

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書  
出國報告（出國類別：其他）

參加 2018 年 Western Asset  
Management 舉辦之「Global Bond  
Investing as Easy Money Reverses」  
出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：張祐瑋（外匯局匯款科辦事員）

派赴國家：英國倫敦

出國時間：107 年 6 月 17 日至 107 年 6 月 24 日

報告日期：107 年 9 月 18 日

## Western Asset Management固定收益及資產管理研討會

摘要：

本次參加Western Asset Management於英國倫敦所舉辦「Global Bond Investing as Easy Money Reverses」之專題報告可分為七個主題，包含(1)近期全球經濟持續復甦，(2)通膨預期改變，(3)全球貨幣政策影響，(4)信用景氣循環階段，(5)新興市場展望與機會，(6)全球人口組成變化之影響，(7)環境、社會和治理對投資標的之影響。

由本次研討會內容及各機構相關研究對上述主題之分析，吾人可一窺未來全球總體經濟及債市發展變化。多數國家經濟仍將持續復甦，整體而言高通膨時代已過，部分國家反面臨通縮挑戰。美、日、歐三大央行對資產負債表操作步調不同，對全球經濟走勢之影響尚待觀察。新興市場國家人口及經濟影響力將超越已開發國家，除非洲地區外多數國家將面臨生育率降低及人口老化增速問題。隨著經濟發展及科技進步，企業開始重視其業務與環境、社會互動情形，具有較佳公司治理及重視永續發展者，通常為較佳投資標的。

目 錄

壹、前言 .....	1
貳、全球總體經濟暨債券市場發展近況.....	2
一、 近期全球經濟持續復甦.....	2
二、 通膨預期改變.....	6
三、 全球貨幣政策影響.....	8
四、 信用景氣循環階段 .....	10
五、 新興市場展望與機會 .....	14
六、 全球人口組成變化之影響 .....	20
七、 環境、社會和治理對投資標的之影響 .....	23
參、心得與結論.....	24
參考資料.....	25

## 壹、前言

職奉派參加Western Asset Management於英國倫敦所舉辦為期4天之Global Bond Investing as Easy Money Reverses研討會，與會者主要為Western Asset Management交易對手及客戶，包括各國央行(印尼、拉脫維亞及義大利)、投資銀行及資產管理公司等。課程安排既廣且深，並輔以實務投資案例，協助與會者瞭解該公司對於固定收益商品之投資策略及風險管理。

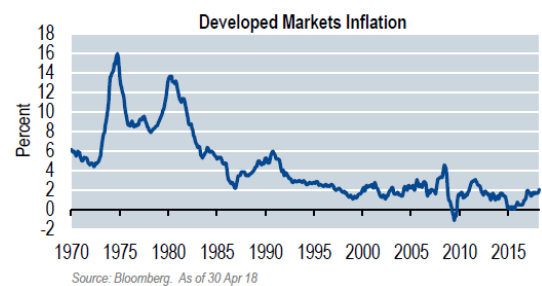
因與會者來自全球不同區域，會議中各公司或各國央行代表皆踴躍就各項討論議題以自身經驗發表看法，適時補充Western Asset Management講者們未能於短暫時間內分享之論點或新知。席間也有幸與印尼、拉脫維亞及義大利央行先進們進行交流，除了對本次討論與全球經濟及債市發展相關議題交換意見外，對他國主管機關之監理架構也有了更多認識。

## 貳、全球總體經濟暨債券市場發展近況

### 一、近期全球經濟持續復甦

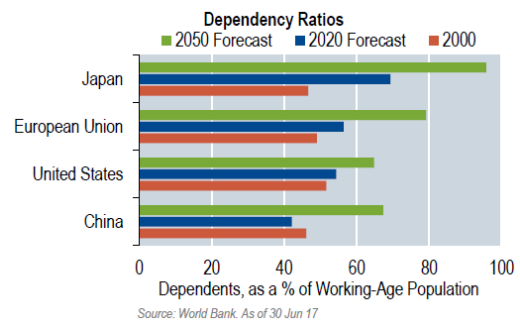
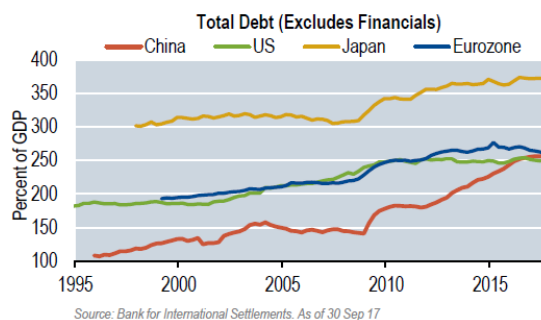
#### (一) 全球經濟成長及通膨持續改善

2008年金融海嘯後，全球經濟成長漸趨穩定，依IMF預估，未來三年全球實質GDP成長率將可維持近4%水準。已開發國家之通膨率在2015年回落至負成長水準後，近年來逐步攀升至2%，有利延續全球經濟成長。



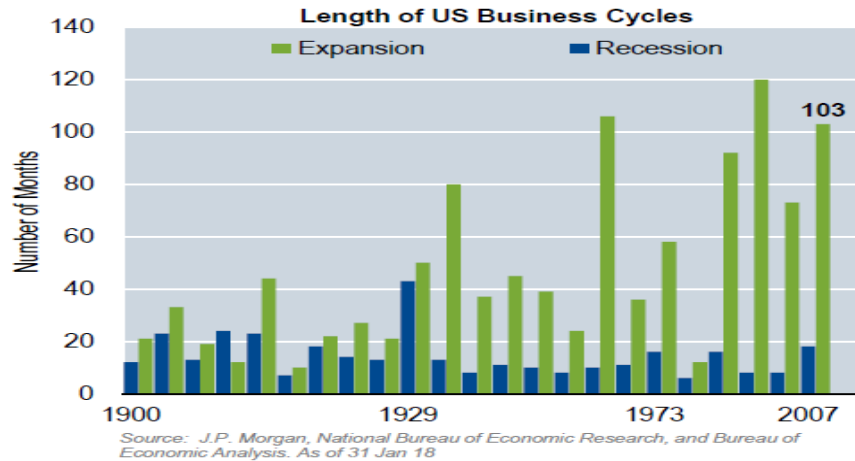
#### (二) 多數國家債務比率快速提高及人口老化為主要隱憂

雖然經濟成長與通膨率正持續改善，但多數國家債務節節攀升。觀察債務占GDP比率，日本已較海嘯前提高逾50%，中國更提高約100%，而美國及歐元區增幅相對較低。高債務比率所帶來之利息負擔及信用風險，為此次經濟復甦帶來不確定性。且主要經濟體皆面臨人口老化問題，日本之撫養比率至2020預計將達70%，歐元區及美國也將屆60%，未來勞動人口負擔日益沉重，亦為未來全球經濟成長隱憂。

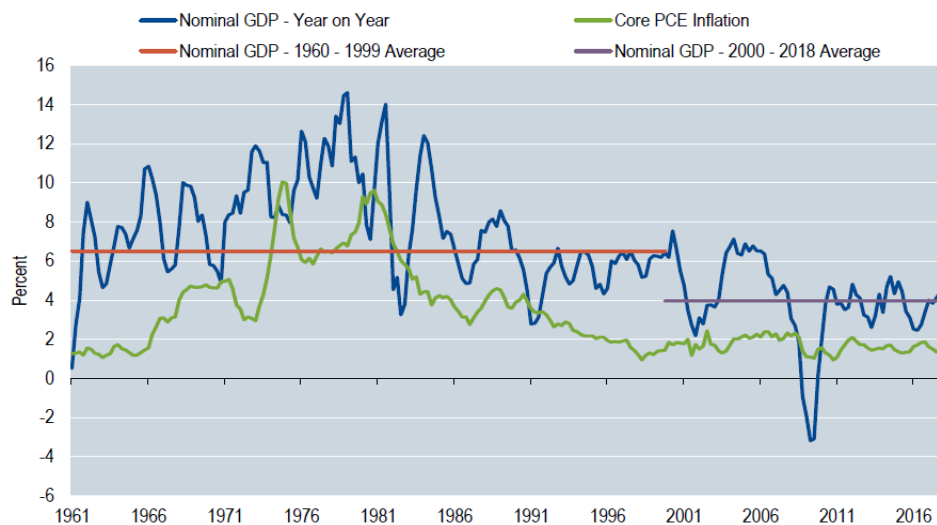


(三) 美國經濟成長近況佳，惟是否能維持2%目標尚須觀察

美國企業景氣循環處於史上第三長之擴張期，可望於短期內超越半個世紀前之第二長擴張期；實質GDP成長月數也達史上第二長。在全球景氣短期展望尚佳下，美國可望創下新擴張期紀錄。

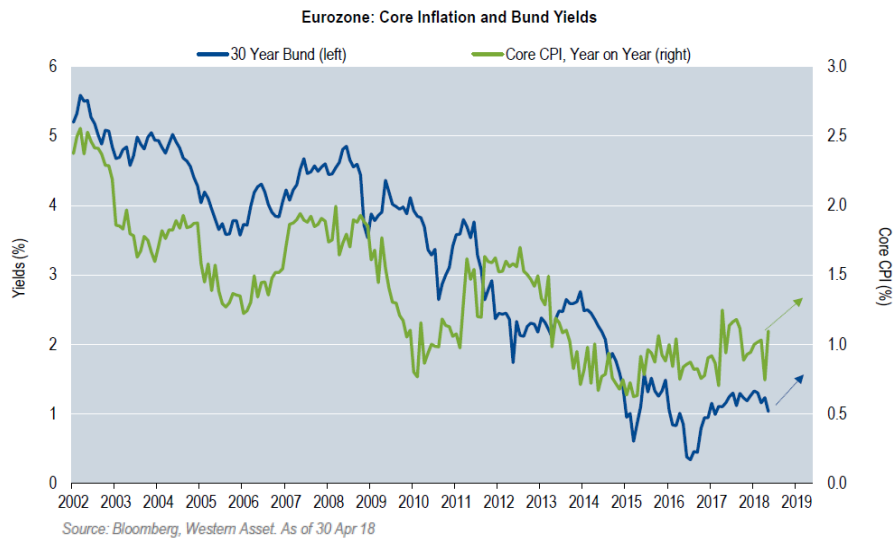


1960年至今美國名目GDP成長率及核心通膨率資料顯示，2000年前平均名目GDP成長率逾6%，期間核心通膨率隨經濟成長走高；2000年後平均名目GDP成長率降為4%，期間核心通膨率常低於2%水準，未能輕易達到Fed所設定之長期目標。基於美國經濟成長尚緩，預期未來美國通膨率走高可能性低，Fed升息腳步仍將審慎而穩健。



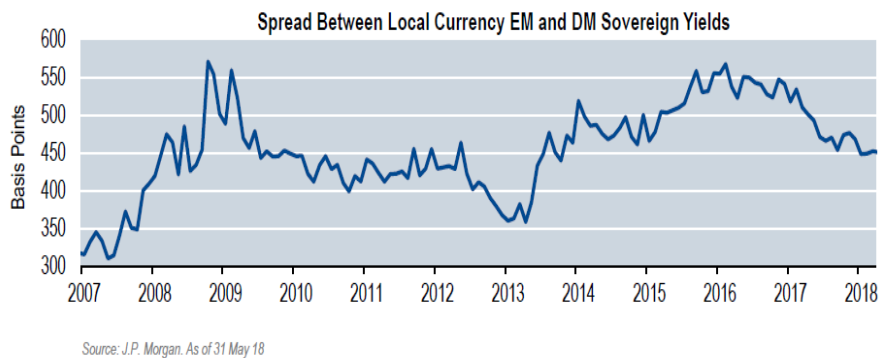
(四) 歐元區經濟成長漸入佳境，債券殖利率及通膨率隨之攀升

歐元區近期表現佳，核心通膨率於2015年觸底逼近0.5%後，開始震盪走高，目前已突破1%水準；30年債券殖利率近一年多來也維持在1%以上，預估兩者未來將隨經濟成長同時攀升。

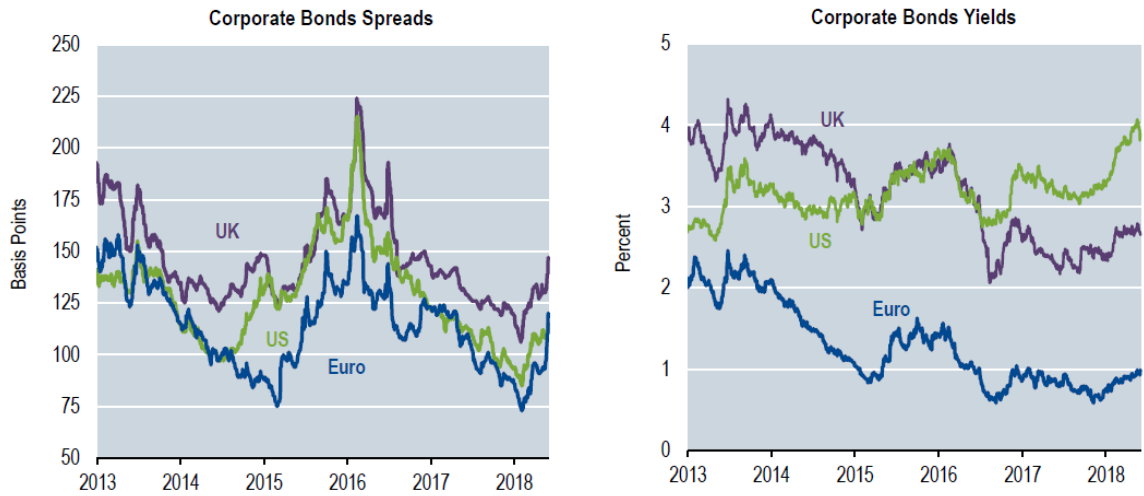


(五) 新興市場及歐美投資等級公司債券仍具吸引力

新興市場債券近期仍具投資價值，觀察近10年與已開發國家主權債券之利差顯示，新興市場債券殖利率目前表現仍相對優於已開發國家。惟未來須注意利差或將隨著景氣擴張，而自2016年高點進一步滑落。



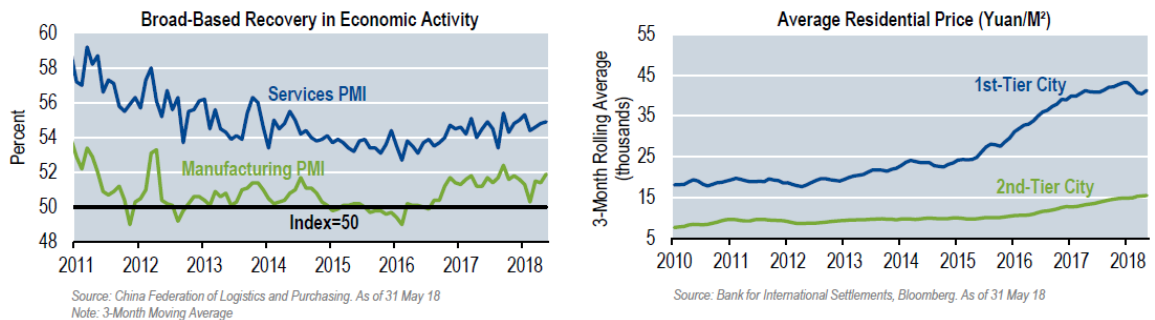
歐美國家投資等級公司債相較於政府債券之利差雖已較2016高點縮小，惟仍有約110點至150點，且近期有上揚趨勢，對投資人仍極具吸引力。



Source: Bloomberg Barclays, ICE BofA Merrill Lynch. As of 31 May 18

(六) 中國仍有餘力維持政策目標所訂之6.5%成長率

觀察服務業及製造業PMI，自2016年底點以來已明顯回升，且持續維持代表擴張水準50之上。由房價觀之，2016年起中國一二線城市房價開始顯著上漲，扮演經濟成長火車頭之房地產業前景看好。2018年中國官方訂下較為保守之6.5%成長目標，並將延續政府當局要求經濟「由量的增長改為質的進步」之政策。雖中美貿易戰陰影揮之不去，惟中國在近期總體數據佳及經濟體質轉變有成下，預料仍有餘力達成6.5%之GDP成長目標。



Source: China Federation of Logistics and Purchasing. As of 31 May 18  
Note: 3-Month Moving Average

Source: Bank for International Settlements, Bloomberg. As of 31 May 18



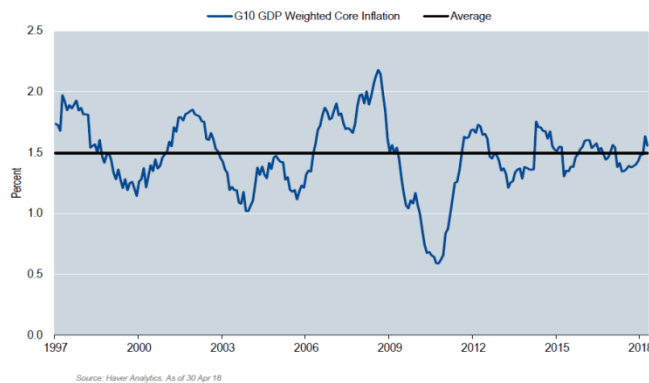
## 二、通膨預期改變

### (一) 已開發國家通膨偏低已成趨勢

已開發國家於金融海嘯期間面臨1970年代後首次通縮危機，2015年起通膨率隨經濟復甦而緩步走高，近期落於2%水準。對已開發國家而言，避免通縮傷害經濟成長反成主要課題。



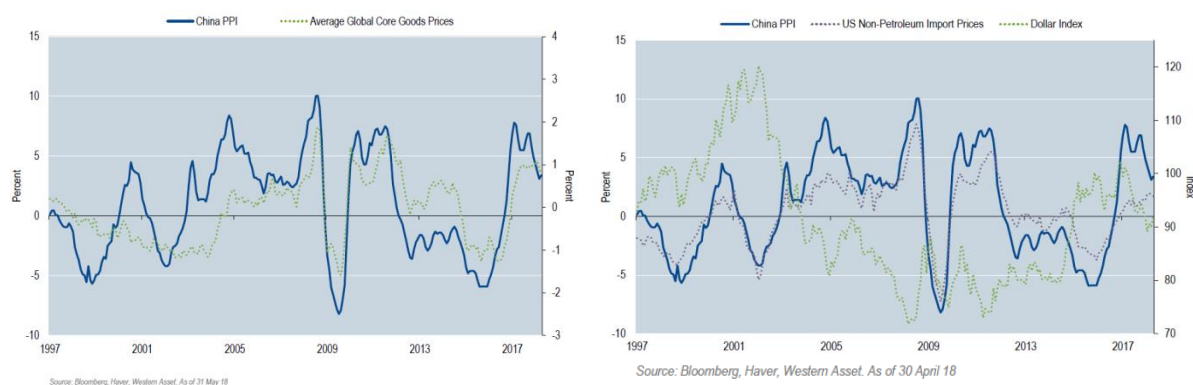
10大工業國目前通膨率與近20年平均之1.5%相近，且近幾年變動區間明顯縮小，顯見已開發國家物價變化尚在有關當局掌握之中。



### (二) 由中國PPI預估核心商品價格走勢將回落

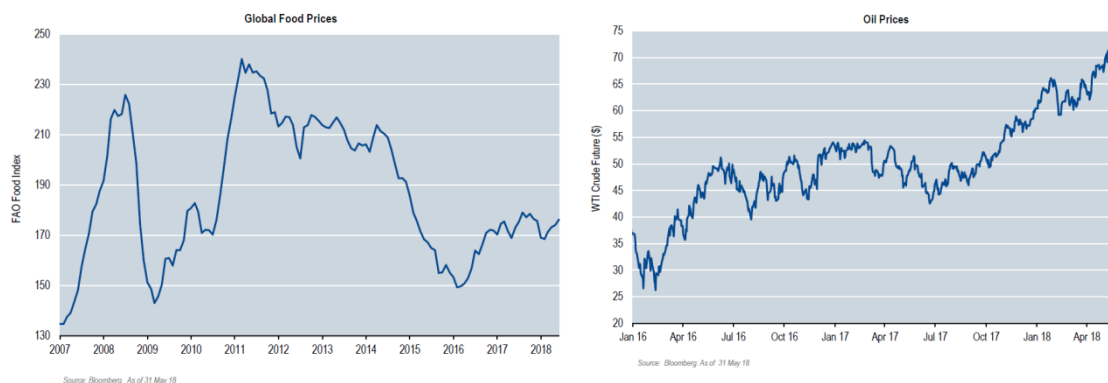
近年來中國挾勞動價格較低及技術快速成長優勢成為世界工廠，中國PPI可供預估全球核心商品價格走勢參考。2018年上旬中國PPI回落，預期下半年全球商品通膨壓力將減輕。現今美國最大進口國為中國，由該國不含石油之進口價格走勢與中國PPI相似可得印證。

## Western Asset Management 固定收益及資產管理研討會



值得注意的是，2016年中國海關資訊揭露對美出口企業百強榜顯示，前10大有8家為台資企業，如富士康即長期占中國對外出口5%到7%，台資企業目前對中國出口仍扮演重要角色。

觀察全球食物價格指數走勢，自2016年達到低點後即向上攀升，至今已有約兩成漲幅；西德州原油期貨同樣自2016年第1季起向上走高，近期油價每桶已較當時低點大漲約40美元。2016年後各項通膨指標上揚，使Fed於2016年底宣布10年來第2次升息，同時表示2017年會加快升息腳步。



2018年由於美國提高原油庫存量，且OPEC在沙烏地阿拉伯帶領下聯同俄羅斯從6月起增產，7月國際原油產量已達2018年新高，同時美中貿易戰陰影也對油價形成下行壓力，使近期油價呈現跌勢。

由中國PPI及下半年油價走勢觀之，若未來美國通膨減緩且仍低於2%，則Fed短期內加速升息可能性不高。

(三) 政經情勢變化仍有可能使通膨升溫

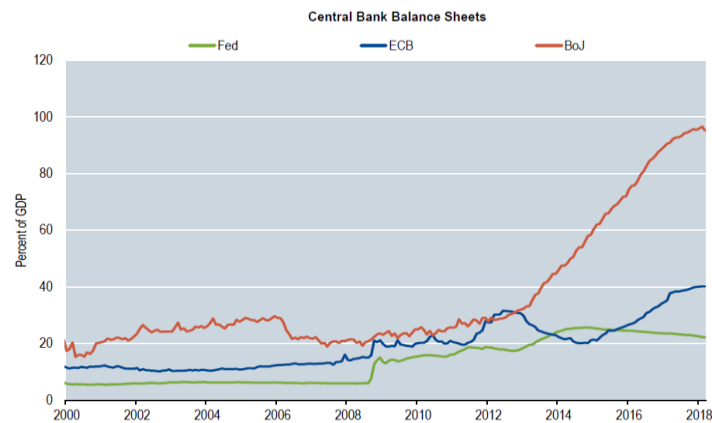
川普當局限制外國勞工參與美國就業市場及嚴審外來移民之政策，整體而言恐使該國未來轉以聘用本國勞工為主，使企業成本上升，最終轉嫁至產品或服務價格上，長期下來使通膨攀升。

美中貿易戰已開打，未來雙方是否納入更多對彼此更具影響力之商品尚待觀察。惟就目前情勢而論，中美兩強尚無法取得共識，如若貿易戰進一步持續甚或升溫，進出口商品所帶來之通膨將無法避免。

三、全球貨幣政策影響

(一) 美日歐央行正處於執行貨幣政策不同階段

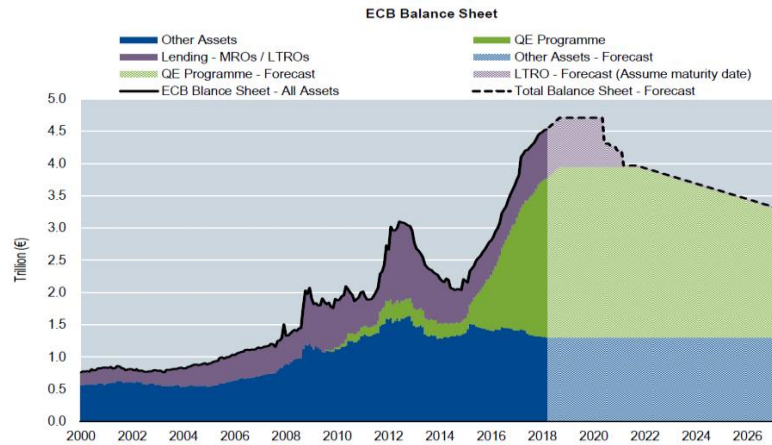
由各央行資產占GDP比重觀之，Fed、ECB及BoJ正處於資產負債表正常化之不同階段。Fed已向外界公布正常化時程表，自2015年起其資產規模已開始下降；而ECB擬因應經濟變化，設定資產規模上下浮動標準，不再保持自2015年至今之增加趨勢；BoJ則尚未進入縮表階段，仍維持2013年起安倍經濟學之擴張政策。



(二) 歐洲央行預估自2021年起縮減資產負債表規模

隨著歐元區經濟復甦，歐洲央行預期將從2021年前啟動縮表，首先將停止主要再融資操作及長期再融資操作，再緩步減少量化寬鬆金額，惟10年後該行資產規模估計仍約有金融海嘯時期2兆歐元規模之1.5倍。

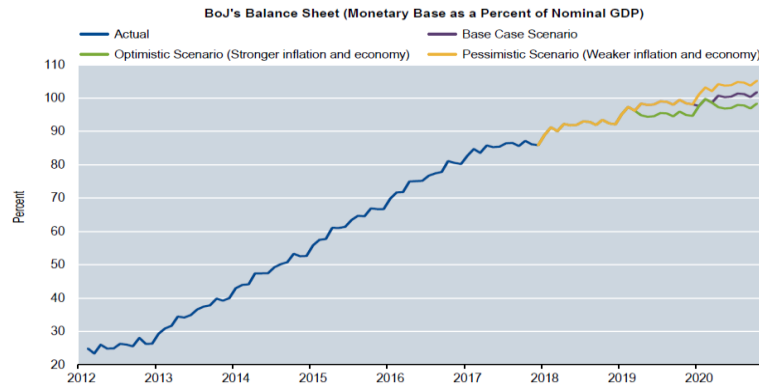
## Western Asset Management 固定收益及資產管理研討會



Source: Haver, Western Asset. As of 31 Mar 18

### (三) 日本央行短期無法停止擴張資產負債表

相較於歐美經濟復甦，日本央行處境顯得較為艱難。該行近期表示將繼續實施大規模貨幣寬鬆措施，朝通膨2%目標邁進。今年6月日本央行下調了通膨預估至 0.5%-1% 區間，顯見日本家庭和企業通縮預期仍揮之不去，長期物價走勢改善緩慢。預估3年內日本央行資產仍將應寬鬆政策持續上升，恐將突破該國GDP之金額。



Source: BoJ, Western Asset. As of 31 Mar 18

## 四、信用景氣循環階段

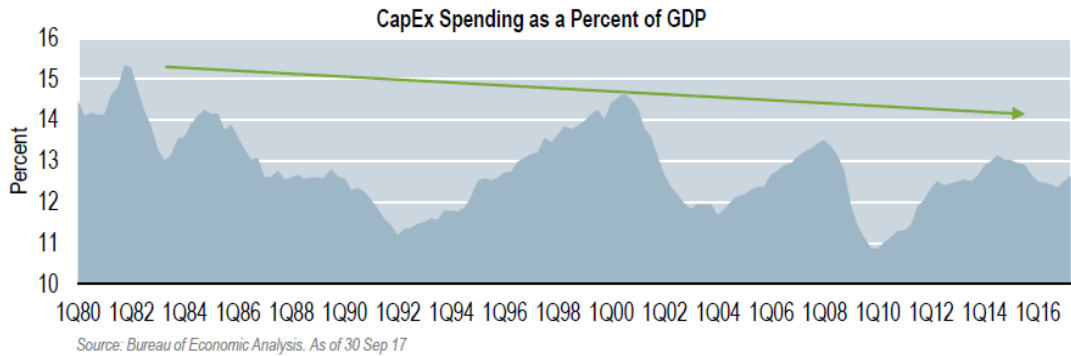
### (一) 經濟持續復甦，惟全球債務較金融海嘯前高漲成隱憂



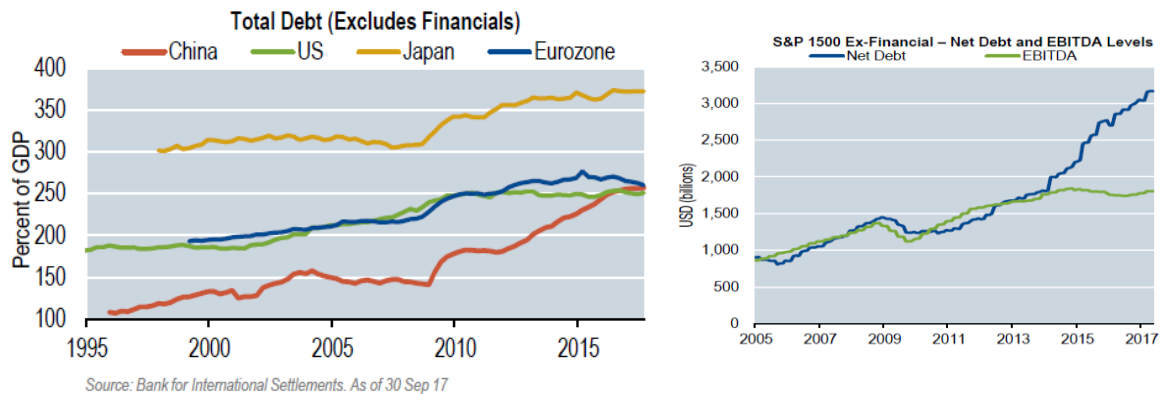
Source: International Monetary Fund. As of 31 Dec 17

## Western Asset Management 固定收益及資產管理研討會

樂觀者認為全球景氣循環將持續，未來數年維持在近4%水準之成長率。而經濟成長是否能持續甚或增速，企業資本支出乃重要觀察指標。自1980年起，企業資本支出雖隨景氣變化而波動，惟長期而言其占GDP比重實逐漸下滑，顯見全球高成長時代已不復存。

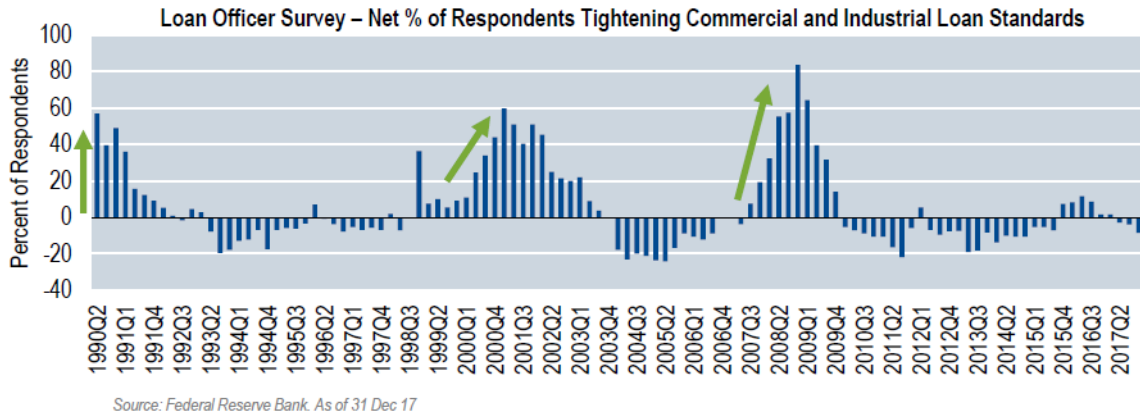


為刺激經濟成長，多數主要國家債務於金融海嘯後已大幅上升，政府當局財政負擔沉重恐成隱憂。另觀察S&P 1500公司之獲利與負債變化情形，自2005年來雖美國公司獲利有所增長，惟2011年起企業負債增速顯著上升，致金額從原本與獲利相若，至今已近獲利兩倍之水準，在提高槓桿卻無法帶來相應程度獲利成長之情況下，投資人應更加慎選投資標的。

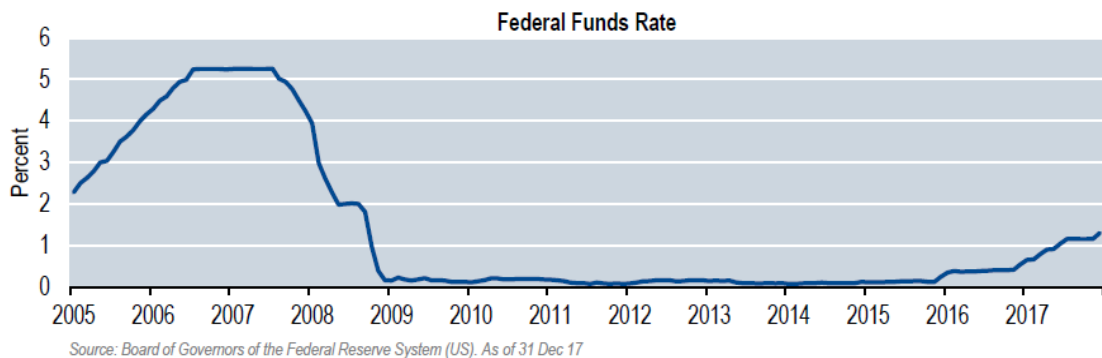


### (二) 景氣反轉尚未發生，美國升息與縮表或將壓抑經濟表現

此波景氣多頭時間已長，據調查顯示，金融機構放貸標準尚屬寬鬆，未出現2008年金融海嘯或2000年網路泡沫時期金融機構迅速緊縮銀根現象。可見自銀行企業金融業務觀點，全球景氣尚處正向循環。



美國已自2015年年底起啟動升息，終止了自2006年6月起近10年之降息循環。觀察過往景氣循環與美國基準利率之關係，當景氣較熱時Fed啟動升息，通常已進入多頭循環之中晚期。雖短期經濟或將因資金收緊使發展受到抑制，惟實質消費或投資尚能維持成長動能下，景氣仍可維持多頭一段時間，直至發生如網路泡沫化或金融海嘯等對總體經濟影響甚劇之事件時，景氣才轉為衰退。



Western Asset Management認為整體而言信用景氣循環已進入復甦晚期，由於部分公司已展現出過於積極擴張意願，投資人選擇應更加謹慎。債券評價今年仍有微幅改善，惟獲利空間已顯著壓縮。現階段建議加碼銀行、金屬、保健、能源及新興市場企業；減碼基礎工業、電信、食品、零售、電力、汽車及科技產業。

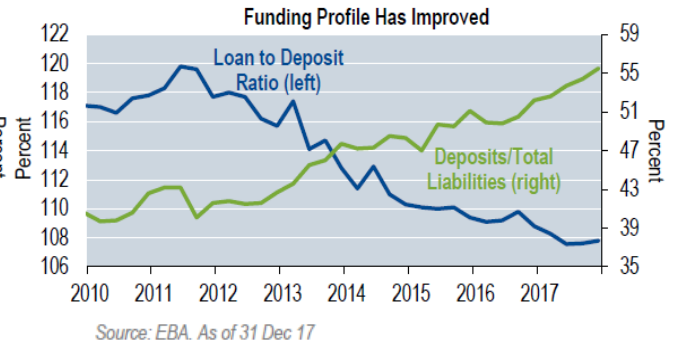
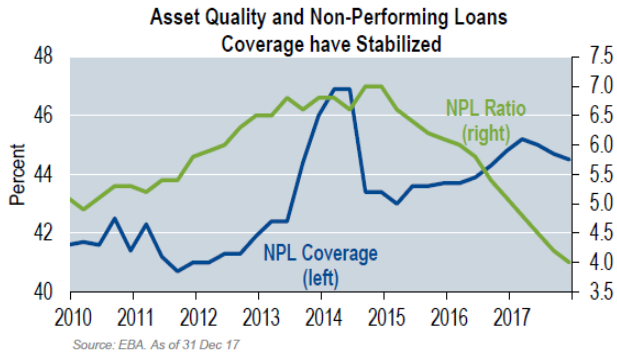
### (三) 歐美銀行業持續改善體質及原油價格揮發漲勢值得關注

金融海嘯過後，歐洲政府當局對銀行承擔風險能力要求轉趨嚴格，多數大型銀行皆著手進行體質調整。歐洲銀行整體存放比率自2011年間120%

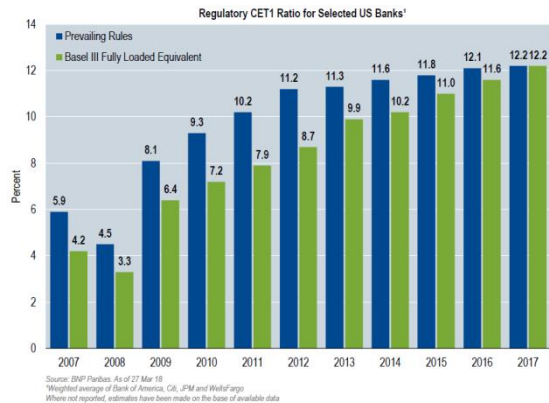
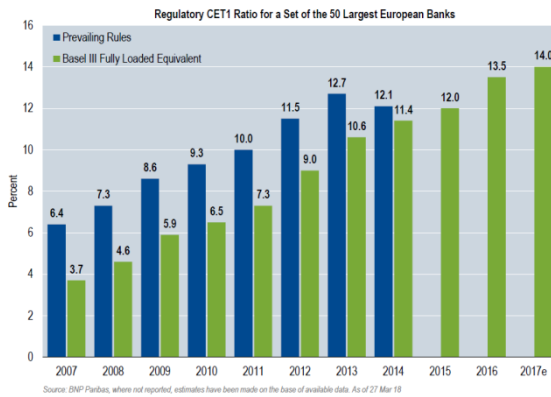


## Western Asset Management 固定收益及資產管理研討會

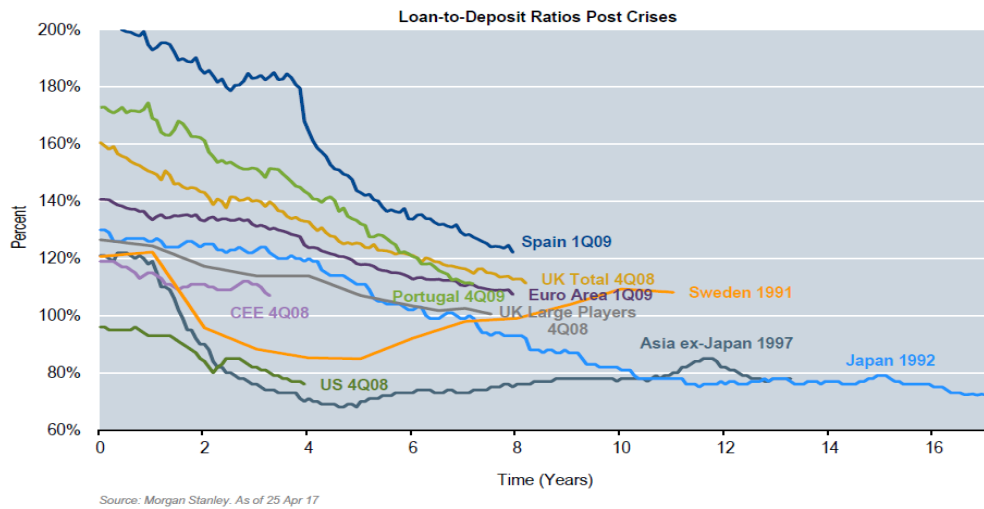
逐步下降，目前已降至108%左右水準，存款占銀行負債之比率也由約40%上升至55%；逾放比率也自2015年高點7%大幅降至4%，逾期放款覆蓋率雖有波動，現仍較2010年為高。各項指標顯示銀行可貸放空間提高，較有餘裕因應經濟下行風險。



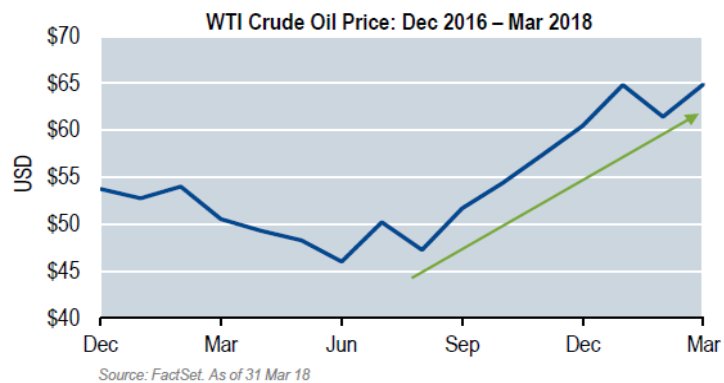
資本組成方面，歐美銀行業於金融海嘯後也積極改善。銀行之普通股權益第一類資本逐年攀升，至今占比已達海嘯前3倍，同時目前也符合 Basel III 要求。未來如遇全球總體性危機，歐美大型銀行將較10年有更強大能力進行防禦。



除歐美銀行外，金融海嘯後，全球銀行業多不遺餘力去槓桿化，多數國家整體存放比率快速下降，如歐豬五國中西班牙已自200%降至120%，葡萄牙則自逾170%降至110%。顯示銀行業風險意識提升，不再以追求獲利為主要目標而進行過度放貸。



2017年下半年國際油價再啟漲勢，今年則在全球需求看俏、供給有序控制下，油價將繼續走升。展望本年度，全球主要經濟體仍處於成長周期，中國市場原油需求也保持穩定增長態勢。OPEC與其他主要產油國決定將現有減產協議進一步延長至2018年底，使原油市場供需漸趨平衡。

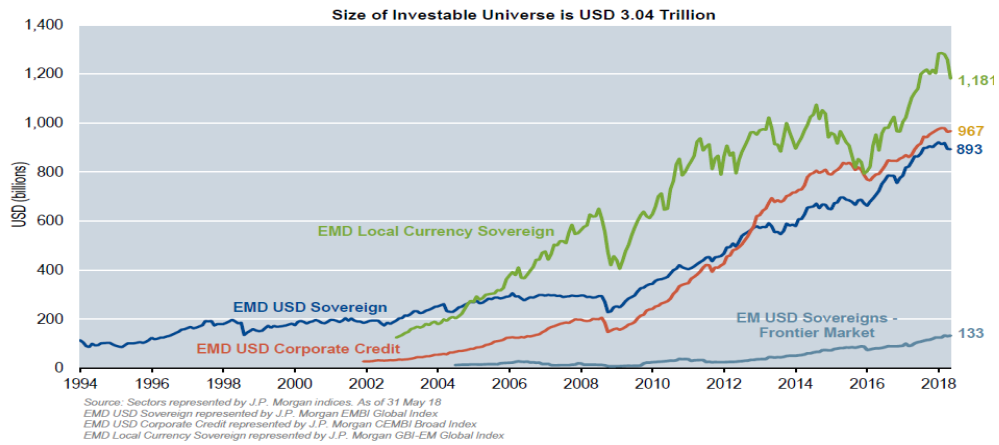


美元指數意外走弱及地緣政治因素也為油價上漲提供支撐。2017年美國經濟穩健成長，Fed釋出加息信號，市場曾普遍預期美元指數將進一步上漲，但最終全年美元指數出乎預料地大跌近10%，間接增強了以美元計價之石油資產吸引力。IMF報告指出，委內瑞拉金融動蕩及中東地區安全問題等因素，皆可能影響2018年全球原油供給。多項因素顯示短期內原油價格有撐，投資人可關注能源相關產業之投資標的。

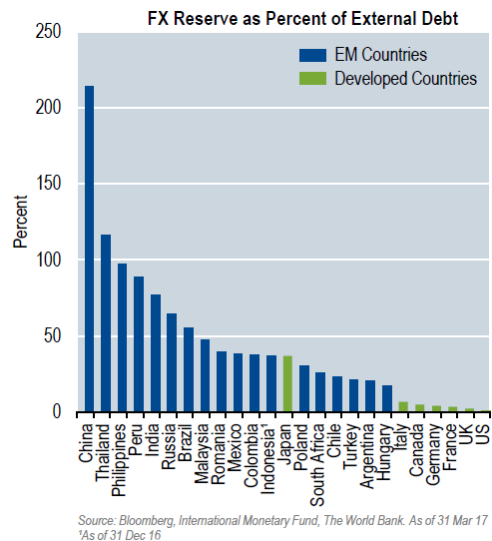
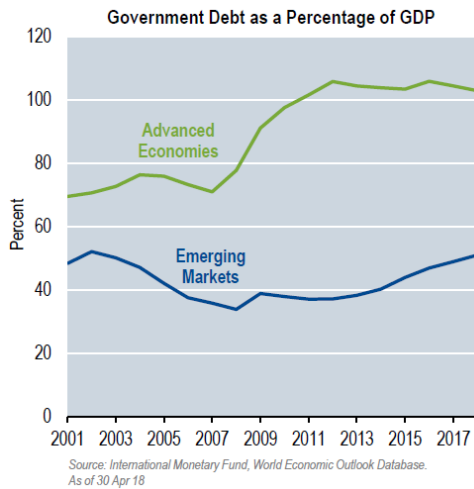


## 五、新興市場展望與機會

### (一) 整體新興市場展望



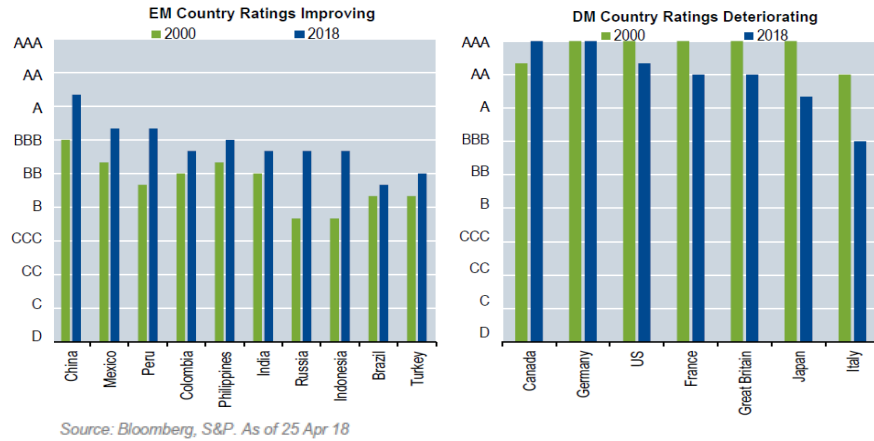
新興市場近年在全球投資市場占比逐漸加重，自2003年起，新興市場以當地貨幣計價之主權債券金額快速成長，美元計價之主權債券及公司債則是於金融海嘯後金額快速增加，上述三者近年來金額雖有波動，整題而言增加趨勢不變，目前已達3.04兆美元水準。



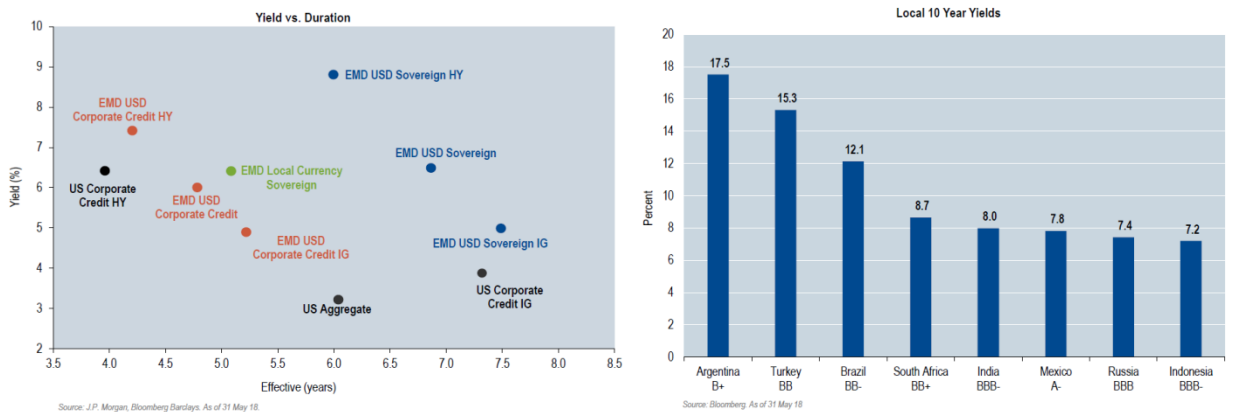
過去由於新興市場國家發展腳步遠較已開發國家慢，投資人視其為較高風險投資標的；但近年來許多已開發國家債台高築且經濟成長趨緩，而新興市場國家槓桿使用度低及GDP成長率尚具水準之特點，反而開始吸引全球投資人目光。2001年已開發國家整體債務比率約占GDP之75%，新興市場整體則占近50%；目前已開發國家整體債務已大幅增加並突破GDP金額，新興市場則經過近20年波動後仍約略維持相同比率，顯示其於運用槓桿與維持GDP成長率間取得平衡。

## Western Asset Management 固定收益及資產管理研討會

另觀察外匯存底占外債比率，較具規模之新興市場國家比率皆高於日本，而歐美已開發國家比率則遠低於前述國家，未來如遇景氣反轉或金融危機，新興市場國家反有較佳能力應付外債。

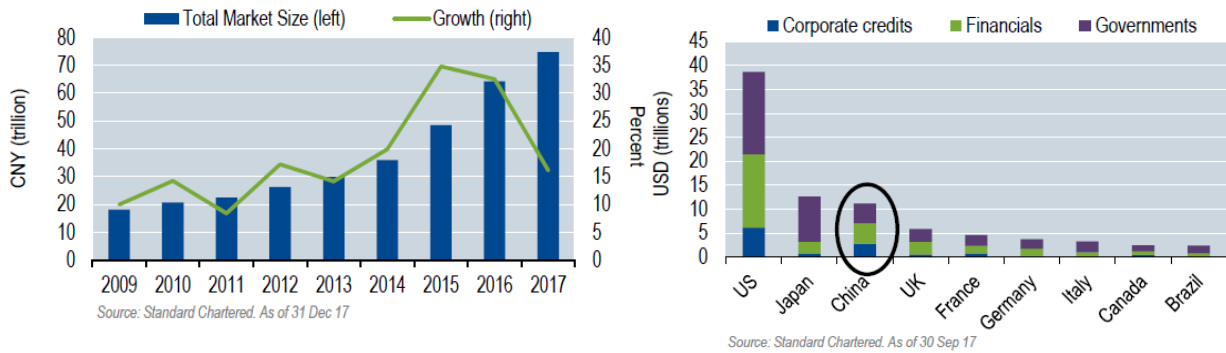


已開發國家及新興市場國家間舉債與經濟成長狀況消長情形已反應在主權信用評等上，上圖新興市場10國與2000年相較，信用評等皆有成長，墨西哥、秘魯及菲律賓皆從非投資等級提升至投資等級評等。而已開發國家中現今除加拿大表現進步、德國評等持平外，美、日、英、法評等皆較2000年下降，義大利甚至離非投資等級僅一步之遙。

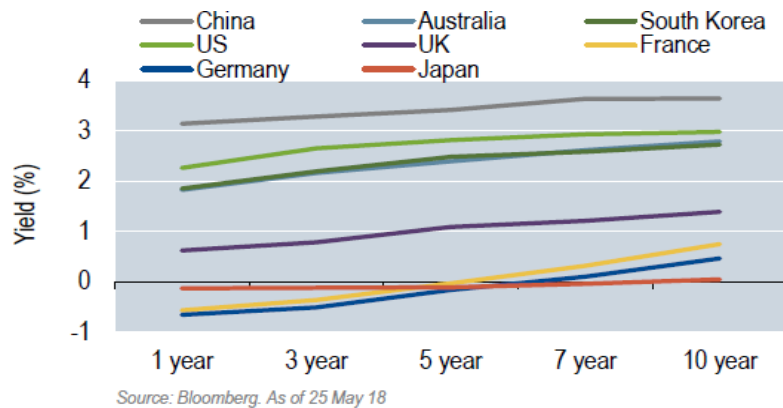


新興市場債券相較於美國高收益或投資等級公司債，整體而言高收益公司債於相近天期之發行條件下收益率較高，而投資等級公司債則天期顯著較短卻仍提供較高收益率。另比較政府債券提供較高收益之新興市場國家信評，墨國與俄國皆為投資等級，而雙印僅略低，此四國10年期公債殖利率皆有逾7%水準，未來值得投資人多加關注。

(二) 中國已成為全球債券市場要角

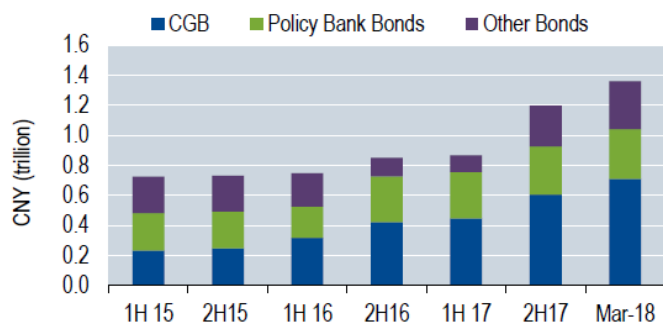


中國整體債券市場規模於2009年尚不到20兆人民幣，至2017年已成長至超過70兆人民幣，以每年約10%至35%之成長率達到金融海嘯後3.5倍規模。在全球單一國家債市中，中國債市僅次於美國之40兆美元及日本之10餘兆美元，且已與日本規模相若。對於全球主動式或被動式投資人而言，中國債市已成不可忽視之重要投資市場。

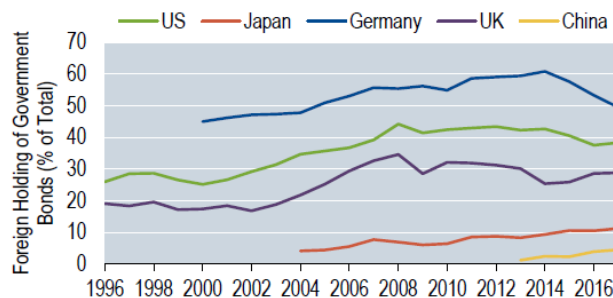


觀察上圖各主要國家政府債券提供之殖利率，中國政府1至10年期公債所提供之殖利率高過其餘國家，且顯著高於市場上最多投資人持有之美國政府債券約0.5%。考量目前中國GDP成長率尚有6.5%水準，且通膨率穩定，中國政府公債仍值得加碼投資。惟投資人仍須注意，近年來中國政府負債占GDP比率迅速攀升，已將超越美國及整體歐元區，是否會對其信用評等及債券評價造成負面影響仍須觀察。

## Western Asset Management 固定收益及資產管理研討會



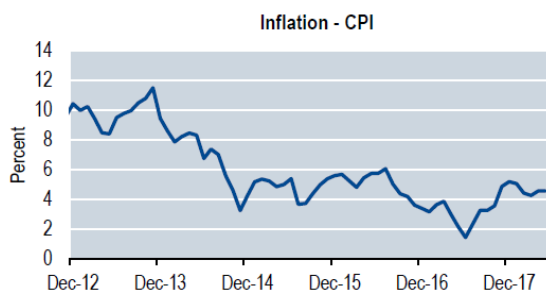
Source: Standard Chartered. As of 31 Mar 18



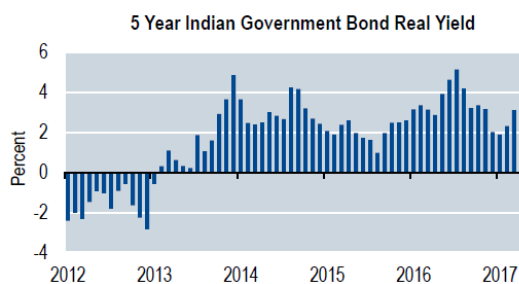
Source: Standard Chartered. As of 31 Dec 17

外資持有中國債券金額自2017年下半年有顯著增加，較上半年成長近50%。截至2018年第1季，總金額進一步攀升來到約1.4兆人民幣，約為2015年2倍規模。觀察外資持有全球主要國家政府公債比率，德國約50%、美國約40%、英國近30%，日本則較低僅10%。中國自2013年起外資持有政府公債金額逐年成長，目前達約5%，顯示外資對中國公債投資尚有很大成長空間。

### (三) 印度通膨漸趨穩定，未來經濟發展可期



Source: Bloomberg, India Central Statistical Organisation. As of 31 May 18

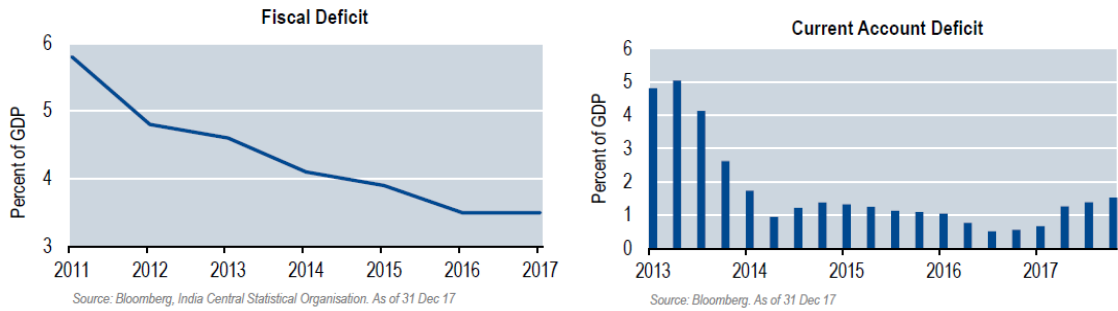


Source: Bloomberg, India Central Statistical Organisation. As of 30 Apr 18

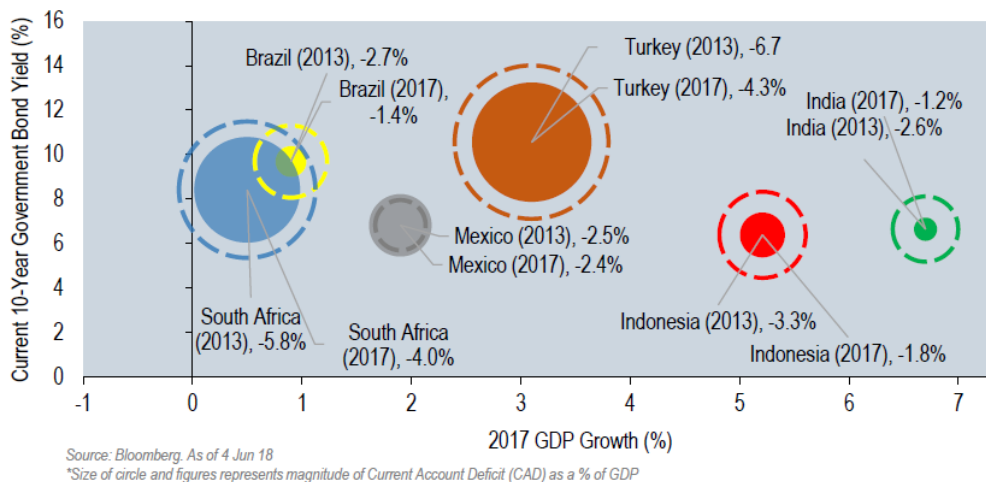
印度是當前全球尚能受惠於人口紅利經濟體之一，雖該國經濟成長率高於多數國家，通膨率卻也居高不下。情況自2013年起有了轉變，印度消費者物價指數已經從2013年曾逼近12%壓低至目前約4%水準，主要是受到全球通膨下滑、農村薪資減少及成長趨緩等因素影響。然而，軟硬體建設問題仍待解決，物價與通膨預期目前仍受雨季和商品供給不穩影響波動較大。

觀察5年期印度政府公債實質收益率，自2013年通膨快速下滑起便由負轉正，最高於2014年及2016年曾達約5%，目前也有3%左右水準，可見近5年印度政府公債投資價值已現並趨於穩定。

## Western Asset Management 固定收益及資產管理研討會



印度財長去年底曾表示，鑒於經濟基本面已改善，印度將能維持7%到8%經濟成長率，且政府已可控制經常項目赤字，過去幾年財政赤字降低，減少借貸。觀察自2011年起印度財政赤字占GDP比重，於7年間迅速下滑，從原本高達近6%降低至3.5%；經常帳赤字則從2013年高點5%降至約1.5%。惟印度財長也表示，該國逃稅與避稅程度高，將直接影響基礎建設所需資金來源，估計未來5年約需新臺幣25兆元改善該國基礎建設。

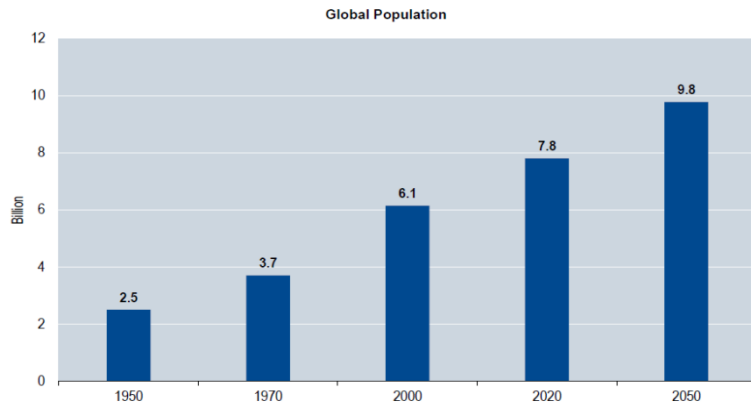


印度經濟發展已逐漸向政府當局所設定目標邁進，相較於其他新興市場國家10年期政府公債收益率，印度除了在收益率表現與他國相若外，該國經濟成長率高於印尼等國，且經常帳赤字占GDP比率也最低，印度政府公債相比下為較佳投資標的。

## 六、全球人口組成變化之影響

### (一) 全球人口增速放緩

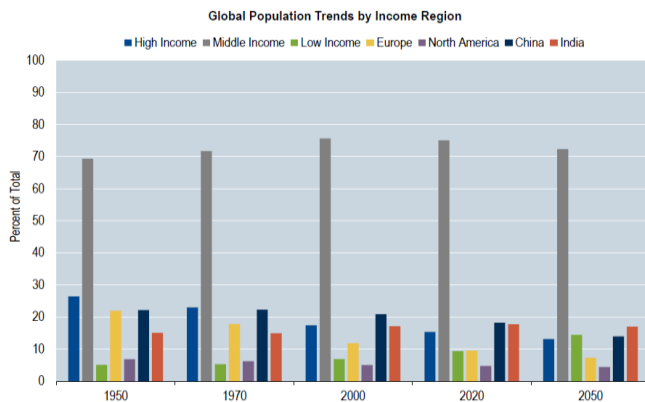
2005年至今全球人口成長約10億人，而1993年至2005年間全球人口同樣約成長10億人，顯示在總人口數較高情況下，近年整體人口成長率下降。



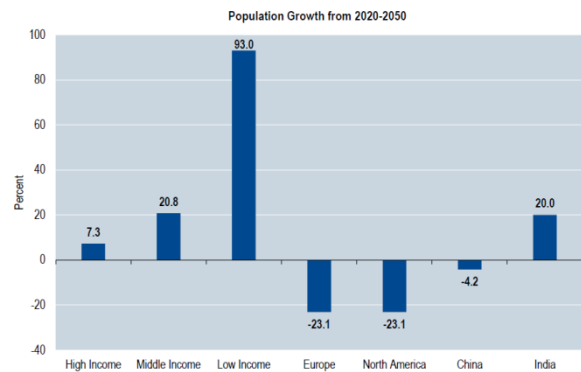
Source: UN Population Division, As of 31 Dec 17

預估2050年低收入國家人口將超越高收入國家人口，另歐洲與中國人口占世界人口比率將顯著下滑。

2020年至2050年間，低收入國家人口預估將有近翻倍成長，中收入國家僅約兩成、高收入國家則不到一成。北美及歐洲人口皆將減少逾兩成，即使現今人口數高居全球第一之中國也將面臨人口減少問題。



Source: UN Population Division, As of 31 Dec 17  
 Low Income Countries: Gross National Income per capita below \$1,005 (2016)  
 Middle Income Countries: Gross National Income per capita between \$1,005-12,235 (2016)  
 High Income Countries: Gross National Income per capita above \$12,235 (2016)



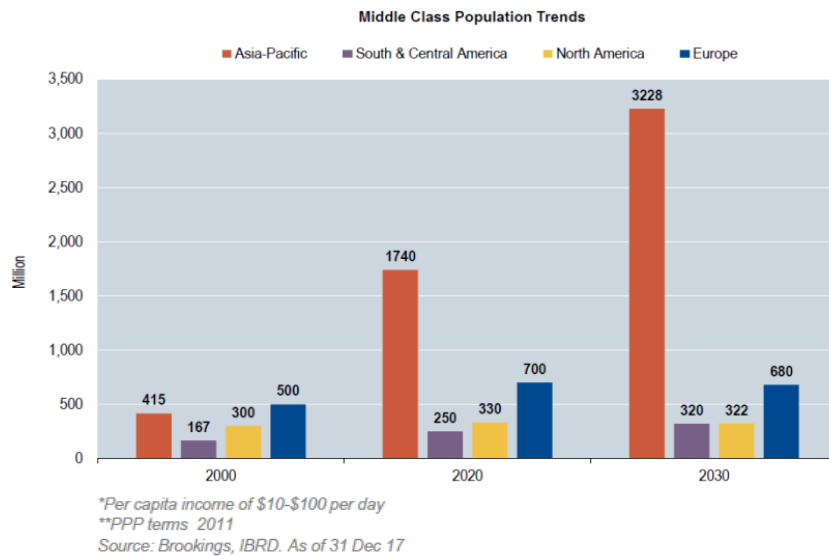
Source: UN Population Division, As of 31 Dec 17

值得注意印度於前開期間估計人口將成長兩成，幾年內總人口數將超越中國成為世界第一。聯合國人口預測機構曾指出，若印度女性平均生育率不變，2050年印度人口將增至18億。身為經濟主力之20歲至50歲間人口影響了國家經濟發展，印度目前年齡中位數約為25歲，而中國年齡中位數已突破32歲。印度如複製中國過去以人口紅利而經濟崛起經驗，於21世紀中期將成為對世界影響舉足輕重之大國。

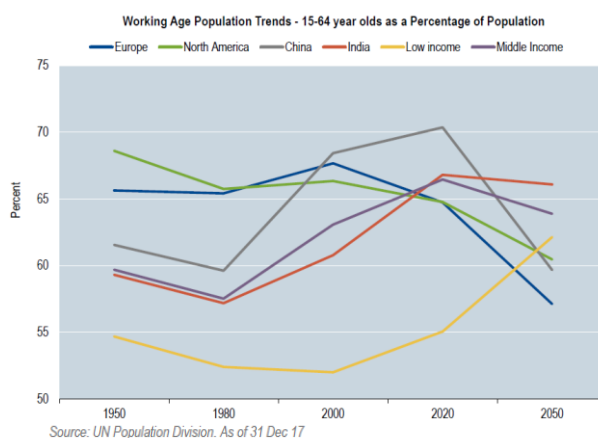
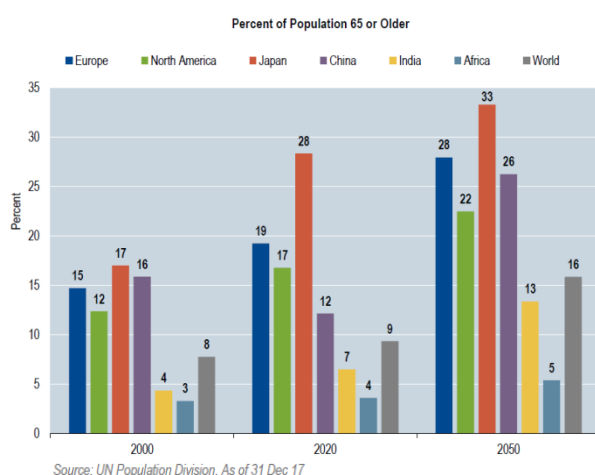
(二) 新興市場對全球經濟影響力與日俱增



20世紀末全球GDP仍集中於已開發國家，至2015年新興市場國家占比已高過已開發國家15%。預估於2020年，中國GDP將可超過美國及歐盟5%，於2050年約可等於前兩者總和。屆時印度GDP也將因人口紅利發酵而超越美國及歐盟。



中產階級向為社會消費主力，亞太地區因新興市場國家人口及經濟成長快速，至2020年預估中產階級已逾17億人，2030年更可超過32億人，將成為帶動全球經濟成長火車頭。



隨著醫療進步及戰爭減少，21世紀全球人口老化加速，相較於2000年，日本高齡人口比率攀升遠高於全球其他地區。但至2050年，北美及歐洲高齡人口也增加不少，中國高齡人口比率更將暴增逾一倍。屆時印度GDP也將因人口紅利發酵而超越美國及歐盟。相較於2020年，勞動人口占總人口比率預估至2050年除低收入國家增加、印度小幅減低外，其餘地區勞動人口占比皆顯著下降。



## 七、環境、社會和治理對投資標的之影響



一家企業對於ESG投入程度與其債券信用及評價連結甚高，公司治理較佳且能負擔較多社會企業責任者，財務狀況通常較為穩健。觀察世界主要交易所已編制之指數，美、英、日、中等國皆有與企業社會責任相關者。Western Asset Management對以ESG為評價標準之債券投資著墨甚深，故能因應客戶需求篩選出符合其投資標準之組合。目前該公司所管理之ESG投資部位達13億美元，預期未來仍將迅速增長。

	Key Ratings Factors	Factors in MSCI's ESG Scorecard
<b>Environmental</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Financing of projects supporting environmental projects</li> <li>▪ Business emphasis on best practices for sustainability</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Financing environmental impact</li> </ul>
<b>Social</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ People and human capital</li> <li>▪ Risk of business activities causing negative externalities for society</li> <li>▪ Customer data safeguarding and system robustness</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Product safety</li> <li>▪ Human capital development</li> <li>▪ Access to finance</li> <li>▪ Privacy &amp; data security</li> </ul>
<b>Governance</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Board quality</li> <li>▪ Compensation and incentives</li> <li>▪ Ownership and control</li> <li>▪ Accounting quality</li> <li>▪ Risk management</li> <li>▪ Culture and ethics</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Corporate governance</li> <li>▪ Financial system instability</li> </ul>

該公司已建構內部ESG信用評等指標，環境指標含環境保護計畫融資情形、企業營運強調永續發展程度，社會指標含人力資本、企業營運造成社會負外部性風險、客戶資料安全及系統強化程度，治理指標含董事會治理、薪酬制度、股權分布、會計報導品質、風險管理、倫理文化。相較MSCI目前使用之ESG評分指標，Western Asset Management考慮面較廣。

## 參、心得與結論

Western Asset Management創立於1971年，目前經管資產(AUM)達4,311億美元。該公司秉持客戶優先、全球整合、以團隊為基礎、主動且納入風險評估之固定收益商品操作等核心理念，搭配經驗豐富且組織架構完整之信用分析部門（投資長具41年業內經驗、副投資長具28年業內經驗，其餘分析師多有10至30年間相關經驗），對於債券投資操作各面向皆相當嫻熟。

因該公司分析團隊來自全球各主要市場，目前計有9個據點及867名員工，故能配合客戶需求或限制，提供涵蓋全球固定收益投資商品之最佳投資組合，並有機會先於市場大幅波動前相應調整投資部位，提供客戶較佳報酬。

基於該公司本次研討會之分析，建議本行或可因應全球經濟復甦及新興市場國家崛起等趨勢，審慎加碼前述地區之政府債或投資等級公司債。另可適時善用優良資產管理業者之風險控管及投資經驗，在全球處於微利且平穩時期趁勢賺取較高收益報酬，為因應未來市場波動作準備。

部分資產管理公司及證券商已指出，雖短期內全球經濟上行趨勢不變且持續時間可望刷新歷史紀錄，惟已開發國家債台高築、企業研發動能不如往昔及勞動人口迅速老化等問題未有解方，景氣反轉時點或將來臨。考量外匯存底須保持高度流動性及安全性，建議加碼投資新興市場之餘，主要部位仍以符合前述特性之已開發國家政府或機構債券為主，於經濟反轉下行時具較佳防禦性。並密切注意Fed、ECB及BoJ資產負債表操作及基準利率調整計畫，以達本行維護對內及對外幣值穩定目標。

參考資料：

1. Andrew Cormack, “Is the Global Recovery Sustainable”, Western Asset, June 2018
2. Richard Booth, “Shifting Expectations for Inflation”, Western Asset, June 2018
3. 張弘遠、王國臣、吳瑟致、洪銘德、黃健群, “美「中」貿易戰走向及其影響之研析”, 亞太和平研究會, 2018年5月
4. Gordon Brown, “The Impact on Global Monetary Policy”, Western Asset, June 2018
5. Matthew Jackson, Annabel Rudebeck, “Where Are We in the Credit Cycle,” Western Asset, June 2018
6. 劉孟俊、吳佳勳、吳若瑋、鍾富國、謝念億, ” 中國大陸經濟結構轉型與政策趨勢觀察”, 財團法人中華經濟研究院, 2017年12月
7. Desmond Soon, Jie Peng, Wontae Kim, “Emerging Markets: Outlook and Opportunities – Asia”, Western Asset, June 2018
8. Ian Edmonds, Quentin Lafosse, “Emerging Markets: Outlook and Opportunities - Eastern Europe, Middle East, Africa, Latin America”, Western Asset, June 2018
9. Michael B. Zelouf, “Impact of Demographics”, Western Asset, June 2018
10. Nathalie Cuadrado, “Is ESG Investing Compatible With Value Investing”, Western Asset, June 2018
11. 楊欣穎, “淺談資本市場永續性倡議與ESG資訊揭露之推動”, “企業社會責任型指數之發展現況”, 臺灣證券交易所證券服務第663期, 2018年2月