

出國報告(出國類別:其他)

參加盧米斯賽勒斯（Loomis Sayles）
資產管理公司教育訓練參訪報告

服務機關：臺灣銀行股份有限公司 信託部

姓名職稱：陳建輝 中級襄理

派赴國家：美國波士頓

出國期間：105年9月17日至9月28日

報告日期：105年12月2日

摘 要

本次參與之訓練課程研討會，係由法儲銀全球資產管理公司(NATIXIS)旗下之盧米斯賽勒斯資產管理公司(Loomis Sayles)針對亞洲法人機構所辦理的研習，地點位於美國波士頓總部。盧米斯賽勒斯每年固定為其基金操作之法人機構提供受訓課程及研討，本次針對亞洲法人客戶，出席的人員來自日本、韓國、新加坡、泰國、中國大陸以及臺灣等地。研習課程首先是對盧米斯賽勒斯資產管理公司的介紹，使得受訓人員對該公司先有初步的認識，當然盧米斯賽勒斯團隊在總體經濟以及金融市場看法不可或缺，由上而下，再由個別到總體，股票與債券的研究分析等，而盧米斯賽勒斯在固定收益資產的操作相當優異，尤其，該公司在債券市場更具有獨到的見解，風險控管與操作亦作了非常詳細的說明。而每年的研討會將針對當時市場的重要議題作深入的探討研究，今年討論議題是新興市場的投資展望(包括中國大陸與印度)，主要是針對新興市場主權、銀行以及公司等新興債之個別面向作分別探討。另外，盧米斯賽勒斯特別安排參觀交易室，讓學員了解該公司交易員如何對全球、區域、產品等之交易，以及安排旁聽一場由投資主管、經理人與分析師組成之投資決策會議，除了對市場的看法作分析，新增投資的市場激烈辯論等；而最重要的是盧米斯賽勒的副主席丹法斯(Dan Fuss)以其相當豐富的經驗，特地與會學員分享他的投資哲學與市場看法，以期幫助學員了解盧米斯賽勒斯在投資操作上之不同的思維與見解。

目 錄

頁次

壹、 前言	1
貳、 研習內容紀要.....	2
一、 中國大陸與印度	2
二、 新興市場之債券市場分析	7
三、 信用分析－解讀信用週期	11
四、 信用風險分析	14
五、 總體經濟之評析與展望.....	19
六、 美國聯準會利率的分析與展望	22
七、 邊境市場的機會	26
八、 法儲銀資產管理公司之參訪.....	28
參、 心得與建議.....	30

壹、前言

盧米斯賽勒斯資產管理公司(Loomis, Sayles & Company. L/P.)為法儲銀全球資產管理公司(Natixis Global Asset Management)旗下之資產管理公司，成立於 1926 年，已有 80 年歷史，總部設於波士頓，並於舊金山、底特律、倫敦及新加坡設有據點。盧米斯賽勒斯操作資產規模(截至 2016 年 6 月 30 日)達 2,400 億美元，其中固定資產規模達 2,000 億美元，投資區域超過 96 個國家，1,500 餘家公司。盧米斯賽勒斯採主動管理，產品線涵蓋股市、債市及新興市場，並有多種不同的投資風格，致力於提供多樣的投資選擇。該公司於 2016 年的投資研究預算達 9,200 萬美金，內部投資研究專家逾二百位，並著重於個別標的之投資研究，搭配內部獨立的信評系統，使得該公司的經理人能發掘被市場忽視的機會，進而創造出中長期優秀的績效。

政府基金操作一向講求長期投資與穩健報酬，投資的配置包括有風險性與固定收益資產，風險性資產投資於股票市場、ETF 以及基金，固定收益則配置定存與債券，一般而言，在市場多頭時，通常股市優於債市，在配置上則以增加股票降低債券，不過，今年以來，全球主要央行持續維持寬鬆貨幣政策，長期的低利率環境，使得國際資金尋求高報酬的投資機會，而同時黑天鵝事件一一出現，也增加投資者對避險的需求。因此，今年股票市場受惠於資金行情處於多頭走勢，惟債券市場之投資報酬卻是優於股票市場，而盧米斯賽勒斯在固定收益市場的操作績效明顯優於同類型基金，期望能藉參與此次研討會，多方了解該公司在投資與操作上的獨特見解，以期增加對政府基金投資運用之績效。

貳、研習內容紀要

一、中國大陸與印度

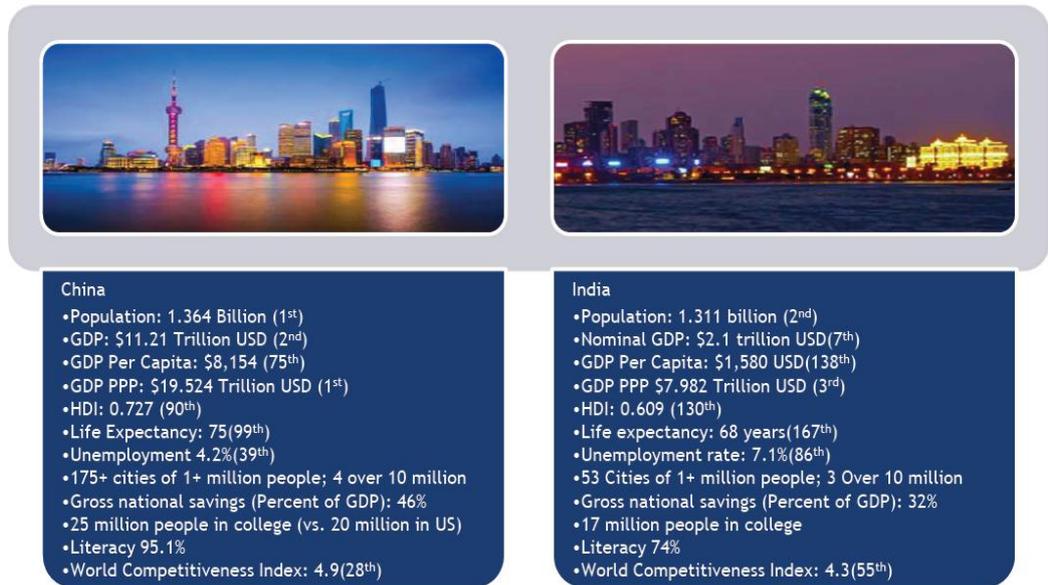
2014 年 5 月，印度在人民黨領袖莫迪(Narendra Modi)強調經濟改革的政見為號召，以過半數的席次取得執政。而印度在新總理莫迪的領導之下，成為目前世界上成長最快的經濟體，統計 2014 年及 2015 年印度的經濟成長率(GDP)皆超過 7%。印度的高度經濟成長引起了全球矚目，當目前全球最大的成長動力-中國大陸的經濟出現停滯，甚至可能「硬著陸」的情況下，市場期待印度可能成為下一個中國大陸。世界銀行(World Bank)更是看好印度的發展，預測印度的經濟成長將可超越中國大陸。

中國大陸自從 1979 年實施全面改革開放後，經濟出現高速成長，亦是經濟增長速度最快的國家之一，從 1953 年第一個五年計劃到 2011 年的十二五計劃，在過去三十年，平均經濟成長率超過 10%以上，2015 年中國大陸成為全球第二大經濟體。不過，中國大陸在主席習近平的調結構改革政策下，經濟出現趨緩的跡象，2015 年全年 GDP 成長為 6.9%，2016 年官方更調降為 6.5%~7%區間，中國大陸經濟下行壓力加大，市場更擔心中國大陸經濟是否會出現「硬著陸」現象。

因此，讓我們來比較一下中國大陸與印度，究竟印度能否成為市場所預期的下一個中國大陸。

(一) 基本面：根據統計資料顯示，2015 年中國大陸與印度的人口數總額皆為 13 億(世界第 1、2)；中國大陸的國民生產總值(GDP)是 11.2 兆美元(排名世界第 2)，而印度則是 2.1 兆美元(排名世界第 7)；中國大陸人均國民生產總值(GDP per capita) 8,154 美元是印度的 5.1 倍；世界衛生組織(WHO)的報告顯示中國大陸人平均比印度人多活 9 歲(人口預期壽命：中國 75 歲 vs. 印度 68 歲)；中國大陸失業率為 4.2%，印度為 7.1%；中國大陸國民儲蓄率為 46%，印度則為 32%；聯合國教科文組織(UNESCO)

的全球識字率列表也指出中國大陸的識字率為 95.1%，遠高於印度的 74%。



(二)有利及不利因素

1.有利因素：

(1)中國大陸

過去的二十世紀中，在世界上最大的經濟體裡排名第 18 名，目前排名第二。

從 2010 到 2013 年，中國大陸水泥使用量比美國在第二十二世紀整個更多；中國大陸每五天可蓋一座新的摩天大樓。

中國大陸有 71% 的人衡量成功以他們擁有的資產，使中國大陸成為世界上最物質主義。

中國大陸識字人口比印度多 2.6 億人；在 PISA 評分中為世界最高，有最多數大學生及博士。

第二大增長最快的經濟體，2015 年 GDP 為 6.9%，根據國際貨幣基金組織統計，為世界經濟貢獻 5,150 億美元的價值增長。

中國大陸的經濟是所有新興市場國家經濟的總合。

(2)印度

印度是世界上最大的民主國家和第七大經濟體。

全球增長最快的零售市場。

印度向 90 多個國家出口軟體。

印度也是世界上最大的豆類生產國，如菜豆、鷹嘴豆和香蕉出口到世界。

印度的經濟增長在 2014 和 2015 年都超過 7%。

2016-2017 年印度經濟預估將增長 7.4%，根據國際貨幣基金組織統計，為世界經濟貢獻 310 億美元的價值增長。

2.不利因素

(1)中國大陸

2010 年中國大陸有 11.2% 的人生活在貧困線以下(1.90 美元 PPP)。

中國大陸是全球最大的二氧化碳排放國。

2010 年統計安裝在中國大陸的軟體有 78% 是盜版的。

2016 年世界新聞自由指數排名第 176 名。

世界上最大的購物中心位於廣東，但 99% 是空置的；中國大陸有 6,400 萬的空置房屋，其中包括整個城市都是空的。

(2)印度

2011 年印度有 21.3% 的人生活在貧困線以下（1.90 美元 PPP）。

世界上 20 個污染最嚴重城市，有 13 個都位於印度，其中，世界上污染最嚴重的城市是印度新德里。

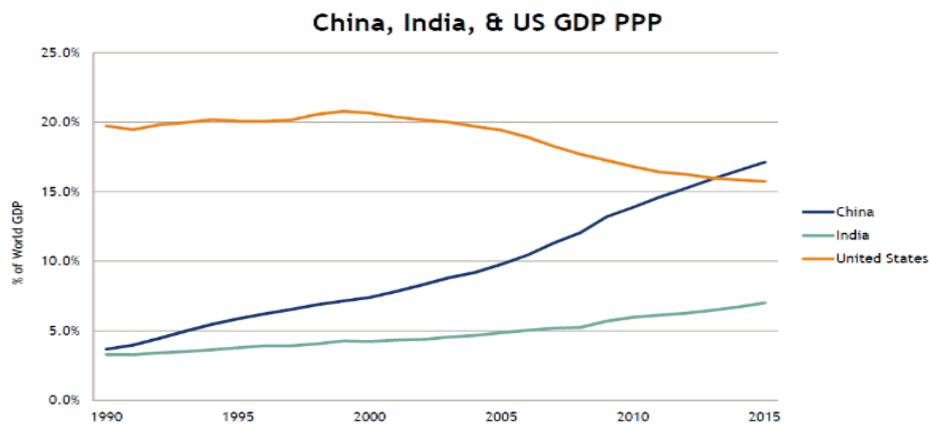
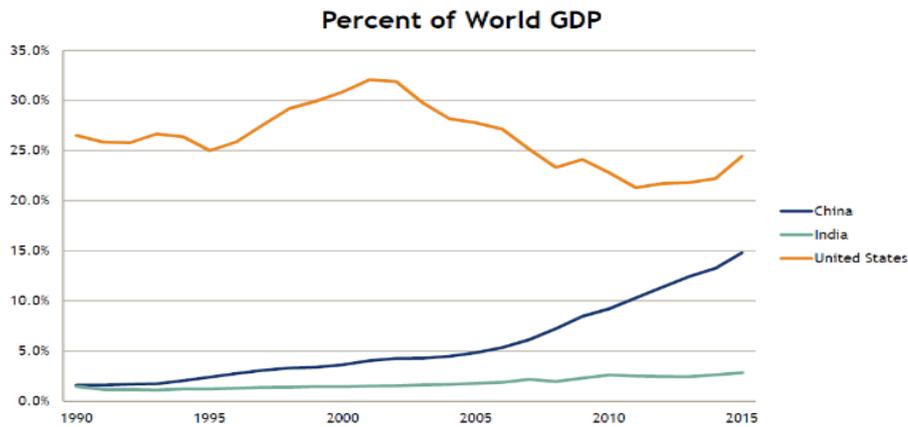
由世界銀行為企業執行契約的能力評比，印度在 189 的國家中排名 178。

2016 年世界新聞自由指數排名 133。

由世界銀行最容易取得建設許可證之 189 國家，排名 183。

(三)經濟比較

在世界經濟體 GDP 總量中，最大經濟體－美國佔有比重約近 25%，第二大經濟體中國大陸則是占比 15%，印度則僅占約 3%左右。中國大陸及印度人均國內生產總值(GDP)皆呈現增長，尤其中國大陸經濟平穩快速發展，2003-2006 年經濟增速保持兩位數成長，相對於美國 2005 年人均 GDP 開始呈現衰退的情況，中國大陸已超越且更是大幅躍進。

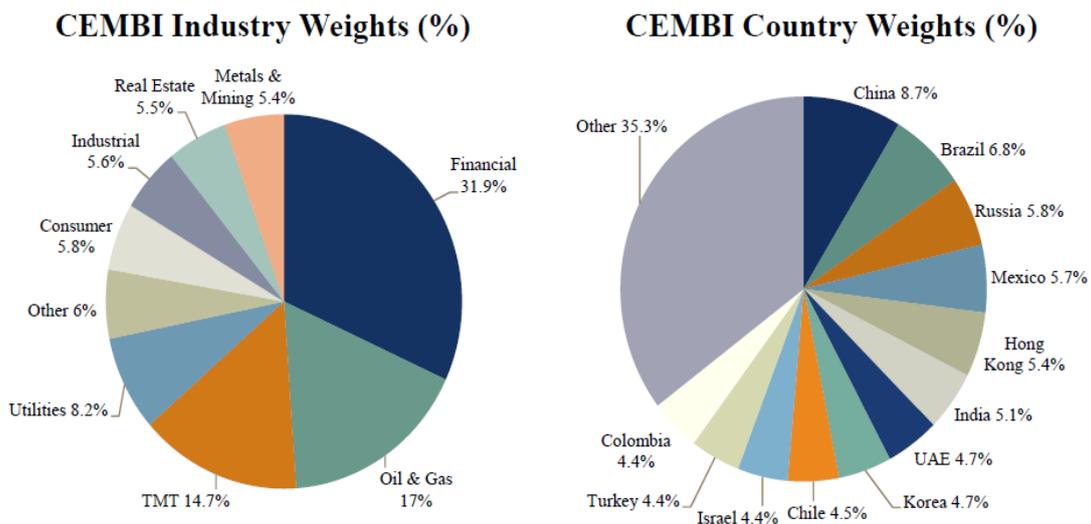


整體而言，雖然印度的經濟規模只有中國大陸的五分之一，對全球的經濟貢獻度不如中國大陸，不過，印度 2014 年的 GDP 成長已經達到中國大陸在 2004 年的經濟水準，兩國的差距已大大縮短；而且印度與中國大陸相同為 13 億人口，但是，印度人口結構相對於中國大陸仍然年輕，印度人口在 35 歲以下有 65%，

根據聯合國人口展望報告，估計至 2022 年，印度可望超越中國大陸成為全球人口最多的國家，且年輕人口將比中國大陸多。雖然印度仍有許多難題極待克服，例如政府財政赤字擴大、基礎建設不足、失業率居高不下、種姓制度所造成貧富不均等問題，但是在莫迪政府今年推出一系列的改革措施，包括稅改、國防、外國投資鬆綁等政策，相信可以吸引國際資金持續進駐，印度經濟未來成長可期。

二、新興市場之債券市場分析

今年以來新興市場不論股票市場或者是債券市場皆表現亮眼，今年截至 8 月底，根據摩根史丹利新興市場指數(MSCI Emerging Market Index)漲幅為 12.53%；花旗新興市場債券指數(Citi EMUSDGBI)漲幅更高達 15.68%，新興市場債券表現明顯優於股票市場。由於美國聯準會的緩步升息，加上全球其他主要經濟體歐元區、日本以及中國大陸等持續推出寬鬆貨幣政策，而英國脫歐公投後為避免經濟陷入衰退，亦擴大寬鬆政策，國際資金紛紛流入新興市場。在全球利率長期處於低利率環境下，且新興市場的利率水準相對較成熟市場高，加上近年新興市場國家基本面持續轉佳，推升了新興市場的投資吸引力。所謂的新興市場，相對於已開發國家，又稱為新興經濟體，一般指中低所得的國家，或是正在發展中的經濟體市場。這些國家或市場在政治環境、經濟發展、市場規模等方面都有不穩定的因素，因此風險亦相對較高。根據摩根士丹利全球新興市場債券指數(JPMorgan EMBI)中之國家比重，包括了亞洲、東歐、中東與非洲，以及拉丁美洲等市場(國家)，其中指數成份比重最大為中國大陸 8.7%，巴西 6.8%，俄羅斯 5.8%等等。



Source: JP Morgan

(一)新興市場債券分類

新興市場債券主要可分為主權債和公司債，主權債即政府所發行的債券，公司債則包括銀行及企業發行的債券。主權債券，或是政府債券，主要是根據信評機構對該國家的政治、經濟以及信用債務等，對其所發行的債券之償還能力進行評級，投資人依照其信用評級作為投資依據。公司債則是依照企業發行之債券信用評等為考量，企業信用評級，指對一般企業之營運與償債能力進行信用評等，包括公司企業及商業銀行信用評級。

(二)新興市場債評等

新興市場主要發債國家債權評等，以AA 至CC 各級均可再以「+」、「-」號細分，以顯示主要評級內容的相對高低。評等等級在BBB以上（含）為投資等級(investment grade)，以下則為投機等級（如垃圾債券）。

國別	債權評等
中國大陸	AA-
智利	A+
南韓	A
馬來西亞	A-
泰國、南非	BBB+
俄羅斯、巴西	BBB
印度、哥倫比亞、墨西哥	BBB-
菲律賓、匈牙利	BB+
土耳其	BB

(三)影響新興市場債券價格變化的因素

1. 政治風險：指該國政治環境發生變化，影響投資者的信心。

2. 經常帳收支與外匯存底：影響一國償付外債的能力。
3. 主權債信評級的變動：一國的償債能力與違約(default)的機率。
4. 匯率風險：一國貨幣的變化(升或貶值)，影響對其外債務之增減。
5. 債券供需：債券的供給需求影響債券價格的波動。
6. 貨幣政策：對利率造成影響，進而產生債券價格的波動。

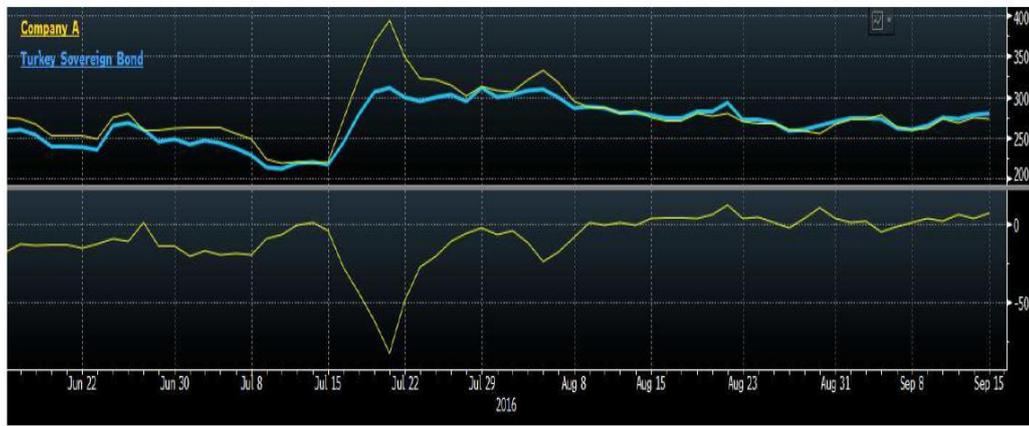
(四)主權債與公司債的關係

企業信用品質和評級往往與主權信用質量和評級直接聯繫在一起。高品質、高評級的國家，具備穩定政治情勢，政府組織完整，經濟維持成長，國家財務健全足以應付其主權債務。相比之下，低品質的主權國家則有較高的違約機率。從歷史上來看，當主權債違約時，其企業評級也會受到影響。主權債務違約是國家經濟的崩潰，國內企業也會受到影響而遭降評，這也是為什麼企業與國家的經濟主權評級密切相關。了解主權信用品質是至關重要的，因為它直接影響到企業的信用品質，在大多數情況下，主權債券被認為是新興市場國家中“最安全”的投資，而大多數企業信用評級都與主權債券相同或低於的等級。

(五)案例分析

對新興市場企業信用分析的影響中，有一個非常重要因素，就是對該國主權信用評估，一家企業的資產與營運受到一國政策、貿易、經濟、融資風險等的影響很大。以下的案例說明，盧米斯賽勒斯債券經理人在面對一件意料之外的事件時，如何經由專業判斷，來創造短期收益的絕佳機會。2016年7月15日土耳其突然發生政變，其部份軍方派系企圖推翻總統厄多安政權，這場軍事政變隨後不到1天宣告失敗結束。此次的政變讓市場措手不及，主權債務和企業債務的利差擴大到100-150 bps。分析師在評估土耳其政府的可能回應，以及這將如何影響土耳其經濟增長和政治風險可能增加性，市場亦預期土耳其主權或將被下調和企業評級

下調的潛在變化，分析師在重新評估信用觀點和不確定時期的債券價格中，發現許多土耳其企業，當時的價值相對於其他國家風險類似的公司便宜，這創造了一個短期獲利的機會，利差在達到高峰的 4 個交易日之後，隨後收窄回到了政變前的水平。在不到一個月的交易中，投資這一檔投資級評級公司債券，獲利超過 4% 的價格回報率，此報酬率高於投資相當 4 年到期的公司債獲利率。



現行全球總體經濟緩步復甦，信用環境仍持續寬鬆，雖然美國聯準會年底升息機率升溫，但其他主要經濟體仍保持貨幣寬鬆政策，成為新興市場債券利差持續收窄之動能。投資人對新興市場自今年以來的反彈仍保持疑慮，主要是新興市場基本面雖有改善，但仍處於疲弱，例如金磚四國中的中國大陸、巴西、俄羅斯。在現行低利率的環境，加上中國大陸經濟「硬著陸」疑慮降低之下，新興市場主權債利差仍有收斂空間，債券價格具有走升的機會。

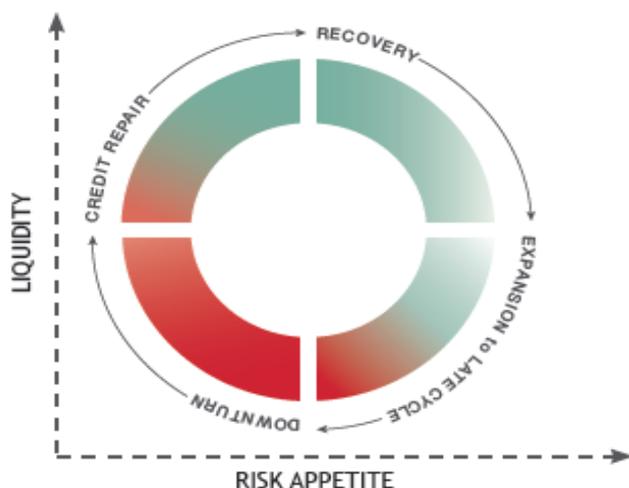
三、信用分析—解讀信用週期

由於信用、報酬、風險性偏好和流動性是影響資產價格的重要因素，對於一個投資者來說，確定且有吸引力的投資機會，在複雜的全球信貸週期觀點是非常重要的議題。盧米斯賽勒斯發展了一個自上而下的信貸週期的分析框架，透過瞭解信用條件的改變，剖析信貸週期的變化，提出實用的見解給予投資部門。該公司打破了信貸週期分為四個階段擴張、衰退、蕭條，然後再次復甦，衡量並對風險偏好和流動性所採取的措施。

(一)信用週期的定義

信用週期(credit cycle)可以稱為信用循環的波動，一個循環波動指的是經濟活動先是擴張，隨後出現衰退、蕭條，然後再次復甦，而又開始另一次的循環開始(如下圖所示)。信貸週期的框架是，當央行降低利率，企業或投資人借貸成本下降，支出增加，信貸進入復甦及增長期，帶動消費以及物價上漲，刺激經濟增長進而擴張，當利率維持低檔一段時間，信貸週期長時間處於擴張階段，負債逐漸高於資產，信用泡沫機率大幅度增加，對經濟開始產生不利的情況，此時，央行開始緊縮貨幣政策，使得借貸成本上升，企業或投資人借款意願降低，於是信貸進入衰退及蕭條期。

PHASES OF THE CREDIT CYCLE



ATTRIBUTES OF THE CREDIT CYCLE

	DOWNTURN	CREDIT REPAIR	RECOVERY	EXPANSION TO LATE CYCLE
ECONOMIC GROWTH	Weak, Deteriorating	Stabilizing	Moderate, Improving	Strong, Plateauing
CREDIT GROWTH	Falling	Weak	Accelerating	High
CENTRAL BANK POLICY	Easing	Easy	Starting to Tighten	Tightening
INFLATION PRESSURE	Moderate, Falling	Low, Stabilizing	Moderate, Rising	High, Rising
VOLATILITY	Above Average, Rising	Above Average, Falling	Below Average, Stable	Below Average, Rising
RISK APPETITE	Low	Low, Improving	High	High
LIQUIDITY	Low	Improving, High	High	Declining
YIELD CURVE	Steepening	Steep	Flattening	Flat/Invert
FUNDAMENTALS	Profit Contraction	Debt Contraction	Profit > Debt Growth	Debt > Profit Growth
ASSET VALUATIONS	Falling to Below Average	Below Average, Rising	Near Average, Rising	Above Average, Rising
CREDIT VS. EQUITY	Credit & Equity both down	Credit Preferred	Credit & Equity both up	Equity Preferred

Source: Loomis Sayles and Morgan Stanley.

(二)全球主要市場的信貸

在全球金融危機和房地產泡沫破裂之後，許多成熟市場經濟開始崩壞，被迫進入信用修復的時期，但許多新興市場則是處於復甦期，其經濟成長相對健康，他們有能力和願意借貸與消費，這有助於維持全球需求。例如中國大陸從 2008 到 2015 年因經濟成長加速，信貸占 GDP 約 80%，信貸推動的投資熱潮，使得中國大陸成為全球增長引擎的功臣。而因為中國大陸經濟的增長，帶動國際油價及原物料價格大漲，能源、金屬和礦業公司相繼增加借貸以擴充資本支出，2014 年其資本支出占全球的 39%，此時，公司資產負債表通常看起來相對穩定，直到石油和其他大宗商品價格暴跌，破壞了他們的資產負債表。不過，現在全球市場已經改變了，自金融危機以來，成熟市場目前的周期更具建設性的階段，經濟已逐漸從蕭條轉為復甦，企業重拾信心。就盧米斯賽勒斯的判斷，美國非金融部門處於衰退期，但消費者處於復甦階段。歐洲各國也普遍在復甦，日本企業界似乎是在一個永久的信用修復狀態，而中國大陸則處於蕭條或衰退階段。

綜上所述，透過對信貸週期的了解，我們可以判斷當前全球、區域、市場或者是商品正處於信用週期的那個階段，掌握循環的階段變化，作出正確的投資判斷，以獲取報酬。

四、信用風險分析

隨著全球債券發行價值超過上兆美元，債務市場在全球經濟中發揮著至關重要的作用。公司和政府透過債券的發行在債務市場籌措資金，提供營運資金以及拓展業務，例如購買設備、建立工廠、道路、橋樑、機場和醫院、收購資產等等。通過將儲蓄轉化為生產性投資，債務市場的活絡將可促進經濟增長。而信用分析在債務資本市場有效配置資本的正確評估信用風險具有至關重要的作用，它的定價和風險定價為相對應變化。如何確定固定收益投資者債務的風險，以及如何決定他們所需賺取的風險報酬。信用分析的基本原則，也就是信用風險評估的過程。

(一)信用風險

信用風險是借款人（發行人的債務）未能充分、及時支付利息或本金所產生損失的風險。信用風險有兩個組成部分，第一個被稱為違約風險，或違約機率，即借款人違約的概率，未根據契約履行其義務，以充分和及時支付本金和利息。第二部分是損失的嚴重程度（也被稱為“損失幅度”）在違約事件中，投資者所持有一部分的債券價值（包括未付利息）損失。

由於大多數高品質債券發行人的違約風險相當低，債券投資者投入較少成本用以評估潛在的損失嚴重程度所產生的違約。然而，一旦債券發行人的違約風險上升時，債券投資人將更加專注於可能會在違約情況下的損失機率。重要的信用風險包括以下：

- 1.利差風險：公司債和公債殖利率的利差，即與無風險債券(如美國國債和德國國債)的價差，用以衡量其信用風險的大小。例如信用風險變大，使得信用價差變大，公司債殖利率則上升，導致債券價格下跌，造成債券持有人的損失。
- 2.信用遷移風險或降評風險：發行人的信譽下降，有時也被稱為信用遷移或降評的風險，亦即信用評等公司對於債券的調升或降低評等，將影響債券

殖利率，進而對債券價格產生變化。

- 3.市場的流動性風險：債券市場是否有足夠的成交量來滿足債券的買賣，如果成交量不足或缺乏交易對手，致買賣雙方未能即時完成交易所產生的風險。影響市場流動性風險的兩大主要因素，一是發行人規模（即公開交易債券的發行量），二是發行人的信用質量。一般來說，發行人的債務越少，其債務交易就越少，因此市場流動性風險越高。而發行人的質量越低，市場流動性風險越高。例如，在 2008 金融危機期間，市場流動性大幅下降，導致企業債券和其他信用風險債務的收益率利差擴大，債券價格大幅下降。

(二)信用的衡量

目前市場上對債券信用的衡量方式，就是採取信用評等公司對債券發行公司或主體所給予的信用評級。信用評等，即受評者信用違約的大小，由信用評估機構對受評者進行信用調查與評估，包括其金融、財務以及有關的數據，而給予一定評級，以顯示其違約風險的高低。國際著名的信用評級機構有：穆迪（Moody's）、標準普爾（Standard & Poor's）和惠譽國際（Fitch Rating）。例如，穆迪公司對企業的信用評級即被廣為公認，該公司利用被評級公司的財務和歷史情況分析，對公司信用進行從 Aaa 到 C 信用等級的劃分。"Aaa"為信用等級最高，最不可能違約。"C"為信用等級最低，很可能違約。"D"等級保留，在標準普爾和惠譽(Fitch)已屬於違約等級。以信用品質來說，"Baa"以上屬於投資級(Investment Grade)，以下則屬於非投資級(Speculative Grade)。另外，對信用風險衡量的指標是信用風險的貼水。信用風險的貼水不同於公司償債的利率和無違約風險債券的利率（如美國長期國債）。此外，評級機構通常會提供各自的評級展望穩定，積極或消極，並可能在某些情況下調整評級潛在發展方向，如“調升評級”或“下調評級”。

Exhibit 4 Long-Term Ratings Matrix: Investment Grade vs. Non-Investment Grade

		Moody's	S&P	Fitch
Investment Grade	High-Quality Grade	Aaa	AAA	AAA
		Aa1	AA+	AA+
		Aa2	AA	AA
		Aa3	AA-	AA-
	Upper-Medium Grade	A1	A+	A+
		A2	A	A
		A3	A-	A-
	Low-Medium Grade	Baa1	BBB+	BBB+
		Baa2	BBB	BBB
		Baa3	BBB-	BBB-

		Moody's	S&P	Fitch
Non-Investment Grade "Junk" or "High Yield"	Low Grade or Speculative Grade	Ba1	BB+	BB+
		Ba2	BB	BB
		Ba3	BB-	BB-
		B1	B+	B+
		B2	B	B
		B3	B-	B-
		Caa1	CCC+	CCC+
		Caa2	CCC	CCC
		Caa3	CCC-	CCC-
		Ca	CC	CC
	C	C	C	
	Default	C	D	D

(三)發行人評級與發行債券評級

評級機構通常會提供發行人的評級和發行債券評級，特別是因為它們涉及到公司債務。用於區分發行人的評級包括公司家族評級（CFR），和企業信用評級（CCR）或發行人的信用評級和發行債券的信用評級。發行人信用評級就是針對債務人的整體資信能力和意願做出及時支付其債務利息和本金。發行人信用評級通常適用於其高級無擔保債務。發行債券評級是指發行人的特定財務義務，並考慮到這些因素在資本結構中的順序（例如，擔保或從屬）。雖然交叉違約條款，即違約事件如非對所有未償債務之債券觸發違約利息支付，意味著所有的問題都是相同的違約機率，因此，依照不同的信用評級，其較高或較低的評級調整方法稱為級距升降（Notching）。實務上，對債務發行之評等係以其發行人信用評等等級為基礎予以調升等

級（Notched up）或調降等級（Notched down）的方式進行。

(四)傳統信用分析

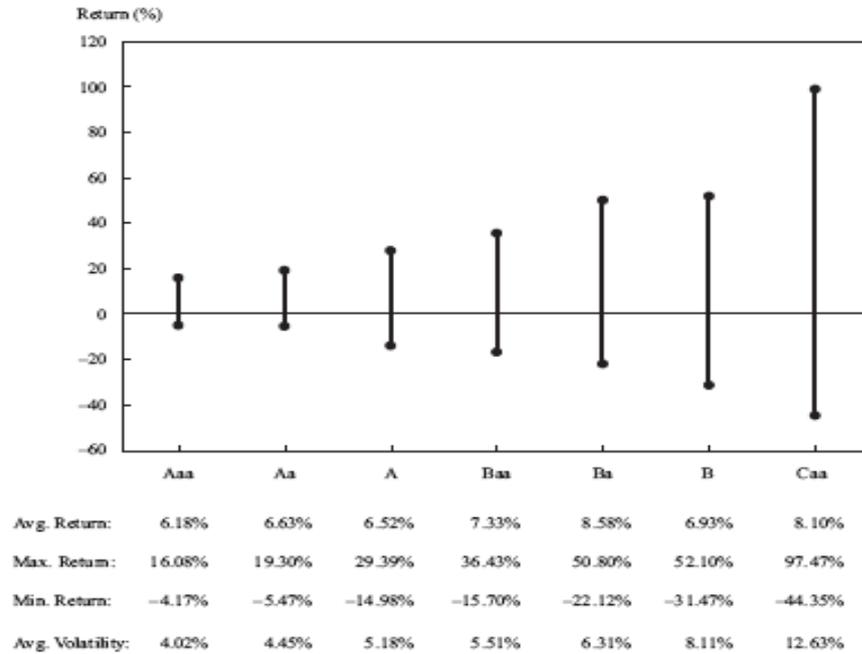
信用分析的目標是評估一個發行人的能力，以滿足其債務義務，包括債券和其他債務，如銀行貸款。這些債務契約，其中規定的利率支付的條款、付款的頻率和時間、到期日和借款人允許及要求的行動契約。由於公司債券是契約，由法律強制執行，一般認為是以發行人支付的意願，而不是集中在評估其支付能力，因此，傳統信用分析主要集中在了解一家公司的能力。傳統的信用分析認為，由一家公司提供的現金服務其債務義務的來源，可預測性和可持續性。傳統信用分析的基本框架是分析企業信用風險的條件，一般通常被稱為“信用分析 4C”：能力(Capacity)、抵押品(Collateral)、契約(Covenants)、品格(Character)。能力是指借款人的償債能力，使其債務支付的時間。抵押品是指支持發行人債務的資產品質和價值，可增加借款人信用地位。契約是發行人必須遵守的貸款協議條款和條件。品格是債務人之償債意願，企業和管理者在經營活動中的行為與風格，保持良好的信譽，亦為信用的優良條件。

(五)信用風險與報酬

在其他類型的投資中，負擔較多的信用風險，亦提供了更高的潛在報酬，但是更大的波動性，則對應較少的收益報酬。使用信用評級作為替代風險，如下圖顯示，根據巴克萊固定收益指數，各種期限的債券到期收益率在各個評級類別的組合。信用品質越低，所要求的收益率越高。例如，在總合的信貸損失將“吃掉”一些較低品質債券與更高品質的信貸提供的收益率。信用風險越高，報酬潛力越大，波動性也越高，這種模式與其他類型的投資是一致的，而具流動性的債券被認為幾乎是無違約的風險（例如，德國政府債券或國債），收益率是實際利率加上預期通貨膨脹率和期間溢價，當然，這些因素也包括於公司債券。此外，公司債的收益率還包括流

動性溢價和信用利差，旨在補償投資者對這些額外的風險，以及對信貸損失的預期。

Exhibit 14 US Trailing 12-Month Returns by Rating Category, 31 December 1996–30 June 2011



Source: Based on data from Barclays Capital and Loomis, Sayles & Company.

在介紹信用分析的基本原則中，其中說明信用市場、信用以及信用風險的重要性，另外，針對信用評級的作用和重要性，分配評級相關的方法做說明。整體分析已涵蓋了信用分析的重要關鍵部份，用來幫助評估信用的金融措施。另外，討論了風險與報酬，即投資信貸和利差變化如何影響報酬等等。由於信用分析是現代金融體系之重要活動，對於債券的投資者是相當重要的，其主要目的是，經由信用風險分析與評等的方法，來協助投資者對國家或企業，依照違約的風險以及其財務或非財務因素加以進行篩選，而達到其最適投資與最佳報酬。

五、總體經濟之評析與展望

2016 年全球經濟處於動盪的一年，國際油價探底、中國大陸經濟衰退以及黑天鵝事件等利空衝擊，全球經濟走緩，所幸，在主要經濟體持續寬鬆政策，加上美國聯準會維持低利率政策、國際油價在 OPEC 減產協議消息而走高，全球經濟出現復甦的跡象。就近期國際經濟情勢觀察，IMF 與世界銀行等預測機構皆下修 2016 年全球經濟成長預測，且英國脫歐公投結果出乎意料，再度使得全球金融市場出現大幅震盪，不過，英國正式脫歐需時冗長，一般預料僅對英國國內經濟造成影響，不致擴散至全球，市場亦預期全球央行將再度加大寬鬆政策，全球經濟增長將可逐步回溫。以下就主要經濟體分析與展望：

(一)美國

聯邦理事會(FOMC)9月會議紀錄調降2016年全年GDP經濟成長預估，由6月預估的2.0%調降為1.8%，2017年則保持在2.0%不變，顯示聯準會認為2016 年美國經濟雖然不如預期，但仍對於其未來經濟發展看法樂觀。今年上半年美國的經濟表現差於市場預期，主要係固定投資明顯疲弱，加上政府支出減少所致。然而第三季民間消費明顯增溫，勞動市場與薪資穩健增長，推升零售銷售的上揚，不過，6月的英國脫歐公投引發的政治憂慮，降低民間信心與消費動能，也抑制企業投資意願，所幸，房市景氣與房地產投資穩定增長，加上外需動能明顯走強，可望支撐經濟穩定成長。展望後市，預估2017年美國經濟成長率大約在1%~1.5%之間，加上受惠於庫存調整結束，企業投資復甦，可望帶動企業獲利改善，另外，失業維持低檔及就業穩定成長，持續強勁的消費者動能，提供消費者物價指數(CPI)年增率上升，達到FOMC的升息標準的2%通膨水準，預期2017年底前可能有兩、三次的升息空間。

(二)歐元區

英國脫歐公投後，使歐元區企業產出暫緩，所幸此疑慮已漸漸消除並回復正常軌道，就業市場亦緩步改善，零售銷售穩健增加，而上半年疲弱的出口可望在第三季回復正成長，為歐元區經濟復甦的重要引擎。歐元區債務高築，

使財政政策受限，但通膨低於ECB目標，預期ECB仍將維持貨幣寬鬆。ECB認為寬鬆貨幣政策對國內需求與企業財務狀況產生有利的影響，將支持歐元區景氣溫和復甦。展望後市，預期歐元區2017年的經濟應可維持成長在1%~1.5%區間，超過潛在成長率的1%，但CPI恐難達到歐洲央行(ECB) 2%的目標，市場預期今年ECB 仍然維持低利率不變，且將延長現有的購債計劃(每月購買600億歐元的資產)到2017年年底。不過，歐元區仍有政治的不確定性，包括義大利憲改公投、英國脫歐程序啟動、法德大選等不利因素，不排除ECB在2017年會有新的寬鬆措施。英國2017年經濟成長將減緩，主要是脫歐不確定性將降低企業投資與消費者支出意願，但寬鬆的貨幣與財政政策，加上英鎊貶值應有助於減少對基本面的負面影響，而英鎊貶值，將連帶提高進口物價而走升，CPI有機會在2017年突破2%的目標。

(三)日本

英國公投決定脫歐後，造成金融市場風險意識提高，避險需求推升日圓，而日圓大幅升值，直接衝擊日本出口表現，加上中國大陸、歐洲經濟放緩，日本出口增長將有限，不過，受到政府降低企業稅政策，有助企業獲利增加，加上失業率維持低檔，就業市場持續改善，個人薪資成長，將帶動內需消費增長，有利支撐日本經濟成長。展望後市，預期日本在2017年能將成長率拉高至0.5%~1.0%區間，主要倚靠大規模的財政刺激方案。由於財政轉趨擴張，也提升日本央行貨幣政策的實際效果，特別是日本央行才重新調整它的寬鬆貨幣措施，希望能降低對金融業的負面效應。但是市場認為2%的通膨目標對2017年來說還是很遙遠，更別提日本央行的新目標是超過2%以上，因此，日本央行須要有更大的寬鬆政策才能達到目標。

(四)新興市場

受到國際油價上漲，許多新興市場國家的外在條件，因為大宗商品價格及美元匯率穩定而好轉，加上內在基本環境改善，也有利於經濟成長。通膨出現觸頂跡象，給予央行更多寬鬆貨幣的空間，幾個國家也正進行結構改革。此

外，巴西及俄羅斯經濟預期由衰退轉向溫和復甦，不再像過去拖累整體新興市場的成長。展望2017年，新興市場的前景改善，預估明年新興市場整體經濟情勢將由今年4.5%的經濟成長，改善至的4.75%~5.25%。至於中國大陸，由於中國大陸政府調結構仍在進行，經濟成長動能由投資轉向消費的調整，導致成長持續降溫，經濟仍處於L型底部，恐難有較大的成長動能，所幸，全球經濟緩步復甦，中國大陸外貿不致大幅下滑，經濟下行風險降低。

六、美國聯準會利率的分析與展望

(一)聯準會貨幣政策

聯準會(Fed)9月21日決議維持聯邦基金利率於0.25%~0.5%區間不變，會後聲明指出短期經濟風險趨於平衡，葉倫主席表示雖然近期支持升息的論點轉強，但決議目前先按兵不動以等待更多數據。而後續公布9月的貨幣政策會議記錄顯示，多位有投票權的委員認為，如果經濟如預期般發展，在相對短的時間內上調聯邦基金利率目標區間會是合適的。

而作為政府基金操作投資的一員，對於國內外的金融情勢皆須熟悉瞭解，由於美國景氣好壞對全球經濟有極深遠影響，所以聯準會的貨幣政策，受到全世界金融市場的密切關注，其聯邦基準利率的調整，直接影響全球資金的走向，更是動見觀瞻，被視為利率走向的風向球。

(二)聯準會貨幣政策與泰勒規則

衡量聯準會貨幣的準則，亦即聯邦基準利率的調整，可以透過泰勒規則來說明FOMC之利率決策。泰勒規則是由史丹佛大學經濟學教授約翰·泰勒在1993年所提出，泰勒規則認為，聯準會的貨幣政策應遵循下列規則：

General form of the Taylor rule:

$$i_t = 2 + \pi_t + a(\pi_t - \pi^*) + b(y_t - y_t^*)$$

where

- i_t is the prescribed value of the policy interest rate in a given period t ;
- $\pi_t - \pi^*$ is the deviation of the actual inflation rate π_t from its target π^* in period t ;
- $y_t - y_t^*$, the "output gap," is the deviation of actual real output y_t from potential output y_t^* in period t ; and
- a and b are positive numbers.

i ：聯邦基準利率

π ：通貨膨脹率

y ：實際GDP與目標GDP的偏差，也稱產出缺口

泰勒規則說明，當通貨膨脹缺口超過或低於目標值，以及產出缺口高於或低

於目標值時，央行就應該提高或降低利率。亦即通膨率每高於目標水準 1 個百分點，聯邦基金利率就應該提高 0.5 個百分點，或者是產出缺口為正時，每出現 1 個百分點的產出缺口，聯邦基金利率就應該提高 0.5 個百分點。

1. 在 1993 年以前，聯準會的貨幣政策一直遵循“泰勒規則”，但是，後續美聯儲越來越不遵守“泰勒規則”，尤其在 2000 年之後，聯準會的實際利率就開始持續低於基準利率水準(如下圖所示)。因此，泰勒認為聯準會過於寬鬆的貨幣政策，且長時間維持低利率政策，是造成房地產市場泡沫化以及大量過剩金融的原因。

圖 1

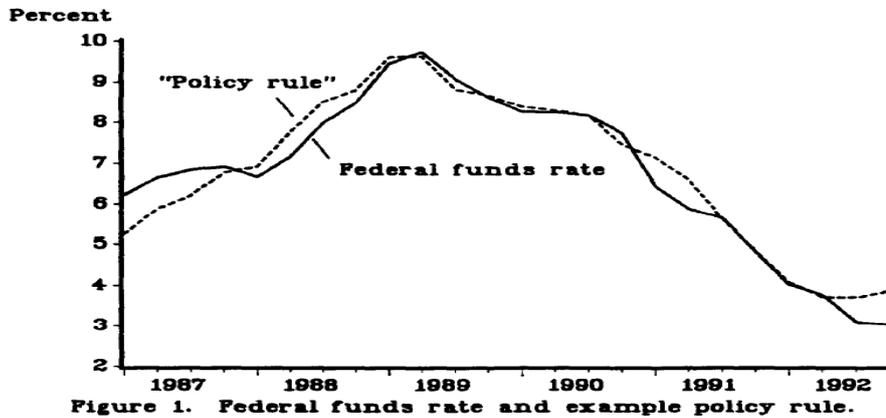
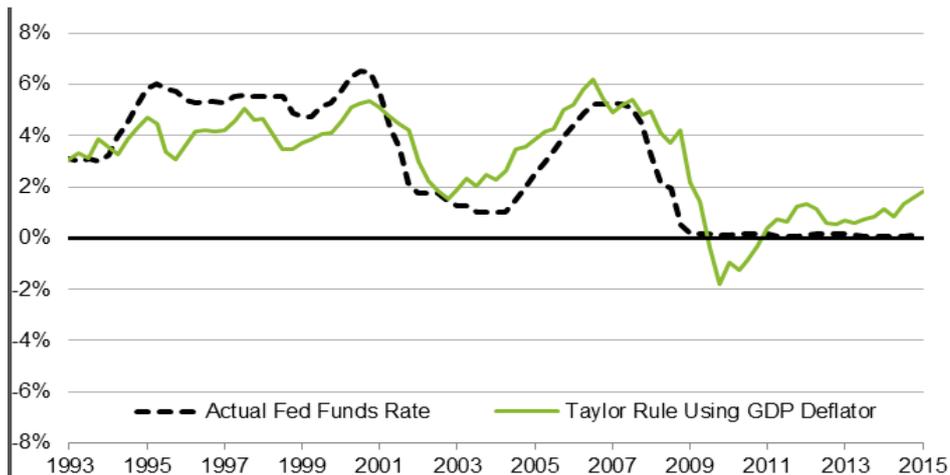


圖 2

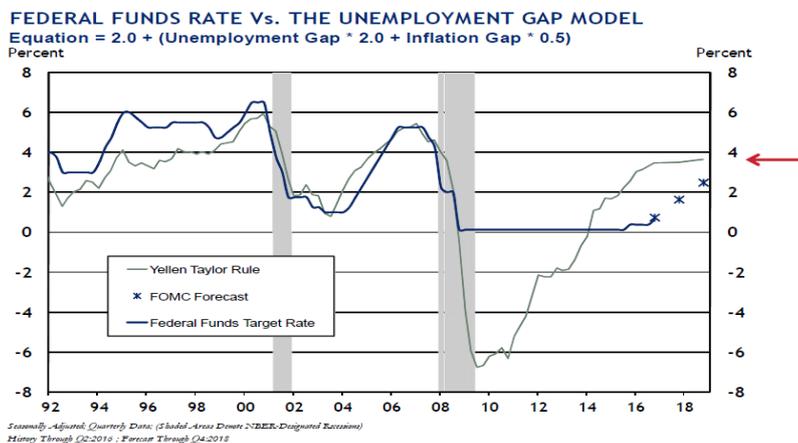


2. 前任聯準會主席伯南克則提出調整版的泰勒規則為 FOMC 利率政策作辯護，亦即將個人消費支出平減指數 (PCE)作為衡量通貨膨脹的主要關鍵指標。

伯南克表示，2008 年金融危機以來，泰勒規則顯示出基準利率是負數。然而伯南克認為依照泰勒規則所預測出的負值利率是不可行的，此時 FOMC 比較明智的做法是將基準利率維持在趨近於零，並同時尋求其他政策工具來達成更寬鬆的貨幣政策。而現任聯準會主席葉倫則是強調對勞動力市場的關注。葉倫認為由於經濟不景氣而導致企業獲利不佳，為減少開支進而裁員，使得勞動力市場需求不振。隨著經濟改善，勞動參與率可能走高而不是繼續下降。因此，葉倫認為周期性因素更能解釋危機之後勞動參與率的持續下降。因此，勞動參與率回升就成為判斷勞動力市場復甦的關鍵依據。如下圖所示，除 2008 年金融危機之外，葉倫調整後的泰勒規則與理論泰勒規則更貼近。同時，直到 2015 年為止，根據葉倫的改良版泰勒規則所計算出的理論利率水準仍然為負值，這也進一步佐證了葉倫的泰勒規則有效性。

Adjusting Yellen's Taylor Rule

$$i = 0.18 + (\text{Inflation}) + (0.5\% \text{ Inflation less Target}) + (2 * \text{Unemployment Gap})$$



就經濟數據來看，首先失業率方面，聯準會持續認為未來美國勞動市場都相當健康，失業率可以維持在低於長期失業率的水準。今年的失業率從 4.7% 小幅上調至 4.8%，明後年預測維持在 4.5-4.6%。但這些失業率均低於聯準會所認為的長期失業率水準 4.8%。通膨率的預測則變化不大，今年核心 CPI 年增率持平在 1.7%，明年下調至 1.8%，2018 及 2019 年則回到聯準會的通膨目標 2%。就經濟

成長來說，聯準會雖然下調 2016 年經濟成長率預測，從 2.0% 下調至 1.8%，但主要係今年上半年美國經濟成長的相對疲弱。至於聯準會對明後年的經濟預測在 2.0%，2019 年則為 1.8%。不過，聯準會下調其對於長期經濟成長率的預測，主要是認為美國生產力可能不如以往，潛在經濟有下滑疑慮，配合著美國以外的其他國家仍維持更寬鬆的貨幣政策，美國仍面臨全球金融環境的風險。這樣的訊息暗示，即使聯準會年底升息，仍將維持一段相當緩慢的速度。

七、邊境市場的機會

(一) 何謂邊境市場

所謂邊境市場(frontier markets)，一般指市場規模較小、市場也比較封閉、風險相對高於新興市場，市場波動高的國家。目前金融市場上有各種邊境市場指數，所涵蓋的國家包括五大洲，其中以非洲、新興東歐以及中東國家為主，而以MSCI邊境市場指數中，邊境國家包括在中東有巴林、約旦、科威特、黎巴嫩與阿曼；在拉丁美洲包括阿根廷；在亞洲包括巴格達、斯里蘭卡與越南；非洲地區有肯亞、摩洛哥與奈及利亞等；東歐地區包括保加利亞、克羅埃西亞、哈薩克、羅馬尼亞與烏克蘭等。根據盧米斯賽勒斯的資料，2015年邊境市場國家(五大洲包含59個國家)平均國民所得(GNI)為5,646美元，人口占比為全球人口的20.1%，全部邊境國家GDP僅占全球的4.7%，但其經濟成長是全球成長的1.4倍。

	MSCI Frontier Markets	S&P Frontier BMI	FTSE Frontier	NexGEM	Loomis Sayles
Country Inclusion Criteria	Equity - Openness to foreign ownership - Ease of capital inflows and outflows - Regulatory structure - Custody, clearance and settlement infrastructure	Equity - Foreign investor interest and accessibility - Turnover and number of listings - Regulatory structure - Custody, clearance and settlement infrastructure	Equity - Per capita income levels - Quality of market (regulatory framework, custody and settlement procedures) - Materiality (size of economy) - Ease of capital inflows and outflows	Fixed Income - Weight of less than 2% of the EMBI Global Diversified for the past 12 consecutive months - Rating of Ba1/BB+ or lower by both Moody's and S&P - Not a European Union member or engaged in the process of seeking EU membership.	- Per capita income levels - Foreign currency debt rating - Political and economic stability - Development of its financial and capital markets - Openness to Foreign Investment - Ease of capital flows
Highlights	- In blue, countries to be potentially considered for future inclusion - Countries to be excluded in 2017				
	Countries by Region				
Africa	5 (8)	10	7	14	22
	Botswana, Ghana, Kenya, Mauritius, Morocco, Nigeria, Tunisia, Zimbabwe	Botswana, Côte d'Ivoire, Ghana, Kenya, Mauritius, Morocco, Namibia, Nigeria, Tunisia, Zambia	Botswana, Ghana, Kenya, Mauritius, Morocco, Nigeria, Tunisia	Angola, Cameroon, Côte d'Ivoire, Egypt, Ethiopia, Gabon, Ghana, Kenya, Mozambique, Nigeria, Senegal, Tanzania, Tunisia, Zambia	Angola, Botswana, Cameroon, Congo, Congo DRC, Côte d'Ivoire, Egypt, Ethiopia, Gabon, Ghana, Kenya, Mauritius, Morocco, Mozambique, Namibia, Nigeria, Rwanda, Senegal, Tanzania, Tunisia, Uganda, Zambia
Asia	4 (5)	4	3	4	6
	Bangladesh, Pakistan, Sri Lanka, Vietnam	Bangladesh, Pakistan, Sri Lanka, Vietnam	Bangladesh, Sri Lanka, Vietnam	Mongolia, Pakistan, Sri Lanka, Vietnam	Bangladesh, Fiji, Mongolia, Pakistan, Sri Lanka, Vietnam
Europe*	9 (10)	10	8	3	10
	Bosnia Herzegovina, Bulgaria, Croatia, Estonia, Kazakhstan, Lithuania, Romania, Serbia, Slovenia, Ukraine	Bulgaria, Croatia, Cyprus, Estonia, Kazakhstan, Latvia, Lithuania, Romania, Slovakia, Slovenia	Bulgaria, Croatia, Cyprus, Estonia, Lithuania, Romania, Serbia, Slovenia	Armenia, Belarus, Georgia	Armenia, Azerbaijan, Belarus, Bosnia and Herzegovina, Croatia, Latvia, Lithuania, Macedonia, Montenegro, Serbia
Latin America	1 (3)	5	0	10	15
	Argentina**, Jamaica, Trinidad and Tobago	Argentina, Ecuador, Jamaica, Panama, Trinidad and Tobago		Belize, Bolivia, Costa Rica, Dominican Republic, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, Paraguay	Barbados, Belize, Bolivia, Costa Rica, Dominican Republic, Ecuador, El Salvador, Grenada, Guatemala, Honduras, Jamaica, Panama, Paraguay, Suriname, Trinidad and Tobago
Middle East	5	5	3	2	6
	Bahrain, Jordan, Kuwait, Lebanon, Oman	Bahrain, Jordan, Kuwait, Lebanon, Oman	Jordan, Oman, Qatar	Iraq, Jordan	Bahrain, Egypt, Iraq, Jordan, Lebanon, Oman
Total countries	24 (29)	34	21	33	59

* Includes countries that were formerly part of the USSR (now known as CIS countries)
** Argentina to be considered for reclassification from Frontier to Emerging Markets in the MSCI Indexes in 2017

(二) 邊境市場特色與機會

1. 人口紅利：邊境市場具有龐大以及年輕的人口成長動能，根據統計資料，2014 年全球平均年齡，非洲國家最年輕，其中肯亞、奈及利亞平均年齡

19 歲，亞洲的越南則平均 29 歲，相對已開發國家的日本平均年齡 44.6 歲，德國的 43.7 歲等等，因此，邊境國家擁有絕佳的勞動力，而這些年輕族群，所帶來的消費力道，將變成經濟成長的動力。

2. 豐富的自然資源：邊境市場主要包括中東及非洲，正是重要原物料的產地，包括石油、礦產、農產品等，吸引外國資金前往投資。
3. 經濟成長快速：以越南為例，自從 2000 年美越關係改善，以及 2011 加入世界貿易組織(WTO)成為會員國，越南 2015 年經濟成長率為 6.68%，成長速度為五年來最快。另外，根據 IMF 預測，在全球 20 個經濟成長最快的國家，有 12 個在非洲，而西半球國家皆未上榜。
4. 市場具吸引力：評價面偏低，股東報酬率高，股利率相對新興及成熟國家高。

下面 2 圖可以看出，不論是在債券市場或是股票市場，邊境市場指數在過去 5 年其報酬率皆大於新興市場。

Frontier Markets Bonds beat EM Bonds



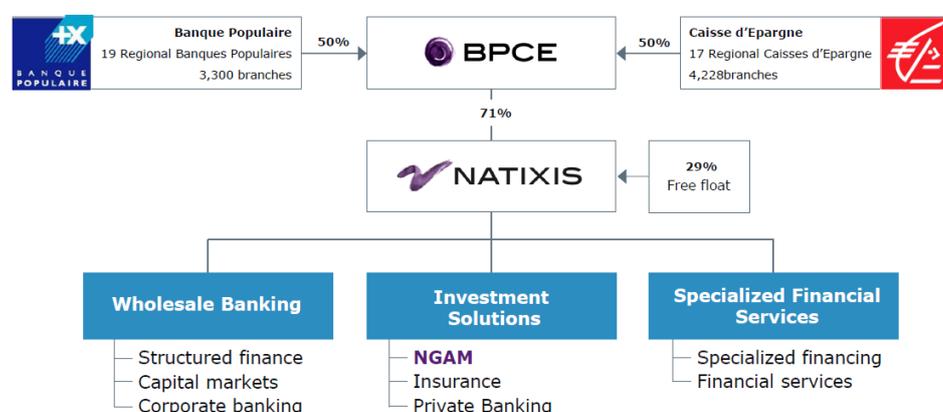
Frontier Markets Equities beat EM Equities



儘管邊境市場對於國際投資者極具吸引力，但仍有很大的風險可能影響市場，包括地緣政治風險、中東戰爭(包括 ISIS 伊斯蘭組織、敘利亞內戰)、商品價格波動、石油以及原物料價格大幅波動等不確定因素，都將打擊國家經濟成長。整體而說，邊境市場擁有人口紅利，充足的勞動力，為國家發展提供了最有力的發展後盾，加上豐富的自然資源，經濟成長快速將吸引國際資金進駐，未來仍然具有投資潛力。

八、法儲銀資產管理公司之參訪

本次除了參加盧米斯賽勒斯之研討會外，另外安排參訪位於波士頓的法儲銀資產管理公司(Natixis)，由該公司副總裁以及相關人員為我們作詳盡的介紹。法儲銀全球資產管理公司(Natixis Global Asset Management)的主要股東是法國金融集團 BPCE，由法國國家儲蓄銀行集團（Groupe Caisse d'Epargne）及法國人民銀行集團（Groupe Banque Populaire）結合成之專業資產投資管理公司，為法國第二大金融集團 BPCE 麾下提供投資銀行、資產管理及特殊金融服務之事業體，並於巴黎證交所掛牌上市。



法儲銀全球資產管理公司為全球前二十大資產管理公司之一，於法國巴黎及美國波士頓設有總部，資產管理規模 8,750 億美元(截至 6/30/2016)。法儲銀採取「多重精品品牌」模式，旗下超過 25 個資產管理公司，包含盧米斯賽勒斯資產管理公司(Loomis, Sayles & Company. L/P.)、漢瑞斯資產管理公司(Harris Associates)、法儲銀資產管理公司(Natixis Asset Management)等，各個資產管理公司各自有其專長領域。法儲銀全球資產管理公司自 1976 年開始即專注於尋找在不同資產類別中發展並致力於保護並增進客戶資產之資產管理公司、將其收歸旗下。採用多重品牌的經營模式，目前旗下包含超過 20 個資產管理公司及投資品牌，橫跨歐亞美，跨足多種資產類別之投資管理。

其中盧米斯賽勒斯資產管理公司，資產管理規模 2,400 億美元，採主動

管理，產品線涵蓋股市、債市及新興市場，並有多種不同的投資風格，致力於提供投資人多樣的投資選擇。另外漢瑞斯聯合資產管理公司成立於 1976 年，總部位於美國芝加哥。資產管理規模 1,034 億美元(截至 6/30/2016)。該公司獨立建構「內部信用評等制度」的投資分析方式，重視團隊操作模式，加上嚴謹的投資決策流程和風險控管，提供投資人專業的投資商品與服務。漢瑞斯資產管理公司擅長價值型投資，專長於市場上尋找價格顯著低於漢瑞斯所評估之企業價值的企業、進行長期投資。漢瑞斯不只投資股票、更視其自身為企業的長期投資者，因此不只分析財務報表，更重視企業價值是否能持續且穩定的成長、經營團隊是否能創造價值及穩定的自由現金流，著重分析企業管理階層及企業競爭力。

法儲銀資產管理公司主要是為客戶提供投資服務諮詢，作為客戶與法儲銀的橋樑，並將客戶委託的資產作最適的投資配置。NAM 旗下有六大投資專業：固定收益、歐洲股票、客戶投資方案(Investment and Client Solutions)、Seeyond (模組投資之專業品牌)、Emerise (新興市場投資之專業品牌)，以及 Mirova (社會責任投資之專業品牌)。

investment managers		
<p>North America</p> <p> 1 Index-based solutions AUM: \$674 M / €606 M</p> <p> AEW Real estate investments AUM: \$23.8 B / €21.4 B</p> <p> ALPHA SIMPLEX Alternative investment strategies AUM: \$7.8 B / €7.0 B</p> <p> GATEWAY INVESTMENT ADVISERS, LLC Hedged equity strategies AUM: \$11.6B / €10.4 B</p> <p> HARRIS ASSOCIATES Value investments AUM: \$103.4 B / €93 B</p> <p> LOOMIS SAYLES Research-driven equity and fixed-income AUM: \$240.0 B / €215.8 B</p> <p> MPA MANAGED PORTFOLIO ADVISORS 1 Overlay management Assets serviced: \$21.4B / €19.3 B</p> <p> MCDONNELL INVESTMENT MANAGEMENT Fixed-income specialist taxable & tax-exempt bond portfolios AUM: \$11.7 B / €10.5 B</p> <p> VAUGHAN NELSON INVESTMENT MANAGEMENT U.S. equity investments AUM: \$12.6 B / €11.3 B</p>	<p>Europe</p> <p> AEW EUROPE European real estate AUM: \$212.2 B / €19.1 B</p> <p> AXELTIS Fund Platform & Investment Advice Services</p> <p> DARIUS Customized hedge fund solutions AUM: \$306 M / €275 M</p> <p> DNCA 2 Conviction-based equity, bond, diversified and total return portfolios AUM: \$217.7 B / €19.6 B</p> <p> DORVAL FINANCE 3 Flexible management AUM: \$800 M / €720 M</p> <p> H2O Asset Management 3 Alternative global fixed-income and global macro management AUM: \$110.0 B / €9.9 B</p> <p> MIROVA 3 Responsible investment solutions AUM: \$6.9 B / €6.2 B</p> <p> NATIXIS Money market, fixed-income, equity and balanced portfolio investments AUM: \$364.9 B / €328.2 B</p> <p> OSSIAM Smart beta ETFs AUM: \$2.4 B / €2.2 B</p> <p> SEEYOND 5 Active management AUM: \$16.1 B / €14.5 B*</p> <p> VEGA Multi-management solutions specialists AUM: \$6.5 B / €5.9 B</p>	<p>Asia</p> <p> emerise 4 Emerging market equities AUM: \$722 M / €650 M</p> <p> IDFC Indian equity and fixed-income AUM: \$7.6 B / €6.8 B</p> <p>Private Equity</p> <p> alcance 4 Buyout/LBO AUM: \$261 M / €235 M</p> <p> CASPIAN PRIVATE EQUITY U.S. private equity AUM: \$1.6 B / €1.5 B</p> <p> EURO-PE PRIVATE EQUITY Private equity AUM: \$1.9 B / €1.7 B</p> <p> naxicap PARTNERS 1 Buyout/LBO and mezzanine AUM: \$2.0 B / €1.8 B</p> <p> Seventure Venture capital AUM: \$676 M / €608 M</p>
AUM as of June 30, 2016		

參、心得與建議

- 一、政府基金的操作與一般投資大眾不同，主要以長期投資為目的，而長期健全的運作與穩定的報酬則是主要追求的目標。隨著政府基金投資項目趨於多元化之下，加上目前全球處於長期間低利率環境下，一般傳統投資工具收益率持續收窄，因此，為尋求高報酬高獲利，相對須不斷提高整體部位的風險。惟國際金融情事快速變化，全球系統性風險與非系統性風險一旦快速增加，政府基金持有部位之曝險將大幅提高，因此，在操作上，除了講求資產配置外，在市場位處高檔時應該嚴加控管風險，非一味的追求高報酬。
- 二、低波動投資(Low Volatility)及 SMART BETA 將是未來熱門投資方式。所謂低波動，就是波動率低的商品，波動度低不一定是低報酬，且具有抗跌的效用；SMART BETA 是從市場篩選出例如高股息、本益比低或者低波動的標的加以投資組合。由於一般的基金皆侷限於貼近指標(Benchmark)作比較，但仍有其他投資非以指標報酬為主，如何尋找其他長期穩定報酬的標的投資將是重要的議題。
- 三、本次參加研習成員來自亞洲政府或大型專業投資機構之操作人員，而授課講師皆為盧米斯賽勒斯資深分析師或是經理人，在金融市場專業領域及學經歷皆相當豐富，課程內容多樣豐富，除讓學員深入了解其投資的哲學與風格，尤其更加著墨在固定收益專長領域的介紹以及風險控管的重要性，另外，成員皆來自相同亞洲地區，對市場的看法與自我領域上的操作有一定的交流，使得本次的研習獲益良多。
- 四、在本次的受訓及參訪中，除了課程研習外，另外，安排旁聽了投資決策會議以及參訪交易室，見識國際投資法人專業投資團隊在人員的配置與分工上相當完整。由於政府的基金投資操作，除了投資人員金融專業知識外，加強專業訓練亦不可或缺，建議多方參與此類資產管理公司辦理之研討會，對投資操作上提供不同的思維，將對提升政府基金操作績效多有助益。