

出國報告（出國類別：訪察）

103 年度貝萊德投資管理(英國)有限公司、東方匯理資產管理新加坡有限公司、實港投資夥伴有限合夥公司暨英國內閣辦公室、倫敦城市大學 Cass 學院年金研究機構、就業及年金部英國公務人員人事制度

訪察報告

服務機關：銓敘部、公務人員退休撫卹基金管理委員會

姓名職稱：部長暨主任委員 張哲琛

司長 蔡敏廣

司長 呂秋慧

組長 呂明珠

專員 徐立貞

派赴國家：英國

出國期間：103 年 7 月 20 日至 26 日

報告日期：103 年 8 月 29 日

摘 要

本出國報告係依據公務人員退休撫卹基金管理委員會（以下簡稱基管會）100 年度第 2 批次國外委託投資契約及 103 年度國外委託經營受託機構實地訪察實施計畫辦理。主要目的為實地瞭解受託機構對本會委託資產之投資決策形成過程及實際運作情形、風險管理政策、內部控制及稽核制度等業務，汲取相關投資經驗及專業知識，以提高基金運用收益並確保基金安全。

本次出國係前往基管會國外 3 家委託經營受託機構—貝萊德投資管理（英國）有限公司、東方匯理資產管理新加坡有限公司及實港投資夥伴有限合夥公司，位於英國倫敦營業處所辦理實地訪察，訪察議題重點包括 3 家受託機構之投資決策流程及實際運作情形、風險控管機制及內部稽核機制等。

另於訪察期間由張部長兼主任委員哲琛率銓敘部隨行人員參訪英國內閣辦公室、倫敦城市大學 Cass 學院年金研究機構暨就業及年金部，汲取相關法制與實務之運作經驗，以作為研修公務人員人事制度之參考，本報告茲就重點議題實地訪察結果彙整而成。

目 錄

壹、訪察目的	1
貳、行程安排	1
參、英國公務人員相關人事法制參訪情形	3
肆、受託機構訪察情形	11
伍、心得與建議	40
陸、附錄	43

壹、訪察目的

公務人員退休撫卹基金管理委員會（以下簡稱基管會）為實地瞭解國外受託機構對基管會委託資金之資產配置、投資策略擬訂、內部控制作業運作等情形，並累積相關投資經驗及專業知識，以提高公務人員退休撫卹基金（以下簡稱退撫基金）資金運用收益及確保基金安全，依國外委託契約規定，執行國外委託經營受託機構實地訪察，訪察貝萊德投資管理(英國)有限公司(以下簡稱貝萊德公司)、東方匯理資產管理新加坡有限公司(以下簡稱東方匯理公司)及實港投資夥伴有限合夥公司(以下簡稱實港公司)。另本次除訪察前開受託機構外，亦於參訪期間由張部長兼主任委員哲琛率銓敘部隨行人員參訪英國內閣辦公室、倫敦城市大學 Cass 學院年金研究機構暨就業及年金部，汲取相關法制與實務之運作經驗，以作為研修公務人員人事制度之參考。

貳、行程安排

本次訪察為基管會 100 年度第 2 批次國外委託經營帳戶 2 家受託機構及 101 年度國外委託經營帳戶 1 家受託機構之英國倫敦營業處所，並參訪英國內閣辦公室、倫敦城市大學 Cass 學院年金研究機構暨就業及年金部，訪察日期、機構及主題詳如下表：

表 1：訪察行程表

日期	訪察機構	訪察主題
103 年 7 月 21 日 至 7 月 22 日	貝萊德公司英國倫敦營業處所	◆瞭解該公司之全球經濟展望。 ◆瞭解該公司之投資決策流程及實際運作情形。 ◆瞭解該公司之風險控管機制。 ◆瞭解該公司之內部稽核機制。

日期	訪察機構	訪察主題
	英國內閣辦公室	◆瞭解英國高級文官團運作現況。
	倫敦城市大學 Cass 學院年金研究機構	◆瞭解英國年金制度與我國公務人員退休年金改革現況交換意見。
103年7月23日	東方匯理公司英國 倫敦營業處所	◆瞭解該公司之全球經濟展望。 ◆瞭解該公司之投資決策流程及實際運作情形。 ◆瞭解該公司之風險控管機制。 ◆瞭解該公司之內部稽核機制。
103年7月24日	實港公司英國倫敦 營業處所	◆瞭解該公司之新興債市展望。 ◆瞭解該公司之投資組合狀況及未來因應策略。
103年7月25日	就業及年金部	◆瞭解英國年金制度改革進程與重點。

本次訪察貝萊德公司係由 David Blumer(Senior Managing Director)、Crystal Wan(Associate)、Joseph Di Censo(Managing Director)、Andrew Mackenzie(Managing Director)、Owen Murfin(Managing Director)、Yumian Lu(Associate)、Omair Mubashar(Vice President)、John Toomey(Director)、Ian Wicks(Director)等相關人員就公司簡介、全球經濟展望、整體投資流程、投資風險管理及內部稽核等運作方式提出報告及說明。東方匯理公司則由 Laurent Guillet(CEO, Amundi London)、Laurent Crosnier(CIO, Amundi London)、Gregoire Pesques(Head of Global Credit and PM of PSPF mandate)等相關人員就公司簡介、全球經濟展望、整體投資流程、

投資風險管理及內部稽核等運作方式提出報告及說明。至於實港公司則由 Paul Timlin(Head of Global Business)、David Griffiths(Portfolio Manager)、Richard Lange(Portfolio Manager)等相關人員就新興市場之展望及本會委託帳戶持有之投資組合狀況及未來因應策略提出報告及說明。英國內閣辦公室由文官資源司司長 James Norton、文官年金司副司長 Kieran Drake、英國外交部對華事務司副科長 Martin Child、倫敦城市大學 Cass 學院年金研究機構執行長 David Blake、就業及年金部個人年金政策暨研析司司長 Bridget Micklem 等人就公務人員相關人事制度提出說明。

參、英國公務人員相關人事法制參訪情形

一、前言

為瞭解英國高級文官團 (Senior Civil Service, SCS)、退休年金制度，以及鼓勵公務人員生育相關獎勵措施之設計與實務執行情形，以作為本部研(修)訂相關人事法規之參考，本部於本(103)年5月間函請外交部轉請我國駐英國代表處(以下簡稱駐處)，協助安排參訪英國內閣辦公室 (Cabinet Office)、文官委員會 (Civil Service Commissioners) 或倫敦市 (London City) 等政府機關，以利與其人事政策主管部門，就英國公務人員相關人事政策與規範交換意見。

此次英國公部門參訪行程，特別感謝外交部及駐處同仁，積極努力促成內閣辦公室 (Cabinet Office)、就業及年金部 (Department for Work and Pensions, DWP) 與倫敦城市大學 Cass 學院年金研究機構 (Pensions Institute) 等機關(構)之參訪，並於參訪期間提供各項協助，使本次參訪圓滿完成。

二、參訪主題與題綱

為利駐處協助安排英國公部門參訪事宜，事前本部已先行針對英國

高級文官團、公務人員退休制度及因應少子女化問題採行之相關措施等議題擬具參訪題綱。

(一) 公務人員人事法制

1. 英國高級文官團

據瞭解貴國於 1996 年建立了高級文官團(Senior Civil Service, SCS)，請問：

- (1) 貴國對於 SCS 與一般常任文官之管理制度(如：適用職務範圍、遴選程序、進用方式、績效考核、待遇福利、陞遷、調任及退場等)有何不同？
- (2) 民間企業人才擔任 SCS 是否較常任文官表現更佳？而貴國實施 SCS 制度迄今，期間遭遇之困難、解決之方式及實施成效如何？

2. 英國公務人員退休制度

為肯定公務人員對於國家之貢獻，各國政府對於公務人員退休制度均有一套完整之規劃，請問：

- (1) 貴國公務人員之退休年齡、年資條件及經費來源為何？公務人員在職時有無撥繳退休基金？如何撥繳？公務人員退休經費有無成立基金管理運用？基金現況如何？退休金正常成本為何？退休準備金提撥率如何調整？
- (2) 貴國公務人員退休金給付條件、給付標準等相關規定為何？有無採計年資的上限？退休所得與在職所得相比，約占多少百分比？
- (3) 貴國公務人員退休金給付機制為何？係確定給付制或確定提撥制？如採行確定提撥制，其行政管理組織運作架構為何？
- (4) 貴國公務人員退休制度，對於涉案人員有無限制退休或扣減退休給與，以及對於退休再任者，有無停止退休給與等限制性規範及其相關內容。

(5) 貴國公務人員退休制度建立以來，曾歷經幾次重大修正？其主要改制重點為何？現行公務人員退休制度是否面臨應待檢討修正之問題？未來是否有推動改革之擬議？規劃之改革方向為何？

(二) 因應少子女化問題採行之相關措施

世界各國少子女化問題日趨嚴重，茲據相關文獻資料可知，貴國女性公務人員產假 (maternity leave) 長達 52 週 (其中 39 週給薪)，請問：

- (1) 貴國女性公務人員產假 52 週，假期有無細分給假名目？可否於分娩前彈性運用？上開假期是否含括育嬰留職停薪期間在內？39 週內之薪資來源，係政府支付或由社會保險支付？可否提前銷假上班？
- (2) 貴國有無採行特別之鼓勵生育措施 (例如給予不孕治療假或不孕治療醫療費用補助) 或其他福利、保險津貼政策？有無配合公務人員照顧子女而作彈性工時之設計？女性公務人員如申請育嬰留職停薪是否影響其日後休假之核給？

三、參訪英國公部門及年金研究機構考察情形

本次考察主要係就前述議題就教於內閣辦公室、年金研究機構暨就業及年金部，英國係內閣制國家，雖與我國五權分立制度有別，然其人事制度不乏可供我國未來借鏡之處，經綜整參訪情形，併同本部自行蒐集之相關資料等，謹就英國高級文官團現況、年金改革現況及英國與生養子女有關之社會福利政策等，說明如下：

(一) 英國內閣辦公室

本年 7 月 22 日上午參訪英國內閣辦公室，由該辦公室之文官資源司 (Civil Service Resourcing) 司長 James Norton 與文官年金司 (Civil Service Pensions) 副司長 Kieran Drake，以及英國外交部對華事務司副科長 Martin Child 等 5 位官員出面接待我方並參與座談。

1. 內閣辦公室概況

- (1) 內閣辦公室係現行英國政府 24 個內閣部會之一，其由數個內部單位所組成，各個內部單位均有其法定職掌事項，其中文官資源司負責所有英國文官之人事政策規劃、研議及法制規範擬定、發布等事宜，諸如公部門績效管理政策、用人考選政策、監督高級文官任用、便民服務與現代化、人事訓練培育、管理與發展等均屬其務職掌範圍，因此一般概念上認為，內閣辦公室是英國最高人事主管機關。
- (2) 英國自 1995 年起，除重大人事政策仍由內閣辦公室決定，並以文官樞密院令發布外，各部會相關人事權限，如公務人員之分類、等級、薪給、假期、工時及行為規範等，得由機關首長依機關業務特性及人員管理需要，在不違背相關政策之前提下，自訂內部人事規則或行政命令；換言之，各部會首長對人事管理有很大之自主權。

2. 英國高級文官團運作現況

- (1) 英國高級文官制度建制之目的，是希望能夠藉由創新、廣泛且具凝聚力的高級文官，發揮其個人的潛能與特質，提供維持政府核心價值所需的領導能力，以強化高級文官領導其他各層文官的能力，其最大的特色之一，即是高級文官出缺，已由傳統「內升制」（由傳統文官陞任）改為兼採公開甄選（得自私部門取才）。
- (2) 目前英國高級文官係區分為副司長（Deputy director）、司長（Director）、總司長（Director General）及常務次長（Permanent Secretary）等四級，一般文官於任公職 12 至 14 年即有機會升任高級文官，當各機關高級文官職務出缺時，公告周知係徵才程序之第一步，符合相關資格者均得提出申請，尚不限於現職文官，而出缺機關會偕同內閣辦公室所轄獨立機構之文官委員會（Civil Service Commission, CSC）組成評選小組，就申請者之專業性及心理素質等

進行篩選，而評選過程強調透明化及專業性，力求適才適所。

- (3) 正因為現行英國高級文官採開放競爭，不再固守過去傳統取才模式，是類人員之人事管理事項係採行契約任用、職位任期制（原則上 4 年一任），並以績效表現決定去留，且重視遷調訓練發展，另英國文官之薪水給付制度，除視職級高低及績效外，亦考量其所屬工作之專業性及公職年資等因素。目前英國高級文官約占整體文官之 1%，大約 5 仟 7 佰餘人。

3. 英國公務人員退休制度現況

近年來英國政府係進行一系列年金改革，如 2002 年提供基本保障給付，建立保證最低年金制度（pension credit），2007 年政府除維持原有制度之確定給付制（Defined Benefit, DB）外，亦彈性採用確定提撥制（Defined Contribution, DC），鼓勵文官累積提撥一定比例金額供未來退休領取之用，且逐步延後退休年齡至 68 歲。

4. 因應少子女化問題採行之相關措施

英國採「福利國家」政策，未有明顯少子女化問題，而相關法令已就婦女生育、產假（娩假、陪產假）及兒童津貼等予以規範，且公私部門受僱者之權益相同。歸納相關規定，大致如下：

(1) 社會福利補助或津貼

A. 生育補助—生育補助分為兩類：

- I. 領取 39 週生育補助：申請者需在嬰兒出生前 66 週內至少工作達 26 週，其中 13 週之週薪需達 30 英鎊以上，且符合下列條件之一：

- ① 在職，但工作單位未提供支薪之育嬰假者。
- ② 給付第 2 級國民保險之「自由業（self-employed）」人士。
- ③ 具有低收入證明之自由業人士。

④甫於近日離職者。

註：合格者政府每週補助 138.18 英鎊或其週薪之 90%（以二者較低者為主），最多補助 39 週。

II. 領取 14 週生育補助：申請者需在嬰兒出生前 66 週內至少有 26 週具備下列條件之一：

①已婚或登記（registered）有伴侶關係者。

②失業人士。

③協助從事自由業之另一半，惟本身未支薪者。

④另一半從事自由業，但曾向國稅局（HNRC）註冊且支付 2 級國民保險者。

註：合格者政府每週補助 27 英鎊（法令適用對象為 2014 年 7 月 27 日後生育者），最多補助 14 週。

(2) 兒童津貼

A. 家戶中首位出生子女（或唯一子女）每週領受 20.5 英鎊，每增加一位子女則增加 13.55 英鎊。

B. 排富條款：倘子女父母任一方年收入超過 5 萬英鎊，則所領之兒童津貼需扣除相當比例之稅捐，計算方式係以實際所得金額扣除 5 萬英鎊後之餘額除以 100，即為應繳之稅額比例。以一擁有 2 個子女之家戶舉例，倘家長其中 1 人所得為 5 萬 4 仟英鎊，則其所領兒童津貼之應扣除稅率為 40%，算式如下： $(54,000-50,000)/100=40$ ，以該家戶每年可獲 1,752 英鎊津貼計算，倘領取該筆金額，則應繳之稅捐為 $1,752 \times 40\% = 700.8$ 英鎊；易言之，排富條款之作法，即是透過課稅方式繳回津貼。

(3) 其他規定

A. 娩假：共計 52 週（有工作保障），產後則強制休娩假至少 2 週，

但產前 11 週即可開始請娩假，生產後並依前開生育補助規定請領補助，最多領受 39 週。

B. 英國並無如同我國性別工作平等法或公務人員留職停薪辦法所定之育嬰留職停薪制度，惟其訂有「有薪育嬰假」及「子女照顧假」之機制，相關規定分述如下：

I. 有薪育嬰假

①申請條件：申請人為下列之一：a. 父親、b. 母親之伴侶或配偶、c. 收養人。

②申請時間：子女出生後 56 週內。

③期間長短：

i. 一般育嬰假：1週或2週（需連續）。

ii. 額外育嬰假：小孩之母親或共同收養人在職之情況下，另一方可額外休2週至26週不等之育嬰假（視伴侶未使用之娩假或領養假而定）。

II. 子女照顧假（無薪、無津貼）

①申請條件：

i. 服務滿1年以上。

ii. 為子女之父母或養父母並負撫養義務。

iii. 子女在18週至滿5歲前；養子女在18週至領養後之前5年或滿18歲前（取先發生者）；殘障子女在18週至滿18歲前。

②期間長短：原則上每年請假上限為 4 週，除非與雇主另有協議。

(二) 年金研究機構

本年 7 月 22 日中午拜訪年金研究機構，由該機構執行長 David Blake

教授接待我方，並就英國年金制度與我國公務人員退休年金改革現況交換意見。

1. 英國年金制度源起及沿革

英國年金制度之概念最早可回溯至 17 世紀，1908 年老年年金法則係該制度之立法濫觴，嗣 1948 年國會通過國民保險法，正式建立基本制度，惟因政府財政負擔加劇及老年人口增加等因素，導致年金匱乏（pension poverty）等問題，政府爰進行一系列改革。至 2002 年因原有制度有利於男性、早期退休者、快速升遷者及年資較長者，對於相對方甚為不公，政府遂併引進確定提撥制。Blake 教授認為，我國制度雖有利於公職人員，惟倘不遂行改革，恐將引發財政困難，且該基金之不可預測性頗高，相關的風險控管理應更加注意。

2. 英國年金制度現況及對我國公務人員年金制度改革之啟示

Blake 教授提及 1、英國所得替代率約為 50%；2、最適提撥率為 16-18%；3、退休年齡可延至 76 歲；4、英國年金制度改革係採漸進方式分階段處理，以上數據及經驗，均得作為本部研議及推動年金制度改革之參考。是相較於英國，就降低給付、提高費率及延後退休年齡三方面，我國仍有調整空間；惟就改革作法方面，目前一步到位的軍公教勞全面性年金改革，似亦有檢討之必要，未來或可思考先由最迫切改革項目（當務之急）著手做起。

（三）就業及年金部

本年 7 月 25 日中午參訪就業及年金部，由於該部主管年金之副部長 Steve Webb 因公務繁忙未能親自接待，惟禮遇我方使用其個人會議室，並命其主管團隊及個人年金政策暨研析司司長 Bridget Micklem（其於隔週即調任商務部，主管歐洲單一市場業務）等 5 人與我方晤談，並就英國年金制度自 2002 年迄 2018 之改革進程與重點詳予簡報。

1. 英國年金制度改革背景

英國年金制度之所以改革，主要係因國民平均壽命延長，致退休時間亦相應延長，而國民普遍儲蓄率偏低，且原有之確定給付制（DB）造成政府財政負擔，為免排擠新進公職者之退休福利，政府爰有責任設計一套保障國民退休經濟能力之制度，以確保政府年金制度永續運作。

2. 英國推動年金改制之經驗及對我國年金制度改革之啟示

從歷史資料可知，英國年金制度改革頻繁，而年金部深知民眾對改革內容確實感到複雜，故政府部門並非直接透過教育使民眾接受年金改革，而係透過調查之方式瞭解民眾意見，繼以溝通，再使民眾瞭解改革內涵及對其權益之影響，而年金制度改革仰賴各政黨之政治共識，以及雇主、受僱者、金融機構及產業界之共識，且英國年金制度改革之內涵，係盼制訂一法律框架，並在該框架內保持相對彈性，以有效因應重大經濟變動，並確保其永續性發展。

另英國並無類似我國退撫基金之設計，英國文官之年金係來自政府稅收，早年英國人認為應自理生計，並不仰賴政府資助，惟自 20 世紀中期後，因退休、失業、傷殘及死亡等社會問題益趨嚴重，政府始建立相關國民保險制度。

肆、受託機構訪察情形

一、貝萊德公司

貝萊德公司透過整合對市場的洞察、遍及全球的規模、自行研發的技術、分享資訊的文化，加上對風險管理的重視，為客戶提供多元的投資解決方案，在風險與報酬之間取得平衡。

貝萊德公司是一個全球企業，結合全球規模經濟的優勢以及本土的服務與合作關係，為在南北美洲、歐洲、亞洲、澳洲、中東和非洲的客戶管理資產。在全球超過 30 個國家，聘請超過 11,500 位專業人士。客

戶群包括全球性公司、公營企業、公會及產業的退休基金、政府、保險公司、共同基金的通路法人、基金會、慈善基金、公司行號、官方機構、主權基金、銀行、專業金融人士，以及個別投資人。截至 2014 年 3 月 31 日為止，貝萊德公司管理的總資產規模達 4.401 兆美元，涵括股票、固定收益投資、現金管理、另類投資、不動產及諮詢策略。透過 BlackRock Solution®—一套精密且高度整合的系統，為廣大的客戶提供風險管理、策略諮詢與企業投資系統服務。

(一) 全球市場展望及未來操作策略

中國方面，通膨和零售銷售優於預期，成長走穩的證據與資金流向亞洲不謀而合。中國近來公布的數據包括消費者通膨年增率 2.5%及零售銷售的年增率 12.5%，均顯示中國的經濟正在逐漸改善，經濟數據改善與投資人對風險偏好不謀而合。

對美國股市則保持中立。近期公布的經濟數據顯示，美國經濟從 2014 年初逐步復甦，預期今年經濟成長率可達 2.5%左右。經濟復甦有助於美國股市再創新高，儘管美國股市的市值尚未媲美 2000 年的網路泡沫，美國確實是目前最昂貴的股票市場之一。惟美國經濟仍有一些潛在問題將阻擾成長，包括低勞動參與率，疲弱工資增長率和消費活動。

歐洲方面，則維持歐元區加碼。貝萊德公司認為歐洲央行 (ECB) 近期對貨幣的寬鬆政策，包含將短期存款利率推向負值的舉動，將激發歐元區的潛力。降息和其他政策相結合，有助於紓緩信貸緊縮，帶領歐元區經濟復甦。目前美國與歐洲央行的政策分歧將有助於歐元維持弱勢走勢，幫助歐洲企業在下半年增加獲利。此外，義大利和希臘政治風險亦逐漸減緩。

在操作策略方面，貝萊德公司認為，貨幣政策的前景，將對固定收益市場有利。當固定收益資產的需求無法被滿足，市場波動將低於水平，

特定金融資產將被追逐。雖然不預期會發生過度通貨膨脹，但是適度的通膨，亦可能導致利率提早調高。因此看好美國中長期市政債和抵押債的前景。在其他市場方面，則看好澳洲長天期利率市場，以及新興市場國家短期主權債，建議避開美國短天期國債。

在公司債投組策略分面，展望下半年，各國央行的政策仍將是總經佈局的重要觀察指標，目前英國經濟展望樂觀，未來殖利率仍有上升可能，將持續動態調整策略。依據美國聯準會主席葉倫近期談話內容，對於美國將仍採中性佈局。另看好歐洲，如義大利與法國等國家。

新興市場方面，則看好巴西與南韓，並持續對具有評價吸引力的標的進行加碼佈局。然而對新興市場風險仍須保持謹慎態度。產業方面，看好金融債券，主要是由於其持續去槓桿及併購活動，至於工業類與公用事業類債券，該公司認為評價已過於昂貴，因此將著重各券篩選並維持減碼。

(二) 投資決策流程及實際運作

貝萊德公司的投資哲學是著重產業/次產業輪動及債券選擇，並比較同一發行機構不同年期債券間、跨產業間及個別債券間的相對價值。投資團隊在追求超額報酬同時，仍將保持投資組合接近參考指標的國家、貨幣權重及存續期間。該公司採用傳統投資策略及相對價值策略雙管齊下之方式增加超額報酬。

傳統策略			附加價值	相對價值策略		
10%	存續期間(利率)	→		←	利率曲線	10%
5%	國家	→		←	產業輪動	35%
5%	貨幣	→		←	債券選擇	35%

圖 1：貝萊德公司的投資策略

1. 傳統投資策略(Traditional Strategies)

A. 存續期間管理(Duration Management)：

該公司建構投資組合的存續期間通常與參考指標或是原本存續期間目標差別在 ± 1 年之間。對於本會委託的全球投資等級公司債組合，更進一步限制各貨幣市場的存續期間與參考指標差異。創造超額報酬的主要來源是經過嚴格分析選擇債券，而非承擔過高利率風險。

B. 貨幣策略(Currency)：

該公司在投資組合中會利用小幅的主動貨幣部位(高於或低於參考指標)創造超額報酬。這些部位將建立於基本面及技術面分析的綜合結果。為求分散風險，並顧及貨幣市場的波動，主動貨幣部位將十分有限。在本會委託的投組內不會使用模組分析的方式來操作貨幣曝險。貨幣策略的設計取決於相對利率水準、資本及貿易進出口數字、相對經濟成長率以及其他總經指標。同時運用技術及市場情緒指標強化貨幣市場分析。

2. 相對價值策略(Relative Value Strategies)

A. 產業比重(Sector Weighting)：

透過產業及次產業間的輪動投資，是該公司達成超額報酬的重要方式之一。投組管理人將建構一個橫跨各國家市場及產業，甚至包括部分非指數成分債券的投組，透過相對價值分析，靈活調整。

B. 債券選擇(Security Selection)：

債券選擇過程將考量投資團隊、債信研究團隊及風險管理部門的意見，如果發現特定債券較投組持有的債券還要具有相對價值的吸引力時，投組經理人會將其納入考量。

C. 利率曲線(Yield Curve)：

該公司根據不同的投資標的及投組之利率風險承受度，設計不同的利率曲線策略。在設計這些策略時，將針對包括債券的存續期間及凸性

(Convexity) 等不同指標進行分析。例如進行關鍵存續期間(KRD)分析，測試特定債券或整體投組對利率曲線變動的敏感度。KRD 分析可了解債券價格在利率曲線產生非平移變動下的變化。藉由在不同貨幣及市場執行 KRD 分析，可更精確地將其對利率之看法展現於投組建構之中。

本會委託的全球投資等級公司債組合係由該公司基本面投資固定收益部門管理，由全球固定收益投資團隊的 Scott Theil 領導，Owen Murfin 為主要投資經理人。投組管理人參與由固定收益部門投資長 Rick Rieder 先生每週舉行的市場展望討論會，與固定收益其他團隊交換意見，並全面了解固定收益市場概況。每一個投資團隊(依資產類別分類)的主管均會提出他們對市場的看法以及新的投資機會。

投組管理人將與投資團隊及風險與量化分析團隊(RQA)針對本會投組舉行策略執行會議，會中針對資產配置、風險配置及執行，進行細部討論並決定投組的利率風險、存續期間、債信品質、流動性以及產業分佈。投資團隊則會負責選券、決定投入市場時機以及執行交易。

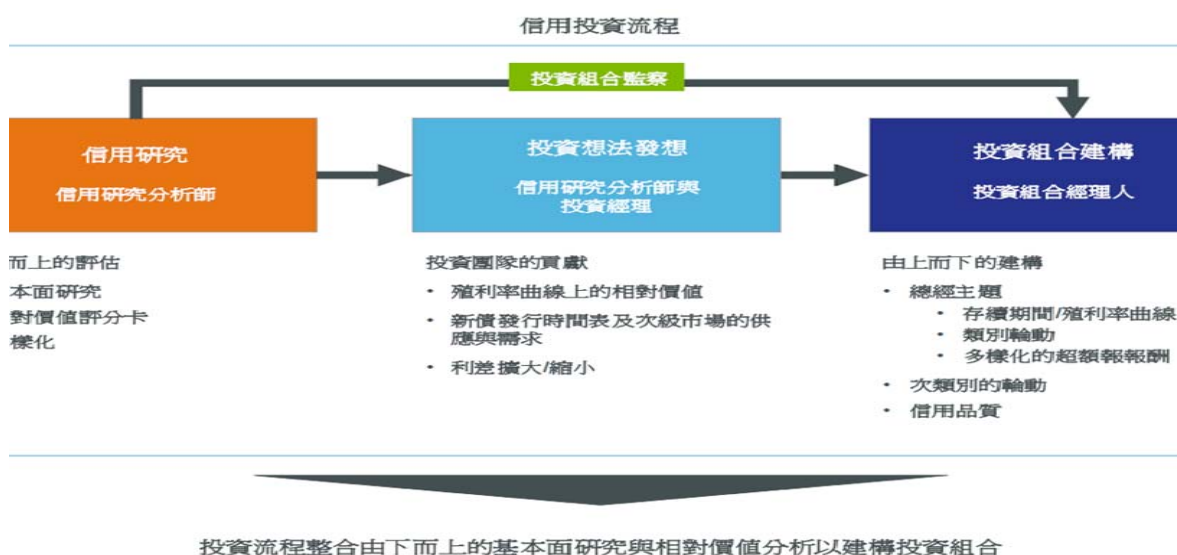


圖 2：貝萊德公司信用投資流程

(三) 風險管理機制

貝萊德公司管理固定收益主要考量六個風險因子：(1) 利率風險、

(2)利率曲線風險、(3)現金流量風險、(4)信用風險、(5)流動性風險及(6)貨幣風險。貝萊德公司每天量化這些風險因子並執行監控，投組管理人、投資團隊甚至客戶服務團隊都可以透過內部系統了解投資曝險狀況。

1. 利率風險(存續期間)：

每個投資組合都使用較保守的存續期間偏離範圍(通常是 $\pm 20\%$)，並預先設定的存續期間目標(通常等於參考指標的存續期間)。對於全球公司債策略，也將控制投資組合內每一個市場的存續期間偏離範圍。

2. 利率曲線風險(指標利率存續期間)：

根據客戶的目標及風險承受度來規劃管理投組的利率曲線靈敏度。利率曲線風險管理涵蓋多項存續期間及凸性(Convexity)分析，包括關鍵存續期間分析(KRD)。KRD分析可測量個別債券和投資組合對利率曲線變化的敏感度，協助投資經理人了解投組在利率市場的曝險。

3. 現金流量風險(凸性)：

公司內部研發分析系統可評估投資組合相對參考指標的現金流量風險。負凸性(Negative Convexity)的投資組合(如有提前還款特質的房貸抵押證券MBS)更容易受到存續期間和利率波動的影響。

4. 信用風險(違約或降評)：

信用研究的目標是尋找增值機會，避免債信降評或違約，並在降評或違約前提前因應。債信評等機構的降評動作通常是落後指標，公司的目標是能在債券被降評前已有因應策略，甚至已執行該策略。

5. 流動性風險：

流動性及買賣價差是債券與股票最重要的差異之一。在相對價值分析裡融入一項根據買賣價差評估的流動性指標，以避開這類低流動性債券的價格波動及不可預期風險，並透過分散投資來保持投組的流動性水準。

6. 貨幣風險：

貝萊德公司透過不同策略增加收益，公司不使用一個特定的模型來決定外匯策略。而是根據相對利率、資本和貿易流動、相對經濟增長率、和其他宏觀經濟指標等來決定外匯策略，並採用外匯遠期合約和選擇權來管理投組的貨幣曝險。

貝萊德公司的風險管理團隊是整合於投資部門，每一個投資團隊都配有風險與量化分析團隊(RQA)，透過獨立的由上而下以及由下而上的監督，進行投資組合風險分析。投資團隊與 RQA 密切合作，確保各類型投資組合風險水準維持一致，並確保投資組合符合投資觀點與個別客戶投資風險限制。RQA 也負責交易對手和作業風險管理。

RQA 團隊成員熟悉公司所有類型投資組合，其任務便是確認並衡量不同風險，同時將投資報酬歸因所承受的風險。RQA 團隊主動與投資團隊溝通，並協助投資團隊充分利用 BlackRock Solution(內部研發系統)各項功能來分析報酬與風險的關係。

貝萊德公司的投資管理系統「Aladdin」整合股票與固定收益風險分析以及交易平台，整個投資流程從交易輸入、內部風險控管、交易執行、行政到報告全部整合在一起。Aladdin 為公司內部共用的單一資料庫，該資料庫提供所有交易資訊、投資部位、風險指標、成交價格、個別債券以及客戶投資方針相關資訊。資料庫透過網路傳遞交易資訊，提供投資管理人與客戶服務人員參考。Aladdin 採用單一資料庫，避免資料重複輸入、提高資料可信度且大幅降低作業與內部控制風險、提升內部作業效率，確保不同作業的一致性。

Aladdin 每日提供的一系列風險管理報告(Green Package)，可透過公司內部網路或是專屬的客戶網站取得。報告可客製化，幫助使用者獲得所需資訊。其功能包括：顯示所有投資組合部位，以適當的基準比較

相對參考指標的最大主動部位、產業和證券比重、和投資組合特點對比適當的基準以及指定每一個投資組合的事前追蹤誤差等。

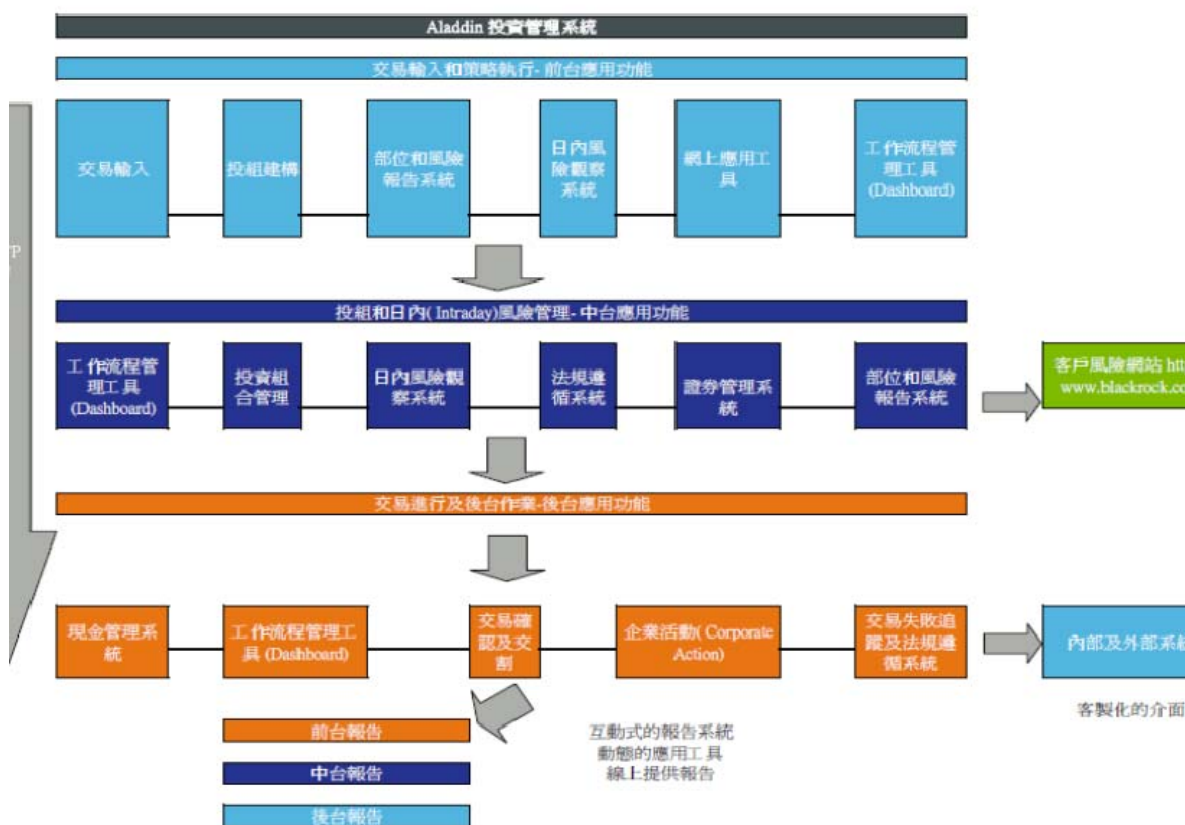


圖 3：貝萊德公司 Aladdin 投資管理系統

(四) 內部稽核及法令遵循

貝萊德公司的內部稽核部門是獨立單位，直接向董事會的稽核委員會報告。內部稽核的功能是客觀公正地評估公司內控環境的適合度與有效性，以及是否有效率地使用資源。

內部稽核的工作範疇包含了公司內部控制系統的適合度與有效性評估以及分配工作執行的績效品質，其中包含：

1. 評估公司財務與營運資訊的可靠度與正確度，以及發掘、衡量、分類與報告這些資訊的評估方法。
2. 檢視對營運有重大影響的政策、計畫、流程、法令是否被確實遵循。
3. 檢視資產保全方法是否適用，並確認這些資產的存在。

4. 檢視營運或計畫確保其成果與設定的目標一致，以及營運計畫如規劃進行。

貝萊德公司設有專業人員負責法規稽核與投資組合稽核業務。稽核長(Chief Compliance Officer)Bartholomew Battista 先生，負責監督法規稽核業務。他是貝萊德公司和美國證券交易委員會、美國金融業監管局、美國商品期貨交易委員會、美國貨幣監理局與聯邦準備理事會等政府監理機構的主要聯絡人。Battista 先生的直屬主管為資深董事總經理兼法律總顧問 Robert Connolly 先生。Connolly 先生也是法務與稽核部門主管，負責所有法律事務與法規稽核。

為確保投資組合操作完全符合客戶要求，貝萊德公司訂有新帳戶設置程序，由投資組合團隊與稽核團隊領導。所有新投資組合均由全球客戶服務部門與投資組合團隊共同設置，稽核團隊則負責審查客戶投資方針，投資組合團隊與稽核團隊並於帳戶撥款之前召開新帳戶審查會會議，並由投資管理、風險管理、客戶服務、行政、投資組合稽核、現金管理、評價與操作等團隊參與會議。客戶投資規範經過開會審查及確認後，再由投資組合稽核團隊運用貝萊德公司專利查詢語言 (BQL) 將投資規範與法令規章改寫成稽核模組。投資方針以紙本形式存放在公司內部三個地方，並以電子檔形式存放於公司網站。若投資規範無法改寫成稽核模組，則透過人工流程檢視投資組合內容是否符合投資方針。

一旦交易輸入「TradeEntry Screen」，或在「Trade Blotter」上更新，前端交易控制系統就會立即同步審核交易內容。如果系統發現交易內容違反投資方針，就會禁止交易進行。前端交易限制包含關係機構或特定經紀商交易限制、特定客戶關係機構債券交易限制、特定類股限制（如禁止交易期貨、選擇權、私募）、債券等級限制（如僅允許投資等級）。一旦交易內容違反限制事項，投資組合經理人就會立刻在電腦

螢幕得到通知。違反限制的交易一律無法輸入，除非獲得特別授權。

後端稽核系統檢查分為資產檢查與比較檢查兩種。資產檢查著重個別客戶持債種類與信用評等限制。比較檢查則是衡量百分比限制，如特定債券種類、公司或產業部門投資比例限制。比較檢查如發現帳戶持股接近資產類別的上限或下限，就會發佈警訊，而且系統通常會在持股即將超限時就發佈警訊。

該公司亦設有員工商業道德規範守則與員工投資交易政策。所有新進同仁必須簽署同意書，同意遵守員工投資交易政策規範，之後每年簽署一次。按照員工投資交易政策，所有員工必須肩負信用責任，將客戶利益置於個人利益之上。員工投資交易政策也明文禁止「偷跑」交易、內線交易等。員工所有的私人投資交易（政策允許的交易除外）都必須經過法務與稽核部門許可才能執行。員工也必須將所有的交易確認文件與帳戶對帳單副本送交法務與稽核部門存查。

該公司也設有許多保護客戶權益的政策與流程，如投資配置政策、保密政策與稽核手冊。員工必須每年簽署同意書，表示願意遵守相關規定。此外，在特定地區也設有額外的稽核規定與政策，確保所有作業符合當地法令。

二、東方匯理公司

東方匯理公司係由 Amundi Group 全資所有，而 Amundi Group 由 Credit Agricole S.A. 集團及 Societe Generale 集團擁有，分別占 75% 和 25%。該公司擁有 3754 名員工，截至 2014 年 3 月底管理資產規模為 1.098 兆美元。營運範圍涵蓋四大領域：（一）法人投資部門：為法人客戶提供多元化的專業服務（包含固定收益、股票、絕對報酬、投資方案等）。（二）零售網路投資方案部門：提供農業信貸集團及興業銀行集團的營運網路。（三）後勤與業務開發部門：包括資訊系統、營運、

人力資源、行銷、業務開發與公關。(四) 管理支援、控管與監理：財務、風險管理、法務、稽核。

該公司針對法人投資部門各項業務建立全球化的組織平台。固定收益全球平台由 Eric Brard 負責。公司團隊分別位於巴黎、倫敦、杜漢、新加坡、吉隆坡與東京，負責處理所有的固定收益專業項目，充分運用 Amundi 信用分析與研究、風險、法規遵循以及其他跨領域單位的資源。每個團隊皆負責在共同平台架構內自訂投資政策。自 1999 年以來，Amundi 倫敦和新加坡分公司一直是全球固定收益管理部門的投資中心。Amundi 倫敦分公司擁有 82 名員工，截至 2014 年 3 月底的管理資產總額為 280 億美元。

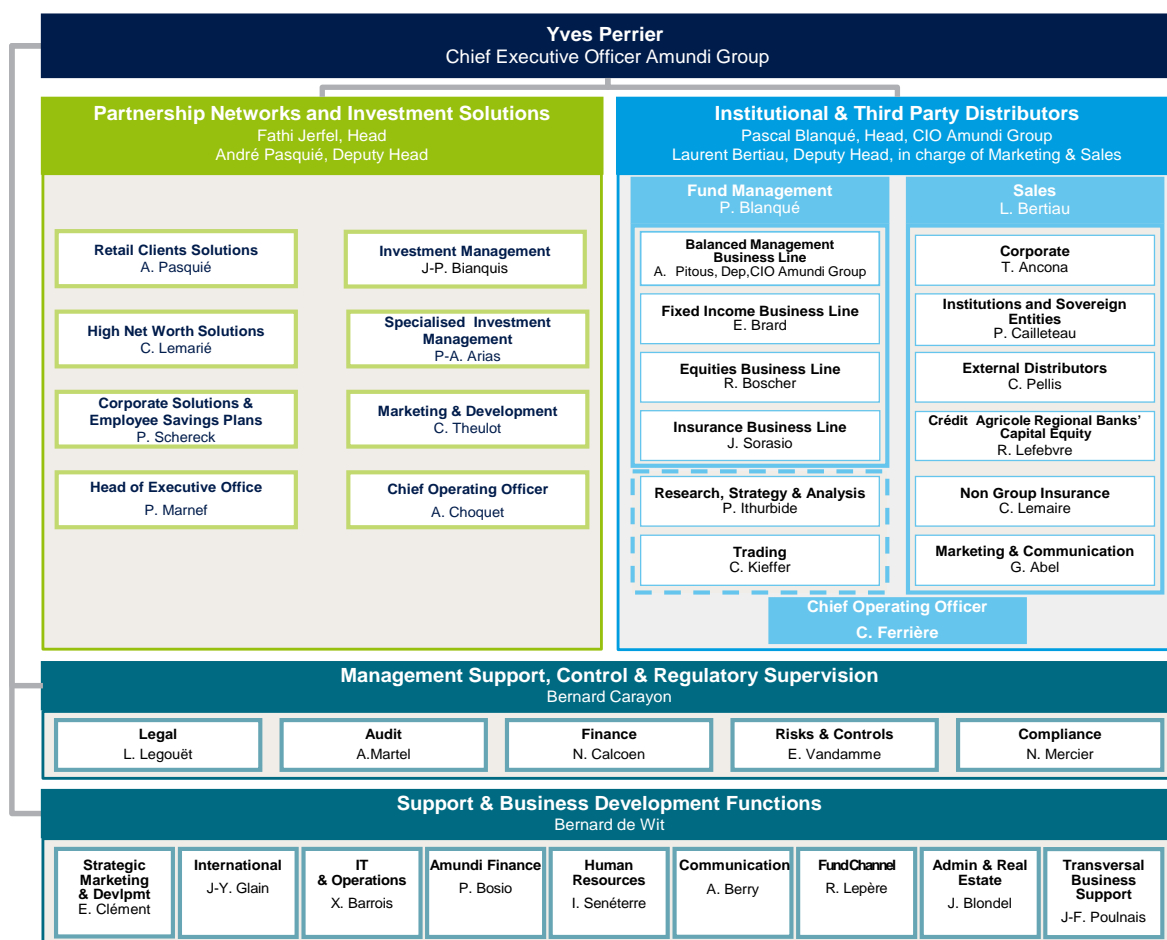


圖 4：東方匯理公司組織圖

(一) 全球市場展望及未來操作策略

東方匯理公司認為，全球經濟成長步伐日趨穩健，已開發經濟體為主要推手。全球金融情勢的改善，已為週期性成長奠定基礎。美國的經濟成長展望依然樂觀，中國則踏上溫和成長的道路。歐元區正加速成長，但其成長速度將因財政持續緊縮、銀行持續去槓桿化而受限。惟新興市場的狀況仍令人憂心，其中包括中國的信貸成長減速、烏克蘭問題、土耳其的經濟成長減速、巴西與南非的問題等。

該公司認為，風險依然存在，消息面與技術面卻優於去年同期。美國聯準會表示若干支撐經濟的措施可能持續減碼。此過渡期可能會造成市場動盪，惟最終的結果仍有利於整體金融市場。因此就投資組合的佈局而言，應偏重戰術性的操作，同時並留意長期走勢。

基於上述環境，該公司對於市場的主要看法如下：

1. 利率：

針對存續期減碼，殖利率曲線將更趨平坦(美國債券)，同時看空美國／英國／日本國庫券並看好歐元債券。

自 2009 年 3 月以來，四大工業國政府公債價格止跌反彈，核心主權債市場之所以能夠維持此等價位，是因為投資人爭相尋求安全投資標的，非正統的特殊貨幣政策亦提供支撐。政策方面，聯準會與英國央行可能面臨挑戰，因為景氣循環將成為經濟成長的動力，寬鬆貨幣市場政策的退場速度可能比市場預期更快。換言之，美國與英國債券曲線年期較短債券殖利率上揚的風險逐漸增加。至於歐元區，只要通膨持續處於低檔，歐洲央行採取寬鬆貨幣政策時間便會延長。日本債券的估值依然頗高，若通膨持續增溫或銀行縮短其債券存續期平均值，債市極可能受到衝擊。

債券選擇方面，仍看好歐盟地區外圍國家的主權債，因為歐元區的系統性風險已經降低。即便如此，該市場的估值已更加緊繃，投資人佈

局該市場的程度可能偏高。

(1) 企業信用債券：加碼投資等級信用債券。

該類債券在 2014 年第一季表現不佳，然而該公司仍樂觀看待其走勢。今年的風險溢酬可能持續壓縮，惟投資組合著重相對價值(美元債券對歐元及英鎊債券的貨幣相對價值交易、信用債券曲線方面的佈局等)與由下而上的策略，仍看好較具流動性的債券，尤其是銀行、金融與保險業債券。

(2) 新興市場債券：小幅加碼各地新興市場的債券。

在 2013 年春季大幅降低新興市場債券的配置比重，僅針對該類別進行若干戰術性的資產配置。該資產類別的拋售潮帶來買進機會，可藉此選擇估值較具吸引力的債券。各地新興市場的殖利率，仍高於強勢貨幣計價的債券市場。在景氣無虞前提下，新興市場的基本面仍然相當健全且有利，當地貨幣亦可望在今年下半年升值。

2. 貨幣：

貨幣佈局策略將結合估值(或是匯價偏離合理價位的狀況)、即期與預期「利差」、總體經濟與政治方面的題材，以及投資組合建構方面的綜合考量。

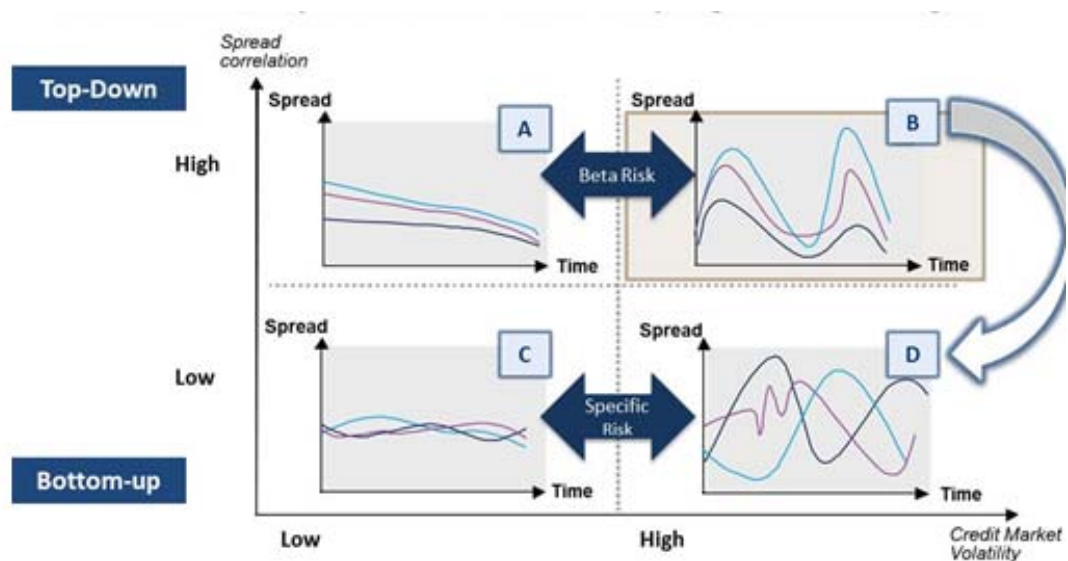
(1) 加碼美元：相對於歐洲貨幣(以歐元為首)、原物料國家貨幣(以加幣為首)與日圓貨幣，美元在已開發市場貨幣中的價值仍遭低估，此一看法不僅反映估值，亦反映總體經濟狀況與投資組合建構方面的考量。

(2) 加碼新興市場貨幣：針對投資組合中新興市場貨幣部位進行戰術性操作(相對於美元、歐元、加幣與澳幣)。一旦全球的經濟成長產生疑慮，新興市場與原物料國家的貨幣通常會相繼貶值，此操作策略將可降低新興市場貨幣部位的波動性。

(3) 歐洲貨幣：加碼英鎊，英國的貨幣政策與經濟成長將提供支撐；看多挪威克朗兌瑞典克朗的匯率，看空瑞士法郎(尚未貶值的避險貨幣，其殖利率利差雖不具吸引力，但瑞士央行捍衛匯率的決心可期)。

(二) 投資決策流程及實際運作

該公司投資理念是在由上而下與由下而上的策略中找出投資組合的最佳配置方式，再配合信用市場的變化機動調整投資組合。信用市場可能進入 4 個階段。運用信用利差相關性與波動率 2 項標準辨別每個階段：



Given for illustrative purposes only.

圖 5：東方匯理公司投資流程圖

每張圖表皆代表信用市場的特定階段，以利差相關性與信用市場波動率呈現其狀態，並視情況採取由上而下或由下而上的策略。

每個階段的風險將以系統性風險(beta 值)或特有風險為主。

例如，在信用利差相關性與信用市場波動率皆高的市場結構中(請見右上角的圖表)，發行機構信用利差的變動方向將完全一致，不論其特有風險(產業、評等、資產負債狀況等)為何，在這種市場結構中，特有風險的加碼不會帶來報酬，單純採取由下而上的佈局方式的附加價值有限。

此外，由於市場的波動率偏高，採取由上而下的策略(例如 beta 管

理、地區配置與不同等級債券的配置)將在風險預算中占有較大比重。屆時投資組合的佈局將相當多元。

因此，投資組合的最佳配置方式將視信用市場情況而異，採取系統性風險的由上而下策略，或是因應特有風險的由下而上策略。

相反地，若相關性降低但波動率仍在高檔(請見右下角的圖表)，將採取因應特有風險而非系統性風險的方式佈局。此時由下而上的策略將比由上而下的策略更有利。當信用利差的相關性偏低時，發行機構與債券的選擇將成為調整風險的關鍵。

投資流程並未採取單純的資產配置方式，而是針對投資組合的信用債券、債券與貨幣三大附加價值來源進行風險的配置。

投資決策是根據一個經過驗證的四個步驟中採取。

兩大委員會共同參與投資決策流程：

- 全球信用債券每月委員會(由上而下的策略)
- 發行機構每季委員會(由下而上的策略)

我們依據四步驟投資流程作出投資決策：我們在第 1 步與第 2 步中選定由上而下的策略，並在第 3 步與第 4 步中執行由下而上的策略。

1. 由上而下的策略(第 1 步與第 2 步)

■ 第 1 步：Beta 值與地區配置

A. 信用債券曝險與地區配置

全球信用債券委員會的主席為 Gregoire Pesques，委員會每月舉行一次會議，信用債券策略師與信用債券經理人都將與會。會中探討三大區域(美國、歐洲與亞洲)總體經濟的優缺點、各區域信用債券市場的基本面、估值水準以及技術面的狀況。委員會的主要功能，在於依據參考指標決定全球信用債券曝險，以及各個地區的配置方式。

	USA	Europe	Asia
Top-down views	+	=	=
Credit fundamentals	=	+	-
Valuation	-	+	=
Technicals	=	-	=
Geographic allocation	=	+	= / -
Global credit allocation	+		

For illustrative purposes only

圖 6：東方匯理公司信用債券曝險與地區配置圖

地區配置方面的積極管理對績效產生重大影響，因為美元與歐元信用債券的利差波動通常相當可觀。

除了管理信用債券(全球公司債的主要績效來源)之外，亦將名目利率管理融入投資流程。信用債券管理團隊運用全球固定收益專家(全球固定收益、新興市場債券管理等)的意見決定全球債券的存續期與殖利率曲線佈局，並且將投資組合建構方面的信用風險納入考量。

B. 利率曝險

B1 / 調整存續期曝險：存續期、地區與殖利率曲線決策方面的主要觀點，在於短期利率的預期值將左右長期利率—短期利率是通膨與經濟成長率預期值的函數，精確的總體經濟預測，並將總體經濟預期值與市場價格之間的關係化為數據。

B2 / 區域配置：投資組合調整存續期之後，將針對投資範圍內的債券市場進行配置。

■ 第 2 步：信用債券配置與殖利率曲線的相對價值

A. 信用債券配置

全球信用債券委員會將為個類別與地區評分(減碼、中立或加碼)，藉以決定債券類別的配置方式。所得的分數將轉化為風險權重的目標值。

接著在配置表格(請見下圖)中摘述內部看法：

Sector Allocation

	US		EUROPE		ASIA
Banking	+		+		=
Senior	+		+		-
Subordinate	-		+		+
Specialist Financials	-		-		
Insurance	=		=		
Subordinate			+		
Utility	-		=		-
Energy	-		-		-
TMT	+		+		=
Automotive	=		-		
Consumer	-		-		=
Basic Industry	=		=		=
Capital Goods	-		-		-

圖 7：東方匯理公司信用債券委員會討論結果示意圖

B. 殖利率曲線曝險

投資組合調整存續期並針對地區完成配置之後，將考量殖利率曲線的變動，接著依據存續期進行調整。

2. 由下而上的策略：選擇發行機構與債券(步驟 3 與 4)

■ 第 3 步：選擇發行機構

為了選擇發行機構，每日與信用分析團隊交換意見。發行機構

的選擇代表該公司對基本面的看好程度，以及相對價值的分析結果：針對內部信用研究報告中的未來評等，與市場估值作一比較。經理人將作出最後決策、選定投資組合中的債券並決定各檔債券相對於參考指標的權重。

利用多重管道工具確保迅速因應市場狀況。這類工具包括更新版的研究分析資料庫 (*CR SharePoint*)、信用指標資料庫 (*Media + Alto*)，以及信用分析師專用的投資組合部位資訊即時存取系統 (*AgORA*)。例如，信用分析師一旦接獲重大消息及／或對任何發行機構改變看法，就能立即通知經理人。

信用研究團隊每季參加發行機構信用債券委員會的會議。委員會將針對投資組合中的發行機構，確保已仔細檢視其基本面以及相對於同類機構的價值。

■ 第 4 步：選擇債券與套利

債券選擇是充分運用發行機構信用狀況看好程度的方式之一。完成步驟 3 之後，看好特定發行機構的基本面，就會選擇該機構發行的長天期及／或次順位債券，並以風險加權的方式設定投資比重。

針對發行機構發行的各種證券，研發出釐清相對價值與套利機會的工具，對特定機構的看法不會對其造成影響：信用違約交換(CDS)與現金債券投資、信用債券殖曲線套利、交叉貨幣套利、契約估值套利。

(三) 風險管理機制

東方匯理(Amundi)倫敦分公司視風險監控架構為優先要務，並持續重新評估該架構以確保其效率。風險控管為投資流程各階段中不可或缺的一環，並從三個獨立層面上執行：

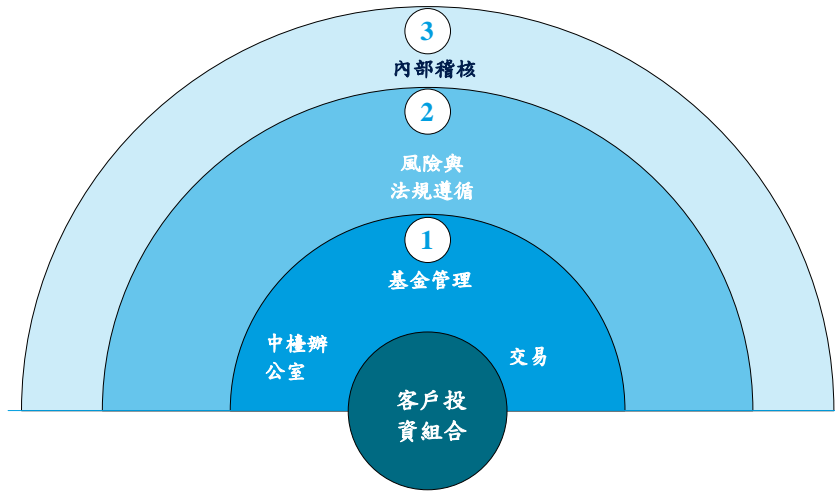


圖 8：東方匯理公司風險管理機制

1. 第 1 層(作業部門)—投資組合經理人、交易員和中檯辦公室

由投資組合經理人結合投資流程監控主動式風險的部位。

交易員執行交易單，亦可透過傳送 PM 交易單而落實 MCE(電子交易簿)的交易前控管(發行機構、交易對手、最長期限、禁止投資)，並可再次檢查投資組合經理人所提出的交易。

中檯辦公室團隊查核確認回覆之後，透過投資組合監控系統 DECALOG 來確保執行相關的作業，並且每日與後檯核對部位。

2. 第 2 層(由專責的獨立單位執行控管)—風險部門與法規遵循部門

第二層控管係由 2 個獨立的團隊執行，由副執行長直接監督，持續地獨立監督相關人員及投資活動：

風險控管部門在日常控管和相關政策及程序的界定範圍內，負責管理所有類型的風險。

法規遵循部門負責設計、實施和監督法規遵循監測計畫。

2a. 風險控管部門

風險控管部門獨立於作業部門之外，除了由管理支援、控管及法規

監督負責人監督該部門以外，風險業務部門負責人亦須向法國農業信貸集團(Crédit Agricole Group)的風險部門報告。

Amundi 倫敦分公司設有專屬的在地風險控管團隊(5 位成員)，主要職責包括：

- ✓ 確保 Amundi 倫敦分公司遵守其投資活動的所有承諾(合約、法律、監管)；
- ✓ 界定監督和監測活動的架構，以確保實現此等承諾，並於實現承諾後找出是否有所差異，以便採取適當的矯正措施；
- ✓ 就執行活動之關鍵層面，提供可靠及獨立的資料予相關組織(及其客戶、主管機關和其他監管機關—稽核人…)。此類資料主要關於訂價政策的界定、證券估值、風險指標(例如市場風險)，以及投資組合的績效衡量和歸因。

Amundi 倫敦分公司的風險部門負責監督以確保客戶所承擔的風險未超過預期，且所承擔的風險是否合理。

風險部門負責研擬監督報告，並在定期檢討會議中審查並與投資團隊討論。監督報告的內容包括：

- ✓ 績效分析：風險報酬分析
- ✓ 投資流程遵循所有適用規則和準則的整體情況
 - (1) 風險團隊每日監測 Amundi 倫敦分公司管理的投資組合，是否遵守其投資活動的所有承諾(合約、法律、監管)。
 - (2) 利用套裝軟體 GERICO，每日控管合約及/或法規限制；該軟體已整合至本集團內部所設的資訊科技平台。投資限制包含交易前與交易後的限制。風險部門負責記錄和分析所有違規事件。
 - (3) 如有違規情況，系統會發送警訊予基金經理人，基金經理人

應視違規來源(主動：投資組合經理人的行為，例如買進和賣出；被動：市場波動、利率變動…)而採取必要之措施。對於買進或賣出的決定，風險部門並無否決權。然而，風險經理必須確保發現違規行為後採取矯正措施，並確立嚴格的呈報程序。

- ✓ 施行投資流程的整體一致性表現
- ✓ 回顧市場、信用、流動性和估值指標風險：
 - (1) 市場風險活動包括：界定計算方式；產生風險值(VaR)與追蹤誤差(TE)指標、壓力測試(採用市場解決方案 RiskMetrics 與公司內部改良後的工具 Askari)；分析輸出結果和變動說明。
 - (2) 信用風險評量取決於發行機構的基本面分析，而此項分析的依據為金融資訊；評等機構、經紀商、Amundi 研究團隊公佈的資料；以及發行機構發表的資訊。投資組合經理人須透過定期的投資組合檢討會議，檢驗投資組合的信用風險；並透過支撐投資流程的風險策略所設定之限制，來監測發行機構曝險。
 - (3) 各基金所有工具類別的特性均由交易室提供，而交易室是否能夠清楚地洞察流動性市場的狀況，則取決於資產類別、產業、評等、債務規模、資歷等。Amundi 倫敦分公司所設立的流動性架構能夠完全地整合至風險流程中。
- ✓ 事後全球風險評估：風險預算利用率，以及績效表現與風險之間的一致性。

- ✓ 作業風險的相關事宜：在作業風險比對流程中，風險團隊偕同投資團隊針對辨識出的風險區域或事件而提出改善計畫，並監測相關計畫的施行情況。

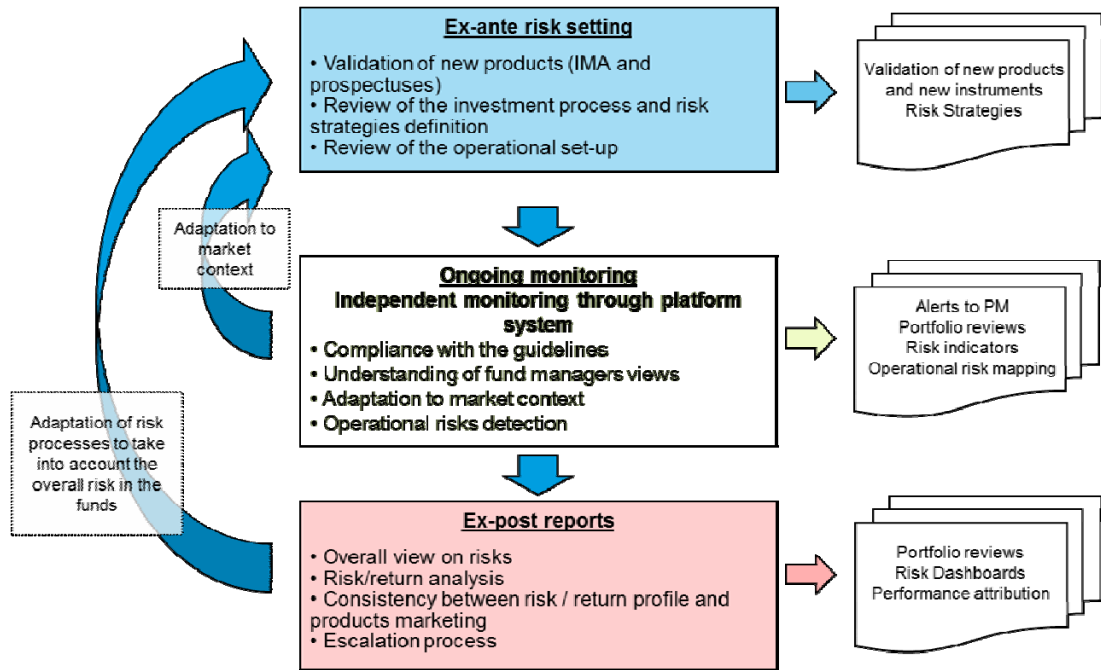


圖 9：東方匯理公司風險管理流程圖

投資組合檢討會議紀錄的發送對象除了基金管理團隊、風險部門、Amundi 倫敦分公司的資深管理階層之外，還包括 Amundi S.A. 的前臺負責人和風險業務部門。

2b. 法規遵循部門

Amundi 倫敦分公司的法規遵循部門共有 3 位主管，其主要角色在於監督客戶利益、市場誠信以及資產管理業務之獨立運作的同時，亦須確保遵守法規、法規遵循規範與專業標準。

辨識出適用的規定之後，應將其納入員工手冊、法規遵循手冊和防制洗錢手冊中，並實施相關程序監測遵循的情況。Amundi 的資深管理階層已核可年度法規遵循監測計畫，分析表除了詳列該項計畫所涵蓋的各項主題以外，亦界定了該項計畫的目的、期限和頻率。

透過每月的英國風險委員會和每兩個月的英國法規遵循委員會，從

集團內部監督風險與法規遵循部門。

3. 第 3 層—內部稽核、Credit Agricole 內部稽核、外部稽核

稽核團隊負責 Amundi 與其子公司的內部稽核工作，該團隊派駐於巴黎總公司和海外分公司。在稽核計畫範圍內，界定稽核部門的工作流程。

稽核單位的角色在於提供內控方面的獨立和專業意見，以及 Amundi 集團內部現有風險監控措施，予資深管理階層(執行長)和 Crédit Agricole 集團的內部稽核部門(該部門負責 Crédit Agricole S.A. 所有子公司的內部稽核工作)。

Amundi 倫敦分公司自 2008 年起採用第 70 號審計標準聲明(SAS 70)，目前則是由資誠聯合會計師事務所(Pricewaterhouse Coopers)每年按第二類第 3402 號鑑證業務國際準則(ISAE 3402)來稽核報告。控管報告涵蓋投資管理服務的內控作業，並與 Amundi 倫敦分公司的所有部門(從前臺辦公室至中臺，再至風險、法規遵循、報告)相關。

風險管理所採用的系統/工具包括：

市場風險監測—RiskMetrics

風險團隊依據 RiskMetrics 計算出的指標監測市場風險，此項領先市場的風險系統安裝於 2013 年 11 月，乃是原有市場風險工具 Askari(自 2005 年起採用)的升級版。

目前 RiskMetrics 計算的主要事前風險指標包括：

- ✓ 追蹤誤差(T.E.)
- ✓ 波動率
- ✓ 風險值(VaR)

後續階段將實施壓力測試，該項測試係由 Askari 執行。

為了提供適當的風險評量，衡量 T.E.、VaR 及波動率時，可將其區分為不同的風險面向，包括利率、通膨、信用風險、貨幣、股票、Vega

係數(選擇權適用)。

每日計算風險指標後，再將其輸入風險監測面板(Alto)與風險經理所使用的法規遵循工具(GERICO)。此外，RiskMetrics 亦提供假設情境/線上模擬 VaR/Vol/TE 指標，以便重估投資組合與個別參考指標。

Name	PV	Std Dev Param	IVaR Param 84.13	IVaR Hist 95 1Y	IVaR Hist 95 3Y	IVaR Hist 99 1Y	IVaR Hist 99 3Y
Total	100.00	4.30	4.30	5.46	6.00	11.23	10.05
*Unspecified	2.11	0.63	-0.34	-0.36	-0.61	-0.69	-0.55
ABBEE NATIONAL TREASURY SERVICES PLC 3.05 08/23/2018	0.38	0.02	0.01	0.01	0.00	0.02	0.02
ABN AMRO BANK NV 7.125 07/06/2022	1.33	0.12	0.10	0.13	0.17	0.29	0.26
AEGON NV 4 04/25/2044	0.50	0.05	0.04	0.06	0.08	0.13	0.12
AIR LIQUIDE FINANCE SA 1.875 06/05/2024	0.49	0.04	0.03	0.04	0.06	0.08	0.06
ALLIANZ SE 4.75 PERP	0.66	0.06	0.05	0.07	0.10	0.17	0.13
ALLIANZ SE 5.625 10/17/2042	0.59	0.06	0.05	0.06	0.08	0.14	0.13
ALTRIA GROUP INC 2.85 08/09/2022	0.70	0.04	0.03	0.04	0.02	0.08	0.06
AMERICAN HONDA FINANCE CORP 1.875 09/04/2019	0.51	0.04	0.03	0.03	0.06	0.06	0.07
ANHEUSER-BUSCH INBEV SA 4 09/24/2025	0.52	0.05	0.03	0.03	0.05	0.10	0.07
ANHEUSER-BUSCH INBEV WORLDWIDE INC 7.75 01/15/2019	0.92	0.02	0.01	0.02	0.02	0.04	0.04
ACN PLC 2.875 05/14/2026	0.30	0.05	0.03	0.02	0.04	0.05	0.07
APACHE CORP 6 01/15/2037	0.45	0.04	0.03	0.05	0.03	0.08	0.03

圖 10：東方匯理公司市場風險監控系統

Gerico

透過 Amundi 的限制監測系統 Gerico，可監測所有的投資準則。該公司定期經由內部改良該系統。投資準則可分為 14 種不同的類別，包括合約、法規、稅務和風險。

Gerico 乃是限制管理模組，可分為整合式三層：限制目錄、即時計算引擎和分析警訊廣播模組。透過法規遵循引擎，得進行每日交易前或交易後檢查。

風險管理團隊分析該系統提供的警訊後，須界定相關違規事件屬於主動、被動或技術性，並提出呈報報告，以確保及時矯正違規行為。

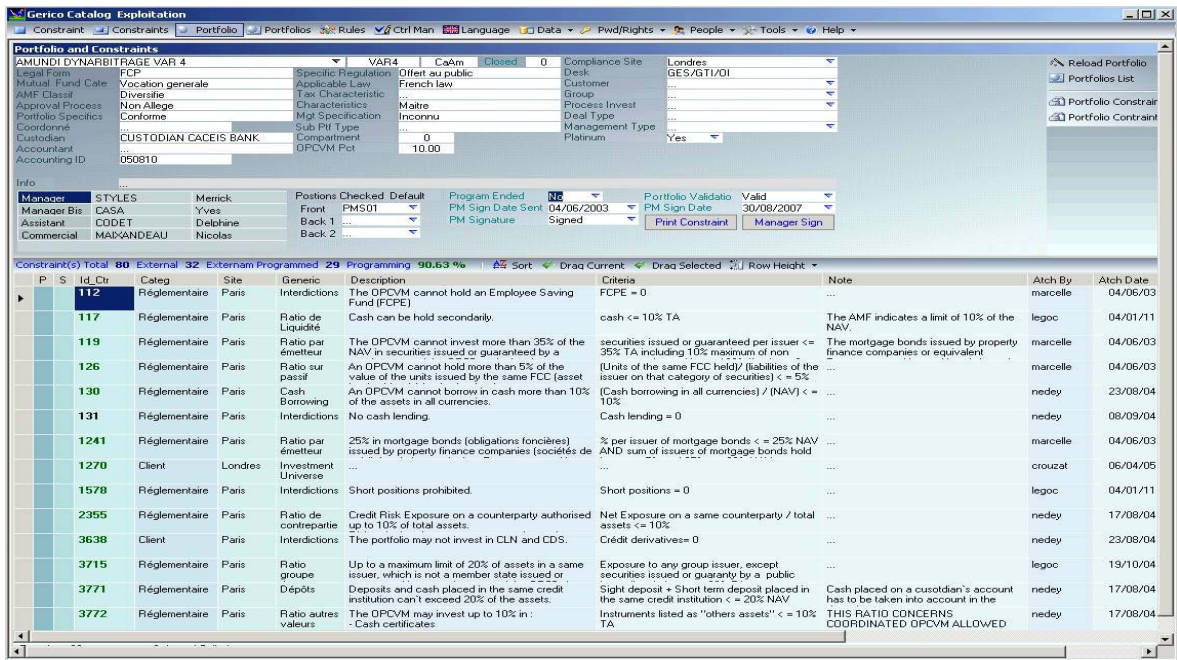


圖 11：東方匯理公司 Gerico 系統

從該公司 Media+ Alto 來看，本會委託帳戶之風險層面如下：

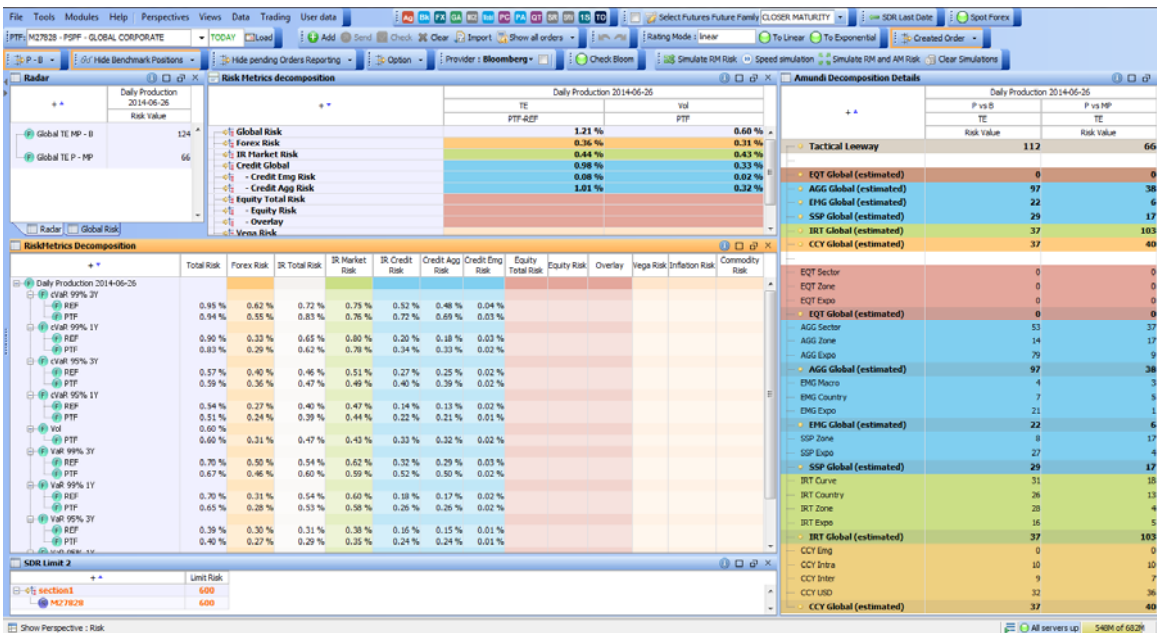


圖 12：東方匯理公司代操本會帳戶風險系統監控畫面

(四) 內部稽核及法令遵循

該公司稽核部門的負責人為 Anne Martel，屬於 Amundi 集團執行長 Yves Perrier 的權責範圍。稽核部門定期向資深管理階層與一般性檢查部門，針對內部控管、法令遵循、營業活動的安全程度、任何類型風險

的控管以及過程的效率等事宜，提供專業意見。此外，部門必須向稽核對象提議改正措施，追蹤後續執行成效。

稽核部門有將近 20 位成員，均具備豐富的稽核與資產管理經驗，並接受稽核專業訓練。稽核人員專職投入調查任務，並不參與任何營運作業。

Amundi 內部稽核部門負責研擬並定期更新稽核計畫。稽核範圍涵蓋 Amundi 及其子公司的所有活動。稽核計畫的稽核範圍涵蓋 3 至 4 個年度。多年度計畫包含數種任務：

- ✓ 專門針對特定實體、部門或流程進行的任務，
- ✓ 針對若干實體的共同議題進行的跨領域任務，
- ✓ 後續追蹤型任務，旨在確認稽核對象已正確落實先前任務中提出的建議。

多年度稽核計畫再細分為年度稽核計畫，計畫中的每項任務皆有專責人員負責。該公司遵守法國金融市場管理局(AMF)的規定，即基金管理公司應設立某個獨立於永久控管機制的定期控管單位。

稽核流程包含 3 個主要階段，依序為：

- ✓ 準備階段，此時稽核人員將先熟悉稽核領域的狀況。此一階段的用意在於釐清受稽核活動的主要議題、查明並列出主要風險、正式制定任務計畫以及選定控管措施的類型。
- ✓ 調查階段，此時稽核人員將依據訪談結果、既有控管措施與相關文件(調查、資料處理方面的問題、資料核驗、一致性檢查等)進行驗證工作。
- ✓ 還原階段，稽核人員將確認相關發現，並在簡報會議中向稽核對象說明其結論。稽核人員並撰寫稽核報告。

為了讓資深管理階層迅速瞭解概況並詳實記錄任何缺失，稽核報告

內容將包括摘要、報表與建議。

- ✓ 稽核摘要旨在重述任務背景與範圍，說明稽核對象的環境與組織架構。摘要將依重要性高低摘述有待改進的主要部分、作出正式且明確的評斷，並針對稽核領域的內部控管給予評等。
- ✓ 稽核報表旨在陳述已發現的異常狀況、分析狀況的成因，以及說明可能或已知後果。
- ✓ 稽核人員將針對各項發現提出建議。

Amundi 資深管理階層、稽核對象、農業信貸銀行的一般性檢查部門與其他企業控管團隊(風險控管與法規遵循團隊)都將接獲稽核報告。

報告編製者將依據集團一般檢查部門的原則詳列報表與建議，為各項必要改正措施排定優先順序。

稽核結果屬於機密。

Amundi 內部稽核部門已設立內部控管委員會，該委員會每半年舉行一次會議，並由 Amundi 執行長與農業信貸銀行總監察長共同擔任主席。該委員會將檢討一般的內部控管程序與稽核工作、針對稽核期間的任務重新評估其重要結論，並針對主要建議追蹤其進展。

最後，內部稽核部門將依據農業信貸銀行配合修訂版 CRBF 第 97-02 號規定實施的集團程序，向 Amundi 母公司 Amundi 集團的董事提交任務摘要(報告、各項建議的後續追蹤報告、內部控管報告.)。

Amundi 倫敦分公司已依據歐洲市場金融工具指令(MiFID)的規定，採行「利益衝突預防及處理政策」，採取所有的合理措施，防範任何可能損及客戶利益的利益衝突。

該政策包含下列查明、記錄並處理利益衝突的規定：中國牆(Chinese Walls)的運作標準；個人利益衝突的限制與處理，其中包括禮物與招待方面的限制、個人帳戶處理、員工薪酬，以及客戶指令作業方面的規範，

例如指令的排序、匯整、配置與及時執行。

三、實港公司

實港公司是由 100% 員工持股，為全球機構法人客戶提供固定收益領域的投資管理公司，專長於信用投資及資產配置。總部設在紐約，並在倫敦及新加坡設有分公司。該公司管理一系列的投資策略，包括新興市場債券、高收益債券、銀行貸款，以及投資級策略等。實港公司的投資團隊自 1990 年代初期成立，為當時所羅門兄弟資產管理公司的一部分，其後在 2006 年移轉至現行公司，該公司機構法人客戶包括世界各地的中央銀行、主權財富基金、國家退休基金及保險公司等，截至 2014 年 5 月 31 日止，管理之資產規模達 646 億餘美元，全球總員工數達 154 人（包括紐約、倫敦及新加坡分公司），本次訪察之英國倫敦營業處所員工人數為 23 人。

本會 101 年度國外委託經營委託帳戶的操作團隊係由 13 名投資組合經理人組成，其中 1 人身兼新興市場經濟學家，另有 2 名專責的新興市場風險及計量分析師。投資團隊並與該公司全球產業信用分析師密切合作，針對新興市場投資組合提供投資策略外，並與首席經濟學家及風險與計量分析團隊相互合作，該公司採取團隊模式管理投資組合，投資決策均由團隊共同決定，透過強勢貨幣和本地貨幣主權債務以及公司債之特定投資組合，並審慎的風險管理，以提高長期總報酬，達成客戶所託。

（一）新興市場展望

該公司認為，美國的逐步復甦和歐元區的持續成長，促使新興市場（EM）經濟成長動能明顯回復，並使投資人重新聚焦於新興市場債券。整體而言，新興市場經濟成長已經觸底回溫。通膨壓力在大多數新興市場仍然維持低水位，但也有一些國家例外，包括巴西、土耳其、南非和印尼。當已開發經濟體的前景出現改善，將提供 2014 年新興市場成長的

助力，預期在世界各主要新興市場經濟表現將更加不同。

中國可望持續緩步成長：經濟改革的大趨勢仍然存在，重點在成長的品質而非數量，惟信用快速擴張和房市仍為潛在風險因子。亞洲其他地區的成長在 2014 年依然保持強勁，尤其是菲律賓、印尼、馬來西亞和韓國。在歐洲、中東、非洲地區，烏克蘭危機增加了在該地區的成長分歧。西方與俄羅斯之間的烏克蘭危機將對土耳其貨物的出口需求與觀光收入造成衝擊，因此預估土耳其 2014 年經濟發展將減緩，遲至 2015 年才有機會恢復到應有的水準。相反的，中歐的國家包括匈牙利、波蘭和羅馬尼亞等，均受惠於歐元區的復甦，預期將有不錯表現。拉美地區的成長依然分歧。墨西哥可望持續加速成長，相形之下，巴西經濟仍處在低成長高通膨的情勢，預測巴西將持續受到選舉消息牽動，加上經濟成長依舊溫吞，前景尚未看到好轉跡象。

(二) 對固定收益投資之市場之展望與投資策略

以目前的低利環境，預期市場將越來越關注新興市場債券報酬的關鍵驅動因素：國家信用品質和潛在的相對評價吸引力。新興市場主權債券仍然有足夠的利差以產生正向報酬。該公司將依主權信用利差收窄的情形採取佈局，目前對於與美國國債殖利率密切連動，及對評價持正面看法的國家，維持存續期間曝險。儘管在美國和若干大型新興市場出現弱於預期的成長，而本地貨幣債券之表現傾向與經濟活動表現息息相關，對於增加本地貨幣債券之曝險有所猶豫，但已開始增加在墨西哥的本地債券和貨幣市場之曝險。

在另一方面，大幅減少巴西幣和巴西本地貨幣債券之曝險。該公司認為，在當前的環境下，這些資產更有可能受到比預期低的成長，以及比預期較高的通貨膨脹所影響。泰國地緣政治風險和低落的評價促使該公司決定減少在該國本地貨幣之曝險，且政治紛擾似乎在短期無從解

決，成長可能繼續受到負面影響。新興市場公司債整體來說，即使五月份有利差收窄，但相對同等評級美國公司債之評價仍屬合理。然而，隨著主權利差繼續縮小，新興市場公司債券的相對評價則有所改善。該公司將選擇有更好的評價以及公司強勁的基本面的國家增加曝險。

伍、心得與建議

茲就本次訪察議題重點及受訪機構訪察期間所提供之相關資料彙整後，提出下列心得與建議，說明如次：

一、訪察政府機構部分：

本次考察英國政府單位及年金研究機構，瞭解英國高級文官已由過去「內升制」轉型為「內升與外補兼具」之甄補方式，無論是私部門的人才或現職文官，凡適格者，均得透過公平、公開方式競爭高級文官職位，並以其個人績效表現決定薪俸高低及去留，突破以往傳統的文官管理思維，使英國高級文官的人事管理及人力運用更具彈性，確實值得我國借鏡。

其次，有關退休年金制度的改革，包括所得替代率、提撥率及退休年齡等經驗及數據，均可做為本部研議及推動年金制度改革之參考。另英國在退休年金制度的改革上，係採漸進分階段處理，且重視與民眾及各方單位之溝通宣導及宣傳，耐心漸進之作法，也值得我們學習。

二、訪察受託機構部分：

(一) 在全球經濟展望方面，全球景氣在美國升息疑慮降低之後，仍持續以美國為首的復甦走勢，加上歐元區對外貿易情勢改善，使得歐美國家景氣回溫力道得以延續，不過歐元區物價走緩及高失業陰影仍在，歐洲央行進一步貨幣寬鬆政策能否對歐元區經濟帶來實質效益，仍是觀察重點。隨著政治與經濟利空衝擊逐漸淡化，新興國家債券高報酬

率的優勢已經開始吸引資金回流，新興市場經濟動能明顯築底回溫，加上多數新興國家傾向不再升息，提供新興債券價格表現空間，預期短天期且經濟成長動能強勁的新興國家本地貨幣債券將成為投資焦點。

(二) 貝萊德公司的投資哲學是著重產業/次產業輪動及債券選擇，並比較同一發行機構不同年期債券間、跨產業間及個別債券間的相對價值。該公司採用傳統投資策略及相對價值策略雙管齊下之方式增加超額報酬。在風險管理方面，貝萊德公司的風險管理團隊架構是整合於投資部門，每一個投資團隊都配有風險與量化分析團隊(RQA)，透過獨立的自上而下以及自下而上的監督進行投資組合風險分析。內部稽核部門則是獨立單位，直接向董事會的稽核委員會報告，透過客觀公正地評估內控環境的適合度與有效性，以及是否有效率地使用資源，確保各項業務法令遵循。該公司無論是投資流程、風險控管或是內部控制，均相當嚴謹，值得本會參考。

(三) 東方匯理公司投資流程並未採取單純的資產配置方式，而是針對投資組合的信用債券、債券與貨幣三大附加價值來源進行風險的配置。透過嚴謹的流程，尋找投資機會，創造超額報酬。在風險控管方面，則將風險監控列為優先要務，並持續重新評估相關機制以確保其效率。風險控管為投資流程各階段中不可或缺的一環，並從三個獨立層面上執行：包括基金管理、交易及中檯辦公室、風險與法規遵循及內部稽核三層。內部稽核為專職機構，並不參與任何營運作業，稽核結果屬於機密，並設立內部控制委員會，定期檢討內部控制程序與稽核作業，並針對需改進事項進行追蹤。東方匯理公司所管理之資產規模雖不是最大，但其專注固定收益領域，亦有其見長之處，本會固定收益之投資策略，亦可參考其採取之操作策略。

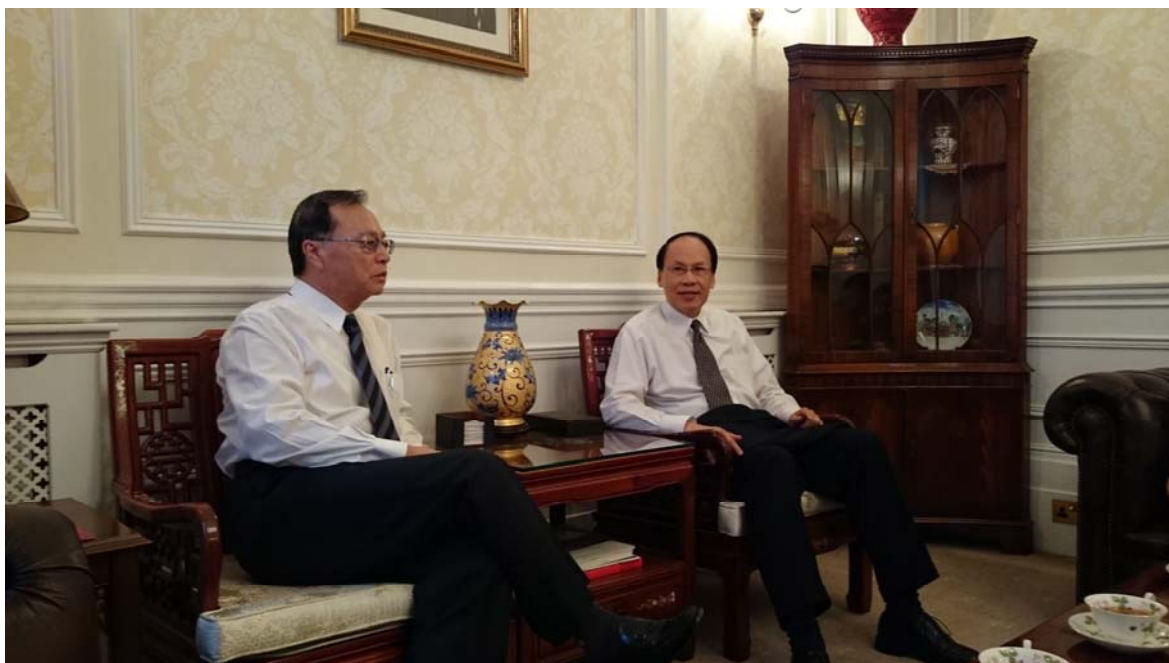
(四) 實港公司則認為，在低利環境下，市場仍將持續關注新興市

場動向，隨著新興市場經濟動能明顯回溫，資金終將回流新興市場債，該公司仍將選擇基本面強勁的公司之國家增加曝險，以增強績效表現。本會亦將持續觀察該公司之績效表現，以維護本基金之權益。

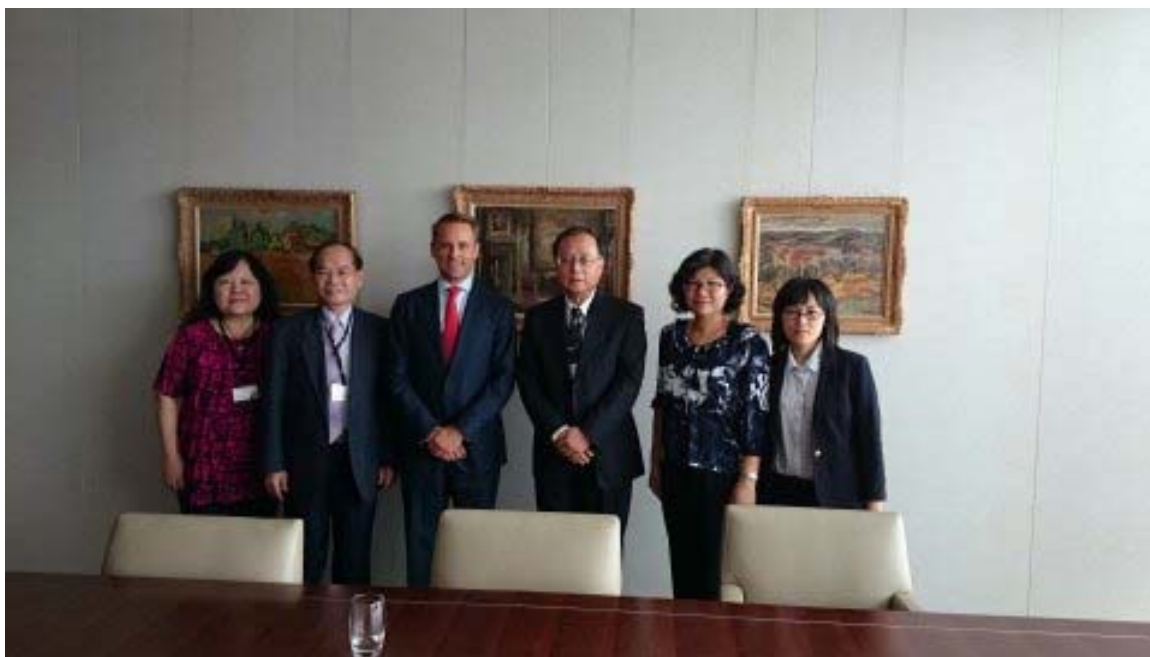
（五）本次實地訪察貝萊德公司、東方匯理公司及實港公司英國倫敦營業處所，所到之處，均可見到大型建案正在興建，明顯感受到英國景氣復甦力道，最新研究亦指出，受惠於大量的建設與金融服務增長，未來 2 年，英國可望成為已開發國家中經濟增長速度最快的國家，經濟成長動能不可小覷，本會亦將持續關注英國經濟後續發展，積極尋求投資機會，追求基金利益最大化。

陸、附錄

一、訪察照片



照片 1:103 年 7 月 21 日銓敘部張部長哲琛與駐英代表處劉大使志攻(右)合影



照片 2:103 年 7 月 21 日參訪團與貝萊德公司之資深董事總經理 David Blumer (左三) 合影



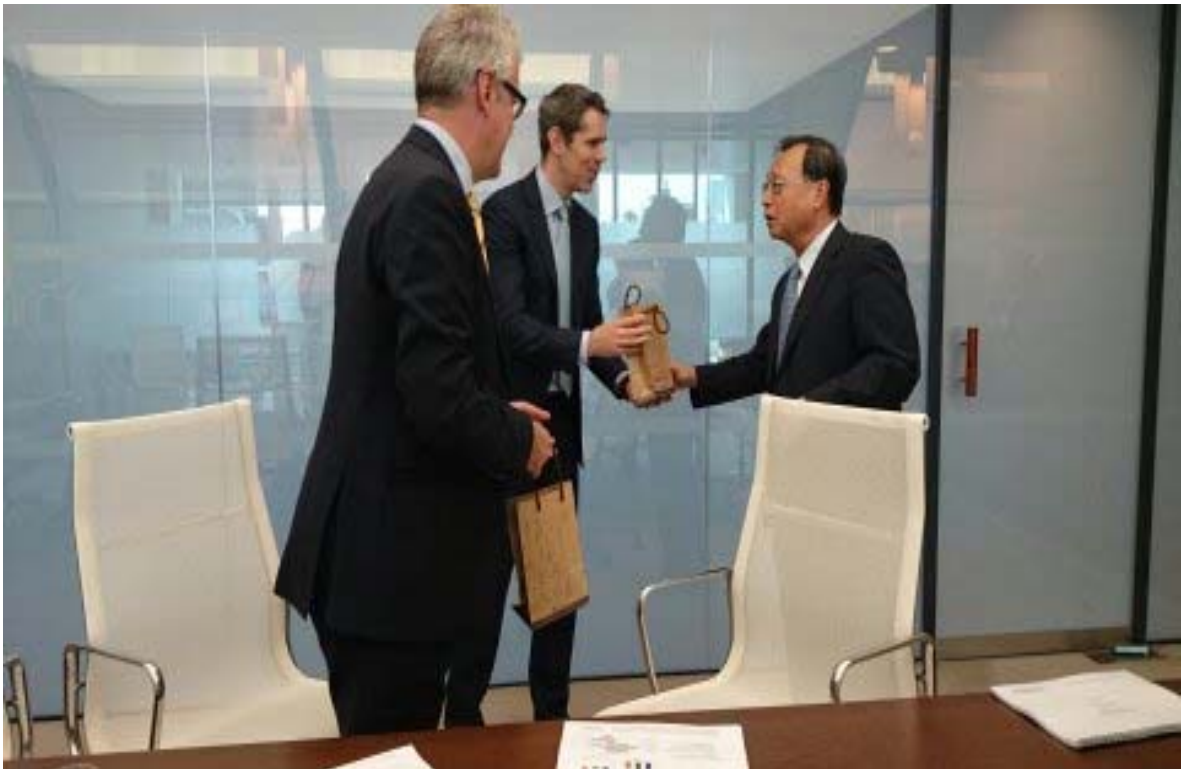
照片 3：103 年 7 月 22 日銓敘部張部長哲琛與英國內閣辦公室官員合影



照片 4：103 年 7 月 22 日銓敘部張部長哲琛與倫敦城市大學 Cass 學院年金研究機構執行長 David Blake 合影



照片 5：103 年 7 月 23 日參訪團與東方匯理公司倫敦分公司執行長 Laurent Guillet（左三）合影



照片 6：103 年 7 月 24 日銓敘部張部長哲琛與實港公司投資經理人 David Griffiths（左一）、Richard Lange（左二）合影



照片 7：103 年 7 月 25 日銓敘部張部長哲琛與就業及年金部官員合影

二、參考資料(如後)