

# 2019 全球資產管理大未來研習課程

「國際資產配置與風險管理」與「退休理財商品新趨勢與操作策略」  
研習課程摘要實錄



為分享國際資產管理發展趨勢與實務，提升我國資產管理人才職能，本基金會分別於 11 月 25 日及 12 月 4 日全日辦理「2019 全球資產管理大未來研習課程」，其係本基金會資產管理人才培育與產業發展基金 108 年度核定工作計畫項目之一。本訓練課程包括兩項主題：

「國際資產配置與風險管理」與「退休理財商品新趨勢與操作策略」。兩日參加學員分別為 74 位及 71 位，共計 145 位學員，分別來自主管機關、周邊單位、投信投顧業者及其它金融業等。(課程內容詳附件)

本基金會李董事長在首日課程致詞時表示：「全球資產管理大未來」的研習課程已經邁入第三年，為使國內資產管理業者學習到國際市場對於資產配置與風險管理的專業，這次我們很榮幸邀請到多位國際間資產管理專家，來臺與我們分享今天的主題「國際資產配置與風險管理」。尤其面臨當前的國際經濟情勢，包括全球貿易紛爭變數仍然很多、全球央行紛紛採取寬鬆的貨幣政策及氣候變遷等因素，如何妥善做好資產配置，在國際間眾多資產類別之間進行最適當的分配，以增加投資組合的收益，並能夠適度降低投資組合風險是非常重要的課題，相信透過專家們之解說，大家都會



證基會李啓賢董事長致詞

有豐碩的收獲。

## 11 月 25 日「國際資產配置與風險管理」

子題: Global Asset Allocation Solution-----	3
子題: Global Fixed Income Overview-----	6
子題: Late Cycle Investing & Risk Management -----	9

## 12 月 4 日「退休理財商品新趨勢與操作策略」

子題: Risk management framework -----	11
子題: Common tools and approach for Investment risk management -----	13
子題: Global Retirement Development and Solutions -----	14
附件:2019 全球資產管理大未來研習課程議程-----	18

## 11 月 25 日「國際資產配置與風險管理」

子題：**Global Asset Allocation Solution**

講座：**Ms. Michelle Leung, Director and Head of Multi Asset Product Specialist, Asia Pacific, Allianz Global Investors**



安聯投資 Ms. Michelle Leung

梁欣董事首先自我介紹來自安聯的多元資產團隊，負責提供亞太地區客戶多元資產全球化投資服務。安聯於 2018 年底對 490 名機構投資人發出問卷調查，旨在瞭解資產管理行業如何跟上客戶不斷變化的需求。安聯發現顧客最重視的是資產管理公司能否提供創新的風險管理方法、告知投資人關

於另類投資的資訊以及促進環境、社會和治理（ESG）的投資。

大部分的機構投資人在問卷中認為市場風險正在全面上升，並且使用風險預算、動態資產配置/動態風險管理、資產類別多元化策略等方式管理風險。講席告訴學員安聯針對不同投資人的投資目標及風險偏好，設計了目標風險、目標回報、目標日期三種解決方案，希望可以達到兼顧財富增值與風險監控的功效。

講席指出資產類別多元化策略的成功因素在於策略性資產配置、主動的資產配置、主動的證券篩選、主動的風險管理。策略性資產配置指的是根據報酬及風險目標，同時把投資局限性及所選的投資策略考慮在內，在廣泛的投資領域中優化資產配置。以 2004-2018 各資產類別當年度報酬率方塊向學員說明，每年都有表現良好的資產類別，只要能靈活搭配各種資產類別，便能使投資組合「東方不亮，西方亮」。

主動的資產配置利用市場周期(量化分析)識別全球各資產類別中的中期趨勢，積極配置表現良好的資產類別並降低表現不佳的資產類別倉位。講席並以股票、債券、商品、外匯自 2008 年 1 月至 2018 年 12 月走勢為例，告訴學員資產類別在大多數時候的呈現趨勢。廣泛的分散資產類別對充分獲得「動能溢價」至關重要，安聯發現公司債、高收益債、美國國債、美國大盤股、美國小盤股等風險組合的長期累積超額回報優於以上單一資產類別。講席也不忘提醒學員，動能作為一種風險因子，獲得長期風險溢酬需要相應的投資年期。

接著，講席分享基本面分析是主動的資產配置另一個關鍵因素。對於當前市場經濟情勢，講席也提出了安聯的觀點。經濟方面，在當前經濟周期已經相當成熟下，中期衰退風險比較顯著。新興市場正飽受貿易爭端和商品價格大幅上下調整的影響，各國政府已採取措施限制下行風險。通貨膨脹方面，原物料價格變化決定了今年消費者價格指數的反折點時間。貨幣政策方面，FED 的貨幣政策在今年 1 月轉彎，其他國家央行也加入了 FED 的鴿派陣營，有助於新興市場央行專注解決國內問題。外部衝擊方面，政治風險提高，中美貿易戰對國際貿易造成影響，英國脫歐以及即將到來的歐洲選舉增加了地區的不穩定性。

除了策略性資產配置、主動的資產配置，主動的證券篩選也能提供投資人從多種投資風格中獲取多重證券篩選額外收益。講席也提醒學員，在追逐收益的同時，投資人目前面臨經濟週期後期、不確定性增加、多元化失效等多重挑戰，實施風險管理有助於在風險預算範圍內實現目標。以不同的天氣地帶來比喻風險緩解觀念，晴朗或局部多雲的天氣為舒適地帶，風險管理不產生影響。多雲，可能會下雨的天氣提醒投資人已經有一些雨滴了，可能會變成大雨，做好風險管理準備。當市況極差如滂沱大雨時，風險緩解開始起效果，並避免極端虧損。

根據安聯對機構投資人的問卷調查結果，大多數的機構計劃提高對另類投資的配置，並想獲得關於另類投資策略及風險方面更多的知識。主動管理的基金經理有機會幫助機構客戶熟悉法規，管理風險，以及了解另類

投資策略究竟是如何運作的。安聯致力於提供另類投資解決方案，依照流動性高低可分為流動性另類投資策略、非流動性另類投資策略。多元資產多空策略是流動性另類投資策略一種，又稱為管理期貨策略。多元資產多空策略結合順周期及逆周期的趨勢指標以及基本面指標，目標為尋求穩健地捕捉動量風險溢價，在市場持續下跌中也能有獲取正收益的潛力。

講席向學員分析投資人現今面臨風險/回報的兩難抉擇，一方面依賴股票的回報潛力來實現投資目標，但又擔心股票估值水平過高會限制其回報潛力。另一方面，投資人藉由配置債券部位尋求風險分散，但目前的低殖利率也對債券的潛在回報造成挑戰。而傳統的風險分散策略可能在最需要的時候失效，因為投資人經常於虧損的初期出贏保虧，在市場低點時一窩蜂賣出。面對以上的困境，講席建議根據投資人以投資目標為本，落實管理期貨策略方案應對。若投資人的關注為回報增強以及風險緩解，建議資金來源從股票和債券中按比例分配。講席總結多元資產多空策略具備回報提升，在市場承壓時的風險緩解，並且與現有投資組合的低相關性可帶來多元化的優勢。

講席向學員分享環境、社會和公司治理(ESG)的最新動態，政策法規、國際倡議、客戶需求已成為 ESG 投資需求增長的主要驅動力，許多法規已明文規定 ESG 必須成為投資決策的一部分。根據安聯的問卷調查結果，高達 68% 機構認為 ESG 投資對公司行為和治理產生積極影響。ESG 因素也會影響投資組合的績效表現，具有較高 ESG 表現的企業其資金成本較低，權益價值較高，而且很少出現讓市場大吃一驚的表現。講席建議在多資產投資組合中融入可持續發展的策略，針對可持續發展指標過濾出社會責任投資(SRI)組合。最後，講席總結成功提供「客戶阿爾法收益」的多元資產投資方案重要因素，包含經驗、多元化、風險緩解、主動配置、主動篩選、另類投資、ESG 投資等。

在最後的問答時間，學員們針對 ESG 投資等進行提問，摘錄問答內容如下：

Q1：銀行、保險等機構法人對 ESG 投資有什麼限制、要求？目前市場的主

流 ESG 投資風向為何？

A1：基金管理公司透過向客戶揭露 ESG 投資準則，多少比例的投資標的符合 ESG 準則。銀行會做旗幟鮮明的 ESG 產品，例如清潔能源這種符合最高等級的 ESG 投資。公募基金如果進行限制的話，會產生投資範圍太狹隘的問題，一般作法為推出融入 ESG 的大眾產品。專戶投資如大學的校務基金(endowment)偏好 SRI，宗教團體偏好負面剔除的可持續投資。

Q2：主動式管理(基本面投資)與量化投資的建議不同該如何處理？另股債平衡或多元配置產品採用同樣模式分析是否會造成基金屬性十分類似？

A2：量化投資利用價格週期趨勢進行動能投資，每一家資產管理公司截取的資產價格時間長短不同，安聯採用 4-6 個月的中期價格趨勢。安聯以量化投資為基礎，配合基本面投資尋找市場反折點。市場大部分時間存在趨勢，但也有例外，像是 2015 與 2016 年的市場趨勢不明顯，此時就要搭配基本面進行判斷，才能發揮績效平滑的效果。

雖然基金間的系統性趨勢分析與基本面分析方式雷同，但每個客戶的可投資範圍與風險屬性不同，例如臺灣公募基金不能投資商品原物料，零售客戶通常只有風險價值(VaR)而無波動率的風險概念。總結，透過滿足不同的投資目標、擁有不同的投資範圍、採取不同的風險緩解機制，來達成產品的多元化。

子題：**Global Fixed Income Overview**

講座：**Mr. Justin Tang , CFA, CAIA, Senior VP, PIMCO Hong Kong**  
**Ms. Julia Kuo, CFA, Fund Investment Specialist, PIMCO Taiwan**



品浩投資管理 Mr. Justin Tang

講席首先向學員介紹 PIMCO 成立於 1971 年，以債券基金管理、特別是推出債券總回報(total return)策略聞名於世，過去三年(以 rolling based 計算) 有高達 93% 管理資產的費用前績效表現打敗基準指數。目前管理資產規模高達 1.84 兆美元，為全球最大的主動式固定收益管理公司。近年成長最速的資產類別為非核心固定收益 (Non Core Fixed Income)、多元固定收益 (Multi Sector Fixed Income) 與另類投資等。

針對 PIMCO 基金管理的核心-前瞻思維的投資流程，講席談到 PIMCO 每季的經濟論壇，結合 PIMCO 內部專業投資人士與外部專家(包括多位前主要國家政策制定者所組成的經濟諮詢委員會) 的眾人智慧，樹立了對未來短期(6-12 個月 cyclical trend)與長期(3-5 年 secular trend)的總經趨勢看法。PIMCO 的投資委員會(investment committee)再據此論壇的結論淬煉出投資題材並制定範例投資組合(model portfolio)，針對五大風險因子(存續期間、信用風險、貨幣、殖利率曲線、波動度)訂出指標，最後結合由下而上的證券篩選，讓經理人依照投組的規範進行交易操作。

接續講席向觀眾分享 PIMCO 的最新長期與季度展望看法。在長期展望部分，PIMCO 認為低度成長、低通膨的新常態仍將持續，成熟國家的 GDP 與通膨率將保持在 2% 左右，而利率水平也將維持 2% 的新中性水準。然本波經濟擴張已為歷史最長期間，長達 10 年之久，目前已略顯疲態，未來若發生經濟衰退，復甦力道可能較為緩慢。另外多數歐日債券已為負利率狀態，成熟國家央行未來透過貨幣政策刺激景氣幫助有限，故政策執行者可能以財政政策替代貨幣政策的機率高。此外，講席也提醒學員，中國大陸、民粹主義、人口老化、科技進步、金融市場脆弱性等五大重要趨勢因素將持續擾亂及影響金融市場與投資組合。

短期展望部分，成熟市場 2020 年 GDP 年增率將落在 0.75-1.25%，自 2018 年後呈現逐年走緩格局。新興市場 2020 年 GDP 年增率預估為 4.5-5.5%，全球 GDP 成長率則介於 2.0-2.5%。中美貿易摩擦使得全球貿易量下滑，製造業 PMI 指數下降到榮枯線 50 以下，幸好 FED 今年已轉向採預防性降息，全球景氣有望在明年年中止穩。講席也提醒學員，對於經濟前景掌握的確定度較以往下降，因貿易、貨幣與財政政策等變數仍不斷干擾經濟，仍須持續觀注其未來發展。



品浩太平洋證券投顧 Ms. Julia Kuo

接著，講席向學員介紹全球固定收益市場。現今全球債券市場規模約 100 兆美元，其中以新興市場地區成長最快，自 1989 年占比 1.2% 成長到 2019 年的 24.4%。債券投資人最常使用的指標為彭博巴克萊全球綜合債券指數 (Bloomberg Barclays Global Aggregate Index)，彭博巴克萊債券指數成分以公債、政府債為主，證券化債務約占 16%。講席認為現今全球資產價格偏貴，估值偏低的證券化債務市場值得投資人多留意。

對於未來的資產配置，講席也提出了 PIMCO 的建議。整體來說，PIMCO 建議投資人降低整體投資組合的風險。在利率相關資產建議持有一定比例的債券部位，而美債優於歐債，因為美債利率相對較高且具避險優勢。而信用資產部分，推薦加碼證券化債務 (Agency-MBS、Non-agency MBS)，減持投資級與高收益等信用債券，因評價已過於昂貴。而在實質資產部分，建議可增持抗通膨債券 (TIPS)，目前通貨膨脹率距 FED 目標的 2% 仍有空間可以上升。貨幣部分，受益於成熟國家貨幣政策趨於寬鬆，建議可以持有部分具高息差的新興市場貨幣。

最後，講席與學員分享債券與股票基金在主動式與被動式管理上的差異。被動式管理的股票 ETF 以指數成分股作配置，但債券投資若採用被動

式管理會形成超配於發債金額較多的發行人，形成逆選擇風險，故股票投資使用被動式管理相較債券投資會較為合理。另外實證研究結果也顯示，過去 10 年來主動式管理的債券型基金績效報酬不僅打敗大盤指數也優於被動市的債券 ETF，因為債券的多元複雜性(如不同債券資產的風險報酬與店頭市場議價交易等特性) 可讓優異的主動式管理經理人有更多為投資人創造 Alpha 超額報酬的機會。

在最後的問答時間，學員們的反應十分熱烈，摘錄問答內容如下：

Q1:為什麼證券化債務評價位於過去十年間低位？

A1：過去 QE 時期 FED 持續在公開市場買進 Agency-MBS，造成利差越來越小，故當 FED 反手轉賣時也會在市場形成賣壓，現今 FED 又暫停賣出 MBS 造成評價偏低，另外房貸借款人的季節性搬家因素也須考慮。

Q2:PIMCO 也有債券 ETF 產品，請問 PIMCO 如何淡化債券 ETF 的缺點？

A2:PIMCO 在 ETF 產品的發展上，主要仍是利用既有主動式管理的優勢來作為主軸發展，如美國交易所掛牌代碼 BOND 的 ETF 即為 PIMCO 總回報債券基金的主動式 ETF，另外在投資標的內容的揭露上，因為在公開市場掛牌關係，仍須遵守掛牌交易所當地主管機關的規範。

**子題：Late Cycle Investing & Risk Management**

**講座：Mr. Justin Tang , CFA, CAIA, Senior VP, PIMCO Hong Kong**

**Ms. Julia Kuo, CFA, Fund Investment Specialist, PIMCO Taiwan**



講席首先以 1955-2016 年美國股票、信貸、十年期公債在各個不同經濟循環的風險調整後超額報酬為例，告訴學員景氣循環與資產配置息息相關。本次經濟循環擴張期是 1945 年來最長的一次，從許多經濟指標觀察，經濟循環已經進入擴張期後半段。整體來看，總

經情勢較 6 個月、一年前惡化。依據 PIMCO 模型估計，未來一年發生經濟衰退機率達 30%，雖然我們難以精準掌握與預測經濟衰退的時間點，但可以在目前景氣擴張的後周期檢視與留意投資組合是否有資產過於集中、券種流動性較差的情形，事先調整準備以保有投資組合的靈活度以因應市場環境的變化。

講席提醒投資人雖然目前尚未進入經濟衰退階段，但也不能掉以輕心。從歷史經驗來看，股市大幅下跌並不一定僅發生在經濟衰退時期，而非經濟衰退時期發生股價大幅下跌的次數其實高於經濟衰退時期。PIMCO 利用殖利率曲線斜度、信貸成長率、技術面與估值等四個因子設計了一個股市疲弱度(equity market fragility)指標預測股市熊市，研究團隊發現當訊號分數超過 30，代表股市可能有大幅度回測的機會。

接著，講席向學員說明股票與債券報酬率的相關性。投資人存在一個迷思，投資人認為股票與債券在經濟衰退階段時的報酬率為負相關，因此債券投資能提供投組風險分散的效果。但精確來說，應該是債券投資在過去十次的經濟衰退中有九次為正報酬，提供了很好的下檔保護。但若以 1969 年 12 月至 1970 年 8 月發生的經濟衰退為例，債券累積報酬率+10.4%、股票累積報酬率-7.2%，但兩者期間的相關係數卻為+0.4，因此講席最後歸納，股票與債券報酬率的表現並非絕對是負相關，其相關性表現往往會受到利率與股市估值高低所影響。

最後，講席向學員介紹風險管理的概念。PIMCO 在風險管理上強調的不是資產的分散而已，而是所謂的風險因子(risk factor)的分散，所以投資組合擁有很多的基金或資產，並不一定意謂做好了風險分散，就如同吃了很多的食物，並不一定吸收到了人體所需要的全方位營養素。而風險因子指的是趨動及影響該資產證券回報的相關因子。舉例來說，高收益債的風險因子是存續期間、信用利差與股票貝他值等。所以 PIMCO 在投資組合的風險管理上，透過加總每一檔證券所含不同的風險因子的曝險，即可得到投資組合的整體曝險樣貌，並據此作持續地監測與管理。另外亦透過不同情境的壓力測試與流動性的監控輔助，以期協助投資人因應不同市場環境變

化及創造最佳的風險調整後報酬表現。

在最後的問答時間，學員們的反應十分熱烈，摘錄問答內容如下：

Q1:您剛提到 cash equivalent 定義，floating note 也在你們控制風險中的某一個券種嗎？

A1:要看 floating note 浮動票面利率證券的存續期間、到期日與信用品質是否符合 PIMCO 的要求標準而定。

Q2:投影片 P35 的 model portfolio 是由 Investment Committee 統一訂出，然後投資經理再根據範例投資組合去做 benchmark 的 overweight/underweight？

A2:不同的風險因子對各資產類別影響的程度也有所差異，投資經理可以依照自己所管理的投組風險屬性，在 Investment Committee 建議的範圍中進行調整。

## 12月4日「退休理財商品新趨勢與操作策略」

子題：**Risk Management-Risk management framework**

講座：**Mr. Andrew Zhang, CFA, Head of Investment Risk, Asia Pacific  
Schroders Investment Management, Hong Kong**



施羅德投資管理 Mr. Andrew Zhang

講席首先以幽默風趣的口吻向學員介紹風險在中國古代象形文字與現代社會財務金融領域代表的涵義，同時與學員探討投資風險團隊的任務歸屬。他認為有效的風險管理架構具備「每個人都是風險經理」、「多道防線」等特質，他以施羅德三道防線為例，第一道防線為前線業務人員、第二道防線為投資風險與法遵團隊、第三道防線為內部稽核。

接下來，講席介紹何謂投資風險。他比喻投資風險是個守護者，清晰界定投資範圍確保基金忠於投資目標。第二步是獨立監控與內部挑戰過程，將結果按資產類別或地區性彙報給各資產管理團隊負責人與每個國家管理團隊，最後他提到施羅德有量化分析團隊來進行投資模型論證。

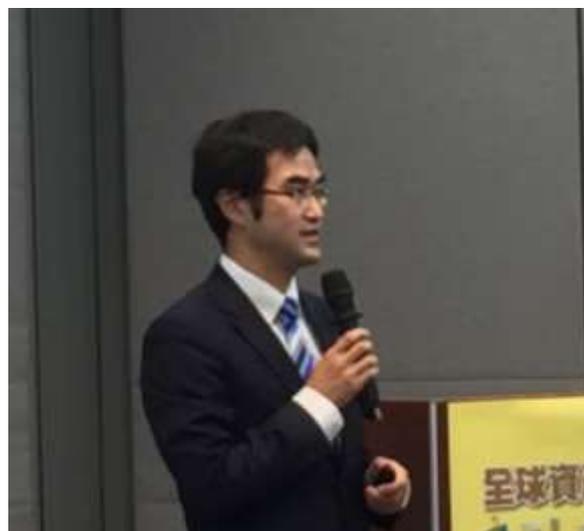
講席介紹常見的三種風險衡量指標，分別是「風險值(VaR)」、「多因子模型」、「壓力測試」。VaR 指的是資產組合在持有期間內在給定的信賴區間內由於市場價格變動所導致最大預期損失的數值，常用的估計方法有歷史模擬法(Historical Simulation)、參數法(Parametric)、蒙地卡羅模擬法(Monte Carlo Simulation)。接著，講席以食物的營養標示比喻多因子模型的概念，影響股票報酬因子有「市場風險」、「國家」、「類別」、風格，影響債券報酬因子有「利率」、「利差」。壓力測試是指將金融機構或資產組合置於某一特定的極端情境下，然後測試該金融機構或資產組合在這些關鍵市場變數突變的壓力下的表現狀況，而壓力測試的情境可以使用過去發生過的歷史情境或未發生的假設情境。

流動性測試(Liquidity test)指的是藉由將投資組合置於極端市場情境中，測試投資組合是否能以市場價格變現的能力，常用的有交易量法(Volume based approach)與交易成本法(Transaction cost based approach)。交易量法用意為瞭解在不影響市場價格下能變現的資產數量，而交易成本法是交易量法 2.0 版本，旨在了解賣出全部資產所需的交易成本。講席提醒學員，不僅要注意流動性的資產端，也要關心流動性的負債端變化。公募基金每日都有受益人進行基金贖回及申購，因此了解受益人的基金交易行為有助流動性管理。目前，可供流動性壓力測試(Liquidity Stress test)使用的風險因子不多，一般較常假設當流動性短少若干百分比後會對投資組合造成什麼影響。而流動性風險往往伴隨著市場風險，未來市場壓力測試與流動性壓力測試的連結將越來越密切。

**子題：Risk Management- Common tools and approach for Investment risk management**

**講座：Mr. Andrew Zhang, CFA, Head of Investment Risk, Asia Pacific  
Schroders Investment Management, Hong Kong**

第二階段的課程中，講席以 Amaranth 對沖基金在天然氣期貨交易發生鉅額虧損的例子，向學員說明風險管理的重要性。Amaranth 創立於 2000 年，以多元策略(multi-strategy)聞名。2004 年，前德意志銀行天然氣期貨交易員布萊恩·杭特(Brian Hunter)加入 Amaranth。2006 年，天然氣期貨交易已經成為 Amaranth 主要的資產部位。



施羅德投資管理 Mr. Andrew Zhang

2006 年 8 月 31 日，Amaranth 資產規模為 102 億美元，卻擁有一名日本金價值 534 億美元的期貨契約，槓桿率高達 5.23。好景不常，Amaranth 在不利的市場行情下遇到了衍生性商品投資人最不願遇到的事情-保證金追繳。2006 年 9 月 8 日，Amaranth 的保證金追繳金額達到 30 億美元，幾乎用罄了 Amaranth 的流動性，Amaranth 不得不開始平倉其虧損部位。最後，Amaranth 虧損總計 49 億美元，Amaranth 也因不堪虧損將其天然氣部門全部賣給了 JPMorgan 與 Citadel。

接著，講席與學員討論 Amaranth 可以透過那些衡量風險工具來判斷 Amaranth 的風險管理措施是否有效？有學員回答可以從風險性資產曝險部位著手，也有人認為應該關心 Amaranth 的流動性測試結果。講席生動地用 21 點來向學員解釋對沖基金交易策略的報酬與風險關係。長期來看，使用正確的 21 點策略可以獲得正報酬，但過程中損益的波動幅度很大，賭客往往無法忍受如此大的損益波動而提前陣亡，Amaranth 在天然氣交易遇到的情形就非常類似 21 點。

最後，講席總結了幾點 Amaranth 失敗的原因。Amaranth 的內控失靈，

風管人員並沒有隨著交易員搬到其他地點而移動。Amaranth 交易員主要憑經驗與直覺進行交易，鮮少透過回測來檢驗交易策略有效性。流動性管理也是一大問題，Amaranth 持有的未平倉部位太過龐大，造成平倉的時候嚴重偏離了市價。

在最後的問答時間，學員們進一步針對 Amaranth 案例進行提問，摘錄問答內容如下：

Q1:期貨市場應該有所謂的造市商機制(market maker)，那當初怎麼會產生流動性風險的問題呢？

A1:Amaranth 未平倉部位實在太大，Amaranth 持有的特定月份未平倉口數甚至超過全市場的一半，而且 ICE(洲際交易所)當初是不受監管的。

**子題：Global Retirement Development and Solutions**

**講座：Ms. Michelle Leung, Director and Head of Multi Asset Product Specialist Asia Pacific , Allianz Global Investors**



安聯投資 Ms. Michelle Leung

講席首先介紹全球退休金資產概況，截至 2018 年末，全球共有 40 兆美元的退休金資產，而美國是世界上最大的退休金市場占 62%。講席也分享了退休金資產的發展趨勢，確定提撥制(DC)在過去 20 年中取得了更大的成功。以澳洲為例，2018 年 DC 占比高達 86%。採行 DC 的投資人可請領的退休金金額端看投資績效而定，因此採用 DC 的退休金計畫存在誘因配置較多的股票部位。

接著，講席將退休金市場聚焦在亞洲地區。根據估計 45 年後亞洲 65 歲以上的老年人口將高達 30%，臺灣老年化人口將從 15%成長到 35-40%，

雖然日本老年化程度最高，但政府已經有提早的應變措施，受衝擊程度反而沒有臺灣嚴重。目前各國政府正積極推廣私人養老金作為政府退休基金的補充，臺灣於今年 7 月推出好享退，反應熱烈；然而，個人退休計畫仍只占家庭金融資產的一小部分，主因對退休投資選擇和需求的認識不足、金融投資的經驗不足、回報缺乏吸引力、不希望作長期承諾等。

講席也分享了安聯與機構投資人對談的過程中，發現機構投資人面對低利率環境、不確定的市場和風險、監管環境、需要定期現金流等挑戰。安聯針對各個難題，提供了最優戰略資產配置、風險管理、全面建議、提供穩定收入的另類資產等建議。安聯協助機構客戶優化投資組合第一步是了解客戶的投資目標，並根據客戶的資產、負債面決定戰略性資產配置。

在開始介紹年金這項產品前，講席放映了一個有趣的影片 (<https://www.allianzlife.com/what-we-offer/annuities>) 幫助學員了解年金的觀念。過去十年來，保險年金在各區域中保費收入占比都有所上升，尤其是美國和歐洲、中東及非洲(EMEA)地區的投資人在國際金融風暴後，對投資市場的信心下降，因而投資型保險的部分占比被保險年金取代。講席告訴學員影片中所介紹的年金類型即為固定年金，固定年金可分為一次性支付即期年金與一次性支付延期年金。固定年金具有潛在延稅優惠、保本、最低收益保障終身收入等優點，缺點是提前提款罰款、欠缺流動性、低回報、通脹風險、隱性收費高。

針對固定年金的缺點，資產管理公司也推出其他創新、多樣化的年金產品滿足投資人的需求，例如：固定指數年金、指數可變年金、變額年金等。講席指出若投資人風險胃納小可選擇固定指數年金；反之，可選擇變額年金。固定指數年金連動股票指數或債券之表現以決定年金多寡，惟被保險人之投資獲利並不會因股市大幅下跌而使本金受損，同理於股市上漲時，亦會限制被保險人之獲利率。

指數可變年金提供投資人承擔部分市場風險以獲取資產增值的機會，保單持有人可以根據自己的風險承受能力訂定保單價值跌幅下限來控制下檔風險。變額年金旨在為個人累積退休金，傳統的變額年金承擔 100% 市場

風險，投資人也可以購買「保障收益」附加選項，年金收入基數的遞增可以不受保單價值的下跌而影響。講座也提到「保障收益」附加選項的購買是非常昂貴的，因此安聯在歐洲曾經推出每年可決定隔年是否加購「保障收益」附加選項的保單產品供投資人選擇。

接著向學員介紹目前在亞洲越來越受歡迎的目標日期型基金（Target Date Fund）。臺灣、韓國和中國等地，政府和金融機構都在大力推動私人退休基金的發展。2016年來，韓國的目標日期型基金資產增長了6倍。相比之下，臺灣的目標日期型基金滲透不足，主因臺灣投資人更喜歡年金型產品。講席在本堂課程結束前以希臘神話故事勉勵學員，良好的投資策略對於堅持計畫並實現儲蓄和投資目標至關重要。

講席以兩個處於不同人生階段的投資人為例，說明在儲蓄階段開始或結束時出現市場崩盤可能會損失慘重。因此，讓退休資產配置動態化，在儲蓄階段遵循一條下滑曲線是保護投資人儲蓄的好方法。「下滑曲線」指的是基金持有人在不同年齡階段適合的股票、債券等各類資產配置比重連成之曲線，一個簡單的線性下滑策略可以提供一條更順利的通向退休的投資之路，並且其投資表現會優於只投資於股票或是股票債券各半的平衡組合。

講席接著介紹動態目標日期投資的投資流程。第一步是風險管理設計，依據投資人群組的特性、投資範圍，並利用安聯 Risklab 的經濟情形模型來推導出一致性的資本市場情景，設計出能最大化長期回報，同時滿足年度和長期風險約束的生命週期下滑軌道。第二步，透過量化和質化分析挑選適合的基金經理，系統地決定每個市場的主動或被動投資方式。最後，以優化的下滑軌道為基礎，透過動態資產配置根據市場狀況相應的增加或減少風險，從而強化靜態的下滑軌道。目標日期策略具有通俗易懂、投資範圍多樣化、投資門檻低的優點，缺點則為個性化不足、投資風格集中、雙層費率、調倉時機不理想。全面的財富管理解決方案針對年金與目標日期基金的缺點進行優化，根據個人距離退休日期的剩餘時間調整風險收益曲線（即「下滑軌道」），滿足投資人在退休前和退休後各階段的需求。

最後，講席介紹數位化及互動理財工具如何輔助退休解決方案的諮詢

過程。數位化解決方案將在退休行業中扮演更重要的角色，亞洲的監管機構，管理人員和科技公司正在制定數位化計畫，以滿足退休人員的投資需求。講席以自己工作所在地香港為例，她提及她在香港開立了許多退休金投資平台(MPF)的帳號，需要記憶很多組密碼，對她造成很大的不便。香港計劃於 2022 年推出 eMPF 集中化的退休金投資平台，將各個 MPF 整合在同一帳號便利投資人使用。另外，講席也分享她認為智能解決方案工具必須人性化易於使用，有鑒於目前大部分的財富集中於 60 歲以上的一代，這些長者對於資訊工具使用的熟悉度不如年輕族群，資產管理公司若能開發使用者友善的工具對於業務拓展將有很大的幫助。

在最後的問答時間，學員們的反應十分熱烈，摘錄問答內容如下：

Q1:請問有沒有結合年金與目標日期基金的產品？

A1:有的，此類產品特色為投資人可以先投資目標日期基金直到退休，之後再將累積的基金價值轉換成每年給付的固定年金。

Q2:為什麼中國的目標日期基金資產管理規模比重變化非常大？

A2:原因在於政策支持，中國一些大城市自 2018 年起享延稅優惠。

Q3:目標日期基金屬於較長期的投資，請問需要進行外匯避險嗎？

A3:講席建議學員可以對沖債券的外匯風險，但不要對沖股票的外匯風險。

講席指出股票的追蹤指數通常是區域型指數例如 MSCI Global，本身即具有風險分散效果，而歷史數據來看外匯波動對於股票波動有分散的效果。實務上，某些幣別的避險成本過高，若進行避險也會吃掉太多收益。

# 2019 全球資產管理大未來研習課程

## 「國際資產配置與風險管理」 & 「退休理財商品新趨勢與操作策略」

主題：「國際資產配置與風險管理」

日期：2019/11/25(一)09:30-12:30 & 13:30-16:30

地點：台大醫院國際會議中心 R402AB 室

議程：

11/25 (Mon.)	Topics	Speakers
09:30-09:35	主辦單位致詞	證券暨期貨市場發展基金會 李啓賢 董事長
09:35-10:50	Topic 1: Global Asset Allocation Solution 國際資產配置解決方案 I	Ms. Michelle Leung Director and Head of Multi Asset Product Specialist, Asia Pacific , Allianz Global Investors
10:50-11:10	Break Time	
11:10-12:30	Topic 1: Global Asset Allocation Solution 國際資產配置解決方案 II	
12:30-13:30	Lunch Time	
13:30-14:50	Topic 2: Global Fixed Income Overview 全球債券市場投資分析	Ms. Julia Kuo (郭瑞玲), CFA Fund Investment Specialist, PIMCO Taiwan
14:50-15:10	Break Time	Mr. Justin Tang (唐佳志), CFA, CAIA Senior VP, PIMCO Hong Kong
15:10-16:30	Topic 3: Late Cycle Investing & Risk Management 固定收益之風險管理	

# 2019 全球資產管理大未來研習課程

「國際資產配置與風險管理」

&

「退休理財商品新趨勢與操作策略」

主題：「退休理財商品新趨勢與操作策略」

日期：2019/12/04(三)09:30-12:30 & 13:30-16:30

地點：台大醫院國際會議中心 R402AB 室

議程：

12/04 (Wed.)	Topics	Speakers
09:30-10:50	<b>Topic 1: Risk Management- Risk management framework</b> 風險管理理念和框架	<b>Mr. Andrew Zhang, CFA</b> <b>Head of Investment Risk,</b> <b>Asia Pacific</b> <b>Schroders Investment</b> <b>Management, Hong Kong</b>
10:50-11:10	<b>Break Time</b>	
11:10-12:30	<b>Topic 1: Risk Management- Common tools and approach for Investment risk management</b> 投資風險管理-技術、工具和方法	
12:30-13:30	<b>Lunch Time</b>	
13:30-14:50	<b>Topic 2: Global Retirement Development and Solutions</b> 全球退休投資方案發展 I	<b>Ms. Michelle Leung</b> <b>Director and Head of Multi</b> <b>Asset Product Specialist Asia</b> <b>Pacific , Allianz Global</b> <b>Investors</b>
14:50-15:10	<b>Break Time</b>	
15:10-16:30	<b>Topic 2: Global Retirement Development and Solutions</b> 全球退休投資方案發展 II	