

出國報告（出國類別：其他）

## 參加安本另類投資教育訓練 研習參訪報告

服務機關：臺灣銀行股份有限公司信託部

姓名職稱：李姿瑩 高級辦事員

派赴國家：英國倫敦

出國期間：105年8月27日至9月11日

報告日期：105年11月18日

## 內 容 摘 要

本次參與之研習課程由資產管理公司－安本(Aberdeen)所主辦，研習地點於英國倫敦，為期二週。研習內容主要環繞另類投資的發展和市場上各個主要投資項目，包含私募股權(Private Equity)投資、避險基金(Hedge Fund)投資、不動產(Property)投資及全球多元資產(Multi-Asset)投資等，透過安本當地另類投資團隊的分享，除能了解最新的另類投資市場動態與投資策略外，安本更針對公司內部所做的風險控管流程進行介紹，也展示了內部所使用的風險管理系統供我方參考；另外課程中還安排實地參訪安本不動產團隊在倫敦市中心的投資標的(商用辦公室為主)，了解倫敦不動產市場現況與實際交易流程。

## 目 錄

壹、研習目的 .....	4
貳、研習過程 .....	5
一、私募股權(Private Equity)投資 .....	5
二、避險基金(Hedge Fund)投資 .....	13
三、不動產(Property)投資 .....	17
四、全球多元資產(Multi-Asset)投資 .....	24
參、研習心得及建議 .....	29

## 壹、研習目的

安本資產管理公司(Aberdeen Asset Management)為全球最大的獨立資產管理公司之一，在全球 25 個國家設有 37 個營業據點，旗下專業投資人員超過 750 人，員工數超過 2,800 人，截至 2015 年 12 月 31 日止，所管理的資產規模為 4,282 億美元。安本的業務純粹在資產管理，其所管理的都是第三方資產，而非集團自有資金，有助減少利益衝突，投資哲學著重於長期投資。

本次安本資產管理公司於英國倫敦所舉辦之另類投資教育訓練，主要內容涵蓋私募股權(Private Equity)投資、避險基金(Hedge Fund)投資、不動產(Property)投資及全球多元資產(Multi-Asset)投資等項目，另外還有實地參訪安本不動產團隊在倫敦市中心的投資標的(商用辦公室為主)。透過與不同的投資團隊進行認識與交流，加上當地人直接帶領參觀解說不動產開發案件，有助於瞭解各類型另類資產之投資策略、風險特性和投資機會，冀藉參與此次課程，提升投資交易人員對本行代舊制勞工退休基金投資運用之操作能力及績效。

## 貳、研習過程

本次研習主題為「另類投資教育訓練」，由安本資產管理公司(以下簡稱安本)主辦，其研習內容說明如下：

### 一、私募股權(Private Equity)投資

#### (一) 講師：

Graham McDonald, Head of Private Equity  
James Hartley, Senior Investment manager  
Keith Flashman, Head of Operational Due Diligence, Alternatives  
Alex Barr, Senior Investment Manager  
Myron Zhu, Co-Head of Private Equity Asia Pacific  
Narcisa Sehovic, Senior Investment Manager  
Mirja Lehmler-Brown, Senior Investment Manager

#### (二) 課程內容：

##### 1、私募股權投資介紹

私募股權投資的意涵指的是投資未在公開市場上市的公司股票，雖然此類公司的資訊較上市公司相對困難取得，但事實上我們對很多公司應該並不陌生，且有不少公司現在都已轉為上市(見圖 1-1)，對初創期即參與的投資人帶來了相當可觀的收益。

(圖 1-1 市場上知名的私募轉上市公司案例)

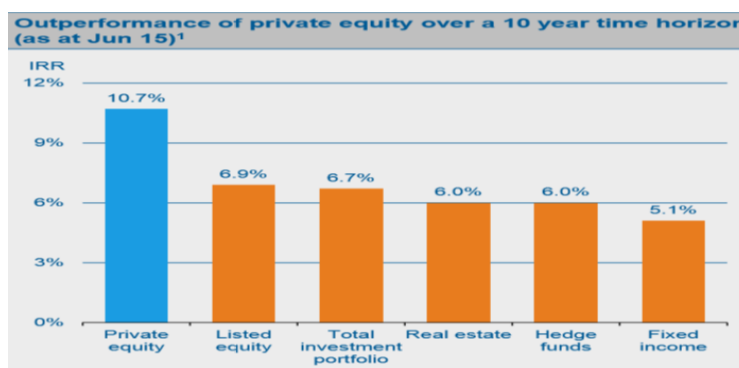


私募股權長期績效大幅跑贏其他資產類別(見圖 1-2)，是近年來越來越機構法人關注此一資產類別的原因，而私募股權投資之所以能創造較高的收益，主要其實可歸納於以下三點：

- (1) 投資人與被投資公司的利益是一致的。
- (2) 長期投資能免於短線進出所造成無謂的成本增加與投資時點錯誤的損失。

(3) 私募股權屬於較早期的投資，成長空間較大、投資人也相對較少，獲利空間自然較高。

(圖 1-2 私募股權與其他資產類別過去十年間的投資年化報酬比較)



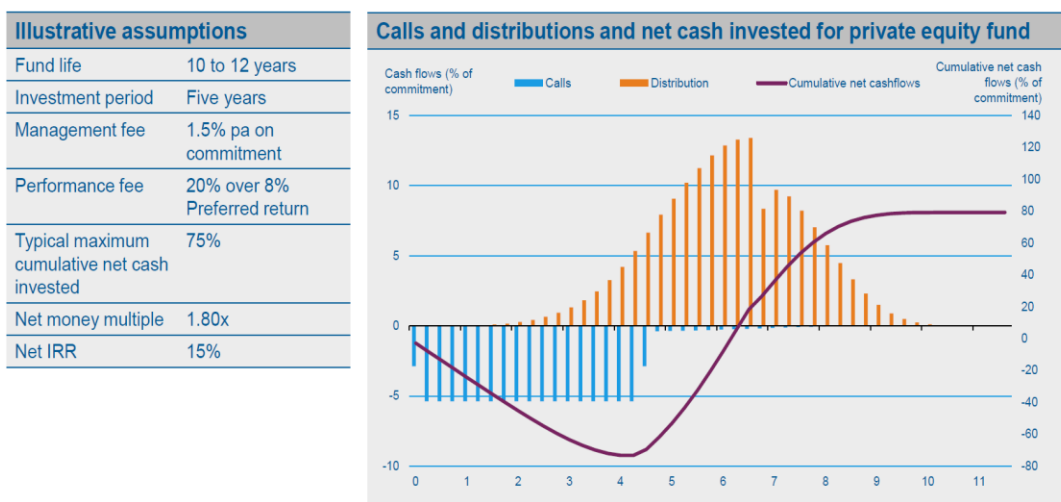
不過私募股權投資與傳統上一般股票或債券等資產投資有很大的不同，很多人或許會誤解私募股權投資是相當不透明的，但其實這是對外在的人才是如此，如果對身為真正參與投資的參與者而言，其實他能夠非常清楚了解這間公司成長的策略以及產業運作的情形，他也能夠對公司發揮一定的影響力，甚至透過私募股權基金的管理人(GP)，對公司的發展、未來的出售或上市計畫都能有參與討論的權利。不過，當然私募股權投資也存在著缺點，最典型的不外乎缺乏流動性、投資期限長，還有市場上績效較佳的私募股權基金，大多投資胃納量已飽和，不太接受新的投資人進入。

另外，私募股權投資的現金流也是它的一大特色，透過以下這個一般常見的私募股權基金架構可觀察之：

- 基金年限約為 10~12 年
- 投資期間：5 年
- 管理費：1.5%
- 績效費：20%(超過 8%回報率部分)
- 本金淨回報率：1.8 倍
- 淨內部報酬率(IRR)：15%

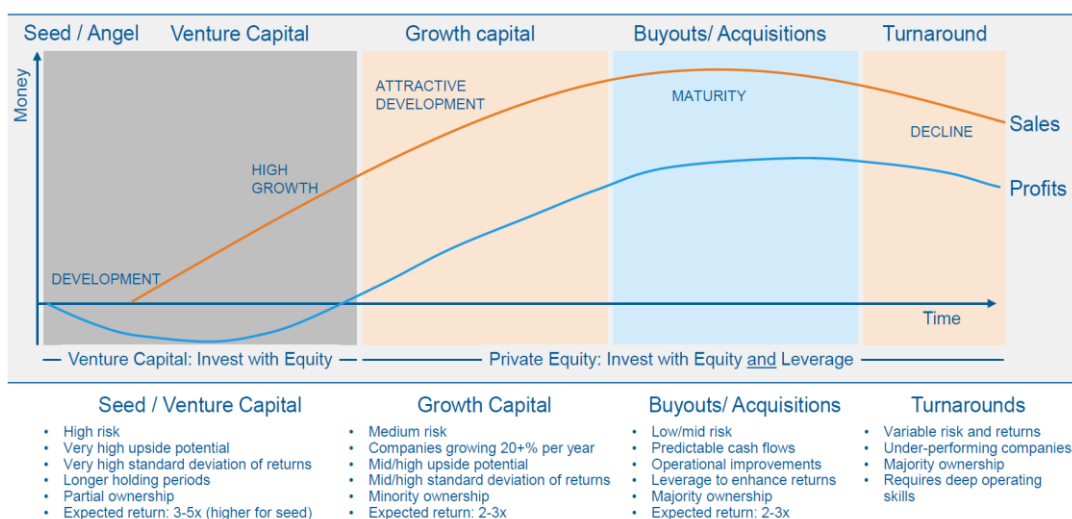
依投資人的角度，在開始投資的 5 年內，隨著資金的投入(如圖 1-3 中淺藍色柱狀線條)，淨現金流(紫色曲線)在前 5 年皆為負的，而隨著投資在 2~3 年後開始有回收(賣出股票或配息，如橘色柱狀線條)，淨現金流(紫色曲線)需要等至少 6 年後才開始轉正，由於這條淨現金流(紫色曲線)的線型與英文字母 J 極為相近，故市場稱此為私募股權投資的 J 曲線(J curve)。

(圖 1-3 一般私募股權基金的現金流量分布情形)



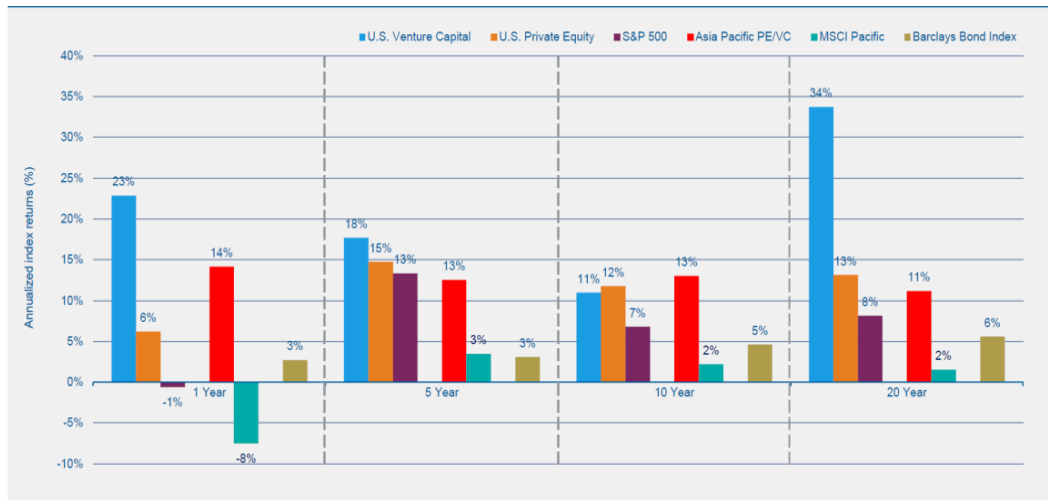
就投資標的而言，依照投資者介入公司的時期不同，可以做一劃分，投資於草創期的公司稱為創投(Venture Capital)；已邁入成熟期的公司則稱為一般收購(Buy Out)(見圖 1-4)。

(圖 1-4 私募股權投資依投資者介入公司的時期不同劃分)



對照介入時間點的不同，投資風險與報酬也不同。創投的風險和回報一般來說均高於一般收購，觀察圖 1-5 可發現，投資美國創投與美國私募股權在過去 1 年、5 年、10 年與 20 年期的報酬都大幅勝過股票和債券指數，而同樣的情形在亞洲市場也可得到印證。

(圖 1-5 美國和亞太地區投資私募股權和投資一般傳統資產歷史績效比較)



至於私募股權的投資方式，目前市場上主要有三種：

- (1) 初級市場(primary market)基金投資：可獲得完整的投資報酬，且可透過分散投資降低風險。
- (2) 次級市場(secondary market)基金投資：降低 J curve 對投資部位的影響，加速回收過程，降低風險，惟收益較初級市場低一些。
- (3) 共同投資(co-investment)：和私募基金投資經理人(GP)合資，集中投資於少數標的，著重於成長，風險較高。

## 2、私募股權投資組合管理

安本由於在私募股權市場的歷史非常悠久，在 1995 年即進行了第一筆的美國私募股權投資，近年還陸續併購了 SWIP、FLAG 等專門經營私募股權投資的公司，且安本目前在市場上持續有在募集私募股權的組合式基金(Fund of Funds)，因此講者也分享了一些他們內部對於過去在建構私募股權投資組合的心得。

在投資組合建構上，安本有一定的投資流程，他們會運用對總體經濟的看法，配合由下而上的經理人挑選，同時使用量化模型與人為判斷來進行投資決策，目標在創造最具效益的風險報酬，並對投資組合進行定期監控。安本的投資流程如下：

- (1) 初步審核
  - 追蹤 800 檔以上基金，以建立分散的投資組合為目標
  - 進行獨立研究尋找優秀的私募股權基金投資經理人(GP)
  - 高度透明的投資標的與時程



- 持續觀察投資經理人的表現與進度
- (2) 投資建議監控
- 觀察投資目標是否能達成、投資案是否具吸引力、確認主要投資風險
  - 確認投資經理人的主要優勢與劣勢
  - 以總體經濟的角度，分析其相對於同類型基金的投資吸引力
  - 形成投資建議
- (3) 實地查核
- 確認相關投資細節：
- 投資主題
  - 潛在投資報酬
  - 降低風險
  - 確認基金策略、文化、投資團隊、投資流程、社會責任與過往績效等
  - 取得基金資料庫
  - 完成最終投資建議
  - 依法進行實地查核與作業面查核
- (4) 投資組合監控
- 投資後持續監控以確保：
- 符合投資規劃
  - 有效投資管理與財務狀況
  - 投資策略執行
  - 投資團隊發展與管理
  - 製作投資組合監控報告

私募股權基金經理人的挑選是影響後續投資組合績效的核心關鍵，因此了解經理人背景、過往績效，實質貢獻度等，是投資流程中最重要的一環，通常安本會觀察基金經理人尋找投資機會的能力，像是投資網絡是否夠廣、尋找案源能力是否夠強等，另外也會觀察整個投資團隊的人員異動頻率以及團隊的理念是否彼此一致。

講者分享從他過去的投資經驗中歸結，績效較佳的私募股權基金通常有幾個特色：「不易發現、不易投資、不易進行實地查核。」但實地查核卻是進行投資前絕對必要進行的一項工作。安本的實地查核作業其實不只應用在組合式私募股權基金，對於組合式避險基金、不動產多重經理人基金等其他另類投資產品，也會實施類似的實地查核。

講者提到，如果發現一檔或許可納入投資組合的基金，安本不會馬

上就進行投資，而是會花一段時間觀察，對於首次進行實地查核的基金，更會先針對基金登記文件、投資經理人專業能力與投資流程、基金行政作業與相關服務運作情形、經查核的財務報表、基金管理流程等做一個廣泛性的了解，之後也會定期拜訪更新資訊。作業面實地查核的重點在於以下四個面向：

- (1) 投資經理人實地查核
  - 全面的資訊分析與實地拜訪
  - 分析內容包含公司本身、公司治理、作業面、業務延續性、法令遵循等
- (2) 交易對手分析
  - 檢視投資經理人的主要交易對手(包含法律顧問與主要交易券商)
  - 針對企業本質提出關鍵深入看法
- (3) 第三方查核
  - 法規檢核
  - 針對相關個人進行法律檢核、裁決查詢與背景調查
- (4) 量化檢核
  - 補強質化分析，針對作業風險提供客觀分析
  - 檢核包含公司面、交易面、價值面、中後台與法令遵循等

講者還提供了一些內部作業面查核實例分享：

查核發現	處理結果
案例 1 <u>過度依賴投資經理人的資產評價</u> 經實地查核發現，某資產規模數百億美元的美系資產管理公司，其旗下一檔基金的資產評價過度仰賴投資經理人的模型，缺乏公平客觀與獨立監督。	作業查核團隊與投資經理人經過討論，投資經理人同意修正評價模型，加入獨立監控的程序，作業查核團隊因此同意投資此基金，但仍持續建議該基金將資產評價交由其他第三方承做。
案例 2 <u>前後台權責不清</u> 一家小型美系專業資產管理公司，內部管理相當到位，但經實地查核發現，公司由一對兄弟經營，一位是投資長，另一位是營運長，但投資面與作業面未有足夠獨立運作空間，也衍生出利益衝突問題。	先暫緩對其基金投資，安本透過與營運長面對面會談去了解營運長是否清楚可能的利益衝突，並確認其內部管理是否有效管控利益衝突。之後，此業者加入更多管理程序以避免可能利益衝突，例如付款指示加入兩兄弟之外的第三人等，經過這些改善，安本重新考慮投資他們的基金。
案例 3	由於安本認為獨立董事非常重要，雖然

<p><u>公司內部治理不夠嚴謹</u></p> <p>在查核一家亞洲資產管理公司發現一些小缺失，但並未造成太大影響，惟其內部公司治理非常差且沒有任何獨立董事進行監督。</p>	<p>亞洲多數基金未設有獨立董事，但最後作業面實地查核團隊否決此投資案。</p>
--	--

另外在投資管理與風險管理的架構與程序上，安本設置有以下專門委員會進行投資與風險管理：

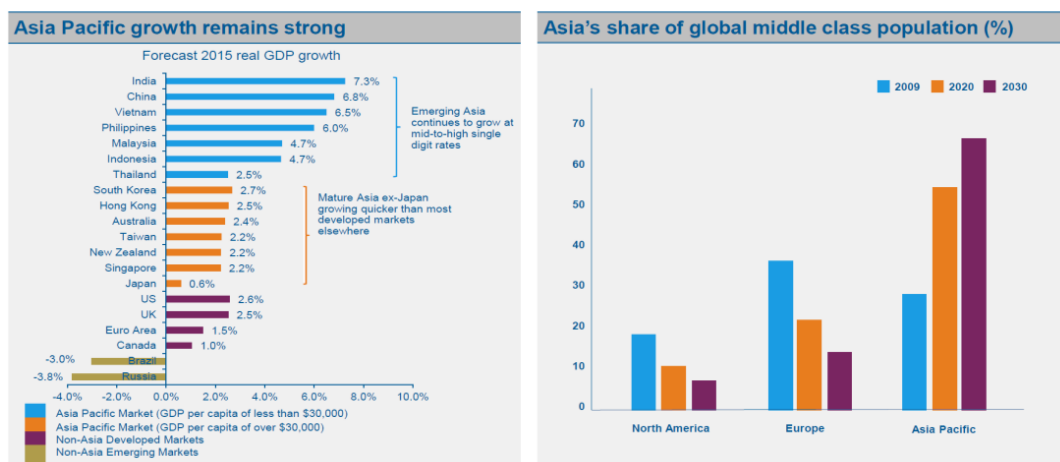
委員會	成員	職掌
全球資產配置委員會	私募股權投資團隊主管、資深投資經理(至少3位)與一位風控團隊成員作為觀察員	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 檢核投資方案</li> <li>● 檢視實際投資策略與投資方案相符程度</li> <li>● 確認將投資方案配置於各策略時是否有利益衝突，並考慮是否公平對待所有客戶</li> <li>● 核准各個策略的投資配置金額</li> </ul>
全球產品管理委員會	私募股權投資團隊主管、資深投資經理與一位風控團隊成員以及一位另類投資作業部成員作為觀察員	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 定期檢視各策略的績效</li> <li>● 檢視各策略的波動度與風險組成</li> <li>● 確認客戶或股東的投資目標或需求是適當的</li> <li>● 確認投資規劃與架構是適當的</li> <li>● 確認所有投資策略的管理與營運時的決策是洽當的</li> <li>● 了解投資人季檢討報告與其他相關報告的需求</li> <li>● 現金流量規劃</li> </ul>
區域投資委員會	私募股權投資團隊主管、資深投資經理(至少5位)與一位風控團隊成員以及一位另類投資作業部成員作為觀察員	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 評估合適的投資方案</li> <li>● 評估投資方案的價值、架構與財務分析</li> <li>● 考量退出的可能性並做出明確的退場機制</li> <li>● 投資決策與投資管理的核可流程與文件</li> <li>● 討論並決定所投資基金或直接投資如何將投資人同意書反應於投票權的行使上</li> <li>● 核准投資組合檢討會議與區域/產業檢討會議與會成員</li> </ul>

全球管理委員會	私募股權投資團隊主管 以及資深投資經理	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 檢視主要另類投資策略、專案計畫與對安本私募股權投資的衝擊</li> <li>• 安本私募股權投資的策略方向與績效檢討</li> <li>• 對安本私募股權團隊的資源分配、專業能力與績效目標進行年度檢討</li> <li>• 核准個別團隊的投資計畫，並整合安本私募股權投資團隊整體投資計畫</li> <li>• 討論並協助產品發展</li> <li>• 團隊組織設計</li> <li>• 檢視同業活動</li> </ul>
---------	------------------------	--

### 3、亞太私募股權投資的機會

亞太區域由於發展私募股權的時間較歐美地區晚，參與的投資人也較歐美來的少，因此亞太區域目前仍存在非常多的投資機會，且觀察亞太區域裡的新興亞洲目前仍維持 GDP 高成長的步伐，而成熟亞洲(如澳洲、紐西蘭、新加坡、香港、南韓、臺灣等)亦維持高於歐美國家的 GDP 成長，基本面可說是非常良好，另外亞洲中產階級人口的成長也優於全球。基於人口與經濟穩定成長的理由，安本認為亞洲的內需市場為後續持續看好的投資重點。

(圖 1-6 亞太區域國家 GDP 成長率暨全球中產階級人口占總人口比例比較)



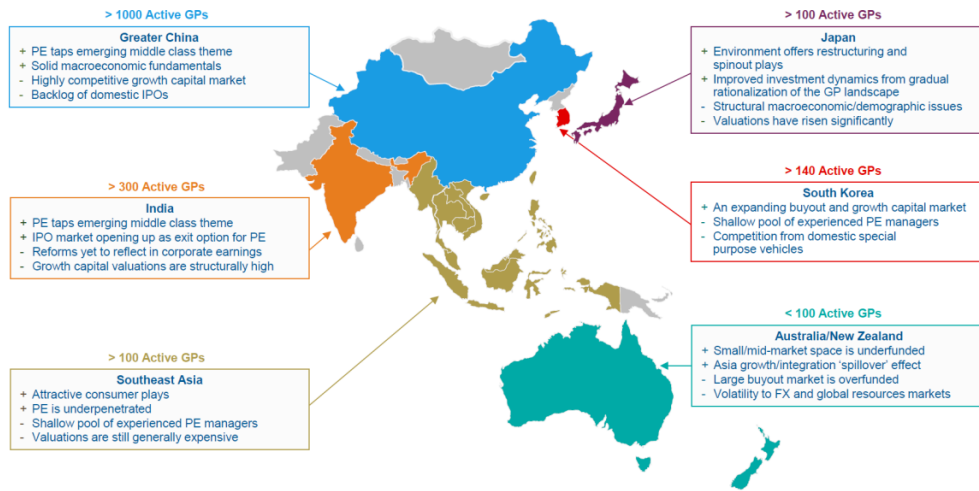
Source: IMF, Oct 15  
Forecasts are offered as opinion and are not reflective of potential performance, are not guaranteed and actual events or results may differ materially. For illustrative purposes only

Source: DU Press "Asia Pacific Economic Outlook, Q1 2016", Brookings Institute, OECD  
Projections are offered as opinion and are not reflective of potential performance. Projections are not guaranteed and actual events or results may differ materially

若以亞洲各區域的主要私募股權基金經理人(GP)來看，整個區域將近有 2,000 個活躍的私募股權基金，其中在大中華地區約有 1,000 個(如圖 1-7)，由於這些基金相對規模較小且資訊不透明，對投資人而言比較複雜

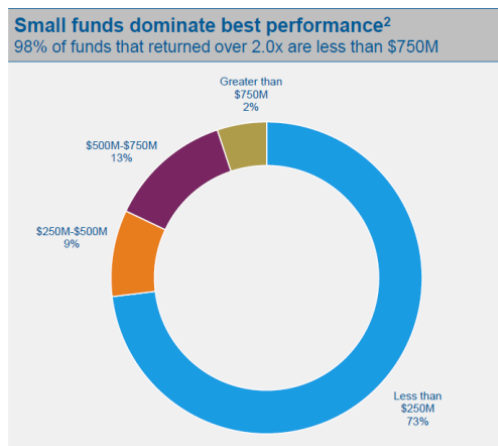
且不易接觸與投資。

(圖 1-7 亞太區域主要私募股權基金分佈)



規模較小的基金以安本多年投資經驗與實際投資績效發現，其實它帶來的回報是優於大型基金的，如圖 1-8 所示，回報超過 2 倍的基金中，有將近 98% 的規模小於 7 億 5,000 萬美元，主要原因是規模小的基金多投資於中小型公司，價格多仍在合理價位，成長空間大，而大型公司是大型私募基金與投資人追逐的焦點，多數價格已偏高且成長空間也較有限。

(圖 1-8)



## 二、避險基金(Hedge Fund)投資

### (一) 講師：

Russell Barlow, head of Hedge funds, Alternatives

Ben Watson, Senior Investment Manager, Alternatives

Duncan Moir, Investment Manager, Alternatives

Greg Strassberg, Senior Investment Manager, Alternatives

(二) 課程內容：

1、避險基金介紹

避險基金是一種積極型的投資產品，基金經理人以財務工程的知識為基礎，同時運用現貨和衍生性金融商品，來賺取收益。避險基金主要的精神在於基金經理人巧妙運用多空部位來規避市場風險，所以經理人大都以追求絕對報酬為目標。相對的，若是一般的共同基金，基金經理人則是追求相對報酬，透過投資組合的搭配，在市場處於多頭時，追求獲得比大盤高的收益，但當市場處於空頭時，基金經理人只能儘量的多持有現金以避免基金的報酬與大盤一樣，處於虧損狀態；然而，避險基金因使用多空的搭配策略，因此在市場空頭的時候也能利用空頭部位賺取絕對利潤。避險基金的特性整理如下：

- (1) 追求絕對報酬率：即不與大盤比較優劣。避險基金主要的精神在於以最小風險追求絕對報酬，積極多空操作，使其所設定的預期報酬率並不受指標指數多空表現影響，因此並不以打敗大盤為唯一目標。相反的，共同基金常會用指標指數(如：美國的 S&P 500 指數)做為報酬的比較基礎。
- (2) 多半不受各國證券管理單位管轄，操作手法較為靈活：避險基金常設立於免稅且法律管制較不嚴格的國家或地區，以確保其操作彈性。但最大例外是在美國，美國的金融管理制度非常完備，設立在美國的避險基金為進一步保持高度操作自由，乃採取有限合夥人(LP)制度，只要合夥人人數能維持在 100 人以內，就可以規避證券及交易管理委員會(SEC)的管轄。
- (3) 經理人可收取績效獎金：由於避險基金運用多種複雜的交易工具，基金經理人必須具備高度的智慧、技巧與知識來靈活運用這些金融工具，並分析金融環境與市場趨勢。因此，許多避險基金會從基金獲利中提撥固定百分比給經理人，作為績效獎金，有別於共同基金經理人只收取固定年費或管理費的做法。
- (4) 設有最低投資金額：避險基金對於想要加入的會員訂有所謂的最低投資門檻，大約是一百萬美元左右，採有限合夥人(LP)制的美國避險基金，最低投資金額更高且更嚴格。原因在於，有限合夥人數目按規定不得超過 100 人，為了提高資產規模，希望每一位投資人

能拿出較多的資金。另一個原因是避險基金的操作策略複雜，有部分甚至需要大量的進行衍生性商品交易。雖然投資人並未參與實際交易，但經理人必須對投資人負責，比起非專業的投資人，專業投資者或專業投資機構的確可以省下經理人不少解釋的時間及可能因為不了解而產生的糾紛，因此設立最低投資金額不失為過濾投資人及控制投資人數的一個好辦法。

- (5) 閉鎖期及贖回規定：通常投資人加入或退出避險基金時間一季只開放一次，採公司制的基金為了方便投資人，開放進出的次數可能較多。無論是合夥人制還是公司制的避險基金，常有投資閉鎖期的限制，當投資人加入避險基金後，其資金必須等閉鎖期滿，才可將資金贖回。通常閉鎖期為一年，但有部分基金採用較長期的投資策略，其閉鎖期自然也比較長，可能長達 4 至 5 年。投資人欲贖回基金，必須事先向經理人提出贖回通知，通知時間通常為贖回日前 30 天、60 天或 90 天。

## 2、避險基金投資策略

避險基金與一般共同基金的主要差異之一，即是投資的自由度，其投資策略非常多樣。美國證券及交易管理委員會歸納了 23 種避險基金策略，而美國管理基金協會則已歸納了超過 25 種策略。大致可分為以下幾個大類，略述如下：

### (1) 股票多空(Long/Short Equity)策略

- 策略內容：
  - 買進價格受到低估的股票、賣出價格受到高估的股票。
  - 多頭與空頭部位的金額不一定要相等。
  - 做多與做空的股票之間不需要具有一定的相關性。
- 獲利來源：多空部位的獲利總和以及放空獲得的現金帶來的利息收入。

### (2) 股市中立(Equity Market Neutral)策略

- 策略內容：使用多空計量模型將多空曝險平衡於各市場之間，創造選股與系統風險策略優勢。
- 獲利來源：做多的部位優於市場股票，做空的部位劣於市場股票時可獲利。策略設計在於挑選優質股與劣質股，而非時間或產業，在大部分經濟環境下都可以順利運作，且理論上可避開市場下跌導致的巨幅虧損風險。

### (3) 事件導向(Event Driven)策略

- 策略內容：

- 若併購是以換股方式進行，則買進被併購企業的股票，同時賣出收購企業的股票。
  - 若併購是以現金收購的方式進行，則買進被併購企業的股票，但並不會賣出收購企業的股票。
  - 針對可能申請破產保護或已經申請破產保護的公司，買進該公司的股票、債券、銀行貸款或其它擁有向該公司求償權利的有價證券。
    - 獲利來源：價格變動產生的資本利得。
- (4) 全球總經(Global Macro)策略
- 策略內容：經理人以預期全球利率趨勢與經濟政策的轉向作為投資依據來獲取利潤，投資的考慮因素包括利率、經濟政策和通膨等，並使用財務槓桿或衍生性商品來影響市場方向。
  - 獲利來源：價格變動產生的資本利得。
- (5) 危難證券(Distressed Securities)策略
- 策略內容：投資於正陷入財務或營運危機的公司所發行的有價證券，認為此證券的交易價格通常低於實質價值。
  - 獲利來源：主要來自於有價證券基本價值與危難公司證券價值的誤判，需要將基本財務分析與破產程序上的專業知識結合，預測破產與重整的結果。
- (6) 可轉債套利(Convertible Arbitrage)策略
- 策略內容：
    - 買進可轉換公司債，同時賣出發行企業的股票。
    - 依照避險比率決定賣出股票的數量。
    - 運用高槓桿融資來提高操作利潤。
  - 獲利來源：利息收入以及價格變動產生的資本利得。
- (7) 固定收益套利(Fixed Income Arbitrage)策略
- 策略內容：買進一個市場的債券，同時在另外一個市場賣出類似債券，從兩個資產價格偏差失衡當中獲利。套利者不須承受利率變動風險，但常使用高槓桿操作，因此當市場突發狀況使流動性癱瘓時，將導致巨額虧損。
  - 獲利來源：建立做多與放空部位，兩種證券的價值在歷史或數學上有所關聯，只是短暫關係脫節，當市場價格朝向預期方向之後便獲利了結。不過因為價格差異通常微小，因此此策略需要以高倍數槓桿來放大獲利倍數。
- (8) 期貨商品管理(Managed Futures)策略
- 策略內容：
    - 買進預期價格將會上揚的期貨商品，同時賣出價格即將下跌的期貨商品。



- 研判價格走勢的方法同樣分為技術面分析與基本面分析，但多數基金均喜好採用技術面分析，並利用電腦程式作為分析與交易決策的工具。
  - 部份基金會採取類似市場中立策略的多空套利交易，例如在同一商品但不同月份的合約中間進行價格套利。
  - 獲利來源：價格變動產生的資本利得。
- (9) 新興市場(Emerging Markets)策略
- 策略內容：針對新興國家進行股市或債市的投資，這些地區的投資風險較大但獲利空間也大；惟須注意放空交易也許會因為當地法令限制而無法在該國進行，因此只能透過國外的期貨或外匯市場進行避險，故投資風險相對較高。
  - 獲利來源：價格變動產生的資本利得。

### 三、不動產(Property)投資

#### (一) 講師：

Perti Vanhanen, Global Head of Property  
 Richard Gale, Global Investment Strategist of Property  
 Robert Cass, Head of UK Transactions of Property  
 Graham Porter, Head of UK Property Research  
 John Danes, Head of Continental European Property Research  
 Andrew Creighton, Head of Direct Property - Europe  
 Claire George, Chief Operation Officer - Property  
 Andrew Allen, Head of Global Property Research and Strategy

#### (二) 課程內容：

##### 1、不動產投資介紹

不動產市場投資的類型很多元，包括商用的零售商場(Retail)、辦公室(Office)、出租公寓(Service Apartment)、旅館(Hotel)、工業廠房(Industrial)以及傳統住宅等。而就投資方式上，市場上大致可分成三種類型：核心投資(Core / Core+)、加值型投資(Value Add)和機會型投資(Opportunistic)。

不同的資產及投資類型，適合不同的投資者，例如：偏好穩定收益的投資人，可以投資在核心投資中的零售商場或是學生宿舍，以長期合約方式取得穩定投資收益；而偏好較高收益者，則可以考慮加值型投資，經由整新翻修，甚至舊地重建，能夠使附加價值提升，取得較高的租金及出售價格，不過相對來說，加值型投資或者是機會型投資需要的投資專業和管理能力會更高一些。

安本不動產直接投資的三大哲學為：

- (1) 管理的是風險，而非報酬：選擇投資標的要從長期投資的角度出發，於市場短線非理性的投資行為中尋找機會，不要盲目追隨市場，建立下檔保護機制。
- (2) 著重於選擇標的，建立高品質的投資組合：投資品質至上，價格擺在第二，要自己完全了解的標的才去進行購買作業。
- (3) 全球一致的投資邏輯與流程，遵循嚴格有紀律的投資方法，但堅持專業在地投資。

至於安本內部的投資流程，則可分成三個階段來討論：

- (1) 資產配置：在進行投資前，要先確認整體部位的風險承受度，進行風險管理，之後也要每年進行檢視。
- (2) 標的選擇：確認標的物的投資品質(判斷標的物能帶來的收入穩定性，以及收入的成長潛力)與投資價值(精算後認為標的物的價值與市價相比目前是被高估還是低估，可帶來的收入和須承擔的風險是否對等)。
- (3) 投資管理：針對不同標的物後續是否要進行改造等規劃亦需要在投資前就要有全盤考量。

## 2、歐洲不動產市場現況

安本內部研究報告顯示(見圖 3-1)，短期不動產觀察指標表明歐洲市場表現強勁，但英國受脫歐公投拖累，市場持續惡化。

(圖 3-1 安本對全球主要地區不動產的內部評分報告)

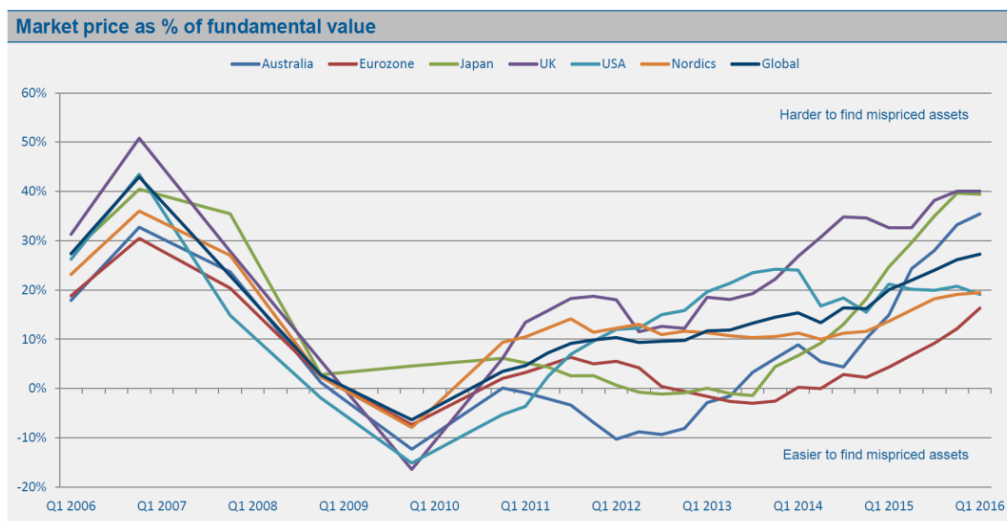
Q2 16	REITs	Availability of funding	Economic outlook	Rental Value Outlook	Bond vs Prop Yields	Property investor sentiment	Expected direction of short term capital values
USA		-		+			
Canada	+	-	+		+	-	
Eurozone				+	+	+	+
Nordics				+	+		
France		+	+	+	+	+	+
Germany				+	+	+	+
Italy		+	+		+	+	+
Spain				+	+	+	+
UK	-		-	-	+	-	-
Australia				-	+		
Japan			+	+	+		
Global					+	+	+

Note: Capital Value Direction determined as net result of six indicators, with additional weighting applied to Property Investor Sentiment  
 Across the six short term indicators, net scores are calculated by subtracting negative results from positive results. Capital value direction is judged as follows: Net score of +4 or greater is Up, net score between -3 and +3 is Stable, and a negative score of -4 or weaker is Down  
 Projections are offered as opinion and are not reflective of potential performance. Projections are not guaranteed and actual events or results may differ materially  
 Source: Aberdeen Global Research and Strategy, July 16

而若是觀察市場價格與基本面價格的差異%(見圖 3-2)，以全球來

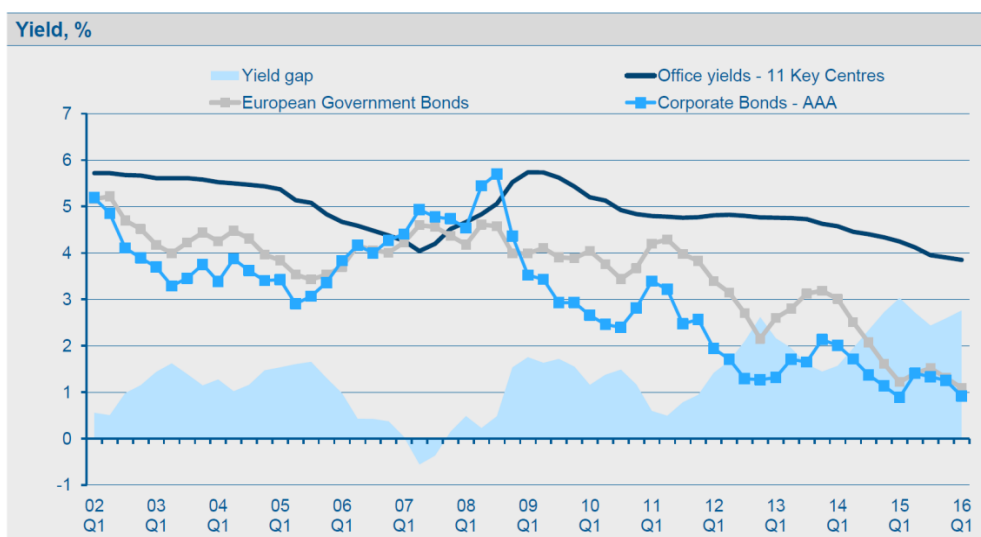
看，歐元區、北歐國家的價格仍屬於合理範圍，目前仍可找到價值低估的投資標的，對比英國、日本不動產市場價格則偏高，不易找到價值被低估的標的。

(圖 3-2 全球主要地區不動產市場價格與基本面價格的差異比較)



進一步來看，歐洲不動產(商用)與債券間的利差目前已來到歷史高點，約有 3%的利差(見圖 3-3)，考量現今低成長、低利率的環境，投資人追求穩定收益的需求持續增加，因此歐洲不動產的高殖利率具有一定的投資吸引力。

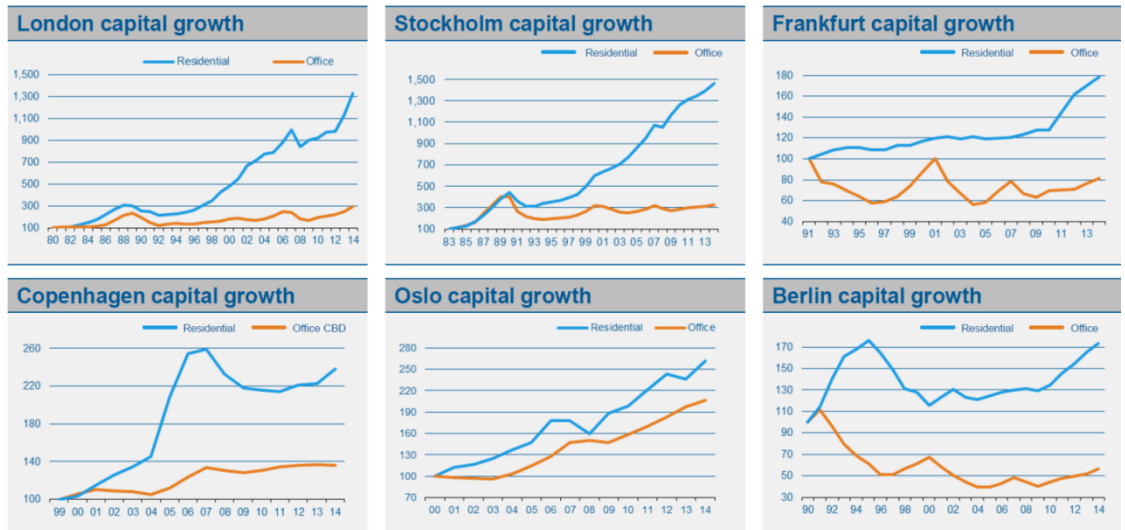
(圖 3-3 歐洲區域不動產收益與歐洲信評 AAA 的公司債收益利差比較)



若是比較住宅型不動產和商用不動產的成長幅度(見圖 3-4)，從歐

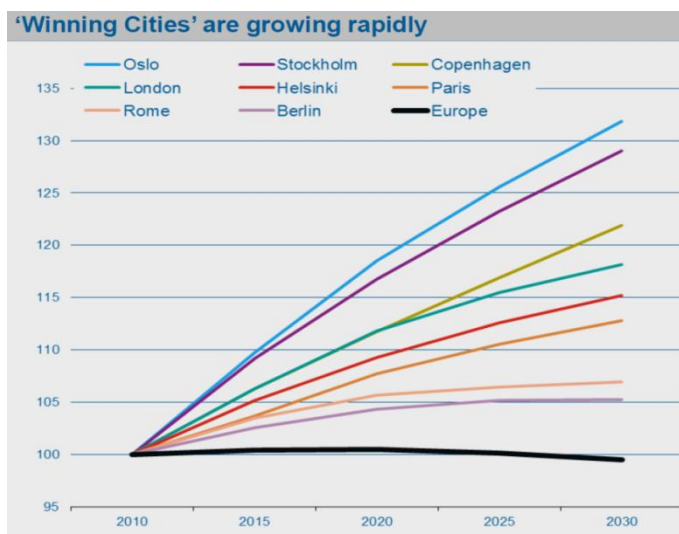
洲幾個大城市來看，像是倫敦、斯德哥爾摩、法蘭克福、哥本哈根、奧斯陸與柏林等地，過去幾年明顯都是住宅型不動產成長幅度大幅領先商用不動產，此一現象應是因為這些人口流入成長速度遠超過住宅型不動產的供給速度。

(圖 3-4 歐洲一線城市住宅型不動產和商用不動產的價格成長幅度比較)



另外，觀察圖 3-5，雖然歐洲整體人口近年是呈現微幅下滑，但奧斯陸、斯德哥爾摩、哥本哈根等主要城市的人口則是快速增加，安本稱這些城市為“winning cities”，在經濟、人口的穩定成長下，這些一線城市的不動產市場是安本後市仍持續看好的地方。

(圖 3-5 歐洲整體及歐洲一線城市人口變化比較)



以下是安本目前歐洲地區看好的投資領域及其原因：

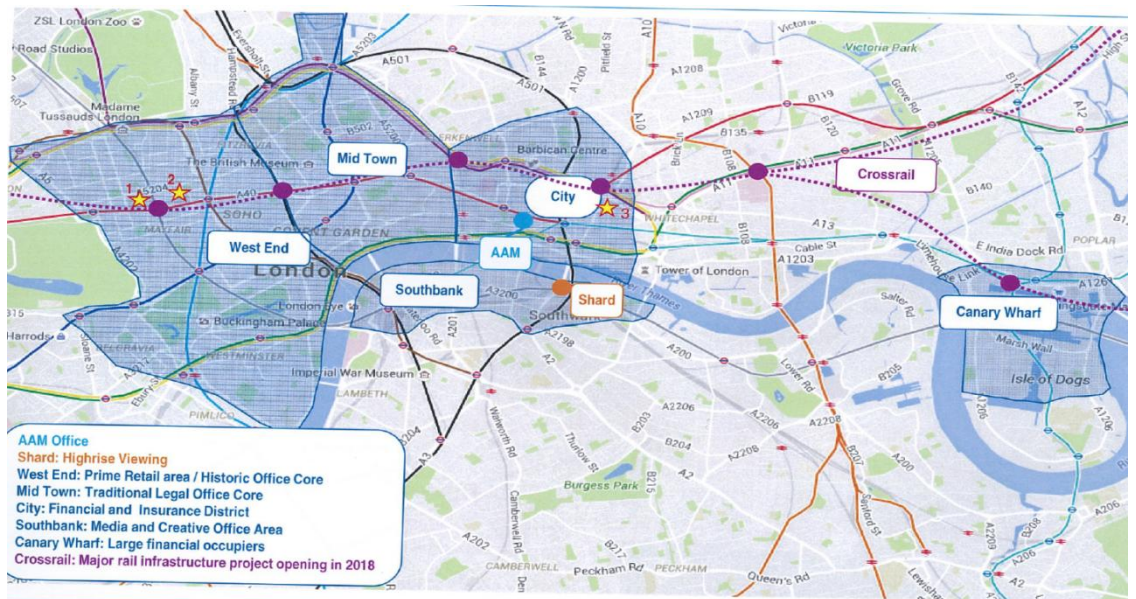
- (1) 住宅型：一線城市人口持續成長、政府城市規劃下對新建案的限制以及有限建地造成供給不足都對住宅市場起到支撐作用。
- (2) 學生住宅與老人安養：穩定且租金收益率高，受惠於空屋率低、承租穩定且租金成長與通膨連動。
- (3) 獨占且地點好的大型購物中心：零售市場的需求持續增加，具獨占性的銷售商場租金持續上升。
- (4) 使用彈性大、地點好的一線城市核心區商辦：供給受限的城市區域中的大型倉儲與複合型出租商場，此類供給有限，但網路銷售與區域取貨中心的需求上升。
- (5) 獨占且地點佳的大型銷售園區，同時提供餐廳與時尚精品：較市區的購物中心租金低，但使用效率較佳，且停車方便，對網路消費取貨也十分便利。

### 3、安本倫敦市中心不動產投資實地參訪

由於安本的總部在倫敦，公司在倫敦地區不論是過去和現在，都做了不少的投資案件，包含商場、辦公室、飯店與住宅，因此安排了半天的不動產實地參訪並進行專業解說。

以下是這次所參訪的三個不動產標的：(1)、(2)均位於倫敦熱鬧的商店街 Oxford Street 附近，(3)則位於金融區，相對位置參考圖 3-6。以下分別做一簡述：

(圖 3-6 不動產投資實地參訪位置參考圖)



(1) 商場與辦公室開發案(地址：95 Wigmore Street, London, W1)

- 標的物件介紹：
  - 使用型態：商辦
  - 大小：103,000 平方呎
  - 樓層：共 9 層
  - 建築時間：2013
  - 主要承租戶：Lane, Clark and Peacock LLP, Bridgepoint Advisers Limited, Pyrford International, Benugo, Social Wine and Tapas
- 建物特色：樓高 2.7 米、中央空調、高樓層附陽台、4 電梯、辦公室有開放空間、接待區寬闊
- 外部評級(BREEAM)：最佳節電

(圖 3-7)



此案件是安本於 2005 年與其他 GP 合資投資，至 2016 年賣出，共實現獲利英鎊 1.3 億元，期間建物經歷內部修繕，租金不斷上升，且商辦需求在該區域內不斷升高，讓此物件極具投資吸引力。安本售出後，目前正由仲介同時進行招租與銷售，室內十分開闊，為市區難得的辦公室空間。

(2) 辦公室開發案(地址：1-2 Welbeck Street, London W1)

- 標的物件介紹：
  - 使用型態：辦公室
  - 大小：55,000 平方呎
  - 樓層：共 7 層
  - 建築時間：2016
- 建物特色：6、7 樓挑高 2.9 米、中央空調、附有陽台、3 電梯、

接待區有 1,500 平方呎

(圖 3-8)



(圖 3-9)



此案件是安本於 2011 年以 3,600 萬英鎊在市場外買入，由於室內使用空間大，因此物件的使用彈性也大，地點位於主要商圈，公司已在 2016 年中以英鎊 1.03 億元賣出，淨利達 4,000 萬英鎊。目前接手為當地開發商，已重新裝潢，目前招租中。

(3) 辦公室重新翻修案(地址：Hasilwood House, Londo EC2)

- 標的物件介紹：
  - 使用型態：辦公室
  - 大小：46,000 平方呎
  - 樓層：共 6 層
  - 建築時間：1920 年，於 1996 年翻新
- 主要承租人：State Bank of India, AS Meacock and Co., Caisson Investment Management
- 建物特色：挑高 2.7 米、有夾層空間、自然採光、中央空調、24 小時接待區

(圖 3-10)



此案件是安本於 2012 年以 1,500 萬英鎊買入，因先前屋主管理不善，租金價格不高，經安本重新整修後，租金呈現倍數成長，公司於 2016 年賣出，獲利 3,000 萬英鎊，另外很特別的是，此建物為註冊保護建物，因此持有不必負擔房屋稅，這也是投資倫敦不動產時須考量的部分。

#### 四、全球多元資產(Multi-Asset)投資

##### (一) 講師：

Mike Mumford, Insurance Relationship Director

James Hughes, head of Aberdeen Solutions, Investment Solutions

Craig McKenzie, Senior Investment Strategist, Investment Solutions

Christophe Belhomme, head of Investment Office, Investment Solutions

##### (二) 課程內容：

###### 1、全球多元資產投資介紹

全球多元資產投資策略為近幾年來新興的一種投資概念，它跳脫傳統僅以股票、債券、原物料等資產類別來做資產配置，轉而分析主導風險與報酬來源的各種基本面驅動因子，也就是「風險溢酬」，再用各項因子來做資產配置，透過風險因子投資，投資組合的報酬將不跟隨特定資產指標，更能有效達到分散投資的目標。

全球多元資產投資策略投資的特點在於能在所有投資機會中靈活地分散投資，且不跟隨特定多重資產指標，講者認為多元資產投資組合的成功與否主要觀察以下幾點：

- (1) 投資分散度：多元資產投資的主要優勢為分散投資的能力。分散投資不僅可以降低短期投資組合波動度，同時也可降低中長期對某特定資產的依賴性。一個完整的多元資產投資組合，不僅會包含傳統的股票與固定收益資產，也會投資於高收益債、新興市場債、貸款、資產擔保證券、絕對報酬策略、特殊投資機會、保險連結商品、不動產與基礎建設等其他資產範圍。
- (2) 資產配置靈活度：此為創造長期穩定績效的關鍵，當建構多元資產投資組合時，可以不跟隨任何多重資產指標、不被迫持有任何不具投資價值的資產，更能有效掌握市場的脈動。此動態策略得以專注投資在最為看好的資產類別，同時也能有效提供下檔保護。
- (3) 風險管理能力：透過多種面向管理多元資產投資組合風險是非常重要的。投資團隊的背景最好是涉獵廣泛，對投資組合更需透過精密的風險管理系統進行日常管理。計量工具能夠協助發掘投資概念與



機會，與經理人的投資判斷相輔相成，有助於情境分析與同業分析。

## 2、全球多元資產投資範疇與流程

全球多元資產投資策略投資範疇相當廣泛，涵蓋所有具投資報酬潛力的資產類別，安本內部的分類較特別，分為以下三大類：

### (1) 股票部位

- 傳統股票：核心部位採用低波動股票投資策略。若要預估中期回報，公司內部會運用經濟預測、市場看法以及歷史趨勢與均值回歸等方式進行分析。
- 私募股權：具流動性溢酬的私募股權投資，可透過上市掛牌封閉型產品投資。

### (2) 其他多元成長型資產

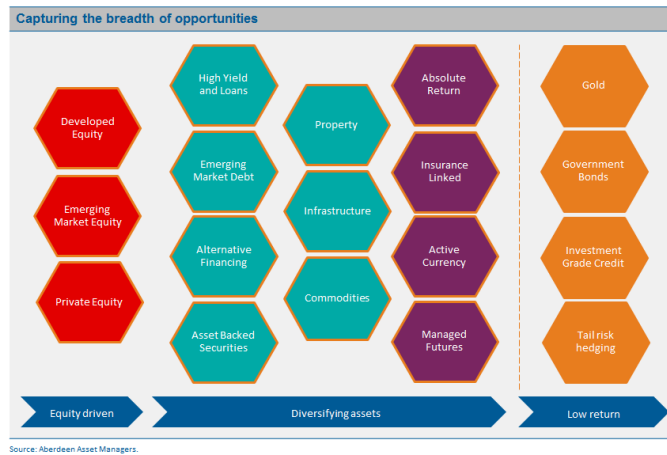
- 高收益債券和貸款：與投資等級債相比，具有更低的利率敏感度及較高的潛在報酬。
- 資產擔保證券：由抵押貸款或其他資產組合作為擔保的信用債券投資。主要投資考量是在利差與違約風險。
- 不動產：直接投資房地產，或者投資全球性或主題式 REITs 部位，主要的獲利來源是租金收入。
- 基礎建設：投資於建構完善的基礎設施，包括社會基礎設施(如醫院和學校)、核心基礎設施(包括運輸資產)和再生能源基礎設施(如風力發電場和太陽能園區)。
- 特殊投資機會：包含多樣化的投資機會，提供了高度多元及和差異化的收益來源。例如，飛機租賃、訴訟金融收入。最佳的投資管道是經由封閉式上市基金進行投資。
- 大宗商品：投資於市場呈現特殊的投資機會時。
- 絕對回報：可廣義的視為低風險的替代現金部位與另類投資。
- 保險連結商品：儘管目前在巨災領域中的投資多是集中於再保險的部分，直接投資巨災債券亦是可以被納入考量。在沒有重大災難事件下，風險溢酬能提供高度分散的報酬來源。

### (3) 防禦性資產

- 投資級和政府債券：提供一個來自於高信用評等及已開發國家主權債券的收入。全球金融危機後，各國政府及中央銀行政策導致目前收益率偏低。雖然此類資產過往提供很好的投資分散效果，但因為殖利率偏低使分散效果減弱。
- 尾端風險策略投資：此種投資策略能在“尾端事件(機率極小的突發事件造成的金融市場震盪)”發生時創造顯著正報酬；但相對的，在溫和或好轉的市場環境下，通常無法提供報酬或

甚至是負報酬。

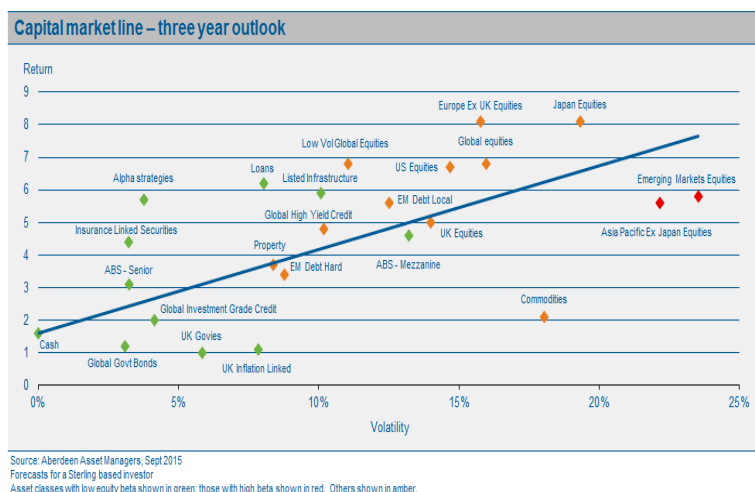
(圖 4-1 安本應用於全球多元資產投資的資產類別)



在實際執行上，雖然投資分散不因時間而改變，但具投資潛力的資產類別會隨著時間與景氣循環而改變。因此進行多元資產投資的另一要點，就是定期透過經濟預測、市場看法以及歷史趨勢與均值回歸假設等，對各類別資產未來預期報酬進行分析。以安本為例，公司內部的研究部門會運用包含牛津經濟顧問(Oxford Economics)提供的全球經濟模型、投資銀行與機構法人的預測等，進行動態的研究數據模擬，歸結出對總體經濟展望與驅動各資產漲跌因素的相關報告與看法。

安本針對每個資產類別都分別設有專屬的預期報酬模型，針對未來 3 年、5 年與 10 年三個主要期間進行分析，但也會考量更長期的展望。圖 4-2 就是講者所提供的內部研究報告(研究時點於 2015 年 9 月)，對於各資產未來 3 年的投資展望。

(圖 4-2 安本應用於全球多元資產投資的資產類別)



在正常情況下，安本內部每 6 個月會重新評估各個資產類別的長期展望；但若市場有重大變革時，則需要即時更新看法。在運用嚴謹的最佳化分析流程中，預期報酬是主要所需數據，另外也需要波動度與各資產類別報酬的相關係數，並使用強大的預估技術排除外部因素，消除在最佳化分析過程中參數的敏感度，同時也運用 Monte Carlo 與再取樣技術將參數的不確定性列入考量，最後形成基本看法。

有關市場在不同時期，經過市場景氣循環時投資報酬的隱含投資意義(將投資從價值偏高轉換到價值偏低資產的潛在機會)，藉此建立滿足投資目標且具代表性的投資組合，這將提供投資組合經理人在設定與建構資產配置時的參考雛形。

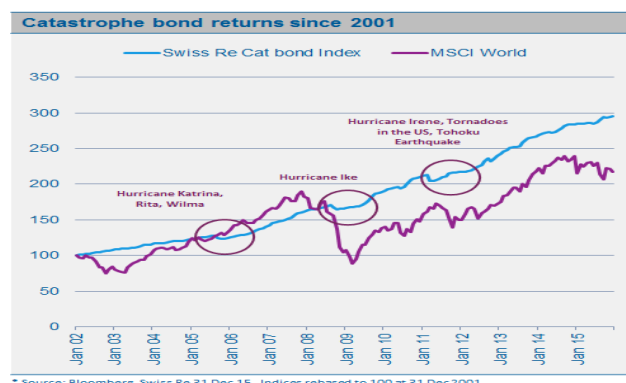
### 3、全球多元資產投資案例

講者為了彰顯多元資產投資與傳統股債投資的差異，特別分享了三項安本過去曾做過的特殊投資案，分別敘述如下：

#### (1) 保險連結：Blue Capital Fund

- 投資概述：安本自 2015 年開始持有 Blue Capital Fund。此基金主要分散投資於承攬極端自然災害(如：巨災風暴)所造成的保險損失之投資契約。考量其實極端自然災害的發生機率從過去來看並不高，且透過基金投資可以分散承保及再保險，減輕了任何一個單一極端事件的影響，因此 Blue Capital Fund 能提供比一般巨災債券更高的報酬率。
- 預期報酬率：7%p.a. (扣除費用和預期損失)。
- 潛在風險：自然災害發生頻率於持有期間內大幅增加。

(圖 4-3 巨災債券的自 2001 年起的歷史累積報酬)



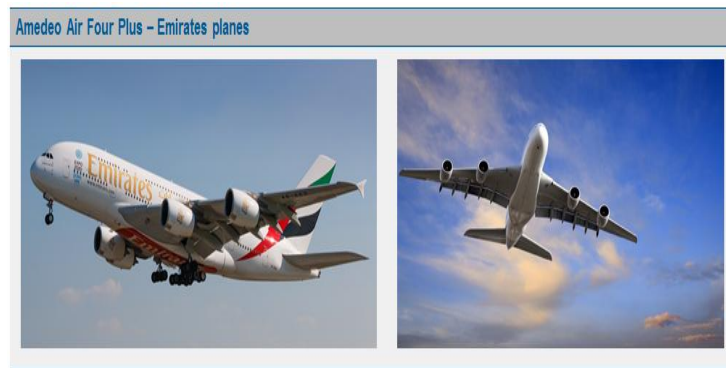
#### (2) 飛機租賃：Amedeo Air Four Plus

- 投資概述：安本自 2013 年開始投資。本項投資案包含投資於六架空中巴士 A380 飛機，該客機與阿聯酋航空公司簽訂長期

租賃合約，交由阿聯酋航空公司進行使用，投資團隊同時結合股權及債務的方式來進行飛機採購。

- 預期報酬率：主要報酬來自於飛機租賃收入與租賃契約結束時潛在的飛機出售收入，預期報酬率為 10~12%p.a.、殖利率 8%。
- 潛在風險：阿聯酋航空公司違約，且投資團隊無法重新成功租賃該飛機給其他航空公司使用。或者 12 年後出售飛機價格低於團隊預期。

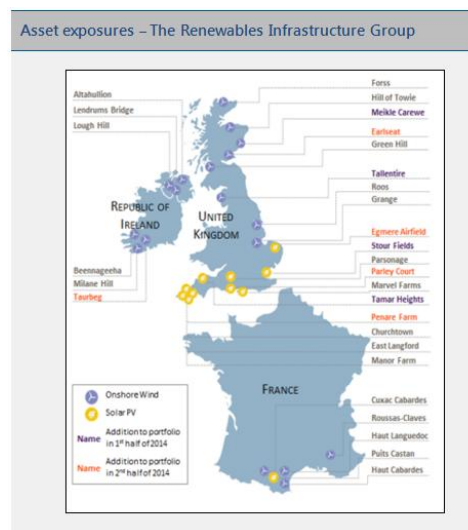
(圖 4-4 安本投資的 A380 飛機示意圖)



### (3) 再生能源基礎建設：The Renewable Infrastructure Group

- 投資概述：本項投資案主要投資於太陽能 and 陸上風力發電廠，能為投資組合部位持續挹注穩定現金收益。
- 預期報酬率：7~9% p.a.。
- 潛在風險：部分電力收入受到是否擁有穩定補貼影響，同時無法施工也是風險之一。

(圖 4-5 安本投資的再生能源基礎建設版圖)



## 參、研習心得及建議

由於全球央行持續進行量化寬鬆，甚至歐、日央行實施了負利率政策，使得近年來各項資產的投資回報率越來越低，因應不同於以往的金融環境，越來越多國家的主權基金和政府退休基金都開始注意到另類投資的重要性，並慢慢將另類投資納入整個資產配置的範疇，看中的就是它與股或債的關聯度低，以及投資年化回報仍相對具有吸引力。

另類投資所包括的領域其實相當廣泛，身為不同屬性、不同投資目標的投資者，需要找到風險和收益對自己最適切的投資項目，才能真正對投資組合部位帶來正貢獻。而另類投資的參與時間(也就是閉鎖期)需要較一般商品長，這也是退休基金在規劃及預估未來現金流量時需注意到的地方。對此，近年來也有一些資產管理公司推出較具流動性的另類投資產品，惟大多侷限於避險基金相關投資策略。

參與另類投資的重點除了在挑選基金經理人外，更重要的其實是在風險管理，由於另類投資商品的屬性特殊，目前在臺灣法規限制下，是無法獲得金管會核備，銷售給一般投資人，因此缺乏一個較公正的把關者，又全球許多知名另類投資商品的發行業者，在臺灣並沒有設立分支機構，因此臺灣投資者想要申購此類基金時，大多需要透過香港或者是新加坡，使得資訊較難取得，因此未來如退休基金想要增持此類投資產品，對發行業者的背景需要更謹慎、投入更多時間進行研究，可多參考國外業界相關評比機構所做的調查報告，或與臺灣其他機構法人進行交流，以避免承擔過高的交易對手風險。