

出國報告(出國類別：進修)

財團法人中華民國證券暨
期貨市場發展基金會主辦
跨國資產管理人才培訓計畫(第二期)
第二階段海外研習參訪團
出國考察報告

服務機關：臺銀綜合證券股份有限公司

姓名職稱：梁文奎 經理、張端芳 初級襄理

出國地區：美國紐約市

出國期間：105年09月24日至10月05日

報告日期：105年11月23日

目 次

壹、目的說明.....	1
貳、參訪 Bank of New York Mellon	2
參、參訪 Citibank	14
肆、 Training Course : Topic 1	27
伍、參訪 JP Morgan Asset Management	46
陸、 Training Course : Topic 2	58
柒、 Training Course : Topic 3	68
捌、參訪第一銀行紐約分行	80
玖、參訪 Pine Bridge Investments	89
拾、參訪 Alliance Bernstein Holding	98
拾壹、心得及建議	111
附錄 跨國資產管理人才培訓計畫(第二期)	
紐約研習團照片選集.....	114

壹、目的說明

資產管理業近年來快速發展，成為金融業成長最快的領域，不只是產業的收入及獲利增加，也對整體經濟成長與就業產生結構性的影響。由於產業高附加價值的特性，除美國居領先地位外，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，甚至中國及印度等新興經濟體，近年來無不全力發展資產管理業。

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%，2016 年全球億萬富翁將有四成來自亞洲地區，人數將達 3 萬 5000 人。根據波士頓顧問集團（BCG）調查，由於台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 年台灣高資產客戶（新台幣 300 萬元）的總資產規模，已達 2.23 兆美元。亞洲如此蓬勃，台灣資產管理市場更是大有可為，因此，發展台灣成為區域資產管理中心首要的目標，即是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。

本次由財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會組團前往美國紐約市進行海外研習及參訪，其間拜訪 6 間金融機構，逐一了解各機構目前資產管理的現況，並將課程及參訪內容撰寫成報告，期能對我國資產管理市場能有所助益。

貳、參訪 **Bank of New York Mellon**

一、日期、時間與地點

105 年 9 月 26 日，10:00~12:00，Bank of New York Mellon 紐約。

二、與會人士

(一) Sunny Sun, Managing Director, Head of GCM-Asia NY

(二) Marvin Loh, Managing Director, Sr. Fixed Income Strategist

三、機構簡介



The Bank of New York Mellon 紐約梅隆銀行(下稱 BNY Mellon) ，由美國開國元勳 Alexander Hamilton 於 1784 年創設，總部位在美國紐約，是紐約證券交易所第一上市銀行，交易代碼為「BK」，堪稱全美歷史最悠久的銀行，躋身規模最大的全球投資銀行之列，總資產 3,724 億美元，三大國際信評各為 MOODY'S Aa1、S&P AA-及 FITCH AA+；業務遍及 35 國，橫跨 100 多個市場，員工編制高達 52,200 名員額。BNY Mellon 主軸業務有二，分別為資管理及資產服務;資產管理方面規模達 1.7 兆美金居全球第七，包括 13 家直營精品店及持股 40%的對沖基金等；資產服務方面規模達 29.5 兆美金居全球第一。BNY Mellon 以傳統商業銀行起家，迭經數度整併收購改革

成其大，尤經 2006 年以旗下零售銀行業務交換摩根大通(J.P. Morgan Chase) 旗下公司信託資產，完全退出零售業務市場，打造如今手續費收益型業務占比高達 80%的業務結構。

該行以顧問級高目標自許，無論在投資、服務、清算、保管、營銷、持有及分配各方面，提供客戶戰略交流，以信託圍繞中後台專業服務贏得客戶信賴，100%亞洲客戶均為銀行業者，增長型資產服務版塊如：百度及阿里巴巴等亦達 60%市佔規模。

回歸企業文化探討，創始人 Alexander Hamilton 深深影響美國財經發展及工業革命，貢獻卓絕而榮登美鈔 10 元肖像流傳迄今，BNY Mellon 奉行其開創精神，貫徹於企業員工、市場洞察、業務服務創新及顧客資產託付，追求成為全球金融服務領先品牌，以絕對的客戶為本、注重團隊合作和執行力為制勝策略，並專注於技術創新，目前積極開發區塊鏈技術應用於金融市場中。除此，BNY Mellon 亦以工作環境兩性平權及長期投入企業社會責任稱著。

四、內容摘要

(一)全球金融市場回顧

1. IMF 預估全球經濟成長放緩

IMF 調降全球經濟成長預測，今、明年成長率估計為 3.2%、3.5%，並指出全球經濟復甦與成長仍疲弱，美國及英國脫歐後的

歐盟經濟成長都減緩，須透過政策槓桿，包括貨幣、財政及結構上的所有政策，以提升成長前景。

2. 低成長與低利率成為市場新常態

2016~2019 FOMC 經濟指標預測值如下表：

	Meeting	2016	2017	2018	2019	Long Run
GDP	Sep-16	1.8	2.0	2.0	1.8	1.8
	Jun-16	2.0	2.0	2.0	N/A	2.0
Unemployment	Sep-16	4.8	4.6	4.5	4.6	4.8
	Jun-16	4.7	4.6	4.6	N/A	4.8
PCE	Sep-16	1.3	1.9	2.0	2.0	2.0
	Jun-16	1.4	1.9	2.0	N/A	2.0
Core PCE	Sep-16	1.7	1.8	2.0	2.0	N/A
	Jun-16	1.7	1.9	2.0	N/A	N/A

Source: FOMC

3. 通貨膨脹率維持低檔

英國及新興市場通膨率皆小於 1%、日本為負通膨率、中國通膨率約 2%，大多維持在低水位，因此部分新興市場還有降息空間。

4. 央行資產負債表繼續擴大達美元 13 兆：2008 年金融海嘯爆發之後，各國實施 QE 或零利率寬鬆貨幣政策。

5. 日、歐實施負利率

(1) 公債殖利率呈負：日本及德國 2 年期公債殖利率為負、10 年期公債殖利率近歷史低點。

(2) 實施負利率影響：促使日圓和歐元兌換美元反呈升值、淨利

息收益率(Net Interest Margin, NIM) 進一步被壓縮、零售存款率下降等。

6. 各項資產報酬率如下表：

Equities	1-Year	3-Year	5-Year	FICC	1-Year	3-Year	5-Year
S&P 500	12.6%	41.6%	98.4%	US AGG	5.2%	13.8%	15.6%
NASDAQ	10.6%	51.0%	116.1%	Corporates	8.0%	18.9%	26.1%
Russell 2000	7.7%	27.8%	83.0%	High Yield	8.3%	16.7%	43.2%
FTSE	14.2%	18.1%	51.6%	Treasury	4.6%	11.4%	11.4%
Eurostox	-1.9%	23.9%	60.8%	Euro Govt	6.6%	24.1%	36.6%
DAX	3.3%	30.7%	83.1%	JGB	5.4%	10.9%	15.0%
Nikkei	-6.0%	32.9%	107.1%	Global Agg	7.2%	7.5%	8.5%
Shanghai	-3.5%	57.7%	36.5%	EM Agg (hard)	12.1%	23.1%	34.6%
Mexico	10.5%	26.8%	44.4%	Gold	19.4%	-0.2%	-27.7%
Brazil	25.0%	15.8%	2.5%	Oil	0.9%	-58.8%	-48.7%
Emerging Market (EEM)	11.6%	5.8%	1.0%	Vix	-21.7%	-21.1%	-57.6%

Source: Bloomberg

7. 大陸股匯市

(1) CNY 匯價已創今年新高，人行頻頻進場干預匯率，CNY 與 CNH 價差縮小，抑制了 CNH 的波動。

(2) 2016 年 CNY 匯價相對穩定下，外國資金呈現淨流出減少。受英國脫歐利空出盡，2016 年 6 月底國際資金回流大陸股市，上證指數反彈。

8. 各國央行資金

(1) 各國央行資金停泊在 FED RRP(Reverse Repurchase Agreement 附賣回交易)之金額大幅增加，顯示在負利率的環

境中，資金持續流回美國 FED 體系。

(2) 自 2016 年 4 月以來美國資金流向一直呈現淨流入現象。

(3) 今年下半年美元 LIBOR 拆借利率維持上升趨勢，這不單僅是反映在美國境內之拆借成本，其他市場資金拆借也連帶受到影響。由於美元利率走升，使得美元走強，CNY 趨向貶值，CNY 與 LIBOR 的關聯性高於 SHIBOR。

9. 各國央行舉措成本

(1) 政府公債、公司債券及股票市場

- 日本央行已持有 3 成的主權債，市場預期將加碼收購公司債。
- 歐洲央行由於部分可購買債券逐漸減少，導致央行量化寬鬆 (QE) 購債計畫面臨的挑戰增加。
- 美國 30 年期公債標售需求疲弱帶動殖利率提高。

(2) 相關報導數據

- S&P 500 指數已連續幾月漲跌幅都只有狹幅波動，最劇烈的漲跌幅都小於 1%，為 1995 年秋季以來的新低點。
- 過去一個月(2016/8)以來美國 10 年期國庫券收益率價格在 20 個基點內窄幅波動，係自 2006 年 2 月以來波動最窄的月份。

- VIX 指數係用以反映 S&P500 指數期貨的波動程度，2016 年 8 月 VIX 平均 12.4%，為近 16 年來最低。
- 貨幣交易系統 EBS 處理 2016 年 9 月日均流量僅 684 億美元，分別較上月(8 月)及去年下降 18%及 32%，受貨幣波動度下跌影響，使交易量下滑。

10. 英國脫歐衍生市場對後續各國公投選舉不確定性的恐慌與擔憂，此將造成金融市場大幅波動。

- 2016.11.8 美國總統選舉
- 2016.12.4 澳大利亞總統選舉
- 2016.12.4 義大利憲法公投
- 2017.8.27 德國國會及總理選舉
- 2017.4.23/5.7 法國總統選舉
- 2017.3.15 荷蘭國會選舉
- 西班牙加泰隆尼亞獨立公投持續醞釀中

五、問題與答覆

Q：美國大選結果(如：川普勝或希拉蕊勝)對經濟影響為何？

A：今年美國總統大選共和與民主兩黨由川普對決希拉蕊•柯林頓之態勢已定，目前民調顯示希拉蕊仍小幅領先川普，惟民調常未能反映沉默的大多數，準確度亦存疑，加以今年選民的反體制意識強烈，而

希拉蕊為體制內的代表人，其政策相對保守，故最終誰能勝出仍充滿未知數。倘若川普當選，推估得票率僅會小幅領先希拉蕊(如 55:45)，短期或將衝擊金融市場，並致市場波動加劇。

目前距 2016 年美國總統大選日期(11/8)僅 40 餘日，本屆大選也將迎來最後的關注高潮，參選人辯論會將於本日(9/26)夜間於紐約州首度舉行，據悉川普將於辯論會中首度發表其具體政見闡述，建議諸位留心觀看以比較各參選人之政見差異與願景觀瞻。

Q：綜觀全世界受到金融科技(FinTech)風潮席捲，貴行業務是否亦受影響？面臨轉型議題，貴行相關因應策略為何？

A：本行為全球知名資產管理公司，管理逾 1 萬億美元之資產，代管及託管之資產高達 18 萬億美元，並提供證券服務，證券之借貸買賣動輒涉及幾千萬美元之鉅額款項。為掌握最新金融趨勢及持續提升服務品質，本行領先美國金融機構致力於金融科技之發展及應用，投入極大心力研創新系統，現於五個國家設有創新中心，並規劃於 2016 年底、2017 年間再分別增設一個創新中心，合計創新中心數量將達七個。本行除已自行開發數字生態系統雲平台(Nexen)外，並加入金融創新公司 R3 CEV 邀集全球主要銀行成立之區塊鏈技術聯盟 (Distributed Ledger Group)，積極參與區塊鏈(Blockchain)項目研究。目前本行已成功將區塊鏈服務運用於證券借貸(Securities Lending)

上，讓雙方交易透明化，所有相關單位均可即時知悉交易訊息，除提高證券交易之透明度與跨國交易之作業效率外，亦有效提升顧客對本行之信賴度。

另，鑑於金融科技發展已成為主流趨勢，惟現階段金融科技相關法規仍屬有限，且區塊鏈涉及跨國央行監理與合作議題，本行持續配合定期向美國主關機關彙報市場最新技術，供其研擬及訂定相關監理規範，並排除對金融科技創新之障礙。

Q：前二週離岸人民幣(CNH)隔夜拆借利率飆升達歷史新高，是否係因人民幣納入一籃子貨幣(SDR)所致？貴行預期未來人民幣匯率走勢為何？

A：近期離岸人民幣流動性再收緊，香港隔夜人民幣銀行間同業拆放利率創近 8 個月新高，主要係中國人民銀行再度進場買進人民幣、提高放空成本以打擊空頭所致，不僅隔夜利率再創新高，其他人民幣離岸利率(CNH Hibor)1 個月期及 3 個月期亦改寫新高。

有關人民幣匯率走勢主要仍視中國政府對匯率的干預導向，自 2015/8 以來人民幣對其他主要貨幣多呈貶值走勢，主係基於人行擬增強中國出口競爭力之政策所致。鑑於國際投資者無法直接交易在岸人民幣匯率(CNY)，離岸人民幣匯率(CNH)較可反應當前市場對人民幣匯率之看法，預估短期內 CNY 將持續趨貶值而 CNH 將趨向

平穩，兩者匯率差距有擴大跡象，惟長期兩者匯率差距將縮窄，降低離岸和在岸市場之間的套利機會。

Q：簡報中提及日本央行(BOJ)持有三分之一之日本流通在外公債(JGBs)，並持有日經 225 企業之 25%股數，貴行認為日央行之主要考量為何？

A：日本實行零利率政策長達 20 年，如今進入負利率時代，其對經濟和金融資產價格的邊際影響力遞減，為不爭之事實。日本政府繼採量化寬鬆之貨幣政策後，後續可採行之舉措，除擴大買債規模及加深負利率效應外，即為買入更多股票。為達加碼寬鬆，市場預期日本央行將持續買入債券及購買交易所交易金(ETF)，惟無論日本央行的貨幣政策或財政支出，對日本長期結構面問題之助益均屬有限，故經濟學家對日本前景普遍仍以悲觀居多。

六、心得結論與建議

(一)全球經濟成長遲緩，低成長、低利率、低通膨成為市場新常態

世界經濟正面臨全面放緩與不均衡復甦狀況落差擴大，2015 年全球經濟成長率僅 3.1%，國際貨幣基金組織(IMF) 2016/7/19 調降 2016 年和 2017 年全球經濟成長率分別為 3.1%、3.4%，分別較 2016/4/12 預測值下降 0.1 個百分點。其中，美國因長期利率水準仍

低，且 Fed 維持漸進式升息路徑，今(2016)年和明(2017)年經濟成長率分別為 2.2% 及 2.5%；英國因脫歐公投結果對投資及消費者信心造成諾大負面影響，今明兩年經濟成長率分別下修為 1.7% 及 1.3%，歐元區亦連帶受影響，今明兩年預估成長率分別為 1.6% 及 1.4%；日本經濟面臨長期停滯問題，今明兩年成長率預估僅分別為 0.3% 及 0.1%，已開發國家經濟成長普遍遲緩。相較而言，中國大陸今明兩年經濟成長率持穩為 6.6% 及 6.2%，惟包括中國在內的新興經濟體國家經濟增長前景逢 20 來最低，顯示新興市場和開發中經濟體市場疲軟，經濟基礎亦脆弱。展望未來，面臨中國大陸經濟轉型艱鉅、原物料價格狂跌、量化寬鬆措施(QE)成效有限等嚴峻課題，將全面衝擊世界經濟復甦動能，經濟成長勢必放緩，各國央行之貨幣政策將維持或擴大寬鬆力道，低成長、低利率、低通膨成為市場新常態，金融業首當其衝，應掌握趨勢及早因應準備。

(二)黑天鵝來襲，效應持續發酵

1.英國脫歐衍生各國公投選舉不確定性擴大

英國首相梅伊 2016/10/2 表示將在 2017 年 3 月底啟動里斯本條約第 50 條脫歐條款，開始正式脫歐的程序，首相梅伊表明政策焦點放在移民議題，而非進入歐盟單一市場，顯示英國偏向硬脫歐。

法國總統歐蘭德 2016/10/6 發表演說，敦促歐盟在與英國協商脫歐

時，必須採取強硬立場。受此影響，英鎊兌美元匯價暴跌，跌破 30 年低點 1.2798 之後，並一度大跌至 1.1841 而後反彈。

受英國脫歐衝擊以及因中東大規模難民潮衍生之社經問題，歐盟內的極右派勢力崛起，且未來一年內面臨義大利憲法公投以及奧地利、荷蘭、法國、德國大選等陸續登場，倘極右派掌權恐威脅歐元市場穩定性，加劇歐洲發展長期不穩性。除經濟疲軟外，歐洲五國（包含希臘、西班牙、葡萄牙、愛爾蘭及義大利等）五國債務問題猶存，新興東歐地緣政治局勢動盪，伴隨英國公投事件衍生效應，恐促增歐洲大陸潛在的瓦解危機與風險，對全球經濟造成一定程度的負面影響。

2. 中國經濟下行危機浪潮暗湧

中國地方政府仰賴債務推動成長，信貸總量占 GDP 比重快速增加，整體金融壓力攀高促使國家風險增溫，潛藏巨大風險。中國政府雖已正視並著手處理國內龐大的不良債權，但政策有效性仍待觀察，同時從房價收入比、租售比及空置率等指標分析，房地產市場已泡沫化，復以民間投資不足、外需疲弱等，種種因素威脅經濟成長，其中債務問題日益突顯，面對節節攀升的債務，中國實已承受巨額債務壓力，債務占 GDP 比重從 2008 年的 170% 大幅上升至 2014 年的 235.7%，顯著高於其他主要發展中經濟體，而債務利息

支出與名目 GDP 增值大致相等，暗示資產回報已不足以支撐資產利息負擔，倘債券市場違約風險擴散，恐引發流動性崩潰，促金融危機提前爆發，對國際經濟將衍生重大影響。

3.駭客惡意攻擊癱瘓金融體系風險攀升

近年來繼勒索病毒橫行、孟加拉央行資金遭駭客竊取及臺灣第一銀行 ATM 盜領事件等案發生，為金融圈投下強大震撼，資訊安全管理議題引來熱烈關注。面對數位化來臨，金融科技(Fintech)是不可迴避的挑戰，而金融科技作為網路與金融的結合體，網路自身存在的安全問題，以及金融業特有的風險問題，有可能互相放大致生系統性風險。面對未知的攻擊事件，企業於發展金融科技之同時，應更全面思考並持續強化資訊安全以妥為因應；而主管機關隨金融科技發展，除應適時增修相關法規，並可透過監管科技(Regulation Technology)，針對受監管業者的營運活動進行即時監控，以加強消費者保障及確保交易資訊安全，同時亦應強化洗錢防制，並與時俱進有新的監理思維，在預防風險和鼓勵創新中尋求平衡。

參、參訪 CITI BANK

一、日期、時間與地點

105 年 9 月 26 日，15:00~17:00，CITI BANK, 紐約。

二、與會人士

(一) Li Wang, Director, International Franchise Management

(二) Guillermo Mondino, Head of Emerging Markets Economics and
Strategy Research

(三) Dana M. PetersonAC, Director of North America Economics

三、機構簡介



美國花旗銀行成立於 1812 年，是全球金融服務業的領導品牌，全球員工總數約 23 餘萬人，在 160 多個國家為超過 2 億個消費者、企業、政府機構、及其他機構客戶提供各種金融商品和服務，其業務範圍包括：消費金融、資本市場暨企業金融、私人銀行、保險、證券經紀服務、以及財富管理等業務。

花旗集團旗下包括花旗銀行、CitiFinancial、Banco Cuscatlan、Banamex 等機構，該集團 2015 年淨利潤達 172 億美元，第一類資本比率為 13.49%，均為近年最佳表現，公司持續專注發展核心業務

及金融科技，為全球性最大及追求創新之集團之一。

美國花旗銀行歷經兩個世紀的潛心開拓，至今已成為世界規模最大、且聲譽最卓著的全功能金融集團。花旗之所以能夠長盛不衰，除了花旗始終奉行開拓創新的發展策略外，還與其卓越的企業文化所衍生的生產力息息相關。所以，花旗銀行成功的經驗是我國金融業學習的榜樣。

花旗銀行的成就除了歸功於其開拓創新的發展策略外，花旗的企業文化更引導花旗在國際經濟、社會變遷下，仍能穩健茁壯。究其企業文化，主要有以下特點：

(一)以人為本

以人為本是花旗企業文化的核心。花旗銀行自創業初始，就確立了以人為本的策略，十分重視對人才的培養及運用。花旗的人力資源策略主要是不斷創造出「事業留人、待遇留人、感情留人」的親情化企業環境，讓員工與企業同步成長，且讓員工在花旗建立成就感。

(二)客戶至上

客戶至上是花旗企業文化的靈魂。花旗銀行企業文化的最引以為傲之處，就是把提高服務品質和以客戶為中心作為花旗銀行的長期策略，並充分體認到施行此一策略最主要的關鍵就是要建立客戶

信賴的品牌。目前花旗銀行的業務市場覆蓋全球 160 多個國家的 2 億多個客戶，而且花旗的服務品質享譽全世界，在眾多客戶眼裏，「花旗」兩字代表了一種世界級的金融服務標準。

(三)尋求創新

尋求創新是花旗企業文化的昇華。在花旗銀行，大至發展策略、小到服務形式都在追求不斷創新。花旗銀行相信，具轉變性與大膽性的決策是企業追求突破性發展的關鍵，且若企業能預見未來，就能擁有未來。也就是說，企業必須永無止境、永不間斷地進行創新。

我國金融業由於受到多種因素限制的影響，金融業務市場主要集中在國內市場，但國際市場涉足甚少。在金融不斷國際化的形勢下，面對外資金融機構的衝擊，國內金融業創新的重點就是要加快實施國際化策略，主動進入世界經濟圈，全力發展海外市場，拓展以國際金融為主體的國際金融業務。

四、內容摘要

(一)全球經濟展望及風險：花旗對全球經濟走向之看法

1.全球經濟維持緩慢成長

(1)因為新興市場經濟成長力道稍有回溫，帶動全球經濟成長率自

2016 年第 1 季起略有好轉，展望未來穩定。

(2)領先指標顯示些許的改善:即時預測指數(Now-casting Index)及 OECD 會員國加計 6 個主要非會員國之景氣領先指標 (Composite Leading indicator for OECD Members plus 6 Major Non-Members)於 2016 年之第二季及第三季呈現反彈，預測將於下半年逐步改善。

(3)先進經濟體漸漸擺脫停滯之狀態: 以即時預測指數 (Now-casting Index)觀察之，除英國以外，包括美國、日本及歐元區等先進經濟體及中國大陸看起來相對穩定。

(4)製造業及投資仍然疲弱: 全球製造業採購經理指數似乎已從低點稍有反彈，服務業採購經理指數則維持穩定，惟投資成長率仍維持弱勢，特別是新興市場之投資情形。

2.花旗認為中國大陸經濟並非全然穩定

(1)分析隱藏在背後衰退之原因主要如下：

A、政治轉型：反貪污、即將舉辦之中國共產黨第 19 次全國代表大會。

B、從投資轉型為消費。

C、從製造轉型為服務。

D、債務改革。

(2)中國大陸經濟活動於 2016 年 8 月稍轉趨穩定：依據中國大陸製造業/非製造業採購經理指數及固定資產投資年成長率資料

顯示，不動產投資及電力產業呈現反彈、汽車銷售仍維持穩健，然固定資產投資快速減少仍有下行風險。

(3)決策制定者已加強財政刺激：主要政策包括由中國人民銀行注資政策性銀行以供其融資，增加發行地方債券及擴大政府支出等。

(4)政策可能錯誤且目標常發生衝突：執行財政政策將排擠私人投資，以目前權益證券市場、外匯市場、商品期貨及房價走勢觀察之，均顯示政策錯誤是預期中的情事。

(5)人民幣貶值仍然蠢蠢欲動：是否仍有大額之資金流出，這問題取決於人民幣續貶與否，或者挑戰匯率制度之可能性及金融市場之信心。

(6)好消息是中國大陸經濟正重新平衡、壞消息是主要標竿銀行貸款率增加，且違約率仍呈上升趨勢，債務改革無明顯效果。

3.花旗對量化寬鬆政策是否結束之看法

(1)先進經濟體維持低度通貨膨脹，且各國央行預期低度通貨膨脹仍持續：因美國及英國之影響，通貨膨脹已從低點反彈，惟歐元區及日本之通貨膨脹仍持續低迷，且商品價格仍維持在低水平。

(2)量化寬鬆政策已失效：各國央行之量化寬鬆政策儘管已達擴大

資產負債之效果，惟均未達通貨膨脹之目標。

- (3) 量化寬鬆政策將死：此議題對各國央行而言，不是因為他們認為量化寬鬆政策不再有效，而是很難找到可以買的標的。
- (4) 若要長期持續維持量化寬鬆，儘管已經扭曲失真，央行必須持續購買更多資產。
- (5) 美國準備升息不過時間點不確定：花期預測美國將於 2016 年 12 月升息 1 次、2017 年至 2019 年每年各升息 2 次。
- (6) 財政政策將逐步放鬆，直升機灑錢之政策再未來將不再多見，惟川普若勝選將是惟一可預見將改變遊戲規則之人。

4. 花旗對反全球化之看法

- (1) 因保護主義之崛起致全球貿易成長停滯。
- (2) 花旗預測英國脫歐對英國 2016-2019 年 GDP 成長之影響約為 2.5-3pp，對歐盟及全球之影響則較小，惟上開估計仍存有重大不確定因素；且嚴重打擊英國及歐盟間之金融服務貿易，亦對勞動供給及法規均有影響。
- (3) 因歐盟國家中英國並非是最反對歐洲聯盟的國家，而目前談論國家民族情感的人越來越多，這股力量將引導重回國家政府。
- (4) 美國大選將近，希拉蕊·科林頓勝選是花旗的基本看法，若其勝選意味者，目前政策將具延續性；但川普勝選亦並非不可思

議，不過其勝選將意味者，財政政策、貿易等議題之不確定性

。

(5)就短期而言，全球經濟成長及通貨膨脹之上行及下行風險應算

平穩，惟 2017 年仍有下行風險，主要重擊如下：

A、有關「Higher rate」衝擊：包括先進經濟體之通貨膨脹率

較預期為高、美國升息幅度較預期為高、中國大陸經濟復

甦、油價回升、新興市場景氣反轉。

B、有關「Lower rate」衝擊：包括油價暴跌、中國大陸經濟

硬著陸、人民幣大幅貶值、新興市場債務危機、英國脫歐

後之餘波、義大利脫歐、希臘脫歐、歐洲地區銀行危機、

大型恐攻事件、俄羅斯/烏克蘭危機擴大等。

綜上結論，花旗認為儘管就長期而言仍存在很多風險因素，惟目前全球經濟尚屬穩定，且仍可維持低通貨膨脹，貨幣政策已無可用工具，可是已累積較多經驗，且正慢慢改採以財政政策刺激經濟，而美國大選川普若勝選，將改變目前之遊戲規則。

(二)重點看美國經濟

1. 花旗對美國經濟重要數據預測

單位：%

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
實質 GDP	2.6	1.5	2.2	2.0	2.0	2.0

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
消費者物價指數	0.3	1.3	1.9	2.0	2.0	2.0
短期利率	0.50	0.75	1.25	1.75	2.25	2.75
10 年國債收益率	2.15	1.60	1.65	1.80	1.95	2.10
工作生產值	0.3	-0.9	1.3			
失業率	5.3	4.9	4.6			
聯邦政府債占 GDP 比率	73	77	77	78	79	80

近期美國經濟呈溫和成長態勢，消費者物價指數上升，預計可達目標區間 2%；此外，房價持續上漲，主要得力於勞動人口成長，有意願購屋及換屋民眾亦相對增加，當然，低利率水準也是很大誘因。

惟就另一方面觀之，投資乃未見起色，工業生產值上升緩慢，在全球貿易持續走疲下，美國出口表現也受到影響，若升息導致美金升值，對美國本土經濟之發展看來並無助益。

2. 影響聯準會升息之因素分析

- (1) 須有更強力的實質 GDP 成長趨動。
- (2) 須有更穩固的勞動力市場(就業市場須更強勁穩定)。
- (3) 須確保消費者物價指數均落在目標通膨率 2%的水準。

在世界各主要國家如中國面臨經濟前景看淡、日本負利率

刺激效果有效、英國脫歐負面效果顯現之海內外經濟動盪下，為確保美國經濟成長，美國聯準會鴿派持續引導利率水準維持在 0.5%-0.75% 區間，9 月份並未如預期般升息。

3. 美國經濟前景風險概述

(1) 上行風險(Upside Risks)

A. 油價多空力道僵持不下，產量持續振盪。

B. 工資成長為消費者支出提供有力後盾。

(2) 下行風險 (Downside Risks)

A. 美國國內相關生產數據仍不亮眼。

B. 英國脫歐後金融市場變動加劇。

C. 中國外匯市場及經濟結構調整是否順利仍未明。

D. 全球原油市場恢復供需平衡期程延宕。

E. 美國民眾對美國大選、議會改選所可能產生的政治、經濟風險仍有疑慮。

綜上來說，不確定因素仍存在於經濟、政策及政治等各環節，確保美國經濟成長、通膨控制在目標水準 2%、失業率持續下滑可說是美國經濟議題的最大考量，所有政策也會環繞著這個目標前進，對於政策上可使用的貨幣、財政及結構調整工具均應在此前題下妥適運用。至於政治議題，或可主導以上相關政策之具體施行方向，

無論是美國自身，或是外部國家的各項政治決策及影響，都將深深地影響美國甚至是世界經濟的未來走向。

(三)美國大選對美國經濟及全球經濟之影響

1. 風險異常事件頻仍

尾端風險(稀有事件造成的極端結果)及黑天鵝效應在政治及經濟上都造成極大不確定性，包括國會的組成或領導人的改變、醜聞、恐怖攻擊、川普失去共和黨支持、大民族主義造成國內激化、更強化的世界孤立主義、社會政治動盪、對政府的信任減少等。

美國二大當參選人在各項主張上均大異其趣，其中政治素人川普的不確定性極高，甚至已失去共和黨對其之支持，但其反關稅、反貿易結盟、反中國言論、減稅、擴大邊境管制(如加拿大、墨西哥等地)等政策對民眾仍具吸引力，兩人的支持度也在伯仲之間，離選舉日已近，除了即將到來的電視辯論會交鋒，兩人對近期各項如紐約恐攻、繳稅、電郵門事件等各議題之回應也時時影響民眾對兩人之評價及支持。

2. 美國大選共和黨參選人之政策所導致經濟尾端風險：

- (1) 企業投資減少；
- (2) 消費者緊縮開支；

- (3) 貿易戰；
 - (4) 大規模驅逐；
 - (5) 降低聯準會獨立性；
 - (6) 失控的赤字，較高的公共債務。
3. 美國大選民主黨參選人之政策所可能導致經濟尾端風險：
- (1) 大幅加稅；
 - (2) 激增的津貼支出；
 - (3) 員工權利增加，公司減少招聘新員工；
 - (4) 移民政策減少美國的全球競爭力；
 - (5) 加強監管；
 - (6) 失控的赤字，較高的公共債務。
4. 在政策制定上，美國總統有何影響力？

雖然總統當選人對國家政治及經濟的影響甚大，但美國聯邦政府行政、立法、司法三權分立機制設計可防止任何一方過度擴權而失去平衡，介紹總統行政權及國會立法權如下：

(1) 行政：美國總統主導

- A. 外交政策：擁有回應外交事件、立法建議、國際協議談判、政策及執行、獨立行動權等；
- B. 戰爭權力：國家遭遇威脅或受到攻擊時可主導戰事；

C. 懲罰性貿易政策:啟動退出相關協議、關稅壁壘，但僅限於
WTO 規則和國會批准。

(2) 立法：由國會主導

A. 外交政策：擁有決議和政策聲明、立法指令、立法限制/
資金否認、非正式諮詢及國會監督權；

B. 戰爭權力：有權宣布開戰，但難以推翻總統的軍事行動權
；

C. 懲罰性貿易政策：擁有批准權及推翻退出關稅之權力。

綜上，川普若當選，其政治或經濟決策均具有較高之不確定性，若其主張之明確政策全面執行，將可合理預期美國經濟將更早走向衰退，但這在以三權立法的美國將不太可能發生，更有可能發生的情形是國會衝突性會升高，但以司法及立法權適當限制總統權力。另一方面看來，若希拉蕊柯林頓勝選，復以其主張之明確政策全面執行，將可合理預期 GDP 及工資大幅增長、必須以貨幣緊縮政策打擊通膨等，但實際上所有政策均付諸實行是亦較不可能發生的，最有可能的情況是繼續遵循歐巴馬路線，經濟溫和成長。

今晚(9/26)將進行兩位參選人的首場電視辯論，美國及世界觀眾將拭目以待。

五、心得結論與建議

全球資本市場展望建議採取的行動：

- (一)美國 Fed 12 月升息機率大幅提高，債券多頭市場可能已經走到了盡頭。
- (二)應持續注意德意志銀行等黑天鵝事件後續發展。
- (三)應謹慎評估美元指數走強對相關金融市場影響。
- (四)股利收入仍將扮演股票投資者在面對全球低經濟成長及低利率環境下的重要關鍵。
- (五)中國大陸仍是重要投資市場，但要注意流動性風險。

肆、Training Course：Topic 1

一、日期、時間與地點

105 年 9 月 27 日，9:30~12:00，金融監督管理委員會駐紐約辦事處
B1 會議中心。

Topic 1-1：The latest indexes of Financial Products

二、講座：

(一)Chris Hackel, Bloomberg

(二)Sherwood Kuo,CFA, Bloomberg

三、課程內容摘要

成立於 1982 年的美國 Bloomberg(彭博資訊)公司是目前全球最大的財經資訊公司，與會的講師均有相當豐富的實務經驗，對學會們簡介最近期的金融產品指數，茲摘述如下：

(一)傳統固定收益指數標竿

1.主動及被動固定收益投資策略以市場價格為指數權數調整之標竿。

2.傳統權數調整考量因素: 投資國家、地區、投資組合到期日及信用評等。

3.Bloomberg 及 Barclay 標竿指數簡介及歷史。

(二)傳統固定收益指數標竿之進化

- 1.階段一：投資組合範圍: 擴大至各地區及各類別資產
- 2.階段二：客製化投資策略
- 3.階段三：整合及替代性之權數計算

(三)替代性權數計算分類

指數為一投資人檢視及分析其投資策略之透明機制，
Bloomberg 從 1973 年即開始推出其第一支標竿指數至今，其指數所追蹤之資產範圍從傳統之美國政府公債，擴大至多元市場、多重資產類型、發行單位，如新興市場及歐洲債券、匯率、利率、股市等標的。

好的編制指數要件須包含以下：

1. 具代表性：需符合設定之風險值及所預定之投資組合。
2. 具透明度：編制指數資料須容易取得，且易於分析。
3. Rule-based Investing (RBI)：指投資者事先根據投資目標設定一套投資準則，並嚴格按照準則的要求構建投資組合。
4. 易複製：利於指數使用者在一段合理期間重複使用。
5. 可客製化：可依投資人需求客製化指數編製，以利投資人及分析師彈性使用。

四、問題與答覆

Q：ESG(環境、社會與公司治理)因素已成為編制指數之趨勢之一，但如何具體評斷一投資標的 ESG？

A：Bloomberg 在編制 ESG 指數所使用之方式為以下三種：

1. 主動剔除較具環境、社會與公司治理爭議之投資標的產業，例如製菸業、石化業等。
2. 因具體評量各投資標的符合 ESG 程度為一耗時耗力之計畫，故在成本效益考量下，Bloomberg 與 MSCI 合作，取得其已評量 BBB+ 以上之投資標的名單，作為編制其指數之參考。而 MSCI 評量之方式除檢視投資標的之公開資訊，如年報、公告等資料外，亦使用問卷調查、面談經營者及訪問產官學界等全面及系統性評價。
3. 每年定期檢視公開資訊及 MSCI 資訊做權數調整。

五、心得結論與建議

在現今百花齊放之投資標的及環境下，客製化指數編製已成了當今顯學。指數可依各客戶設定能承受之風險值、投資標的、避險目的、根據特定投資規則等因素做調整。近年來隨著公司治理、企業社會責任及環境保護的議題越趨受到重視，投資人逐漸高度關注企業的環境(Environmental)、社會(Social)、公司治理(Governance)等非財務績效資訊，用以衡量投資目標更廣泛的全面性資訊。ESG-

永續指數指標，亦受到 **Bloomberg**、**MSCI** 等指數編製公司之青睞，**ESG** 指數之機制能驅使投資人在做投資決策時，除考量傳統的財務分析之外，將投資標的公司的 **CSR** 三大構面：環境、社會與公司治理（或合稱 **ESG**）納入考量的投資策略。為滿足投資人的需求，**Bloomberg** 開始從企業的公開資訊收集相關的 **ESG** 資訊，例如企業永續報告書、年度報告、公司網站或直接向企業取得資料的 **Bloomberg ESG Survey**。**Bloomberg ESG** 加權指數環繞投資企業永續經營之主題，重視投資標的之企業社會責任，並與 **MSCI** 合作，從其取得每年企業 **ESG** 評比資料，用以編制其 **ESG-永續指數** 指標。其編製指數之策略，已從傳統以投資標的之市場價值為基礎，進化至納入企業社會責任等客製化主題，創造社會正面影響力。另外，除傳統以投資標的市場價值為投資策略主軸之投資方式 (**Traditional Beta**)外，現亦已發展出擴大資產組合及調整相對特定風險曝露之 **Smart Beta** 為主之投資策略，期待能創造出投資報酬優於市場之投資組合。

Topic 1-2 : FIXED INCOME BALANCED RISK (FIBR)

二、講師

(一)Chris Hackel, Bloomberg

(二)Sherwood Kuo,CFA, Bloomberg

(三)Zarvan Khambatta,CFA, Bloomberg

三、課程內容摘要

固定收益平衡風險(Fixed Income Balanced Risk, FIBR)係指追求總投資報酬且保有本金之投資目標證券，FIBR 有以下特色，包括透過美國債券之分散投資產生投資收益，並且藉由平衡利率風險及信用風險以提供總投資報酬；另致力於減低投資組合之潛在過度集中之利率風險以保護投資組合受到利率變動風險之影響；導入低成本、透明的、規則基礎的精明貝他策略，作為固定收益投資組合之解決方案。課程簡報摘述如下：

(一)FIBR 之投資組合，可能會有未注意之分散投資(Untapped

Diversification)情形，如果風險調整後之投資報酬之影響因素在長期趨近相同，則市值加權的投資組合就不能最適化的將風險分配至各風險因子。集中的曝險於政府債券，例如利率風險，將造成顯著的潛在未注意之分散投資。

(二)Bloomberg Barclays US Fixed Income Balanced Risk (FIBR)指數

是前開 FIBR 概念的採行案例，其實用性且可交易性的決策可用於可交易之投資組合。

(三)FIBR 指數是一個追求透過美國公債市場投資之平衡風險指數

，這個指數的構成有下列考量：

- 1.創造一個可複製之固定收益指標指數，增加分散風險及潛在優於風險調整投資報酬之市值加權指標。
- 2.導入另類之風險因子，其特性為低存續期間、高殖利率、以及持續連結其所屬區分領域權重。
- 3.複合管理可計算的、運作面的及交易面的事項。
- 4.導入可控制之槓桿來達到希望之報酬或波動度。

(四)有關 FIBR 指數的設計，就版本有兩種類型，第一為 FIBR 核心

指數，另一則為 FIBR 指數，對象可涵蓋公司債券及資產抵押債券等五個項目，包括 1-5 年的投資等級債券、高收益公司債、資產抵押證券、投資等級之 5-10 年公司債、及高收益垃圾公司債等。有關各指數組成項目之利率差異波動度以及嵌入之利率風險曝險也可由該指數所計算出，另也調整利率風險之曝險以配合利差風險之變化。

(五)就 FIBR 指數之績效表現，FIBR 核心指數可以有類似 2 倍槓桿

的波動度，有較高的報酬率因為對於公司債利差操作及降低對資產抵押證券之權重，且指數較低的存續期間及較高的殖利率；FIBR 指數採用槓桿操作，可使其波動度類似綜合指數；分散投資組合之好處可以由較早期觀察到，當其利率曝險較差時。

1993 年到 2015 年之報酬表現詳如下表所示：

(Jul 1993 - Jun 2015)	US Aggregate	ERCPC (2x Levered)	FIBR Core	FIBR
Annualized total return	5.6%	4.7%	5.5%	6.2%
Annualized excess return	2.5%	1.6%	2.3%	3.0%
Annualized volatility	3.6%	2.7%	2.7%	3.8%
Sharpe ratio	0.67	0.59	0.87	0.79
Maximum drawdown	5.1%	7.2%	6.5%	11.4%

資料來源：Bloomberg

四、問題與答覆

Q：就您所報告的固定收益證券指數均以市值加權方式計算，而一般股票指數的編製方式亦有採價格加權方式計算，例如道瓊工業指數，請問固定收益類證券指數不採價格加權方式計算的原因為何？

A：目前市場上固定收益類證券的確係均採市值加權方式計算，主要原因應為固定收益類證券並非所有證券均有活絡市場交易，不易取得精確的市場價格，另外固定收益證券種類眾多，不同發行條件證券間差異性大，其價格加權之指數計算上有困難，故不易採用其價格進行加權。

五、心得結論與摘要

投資人對於固定收益證券或指數，都在找尋較高收益之標的，包括利用另類投資方式去提高收益，近期資料顯示市值加權之指數報酬率目前處於數十年來的低點。除前述 FIBR 指數可提供投資人之優點外，美國綜合強化收益指數(The US Aggregate Enhanced Yield Index)是被設計來達成高收益報酬，並維持相似於一般指數的風險特徵。傳統上收益可以藉由調整各種曝險因子來提高，像是不同種類證券的曝險、利率風險及信用風險等。前開強化收益指數是採用以規則基礎的方式去重新改變各種類、到期日、信用品質等來增加收益。既然強化收益指數是保留美國綜合指數之各項風險特徵，因此追蹤風險也會產生，該指數可量化前開風險。另外指數是用透明的方式計算，來平衡市場狀況變化並以實際方式降低不必要的買賣進出及相關的交易成本。

Topic 1-3 : Foreign Account Tax Compliance Act

二、講師

Jacob Braun , BNY Mellon

三、課程內容摘要

(一)FATCA 法案緣由及概述：

金融海嘯過後，由於美國經濟狀況未能持續好轉，失業率節節高昇，且財政赤字未能減緩，造成民眾對政府強烈不滿。2009年歐巴馬總統上任後，為了挽回民心，積極推出相關法案。2010年2月8日美國國稅局與財政部於共同草擬加強徵收稅收法案，同年3月18日美國政府通過「獎勵聘僱恢復就業法案」(Hiring Incentives to Restore Employment Act，以下稱 HIRE 法案)。該法案除獎勵聘僱及提供復甦景氣之優惠措施外，並延續落實加強掌控美國稅務居民海外資產資訊揭露之政策，其中「外國帳戶稅收遵從法」(FATCA 法案)即為 HIRE 法案最重要的內容之一。由於過去有應繳納美國稅款之納稅義務人，運用美國以外之外國金融機構、外國基金公司及外國公司掩飾美國身分，藉以規避美國稅負之情形。有鑒於此，美國國稅局在 FATCA 法案中，將向美國國稅局申報美國稅務居民海外金融帳戶資訊之義務，從美國國內擴及至外國金融與非金融機構，規定外國金融機構(Foreign

Financial Institution "FFI"，包括銀行、郵局、農漁會、證券經紀商、保險公司等)應與美國國內稅務局(Internal Revenue Service "IRS")簽定外國金融機構協定 ("FFIA")，同意 FATCA 的規定，自 2013 年起每年向 IRS 申報當年度美國公民透過該機構帳戶所獲得的利益、資金流動、資本利得的情形，以履行辨識客戶身分、提報美國客戶帳戶資料，對不合作帳戶與未簽定之外國金融機構(FFI)其美國來源所得扣繳 30%。該法案已於民國 102(2013)年 1 月 1 日生效，並將於 103 年 7 月 1 日正式實施。

(二)FATCA 執行方式：

美國在 FFI 協議之外，提出跨政府合作架構，以跨政府合作方式進行資訊交換以執行 FATCA。現有跨政府模式有二種(Model I 及 Model II)，其主要差別在於客戶資料之傳送方式，Model I 均透過政府間傳送，Model II 則區分客戶同意與否，同意者由金融機構直接向 IRS 報送，不同意者則依國際稅務交換機制，由美國透過個案查調方式取得資料。台灣是比照日本模式，即是台灣與美國以「模式二」洽簽跨政府合作協定，若金融機構客戶同意申報資料，則依規定提供，若不願提供資料的客戶，則由金融機構統一向金管會申報，台美間再由一中介單位依約定方式交換訊息。

(三)FATCA 法案相關內容：

以 2010-60 號公告而言，在於定義哪些機構屬於外國金融機構/非外國金融機構、如何辨別美國籍身分客戶的帳戶、如何處理美國籍身分客戶所持有的新舊帳戶、定義低風險及得免適用 FATCA 的外國金融機構外國金融機構須向 IRS 申報的資料；而 2011-34 號公告重要條款，則有引進私人銀行(private banking)帳戶概念，金融機構須制定額外查核工作、要求對金額超過 50 萬美元以上帳戶進行查核，如帳戶可能是美國籍客戶持有，需在 2015 年 1 月 1 日前要求提供並取得帳戶狀況文件，此後每年需重新查核一次、法務長須確認遵守 IRS 規定，並確認在協議生效前並無協助客戶規避稅責情形及提出透過中間機構付款(passthru payment)規定的準則。要求參與 FFIA 的金融機構，對不參與 FFIA 的金融機構或拒絕提供資料的帳戶給付轉付款項時，代扣繳 30%的稅款等。至於 2011-53 號公告明確提出實施 FATCA 之分階段時間表，主要時間表包括 FFIA 的簽訂與生效日期、私人銀行帳戶之查核動作時間、申報及扣繳之時程等。

而如金融機構不簽署 FFIA、不按時申報、申報不實者，除不得在美國設置分支機構外，美國將針對該金融機構在美操作資金的資本利得（含利息、股利、租金、勞務所得、關係人交易、其他可確定金額的定期所得等），直接扣繳 30%重稅。

1. 外國金融機構之定義：

依 FATCA 法案之規定，若一個外國公司符合美國內地稅法 (Intern Revenue Code) 所定之「外國金融機構」(Foreign Financial Institute) 定義者，須遵守美國內地稅之規定進行申報作業。

所謂「外國金融機構」係指從事以下業務之任何非美國公司：

- (1) 接受存款為其主要或類似業務；
- (2) 代為他人持有金融資產為其主要業務；
- (3) 主要從事投資、再投資業務，或證券、合夥權益、商品或該等證券、合夥權益或商品中任何權益之交易業務。

一般而言，銀行、經紀人/經銷商、保險公司、對沖基金、證券化工具和私募股權基金等非美國公司將被視為「外國金融機構」。另 IRS 尚未就投資工具和保險公司設定最低金額門檻，至於信託（包含父母以子女名義所為之信託）亦在規範範圍內。

2. FATCA 所規範價金支付之類型，以下類型之價金支付受到

FATCA 法案之規範：

- (1) 任何來自美國之利息、股息、租金、專利權費、薪金、工資、年金、許可費與其他固定可確定的年度或定期收入、利益

及利潤。

(2) 銷售或處分美國財產之任何總收益，且該類財產可產生利息或股息。

(3) 由美國銀行之外國分行所支付之利息。

(四)外國金融機構及非金融機構應遵循之義務

有關 FATCA 資訊申報規定，外國金融機構需依照與美國內地稅局所達成之資訊申報協議，取得其機構內各帳戶所有人之相關資訊。外國金融機構在取得帳戶所有人之相關資料後，須先判斷帳戶是否屬於「美國所屬帳戶」，又為了便於外國金融機構判斷其標準，IRS 於 2010 年 8 月 7 日發布 2010-60 通知函（2010-60 Notice）。一般而言，一個外國金融機構須將所有帳戶分成 4 類，即個人帳戶持有者與機構（entity）帳戶持有者、既存帳戶和新帳戶，並就此 4 類帳戶確認是否屬於美國人所持有，若具以下 6 種特徵者，雖不代表即為「美國所屬相關帳戶」，但須為更嚴格的檢查：

- 1.有跡象顯示帳戶持有人為美國公民或居民。
- 2.出生地在美國。
- 3.郵寄或永久地址在美國。
- 4.僅提供一個郵政信地址、轉交地址或代收郵件地址之帳戶。

5. 授予擁有美國地址之人士有代理權或簽名權。
6. 付款至美國帳戶之指示或從美國收到之任何指示。

若一個外國金融機構有上述所列 6 種特徵之帳戶，則須依照與 IRS 之協議，向 IRS 報告有關帳戶資訊如下：

1. 身為指示美國人之各帳戶持有人之姓名、地址及納稅人稅籍代號 (Tax Identification Number, 以下稱 TIN)，如任何帳戶持有人為一個美國人所有之外國機構，則須申報相關機構之美國所有人姓名、地址及 TIN；
2. 帳號；
3. 帳戶餘額或價值；以及
4. 從帳戶收入、付出、匯入及匯出之金額。

四、問題與答覆

Q：FATCA 法案正式實施之後有許多申報項目或聲明事項需由申報人自行填寫，請問何機關或組織可對申報人資料進行驗證？

A：美國自 2014 年 7 月 1 日開始實施 FATCA，一般民眾自 2014 年 7 月 1 日到金融機構開戶或往來時，大部分的金融機構會先詢問是不是美國人，除此，也會從前面所提的幾項條件特徵來辨識客戶是不是屬於美國稅務身份。只要有一項符合，該客戶就可能會被金融機構視為具美國稅務身份，一旦被視為美籍客戶，金融機構就會詢問客戶是否

同意將金融機構存款等相關資料直接報送美國國家稅務局(IRS)；如果客戶不同意，就會被金融機構列為不合作帳戶。當然，如果客戶認為自己根本不是美籍客戶，卻接到銀行詢問通知時，也可以向金融機構舉證說明自己並非美籍客戶。

所謂美國帳戶包含較簡單的帳戶持有人具美國應稅身分；或是註冊於美國之公司；或有較複雜的直接或間接持股超過 10% 美國自然人股東(以下稱實質美國股東)之非註冊於美國之消極非金融機構(PASSIVE NFFE)，故尚必須申報如實質美國股東身分之法人受益人帳戶等相關資訊，聲明最終受益人身份。而 IRS 與眾多金融機構及其它組織或機關往來申報資料中，建立一套完整的申報系統，進行自動資訊交換，使 IRS 可自外國金融機構提供之美國客戶帳戶資訊中，勾稽個人申報之海外銀行帳戶或海外資產是否正確，即可對美國帳戶進行辨識審查與扣繳稅款等程序。申報人若未於時限內申報正確之稅款或所得時，可能會面臨除罰款外，視情況亦可能有刑事責任之處罰。

Q：各國為遵循 FATCA 之規定，可能會有牴觸該國國內法規之情事，例如台灣之個人資料保護法，規定金融機構不得透露客戶個人相關資料予第三者，且定有相關刑責，此情況該如何解決？

A：FATCA 法案之相關規定確實可能與外國金融機構當地國之法令相違

背，尤其是個人資料及隱私權保護方面。但依照 FATCA 法案所定之資訊合作交換機制，不論是透過國與國合作架構（Framework for intergovernmental cooperation approach to facilitate FATCA implementation），或國與國合作方法（Intergovernmental approach to implement FATCA）皆須向美國政府申報美國所屬帳戶之相關資料。現多數國家已與美國簽定租稅協定或簽訂租稅資訊交換協定(TIEA)，在雙邊租稅協議的架構下達成雙向互惠之目的。台灣目前因政治因素未與美國簽訂租稅協定、無正式外交關係及無互惠協議，建議台灣金融機構應就法制面及業務配合二個層面進行遵循 FATCA 之全面評估，以降低相關可能的法令遵循風險，另台灣主管機關亦應協助進行部分例外性之規定或解釋，以解決該協議與國內法規之衝突問題。

五、心得結論與建議

雖然 FATCA 法案實施之目的在於減少美國人透過海外金融機構逃漏稅之行為，但該法案將追稅手段延伸至不屬於美國管轄之外國金融機構，引起各地金融業之反抗，尤其是 FATCA 法案繁瑣之檢查程序，以及增加的衍生成本，使得經營較困難之外國銀行與金融機構望而生怯。依照 KPMG 事務所之估計，全球大約有 25 萬個外國金融機構將成為 FFI，並與美國財政部簽署 FFI 協議。

對於金融業較不發達的國家，如巴拿馬及巴哈馬群島，根本無

法有完善的基礎建設來應付 FATCA 法案，如巴哈馬政府並沒有稅務機關，因為該國政府並沒有課徵所得稅；巴拿馬政府則對稅務資訊交換沒什麼興趣，因為該國並不對海外所得課稅。相對於金融業建設較完善的國家，如歐洲的英國及法國等，則表現出較積極的態度，如英國是第一個與美國政府簽署合作協議的國家。

鑒於 FATCA 法案正式實施後對金融機構影響甚鉅，且各國金融業反對聲浪不斷。IRS 和美國財政部在 2012 年 5 月 15 日所舉行之 FATCA 法案公聽會 (public hearing)，22 個來自各國之代表與團體，分別表達 FATCA 法案於業務面、作業流程實在過於嚴苛，且法令遵循成本太高，希望美國政府暫緩實施或豁免部分國家或金融機構之適用。雖然相關建議未被 IRS 及美國財政部所接受，但 FATCA 法案實施後對全球金融業所造成之相關成本及負擔可見一斑。

以下就 FATCA 法案實施後對於金融業者在營運面及實際查核所產生之衝擊及困難，分析如次：

(一)增加營運成本

根據摩根歐洲、中東及非洲資產管理公司總裁詹姆士布得拉克 (James Broderick) 預估，每一個大型跨國銀行為遵循 FATCA 法規所須之費用就高達 1 億美元。KPMG 事務所則表示 FATCA

法案之適用及後續之遵循成本，將對金融業將造成非常龐大的成本負擔，主要的花費是在取得或支付客戶、投資人或交易對手（counter party）可扣抵稅額之相關價金的資訊蒐集、資料申報並將其導入 FATCA 系統及程序之資本支出上。

(二)增加額外文書作業及內部稽核之負擔

在現行金融法規之規範下，FATCA 法案所須之文書作業遠較外國金融機構當地「認識你的顧客」(Know-your-customer, KYC) 與「洗錢防制」(Anti-money laundering, AML) 規定，更為繁雜。對外國金融機構而言，客戶每開立一個新帳戶，須先就 KYC 及 AML 進行審核，倘發現客戶具有美國所屬帳戶之可能特徵時，又須依照 FATCA 之規定對其進行相關查對工作，且依 FATCA 法案之規定，外國金融業者必須每年定期申報美國所屬帳戶之客戶資料給美國政府。

由於 FATCA 規定須定期更新所屬客戶相關資料，亦可能與當地之 KYC 與 AML 法規發生牴觸。至於在內部稽核及控制方面，金融業者是否具有辨識客戶所有之帳戶是否為美國所屬帳戶的能力及能否完全遵守 FATCA 法案，實地查核(Due Diligence) 工作顯得相當重要，而前述內部控制程序之設計、規劃與實地查核等，亦增加金融業者之法令遵循成本。

(三)影響金融機構之收益來源

對大多數金融機構參與者（主要是基金管理機構、金融中介機構及基金投資人）而言，**FATCA** 法案實施後加重相關的投資及管理成本，且 **IRS** 並未對相關的細節訂定明確之規範，使金融機構無所適從。更嚴重的情形，則是金融機構拒絕美國客戶開戶，或建議客戶直接將美國之投資移轉至美國以外的地方，或購買非註冊於美國之基金，另一種現象則是美國客戶為防止 **FATCA** 法案對其所產生之衝擊，將減少透過外國金融機構進行投資，如此將對外國金融機構之收益造成影響。

(四)**FATCA** 法案一體適用的爭議

最令許多海外金融業者感到不平的是 **FATCA** 法案對於「外國金融機構」（**FFI**）的定義。根據現行 **FATCA** 法案之相關規定，所謂外國金融機構是指一個類似銀行，且在海外從事相關業務之機構，定義上過於含糊，範圍也可能過大。舉例來說，我國之農會、漁會之信用合作社，亦從事類似銀行之存款業務，廣義上被認定為金融業之一環；實際上，外國人至該等機構開戶且透過該等機構進行投資之可能性微乎其微，但依照現行 **FATCA** 法案之規定，須與其他跨國大型金融機構一體適用相關申報之規範，實在過於強求且不合宜。

伍、參訪 J.P. Morgan Asset Management

一、日期、時間與地點

105 年 9 月 27 日，14:30~16:00，J.P. Morgan Asset Management, 紐約

二、與會人士

(一)主持人：**Greg Wu**, Executive Director, Institutional Business

(二)講座：

Inna Semenchuk, Executive Director, Global Head of Alternatives for Investment Risk

Andrew Goldberg, Managing Director, Global Market Strategist, J.P. Morgan Funds Global Market Insights Strategy

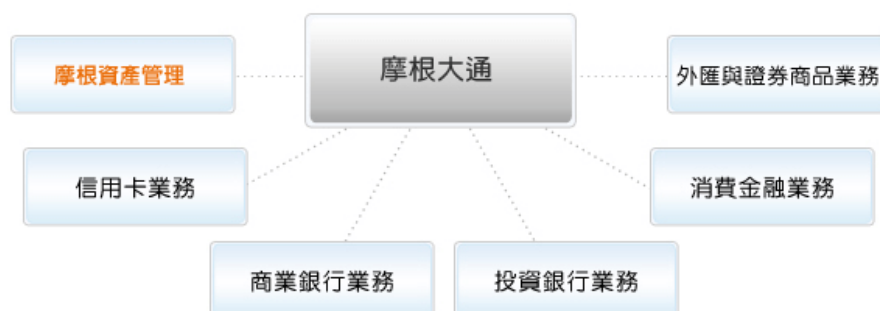
三、機構簡介

J.P.Morgan
Asset Management

J.P. Morgan Asset Management 隸屬 JPMorgan Chase & Co.集團(摩根大通)，負責集團全球資產管理業務，為全球前十大主動管理 (Active Management)資產管理公司，於全球 36 個城市超過 800 位專業投資研究人員(包括研究員、分析師及基金經理人等)，提供國際金融機構、法人及個人的資產管理服務，包括共同基金管理與專戶資產管理等，其產品涵蓋股票、固定收益、對沖基金、私募、地產與多重貨幣管理等，旗下管理資產達美金 1.7 兆元。

J.P. Morgan Chase & Co.集團成立於 1799 年(最早之前身為 The

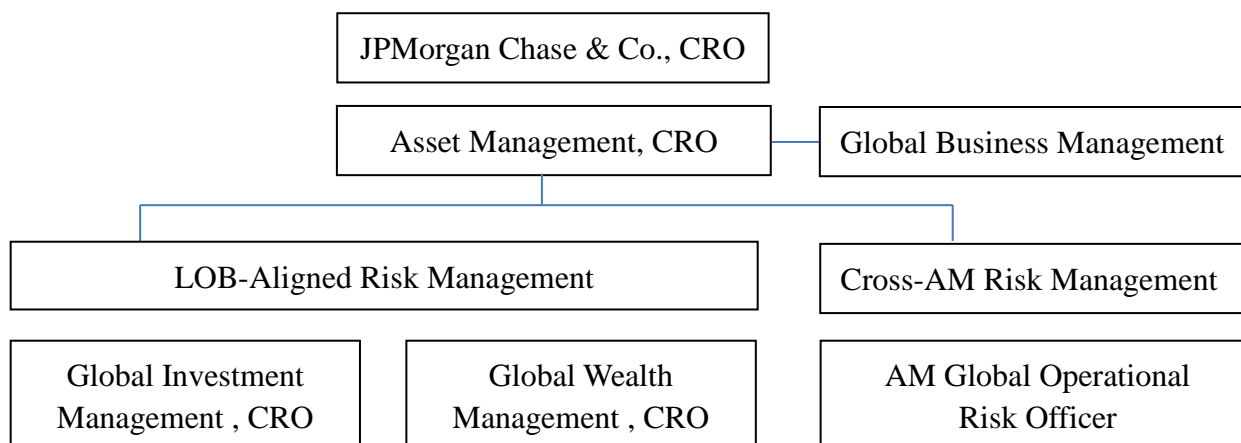
Manhattan Company)，總部位於美國紐約，已有 200 多年的歷史，為美國歷史最悠久的金融機構之一，主要業務包括投資銀行、商業銀行、消費金融、信用卡、資產管理、證券服務等，業務遍及全球 100 多個國家，總資產美金 2.4 兆元，擁有逾 235,000 名員工，遍及全球的資源讓 JPMorgan Chase & Co.能提供全方位的產品及服務。J.P. Morgan Chase & Co.為紐約證券交易所上市公司，截至 2016/10/11，總市值為美金 2,467 億元，三大國際信評分別為 A3/A-/A+ (Moody's/S&P/Fitch)。



四、內容摘要

(一)風險管理

1.風險管理組織架構



2.全球投資管理業務風險管理(GIM Risk Management)

(1)投資風險

A.風險架構

衡量投資風險並監督對應於投資組合之 **alpha** 及波動率目標所得之績效。所有 **GIM** 基金及獨立帳戶皆受下列至少一項指標之監督：

- 壓力測試(Stress Test)
- 風險值(VaR)
- 超額報酬(Excess Return Performance)

衡量橫跨不同區域及資產種類之 **GIM** 基金之流動性風險。

- 依不同情境模擬潛在資金流動並以流動性時間區隔 (liquidity buckets)監管風險

B.獨立的風險分析

由內部技術平台提供支援，執行獨立的風險分析並對 **GIM** 投資經理及 **CEO** 說明曝險部位積極辨視及衡量與地區、國家、發行者及產業別所相關之新興風險。

C.透明度與監理

確保風險衡量及報告之透明度。

- 每周風險報告(依地區、資產類別及策略分項並涵蓋所有 GIM 基金)。

- 在風險監理會議中扮演重要角色以維持並提昇風險監理程序。

(2)作業風險

A.建立作業風險管理架構(ORMF)，包含監理、風險評估、資本衡量及報告。

B.GIM 作業風險主管參與作業風險檢視及資產管理情境風險分析。

(3)風險分析

A.提供 GIM 基金風險矩陣，包含敏感性分析、風險值及壓力分析(the worst case)。

B.以單一方法論選擇評價模型、曲線配對(curve mapping)及風險參數。

(4)交易對手風險管理

A.評估、核准及提供所有 GIM 帳戶交易對手獨立之信用風險監督及審查。

- 交易對手風險小組核准 13 種傳統型及非傳統型之資產分類交易對手曝險部位(包含股權交易、存款、結構式

債券、外匯交易等)。

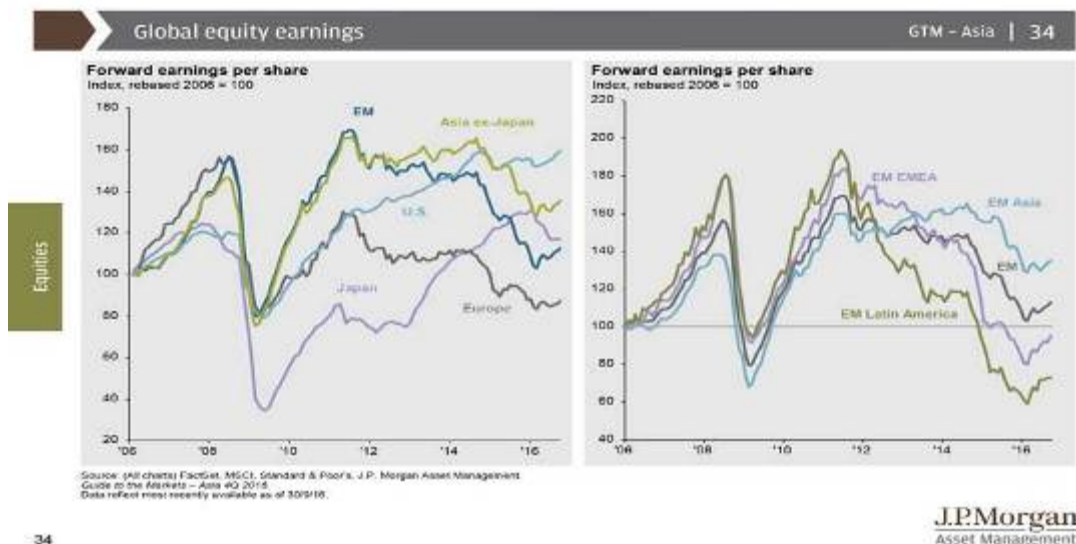
- B. 針對投資及避險目的之交易對象建立內部評等以管理交易對手風險。
- C. 負責建立交易對手風險政策及程序。
- D. 參與交易對手活動之監理及整體管理。

(二) 總體經濟分析

J.P. Morgan Asset Management 針對不同特定地區的經濟分析，以簡明易懂的方式提供給投資人，該 MARKET INSIGHT PROGRAM 自 2004 年開始，有 13 種不同語言及國家版本。

1. Equities-區域型

區域型的股票市場方面，每股盈餘及未來報酬表現，仍是以美國最優，日本>新興市場>歐洲。中國市場因政策的變動因素大，歐洲市場明年面臨德、義等多國選舉而分別存在較高風險。

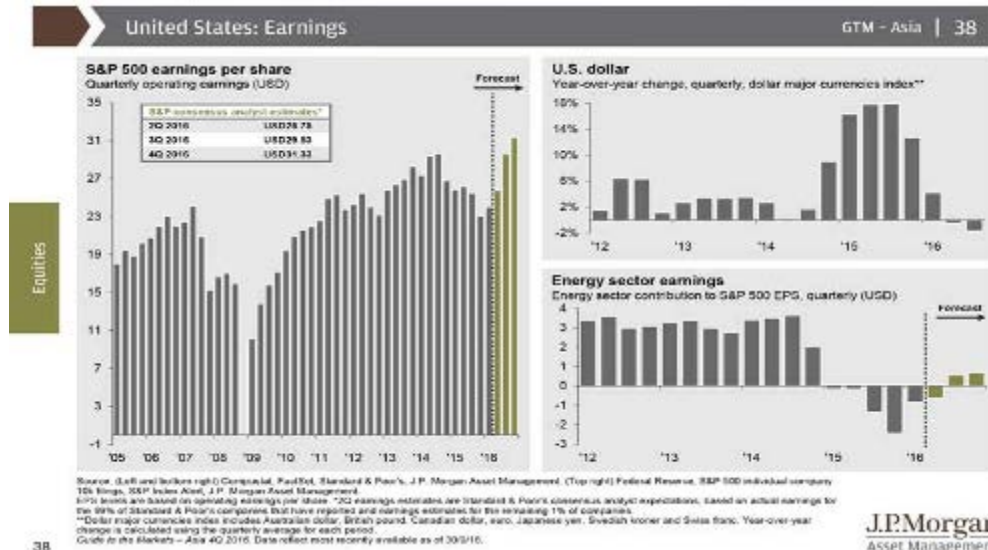


2. Equities-美股

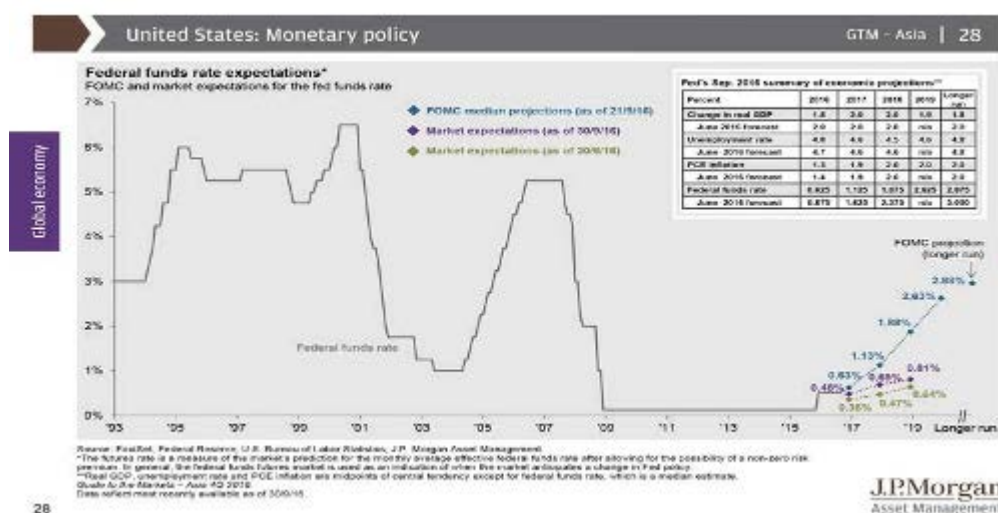
1997 年以來，美股經歷了 2000 年的網路泡沫及 2008 年的信貸危機，目前價位已創历史新高，S&P 位於重要的轉折點，就近二十年的走勢來看，前一波高點位於 2008 年金融海嘯前，S&P 當時的本益比(P/E ratio)為 16 倍，之後下跌了 57%，而現今的本益比也在 16 倍左右。S&P 的本益比經過今年第一季的拉回修正後呈現緩步上漲。整體而言，美股價值平均而言並不便宜，但低油價支撐了企業獲利，預期明年美國企業的盈餘仍能小幅成長，同時美聯儲尚未處於抑制過熱經濟的升息循環，通膨風險低，因此美股仍是值得投資的標的。

S&P 500 Price Index

Characteristic	Mar. 2000	Oct. 2007	Jun. 2016
Index level	1,527	1,565	2,099
P/E ratio(fwd)	27.2x	15.7x	16.6x
Dividend yield	1.1%	1.8%	2.3%
10yr.Treasury	6.2%	4.7%	1.5%



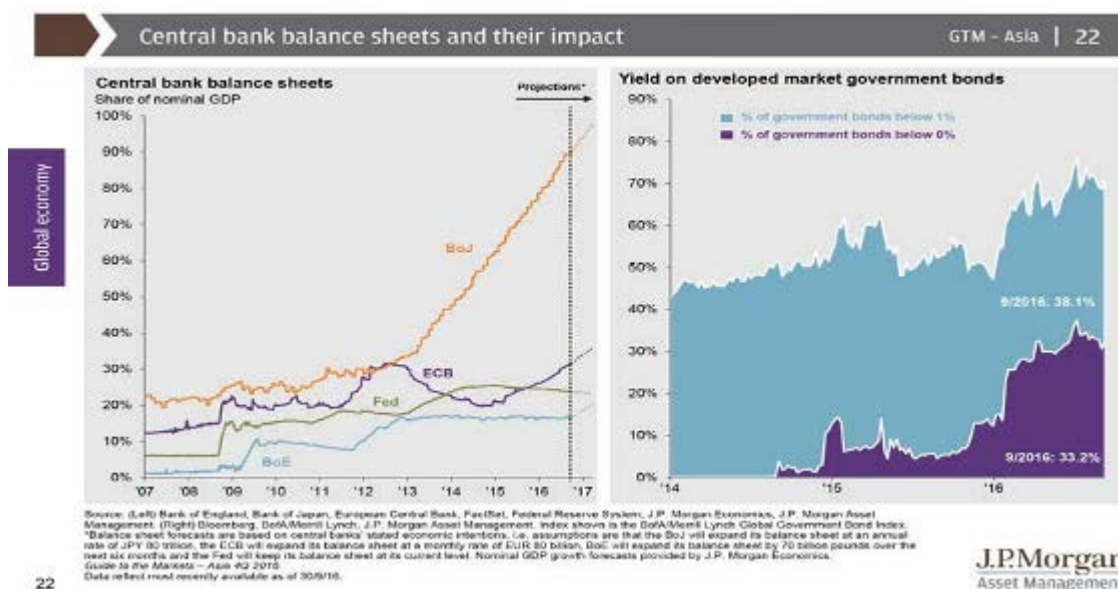
金融海嘯之後，美國目前正經歷歷史上第四長期，卻又是“最緩慢”的經濟擴張，美國股票和債券市場都處於史上價值新高水位，此為目前投資較為困難之處。然另一方面，受益於低利率、低通膨的環境而避免了成長過速的泡沫；同時美國的消費市場十分健康，家庭財富淨所得來到 2008 年後新高，家庭負債比維持低檔。而目前來看 FED 對利率的展望為漸進緩慢的升息，市場的利率預估遠低於美聯儲預期，未來幾年應不致陷入通膨的風險中。



3.Fixed income

右下圖顯示全球約有 71% 之國債利率小於 1%，約 33% 國債利率為負，處於如此低利率的環境，如何提升投資組合的報酬率為一挑戰，在穩定的固定收益減少之下，US treasury bond 收益仍是全球公債收益率中相對較高者。此外，外國私人投資持有美國國庫券高品質公司債的數量自 2014 下半年逐漸上升，相較於歐洲及

日本將維持低利率一段相當久的時間，美國債券市場對外國投資人仍具吸引力並具備一定買盤。



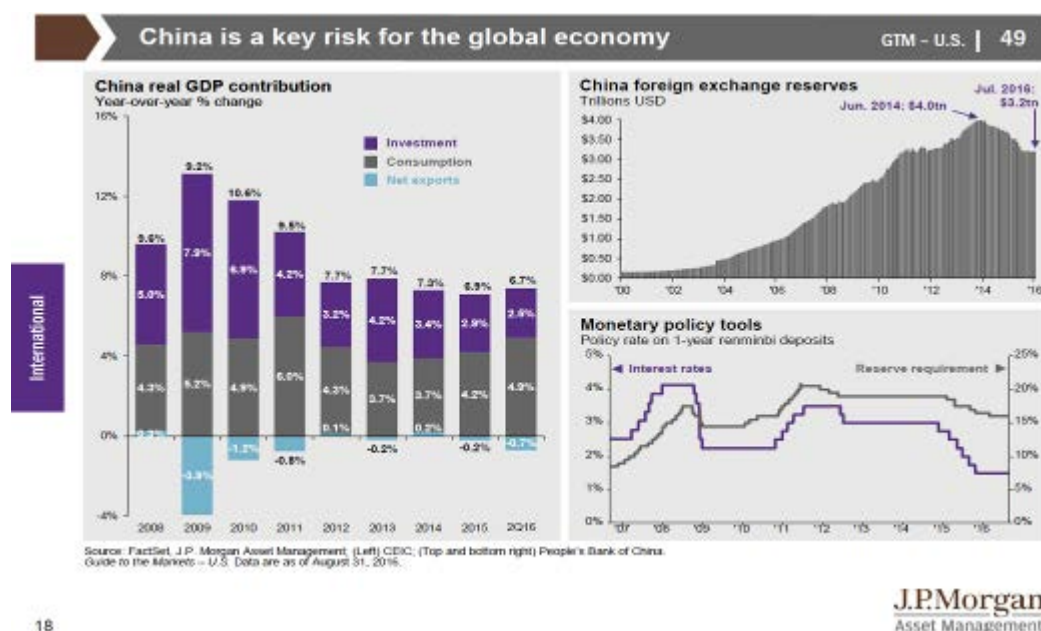
4. Other asset

風險和機會同時具備，中國領導人應會竭盡所能避免中國經濟硬著陸，經濟已經高速成長(6-7%)多年的中國，即使經濟成長放緩，也不意謂沒有投資價值，追求 GDP 成長的名目數字沒有意義，我們投資的是公司、股票、債券產生的報酬，中國強大的人口購買力，在汽車、保健、手機等消費上仍具有強大商機。風險的部份則須注意日益增長的中國地方債務問題。

5. China market

如下圖所示，伴隨著中國經濟成長趨緩，以及資金外流問題嚴重，消費市場成為支撐經濟的重要支柱，投資及淨出口所佔比重已逐年下滑。2015 年中國 GDP 成長 6.9%，消費已占其中 4.6%

。其中對商品物資的需求如鐵礦砂等，已占全球產量之 60%，居全球之冠，因此中國的消費力道強弱，勢必牽動原物料輸出國家的經濟好壞。截至 4Q15 為止，中國私部門的債務總額已達到 GDP 的 203%，遠超過其他新興市場的 88%，其中是否有更多未被發現的地下金融，以及其不良債務的比重，恐成為影響全球經濟復甦的一大變數。

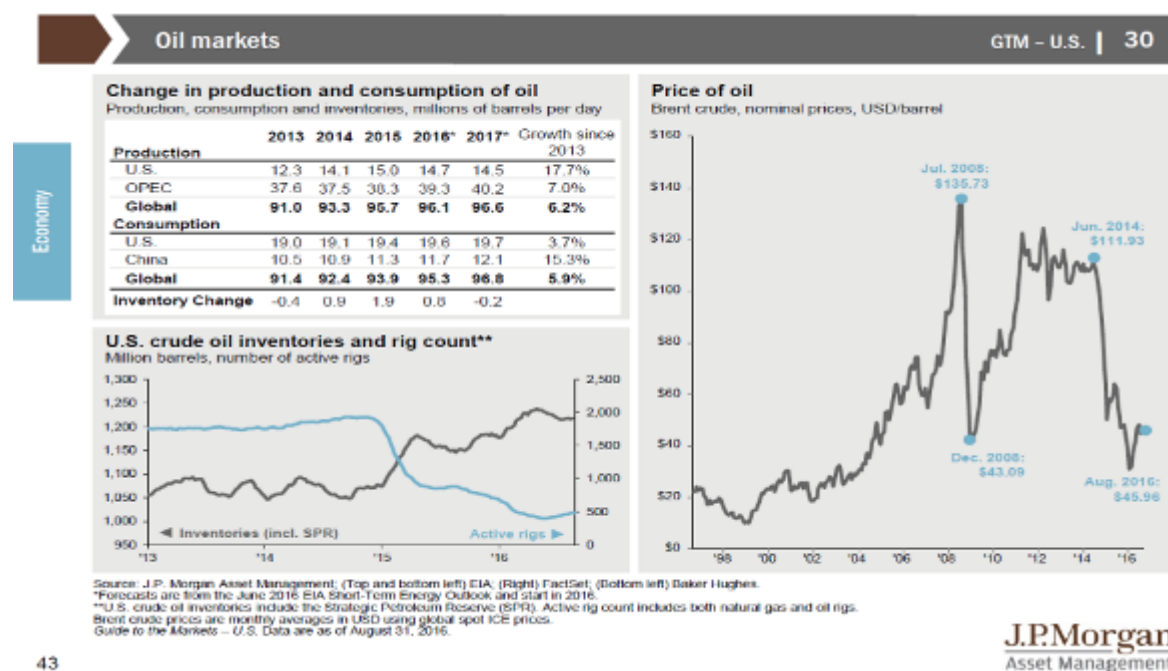


18

6.Oil market

自 2013 年以來石油的產量逐年上升，布蘭特原油價格於 2014 年 6 月達到每桶 111.93 美元的高峰。但產油國競相增產的同時，全球的經濟成長趨緩，消費力道不足，供給過剩終導致 2015 年起油價的崩跌，2016 年初更因為美國頁岩油的擴產，油價一度逼近每桶 20 美元的低點，這是導致各國 CPI 低迷的元兇之一。近來雖因為產油國協議凍產而使油價略有回升，但頁岩油因探勘較為容

易，隨時有機會重返市場，預期油價難以回升至以前的高點。



五、問題與答覆

Q：請問在現今低利率的投資環境下，您對投資組合中各類資產(股、債、商品等)的配置有何建議？

A：我們會增加美股、美國高收益債券，也許還有一小部份的黃金，對新興市場的股票及高收益債由減碼轉為中立。

Q：雖然美國就業市場持續改善，但市場似乎對於 FOMC 是否將在 12 月升息仍有疑慮，請問貴公司對美國 12 月是否升息的看法？

A：是的，本公司認為美國將於 12 月升息，理由如下：

1. 目前美國利率處於歷史低檔，且經濟已見改善，不應該繼續採取低利政策，應使利率逐步恢復正常。日後若遇到重大經濟事件如中國不良債務問題擴大，影響全球經濟復甦時，FED 才能保有彈

性貨幣政策的空間。

2. 有助於刺激儲蓄者消費。
3. 維持太久低利差，不利銀行業經營，升息有助銀行業穩定獲利，有助經濟持續增溫。

Q：因為美國大選在即，兩位候選人川普及希拉蕊民調差距似乎不大，請問貴公司若川普贏得美國大選，是否會對美國經濟復甦造成影響呢？

A：不認為會對經濟造成重大影響，原因如下：

1. 因為總統的職權有限，仍須受到國會的監督，無論是哪位候選人當選，都無法為所欲為。
2. 根據本公司的研究，川普當選和熊市並無明顯關聯性，或許短期內會使股、匯市波動增大，但不致於影響美國經濟復甦。

Q：請問貴公司的風險控管制度，有可能防治黑天鵝事件的發生嗎？

A：風險控管的模型並無法單獨預測黑天鵝事件的發生，但是可以從相關的數值變動，發現異常的存在，從而提前準備，避免未來損失的發生。

Q：請問貴公司中國房地產市場是否有可能面臨泡沫化？

A：本公司認為中國房地產情況已受到控制，反而中國企業不良債務金額增加，以及資本流出問題嚴重，有可能引發經濟的不確定性，應列入下一波觀察的重點。

六、心得結論與建議

在全球投資組合的資產配置上，股票方面，美國經濟緩慢的復甦給予美國消費市場及企業獲利持續的成長動能，因此美股仍為目前值得投資的標的，固定收益證券方面，則可投資美債，因美國經濟已見改善，預期 FED 將漸進緩慢的升息，應有助於經濟持續增溫。歐洲市場因明年多國舉行選舉可能面臨到政治不穩定的風險，中國市場則須注意其政策變動風險及地方債務問題。

陸、Training Course：Topic 2

國際黑天鵝效應影響下之跨國資產管理與風險管理

一、日期、時間與地點

105 年 9 月 28 日，09:30~11:30，金融監督管理委員會駐紐約辦事處 B1 會議中心

二、講座

陳文達博士, Delaware Investments 副總裁,投資組合經理,高級投資策略分析師

著作：資產證券化理論與實務，陳文達、李阿乙、廖咸興合著。

三、機構簡介



Delaware Investments 德拉瓦投資集團（以下簡稱 DI），係於 1929 年創立，位於美國費城，其後被麥格理集團收購，2010 年正式成為麥格理集團成員之一。截至 2016 年 6 月 30 日止，DI 管理的資產總額達 1,736 億美元，旗下擁有 133 位投資經理人、分析師及交易員，提供機構投資人與個人投資人全球化的資產管理服務和解決方案。

現行 DI 以較以往更為動態調整投資的方式，管理各種主要資產類別，以因應廣泛投資群之需要。

四、內容摘要

前言：每一個國家的金融業發展都是從銀行業、保險業再到證券業從事投資銀行；最後再發展、最重要也是最完整及長久發展的板塊～資產管理。資產管理是金融業發展到一個成熟階段的項目。

(一)黑天鵝的典故：

在 18 世紀歐洲人發現澳洲之前，由於他們所見過的天鵝都是白色的，所以在當時歐洲人眼中，天鵝只有白色的品種。直到歐洲人發現了澳洲，看到當地的黑天鵝後，人們認識天鵝的視野才打開，只需一個黑天鵝的觀察結果就能使從無數次對白天鵝的觀察中推理出的一般結論失效，引起了人們對認知的反思—以往認為對的不等於以後總是對的。「黑天鵝」隱喻那些意外事件：它們極為罕見，在通常的預期之外，在發生前，沒有任何前例可以證明，但應用在金融、經濟或全世界的影響，是一旦發生，就會產生極端的影響。

(二)黑天鵝效應的發生與影響

1. 以 2008 年的全球金融危機來做討論，來看其黑天鵝效應的影響
重點：過去 1990 年代日本經濟成長達到最巔峰，同時新興國家(尤其是中國大陸)也在經濟起飛，帶動新興國家的經濟成長，這新興國家經濟成長通常都是與已開發國家進行外銷與貿易，或是由有資產的國家來投資，做一個經濟交流也就是經濟的全球化。慢慢的這些新興國家也開始要發展自己國家的經濟，便透過全球的金融化在各個市場發債，帶動經濟或新興產業的發展。所以全球化是從 90 年代到目前仍在發展的一個過程。
2. 2008~2009 年的全球金融危機爆發後，觸動了各種失衡所導致的不良財務問題，政府和金融機構均投入緊急的拯救和後續的整頓重任。然其首要的分界點應該是美國的次級房貸風暴引發了雷曼兄弟的倒閉(Lehman bankruptcy)。雷曼兄弟倒閉的原因主要是影子銀行太多與持有高風險資產太高所致。
3. 另外失衡的現象，如：各國財務赤字、產業過度借貸、金融機構帳目等問題，表面上看起來是單純的個案，而已經處理得當；實質上相同失衡問題，有感染性地散播到其他國家或地區。2007 年美國的房產泡沫化，類似的不動產超額貸款的失控也於 2010 年在愛爾蘭及 2013 年在西班牙發生，都牽動了全球經濟和金融市場的走勢。2008 年冰島的金融危機其影響程度就比較局部化(

因其屬於歐盟但不屬於歐元區），其三家銀行違約由政府接管，三年後再重回金融市場。黑天鵝效應的原因可以是相同的，但是不見得會造成黑天鵝效應，可能會造成串連或是共振的效果。

4. 正在美國應對金融危機的措施，初見成效之際，防範政策筆墨未乾瞬間，一連串的歐債危機相繼發生，這些危機有的是串聯引發的，有些是因相似的財經失衡造成相同的財務問題，和有些國家單獨的失衡因素所引起的。許多應對措施和策略同樣的提出了，有如美國的成效的例子，也有拖延至今尚未解決的問題。以下是幾個國家財經失衡的例子。

- (1). 希臘：目前仍尚待解決的國家債務問題，起源於政府的財務收支失衡，過低的退休年齡和優厚的退休金，拖垮整體財政收支。即使在 2009 年底爆發危機之後，希臘政府財務摺節執行的欠缺力，及歐盟缺乏政治聯盟效益，是財務問題仍舊存在的主因。

- (2). 愛爾蘭：2000 年間愛爾蘭的經濟發展如日中天，房地產價格飛漲、營建業無視市場供需失衡、銀行盲目地提供資金。2010 年當整個泡沫破滅後，政府接管多家銀行，不良資產區隔組合，全面性減薪和減稅，政府與人民共渡難關。2013 年中，

愛爾蘭提前償還了拯救危機的 850 億歐元，政府財務恢復正常，公債市場亦重新啟動。

(3). 義大利：義大利財經失衡的主要原因是長久以來不利經濟成長的勞工政策，和銀行拖延不處理的不良資產。葡萄牙和西班牙分別在 2012 年和 2014 年接受財務危機的金援之後，義大利也於 2015 年提出不良資產銀行的作法，將長期的不良資產透過區隔組合，加上運用資產證券化的結構發行，即使歐洲央行亦可考慮購置信用評等較高的資產證券。雖然這種作法引起爭議，輿論批評歐洲央行偏袒義大利政府（歐央總裁德拉吉是義大利籍），這種作法是對經濟成長有利的。

5. 歐盟存在性與英國脫歐也可能是另一個黑天鵝效應，可以讓大家參考；對於這共振效應，在不同的原因、同樣一個貨幣政策之下會有相關的作用，造成黑天鵝效應，也可能是時間上相關的串連造成黑天鵝效應。

6. 中國大陸實體經濟生產毛額已接近美國水準，然而目前面對著空前絕後的多項失衡問題，如：房地產過度開發、基礎建設未能有效運用、產業產能過剩或成本偏高、國營事業低營收與國有銀行屯積不良資產等問題，加上與多個大小國家貿易往來、財務與金融的互動，中國的經濟發展對全球的比重要高於所有已開發國家

，而中國的經濟體，其資本市場仍處於開發中國家的水準，其風險評估是債務超級週期中最有影響力的。

7. 1980 年代拉丁美洲區域內的許多國家，包括墨西哥和巴西等，政府公債因財政困難而發生違約，當時美國的財政部長布雷狄（**Brady**）發行以美國公債作抵押（所謂布雷狄債券）來交換投資人持有的拉丁美洲政府公債。這是區域性失衡的問題，隨著經濟週期重複發生，但是不至造成全球經濟衰退或全球資本市場崩盤。
8. 日本從 1990 年至今的失落二十年，是另外一個侷限於日本的問題。人口老化和低迷的經濟成長是一般表面的現象，學者提出的失衡的主因，是過時的勞工政策和排斥移民理念。2013 年以來，安倍經濟學的三支箭並沒有太大作用，日本央行也隨著歐元區央行的腳步，於 2016 年初提出負利率的寬鬆貨幣政策，日本債務超級週期不影響它國的另一原因是資本進口有限，沒有造成資金恐慌抽離的現象。

(三)如何面對黑天鵝效應

1. 央行聲稱有很多工具可運用，實際上工具不多且效果有限。長期還是要回到基本面調整，任何經濟體的持續成長，仰賴三大要素：

- (1). 效率：從個人、機構、政府等面向，以有效率、減少浪費、降低成本等做起。
 - (2). 創新：新的作業、新的產品、新的政策，推動持續性成長。
 - (3). 教育：這部分較為困難，需要較長時間醞釀。IMF 研究報告也提出「中收入的陷阱」，係指一國的人均收入達一萬美元時，需透過效率、創新、教育等，方能再度有效提升。
2. 第二部分是財政刺激(如台灣的消費券、美國的減稅政策、舊車換新車等)，初期是有用的惟其效果屬短期，其也對政府財政造成影響。

五、問題與答覆

Q：2008 年引發金融危機的主要原因？

A：1.美國金融機構影子銀行太多：

當時美國銀行業對資產負債表管理不善所致，銀行業對資產報價分為三類，第一類資產為每日均有市場報價、第二類資產為偶有市場報價、第三類資產為無市場報價，由金融機構自行決定報價。雷曼兄弟當時持有第三類資產比例大幅攀升一倍，透過自行報價美化財務報表。

目前美國已規定銀行業之資產報價，需有依據、固定報價、流動性分析等，以確定是否有足夠資本架構承擔未來風險。

2. 產業過度借貸：

當時商業銀行承做房貸條件過鬆，即使是房地美、房利美等政府機構，也沒有依正常程序進行放款；除此之外，銀行業對於企業僅要求有良好的現金流量，即使獲利不佳，亦給予銀行融資；企業則利用容易取得的資金積極進行購併行為，銀行業則藉由將企業貸款以 CLO 方式包裝出售，並積極承作下一個企業融資。

Q：德國德意志銀行是否會成為下一個黑天鵝效應？

A：今年市場對於德國德意志銀行危機傳聞，主要來自於 2016 年初德意志銀行因作業面的原因，將面臨美國政府近 140 億美元的罰款；另一原因，是德意志銀行對中南美洲國家以原物料、原油出口為主的產業，放款比例過高，在風險控管上有較大的疑慮。

Q：德國總理梅克爾在難民政策的態度改變，是否隱含德國經濟、政治壓力，及英國脫歐的危機所造成？

A：德國總理梅克爾在難民政策的態度改變，主要分為三大面向的壓力：

1. 難民政策：來自於二代難民對於安置的抱怨，恐怖攻擊對社會治安造成不安。
2. 財政方面：北歐國家只願意出錢，但不願接受協助安置難民。

3. 政治方面：梅克爾明年第三季大選，在前二個月的地方選舉，包含在梅克爾出生地的選區，都沒有很好的表現，且第三大政黨保守派的崛起，都對明年大選投下變數。

Q：歐盟成員國一旦申請脫歐，是否會影響現存債務立即償付的可能？

A：是的。由於脫歐尚需二年作業程序協調，雖然成員國通過脫歐議案，惟尚需經歐盟議會通過，並討論政治、財政、貿易、邊界等相關議題，造成實際運作上的困難。

六、心得結論與建議

(一)判斷黑天鵝對經濟體的影響程度角度須更多元：

1. 2008 年冰島產生金融危機面臨破產，惟其屬於歐盟但不屬於歐元區，故對整體歐元經濟體的影響反而有限，然而以冰島單一國家而言，其三家銀行違約確實引發國家破產，因此是否造成黑天鵝效應是相對的概念，由不同角度切入則會有不同觀點。
2. 黑天鵝事件對經濟體的影響程度亦取決於事件發生後的處理模式，同樣面臨國家財政危機，愛爾蘭採取積極作為，全面減薪和減稅，最終提前償還了拯救危機的 850 億歐元，政府財務恢復正常；然而希臘政府財務節樽執行的乏力，危機在

2009 年底爆發之後至今，財務問題仍舊存在，進而對整體經濟的損害也隨之擴張。

(二)面對黑天鵝效應長期須回到基本面調整：

1. 極短期的財政政策刺激，雖是有用的但也對政府財政造成影響，進而可能引發新一波的金融危機，其領導者也會面臨國內的政治壓力。
2. 任何經濟體的持續成長，須回到基本面的調整，改善實質經濟體質須仰賴三大要素：效率、創新及教育，從個人、機構及政府一起並進，才能達成經濟復甦及成長。

柒、Training Course:Topic 3

國際黑天鵝效應下之風險管理—法規、作業系統管理與變革

一、日期、時間與地點

105 年 9 月 28 日，13:30~15:00，金融監督管理委員會駐紐約辦事處 B1 會議中心。

二、與會人士

(一)Keith Gray, Division Director, Macquarie Investment Management

(二)Michael E. Dresnin, Vice President, Associate General Counsel

Legal

(三)Michael F. Capuzzi, Senior Vice President, Investment Operations

三、機構簡介



德拉瓦投資公司(Delaware Investments)，總部位於美國賓州費城，為麥格理集團(Macquarie Group)子公司，總資產 1800 億美元。

四、內容摘要

(一) 網路安全(Cyber Security)

1. 網路安全目前面臨的挑戰

(1)政策落後：因科技發展愈來愈快速，加上新資訊技術的崛起

，如大數據、共享經濟、區塊鏈等應用，不斷衝擊網路安全原有的屏蔽技術，政策修改的速度趕不上變化。

(2)企業過度依賴：目前大多數的企業之網路安全防護多半過度依賴現有技術，缺少應變不斷推陳出新之新攻擊自我檢視、因應的能力。

(3)商務發展快速、方便：科技革新加速許多新商業模式的發展，商務行為更普遍，意謂著資訊交換更為頻繁，需要更多網路交易安全之保護。

(4)客戶也逐漸依賴科技解決方案：愈來愈多企業與客戶使用線上/網路做為主要交易平台，客戶對於科技解決方案之需求也逐漸提高。

2.網路安全漏洞案例：

(1)孟加拉銀行遭駭客盜領 8100 萬美元：2016 年初國際駭客透過 SWIFT 系統網路入侵，竊取孟加拉銀行高達 8100 萬美元資金。孟加拉銀行沒有防火牆裝置，本地安全級別低，是駭客容易滲透的原因與主要攻擊的目標對象，SWIFT 亦為此催促使用其系統的所有成員銀行施行新的安全保護措施，包括更具安全性的用戶識別系統，希望能杜絕類似事件再度發生

。

(2)Sony 員工資料遭駭：2014 年 Sony 遭駭客攻擊，員工個人資料與內部文件遭竊，Sony 緊急封鎖公司內部電腦網路，員工被迫在家上班。駭客主要透過 USB 外接裝置以及 Sony 內部防護較弱的密碼與網路協定，植入惡意程式得逞。最後 Sony 共支付約 8 百萬美元彌補相關損失。

(3)JP Morgan 網路遭駭，8,300 萬用戶資料遭竊：2014 年 JP Morgan 因電腦伺服器陳舊、網路安全保護性低、認證機制單一，使駭客能輕易攻擊，被竊取的資料包括姓名、地址、電話，甚至股票交易資料等，為美國史上最大規模資料外洩事件。

3.網路攻擊的形態：

(1)外部攻擊：特定對象、特定商業活動(如金錢交易)，或特定資料竊取用途之攻擊，具有特殊目的性。

(2)連帶攻擊：廣泛目的性之攻擊，目標為母公司或伺服器提供商，而連帶攻擊關係企業。

(3)隨機攻擊：隨機不限規模之攻擊。

(4)內部攻擊：內部員工的蓄意叛變或非蓄意的資料外洩。

4.網路攻擊的影響：

- (1)客戶資料、客戶信任度的重建
- (2)企業營運中斷
- (3)財物損失：包括直接損失或間接後續賠償、商譽修復等損失
- (4)配合監管機構調查與可能的罰鍰
- (5)商譽損失

5.美國證券交易委員會指導原則(SEC Guidance)：

(1)定期性檢查：

- 企業蒐集、儲存、使用之資訊用途
- 企業資訊與系統內、外部之網路安全性威脅與弱點評估
- 內控與流程控管
- 資訊或系統遭威脅之可能影響
- 網路安全之風險管理架構之有效性

(2)制定防護策略：用於防範、發掘以及回應網路攻擊事件

- 對機密性資料或網路資源之使用，採用使用者憑證、驗證程序、授權方式、防火牆、雙層防護、分段進入等控

制資料取得模式。

- 資料加密。
- 保護資料遺失或外洩：限制可攜式資料儲存媒介及軟體，對非授權之侵入、資料流出或其他不尋常事件採用監視系統監管。
- 資料備份與回復機制。
- 建立突發/侵害事件應變計畫。

6. 麥格理對網路安全之應變措施：

- 網路安全評估機制：對內部及對資訊供應商
- 突發/侵害事件應變計畫：由監視小組來執行
- 強化全球硬體基礎設施安全，確保資料不外洩
- 控制個人攜帶式裝置與遠端進入之安全性
- 網路安全標準從嚴
- 公司員工的平時訓練、警覺力培養、政策及程序之落實
- 網路安全測驗與演練機制
- 監視制度的建置

- 組織架構：資訊安全長與相關工作平台

(二) 美國 Dodd-Frank 法案對 OTC 市場衍生性金融商品之結算 (clearing)影響

1. 美國自 2013 年起對特定種類之衍生性金融商品強制要求結算，
包含：

(1) 利率交換契約 (Interest Rate Swap ; IRS)，如以匯率分類則
包含美金、歐元、英鎊及日圓；其種類包括 Fixed-to-Floating
Swap、Basis Swap、Forward Rate Swap 及 Overnight Index
Swap。

(2) 信用違約交換契約 (Credit Default Swap Baskets ; CDX)，則
包含 North American Untranchcd CDS 及 European Untranchcd
CDS。

2. 應進行雙邊交易之金融商品則有單一契約 CDS(Single-name
credit default swaps)；遠期外匯契約(Forward foreign currency
exchange contracts)；非標準化交換契約(Customized swaps)，例
如通膨交換契約 (Inflation Swap) 等。

3. 結算程序之進行

(1) 投資經理人需提供期貨契約等文件，委任一期貨經紀商

(Futures Commission Merchants, FCM)開立交易帳戶。

- (2)投資經理人另需與集中交易對手(central counterparties, CCPs)即結算機構簽定契約，較大型之交易所或結算機構如芝加哥商業交易所(CME)，以 IRS 及 CDX 為主；洲際交易所(ICE)，以 CDX 為主；倫敦結算所(LCH)，以 IRS 為主。
- (3)自 2014 年起投資經理人須與交換契約執行機構(swap execution facilities, SEFs)簽約，於其電子交易平台進行交易，使 Swap 相關交易得以追蹤，而其交易程序之主管機關為美國商品期貨交易委員會 (the Commodity Futures Trading Commission, CFTC)。
- (4)不論交換契約是否須經集中結算，均須向交換契約資訊儲存中心 (Swap Data Repository, 以下簡稱 SDR) 申報，並應於交易完成後「即時公開 (real-time public reporting)」相關資訊，如價格和數量等。

4. 因此所面臨之挑戰

- (1)交易流程之變更：主要在於交易開始時即分配交易，而非交易後才分配；交易人須於 SEFs 輸入分配結果。
- (2)判斷何商品須結算或無須結算。

(3)與保證金或擔保品相關之營運成本：包含重新評估保證金或可接受之擔保品，如現金等。

(4)時間與費用成本：因需與許多機構如 FCM、CCPs、SEFs 等簽訂相關契約或提供文件，另有營運之法規遵循等，皆需耗費相當之時間與費用。

5. 未來展望

(1)美國證管會正研議將無本金交割遠期外匯（non-deliverable forwards，NDFs)納入結算系統；另就單一契約 CDS、小型 CDX 亦在研議進一步之規範。

(2)近期歐洲已通過跨境交易之相關法規，期待美國有更明確之跨境交易法規。

(3)CFTC 已公布關於未集中結算之交換契約（uncleared swaps）保證金的法規，未來應有更進一步之規範。

(4)不動產抵押貸款證券(Mortgage-backed securities)之 TBAs 市場發展

自金融危機後美國政府及專家努力降低 TBAs 市場所可能引發之系統性風險，2012 年由紐約聯邦儲備銀行(Federal Reserve Bank of New York)資助的美國國債市場操作集團

(Treasury Market Practices Group, 簡稱 TMPG)建議交易對手間需簽定明確約定保證金、義務分配等條件之書面契約以控制風險，美國 the Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)於2014年公布 Master Securities Forward Transaction Agreements (MSFTAs)供市場交易者使用。美國金融業監管局(FINRA)更於今年(2016年)7月公告 Rule 4210，對 TBAs 市場交易建立保證金制度。

(三) 德拉瓦投資公司 (Delaware Investments) 作業管理系統

1. 德拉瓦投資公司金融海嘯前作業管理

德拉瓦投資公司在金融市場中屬於買方，面對與交易對手間形形色色契約，在衍生性商品管理方面，德拉瓦投資公司2007年初即已經導入一套制度化之擔保品管理系統，定期檢視擔保品之市場價格，當擔保品價值低於契約價值時即有相關警訊。由於該套擔保品管理制度，在金融海嘯時期，德拉瓦投資公司所管理之資產均屬全額擔保，也因而受傷並不重。

2. 金融海嘯後，各國法規加重對店頭市場衍生性商品之管理

相較於標準化之集中市場交易商品，過去店頭市場衍生性商品之規管均較為鬆散，然於金融海嘯後，因店頭市場衍生性

商品之不透明及其引起之系統性風險也引起各國監理機關之高度重視。Dodd-Frank 華爾街改革及消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act，以下簡稱 DFA）將店頭市場衍生性商品交易納入法規體系中，依據該法，特定信用違約交換契約（Credit Default Swaps，簡稱 CDS）及利率交換契約（Interest Rate Swaps，簡稱 IRS）均必須於合格註冊之結算機構諸如芝加哥商品交易所（CME），倫敦結算所（LCH）及洲際交易所（ICE）進行結算。

3. 德拉瓦投資公司金融海嘯後衍生性商品作業管理

因應 DFA 之規定，德拉瓦投資公司之衍生性商品操作部門也引入新的作業程序，目前德拉瓦投資公司有兩個合作的結算經紀商，德拉瓦投資公司所經手之基金均透過該結算經紀商進行結算；結算之交換契約均須符合結算機構擔保品要求及因應市場調整之保證金規範。結算經紀商將報告予德拉瓦投資公司，德拉瓦投資公司將審閱相關報告並授權保管機構執行交易確認及交割作業。

德拉瓦投資公司訂定之作業流程也將檢視及管理衍生性商品操作風險，包括

- (1) 避免簽訂衍生性商品契約人員接觸包括處理交易、結算及交割等後端作業之職能
- (2) 所有衍生性商品契約均進行以市價評估之程序
- (3) 所有結算之衍生性商品均須符合 ISDA 主協議中之契約及附加終止條件
- (4) 遵守信用附約中之擔保品公告要求及衍生性商品清算文件中之保證金公告要求
- (5) 雇用擁有衍生性商品智識的專業技術人員並維護相關之衍生性商品交易之操作系統。
- (6) 系統能識別具衍生性商品交易權限之員工並定期審視相關授權

4. 德拉瓦投資公司之擔保品管理系統 ProtoColl

ProtoColl 為自動化擔保品管理系統，除協助檢視各筆交易之擔保品是否符合規定，以減輕可能之交易對手風險，尚可透過 ProtoColl 系統與美國證券集中保管結算公司 DTCC (Depository Trust & Clearing Corporation) 直接連線，檢視相關擔保品規範及進行擔保品申報。

五、心得結論與建議

(一)網路攻擊的事件在國際上層出不窮，不僅是資訊外洩、個人資料被不當應用之風險，廣泛更可延伸至政治角力與個人人身安全等國家級危機，影響層面甚廣。尤其對金融業來說，資訊機密性及敏感性是所有產業中等級較高者，金融從業人員有義務了解資訊安全保護之重要性與如何落實資安防護，以免自己承為駭客攻擊之漏洞，而使企業必須付出慘痛代價。

(二)衍生性商品為企業經營上重要避險工具，多透過店頭市場進行交易，美國因應此次金融危機，而提出以集中結算為基礎之金融改革。反觀我國店頭衍生性金融商品市場，近年來亦蓬勃發展，期能借鏡參採美國經驗並考量我國內金融市場特性，提供市場參與者更便利的金融平台、更有效率地管理風險，促進國內金融市場健全發展。

(三)金融海嘯後，提升店頭衍生性商品市場之透明度為國際共識，期從公司治理、資本與風險管理，以及市場訂價機制等層面，有效健全衍生性金融商品運作實務。因應國際潮流，我國近年亦修正衍生性金融商品相關法令，盼能促進金融市場之穩健發展。本次研習進一步深入了解美國金融機構之內部衍生性商品管理制度，對未來衍生性商品管理之實務運用多所助益。

捌、參訪第一銀行 紐約分行

一、日期、時間與地點

2016 年 9 月 29 日，10:00~12:00，第一銀行紐約分行
(750, Third Avenue, 34 Fl., New York, NY 10017, U.S.A.)

二、與會人士

(一)王振華，紐約分行經理

(二)傅吉輅 Jerry Fu，紐約分行副理,V.P. & Chief Compliance Officer

三、機構簡介



第一銀行創立於民國十三年（西元 1899 年）十一月二十六日，當時定名為「臺灣貯蓄銀行」；民國元年與「臺灣商工銀行」合併，仍沿用「臺灣商工銀行」名稱；民國十二年又合併「嘉義」、「新高」兩銀行；民國三十六年改組更名為「臺灣工商銀行」，民國三十八年再更名為「臺灣第一商業銀行」；嗣為加強業務國際化之經營策略，民國六十五年改稱「第一商業銀行」(FIRST COMMERCIAL BANK)，民國八十七年一月二十二日由公營體制轉型為民營銀行，民國九十二年一月二日正式成立「第一金融控股股份有限公司」後改納入第一金控集團下之子公司，經營迄今已逾百

年。

營業單位國內除總行營業部外，尚有 189 家分行；另有 23 家國外分支行、2 家辦事處、1 家子行及 7 家子分行，紐約分行係於民國七十九年(西元 1990 年)三月六日開業。海外據點分布於國際大都會及金融商業中心，配合客戶經營需要，滿足台商企業的全方位金融服務。

四、內容摘要

主題：法令遵循(美國)-BSA/AML/OFAC COMPLIANCE

■ 法規簡介

銀行保密法 (BSA, Bank Secrecy Act)，也稱為貨幣和對外交
易報告法 (Currency and Foreign Transactions Reporting Act)，是美
國國會在 1970 年通過的法案，該法案要求在發生洗錢和詐騙案時
，美國金融機構必須要與美國政府合作。銀行保密法，除了能使洗
錢更難進行外，它還可以防止銀行在非法活動中成為無知中介；銀
行保密法 (BSA) 有時稱為反洗錢法 (AML, anti-money laundering
)。OFAC 是 Office of Foreign Asset Control 之縮寫，主要是美國政
府根據美國外交政策和國家安全目標管理和執行，針對目標國家包
括恐怖分子和組織及擁有武器者或販毒者等，進行經濟與貿易制裁

，目的係為阻止恐怖分子和其他非法資金流通。OFAC 訂定之規則乃針對美國企業與海外合作時，以確保不會無意中進行與恐怖組織的業務活動。

■ 法令遵循

(一)美國洗錢防制之規定是一般性之規定，其法令之精神應確實了解

及執行，有下列 3 項執行步驟，金融機構應特別注意及防範：

- 1.注意洗錢犯罪不法所得之交易
- 2.恐怖分子或黑名單之金流
- 3.客戶逃漏稅問題

(二)法遵議題：應進行風險評估並鑑定風險

AGENDA:

1. Policies and Procedures
2. Independent Testing(Internal Controls)：非國內之自行查核
3. Training：新行員 30 天內要了解 BSA/AML 之規範
4. Risk Assessment：應進行風險評估並鑑定風險
5. Customer Identification Program

(三)目前銀行應遵循之法規，有以下幾項:

- 1.聯邦法之規定
- 2.當地銀行遵行之規定(補第 1 項聯邦法未規定部分)

- 3.洗錢防制相關規定
- 4.IT 部分(Security、資訊設備等規定)
- 5.目前 IT 有新要求，像 Cyber 通訊等資安之要求(網路安全)
- 6.洗錢交易建構系統、黑名單、規格（有 21 大項）之規定
- 7.目前有一資安之要求草稿，約有 200 多項之規定，預計明(2017)年 1 月會實施

(四)一般銀行如被政府裁罰會衍生下列風險：

- 1.銀行營運會影響
- 2.SHARE HOLDER 會提告
- 3.州銀行局之檢查
- 4.需請顧問協助後續事宜處理，所需費用高

(五)在美國因為罰款是無法自行控制的，故屬高風險低獲利之業務，銀行會特別注意。

(六)洗錢步驟

- 1.將黑錢放入金融機構體系
- 2.讓交易無法被追蹤
- 3.讓黑錢回到自己帳上

五、問題與答覆

Q:執行法令遵循的工作，員工訓練相當重要，請問貴公司如何落實？

A:除了定期的例行性訓練之外，也會不定期針對最新當地主管機關法令及裁罰案件進行宣達與案例分享，使同仁的法遵觀念能夠與時俱進。而訓練的課程則採取外購的方式，測驗亦由顧問公司嚴格落實，若未能合格則進行補測，敦促同仁對於訓練課程能夠兢兢業業，維持訓練品質。外購一方面能讓法遵業務保持超然獨立，另外則藉能由專業顧問公司的資源，瞭解國際金融機構對於法令遵循的寶貴經驗。而新進同仁則必須在到職一個月內完成法令遵循訓練。

Q:落實洗錢防制相關法規遵循，認識客戶是一項重要的工作，請問貴公司執行的經驗，過程中會採取問卷的方式嗎？

A:目前主管機關的要求，並不僅止於”認識你的客戶”(KYC)，而是要認識你的客戶的客戶(KYCC)，終極目標就是要知道誰是最終受益人。一般而言，會把各項業務依洗錢的可能性區分風險等級，再依據風險等級去設定徵信的程度，所以聯行的客戶也是我們的客戶。以聯貸業務擔任參貸行為例，並不是一切都以主辦行的資料為依歸，我們也要設法了解主辦行的客戶，甚至是該客戶的客戶，當然這樣的資料並不容易拿到，問卷會是其中一個選項。而如果聯貸的客戶是上市公司，由於有公開的資訊並且有政府較多的監管，資料會比較容易取得，風

險相對較低。

**Q:執行洗錢防制相關法規遵循的工作，看起來法規相當繁複。請問主管
監理機關會有標準化作業流程，俾供金融機構參考遵循嗎？**

A:美國當地監理機關的態度是敘述(describe)，而不是開藥方(prescribe)，亦即僅告訴你該遵守的方向，但不會規定你如何做到。所以標準存乎一心，並沒有標準化作業流程，金融機構只能盡力為之。在法令遵循的領域，沒有最好，只有更好。

Q: Fund Transfer 在 BSA/AML 法令遵循屬高風險業務，請分享在 Fund Transfer 業務的相關經驗。

A:在臺灣或其他國家合法的業務處理方式，在美國若違反美國法規即屬違法，所以會增加法令遵循判斷的困難度。Fund Transfer 雖然是高風險業務，但是利潤相當微薄。OFAC 的黑名單是從事業務時的主要判斷依據，金額的大小，以及是否有正當的商業理由，都是考量的因素。舉例而言:一家公司匯給個人 120 萬美金，如果背後沒有正當的商業理由，看起來就是一件可疑的交易，銀行必須自動申報 SARs(Suspicious Activity Reportings)。“可疑”並不是“有罪”，但是金融機構的責任就是“凡疑必報”，讓主管機關作最後的判斷，過程中也要切記不得暗示或教導客戶規避申報 SARs。本行的資訊系統其實可以

非常迅速地完成客戶匯款的需求，但是我們選擇在系統中途暫時攔截停頓，只為了針對 BSA/AML 法令做各項的確認，有任何疑義則通報給 OFAC 決定。而黑名單的適時更新與維護當然相當重要，這部分也會增加銀行的經營成本。近年來由於最終受益人的判斷漸趨困難，主管機關裁罰頻率增加，罰款金額也屢創新高，已有金融機構逐漸減少或停辦該項業務。

Q:客戶若不提供最終受益人，貴公司的處理方式為何？

A:最終受益人的判斷是 BSA/AML 法令遵循的重要依據，在金融及貿易往來深度國際化的今日，客戶為了交易的便捷與效率，也會嘗試以各種方式規避 BSA/AML 的規定。例如伊朗的船商或貨櫃，可能透過層層的安排，以不同的名稱註冊成香港或新加坡的船商或貨櫃，這便會造成銀行申報上的困難。所幸本行已外購名單完整的系統，可以有效克服這項盲點。對於礙難提供最終受益人的客戶，本行只能婉拒其開戶。

Q:美國囿於政治考量，會不會比較不敢開罰中國的金融機構？

A:對於違規的金融機構，美國監管單位照罰不誤。

Q:國內兆豐銀行近期遭受鉅額裁罰，貴公司看法如何？

A:對於同為在海外奮鬥的金融同業，我們不願有太多評論，因為在主管機關日趨嚴格的金檢要求下，誰也沒把握會不會是下被一個裁罰的對象(日本大型金融機構還針對此為當地經理人投保責任保險)。本國銀行資源相對有限，只能不斷提升自身對於當地法規的瞭解，隨時與當地同業分享交流法令遵循與應對查核的經驗。並以前瞻的眼光去設想監理單位到底想要什麼，才能符合當地主管機關的要求。

六、心得結論與建議

所謂「洗錢(money laundering)」主要係指不法份子為隱瞞其犯罪所得及非法收益，而企圖透過金融機構等仲介者的運作藉以逃避各國司法機關追查的過程。近年隨著網路科技的發達，跨國犯罪行為日益增加，洗錢手法更是推陳出新，對於國際洗錢防制特別重視的美國金融監理單位因此在相關法規訂定上越趨嚴格，與金流息息相關的銀行業則被視為洗錢防制重要的一環，在這樣的背景之下，在美國開業的銀行都必須面臨美國政府極為嚴苛的法遵要求，也因此，對於台資銀行而言，在美國設立分行，除了要承擔銀行本業經營的風險，另一方面更要承受因未能遵守美國相關法規而可能遭受處分或鉅額罰款的風險，近期所發生的兆豐事件即是一個案例。

如前述，由於美國洗錢防制法規的嚴謹與繁雜，致使銀行業必須承擔高額的法遵成本，然而相較於國際大型銀行，台資銀行相對

缺乏資源，為了規避相關的風險，僅能以限縮業務來因應，因此以第一銀行紐約分行為例，該行便以聯貸業務為主力，往來客戶也僅限公司戶。然而不可忽視的是，目前日趨嚴格的反洗錢規範及執法已是大勢所趨，台資銀行若要在美國長久發展，總行勢必要對於法遵領域更加重視並投入更多資源，如系統設置、人員訓練、專業顧問聘請及投保相關保險等，藉由完善及足夠的支援來降低法遵風險，或將更有利於海外分行的業務推展。

玖、參訪 Pine Bridge Investments

一、日期、時間與地點

105 年 09 月 30 日，10:30~12:00，Pine Bridge Investments, 紐約。

二、與會人士

(一)Cissie Citardi, Managing Director, General Counsel

(二)Julian Sluyters, Managing Director, Chief Operating Officer

(三)Ethan Stambler, Managing Director, Product Strategy

(四)Yvonne Chiang, Vice President, Product Strategy

(五)Steven Lin, Managing Director, Portfolio Manager and head of
Risk Management, Global Multi-Asset

三、機構簡介



柏瑞投資(PineBridge Investment)成立於 1989 年，原名為友邦投資，2010 年 3 月由盈科拓展集團(Pacific Century Group)自美國國際集團(AIG)收購並更名為柏瑞投資，資產總規模為 845 億美元，由分散全球的在地化團隊所組成，有著深厚的投資經驗於新興市場及成熟市場，帶給投資人從基本觀點與分析洞察所結合的優勢，成為一獨立經營的全球資產管理公司。

柏瑞投資實際投資經驗可追溯到 1960 年代。1960 年代，柏瑞

投資便提供私募股權資本及投資建議予亞洲家族企業。1988 年成立多元經理人對沖策略基金，並於 1989 年設立第一支於都柏林當地註冊之共同基金。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。

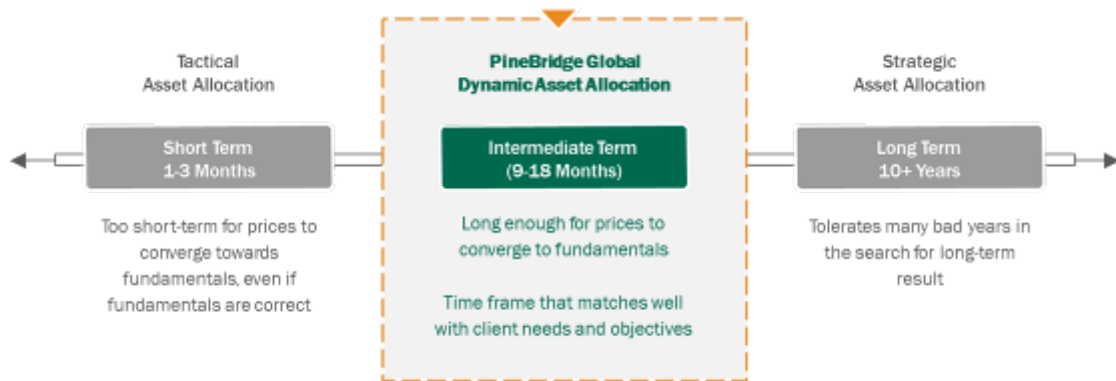
柏瑞投資是一個全球型集團，總部座落於美國紐約，目前擁有約 200 多位於核心地區的投資專才，並有世界第一的奧援團隊。投資專才包括投資組合經理、交易員及研究分析師，該公司重視績效導向文化、紀律投資流程及詳盡的盡職審查並靈活地創新投資方案，滿足不同客戶的需求。經營團隊秉持以客戶需求為優先的核心理念，並運用遍佈全球數十個國家與區域在地優勢提供投資服務。

四、內容摘要

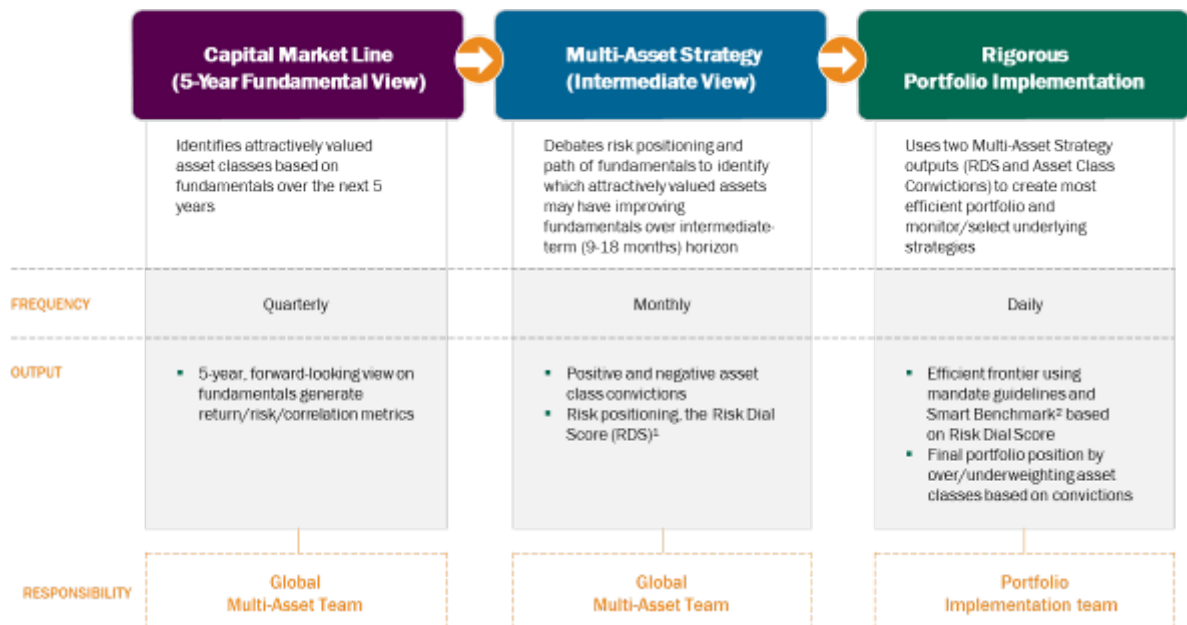
(一)全球動態資產配置概述暨投資過程：

1. 全球動態資產配置係藉由基本面及中期投資觀點，結合結構性改變，創造多元資產投資方案的需求，有效的降低風險提高報酬。並以追求優於核心消費者物價指數(Core CPI)加計 5%，或優於 60% 摩根世界指數(MSCI ACWI)及 40% 花旗集團全球公債指數(Citygroup world government bond index)組合作為績效指標。

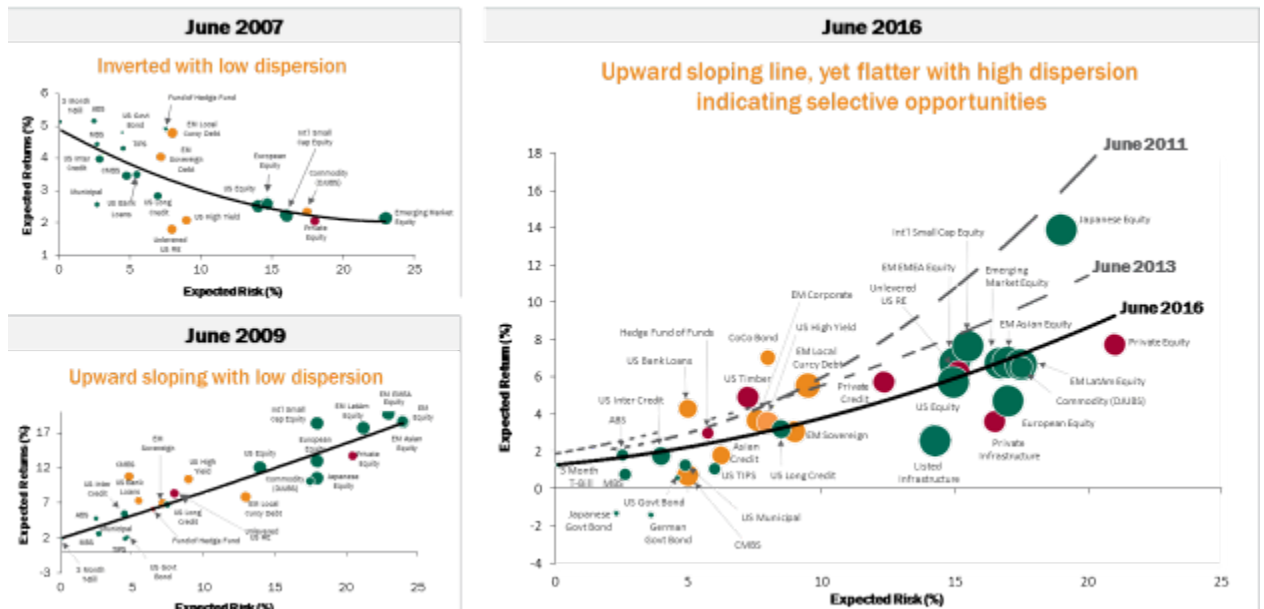
2. 傳統的資產配置的模式主要從短期技術面導向的戰略性資產配置(Tactical Asset Allocation)，至長期基本面導向的策略性資產配置(Strategic Asset Allocation)，惟全球金融危機後這些傳統模式成了問題，也因此增加中期投資觀點（PineBridge Global Dynamic Asset Allocation）的需求。因此，柏瑞投資採用 9~18 個月動態性資產配置，該公司認為這樣的期間長度足以讓價格涵蓋基本面，期間內透過持續性的監督，以符合客戶需求及目標。其與傳統模式差異如下圖所示：



3. 柏瑞投資的投資過程主要分為三個階段：



(1) 建立資本市場線(Capital Market Line)：資本市場線係由柏瑞投資全球多元資產團隊(Global Multi-Asset Team)所建立與維護，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。如下圖所示，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。

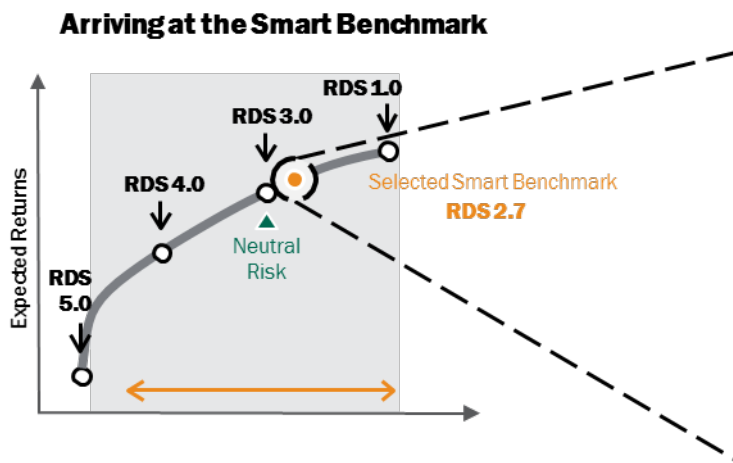


(2) 每月召開資產團隊會議、投資決策會議及多元資產策略會議：

資產類別會議由團隊依據最新經濟數據提出近期觀點，再召開

投資決議會議，由 Michael J,Kelly 擔任會議主席，透過不同觀點的差異性進行討論；多元資產策略會議再參考上述決議及資本市場線資訊建立風險評分(RDS)，最後建立期間為 9~18 個月之多元資產策略。

- (3) 完成全球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)，以反映多元資產策略中的風險定位(詳下圖)。再依資產類別觀點增加或減少投資組合持股，最後投資團隊依經驗於風險、成本及時間基礎上決定最理想的全球動態資產配置投資組合。



4. 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。

(二) 風險管理

1. 在風險管理課題裡，一般投資人較注重下行風險(downside risk)，這與風險管理人員所關心的課題不同，柏瑞投資除重視下行風險外，更聚焦在基本面的觀察判斷。
2. 柏瑞投資使用的風險監控工具有兩種，第一為資本市場線(Capital Market Line)，資本市場線是用來衡量效率投資組合預期報酬率和總風險（標準差）間的關係，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預期報酬與風險，以作為資產配置，為多元資產商品管理的重要工具，而預期觀點 (forward-looking view)係根據市場因子的未來數據模擬資產組合的未來損益，著重於未來即將發生事件的影響，相對於歷史觀點(backward-looking view)，公司更為重視預期觀點。第二風險監控工具為 Sungard APT 風險模型，Sungard 是一間提供軟體與技術服務的企業，Sungard APT 風險模型採用套利定價理論，其分析方法有助於進行風險的評估和預測，投資組合的構建和優化，而歷史觀點能根據市場因子的歷史數據模擬資產組合的未來損益，著重於已發生及少數即將發生事件的影響。Sungard 報表裡投資組合波動度則反應投資團隊對資產風險的看法。
3. 柏瑞投資風險管理單位 Portfolio Managers、Global Risk

Committee 及 Compliance Department 分屬三個不同層級的管理部門，在投資組合資產遇到下行風險時提供控管。

(三)脫歐案例研究與日本股票預測

1. 2016 年 5 月，市調機構普遍預測脫歐機率甚低，但到公投前一天，留歐與脫歐之市調比例結果開始呈現集中收斂，使公投結果呈現了高度不可預測性。故柏瑞投資團隊於 2016 年 6 月 22 日針對其中期投資之風險評分(RDS)由 2.2 分調整為 3.0 分(最高 5 分代表熊市；最低 1 分代表牛市)，且基於留歐及脫歐間存在著不對稱的風險報酬，柏瑞投資團隊最終決議縮減 6%的歐股部位、並增長 1/3 的日圓部位，同時鑒於市場預估美國年底 12 月升息的機率高，故採持續看漲美元、對沖歐元作法，以維持其風險中立之定位。
2. 柏瑞投資預期日股未來五年之預期報酬率可達 13.86%，因日圓匯率持續維持在弱勢整理格局，企業獲利成長可望持續攀升；此外，緊俏的就業市場推升薪資成長，預估可進一步刺激民間消費，使日股後勢發展值得期待。

五、問題與答覆

Q：根據貴公司 2007 年的預測已知資本市場的回報將為負斜率，當時你們是如何調整投資組合？

A：由於預知未來(2008 年)的市況將不會太好，柏瑞投資當時已將大部分的資產轉移成防禦型的資產，也就是所謂政府公債。根據分析長期的數據，政府公債與證券市場的表現是呈現負相關，當證券市場表現較弱時，政府公債的收益仍維持一定的水準。

Q：基於多個國家央行的負利率政策，全球有超過 10 兆美元的政府債券殖利率在 0% 以下，請問在此情況下，貴公司提高管理資產收益的策略是什麼？

A：目前低利率環境對每個人來說確實是一個挑戰，而且它已經對資產收益產生衝擊，我們看好新興市場如亞洲及其他區域，也發現了一些機會，希望透過多元資產投資策略提升產品的收益。

Q：基於貴公司對於日股的樂觀預期，請問貴公司對於日圓的預期走勢看法為何？

A：日本央行在今年 9 月公佈利率政策會議中，宣布維持負利率在 -0.1%、購債規模則維持每年 80 兆日圓不變，但將調整貨幣政策框架，改以控制殖利率曲線來做為政策基準質化寬鬆政策。為達成這種殖利率曲線控制，日本央行將持續購買 10 年期公債，將日本 10 年期公債殖利率維持在 0% 水準。故在現階段財政政策與貨幣政策兩者並行之情況下，加上美國總統大選前應當不會有出乎預期的政策出

現(如 Helicopter)，故預期日圓將維持弱勢之整理格局。

六、心得結論與建議

- (一)柏瑞投資之全球動態資產配置係藉由基本面及 9~18 個月中期投資觀點，透過每季建立資本市場線、每月召開資產策略相關會議，完成全球動態資產配置投資組合，並持續性的風險控制達到投資組合之最適風險及報酬目標。
- (二)柏瑞投資風險控制的方法係採用資本市場線及 Sungard APT 風險模型。
- (三)鑒於市場預估美國年底 12 月升息的機率高，持續看漲美元，對沖歐元，預期日圓將維持弱勢之整理格局，企業獲利成長可望持續攀升，且緊俏的就業市場推升薪資成長，預估可進一步刺激民間消費，預期日股未來五年之預期報酬率可達 13.86%。
- (四)資產配置之資本市場線、效率前緣仍是著重於歷史所建構的模型，本身是一個注重防禦性的投資方法，分散投入全球市場，以確保在各種不同場景下，搭配未來觀點及持續性風險控制，取得不錯的投資績效。

拾、參訪 Alliance Bernstein Holding

一、日期、時間與地點

105 年 9 月 30 日，13:30~16:30，Alliance Bernstein Holding,紐約。

二、與會人士

(一) Lee Shapcott, Head of Marketing, Global Client Group

(二) Jeff Eng, Managing Director, Custom Defined Contribution Solutions

(三) Daniel Loewy, Chief Investment Officer & Co-Head of Multi-Asset Solutions

(四) Peter Eliot, SVP & Co-Head Infrastructure-Multi-Asset Solutions

(五) Claris Chen, AO, Associate Portfolio Manager

三、機構簡介



聯博集團 AllianceBernstein 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 4,900 億美元，在全球 22 個國家設有 47 個據點，共有 3,450 名員工、205 名分析師、144 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 並在台灣設有據點，聯博投信為聯博資產管理

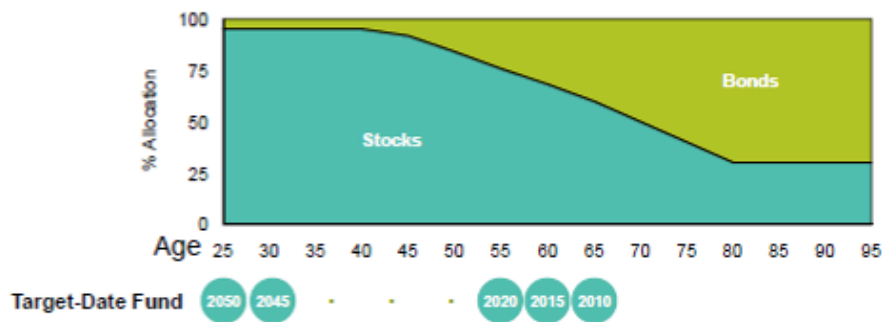
(AB)在台子公司。2012 年 12 月，聯博合併在台灣投顧與投信事業，以聯博投信繼續拓展台灣事業版圖。目前員工約 100 名，資產管理規模達 200 億美元，且在 2012、2013、2014 及 2016 年連續四年獲 Asia Asset Management 雜誌評為台灣最佳境外基金公司獎。其聯博美國成長基金 2016 年榮獲第 19 屆台灣傑出基金金鑽獎-海外基金組 美國股票型基金三年期獎。

四、內容摘要

(一)Innovations in Target Date Fund Design:

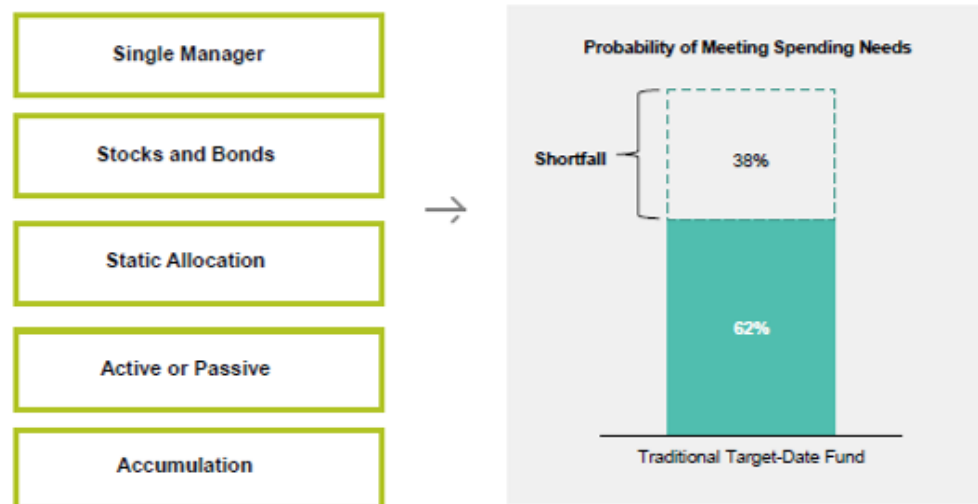
1. 目前全球確定提撥制(Defined Contribution Plan; DC)基金規模約 490 億美金，TDF 資產規模約 360 億美金，AllianceBernstein 於 2005 年開始投入美國、英國之退休金規劃、客製化 TDF 等領域。
2. 目標日期基金 (Target Date Fund) 被設計來做為達成退休資產規劃的一種工具，於基金投資期間內動態調整其資產配置，投資初期將資金放置在風險高的股票市場，以換取相對應的高報酬，隨著時間越接近退休，投資內容將更趨向保守，以較高比重的固定收益類商品取代以提供穩定的現金流，對投資人來說，是一種較容易完成退休規劃的金融工具。

Target-Date Funds Simplify Participant Investment Decisions

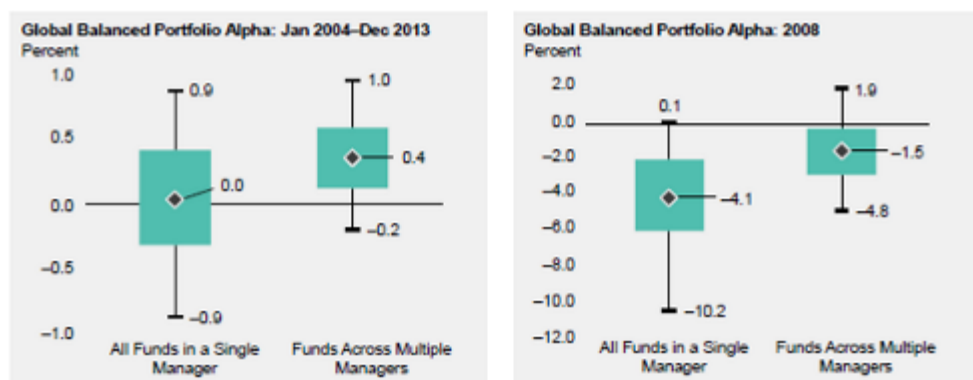


3. AllianceBernstein 指出，造成 TDF 基金績效無法在期間內達成目標的因素包含：基金僅採用單一經理人(Single Manager)、資產類別僅包含股債(Stocks and Bonds)、配置方式不夠動態(Static Allocation)...等因素，並以實證資料指出多位經理人共同管理投資組合之績效較單一經理人管理更好。

Current Target-Date Fund Designs May Fall Short



Multi-Manager Portfolios Can Improve Risk-Adjusted Returns



4. AllianceBernstein 標榜其設計的 TDF 更具前瞻性，強調資產組合的多樣性(除了股債以外也投資其他類型資產，例如原物料、房地產...等)、由多位經理人共同管理、投資風格可同時包含積極與保守...等，因此更能有效地達成長期資金需求的目標，同時與多家保險公司合作，針對更長壽的投資人給予收入的保障。

(二) Customized Multi-Asset Solutions

1. AllianceBernstein 在多重資產上具市場經驗及洞察市場的能力

- (1) 在全球具有 205 位產業分析師、144 位部位管理經理人；在多重資產管理團隊有 28 位投資專案高手、累積超過 22 年業界經驗及在 AB 工作 14 年以上的資歷。
- (2) 全球管理的資產 1190 億美金。其中 Target Date 有 410 億美金、Outcome Oriented 270 億美金、Index & Factor 510 億美金。

2. AllianceBernstein 多重資產解決方案

藉由宏觀的視野來橫跨市場，風險和 α ，以尋求更好的投資成果，運用開放的投資方法及策略、整合投資組合並輔以動態管理：



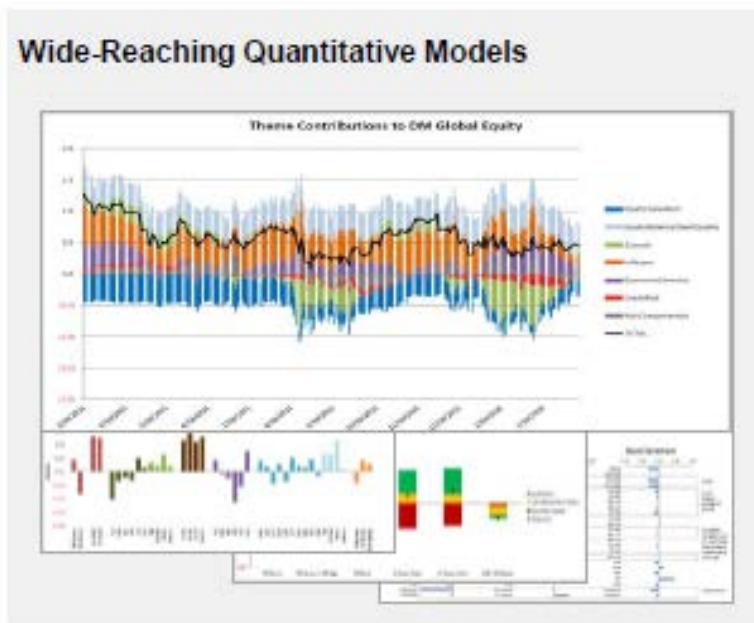
AllianceBernstein 的優越條件是經驗+研究+團隊的合作。

3. AllianceBernstein 具有多元的產品線，依據不同的客戶需求，例如退休規劃、鎖定目標報酬...等不同需求區分為三大產品線，並運用不同的投資策略及方法達到客戶目標：

	Target Date	Outcome Oriented	Index & Factor
Client Need	Retirement Solutions	Targeted Outcomes	Low Cost Systematic Returns
Current Products	Multi-Manager TDFs Custom TDFs Retirement Income Solutions	Risk Managed (DAA) Income / EMMA Alternative Return Real Return Total Return*	Index Factor
Differentiated Characteristics	Innovative design / custom leader	Integrated multi-asset research platform	Streamlined delivery of transparent custom solutions

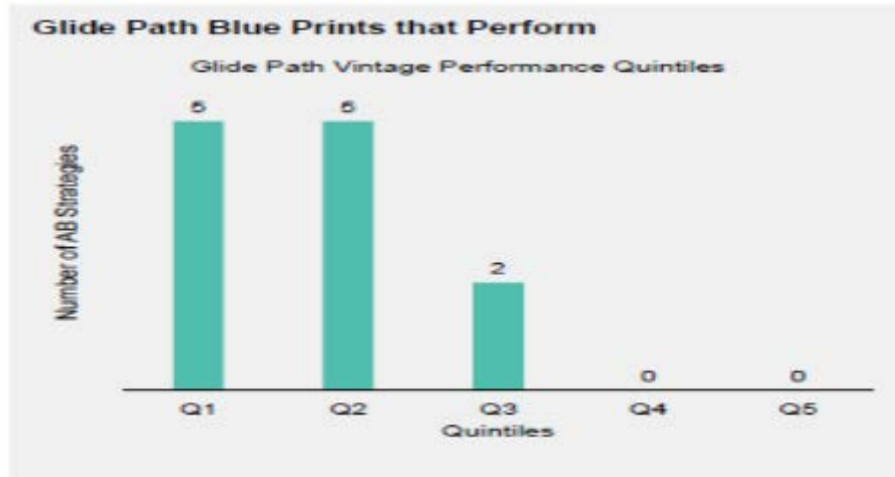
4. AllianceBernstein 的多重資產管理平台

透過出版品及數量模型、還有多位的資深人員(稱之為 ADAPT--AB Dynamic Allocation Portfolio Team)及各種平台工具，讓客戶的資產可以做有效的管理及溝通。

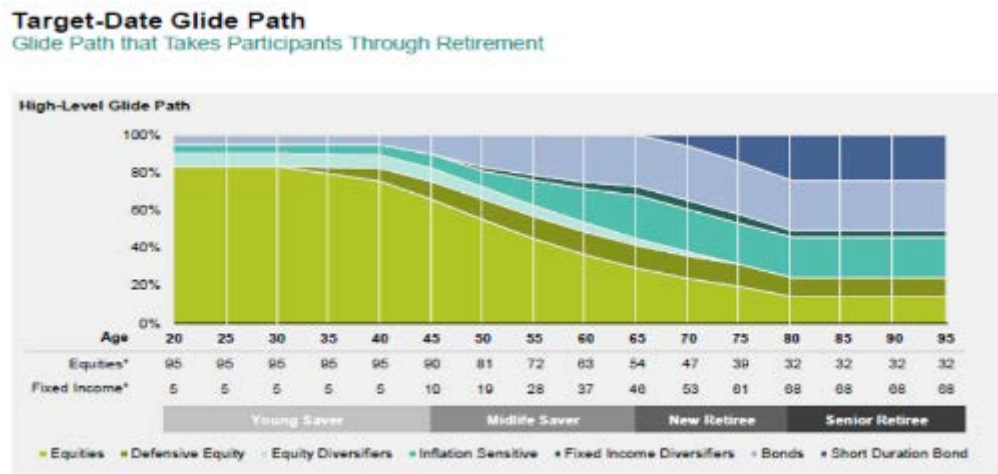


5. 關於 Target Date Fund(TDF)

Alliance Bernstein 在 TDF 領域是創新的全球領導者，透過(1) 客製化的服務：市場第一的客製化 Target Date FUND，超過 350 億的資產管理規模(2)包裹式的解決方案：由經理人以多重的開放架構及獨立的基金選擇，為客戶創造績效



Target Date FUND 以達成退休資產規劃為目標，所以藉由不同年齡及期限，配置不同的資產及策略，來達到目標報酬：



6. 以多樣化資產配置來降低風險並且提供報酬

如同下圖，藉由股債的搭配，高度成長波動大的股票，配置低相關性的債券，而債券的配置也以不同的年期來穩定收益。

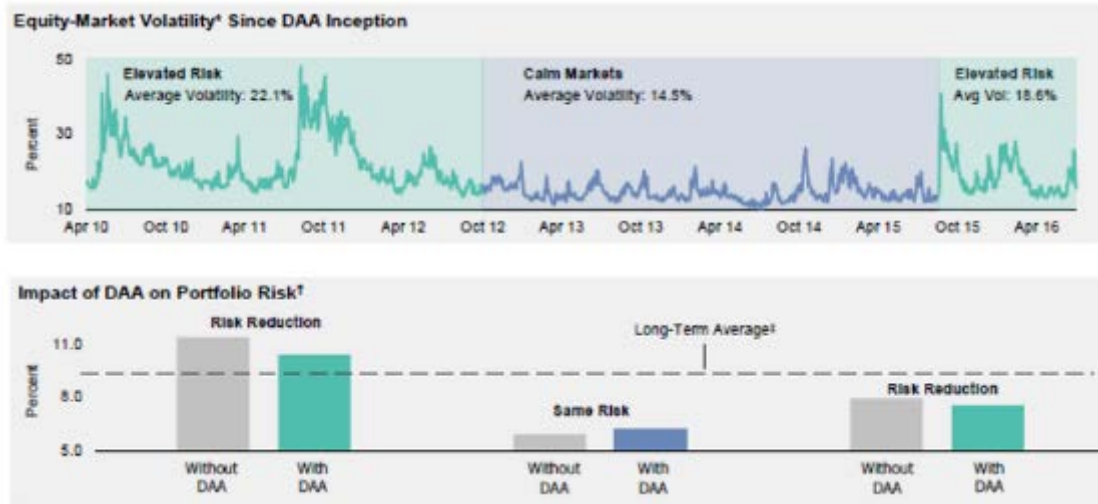
Equities	Diversifiers	Fixed Income
<i>Higher Growth Potential</i>	<i>Low Correlation to Equity and Fixed Income Markets</i>	<i>Stability and Income</i>
Equities + US and non-US exposure + Large Cap + Small- and Mid-cap Defensive Equities + Seek more consistent growth and helps reduce market risk	Equity Diversifiers + Long/short equity + Risk parity Fixed Income Diversifiers + Unconstrained bond + Market neutral Inflation Sensitive + Real Estate + Commodities + Real Bond	Fixed Income + Core + High Income Short Duration Bond + Seeks to reduce the exposure to interest rate risk

7. 風險管理

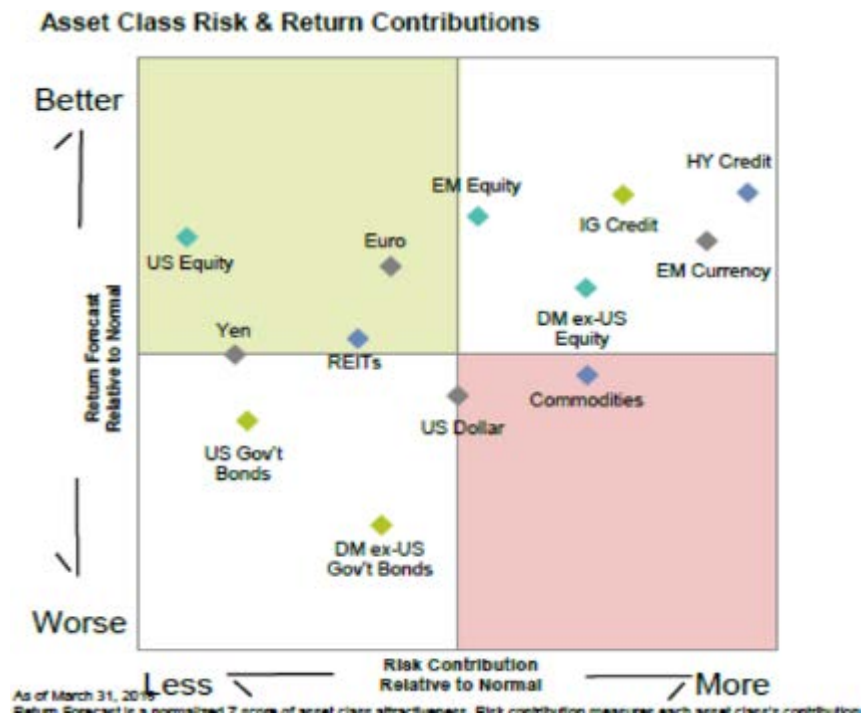
自 2007 年 Alliance Bernstein 就領先業界開始研究相關議題；2010 就有相關產品；2016 已有 720 億的資產管理規模。此外，橫跨全球的客戶服務，讓 Alliance Bernstein 有靈活的方法、及客製化的管理：



8. 遭遇風險時的風險控管



9. 現階段的市場透視

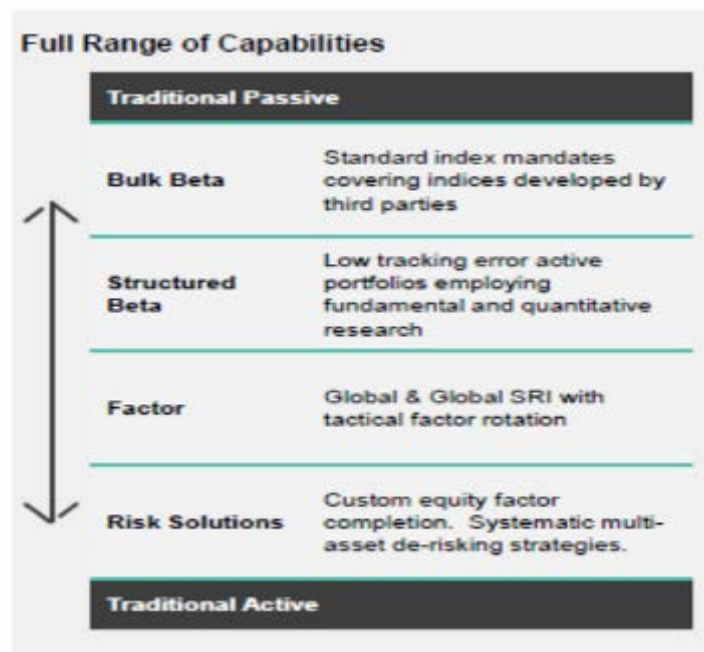


- (1) 預測風險事件的發生接近平均值，但或許有偶發事件。
- (2) 較低經濟成長、讓央行政策增加一些不確定性。
- (3) 在股票波動不大的情況下，高收益債券仍然是低成長環境中的較具吸引力替代品。

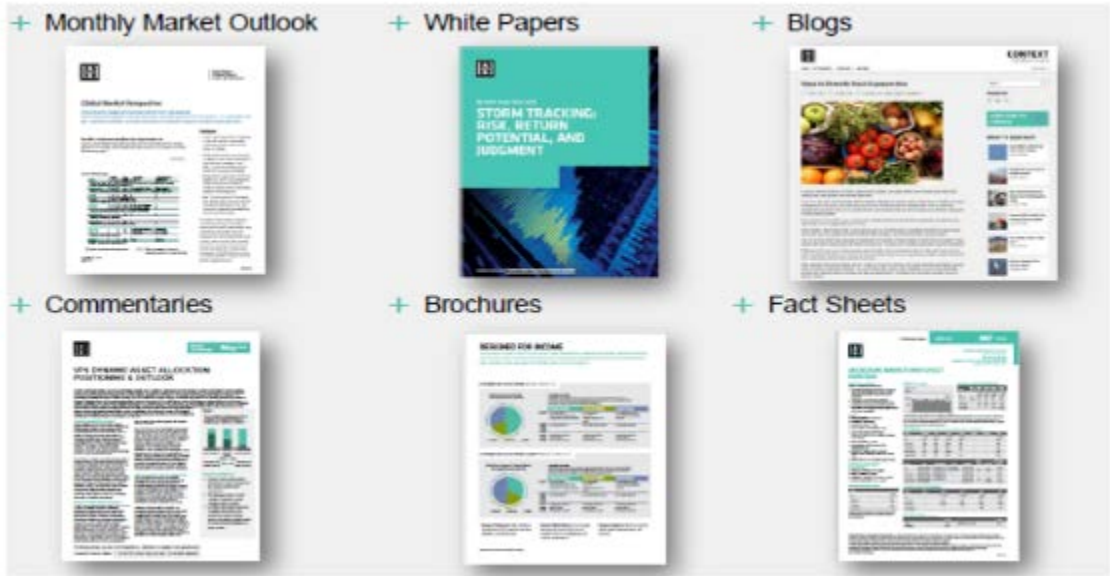
(4)新興市場的投資前景正在改善，有著吸引人的成長值和更好的收益。

10. 指數相關產品

AllianceBernstein 有 510 億的資產管理規模，並有不同的策略，搭配客製化的策略及風險管控，具備全方位的能力

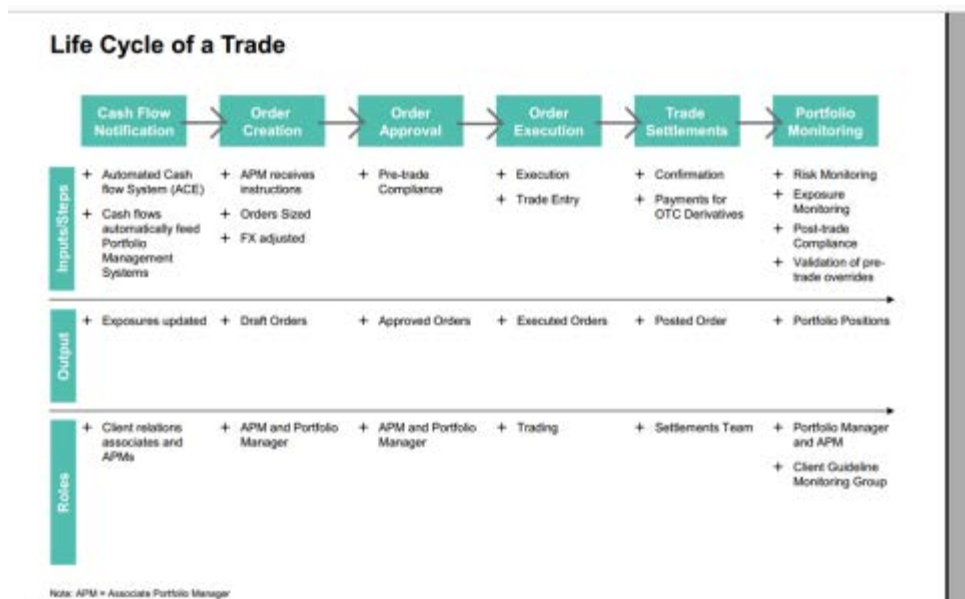


11. Alliance Bernstein 藉由不同的媒體出版或網路等工具，讓客戶了解投資觀點及投資動態，創造無障礙的溝通平台



(三) From Idea to Execution: Implementing Investment Decisions

對於管理著龐大資產的 AllianceBernstein 來說，每一筆交易從開始到最終執行都是經過了一系列謹慎的流程，投資組合必須事先檢核是否符合客戶或該檔基金的規範，委託單成交後的交割清算以及事後的風險控管都是重要的環節，現場並展示了公司內部使用的交易平台畫面。



Global Optimizer: Appraisal & Pre-trade Compliance

- Allows the APM to see differences in exposure vs. target

Description	Value	Percent
Pending Sales	-2,359,829.25	-4.38
Purchases	-11,269,801.57	-4.79
Projected Cash	38,768,322.80	5.92
Projected Inv. Exp.	915,478,545.27	84.08
Fiscal Cash/Inv. Exp.	48,498,138.70	5.18
Fiscal Cash/Inv. Exp.	6,111,898.41	0.73
Fiscal Inv. Exp./Inv. Exp.	949,119,271.72	89.22

Country	Market	Region	Asset	Style	Currency	Exposure
TOTAL	88.88	700.00	-4.79			
AMERICA	0.94					
CANADA	0.27					
EUROPE	0.37					
ASIA/PACIFIC	0.33					
EMERGING	0.00					

Security Name	APF	APF Target	APF Price	APF %N	Quantity	HMM	Target	HMM	T-Track	APF	APF Target	Pending	Pct	Change	Excluded Shares
ACORN HEALTHCARE CO INC	ACHC	71.88	0.38	184,388.00	2.83	2.83	-2.82	-2.82	-763,888	-763.88	-0.01			-130.00	
ALUNN TECHNOLOGY INC	ALGN	63.00		116,127.00	1.88	1.90	-4.88	-1.89	-159,527	-159.53				-130.00	
ARATAMA THERAPEUTICS INC	PETR	14.92	0.85	188,425.00	0.43	0.43	-0.42	-0.43	-988,425	-988.43				-130.00	
CHILDREN'S PHARMACEUTICALS	ACHR	8.24	0.82	237,840.00	0.30	0.30	-0.30	-0.30	-237,840	-237.84				-130.00	
H&M EQUIPMENT SERVICES INC	HMB	22.52	0.87	284,889.00	0.87	0.88	-0.98	-0.87	-284,889	-284.89				-130.00	
PRIMER INC-CLASS A	PRNC	37.68		182,623.00	1.88	1.89	-0.01								
ACTUARY CORP-CLA	ATU	26.42		18,227.00	0.87	0.87									
AGOS PHARMACEUTICALS INC	AGOS	130.13	0.17	23,810.00	0.40	0.41	0.40								
WORN INC	WORN	46.28	0.30	76,540.00	0.54	0.54									
INDEPENDENT PHARMACEUTICALS	INDP	47.38	0.89	84,432.00	0.81	0.81									
HORNB TECHNOLOGY INC	ADPH	18.78	0.49	184,191.00	1.12	1.12									
BLACKBIRD INC	BLKB	52.27	0.25	172,620.00	1.38	1.38									

五、問題與答覆

Q：Global Portfolio Management System 除了幫助完成交易、檢視績效、事前檢核交易內容是否符合基金政策以外，是否也整合了風險控管層面之管理功能？

A：Global Portfolio Management System 並未包含完成交易後的風控管理層面，主要目的還是在協助經理人完成投資組合之建構。

Q：請解釋何謂 Short Duration Bond？

A：通常指的是償還期限在 1 年以下的債券或是公債。

六、心得結論與建議

(一) 台灣現已逐漸步入老年化且少子化社會，單純倚靠政府社會福利制度顯然已不足以保障退休老年生活，還是必須依賴個人儲蓄投

資或保險規劃來補足，本次 AB 所分享的 TDF，是以規劃退休金準備為出發點所設計，TDF 可以應用連結至商業保險商品，例如投資型年金保單結合 TDF，可以將保戶依不同年齡屬性區分，配置不同多元投資工具並隨生命週期調整配置，並戰術性地配合經濟環境動態調整，達到保單年金給付階段的現金需求。

(二) 在政府或企業方面，所提撥累積之退休基金其投資策略亦可仿效 TDF 之投資概念加以運作，預先模擬預測未來年度的各年退休給付之需求，再規劃不同週期的多元資產配置，以達到未來給付退休金的報酬目標及資金需要。

(三) 投資部位越大的資產管理公司對於投資工具性質的掌握越深入且越細緻，AB 在多重資產操作策略是多元加多重的概念，除了區分大類投資商品外更進一步再細分多重的商品種類及屬性，例如權益投資更進一步區分防禦性、大型股、小型股…，債務投資則進一步區分不同 duration、不同收益 …等，讓投資組合層次更加豐富，以達到不同客戶需求之目標報酬，並因商品相互搭配得宜可達到降低風險的目標。

拾壹、心得及建議

- 一、全球經濟成長遲緩，低成長、低利率、低通膨已成為市場新常態，黑天鵝來襲效應持續發酵，英國通過脫歐所衍生各國公投選舉的不確定性擴大，中國經濟下行危機浪潮暗湧以及駭客惡意攻擊癱瘓金融體系風險攀升。
- 二、關於全球資本市場的展望建議，仍應持續注意美國 Fed 12 月升息機率、德意志銀行等黑天鵝事件後續發展、美元指數走強對相關金融市場影響、中國大陸仍是重要投資市場，但要注意流動性風險、股利收入將扮演股票投資者在面對全球低經濟成長及低利率環境下的重要關鍵。
- 三、在全球投資組合的資產配置上，股票方面，美國經濟緩慢的復甦給予美國消費市場及企業獲利持續的成長動能，因此美股仍為目前值得投資的標的，固定收益證券方面，則可投資美債，因美國經濟已見改善，預期 FED 將漸進緩慢的升息，應有助於經濟持續增溫。歐洲市場因明年多國舉行選舉可能面臨到政治不穩定的風險，中國市場則須注意其政策變動風險及地方債務問題。
- 四、面對黑天鵝效應長期須回到基本面調整，極短期的財政政策刺激，雖是有用的但也對政府財政造成影響，進而可能引發新一波的金融危機，其領導者也會面臨國內的政治壓力。任何經濟體的持續成長

，須回到基本面的調整，改善實質經濟體質須仰賴三大要素：效率、創新及教育，從個人、機構及政府一起並進，才能達成經濟復甦及成長。

五、網路攻擊的事件在國際上層出不窮，不僅是資訊外洩、個人資料被不當應用之風險，廣泛更可延伸至政治角力與個人人身安全等國家級危機，影響層面甚廣。尤其對金融業來說，資訊機密性及敏感性是所有產業中等級較高者，金融從業人員有義務了解資訊安全保護之重要性與如何落實資安防護，以免自己承為駭客攻擊之漏洞，而使企業必須付出慘痛代價。

六、由於美國洗錢防制法規的嚴謹與繁雜，致使銀行業必須承擔高額的法遵成本，然而相較於國際大型銀行，台資銀行相對缺乏資源，為了規避相關的風險，僅能以限縮業務來因應，因此以第一銀行紐約分行為例，該行便以聯貸業務為主，往來客戶也僅限公司戶。然而不可忽視的是，目前日趨嚴格的反洗錢規範及執法已是大勢所趨，台資銀行若要在美國長久發展，總行勢必要對於法遵領域更加重視並投入更多資源，如系統設置、人員訓練、專業顧問聘請及投保相關保險等，藉由完善及足夠的支援來降低法遵風險，或將更有利於海外分行的業務推展。

七、鑒於市場預估美國年底（12月）升息的機率升高，持續看漲美元，

對沖歐元，預期日圓將維持弱勢之整理格局，企業獲利成長可望持續攀升，且緊俏的就業市場推升薪資成長，預估可進一步刺激民間消費，預期日股未來五年之預期報酬率可達 **13.86%**。資產配置之資本市場線、效率前緣仍是著重於歷史所建構的模型，本身是一個注重防禦性的投資方法，分散投入全球市場，以確保在各種不同場景下，搭配未來觀點及持續性風險控制，得以取得不錯的投資績效。

八、台灣現已逐漸步入老年化且少子化社會，單純倚靠政府社會福利制度顯然已不足以保障退休老年生活，還是必須依賴個人儲蓄投資或保險規劃來補足，本次 **AB** 所分享的 **TDF**，是以規劃退休金準備為出發點所設計，**TDF** 可以應用連結至商業保險商品，例如投資型年金保單結合 **TDF**，可以將保戶依不同年齡屬性區分，配置不同多元投資工具並隨生命週期調整配置，並戰術性地配合經濟環境動態調整，達到保單年金給付階段的現金需求。

在政府或企業方面，所提撥累積之退休基金其投資策略亦可仿效 **TDF** 之投資概念加以運作，預先模擬預測未來年度的各年退休給付之需求，再規劃不同週期的多元資產配置，以達到未來給付退休金的報酬目標及資金需要。

【附錄】跨國資產管理人才培訓計畫(第二期)紐約研習團照片選集

一、105年9月26日上午拜會 BNY Mellon



二、105年9月26日下午拜會 Citi Bank



三、105年9月27日上午金管會駐紐約辦事處



四、9月27日下午參訪 JP Morgan Asset Management 機構參訪



五、9月28日於金管會紐約辦事處上課



六、9月29日參訪第一銀行駐紐約分行



七、9月30日参访 Pine Bridge Investment



八、9月30日参访 Alliance Bernstein Holding

