

出國報告（出國類別：實習）

2023「資產管理 ALPHA+培訓計畫」 - 第二階段海外培訓課程研習報告

服務機關：台灣中油股份有限公司

姓名職稱：吳宗銘 財務管理師

派赴國家：美國紐約

出國期間：112年11月12日至11月23日

報告日期：112年12月21日

目次

摘要.....	3
本文	
壹、目的.....	4
貳、過程.....	4
金融監督管理委員會駐紐約辦事處.....	5
摩根資產管理(J.P. Morgan Asset Management).....	6
景順投信(Invesco Investment).....	11
柏瑞投資(PineBridge Investment).....	13
高盛集團(Goldman Sachs Group).....	17
聯博資產管理 (Alliance Bernstein Holding).....	21
德意志資產管理(Deutsche Asset Management).....	23
紐約梅隆銀行(Bank of New York Mellon).....	26
參、心得與建議.....	31

摘要：

本次參加由財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會主辦之 2023「資產管理 ALPHA+培訓計畫」，前往美國紐約市進行海外研習，當中除拜會金融監督管理委員會駐紐約辦事處外，並參訪 7 間金融機構，介紹國際金融情勢、美國經濟動態、全球主要金融機構經濟預測及對未來的看法、永續投資及目前資產管理現況及因應。

未來將陸續關注金融市場、美國聯準會及全球主要央行動態以及高通膨、高利率後經濟之發展，並關注利率及匯率走勢、衍生性金融商品及永續投資，尋求更多元的避險、融資管道及策略。未來公司營運好轉後，則可嘗試運用多重資產投資策略，在風險可控下，追求穩定的報酬。

壹、目的：

近期全球因 COVID-19 疫情、高通膨、及地緣政治衝突風險攀升等不確定因素牽動全球資金動向，導致金融市場波動加劇，因此更需要多元的資產管理，加上金融觀念持續更新，近期如人工智慧、雲端伺服器、電動車、加密貨幣、永續投資等議題，亦受到金融業關注及投入大量資源，希冀在新的領域中搶占先進優勢，擴大自身業務版圖。本公司財務人員實應不斷汲取新知，方能跟上時代潮流。參加證券暨期貨發展基金會辦理之「資產管理 ALPHA+培訓計畫」第二階段培訓課程，除可了解全球金融市場最新發展趨勢、美國聯準會動態及業界人士想法與其他在永續投資下之資產管理因應策略外，透過與美國金融專業人士的深度互動，更深入了解當地金融市場的運作機制、法規環境以及最新趨勢，有助迅速適應市場變化，並可與美國專業金融機構及相關金融背景之學員相互切磋交流，有利於未來業務推展順遂。

貳、過程：

本次出國實習計參訪金融監督管理委員會駐紐約代表辦事處、摩根資產管理(J.P. Morgan Asset Management)、景順投信(Invesco Investment)、柏瑞投資(PineBridge Investment)、高盛集團(Goldman Sachs)、聯博資產管理(Alliance Bernstein Holding)、德意志資產管理(Deutsche Asset Management)以及紐約梅隆銀行(Bank of New York Mellon)等大型資產管理及金融機構，茲摘錄行程及重點說明如下：

日期	行程
11/12-13	台北-紐約調整日、分組討論
11/14	金管會駐紐約辦事處
11/15	摩根資產管理、景順投信
11/16	柏瑞投資、高盛集團
11/17	聯博資產管理、德意志資產管理
11/20-23	紐約梅隆銀行、紐約-台北

一、金融監督管理委員會駐紐約辦事處

(一) 機構簡介：

行政院「金融監督管理委員會」(簡稱金管會)於民國 93 年 7 月 1 日正式成立，其成立目的在於轉變我國原有的多元化金融監理制度，實現向垂直整合的一元化監理轉變，以確保金融機構的業務運作健全、保持金融體系的穩定，並促進金融市場的發展。同時，金管會負責統籌、綜理金融市場以及金融服務業的發展、監督、管理，並負責相關的檢查業務。有鑑於金融市場資金流通，不受限於國界，反而深賴全球市場，且各國金融商品發展快速，若欲即時獲取最新訊息，仰賴與各國不同金融機構間資訊互通，金管會爰在美國紐約及英國倫敦設立代表辦事處，以官方身分監督各金融機構業務，兼以非官方身分與其他金融監管單位建立聯繫管道。

(二) 簡報內容摘要：

劉燕玲主任分享金管會所派駐於外國之人員，工作內容與其他單位的駐外人員略有差異。工作內容主要有兩部份：第一是跟他國主管機關及國際金融機構做溝通聯繫，代表金管會向他機關說明我國重要政策；第二是為國內蒐集國際金融商品及金融情勢之發展，例如近期的綠色金融、氣候變遷與數位金融等，匯集相關資訊後，向金管會彙報。由於各國金融發展迅速，只要稍一不留神，可能就會跟不上國際的潮流，因此此部分是金管會駐外人員相當重要的工作內容，也是金管向來非常重視的環節。

劉主任於疫情期間，度過重重難關，於 109 年 7 月正式派駐紐約辦事處後，首先遇到的困難是以往駐外人員辛勤建立的聯繫管道，在疫情期間聯繫全部中斷，需要以新的方式建立新的聯繫模式；而在這段期間，劉主任及同仁努力以新的方式拜會他國主管機關及金融機構，慢慢摸索出新的相處之道，在這過程中，也體現數位金融的重要性，展現資產數位化的可行性。

最後，劉主任強調金融國際化的重要性，以及金融數位化是長期的發展方向，並勉勵在座的我們，如果有機會外派的話，可以試著爭取，紐約這個城市充滿

了活力與多樣性，除了能擴張你的視野，更能開創更多不同的可能，希望大家一起為台灣的金融國際化一起努力。

二、摩根資產管理(JP Morgan Asset Management)

(一) 機構簡介：

摩根資產管理(JP Morgan Asset Management)是全球領先的資產管理機構之一，總部位於紐約，該企業累積逾百年的投資經驗，管理資產總額達 2.5 兆美元，為個人投資者和機構投資者提供各種投資解決方案。摩根資產管理以其專業的投資團隊和全球資源聞名，為客戶提供全球性的投資洞察和專業建議，所提供的投資服務涵蓋股票、債券、多元資產和貨幣市場基金等，專注為客戶實現長期投資目標，並根據市場環境和客戶需求調整投資組合，也在可持續和 ESG (環境、社會、治理)投資領域取得了重要進展，致力於提供符合環保和社會責任標準的投資選擇。

(二) 簡報內容摘要：

1. 綠色債券：

自 2016 年，歐巴馬政府開始關注氣候議題開始，綠色債券就逐漸獲得重視，並且在 Covid-19 疫情爆發後的 2021 年快速成長。近期，受到歐洲政府推動的復甦基金、美國降低通膨法案等支持，全球淨零碳排轉型更如火如荼的發展，綠色債券市場及需求也隨之增長，不僅歐洲綠色債券整體規模已突破 2,400 億歐元，84% 的發行者更規劃未來將持續發行綠色債券。不僅如此，綠色債券的多元化也愈趨廣泛，從早期只有公用事業企業發行綠色債券，到今日各產業都有發行，如企業、ABS、CMBS、市政債券等都有綠色債券的發行，使投資綠色債券更能創造分散風險的優勢。在綠色債券需求方面，75% 的投資人也表示，計畫在未來兩年將進一步增持綠色債券的配置至 5% 以上，而在年初以來流入投資級債的資金中，有 25% 是投資進綠色債券，需求正持續成長。

綠色債券議題備受關注，主要原因還是氣候變化異常的情況加劇，如今年夏天是紐約歷史以來最熱的一年，全球若不盡快為氣候變化做出努力，可能會面臨更大的災難。然而，若要實現淨零碳排目標則需要大量資金投入。舉例而言，若要在

2050 年實現淨零碳排，與全球能源相關的碳排需較 2019 年下降 70%，相當於每年需要 6.9 兆美元的投資，這將是一筆大數目。因此，政府及企業皆在為此努力，不僅簽署了許多淨零碳排的承諾，也發行大量的綠色債券來籌措達到淨零碳排目標所需的龐大資金。

社會議題也十分受到重視，全球目前有 13 億人活在貧窮線之下、16 億人沒有房子居住、22 億人缺乏安全的飲用水，這些都是棘手的問題，也是需要大量資金來改變的事實。此外，貧富不均、兩性也是重要的問題。因此，已經有部分企業投入這個議題，發行相關的綠色債券來解決問題，如資助社區發展等。

同時，綠色債券不僅限於環境議題，而係包含環境（Green）、社會（Social）、永續（Sustainability）三大主軸，因此，綠色債券是全球達成淨零轉型的關鍵之一。政府、企業、投資人都可透過綠色債券減少碳排，且逐步納入社會議題，如財富不均、兩性平權等，範圍更趨全面。當綠色債券發行時，75% 資金需用於環境、社會、永續三大主軸，方能稱為永續債券，以確保募集專用資金。對於這些債券，發行人可以對可持續發展做出承諾，無論是淨零、或是擁有多元的董事會等。

目前綠色債券市場中，並沒有可執行的標準來確保發行公司確實在進行可持續活動，雖然有些資訊系統可以幫助分析，但這卻沒有實際的法律效力，所以發行公司還是有可能不會實現當初的可持續性活動的承諾。因此，JP Morgan 為了確保這項問題不會發生，建構了一套系統，分析師必須通過審查、監督的過程，確保債券發行人有確實執行可持續性任務。因此，當我們對於某檔綠色債券債券有興趣時，團隊必須先確認是否與環境、社會議題有關，然後必須確認收益會用於哪些可持續活動，最後必須驗證與報告合規性及透明度。

2. 資產配置

JP Morgan 多重資產管理團隊管理約 300 億美元資金，主要可以劃分為生命週期基金、共同基金、量化 ETF、機構法人（包括退休基金、全權委託帳戶等）、以及顧問服務等五大領域。投資邏輯的大方向是根據團隊對總體經濟和產業的觀點判斷，將資金配置於與其觀點相同的策略團隊，而非直接投資於單一股票或債券。

JP Morgan 多重資產團隊的投資分析框架包含四個重要層面，分別是客戶屬性及要求、資產配置分析、投資研究平台。同時根據不同區域、客戶屬性及收益率的要求，量身打造不同的產品，如亞洲要求較高收益率。

JP Morgan 多重資產團隊也利用量化研究來創造更好的報酬，同時透過量化研究來了解投資組合中所承擔的風險。他們建立時間測驗模組，利用創新的方式來觀察數據進而識別出投組中的風險。

JP Morgan 多重資產團隊中包含一群策略研究人員，分別負責債券、股票，並針對各項研究結果去推薦如股債資產配置比重、產業類股等，當在做大類資產分配時，能更有方向性的操作，這也是近幾年 JP Morgan 持續在發展的項目。

(三) 問題與答覆：

問題一：在相同條件下，綠色債券基金和一般債券基金的長期表現比較如何？

答 覆：目前綠色債券基金係在去年推出，追蹤期間相對較短，而過去一段時間受利率影響債券普遍表現不佳，因此綠色債券基金也相對受到影響。不過，放眼未來，隨著美國衰退機率提高，且升息循環進入尾聲，我們相信債券投資在明年將是個好選擇，所以基金表現有望持續好轉。

問題二：為什麼綠色債券的發行基本上會有溢價？另外，因為綠色債券溢價的因素，所以票面利率較低，這對保險機構而言有什麼誘因吸引其投資呢？

答 覆：由於發行綠色債券的條件、流程皆相對困難，所以其發行成本自然相對較高，發行價格也才會出現溢價。保險公司較關注的重點會在殖利率的部分，雖然殖利率可能比一般債券利率低幾個百分點，但若債券在長期具備可持續因素，總報酬仍有機會跑贏大盤。因此，即使成本高出一些，但在總報酬表現仍不錯，且能兼顧環境、社會、永續等議題時，這項投資仍具備吸引力。

問題三：請問是否有任何量化資源可用來說明投資團隊在執行 ESG 投資時，與公司董事會的互動？

答 覆：這件事情不太易使用量化的方式追蹤。我們投資團隊中會有一個團隊專

門負責與董事會或經營團隊密切溝通及討論，但多半是方向性的大原則定調，會提出建議，雖然經營團隊不一定會完全照我們的意見執行，但在溝通的過程中會使我們的目標更趨一致。此外，我們有建立一個追蹤進度的等級，排序一到四，可以清楚了解我們與經營團隊的溝通進度及進展。

問題四：過去一段時間受利率飆升影響，債券蒙受較大的損失，想請問綠色債券是否有比較好的下檔保護？

答 覆：如果從可持續性的角度觀察，因綠色債券具備 ESG 的優勢，長期表現應該會優於大盤。然而，從長遠來看，影響債券表現的因素很多，短期更容易受到許多總體環境、個別因素的變動而造成影響，所以短期因素較難解釋，但若聚焦可持續性角度，綠色債券長期是有機會超越大盤表現。

問題五：您有提到有些綠色債券被進一步作為證券化商品，這樣的作法是否會有風險？

答 覆：在評估證券化債券時，ESG 及綠色主題的考慮過程是相對繁瑣的工作，其中也有許多人工必須執行的部分，因此分析師將對抵押品、借款人、證券化商品等做詳細的基本面分析，所以工作的困難度相對較高。另因較難取得與 ESG 相關的更多資料，因此我們持有的比重不會太高。此外，目前沒有主管機關或信評機構的協助，若屆時能成功與他們配合，將會大大的提升效率，但以目前的條件下是相對困難的。

問題六：JP Morgan 在 ESG 衡量項目中高達 40 項評分項目，這些標準是如何挑選及決定的？

答 覆：這些標準是經過我們長久的分析及經驗決定的，而且我們會定期審查，以確保我們對這些評選標準是感到滿意的。當然，不同產業面對的狀況並不一致，所以在不同產業下，對於每項評選標準的分數權重也會有所不同。舉例而言，例如碳排放對製造業就是一個重點指標，所以分析師對於該產業的淨零目標、碳排放技術等因素就會特別重視。

問題七：請問 JP Morgan 的資產配置團隊，是如何根據市場狀況及投資目標調整資產配置？

答 覆：在建立策略資產配置時通常會考慮投資目標，這涉及長期回報和風險狀況。投資目標還可以包括一定的追蹤誤差彈性，以便經理人表達自由裁量的觀點，不過仍會在一定的限制下進行。而不同策略反映市場觀點變化的頻率和規模有所不同。一般來說，管理者在決定願意承擔多少風險時會權衡不同的經濟狀況。例如，今年一些管理人增加存續期間作為對經濟衰退的對沖，同時他們繼續持有高收益部位或股票以增加收益。如果市場狀況突然發生變化，經理人可以考慮在適當的情況下使用衍生性商品來參與或避免市場價格變動。

問題八：綠色債券與一般債券有什麼差別？例如，綠色債券的收益率是否高於一般債券，或者綠色債券的防禦性是否優於一般債券？

答 覆：綠色債券不同於一般債券，因為它們致力於推動綠色倡議。綠色債券是收益債券(為特定項目融資而發行)，這意味著至少 75%的收益必須分配給一種或多種符合資格的永續項目類型（根據 ICMA 的定義）。綠色債券通常帶有綠色溢價(Greenium)，這是投資者因債券對永續目標的承諾而為債券支付的溢價。綠色溢價可能會根據市場條件和地區差異而有所不同。目前在美國，綠色溢價平均約為 2-5 個基點，而在歐洲，則接近 7-10 個基點。

問題九：最近漂綠是一個大問題嗎？作為資產管理公司，如何避免或如何識別真正的綠色債券？

答 覆：漂綠確實是一個大問題。在不斷成長的市場中，避免漂綠並創造主動報酬(Alpha)需要積極的洞察力。摩根大通基金綠色社會永續債券基金利用既定的全球研究框架和永續投資團隊的專業知識，實現基礎項目的透明度，並減輕與 ESG 標籤債券相關的「綠色」。該基金投資於我們從財務角度認為是良好投資的債券，並且可以明確定義為可持續的，與環境或

社會有益的項目有明確的聯繫。資助項目必須符合 ICMA 定義的永續活動，同時發行人必須有適當的報告架構。

問題十：在聯準會預估軟著陸情境以及明年降息週期啟動的情況下，您對一般投資人的資產配置有何建議？

答 覆：對於一般投資者來說，我會遵循長期投資和持續投資的理念。這是基於 JP Morgan 公開發布的一項研究，該研究表明錯過市場最佳表現的幾天，將錯過巨大投資報酬。雖然聯準會預期軟著陸，但投資者仍必須保持警惕，因為聯準會也在不斷評估市場狀況。要注意的是，不要將聯準會的動態作為決策的主要來源，因為聯準會政策對經濟的影響具有滯後性，這是今年市場面臨的難題。

三、景順投信(Invesco Investment)

(一) 機構簡介：

景順投信為一家經營主動及被動投資之資產管理公司，該公司於 1935 年成立，並在紐約證交所上市交易，股票代碼為 IVZ。其在全球 26 個國家雇用 8,400 多名員工。景順投資於 1962 年進軍亞太區，目前在亞太區共有 13 個辦公室，為 150 多個國家的客戶提供服務，其為全球機構法人及零售投資者管理的資產規模約 1.5 兆美元，涵蓋固定收益、股權投資及另類投資等。

(二) 簡報內容摘要：

景順投信 ESG 團隊分為客戶、研究、代理投票、分析等五個支柱，提供客戶相關資訊、培訓團隊，專研 ESG 產業，執行代理投票作業、並分析 ESG 投資組合等，其中大約有 900 億美元專門用於 ESG 策略，因此 Invesco 除從外部單位購買相關 ESG 的數據外，也擁有自己的 ESG 數據和分析技術，主要使用以下五種工具：

- ESG Intel：是一個自主研發的 ESG 評級工具，從不同來源匯集數據，整合第三方 ESG 資料和 Invesco 實質觀點的研究工具，除提供 ESG 評分外，並提供同質公司間比較及歷史資料比較說明，投資團隊透過此工具得以了解公司的 ESG 概況並將 ESG 風險納入投資決策。

- **ESG Central**：為具有篩選功能的 ESG 投資組合分析平台，將提供投資團隊投資組合層面的 ESG 評分(如淨零排放之遵循)、凸顯投資組合中風險最高的發行人，讓投資團隊可了解各投資組合的機會與風險。
- **Vision**：此工具係在雲端中的投資組合管理平台，協助投資團隊建立資產及負債模擬、投資組合最佳化分析等，強化投資團隊對於投資組合的風險的認識。
- **Focus Intel**：提供 Invesco 所有總持股中 ESG 風險最高的發行人最新名單資料及被視為高風險的原因說明，提供投資團隊是否持續持有高風險資產的決策依據。
- **Proxy Intel**：此平台分享相關代理投票的知識及理由，使 Invesco 能夠有效地履行並作為積極持有者履行代理人的責任。

景順投信認為在未來兩年 ESG 將會是非常重要的領域。五年前，Invesco 只專注於氣候減緩，亦即將二氧化碳從空氣中去除。但現在，Invesco 會認為氣候適應和氣候減緩必須同時思考。氣候適應是指改變流程、結構等以應對實際或預期的氣候影響力及從氣候相關災害中恢復的能力；而氣候減緩變遷是努力減少或防止溫室氣體的排放。過去的目標為 2050 年要實現淨零排放並將升溫控制在攝氏 1.5 度內，但不幸的是，達成此目標的可能性正在變得越來越渺茫。景順投信的作法是加速向發展中國家提供氣候適應融資機會，景順投信預期 ESG 投資會是未來幾十年的投資主流，未來將有大量的資本和機會正在朝這些方向發展。

(三) 問題與答覆：

問題一：不動產投資信託（Real Estate Investment Trust，以下簡稱 REITs）投資適合那些客戶？

答 覆：REITs 具有穩定的租金收益，適合需要有穩定現金流入的中長期投資人。然而，股票型 REITs 波動性較大，故適合納入部分投資組合。

問題二：REITs 與其他資產相關性高嗎？

答 覆：REITs 與其他資產例如股票與債券相關性較低，可做為資產配置的一環，降低投資組合相關性，增加投資效率。

四、柏瑞投資(PineBridge Investment)

(一) 機構簡介：

柏瑞投資為專注主動式投資管理的一家私人資產管理公司，截至 2023 年 9 月底，其在全球共有 25 個辦事處，並僱有 700 多名員工，其中 230 名為投資專業人士。其為全球機構法人及零售投資者管理的資產規模約有 1,552 億美元，其中涵蓋固定收益、股權投資、多重資產及另類投資，並以固定收益型資產（887 億美元）的投資為主，柏瑞投資主要受到來自亞洲資金的青睞（908 億美元）。

(二) 簡報內容摘要：

1. 柏瑞投資之企業社會責任

柏瑞投資有相當明確的組織架構以確保企業責任運行，其中企業責任督導委員會直接向執行長匯報，而企業責任督導委員會又包含多元化、公平和包容委員會、公司責任委員會、ESG 投資委員會及管理委員會等子委員會。

此外，柏瑞投資也參與多項國際倡議及準則，且不僅將這些倡議和準則融入工作，更聯合同業、政府及其他相關利益者一起追求及滿足這些倡議，並在該些領域採取具體行動，以應對全球可持續發展的挑戰。

柏瑞投資對內亦著重其企業社會價值，認為企業的成功建立在員工的基礎上，且觀點的多元性將能帶來思想的多樣性，專注於女性職場發展環境及多元族群議題。舉例而言，一份問卷結果顯示，柏瑞投資全球有 46% 的員工為女性，其中有 32% 的高階領導職位是由女性擔任、高於美國整體企業的 27% 水準，且柏瑞投資的投資專業人員中有 28% 為女性、亦高於全球女性基金經理人 12% 的比例；此外，柏瑞投資在全球設有 25 個據點，且有 48% 的員工會一種以上的語言。

柏瑞投資的責任投資方法主要以三大原則為指引，原則一是落實 ESG 考量，即將 ESG 因子融入所有投資分析，且從開始的盡職調查、到資產選擇、直至投資組合監控皆全程完整考量 ESG。原則二則是專注於 ESG 表現的改善，柏瑞投資認為資產選擇和監控應著重於公司於 ESG 指標的改善上，因為有正向進展才是

重中之重、也是真正推動改變的要素。原則三是積極議和(Embracing active engagement)，如柏瑞投資會積極與標的公司的高階管理層接觸，以深入了解 ESG 議題如何影響該企業的業務及績效表現；同時也會確保其聲音被標的公司聽到及有效理解，一方面是為其客戶負責及代為發聲、二來則是鼓勵標的公司儘可能地改善其 ESG 表現。

2. 固定收益與貨幣政策影響之見解

為什麼各國政府這麼害怕通貨膨脹？因為從古至今，通膨一直是各個朝代和王國被推翻的一項重要因素。舉例來說，1770 年時，美國政府徵收高額的稅，造成了波士頓大屠殺及茶黨事件、1917 的俄國革命、1923 德國高漲的通膨亦催生希特勒政權的誕生。這次各國央行在疫情時間過度釋出資金買債券的情況，造成了通膨高漲，而現在嘗試將通膨降下來，十分地困難。因為先前持續購買債券造成長端利率持續向下，而現在一邊升息又造成短端利率往上拉升。負斜率的殖利率曲線將會對經濟造成影響。

以歷史來看，1980 年代美國通貨膨脹達 15%，當時短率被拉升至超過 20%，通膨才得以逐步放緩。這一次我們預估高通膨及高利率環境將逐步下調，但其時程延長的可能較久。多項消費數據顯示，目前使通膨持續高檔徘徊的除了大宗商品價格以外，另一項重要的因素為美國的消費數據，尤其是服務業的通膨；如果聯準會控制得宜，其通膨數據仍會依循經濟學常識，相似地逐步下調，利率環境亦然。但由於目前政治經濟環境複雜，該進程可能會延長到未來 12 個月。

(三) 問題與答覆：

問題一：請問您提到的淨零排放議合是採取獨行，還是與其他資產管理公司倡議（如氣候行動 100+）合作？另外，您們重新審視企業目標的頻率為何？企業如無法達到標準，什麼程度下會撤資？

答 覆：我們大多直接與公司議合，過程會廣泛地評估，並利用我們所擁有的深厚關係來確保了解公司的立場，進而傳達我們具體的期望。我們所使用

的架構包含很多淨零的共同元素，這也是我們過去專門用於分析公司對於淨零立場的作法。至於撤資，無疑是一個非常重大的決定，我們會從公司的整體去看，而 ESG 是我們會觀察的一個因子，但最終還是取決於投資團隊的決定。

問題二：請您分享一些因議合而改變對碳排放承諾的公司個案，或任何其他影響？

答 覆：我們有跟一間全球的建設公司議合，跟他們溝通碳排放的承諾，重大成果是他們參與了科學基礎碳目標倡議(SBTi)，並設定了一些與我們期望一致的目標，一大優勢是它們是經過外部驗證及審查的。在議合的過程中，公司開始導向淨零排放，逐漸符合我們對他的期望。

問題三：能跟我們分享一些計算基金碳排放量的例子嗎？

答 覆：我們投資組合的計算主要是加權平均碳密度(Weighted Average Carbon Intensity, WACI)，我們會跟計量夥伴合作，收集所有投資企業的範疇一與範疇二的碳排放資訊，盤查覆蓋率期望達到 70%，仍有需要填補的差距。我們會根據企業價值來看碳密度，並衡量公司在投資組合中的佔比。舉例來說，如果一家公司的碳排放量很高，但它的市值在組合中權重較低，結果可能不錯。我們會從投資組合的組成成分去看碳密度數據，然後查看某些公司是否為高貢獻者，並持續追蹤。

問題四：請問在議合的過程中要如何避免觸犯規範？實務上如何運作？

答 覆：在議合的過程中，我們會關注許多不同因子，不同公司間也會有不同的方式，但最重要的還是減碳。碳排放追蹤是困難的，很多公司正在試圖理解碳排放是什麼，所以很難要求企業立即改變，只能期望他們做出承諾，並慢慢達到減碳，這對我們來說比較重要。我們當然不樂見高碳排的企業，我認為議合確實有用，我們要求企業，而企業也努力達成。補充稍早問到的撤資問題，這不是我們的重點，我們的首要任務是讓公司簽署這些淨零排放承諾，以便能夠改善。

問題五：請問您們對於範疇三（Scope 3）的碳排放計算有相關的指引嗎？您覺得我們將面臨什麼機會或挑戰？

答 覆：首先且最重要的是，我們將遵循方法論的建議，這些方法論是由行業專家設計的，並且對數據環境有很好的了解。我認為範疇三的計算是不切實際的，因為多數人不理解，也無法正確計算，很難認定誰屬於特定的範疇三，我們會等有比較明確的指引後才開始執行。

問題六：您們的問卷調查有詢問員工教育背景及服役情形，請問有特殊意涵嗎？

答 覆：我想這些問題在美國尤其常見，退伍軍人的地位在美國很重要，算是標準問題。如果是家裡第一位上大學的人，特別是美國，很可能會打破貧窮的循環，因為上大學能夠改變家庭既有的生活軌跡，後代也更有機會繼續上大學。

問題七：有人說嬰兒潮的一代支撐著美國經濟，您認為在這種情況下，聯準會真的能夠降低通膨嗎？

答 覆：印太多鈔票是不好的，過多的貨幣流通在外會造成一些如 NFT 或迷因股（短期內高度關注而急遽上漲的股票）的亂象，現在聯準會跟歐洲央行只能祈禱通膨下降。此外，烏克蘭為世界各國提供玉米、小麥、種子等這些東西，俄羅斯則有很多能源，供應著整個歐洲，但烏俄戰爭使得這種情況不再發生，東西變得稀缺，這就是問題所在。聯準會所做的一切會因為一些事情而受到阻礙，這就是困難之處。世界瞬息萬變，快到我們不得不認真關注。

問題八：您如何控管殖利率曲線風險？

答 覆：回到 2005 年，當時有 41 個初級市場交易商，只有 5 兆的國庫券；時間快轉到 2023 年，過了將近 20 年，如今的國庫券約為 25 兆。2009 年交易商倒閉，現在只剩 24 個區域性的初級市場交易商在交易這些國庫券，五倍之多的量要在剩餘六成的市場上交易，就會產生流動性問題。20 年期公債殖利率是個例外，其殖利率曲線要比 10 年期或 30 年期來得好，

總而言之，我們在 20 年期公債殖利率上採用套利策略，結果還不錯。

問題九：根據您們現行的投資組合，您建議高配或低配債券市場？

答 覆：我們的投資組合中有將近三成配置在美國國庫券，長天期的美國債券非常具有吸引力，因為利率已經一路升到近 5%，未來沒有太多的向上動能，我們認為將逐漸調降。反映此信念的最佳方式是投資於期間較長的資產，當利率下降時，這些債券的價格會上升，將為整體策略帶來超額報酬；同時，我們也正在評估其他新興市場的投資機會。

問題十：您能分享多元資產策略運用在退休金投資之可能性？

答 覆：退休基金是我們的大投資者，終會投資在如流動性另類投資等資產上。我們喜歡將自己視為傳統資產的分散投資者，我們認為應該投資於股票，才有辦法獲得相對應的報酬。很多投資者的資產配置策略是透過投資於固定收益資產，當他們看到報酬與股票市場有一定的相關性時，會感到非常沮喪；但此策略不會有固定收益般資本保障的回撤保護。我們只做多頭策略，只投資於流動性長期資產類別，故將與市場相關。多元資產策略具有分散化效果，不必承擔像股票投資那樣高的風險，我們傾向多元化投資，我認為我們屬於流動性另類投資，建議投資在股票的配置比重應高於固定收益資產。

伍、高盛集團(Goldman Sachs Group)

(一) 機構簡介：

高盛集團公司是一家總部位於紐約市曼哈頓的美國跨國投資銀行與金融服務公司。高盛集團提供投資管理、證券、資產管理、主經紀商與證券承銷等服務。高盛集團是全球領先的投資銀行和資產管理公司，其收入約 20% 來自於投資銀行業務、45% 來自於自營交易業務、20% 來自於資產管理業務、15% 來自於財富管理和零售金融服務業務。

(二) 簡報內容摘要：

有別於傳統投資方式，例如主要為買進並持有策略，避險基金會將投資人的資金投資到多樣性資產類別中，像是股票、債券、原物料商品或是外匯市場，還有一些創投的投資案或是公司併購投資，也都會有著墨。

我們的宗旨在於提供客戶絕對報酬績效，希望每年都能有獲利；亦有提供能打敗相對應標竿指數的報酬績效；於投資工具上，有極大的彈性，在市況不佳的情況時，可以使用衍生性金融商品以及放空有價證券來彌補空頭市場所帶來的負面衝擊；在資金效率層面上，避險基金可以使用槓桿，能在使用一份資金的限制下，有機會做出兩分資金的投資報酬率。

在高波動時期，避險基金將有較高的機會能提供較優的報酬率以及較低的風險。例如下圖中，在年化報酬率 5%附近的狀況下，避險基金策略所承擔的年化風險是相對較低的。如圖（圖 1）中兩個圓圈所圈起來的部分，分別有總體面投資、相對價值投資、事件驅使投資以及股票避險投資。而 MSCI 世界指數雖然看似有相對一年高出 1%~2%的報酬，但其波動卻是避險基金策略的 2~3 倍。

Hedge Funds May Offer Increased Returns and Better Downside Mitigation in Periods of Higher Volatility

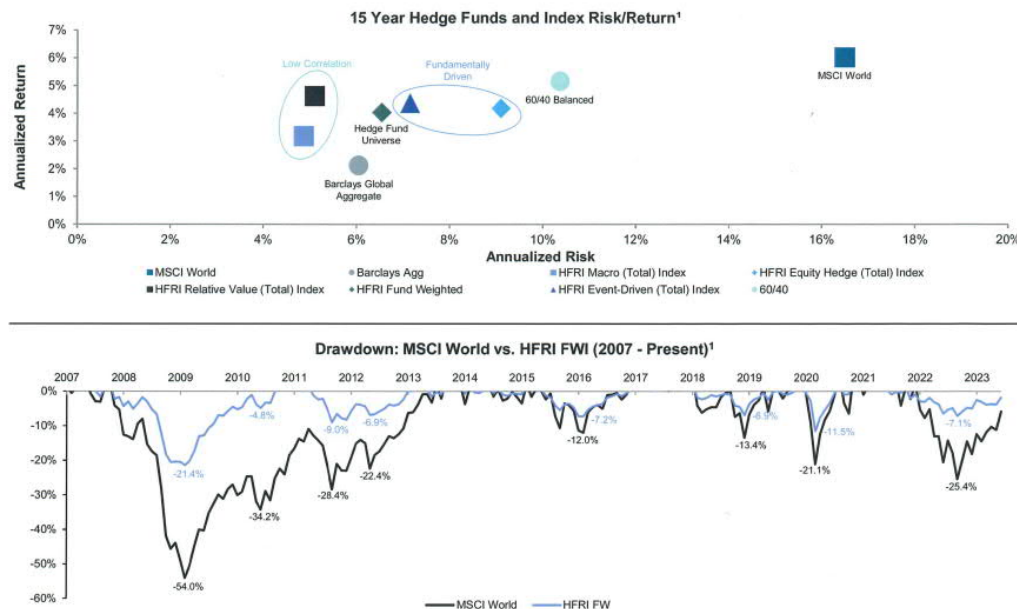


圖 1：避險基金投資優點

資料來源：高盛集團公司

避險基金交易策略種類多元，其投資類型有戰術型投資、多空交易策略投資、事件驅動交易投資、相對價值投資、量化策略以及多重資產投資。

- 戰術型投資：投資團隊將根據蒐集到的市場資訊，並結合團隊內的總體及量化分析來產生投資決策。將直接投資於像是匯率市場、利率市場、原物料商品市場以及股票市場。目標是獲取高報酬，但相對應的風險也是較高，像是市場趨勢與原先預期的趨勢背道而馳。
- 股票 Long/Short 策略：通常就是在某時間裡做多某個族群，且同時空地放空另一個族群，並等待這兩族群間，強弱勢拉開，以達到賺取超額報酬的目標。此交易策略通常不會有系統性風險，但有強弱勢風險。
- 事件驅動投資：當有公司發生經營困難、破產或是併購等不利事件時，這些公司的價值就會被低估，此時投資這些公司的股票或債券來賺取價值被低估到恢復正常狀態期間的利潤。此交易策略通常的風險為公司的信用風險。
- 相對價值投資：當市場出現重大的價格偏離時（例如某股票之投資參與者，單方面出現極端的賣出預期，導致此股票價格出現重大變動，但實質此公司並沒有發生任何重大因素，且也無重大消息的公布），此時進場買入此股票，等待價格收斂至正常水平。此交易策略通常的風險為市場系統性風險，或是波動更加劇的發生導致市場往更極端的方向發展。
- 量化策略：最大的特色為，不做人為的判斷，只根據資訊或經濟數據來做投資決策，除了減少人為決策的因素影響之外，透過大數據或統計也能找到一些平常人為無法觀察到的投資機會。此交易策略通常的風險為陷入量化的陷阱，例如曲線套入（curve fitting）或是過度最佳化（over fitting）。
- 多重策略：綜合多個避險基金策略，以達到分散風險的目的。

高盛集團在過去 20 多年中致力於永續性領導，助力客戶及夥伴達成他們的永續目標。自 2005 年成為美國首批開發環境政策框架的銀行之一；2015 年實現業務和商務旅行的碳中和；2019 年建立了永續金融小組，並宣示到 2030 年的 7500 億美元永續融資承諾；2020 年發布了首份氣候相關財務揭露報（TCFD）；2021 年承諾至 2050 年實現淨零排放等，顯示了高盛在永續性方面的持續承諾及其對抗氣候變化和環境保護的行動。高盛也積極參與全球環境、社會和治理（ESG）監管和報告的準備工作，逐漸從自願報告轉向強制性報告。目前，他們正在採用

自願性聯盟基準報告標準，如永續會計標準委員會（SASB）和氣候相關財務資訊揭露工作小組（TCFD）的指南和規則，來發展其公司的報告體系，並積極與政策和監理利害關係人互動。未來 18-36 個月預計將出現新的永續相關法規，這些新規將推動高盛在永續性揭露、風險管理和業務整合方面的發展，包括強制報告，如歐盟企業永續報導指令（CSRD）和美國證券交易委員會（SEC）提議中的規則。

（三）問題與答覆：

問題一：在做 long/short 策略時，通常有 Mean Reversion 跟 Mean Aversion，請問貴公司的投資信仰是哪一個？

答 覆：通常市場趨勢形成時，短期為 3 天到 1 週，長期為數週到數個月，若是做 Mean Reversion，不容易找到趨勢收斂的反轉點，且容易因為市場的趨勢持續，而導致 Mean Reversion 的投資組合有過大的波動。所以高盛避險基金是比較傾向做 Mean Aversion 的投資策略。

問題二：在做 long/short 策略時，通常是選擇兩個產業類別進行強弱勢交易？還是建構多資產的投資組合？

答 覆：因為只選擇兩個產業進行強弱勢交易，投組績效波動會較大，所以高盛避險基金在建構 long/short 交易策略投組時，通常包含很多資產，像是多空的股票、多空的債券、多空的匯率和多空的原物料商品部位，是一個相當複雜的投資組合。

問題三：考慮到政府及市場對生物多樣性議題的日益關注，包括 TNFD 最近在 9 月發布最終建議，並且知道生物多樣性涵蓋了氣候以外的更廣泛範圍，包括水、廢物、污染、物種多樣性等，想請教高盛在識別生物多樣性風險有何看法？以及對投資策略有何影響？

答 覆：近六個月以來，生物多樣性一直是我們極為關注的議題之一，包括我們如何理解它、行業對它的看法以及我們的相關思考。儘管企業普遍表現出對生物多樣性的強烈關切，並認識到其重要性，但我們發現目前缺乏

明確的數據、要求或框架，以便明確評估相關的風險和安全性。儘管如此，我們已經展開了一些行動。首先，我們已經識別到某些公司的行為與生物多樣性結果之間存在聯繫，例如塑料使用。因此，我們已經與那些大量使用塑料的公司進行了議合，或者通過代理投票的方式鼓勵他們尋找替代方案，並探討如何在供應鏈的各個環節消除塑料的使用，無論是上游還是下游。其次，我們關注土地利用，特別是森林砍伐風險。我們也已經與相關公司展開議合，評估其風險，並決定是否應該投資或撤資以應對這些風險或問題。第三，針對私募市場，我們制定了一項以自然為基礎的策略，包括森林再生。這個策略的優勢在於，我們可以將農地轉化為森林，並出售可持續木材，實現財務回報，提高土地價值。同時，我們可以生產可持續產品，並創建碳信用（carbon credit）。總之，我們理解當前我們可以採取的行動是有限的，但我們將努力將其納入我們的流程中。我們相信，在未來的 2-4 年內，生物多樣性相關的數據將會更加充分，企業將揭露更多信息，相應的框架將會更加完善，人們將更加熟悉這一領域，並且會有更多的進展。

六、聯博資產管理 (Alliance Bernstein Holding)

(一) 機構簡介：

聯博資產管理（以下簡稱聯博）為全球資產管理公司領導品牌之一，1967 年成立於美國紐約，1988 年於紐約證交所上市，2018 年將全球總部從紐約市遷至田納西州納什維爾。聯博營業據點橫跨 27 個國家，遍及於 54 個城市，全球員工人數逾 4,600 人，資產管理規模合計約 6,520 億美元。聯博為全球機構法人、高資產客群及一般零售銷售通路提供多樣化資產管理服務。投資服務項目涵蓋股票、固定收益、多元資產與另類投資。另外，聯博亦為機構投資人提供獨立投資研究、交易與證券經紀服務，並為高資產客群提供私人財富管理之服務。

(二) 簡報內容摘要：

聯博的投資策略包含股票、固定收益與多元資產策略。在股票投資方面，尋求在全球範圍內找到價值被低估的公司；固定收益方面，專注於信用分析和利率環境的變化，尋求提供穩定的收益；多元資產策略則涵蓋全市場的看法，包含追求總回報、風險控管、建構主題式投資組合、退休組合方案、指數投資，著重客戶的投資目標與結果，以達到風險分散和資產配置的目的。

過去一年半美國經濟面臨俄羅斯與烏克蘭戰爭、商品價格上漲、創紀錄的通貨膨脹率、積極的聯準會貨幣政策等多重挑戰，惟儘管面臨這些挑戰，美國經濟展現令人驚訝的韌性，意味著基本經濟結構的強大和適應性。但由於聯準會持續實施緊縮的貨幣政策，預計全球經濟增長將會放緩，惟在不同地區存在些許差異，歐洲(尤其英國)可能會經歷衰退，而美國則預期會實現較為平穩的著陸。預期從今年開始升息循環近尾聲，將會呈現利率斷層。若通膨獲得良好控制且經濟成長穩健，聯準會降息幅度不大；若經濟成長過於降速，則可能降息幅度較大。聯博預測，無論如何，聯準會明年都將阻斷升息。

聯博致力於企業責任投資，承諾以負責任的信念為客戶建構投資方案，除轉型風險評估，考量氣候變化的社會影響，以及生物多樣性對投資的影響，並採取三大支柱落實整合 ESG。

- 作為負責任的公民：著重於環境管理和對員工的關照，並強化公司治理措施。
- 主動式管理策略：將重大 ESG 因子融入投資流程，整合至固定收益和股權投資中。
- 責任投資：打造「具永續相關目標的投資組合(Portfolios with Purpose)」，實現專注於 ESG 的財務目標。

(三) 問題與答覆：

問題一：聯博在永續發展方面的具體策略為何？

答 覆：氣候變遷對投資與金融的影響重大，聯博長期投入氣候研究相關議題，持續完善投資策略及工具，協助投資人掌握投資機會並因應風險；聯博重視氣候變化對投資帶來的風險與機會，因此與哥倫比亞大學氣候學院

合作研究，擬定氣候變遷相關議題的培訓與研究，透過訓練課程及其他教育方式，共同培訓投資團隊和客戶，與全球客戶及外部利害關係人分享氣候變化投資相關知識。

問題二：聯博是否有任何轉型風險相關政策？

答 覆：轉型風險與政策有關，且與投資息息相關，所以必須專注在有較大轉型風險的公司，並了解其如何處理這些風險。聯博與康乃爾大學合作了解何種社會衝擊與氣候變遷有關，不只是被投資的公司，社會也會受到影響，彼此之間亦互相影響。此外，為強化第三方資料庫與各項工具，聯博開發自有研究與合作工具，加強 ESG 與氣候研究，並系統性整合全公司。如 ESIGHT 系統為一擁有豐富 ESG 資訊的知識中心，包括專題研究報告、學術研究、非政府組織報告、永續專家及氣候變遷智庫的文章以及 ESG 評級等。透過 ESIGHT 讓債券與股票等投資團隊可以即時取得及分享 ESG 實務資訊之核心。當投資團隊進行研究或準備參與議合時，可以搜尋歷史紀錄，並依特定議題進行查詢。ESIGHT 亦增強了投資組合的管理與報告，除可以按公司、產業或投資組合評估 ESG 議題外，並與客戶分享相關統計數據、案例及成果。另外 PRISM 系統是一個完全數位化的數據與證券分析平台。藉由 PRISM，分析師可以具比較性且可量化之方式，橫跨不同產業、評級類別及地理區域，發展及分享其對個別發行人的觀點；分析師亦可以透過該系統取得 MSCI 的評分，從多個面向對每一發行人進行評估，利用研究及參與議合觀點以給予特定的 ESG 分數。任何固定收益分析師、投資組合經理或交易員都可以即時取得 PRISM 的 ESG 評分。

七、德意志資產管理(Deutsche Asset Management, DWS)

(一) 機構簡介：

DWS 集團管理著 8,600 億歐元的資產，憑藉 60 多年的經驗，在德國、歐洲、美洲和亞洲享有卓越的聲譽。DWS 被全球客戶認可為跨全方位投資領域的綜合投

資解決方案、穩定性和創新的值得信賴的來源。DWS 希望創新並塑造投資的未來，作為一家企業以及客戶值得信賴的顧問，幫助企業向更永續的未來過渡方面發揮著至關重要的作用。DWS 在世界各地的辦事處擁有約 4,500 名員工，既是在地化團隊，也是一支全球團隊。

(二) 簡報內容摘要：

1. 全球經濟概述

加薩衝突已取代持續 18 個月的俄烏戰爭，成為新的黑天鵝。不確定性增加，市場難以消化。儘管美國和中國第三季的成長都意外上升，但採購經理人指數和信貸供需等領先指標疲軟，這種成長可能是短暫的。短期而言，至少在今年底前，DWS 對股市抱持相當謹慎的態度。而高利率和參差不齊的企業季度數據將影響市場，2024 年工業國家成長仍將低迷，美國經濟軟著陸的可能性上升，但仍可能出現輕微衰退。歐元區經濟成長低迷，在未來一年恐難改變，惟迄今尚未見經濟衰退。同時近期美國和歐元區的通膨數據大幅下降，但由於工資成本較高，勞力密集型服務業的通膨率仍較高。除薪資外，能源價格上漲可能是造成通膨率大幅高於美國央行 2% 目標的重要因素。聯準會和歐洲央行在上次會議上，未進一步升息，意謂本次升息週期的結束，即使聯準會主席在上次新聞發布會上警告稱，如果經濟強勁增長超過潛力，可能有必要進一步升息。

2. 流動性實質資產於永續投資之應用

DWS 特別重視投資標的之信用分析，認為此為資產估值時最不穩定的因素，對投資之成敗影響至鉅，故特別重視，花費不少時間了解投資標的之資產負債表及借貸成本，避免投資信用惡化之標的，透過信用分析增加捕獲上行趨勢及下檔保護空間。

3. DWS 獲得較同業好的績效

主要原因是現金流分析(DCF)做得較同業好，尤其是關於資本支出及貼現率的評估，是真正讓他們表現優於同業之處。DWS 並未詳細說明如何評估貼現率，但表示其評估方式跟投資等級公司債、公債殖利率及信貸市場變動有關。對於權益

證券，則另外透過六大要素(資產負債表、財產、管理、ESG、Thematics、流動性)進行權益估值調整(EVA)。

4. ESG 相關議題

DWS 認為公司的組織及治理結構是為股東創造價值的重要決定因素，故亦重視與財務非直接相關之各種公司治理指標，以及公司對社會及環境的承諾。DWS 評估一家公司是否遵守其 ESG 相關承諾的評估方式，包括從 Bloomberg 等來源提取一些原始數據，並與該公司企業社會責任報告對照，透過公司所揭露之相關運營指標，以及公司各種營運行為對相關承諾之影響，評估該公司對其 ESG 相關承諾之遵守程度。

(三) 問題與答覆：

問題一：請問地緣政治下的美中競爭應對策略？

答 覆：隨著全球主要市場的升息階段步入尾聲，通膨的影響也似乎逐漸受到控制，經濟「軟著陸」成為市場對未來預期的基調。在這樣的氛圍下，地緣政治成為我們要另外關注的焦點，而在其中，「美中關係」無疑是一個重要的影響因素。儘管先前美國總統拜登和中國國家主席習近平進行了久違的對談，但對一個經濟學者而言，實在難以預測這之後的走向。從經濟的角度，我們的確看到中國經濟在對外、對內的結構性挑戰。在「去中國化」的政策下，全球供應鍊的重組，對中國原本對外貿易造成重大的衝擊；中國國內的房地產泡沫化危機、地方債務等問題，也對金融情勢帶來嚴峻的挑戰。我們只能說，兩國的對話當然是好的，但不太可能很快會有共識。正如這次的「拜習會」，拜登一方和對方開啟了會談、並試圖製造友好的氛圍，但在會場之外接受記者提問時，卻又指摘對方是「獨裁者」，這其實可能也有一些選舉政治的考量。我們無法迴避中國做為全球第二大經濟體的事實，正因為這樣，我們也要提醒，從地緣政治的角度來看，並不會只有「美中」的關係，歐洲國家如何看待及管理和中國的關係，也是一個重要的面向。除此之外，這些國家的內部政治因

素(政黨競爭、選舉影響...)，也會左右它們的中國政策。總之，關於中國經濟的前景及其在全球體系中的角色，我們或可以從經濟面的數據來進行評估及預測，但政治因素的重要影響，需要另外的分析。

問題二：DWS 的全球資產證券化商品為何？

答 覆：投資標的評估架構為 DWS 核心專長領域之一。DWS 有超過半世紀的不動產投資商品的操作經驗，並分別在 1993 年及 2004 年，開始美國及全球市場的不動產投資信託投資策略。過去 12 個月的全球交易金額為 93.2 億美元，目前該項資產類別的管理規模已達 861 億美元（圖 2）

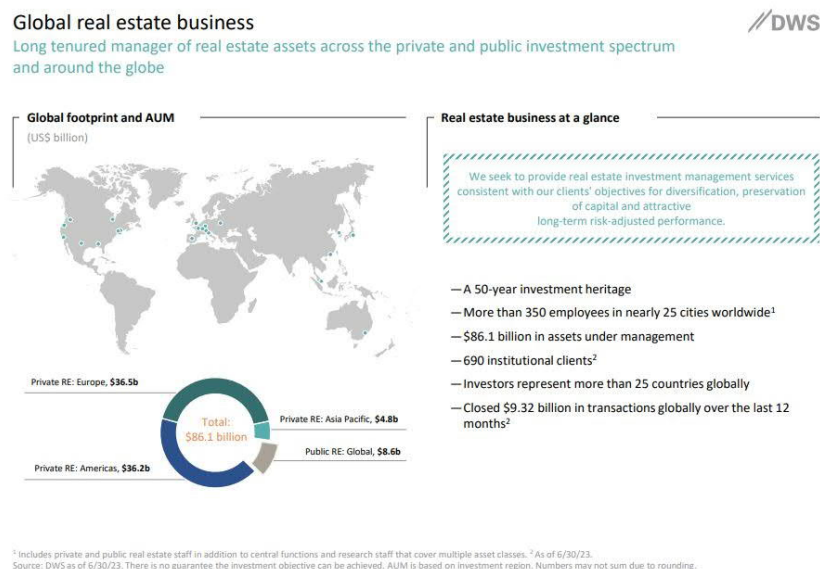


圖 2：DWS 全球不動產證券化商品投資業務

資料來源：DWS 德意志資產管理

八、紐約梅隆銀行(The Bank of New York Mellon)

(一) 機構簡介：

紐約梅隆銀行具有超過 235 年的歷史，是一家以託管、資產管理、清算業務為主的專業性銀行，也是全球最大的託管銀行。截至 2023 年第二季度的總託管資產是 46.9 萬億美元，市場占有率約為 20%，同時為全球第 10 大資產管理公司。致

力於幫助客戶在整個投資生命週期管理和服務其金融資產，2023 年第二季度 AUM 共計 2.4 萬億美元。無論是為機構、企業或個人投資者提供金融服務，紐約梅隆銀行在 35 個國家提供全方位投資和財富管理及投資服務。

(二) 簡報內容摘要：

1. 銀行業務介紹

紐約梅隆銀行不同於傳統商業銀行，已退出零售金融、信用卡業務市場，甚至存貸業務的淨利息收入僅占 19%。其擁有三個業務部門：證券服務、市場和財富服務，以及投資與財富管理；在整個投資生命週期提供全面的能力和深厚的專業知識，使公司能夠為買方和賣方市場提供解決方案，同時服務市場參與者以及全球領先的機構和財富管理客戶。從業務結構來看，公司營收主要來自投資服務（Investment Services）和投資管理（Investment and Wealth Management）：投資服務包括資產託管、清算與結算、存託憑證、法人信託、國際支付、流動性管理、抵押品管理等；投資管理包括資產管理和財富管理。從 2020 年公司的公開數據來看，手續費收入中，投資服務與投資管理分別共計 90 億美元與 37 億美元、分別占比達 71%與 29%，由此可見其獲利主要來自中間手續費收入，與商業銀行賺取利差模式大相逕庭。更具獨特性的的是，紐約梅隆銀行目前為美國債券的唯一結算銀行，每天約須清算約 12 萬億美元的美國公債，同時也是券商交易第一大的清算行、全球最大的存託憑證服務提供商。紐約梅隆銀行以多元化手續費收入為主的輕資本運營模式，使公司能夠在經濟周期、利率周期波動中保持韌性較強的收益；同時以託管和資金管理為核心的全方位金融服務體系，為客戶提供一站式金融服務解決方案，有效的交叉銷售與業務合作，有助於提升客戶綜合金融貢獻、增強客戶黏著度。

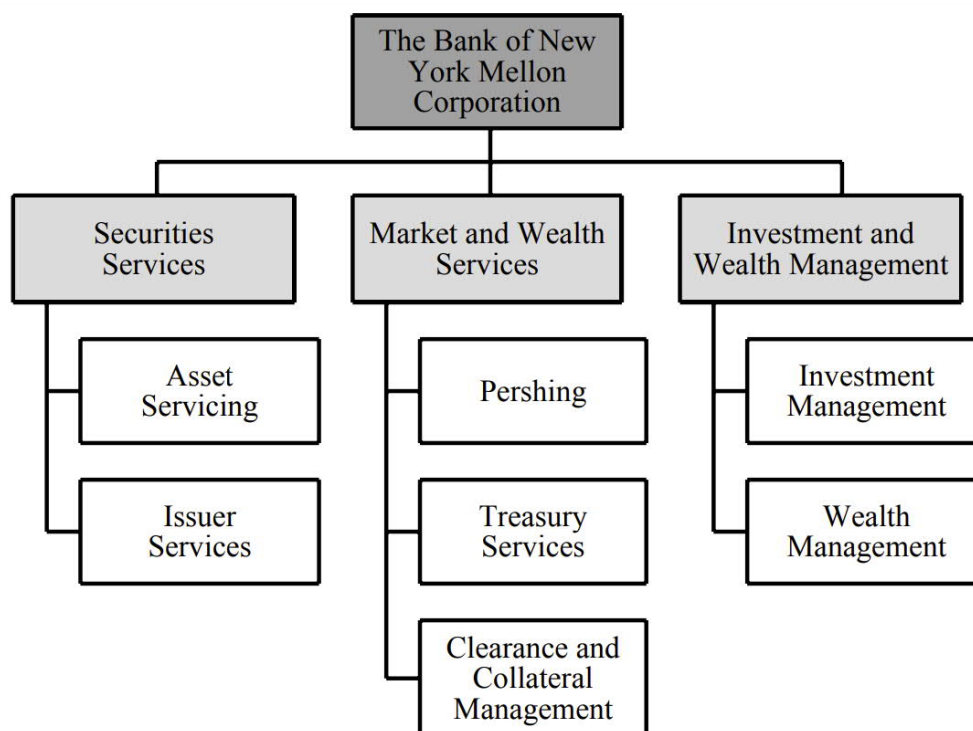


圖 3：紐約梅隆銀行業務架構圖

資料來源：BNY Mellon 紐約梅隆銀行

2. COVID 疫情後的金融產業數位轉型

身為一家成立近 240 年的全球銀行，紐約梅隆在數位資產創新上提供客戶許多卓越價值的服務體驗，而現在正是不斷建立重要里程碑的時刻；像是在 2021 年投資 Fireblocks (數位資產技術供應商)、參與 Grayscale Bitcoin Trust (美國最大的比特幣信託基金)、在 2022 年和 Circle 合作並為 USDC (USD Coin) 提供儲備、參與 Chainalysis 及 Talos 投融資活動，以及在 2022 年 6 月成為美國首家推出數位資產託管平台、可以在區塊鏈上執行安全託管比特幣及以太幣的銀行。紐約梅隆銀行持續致力於創建一個完整的數位資產平台，不僅是我們常聽到的比特幣或是以太幣，而是整合所有傳統資產及數位資產，提供一個更加完整的現代化資產系統，以滿足客戶在不同階段的所有需求。從傳統的角度來看，數位資產整合平台實際上提供了客戶結算資金的服務，同時用更科技的方法串聯其數位資產，而比特幣及以太幣的託管平台只是第一步而已。由於紐約梅隆觸及全球大約 20% 的資產，可以說是市場上最大的參與者之一。想要把傳統

及數位相互串連起來，首先最重要的是專業技術，以及傾聽客戶的聲音。在開始建立任何金融商品服務以前，首要是傾聽客戶的聲音、了解客戶的需求及痛點，如此才能夠構建真正符合市場需求的產品，例如在加密貨幣方面，如果被他人獲取密鑰等於被盜取資產，因此資安是最令人擔心，也是最重要的任務。也正因為紐約梅隆是一家具有全球重要性的銀行，擁有一流的專業監管技術，能夠確保提供更有安全保障的服務。從市場規模來看，目前加密市場資產約 1 萬億美元，比特幣和以太幣約占其中的 60%，客戶可投資資產約為 6,000 億美元，相對於全球市場而言是相當小的，但紐約梅隆真正想要做的，是對現有資產進行代幣化。有別於傳統市場的資本交易需要 t+1、t+2、或甚至 t+3 的結算時間，在數位市場的資產交易是即時的，且一切交易流程都會被記錄在公帳或私帳本上，對於所有有權進入公共鏈或私人鏈的人都可以查閱。現今大多數的資產交易僅能在一周的 5 個工作天內進行，再加上結算日的延遲，使得傳統資產無法更有效的被轉移；透過代幣化證券、代幣化資產，客戶將擁有一個全年無休且流動不間斷的交易市場，無論發生任何事都可以隨時調動資產，包括抵押品，這點在傳統金融中這是非常難以做到的。因此代幣化對債券、基金和股票市場存在著巨大的機會，使整個資產系統變得更加高效，資產轉移更快速。

3. 總體經濟現況

市場仍可能維持利率在高檔水準更長一段時間，量化緊縮似乎會延續 2022 年升息循環到 2023 年，如此快速的升息步伐歷史罕見，也因此影響了美國經濟，儘管今年總體經濟表現出韌性，許多經濟數據超出了市場預期，這種市場韌性導致人們對於經濟軟著陸的前景樂觀。然而通膨降溫，加上經濟成長放緩，可能會使利率會一段時間保持不變或是維持在相對高檔較長一段時間。聯準會也將 2024 年 GDP 成長預測從 1.1% 上調至 1.5%，聯準會的報告中也強調美國經濟具有韌性，此外也可以從美國的信貸市場看出市場上保持極強的恢復力。

4. 危機後的銀行現況

當矽谷銀行和 Signature 銀行倒閉，恐慌籠罩了整個銀行業。美股 KBW 銀行

指數自 3 月大幅跳水後，暫時維持穩定走勢，但年度至今，銀行指數仍下降了 17%；到目前為止，銀行報告中顯示，存款總額較去年同業平均下降；利率的波動，也拖垮整體銀行業 AOCI 的配置(AOCI 即帳列其他綜合損益的債券部位，其未實現損益為資負債表中股東權益調整項)， AOCI 季變化占風險性資產(RWA) 的減降比例越來越高，代表銀行可能為了避免因利率波動影響淨值，可能會選擇配置在持有至到期 HTM (以攤銷後成本入帳) 的帳列會計科目(註:IFRS 會計準則)，因其不會反映評價損失在資產負債表上，但這樣的配置連帶影響資產的流動性。和其他信託業者相比，例如 State Street 與 Northern Trust，其 HTM 債券部位占 50% 以上，紐約梅隆銀行仍堅持控管對於 HTM 的比重，故在投資組合配置上有配置較多高品質流動性資產，例如現金部位以及備供出售部位，具流動性，相較於同業，在 CET1 資本比率及槓桿比率都有不錯的表現。(前述為 Basel 資本適足比率)

(三) 問題與答覆：

問題一：目前美國金融當局似乎沒有在短期內推出央行數位貨幣的打算，請問您在報告中提及的一些數位資產平台運用要如何實現？

答 覆：目前確實還沒有央行數位貨幣的發行，但目前有 USDC 或是存款證明貨幣，可以暫時取代央行數位貨幣的角色。

問題二：區塊鏈技術原本的初衷是去中心化，但目前提到的平台應用卻是中心化的，是不是和當初區塊鏈技術的核心精神有所牴觸？

答 覆：確實，當中本聰(比特幣之父)在推出比特幣以及區塊鏈相關技術時的確抱持著去中心化以及去銀行化的創客精神。但實務運作時我們發現，完全的去中心化反而存在不少弊端以及效率低下的情況，因此，作為全球最大的託管銀行，紐約梅隆銀行的願景是建構平台，將被代幣化的資產提供數位資產托管，做到資產應用及管理效益最大化，實現資產流通；並且透過紐約梅隆提供的資金來實現現金轉移，將使資產間的流動變得

更加有效率，真正釋放資產的市場潛力。

問題三：一直以來各方訊息都警告要小心商用不動產市場，您對商用不動產的市場看法為何？

答 覆：依據歷史經驗，商用不動產的景氣循環週期比較長，雖然歷經 COVID 衝擊使得整體市場相對表現不佳，但以長線來看仍值得投資，此外，CMBS 的結構常由多個信用層級(Tranche)組成，本行通常投資優先順位的 CMBS，風險可控且收益率頗豐。

問題四：貴行在 SVB 衝擊市場後採取哪些措施？

答 覆：疫情期間銀行其實現金滿手，許多爛頭寸根本貸放不出去，許多銀行因此放下戒心大量的做額外的投資；但是本行對於 1990 年代那種升息 200 基點的歷史情境一直保持警覺，並為了此種情境保持準備，此外本行也對 HTM 的比重控管得相當嚴謹，在投資組合配置上有配置較高品質流動性資產，因此能夠撐過 2023 年初那一段銀行業流動性緊張的時期，甚至還能幫助許多同業度過難關，因此與其說是 SVB 事件後採取哪些措施保住本行營運穩定，倒過來應該是本行的事前控管一直按部就班進行。

參、心得與建議：

職已於財務處理財組服務數年，期間負責現匯及遠期外匯業務，深感匯率波動劇烈，而新臺幣對美元走勢與國際金融情勢息息相關，每天必須閱讀大量財經資訊，才能明白當中之因果關係及後續因應。感謝長官核准此紐約實習參訪行程，也感謝同仁於實習期間協助代理業務，藉由本次實習，提出幾點心得與建議事項如下：

一、持續關注金融情勢變化、利率及匯率走勢

實習期間各大資產管理機構分析當前經濟情勢、地緣政治、中美貿易衝突等事件，皆影響利率及匯率等走勢，影響本公司美元融資、美元定存、遠期外匯及現匯執行時點的選擇，進而牽動本公司外幣資金調度成本。

利率方面攸關本公司美元融資、美元定存、公司債發行時點的選擇等，影響資金

調度及投資人投標本公司債券的意願。當預期利率下跌，投資人投資意願不高，可能呈現觀望狀態。特別是今年美國處於高利率狀態，市場預期明年聯準會至少降息 3 碼，然台灣過去因為升息幅度不大，估計當美國聯準會如市場預期調降利率時，台灣中央銀行維持利率不動的可能性較高。匯率方面則攸關本公司美元需求、美元收入、國外投資專案計畫、購買油氣權益等，影響本公司外匯損益、投資成本及收益率評估，當新臺幣對美元匯率走貶時，會造成公司匯兌損失。推估新臺幣在美國聯準會升息循環告終後，會逐漸走強；但因美元利率仍維持高檔，台美利差不小，因此美元可獲一定支撐，新臺幣升值空間有限。未來應多加觀察利率、匯率走勢，緊盯著市場變動，持續注意市場脈動、謹慎評估美元指數走弱對相關金融市場影響，並適當分散風險。

二、永續投資或將成為主流

本次參訪多間金融機構，大多已將環境、社會和治理（ESG）等精神及準則納入投資決策過程，永續投資的概念逐漸成為投資界的主流。越來越多的投資者認識到，將 ESG 考慮納入投資決策可以降低風險、提高長期價值，同時也有助於實現全球可持續發展的目標。許多機構和企業也積極推動永續投資，以促進可持續和負責任的商業實踐，相較於傳統投資觀察財務報表數據，責任投資、永續投資更重視企業能改善並創造可持續性的商業模式，為社會、企業投資者創造投資價值。當前，能源轉型已成為全球經濟的重要議題，而本公司作為台灣能源領域的主要提供者，正積極參與並推動能源轉型的相關工作，投資人也相當關心本公司的轉型發展，期盼公司轉型開創新局的同時，也能獲得更多資金的青睞。

三、增進與金融相關人員交流機會，拓展業務往來人脈

本次參訪歷經 4 年疫情遲遲無法成行，有幸在今年疫情解封，終於能夠成往紐約與各大投資機構進行面對面交流，吸收最新金融情勢。而這次參加人數十分踴躍，共計 43 人報名，其中涵蓋政府機構周邊單位(如證券交易所、期貨交易所、證券櫃檯買賣中心、臺灣集中保管結算所)、投信投顧業者(如國泰投信、野村投信、永豐投信、安聯投信，以及金融機構(如合作金庫、第一銀行)，負責之工作

內容包括投資決策、市場研究、市場行銷、外匯及衍生性金融商品等金融相關專業，透過第一階段約為 2 個月的國內課程和第二階段為期 12 天的海外參訪，團隊成員得以深入的互動與交流。這段時間不僅讓成員有機會互相切磋並深入研習相關課程，更重要的是，透過這互動的機會，更熟悉彼此的工作內容以及與本公司業務的關聯性，未來若有相關的業務諮詢需求，將可取得不同金融機構之專業協助，相信對本公司財務相關業務的推動會更加順利。