

出國報告（出國類別：開會）

參加施羅德機構法人 2019 研討會報告

服務機關：臺灣銀行信託部

姓名職稱：張郁敏 領組

派赴地區：香港

出國期間：108 年 9 月 15 日至 9 月 20 日

報告日期：108 年 11 月 21 日

摘要

本次課程由施羅德資產管理公司主辦，施羅德資產管理公司於西元 1804 年在倫敦創立，為一歷史悠久之資產管理公司，迄今已有 200 多年的資產管理經驗，該公司於 1959 年於倫敦證券交易所上市，目前施羅德管理的資產總值高達 5,650 億美元，全球員工總數超過 5,000 人，營運遍布歐洲、美國、亞洲、中東及非洲，以其穩健的投資策略並以長期獲利為目標，確保管理資產保持穩健的增值。

本次課程針對機構法人、主權基金等專業投資機構所提供之訓練課程，參訓人員主要來自全球中央銀行、政府基金以及金融同業，課程內容包含全球經濟情勢展望、操作策略概述及股票、固定收益等投資項目的深入探討。本次研討議題有助於瞭解美國重啟降息後官方機構法人投資新趨勢，以及在低利率的金融環境下，尋求投資機會與了解風險。

目 錄

壹、 參訪及研習目的	1
貳、 研習過程紀要	2
一、 全球總經及市場概況	2
二、 現行投資環境不可避免的事實	6
三、 美國企業獲利前景	9
四、 新興市場債券投資展望	11
五、 新興市場外債風險	12
六、 黃金現況	15
參、 心得與建議	20

壹、參訪及研習目的

本次參加施羅德資產管理公司（Schroders）所舉辦的教育訓練課程，該課程包含股、債操作策略理論與應用，與經理人對市場的最新看法，藉由課程互動使與會人員能深入了解未來市場趨勢，透過講師解說理解各類型資產之市場現況、風險特性和投資機會，冀藉參與此次課程，加深投資人員金融專業知識，並有機會與其他法人機構投資人員交流。因此能有機會參與此類課程訓練，有利於提升未來投資交易上的多元化思維，對提升政府基金操作績效也有所助益。

貳、研習過程紀要

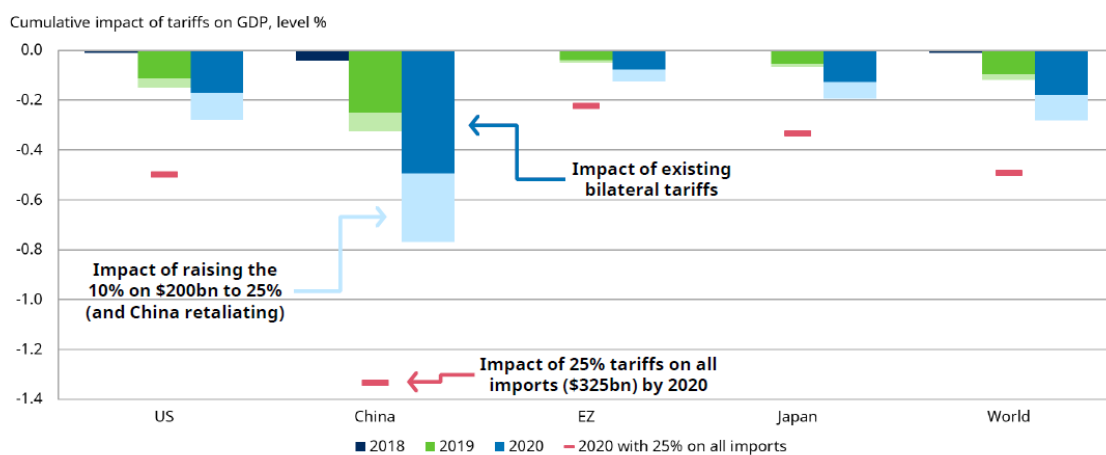
一、全球總經及市場概況

講師：Azad Zangana, Economist

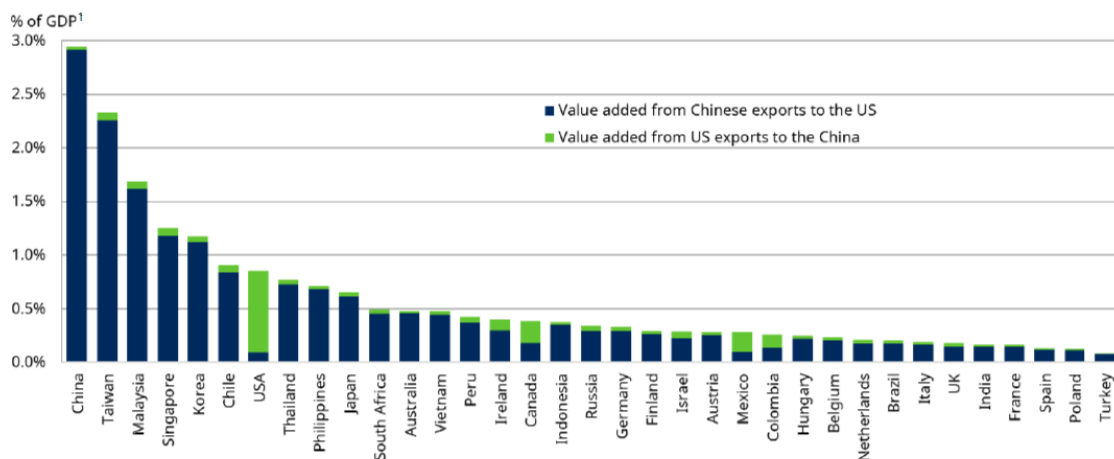
投資者的三個關鍵問題：

(一) 美中貿易戰何時休兵？

全球貿易已非常薄弱，關稅壁壘更加打擊了貿易，美中貿易戰升級對全球各主要國家的 GDP 的影響將逐步顯現，貿易戰的外溢效應也將影響其他各國。



資料來源：牛津大學經濟模擬，2019年5月15日。



資料來源：經合組織 TiVA

上圖顯示，除加拿大、墨西哥及哥倫比亞受影響較小外，其餘國家受到中國出口關稅影響輕重不一，以台灣、馬來西亞、新加坡佔比較高。

美國和中國在這場談判中各有不同的目的，美國不僅關心其工業基

礎，避免受到中國廉價進口影響，並且重視保護國內智慧財產權。而中國的長期目標則是建立並成為全球強國之一。

倘若貿易戰升級，額外的附加關稅將降低經濟增長並加劇通膨，這情況不僅對美國和中國，對其他國家亦是。不過由於美中雙方都有其顧慮及目的，因此判斷衝突未來再度升級的可能性應不大，貿易會談仍可能達成協議，但似乎需要更多時間。

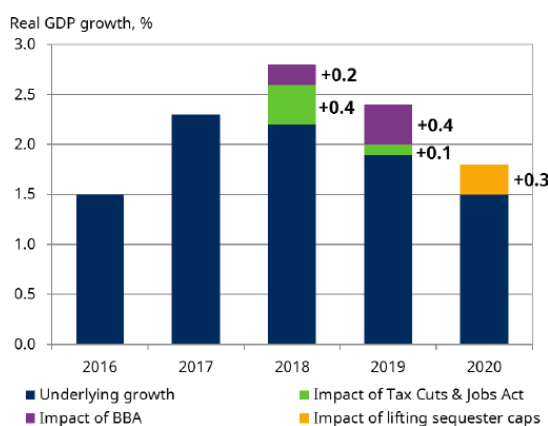
(二) 中央銀行這次能有辦法化險為夷嗎？

現況是美國經濟正處循環末升段，增長放緩，政治風險影響市場情緒，各國央行似乎已經準備好再次寬鬆，但是他們還有足夠的工具嗎？

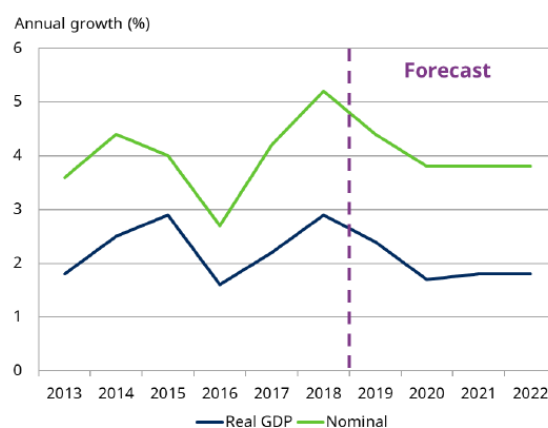
1. 美國：

儘管經濟基本面仍穩健，但資本支出卻在放緩，耐久財訂單下降表明了此一訊號，加上美國財政刺激將從 2019 年開始減退，包含《減稅和就業法》（2017 年）和《兩黨預算法》（2018 年）的影響，對 GDP 的影響預計會從 2019 年起逐步消失。

Impact of fiscal policy on GDP growth...



...is expected to fade with GDP growth from 2019

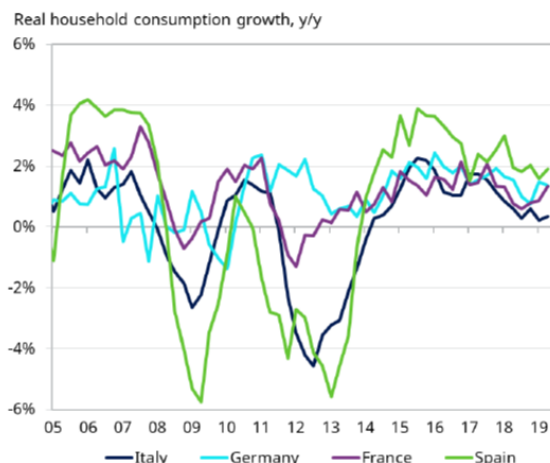


資料來源：牛津經濟學，國會預算辦公室，2019 年 8 月 7 日。

此外，勞動力市場方面顯得緊峭，但通貨膨脹率很小，已知有些公司已開始放寬藥物測試標準，與限制僱用重罪犯以減輕勞動力短缺問題。

2. 歐洲：

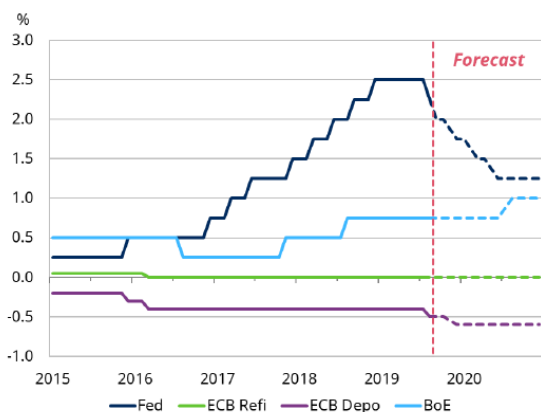
自 2017 年以來，歐元區 GDP 出現顯著放緩，不過歐元區國內需求仍然強勁，零售和家計消費並未顯示衰退，惟淨貿易疲軟，導致歐元區增長放緩。



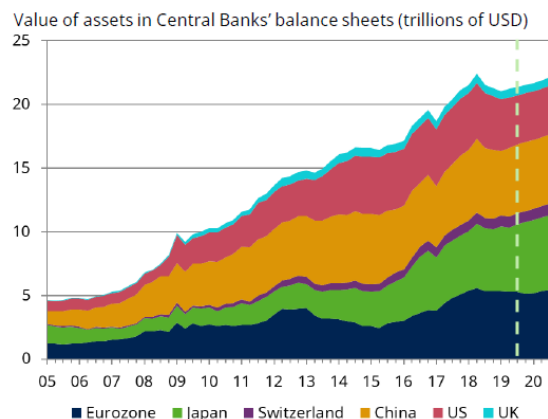
資料來源：Refinitiv Datastream，2019年9月4日。

新興市場比已開發市場更有寬鬆政策空間。此外，與美聯儲相比，歐洲央行和日本央行降息的空間較小，儘管火力有限，但央行將採放寬政策，預期美聯儲將會有幾次降息，但歐洲央行將不得不訴諸量化寬鬆。

Interest rates outlook



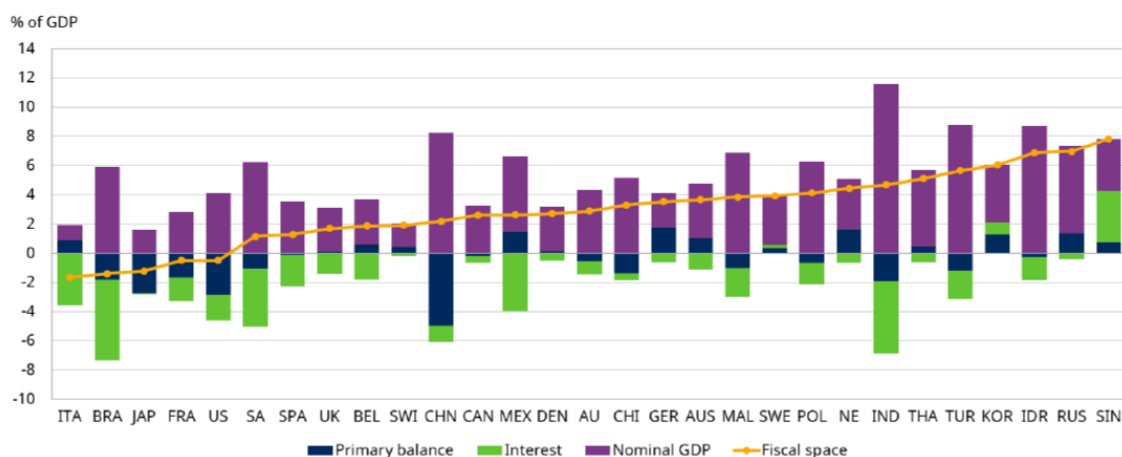
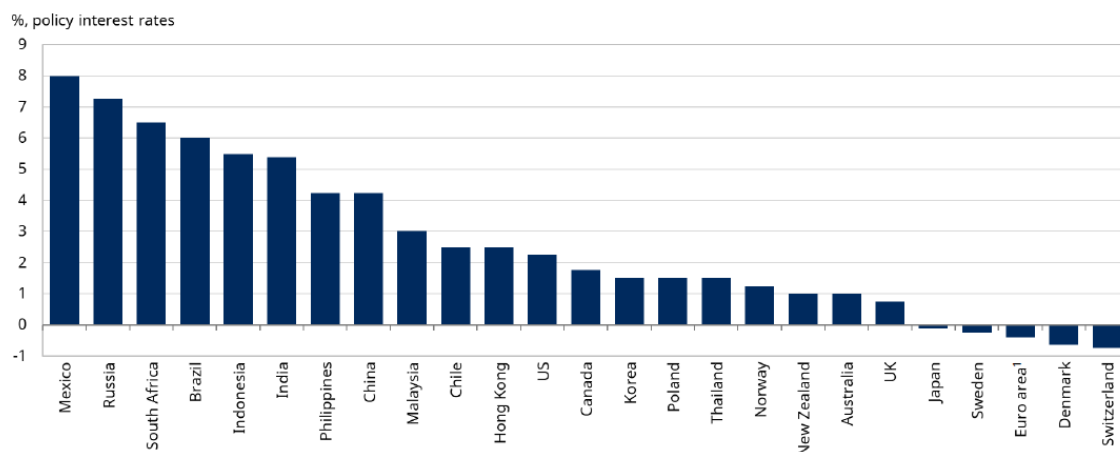
Central Banks' balance sheets



資料來源：Refinitiv Datastream，2019年9月12日。

然而當貨幣政策空間受限後，壓力便轉移到財政政策，雖然財政政策會更有效，但在政治上實行較有難度。政府在考慮財政支出刺激前應考慮週期性，並以反週期性財政政策為目標。

下圖檢視各國貨幣政策與財政政策施行空間：



資料來源：國際貨幣基金組織財政監測，2019年9月5日。

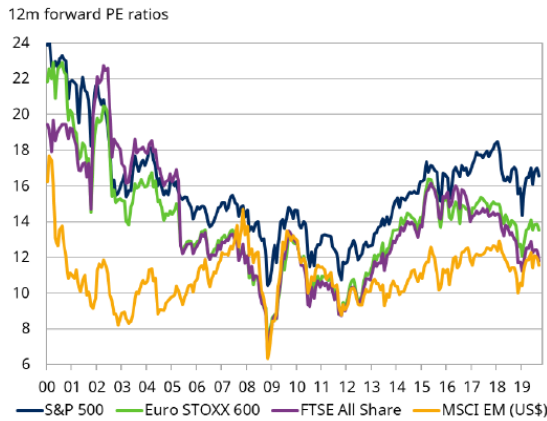
(三) 風險資產會繼續上升？

黃金和股票是今年到目前為止表現最佳的項目，這很不尋常，但兩者皆受流動性的驅動。目前股市的評價面仍屬合理，且適當下跌後的重新評價可提升績效。惟隨著全球經濟增長放緩，公司收益增長緩慢令人擔憂。

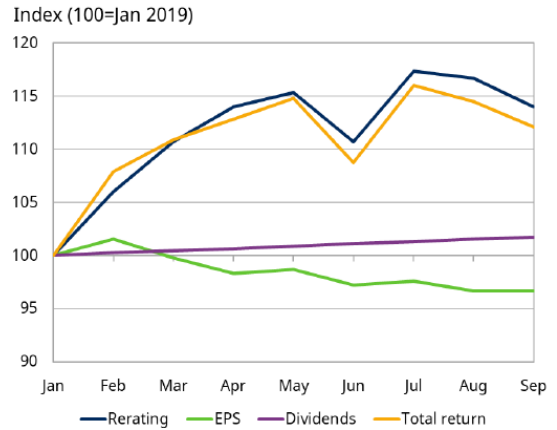
儘管流動性和較低的利率可以推動股市走高，但整體市場收益增長也必須跟上，包括“價值型”股票，但就這點而言很難給出樂觀的前景。

下圖為不同市場股市的上漲驅動因素：

Drivers of Global Equities¹



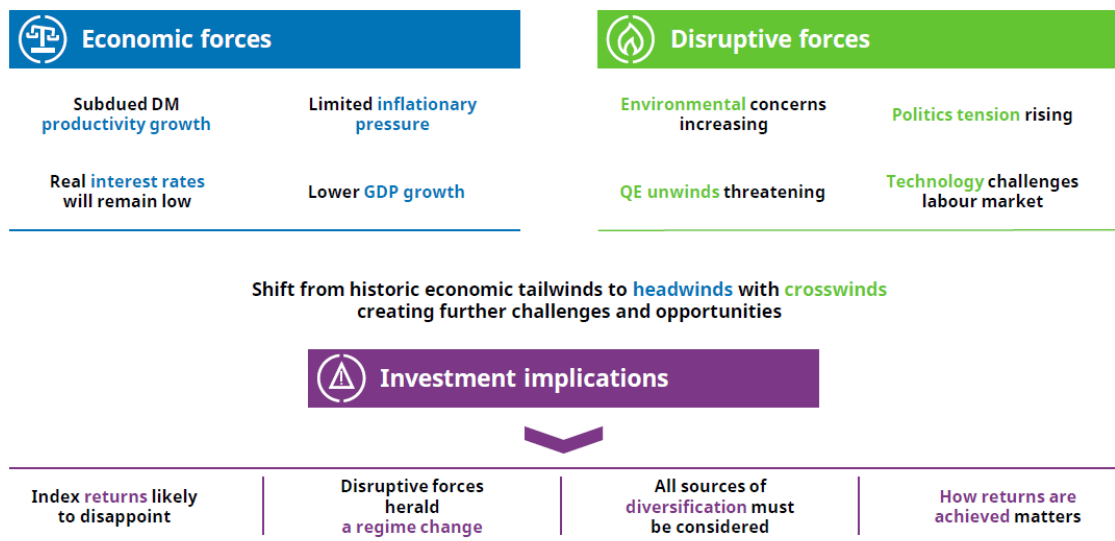
Drivers of Global Equities¹



資料來源：Refinitiv Datastream，2019年9月4日。

二、現行投資環境不可避免的事實

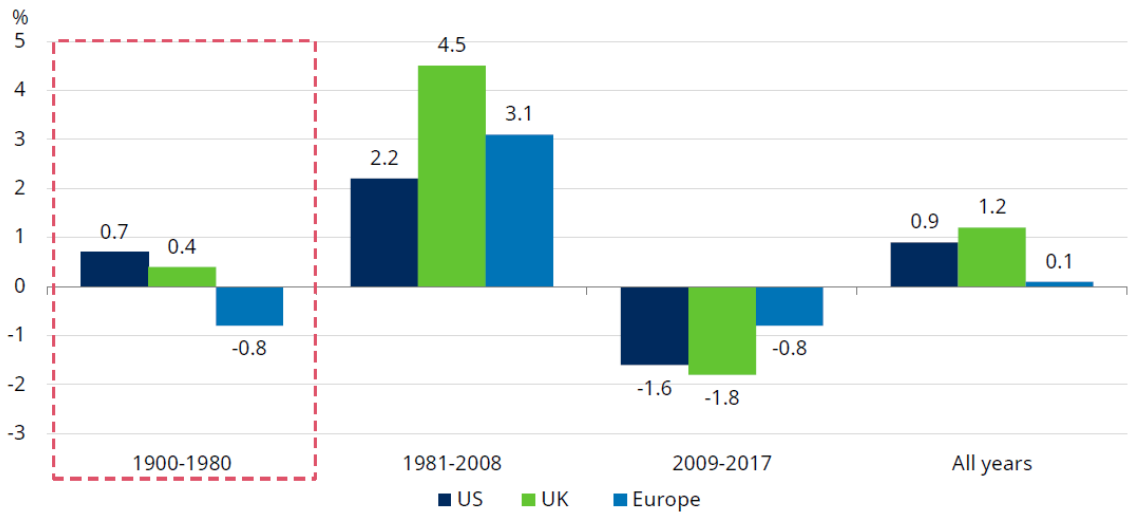
講師：Gavin Ralston, Head of Official Institutions



資料來源：施羅德

(一) 經濟力量

當前不利的人口統計數據顯示 GDP 增長仍然低迷，儘管已開發市場生產率提高了，但通膨壓力有限，儘管實際利率將上升，但仍處於較低水平，預期未來無風險實際利率將保持在 1900-1980 年的平均水平 - 比危機前的水平低 1%至 3%。



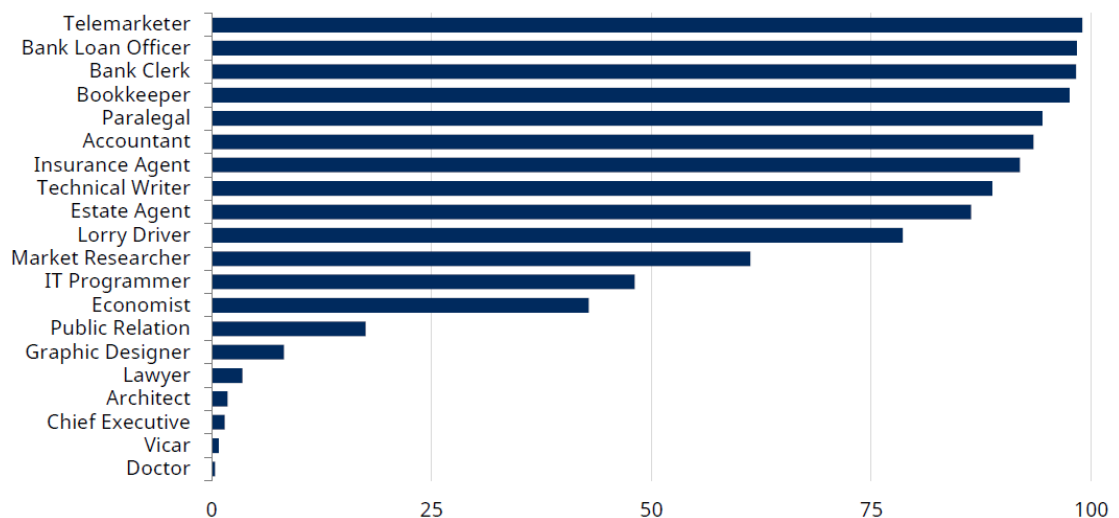
資料來源：Dimson, Marsh & Staunton, 《瑞士信貸全球投資回報年鑑 2018》。

(二) 破壞力

隨著美中競爭加劇，地緣政治風險將持續升高，技術挑戰商業模式和勞動力市場，自動化的興起仍在繼續，使勞力置換將變的更加極端。

下圖顯示未來 20 年內各行業被自動化取代的可能性：

Probability of a job being automated in next 20 years



資料來源：施羅德

再者，在投資各方面對環境議題的重視加深，例如對二氧化碳排放量的控制與溫室效應等皆需採取果斷行動來限制，企業對環保及氣候議題的關心也將影響未來的投資方針。

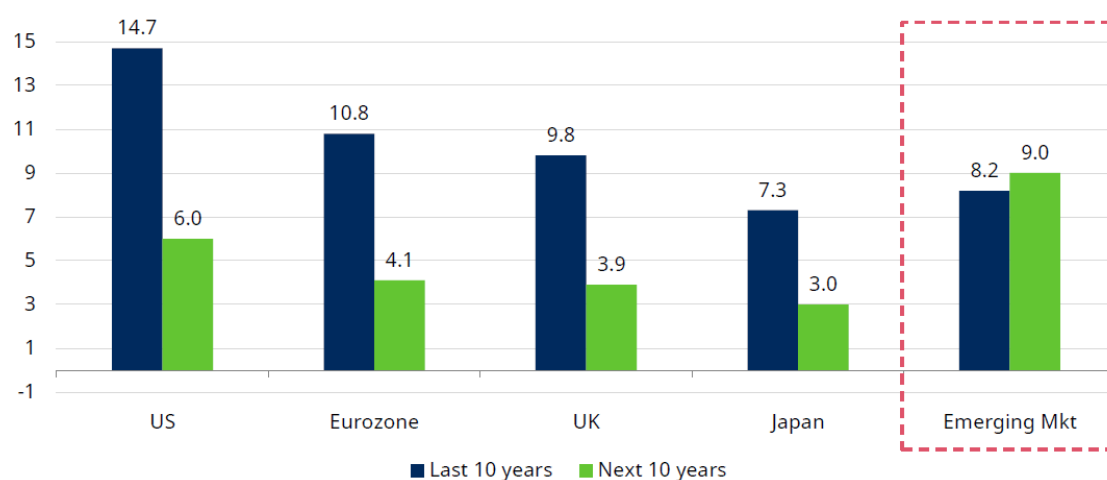
最後，提到政治方面的破壞力在於民粹主義上升，及財政緊縮下政府將面臨財政壓力等。

(二) 對投資的影響

由於低利率的環境將持續更久期間，預期未來的指數回報可能是令人失望的，儘管公司收益仍有增長潛力，但就評價而言則充滿挑戰，因價位已處高檔，未來上行空間相對受限。下圖顯示過去 10 年及未來 10 年的股市收益預測，除新興市場外，其餘地區在未來 10 年的預期報酬率皆低於過去 10 年；在債券方面也有相同結論，政府債券的報酬率在未來也將受限，主權債券市場的未來與過去之間的差距更大。

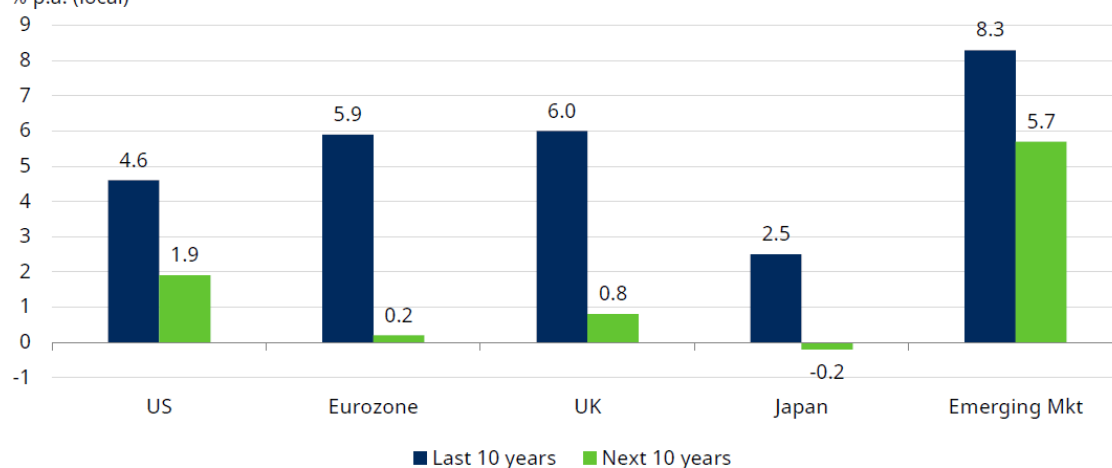
Historical (2009–2019) vs. future 10 year Equities return expectations (2019–28)

% p.a. (local)



Historical (2009–2019) vs. future 10 year return Government Bond expectations (2019–28)

% p.a. (local)



資料來源：施羅德

此外，破壞力量驅動著各資產類別之間的輪動，因此投資策略須考慮多元化和報酬來源，如何獲得回報比以往任何時候都更加重要。

三、美國企業獲利前景

講師：James Eustace, Research Analyst

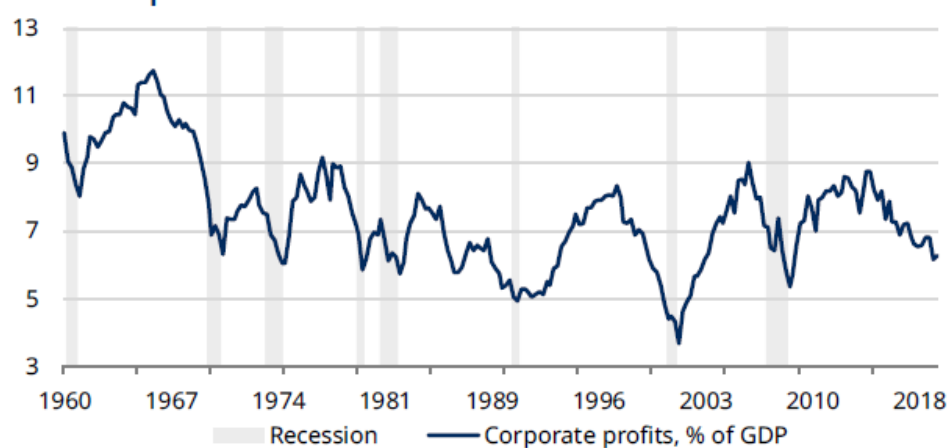
(一) 低利率和減稅帶來的支撐效果將逐漸消褪

年初至今，股市表現強勁，儘管全球經濟疲軟和貿易緊張局勢加劇，標準普爾 500 指數仍上漲了 20%，但自從年初開始，企業 EPS 幾乎沒有變化，股價上漲完全是由 Fed 寬鬆貨幣政策所推動，也帶動本益比 (P/E) 的大幅上升。

回顧過去一年，2018 年第 4 季股市歷經大幅下跌，隨後在 2019 年初回升，標準普爾 500 指數小幅上漲，在目前情況下，除非 Fed 有超過市場預期的寬鬆政策，否則擴張的順風難以如前幾次一樣持續，最終回歸企業基本面才是關鍵，企業獲利才是股價最根本的驅動因子。

當前數據顯示周期性指標處於經濟循環後期，寬鬆的貨幣政策支持了消費者信貸及房市，然而美國公司近年來利潤遠沒有以前高，如下圖所示，稅前利潤佔 GDP 的比重從 2014 年的 8.7% 至 2019 年第二季降至 6.2%。儘管預計短期內美國不會出現經濟衰退，但由於企業獲利能力是可靠的衰退指標，因此使市場憂慮加深。

Chart 1: US profits before tax as % of GDP



資料來源：施羅德

(二) 川普的減稅政策掩蓋了企業表現惡化的事實

去年，川普政府的減稅政策極大化了企業的稅後利潤，使美國股市升至歷史新高，掩蓋了稅前利潤的惡化。去年，非金融業的稅前利潤年增率僅 0.9%，但標普 500 指數成份股卻表現出色，年增率達 21.8%，這個差異可

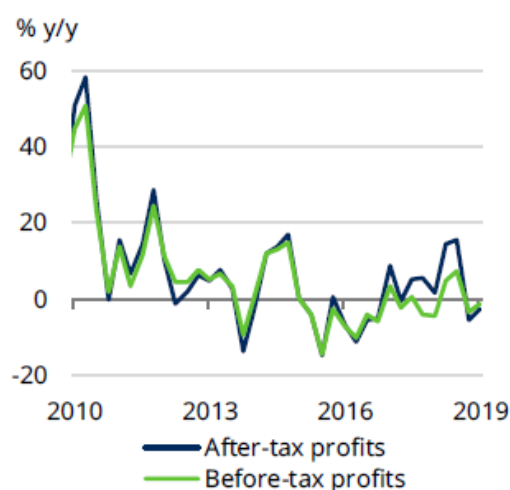
以從 2017 年《Tax Cuts and Job Act》引入的 35%到 21%聯邦稅率調降來解釋。

從投資者的角度來看，公司獲利能力很重要，因為它們是股票報酬的驅動力，但經濟活動並非獲利的唯一動力。從稅率的觀點分析，企業稅率於 2018 年大幅下降，公司的有效平均稅率在 2017 年為 20%，下降至 2018 年的 13.2%（左圖），此稅率的降幅足以提振美國股市創下新高。節省的稅款使公司稅後利潤年增 9.5%，是自 2012 年以來的最高增幅（右圖）。但研究顯示隨著今年有效公司稅率開始上升，未來刺激效果將開始消退。當財政刺激效果開始減弱，且經濟處於循環後期時，預期美國的利潤將受到勞動力成本的上升及產能弱化影響，承受更大壓力。

Chart 2: Effective tax rate for US corporates



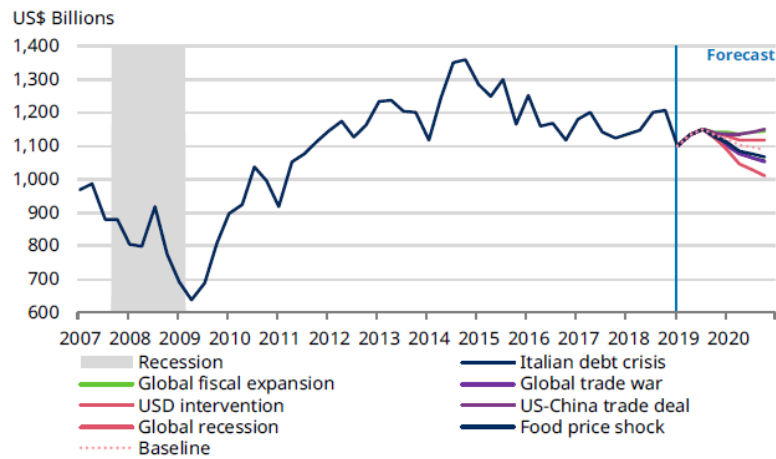
Chart 3: Pre-tax and after-tax profits



資料來源：施羅德

美國經濟成長預估將會低於趨勢，若預測成真，產能利用率將下降，為獲利能力帶來下行壓力。此外，獲利率將會因勞動成本上升受到壓縮，而通膨和生產率隨著經濟成長衰弱而下降。模型顯示今年的稅前盈餘預估年增率將會降低至 3.7%，而 2020 年預估稅後盈餘年增率則是 2.4%。

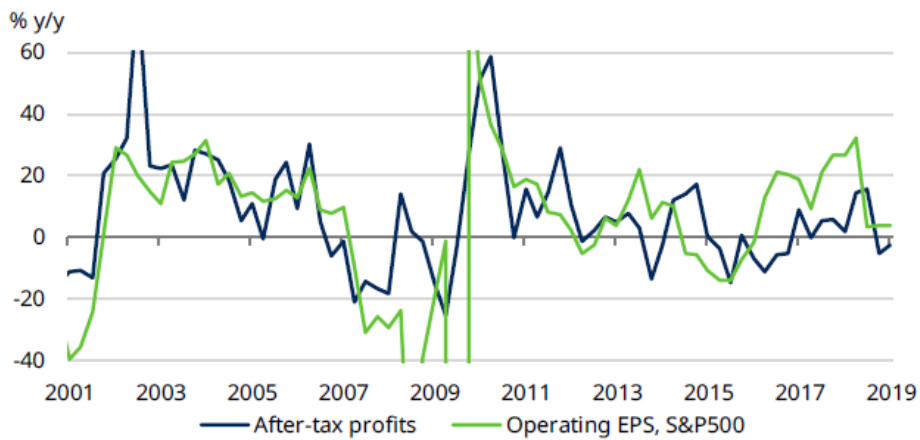
下圖為美企獲利前景：基本預估和假設情境。



資料來源：施羅德

若全球經濟衰退，企業獲利將會最受打擊，不過 2020 年的獲利可能會有正成長的假設情境為，如果美中達成貿易協定並撤除關稅，使企業信心和全球貿易量回升，或者是 G7 和金磚四國提供顯著的財政刺激，進而支撐經濟。

相較於 2018 年的收入增長率為 21.8%，而原先對 2019 年的預期為 12%，施羅德的預估模型顯示，標準普爾 500 指數的營業利潤可能在 2019 年下降 0.6%，並在 2020 年下降 2%。



% y/y	2018	2019	2020
Before-tax profits	0.9	-3.7	-2.4
After-tax profits	9.3	-4.8	-2.4
Operating EPS	21.8	-0.6	-2.0

資料來源：施羅德

四、新興市場債券投資展望

講師：Christopher Wyke, Investment Director

(一) 新興市場美元債

隨著美聯儲寬鬆的前景，投資者對新興市場主權國家和企業信貸的接受度已經恢復，長達近 10 年的新興市場利差優勢依然存在，不過，新興市場美元債的回報仍很大程度取決於美國公債收益率的走勢。鑑於新興債的流動性較不佳及目前投資者部位已較高，仍建議採取謹慎態度。

(二) 新興市場當地債

部份地區如巴西、墨西哥、俄羅斯、南非、印尼和印度的長期利率仍然相對有吸引力，隨著通貨膨脹壓力的減輕和選舉不確定性的結束，這些國家的中央銀行還有寬鬆的空間。此外，阿根廷正在進行本地債和外債的重組，未來有機會出現重建後的投資機會。整體而言投資新興當地債要選擇可提供高”實質”利率的市場作曝險才可獲得較高的回報保證。

(三) 新興市場貨幣

美元目前似乎處於牛市後期，而部份新興市場貨幣有其評價面的吸引力和靈活的海外交易，復甦可期。在八月的回檔中，投資者對新興市場貨幣的持倉量減少，未來在有機會的區域之貨幣曝險會在適當時候恢復，應可帶來支撐。

五、新興市場外債風險

講師：Craig Botham, Emerging Markets Economist

(一) 國際貨幣基金組織(IMF)對美元籌資提出擔憂

縱觀美國之外，世界其他地區的失衡現象正在加劇。即使美國能夠躲避衰退，其他地區也有可能出現問題，其中，新興市場中的美元資金不足可能是催化劑。國際貨幣基金組織針對兩點提出警告：首先是債務情況，2018 年的風險偏好似乎已經恢復，同時美國公債收益率大幅下降，兩者綜合作用是使得資金大幅流入新興債券市場，導致各種新興市場公司槓桿上升，增加新興經濟體弱點。這些債務大部分以美元計價，與國際貨幣基金組織的第二個擔憂有關—對非美銀行以美元計價的貸款增加的擔憂。在多數經濟體與新興市場中，IMF 指出自全球金融危機後，以美元計價的活動量有所增加。

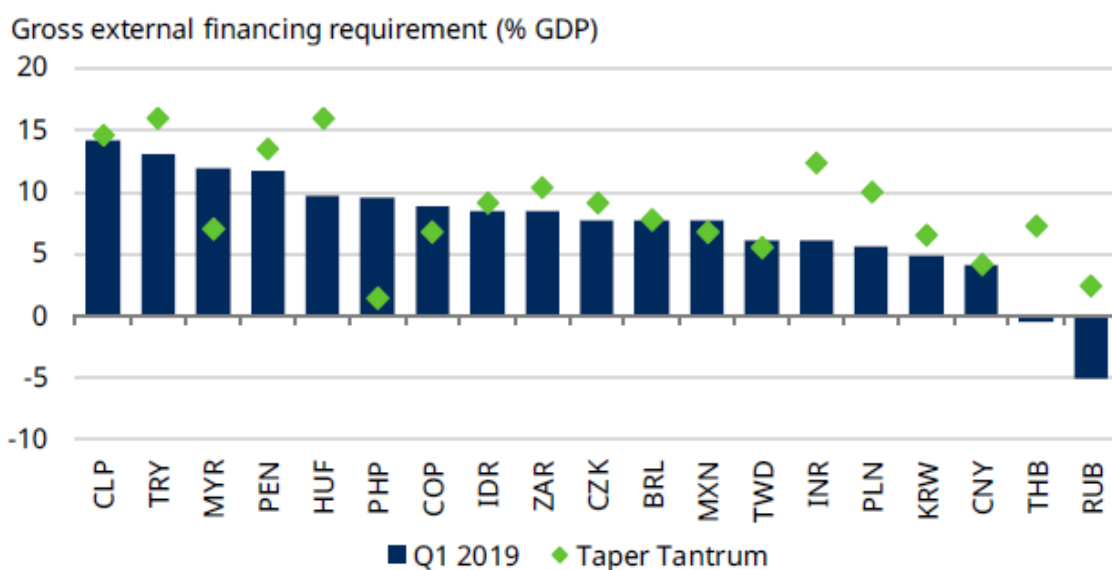
在全球金融危機期間，這些非美國銀行所借出的美元款項便是造成財

務壓力傳遞的重要機制。當他們取得美元能力減弱而無法繼續借貸時，他們會向該國金融體系，甚至是向其他貸款提供國和經濟體施壓。讓幾乎沒有其他舉債選擇的新興市場經濟體所受到最大的打擊。儘管今天美元資金似乎足夠，但看看近期美國回購市場的壓力應該提醒我們，平靜的水域也會變得波瀾起伏。

美元資金不僅在全球金融危機期間是個脆弱的問題，且在 2008 年之前的新興市場危機中及在 2013 年期間再次出現的緊縮恐慌（Taper Tantrum）中亦是。焦點集中於有大量短期美元借款的經濟體；若美元融資困難僅受數月干擾的長期債務應不至於受太大影響。

(二) 新興市場的短期外部曝險通常較低

對於短期部位，研究主要關注於外部融資總額（GEFR），它將所有在 12 個月內到期的美元債務合併在一起。為了衡量經濟風險，下圖將其顯示為相對於 GDP 的比率，並標示出上次流動性緊縮的恐慌期間中各國的曝險部位。

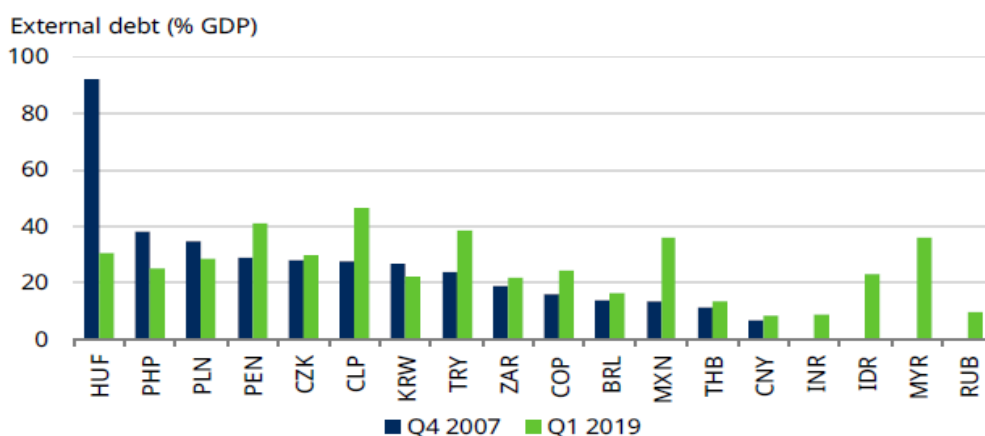


資料來源: BIS

研究顯示大多數新興市場國家的狀況相對 2013 年已經改善許多，有兩個經濟體甚至在融資上有盈餘而非資金赤字。總體而言，儘管美元匯率下跌，該地區看起來對美元資金沖擊已較以往更具彈性。

(三) 新興市場長期的曝險上升

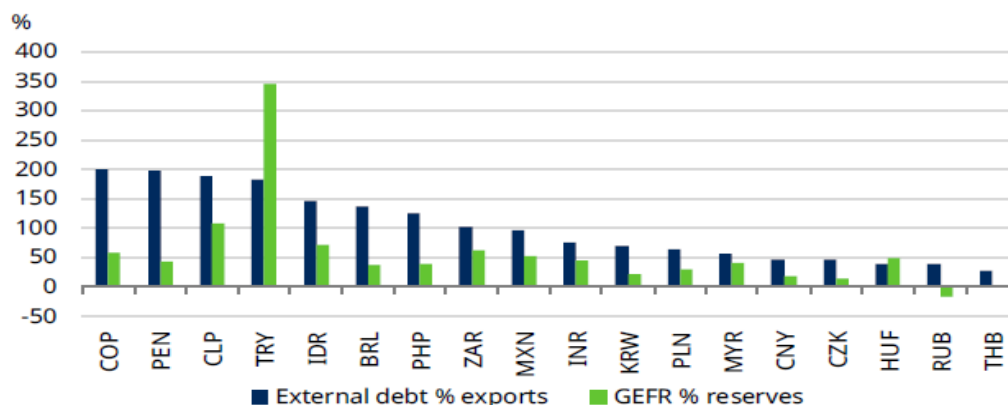
全球金融危機是所有新興市場國家中最後一次長期遭受美元資金中斷困擾的期間，對新興市場在長期美元借貸的看法不太樂觀。儘管匈牙利顯然已經取得了很大的改進（儘管這是通過立法命令實施的，這對於歐洲銀行而言是痛苦的過程），但對於其他有數據的國家而言，有更多的經濟體外債是增加而非減少。其中智利、土耳其、秘魯和墨西哥更甚於其他新興市場國家，債務增長也高於絕對水平。



資料來源：施羅德

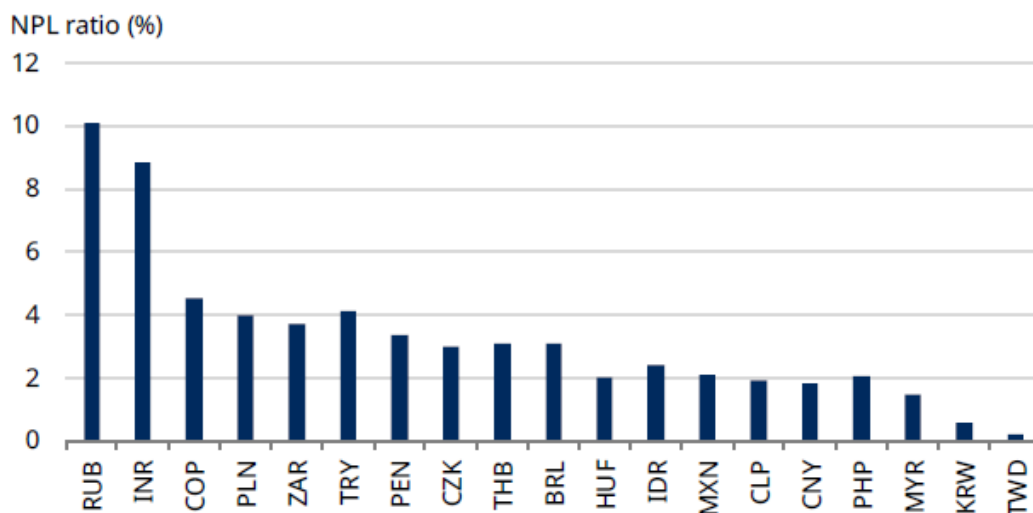
(四) 健康的銀行體系可協助對抗外債壓力

提供美元市場壓力緩衝的管道主要為：大量出口，換匯額度和外匯存底。健康的銀行體系還可以通過其他授信來源提供一定的彈性以支持經濟活動。由下圖可知拉丁美洲經濟體對於短期及長期美元融資的曝險普遍較大，整體前景不太樂觀；土耳其的惡化相當突出，但其他新興歐洲、歐非中東地區風險較小。而新興亞洲除了印尼，似乎不太受全球美元融資管道被干擾的影響。



資料來源：施羅德

在銀行體質方面，下圖為 IMF 對於銀行不良放款(NPL)的數據，顯示了各區域間的不平均。俄羅斯與印尼不良貸款占比最高，土耳其和南非的情況則因其國家銀行較脆弱而較危險。此外，即使對中國公佈的數據存疑，但新興亞洲表現似乎仍相當強健。



資料來源：施羅德

總體而言，IMF 強調的美元融資和海外借款風險似乎與拉丁美洲最直接相關。該地區的經濟體平均比其他新興市場有更大的曝險，且對潛在衝擊的抵禦能力較弱。儘管近期土耳其有所改善，也仍然脆弱。總體而言，整體新興市場對短期債務的曝險減少，特別是新興亞洲對於全球美元融資壓力抵禦力最強，對風險趨避程度更高的投資者而言是不錯的選擇。新興歐洲特別是在歐盟成員國，能享受更多歐元融資所帶來的風險緩衝。因此，新興市場各國曝險並非是均等的，即使美元融通的資金出現問題，但有些地區受到的影響仍然會是有限的。

六、黃金現況

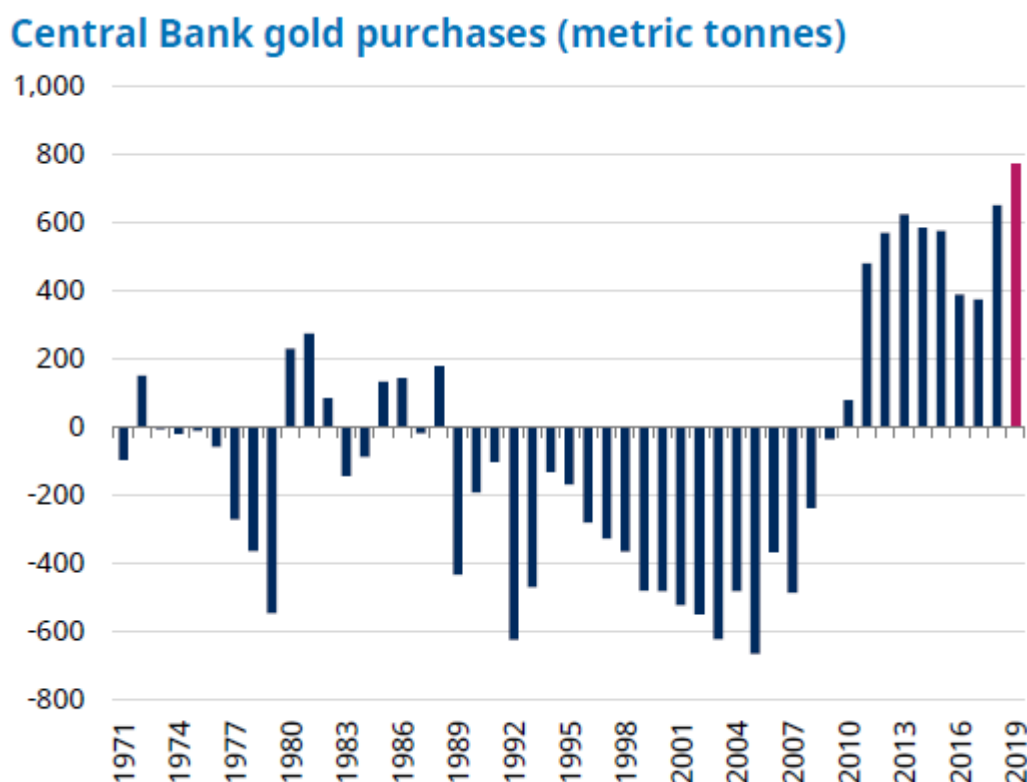
講師：Christopher Wyke, Investment Director

當前實質收益率下降的背景為黃金提供支撐，就供給面而言，黃金保持價格彈性，即如果價格上漲，挖礦供應將緩慢增長，如果價格下跌甚至保持不變在當前水平附近的話，則預期供應量中期將下降。在大宗商品需求方面，黃金則顯稍弱，1990 年末及 2005、2006 年間的新興市場珠寶需求熱潮不太可能重演，且目前的工業需求增長也有限。

不過，黃金在以貨幣為基礎的支撐力道卻很強大，可從三個角度討論：

首先，全球金融市場已經變得過度依賴中央銀行的流動性注入，自全球金融危機以來，全球債務持續增長，尤以中國為甚，全球經濟陷入嚴重的債務陷阱，從而測試央行信譽的極限，未來若是少了資金流動性注入，對央行來說是將是一場極限測試，因此將黃金視為避險商品，亦是央行對其信譽的保證。如同荷蘭央行於 2019 年 5 月所言：「黃金是完美的存錢罐 - 它是財務系統的信任錨，如果系統崩潰，黃金儲備可以作為基礎再次建立起來」。

下圖顯示中央銀行的黃金購買量自 2010 年後持續增加並擴大：



資料來源：世界黃金協會，2019 年 7 月。

2018 年，全球 12% 的中央銀行買進了黃金，產生 651 噸央行的黃金需求，是史上最高水平記錄，全球有三分之二的央行都希望黃金佔其準備金總額的比例保持穩定，或能在未來 5 年內增加比重，全球 39% 的央行認為國際貨幣體系的變化與他們決定持有的黃金有關。

全球中央銀行持有黃金比重如下圖所示：

% of total reserves – Q2 2019

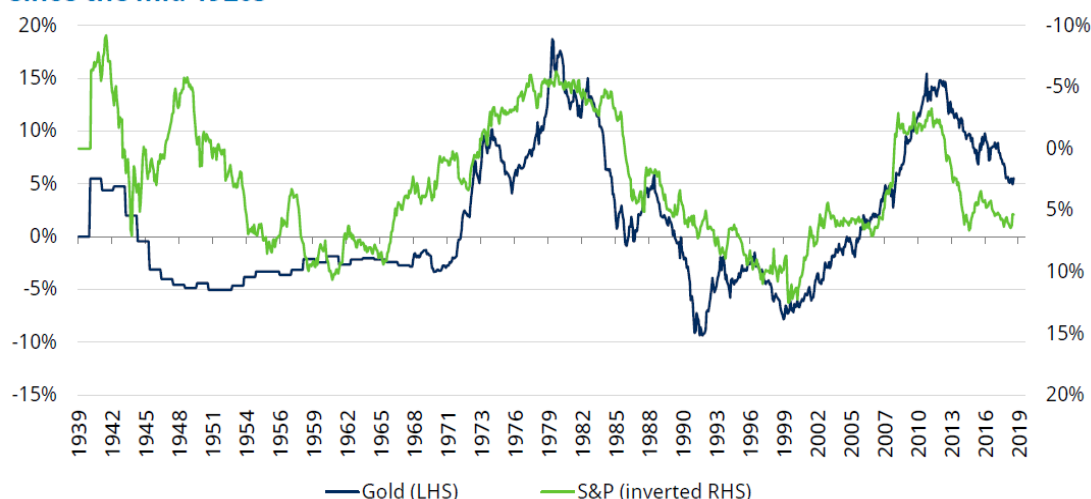
US	76	China	3
Germany	72	India	6
France	62	Indonesia	3
Italy	67	Japan	3
Austria	51	Korea	1
Russia	19	Malaysia	2
		Pakistan	24
		Philippines	10
		Singapore	2

資料來源：世界黃金協會，2019年9月。

其次，美元的結構相當薄弱，因美國財政赤字擴大，令美元與黃金逆相關達歷史上高點。在當前環境下，黃金是美國經濟增長疲軟和美元疲軟的主要受益者。研究也指出從長期來看，黃金在美元熊市期間表現良好。

第三，股市評價已高與全球環境惡化意味著股票在未來幾年的回報可能會比過去十年減少。就長期而言，當股市處於熊市時，黃金表現會相對較好。

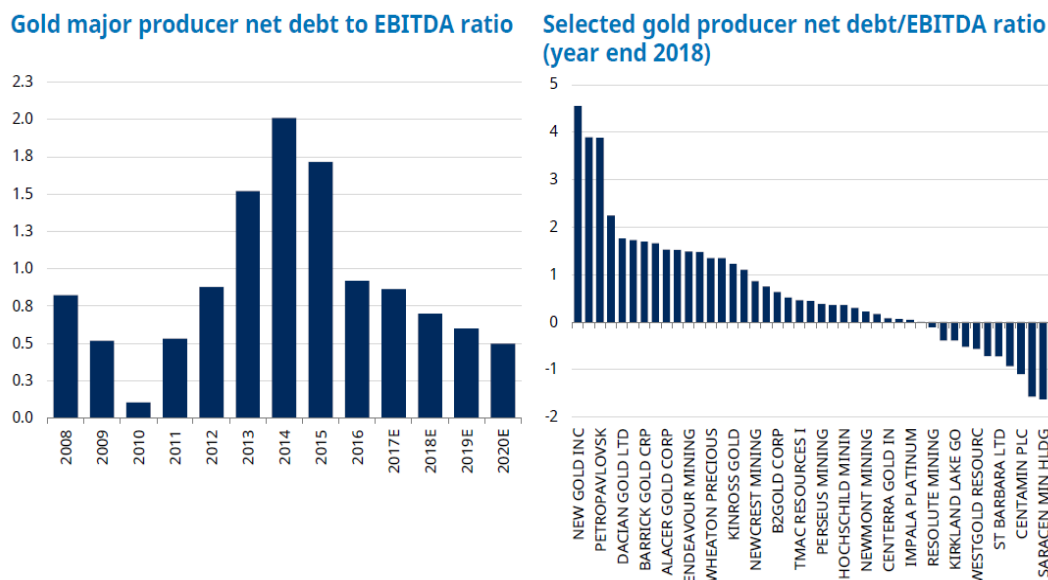
12-year real return compound annual growth rates for gold and the SPX index since the mid 1920s



資料來源：彭博社，2019年1月。

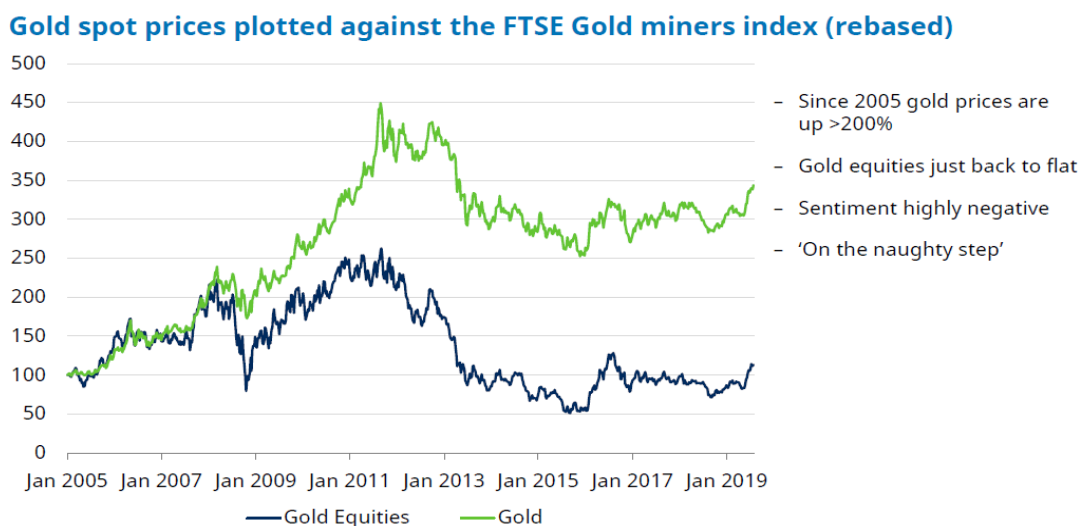
然而黃金股票卻又是另一種情況，黃金的發現量在1995年達到峰值，約為1.4億盎司。儘管勘探預算顯著增加，但2013年的發現量不到1千萬盎司，也就是說自2013年以來黃金礦藏發現沒有實質性的增加。

不過這些黃金開採公司目前情況看來似乎已有所改善，如資產負債表已有所改善（淨債務與 EBITDA 的比率下降）及成本得到控制，股權評價面仍低、淨現值具上行空間和自由現金流量改善，資本回報率亦較以往增加，加上經營團隊仍舊保持營運紀律。



資料來源：施羅德、JP Morgan，2019 年 3 月。

迄今，黃金股票走勢仍大幅落後於黃金，下圖為黃金現貨價格與富時黃金礦商指數的關係圖，顯示自 2005 年以來黃金價格呈持續上漲，而黃金股票價格則是回到持平階段且市場情緒負面。

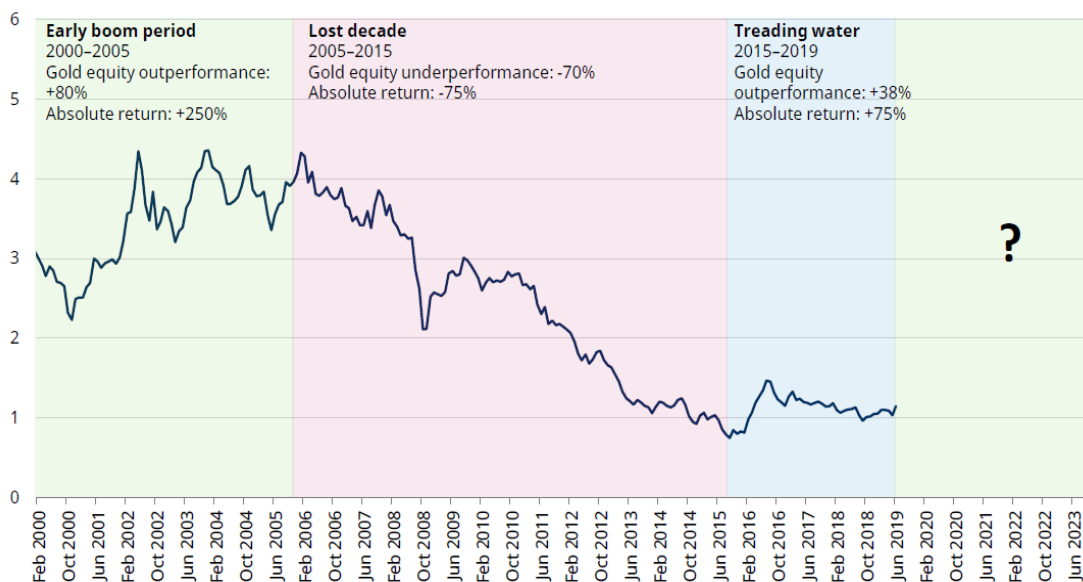


資料來源：彭博社，2019 年 7 月。

儘管目前黃金股票價值浮現，且風險似已降低，在表現不佳的“損失

十年”之後，績效是否有可能追趕上黃金，仍有需要留意的面向，例如人工和能源成本依舊是風險，全球併購是這個產業的關鍵，可成為股東價值的重要催化劑，若能通過行業併購及整合將可節省大量成本。

Gold spot prices plotted against the FTSE Gold miners index (shown as a ratio)



資料來源：彭博社，2019年7月。

參、心得與建議

在目前全球經濟成長率偏低、通膨率不高、低收益率的時代，資產配置的環境面臨艱鉅挑戰，尤其當股債皆已累積相當漲幅，評價面偏貴，更加深投資難度。因此不論在區域、國家或是資產類別方面，掌握未來趨勢、多元化資產配置與判斷相對價值較高的投資機會，是提升未來投資績效的關鍵。

在經濟循環末升段，主要央行仍採低利率、偏寬鬆政策的大環境下，投資工具獲利率持續壓縮，除持續尋找符合未來趨勢的標的佈局外，考量風險，亦需進入相對安全的項目停泊。

在面對瞬息萬變經濟局勢，資產配置並非一成不變，在不同經濟循環階段，各類別資產有不同表現，故正確判斷國家、產業甚至個股所處週期階段，選擇基本面良好的區域及產業，並掌握投資機會，搭配確立的目標、配合適當策略，將是面對當前環境的最適作法。