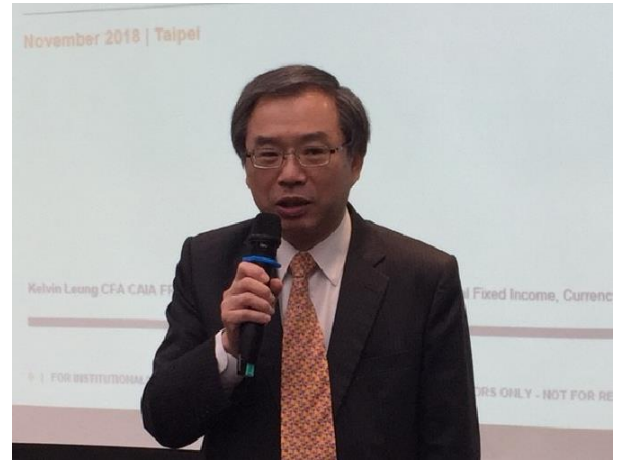


# 2018 全球資產管理大未來研習課程

「固定收益資產組合管理」與「國際投資組合配置」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 28 日及 12 月 13 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 107 年度工作計畫項目之一。本訓練課程共兩項主題包括：「固定收益資產組合管理」與「國際投資組合配置」。參加學員分別為 69 位及 75 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。

本基金會李董事長在致詞時表示，美國聯準會自從結束量化寬鬆政策後，於 2015 年 12 月開始了第一次升息，影響全球金融市場，其中又以債券市場影響最大，因此，在美國復甦態勢已然明顯的局勢下，持續性的升息或許將只是時間的問題。在匯率方面，美國總統川普，所推動的「川普經濟學」及「中美貿易戰」也將影響全球金融市場資金流動與未來的經濟發展與成長。為了使國內資產管理業者學習到先進國家對於對於固定收益及投資組合管理的相關投資技能，透過資產管理人才培育與產業發展基金的補助，特別邀請國際資產管理公司的專家擔任講席，也期待所有與會人員能有所收穫。

# 2018 全球資產管理大未來研習課程

## 「固定收益資產組合管理」與 「國際投資組合配置」研習課程

### 目錄

#### 11 月 28 日「固定收益資產組合管理」

子題: Foundations of Fixed Income -----	3
子題: Fixed Income Portfolio -----	5
子題: Risk Management-----	7

#### 12 月 13 日「國際投資組合配置」

子題: International Asset Management-Portfolio Management-----	9
子題: Multi-Factor Investing-----	11
子題: Asset Management trend in Asia -----	13
附件: 活動議程-----	15

## 11 月 28 日「固定收益資產組合管理」

子題：**Foundations of Fixed Income**

講座：**Mr. Kelvin Leung, Vice President, Global Fixed Income, Currency & Commodities (GFICC) Group, JP Morgan Asset Management**



Mr. Kelvin Leung 介紹常見的債券種類，例如政府公債、公司債、新興市場債、證券化債券、可轉換債券等。對投資人而言，固定收益商品因為能夠提供相對穩定之報酬而深受投資人喜愛，同時也被視為是多元資產組合中能夠有效降低投資組合波動度的一種資產類別。目前全球

債券市場規模已突破 100 兆美元，美國債券總發行量從 1989 年不到 10 兆美元成長到 2017 年的 40 兆美元，已開發國家(排除美國)債券發行量則成長至 47 兆美元。

講席接著解說債券的一些專有名詞與基礎知識，如常聽見的面值、到期日、收益率(yield)、殖利率曲線(yield curve)。他特別提及市場所討論的收益率有很多種定義，例如票面利率(coupon rate)、到期收益率(yield to maturity)、配息率(distribution yield)、最差收益率(yield to worst)，在討論收益率需要把定義界定清楚才不會混淆討論的對象，並補充有的債券會附加可買回(callable)條款與可賣回條款(putable)。可買回條款允許公司債發行人在公司債到期前的某個約定日有權提前以約定價格買回債券。當市場利率下跌時，發行公司有意願贖回公司債，以減低利息負擔。可賣回條款允許公司債持有人按照特定價格在債券到期日之前強制賣給發行人。

講席提醒學員影響債券報酬率因素不僅只有利息收益多寡，資本利得、匯率變動、信用利差與違約率變化等都會影響債券報酬率。投資債券須注

意利率風險、通膨風險、再投資風險、信用風險、違約風險、匯率風險、流動性風險等因素。接著介紹證券化產品。債務證券化將流動性較差或風險性較大的債務加以組合包裝出售給投資人，常見商品有MBS(Mortgage-Backed Security)、ABS(Asset-Backed Security)。MBS為不動產抵押貸款證券，金融機構將個別房屋貸款集成房貸池(Mortgage Pool)，並將房貸池予以證券化包裝，以房貸移轉證券方式出售給投資者。

最後，分享摩根資產管理如何挑選債券投資標的，主要以基本面(Fundamental)、計量評價面(Quantitative)、市場技術面(Technical)三面向做研究，而每季也會定期舉行投資會議討論未來可能發生的總經情境並提出相對應的投資策略。對近期的市場看法，講席認為美債10年期利率在明年中可能達到3.5%~3.75%水平，FED可能會在今年12月、明年3月與6月升息一碼，當明年中升息告一段落時，其他國家央行也會暫緩升息步伐。

## 子題：Portfolio Management

講座：摩根投信 黃奕栩 產品經理



黃奕栩經理首先介紹債券指數的誕生原因，是因為債券種類繁多需要有一個共同標準來衡量投資報酬率。債券指數為一籃子債券組合，其中的成分券大多以市面上流通性較佳的債券為主。債券指數可依發行人的類別進行分類，如：主權債、地方政府債、公司債、金融債等；亦可

依信用評等高低進行分類，如投資等級債與高收益債。目前全球使用度最高的債券指數為彭博巴克萊全球綜合債券指數(Bloomberg Barclays Global Aggregate Index)，涵蓋已開發國家與新興市場共 24 個國家，券種主要以政府公債為主，因此債息低，存續期間較長。

講席分享近期新興市場債趨勢，新興市場債可分為以美元計價市場主權債、以當地貨幣計價的新興市場主權債、以美元計價的新興市場公司債三種，並提醒學員投資以當地貨幣計價的新興市場主權債時，雖然新興市場國家可用印鈔票方式來還債避免債務違約，但印鈔將導致該國貨幣大幅貶值導致匯率風險增加。

講席以 2013 年至 2018 年第三季各種不同債券指數報酬率組合而成的方塊圖，告訴學員很少有特定類別的債券指數能連續 outperform 三年，目前市場上的債券指數類型繁多，選對特定類型債券指數也能打敗市場；同時，講席認為明年的債券投資應該著重在領息部分而非資本利得會有比較大的收穫。

在債券投資組合管理部分，可簡單分為存續期間策略(duration



strategy)、債信策略(Credit Strategy)。存續期間(Duration)是債券投資組合架構中非常重要的觀念,主要功能為衡量債券價格對市場利率變化的敏感度,亦可視為投資人收回其債券投資的資金所需時間的一個指標。若債券存續期間為 4.2 年時,該債券殖利率每上升 1 個百分點時,債券價格會隨之下跌 4.2%。當預期未來利率下滑時,基金經理人可調整債券投資組合,將短債部位換成長債部位增加投資組合的存續期間。

債信策略部分,講席認為即是採用基本面分析來選券,黃經理提供一個簡單的方法衡量公司債信用利差(Credit spread)是否處於合理水平方法,若某公司債的違約率 1%,所要求的信用利差至少要有 100bp 的水準,同時再考量該公司債流動性、到期時間長短,過去利差變化區間等其他因子來加減信用利差水準,若投資人認為某檔公司債未來的信用利差會縮小但擔心公債利率走揚時,可放空相同天期的公債進行利率避險。

摩根資產管理在高收益債券投資流程採用由下而上(bottom-up)分析,以分析個別公司債投資價值為主。在新興市場債的挑選上,講席認為可結自由上而下(top-down)的總經分析決定操作的大方向,再從經濟部門(sector)跟品質(quality)部分再做調整。黃經理也接續上午 Mr. Kelvin Leung 副總經理提到的熱點地圖(heat map)的概念,熱點地圖提供投資人債券配置的推薦優先順序,並對特定債券類別推薦順序變化時,於提醒投資人留意。

子題：**Risk Management**

講座：**摩根投信 黃奕栩 產品經理**



風險管理在目前投資流程中扮演越來越吃重的角色，因為資產管理公司都很注重自己的聲譽。風險管理目標主要為發掘並定義風險，改善風險調整後的績效表現，確保風險管理與績效目標相符。因此，黃經理認為風險的衡量不僅只是絕對數字變化，包括風險承受度跟配置資產的類型與目標是否相符都需要考量。講席

並介紹常見衡量風險的方法，分別為傳統衡量方法(Conventional Measures)、追蹤誤差(Tracking error)、風險值(VaR)、壓力測試與情境分析(Stress Testing, Scenario Analysis)、投資人的主觀經驗(Investor Experience)。

傳統衡量方法是常見的標準差、存續期間等指標，講席認為傳統衡量方法雖然容易量化及瞭解，但在實務運用上仍有不足之處。追蹤誤差是相對報酬(投資組合-基準指數)的標準差，但追蹤誤差大小因資產類型不同而異。講席建議可採用資訊比率指標(information-ratio)，衡量超額風險帶來的超額報酬，較能從主動管理的角度來評估風險調整後報酬。風險值為在一定的信賴水準下，在某一固定時間內，投資組合可能產生的最大損失；壓力測試使用過去歷史曾發生的極端情境，虛擬情境來檢驗測試金融機構或金融體系的曝險程度及風險承擔能力。

講席並且用足球場中的球員角色比喻風管人員在公司中所扮演的角色。基金經理人(Portfolio Manager)就像是足球場中的前鋒扮演衝鋒陷陣的角色，努力在投資規範下透過選股能力達成報酬目標，風險管理主管(Embedded

Risk Manager)是足球場的防守中場，負責發掘與衡量投資組合的風險，最後一道防線為獨立風險管理主管(Independent Risk Manager)，協助董事會及高階管理階層從公司整體角度來看風險管理是否有效運作。

最後，講席介紹摩根資產管理使用的風險管理系統 PRISM(Portfolio Risk Interrogation System)。PRISM 提供投資組合的分項組成、歷史資訊等資料，經理人可利用 PRISM 進行不同分項分析，也可用來預估增加部位造成的存續期間與殖利率的變化，講席總結：一個良好的風險管理系統需要龐大的資料庫與 ERM 作支援才能發揮最大效果。



## 12月13日「國際投資組合配置」

子題：**International Asset Management-Portfolio Management**

講座：**Mr. Sunny Ng, Senior Vice President, Global Multi Asset Team,  
PineBridge Investments, Hong Kong**



Mr. Sunny Ng 首先向大家介紹柏瑞投資，其投資擁有多種類型產品，包括：股票、固定收益、多元資產、另類投資等，是一家專注於主動管理，高信念投資的民營全球資產管理公司。

講席希望各位學員謹記三個會影響投資決策的因素。首先是歷史軌跡，因為人們習慣從過去發生的事情推測未來。第二個因素是基本面，當利率上升時將導致企業融資成本增加，而證券折現率也隨著提升，因此會影響到企業的本益比評價。最後一樣是他最重視的是經濟背景情境(context)，過去的歷史是否會重演還要檢視每次的經濟背景情境是否相同。

接著介紹現代投資組合理論(Modern Portfolio Theory)中馬克維茲提出結合預期報酬率、波動率、相關係數三項變數，投資人可找到達到風險調整後最大報酬率的投資組合。而前述三項變數，會隨著所在的經濟背景情境(regime)變化。以升息環境為例，在升息環境(1960-1980)股6債4的報酬率優於風險平衡(risk-balanced)組合，而相關係數會隨著背景情境變化而改變。

講席認為在資產配置組合中應著重於策略型資產配置(Strategic Asset Allocation)而非戰術型資產配置(Tactical Allocation)。市場行情波動很大，嘗試使用戰術型資產配置預測市場轉折往往徒勞無功。根據歷史經驗顯示，策略型資產配置在越長的時間周期中發揮降低整體風險的效果越顯著。傳

統的戰術型資產配置周期約 1-3 月，策略型資產配置長達 10 年，而柏瑞投資認為投資周期介於 9-18 個月的效果最好。

接著介紹柏瑞投資的投資流程：首先，柏瑞投資使用由下而上(bottom-up)方法找出 5 年內估值具吸引力的資產類型，並將約 80 個資產類型建構出資本市場線(Capital Market Line)。繪出資本市場線後，柏瑞投資會搭配目前市場情況，判斷估值具吸引力的資產類型是否有任何外在因素促使其回到正常內含價值。

經濟背景情境反映一段期間內商品市場與貨幣市場的供需變化；商品市場的供需影響通貨膨脹率，貨幣市場的供需影響利率，而依照通貨膨脹率及利率高低可分成四個不同的經濟背景情境：失速(Stall Speed)、通貨再膨脹(Reflation)、過熱(Overheating)、加速(Running hot)。資產間的相關係數會隨著經濟背景情境不同而變動。目前，世界各國的央行利率政策走向分歧，各國相關係數開始降低，投資人可建構較佳的效率前緣(efficient frontier)投資組合，講席認為主動管理(Active)的時代將再度來臨，主動型經理人績效將在總體經濟風險上升與個股報酬離散度增加而有顯著改善的機會。

最後，講席分享對目前市場的看法，其認為美國經濟仍在中期循環(Mid cycle)，明後年進入衰退的可能性低，而今年中國經濟的狀況比預期疲弱，連帶影響新興市場的經濟成長與原物料價格的表現，中國經濟需要更多的財政政策刺激，不僅能提振經濟成長也能降低政治動盪的風險，而目前新興市場的估值已相對便宜，但認為必須等待經濟數據落底後再考慮進場。此外，目前銅價過低，在未來中國採取財政刺激措施下有機會落底反彈。

子題：**Multi-Factor Investing**

講座：**Thomas Lo, PhD, Quantitative Analyst, Vice President,  
PineBridge Investments, Hong Kong**



Mr.Thomas 首先介紹投資報酬率 = 市場報酬 (Market Risk Premia)+ 因子貝他係數 (Factor Beta)+經理人選股能力 (Alpha)。目前美債 10 年期殖利率僅 3% 多，而股票市場的席勒本益比 (Schiller PE) 偏高，因此透過經理人選股能力來達到目標投資報酬率並不容易，從歷史數據來看，

大部分的主動式經理人也無法打敗大盤，而且績效最佳跟最差的經理人其實投資報酬率差距並不大；因此，越來越多投資人採用因子投資法來達成投資目標，以目前最風行的 Smart-Beta ETP 為例，截至今年 10 月底已成立 1314 個基金，資產管理規模達到 9780 億美元。

因子投資法就是在眾多可量化的投資因子中選擇有意義且顯著的因子，最後再挑選出長期因子溢酬穩定的因子進行投資，因子模型發源為 1964 年夏普提出的資本資產定價模型 (Capital Asset Pricing Model, CAPM) 及 Ross(1976) 提出的套利定價理論 (Arbitrage Pricing Model, APT) 的多因子模型的為基礎，此後還有至今仍廣受應用的 Fama-French 三因子模型等。

講席認為一個好的投資因子具備實證結果 (Empirical Evidence)、經濟理論基礎 (Economic Rationale)、透明度 (Transparent)、可投資性 (Investable) 等四個特性，以 Carhart 四因子模型實證結果為例，不論在美國或其他市場投資低帳面市值比 (Book-to-Market) 與高價格動能比 (Momentum) 的股票都能得到較佳之年化報酬率。

被動型投資策略多為按照某個股價指數構建投資組合，並長期持有的投資策略，但股價指數多為市值加權法(Cap-weighted)，高市值公司對指數的影響太大，Smart-Beta 基金的操作方式介於主動管理與被動型投資策略。從因子的選擇來看，Smart-Beta 是一種主動管理策略，但是在執行的時候，Smart-Beta 又更像被動產品，有明確的執行條件以透明的方式進行操作，但不涉及對未來主觀預測，以避免陷入主動管理的窠臼。

根據研究和歷史績效顯示，某些投資因子報酬率具有週期性(Cyclicality)，但大多數投資因子彼此之間並沒有高度的相關性。為了減輕個別因子週期性表現不佳的影響，投資人可使用多因子的投資策略來分散投資(diversification)。最後，講席並以實證結果舉例，多因子的投資策略夏普指數(sharpe-ratio)與資訊比率(information-ratio)都勝過單因子的投資策略。

子題：**Asset Management Trends in Asia**

講座：**Herman Chan, Vice President, Strategy, Asia CEO Office  
PineBridge Investments, Hong Kong**



Mr. Herman 首先提到去年的投資趨勢為大型科技股，股價表現良好，一般投資人喜歡 AI、機器人、大數據等主題式類型的基金，但今年風險資產被拋售，主題式類型基金募集也變少，投資人今年關注的重點是 ESG 投資 (Environmental, Social, Governance, ESG)，但 2018 施羅德投資對香港

投資人進行調查，其中只有 10% 香港投資人完全了解 ESG 投資所代表的真正含義。

目前永續投資 (Sustainable Investing) 市場規模已經成長到 20 兆美元，主要以歐美國家為主，亞洲國家裡東南亞占重要角色，永續投資已成為投資組合管理的重要部分，柏瑞投資目前已成立 ESG 委員會，負責將 ESG 因子整合進入投資流程。

目前亞洲委外代操金額超過 3 兆美元，許多央行、養老基金為追求投資組合的多元化正將資產分配到風險較高的資產類別，例如另類投資 (Alternative Investment)。低利率環境、固定收益佔投資組合比例偏高、投資法規鬆綁都是促使亞洲投資人增加對另類投資佔比的原因。

講座提及中國大陸是非常有潛力的投資市場，目前 A 股市值為全球第二，交易量與流動性都非常好，在 MSCI 新興指數完全納入 A 股後，未來 10 年內估計將有高達 4000 億美元資金流入 A 股市場，A 股與已開發國家股市相關係數低，有利投資人進行風險分散，且個股報酬率離散程度高，

為主動管理提供良好表現的機會。

最後，講席總結今年的基金產品銷售趨勢，整體而言，今年銷售表現較佳的基金類型為永續基金與保本型基金，銷售較差的是高收益基金與不動產證券化基金(REITS)；在區域方面，多元資產收益產品在香港、新加坡普遍受到投資人喜愛，不過股票型及債券型基金受到投資人拋售，而日本基金發行量下降，則是因為監管機構嚴格批准新基金上市及打擊反覆買賣。



**「2018 全球資產管理大未來」之  
「固定收益資產組合管理」與「國際投資組合配置」研習課程**

**主題：「固定收益資產組合管理」**

**日期：2018/11/28(三)09:30-12:30 & 13:30-16:30**

**地點：台大醫院國際會議中心 R402CD 室**

**議程：**

11/28 (Wed.)	Topics	Speakers
09:30-09:40	貴賓致詞	證基會李啓賢董事長
09:40-10:50	Topic 1: Fundamental of Fixed income I	Mr. Kelvin Leung Vice President, Global Fixed Income, Currency & Commodities (GFICC) Group, JP Morgan Asset Management (英文授課)
10:50-11:10	Break Time	
11:10-12:30	Topic 1: Fundamental of Fixed income II	Mr. Kelvin Leung Vice President, Global Fixed Income, Currency & Commodities (GFICC) Group, JP Morgan Asset Management (英文授課)
12:30-13:30	Lunch	
13:30-14:50	Topic 2: Fixed Income Portfolio management	黃奕棚 摩根投信 產品經理 (中文授課)
14:50-15:10	Break Time	
15:10-16:30	Topic 3: Risk Management	黃奕棚 摩根投信 產品經理 (中文授課)

主題：「國際投資組合配置」

日期：2018/11/28(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：

12/13 (Thur.)	Topics	Speakers
09:30-10:50	<b>Topic 1: International Portfolio Management I</b> -Asset Allocation Introduction: Managing Asset Class Selection and Risk -Asset Allocation for Institutional Investors -The Practice of Strategic Asset Allocation: Further Details on Asset Class Drivers, Investment Risk and Navigating the Markets -The Process of Asset Allocation	<b>Mr. Sunny Ng</b> Senior Vice-President and Portfolio Manager, Global Multi-Asset PineBridge Investment
10:50-11:10	<b>Break Time</b>	
11:10-12:30	<b>Topic 1: International Portfolio Management II</b> -Modern Portfolio Theory and Portfolio Optimisation -Tactical and Practical Asset Allocation Plans -Today's Practical Challenges for some of the Asset Classes -Capital Preservation Strategies -Asset Allocation to Alternative Assets -What Looks Interesting in 2018 for Clients -Implementing the Group Decision Making Process for Asset Allocation -Case study -Q&A	<b>Mr. Sunny Ng</b> Senior Vice-President and Portfolio Manager, Global Multi-Asset PineBridge Investment
12:30-13:30		<b>Lunch</b>
13:30-14:50	<b>Topic 2: Multi-Factor Investing</b> -Introduction to Smart Beta -New flavours of Smart Beta -Main challenges for fixed income Smart Beta -Asset Allocation and portfolio construction -Implementation Challenges -Evaluating Smart Beta funds -Pricing Smart Beta ETFs and liquidity access	<b>Mr. Thomas Lo</b> Vice-President, Listed Equities PineBridge Investment

	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Understanding the threat of Smart Beta</li> <li>-Q&amp;A</li> </ul>	
14:50-15:10	<b>Break Time</b>	
15:10-16:30	<p><b>Topic 3: Asset Management trend in Asia</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-A large part of Asia approaches retirement</li> <li>-Technology is pushing the investment decision down to the end beneficiary to reduce liability and costs</li> <li>-Q&amp;A</li> </ul>	<p><b>Mr. Herman Chan Vice-President, Regional Management Team</b>  <b>PineBridge Investment</b></p>