

出國報告（出國類別：其他）

參加 BlackRock 舉辦之
「 **Building Resilient Portfolios in the
New Regime** 」研討會心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：陳淑勤 一等專員

派赴國家/地區：新加坡

出國期間：113 年 10 月 6 日至 11 日

報告日期：113 年 12 月 26 日

目錄

壹、前言	1
貳、課程內容	2
一、 總體經濟分析及展望.....	2
(一) 美國	2
(二) 日本	4
二、 影響總體經濟變化的關鍵驅動力(Mega Forces)	5
三、 債券市場投資.....	9
(一) 美國公債市場近況.....	9
(二) 債券指數型基金(Bond ETFs).....	11
參、心得及建議.....	14
參考資料	15

壹、前言

職奉派於 10 月 6 日至 10 月 11 日參加 BlackRock 於新加坡舉辦之「Building Resilient Portfolios in the New Regime」研討會，參加研討會人員約 40 多人，主要參加人員來自歐洲(瑞典、英國)、非洲(南非)、美洲(美國、哥倫比亞)、中東(阿曼、阿拉伯聯合大公國、沙烏地阿拉伯)、亞洲(印度、泰國、香港、新加坡、南韓)等保險公司基金經理人、證券公司交易員、央行、貨幣管理局及主權財富基金等各金融機構人員。

此次研討會主要由該行各資產類別的策略分析師(product strategy)及投資組合經理(portfolio manager)參與主講(包含視訊方式)。研討會以互動方式進行，學員與講師針對主題發表看法，讓學員可以寬廣的思考問題，達到互動的學習效果，由於講師多為經驗豐富之人士，其課程內容豐富且收獲良多。

在 4 天研討會內容中涵蓋目前投資組合各個資產類別的市場現況及分析，包括已開發國家及新興市場的總體經濟、風險管理、固定收益債券市場(包含公債、公司債、固定收益債券 ETF、MBS 債券)、私募股票市場、已開發國家及新興市場的股票投資、對沖基金投資、基礎設施股票投資、房地產投資、股票 ETF、貨幣市場基金投資、黃金現況及展望，及比特幣等金融產品市場概況分析及投資建議等議題。以下就該研討會所分析之總體經濟，影響總體經濟變化的關鍵驅動力(Mega Forces)，及債券市場投資等議題之重點摘要如後。

貳、課程內容

一、 總體經濟分析及展望

(一)美國

Fed 於本(2024)年 9 月會議降息 50 個基點，Fed 稱在通貨膨脹已大幅下降的情形下，降息係為保護就業市場，維持經濟成長。市場認為 Fed 將採取穩步寬鬆的貨幣政策步調。BlackRock 指出，雖然密西根消費信心指數在本年 8-9 月上升後，10 月份初值意外下滑(如圖 1)，但通貨膨脹率(headline CPI)因食物及能源價格下跌而持續放緩 (如圖 2)，加上美國消費支出的零售銷售持續穩健(如圖 3)及企業獲利強勁成長，BlackRock 預期美國經濟將呈現軟著陸(soft landing)。

圖 1: 美國密西根消費信心指數

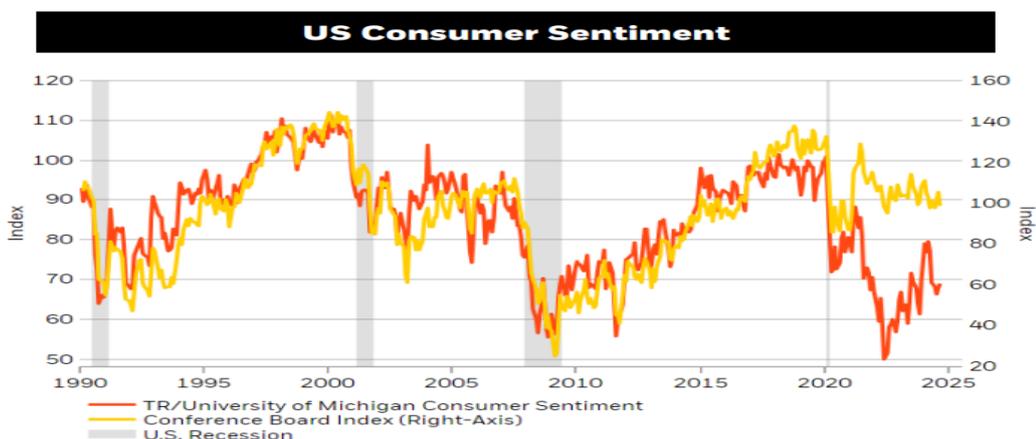


圖 2: 美國通貨膨脹率(headline CPI)

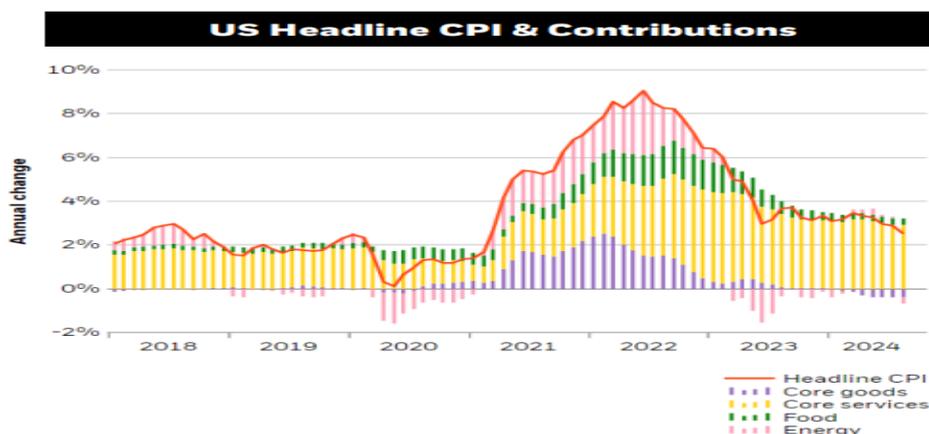
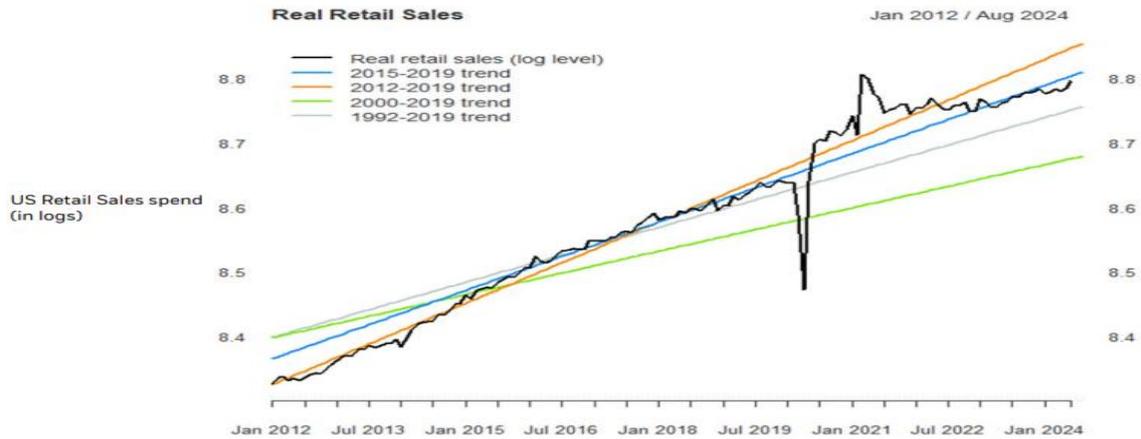
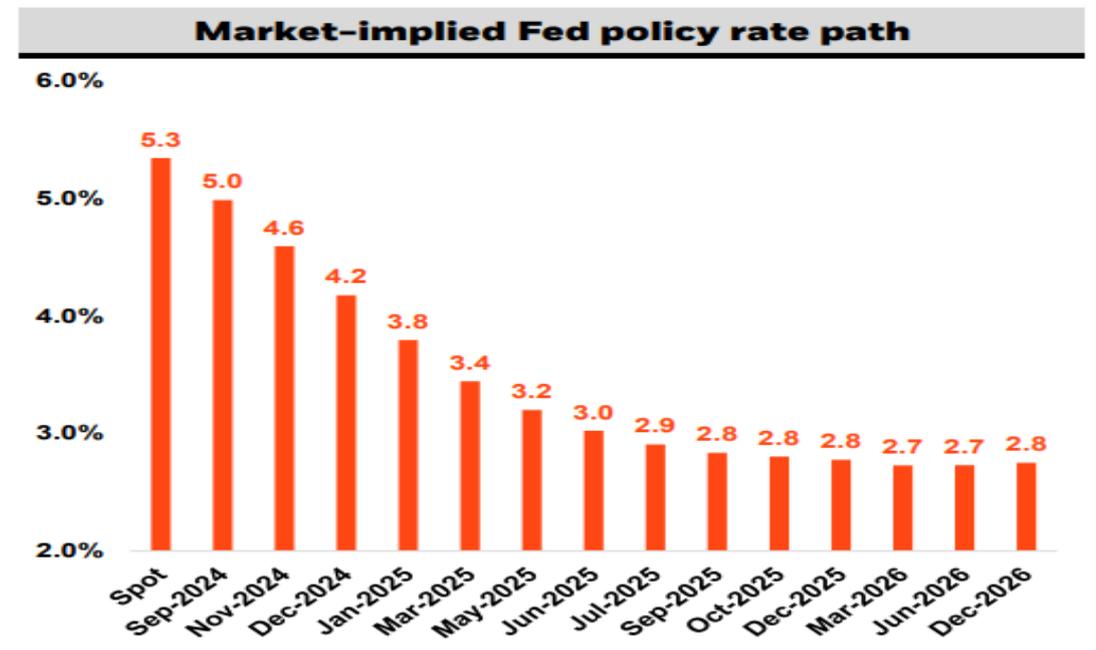


圖 3: 零售銷售穩健成長



由於前述提及對 2025 年通貨膨脹率放緩的看法，市場認為 Fed 將逐步調降利率，並指出市場隱含的聯準會政策利率(Fed policy rate)在 2025 年底將來到 3%以下 (如圖 4)。

圖 4: 市場隱含的聯準會政策利率路徑



鑒於 Fed 在 2025 年仍會調降利率的預期，對於投資者而言，2024 年仍是持續增加債券投資的最佳時機。

(二)日本

BoJ 於本(2024)年 3 月初判薪資與物價之良性循環已見跡象，遂結束負利率政策與殖利率曲線調控，啟動貨幣政策正常化。另 BoJ 復於 7 月 31 日公布貨幣政策會議決議，將政策利率由 0-0.1%調升至 0.25%，並將縮減每月購債規模，由 5.7 兆日圓逐步縮減至 2026 年第一季的 2.9 兆日圓，BoJ 總裁植田和男表示，未來視經濟數據發展或將進一步升息。

BlackRock 的新興市場投資主管指出，日本經濟從過去 20 年的通貨緊縮走出來，進入通貨膨脹的階段。不論在通膨指標(headline CPI 及 Core CPI (ex food)) (如圖 5)，或是針對消費者調查的未來通膨預期(如圖 6)，都顯示日本通膨仍將緩步上升。

圖 5: 日本通膨指標

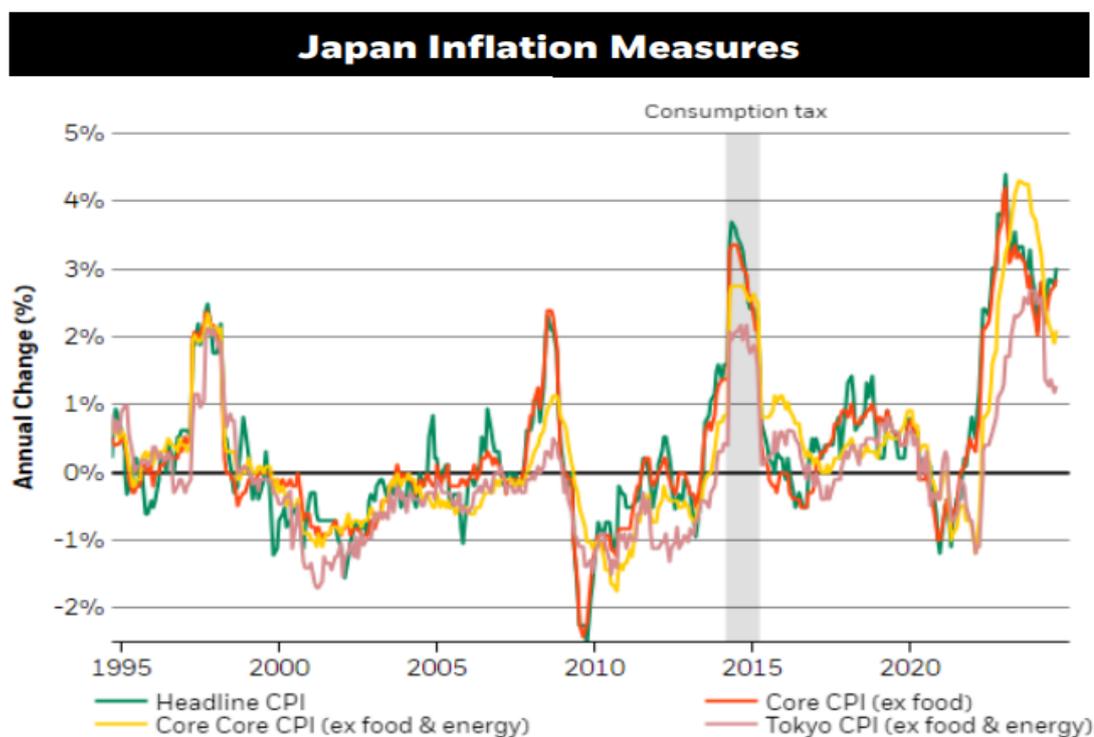
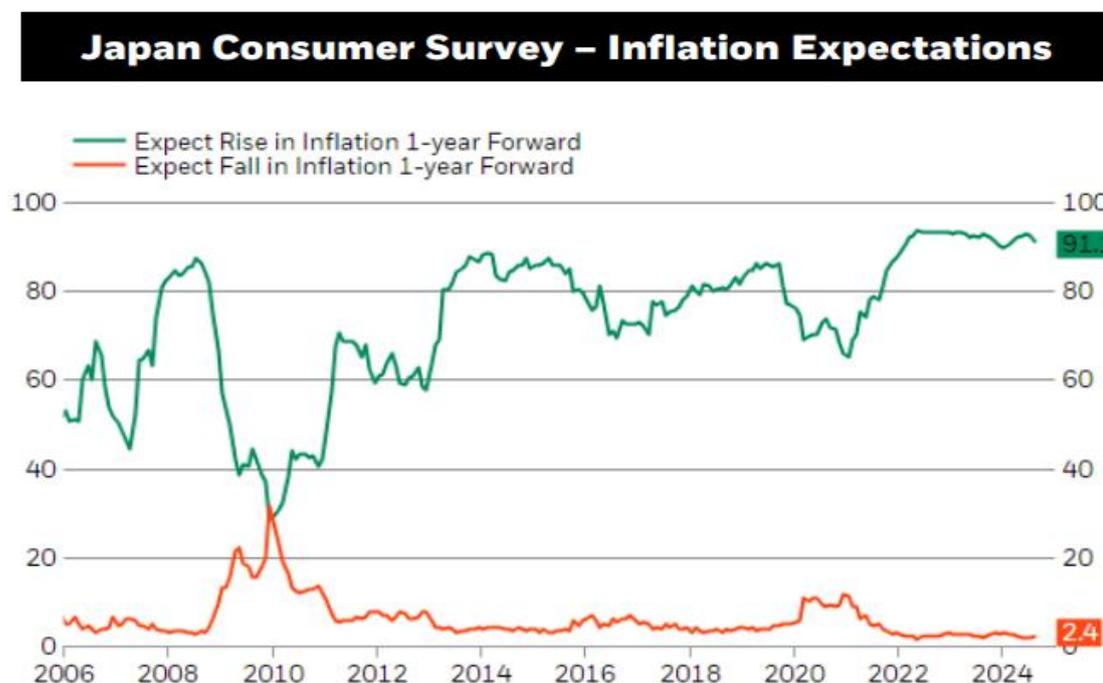


圖 6: 日本通膨預期



BlackRock 指出日本在伴隨經濟持續成長的情形下，在投資組合的資產配置中，建議持續加碼(overweight)日本市場。

二、影響總體經濟變化的關鍵驅動力(Mega Forces)

BlackRock 指出，數位化和人工智慧(Digital disruption and AI)、分裂的世界 (A fragmenting world)、低碳轉型(Low-carbon transition)、人口結構差異(Demographic divergence)，及未來金融 (Future of finance)等 5 項潛在因子將是影響未來總體經濟變化及金融市場波動加劇的關鍵驅動力。BlackRock 稱這 5 項因子為巨大的力量(Mega Forces)。因為這 5 項因子將改變未來經濟成長和通膨前景，並在各國經濟體和企業的獲利能力帶來重大轉變，而這些變化將對金融市場投資者創造重大投資機會，並影響現在和未來的投資方向。BlackRock 稱市場投資者須考量這 5 項因子，了解其對金融市場的影響並把握投資機會。

(一) 數位化和人工智慧:

係指科技正在改變我們生活和工作方式,我們看到以人工智慧為中心正開拓許多機會。

投資機會: BlackRock 指出在今年我們看到以人工智慧為中心的投資機會。例如: 完整的人工智慧生態系統(AI ecosystem), 包括技術創新者、大量數據資料的擁有者, 和各行各業的人工智慧使用者等科技產業都將受益。其中包含:

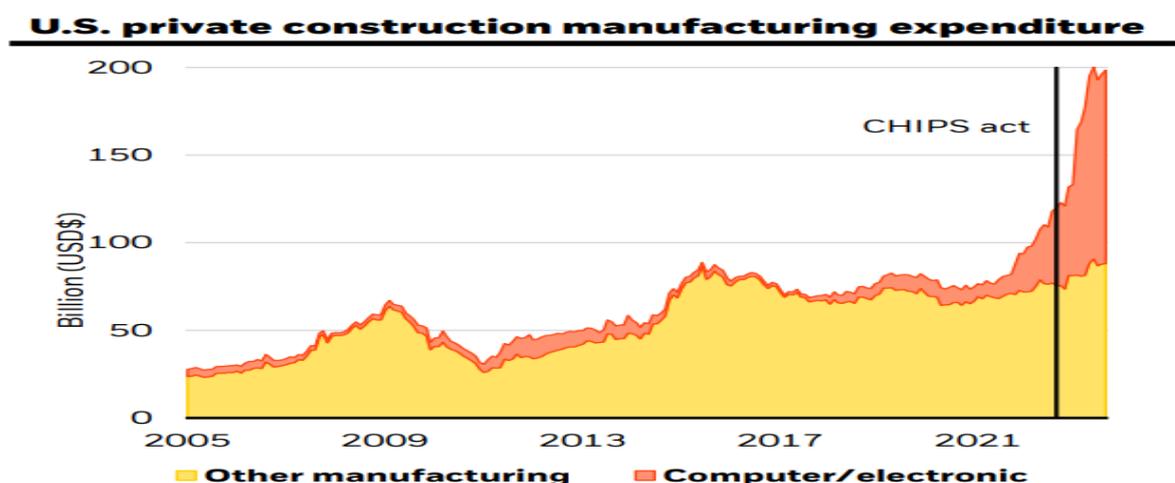
- 1、 向企業開放使用的應用程式。
- 2、 軟體: 與資料儲存、管理相關, 和使用大量資料的基礎設施, 還有用於訓練和提供人工智慧應用程式的資料 (公共資料和專有資料), 及建構專有的語言模型, 例如 Open AI 的 ChatGPT。
- 3、 硬體: 用來儲存和處理數據的資料中心, 例如雲端運算和伺服器。而晶片製造商和半導體製造商是人工智慧崛起的最直接受益者。

(二) 分裂的世界:

係指全球正分裂為不同的競爭區塊。例如: 美國和中國之間的戰略競爭明顯與過去的全球化相背離, 它催生了保護主義政策, 並加速全球供應鏈的回流美國及重新布局。以美國 2022 年頒布晶片法案(CHIPS)為例, 顯示在晶片法案實施後, 美國民間在電腦和電子類別的營建和製造支出大幅成長(如圖 7)。

投資機會:美國在科技、乾淨能源、基礎設施和國防工業的各項領域的投資機會激增。

圖 7: 美國民間的營建和製造支出



(三) 低碳轉型:

美國、歐洲以及中國正在推動以能源安全、產業競爭與氣候政策的為主導的轉型政策，而美國及歐盟則分別承諾提供相關氣候資金。其中美國政府分別通過晶片與科學法案、基礎設施和就業法，及降低通貨膨脹法案等共約 4700 億美元的資金，投入美國境內相關產業從事低碳轉型。由於能源系統轉型將刺激大規模資金重配置(capital reallocation)，創造許多機會。

投資機會:

- 1、 各種能源系統(高碳和低碳)的投資。
- 2、 有關投資組合中各資產配置投資調整，將取決於對清潔能源、基礎設施、電動車和關鍵礦物等產業的轉變速度及規模。

(四) 人口結構差異:

係指世界目前被區分為 2 個不同的市場。即年齡老化的已開發國家及年輕人口數多的新興市場。換句話說，高收入經濟體的已開發國家勞動人口在未來 20 年將會下降，而低收入經濟體的新興市場勞動人口數字則可望大幅上升。故已開發國家面臨人口老化，將導致產出及收入減少，經濟成長放緩現象。

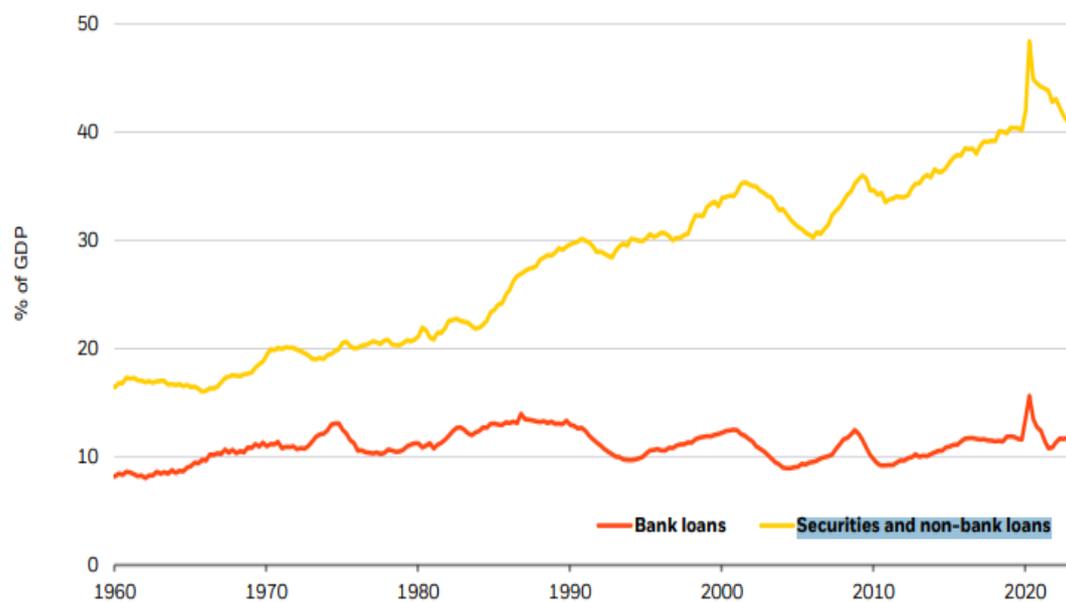
投資機會:投資者須關注在不同國家，企業如何提供不同年齡人口所需的醫療保健、房地產、休閒等產業服務，從中找尋投資機會。

(五) 未來金融:

係指快速發展的金融模式，正在改變家庭和企業使用現金、借貸、交易及尋求報酬的方式。雖然銀行業在嚴格的監管下，持續從事企業放款，但是我們看到中小型企業正轉向其他信貸來源進行融資投資和其他需求(如圖 8)。

圖 8: 美國非金融企業的融資來源

U.S. non-financial business debt by source of finance, 1960-2023



投資機會:

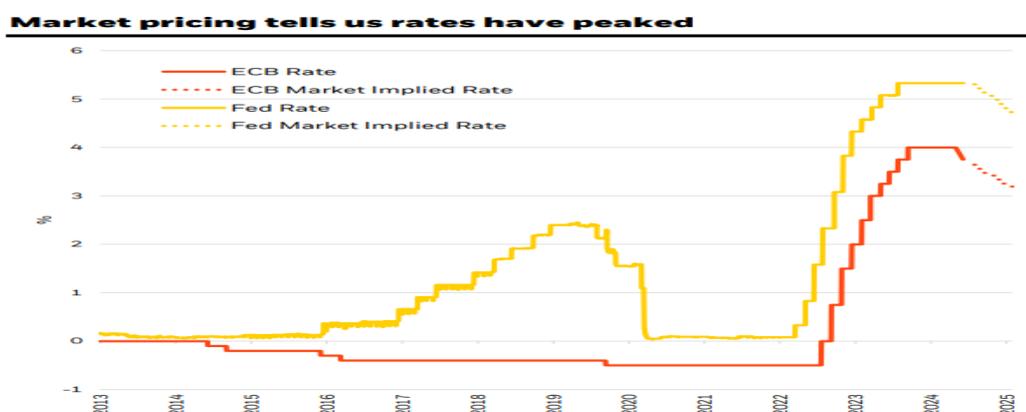
- 1、 非來自於銀行業的信貸資金可能對公司更有吸引力。
- 2、 金融科技、數位創新、人工智慧對金融體系的發展至關重要。對前述的投資，將可能成為未來的贏家。

三、債券市場投資

(一)美國公債市場近況

BlackRock 指出，在美國 Fed 及 ECB 分別於 2022 年結束低利率政策，開始調升貨幣政策利率後，市場認為本(2024)年因政策利率已回到 2008 年前相對高點(如下圖 9)，且預測未來全球經濟成長將放緩的情形，此時是投資人增加投資組合債券投資，並長期持有的時機。

圖 9:2024 年市場隱含利率已經到頂

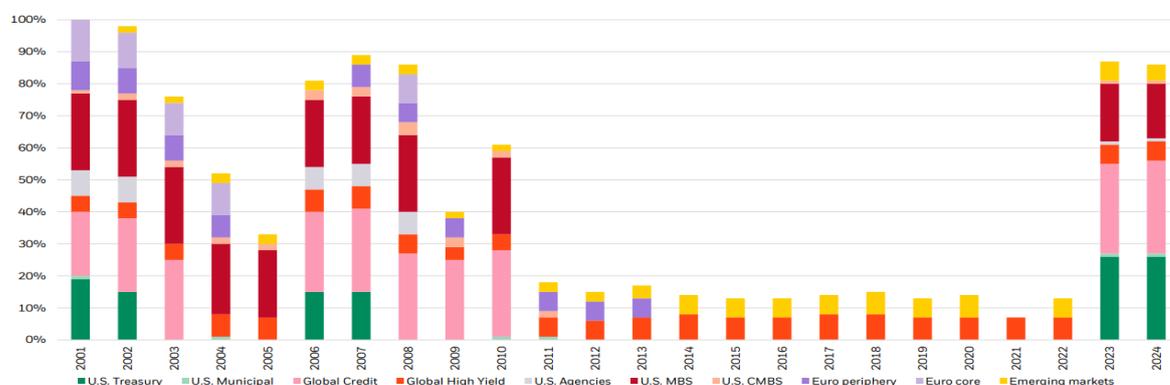


BlackRock 稱，從 2001 年到 2024 年期間的債券市場殖利率資料顯示(如下圖 10)，在 2023 年及 2024 年的美國公債(U.S. Treasury)、美國房貸抵押擔保債券(U.S. MBS)，及全球信用債券(Global Credit)的債券殖利率皆超過 4%。

圖 10:從 2001 年到 2024 年債券市場殖利率超過 4%的商品

Yields in fixed income back to levels we have not seen in more than a decade

Fixed income assets yielding over 4%, 2001-2024



資料來源: BlackRock Investment Institute、Barclays 及 Thomas Reuters(路孚特金融資訊)的 2024 年 6 月 19 日資料

另，BlackRock 亦比較美國國庫券、美國 10 年期公債、德國 10 年期公債、美歐投資等級債券，及 S&P500 等金融產品市場在 2014 年 6 月及 2024 年 6 月的投資收益績效，指出在 2014 年表現最佳的產品為 S&P500(5.62%)，而在 2024 年表現較佳的產品為美國國庫券(5.36%)、美國 10 年期公債(4.40%)，及美國投資等級債券(5.48%)。顯示在 2024 年投資信用評等高的債券，可獲得的績效表現，高於投資 S&P500 的股票。(如下圖 11、12)。

圖 11: 2014 年表現最佳的產品為 S&P500

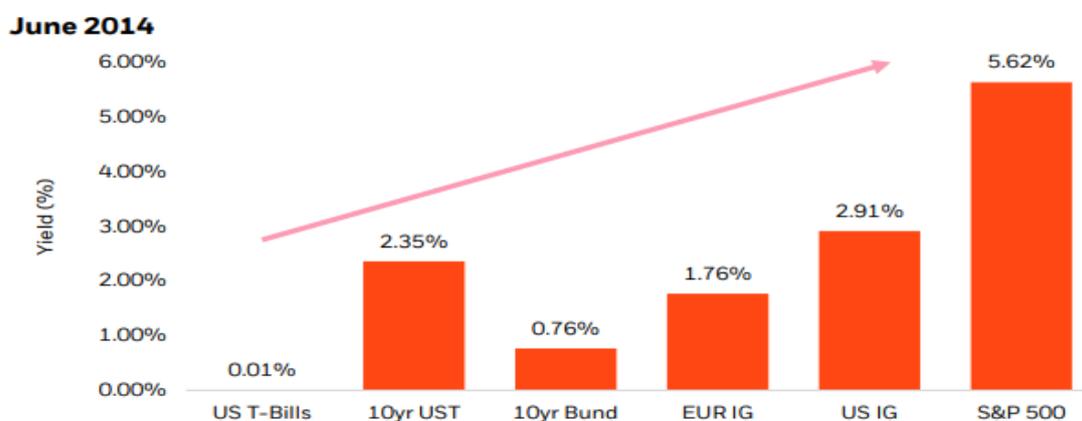
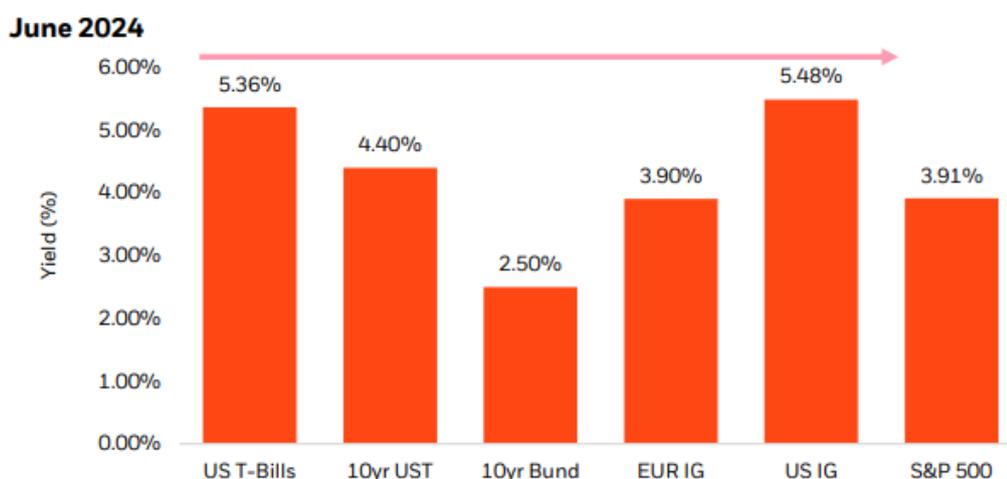


圖 12: 2024 年信用評等高的債券，績效優於 S&P500



資料來源: BlackRock 2024 年最新資料

(二)債券指數型基金(Bond ETFs)

1993 年具有流動性、透明性特色，追蹤 S&P500 的指數型基金(ETFs)在美國推出，這項新金融商品提供投資者快速進入金融市場投資的另一個選擇。隨著美國債券型 ETFs 在 2002 年進入市場後，包括中央銀行、主權財富基金、退休基金和各類型的投資者，逐步的將 ETFs 投資納入到其投資組合。可以看的出來，ETFs 已成為目前市場越來越受關注的金融商品之一。

1、投資 ETFs 有那些優點呢？

金融市場的投資者包括主權財富基金、退休基金分享了他們的看法:

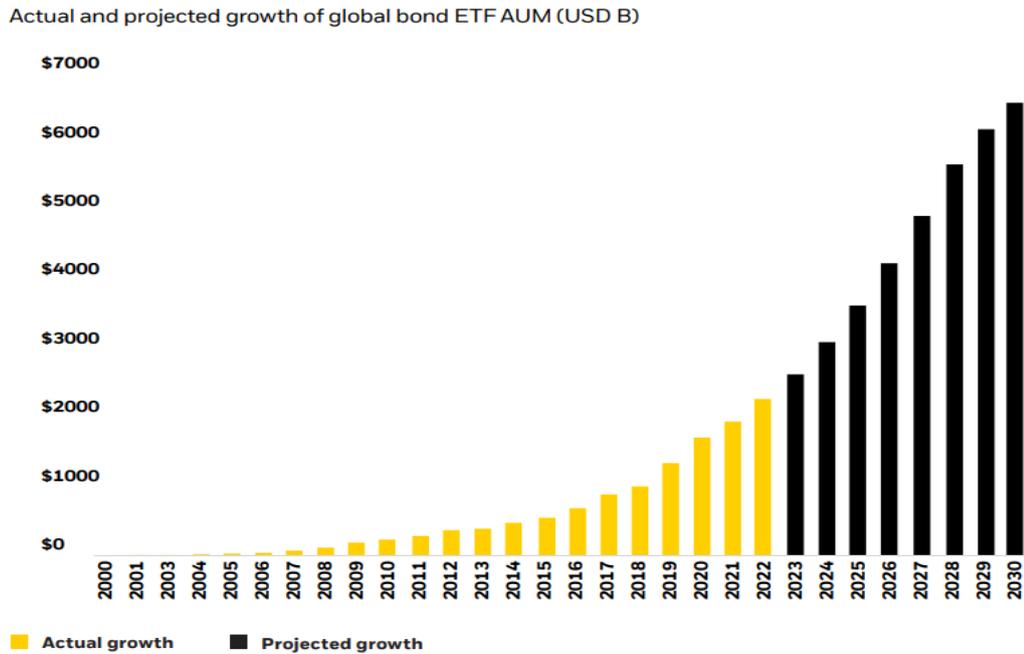
- (1) 流動性(Liquidity):ETFs 在交易所掛牌，投資人不論買進或賣出 ETFs，都可即時交易。
- (2) 多樣性(Diversification): ETFs 提供同時持有多元投資標的部位，分散風險，使投資者免受單一投資標的價格波動的影響。
- (3) 無障礙(accessibility): 藉由投資 ETFs，就像護照一樣，容易地進入不同的資產類別，及不同市場地區的曝險。
- (4) 透明度(Transparency): ETFs 的投資方式簡單直接，通常都會每天會揭露持有部位。
- (5) 有彈性(Flexibility): 投資 ETFs 有多種用途，包括長期核心資金配置、短期投資戰術調整，與風險管理。
- (6) 成本低(Low cost): 在同一資產類別中，ETFs 管理費一般低於主動型的共同基金。此外，投資 ETFs 通常比買進 ETFs 持有的單一標的費用較低。

2、債券 ETFs 市場概況:

債券型 ETFs 是透過交易所交易的債券型投資組合，使投資人投資債券變得簡單並且透明，而債券型 ETFs 亦可作為建構投資組合，或成為客製化投資策略的工具之

一。BlackRock 指出在 2023 年全球債券發行在外流通金額約 130 兆美元中，債券型 ETFs 僅約 2 兆美元，惟 BlackRock 認為債券型 ETFs 的資產管理規模在未來將快速成長，預計在 2025 年將達到 3.3 兆美元，而 2030 年底將達到 6 兆美元。(如下圖 13)

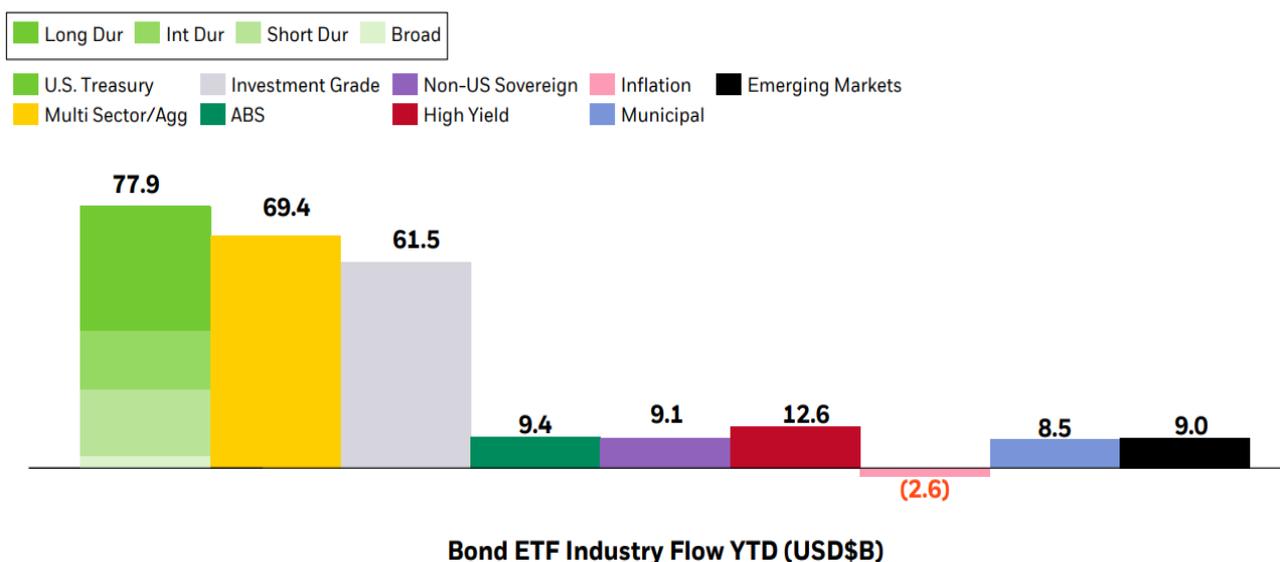
圖 13: 全球債券型 ETFs 的資產管理規模快速成長



資料來源: BlackRock 在 2023 年底預估資料

此外，BlackRock 指出目前多數投資人係以持有債券型 ETFs 產品，來達到其持有固定收益債券目的之資金配置方式。以 2024 年年初到 8 月底資料顯示，資金流入全球固定收益 ETFs(包含美國公債、投資等級債券、高收益債券、市政債券及新興市場債券等)的金額約為 2890 億美元，其中，以投資在各天期美國公債組成的債券型 ETFs 位居第一。(如下圖 14)

圖 14: 2024 年年初到當年 8 月底各類型債券型 ETFs 的資金流入情形(USD\$B)



資料來源: BlackRock, 2024 年 8 月底資料

在面對全球經濟變化及地緣政治等不確定性因素造成的市場劇烈波動，投資者如何運用 ETFs 因應面臨的挑戰，提供投資組合風險管理和增加投資收益，僅提供下列個案參考。

3、債券型 ETFs 應用個案

(1) 投資人面臨的挑戰:

機構投資者在考慮擴大信用，已達成提高以美元計價之投資組合的收益目標，然而，投資委員會不允許投資在信用評等低於 AA 的證券，故，如何在維持信用評等要求下，增加投資組合收益率?

(2) ETFs 如何提供協助:

考慮到投資者對於信用評級的標準，投資者決定選擇美國機構抵押貸款的債券型 ETFs，它具備較於美國公債市場較高的收益率、易於執行，且在交易所交易之流動性特色，故能滿足投資人在遵循投資委員會信用評等的要求下，提高投資組合收益率。

參、心得及建議

一、持續增加對公債的投資，並長期持有

Fed 雖於本(2024)年 9 月會議降息 50 個基點，然從金融市場的殖利率曲線顯示，在 2023 年債券市場殖利率觸及金融風暴以來的高點後，2024 年仍是長期投資者持續增加債券投資並長期持有的最佳時機。

二、關注影響總體經濟變化的多重因子，動態調整資產配置

BlackRock 提出，除了地緣政治風險(例如持續的俄烏戰爭及以哈戰爭)，全球分裂為不同的競爭區塊外，數位化和人工智慧、低碳轉型、人口結構差異，和未來金融等因子，將影響全球總體經濟變化，並使得金融市場劇烈波動現象更勝往日。外匯存底管理者因應全球市場風險，除關注主要國家的經濟數據表現，應密切了解影響總體經濟變化的其他多重因子，規避風險，動態調整投資組合的資產配置。

三、ETFs 提供了投資組合操作的另一項選擇

由於 ETFs 組成的範圍不斷擴展，且具備多樣化、易於執行、和流動性的特色，除了被全球許多信譽良好的投資機構廣泛用於風險管理、調整投資部位外，亦提供了外匯存底管理者投資工具的多樣選擇。

參考資料

1. Belinda Boa (2024), “Building Resilient Portfolios in the New Regime-Equity Market Macro Perspective,” BlackRock.
2. Raymond Chia (2024), “Public Debt Markets: Unconstrained Debt,” BlackRock.
3. Chi Chen (2024), “US Rates Outlook,” BlackRock.
4. James Sweeney (2024), “The Economic Backdrop Beyond the soft landing,” BlackRock.
5. Hui Sien Koay (2024), “Investment Styles: Fixed Income ETFs,” BlackRock.
6. Nicholas Fawcett (2024), “Mega forces,” BlackRock.
7. Barbara Novick et al. (2024), “Lessons from COVID-19: ETFs as a Source of Stability,” BlackRock.
8. BlackRock (2024), “ETF GUIDE,” BlackRock.