

永續投資主權債的挑戰

對投資人而言，參與政府永續性議題比參與企業還難，儘管面臨挑戰，但做得好將為主權債發行國的經濟帶來更強勁的成長，以及為投資人創造正的超額報酬。

永續投資從來都不是那麼直接。最好的方法是用你的錢做好事，然而，有一種資產特別困難，那就是主權債。

它是一個遠離公司的世界，投資人較熟悉且倡議企業的永續性。環境問題時常成為頭條新聞，但公司治理和商業慣例對社會產生更廣泛的影響，使得資產擁有者對此議題有了更多的關注。公司與投資人之間的關係，也為提供資金的投資人有著提供更明確的界定定義。公司股權持有人可以採取參與以及股東投票，甚至公司債的投資人也能定期接觸高層管理，以及適切的影響企業永續目標。

但對主權債的投資人而言，情況遠非如此直截了當。雖然公司在正確與錯誤之間，或者至少是合法與非法之間有著相對清楚的界限，但主權國家可以自訂規則。政府對腐敗、污染和人權等問題的處理方法，可能達不到國際標準，但仍然是合法的，甚至是國營企業是由發行國贊助的。因此，簡單地運用企業參與模型，來應用在政府上是行不通的。

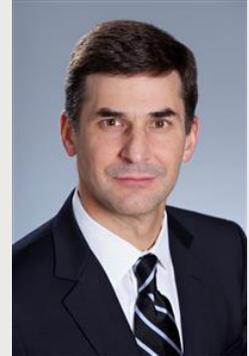
主權債投資人面臨的挑戰

首先，衝突需求的多方人士皆與政府決策者互動，包括工業、工會、非政府組織，當然還有選民。債券投資人會發現他們自己在優先順位上較低。

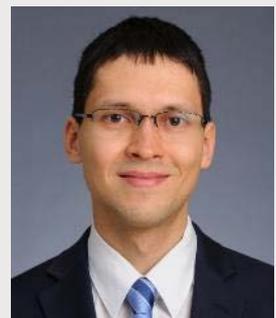
此外，並非總是有清楚的權責歸屬。每個國家都有自己的正式和非正式的政策決策程序。潛在的參與者必須在權力中發掘合適的訊息。另一方面，公司已經確定了權力等級制度和發行債務的明確理由，使得參與變得更加直接。

問題是投資人的持債有多大的影響力？通常不會很多。絕大部分的主權債持有者，如中央銀行、外國政府和國內機構法人，都是“感覺遲鈍(Insensitive)”的買家。無論是出於監管原因，還是其他義務，這些買家無論如何都會購買主權債，相較全權委託投資人，他們的參與動機降低。

即使是全權委託的投資人，也可能不會平等地分享對永續發展議題的興趣。主權債投資人之間缺乏一致性，意味著那些希望提出問題的人，通常沒有什麼影



Martin Dropkin
富達全球固定收益
研究主管



Jan Berthold
富達新興市場主權債
分析師

響力。一個顯而易見的方法來解決這種情況，是將全權委託投資人聚集在一起，以提出事先同意的議題。然而，這比聽起來更難，因為資產管理者有責任執行全權委託客戶所託付的任務，盡力達成一系列優先事項和永續性目標。

選舉週期也會引發參與問題。即使企業執行長常常變換，但公司策略發展也相對遲緩。不過，無論如何，整個管理層團隊不太可能需要與老闆同時更換。但是，當一個政府被否決時，它可以讓投資人參與一夜之間改變的政策和人事。

另一個不同的是，公司債通常有合約條款：保護雙方的法律合約。債券契約通常通過限制公司未來可以發行的債務數量來幫助投資人。但他們也可用此迫使公司採用更好的治理和報告標準。

主權債沒有這種具有法律約束力的協議。無論如何，任何嚴格的條款都有道德涵意。一個政府不能履行其選舉承諾，而須履行其前任商定的債券契約，無論意圖多麼好，都使得許多政黨感到不安。

主權參與 對雙方都有利

這麼多的挑戰，可能會讓許多投資人不再參與主權債，但這是一個錯誤。提高標準，尤其是治理標準，可以促進總體經濟成長，提高生活水平，提高預期稅務收入，降低國家無法償還債務的可能性¹。主權債違約風險的降低，不僅會增加現有債券持有人的回報，同時也降低了未來的借貸成本，在正向的反饋循環中^{2,3}，為政府提供更多融資成長的有利政策。認真對待永續成長政策符合政府和投資人的利益。

為成長而治理

治理是一個永續發展的議題，對經濟成長和主權債的影響甚大。例如，降低賄賂和貪腐的程度，將為新投資人開拓新市場，降低民營企業的經營成本，並促進整個經濟成長。根據國際貨幣基金組織(IMF)最近的一篇文章，治理還涵蓋了數據透明等更為平凡的話題，但即使這樣也可以顯著降低主權債的認知風險。通過採用國際貨幣基金組織的數據標準倡議，新興市場可以在一年內將其主權債的利差減少 15%⁴。

喬治亞(Georgia)案例研究

喬治亞是一個很好的例子，說明改善治理的積極強化循環，可成就更高的經濟成長，然後有了更便宜的融資。過去十年中，喬治亞的實質經濟產出每年增加約 5%。對於後金融海嘯時代的任何國家而言，令人印象非常深刻，但對一個被高加索山脈圍住的新興經濟體，喪失了自然資源以及俄羅斯軍方佔據的五分之一，這是非常了不起的。

該經濟成長的很大一部分取決於政府的商業友善政策，並專注於晉升世界銀行的“經商環境”排名，這是一項綜合措施，包括開辦企業的便利性、登記財產、執行合約及取得信貸等衡量指標。例如，政府設立了“投資人關係”部門，協助外國投資人找到快速、務實的解決方案。喬治亞現在的世界排名第六，僅次於挪威、美國和英國，遠遠領先德國和日本，他們分居第 26 和第 39 名。

我們發現，與喬治亞高層政策決策者合作是評估主權債的關鍵一大步。我們的分析師會見了總理及其主要顧問，以調查該政府議程的彈性，並判斷其對策略的承諾程度。這也是向政府提供一個投資人看法的機會，讓他們可以做出更明智的決策。在我們投資之前，我們還與金融服務、能源和運輸交通的相關公司進行了會談，以了解這些政策是否對關鍵產業的商業環境產生影響。我們繼續跟進喬治亞和其他地方的政策制定者，以促進對話並鼓勵透明和以規則為基礎的商業環境。

圖一、治理改善已為喬治亞 GDP 奠定良好成長基石



資料來源: World Bank governance indicators for Georgia on a scale of -2.5 (weak) to +2.5 (strong).

Georgia GDP at US dollar 2010 constant prices. Source: World Bank, Fidelity International, April 2019.

社會和環境因素

除了福利的好處之外，較少的證據顯示社會和環境條件改善與經濟成長有很強的相關性。但毫無疑問，如果政府忽視它們，它們會損害成長前景。如果它們變得明顯威脅到穩定，投資人通常會參與這些議題。

例如，尼日三角洲的天然資源開採管理不善及其所造成的環境破壞，一直是尼日社會不滿的主要原因。動盪局勢的嚴重性和政策制定者明顯缺乏行動，煽動當地人武裝和管道破壞行為，部分原因是為了提高讓政府認知嚴重性，並迫使政府採取行動。雖然碳氫化合物開採佔 GDP 的 10% 左右，但它佔政府總收入的近三分之二⁵，威脅的異議行為對經濟成長和主權違約風險都有重大影響。

社會指標也對經濟造成風險。不公平行為或對少數民族的對待，造成社會動盪進而影響成長。例如，儘管 ISIS 在伊拉克幾近消失，但伊拉克需要取得實質進展，以療癒社會分裂，並促進經濟成長，發揮其自然資源潛力。然而，並非所有投資人都能承受該類主權債的風險，因此也限制了該國政府取得投資發展的資金。

調查主權債永續性的架構

每個國家都是獨一無二的，但投資人可採取一些行動來幫助他們對主權債做出更明智的判斷：

- 起點是分析數據。世界銀行、國際貨幣基金組織和其他超國家組織提供統計數據，作為分析特定國家時的標竿。治理相關因子的數據往往更強，因對環境和社會問題，通常是最好的補充案例研究。
- 證據收集。每個國家都有自己的歷史和文化，需要靈活和敏感的方法。通常最好將精力集中在一個國家結構中最薄弱的方面，因為這是最有可能獲得邊際利得的地方。對南非而言，這包括工會；對哈薩克而言，則是法院對執行財產權

的獨立性；或是安哥拉的腐敗問題。此外，也可收集一個國家的潛在隱憂訊息，來源包括智囊團、記者和反對派政黨。

- 積極參與。與主要政策制定者建立對話，有助於了解一個國家領導人的長期目標和承諾。在許多情況下，最好是與擁有授權廣、最有影響力的政府官員進行接觸，而不僅僅是財政部或中央銀行等部門，這些部門的範圍有限。
- 建立模型、分析和投資建議。永續性因素可以對最終投資建議產生影響。特別是，一個可持續發展改善的國家，當市場尚未發現熱點標的時，可以透過投資錯價的證券來創造超額報酬(alpha)。
- 緊密追蹤後續發展。身為投資人，我們希望看到政府執行積極的商業政策，而不是偏離其既定目標。應有穩定的進展，且應檢視任何的政策延遲。參與政策決策者是理想的長期努力方向，以便發展良好關係，透過影響力以不斷改善政策。

主權債和投資人都有回報

永續發展是一個廣泛而複雜的議題，如果認為存在或將來會有一套被廣泛接受的主權參與機制，投資人可以簡單地勾選，那將是錯誤的假設。參與很難評估，每個國家的不確定、變動和獨特的情勢，意味著它將永遠是一個挑戰。

但是，儘管涉及複雜性，但主權參與對發行人和投資人都有益。誠然，永續發展議題可能為政府帶來風險，但它們也展現了龐大的長期增長潛力、更便宜的融資以及更高的生活水準。為了讓投資人獲得鼓勵變革所需的影響力，資產管理者可能會認為這是激進的，然而未來趨勢如此，他們必須要共同努力。

相關訊息參考來源

1. Sovereign sustainability and economic growth: The international evidence, Wang and Yu, March 2019.
2. Sovereign bond spreads and extra-financial performance: An empirical analysis of emerging markets; Berg, Margaretic and Pouget; March 2016.
3. The effects of corporate and country sustainability characteristics on the cost of debt: An international investigation, Hoepner et al., ZEW discussion paper, 2014.
4. The effects of data transparency policy reforms on emerging market sovereign bond spreads, IMF working paper, March 2017.
5. World Bank Nigeria Biannual Economic Update, Autumn 2018.

警語

「富達投信獨立經營管理」各基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險，基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責各基金之盈虧，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。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金之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中查詢。投資人索取公開說明書或投資人須知，可至富達投資服務網 <http://www.fidelity.com.tw>或境外基金資訊觀測站 <http://www.fundclear.com.tw>查詢，或請洽富達投信或銷售機構索取。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。投資人應注意投資必有因利率及匯率變動、市場走向、經濟及政治因素而產生之投資風險。當基金投資於外幣計算之證券，以台幣為基礎之投資人便承受匯率風險。富達並不針對個人狀況提供投資建議，投資人應審慎考量本身之投資風險，自行作投資判斷，並應就投資結果自負其責。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。以上所提及之個債或公司，僅是作為說明或舉例之用途，並非推薦或投資建議。投資新興市場可能比投資已開發國家有較大的價格波動及流動性較低的風險。投資人應選擇適合自身風險承受度之投資標的。高收益債券基金適合尋求投資固定收益之潛在收益且能承受較高風險之非保守型投資人；投資人投資以高收益債券為訴求之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，高收益債券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，投資人應審慎評估。高收益債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人。依金管會規定，境外基金投資大陸地區之有價證券以掛牌上市有價證券及銀行間債券市場為限，且投資前述有價證券總金額不得超過該基金淨資產價值之 20%，當該基金投資地區包含中國大陸及香港，基金淨值可能因為大陸地區之法令、政治或經濟環境改變而受不同程度之影響。本資料內容受智慧財產權保護，未經授權不得複製、修改、散發或引用。以上資料包含第三人準備或發行，富達投信提供此等資料僅供台端參考，投資人應自行判斷資料內容之正確性。內容所提及之公司或基金之投資並不應該被視為做買賣相同的建議，僅作為說明之用途。當基金投資於外幣計算之證券，以台幣為基礎之投資人便承受匯率風險。Fidelity 富達, Fidelity International, 與 Fidelity International 加上其 F 標章為 FIL Limited 之商標。FIL Limited 為富達國際有限公司。富達投信為 FIL Limited 在台投資 100%之子公司。富達證券投資信託股份有限公司 台北市信義區忠孝東路五段 68 號 11 樓 服務電話：0800-00-9911

SITE-MKT-EXMP 1906-288