

出國報告(出國類別:其他)

## 參加駿利 2017 實地教育訓練

### 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：沈淑卿 高級辦事員

派赴國家：香港

出國期間：106年5月4日至5月12日

報告日期：106年7月20日

## 內 容 摘 要

本次實地參訪研習課程由國際投資機構駿利資產管理集團(Janus Capital Group)主辦，研習地點為駿利香港辦公室，為駿利資產管理集團位於亞洲的區域總部，此次課程為針對機構法人訂作之實地訓練課程，研討內容涵蓋資產配置各類資產。課程內容包含：2017 年的投資趨勢展望、不同類型之股票投資、透過兩個不同投資面向的固定收益投資、另類投資以及多元資產等策略投資介紹。每一課程除針對其投資策略由投資經理人提供解說外，並直接於會中進行問答，最後各一策略再做最後小結，讓每個投資方式的解說達到充分的了解。

除研習課程外，此行亦介紹駿利在執行投資與交易時的風險管理運作，透過哪些項目的設定來進行投資管理。以及交易流程、洗錢防治等相關的運作模式。也透過這些課程更明白現今國際金融市場目前所重視的風險管理趨勢為何。

駿利更安排三個香港金融機構的實地參訪：香港交易及結算所有限公司(Hong Kong Exchanges and Clearing Limited)、香港金融管理局(Hong Kong Monetary Authority)以及香港特有的金銀業貿易場(The Chinese Gold and Silver Exchange Society of Hong Kong)，皆安排專人導引介紹，說明其組織的歷史背景與沿革，以及現今運作架構及未來展望，透過參訪了解到香港金融組織如何在歷史的演變下進行發展的脈絡。

# 目 錄

壹、 研習及參訪目的.....	1
貳、 研習課程.....	2
一、 2017 年的機會與挑戰.....	2
二、 中國大陸市場展望與投資機會.....	6
三、 資產配置-股債動態配置.....	10
四、 資產配置-動態適性多元資產配置.....	12
五、 資產配置-總體固定收益.....	15
六、 資產配置-基本面固定收益.....	17
七、 資產配置-從選股開始.....	18
八、 資產配置-數學模型投資.....	20
九、 資產配置-房地產投資.....	23
十、 資產配置-交易風險管理.....	25
參、 參訪行程.....	30
一、 香港交易及結算所有限公司.....	30
二、 香港金融管理局.....	31
三、 金銀貿易場.....	32
肆、 研習及參訪心得建議.....	33

## 壹、研習及參訪目的

進入 2017 年，投資環境與金融市場也跟著改變。投資人重拾對美國經濟的樂觀期待，歷經多年來的低迷走勢後，通膨似乎首次開始上升，歐洲政治不確定性增加，新興市場資金湧入，加以能源價格波動加劇，前述種種都是使 2017 年市場的不確定性增加的因素之一。政府基金操作首重長期穩健報酬，在目前總體經濟瞬息萬變的環境下，如何有效控制風險，維持投資獲益顯得更為困難，此次的參訪重點在於理解各個投資與資產配置上於未來所面臨的風險為何？如何應變？以及投資上如何調整。

以美國為例，川普是多年來第一個態度明顯力挺企業的美國總統，承諾調降企業稅率與鬆綁法規限制。因此，企業對於資本支出與擴張的態度開始變得更加正面。換句話說，企業活動將取代央行政策與財務工程，再度成為美國經濟增長的動能，在美股的投資上又該如何因應？地緣政治的風險、產業發展的輪替等，都會是未來市場所面臨的挑戰。再者近幾年於低利環境下，另類投資與多元資產策略成為機構法人及退休基金所重視的投資項目之一，而在多元資產的策略中又要如何控制下檔的風險以及在升息循環另類投資的操作因應，皆為 2017 年投資的重點。

因此透過此次的參訪，希望能借用國際專業投資團隊的視角來看資產配置的調整，提升交易人員對本行代舊制勞工退休基金投資運用之操作，並達到知識交流的目的。

## 貳、研習課程

此次研習課程由駿利資產管理所舉辦，將由當下的經濟環境，投資所需面對的風險，不同區域不同投資方法下是否能達到風險溢酬的投資目標，駿利將使用所有集團內不同的投資團隊來進行研習。

### 一、2017 年的機會與挑戰

講師：Adam Schor, CFA, Director Of Global Equity Strategies

課程內容：

2017 年的市場由川普開始揭開序幕，但是市場直接給予正面反應。市場指數大幅上漲，不僅反映這位新總統可望為美國經濟帶來的益處，同時也反映美國經濟潛在的強勁體質。與此同時，低波動股票已經開始表現落後，但這樣的表現並不令人意外：在市場上漲的環境下，風險較低的股票常表現落後。然而在 2016 年中旬之前，低波動股票卻連續 5 年表現打敗大盤，完全顛覆過去的歷史經驗，課程中分別說明 2017 年不同資產與市場的機會與挑戰：

#### 1. 能源：

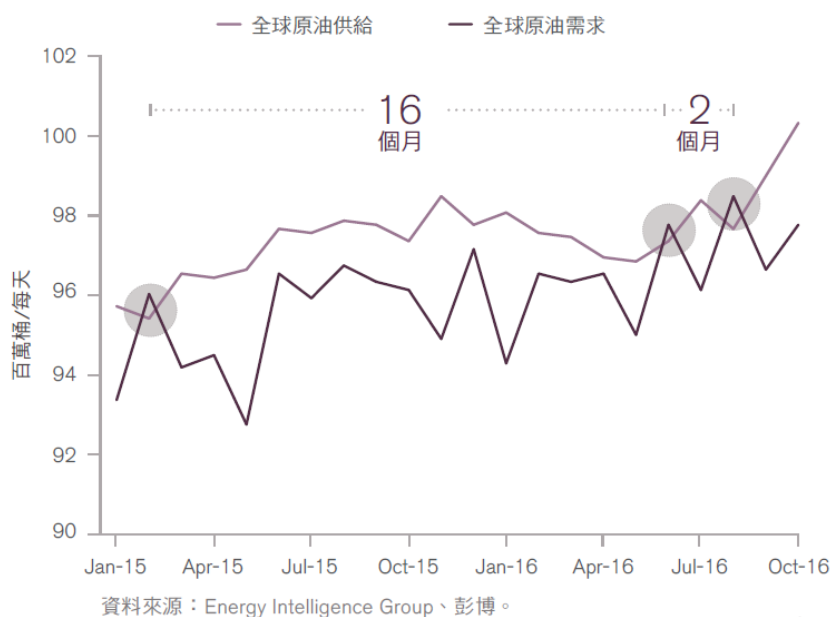
風險：(1)原油產能過剩壓抑油價水準、(2)原油企業無法展現投入資本報酬率。

2016 年原油持續供過於求，加上庫存居高不下，導致油價面臨下跌壓力。2016 年初油價反彈回升，吸引全球產油國增加產能，此舉等同限制原油價格。去年底，石油輸出國家組織終於達成減產協議，但是在此之前各方無法取得共識，也是導致供需失衡的原因之一。此外，石油輸出國家組織的會員國與非會員國雖然承諾減產，但是最終能否落實減產協議仍有待觀察。一旦石油輸出國家組織與其他大型產油國在今年落實減產的承諾，油價可望在 2017 年進一步走高。故此，正面看待能源產業，特別是那些有明確計畫因應低油價的企業。

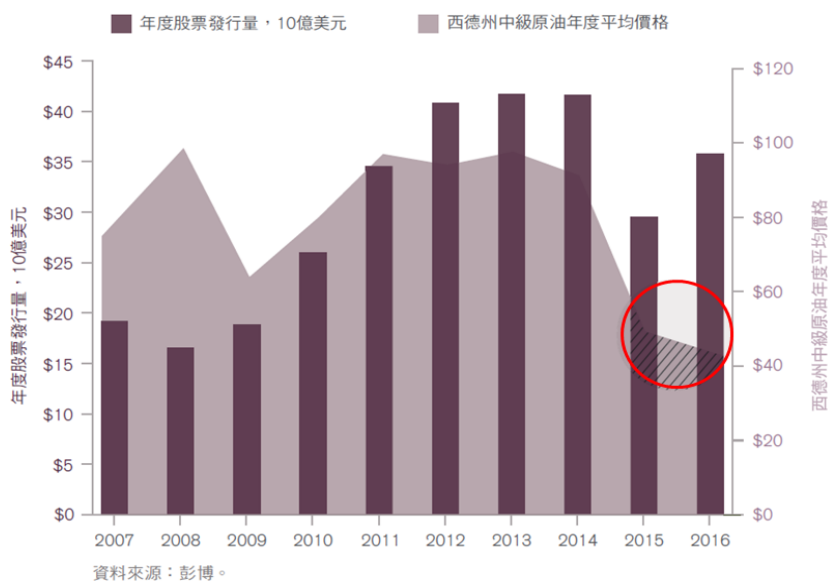
儘管許多原油企業已經破產，但是當中不少企業在破產前還發行股票增資，且不少私募股權投資人還願意認購股票。事實上，儘管已有不少能源企業宣佈破產－尤其是探勘與生產企業，但是還是有許多不良的經營團隊未被淘汰。許多宣佈破產的企業進入破產程序之後，資本結構經過重整、槓桿比例也下降，但是經營團隊還是原班人馬。

機會：(1) 原油供過於求的週期已經縮短、(2) 川普效應、(3) 美國能源企業的股票發行規模回升。

能源的需求正持續增長，但是產量卻自然地下降且缺乏資本支出活動。油價長期低迷壓抑企業獲利，企業因此不願進行大規模資本支出—例如離岸開採計畫。表示倘若資本支出繼續低迷下去，10年內全球原油供給每天將比需求少了2,000萬桶以上。短期而言，美國頁岩油仍是左右原油供給的關鍵。即便如此，美國頁岩油也只能填補500到1,000萬桶需求的空缺。原油供不應求的缺口未來將造成原油價格上漲的壓力。



下圖美國能源企業的股票發行價格與西德州中級原油年度平均價格走勢圖中即可看出於紅色圈處，能源企業的股票發行量於2016年出現反彈，因為油價雖然下降，但已呈現穩定水準。



此外，川普上任後帶來的政策影響，亦可能推升原油價格。美國是全球最大的原油消費國，川普的經濟刺激政策可望刺激原油需求，加上川普可能採取激烈的外交政策，亦可能對供給面造成影響。即便美國聯邦政府開放更多的土地開採頁岩油，屆時也無法消弭原油供不應求的現象。

上述趨勢加上石油輸出國家組織於 2016 年底宣佈減產，將使得原油市場在 2017 年重拾供需平衡。

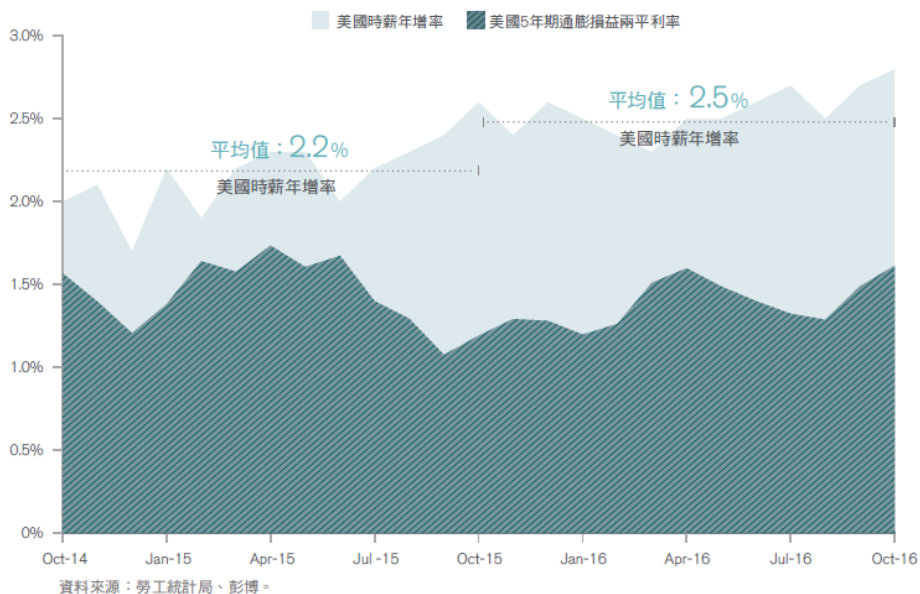
## 2. 通膨再現?

長期以來，美國與多數已開發國家身陷物價走低的壓力。現在，已經看到初步的通膨跡象，且未來物價將持續面臨上漲的壓力，過去兩年能源產業帶來的通縮壓力即將畫下句點，因為原油價格已經擺脫 10 多年來的低點。儘管如此，駿利認為這不單是大宗商品價格造成的暫時性影響，而是一種普遍的現象。各個資產類別都顯示通膨已經回來了，且未來將持續上升。

美國薪資普遍成長乃是促使通膨上升的主因。目前美國的低失業率反映勞動市場吃緊－特別是技術性勞工。因此，企業開出更高的薪資以聘用所需的技術性勞工，但是美國生產力仍普遍疲弱。2016 年 10 月美國平均時薪年成長率為 2.8%，寫下 2009 年以來最大的上漲幅度。倘若這個趨勢延續下去，薪資將持續成為 2017 年通膨上揚的主因，甚至接下來幾年也是如此。

美國未來可望推出的財政刺激政策亦是推升通膨預期水準的原因。自去年 6 月英國脫歐公投後，通膨預期水準便開始出現改變，而去年美國總統選舉更是讓通膨預期水準的變化更加顯著。基礎建設投資、減稅、鬆綁法規等措施皆有利於刺激經濟表現，加上共和黨同時執掌白宮與參、眾兩院，更增添了落實這些措施的可能性。儘管特定政策仍充滿不確定性，但是市場普遍認為川普的政策將推升通貨膨脹。然而，這樣的預期心態令美國國庫券面臨壓力，殖利率在選後出現上升走勢。2017 年經濟成長表現與通膨可能會進一步推升美國國庫券殖利率。

此外，儘管美元走強，但是駿利仍看到通膨上升的壓力，同時間選擇權市場又反映美元將維持強勢表現。害怕未來物價上揚的心態使得美國民眾現在就進行消費支出，因此接下來通膨上升的壓力將來自於美國消費者本身，而非進口通膨。此外，美國龐大的貨幣供給若加快流通的速度，屆時同樣會化為通貨膨脹的力道。



美國薪資水準與通膨損益兩平利率開始上升，由上圖 2016 年薪資－服務業導向經濟體主要的通膨來源－平均年增率超過 2.5%。薪資上漲壓力加上選後對財政刺激政策的預期，令美國抗通膨債券市場反映更高的通膨預期水準。

美國聯準會對通膨樂觀其成，如此方能著手推動利率正常化。財政刺激政策將延長目前日益老化的景氣循環，並降低經濟衰退的疑慮。同時，聯準會也終於有機會能夠調高指標利率。從選擇權市場可知，投資人認為聯準會必須升息以補強政策工具。倘若財政政策從貨幣政策手中接下重擔並有效刺激經濟增長，屆時聯準會升息的速度可能會高於多數市場參與者的預期。

### 3. 經濟低成長能否終結？投資展望

過去幾年來，低迷的經濟成長讓投資人無不如履薄冰。儘管經濟復甦的力道不大，但是卻延續很長的一段時間。維持穩定的經濟成長、要讓聯準會重新開始為了打擊通膨而升息，背後必須要有一個催化因子－這個催化因子可能是川普推出的財政刺激政策與其他的經濟刺激措施，而選擇權市場目前多頭看待的基礎建設類股便是最好的例子。

投資人追尋收益的結果，導致本應在投資組合內扮演安全防線的類股－公用事業與大型石油企業等穩定、發放股息的類股－現在卻成了風險來源，反而是先前受挫的景氣循環股成為新的避風港。這樣的趨勢與駿利原有的認知相互矛盾：以往駿利認為成長率決定股票的價格，殖利率則決定債券的價格。此外，消費類股亦將表現受惠，因為財政刺激政策對美國勞工的影響較



直接，透過減稅或基礎建設相關的工作機會，直接將錢放進勞工的口袋中。

有鑑於目前公司債的利差已經接近 8 年來的低點，相較之下財政刺激帶來的經濟成長將更有利於股市表現。英國脫歐公投結束後，資金曾短暫湧入安全性資產，在那之後一直到美國總統選舉前，美國國庫券名目利率向上攀升，主因在於通膨預期水準走高，但是實質殖利率仍維持不變。美國選舉結束後，實質殖利率開始正常化，但仍有進一步上升的空間。美國總統選舉過後，殖利率曲線快速陡峭化，顯示投資人越來越看好美國經濟將擺脫金融危機以來的低潮。到目前為止，市場認為新政府將抑制反自由貿易的衝動，並採取有利於企業、經濟成長、與通膨的政策。一旦美國經濟穩定成長、通膨持續上升、貨幣政策持續正常化，未來名目殖利率將有龐大的上升空間，且長天期利率的上升幅度可能最為顯著。長期而言，10 年期國庫券的名目殖利率應該趨近名目 GDP 成長率。

## 二、中國大陸市場展望與投資機會

講師：Hiroshi Yoh, Portfolio Manager of Janus Asia Equity

課程內容：

風險：(1)私部門依賴度增加、(2)國營企業效率低落、(3)不良貸款居高不下。

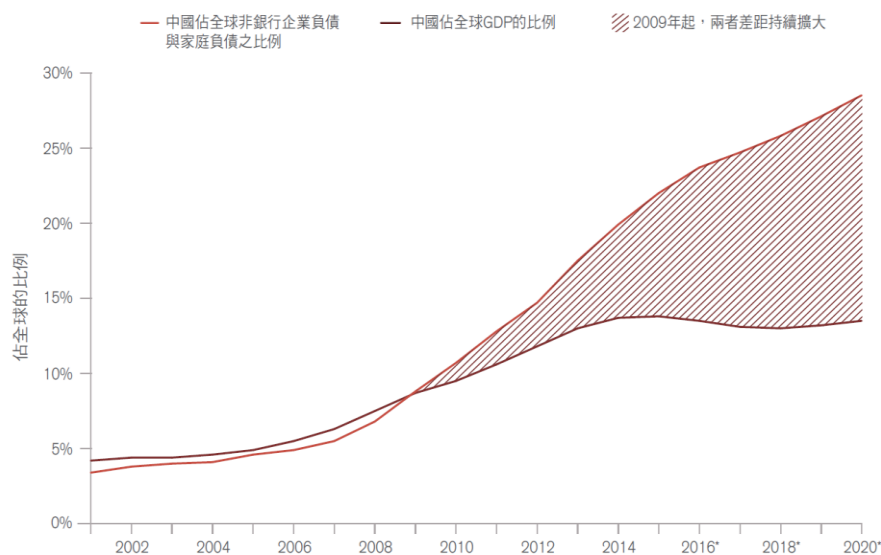
2008 年全球金融危機爆發後，中國大陸運用貨幣與財政政策刺激國內經濟，並成為全球經濟成長的引擎。然而，也因此累積龐大的債務。中國大陸正在從製造業轉型為消費導向的經濟體，因此經濟轉型已開始令經濟成長率放緩。駿利認為中國大陸將持續轉型為消費導向的經濟體，但是目前仍處於轉型的初期階段。

「政策」是中國大陸面臨的核心難題。中國大陸設定未來 5 年的經濟成長目標為 6.5%至 7%，同時要設法維持完全就業的環境並降低負債。對中國大陸政府而言，社會安定是最重要的目標，因此中國大陸調降經濟成長率目標的可能性很低，因為經濟成長率下降代表就業機會減少，且可能引發社會動盪不安。近年來，中國大陸運用信用擴張與財政刺激措施維持經濟成長率—當然也支持了就業環境。

中國大陸政府一方面明訂 GDP 成長率目標，另一方面又想控制負債，這兩者似乎有矛盾之處，因為沒有來自其他國家經濟成長的支持，中國大陸是無法在減債的同時實現經濟成長目標。中國大陸政府想要兼顧相互矛盾的政策目標，而且眼前的政策可能會偏重經濟成長表現，進而影響結構性改革的

推展。中國大陸一再強調要加速與深化改革，但是每當經濟成長率出現放緩的跡象，中國大陸政府的第一個反應就是啟動信用擴張。

下圖中國大陸佔全球 GDP 的比例與佔全球非銀行企業負債與家庭負債之比例中可以發現自 2009 年開始兩者的差距開始擴大，由此可見中國大陸佔全球 GDP 的比例已超過 13%，但是中國大陸經濟成長的背後，是仰賴私部門信用快速擴張的支撐。中國大陸經濟對非銀行私部門信貸的仰賴程度，已經遠遠超越了已開發國家。



2016 年初，統計數據突顯出中國大陸信用擴張的跡象，且一如往常地，信用擴張的主要受惠者還是國營企業—而這正是問題所在。中國大陸的工業充斥著效率低落的國營企業，且國營企業的使命是維持就業人口，最終導致產能過剩。中央政府要求國營企業降低產能，同時間卻又要求地方政府要貢獻 GDP 成長率。在這種情況下，地方政府通常會向當地最大的企業雇主求助—通常就是國營企業。對地方政府來說，取得信貸不是什麼困難的事情，重點是讓效率低落的國營企業存活下去，讓人民不會失業。面對產能過剩的問題，中國大陸政府下令四大國營銀行降低槓桿比例，並且限制貸款成長的速度。不幸的是，信用持續透過其他管道擴張，其中包括市政債券與政策性銀行，藉此填補信貸的空缺。透過信用擴張支持國營企業雖可在短期內刺激經濟表現，但是為了支持這些效率不彰的企業所背負的負債，終有一天將難以負荷。

中國大陸信貸總餘額相對於 GDP 之比率預估為 250%。依據當前的 GDP 成長率預估值，中國大陸前景更加黯淡：預估 2018 年將達到 300%，2020 年來到 350%。駿利的研究模型顯示美國經濟若可強勁增長，2020 年中國大陸信貸相對於 GDP 之比率應可限制在 300%左右的水準。因此，其他國家的經濟成長

熱度依然左右著中國大陸的成長速度。

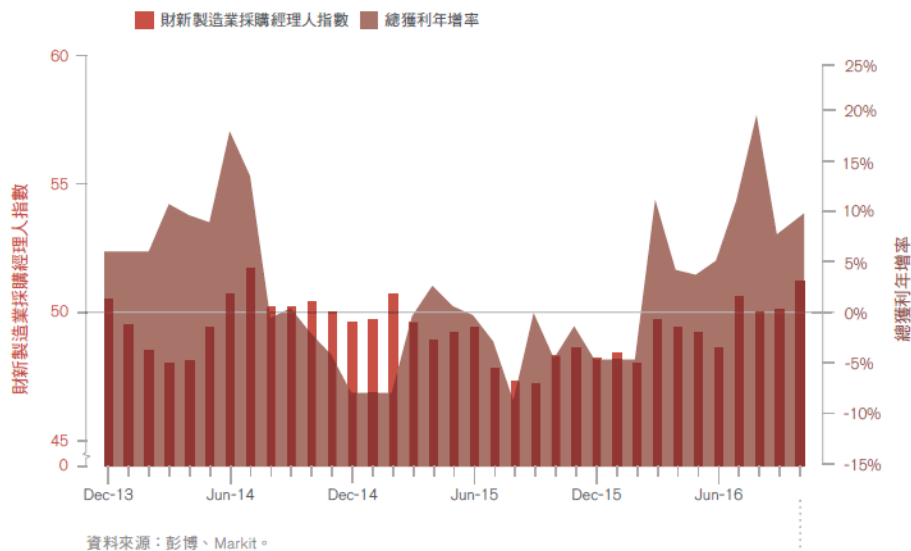
加總起來，目前銀行手中的不良資產比例已超過 5.5%；換句話說，儘管銀行提列備抵呆帳的比例高達 160%，但是卻涵蓋不到 50%的不良資產。然而，只要不認列壞帳，銀行就毋須提列備抵呆帳，也不用打消呆帳。在這種情況下，就算銀行持續握著不良資產，表現上看來銀行仍舊能持續「成長」。不幸的是，這種現象大大地拖垮銀行淨利息收益與利潤率。中國大陸政府近來發佈債權換股權的指導原則，此舉有機會降低銀行資產負債表的壓力，但是壞帳與槓桿比例若持續同步增長，債權換股權的作法將無法持續下去。

2015 年初至今，中國大陸信用擴張規模為 4.5 兆美元，其中 1.5 兆為市政債券。區域型、地方型、與政策型銀行購買這些具有流動性的債券，因為市政債券適合作為銀行間流動性交易之附買回擔保品，同時這些銀行的資產負債表上已累積大量的影子銀行金融產品。儘管中國大陸四大國營銀行目前正在放慢貸款成長速度，且相對於整體金融體系，四大銀行的風險也持續改善，但是放款成長的規模仍舊相當驚人。目前中國大陸四大銀行的放款規模總計 6.3 兆美元，預期 2020 年這個數字將逼近 9 兆美元。儘管四大銀行漸漸以新經濟產業作為放款對象，但是在政策性銀行的帶領下，其他銀行仍持續支持生產力低落的舊經濟產業。

機會：(1)資本紀律出現改善、(2)降低閒置產能、(3)新經濟與新科技的發展。

在中國大陸境內，這些改革措施已大大提高許多國營企業獲利能力，且煤炭與鋼鐵產業亦受惠其中—煤炭與鋼鐵價格上漲就是最好的證明。營建投資活動下降與房市調控措施同樣展現政府抑制信用成長的決心。另一方面，中國大陸打貪也順便帶來了正面效果，其中包括將資金導入具生產力的經濟活動，而非進入生產力低落的企業。低報酬率的投資計畫儼然成為貪腐的警訊—尤其是在工業與油氣產業，同時政府的反貪官員也開始加以關注。

這些改革措施都是近來生產者物價指數上升的原因之一(如下圖)。2016 年 9 月份中國大陸生產者物價指數寫下近 5 年來首次由負轉正的紀錄，且同年度 10 月份製造業商品的價格上升 1.2%。歷經多年通縮的壓力後，通膨回溫令企業重拾訂價能力，進而支持資本支出與盈餘成長。此外，名目 GDP 加速成長亦可為中國大陸政府帶來更多調降目標實質 GDP 成長率的空間。



由消費領軍的新經濟目前佔中國大陸 GDP 的 40%，並貢獻約 70% 的 GDP 成長率。中產階級對優質商品與體驗的龐大需求，帶動旅遊、電玩、網路與電子商務的投資機會。其中，尤其青睞電子商務，當中包含虛實整合的電子商務型態。駿利預期電子商務佔中國 GDP 的比例將從目前的 6%，在 2025 年上升至 15% 以上。

另一方面，新經濟崛起對就業市場造成的影響，令勞動政策成為關注的焦點。重工業雇用的員工數目大多高於科技產業，因此隨著重工業的勞工失業、消費能力將下降，GDP 成長率也將面臨挑戰。此外，隨著中國大陸邁向精密的製造業發展，機器人與自動化生產可望日益普遍，這或許可以幫助中國大陸因應勞動人口萎縮的人口結構問題。長期而言新經濟發展將有利於中國大陸的就業率，因為許多服務業需要大量的勞力，不像重工業多靠機器生產為主。無論如何，中國大陸未來得設法重新訓練勞工技能並協助重新就業。

在中國大陸經濟轉型的路上，另一個得注意的問題是美國總統川普究竟會推出什麼樣的政策。理論上，美國推出有利經濟成長的財政刺激措施應有利於中國大陸，但美國只要提高進口關稅便能輕易地抵銷這些好處。此外，中國大陸經濟成長趨緩與近期資本外流令人民幣貶值，將使得美國（甚至是歐洲）更加大力撻伐中國大陸對人民幣匯率的操弄。目前為了要讓經濟順利轉型，中國大陸必須設法解決債務膨脹的問題，並持續協助生產力低落的產業降低閒置產能。倘若中國大陸能夠成功帶動經濟轉型，中國大陸與整個亞洲將繼續作為全球經濟成長的動能。

### 三、資產配置-股債動態配置

講師：Phillip Gronniger, Client Portfolio Manager, Fundamental Fixed Income Investment Team

課程內容：

駿利資產管理認為能持續創造穩定報酬，因此佈局時，標的範疇橫跨各類固定收益資產與股票，並特別專注在駿利資產認為可以在各市場情況下，優於市場的優質公司。資產配置流程是一場資本競賽，投資組合經理人選定最佳股票、固定收益權重，以使整體資本架構的風險調整後報酬最大。策略考量，包括基本面證券研究、投資組合經理人的專業、精密的風險暨投資組合管理工具，皆為資產配置決策提供莫大協助。透過頻繁的交流與資訊共享，投資組合經理人得以善用這些資源，依據總體市場風險與個別證券價值，進行資產配置決策。

資產配置流程是一場資本競賽，奠基於風險的衡量結果與絕佳構想之上。投資組合經理人研判市場情勢，藉以動態配置資本於股票與固定收益產品。策略考量，包括基本面證券研究、投資組合經理人的專業、精密的風險暨投資組合管理工具，皆為資產配置決策提供莫大協助。透過頻繁的交流與資訊共享，投資組合經理人得以善用這些資源，依據總體市場風險與個別證券價值，進行資產配置決策。

#### 樂觀：65% 股票，35% 固定收益

- 投資組合經理人認為報酬/風險權衡結果，股優於固定收益。
- 固定收益組合一般進行中立與防禦性佈局，依基本面觀點調整。

#### 中立：60%股票，40% 固定收益

- 投資組合經理人認為報酬/風險權衡結果，股與債相去不遠。

#### 謹慎：50% 股票，50% 固定收益

- 投資組合經理人認為報酬/風險權衡結果，股不如固定收益。
- 固定收益組合一般進行中立或投機佈局，依基本面觀點而定。

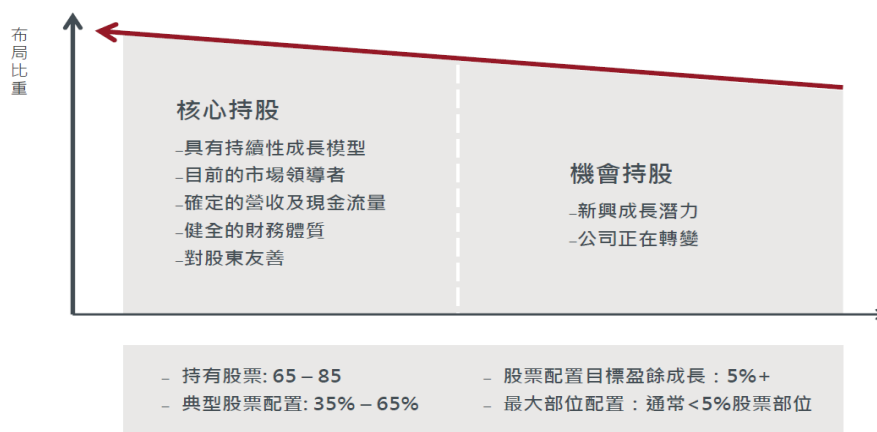
#### 防禦：45% 股票，55%固定收益

- 投資組合經理人認為報酬/風險權衡結果，股較固定收差，整體市場籠罩巨大的不確定性。
- 固定收益投資組合一般進行防禦型佈局，依基本面觀點而定。

#### 股票部分

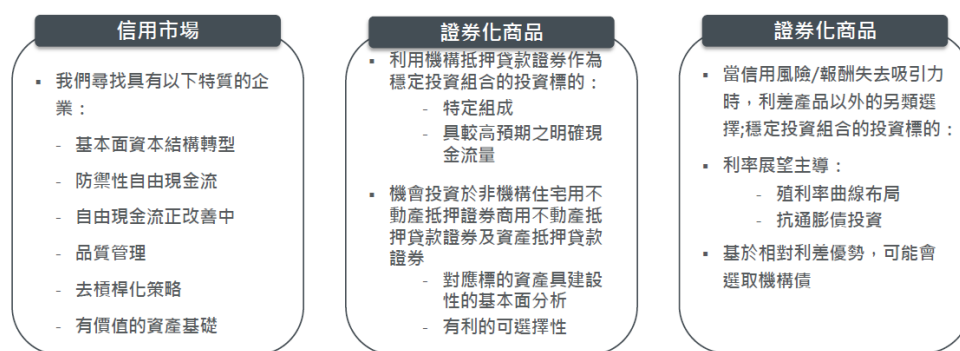
本投資組合一般包含 65 到 85 支股票，組合中的股票資產部位不得超過

總體規模的5%。本策略的股市部分結合核心與機會持股。在正常市場情境下，核心組成約佔股市部位三分之二，長期而言，通常沒有太大波動。



### 固定資產部分

每天舉行投資團隊晨會，檢視市場新聞與即將發生的事件，同時衡量證券標的，考量是否要買進或是進行投資組合佈局。固定收益投資組合經理人、研究分析師、投資組合風險分析師與交易員是會議主要參與者。研究分析師進行正式簡報，對投資組合經理人提案。此外，投資組合經理人與研究分析師也會不斷進行非正式會談，相互交流。投資組合經理人會善用這些與研究分析團隊的互動，進行投資。各類別標的選擇，遵循以下架構：



進行債券投資時，一旦確立標的符合最初投資標準，即會利用交易資源判斷債券的交易現況與基本價值的差異。同時，也會透過內部、獨特投資組合與風險管理系統—Quantum Global 進行情境分析。此系統追蹤全球約31,100檔債券，包括公司債、證券化債券、政府債與政府相關證券，提供團隊相關資訊，分析增持某標的會為本投資組合創造哪些加值效果，透視產業與資本架構資訊。使策略不受靜態配置所限制。駿利的目標是透過選定在當前市場條件下能夠產生優異績效的標的，配置多樣化固定收益和股票，藉此持續提供穩定報酬。此策略具有絕佳靈活性，能夠於市場波動之前採取防禦態勢。

#### 四、資產配置-動態適性多元資產配置

講師：Susan Zhang, Director of Asset Allocation Strategies

課程內容：

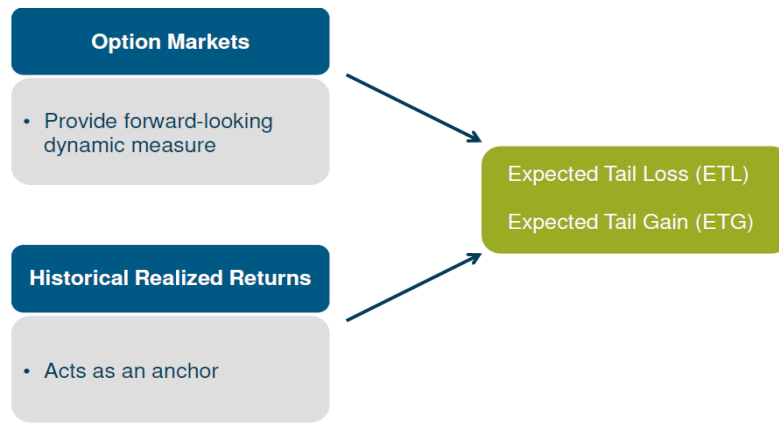
依據極差或極佳的市場動態發生機率，增減風險配置，相較於側重平均或常態分佈，此做法能為投資人創造較高的最終報酬。雖然在學理或實證測試上，常態分佈與現代資產組合理論的隱含意義至關重要，但這兩者卻得奠基在各時間點「籤筒不變」的概念之上，忽略了市場預期與分布實則每日不同。

此外，投資人每次進場的金額也不同，違反平均報酬的隱含假設。相反地，投資人會採行複利投資。如此一來，平均的概念和投資人實際採用的資本配置策略與財富累積方式相去甚遠。駿利資產管理致力於鎖定資產與子資產類型，辨別損失壓力風險增加(即：尾部損失)以及壓力風險較小且潛在報酬(即：尾部報酬)高的資產類別。駿利資產管理進行動態配置，不斷尋求預期尾部報酬相對較高的標的，並減持高預期尾部損失的標的，藉以創造最佳投資組合，打造能度過市場更迭、不斷創造高絕對報酬並增加最終財富的投資組合。

##### 錨定投資組合(anchor portfolio)

建立錨定投資組合(anchor portfolio)時，基本假設是本公司願意投資的各項資產之預期尾部報酬(ETG)除以預期尾部損失(ETL)後，所得比率相同。換言之，假定所有投資工具在風險調整後，都一樣值得投資。在此框架下產生的投資組合，每個投資工具所配置到的報酬對風險比率最大化，使得各投資工具對總體投資組合的風險貢獻一致，吸引力也相同，因此，最佳做法是盡可能分散投資。在此狀況下，各投資工具的相關性無差異，以危機發生時為例，所有股票的相關性提升到 1，那麼各投資標的的權重就是(1/風險)的倍數。

因此，錨定投資組合的配置權重是依據各種投資工具的風險水準所設立，並以駿利資產管理獨創的 ETL 進行預測。這就是「動態風險管理」名稱的由來，透過這種方式得到的投資組合，高風險資產權重低、低風險資產權重高，藉以達到顯著的跨類別分散。隨著本公司依據市場狀況平衡各資產的尾部風險，錨定投資組合(anchor portfolio)內的佈局也會進行調整。

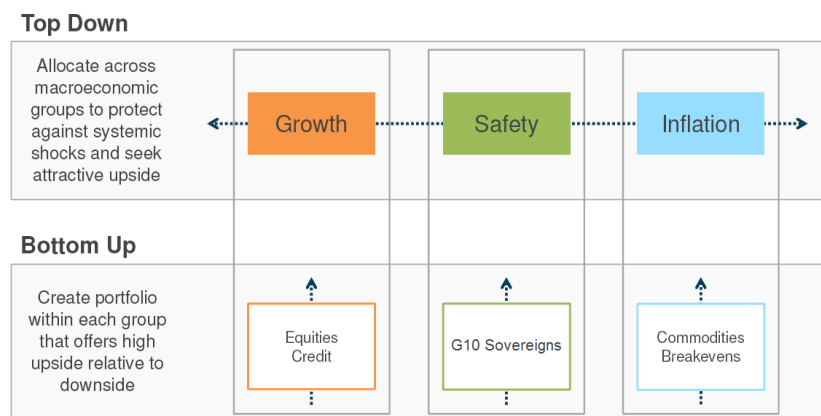


投資方法環繞著一個核心理念：無論是正面或負面的尾部事件，都是決定投資組合終值與累積財富的關鍵。此外，本公司亦深信尾部事件往往與總體經濟面的意外事件並行，因此，本公司所採取的投資流程側重對總體因子敏感度高的資產類別—特別是對通膨與成長敏感者。

依據駿利資產管理的分類，通膨敏感證券包括大宗商品、抗通膨債券與通膨損益兩平產品。成長敏感證券包括全球股票(包含已開發與新興市場股)、公司債(包括投資等級與高收益債)。本公司透過衍生性商品或直接投資這些資產類別。

此外，駿利資產管理相信保本是提升終值的關鍵，因此，部分資產投資於 G10 國家主權債以達成長期資本保值，並持有現金部位以確保短期資本保值。

投資組合經理人採用兩種互補的投資流程—由上而下的總體面分析，以及由下而上的風險/報酬分析，利用獨創模型，提供前瞻資本市場觀點，以期定位市場壓力或潛在上行指標。



由上而下總體面分析：由上而下的分析聚焦如何配置投資組合資產至各資產類別，包括成長型、安全型與通膨敏感型資產，以期減緩總體面衝擊帶來的廣泛影



響。為此，本公司採用獨特的市場價值隱含資訊模型，並結合其他分析工具，監測所有資產類別的 ETG 與 ETL，藉此定期調整投資組合配置，減低下行曝險，同時加深上行右尾佈局。依據此原則，資產配置會隨時間調整，以最小化對尾部損失的曝險，並最大化尾部獲利佈局，這些尾部損益都會對投資組合的風險概況造成顯著影響。

由下而上風險/報酬分析：由下而上的分析方法是為了在選定多個資產類別後，挑選出類別中的質優個股，並定期再平衡，以最大化每單位尾部風險創造最大預期尾部獲利的標的權重。舉例而言，在股票組成中，駿利資產管理會依據對 ETL 和 ETG 的評價，調整投資組合標的的產業、貨幣及地緣性曝險，偏離市值加權。同樣地，在固定收益組成方面，本公司也會採用相同的分析策略，調整投資組合組成的存續期間與地區曝險。

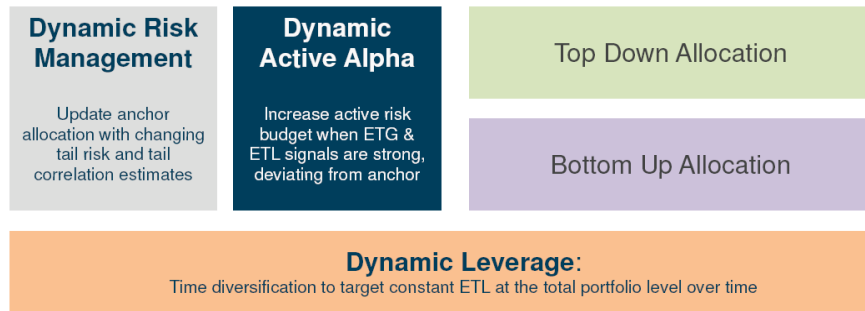
#### 依資訊調整的投資組合—動態主動式 Alpha 值

為了主動配置資產，投資有上檔潛力 vs. 下檔標的，駿利資產管理採用獨特的市場價格資訊模型，緊盯每日市場價格動態，鎖定各資產類別、產業與地區的風險/報酬所透露的指標。本公司利用在市場上所蒐集的資訊，建立 ETL、ETG 與尾部相關性的預測方法。採用這些預測法，偏離既有的、最大化 ETG/ETL 比例的錨定投資組合，如果組合內，各標的預期 ETG 與 ETL 差異甚大，則實際組合會與錨定組合相去甚遠。

#### 維持目標風險水準—動態槓桿

本投資流程中的一個關鍵面向是時間序列多元化，或者說，維持整體投資組合的 ETL 水平固定，以長時間分散風險。眾所皆知，複利報酬會受風險侵蝕，兩個預期報酬相同的資產中，風險較高者複利累積財富的速度較慢，即「風險阻力」。然而，長時間風險水平的波動(即所謂超額風險)亦會嚴重拖累複利報酬。實際上，超額風險對複利報酬的拖累程度比多數人預期的還大，因為資產報酬呈現厚尾分配，而數值大的負離群值，會對複利獲利造成極大的衝擊，衝擊程度甚至超越市場波動性。

駿利資產管理相信時間序列分散可以減少超額風險帶來的負面影響，提高終值報酬潛力。Janus Adaptive Multi-Asset 策略管理的目標是兩個月尾部損失 10%，換言之，十個兩個月報酬中，最差的一個預計是 -10%，當整體投資組合風險低於此水平，即加大槓桿以達標，相對地，若整體投資組合風險大於預期值，即降低槓桿。



減少負面非系統異數及總體經濟下跌衝擊的影響，並提升投資於正面非系統異數或總體經濟上漲衝擊的益處：管理異數是提高終值投資報酬率的重要因素。

## 五、資產配置-總體固定收益

講師：Raymond Lee, Portfolio Manager

課程內容：

大抵而言，總體一透過由上而下的研究方向來制定投資組合策略是投資團隊中資深成員之職責。一旦定下整體資產配置方向，接著由環球總體團隊透過由下而上的證券研究以及選擇，替投資組合購入證券。採取多面向的環球總體投資方法可以讓駿利將總報酬最大化，並盡量減少風險。這讓駿利得以尋找價格能帶來較大潛在報酬的領域，並見機行事找出價值所在。這個關鍵的區別因素能靈活管理投資組合。

藉由評估全球投資環境，了解各地區、券種、產業資產配置的價值。本策略著眼全球，並不限定於某個地理區域，在管理時也並不遵行針對券種或產業加權的方針。



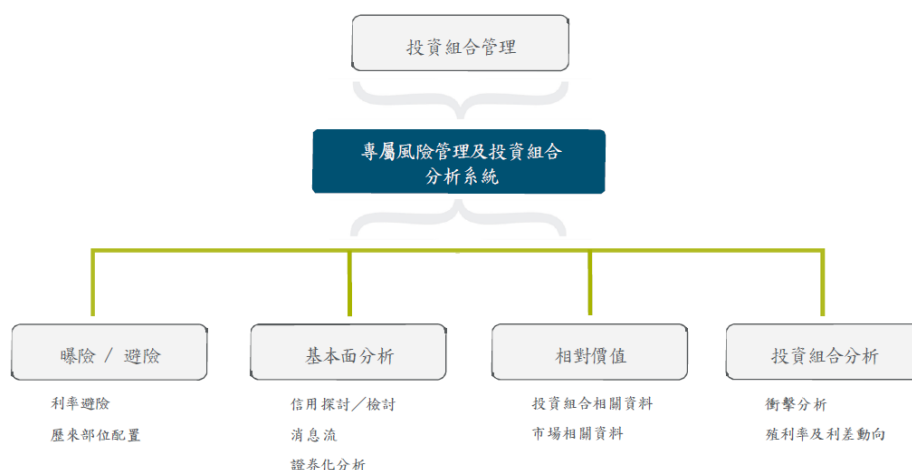
研究流程一開始先分析全球的重大經濟趨勢。每一季與固定收益界的佼佼者一同召開經濟圓桌會議，從中建構自己對這方面的觀點。

接下來考慮各國個別的因子，以及市場的預期。隨著經濟圓桌會議的進行，再到駿利的內部總體研究，對於各主要交易區域的觀點開始形成。這些觀點再進一步發展成為針對各國不同經濟變因所做的預測。駿利的預期與遠

期契約市場或市場預期之間的差異，就給駿利帶來投資機會。除了個別評估這些機會之外，也兩兩搭配一起評估，以確保根據駿利的策略型資產配置決策所建構出的投資組合，其報酬來源彼此之間的相關性很低。

債券方面，針對可投資者，駿利先以自家專屬的量化衡量指標過濾出可處理的證券量，再加以審核。認為有潛在投資機會的各公司以及券種，環球總體團隊會對其進行信用研究。評估同一發行機構所發行的不同債券，比較其相對價值，以求以最有效且維持流動性的方法，將該發行機構納入投資組合內。努力選擇所在國家、資本結構、到期日最具吸引力之證券。

以超額報酬而言，駿利預期在投資組合中結合 10 到 15 個總體經濟策略。超額報酬交易，指的是主動管理的策略，其主要目標為利用駿利認為在全球固定收益市場中有相對價值的機會。



首先評估全球的總體環境，每季由學者、投資銀行、非正式的固定收益夥伴參與的經濟圓桌會議有助於針對總體經濟形成觀點。經濟圓桌會議的目的，在於就貨幣及財政政策、預期通膨、各 GDP 指標以及其他經濟指標等方面，評估當前以及預期的經濟環境。

隨著經濟圓桌會議的進行，再到內部研究，對於以下各主要交易區域的觀點開始形成：美元集團、歐洲／英國、日本以及主要新興市場國家。以上看法再進一步發展為針對各國的預測，其中包含但不限於以下變因：利率、GDP、CPI、殖利率曲線、匯率、股市以及預期央行有何動作。

然後再與遠期契約市場／市場預期相比，藉由相對價值、國家、利差、波動率、券種、曲線、存續期、貨幣等多種決策變因，找出可以帶來特定投資機會的差異。上述機會不但個別評估，也兩兩搭配一起評估，以確保最終

投資組合囊括彼此間相關性低的報酬來源。經由流程中的這一環，產生出一套具體載明了券種、區域以及產業資產配置價值的範例投資組合。

凡納入投資組合的債券，就會持續受到評估以及再評估，以進行價格高低分析，不只與投資組合中的其他資產相比，也與市場上其他發行債券相比。作法則是在計劃曝險的時候，利用最佳配適線，以及利用「利差對預期損失」模型，比較不同債券之間的異同（從相對價值的角度來看）。密切監控收益以及利差的動向，以評估相對於其他券種及其他證券的價值。

## 六、資產配置-基本面固定收益

講師：Phillip Gronniger, Client Portfolio Manager, Fundamental Fixed Income Investment Team

課程內容：

基本面、由下而上的研究是流程中最重要的一環，也是決策時，各步驟的核心。

公司債研究流程的核心原則是確保自由現金流量沒有問題、了解管理層的動機，並衡量下檔風險、針對債券進行研究(而不僅是發債公司)，並善用全公司股市與固定收益研究。證券化研究流程側重在找出有堅實資產支撐、現金流穩定，且具有利優勢的債券。證券化分析師會依據基本面衡量信用風險，而非採信外部平等，並主動尋求因市場不效率產生的利基點，投資評價過低的證券。

本研究針對單一證券採行嚴謹的由上而下分析。分析流程包括細部檢視所有財務資訊、拜訪公司、查看公司財產並進行市場調查。固定收益研究分析師與投資組合風險分析師密切合作，以善用雙方對特定產業的相對價值分析與全面的產業知識，攜手找出最具潛力的投資標的。預測主要槓桿點與企業基本面時，採用財務模型，接著由研究分析師設立每一支證券的風險/報酬檔案，考量各種變因，包括自由現金流、最佳與目標資本架構的差異，以及資產負債表槓桿。經過嚴密的基本面分析後，即可獲得一組具潛力的投資標的，供投資組合經理人審視。

分列基本面債券投資針對信用債券與證券化商品之研究面向：

信用債券的研究：分析師尋找正在轉型並改善資產負債表之投資等級或是高收益等級公司。團隊間的協同討論包括：

- 診斷營運模式與企業基本面
- 評估各類債券之相對價值（並非獨立不相關）
- 最受青睞之風險調整後機會將提出為納入投資組合考量

正確運用自由現金流	→	債券績效之重要財務指標
瞭解管理階層的想法	→	債券績效之重要非財務指標
評估下檔風險	→	正確而受到市場獎賞之正面影響 > 錯誤而受到市場懲罰之負面衝擊
研究包含債券及公司，並非只研究公司	→	每檔債券的報酬潛力不同
以專精方式善用全公司的研究	→	差異化與基本面出發的研究為客戶創造價值

證券化商品：分析師尋找現金流穩定的機構不動產抵押貸款證券作核心配置以及商用不動產抵押貸款證券跟資產抵押證券當作機會型配置。團隊間的協同討論包括：

- 評估抵押物件之現金流量
- 跨債種評估相對價值－公司債 vs 證券化商品
- 最受青睞之風險調整後機會將提出為納入投資組合考量

對資產具有積極的基本面看法	→	找尋長期投資而非投機標的
即使在波動市場中，現金流量具有穩定性	→	禁得起經濟狀況不佳
有利的選項	→	聚焦於在任何結果下都能夠準確定價標的
有限度相信信評機構表示的多元化	→	利用基本面，而非依賴外部信評機構來衡量信用風險
機會性配置在較低評等證券	→	主動在市場缺乏效率時找尋機會

基本面導向總經觀點及個別標的層級之風險調整報酬預期值主導於信用市場的投資組合布局，駿利相信投資組合於信用市場的布局終將為驅動長期績效的關鍵動能，協調債種的品質配置與個別資產層級的機遇，加上整體投資組合風險考量而做出最佳的固定收益資產配置。

## 七、資產配置-從選股開始

講師：Adam Schor, CFA, Director Of Global Equity Strategies

課程內容：

駿利善於利用專屬研究主動創造超額報酬，並針對自身具備研究洞見的領域投資，駿利為主動式的資產管理公司，因此對於股票的投資亦採取主動式的選股。

致力於找出各市值中具吸引力的投資機會，運用專有的研究投資在具有具吸引力成長機會及帶來高資本回報之業務。利用這些標準以建構一個集中

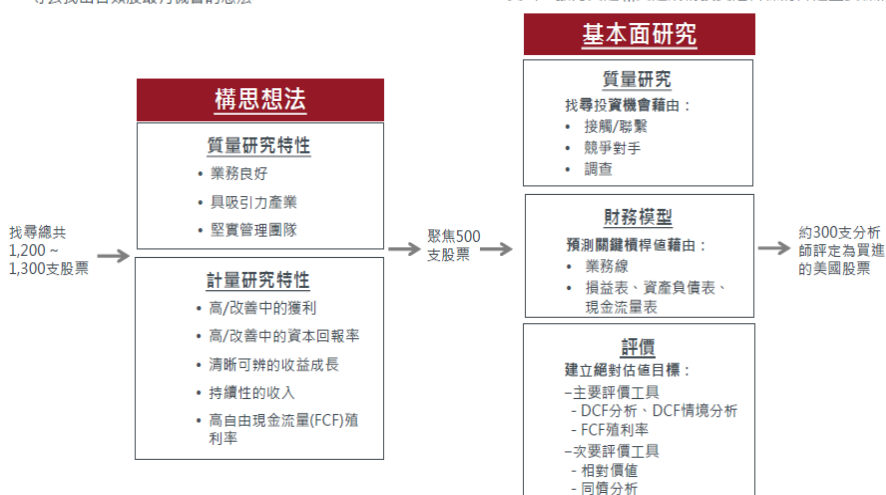
度高的投資組合。

### 建立一個可以投資的範圍

- 研究分析團隊進行全球資產檢視、實地接觸及公司會議等去找出各類股最有機會的想法。

### 高強度分析

- 分析師將每支股票評為1~4等級: 強力買進、買進、中立至賣出。強力買進和買進成為投資組合標的篩選主要標的。



駿利分析師的目標是和其他競爭者一樣了解持股公司，甚至比對手更深入了解標的。駿利將內部分析師視為產業參與者而非觀察者，分析師為了與所屬產業緊密結合，不僅與企業管理層見面，還會與部門主管、員工、顧客、供應商、客戶、競爭者、執法專員，以及其他產業專家互動。本公司深信，透過了解自己所負責的產業內部運作狀況，分析師會對於企業上行潛力與下行風險產生獨到見解。

研究亦仰賴專屬財務模型，包括：連結式資產負債表、企業損益表與現金流量表連線。駿利資產管理特別重視資產負債表的健全性，以及創造現金流量的潛力。使用財務模型進行深度分析的目標，是找出企業模型中的關鍵槓桿點，在 2 到 3 年內創造價值。

駿利利用對於未來獲利能力的預估，進行現金流量折現分析法(DCF)，調整營運假設，以得出最佳、適中、最差的獲利情境。下一步是依據情境發生機率對現金流量折現值進行加權，求得目標價。駿利也會採用其他評價工具來設定目標價，例如：綜合模塊分析(SOTP)、私募股權交易、清算價值。各種情境建立讓分析師與投資組合經理人得以衡量風險報酬的權衡結果。

經過密集的基本面分析流程，本公司將股票分成四個等級：強力買進、買進、中立或賣出。研究團隊會列出清單，約涵蓋 300 支強力買進或買進等級的個股，以供進一步分析。



持股則可以區分為核心持股與機會持股兩大類：核心持股：永續的成長模型、當今市場龍頭、獲利與現金流穩定、資產負債表強健、對股東友善。機會持股：浮現成長潛力，終端市場潛力大、崛起中的市場龍頭；轉機題材，資產負債表去槓桿化、管理團汰舊換新、業務轉手他人、再次聚焦資本回報率(ROIC)。

嚴守賣出的原則，不因偏見而錯失股票的賣出時機，掌握賣出時機亦為創造投資報酬率的主要部分，駿利的賣出原則如下：

- 市價超過預期之真實價值
- 企業或產業之基本面改變或投資組合經理人認為公司的競爭優勢惡化
- 資產負債表項目惡化-像是資本配置、資本支出或是營運資本等
- 經理人相信有新的標的能提供更佳風險調整報酬而納入投資組合
- 根據絕對與相對風險監測目標，持股比重可能被調整

## 八、資產配置-數學模型投資

講師：David Schofield, President of INTECH International

課程內容：

截至 2016 年 9 月 30 日，駿利資產管理集團的資產管理額為 1,951 億美元，其中 951 億為法人客戶資產。駿利資產管理集團的資產包括駿利旗下管理資產，以及其他投資管理子公司 INTECH Investment Management LLC (INTECH 英達) 與 Perkins Investment Management LLC (Perkins 柏智)。



JANUS®

- 成立於 1969
- 管理資產: 1,380 億美元

研究導向之股票與固定收益

- 奠基於與眾不同之基本面研究
- 整合性風險管理
- 45年以上經驗

- 美國股票
- 環球/區域股票
- 基本面固定收益
- 全球總經面固定收益
- 另類投資
- 資產配置
- 貨幣市場
- 交易所交易商品(ETP)\*

INTECH

- 成立於 1987
- 管理資產: 467億美元

數學投資股票

- 特有的數學投資方式
- 風險管理流程
- 25年以上經驗

- 增值
- 核心、成長與價值
- 絕對波動
- 管理波動
- 股票收益

PERKINS  
INVESTMENT MANAGEMENT

- 成立於 1980
- 管理資產: 98億美元

價值股票

- 特別的價值投資方式
- 著重於下檔分析先於上漲潛力
- 35年以上經驗

- 美國價值
- 全球價值
- 國際價值
- 資產配置

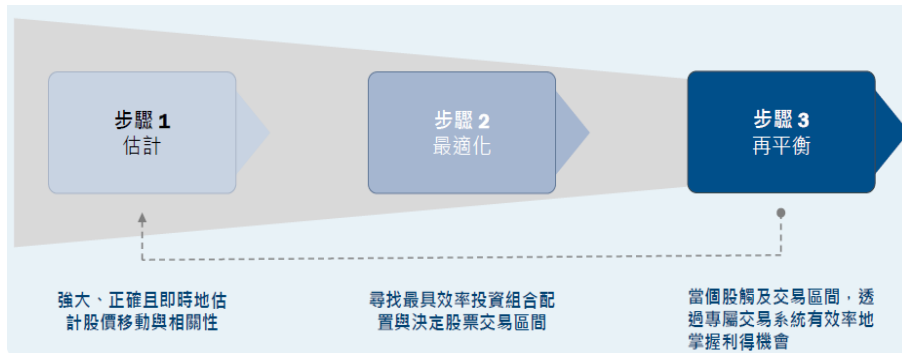
英達投資理念專注提供獨特、新穎而以科學為根基的投資組合管理方法，應用數學建構投資組合。E. Robert Fernholz 博士（英達創辦人）創立和發展採用隨機微積分的投資組合理論。他於民國 71 年時發表在《財務期刊》(Journal of Finance) 的論文「隨機投資組合理論與股票市場均衡」(Stochastic Portfolio Theory and Stock Market Equilibrium)，成為英達數學投資方法的基底，也是其建構投資組合流程的基礎。

股票投資政策是在英達發展的數學應用程序中建立的。這種獨特的機構投資管理方式不涉及特定國家、行業或基本方式的證券選擇決策。本投資流程是要利用特定的數學優化方式以及有紀律的重新調整途徑，來決定投資組合指標指數中成分持有證券的更具有潛在效率的股票權重。投資流程始於 MSCI 全球高股息率指數，未符合最低流動標準的股票排除考慮，餘下的環球證券須透過數學投資流程。

流程採用以往四年的股票價格數據，估計股票相對的方差和協方差，將這些輸入數據投入優化方案，該優化方案專門識別產生最低跟踪誤差的額外報酬目標水平的投資組合。

投資流程加入旨在降低投資組合風險的風險管理，包括降低跟踪誤差、庫存水平維持具主動權的利率上下限、限制投資組合估計的組合貝塔不超過一個。一旦決定目標權重後，也就完成建構投資組合，之後會定期重新調整這些目標權重，並且重新追求優化配置。





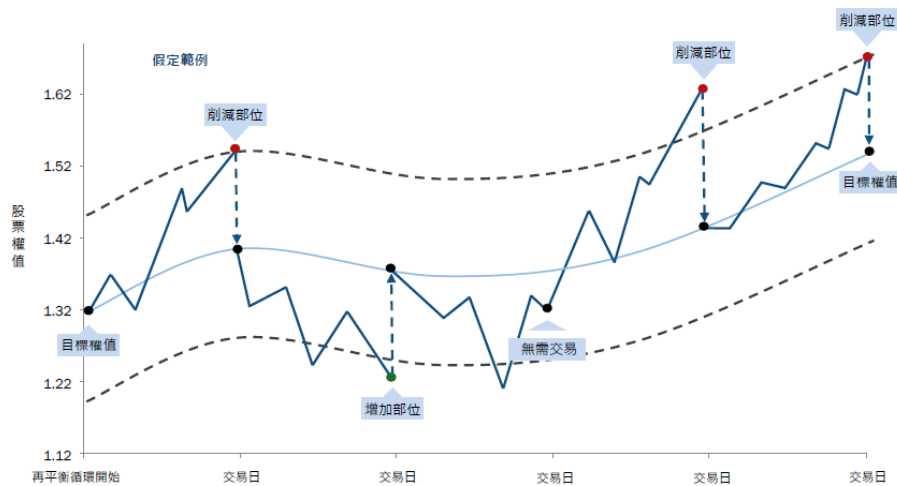
英達投資流程的特性是研究功能和投資組合管理流程交織在一起，所有的研究都在內部進行，並將研究推入新產品應用，提升現有的執行和交易流程，並強化包括混沌理論、神經網路和其他難解領域的高層次創見，英達執行的所有研究都具備科學性和數學性、而非屬基本面，導向數學財務、投資組合管理還有系統改良。

股票投資政策是在英達發展的數學應用程序中建立的。這種獨特的機構投資管理方式不涉及特定國家、行業或基本方式的證券選擇決策。本投資流程是要利用特定的數學優化方式以及有紀律的重新調整途徑，來決定投資組合指標指數中成分持有證券的更具有潛在效率的股票權重。

- 在某股票水準，廣泛有效的權重
- 限制投資組合估計的組合 Beta 不超過一個
- 盡量降低投資組合的追蹤誤差

訂出的目標比率是根據英達優化途徑產生的結果，一旦決定這些比率，也就完成建構投資組合，之後會定期重新調整這些目標比率，並且重新追求優化配置。投資組合進行持續評估，確保多樣化和報酬特徵與投資目標和相關數學定理保持一致。年度周轉率長期而言可望維持在大約 110%-130%。

- 目標權值於投資組合最適化時決定
- 設定於交易權值附近的交易區間可能隨策略、股票與時間進行有所變動
- 只有在股票權值移至設定的交易區間之外才進行規律地再平衡至目標權值交易



英達特有的投資流程是以數學理論為基礎，比許多其他流程具備可能更堅實的理論基礎。這數學理論展示透過全程專注股票的波動性和相關性，可建構有潛力長期跑贏市值加權基準指數的投資組合。其 Alpha 來源值將一直維持為正數、不須預測股價報酬或其他 Alpha、也不依賴常被套利走的不流通市場或市場反常現象。

流程獨特出眾的本質，是多重經理的架構，整體風險/報酬投資組合一般透過將英達加入投資組合來強化。因為流程與傳統基礎和定量策略均有所不同，報酬模式傾向較低相關性，亦可為投資組合提供額外的多元性。英達加入整體投資組合，有潛力降低追蹤誤差及/或提高資訊比率，整體提供的資訊比率亦可能比獨立的經理更高。

## 九、資產配置-房地產投資

講師：Vincent Lin, Research Director

課程內容：

隨著聯準會與各國央行持續維持低利率，使另類投資與房地產投資逐漸受到機構法人的重視。自 2011 年起，挪威主權基金開始投入房地產投資。投資比重逐年增加。挪威主權基金今年預計擴大亞洲房地產投資，2015 年 10 月在東京新設立辦公室。而負責房地產的員工數也將由 104 人增加至 200 人。除了挪威外，阿布達比主權基金、新加坡主權基金等亦將資金投入房地產市場。

即使已經進入升息循環的 2017 年，房地產依然在資產配置中扮演重要角色，房地產面對升息有以下兩個面向：

無預警且大幅度升息- 因為資本化率(Capitalization rate)升

高、資產價格降低、借貸成本升高、現金流/股利率吸引力較低而對房地產有負面影響。

經濟改善進而循序漸進升息- 對房地產持有者而言能受惠於”更多需求”、”更高租賃價格”、”空房率降低”等較佳的營運基本面，因此房地產仍能在這樣的環境中表現良好。

投資組合建構時分為核心持有部位、成長機會，以及特殊情況：

#### **核心 ~50%**

可長可久的競爭優勢  
強勁的區域與本地市場動力  
商業模式與執行實績  
保守的股利保證倍數

#### **成長 ~30% - 40%**

大量的成長潛力  
獨特的利基市場參與者  
由於未來成長可期，評價具有吸引力  
股利成長潛力高

#### **特殊情形 ~10% - 20%**

未受發掘的不動產價值  
遭到錯誤解讀的產業或地區  
改善中的資本結構  
商業策略轉變

研究流程以詳盡的模型開發為序幕，其中投資團隊特別重視財務模型，這些模型對於預測未來獲利能力，以及評估營收品質至為重要。研究分析師嘗試輸入最佳資訊至模型中，將每一公司以產品線區分。透過不同的人脈資源，包括客戶、供應商、競爭同業、該領域專家，或是任何能夠幫助分析師進一步了解特定企業動態的人，分析師建立起大量資訊。財務模型從不獨立運用，而是搭配我們與某公司各階層、各單位的直接人際互動所得資訊，這些資訊包括活力、主管才能、管理階層態度是否開放，對於該公司競爭環境與市場概況的質化評估，以及公司對於股東和債權人的態度。

並進行折現現金流量分析(DCF)，藉由調整操作性假設，得出最佳狀況、基本狀況、最壞狀況的獲利結果，然後駿利將這些 DCF 與機率權重結合，得出價格目標。駿利決定目標價格時，也可能使用其他的評價工具，例如分類加總分析、私募股權交易、清算價值等。檢視某公司商業模式中的主要槓桿點，以及迥異於共識看法之處。

駿利仰賴基本面研究流程，尋求最突出的投資構想，並將之引進

投資組合。在基本面研究流程中，駿利也考量量化標準，例如高或改善中的利潤或資本報酬率、可見的營收成長、內部人持股、高自由現金流收益率。在檢視潛在投資標的時，重視下列關鍵投資標準：

具競爭力優勢	專注房地產管理	成長的條件
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 在高壁壘的市場主導者</li> <li>- 行業領導者</li> <li>- 高度被認可具有利基的公司</li> <li>- 有所有權且壯大的專業技術</li> <li>- 不可取代的地點/優勢資產</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 證明有能力為股東創造價值</li> <li>- 明確的策略投資現金流來明智地創造未來價值</li> <li>- 有紀律性的資金分配</li> <li>- 利益連動</li> <li>- 垂直整合</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 地緣的考量</li> <li>- 併購</li> <li>- 發展/再度發展的管道</li> <li>- 創投</li> <li>- 資金分配</li> <li>- 釋放房地產價值</li> </ul>

嚴守賣出原則：

- 基本面改變：公司、產業或區域市場之基本面改變或我們認為競爭優勢轉差
- 評價：價格超過淨資產價值或是我們認為相對淨資產價值有確切溢價/折價的依據
- 更佳的機會：經理人相信有新的標的能提供更佳風險調整報酬而納入投資組合
- 風險：配置比重依據絕對及相對風險監控目標進行調整

## 十、資產配置-交易風險管理

講師：Catherine Hsu, Compliance Associate Director

課程內容：

投資管理的風險並不僅存在於市場波動以及資產價格當中，管理人的道德風險、利益衝突甚至交易過程的風險調控都影響著投資管理的績效。隨著市場與訊息交流成熟並頻繁，不管是主管機關或者是客戶對於資產管理經理的風險管理要求日益完善且嚴格，此課程重點在談論現今資產管理中最主要的幾個風險管理要點，涵蓋投資面、交易面、管理機構以及交易對手等各個面向。

### 道德規範

駿利的高階管理人員、重要業務單位、督導人員以及法遵人員都有責任維護並促進合乎專業倫理的行為。駿利的法遵方案設計了政策及流程，用以找出及避免任何有心或無意的利益衝突，以及可能造成濫用職權的作法。駿利深知倫理之重要，採用一套反映

業界最佳做法的《倫理守則》(Code of Ethics)及相應程序。駿利要求聘任或到職後三十天內接受《倫理守則》以及《公司行為守則》(Corporate Code of Conduct)的訓練。此外，駿利亦成立倫理委員會(Ethics Committee)，負責督導《倫理守則》以及《公司行為守則》之實施、監督以及遵循。

### 利益衝突

駿利有一套正式明定的流程，用以找出利益衝突之處。藉由此流程找出、研究並檢討利益衝突，以確保任何實際、潛在或看似有利益衝突之處，依照相關事實及狀況之不同，都能完全消除、予以減緩，以及／或者加以揭露。

首先，駿利有一套「利益衝突矩陣」(Conflicts of Interest Matrix，下稱「矩陣」)，反映了截至目前為止已發現之所有各大類衝突。只要發現新的衝突，也包含有必要考慮新的投資產品、投資工具、業務發展或是業界「熱門話題」時，便會不斷更新該矩陣。定期檢討該矩陣，以確保所有衝突都已正確並以合宜方式列入。矩陣：

- 列出各類型利益衝突
- 賦予該衝突一風險評等
- 指出該衝突是否已揭露、在何處揭露
- 簡要列出已有哪些因應該衝突的主要控管方式
- 找出與該衝突相關的政策或程序
- 舉出針對該衝突所作之內部測試結果

第二，員工與某些人士的關係若有可能導致矩陣所列之利益衝突，駿利也加以追蹤。所有駿利員工在到職時以及往後的每年年初，都必須填寫一份利益衝突問卷，當中要求必須揭露是否有任何私人人際關係及利益，可能影響駿利或其對駿利之責任。法遵部門審閱問卷所有的答覆，將此流程中發現的所有衝突記錄下來，並採取合適行動處理任何重大利益衝突，可能是要求有衝突之員工出具切結書，或是實施其他控管流程。

### 保密能力

保護機密的客戶資訊是駿利的《資訊保護政策》(Information Protection Policy)當中的一環，該政策指出：「駿利資產管理集團其子公司、從屬公司、主管、員工、承包廠商、臨時人員、受託人、理事、董事（統稱「駿利相關人員」）必須確保機密業務資訊（下稱「資訊」）受到保護，不被濫用、盜取、用於詐欺或丟失，也不會未經授權即被使用、揭露或棄置。此處所指包含任何格式與地點之資訊。對於因業務所需而持有的第三方資訊，駿利也深知自身之相關責任。」

駿利奉行嚴格、正式的政策及程序，用以指導保護客戶機密資訊之各方面事務。此處所謂之程序包含但不限於：密碼標準、認證方法、資料安全、伺服器安全、申請安全、資料庫安全、網絡安全、工作站安全、筆電安全、行動裝置安全、實體安全、組態設定管理、身分管理、資料分類、資料保留、資料加密、資料隱私以及合宜的科技使用方式。政策及程序是由法規要求、業界最佳做法及長期累積之直接知識及經驗進一步細修而來。此外，駿利尚有一名資料隱私長(Data Privacy Officer)，負責處理與資料隱私相關之議題。

### **選擇經紀商**

選擇交易的經紀及交易商之時，我們考慮的事項包含但不限於以下各點：

- 流動性
- 就我們所知，目前可買賣證券的價格以及其他當前交易價格
- 要交易的證券的性質
- 交易大小及類型
- 證券買賣所在之市場的本質及特性
- 希望交易的時間點
- 市場中目前以及預期與該證券相關的活動
- 債券發行時最初的承銷者
- 發行規模
- 保密能力，包含交易匿名性
- 執行、清算、交割之品質
- 該經紀商或交易商之財務穩定程度
- 任何經紀或交易商是否有實際的營運問題。

### **分配下單**

駿利的政策為：在替客戶分配下單及相關費用時，應採用自己認為對於有關帳戶公平、公正的方法，且應符合帳戶的目標、政策及限制。在買賣同樣的證券時，如牽涉到多個由駿利管理的帳戶（包含獨立帳戶及共同基金），此時可能會集合多筆訂單，而且／或者算出交易的平均價格，並按照比例原則公平分配至每個帳戶。分配狀況由交易櫃台、交易作業部門、法遵部門審核，以確保公平分配。

駿利管理之各帳戶之投資決策，不受目前或未來可能由駿利或附屬機構管理之帳戶的影響。我們並不會在獨立帳戶間，也不會在獨立帳戶與其他資產集合（如：基金）之間進行交叉交易。

### **作業控制**

法遵長負責所有投資法遵程序之實施及監督，同時也替法遵制度

提供有效運作所需之建議及其他支援。法遵長下設多名法遵副總，負責法遵部門以及團隊其他成員之日常作業。

執行負責工作時，法遵人員可能發覺某些活動似乎違反或偏離了現行之法遵程序，因此需要糾正。上述活動應加以記錄、呈報，並視需要與投資組合經理人及其他高階管理人員討論。

駿利亦有多個國際法遵團隊，其最高主管皆為位於美國丹佛的法遵長。倫敦、東京、香港、台北及新加坡的法遵人員實施以風險為基準的全面法遵監督方案，其範圍涵蓋業務的所有層面。其中包含每日審閱非美國客戶之方針，並隨機抽查交易活動。

### 交易前法遵

針對投資組合，利用 Charles River 進行交易前後法遵測試。此系統允許投資組合經理人、交易員、法遵部門檢查交易執行前後是否有潛在違規情形，藉此幫助確保每個客戶或基金皆遵循法規。Charles River 監督所有投資限制，包含：公開說明書及客戶所訂定之限制，以及適用之當地法規。

限制可能於交易前或交易後設定。所有的限制皆設定為絕對限制、計算限制或是手動限制。絕對限制：比如規定投資組合不能買某一類證券等硬性限制。計算限制：用於百分比、加權平均、存續期、部位大小等限制，以確保分散投資不同發行機構。手動限制則無法做系統測試。之所以放進本系統當中，是因為要符合帳戶記錄之方針。不過如認為有必要，會在系統之外進行測試。限制所根據的是證券主檔資料庫當中的設定標準：產業、證券類型、總市值、發行機構集中度及評等、地理位置、股利／票面利率、到期日，以及交易相關之標準，如：交易所、經紀商。

### 交易後法遵

下班後，Charles River 將目前的投資組合和所有有效的法遵規定相比，然後自動產生報告——《批次法遵報告》(Batch Compliance Report)。《批次法遵報告》每天審閱，以找出是否有潛在違規現象。法遵部門備有日常日誌，每天記錄根據《批次法遵報告》找出的所有待解決問題。每月法遵經理另行審閱《批次法遵報告》。為了記錄下已找出之所有違反法遵事項，並監督其目前狀況，前述日誌由一名法遵部門人員每日填寫。日誌之電子檔每天以電子郵件寄給投資法遵小組 (Investment Compliance group)，也寄給國際法遵部門 (International Compliance) 的成員。法遵經理人負責每日檢閱日誌，並確保所有違反法遵之事項都已妥善記下，並註記必要資訊。日誌每周寄給法務部門代表。此外《批次法遵報告》每月至少有一天由資深法遵分析師以及法遵經理另行審閱，並填寫日誌。

如要破例逾越(override)法遵限制，必須獲得法遵部門批准。Charles River 的《逾越報告》(Override Report)每日由法遵經理人審閱是否有未獲授權之逾越案例，也確保獲得許可者之正確執行。

### **內部稽核**

內部稽核單位將結果呈報管理層、駿利資產管理集團董事會以及駿利基金(Janus Funds)的理事會。內部稽核總監(Director of Internal Audit)決定內部稽核程式且獨立向駿利資產管理集團之稽核委員會(Audit Committee)報告。部分年度稽核計畫係由外部公司在駿利人員監督之下執行。



## 參、參訪行程

### 一、香港交易及結算所有限公司

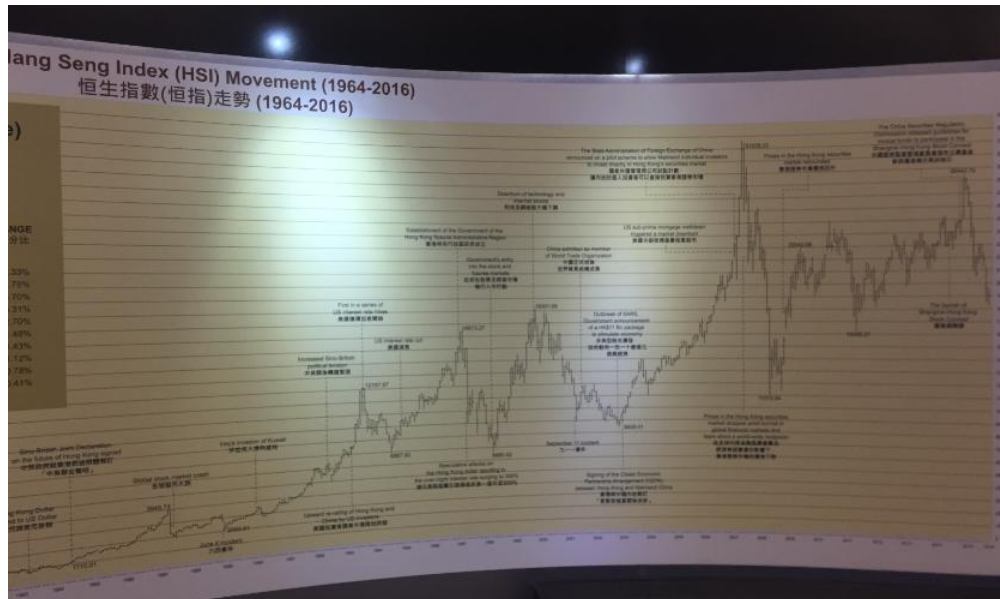


(照片：香港交易所)

香港交易及結算所有限公司（簡稱香港交易所或港交所，英語：Hong Kong Exchanges and Clearing Limited，縮寫：HKEX；港交所：0388），是全球主要交易所之一，為一家在香港上市的控股公司，在香港及英國倫敦均有營運交易所，旗下成員包括香港聯合交易所有限公司、「香港期貨交易所有限公司」（期交所）、香港中央結算有限公司、香港聯合交易所期權結算所有限公司及香港期貨結算有限公司，還包括基本金屬市場英國倫敦金屬交易所。

1866 年，港英政府頒布股份公司條例，隨即開啟了股票交易市場，1889 年至 1891 年間即出現第一次股票投資熱潮。1891 年 2 月 3 日香港經紀協會(Association of Stock-Brokers in Hong Kong)成立，為香港第一個會員制股票市場，1921 年 10 月 1 日香港證券經紀協會(Hong Kong Sharebrokers' Association)成立，主要招收華人會員。香港第一家股票交易所於 1898 年成立，為亞洲歷史最久的交易所之一，隨後於 1969 年至 1972 年股市熱潮時期前後成立遠東、金銀與九龍 3 家交易所，這 4 家交易所於 1986 年正式合併為香港聯合交易所，四所時代於 1986 年 3 月 27 日劃上歷史句號，1986 年 4 月 2 日，由四所合併而成的香港聯交所正式開業。

隨著回歸中國大陸後，香港交易所再度擔任連結起中國大陸以及國際的橋樑，1993 年推出 H 股，吸引許多中國大陸企業前往香港交易所上市；之後 2014 年滬港通，2016 年深港通，並發展離岸人民幣。



## 二、香港金融管理局



(照片：香港金融管理局)

在英國統治下的香港，奉行著自由經濟政策，沒有設置中央銀行對銀行業進行管理，僅設置財政司管轄，依據 1964 年的銀行條例設置銀行監管處；1973 年設置證券事務監察委員會與證券事務監理處；1987 年加強對證券期貨管理成立證券期貨委員會。當時金融管理的做法是以法律為根本的手段，完善的法律依法管理，設置的監管單位皆僅為經常性的監管制度，嚴格以法律將監控的範圍規範在法定的範圍內，盡量不干預市場的活動。隨著回歸中國大陸，國家體制面臨變遷的問題逐漸浮上檯面，為擁有一個與

中國人民銀行對等的機構，於是成立香港金融管理局。香港金融管理局 (The Hong Kong Monetary Authority) ，於 1993 年 4 月 1 日成立，由外匯基金管理局與銀行業監理處合併而成。金管局主要根據《外匯基金條例》與《銀行業條例》所規定進行監管工作並向財政司長負責。

金管局是香港政府架構中負責維持貨幣及銀行體系穩定的機構，其主要職能為：維持港元匯價穩定；透過穩健投資策略，管理外匯基金；促進香港銀行體系穩健；發展香港金融市場基礎設施，使貨幣暢順流通。

### 三、金銀貿易場



(照片：香港金銀貿易場)

香港貴金屬交易市場由來已久，香港金銀貿易場成立於 1876 年，1932 年於上環孖沙街成立永久貴金屬交易市場，為歷史悠久至今尚存的貴金屬交易場所。香港的黃金市場則是由創立於 1910 年的九九金市、1980 年的期金市場與 1974 年設立的本地倫敦金市所組成。香港黃金交易市場走過 1945 年至 1949 年的投機風潮，與朝鮮戰後的沉寂，在國際金價攀升的影響下，香港黃金交易市場再度活絡，1970 年代起，倫敦的 5 大金商便先後在香港設立分行，路透社於 1971 年開始播報香港金市的報價，港府於 1974 年撤銷黃金進出口管制，加上本地倫敦金市成立，香港黃金市場便轉趨國際化。

香港金銀貿易場並非官方機構卻擁有超過百年的歷史，在香港扮演著獨特的角色，然而也敵不過歲月的變更，已有衰退之相。

## 肆、研習及參訪心得建議

隨著金融市場日益成熟，且訊息交換快速，金融投資產品亦更加多元化，相較於一般機構法人或壽險，政府退休基金的操作，不以追逐高收益為目標，而是著重長期穩定報酬，然全球總體變化快速，若無法跟上則容易在投資操作上出現困難。

透過此次的參訪，過去認為的資產配置不過就是以國家、產業、類別或是股債來進行，然現在已經發展至利用不同的方法論來作為進行資產配置的依據，不管是傳統的股債配置，利用選擇權理論來作為價格分析一環進行配置或者是以論文出發利用數學模型進行配置，都有其理論與執行的論點。

各個資產都有其相對表現較好的市場循環時點，且在不同市場循環時亦有其關聯性。此次的參訪也發現不僅是資產有對應的市場循環，資產配置工具亦有。搭配上風險控管，若選擇得宜則能在不同的市場循環中採用適合的資產配置方式，為投資績效達到助益。

政府基金相對於其他投資機構的人員配置較為精簡，對於資訊與知識的交換顯得更為的重要，透過有規劃的參訪以及海外受訓，在提升人員的專業外亦能達到資訊交換的效果，並增加國際視野。