

出國報告（出國類別：國際會議）

第八屆亞洲投資年會

全球市場投資展望一躍向下一波新榮景

服務機關：勞動基金運用局

姓名職稱：蘇組長嘉華

派赴國家：新加坡

出國期間：105年11月1日~11月5日

報告日期：105年11月25日

摘 要

本局所轄基金規模迅速成長，管理難度日增，而全球經濟在今(105)年歷經人民幣匯率波動、日本銀行實施負利率、英國脫歐公投及美國總統大選以來，不確定性有增無減。一則東亞地緣政治紛擾、二則歐美保守主義抬頭，三則歐日持續寬鬆，但遲未達通膨目標，四則中國成長增速放緩，皆可能持續影響市場數載。因此必須更應深入了解大環境下的投資機會與威脅。

值此不確定的環境下，金融市場雖時有波動，但市場成交量及整體風險值均有下降趨勢。美國著名投資顧問，精研金融史學界認定的第一把交椅—彼得·伯恩斯坦(Peter Bernstein)曾提及：在市場環境低風險時，投資者為尋求更高回報而冒更高風險、並投資於估值過高的風險資產；在這樣的情況下，市場環境的低風險特徵是否具有可持續性？……由於投資人相信市場環境的低風險特徵，冒的風險就越大，而市場環境維持低風險特徵的能力就越低……。該段話頗值得投資人特別警惕並予以省思。

本次會議來自全球各地金融業實務經驗豐富的專家分享他們的觀點，並佐以專家座談及現場即時調查，讓參與者可以瞭解全球市場投資展望—躍向下一波新榮景，哪些投資機會可成為明日的贏家？在不確定的環境下，如何建構獲得報酬的最佳投資策略。此外，本次會議亦透過國際交流，瞭解國際上各機構法人投資動態、未來投資規劃，以達成獲得勞動基金穩定及良好收益的投資目標

最後，本次會議並就目前數位科技對提高投資人參與教育之創新及使用金融科技(Fintech)擔任投資諮詢功能對市場之影響等進行探討，亦是觀察資產管理業界發展頗為值得參考的討論主題。

目 次

壹、目的及過程.....	3
貳、全球投資環境之現況.....	5
參、投資展望.....	16
肆、心得與建議.....	22

壹、 目的及過程

勞動基金運用局經管新、舊制勞工退休基金、勞工保險基金、就業保險基金、積欠工資墊償基金及職業災害勞工保護專款之投資運用。104 年底規模為 2 兆 9,634 億元，迄今(105)年 10 月底規模為 3 兆 2,848 億元，基金規模成長迅速。為妥善管理此龐大之資金，勞動基金依循國際退休基金管理實務，制定投資政策書，於綜合考量國內外總體經濟金融環境展望、各項可投資資產風險報酬及內部預期與資源限制下，運用資產配置資訊系統，研擬各年度的資產配置計劃。嗣後依據年度資產配置計劃，採全球多元化投資模式布局全球市場，分散市場投資風險。此外，面對市場眾多變數，本局持續與專業投資機構、國際退休基金交流，強化各項投資策略及風險管理措施，配合市場情勢妥為因應，以達基金長期穩健績效，確保基金永續經營。

今年以來全球經濟面臨眾多變數，包括油價走勢、全球經濟成長動能趨緩、多國負利率影響、英國脫歐及川普 Trump 選上美國總統等。目前各國仍維持寬鬆貨幣環境，美國聯準會(Fed)升息時程遞延，歐洲央行(ECB)、日本央行(BOJ)除擴大寬鬆外並實行負利率，惟提振實體經濟成效尚未有效彰顯，游資氾濫推升金融資產價格，增加市場波動及風險。

面對此投資不確定性更甚以往、貨幣政策侷限性日益明顯的投資環境。本次亞洲投資年會，由 NN 投資夥伴(NN Investment Partners, NNIP)主辦，聚焦於市場情勢研判分析與投資策略，會議主題為全球市場投資展望—躍向下一波新榮景(The Next Leap)，會中邀集全球各地金融業實務經驗豐富的專家，分享其對市場現況與未來之觀察及看法，講者及會議與談人從投資實務的角度出發，探討大型資產管理機構(如本局)所面對的風險來源及其對策。包括：

- (1)面對高度波動市場及低利率環境下，2017 年之市場投資展望。
- (2)在低利率環境下如何獲得穩定之收益。
- (3)如何做好多元資產配置，降低投資風險。
- (4)如何踐行 ESG(環境、社會與公司治理)永續投資。
- (5)新興市場之投資展望等主題。

本次會議除探討前開主題外，並輔以專家座談及與會者現場提問，另外針對各個

主題對與會者進行即時調查，期能讓參與者瞭解全球市場投資展望，並深入探討在此不確定的環境下可能之投資機會，及如何建構獲得報酬的最佳投資策略。此外，本次會議亦透過國際交流，瞭解國際上各機構法人投資動態、未來投資規劃，以達成獲得勞動基金穩定及良好收益的投資目標。

貳、全球投資環境之現況

國際貨幣基金組織(IMF)於今年 10 月公布的全球經濟展望報告中，今、明二年歐元區經濟成長預估值為 1.7%及 1.5%，較 7 月僅微幅調升 0.1%，歐元區成長力道仍顯薄弱，同時英國脫歐帶來政經不確定性、難民激增、安全疑慮升溫及銀行業疲態都可能衝擊歐元區經濟成長。另外，美國當前就業成長趨緩，企業固定投資持續低迷，Fed 未來仍需觀察更多經濟數據及英國脫歐公投後續效應，才會進行貨幣政策的調整。而目前各國國際預測機構對全球經濟成長率預測值皆略為下修，各機構預測今年全球 GDP 成長率為 2.4%-3.1%，明年經濟成長率預估值為 2.8%-3.4%；而能源價格止跌趨穩，各國國際預測機構估計今年全球 CPI 成長率為 4.0%-5.0%，明年 CPI 預估值為 3.2%-4.2%。

依據 Willis Towers Watson 今年 2 月份對全球退休基金調查報告指出：19 個主要國家退休基金之總資產，在 2005 年為 21.1 兆，2015 年則為 35.4 兆，平均每年增加約 1.4 兆，相較於 2016 年 10 月底全球股市市值 65.4 兆，約占 2.2%。一般預期這些新增的資金仍有相當比例投入全球規模最大的資產項目—股票市場，加上各經濟體仍多維持寬鬆貨幣環境，將給予股票市場相當的支撐。

表 1 主要 19 個國家退休基金規模

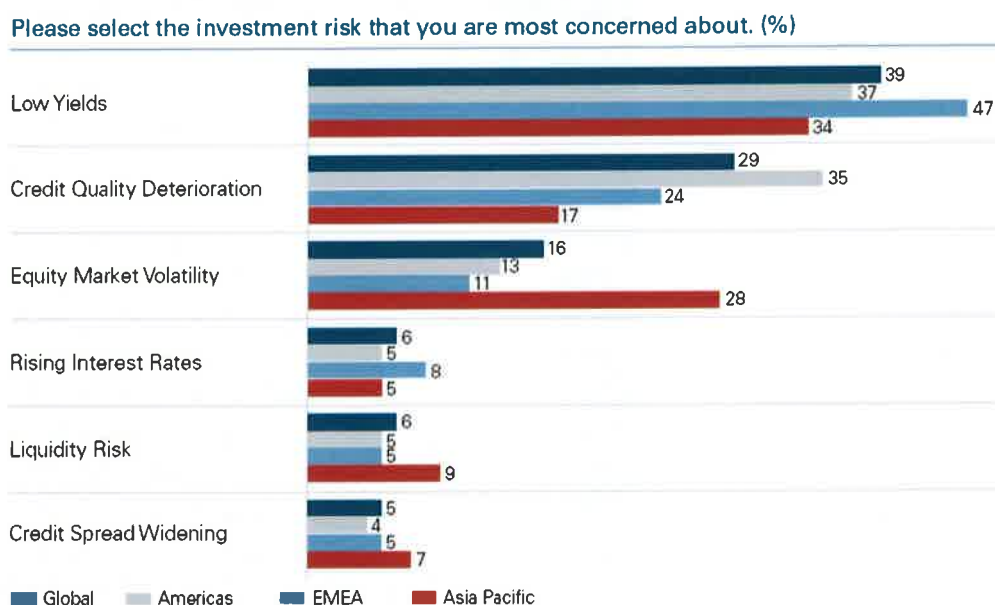
Country	Total assets 2005 (USD billion)	Total assets 2015e (USD billion)	10-year CAGR (USD)
Australia	618	1,484	9.1%
Brazil ¹	138	180	2.7%
Canada	870	1,525	5.8%
Chile	76	159	7.9%
France	132	161	1.3%
Germany	278	427	4.4%
Hong Kong	53	123	8.8%
India ¹	—	94	—
Ireland	92	128	3.3%
Japan	3,025	2,746	-1.0%
Malaysia ¹	—	190	—
Mexico	73	177	9.2%
Netherlands	740	1,378	6.4%
South Africa	155	181	1.6%
South Korea ¹	—	545	—
Spain	33	41	2.0%
Switzerland	502	804	4.8%
UK	1,917	3,204	5.3%
US	12,396	21,779	5.8%
Total	21,098	35,438	5.1%

資料來源：Willis Towers Watson (2016/2)

本次會議開始，講者即先引用高盛資產管理 GSAM 今年 4 月間對全球保險業投

資長之調查作為楔子，未來一年最大的投資風險為低殖利率(39%)，其次為信用貸款惡化(29%)、股票市場波動(16%)及升息(6%)等。雖然保險業者與退休基金操作及資產配置上略有不同，但是對於整體市場的看法上仍屬一致，即目前的市場具有高不確定性(Uncertainty)、高波動性(Volatility)、低殖利率(Yield)等特性，在此投資環境下，如何取得穩定且較佳的收益，確實都是退休基金、保險業者傷透腦筋的事情。

圖 1 全球保險業最關注的投資風險

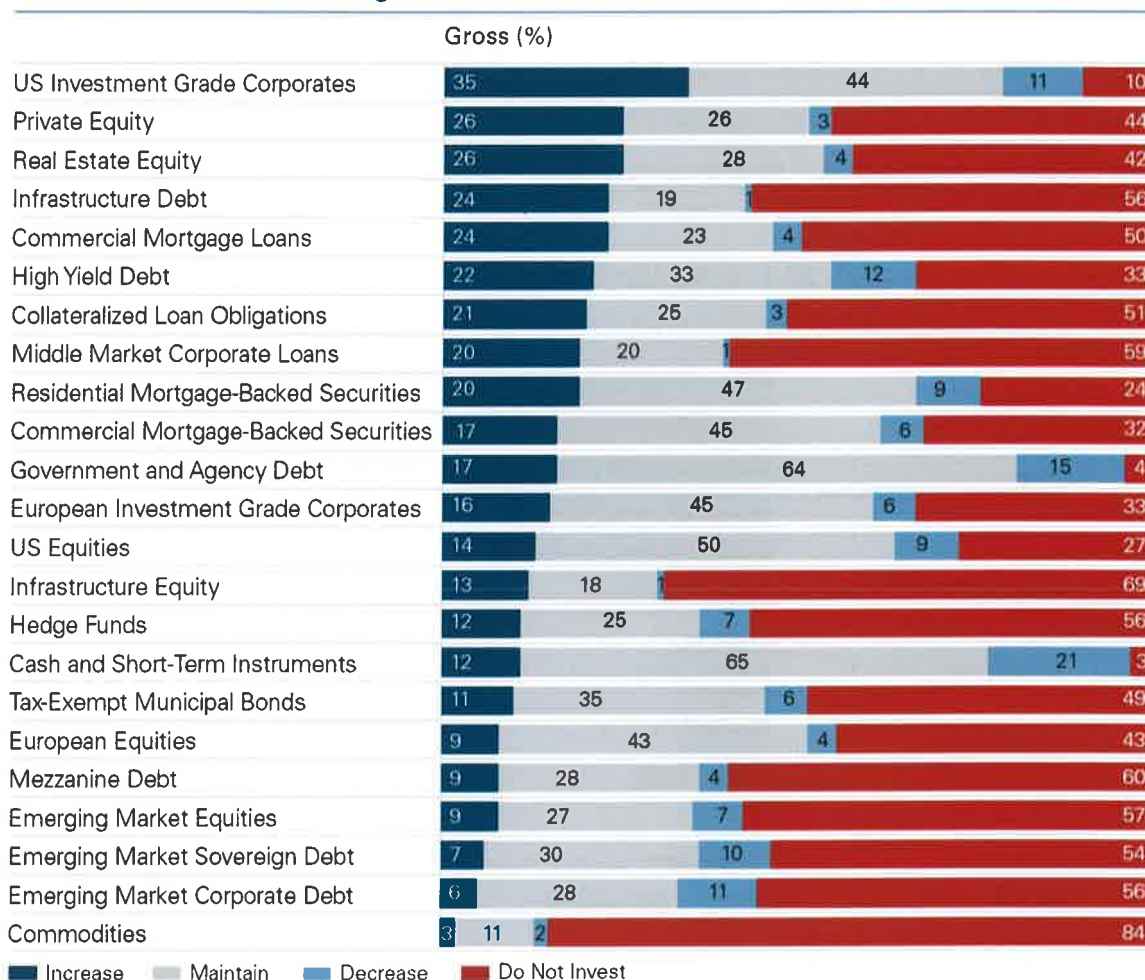


資料來源：GSAM Insurance Survey (2016/4)

至於全球保險業在未來一年內將增加配置於美國投資等級公司債(24%)、私募股權(24%)、基礎建設債券(24%)及不動產證券(23%)；減少配置現金及相關短期工具(9%)、新興市場公司債(5%)及新興市場主權債(3%)；至於保險業者實際配置改變的情形詳如下圖所示。另外，依據本次會議對與會者的即時調查(僅四個選項)，在未來 12 個月，四項資產項目中以新興市場當地貨幣計價債券偏好程度最高為 49%，美國股票(26%)、黃金(20%)及德國債券(5%)；另外，就 2017 年哪項資產會表現最好之的即時調查顯示，四項資產項目中最看好新興市場當地貨幣計價債券(63%)、其次為全球股票(26%)，之後為全球高收益(11%)及美國國庫券(0%)，顯示目前投資人較看好風險性資產的走勢。

圖 2 全球保險業實際資產配置變化情形

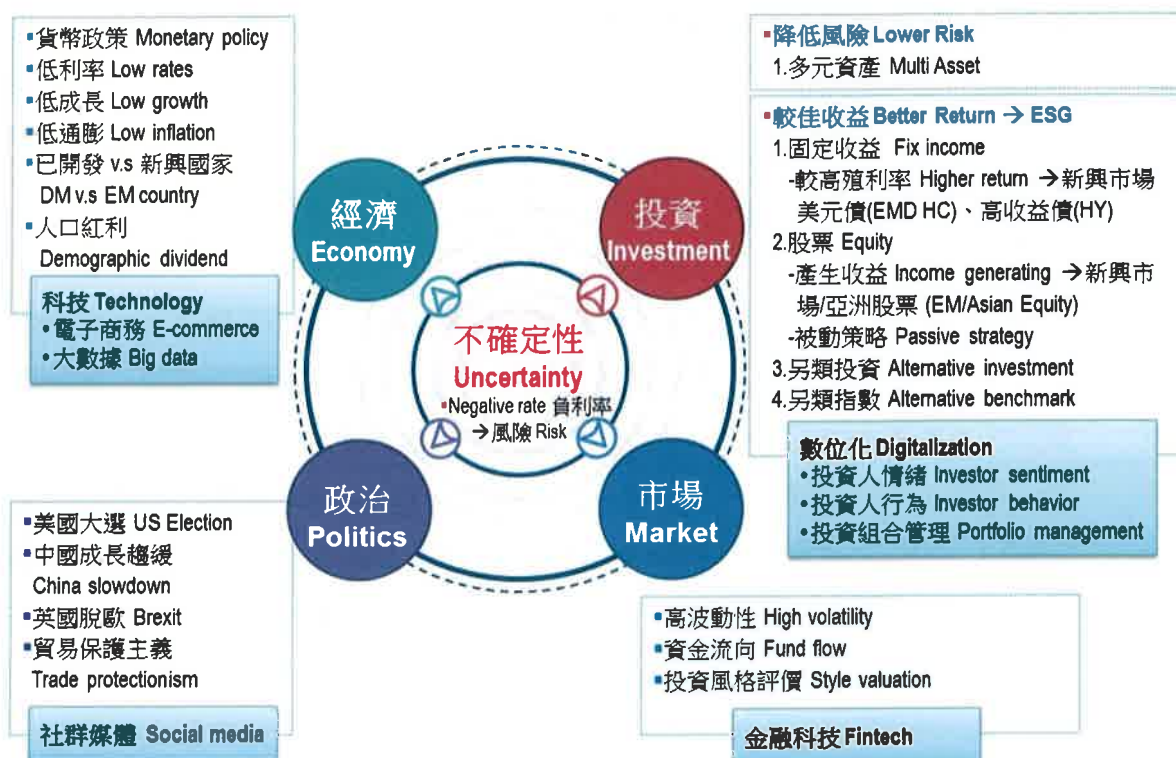
Global Asset Allocation Changes



資料來源：GSAM Insurance Survey (2016/4)

本次會議，各講者以現場即時電子調查與會者對未來市場走勢之看法，輔以風險報酬之間的關係，貫穿其對不同市場之分析，並說明不同的投資標的未來可能之發展。本報告謹將本次會議相關主題，彙總整理成經濟、政治、市場及投資四大層面，並結構化表示如圖 3，俾能以最短時間明瞭會議內容。另外，鑒於數位科技日新月異，且影響到各個層面，因此，在該圖表四個層面說明欄的下面，均特別顯示該層面可能使用之數位科技。

圖 3 本次會議主要議題層面及相關數位科技



資料來源：本次會議內容，蘇嘉華整理 (2016/11)

以下謹臚陳本次會議各個講者、與會代表，對於政治、經濟、社會及各項投資商品之未來投資展望。

一、政治情勢

(一)反體制(anti-establishment)力量日益壯大

以英國脫歐公投為例，今年 6 月 23 日的公投讓市場為之驚嚇，其後英國首相 Theresa May 依照歐盟里斯本條約第 50 條啟動脫歐程序，但 11 月 3 日英格蘭高等法院(the High Court)裁判，首相應先經國會同意始得為之，在報告完稿前，全案仍在上訴程序中。由於英國脫歐事件結果與市場預期不同，之後又涉及法律問題，讓原先已無人得知本案將如何發展，增添許多不確定性。但究其事件的根本，係英國疑歐(Euroscepticism)政治勢力日益壯大，加上民眾對政治菁英的反感，並且視此次公投為對執政黨信任投票，終於讓脫歐從少數派的政治主張搖身一變成為現實。

於此環境下，英國將來面對歐盟，將採何種貿易協定與人員移動條件，尚未明朗；而歐盟本身能否繼續維繫其有效統治力，或甚至能否繼續存在，乃至於歐元的未來將如何，這些問題，再也不會被人當作痴人囈語。

隨著脫歐公投的濫觴，反體制力量之壯大並非一蹴可及，但投資者仍不可等閒視之，半年後的美國總統大選，再次驚愕全球金融市場，川普當選美國總統的消息衝擊市場信心，引發美國政策走向與市場前景的不確定性，預期短線內市場走勢將相對波動。考量川普先前提出的政見較為偏激且模糊，後續政策推行是否能順利推行仍充滿變數，因此未來美國政策走向是否轉變仍是潛在風險，後續仍需持續觀察。不過可以較為確定的是，未來美國將提高科技產品進口關稅、加強保護智慧財產權與國家安全、減稅引導資金流及廣為推廣基礎建設，此舉將對於中國衝擊較大，投資人必須更謹慎判斷未來情勢之發展，而我國相關產業宜早作因應。

總而言之，政治事件的發展往往難以預料，其不確定性常常讓企業經營難以作長期規劃，同時也讓投資人的投資難度提高許多。

(二)地緣政治問題膠著

目光轉到東亞，之前釣魚台與南海疆界的爭議，最近雖然因為國際媒體多關注美國大選而少有曝光，但是問題仍然沒有解決。而 7 月中旬的南海仲裁結果不但沒有讓當事國心服口服，反而加深中國與東亞諸國及美國之間的芥蒂。隨著美國新政局展開，此類地緣政治問題恐將再次浮現，不知何時會再造成鄰近諸國間關係緊張，這層隱憂必然直接降低投資相關區域的能見度。

圖 4 中國之不確定性與地緣關係



資料來源：NN investment partners (2016/11)

(三)貿易協定的新均勢 (balance of power)

以美國新任總統川普為代表人物的反全球化勢力，其反對 TPP、重啟 NAFTA 談判、不惜退出 WTO 等說詞，看起來並非完全是選舉語言，其後果仍難以想像，即使川普就任後，即便不照單全收，也不宜全盤否定。如果當前各國間的貿易協定因此而受到影響，恐牽連者規模甚廣，影響範疇亦難估計。目前亦沒有任何避險工具來規避所產生的潛在危險或損害。

若川普總統上台後，即挑動美國與他國間極為敏感的貿易神經，勢必造成金融市場短期的恐慌；另一方面，未來新興亞洲區域性的貿易協定，若不再由美國主導，中國勢必想在此插旗自立為王，由中國主導的區域型貿易協定，未來是何種面貌，目前尚無法猜測。

整體而言，英國脫歐公投後，英國將與歐盟國家展開冗長的談判，另外，川普當選美國總統後政策是否轉向以及區域地緣政治緊張等不確定因素，將持續干擾全球金融市場。

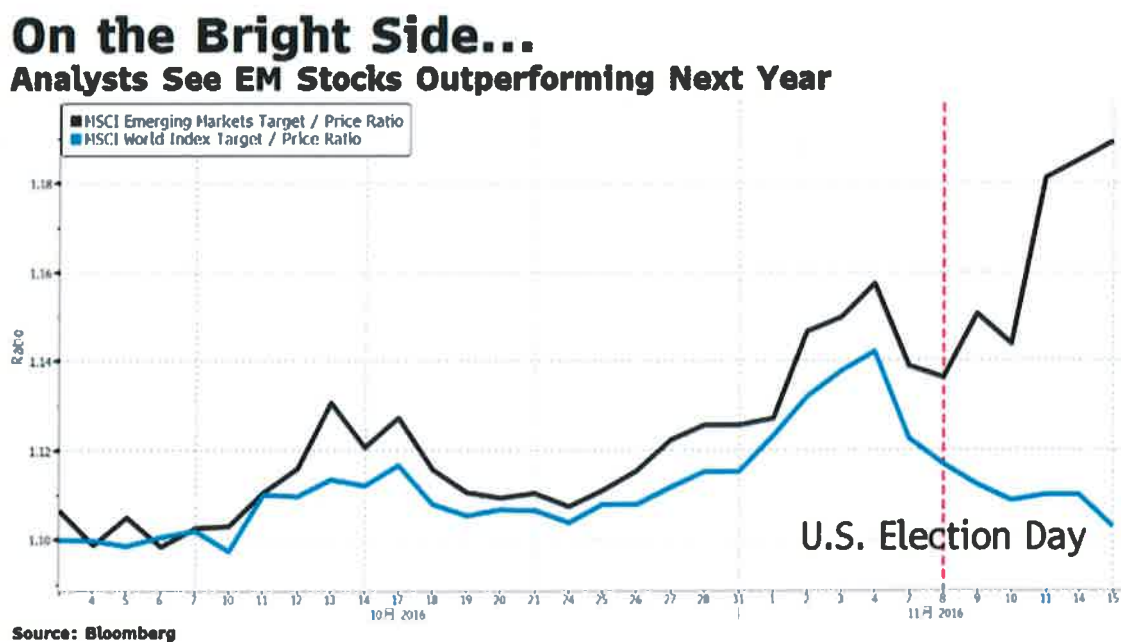
二、經濟情勢

(一)低成長

已開發國家成長乏力，新興市場國家動能趨緩，金磚四國再也不像 10 年前那般盛況榮景，有的甚至連年陷於衰退的泥淖中。市場所寄望的中國，今年是十三五規劃元年，政策在穩增長下著重供給側改革，經濟發展將聚焦在去產能、去庫存、去杠杆、降成本、補短板等五大任務下，然而房地產價格大漲、實體產出增速放緩，以至於市場對中國未來經濟緩著陸仍存在許多疑問。新興市場成長引擎，猶如油料不足般急速運轉，之前疾駛奔馳，而現在卻準備下休息站；至於已開發國家的實質面與金融面表現，亦未見重大起色。歐洲 STOXX 600 指數與日經指數至 10 月底收盤數均低於年初開盤數，反倒是脫歐的英國呈現逆勢上揚。

即使有分析師依然看多新興市場後市可期(如圖 5)，但在當前的政治氛圍與經濟前景下，新興市場投資的能見度已不可同日而語。

圖 5 MSCI 新興市場/全球指數成分股，目標價/市價(白、藍)，105/8/31 迄今

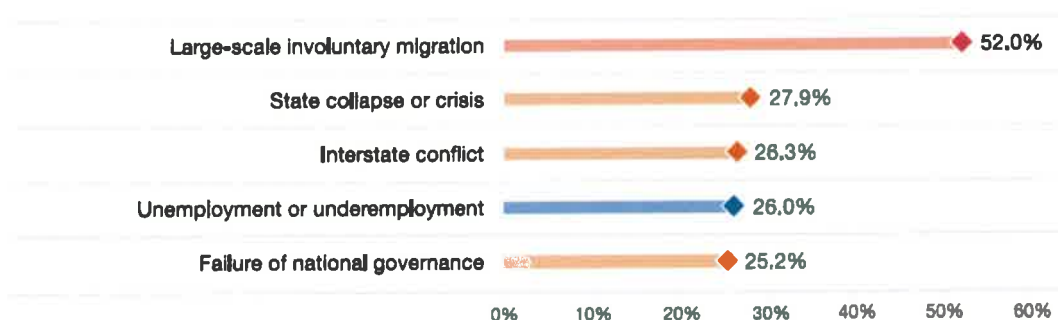


資料來源：Bloomberg (2016/11/17)

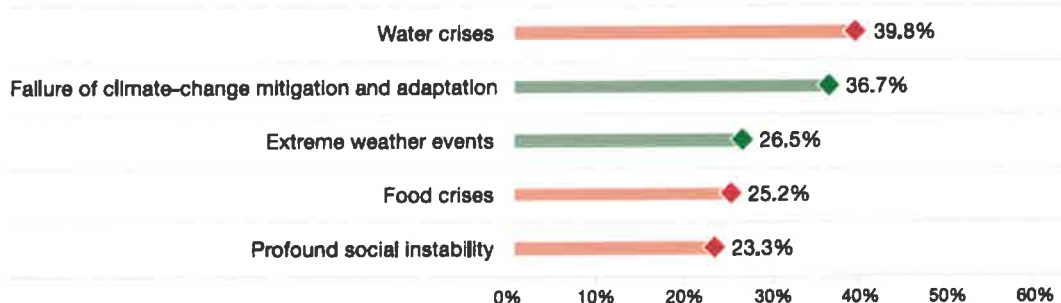
總括而言，全球經濟整體走勢溫和上揚，商品價格逐步的推升，也使得新興市場的體質逐漸強化，惟仍須觀察 Fed 及各央行貨幣政策的調整速度及幅度，且預期未來仍將面臨許多經濟風險變數。依據世界經濟論壇(World Economic Forum)2016 年 1 月調查報告顯示，在未來 18 個月的五大風險依序為：大規模難民移入(52%)、國家崩潰或危機(27.9%)、州際衝突(26.3%)、失業或就業不足(26.0%)及國家治理失敗(25.2%)；但拉長時間來看以未來 10 年調查，未來 10 年的五大風險為水資源危機(39.8%)、氣候變遷無法解決(36.7%)、極端氣候事件(26.5%)、食物危機(25.2%)、深度的社會不穩定(23.3%)。相關的風險變數，值得投資人密切關注此長期趨勢。

圖 6 2016 年全球風險報告

For the next 18 months



For the next 10 years



資料來源：World Economic Forum (2016/01)

三、貨幣政策

今年 1 月 29 日，日本央行(BOJ)宣布實施負利率，造成市場一片騷動。雖然 ECB、瑞典、瑞士等國早已實施負利率，但當時 BOJ 黑田總裁才公開指出無意實施負利率，旋即食言，市場迅速激烈反應。然事後觀察，日圓兌美元匯價自當日見到低點後，今年以來再也沒有回到當時價位，避險需求提高推升日圓，亦削弱

出口競爭力；今年日經指數雖然上上下下，但是迄今尚未回到去年底收盤價。日本內需方面消費動能疲弱，企業亦縮減投資，第 2 季 GDP 相較第 1 季零成長，第 3 季 GDP 雖達 2.2%，主要是出口成長 2%，私人消費僅成長 0.1%。

BOJ 出乎市場預期的負利率政策，其新聞效果十足，但由日本經濟數據觀察，此舉對金融面與實質產出的影響似乎有限。雖然有效逼出銀行的超額準備，但銀行若能有效貸放資金，又有誰願意讓錢停在央行，淪為「爛頭寸」？而 BOJ 與 ECB 除負利率外，尚公告規模一次比一次大的買債購股計畫，甚至 BOJ 還推出改以殖利率曲線調控取代貨幣基數目標，這些政策的效果如何，尚在未知，然而這些央行的資產負債表卻倍數成長。本次會議討論至此，部分與會者及講者均認為，這些措施只是將問題往後遞延，終究有一天必須要面對其副作用。

談到貨幣政策，還是要看美國 Fed 這個量化寬鬆(QE)的始作俑者。11 月美國總統大選前，市場普遍預期 Fed 將於年底再次升息，並緩步進入久違的升息循環。然而選後市場反應不一，是以未來應多加關注 Fed 的發言內容與行動。倘若仍按市場預期於 12 月升息，表示近日政治紛擾對美國經濟基本面的影響有限。但是若 Fed 延後升息，表示其對經濟表現依然存疑，此時更需密切觀察市場是否會再起一波震盪。

四、社會因素 (social factors)

(一)高齡化

眾所皆知，人口為國家基本要素之一，其組成、素質、分布、發展及遷徙都攸關國家的發展與社會福祉。早一輩人常說「多子多孫多福氣」，說明了人口為國家、社會的經濟命脈來源。台灣近年來人口高齡化、少子化，並非我國特有現象。隨著勞動力減少，被扶養人口持續增加，由經濟理論出發，除非人均生產力(技術)提升速度能彌補此缺口，否則多數已開發國家低成長或者停滯現象，在短期間內非但不會消失，而且還會愈演愈烈。

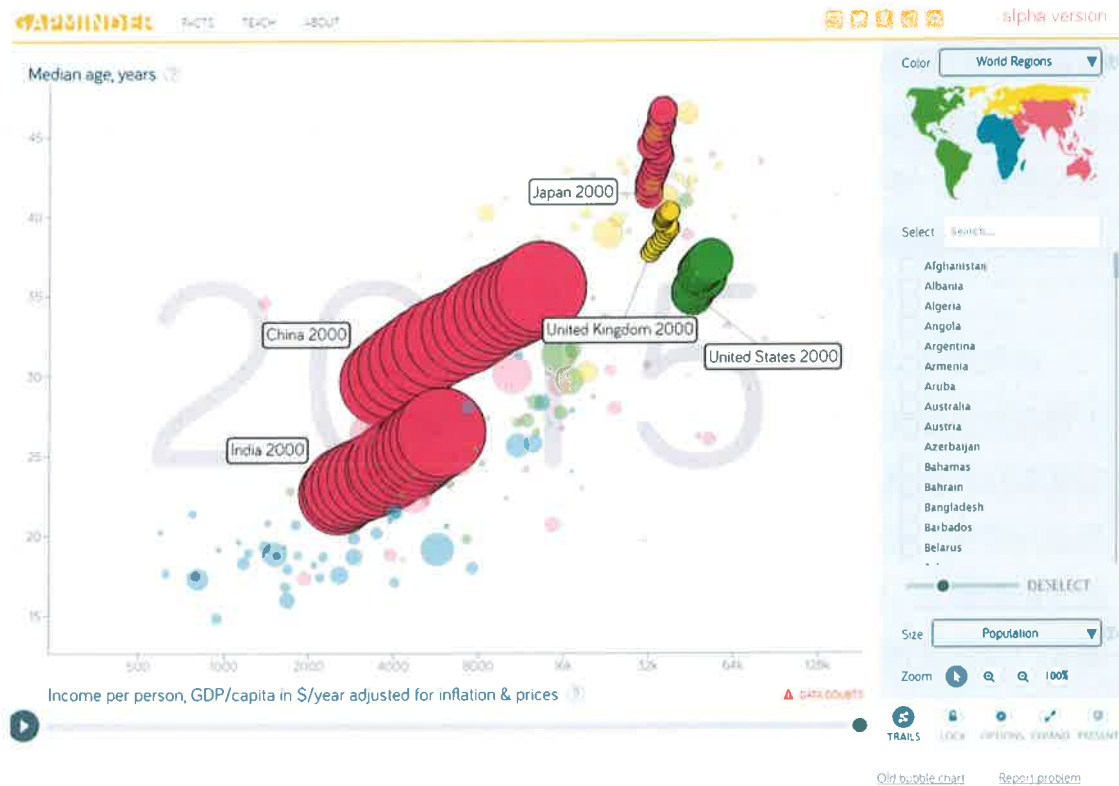
此外，不僅勞動力減少，在扶養負擔愈來愈重的環境下，勞動者的生活條件不升反降；加上被扶養人口增加，使得民眾更不願意消費，消費減少導致國

家產出減少，經濟於是盤旋向下。此時即使採取貨幣政策壓低利率，或甚至實施負利率，對實質產出的影響恐十分有限。以現實條件來看，已開發國家的預算收支與舉債程度，多數已經沒有採行大規模的財政政策刺激經濟的空間。

(二) 東南亞人口紅利

相較於已開發國家，東南亞新興國家依然有大量的人口紅利，以印度為例，該國人口年齡中位數為 27.6 歲，而美國為 37.9、我國為 40.2、韓國為 41.2、日本為 46.9。由圖 7 中所示，2000 年起已開發國家(本報告標出美、英、日本為例)之人均所得成長緩慢，人口年齡中位數卻節節上升；相對而言，新興亞洲國家(本報告標出中國、印度為例)則可明顯看出人均所得以倍數高速成長。

圖 7 各國人口中位數年齡與人均所得(2000-2015)



資料來源：Gapminder.org (2016/11)

五、科技因素 (technological factors)

本次會議中較為特殊的主題是：科技領域中的 Fintech。依據維基百科的定義：Fintech 可說是一種新型的解決方案，這種方案對於金融服務業的業務模式、產品、流程、和應用系統的開發來說，具有強烈顛覆性創新的特性。簡要的說，Fintech 範疇就是有別於以往，運用新技術完成的一切金融業務。

將新科技運用於舊業務上，並不是新鮮事，近年蓬勃發展的網路銀行與電子下單等均是實例。對金融業者而言，運用新科技可以提升其生產力、降低成本；對顧客而言，不用出門即可辦事，享有極高的便利性，這些改變，通常可歸類於持續性創新 (sustaining innovation) 範疇。

Fintech 可以減少交易雙方的交易成本，同時客戶可自行在線上比較各種商品，解決資訊不對稱問題。近年相當知名的美國 Wealthfront 財富管理平台，該平台會先評估客戶的風險忍受度，再依據評估結果為客戶量身打造投資計畫，核心概念是「風險與收益對稱」。該平台會推薦適合的金融商品給客戶，並監控投資組合動態，定期向客戶更新投資組合計畫，維持其風險水準。

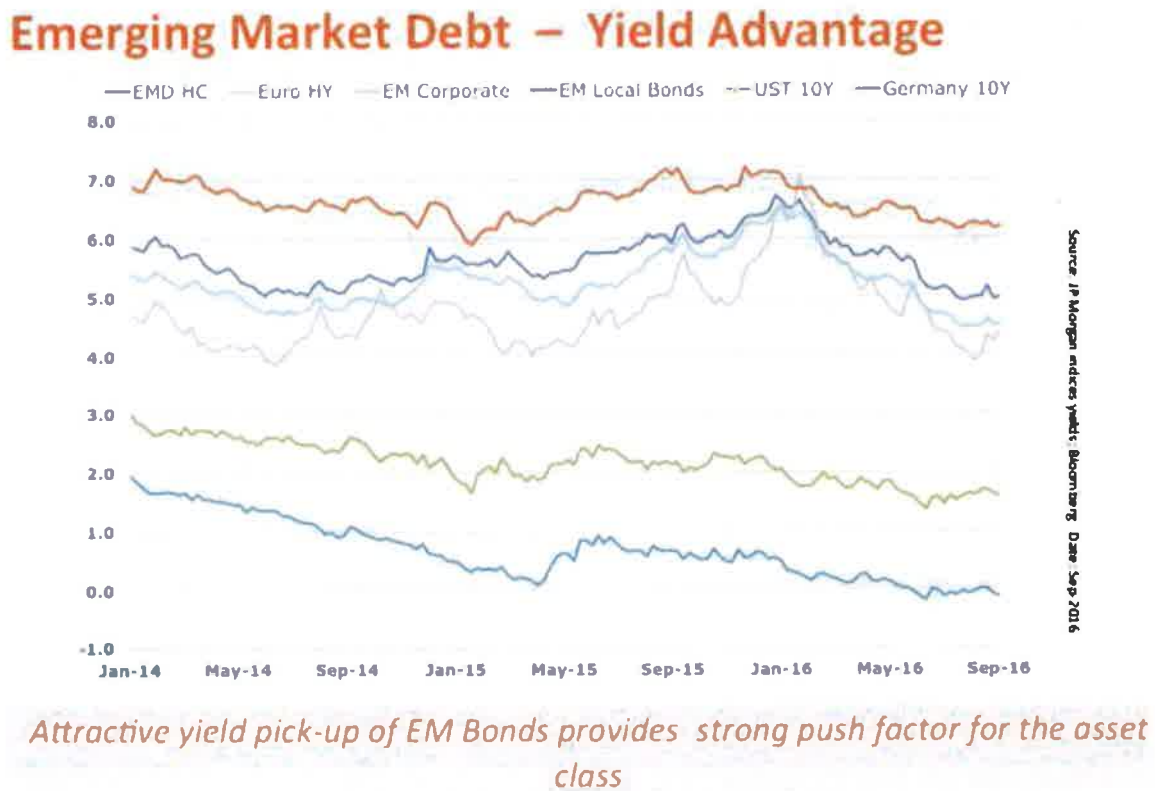
這類技術，讓業者可以將金融交易過程的技術性細節交給電腦，發揮其比較利益。不過有些金融商品依其本質屬性或法律限制，仍需人對人接觸才能成交，如人壽保險或客製化的金融產品，本質上勢必要用人員面對面銷售，若僅放在網路上等人來買，恐乏人問津。另外，機器人理財顧問大部分選擇追蹤指數的 ETF，收益會跟隨著大盤的波動而變化，如果出現黑天鵝等系統性風險，若無人力適時介入，可能無法有效保護客戶減輕其損失等，這仍是當前人腦比電腦管用之處。

參、投資展望

一、債券：強勢貨幣(hard currency)新興市場債

市場當前具有高度的不確定性，投資難度提升不少，但是以固定收益標的而言，講者認為強勢貨幣計價的新興市場債可以在有限的違約風險下，取得高於已開發市場投資級債的收益。

圖 8 新興市場債殖利率(2014-2016 年)



資料來源：NN investment partners (2016/11)

不過天下終究沒有白吃的午餐，美國總統大選開票後，新興市場連續上演股匯雙殺，有論者以為這是新興市場股債調整到合理價位的正常現象，應適時加碼；另有人則認為這可能是市場對未來川普總統政策效果的評價，眼下不宜輕舉妄動。本局應密切觀察後續情勢之發展，審慎進行相關之投資。

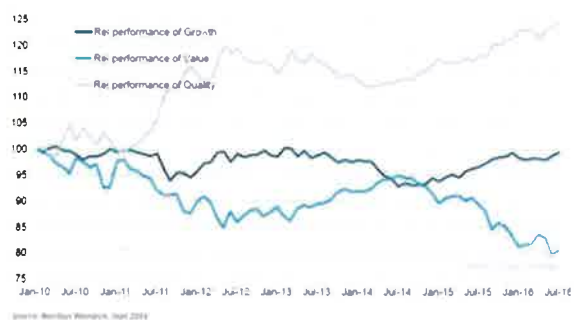
二、股票：已開發國家景氣循環股

有講者認為，目前美股中具防禦性的高股息體質穩健股，如電信類股等，似已評價過高。此類現象在過去僅見於景氣衰退的時期，目前的狀況並非如此，是以市場的類股行為，似乎已經因為各國採行貨幣寬鬆而逐漸改變。至於景氣循環股的價值型股票，如金融、原物料、工業等類股，相對上較容易受惠於可能面臨的升息循環。

不過有些觀點，倒是可供勞動基金規劃國外委託經營時注意，即以過去歷史之市場偏好來看：2000 年科技泡沫時，市場相對偏好成長型投資，產生所謂之成長型泡沫；在 2008 年金融海嘯前，市場相對偏好價值型投資，也有所謂之價值型泡沫；近期市場則有偏向品質型投資之趨勢，即似有品質型泡沫之情形(如下圖)。就長期投資而言，市場具有回歸均值(Mean Reversion)的特性，某種特定風格的投資不會永遠領先，因此，雖然勞動基金在過去積極研發投資策略性指數(Smart Beta)近期已獲得不錯之績效，但是能否持續領先其他風格的投資，仍需持續予以關注。

圖 9 品質型投資超越價值型投資情形→品質型泡沫？

Quality beat Value...



Quality bubble ?



資料來源：Barclays Research (2016/9)

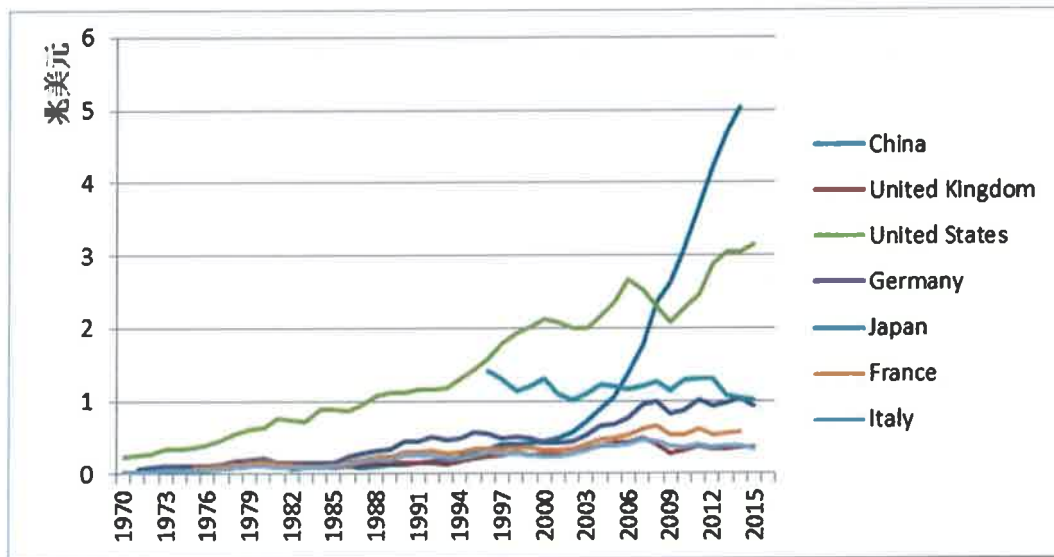
亦有講者認為，歐洲股市目前普遍被低估，其股利殖利率已達相對高點。本報告透過 Bloomberg 查詢，以道瓊歐洲 STOXX 600 指數為例，目前股利收益率為 3.70%，相較於 2013 年(3.29%)、2014 年(3.68%)、2015 年(3.46%)而言，確實較高，另以歐盟 STOXX50 指數觀察，亦得到類似結論，此說法尚值得參考。

三、股票：亞洲新興市場

有講者認為，縱然中國經濟放緩，當前最有成長潛力與實力的國家仍是中國與新興亞洲國家。舉例而言，2015 年全球最賺錢的銀行便在中國（中國工商銀行(ICBC))；周邊各國表現亦不差，近十年間興起的許多全球品牌，如韓國現代汽車、三星、蘭芝美妝、中國的阿里巴巴、華為、騰訊等，明顯看得出成長動能依舊。即使中國總體經濟成長放緩，亦僅是全中國各產業各地域加總的結果，舊經濟中的鋼鐵業，明顯面臨產能過剩問題，但對於新經濟代表的電信、科技等產業，可能是中國未來成長之重點。

再觀察亞洲的民間財富累積，亞洲是全球儲蓄成長最快的地區，主要原因除了華人對不動產的偏好外，部分在於當前並非所有國家都有完整的退休年金與福利制度，為了避免退休後衣食不濟，必須在工作期間自存老本。未來隨著這類制度逐步建構完成，民間存款可望轉化為消費動能，進一步刺激經濟成長。因此，雖然當前的亞股評價偏低，不過未來企業營運具成長性，趨勢向上，具有長期投資價值。

圖 10 中、英、美、德、日、法、義大利國內儲蓄毛額 (1970-2015 年)



資料來源：World Bank (2016/11)，本報告整理

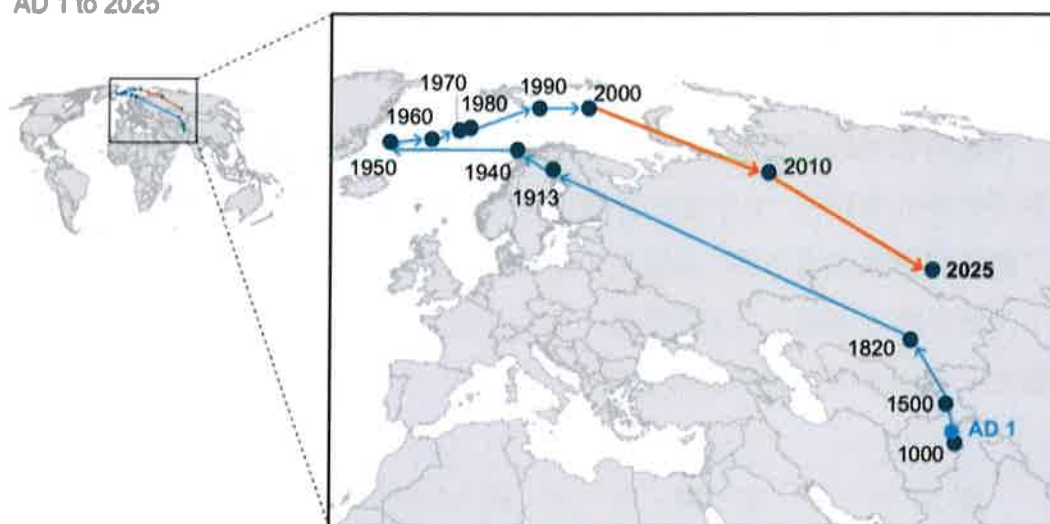
有趣的是，依據 McKinsey 研究，全球經濟的重心已經逐漸從美國向中國移動。在西元 1000 年前，世界的經濟重心在亞洲，中國、印度和東南亞曾是經濟強國，羅馬帝國後至 20 世紀中葉，重心逐漸向西移動，西移主要原因是工業革命後移到歐洲

和美國，20 世紀中葉後，隨著亞洲和其他地區的新興市場的崛起，重心已開始慢慢轉回亞洲。如果 McKinsey 對於未來人口和經濟成長的預測正確，新興和發展中國家經濟將會快速成長，已開發國家成長將會緩慢些。

圖 11 全球經濟重心的演變

By far the most rapid shift in the world's economic center of gravity happened in 2000–10, reversing previous decades of development

Evolution of the earth's economic center of gravity¹
AD 1 to 2025



¹ Economic center of gravity is calculated by weighting locations by GDP in three dimensions and projected to the nearest point on the earth's surface. The surface projection of the center of gravity shifts north over the course of the century, reflecting the fact that in three-dimensional space America and Asia are not only "next" to each other, but also "across" from each other.

SOURCE: McKinsey Global Institute analysis using data from Angus Maddison; University of Groningen

資料來源：McKinsey (2015/4)

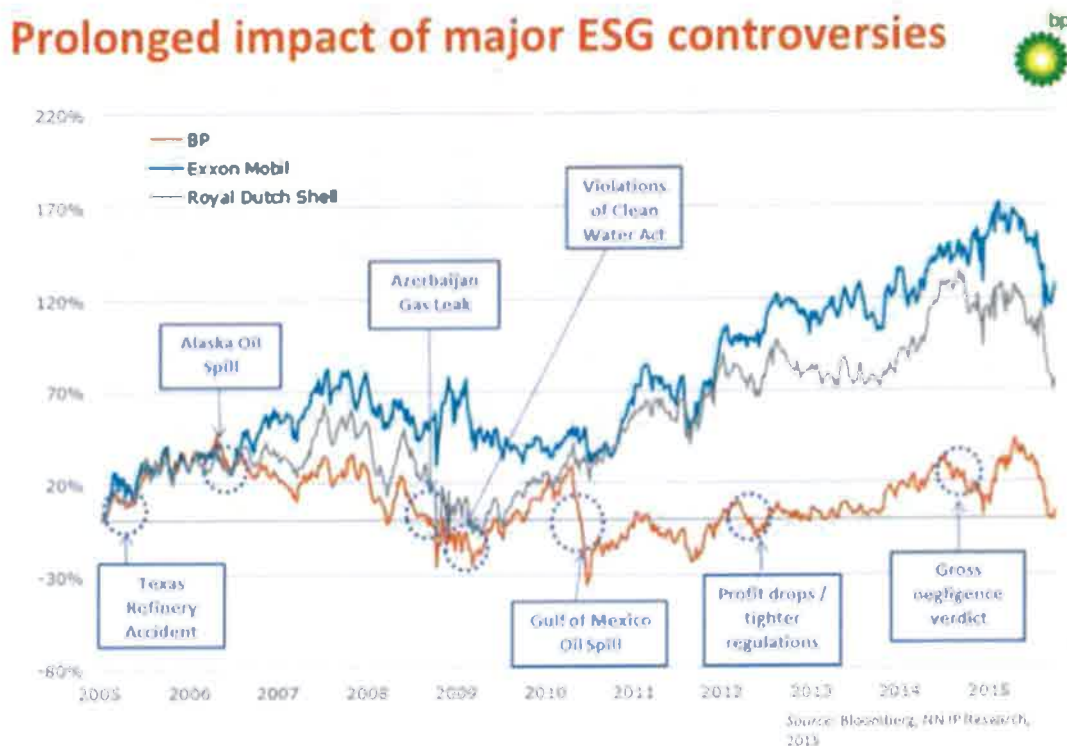
四、另類：關注 ESG 趨勢

責任投資(Responsible Investing)有許多種型式態樣，大多聚焦於 ESG 三要素：環境(Environmental)、社會(Social)、公司治理(Governance)。

依據世界經濟論壇(World Economic Forum)2016 年 1 月調查報告顯示，未來 18 個月的前五大風險，受訪者有 52%的人擔憂「大規模難民移入」的問題，但拉長時間來看以未來 10 年的調查，則 39.8%的人最擔憂的是「水資源」問題，36.7%的人最擔憂「氣候變遷」問題，隨時間遠近不同，意識到的風險有所不同，但都脫離不了 ESG 的範疇，也因此說明以長期觀點而言，ESG 對企業永續經營影響至關重大。

ESG 爭議產生的衝擊通常較為深遠，講者舉英國 BP 石油公司為例，2010 年發生嚴重的海上鑽井平台爆炸事件，造成大量原油外洩海洋，導致一場巨大環境災難影響多種生物，事件發生後 BP 公司股價大跌，觀察至今其股價仍相對弱勢。

圖 12 ESG 事件的長期效果



資料來源：NN investment partners (2015)

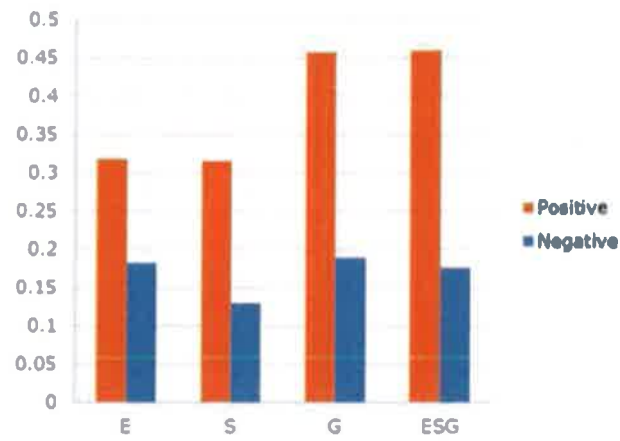
ESG 投資在這幾年逐漸受到投資者的重視，可能與 ESG 責任投資的獲利動能表現有關，以圖 13 為例，明顯可以看出，在 ESG 改善動能表現較佳的公司，其獲利更為亮眼。愛講者認為具有 ESG 改善動能成長的公司，相對具有投資價值，若排除 ESG 不佳的公司標的，將可明顯增加投資組合的績效。

本局除已於年中簽署「機構投資人盡職治理守則」，希望能帶動機構投資人對社會責任投資理念之認同與行動，並且持續對就業 99 及高薪 100 等相關企業社會責任型指數，實際執行委外投資。未來本局更將持續關注永續發展議題，在推動社會責任投資、維護利害關係人之權益及資訊揭露等，貼近世界永續發展之趨勢，並透過要求國內受託投信公司以編製 CSR 報告書之企業作為投資標的等作為，共同實踐友善職場及推展理想社會環境。

圖 13 ESG 投資組合績效(Sharpe Ratio)比較

Emerging Markets research results

Sharpe ratios of ESG momentum portfolios



Source: NN IP, ECCE, Sustainalytics
May 2016

Positive link in Emerging Markets as well!

資料來源：NN investment partners (2016/5)

肆、心得與建議

金融海嘯以來，全球經濟復甦緩慢，依照環球經濟社林建山社長¹觀點，可歸咎於三大「美國變數」：一是美國經濟實力弱化，「世界經濟引擎」角色不再，二是美國「強勢美元政策」及「超級量化寬鬆貨幣政策」，壓抑全球經濟復甦的火苗，三是美國暗助「地緣政治動亂」與「強權國家仇敵對抗」引起全球長期經濟動盪不安。值此新任美國總統川普即將就任之際，首要就是觀察美國是否調整或改變前開三大變數，即振興美國活力與動能、中止「強勢美元」及 QE 政策、消除對外「過度干預」等政策。因為這些政策，對於美國甚至全球經濟復甦，都有深遠的影響，投資人務需特別留意。

依據目前國際主要經濟機構預測，今年全球 GDP 成長率為 2.4%-3.1%，明年經濟成長率預估值為 2.8%-3.4%，經濟表現應較今年好，新興市場的情勢似也不再惡化，對於明年金融市場相對有利。

有鑒於新興市場國家逐步改革，亞洲國家及企業崛起，長期而言，講者認為投資首選為新興亞洲股債，類股則以價值型為主要觀察依據，然而低利率將維持一段時間，高股息績優股雖然有評價過高之虞，但仍是保守型投資人的投資焦點，爰可作為未來投資之標的。

展望未來，全球低利率、低成長、低通膨環境仍將持續，受惠於美國實質經濟成長率回升，失業率已接近充分就業的 4.9%，寬鬆貨幣環境及原物料價格止穩，企業獲利也逐漸轉好，全球製造業庫存持續調整，預期全球經濟可望緩步回溫，整體經濟走勢溫和上揚。惟未來亦面臨許多風險變數，如美國政策走向是否轉變(如財政支出及減稅政策、擴大基礎建設、貿易保護主義及移民政策)、美國未來升息政策之幅度及時程、歐元區銀行業風險、全球恐怖攻擊危機及地緣政治、國際能源價格波動、貿易保護主義抬頭加劇貿易放緩而削弱生產、持續擴大的貨幣寬鬆政策導致金融市場扭曲威脅金融穩定性，各國政策效果及未來政策空間亦受限等，皆將影響景氣復甦進程。本局將密切掌握全球金融情勢，著重投資風險管控，彈性調整投資作為與深化全球多元投資策略，獲取勞動基金長期穩健收益，保障勞工和國民經濟安全與退休生活。

¹ 林建山，川普總統竄出：帶給世界振興動能不是逆風亂流，風傳媒，(105/11/16)

附件：本次會議與會者現場即時電子調查結果

Q01. 下次經濟衰退何時會發生

- | | |
|-------------|-----|
| 1. 0~12 個月 | 11% |
| 2. 12~24 個月 | 47% |
| 3. 24~36 個月 | 27% |
| 4. 超過 36 個月 | 15% |

Q02. 在英國脫歐後，歐盟國家的組成會有何種變化

- | | |
|-----------------|-----|
| 1. 沒有國家進入，沒有離開 | 20% |
| 2. 有國家進入，沒有離開 | 11% |
| 3. 沒有國家進入，有國家離開 | 45% |
| 4. 有國家進入，有國家離開 | 24% |

Q03. 您對於負利率及量化寬鬆看法

- | | |
|---------------------|-----|
| 1. 是有需要的，防範了通貨膨脹 | 3% |
| 2. 是有需要的，因為政治人物啥都沒做 | 9% |
| 3. 在未來幾年內，將會產生巨大的問題 | 68% |
| 4. 嚴重影響存款帳戶的利息收入 | 20% |

Q04. 未來 12 個月，您較為偏好那種資產

- | | |
|-----------------|-----|
| 1. 美國股票 | 26% |
| 2. 新興市場當地貨幣計價債券 | 49% |
| 3. 德國債券 | 5% |
| 4. 黃金 | 20% |

Q05. 過去這幾年投資環境，是否影響投資情緒

- | | |
|---------------------------|-----|
| 1. 是的。提高風險承受度，並從中獲取新的投資機會 | 22% |
| 2. 是的。因為不確定提高，投資上更為謹慎 | 71% |
| 3. 否。投資情緒並未變更 | 7% |

Q06. 對於低收益及不確定投資環境的作法

- | | |
|-------------------|-----|
| 1. 增加配置在較高風險的債券 | 25% |
| 2. 偏好高股利及低波動的股票 | 39% |
| 3. 將部分資產由主動改為被動操作 | 10% |
| 4. 以上均是 | 25% |

Q07. 多元資產投資最重要的特性是?

- | | |
|---------------|-----|
| 1. 能分散多重獲利因子 | 19% |
| 2. 能有更多元的投資機會 | 50% |
| 3. 減少下檔風險 | 24% |
| 4. 提供獲利的管道 | 7% |

Q08. ESG 對貴機構之重要性?	
1. 非常重要	19%
2. 相當重要	25%
3. 重要	31%
4. 不重要	25%
Q09. 目前最大的投資債券困難是?	
1. 低流動性	40%
2. 缺乏信用評等	23%
3. 非投資等級債券及新興市場債	21%
4. 缺乏指標	16%
Q10. 較推薦哪項債券資產	
1. 住房抵押貸款	11%
2. 商業不動產貸款	29%
3. 基礎建設貸款	36%
4. 公司信用借款	24%
Q11. 美國總統誰會當選	
1. 川普	31%
2. 希拉蕊	69%
Q12. 預期美國 12 個月後的利率	
1. 0%	8%
2. 1%	56%
3. 2%	35%
4. 3%	1%
Q13. 亞洲在 2015 年貢獻多少全球經濟成長	
1. 0%	
2. 25%*	17%
3. 40%	52%
4. 50%	31%
5. 100%	
Q14. 去年中國航空旅客有多少?	
1. 10 百萬	2%
2. 110 百萬	9%
3. 220 百萬	30%
4. 440 百萬*	25%
5. 880 百萬	24%

Q15. 2015 年，哪家銀行獲利最高

- | | |
|------------------|-----|
| 1. 摩根大通銀行 | 6% |
| 2. 花旗銀行 | 4% |
| 3. 匯豐銀行 | 7% |
| 4. 富國銀行 | 7% |
| 5. 中國工商銀行(ICBC)* | 75% |

Q16. 新加坡有多少百萬富翁?(人口 5.47 百萬)

- | | |
|---------------|-----|
| 1. 8,000 人 | 4% |
| 2. 24,000 人 | 6% |
| 3. 88,000 人 | 7% |
| 4. 154,000 人* | 42% |
| 5. 544,000 人 | 42% |

Q17. 亞洲占全球股票指數之權重為?

- | | |
|------------|-----|
| 1. 0.88% | 0% |
| 2. 1.88% | 5% |
| 3. 8.88% | 16% |
| 4. 12.08%* | 38% |
| 5. 28.88% | 41% |

Q18. 拉丁美洲在新興市場當地貨幣債券及股票權重?

- | | |
|--------------|-----|
| 1. 45%及 35% | 16% |
| 2. 9%及 25% | 28% |
| 3. 39%及 13%* | 38% |
| 4. 25%及 9% | 18% |

Q19. 預期未來五年中國經濟成長率?

- | | |
|-------|-----|
| 1. 3% | 7% |
| 2. 5% | 71% |
| 3. 7% | 22% |
| 4. 9% | 0% |

Q20. 印度人口年齡的中位數為

- | | |
|--------|-----|
| 1. 23 | 26% |
| 2. 28* | 47% |
| 3. 32 | 18% |
| 4. 37 | 10% |

Q21. 印尼成人人口數為 185 百萬，繳稅人口為?

- | | |
|-----------|-----|
| 1. 27 百萬* | 36% |
| 2. 56 百萬 | 32% |
| 2. 87 百萬 | 31% |

2. 143 百萬	2%
Q22. 過去幾年最好的投資風格為?	
1. 價值型投資	30%
2. 成長型投資	13%
3. 高品質(低波動)投資*	50%
4. 不知道	7%
Q23. 預期 12 個月後利率水準為	
1. 更高	65%
2. 更低	10%
3. 相同	23%
4. 不知道	2%
Q24. 今年表現最好的資產類別(美元計價)	
1. 美國國庫券	4%
2. 全球高收益	47%
3. 新興市場當地貨幣計價債券*	43%
4. 全球股票	6%
Q25. 目前投資環境下，最關心的議題為?	
1. 升息	14%
2. 低殖利率	34%
3. 波動率增加	32%
4. 違約率提高	20%
Q26. 2017 年哪項資產會表現最好?	
1. 美國國庫券	0%
2. 全球高收益	11%
3. 新興市場當地貨幣計價債券	63%
4. 全球股票	26%
Q27. 12 個月後全球高收益債違約率為?	
1. 0-2%	10%
2. 2-4%	52%
3. 4-6%	32%
4. 高於 6%	6%
Q28. 聯合國責任投資，亞洲有多少簽署?	
1. <50%	29%
2. 50-150*	54%
3. 150-250	13%
4. >250	4%

Q29. 哪個國家簽署最多?

- | | |
|--------|-----|
| 1. 南韓 | 4% |
| 2. 日本* | 30% |
| 3. 台灣 | 9% |
| 4. 新加坡 | 57% |

Q30. 責任投資有價值嗎?

- | | |
|----------------|-----|
| 1. 可以改善風險調整後績效 | 82% |
| 2. 會影響風險調整後績效 | 14% |
| 3. 對於績效沒有影響 | 4% |

Q31. 對於責任投資的期望

- | | |
|-----------------------|-----|
| 1. 對於公司及客戶不重要，未來二年也不變 | 4% |
| 2. 目前不重要，但是未來二年將會變化 | 21% |
| 3. 目前有些重要，但是未來二年會強化 | 40% |
| 4. 目前已經很重要 | 35% |