上升的就業狀態)，勞動市場正處於供不應求的緊俏狀態；PCE 物價指數年增率雖低於 2%，但扣除波動較大的成分，仍落在 2% 附近。由基本面來看，Fed 並沒有急於降息的必要。但基於對美中貿易衝突可能的負面衝擊，以及擔心通膨回到 2% 的步伐較預期更

慢，Fed 可能於近期採取「預防性降息」，避免之後景氣和通膨進一步惡化。預期在 Fed 降息後，美債殖利率和美元指數將進一步下探。

6 月 18~19 日 FOMC 會議雖然維持利率不變，但在利率預估的點陣圖中，已有 8 位官員預期今年將降息，有 7 位認為今年將降息 2 碼。Powell 在記者會中指出，許多成員認為進一步寬鬆的理由更為充分，即使是預估不會降息的與會者也承認，現在擴大寬鬆的理由更為充分。此次會議後，投資人對於今年聯準會將降息已毫無懸念，只在降息次數的看法上有所分歧。按 Bloomberg 根據 Fed Fund 期貨推算的機率分布來看，目前市場預期九月將會至少降息一碼。

三、新興市場之東協五國下半年景氣有望回升

2019 年上半年，隨著 Fed 明顯轉鴿、美中貿易衝突一度好轉，市場一度樂觀預期全球經濟可望受到支撐。然五月以來，美中衝突再起，搭配全球經濟成長放緩、電子產品週期仍未復甦，全球經濟持續面臨下滑的壓力。展望下半年，隨著美中談判陷入僵局，地緣政治與貿易緊張局勢恐左右全球市場大局，下半年全球經濟前景仍難以樂觀看待。

在全球經濟持續面臨逆風的情況下，東協外需恐持續呈現低迷狀況。然而，受到上半年東協多國普遍面臨大選，今年各國政府在擴張財政及對國民直接的財務補助方面較過去幾年積極，可望提振內需支撐景氣，搭配全球貨幣政策寬鬆，有助於資金回流新興市場，在政治不確定性消逝與通膨偏低的情況下，東協五國下半年景氣有望逐季回揚。

四、當前面臨之地緣政治風險

資產管理公司分析師 Neil Dwane 表示，目前主要的地緣政治風險如下：

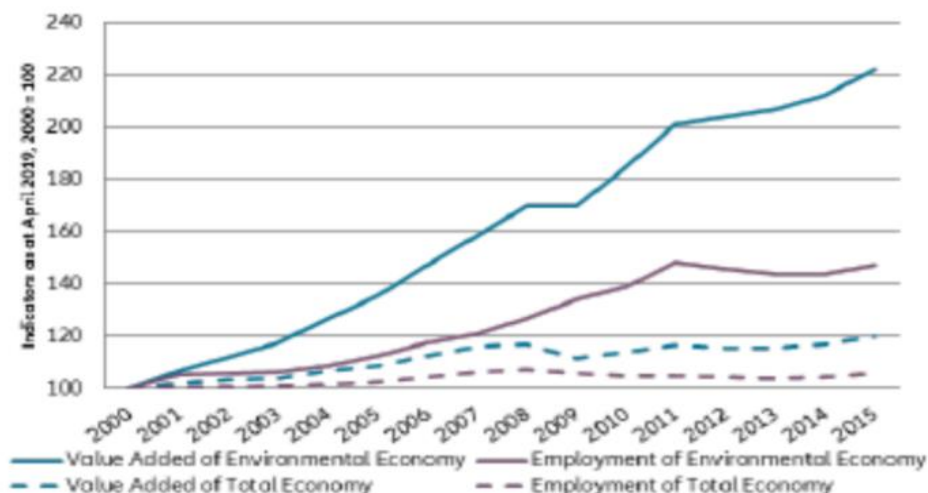
1. 美中貿易戰若演變成「科技冷戰」，有可能中斷環球供應鏈。企業可能面臨被迫選擇一邊的問題，主要是因為中美兩國有機會因「科技冷戰」發展獨立的科技生態系統，從而禁止對方使用自身的供應鏈，迫使其他國家，例如歐洲、南韓、日本和台灣於兩個科技生態系統選一。另外，網路安全股及國防股將有機會因此受惠。
2. 歐洲仍然容易受到英國脫歐的不確定性影響，要素自由流通的好處，使得英國和歐盟的經貿往來密切。歐盟為英國主要出口目的地，占英國總出口達 53%；英國則為歐元區第三大出口目的地，近期英國首相 Johnson 屢屢威脅將採取無協議方式脫歐令金融市場動盪，無協議脫歐疑慮已造成歐洲和英國經濟的負面衝擊，例如：汽車業已受到衝擊。
3. 美國總統選舉所帶來的政策不確定性，也為市場增添變數。

肆、 ESG 投資之價值

ESG (Environmental, Social, Governance,以下簡稱 ESG) 代表「環境、社會、公司治理」。聯合國全球契約計劃(The UN Global Compact)於 2004 年首次提出了 ESG 這個名詞和概念，為分析師和投資者提供一套符合於聯合國「責任投資原則」(The Principles for Responsible Investment, 簡稱 PRI)的評估標準。資產管理公司表示，近年來 ESG 的重要性大幅提升，ESG 越來越被認為是降低投資風險和提高整體回報的評估標準。

根據全球永續投資聯盟 (Global Sustainable Investment Alliance, 簡稱 GSIA) 2018 年調查報告，全球永續投資規模已達 30.7 兆美元，而簽署聯合國責任投資原則的投資機構所管理的資產規模合計已超過 80 兆美元，顯示永續投資的規模和需求相當龐大。資產管理公司分析師認為公司之永續發展性已成為長期回報的推動因素，並為全球投資者關注的焦點，也能藉此強化其競爭地位。投資者應將 ESG 因子納入考量，取得尚未在價格中充分反映的投資機會。另外由圖 5 也可看出，歐洲 ESG 產業經濟價值及其所帶來的就業機會，成長速度已超過整體經濟之成長率。

圖 5 歐洲環境相關之經濟成長率和整體 GDP 成長率之比較



Source: 資產管理公司

伍、 綠色債券

一、 綠色債券簡介與發行之契機

2015年12月聯合國氣候峰會中通過了巴黎協議之後，期望全球各國能共同阻止全球暖化的趨勢，除了同意共同控制全球氣溫升幅以外，也制定使資金流動符合溫室氣體低排放和氣候適應發展的目標，也就是「綠色金融」的理念，以將全球資金由高碳部門轉移至低碳部門，藉著投資綠色債券可以推動綠色金融之發展。

圖6 標準債券和綠色債券差異



Source: 資產管理公司

綠色債券又名氣候債券，泛指用以環境保護、氣候變遷等綠色經濟項目募資之債券，其發債結構和評價方法與一般傳統債券並無差異，與普通債券的差別在於資金用途的不同，綠色債券募集資金運用上需要提交全球暖化及生態環境保育相關之綠色投資計畫，以證明發行人發債籌資之資金

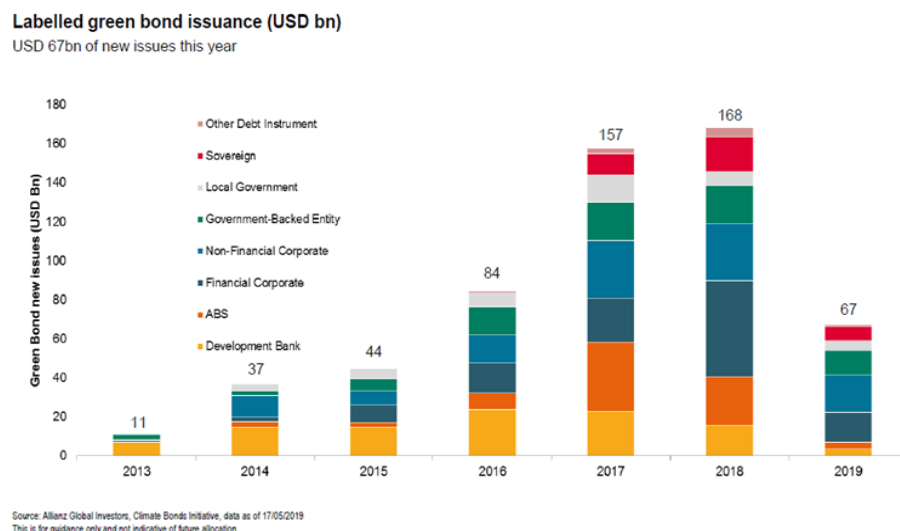
用途為綠色經濟相關之投資計畫，且須符合國際綠色債券之準則，如綠色債券原則(Green Bond Principle，以下簡稱 GBP)和氣候債券標準(Climate Bond Standard, CBS)，CBS 和 GBP 可為投資人提供透明的且可靠的綠色投資機會。

二、綠色債券市場概況

綠色債券可以由公部門或私人機構發行，綠色債券最早是於 2007 年開始發行，但在一開始，主要是由世界金融組織如世界銀行、國際金融公司及歐洲投資銀行發行，後來隨著社會環境意識興起，在市場需求的驅動下，發行人開始呈現多樣化發展，地方政府機構、國家發展銀行、私人銀行或私人企業也開始加入發行人之行列，2017 年法國政府發行了主權綠色債券，主要用於潔淨能源的公共建設。

根據「氣候債券倡議組織 (Climate Bonds Initiative, CBI)」之統計(如圖 7)，綠色債券於 2007 年興起後，於 2014 年後開始蓬勃發展成長，由 2014 年 370 億美元成長至 2018 年 1,680 億美元，預計未來隨著越來越多的主權國家陸續建構其綠色債券之相關政策，可望進一步推動綠色債券的發行。

圖 7 綠色債券之成長趨勢

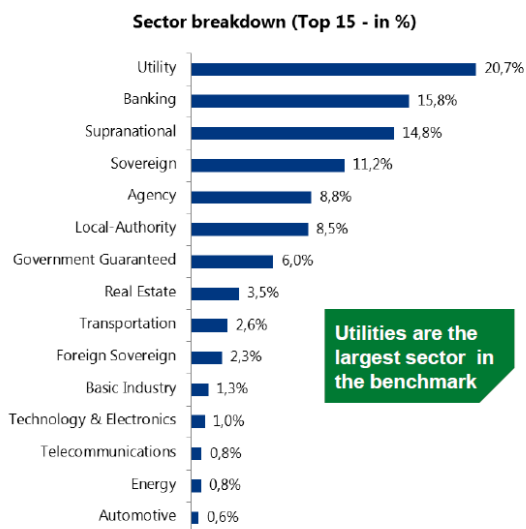


Source: 資產管理公司

目前綠色債券主要發行人於公部門包括國際型金融機構組織、國家機構及組織、當地政府；私人機構則包含非金融企業及金融機構。

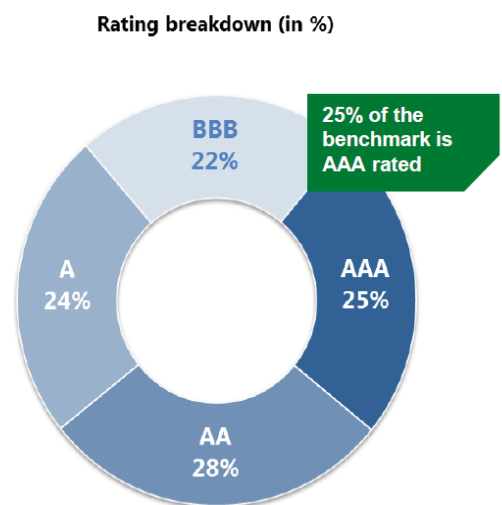
1. 發行產業:以能源產業為大宗占 20.7%，銀行業占 15.8%，世界金融組織占 14.8%，政府機構占 11.2%。
2. 信用評級: 25%為 AAA 評級之債券，28%為 AA 評級，24%為 A 評級，22%則為 BBB 評級之債券。
3. 發行幣別: 歐元為最大宗占比 63%，美元占 26%，加幣和澳幣分別各占 3%。
4. 發行國家: 前五大發行國家分別為法國占比 20%為最高，超國家機構占 15%，德國占 11%，美國占 9%及荷蘭占 7%。

圖 8 綠色債券發行產業



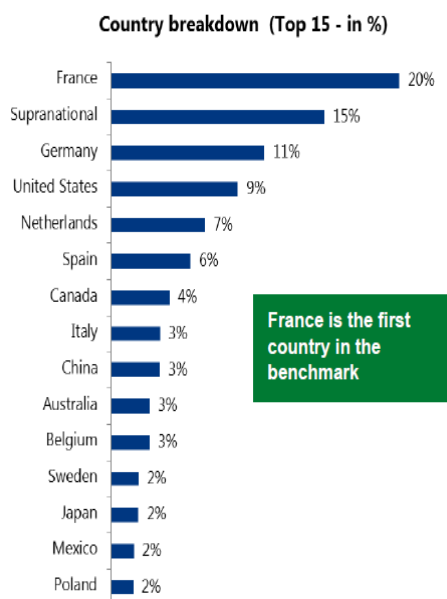
Source: 資產管理公司

圖 9 綠色債券評級分布



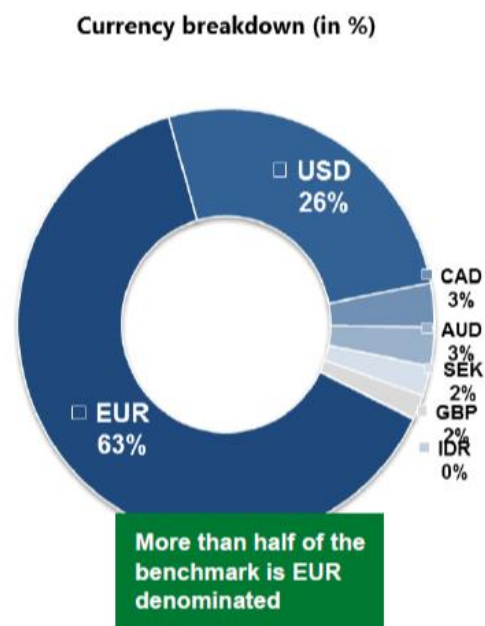
Source: 資產管理公司

圖 10 綠色債券發行幣別分布



Source: 資產管理公司

圖 11 綠色債券評級分布



Source: 資產管理公司

由於綠色債券雖從 2007 年便開始發行，但直到 2013 年後才開始逐漸為世人所重視，綠色債券要求所募資金應全部用於綠色投資計畫，為提升綠色債券資訊揭露之透明度與誠信度，且讓市場參與者有可依據的投資標準，國際資本市場協會(International Capital Market Association, ICMA)和金融機構共同制定了 GBP，內容制定了綠色債券之發行流程指引，提供債券發行資訊之揭露和報告，該原則主要包括四大要素：募集資金用途、綠色投資項目評估與篩選過程、募集資金管理及報告。

陸、 研習心得與建議事項

1. 此次參加資產管理公司之研討會，不難發現歐洲地區近年來在環保相關議題之關注已迅速提升，企業永續經營已成為一個越來越受到社會關注之議題，然而於台灣，ESG 理念並不受到企業的重視，身為政府機關，應做為表率，支持 ESG 投資原則。
2. 遵守 ESG 原則的公司曾被分析師認為是額外的成本，但現在則被視為可以加強公司治理和投資報酬的一種方法，藉由推動 ESG 相關之投資，也可積極提升國內社會企業責任投資(Socially Responsible Investment，以下簡稱 SRI)，以符合國際間日漸重視 SRI 之趨勢；由於重視 ESG 的企業擁有因應市場變化的商業模式，也通常是體質更好、更能永續發展的企業。
3. 台灣指數公司及 FTSE Russell 於 2017 年共同編製台灣永續指數，為國內第一檔完整結合 ESG 與財務指標篩選的投資型指數，使用 FTSE Russell 的 ESG 評鑑系統評量上市公司在 ESG 方面的投入與表現，再以財務指標篩選出成分股。透過此方式將這些落實企業永續責任和營運績效合宜的上市公司組合編製指數，一方面可提供國內退休基金與投資人參與企業永續經營的投資管道；另一方面，也可推動企業積極落實 ESG 項目。

柒、參考資料：

1. “Welcome and Introduction” , Martin H. Keil
2. “Geo Politics” , Neil Dwane
3. “The value of ESG investing & the benefits of integrating ESG factors into investment decisions” , Dr. Steffen Hoerter
4. “Driving Sustainable Solutions at Global Investors & Stewardship: Active Engagement” , Isabel Reuss
5. “Green Bond – Financing sustainable, green projects” , Alina Donets