

出國報告（出國類別：其他）

2015 年跨國資產管理人才培訓計畫 (第一期)第二階段海外研習報告

服務機關：臺灣銀行股份有限公司 財務部

姓名職稱：張文祥 中級襄理

派赴國家：美國

出國期間：104 年 7 月 4 日至 7 月 15 日

報告日期：104 年 9 月 15 日

摘要

「推動發展我國資產與財富管理中心」為金管會目前業務四大方針之一，為發展臺灣成為區域資產管理中心，培育跨國資產管理人才，證券暨期貨市場發展基金會規劃以跨國資產管理為核心的「跨國資產管理人才培訓班」，除國內多元化的課程外，亦安排第二階段的海外研習培訓。

本次海外研習地點在美國紐約，除課程學習外，亦安排參訪中央銀行駐紐約代表辦事處、JP Morgan、Goldman Sachs 及 Blackrock Group 等，透過實地參訪相關金融機構等同業，學習美國近期金融創新方向及可供借鏡之處。參與學員多來自金融相關機構與同業，大家經驗交流與互相討論，共同學習成長，滿載而歸。

本報告共計四章，第一章為前言，簡述此次海外研習起源與目的，第二章介紹美國最新金融商品與市場概況，第三章為參訪機構介紹及訪談內容重點摘錄，第四章則為本次研習的心得與建議。

目 次

摘要	2
第一章 前言	4
第二章 美國最新金融商品與市場概況	5
第一節 Training Course:Topic 1	5
第二節 Training Course:Topic 2	10
第三節 Training Course:Topic 3	13
第四節 Training Course:Topic 4	16
第三章 參訪機構	21
第一節 中央銀行駐紐約代表辦事處	21
第二節 JP Morgan Asset Management	22
第三節 Goldman Sachs	26
第四節 Alliance Bernstein Holding	28
第五節 Blackrock Group	34
第六節 PineBridge Investment	39
第四章 心得與建議	42

第一章 前言

資產管理業(Asset Management Industry) 為近年來金融業快速發展的領域之一。為發展臺灣成為區域資產管理中心，培育跨國資產管理人才，提升我國金融產業競爭力，證券暨期貨市場發展基金會依據主管機關「發展以臺灣為主之國人理財平台」的政策目標，針對我國金融從業人員，規劃以跨國資產管理為核心的「跨國資產管理人才培訓班」，其課程分為國內課程及國外研習兩階段。第一階段國內培訓課程分為國際金融與溝通、金融商品、金融商品投資操作、專業職能、銷售服務等五個模組；第二階段國外培訓則與金管會駐外單位及當地金融機構辦理研習課程及參訪，參加學員則來自證券交易所、櫃檯買賣中心、期貨交易所、集中保管結算所及國內各銀行與證券、投顧等金融同業。

「他山之石，可以攻錯。」，本次海外研習地點在美國紐約，研習課程亦分為兩部份，第一部分為培訓課程，主題包括 Peer to Peer Lending、美國 ETF 最新發展及其美國政府相關規範、利率衍生性商品市場的改變與進化、固定收益商品及股票投資的風險管理；第二部分為參訪行程，參訪機構包括中央銀行駐紐約代表辦事處、JP Morgan Asset Management、Goldman Sachs Group、Alliance Bernstein Holding、Blackrock Group 及 PineBridge Investment 等，透過實地參訪相關金融同業與機構，多聽、多看、多學，研習美國近期金融創新方向及可供借鏡之處，期能將所學之國際化資產管理概念與金融實務相結合。

第二章 美國最新金融商品與市場概況

第一節 Training Course:Topic 1

--金融監督管理委員會駐紐約辦事處的主要業務內容及近期工作重點

--Peer to Peer Lending

一、日期、時間與地點：

2015年7月6日，10:00~11:30，金融監督管理委員會駐紐約辦事處。

二、講師：金融監督管理委員會駐紐約辦事處 陳銘賢 主任

三、機構簡介：

「金融監督管理委員會」（簡稱金管會）於2004年7月1日設立，成立目的係為使本國金融監理制度以垂直整合的一元化監理，取代原來的多元監理，以健全金融機構業務經營，維持金融穩定與促進金融市場發展，並統籌綜理金融市場及金融服務業之發展、監督、管理及檢查業務。歷經多次改組，目前金管會組織設置包括：四處（綜合規劃處、法律事務處、國際業務處及資訊服務處）、四室（秘書室、人事室、主計室及政風室）、四業務局（銀行局、證券期貨局、保險局及檢查局）、一國營事業（中央存款保險股份有限公司）及二代表辦事處（紐約代表辦事處及倫敦代表辦事處）。

四、課程內容：

本次參訪主要由金管會駐紐約辦事處說明其業務內容及近期工作重點簡介，茲摘述如下：

（一）主要業務內容：

1. 與駐地之外國金融監理機關、國際金融組織及各金融單位聯繫及交流：

金管會主管銀行、票券、證券、期貨及金融衍生商品、保險及其清算等金融市場業務及金融服務業，故與駐地之相關金融組織及主管機關維持良好交流及合作關係，自然為其任務之一。金管會駐紐約辦事處曾協助我國政府機關與美國當地證券、財政、保險、儲備銀行等治理單位會面交流，促使我

國金融市場與制度朝國際化發展。

2. 協助金管會各局政策研擬：

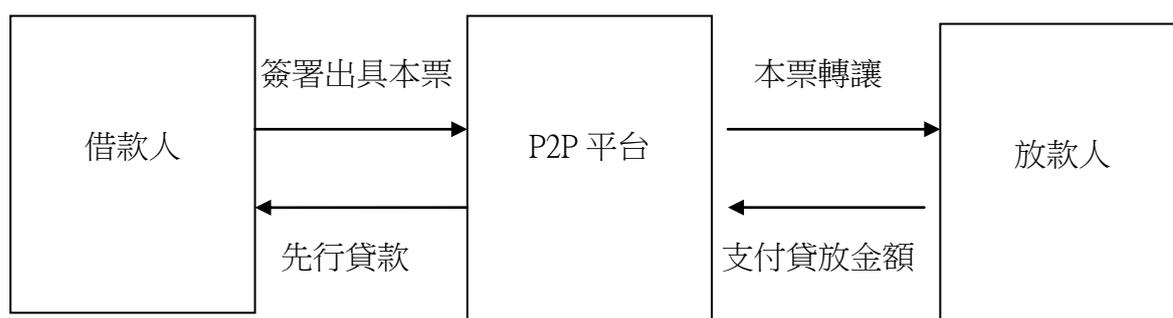
目前金管會業務朝四大方針推動，分別為：亞洲佈局、推動金融進口替代政策以提昇國際投資管理及創新能力、推動發展我國資產與財富管理中心及打造我國數位金融環境。駐外單位亦須蒐集國外最新資料與訊息，以協助金管會各局單位研擬相關政策以利推行。

(二) 近期工作重點：

近來資金需求者向群眾募資 (Crowd Funding) 已成為新興趨勢，Peer to Peer Lending (簡稱 P2P) 打破以往放款限制及借貸模式，除有助於創業資金的募集，亦能加速資本市場資金流動。隨著 2014 年 12 月 10 日全球最大 P2P 借貸平台-Lending Club 上市，更將此營運模式提升到資本市場的治理層級；金管會駐紐約辦事處彙整該項業務相關重點及風險治理作為近期主要工作項目，說明如下：

1. P2P 經營模式之轉變：

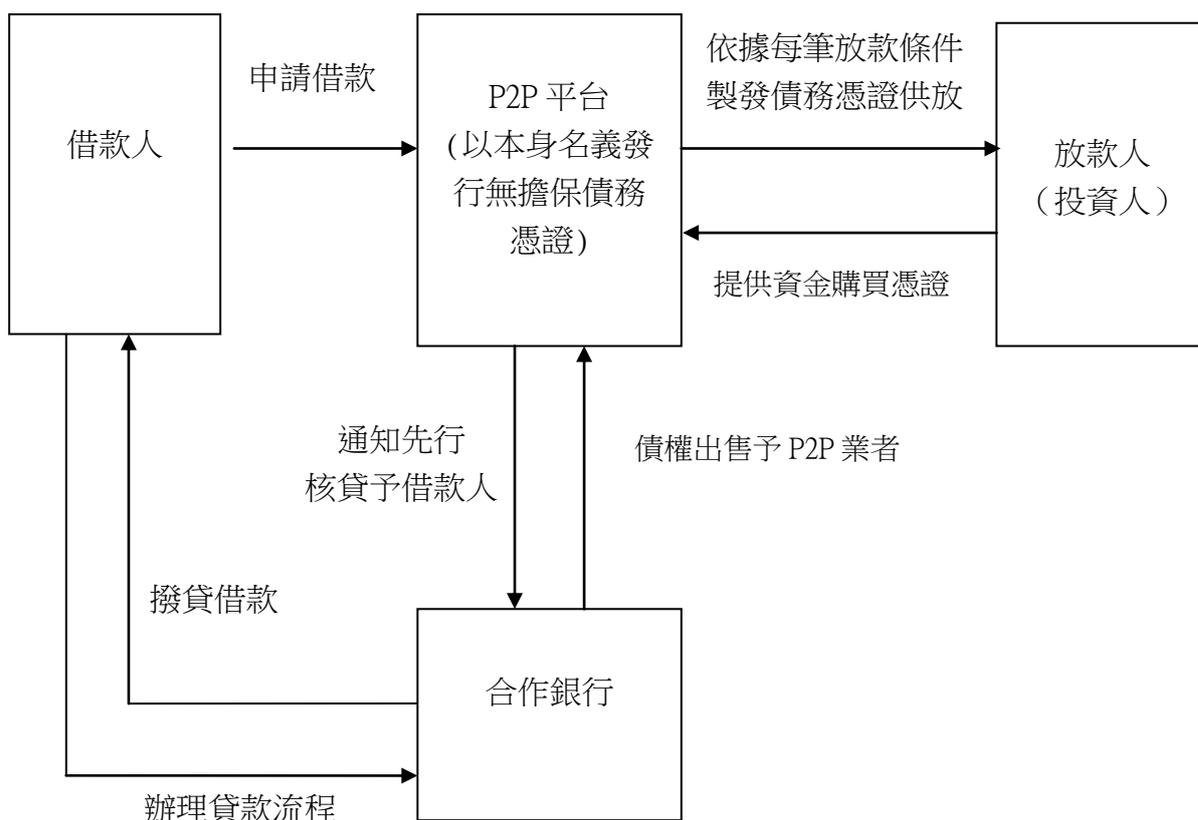
早期 P2P 業者主要作為借款人及放款人成交撮合及資金借貸的平台，其經營模式如圖一：



圖一：早期 P2P 經營模式

隨著 2008 年美國證管會 (簡稱 SEC) 認定 P2P 與放款人間屬投資行為，而非借貸或存款關係後，要求相關業者應依美國有價證券募集之法令辦理註冊申報及

製發公開說明書以利治理，P2P 業者因而修改經營模式，跳脫原本僅侷限為資金供需交易撮合平台的角色，改以本身名義發行特定無擔保債務憑證售予放款人，以放款之攤還本息作為其收益，並將原先與借款人之直接放款關係調整為透過合作銀行先行撥款予借款人，合作銀行再將此債權出售予 P2P 業者持有，其轉變後之經營模式如圖二：



圖二：轉變後的 P2P 經營

2. 新經營模式下之放款人債權強化機制：

轉變後的經營模式因放款人僅持有 P2P 業者本身名義發行之憑證並無提供保證或對借款人與放款人間的法律權利予以規範，故為強化放款人權益，現行業者以下述兩方式來強化放款人權益：

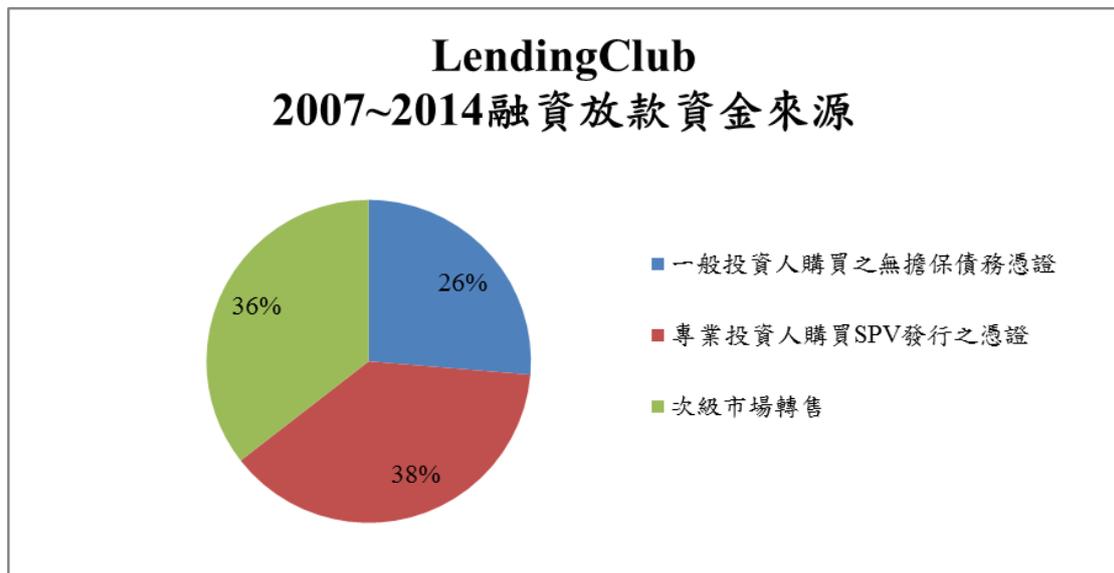
(1) 附屬關係發行人發行債權憑證：

在新的經營模式下，為落實破產隔離之防護效果，P2P 業者以其子公司

名義發行憑證予放款人（投資人），並向合作銀行購買先行撥款予借款人之債權，此兩項主要權利義務皆以 P2P 業者子公司名義為之，其資產負債由上述債權資產及債券負債組成，子公司本身不涉及營運業務，實際營業則由母公司專責管理，藉由此分責方式強化放款人債權權益。

(2) 依據不同風險偏好成立基金並尋求合適投資者：

除以子公司名義發行債權憑證予放款人外，P2P 另成立特殊目的公司（簡稱 SPV）及投資基金。SPV 得向 P2P 購入放款債權後再發行憑證出售，而投資基金除可向專業投資人私募外，亦可購入 SPV 所發行之憑證後再銷售予其他投資人。藉由上述方式，P2P 可針對不同的專業投資人風險偏好，設計不同放款債權組成之基金投資組合以保障原先放款人之債權權益。若在資金取得成效上來說，以全球最大 P2P 業者-LendingClub 為例，其 2007~2014 年融通放款約 76 億美元，資金取得比重如圖三：



圖三:LendingClub 2007~2014 年融通放款資金來源

由圖三可知，LendingClub 主要資金來源係以 SPV 向專業投資人銷售所發行之債務憑證為主，而直接銷售予一般投資人的比重則較低，約佔 26%。

3. P2P 涉及之監理法規：

在美國 SEC 認定 P2P 業者與放款人間為投資關係後，原有的經營模式經調整後新增了作為資金放貸媒介的合作銀行，使牽涉的法規更加廣泛，對群眾募資的規範亦更趨完整，茲將現行 P2P 涉及的監理法規及風險控管制度說明如下：

(1) 針對 P2P 業者：

- 證券法：規範 P2P 業者以發行人身分發行及銷售債務憑證時，需遵循註冊登記及公開說明書等資訊完整揭露，以保護放款人(投資人)。
- 其他法令：主要受誠實放款法、公平債權法、各所在州之消費者保護之州法令等所規範，因 P2P 為借款人之債權人，同時負責收款和逾期催款等事宜，因此受上述相關法令規範。為保護相關人等，明定不得有不公平放款、欺騙、不實揭露及歧視等情事發生。

(2) 針對合作銀行：

合作銀行雖依據 P2P 業者所先通知之已成交放款條件後，始進行撥款予借款人，但因仍屬銀行放款業務，故受銀行主管機關之監理。此外，合作銀行與 P2P 業者簽署之合作契約經主管機關認定為銀行委外作業，故對於核貸條件、客戶資訊保護及防制洗錢等過程，亦受銀行主管機關監督。

4. 結語：

因小額募資的商機相當龐大，群眾募資平台及其市場發展亦日趨成熟，為促進資本市場的活絡及流動，近年來美國對於小型企業募資及私募等法令逐漸鬆綁(如：Regulation D、Regulation A 及 Regulation A+等)。此外，隨著網路化時代的來臨，此一新型態之經營模式，亦將吸引產業價值鏈產生新的專業服務業者，提供更多金融服務。為活絡我國資本市場，可參考美國目前群眾募資的發展雛形，並思考如何在法令規範下，落實內控及保護投資者權益，以鼓勵更多元化的金融創新業務。

第二節 Training Course:Topic 2

--美國 ETF 最新發展及其相關美國政府規範

一、日期、時間與地點：

2015 年 7 月 6 日，14:30~16:30，金融監督管理委員會駐紐約辦事處。

二、講師：Ms. Carleen Michalski, Vice President (Delaware Investments)

三、課程內容：

(一)何謂 ETF：

ETF(Exchange Traded Fund)指數股票型基金，係由投資管理公司發行，一般可在交易所買賣。ETF 分為被動管理(Passive ,or Index strategies)與主動管理 (Actively managed strategies) 兩種型式，兩者以被動管理型式為主，以美國為例，目前被動型式約占 98.86%，主動型僅占 1.14%左右。

被動式 ETF 最大的特色在於「被動地追蹤（複製）某一指數或價格」，指數是用來衡量各市場或產業走勢之指標，每檔 ETF 所追蹤之特定指數即為各檔 ETF 之標的指數。欲追求某一個市場或產業之股價報酬率的投資人，可直接投資以該市場或產業指數為標的之 ETF。為使 ETF 市價能反映與標的指數的變動，每一檔 ETF 在商品規劃之初，會將 ETF 之每一單位淨值設計為標的指數之某一百分比，將 ETF 之淨值和指數連結起來，投資 ETF 之損益便與指數之走勢直接相關。因 ETF 可免除傳統共同基金績效大幅落後衡量指標的人為問題，故深受保險公司、銀行、退休基金等機構投資人歡迎，在核心資產配置上扮演相當重要的角色。

(二)ETF 的現況：

對散戶投資人而言，ETF 兼具基金及股票之優點，為投資者提供一個方便、靈活且費用低廉的投資管道。同時，ETF 亦具備開放式基金申購和贖回的靈活性與封閉式基金的交易特性，ETF 以持有與指數相同之股票為主，分割成眾多單價較低之投資單位，發行受益憑證。投資人透過持有表彰指數標的股票權益的受益憑證來進行間接投資，以一筆交易即可投資一籃子證券。其他優點尚包括：投資

標的透明，成份股變動不大，稅賦低；走勢與股市同步，投資人不需研究個股，只要判斷漲跌趨勢即可，買賣亦很方便；在風險分散方面，投資 ETF 如同投資指數成份的多個證券，充分分散風險，也不會發生賺了指數，賠了差價的情況。

目前全球 ETF 受到很多機構投資人喜愛，對壽險、持股高的機構法人、股票型基金及平衡型基金、投信投顧代操帳戶、證券自營商等都有潛在的好處。對機構投資人來說，由於 ETF 的架構是建立在指數或投資組合上，因此無論是投資哪一類型的 ETF，都能夠進行一定程度的風險分散及複製特定指數表現的好處，也可做為指數期貨以外避險及套利的工具。

此外，ETF 由於買賣方便，機構投資人也可藉此迅速變現，不須承受大量拋售個別股票對市場衝擊之影響，及考量個別股票流動性之問題。若能將不同國家、不同地區的 ETF 納入資產投資組合，亦能有效地達成區域性資產分配策略。ETF 的投資方式靈活，除了適宜短、中、長期買進持有之外，也提供信用交易的功能，投資人看好趨勢時能夠融資買進增加獲利，看壞趨勢時也可以採取先行賣出，待低價時再予回補的策略，亦不似指數期貨有到期問題，所以可以做為法人長期避險與持有的核心持股。根據國外研究報告指出，在美國及英國的退休金資產管理機構有很大比例的長期投資報酬率是來自於 ETF 策略性資產配置。

而主動型式 ETF 可能並不追蹤任何指數，完全由經理人決定要買賣那些證券，以便於展現其投資策略。

(三)ETF 的運作：

實物交易 (In-kind trade) 機制對於 ETF 非常重要，可以讓市場上的授權參與者 (Authorized Participants, APs)，以 ETF 的成份股直接與 ETF 發行公司換取 ETF 股份，或以 ETF 股份換取其成份股。這個實物交易的創造與贖回程序，英文稱 In-kind creation/redemption。ETF 就是藉此來確保 ETF 的市價與淨值之間，不會出現太大或是持續太久的差異。

一般投資人，不論買進或賣出 ETF，ETF 的總發行股數都不會改變。只有授

權參與者直接跟 ETF 發行公司交易時，發行股數才會產生變化。

當市場上的授權參與者，以大量成份股換取 ETF 股份時(也就是執行 in-kind creation)，會讓 ETF 的發行股數增加。

同樣，只有當市場上的授權參與者，以大量 ETF 換取成份股時(也就是執行 in-kind redemption)，才會讓 ETF 發行股數減少。

除了實物交換之外，有的 ETF 所投資的資產流動性較低時(例如高收益債、美國市政債，新興市場債等)，亦可採行以現金取代實物來進行創造與贖回機制，此種交換機制，則稱為 Cash creation/Redemption。

(四)ETF 的展望：

美國是全球最大的 ETF 市場。美國 ETF 的資產總值，約占全球 ETF 資產總值四分之三。

至 2015 年 4 月，美國當地 ETF 的總數已達 1,455 支標的，管理資產總值達 2.1 兆美金，較 2014 年同期成長 21%，在龐大的商機吸引下，預期未來的成長趨勢仍將持續。

ICI Exchange-Traded Funds data as of April 2015

(\$MM)	April 2015	# of Funds	April 2014	# of Funds
Total Domestic Equity	\$1,256,574	641	\$1,055,933	618
Domestic (Broad-Based)	925,199	323	766,226	302
Domestic (Sector/Industry) ¹	331,375	318	289,706	316
Global/International Equity	518,792	521	412,480	454
Hybrid	3,625	20	1,821	15
Bond	321,877	273	263,351	248
All	2,100,867	1,455	1,733,586	1335
% change YOY	+21%	+9%		

圖四：美國 EFT 統計表（2014 年 4 月及 2015 年 4 月）

綜上所述，ETF 的交易費用和管理費用低廉，持股組合比較穩定，風險分散且流動性高，單筆投資便可獲得多元化投資效果，且多數 ETF 可同時在不同國家的證交所買賣，投資人可利用時區的差異性在兩地做避險與套利。

近年來各式 ETF 紛紛出籠，依資產類別主要可分為股票、房地產、債券、貨幣、能源、貴金屬、基本金屬與原物料等。而作空型（反向）與槓桿型（倍數）的出現，也滿足更多市場投資人的需求，產品的齊全與多樣化也增加投資人的操作彈性。

第三節 Training Course:Topic 3

--Innovative financial products development and design in US.

一、日期、時間與地點：

2015 年 7 月 7 日，10:00~12:00，金融監督管理委員會駐紐約辦事處。

二、講師：

(一) Mr. David Steckl, Director, Cross Rates Sales(Deutsche Bank)

(二) Mr. Philip Obazee, Senior Vice President, Head of Derivatives

三、課程內容：

(一) 利率衍生性商品市場的改變與進化：

自 2008 年金融風暴後，利率衍生性商品市場發生相當大的改變與進化，其中市場參與者更加重視交易對手風險(counterparty risk)與融資風險(funding risk)。現今的銀行同業拆借市場(interbank market)，已普遍希望能在提供擔保的交易(collateralized trades)中減輕前述二項風險。因而金融機構開始調整殖利率曲線的建構方法，由過去依賴 LIBOR discounting，轉為同時也重視 OIS discounting 的模式。隔夜指數交換(Overnight Indexed Swap, OIS)是衡量對貨幣當局基準利率預期的重要指標，它是將隔夜利率交換為某固定利率，透過支付該固定利率，換取存續期間內浮動央行利率的平均水準。OIS 與 LIBOR 之間的利差(Spread)，可做為衡量信貸市場緊縮狀況的參考指標，利差高代表銀行間

的流動性緊縮，利差低則表示市場流動性佳。銀行為維持與客戶的往來關係，通常仍維持無擔保交易，但實務上開始運用信用價值調整(Credit Value Adjustment, CVA)及融資價值調整(Funding Value Adjustment, FVA)等方法，加以控管交易對手風險及融資風險。金融風暴後，巴塞爾銀行監管委員會(Basel Committee)與國際主要國家的金融監理機構，均相當重視交易對手風險，並持續檢討衍生性商品市場的監管，包括 OTC 的衍生性商品交易盡量透過集中結算所(Central Clearing Party, CCP)進行結算，如倫敦清算所(LCH)、芝加哥商業交易所(CME)，除可降低清算交割風險外，亦有利於主管機關控管與資料統計，而 CSA (Credit Support Annex) 則多改以現金為主。

(二) 衍生性商品市場最大的創新是在與法規配合：

全球金融危機後，歐美等先進國家主管機關積極推動立法，使近年衍生性商品市場最大的創新是在法規的配合面，而非產品面本身。而在 2010 年美國通過 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 法案，規範 OTC 衍生性金融商品應透過電子交易平台進行交易，以改善市場透明度，美國亦率先於 2014 年 2 月實施店頭衍生性金融商品必須透過合格的電子交易平台 (Swap Execution Facility, SEF) 進行交易的規定，2014 年在美國登記通過的 SEF 共計有 21 家，而有資格參與該電子交易平台的交易商必須符合 Basel 3 的相關規範，例如：對產品的資本計提著重在風險加權資產與槓桿比率、針對未結清的衍生性商品收取相關資本費用等，進而降低交易商因各項產品不確定的因素所造成的風險。

(三) 法規差異所產生的套利機會：

受到法令規範，許多衍生性商品多需要提高資本計提標準，而不同的結算所要求的標準不同，造成同一項商品可能因此產生套利機會，例如歐美國家暫緩實行巴塞爾協議 III，不論是歐洲抑或美國皆對嚴苛的巴塞爾協議 III 進行了部份調

整，歐洲版巴塞爾協議Ⅲ為「資本要求指令 4」(Capital Requirements Directive 簡稱 CRD4)。此因利率交換商品(Interest Swap)在倫敦清算所(LCH)、芝加哥商業交易所(CME)買賣雙方天期相同的情況下，其要求的資本計提有所不同，所以除了交易雙方對資金的借貸成本有異外，亦容易因為法規上的差異產生套利機會。

(四)利率現貨產品市場現況：

1. 波動度提升：目前隨美國 FED 升息的腳步越來越近，金融商品的價格變化程度也從數年前的低點上升，此現象不僅反映在外匯市場，尤其利率現貨市場中公債價格的波動度亦增加。依據 MOVE index(美林公債波動率指數)，公債隱含波動度處於趨勢向上的階段，實際上公債價格波動度亦同樣擴大。目前的波動度雖有所提升，惟仍保持在 2007 年前的水準之內，與 2008 年金融海嘯及 2013 年中的公債恐慌削減(Taper Tantrum)時期相比，依然偏低。
2. 成交量下滑，流動性減少：在升息的預期下，在外流通的公債總值雖然增加，然而公債交易商持有的部位逐漸遞減以避免損失的現象越益明顯，多方減持部位的結果，也間接造成公債交易在這段期間的流動性下滑，由主要公債交易商交易量除以 MOVE Index 的指標，則更易察覺目前流動性偏低的現象。

(五)利率衍生性市場現況：

與公債市場相較，利率衍生性金融商品交易依舊活躍，以倫敦清算所來說，IRS 每日平均成交量達到 1,790 億美元，芝加哥商業交易所目前未平倉的 IRS 部位規模亦達 16.5 兆美元。另根據國際清算銀行的資料顯示 IRS 成交總值在 2012-2014 年仍呈緩步向上成長的趨勢。

(六)利率衍生性金融商品：

1. TRS：Total Return Swap(總報酬交換，TRS)交易漸趨熱絡，其架構是由交

易雙方訂立衍生性金融合約，將標的資產（例如某公司股票）報酬與某特定指標（例如 3 個月 LIBOR rate 或另一公司股票）報酬互相交換，一方為總報酬支付人，支付標的資產報酬並收取某特定指標報酬；一方為總報酬收受人，在收取標的資產總報酬時另支付某特定指標報酬。總報酬是雙方事前約定之標的資產總報酬，期中如該資產報酬為負，則總報酬收受人除特定指標報酬外，尚需額外支付該負報酬予總報酬支付人。

TRS 最大的好處在於，對總報酬支付人而言，其手中雖持有某資產，卻可不受該資產報酬變動的影響，滿足其尋求保障及收入的動機；對總報酬收受人而言，最大的利基在於槓桿的使用，無需實際購入該標的資產，只須交付某特定指標報酬給總報酬支付人，即可換得該標的資產之報酬。目前較受歡迎的產品包括以連結美國公債或以 Markit iBoxx、Marclays Agg 等公債指數為標的。

2. Treasury Lock：通常以公債為主要標的，投資人可藉由與交易對手買入 Treasury Lock 而鎖定利率或價格，該產品主要則是用以規避利率風險，以短天期的 1 週至 1 年的期間為主。

第四節 Training Course:Topic 4

- US Asset Management Industry - Fixed Income Investing
- US Asset Management Industry - Equity Investing
- Cross Border Portfolio Management (Allocation) and International Risk Management Practices Trends

一、日期、時間與地點：

2015 年 7 月 7 日，14:00~17:00，金融監督管理委員會駐紐約辦事處。

二、講師：

- (一) Mr. Michael E. Dresnin, Vice President (Dalaware Investments)

(二) Mr. Caleen Michalski, Vice President (Dalaware Investments)

(三) Dr. Wen-Dar Chen, Vice President (Dalaware Investments)

三、課程內容：

(一)US Asset Management Industry - Fixed Income Investing：

巴克萊多元指數 (Barclays Multiverse Index) 為衡量全球固定收益債券市場之指標 (包含投資等級與高收益債券)，該指標成份中，51%為 Barclays Global Treasury Index，該指數係追蹤開發及已開發投資等級國家以當地貨幣計價、固定利率之政府公債指數；13%為 Barclays Government-Related Index，該指數係追蹤政府相關債券之績效；21%為 Barclays Global Corporates Index，該指數係追蹤各國公司債之績效；14.5%則為 Barclays Global Structured Products Index，係衡量結構式商品表現的指標。茲分述如下：

1.主權債券市場(Global Treasury Market)：

(1)美國政府債券約佔全球主權債市場 25%-27%，因市占率很大，所以各國、各產業或其他區塊發行債券時的利率大多是以美國政府債券利率為基準再加碼。

(2)高收益主權債並非是以地理位置來劃分，新興國家發行的主權債券不一定是高收益債，實際上新興市場國家中也有很多國家的債信是屬於投資級以上的。

(3)各國主權債的殖利率會互相影響，以最近德國 10 年期公債來說，當其殖利率下跌的時候，也會影響美國政府公債的殖利率。

2.政府相關債券市場(Government-Related Bonds)：

(1)類政府公債(Agency Debt)，像是美國政府 Agency Fanny Mae、Freddie Mac、Ginnie Mae 發行的 Mortgage Security，發行量大且普及，背後亦有美國政府支持。

(2)超國際組織發行的債券(Supernational Debt)，像是歐盟、亞洲開發銀行、IMF、世界銀行等跨國特殊機構所發行的債券。

(3) 州政府所發行的債券，特別是美國州政府所發行的債券，其發行量也很大，利息收入往往有免稅的優惠。

3. 公司債市場(Corporate Bonds)：

(1) 以標準普爾 (Standard & Poor's, S&P) 為例，公司債的信評自 AAA 至 C 可分為 21 個等級，其中以 BBB- 為投資等級的分水嶺，以下則為非投資等級。

(2) 無信評的債券由於沒有信用評等可供參考，願意且能夠參與的投資人較少，流動性很差，亦使得價格較低。

(3) 近期由於低利率因素，許多公司皆藉由發債籌資來滿足新的投資專案或是股利發放等用途的需求。

4. 結構式商品(Structured Products)

MBS、ABS 等資本證券化產品及 CDO 都是結構式商品的一種，亦可藉由風險、報酬的不同而分券 (Tranche)，投資人有不同的評等可供選擇，注重安全性的投資人可以選擇信評較高、風險較低的 Tranche，追求高收益的投資人則可以選擇信評較低、風險較高的部分。

5. 目前固定收益債券所面臨的可能風險如下：

- (1) 美國聯準會緊縮貨幣政策的壓力
- (2) 各國央行貨幣政策的差異
- (3) 日益嚴謹的法規控管
- (4) 債券市場的流動性
- (5) 低殖利率甚至是負殖利率的所帶來的影響
- (6) 中國大陸經濟的走緩

(二) US Asset Management Industry - Equity Investing：

1. 選擇投資標的公司：可運用晨星九宮格分類法(詳圖五)來挑選，說明如下：

- (1) 垂直軸以市值大小分成大型 (Large-Cap)、中型 (Mid-Cap) 及小型股 (Small-Cap) 等三類，水平軸則分成價值型 (Value)、均衡型 (混合型)，

Blend) 及成長型 (Growth) 三類。類型不同的公司，其比較的基礎亦應不同，如此方能有一個合理的基礎下相比較。

- (2) 價值型通常有較高的股利支付率，適合需要穩定股利收益的投資人；成長型通常把盈餘繼續投入公司的業務以追求企業的成長，如 IT 產業、電腦產業、通信產業等都可算是成長型；均衡型通常介於成長型及價值型間。在不同時期與階段，公司其所屬的類型亦可能改變，投資人除選擇適合的標的公司進行投資，亦需注意該公司的類型是否已經改變。

	Value	Blend	Growth
Large-Cap Avg. \$25 Billion			
Mid-Cap Avg. \$9 Billion			
Small-Cap Avg. \$1 Billion			

圖五：晨星九宮格分類法

2. 基金優劣的判斷：投資人可用基金管理的 4P 來判斷基金的良窳。

- (1) People (經理人及投資團隊)：包括經理人過往的投資經驗、如經理人也投資自己管理的基金，投資人會覺得比較有信心、投資團隊一致意見及投資團隊的穩定性。
- (2) Philosophy (基金管理哲學)：包括能否找出價值低估之可投資標的來提高競爭優勢、尋求 Alpha 價值、操作策略是否符合其管理哲學。
- (3) Process (投資過程)：投資策略與過程符合簡單清楚、一致性、可重複運用。
- (4) Performance (投資績效)：符合預期、符合客戶需求、明顯的傑出表現。

(三)Cross Border Portfolio Management (Allocation) and International Risk Management Practices Trends :

主要內容為投資經驗分享，摘要如下：

1. 投資最重要的是風險分散。在控制風險的前提下，追求更大的收益。
2. 根據投資目標與策略，選定適當的指數做績效衡量之參考(Benchmark)，亦可根據指數的內容做資產配置的調整。
3. 英國有很多的退休基金 (Pension Fund)，為了因應這些基金的投資需求，所以英國曾發行無到期日的永續債券(Perpetual Bond)。
4. 歐洲央行實行負的基準利率，所以歐洲發行的債券，其殖利率有負的情況發生，與一般債券投資領取利息的邏輯背道而馳。
5. 歐元區、瑞士、丹麥、瑞典皆為負的基準利率，所以在做資產配置的時候，應考慮把客戶的資產移出這些國家。
6. 選擇被動式投資，最重要的是考慮該被動式投資的追蹤誤差 (Tracking Error)，越低表示越接近追蹤的指數。
7. 做資產配置的時候，需根據當時的狀況，對其資產的內容進行調整，包括地區金額比例的調整、債券到期日的長短等，因為要考量的東西很多，所以積極式投資的經理人才會要求較高的管理費。
8. 做跨國資產配置需要考量貨幣風險，貨幣風險指的是升值與貶值的影響，此處所謂的升息，指的是良性的升息，如果是為了防止資金的外逃而調高利率，那就不能算是良性的升息。通常良性的升息也隱含國家經濟的好轉，幣值會走強，就如同目前的美元。
9. 對每一個國家要了解其經濟模式、央行政策，才能夠做出正確的投資，像是日本有很多海外投資，所以當發生美國金融風暴的時候，日幣出現比較大的升值。又例如紐西蘭目前正在降息，經理人應該增加其債券的配置，但因為降息會使得貨幣貶值，所以必須透過避險工具把貨幣貶值的效果去除。
10. 經理人的績效 (Alpha Generator)是不是穩定，可以用 Sharpe Ratio 衡量，

而不是只單純的看基金的績效。

11. Dodd- Frank 法案旨在改善金融體系的透明度及增強金融機構的責任。法案的相關規範對衍生性商品的影響很大，當從事衍生性交易時必須透過交易中心清算，且交易雙方必須簽訂 ISDA，若有交易時，評估有損失的機構需要提出擔保品給其交易對手。

第三章 參訪機構

第一節 中央銀行駐紐約代表辦事處

一、日期、時間與地點：

2015 年 7 月 8 日，10:30~12:00，中央銀行駐紐約辦事處。

二、與會人士：

- (一) 劉主任瑞媛
- (二) 葉副主任牧青

三、機構簡介：

中央銀行在外地設立辦事處共有倫敦以及紐約等兩地。紐約辦事處於 1993 年成立，該代表處主要業務為蒐集美國市場金融資訊、貨幣政策以及國際金融要聞，再回報總裁及各業務相關部門，並與當地主管機關保持聯繫與交流，辦事處亦設有交易室，主要交易商品包括外匯交易與債券交易。

央行駐紐約代表辦事處主要職掌業務如下：

- (一) 搜集各種國際金融資料事項。
- (二) 增進與當地聯行關係事項。
- (三) 加強與當地金融主管機關之聯繫事項。
- (四) 央行授權額度內之外匯資產營運及管理事項。
- (五) 協辦國際金融人才培訓事項。
- (六) 其他央行交辦業務事項。

四、劉主任、葉副主任與證基會吳總經理等拜訪成員問答交流如下：

- (一)希臘債務問題：自 2012 年歐債危機爆發以來，歐元區已建立起歐洲紓困工具歐洲穩定機制（ESM）、採取量化寬鬆(QE)等多項貨幣政策，且歐洲地區銀行對希臘之曝險部位亦呈減少趨勢，歐元區國家與希臘間之金融防火牆儼然成形，希臘債務問題應不致造成國際金融危機，國際上亦普遍預期希臘債務問題不致造成全球系統性風險，惟後續發展仍有待觀察。
- (二)中國大陸方面：雖然先前官方先後祭出重啟 IPO、頒布「新國九條」、推行「滬港通」等政策，並推行「一帶一路」、「國企改革方案」等穩增長、調結構之經濟發展策略，惟部分投資人認為中國大陸股市已有泡沫化之虞，近期上證指數驟跌恐為泡沫破裂之開端，又人行迅速降息降準之積極救市策略未果，拜訪成員認為，在全球經濟平均每年出現 2-3 隻黑天鵝的機率之下，亟需留意停泊在大陸股市資金之流向。
- (三)Fed 升息方面：目前市場普遍預期今(2015)年 9 月或 12 月將是美國升息時點，惟歐洲、日本等全球主要經濟體仍採行寬鬆貨幣政策，全球經濟走勢詭譎，美國貨幣政策恐牽動全球資金動向，進而影響全球金融穩定及經濟發展，故 Fed 升息政策恐非僅因美國就業率及通膨率改善即可執行，因此美國今年度升息與否仍需視全球經濟發展而定。

第二節 JP Morgan Asset Management

一、日期、時間與地點：

2015 年 7 月 9 日，08:45~10:30，JP Morgan Asset Management。

二、講師：JP Morgan Asset Management 代表

- (一) Rachel Farrel, Managing Director, Sovereign Institutional, Asia Pacific ex Japan

(二) Gregory Tell, Managing Director, Global Fixed Income, Currency & Commodities

(三) Bernard McNamara, Managing Director, Global Real Assets Omni team

(四) Ryan Holgan, Associate, Global Real Assets Omni team

(五) Joanna Callinicos, Managing Director, Product Development in ETF business

三、機構簡介：

摩根大通集團總部在美國紐約，總資產 2.5 萬億美元，總存款高達 1.5 萬億美元，占美國存款總額的 25%，分行 6,000 多家，是美國最大金融服務機構之一，摩根大通於 2000 年由大通曼哈頓銀行及 J.P. 摩根公司合併而成，並分別收購芝加哥第一銀行和貝爾斯登和華盛頓互惠銀行。摩根大通是一家跨國金融服務機構及美國最大的銀行之一，業務遍及 60 多個國家，包括投資銀行、金融交易處理、投資管理、商業金融服務、個人銀行業務等。

四、簡報內容摘要：

此次參訪 JP Morgan Asset Management 主要探討總體經濟分析、全球實質資產投資趨勢等議題。

(一)總體經濟分析：

1. 美國將升息，歐日維持寬鬆：美國是全球經濟的火車頭，經濟穩定復甦、通膨回穩，美國就業市場日益緊俏可望促使薪資成長加速帶動消費成長，有助美國景氣逐步擴張，美國聯準會可望於今年啟動升息；歐元區與日本之景氣及通膨仍屬溫和，寬鬆貨幣政策料將維持。
2. 原油供給仍過多，油價欲漲不易：布蘭特原油油價在今年 1 月觸底反彈，主要係能源業者紛紛減少資本支出與關閉油井，市場預期未來原油供給可能減少，因而提振油價走高，布蘭特原油油價一度突破每桶 65 美元。但實際上包括 OPEC 和美國原油供給有增無減，使得油價反彈力道受阻；加以希臘

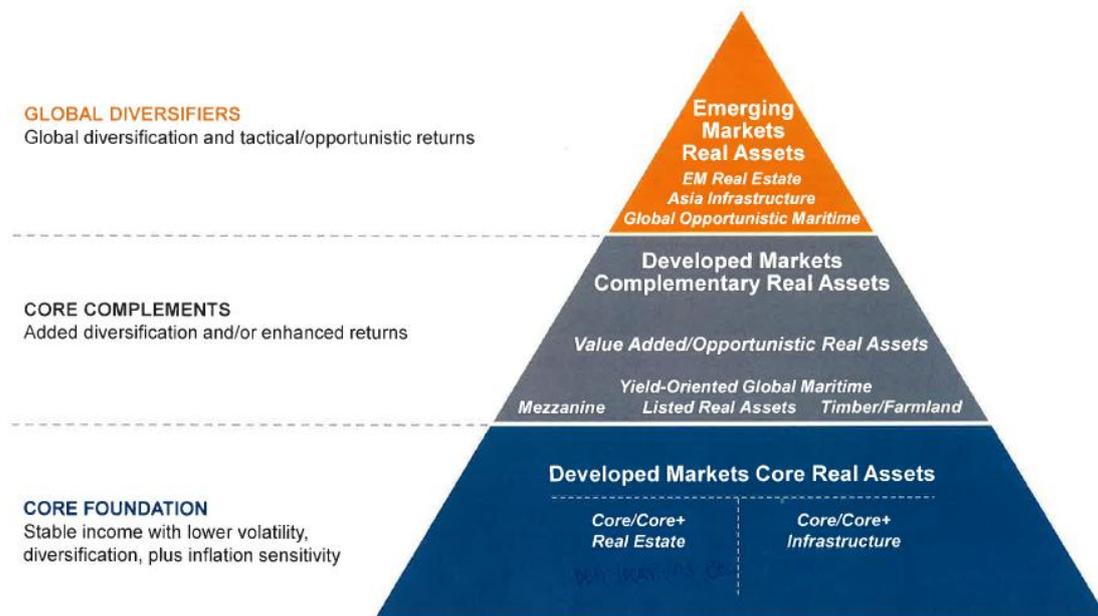
債務問題恐衝擊歐元區景氣，影響歐洲原油需求；中國大陸股市崩跌亦動搖市場信心，增添對中國大陸經濟前景的擔憂，拖累油價走勢，使布蘭特原油油價持續回落。OPEC 去年的降價策略雖成功地逼退部份美國頁岩油生產商，惟沙烏地阿拉伯表明將持續增產，其他 OPEC 成員國料趁美國原油生產放緩之際持續增產以擴張市佔率，預期伊朗原油也將恢復出口，全球原油供給持續增加。需求面部份，近年主要拉升原油需求增長的新興國家尤其中國大陸經濟增速放緩，全球經濟成長溫和，下半年僅靠季節性需求支撐，缺乏推升力道，預料油價受供給面壓力較大，另美國升息支撐美元偏強，使油價欲漲不易。

(二) 全球實質資產投資趨勢 (Global Real Assets Investing Trends & Opportunities) :

1. 全球實質資產投資介紹：

全球實質資產管理業務之發展，主要原因係近年來之低利率環境、國際股市間呈現高波動性與高相關性、已開發國家 GDP 成長率低與美國中長期通貨膨脹之預期等，使得傳統金融資產(股票及債券)管理業務發展遇到瓶頸。而就近期投資報酬率而言，實質資產表現皆優於傳統資產，波動度較低，且與新興市場高 GDP 成長率有所連動，並具有抗通膨、與金融資產間呈現低相關性之特性，故實質資產可達到多元資產配置、風險分散之目的，在動態追求收益機會同時控制投資組合波動。

全球實質資產投資組合之建置方式為金字塔式，最底層為已開發市場之核心房地產投資與基礎建設，中層為能分散風險且/或增益報酬之核心實質資產，如收益型國際海運投資等，最頂層則為新興市場實質資產，包括新興市場房地產投資、亞洲基礎建設及國際海運投資等。



圖六： 全球實質資產投資組合建置方式

2. 全球實質資產投資趨勢：

- (1) 美國房地產投資：低融資成本提升投資報酬率，例如位於西雅圖之投資個案，低融資成本讓 IRR 從 6.5% 提升至 8.2%。
- (2) 歐洲房地產投資：市場存在極端的風險偏好程度，使得頂級與次級房市之收益率間有著相當大的利差，市場存在一定程度之錯誤定價(Mispricing)。
- (3) 亞太地區房地產投資：相較於歐美市場，亞太地區房地產有著較高的風險溢酬。
- (4) OECD 基礎建設：太陽能產業過去幾年來的結構型改變，如太陽能電池(PV)均價在美國從 2009 年之 7.5 美元降至 2013 年之 1.7 美元。
- (5) 全球海運：多個資產類別目前價值在該產業循環中的相對低點。從長期來看，能提供穩定現金流之航空業、液態天然氣載運船(LNG Carrier)為適合投資之類別；而短期則適合投資目前價值位於相對低點之散貨船(Bulker)與貨櫃業(Container)。

第三節 Goldman Sachs

一、日期、時間與地點：

2015 年 7 月 9 日，14:30~15:30，Goldman Sachs。

二、講師：Goldman Sachs 代表

(一) Mr. John M. O'Connell, Managing Director, Global Compliance Division

(二) Howard M. Steinberg, Vice President, Regulatory Audits & Inquiries, Global Compliance Division

(三) Kris Dawsey, Senior US Economist, US Economic Research Group

三、機構簡介：

高盛集團 (Goldman Sachs Group, Inc.) 成立於 1869 年，為全世界歷史最悠久及規模最大的投資銀行之一，總部位於美國紐約，在全球 23 個國家和地區設有代表處；包括紐約、芝加哥、法蘭克福、倫敦、東京、台北、北京、上海和香港，亞太地區總部設於香港。該集團業務涵蓋投資銀行 (Investment Banking)、證券交易 (Securities) 和資產管理 (Investment Management)；客戶包含企業、金融機構、政府及個人。

投資銀行業務包括財務顧問 (併購、重組) 及承銷業務 (公開上市和股權、私募股權相關的債務工具)。高盛為全球併購顧問之龍頭，交易規模排名上經常排名第一，在業界享有很高的聲譽。

四、簡報內容摘要：

(一) 投資銀行業務趨勢分享：

1. 2015 年併購案件大幅成長：

高盛觀察到，截至 2015 年 6 月，併購案件總金額已達 4 兆美元，較 2014 年全年案件總金額成長 33%，是金融海嘯後併購市場最活躍的一年。

一些已經很長時間沒有發生過大型併購案的業別也開始出現收購案，主要係因全球股價上漲讓經營者充滿信心，且由於新興經濟體成長放緩，為了

維持營收成長，滿足股東要求，併購交易是使業務成長的最便捷方式。

此外，歐美主要企業的現金持有量亦達到歷史新高。雖然企業可以透過買回庫藏股之方式將現金回饋給股東，不過，越來越多的股東要求企業能夠更有效地運用資金。如以之用於併購，持有大量現金的企業可以在籌集收購資金時處於有利地位。

2. 2015 年併購案件之主要特性包括：

- (1) 趨於大型化，且以策略性併購為主：大型併購案（單件併購金額 200 億美元以上者）比重即達 29%（2014 年比重約為 13%），且有七成為公司間之策略性併購案。
- (2) 產業以 TMT 產業（Technology, Media, Telecom）、天然資源及生技醫療業為主，且多為同產業整併。
- (3) 投資人對於併購案接受度高：由於兩家公司的合併，通常能擴大市場與降低營運成本，因此投資人對於企業併購樂見其成。2015 年併購案件併購方或被併購方之股價漲幅皆高於以往年度，亦可佐證此點。
- (4) 成本相較於以往低廉，有助併購案進行：在低廉的借貸成本與看好股市漲勢的各企業董事會推動下，併購達到高峰期。

(二) 美國總體經濟趨勢分析：

1. 美國消費力道回升及全球油價下跌：今（2015）年美國經濟活動溫和擴張，美國 GDP 比重達六成以上的消費回升，對美國經濟的成長提供堅強的後盾，顯示消費者信心逐步回穩，消費增長亦是指日可待。此外，油價下挫讓美國消費者省下的大筆支出，如同無形的「減稅」，美國經濟亦將大幅受益。高盛估計，目前為止，汽油價格大跌省下的支出，相當於美國家庭減稅 750 億美元，對家庭支出而言有顯著的助益。若汽油價格依舊低迷，隨著時間，此一利益可能仍將擴大。
2. 工業生產優於預期且勞動市場狀況好轉：根據聯準會(Fed)公布的數據顯示，美國 6 月工業生產上升 0.3%，產能使用率亦持續上升，且工業製造經

理人指數 PMI 亦連續第二月的加速擴張，從 5 月的 52.8 加速 0.7 來到 6 月的 53.5，回到 2015 年 1 月的擴張速度，以 6 月份的 PMI 來看，美股下半年基本面良好且將持續擴張。另外，勞動市場部分，初領失業金人數連續低於 30 萬人水準，代表趨勢的四週移動平均值皆處於近年低點，顯示消費者支出、企業聘雇和製造業活動復甦情況良好，意味著就業成長穩定和勞動市場狀況好轉，惟勞工薪資仍疲弱，但薪資水準已開始出現微幅上漲之初期預兆。

3. 美國營建業呈現成長趨勢：房市供應情況支持美國營建業者加速動工的預期，自 2009 年後美國營建業陷入低迷，直至 2014 年略微提升，在美國經濟逐漸復甦下，2016 年美國房市呈現反彈趨勢，惟 18 歲至 34 歲間之年輕人與父母同住之比率屢創新高，目前約達到 32%，較 2009 年經濟衰退期亦成長約 7%。此外，美國人口老化現象亦是拖累經濟成長的阻力之一，未來十年戰後嬰兒潮世代人口老化問題將日益擴大，勞動力卻無法提升，就長期而言，人口結構問題亦是值得關注議題。
4. 升息預期：近期核心通貨膨脹率、失業率及成長率等經濟數據多符合市場預期，顯示經濟有逐步回溫跡象。聯準會主席葉倫於國會作證時表明「美國經濟和勞動市場可望進一步改善，希臘危機與中國大陸金融動盪等國際情勢不太可能使美國經濟脫軌，今年稍晚預計將啟動升息。」並強調升息後貨幣政策仍可能會有很長一段時間維持在高度寬鬆的狀態。

第四節 Alliance Bernstein Holding

一、日期、時間與地點：

2015 年 7 月 10 日，08:45~11:00，Alliance Bernstein Holding。

二、講師：Alliance Bernstein Holding 代表

- (一) Steven M. Eisenberg, Senior Managing Director, COO, Client Group
- (二) Allison Yockel, Vice President, Equity PMG
- (三) Megan Mosher, Assistant Vice President, Fixed Income PMG
- (四) Bob Hostetter, Head of Global Product Strategy
- (五) GORO ABE, Vice President, Senior Manager of Events
- (六) Brian Lo, Managing Director, Marketing Communications, Asia ex-Japan Client Group

三、機構簡介：

聯博集團(Alliance Bernstein Holding)係一成立超過 40 年之資產管理公司，其資產管理規模(AUM)約 5,000 億美元，在全球 22 個國家設有 46 個據點，共有 3,490 名員工、203 名分析師、146 名資產管理人。其主要業務為為客戶提供資產管理與投資研究服務，服務對象包含企業、基金會及捐贈基金、中央銀行、政府及主權財富基金、金融機構（銀行、證券公司、資產管理及保險公司）、通路及理財顧問、高資產客戶與家庭。

Alliance Bernstein 在臺灣設有據點，聯博投信為聯博資產管理(AB)在臺子公司。2012 年 12 月，聯博合併在臺灣的投顧與投信事業，以聯博投信繼續拓展臺灣事業版圖。目前員工約 100 名，資產管理規模達 200 億美元，且在 2012、2013、2014 連續三年獲 Asia Asset Management 雜誌評為 Best of the Best Awards。

四、簡報內容摘要：

(一)聯博集團收益投資策略：

過去，投資人只需仰賴銀行存款與政府公債，便可獲得固定的收益來源。然而，當前極低的利率水準與非傳統的貨幣政策，讓上述的收益來源寫下歷史新低水準，部份政府公債甚至首次出現負利率。有鑑於全球經濟成長率大多平緩，且通縮壓力大過通膨，預期現金與政府公債的殖利率將長期維持低檔。

由於收益導向的投資人漸漸瞭解，惟有擴大投資範疇，方能滿足收益的需求。因此高收益企業債券、高股息股票，以及商用不動產等「另類資產」可望能提供相對具吸引力，甚至優於政府公債之收益水準。隨著全球金融市場演變，這些資產的投資機會變得更廣泛、更加全球化。但收益水準愈高，投資風險也愈高，讓追求穩定收益、較低波動度，以及重視資本保護的投資人感到擔憂。

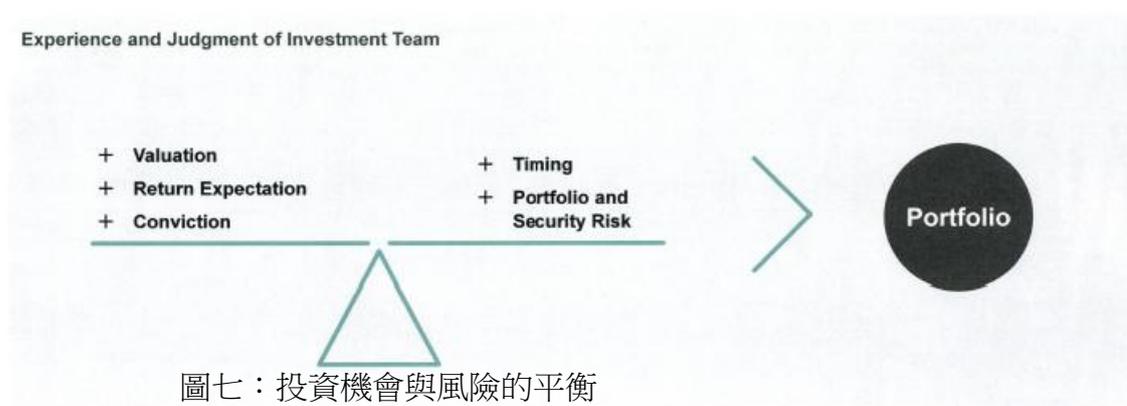
據聯博的研究顯示，精準、平衡掌握：投資在收益水準具吸引力的資產、投資資產之收益具成長潛力、動態管理市場風險為實現穩定收益的三大關鍵。打造差別化收益投資策略，不同的投資人將適合不同的投資策略。無論是單一投資組合或涵蓋不同的投資組合，妥善地分散配置將有助於實現更穩定的報酬表現。

(二)如何追求收益、同時兼顧資產的穩定性：

近年來的量化寬鬆政策，讓政府公債殖利率創下歷史低點，追尋收益的投資人因此得承擔更高的風險，被迫在高波動資產中發掘收益來源。投資人為了賺取可接受的收益水準，反而使得投資組合面臨更大的不穩定性。

對於追求高水準收益與些許資本增值潛力之投資人而言，多元資產收益投資策略可一次滿足所有投資需求。然而，許多備受投資人青睞的投資策略，卻未完全發揮強化分散配置與動態風險管理的優勢。

Balance Opportunity and Risk



圖七：投資機會與風險的平衡

例如，混合配置高收益債券與高股息股票確實可創造收益，但此種配置策略與整體股市表現有著很高的相關性。一旦股市表現下跌，欠缺分散特性的投資組合，將使得投資人面臨龐大的潛在損失。這樣的報酬模式並非多數追求收益的投資人所樂見。因此，全面地為投資人在收益與下檔風險之間取得平衡是相當重要的議題。

首先，多元資產投資解決方案可佈局較廣泛的資產類別與投資策略，納入與股市相關性較低之投資標的。以創造穩定收益為目標，將各種資產扮演的角色加以分類：

1. 多元收益資產 (Income Producers) 可創造高水準的當期收益：此類資產不僅包含高收益債券，同時涵蓋新興市場債券、特別股與房貸抵押債券。因為此類資產對於經濟週期與整體市場動態具有高敏感度，因此投資人在賺取較高的當期收益同時，必須承擔信用風險。
2. 多元成長資產 (Income Growers) 具有長期收益成長之潛力：此類資產包含不動產投資信託 (REITs) 與高股息股票。這類資產的波動性高於多元收益資產，對於整體市場表現的敏感度亦較高。
3. 多元優化機制資產 (Income Diversifiers) 是多數多元資產收益投資策略忽略的關鍵環節：此類資產不僅可提供收益，且與股市敏感度甚低，因此可強化投資組合的分散特性，並降低損失風險。多元優化機制資產可有效改善收益投資策略的平衡特性。以投資人熟知的各國公債為例，在過去此類資產可相對有效地平衡股票投資部位，且在正常的環境下亦可提供收益報酬。然而，當前投資主權債，卻得面臨殖利率極低的難題。因此，投資人必須跳脫思考的框架，找尋多元優化機制的資產。

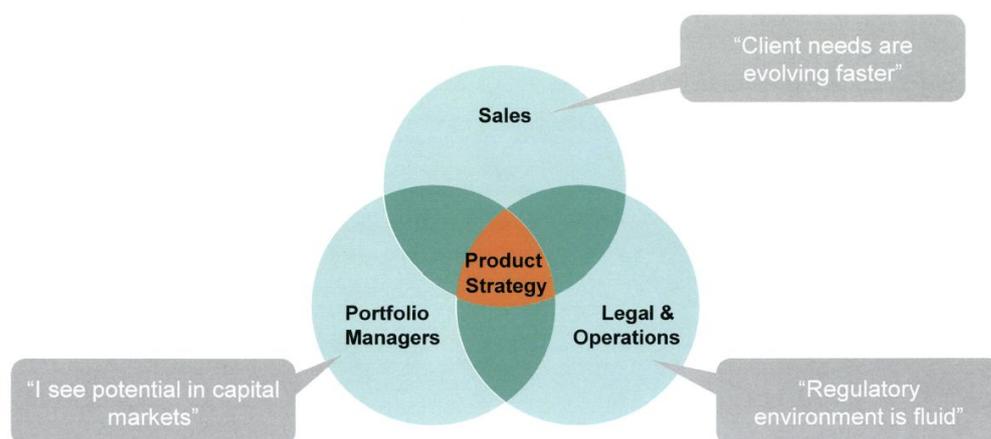
藉由佈局多元收益資產、多元成長資產、多元優化機制資產，審慎建構投資策略，將可為投資人規劃更全面的多元資產收益投資方法。能源價格重挫，凸顯出動態資產管理的重要性。在高收益債券指數當中，能源企業債券佔有相當大的

比例，因此近期能源價格重挫使得高收益債券表現面臨壓力。同樣的，許多原油相關類股也遭受龐大賣壓。其實，上述風險都能獲得妥善管理，但光是持有與「大盤」相近的配置部位，反而可能增加下檔風險。

多元資產投資策略擁有締造龐大、穩定收益的潛力。然而，在低利率的環境下，較不受限、能夠跳脫思考框架的收益投資方法，將有助於避免狹隘地投資傳統收益型資產，防止意料之外的投資風險。

(三)全球產品發展策略：

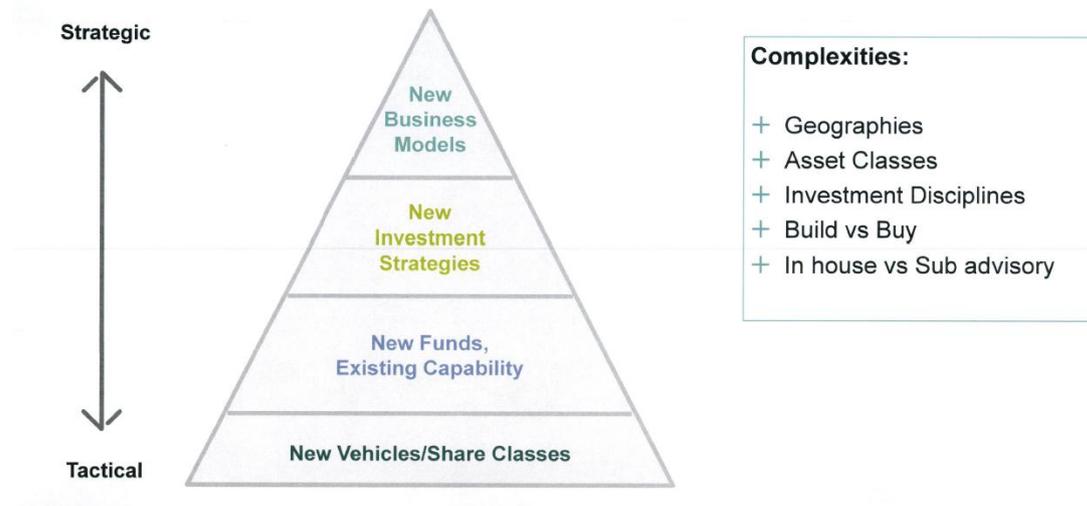
1. 產品發展策略的重要性：



圖八：產品發展策略

制定產品發展策略對投資公司是非常重要的，將決定公司未來發展的成敗。一個成功的產品發展策略將成功整合銷售人員、法規遵循人員及投資經理人對未來的看法及產品需求，擬定出最適合公司客戶及投資經理人的金融商品，從而將公司的資源投入發展該類商品，達到最大效益。

2. 產品發展策略制定流程：



圖九：產品發展策略制定流程

擬定產品發展策略的流程可從策略端的新商業模式、新投資策略、新資金及現有資本到戰術端的新投資基金及發行股權等依次考量，當中結合地緣、資產等級、投資原則、新設或購買、公司內部發展或委外等種種因素。另外，產品發展策略的幾項大原則簡列如下：

- (1) 公司的核心競爭力，需考量有什麼是公司現階段做不到的。
- (2) 產品策略的明確目標，發展、獲利或分散？
- (3) 產品的研究與發展成本。
- (4) 資源配置原則。
- (5) 訂定產品發展策略所需要的資訊。
- (6) 發展流程的銜接與整合。
- (7) 產品的評量與回饋。

3. 商品發展研究：

商品發展的成功關鍵→能讓客戶快速瞭解的產品介紹+產品本身的特質
+選擇這產品的理由+選擇這家公司的理由

所提供的商品須滿足顧客投資需求，要達成這個目標，必須從供應與需求兩端分別思考：

(1) 提供商品的考量因素(供應端)：

- 產品成功的要素?預期的產品特性及表現
- 公司勝出的要素?公司過去良好的範例與特點
- 威脅與風險?導致研發團隊發生錯誤的可能因素?

(2) 產品銷售的考量點(需求端)：

- 機會所在:預期市場規模與成長
- 挑戰與風險:銷售端的挑戰與風險
- 銷售假設:資產募集與所需時程

第五節 Blackrock Group

一、日期、時間與地點：

2015年7月10日，13:00~14:30，Blackrock Group

二、講師：Blackrock Group 代表

(一) Joe Linhares, Managing Director, Global Head of Platinum Accounts

(二) Barrie Mellin, Global Strategy

(三) Steve Witthuhn, US Wealth Advisory

(四) Mark Shpizner, Strategic Client Program

三、機構簡介：

貝萊德集團(BlackRock Group)成立於1988年，最早由指數與量化投資起家，目前已提供全球客戶有關投資、顧問、交易及風險管理等全方位的資產管理服務。其於1999年在紐約證券交易所上市，市值近600億美元，全球超過30

個國家有據點，員工人數達 1,200 人。截至 2015 年 6 月底，管理資產規模為 4.72 兆美元，客戶分布於 100 多個國家，包括政府機構、公司、基金會與退休金帳戶等。2014 年總營收為 110 億美元，淨利 33 億美元。

BlackRock 以滿足客戶需求為經營基礎，在符合法規下，提供多元化的投資解決方案，提供客戶優質的投資顧問服務與風險控管機制。客戶可從其服務平台中依投資目標之需求選擇合適的投資產品與進行投資組合管理。

四、 簡報內容摘要：

(一) 資產管理發展趨勢：

BlackRock 歸納出近期資產管理業的五大發展趨勢如下：

1. 全球投資性資產的成長減緩，如何說服投資人將資金再次導向投資將是一大挑戰：依據 McKinsey 調查報告顯示，1980 年至 2010 年間，全球投資性資產(Global Investable Asset)的年複合成長率為 8%，2010 年至 2020 年的成長率則降到只有 4%，其成長性已逐漸趨緩。全球投資性資產占全球 GDP 的比重也從 1980 年的 194%，在 2010 年提升至 335%的高峰後，預計 2020 年前都不會再有大幅成長，大約維持在 330%。因為全球投資市場的波動度增加，投資人的資產配置相對之前有較高的比重在風險性較低的存款。如何讓投資人願意將資金再次轉入投資是資產管理業面臨的重要課題。
2. 個人投資者的資產管理未來將以退休金為重點，並且預期將帶動退休金確定提撥制市場資產管理的大幅成長。機構投資人的資產管理則將朝向追求更長的存續期間與更低的成本，以提升報酬率。個人投資者的資產管理比重將越來越高，以美國為例，預期未來五年個人投資人與機構投資人的資金流動比重為 7:3(全球約為 6:4)。主要原因有一部分是來自於退休金資產的管理需求，在美國，2010 年由退休人士和接近退休人士所持有的投

資性資產已占全數的 65%，相較 2000 年的 57%，已增加 8%，預計到 2020 年會再上升至 7 成，所以這部分的資產管理需求會越來越高。而隨著退休金制度的變革，確定提撥制(Defined Contribution)已成為多數市場主流，2017 年全球的確定提撥制退休金資產規模將會正式超越確定給付制(Defined Benefit)。目前大型公眾確定給付制退休金持有約 10 兆美金的資產，但過去幾年來，確定給付制退休金面臨到嚴重資金不足的問題，無法達成原本預期的 7%報酬率，因此為了舒緩可能面臨的資金缺口將更重視資產管理，朝向追求更長存續期間的投資組合與找尋更低成本的投資方法。以擁有約 2,400 億美金資產的加拿大退休金計畫為例，自 2014 年起開始調整長期投資策略，將 5 成以上的資產轉往包含私募證券、基礎建設及不動產等存續期間較長的資產，預期未來 5 年的每年報酬率達 12%。

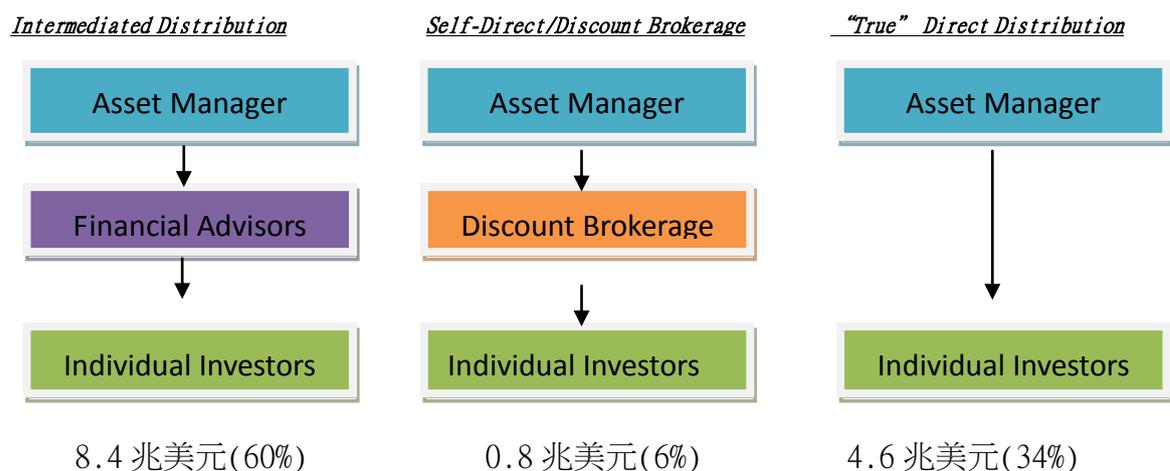
3. 市場指數型投資當道，但主動式(Active)管理方式仍有其市場：近期指數型投資成為主流，預期未來幾年其資產規模比重仍舊會上升，另類投資也是屬於成長的部分。相對上主動式投資管理資產規模比重逐年下降(特別是股票這一塊)，但這並不表示主動式管理業務會就此消失，預計到 2020 年其收入仍占整體收入比重的 27%。
4. 資訊科技的進步帶動直接投資的便利性與成長動能，也推動獨立顧問(Independent Broker/Dealer)的崛起：資訊科技的發展讓電子交易系統與平台興起，目前資產管理業界已經有超過兩成的客戶透過線上系統或平台直接進行投資，且此比例將會繼續提升至三成以上，另外 45%的客戶已自行經由網路找尋投資建議或進行分析。資訊科技的進步將改寫資產管理業的經營模式與客戶，影響投資流程與銷售通路板塊。也因此，一些中小型的機構或獨立顧問，只要能有效掌握科技的契機，提供方便使用的線上系統，便可以吸引越來越多的客戶，加上社群媒體的力量，資產管理或投資顧問業務將不再只是掌握在大型機構的手裡。
5. 資產管理業者開始透過巨量資料分析提升對客戶的了解，增加市場競爭

力，並重塑產業生態圈：資產管理業者在資訊科技應用方面，最重要的趨勢就是利用巨量資料(Big Data)與分析勾勒客戶的行為與找出可能影響客戶行為的重要因子，並針對這些因素來進行產品設計、行銷推廣等。例如，BlackRock 已與 Google 合作，蒐集分析客戶利用 Google 進行之檢索得出的統計數據，希望找出影響市場變化的幾個領先指標，作為與客戶溝通的參考依據。

(二) 美國個人資產管理市場概述

目前美國個人投資者資產管理市場的資產規模約為 14 兆美元，其銷售管道如下(圖十)：

1. Intermediated Distribution：資產管理業者服務/產品透過財務顧問 (Financial Advisors)等中介機構(不同集團)提供予個人投資人。
2. Self-Direct/Discount Brokerage：資產管理業者的服務/產品經由提供手續費優惠的券商或線上交易平台提供予個人投資人。
3. “True” Direct Distribution 直接提供：資產管理業者服務/產品直接提供予個人投資人。



圖十：個人投資者資產管理模式

目前個人投資者的資產管理模式仍以透過財務顧問等中介機構模式為最主流，占管理資產規模的六成。

預測未來個人投資者資產管理市場可能朝向以下幾個趨勢發展：

- 投資顧問服務的需求將轉向可同時提供主動式與被動式管理策略與戰略性資產配置的平台。不再採用過去既有的” Style Box”（投資風格）策略，而是朝向追求最有效率的 beta(市場報酬)
- 投資產品板塊大量往 ETF 移動
- 獨立投資顧問與直接通路的成長會更為快速
- 投資人會尋求能符合其投資目標與需求的資產管理服務，而不再只是聽從過去業者所提供之產品導向的投資方式
- 資訊科技將深深影響市場變化，包含通路與投資方式，未來仰賴資訊科技進行銷售的比重將大幅增加
- 退休金資產管理將是未來十年的主要挑戰

（三）機構投資人資產管理市場發展重點

BlackRock 指出，機構投資人資產管理市場未來將朝向二元化發展。幾個成長幅度較大的關注重點包括：

1. 確定提撥制的資產規模將因為退休金制度的轉型而受益。
2. 越來越多的金融機構與發行人將資產管理業務外包，所以此部分的資產規模也將會逐漸攀升。
3. 隨著官方機構的數量持續增加，會有更多的資產會交給外部資產管理機構進行資產配置，也代表需要依客戶需求規劃更多的投資策略與方案。

另外在退休金管理部分，因為面臨到資金缺口的問題，所以未來的投資策略與投資組合的建構將著重如何有效提升投資報酬率，資產配置的範疇也較過去更為積極與具有彈性，例如另類資產與權益證券的比重會增加。至於公司的退休金計畫則將更重視風險管理與波動度，反而對債券等固定收益證券的配置比重會較過去增加。

第六節 PineBridge Investment

一、日期、時間與地點：

2015年7月10日，15:00~16:30，PineBridge Investments

二、講師：PineBridge Investment 代表

(一) Deanne L. Nezas, Managing Director, Head of Institutional Multi-Asset

(二) Nicholas E. Brown, Strategy, Planning and Analysis

(三) Carmela Di Meo, Senior Vice President, Head of Marketing-Americas

(四) Joshua E. Zweig, Vice President

三、機構簡介：

柏瑞投資(PineBridge Investment)成立於1989年，由旗下多家國際公司組成，在2010年3月由盈科拓展集團(Pacific Century Group)自美國國際集團(AIG)收購。AIG友邦投資更名為柏瑞投資(PineBridge Investments)，成為一獨立經營的資產管理公司。

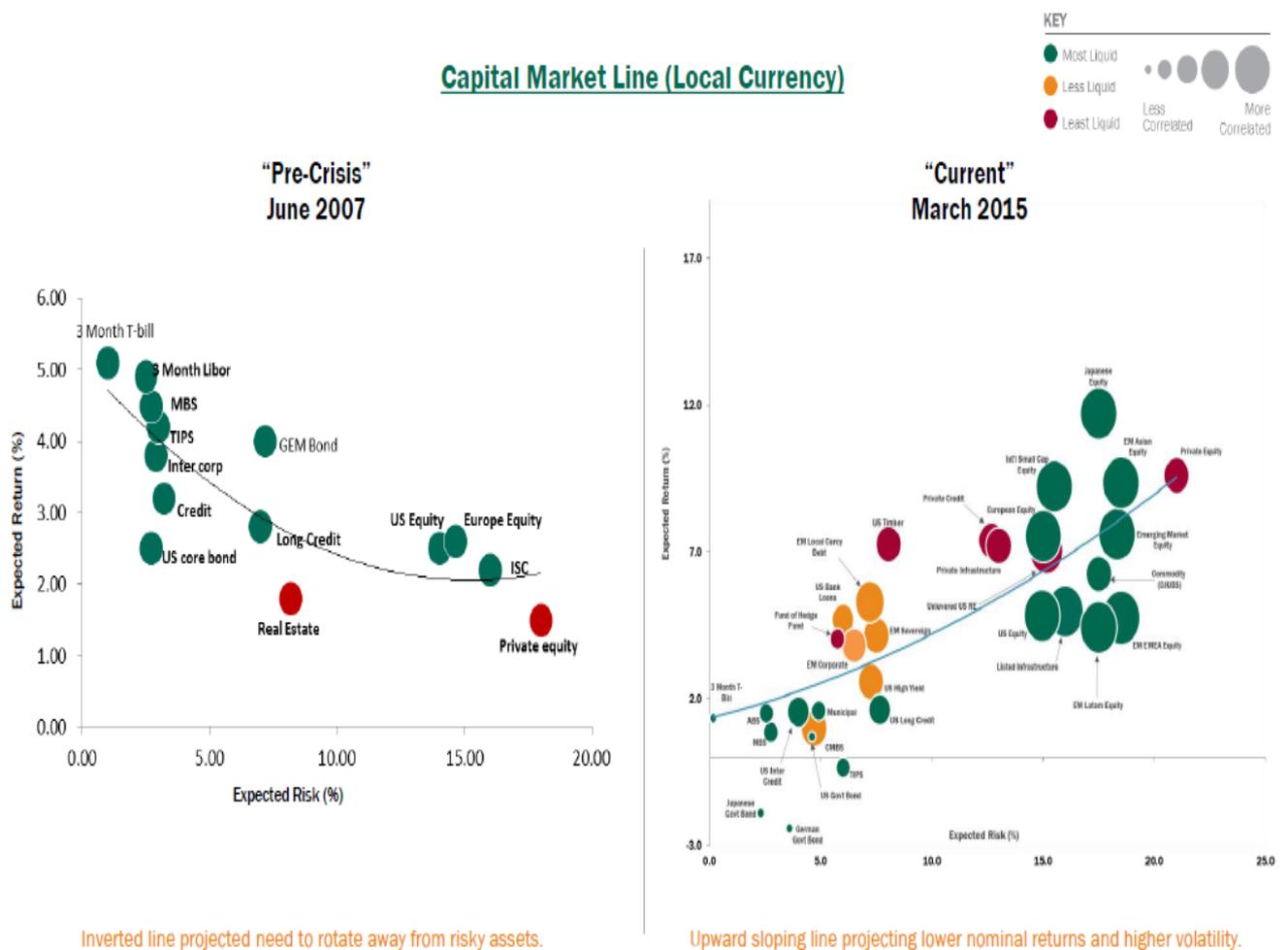
柏瑞投資是一個全球型集團，總部座落於美國紐約，現今柏瑞投資擁有多種類型產品，包括：股票、固定收益、私募股權與對沖組合基金等投資商品。旗下各公司致力為世界各地之客戶提供專業投資建議、投資產品及資產管理服務，網絡橫跨歐美亞非與中東地區。

四、簡報內容摘要：

多重資產配置的傳統模式範圍主要從短期技術面導向的戰略性資產配置(Tactical Asset Allocation)，至長期基本面導向的策略性資產配置(Strategic Asset Allocation)，惟全球金融危機後這些傳統模式成了問題，也因此增加中期投資觀點的需求。這項在資產配置上結構性轉變，結合在利率上升環境中的利益，並創造取得多重資產投資方案的需求。

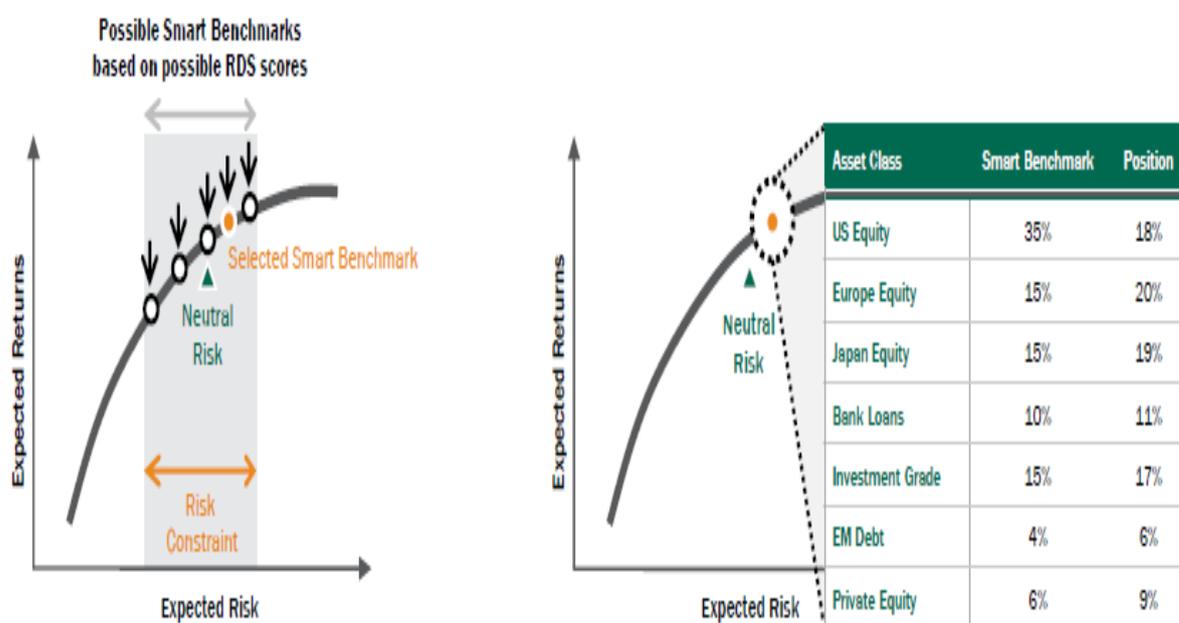
柏瑞投資的投資過程主要分為三個階段：

(一) 建立資本市場線(Capital Market Line)：資本市場線被柏瑞投資全球團隊視為多重資產商品管理的重要工具。投資團隊依據市場最新價格及基本面判斷，確定資本市場線，並用以推算不同資產五年期預期報酬與風險、資產間的關聯性及流動性等。如圖十一所示，資料點越大代表與其他資產間關聯性越高，資料點越小代表關聯性越小；資料點顏色代表資產流動性，綠色代表資產流動性佳，橘色代表資產流動性於正常市場狀態時無虞，紅色代表市場流動性欠佳；曲線的斜率係用以觀察資本市場風險與報酬關係，正斜率顯示金融市場處於正常狀態，市場預期風險與報酬間為正向關聯，負斜率則代表金融市場預期風險需求反轉。



圖十一：資本市場線(Capital Market Line)

- (二) 每月召開多重資產決策會議：參考每月資產類別會議決議及資本市場線資訊，採用 9~18 個月動態性資產配置，因這樣的期間長度足以讓價格涵蓋基本面，且在期間內透過持續性的監督，以符合客戶需求及目標。
- (三) 完成全球化動態資產配置投資組合：先依投資組合的風險報酬目標及限制建構出效率前緣(Efficiency Frontier)，並於合適風險評分範圍內選出特定績效指標(Specific Smart benchmark)，以反映多重資產策略中的風險定位(詳圖十二)。依資產類別觀點增加或減少投資組合持股，由投資團隊依經驗於風險、成本及時間基礎上決定最理想的方案。



圖十二：多重資產策略中的風險定位

最後，柏瑞投資針對投資組合進行持續性的觀察與評估，包括回溯測試量化模型及定性盡職調查等，以達到投資組合之最適風險及報酬目標。

第四章 心得與建議

我國經濟在歷經過去數十年來的持續發展，民間累計龐大的財富，民眾對於投資理財的需求日益殷切。此外，國民平均壽命之延長，少子化的趨勢，如何使財富的保值甚或增值的議題，廣為國人所關切。在我國的金融市場中，將個人財富委託專業投資機構，已普遍成為理財之重要環節，使得我國之資產管理產業 (Asset management industry) 快速發展。

目前美國在資產管理業居領先地位，歐亞各國包括香港、新加坡、澳洲、英國、法國、盧森堡及愛爾蘭等，甚至中國大陸及印度等新興經濟體，近年來無不全力發展資產管理業。

近來亞洲成為世界財富地圖上最耀眼的區域，而隨著財富而來的，則是愈來愈被重視的資產管理需求。根據麥肯錫顧問公司研究資料，亞洲為現今富裕人士資產成長最快速的地區，2008 年至 2013 年複合成長率約為 13%，遠高於其他主要地區的 7%。花旗 2012 年世界財富報告也指出，相較於歐美衰退，2011 年中國大陸、日本、東南亞的億萬富翁總人數已超越北美，2016 年全球億萬富翁將有四成來自亞洲地區，人數將達 3 萬 5,000 人。根據波士頓顧問集團 (BCG) 調查，由於臺灣為大中華市場的重要成員，也是僅次於大陸與澳洲的第三大市場，2011 年臺灣高資產客戶（新臺幣 300 萬元）的總資產規模，已達 2.23 兆美元。

亞洲如此蓬勃，臺灣資產管理市場更是大有可為，因此，發展臺灣成為區域資產管理中心首要的目標，即是提升我國金融從業人員的跨國資產管理能力，加強開發多元化本土商品以培植本地金融人才培育優秀的跨國資產管理人才，期能使我國金融產業更順利的發展，面對全球快速變化的金融環境，強化我國的競爭力。

此次有幸參加證基會舉辦的第一期「跨國資產管理人才培訓班」，課程內容多元而豐富，專業能力有所提升；而海外研習部份，使參與學員擴展國際視野並深化培訓效果，受益良多。