

Panorama

2018 年中 | 瑞銀資產管理



景氣成熟期的投資契機

06 | 綜觀全局

12 | 主要投資觀點

14 | 多元因子投資

在本期《Panorama 年中報告》中，瑞銀資產管理各資產類別的資深配置專家們，針對未來數月的挑戰與機會進行評估，以供投資人參考。

本期探討的主題包括：

- 隨著美國景氣週期趨於成熟，低報酬和高波動的展望如何影響各資產類別的優勢
- 美國升息如何為固定收益投資人開創新局，以及未來數月維持靈活策略的效益何在
- 永續投資、系統化投資及新興市場股票團隊的觀點

本刊汲取全球團隊豐富的專業知識，呈現獨到的精闢見解，協助您克服投資挑戰。

欲深入瞭解我們的觀點與預測，以及過去各期《Panorama》和〈投資 2018〉內容，請參閱 ubs.com/am-insights。



目錄

3 前言：改變思維最佳時刻

6 綜觀全局：全球總體經濟與戰略性資產配置展望

12 主要投資觀點

12 傳統資產類別

14 多元因子投資

14 面對景氣循環因子溢酬的挑戰

18 股票：後勢看漲

21 固定收益：時勢改變

24 永續型及影響力投資：未來投資領域

26 作者簡介

28 選擇瑞銀資產管理的理由

出版資訊

《Panorama》是瑞銀資產管理的半年刊
編輯截止時間：2018 年 6 月

總編輯：Dan Heron

編輯群：Lavonne Kuykendall 及 Beth Roberts

設計：瑞銀資產管理創意工作室 (UBS Asset Management Creative Studio)，紐約

ubs.com/panorama



Suni Harford，
瑞銀資產管理投資部主管

改變思維 最佳時刻

2018 年為投資人帶來一連串新的挑戰。年初至今的市場，並未呈現「後金融危機」時期的宏觀條件，迥異於長期低利率的低波動環境。美國浮現十年首見的通膨隱憂，廣域的地緣政治風險也明顯升高，因為民粹主義仍為政治主流，總統川普「美國優先」的論調擾亂了全球貿易現狀。

但不應忽略的是，全球成長步調雖漸有落差，但接下來的成長率仍維持穩健且高於趨勢值。誠如資產配置主管 Erin Browne 後文所述，雖然美國可

美國浮現十年首 見通膨隱憂

能處於 1945 年以來第二長的景氣成長週期，但近期的稅改則可望再度振興需求成長，且美國以外地區的貨幣政策也依然寬鬆。

然而在未來數年，風險資產報酬率可能不如投資人以往的預期。隨著總體經濟動盪和地緣政治風險升高，所有資產類別的整體波動亦可能略高於 2017 年的極低水準。

基於上述環境因素，投資人必須改變思維，力圖以更精準的投資策略，尋求優質的風險調整後報酬。自金融危機以來，「買進並續抱」的策略仍適用於各資產類別，只是投資人必須更講究戰術。

固定收益主管 Charlotte Baenninger 明確表達了這項論點，主張投資人應跳脫傳統的債券佈局思維，以在全球利率上揚的前景中趨吉避凶，並及時掌握短線投資機會。在當前的環境中，浮動利率債券、短天期信用債券、證券化投資工具的展望皆十分誘人。永續型投資團隊亦貢獻創新成果，以有力的論證強調基本面信用分析必須納入環境、社會與治理 (ESG) 標準，而不應視為獨立層面，如此方能發揮最大成效。

在當前的環境中，浮動利率債券、短天期信用債券、證券化投資工具的展望皆十分誘人

全球股市方面，儘管證券市場走勢分歧使得波動放大，卻同時也為積極型投資人創造更具吸引力的投資環境，與後金融危機時期的整體景氣形成鮮明對比。

對於爛熟的投資人來說，對新興市場的不當配置反而經常是可以創造超額報酬的良機，但近期發生在土耳其、阿根廷、巴西等國的事件，則令人擔心重演 2013 年的「退場恐慌潮」。

新興市場與亞太股票主管黃義旗 (Geoffrey Wong) 則說明新興市場政府和企業財務明顯改善，足以因應美元走強及美元利率上揚的雙重威脅，並指出新興市場仍處於景氣循環初期。

本公司主動式投資團隊持續創造穩定的超額報酬，亦不斷考驗我們投資流程的成效。過去一年來，法人積極尋求合乎成本效益的超額報酬，並有大筆資金流向股票型產品。我們認為（詳見第 16 頁）必須分別考量各項因子溢酬，才能有效率地運用風險預算降低系統性風險、縮減跌幅並創造更一致超額報酬貢獻，方能滿足所有投資人需求。

對於多元資產配置型投資人而言，來年最主要的挑戰可能在於：股票與債券是否維持負相關的消長態勢。過去 10 年來，這類型投資人把在投資組合中配置公債部位視為是簡單且有效分散全球股票風險的工具。但歷史經驗卻顯示，若通膨持續升溫，兩者統計關係將趨於正相關，而這將威脅許多投資人的資產配置成效。在此背景下，基礎建設債券等另類資產將益受重視。

這份年中新資訊提供豐富見解，並涵蓋傳統及多元資產類別，必能為您提供啟發且實用的資訊，讓您能從容因應未來的投資挑戰。在風險升高、機會增加的環境中，改變投資思維可能是成功的關鍵。

歷史經驗顯示，若通膨持續升溫，股票與債券將趨於正相關，而這將威脅許多投資人的資產配置成效

綜觀全局

全球總體經濟與戰略性資產配置展望



Erin Browne，
投資解決方案事業部資產配置主管

相較於 2017 年底和 2018 年初的強勁經濟表現，近幾週，全球經濟成長開始放緩。

從 2017 年底至 2018 年初強勁加速的全球經濟成長率在近幾週明顯放緩。此外，各國家和區域的成長率落差擴大，且同步程度亦已降低。但在此降溫的趨勢中，美國亮眼的表現則是值得關注的發展。重要的是，全球經濟加速步調雖然整體趨緩，但接下來的成長率仍維持穩健且高於趨勢值。整體而言，貨幣政策依然寬鬆，近來成長趨緩的態勢並不表示需求明顯降溫，或全球即將陷入衰退。

從歷史經驗來看，美國正處於較長的成長週期。截至 5 月為止，景氣是自 1945 年以來第二長的擴張期。即使如此，2017 年底通過的稅改和就業法案，以及今年初通過的政府支出法案，皆有望大幅帶動美國經濟；若缺乏財政振興措施，這類需求動力則可能明顯趨緩。

具體而言，稅改有助於支持美國企業提高資本支出。正因如此，雖然目前處於較長週期，我們仍認為生產力和需求成長應可持續保持穩定。事實上，美國的需求預計在下半年可望再度加速成長。民間消費成長依然穩健，而近期受惠稅改措施而使得可支配所得提高，亦可能帶來類似的助力。美國經濟雖然無法避免因油價高漲而帶來的負面影響，但因為美國石油出口業的重要性與日俱增，近來能源價格勁揚並未實質拖累成長前景，且事實上能源相關的就業率和資本投資規模均持續攀升。



相較於過去水準，美國目前整體失業率極低並且持續下降。新增的就業人數已超過失業勞工人數，此為 17 年來首見的榮景，而美國也幾乎處於充分就業的狀態。即使目前成長率相對偏低，仍可能有助於未來數月的薪資成長，加上產出缺口逐漸彌合，導致通膨持續緩步攀升。

在此背景下，美國目前貨幣政策仍略顯寬鬆，實質利率仍趨近於零。聯準會對於經濟成長與通膨環境顯然更具信心，整體論調卻未明顯趨於強硬或溫和。根據聯邦公開市場操作委員會 (FOMC) 6 月的會議記錄，「經濟前景風險似乎已大致獲得平衡」。正因如此，除非通膨數據持續上揚，或有其他證據顯示美國經濟過熱，否則聯準會不致偏離目前利率政策逐步正常化的基調。雖然聯準會勢必採取緊縮貨幣政策，但從經濟數據和聯準會聲明來

看，此舉應不致在短期內發生，尤其美元走強的態勢已使美國消費者和企業處於金融緊縮的環境。

綜觀全球，美國的成長力道與其他國家對比更加明顯，因為後者的成長率降幅較大。近期歐陸景氣走勢頗欠理想，以往的經濟數據常令人喜出望外，如今卻經常是未如預期。我們認為，近來領先指標與實際數據相繼下滑，應歸咎於特定的因素，例如寒流較久導致員工告病假率異常升高，以及國定假日的時程等因素。

歐元區經濟仍呈現溫和成長且略

高於趨勢值，但就短期而言，服務業及製造業的成長率已見下滑，主因可能在於油價上升導致原物料成本增加。而在各國採購經理人指數 (PMI) 方面，最新數據顯示法國與德國的跌幅最大。

歐洲央行近期聲明含蓄承認歐元區景氣較為疲軟。該行在 6 月聲明表示，債券資產收購計畫可能一如預期在 2018 年底結束，但也同時指出，到期債券收益將持續再作投資：「措施時程視需求而定，以維持有利的流動性條件」。歐洲央行亦將官方政策利率的調升時機延至 2019 年夏季以後。

綜觀全球，美國的成長力道與其他國家對比更加明顯，因為後者的成長率降幅較大

此外，市場原本看好歐元區進行大規模改革與整合，但在馬克宏當選法國總統之後，樂觀氛圍隨即消散。德國方面，梅克爾領導的基督教民主聯盟（Christian Democrats）勉強與社會民主黨（Social Democrats）合組執政聯盟。義大利的政局則相當複雜且充滿變數。極右派民粹主義政黨「北方聯盟」（Northern League）與反體制政黨「五星運動」（5 Star Movement）原本有意合組聯盟

市場原本看好
歐元區進行大
規模改革與整
合，但在馬克
宏當選法國總
統之後，樂觀
氛圍隨即消散

政府，但兩黨選派的反歐元財政部長卻遭義大利總統否決。在義大利債券殖利率飆升的壓力下，雙方迅速妥協。

儘管義大利的兩政黨明確承諾減稅與提高支出，但仍令投資人憂心不已。由兩個非主流政黨領導的義大利政府，可能挑戰歐元區的現行財政規則，導致歐洲資產的政治風險溢籌居高不下。此外，愛爾蘭邊界等議題僵持不下，歐盟與英國的協商陷入膠著。

至於其他地區，近期數據顯示大陸因為該國政策以經濟再平衡及減少債務壓力為目標，進而導致需求成長率持續下滑。顯然，與美國持續進行貿易戰爭，將對大陸的成長率造成負面影響。

鑑於美國聲稱中國大陸有系統地竊取智慧財產，川普總統於6月15日宣佈針對總值500億美元的商品開徵關稅以作為反制措施，而大陸政府也揚言採取相同措施予以回擊。雙方原先基於友善條件展開貿易協商，呈現經濟務實主

義的樂觀展望，然而仍避免不了貿易戰爭的爆發。此外，中國大陸A股已於6月1日納入MSCI新興市場指數，雖是中國大陸融入全球資本市場體系的一小步，卻是意義非凡的一大步。

日本近期數據好壞參半。該國GDP連續8季出現成長，創下1980年代後期以來景氣擴張期的最長記錄，但第一季的GDP卻不增反減。基於若干理由，我們認為景氣疲弱只是暫時現象。所得方面，日本的企業利潤與薪資皆加速成長，出口力道也依然強勁。但即使國內勞動市場已相對緊繃，目前仍無法斷言這波成長力道是否足以推升通膨。

全球成長普遍趨緩，對於風險資產有若干好處。美國以外地區維持寬鬆貨幣政策的時間可能延長。一如先前預期，緊急紓困政策將逐漸退場，如今完全退場的時間可能更加延長。歐洲、日本央行（全球流動性的主要來源）高層近期的溫和論調，以及加拿大和瑞典央行的相同看法，都證實了這項觀點。

債券名目殖利率上揚，並不表示股票實質利空

我們認為，僅有美國呈現物價持續上揚的明確跡象，而且美國的通膨壓力相對溫和。但是在各大央行之中，目前唯有聯準會採取較為積極的緊縮政策，而且美國在別國成長趨緩之際受惠於財政振興措施，因此美元短期內將獲支撐，但長期走勢仍不樂觀。

整體而言，我們仍看好全球股市，因為全球需求成長率仍呈現向上趨勢，近來企業盈餘的亮眼表現亦使估值更加誘人。債券名目殖利率上揚，並不表示股票實質利空。回顧歷史，每當 10 年期公債殖利率高於實質 GDP 成長率時，股票通常表現欠佳。但即使在美國，離這種金融限縮的環境仍有一段距離。雖然如此，我們會特別注意股票與政府公債的關聯是否增強。在可能的成長區間內，世界各國的通膨與利率差異逐漸擴大，相較於 2017 年，所有主要資產類別的波動率皆可能持續緩步上揚。

此外，全球的企業盈餘表現相當亮眼，美國尤其如此。標準普爾 500 指數最近一季的財報表現堪稱 10 年以來最為出色。基於如此豐厚的企業獲利，美國或全球股票的投資評等並未大幅下滑。相較於政府公債與公司債，全球股票的價位仍具吸引力。企業盈餘成長優於預期，加上股東的資本報酬逐漸增加，兩者預計在未來數月中持續提供關鍵支撐，美國股票尤其可望受惠。

在美元走強和美國利率上揚影響下，新興市場股票近幾月表現欠佳。舉例來說，阿根廷與土耳其經濟環境多變，亦令人擔心重演「退場恐慌潮」並引發劇烈波動，但我們仍對此保持樂觀。不可否認，美元走強和美國公債利率上揚，對倚

賴外資的新興市場來說確實帶來阻力，而且新興市場中仍有不利的政治與經濟因素，所幸新興市場的需求穩健成長且通膨處於低檔，因此整體貨幣政策依然寬鬆。再者，新興市場區域內貿易升溫是一大助力，可減輕新興市場國家對美出口貿易額減少而面臨的衝擊（墨西哥除外）。由於全球成長動能仍在，即使美元走強與美國國庫券殖利率上揚導致金融環境緊縮，但其誘人的估值和攀升的獲利仍足以抵銷潛在的阻力。

至於歐洲，歐元升值曾一度拖累短期盈餘動能，然而如今歐元已由升轉貶。我們認為，企業盈餘的結構性復甦仍將持續，主要是因為企業投資、股利成長率、股份回購金額增加，以及利潤擴大所造就的營運槓桿。我們發現，雖然地緣政治隱憂短期內可能不利於經濟基本面，但歐洲資產仍具有穩健的長期投資價值。

在美元走強和美國利率上揚影響下，新興市場股票近月表現欠佳

日本部分，雖然產出缺口逐漸縮小，但核心通膨卻依然偏低，因此央行可採取極緩步調來調整現行的寬鬆貨幣政策。不過，近來日本股票表現雖然超前，但政治與景氣過熱風險逐漸升高，因此原先樂觀的預期如今也略有保留。再者，日圓升值容易影響出口額，這一點絕非股票投資人所樂見。

固定收益方面，全球存續期的展望依然負面。油價上揚可能持續支撐債券名目殖利率增高。此外，由於已開發國家原物料成本增加，致使消費者物價推升、產出缺口逐漸縮小、薪資加速成長等現象，並進而導致核心通膨持續攀升。即使如此，諸如科技及人口組成等結構性通縮驅力，仍可能限制通膨風險再定價的發展趨勢。我們認為，瑞士和德國公債的價格依然明顯偏高，風險概況亦趨於失衡。瑞士的經濟體質相對強健，但瑞士央行日漸憂心房市景氣，若該行試圖推行貨幣政策正常化，則容易影響瑞士公債的表現。

至於其他地區，我們對於澳洲與加拿大預期看法較為樂觀，這兩個經濟體近期房市表現極佳，但也因此容易受到房市修正的影響。

信用債券方面，以過往標準來看，目前高收益債的違約率仍然偏低。在低利環境與全球成長的助力下，美國近期的公司債違約率應不致明顯上揚。但由於利差大幅壓縮，風險 / 報酬已不具吸引力。但其他地區的信用基本面依然穩健，相對之下，新興市場債殖利率則頗為誘人。

我們認為，美國通膨高於預期、地緣政治以及中國經濟可能硬著陸，是全球風險資產市場中的三大風險。美國通膨可能持續升溫，但物價漲幅仍將受限於人口組成及技術等結構性通縮因素。中國方面，政府有充裕的工具資源，可迅速因應景氣降溫的局面。地緣政治的焦點在於義大利變數，以及美國與中國的貿易衝突。我們依然看好全球股市，因此整體地緣政治局勢及保護主義的抬頭，可能是風險資產最直接的威脅。

我們認為美國通膨高於預期、地緣政治以及中國經濟可能硬著陸，是全球風險資產市場中的三大風險



主要投資觀點

變更配置 (2017 年第四季至 2018 年第二季)

傳統資產類別

Erin Browne，投資解決方案事業部資產配置主管

自 2017 年終號《Panorama》發行以來，我們主要的資產配置標的並無重大調整。在主要資產類別方面，我們仍看好全球股票，因為股票的估值遠較債券出色、企業盈餘表現亮眼且全球經濟成長率亦高於平均預期。在油價上揚及通膨緩步升溫的環境中，我們對長天期債券則相對較不看好。

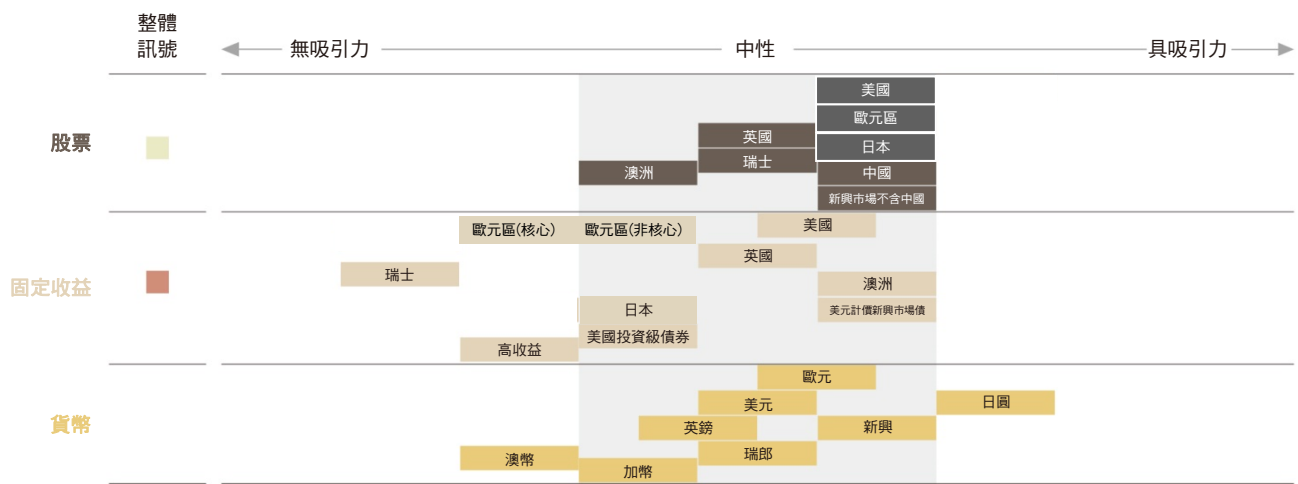
但就股市而言，我們偏重的部位有所改變。目前的佈局更加精細，也更講究戰術。相較於 6 個月前，新興市場、日本和歐洲股票的展望仍差強人意。日本股票締造亮眼表現後，我們原先極為樂觀的預期，如今已有所保留。而因新興市場估值十分出色，且能維持自給自足的需求成長，我們仍看好未來中長期表現。

然而土耳其、墨西哥與巴西的選舉即將登場，不但可能引發爭議，且政治隱憂也將在短期內拖累市場預期，直到基本面恢復正常為止。歐洲方面，在地緣政治風險的阻力下，必須持續觀望，才能確認企業盈餘是否有所成長。

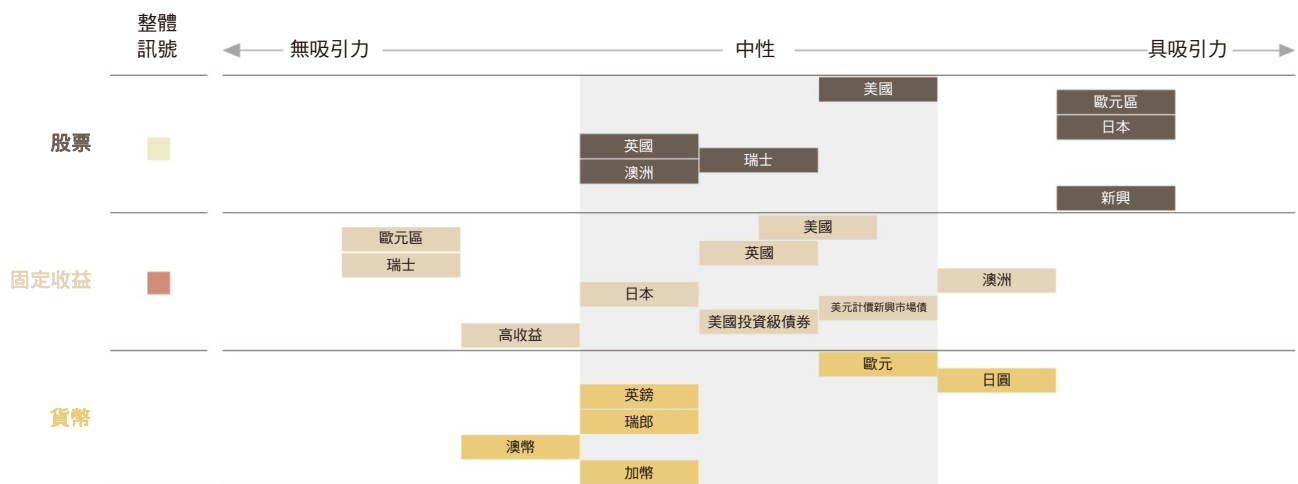
至於各大固定收益與信用市場方面，許多主要公債殖利率呈現區間盤整格局，因此我們的看法也略有改變。雖然 6 個月來利差逐漸擴大，我們仍看好新興市場債誘人的實質收益。

整體訊號 =  正向  負向 

傳統資產類別與貨幣，截至 2018 年 6 月 22 日¹



傳統資產類別與貨幣—截至 2017 年 11 月 30 日¹



¹ 資料來源：瑞銀資產管理資產配置與貨幣團隊，分別為截至 2018 年 6 月 22 日與 2017 年 11 月 30 日的資料。圖中觀點係以 12 至 18 個月的投資期間作為根據，未必反映投資組合的實際佈局，亦可能有所改變。

多元因子投資

面對景氣循環因子溢酬的挑戰

Urs Raebisamen，系統化與指數型投資團隊資深股票專家

從學界和業界的研究均發現，部分因子溢酬（或投資風格）的確具有公認的長期增值效益，其中最獲肯定者為價值型、動能型、品質型、低風險與規模（小優於大）等。即使如此，各類風格的績效表現與相關性可能逐漸改變，並且在投資週期中不斷異動。

例如，成長和動能的因子主宰著 2017 年全球股市表現，價值型及低風險型投資則表現落後，這波態勢延續至 2018 年初至 2 月，直到通膨隱憂引發短暫的市場修正為止。時至目前，地緣政治風險仍是投資人的關注

焦點，各種風格的表現亦隨之改變。這個現象明確反映：持續偏重單一風格的策略，恐怕無法獲致最佳績效。

鑑於目前市場局勢轉變風險升高，這一點特別值得關注。近幾月來，全球經濟成長步調趨緩，需求成長率的相關程度亦已降低。如果地緣政治風險主宰市場、央行寬鬆貨幣政策逐漸退場及景氣循環進入成熟期，則可合理預設股市持續波動。

圖 1：各年資產類別報排名，依 MSCI 世界因子指數（淨值）(%) 衡量

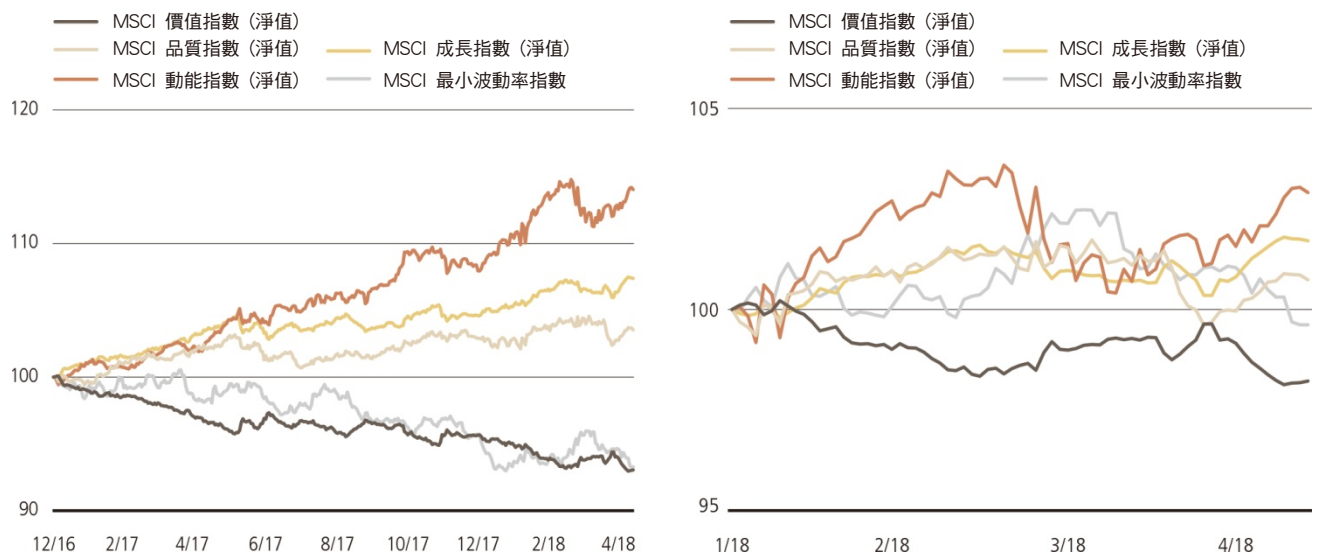
1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
45.61	1.53	-4.46	-9.57	56.73	28.56	28.35	31.02	19.91	-29.23	42.05	18.19	8.04	16.69	32.66	12.06	5.82	10.27	32.59
40.13	1.24	-8.03	-9.80	50.37	24.09	17.17	28.90	16.76	-33.47	41.87	16.54	4.84	16.54	30.28	9.01	4.54	9.38	26.64
25.34	0.31	-10.03	-13.58	33.76	21.30	15.16	22.10	10.31	-39.92	33.75	12.76	4.79	15.01	27.74	7.03	4.25	8.86	23.92
20.48	-2.13	-11.51	-14.38	30.51	20.76	10.02	21.20	9.57	-40.33	33.49	12.34	4.43	14.79	27.37	5.50	-0.32	8.18	23.07
18.43	-10.21	-12.09	-15.14	26.03	20.02	8.50	20.65	7.34	-41.92	30.79	11.36	-5.02	13.66	26.53	4.56	-1.05	8.15	22.88
8.62	-12.92	-16.52	-16.48	25.91	15.25	8.34	19.07	6.42	-42.39	17.18	9.15	-9.34	13.30	22.89	3.42	-2.38	5.12	19.17
8.42	-18.90	-20.46	-19.54	21.99	12.68	6.00	16.78	6.13	-42.63	14.76	7.22	-11.05	8.87	19.41	3.28	-2.73	4.75	18.04

■ 世界指數
■ 規模
■ 動能
■ 收益

■ 波動率
■ 品質
■ 價值

資料來源：MSCI, Inc.，資料日期：2017 年底。

圖 2：MSCI 因子指數與 MSCI 世界指數（淨值）的累積相對報酬—比較時期為 2017 年 1 月 1 日至 2018 年 1 月 31 日，以及 2018 年 2 月 1 日至 2018 年 5 月 11 日。



資料來源：瑞銀資產管理、彭博。

解決之道：分別考量特定要素

基本上投資人有三種方法，來應對「因子溢酬週期性」及「相關性變化」的挑戰：a) 主動判定因子溢酬的投資時機、b) 有效率地混合因子溢酬、c) 分別考量因子溢酬的特定加值要素及其組合。上一期《Panorama》已介紹我們對於混合因子溢酬的看法，本期則將探討「分別考量特定要素」的策略。

「分別考量特定要素」的基本概念，在於建立各種投資組合模型，確實針對投資人尋求的因子溢酬進行佈局。例如，兩檔個股似乎皆受到動能因子影響，但其中一檔是真正的動能型個股，而另一檔只是在牛市中表現良好的高 beta 係數個股。若要建構動能因子溢酬的投資組合，最好是挑選真正的動能型標的，而非是恰巧與動能有高度相關的個股。

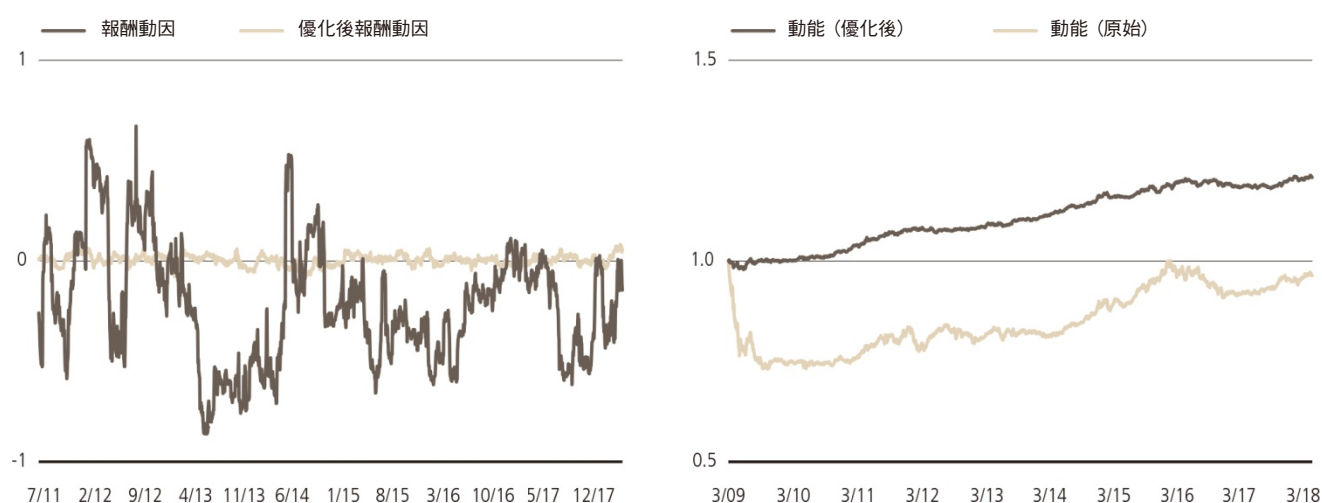
本團隊特有的投資方法正是以此為目標，我們的多因子模型依特定產業建置，包含一系列因子溢酬導向的投資主題，稱為「報酬動因」，包含：估值、資本運用、獲利能力及成長與市場行為等。此模型採用優化流程，目的是分別考量各個產業多因子模型中的特定要素。優化後的報酬動能因子（動因），是解析因子溢酬而得出的洞察見解，不僅具有合乎預期的交互相關性，且與系統性風險的相關性趨近於零，這將有助於更有效運用風險預算並縮減跌幅，進而創造更一致的超額報酬貢獻。

下頁圖 3 完全依據樣本外資料，證明優化後的報酬動因具備上述預期特性，例如相較於原始報酬動因，各要素彼此間的事前相關性更趨近於零。再者，相較於原始報酬動因，優化之後報酬動因的風險調整後報酬率通常較高，而且跌幅較小。正因如此，優化後報酬動因可更有效率地提供超額報酬。

下頁圖 4 顯示現有全球多因子模型的優化後報酬動因，證明所有動因跌幅皆不明顯，其組合可造就穩定且具增值效益的超額報酬。

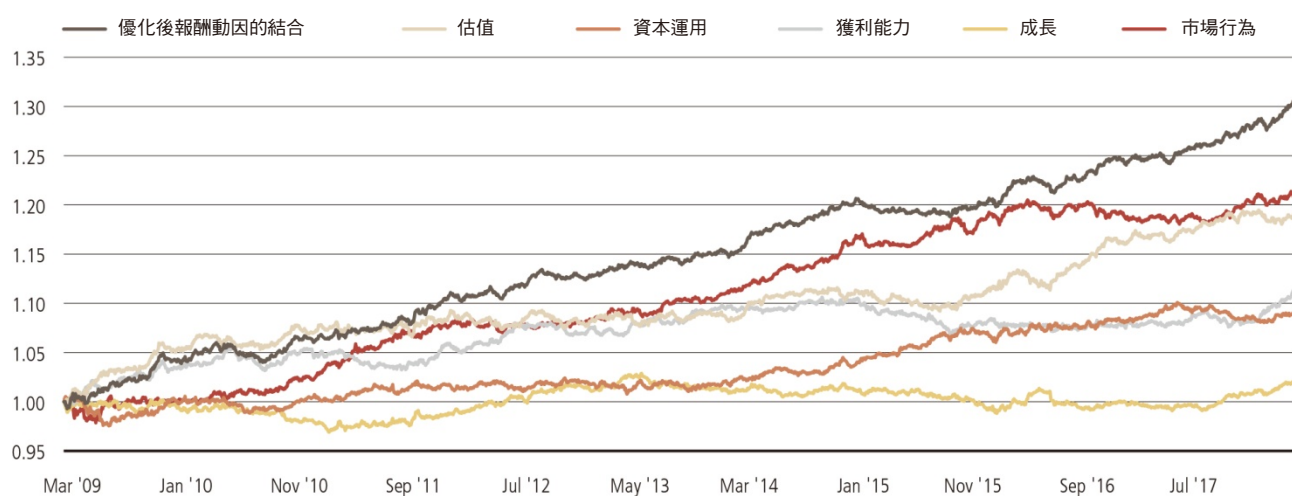
除了造就更穩定且相關性偏低的超額報酬，我們獨家的因子溢酬指數建模方法亦十分靈活，可以再作強化。具體而言，我們可以運用非傳統因子進行模型建造，例如依據 ESG 相關資料，亦可採取改良技術找出增值因子與方法，例如機器學習等。

圖 3：優化過程造就出跌幅較小、彼此相關性較低且較穩定的報酬動因



資料來源：瑞銀資產管理、MSCI Barra、FactSet；依據現有的全球多因子模型。資料日期：2018 年 4 月 30 日。

圖 4：優化過程造就出風險調整後報酬率較高的報酬動因



資料來源：瑞銀資產管理、MSCI Barra、FactSet；依據現有的全球多因子模型。資料日期：2018 年 4 月 30 日。

後勢看漲

新興市場的上升週期尚未中斷

黃義旗 (Geoffrey Wong)，新興市場與亞太股票主管

雖然投資人可能感到憂心，但我們認為新興市場股票近期波動的癥結在於信心，而非基本面。整體風險的確已增加（包括美元走強 / 美國升息、貿易隱憂及地緣政治），但基本面依然穩健，新興市場的企業盈餘與經濟皆持續成長。

除非有經濟成長遭受重大衝擊，否則這類風險應不致破壞目前新興市場股票的多年上升週期（請見圖 1）。企業過去幾年來削減資本支出，而如今資本支出再度上揚。這項發展應可推升新興市場的需求，帶動企業進一步提高利潤率與盈餘，只是速度將趨於和緩。

貿易議題：美中貿易衝突升高，導致貿易戰爭全面爆發的情境並非我們的基本假設，不過，情勢的發展仍有變數。我們認為，美國總統川普希望貿易環境更加公平，中國大陸也將在特定方面讓步（例如，大陸最近放寬汽車業之外資准入限制，即為一例）。

美元走強：短期之內，美元走強可能持續形成壓力，影響新興市場資產表現，然而新興市場發生危機的風險已經降低，因為相較於以往的疲弱時期（例如 2013 年的「退場恐慌潮」），該資產類別的體質已更加健全，而這要歸功於總體經濟（經常帳趨於平衡，匯率更具競爭力，外債減少 [僅特定國家例外]、外匯存底增加）及個體經濟（企業負債減少）的基本面皆已改善。

中國：經濟再平衡持續提供投資機會

綜觀新興市場，大陸經濟持續面臨諸多結構性挑戰，雖然將導致中期經濟成長放緩並引發若干波動，但並不形成危機風險。就總體經濟層面，大陸仍具抗壓韌性。

該國經濟架構重心逐漸偏向服務領域，這波調整應可持續提供投資機會，尤其是電子商務、電子支付、社群媒體、教育及保險等產業。大陸預計在未來數年聚焦於成長品質，並持續推動企業去槓桿化及改善環境等改革。

印度仍是誘人的長線投資題材

印度的企業盈餘開始回升，但速度相當緩慢，我們發現若干由下而上的投資機會十分誘人，同時密切觀察總體經濟風險，例如貿易逆差與經常帳赤字不斷擴大。

短期之內，政府注重基礎建設支出的政策將持續提振國內信心。在 2019 年全國大選登場之前，政府可望進一步提供財政支援，尤其著重於扶植農村經濟。消費者的信心依然穩健，且家庭信心亦高於去年水準。

印度可視為誘人的長線投資題材，莫迪政府亦將持續專注突破瓶頸並推動標準化改革，旨在中期促使投資回溫，維持經濟穩定成長。

亞洲以外地區：經濟已經復甦，但擴散風險和政治變數的影響加劇

我們認為，阿根廷與土耳其問題的擴散風險有限，這一點已反映於兩國貨幣兌美元貶值及估值偏低等現況。此

外，許多國家（主要為大宗商品生產國）情況截然不同，因為大宗商品價格在美元升值之際依然表現穩健，從而發揮若干緩衝作用，抵銷資金緊縮的潛在經濟影響。

整體而言，上升週期仍未中斷，但風險認知已經提升，未來股價波動料將加劇。有鑑於此，投資人應關注長期基本面和經濟持續復甦，避免受到市場雜訊干擾。分析結果顯示，消費、網路 / 電子商務及金融等產業具有豐富投資機會。新興市場縱然存在輕微弱點，但這類風險將受到密切監控，相關領域的曝險亦相當有限。

圖 1：新興市場：處於多年上升週期的中期



資料來源：FactSet、Datastream、彭博、高盛全球投資研究，截至 2018 年 4 月 4 日的資料。GFC：2007/2008 年的全球金融危機，SARS：2002 年至 2004 年中國廣東省的嚴重急性呼吸道症候群。

註：我們以 MSCI 世界指數作為已開發市場的替代指標。針對新興市場，1987 年 12 月之後所用的指標為 MSCI 新興市場指數。至於該月之前的部分，我們運用當時各個新興市場交易所的資料重建新興市場指數。

時勢改變

固定收益投資人操作必須保持靈活

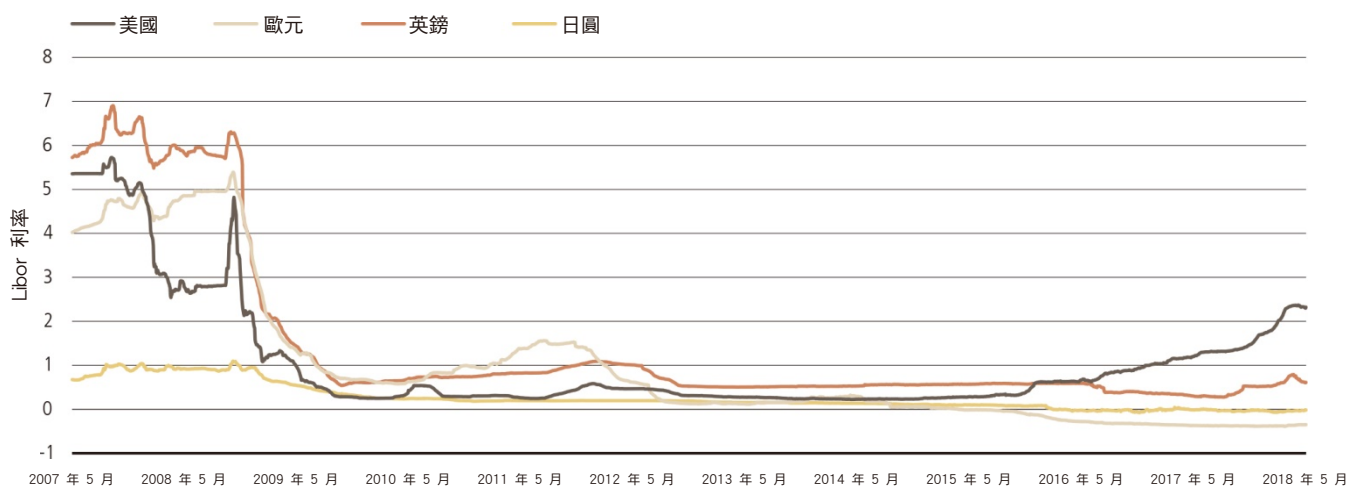
Charlotte Baenninger，固定收益主管

截至目前，2018 年全球固定收益市場最醒目的特色，便是美元 Libor 利率急升，而這項利率是倫敦銀行同業進行短期美元拆借的市場利率。因此 Libor 利率及與聯邦基金利率市場預期值的差距，皆為眾所矚目的參考指標，普遍用於衡量信用市場的整體狀況。自年初以來，到 5 月底止，美元 Libor 利率已上揚 60 個基本點，達到 2008 年金融危機爆發時的水準（請見圖 1），並引發市場騷動和恐慌。這項利率雖已上揚，但歐元 Libor 或英鎊 Libor 利率並未同步攀升。這種現象明確顯示出，利率上揚係反映美國市場的特定技術面因素，並不表示投資人顧慮銀行業的整體信用。

我們認為，美元 Libor 利率上揚可能反映若干因素。美國稅改促使美國企業在海外持有的美元回流。這些現金

曾是全球市場重要的資金來源。現金持有人將資金匯回美國後，不會只存入銀行，部分現金將用於併購活動及資本支出，企業對於商業本票及其他貨幣市場工具的需求隨之減少。此外，美國的預算赤字逐漸擴大，並以發行更多國庫券的方式籌措資金。一如所料，由於發行量相當可觀，美國財政部透過更高的殖利率來設法補償投資人，這對商業本票市場產生「排擠效應」，並為貨幣市場利率帶來上行壓力。雖然短天期利率上揚，全球固定收益市場的波動率仍相對偏低。美國大量發行國庫券之際，聯準會貨幣政策持續正常化，市場波動可能因此加劇。

圖 1：Libor 利率



資料來源：彭博。資料日期：2018 年 5 月 31 日

如何善用當前環境

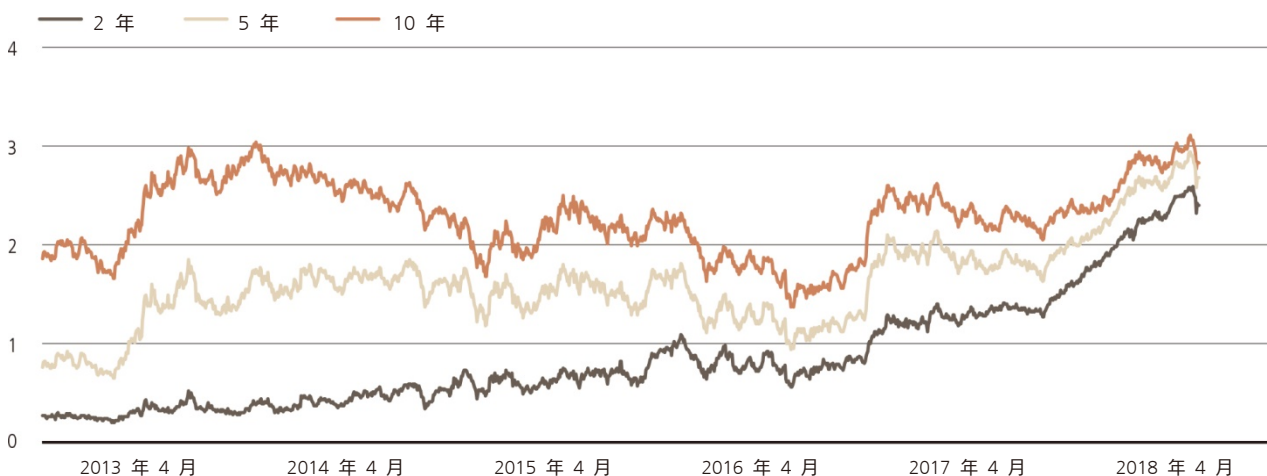
浮動利率債券

浮動利率債券包含兩大要素，其中之一為 Libor 等浮動參考利率，另一要素則是利差，而該要素則取決於債券發行機構的信用品質。這類債券將依據債券條款定期調整票息（通常逐季調整），債券殖利率會迅速反映利率上揚的情況。正因如此，升息環境中的現金流量將會增加。由於票息利率反映市場利率，浮動利率債券價格對利率變化的敏感度極低。

短天期信用債券

投資人若擔心利率持續上揚，殖利率曲線前端的信用曝險則可視為理想選擇。美國的殖利率曲線已明顯趨於平坦（圖 2），因此短天期信用曝險的調整後報酬格外引人注目。我們認為債券票息收入是妥當的收益來源，由於企業信用基本面依然看似穩健，下檔風險應當有限。特定類別的槓桿比率已經提高，因此投資人若鎖定年期較短的債券，應能預測發行機構的財務體質。

圖 2：美國 2 年、5 年、10 年期國庫券殖利率曲線趨於平坦



資料來源：彭博，資料日期：2018 年 5 月 31 日。

證券化投資工具

抵押貸款擔保證券（MBS）、資產擔保證券（ABS）及商業不動產抵押證券（CMBS）等證券化資產具備許多優點，包括收益更加豐厚及債券可獲擔保等等。這類資產分散風險的效益，或許是當前環境中最重要，但卻遭低估的屬性之一。回顧歷史，證券化債券與投資級、高收益公司債的相關性偏低，例如表 1 所示，機構抵押貸款擔保證券與投資級信用債券呈中度相關，與高收益債的相關性則趨近於零。

對於過去幾年內受惠於傳統公司債的債券持有人而言，若將證券化資產納入投資組合整體架構，或許有助於降低波動率並提升風險調整後報酬率。此外，這類證券大多採用浮動利率，CMBS 尤其如此。

表 1：相關性

	機構 MBS	ABS	CMBS
投資級公司債	0.54	0.54	0.48
高收益公司債	0.02	0.59	0.73

資料來源：彭博巴克萊；全部均為截至 2017 年 12 月 31 日的年化資料。
投資級公司債 — 彭博巴克萊美國投資級公司債指數。高收益公司債 — 彭博巴克萊美國高收益公司債指數。證券化指數。MBS — 彭博巴克萊美國抵押貸款擔保證券指數。ABS — 彭博巴克萊美國資產擔保證券指數。CMBS — 彭博巴克萊美國商業不動產抵押證券指數。

未來投資領域

固定收益融合 ESG（社會企業責任）

Francis Condon，永續投資研究資深分析師；Christopher Greenwald，永續與影響力投資團隊永續投資研究主管

以往，投資人較可能將永續發展考量納入股票策略，而非固定收益策略之中，若干原因如下：ESG（社會企業責任）在信用評等中的角色、缺乏可視為績效參考指標的 ESG 指數及投資人與發行機構合作的挑戰。然而此一情況正在迅速改變。

由於歐盟執委會「永續金融高階專家小組」（High-Level Expert Group on Sustainable Finance）等決策者推動的計畫帶來助力，越來越多的投資人對股票之外的 ESG 投資感興趣。債券是法人投資組合的組成要素之一，因此投資人設法將 ESG 原則納入固定收益投資之中的現象並不令人意外，特別是當主管機關和受託人的壓力逐漸增加之際。

目前，ESG 已更容易整合至固定收益之中，其中涉及若干因素。目前，幾乎所有的投資級信用債券皆有 ESG 資料與評等，許多高收益債發行機構亦然。固定收益領域亦有若干重大創新，投資人藉此為永續型固定收益工具配置更多私人資本。這類創新包括綠色債券的崛起、社會債券的問世以及獨特的合作關係，例如世界銀行與瑞銀共同針對高等級固定收益提供其他的永續投資選項。

我們認為，下一個重要步驟應是讓永續發展考量融入整體信用評等，以及「主流投資人設法在信用投資組合中應用永續發展概念」一事的重大意涵。

融合 ESG：ESG 評等的限制

我們認為，所謂「融合」永續發展概念，通常僅限於投資流程應用永續發展資料或評等，但我們認為，就融合永續發展概念一事而言，這種情況顯示第三方永續發展資料的角色面臨三大誤解。

第一，外界認為「依據某種篩選方式應用 ESG 評等」等於「融合永續發展概念」。無庸置疑的是，對於金融業而言，大型 ESG 資料供應商的資料深具價值，「以協調一致且可用的形式蒐集並呈現相關資料」實為重大挑戰。即便如此，這類資料並未包含投資分析。就本質而言，這類資料皆以過去的資訊與事件作為根據，反映出已經發生的事，而非未來可能發生的事。

第二，評等供應商的服務範圍涵蓋各種對象與主題，因此其架構相當「廣義」；我們認為這類架構太過廣義，無法直接應用於投資流程。此外，他們的永續發展資訊通常未在適用性方面區分固定收益與股票。某些資訊固然同時適用於這兩種資產，但固定收益投資人比較在乎下檔風險，而股票投資人則通常著重上檔成長潛力。

我們認為，第三點也是最重要的一點，便是永續發展評等的評估未與實際的企業財務分析連結。資料供應商的作業獨立於投資流程，因而未能研究重大永續發展議題對實際財務評估的影響。永續發展評等固然重要，但我們認為，信用分析師與投資組合經理人必須在財務信用評估中應用這類評等，才能使其真正產生意義。

因此我們的方式反映我們的核心信念：當信用分析師扮演核心角色時，融合 ESG 一事將發揮最大成效。經過最適當的安排，他們能運用自身對發行機構的深入瞭解與基本面分析方面的經驗，為永續發展議題的考量提供背景資訊。他們將運用同一套技能組合分析 ESG 因素。最重要的是，分析師能作出具前瞻性的判斷——同時適用於 ESG 議題與財務議題。分析師若能針對自身對永續發展議題的瞭解負起責任，ESG 的融入程度可望隨之提高。

分工合作甚為重要。我們的永續投資研究團隊大力支援信用分析師，並針對所有的永續發展因素，提供相關 ESG 議題重要性與時機方面的建議。透過此一持續對話，我們能因應特定主題重要性的問題，例如發行機構的風險管理績效，特定 ESG 議題重要性與時機的可能發展，以及 ESG 議題是否將影響信用評估？這類議題的重要性，是否足以成為發行機構未來信用發展的重要考量？ESG 分析結果能讓信用意見產生多大的變化？永續發展分析師應與信用分析師共同判定這類重要問題的答案。

上述方式已構成由下而上的評估，主要執行者為信用分析師。永續投資研究團隊還有另一重要步驟，即針對 ESG 議題提供由上而下的背景資訊。該團隊為此評估跨領域主題，並以信用所受的整體影響作為著眼點，以便協助信用分析師進行評估，以及有意為各項策略進行適當佈局的投資組合經理人。

我們認為，信用分析師的 ESG 分析將有機會提升融入程度，而且融入方式著重議題的重要性、具備前瞻性並聚焦於永續發展對信用風險的影響。

我們的目標便是持續站在此一趨勢的最前線，同時研發創新的策略與解決方案，以便因應客戶面臨的挑戰。瑞銀資產管理最近發表一份白皮書，以便詳細分析固定收益融合 ESG 一事，本文正是報告內容的摘要。如欲下載整份報告，請至網站 ubs.com/panorama/the-next-frontier。

作者簡介



Charlotte Baenninger 現為瑞銀資產管理的固定收益主管，負責監督全球各地總值超過 2000 億瑞郎的固定收益與貨幣市場投資策略。她主導瑞士的固定收益業務，擔任固定收益管理團隊與固定收益論壇的主席，且為瑞銀資產管理瑞士管理委員會的成員，以及瑞士債券委員會 (Swiss bond commission) 的理事會成員。Charlotte 亦為「固定收益造就財富管理」(Fixed Income towards Wealth Management) 的資深大使。她在 1987 年加入當時的瑞銀並展開就業生涯。



Erin Browne 現為瑞銀資產管理投資方案團隊的資產配置主管。Erin 是本公司總體經濟研究、資本市場假設，以及各資產類別戰略性與策略性資產配置觀點背後的推手。她為策略性研究計畫貢獻己力，並積極參與客戶投資方案的設計。Erin 先前的職位為 ○ 先前的職位為 宏觀投資主管，負責管理跨資產類別投資組合，並特別偏重貨幣與股票。她在 2016 年加入瑞銀，擁有 16 年的業界資歷。



Francis Condon 在 2017 年 12 月加入瑞銀，擔任永續投資研究分析師。Francis 原為 RobecoSAM 的資深 ESG 分析師，負責研究石油、天然氣及礦業產業。他亦負責針對氣候變遷以及固定收益與股票融合 ESG 的活動，制定投資人導向的因應方式。他過去在永續金融領域擔任的職務包括 Financial Access (顧問機構) 的準合夥人，以及荷蘭銀行的永續發展副總裁，負責執行永續發展策略並評估交易風險。



Christopher Greenwald 在 2017 年 2 月加入瑞銀資產管理，擔任永續與影響力投資團隊的永續投資研究主管。Christopher 原本在 RobecoSAM 主導永續投資研究工作，負責管理產業專家組成的團隊，這類專家負責讓永續發展概念融入投資流程。他原為永續發展應用與運作團隊的主管，負責監督 RobecoSAM 的永續發展資料，以及道瓊永續指數的計算。在加入 RobecoSAM 之前，Christopher 曾是 ASSET4 / Thomson Reuters 的 ESG 內容策略總監。



Suni Harford 在 2017 年加入瑞銀資產管理，擔任投資主管。Suni 原本在花旗集團工作，並為該集團效力 24 年，最近的職務為北美市場區域主管。Suni 亦為花旗退休金計畫投資委員會的成員，以及加拿大花旗銀行的董事會成員。Suni 曾是花旗集團的全球固定收益策略與分析主管，以及 The Yield Book Inc. 的全球主管。她起初在美林投資銀行部門任職，展開華爾街的就業生涯。



Urs Raebisamen 現為系統化與指數投資團隊的股票專家。Urs 在 2007 年 9 月至 2010 年 7 月間奉命派駐韓國，在 UBS Hana Asset Management 工作，負責量化投資以及股票部門的各項業務與營運事宜，且為 UBS Hana Asset Management 執行委員會的成員。Urs 在 2001 年加入瑞銀資產管理，擔任投資組合經理人，負責管理瑞郎計價的瑞銀策略基金與瑞銀黃金股票基金。



黃義旗 (Geoffrey Wong) 現為全球新興市場與亞太區股票主管，負責所有新興市場、日本與澳洲的股票團隊、策略及研究。Geoffrey 在 1997 年加入瑞銀資產管理。在此之前，他曾是亞洲某個投資管理機構的共同創辦人，負責全球與區域法人投資組合的資產配置及選股。Geoffrey 亦曾在新加坡交易所董事會任職。

選擇瑞銀資產管理的理由

善用本公司職能與全球觸角的寬度與深度，我們將挑戰化為機會。與您攜手，我們找到您需要的投資答案。

在瑞銀投信，我們採取環環相扣的做法。



卓越概念與投資

我們的團隊有鮮明的觀點與理念，但目標則是一致：讓您得到最佳概念與卓越的投資績效。



橫跨各市場

我們在全球廣泛的投資與服務據點，讓我們可以輕鬆與全世界聯繫，針對您的需求提供全面性服務。此一優勢更顯我們的與眾不同－我們與您在地攜手，布局全球。



整體性觀點

我們專業的深度與能力的廣度，讓我們的對話更有前瞻之明，配合更為積極主動的溝通，皆有助於您做出全面性的投資決策。



以解決方案為本的思維

我們致力於找出您需要的答案－這也決定了我們的思維方式。我們運用專業與獨特見解，交付給您最適合的投資方案。

我們的產品

我們提供綜合範圍的主動與被動投資風格與職能，兼具傳統與另類資產類別。我們所投資資產總額達 8,310 億瑞郎，全球 23 國共有超過 3,600 名員工。^{1,2}

我們的身份

由瑞銀的實力支持，我們是歐洲領導性的基金公司，瑞士最大共同基金經理。

¹ 資料截至 2018 年 3 月 31 日。

² 其中 1,300 名來自於企業中心。資料截至 2017 年 12 月 31 日。

僅由瑞銀投信提供作為行銷與參考用。限專業投資機構使用。

本文件並非取代投資組合與基金特定材料。評論屬總經或策略等級，並不提及任何註冊或其他共同基金。

本報告僅基於提供資訊為目的，且無意作為買賣任何證券或金融工具的請求或要約。本報告中的所有資訊及觀點係來自於可靠的資料來源，但不代表或保證其正確或完整。所有的資訊、觀點及任何所提及的價格，均可能在未通知的情況下改變。因此，收件人不能以本報告取代其本身的判斷，且收件人應完全為其投資及交易決定負責。本報告部份取材自瑞士銀行集團海外各部門之研究資料。本報告僅限於對銷售機構理事訓練教材之用。未經同意，請勿修改、引用本報告。

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資效益；經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本基金應負擔之費用（境外基金含分銷費用）已揭露於基金公開說明書或投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站 (<http://announce.fundclear.com.tw>)、公開資訊觀測站 (<http://mops.twse.com.tw>) 或本公司網站中查詢。

高收益債券基金適合願意承擔較高風險之投資人。投資人投資高收益債券基金不宜占其投資組合過高之比重。由於高收益債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。依金管會規定，本基金目前投資於符合美國 Rule 144A 規定之債券之投資總金額不得超過基金淨資產價值之百分之十。Rule 144A 債券，並無向美國證管會註冊登記及資訊揭露之特別要求，同時僅有合格機構投資者可以參與該市場，交易流動性無法擴及一般投資人，投資人投資前須留意相關風險。

本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。基金投資涉及新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。另投資人亦須留

意中國市場特定政治、經濟與市場等投資風險。依中華民國相關法令及金管會規定，境外基金直接投資大陸地區有價證券僅限掛牌上市有價證券，且不得超過該基金淨資產淨值 10%，故本基金非完全投資在大陸地區有價證券。本基金包含新臺幣、美元、人民幣及澳幣計價級別，如投資人以非本基金計價幣別之貨幣換匯後投資本基金者，須自行承擔匯率變動之風險。此外，因投資人與銀行進行外匯交易有賣價與買價之差異，投資人進行換匯時須承擔買賣價差，此價差依各銀行報價而定。

基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率，基金淨值可能因市場因素而上下波動。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。本基金配息前未先扣除應負擔之相關費用，投資人於獲配息時，應一併注意基金淨值之變動。股票型基金月配息類股是由基金管理機構參照投資標的之公司營運及財務狀況、總體經濟環境及產業發展狀況以評估未來基金之收益，並依據基金投資組合之平均股利率做為計算基礎，預估未來一年於投資標的的股可取得之總股利收入，並考量當下已經實際取得的股利和可能發生之資本損益，適度調節並決定基金當月配息類股之配息率，以達成每月配息之頻率。基金管理機構（配息委員會）將視投資組合標的股利率水準變化來調整配息率，故配息率可能會有變動，若股利率未來有上升或下降之情形時，配息率將隨之調整。此外，年化配息率之訂定應以平均年化股利率做為參考基準，惟基金管理機構保留一定程度的彈性調整空間，並以避免配息過度侵蝕本金為原則；就總收益股票型基金，上述配息率或配息水準之考量除股利外尚包含投資標的之股分回購收益。本公司網站備有基金配息組成項目供投資人查詢。

本資料由瑞銀證券投資信託股份有限公司提供，地址：台北市 110 松仁路 7 號 5 樓，電話：+886-2-8758-6938，網址：www.ubs.com/taiwanfunds。© UBS 2018. 鑰匙符號，UBS 和瑞銀屬於 UBS 的註冊或未註冊商標，版權所有。瑞銀投信獨立經營管理。