

出國報告（出國類別：國際會議）

2014 年亞洲退休基金圓桌會議報告一

全球經濟勢力移轉的影響

服務機關：勞動部勞動基金運用局

姓名職稱：李志柔組長

派赴國家：新加坡

出國期間：103 年 11 月 12 日至 11 月 14 日

報告日期：103 年 12 月 15 日

摘要

2014 年第 12 屆亞洲退休基金圓桌會議（2014 Asian Pension Fund Roundtable）由太平洋退休金協會（Pacific Pension Institute）主辦，並於 2014 年 11 月 12 日至 11 月 14 日在新加坡舉行。

本次會議主題為「探討全球經濟勢力移轉的影響」【The New Center: Tracing the Impact of a Global Power Shift】共有 17 個國家、119 人參與本次研討會議，除美國、加拿大、芬蘭、英國等歐美國家外，其餘多為亞洲國家，包括日本、大陸、韓國、香港、新加坡等，另參與的法人機構亦涵蓋了大型政府退休基金、私人企業退休基金、保險基金、資產管理公司及私募股權基金等。本次所主辦的研討會議期間適逢在北京舉行亞太經濟合作組織領導人非正式會議、於緬甸召開的東盟峰會以及在澳洲舉行的 G20 峰會。由於上述會議所討論的議題涉及亞太地區各國之經濟發展及投資合作，洽與本次太平洋退休金協會所討論的主題息息相關，如亞洲新興市場未來即將面臨的挑戰及是否會引發另一個金融風暴、亞洲主要經濟體的改革、私募股權基金在亞太地區未來的展望等，因此參與本次盛會的相關人士，對本次的討論議題也更為關注與熱烈。

本次會議除由主講人針對特定議題進行評論外，並於會中與其他法人代表進行互動，透過彼此間的意見交流，從不同的思考角度瞭解彼此間的看法與差異，並提供與會人員參考。經綜合彙整本次會議研討的重點，謹摘述如下：

- 一、部分人士認為亞洲經濟並不像表面看起來那麼健康，甚至可能繼續增加債務來支持增長，債務將讓亞洲暴露於金融衝擊的風險之下。而部分人士則認為，東南亞國家財務體質相對較好，很多國家仍有經常帳盈餘，

其高額的外匯儲備，其所產生的風險仍遠低於 17 年前經濟環境。且多數國家已著手進行經濟改革，加以歐、美、日等國家持續進行寬鬆政策，為市場增加動能，應可降低財務危機風險。

二、大陸總理李克強就任後，積極為加速推動經濟結構調整，今(103)年經濟發展的六大任務，則是穩增長、保就業、防通膨、控風險、提值增速、治理污染。至於印度，則是由人民黨領袖莫迪帶領印度展開政經改革，其公布一系列的改革計劃，包括以大規模國家和民間投資方式拉動經濟，大力推動進城鎮化和基礎設施建設等。市場上普遍認為，如果莫迪依據競選宣言，落實反貪腐政策，則未來 20 年印度經濟將達到年成長 10%的潛力，甚至超越大陸。

三、在亞太地區私募股權展望部分，76%的受訪者對於私募股權交易活動將於 2014 年增加持有高度期望。僅有 40%的受訪者表示現金充裕的企業將成為亞太區私募股權的障礙。25%受訪者表示進行併購將成為私募股權的首要投資項目；而 72%受訪者認為，消費相關產業將出現最多私募股權機會，其次為能源、原物料及公用事業等。

四、在資產管理實務意見交流部分，多數的資產委託者試圖著去尋找與受託人保持密切且深厚的關係，其主要的目的即在追求彼此間長期的共同目標並建立一個長期的合作夥伴關係。透過該項合作的建立，以使委託者所負擔的管理費能符合其利益，又能使受託人能獲得一定的利潤，同時亦能使資產擁有者的資產進行更有效率的利用。

目次

壹、目的及過程.....	5
貳、新興亞洲是否會產生下一次的金融危機.....	8
參、新興亞洲二大經濟體之經濟改革—大陸與印度.....	13
肆、2014年亞太地區私募股權(Private Equity)的展望.....	19
伍、資產管理實務意見交流—委託人與受託人之間如何建立長期策略性合作夥伴關係.....	30
陸、心得與建議.....	32

壹、目的及過程

勞動基金運用局於今(103)年 2 月 17 日由勞退基金監理會改制而成，目前統籌勞動部所轄各基金的投資運用業務，包括新、舊制勞工退休基金，以及勞保局管理的勞保基金、就業保險基金、積欠工資墊償基金及職災保護專款。截至 10 月底止，勞動基金資產規模約 852 億美元(2 兆 5,976 億元台幣)，加上受託管理的國保基金 61 億美元(1,865 億台幣)，合計管理資產規模達 913 億美元(2 兆 7,841 億元台幣)，其中海外布局占約 39.6%，共 361 億美元，且預計明年海外投資的金額將成長至美金約 443 億美元，約佔勞動基金管理資產的 48%。勞動基金運用局秉持著全球多元布局、分散風險的投資策略，以建置全球核心與衛星的資產部位，近來並陸續增加不動產證券及基礎建設等另類投資。未來基金的投資布局仍將以全球多元分散布局為主，並提升另類投資及策略型指數比重。

有鑑於美國聯準會(FED)已於今年 10 月底起停止購買債券，市場並預期明年中之後 FED 將升息，另大陸經濟的放緩、歐元區面臨高失業率及通縮、新興國家的經濟狀況表現不一等情形，均將影響全球資本與金融市場。而在亞太地區中，近約 7 成的市值為新興國家，因此有關歐、美已開發國家的貨幣政策、經濟發展或相關措施，對亞太地區的影響甚鉅。爰此，本局李志柔組長於 2014 年 11 月 12 日至 11 月 14 日赴新加坡參加由太平洋退休金協會(Pacific Pension Institute)主辦 2014 年第 12 屆亞洲退休基金圓桌會議(2014 Asian Pension Fund Roundtable)，以瞭解全球經濟情勢並與相關資產

管理業者、退休基金及其他法人機構進行交流，以作為未來基金管理、建構投資組合及因應市場的變動所採取的因應措施的參考。

本次會議主題為「探討全球經濟勢力移轉的影響」【The New Center: Tracing the Impact of a Global Power Shift】共有 17 個國家、119 人參與本次研討會議，除美國、加拿大、芬蘭、英國等歐美國家外，其餘多為亞洲國家，包括日本、大陸、韓國、香港、新加坡等，另參與的法人機構亦涵蓋了大型政府退休基金、私人企業退休基金、保險基金、資產管理公司及私募股權基金等。本次所主辦的研討會議期間適逢在北京舉行亞太經濟合作組織領導人非正式會議、於緬甸召開的東盟峰會以及在澳洲舉行的 G20 峰會。由於上述會議所討論的議題涉及亞太地區各國間之經濟發展及投資合作，與本次太平洋退休基金協會所討論的主題息息相關，如亞洲新興市場未來即將面臨的挑戰及是否會引發另一個金融風暴、亞洲主要經濟體的改革、私募股權基金在亞太地區未來的展望等，因此參與本次盛會的相關人士，對本次的討論議題也更為關注與熱烈。

目前雖然全球的經濟重心仍在歐、美，惟在 2008 年次貸危機所產生的金融海嘯後，歐、美的經濟優勢以不如以往，亞洲地區憑藉著強健財務體質及進行經濟改革，已將許多投資人的目光由歐、美轉至亞洲。根據資料統計，全球的资金流入新興市場，已自 2002 年的 5%，提高至 2012 年的 32%，尤其是大陸與印度，由於其人口數量占亞洲新興市場極高的比重，對於未來的投資則帶來一項嚴峻的挑戰同時也是個機會。此外，面對未來十年，全球的經濟重心取決於人口與經濟成長的高低，亦即新興亞洲。為使區域能蓬勃發展，如何讓區域內建構有效率的

資本市場及訂定完善的法規，將是影響該區育成敗的關鍵。另面對未來市場環境的轉變，何種投資契機應予把握及如何建構投資組合等，都是未來關注的課題。

貳、新興亞洲是否會產生下一次的金融危機

回顧 1997 年，亞洲發生金融危機，主要係當時泰銖大幅貶值，引發了亞洲市場大幅波動，新興亞洲影響甚重。相隔 17 年，歐、美、日等已開發國家為振興經濟，競相進行寬鬆貨幣政策，尤其是美國在 2008 年開始進行首輪的寬鬆貨幣政策後，已於今(103)年 10 月停止購債，市場並預估美國聯準會將於明年中後升息。由於寬鬆的貨幣政策，熱錢到處流竄，在美國即將停止寬鬆之際，市場普遍認為過多的資金將回流美國，因此，是否將引起新興國家產生貨幣競貶，甚至又再度引發亞洲金融風暴，則是未來全球所關注的焦點。

2008 年因次貸危機所產生的金融海嘯後，大陸對經濟進行了前所未有的刺激，大量的寬鬆政策，讓亞洲不因次貸危機而產生過大的衝擊。惟在此期間，大陸因大量的寬鬆所產生的低利率情形，卻也引發了高額的信貸，若大陸經濟成長大幅放緩或出現債務違約，將對全球產生重大影響。而美國聯準會巨額的量化寬鬆政策，極低的利率也讓資本湧向了亞洲，推高了私人債務比例，也加重了引爆次一輪金融危機的風險。

對於新興亞洲是否再度引爆金融危機，市場上看法分歧，茲將不同的看法摘述如下：

- 一、目前經濟體系仍然脆弱，只要市場稍微動盪，有可能將亞洲再度推向危機邊緣

持負面看法者雖認為亞洲近 10 年年經濟成長快速、金融系統及資訊透明度亦不斷改善，並累計了大量的外匯儲備。惟亞洲目前正面臨 3 大風險，包括美國聯準會停止寬鬆貨幣政策(QE)並將準備升息、中國經濟成長的放緩及亞洲家庭債務急速的增長。

美國聯準會停止 QE 以及中國經濟的放緩，此項議題早已獲得市場的關注，近一、二年來市場的波動，亦紛紛反映該項議題所帶來的衝擊，惟亞洲的家庭債務問題值得我們更多的審視。近期泰國的債務上升迅速、新加坡的信貸亦不斷增長，甚至超過美國次貸危機前的增速。許多亞洲國家現在的私人債務已經佔到 GDP 的 150%-200%，雖然市場現在將目光注視在印度和印尼經常帳戶赤字規模巨大的國家，但是其它國家的債務狀況也不容忽視，包括澳洲、香港、韓國、台灣、大陸、馬來西亞和越南等。

自金融危機以來，已開發國家為擰節開支，大量舉債或是運用財務槓桿所做的融資已逐步下降，但新興市場則有逐步升高的趨勢。過去十年，亞洲新興國家的外債由 3000 億美元增加至 25 兆美元。另，研究機構龍洲經訊(GaveKal Dragonomics)的數據亦顯示，亞洲債務規模回到了 1997 年亞洲金融危機期間的水平。由於債務的高低影響未來的經濟增長，而且債務成本越高，借款人的負擔就越重，若新興亞洲的貨幣再行貶值，則對國家、區域甚至於全球，將產生重大的負面影響。

此外，摩根士丹利機構亦警告，若美元漲幅過大，上述國將會遭遇債務衝擊。由於歐、美國家等央行的大量的寬鬆政策帶來了極低的利率，而大陸推動信貸與

GDP 比例亦升至 15%，凸顯國內生產率增長停滯和出口導向型經濟模式失去動能。亞洲的貸款機構越來越依賴大額融資的資本市場，若貸款增長速度較存款增速為快，而流動性降低，則將面臨極高風險。另亦表示，亞洲地區可能面臨雙重打擊，一是未來美國利率上升導致全球借款成本增加，二是美元升值引起亞洲貨幣貶值。此雙重打擊所產生的影響，將使問題更為複雜與困窘。

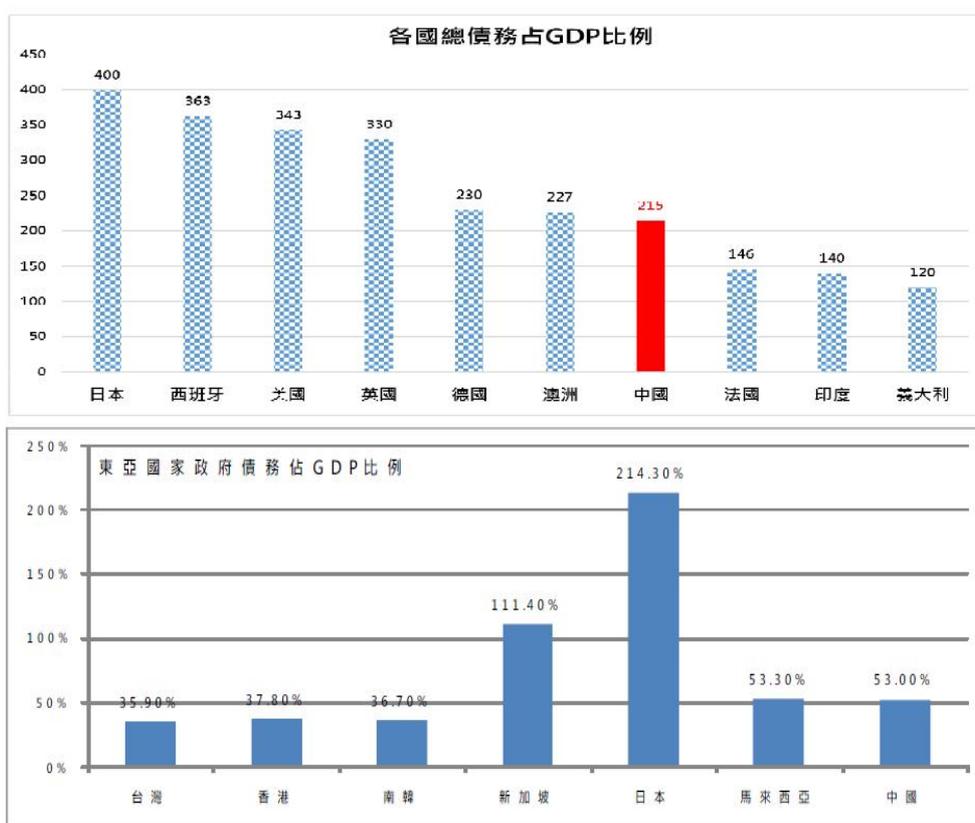
依據滙豐銀行亞洲經濟研究主管 Frederic Neumann 表示，未來幾年，亞洲的經濟可能會進入一段停滯期。過去採取使用財務債務的方式，使得亞洲經濟發展較為順利，惟這段時間應該對經濟進行全面性的結構性改革。亞洲以往使用廉價資金以使經濟高速增長，惟目前此項優勢已逐步消失。亞洲經濟並不如表面看起來那麼健康，甚至可能繼續增加債務以支持增長，債務將讓亞洲暴露於金融衝擊的風險之下。由於目前經濟體系仍然脆弱，諸多已開發國家仍然面臨復甦緩慢之際，只要市場稍微一有動盪，包括美國聯準會提早升息、歐元區通縮加劇及失業率上升、中國地方債務再度加深、日本經濟衰大幅退及新興國家貨幣過度貶值等情形，均有可能將亞洲再度推向危機邊緣。

二、東南亞國家財務體質相對較好，且多數已著手進行改革，加以部分國家持續進行寬鬆政策，有助於降低財務危機風險

持樂觀主義看法者認為新興亞洲再度引爆金融危機之情況不太可能發生。有鑑於過去亞洲金融風暴的經驗，因此亞太地區對於相關風險更為謹慎，並進行較多的儲蓄。此外，為避免金融風暴再度發生，一個重要的方法就是提高生產力，亦即透過 GDP 的成長，包括國有企業的改革、興建各

項基礎建設、法規鬆綁、貿易自由化，使得各項消費、投資、出口等不斷的增加，減少財務槓桿的需求，如此則能避免災難。

此外，亞洲很多國家仍有經常帳盈餘，其高額的外匯儲備，其所產生的風險仍遠低於 17 年前經濟環境。以下是截至 2014 年 2 月底止，全球主要國家債務佔 GDP 的比重，東南亞國家的佔比相對於其他歐、美已開發國家仍相對較低。



鑑於亞洲最大的經濟體—大陸，自其國家主席習近平及國務院總理李克強正式接任國家領導職務後，即正式啟動全面深化改革，經濟增速放緩和產業結構的轉型，並加速淘汰體質不佳的企業，尤其煤炭、鋼鐵等產能過剩行業，同時持續加強影子銀行監管，以控制其風險不再繼續升溫。另一方面，

歐、美、日等國家持續性的寬鬆政策，其所釋放的資金，將有助於市場的流動性，加以亞太地區國家的財政體質較為健全，因此，該地區發生系統性金融風險的可能性不高。

參、新興亞洲二大經濟體一大陸與印度之經濟改革

依據印度官方發佈的統計資料顯示，截至2011年，印度人口總數已經達到12.1 億，過去10 年累計增加1.81 億人。大陸2010 年人口為13.4 億，較印度多1.3 億。另大陸目前為全球最大人口國，總人口數佔全球19.4%、印度則是居次，佔17.5%。此外，根據聯合國最新報告估計，未來12年全球人口預計將增加10億左右，印度人口於2028年將追平中國，並從2028年開始，印度將趕上並超過中國，成為世界人口第一大國。屆時兩國人口都將約為14.5億，惟2028年後，印度人口將繼續成長至2050年，而大陸人口則逐步下降。鑑於一國人口的數量，攸關一個國家的經濟成長，在全球人口前二多的國家一大陸與印度，均在亞洲的情況下，從人口的存量與流量的觀點，這兩大國家如何利用其人口優勢進行經濟改革，是否能再重振以往的經濟實力，實值得觀察。以下則是對大陸與印度就近期領導人更迭後，所做的重大經濟改革進行探討。

(一)大陸

大陸經濟自2003年至今，共出現六年的經濟成長率高於10%之增長，並在2007年達到14.2%的經濟成長高峰。經過多年的經濟高速成長，大陸終來到發展的十字路口，在崛起成為全球第二大經濟體之際，也出現結構失衡、經濟成長速度放緩和財富分配不均等問題。而過去高度倚賴鉅額的投資、廉價的勞工和加入世界貿易組織等優勢已逐漸消失。依據世界銀行等專業機構指出，未來若大陸再不啟動改革，其經濟恐出現無預警崩潰，如同過去拉丁美洲或東南亞國家等，其人均所得長期停滯於中等收入水平。

依據大陸國務院所公布的統計資料，其地方政府債務餘額截至2011年底止，共計9.10兆元，占當年大陸GDP的比重20.9%。惟若根據2011年7月5日穆迪(Moody's) 信評公司的估計，大陸各級地方政府債務餘額可能高達14.20兆元以上，比國務院所預估的高了32.59%，其主要的差異係部分地方政府的申報不實，嚴重低估了政府的債務。另2013年10月，諾貝爾經濟學獎得主之一席勒(Robert Shiller)曾多次提及對大陸房地產市場的看法，認為大陸房地產泡沫化問題嚴重，而世界銀行、IMF、穆迪、惠譽等研究機構亦紛紛提出大陸房地產風險評級，而房市變化影響金融，也讓大陸的金融市場風險愈來愈高。另其企業融資不易，且貸款利率偏高，因而引起「影子銀行(Shadow banking)」規模也逐漸擴大，根據野村證券預估，大陸影子銀行貸款的總額為8.5兆元人民幣，由於民間私人借貸盛行，而高利貸與民間借貸利率一路飆升，顯示體制外的地下資金氾濫，也加深了大陸金融風險愈來愈深。

去(102)年大陸國家主席習近平及國務院總理李克強正式接任國家領導職務，喊出「中國夢」的口號，宣布要打造中國經濟升級版，推動改革的態度較前任積極，推出多項加強金融監管、整頓理財產品及反腐禁奢等措施。大陸經濟目前除面臨下行風險外，尚面臨不少挑戰，包括如何繼續推動結構調整但避免損及經濟成長；提供解決穩增長政策所需的資金外，同時避免地方債過度膨脹以及控制通膨及房價。此外，隨大陸經濟回穩、人民幣緩步升值，國際熱錢似有再度回流中國的跡象。面對諸多矛盾與難題，預見未來將進一步推動利率市場化及資本市場多元化等措施，以開拓多元融資管道導引進民間資金進入各項建設。

為增加經濟改革動力，2013年8月大陸國務院批准上海自由貿易試驗區之設立，主要重點在於擴大投資開放範圍，包括選擇金融、航運、商貿、專業、文

化及社會服務等六大服務業的開，同時取消行政審批制度。由於李克強宣示將以開放來加快國內經濟結構調整，因此發現自貿區設計乃以制度創新為核心，依目前揭露的試驗區內容來看，改革措施涉及的制度創新將多於政策優惠。而金融開放的內容主要包括資本項下的結匯限制、利率市場化、放寬個人外匯管制，以及離岸金融業務。

另 2013 年 11 月，大陸召開十八屆三中全會，審議通過「中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定」，揭示了未來經濟社會改革的內容，也確立了經濟結構調整的方向。十八屆三中全會之決議中指出，未來將「堅持社會主義市場經濟改革方向，以促進社會公平正義、增進人民福祉為出發點，堅決破除各方面體制機制弊端。在堅持經濟和社會改革的基礎上，提出了許多攸關經濟轉型與社會改革與之主張。十八屆三中全會所揭示的經濟改革與轉型方向，將有助於內需產業、節能產業、能源產業、金融產業、文化產業、服務產業、教育產業及醫療產業之發展。在改革不再追求 GDP 高速增長，其所端出經濟和社會發展至關重要的長期戰略，顯示習李體制續推改革的決心。儘管改革過程存在所謂的「改革紅利」，但也不免犧牲部分增長動能。惟國務院總理李克強表示，只要經濟運行滑出合理區間，在確保穩就業的前提下，大陸官方將盡力維持經濟成長穩定。若未來全球景氣好轉將有助出口好轉，且官方亦有意以增加投資擴大供給來抑制房價。

今(103)年大陸經濟發展的六大任務，是穩增長、保就業、防通膨、控風險、提值增速及治理污染。鑑於大陸宏觀經濟政策將持續著眼於綜合性目標，特別是

保持就業成長與物價穩定，也揭示不會因為單一經濟指標的變化而做大幅度的調整。雖目前大陸經濟形勢仍然嚴峻、複雜，惟仍有巨大的潛能和韌性。去年大陸 GDP 成長 7.7%，在欲達成既定的經濟目標下，大陸今年經濟成長應可維持在 7.5% 左右，而持續推動一系列的經濟改革與保持適度的寬鬆政策亦將是成為穩定經濟成長的助力。

(二)印度

亞洲的第二大經濟體—印度。印度由昔日的「金磚四國」淪落至今的「脆弱五國」，由於經常帳逆差屢創歷史新高，加以經濟成長率續降至 10 年來低點，而 2014 年第一季 GDP 成長較去年同期低於 5%，而 2011 年曾創下的經濟成長高於 9% 的盛世。而造成印度經常帳逆差且持續擴大之主因來自於進出口商品結構的不對稱，且因投資萎縮，利率偏高、基礎建設落後、政府政策不穩定等皆影響投資意願。

此外，由於就業市場成長難以趕上人口成長速度，對每年新增 1 千萬人工作人口的印度來說，成為重大社會議題。印度約九成的工作職缺都是非正式雇用工作。工業部門投資不足，僅提供 11% 的勞動力。因此工業部門僅占總體 GDP 的 15%，也難以帶動就業需求。

印度大選結果在今(2014)年 5 月揭曉，由印度人民黨在印度議會大選中大獲全勝，人民黨領袖莫迪(Narendra Modi)未來將帶領印度展開政經改革議程。過去被視為金磚四國(BRIC)的印度，雖近來的經濟動能不再，但國際間對莫迪執政下的新政頗為看好，印度各界也希望莫迪能將成功的地方治理經驗拓展到印度全國。但被稱為「莫迪經濟學」的莫迪經濟政策是否能成功，其中備受矚目的是如

何促進法規限制的放寬，以成功獲得國際投資人的青睞。

印度新總理莫迪近期公布一系列的改革計劃，包括在控制通貨膨脹的前提下，以大規模國家和民間投資的方式提昇經濟，另依靠大力推進城鎮化和基礎設施建設以創造就業機會和推進國家現代化。此外，積極鼓勵引進外資和加速批准大型工商業投資項目，並將在全國推出銷售增值稅。另為解決糧食價格嚴重通貨膨脹問題，由中央銀行施以降息以刺激經濟。同時對國營企業進行大幅改革，包括煤礦、軍工等行業，以便吸引外來投資。除勞動投資外，亦將極力發展勞動密集型產業以促進就業。

印度財政部長表示，在經歷了兩年的經濟放緩，未來政府將每年花費 400 億美元的食品和能源補助，並表示在未來的 3 至 4 年內，將把印度經濟成長率恢復至 7%-8%。此外，將針對國防上之海外投資的限額由 26% 提高到 49%，亦將軍費提高到 383.5 億美元，增加 12%。計劃於今年設立消費與服務稅，並出售部分受債務困擾的國有銀行股份。在基礎建設方面，計劃花費 11.3 億美元建造 100 個「智能城市」，以確保每戶都有自來水和統一供電。並宣佈增加對工廠、道路和港口投資的項目。另，今年設置了佔 GDP 4.1% 的赤字目標，2015-2016 年度的目標為 3.6%，2016-2017 年度目標為 3%，使其逐年的降低。

經由推動以上的改革，目的在期使降低通膨、提升出口產品的附加價值，始有助改善經常帳逆差狀況，以緩和盧比的貶勢。為使上述的改革達到預期的目標，印度政府需避免政策朝令夕改，並提高行政效率，逐步開放國營企業壟斷市場，放鬆外資投資限制，建立良好的投資環境，才能吸引資金與技術的流入，重拾市場對盧比的信心。

首先提出「金磚四國」的前高盛資產管理公司董事長歐尼爾指出，如果莫迪依據競選宣言，落實反貪腐政策，則未來 20 年印度經濟將達到年成長 10% 的潛力。其亦表示，這是印度 30 年來最有利的發展態勢，莫迪時代的印度正在崛起而成爲新興市場一顆閃耀的新星，高盛預計印度在 2016-2018 年期間將超過中國，而成爲全球增長最快的新興大國。

綜上，亞洲雖近期受到全球不確定因素及部分國家經濟的放緩而使經濟成長有所停滯，惟就長期而言，其成長的基礎仍然非常堅強，包括人口紅利、對基礎建設與投資的需求、堅實的消費力，都顯示亞洲仍是全球成長的引擎。以上亞洲兩大主要經濟體一大陸與印度的經濟改革及相關的政策措施，一再顯示國家領導人改革的決心，在全球主要國家持續進行寬鬆政策，導致低利將持續維持一段很長的時間，各新興國家應利用目前低利時機，以其人口的優勢進行相關的改革措施，以期使經濟成長回復以往優勢並降低金融風險。

肆、2014 年亞太地區私募股權(Private Equity)的展望

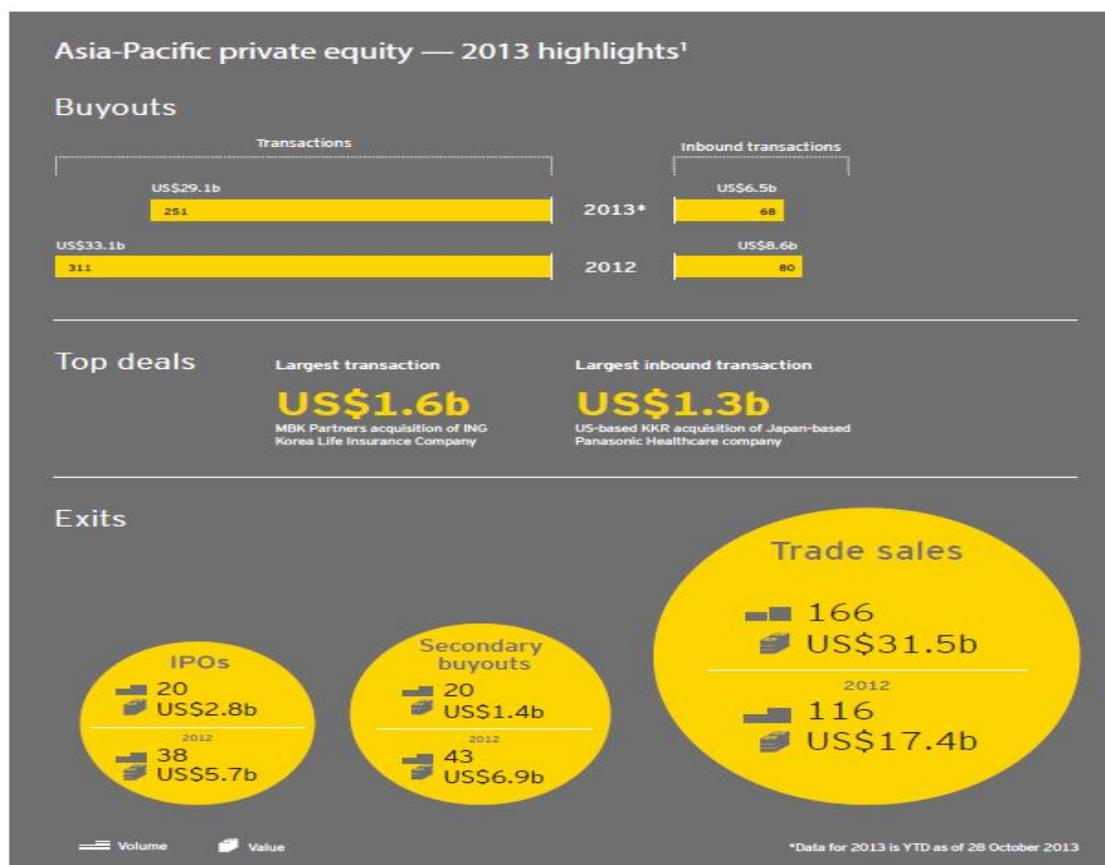
目前國內外對私募股權投資的定義，主要係是指透過非公開形式募集資金，並對企業進行各種類型的股權投資。私募股權投資通常以基金方式作為資金募集的主體，由專業的資產管理公司運作。由於私募股權相對於傳統的上市股票、債券，具有較不透明性及低流動性的問題，因此其投資風險亦較高，惟因經常伴隨著高報酬的特性，故也吸引許多法人機構進行投資。

自 2008 年 9 月的美國次貸風暴對全球金融與資本市場帶來重創後，美國聯準會即於同年底開始實施量化寬鬆貨幣政策，另 2010 及 2011 年歐債危機再起，為全球又帶來另一波的金融海嘯，歐洲央行也隨之採取寬鬆的貨幣政策。由於歐、美主要經濟體的寬鬆政策為全球帶來大量的資金，同時也推升了風險性資產的價格，就目前的股票與債券而言，相較於過去的平均水準，已顯不便宜。由於國際資金的氾濫，未來進行傳統的股、債投資其所創造的報酬率似乎再也無法滿足投資人的需求，此時投資人已轉向進行另類投資，而另類投資中的私募股權也成為投資人建構投資組合的焦點。加以亞太地區目前仍是全球主要經濟區域中仍具有發展潛力的投資對象，為瞭解私募股權在亞太區域的影響力，及投資人對私募股權的看法及展望，本次會議的研究資料中揭露了「日趨成熟的市場：2014 年亞太地區私募股權展望」(A maturing market: Asia-Pacific private equity outlook 2014)，其內容顯示亞太地區私募股權市場的情況，為讓大家對於複雜

的私募股權模式有更深了解，以下則是上開報告以問券的方式對相關的投資人進行訪問，並將訪問的結果摘述如下，以作為投資人未來投資的參考。

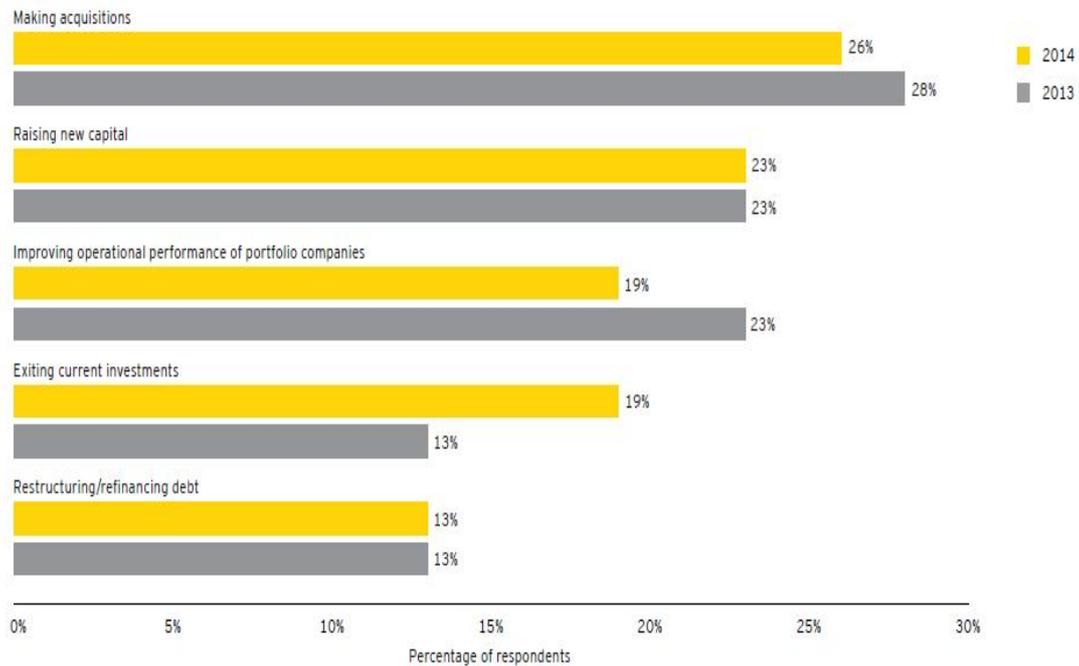
(一) 私募股權的交易情形

回顧 2013 年，私募股權中以購併的方式進行大致上與 2012 年的交易量差異不大，以 2012 年一整年為例，購併交易的交易量約為 311 億美元，而 2013 年至 10 月底止，交易量大約為 291 億美元，其交易量相對於 2012 年亦乎有點下滑的趨勢。此外，最大的私募股權交易，其成交金額為 16 億美元，即 MBK 公司取得韓國人壽保險公司，下圖即為 2012 及 2013 年有關私募股權交易的情形。



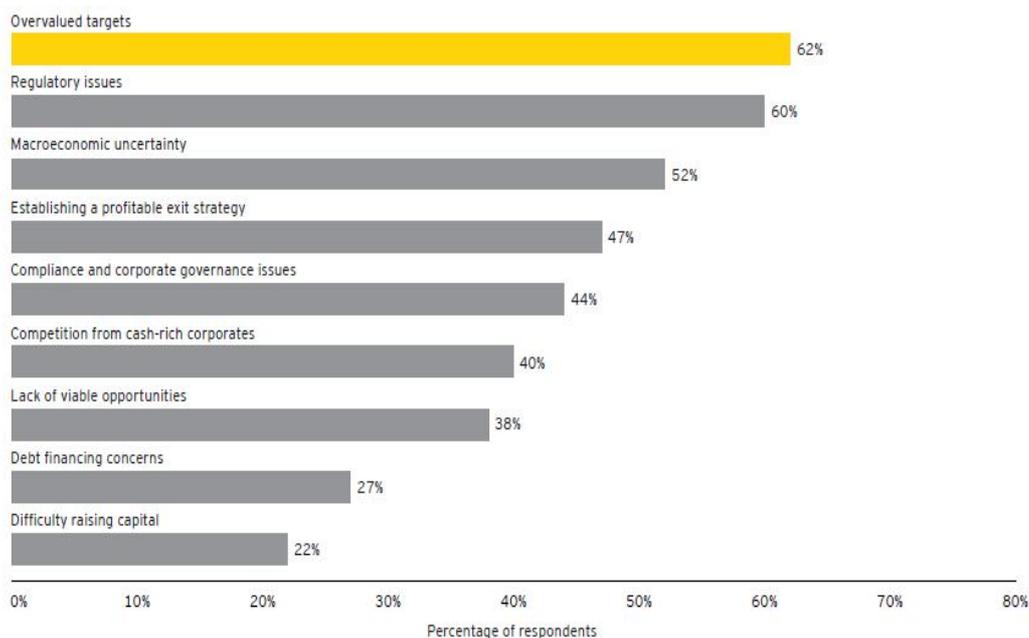
(二) 私募股權主要的投資項目

為掌握投資機會，針對私募股權的未來進行相關問券分析，其主要的投資人在 2013 及 2014 年進行私募股權的投資主要仍是從事購併活動，其次是募集新的資金，再其次則是提升營運績效等，詳如下圖。



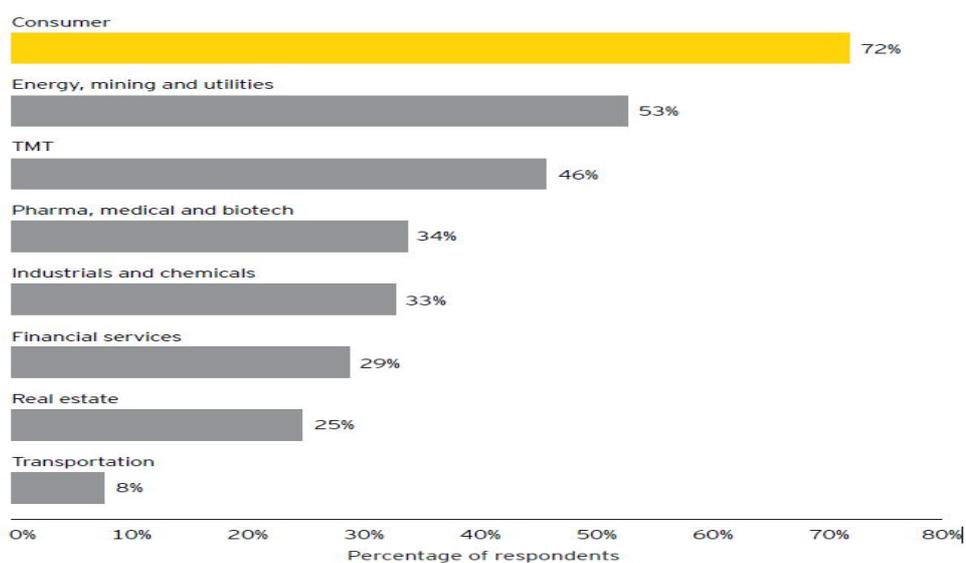
(三) 未來面臨最大的挑戰

至於在未來的一年當中，投資人認為在區域中進行私募股權投資中所面臨最大的挑戰，依其比重高低分別為要求過高的目標報酬，次為法規問題，其次分別為總體經濟的不確定性、建立獲利的退場策略、法規遵循及公司治理問題、缺乏有利的投資機會及負債與融資等問題，詳如下圖。



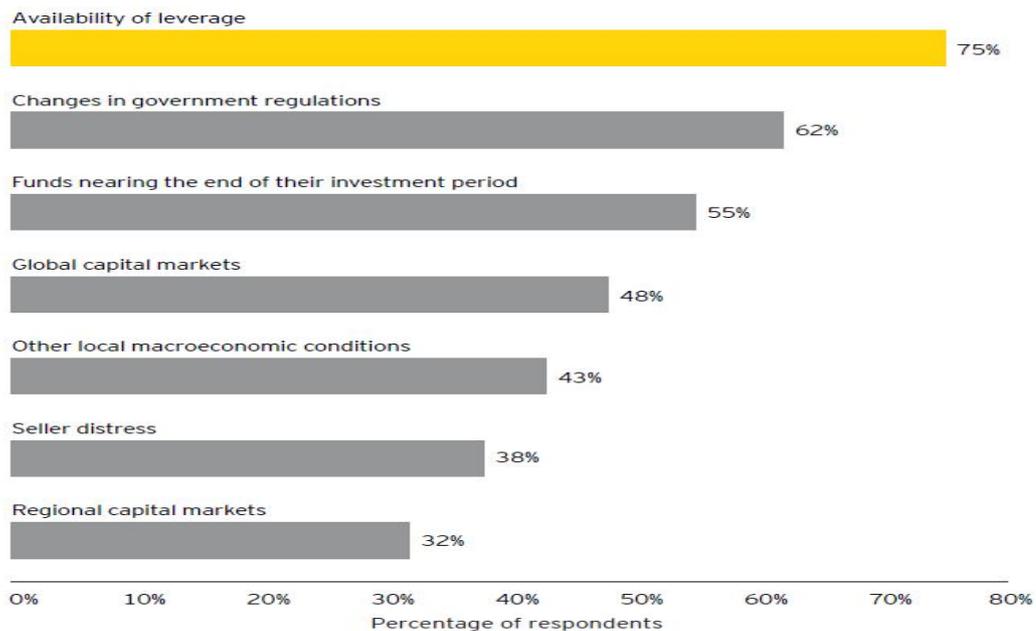
(四)最吸引投資人的產業

有關未來一年當中，進行私募股權投資何種產業最吸引投資人的青睞，根據統計，最高者為消費類別，約佔 72%，其次為能源、原物料及公用設施產業、再其次為通信產業類，其次依序為醫療與生物科技、工業與化學、金融服務、不動產及交通運輸等產業，詳如下圖。



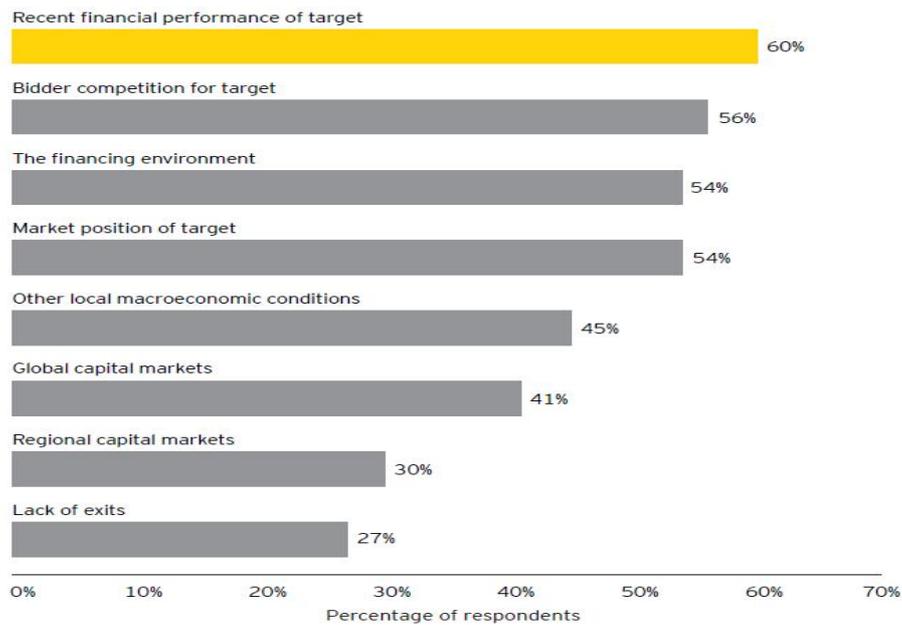
(五) 影響購併交易活動之主要因素

在未來的一年當中，何種因素將影響購併的交易活動，經統計最大的影響因素為槓桿的使用情形、次為政府法規的改變、全球的資本市場、當地的總經情形及資本市場等，詳如下圖。



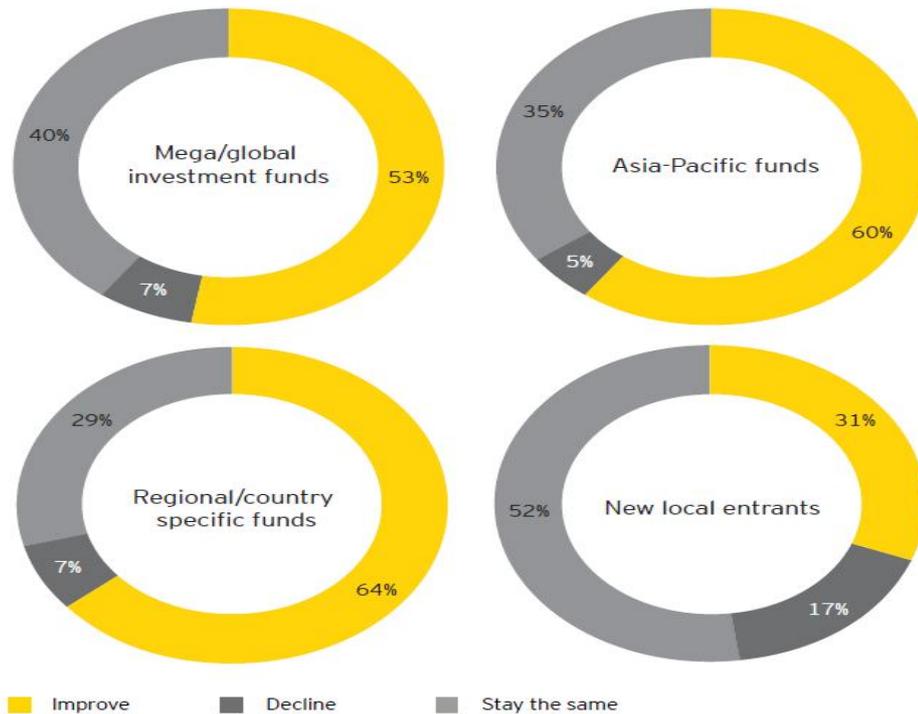
(六) 對私募股權主要的影響因素

在亞洲部分，何種因素對持有私募股權的影響力最為重大，其中最高者為近期的財務績效目標，其占了 65%，其次為購買的競爭目標佔 56%，再其次分別為財務環境、市場的定位目標、其他總經環境、全球資本市場、區域的資本市場及退場機制等，詳如下圖。



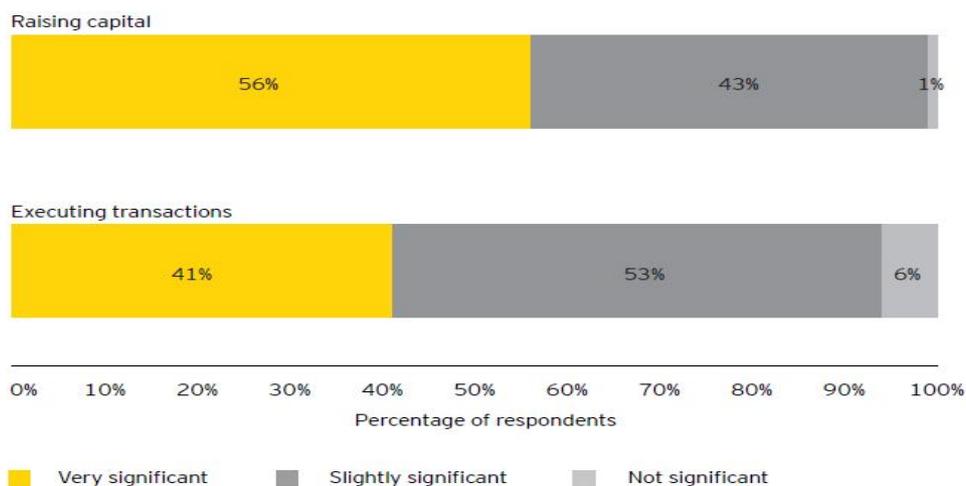
(七)依基金類別募集的難易程度

在基金的募集方面，多數人仍認為新的基金募集機會仍有增加的趨勢，尤其是國際性的私募股權基金正尋找機會進入亞太地區，而且大多數人認為國際性的私募基金較區域性的私募基金的績效表現為優，其主要係因這些國際性的私募基金有較佳的歷史績效及較具知名度，以有效的管理其投資組合。以下即就依募集不同的基金種類之難易程度進行統計，以大型或是全球性的基金種類為例，有53%的受訪者認為募集此類私募股權基金是較容易的，7%的受訪者認為募集此類基金越顯不易，另有40%的受訪者認為與以往無差異，詳如下圖。



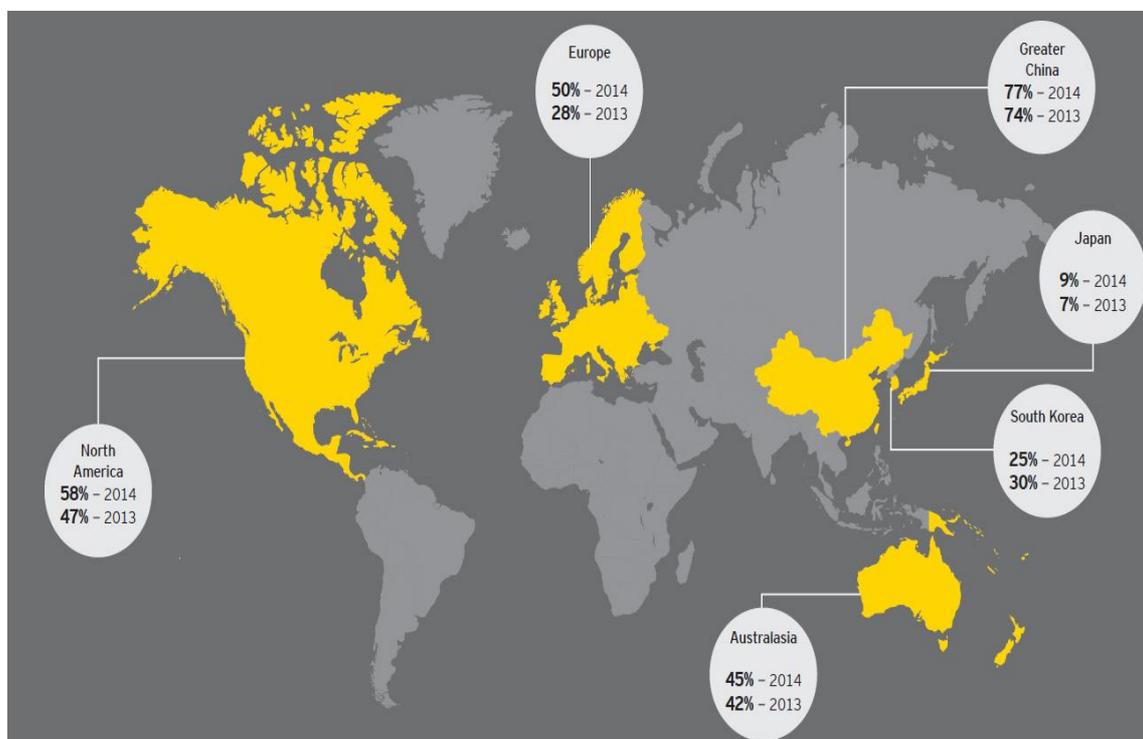
(八) 在亞洲募集資金成功與否的信心度

在亞洲募集資金成功與否的信心度上，多數的受訪者對此多具高度信心，以下圖為例，對全球性的投資人而言，其於亞洲募集私募基金，有 56% 的受訪者認為以亞洲為基礎所募集基金的成功與否具有高度信心，有 43% 的受訪者認為有點信心，僅有 1% 的受訪者認為沒有信心。而在執行交易部分，有 41% 的受訪者認為以亞洲為基礎所執行的交易成功與否具有高度信心，有 53% 的受訪者認為有點信心，僅有 6% 的受訪者認為不具信心，詳如下圖。



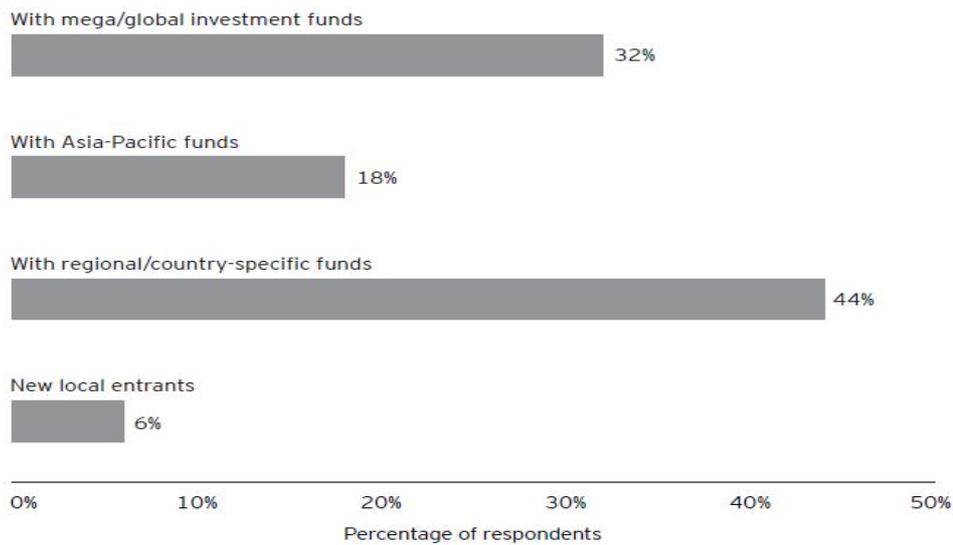
(九) 資金配置於亞太地區是否增加

有關機構投資人未來將資金配置於亞太地區的私募股權基金有逐漸增加的趨勢。以亞太地區而言，大中華及澳洲地區分別有 77% 及 45% 的受訪者認為，在 2014 年機構法人對亞太地區私募股權的投資將會增加。由於該地區的機構法人手上擁有充裕的資金，對於該地區的資金流入具有正面助益。



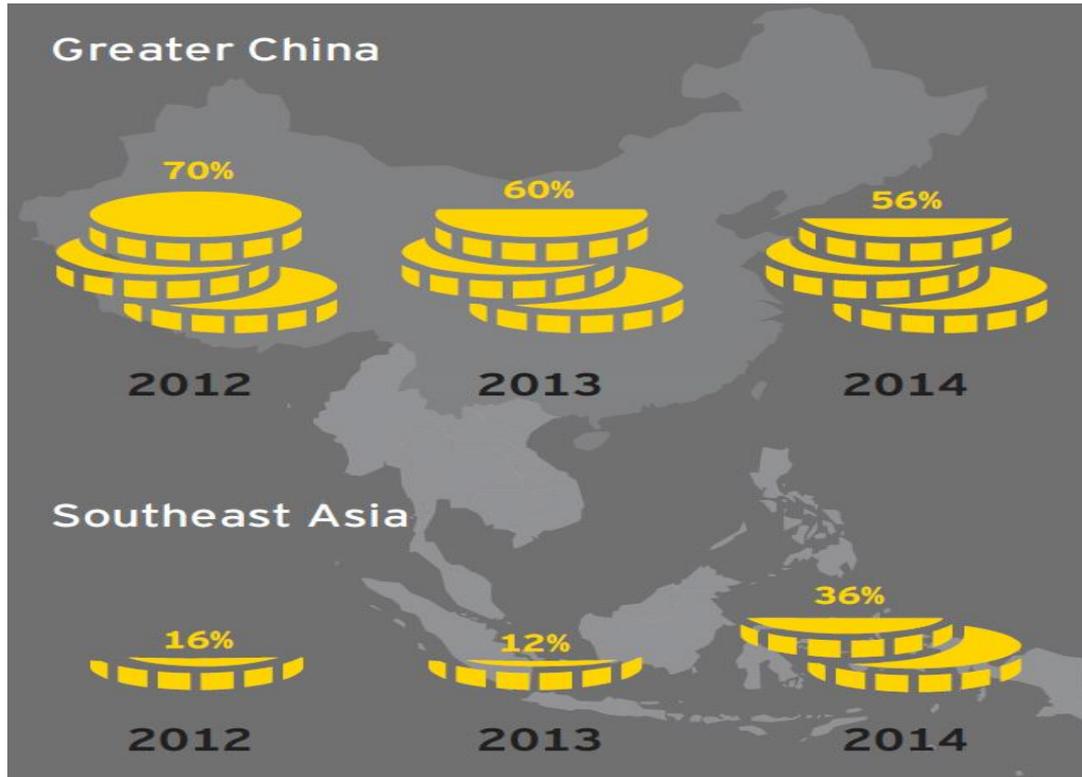
(十)於主要區域的配置比重

在 2014 年中，機構法人在私募股權中將作如何配置，這些受訪者普遍認為將資金置於全球性的基金約佔 32%，投資於亞太地區的資金佔 18%，投資於區域性或是國家具題材性的基金佔 44%，詳如下圖。



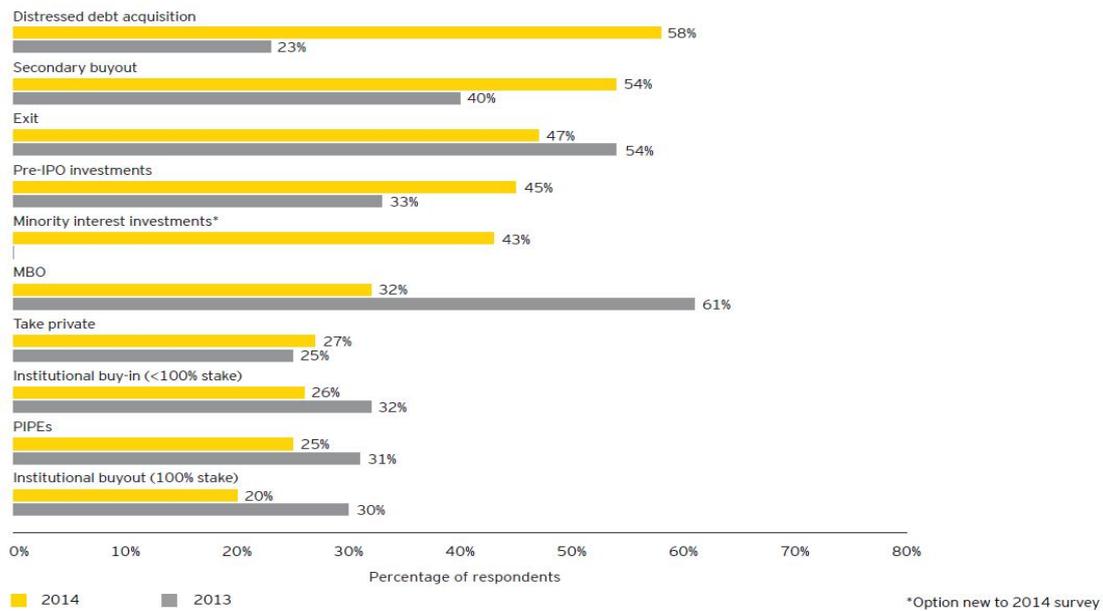
(十一)未來看好的投資區域

在未來的一年中，將看好那些區域進行私募股權投資，從 2012 年至 2014 年而言，大中華區域雖然仍被看好，不過有逐年下降的趨勢，而東南亞國家部分，雖然不較大中華為高，不過相較 2012 年的 16%，於 2014 年已提高至 36%，詳如下圖。



(十二)各個國家對購併活動將朝向家族企業的情形是否會增加的看法

在未來的一年中，私募股權的購併活動將朝向家族企業的情形是否會增加，以下圖為例，就東南亞國家而言，有 82%的受訪者認為會增加，18%的受訪者認為不會，詳如下圖。



(十三) 結論：

1. 76%的受訪者對於私募股權交易活動將於 2014 年增加持有極高期望。
2. 僅有 40%的受訪者表示現金充裕的企業將成為亞太區私募股權的障礙，惟其比重有逐步減少的趨勢；而評價及監管等問題將成為市場所面對的最大挑戰。
3. 69%受訪者認為，私募股權以併購方式進行者，其交易量將於 2014 年逐步增加。
4. 25%受訪者表示進行併購將成為私募股權的首要投資項目。
5. 有 72%受訪者認為，私募股權中機會最多者為消費相關產業，其次為能源、原物料及公用事業等。
6. 77%的受訪者認為，預期機構投資者對於私募股權的配置將會增加。

伍、資產管理實務意見交流—委託人與受託人之間如何建立長期策略性合作夥伴關係

近年來隨著全球各主要國家採行寬鬆貨幣政策，逐步的將風險性資產價格推高，由於各種資產均已累積一定的漲幅，未來要在從中獲利時有一定的難度，考量開源不易，因此透過節流的方式也成為近期機構法人或退休基金等單位思考的方向，即如何以較低的成本或是以較具效率的方式進行投資與委託經營。

過去委託人與受託人間的關係僅憑一紙契約，由委託人交付資金予受託人進行代操，之間的互動也多侷限於交付相關表報與績效檢討。惟近來金融情勢的詭譎多變，計畫永遠趕不上變化，因此，委託人與受託人間的溝通與互動也更為頻繁與密切。而如何將彼此個別的契約目的轉化為彼此間的共同目標與利益，以創造雙贏的局面則是未來需面臨的課題。

多數的資產委託者試圖著去尋找與受託人保持密切且深厚的關係，其主要的目的即在追求彼此間長期的共同目標，並建立一個長期的合作夥伴關係，透過該項合作的建立，以使所負擔的管理費能符合委託人的利益，同時又能使受託人能獲得一定的利潤，又能使資產擁有者的資產作更有效率的利用。

本次參與如何長期建立策略性合作夥伴關係議題的討論人員包括資產管理公司經理人、政府基金、壽險公司投資部門及民營企業退休基金管理者等，與會者從各種角度思考如何為建立委任者與受託人之間長期合作夥伴關係，綜合各方的看法如下：

1. 受託人可提供充足的研究資源或教育訓練課程予委託人，使其能夠對受託機

構的投資組合、決策流程與市場環境的變化與展望有更深入的了解與掌握，有助於彼此間的溝通，降低彼此認知的落差與資訊傳遞。

2. 受託人可主動提供相關資產配置或投資組合的建議予委託人；另亦可就其所擁有的產品項目，選擇較符合委託人投資組合利益的產品予委託人，以使委託人的利益極大化。
3. 委託人給予受託人的委託期限可以加長或是不訂定期限，不因契約的短暫終止而結束彼此間的合作關係。
4. 可以較高的委託金額予經理人，則經理人可以較低的成本或是發揮規模經濟的方式，以完成委託人所交付委託案。
5. 委託人可從中選擇少數的資產管理公司為委任人長期的固定合作夥伴，如此受託人可以花費較多的資源與成本於委託人，則委託人因此可以受益或支付較低的管理費用。
6. 對於一個投資案或委任案，可採共同投資的方式辦理，亦即當經理人為委託人進行投資操作時，經理人可自行撥付一定的金額或比例於該投資案，如此即產生所謂的命運共同體，如此經理人即會更專注的投入心力於該委任案，而委任人對於經理人亦會產生信任感，採行此種方式運用於避險基金或是私募股權基金較為盛行。

綜上，雖然委託人與受託人之間建立長期策略性合作夥伴關係有多種選項，惟各國退休基金或機構法人的法規或相關規定的要求不同，其採取方式未必均可適用每一法人機構，惟大家仍可就委託人與受託人彼此間的特質與互動情形從中選擇有利彼此的作法進行，以創造雙贏的局面。

陸、心得與建議

本次會議的主題為「探討全球經濟勢力移轉的影響」，由於自 2008 年 9 月的美國次貸風暴對全球金融市場帶來重創後，美國為刺激經濟成長，已實施四輪量化寬鬆貨幣政策，至目前為止，經濟已呈現緩慢復甦及失業率漸漸下降現象。雖近年來全球各主要國家實行之量化寬鬆使整體經濟下行危機風險降低，惟歐元區仍需結構改革、中國及新興市場經濟成長放緩，全球經濟成長力道仍屬溫和。資金面於量化寬鬆政策使資金充沛及經濟復甦前景向上之預期下，市場趨向風險性資產，全球股市持續走強。

雖然目前市場上對於亞洲地區未來是否會重演財務危機持有不同的觀點，惟就整體而言，亞洲地區的財務體質及基本面相對其他歐、美國家仍屬較佳，且多數國家亦採取大幅的經濟改革，相信未來對於亞太地區的經濟展望，仍屬穩健樂觀。

本次會議討論的另一主題為私募股權基金的展望，依據 Tower Watson 的研究報告指出，全球主要七大已開發國家的退休基金對於另類投資的比重，已從 1995 年的 5% 提高至 2013 年之 18%，亦即平均每年增加約 0.7%。由於另類投資與傳統的股、債的相關係數較低，對於建構投資組合具有分散風險的特性，且其報酬率亦較高，因此許多吸引機構法人及退休基金逐步增加此類資產。有鑑於另類投資為勞動基金未來的重點投資，而目前勞退基金於另類投資已進行不動產證券化及基礎建設股票的國外委任，並持有少數 fund of hedge fund 及不動產、原物料、能源共同基金，惟仍未進行私募股權的投資，主要係考量該類投資項目相

對其他傳統股債，其流動性與透明度均較低的情形，故仍未建立該項資產部位。目前本局在有限的人力下雖尚未進行該項投資，惟未來若能適時增加本局的人力與資源，經審慎評估市場或標的，或可增加該資產部位，以分散投資組合的風險並增加基金收益。

至於如何與受託人之間如何建立長期策略性合作夥伴關係一節，一直是本局近年來不斷思考的問題，由於本局的人力有限，因此，透過委託經營方式進行投資則為本局投資策略的重點。在勞退基金監理會於 96 年 7 月成立初期，辦理國內、外委託經營的方式，採取以遴選較多的經理人與委任帳戶以較低委託金額的方式進行委任，雖此方式具有分散投資風險的優點，惟卻有花費較高管理成本及無法將資金集中於優秀經理人的缺點。復經與大型機構法人進行意見交流及參考國際退休基金的做法，經不斷的修正與調整，目前對於委託經營的操作策略，則降低了委託經理人的帳戶數，同時提高委託帳戶金額及拉長委託契約期限，如此不但降低了委託管理費率，也降低了行政作業成本及人力的負荷，同時也將資金集中於前段的優秀經理人，對於基金績效的提升顯有助益。另一方面，透過定期與不定期的監管並與經理人溝通，無形中也提升了同仁的專業，也有助於對市場的變化能進行更深入的了解與掌握。明(104)年即是基金運用局成立後首次辦理聯合國外委託經營，亦即將勞退基金、勞保基金、國保基金合併辦理同一型態之委託經營，以發揮規模經濟、降低監管成本及綜效。經由以上做法，以與受託人建立長期策略性合作夥伴關係，創造雙贏的效果。至於未來全球的重心，誠如本次的討論議題，全球經濟勢力的移轉，亞洲地區絕對是不可忽略的市場，在亞太地區的市值當中約有七成集中新興國家，這些新興國家由於具有高度的經濟成

長與財務體質，因此在投資配置中佔有舉足輕重的地位，因此可作為未來投資型態與方向上的參考。

經由本次會議，不但深入瞭解目前全球的經濟概況與展望，更與其他國家政府基金、資產管理公司及機構法人進行意見交流。此行，不但增加了自己的視野，也提升了專業的廣度與深度，對於未來基金的資產配置與操作策略有更深一層的掌握，讓我收益匪淺，實為一個難得的寶貴經驗