

2017 年全球經濟展望 與國外多元投資策略

勞動部勞動基金運用局國外投資組科員 林雅玲



今（2016）年全球經濟緩步復甦，除美國外，其餘主要國家央行的貨幣政策更加寬鬆，在全球資金充裕情況下使得今年以來股票、債券市場表現皆優良，同時亦因不確定因素增加使得波動幅度增加。在市場消化英國脫離歐盟事件後，各國央行寬鬆再現、美國升息步調平緩、油價及原物料價格止跌回升並且維持相對穩定下，今年以來新興國家整體不論在經濟及市場表現皆相較已開發市場為佳。



展望明（2017）年，預期全球央行將持續維持寬鬆的貨幣環境，加上全球經濟及貿易持續逐步回溫下，雖仍面臨黑天鵝事件偶發風險，整體而言，對明年全球經濟前景維持審慎樂觀，在全球經濟環境未出現重大變化下，預估明年股市及債市波動幅度漸顯，但各仍有機會有所表現。

壹、全球經濟展望

一、現況說明

近期全球經濟主要面臨國際油價重挫、中國大陸經濟成長趨緩、英國脫歐事件以及美國升息政策舉棋不定等四個不確定因素，造成市場大幅波動。石油價格自 2014 年下半年以來急遽下滑，至今年 1 月份油價曾跌至每桶 30 美元以下，隨後油價開始回穩，反彈並持穩於每桶 40 至 50 美元附近；中國大陸經濟成長趨緩方面，習近平宣布展開十三五計畫擴大財政刺激，今年財政預算赤字占 GDP 比重上調至 3%，並表示將持續實施積極的財政政策和穩健的貨幣政策，以持續推進供給側結構性改革，目前中國大陸經濟增長已接近底部，壓力和困難較大，但同時已看到轉型成功的曙光，如果供給側改革能夠取得實質進展，中國大陸經濟很可能在一兩年內成功觸底，進入 L 形的橫行線，經濟硬著陸風險降低；英國於今年 6 月 23 日進行公投脫歐成功，雖對全球股市造成短暫的衝擊，但大部

分股市很快的就收復失地，脫歐對市場造成的影響已暫時落幕，接下來英國啟動脫歐程序後，與歐盟尚有 2 年協商期間，若歐盟同意得延長一次，脫歐造成的長期影響尚待觀察協商成果出爐；美國升息部分，美國經濟數據顯示經濟持續好轉情況下，目前市場預期聯準會可能於今年底前不升息或升息 1 次，明年可能升息 1 至 2 次，依據過往經驗，升息雖短期內可能對股市造成不利影響，但觀察升息後 6-12 個月股市表現通常會較升息前為佳，原因在於 Fed 升息的基礎來自轉佳的經濟表現。

二、各主要經濟區域觀察

（一）美國

自全球金融海嘯以來，美國經濟持續溫和復甦，但受到英國脫歐效應影響，貨幣市場基金（IMF）下調美國 2016 年 GDP 0.2% 至 2.2%，主要理由是上半年消費支出疲軟，但維持 2017 年 GDP 為 2.5%。近期美國經濟數據表現持續好轉，7 月份美國供應商管理學會（ISM）非製造業指數持續高於 50 榮枯線、美國供應商管理學會（ISM）製造業指數 52.6，創下 9 個月以來新高、核心 PCE 物價指數年率上揚，通貨膨脹溫和、個人支出增加、新增工作超過預期、個人所得月增率連續 4 個月成長，顯示勞動市場狀況持續改善。新屋開工戶數增加高於市場預估、成屋銷售總數

年化意外增加至 9 年來最高、新屋銷售總數年化意外增加至 2013 年 9 月份以來新高，顯示房市狀況持續改善。目前市場預期聯準會於今年底前可能升息 0-1 次，明年可能升息 1-2 次，明年經濟將持續呈現溫和成長。

（二）歐洲

歐洲央行（ECB）在今年 3 月政策決議將三大利率下調，下調基準利率（再融資利率）至 0%、銀行隔夜存款利率下調至 -0.4%，續創歷史新低、銀行隔夜貸款利率亦下調至 0.25%，同時擴大 QE 購債範圍與規模，除了將每月 600 億歐元的資產購買規模擴大至 800 億歐元，並首次將歐元計價、非銀行發行的投資級公司債納入購債範圍，以及啟動新一輪 TLTRO（長期再融資操作），運作的起始時間為今年 6 月，期間為 4 年。

今年 6 月 23 日英國公投確定脫歐引發市場大幅波動，但並未持續太久，全球股市便紛紛出現反彈回升，因為投資人開始預期主要央行將會增加流動性，以及政府祭出財政刺激的可能性。英國經濟受到脫歐衝擊的影響將最為直接，這同時也將壓低歐元區的經濟成長。IMF 下修今、明兩年英國經濟成長率預測值，分別調降至 1.7%、1.3%，歐元區 GDP 預測值也因為需求減弱加上英國公投帶來的高度不確定性而進行調整。IMF 表示，雖然近期受油價低迷和寬鬆貨幣

政策的提振，歐元區經濟已有所復甦，但英國脫歐可能嚴重影響該地區的經濟發展前景，受英國脫歐負面前景的影響，將歐元區今年 4 月份原預估為 1.5% 的 GDP 增速預估僅提高至 1.6%；歐元區 4 月份原預估 2017 年 GDP 成長率為 1.6% 則調降至 1.4%。然而，脫歐對全球經濟成長的影響不大，因英國僅占全球 GDP 的 4%，而且對金融市場的傳染效應目前也已經被各國央行淡化，英國央行（BOE）更於今年 8 月宣布自 2009 年以來的首次調降利率，將主要貸款利率從維持自 7 年以來的 0.5%，調降至 0.25%，另外，為了減輕英國在 6 月 23 日公投決定脫離歐盟，對英國經濟可能帶來的衝擊，英國央行重啟購債計畫購買 600 億英鎊的政府公債，同時也將推出 100 億英鎊的高評級公司債券購買計畫，藉此確保各大銀行在央行調降利率後，繼續維持對企業的借貸。英國脫歐後，英鎊已經貶值超過 10%，未來預期英國央行將持續擴大貨幣寬鬆政策下，英鎊將持續維持弱勢，英國股市及債市則持續有所表現。





英國脫歐的決定另一個不利影響是可能引發其他歐盟國家紛紛效法而舉行獨立公投，下一個關注焦點是義大利將於 10 月份舉行修憲公投，這引起人們對歐盟成員國團結的質疑。荷蘭、法國、德國、義大利、匈牙利及奧地利將於未來兩年舉行大選，鑒於義大利銀行業較為脆弱以及該國的債務規模龐大，法國及荷蘭的疑歐派政黨亦可能影響到歐盟的團結，歐元匯率將會持續波動，歐元區的經濟增長及通貨膨脹前景或會減弱，然而，鑒於歐洲央行承諾將提供足夠的政策支持，現階段歐元區經濟再度陷入衰退的機會極低。

現行歐洲股市估值相對便宜，且有持續寬鬆的貨幣政策支持，惟英國脫歐完成前，未來仍有不確定存在，可能加劇市場波動，歐洲及英國的盈利增長將可能會下調，但英國公投後，至正式退出歐盟尚有很長一段時間，這段的不確定性在短期內不會明顯消退，雖然預期各央行將持續實施寬鬆政策，惟預期歐洲股市仍將持續波動。

（三）日本

日本央行（BOJ）於今年 2 月 16 日正式實施的負利率政策，並於 6 月召開貨幣政策會議，決議維持貨幣寬鬆規模不變，每年約以 80 兆日圓的速度擴增貨幣基數，7 月貨幣政策會議日本央行表示採取額外行動，擴大 ETF 購買規模至 6

兆日元，將美元貸款計畫規模擴大一倍至 240 億美元，另日本首相安倍在 7 月 27 日的演講中宣布經濟刺激措施方案，規模達 28.1 兆日圓，其中財政措施為 13.5 兆日圓，包括 FILP（財政投融资項目）貸款以及新增財政開支。短期能推動日本 GDP 成長的是 7.5 兆日圓的財政刺激措施和 8 月 17 內閣再通過 3.29 兆的刺激經濟計畫，追加預算目的是為了支持中央政府本年度的支出。股票市場預期建築和材料類股或將受益於刺激方案中的基礎建設支出。總體來說，政府推動的經濟活動也將減少其他類股的尾部風險，銀行類股也將受益於政府尋求資金和新增貸款需求。預期今年股市將繼續由日本及其他主要經濟體的貨幣政策所驅動，而明年則可能會受財政刺激政策影響。

（四）中國大陸

中國大陸 2015 年經濟成長率為 6.8%，今年經濟成長目標為 6.5% 至 7%，其中服務業占整體經濟成長率比重升至 54% 左右，顯示中國大陸近幾年已逐漸轉型為內需及服務業導向的經濟體。另一方面，近一年來，中國大陸工業增長速度放緩，主要是產能過剩持續去庫存的結果，現行中國大陸政府重視供給側調整，加快淘汰殭屍企業，以期有效去化過剩產能，例如在未來 3 年到 5 年減產約 5 億噸煤礦，在 5 年內去化 1 至 1.5 億噸過剩鋼鐵產能等，可望有

效緩解外部需求偏弱影響和經濟轉型陣痛壓力，並帶動下半年工業生產擴張。近期中國大陸跨境資金流出壓力明顯緩解，主因房價上漲，股市相對回穩，吸引投資者回流國內市場，且經濟數據回溫，人民幣匯率相對回穩，有助於減輕投資者憂慮，加上中國大陸目前的外匯存底規模仍高於3兆美元，資本外流風險仍屬中國人民銀行可控範圍，預期經濟狀況應可維穩並達成經濟成長目標。自2015年10月起，中國大陸狹義貨幣（M1）增速於5年來首次超過廣義貨幣（M2），且差異持續擴大，顯示資金動能強勁，中國人民銀行對整體流動性維持中性偏寬鬆的格局並未改變，未來可能仍有降息機會下，預期未來股、債市表現仍相對有機會。

（五）台灣

主計總處最新經濟預測，上修2016年經濟成長率至1.22%，較5月預測上修0.16個百分點，且預估2017年全年經濟成長率1.88%。主因2016上半年消費與出口略優於預期所致；2017年隨國際景氣緩步回升，預測成長率可達1.88%。

對外貿易部分，今年以來全球景氣成長步調滯緩，及中國大陸供應鏈自主化政策排擠效應持續，我國出口動能疲弱，受惠於半導體需求回溫，以及農工原料價格跌幅收斂，預期在消費性電子



新品備貨需求帶動下，下半年出口動能將逐季緩步回升。

民間消費部分，雖上半年出國人數兩位數增長，以及「消費提振措施」加碼挹注，推升民間消費，惟國內就業及薪資增幅連年低緩，以及國內景氣復甦力道偏弱，限縮民間消費成長動能，預估2016年民間消費成長率1.59%。展望明年，民間消費動能僅微幅提升，預測2017年成長率1.75%。

資本投資方面，主計總處表示，民間投資方面的營建工程因房市降溫而續呈平疲，制約成長動能，但半導體及相關供應鏈業者仍呈現為維持製程領先之優勢；公共投資方面，考量政府為提振景氣，督促各機關及公營事業加強預算執行，下半年政府及公營事業固定投資名目金額皆增加。

展望明年，半導體業者先進製程投資可望延續，政府也積極落實五大創新研發計畫及協助廠商排除投資障礙，有助挹注民間投資，雖然房市降溫趨勢短



期尚難反轉，削弱成長動能，預測明年民間投資實質成長率 1.51%，併計公共投資並剔除物價後，預測明年固定投資實質成長率 1.4%。

全球資金持續充沛，美國升息步伐平緩，及各項總經數據已逐漸出現好轉下，台股基本面有撐，目前加權指數本益比、股價淨值比等評價仍屬合理，加上台股高殖利率在低利率及負利率環境下，更添投資誘因，具備長期投資價值。

貳、未來展望

雖今年以來不確定事件頻頻造成市場波動，惟展望明（2017）年，受惠於全球經濟溫和成長趨勢、商品及原物料價格觸底反彈，但仍處於歷史相對低檔，有助於推升實質購買力。寬鬆的貨幣環境、相對低的原物料價格，有利於企業獲利。再者，全球製造業去庫存接近尾聲，預期全球經濟及貿易將持續逐步回溫。雖預估明年股市及債市波動幅度持續增加，惟仍有表現空間。

參、國外多元投資策略

一、全球投資布局

勞動基金運用局進行投資全球多元投資布局，除了建構全球股票型及全球債券型等核心部位外，另配置全球新興市場股票、新興市場債券及亞太股票型等衛星部位。

因全球不同區域國家間或不同類別投資資產的景氣循環有所不同，其金融市場的投資評價亦會因全球投資人的資金流動而造成失衡的情況，相較於僅投資國內或單一資產類別，投資布局全球化及多元分散投資資產類型，可在全球市場中找尋更多的投資機會或分散單一資產或議題事件對整體投資組合的風險，將有利於運用全球不同區域國家間景氣循環的差異或資產類型間評價失衡的狀態，得以相對增加勞動基金獲利的機會，有助於穩建提升勞動基金的長期績效。

二、著重策略指數 （Smart Beta）投資

鑒於傳統上廣為使用的市值加權指數有其缺點，有過度加碼於近期表現過熱的指數成分股的風險，因此為了構建一個更加多元化的投資組合，勞動基金運用局自 2011 年起開始運用策略性指數，也稱為 Smart Beta 指數於投資組合當中，包括建構以基本面、低波動、高股息和高品質等策略性指數為投資指標的全球股票投資組合。截至今年 7 月底，已投資近 99 億美元於策略性指數



中，規模達到整個國外委任投資組合的 31.30 %。在 2015 年也應用類似的概念在固定收益投資組合中，發布了主權信用債券型委任。而在權益證券方面，則進行「亞太混合指數增值股票型」委任投資，以進一步擴大在策略性指數的布局。正因勞動基金運用局在策略性指數的領先發展及其他評比項目的優秀表現，而特別獲得亞洲投資人雜誌 2015 年最佳公共退休基金管理獎。

推動社會責任投資是勞動基金的既定方針，期能導引資本市場力量，督促企業善盡社會責任，所以在國外委託經營部分，除原已於遴選資產管理公司程序中，納入公司治理與社會責任投資為國外委任投資計畫建議書說明項目之一外，現正規劃辦理結合策略性指數與 ESG（環境、社會與公司治理）之投資委任，以期達優化投資收益，同時善盡社會責任。

三、深化另類投資

勞動基金運用局近年積極建置另類投資部位，以分散投資組合之風險，新制勞退基金自 2011 年起開始布局另類投資，主要是基於另類投資與傳統股債資產的相關性較低，將使基金受益於投資組合多元化。初期，新制勞退基金國外委任布局全球不動產有價證券，主要基於其良好的流動性、收益性和透明度等優點；另舊制勞退基金自 2014 年起布局全球基礎建設有價證券委託，主要基

於該資產類別具備產業進入障礙且為收益導向型投資並具備長期投資特性等優點。另自 2015 年起，將全球不動產有價證券及全球基礎建設有價證券型委任，擴及應用在勞保基金與國保基金；無論是不動產有價證券以及基礎建設有價證券型委託均是國內政府基金當中首次發行的委任計畫。截至今年 7 月底，已投資近 66.45 億美元於另類投資中，規模達到全部國外委任投資組合的 21 %。而在自營部位上，勞動基金亦投資於其他另類產品，比如大宗商品、能源、直投房地產基金、避險基金等，並逐步增加私募基金於投資組合當中。再者，為因應未來較高的市場波動度，並進一步分散投資風險及確保基金的正貢獻，已布局追求絕對報酬（Total Return）為目標之「全球多元資產型」委任，以擴大另類投資的範疇。

肆、總結

今年以來全球金融市場呈現劇烈震盪格局，英國脫歐公投後，其將與歐盟國家展開冗長的談判，復加上美國年底總統大選、聯準會貨幣政策及區域地緣政治緊張等不確定因素仍將持續干擾全球金融市場。勞動基金運用局將密切掌握全球金融情勢，審慎依市場情勢動態調整全球布局，著重投資風險管理，彈性調整投資作為與深化全球多元投資策略，以獲取勞動基金與國保基金長期穩健收益，保障勞工與國民經濟安全與退休生活。☺