

# 公務人員退休撫卹基金管理委員會 實地受訓報告

受訓單位：安聯環球投資

**DWS International GmbH (德意志)**

派赴國家或地區：德國法蘭克福

出國期間：108/6/15-108/6/23

受訓姓名及職稱：呂組長明珠

陳專門委員銘琦

洪稽核郁珊

詹專員靜宜

報告日期：108年8月

# 目 錄

壹、受訓目的 .....	1
貳、行程安排 .....	1
參、本次受訓主題 .....	2
一、    安聯環球投資 .....	2
(一)    集團公司簡介 .....	2
(二)    另類資產投資策略 .....	3
(三)    基礎建設再生能源股票策略 .....	12
(四)    全球主題式投資策略 .....	19
(五)    覆蓋風格策略 .....	22
(六)    最佳風格策略 .....	24
二、    DWS International GmbH (德意志) .....	29
(一)    集團公司簡介 .....	29
(二)    多元信用策略 .....	31
(三)    被動式投資策略 .....	38
(四)    永續社會責任投資策略 .....	43
(五)    私募權益證券基礎建設基金 (PEIF) .....	47
(六)    泛歐洲私募權益證券不動產投資 .....	52
肆、受訓心得 .....	59
伍、附錄 .....	62
陸、相關參考資料 .....	63

## 壹、受訓目的

公務人員退休撫卹基金管理委員會（以下簡稱本會）自民國92年開辦國外委託經營業務以來，為實地瞭解國外受託機構對委託資金之運用情形（包含資產配置、投資策略擬訂及內部控制與風險控管等相關投資流程），並汲取專業投資知識，於本會國外委託契約中訂有辦理國外委託帳戶實地受訓之規定。本會於108年6月15日至6月23日前往安聯環球投資（以下簡稱安聯環球）及DWS International GmbH（以下簡稱德意志）德國法蘭克福營業處所辦理委託帳戶實地受訓，受訓期間由安聯及德意志之經濟學家、投資團隊、基金產品經理、投資主管等，就經濟展望、投資策略、另類投資工具及未來投資趨勢等議題進行研討與說明。

## 貳、行程安排

日期	受訓機構	主題
108年6月17日至6月19日	安聯法蘭克福營業處所	1. 集團公司簡介。 2. 另類資產投資策略。 3. 基礎建設再生能源股票策略。 4. 全球主題式投資策略。 5. 覆蓋風格策略。 6. 最佳風格策略。
108年6月19日至6月21日	德意志法蘭克福營業處所	1. 集團公司簡介。 2. 多元信用策略。 3. 被動式投資策略。 4. 永續社會責任投資策略。 5. 私募權益證券基礎建設基金（PEIF）。 6. 泛歐洲私募權益證券不動產投資

## 參、本次受訓主題

### 一、安聯環球投資

#### (一) 集團公司簡介

安聯集團在超過 70 個國家均設有子公司，且為全球超過 9,200 萬名客戶服務。安聯集團業務背景堅強，為世界聞名的金融服務公司之一。Allianz Global Investors GmbH 係依德國法律且在德國法蘭克福註冊之投資管理公司。本基金委託管理之投資組合，係由 Allianz Global Investors GmbH 所負責，而整體客戶服務由安聯證券投資信託股份有限公司（Allianz Global Investors Taiwan Limited，以下簡稱安聯投信）負責。

Allianz Global Investors GmbH 以及安聯投信均為 Allianz Asset Management GmbH 100% 所擁有。Allianz Asset Management GmbH 為一控股公司，為安聯集團（Allianz SE）旗下主要負責資產管理業務的單位，安聯集團為控股公司中具有獨立控股權的股東。詳細組織架構請參考下圖：

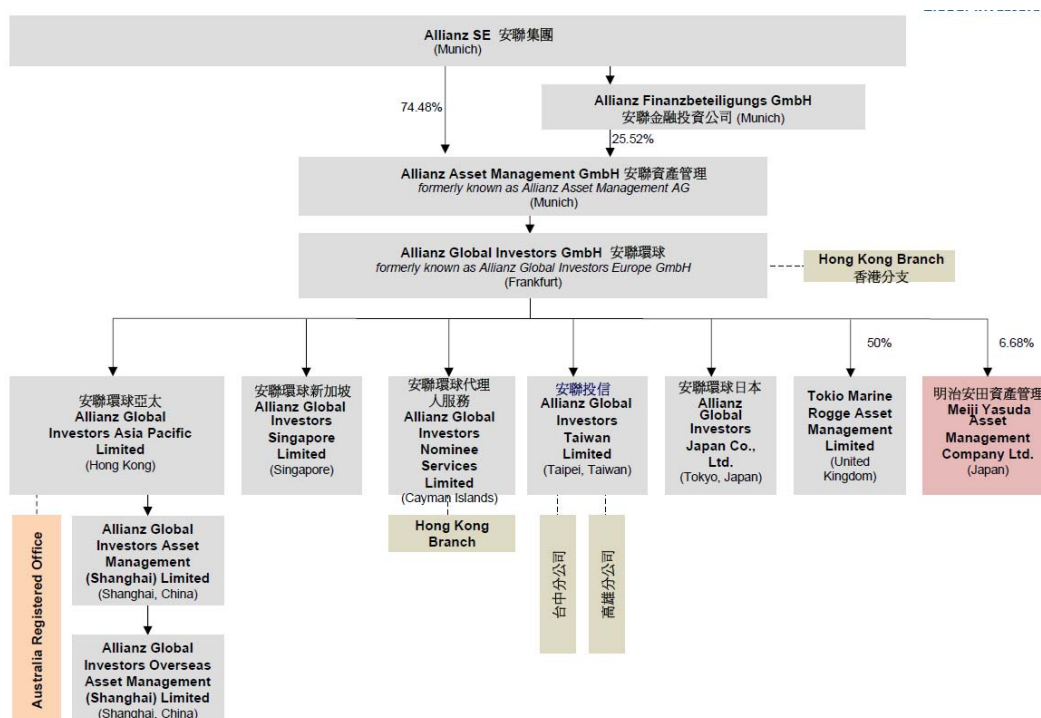


圖 1:安聯集團組織架構

做為不同資產類別及不同地區客戶的投資夥伴，安聯環球團隊在全球超過 25 個市場設有據點，且在歐美與亞太地區具有舉足輕重的地位。藉由超過 700 位投資專家以及全球整合的投資平台，投資團隊可掌握業務機會與具成長力的市場，並將全球能力傳遞至各地團隊，以確保達成同業中相對良好之服務。安聯集團簡化的監管架構如下圖



圖 2:安聯集團監管架構

## (二) 另類資產投資策略

安聯環球自 2013 年開始參與另類資產投資，投入初期資產管理規模約 20 億歐元，憑藉其快速成長且多元化之另類資產投資平台，截至 2019 年 3 月底，資產管理規模成長約 39 倍，達到近 775 億歐元。其中 596 億歐元（總管理規模之 77%）主要投資於私募市場，包含非投資等級私募債券（12 億歐元）、投資等級私募債券（150 億歐元）、基礎建設債券（130 億歐元）、基礎建設股權（163 億歐元）及私募股權（141 億歐元），另約 179 億歐元（總管理規模之 23%）為公開市場操作，投資策略包含抵押貸款憑證（10 億歐元）、股權策略（13 億歐元）、結構產品（126 億歐元）、多元資產（19 億歐元）、總體經濟（2 億歐元）、信貸市場（4 億歐元）及高股息策略（6 億歐元）。安聯環球以

提供高品質策略及完善制度之投資機構自許，致力於為機構投資者提供穩健且長期之收入。

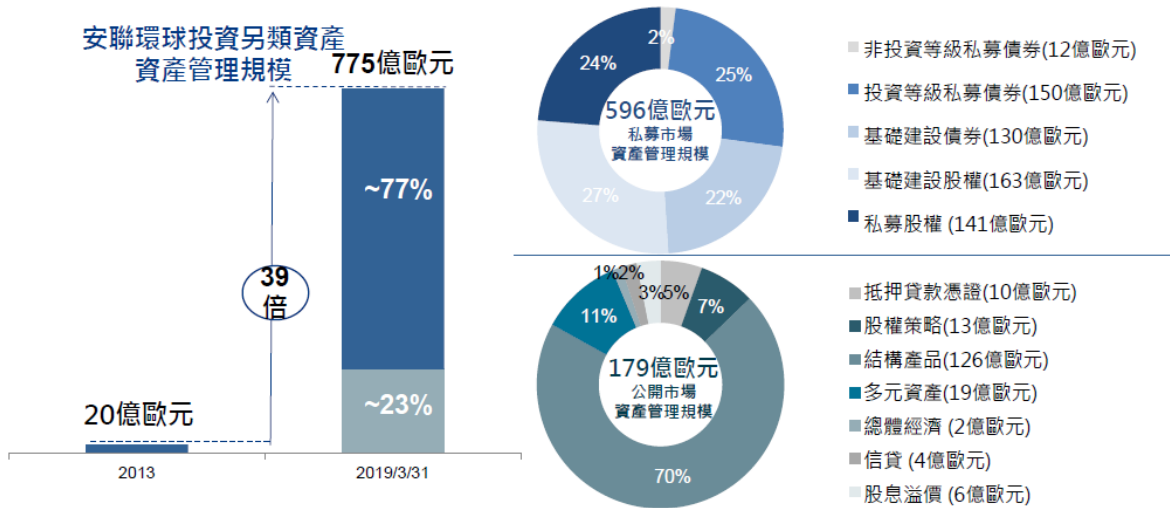


圖 3:另類資產管理規模

安聯環球在投資私募市場及實質資產方面受投資者信賴，主要優勢如下：

- 1、進入市場途徑:安聯環球透過獨特而強大的資源平台為投資者提供進入私募市場的途徑，提供私人基礎建設（債和股權）策略及廣泛的私募企業債策略。
- 2、優質管理團隊：經驗豐富且穩定的經營團隊，責任明確，市場聲譽卓著，專業知識豐富，帶來強勁的交易量。
- 3、穩健的流程：安聯環球流程建構於制度完善之主動式管理，擁有專注研究之專業經理人，並具有構建複雜交易、順利執行和完成交割之中後台強大後援。
- 4、風險回報型態：安聯環球致力於提供客戶解決方案，及有吸引力和多樣化（通常低相關性）的風險回報型態，並滿足投資者的回報目標和投資限制。

5、共同投資：投資者與安聯集團具共同投資之良好夥伴關係，由私募市場和實質資產不斷增長規模獲得證明。安聯環球於私募市場之各型態操作策略，按報酬及風險程度為坐標軸，分布情形約略如下圖所示：

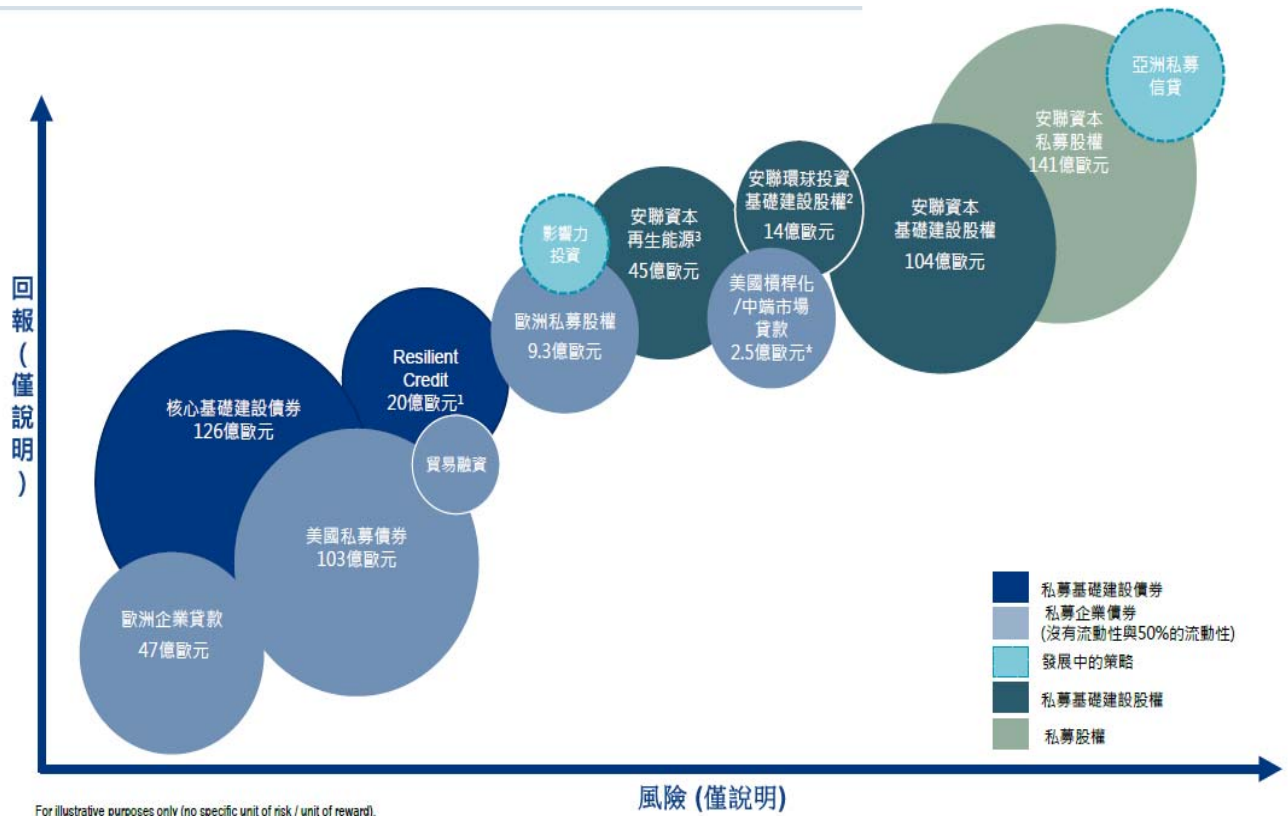


圖 4: 私募市場操作策略

安聯環球就上開相關私募市場之操作策略予以簡要說明，並就基礎建設再生能源股票策略詳加介紹如下：

1、 歐洲企業信貸策略：

(1) 投資組合成份

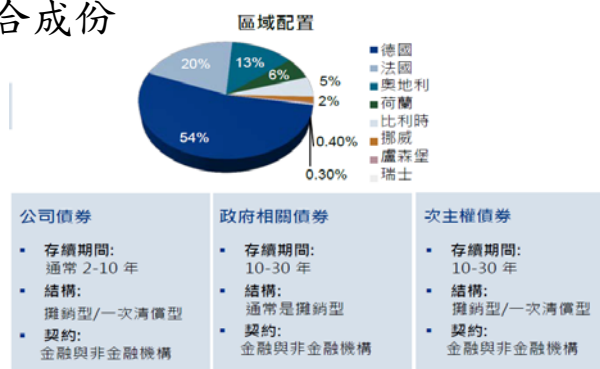


圖 5: 歐洲企業信貸策略資產配置

## (2) 投資哲學

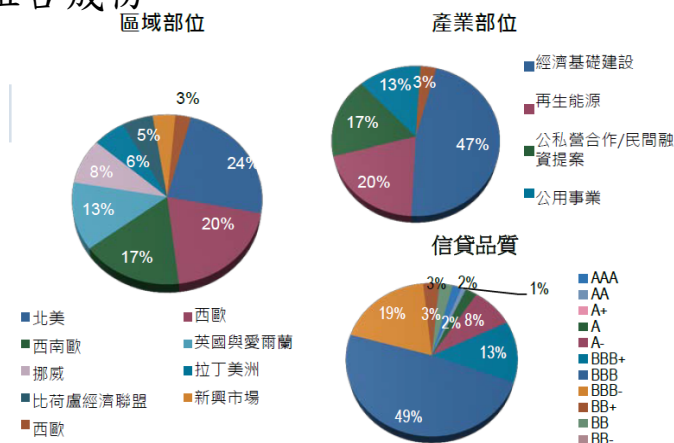
- 為中型和大型投資等級公司、次級主權和政府相關實體提供債務融資。
- 使用非公開貸款協議，其特點是更強的契約保護，並為公開市場上的債券提供潛在利差溢價。
- 團隊在交易過程中發揮主導作用，並利用買入持有策略構建多元化之優先無抵押貸款投資組合。
- 透過全面和完善的風險選擇流程與工具，在符合雙方投資方針下，團隊選擇高信貸品質公司進行交易並簽訂相關契約文件。

## (3) 投資組合特性

- 投資結構: 優先無抵押貸款。
- 貨幣: 歐元。
- 信貸品質: AA 至 BBB-。
- 投資期間: 5 年~30 年，根據市場、信貸品質與投資者要求而訂。
- 違約率: 自成立以來維持長期低違約率，自 2008 年以來沒有新投資的違約案例。

## 2、 核心基礎建設債券：

### (1) 投資組合成份





## (2) 投資哲學

- 為機構投資者尋找來自歐洲和美國高信貸品質之基礎建設債券交易。
- 專注於必要的基礎建設，例如特許經營項目或受監管之公用事業。本投資策略旨在實現金融（綠地或棕地投資）、基礎設施次產業、信用評級、地理位置和交易對手各項目之多元化分散投資。
- 透過發行私募，該團隊能夠尋找具有吸引力的非流動性差價投資機會，且更有能力接觸不對公眾投資者開放投資之多樣性產業。

## (3) 投資組合特性

- 投資結構：優先擔保債券。
- 貨幣：歐元、美元與英鎊。
- 目標回報：與公開市場預期利差  
EUR MS+135-250bps  
UK MS+ 175-250bps  
US T+175-250bps
- 信貸品質：投資等級債，A 至 BBB-。
- 交易市場：初級市場為主，次級市場為輔。
- 投資期間：通常平均投資期間為 10 年~25 年。
- 違約率：自成立以來無違約損失。

## 3、 美國私募債券：

### (1) 投資組合成份

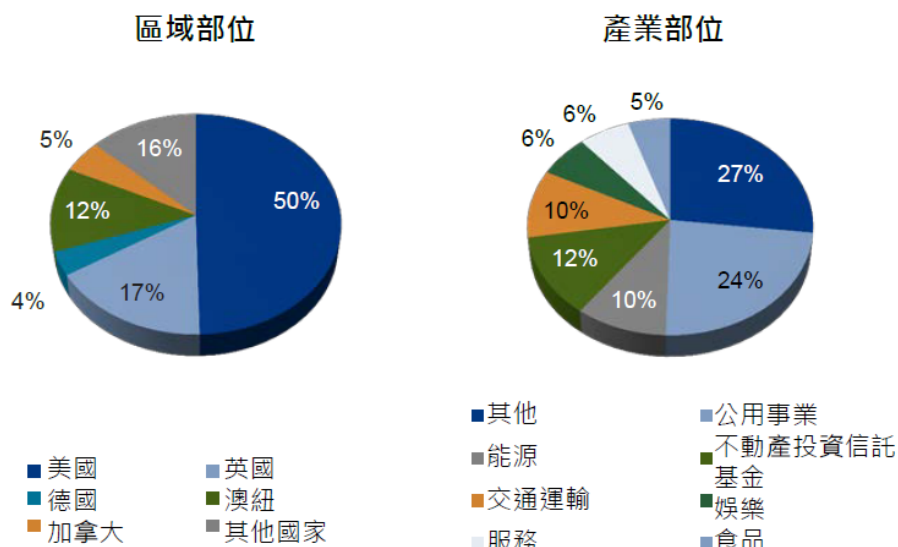


圖 7:美國私募債券策略資產配置

## (2) 投資哲學

- 主要投資於高品質公司發行之私募債券，為機構投資者提供根據個別客戶需求客製化之委託帳戶管理。
- 私募債券為投資者提供強化的多元化投資組合、契約保護以及優於公開市場交易的潛在利差溢價。此外，私募債券市場可提供更廣泛或較長期別的債券，符合客戶長期投資與持續產生收益之投資需求。

## (3) 投資組合特性

- 多元化程度:多元化配置於投資等級公司債。
- 區域: 北美、歐洲與英國。
- 預期收益率: UST + 90-150bps。
- 信貸品質: A 至 BBB。
- 投資期間: 5 年~30 年 (視市場而定)，大部分是 10 年~15 年。
- 違約率: 與公開發行債券相比，有較低的違約率。

## 4、 Resilient Credit：

### (1) 投資哲學

- 該策略從擁有基礎建設產業的企業中獲取穩健的私募信貸機會。該策略向重資產公司（asset heavy companies）等基礎建設企業提供直接、有保障的貸款。
- 專注於混合或核心增進（core-plus）空間的交易，包括停車場、發電設備、高速公路服務和電信塔台等資產。
- 考慮市場核心部分之外的固有風險，此類型資產通常具有較短的投資期間，因此，與核心策略中的資產相比，能提供更高的回報。
- 該團隊能尋找具吸引力的非流動性差價機會，並提供不對公眾投資者開放的產業投資機會。

## (2) 投資組合特性

- 投資結構：優先擔保債券或次順位債券。
- 貨幣：歐元、英鎊。
- 目標回報：  
 優先擔保債券預期利差： $MS + 175-350bps$   
 次順位債券/控股公司債券預期利差：  
 $MS+300-400bps$
- 信貸品質：無評等，相當於邊緣債券，BB 至 BBB-。
- 交易市場：初級市場為主，次級市場為輔。
- 投資期間：5 年至 15 年。

## 5、 貿易融資：

### (1) 投資哲學

- 透過購買折價發票或提供發票擔保貸款，為公司提供短期融資。

- 透過選擇廣泛的產品類型、行業、國家和來源供應商，創造高度精細、多元化和穩健的產品組合。
- 提供 3 個月前通知即可每月贖回的機制，帶給投資者高流動性。
- 與多家來源供應商合作，確保持續的交易量和資金高利用率。
- 隨時可靈活地增加和替換來源提供商。

## (2) 投資組合特性

- 投資：與貿易融資和營運資金相關工具。
- 區域焦點：全球，主要以北美與西歐為多。
- 貨幣：多種不同貨幣，100% 對歐元避險。
- 目標回報：3 個月 Euribor + 275bps。
- 信貸品質：無評等，與 BB 級相同。
- 放貸者：能夠增加或替換供應商。
- 投資期間：約 120 天。

## 6、 歐洲私募信貸：

### (1) 投資組合成份

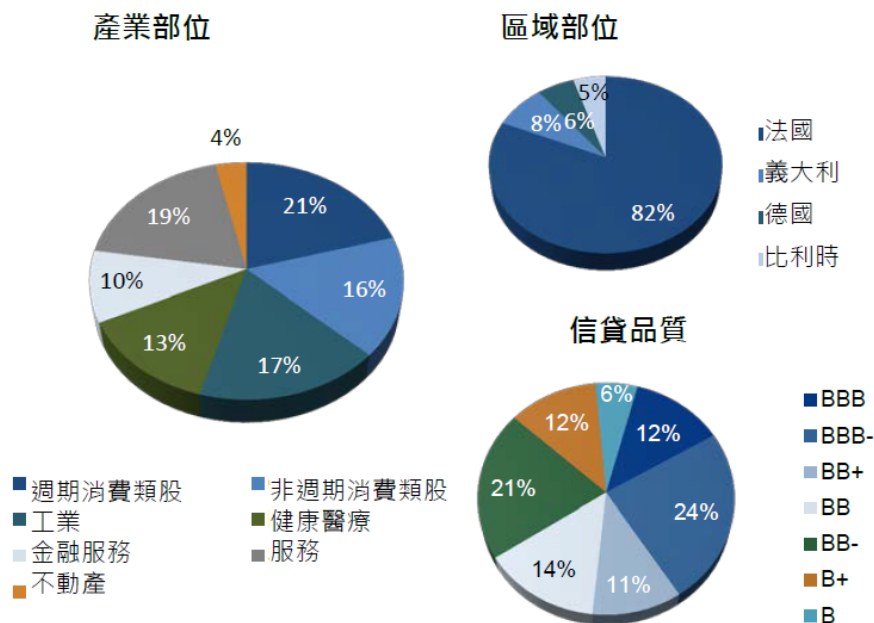


圖 8: 歐洲私募信貸策略資產配置

## (2) 投資哲學

- 為歐洲的中型公司提供優先債券。
- 專注於協商交易，以掌握複雜性溢價（complexity premium）並管理下檔風險。
- 透過廣泛的盡職調查和信貸分析謹慎管理風險。
- 專注於下檔保護的相關合約與文件。
- 運用充足資源主動監測投資組合。

## (3) 投資組合特性

- 投資結構：傳統的優先債券（貸款或債券）。
- 貨幣：歐元。
- 目前回報：約 350bps-450bps 。
- 信貸品質：無評等（邊緣債與非投資等級債）。
- 交易市場：初級市場。
- 投資期間：4 年~8 年。
- 違約率：自成立以來，24 個信評預估穩定，4 個調升，2 個調降。

## 7、 美國私募信貸解決方案：

### (1) 投資哲學

- 以基本價值方法承銷和管理中型企業貸款投資組合。
- 投資組合可高度客製化，根據投資者的目標回報水準和風險偏好進行結構化，例如是否有融資、偏好較高或較低評級資產、偏好較高或較低的次順位資產組合等。
- 該策略採用三管齊下的方法進行投資組合管理，在投資和資金管理流程中提供清楚的責任和明確的角色。投資流程的三個重要因子是研究、

風險管理和資本市場。

## (2) 投資組合特性

- 投資結構：優先擔保公司債。
- 內容：多元化貸款投資組合，主要投資於美國，並選擇其他美元發行人。
- 基準指數：Credit Suisse Leveraged Loan 指數。
- 信貸品質：Ba1/BB+ 與更低評級的債券。
- 交易市場：初級與次級市場。
- 起步期：1 至 3 個月。

## (3) 貸款來源

- 安聯環球與 StepStone 和 Citizens Bank( 中端市場貸款的主要創始人 ) 合作，成立 AC Loan Sourcing，於 2018 年 2 月成為美國中端市場企業貸款的貸款人。
- 與美國頂尖中端市場承銷商的貸款來源協議，優先提前獲得由美國第 13 大零售銀行 Citizens Bank 所承銷的貸款。Citizens Bank 擁有 150 多名創始人，涵蓋眾多不同行業的 3,000 名商業客戶，並在過去 12 個月內發起 26 億美元的贊助貸款額度。

## (三) 基礎建設再生能源股票策略

安聯環球除就上開相關私募市場之操作策略予以簡要說明外，並就基礎建設再生能源股票策略詳加介紹如下：

安聯環球全球再生能源投資團隊管理規模約 14 億歐元，並獲得安聯全球企業與特殊保險部門與安聯氣候解決方案兩團隊支援。自 2012 年成立以來完成 27 項交易，並管理 4 個再生能源基礎建設帳戶包含 Allianz Renewable Energy Fund (AREF)

I、全委帳戶投資、AREF II 及目前進行中的 AREF III，上述 4 個帳戶相關投資資訊如下圖所示。

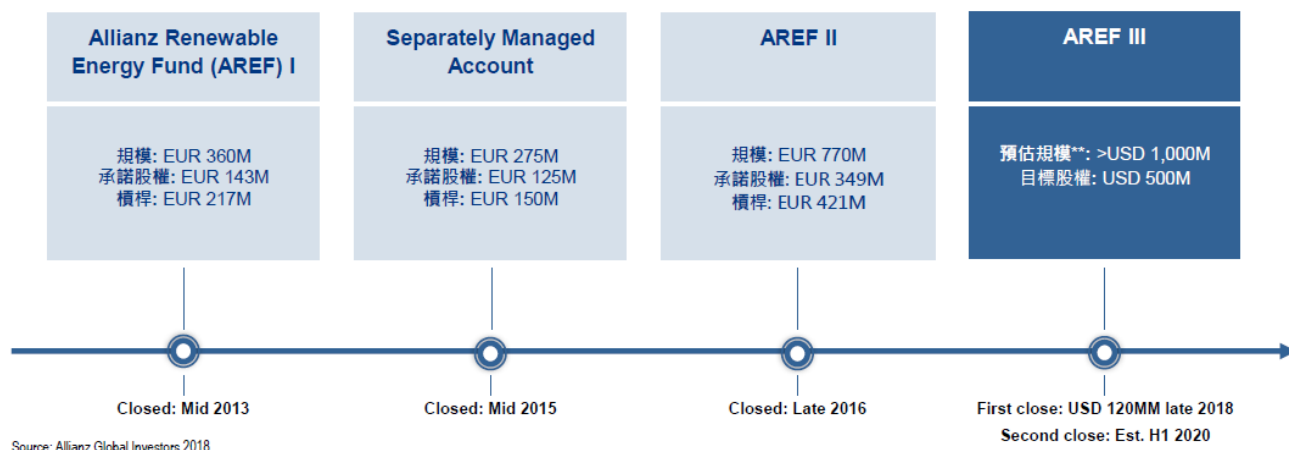


圖 9:基礎建設再生能源股票策略

## 1、投資哲學

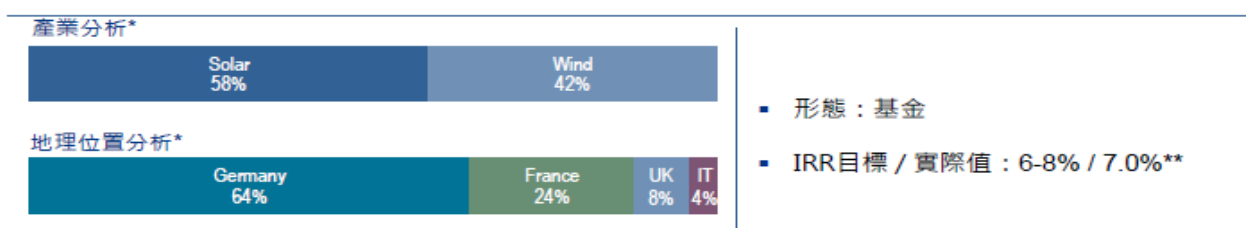
- 透過投資歐洲、美國及精選美洲國家再生能源之多元化投資組合，尋求創造有吸引力的回報。
- 投資方式取決於投資計畫：針對歐洲焦點基金使用買進並持有策略；私募股權偏好如 AREF III 買與賣策略的回報。
- 重點關注風力和太陽能資產：太陽能和風力的陸上發電資產、水力發電、電網、離岸風力發電及地熱儲存。
- 最新產品 AREF III 主要關注綠地資產，目標是成立一個有 10-15 種資產的投資組合，佈局資產位於美國和精選美洲國家。
- 利用安聯環球之資源和專業知識，該團隊採用嚴謹的量身定做流程，以符合再生能源資產的需求，並專注於營運管理。

## 2、投資組合特性

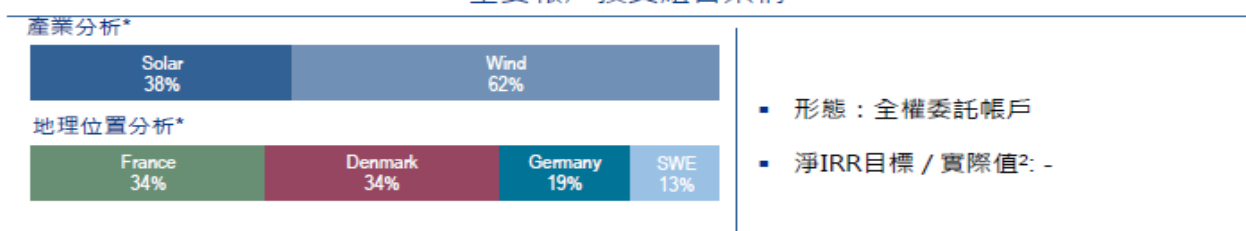
- 投資結構: 以股權參與基礎建設資產。
- 貨幣: 歐元、美元。
- 目標回報: 淨內部報酬率 (IRR)為 10%~12%，現金收益率為 2%~5%，投資期間過後視投資計劃而定。
- 投資期間: 10 至 25 年，視投資計畫而定。

再生能源基礎建設股權過去成立 3 種不同類型的投資組合，各帳戶產業配置主要以太陽能與風力發電為主，國家配置涵蓋德國、法國、英國、丹麥、瑞典、荷蘭及義大利等國家，投資型態有基金及全委帳戶兩種類型，投資組合架構參考下圖。

AREF I 投資組合架構<sup>1</sup>



全委帳戶投資組合架構<sup>1</sup>



AREF II portfolio structure<sup>1</sup>

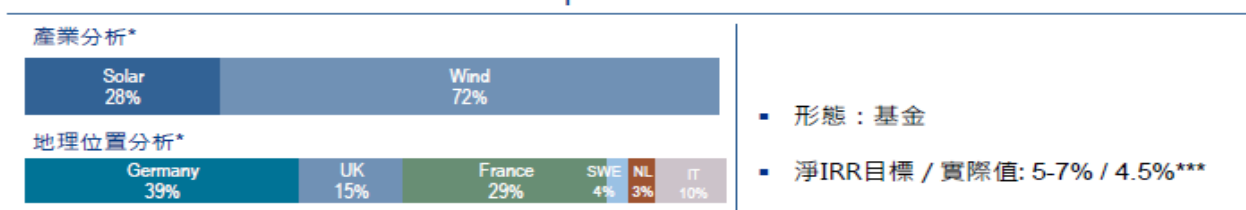


圖 10:基礎建設再生能源股票策略資產配置



目前進行之 AREF III 策略著重藉由安聯環球對資產高度熟悉，提供投資人與私募股權相同報酬，但低於私募股權之投資風險，此策略概述如下：

#### 1、 投資資產

- (1) 10 至 15 項再生能源投資標的，以美國為主（70%以上），另外包含墨西哥、秘魯、智利及加拿大。
- (2) 開發及準備開發性資產為主，整廠輸出、已營運資產或電廠改造亦納入考量。
- (3) 陸上風力及太陽能發電為主，輔以其他類型如水力發電、輸電網路、海上風力發電及地熱。
- (4) 符合 ESG 標準。

#### 2、 投資組合目標風險

- (1) 每筆交易開發商及共同投資者成為合作夥伴關係。
- (2) 尋求具技術經驗之一級供應商。
- (3) 僅限美元，無外匯風險。
- (4) 與可靠交易對手簽訂長期協議，在穩定現金流及上漲空間取得平衡。

#### 3、 競爭優勢

- (1) 享有安聯保險的資源。
- (2) 交易來源網絡廣泛。
- (3) 專業且紀律的客製化再生能源資產投資流程。
- (4) 專注於運營和財務管理。

#### 4、 生命週期

- (1) 整體基金預計生命週期為 10 年，10 年期間之買賣策略為 4 年投資期間、6 年營運期間，第 10 年退場。
- (2) 多元角度優化策略：廣泛交易來源網絡，高效盡職

調查，優化資產支出與營運支出，優化退場機制。

- 5、 最低投資金額：1,000 萬美元。最初投資期間為 2019 年第 1 季，預計最後投資期間為 2020 年第 1 季。
- 6、 目標報酬：基金存續期間淨 IRR 為 10%~12%，包含投資期後 5%+現金收益。

AREF III 投資流程自策略研擬至退場之階段性規劃如圖所示，並分析說明如下：



Source: Allianz Global Investors 2018

圖 11: AREF III 策略投資流程

- 1、 投資策略：以市場基本面分析為主軸。

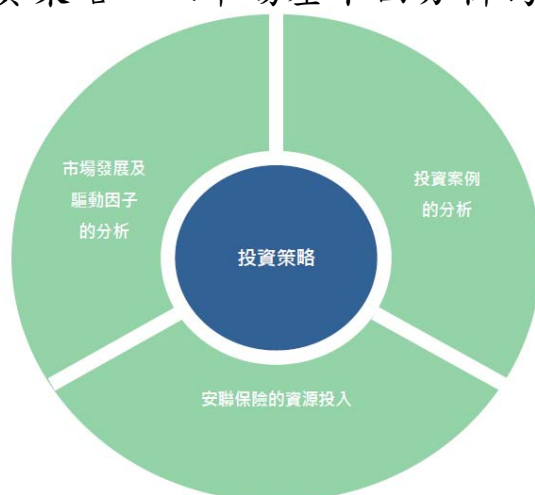


圖 12: AREF III 投資策略

- 2、 交易來源：投資團隊從許多領域的專家獲取交易來源，例如與已進入美國的歐洲替代能源開發商合作，深化及擴展既有關係，或從專家、網絡關係、產業知識及安聯保險的相關經驗中獲益，亦可透過簽訂合作備忘錄（MOU）或共同開發協議（Joint-development agreements），保障目前已進入交易流程的專案。
- 3、 交易：專注於技術面的盡職審查，進而強化收購過程並確保未來穩定的現金流。

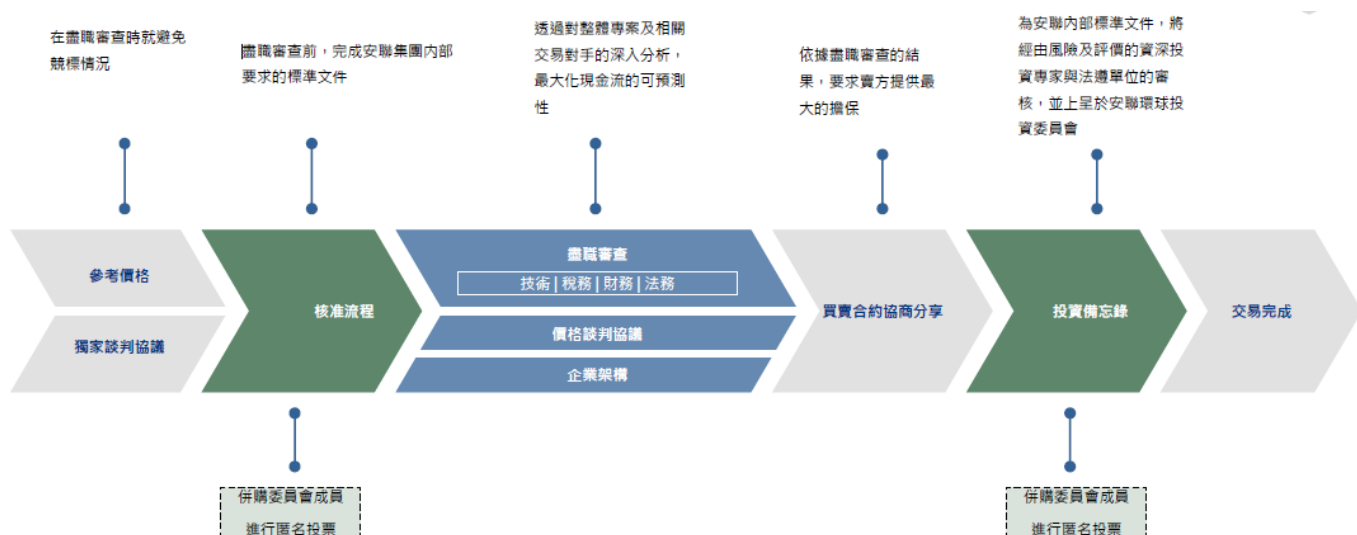


圖 13: AREF III 策略交易流程

- 4、 管理：結合技術面及財務面的管理流程。為優化績效表現，投資團隊同時著重於技術及財務面的管理，唯有同時重視技術與財務層面，才能提供強勁的競爭優勢及較高資產品質。技術面管理將對服務供應商進行管控及提出挑戰意見，以增加營運效率並最小化成本。確實執行技術面的盡職審查，例如現場視察工程師之工作狀況，儘早辨識出潛在的危險信號，此外，對維修方案進行壓力測試及提出挑戰意見，提升產出品質的一致性。財務面管理係對資產進行預測、控制

並最佳化其財務狀況。透過有效率的財務再槓桿、避險及重新談判資產相關之合約，提升現金流量，監視並控管資產現金循環與流動性需求，並確認資產的股利潛力。

- 5、 退場：將尋找財務健全且位於不同地理位置的買家，吸引各類多元化買家。以買家對象與交易主因進行區分，可分成策略型買家與財務型買家。策略型買家主要以公用事業單位或公司企業為主，此類買家願意交易之考量原因如人口老化問題、持有電力資源可減少電費成本、企業社會責任等因素；財務型買家多以基礎建設基金或退休基金為主，促成交易因素包含尋找營運中資產以建構策略性投資組合、利用現有業務可受惠於規模經濟、分散投資組合、報酬率符合其投資人目標報酬率等。
- 6、 風險管理：整體投資流程中，對各種可能風險之相關規避因應說明如下：
  - (1) 專案開發及建構風險:為專案發展者建立目標導向獎勵制度，依據所達成之階段，分批投入不同資金。
  - (2) 天然資源可用性風險:地理位置及技術上（太陽能或風力發電）建構出分散的投資組合。
  - (3) 產能風險:對資產進行全面性維護，並藉由安聯集團技術專家實質參與，確保產能有效率利用。
  - (4) 政治風險:著重於政治穩定且長期對能源發展有正向推動的國家，進而降低具追溯性法案的風險。
  - (5) 退場風險:於投資前期即開始篩選市場上可能買家。
  - (6) 收入風險（買家倒閉）:與具有信譽之交易對手簽訂長期合約或避險協議。

#### (四) 全球主題式投資策略

世界不斷地快速改變，投資決策受長期大趨勢影響，大趨勢牽連個別主題投資機會。安聯主題式投資策略允許投資者參與結構轉變帶來之機會，結構轉變通常藉由創新、人口變化、資源稀少或城市化等趨勢所帶動。

主題投資不受地區、產業或市值大小的限制，並將企業視為趨勢的贏家或輸家。主題投資可追溯到資產管理的源頭、社會功能等，並將資金引導至具增長潛力的領域。大趨勢將影響消費者和企業如何看待目前世界，大趨勢帶動結構轉變案例如下：

- 1、 都市化: 越來越多人口湧入城市，房屋需求高，必須確保充足的公共服務和廢物處理，而創新可以提高營運效率。
- 2、 科技創新: 自動化生產，需求方面使用網路線上服務。
- 3、 資源稀少: 許多原物料供給有限或難以取得，開發替代品以確保供應無虞。
- 4、 人口與社會變化: 不同地區有不同的人口因素，西方的高齡化，東方和非洲的年輕新興中產階層。

安聯環球透過投資激動人心的主題，參與結構轉變，本策略使用安聯環球的專業研究能力，主動管理主題選擇及每個主題內的股票。本策略相較於單一主題策略更加多元化，因其投資於多個主題。此外，投資組合中的主題將隨著時間而變化，主題構成將隨新主題出現和舊主題達到高點而不斷地調整。安聯主題式投資策略創造超額報酬來源包含：

- 1、 主動尋找主題：找出具強勁長期驅動因素的主題。由安聯環球研究分析師、基金經理和草根性研究分析師之間所設計的內部合作研究，利用 60 多名獨立記者和 300 多名田野調查員之在地專業知識，採訪世界各地

消息來源，藉由技術工具鎖定網路成千上萬的消費者和企業，並從網路中獲取數據。草根性研究旨在找出商業趨勢的轉折點並提高決策可信度。



圖 14: 投資主題與專題選擇

2、 持續檢視及改善：投資 5 至 7 個主題，根據長期相關訊號持續檢視每個主題與所適應的市場環境，本策略每個主題權重區間為 5%~25%，每個主題在投資組合中均以一籃子股票方式呈現，約有 15~30 檔股票，個股部位不超過 100 個基本點（買入時），目標是每年替換 1 至 3 個主題。有關主題配置權重取決於：

- (1) 投資組合經理人的信念:根據專家研究平台的評論，投資組合經理人持有的信念高低。
- (2) 可選擇的受惠個股範圍:每個主題內可供選擇的受惠個股。
- (3) 評價:基於單一個股的目標價格，每個主題整體的上漲潛力。
- (4) 相對吸引力和生命週期階段:主題是否仍具吸引力，

或即將有新的催化劑。

(5) 投資組合背景:確保全面性的投資組合，從多個大趨勢和多個增長驅動因子中選擇主題。

主題式投資策略自 2016 年 12 月成立以來，依據上述權重配置原則，各主題配置每月評估調整，若主題較不具投資吸引力、錯過最佳投資時點或缺乏持續性市場需求，則剔除該主題並納入新主題，下圖顯示本策略成立以來至 2019 年 4 月，主題選擇與配置之調整狀態：

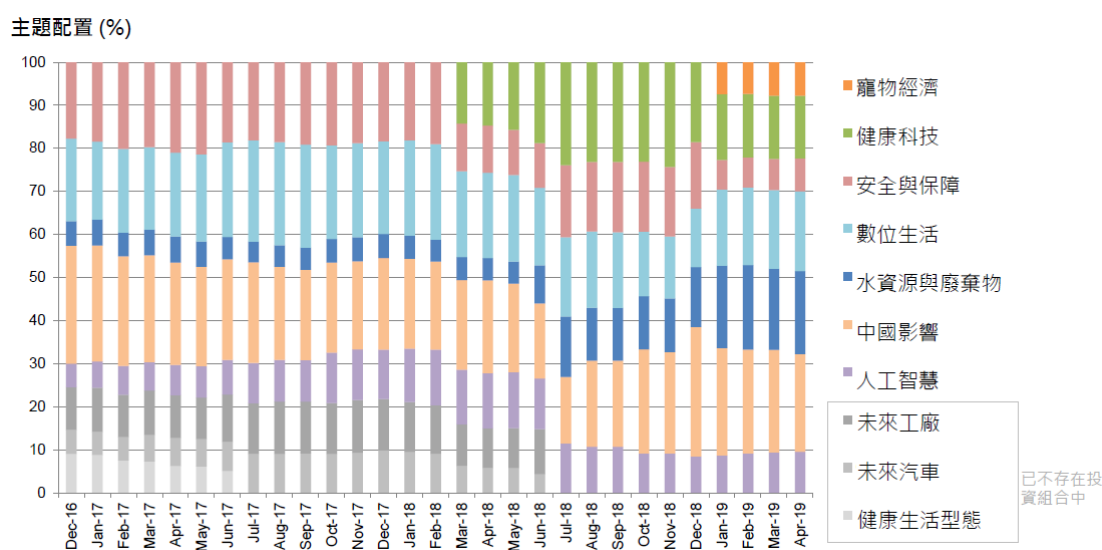


圖 15: 歷年投資主題調整概況

3、 主動選股：挑選具高度特定主題股票以確保敏感度，並根據基本面分析，配置具有上漲潛力股票。



圖 16: 投資個股選擇方式

綜上，主題式投資策略為一前瞻性投資策略，當產業投資較難反應目前投資趨勢，許多股票不易被歸類至典型單一產業時，主題式投資將更符合此類趨勢敏感度高之個股。在大趨勢中，可以界定主題和專題，主題及專題可處於投資週期之不同時期，且相較於大趨勢有更短的投資週期，並提供超額表現機會。投資主題有週期性，必須不斷檢視大趨勢或主題的吸引力，投資時機扮演成功投資的重要角色。

### (五) 覆蓋風格策略

當市場出現挑戰，高度不確定性與波動性、較低或甚至負值的報酬、監管變化導致投資行為改變、風險和不確定性意識增加而產生趨避性情況下，為能達成投資者目標，例如獲得具吸引力的收益率、避免投資組合出現大幅下跌、確保有足夠的流動性及靈活地掌握投資機會等，並藉由風險管理可以幫助投資者在各市場情況中掌控其投資組合，而覆蓋風格策略（Risk Management Overlay）即係透過平衡和動態管理兩個目標，客製化風險管理以滿足投資者獨特需求。投資者可藉由風險管理來達到其投資組合的各種目標，同時降低風險預算和下檔風險，並具有動態風險管理中較高報酬的配置。



圖 17: 覆蓋風格策略風險管理框架



自 2005 年以來，安聯環球成功地管理超過 400 億歐元的風險管理代操帳戶。覆蓋風格策略預期能幫助投資者達到目標報酬，同時降低下跌風險，相較於策略資產配置（SAA，即沒有動態風險管理 Overlay 的策略資產配置），當市場出現持續性壓力時，覆蓋風格策略風險管理方法能夠顯著降低跌幅風險。

此策略特點為靈活、模組化且可調整的風險管理，根據投資者特定的風險預算、預期報酬及策略資產配置（SAA）和基準指數要求來客製化組成內容進行管理。下圖顯示相較於靜態策略資產配置（SAA），透過此策略來降低風險。

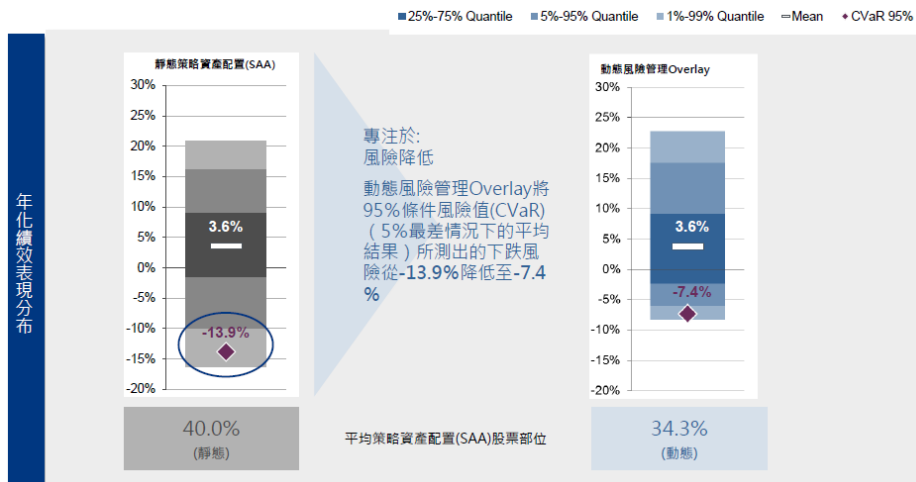


圖 18: 覆蓋風格策略案例-1

除上述降低風險為目的之案例，下圖案例係藉由較高的股票部位，更有效地利用風險預算。

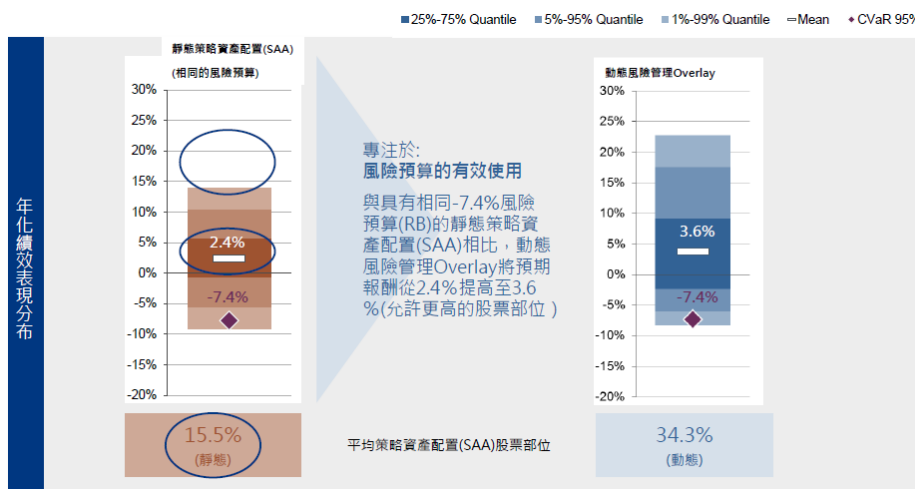


圖 19: 覆蓋風格策略案例-2

## (六) 最佳風格策略

### 1、 投資哲學

此策略主要藉由執行具有紀律與系統化的投資解決方案以提供安全且穩定的績效表現。投資哲學建立在：「相信市場的無效率性可以透過仔細的研究方法與高度嚴謹的投資流程，再結合基礎的科技知識與先進的風險管理技術來發掘。」

最佳風格 (Best Style) 為一主動核心股票投資策略，該策略藉由價值、盈餘改變、價格動能、成長及品質等投資風格，分散配置各投資風格以達成穩定與持續性之超額報酬，由於提供多元化投資風格之部位組合，透過此方式，投資人可參與長期打敗大盤之各種投資風格，避免承擔單一投資風格之額外風險。該流程整合由上而下的投資風格研究，及個股挑選時由下而上的公司研究，搭配嚴謹的風險管理。

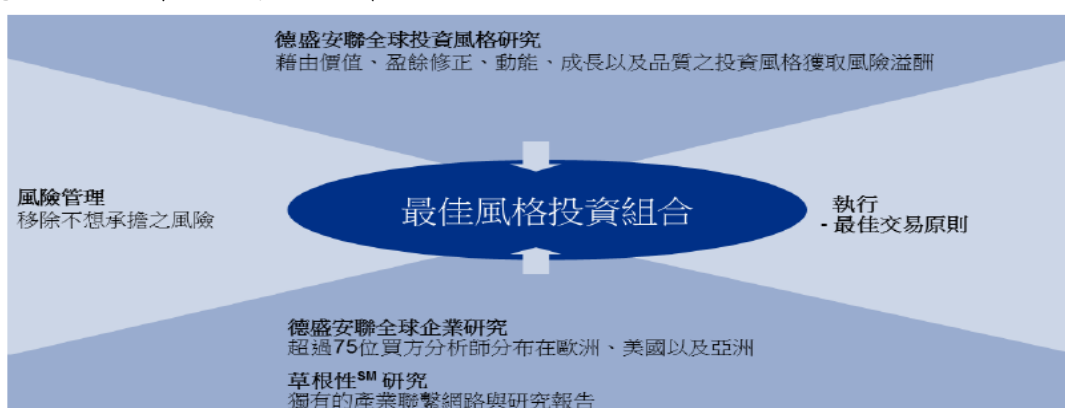


圖 20:最佳風格策略投資哲學

### 2、 投資風格研究

投資團隊根據大約 150 個不同的股票選擇標準來評估投資範圍中之個別股票，這些標準可分為 5 個不同群組，包括價值、盈餘修正、價格動能、成長性以及品質獲利性、穩定性與持續性。投資團隊對最佳風格操作所採用的強化策略，係將這些所選擇的投資風格混合使用。就歷史經驗來看，各投資風格長期而言均可

打敗大盤，然而在某些市場階段也可能經歷一段時期落後大盤表現的情況。依據投資團隊過往經驗顯示，將幾個不同的投資風格混合採用後，能大幅強化其超越大盤表現的穩定性。最佳風格除量化的風格配置外，並進一步以基本面檢視符合具有吸引力風格特性的股票，除衡量各投資風格而選擇個股，亦同時考量由下而上個別公司研究。下圖顯示最佳風格策略中，不同投資風格簡述。



圖 21:投資風格超額報酬因子

此策略主要競爭優勢在於：

- (1) 藉由專業且經驗豐富之計量投資管理團隊進行嚴謹投資管理流程，並包含有效之風險控制。
- (2) 採取公司獨家的投資風格研究。
- (3) 整合安聯集團全球各地分析師平台提供之投資建議。
- (4) 具成本效益之執行方式

### 3、投資組合建構

最佳風格為一主動式股票投資策略，該策略結合基本面與系

統化專業人士，並以嚴謹量化投資組合建構方式運用於股票之選取。投資過程建立於風格研究（Style Research）及公司研究（Company Research）。

投資組合建構過程中，將結合超額報酬之三大來源，以建立最佳風格之投資組合：

- (1) 投資團隊須先確認最佳風格投資組合之投資範疇。此投資範疇包含具足夠流動性之全球股票，目前大約有 8,000 多檔個股。
- (2) 投資團隊須選定所偏好之投資風格組合。舉例來說，已經選定投資風格為價值型投資風格及投資氣氛型投資風格，投資氣氛型投資風格包含盈餘修正及動能型。
- (3) 投資團隊必須確認哪些是偏好之投資標的。

在所選定之投資風格中，由全球企業研究平台顯示買進建議之個股中挑選投資。投資組合的建構過程，亦同時看好關於風險及週轉率限制中，具投資吸引力之最佳風格股票。

#### 由廣大的投資範圍到客戶投資組合建構的流程

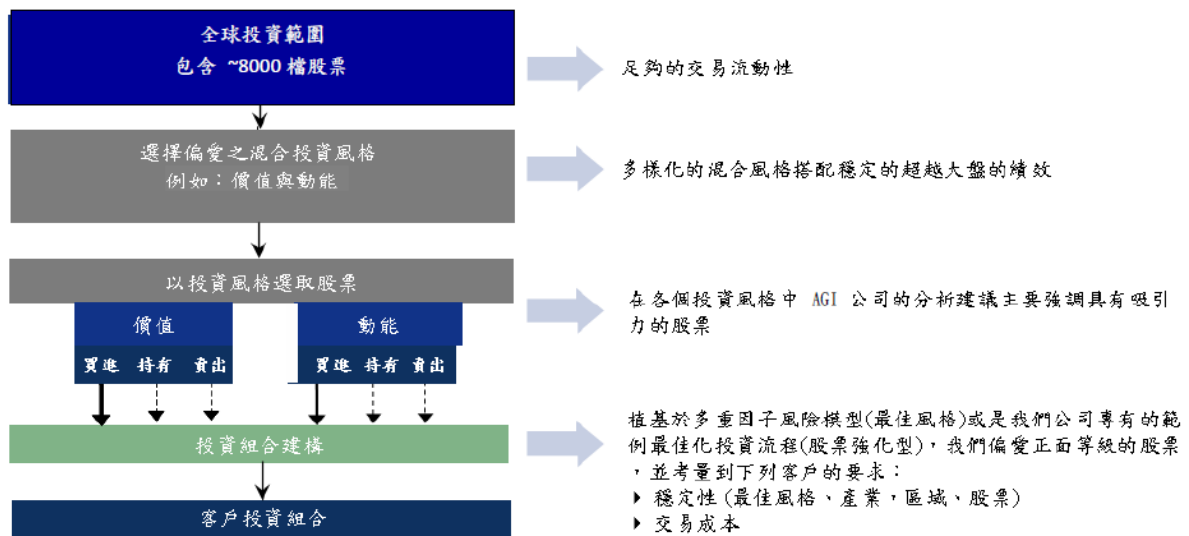


圖 22:投資組合建構流程

股票與現金之資產配置方面，最佳風格為主動式股票投資策略，主要目標在維持與參考指標相似風險水準下，介於 2%~6% 追蹤誤差範圍內，追求每年 2%~3% 之超額收益表現。最佳風格強調在各個時點的充分投資，因此對股票相對應之現金部位，僅維持在一個最小之必要水準。

區域與產業之資產配置方面，主要係最佳風格策略由下而上選股結果而來。在量化投資組合建構過程中，將最佳風格獲正面評比之個股，其投資比重配置到最大範圍，同時在其他要素，如區域或產業別相對應於參考指標之分散比率控制在 $\pm 5\%$ 。透過上述做法以確保區域別與產業別之資產配置，可忠實呈現最佳風格的選股結果，同時又兼顧客戶要求之風險預算。

#### 4、執行與風險控制

持續跟隨「最佳執行」原則可使投資組合創造高效率執行結果，包括將交易成本、交易員價差及經紀商佣金最小化，且將市場衝擊的隱含成本、時間與機會成本及交易執行等建構於最佳的時間架構中，交易則由各個區域負責之專業交易員執行。

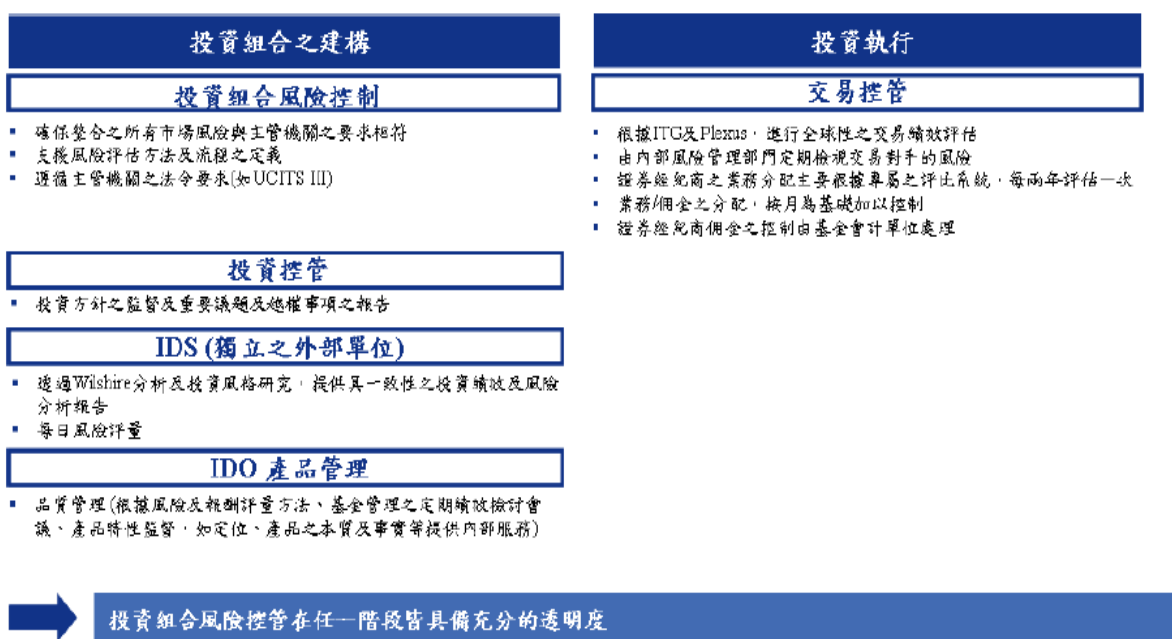


圖 23:投資組合執行與風險控管

風險控制包括風險管理、投資風險控制與法令遵循等 3 個部門，各部門職掌工作簡述如下：

- (1) 風險管理部門負責研發、執行及培養一個整合風險管理及監督系統，其中亦包含事先預警與潛在事項系統。該部門整合並負責所有與集團內部單位相關之風險議題。其最主要重心在於信用、作業及策略風險管理，及整合集團內部所有風險管理程序（含策略、識別、分析、管理、報告及文書）。
- (2) 投資風險控制部門主要負責設定市場風險量化之方法、過程及系統，並負責監督是否與安聯集團之中央投資組合風險控制團隊之要求一致，此部門係分設於投資組合管理團隊之外，旨在確保將所有市場風險相關之法令要求整合至控管流程及方法中。
- (3) 法令遵循部門主要確保公司在所有的情況下均能遵守內部與外部的法規。其所負責的範圍包括員工訓練、利益衝突處理與績效監督事項等。此外，法令遵循部門需負責觀察法規環境，並對公司的整體流程適當調整與改進，同時協助其他部門在日常企業運作上發展解決方案。

風險管理與風險控制為投資流程之核心，投資組合的風險是依照績效目標持續受監督，並同時考量幾個不同的因子，如絕對風險、追蹤誤差、夏普比率、資訊比率、波動度與投資組合的貝它值。

## 5、 策略總結

綜上，投資流程建構係基於風格研究及公司研究。投資團隊之投資專家同時兼任投資組合經理人與分析師，投資風格與成對交易之相關研究完全在計量投資管理團隊中進行。此外，由下而

上之公司研究則由專任的內部全球公司研究平台所負責。

最佳風格為一主動式核心股票投資策略，其投資目標為持續超越參考指標並維持一個相同風險水準。預期打敗大盤之標準是在任何一個 3 年的期間中，能夠超越參考指標 2% 至 3%，且追蹤誤差範圍維持在 2% 至 6%。此策略以投資流程的嚴謹性見長，並相對保守，避免集中於需有近乎完美預估能力方能成功的部位。



圖 24: 最佳風格投資策略核心概念

## 二、DWS International GmbH (德意志)

### (一) 集團公司簡介

德意志集團由全球數個法人組成，以因應並遵循不同地區法規規範。德意志資產管理為德國責任有限公司，於 1983 年 10 月 28 日向法蘭克福地方法院商業登記處登記，於去(2018)年 3 月於德國法蘭克福證券交易所掛牌上市，成為一獨立上市之資產管理公司。德意志亦為投資顧問公司，已向美國證券與交易委員會 (SEC) 登記，且根據德國金融事業管理法登記為金融服

務商，受德國主管機關聯邦金融監督局管轄。截至 2019 年 3 月，德意志資產管理金額總計為 7,040 億歐元。

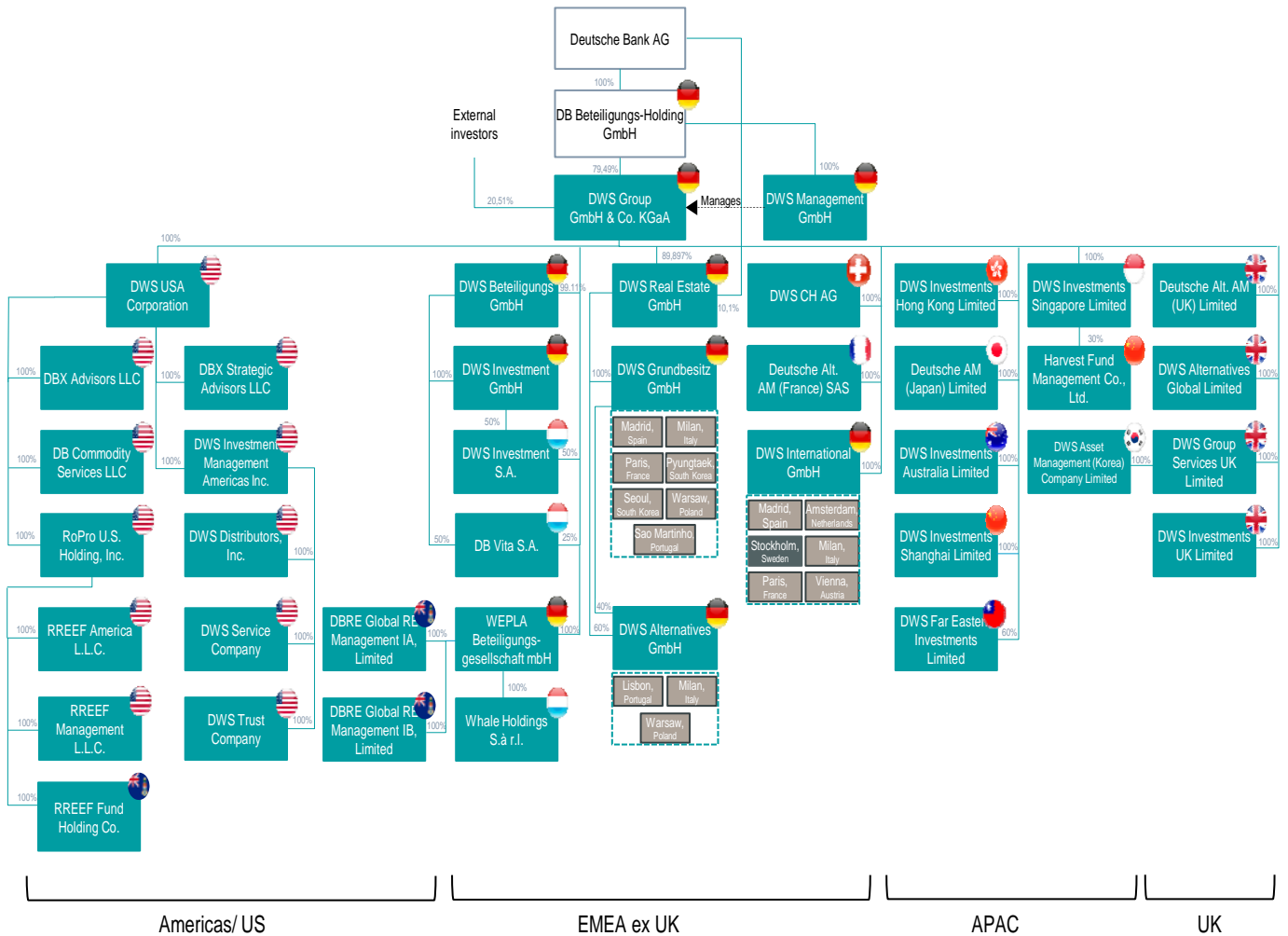


圖 25:DWS 旗下營運單位組織圖

德意志在各項專業的整合投資解決方案、穩定和創新皆受全球客戶重視。德意志為個人與機構客戶提供各資產類別之投資，具備主動、被動與另類資產管理之專長，並對環境、社會與治理深入研究，為客戶建立目標明確的解決方案。德意志的顧問與投資專家皆致力於根據每位客戶需求建立適合的資產管理解決方案。

領導團隊與德意志組織架構方面，領導團隊集結德意志在



投資、銷售與平台方面的專業人才及各區域業務，並由基礎建設夥伴支援。領導團隊共同代表投資部門的核心管理小組。以下為德意志目前執行委員會架構。

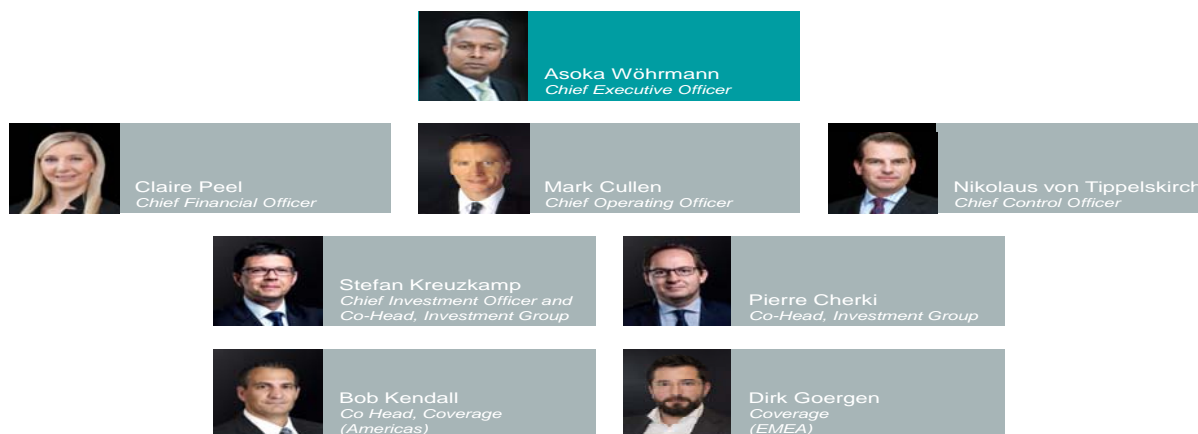


圖 26:DWS 執行委員會

德意志投資專業能力具備兩大基石：傳統資產與另類資產投資，而多元資產與解決方案則為連結兩大基石的橋樑。Stefan Kreuzkamp 和 Pierre Cherki 為投資小組共同主管。研究團隊為各資產類別訂定策略，以確保德意志是客戶的獨立合作夥伴。

## (二) 多元信用策略

### 1、德意志多元信用投資操作策略

全球各信用市場皆有其獨特性、績效驅動因子和風險來源。為因應各信用市場特性，德意志全球多元信用債券策略管理以多元經理人方法為基礎。此方法活用德意志資產管理信用平台之所有資源與人才專業，組成專屬投資專家團隊，過往曾創造佳績。

本策略之投資組合建構團隊(portfolio construction committee, PCT)由各信用市場之投資專家團隊派出一位代表組成。除此之外，為因應特定主題，各信用市場團隊的代表(例如可轉債團隊)將視需求指派一代表參與投資組合建構會議。投資組合建構團隊每週正式開會，並因應任何突發事件隨時召開專案會議。

會議當中，各市場代表以其核心策略出發，為投資長觀點之內容提供更為詳細的觀點、建議和持債見解。會議成員討論並決定本策略的投資配置。整體配置決定後，選擇債券的工作即分配予各信用市場的投資專家團隊進行。

下表說明投資組合建構團隊討論主題。此案例中，成員討論各市場相對吸引力、並將其他因素（例如風險、流動性、資本與交易成本）納入考量，以決定投資組合資源配置。主要投資組合經理人擁有最終決策權，可決定投資組合將如何執行討論結果及落實之程度。

風險因子		美國投資級債	歐洲投資級債	美國高收益	歐洲高收益	新興市場公司債
戰術性建議		+1	+1	中立	中立	中立
信用風險-曲線	5年以下	中立	減碼	減碼	中立	減碼
	5年-10年	加碼	加碼	加碼	加碼	加碼
	10年以上	減碼	中立	減碼	加碼	加碼
信用品質	加碼	BBB+, BBB-	BBB	B+	B+, B, B-, CCC	OW < A-
	減碼	AA	AA, A	BB+, CCC	BB/BB-	UW CCC
產業別	加碼	金融(銀行/不動產) 能源	銀行, 醫療保健, 能源, 次順位債	化學, 原物料, 能源, 探勘生產	化學, 媒體	基礎工業
	減碼	民生工業	消費產業, 電信通訊	醫療保健, 消費	零售, 服務, 汽車	公用事業, 金融
無風險資產(10年期公債+Cash) %		7%	1%	5.62%	1.50%	2.5%
區域配置	加碼	英國, 法國	美國, 法國, 瑞士	N/A	美國	俄羅斯, 巴西, 中國
	減碼	美國	墨西哥, 澳洲	N/A	義大利	新加坡, 南韓, 卡達
交易/特別註記		維持保守看法進入新的一年後會開始加碼。	已達我們預設目標降低10年期利率風險, 醫療保健, 持續加碼金融	主動操作, 存續期間與關注信評提升	年底前市場將會有有強勁需求出現	*指標指數變動仍反映在投資組合績效。金管採取中立的投資策略能相對反映加碼在高利差的低區與減碼低利差的低區

圖 27:投資組合資產配置重要因素

下圖案例之重要風險數字不僅以市值計算持有各信用資產風險，更計算投資組合相對其市場成分（Barclays 全球投資級公司債指數 1-10 年期對沖）的 DxS（存續期 x 利差）數值。此數值亦稱為投資組合貝他值（portfolio beta），是投資組合的風險概

況重要指標。全球多元信用債券策略並無正式投資組合貝他值表現限制，因為投資組合貝他值會隨時間改變，不僅受投資決策影響，更因市場動態而變動。然而，自本策略於 2015 年 8 月設立至今，投資組合貝他值 (DxS) 的範圍介於 1.2 至 2.3 之間。根據德意志的投資長觀點、市場氣氛與分析師建議，投組建構團隊決定增減變動貝他值時，必須符合管理團隊所設定之投資目標與風險預算。為管理貝他值，德意志能調整次順位債、新興市場債或高貝他市場等各持有部位。此外，貝他配置亦為投資關鍵，不僅在於整體貝他值 (Beta) 調整，更決定德意志主動管理的國家、市場和單一標的績效表現。

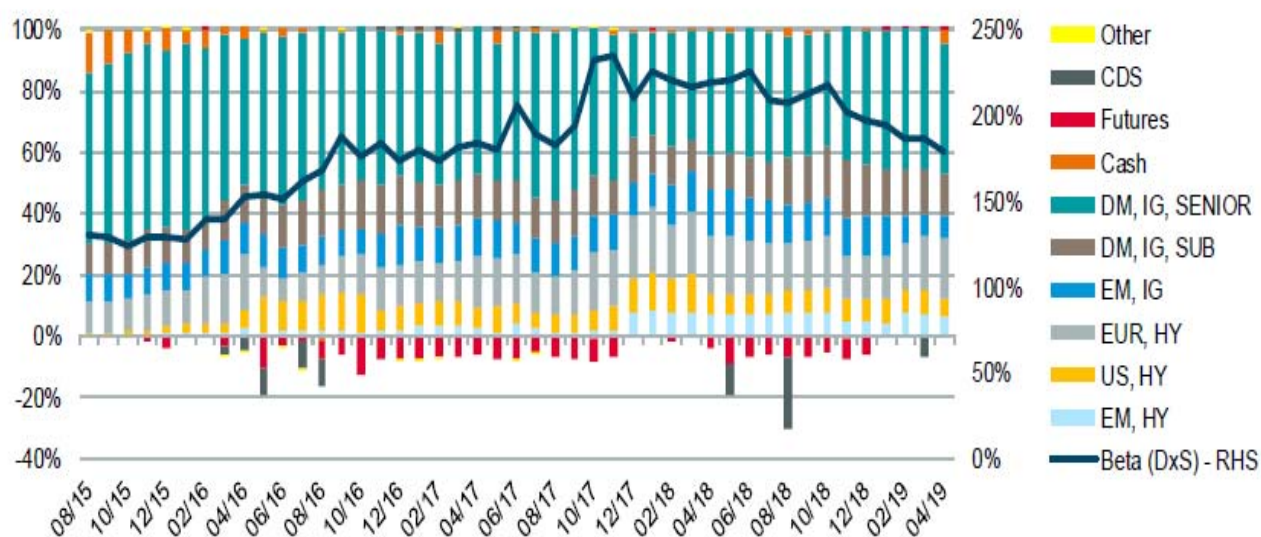


圖 28: 投資組合資產配置案例

## 2、投資決策程序

德意志資產管理的主動固定收益投資流程為三階段流程，並由持續品質管理支撐績效表現。透過持續評估決策、投資設計與投組建構的品質，德意志能確保持續滿足客戶投資目標。德意志風險管理文化更是投資流程中不可或缺的一部分，充分整合至投資流程的每一步驟當中。各投資策略指派一投組建構團隊，由一位主要投資組合經理人管理，確保明確權責區分，並使德意志得以充分利用投資理念中所提到的各種投資機會。

## (1) 第一階段：專屬研究與投資長觀點

全球投資專家根據基本面分析提出獨特投資見解。經由評估市場配置、流動性、存續期、殖利率曲線與信用風險後，德意志能識別出影響市場價格的重要因素，並審慎利用市場訂價無效率性創造超額報酬。德意志透過投資組合建構來掌握各超額報酬來源，專屬市場投資專家將會提供相關投資建議。德意志的「投資長觀點」即德意志的內部觀點，為投資策略、資產配置與所有重要總體經濟與政策議題提供指南。

專屬研究是德意志投資流程中不可或缺的關鍵。德意志的市場專家會進行獨立的基本面分析，儘管部分人員專職擔任特定結構式產品分析師，或專精於特定區域信用分析，他們多數亦為投資組合經理人。即使德意志能參考全球各地分析師的研究成果，仍根據內部分析進行所有投資決策。市場專家負責將研究成果轉化成實質投資建議，專家會在提供每個總經和個別發行人建議前進行基本面與相對價值評估。



圖 29: 投資決策程序-專屬研究

投資長觀點係根據德意志資深研究分析師投資見解提出，並在投資長所主持的討論會議中進行討論。投資長觀點為投組建構提供一共同架構，橫跨不同區域與產品，並確保對外（如對客戶和基金銷售商）市場觀點一致。透過嚴謹的討論流程，投資長觀點能提供：

- 不受限的策略觀點，能利用並挑戰總體經濟與基本面投資專家的研究成果。
- 結合不受限的總體經濟建議與相對價值投資偏好之戰略觀點。

投資與資產類別主管自專屬研究平台選擇相關投資建議，與各團隊投資專家評估、決定投資建議方向與信念，以形成投資長觀點。戰術性投資長觀點闡述高信念見解與投組建構方向偏好，每週更新或視重大新聞事件以專案形式更新。



圖 30: 專屬研究與投資長觀點整合策略

## (2) 第二階段：投資組合建構

投資長觀點與其他相關研究建議將用於各信用市場之「主要投資組合 (lead portfolio)」，各投資組合均由一專屬投資組合建構團隊負責。德意志的投資組合建

構團隊係由資深的投資專家組成，負責調整、挑戰與活用全球平台所提出之投資建議，將這些觀點與投資見解轉化為實質資產配置。投組建構團隊監控重點包括資產類別彼此相關性、監控風險預算（如波動率、利差等）及績效目標。

全球多元信用債券投組建構團隊由各信用市場之投資專家團隊派出一位代表組成，負責決定基金配置。選債則由各自資產類別具深厚市場知識的投資專家負責，由下而上深度分析各發行人，同時將其他因子，如風險、流動性和交易成本等納入考量。投資組合建構團隊會議可即時針對特定事件召開專案會議，亦可固定召開詳盡檢討會議，檢視所有主動風險持有部位（通常為每週進行）。此外，投資組合建構團隊固定將投資組合分析與風險報告結果用於決策討論中。

投資組合建構團隊接受並挑戰研究平台上的投資建議。戰術性投資長觀點提供方向指引，確保投資組合在全球主要的總體經濟驅動因素是一致。

投資組合建構團隊調整且運用德意志投資專家在Aladdin 投資平台中設定的投資訊號，並考慮總報酬與相對風險的相對價值進而挑選債券。團隊在部分領域中（包含產業、國家或公司資本結構等）尋找具有投資價值的債券，最後再將風險因素、流動性、資本及交易成本等列入考慮。

### (3) 第三階段：投資組合管理團隊

各投資組合均由專屬投資組合經理人和儲備經理人負責管理，以確保隨時持續監督。投資組合經理人將主要投資組合客製為客戶投資組合，將所有客戶特定需

求與限制納入考量，包括投資準則、法律限制及任何其他客戶指示。交易方面，德意志已與各市場與區域的交易對手建立長期關係，且能透過電子交易，以貫徹最佳執行、新發行產品配置與交易見解。德意志自動於交易前與交易後進行法規遵循稽核。獨立投資及監控與監督部門為各投資組合進行每日監控，以確保符合客戶投資準則。



圖 31:投資組合管理

品質管理與流程其他部分密切結合，進行獨立且強大的風險監督工作，以確保能持續達成客戶的投資目標。品質管理是德意志資產管理投資流程中不可或缺的一環。評估投資流程中的每個步驟，完整分析績效、風險與流程三大要素，以確保投資透明性。德意志採深度分析，以量測、評估並識別表現異常偏離者 (outliers)，包括表現特別領先或特別落後者。衝擊分析則評估投資組合對預期風險的敏感度。品質管理部門運用平台資源的各種專長，以評估整體投資流程價值鏈的績效、風險

與技能。

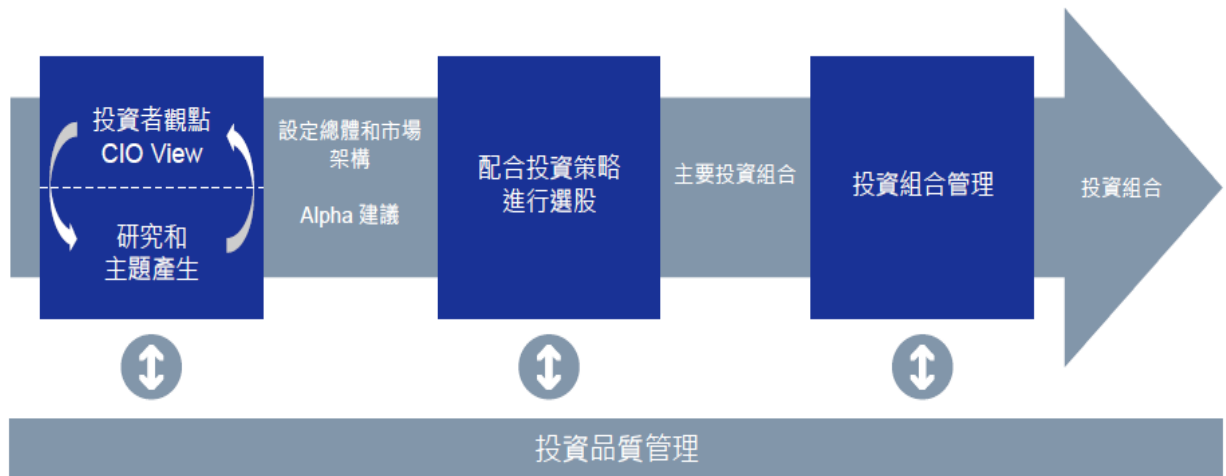


圖 32:投資品質管理流程

整體而言，德意志的投資流程係以客戶優先，整體團隊行動，並結合財務優勢、穩定性、領導力與廣泛投資專長，為客戶創造永續價值。

### (三) 被動式投資策略

#### 1、德意志被動式投資優勢

被動式管理之投資組合較為透明且易於監督，此外其管理費率大幅低於主動式管理，且週轉率低以致交易成本較低，故具成本效率，另外由於承受較低積極風險，也相對降低績效落後指定指標之機率，故被動式管理為機構法人近年之投資趨勢，德意志於被動式管理之強項如下：

- (1) 遍及所有指數：對所有指數供應商進行高品質的指數追蹤，在實體複製方面擁有 20 年操作實績。
- (2) 具備創新概念：位居市場領先地位的固定收益策略，兼具單一因素與多重因素的股票型策略。
- (3) 各層級均可提供客製化：量身打造客製化的基準指標或投資組合，結合傳統型 – Smart Beta – ESG – 量化。



- (4) 為客戶的被動型 ESG 投資進行長線布局：運用專屬的 ESG 投資軟體 ESG Engine 以達到 ESG（環境社會治理）完全透明、強而有力的治理、參與及代理投票。
- (5) 進階量化投資：專屬量化研究與投資軟體，在動態因子選擇方面擁有 18 年實績。

## 2、德意志被動型資產分類

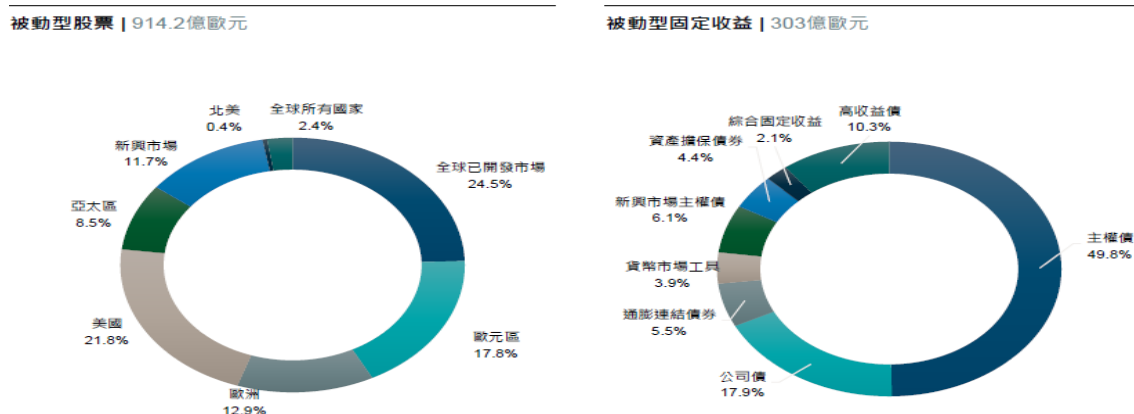


圖 33:DWS 被動式策略資產配置

### (1) 德意志指數股票型投資

德意志被動型策略投資全球型與區域型股票，管理資產高達 910 億歐元，範圍涵蓋獨立專戶投資委託與 ETF。被動型法人投資委託團隊在獨立專戶與其他投資工具範圍內，提供個別被動股票型投資方案。除純 Beta 基準指標複製，德意志也提供追蹤策略型 Beta 與 ESG 基準指標的投資機會。

### (2) 德意志指數固定收益型投資

德意志被動型策略投資於固定收益資產約 300 億歐元，範圍涵蓋固定收益獨立專戶投資委託與 ETF。被動型法人投資委託團隊在獨立專戶與其他投資工具範圍內提供個別被動固定收益型投資方案。德意志被動型

策略運用 4C 品質加權法與收益加碼概念，為主權債與公司債提供創新的策略型 Beta 投資策略，可在指數面與投資組合面執行個別排除名單、ESG 覆蓋或貨幣避險等客製化安排。

### 3、德意志被動式投資流程

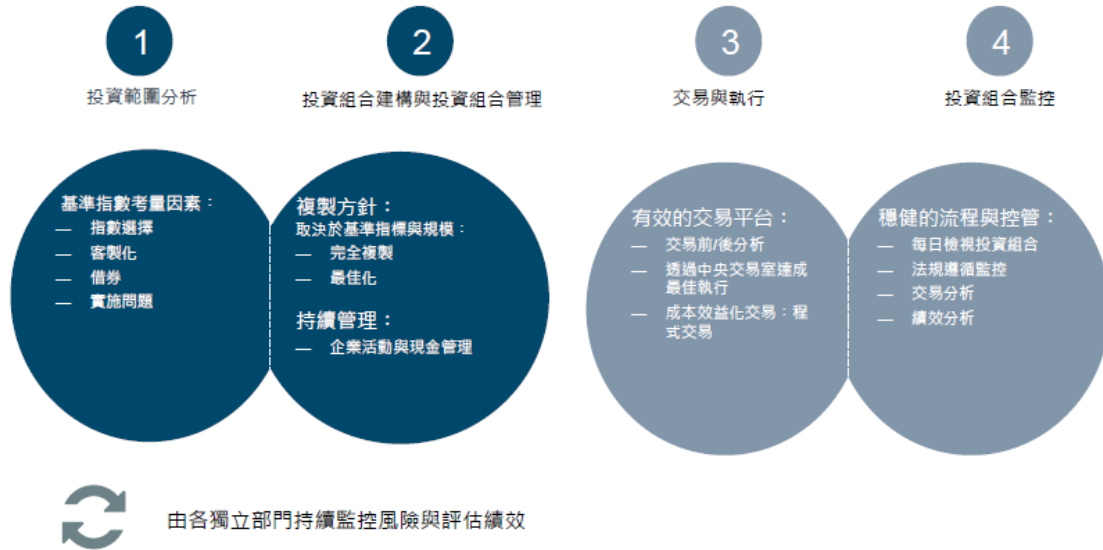


圖 34:DWS 被動式策略投資流程

### 4、投資組合建構

主要目標為建立並維護高度符合基準指標風險報酬屬性的投資組合，藉由智慧複製增加價值，同時盡可能降低交易成本，選擇最有效的複製方法：

- (1) 完全複製：依據指數權重投資所有指數成分配置，適用於指數中高流動性成分配置相對少量的情況，及投資組合規模足以完全複製指數時。
- (2) 最佳化複製：建構符合基準指標風險報酬特點的代表性範例投資組合。可用於投資組合需客製化安排個別排除名單等情況。運用MSCI BarraOne等投資組合模型軟體建構投資組合。避免權重較低或流動性不佳的指數成分配置產生非必要交易成本。

## 5、持續進行投資組合管理

投資組合維持有效追蹤指標的同時增加價值：

- (1) 指數再平衡：股票指數通常每季再平衡，透過指數供應商提供的初步指數資訊進行遠期基準化分析流程，有能力在生效日前後交易股票，以便在嚴格限制的風險控制基礎上創造附加價值。
- (2) 股利：最有效的股利再投資。可運用單一國家指數期貨將某些股利支付時間相對較晚市場的應計股利權益化。
- (3) 企業活動：詳細分析企業活動，例如現金增資、實施庫藏股、衍生公司、首次公開發行及併購。可能以略異於指數的處理方式有效執行企業併購活動，以便為投資組合增加價值。
- (4) 現金管理：資金流入、股利與其他企業活動所產生的現金大多投資於基準指標證券，以提升追蹤效率。德意志在操作時盡可能將實體現金維持在最低水位，目標為 0.1%。可能藉由交易所交易指數期貨的方式將小部分現金權益化。

## 6、德意志在 ESG 領域重大能力



圖 35:ESG 投資策略優勢

## 7、將 ESG 整合至被動型投資組合

	方案1	方案2
	複製ESG指數	運用客製化ESG篩選機制建構被動型投資組合
投資目標	標準或客製化ESG指數的最有效複製	對被動型投資組合實施客製化ESG篩選機制，例如協同ESG Engine與投資方案團隊合作開發，以最低追蹤誤差追蹤非ESG基準指標
基準指標類型	標準或客製化ESG指數， 例如MSCI世界ESG領導者指數	非ESG指數， 例如MSCI世界指數
ESG客製化	可透過指數客製化達成	可以，僅限於投資組合層級實施
ESG數據	通常限定於指數提供者授權的數據， 例如通常只能使用MSCI ESG研究資料建構出依循MSCI的ESG指數	充分靈活，DWS的ESG Engine投資軟體提供管道取得不同數據供應商的ESG數據
追蹤誤差*	低	取決於投資組合ESG客製化的程度
其他ESG授權費	有，ESG指數的授權費較高	目前僅有特殊ESG數據無法透過DWS ESG Engine取得

圖 36:ESG 投資整合案例

### (四) 永續社會責任投資策略

ESG 或永續投資不侷限於單一定義，分類範圍大致從著重報酬的 ESG 風險管理到純理念驅動型投資，德意志提供完整的 ESG 產品，包括永續投資和社會影響投資產品，且涵蓋私募及共同基金。ESG 趨勢如下：

- 1、整合 ESG 的財務益處：歷史數據指出投資決策納入 ESG 可以提高績效並降低風險。
- 2、科技與數據革命：在諸多科技的推動下新一波工業革命就此

展開：包括數位化、人工智慧、自動化、環境科技、生物科技和金融科技（fintech）。科技帶來氣候變遷、有害級空氣污染、土地海洋中的毒素與廢棄物、喪失生態多樣性和森林砍伐等問題。

- 3、氣候和永續解決方案的資本：執行「巴黎氣候協議」和聯合國 17 項永續發展目標已成為投資人的新投資框架。
- 4、人口統計與 ESG 偏好：到 2025 年，千禧世代將占勞動力的 75%，其中 93% 同意社會和環境影響對投資決策非常重要。
- 5、資產擁有者期望的不斷演進：「責任投資原則組織」的簽署方已增加到超過 2,200 個，所涵蓋的管理資產額超過 82 兆美元。
- 6、信託和盡職治理：全球監管要求和盡職治理規定不斷提高，釐清 ESG 相關的投資人職責。
- 7、ESG 碳排放監管與揭露議題：ESG 相關的監管近年來大幅提高，同時強制立法程度逐漸增加。

主要國際 ESG 監管框架分述如下：

#### 1、國際間組織

- (1) 巴黎氣候協定（2015 Paris Climate Agreement）
- (2) 聯合國全球永續發展目標（Sustainable Development Goals, SDGs）
- (3) 氣候相關財務揭露建議書（Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD）
- (4) 綠色金融方針（G20 Green Finance Agenda）
- (5) 綠色金融體系網絡（Network for Greening the Financial System, NGFS；超過 25 個央行和監管機構）

## 2、 歐洲地區

- (1) 歐盟永續金融行動方案 (EU Action Plan for Sustainable Finance)
- (2) 義大利：針對保險業者 ESG 的 IVASS 規定
- (3) 德國：綠色與永續金融產業 (Green and Sustainable Finance Cluster)
- (4) 英國：FCA 討論報告 (FCA Discussion Paper ) 有關於氣候變遷與綠色金融。

金融業監管機構陸續採取行動，歐盟執行委員會已提議將環境、社會和治理 (ESG 因子) 納入歐洲監管機構的任務範圍，機構投資人和資產擁有人信託義務中應包含永續性投資。歐盟執行委員會行動計畫包含：建立歐盟永續分類標準、建立綠色金融產品標準與標章、促進永續專案投資、投資建議須納入永續發展、建立永續發展標竿、加強評等和研究納入永續發展、釐清機構投資人和資產經理人職責、監管要求納入永續發展、加強永續發展資訊揭露和會計準則、促進永續公司治理等。

上述歐盟執行委員會行動計畫中，對金融機構影響如下：

### 1、 歐盟永續分類標準

- (1) 樹立新興永續金融產業的信任與誠信。
- (2) 奠定標準和標章的基礎，使資產擁有者和經理人能妥善對ESG資產進行分類。
- (3) 支持永續金融資本流動的衡量。
- (4) 成為全球其他司法管轄分類標準的標竿。

### 2、 投資建議須納入永續發展

- (1) 修訂投資公司MiFID II指令和保險銷售指令，以確保永續發展偏好納入考量。

(2) 鼓勵資產經理人設計合適的產品，以建立更多的綠色投資策略。

### 3、 永續發展標竿透明度

(1) 監管提案是以創造低碳和正面碳影響為標竿。

(2) 目標在投資人不斷成長基礎上促進低碳策略投資。

### 4、 釐清機構投資人和資產經理人職責

(1) 規定機構投資人和資產經理人將大部分ESG因子整合到決策過程中。

(2) 機構投資人可能必須揭露如何將永續發展風險考慮在內，以及風險對報酬的影響。

### 5、 加強永續發展資訊揭露和制定會計準則

(1) 在企業層面，歐盟非財務報告指令已邁向更穩健的ESG資訊揭露，並要求更多前瞻性數據。

(2) 機構投資人和資產經理人必須揭露如何將ESG因子整合到風險流程中，特別是對氣候變遷相關的曝險部位。

德意志於ESG的整合投資策略簡述如下：

#### 1、 責任投資的首席投資長

德意志的責任投資首席投資長確保將環境、社會和治理因子整合納入客戶的投資組合，並確保完整權益和透明度。

#### 2、 ESG主題研究

專責團隊分析和發布關鍵問題和大趨勢，及其對投資決策的影響。近期主題包括氣候風險、房地產、煙草及全球小額信貸。

#### 3、 公司治理

身為一個主動股東，德意志在過去 20 多年來一直致力於



整合管理和股東利益保持一致。德意志直接與公司管理階層針對環境、社會和治理問題進行溝通。

#### 4、全面的ESG數據分析

德意志自家開發的 ESG 引擎以多角度構建 ESG 數據，針對單一發行機構提供獨特的 360 度觀點。ESG 引擎具有高度的投資靈活性，讓德意志得以提供完全客製化的解決方案。

#### 5、德意志的永續發展投資

德意志的永續發展投資在全球 7 個城市擁有約 40 名員工。永續發展投資的焦點集中在私募基金和私募債策略，並以德意志的主、被動業務互補，提供更具流動性的永續發展相關策略。德意志的投資流程企圖在每個階段中達成一致性和永續報酬，並將焦點集中在信念和責任。

### (五) 私募權益證券基礎建設基金 (PEIF)

德意志擁有全球另類投資信託團隊，另類資產管理規模達 763 億歐元，投資類別橫跨公私部門、股債與另類投資，德意志另類投資有著 45 年悠久歷史，延攬全球 13 國約 500 位投資專家與同仁。其代表私人客戶、政府、企業與機構投資人進行投資，資產管理規模按資產類別配置如下：

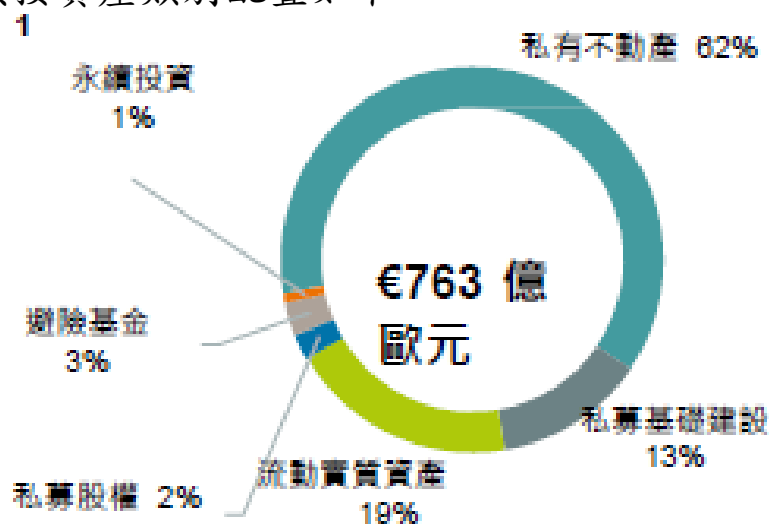


圖 37: 另類投資資產類別-1

DWS 另類投資					
私募不動產	私募基礎建設	流動實業資產	私募股權	避險基金	永續投資
<ul style="list-style-type: none"> <li>- €476 億歐元</li> <li>- 直接不動產投資，範圍擴及核心、核心加價 (core plus)、附加價值與債務策略</li> <li>- 1,041 處物業，面積約 1.62 億平方米</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- €97 億歐元</li> <li>- 直接股權與債權投資，聚焦於經濟實惠的基礎建設資產</li> <li>- 包括運輸、公用事業與能源</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- €147 億歐元</li> <li>- 全球與各區域不動產證券</li> <li>- 全球基礎建設證券</li> <li>- 主動型大宗商品</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- €18 億歐元</li> <li>- 初級組合型基金、次級投資機會與直接股權</li> <li>- 全球共同投資</li> <li>- 私募股權、私募債權與基礎建設</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- €21 億歐元</li> <li>- 透過管理帳戶、共同基金與 UCITS 策略提供多元經理人避險基金解決方案</li> <li>- 避險基金策略諮詢</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- €6 億歐元</li> <li>- 私募股權與債權型策略</li> <li>- 與更具流動性的永續發展策略相得益彰</li> </ul>

圖 38: 另類投資資產類別-2

德意志基礎建設股票策略團隊研究範圍包括私募股權基礎建設、上市基礎建設與基礎建設債券，資產管理規模達171億歐元，總計收購超過100檔基礎建設投資，包括運輸、能源與公用事業標的。團隊共381位專業投資人員，據點位於歐洲與北美，專業擴及債券與股票平台。該團隊聚焦於基礎建設的投資方法如下：

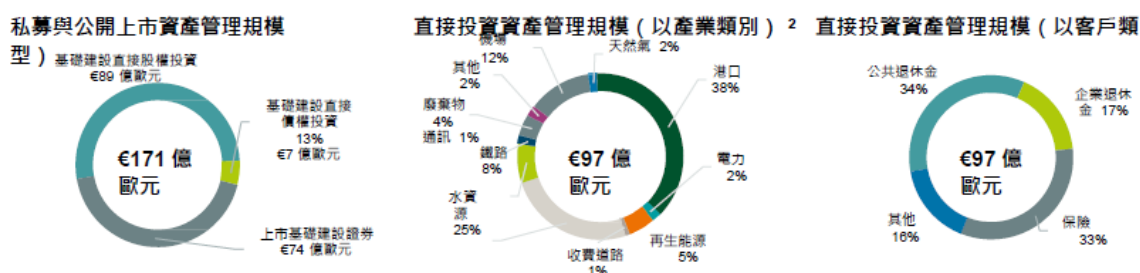


圖 39: PEIF III 資產管理規模

德意志基礎建設股票策略為一致且聚焦於泛歐洲地區的投資策略，目前主要投資策略約略如下：

### 1、歐洲基礎建設

- (1) 歐洲是全球規模最大、發展程度最成熟的基礎建設市場，但是高度碎片化(所有權、法規限制與語言)。
- (2) 法務架構穩健、法規監理紀錄嚴謹、投資機會管道強勁。
- (3) 德意志資深團隊具備合計200年歐洲基礎建設投資

經驗，並熟悉歐洲主要各國業務執行。

## 2、中型資本市場

- (1) 歐洲市場提供豐富的「中型資本」交易資源，企業價值（EV）介於2億歐元至10億歐元之間。
- (2) 聚焦於棕地投資，尋求直接報酬與資本增值。
- (3) 資產控制或聯合控制，持有期間5至10年。
- (4) 業務切割、結構化交易，以及價格並非唯一因素的複雜情境。
- (5) 產業化投資方法，目標成長明確且具強韌下檔保護的平台。

## 3、取得現有投資來源

- (1) 過往實績證明可達成雙邊專屬交易。
- (2) 嚴謹的資產選擇流程。
- (3) 為既有資產持有者提供長期解決方案。
- (4) 長久的成功合夥與合資企業關係。
- (5) 搶先競爭對手發掘利基市場。

## 4、加值資產管理

- (1) 減少業務不確定性、改善營運效率、透明度、報告與合規。
- (2) 可延攬並激勵實力堅強的管理團隊。
- (3) 補強性併購活動與資本支出成長。
- (4) 主動管理資本結構、提供成長資本。
- (5) 將資產轉型為大型資本的穩定投資，脫手給直接投資人。

私募權益證券基礎建設基金（PEIFⅢ）投資方案簡述如下：

### 1、歐洲投資組合概覽：高品質資產與均衡的投資組合

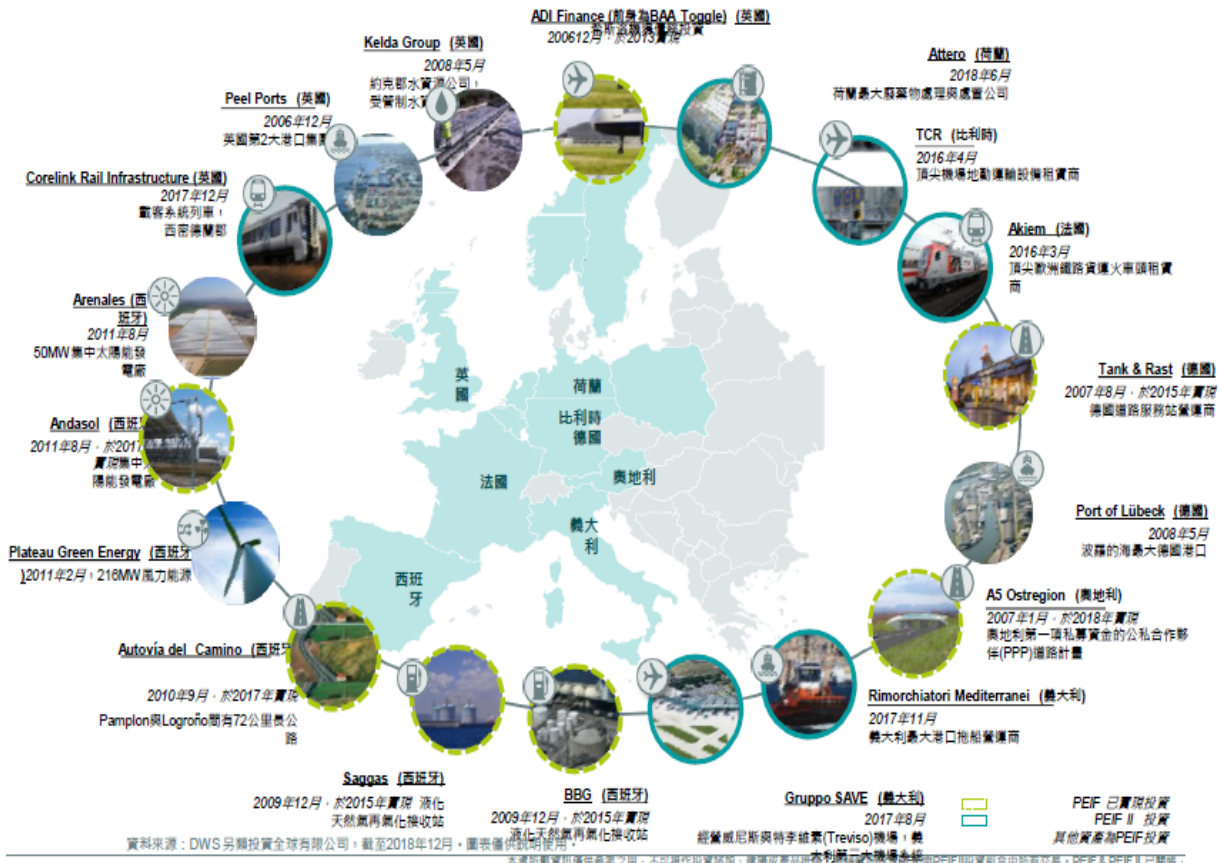


圖 40: PEIF III 投資組合總覽

## 2、PEIF II 時間表：符合一致投資策略的早期投資

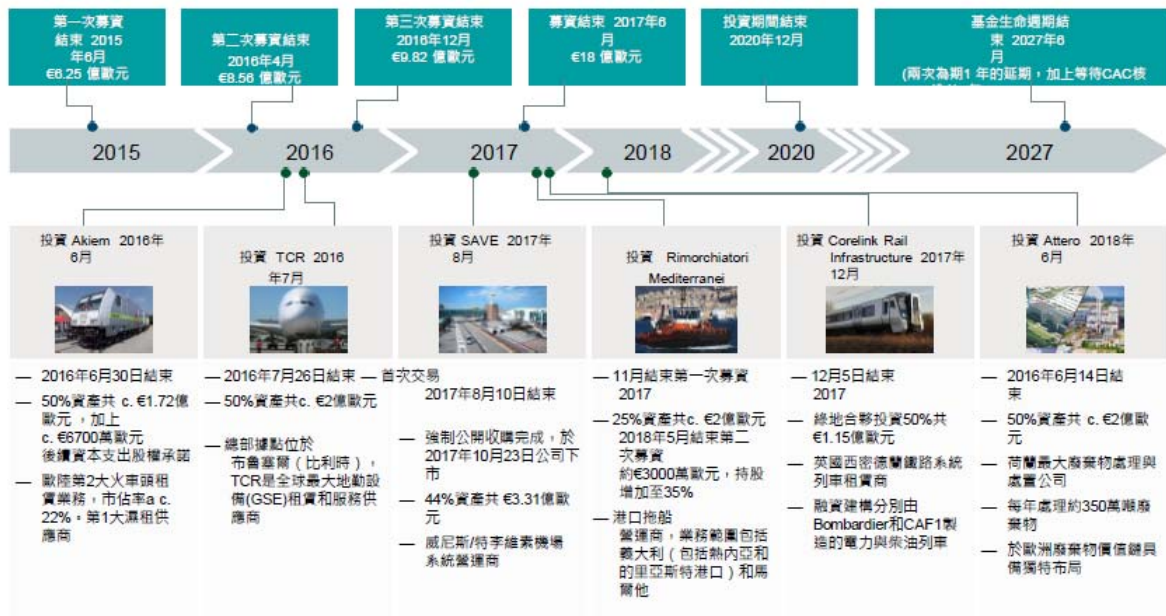


圖 41: PEIF II 資產管理規模

### 3、PEIF II 績效：最終募資結束後12個月內績效穩健

基金生命週期迄今統計數據	12月31日 2018年		最終募資結束後12個月內：
投資人承諾(單位：千歐元€'000)	1,788,000		— 6項投資募得€10.61億歐元承諾資金
承諾資金(單位：千歐元€'000)	1,061,000	59%	— 至今已投入€10.15億歐元
請求注資資金(單位：千歐元€'000)	1,014,900	57%	— c.€2億歐元聯合投資承諾資金
收益分紅(單位：千歐元€'000)	72,541		— 預估收益率超過8%
基金不動產內部報酬率IRR毛額(目標)	17.5%	12.0%	— 至今分紅已達€7250萬歐元
基金不動產內部報酬率IRR淨額(目標)	13.1%	10.0%	— 已經超越J曲線
預估投資人平均收益率(目標)	8.6%	6.0%	
投資組合平均槓桿	45.0%		

圖 42: PEIF II 歷史績效表現

### 4、泛歐洲基礎建設基金 (PEIF III)

(1) 投資目標：透過投資多元化基礎建設資產與業務投資組合，特別聚焦於歐盟EU和歐洲自由貿易協會EFTA區域內成熟資產，以創造結合現金收益和資本增值、具吸引力的投資報酬。

(2) 基金條款細節摘要

重要條款	地理區域、貨幣、槓桿	生命週期、產業類別	投資規模與治理
基金規模	目標 €25億歐元	— 產業類別：機會型核心產業 <sup>2</sup> 、核心加價	— 目標投資組合將持有8至12項基礎建設業務
目標報酬	12% (毛利) 10% (淨利) 6% 現金收益率	— 運輸：收費道路、橋梁、隧道、機場、海港、轉運站、系統列車與貨運鐵路等	— 目標投組投資公司的企業價值介於€3億歐元-€15億歐元之間
投資期限	12 + 3次 1 年展延 4 年投資期間	— 電力、能源與公用事業：水資源、水資源輸送和下水處理、天然氣和電力網路 (輸電和配電)、發電、中游能源、再生能源和另類能源等	— 控制股份和共同控制股份使基金能發揮大量影響力
貨幣	歐元	— 通訊：電纜網絡、通訊塔台和衛星系統等	— 任何單一投資案投資比例最高 20% (除非取得CAC 核准)
基金結構	Société en Commandite Spéciale, or SCSp	— 專家產業和物流：大宗商品倉儲、租賃、社會基礎建設等	— 任何增加投資於單一資產比例最高 25%
DWS承諾資金	2.9%	— 再生能源投資：基金尋求將15%以內承諾資金總金額投入於潔淨能源、再生能源和另類能源投資。	
團隊承諾資金	0.5% <sup>1</sup>		
貨幣	歐元		
最終募資結束時間	距離第一次募資結束 12個月		

圖43: PEIF III基金條款細節-1

管理費用	投資期間，以承諾資金少於€1億歐元的投資人而言，每年為承諾資金的1.25%；以承諾資金高於€1億歐元的投資人而言，則每年為承諾資金的1%。 從投資期限結束起，投入少於€1億歐元的投資人，管理費用每年為投資金額的1.50%；投入高於€1億歐元資金的投資人，管理費用為每年投資金額的1.25%。
績效獎金	基金返還投資人的投入資金和8%報酬後，剩餘淨績效的20%
共同投資計畫	主要共同投資： - 投入超過€2億歐元（第一次募資超過€1.5億歐元）的投資人可能獲指定為「主要聯盟共同投資人」，可有權共同投資經理人精選的投資機會，通常會加上佔總承諾資金20%以上的總股權投資 聯合共同投資： - 具備足夠資源的投資人可能獲指定為「聯合聯盟投資人」，可有權以聯合投資方式共同投資經理人精選的投資機會，通常會加上佔總承諾資金15-20%的總股權投資。
費用	組織費用：可報銷，上限為€3,000,000 營運費用：由基金承擔
借貸	本基金，或由基金全權持有的子公司，可能借貸金錢或發行擔保進行貸款，或從事其他與借貸具有同等商業效力的交易：(i) 為承擔基金短期現金流虧損和/或 (ii) 任何以基金相關原因從事的短期借貸，前提是累計借貸金額不超過借貸當時總承諾資金的30%。
最低承諾金額	€1000萬歐元（取決於一般合夥人GP裁量）
贖回	不適用，封閉式基金

圖 44: PEIF III 基金條款細節-2

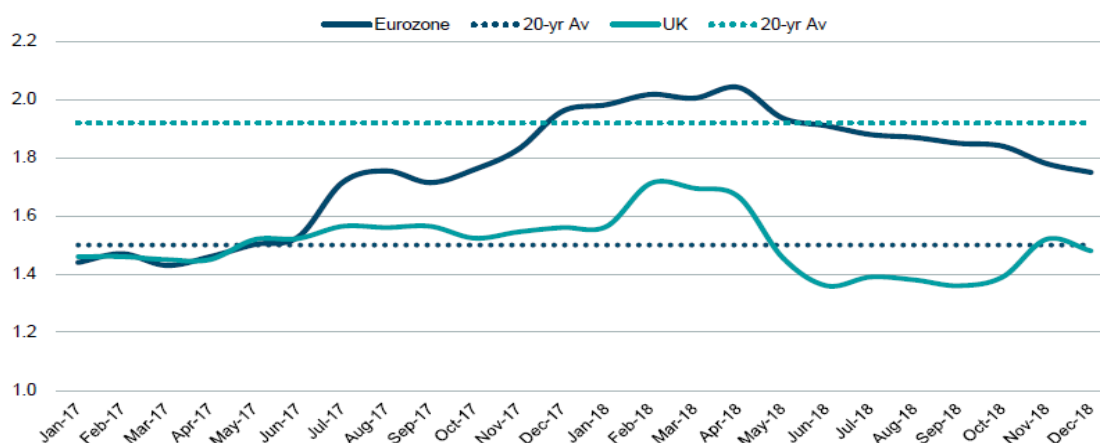
## (六) 泛歐洲私募權益證券不動產投資

### 1、展望分析

就 GDP 成長展望分析，歐元區短期展望最近下滑，但仍遠超過歷史水準，惟英國前景黯淡，儘管近期攀升。

#### 2018-19年每月GDP成長預測

年平均成長率, %



資料來源：Oxford Economics, 2018年12月

註：f = 預測。數字顯示2017-19年兩年期間GDP年平均成長率預測。不保證預測會實現。預測是根據假設、估計、意見和假定模型或分析，可能並不正確。預測是根據假設、估計、意見和假定模型或分析，可能並不正確。

圖 45 歐元區 GDP 成長預測-1

### 2、各國 GDP 成長預測

(1) 德國：人口結構壓力和容量限制等因素，減緩 2020 年

成長力道。

- (2) 法國：若馬克宏經濟改革能全部過關，經濟成長則有潛在上漲空間。
- (3) 英國：在脫歐不確定性消除的情況下，成長才有加速趨勢，但仍將視談判結果而定。
- (4) 荷比盧：成長穩健，阿姆斯特丹持續受惠於穩定的人口成長。
- (5) 南歐：成長溫和但若失業率降低的幅度優於預期，預期能有上揚空間。
- (6) 北歐：相較其他歐洲地區，北歐成長超過平均值，主要城市受惠於人口大幅增加。
- (7) 中東歐：波蘭成長仍十分強勁，華沙為歐洲表現最好的城市之一。

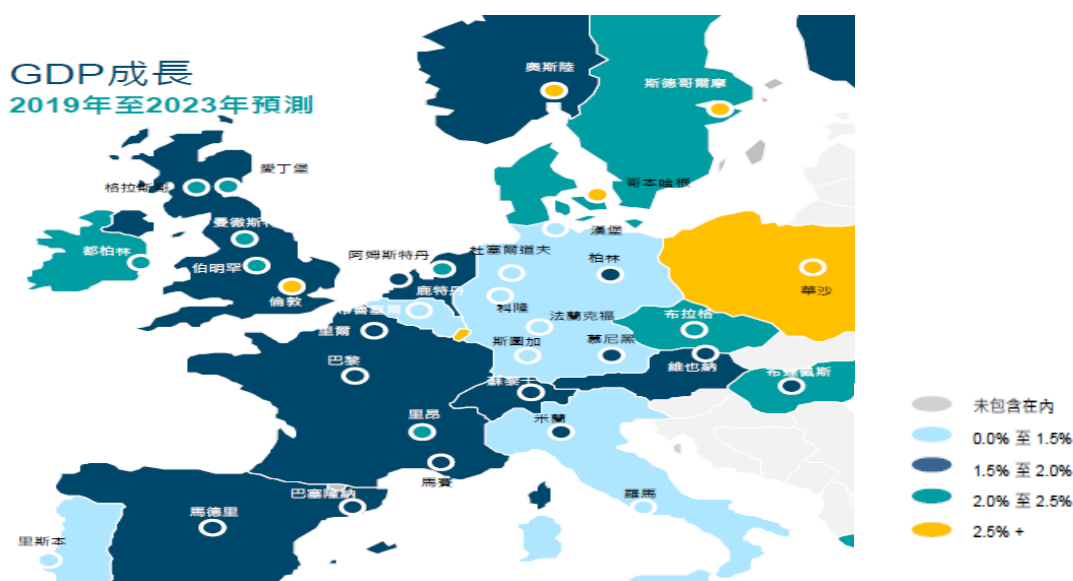


圖 46 歐元區 GDP 成長預測-2

### 3、預測的負向風險

#### (1) 英國脫歐

- 概況：無協議脫歐仍為明顯風險，預期將導致顯著的短期經濟混亂和經濟成長低迷狀況。
- 對不動產的衝擊：倫敦短期最容易受到影響，區域和小型市場則長期受牽動。長期下來低度成長、工作機會減少和移民下滑為拖累因素。

## (2) 貿易戰

- 概況：歐洲對美國享有龐大貿易順差，關稅會減緩成長，愛爾蘭、英國及德國影響最大。
- 對不動產的衝擊：與貿易戰相關的物流業最易受影響，例如安特衛普、漢堡及鹿特丹的港口城市。

## (3) 民粹主義

- 概況：民粹主義者目前獲得歐洲 25% 的選票，尤其在英國和義大利，但也遍及歐陸。若得票數進一步增加可能削弱像歐盟這樣的機構，造成無法預測或不同於以往的政策環境。
  - 對不動產的衝擊：受稅務和規劃等政策高度影響，資金可能由高負債國移至核心市場，不確定性降低了不動產需求。
- 4、不動產需求驅動因子：主要城市表現優於歐洲平均值，勞工改革、都市生活改善及移民為潛在上揚因素。
  - 5、泛歐洲空置率趨勢：出租率上揚、供給量溫和成長，辦公室及物流業空置率下降。
  - 6、空置率：平均開發率持續低於平均值造成地點佳及精華區辦公室短缺。
  - 7、租金成長展望：西班牙和德國展望仍強，法國預估值調高。
  - 8、殖利率：不動產看來相對仍具吸引力，明顯緩衝債券殖利率攀升和租金成長的效應。



## 9、市場佈局

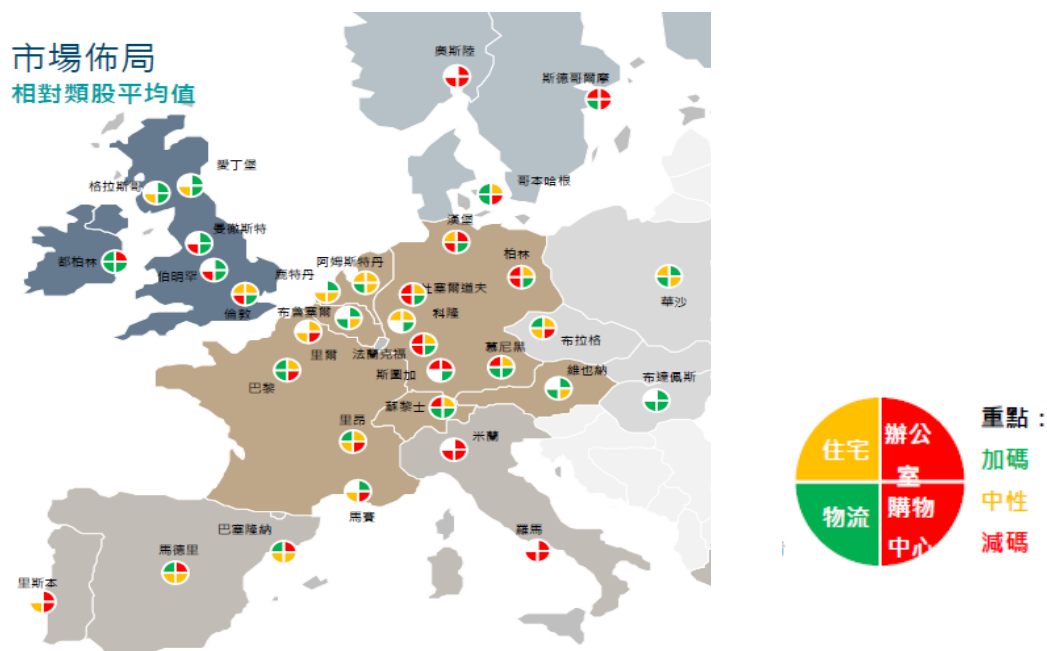


圖 47:不動產投資市場布局策略

- (1) 德國：低風險市場，但精華地點定價已有過高跡象，高風險資產更具吸引力。
- (2) 法國：越來越吸引人的市場，具有由改革帶動經濟的上漲空間。
- (3) 英國：定價看來相對具吸引力，雖然未來幾個月脫歐是主要風險。
- (4) 荷比盧：阿姆斯特丹上漲空間越來越大，但鹿特丹和布魯塞爾還在循環初期。
- (5) 南歐：西班牙住宅提供歐洲些許報酬機會，義大利風險高，聚焦資產概念題材。
- (6) 北歐：赫爾辛基及哥本哈根精華區不動產提供良好機會，斯德哥爾摩的風險曲線位置向上移動。
- (7) 中東歐：波蘭市場受惠於強勁經濟展望和空置率下滑。

## 10、風險曝險

德國各城市、阿姆斯特丹及法國等區域最具韌性，西班牙、愛爾蘭、華沙和巴黎等國際商業區易受市場減緩影響。

## 11、重要策略焦點

(1)加碼高價值不動產：戰術性轉向表現優異市場及類別。

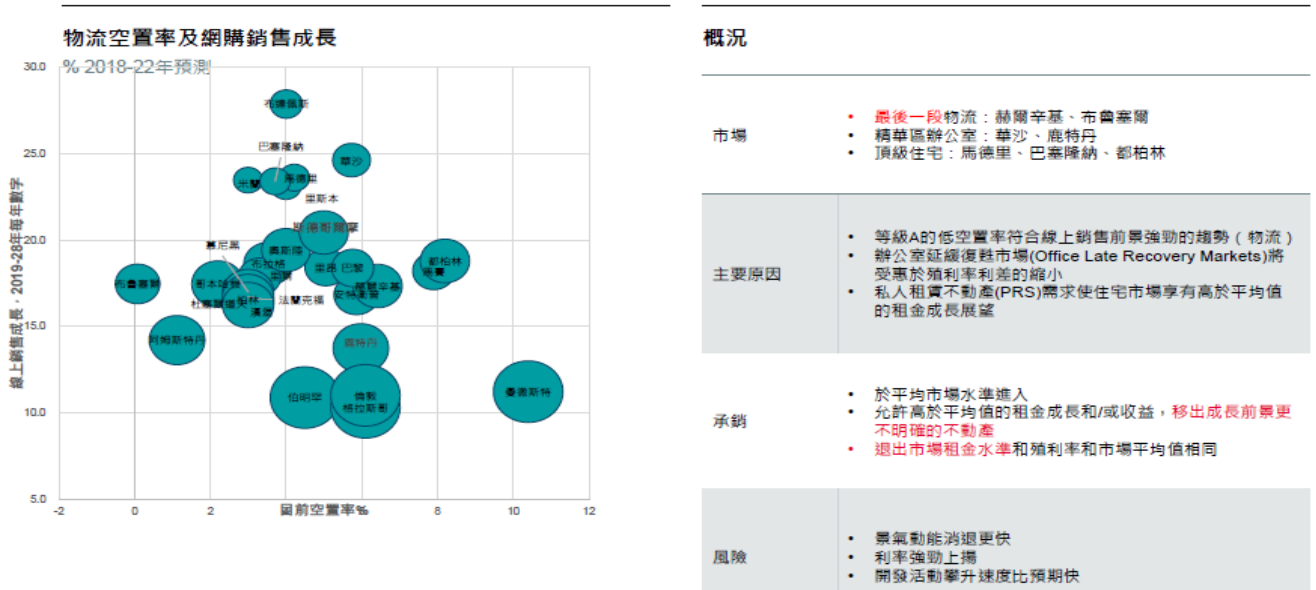


圖 48:不動產投資案例-1

(2) 主動管理：不動產開發程度持續低於平均值，市中心空置率大幅下滑等因素均支撐租金成長和主動資產管理。

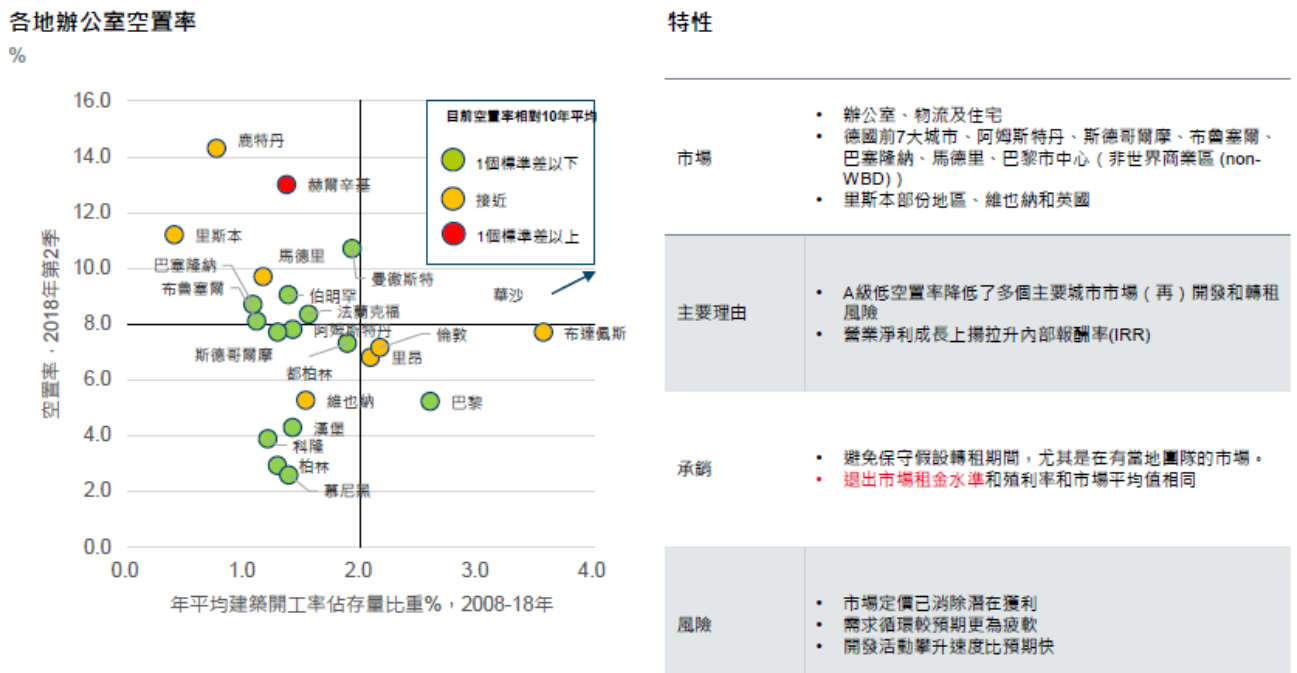


圖 49:不動產投資案例-2

### (3) 旅館：受惠於外國遊客訪歐人數顯著成長和供給量有限。

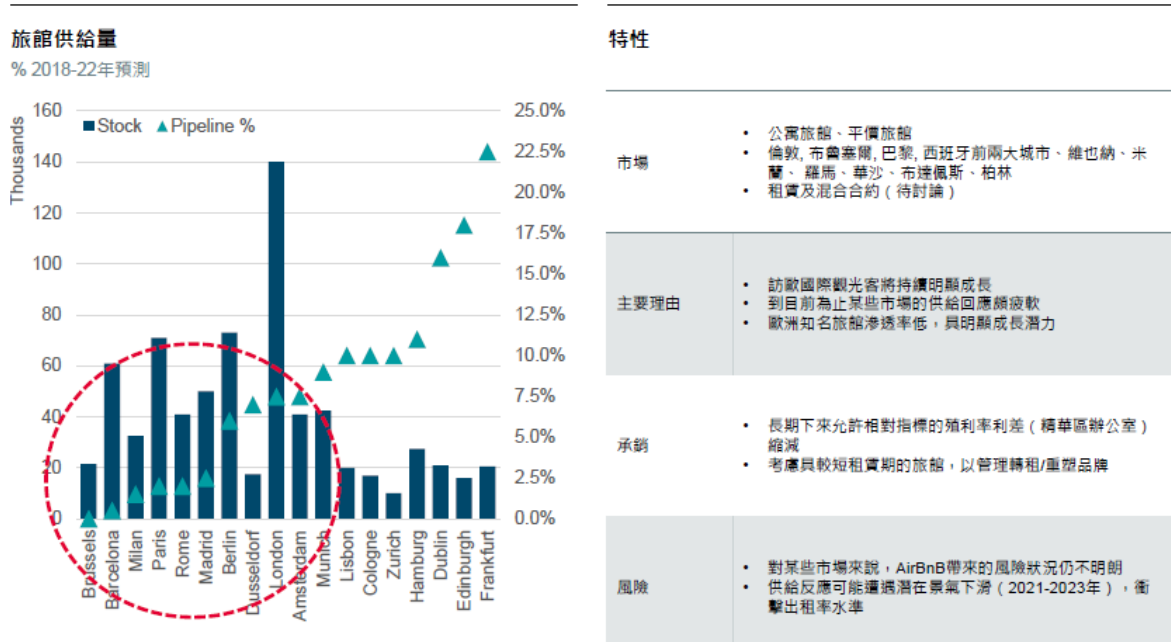


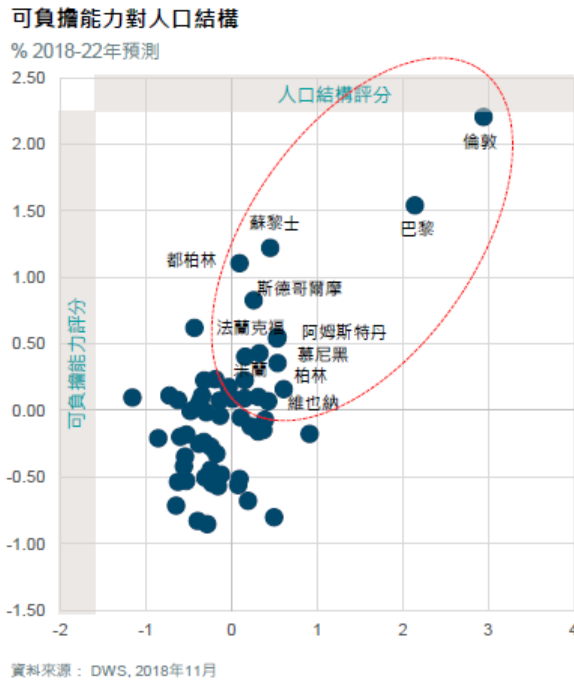
圖 50:不動產投資案例-3

### (4) 平價住宅：以巴塞隆納為例，通勤城市租金成長有時差，但因基期效應而有強勁潛力。



圖 51:不動產投資案例-4

(5) 新興地點：尋求價格偏貴市場中具良好人口結構的新興地點曝險。



特性

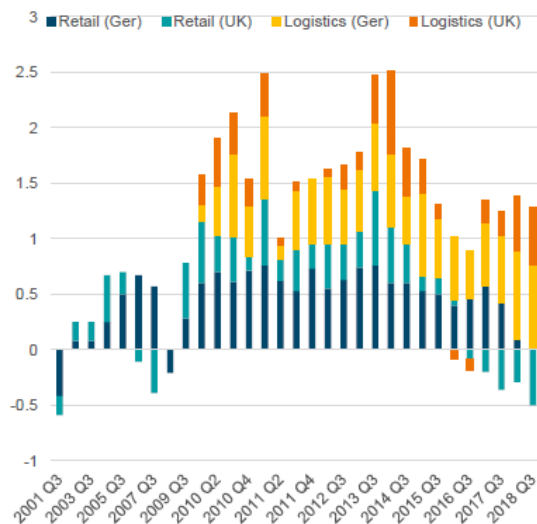
市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>柏林蘇特烈海因(Friedrichshain)、斯德哥爾摩國王島區(Kungsholmen)、赫爾辛基、巴黎北-西區(North-West)、米蘭中央車站(Centrale)、阿姆斯特丹斯勞特戴克/北方省(Sloterdijk/Nord)、倫敦南岸(Southbank)</li> </ul>
主要理由	<ul style="list-style-type: none"> <li>和精華地點相較，次要地點似乎評價低估</li> <li>值得注意的是租金常低於重置成本</li> <li>地點獲益於推升和拉動因子</li> </ul>
承銷	<ul style="list-style-type: none"> <li>尋求非常低的租金進入市場，最好是在現有存量的基礎上</li> <li>理想上也要受惠於最高到100個基本點的殖利率溢價</li> <li>租金成長遠超過精華區不動產成長率，使兩者能趨於一致</li> </ul>
風險	<ul style="list-style-type: none"> <li>積極成長的要求通常並非市場共識</li> <li>要取得存量仍具挑戰性</li> <li>當選擇缺乏紀律時，風格容易游移不定</li> </ul>

圖 52:不動產投資案例-5

(6) 逆向操作：聚焦不受青睞市場中基本面良好資產。

投資信心 – 歐洲2018年第三季

% 2018-22年預測



特性

子產業類別	<ul style="list-style-type: none"> <li>購物中心：德國、英國</li> <li>華沙：地點好的商品庫存</li> <li>倫敦：私人租賃不動產(PRS)</li> </ul>
主要理由	<ul style="list-style-type: none"> <li>各子產業類別目前正經歷價格修正</li> <li>相對主要指標的利差明顯擴大</li> <li>定價可能變得非理性，會過度懲罰投資人</li> </ul>
承銷	<ul style="list-style-type: none"> <li>尋求進入門檻高的殖利率，允許殖利率壓縮</li> <li>必要時以具競爭力的價格租出物件</li> <li>允許以買賣進出方式進行-監控各選項</li> </ul>
風險	<ul style="list-style-type: none"> <li>建立公平租金水準是複雜的工作</li> <li>各子產業類別可能長期仍缺乏流動性</li> <li>有人質疑融資動作(無追索權)</li> </ul>

圖 53:不動產投資案例-6

## 肆、受訓心得

本次至安聯環球及德意志受訓之心得臚列如下：

- 一、本次參訪安聯環球，除了解本會受託帳戶之操作策略、投資流程之外，安聯環球向本會介紹其在另類投資的能力，根據不同的風險及報酬設定，策略包括歐洲企業信貸、核心基礎建設債券、美國私募債券、Resilient Credit、貿易融資、歐洲私募信貸、美國私募信貸及再生能源等，其中對基礎建設再生能源策略做更詳盡介紹，由於該策略過往績效佳，近期已進行至第三期投資規劃，其投資目標係藉由所投資標的之深入了解，提供投資人與私募股權類似的報酬但承受較低的風險，相關投資策略可供本基金未來投資選擇另類投資標的之參考。
- 二、安聯環球此次向本會介紹主題式股票投資策略，與一般追蹤基準指數投資方式不同，主題投資不受地區、產業或市值大小的限制。該策略比單一主題策略更加多元化，此外投資組合中的主題將隨著時間而變化，以因應最新趨勢。從過往之主題配置來看，定期將表現不佳之主題汰換，以2019年新加入之寵物經濟主題為例，該主題投資於為寵物和其他動物提供產品或服務的公司，全球寵物市場每年增長5%，研究顯示此動能將持續。該策略為每年替換1至3個主題，其歷史績效表現讓人印象深刻。
- 三、另安聯環球亦向本會介紹覆蓋風格策略（Risk Management Overlay），此策略以客製化方式，透過平衡和動態管理限制下檔風險及參與市場上漲兩個目標，來滿足客戶的需求。其特點為根據客戶特定的風險預算、預期報酬以及策略資產配置（SAA）和基準指數等要求，客製化組成內容，並使用期貨來管理整體投資組合的風險部位。其優勢為結

合具超額報酬專業知識的不同經理人與經驗豐富的覆蓋風格策略專家進行整合風險與配置管理。該策略團隊並以本基金資產配置為例，分析若以該策略進行模擬，可在廣泛的情境範圍內達成降低風險和強化報酬，該相關策略可供本會未來規劃國外委託案之參考。

- 四、本次參訪德意志，除了解本會受託帳戶之操作策略、投資流程外，德意志另介紹幾項廣為投資人關注的投資策略趨勢，包括被動投資策略、永續社會責任投資策略等。德意志的整合研究顯示在主要資產類別中 ESG 因子與公司財務績效呈高度正相關，德意志向本會說明該公司如何將永續社會責任投資整合至集團的投資流程中，包括根據公司治理和代理投票政策在股東大會上行使投票權、提供 ESG 領先投資想法，並針對 ESG 和永續發展的主要議題製作主題報告、以公司內部政策建立永續發展辦公室，藉由德意志對責任投資的理解，量身訂製主動、被動和另類資產類別的 ESG 產品和解決方案等。目前本會亦相當重視此社會責任投資之趨勢，據了解各受託機構對於社會責任概念之落實，多係結合於選股流程中，透過公司治理、員工福利等指標來評估該標的社會責任之程度，此類以永續社會責任投資為主軸的策略，可供本會未來規劃國外委託案之參考。
- 五、在現今低利率環境下，如何追求收益是投資人關心之議題，且退休基金尚面臨支應未來退休金給付之挑戰，另類資產因與傳統股票、債券之相關性較低，可提供投資人另一項提升收益之選擇。德意志除向本會介紹私募權益證券不動產投資，並說明歐洲地區各市場展望、分析供需走勢、及就各產業別、殖利率角度與主要策略方向提出分析報告外，並介紹以下兩種策略供本會參考，分別為私募權益證

券解決方案及私募權益證券基礎建設基金。其中私募權益證券解決方案定位在私募股權直接投資與私募股權次級市場之間，其特色為與優質的普通合夥人合作，尋找私募股權投資中具吸引力之資產投資，其優點在於可獲得相當於直接投資之報酬及類似次級市場的流動性。而私募權益證券基礎建設基金，其投資目標係透過投資多元化基礎建設資產與業務投資組合，特別聚焦於歐盟區域內成熟資產，以創造結合現金收益和資本增值、具吸引力的投資報酬。但另類資產之投資標的、投資方式、投資架構、標的流動性差異性極大且具複雜性，本基金目前係透過 ETF、受益憑證或國外委託經營從事不動產、基礎建設等另類投資項目之間接投資，持續強化相關專業知能，惟對於直接投資相關另類資產部分，將綜合考量投資風險、資訊透明度及流動性等因素，審慎研擬評估適合本基金之另類投資項目，以提升基金運用效益並確保基金資產安全。

## 伍、附錄



2019年6月18日公務人員退休撫卹基金管理委員會財務組呂組長明珠（左二）、陳專門委員銘琦（右三）及同仁參訪安聯資產管理公司與投資長 Klaus Teloken（中）及其團隊成員合影留念。



2019年6月19日公務人員退休撫卹基金管理委員會財務組呂組長明珠（左二）、陳專門委員銘琦（右三）及同仁參訪德意志公司與全球信用投資團隊最高主管 Rainer Haerle（左三）及大中華區客戶服務主管 Eva Huang（右一）合影留念。



## 陸、相關參考資料

1. Active is : Unlocking new opportunities
2. AllianzGI Renewable Energy Infrastructure Fund III  
( AREF III )
3. Active is : Investing in the world ahead
4. AllianzGI Best Styles – Accounts review for PSPF
5. Active is : Efficient Risk Management For PSPF  
Investment Portfolio
6. DWS INVEST MULTI CREDIT
7. PASSIVE INVESTMENT PROCESS
8. PRIVATE EQUITY REAL ESTATE EUROPEAN  
RESEARCH HOUSE VIEW
9. RESPONSIBLE INVESTMENTS
10. ESG Intergration at DWS
11. PRIVATE EQUITY SOLUTIONS
12. PAN-EUROPEAN INFRASTRUCTURE III