

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：景順德國資產管理有限公司

派赴國家或地區：德國法蘭克福及慕尼黑

出國期間：107/12/1-107/12/7

受訓姓名及職稱：易科員豪群

徐約聘國修

報告日期：108年3月4日

目 錄

壹、受訓目的	1
貳、行程安排	1
參、本次受訓主題	4
一、景順資產管理有限公司	4
(一) 公司簡介.....	4
(二) 投資決策流程及實際運作情形.....	5
(三) 風險控管、內部控制與稽核制度情形.....	10
(四) 全球市場投資展望.....	14
二、景順不動產直接投資策略介紹	20
(一) 景順不動產直接投資概況.....	20
(二) 景順不動產價值增值型投資策略.....	31
肆、受訓心得	36
伍、附錄	39
陸、相關參考資料	41

圖表目錄

圖 1：景順集團管理架構圖	4
圖 2：景順集團各種計量策略	5
圖 3：景順投資因子模型圖	6
圖 4：景順投資因子各地區要素權重	7
圖 5：建構投資組合圖	8
圖 6：資訊係數分析	9
圖 7：「最適化」對照圖表	11
圖 8：三個獨立的風險防衛模型	12
圖 9：2019 年全球經濟成長預測	14
圖 10：歐元區各項目佔實質 GDP 年率比例圖	16
圖 11：出口與獲利成長(以美元計，3 個月移動平均年成長率)	19
圖 12：景順歐洲不動產直接投資架構	21
圖 13：景順歐洲不動產直接投資人員配置	22
圖 14：景順歐洲核心不動產投資組合策略	23
圖 15：景順歐洲核心不動產投資人分布	24
圖 16：景順歐洲核心不動產投資報酬率	25
圖 17：位於法國巴黎的辦公室之 1	26
圖 18：位於法國巴黎的辦公室之 2	26
圖 19：位於波蘭的物流產業	27
圖 20：位於德國的住宅產業	27
圖 21：景順歐洲核心不動產直接投資流程圖	29
圖 22：景順歐洲不動產價值增值型目標報酬率與風險概圖	32
圖 23：位於法國巴黎的展場	34
圖 24：位於西班牙的物流發展中心	35
圖 25：位於波蘭的亞馬遜物流中心	36

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，為實地了解國外受託機構對委託資金之運用情形（包含總體經濟分析、未來投資趨勢與看法、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），及汲取相關專業知識與經驗，並確保基金安全，於本會國外委託投資契約訂有辦理國外受託機構實地受訓之規定。去（107）年度由本會財務組易科員豪群及徐約聘國修，於去年 12 月 1 日至 12 月 7 日至本會 100 年度國外委託帳戶景順德國資產管理有限公司（以下簡稱景順）之德國法蘭克福及慕尼黑營業處所辦理實地受訓。受訓期間由法蘭克福營業處資深投資組合經理人、全球研究部主管、投資組合管理主任、多元資產經理人、法規遵循主管及內部稽核主管分別就公司簡介、投資策略及流程、下單作業、多元資產投資策略與概況、風險控管及內部稽核等運作方式提出報告及說明。慕尼黑營業處所則由客戶投資組合管理總經理、總監、資產管理主任及產品管理資深同仁，就景順不動產歐洲基金投資策略、流程與展望進行說明，並帶領本會人員實地參觀慕尼黑之不動產投資標的。

貳、行程安排

日期	受訓機構	主題
107年12月3日 至12月6日	景順於德國慕尼黑營業處所	<ol style="list-style-type: none"> 1. 景順歐洲與德國不動產投資平台簡介。 2. 景順不動產歐洲基金(IREEF)產品介紹。 3. 景順不動產投資團隊投資標的實地考察。 4. 景順歐洲與全球價值增益及機會投資策略簡介。
	景順於德國法蘭克福營業處所	<ol style="list-style-type: none"> 1. 景順計量投資策略簡介。 2. 景順投資績效回顧。 3. 景順投資研究流程簡介。 4. 景順法規遵循(compliance)簡介。 5. 景順績效歸因(performance attribution)簡介。 6. 近期因子投資的趨勢簡介。 7. 多重資產(multi asset)投資簡介。 8. 投資組合架構(portfolio construction)簡介。 9. 內部稽核(internal audit)流程簡介。

- 一、景順於德國慕尼黑當地的不動產投資團隊，包括：客戶投資組合管理總經理 Robert Stolfo、產品管理資深經理 Isabell Ritter、資產管理主任 Cihan Kilinc 及客戶投資組合管理總監 Henrik F. Haeuβler，分別就景順不動產直接投資、景順歐洲不動產投資產品及景順歐洲與全球價值增益及機會不動產投資產品等議題進行報告。並由實際負責投資不動產案件的投資董事 Cihan Kilinc 帶領本會參訪當地投資標的。
- 二、參訪景順於德國法蘭克福的全球計量投資團隊，係由資深投資組合經理人 Alexander Tavernaro、全球研究部主管 Michael Frakin、法規遵循主管 Paul Dumitrescu、投資組合資深分析師 Jennifer Nerlich & Tim Herzig、全球投資組合管理主管 Alexander Uhlmann、投資經理 Alexandar Cherkezov、投資組合管理主任 Nils Huter，以及內部稽核主管 Torsten Lehmann，分別就景順計量投資策略、績效回顧、研究流程、法規遵循、績效歸因分析、因子投資趨勢、多重資產投資策略、投資組合建構，以及內部稽核等議題進行報告。

參、本次受訓主題

一、景順資產管理有限公司

(一) 公司簡介

景順集團在 1978 年於美國成立，由 9 名合夥人買下其僱主在南部銀行之退休管理部門而展開業務。1997 年景順與總部位於休士頓的 AIM Management Group，合併為 AMVESCAP PLC。2007 年 5 月 23 日，股東決議把公司改名為 Invesco Ltd，迄今共約有 40 年歷史。

截至 2018 年 9 月 30 日止，景順全球管理資產總規模約達 9,089 億美元，投資團隊遍佈全球 25 個國家及超過 29 個城市，為 150 多個國家的客戶提供服務，全球有超過 7,000 名員工，並由 Martin L. Flanagan 先生擔任集團總裁及全球執行長（如圖 1）。

Invesco Ltd. Management Structure

October 2018



圖 1：景順集團管理架構圖

(二) 投資決策流程及實際運作情形

1. 景順之投資團隊

景順全球計量股票投資團隊共約 60 多名成員，主要分布在美國及德國，其中全球管理團隊有 6 名成員，負責投資流程控管、究責和業務管理。研究團隊成員 20 多名，負責設置及優化多因子收益和風險模型，並為產品設計提供關鍵知識。投資組合管理團隊成員 20 多名，負責監督投資組合架構，包括執行、風險管理、投資組合與績效分析及投資交流。全球投資組合分析團隊成員 10 多名，負責投資組合與績效分析、投資交流及報告。景順全球計量股票投資團隊，具備一致性的股票報酬預測模型與計量投資組合建構方法，擁有超過 30 年的專業經驗及 380 億美元的管理規模。Mr. Bernhard Langer 為景順全球計量股票投資團隊投資長(CIO)，Mr. Alexander Tavernaro 為本會帳戶之基金經理人。

1983	1991	1992	1995	1996	1999	2000	2001	2002	2003	2005
US Quant Core 美國量化核心投資組合	Financial Futures 金融期貨投資組合	US Small Cap; US Market Neutral 美國小型股投資組合 美國市場中性化投資組合	Equitized US Market Neutral 美國市場中性化投資組合	US Enhanced 美國增強型投資組合	European Quant Core 歐洲量化核心投資組合	Eurobloc Quant Core 歐元區量化核心投資組合	Global Quant Core 全球量化投資組合	UK Enhanced 英國增強型投資組合	Global Balanced Solutions 全球均衡解決方案	Global Enhanced; European/ Global Low Vol 全球增強型投資組合; 歐洲/全球低波動性投資組合
2007	2008	2009	2010	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Direction. Long/ Short (130/30) 方向。長/短倉 (130/30)	Global Market Neutral 全球市場中性化投資組合	US Low Volatility 美國低波動性投資組合	Emerging Markets Core 新興市場核心投資組合	European Growth 歐洲增長型投資組合	Dividend Strat.; Liquid Alts 股息策略; 波動性好的另類投資組合	Global Small Caps 全球小型股投資組合	Euro/JP Low Volatility 歐洲/日本低波動性投資組合	European Long/ Short 歐洲多/空投資組合	All Country Enhanced 所有國家增強型投資組合	Australian Small Cap 澳大利亞小型股投資之

圖 2：景順集團各種計量策略

2. 投資決策和模型

景順運用系統性的基本面與財務行為研究，為投資組合創造附加價值。為將此投資哲學落實到選股模型上，每項模型因子須具備可量化、可預測及可互補之特性。景順全球計量股票投資團隊特有的股票選擇模型，以公正的態度來分辨股票的投資價值，此一股票選擇模型有超過 30 年的歷史與績效紀錄，一段時間會進行常態性調整。股票選擇模型量化了不同模組，每一模組對個股的股價表現有一定影響，且各模組之間相關程度低，互補效果高。近年為降低投資組合的波動度及增加報酬率，原本的四大概念：盈餘預測、市場氣氛、管理與品質面、價值面，已進化為：動能面、品質面、價值面三大概念，其中動能面包含盈餘動能及價格動能概念，每一項概念都有多個因子指標來支持其有效性(詳圖 3)。



圖 3：景順投資因子模型圖

景順多因子選股方法，會針對可投資範圍中每一檔股票，根據上述四個新概念進行評分，透過加權平均的方法，並依不同區域股市交易及產業特性，平衡各因子的權重，將每檔股票的吸引力排名分成五等分，區分股票的優劣，長期以來，排名前 20% 之股票，最具投資吸引力，報酬表現也一直都很好，相對地，排名最底層 20% 的股票，長期績效則大幅落後。此外，景順投資因子會根據不同環境調整，如此可更精確反映獨特的報酬驅動因子，在各個地區內，股票排名是根據產業中立的基礎進行公平的比較，但權重和因子會根據投資團隊的判斷而有所改變(詳圖 4)。

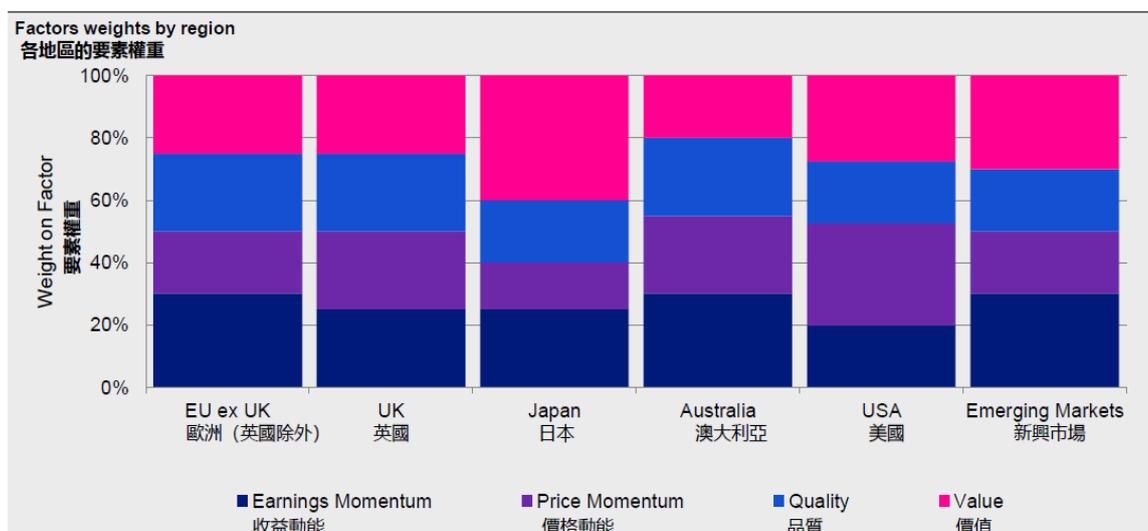


圖 4：景順投資因子各地區要素權重

3. 建構投資組合

投資組合之建構是採用全球投資組合管理系統 (Global Portfolio Management System, GPMS)，最適化投資組合。GPMS 考量個別股票預期超額報酬與預期風險，及整體投資組合的風險，再對投資組合進行最適化

的配置。預期報酬是由選股模型產生，而預期風險則由 MSCI Barra 的全球股票模型，根據時間加權的歷史資料產生。此外，藉由交易成本的預估，只有當交易進行後可以增加整體超額報酬的情況下，投資團隊才會進行交易。關於投資組合的檢視，包含校對資料品質、確認符合所有投資組合方針及客戶設定的投資限制。如果在校對時發現有疑慮的股票，會將之移除，並再進行一次投資組合建構的流程，以確保達到最適化的標準。而為實現客戶額外的需求，最新的 GPMS，業加入 ESG 的評級標準(詳圖 5)。

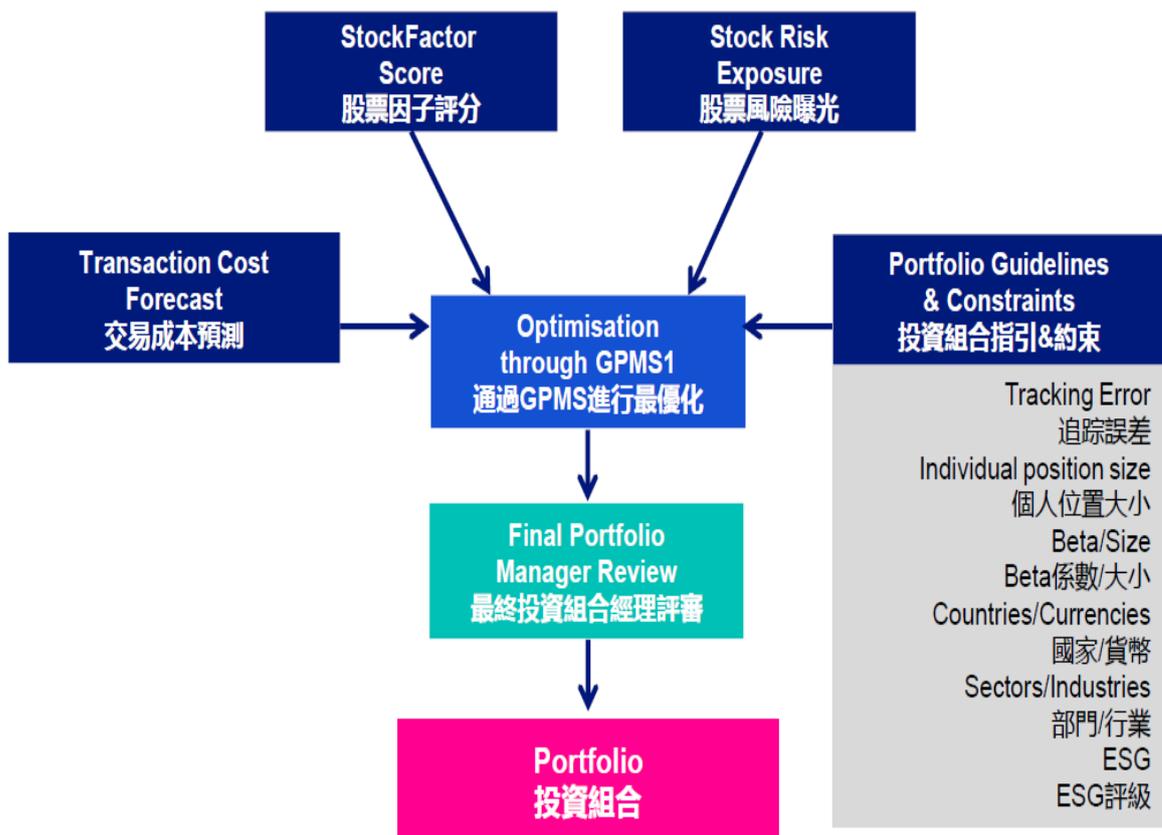


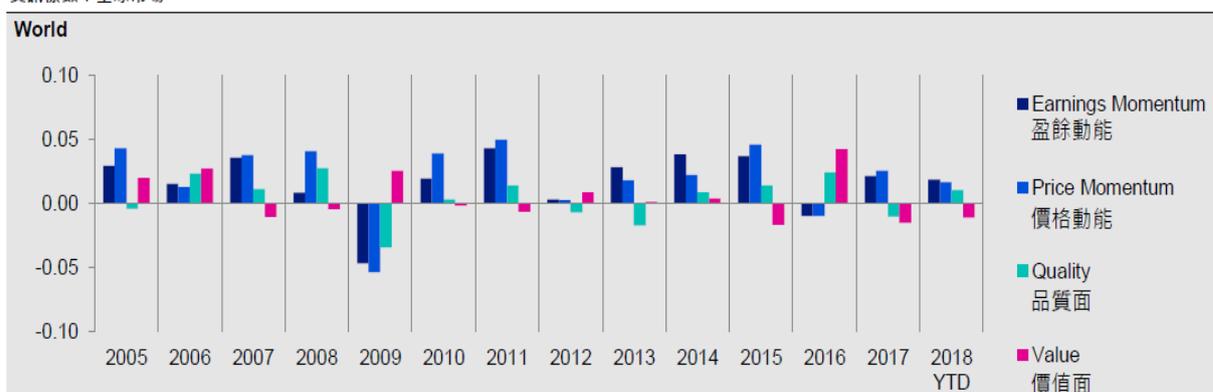
圖 5：建構投資組合圖

4. 投資檢討

關於績效檢討，投資團隊除審視相對於目標之報酬

與風險外，也會觀察已實現風險及和預期值相比之風險配置狀況。在投資組合的層次，使用 Barra 績效分析並了解(1)超額報酬的來源(2)主動風險的來源及(3)績效檢討期間最佳決定與最差決定。此外，投資團隊也會評估模型中每個概念及概念下因子之資訊係數 (information coefficients)，分析選股模型在各期間的有效性及其影響投資組合績效的因素，以進一步發展與改良投資方式。透過資訊係數的計算，事後可得知每檔個股在各期間之預期報酬和實際報酬的相關程度。資訊係數不但可個別計算，也可計算整體概念的相關係數，了解模型的預測能力。(圖 6)為全球股票市場過去一年的資訊係數分析，正值代表預期報酬和實際報酬有正相關，負值則是負相關。

Information Coefficients*: World
資訊係數：全球市場



		Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
Earnings Momentum	盈餘動能	0.04	0.04	0.00	0.03
Price Momentum	價格動能	0.02	0.04	0.00	0.02
Quality	品質面	-0.02	-0.01	0.01	0.01
Value	價值面	-0.03	-0.06	-0.01	0.00
Total	整體	0.00	0.00	0.00	0.03

圖 6：資訊係數分析

(三) 風險控管、內部控制與稽核制度情形

1. 風險管理機制

景順集團的風險管理是運用邏輯、系統化的方法來發現、分析、評估、處理及監控投資流程中的各種風險，使損失的可能性減到最小，獲取報酬的機會增到最大。景順使用最適化的方式(Optimization algorithm)，將可投資範圍中每檔股票的預期報酬、預期風險和投資組合投資方針、參考指標與限制皆納入考量，在既定風險忍受度下，將長期資訊比率極大化，並達到風格中立所採取的方式。上述之限制，部分來自投資組合的設計方式(例如來自個別股票篩選、國別、幣別和產業別的主動風險比例)，部分來自客戶要求(例如最大追蹤誤差和目標報酬等)。

以本會委託景順操作之帳戶為例，風險忍受度設定為「富時全球指數 FTSE All World Index 6% 的追蹤誤差」，在此架構下，景順投資團隊尋找可以規避之風險(例如風格、國家與貨幣、產業等)，以降低整體風險水準，並反映於投資組合的表現上，達到高報酬、高資訊比率及低追蹤誤差。一旦發生超越風險忍受度的情形，系統會自動將「風險暴露」情形通報投資經理人、部門主管與風險管理主管。此外，投資經理人、投資部門主管及風險管理主管須定時召開會議，檢視基金績效、持股明細與投資策略(詳圖 7)。

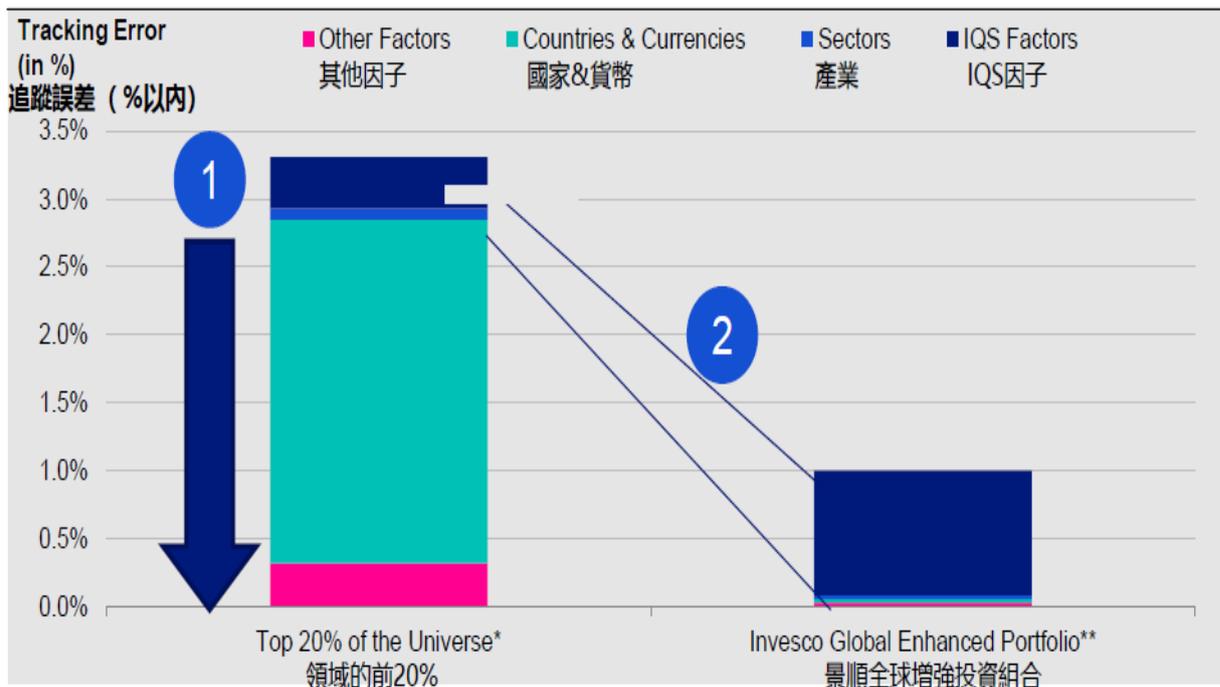


圖 7：「最適化」對照圖表

2. 風險管理系統及方法：

景順採用 Charles River Development (CRD) 買賣委託單管理系統，以確保從決策支援到最終交割整個投資管理作業流程的合理化、自動化和高效能，同時利用 CRD 系統的縮放平台和完備的控制工具確保基金經理人、交易商、作業人員及法遵人員依法規行事。經過妥善設計之各項投資法規、原則及規範與基金本身限制規定都建立於其中的 CRD，可有效防止不符法遵要求之買賣交易發生，對可能製造參數破壞的交易將向投資團隊發出警示；同時將攔阻警示訊號移送法遵部門檢視，於審核與檢討投資團隊的理由說明後，再決定該筆交易是否放行或退回。

此外，如下(圖 8)所示，景順於投資團隊外還同時建有三個獨立的防衛模型，並以此為主要工具，建立決策、風險及管控職務的角色、責任與權責，進而達成有

效的風險管理、治理及保證。首先，各業務線及職能領域負責執行公司各項業務，此處是大部分風險的發生及需即時處理之所在。就此而言，各業務線及職能領域可說是所涉風險的「擁有者」，構成對各種不必要風險的第一道防線。其次，獨立風險架構（Independent Risk Function）與法遵職務係藉由對業務線及職能領域所從事的風險，及管控活動執行獨立的監督查察而發揮支援功能，因此構成第二道防線。最後，內部稽核職能係藉由不斷評估風險與控制環境是否運作正常，及發掘需消除的缺失和需補強的弱點，因此構成公司的第三道防線。



圖 8：三個獨立的風險防衛模型

3. 內部控制與稽核制度

景順設有稽核委員會，功能為協助董事會完成監督公司的職責，其工作包含：(1)忠實呈現公司財報，執行財務報告、稽核與內控活動，(2)遵循法令與規範，(3)外部稽核之資格與其獨立性，(4)公司內部稽核功能是否

彰顯及其獨立性。該委員會至少每季開會一次，且視需要舉行特別會議。

景順全球內部稽核團隊主要依地區組成，惟特定稽核工作則依跨區域的功能別執行。歐洲地區稽核長位於英國，全球稽核長位於美國。全球稽核長除直接向景順稽核委員會主席報告，亦向景順全球督察長報告。此外，每年擬定以風險為基礎之稽核計畫，需得到稽核委員會的同意。稽核計畫的規劃過程亦將其他督察性質部門的工作納入考量，特別是法令遵循部門的監控計畫。內部稽核會獨立衡量所有可能之風險，以決定必須放入年度稽核計畫之項目，再呈請稽核委員會同意，若經管理階層要求，亦可能不定期執行年度計畫中以外之稽核項目。

景順內部稽核工作主要著重於系統架構，及公司日常營運的控制與流程，因此，雖然可能無法針對特定基金或委託案進行稽核，但仍可確保執行控管達到一定的程度。而稽核的要項，則依其重要性分為：輕微、中度、重要三種層級。

內部稽核師協會（IIA）國際標準要求每5年對內部稽核進行一次外部品質評估審查。2016年外部查核單位（Ernst & Young）參與了對景順內部稽核部門的評估，評估其在公司中的地位、員工技能和能力及流程的設計和應用。其還根據 IIA 國際專業實踐框架對該公司進行評估，該部門被認為「總體上符合」IIA 框架，此為最高之評級。在外部審查之間，內部稽核部門實施了同業審查方案，一個稽核區域的資料由另一個區域獨立審

查，以確保整個團隊的工作標準與全球稽核方法保持一致。

(四) 全球市場投資展望

1. 全球經濟展望

2018 年為動盪的一年，債券市場疲軟、股市於第一季及第四季皆出現重大拋售。在此期間，委內瑞拉、阿根廷和土耳其出現了金融危機、英國脫歐談判持續進行、石油價格波動，及美國總統川普的貿易政策不斷造成混亂，這些都發生在美國貨幣政策正常化的背景之下。不過，預計 2019 年將會是相對平靜的一年。

Consensus Economics	2019年預測		景順投信預測	
	實質 GDP	CPI 通膨率	實質 GDP	CPI 通膨率
美國	2.6%	2.3%	2.6%	2.0%
歐元區	1.8%	1.7%	2.1%	1.8%
英國	1.5%	2.7%	1.8%	2.1%
日本	1.2%	1.1%	1.1%	0.8%
澳洲	2.8%	2.2%	2.8%	2.1%
加拿大	2.0%	2.1%	2.3%	1.7%
中國	6.3%	2.3%	6.6%	1.1%
印度	7.5%	4.9%	6.3%	4.3%

圖 9：2019 年全球經濟成長預測

2. 美國經濟展望

美國的貨幣政策變得較不寬鬆，但聯準會並沒有「緊縮」，只是將貨幣政策「正常化」。目前的「正常化」階段類似於 1994 年到 1995 年和 2004 年到 2005 年的中期

利率調整。這幾段時期的重要意義在於，在貨幣政策正常化結束後的幾年裡，商業週期繼續擴張，而股市和房地產市場也在幾次升息結束後大幅走高。聯準會很有可能成功地為美國經濟在 2019 年或 2020 年後的數年擴張做好準備。屆時，聯邦基金利率預計將達到「中性」水準，即這一速度既不是擴張性的，也不是緊縮性的，而是與穩定擴張狀態一致的。這意味著到 2019 年 7 月，目前的擴張期將超過美國金融史上最長的擴張紀錄(原紀錄為 1991 年 3 月至 2001 年 3 月的 10 年擴張)。

美國經濟的發展方向，與聯準會在通膨 2% 的情況下實現完全就業的目標大體一致，惟這將限制利率和通膨的上升風險。同樣地，這也限制了股市和債市的下跌風險。在貿易方面，2018 年實施的關稅可能對貿易量造成損害，並將提高美國企業和消費者的進口成本。但如果國內消費和投資支出保持不變，這些貿易措施造成的損害應該不大。

2019 年可多留意低價週期性個股(能源類股尤佳)及防禦性較高的個股(主要為醫療保健與通訊)。重振商業與消費者信心的關鍵在於解決中美關稅問題，投資人將密切關注聯準會在新任主席帶領下的優先要務為何。

3. 歐元區經濟展望

鑑於歐元區的財政政策可能仍將受到限制，貨幣政策將成為改變總體經濟政策的唯一可能作法。這方面的關鍵是歐洲央行逐漸減少購入資產，及 2019 年相關的利率前瞻指引。歐洲央行總裁德拉吉(Mario Draghi)表

示，2019年夏季前不太可能升息。值得注意的是，當量化寬鬆(QE)影響央行資產負債表的貨幣政策，且投資人過度關注市場利率之際，更重要的是(非銀行)一般民眾手中貨幣的成長。

股市方面，對歐洲股票採取側重基本面的長期方針很重要，目前歐洲仍朝向穩健成長的目標前進，且內需力道強勁持續帶動歐洲經濟，為後續反彈提供有利條件。通膨方面，核心消費者物價指數已穩步上揚一段時間，薪資成長現象不只侷限於德國，連同周邊國家都穩定走升；隨著就業率在2019年上升，歐洲前景看好。整體而言，此發展應可為歐洲企業提供穩固的經濟平台，及兼具強勁需求與定價趨勢好轉的環境。

歐元區：佔實質GDP年率比例(%)

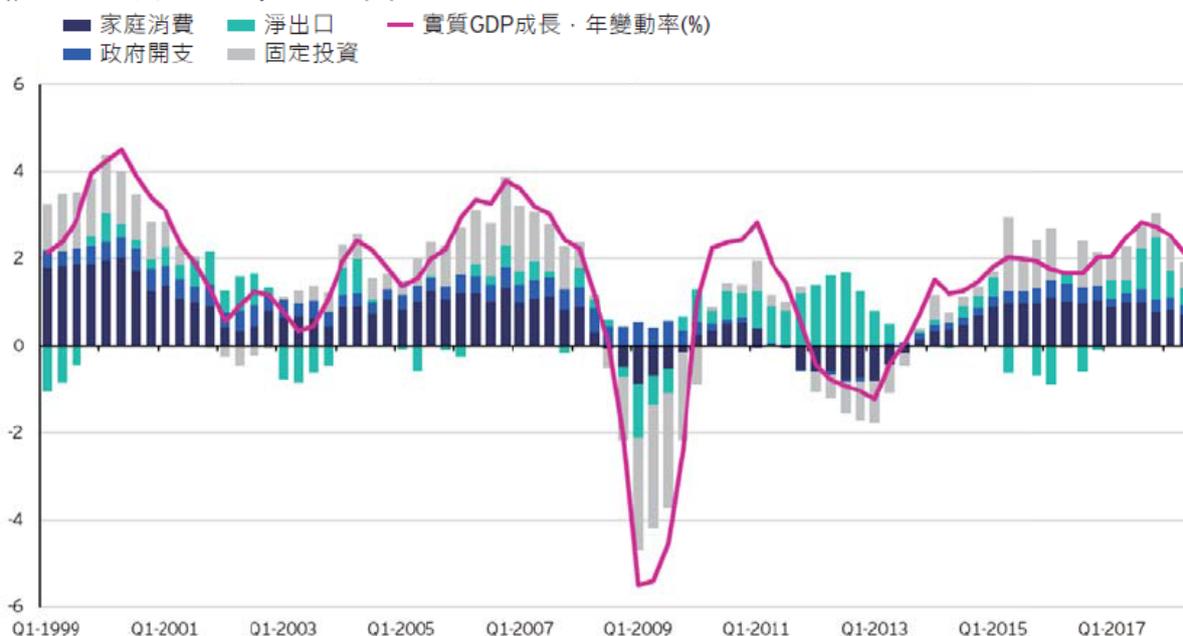


圖 10：歐元區各項目佔實質 GDP 年率比例圖

4. 英國經濟展望

英國脫歐談判細節一直是大家關注的議題。儘管表面上消費者支出似乎相當正常，但在英國脫歐後的貿易

環境達成明確協議前，投資已出現放緩。自 2018 年初以來，倫敦地區的房價一直保持穩定，Jaguar Land Rover 公司宣布，西米德蘭茲郡的工廠將削減員工工時，2,000 名員工每週僅需工作三天，這顯示英國脫歐可能導致企業投資大幅下降。

於此同時，實質 GDP 成長率已從 2015 年到 2016 年的平均 2.1%，放緩到 2017 年起算 6 季的平均 1.5%，其中大部分是企業投資的放緩。企業在確認 2019 年 3 月後之營運環境狀況前，他們至少將會擱置部分的資本支出和招募計劃。

貨幣政策的實施上也同樣出現猶豫不決的情況。英國央行總裁卡尼(Mark Carney)和央行貨幣政策委員會在 2018 年初已明確表示將升息，雖然在 2 月和 5 月投票決定不提高基準利率，最後仍在 8 月份將基準利率上調 0.25%至 0.75%。然而，過去兩年以來，貨幣和信用成長一直在放緩。

5. 日本經濟展望

日本經濟成長持續低於水準，通膨也低於目標。儘管日本央行實施了 5 年激進的量化質化寬鬆政策(QQE)，但經濟成長部分，尤其是通膨回歸正常方面，幾乎沒有任何進展。經濟持續以 1.0 至 1.5%的溫和速度成長，而這主要是人口老化、勞動力不斷下降所造成。此外，QQE 對銀行資產負債表的增長影響甚微，因此對貨幣或信用成長的影響也很小，導致日本通膨仍遠低於央行 2.0%的目標。預計 2019 年不會出現什麼變化。

6. 新興市場經濟展望

對於亞洲與新興市場股市而言，2018 年是充滿挑戰的一年，進入 2018 年時的獲利預期正面，整體評價也高於長期歷史平均，然而，從年初之後不久，評價面就因為幾項因素而下降，首先是貿易緊張局勢與地緣政治不確定性升高，導致新興市場風險溢酬明顯上揚。第二，市場對於中國的疑慮加深，因為政府的去槓桿化行動已使得中國的成長放緩。最後則是美國貨幣政策緊縮，造成美元流動性的環境惡化，對於新興市場股票與貨幣產生負面影響。

中國正面臨去槓桿化的挑戰，同時試圖通過間歇性寬鬆貨幣政策(例如下修存款準備率、放寬對房貸的總體審慎調控，及放寬部分貨幣市場利率)來維持經濟成長。這些寬鬆政策被視為對降低槓桿率這一關鍵政策的溫和反擊。同時，實質 GDP 已經放緩，並可能在 2019 年進一步減速。

儘管一些基礎產業已從 2014 年至 2016 年的低迷中復甦，但住房和名目固定資產投資已經放緩。除非中國國務院修改去槓桿化政策，否則 2019 年這些經濟活動都不太可能大幅增加。外部方面，川普關稅的影響截至目前為止並不大，因為出口商急於在明年 1 月提高關稅之前完成出貨。因此，預計 2019 年的出口將放緩，以美元計價的出口僅會出現個位數成長。



圖 11：出口與獲利成長(以美元計，3 個月移動平均年成長率)

拉美方面，墨西哥與巴西總統大選皆由民粹主義候選人當選，在政治不確定性降低後，投資人相信改革可望進行，市場因而上揚。巴西經濟復甦的步調緩慢，但目前著手進行退休金與稅制改革有助減少大規模的財政缺口，並可使投資人恢復部分信心，以及帶動消費成長與投資支出。另一方面，因為美墨加貿易協定(USMCA)成功取代 NAFTA，墨西哥的前景可能獲得支撐。

歐非中東方面，美俄關係的不確定性增加恐會拖累經濟成長，但受惠於油價復甦、消費需求強勁及審慎的財政政策，俄羅斯經濟在 2019 年仍可望成長 1.5%。然而，除了減緩與美國之間的緊張局勢外，俄羅斯也必須祭出進一步的改革，國內生產毛額(GDP)才能加速成長。新興歐洲其他地區方面，波蘭與匈牙利等國應可享有穩健的成長率及低利率。

整體而言，新興市場的前景看法為謹慎樂觀，其經

濟與企業基本面維持穩健，且新興市場經濟體也仍是全球成長的最大推動力。其中，新興市場企業展現的資本紀律特別令人振奮，有證據顯示資產負債表強勁，且自由現金流改善，這同樣反映在總經層級。少數國家出現經濟過熱跡象，但遠不及 2008 年全球金融危機前的狀況。由於評價接近歷史區間的低端，且相對於已開發市場大幅折價，市場似乎過度聚焦於短期的不確定性，反而忽視了基本面的改善。

二、景順不動產直接投資策略介紹

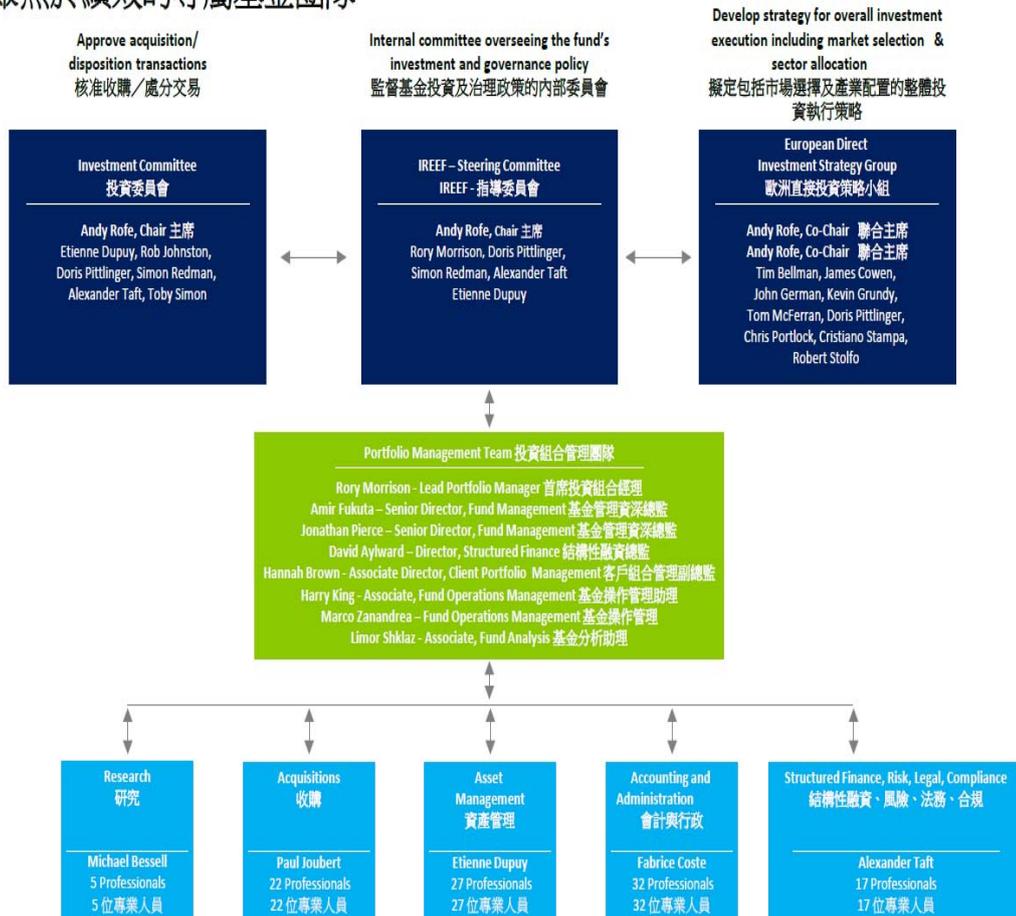
(一) 景順不動產直接投資概況

1. 景順不動產投資團隊概況

景順不動產投資部門管理資產總額達 559 億歐元，其中包括北美直接投資約 267 億歐元、全球證券投資約 146 億歐元(主要為 REITs)、歐洲直接投資約 93 億歐元、亞洲直接投資約 52 億歐元。全球有 489 名員工、21 個辦事處，並橫跨 16 個國家。其中歐洲辦事處包括倫敦、巴黎、馬德里、米蘭、慕尼黑、盧森堡、布拉格、華沙等城市重鎮。而景順歐洲不動產直接投資特別著重跨境專家與專屬基金團隊攜手合作、聚焦於基礎面的優質分散投資組合，以及透過永續且不斷成長的淨營業收入帶動長期績效。而公司的內部架構係分為核准收購與交易的投資委員會、擬定市場選擇及產業配置整體投資執行策略的歐洲直接投資策略小組，以上均受監督基金投資及治理政策的指導委員會監理，架構如圖 12。

Dedicated fund team focused on performance

聚焦於績效的專屬基金團隊



Note: In addition to the structure outlined above, IREEF is governed by two other entities in line with Luxembourg regulations. Specifically, a Luxembourg Management Company makes management decisions on behalf of IREEF and it is supported by a Portfolio Management Committee which is the delegated arm of the Luxembourg Management company and is responsible for signing off on all investment related decisions. Source: Invesco Real Estate as of 30 September 2018.

8

備註：除上述結構外，根據盧森堡法規，IREEF 還受另外兩個實體管轄。具體而言，由某盧森堡管理公司在投資組合管理委員會協助下，代表 IREEF 作出管理決策，而該委員會是該盧森堡管理公司的代表機構，負責簽署所有投資相關決策。資料來源：景順不動產，截至 2018 年 9 月 30 日。

圖 12：景順歐洲不動產直接投資架構

景順歐洲不動產投資團隊依照功能別的不同，分別於德國、英國、法國、西班牙、義大利、盧森堡等國均有人員配置，人員配置概況如圖 13。

Invesco market coverage 景順市場涵蓋面 International reach, local presence 國際觸角，在地服務



European Executive Committee
歐洲執行委員會

Andy Rofe, Chair
主席

Scott Dennis, Etienne Dupuy,
Kevin Grundy, Paul Joubert,
Rory Morrison, Lee Phegley,
Doris Pittlinger, Simon Redman, Robert Stolfo,
Alexander Taft,
Beth Zayicek



- Cross-border and sector specialist
跨境與跨產業專家
- Strong track record of delivering a strategy
實踐策略的良好歷史紀錄
- Ability to get clients' money into the market quickly
能夠快速將客戶的資金投入市場

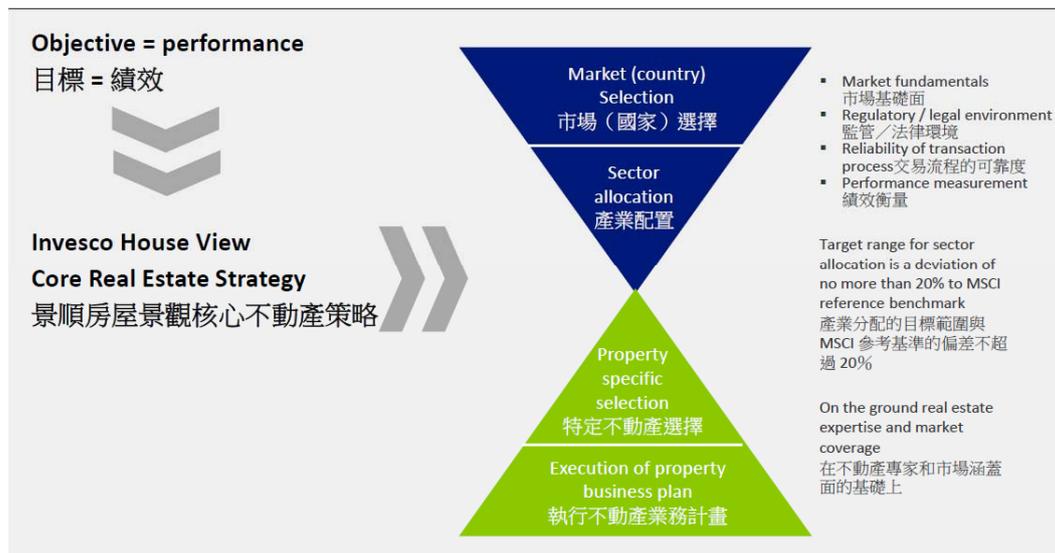
Research 研究	Acquisitions 收購	Asset Management 資產管理	Accounting and Administration 會計與行政	Structured Finance, Risk Management, Legal & Compliance 結構性融資、風險管理、法務及合規	Fund Management 基金管理	Fund Operations 基金操作	Client Portfolio Management 客戶組合管理
Michael Bessell 5 Professionals 5 位專業人員	Paul Joubert 22 Professionals 22 位專業人員	Etienne Dupuy 27 Professionals 27 位專業人員	Fabrice Coste 32 Professionals 32 位專業人員	Alexander Taft 17 Professionals 17 位專業人員	Doris Pittlinger 26 Professionals 26 位專業人員	Dieter Zieser 12 Professionals 12 位專業人員	Simon Redman 12 Professionals 12 位專業人員
Germany 德國	Germany 德國	Germany 德國	Germany 德國	Germany 德國	Germany 德國	Germany 德國	Germany 德國
UK 英國	UK 英國	UK 英國	UK 英國	UK 英國	UK 英國	UK 英國	UK 英國
France 法國	France 法國	France 法國	France 法國	Luxembourg 盧森堡			France 法國
	UK 英國	UK 英國	UK 英國				
	Spain 西班牙	Spain 西班牙	Luxembourg 盧森堡				
	Italy 義大利	Italy 義大利					

9 Source: Invesco Real Estate as at 30 September 2018. Invesco works with its local partner 'SCIUS' in Sweden.
資料來源：景順不動產，截至2018年9月30日。景順與瑞典當地夥伴「SCIUS」合作。

圖 13：景順歐洲不動產直接投資人員配置

2. 景順歐洲核心不動產投資特色

景順歐洲核心不動產的投資組合策略係以收入導向、多樣化投資組合、保守的風險取向，以及透明與效率為基礎。而投資組合策略大致採由上而下並以市場(國家)選擇為先，再選擇適當的產業配置，進行特定的不動產標的選擇(如圖 14)。



For illustrative purposes only. Refer to page 73 for fund objective details.
僅供說明之用。詳細基金目標請參閱第 73 頁。
The MSCI allocation refers to the IPD Pan-European Annual Property Index which is used for reference purposes only and is not a formal benchmark.
MSCI 配置係指 IPD 泛歐年度不動產指數，僅供參考而非正式基準。

圖 14：景順歐洲核心不動產投資組合策略

截至 2018 年 9 月底止，景順歐洲核心不動產的投資組合有 41 個投資標的，平均投資規模約 8,300 萬歐元，投資標的遍佈 8 個國家，出租率達 93% 以上，平均分配收益率可達 3% 以上，貸款價值比 (loan-to-value) 低於兩成則是偏低的水準。目前產業配置較看好零售及物流，較不看好辦公室。目前辦公室的投資組合有 11 件，其中 97.5% 已出租；工業類投資組合 (多為倉儲類) 亦有 11 件，出租率達 100%；零售類投資組合則有 17 件，其中 92.3% 已出租。另外在國家配置上，景順高配在德國、瑞典、波蘭及西班牙，低配於英國及荷蘭。而核心不動產多會舉債槓桿經營，景順歐洲核心不動產的債務比率

相對比較保守，這也使得景順歐洲核心不動產較能避免景氣波動的风险。而景順歐洲核心不動產的投資者主要為退休基金，大約占 60%，其次為組合基金(fund of funds)約占 15%，再其次為保險公司約占 10%，顯示此類具長期穩定現金流的金融商品，較適合長期投資的退休基金與保險公司等法人機構(如圖 15)。

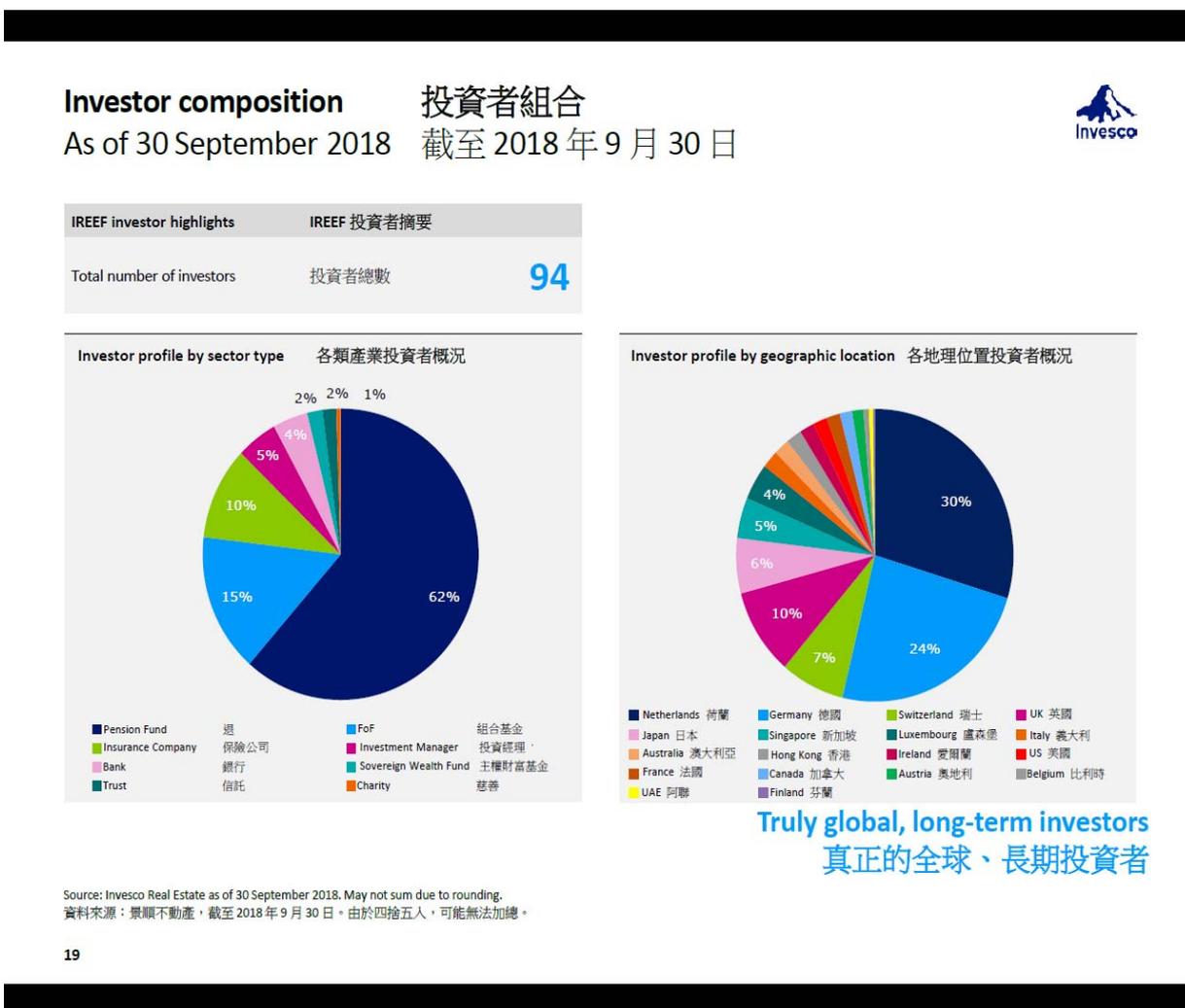


圖 15：景順歐洲核心不動產投資人分布

景順歐洲核心不動產的長期績效亦相當優異，截至 2018 年 9 月底止，1 年期淨投資報酬率約 5.95%，近 3 年年化淨投資報酬率約 5.56%，近 5 年年化淨投資報酬率更達 6.33%，詳細報酬率請參考圖 16。

Performance

As of 30 September 2018

績效

截至 2018 年 9 月 30 日



- Consistent net income return since inception 自起始日起一致的淨所得報酬率
- Truly diversified pan-European portfolio 真正多樣化的泛歐洲投資組合



Rolling 12-month performance 滾動 12 個月績效

	01/10/13 – 30/09/14	01/10/14 – 30/09/15	01/10/15 – 30/09/16	01/10/16 – 30/09/17	01/10/17 – 30/09/18
IREEF-Net total return (IREEF-淨總報酬率)	7.3%	7.7%	5.6%	5.2%	6.0%

included on an "as declared" basis, which reflects industry standards. Longer term measures reflect compounded quarterly numbers. Annualised quarterly distributions are based on the latest quarterly distribution % (distribution / drawn equity) x 4 quarters. Class A unit management fee schedule is detailed on page 73. Net performance is presented based on Class A unit applying equally weighted average annual fee of c.1.1%. Fund inception date: 1 August 2008. "Since inception" return is calculated based on a start date of 1Q 2010, which is the subsequent quarter following the purchase of the first asset for IREEF on 31 December 2009. Past performance is not a guide to future performance. * Annualised.

20

資料來源：景順不動產。截至 2018 年 9 月 30 日，上列報酬率以歐元計價。績效按季計算，為每單位資產淨值加上分配的變動並以百分比表示。分配以能反映產業標準的「如宣告」基礎包含在內。長期衡量反映出複合季度數字。年化季度分配係根據最近季度分配 % (分配 / 提取權益) x 4 季。A 類單位管理費計畫表詳列於第 73 頁。淨績效的表示係根據 A 類單位，採用相同加權平均年費 c.1.1%。基金起始日期：2008 年 8 月 1 日。自起始日開始，報酬率的計算係根據 2010 年第一季的開始日，亦即 2009 年 12 月 31 日購買 IREEF 第一筆資產後的那一季。過去績效不能保證未來績效。* 年度化。

圖 16：景順歐洲核心不動產投資報酬率

3. 景順歐洲核心不動產投資案例

(1) 辦公室—法國巴黎 (Paris, France)

不動產面積約 4.5 萬平方公尺，初始買入價格約 6 億歐元，估計年化報酬率可達 7.5%，由於位於巴黎市中心，是全球房地產市場中頂尖且供應稀有的標的之一(如圖 17、18)。



圖 17：位於法國巴黎的辦公室之 1



圖 18：位於法國巴黎的辦公室之 2

(2) 物流—波蘭羅茲 (Lodz, Poland)

不動產面積約 12.3 萬平方公尺，初始買入價格約 0.6 億歐元，估計年化報酬率約 6.0%，位於波蘭中部交通要衝，已找到交易對手承租未來 10 年使用權，將為波蘭 59 家商店提供服務(如圖 19)。



圖 19：位於波蘭的物流產業

(3)住宅—德國法蘭克福（Frankfurt, Germany）

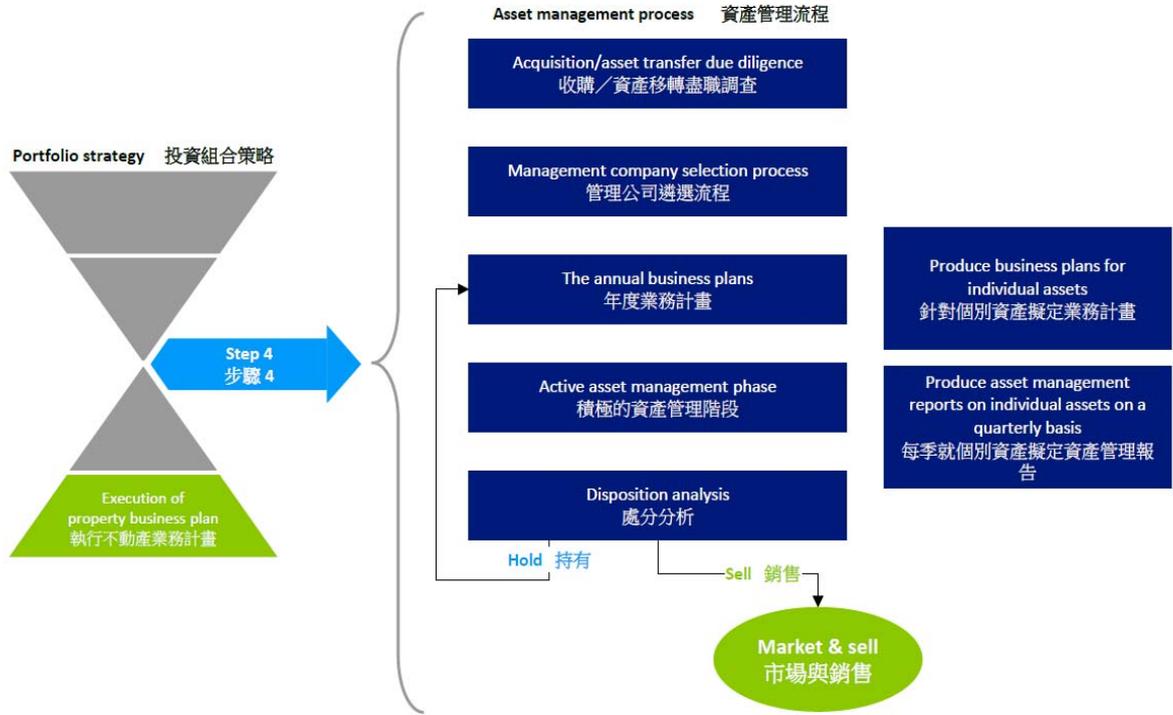
不動產面積約 2.2 萬平方公尺，初始買入價格約 1.3 億歐元，估計年化報酬率約 4%至 4.5%，地點交通方便，距離中央商務區及機場都只需要 15 分鐘，可提供 509 個租賃單位供承租戶入住（如圖 20）。



圖 20：位於德國的住宅產業

4. 景順歐洲核心不動產投資流程

投資標的選擇基本上限於歐盟國家，同時需符合四大關鍵因素：市場基本面(規模、資料可取得性等)、監管及法規環境(regulatory and legal environment)、交易流程可靠度(reliability of transaction process)、績效衡量(performance measurement)等。而景順的內部模型顯示：當投資國家大於 8 個之後，多角化的利益即會急遽下降，所以國家配置不會過度分散，但對於單一國家投資限制仍為 30% 的上限規定，以降低特定的國家風險。而投資比例與 MSCI(benchmark) 的配置差異基本上以不超過 20% 為原則，以避免主動風險過高。在實際投資不動產標的後，尚有盡職調查(due diligence)、擬定該標的的業務計畫、管理方式及處分分析等，以決定是否繼續持有或售出，流程圖可參考圖 21。



Source: Invesco Real Estate. For illustrative purposes only.
資料來源：景順不動產。僅供說明之用。

60

圖 21：景順歐洲核心不動產直接投資流程圖

5. 景順歐洲核心不動產投資前景展望

(1) 已開發國家經濟的成長仍支撐著不動產需求，在大多數市場，供給仍相對穩定。但在強勁表現的 2018 年後，景順預期美國不動產於 2019 年至 2021 年間將逐漸減速。不動產投資的現金殖利率位於歷史低點，評價相對偏高，但與長期公債殖利率的利差仍相對穩定。綜上，未來投資將偏向關注亞太地區，對美國不動產則較保守。

(2) 未來幾年需特別關注的全球不動產投資風險有：① 民粹主義的興起，可能導致政府會推行對投資人較不友善的

政策；②美中貿易戰升溫：可能導致經濟衰退並直接衝擊不動產市場；③貨幣政策正常化：由於各國央行從未有如此大規模的資產負債表縮減計畫，可能造成的影響難以估計；④脫歐：如果失序脫歐(disorderly Brexit)將會導致相當高的不確定性，但風險僅限於影響歐洲不動產；⑤電子商務的創造性破壞：不論正面或負面，對於零售與倉儲類房地產均會造成極大的衝擊；⑥通膨率大幅升高：勞工市場供需失衡、關稅、不被市場預期的貨幣與匯率政策等，均有可能導致通膨率突然攀升，將對不動產市場的影響非常大；⑦中國債務危機：加計公司、家戶、政府及銀行等部門，合計債務占 GDP 比例已達 265%，假使中國官方無法管理好國內的債務風險，中國的不動產市場將受影響，衝擊亦會相當可觀。

(3) 不動產中的零售業(retail sector)曾經是表現最好的產業，但受到電子商務興盛，已影響消費者行為之改變；相反地，因應電子商務的物流儲放空間，以及高品質、高租金的住宅需求正逐漸蓬勃成長。

(4) 亞太地區的產業前景特別看好，基本面持續改善，但租金上漲幅度減緩。景順偏好淨營運收入(Net Operating Income, NOI)成長的地區，例如澳洲與日本。整體而言偏向正面(overweight)。

(5) 歐洲地區的產業前景較偏負面，雖然歐洲(英國除外)的租金持續穩健成長，但 2019 上半年會是脫歐不確定性最高的階段，脫歐事件會產生投資機會，但其出現的時間將會非常短暫，景順投資團隊將持續密切關注。

(6) 北美地區的產業前景整體偏向中立，過去幾年強勁的報酬率將會回歸平淡，目前市場價格已經將未來淨營運收入的高成長列入考慮；財政刺激政策對於短期成長展望有利，但長期影響尚待觀察；景順在此市場較著重以由下而上的方法來選擇投資標的。

6. 美中貿易戰影響評估：

(1) 預估 2019 年至 2022 年間，中國占全球經濟成長比重達 27.7%，美國占全球經濟成長比重為 14.5%，這兩個國家的貿易戰對全球經濟影響非常重大。美中貿易戰逐漸升溫，已經由雙方的口頭威脅，轉變為實際影響全球經濟成長的負向風險因子。美國的確有足夠能力增加對中國關稅的課徵，包括廣泛的商品類別、服務項目，甚至是對中國實施資本管制。

(2) 如果美中貿易緊張情勢持續，美中兩國的房地產市場與資本市場都會受到極大的衝擊。美中兩國較不受到貿易戰影響的城市，房地產市場的負面影響將會比較小。當地物流不動產、傳統工業類別不動產表現會比港口型的物流不動產來得好。

(二) 景順歐洲不動產價值增值型投資策略

1. 景順歐洲不動產價值增值型投資策略簡介

房地產中的增值策略(value-add strategy)係指投資公司以現金流管理(cash flow)、翻新(refurbishment)，以及開發(development)等資產管理方法，使得投資標的可以創造更大利益並迅速退場的投

資策略。以景順歐洲不動產價值增值型基金為例，其目標係以不超過百分之六十的槓桿比例，在 3 至 4 年的持有期間中，創造約 13%~16%的內部投資報酬率(IRR)(詳圖 22)。景順歐洲不動產價值增值型基金目前有 34 個投資標的，橫跨 9 個歐洲國家。

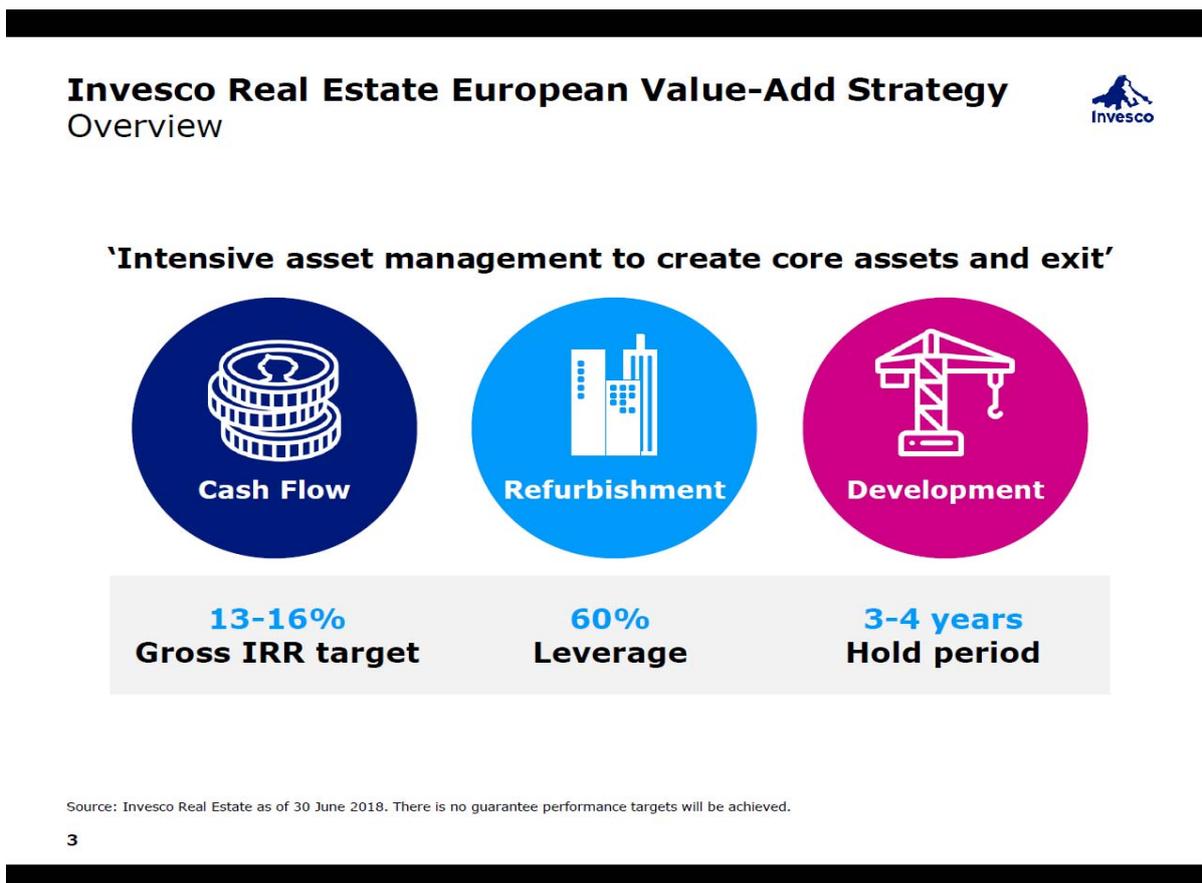


圖 22：景順歐洲不動產價值增值型目標報酬率與風險概圖

2. 景順歐洲不動產價值增值型的執行面特色

(1) 投資產業類別及投資國家多樣化(multi-sector and multi-country)，投資國家包括德國、西班牙、義大利、法國、英國、捷克與波蘭等，多以西歐國家為主。

(2) 專注在景順有當地優勢的國家。

(3) 房地產投資因涉及的個體(政府、地主、租客等)與法規龐雜，故景順與各個個體的關係維持特別重視。

(4) 不論房地產市場好或壞，採取的投資方法儘量不受到景氣影響，同時積極管理風險與報酬。尋找「蒙塵珍珠」，針對位於好地段(人口處於成長、附近有基礎設施等)但較顯老舊的標的重新翻修，並且進行空間的重新配置，甚至改變用途(例如原本出租當辦公室，現在因租金考量可以改租給Amazon 當倉庫)，以提升房地產的報酬率。另外，由於市場中可能會有其他房地產賣方，因為資金需求或者風險趨避等因素，急於市場上求售，在這個時候，市場上就有機會買到價格被錯估的優質標的。

3. 景順歐洲不動產價值增值型投資策略案例

景順歐洲不動產價值增值型投資策略主要以三種策略與方式進行。包括修復老舊精華地段標的(fix broken core)、於核心地段興建房地產(manufacture core)、利用市場訂價不效率性(exploit pricing inefficiencies)等，以下分別以不同策略投資的不動產進行案例說明。

(1) 修復老舊精華地段標的——位於法國巴黎的展場

該展場位於法國巴黎的精華地段且面臨著名的香榭大道，不動產面積約七千餘平方英尺，初始買入價格約 0.66 億歐元。雖然因為電子商務的興起，實體的賣場空間需求大幅下滑，但高端奢侈品展場空間仍有相當強勁的市場需求。在購買此不動產物件時，先前租客剛搬離而呈現空置狀況，但景順投資團隊進入

後，招租歐洲知名化妝品零售業者進駐，且在 18 個月內，完成重新配置(repositioning)、招租、獲利出售等流程，可說是相當成功的一項投資(如圖 23)。



圖 23：位於法國巴黎的展場

(2) 於核心地段興建房地產—位於西班牙馬德里的物流發展中心

該房地產物件位於西班牙馬德里，因應電子商務的興起，「最後一哩路配送」(last mile delivery)的後勤物流(logistics)需求非常強勁，此物件又十分接近馬德里最主要的食物分配樞紐，距離馬德里市中心僅 20 分鐘車程，故景順投資團隊尋求開發商一起在此興建配送倉儲基地，並於 2018 年第 2 季興建完成，主要租客係由超級市場營運商承租。整體開發金額約 2,000 萬歐元，由於此開發案完全沒有使用槓

桿，粗估內部報酬率略低，但也約有 15% 的水準。(如圖 24)。



圖 24：位於西班牙的物流發展中心

(3) 利用市場訂價不效率性——位於波蘭 Szczecin 的亞馬遜物流中心

該房地產物件位於波蘭 Szczecin，波蘭具有充分且便宜的人力，且此地距離德國邊界僅 5 分鐘車程，距德國柏林也僅 1.5 小時車程，承租戶係全球最大的電子商務業者 Amazon，提供未來 15 年穩定的租金收入。這項資產係由景順與波蘭最大的物流房產開發商 Panattoni 共同合作開發，而 Panattoni 已於先前在波蘭其他兩個城市為 Amazon 建立兩個類似的設施。本案整體開發金額接近 1 億歐元，但若超出預算(即 1 億歐元)開發商也會負責融資超出部分，故本案下檔風險極低，是市場的不效率性所致(如圖 25)。



圖 25：位於波蘭的亞馬遜物流中心

肆、受訓心得

本次至景順法蘭克福及慕尼黑營業處所受訓心得整理如下：

一、法蘭克福營業處所：

(一) 景順為全球性資產管理公司，對於各類產品，包括股票型、平衡型、固定收益型、穩定價值型、債券型及避險型基金之投資經驗相當豐富。本次實地參訪位於德國之法蘭克福營業處所，對於基金經理人的專業、經驗豐富、及注重團隊合作的投資態度留下深刻印象。除了以面對面方式直接與國際投資專家溝通，了解其投資哲學、投資流程及風險控管外，並實地與交易人員對談，了解專業投資機構對於券商選擇、下單控管及交易成本之重視，此外，關於部門分工方面，景順針對投資管理、風險控制、內部稽核及投資資料整合等分設獨立部門負責，各司其職且相互支援，值得本會參考學習。

(二) 全球經濟展望方面，現今距離 2008 年的世紀金融海嘯已過十年，全球經濟健康成長，但增速明顯減緩，同

時，中國的經濟失去動能，在高槓桿資產負債表和中美貿易衝突的背景下，中國是否能夠透過恢復信用及財政刺激政策來重振經濟，有待觀察。全球貿易情勢的不確定性，加上美元流動性轉為緊縮，為各地的新興市場經濟體帶來程度不一的壓力。全球央行正處於「貨幣政策正常化」的過渡期，對於習慣寬鬆貨幣政策的投資人，這樣的轉型可能帶來挑戰。但整體而言，各國政府維持有利的財政與貨幣政策，全球景氣擴張可望延續。因此，現階段將資金分散配置在各類資產，應有助於降低整體基金波動的風險。

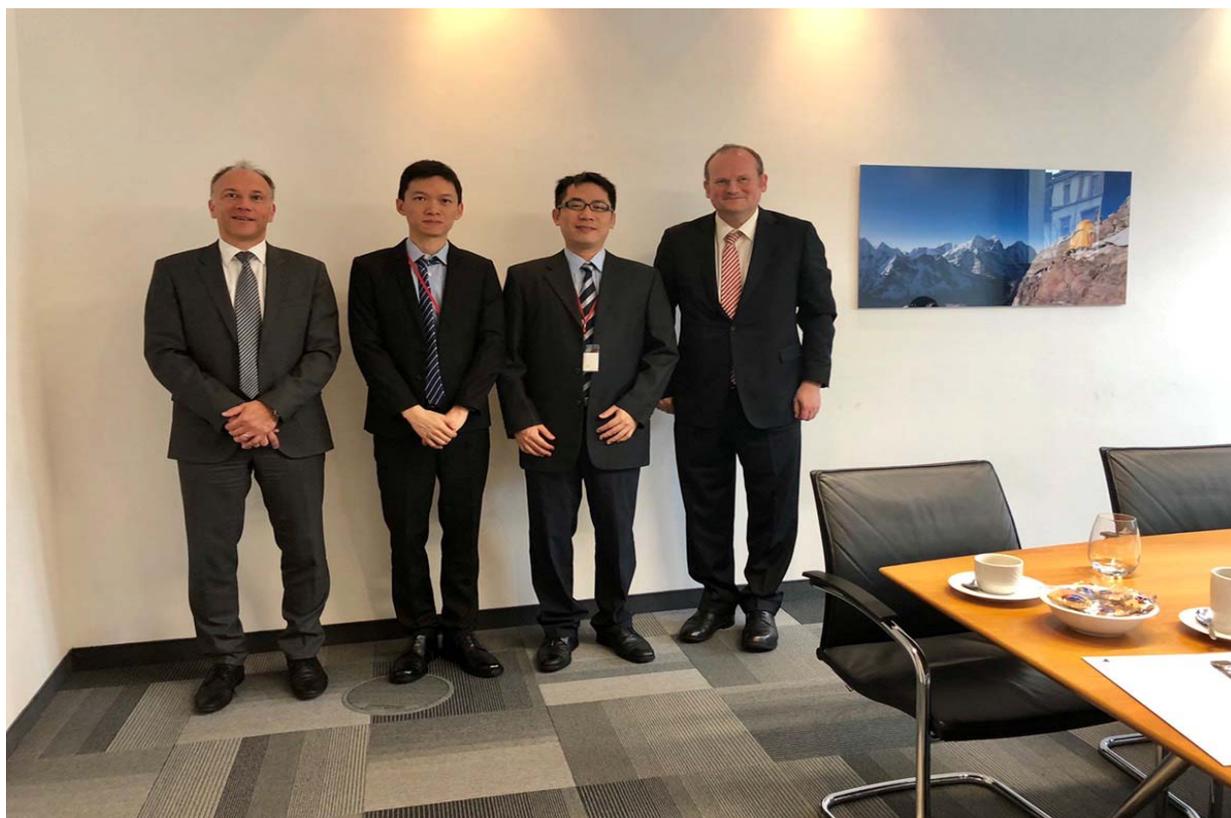
二、慕尼黑營業處所：

- (一) 因私募基金投資長期而言具有流動性較差、未來預期報酬較高的投資屬性，近年來包括 CalPERS(加州公務人員退休基金)、CPPIB(加拿大退休金計畫投資局)等國際退休基金在私募基金配置逐年增加，而本會亦期望透過多元化的資產配置，分散本基金投資風險並提高收益，故在民國 104 年間經考試、行政兩院同意增列私募權益證券投資。後續為建立制度化之投資作業程序，本會業於 107 年間訂定國外私募基金投資作業規定以為遵循。由於國外私募基金投資策略相當多元，包括：買斷策略、次級市場策略、私募債權、不動產、基礎建設等，投資程序相較於上市證券投資亦較為繁瑣。而其中不動產投資產業又特別注重地緣及人脈關係的維持，因為只有當地人才會較為深入完整了解相關投資地段之興衰與商圈轉移的過程，外地投

資者常常只能看到一地、一時的物件概況。而景順以其 35 年在地投資經驗所累積的專業知識，讓本次參訪人員了解到該公司如何評估一個不動產標的的投資價值、如何執行增值服務以提高租金、如何找到優質的承租戶以獲取穩定現金流、以及如何找到買方以順利完成出場，以上都是與上市證券投資截然不同的投資流程與學習經驗。

- (二) 由於核心地段不動產投資具有低風險的特性，且其與股票市場關連性較低，其整體波動性亦較不動產投資信託(REITs)來得低，投資屬性尚符合退休基金需求。但值得注意的是，長期而言，不動產實體投資長期報酬率與 REITs 幾乎相同，惟波動性較低，主要係因不動產直接投資的評價頻率多為每月或每季，而 REITs 係每日評價，避免短期波動的高低震盪。另因私募基金投資型態較不具流動性與透明度，未來如本基金欲進行不動產的相關投資，建議應就投資歷史較長、資產管理金額達一定規模的資產管理公司開始評估投資較為妥適，以確保在提升並創造基金績效之同時，亦能兼顧基金之資產安全。

伍、附錄



2018年12月5日公務人員退休撫卹基金管理委員會科員易豪群（左二）及約聘人員徐國修（右二）參訪景順法蘭克福分公司，與景順帳戶經理人 Alexander Tavernaro（左一）及全球研究主管 Michael Fraikin（右一）合影留念。



2018年12月3日公務人員退休撫卹基金管理委員會科員易豪群(右二)及約聘人員徐國修(左二)參訪景順慕尼黑營業處所，與客戶投資組合管理總監 Henrik F. Haeuβler (右一)、產品管理資深經理 Isabell Ritter (右三) 及景順資深副總裁 Stephen Wang (左一) 合影留念。

陸、相關參考資料

1. 景順受訓課程（包含公司簡介、投資決策流程、風險控管、內部控制與稽核制度及未來經濟展望等）
2. 景順不動產投資受訓課程（包含景順不動產投資團隊簡介、景順核心歐洲不動產基金簡介、景順價值增益不動產基金簡介、不動產投資流程及不動產投資展望等）