

出國報告（出國類別：訪問）

參訪新加坡資產管理機構考察報告

服務機關：考試院、公務人員退休撫卹基金監
理委員會

姓名職稱：副院長兼主任委員 高永光

執行秘書 高誓男

稽核 蔡錦鴻

稽察員 陳建明

派赴國家：新加坡

出國期間：104年8月14日至8月18日

報告日期：104年11月2日

目次

摘要.....	1
壹、緒論.....	3
一、動機與參訪機構安排.....	3
二、訪問行程.....	3
貳、參訪機構介紹.....	5
一、摩根大通銀行(J.P. Morgan).....	5
二、德意志資產及財富管理 (Deutsche Asset and Wealth Management) .	6
三、東方匯理資產管理(新加坡)有限公司 (Amundi Singapore)	9
參、參訪重點概述.....	12
一、摩根大通銀行(J.P. Morgan).....	12
二、德意志資產及財富管理 (Deutsche Asset and Wealth Management)	20
三、東方匯理資產管理(新加坡)有限公司 (Amundi Singapore)	32
肆、參訪心得與建議.....	49
陸、附錄.....	51

摘要

為實地瞭解亞洲地區及世界經濟情勢變化對公務人員退休撫卹基金(以下簡稱本基金)委外操作之影響，並考量本基金國外委託第 10 批次基礎建設股票型係本基金首次辦理之委託類型，擬藉由參訪相關資產管理機構，汲取其實務運作經驗，作為提升本基金監理業務之借鏡。而新加坡係亞洲地區首屈一指之金融業服務中心，根據 2014 年全球金融中心指數，新加坡在國際金融中心排名第四，具備完善的金融市場，全球主要銀行與資產管理機構均於新加坡設有營業處所或區域中心，爰安排於 104 年 8 月 14 日至 8 月 18 日赴新加坡參訪，拜會摩根大通銀行、德意志資產及財富管理、東方匯理資產管理(新加坡)有限公司。

本次參訪經與相關機構主要負責人及高層主管進行座談，就全球經濟情勢、投資策略、風險管理與保管業務及對本基金管理等重要議題廣泛交換意見後，提出以下幾點建議：考量全球經濟展望分歧且變數仍多，應適時依據經濟情勢變化調整股債配比；有鑑於美國及中國大陸經濟展望不同，應多傾向配置美元及美元相關資產，並避免人民幣相關投資項目；在經濟情勢不明朗時，透過較大的風險限制、槓桿操作比率及投資工具，適度考量絕對報酬類型投資有助於取得較佳之績效表現；對於未來辦理委託經營時，應特別重視投資機構對於各項風險評估在其公司投資計畫當中的獨立性及自主性。

壹、緒論

一、動機與參訪機構安排

為實地瞭解亞洲地區及世界經濟情勢變化對公務人員退休撫卹基金（以下簡稱本基金）委外操作之影響，並考量本基金國外委託第 10 批次基礎建設股票型係本基金首次辦理之委託類型，擬藉由參訪相關資產管理機構，汲取其實務運作經驗，作為提升本基金監理業務之借鏡。而新加坡係亞洲地區首屈一指之金融業服務中心，根據 2014 年全球金融中心指數，新加坡在國際金融中心排名第四，具備完善的金融市場，全球主要銀行與資產管理機構均於新加坡設有營業處所或區域中心，爰安排於 104 年 8 月 14 日至 8 月 18 日赴新加坡參訪，拜會摩根大通銀行、德意志資產及財富管理、東方匯理資產管理(新加坡)有限公司，與相關機構主要負責人及高層主管進行座談，就全球經濟情勢、投資策略、風險管理與保管業務及對本基金管理等重要議題廣泛交換意見。

二、訪問行程

本次訪問期間為 104 年 8 月 14 日至 18 日，由高副院長兼主任委員永光率高執行秘書誓男、業務組蔡稽核錦鴻、稽察組陳稽察員建明共四人赴新加坡訪問，共計拜訪三個機構，列表如下：

表 1、訪問行程表

日期	拜會機構	討論議題	會面人員
8/14 (五)	摩根大通銀行 (JP Morgan)	■ 保管業務 ■ 經濟展望	■ Edmund Lee, Managing Director, Senior Country Head, Singapore ■ Sam Lam, Managing Director, Head of Investor Services and Sales and Marketing, North Asia ■ Ed Bond, Executive Director, Head of South East Asia Investor Services and APAC ■ Michelle Wang, Executive Director, Head of Taiwan Sales and Client

日期	拜會機構	討論議題	會面人員
			Management ■ Sin Beng Ong, Executive Director, Emerging Markets Asia, Economics and Policy Research
8/17 (一)	德意志資產及財富管理(Deutsche Asset & Wealth Management)	■ 投資決策 流程與風險管理 ■ 經濟展望	■ Chandra Mallika, Group Chief Operating Officer- Asia Pacific, Deutsche Bank AG, Singapore Branch ■ Sonali Gupta, Head of Financial Institution Relationship Management, Asia ■ Nadir Maruf, Head of Asia Pacific, Alternatives and Real Assets ■ Sharon Tay, Director, Infrastructure, Alternatives and Real Assets ■ Rahul Ghai, Director, Real Estate, Alternatives and Real Assets ■ Ren Huang, Vice President, Infrastructure, Alternatives and Real Assets ■ Huay-Imm Poh, Director, Head of Investment Strategy ■ Philip Lee, Vice Chairman of South East Asia and Chief Country Officer of Singapore ■ Edward Tsai, Assistant Vice President, Discretionary Asset Management
8/17 (一)	東方匯理資產管理(新加坡)有限公司 (Amundi Singapore)	■ 全球固定收益及絕對報酬策略 ■ 風險管理	■ Jenny Sofian, Chief Executive Officer, Amundi Singapore ■ Philippe Jauer, Chief Investment Officer, Global Fixed Income & Currency ■ Jamie Tay, Product Specialist, Global Fixed Income & Currency ■ Rajesvary Sinnasamy, Head of Risk Management ■ Daniel Tai, Head of Client Servicing

貳、參訪機構介紹

本次參訪摩根大通銀行、德意志資產及財富管理、東方匯理資產管理(新加坡)有限公司三家機構，謹就其機構簡介及新加坡發展概況說明如下。

一、 摩根大通銀行

(一)機構簡介

摩根大通集團，總部位於美國紐約，其業務遍及 60 多個國家，現時的摩根大通係於 2000 年由大通曼哈頓銀行及 J.P. 摩根公司合併而成，截至 2015 年 6 月公司總資產 2.45 兆美元，所保管之資產規模達 20.5 兆美元(約新台幣 670 兆元)。旗下事業體分為企業與投資銀行(Corporate & Investment Bank)、資產管理(Asset Management)、商業銀行(Commercial Banking)、消費與社區金融(Consumer & Community Banking)等四大分支機構：

1. 企業與投資銀行

提供證券服務、自營經紀業務、融資、借券、擔保品管理及傳統投資銀行業務(商品、固定收益、交易買賣及研究)與資金服務。

2. 資產管理

資產管理提供全球投資股票、固定收益、不動產、避險基金、私募基金與流動性管理產品，資產管理也提供信託、不動產、銀行與仲介服務予高資產個人戶及退休金服務給公司和個人。

3. 商業銀行

商業銀行服務公司、政府、金融機構、非營利組織客戶與商業不動產客戶。

4. 消費與社區金融

消費與社區金融服務包括個人銀行、投資諮詢、財富管理、小型商業融

資、房屋貸款及信用卡等。

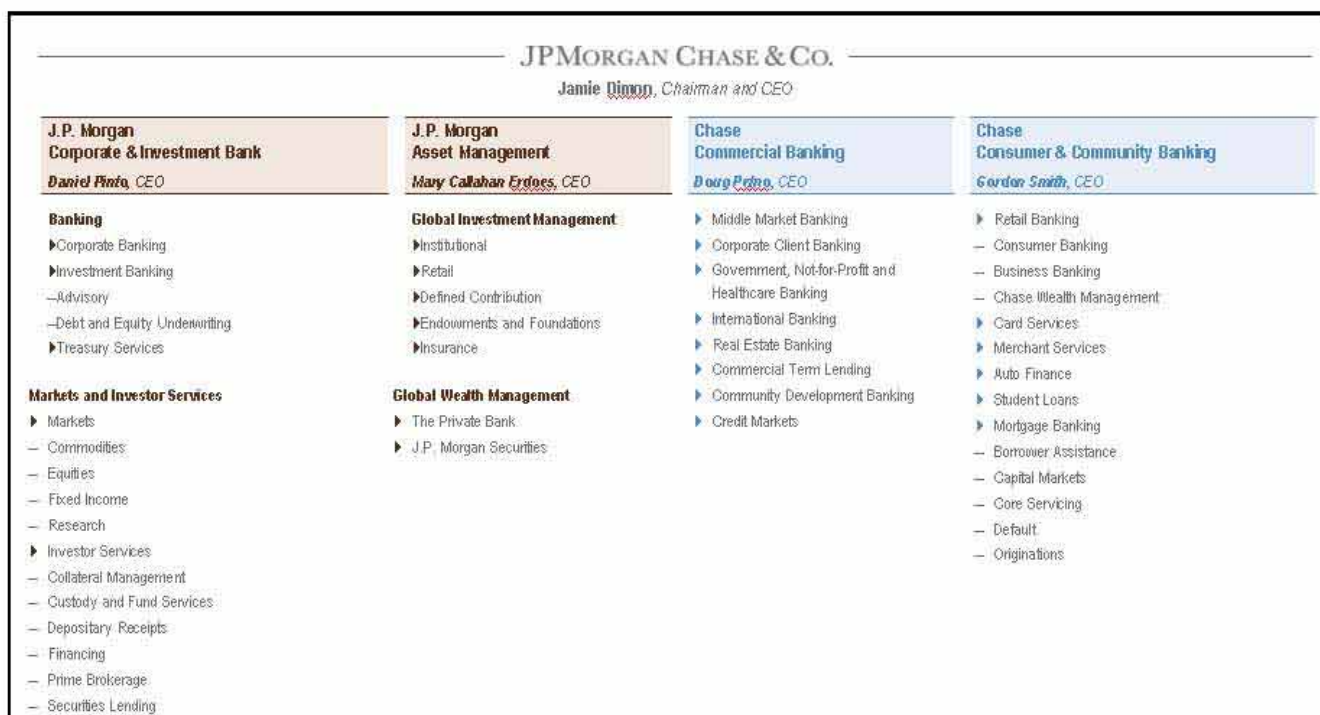


圖 1、摩根大通銀行集團組織圖

(二) 摩根大通銀行新加坡發展概況

摩根大通銀行自 1964 年起於新加坡營運，該地為摩根大通重要的區域營運中心，也是美國境外最大據點之一。所有業務均以新加坡作為運作中心以及對外窗口，包括企業及投資銀行業務、資產管理以及商業銀行，新加坡亦為區域營運中心，負責統籌與提供各種支援及管理職能，包含資訊部門、營運部門、法遵部門與安全部門，目前員工人數 3,000 名，預計將於 2017 年前擴增至 3,300 名。

二、德意志資產及財富管理

(一) 機構介紹

本次參訪之德意志資產及財富管理 (Deutsche Asset and Wealth Management) 隸屬於德意志銀行集團 (Deutsche Bank Group)。德意志銀行集團組織劃分為企業與資銀行、私人與企業客戶、環球交易銀行、資產與財富管理及非核心業務等業務機構：

1. 企業與投資銀行

企業與投資銀行部包括了環球金融與企業金融服務。環球金融業務部結合了銷售、交易及建構廣泛的金融市場產品，包括債券、股票及股票連動產品、交易所買賣及店頭市場交易之衍生性金融產品、外匯交易、貨幣市場工具、證券化工具及商品。企業金融業務部門負責購併事宜，包括顧問、發行債務及股票，並提供中、大型企業的資本市場服務。區域及個別產業顧問團隊則確保為客戶提供完整的金融商品及服務。

2. 私人與企業客戶

私人與企業客戶金融服務提供予個人客戶、自營客戶、小型和中小型企業有關銀行和其他金融服務。私人與企業客戶的產品範圍包括支付和經常賬戶服務、投資管理、退休計劃、證券以及存款和貸款。

3. 環球交易銀行

環球交易銀行業務部門為環球企業客戶及金融機構提供全面性的商業銀行產品及服務，包括國內及跨境支付、現金管理、專業風險抵減管理及國際貿易融資。環球交易銀行亦提供信託、代理、存託、保管及相關服務。

4. 資產與財富管理

德意志資產與財富管理是德意志銀行集團的資產與財富管理部門的品牌名稱，截至 2015 年 3 月公司所管理之資產規模達 1.1 兆歐元（約新台幣 38 兆元），員工人數約 6,000 人，業務遍及 40 個國家。德意志之基礎建設投資業務係隸屬於另類投資與實體資產投資（Alternatives and Real Assets）平台，包含不動產證券、基礎建設證券及全球商品投資等業務。

5. 非核心業務

非核心業務單元成立的目的是為了騰出資金，並通過減少非核心資產和經營活動的風險，保護股東價值，在不斷發展的監管環境中，提供透明度以及嚴格的資本和資產負債管理。

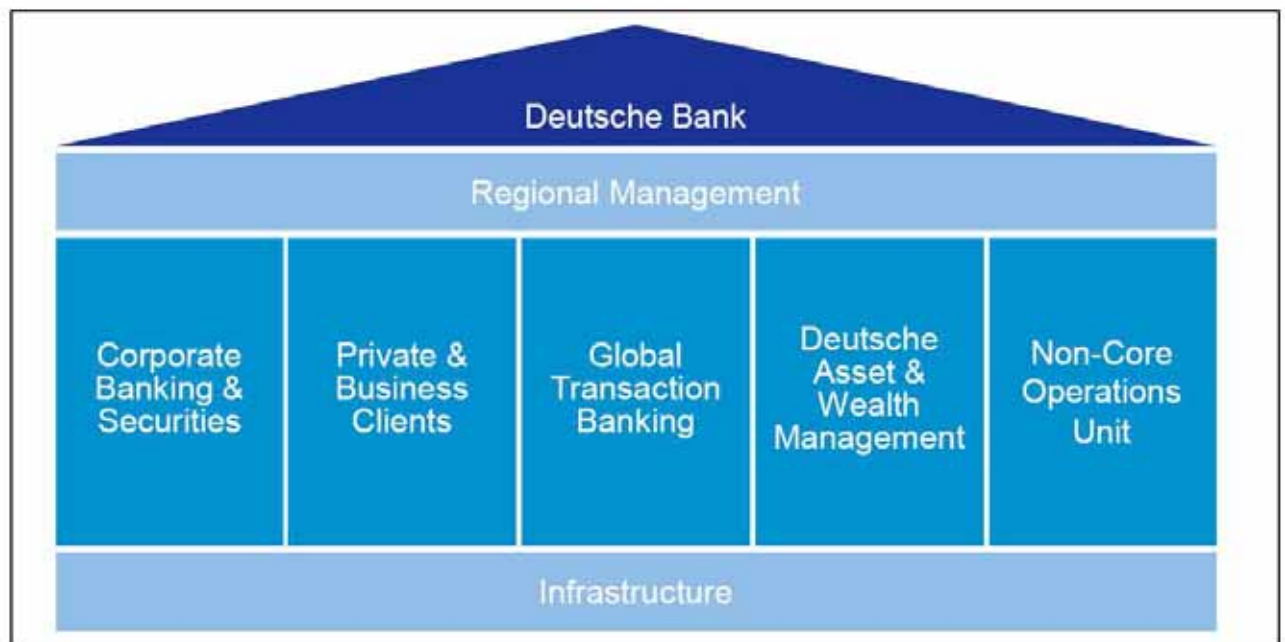


圖 2、德意志銀行集團組織圖

(二) 德意志銀行集團新加坡發展概況

德意志銀行集團於 1870 年於德國成立後，隨即進入亞太地區發展，於 1872 年在中國上海及日本橫濱成立分支機構。至於新加坡則係於 1972 年成立，作為德意志集團企業與投資銀行、環球交易銀行、資產與財富管理之區域業務中心，同時也是科技、營運、財務與法規遵循的區域基礎設施中心。



圖 3、德意志銀行集團亞太地區業務網絡

三、東方匯理資產管理(新加坡)有限公司

(一)機構介紹

東方匯理資產管理(Amundi)為兩大銀行集團 Crédit Agricole S.A.及 Société Générale 的專業資產管理業務，總部位於法國巴黎。東方匯理截至 2015 年 3 月底所管理之資產規模達 9,542 億歐元（約新台幣 33 兆元），於歐元固定收益、全球固定收益、貨幣市場和信貸活動方面為全球市場領導者之一，在全球 30 多個國

家均設有據點，員工人數約 4,000 人。

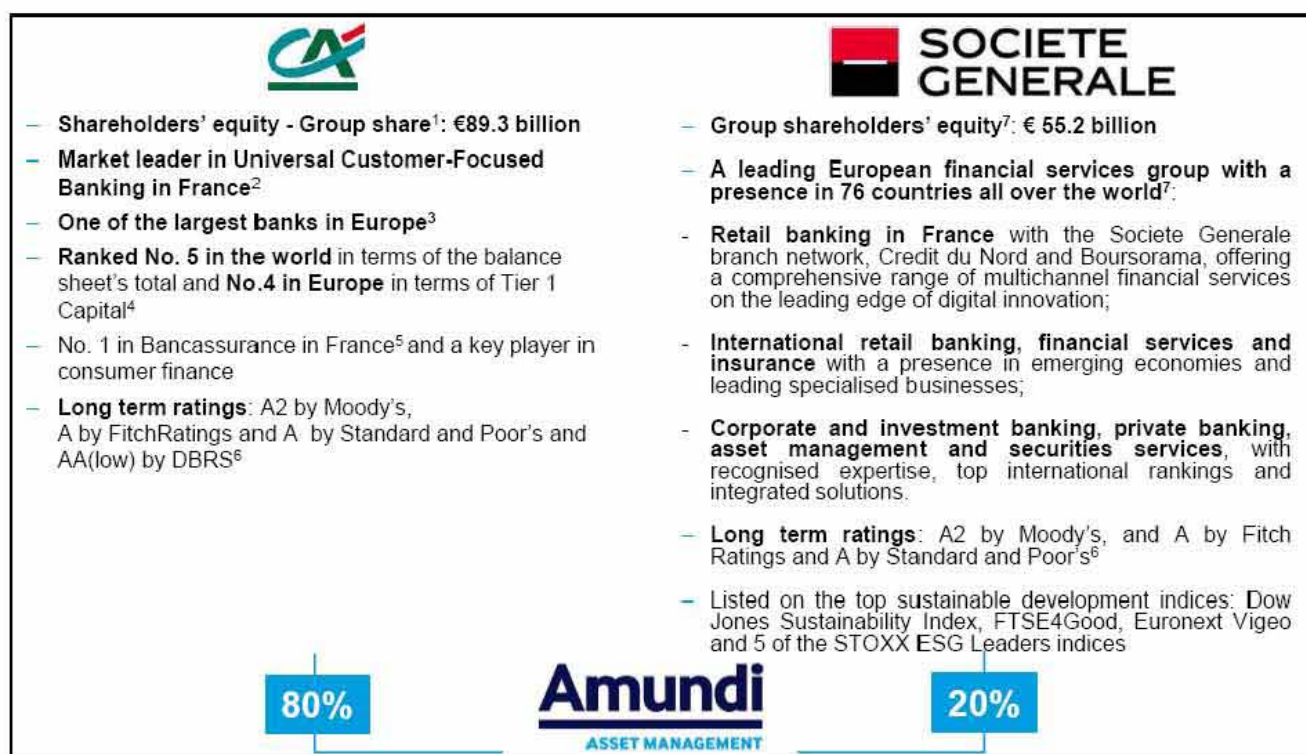


圖 4、東方匯理母集團架構

(二)東方匯理新加坡發展概況

東方匯理進駐亞洲地區已超過 30 年，包括投資辦公室、客戶服務辦公室及設立合資公司，截至 2015 年 6 月底止，亞太地區員工超過 1,200 人，資產管理規模約 1,000 億美元。東方匯理係於 1989 年進駐新加坡，主要業務係作為集團的投資中心以及東南亞和澳大利亞的業務中心。東方匯理新加坡提供亞太區客戶全球固定收益和貨幣策略、亞洲新加坡固定收益和貨幣策略、亞洲股票策略、絕對報酬平穩組合。並作為風險管理、法規遵循、營運和客戶服務全體資源實地支援投資團隊。



圖 5、東方匯理亞太地區業務網絡

參、參訪重點概述

有關本次參訪主題部分，參訪摩根大通銀行主題為全球投資者服務(保管業務)、全球總體經濟，德意志資產及財富管理主題為產品服務及解決方案概述、基礎建設投資決策流程、風險管理、全球總體經濟展望。東方匯理資產管理(新加坡)有限公司主題為全球固定收益與絕對報酬策略、風險管理機制。

一、 摩根大通銀行(J.P. Morgan)

謹就摩根大通銀行參訪主題全球投資者服務(保管業務)及全球總體經濟分述如下：

(一)全球投資者服務(保管業務)

有關全球投資者服務(保管業務)部分，摩根大通銀行分別就全球投資者服務部組織與業務概況及保管業務說明，謹摘要如下：

1. 全球投資者服務部組織與業務概況

全球投資者服務部隸屬企業與投資銀行部門，營運據點遍佈全球 60 多個國家，全球共有 22 處服務據點(包含 13 處會計服務據點)，協助在全球 102 個市場進行投資，並且為會計、法令遵循及績效作業計算提供專屬單一作業平台，截至 104 年第 2 季底全球保管資產總額達 20.5 兆美元，所提供之服務包括清算(Clearing)、擔保品管理(Collateral Management)、融資與借券(Financing and Security Lending)、主要仲介(Prime Brokerage)、保管業務(Custody)及基金服務(Fund Services)：

(1) 清算

摩根大通銀行作為清算仲介，提供無人工介入處理與有效執行期貨、選擇權、櫃檯衍生性金融商品、證券及美國國庫券的清算。

(2) 擔保品管理

透過全球整合後的資產與負債含括所有的交易架構、投資組合、法律實體，提供買賣雙方集中的擔保品管理解決方案。

(3) 融資與借券

透過金融平台整合客戶借貸、融資、擔保品需求，以確保符合不同的交易方式與策略。

(4) 主要仲介

提供全方位服務平台整合融資、執行、清算與基金管理。

(5) 保管業務

提供完整的全球保管與資產服務，並管理監督 102 個次保管銀行網絡。

(6) 基金服務

提供會計及後台管理服務與基金經理人，包括避險基金、私募與不動產投資基金。

2. 保管業務

保管業務主要包含交割 (Settlement)、資產保管 (Safekeeping)、公司重大訊息 (Corporate Action)、收益收取 (Income Collection)、代理投票 (Proxy Voting)、外匯交易 (Foreign Exchange)、退稅 (Tax Reclaim) 及次保管銀行管理部門 (Network Management) 服務：

(1) 交割

摩根大通銀行之「約定交割日會計 (Contractual Settlement Date Accounting, CSDA)」功能，可自動於交易之約定交割日期將交易收益入帳，不論該交易是否已於當地市場實際交割清算。可確保現金流動之起息日 (value date)，減少資金成本，並可使投資人於交割前鎖定外匯交易合約，而

有助於減少外匯交易曝險。

(2) 資產保管

摩根大通銀行為投資組合個別帳戶指定獨特帳號，並以此方式維護資料庫資訊，以確保資產隔離。摩根大通銀行與證券保管機構(depository)及全球次保管銀行之交割運作通常以綜合帳戶方式進行，而相關細節則保存在摩根大通銀行系統上。在次保管銀行的層次上，摩根大通銀行代表客戶持有證券之方式，依當地市場法規於開始時決定。在允許綜合帳戶(omnibus account)的市場中，證券通常以摩根大通銀行或當地次保管銀行之擬制人(nominee)名稱持有。這是源自於摩根大通銀行及其次保管銀行有關當地市場做法及條件之經驗，用意在於確保最迅速的交割作業及最安全的保管措施。在某些市場，可能必須（依據當地市場法規）或建議最好由獨立帳戶持有資產。

(3) 公司重大訊息

摩根大通銀行公司重大訊息部門操作一套與核心處理程式整合的全面性公司重大訊息系統，公司重大訊息之通知、處理及執行之及時性及品質標準會被定期評估，以確保符合既定標準。公司重大訊息系統以電子方式擷取公司重大訊息並產生報表，以顯示所擷取資訊之完整性，於資訊發出給客戶前確保其完整性及正確性。

(4) 收益收取

專業的收益收取團隊負責監控及處理在每一全球保管市場應收之收益。摩根大通銀行提供會計程序，即「自動入帳 (Autocredit)」，於付款日期將收入暫時記入客戶的現金帳戶，不論是否已實際收到來自發行公司或其代理人之收入。於付款日期保證現金收入入帳，可允許客戶更完整且更有效地管理現金。暫時入帳之收入可以用當地貨幣或客戶選擇之基本／集中貨幣進行。

(5) 代理投票

摩根大通銀行可提供全球網路 79 個市場完整的線上投票服務。此服務包括提供股東會議通知，以及傳送投票指示給發行公司。客戶可收到詳細的議程資訊及補充的發行公司資料、投票，以及經由平台檢視詳細且可高度客製化的投票活動報告。

(6) 外匯交易

一天二十四小時以任何可交易之貨幣提供給經理人，服務包括外匯期貨及交換、遠期外匯及外匯選擇權，包括 200 種貨幣搭配眾多外匯產品，包括現貨、遠期外匯、無本金交割遠期外匯、特種貨幣、選擇權及外幣換匯換利。

(7) 退稅

摩根大通銀行於超過 80 個市場提供稅務服務，包括共同基金、保險公司、捐贈基金及政府和企業退休金計畫。包括：稅務文件管理、提供稅務資訊、稅務報告。

(8) 次保管銀行管理部門

摩根大通銀行的策略是結合專屬的分行或子公司與第三方代理人擔任次保管銀行，與當地市場參與者保持聯繫，即時更新市場與產品訊息，同時為掌握次保管機構網絡，亦定時安排實地訪查，辦理績效評量，且尋求可能之替代機構，以確保市場脈動及日常管理服務。

(二)全球總體經濟—亞洲新興市場之經濟概觀

有關全球與亞洲新興市場之經濟展望，謹摘要如下：

1. 三大經濟體狀況

世界主要三大經濟體中，歐洲央行展開量化寬鬆，日本央行將積極推升通膨，而預期美國聯準會將在 2015 下半年度升息，聯邦資金利率將在 2016

年底前達到 2%，各國央行之作為驅使今年全球發展出現分歧。其中美元升值影響層面廣，包含原物料、流動資金與對新興市場之壓力，長期而言，勞動供給欠缺成長力道，生產力亦疲弱不振。美國的成長率可能低於 1.75%。全球成長力道的相關新聞令市場不安。

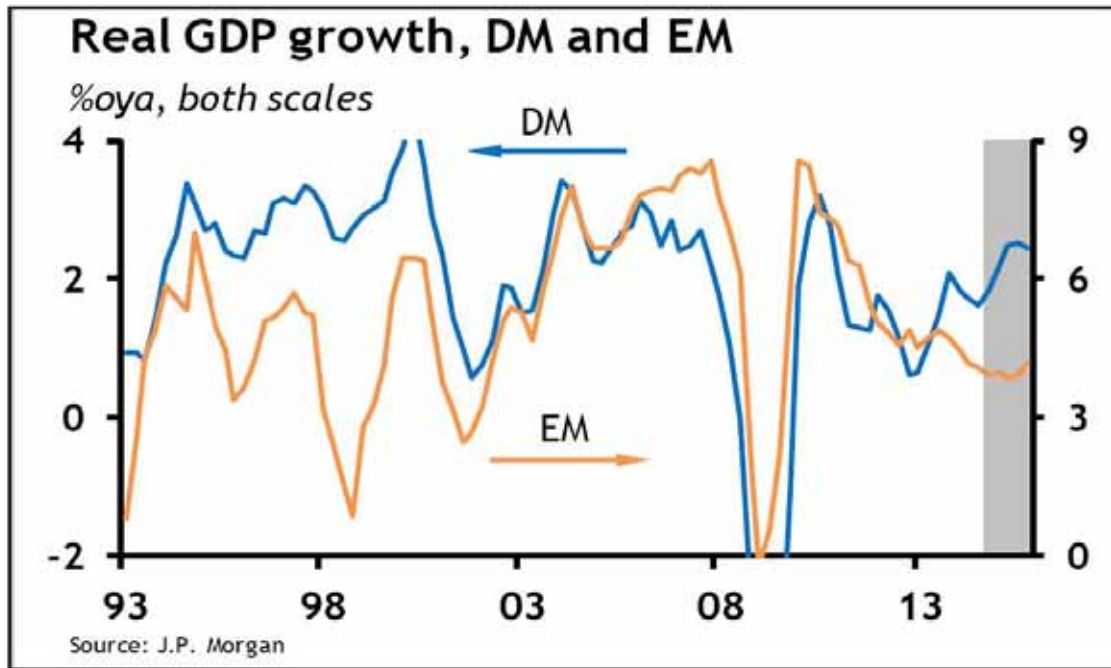


圖 6、2015 年已開發市場與新興市場實質 GDP 預測

2. 聯準會影響

聯準會近期的行動為新興亞洲經濟體帶來阻力，包括有限的出口成長影響國內景氣、美元走強，匯率成為各國關注焦點、銀行業的流動資金導致若干經濟體轉趨緊縮。

3. 石油價格危機

石油價格危機的成因在於供給增加及新興市場需求疲弱，油價三分之二的跌幅起因於供給增加與石油輸出國組織 (OPEC) 改變因應方式，另外三分之一的跌幅則反映新興市場需求下滑的情況，全球 2015 年的 GDP 成長率預估值為 0.6%。2015 年截至第二季為止的全球總體通膨料將下滑 1.2%，總體通膨與成長率的影響範圍集中於已開發市場。

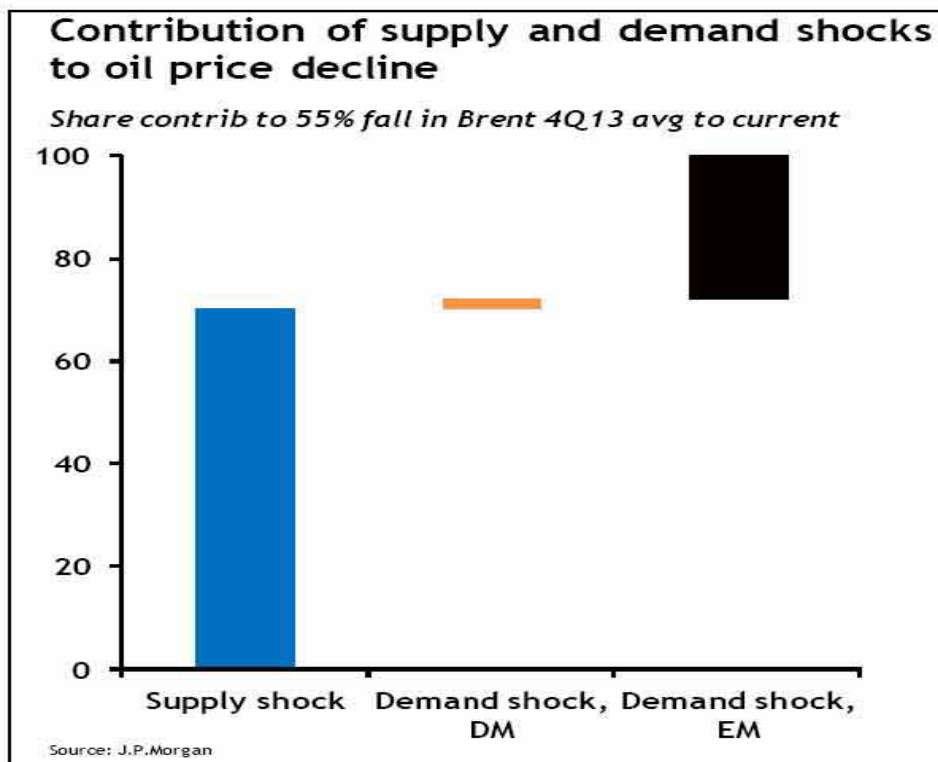


圖 7、供給和需求對於石油價格下降的影響

4. 中國經濟

中國 2015 年的經濟成長率預料將降至 7.0%，2014 年為 7.4%。影響經濟成長的因素包括高額貿易順差、消費持穩與投資疲弱不振。維持「穩定的經濟成長」已成為中國 2015 年經濟政策的優先要務，由於第一季的經濟數據令人失望，執政當局已更積極地推動支撐成長的措施，第二季已有若干景氣復甦的跡象，政府將在財政與貨幣方面進一步採取行動，摩根大通預測 2015 年下半年度至少降息一次，存款準備金利率則預計降息兩次以上，降息的原因在於穩定投資者信心。就下半年而言，不動產市場、金融市場的演變，以及已開發市場成長與貨幣政策出現分歧時的人民幣政策，都是值得觀察的風險因素。

5. 印度經濟

隨著都市消費與資本支出的增加，經濟成長預料將在 2015 年下半年出現溫和的週期性復甦。另外印度的資本支出週期好轉，反映在資本品生產、

基礎建設貸款、商用車銷售，在並公路部門的訂單成長。印度央行 (RBI) 長期維持利率不變的趨勢預料將持續，盧比的表現則將優於其他國家的貨幣，因為印度的國際收支可望維持順差。

6. 韓國經濟

總體經濟部分，除非中東呼吸系統症候群 (MERS) 的疫情在第三季中期之後持續延燒，否則經濟可能在下半年再度加速成長，消費者物價通膨則可能在 2015 年下半年上揚。韓國央行未來數季的立場仍將傾向於寬鬆，然而進一步降息的空間似乎有限。同時，南韓的外部條件可能繼續維持樂觀。鑑於經常帳餘額常因為全球石油價格變動化而起伏，摩根大通認為韓國的經常帳餘額水準已經達到頂峰。但除非油價上漲的速度比目前預期來得大，任何經常帳餘額之下滑將只會是小幅的。考量對於經常帳餘額之預期，以及短債與外匯存底的比例持續下降兩項因素，預期南韓相對不受聯準會的升息政策，所造成新興市場資本外流的影響。

7. 印尼經濟

財政基礎架構方面的投資降溫，市場氣氛亦逐漸惡化，導致經濟成長依然遲緩，帶來成長減速的風險。目前的 CPI 為印尼提供放寬貨幣政策的空間。該國似乎偏重宏觀審慎的寬鬆政策，而非調降政策利率。

8. 台灣經濟

自年初以來，出口與產業活動的成長動能逐漸減弱，同時 2015 年第二季季增年率(saar)衰退達 7.65%，這是自 2008 年全球金融危機最嚴重的季度國內生產總值收縮。摩根大通對全年實際 2015 年 GDP 增長預測已下調至 1.1%。鑑於出口顯著走軟，管理貨幣的競爭力帶來顯著壓力。中央銀行在 2015 年下半年降息的可能性不能完全排除。

9. 泰國經濟

原物料價格下滑使得 CPI 低於泰國央行的目標值，若財政政策的成效令人失望，泰國央行仍有降息空間。另外由於出口不見成長，2015 年經濟的

加速成長有賴於軍方政府的財政振興措施，陸續出爐的專案顯示政府將於年底擴大支出。油價崩跌造就了該國的經常帳順差，泰國央行的資本外流自由化措施卻將導致泰銖貶值。

10. 馬來西亞經濟

馬來西亞不動產市場降溫、信貸條件轉趨嚴謹，因此消費成長預料將趨緩。營建業仍是一大亮點，主權基金 1MDB 對於市場氣氛的影響仍是一大風險。馬來西亞央行 (BNM) 預料將在 2015 年下半年降息。

11. 新加坡經濟

2015 年經濟成長趨緩的情況反映了美國升息、勞動市場緊縮、外需依然低迷、房市降溫與信貸循環進入緊縮期。在國內外因素的影響之下，該國的通膨壓力持續減輕。若新加坡銀行同業拆借利率 (SIBOR) 在年底前再上揚 50 個基點，順應聯準會資金利率兩度調升 25 個基點 (摩根大通預測值) 的措施，即使負債程度持穩，整體償債成本在 GDP 中所佔的比例仍可能接近金融危機前的高點。

12. 菲律賓經濟

出口疲軟是 2015 年第一季經濟成長趨緩的主因，該國的風險在於名目有效匯率 (NEER) 走強，外需卻依然疲弱，兩者可能導致內需降溫，經濟成長減速的風險隨之升高。由於消費者物價指數 (CPI) 下滑，該國可能在 2015 年第三季放寬政策。

13. 香港經濟

今年的經濟成長率預料將持續低於趨勢值。外需尚未為香港的出口活動帶來更明顯的助益，結構性因素卻導致觀光消費減少，因此近期的成長動能可能持續處於低檔。然而消費者信心指數可能被近期波盪的局勢影響，預測香港 2015 年的總體 GDP 年增率為 2.3%。

14. 越南經濟

越南國內經歷了漫長的去槓桿化過程，其經濟將在 2015 年持續趨穩。另石油業稅收未能達標，導致財政漸趨吃緊，政府可能運用外匯存底因應其支出。該國將於 2016 年舉行選舉，政府改革措施成爲關注焦點。

15. 斯里蘭卡經濟

斯里蘭卡總統正設法推動選舉改革，而且預料將在完成改革後舉行國會大選，新的政府可能隨之誕生。2015 年的財政赤字可能面臨壓力，因爲去年實際值與目標值的落差高達 GDP 的 1%。通膨仍在低檔，然而有鑑於各種財政問題，斯里蘭卡央行 (CBSL) 不可能降息。由於目前的外貿狀況尙稱良好，斯里蘭卡央行正在重建外匯存底。

16. 緬甸經濟

緬甸國內經濟可望受惠於 2015 年的改革措施，成長率將接近 9%。今年的政治活動可能帶來考驗。

17. 蒙古經濟

蒙古最大礦場 Oyu Tolgoi(OT)銅金礦場開發案的突破，使得該國未來數年的成長展望更加光明。外國投資增加與貿易赤字的擴大，將對 2015 年與 2016 年的經濟產生最大影響。通膨壓力可望降低 (3 年來首見的情況)，通膨或許有機會在年底前達標 (7%)。

二、德意志資產及財富管理 (Deutsche Asset and Wealth Management)

謹就德意志資產及財富管理主題產品服務及解決方案概述、基礎建設投資決策流程、風險管理、全球總體經濟展望分述如下：

(一)產品服務及解決方案概述

德意志資產及財富管理提供之產品服務及解決方案，分爲流動性管理

(Liquidity Management)、主動式管理(Active Investments)、被動式投資(Passive Investments)、另類投資(Alternative Investments)、投資方案(Solutions)、存貸產品(Loan & Deposit Products)及重要客戶合作夥伴(Key Client Partners)：

1. 流動性管理

提供共同基金諮詢與美元、歐元、英鎊、印度盧比和人民幣等客製化的解決方案，以配合投資人對本金保護與流動性的需求，聚焦對全球各類型短天期存續期間投資策略與貨幣市場。

2. 主動式管理

提供主動式投資顧問服務，為客戶管理資金，服務對象包括機構法人、各國央行、主權財富基金及私人客戶。主要策略包括固定收益(信用、市政債券)與股票(股票收益、歐洲股票、全球股票)。

3. 被動式投資

為機構客戶和個人投資者提供透明和具成本效益的被動型投資產品，從投資產品的創始至產品分銷，覆蓋不同資產類別投資和產品包裝，包括交易所買賣基金、交易所買賣商品、交易所買賣票據、基金、憑證、認股權證以及機構專戶。

4. 另類投資

投資平台包括對沖基金、房地產、基礎建設、商品及私募股權方案，並再區分為兩大業務平台，分別為另類投資與基金方案及另類投資與實體資產。其中另類投資與基金方案使用所有的工具(對沖基金、共同基金、私募股權、基金方案和退休保障方案)，透過 SWAP、基金、存款、符合歐盟可轉讓證券集合投資條例(UCITS)的基金、不同形式的交易所交易基金(保護、憑證、票據、期權)等基金或非基金形式，投資於另類投資。而另類投資與實體資產則聚焦於不動產、基礎建設、流動性實質資產與永續投資四大區塊。

5. 投資方案

以客戶為中心，以產品無關的產業專家定位，與客戶夥伴合作設計和提供投資方案，包括產業方案、債務驅動方案、投資組合方案、資本效益方案、分析性方案、特殊報告。

6. 存貸產品

為客戶提供廣泛的符合標準化和量身訂制的投資和融資方案，例如符合穆斯林教義的融資或非標準資產如私人持有的公司、行政主管飛機或美術精品。這些服務特別針對有獨特而複雜需求的高財富淨值人士及其家族而設。

7. 重要客戶合作夥伴

對於合格的超高淨值客戶，重要客戶合作夥伴方案提供跨全方位資產類別的解決方案和投資機會。重要客戶合作夥伴方案是財富管理、企業銀行和證券、全球交易銀行和企業融資的一個渠道。



圖 8、德意志資產及財富管理產品服務及解決方案

(二)基礎建設投資決策流程

德意志之基礎建設投資屬於前述另類投資方案下之另類投資與實體資產平台，基礎建設投資所採取的投資決策流程是結合基本面由下而上研究與由上而下

分析以及系統化評價方法，以求投資在提供最佳風險報酬特性之公司、地區、產業，整個投資流程運用量化、質化研究與總體經濟分析：

1. 公司研究分析

針對投資範圍內各家公司進行深度分析，運用由下而上與由上而下研究方法。公司研究涵蓋針對投資範圍內公司進行量化與質化分析。在選擇持股時，通常會採取三年期、由下而上觀點。基於三年的投資時間，對於持股採中期的投資觀點。

2. 現金流量折現法

公司評價是質化與量化分析的結果。現金流量與利率假設是依據公司面與由上而下總體基本面。當總體基本面數據出現變化時，對於評價會有直接影響。從量化角度，目的是透過現金流量折現法為各家公司得出一個淨資產價值。從現金流量觀點，分析師依據詳細的由下而上分析建立模型，藉此得到短期與長期的最佳現金流量預估。德意志建置中央資料庫，把長期成長預估值予以建檔，以維持各產業與地區的一致性，同時避免反映出長期「過於樂觀」的假設。以折現率的角度來看，德意志團隊建立一套有系統的折現率計算方式，可以適用於各產業與地區。折現率法會考慮一家公司本身具有的波動度，仔細分析每家公司的營收波動、營業毛利率以及財務槓桿。然後這些因子可以用來計算股票折現率以及加權平均資金成本 (Weighted Average Cost of Capital, WACC)。把無槓桿的現金流量折現後與加權平均資金成本作參考，以瞭解總資產價值，然後減去負債，得出股票價值。此外，採取的評價方法是檢視其他評價指標如隱含內部投資報酬率 (Internal Rate of Return, IRR)、現金流量/本益比、管制資產基礎 (Regulatory Asset Base, RAB) 比率。

3. 實地訪察

質化實地訪查與量化架構相輔相成，包括拜訪公司與主管機關，德意志的基礎建設團隊，經常進行資產考察。質化實地訪查流程的重點與頻率如

下：會晤公司經營高層與資產考察，目標是至少一年兩次拜訪，且除了高階主管之外，亦聚焦於會晤負責營運的主管；深入研究法令，分析著重於法令架構與當前環境，會晤外部顧問、主管機關、其他具影響力人士，並將評估結果在多重因子計分系統上加以建檔；結合另類投資平台，以取得各主要市場與產業之智慧資本，並剖析基礎建設資本市場狀況與資產營運；全球基礎建設證券團隊將質化分析結果依據資產品質(如現金流量品質、成長展望、法令風險、公司面分析)及公司品質(如資本架構、資本配置、營運價值)，以 1 到 5 分評分，建檔於多重因子計分系統。綜合這些分數之後，投資範圍內每家公司會有一個整體的評比。

4. 總體經濟分析

德意志把總體面分析運用在「由下而上」與「由上而下」流程。現金流量與利率假設是依據公司面與由上而下總體基本面。從上而下觀點而言，分析數據以決定如何從產業與地區佈局投資組合，以當前風險狀況做為考量。以量化角度來看，力求投資在經濟成長走強且信用市場穩健之地區。德意志認為這類市場的下檔風險最小。除此之外，德意志關注資本流動，檢視哪些地區的流動性佳，同時要決定當流動性減弱時如何調整投資組合—例如投資在大型、流動性較佳之標的。因此，總體面風險分析在投資組合建構流程中扮演了關鍵角色。德意志全球基礎建設證券團隊與研究團隊密切合作，持續評估經濟環境與對基本面的潛在衝擊。從質化角度而言，整體總體經濟趨勢會影響上市基礎建設公司並且牽動股價。基礎設施服務的長期全球需求是取決於幾個結構性因素，例如人口結構、新興市場成長、已開發市場過往投資不足、過渡至低碳經濟、轉型至高價值基礎建設資產之私有化。由於上市基礎建設證券的特性大不相同，各產業之報酬率表現大相逕庭，與相關資產所處生命週期的階段息息相關。除此之外，德意志運用總體經濟分析來進行評價面的壓力測試，歸結出一些具有最高預估報酬率之公司以及信念度最高之投資建議。投資組合的建構是透過投資在能夠締造最大風險報酬組合、同時降低不對稱風險之個股組合。

5. 分析性架構

德意志的分析性架構，讓團隊成員可以即時分享資訊。德意志之分析架構是一個對比評價模型稱為「InfraMARV」，它可以加總公司面資訊，包括各家公司的淨值、目前股價、股利殖利率、現金流量預估、本益比以及公司特定數據，讓投資團隊可以從風險與報酬選出最具投資吸引力之個股。除了這個模型之外，德意志團隊建立了一個散點圖，包含量化數值與質化分數，以圖形方式分析投資組合。買進與賣出準則是依據相對價值，皆以最高風險調整後報酬率為依歸。當數據改變時，德意志團隊會重新評估公司、產業與地區佈局。

Global infrastructure securities investment process Overview

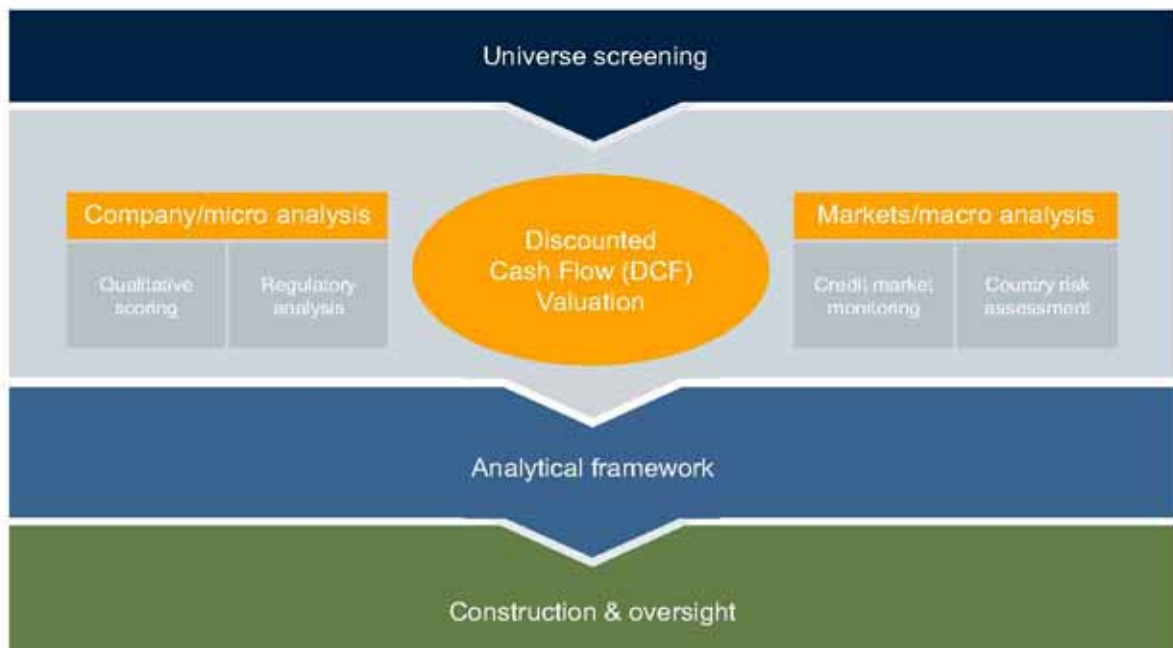


圖 9、德意志資產及財富管理基礎建設資產投資流程

(三) 風險管理

德意志風險之管理，係將遵循法規之文化內建於日常流程，同時對於主要營運單位之職責明確劃分，在前檯提供法規遵循支援，另每日檢查作業報告呈報

中樞作業主管，並使用多種工具降低交易相對人風險。以下謹就投資組合風險管理、作業與法規遵循風險管理及交易相對人風險管理摘要說明。

1. 投資組合風險管理

德意志於投資流程中持續監控主要風險指標，包括追蹤誤差、夏普比率、投資組合貝他值，同時留意投資組合的特性，包括絕對值以及相對於基準指標。投資組合的分析兼顧事前與事後，以確保投資組合達到適當平衡以及最大效率。

除此之外，全球基礎建設證券團隊使用各種工具以多個層面來進行情境分析。透過 Barra 壓力測試模組 FactSet，針對各種由上而下全球、區域、國家與產業狀況建構模型。證券團隊採用 Charles River 系統監控交易前後遵循投資方針，法規遵循長負責在 Charles River 系統內建置、維護並監測投資限制，並負責向高階主管通報監測過程中發現的任何問題。



圖 10、投資組合監控工具

2. 作業與法規遵循風險管理

作業與法規遵循風險管理分為業務風險、政策與流程風險、作業風險與控制環境四大區塊，德意志係使用風險指標，以有系統的方式找出法規風

險，同時降低對德意志資產管理造成最高風險之領域。有關業務風險、政策與流程風險、作業風險與控制環境之風險辨識重點，摘要如下：

(1) 業務風險

當有新增業務、新商品、新規定或新法規出現時，對於該新增事項進行風險辨識與評估，以瞭解風險暴露程度，並作有效評估與控管。

(2) 政策與流程風險

政策與流程風險係針對法規遵循政策變動、政策與執行流程具有落差或監管熱門議題三大部分進行辨識與評估。

(3) 作業風險

作業風險是指當出現利益衝突、失誤流程、人員流動及科技操作系統等造成損失的項目。

(4) 控制環境風險

控制環境風險係針對主管機關、法令遵循、外部評估及稽核四項進行評估辨識。

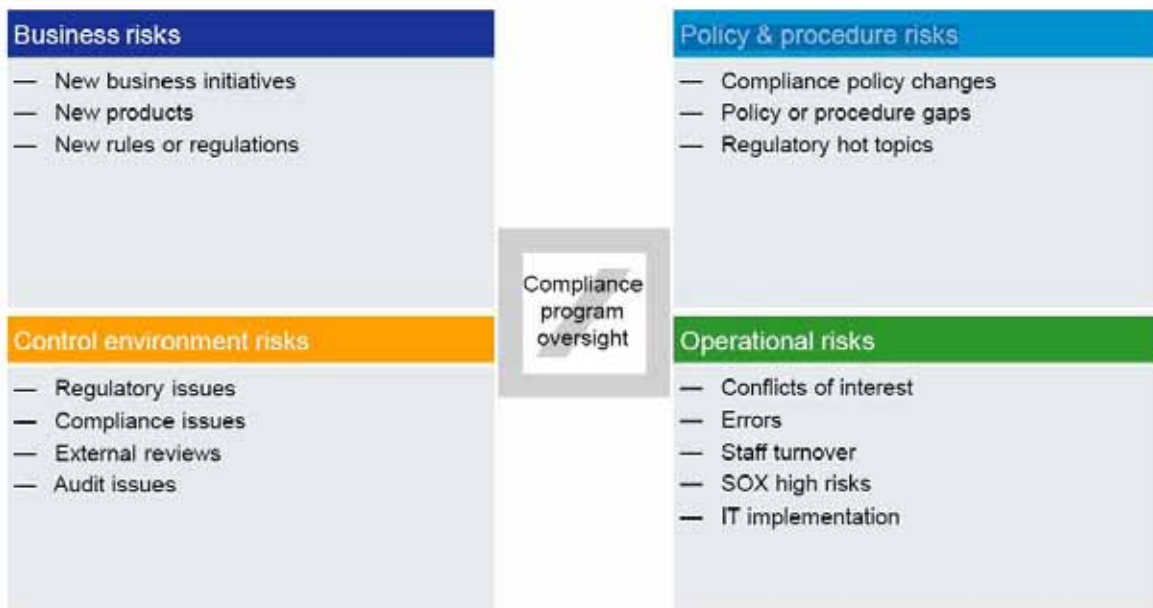


圖 11、作業與法規遵循風險管理

3. 相對交易人風險管理

德意志資產及財富管理使用下列工具來降低交易相對人風險：投資風險監督委員會(Investment Risk Oversight Committee)每月監督投資、市場與信用風險；券商表現次委員會(Brokerage Practices Sub-Committee)每月評估市場與信用風險以及最佳執行券商；分析資本適足性、資產品質、經營團隊、獲利、流動性、系統脆弱度等，只有經過核准的券商才能夠在平台上執行下單；與主要交易相對人簽訂信用補充協議(Credit Support Annex, CSA)，降低交易對手之信用風險，以提高交易量並使交易更具競爭性等；透過早期警示工具每日分析相對人市場資料與新聞，以避免出現交易相對人風險；新的委外交易相對人必須通過外部審查核准；透過 Paragon 系統評估交易相對人風險；提供第 3 方交易相對人曝險報告。

(四)全球總體經濟展望

有關全球全球總體經濟展望，謹摘要如下：

1. 美國經濟

預測美國最遲 12 月升息，主要理由有三，一為美國信貸金額回復到 2008 年的水平之上，顯示已有許多借貸的需求，且信貸管道維持完善，其二為失業率相較於高峰時幾乎已減半，並降低至 6% 的合理水平，初領失業金人數亦處於歷史低位，且自願離職率亦逐漸提高。最後則是通貨膨脹率處於相對低的水位。

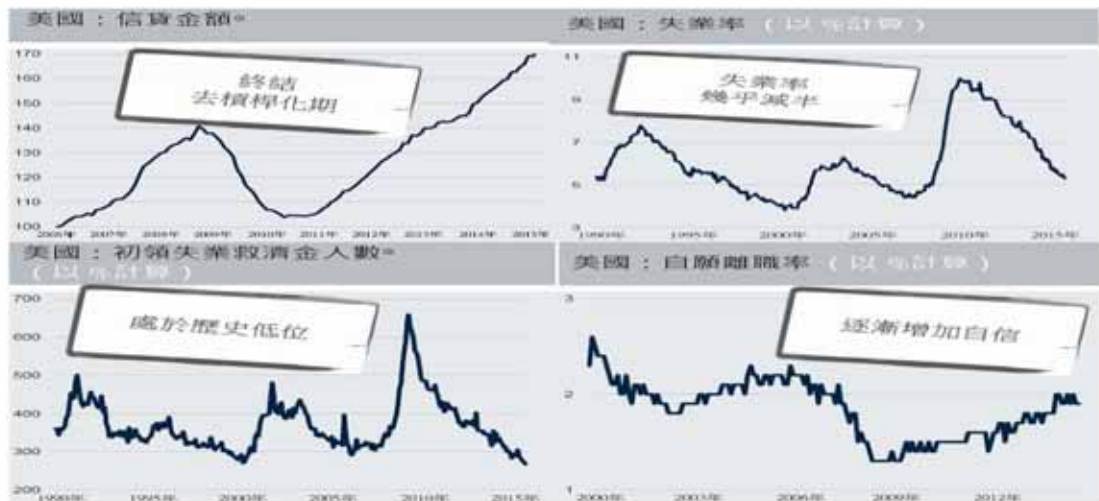


圖 12、美國近期經濟數據趨勢

2. 中國經濟

中國 GDP 成長率已呈現減速狀態，但以全球 GDP 增長率的佔比而言，儘管中國成長率較低，對於全球 GDP 的貢獻度卻更高。近年來中國的經常賬戶盈餘徘徊在 GDP 的 2%，但私人消費僅相當於 36% 的 GDP，大約只有美國的一半，而中國的全球貿易佔比與歐元區（約 15%）相近，並遠遠領先於美國（10%）。因此中國經濟重新調整平衡，以降低投資及出口的貢獻，並增加國內消費與服務需求，往消費主導型增長轉變，期望使長期經濟成長更具可持續性與彈性。人民幣方面，在官方交易區間加寬下，短期內人民幣將直接地跟隨市場的力量，德意志預計中國央行認為必要時，將利用其資源以穩定人民幣。然而中國人民銀行將必須在穩定市場與匯率之間維持平衡。另外投資者將不得不適應一個事實，即人民幣的波動性將加大，而其估值將強烈受資本流動、利率差、經濟增長、生產效率上漲、通貨膨脹等因素影響。隨著中國經濟仍然面臨著許多障礙，德意志期待進一步的中期貶值，但預計長期仍為強勢貨幣。



圖 13、中國 GDP 增長率全球佔比及 GDP 貢獻度

3. 印度經濟

在印度方面，以超過 1 兆美元經濟體來比較，沒有任何國家像印度如此快速增長，而投資增長為經濟復甦的先決條件，因此對於印度持正面看法。雖然近期有許多不利因素，例如令人失望的第一季度財報，石油價格回升和宏觀經濟數據不佳，但寬鬆的貨幣政策、便宜的估值、以及財政和結構改革的持續預期將是正面，增加基礎設施支出也可能創造機會，因此德意志中期而言仍然對印度股市看好。

4. 希臘危機

從經濟層面來說，希臘經濟僅佔歐元區 GDP 的 2% 以下，對於全球經濟的影響並不大。但希臘經濟多年來在缺乏競爭、效率低下的官僚機構、資本外逃、人才外流之下，已相當長一段時間沒有能夠保持自身資源實力。雖然在 2014 年已略有逆轉，希臘報告的主要預算和經常賬戶產生盈餘(儘管這些數字應謹慎看待)，然而短期和中期債務是希臘面臨最小的問題，重要的是把國家結構重新建構，吸引國內外投資者。暫且不管積欠債務數量，希臘經濟復甦不能沒有外國直接投資。

5. 股票市場

在股票市場方面，雖然處理希臘問題有著顯著的進步，但德意志認為市場依然充滿不確定性與波動性調整。德意志維持偏好開發市場股票。如果希臘問題持續有好的進展，在令人鼓舞的企業財報的消息後，歐洲市場可能會重新獲得關注。而美國股市今年到目前為止已經證明相對抗跌，但逆轉的可能性依然存在。

6. 固定收益市場

在固定收益方面，德意志預計美國聯準會在今年晚些時候開始提高利率，極有可能在九月開始。相反地，歐洲央行（ECB）將推進其量化寬鬆計劃，因此貨幣政策的分歧將因此仍然是一個關鍵主題，持有主權債券是減少投資組合風險的重要途徑，對於整體固定收益德意志仍建議加碼。外圍歐元區主權債務可能會有一些機會，但考慮到近期的波動，對新興市場債券應更加謹慎。目前固定收益投資雖然收益率不高，但有鑑於其具有穩定性，因此根據報酬率、流動性與信用評級，德意志相對看好 A 級歐元投資級債券與歐元次級債券，以及 BBB 級的西班牙歐元、歐元 BBB 級信貸、歐元混合式證券及新興市場債券。

7. 商品市場

對於商品市場，德意志認為繼續保持謹慎似乎最好。油價近期再次回落，部分是由於美國石油鑽機數量再度增加。石油市場似乎仍處於供大於求，長期來看，伊朗的交易可能會加劇這個問題，另外石油也有來自需求量的隱憂。當希臘危機加劇，黃金價格僅略有增加，德意志認為黃金面臨強勢美元和美國利率上漲，將持續面臨相當大的阻力。

8. 房地產市場

明年美國房地產淨營業收入（Net Operating Income）增長預計將維持在健康的水平。一些週期性行業受益最大，例如辦公和工業地產。德意志亦觀察到空缺率下降顯著。在歐洲南部辦公室和購物中心等房地產表現特別

好。歐洲區內的貿易流也將上升，拉動了物流空間的需求。在亞洲日本房地產仍然是一個亮點，尤其是對物流資產，但一些市場（如首爾中央商業區）擁有的辦公室則供給過剩。

三、東方匯理資產管理(新加坡)有限公司（Amundi Singapore）

謹就東方匯理資產管理(新加坡)有限公司主題全球固定收益與絕對報酬策略、風險管理機制分述如下。

(一)全球固定收益與絕對報酬策略

有關東方匯理資產管理(新加坡)有限公司針對全球固定收益與絕對報酬策略之說明，謹摘要如後。

1. 全球固定收益

有關全球固定收益策略，就投資理念及投資決策流程分別說明如下：

(1) 投資理念

東方匯理的投資原則，係在資產類別、策略及工具上，廣泛分散投資，並透過清晰劃分以長線角度系統化的投資配置，及短線由組合經歷策動掌握機會構成多元化組合，結合了策略性自上而下的總體經濟觀點和由下而上的戰略性管理，並依據風險預算，持續進行風險控管。

自上而下的總體經濟觀點包含兩個步驟，首先由建構委員會針對債券、貨幣、公司債及股票提出策略性觀點，以決定方向性與相對價值，其次將策略性觀點最適化，建立投資組合模型。其中三分之二的風險預算則是分配至策略性觀點。

由下而上的戰略性管理則透過建構投資組合，投資於債券與衍生性商品，並利用戰略性管理，使投資組合能夠持續符合市場狀況。另外三分之一的風險預算則是依照戰略性管理來分配。

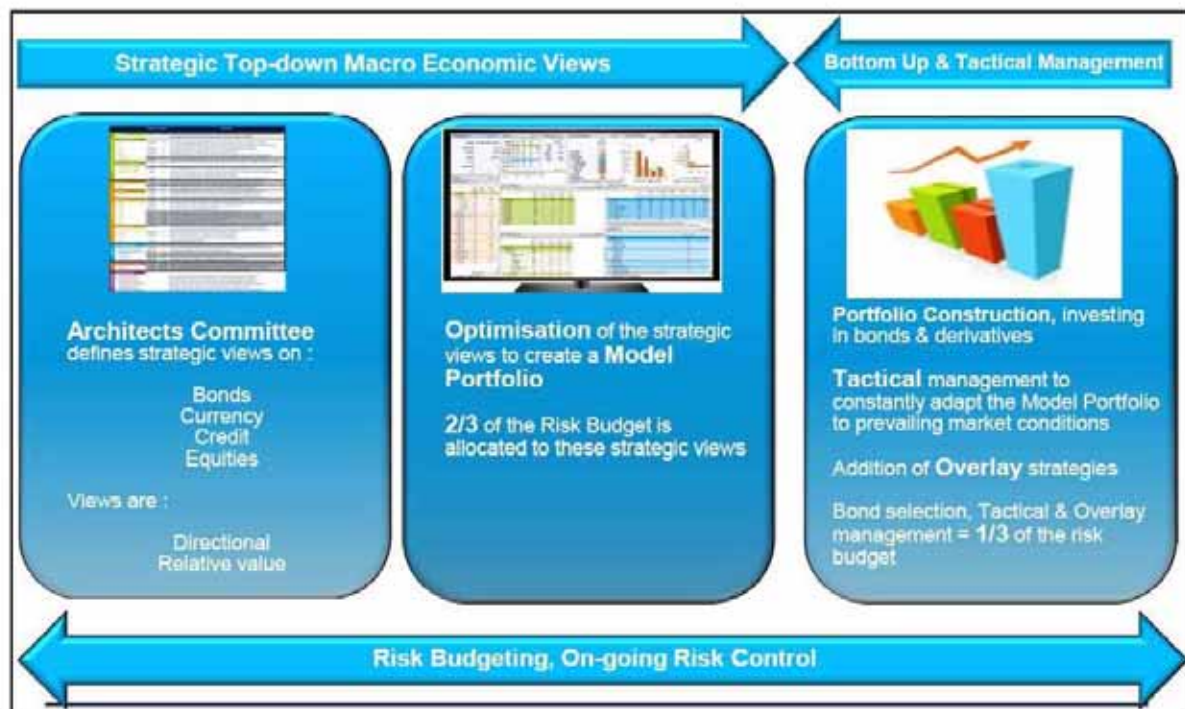


圖 14、東方匯理投資理念

(2) 投資決策流程

東方匯理之投資決策流程分為五個步驟，分別為甲.總體經濟分析；乙.情境建構；丙.建構投資組合模型；丁.執行實際投資組合；戊.風險監控。謹分別說明如下：

甲、總體經濟分析

東方匯理全球固定收益團隊受惠於 Crédit Agricole 集團及東方匯理集團的研究資源，包括但不限於 Crédit Agricole S.A.的總體經濟研究部門及東方匯理的策略、新興債券及貨幣（倫敦）、企業信用團隊（倫敦、巴黎和新加坡），由東方匯理全球固定收益團隊計量研究團隊（倫敦及巴黎）協力完成每月全球十大國家的總體經濟報告。在十大已開發國家貨幣的研究方面，全球固定收益團隊利用自行開發的購買力平價(Purchasing Power Parity, PPP)模型來決定類似國家經濟發展的貨幣長期趨勢。

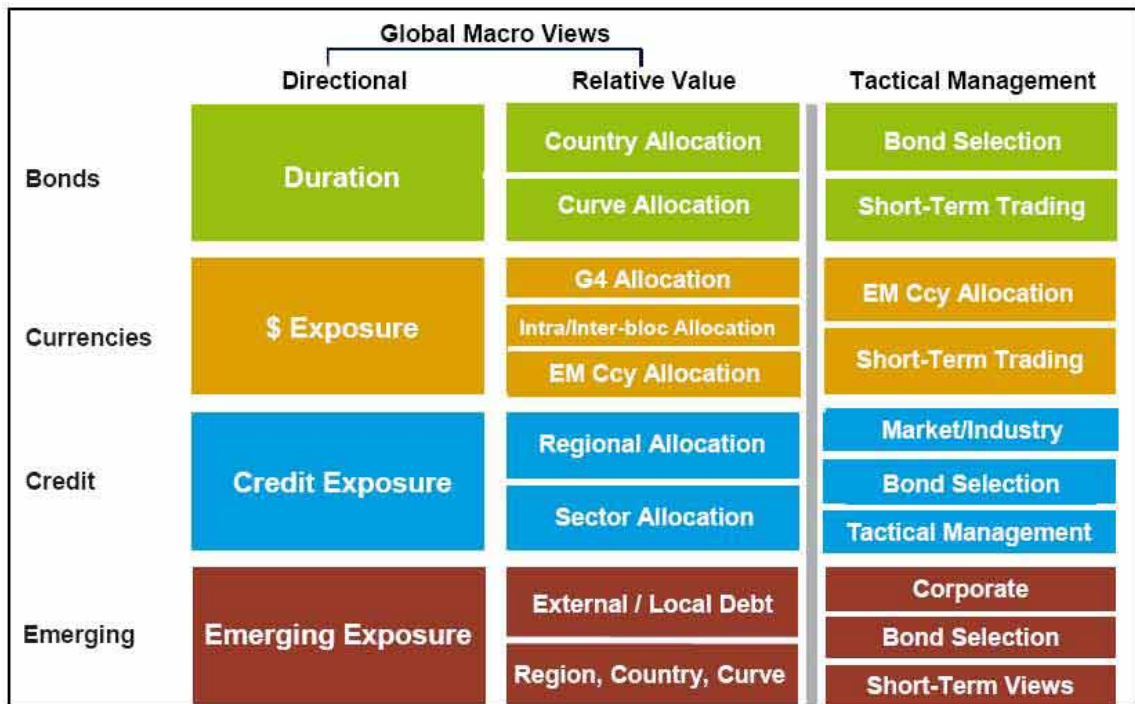


圖 15、東方匯理經濟分析面向

乙、情境建構

東方匯理全球固定收益及貨幣團隊研究並決定團隊對全球主要政府、企業及新興市場債券、貨幣及股票市場的策略看法。將所有團隊成員的觀點納入考量後，會針對所有資產類別建立一套投資策略觀點，並於需要時質疑團隊觀點，以檢定投資基礎並作出更充分考量的投資結論。策略經理人會依其看法給予 +4 至-4 的評等。若團隊對特定資產或策略並無任何觀點，則將給予中立(=)或是無看法(X)評級。評級區間 (+4 到-4) 代表資產類別或策略長期績效的預期偏離程度。

在資產配置上，會在依據 1.信用（利差存續期間）管理、2.存續期間、國家及殖利率曲線部位及 3.貨幣部位的方式管理：信用管理可以區分為兩大類別，一為方向性的區域與產業配置，二為區域與產業配置的相對價值。在方向性的配置上，投資經理人充份利用每月信用委員會，與所有駐於倫敦、巴黎、新加坡的投資經理人制定全球由上而下及產業配置之決定。並可於信用發行人回顧上，與所有投資經理

人重新審核在每一個發行人的部位以及新的及特殊的投資主題（例如國債風險對信貸之影響，再融資的風險及新發行人的審閱）。及於巴黎信用每月會議中討論個別信用債的看法。而 Aggregated Outstandings and Research Access (AgORA)及 Share Point 信用分析工具及資訊系統讓投資經理人可自由參加信用分析團隊對個別發行人的研究報告系統亦提供組合之信用部位，使分析員可主動與組合經理人聯系有關信用之最新研究報告。在相對價值上，則是將前述方向性配置的全球信用風險轉成在分析中討論的產業配置，依據信用基本面得出區域或產業評級。

在存續期間、國家和殖利率曲線部位方面，就有關修正後存續期間水平的首要投資決策，即在於欲投資具參考指標的債券市場（象徵全球四大政府債券市場平均加權指數）。「基準修正後存續期間水準」定義為相對於投資基準的曝險水平（加碼、中性或減碼）與基準水平的一致性。首要投資決策通常先局限於修正後存續期間的範圍內。完成投資組合修正後存續期間的設定後，便會在投資範圍內之債券市場配置部位。東方匯理會依據對這些市場的看法，以十年期的債券作參考進行加碼、中立及減碼決策。一旦完成國家間修正後存續期間組合的配置，投資組合經理便可能將這些市場殖利率曲線的變化（變平、變陡及其組合）納入考量。在此情況下，東方匯理會將已被分配的修正後存續期間重新從 10 年期區段的配置到其他個別殖利率曲線中的其他區段上。在此方面，每個殖利率曲線將分成多國區段。

貨幣管理是東方匯理全球固定收益產品中的一環，對於貨幣的看法亦需要跟債券的管理一併考量。儘管與債券的觀點和部位具密切相連，其管理策略業已明確劃分。貨幣的元素透過附買回(Repo)或交換市場(Swap)來進行系統性避險，然後對貨幣部位的投資買賣策略分開進行。策略性貨幣配置的投資期限最少一年，且採用遠期差價和購買力平價水平的雙重方法。貨幣部位亦可透過東方匯理專有和系統化的交易模式進行短期投資，並將所有貨幣部位透過內部開發的風險監測

面板來監測。

Core Views

- **Market Visibility Indicator** (Green, Yellow or Red)
- **Qualitative views** expressed as a score, on a 9-point scale from very negative (-4) to very positive (+4)
- **View Rationale**
- **Based on 4 types of factors** :
 - Macro economic indicators
 - Asset valuation,
 - Technical/flows,
 - Credit fundamentals
- **Multiple investment horizons**
- **Risk scenarios** clearly identified

圖 16、東方匯理全球固定收益策略觀點範例

丙、建構投資組合模型

全球固定收益團隊決定其債券、信用及貨幣等之策略性模型配置後，量化分析團隊會利用投資組合優化工具，透過常態化、最佳化與客製化，並納入投資人目標與限制（例如基準指標、追蹤誤差、風險值、投資範圍等），將這些觀點轉化為與策略相符的量化預期，以確保達到投資流程的一致性。

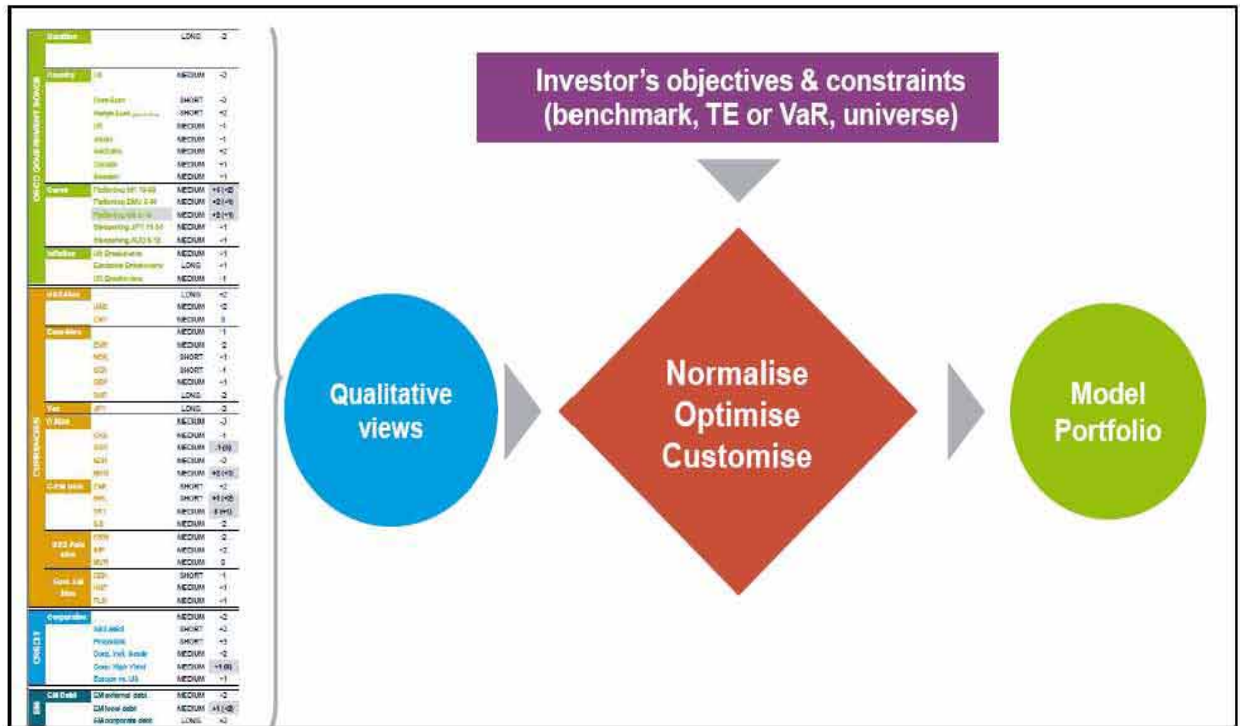


圖 17、東方匯理全球固定收益投資組合模型建構

丁、執行實際投資組合

最終的投資組合包括在模型投資組合中加入戰術覆蓋，以及因應個別組合加入其他的特定限制作調整。

(甲) 投資組合的策略性建構

策略性建構從兩個面向進行，一是發行人的選擇，二為債券挑選與套利。

發行人的選擇目的是要對發行人基本素質的堅定信念以及該債券之相對價值分析來取得校準的發行人選擇。這是透過東方匯理信用研究部門提供的內部前瞻性評級與市場估值比較得出來，最終的決策者則為投資組合經理人。做法是以信用品質的演變和利差動態為基礎。信用分析師會根據基本面分析及獨立賣方研究與評級機構資訊，對發債人作出前瞻性評級（9 至 12 個月區間）和同業排名，而信用投資組合經理人則透過市場估值取得隱含評級。除了單純的信用方式外，分析師亦提供對個別債券的

相對值(低價與高價分析)之建議。為支持有效率的發債人挑選，投資組合經理人和信用分析師之間須透過多方溝通管道及強大的內部數據庫支援來進行持續優質對話(信用分析師會透過各種方法傳達信用指標(credit metrics)模型(內部的每日評論、發起新的研究範圍和更新說明、產業評論)，此類資訊會歸檔於投資組合經理人可用的信用分析數據庫。信用分析師亦不定期召開電話會議；若其信用觀點有顯著改變，信用分析師和投資組合經理人便會在每日評論發表前，迅速地透過電話會議或電子訊息溝通及討論想法。信用分析師亦可透過 AgORA 數據庫(Aggregated Outstandings and Research Access)取得投資組合中的實際信用暴險，來調整其研究範圍及與投資組合經理人的溝通。投資組合經理會使用相同的數據庫來取得整個信用研究小組的研究範圍和意見，並聯繫相關的信用分析師。除日常討論聯繫外，投資組合經理人和信用分析師並於每月委員會中正式開會討論：雙方會於每月信用委員會和發債人審查委員會討論的發債人評級和信用分析師的建議。在獨立性和客觀性方面，信用研究小組駐點於巴黎，與投資組合經理人位處不同地點。其運作完全獨立，且其觀點及建議不受投資組合經理人影響。此步驟可產生三個權重建議(減碼、中立、加碼)。

債券挑選與套利是選擇特定市場工具(貨幣、到期日、優先求償次別、現金相對於衍生工具)來優化發行人暴險及具體的市場看法，包括以下兩方面：一為選擇合適且可優化對發行人信用之信念的特定證券，例如，良好的基本面看法會支持選擇次級債，而發行人的良好流動性則將支持短期證券及規避信用曲線走陡之風險。二為在多方面分析債券(如貨幣、到期日、年資等)的相對價值及套利機會。就債券和貨幣而言，投資組合經理人會透過現金債券或衍生工具(固定收益期貨、期權、遠期合約)實現其投資策略，以達致在債券市場的定向暴險(存續期)及相對

價值暴險（國家配置及曲線配置）。經理人主要利用即期和遠期市場工具產生貨幣暴險。遠期也可作為資助長期和短期貨幣部位的方法。在投資領域中配置貨幣風險時，並無視參考貨幣，而會進行交叉套期(Cross hedging)。

(乙) 在策略性投資組合中加入策略性管理及避險

由於在債券、信用或貨幣的投資組合優化階段後已量化，故可透過放大或縮小策略觀點來達成。基金經理人可利用百分之三十的策略空間，使全球企業投資組合按優化模型組合作有限之偏離，以符合個別客戶的指引及風險要求。投資組合經理人亦可將此空間用於短線交易或投資於非基準技術覆蓋管理基金。透過避免單純自上而下管理的陷阱（偏好一籃子交易、對模型的高依賴性），有效地完成自上而下至債券選擇的基本面程序。加入各個投資專業人員、以不同工具及絕大部分不同投資期限達成，以求運用客觀及多元化的方式和策略分散績效來源。並透過給予經理人一定的空間，能在任何市場事件發生時立即作出反應，增加靈活性。

戊、風險監控

投資組合經理人會透過風險監控面板持續監控實際投資組合的組成及投資策略和風險限額的一致性。固定收益中臺部門能透過一個中央系統監控安全性和現金頭寸及投資組合估值；獨立於前臺的風險經理人團隊會利用內部法規遵循模組(GERICO)檢查監管比率及客戶要求的合規性，並執行明確的風險控制程序，包括每日計算所有固定收益投資組合，以監控事前風險指標（例如存續期間、追蹤誤差），以及每月審查所有投資組合以檢查風險概況。法規遵循團隊在所有的規管事宜負責監察投資經理人。主要職責是作為客戶利益的監護人。東方匯理透過定期微調，能利用市場環境考慮捕捉優勢。通過投資過程及全球固定收益團隊資金管理工具的運用，產生一致性的表現。

2. 絕對報酬策略

在當前的低利率環境下，傳統指標式作多的固定收益投資，通常為投資者帶來暴露於下行風險，而獲得不成比例的低報酬率。另一方面，非指標式的絕對報酬投資，可以通過多空部位和存續期間的管理，在擁有最好機會的市場靈活投資，且考慮全球固定收益市場相關資產類別風險狀況的差異下，進行的多樣化投資，並提供正報酬。同時貨幣投資也不應只與其相對應的固定收益市場串聯，應該在整個投資組合風險目標中視為一個單獨的資產類別主動管理。而投資組合目標，例如多元化與報酬一致性，可以透過對投資組合風險預算動態管理得到更好的結果。為實現以上目標，東方匯理投資團隊採用一種靈活、非指標約束的方法，在廣泛的全球固定收益範疇中進行投資，包括投資等級主權債和公司信用債，以及高收益債券、抵押貸款和資產證券化產品和存款與貨幣，衍生性工具的使用亦成為投資策略的組成部分。

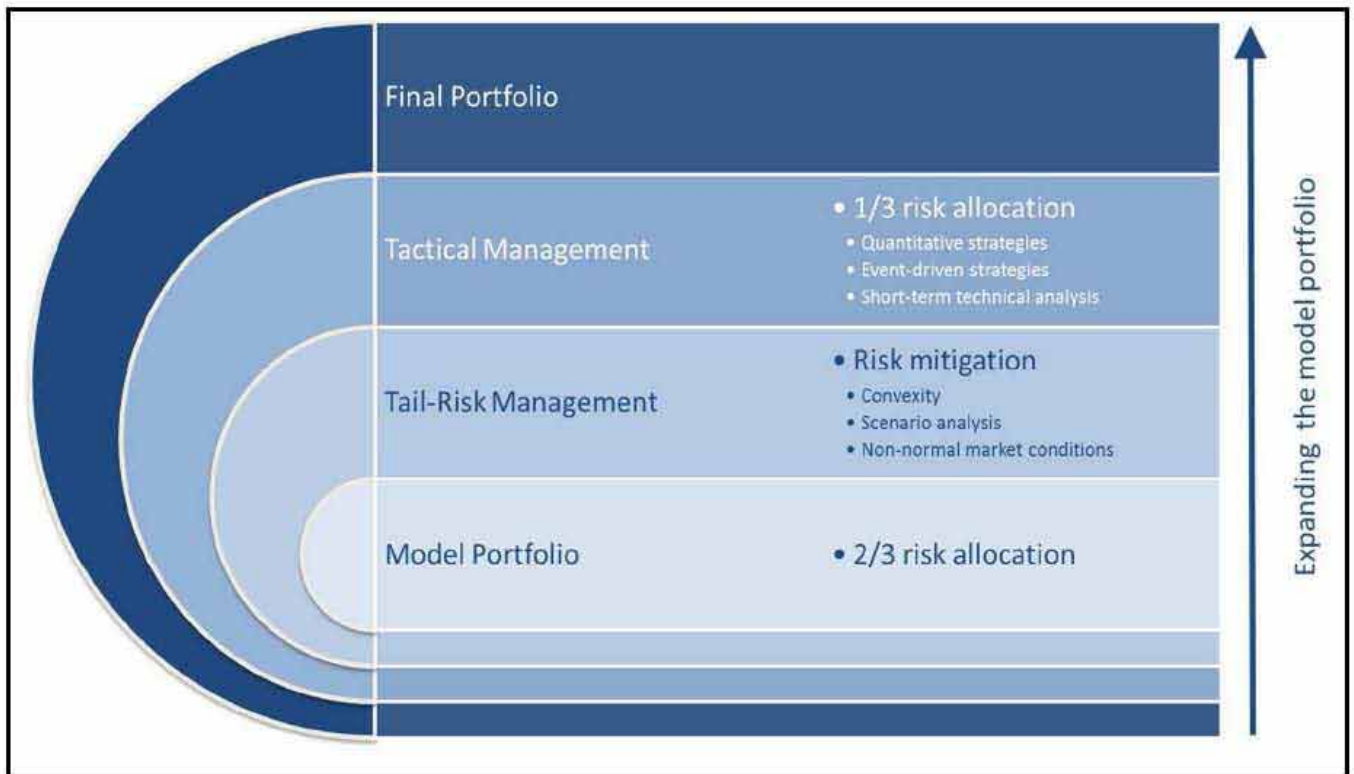


圖 18、東方匯理絕對報酬投資組合建構

東方匯理絕對報酬策略結合總體面、量化與市場技能，採取主動式由上而下之管理涵蓋全球已開發與開發中國家債券、公司債與外匯市場，針對多數

流動性佳之工具進行主動式戰略與短期交易管理，為說明絕對報酬策略之操作狀況，東方匯理提供其現有之委託案，並將其委託準則、績效表現、波動度與相關性及風險配置原則提出報告，謹說明如下：

(1) 委託準則

委託案規模數億美元，風險限制設定為事前風險值(VaR)16，投資範圍包括債券、公司債及貨幣，且不包含股票投資，投資工具則為固定收益債券、利率期貨及主動式貨幣管理，槓桿操作比率為 400%，報酬目標設定為資訊比率 0.8，相當於倫敦銀行同業拆款利率（London Interbank Offered Rate, LIBOR）+8%，並由該公司全球固定收益倫敦與新加坡團隊共同管理，其管理費用則包含固定收續費及績效手續費。

Mandate:	USD few hundred million
Risk Budget:	Ex-ante VaR 16
Investment Universe:	Bonds, credit and currencies (no equities)
Instruments:	Fixed-income bonds, interest rates futures and active currency management
Leverage:	400%
Return Objective:	Info ratio = 0.8, Equivalent of Libor + 8%
Global Coverage:	Dual management by GFI London & Singapore
Fees:	Fixed fees + performance fees

圖 19、東方匯理絕對報酬委託案委任準則

(2) 績效表現：

委託案自 2007 年 9 月成立，除 2007 及 2008 兩年報酬率分為為-3.13%及-4.23%(同期間倫敦一個月同業拆放利率分別為 1.66%及 2.66%)，係因投資組合尚在初始建構階段，與委託人就投資組合討論調整，及面臨全球金融風暴導致報酬率為負值外，其餘年度之報酬則均為正值，自成立迄 2015

年 7 月 31 日之累計報酬率達 84.5%，年化投資報酬率達 8.05% (而倫敦一個月同業拆放利率年化報酬率則為 0.73%)。

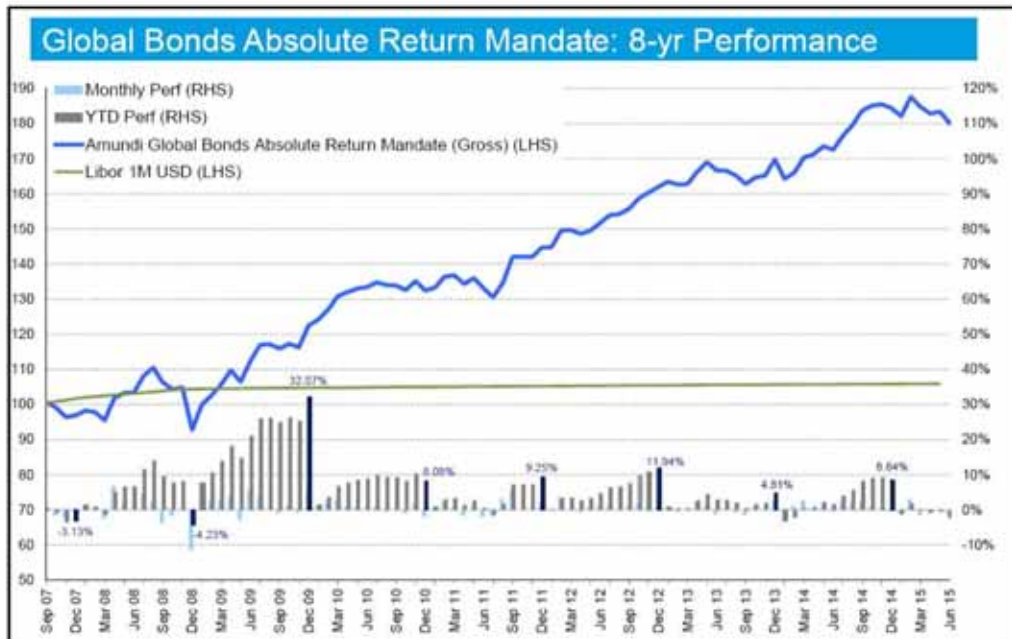


圖 20、東方匯理絕對報酬委託案績效表現

就與其他指數之相對表現來看，自 2012 年 6 月迄 2015 年 6 月底止，J.P. Morgan GBI Global Unhedged (美元計價) 指數累計報酬率為為 -6.33%，Barclays Global Aggregate Bond Index (BGA) USD Hedged 則為 10.13%，而同期間委託案之報酬率則為 21.30%。

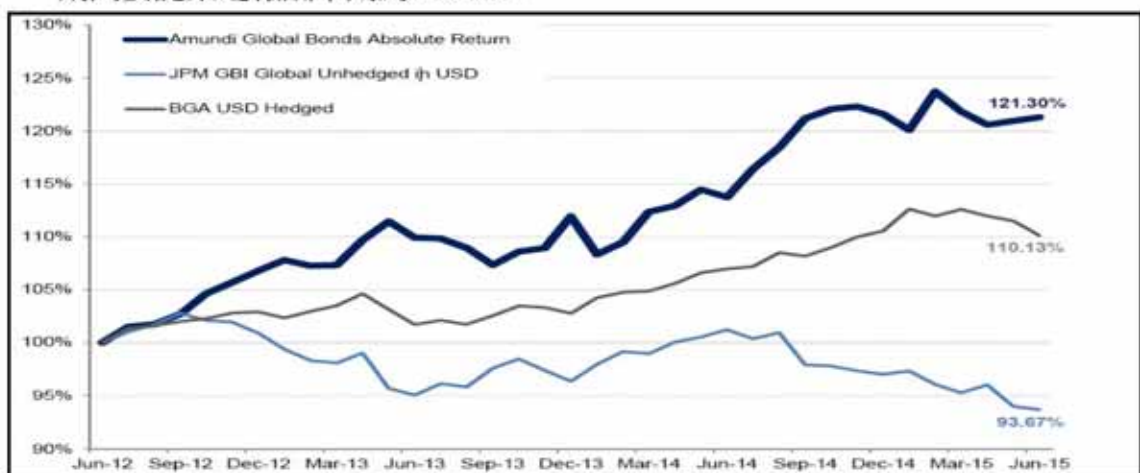


圖 21、東方匯理絕對報酬委託案與其他指標之相對績效表現

(3) 波動度與相關性比較

就波動度而言，從 2012 年 6 月迄 2015 年 6 月底止，委託案之波動度為 1.5%，股票型之 MSCI World 指數則為 2.5%，BGA USD Hedged 則為 0.8%，相較而言波動度居中；而與其他指標之相關係數，與股票型之 MSCI World 指數為 0.36 最高，而與 J.P. Morgan Sov. 美元未避險指數則為-0.32，顯示委託案在相關係數上亦與其他指數低度相關或負相關，在投資組合的資產配置上能有效降低波動度與風險。

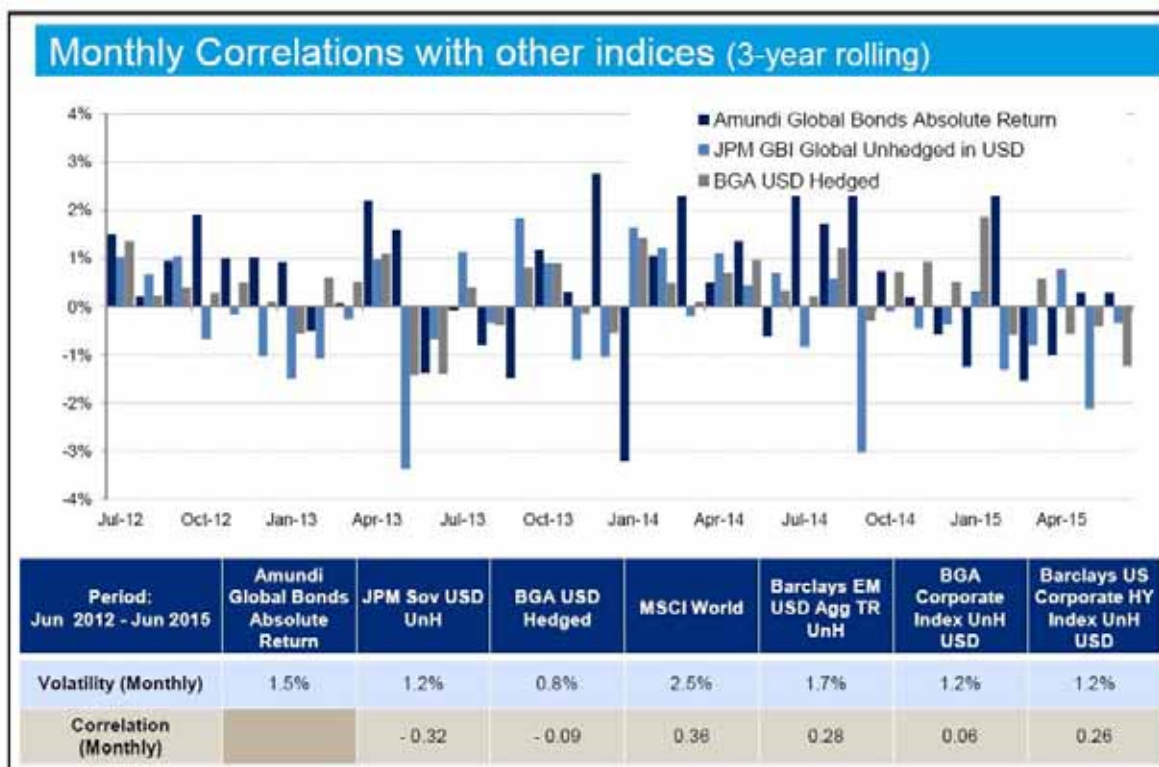


圖 22、東方匯理絕對報酬委託案與其他指標之波動度與相關係數

(4) 風險配置原則

東方匯理之絕對報酬策略投資策略係以配合客戶準則與風險承受度，在資產配置上達到風險分散與低相關性，風險值預算彈性大，其風險值可以從 2 到 20，投資組合部位視風險預算而定，且定期依據貨幣、利率、公司債及交易四個面向分析績效歸因，以確保目標報酬之達成。

Risk Approach: Scalable and Customised Guidelines

Scalable: a wide spectrum of VaR budget (VaR 2 to VaR 20). Portfolio positions sized according to risk budget.

Customisable: to suit client guidelines and risk appetite, as long as the portfolio constraints offer diversification and low correlations in terms of asset allocation.

In terms of:

- Minimum rating (e.g. restrained to investment grade)
- Type of issuers (e.g. with or without corporates, MBS, sovereigns)
- Type of Currencies (e.g. G4, G10, OECD, Non-EMG, ...)

圖 23、東方匯理絕對報酬委託策略風險配置原則

(二)風險管理機制

有關東方匯理之風險管理機制，謹從內控架構概況、在地風險管理、風險管理流程、投資準則監控及各種風險控管說明如下：

1. 內控架構概況

東方匯理之內控架構分為三層控管，說明如下：

(1) 第一層控管

首先由投資團隊監控投資組合的組成，和是否符合投資策略和風險限額，再由交易團隊檢視交易單下是否符合最佳執行政策與授權交易對手規定，最後則是由中臺辦公室確保交易正確處理，與外部會計師核對部位。

(2) 第二層控管

風險管理部門負責控管各類風險(市場、信用、營運)、法規遵循部門則在監督客戶利益的同時，確實遵循法規、細則與專業標準。

(3) 第三層控管

稽核部門根據跨年度稽核計畫執行定期控管。

2. 在地風險管理

東方匯理位於新加坡及馬來西亞之風險管理團隊負責東方匯理東南亞

太平洋地區(新加坡、馬來西亞、澳洲、泰國、汶萊)，藉由中央風險委員會委任之地方風險委員會負責集團風險政策落實與在地化，評估風險控管架構的整體組織，確保風險監控適當，並做出必要決策以降低其影響。其職責涵蓋識別、控管與監控，並通報各類風險，例如驗證新投資工具、遵循投資準則及投資流程架構、控管並監控信用風險與交易對手風險、控管訂價政策應用施行、分析績效與市場風險、營運風險評估監控等。

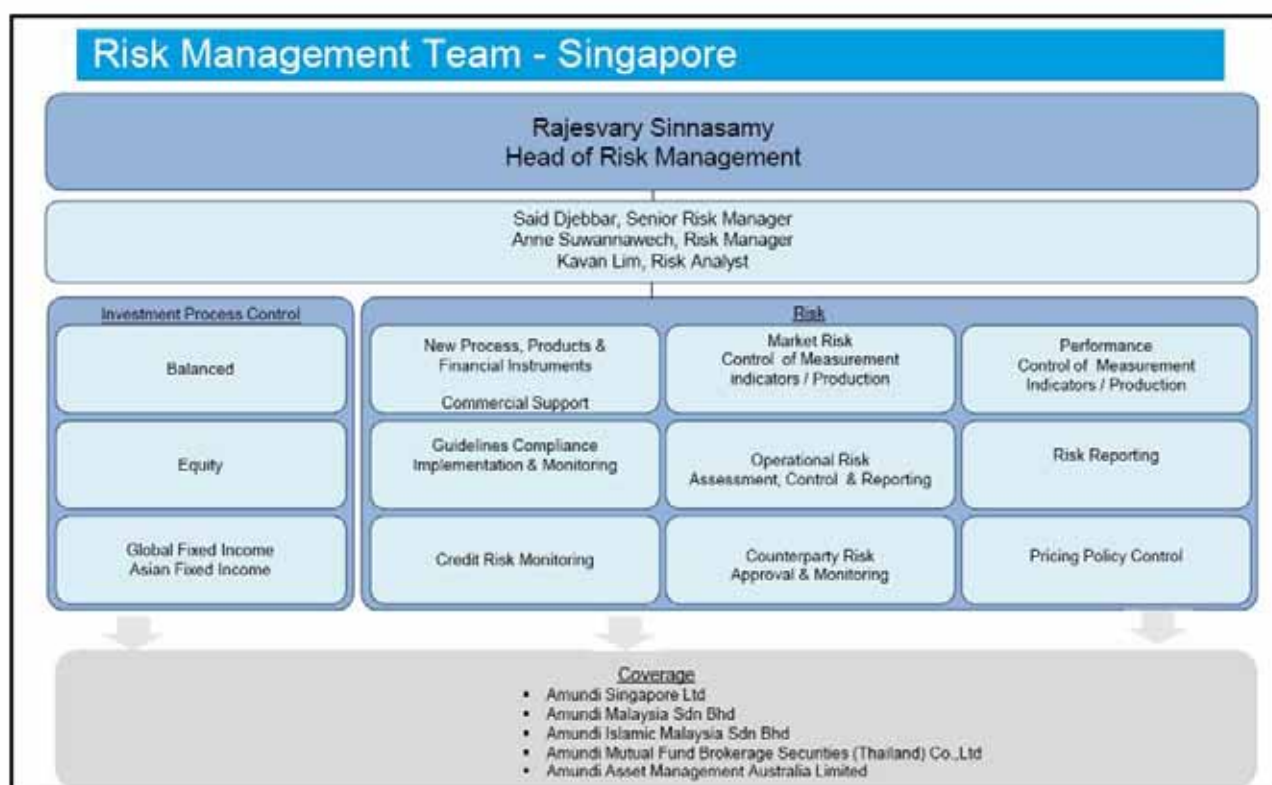


圖 24、東方匯理新加坡在地風險管理團隊

3. 風險管理流程

風險管理流程分為三部分，即事前風險設定、持續監控、事後報告：

(1) 事前風險設定

需要驗證新產品(投資委任契約及基金公開說明書)，對投資流程與風險策略定義檢討，及檢討營運規劃，以驗證新產品與新工具的風險策略。

(2) 持續監控

透過遵循準則並瞭解基金經理人觀點，及適應市場環境變化，偵測營運風險，向投資組合經理人預警有關投資組合檢討、風險指標及營運風險比對結果。

(3) 事後報告

針對風險之整體觀點，就風險與報酬分析，並檢視風險報酬概況與產品行銷是否達成協調一致，以呈報整體風險報告，報告內容包含投資組合檢討與績效歸因分析等。

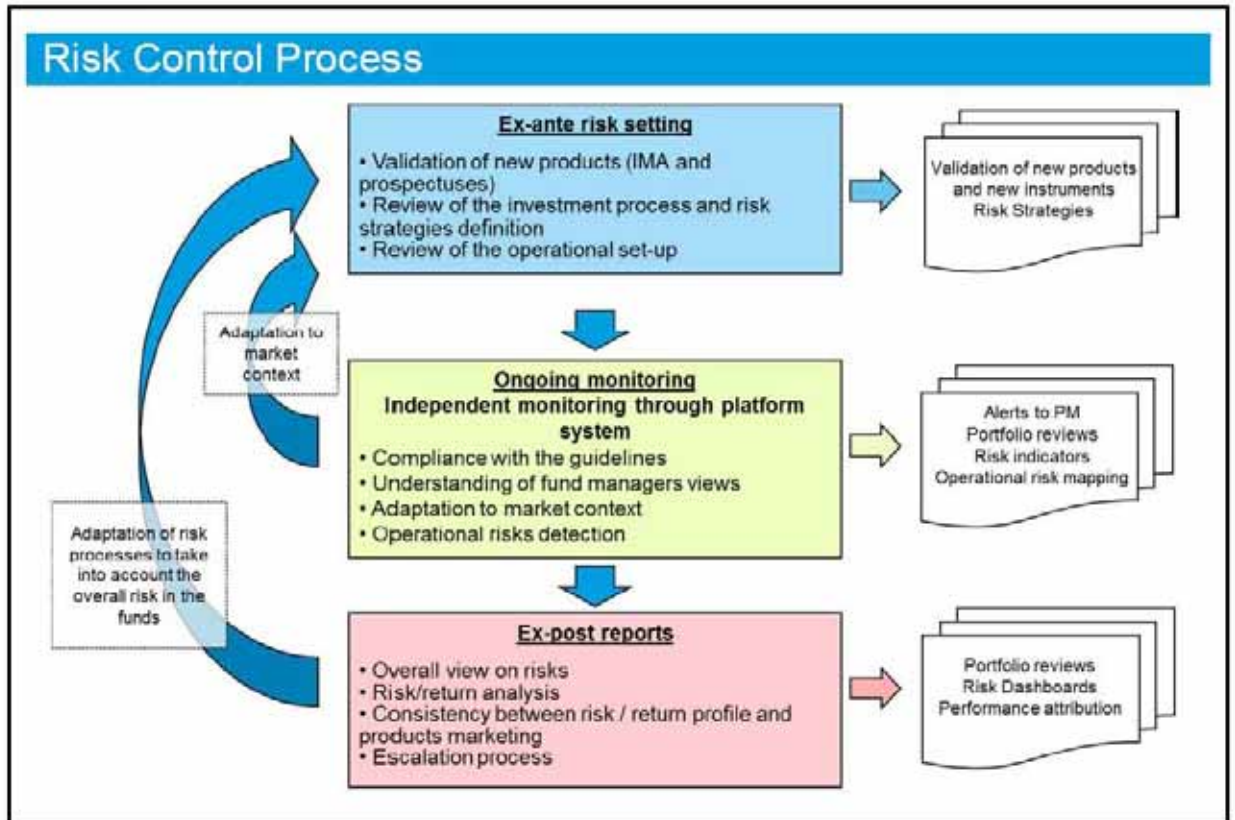


圖 25、東方匯理風險管理流程

4. 投資準則監控

在投資準則監控部份，所有的投資委任契約準則在簽署前均須接受審查，以確保獲得風險管理團隊及投資組合團隊充分瞭解，並於必要時向內部或客戶釐清。接著於東方匯理法規遵循工具 GERICO 系統內制定準則，進行登錄、編碼(交易前後)及測試後進行運作。編碼係由位於巴黎的專業風險團隊進行，並由新加坡的風險管理團隊測試及驗證。同時在實施前，由投資組合經理人與風險管理主管針對投資委任契約與 GERICO 目錄之相準則進行審查、驗證，相關控管由書面文件(投資委任契約、GERICO 限制清單) 承認後才正式實施。

投資組合部位於交易後 D+1 日由風險管理團隊獨立控管(交易前控管設

為預警或封鎖模式會由投資組合經理人和風險管理部門決定)，採系統化方式將 D+1 日違規知會投資組合經理人，投資組合經理人須立即修正，否則將啟動呈報程序，且所有違規皆每月呈報並提交風險管理委員會。

5. 各種風險控管

東方匯理之風險控管分為市場風險、流動性風險、發行人風險、交易對手風險，分別說明如下：

(1) 市場風險

市場風險目的在衡量和評估量化市場變動(股票、利率、貨幣、大宗商品)所導致的虧損風險，東方匯理風險管理團隊根據風險管理系統 RiskMetrics 計算之指標，監控事前市場風險，市場風險主要是以風險值 (VaR) 衡量，而基準指標的相對風險是以追蹤誤差 (TE) 計算。東方匯理每日計算風險指標，並輸入風險管理經理使用之風險監控儀表板與法規遵循工具 (GERICO)，並定期向風管委員會報告曝險與相關議題。

(2) 流動性風險

東方匯理所管理之投資組合可每日計算資產淨值，且所有證券皆以市價結算估值 (mark to market)，且必須在市場上有足夠流動性隨時投入或撤資，以滿足投資組合的日常流動資金需求。風險管理團隊須確保自產品規劃起即精確評估流動性需求，訂下流動性準則以確保產品生命週期內之投資組合流動性，例如最低現金限額、設定流動性資產的最低多元分配，並隨機(至少每月一次) 檢討個別投資組合流動性，檢討報告會指出組合流動性資產佔淨值百分比，且與投資組合負債面相比較，亦定期向風險管理委員會報告曝險與相關議題。

(3) 發行人風險

發行人風險是由東方匯理資產管理新加坡風險管理團隊順應投資策略、投資組合類型及投資範圍，予以調整之多組內部準則，包括最低信評、評等範圍最低或最高水準、單次發行或單一發行人之最大曝險規模等。風險管理團隊每日監控投資組合準則，於違規時做出預警，並訂定呈報流程。東方匯理並隨時追蹤發行機構評等及信用指標演進、信用分

析之審查與控管等。就發行人風險部分亦定期向風險管理委員會報告曝險與相關議題。

(4) 交易對手風險

東方匯理之交易對手須經過地方及中央層級之核准，信用風險及風險管理委員會在經過基本面信用風險之分析後，給予正式核准。而個別交易對手一般限制，則由集團層級核准。相關的核准包括了特定交易對手的限制，例如清算流程限制、店頭市場證券天期限限制，或交易對手的抵押品管理等。有關客戶的限制或限額，亦透過準則監控流程嚴格執行與控管。對於交易對手之追蹤，東方匯理會召開地方委員會，審查任何交易對手狀況的業務演進，而交易對手風險相關之任何曝險，亦定期通知中央及地方風險管理委員會，且針對交易對手之清算風險予以分析，每日彙編追蹤報告。如遇過度曝險，前臺辦公室須停止交易或於其他清算日提報。就交易對手風險部分亦須定期向風險管理委員會報告曝險與相關議題。

肆、參訪心得與建議

本次參訪摩根大通銀行、德意志資產及財富管理、東方匯理資產管理(新加坡)有限公司，就全球經濟情勢、投資策略、風險管理與保管業務及對本基金管理等重要議題廣泛交換意見，謹就參訪之心得與建議臚陳如後：

一、心得

(一) 本次參訪之三家機構對於美國聯準會升息均有共識，且預期聯準會很有可能在九月啟動升息，最晚則是今年年底前升息，雖然市場已有高度共識，但以過去數次美國聯準會在降息循環結束後首度升息的經驗來看，全球股市在前三個月將陷入震盪，惟從長期觀點來看，將有利於風險性資產表現，因此對於聯準會升息之議題應即早因應調整投資組合。且日本央行及歐洲央行尚繼續進行量化寬鬆政策，而中國央行及亞洲其他央行亦處於寬鬆階段，因此利差很可能仍有利於美元。

(二) 中國經濟已無法如過往以兩位數高速成長，其經濟成長預測趨勢並不樂觀，雖然其經濟正重新調整平衡，降低投資及出口的貢獻，並增加國內消費與服務需求，往消費主導型增長轉變，然而其經濟結構調整尚未完成，且中國政府干預力道仍大，應密切注意中國經濟情勢發展。另外中國作為全球最大出口國及第二大經濟體，隨著人民幣境外市場的發展，若人民幣成為特別提款權的主要貨幣，將進一步提升中國的金融地位，同時驅動全球擴大投資於人民幣。

(三) 從風險預算出發建構投資組合，係在投資策略建構初始即設定整體投資組合的風險預算，而後依據全球總體經濟分析，模擬各種風險情境後，按照對市場環境的信心程度，篩選投資機會，並分配調整各種資產類別的風險預算，能在可接受的風險下取得長期穩定的報酬，其投資理念值得納入多元投資策略之一環，除能分散風險亦可提供合理的報酬機會。

(四) 另類資產相對於傳統股債投資之相關性較低，可提供投資組合分散風險，同時不動產及原物料商品等投資尚有抵抗通膨之效益，全球各大退

休基金均逐步增加另類投資比重，有鑒於資產配置對於基金長期績效表現影響甚大，建構基金多元投資組合，持續配合全球經濟靈活調整，方能因應快速變化的全球投資環境。

(五)投資績效管理方面，雖然追求每日、每月、每季皆為正報酬之投資管理，在全球投資環境下不盡務實，然而基金績效在尋求長期報酬率最大化外，透過短期戰術性的彈性運用，有效率的調整資金配置，不僅能達成短期目標，對於長期績效亦能有所助益。

二、建議

(一)因全球經濟展望分歧且變數仍多，相對而言股票市場容易有上下跌宕之情事，帶動整體投資組合波動度提升，因此3家機構均認為以股債配置來說，債券市場相對穩定，而不宜過度偏重股票市場，建議適時依據經濟情勢變化調整股債配比。

(二)以全球兩大經濟體美國及中國大陸來看，美國經濟發展評估比較樂觀，對中國大陸的評估則相對保守，因此在貨幣及市場配置上，建議傾向持有美元以及與美元有關的投資項目，而不傾向與人民幣有關的投資項目。

(三)在全球經濟發展不穩定之情況下，相對報酬類型之投資，因必須緊緊追求指標的變動，其績效表現反而比較不穩定，而絕對報酬類型的投資，在研究團隊審慎分析且靈活操作下，透過給予較大的風險限制、槓桿操作比率及投資工具，在經濟情勢不明朗時有機會取得相對穩定之績效表現。

(四)完善的風險管理機制除能加強各項風險控管外，亦能提升資本運用效率，因此對於辦理委託經營時，應特別重視投資機構對於各項風險評估在其公司投資計畫當中的獨立性及自主性。

陸、附錄

與參訪機構人員合照：

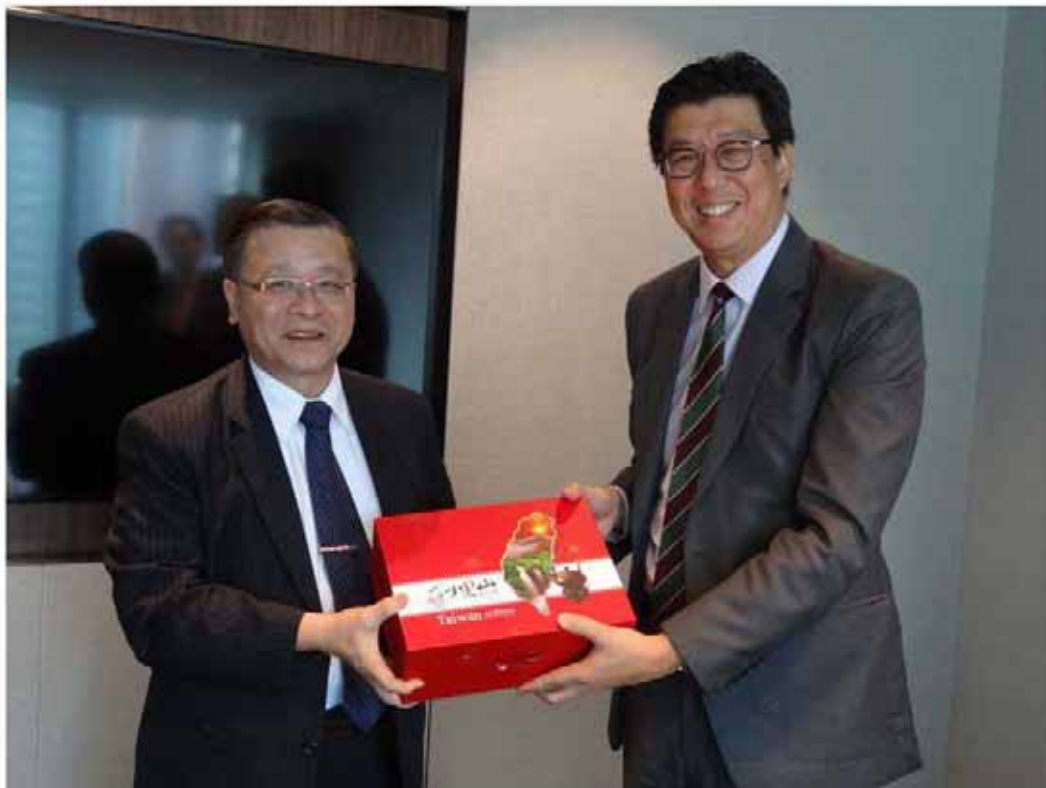
一、 摩根大通銀行



2015年8月14日高副院長兼主任委員永光(左四)率本會高執行秘書誓男(左三)等參訪摩根大通銀行，並與該行同仁合影(右四：摩根大通銀行新加坡地區總裁 Edmund Lee，右起：摩根大通銀行全球投資者服務部台灣區客戶業務管理主管 Michelle Wang、摩根大通銀行全球投資者服務部銷售和市場部北亞地區(日本除外)主管 Sam Lam、摩根大通銀行全球投資者服務部東南亞地區銷售主管 Ed Bond，左起：陳稽察員建明、蔡稽核錦鴻)



2015年8月14日高副院長兼主任委員永光(右一)參訪摩根大通銀行會議一景



2015年8月14日高副院長兼主任委員永光(左)致贈禮品與摩根大通銀行新加坡地區總裁 Edmund Lee(右)

二、 德意志資產及財富管理



2015年8月17日高副院長兼主任委員永光(右一)率本會高執行秘書誓男(右二)等參訪德意志資產及財富管理新加坡營業處，並與德意志銀行亞太地區集團營運長 Chandra Mallika(左二)、德意志銀行亞洲地區財務機構關係管理部主管 Sonali Gupta(左一)進行會議座談



2015年8月17日高副院長兼主任委員永光(左)致贈禮品與德意志銀行亞太地區集團營運長 Chandra Mallika(中)



2015年8月17日高副院長兼主任委員永光(左三)參訪德意志資產及財富管理新加坡營業處所會議一景

三、東方匯理資產管理(新加坡)有限公司



2015年8月17日高副院長兼主任委員永光(左三)率本會高執行秘書誓男(右三)等參訪東方匯理資產管理(新加坡)有限公司，並與該公司同仁合影(左二：東方匯理資產管理(新加坡)有限公司執行長 Jenny Sofian，左一：東方匯理資產管理(香港)有限公司客戶服務主管 Daniel Tai、右二：蔡稽核錦鴻、右一：陳稽察員建明



2015年8月17日高副院長兼主任委員永光(右)致贈禮品與東方匯理資產管理(新加坡)有限公司執行長 Jenny Sofian(左)



2015年8月17日高副院長兼主任委員永光(右三)參訪東方匯理資產管理(新加坡)有限公司會議一景