

出國報告（出國類別：實習）

參加證基會舉辦之
「2024 資產管理 ALPHA⁺培訓計畫」
第二階段海外研習
英國倫敦資產管理海外研習團

服務機關：中央銀行

姓名職稱：王偉徵二等專員

曾虹瑋三等專員

研習期間：113年11月2日至13日

報告日期：114年2月8日

目 次

壹、 前言.....	3
貳、 全球總體經濟情勢及金融資產配置建議.....	5
一、 全球經濟成長放緩.....	5
二、 通膨壓力持續，抑制寬鬆貨幣政策空間.....	5
三、 當前高利率、高風險下的資產配置建議.....	6
參、 永續投資之現況及未來趨勢.....	9
一、 ESG 於投資決策流程中重要性日益提升.....	9
二、 全球可持續性投資短期可能受事件影響，惟長期趨勢不變.....	10
三、 相關金融商品市場投資趨勢不盡相同.....	11
四、 現行面臨挑戰.....	15
五、 未來發展趨勢.....	17
肆、 另類投資.....	18
一、 基礎設施.....	18
二、 不動產.....	19
三、 避險基金.....	25
四、 私募市場（私募股權、私募債券、私募貸款）.....	26
五、 總報酬交換.....	28
伍、 心得與建議.....	31
一、 研習心得.....	31
二、 建議事項.....	33
參考資料.....	35

壹、前言

本次參加財團法人證券暨期貨市場發展基金會舉辦之「2024 資產管理 ALPHA+培訓計畫」第二階段海外培訓-英國倫敦資產管理研習營，研習課程為期 12 天（2024 年 11 月 2 日至 11 月 13 日），除拜訪金管會倫敦辦事處及歐洲復興開發銀行，了解我國與國際機構推動國際金融合作之情形外，亦參訪英國滙豐集團、巴克萊銀行、貝萊德資產管理、摩根大通資產管理、保德信全球投資管理、施羅德投資、安本資產管理及 M&G 等多家重要金融機構，參加學員共計 43 位。

本次交流重點探討當前金融市場關鍵議題，內容涵蓋資產配置策略、另類投資組合及風險管理機制。會中特別著重討論人工智慧在金融領域之創新應用，並深入分析在高利率環境下投資策略如何動態調整及永續金融發展趨勢等議題。

針對推展我國之國際金融合作戰略，金管會提出建議方向，首先，為因應英國脫歐後歐洲政經格局重組，德國及法國之影響力日益提升，宜考慮多深耕該等國家。同時，應深化與歐洲央行（ECB）、國際清算銀行（BIS）及歐洲證券及市場管理局（ESMA）等重要監理機構的交流；其次，在與歐洲復興開發銀行（EBRD）的合作方面，台灣目前主要採取策略性資金投入模式，未來可透過優先選擇台灣具有產業優勢的領域，如資訊科技，以期透過跨國合作達到最大綜效。

在總體經濟方面，各金融機構普遍關注全球經濟成長放緩、通膨壓力持續、殖利率走升對世界經濟及金融市場之影響。多家機構指出，在當前金融市場波動加劇之環境下，投資人需審慎因應風險，各機構均強調多元化配置、價值投資與主動管理之重要性。

在永續投資方面，多家機構表示預期 ESG 發展趨勢仍將持續。Schroders 特別強調在投資決策流程納入企業 ESG 表現評估之重要性。M&G 投資管理則介紹了其永續投資架構，說明如何將 ESG 納入投資分析流程，並展示了具體的永續投資商品設計案例。此外，BlackRock 也分享其在氣候變遷相關投資的佈局策略及如何將 ESG 風險納入整體投資組合管理流程。最後，亦有多家機構提及影響力投資之重要性，相較於 ESG 投資的不同，影響力投資在於主動發掘環境及社會問題，並透過積極投資可協助解決相關問題的企業，如 M&G 即投資可以減少建築碳排放的企業及投資印尼銀行實現普惠金融。

在資產配置部分，除傳統股票及債券配置，Abrdn、JP Morgan 和 HSBC 等機構均強調另類投資（Alternative Investments）對於分散投資組合風險和提升整體投資報酬的重要性，特別是在通膨上升及經濟表現不佳導致股債均跌的情境下，另類投資仍可望提供正報酬。

展望未來，仍須持續關注全球經濟金融情勢、深化永續金融發展及多元化投資需求等面向，因應國際金融發展趨勢，主管機關適時調整相關政策，以提升我國金融市場之國際競爭力。

本報告第壹節為前言；第貳節說明全球總體經濟情勢及金融資產配置建議；第參節說明永續投資現況及未來趨勢；第肆節說明另類資產；第伍節為心得與建議。

貳、全球總體經濟情勢及金融資產配置建議

一、全球經濟成長放緩

(一)美國經濟仍具韌性

美國經濟成長動能在高利率環境中逐漸放緩，惟因就業市場仍有支撐，經濟成長仍保持一定的韌性，不會出現大規模的經濟衰退。雖先前勞動市場一度顯現疲軟跡象，如人員流動減少、招聘趨緩（但未大規模裁員），惟美國失業率上升，除因部分來自颶風和罷工的影響，尚包括近年大量勞動力湧入美國，勞動力市場無法快速吸納，而這些大量的勞動力，有望緩解薪資上漲情形，目前美國失業率穩定在低位，且消費動能仍強勁。

(二)歐洲及中國大陸經濟較疲弱

歐洲經濟備受挑戰，包括能源成本居高不下、中國大陸的競爭壓力（如汽車及再生能源產業）以及氣候轉型政策。德國等製造業大國特別受到影響，其出口需求因全球經濟成長放緩和中國大陸需求減弱而下降。

中國大陸經濟面臨內需不足，房地產市場持續低迷，政府雖推出激勵政策，但因缺乏需求，政策效果有限。為因應美國加徵的關稅壓力，中國大陸可能會推出更強勁的需求面激勵政策。

二、通膨壓力持續，抑制寬鬆貨幣政策空間

儘管全球通膨率已自 2022 年高峰回落，但預期未來幾年依然頑固，惟在主要國家審慎調控利率下，亦不致大幅失控。

美國川普總統擴張性財政政策及對進口商品加徵關稅，或可能帶動通膨，進而限縮 Fed 調降利率的空間。惟因川普政策變動反覆，實際執行力道或影響，仍須看貿易對手反應及川普總統實際實施的措施與力道。

三、當前高利率、高風險下的資產配置建議

(一)高利率並非絕對壞事，只要經濟成長，股債仍可享有正報酬

美國利率目前處於高位，市場普遍預期 Fed 可能會逐步降息，但力度可能較小，尤其在美國川普總統執政後，市場擔憂川普擴張性財政政策及加徵關稅，或可能帶動通膨，進而限縮 Fed 調降利率的空間。

然而，利率上升並非絕對壞事，需要考量其背後的驅動因素。如果利率上升是因經濟成長良好，這對投資者而言是正面訊號，如 1990 年代美國經濟成長，雖利率上升，惟股市和債券均享有正報酬，1990 年代公債殖利率約 7%，股票年報酬高達 15.5%；反之，如果利率上升是由於通貨膨脹或財政赤字擴大引起，就可能導致資產價格下跌。

(二)利率上升對不同金融資產之影響

在高利率環境中，投資者傾向持有未來收益穩定的價值股，或是立即產生現金流、當下受益的產業，如銀行股在此波高利率中，賺取較高的利差，帶動銀行股表現。

投資者投資成長型股票是買未來的獲利，若未來收益風險較高，折現率越高，投資者願意付出的價格就越低，所以利率高時，成長型股票會相對受壓抑。例如，在 2022 年多數央行啟動升息以來，小型股（Small Cap）並不具吸引力，主要是由於高利率環境下，許多中小企業未盈利且借貸成本高昂。此外，這些公司往往在經濟循環後期表現不佳，加上當前市場認為利率調降空間有限，因而不利於小型股的表現。

債券方面，隨利率上升，價格會下跌，但高殖利率對於多元資產配置者來說仍具吸引力，因為債券能在經濟衰退或市場動盪

時提供穩定的收益和避險功能。

(三)市場目前判定為經濟軟著陸，惟為因應不確定性，建議投資者宜考慮更廣泛的多元化資產

1. 透過債券部位因應經濟衰退風險

M&G 建議可提高公債部位的存續期間 (Duration)，因其殖利率處相對高點 (以美國 10 年期公債說明如圖 1)，預計在貨幣仍緊縮下，通膨上升空間有限，且可望在經濟衰退時，產生資本利得。因此，以風險報酬比來看，政府公債相較具有吸引力。

圖 1 美國 10 年期公債走勢及評價區間



說明：藉由先判斷每種資產的公允價值 (Fair Value)，以決定何時該維持、增持 (overweight) 或減持 (underweight)。以 10 年期政府公債而言，過往美國實質 GDP 成長率平均約 2%，通膨約 2%，合計大概就是 4% 左右，現在 10 年期美債殖利率約 4.5%，看起來已經接近歷史上的「中性估值」。
資料來源：M&G

而在投資等級債券部分，目前信用貼水處於歷史低點 (圖 2)，意謂市場持有信用風險報酬有限，高收益債 (High Yield) 信用利差亦處歷史低點 (圖 3)，似乎也被定價為「不會有違約風險」。M&G 認為未來不確定性仍在，所以減少持有高收益債。

圖 2 全球投資等級公司債利差



資料來源：M&G

圖 3 美國及歐洲 BBB 等級公司債利差

BBB corporate bond spreads: US vs Europe
European corporate bonds are currently cheaper than US

Past performance is not a guide to future performance

USD BBB corporate bond spreads (bps)



EUR BBB corporate bond spreads (bps)



資料來源：M&G

債券投資組合存續期間管理時，如遇利率明顯變動，M&G 主要透過期貨或利率交換（Interest Rate Swaps）快速調整整體部位，無需在現貨市場賣出債券，因容易產生資本利得減少或損失。

2. 透過另類資產提供資產保值（詳細介紹請參考第肆節）

相較於股票及債券等傳統金融資產，另類資產在高波動性環境時，仍可望提供正報酬¹（雖非絕對），但因其和股債的低相關性，仍可望為投資組合降低風險及提高報酬。

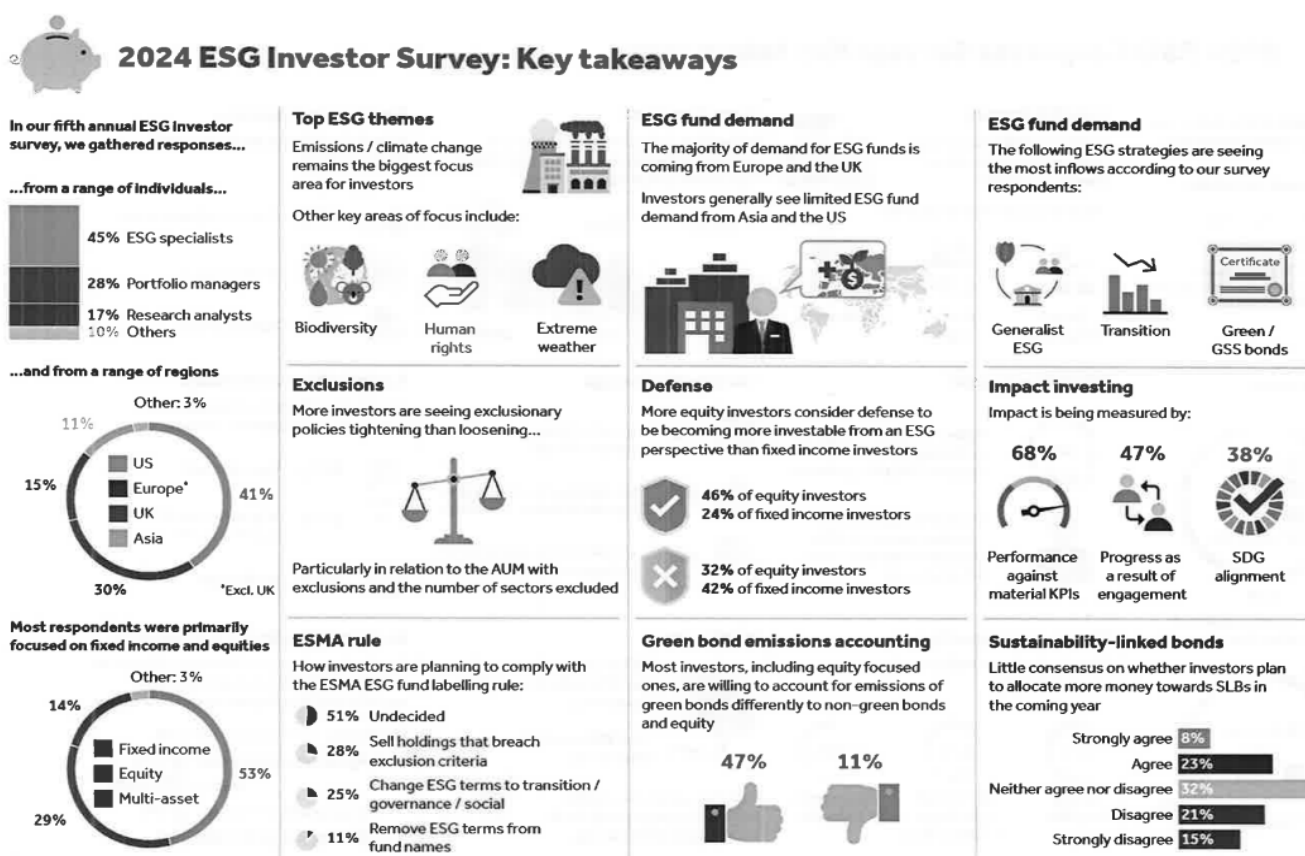
¹ 2022 年全球公債-22%、全球股票-7%，但部分私人市場、房地產、實體資產卻是正報酬。

參、永續投資之現況及未來趨勢

一、ESG 於投資決策流程中重要性日益提升

依據巴克萊銀行 (Barclays) 最新發布的 2024 年 ESG 投資者調查結果顯示(如圖 4)，氣候變遷及溫室氣體排放仍為目前投資人之首要關注焦點，其中尤以固定收益綠色債券及永續相關股票最受市場歡迎，反映 ESG 影響力投資在全球資本市場扮演愈趨關鍵的角色。另巴克萊銀行指出，歐洲和英國對 ESG 基金的投資需求呈現穩步增長趨勢，同時亦發現隨著投資人對 ESG 投資之認知不斷提升，將更傾向支持低碳排產業及氣候解決方案相關標的。

圖 4 巴克萊銀行 2024 年 ESG 投資者調查報告



資料來源：Barclays

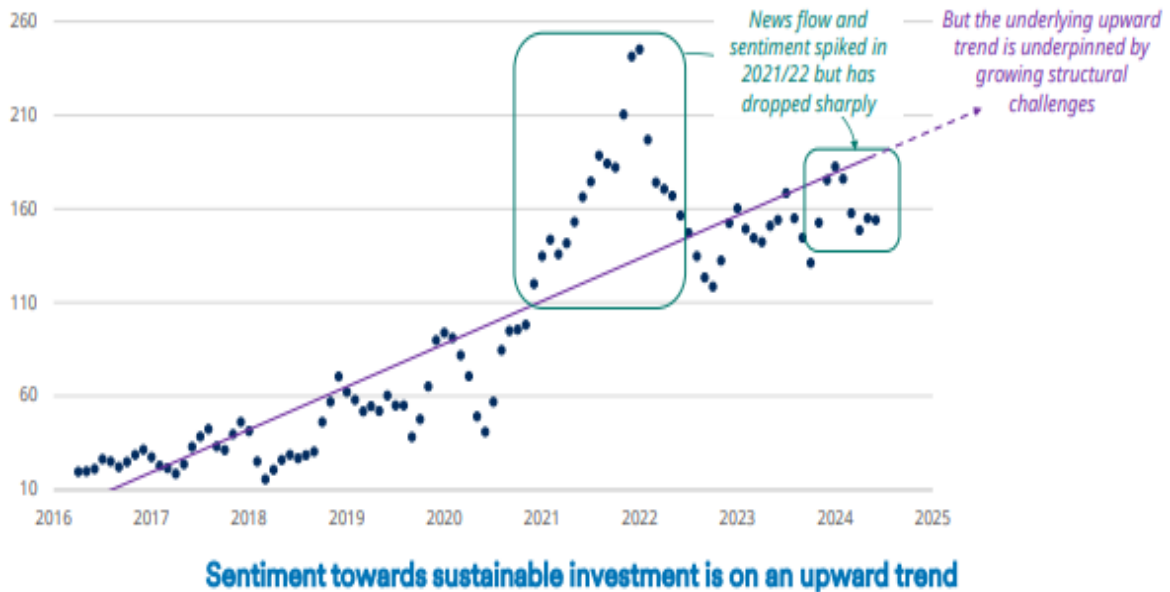
歐盟永續金融規範（ Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR）已於 2021 年 3 月 10 日實施，主要目標為提升 ESG 金融產品的資訊透明度，幫助投資人清楚掌握商品的永續表現。此規範成功引導資金流向符合 Article 8（以促進環境、社會或公司治理等特質為產品之投資重點）及 Article 9（以永續投資為目標）標準之基金，並進一步促使投資聚焦於低碳排基金、氣候解決方案基金，以及 GSS（Green, Social, and Sustainability）基金。另為因應氣候變遷，歐盟推出「碳邊境調整機制」(CBAM)，主要針對進口至歐盟之高碳排產品進行碳定價，涵蓋範圍包括水泥、鋼鐵、鋁、化肥、電力和氫氣等產業。根據規定，進口商必須依據產品的碳排放量購買對應之碳排放配額，並與歐盟內部碳排放交易體系相互銜接，將於 2026 年正式上路實施。

隨著上述法規逐步生效，金融機構將 ESG 納入投資流程除能符合國際監理趨勢，並可於投資時有效識別被投資企業之氣候變遷、環境汙染等風險，同時有助於掌握再生能源、綠色科技等新興商機，以及回應市場對投資人對永續投資金融商品日漸殷切之需求。

二、全球可持續性投資短期可能受事件影響，惟長期趨勢不變

如圖 5，近年來，市場對可持續投資情緒變動劇烈，如 2021-2022 年市場暴漲已出現略為泡沫之跡象，其後市場氣氛轉變，市場快速下降轉趨平淡。即便如此，市場對可持續性投資興趣和需求長期仍處成長趨勢。

圖 5 新聞對可持續性投資之趨勢影響



資料來源：Schroders

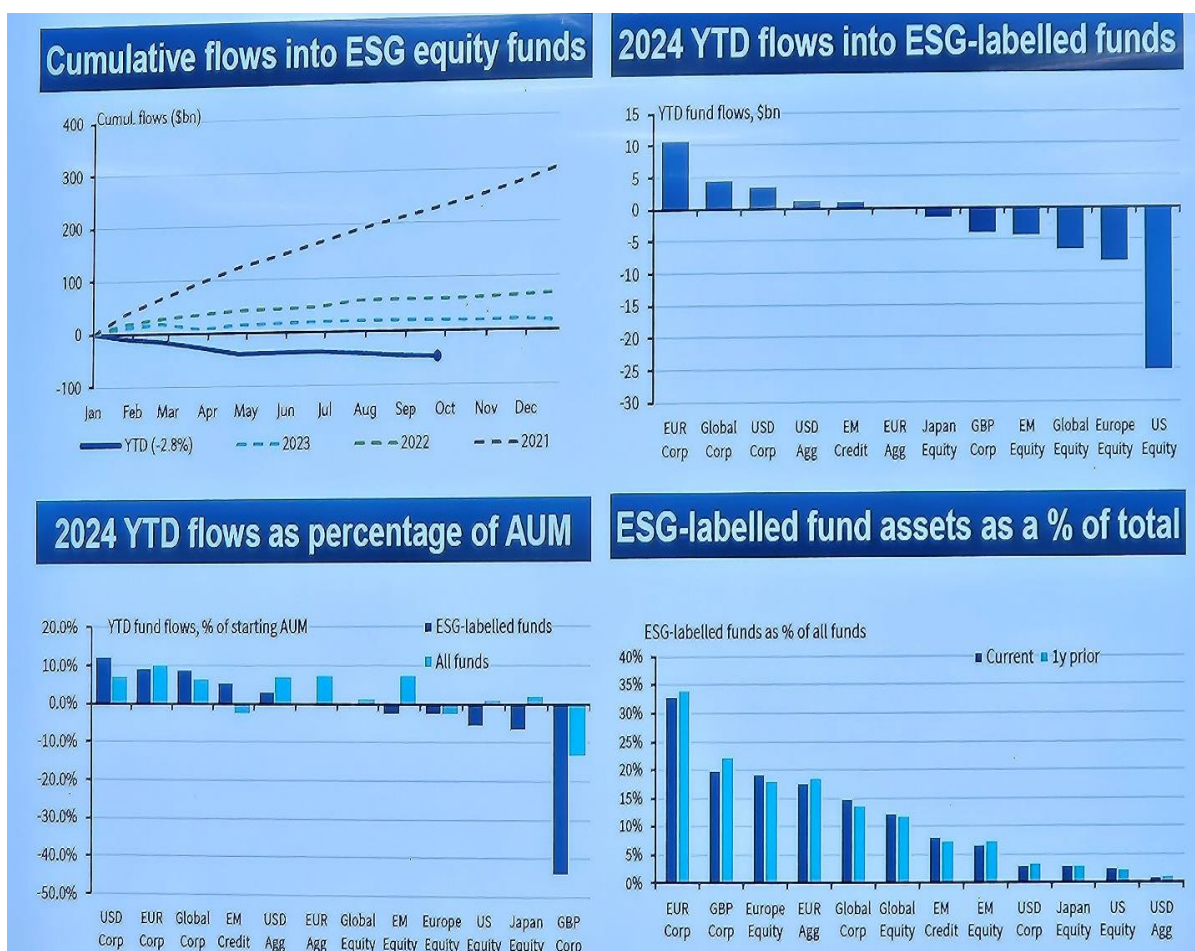
三、相關金融商品市場投資趨勢不盡相同

(一)ESG 基金

1. 股票型

- (1) 股票型 ESG 基金自 2021 年連續 3 年資金淨流入後，2024 年首度出現資金淨流出，主要受到美國股票基金表現不佳之影響所致（圖 6）。
- (2) 截至 2024 年 11 月之區域發展情形，資金流入 ESG 標籤基金（ ESG-Labelled Funds ）流入以歐洲企業最高，達等值 10 億美元最多；2024 年 1 至 11 月資金流入 ESG 基金佔整體資金資產管理規模之比重則以流入美國企業之占比最大，達 10%（圖 6）。

圖 6 2024 年 ESG 基金市場表現情形



資料來源：Barclays

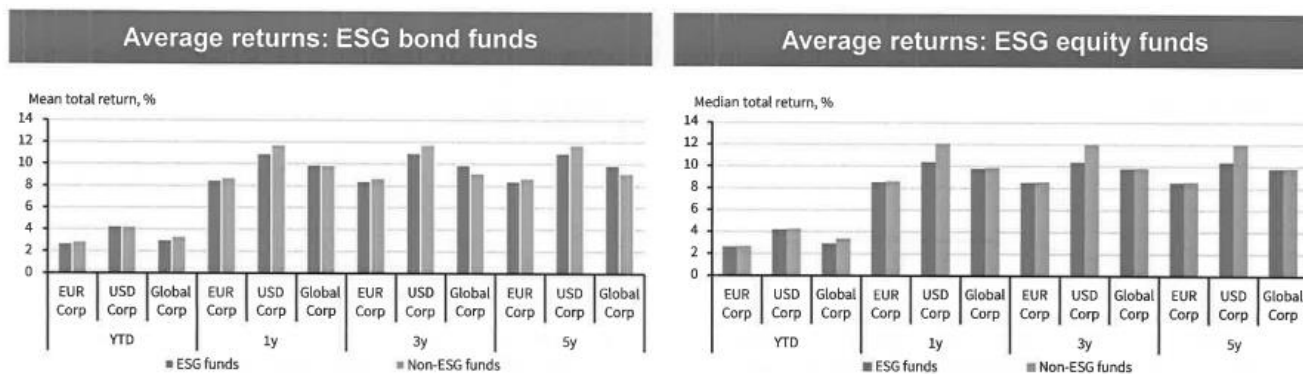
2. 債券型

2024 年流入 ESG 債券型基金之累計資金呈現持續成長，僅次於歷史高峰的 2021 年，係因受惠於歐洲企業債和全球企業債之強勁需求，持續吸引資金流入。根據巴克萊銀行統計截至 2024 年 1 月至 10 月，ESG 基金的資金流入總額已達 400 億美元，主要流向美國、歐洲企業及全球 ESG 債券等類型的資產。

- 以 ESG 股票型與債券型基金二者於 2024 年績效表現（圖 7）觀察，ESG 債券型基金之表現略優於 ESG 股票型基金，其主因為 ESG 股票型基金受市場波動與選股限制所影響，偏好成長股之投資策略，爰較依賴對未來盈利增長的預期，而在市場不穩定

成長股營運表現未能比預期更佳之情況下，ESG 股票型績效則容易隨之受限。

圖 7 ESG 債券型基金與股票型基金之平均報酬



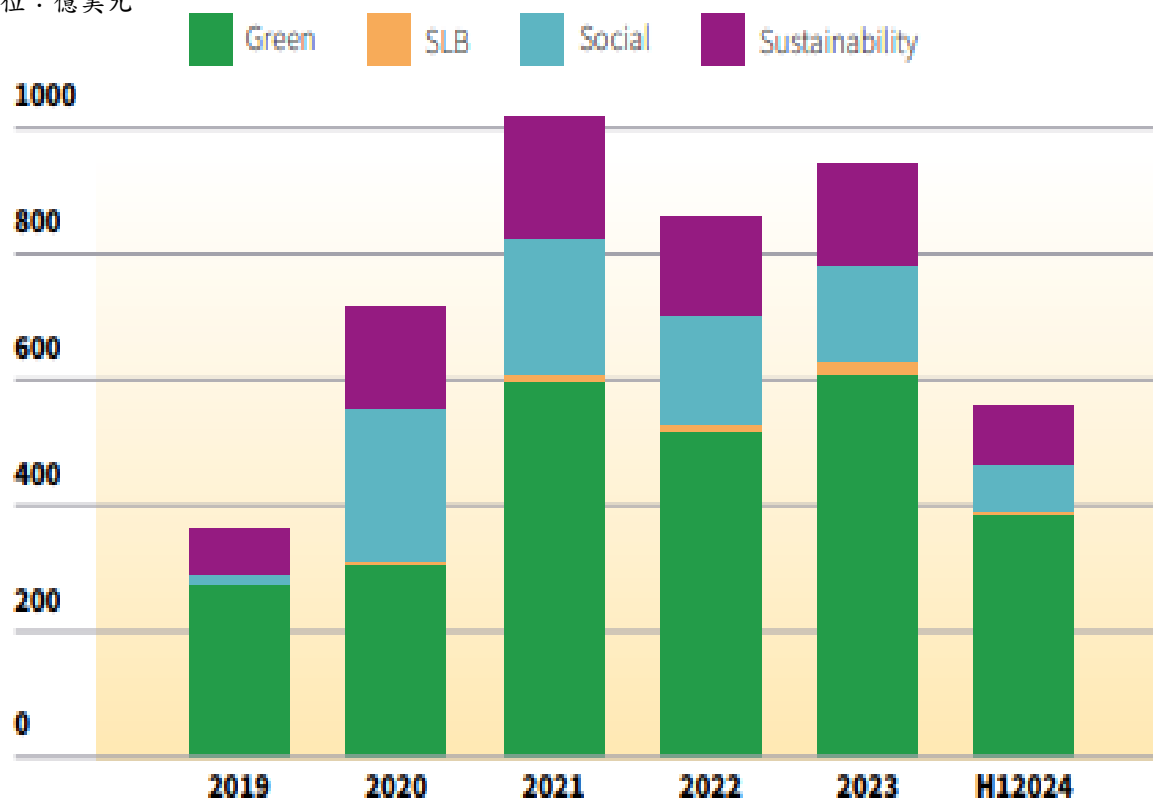
資料來源：Barclays

(二) ESG 債券

1. 根據氣候債券倡議組織（Climate Bonds Initiative, CBI）發布的 2024 年上半年可持續債券市場報告，全球可持續債券的發行總量已達 5,340 億美元，較 2023 年同期下降 8%。其中，綠色債券仍然是市場的主要組成部分，上半年發行額為 1,460 億美元，但較去年下降了 12%。儘管如此，歐洲和北美的綠色債券發行量卻有所增長，分別上升了 3%和 9%。
2. 以發行種類而言（圖 8），2024 年上半年綠色債券達到 3,851 億美元，占可持續債券總量之 70%；用於資助解決社會問題之社會債券為 70.5 億美元，占總體可持續債券市場的 13%；可持續性連結債券（SLB）發行量持續下滑，同期間發行量僅為 4.6 億美元，占總體可持續債券市場的約 1%，可能源於投資人對該類金融商品之疑慮與主管機關之監管壓力，導致市場吸引力下降所致，可持續發展債券（Sustainability）則顯示出增長潛力，2024 年上半年發行量為 93.9 億美元，占總體可持續債券市場的 17%。

圖 8 全球可持續債券市場概況

單位：億美元



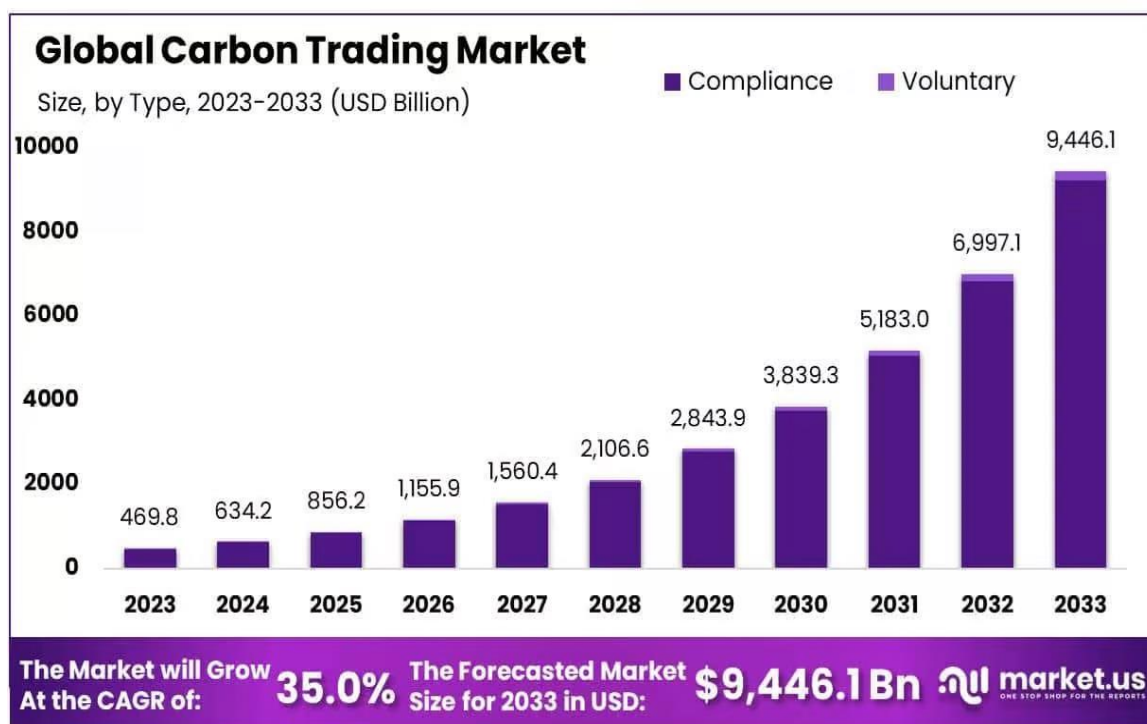
資料來源：CBI 發布 Sustainable Debt Market Summary H1 2024

(三) 碳交易

1. 目前全球碳交易可分為合規市場與自願市場 2 種，合規市場係於政府強制監管下運作，如歐盟排放交易體系 (European Union Emission Trading Scheme, EU ETS)，自願市場則主要服務於企業、個人及政府機構，基於企業善盡社會責任或達成碳中和目標等考量，而自願購買碳額度。
2. 2024 年全球碳權市場受到政策推動 (如歐盟碳邊境調整機制將於 2026 年度實施)、企業承諾以及市場需求等多重因素影響，預計未來幾年將有具大發展潛力，依據 market.us 網站預估 (圖 9)，2024 年碳交易市場為 6,342 億美元，並於未來數年內將持續呈現高速增長，至 2033 年預計達 9 兆 4,461 億美元，自 2023 年起年複合增長率約為 35%。以類別來看，合規市場以 97.8%

之壓倒性占比主導市場，這主要係緣於逐漸嚴格之監管要求，帶動企業為因應強制性減排標準，從而增加對碳交易合規市場之強勁交易需求。儘管自願市場占比仍相對較低，但隨著企業永續發展意識提升和消費者環保觀念興起，也呈現出逐漸增長態勢。

圖 9 2023 年至 2033 年全球碳交易規模



資料來源：market.us 網站報告

四、現行面臨挑戰

(一) 數據之蒐集與品質仍有進步空間

現行 ESG 數據多仰賴眾多評級機構發布之資訊，惟無一致性之評判依據，不同評級機構與數據提供商往往採用不同之評估方法，導致同一企業可能獲得截然不同評級結果，將不利於企業後續改善 ESG 表現，並為投資者之決策帶來困擾。另數據收集過程中亦有透明度不足之情形，且目前許多企業的 ESG 資訊披露係採自願，缺乏統一之強制性要求，導致披露的資訊質量參差不齊，

有些甚而存在重大缺漏。

就數據即時性而言，ESG 數據之更新頻率往往不及傳統財務數據，這使投資者難以及時掌握企業在永續發展方面的最新進展；而囿於目前尚無一致性評估標準可供遵循，不同產業、不同規模的企業之間的 ESG 表現難以比較，不利投資人建構多元化的永續投資組合

(二) ESG 對企業財務之正面效益不易量化，恐影響企業進行相關投資之意願

ESG 環境 (E)、社會 (S) 和公司治理 (G) 之三大面向各自包含眾多細項指標，各指標間可能相互影響，複雜之因果關係僅以傳統財務評估方法衡量，恐難以完全呈現 ESG 投資之實際價值。如企業投入大量資金進行環境保護，短期內勢必影響其財務表現，惟從長遠角度來看，如氣候變遷調適措施、人才培育計畫等等 ESG 投資之長期效益將逐漸浮現，可能進一步帶來品牌價值提升、風險降低等無形效益。於財務報表上前述 ESG 投資所生效益於短期內均無明顯回報，企業基於追求獲利心態，容易傾向抗拒、推遲 ESG 投資或縮小相關投資規模。

(三) 難以避免漂綠 (Green Washing) 問題

企業為迎合市場對 ESG 投資的熱潮，恐有誇大其永續表現或選擇性披露有利資訊，而掩蓋不利的環境或社會影響之情事，在過去幾年中即有部分金融機構有發生類似情事，如德意志資產管理公司 (DWS) 因虛假宣稱其基金中超過一半的資產採用 ESG 投資，而被美國證券交易委員會 (SEC) 調查並罰款 1,900 萬美元。漂綠問題不僅誤導投資者判斷、導致資金錯誤配置與降低市場效率、降低市場對 ESG 之投資信心，進而阻礙永續金融的健康發展。

五、未來發展趨勢

(一) 引進科技提升數據分析能力

在傳統的 ESG 數據分析中，需手動檢視企業報告、新聞資訊和各類文件，耗費大量時間與精力，也容易受到人為偏差的影響。然而，隨著人工智慧（AI）和機器學習技術的快速發展，此一現況已徹底改變，透過導入 AI 與機器學習，得以識別並運作以往人工處理無法應付之複雜數據模式，發現人工作業可能忽略之細節與趨勢，並進一步分析企業之環境政策、碳排放數據、能源使用效率等多維度資訊並建立這些因素之關聯性，同時實現即時的數據更新和監控。

以 Schroders 為例，該公司開發的 ESG 分析工具展現了 AI 在此領域的巨大潛力。該工具能夠自動從數以萬計的 PDF 文件中準確識別和擷取關鍵的 ESG 資訊，包括圖表、數據表格和文字內容，大幅縮短了數據收集與整理的時間。

(二) 國際監管法規架構日趨完善

預計各國政府將持續強化 ESG 相關法規，建立更嚴謹的監管體系，這將促使金融機構必須更審慎地評估與執行 ESG 投資策略，以積極因應監管要求。如歐洲證券及市場管理局（European Securities and Markets Authority, ESMA）制定了關於 ESG 及永續相關投資基金名稱的指導方針，訂定 ESG 標的之排除標準，並限制基金不得投資於與永續目標不一致的企業，以降低 ESG 金融商品之漂綠風險。巴克萊銀行指出，上述 ESMA 規範可能對市場造成一定影響，其中股票型基金將面臨拋售壓力，預估資金流出金額可能高達 245 億美元，而固定收益基金的資金流出則可能達 48 億美元。

(三) 投資工具更加多元

隨著全球更關注氣候變化、自然資源損失及社會問題（如社會不平等、社會動盪等議題，永續金融成為了許多投資者和機構的核心策略，各類金融商品將隨市場需求應運而生，如 BlackRock 提供高收益低波動、ESG 篩選到主題式 ETF 及固定收益 ESG ETF 等多元 ETF 皆可印證。未來隨著政策支持力度加大、消費者意識提升以及企業責任感增強，預計將有更多以生物多樣性、氣候適應及包容性金融為主題之投資工具問市。

肆、另類投資（Alternative Investments）

另類資產是指有別於傳統股票、債券和現金之外的金融及實體資產。另類投資大致可分為兩種類型，第一類是投資股票、債券及現金以外的資產，如基礎建設、不動產、私募股權等；第二類則是採非傳統的投資策略，如放空或槓桿投資。

相較於股票及債券等傳統金融資產，另類投資於高波動性環境時，仍可望提供正報酬（雖非絕對），但因其和股債的低相關性，仍可望為投資組合降低風險及提高報酬，逐漸成為投資組合必要配置之資產類別之一。

以滙豐環球資產管理公司而言，該公司資產管理規模達 7,600 億美元，其中約 720 億美元即配置於另類投資，管理方式包含外部管理與直接投資兩種，目標是在不同市場環境下實現相對應的回報，以長期且低流動性的標的為主。

常見的另類投資包括：

一、基礎設施

電力和公共事業因具備穩定的收入來源，且其收益往往與通膨指數掛鉤，能夠在高通膨環境下仍保持收入成長。交通類資產如港口、航運等，則具有獨特的價格議價能力，特別是在全球供

應鏈緊張時期，這些資產能夠提高運輸價格以增加收益。此外，基礎建設（如機場），因獲得許可且興建時間長，無法輕易地透過增加基礎建設供應量來壓低價格，使這類資產具有保值性。

二、不動產

(一) 投資動機

1. **多元性**：不動產與傳統股債市場呈現低相關性，能有效降低整體投資組合波動性；另外，投資者亦可藉由投資不同地區的不動產，達到風險分散的效果。
2. **抗通膨**：租約中的「指數化調整條款」可將租金與通膨指標掛鉤，確保實質收益不受物價上漲侵蝕。
3. **資產增值**：同時具備「資本增值潛力」與「穩定現金流」特性，有些不動產策略偏重資本成長，有些則偏重穩定現金流。
4. **社會影響力實踐**：這是近年出現的重要趨勢，投資者不僅追求財務報酬，也希望透過投資，對社會產生正面影響，像是減緩碳排放或改善人們的生活。舉例而言，保德信在英國推出租金更可負擔、管理更完善的住宅專案，這些房屋由可靠的房東提供（英國有很多這樣的房屋，由個人屋主所有），而保德信提供住房評估及服務，這吸引大量的資本投資。過去幾年，社會影響力投資呈現快速成長，而未來也將持續成長。

(二) 投資者類型

常見的投資者大致分成四種類型：

1. **退休基金**：從歷史上看，退休基金自 1970 年代開始將資金投入不動產，但在西歐地區，直到 1990 年代末期才成長加速，退休基金將不動產作為多元化投資的一部分，以降低投資組合的

波動性。

2. **保險公司**：保險公司透過投資有擔保之不動產貸款，可達到更好的資本使用效率²。
3. **基金會和慈善機構**：英國有些歷史非常悠久的基金會及慈善機構持有倫敦大片土地；而美國大學的捐贈基金，也常透過不動產，達到投資與公益目標。
4. **高資產客戶**：隨私人財富大幅成長，高淨值客戶投資組合中配置不動產比重增加。

(三) 投資方式

不動產投資有各種方式，可以把投資方式分成四大維度排列組合思考（股權 vs. 債權，以及公開發行 vs. 私募），也可透過直接投資與間接投資分類，直接投資是指直接持有不動產，並對物業管理與營運，需要較高的資本投入，但能夠獲得較大的控制權；間接投資則透過不動產投資信託（REITs）或基金（可以是公開，亦可以是私募形式）參與市場，惟因投資門檻較低且流動性較高，更容易進行靈活的資產配置。

常見投資方式主要包括：

1. **私募股權（Private Equity）**：這是主流做法，透過開放式或封閉式基金，匯集投資人的資金投資標的。開放式基金多半用在核心（Core）或核心增值（Core Plus）策略，封閉式基金則多用於增值型（Value-Add）或機會型（Opportunistic）策略³。
2. **公開股權（Public Equity / REITs）**：投資公開交易的不動產公司或 REITs，可以取得高流動性，但波動也較大，適合想要短期

² Solvency II 是歐盟保險產業的監管架構，保險公司必須針對其資產配置和負債風險進行適當的資本提列（即所需償付能力資本，SCR），以確保其能履行保單給付。不動產貸款若屬於「有擔保、且具充足抵押品」的資產，通常在風險係數上會比同等信用等級、同等到期期限的「無擔保公司債」來得低。

³ 各策略說明於本小節（四）後述。

或更靈活配置的投資人，可在較短週期內進出市場。

3. **私募債 (Private Debt)**: 可透過基金持有債務或直接持有債務。以往主要是保險資金投資優先債 (Senior)，惟近年歐洲因銀行監管提高，非銀行機構開始投資私募債相關產品。
4. **公開債 (Public Debt)**: 例如商業不動產抵押貸款證券 (CMBS)，主要由商業不動產貸款組成，如購物中心、辦公大樓、飯店等的抵押貸款。這些貸款被打包後，發行成證券，出售給投資人。

(四) 投資策略

1. **股權投資**依投資報酬低至高 (風險亦低至高) 可分為：
 - **核心 (Core)**: 風險低但報酬相對穩定，主要投資於高品質、長期穩定的不動產，例如一線城市的優質辦公室或高級住宅，報酬率大概 5~8%。
 - **核心增值 (Core Plus)**: 可投資於略帶改造潛力的不動產，例如需要翻新的辦公大樓或出租率較低的商業空間，報酬率大概 8~11%。

保德信分享之實際案例-愛丁堡投資案

- **背景**
蘇格蘭首都愛丁堡是聯合國教科文組織認定的**世界遺產區**，**開發受嚴格限制**，城市景觀古老美麗，**辦公室與金融業需求強勁**。
- **投資邏輯**
保德信收購**外觀平凡但地點絕佳**的標的，關鍵在於其**尚有 10 年英國政府租約 (租客品質高)**，**收入穩定**。在等待 10 年後合約到期的這段時間，保德信可完成漫長的都市更新計畫審批程序，把此區改建成辦公室、飯店或學生宿舍，不僅可收取租金**報酬**，也利用租金**作為等待改建的安全緩衝**，以**享有長期整建與改造的潛力**。
- **設定為核心增益型 (Core Plus) 策略**
設定為「**加值型基金**」，可能更傾向短期進出，設定為「**核心型基金**」又會覺得改建風險太高，「**核心增益型基金**」正好處在中間地帶。
- **啟示**
不動產魅力就在於，**投資的是不動產未來的潛力**，而非現在的模樣。

- **增值 (Value-Add)**: 透過資產改造與營運提升來創造不動產價值，例如將舊商場改造為共享辦公空間，報酬率大概 9~13%。
 - **機會 (Opportunistic)**: 投資於開發項目或需大幅翻修的不動產，例如新興市場的物流中心或度假村開發，風險最高，報酬率可能超過 12%。
2. **債權投資**依投資報酬低至高（風險亦低至高）可分為：
- **投資等級 (Investment Grade)**: 報酬率大概 4~6%
 - **優先 (Senior) & 次順位 (Subordinated)**: 報酬率大概 4~8%。優先債務因受償順序高於次順位，風險較低，報酬也較低。另，次順位債務如結合股權轉換協議或可轉換權益，可作為夾層融資 (Mezzanine)，報酬較高，但風險也增加；夾層融資可補足不足之融資缺口，當銀行僅貸到 55% 貸款成數時，由其他投資者投資夾層融資補足。
 - **高收益 (High Yield)**: 報酬率大概 8~12%。

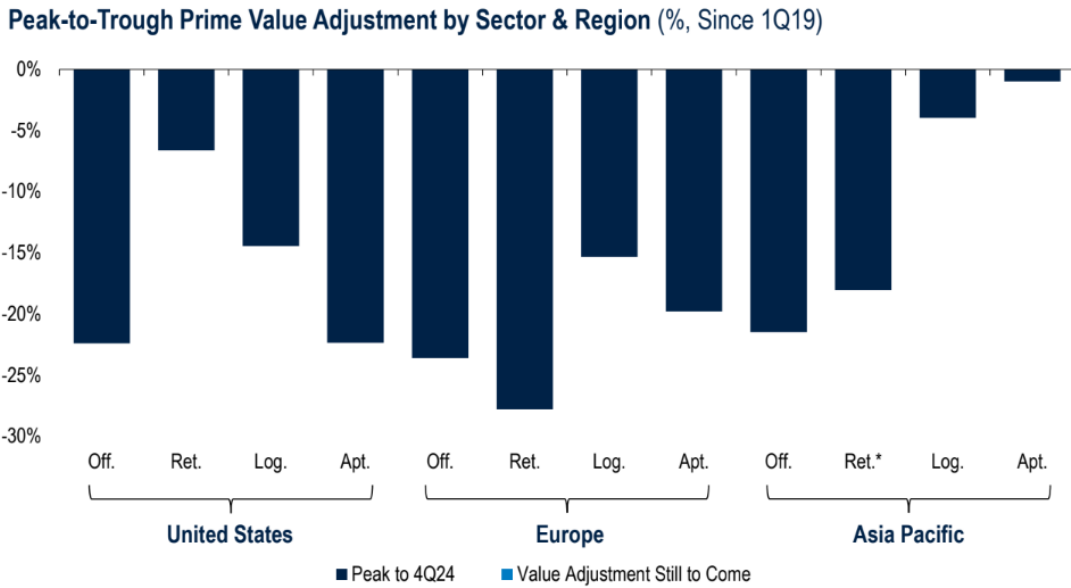
(五) 當前不動產市場重要趨勢

1. 高利率對不動產影響將逐步縮減，預期衝擊較大的歐美市場最糟狀況已過

為控制通貨膨脹，多國央行於 2021 年底、2022 年初開始連續升息，致不動產價值下跌⁴，特別是歐美市場（圖 10），加上公司債收益佳，投資人比較不動產和固定收益債券收益時，不動產吸引力就相對下降。然而，隨大幅升息時間已過，衝擊已逐步降低，預期未來將漸入佳境（圖 11）。

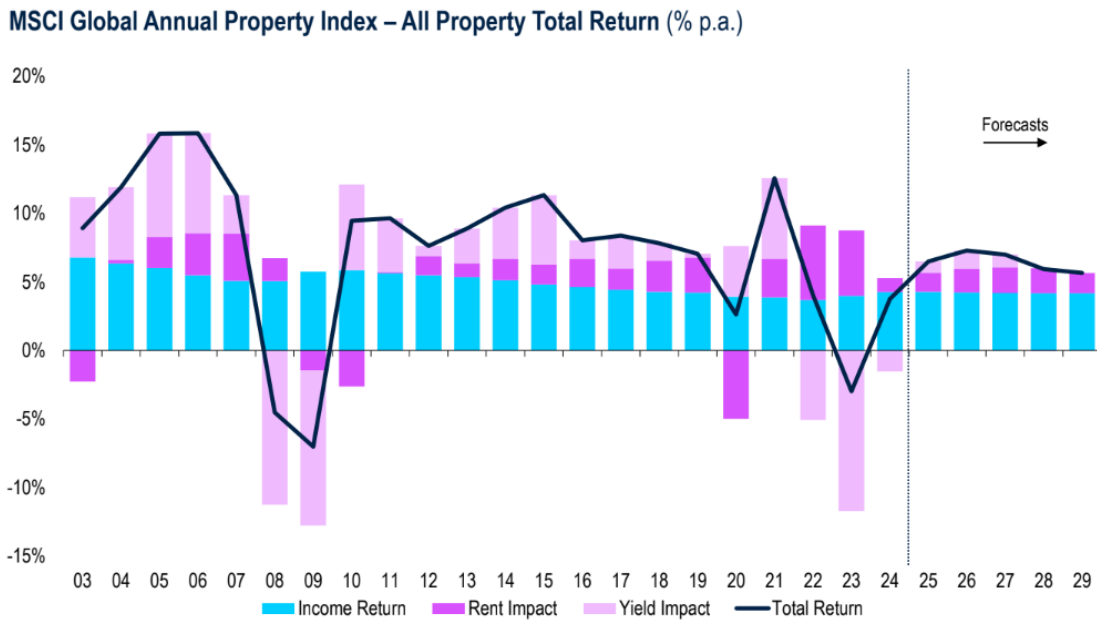
⁴ 分析不動產時，會評估租金現金流（扣除維護成本後）和資本化率 (Cap Rate)。影響租金現金流的因素包括經濟成長、供給需求、租金成長預期、租戶可負擔度、資本支出等等；影響資本化率最重要的就是利率，若長期利率往上，不動產估值通常就往下修。

圖 10 美國、歐洲、亞太各類不動產自近年高峰修正幅度



資料來源：保德信

圖 11 全球不動產報酬率



Sources: MSCI, PGIM Real Estate. As of November 2024.
Forecasts may not be achieved and are not guaranteed

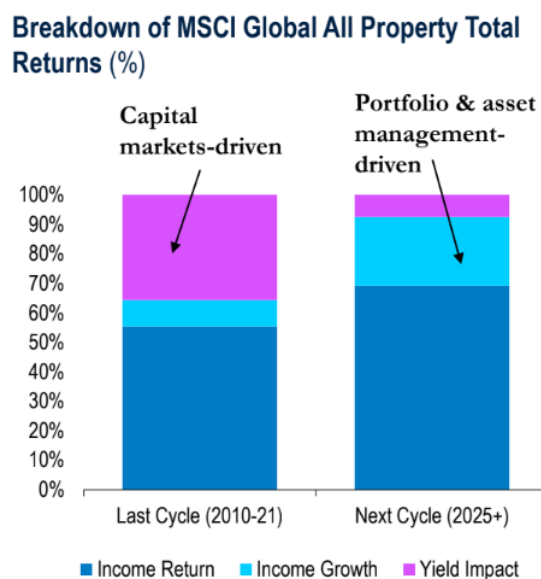
資料來源：保德信

2. 不動產將迎來投資機會，然而報酬結構產生轉變

不動產修正後將迎來投資機會，特別是歐洲地區，資本價值大跌 15%~25%後，價格已到底部且穩定，不管利率走勢為何，至少大趨勢上已脫離快速升息時期。再者，歐洲供給面相對不足，新建案未如往常多，市場上沒有大量閒置空間需要被吸收。需求面而言亦算健康，歐洲整體經濟成長雖仍緩慢，但相比之前，情勢已改善。最後，更長期的結構性因素是，未來勢必需要更多資本來升級不動產，以達成 ESG 合規需求，這將創造新的投資機會。

雖不動產投資可望迎來正報酬，惟報酬結構將轉變（圖 12）。在過去超低利率時代，投資不動產透過利率下滑就能賺取資本利得，惟在利率走高時，紅利已幾乎消失。接下來，報酬主要來自「租金收益」加上「租金成長」，這意謂需要更積極管理和操作方能取得較好報酬。不管是物流、共享空間或學生住宿、資料中心等，均需更專業運營才能提升收益，這些新型態不動產與傳統辦公室、零售物業的風險與管理模式不同，需要更積極管理營運、租戶關係、技術維護和行銷等面向。

圖 12 全球不動產報酬率拆解



資料來源：保德信

3. 目前不動產市場的結構性趨勢

住房需求、物流、長期人口結構變化（像老年照護）、ESG 要求等長期趨勢會持續推動需求。在住房方面，很多國家供給不足、租房人口增加，或學生公寓、銀髮住宅需求上升等。物流則受電商與城市配送需求影響，帶動城市周邊的倉儲需求，前景仍可期。資料中心⁵受惠雲端運算與 AI 帶來的需求，可能進一步推升對機房的需求。最後，因銀行受到更嚴格監管，釋出一些空間讓其他金融投資工具介入，例如私募信貸、直接貸款等，亦為不動產市場之投資機會。

三、避險基金

(一) 投資價值

避險基金的價值，在於其靈活應對市場動盪的能力，在市場波動性加劇時，能透過對沖操作降低投資組合的風險。此外，避險基金還具備多元化的投資方法，例如市場中性策略（透過做多與做空的組合降低系統性風險）、全球總體策略（根據總體經濟趨勢進行資產配置）、事件驅動策略（關注併購、破產重組等事件帶來的市場機會）。

(二) 投資模式

避險基金的投資方式通常可分為以下幾種模式：

1. **組合型基金 (Fund of Funds, FoF)**：透過投資多支避險基金來分散風險，這種方式有助於降低單一基金的表現對整體組合的影響。
2. **主動管理解決方案 (Discretionary Solutions)**：根據市場變化靈活調整投資組合，由專業投資經理根據即時市場分析進行投資決策。

⁵ 投資資料中心，供電能力是最大風險，因為租金以用電容量計算，而非以坪數計。此外，AI 的長期影響則尚在觀望，可能帶動更大需求，也可能因新技術突破造成型態變化，如未來晶片革命、大幅縮小設備規模，對資料中心需求可能產生衝擊。

3. **顧問型投資 (Advisory Mandate)**：提供機構客戶量身訂製的投資建議，但最終投資決策仍由客戶自行決定。

(三) 策略執行與管理

避險基金策略強調根據不同的市場環境選擇適合的策略，確保客戶在不同市場情勢中都能獲得良好的投資報酬。例如，在市場不確定性增加時，可能會提高市場中性策略的權重，以降低系統性風險。在管理方面，通常會透過以下方式來確保投資組合的穩定性：

1. **市場環境評估**：定期評估市場風險，確保投資策略能夠適應當前環境。
2. **基金經理表現監控**：嚴格監測各基金經理的投資績效，確保其投資策略仍符合投資目標。
3. **投資組合再平衡**：根據市場狀況適時調整投資比例，確保風險與回報之間的平衡。

四、 私募市場 (私募股權、私募債券、私募貸款)

(一) 投資價值

目前私募市場的成長動能強勁，許多優質的公司選擇不公開上市，在私募市場融資的時間越來越長。企業選擇保持私有化，以避免受到公開市場的監管與波動，此使投資人更需要深入了解私募產品的投資期限、報酬模式，以及如何選擇適合的投資機會。

私募市場的投資回報可能因基金經理人的能力差異而產生極大落差，因此選擇合適的基金經理人至關重要；同樣的，市場上許多私募基金經理人更傾向與具備強大資本實力的投資者合作，以確保其投資項目能夠順利推進。

投資私募市場有其優點，由於私募資產不像上市股票那樣頻繁交易，因此其估值通常不會受到市場短期波動的影響，因能夠

有效地避開公開市場的短期波動，並提供更多的投資靈活性，加上私募市場的投資週期通常較長（通常需要 5 至 10 年），且流動性較低，因此投資者通常能夠獲得較高的回報⁶，以補償流動性風險。

(二) 私募信貸說明

1. 私募信貸市場近年來發展迅速

- 監管要求趨嚴，導致許多銀行減少了對企業的貸款額度，為私募信貸提供了發展空間。
- 私募信貸通常能提供比公開市場債券更高的收益率，投資人對固定收益產品需求增加。
- 許多中型企業希望獲得靈活的融資方式，而不是透過傳統銀行融資。

2. HSBC 的私募信貸策略說明

HSBC 藉由其全球布局，獲得優質的投資機會，其私募信貸業務涵蓋多種策略，包括：

- **直接貸款 (Direct Lending)**：為企業提供定制化貸款，通常是針對有穩定現金流的中大型企業。
- **基礎設施融資 (Infrastructure Debt)**：投資於全球各地的基礎設施項目，例如能源、交通運輸和電信網絡。
- **不良資產投資 (Distressed Debt)**：尋找受到短期財務困境影響的公司，幫助其進行資本重組。
- **夾層融資 (Mezzanine Financing)**：介於股權與債務之間的融資工具，通常能提供較高的報酬。

⁶ 例如，直接貸款的收益率，通常在 10%~11.5%之間。

五、總報酬交換 (Total Return Swap, TRS)

(一) 定義

TRS 係一種場外交易的衍生性金融商品(交易架構如圖 13)，通常涉及以下兩種主要參與者：

1. **支付方**：擁有某項資產並將其報酬轉移給另一方。
2. **接受方**：接受該資產報酬，並支付約定金額。

交易雙方根據合約約定，定期交換標的資產在特定期間內的總報酬與約定金額(包括合約名目本金、約定利率及利息)。在 TRS 交易中，投資人雖未實際持有標的資產，但仍可參與標的資產的多空績效。由於投資人在期初無需支付成本，TRS 可視為透過借款買入投資組合，而該投資組合標的以指數形式呈現。

圖 13 TRS 契約交易架構



TRI_t – the value of the underlying index or asset at the start of the swap;

$\text{TRI}_{t+\text{tenor}}$ – the value of the underlying index or the asset at the end of the payment period;

Notional – the amount invested in the underlying index;

FRO – the Floating Rate Option (e.g. SOFR, FFOIS, ESTR, etc.);

S – the relevant spread on the Floating Rate Option;

DCF – the day count fraction for the relevant payment period

(二) 契約內容

TRS 契約規範主要依循 ISDA (International Swaps and Derivatives Association) 及 CSA (Credit Support Annex) 相關條約 (交易運作基本原則如圖 14)。固定收益指數 TRS 之合約期間以 1 年為主，亦有較短期合約，如屬單一債券或債券期貨 TRS 之合約期間則為 1 至 10 年，目前市場上 TRS 交易常見之合約期間則介於 6 個月至 5 年之間。

TRS 契約利率之重設頻率通常為每月或每季，交易名目本金則視指數標的決定，據巴克萊銀行表示，實務上本金範圍根據對手雙方需求議定，實務上從 1,000 美元到 12.5 億美元均曾發生。另 TRS 報價係採用浮動利率加利差的形式表示，而利差則依據資金與指數複製成本綜合考量。

圖 14 TRS 交易運作基本規則

Documentation	<ul style="list-style-type: none">• ISDA & CSA are required
TRS Tenor	<ul style="list-style-type: none">• Most index TRS are 1-year, though shorter are frequently traded• Single bond TRS and Bond Forwards tend to be longer tenor (up to 10y)
TRS Reset	<ul style="list-style-type: none">• Typically, monthly or quarterly, though this can be customized as per the client's needs.
Minimum Notional	<ul style="list-style-type: none">• Varies by underlying index but is generally flexible.
TRS Price	<ul style="list-style-type: none">• Indicated as Floating Rate Option + [X bps] spread.• Floating Rate Option will vary based on the client's preference – e.g. SOFR, Fed Funds, SONIA, ESTR, fixed-rate, etc.• The level quoted includes funding and index replication costs.
Adjustments	<ul style="list-style-type: none">• Possible, subject to negotiation, or can have predefined adjustment provisions.
Notional Amount/Units	<ul style="list-style-type: none">• Notional Amount can vary with performance (units of the index) or can reset to a fixed-amount each period.

資料來源：Barclays

(三) 運用場景

1. 槓桿交易

因 TRS 交易具有無須持有資產即可獲得該資產報酬之特定，亦即可用較少投資金額獲取潛在報酬，故有部分避險基金會利用 TRS 來提高投資組合之槓桿比例。

2. 風險管理

金融機構亦可利用 TRS 交易來管理其資產負債表上之風險。如一家銀行持有高風險債務，但又不想承擔該債務之市場波動風險，可成為 TRS 交易之支付方，將風險轉移給接受方。

3. 流動性需求

當市場流動性不足時，投資者利用 TRS 交易對沖現貨部位或其他衍生品的風險，可以有效管理潛在損失，並保持一定的流動性。

(四) 於固定收益指數之應用

固定收益指數 TRS 之主要市場參與者包括資產管理公司、退休金/基金、保險公司及避險基金等機構，其應用領域涵蓋管理現金流量、鎖定盈虧、降低追蹤誤差，亦運用於基準測試，如大型 ETF (LQD/ADG) 或簡化多資產類別的投資組合處理，調整資產負債配置結構，並調節投資組合的暴險水平。以 iBoxx 指數為例，在 2023 年，標準化 TRS 交易量達 1,370 億美元，其中 iBoxx USD Liquid Investment Grade Index 上的交易量從 2022 年的 170 億美元增至 320 億美元，這顯示出投資者對於利用 TRS 參與固定收益市場之興趣持續增加。

(五) 為投資者提供了多元化的投資策略選擇

其高度客製化特性，投資者得根據自身需求設定多空連結標

的，靈活調整投資組合的風險收益特性。在實務交易上，投資者透過 TRS 交易，無需投入大量資金即可參與標的價格波動收益，另 TRS 利於指數追蹤及跨市場對沖交易，均為投資者創造了更多元的投資可能性。惟進行 TRS 交易需留意成本差異、展期風險與長天期交易的買賣價差及估值不易計算等問題。

伍、心得與建議

2024 年為本行首度參與「資產管理 ALPHA-PLUS 培訓計畫」，該培訓計畫目標為培育資產管理之國際專業人才，並分為兩階段培訓。第一階段為國內培訓，培訓課程包括總體經濟分析、永續金融及各項金融商品（基金、ETF、債券及其衍生性商品、信用結構性商品、虛擬貨幣、REITs 等），第二階段為國外培訓，透過海外參訪，瞭解國際金融機構在資產管理之實務經驗。綜合本次參訪所學，分析如下：

一、研習心得

(一) 美國經濟具韌性，但全球不確定性高，資產配置多元化有助降低資產組合波動

1. 全球經濟成長進入放緩階段，美國雖處高利率環境，消費及就業市場仍展現一定韌性，歐洲及中國大陸則面臨較大的經濟成長壓力。在美國川普總統執政帶來不確定性下，投資者或可能持續面對高利率、高風險之投資環境。
2. 利率上升並非全然負面，若源於經濟成長良好，股債同樣可望保持正報酬；相反地，若因通膨或財政赤字失控而推升利率，則可能打擊股債表現。根據目前經濟情勢，受訪金融機構建議在債券部位可提高存續期間，把握公債較高殖利率並等待經濟走

弱時的資本利得；投資等級債與高收益債貼水處於歷史低檔，顯示信用風險被市場低估，宜保守配置。同時，可適度納入另類資產，以有效分散風險，進而提升整體投資組合的韌性。

(二) 多家金融機構將永續納入其投資流程，並認為趨勢將持續

1. 近年全球對永續議題的關注度大幅提升，氣候變遷、溫室氣體排放等議題已成投資決策焦點。許多國際金融機構亦將 ESG 納入投資流程，透過量化環境風險、強化公司治理等方式，期望在實現財務報酬的同時，兼顧社會與環境效益。
2. 在 2024 年 11 月參訪時，即便即將就任的美國總統川普對全球暖化持懷疑態度，並多次表達反對綠色能源政策，惟多家金融機構仍認為全球永續發展已為大勢所趨，預計將持續發展。另拜登政府所推出《降低通膨法案》(The Inflation Reduction Act) 對共和黨控制的州之資金和就業成長均有明顯助益，目前川普總統已要求政府暫停《降低通膨法案》(IRA) 和《基礎建設投資與就業法案》(IIJA) 中的部分資金發放，惟未必能符合法律規定。
3. 現行 ESG 數據的採集、評級標準仍不統一，資訊披露常缺乏一致性與即時性，投資者難以準確評估企業真實的永續表現。同時，漂綠 (Green Washing) 問題亦未能完全避免，部分企業可能誇大自身 ESG 成果或選擇性揭露資訊，導致投資者誤判風險。面對這些挑戰，需要更嚴謹的監管法規與透明化機制，也可借助人工智慧與大數據強化 ESG 評估與風險控管，使永續金融在長期維持穩定成長，並創造更具正面社會及環境影響的投資生態系。

(三) 另類投資不僅可創造收益，也可以分散投資組合風險

1. 另類投資涵蓋不動產、基礎建設、私募股權、避險基金與私募信貸等，因與傳統股債相關度相對較低，在市場高波動時期，能為投資組合提供風險分散與額外收益機會。
2. 不動產方面，先前長期低利率造就估值攀升，近來在升息衝擊下價格大幅修正，尤其歐美市場已面臨超過 15%~25% 的下跌幅度；但隨大幅快速升息時間已過，部分市場估值見底，同時住房需求、物流園區、資料中心等結構性趨勢持續，仍有長期投資價值。但因利率下降不易，接下來的收益主要仰賴更積極的營運管理，而非純粹等待利率下降帶來資本利得。
3. 私募信貸與私募股權因能提供更高的流動性溢價，報酬較高，廣受機構投資人關注。銀行監管趨緊使傳統放貸規模縮減，私募貸款應運而起，可為中型企業提供定制化融資方案，同時滿足追求較高收益的投資者需求。避險基金在市場波動時可利用靈活策略控制下檔風險，搭配槓桿或衍生性商品實施多空佈局，在不同經濟金融情勢下，為投資人創造良好的投資機會。
4. 整體而言，另類投資不僅能增進報酬來源多元性，也能經濟環境不穩定下發揮風險分散功能；惟投資者仍須把握專業評估、做好盡職調查及確保流動性管理，以平衡風險與報酬。

二、建議事項

(一) 持續關注永續金融之發展，此將促使金融機構調整其營運模式

永續潮流仍將持續，主因全球極端氣候、自然資源耗竭及社會不平等等問題日益嚴重，促使各國政府將持續解決該等問題。目前各國刻正逐漸完善相關法規要求，預計將重塑金融機

構之商業模式和競爭格局，金融機構需要積極擁抱永續金融，將其視為關鍵成長動力，並針對產品創新、風險管理、客戶關係、營運效率和法令遵循等方面進行調整，以展現其競爭優勢。

(二) 另類投資市場之蓬勃發展對金融市場的影響值得持續觀察

1. 就金融管理角度而言，另類投資與傳統資產之低相關性雖有助於分散投資組合風險，並具有提供更高報酬率之潛力（如私募股權和對沖基金）及獲取傳統金融市場以外之投資收益（如飛機租賃或收藏品）等優勢，惟另類投資對於相關從業人員之專業知識需求門檻較高、商品複雜性與低透明性將為金融穩定帶來新的挑戰，如何完善相應之監管架構，特別針對流動性風險和系統性風險之評估方式，將成為未來監理機關之重大挑戰。
2. 就資產配置角度而言，另類投資確實可提供投資者更多的選項，如台灣退休基金持續透過配置海外另類資產，提升報酬收益率。台灣近年因經濟成長帶來金融資產的累積，進而衍生對財富管理的需求，而國內壽險業以往受限於國內投資標的有限，多將向保戶收取之保險費運用於海外投資賺取收益，如何將上述資金有效導入另類投資增加資金運用效率，並培育台灣本土的另類資產管理人才，可為未來耕耘的方向。

(三) 未來宜積極派員參與相關培訓活動

本行海外學習及參訪大多是以參與央行課程為主，互動學員常為各國央行人員。而本次參訓為難得的交流經驗，能與國內四十餘位政府機關及同業（包括證基會、投信投顧公會、證交所、期交所、櫃買中心、銀行、投信、退休基金、法務部等）共同學習，不僅習得課堂所學，也因相互交流而增加對各機構的認識與理解，對廣博視野及業務交流均相當有幫助，未來宜持續派員積極參與相關活動。

參考資料

參訪資料

Abrdn (2024), “Hedge Funds,” November.

_____ (2024), “The Future of Finance: AI and blockchain,” November.

Barclays (2024), “Fixed Income Total Return Swaps,” November.

_____ (2024), “The State of Sustainable Investing,” November.

BlackRock (2024), “Investment Styles: Equity ETFs,” November.

_____ (2024), “Fixed income ETF market overview,” November.

HSBC (2024), “Introduction to Alternatives,” November.

JP Morgan 現場簡報資料

M&G (2024), “M&G Capabilities,” November.

_____ (2024), “M&G Investments,” November.

PGIM (2024), “Alternatives for Private Wealth & Private Real Estate Outlook,” November.

Schroders (2024), “Generative AI at Schroders,” November.

_____ (2024), “GAIIA- An application of Generative AI within Private Equity,” November.

_____ (2024), “Schroders Esg Outlook & Impact Investing,” November.

其他資料

Neeraj Chouhan, Caroline Harrison, Clodagh Muldoon (2024), “Sustainable Debt Market,” August.

Summary H1 2024, Climate Bonds Initiative