

出國報告（出國類別:開會）

參訪貝萊德新加坡以及參加該公司所
舉辦之「Educational Academy Training
2023」研習報告

服務機關：臺灣銀行股份有限公司信託部

姓名職稱：徐子強 領組

游凱傑 高級辦事員

派赴國家：新加坡

出國期間：112年4月23日至4月29日

報告日期：112年6月26日

摘要

本次參與之行程是由貝萊德(BlackRock)資產管理公司舉辦，地點位於新加坡，其中包含三天的研討會課程和兩天參訪。研討會內容包含資產配置、投資組合建構、另類資產、固定收益市場展望等，參訪內容則以多元資產、低碳投資、投資人管理團隊介紹、安碩(iShares)股票 ETF 及安碩(iShares)債券 ETF 等簡介為主，各講者對目前的金融市場現況多作詳盡的介紹，也提出許多新穎的想法以及對中國及印度等新興國家債券市場的現況提出看法。參訪期間與貝萊德各領域策略分析師，投資團隊主管都有互相交流切磋，藉此次參訪與貝萊德各領域分析師及與金融同業交流後對各類金融工具與未來市場趨勢有更深刻的體會。

目 錄

壹、 參訪及教育訓練目的	1
貳、 參訪及教育訓練過程紀要	2
一、 新投資手冊：從理論到實踐	2
二、 更高的利率對多元資產投資組合的意涵	4
三、 低碳轉型投資指南	9
四、 貝萊德投資盡責管理(BlackRock Investment Stewardship)團隊簡介	12
五、 另類替代投資(Alternative Alts)	15
六、 安碩(iShares)股票 ETF 簡介	17
七、 安碩(iShares)固定收益 ETF 簡介	19
八、 2023 年亞洲固定收益市場展望	25
九、 中國債市的機遇與未來發展	27
十、 印度：“覺醒的猛虎”，其固定收益市場的演變與發展	30
參、 心得及建議	34

壹、參訪及教育訓練目的

本次赴新加坡參訪貝萊德資產管理公司新加坡投資團隊及參加該公司所舉辦之「Educational Academy Training 2023」活動。

貝萊德(BlackRock)是全球最大的資產管理服務提供者。截至 2023 年 3 月 31 日止，貝萊德管理的總資產達 9.09 兆美元，提供橫跨股票、固定收益、另類資產、多元資產、現金管理等相關服務予全球的機構法人及零售客戶。在全球金融市場瞬息萬變之際，如何兼顧穩健收益與風險管理對政府基金而言至關重要，本次行程透過學習國際資產管理公司投資團隊的經驗，並與金融同業互動，交流彼此對市場的看法，了解更多有效的金融工具與更多種類的金融商品，以期日後對本行辦理政府基金投資運用有所助益。

貳、參訪及教育訓練過程紀要

一、新投資手冊：從理論到實踐

(一) 講師：Ben Powell, Chief Investment Strategist for APAC

Nikhil Mehra, Head of APAC Multi-Asset Strategies & Solutions

(二) 課程內容：

美國聯準會自 1980 年代以來最快的升息活動可能造成經濟與金融動盪，自 2022 年以來美國及歐元區的信貸狀況開始收緊，近期來自銀行業的壓力加劇緊縮程度。圖 1-1 為貝萊德對不同國家/地區展望，就已開發市場而言，短期內應不會降息且高通膨與成本壓力可能壓低企業利潤，另經濟衰退風險尚未充分反映在盈餘預期及估值上，故貝萊德對已開發市場抱持減碼態度；但就新興市場而言，短期內可望受益於中國重啟帶動盈利增長，因此貝萊德看好新興市場股票。

圖 1-1：貝萊德對不同國家/地區展望

Region	View	Commentary
Developed markets		We are underweight. We believe earnings expectations and valuations don't fully reflect recession risk. We prefer a sectoral approach: energy, financials and healthcare.
United States		We are underweight. Financial cracks are emerging from Fed rate hikes. We don't think current earnings expectations reflect our view of heightened recession risks ahead.
Europe		We are underweight. The impact of higher interest rates and elevated inflation pose a challenge for earnings, even as the energy shock fades.
UK		We are underweight. Earnings expectations don't fully reflect the economic damage we see ahead.
Japan		We are underweight. The Bank of Japan looks set to wind down its ultra-loose policy. Japan is exposed to the weaker activity we see in other DM economies.
Emerging markets		We are overweight and have a relative preference over DM stocks due to China's powerful restart, peaking EM rate cycles and a broadly weaker U.S. dollar.
China		We see short-term opportunities from China's restart. But geopolitical risks have risen, and we still see long-term, structural challenges and risks.
Asia ex-Japan		We are neutral. China's restart is a positive yet we don't see valuations compelling enough to turn overweight.

債券方面，通貨膨脹的持續性、COVID 疫情之後的高債務負擔及債券市場流動性趨緊的情況下將刺激投資人要求更高的期限溢價(term premium)推高債券長期收益率；日本近 40 年來新高的通膨及工資上漲壓力(如圖 1-2)則讓日本有機會在可預見的未來逐步退出超寬鬆貨幣政策，這可能刺激日本債券收益率上揚並帶動其他已開發市場的長期收益率(如圖 1-3)。

圖 1-2：日本工資與核心 CPI 走勢

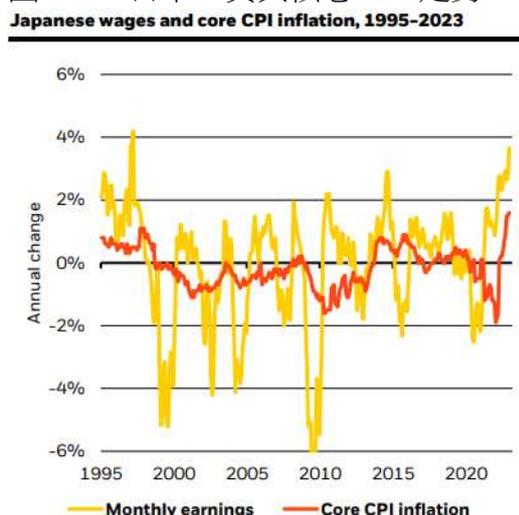


圖 1-3：美、德及日十年債走勢

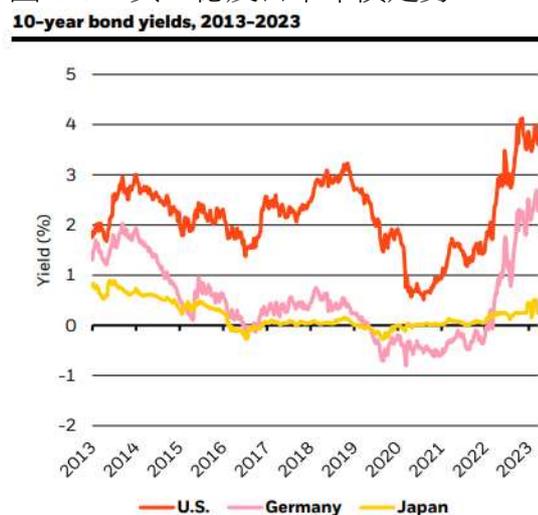


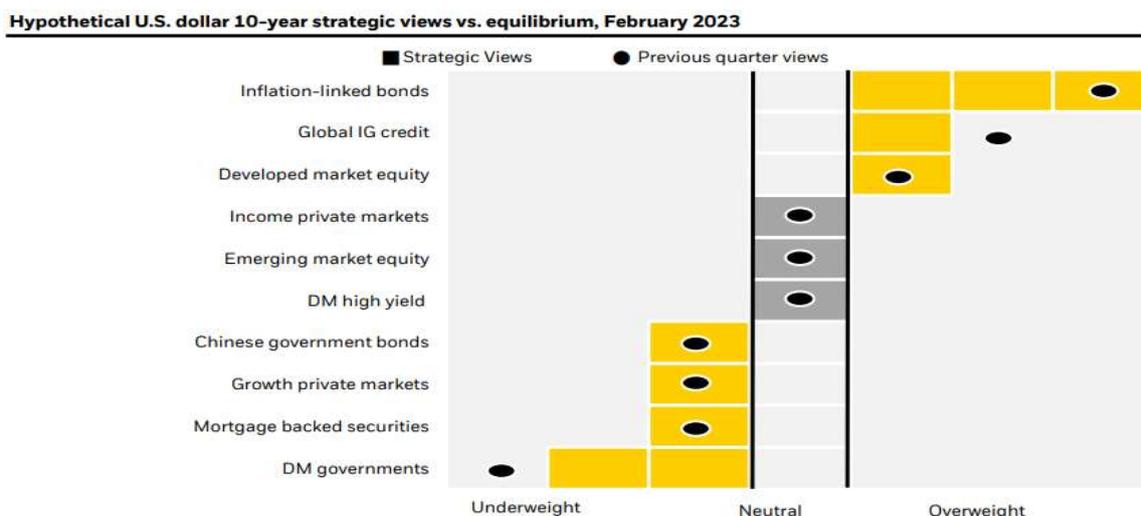
圖 1-4 為貝萊德對不同類別固定收益投資的看法，貝萊德看好美國短期國債(收益率上升且受利率波動影響程度有限，適合作為收入來源)及抗通膨債券(市場定價低估高通膨持續的風險)，但不看好高收益債券，因考量信貸收緊及潛在的經濟衰退，利差仍然過小。

圖 1-4：貝萊德對不同類別固定收益投資的看法

Fixed income	View	Commentary
Long U.S. Treasuries	-.1	We are underweight. We see long-term yields moving up further as investors demand a greater term premium.
Short U.S. Treasuries	+.2	We are overweight. We prefer short-term government bonds for income in this environment given the rise in yields and limited exposure to interest rate swings.
Global inflation-linked bonds	+.2	We are overweight. We see market pricing underestimating the risk of persistently higher inflation.
European government bonds	-.1	We are underweight. We see investors demanding greater term premium, with peripheral bonds at risk from tighter financial conditions.
UK gilts	-.1	We are underweight. Gilts won't be immune to the factors we see driving DM bond yields higher. We prefer short-dated gilts for income.
China govt bonds	Neutral	We are neutral. Yields are less attractive relative to those on short-term DM government bonds.
Global IG credit	Neutral	We are neutral. We see tighter credit and financial conditions. We prefer European investment grade over the U.S. given more attractive valuations.
U.S. agency MBS	Neutral	We are neutral. We see the asset class as a high-quality exposure within a diversified bond allocation. But tighter spreads make valuations less compelling.
Global high yield	-.1	We are underweight. We think spreads are still too tight given our expectation for tighter credit and financial conditions – and an eventual recession.
EM hard currency	Neutral	We are neutral. We see support from higher commodities prices yet it is vulnerable to rising U.S. yields.
EM local currency	+.1	We are overweight due to China's restart, and we see EM debt as more resilient to tightening financial conditions than DM as EM hiking cycles near peaks.
Asia fixed income	Neutral	We are neutral. We don't find valuations compelling enough yet to turn more positive.

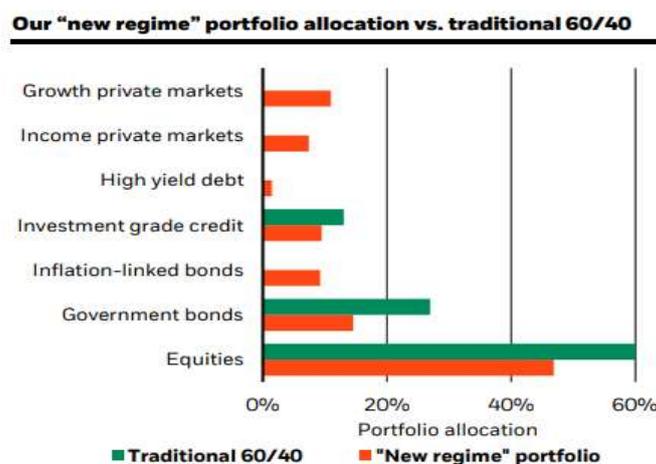
將更窄的利差和更高的債券收益率納入評估後，貝萊德對全球投資級 (IG) 信貸的加碼態度及對已開發市場政府債券的減碼態度都不如先前強烈 (詳圖 1-5)。

圖 1-5：假設的美元 10 年戰略觀點與均衡，2023 年 2 月



講師認為投資人現處於波動性更高的環境，風險與報酬之間的抵換更糟。與傳統的 60-40 投資方式相比，貝萊德傾向將更多資金配置在私募市場及具備抗通膨效果之標的(如圖 1-6)以追求更佳的风险調整後報酬。

圖 1-6：“新制度”投資組合分配與傳統的 60/40 比較



二、更高的利率對多元資產投資組合的意涵

(一) 講師：Zach Bevevino, Product Strategist, Multi-Asset Strategies and Solutions

(二) 課程內容：

猶記 2020 年時負利率債券規模高達 18 兆美元，顯示當時是一個鼓勵承擔風險的世界，但 2022 年負利率債券在市場幾乎已不復見，僅兩年就轉變為一個截然不同的世界，這為我們考慮投資組合的方式帶來巨大的變化。

圖 2-1 為能提供投資人 4%以上收益率的債券的百分比，2000 年時的投資

人扔飛鏢投資都能在固定收益市場得到 4%以上的報酬，但 2008 年金融危機之後各國央行大幅壓低利率，最後僅剩新興市場債券及高收益債券能給投資人 4%以上的報酬率。在 2010 至 2021 年間，不到 25%的固定收益市場能提供投資人 4%的報酬率，但到 2022 年變為九成的固定收益市場能帶給投資人 4%的報酬率。這對投資人而言是件好事，因為這代表著投資人在建構投資組合時能有更多選擇、更多機會、更能分散投資組合的風險。

正因為去(2022)年固定收益市場暴跌導致許多債券收益率顯著高於過去十年平均，在過去幾年投資人為了追求收益率不得不競相追逐股票及高收益債，但在當今市場持有一年期美國國債就可享有超過 5%的收益率；就全球股債的投資組合(MSCI ACWI Index+ Bloomberg Barclays Global Aggregate Index)而言，假設投資人尋求 7%的目標報酬率，在 2012-2022 年間投資人需持有 88%股票及 12%債券，但今日股債比率只需各半即可達成，且投資組合的標準差可從原先的 12.9%大幅降至 9.5%。

圖 2-1：能提供投資人 4%以上收益率的債券的百分比

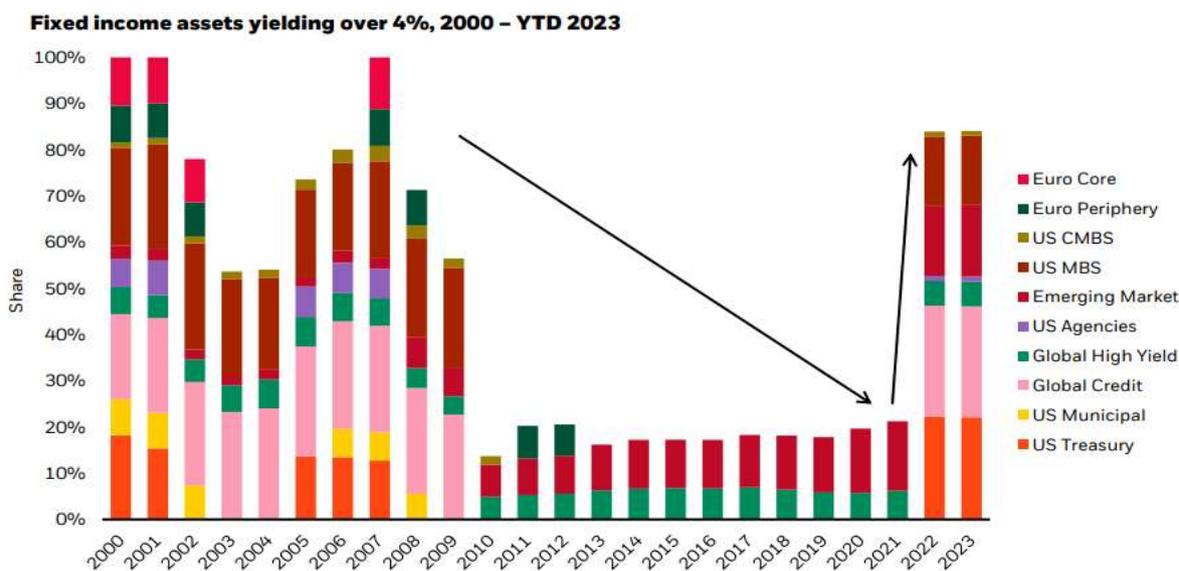
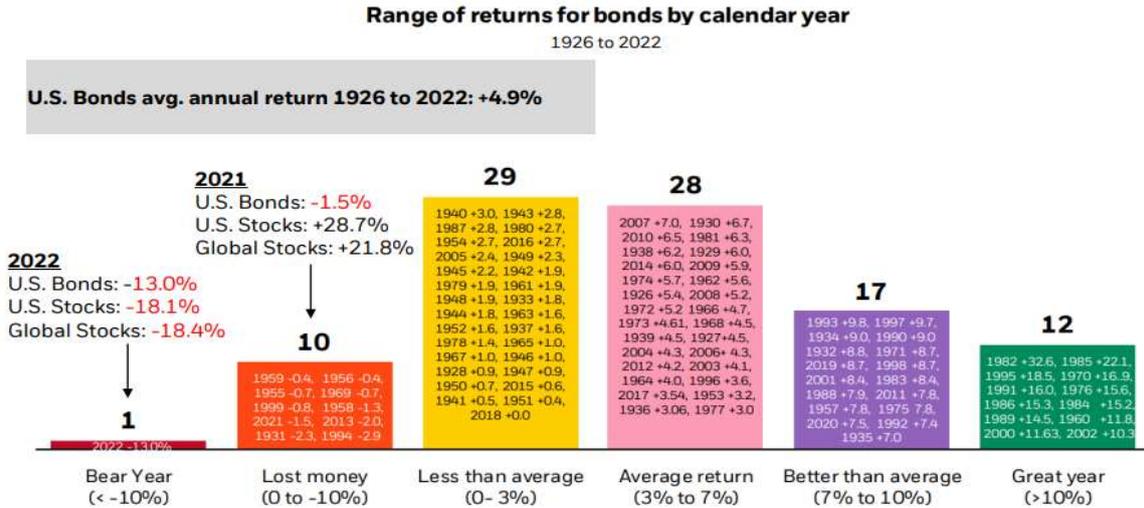


圖 2-2 為美國 1926 年到 2022 年債券報酬率，這 97 年間債券報酬率平均為 4.9%，約有九成時間債券投資人可取得正報酬，但去(2022)年債券帶給投資人的報酬為負 13%，是唯一虧損超過 10%的年度，去(2022)年股票亦表現疲弱，對相信資產配置的投資人而言是充滿考驗的一年。債券投資人的苦日子結束了嗎？答案是肯定的，但需要一些時間。

圖 2-2：美國 1926 年到 2022 年債券報酬率

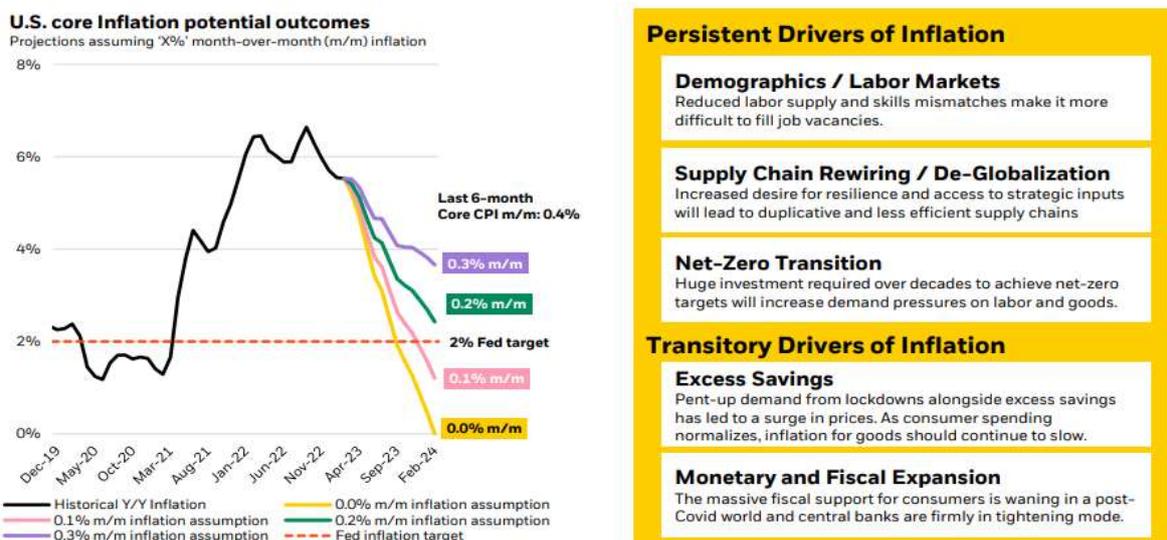


思考一下現在市場上波動來源為何？顯然是通貨膨脹。更高的通貨膨脹對股票與債券都是不利因素，這正是 2022 年的寫照，並將繼續成為未來市場波動的根源，因為貝萊德不認為通膨能快速回落到聯準會的目標水平。

圖 2-3 左側可見過去 6 個月的月環比核心 CPI 為 0.4%，即使下修至 0.2%，2024 年仍將高於聯準會目標(2%)。之所以提這點是因投資人並不身處將看到利率急遽下降且聯準會將大幅降息的世界，但投資人不需等到利率大幅下降才能獲得更好的債券回報，因為債券現在的收益率與過去相比就極具吸引力。

圖 2-3

(左：假設在不同的核心 CPI 月增率情境下，何時可望達成聯準會 2%目標
右：驅動通貨膨脹的長(短)期因素)



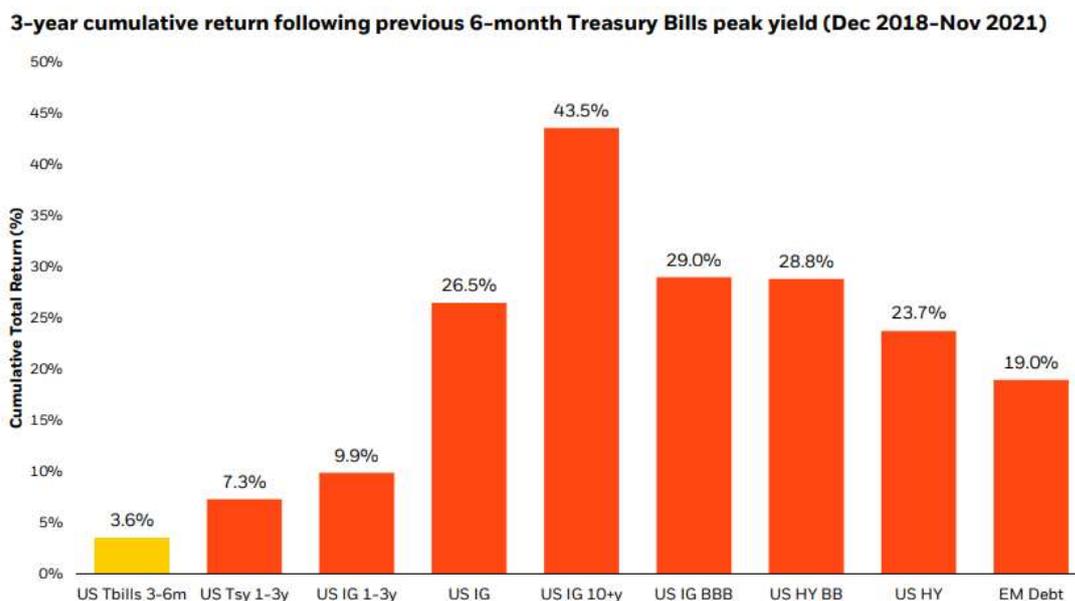
造成通貨膨脹的原因很多，如 1. 人們尚未回到勞動力市場(勞動市場供給短缺)或勞工技能未能有效對接資方需求(不易填補職務空缺)導致工資壓力上升。2. 供應鏈重組與去全球化拉高生產成本。3. 追求淨零轉型的大量投資(拉高需求)。

儘管隨著消費者在 COVID 疫情後報復性消費行為趨緩及已開發國家邁入緊縮週期，通貨膨脹有望隨時間逐漸放緩，但要回到聯準會的目標仍需一段時間調整。即使今(2023)年三月中旬時投資人情緒受美國區域性銀行紊亂及經濟增長放緩隱憂影響使市場下修對未來利率之預期，但貝萊德認為聯準會的首要目標仍為抑制過高的通膨，不會立即降息。

考慮投資組合的債券配置時，可分為三面向思考：1. 收益性、2. 分散風險、3. 穩定性。就收益性而言，儘管利率仍有上升空間，但現在的債券收益率對投資人而言就已具吸引力(評分 A+)；就分散風險而言，儘管 2022 年效果不彰，但投資人今年有望能從經濟成長趨緩中見到分散風險的益處，因此持有一些高品質(投資級)債券能為投資人帶來收益及分散風險的好處(評分 B)；就穩定性而言，目前債券波動性高於股票波動性(債券波動性處於近十年新高，高波動性可能持續直到通膨減緩且聯準會發出暫停升息訊號)(評分 C-)。當今市場不再是以前零利率的時代(當時鼓勵承擔風險)，資產配置應隨之調整(加碼高品質(投資級)債券，減碼股票)。

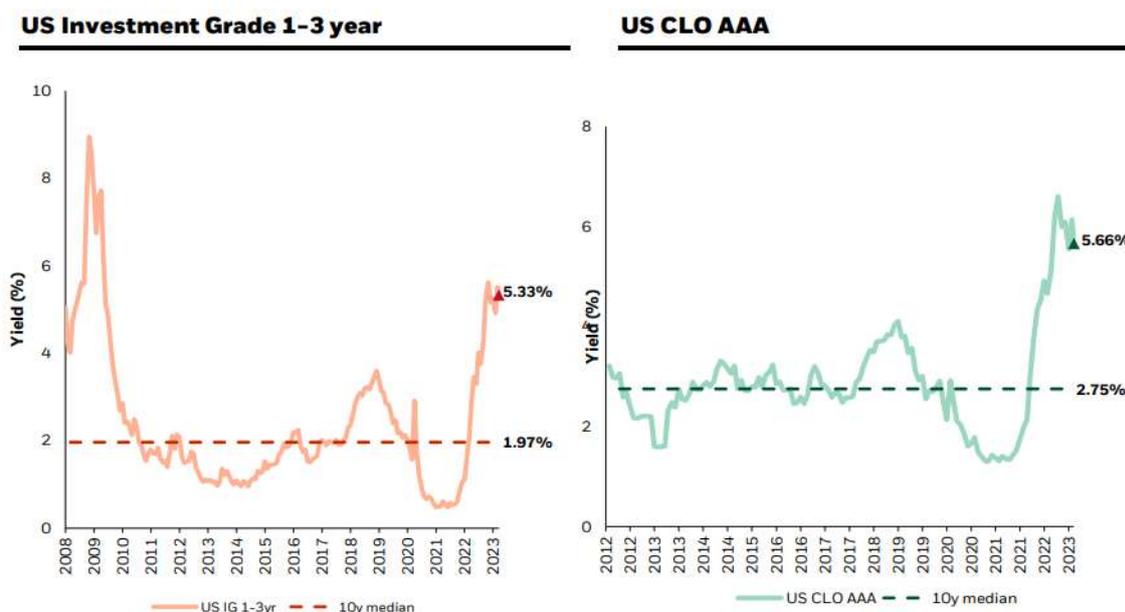
投資人現處於一個不確定性高的市場環境且短期利率對投資人而言具吸引力，因此投資人傾向擁抱現金，但如果只想擁抱現金可能過於短視(忽略短中期的投資機會)。如圖 2-4，上次 6 個月期美國國庫券利率看到高峰後，投資人在接續三年於不同投資類別獲得的回報率。三到六個月期的國庫券為投資人帶來 3.6%的報酬，但如果投資人投資在更長年期，其潛在回報可能要高得多。因此投資人在擁抱現金時應思考是否忽略了潛在的投資機會。

圖 2-4：上回（2018 年 12 月 - 2021 年 11 月）6 個月國庫券收益率峰值後之 3 年累計回報



以 1~3 年的美國投資級債券及 AAA 評等擔保貸款憑證(CLO)為例(詳圖 2-5)，它們兼具高評等及低存續期間的性質，現在能為投資人帶來高於 5%的報酬率(遠高於過去十年水準)，對希望能有 4%~6%報酬的投資人而言相當有吸引力。

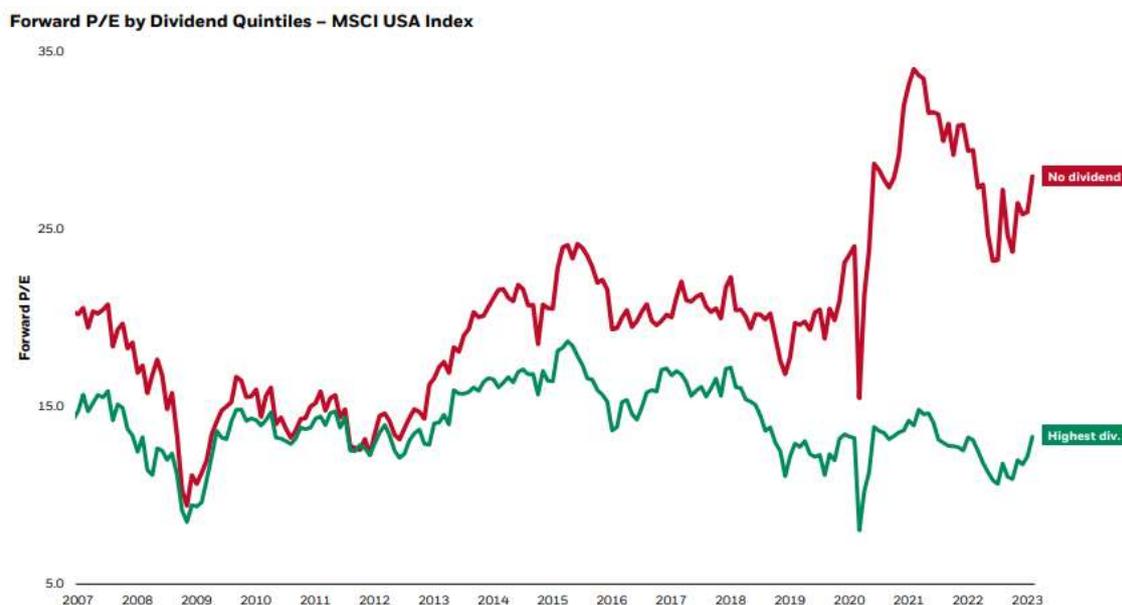
圖 2-5：1~3 年的美國投資級債券及 AAA 評等擔保貸款憑證(CLO)收益



就股票而言，儘管建議偏向風險規避，但不表示應該放棄股票。股票乍看之下股價似乎過於高估，但將其分層後仍然有值得投資的類別。圖 2-6 可見在 MSCI USA Index 中沒有股息收益率(最具成長性)的股票相當昂貴，但股息

收益率最高的股票價位對投資人而言仍相當划算。

圖 2-6：按股息五分位數劃分的預估本益比—以 MSCI 美國指數為例



就股票指數而言，表現最好的公司最終成為股票指數中最大的公司；就債券指數而言，負債最多的公司最終成為債券指數中最大的公司。以行業類別來看，建構股票指數與債券指數的行業占比差異很大，科技業在美國股票指數 (S&P 500) 占比達 30%，但在美國投資級債券 (US IG) 僅占 9%；金融業在美國投資級債券 (US IG) 占比達 34%，但在美國股票指數 (S&P 500) 僅占 11%。對投資人而言如何在調整股債配置時兼顧行業曝險比率是需詳加思量的課題，舉例而言投資人想在投資期間保持對科技類別的曝險，但希望以股權而非債權的方式。

三、低碳轉型投資指南

(一) 講師：Rehmat Johal, Associate, Sustainable and Transition Solutions.

(二) 課程內容：

1. 為什麼轉型對投資者很重要？

轉向低碳經濟代表著一個具有歷史性的投資機遇，預估全球到 2030 年在清潔能源相關行業將新增 3,000 萬個就業崗位，總投資金額來到 4.6 兆美元。而轉型經濟正由三個力量推動：技術、消費者偏好和政策，且轉型尚未完全反映其經濟價值，因此創造了許多投資機會。

近 40% 收入最大的上市公司在過去兩年中做出了淨零承諾，並且許多公司正在從意願轉變為行動。但排碳需要在複雜的系統和價值鏈中同時進行行動，

例如電動車的價值鏈，全新的供應鏈獲取關鍵原材料（例如，電動汽車中使用 80 公斤銅，而普通內燃機汽車中使用 20 公斤銅），電池供應可能是電動汽車成本和與內燃機相對價格平價的主要驅動因素。行業內的公司將需要在製造電動汽車方面投入更多的研發和技術支出，以降低成本和創新。新的公共充電站和基礎設施對於建立可靠的碳足跡並減輕範圍焦慮，是電動汽車進一步增長所必要的。最後，相關之公司可以通過回收材料（例如銅）從循環經濟中受益，從而改變生產流程再次碳足跡。如此便完成了一個完整的電動車價值鏈。如下圖 3-1 所示：

圖 3-1：電動車價值鏈



越來越多的客戶向貝萊德諮詢如何降低與氣候和向低碳經濟相關的轉型風險，並抓住機遇。貝萊德表示作為資產管理者，將提供各種選擇，並透過研究、數據和分析以提供最佳的風險調整後回報。

2. 如何為整個投資組合做好低碳經濟的準備？

為低碳經濟做準備是一段旅程，要實現淨零排放不可能一蹴而就。貝萊德會先與客戶確定目標。客戶可能會對整個投資組合轉型策略有不同程度的想法，但貝萊德都會以其獨特的見解及看法加上數據分析能力提供支持。貝萊德已將一系列由第 3 方數據提供商的 8,500 多個 ESG 指標集成到自家開發的 Aladdin®平台中，並透過更廣泛的投資工作流程（例如，Aladdin®、投資組合構建、風險優化、風險分析、合規檢視），根據客戶需求制定投資策略和定制解決方案。貝萊德在整個電動車價值鏈投資組合中執行過渡戰略，使用於核心市場、主題市場和私募市場，與客戶合作定期對整個投資組合進行審查並追蹤進展。

3. 應如何駕馭投資組合中核心的氣候風險和把握投資機會？

在向低碳經濟轉型的世界中，GDP 等宏觀指標將有所不同，這意味著所有資產類別的傳統風險溢價將發生變化。且由於核心配置仍佔投資組合資產的

大部分，客戶如果不引導其核心投資組合資產的轉型，就無法有意義地降低氣候風險。BlackRock 的生態系統可持續提供以下的支持，以幫助客戶轉變其投資組合的核心。

(1) 氣候分析

Aladdin® Climate 為轉型分析提供分析以幫助管理氣候風險、分析淨零調整和繪製轉型情景。BlackRock 與 20 多家第三方數據提供商合作，以納入傳統和前瞻性 ESG 指標。

(2) 獨立的風險和績效監督

風險管理是所有投資流程的基礎，獨立的風險與定量分析納入了 ESG 風險，包括氣候風險，並定期與投資組合經理進行審查，以監督投資組合經理在其投資流程中對這些風險的考慮。

(3) 可持續研究與創新

來自投資團隊的 60 多名專業人士的研究，與貝萊德可持續投資團隊合作，尋求實現投資組合的可持續性承諾。

(4) 投資組合管理

能夠提供定制解決方案，將市場領先的投資組合和風險工具、微調優化參數以及整合成本和流動性分析結合起來。以上都會以其多資產風險和投資管理平台 Aladdin® 為基礎，結合貝萊德投資管理團隊(BlackRock Investment Stewardship)的參與。

4. 應該考慮投資哪些轉型主題？

對於低碳經濟，市場一直低估破壞式創新和技術進步，低估產能進步與高估成本。根據國際可再生能源機構的研究，預計從長期來看，轉型主題將比更廣泛的股票市場更快地推動盈利增長。在投資向低碳經濟轉型時，投資者應考慮幾個關鍵主題，包括城市基礎設施、循環經濟、清潔能源、氣候行動、未來的交通、可持續能源及營養(農業革新)。

表 3-1：轉型經濟的主題

主題	說明
城市基礎設施 City Infrastructure	支撐未來城市的城市連通性、流動性和效率
循環經濟 Circular Economy	減少浪費並重新思考如何鼓勵再利用和回收

清潔能源 Clean Energy	投資可再生能源電力公司，如風能和太陽能設備製造商
氣候行動 Climate Action	減少最高排放行業的排放
未來的交通 Future of Transport	交通運輸變得更低碳、更自主
可持續能源 Sustainable Energy	發電的效率和傳送
營養(農業革新) Nutrition	全球食物鏈新興可持續發展趨勢的受益者

5. 私募市場中的轉型和低碳機遇有哪些潛力？

私募資本對於減少公共資金缺口和推動轉型經濟至關重要，將私募市場投資添加到傳統 60/40 的投資組合，有助於提高長期風險調整後回報。私募市場為希望投資向低碳經濟轉型的投資者提供了獨特的機會。

6. 如何利用 Aladdin®提供氣候相關風險分析的能力？

應該利用哪些數據和分析來支持投資決策呢？貝萊德相信成功的關鍵是將氣候和金融模型結合起來，將氣候情景轉化為對行業、資產和公司的財務實際影響。

Aladdin®是一個投資管理平台，可供機構投資者用來分析其整個投資組合中與氣候相關的風險和機會。透過利用 Aladdin®，投資者可以深入了解不同的投資如何面臨氣候風險，Aladdin® 的可持續性投資平台包含各種工具、模型和分析，幫助 Aladdin®的客戶量化可持續發展相關的投資風險，並在投資過程中加以利用。

四、貝萊德投資盡責管理(BlackRock Investment Stewardship)團隊簡介

(一) 講師：Eddy Gan, Director, Investment Stewardship.

(二) 課程內容

1. 貝萊德投資盡責管理(即 BlackRock Investment Stewardship)團隊，以下簡稱 BIS 團隊。其主要目標與特色為：

(1) 長期保護客戶資產：作為資產管理公司，貝萊德的受託角色是支持長期為客戶持久創造股東價值，發揮著核心作用。BIS 團隊為其客戶和其投資的公司之間的樞紐，會定期與公司接洽，與公司分享一個長期投資者的觀點。戰略上 BIS 團隊被定位為貝萊德內部的一個投資職能部門，連接貝萊德的各個投資組合管理團隊，透過一系列活動為貝萊德的客戶提供

價值。

(2) 為客戶的利益做投票行為：投票是 BIS 團隊正式向被投資公司表達對客戶長期經濟利益表示高度關注的行為，其中會進行獨立研究和分析以得出符合客戶長期經濟利益的代理投票決定。再來，BIS 團隊沒有一定要通過公司提案，若想表達擔憂時，可能這樣做…1.可能不支持重新選舉董事或其他管理建議，2.或者可能支持其他股東議案。

(3) 為管理階層提供建言：積極反映長期投資者在公司治理和管理方面的聲音並參與民間倡議以及公共政策辯論，通過定期評論和報告發布有關 BIS 團隊對管理方法的見解、加強對客戶報告以及每季度公佈該團隊參與的公司的投票記錄和摘要。

(4) BlackRock Investment Stewardship 團隊實績

在 2021-22 年間，BIS 團隊 為 18,000 多名股東進行了代理投票，在全球範圍內就總共超過 173,000 項提案參與會議。

2. 2023 年 BIS 對全球和台灣投票指南更新，包含以下要點：

(1) 繼續履行 BIS 的承諾：BIS 2022 年管理政策

- 董事會多元化：BIS 團隊希望董事會能夠實現有意義的成員多元化，至少符合當地監管要求。
- 薪酬中的 ESG：如果公司選擇在高管薪酬中使用環境、社會和治理 (ESG) 標準，則這些指標應該嚴格，與公司的戰略和業務模式保持一致，並與公司績效掛鉤。
- 氣候風險和全球能源轉型：BIS 團隊需要了解公司打算如何通過能源轉型實現長期財務業績的計劃，並與其商業模式、行業保持一致。

(2) BIS 團隊台灣證券代理投票指南

- 台灣的公司治理框架以《公司法》、《證券交易法》、台灣證券交易所公司證券上市審查規則和台北證券交易所交易審查規則為中心。台灣金融監督管理委員會 (FSC) 發布的 2020 年公司治理路線圖列出了 2021 年至 2023 年的主要目標，包括加強董事會職能、提高透明度和鼓勵外部股東參與公司治理的行動計劃。

■ **BIS 團隊主要投票政策：**

✧ 董事會和審計委員會的獨立性：單層董事會，董事會整體獨立性不得低於五分之一；大公司必須實現不少於三分之一的董事會獨立性。審計委員會必須由不少於三名成員組成，所有成員均為獨立成員董事和至少一名具有審計或財務背景。

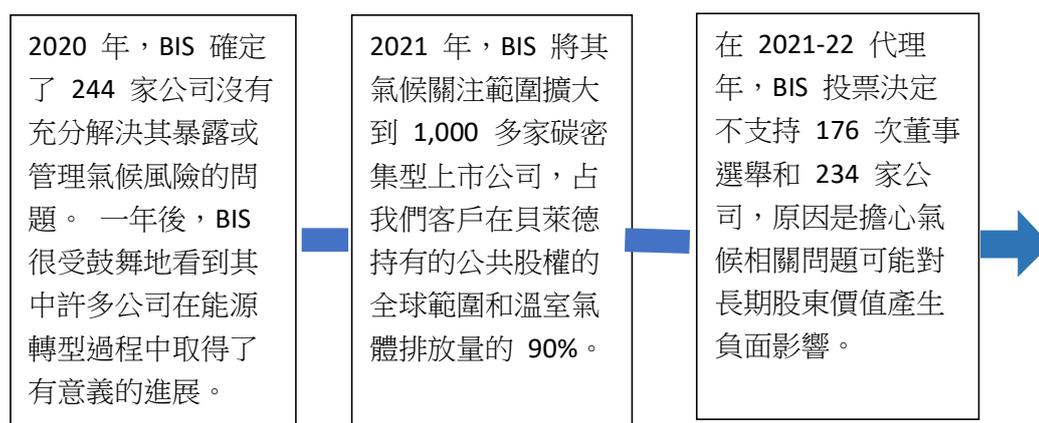
✧ 董事會多元化：貝萊德通常不會將單一性別董事會視為多元化董事會，BIS 團隊希望所有台灣大公司至少要有一位女性董事，否則他們可能會投反對票，要求重新選舉。

✧ 法人實體董事(Legal entity directors)：《公司法》允許法人實體通過自然人作為其代理人當選為董事。法人實體董事可以不經股東批准變更指定自然人代理人，有效取消了股東選舉董事的權利。貝萊德反對法人實體董事的做法，並敦促公司不要使用這種結構。如果在選舉董事時沒有法人實體董事代表，貝萊德將考慮投票反對重新選舉被認為負有責任的董事。

3. 參與優先順序：

- (1) BIS 團隊與上市公司合作，以促進健全的公司治理和有彈性的商業模式。每年，該團隊都會圍繞參與主題優先開展工作，以鼓勵健全的治理並幫助為客戶提供可持續的長期財務業績。該團隊特別強調與公司直接對話。
- (2) 多年來，BIS 團隊一直與被投資公司合作，以加強氣候風險披露。2021 年，該團隊明確了對公司展示如何考慮氣候和可持續性相關風險並將其整合到其商業模式中的期望。貝萊德認為氣候風險就是投資風險。在 2021-22 年期間，BIS 擴大了與氣候相關的討論，密切監測進展情況，並在沒有進展的情況下傳達了對管理層採取投票行動的可能性。貝萊德很高興在過去兩年中有顯著的進展，詳圖 4-1。

圖 4-1：BIS 團隊 2020-22 年的實績與進展



(3) 與投資組合經理合作 (Collaboration with portfolio managers)

作為客戶的受託人，BIS 團隊定期與貝萊德的主動股票投資組合經理一起合作，並為整個投資提升附加價值，致力於從傳統的基本面角度評估公司，並同時納入 ESG 因素適當地管理風險。

五、另類替代投資(Alternative Alts)

(一) 講師：Brian Grossman, Head of Product Strategy for the Alternative Solutions Group.

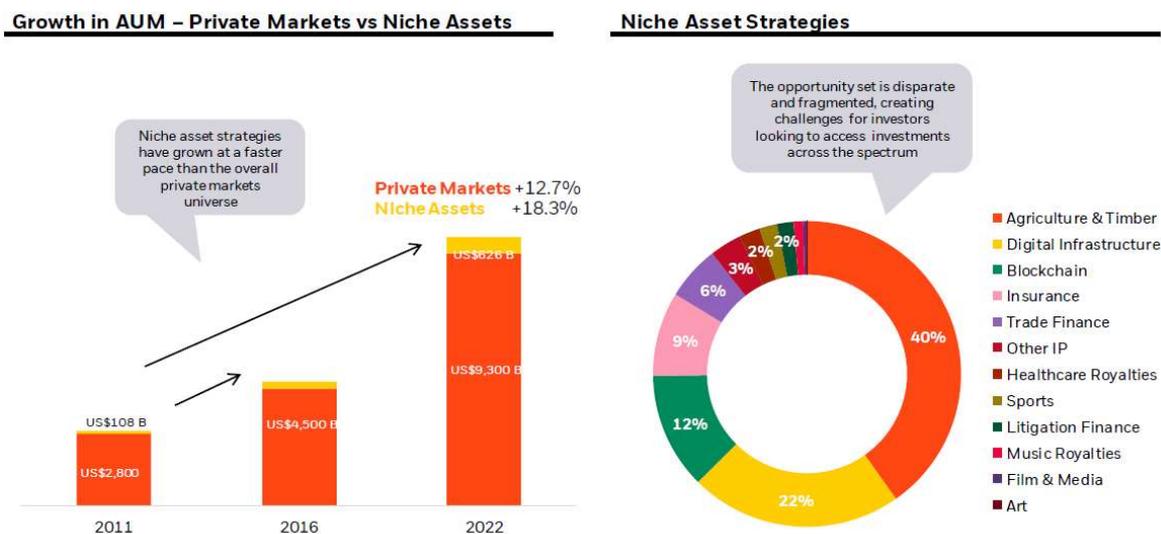
(二) 課程內容：

另類投資提供了各種有利基性資產的投資選擇，其魅力在於其多元化和與傳統金融市場的非相關性。貝萊德尋求的是長期順風投資，能有效的緩解景氣下行風險，並偏好創造現金流的事業以降低投資風險。反之，其極力避免的是過度的與股票或信貸市場高度相關、無法避免的匯率風險或長期逆風投資(難以克服行業或結構性挑戰)等。這些資產在不同行業、地區或專門領域中多樣且分散。舉個例子，貝萊德專注不只是在於基礎建設和信貸市場，還涉足一些更新且利基的領域，例如串流音樂服務、體育金融等。這些投資不僅與整體市場相關性較低，有時還能帶來現金流以降低投資風險。另類投資機會是範圍廣且分散的，給尋求跨領域投資的投資者帶來了挑戰。

另外，私募市場是另類投資中一個重要且快速增長的領域。如圖 5-1 所示，從 2011 年到 2022 年，私募市場以年複合成長率約 13% 迅速發展，而其中更具利基性的市場則以每年 18% 速度快速成長。然而，這個市場依然相當分散，

需要更多的發掘市場的能力和技巧。

圖 5-1：私募市場快速增長趨勢與其行業別比重



對於投資者來說，另類投資的挑戰在於機會的分散性和多樣性。然而，貝萊德整合資源的能力對於此類投資是一個極大的優勢。作為全球最大的投資管理公司之一，貝萊德擁有 3,160 億美元的另類投資平台，其中包括 1,100 多位私募市場專業人員和 850 多個與外部基金合作夥伴的積極合作關係。貝萊德在管理私募市場投資方面擁有超過 35 年的經驗，並與美國超過 1,360 名投資者緊密合作。

貝萊德利用交易結構作為工具來改善風險/回報比，專注於在多元化資產類別中能夠：

1. 隔離特殊風險。
2. 捕捉複雜性溢價。
3. 增強下行風險控制。
4. 創造上行凸性回報。

這種多元化的投資方法使得另類投資組合的風險低於單獨投資於公開和私募股權，同時實現更好的多元化效益。

總結而言，另類投資提供了多元化和非相關性的投資機會。貝萊德作為全球領先的投資管理公司，憑藉其召集能力、資源範圍和深厚的行業關係，為投資者提供了廣泛的另類投資選擇。他們利用交易結構和多元化的投資方法改善風險/回報比，並致力於尋找獨特的投資機會。另類投資的發展將為投資者

帶來更多選擇，同時降低風險並實現更好的多元化效益。

六、安碩(iShares)股票 ETF 簡介

(一) 講師：Andy Ng, VP, Equity Index Investment APAC Investment Strategy and Product Consulting

(二) 課程內容：

全球 ETF 自 2000 年代初期起蓬勃發展，至 2021 年達高峰(規模 10 兆美元)，2022 年受市場波動影響仍有 9.5 兆美元規模(如圖 6-1)。貝萊德為全世界最大的 ETF 供應商(如表 6-1)，可滿足投資人多元需求。

圖 6-1 全球 ETF AUM

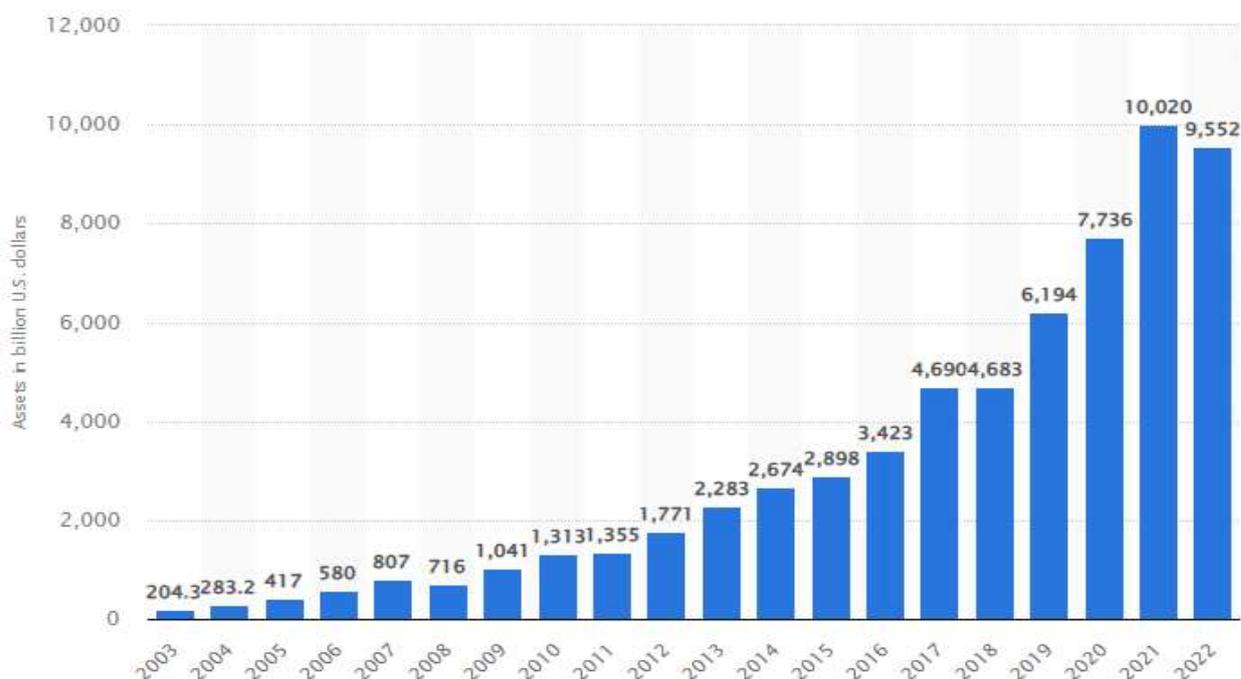


表 6-1 ETF 公司排名(by AUM)

ETF 排名 (by AUM)	公司	AUM (截至 2023/5/29)	ETF 數量
1	BlackRock	2.320 兆美金	398
2	Vanguard	2.038 兆美金	82
3	State Street	9,712 億美金	136
4	Invesco	3,673 億美金	225
5	Charles Schwab	2,833 億美金	29

投資展望：

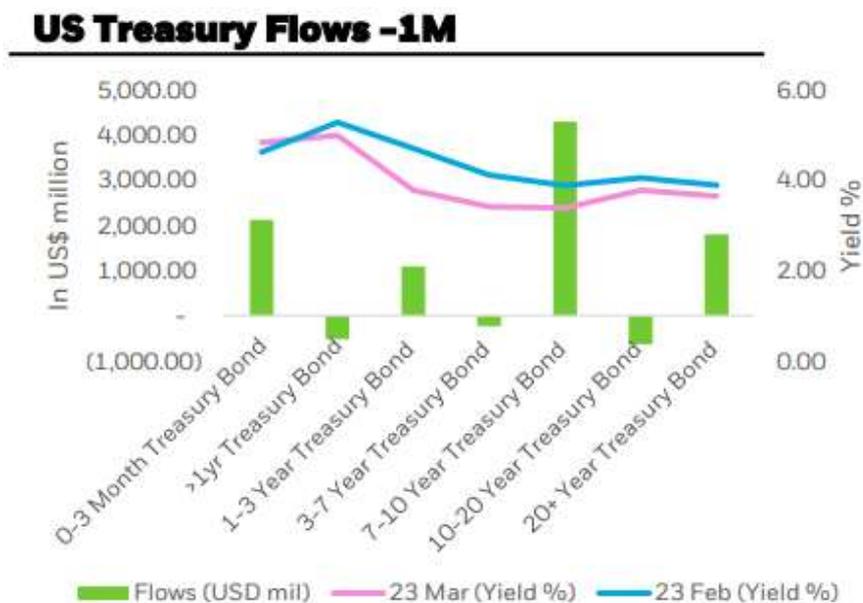
儘管美股與已開發市場(DM)今(2023)年第一季表現不錯，但市場仍然波動，

貝萊德建議採取保守策略。短期而言，講者看好新興市場(儘管中國經濟先前受清零防疫措施拖累股票表現疲軟，但今年中國經濟重啟的成效逐漸在經濟數據上顯現(首季 GDP 年增 4.5%，優於 4%的市場預期)，輔以中國政策傾向維持寬鬆支持可望提振市場動能，中國股市(A 股)浮現投資機會，成熟市場則建議保守。中長期而言建議投資人加碼債券、減碼股票。通貨膨脹仍會持續，地緣政治為通貨膨脹主因之一，要求供應鏈由離岸外包(追求降低成本)轉為友岸外包(企業撤離跟美國有地緣政治衝突的國家，轉至盟國或可信賴之國家生產)或在美國當地生產將提高生產成本。儘管通膨可望隨時間經過逐漸回落，但回落速度未能滿足市場與央行的目標。現在美國核心通膨率約 5%，預期今年底仍有 2%~3%，與目標 2%仍有一段距離，利率跟過去 10 年相比應仍處於高位，在此前提下固定收益的收益率可望維持高水平，相較之下聯準會升息及緊縮貨幣政策壓抑全球經濟成長動能，對股票估值帶來不利影響。

就債券天期而言，貝萊德偏好短天期債券(主因為 keep interest rates higher for longer)，一年期以內的美國國債收益率超過 5%，就風險調整後報酬角度而言適合做為資產配置部位。

ETF 資金流反應市場對不同投資環境或風險偏好的看法，是值得投資人參考的指標。圖 6-2 為近一個月美國國債的資金流動，資金主要流入標的為 7-10 年美國國債，其著眼點可能為預期 3 個月內的美股波動度會增加，有分散股票投資風險的需求。

圖 6-2 2023 年 2 月至 2023 年 3 月美國國債資金流入(出)



就股票類別而言貝萊德建議以高品質為主，傾向大型科技類股(為 2022 年最受歡迎之類股【流入 262 億美金】，獲利能力穩健且市場估值已具吸引力，其中半導體公司有強大的定價能力且半導體需求仍然超過供給)、衛生保健類股(獲利能力穩健且市場估值合理，2022 年時資金流入此類別金額創下新高【200 億美金】僅次於科技類股。醫療保健的需求彈性低及其高定價能力的特性是全球市場走向衰退時良好的投資標的)及工業類股(獲利能力可靠【尤其是每股現金流量】，且在 Covid 大流行後全球供應鏈的長期回流讓美國工業類股受益)。

儘管市場預期今(2023)年底前美國聯準會可能降息兩次(講者座談時為 2023 年 4 月底，當時市場預測聯準會將於 2023 年 9 月及 12 月各降息一碼)，貝萊德評估聯準會今年底前應不會降息。其原因為如果要以美國經濟輕微衰退為代價來降低通膨(可能今年底或明年初發生)，經濟下行後應會先停止量化緊縮(QT)，之後才會開始降息，但目前美國第一季 GDP 仍有 1.1%尚屬穩健，除非第二季經濟數據黯淡，聯準會的行動才可能接近市場預期。

貝萊德認為經濟在未來一年內有機會出現輕微衰退，市場波動可能加劇，選股建議以高品質與低波動為主，高品質類別如科技股，像是 Microsoft 或是 Amazon，其獲利表現比預期好，現金流也不錯；半導體亦為貝萊德推薦標的，今年半導體需求可望增加(AI 及電動車需求上升，看好 Nvidia 及 TSMC)，近期詢問度高的 ETF 像是 iShares Semiconductor ETF(SOXX)(追蹤 ICE Semiconductor Index)，半導體下行周期可望告一段落，反轉契機有望出現，投資人可藉由 SOXX 投資美國上市大型半導體公司。

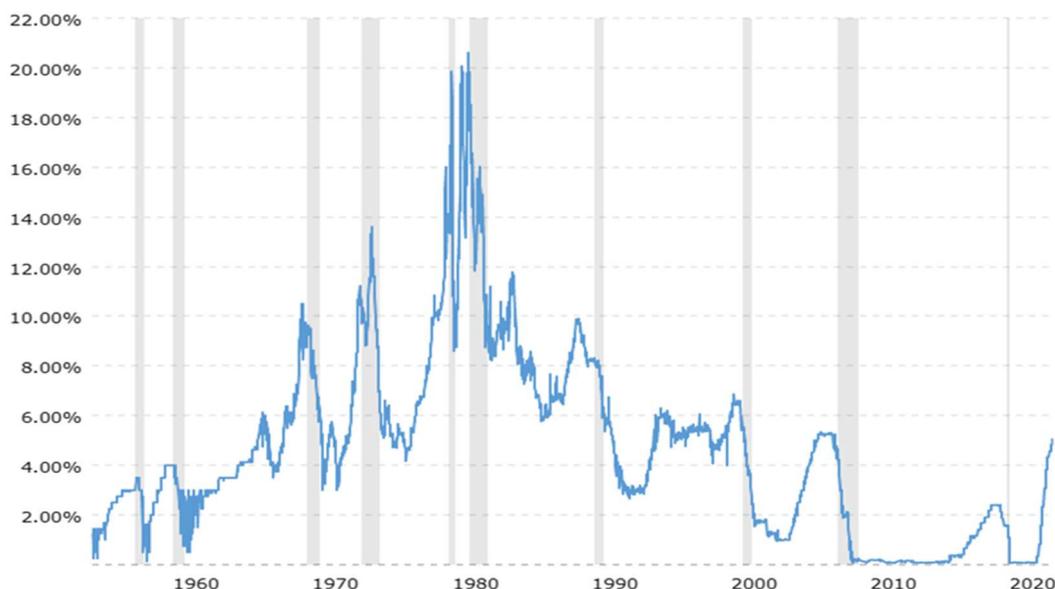
七、安碩(iShares)固定收益 ETF 簡介

- (一) 講師：Hillary Juan, Associate, Global Fixed Income Portfolio Management
- (二) 課程內容：

猶記 1970 年代時任美國聯準會主席伯恩斯(Arthur Burns)認為當時的通貨膨脹由成本推動造成，而非需求拉動或寬鬆貨幣政策所致，因此伯恩斯以全面薪資與物價控制而非緊縮貨幣政策來抑制通膨，但成效不彰。當時聯準會為了遏制通貨膨脹雖以升息因應，但經濟下行時卻又隨即調降利率，聯準會舉棋不定的貨幣政策(‘stop and go’ monetary policy)使通膨預期失控演變為

停滯性通膨(stagflation)，直到 1980 年代伏克爾(Paul Volcker)接任美國聯準會主席後以經濟衰退為代價，大幅提高利率並維持相當一段時間才成功抑制通膨預期並為後續的經濟發展打下基礎(詳圖 7-1)。

圖 7-1 Federal Funds Rate 歷史紀錄軌跡

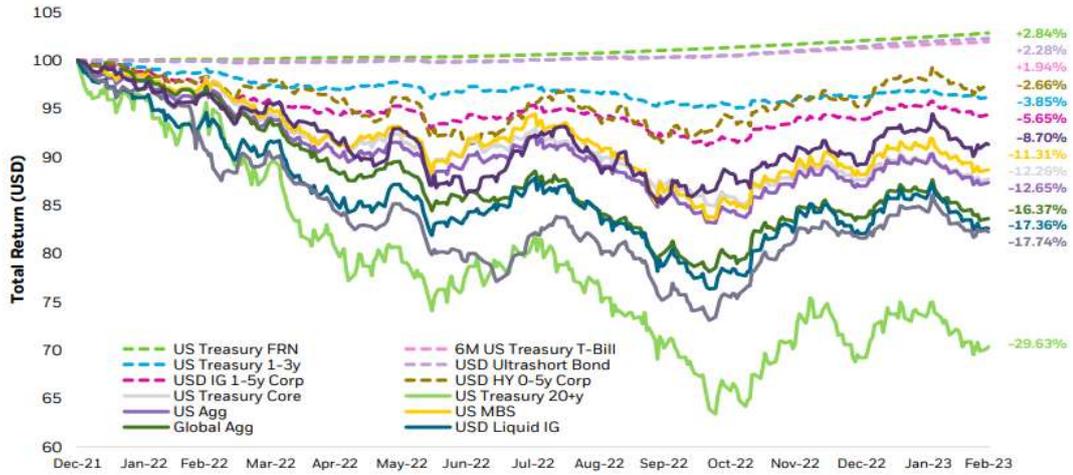


鑒於過往經驗，2022 年起聯準會為了打擊通膨並抑制通膨預期，即使存在失業率上升和經濟成長放緩風險，聯準會仍決心大幅升息，希望將通膨率拉回至 2%之目標水準，並警告市場不要低估聯準會藉由高利率打擊通膨(預期)的決心。(註：2022 年全年聯準會共升息 425 個基點(4.25%)，2023 年截至 5 月共升息 75 個基點(0.75%)，2023 年 5 月目標利率為 5%~5.25%;講者座談時，市場(Fedwatch)預期 2023 年 9 月 Fed 開始降息，但 Fed 表示今年年底前不會降息(higher for longer)，貝萊德亦預期 2023 年底前不會降息。)

2022 年各國面臨大環境的不確定性且通膨壓力飆升，聯準會及多家央行採取大幅升息政策以抑制通膨。去年的債市表現並不理想，2022 年 Barclays 全球債券指數下跌 16.25%，圖 7-2 可見僅浮動利率美國國債、6 個月期美國國債及極短期美元債在 2022 年提供正報酬，其他類別債券則呈現不同程度的虧損。

圖 7-2：2021 年 12 月至 2023 年 2 月各項固定收益市場收益的回報分布

Dispersion of returns across different parts of the fixed income markets



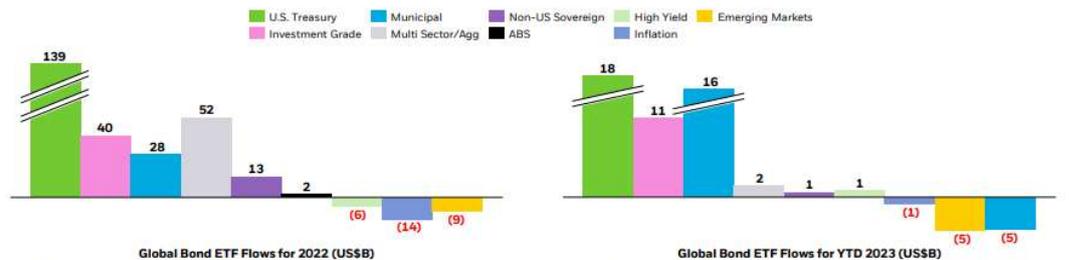
Dotted lines represent short duration strategies.
Source: BlackRock, as of 28 February 2023. Index performance are for illustrative purpose only. Investors cannot directly invest into an index. Index performance does not reflect any management fees, transaction costs or expenses. Past performance does not guarantee future results.

面對大環境不確定性，債券重新回到投資人的懷抱並調高債券在投資組合中的比重。如何適時更新投資觀點因應市場變化相當重要，投資人比以往更重視高流動性及高品質資產，債券 ETF 易於交易、成本效率高且分散投資的特性為投資人的投資組合提供高靈活度因此備受投資人青睞。去年起投資人資金逐漸流入債券 ETF，儘管 2022 年債券市場表現不佳，債券型基金出現大量資金流出，但債券 ETF 資金流入高達 2,660 億美金，2023 年前 2 個月亦有 410 億美金流入，其中不乏來自台灣的機構法人。具有低存續期間及高品質特質的類別尤其受到投資人的青睞，詳圖 7-3。

圖 7-3：從 2022 至 2023 前兩個月，債券型 ETF 資金持續流入



Investors are allocating to shorter duration and higher quality exposures

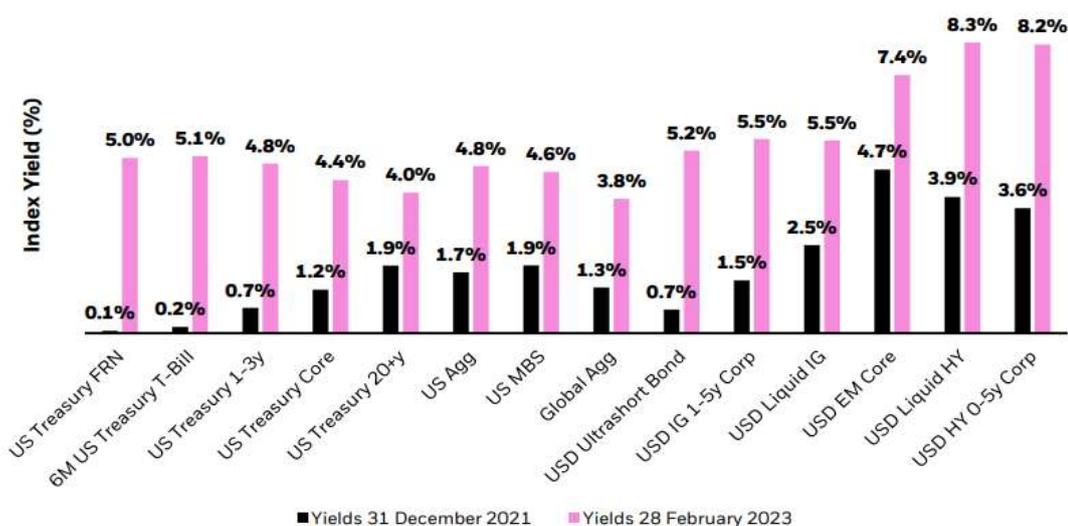


Source: BlackRock, as of 30 December 2022.

Source: BlackRock, as of 28 February 2023.

再由圖 7-4 可看出 2021 年底(升息前)時多數債券類別收益率對投資人而言不具吸引力，僅新興市場債收益率超過 4%；但 2023 年 2 月底時許多債券類別收益率可達 5%以上。近期美國區域性銀行(如 SVB、FRC)及瑞士信貸(Credit Suisse)等金融事件導致金融紊亂，投資人青睞美國國債及投資級債券，就天期方面投資人偏好(極)短天期(Ultrashort)債券(市場波動時適合本金保值)，因其存續期間短，利率敏感度沒那麼大且仍有不錯的報酬(5%)，可視為類現金作為資金暫泊之處。

圖 7-4：升息循環前後收益比較



Source: BlackRock, as of 28 February 2023.

圖 7-5 為 2022 年 10 月至 2023 年 3 月 iShares 的 ETPs 資金流入(出)，固定收益類僅在 2023 年 2 月為資金流出，其他月分則為明顯流入。在 2023 年 3 月固定收益類流入 158 億美元，其中公債就占 127 億美元。以 iShares 0-3 Month Treasury Bond ETF(SGOV)為例，存續期間僅 0.1 即可享有不錯的收益率，2023 年 3 月時流入 SGOV 的資金規模就成長了 21 億美金(約為該檔 ETF 規模的 21%)。如投資人預期聯準會升息步伐尚未步入尾聲，可選擇 iShares Treasury Floating Rate Bond ETF(TFLO)，其由美國浮動利率國債組成，約每半個月調整利率，在升息環境下存續期間更低。

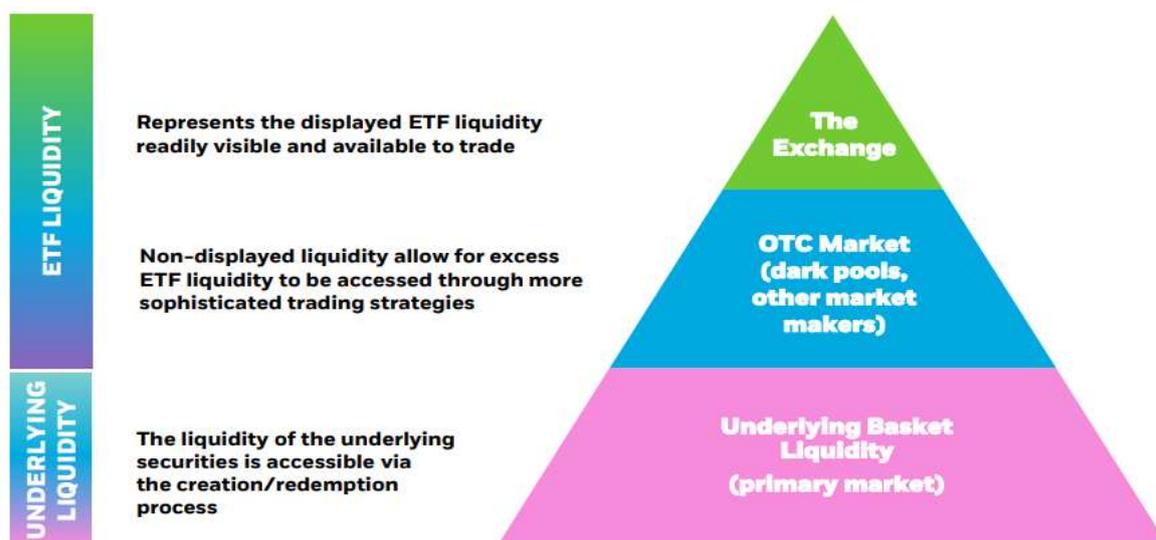
圖 7-5：2022 年 10 月至 2023 年 3 月 iShares 的 ETPs 資金流入(出)



Source: BlackRock, as of March 24, 2023. Data inclusive of US-listed, UCITS and APAC-domiciled iShares ETPs only.

債券 ETF 為投資人帶來許多好處，相較其他債務證券最明顯的優勢當屬高流動性。圖 7-6 顯示債券 ETF 不只有通過申購/贖回獲得的一籃子債務證券流動性，還多了另外兩層屬於 ETF 的流動性，分別為(一)交易所提供的 ETF 流動性(可見並常用於一般交易)及(二)場外交易提供的流動性(較不可見，一般投資人難取得其管道)。舉例而言歐盟金融市場工具指令(MiFID)規定所有 ETF 交易皆須揭露後，超過 75%的 iShares Fixed Income ETF 交易量來自 OTC；交易可能透過暗池(非公開的私人電子交易市場，可滿足大型投資機構匿名鉅額買賣標的之需求)或造市商，常見於歐洲)。

圖 7-6：ETF 流動性示意圖



在市場波動大時(以 2020 年 3 月 Covid 為例)，個別債券難以交易，更能體現債券 ETF 的韌性。以 USD Investment Grade Corporate Strategy 為例，2020 年 3 月 12 日(美國近代歷史最慘交易日之一)當天在交易所換手將近 9 萬

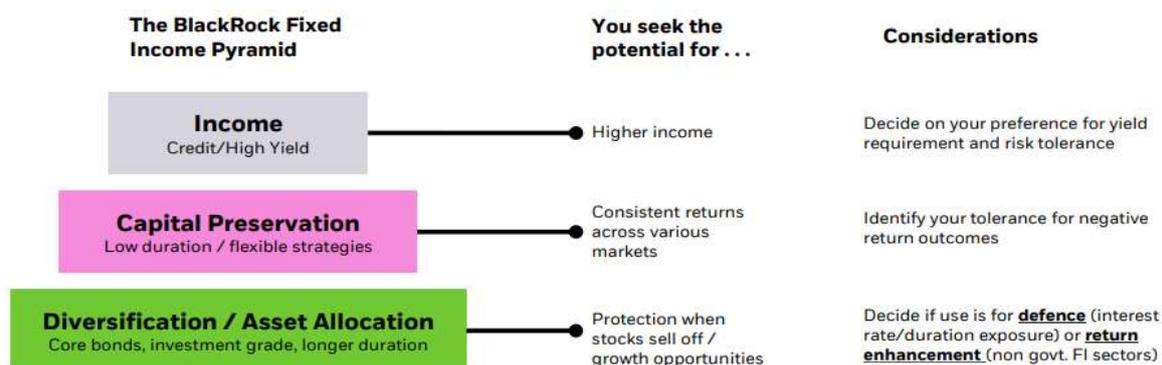
次，相較之下其前五大持有部位平均僅交易 37 次，彰顯債券 ETF 多兩層流動性的特質。此外債券 ETF 有價格發現功能，對照不常發生的個別債券交易，債券 ETF 更能即時反應市場供需變化及市場對其追蹤指數板塊的看法。

債券 ETF 帶給投資人的優點可分為：

1. 流動性管理：在不影響長期投資規劃下，投資人如有臨時套現需求可賣出債券 ETF 取得現金，另一方面如有剩餘現金亦可投資於債券 ETF 避免現金拖累(Cash Drag)。債券 ETF 作為流動性工具可協助投資人避免在壓力大的市場中被迫以成本較高的狀態出售單一債券。
2. 戰術調整：因債券 ETF 單日流動量高，易於交易，投資人可視市況快速提高或降低曝險，以最快的速度最適化投資人的投資組合(比交易單一債券更有效率)。
3. 資產配置：如 Bloomberg global aggregate index 由 2 萬 5 千多個債券組成，投資人只要購入追蹤該指數之債券 ETF 就可用便宜成本(約 10bp)快速建立其部位曝險。
4. 投資組合過渡：投資人如有新建倉需求，短時間內可透過買進債券 ETF 達成部位曝險，省去買個別債券需要的前置文書作業時間(舉例而言投資人如看好特定國家市場擬開戶投資，但受限當地法規在投資前須提交文件進行事前審核，為避免錯失投資良機，可投資追蹤該市場之債券 ETF 作為替代方案)；或是投資人之前買的單一債券到期還本/被發行人提前贖回但尚未找到適合的補券標的，亦可先購入債券 ETF 達成部位曝險。
5. 借券收益：投資人可將短期內未打算賣出的 ETF 庫存借給其他投資人賺取額外借券收益。

投資人在買債券時應先思考其在投資組合將扮演何種角色(如圖 7-7)，是著眼於收益(如 HY)，還是在市場波動時追求本金保值(適合天期較短的債券，因其存續期間短，利率敏感度低)，抑或是想分散投資股票的風險(適合天期較長的債券)。投資人亦可將是否有避險需求、是否符合 ESG 或是否需對特定產業別進行曝險納入考慮，再建構投資組合。

圖 7-7：債券在投資組合中扮演的角色



八、2023 年亞洲固定收益市場展望

(一) 講師：Manjesh Verma, Head of APAC Credit & Fixed Income Research

(二) 課程內容：

在 2022 年，亞洲信用和利率市場表現不佳。投資級和較長期限的亞洲信用受到美國國債利率上升的衝擊，而高收益債部分則見證了信用利差的擴大。中國自 2022 年 12 月以來的局勢發生了變化，首先是中國國家衛生委員會發布了一系列通知以放寬對 Covid 的限制，將 Covid-19 的有效風險級別從 1 級下調至 2 級(表明 Omicron 變異體不那麼致命)，繼又宣布了針對房地產行業的一系列支持措施，旨在提供各層面的流動性和促進購房。此外，中國政府也採取了一系列促進增長的政策，包括積極的財政政策和有針對性的貨幣政策。

圖 8-1：亞太區(除日本外)經濟成長率仍佳

Asia (ex-Japan)'s economic growth forecasts are strong

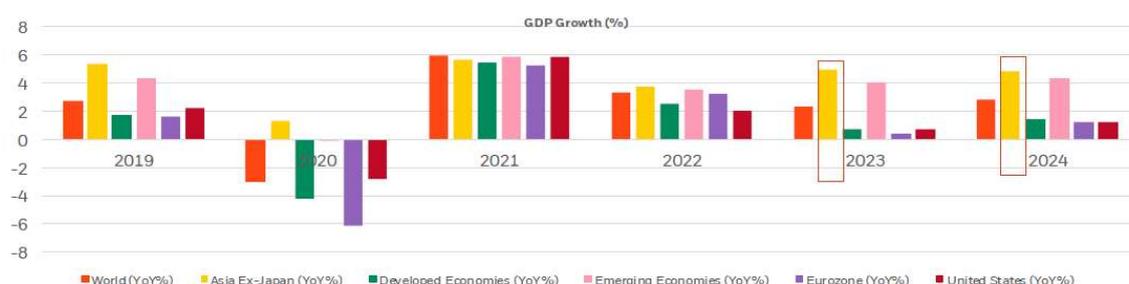
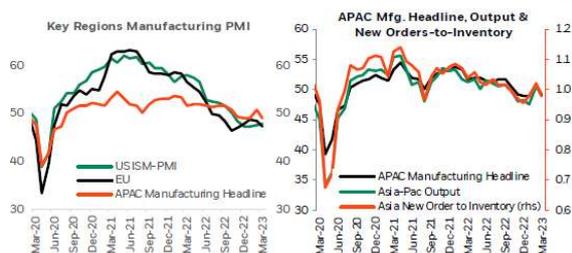


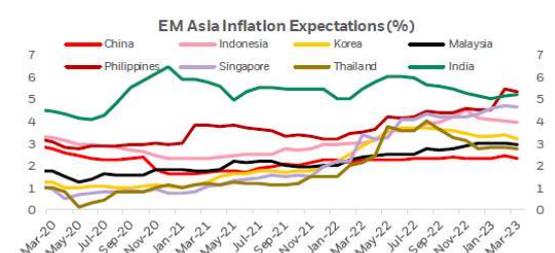
圖 8-2：亞太地區採購經理指數及亞太地區通膨率

APAC Purchasing Managers Index (PMI) continue to be stable and outperforming DM



Source: Haver and BLK calculations, as of Mar, 2023.

EM Asia inflation expectations stable across the region



Source: Bloomberg and BLK calculations, as of Mar, 2023. *Korea* refers to South Korea.

由圖 8-1 可知，亞洲(除日本外)地區的經濟增長預測強勁，宏觀環境相對穩定。亞太地區的採購經理指數 (PMI) (詳圖 8-2)持續保持穩定並優於發達國家。整個亞洲地區的通貨膨脹預期保持穩定，預計 2023 年的亞洲債務違約率將趨於穩定，亞洲信用債較高的收益/期限比在利率上升的環境中相對有利。亞洲信用債利差持續高於美國相對應的部分，為投資者提供更高的收益率和較低的年限。

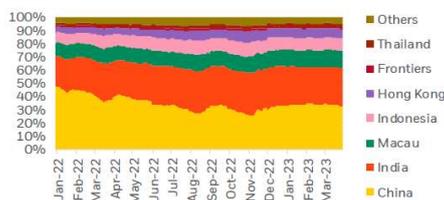
圖 8-3 亞洲高收益債變得更小、更優質、更多元化

The market size of Asia HY has dropped



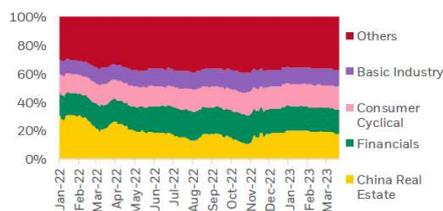
Source: ICE BAML Asian \$HY Corporate 3% Issuer Constrained Index 31 Mar 2023.

Non-China takes up a more significant share



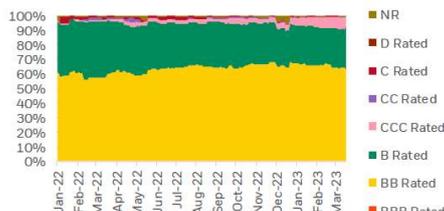
Source: ICE BAML Asian \$HY Corporate 3% Issuer Constrained Index 31 Mar 2023.

Sector mix has become more balanced



Source: ICE BAML Asian \$HY Corporate 3% Issuer Constrained Index 31 Mar 2023.

The asset class is now higher quality



Source: ICE BAML Asian \$HY Corporate 3% Issuer Constrained Index 31 Mar 2023.

由圖 8-3 可知，亞洲信用市場具有好轉的條件，主要是以亞洲信用呈現還款大於借款的狀態，這在 2008 年金融危機以來首次發生。且亞洲高收益市場已變得更小但質量更高且更加多元化，非中國市場的佔比增加，部門結構更加平衡，使該資產具更高的品質。

總結來看，2023 年亞洲固定收益市場呈現一定的挑戰和機遇。儘管在 2022

年信用和利率表現不佳，但亞洲信用市場的基本面相對穩定，且有望改善。中國政府推出的支持措施為房地產行業提供了一定的支持，並積極採取促進增長的政策。亞洲的宏觀環境相對穩定，經濟增長預測強勁，並且亞洲信用在高收益/期限比率方面具有優勢。此外亞洲信用市場的穩定性得到投資者的支持，並且該市場正變得更加多元化。在 2023 年，投資者應密切關注政策的實施情況、市場的動態變化以及宏觀經濟趨勢，以更好地把握亞洲固定收益市場的投資機會。

九、中國債市的機遇與未來發展

(一) 講師：Yii Hui Wong, Asia Fixed Income Portfolio Manager

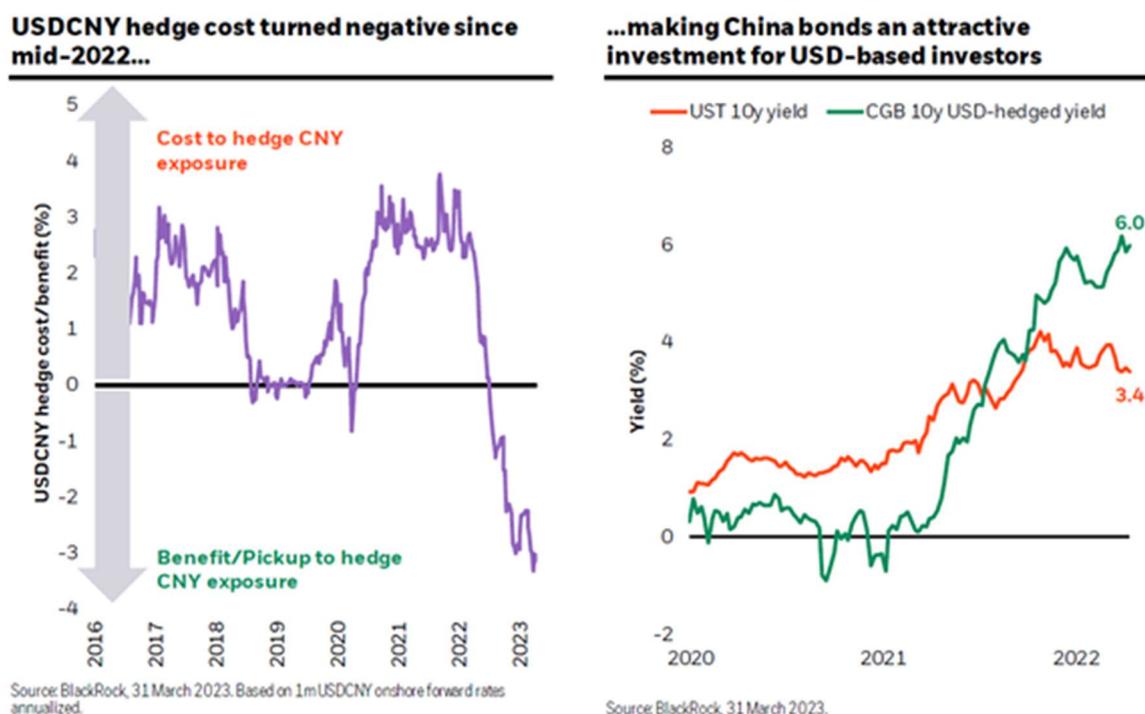
Wee Lynn Low, Asia Fixed Income Product Strategy

(二) 課程內容：

中國的債券市場在過去十年取得了顯著的發展，目前已成為全球第二大債券市場。中國的債券市場演變過程中推出了多種準入管道，包括離岸人民幣債券市場(俗稱點心債)、人民幣合格境外機構投資者計劃以及上海-香港債券通等。這些措施增加了國際投資者進入中國債市的便利性。同時，中國政府也積極推動中國債券在國際指數中的納入，吸引了大量的資金流入。外國投資者對中國債券市場的持有比例目前為 2%，主要集中在中國政府債券(約 1,100 億美元)和政策性銀行的債券(約 800 億美元)，隨著指數納入的推動，預計將有更多資金進入中國債市。

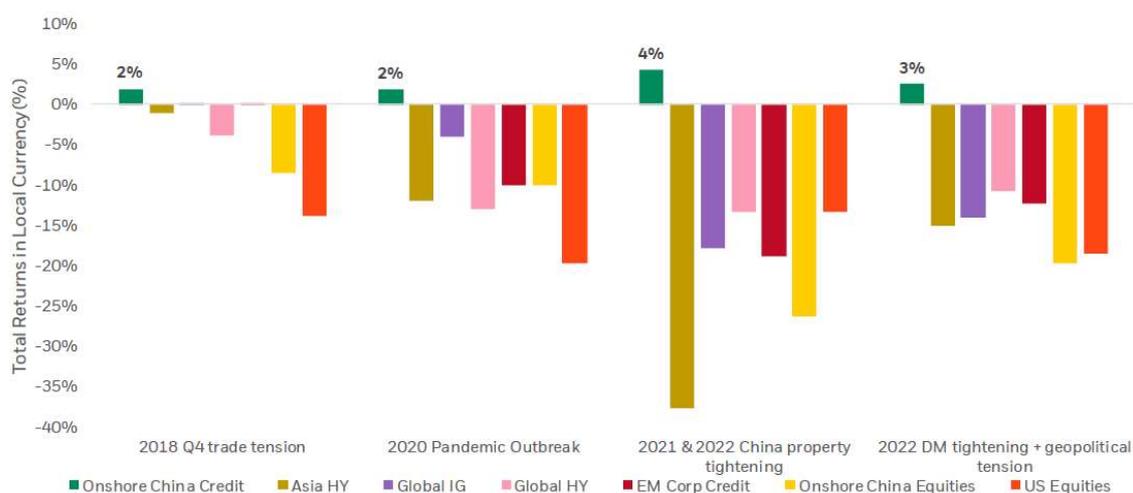
近年來，由於美元兌人民幣避險成本的變化，使中國債券對以美元計價的投資者變得更具吸引力，且 CGB 10y USD-hedged yield (中國國債 10 年期美元避險後收益率)到 6.0%，高於同期限的美國公債利率，詳圖 9-1。

圖 9-1：美元兌人民幣避險成本變化及美元避險後中國國債 10 年期 (CGB 10y USD-hedged yield) 收益率



中國的利率變化特性也提供了在風險迴避時的投資組合抗跌能力，為投資者提供了收益增加和多樣化的益處。中國信用市場的高度多樣化和可擴展性，使其成為全球投資組合中強大的下行風險緩解工具。在各種波動時期，中國債券市場表現出韌性，能夠提供穩定的收益。如圖 9-2 所示，過去五年間，中國的在岸債券(Onshore China Credit)在任何動盪的時刻，都能夠提供正報酬。

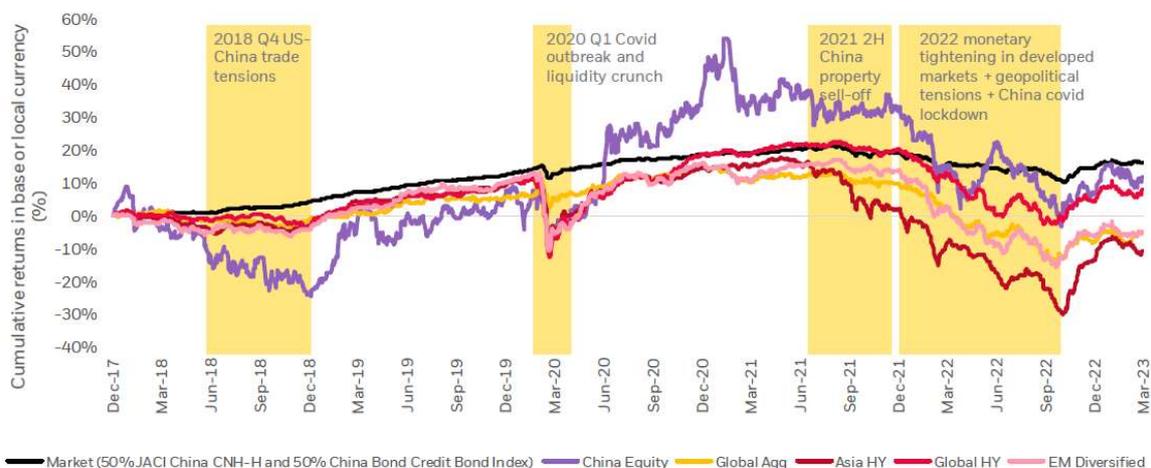
圖 9-2：過去幾次大幅波動期間，中國債市仍能保持正收益



甚至利用 50%在岸債券+50%離岸債券投資組合的 5 年績效，在各種波動時

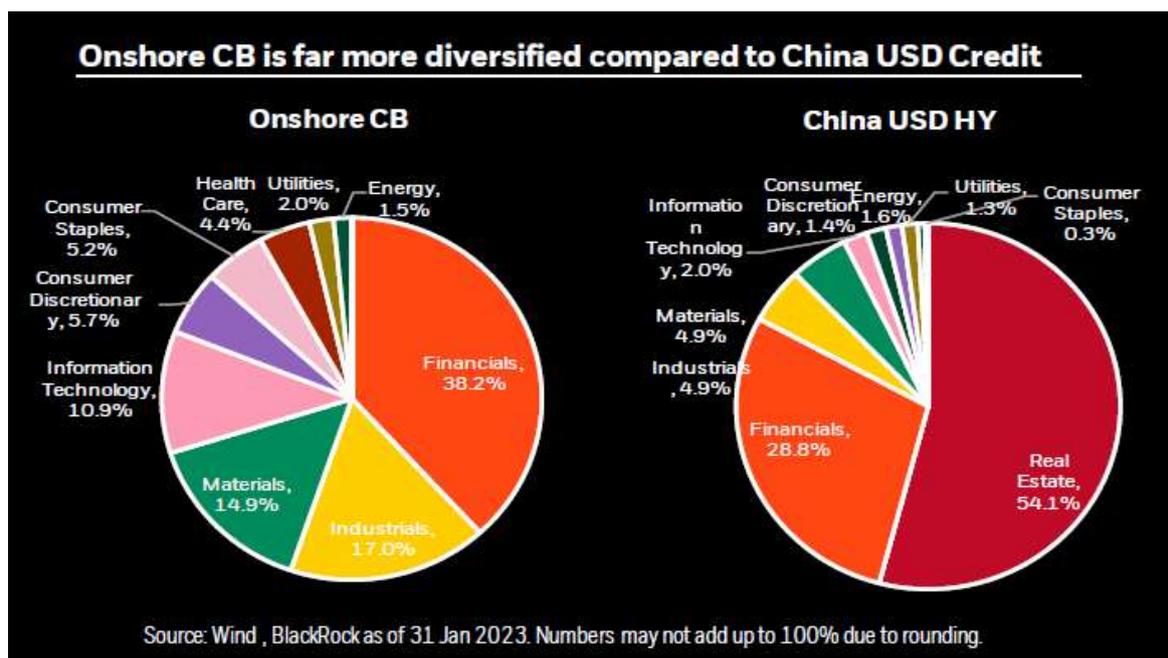
期表現出韌性，與其他主要資產類別對比，該策略根據圖 9-3 所示，在四個關鍵事件時，展示了提供更好投資者體驗。

圖 9-3：50%在岸債券+50%離岸債券投資組合績效



中國的可轉換債券市場也在近年來得到了快速發展，成為全球第二大市場，僅次於美國。該市場的規模預計將繼續增長，並為發行公司提供了更方便和靈活的融資工具。拿在岸可轉換債券(onshore CB)市場和中國美元(計價)高收益債券(China USD HY)市場比較可以發現，可轉換債券(CB)市場有 400 多個發行人，而中國美元高收益債券只有 50 個發行人，在岸可轉換債券比美元計價的中國信用債券更加多樣化，詳圖 9-4。

圖 9-4：在岸可轉換債券(onshore CB)市場和中國美元(計價)高收益債券(China USD HY)產業別比重



總而言之，中國債市目前正處於迅速發展的階段，並提供了豐富的機遇和未來前景。隨著中國債券市場在全球的地位不斷提升，更多的國際投資者將目光投向這個巨大而多樣化的市場。然而，投資者在進入中國債券市場之前，仍應充分了解相關的風險。其中一個主要風險是市場流動性風險。由於中國債券市場的規模龐大，部分債券可能存在流動性不足的問題，這可能會導致投資者難以買入或賣出債券。此外中國的金融體系仍在改革中，市場監管和法規環境相對較新，也存在一定的政治和法律風險。

十、印度：“覺醒的猛虎”，其固定收益市場的演變與發展

(一) 講師：Manjesh Verma, Head of APAC Credit & Fixed Income Research

Mamta Bansal, Asia Fixed Income Trading

(二) 課程內容：

1. 印度總體經濟展望

印度已身為世界第五大經濟體，是一個覺醒的猛虎，預計到 2030 年前成為世界第三大經濟體。印度已是世界上人口最多的國家，擁有龐大的勞動力和消費市場。近年來，印度政府積極推動經濟改革，加強基礎設施建設，提高教育水平和技術創新能力，以促進經濟發展。印度的 GDP 在過去十年中保持了穩定增長，過去在 IT 服務出口上有很不錯的紀錄，67%的人口正值工作年齡，年齡中位數小於 30 歲，以上都代表著其消費力成長也將非常驚人。

印度政府也在不斷努力創新，近年力推無紙化和無現金化經濟。另外一個重點是關於製造業，印度是受益於供應鏈分散的國家之一，因為疫情影響與地緣政治等因素，逐漸有了發展契機，往正向的方面發展。有關於基礎建設的投資也將創造許多就業機會，最終受益仍是整體消費力。

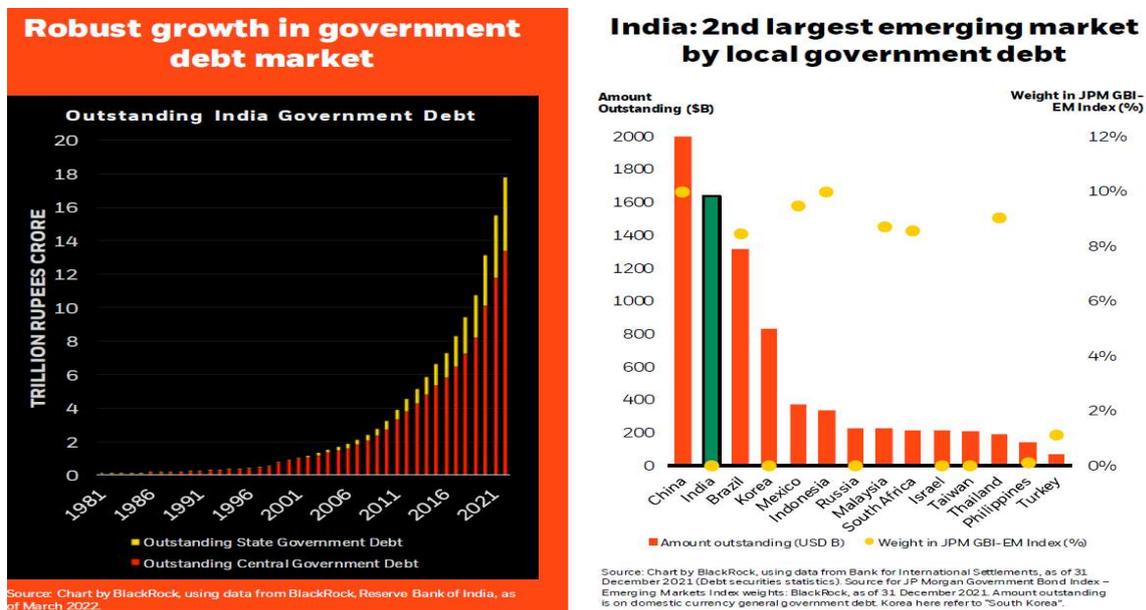
資本流入對各方面都非常重要，尤其像是新創事業。印度經濟面臨重大變革的規模，比較中國及印度這兩個人口大國是極自然的事，印度未來十年的轉型可與中國 2007 年至 2011 年的五年轉型相比。

2. 印度政府債券市場及其特點

印度是以國內需求為主導的經濟，其中央銀行正著手建立足夠的外匯儲備，有利於各穩定的匯率。與主要對手國相比，印度債務占 GDP 比例較低，通脹指數和核心通脹指數顯示放緩跡象。圖 10-1 顯示印度政府債券在過去數十年間

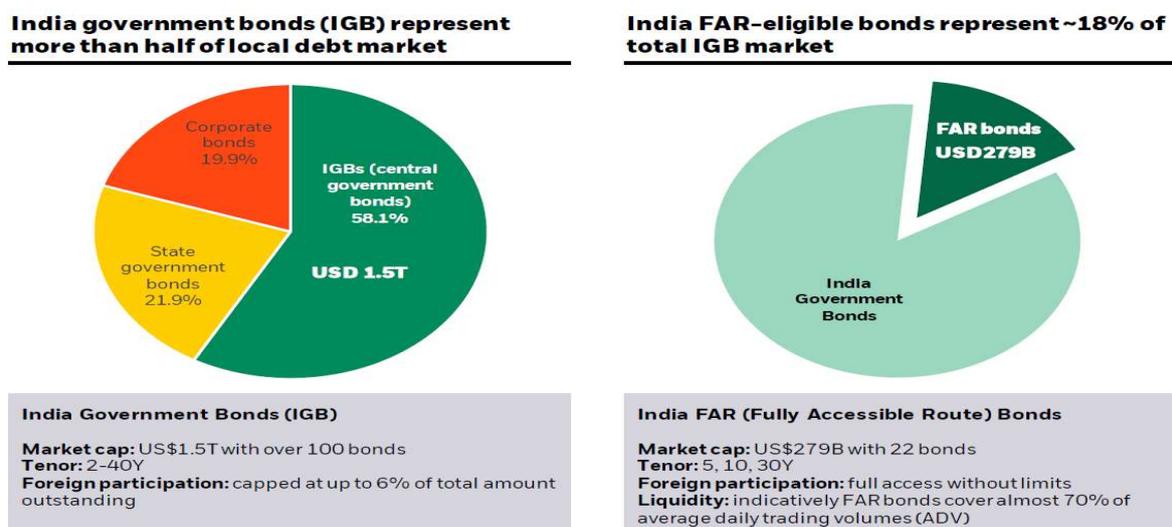
規模呈現強勁的成長，且已經成為新興市場中第二大的政府債券市場，但訝異的是它尚未是任何新興市場政府債券指數成分之一，也暗示著未來印度政府債券巨大的潛力。

圖 10-1：印度國債規模成長趨勢及規模比較



印度政府債券市場是印度固定收益市場的主要組成部分，其中印度中央政府債券(IGBs)占當地債券市場的一半以上，再來是地方州政府債(State government bonds)，最後是公司債(Corporate bonds)相對較小。另外，印度符合 FAR(Fully Accessible Route)標準的政府債券雖占印度政府債券市場總額僅約 18%，但因為其進出限制較少，流通較自由，其占日總交易量的約 70%，詳圖 10-2。

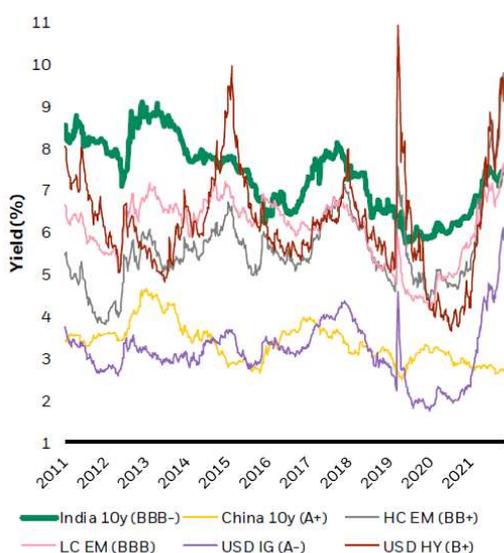
圖 10-2：印度債券市場的組成



印度政府債券市場的特點包括提供有吸引力收益，與主流市場有風險分散的效果、外國人持有量較低、投資級主權債券、指數納入紅利等。印度政府債券市場的收益率相對較高，十年期國庫債券的收益率約 7% 以上，通常高於其他新興市場。此外，印度政府債券市場的風險不高，主因印度政府的財政狀況相對穩健。外國對印度政府債券的持有比例仍然較低，約為 2%；估計指數納入後將有 200-300 億美元的資金流入印度（包括 FAR 債券），詳下圖 10-3。

圖 10-3：印度政府債券提供有吸引力的收益率和多元化收益

A yield diversifier – with yield pick up over other DM sovereigns at IG rating

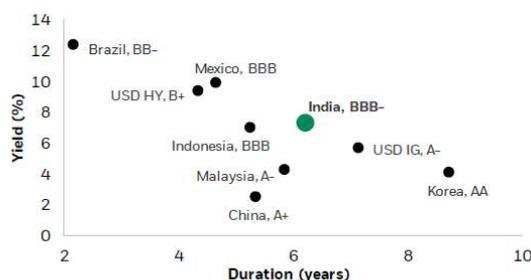


Diversification and asset allocation may not fully protect you from market risk.
Source: Chart by BlackRock, using data from BlackRock, Bloomberg, 22 October 2022.

...and low correlation against key fixed income asset classes

	India	China	HC EM	LC EM	USD Gov	USD IG	USD HY
India	1						
China	0.371	1					
HC EM	0.41	0.304	1				
LC EM	0.477	0.428	0.832	1			
USD Gov	0.227	0.221	0.221	0.034	1		
USD IG	0.363	0.377	0.837	0.605	0.593	1	
USD HY	0.253	0.324	0.877	0.689	0.094	0.785	1

Note: Colour intensity ranks by percentile - darker shade of green indicates lower correlation; darker shade of red indicates higher correlation



Source: BlackRock, as of 30 September 2022. Correlation based on index monthly returns from 30 Sep 2019 to 30 Sep 2022.

3. 印度本土信貸市場(Onshore credit markets in India)

印度本土信貸市場，相當龐大。有以下特點：

- (1) 市場規模不斷增長：約 40 萬億印度盧比（約 5000 億美元）（相比政府債券的約 85 萬億印度盧比）。
- (2) 交易量中等：約 14 萬億印度盧比，過去 10 年增長了 3 倍，而市場規模在同一期間增長了 5 倍。
- (3) 債券數量非常多：約 29,700 支（相比政府債券僅約 100 支），每支債券的平均餘額：約 1.35 億印度盧比（相比政府債券每支債券約 85 億印度盧比）。
- (4) 投資者基礎：主要是保險和養老基金，有望擴大。

印度政府致力發展本土公司債市場的理由：

- (1) 通過擴大銀行融資以外的渠道，為借款人提供長期資金選擇。
- (2) 將投資機會擴大到機構和零售投資者。
- (3) 將風險負擔不僅由銀行承擔，而且越來越多地由銀行和投資者共同承擔。
- (4) 保險/養老基金從資產和負債更好地匹配中受益。
- (5) 長期債券可以成為基礎設施項目的重要資金來源，這是政府的重點項目。
- (6) 企業可以發行環境、社會和治理（ESG）友好型債券，解決關鍵社會領域的資金問題。
- (7) 2016 年印度實施的破產法典後改善了債權人保護框架，但仍需要不斷改進。

4. 印度離岸債券市場(Indian offshore bond markets)

印度離岸債券市場是指在印度公司在國外發行的美元計價的債券，較本土信貸市場成熟。印度離岸債券市場增長迅速，在亞洲地區是個有不錯風險回報和多元化的投資機會，以下幾點簡述

- (1) 在 COVID-19 前，發行趨勢增加，但自那時以來有所下降。
- (2) 印度現在是離岸債券指數的第五大組成部分。
- (3) 投資級和高收益市場都是亞洲信用市場中吸引人的多元化投資機會
- (4) 在過去 12 個月中，印度發行人的投資級債券平均收益率約為 7%，高收益發行人的平均收益率約為 10-15%。
- (5) 發行人的質量在整體上相對穩定。
- (6) 印度央行的規定限制了發行人可以支付的收益率上限，這意味著質量較差的發行人無法進入離岸美元債券市場，這對於美元債券投資者是有利的。

5. 結論

綜合以上分析，印度固定收益市場的發展前景良好，尤其是印度政府債券市場。印度政府債券市場提供高收益、低風險、多樣性和流動性等投資優勢，是投資者的理想選擇。印度本土信貸市場和印度離岸債券市場雖然風險較高，但收益率也相對較高。總體而言，印度固定收益市場的發展潛力巨大，值得投資者關注和重視。

參、心得及建議

本次參加貝萊德(BlackRock)資產管理公司在新加坡所舉辦的參訪研習課程，主講者皆為該公司策略分析師或投資部門主管，內容多樣且豐富，也就各種新興的投資趨勢(如低碳投資等)、多元資產投資的方法及固定收益市場的展望作詳盡介紹，使我們習得不少最新的資訊與知識。

近年受疫情影響，海外研習活動大致暫緩直至今年才陸續恢復舉辦。資產管理公司舉辦之研習活動雖有改利用線上與實體一併舉行方式，但實體與金融同業互動的收穫仍是線上難以取代。本次參加研習成員來自世界各地政府主權基金或民間法人等機構投資人員，除了藉由分組競賽，與成員互相交流，增加個人的投資視野，課餘後也把握機會與世界各地或在當地工作的同業進行交流，分享各地經濟的現況與展望。近年來新加坡因來自中國與香港的資金不斷地流入，雖說造成不小的房價與物價上漲的壓力，卻也帶來幾乎是前所未有的繁榮。我們在課程以外時間也多有走訪，對於新加坡的國際化、多元包容的文化、政府的高效行政等留下深刻的印象。

另外，本行代辦舊制勞工退休基金管理與運用，面對低碳經濟所帶來之國際經濟發展趨勢，除考量傳統財務績效、追求長期投資收益之穩定性與安全性外，近年亦多將符合 ESG 標準情形與資訊揭露等面向納入投資有價證券考量，如落實股東行動主義，敦促被投資企業實踐減碳目標；另外債券投資也增持綠色債券部位。本次研習認識到一流國際資產管理公司如何更有效地實踐低碳經濟的投資轉型，並配合該公司的投資人盡職管理團隊，有效的作為客戶與被投資公司之間的橋樑，實踐永續與對環境更友善的投資，許多作法都值得本行納入未來投資考量。