

出國類別：出席國際會議

2015 年保險公司歐洲市場研討會報告

服務機關：財團法人保險事業發展中心

出國人員：梁正德總經理

前往地區：英國倫敦

出國期間：104 年 9 月 1 日至 9 月 4 日

報告日期：104 年 12 月 1 日

2015 年保險公司歐洲市場研討會報告

本次出國行程除了拜會英國監理機關(Prudential Regulation Authority ; PRA)外，並參加由摩根證券投資信託股份有限公司舉辦之保險與資產管理研討會，以及實地參訪英國基礎建設機構與倫敦不動產市場。

拜會英國 Prudential Regulation Authority (PRA)

PRA :

Sam Woods - Executive Director, Insurance Supervision

Andrew Bulley is Director of Life Insurance at PRA

Gareth Truran, Head of Departments, London Markets, General Insurance Division

這次得以圓滿完成拜會英國監理機關，感謝金管會駐倫敦代表辦事處耿主任以及陳專員的安排。

2007 年至 2008 年全球金融風暴，導致多家國外大型金融機構倒閉或是財務危機，爰主要國家及國際組織提出或倡議金融監理改革，改革重點包括強化金融監理、市場規範、消費者保護及問題機構之退場機制等。

新的監理架構下，英國金融監理是“準雙峰”模式。英格蘭銀行下新設金融政策委員會 (Financial Policy Committee, FPC)，作為審慎監理機構，負責監控和應對系統風險；新設審慎監理總署 (Prudential Regulation Authority, PRA)，作為英格蘭銀行的子公司，負責對各類金融機構進行審慎監理；新設金融行為監理總署 (Financial Conduct Authority, FCA)，負責監理各類金融機構的業務行為，促進金融市場競爭，並保護消費者。換言之，FSA 的審慎監理職責和行為監理職責將分別由新設立的 PRA 和 FCA 承繼，而後兩者在與宏觀審慎監理有關的方面都將接受金融政策委員會的指導。

對金融機構之監理，英國採取更有效之審慎規範與監督，由審慎監理總署(PRA)負責執行，PRA 主要目標為促進監理金融機構之安全及健全性，將著重於該金融機構對於金融系統潛在之損害，及當經濟有需要時建立有彈性金融系統以提供必要金融協助，其終極目標則為經濟運作順暢。PRA 並非防止其監理金融機構關閉，而係確保該金融機構關閉不致影響關鍵金融服務之提供。

目前 PRA 約有 300 名職員，監管的公司約有 475 家，將公司區分為 5 級，第 1 級有 6 家，平均每一家有 6-7 位官員負責監管，第 2 級有 32 家，平均每一家有 1.5-2 位官員負責監管，第 3-4 級約有 100 家。

有關 Principle-based regulation 議題，PRA 認為每個國家的做法可能不太一樣，在英國他們認為他們的監理方法仍較偏向 rule-based regulation，較少需要採用判斷的。雙方分別就 Solvency regime、long-term business、foreign investment、infrastructure investment、ORSA 等議題交換意見。

摩根資產管理保險公司季度投資早餐論壇 J.P. Morgan Insurance Investment Breakfast Forum

主持人：James Peagam, Head of Global Insurance Solutions, JPMAM

說明：摩根資產管理全球保險解決方案歐洲團隊(J.P. Morgan Global Insurance Solutions)在每一季度邀請英國保險公司投資主管參加早餐論壇，針對全球金融市場展望與保險公司關注的議題進行交流討論。本季度的主題，除了上述的例行市場展望討論外，特別聚焦於台灣保險產業的經驗分享，以及分析 Solvency II 制度中的資本計提(Capital Charge)規定，對投資帶來的意涵。

FORUM: Macro-economic update: Check-in on 2015 markets so far
Stephanie Flanders, Chief Market Strategist, UK & Europe, JPMAM

2015 年秋季市場情勢分析

投資人剛經歷震盪的八月，但是必須要有心理準備，市場仍將維持高度波動，而新興市場與成熟市場發展分化的情形將因中國經濟動能轉弱而更趨明顯。例如從下圖主要國家的採購經理人指數(PMI)變化來看，成熟市場多數國家仍保有分界點 50 以上的經濟動能；相反地，新興市場主要國家的此項數據紛紛落入 50 以下。也因此，美國聯準會在利率政策上遭遇兩難，一方面多數經濟數據顯示美國邁向復甦；另一方面，通膨數據過低與全球經濟復甦腳步仍遲緩，升息與否考驗聯準會決策官員的智慧。

進一步檢視英國與歐洲國家經濟數據，好消息是即便未若美國來得強勁，但歐洲區域並未被希臘的紛擾所拖累，包括英國的經濟成長率、薪資成長、生產力，以及歐元區的工業生產、授信額度等都見到回升；而預期歐洲央行仍將持續甚至擴大貨幣寬鬆幅度，也因此歐洲企業盈餘的改善也可望持續。

| | | 2013 | | | | 2014 | | | | | | | | 2015 | | | | | | | | | | | |
|-----------|----------|---------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | Sep | Oct | Nov | Dec | Jan | Feb | Mar | Apr | May | Jun | Jul | Aug | Sep | Oct | Nov | Dec | Jan | Feb | Mar | Apr | May | Jun | Jul | Aug |
| Global | | 51.6 | 51.9 | 52.8 | 52.9 | 52.9 | 53.1 | 52.4 | 51.9 | 52.1 | 52.6 | 52.4 | 52.5 | 52.2 | 52.2 | 51.8 | 51.5 | 51.7 | 51.9 | 51.7 | 51.0 | 51.3 | 51.0 | 51.0 | 51.0 |
| Europe | Eurozone | 51.1 | 51.3 | 51.6 | 52.7 | 54.0 | 53.2 | 53.0 | 53.4 | 52.2 | 51.8 | 51.8 | 50.7 | 50.3 | 50.6 | 50.1 | 50.6 | 51.0 | 51.0 | 52.2 | 52.0 | 52.2 | 52.5 | 52.4 | 52.4 |
| | France | 49.8 | 49.1 | 48.4 | 47.0 | 49.3 | 49.7 | 52.1 | 51.2 | 49.6 | 48.2 | 47.8 | 46.9 | 48.8 | 48.5 | 48.4 | 47.5 | 49.2 | 47.6 | 48.8 | 48.0 | 49.4 | 50.7 | 49.6 | 48.6 |
| | Germany | 51.1 | 51.7 | 52.7 | 54.3 | 56.5 | 54.8 | 53.7 | 54.1 | 52.3 | 52.0 | 52.4 | 51.4 | 49.9 | 51.4 | 49.5 | 51.2 | 50.9 | 51.1 | 52.8 | 52.1 | 51.1 | 51.9 | 51.8 | 53.2 |
| | Italy | 50.8 | 50.7 | 51.4 | 53.3 | 53.1 | 52.3 | 52.4 | 54.0 | 53.2 | 52.6 | 51.9 | 49.8 | 50.7 | 49.0 | 49.0 | 48.4 | 49.9 | 51.9 | 53.3 | 53.8 | 54.8 | 54.1 | 55.3 | 55.3 |
| | Spain | 50.7 | 50.9 | 48.6 | 50.8 | 52.2 | 52.5 | 52.8 | 52.7 | 52.9 | 54.6 | 53.9 | 52.8 | 52.6 | 52.6 | 54.7 | 53.8 | 54.7 | 54.2 | 54.3 | 54.2 | 55.8 | 54.5 | 53.6 | 53.6 |
| | Ireland | 52.7 | 54.9 | 52.4 | 53.5 | 52.8 | 52.9 | 55.5 | 56.1 | 55.0 | 55.3 | 55.4 | 57.3 | 55.7 | 56.6 | 56.2 | 56.9 | 55.1 | 57.5 | 56.8 | 55.8 | 57.1 | 54.6 | 56.7 | 56.7 |
| Developed | UK | 56.9 | 56.4 | 57.8 | 57.2 | 56.5 | 55.9 | 55.3 | 57.2 | 56.6 | 56.9 | 54.8 | 52.9 | 51.5 | 53.4 | 53.4 | 52.7 | 52.9 | 53.8 | 54.3 | 51.8 | 51.9 | 51.4 | 51.9 | 51.5 |
| | US | 52.8 | 51.8 | 54.7 | 55.0 | 53.7 | 57.1 | 55.5 | 55.4 | 56.4 | 57.3 | 55.8 | 57.9 | 57.5 | 55.9 | 54.8 | 53.9 | 53.9 | 55.1 | 55.7 | 54.1 | 54.0 | 53.6 | 53.8 | 53.8 |
| | Japan | 52.5 | 54.2 | 55.1 | 55.2 | 56.6 | 55.5 | 53.9 | 49.4 | 49.9 | 51.5 | 50.5 | 52.2 | 51.7 | 52.4 | 52.0 | 52.0 | 52.2 | 51.6 | 50.3 | 49.9 | 50.9 | 50.1 | 51.2 | 51.9 |
| Emerging | Brazil | 49.9 | 50.2 | 49.7 | 50.5 | 50.8 | 50.4 | 50.6 | 49.3 | 48.8 | 48.7 | 49.1 | 50.2 | 49.3 | 49.1 | 48.7 | 50.2 | 50.7 | 49.6 | 46.2 | 46.0 | 45.9 | 46.5 | 47.2 | 47.2 |
| | Russia | 49.4 | 51.8 | 49.4 | 48.8 | 48.0 | 48.5 | 48.3 | 48.5 | 48.9 | 49.1 | 51.0 | 51.0 | 50.4 | 50.3 | 51.7 | 48.9 | 47.6 | 49.7 | 48.1 | 48.9 | 47.6 | 48.7 | 48.3 | 47.9 |
| | India | 49.6 | 49.6 | 51.3 | 50.7 | 51.4 | 52.5 | 51.3 | 51.3 | 51.4 | 51.5 | 53.0 | 52.4 | 51.0 | 51.6 | 53.3 | 54.5 | 52.9 | 51.2 | 52.1 | 51.3 | 52.6 | 51.3 | 52.7 | 52.3 |
| | China | 50.2 | 50.9 | 50.8 | 50.5 | 49.5 | 48.5 | 48.0 | 48.1 | 49.4 | 50.7 | 51.7 | 50.2 | 50.2 | 50.4 | 50.0 | 49.6 | 49.7 | 50.7 | 49.6 | 48.9 | 49.2 | 49.4 | 47.8 | 47.1 |
| | Korea | 49.7 | 50.2 | 50.4 | 50.8 | 50.9 | 49.8 | 50.4 | 50.2 | 49.5 | 48.4 | 49.3 | 50.3 | 48.8 | 48.7 | 49.0 | 49.9 | 51.1 | 51.1 | 49.2 | 48.8 | 47.8 | 46.1 | 47.6 | 47.6 |
| Taiwan | 52.0 | 53.0 | 53.4 | 55.2 | 55.5 | 54.7 | 52.7 | 52.3 | 52.4 | 54.0 | 55.8 | 56.1 | 53.3 | 52.0 | 51.4 | 50.0 | 51.7 | 52.1 | 51.0 | 49.2 | 49.3 | 46.3 | 47.1 | 47.1 | |
| | | Lowest relative to 50 PMI | | | | | | | | | | | | Highest relative to 50 PMI | | | | | | | | | | | |

而就相對價值面來看，股票仍具有優勢，不過受到全球經濟與金融市場不確定性漸增的影響，預期投資回報的空間將受壓縮，並且波動可能加劇。因此，現階段投資必須多元分散以持盈保泰。

FORUM: The challenges and opportunities for the Life Insurance Industry in Taiwan

蔡政憲, 國立政治大學風險管理與保險學系教授

謝明華, 國立政治大學風險管理與保險學系副教授

台灣保險業所面臨的機會與挑戰

兩位教授首先介紹台灣保險業概況，包括台灣保險業歷經快速發展，於 2014 年保險密度已達美金 3,204 元，保險滲透度則為 14.5%，保險公司資產佔整體金融產業資產的比重也從 2002 年的 12.8%，上升至 2014 年的 29%。

惟包括平均餘命的上升、出生率的下降，勞動人口佔比自 2015 年起出現下滑等，不但意味著台灣社會保險與退休體系負擔的加重，同時也代表保險產業所面臨的挑戰升高。其他保險業的挑戰包括低利率環境、負利差、高度槓桿、投資工具不足，以及未來與國際會計與清償準則接軌所應運而生的營運課題等。

為了解決上述挑戰，目前台灣保險產業官學界所提出的解決方案包括投資環境的改善、調整產品組合、強化資本、增強風險管理、改善營運效率、商品創新等。

投資環境的改善，包括金管會放寬保險業在國際債與寶島債等收益較佳債券商品的投資規範、鼓勵業者參與國內公共建設與長照專案、對於合乎條件的保險公司，放寬資產配置與投資項目與額度規定；在調整產品組合部分，協助保險公司透過產品組合的調整，例如銷售沒有保障利率或者非分紅保單、銷售投資型商品保單等降低其負債面壓力。在強化資本方面，要求保險公司半年度計算 RBC 係數，以保障保戶利益。另在加強風險管理部分，金管會也要求保險公司設立風控長(Chief Risk Officer)一職，並對具不同營運體質的保險公司進行差異化管理。

至於在商品創新與營運發展創新部分，包括銀行保險(Bancassurance market)、微型保險(Microinsurance Market)、電子商務保險(E-commerce insurance market)、國際保險(OIU)、退休相關產品、中國市場等，都是台灣保險業者正積極規劃發展的方向。

FORUM: What are the top capital adjusted opportunities for 2016

Gareth Haslip, Head of Strategy and Analytics, Global Insurance Solutions, JPMAM

Solvency II 將於 2016 年 1 月 1 日起正式實施，本次論壇聚焦於數項與投資相關的新規定做進一步的說明，並討論在新制啟動下，具資金使用效率(capital efficiency)的投資資產類別為何。

一、Solvency II 規範討論

1.審慎投資人原則 (Prudent Person Principle)

在 Solvency II 規定下，任一資產是否合適於納入投資組合(Asset admissibility)，是以審慎投資人原則(Prudent Person Principle)為遵循基礎。以英國主管機關 PRA 所發布的定義來看：意即保險公司應該能正確地辨識、測量、監控、管理、控制和陳報投資風險，並且在公司進行整體清償能力評估時能被適當地納入考量。另外對於那些在被監理的金融市場中不被允許交易的投資標的與資產，由於其風險判定可能來自於主觀判斷，所以保險公司應該抱持審慎的態度。

也就是說，雖然 Solvency II 並未直接對保險公司投資標的予以設限，但是各國主管機關紛紛對於保險公司是否能依循審慎投資人原則表達重視。

2.有關資產證券化的重要規定 (securitization)

(1)定義與意涵

Solvency II 中有關資產證券化商品的定義是參照 CRD IV 而來，依循其定義，證券化下其信用風險有順位區分，依此，摩根資產管理認為房貸轉付證券 (Pass-through MBS)並不屬於 Solvency II 下的證券化商品範圍內，而若證券化商品或債券若為特定信用保障者所支持，且符合數項標準，包括符合 Type I 資產的定義、符合抵押品與平均貸款對資產價值比(loan to value)等要求，則利差風險資本計提有機會為零(zero spread risk capital charge)。也就是說，機構轉付證券(agency pass through MBS)若符合抵押品要求，有可能適用零資本計提的規定。

(2)證券化商品風險保留 (securitization 5% risk retention)

在 Solvency II 架構下，自 2016 年 1 月 1 日起，歐洲保險公司不得投資任何不符合 5% 風險由創始機構自留的證券化商品。若違反此規定，則主管機關可能對於保險公司投資該商品施予以更嚴格的資本計提規定。除此之外，由於 Solvency II 規定保險公司必須採取逐一檢視(look-through)方式來評估投資的適切性，因此無論是以基金型態或者是個別管理帳戶方式持有標的，保險公司都不應該持有任何不符規定的證券化商品。由於沒有有力的不溯既往條款，預期保險公司在今年將受到來自主管機關的壓力，要求其處分未符合規定的證券化商品。在 2014 年，歐洲保險公司所持有的證券化商品，約佔固定收益資產部位的 4%。

(3)Type I 與 Type II 資產

目前在界定各種證券化商品屬 Type I 或者 Type II 資產方面仍有許多挑戰，而此分類關係到這些商品相對應的資本計提(capital charge)。廣泛來說，資產擔保證券(ABS)與住宅房貸擔保證券(RMBS)中評級大於 A 者應屬 Type I 資產，不過還有超過 20 項標準需要釐清。另，商用房貸擔保證券(CMBS)、擔保債務憑證(CLO)與其他評級低於 A 的證券化商品，應屬於 Type II 資產。

二、Solvency II 規範下的資金運用效率

以目前 Solvency II 的研議，在標準法(Standard Formula)下的資本計提(capital charge)摘要為：

- 1.無論國別，歐洲政府公債都享有被分類為無風險資產的優勢。
- 2.存續期間長短影響資本計提，因此長年期公司債的吸引力相較短年期低。
- 3.資產擔保債券 (covered bond)的資本計提較同評級公司債為低。
- 4.股票的對稱調整數(symmetric adjustment)已從-7%調整至+7.5%，以反映股票評價上升的近況。

在標準法下進一步評估投資效率，重點包括：

- 1.資產流動性不影響資本計提，因此流動性較差，但提供良好溢酬的資產在此架構下有投資吸引力。
- 2.評級在 B 到 CCC 之間的非投資等級債券，資本計提並無差異。

| Asset Class | Capital Charge |
|---------------|--------------------|
| Cash | <1% |
| Property | 25% |
| Global Equity | 39% + 7.5% = 46.5% |
| Other Equity | 49% + 7.5% = 56.5% |

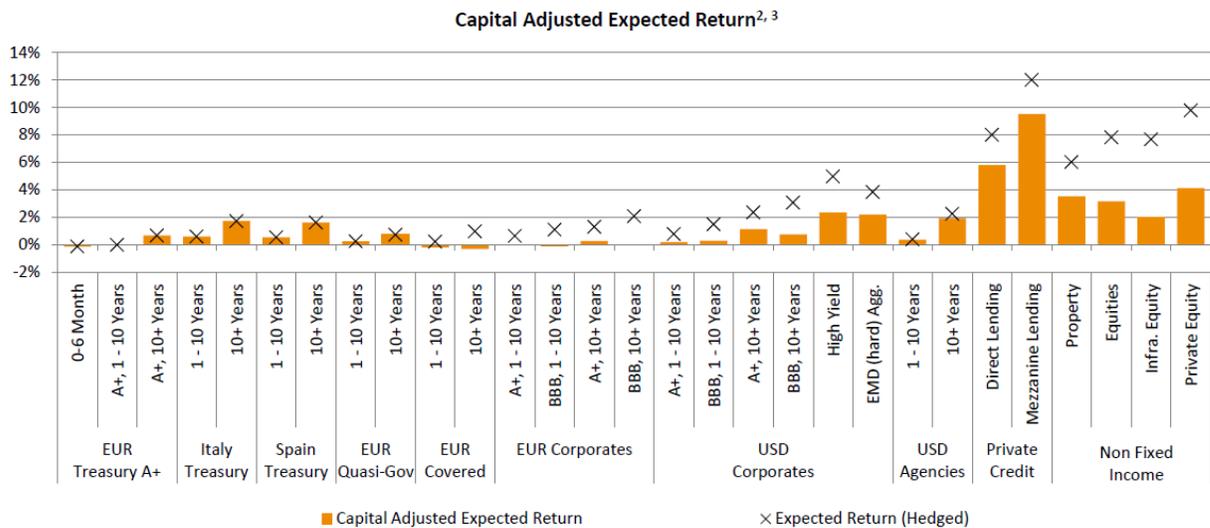
| Asset Class | Rating | Capital Charge by Duration | | | | | |
|----------------------------|-------------------------|----------------------------|------|------|------|------|------|
| | | 1 | 3 | 5 | 10 | 15 | |
| Interest Rate | Charge | 1% | 3% | 5% | 10% | 15% | |
| Spread Risk Capital Charge | Non EU Government Bonds | AAA | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | | AA | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | | A | 1% | 3% | 6% | 8% | 11% |
| | | BBB | 1% | 4% | 7% | 11% | 13% |
| | | BB | 3% | 8% | 13% | 20% | 25% |
| | | B or lower | 5% | 14% | 23% | 35% | 44% |
| | Covered Bonds | Unrated | 5% | 14% | 23% | 35% | 44% |
| | | AAA | 0.7% | 2% | 4% | 6% | 9% |
| | Corporate Bonds | AA | 0.9% | 3% | 5% | 7% | 10% |
| | | AAA | 1% | 3% | 5% | 7% | 10% |
| AA | | 1% | 4% | 6% | 9% | 11% | |
| A | | 2% | 5% | 7% | 11% | 13% | |
| BBB | | 3% | 9% | 13% | 21% | 25% | |
| BB | | 5% | 16% | 24% | 36% | 44% | |
| B or lower | | 8% | 26% | 40% | 59% | 61% | |
| Type 1 Securitized | Unrated | 3% | 11% | 16% | 24% | 29% | |
| | AAA | 2% | 6% | 11% | 21% | 32% | |
| | AA | 3% | 9% | 15% | 30% | 45% | |
| | A | 4% | 12% | 20% | 40% | 60% | |
| | BBB | 5% | 15% | 25% | 50% | 75% | |
| Type 2 Securitized | AAA | 13% | 38% | 63% | 100% | 100% | |
| | AA | 13% | 40% | 67% | 100% | 100% | |
| | A | 17% | 50% | 83% | 100% | 100% | |
| | BBB | 20% | 59% | 99% | 100% | 100% | |

- 3.截至目前為止，歐洲國家(核心/周邊國)的政府公債，都被視為無風險資產。
- 4.證券化商品的資本計提較不具投資吸引力。
- 5.不動產投資的資本計提維持在 25%，仍具資金運用效率。
- 6.對於股票與另類投資商品，考量資本計提後的報酬率(Capital adjusted return)為投資評估重點。
- 7.基礎建設股權投資的資本計提可能會落在 30%~39%之間，尚未定案。

總結：在 Solvency II 規範下的投資建議

- 1.固定收益：美國信用類產品、新興市場債、商用不動產抵押貸款
- 2.股票：買進並持有策略、高股息策略
- 3.另類投資：非投資等級私募債權商品、基礎建設股權、私募股權- 具資金運用效率

■ Capital adjusted return = Expected return – Solvency Capital Requirement x Weighted Average Cost of Capital (WACC)¹



1 The WACC is the funding cost for the insurer, and will vary according to the firm's capital structure. Here we have assumed a 10% WACC
 2 The Solvency Capital Requirement is calculated on a standalone basis for market risk, excluding interest rate risk which is assumed to be hedged by matching liability duration. Also excluded from the analysis are adjustments for tax and expected defaults (Moody's 2014 assumptions for SME Lending 119bps and High Yield 232bps. We assume Mezzanine Lending as similar to HY).
 3 This chart does not display diversification benefit and resulting higher returns attributable to marginal allocations to Direct Lending and Mezzanine Lending
 Sources: Barclays POINT, Bloomberg as at 31 March 2015. Solvency II Delegated Acts, European Commission, October 2014. JPMAM analysis

Sources: Barclays POINT, Bloomberg as at 31 March 2015. Solvency II Delegated Acts, European Commission, October 2014. JPMAM analysis

摩根資產管理投資團隊會議紀錄

摩根資產管理本次安排與參訪團會談的投資團隊包括多重資產團隊(Multi-Asset Solutions)、歐洲不動產團隊(European Real Estate Team)、基礎建設團隊(Infrastructure Investments)、歐洲股票團隊(European Equity Group)、高橋債權投資團隊(Highbridge)，透過與上述投資團隊的討論交流，讓參訪團對於目前市場上的主要投資趨勢有進一步了解。

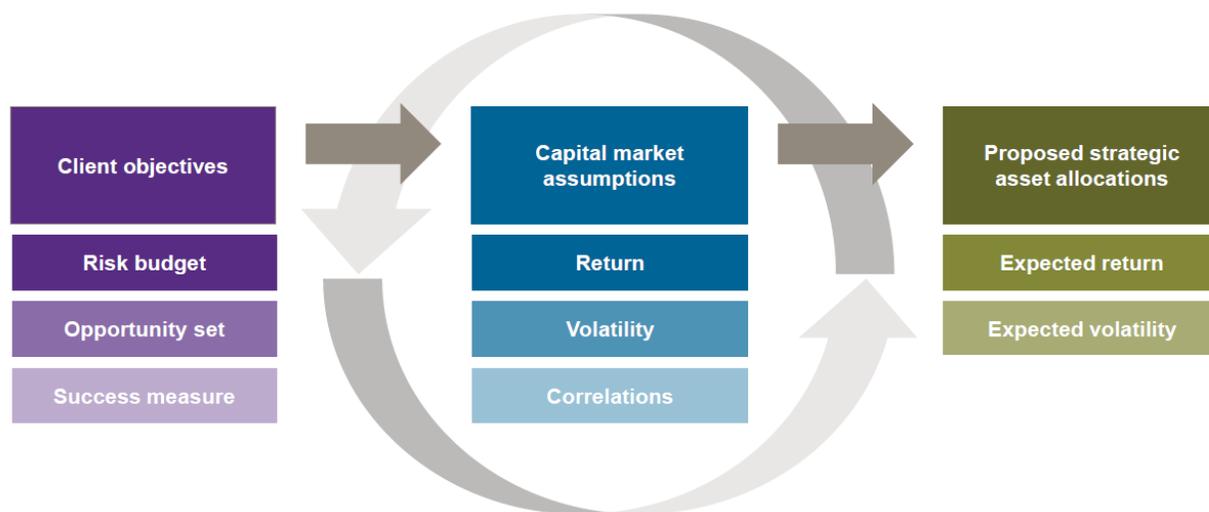
1.多重資產解決方案團隊(Multi-Asset Solutions)

多重資產投資實務分享

講師: Talib Sheikh, Portfolio Manager, Multi-Asset Solutions, JPMAM

多重資產策略在近年成爲市場投資焦點，機構投資法人在單一資產外，也逐步透過與資產管理業者的進一步合作，了解並學習資產管理業者在多重資產領域的經驗與專業能力。摩根資產管理的多重資產解決方案團隊，管理資產達 1,520 億美金，在亞洲亦深耕多年，除了多種共同基金外，也替南韓、中國之大型主權基金或保險公司管理多重資產全權委託專戶。該團隊分享兩項管理重點，分別是如何進行策略資產配置(Strategic Asset Allocation, SAA)與短期主動資產配置調整(Active asset allocation)：

策略資產配置(Strategic Asset Allocation, SAA)：



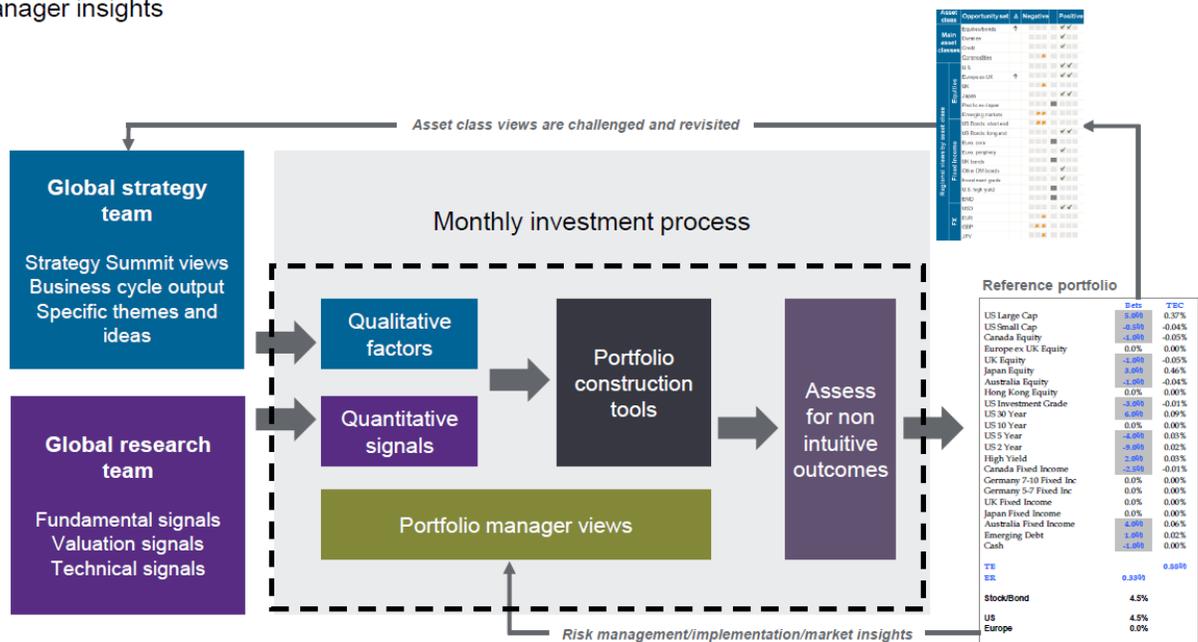
- (1) 在了解客戶的投資目標，包括風險預算、投資範疇與績效評量方式後，結合該團隊自行發展的「長期資本市場假設 (Long-term capital market assumptions)」中對於各資產的報酬、波動度與相關度之假設數據，形成對於客戶策略資產配置組合的建議。
- (2) 「長期資本市場假設 (Long-term capital market assumptions)」摩根資產運用長期資本市場假設已超過 19 年，這是其發展對主要資產類別與個別市場長期投資觀點的重要依據。在這份假設中，涵蓋的資產類別超過 50 種，團隊將時間軸拉長，放眼未來 10 到 15 年，逐一地討論報酬、風險與相關性等重要投資因子，數據相當具參考性。
- (3) 策略資產配置投資組合的建構也非一單向架構，團隊也會適時回頭檢視客戶需求與資產假設，在有重要變動時重新調整配置內容。

積極資產配置(Active asset allocation)

除了上述長期的策略性資產配置外，針對短期資產配置的彈性調整，該團隊運用以下流程：

- (1) 質化角度—總經投資主軸：所屬全球策略團隊(Global Strategy Team)每季召開會議，定調團隊的重點全球總經投資主軸，並依此決定對不同資產的偏好度與加減碼方向。
- (2) 量化分析—發掘投資機會：所屬全球研究團隊(Global Research Team)運用內部開發的模型，發掘市場價格錯置下的投資機會。
- (3) 投資管理團隊綜合運用上述兩團隊所發展的投資主軸與量化訊號，並考量投資組合的目標與風險設定，以建構並動態調整投資組合。

The reference portfolio reflects integrated strategy views with systematic quantitative signals and portfolio manager insights



2. 歐洲股票團隊 (European Equity Group)

歐洲股票投資流程解析

講師: Francesco Sedati, Portfolio Manager, European Equity Group, JPMAM

Tom Buckingham, Portfolio Manager, European Equity Group, JPMAM

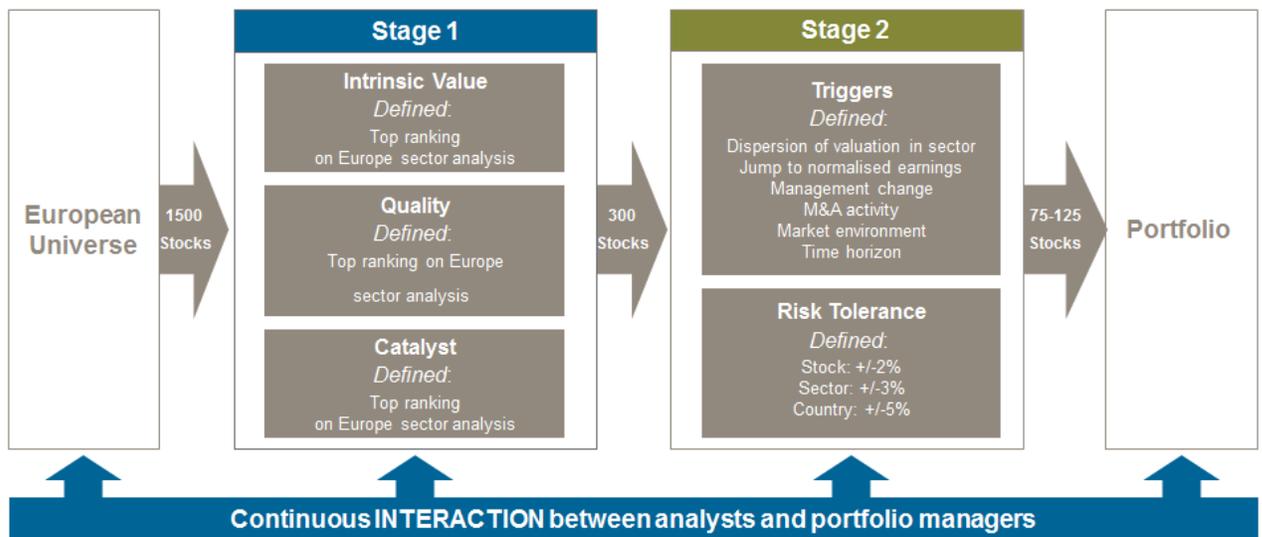
Paul Shutes, Client Portfolio Manager, European Equity Group, JPMAM

Robert Haim, Research Analyst, UK and European Insurance Companies, JPMAM

摩根資產管理歐洲股票團隊旗下擁有 60 位投資專家，資產管理規模達 450 億美金。本次與參訪團的討論重點在說明該團隊所運用的兩類投資策略。兩類投資策略皆有短、中與長期擊敗評估指標的優異表現。

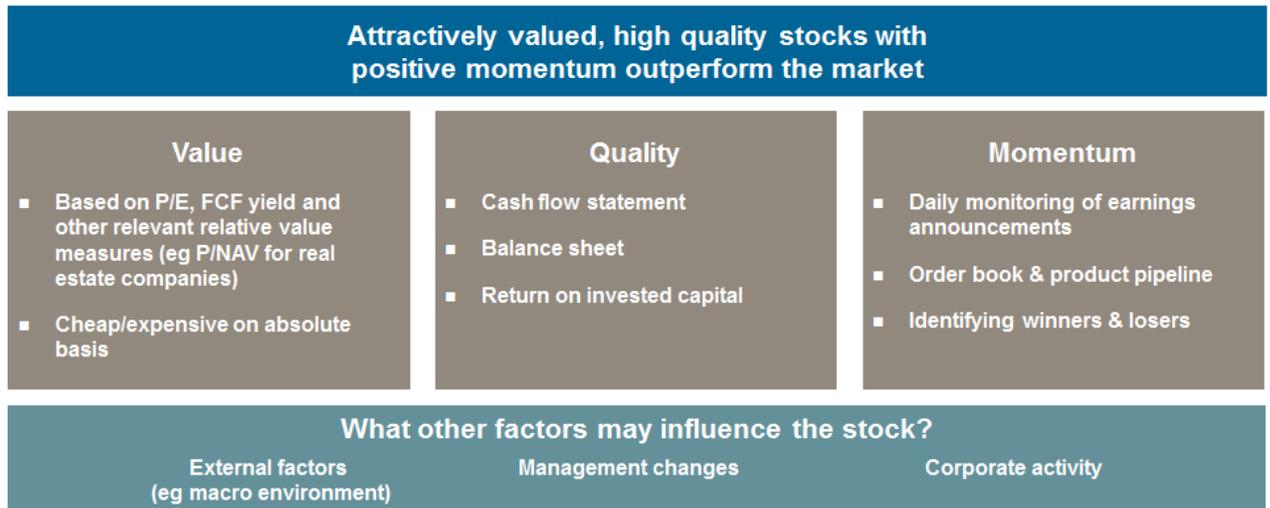
(1) 研究導向流程 (Research Driven Process) 策略

該策略的投資哲學認為價值面 (Intrinsic Value) 具吸引力、高品質 (Quality) 且有短期股價催化因子 (Catalyst) 的股票表現將會勝出。其中有關如何發掘價值面 (Intrinsic Value) 具吸引力的股票，仰賴的是團隊自家的職涯分析師 (career analysts) 的貢獻：這群平均擁有 21 年業界資歷與 16 年摩根年資的分析師團隊，專注於各自負責的產業，針對所負責公司進行長期營運與財務預測，搭配股利折現模型以發掘價值面具吸引力標的。該策略也重視品質面指標，主要是觀察管理階層的資金運用效能，例如資產周轉率、股利政策等；至於股價催化因子 (catalyst) 部分，所觀察的重點包括業界優秀分析師 (Lead sell side analysts) 對於該公司價值與盈餘動能的評估變化 (通常領先於市場共識)，以及該公司管理階層對於自家股票的買賣動作。



(2) 行為財務學流程 (Behavioural Finance Process) 策略

摩根資產管理運用行為財務學於投資流程已有相當長的歷史，例如歐洲股票團隊使用此流程的時間超過 18 年。該團隊發展出以三類股票類別來掌握行為財務學所談論到的心理特性，包括價值、品質與動能。團隊認為價值面具吸引力、高品質與具正向動能的個股能有領先市場的表現。價值面著眼於股價本益比、自由現金流量收益率(FCF yield)等；品質面則將焦點放在現金流量表、資產負債表與資本報酬率；動能面則是觀察盈餘公布與公司訂單等。團隊也不斷修正改進投資流程，例如品質面指標便是 2008 年後才加入，該指標能有效為投資組合提供保護，減少下跌幅度。



... identifying stocks with targeted style characteristics

上述兩項策略所使用的股票特性似有重疊，例如同樣看中價值與品質，不過，兩者的運用途徑並不相同，例如價值面，研究導向流程策略(RDP)是以摩根自家培養的分析師團隊，運用股利折現模型來發掘價值遭低估之股票；而行為財務學流程策略則是大量仰賴第三方機構(如券商)所提供的資料，進行大幅度且頻繁的篩選。

3.OECD 基礎建設投資團隊 (Global Real Assets - Infrastructure Investments)

基礎建設投資介紹與資產實地訪察

講師:Serkan Bahçeci, Head of Infrastructure Research, JPMAM

Nick Moller, Global Real Assets - Infrastructure Investments, JPMAM

摩根 OECD 基礎建設投資團隊隸屬於摩根資產管理實質資產(Global Real Assets, GRA)團隊，GRA 成立於 1970 年，目前全球管理資產達 860 億美元，全球 14 個辦公室共有超過 400 位員工，旗下策略包括不動產、基礎建設與海事資產等 3 大投資平台。摩根 OECD 基礎建設投資團隊成員超過 60 人，專注於 OECD 國家的基礎建設投資，管理資產價值(Gross asset value)超過 90 億美金。本次該團隊同時安排會議與實地訪查南方水力水廠(Southern Water)，以與參訪團員分享基礎建設投資展望，並說明如何透過與專業營運公司共同經營管理，來提高投資標的價值。

會議重點：

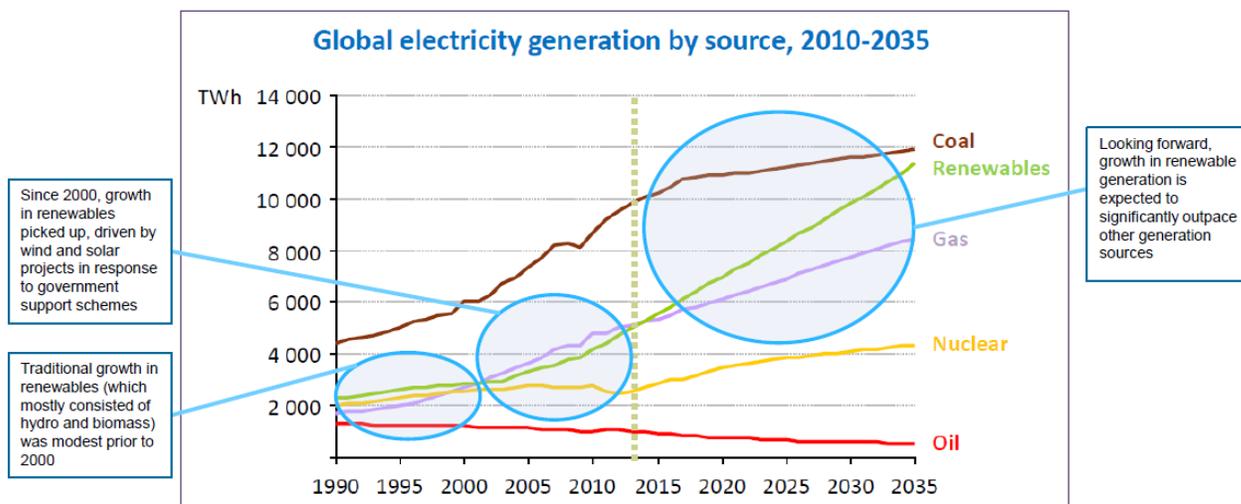
(1)何謂核心基礎建設 (Core Infrastructure)？投資核心基礎建設的好處？

基礎建設的基本特性是提供當地居民基礎且必要的服務，例如自來水廠與廢水處理廠、發電與電力輸送、交通運輸，甚至是醫院與學校等。許多基礎建設都具備獨佔的營運特質。至於何種基礎建設可被稱之為核心基礎建設(core infrastructure)，該團隊的判定重點是：基礎建設標的是否能夠在未來產生長期且穩定的現金流量。可滿足此特性的基礎建設，舉例來說，如受政府管制的水廠與污水處理廠、電力輸送或天然氣輸送公司等，通常具獨佔地位；一線城市的首要機場、位居樞紐地位的海港與公路，也可納入核心基礎建設範疇；另若發電廠(如風力發電、天然氣或太陽能發電等)有長約保護，也是很好的核心基礎建設投資標的。

至於投資核心基礎建設的好處，則包含 1)穩定的收益率：如上所述，核心基礎建設的定義為能產生長期穩定的現金流量，該現金流量可能來自於水費、電費、機場或港口營運收益等，因此，該類投資通常能夠配發穩定收益給投資人；2)抗通膨：由於核心基礎建設具備隨通膨調整訂價的空間，因此具備良好的抗通膨效果；3)多角化分散投資：核心基礎建設與其他主要資產類別，包括股票、債券、其他另類投資產品如私募股權基金與避險基金等，在價格走勢上呈現低度相關性，故配置於投資組合中，能有良好的分散效果。

(2)再生能源 (Renewable) 投資展望

再生能源的運用在過去十年有明顯增加的趨勢，而且預估未來在全球能源來源的佔比也將愈顯重要。尤其是風力與太陽能的運用。這類乾淨能源受到政府的重視與推廣，在目前其成本多數仍高於傳統發電的情形下(例如風力發電)，就需仰賴政府補貼。也因此，政策風險必須納入投資考量；而也因受到政府的政策推廣與民眾環保意識增強，再生能源的現金流，通常取決於該資產在供給面的穩定度(supply driven)，至於需求面的考量(demand driven)倒是其次；另再生能源的投資特性還包括其長達 20 年或者是更為久遠的投資年限，很適合長期投資人，不過也因此要特別留意包括電力採購合約(off-take contracts)、營運與維修合約的簽訂內容與簽約年限，以確保該資產能產生長期穩定、可預估的營運收益。至於投資風險，除上述政策風險外，天氣狀況的不確定性，可能是像風力與太陽能等再生能源會特別遭遇到的風險。



Source: IEA (Renewable Energy Medium-Term Market Report 2013)

This information above is given for illustrative purposes. It is considered to be accurate at the time of writing, but no warranty of accuracy is given and no liability in respect of any error or omission is accepted. The details or examples are included solely to illustrate the investment process and strategies which are or may be utilized by the Fund. Please note that these investments are not necessarily representative of future investments that the Fund will make.

(3)南方水力服務(Southern Water)水廠實地參訪

摩根 OECD 國家基礎建設團隊採分散投資策略，目前旗下共有水力配送、電力瓦斯配送、太陽能發電、風力發電、機場與港口等共 12 大基建標的，並分散於北美、歐陸、英國與澳洲等地區，有效分散了產業、國家與匯率風險。本次參訪的南方水力服務(Southern Water) 是一家位於英國東南方的自來水與廢水處理公司，該公司在當地具有寡占地位，服務範圍廣達 10,550 平方公里，提供當地約 250 萬居民飲用水服務，同時也為約 460 萬住宅與工業用戶處理廢水。年 10 月份買入該資產，目前該資產占 IIF 共約 17% 比重。員工總數約 5,000 人左右。



抵達水廠後由摩根基礎建設團隊針對該廠營運狀況先進行簡報：在英國，水廠經營由主管機關賦予獨占營運地位，惟主管機關(Water Services Regulation Authority, Ofwat) 每五年會針對水廠經營績效與提交之未來營運計畫進行審查，依據審查結果決定水廠往後五年可收取的水費價格。主管機關檢視的重點包括飲用水品質、水管漏水最小化執行效果、顧客回應速度、廢水處理效能、環境保護成果、資訊透明度、通膨與總經情勢，以及價格合理性等。簡言之，水廠營運若能繳出令主管機關滿意的成績單，則可獲得主管機關在新一波五年價格政策的正面回應。於英國經營水廠的好處，除了上述享有獨占地位外，政策的透明與一致性、需求量穩定、可依據通膨預期調整價格等特性，都使水廠成為重要的核心基礎建設標的。隨後，由水廠營運團隊帶領參訪團走訪整個廠區，說明廢水處理的步驟與介紹廠房設備，讓來賓了解水廠如何將廢水轉化為不具污染性，純淨不具氣味，得以排入鄰近海洋水流的淨化過程。值得一提的是，整個廠區的建築物多以人工草皮覆蓋，除了不破壞景觀，也能與周遭環境適切融合；另儘管是廢水處理廠，廠區妥善處理廢棄，因此也未對鄰近社區造成空氣污染。

言之，水廠營運若能繳出令主管機關滿意的成績單，則可獲得主管機關在新一波五年價格政策的正面回應。於英國經營水廠的好處，除了上述享有獨占地位外，政策的透明與一致性、需求量穩定、可依據通膨預期調整價格等特性，都使水廠成為重要的核心基礎建設標的。隨後，由水廠營運團隊帶領參訪團走訪整個廠區，說明廢水處理的步驟與介紹廠房設備，讓來賓了解水廠如何將廢水轉化為不具污染性，純淨不具氣味，得以排入鄰近海洋水流的淨化過程。值得一提的是，整個廠區的建築物多以人工草皮覆蓋，除了不破壞景觀，也能與周遭環境適切融合；另儘管是廢水處理廠，廠區妥善處理廢棄，因此也未對鄰近社區造成空氣污染。

4.高橋資本 (Highbridge)

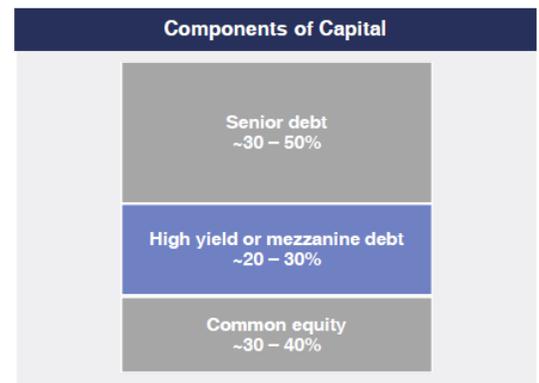
夾層融資(Mezzanine Debt)介紹

講師: Nick White, Managing Director, Highbridge Capital Management

高橋資本(Highbridge Capital Management)創立於 1992 年，資產管理規模達 280 億美金，總部位於紐約，另在倫敦與香港都有據點，全球擁有超過 130 位投資專家。旗下兩大投資平台分別為高橋資本策略 (Highbridge Principal Strategies) 與避險基金策略 (Hedge Fund Strategies)，前者專責於債信相關投資策略，包括優先支付有擔保債券 (senior secured debt)、夾層融資 (Mezzanine Debt)，以及高收益評級流動貸款 (liquid loan) 等；後者則為其避險基金投資部門。

本次針對夾層融資 (Mezzanine Debt) 進行介紹。

夾層融資屬私募債權 (Private Credit) 一類。在公司資本結構中，夾層融資受償順位次於優先順位債權，高於股權。夾層融資與高收益債的差別，主要是因夾層融資的籌資方式屬私募性質，不像高收益債券在公開市場交易而具備高流動性，因此一來夾層融資的票息與利差較高收益債券來得高，二來在債權條件設計部分，夾層融資也不像高收益債券已有標準化設計，而多是債務人與債權人之間有協商的彈性，並且經常允許債權人對於債務公司有進入董事會或觀察權。另夾層融資的債權人，相較起來，也會花更多的時間，對於債務公司進行查核 (平均 2~4 個月)。



夾層融資的投資機會在於近年來一般企業的主要融資管道—銀行，受到主管機關更為嚴密的規管，因而限縮放貸，特別是在次順位債權部分。在信用市場緊縮的環境下，大型具備舉債經驗，有固定往來投資人或債權人的公司才具備較佳的籌資能力，至於那些中型到大型 (mid- to large-size)，想要以次順位債權籌資的公司便需要另尋管道。

高橋資本在夾層融資領域累積多年經驗，相較於其他資產管理同業偏好小型公司，高橋資本聚焦於對中大型公司 (息前稅前盈餘 (EBITDA) 高於 5000 萬美金者) 的夾層融資貸款，除了是同類型競爭基金較少外，高橋資本能有效掌握籌資公司案源外，也是著眼於標的安全性。

至於為什麼該類公司不選擇在公開市場以較低廉成本發行高收益債，而反而採行夾層融資？高橋資本表示原因包括：

(1) 公司規模：

多數此類公司規模 (息前稅前盈餘 EBITDA 介於 5000 萬美金至 2 億美金) 在高收益債這類公開市場中仍偏小，再加上 2008 年後，其籌資管道被進一步限縮—除了銀行外，一些專營融資的公司 (例如 GE Capital) 活躍度也大減，這樣的市場轉變，給予夾層融資基金很好的投資機會。

(2) 掌握債權公司營運特性的能力：

部分籌資公司即便規模夠大，也可能選擇採夾層融資的原因在於高收益債市場相對簡化，且發行時程較快，投資人需要立即掌握這些公司的營運特性，因此參與發行公司的

業務內容通常較為簡單；對於營運複雜度較高的公司，則可能轉而與夾層融資投資人合作，透過較長時間的查核與討論，以及夾層融資投資人多對於該類公司擁有較高的掌握能力，因此可以順利完成籌資過程。

(3)透過公開市場發債的意願：

部分家族持有的私有公司，基於公司隱私考量，不願意於公開市場籌資，而採取與少數夾層融資投資人合作方式來籌募資金。

(4)發債效率與時程：

即便可能先前有較長的實地查核時間，但是實際進行發債的時程上，夾層融資較高收益債來得有效率，有效縮短所需時間。

另外，透過對於貸款條件的層層設限，例如及早觸動遞延還款處理機制，可以是夾層融資投資人儘早介入處理，使回復率(recovery rate)有效提高。

5.歐洲不動產團隊(European Real Estate Group)

歐洲不動產市場介紹與大樓實地訪察

講師:Diana Diaz-Luong, Charles Conrath, Stuart Carr-Jones & Elliot Prosser, JPMAM
European Real Estate Group

摩根歐洲不動產團隊(J.P. Morgan European Real Estate Group)，隸屬於摩根實質資產團隊(J.P. Morgan European Real Estate Group, GRA)。此歐洲團隊擁有 60 位不動產投資專家(包括收購/處分、資產管理與稅務法務相關人員)，目前管理資產達 47 億歐元，並且在四個國家設立據點。該團隊從 1998 年起設立，在歐洲 11 個國家皆有投資經驗，過去累計投資金額超過 100 億歐元，對於歐洲區域的房地產投資，有深入的了解。摩根歐洲不動產團隊所涵蓋的投資策略/市場包括核心型(Core)投資、中度風險型(Mid-risk)投資案，以及機會型(Opportunistic)，而為客戶投資的途徑則是透過基金投資或者全權委託代操。無論是上述何種策略或途徑，該團隊的核心精神是：善盡善良人管理職責。例如在為客戶進行不動產直接投資時，我們站在客戶角度，為其進行資產購入、資產管理，以及資產處分之完整流程，在確認客戶權益受到保障的前提下，尋求最佳風險調整後報酬。該團隊並不採取同時向多組潛在客戶推薦單一物件的作法。

歐洲市場現況

一、供給需求的變化

過去幾年，即便歐洲整體經濟市場並不穩定，但是在不動產市場，卻持續吸引國際資金的投入。需求增加的原因包括 ECB 的量化寬鬆效應：歐元貶值、資金成本降低，又固定收益產品報酬持續下降，於是吸引國際資金投入歐洲不動產市場，進而推升價格，而且在未來 1-2 年，該效應應將持續；又國際機構法人的資產配置也出現重大趨勢與變化，紛紛增加實質資產(Real Assets, Property, Infrastructure, Timberland..., etc.)的種類或比重，而資金大量聚集英國倫敦，也使倫敦不動產價格明顯漲升。

二、交易活動的內容變化

我們看到的第二個現象是交易活動的內容變化：目前整體歐洲市場的交易量已回升至 2006/2007 年水準，不過，當時約 80% 的交易屬債權交易，而如今則是以股權交易佔大宗，另投資人的種類也有明顯不同。舉例來說，非歐洲的機構法人在 2007~2014 年間，成為重要的投資資金來源，例如過去 24 個月來，來自亞洲的資金累計淨買入達 377 億美金，其中 67% 湧向英國，而在此之中又有 70% 流入倫敦。而歐洲區域內的機構法人，同期則是有買有賣，交易量多，是提供市場流動性(出場買家)的重要來源。

三、基於當今市場風險考量，看好的市場與策略 ABBA 策略

我們特別強調明白投資風險與報酬關係的重要性，投資人應了解自己承擔了何種風險，而對應應該獲取何等報酬。例如在價格被推高的一級城市，就應該要評估整體回報是否已經失去吸引力。團隊推薦的策略是 ABBA，也就是投資在 A 級區域的 B 級大樓，或者是在 B 級區域的 A 級大樓。A 級市場的 B 級大樓，可以透過良好的資產管理予以增值，而 B 級市場則是少了國際資金的競爭，而屬於歐洲當地法人青睞的市場，如柏林、曼徹斯特、科隆等。這些市場流動性受當地機構法人支撐，而價格也尚未如 A 級市場已回復至海嘯前水準，若能在這些市場找到理想標的，可享有穩定的收益與合理的報酬。

大樓實地訪查

摩根歐洲不動產團隊除了針對倫敦各區域現況為參訪團員進行解說外，並帶領參訪團實際走訪該團隊曾經投資或是仍持有的物件，以讓參訪團員能了解資產管理公司買樓、經營以至出售的過程。

1.Devonshire Square:

位於倫敦傳統金融區(City of London)，佔地 643,296 平方英尺，包含 11 棟辦公樓與零售店鋪。摩根歐洲不動產團隊於 2001 年買入該標的後，重新定位該物件用途，從純粹的辦公大樓，改變為包含高端住宅、旅館與辦公大樓的複合式物件。有效提供出租率與租金。這是一個透過資產管理公司不僅僅是購入資產，而是能進一步透過積極的管理過程，使物件增值而後出售的極佳範例。



2.Bishop Square:

位於倫敦傳統金融區(City of London)，佔地 815,000 平方英尺，同樣為辦公室加上零售商場的複合式大樓。該團隊於 2010 年購入，並透過旗下資產管理團隊的積極管理，重新定位物件，引入許多獨特商家與餐廳，使該物件成為倫敦相當受歡迎的場所，於周末能吸引人潮。摩根歐洲不動產團隊目前仍擁有該物件，針對大樓營運與店鋪規劃持續投注心力。



想法與心得

這次研討與參訪行程除了第一次拜訪英國監理機關 PRA，也建立了爾後雙邊互動的關係外，實際踏足英國了解英國及歐洲經濟與投資環境與現況，尤其是參訪不動產及基礎建設等投資標的，均有助於我們對於這類投資標的的風險與報酬率情形。