

出國報告(出國類別：其他)

**參加 UBS 「投資管理訓練課程
(Alternative Conference & Investment
Management Training)」報告**

服務機關：中央銀行

姓名職稱：羅美玲/經濟研究處副科長

歐坤寧/法務室副科長

楊淑雯/網資小組三等專員

張慧如/業務局四等專員

派赴國家：新加坡

出國期間：106.5.15-106.5.20

報告日期：106.8.12

目次

壹、前言	1
貳、另類投資之分析與探討	3
一、另類投資漸受重視	3
二、不動產投資之現況及展望	12
三、基礎建設投資之重要性提高	15
四、私募股權仍獲青睞	21
五、對沖基金之現況及前景	24
六、投資方式暨法律盡職調查	28
參、中國大陸債市相關議題之探討	36
一、將經歷顯著變革，未來發展不容忽視	36
二、預期納入全球重要市場指數，吸引國際資金流入	37
三、殖利率相對較高，具投資價值	38
四、投資風險	38
肆、心得與建議	40
一、心得	40
二、建議	41
附錄	43
附錄 1 本文圖 22、圖 23 引用指數說明	43
附錄 2 全球股市與對沖基金之每月報酬率波動比較	45
參考文獻	46

壹、前言

UBS(Union Bank of Switzerland,瑞銀)於 106 年 5 月 16 日至 19 日在新加坡舉辦「投資管理訓練課程」，課程內容分述如下：

一、Asset Management Academy 訓練課程(5 月 16 日、19 日)：

講師包括 UBS「不動產及私募市場」、「新興市場及亞洲股權」、「固定收益」及「投資管理」等部門主管或資深經理人。學員除我國央行派員外，另有 UBS 之他國客戶。

課程內容包括：簡介 UBS 及其組織概況、探討私募股權、不動產、基礎建設及對沖基金等另類投資之概念及投資管道、多重經理人(multi-manager)¹之投資管理、全球展望，以及亞洲暨中國大陸固定收益市場概況等議題。

藉由 UBS 資產管理團隊之經驗分享及互動，有助瞭解另類投資之基本觀念與最新市場概況、UBS 內部之投資策略及風險控管流程等，並提升相關專業知識。

二、Asset Management Viewpoints Summit 2017 研討會(5 月 17 日、18 日)：

UBS 邀請來自新加坡政府投資公司(Government of Singapore Investment Corp., GIC)、Clifford Capital、Bain & Company、Grace

¹ 多重經理人基金係多個經理人共同管理基金，基金各經理人投資不同之產業、市場，或是不同經理人投資相同之資產類別但投資風格不同，例如分別投資大型價值股及大型成長股。多重經理人基金之目的係基金經理人非專精所有市場，且並非任何時候經理人都能獲利，故透過分散投資於不同的資產類別或市場，使投資人達到必要的風險分散以降低損失發生機率。

Financial Ltd、Dymon Asia Capital、Chartered Alternative Investment Analyst 等機構之專家，與 UBS 另類投資部門專業人員共同座談，從不動產、基礎建設、私募股權及對沖基金等另類投資之機會與挑戰，探討另類投資之展望。參與學員為 UBS 全球客戶及相關投資機構。

本報告分為 4 個部分，除前言外，第 2 部分就不動產、基礎建設、私募股權及對沖基金等另類投資之發展情形、投資方式暨法律盡職調查 (Legal Due Diligence)²等議題進行分析及討論；第 3 部分則探討中國大陸債券市場概況；最後為心得與建議。

² 就本議題言，係指投資人與受託、投資或交易對象達成初步委託、投資或交易之意向後，依雙方共識，對受託、投資或交易對象有關事項所涉法律風險，進行現場調查、蒐集資訊、審閱文件、情況分析、評估、核實等一系列活動；其目的在於瞭解足以影響委託、投資決策或交易條件之重大法律風險，俾做為投資決策參考。

貳、另類投資之分析與探討

過去 30 年，另類投資之發展漸趨成熟，全球投資機構已投入數兆美元資金在另類投資，且金額持續增加，促使另類投資在全球經濟金融體系的角色日益重要。UBS 預期在長期低利率環境下，2017 年投資人將持續提高另類投資之配置比重，亦增加風險容忍度。

一、另類投資漸受重視

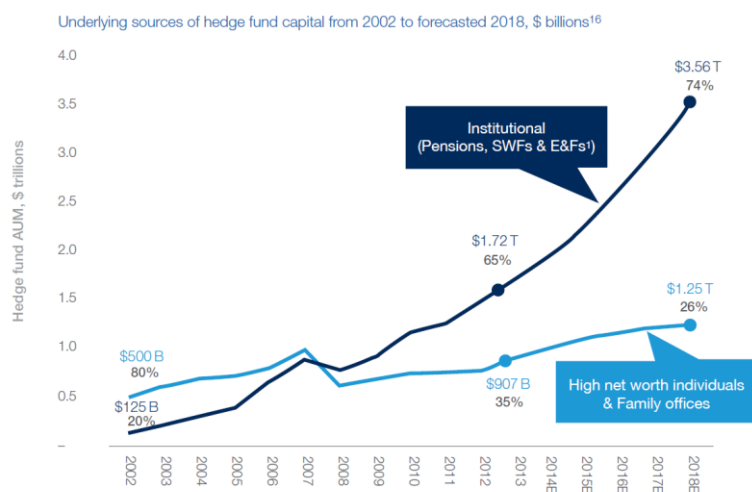
(一) 另類投資的定義、特性與起源

另類投資係存款、股票與債券等傳統資產以外的資產，涵蓋範圍相當廣泛，包含不動產、基礎建設、對沖基金、私募股權、風險投資、證券化資產(包括衍生性金融商品，如次級房貸為基礎之債券及其衍生之金融商品)、大宗商品等；甚至連藝術品、葡萄酒與鐘錶亦可納入另類投資的領域。

傳統股票、債券的特性是報價透明與變現快速，另類投資則具有資金規模大、投資期間長、風險高，流動性差但報酬率高、與傳統資產的相關性低等特性，能帶來多元化的投資效益，且抗通膨。

由於另類投資具有上述特性，最初係由富裕家族及個人提供資金投入產業。1990 年代至 2000 年代，大型退休基金與金融機構逐漸增加另類投資的資產配置，致機構法人逐漸成為另類投資的主要資金來源。2000 年之後，追求較高報酬率及資產累積的主權財富基金崛起，機構法人在另類投資之地位更形重要，取代原本的富裕家族及個人，成為另類投資的主要資金供給者；以對沖基金為例，預估 2018 年 74% 的資金係來自機構法人(圖 1)。

圖 1 機構法人取代富裕階級，成為對沖基金最主要的資金來源



資料來源：World Economic Forum (2015)

(二) 另類投資崛起的三大總體趨勢

世界經濟論壇(WEF)2015 年報告指出，近年來另類投資的規模與範疇快速成長，可歸結於下列三大總體趨勢：

1. 新興市場國家崛起

隨著新興市場國家之經濟逐漸發展，在全球經濟的影響力日益增加，對於道路與橋樑、電力與水力供應等基礎建設有龐大需求，為另類投資提供許多新的投資機會，以私募股權為例，2003 年至 2013 年，新興市場投資金額成長近 10 倍。

另一方面，由於新興市場經濟強勁成長，其金融市場規模及國家財富隨之增長，係另類資產之重要資金來源。

惟新興國家的財富多未平均分配，多為國營機構與富裕階級把持。長期以來，富裕階級即為另類投資之主要資金來源，而新興市場國家亦陸續成立主權財富基金，其龐大資產成為另類投資發展之重要推手；2004 年至 2014 年主權財富基金管理的資產已成長 3 倍至 7 兆美元。

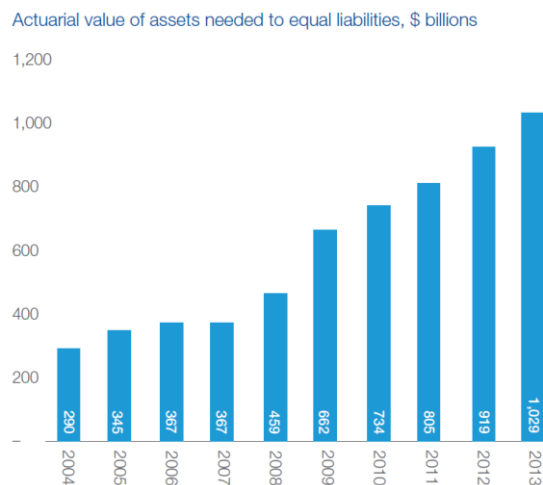
2. 已開發國家人口老化，退休基金的提存缺口擴大

醫藥進步與生活水準提高使人類壽命延長，惟戰後嬰兒潮世代逐漸邁入退休年齡後，所衍生出的嚴重問題是，全球退休基金的負債持續擴大。

由於退休基金不但須滿足當前的資金支出需求，還須獲取充足的投資報酬，以履行未來的資金支出義務；惟多數退休基金處於提存嚴重不足的狀態，全球金融危機導致此一問題更形惡化：退休基金習慣投資的固定收益產品報酬率大幅滑落，致使有龐大負債的退休基金備受衝擊。

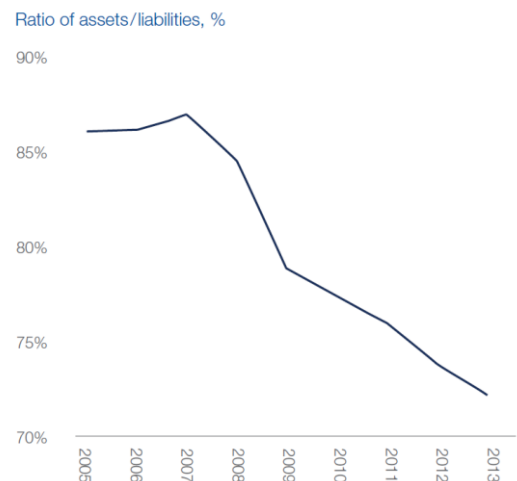
以美國為例，金融危機後，美國公共退休計畫的提存比率(funding ratio)逐年下滑。2013 年美國公共退休基金提存缺口約為 1 兆美元，較 2004 年擴增近 3 倍(圖 2)，提存比率降至 72% (圖 3)。

圖 2 美國公共退休基金之提存缺口



資料來源：World Economic Forum (2015)

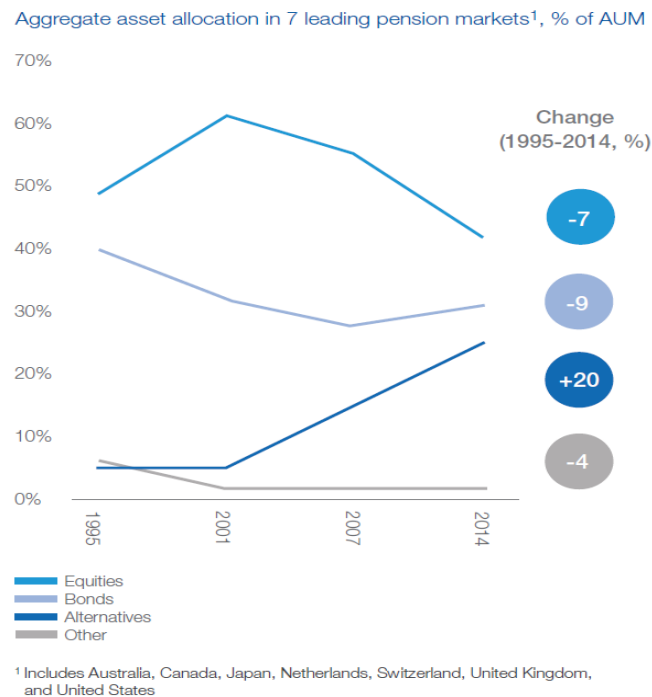
圖 3 美國確定給付制公共退休計畫的提存比率



資料來源：World Economic Forum (2015)

龐大的提存缺口促使公共退休基金大幅提高對另類投資的投資比重(圖 4)，主因另類投資具有保本及創造超額報酬的特性，似能緩解退休基金提存不足的問題。

圖 4 7 大國家退休基金配置在股票、債券及另類投資之比重



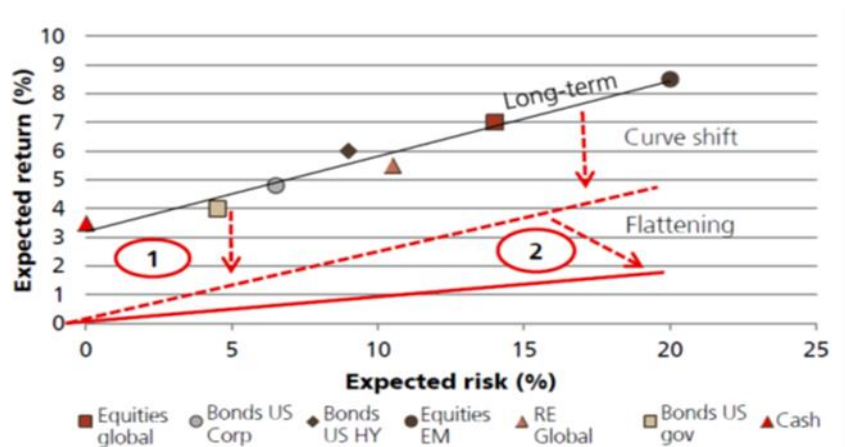
資料來源：World Economic Forum (2015)

3. 主要國家央行極度寬鬆的貨幣政策

為因應全球金融危機，主要國家陸續採行極度寬鬆的貨幣政策，過剩資金推升資產價格至歷史高點，股票與債券等傳統型資產之報酬率大幅下滑。為追求預期之報酬率，對於能提供較高報酬率的另類投資需求大幅增加。

UBS 認為，各國央行為因應金融危機而大幅降息，導致資本市場線(capital market line)平行下移，致預期報酬率降低，而主要國家央行實施的量化寬鬆(QE)，進一步使資本市場線平坦化，意謂投資人承擔與過去相同的風險，但報酬率卻大幅下滑(圖 5)。

圖 5 資本市場線下移與平坦化



資料來源：UBS，資料日期 2017 年 3 月

新加坡投資公司(GIC)董事總經理 John Tang 於本次研討會表示，投資人現在像是被上手銬，需承擔未曾面對的風險，以獲得過去習以為常的報酬率水準。

過去咸認，另類投資提供的價值主要在於資產配置多元化，惟目前有高達 54%的機構法人認為，另類投資所創造的潛在報酬率，係投資該資產之主要目的，僅有 12%認為多元化配置係投資在另類資產的首要考量目標。

儘管全球經濟逐漸復甦，美國已開啟升息循環，且準備縮減資產負債表規模，惟已開發國家顯然已陷入低成長、低通膨、低利率與低預期報酬率的環境中。預期主要國家央行僅會維持緩慢溫和的升息步調，政策利率亦難回升到過去的水準。WEF 主張，機構法人藉由投資另類資產來追求較高報酬率的投資模式，預期將延續至未來。

(三) 產業生態改變與金融管制改革，亦助長另類投資崛起

1. 被動式投資因費用低廉，另類投資則經歷危機考驗，績效相對優於傳統資產，均受投資人重視

全球金融危機後，傳統的主動式管理共同基金面臨來自被動式投資(passive investing)與另類投資的雙重夾擊壓力³。投資人發現，ETF 與指數型基金等被動式投資的報酬率，與傳統的主動式管理共同基金不相上下，被動式投資成本更加低廉。

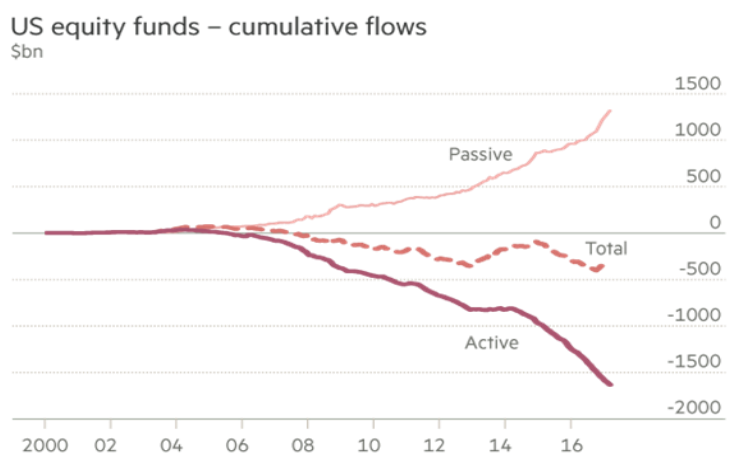
晨星統計，美國股票型共同基金的平均費率約為每年 0.77%，被動式指數基金的平均費率僅為 0.1%，亦即主動式基金的費率約為被動式基金的 8 倍，惟收取如此高昂的費用，卻未帶來相對優異的獲利表現。《華爾街日報》亦指出，截至 2016 年 6 月底的過去 10 年，美國有高達 71%~93%主動股票型基金的績效表現，僅接近或不如所追蹤的指數。

近年來低利率環境，更加凸顯被動式基金收費低廉，但績效貼近大盤之優勢，導致資金大量流出主動式基金，湧入被動式基金(圖 6)。被動式基金市占率成長快速，且流入被動式投資的資金集中在少數幾家大型資產管理業者，贏家通吃的現象明顯。

由於主動式基金漸失青睞，致僅提供該等商品的資產管理業者，面臨利潤損失及激烈競爭之雙重衝擊。WEF 指出，全球資產管理業者之中位數利潤率，已由 2005 年的 37%降至目前的 32%。

³ 主動式投資係基金經理人根據其對個別公司的研究分析主動選股買賣，藉此讓基金的投資報酬率優於所追蹤的指數，一般常見的共同基金即為主動式投資；被動式投資工具如 ETF，係指降低人為判斷，複製所追蹤指數的成分股與比重投資，目標為達成與所追蹤指數有相同的報酬率。由於主動式投資的績效不見得能超越指數，且被動式投資的管理費較低，近年來被動式投資已躍居主流；一般則認為，主動式投資在資訊不透明的市場(例如新興市場)可能仍有發揮空間。

圖 6 美國股票型基金—主動式投資與被動式投資累積流入金額
(主動式投資逐年減少，被動式投資則逐年成長)

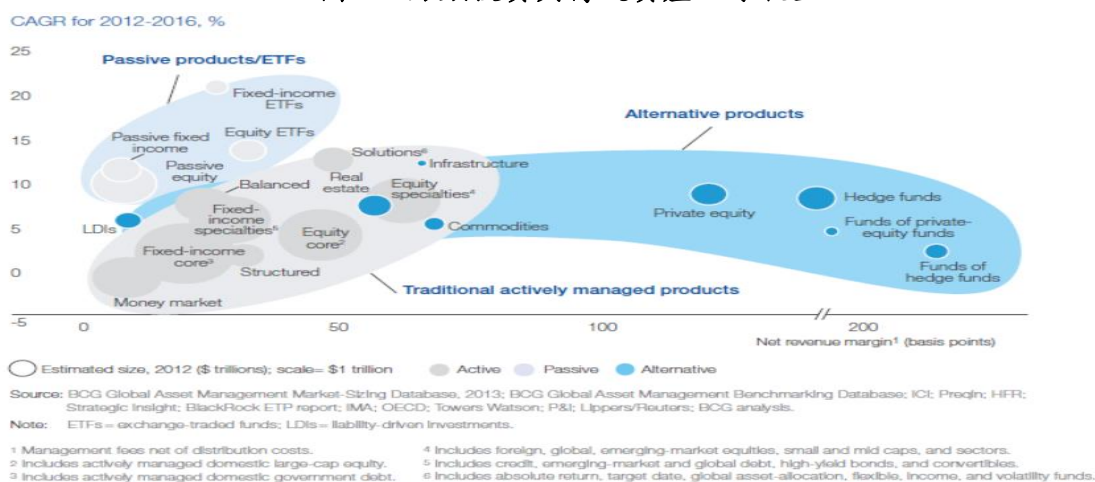


資料來源：Financial Times (2017)

全球金融危機期間及危機後，另類投資的績效表現均優於傳統資產，顯示另類投資禁得起金融市場動盪的考驗，更推升各界對另類投資的需求。

此外，另類投資之淨收益率亦優於傳統資產。波士頓顧問集團指出，多數傳統的股票與固定收益商品的淨收益率為 10 至 50 個基點，另類投資則高達 100 至 200 個基點(圖 7)。另類投資提供資產管理業者較高的報酬率，致資產管理業者紛紛投入提供另類投資商品的領域。

圖 7 另類投資與傳統資產之淨收益



資料來源：World Economic Forum (2015)

Mckinsey 預估至 2020 年，全球受託資產有 15%係屬另類資產，而其收益約占全體資產收益的 40%，成為資產管理業者重要的獲利來源。

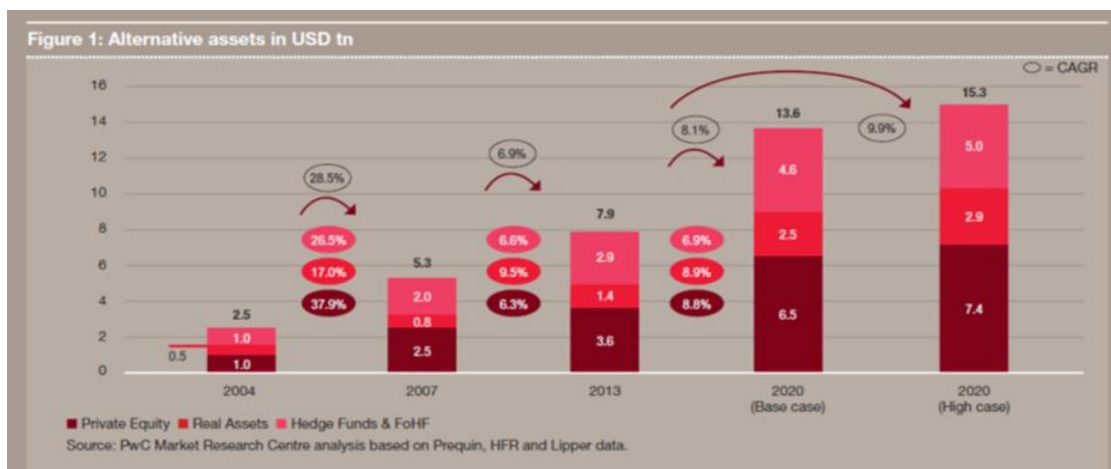
2. 全球金融危機後趨嚴的金融管制改革，為另類投資帶來之機會及挑戰

為強化金融市場穩定，全球金融危機發生後各國推行之金融管制改革，對於銀行資本、風險承受能力、擔保品規定、流動性、衍生性商品之使用、透明度與銀行核可的業務範疇等，都有更嚴格的規範，導致銀行業減持另類資產，亦不鼓勵銀行業提供對沖基金廉價的短期融資，致對沖基金交易減少，對另類投資的發展造成挑戰。惟銀行亦減少對中小企業放款及基礎建設的融資，反而為另類投資的相關產業提供新的投資機會。

（四）另類投資已成為機構法人資產配置的重要選項

研究機構 PwC(PricewaterhouseCoopers, 資誠聯合會計師事務所) 估計，另類投資的規模將由 2013 年的 7.9 兆美元，成長至 2020 年的 13.6 兆美元(圖 8)，在全球經濟及投資領域之地位與日俱增。

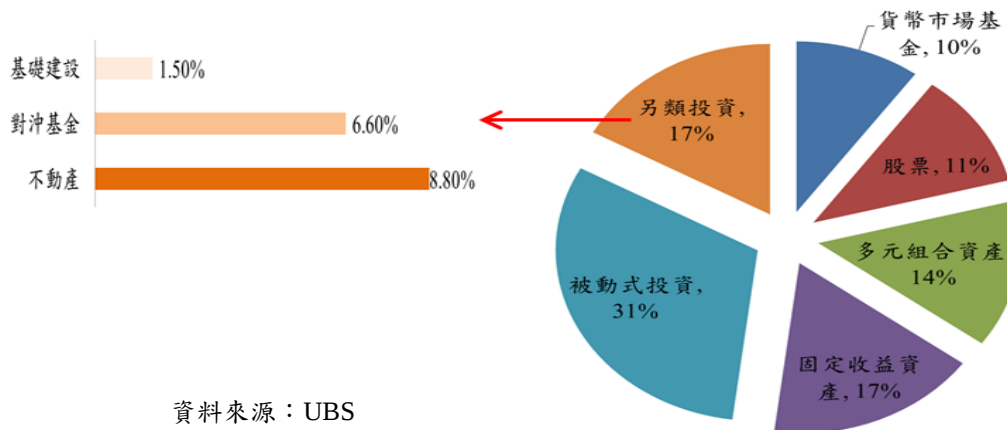
圖 8 另類投資規模



資料來源：PricewaterhouseCoopers (2015)

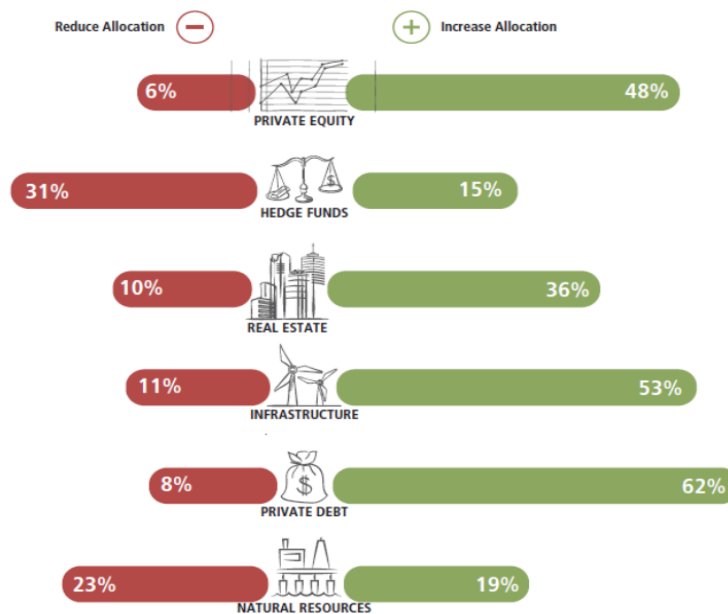
以 2016 年底 UBS 管理的 6,450 億美元資產為例，另類投資所占比重已大幅躍升，與固定收益並列第二大投資類型，僅次於被動式投資(圖 9)；另類投資研究機構 Preqin⁴的調查報告亦指出，機構法人計畫於未來提高對多數另類資產的配置(圖 10)。

圖 9 UBS 管理的資產類型



資料來源：UBS

圖 10 機構法人計畫於未來提高對多數另類資產的配置



資料來源：UBS、Preqin

⁴ Preqin 係另類投資產業之數據與情報來源機構。來自 90 個國家，超過 4 萬 7 千名的專業人員，將其產品及服務應用於投資者關係、籌資、營運銷售及市場研究。

二、不動產投資之現況及展望

2008 年全球金融危機後，各國央行採行寬鬆貨幣政策激勵景氣，低成長、低通膨及低利率之總體經濟金融環境已成常態。鑑於傳統固定收益資產報酬率偏低，惟不動產與股票、債券等資產報酬率相關性低(表 1)，可有效分散投資組合風險，加以報酬相對穩定且抗通膨(表 2、圖 11)，致不動產漸獲追求穩定報酬投資者之青睞。

表 1 資產報酬率之相關係數
(2001 年至 2016 年)

	股票	政府債券	REITs	不動產
股票	1.0	-0.8	0.7	0.4
政府債券		1.0	-0.3	-0.2
REITs			1.0	0.6
不動產				1.0

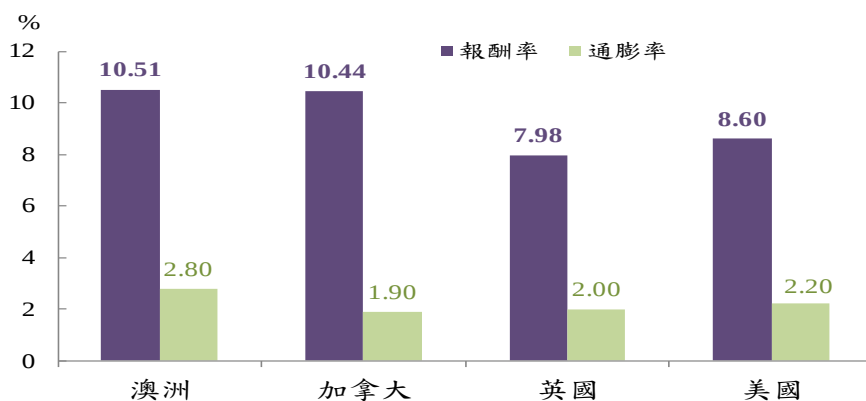
資料來源：UBS

表 2 資產之報酬與風險
(2001 年至 2016 年)

	股票	政府債券	REITs	不動產
平均年報酬率	6.2	4.1	10.7	7.5
標準差	17.9	2.8	21.6	5.8

資料來源：UBS

圖 11 主要國家不動產投資之平均年報酬率及通膨率
(2000 年至 2016 年)



資料來源：UBS

(一) 亞太地區不動產漸受重視

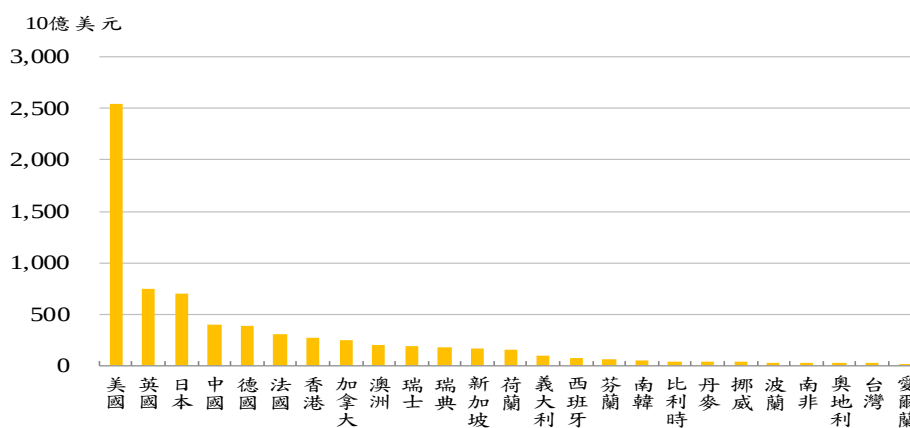
1. 亞太地區不動產投資增加

近年來，亞太地區不動產漸獲機構法人與高資產投資人青睞，主因：

(1) 市場資訊透明度及流動性提高，增強投資人信心

美國、英國等先進國家不動產市場資訊透明度高，長期以來係不動產投資之重點市場(圖 12)。惟近年日本、中國大陸、香港、澳洲及新加坡等亞太地區不動產市場之透明度與流動性亦大幅提升，增強投資人信心。

圖 12 主要國家不動產市場規模
(2015 年底)



資料來源：UBS

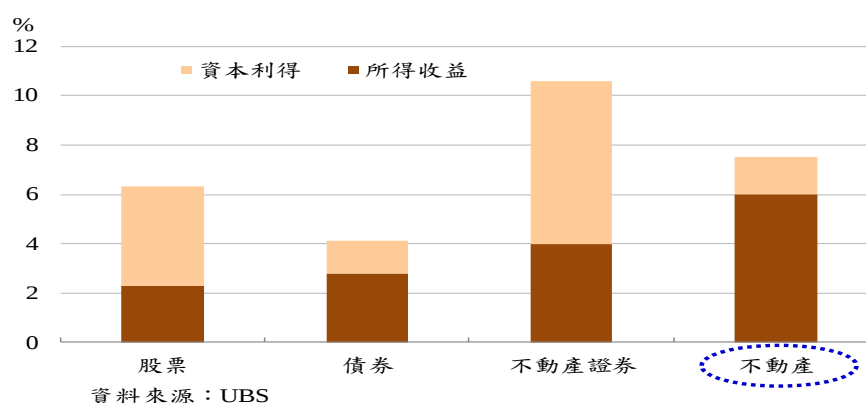
(2) 報酬相對穩定

2001 年至 2016 年不動產平均年報酬率約 7%，高於股票之 6% 及債券之 4%(圖 13)。此外，不動產收益主要源自穩定之租金收入(比重達 70%至 80%)，較股票、商品、對沖基金等收益係來自受景氣循環波動、風險較高之資本利得，更加可靠。

(3) 總體經濟發展有利亞太地區不動產市場

- a. 在全球貿易成長回溫的帶動下，全球景氣穩定復甦，本年經濟成長率可望優於上年，有助支撐亞太地區不動產價格；
- b. 雖然美國將持續升息，惟市場資金仍十分寬鬆，利率續處低檔，不動產提供穩定租金收入之優勢，增強投資人持有不動產之意願；

圖 13 資產平均年報酬率
(2001 年至 2016 年)



- c. 根據聯合國「World Urbanization Prospects：The 2014 Revision」報告，2014 年亞洲地區都市化程度⁵僅 48%，低於全球平均 55%；惟預期亞洲地區都市化速度較其他區域為快，2050 年可望提高至 64%。都市化程度提升，大量工作人口移入，進而帶動住房需求，推升亞太地區不動產價格。

2. 亞太地區不動產投資分析

(1) 澳洲、日本為核心市場

雪梨、墨爾本、東京等大都市係投資重點城市。投資人在澳洲、日本等核心市場除直接投資不動產外，由於市場發展較為成熟，亦

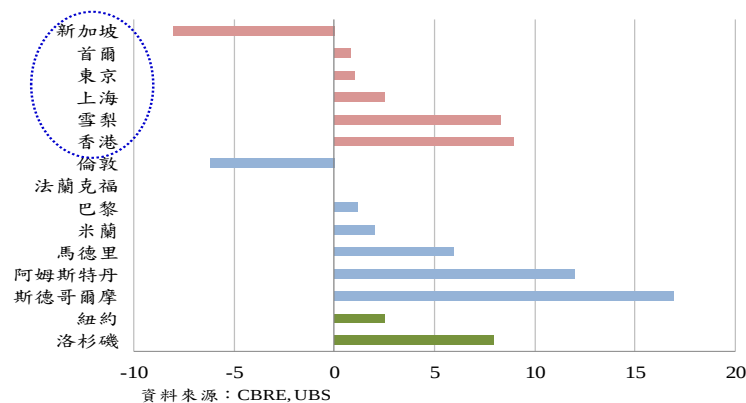
⁵ 都市化程度係指居住在都市之人口占總人口比重，2014 年北美、拉丁美洲及歐洲分別為 82%、80%、73%。

投資在不動產證券化商品(如 REITs)；對中國大陸、印度等新興市場之投資意願漸增，評估擴大投資區域之可行性。

(2) 機構法人及高資產投資人係主要投資者，偏好投資高品質辦公大樓、購物中心、五星級飯店等不動產，多長期持有，著重長期投資之穩定租金收益，而非短期之資本利得(圖 14)。

(3) 近來年，新加坡辦公室租金收益下滑，不動產投資收益主要來自房價上漲之資本利得。

圖 14 2016 年全球主要都市之高品質商辦租金成長率



(二) 全球不動產投資策略

1. 2008 年全球金融危機後，低利率環境促使市場過多資金投入不動產，全球不動產價格漲幅已高，未來上漲空間有限，投資人須有風險意識，投資策略以追求穩定之收益率為主。
2. 個別國家或地區之不動產市場規模及特性具差異性，宜對當地政策、市場透明度、需求變動進行評估分析，選擇合適之投資標的及方式，獲取自身所能承擔風險之最佳報酬。

三、基礎建設投資之重要性提高

基礎建設係指一國經濟或社會發展需要，並可提供公共服務之實體資產或設施，包括公路、軌道運輸、機場、通訊、水資源、能源等

公共設施，以及教育、科技、醫療衛生、體育及文化等社會性設施。

目前主要國家均面臨基礎建設瓶頸：新興國家基礎建設不足，先進國家基礎建設老舊，亟須進行維護或更新。惟政府財源有限，近年來主要國家多積極推動民間資金參與基礎建設，除可滿足公共服務需求，並可望促進經濟成長。

（一）基礎建設投資之特性

1. 資本密集且長期

基礎建設在興建期須投入大量資本，屬長期投資，且興建期多無現金流入，融資需求大。

2. 具規模經濟及外部性

交通、電力、水資源等基礎建設多屬高度進入障礙之自然獨占事業，受政府特許或隱性支持，資產與收益受長期合約保護，惟可能產生利益外溢之外部性效果。

3. 與傳統投資商品相關性低，抗景氣循環

多數基礎建設有其特定之收入來源及風險特性，受景氣波動的影響較小，因此與股票、債券等傳統投資商品相關性亦較低，可有效分散投資組合風險。

4. 穩定的現金流量，符合流動性需求

由於基礎建設多具高度進入障礙之自然獨占性，以及收益較不受景氣循環變化影響，加以簽訂長期合約等特性，可滿足保險業、退休基金等機構法人對資產高流動性之需求。

5. 抗通膨，維持貨幣購買力

基礎建設之經營者，藉由法規或合約之約定，或因寡占特性賦予之訂價能力，收益可隨通膨調整，維持收入之貨幣購買力。

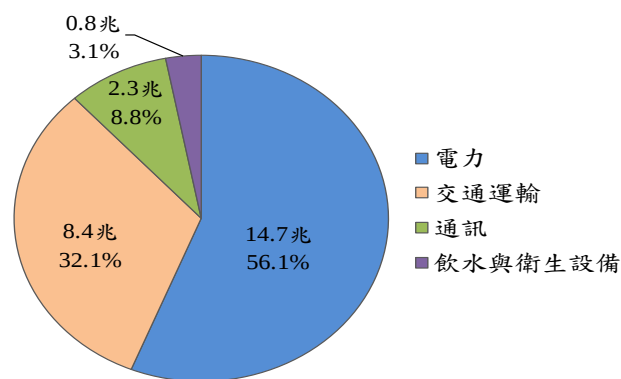
(二) 基礎建設投資需求增加

基礎建設投資具長期穩定收益，在全球利率偏低且投資風險可控之情況下，漸受投資人關注。

1. 全球之基礎建設需求與日俱增

- (1) 根據 OECD 估計，至 2030 年止，全球基礎建設所需投資金額達 50 兆美元⁶；亞洲開發銀行(ADB)2017 年 2 月報告亦指出，2016 年至 2030 年，亞洲開發中國家之基礎建設投資金額須達 26 兆美元，即每年平均須投資 1.7 兆美元改善基礎設施，才能維持目前之經濟成長動能、消滅貧窮及降低氣候變遷帶來之衝擊⁷。其中，電力、交通運輸、通訊以及飲水與衛生設備等投資金額分別為 14.7 兆、8.4 兆、2.3 兆及 8 千億美元(圖 15)。

圖 15 亞洲開發中國家各項基礎建設投資金額及比重



資料來源：ADB

- (2) 龐大的基礎建設需求，須仰賴民間資金投入彌補政府資金不足。

2. 機構法人為主要投資者

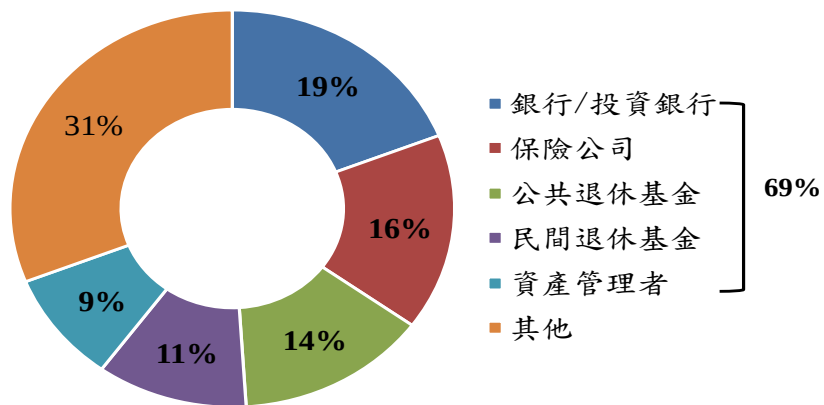
基礎建設具有穩定現金收益及抗通膨之特性，吸引機構法人之資金投入。

⁶ OECD(2013), “Global European Infrastructure Outlook 2013”。

⁷ ADB(2017), “Meeting Asia’s Infrastructure Needs”, Feb. 28。

- (1) 根據 UBS 2017 年 1 月報告，機構法人投資基礎建設債券基金比重合計約 70%(圖 16)。
- (2) 保險業、退休基金等機構法人因持有規模龐大之長期資金，偏好投資風險較低且能提供長期穩定及足夠收益之資產；銀行業則為符合 Basel III 去槓桿化之資本規範，高品質且具風險分散之基礎建設債券基金符合其需求。

圖 16 基礎建設債券基金之投資人



資料來源：UBS

(三) 基礎建設投資產生之穩定現金收入，主要來自三大部分：

1. 政府與民間簽訂長期經營合約：電廠、電力配送等事業由民間企業與政府簽訂長期經營合約，獲得配售電收入。
2. 受法令規範之寡占事業：水廠或瓦斯公司等政府特許或核可之事業，收取穩定之水費及瓦斯費。
3. 消費者付費使用之交通運輸設備：如機場飛機降落費、高速公路等收費公路通行費，船隻使用港口設備收取之港口費用等，惟較易受景氣影響。

(四) 民間參與基礎建設投資

1. 融資來源：民間參與基礎建設投資，資金來源多元，以股權或銀行借貸等初級市場為主，輔以債務/夾層融資(Mezzanine

Finance)。

2. 投資階段：保險業、退休基金等多投資於風險較低之基礎建設營運期，至於興建期之風險較高，以私募基金較常投資，係獲取資本利得。
3. 機構法人多採基金或債券模式投資：
 - (1) 保險業、退休基金等機構法人基於風險考量，一般不採直接投資，多採投資「基礎建設基金(Infrastructure Funds)」或「基礎建設債券(Infrastructure Debt)」之方式。
 - (2) OECD 對大型退休基金之調查報告⁸指出，相較歐洲國家，加拿大及澳洲之退休基金將基礎建設納入投資組合比重較高(下頁表 3)，顯示 OECD 國家之退休基金未來投資在基礎建設存有極大之成長空間。
4. 近年來，UBS 資產管理公司持續擴大基礎建設投資業務，惟偏重歐洲國家之基礎建設
UBS 在歐洲投資基礎建設之主要項目及國家：
 - (1) 太陽能、陸域(onshore)與離岸(offshore)風力發電等再生能源，主要投資在英國、愛爾蘭、西班牙等國；
 - (2) 廢水、廚餘等廢棄物回收及再利用之技術與設備，主要投資在比利時、荷蘭、盧森堡、英國、愛爾蘭及德國等國；
 - (3) 收費公路、機楊之再融資，以及輕軌建設等交通運輸，多數歐洲國家均有投資；
 - (4) 通訊、寬頻等通訊電信事業設備，主要投資在英國、愛爾蘭、法國、挪威、瑞典等國。

⁸ OECD(2014), “Annual Survey of Large Pension Funds and Public Reserve Funds”, Report on Pension Funds’ Long-Term Investments 2014。

表 3 2013 年 OECD 國家退休基金投資在基礎建設之比重

國家	退休基金名稱	比重(%)
加拿大	Omers	14.9
阿根廷	Sustainability Guarantee Fund	13.6
澳洲	AustralianSuper	9.8
加拿大	OTPP	8.4
澳洲	Future Fund	8.0
巴西	Previ	6.9
巴西	FUNCEF	6.9
加拿大	CPPIB	5.5
澳洲	Sunsuper	5.1
英國	USS	4.4
土耳其	OYAK	4.4
加拿大	Quebec Pension Plan	4.0
葡萄牙	Banco BPI Pension Fund	3.3
以色列	Menora-Mivtachim	2.9
荷蘭	PFZW	2.4
紐西蘭	New Zealand Superannuation Fund	1.9
墨西哥	Manamex	1.8
葡萄牙	CGD Staff's Pension Fund	1.6
荷蘭	ABP	1.5
瑞典	AP3	1.4
丹麥	PFA Pension	0.8
荷蘭	PMT	0.6
芬蘭	Ilmarinen	0.3
墨西哥	Afore XXI Banorte	0.3
智利	AFP Habitat	0.2
南非	GEPPF	0.1
日本	Pension Fund Association	0.1
西班牙	Fonditel	0.1

資料來源：OECD

(五) 基礎建設投資未來面臨之挑戰

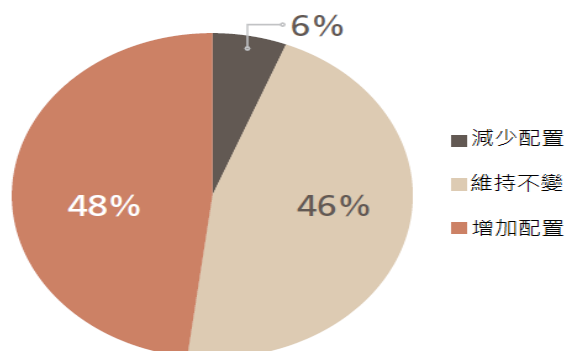
1. 具投資價值之基礎建設相對有限，尤其大型基礎建設，競標者眾，得標權利金易被推升，報酬率被壓低，將對投資獲利產生負面影響。
2. 投資於未上市公司基礎建設股權持續快速增長，惟因無公開交易資訊，評價之正確性及合理性，較難有客觀標準。

四、私募股權仍獲青睞

(一) 私募股權仍具投資吸引力

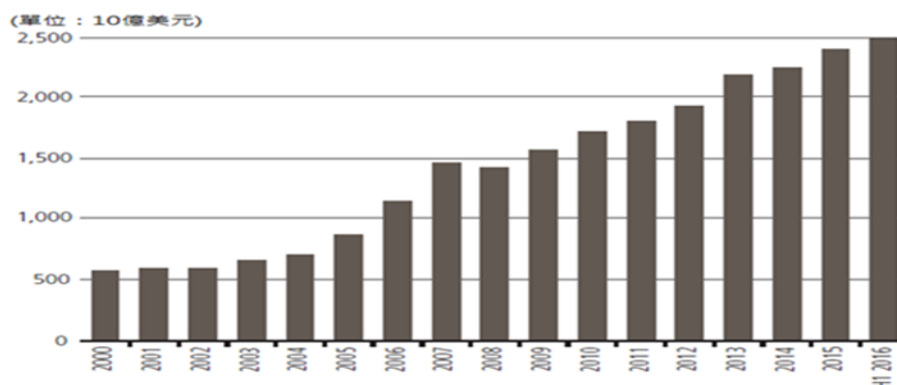
根據 Preqin 於 2016 年 12 月訪查，近半(48%)的受訪者計劃將私募股權納入投資組合(圖 17)，當前的低利率環境使私募股權成為「必要」的投資標的。即使以往投資意願不高者，因體認低利率環境將全面影響資產配置後，亦決定持有私募股權，致投資金額逐年增加，2016 年 6 月底，私募股權資產管理規模高達 2.5 兆美元，創歷年新高(圖 18)。

圖 17 投資人將私募股權納入投資組合之意願



資料來源：2017 Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report

圖 18 私募股權資產管理規模



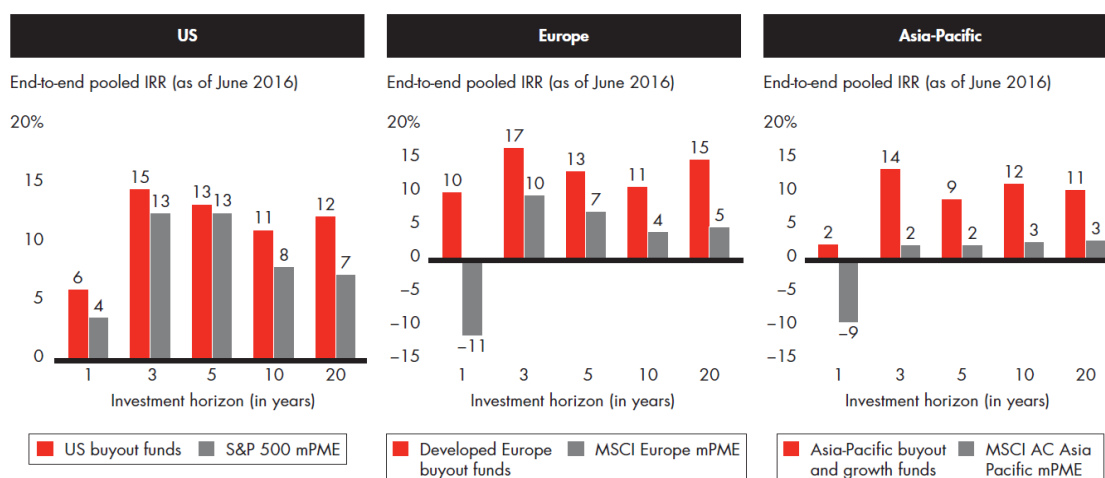
資料來源：2017 Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report

1. 私募股權長期報酬表現優於公開市場股權投資

Bain & Company, Inc.於 2016 年 6 月採用 Cambridge

Associates 之 mPME(the modified public market equivalent)方法，比較公開市場股權投資與私募股權之報酬率，顯示美國、歐洲與亞太地區 20 年期併購資本式私募股權基金年化內部報酬率(internal rate of return, IRR)分別高於 S&P500、MSCI Europe 與 MSCI AC Asia Pacific 等之 IRR 達 5、10 及 8 個百分點(圖 19)。

圖 19 主要地區併購資本式私募股權基金短期、長期之內部報酬率



資料來源：Bain & Company, Inc.

2. 私募股權投資可增加資產配置多元化

私募股權提供不同於公開市場之投資機會，與其他資產之相關性低⁹，投資組合若納入私募股權，除可增進資產組合多元化，並可降低風險與提高報酬率。

(二) 私募股權基金具有潛在高報酬之原因

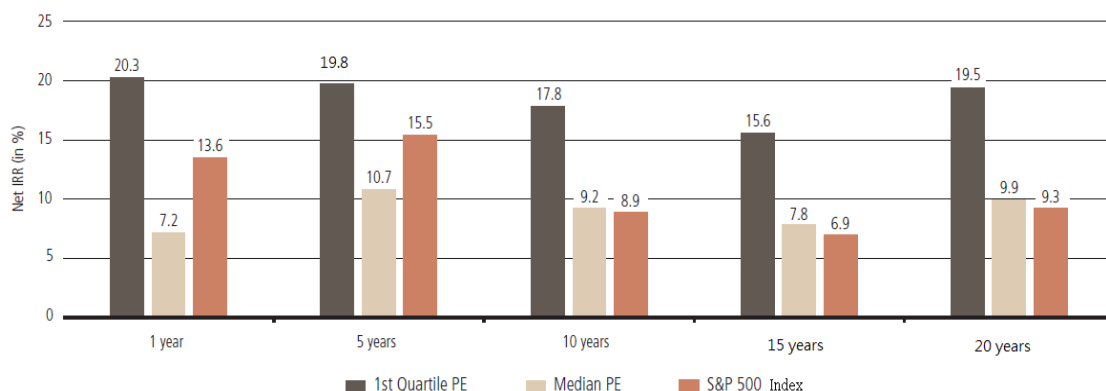
1. 高報酬係仰賴 IRR 前 25%(1st Quartile)之基金貢獻

由於私募股權具有低流動性與長期持有等 2 項特性，投資人對長期持有私募股權要求較高報酬。根據 UBS 資料顯示(圖

⁹ 在市場面臨特定壓力時，所有資產類別的相關程度增加；會計準則 FAS157 要求企業持有之金融商品以公平市價衡量，可能會增加私募股權與其他資產類別相關性，特別是股票市場，惟會有明顯的時間落差，且私募股權與其他資產類別之相關性依策略不同而有差異。

20)，私募股權基金之報酬率較高，平均收益率優於公開市場股權投資 300~400 個基本點，IRR 前 25%之私募股權基金表現優異，惟中位數以下之基金則未獲取流動性溢酬，亦即私募股權基金之高報酬主要仰賴前 25%基金之貢獻。

圖 20 IRR 前 25%及中位數之私募股權與 S&P500 報酬率之比較



資料來源：UBS(2016 年 11 月)

2. 慎選經理人

隨著私募股權基金市場漸趨成熟，過去 10 年來投資機會漸增，影響投資報酬的關鍵因素也已改變。以往許多基金經理人藉由倍數膨脹 (multiple expansion)¹⁰、財務去槓桿操作(financial deleveraging)方式獲利；現今獲利方式則仰賴經理人透過關係網絡，尋找具吸引力的被投資企業，並於參股投資時，積極達成策略目標，促使企業全力改善經營模式。高投資報酬已轉而聚焦於經理人之脈絡、深化產業技術、策略及公司治理等能力。

私募股權與其他資產類別相關性低，頂尖經理人因能實現長期的優異報酬特性而具備投資吸引力。此外，私募股權亦具提升企業價值之潛力。

¹⁰ 指私募股權交易倍數的擴張，透過低買高賣，實現套利。

(三) 2017 年私募股權之投資展望

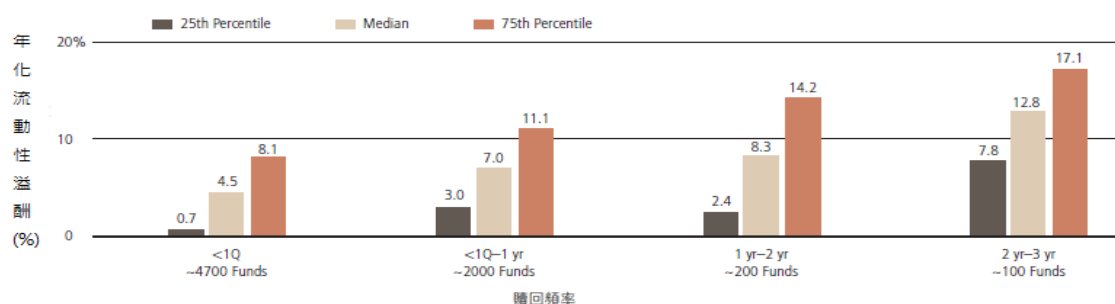
1. 近年亞太地區私募股權表現優於預期，UBS 對 2017 年亞太地區展望抱持正向看法。
2. 私募股權具提升潛在報酬之動力，縱然經濟成長表現不佳，仍保有提升資本報酬之彈性。
3. 私募股權為資產配置多元化之工具，擁有多樣的投資策略，無論就行業別、區域、基金規模、公司成長循環階段或資產買斷，可提供較高的風險調整後收益(risk-adjusted return)。
4. 未來投資私募股權之利基：
 - (1) 民主政治與財政改革促使醫療保健制度改善。
 - (2) 科學發展與科技進步。
 - (3) 破壞式創新，包含 FinTech 獲利快速增長。
 - (4) 聚焦涵蓋新興市場之區域發展基金。

五、對沖基金之現況及前景

(一) 流動性溢酬(liquidity premium)良好

UBS Hedge Fund Solutions(HFS)平台以贖回頻率代表流動性，研究 234 個對沖基金報酬率與流動性之相關性，發現贖回頻率大於 1 年之報酬率前 25%的對沖基金，其流動性溢酬(與 S&P500 相比)均達 14%以上 (圖 21)。

圖 21 對沖基金具低流動性高報酬之特性



資料來源：UBS、Blackstone、Hedge Fund Research, Inc.

（二）對沖基金取代固定收益資產與股票資產配置之原因

傳統投資方式係長期依靠配置債券之投資組合，以維持資本及創造利息收入，並同時投資股票使資本增長及價值提升；惟投資人卻面臨獨特的風險與制度變遷——各國央行面臨貨幣政策正常化與長期低利率的挑戰。因此，有經驗的投資人尋求替代股債之投資標的以增加收益。以對沖基金作為前述挑戰之解決方案頗具吸引力，透過投資對沖基金，投資人可藉由多元投資維持風險調整後報酬與降低風險，彌補傳統的長期投資所減少之報酬。

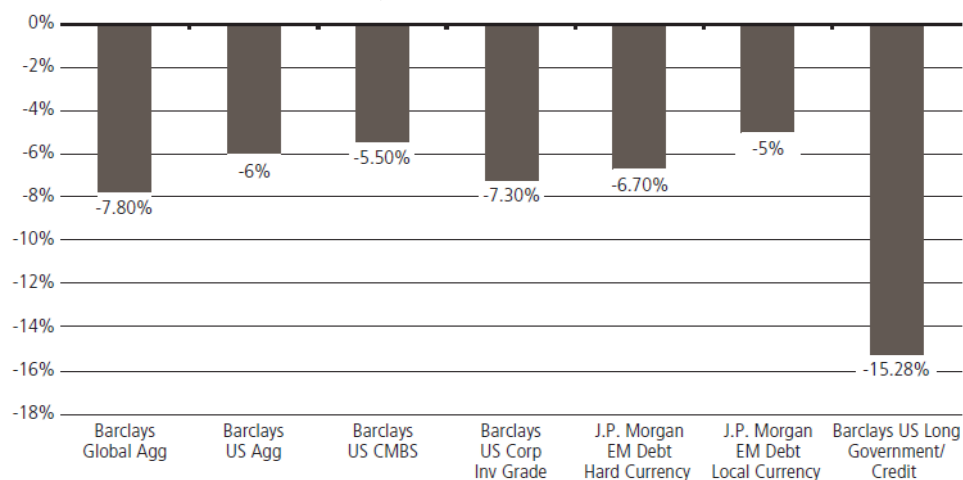
（三）對沖基金可降低傳統投資組合暴險，有助維持長期收益

1. 對沖基金取代固定收益資產之收益來源

對保守的投資人來說，債券投資通常是股票市場波動的避風港。因利率下降，30 多年來的長期債券牛市，提供具吸引力的收益率，債市波動率相對較低。惟隨著央行貨幣政策正常化，預期利率將穩定上升，未來債市波動可能增加，不利長期持有的投資人。

以下進一步說明債券價格與利率之反向關係。隨著利率上升，冷門債券(off-the-run bonds)價格下跌，導致到期收益率與新發行債券的利率一致。一般來說，即使利率適度調升，也可能使債券投資面臨潛在損失；惟隨中介機構提供的市場流動性減少，債券持有人可能因利率上升面臨風險及價格波動增加。圖 22 顯示，利率上升 1% 對債券價格會有劇烈影響。

圖 22 利率上升 1%對債券價格之影響



註：圖中引用指數詳附錄 1。

資料來源：Barclays Bloomberg, J.P. Morgan，資料日期 2017 年 3 月 31 日

對沖基金向投資人提供各種潛在利益，可抵消利率調升時，固定收益資產價格波動之風險。過去資料顯示，對沖基金在市場波動時，與傳統的買入策略相較，在市場下跌期間仍能維持資本，於市場走揚時獲利更多。對沖基金還採取做多、賣空與套利等策略，進一步獲取潛在利益。此外，對沖基金可投資傳統零售投資人難以取得之固定收益產品，例如資產抵押證券、結構性商品、保險連結型證券及信用衍生工具。在利率上升期間，對沖基金表現優於傳統固定收益資產(圖 23)。

圖 23 利率上升期間債券與對沖基金表現¹¹



註：圖中引用指數詳附錄 1。

資料來源：UBS Hedge Fund Solutions, Bloomberg, HFRI

2. 對沖基金取代股權投資之收益來源

傳統的股權投資通常需要掌握時機與耐心。2016 年第 1 季全球股市下跌，以及川普當選美國總統後股市上漲均使市場投資人飽受驚嚇，惟卻興起獲利有限，且沒有空頭部位避險等被動純買進之投資潮流。

對於尋求股市潛在收益保護的投資人而言，對沖基金可降低價格波動，提供穩定報酬。相對全球股票市場，對沖基金每月報酬率波動幅度較低(詳附錄 2)。若投資人以對沖基金搭配傳統股票之投資組合配置，將有助維持穩定的長期收益。

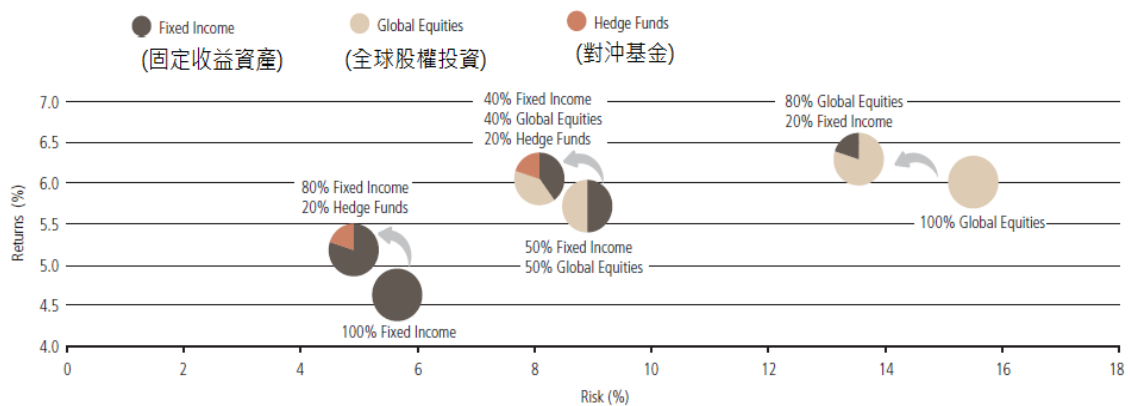
(四) 對沖基金投資前景

1. 由於資金充裕、融資成本低廉及追求報酬成長等結構性因素，近年對沖基金之併購套利行為已達 2007 年金融危機以來的高峰；併購套利行為可能因賦稅制度、反壟斷規定之變革持續蓬勃發展。

¹¹ 圖中之陰影區間為美國聯邦資金有效利率上升期間。

2. 傳統的對沖基金投資方式，逐漸被應用於流動性佳的共同基金商品，在不斷變化的投資環境中，為個人投資者提供創新的解決方案。
3. 由於對沖基金經理人的管理費用被大幅壓縮，若投資人與多重基金經理人議價，將可因管理費用降低而獲取額外收益。最重要的是，對沖基金委託操作日益興盛，經理人競爭激烈，經驗有限的投資人更能精挑細選適合的經理人。
4. 股票、債券及現金等傳統投資組合宜搭配對沖基金等另類投資。相較於傳統投資組合，納入對沖基金之投資組合，除降低風險(波動率)外，並可提高長期投資績效(圖 24)。因應當前市場環境，投資人若仍以債券和股權等傳統投資方式，可能無法提升報酬及資本成長。搭配對沖基金可為傳統純買進的投資組合，達到風險分散及資產多樣化的效益。

圖 24 傳統投資組合增加對沖基金配置之成效



資料來源：UBS(資料期間：1997 年 3 月 31 日~2017 年 3 月 31 日)

六、投資方式暨法律盡職調查

(一) 法律盡職調查之重要性

另類資產之投資方式，依投資人自行投資或委外投資，及直接投資於投資標的或間接投資於基金區分，可包括四種類

型，即自行直接投資、自行間接投資、委外直接投資及委外間接投資。上述投資方式所涉之合作或投資對象，至少包括受託機構、基金¹²管理者、被投資標的等；該等對象之良窳，攸關投資成敗；又另類投資多屬初級、私募市場之投資，相較於公開、次級市場之投資而言，具有透明度較為不足、資訊取得較為不易，行政法令規範較為寬鬆之特性；因此，不論係自行或委外，直接或間接投資另類資產，對於受託、投資或交易對象進行法律盡職調查，以瞭解另類投資資產或投資管道是否存在阻礙投資之重大法律風險，或對投資標的之估值或其他投資條件是否存在重大影響之法律風險等，俾做為投資決策之參考，實屬重要。

（二）委外間接投資之優勢

有關另類投資方式之選擇，鑑於直接投資於實體資產恐有法令障礙及管理不便之虞，且私募市場上常見以基金形式向特定條件之投資人匯集資金進行間接投資之管道，在考量符合自身投資目標及條件之前提下，或可採取間接投資之方式進行，俾免於上述法令障礙或管理不便。又另類投資涉及各式各樣投資標的之選擇、基金管理及監督評估等事項，較為複雜；在人力、物力等資源有限之考量下，或可擬訂自身投資目標及方針，委託資產管理公司進行間接投資另類資產，由受託資產管理公司對另類資產所涉基金進行法律盡職調查、投資管理及監督等，並提供投資人所需報告，或可彌補另類投資資訊較不透明之缺點，並節省投資人力、物力等資源。

¹²一般係指資金之匯集，其資金持有人間之法律關係，可能為信託契約、委任契約、合夥契約、股東出資成立公司等。

(三) 委外間接投資之應注意事項

投資人以委外方式進行間接投資另類資產時，對於資產管理公司之選擇，應當建立委外投資之處理程序規範，俾據以慎選資產管理公司；其中所涉盡職調查及權利義務關係之安排，說明如下：

1. 就投資人對受託資產管理公司言：
 - (1) 應評估受託資產管理公司是否符合機構選任之標準，其內容至少宜包括資產淨值、受託投資之資產規模、信用評等、經營績效、收費標準、內控內稽制度、業界聲譽及待客文化等。
 - (2) 應檢視受託資產管理公司是否具備合理適切之投資流程管理機制，其內容至少宜包含：投資前之階段，建立選擇投資標的或交易對手之合理標準及進行投資分析、決定及執行等管理機制；投資後之階段，建立持續性、定期性關注投資標的之評價偏離市價情形、投資風險變動，及檢討投資策略調整等管理機制，且均能提供相關證明文件為憑。
 - (3) 應確認與受託機構間商議之權利、義務關係，是否已訂明於契約中，其內容至少宜包含下列事項：
 - A. 契約生效日期及存續期間。
 - B. 聲明與保證。
 - C. 受託額度、權限範圍、投資總金額及投資比例之限制。
 - D. 受託資產淨值及收益率之計算方式。
 - E. 報酬與費用暨計算方式。
 - F. 保管機構與帳戶之設立。
 - G. 投資方針之修改。
 - H. 利益迴避原則。

- I. 違約及責任。
- J. 善良管理人義務、良好服務之保證及保密義務。
- K. 報告義務及通知事項。
- L. 仲裁條款或管轄法院。
- M. 其他認有必要訂定之事項。

2. 就受託資產管理公司對投資標的基金言(以 UBS 為例)：

UBS 提供投資人間接進行另類投資之服務係透過多重經理人方式，挑選投資標的基金及基金經理人，並就投資組合及所涉風險予以管理。其投資標的基金範圍涵括全球約 500 支基金，種類包括核心型、增益型或機會型基金，並遍及美國、歐洲及亞太地區；其投資標的基金篩選來源包括 UBS 自身管道、第三方網絡、現有投資基金以及經理人間之互動等。UBS 關於投資標的基金及基金經理人之挑選流程、法律盡職調查之重要步驟，以及權利義務之安排等重點如下：

(1) 挑選流程

- A. 由上而下之篩選策略：係指從 500 支基金中，透過研究總體經濟之展望及蒐集市場內外參與者之各種觀點，以確認各地區或部門之關鍵主軸，縮小關注範圍至 200~300 支基金。
- B. 初步盡職調查：係指透過問卷深入調查、經理人間之討論，及衡酌投資風險與預警事項(Red Flag)，從中進一步篩選出 50~75 支基金。
- C. 向投資委員會提出初步簡報：鑑於委外盡職調查涉及成本，需由投資委員會決定哪些基金值得進一步委外盡職調查。
- D. 進階盡職調查：針對投資委員會決定可進行委外盡職調查的基

金(通常約 20~40 支)之財產及經理人進行詳盡實地調查、分析其現金流量，徵詢內、外部稅務及法務專家的分析意見及廣泛之協商附屬文件(Side Letter)。

- E. 向投資委員會提出完整報告：內容包括各基金之總結、摘要及盡職調查活動結果，俾決定是否投資。
- F. 選出投資組合：係由投資委員會決定擬投資之標的基金，通常為 7~10 支。

(2) 法律盡職調查之六大重要步驟：

- A. 初步盡職調查：透過一系列的標準化問題，審查及評估目標基金之基金條款，是否符合客戶明定之投資目標及方針。
- B. 向投資委員會做初步簡報：向投資委員會提出高水平之審查報告，內容包括於初步盡職調查時已發現之潛在問題。
- C. 進階盡職調查：一旦獲得投資委員會批准，經理人團隊即可委託外部法律事務所進一步辦理完整之法律盡職調查，調查重點著重於需透過附屬文件補充或需修正基金文件之預警事項。
- D. 向投資委員會提出完整報告：製作總結法律報告書，並由外部法律事務所與投資團隊進行討論、定稿，向投資委員會提出總結報告。此報告書附有標準格式，用以確保每一項投資均以同樣方式就定型化條款進行協商。
- E. 協商附屬文件：附屬文件之協商需要外部律師事務所、稅務顧問及投資團隊共同介入。附屬文件之內容常隨個案中所涉基金之管理、策略及投資者偏好等之不同而有所差異。
- F. 執行：每一項投資於第一階段即決定其主持人及助理，主持人負責協調並確保所有相關條款之執行過程，均能符合投資團隊

之標準化流程。

(3) 權利義務之安排：

A. UBS 重視投資標的基金所涉之下列重要條款，不論擬訂於主合約或附屬文件，均由經理人團隊與投資目標基金經理人進行商議：

- a. 關於雙方利益一致性之協調：就基金普通合夥人¹³承諾投資之資金、管理費、績效費及收益之分配等妥慎商議，以確保雙方利益。
- b. 關於投資目標基金之治理：就投資目標基金之重要人士、管理公司架構、投資策略、權責分工、相關文件及顧問委員會之職能等妥慎商議，以確保目標基金具備良好之管理。
- c. 關於流動性權利：就贖回權、權利轉讓、投資期間及基金存續期間之展期、強制贖回/除外事項等妥慎商議，以保障投資資金之流動性權利。
- d. 關於透明度：就管理費及其他費用、經理人之相關義務、資金繳納及收益分配之通知、財務資訊、其他投資人資訊之揭露事宜妥慎商議，以強化其透明度。

B. 與投資標的基金間擬訂附屬文件內容時，通常係就下列應約明及宜約明之重要事項進行商議：

a. 應約明者：

I. 關於提供報告之義務：除主合約所列之報告事項外，應於

¹³ 採有限合夥型態之私募基金，其出資人係由普通合夥人(General Partner, GP)及有限合夥人(Limited Partner, LP)所組成。其由 GP 負責管理基金，通常須承諾出資一定金額，以取信於 LP。

附屬文件約明投資標的基金應提供資產管理公司之委託客戶所需之其他報告事項。

- II. 關於揭露報告之義務：應約明有關投資標的基金之相關資訊，資產管理公司得向其潛在投資客戶揭露供參。
- III. 關於保密條款：除主合約所列之機密資料外，應於附屬文件約明有關資產管理公司之委託客戶名稱及身分，亦應予以保密。
- IV. 關於潛在受益人之資訊：應約明除防制洗錢之法令另有規定外，投資標的基金不得要求資產管理公司提供潛在受益人之身分資訊。
- V. 關於重要成員之責任保險：應約明投資標的基金普通合夥人或經理人之責任保險事項。
- VI. 關於爭議之聲明：應約明投資標的基金合夥人或總經理對於該基金所涉未決訴訟或尚在進行中的調查程序之聲明。
- VII. 關於出資種類之限制：原則應以現金出資；如擬以非現金方式出資，應約明出資方式、抵充數額及合理性。
- VIII. 關於重要人士條款：按投資標的基金之普通合夥人或主要經理人等重要管理人士之能力及經驗，攸關投資人決定是否投資該基金之極重要因素，因此，投資人應要求列明關鍵人士離職或變動時如何處理之條款。例如，禁止提出新出資請求。

b. 宜約明者：

- I. 投資人出資承諾之匯總：鑒於投資標的基金管理費之計算方式，通常係以投資人出資承諾金額做為計算之基數，故

列明投資人出資承諾情形，有助於計算管理費用及進一步協商最優惠條款。

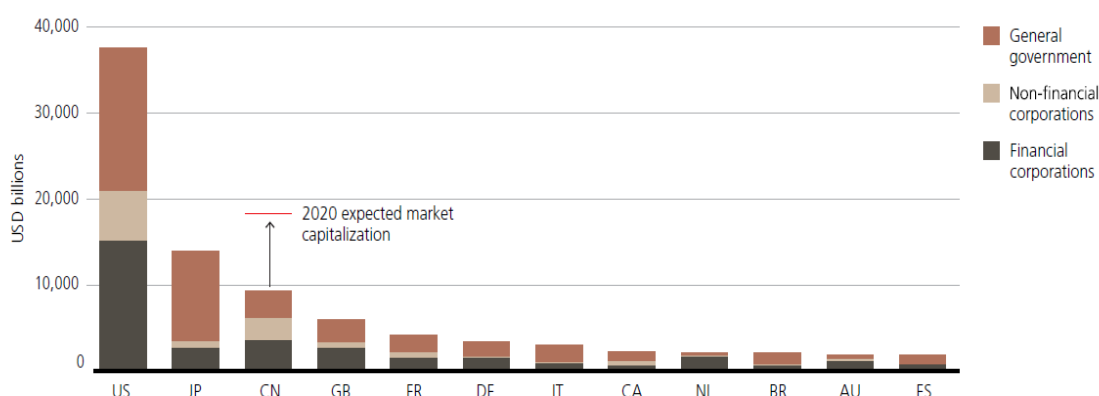
- II. 最優惠條款：其係指同意客戶可適用投資標的基金提供予其他投資人之最優惠條件，如予以約明，較能避免遭受不利或不公平對待。
- III. 管理費之折扣：按管理費一般係用於基金運營及管理費用之支出，非屬基金合夥人或經理人之主要報酬來源。如屬較大型之基金、較具主導地位之投資人，或基金合夥人或經理人收益分潤比例較高者，則較易於取得管理費之折扣。
- IV. 顧問委員會席次：按基金通常設有顧問委員會(Advisory Committee)，委員係由投資人代表組成，其功能係就某些事項(例如，擬投資項目之評價、估值、利益衝突及違約補救等問題)提供意見或表達認可，尚不涉及投資項目之選擇及處置等決策事項。約明投資人於顧問委員會中之席次，有助於投資人獲得適度參與基金事務及表達意見之機會。
- V. 報告共同投資機會：按基金之投資人於某些條件下，或可享有共同投資權(Co-investment rights)，意即有權對基金所投資之標的進行直接投資，而可節省因間接投資所衍生之管理費負擔或避免收益分潤之問題；投資人為享有共同投資之優勢，宜商議及約明當投資標的基金提供可與該基金共同投資之機會時，應告知此一共同投資機會。

參、中國大陸債市相關議題之探討

一、將經歷顯著變革，未來發展不容忽視

2016 年第 2 季，中國大陸債券市場規模約 9 兆美元，排名全球第 3，僅次於美國與日本（圖 25）；UBS 認為，隨著市場深化與多元化，中國大陸債市規模將倍增。

圖 25 全球主要債市規模



資料來源：UBS

中國大陸自 2015 年起實施新的預算法規，加強管制省市級政府從銀行取得貸款。儘管這項規定短期會帶來陣痛期，惟長期將有利中國大陸債市，促使有資金需求的各省市政府，轉向公開市場發債籌資，有助中國大陸債市的發展。

UBS 以債券市場發展相對成熟的美國，推測未來中國大陸債市發展規模。由於中國大陸省市級政府所發行之債券，相當於美國的市政債券，而美國市政債券的規模約為 3.8 兆美元；因此，UBS 預期，中國大陸的地方政府債市規模，將由目前的 1 兆美元，在未來 3 年成長至超過 3 兆美元。

此外，美國的債務組成有三成係銀行貸款，七成係公開交易債券；相較之下，中國大陸的債務僅有 12% 係以債券的形式發行，88%

則是銀行貸款。因此，中國大陸政府積極推動將風險由銀行移轉至公開交易的債市，債市將有極大的成長空間。

另一方面，2018 年全球主要債券指數將納入中國大陸債券，可望吸引大量資金流入。預計至 2020 年，中國大陸的債券市場規模將翻倍，取代日本，成為全球第二大的債券市場。

二、預期納入全球重要市場指數，吸引國際資金流入

儘管中國大陸的債券市場規模不小，惟全球投資人對於中國大陸的投資金額仍偏低，主因係中國大陸實施資本管制。對於外國投資人而言，中國大陸的債券市場仍是禁地。過去投資人須先取得投資額度，才能參與債市，惟今年開始情勢有所改變，外國投資人可直接參與債市與匯市。

中國大陸政府努力改善外國投資人參與債市之做法，亦獲得兩大全球指數編撰者的肯定。彭博資訊(Bloomberg)與花旗均宣布將中國大陸的債券納入旗下多項債券市場指數；粗估中國大陸債券若占花旗指數的 5%~8%，將帶動多達 1,600 億美元的資金流入。

此外，中國大陸債券被納入主要債券指數，亦是時間早晚的問題；若被納入新興市場債券指數，中國大陸的比重約 33%，可望進一步提高外國投資人對中國大陸債券需求。

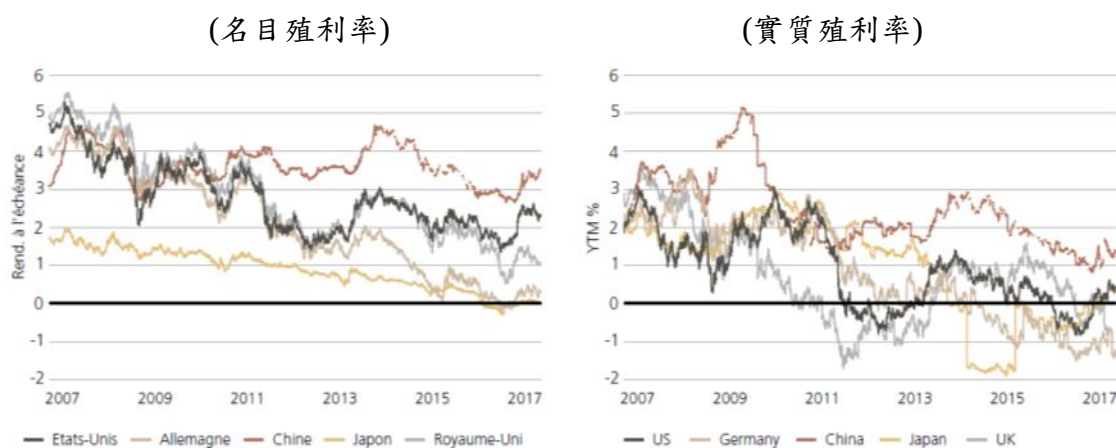
至本年 5 月底，中國大陸債市由外國央行及主權財富基金等外國投資人持有之比重低於 2%，惟自 2016 年以來已有所成長，主因係中國大陸對合格外國投資人開放國內債市，以及 2016 年 10 月人民幣正式納入特別提款權(SDR)一籃子通貨等影響，促使外國央行及主權財富基金透過投資中國大陸債券，增加外匯存底中人民幣的配置。

三、殖利率相對較高，具投資價值

中國大陸債市漸受重視，主因非傳統性貨幣政策導致傳統資產價格上揚，壓縮全球多數主權債券之殖利率，估計負殖利率的全球主權債券達 8.6 兆美元；相較之下，中國大陸債券不論名目或實質殖利率均相對較高(圖 26)。

投資債券除利息收入外，若殖利率下滑，還可獲取資本利得。此外，中國大陸債券係屬投資等級債，且中國大陸是淨債權國，就投資組合的觀點，中國大陸債券因具有防禦型特質，係具吸引力的投資配置。

圖 26 中國大陸與主要國家之 10 年期公債殖利率



資料來源：UBS

四、投資風險

儘管中國大陸債市利多消息不斷，惟中國大陸稅務法規不明，以及缺乏匯率避險工具，加以銀行間市場的貸款成本攀升及人民幣走貶，投資人仍審慎評估中國大陸債券投資。

UBS 雖看重中國大陸債市，惟國際信評機構 Moody's 於 2017 年

6 月將中國大陸主權信用評等，由 Aa3 調降至 A1，並警告中國大陸整體債務水準在未來幾年將進一步攀升，經濟結構改革亦將使中國大陸經濟成長減緩。

UBS 坦言，儘管中國大陸債市將持續成長之基本論調不變，惟中國大陸總體經濟面臨若干阻礙。2016 年支撐經濟成長的三大引擎：不動產市場、基礎建設支出與大宗商品，可能在 2017 年成為潛在風險；不動產市場、基礎建設支出與大宗商品價格都處於轉折點，隱含 2017 年下半年，中國大陸經濟可能出現更多負面消息。

債券投資機構 PIMCO 亦示警，目前中國大陸 10 年期公債殖利率下滑，甚至低於 1 年期公債殖利率之現象，過去僅在 2013 年 6 月發生，當時係因銀行間市場流動性緊縮造成。

PIMCO 認為，中國人民銀行顯然在緊縮貨幣，限制銀行對企業放款及承做房貸，同時提高借款利率。PIMCO 主張，緊縮躉售融資與殖利率曲線逆轉之現象持續存在，係金融壓力的訊號，各界應嚴肅看待。

惟 UBS 認為，儘管中國大陸債市存在上述不利因素或阻礙，並不會改變中國大陸債券的長期利多題材。

肆、心得與建議

一、心得

(一) 投資人宜考量自身屬性及目標，評估適用之投資風險及收益，以保另類投資能對投資組合部位帶來正向貢獻

1. 相較於固定收益資產，另類投資多屬中長期投資，雖或有較高獲利機會，惟安全性及流動性似較為不足。
2. 另類投資所涉領域廣泛，影響另類投資風險及收益之因素包括國內外政經環境、競爭優勢、投資人承受虧損及風險管理能力，另類資產之發展情形、資產管理公司操作策略等。此等風險不易評估，須投入相當人力與資源，方能確保另類投資對投資組合帶來正向貢獻。
3. 外匯存底宜否投資於另類資產，宜就外匯資產管理之安全性、流動性及獲利性等因素，考量如何取捨或兼顧。

(二) 委外間接投資另類資產時，宜注意對受託人之盡職調查程序，及受託人對投資標的之盡職調查程序

1. 委外間接投資另類資產時，對於受託、投資或交易對象進行法律盡職調查，以瞭解另類投資資產或投資管道是否存在阻礙投資之重大法律風險，或對投資標的之估值或其他投資條件是否存在重大影響之法律風險等，俾做為投資決策之參考，實屬重要。
2. 鑑於「盡職調查」通常係屬受託人內部投資風險管理之一環，各家資產管理公司容或有不同程度或採取不同策略之盡職調查方式或程序，似尚缺乏法定或統一標準。因此，選擇受託人從事另類投資時，需注意受託人對投資標的之「盡職調查」程序是否審慎合理；委託投資合約內容或投資指導方針中有無約定該

受託公司於選擇投資標的時，應符合其所宣稱之「盡職調查」程序，俾生法律上之約束力，以作為認定「善良管理人注意義務」標準之一。

(三) 私募股權投資之投機性與風險較高，投資人應謹慎考量風險容忍度，俾有利私募股權補強投資組合完整性

1. 風險面考量：私募股權基金使用槓桿操作且流動性非常有限，甚或基金因發行規模擴張，導致風險增加。
2. 收益及成本面考量：私募基金表現不僅取決於個別經理人之管理模式，亦仰賴經理人能否有效配置投資組合，且未定期提供投資人基金之評價與現值，高佣金與管理費亦會大幅抵消投資人收益。
3. 制度面考量：基金轉讓設有限制、賦稅策略複雜、缺乏次級市場交易，以及不屬於存款保險保障之範圍，皆是制度面的問題。

二、建議

(一) 被動式投資興起，壓縮傳統主動式投資的市占率，政府相關單位宜積極建立法規，輔導業者開拓另類投資市場的商機

被動式投資熱潮席捲全球，目前相關市場規模已超過 3 兆美元，惟台灣的資產管理業者仍以主動式基金為主，未來恐面臨獲利遭壓縮的嚴峻挑戰；另一方面，資產管理業者若大量投入開發被動式投資基金，由於被動式投資基金的收費低廉、所需人才不多，能賺取的收益與創造的就業機會相對有限。

鑑於另類投資產業的重要性與日俱增，主管機關有必要掌握相關產業的發展趨勢，積極建立法規，輔導業者開拓另類投資市場的商機，亦可促進台灣的產業投資，帶動經濟成長。

近日金管會開放投信業以轉投資子公司方式，經營私募股

權基金業務，此舉將有助擴大國內資產管理市場規模與提升競爭力。

(二) 本行宜適度掌握另類投資相關議題及發展

本課程係 UBS 針對其資產經理人及主要客戶，就另類投資市場及商品，介紹投資組合方式及風險管理等相關議題，並邀請專業人士進行實務面之討論及意見交流。參加本課程，有助增進對另類投資之瞭解，獲益不少。

近來政府正積極推出前瞻基礎建設，屬於中長期投資且資金需求龐大，似可參考另類投資之基礎建設策略規畫，依個別建設特性，建置多元化投資管道，俾吸引國內外保險及退休基金等法人參與。

儘管多數央行對另類投資的參與不深，但產業趨勢顯示另類投資的規模日益擴大、影響日深，本行宜關注相關議題及發展，參考國外評比機構之調查報告，對另類投資經理團隊之背景、操作績效與所提供的服務等交易對手風險之研究，俾掌握金融市場的風險與趨勢。

附錄

附錄 1 本文圖 22、圖 23 引用指數說明

指數名稱	指數說明
圖 22 Barclays Global Aggregate ex-USD Index	廣泛涵蓋全球投資級債券市場(美國除外),主要組成為歐洲綜合與亞太區綜合債券指數、歐洲美元與歐洲日圓指數,以及加拿大債券指數等多個較小型的指數
Barclays US Aggregate Bond Index	投資級債券指數,由美國政府債、投資級公司債與不動產抵押債券 3 大類別債券所組成
Barclays US Commercial Mortgage Backed Securities Index(CMBS)	衡量商用不動產貸款擔保證券(Commercial Mortgage-Backed Securities, CMBS)投資,計算交易金額 3 億美元以上的結合 CMBS 證券
Barclays US Corporate Investment Grade Index	衡量美國地區投資級公司債表現

指數名稱	指數說明
J.P. Morgan EM Bond Index(EMBI) Global Diversified(EM Debt Hard Currency)	衡量由新興市場政府發行 1 年期以上美元計價之債券表現
J.P. Morgan Government Bond Index-EM (GBI-EM) Global Diversified(EM Debt Local Currency)	衡量由新興市場政府發行 1 年期以上當地幣別計價之債券表現
Barclays US Long Government/Credit Index	追蹤美國政府債券與公司債表現
圖 23 MSCI World Total Return Index	採流通量調整市值加權法 (free float-adjusted market capitalization weighted) 衡量已開發與新興市場股票表現
HFRI Fund Weighted Composite Index	加權平均計算 HFRI 所有基金(不含 HFRI 基金中的基金指數)報酬，指數計算方式並以 HFRI 交易策略、投資區域等分類，研究基金報酬表現
Citigroup Broad Investment Grade Index	追蹤以美元計價美國地區發行之投資等級債券市場表現，1985 年提出，指數計算包含美國國庫券、美國政府贊助機構債券、擔保債權憑證與公司債，為可信賴的評價美國投資等級債券表現之代表指數

附錄 2 全球股市與對沖基金之每月報酬率波動比較

全球股市表現
(MSCI World Total Return Index)
(追求相對報酬)

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	
Year	% MTD												YTD
2017	2.41	2.77	1.07	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.38
2016	-5.98	-0.74	6.79	1.58	0.56	-1.12	4.22	0.08	0.53	-1.94	1.44	2.39	7.51
2015	-1.81	5.86	-1.57	2.35	0.34	-2.33	1.8	-6.62	-3.69	7.92	-0.5	-1.76	-0.87
2014	-3.7	5.01	0.14	1.02	1.97	1.79	-1.6	2.2	-2.71	0.65	2	-1.61	4.94
2013	5.09	0.17	2.34	3.15	0.04	-2.46	5.26	-2.13	5	3.91	1.78	2.12	26.68
2012	5.02	4.88	1.29	-1.14	-8.63	5.1	1.29	2.54	2.75	-0.68	1.28	1.88	15.83
2011	2.26	3.5	-0.99	4.25	-2.07	-1.58	-1.81	-7.05	-8.64	10.34	-2.44	-0.06	-5.54
2010	-4.13	1.41	6.19	0.01	-9.58	-3.43	8.11	-3.73	9.32	3.73	-2.16	7.35	11.76
2009	-8.76	-10.24	7.54	11.22	9.06	-0.45	8.47	4.13	3.99	-1.78	4.09	1.8	29.99
2008	-7.64	-0.58	-0.96	5.26	1.52	-7.98	-2.44	-1.4	-11.89	-18.96	-6.47	3.21	-40.71
2007	1.18	-0.52	1.83	4.41	2.8	-0.77	-2.21	-0.08	4.76	3.07	-4.09	-1.29	9.04
2006	4.47	-0.15	2.2	3.04	-3.42	-0.03	0.62	2.6	1.19	3.67	2.45	2.03	20.07
2005	-2.25	3.17	-1.94	-2.18	1.78	0.87	3.49	0.75	2.6	-2.43	3.33	2.22	9.49
2004	1.6	1.67	-0.66	-2.05	0.91	2.05	-3.26	0.44	1.89	2.45	5.25	3.82	14.72
2003	-3.05	-1.75	-0.33	8.86	5.69	1.72	2.02	2.15	0.6	5.92	1.51	6.27	33.11
2002	-3.04	-0.88	4.4	-3.4	0.17	-6.08	-8.44	0.17	-11.01	7.37	5.38	-4.86	-19.89
2001	1.93	-8.46	-6.59	7.37	-1.3	-3.15	-1.34	-4.81	-8.82	1.91	5.9	0.62	-16.82
2000	-5.74	0.26	6.9	-4.24	-2.54	3.35	-2.83	3.24	-5.33	-1.69	-6.08	1.6	-13.18
1999	2.18	-2.67	4.15	3.93	-3.67	4.65	-0.31	-0.19	-0.98	5.18	2.8	8.08	24.93
1998	2.77	6.75	4.21	0.96	-1.27	2.36	-0.18	-13.35	1.75	9.02	5.93	4.87	24.34
1997	1.19	1.13	-2	3.25	6.15	4.97	4.59	-6.71	5.42	-5.28	1.75	1.2	15.76
1996	1.79	0.59	1.64	2.33	0.07	0.49	-3.55	1.13	3.89	0.68	5.58	-1.62	13.48
1995	-1.53	1.43	4.8	3.46	0.83	-0.05	4.98	-2.25	2.89	-1.6	3.45	2.9	20.72
1994	6.57	-1.32	-4.33	3.07	0.23	-0.3	1.88	2.99	-2.65	2.82	-4.36	0.94	5.08
1993	0.3	2.34	5.77	4.61	2.28	-0.86	2.03	4.56	-1.87	2.73	-5.68	4.87	22.5
1992	-1.88	-1.76	-4.74	1.36	3.95	-3.38	0.22	2.4	-0.95	-2.74	1.76	0.78	-5.23
1991	3.62	9.22	-2.98	0.75	2.24	-6.2	4.69	-0.35	2.59	1.59	-4.39	7.25	18.28
1990	-4.69	-4.32	-6.07	-1.47	10.5	-0.74	0.88	-9.39	-10.58	9.3	-1.68	2.06	-17.02

■ 代表每月報酬(MTD)相當或低於-4%

對沖基金表現
(HFRI Fund Weighted Composite)
(追求絕對報酬)

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	
Year	% MTD												YTD
2017	1.19	0.89	0.29	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.39
2016	-2.6	-0.03	2.08	1.03	0.37	0.41	1.88	0.43	0.65	-0.59	0.77	1	5.45
2015	-0.04	1.88	0.37	0.95	0.59	-1.23	-0.51	-2.39	-1.38	1.73	0.16	-1.15	-1.11
2014	-0.54	1.97	-0.29	-0.22	0.92	1.3	-0.63	1.25	-0.92	-0.4	0.78	-0.23	2.98
2013	2.51	0.11	0.95	0.63	0.48	-1.47	1.3	-0.7	1.58	1.51	0.89	1.05	9.13
2012	2.78	2.06	-0.18	-0.51	-2.61	0.29	0.87	0.82	1.31	-0.38	0.41	1.44	6.37
2011	0.41	1.23	0.06	1.48	-1.2	-1.18	0.23	-3.21	-3.89	2.69	-1.35	-0.45	-5.25
2010	-0.76	0.66	2.49	1.19	-2.89	-0.95	1.61	-0.13	3.48	2.14	0.19	2.95	10.24
2009	-0.09	-1.21	1.66	3.6	5.15	0.25	2.5	1.3	2.79	-0.2	1.52	1.28	20.01
2008	-2.69	1.5	-2.24	1.63	1.87	-1.33	-2.29	-1.44	-6.13	-6.84	-2.67	0.15	-19.03
2007	1.1	0.68	0.96	1.77	1.99	0.73	0.08	-1.53	2.69	2.85	-2.2	0.53	9.95
2006	3.49	0.45	1.95	1.87	-1.56	-0.24	-0.18	1.01	0.18	1.77	2.07	1.48	12.89
2005	-0.21	1.83	-0.87	-1.5	1.04	1.59	2.3	0.82	1.93	-1.41	1.66	1.82	9.27
2004	1.98	1.19	0.51	-1.48	-0.31	0.75	-0.96	0.12	1.65	0.84	2.84	1.65	9.03
2003	0.65	0.02	0.14	2.64	3.58	1.35	1.3	1.83	1.16	2.45	1.06	1.87	19.55
2002	0.45	-0.7	1.91	0.28	0.04	-1.94	-2.86	0.53	-1.54	0.59	2.12	-0.21	-1.45
2001	3.39	-2.21	-1.59	1.95	1.19	0.29	-0.83	-0.41	-2.83	2.01	2.07	1.71	4.62
2000	0.64	6.16	0.93	-2.85	-1.96	3.68	-0.6	3.81	-1.24	-1.79	-3.49	2.07	4.98
1999	2.24	-1.32	3.14	4.5	0.72	3.63	0.52	-0.01	0.16	1.6	5.06	7.65	31.29
1998	-0.71	3.27	3	0.96	-2.08	-0.13	-0.79	-8.7	0.69	1.22	3.71	2.79	2.62
1997	3.17	1.03	-1.64	-0.11	4.38	2.7	3.87	0.34	3.72	-1.53	-0.93	0.88	16.79
1996	2.89	1.23	1.46	3.96	3.05	0.18	-2.08	2.28	2.07	0.98	2.08	1.33	21.1
1995	-0.22	1.31	1.65	2.1	1.7	2.48	3.2	2.2	1.96	-0.65	1.89	2.08	21.5
1994	2.5	-0.55	-1.51	-0.59	0.68	0.27	1.35	2.46	0.89	-0.03	-1.27	-0.08	4.1
1993	2.32	1.34	3.06	1.49	2.6	2.62	2.09	2.93	1.58	3.18	0.15	3.91	30.88
1992	3.84	2.14	0.59	0.3	1.84	-0.41	2.08	-0.27	1.94	2.11	2.8	2.53	21.22
1991	2.59	4.02	4.95	1.34	1.98	0.41	2.62	2.06	2.32	1.83	0.27	3.95	32.19
1990	-2.11	1.54	3.21	-0.04	3.05	2.1	1.5	-3.45	-1.96	-0.04	0.75	1.35	5.81

參考文獻

1. ADB(2017), “Meeting Asia’s Infrastructure Needs” , Feb 28.
2. Anderson, Melissa (2017), “Rise of Passive Investments Creates Pitfalls,” Financial Times, June 22.
3. Bain & Company, Inc. (2017), Global Private Equity Report 2017.
4. OECD(2013), “Global European Infrastructure Outlook 2013”
5. OECD(2014), “Annual Survey of Large Pension Funds and Public Reserve Funds”, Report on Pension Funds’ Long-Term Investments 2014.
6. UBS (2016), Panorama—Global Investment Insights, UBS Asset Management Investing in 2017.
7. UBS (2017), The Value of Illiquidity—The Case for Alternative Investments, May.
8. UBS (2017), AM Academy—Expert Training by UBS Asset Management, May16.
9. UBS Asset Management (2017), “Chinese Bonds –What’s the Big Deal?,” UBS Asset Management, July.
10. UBS Asset Management (2017), “The Great Escape,” UBS Asset Management, May.
11. World Economic Forum(2015), “Alternative Investments 2020: The Future of Alternative Investments,” World Economic Forum, Oct. 12.
12. World Economic Forum (2015), “Alternative Investments 2020: An Introduction to Alternative Investments,” World Economic Forum, July 1.