

出國報告(出國類別:開會)

參加天達資產管理公司
(Investec Asset Management)
機構法人研討會及參訪報告

服務機關：臺灣銀行股份有限公司信託部

姓名職稱：陳建輝 高級襄理

派赴國家：英國倫敦

出國期間：107年6月2日至6月13日

報告日期：107年8月21日

內容摘要

本次參與之研討會，係由天達資產管理公司(Investec Asset Management)針對亞洲法人機構所舉辦，地點位於英國倫敦總部。研習課程首先是天達資產管理公司的完整介紹，讓參與人員對該公司有初步的認識，接下來由該公司專業的經理人與分析人員，分別就資產操作風格、總體經濟及金融市場看法的分析，由下而上，再由個別到總體，包括股票、多元資產(Multi Asset)、企業社會責任(ESG)、商品市場以及固定收益等作詳盡的評析。天達發展出一套操作哲學，即透過定質與量化的標準分析方法，再經由分析人員作深入評估，其操作策略應用在各種市場，尤其是採取積極管理投資組合，並嚴格控制風險以減低基金波動性。另外，該公司安排參觀主要交易室，以及一場由投資團隊組成之投資決策會議，讓參與人員了解國際投資團隊專業的分工與不同的投資哲學，增加投資操作上多元角度的觀點與見解。

目 錄

壹、 目的	1
貳、 過程	2
參、 內容	3
肆、 心得與建議.....	34
伍、 資料來源.....	35

壹、目的

天達資產管理公司(Investec Asset Management)為全球大型機構投資管理公司之一，總部設於英國倫敦，在投資操作上，產品涵蓋股市、多元資產及固定收益等，其中新興市場比重高達 57%，可見該公司相當專長於新興市場區域。公司的企業文化相當重視「自由創造」，在沒有嚴格等級制度的工作環境下，鼓勵坦誠交流，賦予授權，激發多元角度的觀點和見解。操作上發展出獨特的操作法則，採取積極管理投資組合，並嚴格控制風險以減低基金波動性。

政府基金在操作上，首重風險控管，並獲取長期穩健的收益。如何判斷金融市場處於強勢格局時，增加配置風險性資產，一旦市場劇烈震盪，作好資產風險控管。近期受到美中貿易戰升溫、全球政經不確定性等因素，金融市場震盪加劇，因此，如何在追求最大化報酬時，又能將風險作一定的控管，將是所有投資人員努力的課題，期望能藉參與此次研討會，多方了解該公司在投資操作上的獨特見解，且有機會與其他投資法人進行交流，對於本行在政府基金的投資運用上實有所助益。

貳、過程

天達集團(Investec Holdings Limited)源於南非之投資商人銀行，目前天達集團於南非及倫敦兩交易所上市，其中資產管理為天達集團五大業務之一。天達資產管理公司為天達集團之全資附屬機構，主要業務為資產管理，總部設於倫敦，在世界各地均設有分公司，在群雄環繞的共同基金管理業界，透過專業團隊全神貫注於績效表現，在全球資產管理界快速竄起，客戶遍及個人、機構投資人及政府機構，業務涵蓋美國、歐洲、亞洲、中東及非洲各地。天達資產管理公司目前管理資產達約 1,242 億美元，其中，57%投資於新興市場，43%投資於成熟市場，以資產類別區分，股票市場佔約 46%，固定收益則採取積極管理投資組合，並嚴格控制風險以減低基金波動性。

本次參與之研討會，係由天達資產管理公司(Investec Asset Management)針對亞洲法人機構所舉辦，成員包括亞洲、臺灣法人機構及金控壽險公司等，投資或委託該公司進行資產管理所特別舉辦。天達為本次研習安排相當多元的課程，首先由天達之股票市場負責人暨經理人貝德鳴(Mark Breedon)先生，為與會人員作公司完整介紹與分享個人投資哲學，接下來是經理人與分析人員就其負責領域，包括股票、多重資產及固定收益等三大領域作詳盡的評析與探討，尤其能與主要投資操作經理人透過面對面的討論，瞭解個別經理人不同的操作風格，另外，安排參訪辦公室與交易室，辦公室人員配置以投資區域、產品等不同領域區分，而交易室則可以觀摩國際投資團隊的專業分工，並與全球主要地區分公司資訊與交易的聯結；此外，天達為與會人員特別安排見習一場投資決策會議，藉由會議人員不同見解，提供最適投資策略。課程研究之餘，與會人員皆有相當豐富的投資經驗，彼此之間交流，提供投資上的思維，對操作上實有所助益。

參、內容

一、金融市場的評析與展望

(一)全球市場

隨著經濟數據趨緩(尤其是歐洲)，市場出現全球經濟復甦腳步可能停滯的疑慮，然而經濟數據走緩，部分原因在於年初所調查數據與相關指標，原本預期經濟成長力道強勁，但實際數據卻小幅下降(如圖 1)，其原因包括季節性因素以及貿易關係進一步緊繃，所幸 4 月份指標已有回穩跡象，顯示全球經濟可望持續溫和成長。在通膨方面，核心通膨率將逐步走升，在美國聯準會(Fed)的帶領之下，全球央行將緩步緊縮貨幣刺激措施。影響所及，債券殖利率預期升高，美國以外國家的殖利率推升最大。針對風險性資產的前景，須留意的風險，包括有貿易主義升溫、經濟週期後段推出財政刺激方案的衝擊、以及金融狀況受市場因素而緊縮。

圖 1:全球 GDP 與製造業 PMI

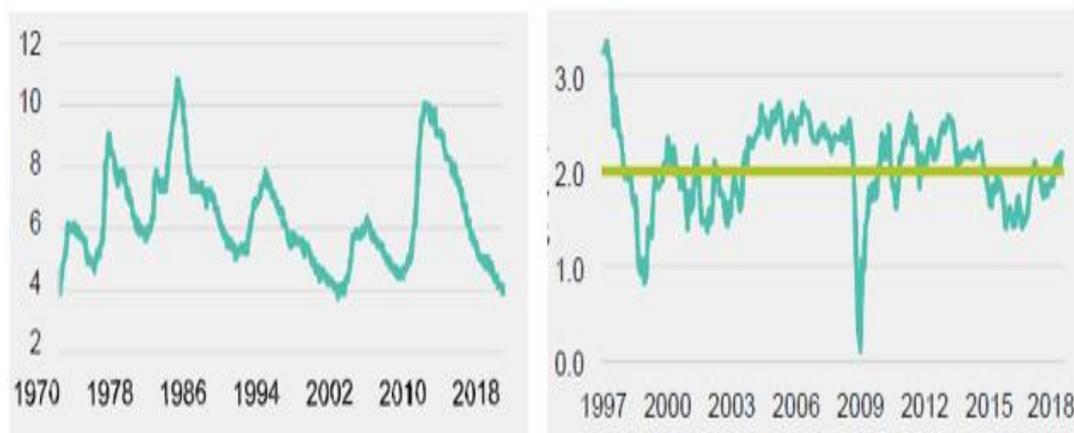


(二)美國

美國第一季經濟成長率下滑，主要係由於消費支出成長下降及服務類支出成長減緩所致，另外，出口增幅衰退、進口成長擴增，淨出口對經濟的貢獻度下降，亦拖累經濟成長幅度。第一季的消費支出成長減緩，主要是氣候及季節性的因素

影響，所幸企業支出成長以及減稅效應，使得公司稅後利潤為2016 年底以來最高，企業獲利增加提高投資、發股利、或買回庫藏股的能力，有利經濟的展望。由ISM製造業指數、工廠訂單、失業率及零售銷售等數據來看，穩健且具持續性的成長態勢並未改變，加上聯準會漸進升息，美國仍將引領全球經濟成長(如圖2)。過去油價急漲往往對美國經濟產生衝擊，也可能抵消減稅促進消費之利多，所幸美國目前亦屬原油生產國，較高的油價有助於加速原油開採，且目前汽油消費在PCE個人消費占比不到3%，尚不至於影響美國民眾消費能力。整體而言，在減稅效應及薪資增長下，預期第二季可望回復較大的增長幅度。

圖2:美國失業率(%)與市場通膨預期(%)



(三)歐元區

歐元區經濟年初以來表現欠佳，綜合製造業指數在 1 月份到達高點後滑落，第 1 季實質 GDP 成長率下降，創下 2016 年第 3 季以來的新低(如圖 3)。儘管如此，經濟復甦態勢並未受到衝擊，數據不振的原因有：去年底至今年初經濟數據異常強勁，如今出現小幅滑落；貿易緊張氣氛加劇，帶來小幅衝擊；氣候惡劣。另外值得注意的是，GDP 初值往往日後會上修，因此第 1 季數據很有可能低估經濟基本面。

4 月份主要通膨率與核心通膨率雙雙疲弱，核心通膨率的表現尤其不盡理想，逼近 2014 年與 2015 年初的低檔。但分析核心通膨率不佳的原因，主要是今年復活

節落在4月所致，5月份預計再度回升，之後預計呈現緩和增勢。隨著油價近期上揚，主要通膨率將受到大幅牽動，預期夏季將逼近目標值。受到近期經濟發展的影響，歐洲央行提早指示政策走向的壓力降低，現階段尚無必要說明減債結束的後續會有何措施，但市場預計央行在年底前將結束購債計劃，明年開始升息。

圖3:歐元區GDP與PMI



(四)日本

日本央行不同於其他主要國家央行，目前離政策正常化仍有一段很長的距離。但市場觀點稍有轉變，愈來愈多聲音認為日本的經濟基本面已經轉佳，足以支撐政策面調整。日本經濟持續回溫，儘管過程數度出現疲態，但經濟數據大致正面，經濟成長率優於長期趨勢。影響所及，產出缺口指標持續呈正值，失業率降至新低。人力吃緊的壓力目前受到兩個因素所抵銷，一為勞動參與率大幅成長，尤其是婦女，其次是資本支出上揚。另外，薪資雖有成長但幅度依舊不夠，不利於日本央行採取新的通膨機制，畢竟目前核心通膨率仍守在 0.5%左右，遠低於日本央行的 2%目標值。倘若是通膨上揚，日本央行為了避免實質利率進一步落入負值，而上調公債殖利率曲線目標，但目前通膨仍低，現在調整政策無異於本末倒置。

(五)中國大陸

美國代表團 5 月初前往中國大陸，雙方開始進行貿易協商，但當時並未發表

聲明，顯示協商進展有限。媒體報導指出，美國對中國大陸的要求包括：1.取消部分《中國製造 2025》扶植產業的津貼與政府補助。2.降低進口關稅。3.開放市場讓外資參與。雙方何時能達成協議，目前尚不明朗。

中央政治局於 4 月 23 日召開經濟工作會議，或許是在預測未來經濟面臨風險之下，指出目前政策偏向小幅寬鬆。會後官方文件指出，政府必須努力實現全年成長率目標，並強調擴大內需的重要，後者論調不同於近幾次的會議聲明。中國人民銀行隨後將大型商業銀行的存款準備利率調降，但整體政策走向不變，亦即將持續抑制財務槓桿。然而，從此次調降存款準備利率可看出，人行為了因應外部風險與信貸成長減緩，願意彈性調整政策。

改革方面，人行與其他金融監管機構公布資產管理新規定，允許金融產業在 2020 年底完成改革。此外，中國大陸公布放寬銀行與金融資產管理公司的外資持股比例限制，並允許外國銀行設立分行和子行，以達到開放金融產業的目標。儘管近期中國大陸與美國爆發貿易衝突，市場擔心保護主義再起，但從上述措施可知，中國大陸持續進一步開放市場的決心不變。

(六)亞洲

製造業成長力道持續放緩，主要是高基期所致。南韓的 PMI 與出口數據尤其欠佳，反觀臺灣的表現依舊領先亞洲各國，但即使如此，臺灣的經濟前景依舊不明朗，原因除了全球手機市場逐漸飽和之外，臺灣與中國大陸電子供應鏈高度整合，因此，比其他亞洲國家更易受到中美貿易關係緊張的衝擊。另一方面，隨著美元走強與油價上揚，亞洲貨幣與當地利率表現不佳。儘管油價漲幅不如過去幾次趨勢，但市場認為油價已反映在通膨上，將導致各國央行立場轉趨鷹派，而進口成本增加，亦會侵蝕某些亞洲經濟體的國際收支平衡，所幸，亞洲國家的對外貿易順差正向，得以支撐經濟基本面。此外，由於亞洲的國民儲蓄率高，有境內需求的技術面利多，故為國內利率帶來緩衝空間，預計亞洲國家的資產類別仍比其他新興市場更有支撐力道。

(七)展望

全球經濟仍然正面看待，今年以來各國提出的擴大財政預算支出等計畫，將逐漸取代振興措施，成為全球經濟成長的主要推手，隨著經濟週期進入成熟階段，且金融狀況緊縮，預計明年全球成長率將維持成長。但未來全球經濟前景所面臨的威脅逐漸增加，包含：義、西政治動盪導致股債下跌、油價高漲、新興市場波動等。另外，貿易情勢變化更值得關注，若全球貿易限制擴大且惡化，恐將嚴重阻礙全球經濟擴張。

二、投資理念分析- 四大動力(4 FACTORS)模型分析

(一)前言

由於金融市場詭譎多變，國際政經情勢及消息面將影響投資人的投資決策。因此，市場大多數人都容易受到情緒因素的影響，而非透過理性的判斷來作投資決策，天達在長期的投資過程中，發展出如何透過客觀篩選及有紀律的投資流程，幫助投資者如何避開市場缺乏效率及投資行為偏差，加以深入分析選擇，有助提供長期超額報酬的絕佳投資機會。

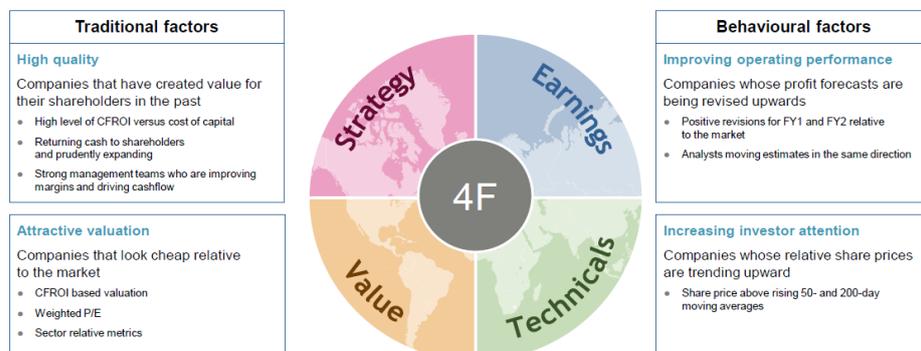
(二)四大動力法則(4FACTORS)

四大動力(4-FACTORS)法則，亦即策略(Stratgy)、價值(Value)、獲利(Earnings)及技術動能(Technicals)等 4 個因素(如圖 4)，首先基於以具體數據為本的研究，經風險調整表現的因子，以及長時間經驗的驗證，涵蓋各個不同市場的商品；超越統計數據的形態，探究這些因子背後的經濟動力，同時迴避無效益的風險；審慎投資，避免不必要的交易成本，同時整合環境、社會和治理因素，經過優化避免無效益的風險和獲取最大的回報。

- 1.策略(Stratgy)：評估企業長期健康發展狀況，以未來的一定期間內歸屬於股東權益的現金流量，依風險報酬率的“資本成本”換算為現值，作為股東價值的具體表現，如股東權益報酬率(ROE)、資產報酬率(ROA)及淨利潤率(Net Margin)。
- 2.價值(Value)：利用現金流量的分析方式來進行選股，透過檢視一家企業的現金流量投資回報率(CFROI)來衡量一家企業產生現金的過往成績，並與同業平均比較篩選出具有吸引力，價值低估的公司。
- 3.獲利(Earnings)：以公司獲利成長能力作為選股的方式，亦即經由數據篩選出相對於市場，未來兩個財政年度盈餘獲得上調的公司。
- 4.技術動能(Technicals)：篩選出目前公司股票價格高於 50 日和 200 日平均移動線，並且處於上行的趨勢。

圖 4:四大動力架構

4Factor™ investment philosophy

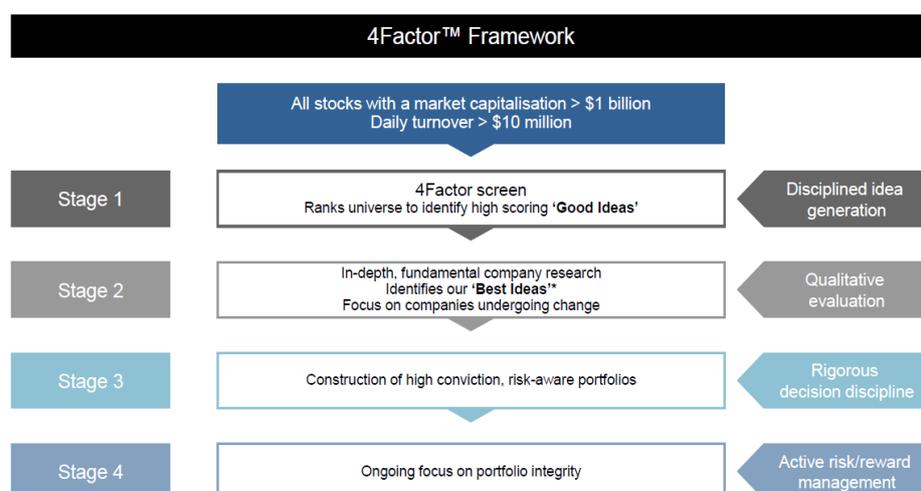


These four factors can individually drive share prices and in combination can drive long-term outperformance

(三)投資決策與分析

經由四大因素面向給予評分，再對全球或者區域、產業的類別公司進行排序，評分超過 12 分以上納入潛在投資對象。分析人員則專注於「優秀投資對象」作深入研究，包括公司基本面、治理、產業面等建立投資論點，再經過團隊以及投資決策會議深入探討，最後就投資組合後續的風險控管及回報管理，以建立其完善性。(如圖 5、6)

圖 5:投資決策流程



Internal parameters and process are subject to change and not necessarily with prior notification. Current as at date of publication. * 'Good Ideas' represent the number of 4Factor high scoring stocks from the stage 1 screen. 'Best Ideas' represents our highest conviction ideas following fundamental analysis. For further information on investment process, please see the Important Information section.

圖 6:商品篩選

4Factor™ weekly screen

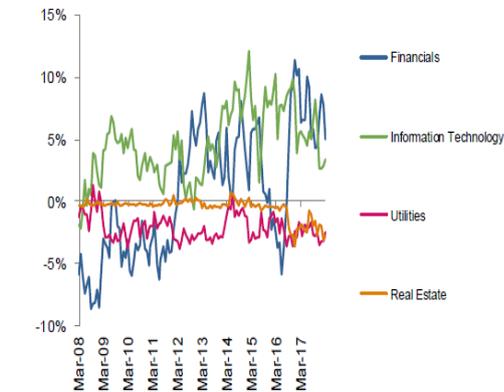
Example selection of high to low scorers

Company name	Earnings	Strategy	Technical	Value	Total
TransDigm Group	4	4	4	2	14
BlackRock	3	4	3	3	13
KIA Motors	3	2	3	4	12
SABMiller	3	4	3	1	11
Toyota Industries	3	1	3	3	10
Western Digital	1	3	1	4	9
Bridgestone	1	2	1	4	8
Mead Johnson Nutrition	1	3	1	2	7
Centrica	1	1	1	3	6
Enbridge	1	1	1	1	4



Top quartile rolling sector weights

Top and bottom 2 over last 10 years



Source: Investec Asset Management, as at 31 March 2018.

- Factor scores are equally weighted
- Stocks scoring a total of 12 and above are potential buy candidates
- 'Dashboard' provides insight into industry and market trends based on our four factors

(四)實際應用分析

1.投資案例探討-金沙中國(Sands China)

(1)策略：金沙中國是澳門最大的賭場運營商，專注於博弈業務和娛樂休閒市場，旗下擁有五間總共超過 10 萬個客房的飯店以及商場。其中博弈事業佔集團營業收入 24%，每股稅前盈餘的 38%，ROE 達 25%，主要係高利潤率及娛樂休閒的挹注。

(2)價值：金沙中國除了博弈業務，亦專注於娛樂休閒市場和謹慎的投資支出，包括在 2017 年將金沙城中心改建為倫敦主題的酒店，隨著酒店客房數量的新增，營運可望持續增長，預期將可提高營收獲利。考量到公司大股東擁有多數股權，資本收益管理具有較高的既得利益，資本管理是該行業中最好的，目前的本益比約為 21 倍，以及股息收益率為 7%，CFROI 達 15%。

(3)獲利面：金沙中國公布截至 2017 年 12 月 31 日止年度業績，稅後淨利為 16 億元（美元），年增 31%，收益淨額為 77.1 億元，年增 16%，經調整盈餘至 26.1 億元，每股盈餘 19.86 美分。盈餘增長的推動主要係由於博弈市場復甦、

公司營運向娛樂休閒市場轉變、新的產能增長和利潤率擴張。

(4)技術面：從技術面來看，該公司股價已經觸底反彈，從 20 美元的底部區反彈 30%，且站上 50 日及 200 日平均線之上，且波動度並未回升。(如圖 7)

圖 7:金沙中國股價走勢

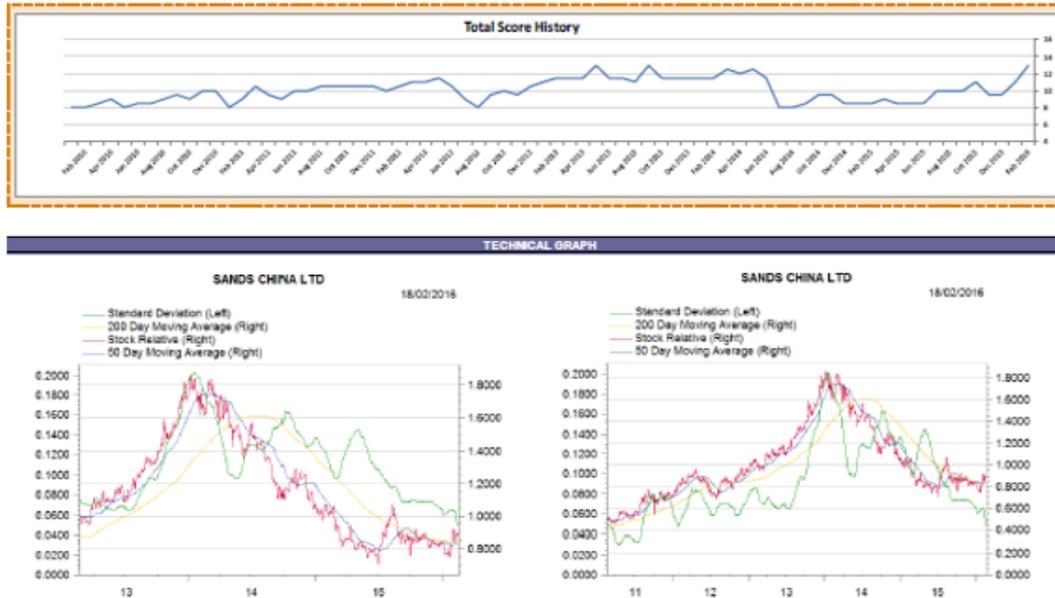
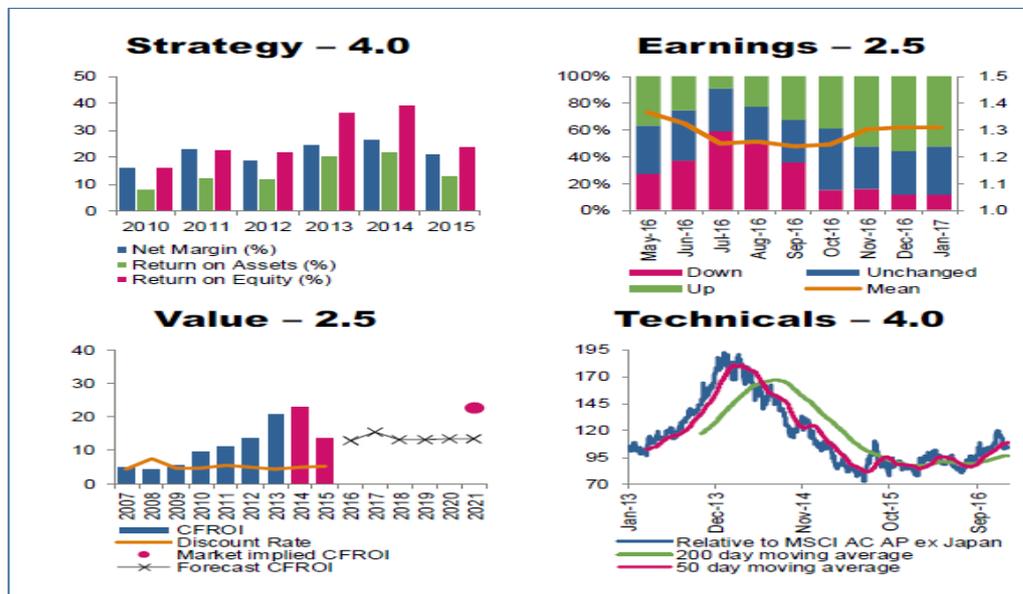


圖 8:四大動力評分



2. 整體評估

澳門博奕業務 2018 年可望如預期增長 17%，有助推動金沙中國的業務收

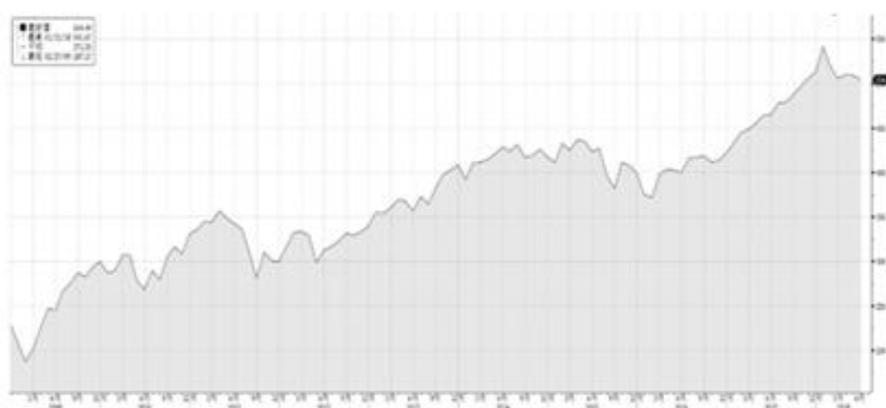
益增加，每股稅前盈餘進一步提高到 35%，資本收益率從 15% 上升到 30%；在娛樂休閒市場部份，金沙中國今年業績主要依靠澳門巴黎人酒店帶動，預期在新增酒店開業帶來的客房增長外，暑期季節性趨動將更加強勁，業績增速可望在第三季度回升，加上港珠澳大橋有望在第三季開通營運，可望吸引更多遊客到澳門旅遊。金沙中國目前的本益比為 21 倍，低於歷年平均值，股息殖利率達 6%，因此，股價具投資價值。

三、風險控管之分析-集合管理動態控制風險(Managing risks dynamically with an overlay)

(一)前言

2008年雷曼兄弟宣布破產，引發後續全球金融海嘯，股、債、匯市出現崩跌走勢，後續在主要央行聯手擴大寬鬆貨幣政策下，全球金融市場逐漸回穩並重啟漲勢，資金行情帶動股市反彈創高(如圖9)。然而，隨著進入2018年，多頭行情正式進入第十年，全球經濟基本面雖持續改善，但在貿易主義升溫、地緣政治風險等不確定因素仍時常干擾情況下，未來金融市場波動可能性加大，包括成熟市場、新興市場、原物料及債市等，近期波動度也大幅攀升。在市場普遍震盪走低時，分散投資的效果並不顯著，這也提醒了投資人，如何有效且敏捷管理風險之重要性，以確保資產能更平穩的達成投資目標，與控制下檔風險來強化整體收益。

圖9:MSCI全球指數

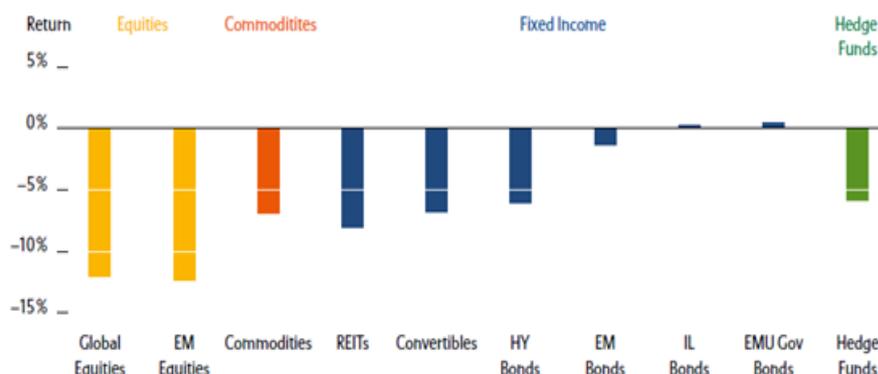


(二)風險與回報管理所面臨的挑戰

觀察2016年時，年初的資本市場大幅下滑再度震驚了市場(如圖10)，甚至連許多看空市場的投資人也未預見到市場大幅震盪。在這段期間，歐股下跌了15%，日股及中國大陸股市甚至下滑了超過20%；而S&P500指數則僅下跌10%，甚至使得美股相對表現突出，惟包括另類資產之私募基金或避險基金也不能幸免於難。在顯著下滑的市場中，分散風險投資難以收到顯著成效是相當典型的情境。而本

次股市的下滑，也不禁讓人聯想到2008年的全球金融海嘯，即便2016年的基本面及宏觀經濟驅動因子更為穩定。

圖10 2015/11/30-2016/2/12資本市場表現



市場對於當時中國大陸經濟是否為硬著陸，而非穩定走緩的擔憂，油價崩跌(市場解讀為需求疲弱，而非僅供給過剩)，同時債券市場流動性疑慮的擴散，使得恐慌情緒顯著增加。另外，地緣政治風險包括中東局勢及歐盟對於英國脫歐、難民及債務危機等不確定因素，也是資本市場潛在的危機之一。美國及歐洲的經濟基本面似乎仍處於成長趨勢而非衰退，且過去數年的極度寬鬆貨幣政策(美國聯準會及日本央行的QE政策，歐洲也正持續加強其寬鬆力道)明顯推升了風險性資產的評價。然而目前為止，貨幣寬鬆政策並未成功刺激通膨到目標水準(或更高的名目經濟成長率)，而且這並不只是單單因為油價疲弱，而是反映貨幣貶值政策，這對於全球經濟而言，最好的結果也僅只是零和遊戲。

假定只以基本面及經濟數據來看，並不足以解釋市場的大幅震盪。如同索羅斯(George Soros)所言，金融市場的「自我反射(Self-reflexivity)」所導致的回饋效應，也解釋了市場情緒如何影響實質經濟，尤其以美國最為明顯。而這個理論的另一面顯示，僅透過基本面或經濟分析並不能提供可靠的風險管理策略。

「對於機構投資者而言，目前的市場環境極具挑戰，也使得相對於過去而言，高度謹慎且主動的風險管理更為重要。」而最簡單的風險管理策略-避免風險，反映此時許多貨幣市場工具及政府債券利率低於0的情況，明顯低於過去水準並不

是目前合適的解決方案。

日本於2016年1月底採取負利率政策後，10年期公債殖利率已創歷史新低(於2月達到負利率水準)；歐洲央行(ECB)於2015年3月開始其購債計畫，12月更是積極擴大寬鬆政策，於是超過1.4兆歐元的資金注入於歐洲債券市場，使得包括了德國、法國、荷蘭、比利時、奧地利及芬蘭的政府公債(存續期間六年或甚至以上)來到了負利率水準。數據顯示於2016年2月開始，有超過40%的歐元區政府公債皆為負利率，而完全避免風險實際上正是最大的風險。歐洲機構法人投資者過去經常以低風險債券做為投資主軸，但這樣的投資組合將不再能滿足其中期的獲利目標。因此，在未來數年，投資人所面臨的挑戰，將是如何從股市或其他風險性資產的風險溢價中獲利，同時維持保守的風險預算。

(三)報酬與風險的策略性管理

以上述投資環境而言，回報與風險管理對於投資人至為重要。天達以「四大主軸計畫」(見圖11)完整的角度來探討回報的來源(第一、第二主軸)及投資組合中的風險控制因子(第三、第四主軸)。為了整合獲利目標、風險預算及其他限制(如流動性需求)，需要建立戰略性資產配置(Strategic Asset Allocation; SAA)，同時以策略性的角度配置來獲取超額報酬；另外，投資人也必須採用對於創造長期有效，而非有害的合適風險管理策略。

圖11:4大主軸計畫



透過戰略資產配置的廣泛分散投資能夠降低投資組合風險，這是風險管理策略中的第一個顯著貢獻因子，但是為了確保投資組合符合風險預算要求，投資人必須以動態的方式控管市場風險值(Beta)，尤其是投資組合為了達到目標回報而配置了更大比重的風險性資產時。而該投資概念所採取的動態策略(動態資產配置，dynamic asset allocation, DAA)已經是被眾多機構投資人所採用的策略。而投資人也會根據定義的資產配置來調整，以達到非平衡的投資目標(見圖12)。一般而言，動態資產配置將運用衍生性商品集合管理(Overlay)來完成。這表示下檔風險將因動態配置而被顯著降低，同時在市場表現正向時的回報潛力仍被保留。單單倚靠以預測為基礎的戰術資產配置(Tactical Asset Allocation; TAA)並不能達到非平衡的投資結果，在不受短期回報預測的情境下，須採用系統化的動態策略，以避免不利的投資結果或下檔風險。

圖12:期望總投資組合回報



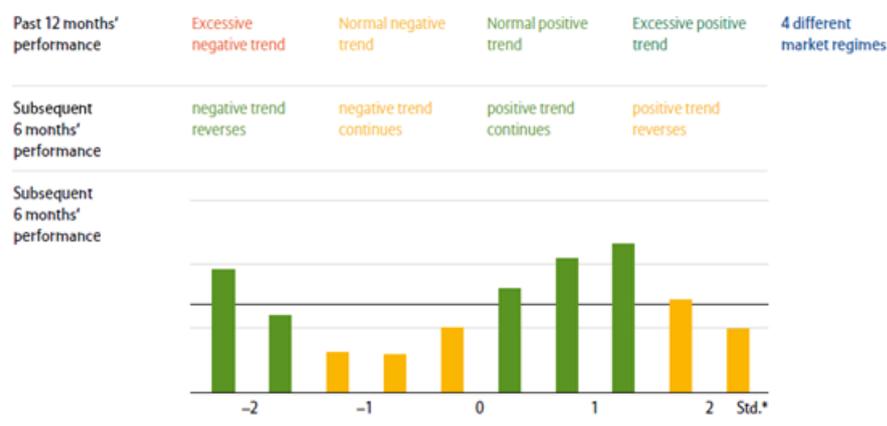
(四)動態資產配置的必要性

為了有效創造目標非平衡回報投資組合，投資人必須採用最先進的動態資產配置解決方案來解決傳統投資組合保險策略的缺陷，如固定比例投資組合保險策略(Constant Proportion Portfolio Insurance, CPPI)。雖然CPPI在熊市時可以保護投資組合，但在市場反彈時則一般難以參與。CPPI策略為純粹趨勢跟隨策略，故在趨勢明確時可以創造價值，但缺乏在市場過度反應時的修正機制。而此類單純風險

管理策略的趨勢跟隨特性，反映了將配置決策完全連結至可用的風險預算中。但由於資本市場已被證明具有趨勢性，且在正向/負向趨勢過度反應時，有回歸平均值的傾向，故動態配置策略必須將上述因子納入考量。

(如圖13)顯示了關於眾多資產趨勢及回歸平均特性的數據，首先，從美股的平均報酬來看(以標準普爾S&P500指數衡量)。其中發現了四種不同的市場趨勢，範圍從「負向趨勢過度反應」至「正向趨勢過度反應」。而在圖的下半部，則根據趨勢在過去12個月的方向與顯著程度分類，計算了美股6個月的報酬。如圖所示，當趨勢維持「正常」(而非過度反應)水準時，該趨勢將會持續。另一方面，趨勢過度反應則將會因回歸平均而面臨修正。舉例來說，當過去12個月的負向趨勢過度反應時，即偏離平均報酬超過兩個標準差時，則未來6個月的平均報酬將高於一般情況下的S&P500指數平均報酬，相同的，當過去12個月正向趨勢過度反應時，則未來數個月的報酬將低於平均。

圖13:市場趨勢及回歸特性



為了完整獲取這些系統性的特性(眾多高流動性資產皆相同)，最先進的動態風險控制策略必須完整結合趨勢，在跟隨及反轉時配置因子(如圖14):

- 1.簡單的動態風險控制策略通常以純粹趨勢跟隨為主，這些策略並不能完整從資產回報的循環性獲利。趨勢跟隨的概念為「趨勢即是你的好友」。趨勢跟隨因子幫助投資組合在風險預算允許的情境下專注於發覺投資機會，同時在風險預算(不論為顯性或隱性)較低時降低投資組合風險。趨勢跟隨通常在風險

性資產表現正向時增加配置，在表現較差時則減低配置。

- 2.趨勢反轉的精神則是回歸平均。即便市場表現良好，趨勢反轉策略將會減持風險性資產比重；在市場下跌時或市場下跌後則增加投資組合風險。趨勢反轉因子在較為極端的市場環境下較能發揮作用。
- 3.這些趨勢跟隨或趨勢反轉因子，可以被應用於整體投資組合風險層級及個別資產配置權重層級，這也反映了個別市場的非系統性風險。較為明顯的例子，包括新興市場、原物料及歐洲邊境政府債券等。

為了有效地採用此這種策略來控制風險，同時將交易成本維持在最低，可以採用高流動性的衍生性商品(期貨、交換合約(SWAP)、遠期外匯)等避險策略，此種動態風險管理概念具有高度彈性，以運用在各種高流動性資產及任何風險預算(必須符合SAA所隱含的下檔風險)的SAA。

圖14:順勢及逆勢配置



(五)結語

過去針對風險管理的因應策略大致有以下幾種:

1. 分散資產投資(Diversification)
2. 保護性賣權或其它選擇權策略(Protective Put / Other Option Strategies)
3. 簡單順向循環策略(如固定比例投資保險策略 CPPI)
4. 同時考量順向及逆向趨勢循環，並做動態管理

在現今全球經濟狀況，若在市場突然的大跌時，僅靠投資組合分散，其效果

相對有限，因為股票和債券的相關係數有時會出現正相關，而若採取保護性賣權，作為避險策略是有相當顯著的效果，但其成本相對高，此種策略不適合用於中長期避險使用。此外，許多投資公司最常使用的風險管理策略 CPPI(固定比例投資組合保險 constant proportion portfolio insurance)，這個策略雖然在股市出現急跌的情況下，可透過指標有效控制股票水位，達到避險效果。但簡單順向循環策略(CPPI)主要針對空頭市場時下檔風險的保護，若是在市場趨勢出現上下區間震盪時，有可能出現追高殺低的現象。因此，在現今的環境下，需同時考量順向循環及逆向循環，並透過動態管理做風險管理策略，才是兼具下檔保護及上漲機會跟隨的最佳選擇。

目前的市場環境對於機構投資者而言充滿了挑戰，對於穩健及主動的風險管理策略需求也更勝以往，動態風險與配置管理的重要性已顯著提高。從基本面來看，眾多市場正在經濟溫和成長，世界各國貨幣政策不一，對於長期投資者而言，「策略性」的承擔風險，並獲取與其對應的風險溢酬仍是必要的。在目前的低利環境，市場對於收益的追求已經降低了風險溢酬，也同時增加了市場波動度。因此，採用聰明的策略來達到主動及長期管理曝險的部位，對於整體投資計劃而言是相當重要的。而動態配置操作策略的優勢，除了可以幫助投資人在控制下檔風險的同時，亦可藉由各類別資產的系統性數據回報，兼具當市場表現強勁時，賺取具吸引力的潛在報酬。因此，在目前變化劇烈的市場環境下，系統化的動態投資組合所提供的附加價值，對於追求長期穩定獲利的機構投資者而言將是不可或缺的因素。

四、美中貿易戰爭對全球經濟可能的影響

(一)前言

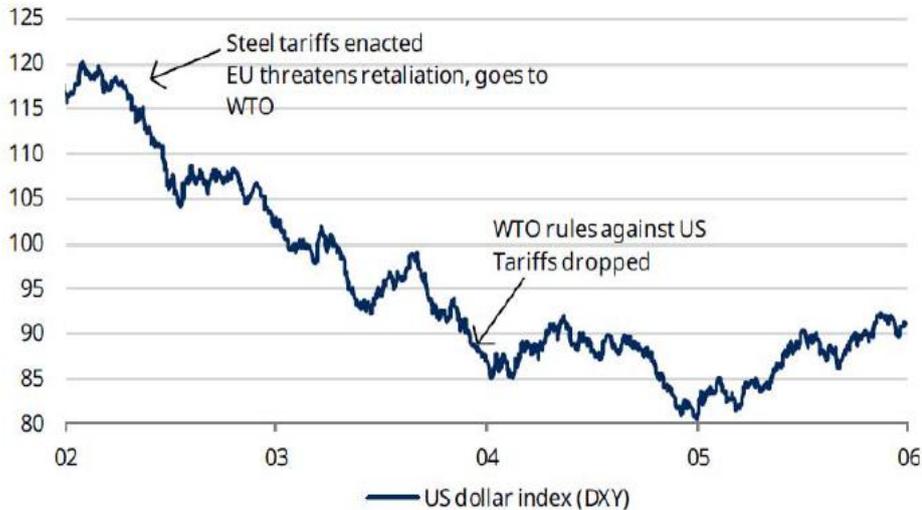
美國於 6 月 15 日發布對中國大陸進口商品加徵關稅的最終清單，並在 6 月 30 日宣布對獲取美國工業重要技術之相關個人和企業的出口管制和投資限制措施，兩者均計劃於公布後不久實施。美中貿易問題持續緊張，導致金融市場動盪加劇，本篇將專注於探討貿易戰爭對全球經濟可能的影響。

(二) 全球貿易戰爭的緣起與影響

為了更廣泛地了解貿易戰爭對市場的影響，首先從歷史事件的回顧如下：
以 1930 年著名的斯姆特霍利關稅法 (The Smoot-Hawley Tariff Act) 為例，該法案於 1930 年 6 月 17 日由胡佛總統簽署成為法律，對 3,000 多項進口商品的關稅課以 60% 的最高關稅，以保護美國市場。而在該項法案通過後，許多國家對美國採取了報復性關稅措施，使美國及全球的貿易額驟降 50% 以上。經濟學家認為該法案是導致美國經濟大蕭條的主要原因，不過，這是一個相當極端的例子，很難從全球經濟衰退和金融危機的影響中分清貿易政策對當時市場的影響。

更近期的例子是小布希總統在 2002 年 3 月公佈的鋼鐵關稅，稅率介於 8% 到 30% 之間，並持續有效至 2005 年，其中加拿大和墨西哥獲得豁免，但首當其衝的歐盟立即威脅報復反制，並向世界貿易組織(WTO)提起爭議訴訟，WTO 於 2003 年 12 月裁決美國敗訴，美國因此放棄此一關稅行動。當時金融市場同樣震盪，且美元表現疲弱 (圖 15)。此次，美元相對穩定的走勢，可能反應目前的貿易關稅針對的產品相對有限，但若美國這次的關稅行動也將歐洲納入，則貨幣的走勢預期將會與現在的走勢完全不相同。

圖 15:美元走勢

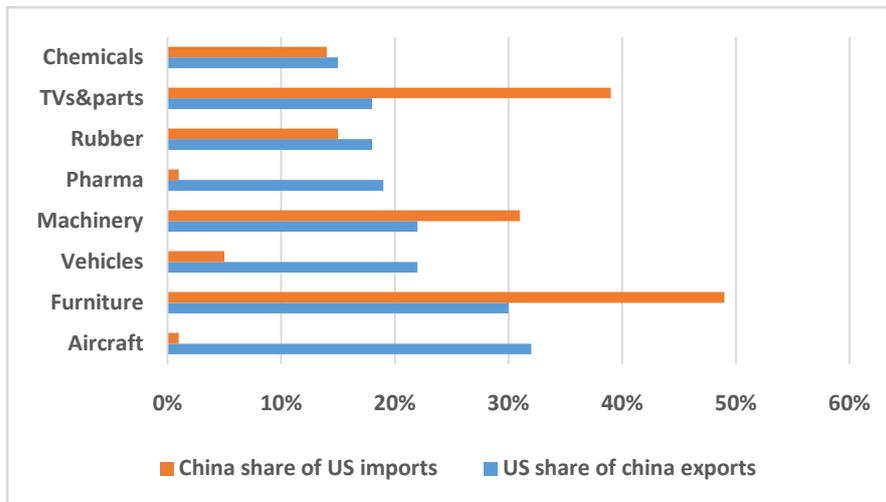


(三)美國對中國大陸的制裁

由於美國財政部 301 調查的結果聲稱，中國大陸對智財權的鬆散管制，對美國經濟造成每年 500 億美元的損害，因此，四月初美國發布加徵關稅商品清單，計畫對中國大陸輸美的 500 億美元的商品加徵 25% 的關稅，新的商品清單對世界貿易的影響無疑更為重要，關稅制裁特別集中於“中國製造 2025”計劃中的產品，這可能直接影響到中國大陸的工業政策，並且阻礙中國大陸經濟價值鏈轉變的方向。

關稅清單重點放在工業產品上，例如機械和零部件以及藥品。美國的關稅專家認為這些商品明顯受惠於中國大陸的工業政策-“中國製造 2025”，清單同時也剔除了某些會對美國經濟造成傷害的產品，例如消費品就沒有出現於名單中。儘管如此，這樣的關稅對美國也不是完全無痛苦的，如下(圖 16)所示，美國的一般機械、家具和電視機的生產商等都可能感受到較大壓力。

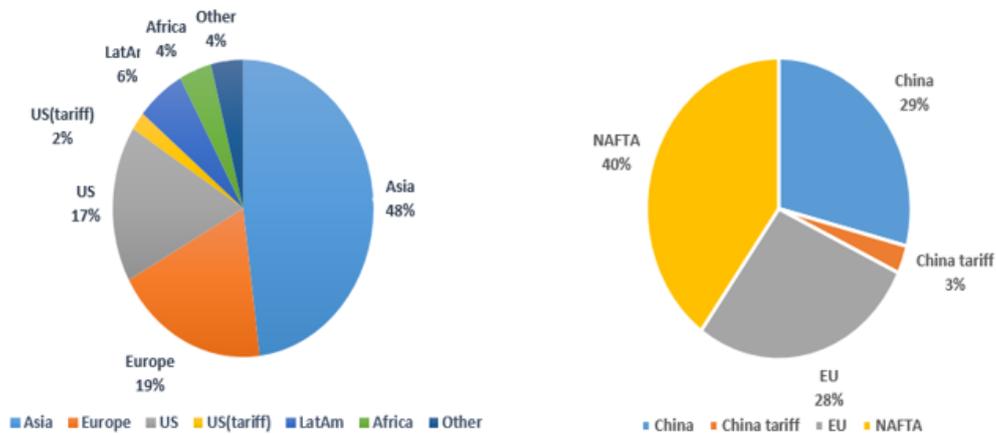
圖 16:美中進出口產業相對占比



(四)貿易戰對中國大陸的影響

因應美國的關稅行動，中國大陸商務部也準備對美國進口的大豆等農產品、汽車、化工品、飛機等進口商品，總值 500 億美元同樣開徵 25%的高關稅。雖然這 500 億美元商品是美國整體進口規模(2,900 億美元)的小部分，約為中國大陸出口的 2%或美國商品進口的 2%（如圖 17），但這些新關稅的具體影響，還是取決於生產商如何對關稅作出反應，以及消費者對任何價格變化的反應，例如：生產商可能會將一些關稅轉化為利潤率的減損，而不是將整體轉嫁給消費者，而消費者的回應也將取決於替代品和其他因素的可取得性，目前市場預期，貿易戰對中國大陸的經濟增長率最多將下降 0.1-0.2%。但若有更新關稅適用於更廣泛的中國大陸商品，這些商品的價值超過 2,000 億美元，佔中國大陸對美出口的 40%，則此影響將必須嚴正視之。整體而言，關稅的直接影響，其成果將遠遠低於川普總統希望的 1,000 億美元。

圖 17:中國大陸與美國出口區域占比



(五)因應策略

如果中國大陸選擇使貿易摩擦進一步升級，或者讓美國公司在中國大陸經營的更加艱難，更廣泛課徵關稅名單、出售美國公債或人民幣貶值等都是可能的籌碼。2017 年美國對中國大陸出口總額約為 1,300 億美元，其中大豆、飛機、車輛和機械尤為重要。這給中國大陸提供了一些談判選擇，但顯然中國大陸的彈性比美國低，因為美國在同一年從中國大陸進口了超過 5,000 億美元商品。

然而，貿易數據並不能全面反映世界兩大經濟體之間的經濟聯繫。例如，通用汽車去年在中國大陸銷售的汽車數量超過了美國，但因為這些汽車是在中國大陸生產的，因此並未反映在貿易數字上。就如同韓國樂天集團在提供土地給軍方部署「薩德」反飛彈系統後，引發中國大陸民眾抵制行動，現今美國企業也可能面臨同樣的挑戰。中國大陸政府也可能直接對美國公司徵稅，以樂天為例，中國大陸政府同時也承受了樂天裁員的壓力，而為了避免失業則是中國大陸當局的首要任務，因此，預期很難看到中國大陸政府公開鼓勵這樣的排美政策，這也許可能足以施壓美國企業在華盛頓進行遊說，但對川普總統的政治壓力有限。

至於出售美國公債或主導人民幣貶值以抵消關稅效果等選擇，都會對中國大陸產生顯著的負面影響。假設中國大陸人行持有美國公債的比率與其他中央銀行

相當（大約 60%的準備金），估計將達到 1.8 兆美元，若中國大陸透過出售美國公債，來達到使美國公債殖利率飆升的目標，這將對美國和全球經濟需求產生顯著緊縮效應，並足以降低美國與全球之需求，如此，中國大陸經濟也無法獨善其身，且同時也會對其資本流動形成壓力，導致中國大陸金融不穩定風險上升，引發國內更多的問題。至於貨幣貶值，人民幣上一次在 2015 年的小幅貶值經歷，足以顯示匯率的貶值會破壞金融的穩定、引發資金外流、市場恐慌和投資下降，故中國大陸政府應該不會再想輕易嘗試。

出售美國公債或人民幣貶值的影響可能是極端的選項，最好的情況可能是，雙方將關稅應用範圍限縮在美國對中國大陸出口的 2%左右水準，中國大陸政府可能透過針對在中國大陸境內經營的美國公司採取加稅措施以獲得補償，或可採用財政和貨幣政策來緩解一些中國大陸企業和消費者的痛苦。

(六)結語

現階段市場仍然預期美中貿易緊張情勢很有可能不會升級，因此，主要預測機構對全球經濟未做出重大調整，一般認為 2018 年是美國期中選舉的一年，貿易戰在政治上的操作與輿論影響效果可能高於實質意義，目前美國政府的計劃似乎是要讓中國大陸在開放市場方面做出讓步，這被川普政府視為期中選舉前的“勝利”預示，但是否會帶來共和黨票數的增加仍有待觀察。然而如果貿易摩擦升級為美、中之間的全面貿易戰爭，那麼全球經濟成長可能減弱，通貨膨脹將上升，市場對此類停滯性通膨的危機作出反應，而包括了黃金、日幣和瑞士法郎等將成為避險天堂，股票等成長性資產將遭到拋售，那麼對全球經濟的影響顯然是極度不利。

五、固定收益－美元與新興債市之相關性

(一)前言

自從 2015 年底以來，美國聯準會(FED)展開緩步升息的步調，聯邦公開市場委員會(FOMC)會議紀錄顯示，隨著對美國經濟的轉趨樂觀，經濟的表述明顯偏向鷹派，亦加快升息的腳步。於是全球金融狀況趨緊，美元大幅升值，市場開始震盪加劇，美國公債殖利率逐漸走高，10 年期殖利率 3 月中旬前已達 3.11%，比年初高出約 70 個基點。影響所及，美元兌新興市場貨幣大幅升值，並造成新興市場資產賣壓沉重，美元計價與當地貨幣計價債券價格滑落，當地貨幣貶值，新興市場股、匯及債市皆表現疲弱。然而新興市場近年的經濟體質已有長足進步，包括經常帳赤字降低、財政與貨幣政策轉趨嚴謹節制，通膨大致控制在合理水準，並未受到成熟市場通膨逐漸增溫的影響，惟新興市場債市面臨潛在的重大考驗，即成熟市場調整貨幣政策，其次為美國升息腳步可能比預期更快。

由於貨幣的貶值，市場震盪加劇，投資人恐慌性的將資金撤出市場，但投資人鮮少對資產類別中的各個標的加以區分，包括新興市場債券也難以倖免。儘管發債機構的國家經濟體質改善各有所異，惟同樣會受到市場全面性的買賣超影響，導致價格出現劇烈波動。另外，債券供需失衡亦是原因之一，年初美國公債殖利率急升之際，又碰到新債發行量同時大幅增加，進而加深債市下跌壓力。

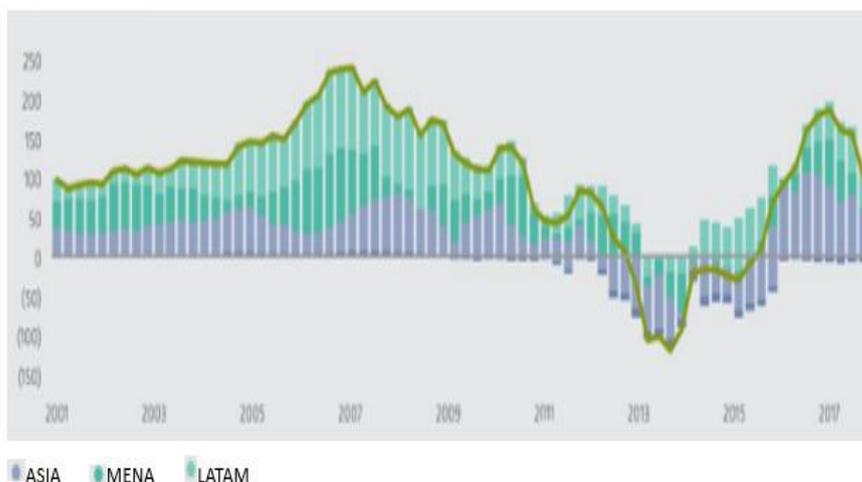
(二)解析美元升值趨勢

對新興市場的投資人來說，美元急升是最大的警訊，一般認為在美元走升的情況下，新興市場發債機構償還以美元計價的債務難度會增加，而美元走強，也代表全球流動性逐漸緊縮，以及對風險性資產的胃納量恐下滑，這兩項因素皆對新興市場資產形成一大考驗。

殖利率與美元的走升，確實對新興市場來說是兩大利空因素，但並非是市場由多轉空的關鍵。首先，流動性壓力，儘管全球流動性似乎開始緊縮，但市場仍預期，多數主要國家央行至少在今年仍將維持相對寬鬆的政策，中短期可望持續帶動全

球經濟成長。美國 10 年期公債殖利率年初的急升，顯示市場對升息的預期，逐漸貼近聯準會預估，如此下半年殖利率與美元增勢可望減緩。在美元的部分，美元兌其他主要貨幣在 2017 年初達到高點，目前的匯價與當初的水準比較仍低，且在過去 5 年的平均水準，因此，新興市場發債機構的匯率壓力仍在合理範圍。更重要的是，對新興市場國家與企業而言，匯率變動的衝擊或許已經不如以前，舉例來說，許多國家近年經常帳與外來直接投資逐漸改善，2017 年底雖然小幅降低（中國大陸除外），但仍比 2013 年時期減債的恐慌改善許多。（如圖 18）

圖 18:新興市場債務額



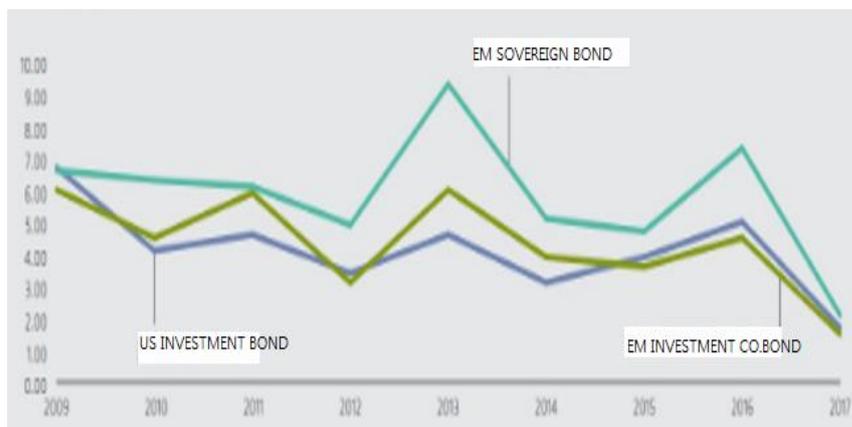
但是例外情況，對高度舉債的新興市場發債國來說，升息與美元走強顯然形成隱憂。以阿根廷與土耳其為例，兩者外部融資需求高於許多新興市場國家，故兩者深受美元升值的影響，阿根廷披索與土耳其里拉紛紛大幅貶值。然而，兩國採取因應方式卻不一樣，阿根廷央行迅速採取行動，為求穩定披索，將利率提高至 40%，政府亦與國際貨幣基金 (IMF) 達成援助協議，甚至成功發行披索計價的新債券。反觀土耳其央行，因為將利率維持高檔而飽受該國總統艾爾多安 (Recep Tayyip Erdoğan) 批評，等了數週才有所行動，增添市場對該國央行獨立性的隱憂。因此，新興市場國家的決策與政府效能明顯不同，投資時尤須謹慎。

(三)新興市場公司債有支撐力道

新興市場企業受美元走勢的衝擊亦可能低於投資人預期。首先，許多企業發行美元計價公司債，往往是因為對美元的偏好，舉例來說，這類企業的出口營收可能以美元計價，可作為對美元負債的自然避險，美元走強對以出口為主的企業屬於利多因素，能夠提振獲利，進而增加現金流與債信品質。其他企業為了將美元負債守在合理範圍，則對美元進行避險。此外，公共事業或某些產業的企業具有特定的費率結構，能夠將貨幣成本轉嫁給消費者。

新興市場投資等級公司債的波動度已大幅降低，以高評級公司債的表現來看，過去3年新興市場的波動度甚至小於美國（如圖 19），其中一個原因是投資者結構已有改善，長線投資的大型法人往往偏好這類型資產。年初以來，新興市場投資等級債券（包括公司債與公債）的表現與美國投資等級公司債同步，遠優於信評較低之新興市場債券。

圖 19:美國投資級債與新興市場債波動度



(四)新興債市的風險

時序進入下半年，新興市場債券所面臨的風險，有以下幾點須注意：

1. 川普掀起的貿易戰爭：美國總統川普今年頻頻對外表示，將採取強硬的貿易立場，但至今尚不見具體作為。先威脅再傾向談判，似乎已是美國的因應模式，包括：北美自由貿易協定(NAFTA) 協商、針對中國大陸商品大規模課徵進口關稅、退出泛太平洋夥伴協定 (Trans-Pacific Partnership) ，但隨

後又改口說可能加入。以目前情勢來看，無論是重新協議北美自由貿易協定，或是美中貿易爭端，市場認為不至於演變成大規模貿易戰，進而危及全球經濟，但隨著各國政府協商貿易條件，相關消息可能加大市場的波動。

2.中國大陸經濟成長的減緩：中國大陸已是全球第二大經濟體，在政府逐漸重視經濟成長的品質之下，經濟成長腳步已逐漸放緩，但不致影響整體新興市場成長率，主要原因在於大宗商品價格今年以來穩定成長，並未明顯受到中國大陸經濟減緩的衝擊，其中最大的動能來自於供給面。舉例而言，中國大陸等國家基於環保因素縮減採礦規模，產油大國亦降低供給，將可支撐油價。此外，全球經濟成長強勁，可望進一步推升大宗商品價格與新興市場國家經濟。

3.地緣政經情勢的不確定性：部分新興市場國家今年陸續將有總統大選，包括土耳其與墨西哥，預期資產的波動程度將加大，但市場震盪亦會帶來投資機會。政權的更替也可能開創新局面，例如巴西、南非、哥倫比亞與阿根廷，新政府紛紛積極提振國家財務、打擊貪腐問題、新經濟政策等。另外，政治風險並非只發生在新興市場國家，成熟國家亦不乏政治變數，例如川普當選、英國脫歐、歐洲的右派政黨勝選（包括義大利兩個反歐盟政黨合組執政聯盟）等，都可能進一步增加市場的風險，加深投資決策的難度，面對這些風險，成熟市場卻沒有提出合理的風險補償。反觀新興市場，風險與報酬呈現正相關。以美元計價的新興市場主權債為例，目前價格來到低檔，相較於美國高收益公司債，此時的新興市場主權債殖利率相對偏高，兩者出現如此差距的機率低於 10%，新興市場主權債價值具有吸引力，對投資人來說或許是機會。

(五)結語

新興市場債市的同步漲跌，將導致投資人不易分辨各個國家、企業、以及券種的差異。雖然目前許多國家經濟情勢已轉佳，足以抵擋資金急撤的衝擊，但這

並不表示新興市場債市沒有潛在風險，或許此時應該謹慎的評估。新興市場國家經濟與政治風險各有不同，因此國家與券種的選擇仍是關鍵，對長期投資者而言，適逢市場震盪之際，如何降低新興市場貨幣的風險與市場曝險的部位，聚焦特定的國家與企業，尋找具有吸引力的標的，正是為投資組合增加價值的時機。

六、信用市場-亞洲債券市場的吸引力

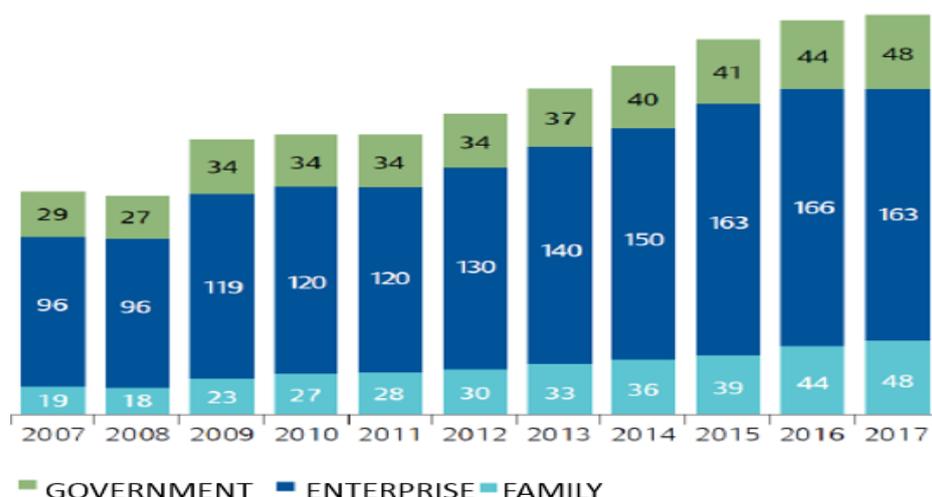
(一)前言

1990 年代的亞洲金融危機重創多個國家的政府，但這也促使了各國從政者和政策制定者從錯誤中吸取教訓。在厲行結構改革、加強監理和改善資本要求之後，各國政府的努力已有相當大的成果，亞洲現在的經濟面貌與 20 年前有極大改變，這個改變使得投資人對亞洲債券的前景正產生巨大的正面作用。

(二)人口難題正促成經濟轉型和改革

亞洲各國政府正藉由鼓勵經濟「再平衡」和提高家庭所得，致力造就比較可持續的結構性成長，尤其中國大陸近幾年已展開重大的經濟長期轉型計畫，這意味著亞洲和世界其他地區，無法再仰賴中國大陸爆炸性的經濟成長和對大宗商品的強勁需求，以及廉價勞動力供給。而區域穩定將有賴中國大陸成功降低其金融體系的系統風險，中國大陸希望由控制信貸擴張速度（圖 20），以及降低國有企業的槓桿水準，達到降低金融系統風險的目標。但是中國大陸關鍵的國有企業改革並不意味著私有化，反而正加強對關鍵產業的控制，同時在非關鍵領域（例如服務、消費和技術）鼓勵更激烈的區域競爭。

圖 20:中國大陸信貸市場



(三)中國大陸正擴大其區域影響力

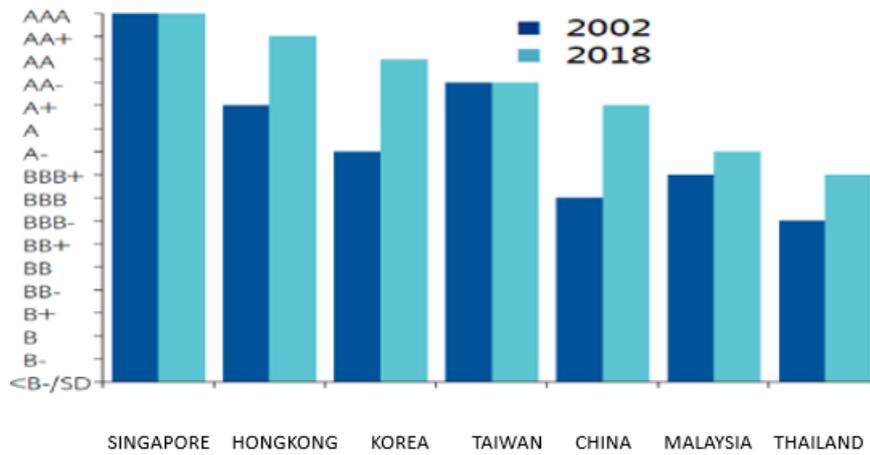
未來數十年，中國大陸將持續擴大其在亞洲的領導地位，並倡導「包容性全球化」政策，習近平的「一帶一路」計畫和議題，在促進區域基礎建設，並提高相關國家的貿易和人文交流。如果這些計劃成功，亞洲將能逐漸減少對美國經濟和美元的依賴。事實上，美元在全球貿易中的重要性正在降低，環球銀行金融電信協會(SWIFT)的數據顯示，美元在全球交易中所占的比例，已從2010年的50%，降至2017年的40%，而隨著中國大陸推動人民幣國際化，美元所占的比例將可能進一步下降。

(四)亞洲各國的債務負擔、信用品質和外匯儲備已普遍進步

隨著亞洲經濟體質改善，金融市場整體氣氛也有所改善，亞洲政府公債變成投資人資產組合中的一種防禦型資產。主要因素有：

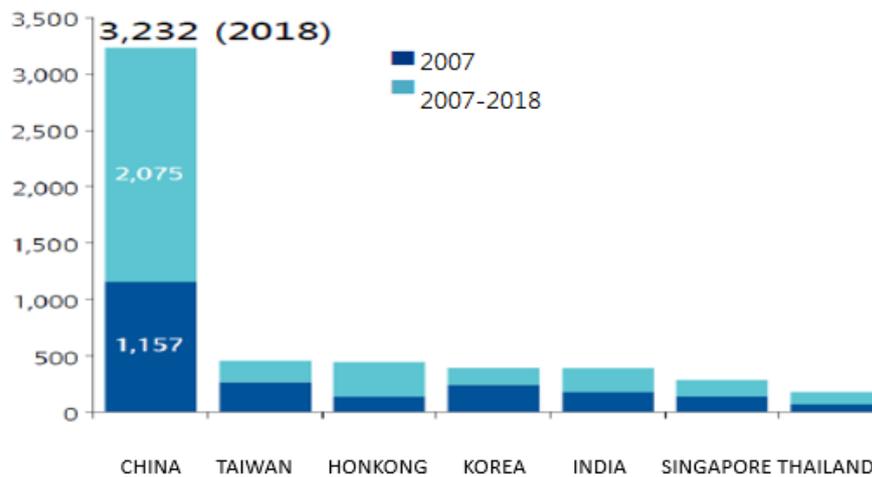
- 1.低負債比率：亞洲各國政府債務佔GDP的比重，相對西方國家來得低，有利的債務情況，加上持續的經濟成長將能壓低違約率，有助亞洲信貸市場維持健康的狀態。
- 2.信用品質增強：亞洲的金融穩定、經濟改革、基本面持續進步，以及較低的貿易和財政赤字（相對歐洲、日本和美國而言），已經促使主要信用評等機構調升亞洲國家的信用評等。除臺灣及新加坡外(維持相同評等)(如圖21)，包含香港，韓、陸、馬來西亞以及泰國，其2018年信用評等相較於2002年皆已提高。

圖21:標準普爾評等



自從亞洲金融危機以來，各國政府制度架構已經增強，以及許多亞洲貨幣在市場中自由浮動，政府幾乎完全不干預，健全的外匯儲備支撐許多亞洲貨幣的價值（如圖22）。許多國家的經濟政策也相當透明，例如印度總理莫迪和印尼總統佐科威正推動重大的結構改革，相對於受到低利率和低生產力困擾的西方國家，亞洲許多地方的情況截然不同，經由實質結構改革重振經濟，使民間部門得以壯大和創新。

圖22:亞洲各國外匯儲備



(五)亞洲債券前景光明，亞洲主權債看來有穩固的基礎

亞洲債市的規模和品質皆有顯著成長，主要受惠於亞洲儲蓄者的資金用在亞洲，而非輸出至美國，替美國人的過度消費融資。當已開發國家隨著人口老化，而被迫減少消費和增加儲蓄，亞洲各國看到已開發國家建立了成本高昂的福利、醫療和養老金計畫，這些政策在政治議題上雖然受歡迎，但在現今低利率和低成長的環境之下，已經完全超出這些國家的負擔能力。相對之下，許多亞洲國家的政府鼓勵個人藉由儲蓄、保險和資產管理來增加財富，這將提高亞洲對固定收益投資的需求。

(六)結語

由於吸取了 1990 年代的慘痛教訓，並執行了紮實的改革，亞洲國家向世界展現的經濟成長和投資潛力，而且不必像多數已開發國家那樣執行扭曲的貨幣政策。亞洲各地的經濟體將能夠提供良好的企業發展前景，使得債券市場得以不斷的成長進步，更使得政府有財力支持新的投資計畫，尤其在中國大陸持續致力於調整經濟結構，以及開放匯市、債市和股市之際，預期亞洲和全球投資人將逐漸迎來更多新的投資機會。

肆、心得與建議

- 一、政府基金的操作以長期穩健投資為目的，強調在嚴格控管風險下，以獲取最大的收益則是主要追求的目標。由於目前全球市場處於高檔，相對波動度增加，為尋求高報酬、高獲利，相對必須不斷提高整體部位的風險。因此，在市場趨勢出現時，如何順勢操作，當逆勢波動時進行有效的資產配置並降低風險，是政府基金操作人員的重要議題及挑戰。
- 二、近年來一般傳統的投資標的或商品已無法吸引投資大眾目光，尤其全球市場在經過十多年多頭行情後，隨著市場更加詭譎多變，於是多元投資成為熱門投資方式，強調低風險或者穩定配息，包括多元資產、多元收益，資產的組合從股票、債券到另類資產、可轉債、政府抵押資產以及房貸抵押資產等，亦即提供更多的商品組合以適合不同的投資人作選擇。因應政府基金資產規模增加，如何尋找各種合適的投資商品，以獲得長期穩健的收益將是至關重要。
- 三、在本次的參訪研習，主要係由個別領域的專業經理人與分析師，提供見解與操作的哲學，了解其投資策略的應用，另外，安排旁聽一場小型投資會議，可見識到該公司對投資的深度與嚴謹的態度；參觀交易室過程中，更可以窺見國際投資機構在資源的配置與嚴謹的分工。由於政府基金的投資操作人員，除了對市場瞭解及金融專業知識外，更需多加強專業訓練，透過多方參與此類資產管理公司辦理之研討會，對投資操作上能提供不同的思維，對提升政府基金的操作績效多有助益。
- 四、本次參加研習成員來自法人及大型專業投資機構之投資人員，金融市場專業領域及學經歷皆相當豐富，藉由研討會，除了國際經理人及分析師的專業評析，使得與會者深入了解其投資的哲學與風格外，成員亦能互相交流有關市場的看法與投資見解，機會難得且獲益良多。

伍、資料來源

1.拜訪公司之簡報資料

2.Thomson Reuters

3.IHS Markit