

**106 年 10 月 18、19 及 20 日**

**2018 全球資產管理大未來研習課程**

**全球智慧投資新策略．國際資產配置新趨勢**

**摘要實錄**

# 2018 全球資產管理大未來研習課程

## 全球智慧投資新策略．國際資產配置新趨勢

### 目 錄

#### 10 月 18 日 主題:智慧型投資策略

子題: 全球 ETF 發展概況-----2

子題: 智慧型投資策略 ( Smart Beta ) 之因子投資介紹與發展---3

子題: 全球退休基金運用智選指數投資-----5

子題: 固定收益 Smart Beta 產品之機會與挑戰-----6

#### 10 月 19 日 主題:國際資產管理實務與風險管理

子題: 資產配置實務-----8

子題: 戰略性與戰術性資產配置-----9

子題: 風險管理實務-----10

#### 10 月 20 日 主題:避險基金

子題: 避險基金—整體介紹-----12

子題: 避險基金—CTA 與股票多空型避險基金-----13

子題: 避險基金—避險基金的風險與未來發展趨勢-----15

## 2018 全球資產管理大未來研習課程

### 全球智慧投資新策略．國際資產配置新趨勢

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，本基金會於 10 月 18 日、19 日及 20 日連續三個全日辦理「2018 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 106 年度工作計畫項目之一，亦為首次舉辦之國際型訓練活動。本訓練課程共有三項主題包括：「智慧型投資策略」、「國際資產管理實務與風險管理」及「避險基金操作實務」，分別邀請國內外資產管理機構與學者等專家擔任主講，包括：元大投信、S&P 道瓊指數公司、聯博資產管理公司、Man AHL Group 英仕曼集團及政治大學商學院等共 10 位；(研習課程如第 17 頁附件)，10 月 19 日及 20 日採英文授課，未提供中譯。參加學員共計 38 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。

#### 10/18 主題：智慧型投資策略 ( Smart Beta )

子題：全球 ETF 發展概況

講座：元大投信 陳思蓓副總經理

陳思蓓副總經理介紹 ETF 以及 Smart Beta ETF 的發展趨勢：1993 年美國道富集團發行首支 ETF 基金，初期 ETF 的成長趨勢並不明顯，直到 2003 年歷經網路泡沫後才開始有較明顯的成長，全球投資人於 2008 年再次歷經金融海嘯之後，紛紛提高對風險趨避的需求，並全面檢討各類型主動基金高額管理費用合理性，以致全球資產管理投資方向愈來愈向被動式投資靠攏。至今全球已有將近



5,000 檔的 ETF 基金 ( 尚不計算 ETP 以及 ETN 在內 ) , 總管理規模超過 4 兆美金 , 且流入資本速度仍在持續增加中。近兩年新成立的 ETF 基金就分別超過 250 檔以上 , 流入資金將近 5,000 億美金 , 同期間從主動式基金流出的資金則有 3,000 億美金之多。比較 2017 年亞洲 ETF 的發展趨勢 , 以反向 ETF 以及槓桿反向 ETF 是資金成長最多的兩個類別 , 由於主管機關以及交易所開放政策推動 , 上述兩類基金比重以我國為最高 , 而由元大所發行的反向 ETF 基金與國際同類型基金規模相較為全球第一。

陳思蓓副總經理引用 Greenwich 的研究報告並指出有 5 項趨勢促成 ETF 近幾年來快速成為機構投資者積極的投資標的 , 包括 : 1.ETF 普遍被視為多元資產投資中的必備項目 ; 2.債券 ETF 流動性提升對固定收益投資者的誘因 ; 3.機構投資者運用 ETF 取代部分衍生性商品 ; 4.Smart Beta 加速普及運用及流動性提升 ; 5.費用低廉大幅降低機構投資者的投資障礙。

最後陳副總經理提及當國際資金快速向 ETF 移動之際 , 是否有可能 ETF 會變成下一個系統性風險的來源 ? 陳副總認為 : 以台灣為例 , 目前 ETF 總資金規模佔台股總市值不到 1%、成交量僅占 0.5% , 即使出現大幅贖回的壓力將不至於造成太大連鎖反應 ; 惟美國資本市場中 , 部分 ETF 基金規模已經相當龐大 , 且為多家上市公司的重要大股東 , 將不排除在重新調整 (Rebalance) 時會造成相當程度的流動性風險。

### **子題：智慧型投資策略 ( Smart Beta ) 之因子投資介紹與發展**

**講座：元大投信 林忠義副總經理**

林忠義副總經理表示：傳統主動式基金主要有賴基金經理人選股能力 ( $\alpha$ ) 來創造基金的績效；被動式基金則是依賴透明的 Rule Base 來追蹤特定指數進行操作，而 Smart Beta 基金的操作方式則是介於兩者之間，將經理人的  $\alpha$  轉化為 Rule Base 的不同選股因



子以透明的方式進行操作，保留原來被動式操作的透明性，並可能創造出優於大盤的績效，故 Smart Beta 又稱為因子投資法。歐美對於 Smart Beta 的分類上，主要是根據投資標的（股票、債券）的篩選邏輯以及權重配置的邏輯等因子形成的兩大邏輯來進行區分，包括有：低波動、高股利、成長動能、價值型、規模型、跟高資產品質型等，各類型因子的指數組成早已由各大指數公司研究編製出來，經理人視不同客戶需求將這些因子選出，並注意不同因子彼此間的相關性以及所處景氣循環的狀態，最後計算最適權重進行配置。早期以單因子基金為主流，近兩年來則轉變為以多因子策略為市場主流。隨著全球主要市場股市持續走高，原本配置較多的報酬提升因子也逐漸轉向風險降低因子；另一方面，包括債券型 Smart Beta ETF 的增加以及採用絕對報酬因子比例的上升，法人利用 Smart Beta 來創造現金比例成為今年的潮流趨勢。

林副總進一步解說 Smart Beta 基金組合實際流程：1.以因子衡量投資目標，研判不同投資情境以尋找合適的 Smart Beta 因子；2.利用量化工具進行研究分析，包括多因子數據庫、因子超額報酬月份與各年度表現、因子分群判斷因子表現、因子 IC 統計數值與勝率、因子間相關係數、量化則時指標與因子強弱勢模組；3.將不同投資模組進行模擬回測分析後完成實際投資組合建構，並在資產組合運行後定期檢視進行績效歸因並調整修正。

最後，林副總以高股息 Smart Beta ETF 的實例研討來說明即便在同樣的 Smart Beta 因子的基金下，實際標的組成對報酬以及風險也會有所差異。案例中所選分別是 SPDR、Vanguard、First Trust 跟 iShares 等四家基金公司推出的高股息 Smart Beta 基金，雖然同樣使用美國高股息 Smart Beta 因子，不管所選股票產業比例、公司數量、前 10 大成分股權重等各項組成都幾乎不同，投資人要從中選擇最合適投資對象，除了參考過去績效表現外，也必須從每隻基金在其他因子（包括市場敏感度、市場成長、所選產業或公司價值等）的解釋度來判斷未來在不同景氣循環或市場情境下可能的淨值走勢方向；對於風控人員來說，進行基金的風格類型（Style）風險，以及產業類型（Industry）風險結構是判斷主動風險非常重要的依據，這兩者幾乎已可掌握將近 90% 的主動風險，其他是針對不同市場因子情境所做的壓

力測試，也能幫助更深入分析不同情境發生時基金投資組合的回檔風險。

**子題：全球退休基金運用智選指數投資**

**講座：Ms. Tianyin Cheng S&P 道瓊指數公司董事**



Ms. Tianyin 表示：在全球 Smart Beta 基金資產分佈，美國 6,219 億美元的規模仍佔了全球絕對多數( 將近 90% ) 的份額，亞太地區 169 億美元的規模僅佔 2%，且其中有將近 90% 就是日本政府所持有，但是亞洲近兩年來皆以每年超過 50% 成長幅度快速增長中，未來也會是 Smart Beta 繼續成長的關鍵地區，主要原因為包括日本 韓國與台灣等陸續邁向高齡

化國家，在面對全球低利環境的壓力，各國退休基金要滿足越來越多退休人口年金支付需求，便爭相投入能提供高殖利率的 Smart Beta ETF 為其擴大全權委託的主要標的。

另一方面，因為各種投資邏輯已能做到指數化，進而使得投資策略變得更加透明，基金管理費用也因此大幅下降，促使全球退休基金大幅轉移資產到 Smart Beta ETF 下的關鍵因素。但是 Ms. Tianyin 建議：退休基金在選擇適合的 Smart Beta 全委對象時必須注意以下三點：1. Smart Beta 因子適合的景氣循環，如低波動度適合熊市、成長型適合牛市、規模型跟價值型則適合盤整階段等；2. Smart Beta 個別的風險-報酬指標，例如成長型指數報酬率只相對 S&P500 指數高，但波動度卻較高，而低波動度跟價值型則同時兼具較高報酬率以及低波動性的特質，且兩者關連係數也不高，就很適合作為多因子投組的選擇；3. 選擇單因子的 Smart Beta 前須分析其非計畫曝險 ( unintended exposure )，例如選擇低波動度因子時同時也會跟高股利因子有較高關聯性等，有必要進一步篩選避免降低預期效果。

最後 Ms. Tianyin 就多元 Smart Beta 會成為現今國際退休基金最多全委

的標的原因詳加說明，包括：1.各項低相關性因子合併產生的分散效果、2.更高的風險跳整後報酬 3.更穩定的超額報酬 4.不需要煩惱進場時機問題，而可供合併的因子組成類型包括有品質加價值、成長加價值、品質加成長加價值等。

問題討論中，學員也就合併方法中的順序型篩選法詢問過去相關案例的處理方式。Ms. Tianyin 以與日本大型退休基金合作的 S&P GIVI 指數為例：它的第一優先篩選條件是高品質資產，接下來是高價值，但為配合客戶需要，所以在品質項目上還會再加重加權比例以達到要求效果，而這樣的方式也由於可選擇的資產標的不是很大，過去也曾面臨流動性不佳的問題，造成基金再做重新調整時要花較長的時間，對於基金經營會造成較大的問題且會影響預期報酬，所以無論採用什麼樣的因子或什麼樣的加權法，流動性條件都是必須納入考量的關鍵因素之一。

### **子題：固定收益 Smart Beta 產品之機會與挑戰**

**講座：元大投信 張勝原資深經理**

張勝原經理(台灣第一檔美國政府債券 ETF 與第一檔債券槓桿反向 ETF 基金經理人)表示：過去債券 ETF 因為編制指數時會碰到以下困難：1.成分債券檔數過多；2.債券可取得性不穩定；3.債券交易買賣成本高；4.債券指數的評價時點與來源缺乏公開性平台；以及 5.投資稅負(如利息所得稅)時點不一，造成追蹤



上差異較大，造成機構投資人投資上的疑慮，以致資產規模無法有效擴大。但自 2008 年起，債券 ETF 開始顯著性成長，主要原因包括：1.金融海嘯後金融監管趨緊，大型銀行債券造勢意願降低，投資人將債券部位轉為持有債券 ETF 以獲取新的流動性管道；2.RBC 風險係數調降，提高保險業可投

資持有比例;3.投資債券 ETF 相較主動式固定收益基金管理費用較為低廉。

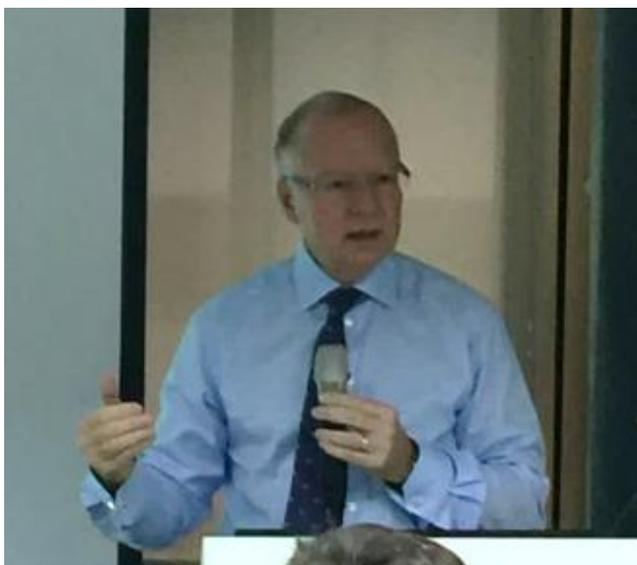
台灣自 2016 年底因證交稅條例修正免徵債券 ETF 證交稅，大幅降低投資人交易持有成本，進而擴大其市場規模的能量，但債券型 Smart Beta ETF 目前仍處於初步發展階段，僅佔整體 Smart Beta ETF 市場的 1.68%，主要因為債券型 ETF 的流動性以及交易成本相較股票型 ETF 比較不具優勢。

張勝原經理認為：高殖利率公司債之 ETF 仍具發展潛力，並表示：目前在美國少數幾檔應用到 Smart Beta 的債券 ETF，如 PowerShares 的 PHB 跟 Wisdom 的 WFHY 都是高殖利率公司債的債券 ETF，主要原因在於若以傳統邏輯以債券發債量作為加權依據，槓桿比率過高伴隨違約風險較高的公司所發行的公司債，反而成為此類型債券 ETF 重點持有的標的債，所以加入其他 Smart Beta 因子對公司體質做進一步篩選，如公司現金流量、營收、股等，就能有效避免基金投資組合中違約機率的發生。對債券 ETF 的經理人而言，提高所持債券投資組合所產生的收益及降低整體信用風險是不變的追求目標，所以 Smart Beta 債券 ETF，未來的發展方向將會持續著重在加強收益率，以及如何將各種基本面因子納入加權計算等面向，未來預期有很大的發展潛力。

## 10/19 課程主題：國際資產管理實務與風險管理

子題：資產配置實務

講座：Mr. Martin Atkin 聯博投信董事



Mr. Martin Atkin 開場表示：基金經理人開始進行資產配置前必須針對不同資產類別來計算三個基本要素，包括：報酬特質、風險特質以及彼此相關性。藉由檢視近 100 年的歷史報酬波動資料，計算出各類性資產包括股票、債券、國庫券等的長期報酬跟風險（波動率）特質，以及彼此間相關性，才能據以訂定長期的戰

略資產配置計畫。上述數值短期而言，在不同期間的重大事件影響下或許呈現偏離現象；但長期而言，仍需回歸這些資產本身的長期趨勢。

以股票與債券關聯性為例，債券在網絡泡沫化時期呈現了與股票高度負相關並提供資金的避險管道；而 2008 年金融海嘯時期債券與股票呈現同漲同跌的高度相關性，隨後在全球央行都進行量化寬鬆下，開啟了債券多頭走勢與股票再次呈現負相關，但在 2016 年後兩者彼此相關性又再度因量化寬鬆結束而有走高的趨勢。

目前因金融商品多元化，債券不再是權益類資產進行風險分散唯一標的。近年來因全球處於極低利率環境，債券收益大幅減少；過去被認為高流動性的公債產品，如美國國庫券，也因為交易量增加速度趕不上發債規模增加速度，使得產品本身的流動性也不如過去的水準，因此對於管理多資產類別的基金經理人必須增加更多其他的資產類別進行避險及多元分散，所以另類資產（Alternative Investment）也成為其中增加最快的種類。

## 子題：戰略性與戰術性資產配置

講座：Mr. Alexander Barenboym 聯博投信投資組合經理人

Mr. Alexander Barenboym 表示：戰略性資產分配係指標的資產種類的決定，當市場發生大幅偏移，需進行重新調整(Rebalance)原配置調整時，決定資產配置種類與比例的依據，包括有：風險承受度、投資時間週期以及投資目標等因素，一般投資時間週期為 5~10 年；而戰術性資產配置則是投資組合中各類型資產持有比例的調整行為，調整的依據因素包括：市場定價異常、目前風險以及報酬環境因素等，因為戰術性資產配置時間週期僅 6~12 個月之間，所以並沒有設定固定回歸的機制。



Mr. Martin 及 Mr. Alexander 也以近年來發生四大事件國際性總體經濟，包括：歐債危機、美國財政懸崖、中國大陸股災以及地緣政治緊張等，說明公司集團在當時的分析以及處理措施。歐債危機分面：雖然希臘在 2011 年 5 月取得融資，危機稍有紓解，但在 6-7 月期間，他們觀察到歐洲各國公債的信用利差仍在拉大，顯示情勢並未完全穩定，且有很有可能再次影響到股票市場，於是他們將一定比例的資產逐步從股市開始轉移，同年 8 月份全球股市波動率又再度大幅攀升造成金融市場動盪。在 2012 年底，市場預期美國國會與聯邦政府未能就債務上限及聯邦預算議題達成共識，將導致聯邦政府大幅削減支出導致財政懸崖，全球經濟纔剛從歐債危機稍加緩解後，再度面臨極大的不確定性，而從各項數據分析顯示，不管是 IMF 表達將全力提供支援的演說給予市場相當信心，還是經濟數據維持強健，且股市波動度下降傳達的穩健信息，都給予他們繼續增加持股的決心，而後來也的確在 2013 年初時順利解決聯邦政府與國會間的僵局，股市也得以獲

得新一波向上突破的動能。

學員詢問兩位講師是否認為目前債券市場是否有泡沫化的現象，Martin 回答的確有觀察到此一現象，但也特別強調固定收益市場過熱的本質，跟股票市場過熱是兩個不同的概念，而且在短期間殖利率巨幅攀升的可能性也不高，加上各公司的信用風險也在可控範圍內，所以雖然有可能減少投資組合中，對固定收益商品的配置，卻不至於會到需要完全出清的地步。

### 子題：風險管理實務

講座：Mr. Peter Elliot 聯博投信資深副總裁



Mr. Peter Elliot(負責公司掌管商業聯合風險管理的最高主管)分別就：市場風險、對手方風險以及作業面風險等說明實務做法並提供案例分享。Mr. Peter Elliot 表示：市場風險可區分為：股價風險、利率風險、利差風險、違約風險、匯率風險、商品價格風險、通膨風險、波動風險以及多資產投資組合風險等九大類風險，每一項市場風險應

該分別進行個別曝險管理、統計風險管理、不同情境分析以及壓力測試，以做好有效的控管，並且針對不同風險，建立完整的風控系統絕對是必要的。以聯博為例，他們針對股票投資組合設有 Barra 系統，針對固定收益產品模組設有 Bloomberg/Barclay Point 系統，針對多資產投資組合設有 Riskmetrics 系統等。

除了市場風險外，基金經理人每天進行的交易量相當龐大，且有不少交易是在 OTC 市場完成，因此交易對手方風險對整個投資組合的重要性，完全不亞於前述的各項市場風險。以 2008 雷曼事件為例，當時從雷曼兄弟

對手方開始違約，導致一連串參與交易的機構，全部發生對手方風險，並在短時間內觸發了連鎖反應，導致全球性的系統性危機，其後 2011 年的歐債危機爆發，更進一步強化所有資產管理業者對建置管理對手方風險系統的決心。對手方風險最常發生的來源包括以下類型商品的交易：雙邊性 OTC 衍生品、匯率遠期合約、LAPs、反向附買回合約以及 TBA（待宣告）型股票，另未交割的股票或固定收益商品的交易也都含其中。

在前述的兩大全球性系統性發生後，國際金融機構及監理機關鼓勵以中央對手方（CCP）機制代替 OTC 衍生品交易來運行，藉由大型清算所、清算商、執行經紀商的居間形成的防火牆，以減少依賴對手方信用風險、交易跨日風險等各種不確定因子，並確保交易能如約完成。

作業面的風險控管，Mr. Peter 指出：聯博是透過三道防線在執行公司內部的作業面風險控管，將可能的損害程度降到最低：第一道是良好的機制設計與控制；第二道防線是對風險的評估及有效追蹤；最後則是透過中央內部稽核進行獨立的風控運作。

其後，Mr. Peter 分別就聯博內部針對多資產解決方案（Multi-Asset Solution, MAS）、新產品/專案（New Product & Initiative, NPI）以及內部作業失誤管理（Error Management）等三方面在作業面風險上的控管機制做更詳細的說明如下：

(1) MAS 方面：就投資組合建置、下單管理、交易執行、帳戶生命週期事件等，各作業面可能產生的作業風險，去辨識不同的議題，並儲存於風險清單中，並繼續追蹤與觀察發生頻率、影響層面及程度，並與各作業面的參與人進行對談後，整理並完善整個作業面風險管理系統。

(2) NPI 方面：風控人員被指派加入 NPI 小組，首先進行 NPI 的作業風險清單建置，與跨部門小組提出可能的風險議題協助解決，並與投資風險控管團隊及對手方風險控管團隊，進行聯合會議，對整體風險再加以審視。

(3) Error Management 方面：透過四個流程建構失誤與事件追蹤系統機制（Error and Incident Tracking System, EITS），包括：事件的發現與管理、事件調查分析、內部相關人的溝通及自動防禦機制的形成與強化。此一自動防禦機制，最終目的在於確保內部失誤管理流程可以更有效率進行，以

及確保高風險事件升級後的即時追蹤報告。

## 10/20 課程主題：避險基金操作實務

子題：避險基金—整體介紹

講座：Mr. Tim Wong, Man Group AHL 董事長

Mr. Tim Wong 表示：避險基金的主要特質包括：1.主要績效驅動來源是偏重在經理人的操盤能力（ $\alpha$ ）而不是整體市場報酬（ $\beta$ ）上；2.選擇各種不同投資標的、工具以及運用所有不同的投資策略上擁有極大的彈性；3.經理人投資時更偏向預設的風險/報酬目標而不侷限在市場基準（Benchmark）上。因此，避險基金不像傳統股票債券的投資組合



所受到的限制，可以透過包括：放空、變化投資工具（如選擇權及其他金融衍生品）以及變化投資領域（區域、國家..）等來獲得廣泛的另類投資效果。

避險基金可分為：相對價值型、全球總經策略、事件驅動、管理期貨及股票避險型等 5 類避險基金，並可以在投資組合中提供 3 項功能，包括：1. 有效增強投資績效；2. 增加市場下檔時的保護；3. 避險基金與傳統投資類別相關係數較低，且增強投資組合分散效率。而機構投資人對於避險基金的幾個迷思，諸如低度管制、高風險、槓桿過高、收費昂貴、限制贖回時間長、低透明度等印象，美國監理機關很早就上述現象針對避險基金經理人建立了完整的規範，多數的經理人使用的槓桿比率也不是很高。再者，避險基金經理人在投資組合中傾向使用多項不同的金融工具，透過彼此間風險對沖，整體投資組合的風險係數是很低的。至於透明度部分，避險基金對投資組合揭露的水平跟傳統基金的揭露程度相當，但因為使用大量的量化交易工程技術，使得即使做了揭露也很難完整掌握其全貌。

2010 年後全球股債市場持續多頭，波動度也明顯下降，避險基金的績效普遍已不若以往，致使業界整體規模及新成立基金數的成長都呈顯趨緩現象，但是 Mr. Tim 強調：資產管理的概念來看，避險基金對風險分散效果仍有相當效果。他並認為機構投資人在選擇避險基金時有下列幾項原則可優先注意：1.可持續及可辨識優勢；2.可重複的投資流程；3.投資組合及過程高透明度；4.風險控管的歷史紀錄及風格；5.作業面是否嚴謹。

最後，Mr. Tim 總結機構投資人在控管投資風險，如何正確辨識各避險基金應特別注意以下 4 個面向，包括：1.基金風控文化，是否有獨立的風控官，是否有針對回檔風險控制有明確風控機制，在不同階層對於法遵及風控皆有完整的認知；2.風險架構的完整度；3.對流動性風險的管理機制，以及 4.針對極端事件發生的尾部風險管理。

### **子題：避險基金— CTA 與股票多空型避險基金**

**講座：Mr. Adrian Chang, Man Group AHL 量化組合基金經理人**



Mr. Adrian Chang 指出：CTA 是所有避險基金類型中較早成立 (1970s)，並已受到高度管制的類型。CTA 多半採用系統化投資策略，並聚焦使用成長性投資模型，投資標的多集中在期貨及外匯等高流動性市場。經理人運作 CTA 主要方式：1.市場成長/下行趨勢；2.使用價量分析辨識無效率市場中的價格偏離；3.分析總體經濟資料發覺投資機會。而 CTA 的主要投資模型，包括：核心的趨勢跟隨 (Trend Following) 模型、固定收益商品的蝶式交易 (Butterfly Trading) 模型、大宗商品的日曆價差 (Calendar Spread) 交易模型、債券期貨、利率 swaps、能源期貨、農產品期貨的市場內價差 (intra-market spread) 交易模型等，對機構投資人來講，CTA 能提供較佳

的長期風險調整後報酬，及與傳統資產類別較低相關性，同時能在危機事件發生時，展現較強的市場 $\alpha$ 捕獲能力。

Mr. Adrian Chang 接著指出：股票多空型避險基金包括有股票多空及市場中立兩大種類，根據其操作策略可細分為：事件驅動(Event Driven)、股票多頭偏誤、股票多空、股票市場中立、合併收購事件型等；而在操作手法上則可區分為兩種，包括：(1).自由裁量型(Discretionary)：對有經驗領域的公司進行深度基本面及技術面分析找出投資機會並重壓持倉；以及(2)量化型(Quantitative)：透過量化模型應用建立全球性龐大部位投資等兩大類型。但實務上，目前大多股票多空型避險基金，都會同時採用兩種策略以強化其績效表現，故彼此分野已經不如過往明顯。對機構投資人而言，在特定產業景氣循環出現時，於投資組合中加入相關產業股票多空型避險基金，對提高整體投資報酬率將會出現明顯效果。

最後 Mr. Adrian 將現場學員共分成五組，分別就所提供八種不同類型避險基金經理人的過去績效、擅長領域、風控機制、策略與投資組合透明度、以及使用槓桿比例進行分析後，挑選出可投資的標的。經過現場熱烈的討論後，多數學員對於擁有穩定績效、明確的風控機制、較低槓桿率的基金，表達較明顯的偏好，後續揭曉時，多半被選擇的基金，的確也是表現較為穩健，且被 AHL 真實投放的對象，但案例中同時也有某支基金，雖然使用槓桿比率明顯過高，使用計量策略又極度複雜，但因為長期績效奇佳，且管理團隊中有兩名諾貝爾經濟學獎得主，仍被多數小組選為投放選擇之一，當結果揭曉，這家公司其實就是 1998 年，引起系統性風險的 LTCM 公司時，才讓所有學員驚覺，風險管理的確是超乎想像的重要，即使是擁有無庸置疑的專業能力都不能輕易忽視。經過案例討論交流及專業解說後，學員們也對如何以更全球性的角度來篩選避險基金，有了更深入的瞭解與看法。

最後 Mr. Tim 向所有學員介紹目前全球金融市場受到極大關注的議題：機器學習，它的概念早在 1970 年就被提出，但是直到現今兩大客觀環境的成熟，才使機器學習開始進入實際可應用階段，一個是在摩爾定律持續有效下，電腦運算能力的突飛猛進，另一個則是大量的市場行為資料生成及儲存空間的巨幅擴張，兩者加成使得機器得以在短時間內，對巨量資料進

行分析歸類，並進而形成有效的行為。

雖然目前已有較為成熟的環境可提供機器學習更大的可應用空間，但是 Mr. Tim 認為有兩點障礙，是目前機器學習在財務投資上應用效果還沒有很大的關鍵，第一點是國際金融市場的雜音(Noise)太多，同樣的一種措施，例如量化寬鬆，在金融海嘯前期可能對市場是正面影響，但是在財政狀況不佳的國家提出後，卻又是完全負面的影響，這對機器在判讀跟學習上，就需要更強大的運算能力才能加以克服。另一方面，機器學習雖然能在有千萬種情境的圍棋比賽中成功學習，並打敗人類棋王，但畢竟其中限制仍是有限數目，但在財務世界中，要到達能夠精準預測的程度，所需加入的限制條件幾乎是無限大，這在目前就遠遠超過電腦能夠學習處理的範圍，因此只能先從相對有限的情境，加入有限的限制進行應用，要達到取代基金經理人還有相當遙遠的路要走。

### 子題：避險基金—避險基金的風險與未來發展趨勢

講座：政治大學商學院周冠男副院長

為協助學員對避險基金的風險構面的認知，本次特別邀請政大商學院的周冠男副院長，就避險基金的風險與未來發展趨勢發表研究看法。周副院長指出：在現今量化交易技術發達的時代，避險基金紛紛以數據試圖說明，避險基金能以更低的風險達到更高的報酬作為其主要行銷訴求。周教授舉 LTCM 為例：兩位得過諾貝爾經濟學獎的基金經理人，當他們發



現俄羅斯公債的價格反而高於公司債時，認為出現價格偏離而有了套利空間，於是以高槓桿大舉進場壓近，完全沒考慮到俄國政府倒債違約的極端風險，後續整個市場也為了這個被忽略的風險，付出慘痛的代價。因此所

謂的“避險“基金並沒有避掉所有的風險,而是在另一方面承擔了更高的風險才得以換來預期的高額報酬,而類似前述的市場極端風險,也不再像過去認為發生機率極低,在黑天鵝事件頻傳的全球化社會,這些極端風險,也將會越來越頻繁地出現,使得投資人再也不能輕易忽視。除此之外,包括避險基金因為高度使用財務槓桿、市場資訊不透明所形成的營運風險,對投資人的贖回限制所導致的流動性風險、量化基金本身的模型風險、基金經理人的道德風險或作業面風險,都同樣是避險基金尚待解決的問題。

對於避險基金未來的發展趨勢,本身是行為財務學專家的周教授指出,效率市場假說的理想狀態,在現實世界越來越受到挑戰,也有越來越多的研究證明,人的決策並非完全理性而是有限理性,受到過度自信、心理帳戶以及框架效應,而影響投資行為的證明比比皆是,因此,他相信未來避險基金將很有機會利用行為財務學所研究的市場異常現象,去發掘更多的投資機會並進而有效提高投資績效。

本培訓課程邀請國內資產管理創新業者、資深學者以及國外資產管理專家就資產市場發展趨勢介紹國際市場實務,並透過實例分享與問題交流讓與會能夠深入了解與熱烈交流。未來本基金會將配合主管機關政策及資產管理市場發展,持續規劃辦理各項國際型訓練課程,以提升資產管理業者之國際視野並提供其從業人員職能發展之需求。

## 2018 全球資產管理大未來研習課程

## ■ 研習議程

## 第一天: 智慧型投資策略 ( Smart Beta )

時間	主題	講席
09:00-09:30	<i>Registration</i>	
09:30-11:00	全球ETF發展概況	元大證券投資信託股份有限公司 陳思蓓 副總經理
11:00-11:20	Tea Break	
11:20-12:30	智慧型投資策略 ( Smart Beta ) 之因子投資介紹與發展	元大證券投資信託股份有限公司 林忠義 副總經理
12:30-14:00	Lunch Break	
14:00-15:20	全球退休基金運用智選指數投資	Ms. Tianyin Cheng S&P道瓊指數公司董事
15:20-15:40	Tea Break	
15:40-17:00	固定收益Smart Beta產品之機會與挑戰	元大證券投資信託股份有限公司 張勝原 資深經理

## 第二天：國際資產管理實務與風險管理

時間	主題	講席
09:00-09:30	<i>Registration</i>	
09:30-11:00	<p>Asset Allocation Introduction</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>·Modern portfolio theory &amp; portfolio optimization</li> <li>·Managing asset class selection &amp; risk</li> <li>·Asset allocation for institutional investors</li> <li>·Today's practical challenges for some of the asset classes</li> </ul> <p>Objective: provide 1) an understanding of the characteristics of traditional asset classes and how they work in combination; 2) discuss current market practices among institutional investors; and, 3) review today's capital market environment and how that might influence the future behavior of asset classes</p> <p>The Practice of Strategic Asset Allocation</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>·The process of asset allocation</li> <li>·Further details on asset class drivers, investment risk and navigating the markets</li> <li>·Asset allocation to alternative assets</li> </ul>	<p>AllianceBernstein Global <b>Mr. Martin Atkin,</b> <i>Managing Director—Multi-Asset Solutions Group; Investment Director—Dynamic Asset Allocation; and National Managing Director</i></p> <p>AllianceBernstein Global <b>Mr. Alexander Barenboym,</b> <i>Portfolio Manager—Dynamic Asset Allocation</i></p>

	<p>Objective: provide a practitioner's view point on 1) how to determine a strategic allocation to meet a desired objective (defining an objective; trade-offs of risk and return); 2) the characteristics of asset classes that make them desirable (consistency/reliability); and 3) the role of alternative assets within a strategic allocation (strategic vs. opportunistic; uncorrelated returns)</p> <p>Q&amp;A</p>	
11:00-11:20	Tea Break	
11:20-12:30	<p>Implementation</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· Tactical asset allocation</li> <li>· Capital preservation strategies</li> <li>· Process for making dynamic decisions</li> </ul> <p>Objective: provide a practitioner's view point on 1) the key considerations in a tactical program (scaling, the role of fundamental &amp; quantitative analysis in decision-making); 2) what can be done to limit drawdown risk (volatility control; diversification); and 3) governance issues (frequency of review and allocation changes)</p> <p>Looking Ahead</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· What looks interesting in 2018 for clients</li> </ul> <p>Q&amp;A</p>	
12:30-14:00	Lunch Break	
14:00-15:20	<p>Risk Management</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-Introduction</li> <li>-The Risk Framework</li> <li>-Market Risk Focus</li> <li>-Credit and Counterparty Risk Focus</li> </ul>	<p>AllianceBernstein Global</p> <p><b>Mr. Peter Eliot,</b></p> <p><i>Senior Vice President – Co-Head Multi-Asset Infrastructure AllianceBernstein LP</i></p>
15:20-15:40	Tea Break	
15:40-17:00	<p>Risk Management</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-Operational Risk Focus</li> <li>-Operational risk failures in Asset Managers – the fallout from Lehman</li> <li>-Examples of Other Risk Types</li> </ul> <p>Q&amp;A</p>	

### 第三天 : Hedge Fund

時間	主題	講席
09:00-09:30	<i>Registration</i>	
09:30-11:00	<p>Overview of HF – Tim Wong</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· What is HF</li> <li>· Why investing in HF</li> <li>· What are the different HF styles, Discretionary vs Quant</li> </ul>	<p>Man Group</p> <p><b>Tim Wong,</b></p> <p><i>Chairman of Man AHL and Man Group Asia</i></p>

	<p>. How to choose HF Case studies : CTA and Equity Long/Short (0.5hr) – Adrian Chang</p> <p>. Intro to both styles</p> <p>. CTA – Portfolio diversifier, Momentum Strategy</p>	
11:00-11:20	Tea Break	
11:20-12:30	<p>Case studies : CTA and Equity Long/Short (0.5hr) – Adrian Chang</p> <p>. Equity Long/Short - Factor investing, Statistical Arbitrage</p> <p>Q&amp;A</p> <p>Hedge Fund selection exercise (1hr) – Adrian Chang (facilitator)</p> <p>Participants are given some descriptions of a few hedge funds and will select the good ones/reject the bad ones. Explanation and discussion at the end.</p>	<p>Man Group <b>Adrian Chang,</b> <i>Quantitative Portfolio Manager of Man AHL</i></p>
12:30-14:00	Lunch Break	
14:00-15:20	<p>An intro to Machine Learning – Tim Wong</p> <p>. History and what is machine learning</p> <p>. Application in Finance</p> <p>Q&amp;A</p>	<p>Man Group <b>Tim Wong,</b> <i>Chairman of Man AHL and Man Group Asia</i></p>
15:20-15:40	Tea Break	
15:40-17:00	避險基金的風險與未來發展趨勢	<p>國立政治大學商學院 周冠男副院長</p>

■ **講義下載:**

- [智慧型投資策略-全球ETF發展概況](#)
- [智慧型投資策略-固定收益Smart Beta產品之機會與挑戰](#)
- [智慧型投資策略-智慧型投資策略\(Smart Beta\)之因子投資介紹與發展](#)