

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：Cohen & Steers 資產管理公司

摩根大通銀行

派赴國家或地區：美國紐約

出國期間：105/8/20-105/8/27

受訓姓名及職稱：呂組長明珠

馮稽核敏惠

彭專員建源

徐約聘國修

報告日期：105 年 10 月 27 日

目 錄

壹、受訓目的	1
貳、行程安排	1
參、本次受訓主題	3
一、COHEN & STEERS 資產管理公司	3
(一) Cohen & Steers 公司簡介	3
(二) Cohen & Steers 全球不動產股票投資團隊、投資流程及投資展望	5
(三) Cohen & Steers 全球基礎建設股票投資團隊、投資流程與投資展望	10
(四) Cohen & Steers 投資風險管理與法令遵循業務	16
(五) Cohen & Steers 上市實質資產及優先證券投資產品簡介	19
二、摩根大通銀行	26
(一) 摩根大通集團簡介	26
(二) 摩根大通全球保管業務	29
(三) 摩根大通有價證券借貸服務	33
(四) 摩根大通對 2016 年美國經濟及利率情勢展望	36
肆、受訓心得	41
伍、附錄	44
陸、相關參考資料	46

圖表目錄

圖 1：Cohen & Steers 組織架構圖	3
圖 2：Cohen & Steers 投資團隊圖	4
圖 3：Cohen & Steers 全球不動產股票投資團隊	5
圖 4：Cohen & Steers 全球不動產研究流程	7
圖 5：Cohen & Steers 全球不動產投資組合建構流程	8
圖 6：Cohen & Steers 全球基礎建設股票投資團隊	11
圖 7：Cohen & Steers 全球基礎建設投資組合建構流程	12
圖 8：Cohen & Steers 全球基礎建設次產業配置架構	14
圖 9：Cohen & Steers 實質資產投資範圍	20
圖 10：股票、債券與多元分散實質資產在不同階段之年化實質報酬率	21
圖 11：股票及債券低於長期平均時，多元分散實質資產之年化實質報酬率	21
圖 12：非預期通膨多元分散實質資產貝它值	22
圖 13：夏普值最大化之實質資產配置比重	23
圖 14：依債券至股票遞減排序之信用評等排名	24
圖 15：不同固定收益類型收益率分析	25
圖 16：不同類型固定收益指數產業別分析	25
圖 17：美國及歐洲銀行業資本比率	26
圖 18：摩根大通事業群組織圖	27
圖 19：摩根大通保管業務分布圖	28
圖 20：摩根大通保管交割作業流程圖	30
圖 21：摩根大通基金會計服務系統與流程	32
圖 22：摩根大通借券規模與客戶分析	34
圖 23：摩根大通借券作業流程圖	35
圖 24：美國就業市場分析	38
圖 25：美國物價水準與就業時薪分析	39
表 1：摩根大通 2011 年~2015 年資本支出金額	28
表 2：摩根大通對 2017 年經濟預估	37
表 3：摩根大通對美國 10 年期公債殖利率分析	37
表 4：摩根大通對美國各天期利率預估	40

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），及全球保管業務運作情形，以汲取相關專業知識與技能，並確保基金安全，於本會國外委託投資契約及保管契約均訂有辦理國外受託機構及保管機構實地受訓之規定。本（105）年度由本會財務組呂組長明珠率領相關同仁，於本年8月20日至8月27日至本會103年度國外委託帳戶Cohen & Steers 資產管理公司（以下簡稱Cohen & Steers）暨國外保管機構第一商業銀行之合作保管機構摩根大通銀行（以下簡稱摩根大通）之美國紐約營業處所辦理實地受訓。受訓期間由Cohen & Steers 之總裁暨投資長、全球不動產股票投資團隊、全球基礎建設股票投資團隊、風險管理部門、法令遵循部門等部門分別就公司簡介、全球不動產暨全球基礎建設之投資團隊、投資流程、投資展望、風險控管與法令遵循執行等議題進行說明。摩根大通則由公共關係部門、有價證券借貸部門及固定收益部門，分別就全球保管業務、有價證券借貸業務及對2016年美國經濟及利率情勢展望等議題進行說明。

貳、行程安排

日期	受訓機構	主題
105年8月22日至8月24日	Cohen & Steers 於美國紐約營業處所	1. Cohen & Steers 公司簡介。 2. Cohen & Steers 全球不動產股票投資團隊、投資流程及投資展望。 3. Cohen & Steers 全球基礎建設股票投資團隊、投資流程及投資展望。 4. Cohen & Steers 投資風險管理

		與法令遵循業務介紹。 5. Cohen & Steers 實質資產投資策略與優先證券投資策略產品介紹。
105 年 8 月 25 日	摩根大通於美國紐約營業處所	1. 摩根大通集團簡介。 2. 摩根大通全球保管業務。 3. 摩根大通有價證券借貸服務。 4. 摩根大通對 2016 年美國經濟及利率情勢展望。

- 一、Cohen & Steers 係由總裁暨投資長 Joseph Harvey、全球不動產股票投資組合經理人 Jon Cheigh、全球基礎建設股票投資組合經理人 Ben Morton 與其團隊、風險管理部門主管 Yigal D. Jhirad、法令遵循部門副主管 Adam Johnson 與其團隊、實質資產投資策略組合經理人 Vince Childers 與優先證券投資策略組合經理人 William Scapell，分別就公司簡介、投資團隊、投資流程、投資展望、相關風險控管機制與法令遵循執行，以及實質資產與優先證券等另類投資產品等議題進行報告。
- 二、摩根大通係由公共關係部門董事總經理 Christine S. Kamil、全球保管業務副總裁 Luke B. Wahwerit、有價證券借貸部門執行董事 Brendan E. McCarthy、固定收益部門董事總經理 Jay Barry 及執行董事 Karl E. Yeh，分別就集團簡介、全球保管業務、有價證券借貸業務及對 2016 年美國經濟及利率情勢展望等議題進行報告。

參、本次受訓主題

一、Cohen & Steers 資產管理公司

(一) Cohen & Steers 公司簡介

本會 103 年度全球不動產及全球基礎建設股票型受託機構 Cohen & Steers Capital Management, Inc. (以下簡稱 Cohen & Steers) 為 Cohen & Steers, Inc. 百分之百持有之子公司 (詳下圖 1)。

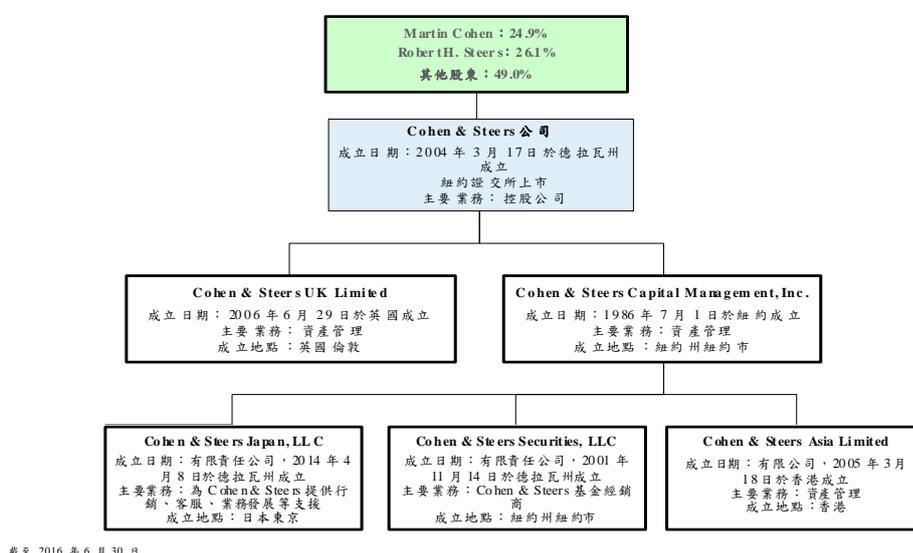


圖 1：Cohen & Steers 組織架構圖

Martin Cohen 與 Robert Steers 於 1986 年創立 Cohen & Steers，為第一家專精於 REIT 投資之管理機構，為促使產品內容豐富化與多元化，該公司於 1999 年推出收益導向之優先證券投資策略，2003 年推出上市基礎建設投資策略，2004 年 Cohen & Steers, Inc. 於紐約證交所掛牌上市 (紐約交易所代碼：CNS)，2011 年於東京成立客戶服務辦事處，並推出業主有限合夥 (MLPs) 策略，2012 年推出實質資產多重投資策略及有限存續期間優先股策略，2013 年推出天然資源股票投資策略。Cohen & Steers 強調專業主動式管理，

專精於投資不動產、特別股及原物料大宗商品等具高流動性之另類資產，截至 2016 年 6 月 30 日止，Cohen & Steers 管理資產規模為 587 億美元，其中美國客戶占管理資產之 63%，非美國客戶占管理資產之 37%。

董事長 Martin Cohen 與執行長 Robert Steers 分別擁有 Cohen & Steers, Inc. 24.9% 與 26.1% 之股權，其餘股權則由 Cohen & Steers 員工與其他投資大眾持有。Cohen & Steers 總部設於美國紐約，另在倫敦、香港、東京及西雅圖設有營業據點，員工人數逾 250 人，投資團隊占總員工人數比超過 20%，平均資歷達 20 年，Joseph Harvey 為 Cohen & Steers 之投資長（詳下圖 2）。

Cohen & Steers Investment Teams

REAL ASSETS					FIXED INCOME	EQUITY	
Real Assets Multi-Strategy	Global Listed Infrastructure MLPs	Commodities	Global and Regional Real Estate Securities	Natural Resource Equities	Preferred Securities	Large Cap Value	Closed-End Funds
Portfolio Manager Vince Childers	Portfolio Managers Bob Becker Ben Morton Tyler Rosenlicht ⁽¹⁾ 5 Analysts	Portfolio Managers Nick Koutsoullas Ben Ross 2 Analysts/Associates ⁽²⁾ 1 Portfolio Specialist	Portfolio Managers Jon Cheigh Tom Bohjalian 6 Additional PIMs 13 Analysts/Associates	Portfolio Manager Christopher Rhine 2 Analysts ⁽³⁾	Portfolio Managers William Scapellato Blaine Zaharuk-Nikas 3 Analysts	Portfolio Managers Rick Helm Christopher Rhine 2 Additional PIMs 2 Analysts/Associates ⁽⁴⁾	Portfolio Manager Doug Bond ⁽⁵⁾ 1 Associate ⁽⁶⁾
New York	New York, London and Hong Kong	New York	New York, London and Hong Kong	Seattle and New York	New York	Seattle and New York	New York

圖 2：Cohen & Steers 投資團隊圖

(二) Cohen & Steers 全球不動產股票投資團隊、投資流程及投資展望

1. 全球不動產投資團隊

Cohen & Steers 採用團隊合作之方式管理全球不動產投資組合。全球不動產投資團隊主管 Jon Cheigh，與區域投資組合經理人 Chip Mckinley (全球)、Jason Yablon (美國)；Gerios Rovers、Rogier Quirijns (歐洲)；及 William Leung、Luke Sullivan (亞太區) 等 6 人共同決定區域及國家權重，所有區域經理人都能提出想法參與決策。Jon Cheigh 負責最終之投資組合建構決策，並確保配置比例符合與遵守公司之投資紀律，同時須向投資長 Joseph Harvey 負責。

投資團隊建立投資組合架構後，將依據決策結果分配至各個區域經理人執行，各區域經理人將由各個區域之不動產有價證券分析師及專業交易人員負責提供支援(詳下圖 3)。

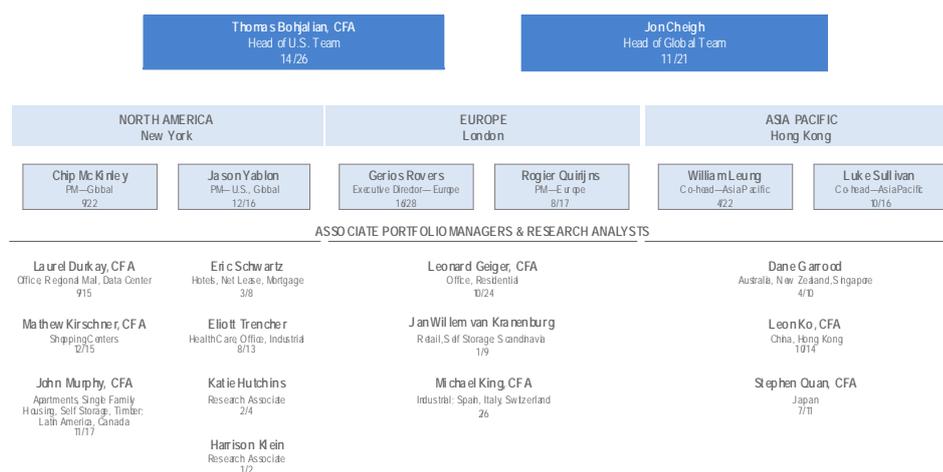


圖 3：Cohen & Steers 全球不動產股票投資團隊

2. 投資流程

Cohen & Steers 認為若要取得更好之分析資訊並產出精準之預測結果，投資團隊必須以投資標的物之所在市場作為基本面研究重心。Cohen & Steers 採取整合式架構，在全球主要市場派駐投資團隊，藉由嚴謹、完全整合之投資流程，運用相對投資價值建構投資組合，投資於可望創造最佳風險調整後報酬之公司。有關 Cohen & Steers 全球不動產之投資研究與投資組合建構流程說明如下：

(1) 投資研究

Cohen & Steers 於紐約、倫敦與香港派駐有投資組合經理人、分析師及交易員。美國市場分析師主要以不動產類別劃分研究範疇，歐洲與亞太地區則以國家別作為劃分研究依據。由於美國不動產投資大多集中持有單項不動產類別，因此以不動產類別作為劃分研究範疇。而以國家別劃分歐洲與亞太市場分析範疇，有利分析師深入了解當地不動產市場與經濟環境。透過歐、美、亞三地攜手合作，投資團隊針對投資範疇中大約 400 檔有價證券進行分析與預測。

Cohen & Steers 全球不動產有價證券分析師運用基本面、質性研究，以及股利折現模型預估各企業資產淨值與企業價值。通常由資深投資組合經理人負責定義各種總體經濟假設，作為每位分析師進行預測分析時所依循的架構，以統一流程評估市場、經濟風險、與投資契機，確保在投資組合建構流程中，維持相對價值的一致性。

在個股分析方面，Cohen & Steers 投資團隊運用獨有之資產負債表評等法，分析企業財務體質與籌資執行營運計畫的能力。投資團隊依據量化標準，為投資範疇

內之各個企業進行評等，共分為 A 至 F 六個等級。投資團隊還運用競爭門檻、競爭態勢、盈餘與資產淨值潛在成長動能、現金流量穩定性、供需趨勢等因子，評估標的企業特性，另一方面，不動產企業之組織架構、薪酬與獎勵、潛在利益衝突、公司治理、企業透明度等亦在評估範圍內，以確保企業基本面已反映在股價上（詳下圖 4）。

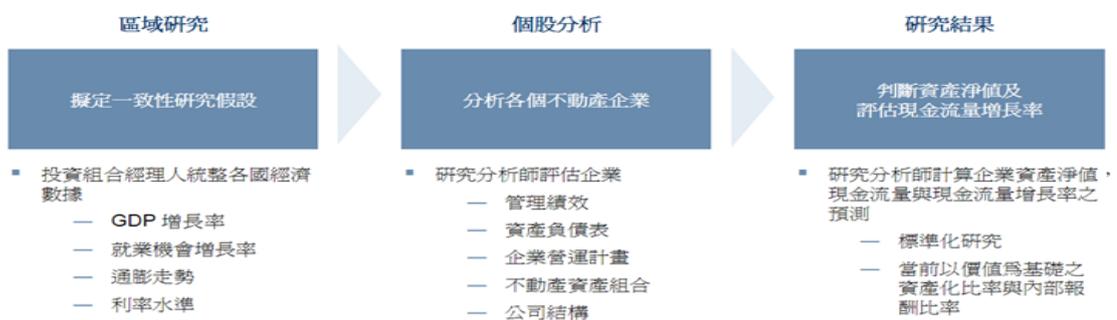


圖 4：Cohen & Steers 全球不動產研究流程

(2) 投資組合建構

Cohen & Steers 運用專有之投資評價模型，並以「股價與資產淨值比率」及「股價與股利貼現值比率」等兩項數據決定全球不動產證券之排名。Cohen & Steers 認為前述兩項數據是決定不動產證券估值的首要因素。根據分析師之預估結果與投資評價模型，可用以發現投資範疇中價值遭到低估或高估之證券，進而強化建立投資組合建構流程。此外，Cohen & Steers 亦利用大量之統計變異數 (statistical variances)，根據每檔證券目前價格，建議目標權重，針對統計方面之離群值則依據風險參數設定絕對權重，並不受指數權重之影響。隨著估值改變，資金將在各檔證券之間輪動。

Cohen & Steers 全球投資組合經理人與區域投資組

合經理人共同決定區域配置比重。除了考慮各國總經架構，亦根據各國獨有之股市動能進行調整。每一位投資組合經理人皆可提出投資題材並參與投資決策。Jon Cheigh 擁有最終之投資組合建構決定權，並確保配置比重皆遵循應有之投資紀律與風險管理準則。建構完成後之投資組合大約持有 70 至 100 檔不動產有價證券，分散配置於不同國家與不動產類別，而個別證券權重通常不會超過 8%（詳下圖 5）。

全球不動產投資團隊每週召開全球電話會議一次，會中所有投資組合經理人一同檢視並調整全球投資組合。Jon Cheigh 每週另外與歐洲及亞太地區投資團隊召開電話會議一次，會中由分析師報告企業與區域研究成果。此外，各地投資團隊則每天自行召開投資會議一次。

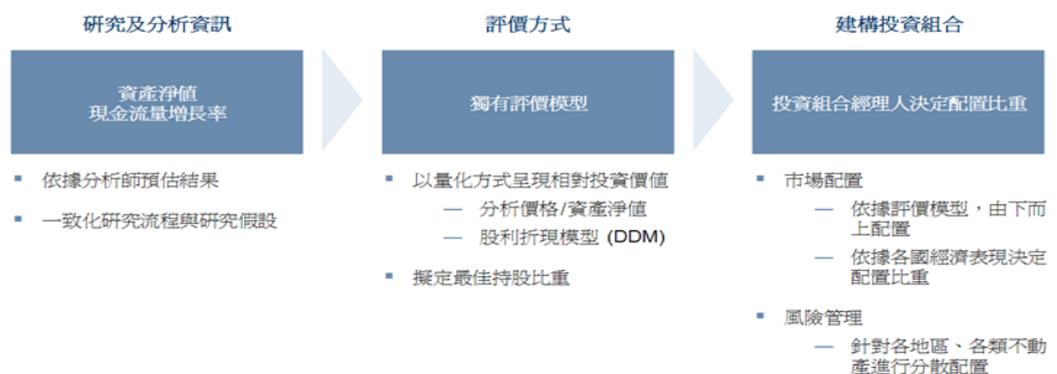


圖 5：Cohen & Steers 全球不動產投資組合建構流程

3.投資展望

Cohen & Steers 認為全球經濟將呈現溫和成長，低利率或負利率的投資環境下，將抵銷全球經濟增速低於平均水準之負面影響。此外，全球信用市場及能源生產國的經濟狀況，已隨著大宗商品價格回升而出現逐漸改

善，惟隨著景氣循環進入末期，積極審慎選股極為重要。

區域市場方面，看好美國不動產市場，由於美國經濟穩健成長、不動產新增供給有限及美國聯準會立場溫和，且隨著租用率與租金回升，預期相關市場應能持續吸引可觀資金進駐，惟目前估值吸引力不如以往，已開始減碼美國不動產市場。產業布局偏好景氣循環特性不明顯及估值具吸引力之 REIT，預期在經濟溫和成長的環境下，這類公司的成長特性將可發揮防禦功能。

英國方面，英國脫歐協商流程至少需耗時兩年時間。為了維持金融體系穩定，英國央行將採取更多振興措施，根據 Cohen & Steers 基本假設，英國經濟將在 2017 年陷入停滯，2016 年經濟成長率約為 1.5%。對經濟方面之長遠影響，將取決於英國與歐盟的協商結果。產業布局，對倫敦商辦與住宅市場抱持極為審慎立場，偏好自助式倉儲、物流、學生宿舍、醫療保健等物件，主要為英國自助式倉儲市場相較美國市場，租用率相對偏低，尚未發展成熟，後續成長潛力值得期待。另電子商務不斷成長，可望刺激物流不動產需求。醫療保健不動產業者，主要受惠穩定、具防禦性之現金流量成長，因為租金係由英國國家健保局（National Health Services）支付。此外，此類公司在景氣較差時通常擁有抗跌優勢。

歐陸方面，英國脫歐已為歐陸帶來政治風險，公投結果可能鼓勵其他歐洲國家考慮脫離歐盟。另依據歐洲央行總裁表示，英國脫歐可能導致歐元區未來 3 年之累計經濟成長率減少 0.3%~0.5%。預估歐洲央行至少會維持目前寬鬆政策，因為該行希望保護歐洲，抵禦外部衝擊，包括英國脫歐帶來之相關威脅。產業布局，偏好歐

陸主要城市具有龍頭地位之購物中心與德國住宅市場。

亞太市場方面，看好日本不動產投資信託(J-REIT)及開發商。由於東京商辦租用率與租金皆有明顯成長，租金上揚帶來助力，若干商辦 J-REIT 之內部成長率可望回升。香港商辦及零售地產表現不佳，主要受到中國成長趨緩、觀光支出減少及當地景氣降溫所致，但由於股價已過度反應，已開始加碼估值具吸引力之大型、多元化業主，因為其擁有香港最重要之商辦與賣場，這類個股將在經濟成長趨緩時發揮絕佳防禦功能。澳洲經濟在最近幾個月內回穩，成長率雖然低於趨勢值，卻相當穩定，澳幣貶值也有助於國內消費，看好主要城市之購物中心。新加坡經濟屬於開放式經濟，英國脫歐或將不利於該國，審慎看待新加坡商辦 REIT，因為接連不斷的新增供給，抑制市場租金行情，看好優質零售不動產業主，這類公司盈餘可望在經濟環境疲弱不振期間安然持穩。

(三) Cohen & Steers 全球基礎建設股票投資團隊、投資流程與投資展望

1. 全球基礎建設投資團隊

Cohen & Steers 全球基礎建設上市有價證券投資團隊共有 8 位專業投資人員。資深副總裁 Robert Becker 與 Benjamin Morton 擔任全球基礎建設上市有價證券投資組合之資深投資組合經理人，掌管全球基礎建設之研究與投資活動，並由兩人負責基礎建設上市有價證券投資組合之最終投資決策（詳下圖 6）。

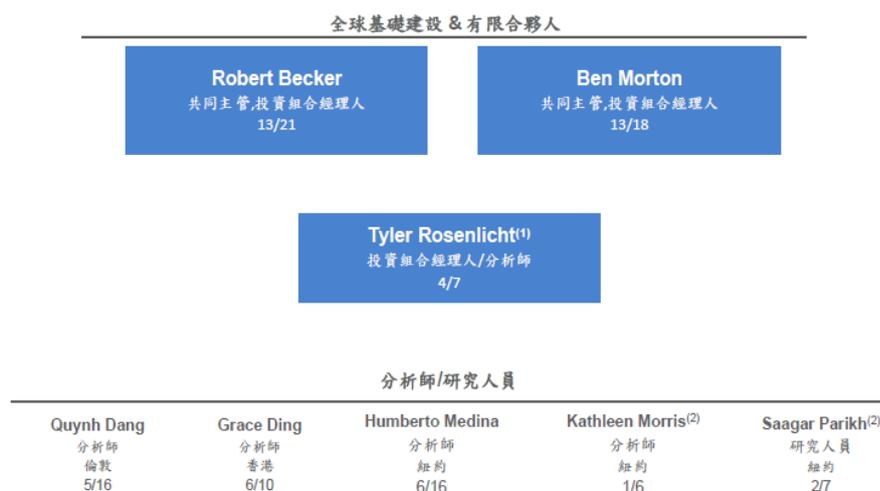


圖 6：Cohen & Steers 全球基礎建設股票投資團隊

2、團隊資源

投資組合經理人 Robert Becker、Benjamin Morton 與 Cohen & Steers 全球投資委員會合作，運用全球投資委員會提供之全球總經觀點與市場分析，打造經濟展望架構並型塑總經假設條件。在投資長 Joseph Harvey 與總經策略分析師 Michael Penn 帶領下，Robert Becker、Benjamin Morton 與其他全球投資策略經理人，定期召開會議並討論總經觀點。此外，基礎建設投資團隊運用公司主動式大宗商品投資團隊與天然資源股票團隊提供之研究資源與知識，作為研究輔助資訊，特別是針對管線與公用事業類股。

3.投資決策流程

Cohen & Steers 投資流程起自於界定核心全球基礎建設投資範圍，及分析師對於基本面、法規發展趨勢，及投資範圍內所有公司財務狀況等看法。Cohen & Steers 採用專屬總體產業看法，依據若干重要因素，將基礎建設各個次產業相對吸引力，予以排序。一旦建立起不同

次產業權重後，投資組合經理人將依據分析師主導之基本面研究與估值模型，決定適當個別證券權重，全球基礎建設投資流程詳下圖 7。

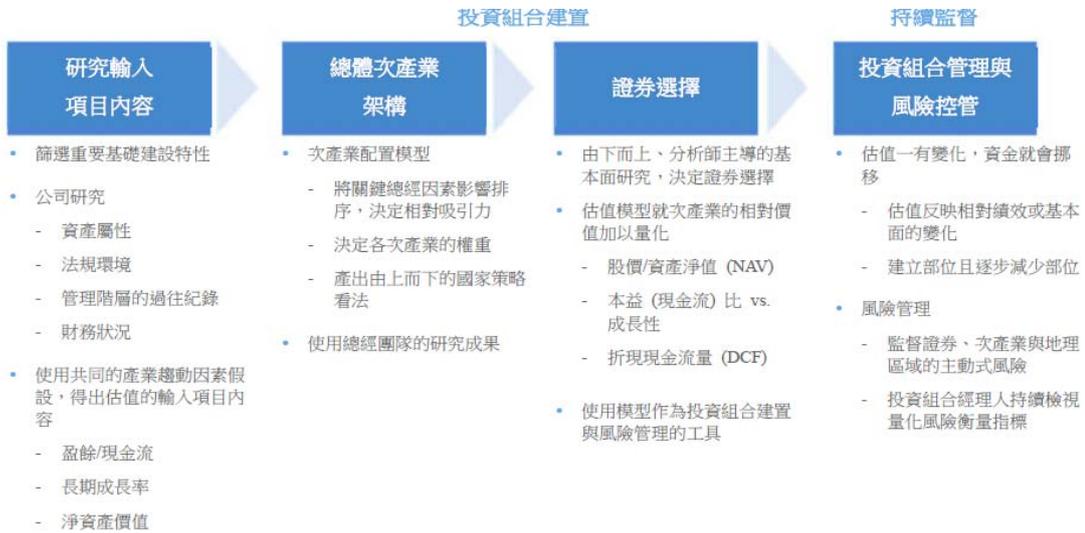


圖 7：Cohen & Steers 全球基礎建設投資組合建構流程

(1) 投資哲學與範圍

Cohen & Steers 認為投資公開上市基礎建設公司不僅具備未上市基礎建設公司的優點，同時也享有流動性、透明度、分散風險及每日市場訂價的特性。如前所述，Cohen & Steers 投資流程起自於界定核心全球基礎建設投資範圍，而基礎建設次產業投資範圍，包括了機場、油管、海港、鐵路、通訊基礎建設、收費道路、公用事業與水力等產業之公司。有些資產管理業者會將基礎建設投資範圍擴大，納入原物料、營造、工程及航運等更多週邊產業。惟 Cohen & Steers 認為，過度配置於此等景氣循環特性明顯的產業，將提高投資組合與整體股市之相關程度，同時亦降低基礎建設多元化配置之優勢。惟透過投資於可提供合約性營收及與通膨連結之現金流量之基礎建設資產的核心業主與營運商，方能提供更具潛力之總報酬與低波動性，

以及與整體股市和固定收益市場之低相關性。依據前述選股哲學，目前已明確界定出涵蓋約 350 家公司、市值總額達 3 兆之全球上市基礎建設投資範圍。

(2) 研究流程

分析師研究範圍涵蓋前述約 350 家公司，針對基本面、法規趨勢與公司財務狀況，分別提出獨立看法。為完成相關研究工作，分析師將絕大多數時間用於各地市場，包括會見公司管理階層、造訪各公司資產以及各地主管機關。分析師自行提出各公司盈餘、現金流及股利成長潛力之預測數字。其中在估值模型當中使用若干衡量指標，包括本益比、本益比相對於長期成長率的比率、折現現金流量、企業價值倍數、企業價值倍數相對於長期成長率之比率，以及價格淨資產價值比，針對個別基礎建設次產業，選定最有效之指標。這些指標作為公司專有估值模型的輸入項目，並在個別次產業內依所有證券相對吸引力進行排序。

投資組合經理人 Robert Becker 與 Benjamin Morton 為分析師提供總體假設，作為預測基礎建設次產業公司財務數字的輸入項目。Cohen & Steers 全球投資委員會並為其提供全球市場之專業知識。運用委員會之全球總經觀點，提供經濟展望架構並作出總經假設。全球投資委員會定期舉行會議，討論公司總經觀點，委員會主席為投資長 Joseph Harvey，成員為各項全球策略之基金經理人。此外，公司也會使用券商之研究報告與產業顧問等外部研究，補強公司專有內部研究作業。

(3) 建構投資組合

一旦界定出投資範圍，且分析師已完成由下而上之公司基本面研究，將使用自行研發的總體產業綜合研究方法，為基礎建設次產業之投資吸引力予以排序。通常加碼的是經過基本面與價值面篩選，兩方面均具優勢之次產業，至於並未同時符合兩項篩選標準的次產業，則維持市場權重或予以減碼。有關 Cohen & Steers 最新之基礎建設次產業配置架構詳下圖 8。

	法規週期 10%	經濟週期 40%	信用週期 30%	原料週期 10%	產業基本面 10%	總體評分 100%	評價分數
	法規風險升遷	經濟趨於穩定	寬鬆/升息	能源/商品各產			
收費公路	3.0	2.0	2.0	4.0	3.0	2.4	2.4
再生能源	3.0	3.0	2.0	2.5	1.5	2.5	2.2
機場	3.0	2.0	2.5	4.0	3.0	2.6	3.9
整合式電力產業	3.5	2.5	2.0	2.5	4.0	2.6	2.9
中游能源	2.5	3.0	2.0	2.0	3.5	2.6	2.3
貨運鐵路	2.5	2.0	3.5	2.5	2.5	2.6	2.8
塔台	2.0	3.0	2.5	3.0	2.5	2.7	3.7
海運	2.5	2.0	4.0	3.0	3.5	2.9	2.4
天然氣分銷	3.5	4.0	2.0	3.5	2.5	3.2	3.3
受管制電力	3.5	4.0	2.0	3.5	3.0	3.2	3.9
水利	2.5	4.0	3.0	3.0	1.5	3.2	5.0
旅客鐵路	2.0	3.5	4.0	3.0	4.0	3.5	1.2
樞屋	2.0	4.0	4.0	3.0	4.5	3.8	1.0

1 佳	3 中立	5 劣
2 尚可	4 欠佳	

圖 8：Cohen & Steers 全球基礎建設次產業配置架構

決定次產業布局後，投資組合經理人 Robert Becker 與 Benjamin Morton 便使用分析師打造之個別證券相對估值模型產出結果，使用個別次產業最適合估值指標，量化各個次產業的相對價值。一般常運用折現現金流量分析判定淨資產價值，並鎖定投資組合模型中嚴重被低估之證券，大舉加碼；對於股價最被高估的公司，則予以大幅減碼或零持股。投資部位將會依據相對價值的決定因素（相對績效或基本面的變化），在個別證券或產業族群之間重新調整配置。

Cohen & Steers 相信基本面的任何正面或負面發

展，皆會反映於估值上。透過團隊頻繁互動，以確保模型與投資組合內容確切反映投資團隊之最新看法。投資團隊每週召開三次視訊會議，亦涵蓋駐守於倫敦與香港之分析師。有關投資組合的電子郵件，均副知團隊全體成員。投資組合經理人會依據上述論壇活動討論的想法，調整投資組合內容。此外，投資組合經理人對於風險控管、分散配置、流動性與其他因素的判斷也均納入考量。透過上述流程，最後建置出由 50 至 80 檔證券組成之投資組合，而個別證券權重通常不會超過 6%。

(4) 區域和國家選擇

國家配置主要反映產業和個股選擇流程產出的結果，在地理區域上的配置，取決於各個國家的上市基礎建設投資範圍的規模。目標在於分散投資組合的國家配置，權重將接受風險管理委員會的監督。Cohen & Steers 目前對北美、歐洲和亞太地區的配置比例相對於指數配置比重區間為 $\pm 10\%$ ，區域最高配置比例通常不得超過投資組合的 60%。新興市場在投資組合中的占比通常不得超過 15%。

4.投資展望

Cohen & Steers 認為全球基礎建設投資環境在未來一年仍將偏多，主要在於此類資產具備實體資產及可預測現金流等特質，仍將持續獲得投資人青睞，至於資本密集產業也將受惠於全球寬鬆貨幣政策延續。儘管英國可能會經歷國內經濟衰退，歐洲也可能受到政治變數增加之波及，但全球經濟未來幾月仍將呈現溫和成長。因為各國央行行為防範政局動亂的負面效應，可望延續高度

寬鬆貨幣政策。例如，歐洲央行可能擴大量化寬鬆計畫，同時美國聯準會升息時程可能將再延後，利率水準長時間維持低檔，對資本密集產業而言，算是利多因素，而基礎建設公司所經營之事業，也在受惠之列。

Cohen & Steers 堅信，以下若干因素亦將提振基礎建設類別之結構性與成長性，包含過往投資不足，帶來了多項重大資本支出計畫的機會，同時各地新興市場持續仰賴基礎建設資產的開發，以支撐經濟成長。另外民營化趨勢未來仍將持續，若干資產已在 2016 年度順利出售，且仍看到愈來愈多投資人對於相關資產類別興致勃勃。

Cohen & Steers 目前對全球基礎建設各次產業之投資看法如下：公用事業雖然價值面已不便宜，但因全球已開發國家之低利環境將支撐其表現，惟受管制及非受管制業務表現開始分歧。中游能源產業在經歷艱困的 2015 年之後，2016 年原物料價格改善，已讓交易對手風險及信用風險下降，惟運輸量決定未來成長性。美國貨運鐵路運輸量依然不佳，抵銷了成本削減及提升效率的努力，歐洲機場載客量成長可能趨緩。歐洲塔台公司基本面強勁，價值面優異，惟缺乏整併題材。

(四) Cohen & Steers 投資風險管理與法令遵循業務

1. Cohen & Steers 風險管理情形

Cohen & Steers 為致力於營造濃厚的風險管理文化，設有投資風險委員會，由計量及衍生性商品投資策略總監 Yigal Jhirad 擔任委員會聯席主管，其他成員包含投資長、營運長、財務長、法務長、會計長、法遵長及科技長等人。投資風險委員會的主要職責為負責管理投

資風險，以及公司可能面臨的其他風險，例如交易對手、流動性與營運風險。投資風險委員會每兩週開會一次，定期檢視並討論投資組合風險與公司面臨之其他風險。各項策略首席經理人向委員會提出簡報，透過「量」與「質」的角度檢視投資組合布局，經由彼此間的溝通交流，與會者可檢視投資組合布局與投資風險，同時以釐清各項風險曝險項目。

Cohen & Steers 所使用的風險控管系統，包含自行研發專有的多元資產風險系統 (CNSRisk)，以及多項外部風險控管系統工具，例如 Barra Aegis、BiSam、FactSet、Bloomberg 等，以衡量各項策略之相關風險，瞭解投資組合風險特性全貌。上述風險管理模型與系統均彼此相容。舉例來說，自行研發的 CNSRisk，係以歷史模擬為基礎方法，Barra 則是以基本面因素作為基礎方法。由於所有風險模型與系統均有其隱性假設，因此在評估波動性與相關性上勢必有其限制。Cohen & Steers 會從更廣泛的脈絡，看待風險管理系統，Cohen & Steers 認為風險管理系統的主要功能在於提供指引，協助設定切合整體投資流程架構，以及提升投資與總體層面的研究分析結果。因此，投資風險小組會和投資組合經理人，持續檢視相關系統，討論模型的產出和假設與當前市場環境的關係，確保投資組合經理人得以有效率地在投資流程中採用分析結果。

除了上述正式的投資風險委員會外，投資組合經理人亦與法規遵循及行政部門合作，持續監控風險。每日透過多元布局策略、基本面研究及估值模型以管理投資

組合風險。以下就全球不動產及全球上市基礎建設之日常風險控管措施說明如下：

- (1) 明訂投資組合中個股權重上限，各區域/國家配置比重亦訂有區間範圍，以確保投資組合已充分多元布局。例如全球不動產投資組合中個股權重通常不得超過 8%，投資組合中北美地區相對於指數配置比重區間為 $\pm 15\%$ ，歐洲及亞太地區相對於指數配置比重區間為 $\pm 10\%$ 。全球上市基礎建設投資組合中個股權重通常不得超過 6%，投資組合中北美、歐洲與亞太地區相對於指數配置比重區間為 $\pm 10\%$ ，新興市場在投資組合中所占的比重，通常不會超過 15% 等。
- (2) 依據估值模型推薦之投資組合，分析加碼/減碼部位與建議的絕對權重。
- (3) 投資組合經理人與全球研究團隊，每兩週檢閱一份詳盡之風險報告，報告內摘述投資組合整體風險概況。報告內容包括波動率/beta 值、流動性分析、追蹤誤差、持股流動性與集中度分析、類股與地理區域分布、歷史跌幅、壓力測試、情境分析及績效歸因分析等相關資料。
- (4) 依據估值模型與類別總經觀點，以嚴謹的方式決定個股賣出時點。

2. 法規遵循業務介紹

Cohen & Steers 法務與法規遵循團隊係由法務長暨執行副總裁 Francis Poli 領導，其下負責管理零售、公司機構及法規遵循等部門。Lisa Phelan 為法規遵循長，直接向 Francis Poli 負責。法令遵循單位共有 11 名專員，

其中 6 名專員負責投資組合監督、交易控管及報告，4 名專員負責測試、政策及流程，1 名法務顧問負責分析即將實施之新法及現行法令規範，提供指導意見。

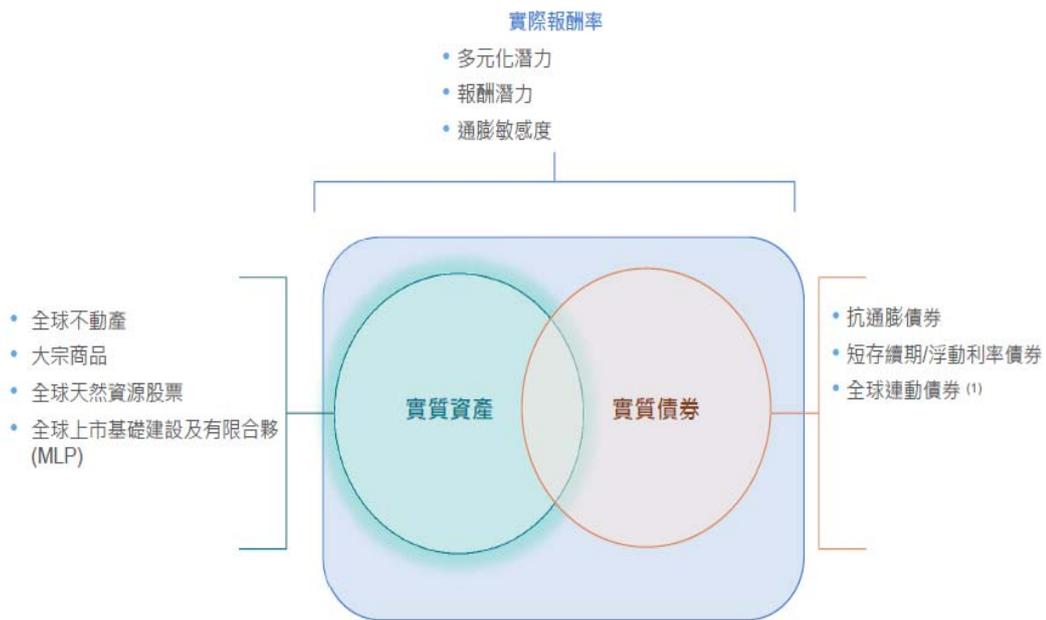
法務與法規遵循部門主要為負責確保 Cohen & Steers 遵循營運所在地區或投資服務與產品提供地區之法令規定，並調查各國法令規章，必要時亦借重外部法律專家的協助。Cohen & Steers 之法規遵循計畫相當完整，可監控全球各國之交易、客戶註冊地、基金管理作業等，相關資訊皆納入 Cohen & Steers 全球法規遵循政策當中，並在所有員工加入公司時告知，且每年重新告知一次。隨著各地區業務活動之發展與改變，法務與法規遵循部門將持續研究法律與法規需求，確保一切活動之合法性。此外，所有 Cohen & Steers 關係企業與公開發行之產品均需受政府主管機關之監督。

(五) Cohen & Steers 上市實質資產及優先證券投資產品簡介

1. 上市實質資產投資產品簡介

Cohen & Steers 認為具流動性之上市實質資產市場將持續加速成長，因為「安全避風港」資產概念需求不斷增加。由於此類資產在投資人眼中具備可分散風險、具流動性及總報酬與收益誘人等特性之有形實質資產。流動性實質資產類別在過去幾年內大幅成長，根據統計自 2011 年第 1 季至 2016 年第 1 季的成長率約達 45%，且越來越多的投資人開始體認到流動性實質資產的效益，因此，該類別資產投資預估將持續成長。Cohen & Steers 建議流動性實質資產的投資人應長期持有這類資產，持有期間應與私募實質資產的投資相近，投資期至少應為 3 至 5 年。

Cohen & Steers 所界定之實質資產投資範圍包含全球不動產、大宗商品、全球天然資源股票、全球上市基礎建設及有限合夥 (MLPs) 等多項，與實質債券投資範圍之抗通膨債券、短存續期/浮動利率債券、全球連動債券等之屬性有部分重疊，特別是在抗通膨、流動性及穩定收益等性質部分。關於實質資產投資範圍詳下圖 9。



2016年6月30日資料
 所有意見及看法皆以發表日為準，可能變更，恕不另行通知，概不保證本投影片內的任何市場預測必然實現，不保證上述歷史走勢必能於未來重演，也無法準確預測何時開始此等走勢。
 (1) 全球連動債券以非美國的過期連動政府公債為代表。

圖 9：Cohen & Steers 實質資產投資範圍

Cohen & Steers 認為投資多元分散實質資產將具有以下優勢：

(1) 在各個市場循環階段，實質資產可提供誘人報酬

分析 1973 年 1 月至 2016 年 3 月股票、債券與多元分散實質資產之年化實質報酬率，發現在大多數時候，多元分散實質資產能提供投資人相對優於債券之正報酬（詳下圖 10）。

股票、債券、多元配置實質資產的年化實質報酬率
 股票及債券績效，1973年1月至2016年3月

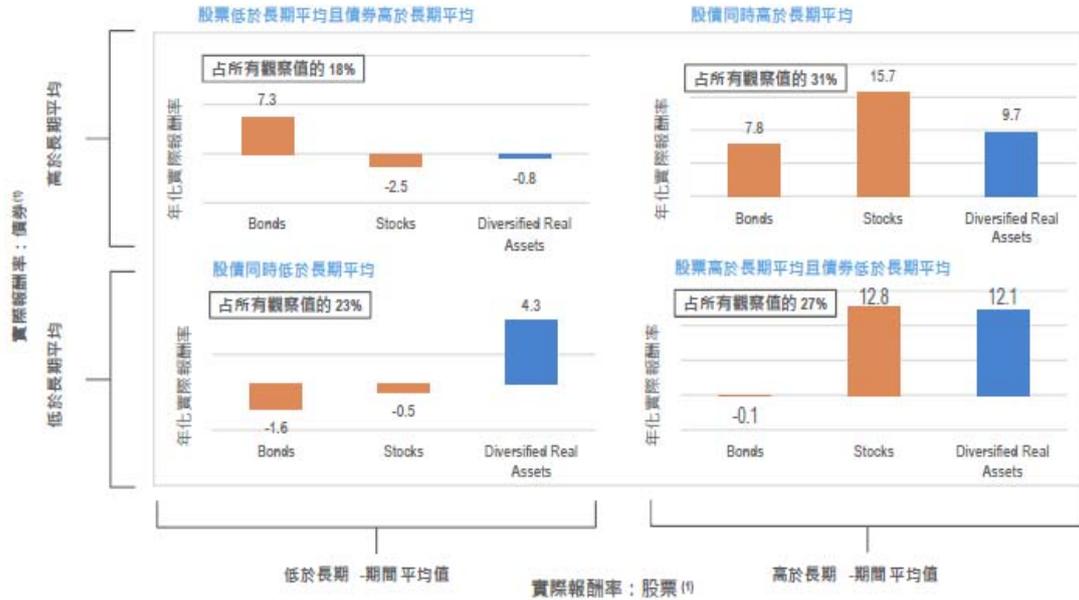


圖 10：股票、債券與多元分散實質資產在不同階段之年化實質報酬率

(2) 在股票與債券同步走弱階段，多元分散實質資產能提供較佳報酬

分析股票與債券績效皆低於長期平均之期間，多元分散實質資產能提供較佳報酬，且多元分散實質資產組合內所包含之次產業，也都能提供正報酬（詳下圖 11）。

股票及債券績效皆低於長期平均的期間
 平均年化實質報酬率⁽¹⁾
 1973-2016

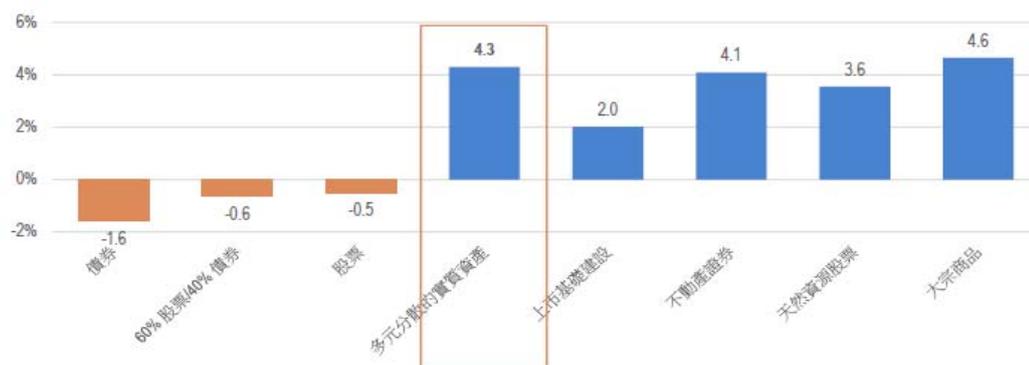


圖 11：股票及債券低於長期平均時，多元分散實質資產之年化實質報酬率

(3) 非預期通膨期間，實質資產表現特別良好。

非預期通膨係指當期已發生之實際通膨年增率，相較於前一年市場預期通膨，兩者之間的差異數。經分析實質資產報酬率與非預期通膨變動之間的連動性，多元配置實質資產貝它係數達 3.3，優於債券及股票的-2.1 及-0.3，其中大宗商品及天然資源股票貝它係數分別為 6.7 及 3.9，是非預期通膨期間多元分散實質資產貝它係數的主要來源（詳下圖 12）。

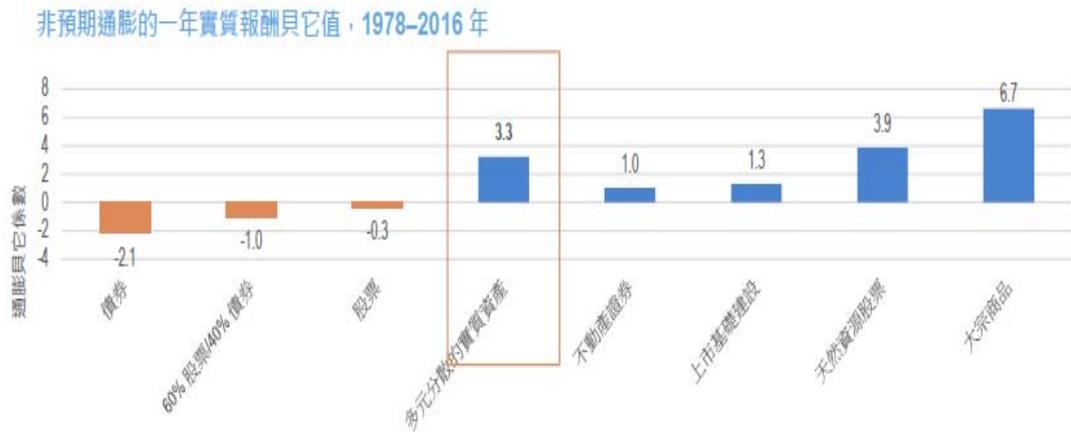


圖 12：非預期通膨多元分散實質資產貝它值

(4) 透過分散布局各類實質資產之長期策略，可妥善管理實質資產之波動性。

夏普指標是經過風險調整後的績效指標，用來衡量每單位總風險，所能得到的超額報酬，夏普指標愈高，表示在考慮總風險因素後的報酬愈高。因此，透過分散布局各類實質資產之長期策略操作，配置出夏普值最大化的投資組合（詳下圖 13）。

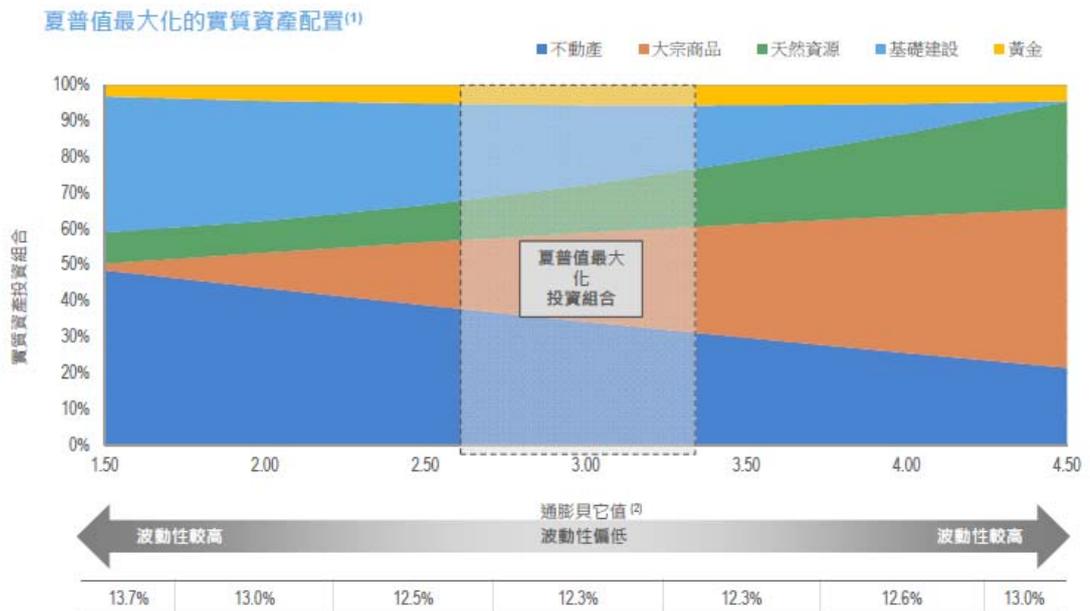


圖 13：夏普值最大化之實質資產配置比重

2. 優先證券投資產品簡介

優先證券係指相較於普通股，具有取得公司股利及資產之優先權利，但受償順位低於債券持有人及其他債務人之特質。優先證券類型包含傳統型優先證券（永久存續期間股票，惟發行機構通常具有買回權）、混合型優先證券（次順位債券形式，到期日通常在 30 年以上）及或有資本(CoCo)證券（非美國發行機構以美元及外幣發行，若資本低於預定觸發水位，可降低帳面價值或轉換為普通股）等三大類（詳下圖 14，優先證券與普通債券、普通股之信用評等與資本結構順序）。

優先證券之發行機構通常為銀行及保險公司、公用事業、管線及能源公司、不動產投資信託 (REIT)、電信和工業公司等，其中銀行及保險公司發行規模最大，約占優先證券市場發行規模 75%，金融機構發行優先證券

主要基於監管資本及信用評等目的，以及新的資本形式崛起，包括或有資本證券。

信用評等排名	評等範例 (穆迪/標準普爾)	
	摩根大通	美國銀行
優先無擔保債券	A3/A	Baa1/A-
次順位債券 (第 2 級)	Baa1/A-	Baa3/BBB+
混合型信託優先證券 (成為第 2 級)	Baa2/BBB-	Ba1/BB
傳統優先證券 (第 1 級)	Baa3/BBB-	Ba2/BB
普通股		

債券評等最高，
股票評等最低

圖 14：依債券至股票遞減排序之信用評等排名

Cohen & Steers 認為目前聯準會升息預期已大幅調降，全球通縮問題雖然趨緩，但預期低通膨情況將維持一段較長時間，因此聯準會升息動作也將會放慢腳步、謹慎行事。長期低利率雖然不利於銀行盈餘，卻有利於資金流動，在全球低利率環境下，將持續刺激優質且具高殖利率的投資需求，而投資優先證券將具有以下優勢：

(1) 高收益特質優於其他固定收益產品

分析 2002 年-2007 年金融危機前所有固定收益產品收益率，優先證券收益率明顯優於投資等級公司債、市政府債及 10 年期公債（詳下圖 15）。

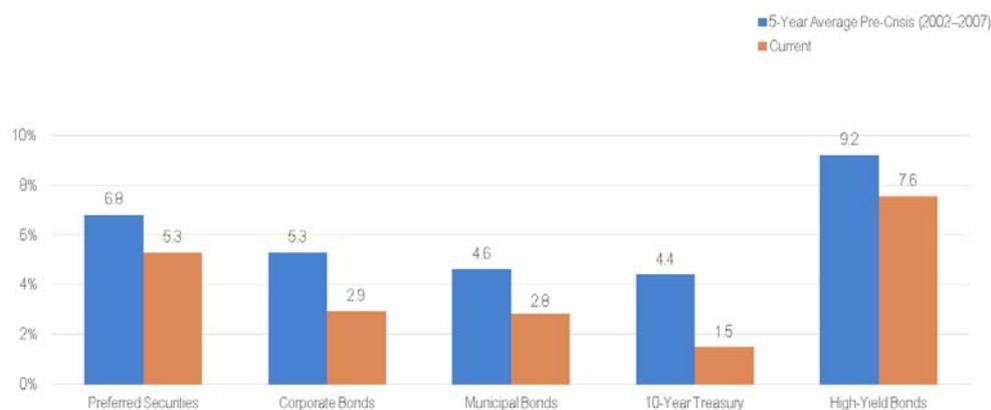


圖 15：不同固定收益類型收益率分析

(2) 與其他固定收益類型指標之產業重疊性低

優先證券主要集中於保險、銀行等產業，與高收益債券主要集中於能源及工業產業，重疊性低，差異性極大，投資優先證券將可達到多元分散之目的（詳下圖 16）。

Sector	Index Weights			Cohen & Steers Preferred Securities Representative Account
	Preferred Securities ⁽¹⁾ %	High-Yield Bonds ⁽²⁾ %	Corporate Bonds ⁽³⁾ %	
Banking	39	4	22	48
Insurance	33	1	4	24
Utilities	8	3	8	6
Real Estate	4	1	2	8
Energy	1	14	12	0
Telecommunications	2	10	5	2
Media	0	11	4	0
Basic Industry & Capital Goods	0	18	9	0

At June 30, 2016.

圖 16：不同類型固定收益指數產業別分析

(3) 目前或有資本證券市場總額超過 1,360 億歐元，且自 2012 年以來，市場規模成長逾 5 倍，顯示或有資本證券市場穩健成長，為全球性投資及主動式管理提供額外機會。

(4) 金融海嘯以來，法規改革增強，使得金融類股之資產負債表更為強健且逐漸好轉，預期優先證券表現將超越金融股表現（詳下圖 17）。

U.S. and European Issuer Fundamentals Are Improving

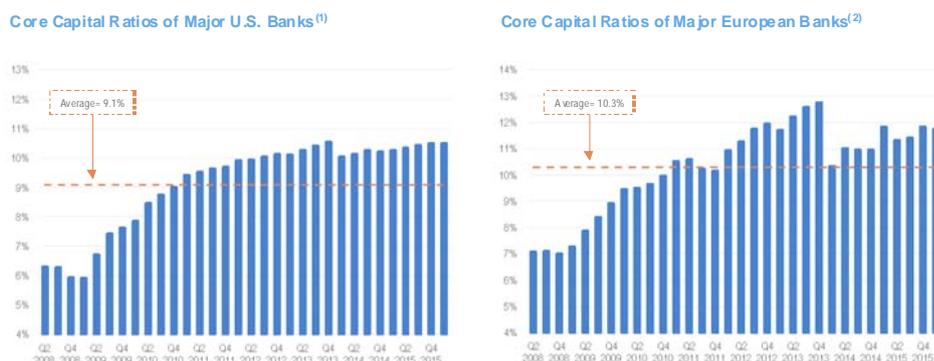


圖 17：美國及歐洲銀行業資本比率

二、摩根大通銀行

(一) 摩根大通集團簡介

摩根大通集團（紐約交易所代碼：JPM）為一家具有悠久歷史之全球金融服務公司，於超過 60 個國家營運，摩根大通以事業群體劃分職責功能，旗下共有企業及投資銀行（CIB，Corporate & Investment Bank）、資產管理、商業銀行及消費與社區銀行等 4 大事業群體（詳下圖 18）。截至 2016 年 6 月 30 日止，摩根大通資產總額達 2.47 兆美元，整體營業收入為 252 億美元，淨收入為 62 億美元。第一類資本適足率為 11.47%，總資本比率為 12.81%，遠高於法定比率及其它銀行，顯示資金非常充裕。最近 1 年信用評等等級經標準普爾公司評定達「A-」等級，財務體質健全。此外，摩根大通在投資銀行、消費金融服務、小型企業及商業銀行、金融交易處理、資產管理及私募股權方面，均為業界領導。

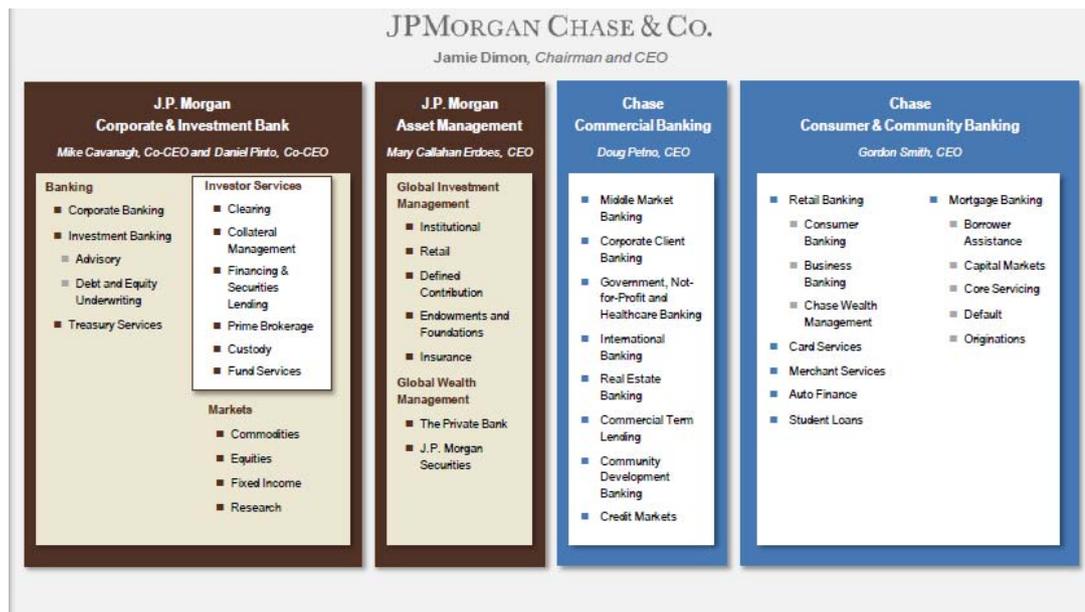
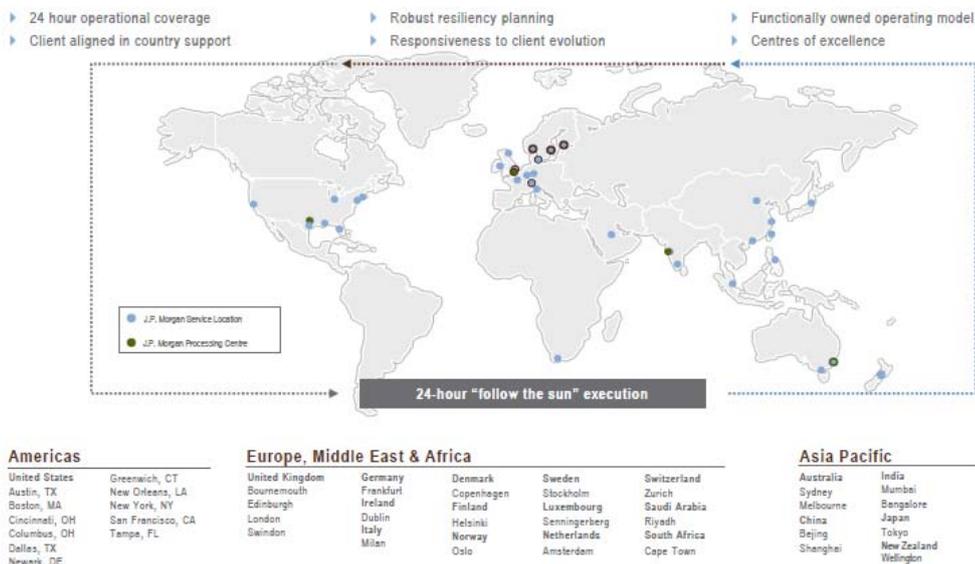


圖 18：摩根大通事業群組織圖

摩根大通自 1974 年起即提供跨國資產保管服務，為全球保管概念及其相關服務之開創先驅，目前全球保管業務隸屬於 CIB 事業群之全球投資服務部（Investor Services），進行保管業務及有價證券借貸等相關服務，客戶服務功能係按區域別予以分類，由各地區負責管理當地客戶關係與服務，產品則依功能組織予以分類，以全球化方式管理，享有規模化、高效率之大量處理優勢。截至 2016 年 6 月 30 日止，摩根大通全球保管資產總額高達 20.5 兆美元，在美洲、歐非中東、及亞太地區皆設有服務據點，涵蓋所有時區，可以提供 24 小時服務，並積極管理與監控 101 個市場之次保管網絡，在澳洲、巴西、香港、印度、愛爾蘭、紐西蘭、俄羅斯、台灣、英國與美國等 10 個市場，則由其直接提供保管服務（詳下圖 19）。

Global operating strategy and footprint

Global strength and local expertise – guiding principles



7

J.P.Morgan

圖 19：摩根大通保管業務分布圖

由於保管服務屬於一項技術密集之業務，摩根大通致力於支援客戶各項系統功能，同時為維護與建構資產安全、資料精確性與即時性、及產品創新開發，每年投入大量資金以提升系統應用，2015 年度即投入超過 11 億美元，未來每年預估仍會投入 10 億美元於技術支援服務，有關摩根大通 2011 年~2015 年投資於資本支出金額詳下表 1。

	2011	2012	2013	2014	2015
Strategic investment as percent of total technology spend	52%	56%	56%	52%	50%
Total Securities Services technology spend (US\$ millions)	\$650	\$650	\$1,051	\$1,051	\$1,119

*Note: The increase in spending from 2012 to 2013 and future years is primarily due to the reorganization of investor Services and the inclusion of additional product lines.

表 1：摩根大通 2011 年~2015 年資本支出金額

（二）摩根大通全球保管業務

摩根大通銀行（以下簡稱摩根大通）自 2009 年即與第一商業銀行合作，擔任本會國外委託資產之合作保管機構，提供全球保管業務。全球核心保管業務包括款券交割、資產保管、收入託收、公司活動、退稅、會計服務、帳戶績效風險衡量，及其它額外增值服務等，以下就摩根大通之款券交割、資產保管、會計報表服務、收入託收及公司活動等作業流程、相關風險控管機制說明如下：

1. 款券交割

為確保交易處理之正確性與完整性，及可以更精確處理大量指示，摩根大通積極推動電子付款管道及直通式處理傳輸（STP）。摩根大通「交易擷取與交割系統」於收到客戶完整指示後，自動利用 SWIFT 網路連線將交割指示轉送至適當次保管銀行。次保管銀行接收到完整指示，便將指示傳送至市場進行交割。為確保交割作業順利進行，若特定市場可以提供事先撮合機制，摩根大通會提前設定交易指示，讓次保管銀行能有充分的時間進行事先撮合程序，此外，針對高風險市場，摩根大通設有額外檢查機制，以確保交易能於交割日完成交割。經由各種盤中及盤後控管措施及報告，以提高成功交割比率，目前摩根大通使用電子交易系統之成功交割比率達到 97% 以上。

另針對全球 64 個市場，摩根大通提供約定交割日會計（CSDA）服務，即不論該交易於當地市場是否已實際交割完成，摩根大通將就所有買進交易與賣出交易之現金項目於該交易契約計價日期記入客戶帳戶。有關摩根大通交割流程圖詳如下圖 20 所示。

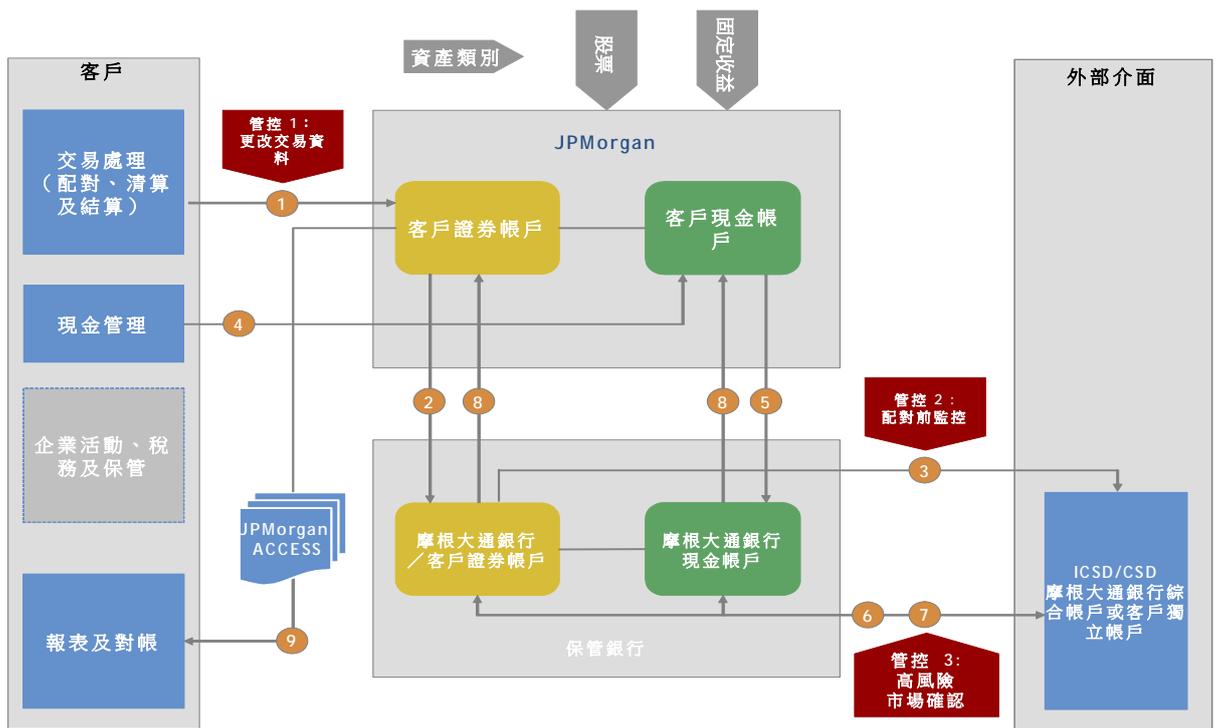


圖 20：摩根大通保管交割作業流程圖

2. 資產保管

摩根大通基本系統設定中，客戶所持有之每項資產組合都有一組個別帳戶號碼，如此，可以對個別客戶資產做清楚區隔。在次保管機構方面，基本上取決於當地市場管理規定，如果當地市場允許使用綜合帳戶，一般會以摩根大通或當地次保管機構之擬制名義持有。如果當地市場要求或建議以分離帳戶持有資產，則會以客戶名義註冊。摩根大通將參照客戶偏好，當地市場之有價證券借貸、代理投票、以及租稅問題等各項議題進行評估，為客戶建立最適宜之帳戶架構。

目前摩根大通與 99 個次保管銀行合作，提供客戶在全球 101 個市場進行投資。摩根大通保管服務係由 5 個全球營運中心及 20 餘個服務中心維持作業。為明確掌握市場網絡及次保管銀行監管，摩根大通設置「全

球網絡服務管理團隊」，專責於市場、次保管銀行管理及相關客戶服務，「全球網絡服務管理團隊」根據嚴格標準挑選次保管銀行，包括保管能力、在當地市場聲譽、專業技術水準、財務實力，及是否能以最優惠之價格提供優良之服務，此外，摩根大通仍會辦理實地訪察，與當地市場參與者面談，以瞭解當地市場之投資現況。如果在當地無法找到合適之次保管銀行，摩根大通會自行擔任執行次保管之功能。

同時為確保能為客戶資產提供安全性之環境，及符合美國法令有關次保管機構法令遵循要求，摩根大通依照美國 SEC 第 17f-5 之規定，作為遴選與監控次保管機構之標準，當次保管機構未達既定水準時，「全球網絡服務管理團隊」立即展開調查，當次保管機構被加註標記，網絡管理團隊便會執行逐日監視作業，並與次保管機構協商檢討作業控制措施，落實建立各項必要程序，以維持服務標準，若仍未能達到標準，將會與次保管機構終止委任關係。

3. 基金會計服務

摩根大通基金服務團隊約 240 人，為全球 24,000 檔基金提供會計服務，服務範疇涵蓋共同基金、避險基金（Hedge Fund）、退休基金、保險基金及投資信託基金等。基金服務團隊每日將會計系統（WINS，係一整合多種幣別之會計、評價與報表系統）之前一日現金及有價證券部位與保管系統（PUMA 及 GIM 系統）逐項比對，確認所有項目之正確性。對帳過程中發現差異均逐一記錄，並透過自動對帳系統加以追蹤，直到找出癥結為止。至於投資組合之期貨等非保管資

產，則與經紀商之對帳單進行核對。

另為確保有價證券評價之正確性與合理性，基金服務團隊收到資訊廠商，例如 Thomson Reuters、IDC、Bloomberg 等提供之當日價格資料，全球支援服務即會進行分析，比較當日與前一日之市場價格，股票價格差異容忍度為+/-5%，固定收益證券為+/-2%，分析師將依此原則進行查核比對，並提交主管複核。此外，基金服務團隊亦透過多種品質檢查措施，運用自動化程序，包括會計例外報表、例外管理系統及基金會計工作站等，掌握投資組合之整體狀況。俟會計小組負責人完成複核並簽章確認後，便將會計資料放置中央資料庫內，客戶隨時可以透過 J.P.Morgan Market 取得相關報表，有關摩根大通基金會計服務系統與流程詳下圖 21。

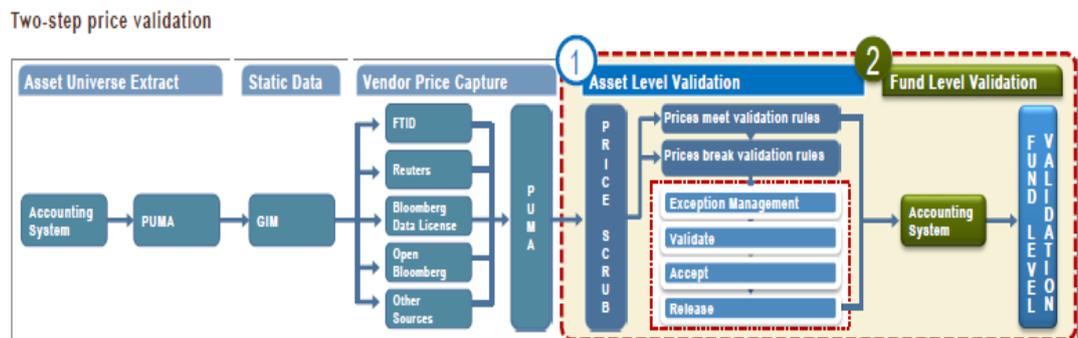


圖 21：摩根大通基金會計服務系統與流程

4. 收入託收及公司活動

目前約在 43 個市場之股利收入，摩根大通有提供約定收益自動入帳 (AutoCredit) 之服務機制，實施自動入帳機制之市場，將以當地貨幣或客戶指定之基礎貨幣，在付款日自動執行應收款項計算。這類款項在國際資產總收入約占 98% 以上，其餘非自動入帳市場，

摩根大通將核對收自次保管機構之任何收入，於確認後 24 小時內以基礎貨幣或當地貨幣記入客戶帳戶。所有收入託收過程，將確保應收款項獲得精確計算、各項收入皆適時支付，並積極追蹤尚未入帳之應收款項。

另摩根大通為提供專門及具彈性之全球公司行動服務，由經驗豐富人員負責公司行動之通知、處理、監控與應收款項託收。由於各市場公司行動大不相同，目前 101 個市場中有超過 80 種活動，摩根大通係透過 SWIFT 或 J.P. Morgan Market 等一致性之處理方式，為客戶提供清楚扼要之公司活動摘要。

（三）摩根大通有價證券借貸服務

摩根大通為全球最大、最為先進專業之有價證券借貸機構，該行於 1979 年首次在美國國內推出有價證券借貸計畫，為華爾街證券商及交易商提供信貸與非信貸服務，1987 年因為日本開放海外借貸公司進入市場，摩根大通始開始全球借貸業務，1997 年擴展有價證券借貸業務範圍至亞太地區。目前摩根大通於紐約、倫敦、香港及雪梨設置有價證券借貸服務櫃檯，提供 24 小時無休服務，客戶可於全球 37 個市場提出申貸。截至 2016 年 6 月 30 日止，摩根大通可供借貸基礎達 2.03 兆美元，在外流通借貸規模超過 1,980 億美元（詳下圖 22）。由於摩根大通自 1979 年以來，即提供有價證券借貸服務，在相關創新方面具備悠久成功之經驗，可依客戶需求提供最先進與最優越之客製化解決方案。

Key program statistics

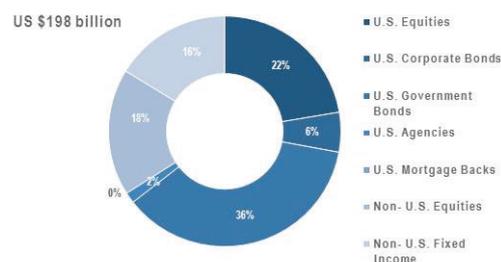
Number of borrowers	97
Number of lending relationships*	245
Lendable base	US \$2.03 trillion
Loans outstanding	US \$198 billion
U.S. domestic	US \$131 billion
International	US \$67 billion
Cash collateral	US \$77 billion

Client count by region and type*

Region	
America	103
EMEA	109
Asia	33
Client type	
Pension Fund	79
Insurance Company	32
Quasi-Governmental Body	26
Mutual Fund	25
Investment Trust	21
UCITS/SICAV	16
Corporate	14
Central Bank	8
Bank	7
ERISA Fund	6
Endowment	4
Charity	3
Unit Trust	3
Assurance Company	1
Total	245*

* A relationship can include multiple entities

Percentage on Loan by Asset Class



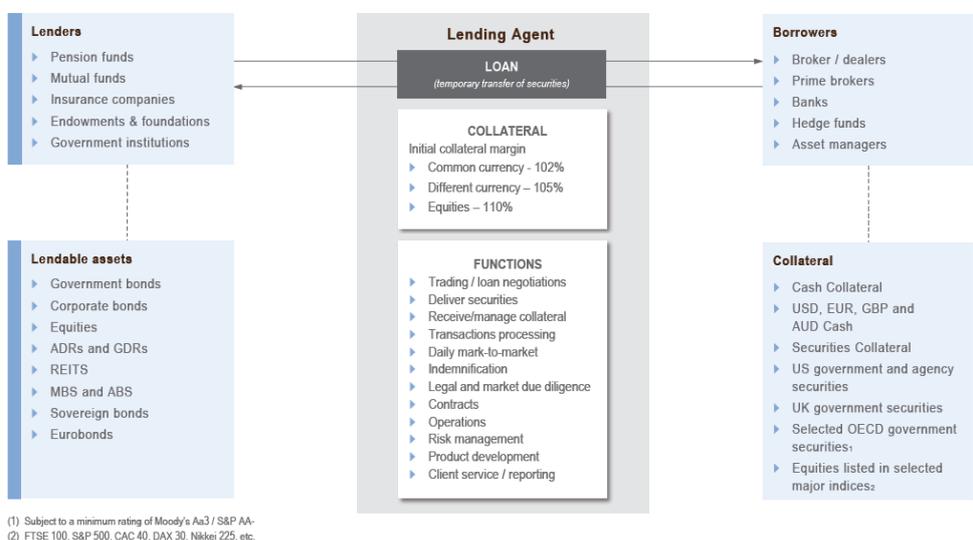
Outstanding loans by collateral type

Collateral description	Loan value (US MM)	% of loans outstanding
U.S. Asset vs. Cash	\$63,088	27%
U.S. Asset vs. Fixed Income	\$62,835	32%
U.S. Asset vs. Equity	\$14,869	8%
Non-U.S. Asset vs. Cash	\$23,837	12%
Non-U.S. Asset vs. Fixed Income	\$32,779	17%
Non-U.S. Asset vs. Equity	\$10,338	5%
Total	\$197,745	100%

圖 22：摩根大通借券規模與客戶分析

所謂「有價證券借貸」係一項投資疊置（investment overlay）策略，透過創造額外收益方式，以提升投資組合報酬或抵銷開支，進而強化投資組合之固有價值。借券業務係由出借人（Lenders）、借券人（Borrowers），及經由出借代理機構（Lending Agent）之促成而完成交易。通常出借人包括各國中央銀行、主權基金、保險公司、共同基金、退休基金、金融機構及企業等。借券人則有證券經紀公司、銀行或避險基金等。出借代理機構則由保管銀行或其他仲介機構擔任。出借人可向借券人依出借天期及證券種類收取費用，借券人則需提供等值有價證券（包括 OECD 公債、合格上市股票等）或現金作為擔保品，交易雙方有義務於約定日期返還等值或相同之有價證券。可供借貸之有價證券則包含公債、公司債、股票、ADRs、GDRs 及主權債等（詳下圖 23）。借券業務除可提升出借人之投資組合績效外，尚可提升整體金融市場之交易流動性、交易成本，及為投資人提供更多元之交易策略，以規避可能面臨之市場風險。

Securities lending - overview of a transaction



8

J.P.Morgan

圖 23：摩根大通借券作業流程圖

出借代理機構主要核心業務為安排借貸交易、出借有價證券召回處理、擔保品收取與保管、收取並支付借券相關費用結算、帳務管理及記錄保存等事項。摩根大通有價證券借貸業務最大特色為具有彈性，可依個別客戶之報酬與風險忍受度，透過本身自動化證券借貸系統，提供客戶客製化解決方案。此外，更藉由獨立之信用分析與相關風險控管（包含借券作業風險控管、契約風險控管、現金再投資風險控管、借券人信用風險控管等）為客戶提供一個更為效率、保守穩健及透明化之借券環境。

摩根大通目前共有 97 家已獲核可之借券人，對每位借券人實施嚴格之信用審查與核准，期間也廣泛運用集團內部許多資源，包括任職於獨立全球信用風險管理團隊之多位信用專家。一經核准，每一位借券人就會反映於公司信用系統內，接受持續之監控、追蹤與管理。

在擔保品管理與運用方面，摩根大通將依客戶所能接受之曝險程度，由客戶自行選擇要以現金或有價證券作為擔保品，並決定現金擔保品再運用之投資政策與準則。摩根大通將按日對擔保品進行評價並控管擔保品比例是否充足，現金再投資帳戶會以客戶名義接受明確之分離管理，依客戶指定準則進行再投資，並藉由積極之配置技術及專業熟練之投資策略，為客戶創造優異之額外報酬。此外，摩根大通將以本身之資產負債表作為奧援，為客戶提供完善之賠償擔保方案，此賠償擔保機制涵蓋借款人違約或擔保品價值減損等情況。

（四）摩根大通對 2016 年美國經濟及利率情勢展望

1. 下半年經濟成長動能增強

美國經濟在經歷 2016 年上半年低緩的成長後，下半年在消費及房屋市場支撐下，成長動能將增強，摩根大通預估美國未來 4 季（2016 年第 3 季至 2017 年第 2 季）之經濟季增年率均將達 2%，並認為未來低成長（2% 以內）將成為美國經濟新常態，這主要是因為隨著美國人口結構老化，勞動力正逐步減少，生產力勢必下滑，這將壓低美國經濟成長潛力，摩根大通認為美國潛在經濟成長率將由過去的 2.5% 下降至 1.5%。失業率預估則逐步由 2016 年第 2 季的 4.9% 下降至 2017 年第 2 季的 4.4%（詳下表 2）。

J.P. Morgan Economic Forecast

% ch q/q, saar, unless otherwise noted

	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	2014*	2015*	2016*
Gross Domestic Product											
Real GDP	0.9	0.8	1.2	2.0	2.0	2.0	2.0	1.5	2.5	1.9	1.5
Final Sales	1.2	1.3	2.4	1.7	1.6	2.0	1.9	1.5	2.7	2.0	1.7
Domestic Final Sales	1.7	1.2	2.1	2.2	2.0	2.3	2.2	1.8	3.2	2.6	1.9
Business Investment	-3.3	-3.4	-2.3	0.2	2.3	3.4	3.6	3.4	5.0	0.8	-0.8
Net Trade (% contribution to GDP)	-0.5	0.0	0.2	-0.6	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.5	-0.6	-0.2
Inventories (% contribution to GDP)	-0.4	-0.4	-1.2	0.3	0.4	0.0	0.1	0.0	-0.2	-0.1	-0.2
Prices and Labor Cost											
Consumer Price Index	0.8	-0.3	2.5	1.9	2.6	2.4	2.4	2.5	1.2	0.4	1.7
Core	2.2	2.7	2.1	2.2	2.4	2.5	2.5	2.6	1.7	2.0	2.4
Employment Cost Index	1.9	2.6	2.2	3.0	3.1	3.2	3.4	3.5	2.2	2.0	2.7
Unemployment Rate (% sa)	5.0	4.9	4.9	4.7	4.6	4.5	4.4	4.4	-	-	-

* Q4/Q4 change

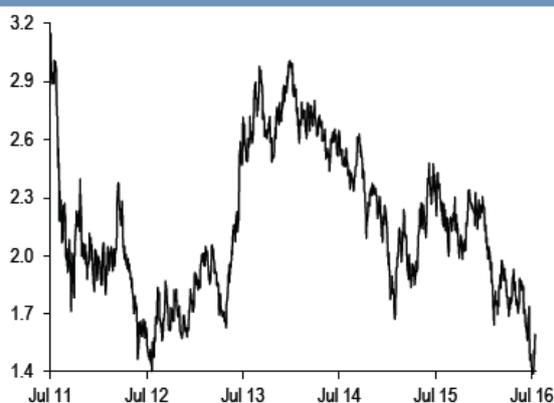
Source: J.P. Morgan

表 2：摩根大通對 2017 年經濟預估

2. 公債殖利率持續在歷史低檔

美國長期公債殖利率，重新回到歷史低檔區，且受到低通膨預期、已開發市場持續寬鬆之貨幣政策，以及聯準會(Fed)緩升息態度，都使目前美國公債殖利率難以大幅回升。摩根大通根據 2015 年 11 月 25 日至 2016 年 7 月 18 日止的資料分析，綜合各因子變動情形，預期美國 10 年期公債殖利率下滑 87bps，高於實際下滑的 65bps，顯示前述期間市場對美國 10 年期公債殖利率走勢偏向下跌（詳下表 3）。

10-year Treasury yields; %



Source: J.P. Morgan

Attribution analysis of 10-year yield changes from 11/25/15-7/18/16;

Variable	Current value	YTD Chg	Coefficient	Expected chg; bp
Intercept			-0.04	
5yr5y Inflation swap rate; %	1.98	-0.26	0.710	-18
1y-ahead Growth Forecast; %	2.3	-0.3	0.17	-6
1yr3m OIS rate; %	0.59	-0.26	0.243	-6
Fed Rate Fwd Guidance; months	0.00	-0.67	-0.019	1
G7 ex-US Avg 1yr3m OIS rate; %	-0.286	-0.231	0.347	-8
CFTC positions; 3yr z-score	1.6	3.0	-0.16	-50
Expected change from all factors; bp				-87
Actual chg; bp				-65

Regression from 1/2/07 - 11/25/15. R-squared: 94%, SE: 21bp
Source: CFTC, Federal Reserve, J.P. Morgan, US Treasury

表 3：摩根大通對美國 10 年期公債殖利率分析

3.美國勞動市場持續緊俏

美國勞工部公布 7 月非農就業人口新增 25.5 萬人，遠優於預估的 18 萬人，6 月新增人數也自 28.7 萬人上修至 29.2 萬人，顯示美國勞動市場穩健好轉。而人力資源服務公司（ADP）公布的美國 7 月私人企業新增就業人數為 17.9 萬人，與 6 月上修過後的 17.6 萬人相當，也顯示出美國就業市場持續緊俏（詳下圖 24，8 月非農業就業人口新增 15.1 萬人；8 月私人企業新增就業為 17.7 萬人，並將 7 月數據上修至 19.4 萬人）。

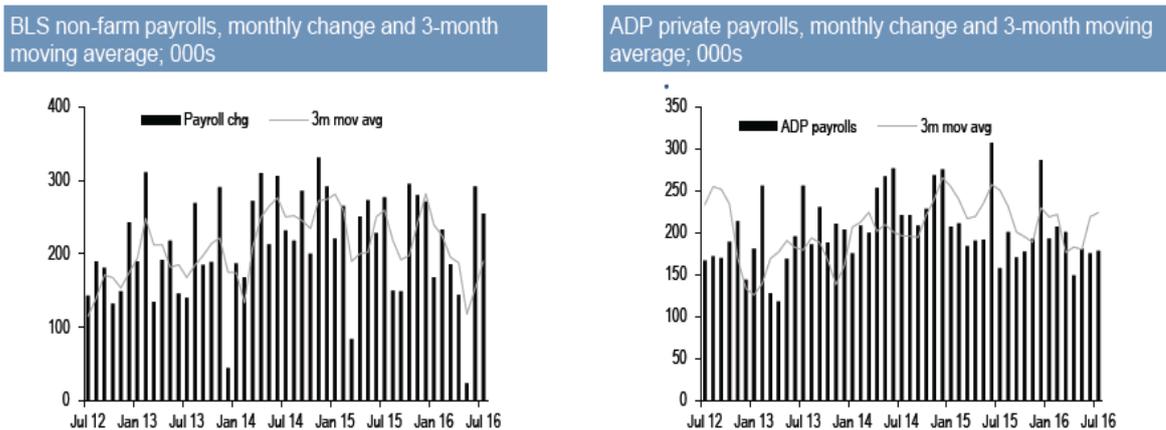
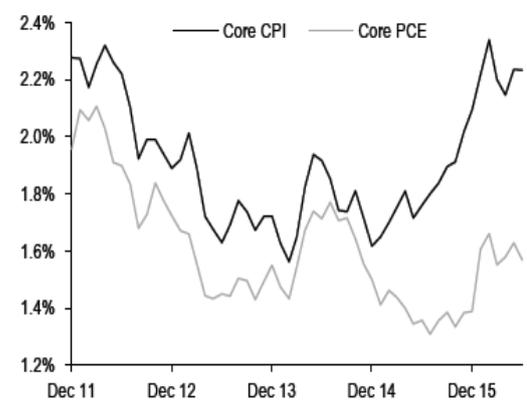


圖 24：美國就業市場分析

4.核心 PCE 仍低於目標，Fed 將推遲升息時程

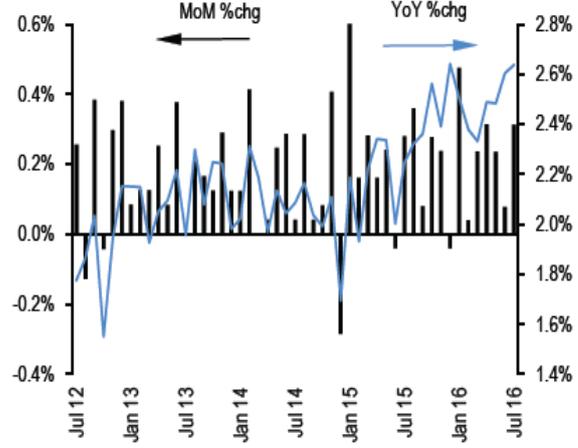
在勞動市場持續緊俏下，美國 7 月平均時薪年增 2.7%，為 2016 年以來新高，而工資持續的增長，將有助提振消費及刺激物價水準，但 7 月核心個人消費支出（PCE）年增 1.61%，依然連續 51 個月低於 Fed 2.0% 的目標，這使得 Fed 將推遲升息時程，摩根大通看跌美國政府公債與抗通膨債券（TIPS）之利差，即預期通貨膨脹率仍會下滑（詳下圖 25，8 月平均時薪年增 2.5%；8 月核心 PCE 年增率 1.69%）。

Year-over-year % change in core CPI and core PCE (sa); %



Source: Bureau of Labor Statistics, BEA

Month-over-month versus year-over-year % change in average hourly earnings (sa); % both axes



Source: Bureau of Labor Statistics,

圖 25：美國物價水準與就業時薪分析

5.Fed 今年 12 月才會再升息

摩根大通認為 Fed 至今年 12 月才會升息 1 碼，屆時聯邦基金利率將由 0.4% 上升至 0.65%，預估今年底 10 年期公債殖利率為 1.55%。當 Fed 進入升息循環時，對 Fed 利率政策展望高度敏感的短天期公債將面臨賣壓，此時投資人傾向賣出短債、買進長債，使得美國長天期、短天期公債的利差將逐步收斂，也就是美國公債殖利率曲線將走平。根據摩根大通的預估 5 年與 10 年期公債利差、及 5 年與 30 年期公債利差，將分別由今年 8 月 5 日的 45bps 及 118bps，收斂至明年 6 月 30 日的 15bps 及 75bps（詳下表 4）。

J.P. Morgan interest rate forecast; %						
	Actual	1m ahead	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
	5 Aug 16	5 Sep 16	30 Sep 16	31 Dec 16	31 Mar 17	30 Jun 17
Rates (%)						
Effective funds rate	0.40	0.40	0.40	0.65	0.90	0.90
3-mo LIBOR	0.80	0.90	0.95	1.15	1.35	1.35
2-yr Treasury	0.72	0.75	0.70	0.90	1.15	1.25
3-yr Treasury	0.84	0.85	0.80	1.05	1.25	1.35
5-yr Treasury	1.13	1.15	1.05	1.30	1.55	1.65
7-yr Treasury	1.40	1.40	1.30	1.45	1.65	1.75
10-yr Treasury	1.58	1.60	1.45	1.55	1.70	1.80
30-yr Treasury	2.31	2.30	2.20	2.25	2.35	2.40
Spreads (bp)						
Fed funds/3m Libor	40	50	55	50	45	45
Fed funds/2yr	32	35	30	25	25	35
2s/10s	86	85	75	65	55	55
2s/5s	41	40	35	40	40	40
5s/10s	45	45	40	25	15	15
5s/30s	118	115	115	95	80	75
2s/30s	159	155	150	135	120	115

Source: J.P. Morgan

表 4：摩根大通對美國各天期利率預估

整體而言，摩根大通認為美國將面臨人口老化的結構性問題，除勞動人口下滑外，對人口老化問題的投資及支出，將會排擠掉可能促進經濟成長的投資，如基礎建設、教育及科學等，未來低利率、低通膨及低經濟成長將成為美國經濟的新常態，這與 Fed 將進入升息循環的決策方向看起來是矛盾的。回到 Fed 利率決策動向方面，摩根大通預估 2016 年 12 月 Fed 才會升息，2017 年則會升息 3 次，而目前市場普遍預期 2017 年 Fed 只會升息 2 次，第 1 次升息時間落在 9 月，屆時或將引發金融市場的波動。

肆、受訓心得

本次至 Cohen & Steers 及摩根大通受訓之心得整理如下：

- 一、Cohen & Steers 雖然不是全球知名大型資產管理公司，但在全球不動產、優先證券及原物料大宗商品等具高流動性另類資產之投資經驗卻相當豐富。本次實地參訪 Cohen & Steers，對於基金經理人開放、注重團隊合作、及虛心接納其他分析師意見的投資心態印象深刻，此外，經理人在投資判斷上即使犯錯，事後也能立刻修正並調整策略，例如今年 6 月英國脫歐公投結果雖然出乎意料之外，但全球不動產投資組合經理人馬上針對投資組合提出因應，以讓影響降至最低。
- 二、Cohen & Steers 認為過度著重於配置景氣循環特性明顯的產業，例如原物料、營造、工程及航運等週邊產業，不免提高投資組合與整體股市的相關程度，同時降低基礎建設多元化配置的優勢。上述投資策略或可作為本會國內股票投資布局參考，為獲取穩定的收益來源，國內股票投資似不宜過度配置與景氣循環高度相關的產業，而是應配置較高比重於具有穩定現金流及高股息殖利率的產業或個股。
- 三、依 Cohen & Steers 提供資料顯示，在股票與債券績效表現皆低於長期平均之期間，多元分散實質資產能提供較佳報酬。面對目前股票及債券都處於相對高檔的金融環境，未來拉回修正的風險也會逐步提高，因此，現階段將資金配置在流動性佳、透明度高的上市實質資產，應有助於降低整體資產波動的風險。
- 四、在優先證券方面，Cohen & Steers 認為在目前低利率甚至負利率的投資環境下，優先證券具有穩定收益、殖利率

高於投資等級債券等特性、且受惠金融法規的強化，金融業的財務體質已大幅改善，整體投資吸引力亦已大幅提高。

五、Cohen & Steers 成立投資風險委員會，負責協助管理投資及整體其他風險，例如交易對手、流動性、作業風險等。此外，投資風險委員會定期檢討所有投資組合之風險屬性，並每年與各策略基金經理人開會兩次以上。在法規遵循方面，Cohen & Steers 具備完整之法遵計畫，可監控全球之交易、下單及基金管理作業等，並嚴格遵守各國法律規範，確保員工遵循營運所在地區，或投資服務與產品提供地區之法令規定，必要時也會借重外部法律專家協助。經過此次實地受訓後，瞭解到當今面對多元且全球化的金融市場，確實做好風險管理及法規遵循更加重要，除了能降低公司本身風險，亦可提供客戶最大保障。

六、摩根大通自 1974 年起即提供跨國資產保管服務，迄今從事全球保管業務已有 40 餘年的歷史與經驗，全球保管業務量亦是首屈一指。由於全球保管業務涵蓋區域廣泛，不但事涉投資當地的開戶與交易、交割等作業法令要求，更需投入大量的資金與人力於科技技術的更新，以確保提供客戶一致化、標準化、即時性及正確性的保管服務。摩根大通除了精選當地有經驗的保管銀行作為次保管機構外，每年更逐步增加投資金額於電腦技術的更新與資訊安全的防範。在全球化的世界下，一致性的共通科技語言的確大幅提升保管作業的溝通效率，但在駭客氾濫，以及個人資訊安全與資產保全意識抬頭下，資訊安全的防範亦是同等重要。

七、摩根大通從事有價證券借貸業務已有多年歷史，1997年擴展借貸業務範圍至亞太地區。借券業務無論對出借人、借券人或出借代理機構都可帶來財務上的效益，並提升資本市場運行效率，雖然受到許多機構法人的青睞與運用，惟本會如擬從事國外有價證券出借業務，仍須仔細評估相關風險與效益，例如擬從事出借之資產種類是否具有市場需求性、在現行低利率或負利率的金融環境下，運用現金擔保品之實質效益是否能有效增加財務利益、出借代理機構的財務體質是否健全到可做為出借人之最後屏障，另外，若由非保管銀行擔任出借代理機構，其所衍生之作業風險亦宜納入考量。

八、摩根大通認為在人口老化之結構性問題下，未來低利率、低通膨及低經濟成長將成為美國經濟之新常態，這與 Fed 將進入升息循環的決策方向看起來是矛盾的。摩根大通預估 2016 年 12 月 Fed 才會升息，2017 年則會升息 3 次，而目前市場普遍預期 2017 年 Fed 只會升息 2 次，第 1 次升息時間落在 9 月，屆時或仍將引發金融市場波動。

伍、附錄



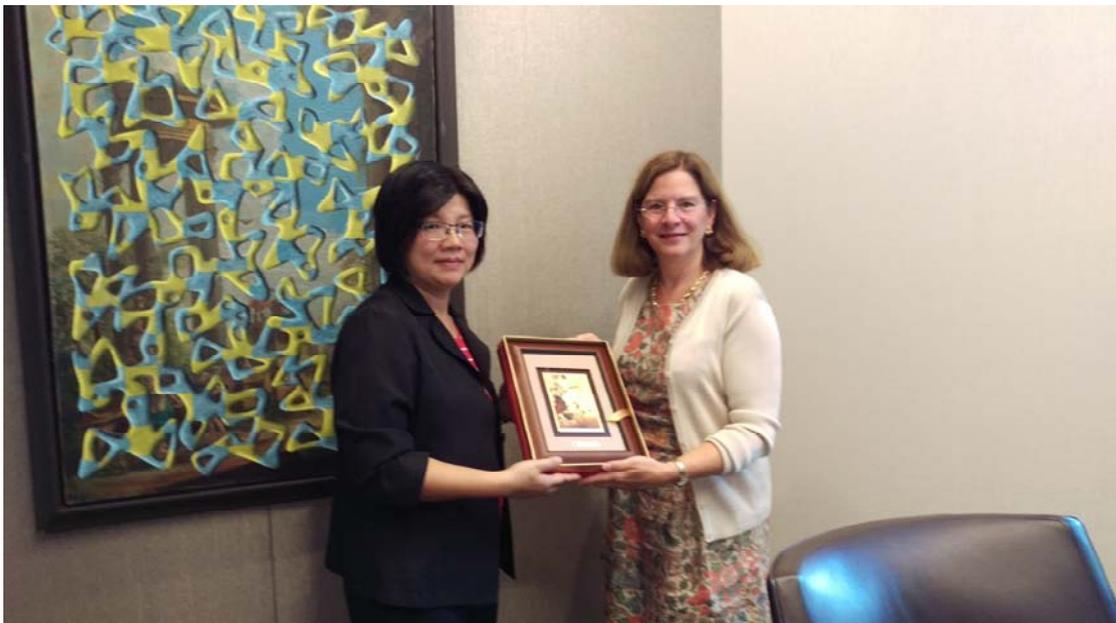
2016年8月22日公務人員退休撫卹基金管理委員會財務組組長呂明珠(右三)及同仁參訪Cohen & Steers紐約分公司,與Cohen & Steers總裁暨投資長Joseph Harvey(左三)合影留念。



2016年8月22日公務人員退休撫卹基金管理委員會財務組組長呂明珠(右)參訪Cohen & Steers紐約分公司,與全球不動產股票投資組合經理人Jon Cheigh(左)合影留念。



2016年8月22日公務人員退休撫卹基金管理委員會財務組組長呂明珠(右二)參訪Cohen & Steers紐約分公司，與全球基礎建設股票投資組合經理人Ben Morton(右一)及其團隊合影留念。



2016年8月24日公務人員退休撫卹基金管理委員會財務組組長呂明珠(左)參訪摩根大通紐約分公司，與公共關係部門董事總經理Christine S. Kamil(右)合影留念。

陸、相關參考資料

1. Cohen & Steers Firm Overview、Investment Risk Management 及 Compliance Function
2. Cohen & Steers Global Real Estate Securities (Jon Cheigh, CNS)
3. Cohen & Steers Global Listed Infrastructure (Ben Morton, CNS)
4. Cohen & Steers Real Assets Strategy (Vince Childers, CNS)
5. Cohen & Steers Preferred Securities (William Scapell, CNS)
6. J.P. Morgan Custody and Fund Services Overview
7. Agent lending overview and introduction (Brendan E. McCarthy, J.P.Morgan)
8. US Interest Rate Strategy (Jay Barry, J.P.Morgan)