

出國報告（出國類別：其他_國際會議）

參加「亞洲保險評論雜誌(Asia Insurance Review)第4屆保險投資管理高峰會」
出國報告

姓名職稱：許耕維 專門委員

出國地點：香港

出國期間：104年11月25日至11月28日

報告日期：104年12月17日

壹、摘要

目前全球經濟發展處於高度不確定的狀態，由於美國聯準會預期可能採取緊縮貨幣政策，但歐盟、日本和中國等國家預期仍將採取寬鬆貨幣政策，美元走強將影響美國的出口競爭力，減緩其經濟成長，進而影響全球景氣復甦。而中國大陸的資金外流，將對人民幣產生貶值的壓力，而超額的供給將產生通貨緊縮的輸出，保險業應注意通貨緊縮可能對投資債券或股票市場所造成的衝擊。至於刺激國家整體經濟成長的方式，則可透過政府擴張財政政策方以達到有效刺激經濟成長的目的。

因為長期利率下跌，要達到投資預定報酬率，可能需承擔更大的風險，投資策略需擴大投資資產之種類及彈性，以建立足夠風險分散的投資組合，在這個目標策略前題之下，保險業對於投資組合的下檔風險控管更為重要，需與投資分析決策執行流程整合，並進行模擬分析及壓力測試。此外，要避免被整體市場追高殺低的氣氛所影響，投資組合需採取預期未來報酬率的評估方法，採取較長的時間區間來計算評估報酬率，以避免市場氣氛干擾影響投資策略，透過有紀律事前設定不同投資組合預期報酬及可容忍風險的損失程度的評價方式，可確保採取獲得長期預期報酬的投資行動。

而馬來西亞的國家主權財富基金 Avicennia Capital 投資併購亞洲新興市場保險公司的經驗，及其著眼保險業是亞洲新興市場國家核心基礎建設的重要支持，以及新興市場保險業包括醫療保險、教育及儲蓄需求成長的機會，可供作我國保險業打亞洲盃的參考，不過過剩的資金導致投資保險公司的交易估值評價偏高的問題也值得注意。而評估價值的過程應注意檢測無風險利率、通貨膨脹率、投資報酬率等重要經濟假設的合理性，以及死亡率、罹病率、脫退率及費用率等重要非經濟假設的合理性。

而投資組合理論由最早討論股票和債券的配置比例，逐步擴展至包括商品及新興市場等不同種類資產分散策略的投資組合，及建立不同地理區域的風險分散策略。而近年提出的投資組合理論，則是強調最大分散投資組合(Most Diversified Portfolio)或均等波動度 (Equal Volatility) 的投資組合，但這種極小化風險的投資策略，可能使投資組合過度集中於低流動

性、小規模及低波動性的股票，未必是最有效率的投資組合，若再考量增加中等市值、動能、低波動性、價值、低投資、高獲利性等多重因子調整，實證結果透過調整後多重因子，及不同資產、不同國家及最小化風險的多角化分散策略，可以在承擔相同風險下獲得超額報酬。但投資個別公司股票仍需檢視個別公司治理情形，包括評估董事長與執行長獨立性、董事及獨立董事席次相對於國家或區域的比重、主要法人股東名單及其變化情形。

貳、目的

亞洲保險評論雜誌(Asia Insurance Review) 舉辦第 4 屆保險投資管理高峰會，主要目的係因為亞洲保險業者普遍面對監理法規的調整及低經濟成長的環境，希望透過建立一個保險業及相關投資機構等之間溝通對話平台，討論如何在低利率的環境下，透過多角化分散投資，降低經濟成長不確定之波動風險，以確保投資組合能達到預期的報酬率。主要討論的議題包括總體經濟環境及趨勢發展，投資併購亞洲新興市場保險業經驗分享，以及如何透過多角化分散投資風險的投資組合策略。

我國保險業的資產規模由 2002 年 3.68 兆快速成長，上升至 2014 年 9 月已逾 20 兆，所以利率、匯率等總體經濟因素的波動，或是個別區域市場、國家或公司的特定事件，均可能對保險業資產價值波動產生相當之影響。而部分保險業因過去保單利差損的問題，而採取較積極的投資組合策略，然而面對低利率的環境，要達到預定的報酬率，將承擔相對較高的風險。透過此次會議可瞭解亞洲相關保險業者及投資機構如何透過多角化的投資策略，以達到分散投資風險並達到預定的報酬率的目標。此外，本會持續推動保險業布局亞洲，截至 104 年 10 月底，於大陸地區共參股 6 家保險公司、2 家保經公司及設立 13 處辦事處，於港澳地區設立 2 處辦事處及投資 1 家香港控股公司；赴東南亞地區設立 6 處辦事處及 4 家子公司，透過本次會議可瞭解國外機構投資人投資亞洲新興市場保險公司之經驗及可能遭遇的困難如何解決，可作為我國未來發展參考及借鏡。

參、會議過程---主要議題概述

一、總體經濟環境展望

AIA 集團的首席經濟學家 Dr. Brian Murray 就「通貨緊縮對投資者產生的巨大風險」提出簡報，其提到對全球經濟成長產生最大威脅即來自於通貨緊縮壓力，因此採用貨幣政策時應該審慎，通貨緊縮較通貨膨脹更難處理。儘管歐洲、日本等許多國家採取量化寬鬆政策，但並未發生通貨膨脹的情形。但這並不是因石油價格崩跌，因為通貨緊縮在油價崩跌前已經發生。通貨緊縮根本原因是流動性陷阱和需求不足，而不是石油一個特定商品價格崩跌的結果。通貨緊縮可能對保險業造成顯著影響，在 1990 年代後期日本的保險公司就因為通貨緊縮導致其所持有證券損失了很多錢，這就是為什麼通貨緊縮比通貨膨脹產生更大的威脅。Dr. Murray 預測美國聯準會可能考量政治因素會在十二月升息，但因為美國低通貨膨脹率和低勞動參與率，所以這將是一個錯誤方向。因為美國是唯一預期採取升息緊縮貨幣政策的國家，但歐盟，日本和中國預期仍將採取寬鬆貨幣政策，美元走強將影響美國的出口競爭力，減緩其經濟成長，進而影響全球景氣復甦。而依照 2014 年亞洲國家如台灣、菲律賓、印尼、土耳其、泰國、馬來西亞等國家政府債務占國民生產毛額比例(Public Debt/GDP)，參照歐盟馬斯垂克條約標準(Masstricht Criteria)，亞洲國家仍有透過政府財政政策以刺激經濟成長的空間。Dr. Murray 更進一步表示透過政府擴張財政政策方是有效刺激經濟成長的正確方法。

HSBC 全球資產管理投資長 Mr. Denis Gould 就「掌握資產配置的藝術」進行簡報，提到許多學術理論研究證實投資組合的資產配置是決定報酬率的主要因素，但在實務上要利用這個理論仍存在許多問題。依據其研究 2005 年至 2014 年之間不動產、美國股票、全球債券、已開發國家股票、新興市場股票、日本股票、歐洲股票、商品、避險基金、絕對報酬等不同類別的資產報酬率，每年最佳投資報酬資產類別的排名均有很大變化。但很不幸，投資人通常作了錯誤的資產配置，例如，以美國股票基金的現金流入金額來看，投資人資金流入最高峰是買在 2000 年市場的高點，而賣在 2008 年市場低點。這主要是投資人很難不被整體市場追高殺低的氣氛所影響。要避免追高殺低的投資方式需採取預期未來報酬率的評估方法，

採取較長的時間區間來計算評估報酬率，以避免市場氣氛干擾影響投資策略。針對不同風險資產權重，事前設定不同投資組合預期報酬及可容忍風險的損失程度，來確保長期的預期報酬。考量資產配置和風險承擔面向，投資者目前正面對一個「脆弱的平衡」，全球經濟正處在歐盟及大陸因需求成長相對低於供給產生的嚴重停滯，和美國需求超過供給推動經濟復甦之間，所導致低成長低通脹的組合，最終可能導致全球經濟傾斜走向停滯的情況，這意味著全球仍存在債務過多的問題，只是從私人轉移到公共部門而已，這將拖累今後幾年的經濟成長。這樣的環境將有利於已開發國家公債，且收益率並不致於太低，但這將不利於新興市場的股票投資。透過有紀律事前設定不同投資組合預期報酬及可容忍風險的損失程度的評價方式，可確保採取獲得長期預期報酬的投資行動。

Moody's 亞太分析師 Dr. Michael Taylor 就中國大陸股市及總體經濟進行簡報，其提到依據中國人民銀行統計資料，雖然中國大陸股票市場高度波動，但未影響大陸主權及公司信用的品質，而中國大陸 GDP 已下跌 7% 但已朝向復甦方向。不過依據每月工業生產、出口及新開工案件統計，成長動能仍舊疲弱，且重工業部門有超額產能的情形，就業率成長緩慢抑制消費的成長。而政府債務仍有成長的空間可進行刺激經濟成長的措施，但系統財務槓桿比率逐漸上升。

HSBC OBC 人壽保險公司投資長 Ms. Ritu Arora 對全球各國經濟提出簡報，其提到美國聯準會是否會升息需取決於美國經濟復甦是否足夠強勁，支持升息者認為失業率的下降，上升的工資及高核心通膨顯示美國經濟已經復甦，反對升息者認為低勞動參與率及全球主要經濟體的經濟不景氣及高槓桿將影響美國經濟的發展，因此美國聯準會升息將對美國經濟復甦造成挑戰。而通貨緊縮對債券或股票市場都會造成負面影響，而中國大陸的資金外流，將對人民幣產生貶值的壓力，而超額的供給將產生通貨緊縮的輸出。另一方面，長期的低利率環境將使投資的風險溢酬下降，對未來的投資策略而言將是困難的決定。

UBS 資產管理公司執行董事及投資策略長 Mr. Tom Rivers 就低利率環境下的資產配置提出簡報，其提到觀察美國、英國、德國及日本等國家十年期公債的殖利率趨勢，由於實質利率下跌且波動率也下跌使得投資的預

期報酬率下降，而背後主要原因分為三類，第一是人口因素，包括低人口成長率及人口老化、低生產力，以及投資人偏好收益安全性資產而非成長型資產的影響。第二是金融衰退因素，包括後金融海嘯時代貨幣政策的有效性降低，以及各國央行透過寬鬆貨幣政策提供市場流動性的衝擊。第三是法規因素，由於 Dodd-Frank Act 以及 Basel III 加強監理的法規限制影響，大型美國銀行持有現金或國庫券等安全資產比重由 2006 年 16% 上升至 2014 年 30%，企業放款、住宅抵押放款、消費性放款則由 2006 年 66% 下跌至 2014 年 54%，銀行的財務槓桿比率（資產／權益）也自 2007 年約 21% 下降至 2014 年約 10%，但低財務槓桿也反映低成長的現象。因為長期無風險利率下降加上風險溢酬下降，使整體預期報酬下降，要達到目標報酬率，意謂投資人需承擔更大的風險。而且寬鬆貨幣政策提供大量便宜的資金，推動各類資產價格上升，使得投資將暴露在更大的價格下跌風險之中。要建立有效率的投資組合，投資策略需減少限制以擴大投資組合種類且更具有彈性工具及流動性，因為不必要的限制反而會無法產生全面有效率且足夠風險分散的投資組合，反而會衍生其他風險，在這個目標策略前題之下，投資組合的下檔風險控管更為重要，需與投資分析決策執行流程整合，並進行模擬分析及壓力測試。

二、投資及併購保險公司議題

Avicennia Capital 的執行長 Mr. Alexander Ankel 就 Avicennia Capital 投資及併購保險公司業務進行簡報，Avicennia Capital 成立於 2 年前，屬於馬來西亞的國家主權財富基金 Khazanah Holdings 旗下，主要目標在投資保險公司等金融服務事業，目前有超過 30% 資金投資於金融服務事業，包括投資兩家馬來西亞的保險公司(Sun Life Malaysia Assurance Berhad 以及 Sun Life Malaysia Takaful Berhad)51% 持股，另外一個係投資土耳其保險公司 Acibadem Saglik ve Hayat Sigorta A.S. (土耳其第二大健康險保險公司) 90% 持股，其主要著眼投資保險業的優勢，包括投資保險業風險調整後之投資報酬、新興市場的潛在成長率、增加投資非銀行業的其他選擇、長期穩定股利收益；而展望未來機會在於保險業是成長中國家核心基礎建設的重要支持，新興市場之保險業仍有許多成長的機會，包括醫療保險、教育及儲蓄的需求。但投資保險業的弱勢在於包括投資保險業是長期投資，若要作為長期控制的直接投資需有保險專業知識，還有各國對保險業市場有關執照及所有權的限制等因素；而展望未來大型保險公司和其他投資者的競爭，將使投資保險公司的價格上升，也不易找到良好的投資標的。Alexander Ankel 提到投資保險公司的問題，由於行業中過剩的資金導致投資保險公司的交易估值評價偏高的問題，如日本生命人壽保險公司收購 20% 的印尼 Asuransi Sequis Life，收購價為帳面價值的 13.3 倍，宏利人壽支付星展銀行的獨家經銷權的 12 億美金費用。雖然一個商業交易是買方和賣方之間自願行為，但投資估值評值是很困難工作。至於未來進一步的投資機會，Ankel 先生認為此時印度和印尼、馬來西亞、菲律賓、越南、泰國等東南亞市場對投資者具有吸引力，依據 Avicennia Capital 的評估，在這些國家的保險市場，可提供任何完整銷售或主管機關並未限制所有權投資比例的保險公司，大約有 93 家可以評估投資。

Avicennia Capital 的風控長 Mr. Kenneth Wong 就如何以公允價格購買壽險公司資產提出簡報，首先需計算保險公司隱含價值 (Embedded Value) 利用精算方法來評估保險業經營特性價值，包括調整後淨資產價值 (Adjusted Net Asset Value) 及有效契約價值 (Value of In-force Business) 之和。其次，

再加上新契約價值 (Value of Future New Business) 就等於整體公司的評估價值 (Appraisal Value)。其中，新契約價值的衡量需檢測其假設之合理性，包括經銷合約是 10 年、20 年或合約終止時，成長率與全體市場一致性及所隱含合理的未來市場占有率，積極成長的策略往往伴隨預估相關費用的增加等因素。此外，還需檢測無風險利率、通貨膨脹率、投資報酬率等重要經濟假設的合理性，以及死亡率、罹病率、脫退率及費用率等重要非經濟假設的合理性。最後，除了計算被投資保險公司的評估價值 (Appraisal Value) 外，還需參考類似保險公司的市場價格與盈餘(P/E)、市場價格與帳面價值(P/B)或市場價格與隱含價值(P/EV)等，加上各國不同法規環境的調整因素，評估被投資保險公司可能要求的市場溢酬 (Market Premium)。另一方面，投資人亦需評估投資併購保險公司後產生的綜效價值 (Synergy Value)，包括成本的節省，收益增加，流程改善及租稅利益等。投資併購保險公司的公允價格就是介於這兩者之間能創造買賣兩方雙贏的價格。

三、投資策略議題

Factset Research System 公司副總 Mr. Matthew van der Weide 介紹該公司所發展 Smart Beta 投資組合及計算分析投資策略，所謂 Smart Beta 係投資機構經理人被動追隨指數，而利用察覺到股票市場系統的偏離或無效率時進行所設計規劃投資的方式。此種投資方式主要係觀察過去基金經理人主動式投資方式，往往由於市場系統性因素而僅增加很少的額外報酬，但仍需支付較高的基金經理費用，因此希望透過事前設定最低波動度或周轉率等限制，以有系統的方式賺取長期風險溢酬，而不希望有基金經理人的人為判斷介入。然而在此策略下要達到隨時都有超額報酬是不可能的，故需以長期架構來衡量 Smart Beta 投資組合長期的投資績效。其檢定美國市場與亞洲市場 Smart Beta 投資策略的有效性，發現以均等權重(Equal Weight) 投資全部市場有價證券績效表現最差，而依 52 周波動度倒數作為權重投資全部市場有價證券，以及以最低波動度最適化投資組合投資全部市場有價證券，不論在美國或亞洲市場長期的績效表現均較佳。

Scientific Beta 公司 Prof. Frederic Ducoulombier 就 Smart Beta 投資策略到 Smart Allocation 作簡報，其提到 Smart Beta 投資策略係介於傳統主動式投資及被動式投資之間的策略，透過股票市場系統波動性的本質事前訂定準則(smart weight)，但並非依據各股股票市值占全股票市場市值比例作為權重(cap weight indices)，以達到較低經理費用及週轉率，且高透明度的投資策略。由於依據各股股票市值占全股票市場市值比例的指數股票型基金，可能面臨集中於少數大型權值股票而面臨相同風險下較低的報酬率，以及大型權值股票對股票市場系統波動性的暴險不一致之問題，為達到更佳的风险分散效果，所以學者專家陸續提出均等權重 (Equal Weight)，或均等風險分攤(Equal Risk Contribution)，或極大化非相關性 (Maximum Decorrelation)及極大化分散性(Maximum Diversification)，或有效最低波動度 (Efficient Minimum Volatility) 及有效最大夏普比率(Efficient Maximum Sharpe Ratio)等投資資產配置策略，以有效分散特定股票之風險。但極小化風險的投資策略，可能使投資組合過度集中於低流動性、小規模及低波動性的股票，亦未必符合馬克維茲 Markowitz 的效率前緣 (efficient frontier) 理論的投資組合，所以 Scientific Beta 公司提出將 Smart Beta 投資策略增加

考量中等市值、動能、低波動性、價值、低投資、高獲利性等多重因子多重 Beta 的 Smart Allocation 動態配置投資策略，實證結果對比各股股票市值占全股票市場市值比例作為權重(cap weight indices)或 Smart Beta 投資策略的投資績效，Smart Allocation 風險分散策略的長期投資報酬率較高且波動性及周轉率較低。

Barclays 執行董事 Mr. Hari Noorani 就不確定經濟環境下計量投資策略下的投資組合配置提出簡報，在中國大陸經濟下行後，新興市場的貨幣及風險資產也隨之下跌，然後已開發國家的股票也開始下跌，因此資產投資組合的配置相對重要。在過去 1970 年代的現代投資組合理論，主要討論股票和債券的配置比例，1980 年代擴展至包括商品及新興市場等不同種類資產分散策略的投資組合，1990 年代至 2000 年代更擴展至包括信用、證券化、另類投資(Alternatives) 等不同種類資產分散策略的投資組合，並建立不同地理區域的風險分散(Geographical diversification)策略。而現今的投資組合理論是另類(Alternatives Beta) 的投資組合方式，透過暴露於市場系統風險來獲取風險溢酬(Risk Premia)，包括市場風險溢酬(Market Risk Premia) 及另類風險溢酬(Alternatives Risk Premia)，主要強調最大分散投資組合(Most Diversified Portfolio)或均等波動度 (Equal Volatility) 的投資組合。Barclays 綜合這些陸續已發展的投資組合理論，透過計量工具建構出三個維度的投資策略，包括不同資產類別分散策略、不同地理區域分散策略，以及不同風險溢酬分散策略，實證結果透過多重多角化分散策略，可以在承擔相同風險下獲得超額報酬。

Andrew Stotz Investment Research Company 的執行長 Mr. Andrew Stotz 就 FVMR(Fundamental/Valuation/Momentum/Risk)等四個面向的問題提出其研究結果，首先，就 Momentum 面向分析，回顧過去幾位學者文獻，Seyhun(2003)檢測美國股市 1926 年至 1993 年月報酬率資料，發現倘排除最佳的 12 個月資料，將減少 86%的最終資產價值，而排除最差 12 個月資料，將使最終資產價值增加 12 倍。其次，再檢測 1963 年至 1993 年日報酬率資料，發現倘排除最佳的 10 天資料，將減少 38%的最終資產價值，而排除最差 10 天資料，將使最終資產價值增加 92%，因此，錯過市場的最佳時機將對最終資產價值產生重大影響。Johnson & Krueger(2004)、Estrada(2009)、

Faber(2011)等學者亦有類似的發現，所以這些學者建議採取買進持有避免情緒性投資的策略。Andrew Stotz 利用 S&P 500 最近 10 年大約 2600 個交易日的每日報酬率資料，找出最佳及最差的 100 天的日報酬率資料，隨機移除最佳 100 天資料中的任 10 天，假設其日報酬率為 0，重復 100 次計算最大、最小及平均最終資產價值，其發現錯失 10 年中最佳的 10 天將嚴重減少最終資產價值，平均減少 65% 最終資產價值，最多將減少 75% 最終資產價值，而進一步觀察最佳報酬的時點大多分佈在出現最差報酬時點附近，但通常當市場大幅下跌時，投資人忍痛賣出股票，而錯失最佳報酬的時點，所以建議買進持有的策略。而觀察股票、債券及商品三種主要資產 10 年平均年報酬，其中股票 6%，債券 4%，商品 2%，而商品已走 5 年空頭，而股票也跟著走入空頭，最近十年，這三類主要資產的相關係數由 14% 上升至 45%，全球股票與全球債券的相關係數由 3% 上升至 35%，新興市場股票和商品的相關係數由 34% 上升至 62%，因此，投資人希望透過不同資產種類分散風險的策略雖然仍有效，但已較以往分散風險的效果大幅下降。再者，就 Valuation 面向分析，Andrew Stotz 觀察 2001 年至 2014 年全球上市櫃交易的 58,000 檔股票，排除市值規模小於美金 5000 萬的公司，全球投資分析師研究報告預估公司目標價格與實際價格的差異的機率分配情形，結果發現分析師預估公司目標價格僅 21% 機率落於實際價格正負 10% 區間內，有 43% 的股票分析師預估目標價格與實際價格差異超過 30%，而亞洲新興市場預估目標價格與實際價格差異相對較已開發國家更大，而分析師普遍對中國大陸市場股票預估目標價格較實際價格高且是全部國家中最為樂觀者。至於就 Risk 的面向來看，若將不同 Beta 值的公司分類，結果發現低 Beta 值的公司反而有較高的報酬率。而就 Fundamentals 面向來看，觀察具有獲利率高於平均數的公司(Stars)和獲利低於平均數的公司(Dogs)10 年獲利率的維持性，結果發現雖然獲利率高於平均數的公司(Stars)資產報酬率有由 13.4% 下降至 6.8% 的趨勢，但仍高於整體平均數 3.4%，且很少會有變為低於平均數的情形(Dogs)；反之，獲利率低於平均數的公司(Dogs)資產報酬率雖有由 -7.9% 回升至 0.7 的趨勢，但仍低於平均數 3.4%，且很少會有變為高於平均數的情形(Stars)。最後，討論建立包括新興市場及已開發市場的全球股票市場投資組合能否分散風險的問題，因此需檢定新興市場及已開發市場的相關性，其觀察 2005 年到 2015 年新興市場和已開發市場的股票

報酬率相同為 6.2%，但新興市場的波動度為已開發市場的 1.5 倍，2008 年金融風暴使新興市場下跌 61%，但已開發市場只下跌 52%，2015 年新興市場下跌 16%，但已開發市場只下跌 4%。而新興市場和已開發市場報酬率相關性由 77% 上升至 87%，主要意謂藉由新興市場和已開發市場建立投資組合分散風險策略的利益逐漸減少。此外，新興市場貨幣貶值風險也是另一項對投資報酬率不利的因素。2008 年金融風暴使美國消費成長趨緩，連帶影響中國大陸出口成長。若觀察 2005 年到 2015 年不同資產類別間的股票報酬率，其相關係數由 14% 上升至 45%，故建立跨不同資產類別的風險分散策略仍有助於投資組合的獲利。若進一步觀察 2005 年到 2015 年不同國家間的股票報酬率，其相關係數由 35% 上升至 55%，故建立跨不同國家間的風險分散策略仍有助於投資組合的獲利。Andrew Stotz 透過 FVMR 四個面向分析，建議 2016 年具投資吸引力的三個國家為阿根廷、俄羅斯及馬來西亞，不具投資吸引力的三個國家為西班牙、菲律賓及丹麥。但投資個別公司股票仍需檢視個別公司治理情形，包括評估董事長與執行長獨立性、董事及獨立董事席次相對於國家或區域的比重、主要法人股東名單及其變化情形。至於有效分散風險的投資組合最適的股票檔數，Andrew Stotz 認為在亞洲只需 10 檔就能產生風險分散的效果。

肆、心得及建議

全球經濟未來發展目前處於高度不確定的狀態，一方面美國聯準會預期可能採取升息緊縮貨幣政策，但另一方面歐盟、日本和中國等國家預期仍將採取寬鬆貨幣政策，美元走強將影響美國的出口競爭力，減緩其經濟成長，進而影響全球景氣復甦。而中國大陸的資金外流，將對人民幣產生貶值的壓力，而超額的供給將產生通貨緊縮的輸出。建議未來應注意通貨緊縮可能對保險業投資債券或股票市場所造成的衝擊。至於刺激國家整體經濟成長的方式，建議可透過政府擴張財政政策方以達到有效刺激經濟成長的目的。

最佳投資報酬資產類別的排名每年均有很大變化，以美國股票基金投資人資金流入最高點在 2000 年市場的高點，而資金流入最低點在 2008 年市場低點，要避免被整體市場追高殺低的氣氛所影響，投資組合需採取預期未來報酬率的評估方法，採取較長的時間區間來計算評估報酬率，以避免市場氣氛干擾影響投資策略。建議強化保險業透過有紀律事前設定不同投資組合預期報酬及可容忍風險的損失程度的評價方式，以確保採取獲得長期預期報酬的投資行動。

因為長期無風險利率下降加上風險溢酬下降，使整體預期報酬下降，要達到目標報酬率，可能需承擔更大的風險，而且寬鬆貨幣政策提供大量便宜的資金，推動各類資產價格上升，使得投資將暴露在更大的價格下跌風險。為建立有效率的投資組合，投資策略需擴大可投資資產之種類及彈性，以建立足夠風險分散的投資組合。建議強化保險業對於投資組合的下檔風險控管，需與投資分析決策執行流程整合，並進行模擬分析及壓力測試。

而馬來西亞的國家主權財富基金 Avicennia Capital 投資併購亞洲新興市場保險公司的經驗，及其著眼保險業是亞洲新興市場國家核心基礎建設的重要支持，以及新興市場保險業包括醫療保險、教育及儲蓄需求成長的機會，建議可供作我國保險業規劃投資併購亞洲新興市場金融機構打亞洲盃的參考，不過過剩的資金導致投資保險公司的交易估值評價偏高的問題也值得注意。而評估價值的過程應注意檢測衡量新契約價值假設之合理

性，包括經銷合約是 10 年、20 年或合約終止時，成長率與全體市場一致性及所隱含合理的未來市場占有率，積極成長的策略往往伴隨預估相關費用的增加等因素。此外，還需檢測無風險利率、通貨膨脹率、投資報酬率等重要經濟假設的合理性，以及死亡率、罹病率、脫退率及費用率等重要非經濟假設的合理性。

而投資組合理論由最早討論股票和債券的配置比例，逐步擴展至包括商品及新興市場等不同種類資產分散策略的投資組合，及建立不同地理區域的風險分散策略。雖然近年來不同資產類別間的股票報酬率相關係數，以及不同國家間的股票報酬率相關係數均有上升的情形，但建立不同資產類別間及跨不同國家間的風險分散策略，仍有助於投資組合的獲利。而近年提出的投資組合理論，則是強調最大分散投資組合(Most Diversified Portfolio)或均等波動度 (Equal Volatility) 的投資組合，但這種極小化風險的投資策略，可能使投資組合過度集中於低流動性、小規模及低波動性的股票，未必是最有效率的投資組合，若再考量增加中等市值、動能、低波動性、價值、低投資、高獲利性等多重因子調整，實證結果透過調整後多重因子，及不同資產、不同國家及最小化風險的多角化分散策略，可以在承擔相同風險下獲得超額報酬。另建議保險業投資個別公司股票需檢視個別公司治理情形，包括評估董事長與執行長獨立性、董事及獨立董事席次相對於國家或區域的比重、主要法人股東名單及其變化情形。