

出國報告（出國類別：國際會議）

新加坡投資管理協會第 16 屆年會

服務機關：公務人員退休撫卹基金管理委員會

姓名職稱：副主任委員 蔡豐清

派赴國家：新加坡

出國期間：104 年 3 月 25 日至 3 月 27 日

報告日期：104 年 5 月 8 日

目錄

壹、前言	1
貳、新加坡金融市場之發展	2
參、座談會：資產擁有者與追求投資報酬	5
肆、全球投資展望	8
伍、亞洲與新興市場投資	12
陸、GE Store	15
柒、結語	17

壹、前言

新加坡投資管理協會（Investment Management Association of Singapore）於今（2015）年3月26日舉辦第16屆年會，會議主題為 Looking Back . Looking Forward . 本會此次受邀參加「資產擁有者與追求投資報酬（Asset Owners and the Quest for Investment Returns）」座談會，本人奉派代表本會擔任該座談會與談人。

本屆年會新加坡部長 Mrs. Josephine Teo 於致詞時說明新加坡金融市場最新發展，會議中除了「資產擁有者與追求投資報酬」座談會外，與投資議題有關的座談會尚有「全球投資展望」與「亞洲與新興市場投資」兩個主題。此外，並邀請美國奇異公司（General Electric Company）副董事長 Mr. John G. Rice 說明 GE 公司的經營策略。

貳、新加坡金融市場之發展

新加坡資產管理業於 1998 年時，受託資產規模為 1,500 億美元，2013 年則已經超過 1 兆 8,000 萬美元。近年來，受託資產規模自 2010 年至 2013 年間，每年平均成長 10%。以 2013 年為例，新加坡資產管理業之受託資產有 77% 是來自新加坡境外資金。受託資產有 67% 係投資於亞太地區。新加坡資產管理市場的參與者相當多元化，包括國際性基金經理人、銀行、保險公司以及固定收益、外匯交易的參與者，著實提升了新加坡與國際市場、區域市場的連結。

新加坡的資產管理業除了服務機構投資者外，也提供一些投資商品予個人投資者，以協助一般投資者達到財務目標。由於新加坡國民的生命餘命逐漸延長，如何藉由投資完成退休時的財務目標，益顯重要。大部分的新加坡國民將錢存在銀行，風險雖低，但報酬也低。有些人投入股市或房地產，雖然報酬高，但風險也高。新加坡政府近年來，為協助其國民進行退休財務規劃，乃致力於發展固定收益商品與低費用且多元化之投資商品，其目前所規劃採取的措施如下：

(一) 品質佳的公司債，往往是銀行、一般金融機構、

資產管理業經理人之投資首選，強力的需求也擠壓了一般投資者的投資需求。公司債發行人如擬銷售債券給一般投資者，必須備妥公開說明書，詳細揭露一些資訊給一般投資者，但這些資訊公開資料也相當耗時耗成本，致使公司債發行人偏好選擇機構投資者或合格投資者來進行銷售。為了讓一般投資者更容易買到普通公司債，新加坡金融管理局（MAS）與新加坡交易所（SGX），將對公司債發行人改善其發行規定，以降低發行成本，俾利提供更多管道給零售市場。讓符合規定的公司債發行人只要符合特定要件，在相同發行條件下，無須公開說明書，就可以對一般投資者發行新債券。

（二）新加坡金融管理局擬提高一般投資者參與ETFs（Exchange Trade Funds）。新加坡目前對於投資商品乃劃分為兩類，一類為簡單型商品，例如股票、普通債券、REITs；另一類為複雜型商品，例如衍生性商品、含括衍生性商品交易的金融商品。而目前有很多ETFs是被歸類在複雜型商品，進一步降低了一般投資者對ETFs的投資需求。基於此，金融管理局擬重新

檢討這兩類商品的分類，而市場業者認為基於避險目的而交易衍生性商品者，相較於那些為提昇收益而交易衍生性商品者而言，相對簡單。因此，金融管理局擬允許基金業者，對於那些僅是有限度地使用衍生性商品的 ETFs 進行重分類，以提高一般投資者參與 ETFs。

- (三) 雖然一般投資者也可投資新加坡政府證券，但其參與率一直很低，因為個別投資人對新加坡政府證券並不熟悉，新加坡政府擬規劃發行新加坡儲蓄債券 (Singapore Saving Bonds)，由政府擔保本金發售予一般個別投資者。該儲蓄債券將具備兩項特色：(1) 儲蓄債券持有人可以在任何既定月份取回購買的本金，而不會有任何懲罰。(2) 該儲蓄債券的票面利率將與長期新加坡政府證券的利率連結，持有人不會只收到每年固定的票息，此與一般投資債券領取固定票面利率的情況有所不同。

新加坡政府希望藉由儲蓄債券的設計，鼓勵個人進行儲蓄與投資，以達到他們長期的財務目標與退休需要。

參、座談會：資產擁有者與追求投資報酬

本次座談會「資產擁有者與追求投資報酬 (Asset Owners and the Quest for Investment Returns)」主要是邀請管理公共資產的資產擁有者分享其投資管理模式，以及如何在長期目標與公眾期望之間取得衡平。本會此次由本人代表出席參與與談，其他兩位與談人則分別來自澳洲 Queensland Investment Corporation 與韓國 Korea Investment Corporation。本人除了在座談會中介紹本會組織架構特殊之處外，並就資產配置策略、增值策略與投資模式等發表看法。

顧問公司 Towers Watson 在座談會中特別說明全球前 20 大退休基金所關心的課題，包括投資使命與目標、指標選取、永續性與 ESG 議題、營運治理與組織設計、委外策略、投資政策、超額報酬與系統性風險、私募市場與另類投資等。

大部分的退休基金，其投資目標都希望能支應其負債。一些資產擁有者近年來係增加投資於不動產、私募股權與基礎建設等另類資產項目，在策略上，也大量運用因子投資與其他 smart beta 策略。

資產擁有者早期多仰賴董事會與投資委員會，現在

則轉而仰賴委外經營。部分大型基金，則跳脫傳統股票與債券市場的框架，將觸角延伸至私募股權市場，以增加獲利機會。自行經營與委託經營該如何搭配以形成一個最適的投資策略，是退休基金相當關心的議題。如果委託經營的比重很高，退休基金則又面臨管理費支出與監管的成本問題，於是促使一些大型基金思考自行投資另類資產項目。自行經營如何能達到好的績效，則又是另一項挑戰。以私募股權為例，一些退休基金除了直接投資的模式外，也思考與專業投資機構共同投資的方案，讓投資模式更為專業化。退休基金在進行自行經營投資時，結合不同團隊成員集思廣益，最後形成一個既定的投資模式。

部分退休基金在投資策略模式上也做了一些分散，除了針對價值、動能與小型股等因子進行投資外，也著重特定主題的投資，例如環境變遷、人口結構改變等所帶來的投資機會。對於一些投資因子的評估，過去仰賴委外機構，現在也將一部分的評估工作改由內部團隊成員來做。

不同的退休基金對委外機構的期望雖然不盡相同，但是幾乎都是希望委外機構能藉由投資技術來賺取超額報酬。而超額報酬的獲取又與參考指標、較長期的委託

期限等有關。退休基金對於基金投資業務要逐漸將委託經營移由內部投資團隊來進行投資管理，在組織架構設計上與各項設備投入上須先做調整，退休基金如何吸引人才與留住人才是首先要考量的課題，因為即使是一般投資管理業，在人才競爭上也會面臨國外業者在人力上的競爭。退休基金須考量本身的競爭優勢，思考什麼樣的人才較為適合？如何激勵及獎勵他們？這是一個重要的課題。退休基金進行投資管理時，前臺、中臺及後臺作業都是非常專業的工作，因而也須考慮是否有足夠的前、中、後臺各項設施。

資金規模大的退休基金，會選定一些資產項目由內部人員從事自行操作，內部會進行投資研究、策略思考、選定資產項目及執行下單，對大型基金而言，這是一個必然的策略與趨勢。但究竟是要自行經營或委託經營，向來也是常常被爭辯的議題，退休基金本身必須去思考自己的競爭優勢，較佳的模式是部分資金自行操作，部分資金委外經營，進而達到一個對退休基金效率化的模式。

肆、全球投資展望

一、全球持續復甦，但力道仍疲弱

儘管油價下跌帶來正面助益，但全球經濟成長並未如想像中的平順。IMF 預測 2015 年全球經濟成長率為 3.5%，較原先於 2014 年 10 月所公佈的數據下降了 0.3%；而對 2016 年全球經濟成長率則為 3.7%，也較 2014 年 10 月當時的預估下降了 0.3%。之所以下修的原因是中國、俄羅斯、歐元區及日本均下修了經濟前景，而油價下跌，對於主要石油出口國反而不利，美國是唯一今、明兩年經濟成長率上修的經濟體。

二、油價下跌帶來的影響

油價下跌仍是供需基本面的問題，就全球原油市場來看，仍然面臨供給大於需求的壓力，原油庫存仍高，開採技術持續進步，均使市場呈現供過於求的狀況。對於石油進口國而言，油價下跌帶來正面效益，有助於改善經常帳。但對於石油出口國而言，則是負面效果，OPEC 國家與俄羅斯均是石油出口國，油價下跌，使財政收入減少，必須注意這些國家的財務風險（財政赤字）。

石油供過於求的情況，對於全球 GDP 成長，仍是一個正面影響。油價下跌對於刺激全球需求的力道，將比預期來的大。

三、歐元區緩步復甦

歐元區的資產購買計畫，啟動量化寬鬆政策，對金融市場產生顯著影響，壓低債券利率，弱勢歐元匯率使得出口可望成長，企業融資成本相對低廉，預期國內需求可望成長，這將有助於企業盈餘的提升，因而看好歐元區股票。

四、日本經濟前景樂觀

日本也是持續執行量化寬鬆政策的國家，也為市場注入了更多的流動性，弱勢日圓有利於日本的出口，油價下跌讓日本的能源進口成本降低，改善了貿易收支。日本的通貨膨脹率仍維持在低檔，未來日本仍將維持貨幣寬鬆政策，也會持續推出刺激經濟方案，以提升消費支出，隨著全球景氣持續復甦，日本經濟將受惠，隨著消費稅延後提高，展望前景相當樂觀。

除了日本央行寬鬆政策及弱勢日圓帶來正面效應外，日本政府大力推動薪資成長，也是支撐

日本經濟的重要動力，預估今年日本經濟成長率在 1% 左右，2016 年將較今年改善。

五、美國貨幣政策的影響

美國貨幣政策朝向緊縮的趨勢不變，但仍須觀察經濟數據，尤其是就業與通貨膨脹，目前看來，升息時點會往後延，今年以來，因為美國氣候異常的影響，經濟數據普遍不佳，但就業市場表現穩定，升息的議題仍是造成金融市場波動的風險因子，許多新興市場資金因而外流至歐美的市場，使得部分市場的流動性降低。

美元仍將持續走強，因為美國利率將回歸正常化 (normalization)，儘管低油價對美國經濟產生正面助益，但美元走強也對美國出口企業獲利帶來衝擊，就投資而論，此不確定性必然帶來壓力。

六、投資策略趨勢

2003 年底止，全球受託資產 5 兆 8,820 億美元中，主動式共同基金約佔 89.3%，指數型共同基金約佔 8.1%，指數型 ETF 則佔 2.6%；然而，截至 2014 年 6 月底止，主動式共同基金所佔的比

重降至 75.5%，指數型共同基金提高至 12.6%，指數型 ETF 更提高至 11.9%，顯示被動式投資策略的使用逐漸上升中。

另一個趨勢是投資人投資於 Smart Beta 商品的金額也逐漸上升中，過去兩年，投資人偏好另類加權指數的商品，其成長的速度比以市值加權的商品來得快。Longitude Research 曾對 Smart Beta 策略的使用進行調查，價值策略與低波動策略是目前最常被使用的策略；各分別有 39% 的回覆者已經採用價值策略與低波動策略，而 34% 的回覆者係採用均等權數 (Equal Weighting) 策略，有 24% 的回覆者是採用動能策略，20% 的回覆者是採用收益為主的策略，12% 的回覆者則採用高品質策略。

伍、亞洲與新興市場投資

新興市場投資最受關注的焦點仍是中國大陸經濟。在整個結構性調整過程中，希望增加消費需求，但在房地產市場趨弱態勢下，消費依舊疲弱。考慮到物價走低與資金流出等因素，中國大陸積極趨向寬鬆貨幣政策，未來仍可能調降準備率與利息，一方面對市場提供流動性，另一方面降低企業融資成本。此外，物價水準走低，影響企業獲利，也會影響企業是否要再投資，因此，中國大陸貨幣政策會進一步寬鬆。而中國大陸經濟成長趨緩，許多投資者關切地方政府債務問題以及企業債務所引發的風險，也引發資金流出的問題，因此，中國大陸積極實施寬鬆政策的方向不會改變。

中國大陸對於房地產市場的政策係朝放寬的方向，希望藉由穩定房地產市場來提升相關的消費支出。另外，則是大量推動各項基礎建設投資，提升投資動能，因此，雖然中國大陸經濟成長趨緩，基本上仍是軟著陸。從投資的角度來看，投資者仍然必須注意貨幣政策寬鬆後的利率走向，目前短期利率仍高，未來是否能持續走低，將影響企業投資意願。而美國利率正常化的方向不會改變，升息的預期已促使美元升值，中國大陸內部資

金也會面臨資金外流的壓力，這一點必須留意。

新興市場的另一個焦點是印度，印度過去幾年曾經出現經濟停滯，2013 年 GDP 成長甚至是 10 年來表現最差，但新總理 Narendra Modi 執政後，其目標在於打造印度為國際製造中心，不再依賴傳統服務業。要實現這個目標，一些彼此相互聯結的領域，則須進行結構性改革。增加基礎建設投資明顯地是建立製造中心的首要課題，印度政府首先要解決土地取得的問題，因為地主擔心政府無法支付一個合理的價格。其次是勞動力問題，規模大的製造業需要高品質且富彈性的勞動力，印度政府必須進一步進行勞動改革。

儘管全球經濟成長疲弱，但亞洲地區總體經濟基本面仍然相當穩健，信用品質佳，中國大陸的經濟表現牽動整個亞洲區域的發展。外部需求穩定、貨幣政策穩健、油價下跌帶來的正面效益以及經濟改革所增加的動能等則是支撐亞洲地區穩健發展的重要因素。馬來西亞、印度及印尼因為油價走低而降低補貼，也改善了財政結構。印尼今年的經濟成長率將會再提升，印尼政府將會持續增加公共建設支出來刺激經濟，支撐經濟動能。

印尼的通貨膨脹相當和緩，因此今年印尼中央銀行

也降息因應，預期印尼的今年經濟成長率會較去年來得好，基礎建設計畫的推動，加上消費支出的提升均有助於今年的成長，印尼中央銀行必須讓匯率穩定，進而改善經常帳赤字。印度今年兩次降息，2014 年印度經濟成長率改善至 7%，IMF 預估印度經濟仍將溫和擴張，2015 年及 2016 年均可維持 7% 以上，印度持續政策改革、投資增加及低油價是支撐經濟的動力。南韓與泰國今年也都降息，兩國其實均面臨了通貨緊縮的壓力，以實質有效匯率來看，兩國貨幣今年以來均升值，但鄰近競爭國家的貨幣均趨貶，油價下滑更顯示南韓、泰國在短期內不會有通膨的問題，南韓今年的經濟成長率預估可達 3.5%，泰國預估今年經濟成長率可達 3.2%。

整體而言，中國大陸、印尼、印度、南韓、泰國均採降息措施，面對溫和經濟成長、普遍通貨膨脹率下滑的總體經濟環境下，亞洲國家的貨幣政策未來仍朝向寬鬆。

從投資的角度來看，美國貨幣政策趨向緊縮、強勢美元、日圓走弱、商品價格走低等現象仍將持續，而這些因素都會對新興市場經濟體產生負面影響，值得投資者注意。

陸、GE Store

美國奇異公司（General Electric Company；GE）在 2014 年收購了法國 ALSTOM 公司電力業務，希望提升綜效。此外，為了專注於零售金融業務，也分拆出 Synchrony Financial 公司公開上市。家電產品部分，則將 GE Appliances 出售給瑞典 Electrolux 公司，GE 公司最終希望透過收購、分拆及出售來提高 GE 公司的每股盈餘，追求長期性成長。

GE 公司提出 GE Store 理念，希望每一項業務都能提供技術、產品發展及服務三個面向予客戶，業務含蓋航空、電力與水處理、醫療、交通、石油與天然氣、能源管理等層面。GE 公司透過全球據點提供地區性服務，藉由技術創新為公司創造新的成長機會。

GE 公司認為基礎建設投資是全球經濟成長的重要動力，GE 將傾全力參與全球基礎建設。GE 發展噴射引擎，讓航空業有效率地使用燃料，所推出的燃料效率化渦輪機，也為客戶節省成本。GE 公司所推出的火車頭（locomotive）完全能符合新的環保標準。

GE 公司目前在一些具有潛在成長的市場，諸如東南亞國協、中國大陸、非洲等，積極參與基礎建設及一些

重要工程，GE 公司透過設立工廠、訓練中心、建立夥伴關係與提供融資等，以加速這些市場的發展。例如，GE 公司在印度提供客製化醫療產品，並將這些產品擴及至中國大陸及拉丁美洲等市場。為落實 GE 公司在地化策略，也與當地市場的企業建立夥伴關係，提供符合當地市場需求的產品與服務。GE 公司希望藉由技術、在地化、專案計畫發展與執行能力提供全方位服務。未來將在核心業務之外，擴展電力轉換、生命科學及航空電子技術等業務。

過去幾年，GE 公司在莫三比克 (Mozambique)、孟加拉 (Bangladesh)、印尼、秘魯、阿曼 (Oman)、菲律賓、阿根廷、巴拿馬、哈薩克、千里達 (Trinidad and Tobago) 等國均參與基礎設施之投資，並執行在地化策略，有良好的成功個案。未來有發展機會的國家，諸如衣索比亞、土庫曼斯坦 (Turkmenistan)、巴布亞新幾內亞 (Papua New Guinea ; PNG)、迦納共和國 (Ghana)、緬甸、查德共和國 (Chad)、厄瓜多爾 (Ecuador)、肯亞共和國 (Kenya)、烏茲別克斯坦 (Uzbekistan)、赤道幾內亞共和國 (Equatorial Guinea) 等，GE 公司將持續列為優先投資基礎建設的新市場。

柒、結語

此次出席 2015 年 3 月 26 日新加坡投資管理協會第 16 屆年會，係代表本會擔任座談會與談人，出席期間與來自其他國家代表、專業投資機構、保管機構、信用評等機構等交換意見與看法，獲益良多。

此次年會也對所有參加者就投資議題做了一個非正式調查，其結果如下：

- (一) 未來五年，產品創新、新銷售技術與即將到來的亞洲基金通行機制，將會對基金市場產生重大影響。
- (二) 公司營運管控的成本逐漸上升與缺乏產品創新將會是最大的威脅；而新科技發展與人口結構的改變則被視為是創新的關鍵驅動因素。
- (三) 2015 年最被大家所關注與擔憂的事項，則是美國升息與中國經濟成長趨緩。
- (四) 2015 年最有可能提供收益機會的地區，排名第一的是歐洲，其次是美國。

上述調查結果也是反映此次會議參加者對未來投資趨勢的看法，值得關注。