

出國報告（出國類別：研習）

2018 年日本財團法人國際保險振興
會(FALIA)資產管理及 IFRS 議題研討
會出國報告

服務機關：金融監督管理委員會保險局

姓名職稱：科員 廖如憶

派赴國家/地區：日本

出國期間：107 年 5 月 21 日至 107 年 5 月 28 日

報告日期：107 年 8 月 27 日

摘要

國際保險振興會 (The Foundation for the Advancement of Life & Insurance Around the World, FALIA)，為日本第一生命人壽保險公司(The Dai-ichi Life Insurance Company, Limited) 於 1970 年所捐助成立之公益財團法人，其設立宗旨係為促進亞洲地區保險發展並提供各國相互交流的管道。此次為 FALIA 首次開辦資產管理及 IFRS 議題之專屬研討會，研討會內容主係分享日本的投資環境、第一生命的資產配置與風險控管以及對 IFRS 的看法。

第一生命總資產值在日本壽險業中排名第 3，面臨日本國內低利率的投資環境，第一生命的資產配置中有約 2 成投資於國外，而我國壽險業雖同樣面臨國內低利率的環境，國外投資比例卻係第一生命 2 至 3 倍之多，觀察其原因可能有二，首先第一生命在決定投資及商品策略時，係由投資及商品部門相互合作，以降低資產負債的不一致，其二係日本國內的投資機會相對台灣而言仍較多。

在會計制度方面，日本因國內報稅係採用 J-GAAP 制度，雖各公司可自由從 J-GAAP、IFRS 或 US-GAAP 選擇其中一種，大多數的公司仍係採用 J-GAAP，且目前沒有壽險公司採用 IFRS。鑒於 IFRS17 即將上路，日本政府仍維持國內報稅 J-GAAP 制度，對各公司是否轉用 IFRS 採鼓勵態度，但對日本大企業而言，其海外投資人或海外公司仍面臨 IFRS 制度的接軌。

整體而言，我國在創造國內投資機會及協助壽險業減少資產負債缺口上仍有進步空間，或許可借鏡日本的經驗，做為我國保險業未來發展之參考。

目次

壹、研習目的及過程.....	1
貳、研習重要內容.....	2
一、資產負債管理策略(ALM Strategy)	2
(一)前言.....	2
(二)第一生命的資產負債管理策略.....	3
二、第一生命的投資策略.....	5
(一)前言.....	5
(二)國外固定收益投資.....	6
(三)國內股票投資.....	7
(四)國外股票投資.....	9
(五)另類投資.....	10
三、IFRS.....	10
參、研習心得及建議.....	11

壹、研習目的及過程

日本公益財團法人國際保險振興會(FALIA)於 2018 年 5 月 22 日至 25 日，假第一生命人壽保險公司之東戶塚教育訓練中心，舉辦「資產管理及 IFRS 議題」研討會。演講者為第一生命相關單位之主管，課程安排依序為：

日期	研習課程
5 月 22 日	<ul style="list-style-type: none">➤ 壽險業資產負債管理策略 (ALM Strategy for a Life Insurer)➤ 投資風險管理 (Investment Risk Management)
5 月 23 日	<ul style="list-style-type: none">➤ 壽險業資產管理策略 (Asset Management Strategy at a Life Insurance Co.)➤ 壽險業全球固定收益投資 (Global Fixed Income Investment at a Life Insurance Co.)➤ 壽險業股票及另類收益投資 (Stock and Alternative Investment at a Life Insurance Co.)
5 月 24 日	<ul style="list-style-type: none">➤ 壽險業與 IFRS (IFRS at a Life Insurance Co.)➤ IFRS17(保險合約) (IFRS 17 (Insurance Contracts) and Issues around It)
5 月 25 日	<ul style="list-style-type: none">➤ 參訪箱根 Day Trip to Hakone

本次係 FALIA 首次舉辦辦理「資產管理及 IFRS 議題」相關之課程，參與人員包括我國 4 名(本局、財團法人保險事業發展中心、中華民國人壽保險商業同業公會及新光人壽保險股份有限公司各 1 名)、柬埔寨 2 名、中國大陸 1 名、印尼 1 名、韓國 3 名、馬來西亞 1 名、蒙古 1 名、菲律賓 3 名、斯里蘭卡 3 名、泰國 6 名、烏茲別克 2 名，共 11 個國家，計 27 名來自各國保險公司、監理官或壽險相關組織之人員。

整體研習活動可了解到日本壽險業的投資環境及第一生命的投資策略及風

險管理，有助於增進參訓者之專業知識與職能，參訓者亦藉此機會與他國交流壽險業監理及市場發展近況，對我國保險監理及市場管理助益良多。



(全體學員合照如上)

貳、研習重要內容

一、資產負債管理策略(ALM Strategy)

(一)前言

對壽險公司而言，過往的資產負債管理策略(ALM Strategy)係著重在調整資產及負債的配置，以達到利率風險極小化的目標。但現今大部分壽險公司的資產負債管理策略不再只是消除風險，而是在給定的風險承受能力和約束下管理風險，以實現自身價值的最適化。

現今的 ALM 不僅考慮利率風險，更考慮所有因資產及負債產生的風險，例如市場風險(包含利率風險、信用風險、匯率風險、權益風險、實質資產風險等)、核保風險及流動性風險。而執行 ALM 基本三個步驟為：一、分別估算資產及負債未來產生的現金流量。二、假設市場情境並使用蒙地卡羅模擬方法決定資產及負債的配置。三、獲得資產及負債各自所帶來的經濟利潤後，計算出淨資產價值(Net Asset Value, NAV)並妥善控管。

(二)第一生命的資產負債管理策略

第一生命將不同負債特性的商品做分類，具有相近負債特性的商品歸為一類，並使用投資部門自行發展的動態財務分析模型，為每一類的商品配置適合的短期(1年)及長期投資策略。為了訂定良好的 ALM 策略，第一生命的商品及投資部門定期開會相互溝通，並經由 ALM 委員會控管整體風險。

如圖一所示，第一生命考量了保證利率、有效期間、流動性、保單紅利及解約金等因素後，將商品分為 9 類，並依據其負債特性，區分為 3 大類的投資策略，分別是平衡策略、期間配合策略及現金流量配合策略。

圖二為前述 9 類商品所搭配之資產組合，由圖中可得知，採取平衡策略的一般類型及團體年金等商品，所對應的資產類型較均衡且多樣，包括固定收益、國內外股票、海外債券、對沖基金、不動產及類現金等，而採取期間配合策略及現金流量配合策略的商品則多配置於固定收益及類現金資產。

Segmentation									
Key Features	General Fund	Group Pension Fund	Deferred Claim Fund	Build-up Worker's Saving Fund	Single-Premium Whole-Life Fund	Single-Premium Endowment Fund	Individual Annuity Fund	Defined Contribution Annuity Fund	Market Value Adjustment Annuity Fund
Surrender Charge	Normal		Normal			Equipped			
Liquidity	Low	High	Middle			Middle			
Duration	Long	Middle	Short - Middle	Middle	Long	Short - Middle			
Investment Style	Balance		Duration Matching			Cash Flow Matching			

圖一

◆ Investable Asset Category for each fund

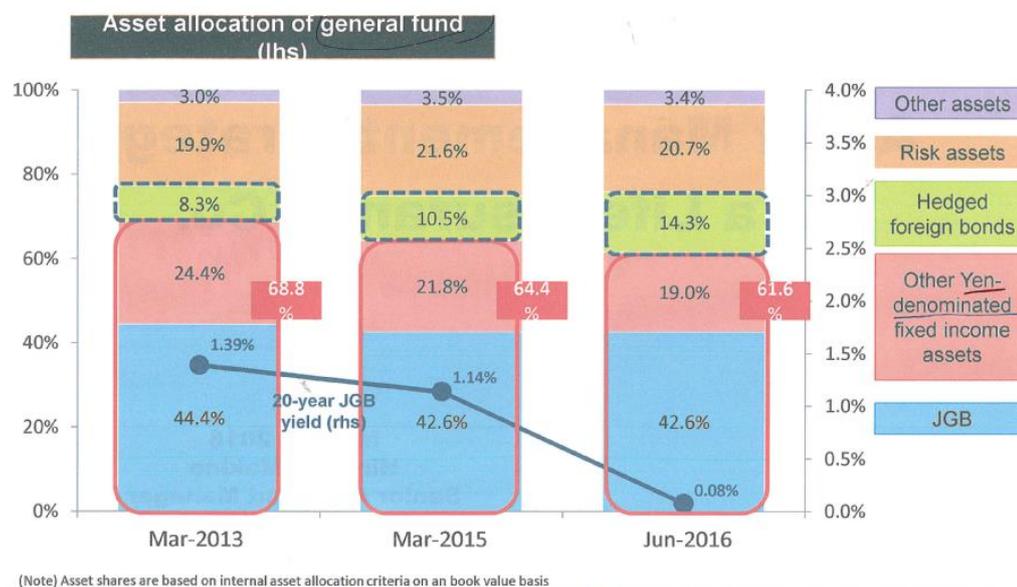
	Balance Fund		Duration Matching			Cash Flow Matching			
	General Fund	Group Annuity Fund	Deferred claim Fund	Build-up woker's saving Fund	Single-Premium Whole-Life Fund	Single-Premium Endowment Fund	Individual Annuity Fund	Defined Contribution Annuity Fund	Market Value Adjustment Annuity Fund
Fixed income	○	○	○	○	○	○	○	○	○
Domestic equity	○	○	-	-	-	-	-	○	-
Foreign equity	○	○	-	-	-	-	-	-	-
Foreign bond	○	○	-	-	-	-	-	○	-
Hedge fund	○	○	-	-	-	-	-	-	-
Real estate	○	○	-	-	-	-	-	-	-
Cash equivalents	○	○	○	○	-	-	-	○	○

圖二

我們可由圖三進一步瞭解第一生命對於其所銷售之一般類型商品之資產配置情形，主要分為 5 大類，分別為日本公債(JGB)、JGB 以外之日圓計價固定收益資產、已避險之國外債券、風險性資產及其他。

由於日本國內利率持續的走低，日本公債(JGB)殖利率從 102 年的 1.39%、104 年 1.14%，跌至 105 年只有 0.08%，第一生命因此減少對日本境內固定收益資產的持有，投資比例從 102 年之 68.8%減少至 106 年之 61.6%，而已避險之國外債券即使加上避險成本的利率仍高於日本國內的利率，故對已避險之國外債券的持有比例從 102 年之 8.3%上升至 106 年之 14.3%。受惠於投資策略的轉變，第一生

命得將其所持有之日圓計價債券資產報酬率維持在 1.92%，遠高於日本公債(JGB)的殖利率。



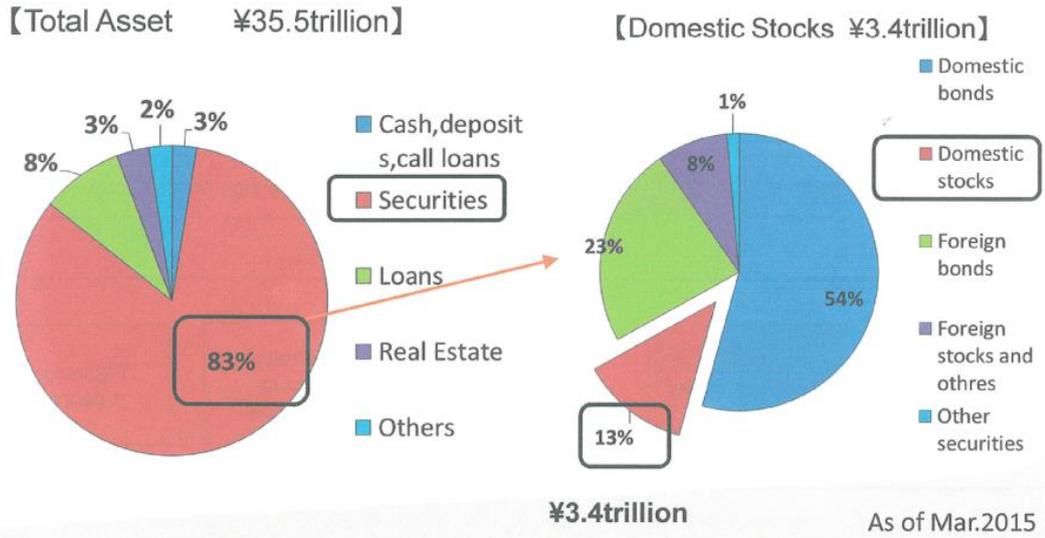
圖三

二、第一生命的投資策略

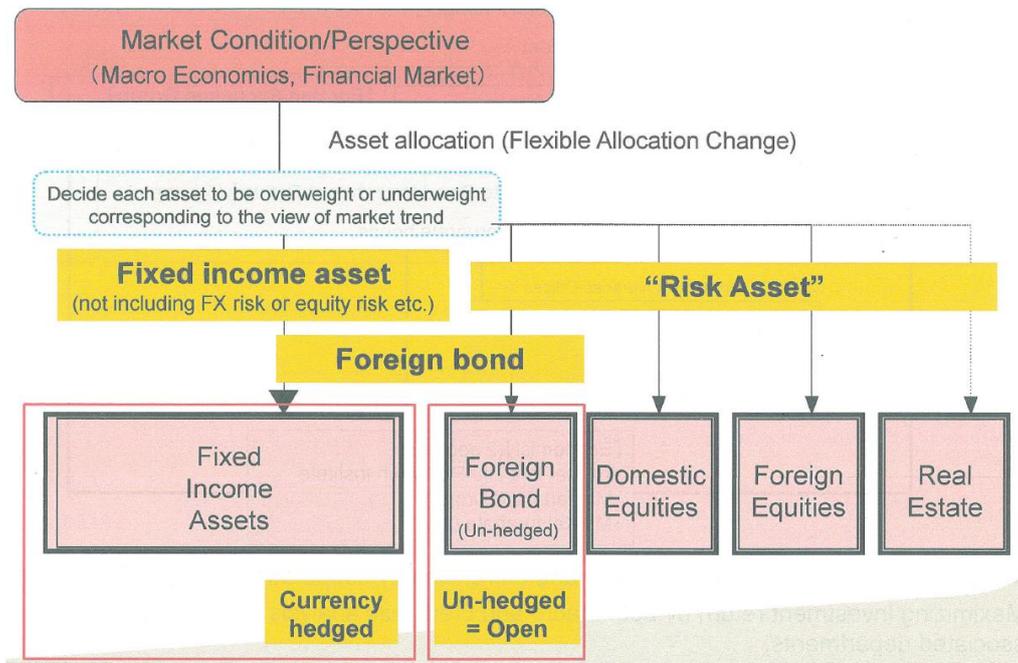
(一)前言

如圖四所示，第一生命的資產主要由有價證券、放款、不動產、現金存款等組成，其中有價證券占整體資產 83%，而有價證券的配置比例從高到低分別是國內固定收益投資 54%、國外固定收益投資 23%、國內股票投資 13%、國外股票投資及其他 8%。由圖五可知，這些資產除了國內固定收益投資及已避險的國外固定收益投資外，其餘皆被第一生命視為風險性資產(Risk Asset)。

對國內固定收益投資而言，因日本公債市場活絡，最長發行期限可達 40 年期，而第一生命持有國內債券的基本策略為持有至到期，但因持續的低利率環境，為保留未來利率反轉時的投資彈性，第一生命的新公債策略係持有最長 20 至 30 年期間的日本公債。至於第一生命對國外固定收益投資、國內外股票投資及其他另類投資的策略，則於下節分別說明。



圖四

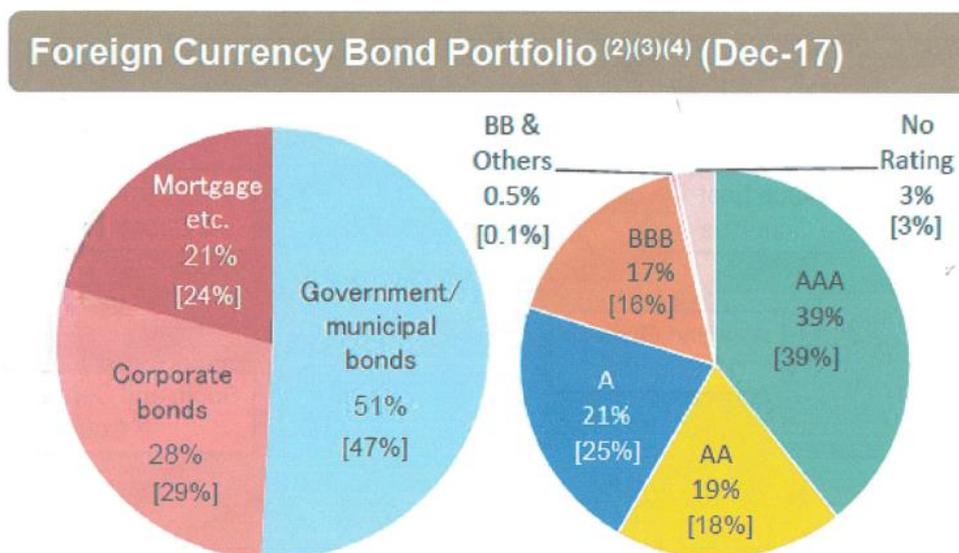
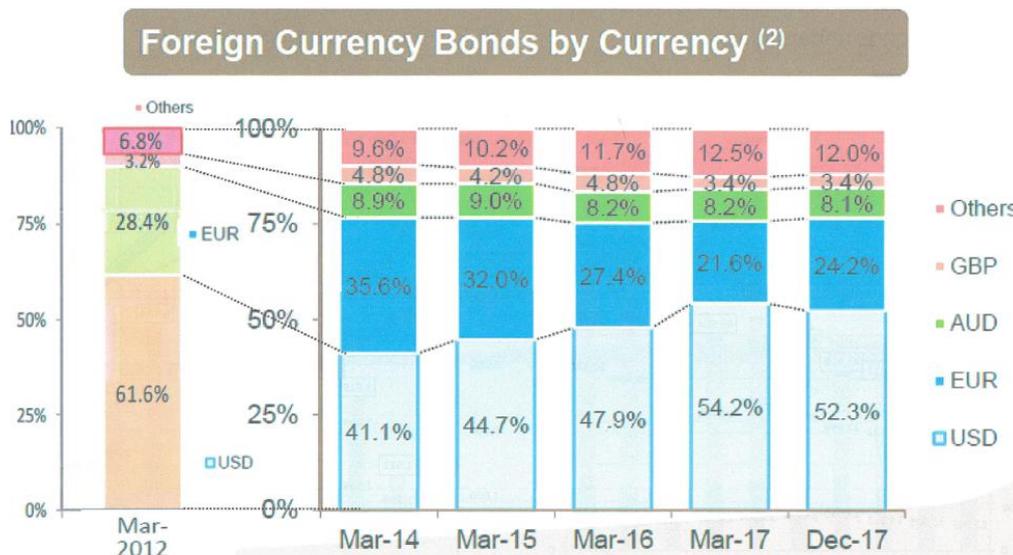


圖五

(二)國外固定收益投資

第一生命國外固定收益投資於 23 種幣別，並以美元、歐元、澳幣為主，其中美元及歐元的占比超過 7 成(圖六)，所投資的 39 個國家中，19 個國家為已開發國家、20 個國家屬新興市場，而新興市場因避險成本高，通常不執行匯率避險。

若以投資標的做分類，截至 106 年底，第一生命的國外固定收益投資約 50%為政府公債、30%為公司債、20%為抵押債券等；另投資標的評等方面，超過 95%以上係投資於投資等級的債券，其中以 AAA 級占比最大，約 40%，僅有不到 5%係投資於非投資級或沒有評等的債券，顯示第一生命在國外固定收益投資上採取保守穩健原則。



圖六

(三)國內股票投資

日本國內的股票市場自 1983 年開始升溫，日經平均指數於 1989 年達到高

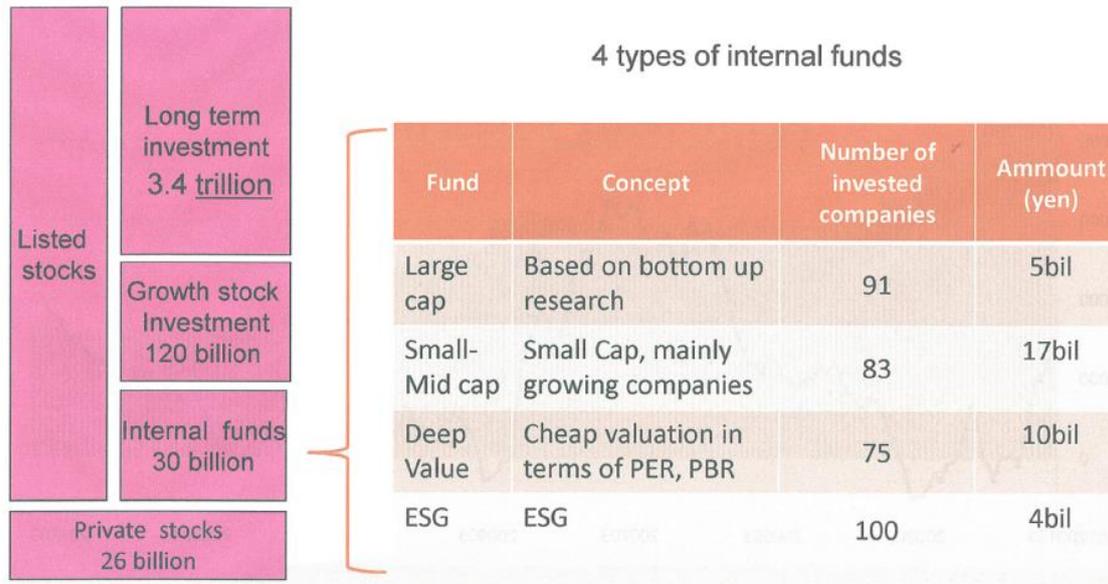
峰(圖七)，日本各項經濟指標達到了空前的高水平，但是由於資產價格上升無法得到實業的支撐，發生了「泡沫經濟」，日本經濟出現大倒退，導致失落的10年、20年；但自日本首相安倍晉三於2012年就任後，為了挽救經濟困局，推出重要的安倍經濟三箭政策，日經指數一路上漲，在2018年初達到至1991年來時隔約26年的最高水平，第一生命認為雖需持續觀察，但目前對日本股市係抱持樂觀看法。



圖七

第一生命係日本股票市場第7大的持有者，在壽險業中排名第3，第1名則為政府退休基金。第一生命的持股中(圖八)，約有0.76%係持有私募股權，其餘99.24%係持有公開發行股票，所持有的公開發行股票中，99%以上都是長期性投資，少部分則係為賺取資本利得及價差。

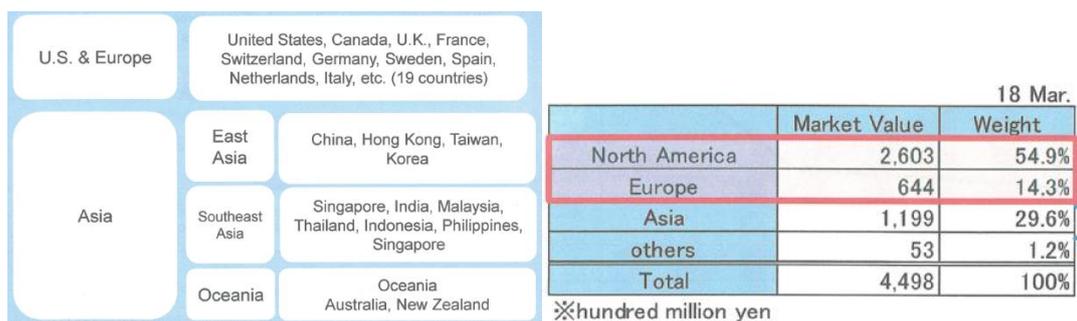
第一生命的股票投資策略係採由下而上(Bottom-up)法，採取類似創投的策略分為以下7個步驟：1.在市場中尋找資訊(經由技術性分析監控大公司或從報章雜誌甚至是生活周遭發掘可投資的小公司)。2.準備與公司的面談。3.拜訪公司瞭解經營模式及產業資訊。4.撰寫分析報告並設定投資價格。5.內部討論。6.進行投資。7.持續監控投資表現。



圖八

(四)國外股票投資

第一生命的國外股票投資占其一般帳戶資產約 4%，主要投資標的為全球主動基金（績效指標為 MSCI ACWI）及中國 A 股基金（績效指標為 FTSE China A 50 Index）。圖九為第一生命主要投資的國家分布，該公司 107 年初約有 70% 的資金投資在北美及歐洲，亞洲區則是 30%，近期第一生命看好亞洲區的成長潛力，不斷的提升對亞洲區的持股比例。



圖九

第一生命對美國和歐洲市場的選股策略採取由上而下 (Top-Down) 的量化分析，考量被投資公司的經營模式、EPS 成長率、波動度及匯率、利率等因子，進

行參數分析，並發展可複製之規則基礎（Ruled-Based）投資策略。亞洲區則因可使用的數據缺乏，採由下而上（Bottom-up）法，類似創投的策略。

而第一生命投資國外股票所面臨的難題是，儘管投資比例離日本國內法令的限制仍有很大空間，但卻面對國外法令的限制，例如該公司係中國的合格境外機構投資者（Qualified Foreign Institutional Investor），但資金匯出仍受到中國的限制。

(五)另類投資

第一生命的另類投資內容主要為對沖基金和私募股權基金，而由於投資方式係透過基金模式，因此主要投資重點在於進行盡職調查（Due Diligence）以選擇優良的基金經理人，並做好投資後的追蹤監控，該公司並於紐約及倫敦設有辦公室，以能即時與基金經理人溝通並維持良好互動關係。

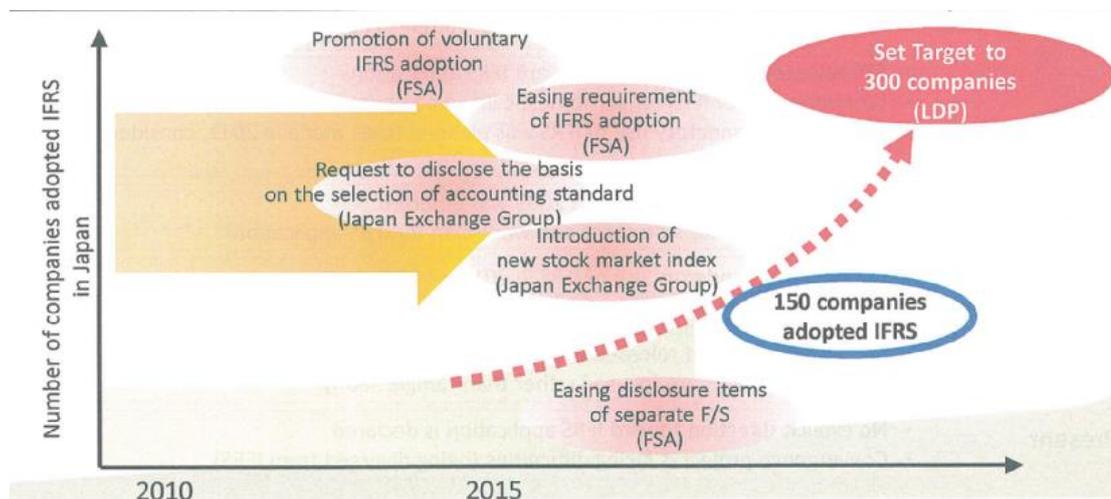
私募股權投資主係賺取大額的價差，若投資成功，當被投資公司發展良好上市時，便出清手中持股獲利；因此私募股權投資與傳統股票投資性質不盡相同，其存續期間最長僅有約 10 年，到期後須重新尋找目標；第一生命的私募股權投資操作策略主要為收購（Buyout），且其整體數據顯示私募股權的報酬表現亮眼，資產管理規模持續成長。

三、IFRS

日本目前各公司可從 J-GAAP（Accounting Standards Board of Japan 制定）、IFRS 及 US-GAAP 等 3 種會計制度中自由選擇，因國內報稅係採用 J-GAAP 制度，大多數的公司係選擇採用 J-GAAP，且目前沒有任何壽險公司採用 IFRS。

日本政府鼓勵各公司採用 IFRS 制度並提出多樣協助，設定 300 家公司採用 IFRS 制度的目標，而因 IFRS 和 J-GAAP 不如預期般順利整合，也使得日本大多數公司難以下定決心採用 IFRS，截至 106 年 6 月僅有約 170 家公司採用或計畫

採用 IFRS，佔東京證交所市值 30%左右。日本因雖各公司可自由從 J-GAAP、IFRS 或 US-GAAP 選擇其中一種，且目前沒有壽險公司採用 IFRS。



圖十

鑒於 IFRS17 即將上路，日本政府仍維持國內報稅及監理報告採用 J-GAAP 制度，各公司即使轉用 IFRS 仍需保留 J-GAAP 的資訊，使得各公司作業成本大幅增加，降低改變會計制度的動機。但對日本大企業而言，是否採用 IFRS 的最大考量來自於海外投資人的需求，或是因應海外併購時的需要。第一生命內部已針對是否改採 IFRS 討論多年，也進行成本效益分析，但仍無最終結論。

參、研習心得及建議

此次雖係 FALIA 首次舉辦資產管理及 IFRS 議題相關之研討會，但從會中感受到第一生命無私的分享對於資產配置及風險管理的深度做法，以及對日本甚至是全球投資市場敏銳觀察。

在會中我們可以多次聽到第一生命提起日本國內低利率的投資環境對他們在資產配置上造成的影響，日本經歷了泡沫經濟後失落的近 20 年，國內股票市場低迷不振，在這樣艱難的投資環境中，第一生命仍持續採取穩定保守的經營模式，並在努力尋找投資機會的同時，堅守良好的風險管理。第一生命資產總值為

日本壽險業第 3 大，雖面臨日本國內低利率的投資環境，其資產配置中僅有約 2 成投資於國外，而我國壽險業雖同樣面臨國內低利率的環境，國外投資比例卻顯著較高，從此次研討會中觀察可能兩項原因，首先第一生命的投資及商品策略並非各自獨立運作，在設計新商品或決定投資決策時，其下的投資及商品部門會相互合作討論，並由 AML 委員會控管雙方的風險，再由董事會做最後決定，藉此降低未來可能產生的資產負債不一致的情形，第二項原因是日本國內公債利率雖低，但其他投資機會相對台灣而言仍較多，壽險公司在整體的投資自由度上能仍較台灣的壽險公司為高，使得日本壽險公司得較全面性的配置資產。

整體而言，我國在創造國內投資機會及協助壽險業減少資產負債缺口上仍有進步空間，或許可借鏡日本的經驗，做為我國保險業未來發展之參考。