

出國報告

「出國類別：其他」

赴美國紐約參加  
「跨國資產管理人才培訓計畫(第二期)」  
第二階段海外培訓

服務機關：臺灣土地銀行

姓名職稱：國外部科長黃慧宜

財務部科長陳鳳麟

風險管理部科長許月霞

企業金融部科長黃寶興

派赴國家：美國紐約市

出國期間：民國 105 年 9 月 24 日至 10 月 5 日

報告日期：民國 105 年 11 月 1 日

## 摘 要

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，有鑒於資產管理業近年來快速發展，係金融業成長最快的領域，為提升暨培植我國金融從業人員之跨國資產管理能力，爰開辦「跨國資產管理人才培訓計畫(第二期)」，針對我國金融業從業人員，規劃以跨國資產管理為核心之培訓課程，以期加強開發本土商品且朝多元化發展。

本培訓計畫分成二階段進行，第一階段為國內培訓，依課程內容分成五個模組，本行奉示由國外部科長黃慧宜參加「國際金融與溝通模組」、財務部科長陳鳳麟參加「金融商品投資操作模組」、風險管理部科長許月霞參加「專業職能模組」、企業金融部科長黃寶興參加「銷售服務模組」等四個模組，國內培訓於105年1月間開辦、8月間結訓，並接續參加第二階段海外研習，於105年9月24日至10月5日前往美國紐約市，全程12天，其間參訪The Bank of New York Mellon、CITI Bank、JP Morgan Asset Management、第一銀行紐約分行、PineBridge Investments、AllianceBernstein Holding等6家金融機構。

本次參加海外培訓人員主要為金融同業，與會期間本行參加人員除參與研習會所安排議程外，並藉此與金融同業交流、增進情誼，建立良好業務交流管道，且觀摩國外同業實務、技術等各方面經驗，作為本行現行業務執行及未來業務發展之參考。

## 目 錄

壹、前言	1
貳、海外研習議程	2
參、海外研習內容	5
肆、結論與建議	41

## 壹、前言

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，有鑒於資產管理業近年來快速發展，係金融業成長最快的領域，為提升暨培植我國金融從業人員之跨國資產管理能力，爰開辦「跨國資產管理人才培訓計畫(第二期)」，針對我國金融業從業人員，規劃以跨國資產管理為核心之培訓課程，以期加強開發本土商品且朝多元化發展。

本培訓計畫分成二階段進行，第一階段為國內培訓，依課程內容分成五個模組，本行奉示由國外部科長黃慧宜參加「國際金融與溝通模組」、財務部科長陳鳳麟參加「金融商品投資操作模組」、風險管理部科長許月霞參加「專業職能模組」、企業金融部科長黃寶興參加「銷售服務模組」等四個模組，國內培訓於105年1月間開辦、8月15日結訓，並接續參加第二階段海外研習，於105年9月24日至10月5日前往美國紐約市，全程12天，其間參訪The Bank of New York Mellon、CITI Bank、JP Morgan Asset Management、第一銀行紐約分行、PineBridge Investments、AllianceBernstein Holding等6家金融機構，除逐一了解各機構目前資產管理的現況外，並針對下列議題進行研討：

- 一、國際黑天鵝效應下之資產管理。
- 二、最新指數化金融商品設計與交易策略運用。
- 三、近期美國金融市場發展及對我國金融業之影響。

## 貳、海外研習議程

本次海外研習行程，係由財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會規劃，該基金會配合市場發展所需主題，請金管會駐紐約代表辦事處辦理專題演講，並與美國專業投資機構合作安排參訪行程，議程如下：

日期	時間	內容
9/26 (一)	10:00-12:00	參訪機構:The Bank of New York Mellon (紐約梅隆銀行) 主題:全球金融市場回顧 主講人: Marvin Loh, Managing Director, Sr. Fixed Income Strategist
	15:00-17:00	參訪機構:CITI Bank 主題 1:全球經濟展望及風險 主講人: Guillermo Mondino, Head of Emerging Markets Economics and Strategy Research 主題 2:重點看美國經濟暨美國大選對美國經濟及全球經濟之影響 主講人: Dana M. Peterson AC, Director of North America Economics
9/27 (二)	09:30-11:30	專題演講:金管會駐紐約辦事處 主題 1:最新金融商品指數及指數策略 主講人: Chris Hackel, Bloomberg Sherwood Kuo, CFA, Bloomberg Zarvan Khambatta, CFA, Bloomberg 主題 2: FATCA 法案 主講人: Jacob Braun, BNY Mellon
	14:30-16:00	參訪機構: JP Morgan Asset Management 主題 1: 全球投資管理業務風險管理 主講人: Inna Semenchuk, Executive Director, Global Head of Alternatives for Investment Risk 主題 2: 總體經濟分析 主講人: Andrew Goldberg, Managing Director, Global Market Strategist, J.P. Morgan Funds Global Market Insights Strategy

日期	時間	內容
9/28 (三)	09:30-11:30	<p>專題演講:金管會駐紐約辦事處</p> <p>主題:國際黑天鵝效應影響下之跨國資產管理與風險管理</p> <p>主講人: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</p>
	13:30-16:00	<p>專題演講:金管會駐紐約辦事處</p> <p>主題 1:網路安全</p> <p>主講人:Keith Gray, Division Director, Macquarie Investment Management, Delaware Investments</p> <p>主題 2:美國 Dodd-Frank 法案對 OTC 市場衍生性金融商品結算之影響</p> <p>主講人:Michael E. Dresnin, Vice President, Associate General Counsel Legal, Delaware Investments</p> <p>主題 3:簡介德拉瓦投資公司作業管理系統</p> <p>主講人:Michael F. Capuzzi, Senior Vice President, Investment Operations, Delaware Investments</p>
9/29 (四)	10:00-12:00	<p>參訪機構:第一銀行紐約分行</p> <p>主題:美國法令遵循</p> <p>主講人:王振華, 分行經理 傅吉軻 Jerry Fu, 分行副理, V.P. &amp; Chief Compliance Officer</p>
9/30 (五)	10:30-12:00	<p>參訪機構:PineBridge Investments(柏瑞投資)</p> <p>主題:全球動態資產配置策略暨風險管理</p> <p>主講人:Cissie Citardi, Managing Director, General Counsel Julian Sluyters, Managing Director, Chief Operating Officer Ethan Stambler, Managing Director, Product Strategy Yvonne Chiang, Vice President, Product Strategy Steven Lin, Managing Director, Portfolio Manager and head of Risk Management, Global Multi-Asset</p>

日期	時間	內容
	13:45-16:00	<p>參訪機構: AllianceBernstein Holding(聯博集團)</p> <p>主題 1: Innovations in Target Date Fund Design(目標日期基金設計之創新)</p> <p>主講人: Jeff Eng, CFA Managing Director - Custom Defined Contribution Solutions</p> <p>主題 2: Customized Multi-Asset Solutions(多重資產解決方案)</p> <p>主講人: Daniel Loewy, Chief Investment Officer &amp; Co-Head of Multi-Asset Solutions</p> <p>主題 3: From Idea to Execution: Implementing Investment Decisions(從構想到執行:完成投資決定)</p> <p>主講人: Peter Eliot ,CFA, SVP &amp; Co-Head Infrastructure-Multi-Asset Solutions, AB LP.</p> <p>Claris Chen, AO, Associate Portfolio Manager, ABITL</p>

## 參、海外研習內容

以下茲就本次海外研習依活動時間順序，摘述內容如下：

### 一、參訪 Bank of New York Mellon(紐約梅隆銀行)

#### (一)機構簡介

The Bank of New York Mellon(以下簡稱 BNY Mellon)，由美國開國元勳 Alexander Hamilton 於 1784 年創設，總部位於美國紐約，係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，總資產 3,724 億美元，三大信評公司評等為 Aa1、AA-及 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 年用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。

#### (二)簡報內容摘要

該銀行就「全球金融市場回顧」進行簡報，歸納其看法



如下：

1. 全球經濟成長放緩，低成長與低利率將成為市場新常态，須透過貨幣、財政及調整結構等政策，以提升成長力道。
2. 通貨膨脹率維持低檔、部分新興市場還有降息空間。
3. 2008 年金融海嘯爆發後，各國實施量化寬鬆政策，導致央行資產負債表持續擴大。
4. 日歐實施負利率，將壓縮銀行淨利息收益率，且影響零售存款率。
5. 負利率的環境中，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，資金持續流回美國 FED 體系。
6. 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，另歐洲央行因可購買債券逐漸減少，導致央行量化寬鬆(QE)購債計畫面臨挑戰。
7. 英國脫歐衍生市場對後續各國公投結果不確定性的恐慌與擔憂增加，將造成金融市場大幅波動。

## 二、參訪 Citi bank

### (一)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。

## (二)簡報內容摘要

該銀行就「全球經濟展望及風險」、「重點看美國經濟暨美國大選對美國經濟及全球經濟之影響」等議題進行簡報，歸納其看法如下：

### 1. 全球經濟維持緩慢成長

(1)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於 2016 年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狀態：以即時預測指數觀察之，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. 中國大陸經濟並非全然穩定

- (1) 隱藏在背後衰退原因: 主要包括政治轉型(如反貪污、即將舉行之第 19 次全國代表大會)、由投資轉型為消費、從製造轉型為服務及債務改革等因素之不確定性。
- (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) 政策可能錯誤且與目標衝突: 執行財政政策排擠私人投資, 以目前中國大陸權益證券市場、外匯市場、商品期貨及房價走勢觀察之, 均顯示政策錯誤且與目標衝突。
- (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. 對量化寬鬆政策之看法

- (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:花旗預測美國將於 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，直升機灑錢之政策未來將不多見，惟川普若勝選將改變遊戲規則。

#### 4. 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；且英國脫歐嚴重打擊英國與歐盟間之金融服務貿易，亦對勞動供給及法規均有影響。
- (3) 因英國並非歐盟國家中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，柯林頓勝選是花旗的基本看法，若其勝選意味著，目前政策將具延續性；但川普勝選亦並非不可思議，不過其勝選將意味著，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，主要衝擊如下：

A、有關「Higher rate」之衝擊：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。

## 5. 對美國經濟之看法

- (1)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，若升息導致美元升值，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，包括：須有更強力的實質 GDP 成長趨動、須有更穩固的勞動力市場(就業市場須更強勁穩定)、須確保消費者物價指數均落在目標通膨率 2% 的水準等因素，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) 影響美國經濟前景之不確定因素包括：油價多空力道僵持不下，產量持續振盪；工資是否成長，為消費者支出提供有力後盾；美國國內相關生產數據仍不亮眼；英國脫歐後金融市場變動加劇；中國外匯市場及經濟結構調整是否順利仍未明；全球原油市場恢復供需平衡期程延宕；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。
- (4) 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。

## 6. 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。
- (2) 美國兩大黨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。
- (3) 美國大選共和黨參選人之政策所導致經濟尾端風險包括：企業投資減少、消費者緊縮開支、貿易戰、大規模驅逐、降低聯準會獨立性、失控的赤字及較高的公共債務等。
- (4) 美國大選民主黨參選人之政策所可能導致經濟尾端風險包括：大幅加稅、激增的津貼支出、員工權利增加，公司減少招聘新員工、移民政策減少美國的全球競爭力、加強監管、失控的赤字及較高的公共債務等。
- (5) 雖說美國聯邦政府可透過行政、立法、司法三權分

立機制，防止任何一方過度擴權而失去平衡，但總統當選人對國家政治及經濟之影響仍甚大，若川普當選，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。

### 三、專題演講

105 年 9 月 27 日上午 9:30 至 11:30，由金管會駐紐約辦事處安排彭博資訊公司及紐約梅隆銀行人員，分別就「最新金融商品指數及指數策略」及「FATCA 法案」等議題進行簡報，簡報重點摘述如下：

#### 1. 最新金融商品指數及指數策略

(1) 編製指數之要件：指數為投資人檢視及分析其投資策略之透明機制，編製指數應符合之要件包括：

A、具代表性：需符合設定之風險值及所預定之投資組合。

B、具透明度：指數資料須容易取得，且易於分析。

C、符合 Rule-based Investing (RBI) 原則：係指可依據投資人事先設定之投資目標訂定投資準則，



並嚴格按照準則建構投資組合。

D、易複製:指數使用者可在一段合理期間內重複使用。

E、可客製化:可依投資人需求編製客製化指數，以利投資人及分析師彈性使用。

(2)簡介 Bloomberg 標竿指數: Bloomberg 自 1973 年推出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。

(3)最新指數發展趨勢:指數可依投資人設定之風險值、投資標的、避險目的、投資準則等因素做調整。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、社會、公司治理(Environmental、Social、Governance，合稱 ESG)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 指數亦受到 Bloomberg、MSCI 之青睞，ESG 指數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，亦將環境、社會與公司治理納入投資策略；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

編製 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。

- (4) 簡介固定收益平衡風險指數(Fixed Income Balanced Risk Index，簡稱 FIBR 指數): FIBR 指數是一個追求平衡美國債券投資風險之指數，該指數目前涵蓋之產品包括 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、高收益垃圾公司債等五項。該指數可計算各指數組成項目之利率差異波動度及嵌入之利率風險暴險，亦可調整利率風險之暴險以配合利差風險之變化。

## 2. FATCA 法案

- (1) 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，規定外國金融機構應與美國國內稅務局簽定「外國金融機構協定(以下簡稱 FFIA)」，自 2013 年起每年向美國國內稅務局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其美國來源所得扣繳 30%。該法案已於 102 年 1 月 1 日生效，並於 103 年 7 月 1 日實施。

(2) FATCA 法案實施後對於金融業者在營運面及實際查核產生之衝擊及困難：

A、增加營運成本：FATCA 法案之遵循成本，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。

B、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。

C、影響金融機構之收益來源:對大多數金融機構參與者而言，FATCA 法案實施後加重相關的投資及管理成本，可能產生之現象，包括金融機構拒絕美國客戶開戶、建議客戶直接將美國之投資移轉至美國以外的地方、購買非註冊於美國之基金等，且美國客戶可能為防止 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。

D、FATCA 法案一體適用的爭議:根據 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，惟依照 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。

#### 四、參訪 J.P. Morgan Asset Management

##### (一)機構簡介

J.P. Morgan Asset Management 隸屬 JPMorgan Chase & Co. (摩根大通集團)，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。

JPMorgan Chase & Co. 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。JPMorgan Chase & Co. 為紐約證券交易所上市公司，截至 2016 年 10 月 11 日，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)。

##### (二)簡報內容摘要

該公司就「全球投資管理業務風險管理」、「總體經濟分析」等議題進行簡報，摘述其內容如下：

1. 全球投資管理業務風險管理(Global Investment Management Risk Management，以下簡稱 GIM 風險管理):該公司控制投資風險之主要工具如下:

- (1) 監督投資組合之 alpha 及波動率，並利用壓力測試 (Stress Test)、風險值 (VaR)、超額報酬 (Excess Return Performance) 等指標，控管 GIM 基金及獨立帳戶之風險。
- (2) 控管 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。
- (3) 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 說明暴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。
- (4) 風險報告:每週依地區、資產類別及策略分項並涵蓋所有 GIM 基金編製風險報告並提報風險監理會。

## 2. 總體經濟分析

J. P. Morgan Asset Management 針對不同特定地區的經濟分析，以簡明易懂的方式定期提供 Market Insight Program 給投資人參考，該公司自 2004 年開始提供 Market Insight Program 給投資人，目前有 13 種不同語言及國家版本，歸納該公司對目前經濟看法如下:

- (1) 有關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)對美股之看法: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。
- (3)對美國經濟之看法:金融海嘯之後，美國目前正經歷史上第四長期，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，此為目前投資較為因難之處。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。
- (4)對固定收益債券之看法: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。

- (5) 對中國大陸市場之看法：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 2015 年 4Q 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。
- (6) 對油價之看法：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。



- (7)針對現今低利率的投資環境，該公司之投資組合建議為增加美股、美國高收益債券，持有一小部份的黃金，對新興市場的股票及高收益債由減碼轉為中立。
- (8)對美國升息之看法：目前美國利率處於歷史低檔，因經濟已見改善，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，維持太久低利差，不利銀行業經營，升息亦有助銀行業穩定獲利，且可刺激儲蓄者消費，該公司預計美國將 2016 年 12 月升息。

## 五、專題演講

105 年 9 月 28 日上午 9:30 至 11:30 及下午 13:30 至 16:00，由金管會駐紐約辦事處安排 Delaware Investments(德拉瓦投資公司)人員，分別就「國際黑天鵝效應影響下之跨國資產管理與風險管理」及「網路安全」、「美國 Dodd-Frank 法案對 OTC 市場衍生性金融商品之結算之影響」等議題進行簡報，並簡介德拉瓦投資公司作業管理系統，茲重點摘述如下：

### 1. 國際黑天鵝效應影響下之跨國資產管理與風險管理

- (1)判斷黑天鵝對經濟體之影響程度須更多元：2008 年冰島雖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；然而希臘政府財務擲節執行的乏力，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。
- (3)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。

## 2. 網路安全(Cyber Security)

### (1)網路安全目前面臨的挑戰

A、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。

B、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。

C、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。

D、客戶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)網路安全漏洞案例分享

A、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。

B、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。

C、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)美國證券交易委員會針對網路安全指導原則

#### A、定期性檢查

B、制定防護策略：包括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；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/侵害事件應變計畫等。

(4)麥格理對網路安全之應變措施：包括對內部及對資訊供應商，建立網路安全評估機制；訂定突發/侵害事件應變計畫，並由監視小組執行；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；落實員工訓練以培養其警覺力；落實網路安全測驗與演練機制；建立監視制度。

### 3. 美國 Dodd-Frank 法案對 OTC 市場衍生性金融商品結算之影響

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

(2)結算程序如下：

- A、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。
- B、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。
- C、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)。
- D、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。

(3)因結算程序改變，所面臨之挑戰如下：

- A、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。
- B、判斷何商品須結算或無須結算。

- C、與保證金或擔保品相關之營運成本增加：包含重新評估保證金或可接受之擔保品，如現金等。
- D、時間與費用成本增加：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。

#### (4) 未來可能發展

- A、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。
- B、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。
- C、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。
- D、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。

#### 4. 簡介德拉瓦投資公司作業管理系統

- (1) 金融海嘯前之作業管理: 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，該公司 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，該公司所管理之資產均屬全額擔保，也因而受傷並不重。
- (2) 金融海嘯後之衍生性商品作業管理: 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。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，該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，由該公司審閱相關報告後，授權保管機構執行交易確認及交割作業。

- (3) 德拉瓦投資公司之作業系統可檢視及管理衍生性商品操作風險，其功能包括：可避免簽訂衍生性商品契約人員處理結算及交割等後端作業；所有衍生性商品契約均能以市價評估；所有結算之衍生性商品均能符合 ISDA 主協議中之契約及附加終止條件；系統可辨識具衍生性商品交易權限之員工並定期審視相關授權。

## 六、參訪第一銀行紐約分行

### (一) 機構簡介

第一銀行創立於民國前 13 年 11 月 26 日，營業單位國內除總行營業部外，尚有 189 家分行；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，目前有 23 家國外分支行、2 家辦事處、1 家子行及 7 家子分行，紐約分行自民國 79 年 3 月 6 日開業迄今，已逾 20 餘年。

### (二) 簡報內容摘要



該分行就「美國法令遵循」進行簡報，歸納其重點如下：

1. 美國應遵循之相關洗錢防治法規簡介

(1) 銀行保密法 (Bank Secrecy Act, BSA) : 也稱為貨幣和對外交易報告法 (Currency and Foreign Transactions Reporting Act)，係美國國會在 1970 年通過的法案，該法案要求在發生洗錢和詐騙案時，美國金融機構要與美國政府合作，以防止銀行成為非法活動中之中介。

(2) 反洗錢法 (Anti-Money Laundering, AML) : 美國洗錢防制之規定係為一般性之規定，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：

A、注意洗錢犯罪不法所得之交易。

B、恐怖分子或黑名單之金流。

C、客戶逃漏稅問題。

(3) OFAC (The Office of Foreign Assets Control of the US Department of the Treasury ; 美國財政部海外資產控制辦公室) : 其使命在於管理和執行所有基於美國國家安全和對外政策的經濟和貿易制裁，包括對一切恐怖主義、跨國毒品和麻醉品交易、大規模殺傷性武器擴散行為進行金融領域的制裁。OFAC 直接隸屬於美國總統戰時和國家緊急情況委員會，經特別立法授權可對美國境內的所有外國資產進行控制和凍結。近年來，隨著世界性的反貪腐、反洗錢運動的深入，OFAC 的政策和指令，已經成為世界金

融業，尤其是美國和與美國金融業有密切聯繫的金融機構無法忽略的經營原則。OFAC 的經濟與貿易制裁範圍共分成六大部分，分別是：特殊指定國家和個人的制裁、反恐怖主義制裁、反大規模殺傷性武器制裁、反毒品和麻醉品交易制裁、古巴制裁、其他項目制裁。每一制裁範圍，都有嚴密的美國聯邦法律或者行政法規的立法依據予以支持，而且 OFAC 都被授權許可對可疑財產予以扣押或凍結。OFAC 對其管理範圍內六大部分的經濟和貿易制裁不定期地進行重新評估和更新，根據評估的結果並結合美國的國家安全和外交政策，會發表一系列的制裁名單。所有美國的金融機構在進行交易時，都被要求必須首先要對自己的交易對手進行 OFAC 名單的審查，只有當交易對手不在 OFAC 的名單之內時，才可以與之交易；反之，則必須中止交易。

2. 該分行為落實執行法令遵循，除了定期舉辦例行性訓練之外，並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，另外藉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。
3. 該分行從事 Fund Transfer 業務時，除考量受益人是否係屬 OFAC 黑名單外，另亦將金額的大小，以及是

否有正當的商業理由納入判斷，並舉例說明，若一家公司匯給個人 120 萬美金，因金額很大，若背後沒有正當的商業理由，則屬可疑交易，並自動申報 SARs (Suspicious Activity Reportings)。「可疑」並不是「有罪」，但金融機構的責任就是「凡疑必報」，讓主管機關作最後的判斷，且過程中切記不得暗示或教導客戶如何規避申報 SARs。該分行的資訊系統可非常迅速地完成客戶匯款的需求，但為了符合 BSA/AML 之要求，於系統中設計中途暫時攔截停頓之功能，俾利進行各項確認，若發現疑義則自動通報 OFAC。而 OFAC 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。該分行認為近年來，由於最終受益人的判斷漸趨困難，美國主管機關裁罰頻率，罰款金額也屢創新高，已有金融機構逐漸減少或停辦 Fund Transfer 業務。

4. 該分行針對客戶不提供最終受益人之處理方式：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。該分行透過外購名單及系統之輔助，以克服上開困難，但是對於不提供最終受益人的客戶，該分行則婉拒其開戶。

## 七、參訪 PineBridge Investments(柏瑞投資)

### (一)機構簡介

柏瑞投資成立於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。

## (二)簡報內容摘要

該公司就「全球動態資產配置策略暨風險管理」進行簡報，摘述其內容如下：

### 1. 全球動態資產配置策略

- (1)全球動態資產配置:該公司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(Citi group world government bond index)組合作為績效指標。
- (2)傳統資產配置模式: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戰略性資產配置(Strategic Asset Allocation)，惟全球金融危機後這些傳統模式成了問題，須加入中期投資觀點的需求。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。
- (3)該公司投資過程主要分為三個階段：
  - A、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。
  - B、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。

C、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。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) 柏瑞投資針對投資組合會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。

## 2. 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下列 2 種：

A、資本市場線(Capital Market Line): 用以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，進行資產配置，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。

B、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) 該公司針對脫歐及美國升息等議題所採取之投資策略：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。

(4) 該公司對日股之看法：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。

## 八、參訪 AllianceBernstein Holding(聯博集團)

### (一)機構簡介

AllianceBernstein(聯博集團)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。以提供資產管理與投資研究服務為主要業務，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。

AllianceBernstein 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。

### (二)簡報內容摘要

該公司就「目標日期基金設計之創新」、「多重資產解決方案」及「從構想到執行:完成投資決定」等議題進行



簡報，摘述其內容如下：

## 1. Innovations in Target Date Fund Design(目標日期基金設計之創新)

- (1)目標日期基金(Target Date Fund ; TDF):係透過動態調整基金投資期間內之資產配置，以達成退休資產規劃的一種金融工具，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，如於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，俾提供穩定的現金流。
- (2)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。
- (3)AllianceBernstein 指出，造成 TDF 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。
- (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。

## 2. Customized Multi-Asset Solutions(多重資產解決方案)

(1)AllianceBernstein指出該公司係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，區分為下列三大產品線，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	Retire Solutions	Targeted Outcomes	Low Cost Systematic Returns
Current Products	1.Multi-Manager TDFs 2.Custom TDFs 3.Retirement Income Solutions	1.Risk Managed (DAA) 2.Income/EMMA 3.Alternative Return 4.Real Return 5.Total Return	1.Index 2.Factor
Differentiated Characteristics	Innovative design/custom leader	Integrated multi-asset research platform	Streamlined delivery of transparent custom solutions

(2)該公司藉由出版品、量化模型、分析團隊(稱之為 AB Dynamic Allocation Portfolio Team)及資產管理平台等工具，創造無障礙的溝通平台，讓客戶了解

目前資產現況及該公司投資觀點及投資動態

### 3. From Idea to Execution: Implementing Investment Decisions(從構想到執行:完成投資決定)

- (1)該公司利用 Global Portfolio Management System 幫助交易員完成交易，該系統除有事前檢核交易內容是否符合基金政策以外，並可檢視投資績效。
- (2)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，並於本次參訪時，展示該公司內部使用的交易平台畫面。

## 肆、結論與建議

- 一、透過本次海外參訪活動，與會期間聆聽美國業界人士之精闢演說，且觀摩國外同業實務、技術等各方面經驗，除可培養本行人員國際觀及擴展國際化視野外，並可作為本行現行業務執行及未來業務發展之參考。
- 二、本次研習進一步了解美國金融機構之風險控管機制，雖說風險控管機制無法預測黑天鵝事件之發生，但是仍可從相關數值之變動，發現異常之存在，從而提前準備，避免未來損失之發生，爰如何強化風險控管能力，仍是本行應積極面對的課題。
- 三、全球經濟成長遲緩，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，建議可採取的行動及應持續關注之議題如下：
  - (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。