

公務人員退休撫卹基金管理委員會

實地受訓報告

受訪單位：博祿貝資產管理公司及 Ashmore 資產管理公司

派赴國家或地區：英國倫敦

受訓及訪察期間：104/12/5-104/12/12

受訓及訪察姓名及職稱：蔡副主任委員豐清

陳科長銘琦

鄭稽核國龍

報告日期：105 年 2 月 15 日

— 目 錄 —

壹、受訓及訪察目的	1
貳、行程安排	1
參、受訓機構簡介	2
肆、博祿貝受訓及訪察情形	7
一、投資決策及團隊	7
二、總體經濟及市場分析	16
三、風險管理	36
伍、Ashmore 受訓及訪察情形	38
一、投資決策及團隊	38
二、總體經濟及市場分析	42
三、風險管理	44
陸、受訓及訪察心得與建議：	48
柒、附錄	52
捌、相關參考資料	55

一 圖 表 目 錄 一

圖 1：博祿貝功能組織圖	4
圖 2：Ashmore 全球投資團隊配置圖	6
圖 3：Ashmore 管理資產配置圖	7
圖 4：博祿貝投資決策分析圖	9
圖 5：博祿貝投資決策流程圖	10
圖 6：博祿貝新興市場債投資團隊組織圖	13
圖 7：博祿貝投資等級債券投資團隊組織圖	14
圖 8：固定收益投資報酬歸因分析比較圖	15
圖 9：博祿貝經濟成長走勢預測圖	17
圖 10：美元指數走勢圖	19
圖 11：信用週期時鐘圖	20
圖 12：美國及歐洲公司債評價圖	21
圖 13：信用利差走勢圖	22
圖 14：以強勢貨幣發行新興市場債之全球分佈圖	24
圖 15：新興及先進經濟體負債比率統計圖	25
圖 16：以當地貨幣發行新興市場債之全球分佈圖	26
圖 17：媒體對新興市場債之負面報導示意圖	29
圖 18：德國、義大利等 6 國 10 年期公債走勢圖	32
圖 19：絕對報酬及全報酬之歸因分析及風險統計圖	35
圖 20：博祿貝風險管理流程圖	37
圖 21：Ashmore 投資哲學示意圖	38
圖 22：Ashmore 投資決策流程圖	39
圖 23：美國聯準會過去升息對新興市場債利差之影響圖	44
表 1：博祿貝管理 5 大固定收益次資產規模及投資策略表	5
表 2：Ashmore 風險管理表	45
表 3：Ashmore 市場風險報告表	46
表 4：Ashmore 流動性風險報告表	47

壹、受訓及訪察目的

公務人員退休撫卹基金管理委員會（以下簡稱本會）為實地瞭解國外受託機構對本會委託資金之資產配置、投資策略擬訂、風險管理作業運作等情形，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，爰依 101 年度國外委託投資契約規定及本會 104 年度辦理國外委託經營受託機構實地受訓實施計畫辦理。本次係由蔡副主任委員豐清率領財務組相關同仁，於 104 年 12 月 5 日至 12 月 12 日至博祿貝（BlueBay）資產管理公司（以下簡稱博祿貝，本會 101 年度第 8 次新興債券型之國外委託帳戶）及 Ashmore 資產管理公司（以下簡稱 Ashmore，本會 101 年度第 8 次新興債券型之國外委託帳戶）英國倫敦營業據點辦理委託帳戶之實地受訓，受訓期間由博祿貝及 Ashmore 之經濟學家、投資團隊、基金產品經理、風險管理主管等，分別就經濟展望、信用週期分析、投資哲學、風險控管機制、及未來投資策略等議題進行研討與說明。

貳、行程安排

日期	受訓及訪察機構	主題
104 年 12 月 5 日 至 12 月 9 日	博祿貝 英國倫敦處所	1. 瞭解該公司之全球經濟展望及信用週期分析。 2. 瞭解該公司之投資決策流程及實際運作情形。 3. 瞭解該公司之風險管理機制及 ESG（環境、社會、公司治理）投資概況。
104 年 12 月 9 日 至 12 月 11 日	Ashmore 英國倫敦處所	1. 瞭解該公司之全球經濟展望。 2. 瞭解該公司之投資決策流程

日期	受訓及訪察機構	主題
		及實際運作情形。 3. 瞭解該公司之風險管理機制。

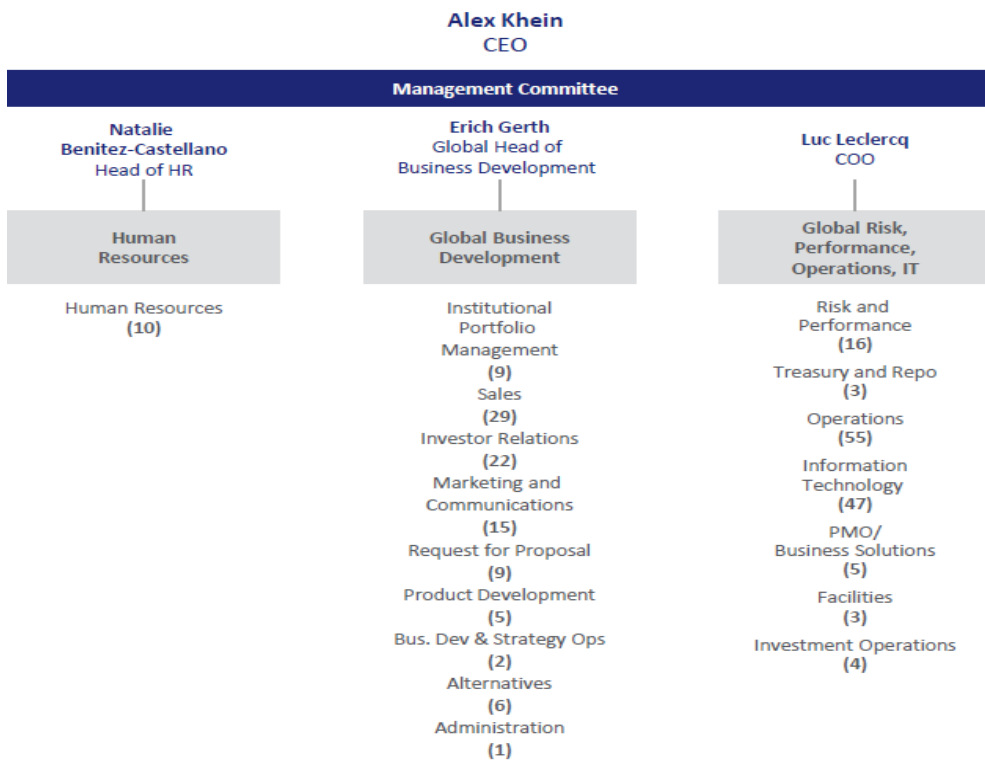
- 一、博祿貝係由 Cenk Turkinan(機構投資人銷售及全球顧問關係主管)、Jean-Philippe Blua(投資風險管理主管)、David Riley(合夥人暨信用策略主管)等人員就公司簡介、投資哲學、投資流程、投資風險管理(包括 ESG)、全球總體經濟情勢及展望、全球信用週期時鐘等提出報告與說明，以及由 Soumyanshu Bhattacharya(機構投資人投資組合經理)、Simon Chennell(機構投資人投資組合經理)、Kevin Dockrell(機構投資人投資組合經理)、Blair Reid(機構投資人投資組合經理)就新興市場債、已開發國家債、多元收益債等之投資作業、投資策略、資產配置情形及未來投資策略等提出報告與說明。
- 二、本次 Ashmore 係由 Mark Coombs(執行長暨固定收益、另類資產、多元收益債券投資委員會主席)、Jan Dehn(研究部門主管)、Alexis De Mones(投資組合經理)、Adrian Petreanu(投資組合經理)、Brad Marfell(風險管理主管)等就公司簡介、投資哲學、投資流程、投資風險管理、新興市場債、多元收益債、全球總體經濟情勢及展望、未來投資策略等提出報告與說明。

參、受訓機構簡介

一、博祿貝

博祿貝創立於 2001 年，由當時的執行長 (CEO) Hugh Willis 與投資長 (CIO) Mark Poole 在巴克萊銀行 (Barclays Bank) 與新生銀行 (Shinsei Bank) 的資金挹注下，於倫敦設立。是一專業的固定收益資產管理公司，宗旨為藉由全球

新興市場與公司債市場等兩大結構性成長趨勢來創造獲利。加拿大皇家銀行（Royal Bank of Canada, RBC）於 2010 年 12 月 17 日併購博祿貝，透過百分之百投資的子公司 BlueBay Asset Management (Services) Ltd 對業務維持控制權，在加拿大皇家銀行充分授權下，博祿貝擁有自主性與實質性的業務獨立。由於博祿貝內部重組，投資管理業務於 2012 年 4 月 2 日移轉至英國註冊成立的有限責任合夥公司 BlueBay Asset Management LLP，並受到英國金融服務監理局（Financial Services Authority, FSA）的授權與監管。博祿貝管理委員會負責執行所有業務策略，管理委員會全體成員對公司內所有功能負有直接責任，並且定期會見各部門主管，藉以了解不同部門面對的議題與風險的最新情形。目前博祿貝員工總人數為 435 人，投資專業人員約有 118 人，團隊有平均 14 年投資於新興市場的經驗。博祿貝功能組織詳如以下圖 1：



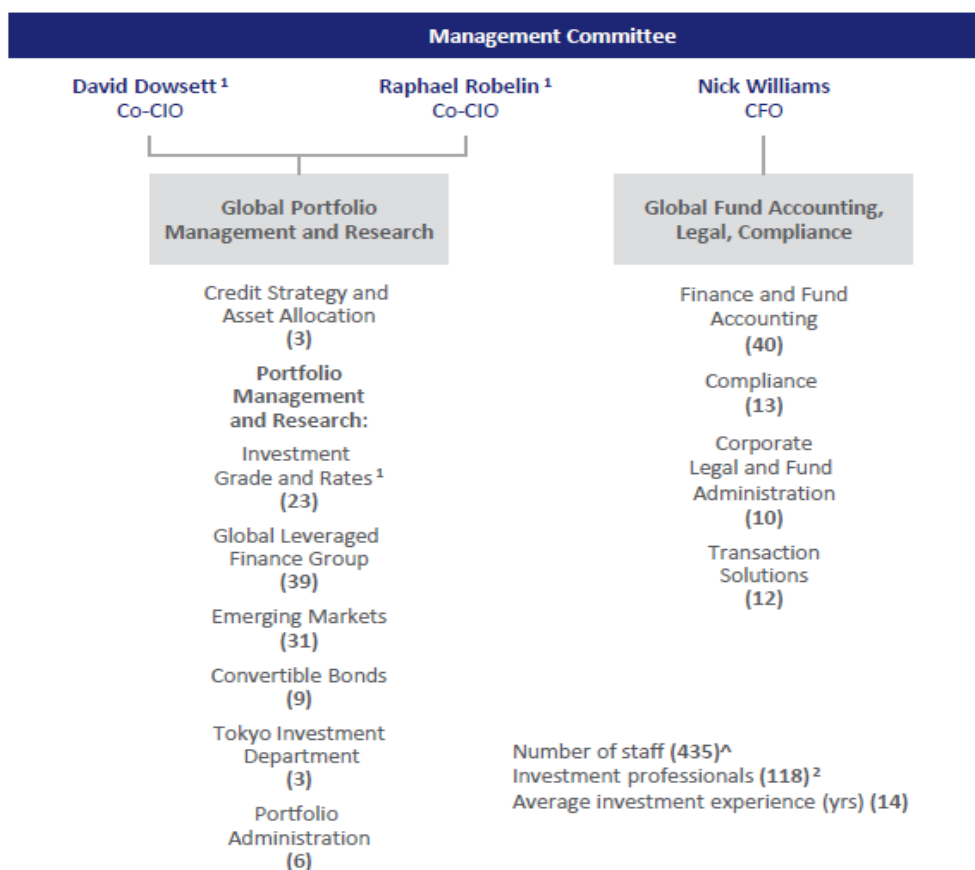


圖 1：博祿貝功能組織圖

博祿貝為機構法人及高資產個人提供資產管理服務，特色為堅信主動式管理的重要性、穩健的投資流程、著重資本保護，並以其各項投資策略賺取具吸引力的絕對報酬與風險調整後報酬。管理各式多頭（long-only）及另類專門型固定收益投資組合，聚焦於投資等級公司債券、新興市場債券、槓桿融資（高收益債券、槓桿貸款、危難債券及直接貸款）、多元收益債券、可轉換公司債等 5 大固定收益次資產類別。截至 2015 年 9 月 30 日止，該公司全球管理資產規模達 581 億美元，較 2014 年底的 628 億美元相較，減少 47 億美元，減少幅度 7.48%，主要原因係新興市場匯率大幅下跌所致，若與新興市場債券價格下跌幅度相比，資產規模反而是增加。因為新興市場債投資者眾多，包括許多非機構投資者加

入，故當整體市場修正時，一些基本面良好的市場被錯賣時，反能吸引長期機構投資者進場加碼。以 5 大固定收益次資產類別區分，該公司管理資產主要以投資等級公司債券為主，占所管理資產之 50.43%，其次為新興市場債券，約占 24.23%，其餘分別為槓桿融資 11.80%、多元收益債券 9.19%、可轉換公司債 4.35%。有關博祿貝管理資產分布情形詳如表 1。

Global Strategies	Constrained ←————→ Unconstrained			AuM (US\$m)
	Active Long Only	Total/ Absolute Return	Hedge Funds/ Private Debt	
Convertibles	○			2,532
Leveraged Finance ¹	○	○	○	6,854
Investment Grade	○	○	○	29,301
Emerging Markets	○	○	○	14,081
Multi-Asset	○	○		5,337
Total Company AuM				58,105

表 1：博祿貝管理 5 大固定收益次資產規模及投資策略表

二、Ashmore

Ashmore Group plc 原屬於澳盛銀行集團 (Australia and New Zealand Banking Group Limited, ANZ) 旗下投資於新興市場之投資部門，1992 年完成管理階層收購 (MBO)，脫離澳盛銀行集團後，成立 Ashmore Group plc，並於 2006 年 10 月於倫敦證券交易所掛牌上市，目前大部分股份為公司員工

所持有。

Ashmore Group plc 是一家專精於投資新興市場之資產管理機構，由於管理階層於 1980 年中期即開始著墨於新興市場投資，因此，在業界具有一定之知名度及地位。目前該公司總部設於倫敦，全球有 281 名員工，其中 88 位具有全球投資專業經驗，且該公司之投資委員會成員則有平均 26 年之投資經驗。另於中國、哥倫比亞、印度、印尼、日本、沙烏地阿拉伯、新加坡、土耳其及美國等地設有海外之分支機構，以做為業務推展、設置交易平台或投資研究收集資料之據點（詳如圖 2）。

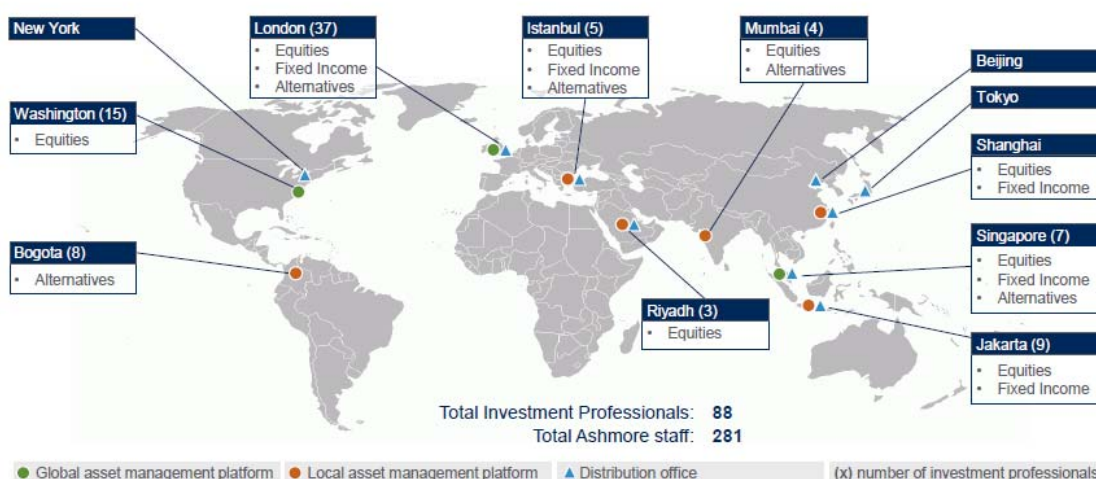


圖 2：Ashmore 全球投資團隊配置圖

截至 2015 年 9 月 30 日 Ashmore 管理之資產規模高達 511 億美元，且完全投資於新興市場相關之金融商品，包括強勢貨幣計價債券、當地貨幣計價債券、公司債、複合型債券（Blended Debt）、權益證券、另類投資、多元資產投資及流動性管理等八大領域，其中投資於強勢貨幣計價債券及當地貨幣計價債券比率分別為 35% 及 30%，為投資比重最高之前二名商品，另類投資比重最低僅約 2%（詳如圖 3）。另就委託投資人類型而言，機構投資人佔整體資產規模約 91%，

其中全球央行所佔比重高達 20%，為比重最高之機構法人，其次為退休基金、主權基金等；再從地區別來看，英國以外之歐洲地區最高約占 28%，其次為美國約占 22%。

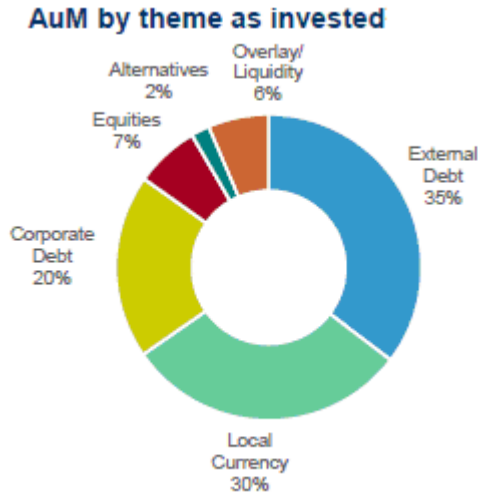


圖 3：Ashmore 管理資產配置圖

肆、博祿貝受訓及訪察情形

一、投資決策及團隊

(一) 投資哲學

1. 著重絕對報酬，並重視資本保護

博祿貝主要投資策略為在固定收益資產廣闊的投資範疇中，從積極地只做多頭的基準指標投資，到對沖基金、私募債等，並且還創新混合投資風格，另為努力開發不同收益來源建構多元收益債券的投資解決方案，以滿足不同層次客戶的需求。透過直接投資債券商品取得收益方式，包括投資新興市場債券，另在波動劇烈的金融環境中，為規避下檔風險亦有彈性加碼於歐、美公債之防禦型投資，以及透過信用衍生性商品進行避險及直接放空的多空靈活彈性操作，以守護投資人資產為最高原則。絕對報酬策略的下方風險相對較低，可有效平衡

投資組合風險，達到追求絕對報酬及本金保值的投資目標。

2. 採用動態調整、研究導向之投資分析

博祿貝為創造更好的投資報酬，積極提升固定收益專業，利率、外匯及發行人等因素之間的相互影響正變得越來越複雜，並模糊了公司債及公債之間的界限。在這種環境下欲獲取具吸引力的風險調整後報酬需要更高的主動管理，這意味著具高度專業知識與複合技能的重要性。投資評估主要係採取由下而上的方式分析投資標的，經由自然的決策過程，訂定高信念（high conviction）的資產配置，該策略匯集了最佳的投資想法，運用於每一個子資產類別以建立投資組合，鎖定絕對報酬。建立投資組合時，不仰賴某一指數，但為了風險管理需求，仍會參考指數，以得知投資組合與指數的追蹤誤差。惟2015年國際經濟情勢不穩，總體經濟與全球金融市場同步動盪，在總體經濟環境艱難，即使發行公司基本面仍佳，信用品質仍受全球總體經濟事件影響。故瞭解影響新興市場的總體經濟因素，以及發掘具投資價值之標的極為重要，因此新成立總體經濟研究團隊。動態調整、研究導向之投資分析，結合了深度的總體經濟及信用分析、穩健的投資組合建構與風險管理紀律（詳如圖4）。



圖 4：博祿貝投資決策分析圖

(二) 投資流程

博祿貝的投資流程是藉由投資團隊的密切合作，以確保有效的知識共享和運用信用槓桿。並從宏觀經濟和政策的角度補充信用研究，以建構最適的投資組合。投資流程主要包括 6 個階段：制定策略（探討總體經濟趨勢對於投資環境的影響）、初步審查（依流動性、信用品質、產業概況及信用利差等評估發行機構）、基本分析（由上而下的總體經濟分析及由下而上基本信用研究）、相對價值分析（將基本分析結果與主要參考指標債券進行比較）、技術分析（分析供需雙方狀況、投資者持倉情況以及其他影響價格的籌碼因素）以及建構投資組合，且此架構的精神在於反覆檢討各程序，而非採取單向直線式的流程（詳如圖 5）。

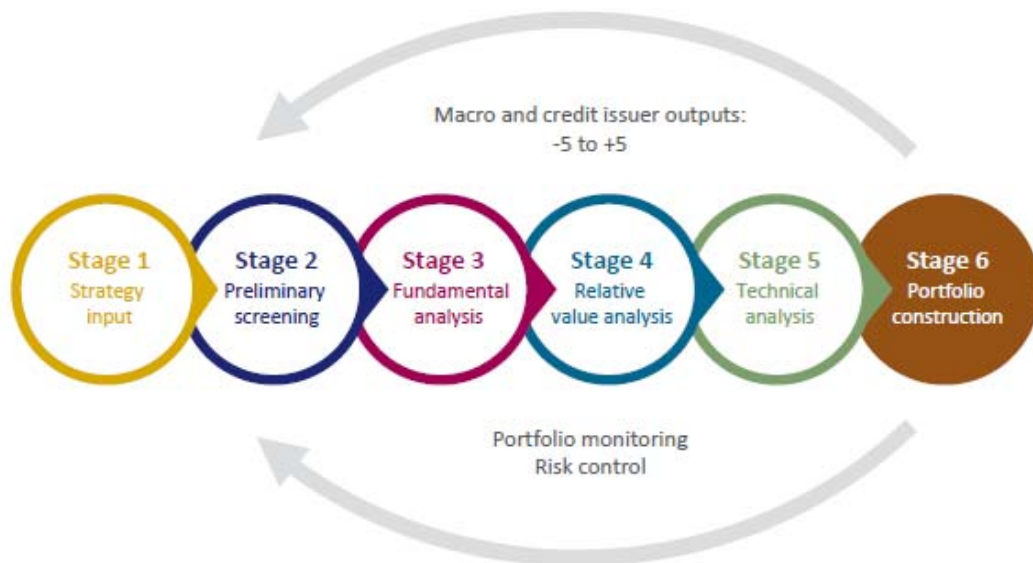


圖 5：博祿貝投資決策流程圖

博祿貝選擇新興市場債的基本分析過程兼具質化與量化因素，選擇投資組合中的新興市場債券之決策，主要還是仰賴由上而下的總體經濟分析及由下而上的基本信用研究，說明如下：

1. 國家分析

博祿貝投資新興市場債券的流程結合投資戰略與戰術兩個要素。總體經濟分析為投資決策之基礎，主要的決定在於選定投資國家，此為質化的決策流程，主要評估標準有經濟成長、償債能力、流動性以及政治穩定度等 4 項。一般而言，投資標的在外流通總市值最少應為 2 億美元，但並不必然如此，因為判斷流動性的基準主要是國家，而非金融工具。

國家分析結果滿分為 50 分，可以瞭解一國的政治與經濟狀況，並且比信評機構更早察覺該國潛在問題。評分系統運用 10 項信用指標（經濟成長率、消費者物價指

數、外債/出口比、外債/國內生產毛額比、對外借款總需求、政治/結構性改革、預算帳目、經常帳、短期債務與準備金) 產生國家信譽之評等供內部參考，各指標分別為 1 至 5 分，衡量各國主權債投資機會，可以補充各國總體經濟分析得出之評價結果，形成動態的決策過程。同時，比較各國基本面信譽分析的結果與市場利差，以得知國家相對價值。

2. 利率分析

針對所考量的國家，運用專屬的量化模型預估其當地貨幣的走勢，輔以質化因素，以預估各國央行應對預期通貨膨脹與經濟成長之下的利率政策。博祿貝的利率基本面模型主要在預測 1 年期之短期貨幣政策利率，主要輸入參數為核心通貨膨脹率與整體通貨膨脹率，再與市場價格反映之未來 1 年預估利率比較，當與市場預期差距愈大，就愈有機會獲得 Alpha (超額報酬)。

3. 貨幣評價

藉由檢視匯率走向，可以得知貨幣被高估或低估，此過程為了瞭解貨幣情勢並進行適當的投資。評價新興市場匯率有 3 個要素：長期匯率評價、國際收支平衡、經濟成長率，評價之目的在於決定客觀的當地貨幣價格水準。

4. 基本信用研究

首先檢視所有可投資的公司債後，博祿貝便針對每個公司債發行機構進行基本面信用研究，關注此發行機

構的本質、營運績效、獲得現金的能力，分析資本結構，並深入瞭解投資的相關風險。此外，也檢視債券持有人的利益是否與股東和管理階層一致，同時也利用其專屬的新興市場債券資料庫，比較此項資產的結構與其他類似的新興市場投資機會有何差異。

(三) 投資團隊

博祿貝投資團隊分為新興市場主權及公司債、投資等級債等兩大領域，新興市場主權及公司債的投資團隊成員包括 9 名投資組合經理（包含 2 名主管）、9 名助理投資組合經理、10 名分析師及 6 名交易員，共計 34 名投資專業人員（詳如圖 6），這些人員來自全球新興市場，具有國際化背景及多國語言能力，且許多人來自新興市場，能瞭解當地情況，並且這些投資人員都聚集在倫敦辦公室，讓大家能在第一時間聯繫溝通、開會決議等。不過，這種組織架構的主要缺點為新興市場未設立研究據點，較不易掌握新興市場的投資先機，且對於新興市場國家的政治風掌握度不高，目前博祿貝以實地投資考察來補其不足，惟亦花費 18 個月的時間，博祿貝的投資專業人員才完成考察全部的投資區域。未來，博祿貝將更加頻繁地實地考察新興市場各國，以期更深入即時瞭解當地政經現況。研究團隊並根據不同產業分類，與其他同業依據區域分類不同，因為博祿貝認為應與投資已開發國家的分類相同，讓新興市場與已開發國家相同產業的研究人員可以互相討論，作出更好的決策。新興市場債專業人員的設置，配合著實地投資考

察，能夠瞭解新興市場，並足以應付新興市場債投資之變化及挑戰。



圖 6：博祿貝新興市場債投資團隊組織圖

目前博祿貝管理的新興市場債規模約達 140.81 億美元，同時參與 JP Morgan 新興市場債指數的制定策略，且能夠根據客戶需求設計不同產品，例如許多德國及亞洲機構投資較偏好投資等級債券，而美國及英國多數機構投資者則願意投資高收益債，針對這兩種類型的客戶，該公司會推出不同產品因應。此外，過去以當地貨幣計價之新興市場公司債較不受投資者青睞，但近幾年流動性逐漸增加，趨於成熟之際，該公司已提早推出相關商品，並與美林投資銀行合作推出相關債券指數，因為想要做創新者，較早進入市場以獲取更高的報酬。

投資等級債的投資團隊成員包括 10 名投資組合經理（包含 1 名主管，亦為新興市場公司債券投資團隊主管）、6 名助理投資組合經理、6 名分析師及 4 名交易員，共計 26 名投資專業人員（詳如圖 7）。其中 10 名投資組合經理及 6 名分析師負責主動投資管理創造 Alpha。博祿貝主要投資策略有歐洲主權債、歐洲綜合債、歐洲公司債、投資等級全球綜合債、投資等級全球公司債、資本融資、投資等級倫敦銀行同業拆款、投資等級債絕對報酬、投資等級債衍生性金融商品等 9 項，前 7 項為基準指數策略，即使是基準指數產品，有時亦會承擔基準指數以外的風險，收益雖然主要來自 Beta（市場報酬），但也加上主動收益；而最後 2 項係絕對報酬策略，收益來自經理人的管理技術，目標為創造 Alpha。整體而言，博祿貝採用所有信用工具，包括現金及衍生性商品，並以對沖基金的技術進行資產保值，但受到一般基金的限制與監控。



圖 7：博祿貝投資等級債券投資團隊組織圖

近年來，在美國聯準會維持低利率政策之下，市場資金將持續流向高殖利率的新興市場，但 2015 年新興市場債經歷了許多艱難時刻，似乎已經沒有什麼固定收益資產可以產生固定收益，市場看來令人相當沮喪。過去 20 年固定收益的殖利率持續下降，舉例來說，根據指數來投資，過去 20 年投資歐洲主權債的平均年收益為 6.5%，但目前殖利率水準僅為 0-0.3%，如同沒有希望的貧瘠土地，但仔細一看，乾涸的土地有著一株綠綠的新芽，這說明了還是有希望。關鍵在於投資策略的轉變，投資報酬係來自 Beta 及 Alpha，過去投資報酬率較高時，例如投資報酬為 8% 時，Beta 及 Alpha 的貢獻報酬通常分別為 6.5% 及 1.5%，Beta 的貢獻比重高達 81.25%，Alpha 的貢獻比重僅為 18.75%；而現在投資報酬率較低時，例如投資報酬為 2% 時，Beta 及 Alpha 的貢獻報酬通常為 0.5% 及 1.5%（詳如圖 8），Beta 的貢獻比重快速下降至 25%，Alpha 的貢獻比重大幅提升至 75%，投資報酬的組成結構明顯出現變化，過去是市場帶來較高的投資回報，現在則是投資策略帶來較高的投資回報，而這種創造 Alpha 的能力需要可觀的資源來支援，所以對投資者而言，最重要的關鍵是選擇投資經理人。

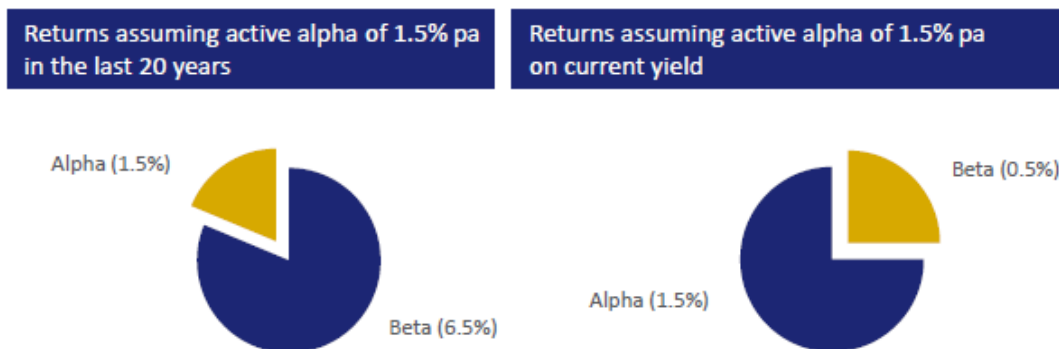


圖 8：固定收益投資報酬歸因分析比較圖

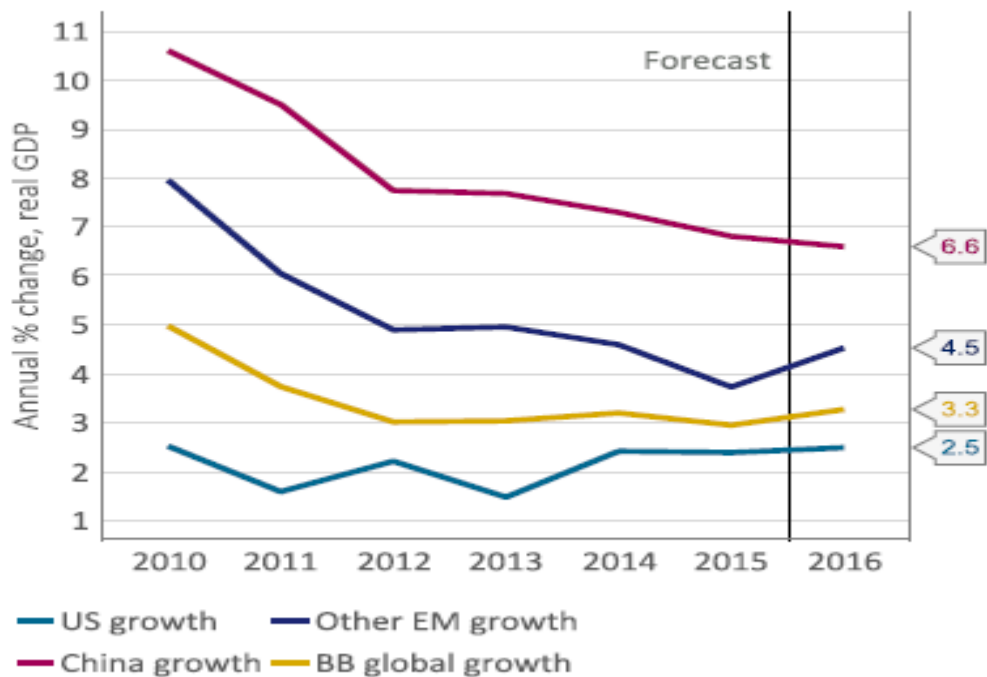
二、總體經濟及市場分析

(一) 總體經濟

1. 根據博祿貝的研究資料，2016 年全球經濟成長率為 3.3%，新興國家（不含中國）經濟成長率為 4.5%，中國則持續走緩，經濟成長率預估為 6.6%，這將是最近 5 年以來，新興國家經濟成長率第 1 次比前 1 年高，並不代表對短期很樂觀，而只是落底。

俄羅斯因制裁及敘利亞等問題，多數機構預測 2015 年將表現不好，但事實上卻表現得很好，主要是回歸投資價值，2015 年全球金融市場受到美元及油價走勢的影響相當大，如果這兩項價格不穩定下來，對股市及債市都有不利的影響。根據博祿貝的研究資料，2016 年全球經濟成長率為 3.3%，新興國家（不含中國）經濟成長率為 4.5%，中國則持續走緩，經濟成長率預估為 6.6%（詳如圖 9），這將是最近 5 年以來，新興國家經濟成長率第 1 次比前 1 年為高，並不代表對短期很樂觀，而只是落底，巴西及俄羅斯不會再像以前一樣拖累新興市場的整體表現，這對新興市場而言是個好消息。

EM (ex-China) growth forecast to be higher in 2016



Source: Macrobond; BlueBay forecasts for 2016

圖 9：博祿貝經濟成長走勢預測圖

2. 歐洲及美國貨幣政策的差異並不需要擔心，中國及美國政策的差異才是重點，中國緩慢實行人民幣貶值，對全球經濟是好的，但像之前那樣短期內重貶則對全球經濟影響甚大。

以全球來看，股市及匯率的波動，主要來自投資者對中國政府的能力及信心感到擔心，以致波動變大。中國經濟轉型正在發生，服務業有增加，抵銷製造及建築業的減少。美國或西方評論人士，似乎忘記中國是擁有龐大外匯存底的債權人，因此有能力處理去槓桿化時所面臨的問題，中國的情況顯然與歐元區不同，例如西班牙因德國資金流入而導致建築及投資過熱，在去槓桿化的過程中，資金加速外流，最後只好由歐洲央行協助渡

過難關。不過，對中國造成壓力會導致其政策出現錯誤，例如匯率政策。歐洲及美國貨幣政策的差異並不需要擔心，中國及美國政策的差異才是重點，中國緩慢實行人民幣貶值，對全球經濟是好的，但像之前那樣短期內重貶則對全球經濟影響甚大。

3. 根據經驗，市場預期美國聯準會升息，美元才會升值，在美國聯準會宣布升息後，通常美元不會升值，所以目前市場過於做多美元。

美國聯準會的升息決定與中國經濟是相關的，2015年9月不升息就是很好的證明，惟隨著中國經濟情況改善及美國就業強勁，2015年12月美國聯準會應會升息，若不升息，對市場是很大的震驚。重點還是應該關注升息幅度及速度。市場預期2016年底，將升息至1%，2016年預估升息3次。博祿貝認為市場是正確的，但採取中立態度。根據對美國聯準會的升息預期，美元不應該升值太多，但市場卻不這麼認為，積極做多美元、放空日元及歐元，但除非升息很快，否則美元不會有如此表現。且根據經驗，市場預期美國聯準會升息，美元才會升值，在美國聯準會宣布升息後，通常美元不會升值（詳如圖10），所以目前市場過於做多美元。

US dollar rally – too far too fast

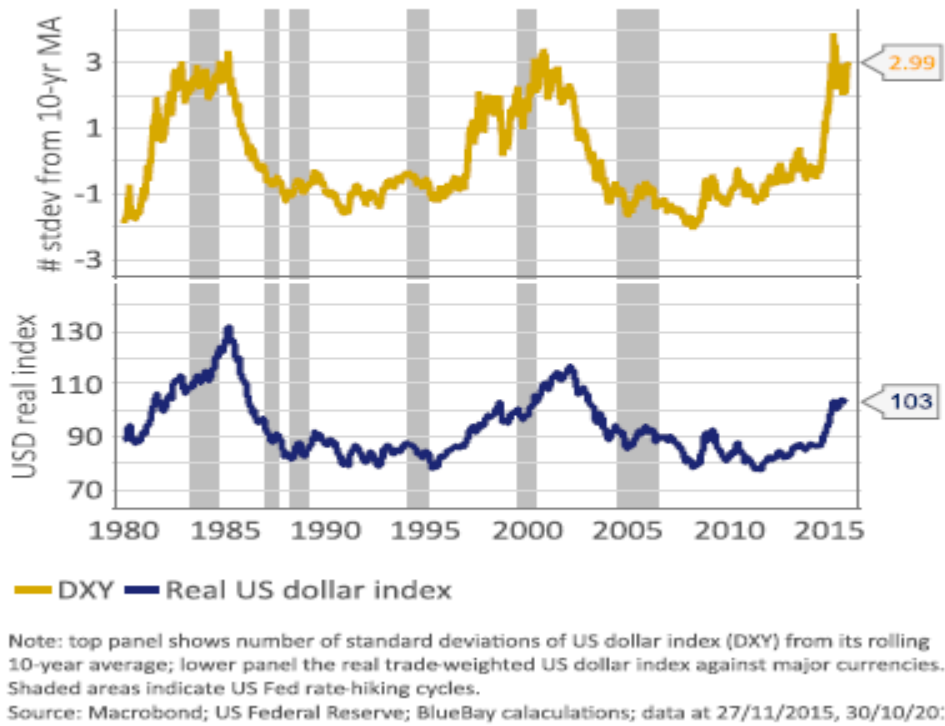


圖 10：美元指數走勢圖

4. 現階段全球債市發展分歧，美國高收益債目前處於擴張期，因為美國現在情況是在重新槓桿化的階段，信用風險在增加，歐元區仍在修正資產負債表規模，位於復甦期，所以投資者更喜好歐元區高收益債，新興市場及亞洲分別處於衰退期及修復期。

雖然關注全球各地經濟成長及各國貨幣政策的差異相當重要，但投資債券更重視信用週期的研究，因為債信的好壞是投資債券很重要的一環，信用週期時鐘主要分成 4 個時期：修復期、復甦期、擴張期與衰退期。右下區是衰退期，指的是全球經濟衰退，市場波動性大幅提高，企業違約率逐漸上揚，不論股票或是信用市場皆全面下跌，2008 年金融海嘯期間，就是衰退期的代表；

右上區是修復期，企業變得較保守，修補資產負債表，信用市場的表現往往優於股票市場，例如 2009 年至 2011 年；左上區是復甦期，景氣回到正向成長軌道，企業現金流量、利潤均呈現增加，股票與信用市場同步上揚，例如 2012 年至 2014 年，屬於債信投資的甜蜜點；左下區是擴張期，企業槓桿增加，股票市場表現優於信用市場。現階段全球債市發展分歧，美國高收益債目前處於擴張期，因為美國現在情況是在重新槓桿化的階段，信用風險在增加，歐元區仍在修正資產負債表規模，位於復甦期，所以投資者更喜好歐元區高收益債，新興市場及亞洲分別處於衰退期及修復期（詳如圖 11）。

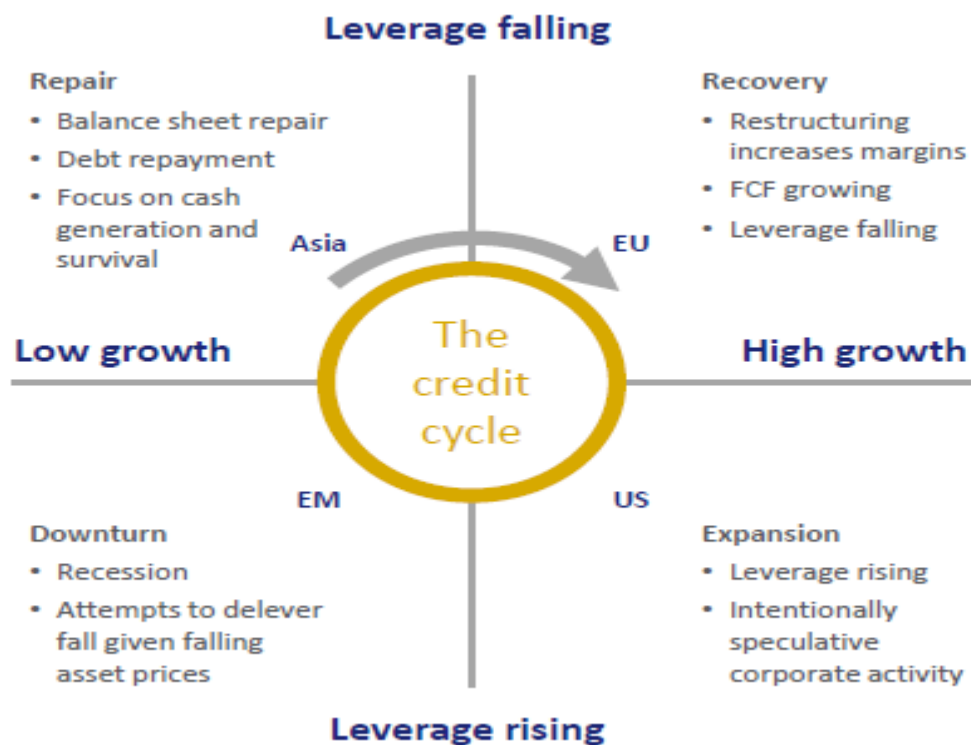


圖 11：信用週期時鐘圖

綜合上開分析，歐洲債券市場槓桿並沒有上升，美

國公司債規模過去 1 年持續增加，而歐洲近期才開始增加，因為沒有足夠的收益率吸引投資人，並不是二個區域利差問題。從經濟成長（從上而上）、資產負債表（由下而上）、評價、技術層面等 4 項分析，美國因經濟成長佳，但企業資產負債表情況惡化，且供給過多，所以較不具吸引力；而歐洲經濟雖然較美國疲弱，所幸公司管理階層謹慎、資產負債表較佳，且供給不多，所以尚具吸引力（詳如圖 12）。

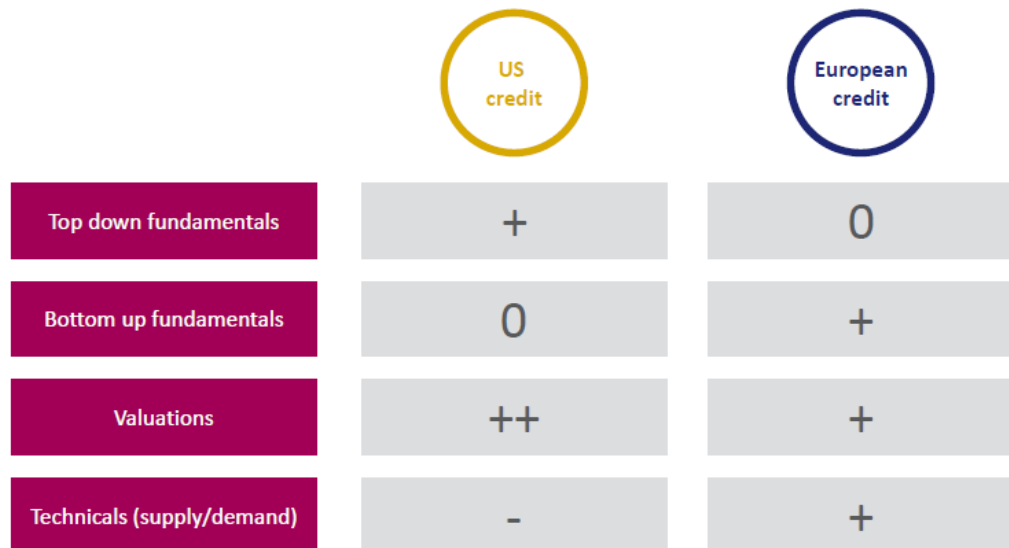


圖 12：美國及歐洲公司債評價圖

此外，美國高收益債及新興市場公司債的違約率在 2016 年會上升，歐元區則持平，不過產業間差異甚大，就好像巴西石油產業與韓國高科技產業的差異，舉例來說，美國採礦及頁岩油產業的違約率將較其他產業為高，預估能源相關產業的違約率為 10-15%，其他非能源產業平均為 3-4%，歐元區僅約 2%。

5. 由於經濟仍將呈現低度成長，即使升息，還是低利率時

代，這樣情況使得信用市場的表現將優於股市，因為經濟高成長時，股市表現相對較好，而經濟衰退時，信用市場及股市表現均差，已開發國家公債會表現較佳。

對於投資等級債券，新興市場與已開發國家的利差為 4%，新興市場之評價明顯偏低，反應著未來很多年都是低經濟成長的現象（詳如圖 13），加上新興市場匯率較過去 10 年平均低了 12%。由於經濟仍將呈現低度成長，即使升息，還是低利率時代，這樣情況使得信用市場的表現將優於股市，因為經濟高成長時，股市表現相對較好，而經濟衰退時，信用市場及股市表現均差，已開發國家公債會表現較佳。現在的情況不是衰退、亦不是高成長，而是低成長、低利率，所以對信用市場較有利。惟若出現意外情況，例如中國資本大量外流，導致人民幣大幅貶值，情勢就會有所改變。此外，美元持續升值，以及政治風險（英國脫離歐盟等）亦會對信用市場造成很大的影響，不過流動性較強面臨政治風險時較易危機處理。

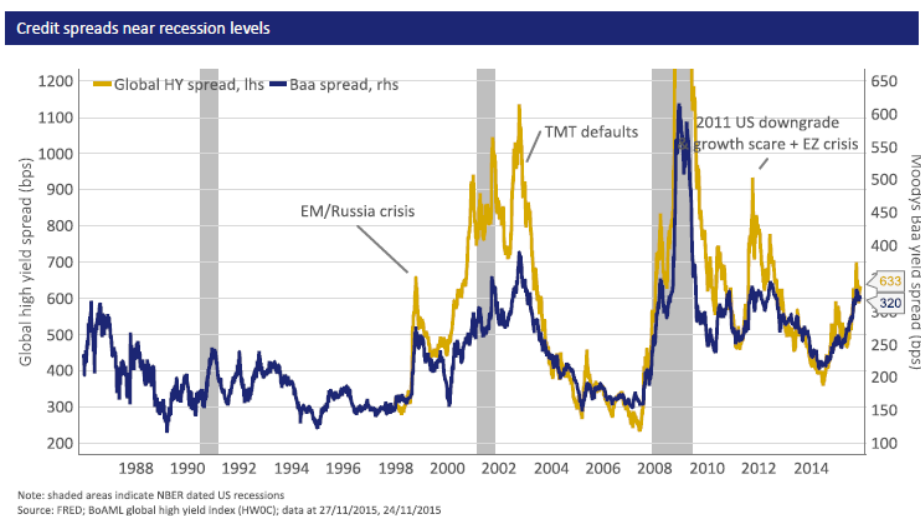


圖 13：信用利差走勢圖

(二) 新興市場主權債

1. 隨著歐元貨幣的流動性增加、歐洲近年來的低通膨環境、低利率水準、新的債券商品不斷推出，均有助新興市場歐元債券的蓬勃發展。

由於已開發國家的殖利率持續處於低水平，使投資人開始對新興市場債券產生興趣，加上基本面的轉變，包括財政基本面持續改善、全球金融市場整合度提升、以及新興市場債券之整體市場愈趨成熟等因素，新興市場債券在近幾年來也吸引了大量的資金流入。目前全球約有 65 個國家以強勢貨幣發行新興市場債（詳如圖 14），主要是美元，因為美國的經濟體質相對健全，長期以來，美元較新興市場貨幣維持強勢的表現，所以預期在美元等強勢貨幣波動度較低的情形下，對於考慮將資產分散配置於新興市場債券的投資人而言，著重投資於以美元計價的主權債券型基金可能會較具有吸引力。惟近年來有愈來愈多的新興市場強勢貨幣債趨向以歐元計價發行。因為世界各國央行及機構投資人希望逐漸分散外匯資產及貨幣配置，對美元以外的債券市場需求亦大幅揚升，在歐元整合後，歐元作為一種借貸貨幣的崛起，而且隨著歐元貨幣的流動性增加、歐洲近年來的低通膨環境、低利率水準、新的債券商品不斷推出，均有助新興市場歐元債券的蓬勃發展。



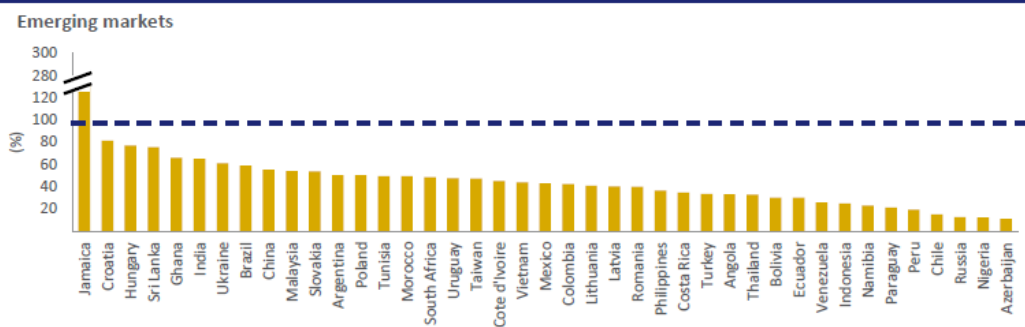
圖 14：以強勢貨幣發行新興市場債之全球分佈圖

2. 受惠新興市場當地貨幣債的高信評（強勢貨幣債的違約比率較高，當地貨幣債較不會造成違約，因為可以印鈔來解決）、與投資等級債券幾乎相同水準的殖利率，使得全球債券市場對於新興市場當地貨幣債需求逐年提高，規模遠高於新興市場強勢貨幣債。

對有美元計價債務的新興國家而言，透過美元來償還，會受到匯率及儲備金影響，當美元走強會增加其債務的負擔。不過，新興國家大多具有大量的外匯存底，且目前大部分新興國家的美元債務明顯較 1990 年中後期來的低（新興市場負債比率與已開發國家相比，相對穩健，新興市場的負債比率平均僅約 60-65%，而許多已開發國家至超過 100%），造就信用評級逐漸提高，已不再是過去高違約風險的新興市場債（詳如圖 15）。根據長期報酬歸因分析，可以發現貨幣因素僅是造成短期震盪波動，真正決定長期報酬表現的因素主要仍為「利息收益」及「資本利得」，且相較於美國高收益債標的，受惠新興

市場當地貨幣債的高信評（強勢貨幣債的違約比率較高，當地貨幣債較不會造成違約，因為可以印鈔來解決）、與投資等級債券幾乎相同水準的殖利率，使得全球債券市場對於新興市場當地貨幣債需求逐年提高，規模遠高於新興市場強勢貨幣債。目前全球約有 18 新興國家從發行以強勢貨幣計價的債券轉為以當地貨幣計價的債券（詳如圖 16），例如台灣就是一個很好例子，多年以前，台灣在新興市場美元債相當活躍，但隨著保險公司及退休基金等機構法人的需求成長，目前已改為以發行新台幣計價的國債為主。

Government debt (% of GDP)



Government debt (% of GDP)

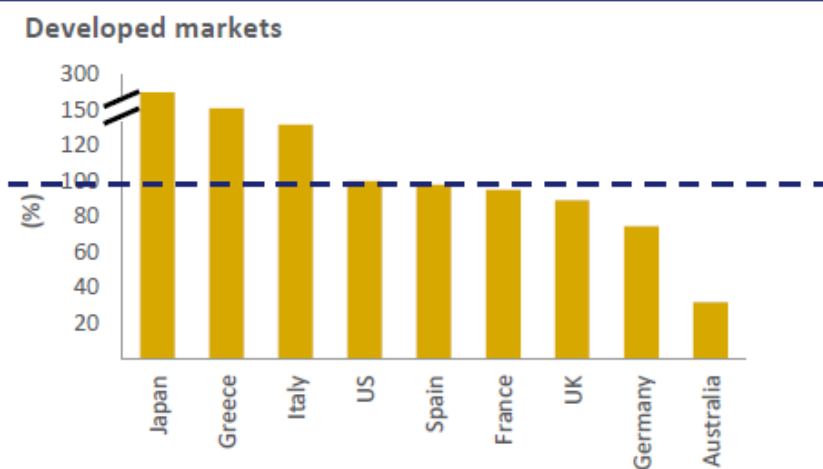


圖 15：新興及先進經濟體負債比率統計圖

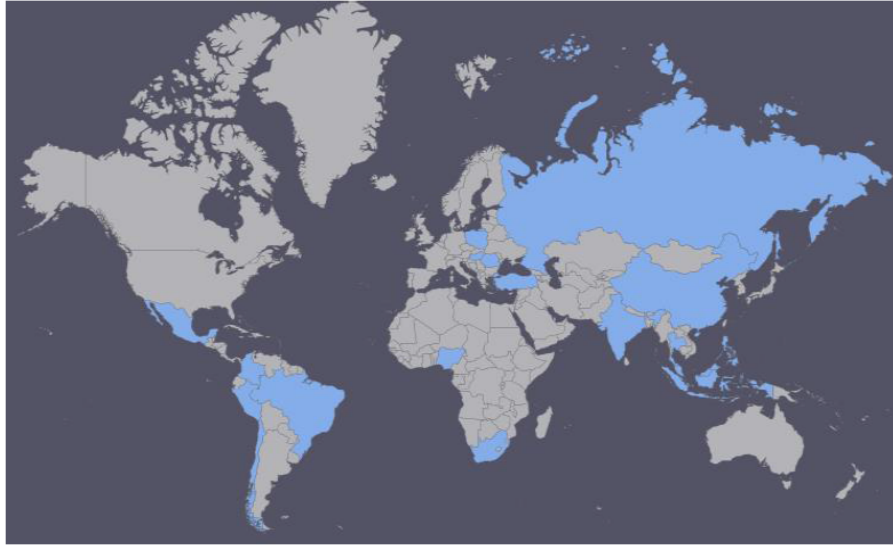


圖 16：以當地貨幣發行新興市場債之全球分佈圖

3. 如果聯準會升息幅度不大，且投資人對中國經濟的擔憂減緩，可望降低對新興經濟體衝擊，新興市場利差有機會縮小，2016 年看好新興市場債重回成長軌道的潛力。

新興市場債報酬與其經濟成長高度相關，自 2000 年以來，新興市場債受惠強勁的經濟成長而擁有高報酬，同時經濟的強勁亦透露新興國家貨幣的強勢。惟近年新興經濟體與已開發國家的經濟成長差異下降，主要係外匯匯率所致。惟考慮成長差異將再次擴大及匯率有逐漸落底跡象，再者，根據博祿貝長期實證的模型亦是如此。如果聯準會升息幅度不大，且投資人對中國經濟的擔憂減緩，可望降低對新興經濟體衝擊，新興市場利差有機會縮小，2016 年看好新興市場債重回成長軌道的潛力。不過，仍有三項阻力必須密切觀察：

(1) 美國開始升息循環

美國即將展開升息循環，市場已大致反應，不會對新興市場再產生影響，過去會造成波動性，是因為恐懼

的影響比實際的影響更大。目前由於投資者心理已經準備很久的時間，並已反應在價格上。2016年升息預期將是2次，但也有可能是3次或4次，升息速度較快的話，對新興經濟體仍會有影響。

(2) 中國經濟放緩

中國與已開發國家經濟成長差異已縮小，惟中國經濟應不致於硬著陸，因為中國將有政策因應，中國經濟將朝平衡發展，從固定投資轉換成消費導向，雖然時間會相當緩慢，但是消費相關產業的長期趨勢是上升。而且中國經濟穩定，對很多國家將是利多，因為廣泛的全球貿易，但這次的經濟週期將不同於以往每個產業都會受益，對許多產業會造成很大的影響，特別是大宗商品，造成公司債行業產生很大差異。

過去經濟成長由美國經濟所驅動，但現在大家都觀察中國的情況，這是很不同的前景。從不同角度來看，好消息是中國有很多政策手段來避免硬著陸，但根據博祿貝調查顯示，中國決策階層存在如何運用這些政策工具的風險，雖然不見得會發生，但不能排除中國政策錯誤的情況。其實2015年8月中國政府已經出現決策錯誤，大幅調降人民幣兌美元中間價，嚴重衝擊投資者的信心，預期2016年中國經濟成長減緩的狀況會造成更大波動性。

(3) 原物料處於低檔。

2015年8月人民幣急貶，韓國等許多新興亞洲國家

也跟進競貶，才能維持相對競爭力。大宗商品跌價會造成通膨下降，對許多新興經濟體而言，相當於減稅，例如：印度進口很多大宗商品，加上低利率及結構性改革，對其相對有利，但巴西大宗商品占多數，且政治的結構性改革陷於僵局，則較為不利。油價不光是需求問題，油價將會保持在目前狀況。

(三) 新興市場公司債

1. 新興市場公司債殖利率與已開發國家政府公債的利差仍高，新興市場公司債平均殖利率約為 6%，且其中有 65% 的新興市場公司債之評等等級在 BBB 以上(投資等級)。

因全球經濟復甦緩慢，且各國步伐不一，貨幣及財政政策偏向寬鬆，使得政府公債殖利率處於長期低位，新興市場公司債殖利率與已開發國家政府公債的利差仍高，新興市場公司債平均殖利率約為 6%，且其中有 65% 的新興市場公司債之評等等級在 BBB 以上(投資等級)，就資產類別來看，新興市場投資等級公司債及新興市場高收益債的平均殖利率為 4.7% 及 9%，但投資歐洲指數債券的殖利率僅有 0.65%，遠低於多數機構投資者目標報酬，所以新興市場公司債仍具相當吸引力。

2. 雖然新興市場財務槓桿在上升，但與美國相較，仍然不高，從全球信用週期來看，雖然兩者財務槓桿都在上升，但新興市場的企業較為謹慎，為了預防經濟減緩造成的影響，其資產負債表規模偏向保守。

過去 1 年以來，金融時報及華爾街日報對新興市場

債的報導為歷年最負面的（詳如圖 17），多數新興國家無一倖免，且過於焦慮，如果不理會這些負面報導，而回歸基本面分析，就會專注在投資價值的看法，新興市場高收益債 2015 年 12 月初的違約率約為 2.8%，即使有那麼多負面因素，與長期平均違約率 3.8% 相比，仍然較低。原因在於雖然新興市場財務槓桿在上升，但與美國相較，仍然不高，從全球信用週期來看，雖然兩者財務槓桿都在上升，但新興市場的企業較為謹慎，為了預防經濟減緩造成的影響，其資產負債表規模偏向保守。再者，過去幾年許多發行美元債的企業，在面臨當地貨幣貶值，這些企業不願再發行美元債、優先償還美元債，這說明這些企業很謹慎。

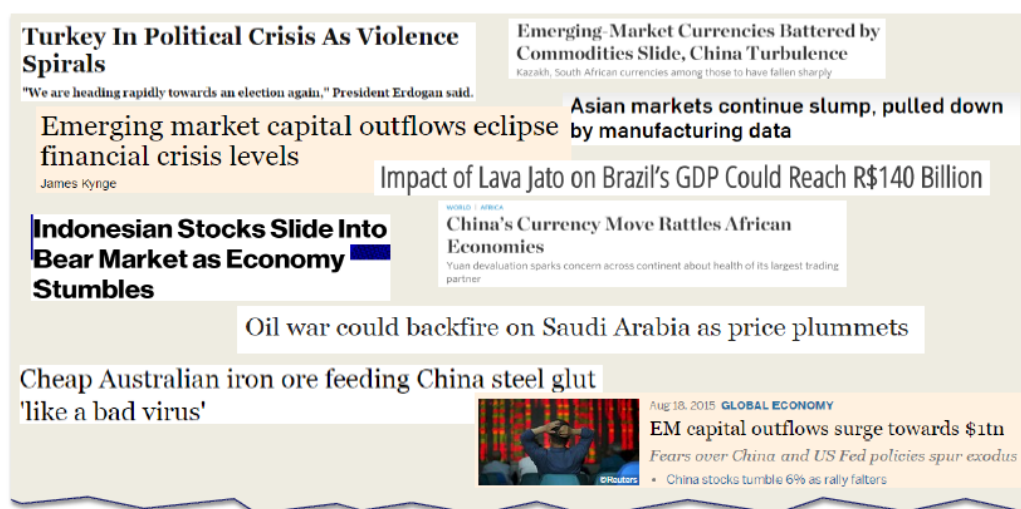


圖 17：媒體對新興市場債之負面報導示意圖

此外，發行美元債的企業，面對當地貨幣貶值時，所受到的影響程度不一，金融業因設有監管機制，較不受匯率貶值的影響，石油、天然氣、造紙、採礦、金屬、零售、消費等出口驅動產業反而享有貶值紅利，所以平

均約有 50%至 60%的企業受惠，這亦是新興市場公司債違約率沒有上升的原因。雖然近年許多新興國家受到油價等商品價格大幅下跌的影響，但預期油價將逐漸落底反彈，對石油及大宗商品更為敏感國家較為有利。因此，博祿貝認為新興市場公司債的基本面不會再惡化，2016 年違約率將比目前 2.8%微幅增加，但不會達到以往的兩位數水準，若違約率意外上升至 4-5%，由於殖利率仍高，相關風險仍有可承受範圍。

3. 因目前利差處於較高水準，更能降低美國國庫券利率上升影響，不致造成利差明顯擴大。

美國聯準會可能於 2015 年 12 月 16 日展開多年來第 1 次升息，觀察 2004 至 2006 年的升息循環可知，那段期間新興市場公司債平均年殖利率為 8%。其次，2013 年 5 月美國聯準會當時主席伯南克首度釋出 QE（量化寬鬆）將開始逐漸減碼、退場，造成全球股、債、商品大跌，新興市場更是股、匯市重挫。然而這次不同，因市場已經經歷很長時間的預期，所以不會造成太大的衝擊，2013 年 5 月的利差約為 2.5%，目前利差水準約為 4%，因目前利差處於較高水準，更能降低美國國庫券利率上升影響，不致造成利差明顯擴大。此外，上次是急速升息，但這次會緩慢升息，所以新興市場公司債 2016 年會帶來很好的收益，預測平均報酬率區間為 3.5%至 5%。

（四）投資等級債

1. 金融危機後歐洲主權債利差產生了變化，以 10 年期義大利公債為例，目前與德國公債殖利率約有 100 基點 (BP) 的利差，但過去幾乎是沒有利差的。此外，雖因殖利率很低，惟不代表波動性亦低，反而市場波動性很大，可以根據走勢取得機會。

金融危機使固定收益報酬率大幅降低，但也創造更多波動性的機會，過去 10 年歐洲主權債，在很長的期間提供同樣的報酬，但金融危機後利差產生了變化，以 10 年期義大利公債為例，目前與德國公債殖利率約有 100 基點 (BP) 的利差，但過去幾乎是沒有利差的 (詳如圖 18)。金融危機後另一影響是，監管單位對銀行規範較嚴，使得銀行傾向減少槓桿、增加資本，造成銀行資產負債表規模持續縮減，增加債市投資機會。此外，雖因殖利率很低，惟不代表波動性亦低，反而市場波動性很大，可以根據走勢取得機會，2015 年 5、6 月債券市場出現拋售現象，10 年期德國公債降至 0.06%，但隨即產生很大的變化，6 週左右的時間快速反彈至 0.5%。

10 year benchmark bond yields (%)

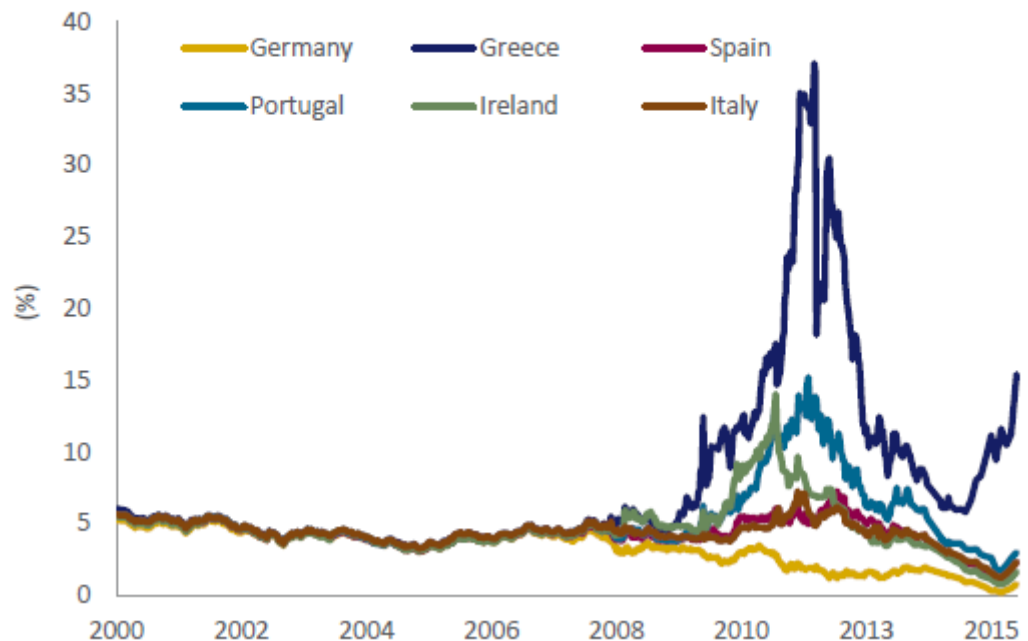


圖 18：德國、義大利等 6 國 10 年期公債走勢圖

2. 近期市場相當因難，市場稱作憂慮的牆，主要問題有中國經濟轉變、新興市場經濟減緩（特別是巴西方面造成的問題）、大宗商品及石油商品價格波動劇烈、大型公司詐欺醜聞等。

近期市場相當因難，市場稱作憂慮的牆，主要問題有中國經濟轉變、新興市場經濟減緩（特別是巴西方面造成的問題）、大宗商品及石油商品價格波動劇烈、大型公司詐欺醜聞等。全球金融市場發展存在三大分歧，(1) 貨幣政策的差異：美國即將啟動升息循環，歐洲、日本及中國等持續採取寬鬆貨幣政策；(2) 經濟成長的差異：美國經濟成長表現佳，中國經濟持續放緩；(3) 企業槓桿程度的差異，美國經濟復甦，企業投資信心增加，持續

進行槓桿，而歐洲因仍有通縮疑慮，企業信心不足，槓桿程度不高，所以歐洲企業管理階層以發行公司債為主，美國企業則採取在資本市場上募資。

3. 歐洲債券市場已非固定收益的產品，因為已經沒有收益是固定的，反而更像一個大宗商品市場，由經濟成長，通貨膨脹及利率來驅動。

事件風險帶來更多波動性，說明寬鬆貨幣政策可能會持續更長時間，收益率不會在一個方向長期發展，可能會更有波動性。歐洲債券市場已非固定收益的產品，因為已經沒有收益是固定的，反而更像一個大宗商品市場，由經濟成長，通貨膨脹及利率來驅動，如同大宗商品，受到簡單供需關係所影響，會一直保存這樣情況。歐洲經濟成長較預期為好，從年初的 0.5% 調高至 2%，受惠於歐元疲軟、量化寬鬆及低油價，而且財政緊縮較往年減緩。但歐洲存在另一問題，非常依賴出口經濟，由於許多出口目的地國家經濟放緩，例如中國。歐洲央行近期延長量化寬鬆及調降存款準備率，2016 年可能會宣布增加購買資產，以示採取一切必要措施的決心。

歐洲債市約有三分之一的資產為負利率，相當於 2 兆 5,000 億歐元的資產，有 40% 的資產的殖利率介於 0-1% 區間，若是想獲取較高的殖利率，通常是到期期間非常長（高利率風險）、或是信用等級較差的債券，例如西班牙、葡萄牙、義大利、希臘等。部分投資者認為歐債殖利率將會日本化，因為把德國公債想像成黑洞一樣，把

利差向下拉。

(五) 多元收益債券

1. 絕對報酬並非取決於市場走勢，而多元收益債券則有一部分取決於市場走勢，透過資產配置及證券組合增加價值，所以相同財務槓桿下，多元收益債券預期投資報酬率較高，但風險亦較高。根據過去資料，3-5%是市場回報，而透過主動管理可增加報酬，資產配置約可增加1-2%，證券選擇1-3%，資本保值可增加0-1%。

雷曼兄弟倒閉後，對信用市場產生很大的變化，以2008年與2015年相比，固定收益的殖利率大幅降低，2008年投資AA級債券之殖利率，目前必須要投資BB級債券，方足以獲取要求的報酬。同時，這些信用資產之相關性提高至0.7，且同一資產內債券的相關性也增加，以致資產配置要實現多元化相當困難，特別是在股權領域。多元收益債券範圍相當廣，投資決策主要包括資產範圍、對市場Beta的依賴性及投資標的數量。而各類資產投資上限，有時甚至可以100%投資單一資產，但建議各類資產最好還是訂有投資上限較好。若不設定基準指數，基於資本保值，有時可以將所有風險降到零，惟投資限制較少，則衡量績效很困難，除了提供詳細報告充分解釋投資理由及作法外，亦假設各個資產類別採取中立配置比例來進行歸因分析，雖然不完美，但仍可以清楚告知客戶報酬貢獻來源，以提高透明度。絕對報酬並非取決於市場走勢，而多元收益債券則有一部分取

決於市場走勢，透過資產配置及證券組合增加價值，所以相同財務槓桿下，多元收益債券預期投資報酬率較高，但風險亦較高。根據過去資料，3-5%是市場回報，而透過主動管理可增加報酬，資產配置約可增加 1-2%，證券選擇 1-3%，資本保值可增加 0-1%（詳如圖 19）。

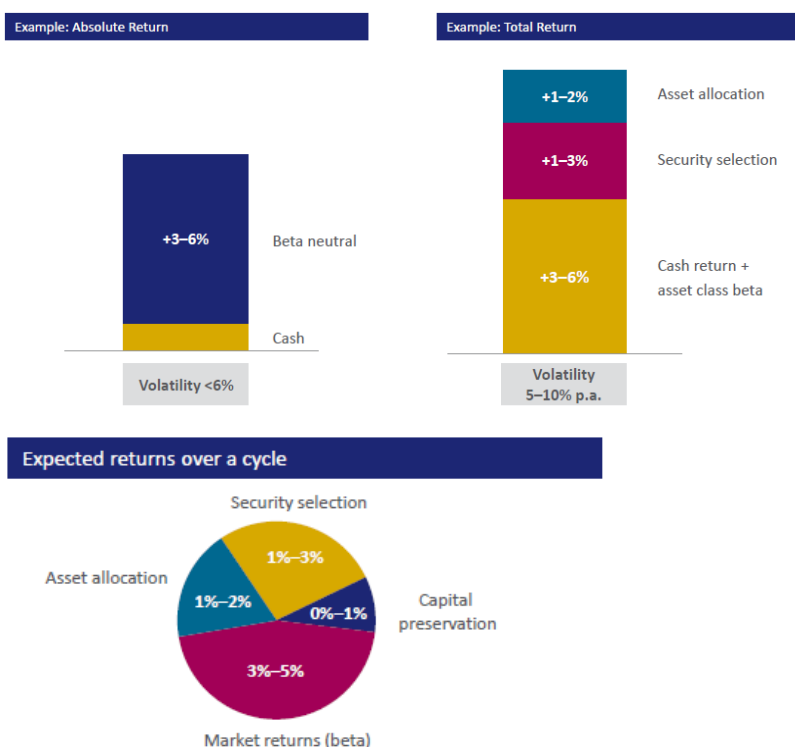


圖 19：絕對報酬及全報酬之歸因分析及風險統計圖

- 博祿貝多元收益債券委員會議每月 1 次，每個委員獨立思考、評等，產生最佳想法的組合，最終作成各類資產的評等及投資決策，從結果來看，有時差異不大，有時差異很大，例如貸款的意見差異不大，但新興市場當地貨幣債的想法差異就很大。

多元收益債券的投資策略係根據經理人想法，而不是根據參考指標，例如選擇投資標的，博祿貝認為選擇 200 檔是最好的，因為選擇 50 檔，其中 1 檔違約即占投

資總額 2%，而選擇 1,000 檔則與被動指數投資無異。博祿貝多元收益債券委員會議每月 1 次，每個委員獨立思考、評等，產生最佳想法的組合，最終作成各類資產的評等及投資決策，從結果來看，有時差異不大，有時差異很大，例如貸款的意見差異不大，但新興市場當地貨幣債的想法差異就很大。各類資產投資組合經理必須說明市場展望及預期的投資組合報酬，並設想最好、最壞、持平等三種情況，同時不可忽略尾部風險。投資經理要瞭解相互之間的情況，這對多元投資很重要。在資本保值策略，係運用存續期間對沖等手段，有時亦會使用股權相關合約來對沖，例如標準 500 指數的衍生性金融商品，其實資本保值通常在 80% 的時間裡不做任何事情，有需要時才會進行對沖。

三、風險管理

運用 RiskMetrics Group 所開發的 RiskManager，該方法多年來為金融風險管理的標竿。RiskManager 從博祿貝的會計系統取得投資部位資料，做出市場風險、流動性風險及交易對手風險等指標，如（對於債券利差、利率、匯率、股價、波動性等的）敏感度、風險值，以及適時進行壓力測試情境分析。風險管理團隊獨立運作，負責評估和監督投資風險，協助投資組合經理人管理風險，並提供經理人詳盡的風險報告和分析，以監督投資組合風險型態。此外，重視 ESG（環境、社會與公司治理）之因素，並將其納入投資及風險管理（詳如圖 20）。



圖 20：博祿貝風險管理流程圖

博祿貝市場風險委員會的任務是制定投資風險管理相關的政策，持續檢討與監督投資風險和績效。風險管理係增加投資附加價值，所以建構投資組合時，即以各種方式導入風險控制機制。資深投資組合經理須為職責內所有承擔的風險負責，必須確保適當的風險管理紀律，且遵循市場風險委員會、營運長、風險與績效主管、投資風險主管所設定的政策與指導方針。例如，投資產業、區域是否過於集中，以及低信用品質債的權重是否過高等。另當 2010 年 7 月由美國歐巴馬總統簽署頒布的「Dodd- Frank Act (陶德-法蘭克華爾街改造與消費者保護法案)」，博祿貝的每個交易對手都設有專屬檔案夾，會逐一審視。

此外，除了根據歷史事件進行壓力測試外，亦會特別設計非歷史事件的進行壓力測試，例如 2015 年 8 月中國人民

幣下跌前，博祿貝即模擬了人民幣及大宗商品大跌的事件進行壓力測試，以研究相關風險驅動因子。另關於美國債務上限，2015年10月又發生，風險管理部門在很早之前就提供投資團隊這項訊息，因為市場通常在幾週之前才會發現並出現明顯反應。

伍、Ashmore 受訓及訪察情形

一、投資決策及團隊

(一) 投資哲學

Ashmore 投資哲學係以價值導向、藉總經分析採由上而下之主動式管理策略（詳如圖 21），整體策略彙總說明如下：



圖 21：Ashmore 投資哲學示意圖

(二) 投資決策流程

Ashmore 管理之資金係由投資團隊集團管理，其投資流程為投資委員會就總體大環境進行分析及討論，以決定投資策略方向，各次級委員會則依據上開投資策略方向進行討論，以建構投資組合並選擇投資工具，最後經投資委員會核准後執行交易（詳如圖 22）。

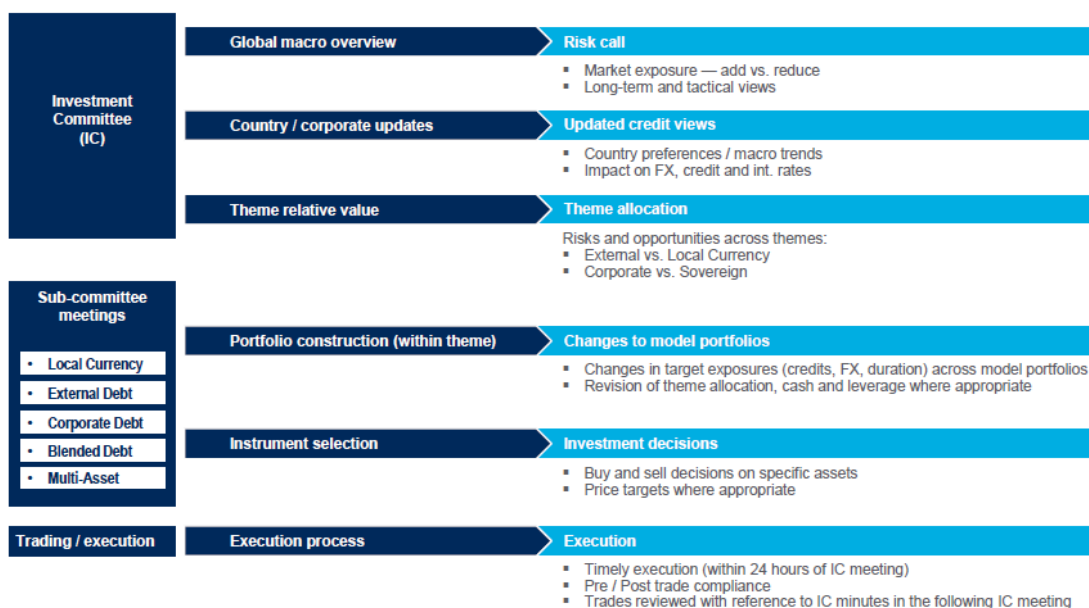


圖 22：Ashmore 投資決策流程圖

1. 投資委員會負起管理所有投資組合最終責任

客戶委託 Ashmore 管理之資金，並非由單一基金經理人負責建構投資組合，而係由該公司之投資團隊集體管理並建構投資組合，最後由該公司投資委員會成員，負起管理所有投資組合最終責任。目前投資委員會有十二位成員，包括投資長、各主要債券部門主管（包括：當地貨幣債券、強勢貨幣債券及公司債），以及部分資深基金經理人。個別基金經理人之職責除需深入研究且經常拜訪其負責投資建議之國家外，並應提出投資建議，向投資委員會報告並討論，個別基金經理人不需對投資組合負有職責。另於新興市場設置之分支機構則提供當地市場訊息供決策參考。

2. Ashmore 投資流程係以投資委員會為中心

Ashmore 投資流程係以投資委員會為中心，原則上每週召開一次會議，會議針對全球總經情勢、新興國家

政經情勢及主題配置等進行討論。

(1) 採由上而下全球總經分析之主動式管理策略

Ashmore 策略分析師針對近期全球主要經濟體總經情勢及預期未來趨勢進行簡報，投資委員會成員依據簡報內容，檢視總經數據、重要政策及政治事件、各市場表現、技術面（如債券發行量、波動性等）進行討論後，模擬全球經濟成長、景氣循環、主要國家政策立場等中期可能發展情境，此外，每週依據市場看法重新檢視上開情境之差異性，以決定 1 至 3 個月的風險觀點（Risk Call），即持有債券之存續期間、所承擔之信用風險及匯率風險、固定收益投資組合中持有現金或曝險部位等，最後決定是否要多承擔一些風險，以獲取較高之利潤，或承擔較低風險，以獲取穩健之利潤。

(2) 新興國家政經情勢分析

將可能影響新興國家之股、債、匯市等相關金融市場之基本面因素予以分析，包括經濟成長狀況、通膨情形、貨幣政策、匯率政策、財政政策、經常帳狀況、資本帳狀況、金融業狀況、政府償債能力等，並思考上開因素在未來可能發生之不同情境中對投資組合之衝擊，進而修正先前對匯率、殖利率曲線等之看法。

(3) 主題配置討論

Ashmore 之投資團隊成員針對個別負責的投資項目，例如以美元計價之債券、當地計價之債券及公司債就其所觀察可能之機會及風險提出說明，該公司除一向

以價值型投資人自居，即投資決定基礎係以投資主題相對價值加以估評外（各個國家間比較或特定資產間比較），亦會比較不同主題間何者可能獲取 Alpha 之機會。投資委員會依據上開分析與由全球總經發展情勢所模擬之中期發展趨勢之基本觀點相結合，決定投資主題配置方向，並針對信用風險、匯率風險及存續期間風險進行敏感度分析。

3. 依據投資委員會決議之投資策略方向，由次級委員會議討論後建構投資組合及選擇投資工具

(1) 建構投資組合

投資委員會決定投資哪些國家、主題及承擔風險多寡等大方向後，再依不同投資主題設置五個次級委員會（包括當地貨幣債券、強勢貨幣債券、公司債、混合債券及多元資產等次級委員會）針對個別投資主題進行討論，並將結果報告投資委員會，嗣後依客戶需求建構投資組合。投資組合建構後，隨時注意市場狀況變動，以決定是否調整投資主題、持有現金部位及槓桿比率是否合適等。

(2) 選擇投資工具

投資工具選擇需考量整體投資組合架構、流動性、籌碼面、客戶投資限制及市場狀況等因素。投資工具選擇後再依各資產市場狀況，選擇較佳之買賣時點，並設定適合之目標價位。

4. 執行交易

經投資委員會核准投資主題及投資標的買賣價格後，交易人員須於 24 小時內執行，且交易時須遵循公司相關法規。

二、總體經濟及市場分析

本會委託 Ashmore 投資管理之標的為新興市場債，原則上包括以當地貨幣計價之主權債、以美元計價之主權債、公司債等三大部分，2015 年因受 Fed 升息、新興市場國家經濟成長疲弱、貨幣貶值等因素影響，使以當地貨幣計價之主權債表現欠佳，拖累整體績效表現。由於上開不利因素尚未出現明顯改善，目前新興市場投資人多數採觀望態度等待機會，僅少數部分主權基金於 2015 年 10 月大跌時逢低小幅進場，另就產品別來看，目前新興市場多元投資產品及公司債產品較多人投資，而 2015 年表現欠佳的當地貨幣計價之主權債，因 2015 年資金明顯縮手後，2016 年可望有較大之資金投入，而公司債因報酬率較高，目前部分主權債投資人基於報酬率較高會加碼公司債。

(一) 有關 2016 年新興市場債展望，Ashmore 看法彙整如下：

1. 看好美元計價之主權債：因預估美元持續升值，且依過往經驗美國聯準會升息後 3 個月、6 個月報酬率皆為正數。
2. 當地貨幣計價之主權債有機會觸底反彈：主因為評價便宜、籌碼安定、聯準會升息利空已反映，另依過往經驗聯準會升息後 3 個月、6 個月報酬率皆為正數。
3. 高收益公司債：目前整體報酬率平均約 6%，其中 65% 投資等級之公司債（BBB 等級）報酬率約為 4.7%，其餘之高收益公司債報酬率約為 9%。因全球利率維持低檔，目前公司債違約率不高，惟美國高收益債部分違約率 2016

年可能上升，主因為美國高收益債發行機構以油頁岩、礦業及能源公司為主，受原物料、能源價格大跌，加上美國利率上升使上開公司營運受創。

(二) Ashmore 對 2016 年總體經濟看法如下:

1. 預估美國 2016 年經濟成長率約為 2%，歐元區約 1%。
2. 預估 Fed2015 年 12 月升息機率相當大(事後證明 FOMC 會後決議升息一碼)，且 2016 年將持續升息，但升息幅度及速度不致太快，另受經濟成長力道不強、通膨壓力尚低影響，預估 2016 年美元升值速度減緩。
3. 2016 年新興市場國家可望受惠 2015 年匯率大幅貶值，有助出口及經常帳改善，且 2015 年多數國家資本帳流出金額不大，僅中國大陸流出約 7,000 億美元相對較高，故匯率再大幅貶值機率降低。
4. 觀察過去美國、日本及歐元區量化寬鬆所釋放之資金多數進入成熟市場，新興市場資金反呈現淨流出。惟目前觀察，量化寬鬆政策對於金融市場影響性已降低。

(三) Ashmore 依據過去經驗說明美國聯準會升息對新興市場影響 (詳如圖 23):

1. 升息前投資人擔憂、市場波動大，多數持有部位偏低。
2. 升息後正面：因升息前投資人超賣、不確定因素消失、經濟轉佳。
3. 升息一段期間後因利率上升，公司債受衝擊較大。

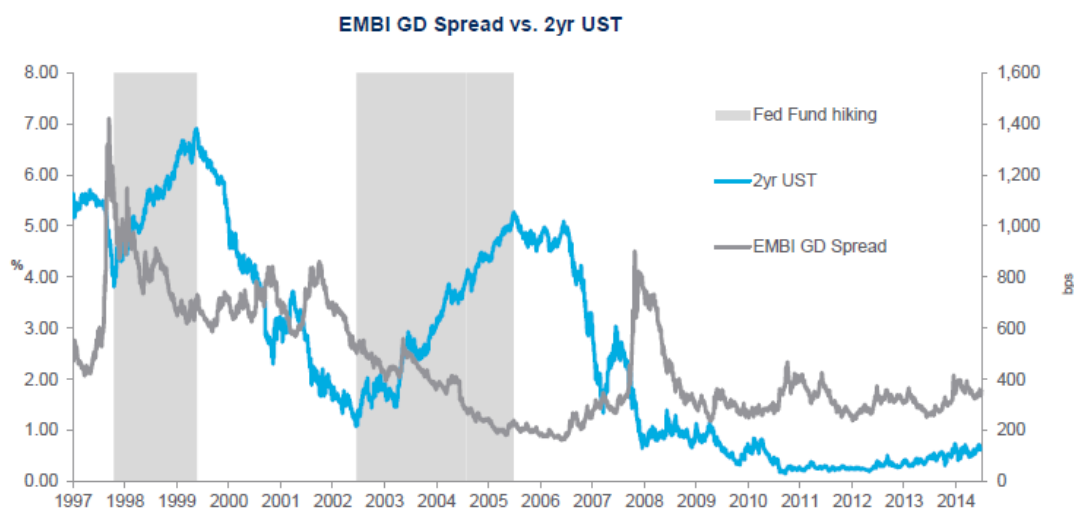


圖 23：美國聯準會過去升息對新興市場債利差之影響圖

三、風險管理

Ashmore 將風險管理視為該公司之責任，且認為需所有部門及員工共同合作完成，並將其整合為投資流程之一部分，但與投資流程相互獨立。

(一) 風險管理部門與投資管理委員會之互動

1. 兩者相互合作但為獨立情形

風險管理部門位置鄰近投資經理人，雙方可討論較適合之風險忍受度，此外，風險管理部門經授權可以完全檢視投資經理人之部位狀況。

2. 核准及限制

所有投資帳戶投資在國家、貨幣、債券等主題之總額需在公司投資總額範圍內，另投資總額上限需經公司風險管理部門主管及執行長核准，此外，所有交易對手及相關限制亦需經風險管理部門主管及執行長核准。

(二) Ashmore 風險管理方式概述如下表 2:

Investment Risk (Market / Liquidity / Credit)	<ul style="list-style-type: none"> Holistic approach to risk management; key focus of weekly Investment Committee meetings Ex-ante risk forecasts; ex-post performance attribution; stress testing / scenario analysis Liquidity analysis including monitoring and stress testing Flexibility to use different financial instruments to express views, in line with mandate guidelines Reporting of Weighted Average Credit Rating of Fund against Benchmark
Counterparty Risk	<ul style="list-style-type: none"> All fully approved counterparties have minimum credit rating of BBB+ (S&P long term rating or equivalent) per instrument type Active and on-going review of existing counterparties by Risk Management team as well as formal quarterly reviews Close dialogue with key contacts at counterparties
Operational Risk	<ul style="list-style-type: none"> Key area of focus of the Risk & Compliance Committee in its regular monthly meeting As part of its oversight of operational risk, this committee periodically reviews the appropriateness of its policies and procedures, training and competence, systems and data security, key risk indicators ("KRIs") and business continuity planning Includes Conduct Risk

Risk Management is an organisational responsibility

	RM & C	Legal	Compliance	Operations	Front Office	IT	Finance	Distribution
Market	Primary							
Liquidity	Primary							
Credit	Primary							
Counterparty	Primary							
Operational, incl Conduct	Primary		Primary					
Compliance			Primary					
Legal		Primary						
Regulatory		Primary	Primary					
Trade Processing & Fund Admin				Primary	Primary			
IT & Data Security						Primary		
Distribution & Client Reporting				Primary				Primary
Tax & Accounting							Primary	
Reputational	Primary		Primary	Primary	Primary	Primary	Primary	Primary

Key: Primary Secondary

表 2：Ashmore 風險管理表

1. 投資風險（市場、流動性及信用風險等）

(1) 市場風險

- A. 事後績效歸因追蹤:投資團隊是否以合適之投資策略獲取報酬（即投資策略是否與公司投資哲學一致）。
- B. 事前風險預測:投資組合產生之風險是否在預估風險限額內，報酬與風險是否相稱。
- C. 壓力測試/模擬分析:以過去市場狀況模擬對目前投資組合可能產生之衝擊。
- D. Ashmore 每日會出具一份市場風險報告（詳如表 3）以監控市場風險。

Market Risk Report																			
Report as of: xx xxxx xxx																			
Portfolio Theme Group	Portfolio Theme Sub-Group	Portfolio Sub-Advisor	Portfolio	Benchmark	Reasons For Inclusion	NAV			Ashmore Total Exposure			Ex-Ante			Stress Test				
						Ccy	Local m	USD \$m	Port		VaR 95% (1 Day)			Annualised Vol		Tracking Error	Worst Monthly Move '08		
									\$m	%	Port %	Bmk %	Ratio %	Port %	Bmk %	Ratio %	Port %	Bmk %	Ratio %
External Debt																			
	Theme 1	AML	Fund 1	Bmk 1	Rep. Portfolio	USD	x	x	x	x%	x%	x%	x%	x%	x	x%	x%	x%	
	Theme 2	AML	Fund 2	Bmk 2	Inv. Guideline	USD	x	x	x	x%	x%	x%	x%	x%	x	x%	x%	x%	
	Theme 3	AML	Fund 3	Bmk 3	Inv. Guideline	USD	x	x	x	x%	x%	x%	x%	x%	x	x%	x%	x%	
Local Currency																			
	Theme 1	AML	Fund 1	Bmk 1	Rep. Portfolio	USD	x	x	x	x%	x%	x%	x%	x%	x	x%	x%	x%	
	Theme 2	AML	Fund 2	Bmk 2	Rep. Portfolio	USD	x	x	x	x%	x%	x%	x%	x%	x	x%	x%	x%	
	Theme 3	AML	Fund 3	Bmk 3	Client Reporting	USD	x	x	x	x%	x%	x%	x%	x%	x	x%	x%	x%	
Blended Debt																			
	Theme 1	AML	Fund 1	Bmk 1	Rep. Portfolio	USD	x	x	x	x%	x%	x%	x%	x%	x	x%	x%	x%	
	Theme 2	AML	Fund 2	Bmk 2	Rep. Portfolio	USD	x	x	x	x%	x%	x%	x%	x%	x	x%	x%	x%	
	Theme 3	AML	Fund 3	Bmk 3	Rep. Portfolio	USD	x	x	x	x%	x%	x%	x%	x%	x	x%	x%	x%	
Corporate Debt																			
	Theme 1	AML	Fund 1	Bmk 1	Rep. Portfolio	USD	x	x	x	x%	x%	x%	x%	x%	x	x%	x%	x%	
	Theme 2	AML	Fund 2	Bmk 2	Rep. Portfolio	USD	x	x	x	x%	x%	x%	x%	x%	x	x%	x%	x%	
	Theme 3	AML	Fund 3	Bmk 3	Rep. Portfolio	USD	x	x	x	x%	x%	x%	x%	x%	x	x%	x%	x%	
Multi Strategy																			
	Theme 1	AML	Fund 1	Bmk 1	Rep. Portfolio	USD	x	x	x	x%	x%	x%	x%	x%	x	x%	x%	x%	
	Theme 2	AML	Fund 2	Bmk 2	Rep. Portfolio	USD	x	x	x	x%	x%	x%	x%	x%	x	x%	x%	x%	
	Theme 3	AML	Fund 3	Bmk 3	Rep. Portfolio	USD	x	x	x	x%	x%	x%	x%	x%	x	x%	x%	x%	

表 3：Ashmore 市場風險報告表

(2) 流動性風險

- A. 就新興市場而言，流動性風險為非常重要之風險管理議題，亦為投資委員會最主要關注之焦點，透過彈性使用不同金融工具可審視流動性規模。
- B. 更深入了解新興市場各投資主體之發展態勢及發行者狀況，可進一步了解流動性情形。
- C. 透過與市場參與者合作發展新的工具以管理及控制流動性風險。
- D. 針對每一種投資工具都需根據該工具之性質及市場狀況設定流動性比例。
- E. 原則上選擇流動性較佳之投資工具進行投資。
- F. 針對投資組合進行流動性風險之壓力測試。
- G. 出具流動性風險報告（詳如表 4）以監控流動性風險。

Liquidity Risk Report																			
Report as of COE: xx-xxx-xxxx																			
Portfolio Theme Group	Portfolio Theme Sub-Group	Portfolio Sub-Advisor	Portfolio	NAV		Current conditions						Stressed conditions							
				Ccy	USD	Weighted average Liquidity	Weighted average liquidity limit	Total EM / Non-EM Category		Stressed Weighted average liquidity	Total EM / Non-EM Category		Stressed redemptions				Loss from derive	Total Avail. Cash	Min cash buffer = 0.5 x cash loss from derive
								1-5	6		1-5	6	as % NAV	Liquid Asset Coverage ratio (EM & non-EM)	as % NAV	Liquid Asset Coverage ratio (EM & non-EM)			
External Debt																			
Theme 1	AIML	Fund 1	USD	X	X	X	X%	X%	X	X%	X%	X%	X	X%	X	X%	X%		
Theme 2	AIML	Fund 2	USD	X	X	X	X%	X%	X	X%	X%	X%	X	X%	X	X%	X%		
Theme 3	AIML	Fund 3	USD	X	X	X	X%	X%	X	X%	X%	X%	X	X%	X	X%	X%		
Local Currency																			
Theme 1	AIML	Fund 1	USD	X	X	X	X%	X%	X	X%	X%	X%	X	X%	X	X%	X%		
Theme 2	AIML	Fund 2	USD	X	X	X	X%	X%	X	X%	X%	X%	X	X%	X	X%	X%		
Theme 3	AIML	Fund 3	USD	X	X	X	X%	X%	X	X%	X%	X%	X	X%	X	X%	X%		
Blended Debt																			
Theme 1	AIML	Fund 1	USD	X	X	X	X%	X%	X	X%	X%	X%	X	X%	X	X%	X%		
Theme 2	AIML	Fund 2	USD	X	X	X	X%	X%	X	X%	X%	X%	X	X%	X	X%	X%		
Theme 3	AIML	Fund 3	USD	X	X	X	X%	X%	X	X%	X%	X%	X	X%	X	X%	X%		
Corporate Debt																			
Theme 1	AIML	Fund 1	USD	X	X	X	X%	X%	X	X%	X%	X%	X	X%	X	X%	X%		
Theme 2	AIML	Fund 2	USD	X	X	X	X%	X%	X	X%	X%	X%	X	X%	X	X%	X%		
Theme 3	AIML	Fund 3	USD	X	X	X	X%	X%	X	X%	X%	X%	X	X%	X	X%	X%		
Multi Strategy																			
Theme 1	AIML	Fund 1	USD	X	X	X	X%	X%	X	X%	X%	X%	X	X%	X	X%	X%		
Theme 2	AIML	Fund 2	USD	X	X	X	X%	X%	X	X%	X%	X%	X	X%	X	X%	X%		
Theme 3	AIML	Fund 3	USD	X	X	X	X%	X%	X	X%	X%	X%	X	X%	X	X%	X%		

表 4：Ashmore 流動性風險報告表

(3) 信用風險

每月出具信用風險報告，內容包括：投資組合中有多少比重曝險於信用風險資產及非信用風險資產。投資組合中有多少比重曝險於投資等級債券、高收益債券及未評等的債券。投資組合之加權平均評等為何。投資組合中經由國際信評機構（包括 S&P、Moody's 及 Fitch）評等之比重。

(4) 交易對手風險

與 Ashmore 往來之交易對手至少需具備經 S&P 長期信評 BBB+ 以上之信評（或約當等級之信評）。實際上目前往來者多數信評為 A 以上。此外，亦需針對法律、行政管理、信用風險及法令遵循等部分進行評估後，最終經執行長簽署核准，方可成為交易對手。另針對現有交易對手需主動且持續審視其狀況。

(5) 作業風險

Ashmore 在監督作業風險時，會定期就管理、法規、政策及程序、教育訓練活動、系統及資訊安全等部分進行審視，以評估是否適切。此外，透過投資並升級內部設備及資訊系統方式，才足以追上金融市場持續發展及金融工具持續創新之腳步，並降低作業風險。

陸、受訓及訪察心得與建議：

茲就本次至博祿貝及 Ashmore 受訓及訪察重點，以及該機構在受訓及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、博祿貝

- (一) 新興市場債經歷了長期發展，如今包括主權債與公司債，既有強勢貨幣也有當地貨幣計價之標的。2015 年新興市場債經歷了許多艱難時刻，似乎已經沒有什麼固定收益資產可提供固定收益，市場看來令人相當沮喪，但投資策略的轉變就會看見希望。長期以來，固定收益的殖利率持續下降，舉例來說，根據指數來投資，過去 20 年投資歐洲主權債的平均年收益為 6.5%，但目前殖利率水準僅為 0-0.3%。投資報酬係來自 Beta 及 Alpha，過去投資報酬率較高時，主要以 Beta 為主；而現在投資報酬率較低時，則應以 Alpha 為主。
- (二) 雖然關注全球各地經濟成長及各國貨幣政策的差異相當重要，但投資債券更重視信用週期的研究，因為債信的好壞是投資債券很重要的一環，信用週期時鐘主要分成四個時期：修復期、復甦期、擴張期與衰退期。現階段全球債市發展分歧，美國高收益債目前處於擴張期，因為美國現在

情況是在重新槓桿化的階段，信用風險在增加，歐元區仍在修正資產負債表規模，位於復甦期，所以投資者更喜好歐元區高收益債。

- (三) 過去 1 年以來，金融時報及華爾街日報對新興市場債的報導為歷年最負面的，多數新興國家無一倖免，且過於焦慮，如果不理會這些負面報導，而回歸基本面分析，就會專注在投資價值的看法，新興市場高收益債 2015 年至 12 月初的違約率約為 2.8%，即使有那麼多負面因素，與長期平均違約率 3.8% 相比，仍然較低。原因在於雖然新興市場財務槓桿在上升，但與美國相較，仍然不高，從全球信用週期來看，雖然兩者財務槓桿都在上升，但新興市場的企業較為謹慎，為了預防經濟減緩造成的影響，其資產負債表規模偏向保守。
- (四) 金融危機使固定收益報酬率大幅降低，但也創造更多波動性的機會，過去 10 年歐洲主權債，在很長的期間提供同樣的報酬，但金融危機後利差產生了變化，以 10 年期義大利公債為例，目前與德國公債殖利率約有 100 基點的利差，但過去幾乎是沒有利差的。金融危機後另一影響是，監管單位對銀行規範較嚴，使得銀行傾向減少槓桿、增加資本，造成銀行資產負債表規模持續縮減，增加債市投資機會。
- (五) 近年來，新興市場債券投資範疇已經擴大，變得更加多元化及複雜，要管理此類資產必須仰賴一定規模與全球佈局的優勢，需要可觀的資源來支援。雖然博祿貝新興市場主權及公司債的投資團隊成員具有國際化背景及多國語言能

力，且許多人來自新興市場，能瞭解當地情況，並且這些投資人員都聚集在倫敦辦公室，讓大家能在第一時間聯繫溝通、開會決議等。不過，這種組織架構的主要缺點為新興市場未設立研究據點，較不易掌握新興市場的投資先機，且對於新興市場國家的政治風險掌握度不高。目前博祿貝以實地投資考察來補其不足，惟亦花費 18 個月的時間，博祿貝的投資專業人員才完成考察全部的投資區域。未來，博祿貝將更加頻繁地實地考察新興市場各國，以期更深入即時瞭解當地政經現況。

- (六) 傳統的債市投資思維已經無法為許多退休基金創造所要求的固定收益目標，全球債市投資哲學的結構轉變、信用週期的狀況、新興債市的趨勢、已開發國家債的差異、投資團隊的深耕，實為影響整體債券投資報酬之關鍵因素，值得作為本會嗣後規劃投資的思考課題。

二、Ashmore

- (一) 新興市場債投資更需要高度專業金融知識

本次訪察之機構為在新興市場投資佔有一席地位的 Ashmore 資產管理公司，且本會委託該公司投資之標的為新興市場債。透過本次訪察更能進一步了解影響新興市場債券價格之因素，包括美國貨幣政策及通膨情勢、當地國家經濟成長情形、貨幣政策、匯率變化、政治情勢、經常帳收支、財政收支、債券信評及債券市場供需狀況等，顯見投資新興市場債相較其他金融商品更需要高度金融專業知識及經驗，方足以判斷整體金融情勢，並做出正確之投資策略。

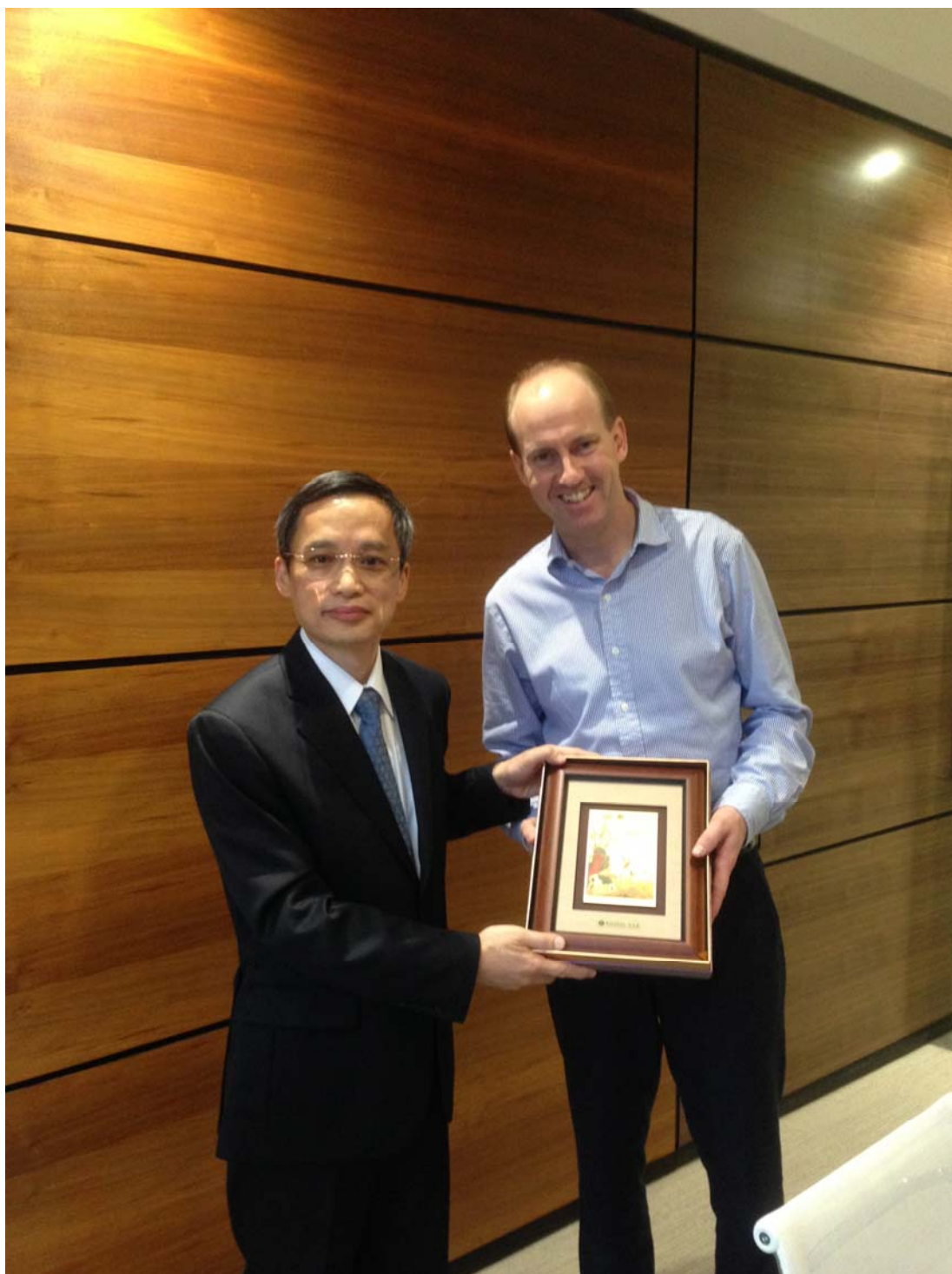
(二) 採團隊管理模式，避免單一基金經理人誤判行情之風險

Ashmore 資產管理公司投資決策流程相當嚴謹，除由數位分別具有二十年以上新興市場投資經驗之高階人員組成投資委員會，針對總體大環境進行研商，並擬具投資方向外，對於主要投資標的（包括當地貨幣債券、強勢貨幣債券、公司債、混合債、多元資產等）亦設置次級委員會進行討論。此種透過團隊決策模式，可有效降低單一基金經理人誤判行情之風險。

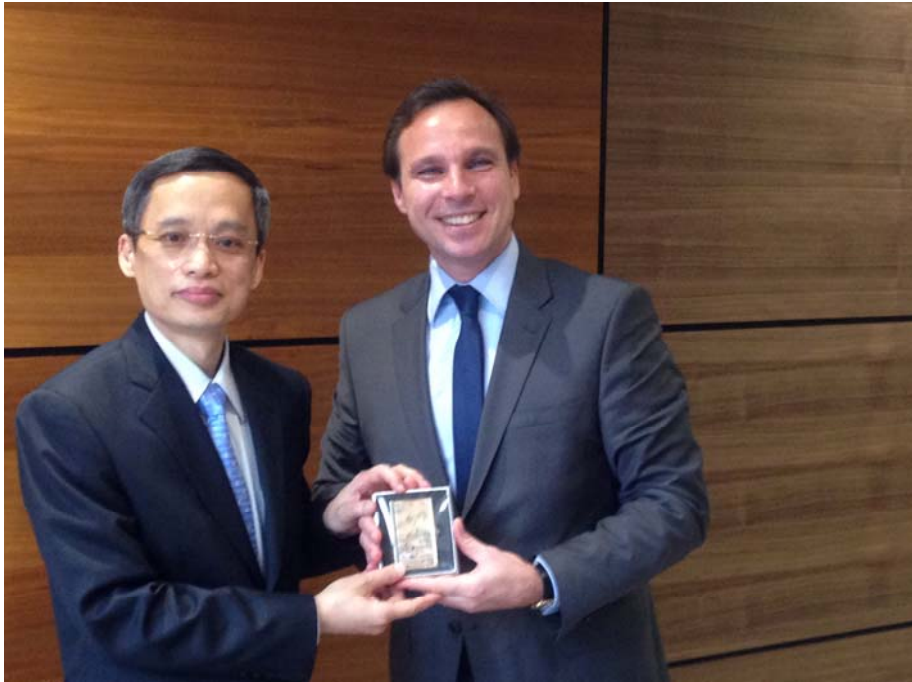
(三) 增加本會專業投資人員員額，以提高運用收益

自 2008 年爆發全球金融風暴以來，包括美國等許多主要國家紛紛推出史上規模最大之財政及貨幣政策，以避免全球經濟陷入大蕭條，惟其後遺症近期已逐漸爆發，包括中國大陸先前過度投資導致許多行業產能過剩，經濟成長疲弱；美國貨幣政策轉為緊縮後觸發原物料價格大跌及金融市場動盪。上開後遺症導致 2015 年下半年以來全球金融市場出現大幅震盪，新興市場受創猶重。面對如此震盪激烈之市場變化，具有大量專業投資經驗人才之投資機構，可望在詭譎多變之市場中勝出。相較於資產管理公司配置有較多的專業投資人員，本會在預算、員額層層限制下，實際從事投資業務人員僅 20 餘位，實有必要思考增加專業投資人員員額，以提高運用收益。

柒、附錄



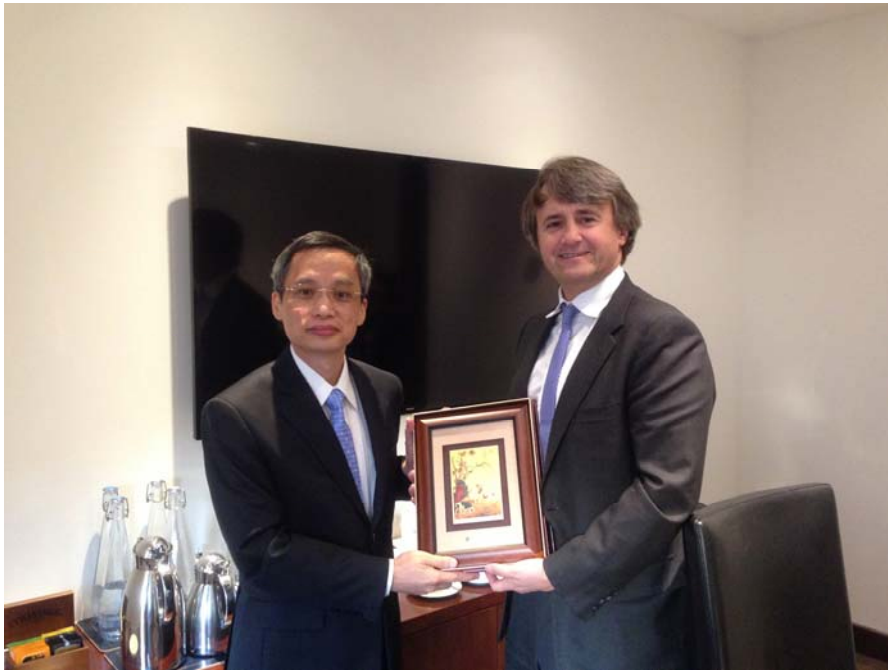
2015年12月8日公務人員退休撫卹基金管理委員會副主任委員蔡豐清（圖左）參訪博祿貝資產管理公司英國總公司，與投資長暨資深經理人 David Dowsett 合影留念。



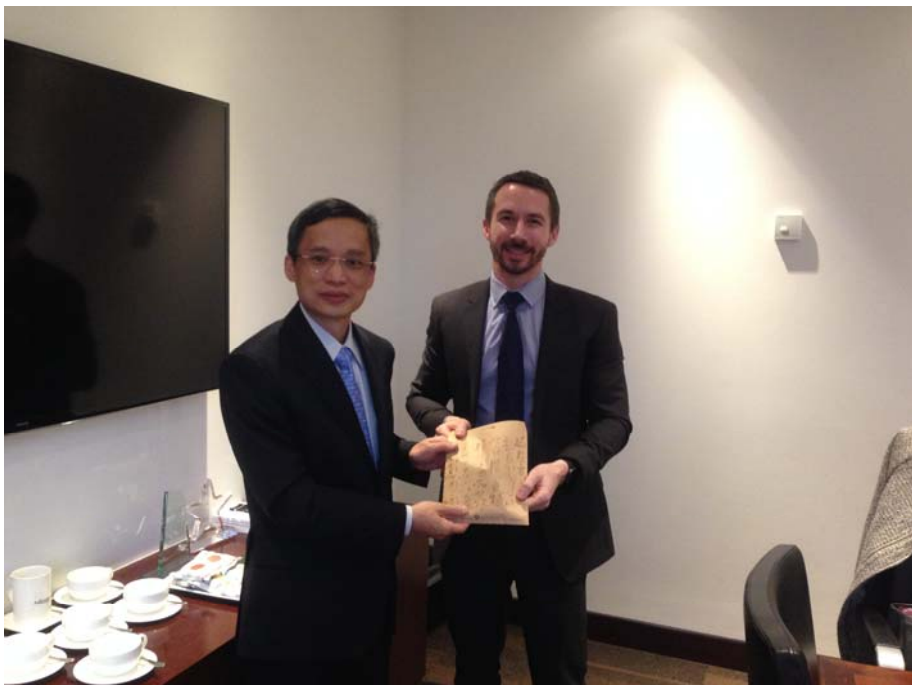
2015年12月7日公務人員退休撫卹基金管理委員會副主任委員蔡豐清（圖左）參訪博祿貝資產管理公司英國總公司，與機構投資人銷售及全球顧問關係主管 Cenk Turkinan 合影留念。



2015年12月9日公務人員退休撫卹基金管理委員會副主任委員蔡豐清（圖左）參訪博祿貝資產管理公司英國總公司，與機構投資人投資組合經理 Blair Reid 合影留念。



2015年12月9日公務人員退休撫卹基金管理委員會副主任委員蔡豐清（圖左）參訪 Ashmore 資產管理公司英國總公司，與執行長暨固定收益、另類資產、多元收益債券投資委員會主席 Mark Coombs 合影留念。



2015年12月10日公務人員退休撫卹基金管理委員會副主任委員蔡豐清（圖左）參訪 Ashmore 資產管理公司英國總公司，與風險管理主管 Brad Marfell 合影留念。



2015年12月11日公務人員退休撫卹基金管理委員會副主任委員蔡豐清（圖左）參訪 Ashmore 資產管理公司英國總公司，與投資組合經理 Alexis De Mones 合影留念。

捌、相關參考資料

- 一、Cenk Turkinan, “BlueBay Asset Management LLP Q3 2015 business update”, BlueBay Asset Management LLP, Oct. 2015
- 二、Som Bhattacharya, “BlueBay Emerging Market Debt”, BlueBay Asset Management LLP, Dec. 2015
- 三、Simon Chennell, “Investment Grade Debt”, BlueBay Asset Management LLP, Q4 2015
- 四、Kevin Dockrell, “Emerging Market Corporate Debt”, BlueBay Asset Management LLP, Q4 2015
- 五、Jean-Philippe Blua, “Investment risk”, BlueBay Asset Management LLP, Nov. 2015

- 六、 Blair Reid, “Multi-Asset Credit and the BlueBay Total Return Diversified Credit Fund” , BlueBay Asset Management LLP, Oct. 2015
- 七、 David Riley, “2016 Outlook – divergence & dispersion” , BlueBay Asset Management LLP, Dec. 2015
- 八、 Ashmore Investment Management Limited, “Emerging Market Debt – Review and Outlook”, Ashmore Investment Management Limited, Dec. 2015