

出國報告（出國類別：其他）

## 參加 BlackRock 舉辦之「Advanced Fixed-Income Training Seminar」

服務機關：中央銀行

姓名職稱：藍彥奇 四等專員

呂俞萱 辦事員

派赴國家/地區：美國紐約

出國期間：108 年 9 月 14 日至 22 日

報告日期：108 年 12 月 12 日

## 摘要

展望理論(prospect theory)係心理學家卡尼曼(Daniel Kahneman)和特沃斯基( Amos Tversky)提出，該理論認為，人們對於獲利及虧損的價值衡量方式不同，相同數額的虧損比獲利對情感影響更大，使投資人傾向長期持有虧損部位，並過早實現獲利部位。由於投資人傾向長期持有虧損部位，對資金有限的投資人而言，持有過大的虧損部位，將嚴重傷害其資本淨值。

另一方面，隨景氣循環邁入擴張末期，再加上明(2020)年美國總統大選、美中貿易戰等風險事件，金融市場波動較大，投資策略尤為重要。

因子投資策略即於眾多可量化的投資因子中，挑選能穩定提供溢酬者並長期投資，期獲取優於大盤之投資組合報酬率，受惠於當今金融數據大量累積及資訊科技的躍進，有關於因子投資策略之研究不斷增加，期能讓投資人依照本身風險趨避程度，適當建構投資組合，在賺取投資回報的同時亦能降低風險，以利資產累積。

現無論機構投資人及一般投資人，皆開始採用 ETF 實行因子投資策略，使固定收益 ETF 規模不斷上升。根據 BlackRock 統計，自 2008 年以來，固定收益 ETF 規模約成長 9 倍，現金額達 1 兆美元。固定收益 ETF 規模增加，連帶使其流動性上升、追蹤標的更加多元化，將提升機構投資人使用固定收益 ETF 建立投資部位之意願；惟相對股票市場而言，固定收益 ETF 尚未相當普及，隨因子投資策略之研究不斷增加，再加上大數據及資訊科技的躍進，固定收益 ETF 規模料將持續上升。

最後，受金管會於上(2018)年 11 月增設國際板債券投資上限影響，我國壽險業新承作新臺幣保單，投資國際板債券金額漸趨緩，投資新臺幣債券 ETF 金額則明顯增加；長天期利率及其隱含波動率下跌，增加國際板債券發行人贖回並重新發債之誘因，該贖回金額亦可能轉而投資新臺幣債券 ETF，其對新台幣匯率之影響亦值得關注。

# 目錄

壹、前言 .....	1
貳、課程內容 .....	2
一、 明(2020)年美國總統大選以及川普彈劾案之可能發展 .....	2
二、 貿易戰未來可能發展以及對美國經濟的影響 .....	7
三、 當前央行寬鬆貨幣政策與金融情勢指數之非線性關係.....	9
四、 因子投資 (Factor Investing) 策略.....	17
五、 我國壽險業投資固定收益商品現況.....	26
參、心得及建議.....	28
肆、參考資料 .....	31

## 壹、前言

職等奉派參加 BlackRock 資產管理公司於美國紐約舉辦之進階固定收益訓練課程，參加學員主要為 BlackRock 交易對手及客戶，包含來自央行、投資銀行、保險公司及資產管理公司等。進階固定收益課程內容涵蓋固定收益市場展望、全球信用市場研究與發展、中國大陸債券市場、新興市場債券投資組合管理、固定收益風險管理、多重資產固定收益投資的風險分散及評價、私募債權（Private Credit）、MBS 等各固定收益資產級別的市場概況、交易策略及未來發展趨勢，並邀請美國 Fed 前副主席 Stanley Fischer 講解當前央行貨幣政策所面臨之挑戰，此外，亦安排學員採視訊方式參與每日例行性之全球市場會議，供學員瞭解其投資決策的討論和形成過程。

整體課程內容有助於瞭解 BlackRock 對於固定收益商品未來發展之市場運作、交易策略、投資組合建構及風險管理等相關知識，並以互動化問答方式，增進講者與學員之間的交流。

本報告內容共分為 4 個部分。其中，課程內容部分共分為 5 大主題，首先介紹明（2020）年美國大選以及川普彈劾案之可能發展，再依序介紹貿易戰未來可能發展以及對美國經濟的影響、當前央行寬鬆貨幣政策與金融情勢指數之非線性關係、因子投資策略，最後介紹我國壽險業投資固定收益商品現況。

## 貳、課程內容

### 一、明(2020)年美國總統大選以及川普彈劾案之可能發展

(一) 大選將於明年 11 月 3 日舉行，惟仍須關注初選過程對市場影響<sup>1</sup>

1. 直至民主黨及第三政黨候選人正式提名，選戰正式開打。獲得半數（270 張）以上選舉人選票之候選人，則當選第 59 屆美國總統。

2. 民主黨初選過程

民主黨初選程序將由明年 2 月的愛荷華州黨團會議（caucus）及新罕布什爾州初選（primary）正式揭開序幕；隨後明年 3 月 3 日（超級星期二）包含加州、德州等 15 州將決定初選人選；明年 4 月 28 日紐約州初選人選公布後，民主黨出線人選將漸明朗；最終民主黨代表參選人，將於明年 7 月 13 日至 16 日召開之黨代表大會（convention）正式決定。

3. 搖擺州將左右大選選情

(1) 大選期間，搖擺州（swing state）選情激烈多變，任一政黨或候選人皆無擁有壓倒性支持度。

(2) 根據知名網站 270towin.com 資料顯示，目前影響總統大選選情之搖擺州，包含佛羅里達州、賓夕法尼亞州、亞利桑那州、威斯康辛州、北卡羅萊納州及內布拉斯加州第二國會選區等。

(二) 潛在候選人政見比較<sup>2</sup>

候選人	黨派	政見
川普	共和黨	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ 匯率政策：口頭支持弱勢美元。</li><li>➤ 貿易政策：以非常規的方式進行貿易戰。</li></ul>

<sup>1</sup> Zezas, Michael et al. (2019), “2020 Vision: An Early Guide to the US Election,” *Morgan Stanley Global Research*, Nov. 4。

<sup>2</sup> Hui, Daniel et al. (2019), “US Elections: Here Comes the 2020 Presidential Parade,” *JP Morgan Global Research*, Nov. 12。

		<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 財政政策：扣除經濟衰退年份，目前川普任內所產生之雙赤字（財政赤字及貿易逆差）為歷年新高，其打算進一步推出減稅及大型基礎建設計畫，可能使財政赤字進一步惡化。</li> <li>➤ 其他產業政策：明確表示支持各種形式的能源生產和出口計畫。</li> </ul>
拜登 Biden	民主黨	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 曾任歐巴馬任內副總統，屬溫和派民主黨候選人。</li> <li>➤ 匯率政策：尚未明確表達看法，估計傾向採不干預美元之方式。</li> <li>➤ 貿易政策：崇尚對外高度開放的自由貿易制度，其在過去副總統任期內，推動《跨太平洋夥伴貿易協定》(TPP)運作。</li> <li>➤ 財政政策：傾向取消川普的減稅政策，並支持大型基礎建設計畫，整體而言，其政見不致使財政赤字過度惡化。</li> <li>➤ 其他產業政策：傾向減少能源產業之投資。</li> </ul>
沃倫 Warren	民主黨	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 現任麻州參議員，政見較大膽創新，為激進派民主黨候選人。</li> <li>➤ 匯率政策：主張更積極管理之匯率政策，以提振出口及國內製造業。</li> <li>➤ 貿易政策：同川普皆為貿易保護主義者，提倡重啟貿易談判，並稱關稅為重要手段；惟與川普不同的是，沃倫主張多邊貿易協定。</li> <li>➤ 財政政策：在不對中產階級增稅的前提下，另提出耗資高達 20.5 兆美元的全民健保方案，及提出包含免除部</li> </ul>

		<p>分學費或學貸之高等教育計畫，然而上述政策是否會使財政赤字更加惡化，開始受到各方的質疑。</p> <p>➤ 其他產業政策：反對科技業、金融業者過度合併甚至壟斷市場。</p>
桑德斯 Sanders	民主黨	<p>➤ 匯率政策：認為應將貨幣條款納入貿易協定，以防止貨幣操縱，惟並未主張弱勢美元。</p> <p>➤ 貿易政策：曾於 1993 年批評《北美自由貿易協定》(NAFTA)，亦主張將勞工權益、環境保護及人權目標納入貿易政策。</p> <p>➤ 財政政策：主張對大型企業增稅，惟提出多項大型支出計劃，包括學貸減免、公立大學免費及對環境計劃的補助等。</p>
布蒂吉格 Buttigieg	民主黨	<p>➤ 現任印第安納州南灣市長，政見較溫和務實，預計較能吸引中間選民及美國中西部選票。</p> <p>➤ 匯率及貿易政策：估計傾向不干預美元，並曾公開反對使用關稅。</p> <p>➤ 財政政策：主張不擴大財政赤字。</p>
哈里斯 Harris	民主黨	<p>➤ 現任加州參議員，政見亦屬折衷路線。</p> <p>➤ 貿易政策：同意川普針對中國不公平貿易手段進行反制，但反對透過關稅方式，在就任參議員期間，曾投票反對《跨太平洋夥伴貿易協定》。</p> <p>➤ 財政政策：主張廢除 2017 年減稅與就業法案 (Tax Cuts and Jobs Act of 2017)，另提出對金融機構增稅及對中產階級、低收入戶減稅之方案。</p>

		<p>➤ 其他產業政策：提倡綠色新政（Green New Deal），即改變能源基礎建設，降低碳排放量，並推動再生能源發展。</p>
--	--	--

(三) 將上述候選人分為三類，並分別評估各組候選人政見對美元走勢之可能影響

1. 激進派民主黨

- (1) 激進派民主黨候選人（以沃倫和桑德斯為代表，目前共獲 36.6%的支持率，被提名機率 47%）之政見，無論於短期或長期皆不利美元走勢。
- (2) 包含能源政策及大幅增加政府支出等，短期將不利美元走勢；長期而言，上述政策將不利美國長期經濟成長，故不利長期美元走勢。

2. 溫和派民主黨

- (1) 溫和派民主黨候選人（以拜登、布蒂吉格和哈里斯為代表，目前共獲 39.7%支持率，被提名機率 43%）之政見對美元影響則較小，大致來說短期不利美元走勢，長期則有利美元。
- (2) 貿易政策及財政政策走不干預路線，故短期使美元微幅貶值；惟因財政赤字不致大幅惡化，且自由貿易亦有利經濟成長，故長期對美元有利。

3. 川普

- (1) 在川普維持首任任期之政策立場下，短期有利美元走勢，長期則不利美元（目前獲 43%支持率，勝選機率 47%）。
- (2) 除口頭支持弱勢美元外，川普的各項政策（包含增加政府支出、減稅等寬鬆財政政策，增課關稅、增加能源出口等減少貿易逆差政策）短期皆有利美元走勢；惟長期來看將使雙赤字惡化，或使美元失去儲備貨幣地位，皆不利於長期美元走勢。

#### (四) 川普彈劾案對市場之影響<sup>3</sup>

1. 本（2019）年 10 月 31 日，眾議院共 435 名擁有投票權的議員中，以 230 票對 196 票通過對總統川普之彈劾調查程序。現階段眾議院彈劾案相關的新聞雖對市場造成短期波動，但估計效果並不持久，就如同 2016 年川普宣布當選首日美股大幅下跌，但隨後即收復跌幅，故投資人更該關注彈劾案是否影響後續大選走向，及未來執政黨政見對美國景氣之可能影響。
2. 目前僅眾議院通過彈劾案，對市場影響不大  
現眾議院由民主黨獲得 234 位多數席次，惟彈劾案不僅需要在眾議院通過，也要在參議院獲得 2/3 席次支持，而參議院係由共和黨主導，目前尚無參議院通過彈劾案之可能性，在此情況下，對市場造成之影響不大。
3. 惟若參議院通過彈劾案，則影響明年總統大選選情  
一旦參議院通過彈劾案，意即川普於明年總統大選支持率大幅下滑，民主黨勝選機率大增。如上所述，共和黨與民主黨各項政策及其對美國景氣之影響相異，若彈劾案對總統大選選情產生影響，則對市場影響增加。

---

<sup>3</sup> Hui, Daniel et al. (2019), “2020 Vision: An Early Guide to the US Election,” *Morgan Stanley Global Research*, Nov. 4。

## 二、 貿易戰未來可能發展以及對美國經濟的影響

### (一) 基本情境下，美中貿易戰應不至於進一步惡化<sup>4</sup>

#### 1. 市場普遍認為美中雙方能達成部分協議：

- (1) 美中兩國協議內容包含中國大陸增加對美國農產品進口，及無限期延遲 10 月和 12 月的關稅加徵。基本情境為，中國大陸在金融開放、智慧財產權保護和外匯透明度方面做出妥協。美國取消對中國大陸貨幣操縱者標籤，並擴大豁免美國公司向華為出售產品。
- (2) 即便市場普遍認為美中雙方能達成部分協議，但仍無法排除談判破裂的風險。雙方對於達成協議的時間點及框架仍缺乏共識，中國大陸可能認為底線是撤回部分關稅，惟美方仍可能拒絕，特別是近期美國就業市場及股市強勁，增加川普政府拒絕達成協議的空間；同樣的，中國大陸可能會拒絕美方對農產品進口及智慧財產權保護方面的要求。由於現階段市場普遍認為中美雙方將達成協議，一旦協議未達成，市場勢必將大幅修正。

#### 2. 美中貿易戰進一步達成協議的可能內容：

- (1) 過去兩年所課徵之關稅項目，其中至少過半項目將大幅減徵。
- (2) 對於市場准入（market access）及智慧財產權等議題達成原則性共識。
- (3) 全面達成協議的可能性不高，因美中衝突不僅僅是貿易戰，而是世界兩大強權之鬥爭，在這場鬥爭中有許多一觸即發的項目，其中最重要也最難解決的即科技戰（tech war），包含公平貿易、經濟成長及國安等重大議題。此外，儘管民主黨和共和黨在眾多議題無法達成共識，但雙方都贊成對中國採取強硬態度，特別是涉及高科技產業之議題。

#### 3. 美中科技戰即將開打：

- (1) 如同對美中貿易戰的看法，美中科技戰的暫時停火並不意謂著戰爭結束，雙方或於

---

<sup>4</sup> Harris, Ethan (2019), “2020 – The Year Ahead: The Eye of the Storm,” *Bank of America Merrill Lynch Global Economics*, Nov. 19。

過程中部分妥協，但美方不太可能將多數陸企自其黑名單剔除。回想一下，在 10 月貿易談判的前幾天，美國才將八家中國科技公司列入了黑名單。

- (2) 美中兩國在科技實力的差距仍大，逐漸打造屬於自己的科技供應鏈，對中國大陸的經濟發展相當重要，在此過程中，透過政府直接投資及補貼是中方十分倚賴的手段。但另一方面，對中國大陸來說，如何拿捏市場經濟和計畫經濟間的尺度就變得更加困難。

#### 4. 貿易戰惡化之可能影響：

- (1) 市場普遍預期年底美中雙方將達成部分協議，且衝突不會於明年升溫；另一方面，科技戰在明年美國大選前也應該不會爆發。川普曾表示，一旦談判破裂，美方將加徵關稅，此將不利於近期景氣。
- (2) 受貿易戰影響，企業減少投資，也連帶拖累消費需求。現階段對消費需求的負面衝擊不致過大，係企業多透過減少直接投資取代解雇員工，畢竟相對直接投資，員工聘雇更容易調整。目前美國消費情形仍佳，惟歐洲消費情形則略顯隱憂。
- (3) 新興市場經濟成長亦可能不如預期，在此情況下，明年全球經濟成長率估計值略高於 3%。

#### 5. 貿易戰改善之可能影響：

- (1) 若美中貿易談判結果優於預期，例如達成全面性協議，則可能取消近兩年內新課徵之關稅，貿易戰所帶來的負面衝擊將大幅減少。
- (2) 各國央行為因應貿易戰所帶來負面衝擊所提出之寬鬆貨幣政策，效果可能優於預期，惟貨幣政策從實行到產生效果存在時間落差，若貿易戰情勢改善，須注意是否寬鬆貨幣政策將使景氣過熱。

### 三、 當前央行寬鬆貨幣政策與金融情勢指數之非線性關係

#### (一) 金融衝擊的非線性效應<sup>5</sup>

1. 金融情勢指數 (Financial Condition Index, FCI) 趨於寬鬆係各國央行積極應對貿易戰：

(1) 各國央行仍會堅守鴿派立場，以應對貿易戰帶來之經濟衝擊，惟寬鬆貨幣政策伴隨 FCI 趨於寬鬆恐未能進一步支撐經濟成長。係因關稅及報復等手段已對經濟造成傷害，加上貿易政策不確定性較高已減少總需求，使寬鬆貨幣政策無法進一步推升總需求。

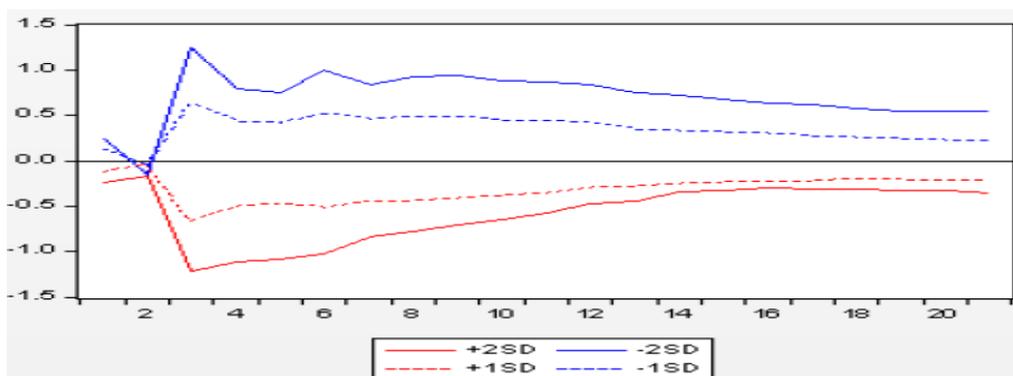
(2) 貨幣政策已不適合抵銷貿易戰導致的經濟成長下滑。

2. 金融情勢已非當前經濟可依賴的衡量指標，金融衝擊非線性效應將為各國央行寬鬆政策有效性之挑戰

(1) 若金融情勢一開始趨於寬鬆，FCI 的變化對經濟的影響有限。

(2) 根據美國 FCI 歷史數據，最初美國金融情勢趨於寬鬆，進一步寬鬆對經濟成長的影響較小，惟下一季將大幅扭轉。在 FCI 衝擊後三個季度，1 個 SD (標準差) 的寬鬆將使美國 GDP 成長約 0.6 個百分點 (圖 1)。然金融情勢緊俏，無論是正向或負向衝擊，皆對經濟成長造成較大影響 (圖 2)。

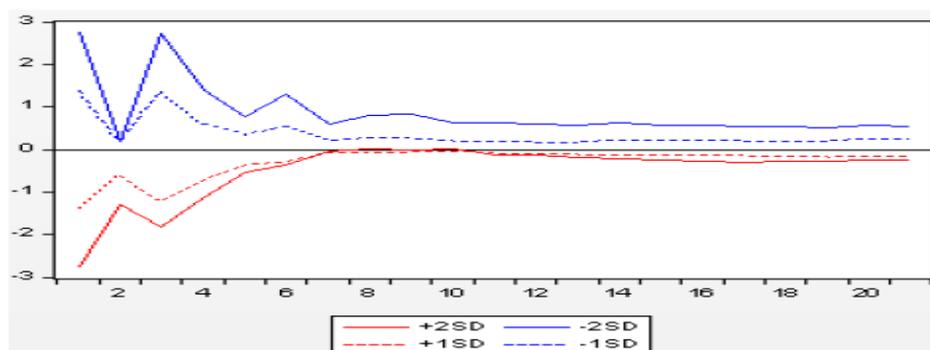
圖 1 金融情勢已經寬鬆，金融衝擊對近期 GDP 成長影響不大



資料來源：Citi Research

<sup>5</sup>Henneberg, Pernille et al. (2019), "Central Banks Easing – A Non-Linear Issue," *Citi Global Economics Research*, Oct. 11。

圖 2 金融情勢較為緊俏，金融衝擊對近期 GDP 成長影響較大

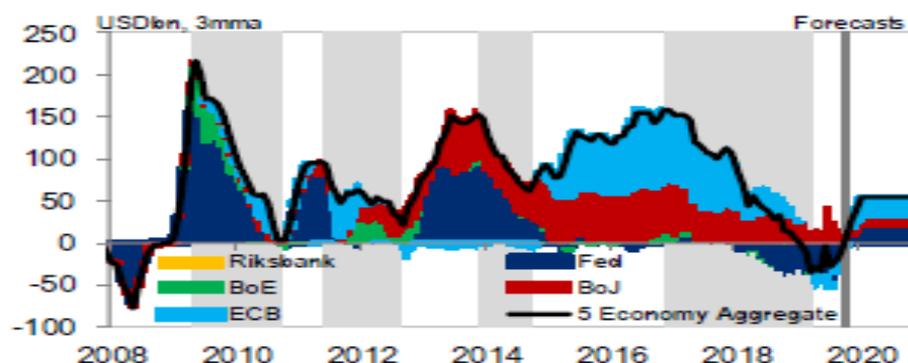


資料來源：Citi Research

3. FCI 水準對於貨幣政策傳遞非常重要，金融衝擊對經濟影響的非線性效應取決於初始金融情勢：

- (1) 美國 FCI 數據衡量，主要係因美國在全球經濟中的重要性以及金融市場上的特殊地位，加上先進經濟體與美國 FCI 之間有很強的關聯，故在某種程度上可代表整體先進經濟體。
- (2) 金融情勢趨於緊俏時，FCI 衝擊會導致較高經濟脆弱性。上（2018）年以前，金融情勢趨於緊俏，恐促使本年各國央行轉趨鴿派的原因之一。惟實證結果認為，寬鬆政策不會促進近期經濟成長。
- (3) 當前金融情勢雖趨於寬鬆，惟貨幣政策有效性將受到限制。市場預期進一步降息以及央行資產負債表成長前景，恐在不支持經濟成長的情況下，而進一步導致金融資產價格上漲（圖 3）。

圖 3 先進經濟體央行淨資產購買量將快速轉正



註：灰色條表示淨資產購買量正在下降

資料來源：Citi Research

## (二)美國經濟成長對 FCI 衝擊反應程度較小

1. 根據 VAR 模型，近期 FCI 衝擊對經濟的影響減弱，因此貨幣政策傳導機制已減弱
  - (1) 全球金融危機 (Global Financial Crisis, GFC) 前，FCI 緊俏對美國 GDP 成長不利影響逐漸擴大，恐與家計單位之經濟金融化 (economic financialization) 和槓桿化 (leveraging) 有關。
  - (2) 若樣本中涵蓋 GFC 之觀測值，FCI 衝擊對經濟的影響較大。
  - (3) 若增加上年第 4 季和本年的觀察數據，並移除 GFC 時的數據，顯示 FCI 衝擊對 GDP 成長之反應已減弱。金融衝擊後一年，FCI 0.3 個標準差收緊將減少 GDP 成長 0.3 個百分點，而 GFC 之前則減少 1.0 個百分點 (圖 4)

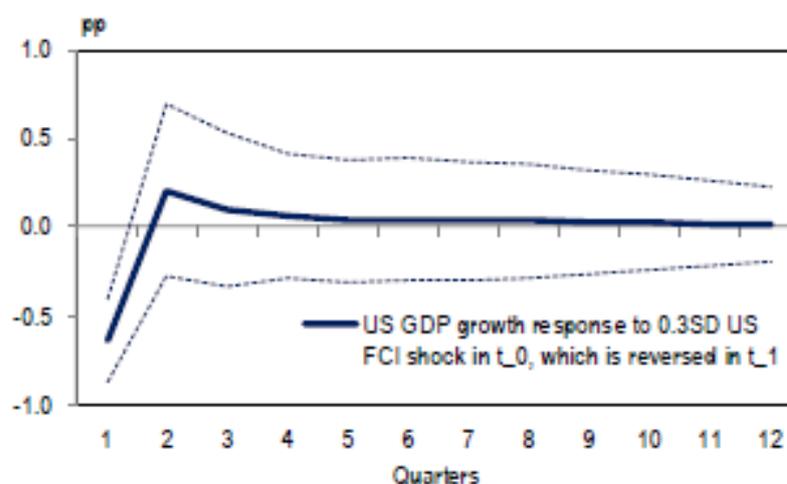
圖 4 美國金融衝擊對 GDP 的影響反應程度較小



資料來源：Citi Research

2. 考慮所有樣本，即使下個季度 FCI 衝擊反轉，對經濟活動仍有負面影響
  - (1) T0FCI 收緊 0.3 個標準差，T1 則相反，將拖累美國 GDP 成長一年累計約 0.3 個百分點 (圖 5)。
  - (2) 因此，若 Fed 想消除外部 FCI 衝擊，則需採干預措施，使金融情勢比最初衝擊更為寬鬆。即要求 Fed 應採取更多行動以應對金融衝擊。
  - (3) 全球央行在消除金融衝擊方面必須相當積極，因全球經濟影響力對本國 FCI 而言比國內政策利率更為重要。

圖 5 美國—即使下一季 FCI 衝擊反轉，GDP 成長仍疲弱



資料來源：Citi Research

### 3. GDP 反應程度減少主要係因投資對金融情勢變化的反應減少

- (1) 在 FCI 0.3 個標準差衝擊後，截至 2017 年第 4 季的 10 年樣本，投資成長一年累計減少 6.8 個百分點。惟本年第 2 季結束，在同等規模的 FCI 衝擊一年後，投資成長僅減少 0.2 個百分點（圖 6）。

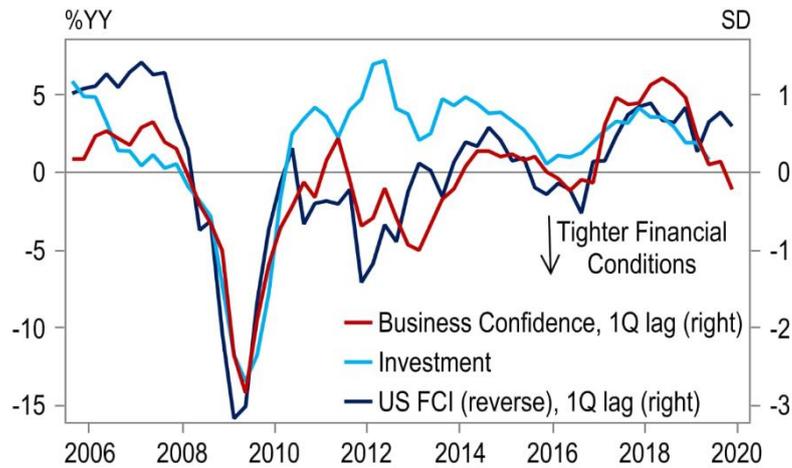
圖 6 美國投資對 FCI 衝擊反應程度較小



資料來源：Citi Research

- 金融情勢變化對投資的影響較小，可能係因貿易戰不確定性削減投資慾望，投資前景黯淡可能是商業信心減弱而非 FCI 寬鬆。美國的觀察指標可能亦反應在先進經濟體上（圖 7）。

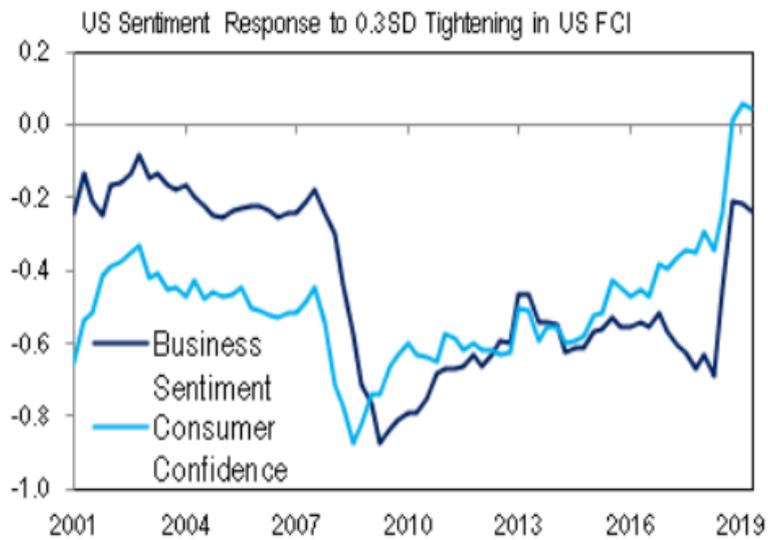
圖 7 先進經濟體—寬鬆 FCI 不能改變投資溫和成長



資料來源：Citi Research

- 投資反應的變化亦反應在商業情緒對金融情勢衝擊較不敏感的情況下。與投資相反，現在的商業情緒對金融情勢的敏感性與 GFC 前的敏感性相同（圖 8）。

圖 8 美國商業信心仍能應對金融衝擊



資料來源：Citi Research

(2) 私人消費反應顯示與投資相同的模式，惟變化較不明顯

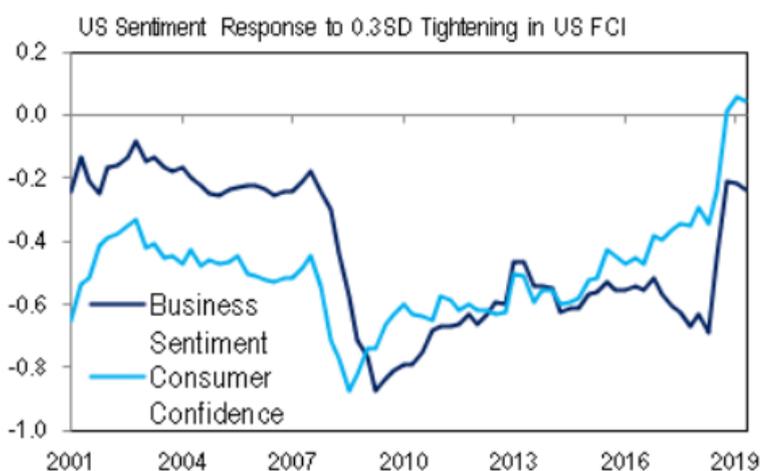
- 部分原因為 GFC 後時期，FCI 0.3 個標準差衝擊，一年後，最初影響消費成長 1.4 個百分點。截至本年第 2 季 10 年樣本，此影響降至 0.2 個百分點（圖 9）。自全球金融危機以來，金融衝擊對消費者信心影響已逐漸減弱，且近期反應程度較不明顯（圖 10）。

圖 9 美國—FCI 衝擊後，消費反應較投資小



資料來源：Citi Research

圖 10 美國—商業情緒仍在應對金融衝擊



資料來源：Citi Research

- 簡言之，雖然預期投資比消費更容易受到全球金融市場影響，惟由於消費市場通常為國內導向，現況恐不再如此。實證結果顯示，央行可透過寬鬆的金融情勢支持商業情緒，惟不一定轉化為更強勁的投資成長。

### (三)先進經濟體 FCI 掩飾資產和國家間不同的經濟訊號

1. 所有資產類別中，股票市場使第 3 季 FCI 趨於緊俏，且目前對先進經濟體 FCI 產生些微緊縮影響。

- (1) 惟在不假設股市反彈的情況下，並認為全球 GDP 成長大致符合預測（圖 11）。

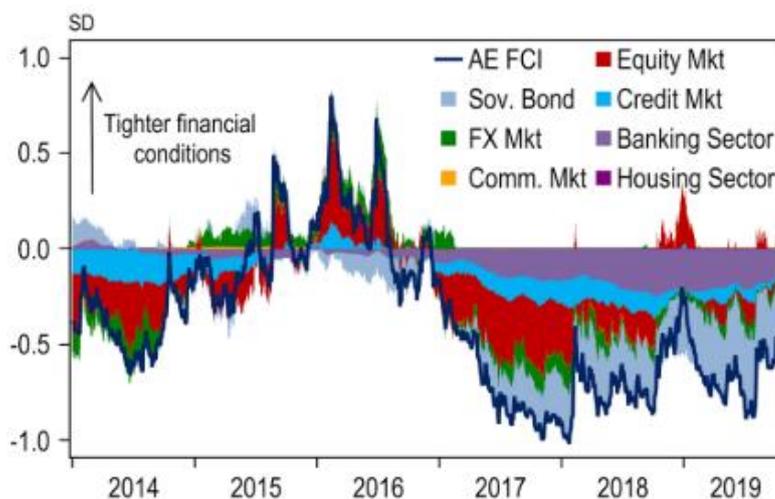
圖 11 全球—股票市場的訊號與全球 GDP 成長預測大致相符



資料來源：Citi Research

- (2) 本年夏天，主權債券的重大變化並未改變 FCI，惟 10 年期美國公債殖利率顯示，美國 GDP 成長在不久後會急劇下降。另亦有利銀行業，惟來自外匯和信用市場的貢獻幾乎消失（圖 12）。

圖 12 先進經濟體—股票市場緊縮範圍，利率較為寬鬆



資料來源：Citi Research

#### (四)小結

1. 金融情勢仍趨於寬鬆，惟目前並未反應出強勁的 GDP 成長。
2. 貿易戰帶來的高度不確定性降低投資意願，而與寬鬆金融情勢無關。在此情形下，人們過於關注貨幣政策及透過金融市場對經濟的潛在影響。
3. 金融情勢寬鬆的情況下，FCI 的放鬆對短期經濟成長影響很小，金融衝擊的非線性經濟反應進一步挑戰央行寬鬆政策效果。
4. 若以 VAR 實證，FCI 水準對 FCI 變化影響美國經濟較為重要。在過去一年中，美國經濟對金融衝擊的反應程度急劇下降。

## 四、 因子投資 (Factor Investing) 策略

若將一項資產的投資報酬率拆解，投資報酬率 = 市場報酬 (market risk premia) + 因子貝他係數 (factor beta) + 經理人選股能力 (alpha)，其中因子投資策略即於眾多可量化的投資因子中，挑選能穩定提供溢酬者並長期投資，期獲取優於大盤之投資組合報酬率。

最早的因子模型為 William Sharpe 於 1964 年提出之資本資產定價模型 (Capital Asset Pricing Model, CAPM)<sup>6</sup>，該模型將持有資產之風險分為系統性風險 (或市場風險) 及非系統性風險，由於非系統性風險可透過增加資產數目達到風險分散，故投資組合預期報酬率係由系統性風險 (即 market risk premia) 單一因子所決定，投資人無法藉由承擔額外風險 (即 factor beta 項統計上不顯著) 或選股能力 (即 alpha 項統計上不顯著) 獲得超額報酬，在此情形下，被動投資為較好的投資方式。

後續研究則顯示，除市場風險因子外，可能存在其他風險溢酬因子：例如 Fama 和 French 等人於 1993 年所提出之三因子模型 (Fama-French 3-factor model) 認為，另外篩選股價淨值比較低 (即價值因子) 及市值較低 (即規模因子) 者，長期來看，該投資組合報酬率將優於大盤；Jegadeesh 及 Titman 則指出篩選股價呈上漲趨勢者，長期來看投資組合報酬率亦優於大盤。

受惠於當今金融數據大量累積及資訊科技的躍進，有關於因子投資策略之研究不斷增加，期能讓投資人依照本身風險趨避程度，適當建構投資組合，在賺取投資回報的同時亦能降低風險，以利資產累積。

### (一) 總體經濟因子 (macro factor)

#### 1. BlackRock 的六大總體經濟因子

總體經濟因子係同時影響各種資產，長期可提供超額報酬之總體經濟變數，BlackRock 指出，經濟成長 (economic growth)、實質利率 (real rates)、通膨 (inflation)、信用 (credit)、

---

<sup>6</sup> 本段有關因子投資模型之發展歷程，摘譯自 J.P.Morgan 之 Fact or Fiction - Investigating Factors in Corporate Credit (2019)。

新興市場（emerging markets）及流動性（liquidity）等六大總體經濟因子可解釋各項資產大約 95% 的表現<sup>7</sup>，故 BlackRock 提倡之因子策略資產配置流程，首先便以配置總體經濟因子為主，再適當結合風格因子投資觀點，並透過具流動性佳、交易透明及成本低廉等效益之 ETF 建構投資組合。

## 2. 各項總體經濟因子主要影響資產類別

### (1) 經濟成長

股票、不動產及大宗商品。

### (2) 實質利率

債券（含 TIPS 及公債、公司債）。

### (3) 通膨

非通膨連結之傳統債券（如公債、公司債）。

### (4) 信用

公司債及高收益債。

### (5) 新興市場

新興市場有價證券（含債券、股票）。

### (6) 流動性

中小型股。

## (二) 風格因子（style factor）

### 1. BlackRock 的五大風格因子

風格因子係因投資人承擔額外風險，或因投資人行為模式、市場結構等因素影響，使市場訂價無效率，致長期該項因子可提供超額報酬。風格因子可分為低波動（minimum volatility）、品質（quality）、價值（value）、動能（momentum）及市值（size）等<sup>8</sup>，BlackRock

<sup>7</sup> 分別指因承擔景氣不確定性、利率風險、通膨風險、違約風險、主權風險或流動性風險所獲得之風險溢酬。

<sup>8</sup> 以股票市場為例，低波動指股價波動度較低；品質指資產負債表強勁的公司；價值指股價相對公司價值較低；動能指股價呈上漲趨勢；市值指市值較小的公司。

指出，由於個別風格因子在景氣循環不同階段表現各異，透過適當採用單因子（factor tilt）或多因子（multi factor）投資策略，可有效取得超額報酬。

## 2. 五大風格因子各自適用時機

### (1) 擴張階段：動能

股價呈上漲趨勢者，通常在景氣擴張時表現佳，因為該階段經濟成長加速且持續。

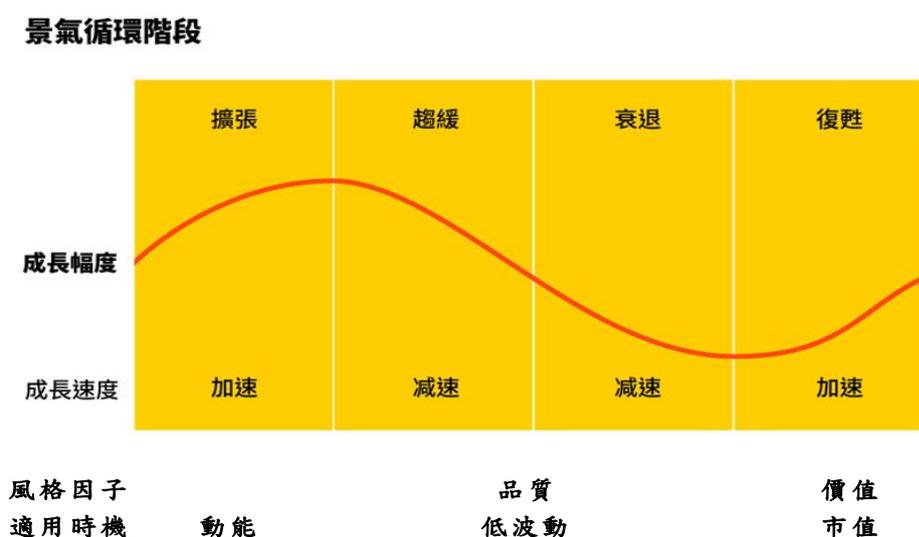
### (2) 趨緩及衰退階段：品質、低波動

資產負債表強勁者，通常在景氣趨緩及衰退時表現突出，係因投資人於該階段尋求較穩健之標的；低波動標的則可降低景氣趨緩及衰退時，投資組合下跌之風險，故於該階段表現亦較佳。

### (3) 復甦階段：價值、市值

價值被低估的證券，容易被著重短期成長的投資人忽略，通常在景氣復甦階段表現突出；小型股通常比大型股成長快，故有超額報酬機會，因其流動性較低且對市場動向較為敏感，通常在景氣復甦階段表現亮眼。

圖 13 五大風格因子於景氣循環各階段之適用時機



資料來源：BlackRock

### 3. 五大風格因子近期表現

本年第二季受各國央行貨幣政策轉為寬鬆、地緣政治風險及美中貿易戰等不確定性因素影響，大盤波動劇烈。在此市況下，「動能」及「低波動」為該季表現優於大盤之風格因子，漲幅分別達 5.8%及 4.8%；第三季美中貿易戰議題持續發酵，即便就業數據表現亮眼，惟美國 9 月 ISM 製造業指數 47.8，創下 2009 年 6 月以來最低，在經濟數據好壞參半情況下，大盤呈盤整走勢，市場資金流向公用事業、REITs 等防禦性類股，故「低波動」因子仍維持較佳表現，漲幅達 4.1%。

表 1 五大風格因子於 2019 第二季及第三季報酬率

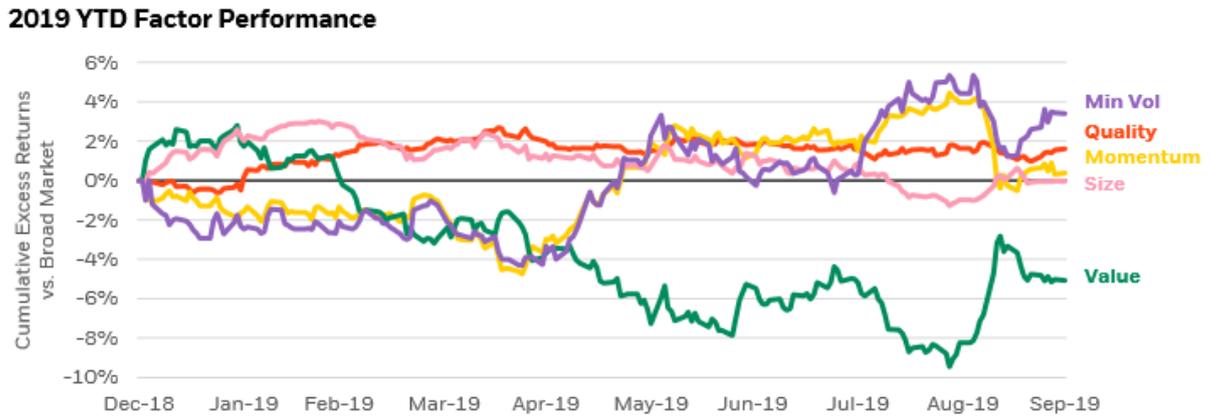
	2019 Q2	2019 Q3	2019 YTD
<b>MSCI USA Index ( Broad Market )</b>	4.0%	1.4%	20.1%
<b>MSCI USA Sector Neutral Quality Index ( Quality )</b>	3.8%	1.2%	21.7%
<b>MSCI USA Low Size Index ( Size )</b>	2.7%	0.2%	20.1%
<b>MSCI USA Momentum Index ( Momentum )</b>	<b>5.8%</b>	0.8%	20.5%
<b>MSCI USA Enhanced Value Index ( Value )</b>	-0.1%	<b>1.6%</b>	15.0%
<b>MSCI USA Minimum Volatility Index ( Min Vol )</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.1%</b>	23.5%

資料來源：BlackRock

### 4. 佈局價值股的時機來臨了嗎

自上年以來，「價值」因子持續表現不佳（圖 14），根據 Fama-French 模型顯示，近年價值股表現為 92 年以來第四差。究竟價值股表現不佳的原因為何？BlackRock 提出兩項可能原因：

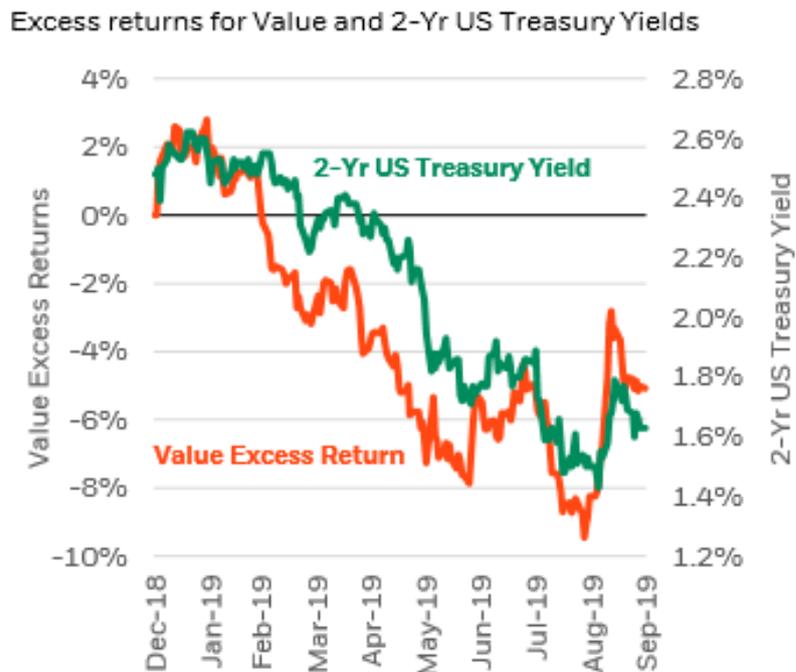
圖 14 本年至今五大風格因子相較美股大盤之累計報酬率



資料來源：BlackRock

- (1) 成長股現金流量集中於未來，而價值股現金流量集中於當下。若依股價評價模型計算，假設公司成長幅度不變，低利環境使成長股相對價值股評價上升。
- (2) 成長股於景氣擴張期表現較佳，而價值股於景氣復甦初期表現較好。因各國央行持續維持寬鬆貨幣政策，景氣仍位於擴張末期階段，不利於價值股表現。

圖 15 價值股超額報酬與美國短債殖利率走勢相近



資料來源：BlackRock

隨本年 9 月各國利率回升，價值股亦呈跌深反彈走勢，是否意謂著趨勢即將反轉，價值股相對成長股強勢的時間點已來臨？BlackRock 指出，投資人持續作多成長股並做空價值股，使該交易已過於擁擠（crowded trade），惟 BlackRock 認為 9 月份現象僅為投資人部分獲利了結，係評估當前經濟情勢，成長仍力道溫和，各國央行亦仍採寬鬆貨幣政策因應地緣政治風險，皆不利於價值股表現，故 BlackRock 認為價值股強勢的時間點尚未來臨。

### (三) 因子投資於固定收益商品之應用

#### 1. 因子投資策略較晚應用於固定收益的原因<sup>9</sup>

過去有關因子投資策略之研究，主要著重於股票投資方面應用，隨全球投資理財工具蓬勃發展，投資人可更容易進行股債平衡之資產配置，惟因子投資策略應用於固定收益方面研究，近年才開始蓬勃發展，主要原因如下：

- (1) 固定收益商品架構更為複雜。例如同一發行人發行之不同檔債券，可能因存續期間、流動性、是否內嵌選擇權等差異，而呈現截然不同之商品架構，使分析更加困難。
- (2) 在過去高利率環境下，主要收益來源為票面利息收益，隨全球邁入低利率環境，投資人轉而關注因價格變動產生之資本利得。

相較於公債，公司債因可按產業別分類，提供更多元、分散之曝險，故有關於因子投資策略應用於固定收益的研究，多集中於公司債，以下將分別討論之。

#### 2. 實證結果<sup>10</sup>

J.P.Morgan 將公司債風格因子分成低風險（low risk）、利差（carry）、價值（value）、動能（momentum）及市值（size）等五項，該研究將市面上之公司債按風格因子特性排序，並根據投資策略（long-only、long-short）不同，逐月調整配置，樣本為 2000 年 6 月至上年 10 月之美國投資等級（investment grade, IG）公司債及美國高收益（high yield, HY）公司債，實證結果如下：

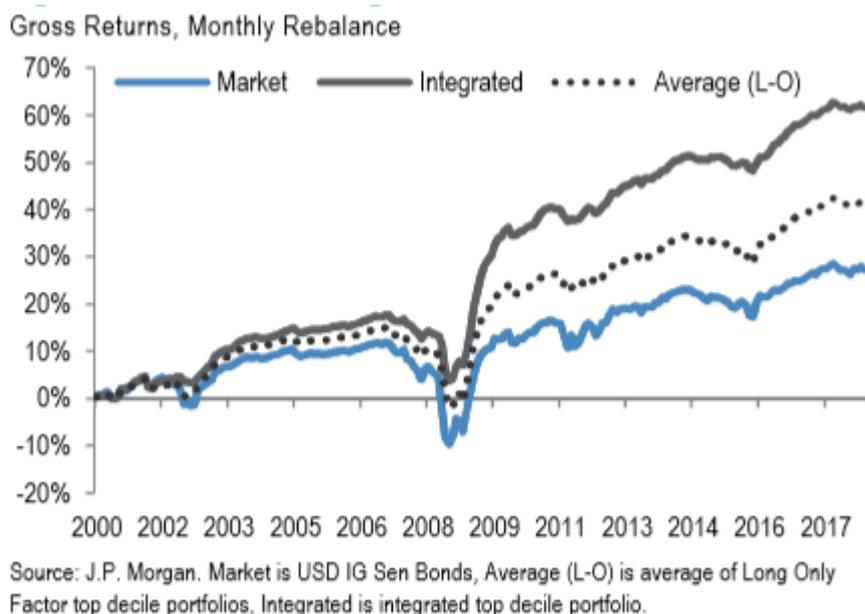
<sup>9</sup> 本段摘譯自 Invesco 之 Invesco Fixed Income White Paper Series - Why should investors consider credit factors in fixed income? (2018)。

<sup>10</sup> 本段摘譯自 J.P.Morgan 之 Fact or Fiction - Investigating Factors in Corporate Credit (2019)

(1) 投資等級公司債

超額報酬達年均 237 個 bp，考慮交易成本及基金轉換成本後，超額報酬亦達年均 91 個 bp。

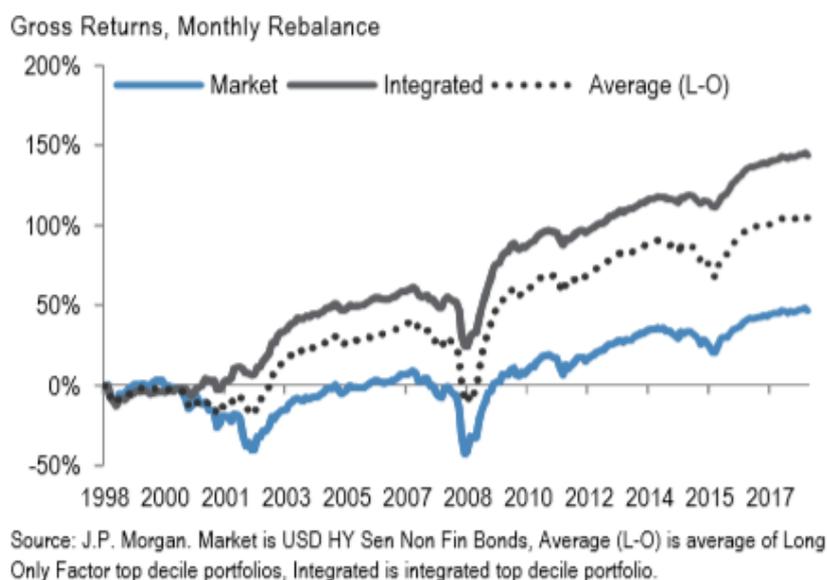
圖 16 投資等級公司債採用因子投資之累計報酬率



(2) 高收益公司債

超額報酬達年均 543 個 bp，考慮交易成本及基金轉換成本後，超額報酬亦達年均 257 個 bp。

圖 17 高收益公司債採用因子投資之累計報酬率

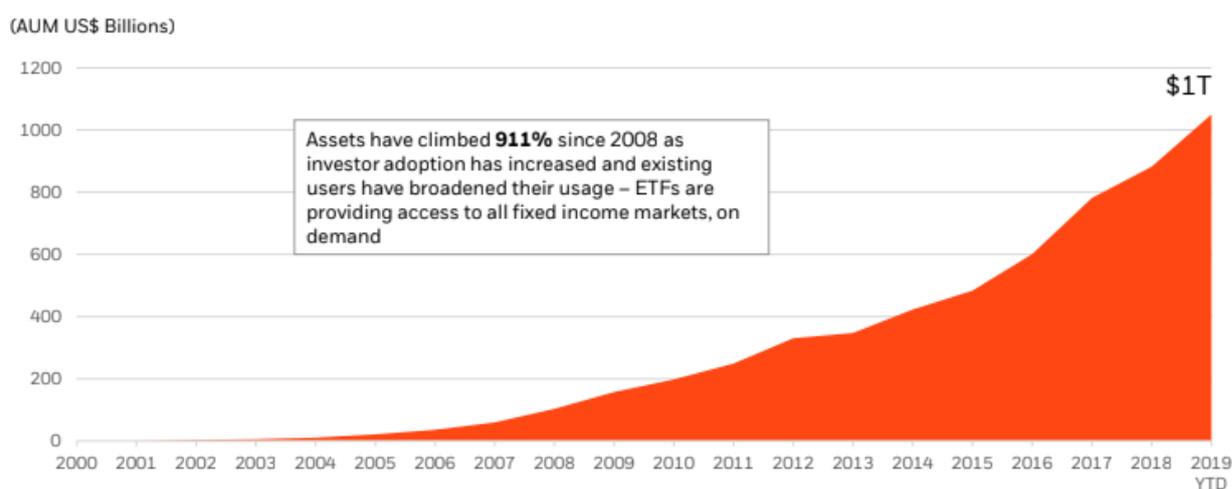


## (四) ETF 於因子投資之應用

### 1. 固定收益 ETF 發行現況

固定收益 ETF 規模不斷上升，根據 BlackRock 統計，自 2008 年以來，固定收益 ETF 規模約成長 9 倍，現金額達 1 兆美元。固定收益 ETF 規模增加，連帶使其流動性上升、追蹤標的更加多元化，將提升機構投資人使用固定收益 ETF 建立投資部位之意願；惟相對股票市場而言，固定收益 ETF 尚未相當普及<sup>11</sup>，隨因子投資策略之研究不斷增加，再加上大數據及資訊科技的躍進，固定收益 ETF 規模料將持續上升。

圖 18 固定收益 ETF 規模不斷上升



資料來源：BlackRock

### 2. 固定收益 ETF 於一般投資人之應用<sup>12</sup>

#### (1) 建立核心資產配置 (Core exposure) 部位

無論投資哲學為何，固定收益商品皆屬核心資產配置之重要一環，而固定收益 ETF 能讓投資人更輕易地建立部位，無論是政府公債、公司債，甚至是全體債券市場，坊間皆有對應的 ETF 可供投資，

#### (2) 根據投資人自身風險趨避程度，進行戰術性資產配置 (Tactical asset allocations)，微

<sup>11</sup> 截至上年為止，美國股票市場規模約 26.9 兆美元，其中美股 ETF 約 2.6 兆美元，占比 9.7%；美國固定收益市場規模約 53.2 兆美元，其中美國固定收益 ETF 約 0.7 兆美元，占比 1.3%。

<sup>12</sup> 本段有關一般投資人及機構投資人對固定收益 ETF 之應用，摘譯自 Frank Fabozzi 著作之 *The Handbook of Fixed Income Securities* 一書。

調投資組合 (Custom exposure)

戰術性資產配置係以核心資產配置為基礎，並加入動態平衡調整機制，即考量現階段全球經濟成長率、物價、利率、匯率等總體經濟趨勢，作為動態平衡之調整依據。

如上所述，ETF 連結標的廣泛，故除可用於建立核心部位、亦可作為投資人戰術性資產配置之工具。

(3) 作為散戶不易進入之市場的投資管道 (Market access)

ETF 具有投資成本低、高流動性之優勢，故投資人可於次級市場購買固定收益 ETF，輕易建立平時散戶不易進入之市場（例如高收益債或新興市場債券）。

3. 固定收益 ETF 於機構投資人之應用

(1) 現金權益化 (Cash equitization)

當投資組合收到配息時，可能產生現金拖累 (cash drag) 情形，即因持有多餘現金，使投資組合收益率與追蹤指數產生誤差，而現金權益化係將多餘現金投資於適當標的，減少現金拖累情形。ETF 因可在盤中隨時報價，且追蹤標的廣泛，交易成本低，故機構投資人常利用 ETF 作為現金權益化之工具。

(2) 資產轉換調整 (Transition management)

當基金經理人或投資策略異動，機構投資人將大幅轉換資產配置，此時將面臨追蹤誤差及投資成本的兩難問題，ETF 具備高流動性且交易成本低之特性，讓機構投資人得以迅速且低成本的建立大量部位，我國壽險業投資新臺幣債券 ETF 即為一例。

(3) 投資組合再平衡 (Portfolio rebalancing)

機構投資人通常會根據其投資目的或風險趨避程度來建構投資組合，惟投資標的市價不斷變動，須定期透過投資組合再平衡，即調整投資組合至最合適之投資標的與投資權重。由於部分固定收益商品流動性低，交易成本也較高，而 ETF 高流動性及交易成本低的特性，使機構投資人可透過投資 ETF 達成投資組合再平衡。

## 五、我國壽險業投資固定收益商品現況

### (一) 以長天期、公司債為主要配置

我國壽險業海外投資以國際板債券及新臺幣債券 ETF 為主。前者主要係大型跨國企業發行之長天期債券；後者則加入短天期債券之配置，係因 ETF 具交易成本低、高流動性特性，使壽險業可以視國際經濟情勢，透過 ETF 進行短期衛星資產配置操作。

表 2 國際板債券投資以長天期、公司債為主

<b>1 By geographic focus</b>	<b>AUM (USD bn)</b>	<b>Percent of AUM</b>	<b>3 By maturities</b>	<b>AUM (USD bn)</b>	<b>Percent of AUM</b>
US	21	62.2%	Short-Term	4	10.8%
CN	6	17.8%	Intermediate	7	19.7%
EM	5	13.3%	Long-Term	24	69.4%
Mixed	2	6.7%	<b>Total</b>	<b>34</b>	<b>100.0%</b>
<b>Total</b>	<b>34</b>	<b>100.0%</b>	*Short-Term <= 3 years; Long-Term >= 10 years		

<b>2 By bond types</b>	<b>AUM (USD bn)</b>	<b>Percent of AUM</b>	<b>4 By underlying currencies</b>	<b>AUM (USD bn)</b>	<b>Percent of AUM</b>
Government	9	25.2%	USD	28	82.5%
Corporate	16	46.6%	CNY	6	17.5%
Bank loans	5	15.2%	<b>Total</b>	<b>34</b>	<b>100.0%</b>
Mixed	4	12.9%			
<b>Total</b>	<b>34</b>	<b>100.0%</b>			

資料來源：Goldman Sachs

### (二) 短天期債券 ETF 投資金額則波動較大

#### 1. 本年 8 月份短天期債券 ETF 投資金額上升

因本年 8 月份美國公債殖利率倒掛，短天期美債殖利率與長天期美債殖利率相當，且短天期美債價格波動低，符合法人短期避險需求，致我國短天期美債 ETF 流入金額大幅增加，經查元大等五家投信業者發行之短天期美債 ETF，淨資產價值由 7 月 31 日之新臺幣 346.6 億元大幅上升至 8 月 31 日之新臺幣 1,032.5 億元。

#### 2. 本年 9、10 月份短天期債券 ETF 投資金額趨緩

後因市場預期美國 Fed 將持續寬鬆貨幣政策，殖利率曲線倒掛情形暫緩解，根據 FRED (Federal Reserve Economic Data) 經濟資料庫數據顯示，美國「10 年期公債」與「3 個月期國庫券」之利差，由 8 月 30 日的-0.49%，收斂至 9 月 30 日及 10 月 31 日之-0.20% 及 0.16%。隨殖利率曲線倒掛情形緩解，9 月份及 10 月份短天期美債 ETF 淨流入金額成長速度亦漸緩。

圖 19 本年 9、10 月份殖利率曲線倒掛情形暫緩解



資料來源：FRED

表 3 新臺幣債券 ETF 投資以長天期為主，短天期金額則波動較大

ETF 名稱	10/31 淨值	9/30 淨值	8/31 淨值	7/31 淨值
主要長天期債券 ETF	2,705.9	2,589.4	2,276.2	2,132.8
元大 20 年期以上 AAA 至 A 級美元公司債	635.3	630.6	549.3	523.1
群益 10 年期以上金融債	602.5	607.9	648.3	623.8
中信彭博巴克萊 10 年期以上高評級美元公司債	533.2	452.4	325.2	307.7
富邦彭博巴克萊 9-35 年 A 級美元公司債	472.5	426.6	342.7	314.9
國泰彭博巴克萊 10 年期以上 A 等級美元公司債	462.4	471.9	410.7	363.3
		短天期債券 ETF 淨流入金額成長速度亦減緩		
主要短天期債券 ETF	1,169.2	1,217.4	1,032.5	346.6
元大美國政府 1 至 3 年期公債	258.8	287.2	195.2	17.3
復華 1 至 5 年期美元特選信用債	257.0	312.7	280.0	217.9
新光美國政府 1 至 3 年期公債	237.5	194.3	197.5	8.4
中信新興市場 0-5 年期美元政府公債	230.6	219.8	163.9	21.2
富邦美國政府債券 1-3 年期公債	185.3	203.4	195.9	81.8

資料來源：投信投顧公會

## 參、心得及建議

### 一、 BlackRock 五大支柱的投資管理準則

負殖利率時代來臨，加上各國央行不斷採行寬鬆貨幣政策，導致負殖利率債券比重大幅攀升，又其他外部不確定因素如全球貿易紛爭不斷、英國脫歐、中國大陸債務風險提高與地緣政治緊張局勢升溫，恐嚴重衝擊投資部位獲利，為建立良好投資準則過程與風險管理系統，可參考 BlackRock 五大支柱的投資管理準則（表 4），在考量安全性與流動性的前提下，維持獲利穩定。

表 4 BlackRock 五大支柱的投資管理準則

1	事前風險評估	<b>風險衡量工具</b> 尋找對投資部位、流動性、信用和贖回風險之準確和合適風險衡量
2	風險管理	<b>尋找適度的風險水準</b> 確保風險與績效目標（Risk and Performance Targets, RPT）維持一致
3	意識風險與報酬	<b>加強和評估</b> 定期舉行會議，討論風險部位，如評估投資行為等
4	績效歸因	<b>一致性和準確性</b> 確保預期投資與實際表現的一致性
5	績效分析	<b>成功的衡量標準</b> 相較基準，尋找同業或可比帳戶評估績效

資料來源：BlackRock

### 二、 投資人傾向長期持有虧損部位，適當配置固定收益商品以分散風險性資產下檔風險，可有利資產累積

展望理論（prospect theory）係心理學家卡尼曼（Daniel Kahneman）和特沃斯基（Amos Tversky）提出，該理論認為，人們對於獲利及虧損的價值衡量方式不同，相同數額的虧損比獲利對情感影響更大，使投資人傾向長期持有虧損部位，並過早實現獲利部位。

由於投資人傾向長期持有虧損部位，對資金有限的投資人而言，持有過大的虧損部位，將嚴重傷害其資本淨值。以計算 10 筆交易的投資報酬率為例，平均獲利/平均虧損不變下，平均虧損越大，對投資報酬率傷害越大，例如：交易勝率 50% 下，平均虧損=50%，需平均獲利=100% 才能損益兩平；相較之下，同樣是交易勝率 50%，平均獲利=10%、平均虧損=5%，累計投資報酬率卻高達 25%，顯示分散下檔風險之重要性（表 5）。

表 5 衡量分散下檔風險之範例

獲利交易%	平均獲利%	平均虧損%	投資報酬率
40	6	3	5.16%
40	10	5	7.62%
40	30	15	7.72%
40	100	50	-75.00%
50	6	3	14.92%
50	10	5	24.62%
50	90	45	24.62%
50	100	50	0.00%
50	10	10	-4.90%
60	6	3	25.58%
60	10	5	44.29%
60	10	10	16.23%

資料來源：自行整理

隨景氣循環邁入擴張末期，金融市場波動較大，相較機構投資人，散戶資金較不雄厚，對鉅額虧損承受度較差，但卻擁有資金彈性運用優勢。本次透過 BlackRock 舉辦之進階固定收益訓練課程，增加對各項商品運作模式、交易策略及風險管理等相關知識，在現今市場波動較大情況下，或可運用上述所學知識，視自身風險趨避程度，適當配置固定收益商品，以分散風險性資產下檔風險，有利資產累積。

### 三、判讀如壽險業等機構法人投資行為，宜由投資報酬率以外因素多方研析

惟觀察如壽險業之資產配置，除投資報酬率（yield driven）外，資產負債管理（liability

driven) 及資本管理 (capital driven) 亦為其投資決策考量點。以近期我國壽險業投資國內投信發行之短天期債券 ETF 為例，若純粹就殖利率曲線走勢觀察，其收益率或許未必較佳，係壽險業本身亦面臨其他投資考量 (如：國內投信發行之債券 ETF 單一投資人上限、壽險業國外投資上限、壽險業國外投資另需考慮匯率避險成本等)，並無法單由投資標的報酬率評估其投資策略恰當與否。

又以我國壽險業投資國際板 (可贖回) 債券為例，因投資可贖回債券隱含出售買權，可額外賺取選擇權之權利金，惟有部分評論質疑壽險業投資之每檔債券，收益率都低於合理國際市場行情。經壽險業者表示，係因壽險業投資金額龐大，在尋找「合理」投資標的過程中，可能損失時間成本，反而使收益率未必合理。

綜上，投資報酬率雖為投資決策考量重點，但判讀如壽險業等機構法人投資行為，宜由投資報酬率以外因素多方研析。

#### **四、壽險業或透過新臺幣債券 ETF 進行短線操作，對新臺幣匯率之影響有待觀察**

當壽險業於初級市場申購、贖回新臺幣債券 ETF 時，投信業者將進行買、賣匯，進而影響新臺幣匯率；而壽險業從事新臺幣債券 ETF 交易時並未進行外匯避險，則不影響新臺幣匯率。

受金管會於上年 11 月增設國際板債券投資上限影響，我國壽險業新承作新臺幣保單，投資國際板債券金額漸趨緩，投資新臺幣債券 ETF 金額則明顯增加；長天期利率及其隱含波動率下跌，增加國際板債券發行人贖回並重新發債之誘因，該贖回金額亦可能轉而投資新臺幣債券 ETF。

由於壽險業者現多透過投資新臺幣債券 ETF，以去化新承作新臺幣保單及國際板債券贖回金額之資金，且配置長天期債券為主，故將產生外匯需求；惟近期壽險業投資短天期債券金額增加，係美債殖利率出現倒掛情形，短天期美債殖利率與長天期美債殖利率相當，且短天期美債價格波動低，符合法人短期避險需求。由於壽險業投資短天期債券 ETF，為短期衛星資產配置操作，其對新臺幣匯率之影響仍有待觀察。

## 肆、參考資料

1. 投信投顧公會: <https://www.sitca.org.tw/>
2. Doctor, Saul (2019), “Fact or Fiction - Investigating Factors in Corporate Credit,” J.P.Morgan, Feb.
3. Raol, Jay and Shawn Pope (2018), “Why should investors consider credit factors in fixed income?” Investco, Mar.
4. Fabozzi, Frank (2012), “The Handbook of Fixed Income Securities,” McGraw-Hill Education, Jan.
5. Kwon, Goohoon, Helen Hu and Irene Choi (2019), “Taiwan: Possible Changes in Formosa ETF Regulations Could Increase TWD Hedging Demand,” Goldman Sachs, Sep.
6. BlackRock: <https://www.blackrock.com/americas-offshore/strategies/what-is-factor-investing>
7. FRED: <https://fred.stlouisfed.org/>
8. Henneberg, Pernille et al. (2019), “Central Banks Easing – A Non-Linear Issue,” *Citi Global Economics Research*, Oct. 11 °