2018「資產管理 ALPHA+培訓計畫」

第二階段海外研習

美國紐約海外研習參訪

回顧摘要

2018「資產管理 ALPHA+培訓計畫」第二階段海外研習
美國紐約海外研習參訪回顧摘要

目錄

壹、研習課程 ---------- 4

貳、聯博控股(Alliance Bernstein Holding)---------- 6

參、摩根資產管理(J.P. Morgan Asset Management) -- 8

肆、美盛環球資產管理(Legg Mason) ---------- 10

伍、柏瑞投資 (PineBridge Investment) ---------- 12

陸、花旗銀行(CITI Bank)---------- 14

柒、紐約梅隆銀行(Bank of New York Mellon) ------- 16

2018「資產管理 ALPHA+培訓計畫」第二階段海外研習
美國紐約海外研習參訪回顧摘要

本 2018「**資產管理 ALPHA+培訓計畫**」係第二屆辦理，並為「資產管理人才培育與產業發展基金」2018 年工作計畫之一，由資產管理基金並補助支持本培訓計畫。賡續本培訓計畫之第一階段國內培訓，第二階段海外培訓於 107 年 10 月 28 日至 11 月 8 日赴美國紐約市進行研習與參訪，研習課程係與美國紐約專業投資顧問公司(CreditSpectrum Corp.)合作；參訪行程則包括：聯博控股(Alliance Bernstein Holding)、摩根資產管理(J.P. Morgan Asset Management)、美盛環球資產管理(Legg Mason)、柏瑞投資(PineBridge Investment)、花旗銀行(CITI Bank)以及紐約梅隆銀行(Bank of New York Mellon)等大型資產管理機構等，參訪議題主要為國際資產管理市場發展最熱門的趨勢，包括：資產管理、風險管理、金融科技、美國稅改及中美貿易紛爭等主題。

本團團員於台灣駐紐約辦事處合影

本研習團學員共計 32 位，透過上述機構之專題研討及互動會談，學員掌握國際資產市場發展趨勢，並在熱絡交流下，學習收獲豐碩，茲彙整學員提供之活動紀錄摘要。

壹、研習課程

因應我國資產管理市場發展需要，本次特規劃「全球資產配置之信用風險管理」及「店頭市場衍生性商品之擔保品管理操作實務」兩主題課程，並與 CreditSpectrum Corp.合作，延聘國際資產管理專家主講分享新知。

一、日期

107 年 10 月 31 日，09:30~16:30。

二、課程摘要

全球資產配置之信用風險管理

在巴塞爾協議 III (Basel III)監管架構內，所有預期的信用損失估計和計量方法中，最基本的概念是投資組合為基礎的信用損失分配(Credit Loss Distribution)。講席 Dr. Sylvain Raynes 提到：大多數機構試圖從實證或理論上得出其自身信用組合的損失分配，並依某些客觀標準例如風險值 (Value-at-Risk)計算資本適足率 (Capital Adequacy)。對於子投資組合中的每種類型的風險暴露，在將子投資組合彙總到銀行的資產負債表級別時，信用損失測量也很有用。每個子組合中的風險應盡可能育具有同質性(Homogeneous)，以使可以測量一個組合的總風險，與因應這些子組合相關的措施。

店頭市場衍生性商品之擔保品管理操作實務

簡單且費用較低的另類風險溢酬產品(Alternative Risk Premium Products, ARP)，逐漸成為量化投資策略的新寵，在機器學習、量子計算及雲端技術發展的推動下，能提供額外的報酬，激發廣大投資者的興趣與需求。講席 Mr. Chris Langley 具有豐富的實務經驗，首先介紹何謂另類風險溢酬、與傳統風險溢酬之差異及近年來的投資族群；講席並表示：因應金融海嘯後，為提升店頭衍生性商品市場透明度，巴塞爾資本協定 III 針對資本適足率、壓力測試、市場流動性風險考量等方面訂定更嚴苛之標準，銀行因而發展出新衍生性商品之運作模式，其中在衍生性金融商品交易上，也發展信用擔保附約(Credit Support Annex, CSA)，以降低交易對手之信用風險。

三、小結

由於金融機構由不同行業和全球各地區的許多此類子投資組合組成，故必須通過加總子投資組合，以產生全球信用損失分配。

隨著科技進展，金融科技聲浪越來越大，資產管理業除了因應運用機器人理財或人工智能（Artificial Intelligence，AI）進行資產管理外，同

時也針對銀行或專業機構法人等之市場參與者，提供更有效率地活化資產或降低相關成本之解決方案。

本次研習能因而進一步深入了解美國金融機構之衍生性商品內部實務運用，並瞭解便利的金融平台、更有效率地管理風險，並促進金融市場健全發展。

Dr. Sylvain Raynes 主講「全球資產配置之信用風險管理」研習

Mr. Chris Langley 主講「店頭市場衍生性商品之擔保品管理操作實務」研習

貳、聯博控股(Alliance Bernstein Holding)

一、日期

107 年 11 月 1 日，10:00~11:30。

二、機構簡介

聯博控股係一成立超過 40 年之資產管理公司，其資產管理規模(AUM)約 5,500 億美元，在全球 25 個國家設有 51 個據點，共有 3,583 名員工、192 名分析師、138 名資產管理人。其主要業務為為客戶提供資產管理與投資研究服務，服務對象包含企業、基金會及捐贈基金、中央銀行、政府及主權財富基金、金融機構 (銀行、證券公司、資產管理及保險公司)、通路及理財顧問、高資產客戶與家庭。

三、簡報摘要

(一)全球經濟展望

對美國經濟的預測主要有以下的幾個面向：

(1)財務狀況的緊縮將使經濟成長減緩(tighter financial conditions to slow growth)；

(2)健全的勞動市場將使經濟成長減緩的效果較為溫和(solid labor market to keep slowdown modest)；

(3)通貨膨脹率穩步緩慢上升(inflation to rise slowly but steadily)；

(4)聯準會於 2019 年將升息 4 次，2020 年之後或將持續升息(Four Fed hikes in 2019, with the potential for more in 2020 and beyond)。

(二)權益證券風險及報酬的評估

聯博對於權益證券風險及報酬的評估採取多層面的量化方式評估，其中風險評估計有動能訊號(momentum signals)、選擇權指標(option indicators)、信用狀況(credit conditions，以高收益債及投資等級債的利差變化)，及已實現的波動度(realized volatility，評估短期/當下及長期的歷史波動度等)四種指標的綜合評分，當評估訊號為正數，表示風險環境相對有善，可多投入權益證券投資，據其分析，該評估訊號自 2015 年轉正後，至 2018 年 9 月底仍為正數。對於潛在報酬的評估則有公司品質(corporate quality)、成長(growth)、風險 (risk)、信用風險(credit risk)、激勵(stimulus)、殖利率曲線斜率(yield curve slope)、通貨膨脹率(inflation)及評價(valuation)八種指標的綜合評分，據其分析潛在報酬的分數自 2011 年來呈現下降趨勢，且至 2018 年 9 月底時分數已轉為負數。

四、小結

從經濟面看，美國經濟持續強勁，不受全球總體經濟環境轉趨震盪的影響，儘管貿易爭端常佔據新聞版面，但尚未明顯衝擊經濟成長力道；

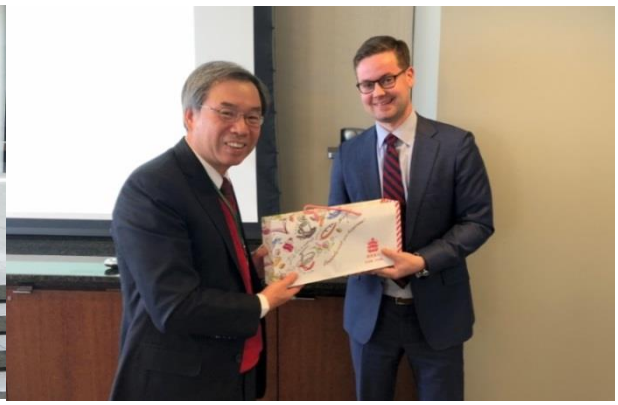
此外，美國並非特別仰賴貿易的國家。就技術面來看，美國是相對「封閉(closed)」的經濟體，貿易佔美國 GDP 的比重相對不高(2.6%)。倘若貿易戰一直延燒下去，對於其他國家的經濟增長可能會帶來較大的直接影響。其他國家的經濟規模比美國要小得許多，也比美國要「開放(open)」許多，因此貿易佔 GDP 的比重也較高。故其他國家更容易受到關稅或其他貿易限制的直接影響。

長期而言，貿易變數是否會擾亂企業營運規劃，仍有待觀察，美國經濟成長優於長期趨勢，失業率是近年來的新低，企業信心亦高於長期平均，雖然通膨逐漸走高，但增幅依舊緩和，故預計聯準會只會小幅升息，行成良性景氣循環。

團員於聯博控股會議室內合影

聯博控股參訪情形

團員於聯博控股大樓前合影



李啓賢董事長致謝聯博控股 Mr. Mark Gleason

參、摩根資產管理(J.P. Morgan Asset Management)

一、日期

107 年 11 月 11 日，14:00~16:30。

二、機構簡介

摩根資產管理隸屬 J.P. Morgan Chase & Co.集團(摩根大通)，負責集團全球資產管理業務，為全球前十大主動管理(Active Management)資產管理公司，於全球 36 個城市超過 800 位專業投資研究人員(包括研究員、分析師及基金經理人等)，提供國際金融機構、法人及個人的資產管理服務，包括共同基金管理與專戶資產管理等，其產品涵蓋股票、固定收益、對沖基金、私募、地產與多重貨幣管理等，旗下管理資產達 1.7 兆美元。

三、簡報內容摘要

從最近的發展角度來看，全球化的部分原因是關稅率降低。美國政府正在讓中國承擔其認為不公平的貿易行為責任，並採取不利於市場的策略(對 400 萬美元的額外中國商品，汽車和汽車零部件課徵關稅)可能會構成「貿易戰」。公佈的關稅並沒有削弱全球增長或市場基本面，但股市在多重不確定性因素影響下萎靡不振。

因應貿易戰的操作策略：仍要面對貿易戰對於全球經濟的影響、中國去槓桿的控制及波動(控制金融機構的流動性風險)、全球通膨預期等風險；相對地，投資機會則在於企業獲利增長有利股優於債，透過地區、國家分散及掌握與受益景氣擴張的循環類股及成長型股，皆有助於投資多元化，強化資產配置的彈性。

歐盟於本年 1 月 3 日正式實施《金融工具市場指導修訂版》(簡稱 MiFID II)，雖然該規定僅針對歐盟各國，由於 MiFID II 監管架構明顯偏向交易者，上路後恐將衝擊歐盟乃至全球資產管理業者的業務及利潤；但由另一個角度來看，MiFID II 使交易趨向公平、更加透明化。對 J.P. Morgan Asset Management 來說，MIFID II 之實施，將帶給全世界投資公司等莫大的挑戰，但已全力做好準備，以因應 MIFID II 的嚴格規範。

四、小結

美國初步擬定向中國徵收關稅的 500 億美元，只佔中國 GDP 不到 0.3%，但要留意未來是否擴大至 2,500 億至 4,500 億美元；果真如此即可能對中美雙方經濟均屬不利。此外，目前貿易戰爭已不僅侷限於中國與美國之間，還包括美國與其它戰略性盟友，如歐盟、加拿大、墨西哥之間的貿易摩擦亦不斷升溫，除增添不確定性之外，長期也宜留意是否影響消費信心及企業投資意願，進而衝擊企業獲利。就過往歷史經驗來看，

貿易戰爭問題一直都存在，基於各國政治及經濟考量下，最終多會達成協議，因此應可視為可控風險，不致大幅惡化至不可控的地步，只是中間貿易協商將延續一段較長時間，可能直至 11 月 6 日美國期中選舉前，中美雙方來回角力與貿易戰爭雜音，仍可能持續干擾市場走勢。

摩根資產管理面對 MIFID II 之實施，已就以下方向因應處理：

1.就 MIFID II 規定之實施將會對摩根資產管理以及客戶之影響簡要摘錄，並將其摘錄內容公布於 http://www.morganstanley.com/disclosures 之網站中；

2.MIFID II 之實施，對摩根資產管理造成下列之影響：

(1)由於摩根集團在資本市場之角色，該公司因角色多元化，倘本身作為協助公司做發行有價證券時，依歐洲法規，須對有價證券於進行發行時之發行價做價格穩定策略，然而該公司本身亦會協助客戶進行有價證券之投資，進而協助客戶做對沖避險策略，所以，該公司在二者角色之衝突；

(2)因應 MIFID II 第 38 條之規定，將對客戶揭露有關摩根資產管理為客戶做研究報告時之收費資訊；

(3)為遵守 MIFID II 之規定，已制定相關內部規範以避免與客戶間之利益衝突。

摩根資產管理參訪情形

摩根資產管理參訪情形

李啓賢董事長致謝摩根資產管理 Mr. James Barnett 及 Ms. Gabriela Santos

團員於摩根資產管理合影

肆、美盛環球資產管理(Legg Mason Global Asset Management)

一、日期

107 年 11 月 2 日，10:00~11:30。

二、機構簡介

美盛環球資產管理 (Legg Mason Global Asset Management)為全球頂尖的資產管理公司之一，專注於資產管理業務。擁有超過 100 年的歷史，目前管理全球股票與固定收益市場的金額為 7,518 億美元。

美盛集團旗下共有九間附屬公司，專注於各自擅長的領域，在美國、英國、法國、德國、盧森堡、西班牙、澳洲、日本、香港、台灣、新加坡、智利及巴西皆設有營業據點，透過更廣泛的投資策略、工具和通路的選擇， 並借助各獨立投資經理的專長，涵蓋股票、固定收益、另類及流動性投資，為全球投資者締造更佳的投資成果。

三、 簡報摘要

(一) 金融科技(FinTech)發展影響資產管理產業的投資與發展機會，其能夠提供高產值、低成本的破壞性創新。大型銀行如花旗、高盛與摩根大通持續投資金融科技，美盛環球資產管理亦關注金融科技發展，探討金融科技於資產管理產業下未來趨勢，與如何應用金融科技創造顧客體驗與價值。

(二) 美國稅改對資產管理產業帶來的影響，主要調整方向為：

1、最高個人所得稅稅率由 39.6%降至 37%；

2、企業稅稅率由 35%降至 21%；

3、一次性海外未分配盈餘匯回之稅捐，得分年繳付稅款；

4、保留研發投資抵減。

(三) 基金發展與風險管理的最新趨勢：人口老化、經濟成長放緩、低利率投資環境、市場波動增加是目前投資人面對的最新課題，能及時發現投資人需求的業者將能掌握商機。

四、小結

(一)隨著金融科技的發展，財富與資產管理也逐漸重新被定義新的模式，美盛投過金融科技客製化客戶需求，解決客戶生活所需，例如退休、置產與子女教育費，給予合適的建議，定期追蹤與調整，並增強客戶體驗與降低交割與風險管理成本。

(二)本次稅改主要係針對聯邦稅部分，由於美國各州州稅不盡相同，稅改對資產管理公司帶來更大挑戰，需考量層面更廣，特別是對於仰賴稅收優惠待遇之投資者。

(三)全球資產管理發展與風險管理 7 大趨勢:

1、尋找低成本及低稅負的投資工具；

2、客製化的投資需求；

3、目標導向的投資策略；

4、結果導向的資產配置建議；

5、追求簡單具高透明度的投資產品；

6、未來的高齡人口將增加對保本收益型產品的需求；

7、因為低度經濟成長的關係，投資人需要找尋更多的投資機會滿足獲利目標，因此投資人會減少只投資本國的這種主觀偏好。

美盛環球資產管理參訪情形

美盛環球資產管理參訪情形

美盛環球資產管理參訪情形

李啓賢董事長致謝美盛環球資產管理 Mr. Todd Barmash

伍、柏瑞投資（ PineBridge Investment）

一、日期

107 年 11 月 2 日，14:00~15:30

二、機構簡介

柏瑞投資成立於 1989 年，原名為友邦投資，2010 年 3 月由盈科拓展集團(Pacific Century Group)自美國國際集團(AIG)收購並更名為柏瑞投資，資產總規模為 914 億美元，客戶分佈全球各地，資產規模主要 55%在亞洲區，32%在美國，13%在歐非中東區塊。柏瑞投資團隊以在地化經營，有著深厚的投資經驗於新興市場及成熟市場，帶給投資人從基本觀點與分析洞察所結合的優勢，成為一獨立經營的全球資產管理公司。

三、簡報摘要

2017 年 12 月美國通過新一輪稅制改革，以降低個人與企業稅負為主軸，提出個人所得稅率級距的簡化、企業稅稅率大降 15%、取消最低稅負制、將企業海外獲利資金匯回改為屬地主義，跨國企業無須承受雙重課稅，鼓勵國際企業將盈餘匯回美國。

過去幾年全球都處於低通膨、低經濟成長率，與低利率的投資環境，而因為全球政府持續的量化寬鬆政策，推升了全球股價指數的上漲，也讓低成本且追蹤指數的被動性投資成為投資新寵。但主動性投資仍然有其存在之價值，當未來指數的成長預期會越來越低之時，投資人會期望主動性投資能夠在提供與指數相近的風險程度下，創造超額的報酬。因此，主動性投資如何透過建立一套公開透明，且可重複驗證之投資哲學與流程，將會是提供給投資人更高附加價值之關鍵。

四、小結

稅改法案短期可望刺激美國經濟；長期看來，提振美國經濟之效果有限。而以減稅鼓勵企業海外盈餘匯回美國，以期創造就業機會的政策，依過去經驗來看，企業常反用於購買庫藏股造福股東；此外，也將導致新興經濟體貨幣對美元貶值壓力。

主動型投資其實就是在尋找市場的不效率性，並從中創造超額報酬，但以過去十年的資料來看，不管是以追蹤誤差(Tracking error)、主動投資比率(Active Share)，或是周轉率(Turnover)來看，似乎都無法看出哪一項指標可以很一致性的創造高 Alpha。因此，柏瑞認為要利用市場的不效率性創造 Alpha，就必須挑選一個合適的策略，然後持續的執行(Pick & Stick)。柏瑞的核心選股策略為 Growth Categorization Research process，利用公司

處於各種不同的成長階段(Life Cycle)做分類，並評估其投資的價值與風險，找到價值被低估且能持續為投資組合帶來長期報酬的股票。

柏瑞投信參訪情形

柏瑞投信營運長 Mr. Michael Karpik 簡報

柏瑞投信參訪情形

李啓賢董事長致謝柏瑞投信營運長 Mr. Michael Karpik

陸、花旗銀行(Citi Group Market Inc.)

一、日期

107 年 11 月 5 日，10：00~11：30

二、機構簡介

花旗環球金融有限公司為花旗集團金融產品公司 (Citigroup Financial Products Inc.)的子公司，總部位於紐約，提供投資銀行及金融顧問服務。業務範圍涵蓋股權和債務融資、資產交易、私募股權、承銷、交易及公司合併和併購諮詢服務，替個人及機構法人客戶提供多樣化的投資顧問服務及產品。

三、簡報摘要

（一）科技的快速發展促進金融業破壞式創新，發展其重新塑造投資管理的模式。花旗研究團隊，歸納出三種新興科技工具，在投資管理業中發揮顯著作用，驅動產業轉變，包括 Big Data 大數據、AI、自動化與編排工具(Automation & Orchestration Tools)，這三種新興科技建立之區塊(Blocks)相互連結，並協同運作成為發展區塊鏈的重要議題之一。

（二）隨著區塊鏈技術成熟，不斷激發出新應用發想，像是透過大數據針對不同階段投資做策略分析，如預測總體經濟失業率、進出口成長並自動調整投資組合等運用。在投資管理產業，大數據科分析工具發展十分迅速。不同投資經理人屬性，出現發展階段不一致情形，最先採用者為對沖基金及量化投資策略經理人；另一方面，傳統以基本面導向之基金經理人，近期才開始使用大數據，擴大時間長度做深度分析。花旗預估 2020 年投資管理業購買投資過程之數據資料，將較 2017 年成長 4 倍以上。

（三）金融機構在區塊鏈的應用將日益寬廣及複雜化，包含監管制定、交易流程及相關服務、客戶管理、數位資產投資基金(Tokenized fund；標記化的基金)及投資組合結構，透過區塊鏈金融的串聯，金融消費者將可獲得更好的服務，交易時間及成本大幅減少外，各金融機構之間更將因為區塊鏈金融的合作產生新的交易協定，產生擴大效益。

四、小結

透過對成熟國家區塊鏈發展觀察，可窺知全球主要金融機構或主管機關已認知到區塊鏈的重要性或致力於發展區塊鏈解決方案，希望實現快速或低成本的跨銀行交易，且降低作業疏失帶來的成本。

對於資產管理業者而言，區塊鏈擁有安全、透明和去中心化的交易生態系統特性，正好提供一套強大的風險管理系統，保障投資安全。產品面觀察，美國納斯達克及紐約證交所已上市了區塊鏈概念 ETF，另外「創業型區塊鏈 ETF」也即將在加拿大上市，區塊鏈技術應用及相關產業逐漸被金融業者看重，再加上全球金流的跨境發展與因此而來的競爭蔚為趨勢，台灣的金融業者在這領域更不能缺席。

花旗銀行 Miss Li Wang 做機構簡介

花旗銀行 Ms. Ioana Niculcea 簡報金融科技

李啓賢董事長致謝花旗銀行 Ms. Ioana Niculcea

柒、紐約梅隆銀行(Bank of New York Mellon)

一、日期

107 年 11 月 5 日，14:00~15:30。

二、機構簡介

紐約梅隆銀行 1784 年成立，為全美國第一個上市掛牌銀行。經營模式從傳統商業銀行逐漸轉型成全球投資公司，現階段著重於兩大塊業務：第一為機構客戶為主的資產管理業務，涵蓋資產達 1.8 兆美元；第二為資產服務，主要為託管業務，金額達 33.8 兆美元，相當於全球四分之一可投入的美元資產。紐約梅隆銀行與傳統商業銀行的經營模式有所不同，該銀行陸續退出傳統的保險理賠、信用卡與零售等業務後，改以賺取中間手續費收入為主，2017 年收益達 83.2 億美元，其中 80%來自手續費收入，20%來自於利差收入。

該銀行名義上雖為商業銀行，實質際上卻經營著資產管理服務業務。紐約梅隆銀行的信用評等為美國銀行業中最高的，因此在金融風暴中也最為受益，因為投資人 flight to quality 的特性，在風險趨避的環境下反而吸收到許多資金，流動性充裕。

三、簡報摘要

(一) 美國景氣近期呈現近十年來最好的榮景，但講者認為近期將反轉：美聯儲將如市場預期到 2019 年仍會升息 4 次左右，美元指數則不會持續強勁。近期的市場波動主要來自於政策風險、市場景氣循環以及市場評價修正等三方力量的拉扯。而 2019-2020 年市場將會有明顯的下檔風險，此可以從原物料價格下跌、貿易金額趨緩，以及壓抑的通膨表現中觀察出來，再加上全球情況未明貿易紛爭，都對美國明後年的景氣帶來許多的未知風險。

(二) 資產管理業的趨勢—資產管理規模持續上升。目前全球資產管理業約掌管了 88 兆美元的資產，預估到 2020 年會增加到 100 兆美元，而此一增勢主要受到三種力量所趨勢：首先是新興國家財富的累積，例如中國大陸新富階級的興起；其次則是長期的牛市讓投資人更有投資的意願；最後則是資金持續流入退休產品，以供投資人退休所需，這三股力量匯流驅動了資產管理業所管理資產的持續增加。

(三) 數位轉型是指科技與企業在基礎面上整合應用而帶給客戶的創新價值技術。如果數位轉型不足，企業可能無法提供更多元精緻的產品，也無法更優化的客製商品；簡言之，數位科技能替市場帶來更有效率、更精準、甚至提供未來的預測性。近幾年新科技興

起對金融業產生巨大改變，這些新科技的運用包括了機器學習、區塊鍊、雲端技術，以及分散式帳本技術等。其中由以分散式帳本技術在全球資金流通的應用上可以更有效率處理。

四、小結

(一)全球經濟在目前經濟表現一枝獨秀之下相對失色。儘管美國經濟已好轉，其他國家尚未明顯復甦；美中貿易的紛爭的結果未知、歐洲政治情勢不確定性，以及新興國家可能產生的流動性風險，都對明年經濟帶來隱憂，因此預期全球金融市場將面臨巨大的波動以及大幅修正的風險。

(二)資產管理規模因為新興國家財富累積、長期牛市以及對於退休商品重視等三個因素而持續上升，近年市場因被動式投資的興起使得管理規模雖然增長，資產管理業的收入卻未同等成長，成為資產管理業面臨到對大的挑戰。如何面對這個現狀突破困境，創造新的市場投資主流可能將是資產管理業的新出路。

(三)數位科技與金融業結合為目前主流，不僅能增加效率、節省成本且能創造出新的使用價值，但在應用技術上，我們期待將打破機構間的作業模式、甚至國家之間的法規限制，以達到業務上更有效率的應用，落實科技應用所帶來的提升。

BNY Mellon, Ms. Sunny Sun 做機構簡介

BNY Mellon,Dr.John Velis 簡報總體經濟

BNY Mellon,Mr.Erik Beck 簡報資產管理

李啓賢董事長致謝紐約梅隆銀行執行董事
Ms. Sunny Sun