

出國報告(出國類別：研究)

參加證基會舉辦之
2025「資產管理 ALPHA+培訓計畫」 -
第二階段海外培訓課程研習報告

服務機關：中央存款保險公司

姓名職稱：風險管理處高級辦事員紀少淳

派赴國家：德國、瑞士

出國期間：民國 114 年 11 月 8 日至 11 月 19 日

報告日期：民國 115 年 1 月 25 日

摘 要

一、主辦單位：證券暨期貨發展基金會

二、時間：114 年 11 月 8 日至 114 年 11 月 19 日

三、地點：德國法蘭克福、瑞士蘇黎世及日內瓦

四、參訪機構：

本次研習共計參訪八家金融機構，包含歐洲中央銀行(European Central Bank)、安聯環球投資(Allianz Global Investors)、安本集團(Aberdeen Group)、摩根資產管理(JP Morgan Asset Management)、DWS 集團(DWS Group)、AllUnity、瑞士寶盛銀行(Bank Julius Baer & Co. Ltd.)及瑞士百達集團(Pictet Group)。

五、參訪主要議題：

議題主要為國際金融資產管理的發展趨勢，包含多元資產管理、另類投資、永續影響力投資及資產代幣化等金融科技實務應用領域，參訪金融機構亦分享當前所關注的議題及對金融市場的未來展望。

六、研習團成員：

本次研習由證券暨期貨發展基金會人才培訓中心陳主任領隊，共計 37 位團員參與，團員來自各領域先進，包含中央銀行、政府機構及金融周邊單位、國內外金融機構等。透過本次研習計畫，不僅可增進財經專業知識、拓展國際金融視野，亦促進金融同業間的資訊交流及互動。

目 錄

壹、研習目的	3
貳、研習暨參訪行程	4
一、歐洲中央銀行(European Central Bank)	5
二、安聯環球投資(Allianz Global Investors)	9
三、安本集團(Aberdeen Group)	13
四、摩根資產管理(JP Morgan Asset Management)	17
五、DWS 集團(DWS Group).....	21
六、AllUnity	26
七、瑞士寶盛銀行(Bank Julius Baer & Co. Ltd.)	29
八、瑞士百達集團(Pictet Group)	33
參、心得與建議	38

壹、研習目的

近年全球金融環境受地緣政治衝突、通膨韌性及貿易政策轉向等因素交織影響，資產波動加劇，投資人的配置邏輯已由傳統股債模型，轉向包含房地產、基礎建設及私募股權的多元另類資產配置，強化投資組合的韌性。此外，永續金融的發展已由「資訊揭露」深化至「實務執行」，金融機構更須透過主動盡責治理(Active Stewardship)，科學化評估氣候風險並引導企業實體轉型。

透過參與證券暨期貨發展基金會主辦之「資產管理 ALPHA+培訓計畫」，有助於掌握全球金融市場動態、另類資產趨勢、代幣化資產發展、影響力投資評估方法及永續金融，並藉由實地參訪德國、瑞士金融專業機構，深入瞭解當地金融市場變化及私人銀行經營，以及德國、瑞士經貿現行關注議題及重視發展業務領域，拓展金融新視野。

貳、研習暨參訪行程

本次出國研習暨參訪摘錄行程及重點說明如下：

參訪日期	參訪機構
11/10(一)	歐洲中央銀行(European Central Bank)
11/11(二)	安聯環球投資(Allianz Global Investors) 安本集團(Aberdeen Group)
11/12(三)	摩根資產管理(JP Morgan Asset Management) DWS 集團(DWS Group) AllUnity
11/14(五)	瑞士寶盛銀行(Bank Julius Baer & Co. Ltd.)
11/17(一)	瑞士百達集團(Pictet Group)

一、歐洲中央銀行(European Central Bank)

(一)機構簡介

歐洲中央銀行體系(European System of Central Banks, ESCB)係由歐洲中央銀行(European Central Bank, ECB)及歐盟成員國之中央銀行所組成，其中歐元區(Euro area)各國中央銀行及 ECB 組成歐元體系(Eurosystem)。

ECB 成立於 1998 年 6 月 1 日，總部設於德國法蘭克福。其核心職責及任務係維持物價穩定、制定及執行歐元區的貨幣政策、歐元紙鈔與硬幣的發行及管理，以及監管歐洲銀行並維持銀行體系的穩定，防範金融危機。

(二)簡報內容摘要

1. 歐元體系概述與運作方式

- (1)現代中央銀行不再僅限於傳統角色，未必係唯一的紙幣發行，也非係支付系統的唯一操作者。各央行的所有權結構多樣，並非全由政府持有，日本銀行、比利時、希臘央行等屬上市公司，義大利及美國則由商業銀行主導。儘管形式不同，其核心目的係提供結算工具(電子或實體貨幣)，並受特殊法律規範。
- (2)歐元體系係歐洲中央銀行體系的核心，目前由 ECB 及 20 個歐元區國家中央銀行組成。各國央行具法律獨立性及自有所有權，除執行共同貨幣政策外，仍保有獨立職能，如處理政府現金支付，這些活動 ECB 無權干涉。
- (3)歐元體系的最高決策機構係管理委員會(Governing Council)，由 6 名 ECB 執行委員與 20 位歐元區央行總裁組成。進入委員會後，成員須以整體利益為依歸，國家身份不具影響力。政策內容由 ECB 委員會工作人員(來自 ECB 及各國央行的專家)事先擬定，確保決策可行性，因制定者及執行者為同一群專家，形成高度一致的決策及執行結構。

2. 貨幣政策策略

(1) 歐元體系的唯一法律目標係維持價格穩定。央行政策對經濟增長及就業的影響短暫(約 4~5 年)，長期則主要影響通膨，因此歐盟條約規定價格穩定為 ECB 的最高優先事項，僅在達成此目標後，才可推動次要目標，如經濟成長及充分就業；這與美國聯準會同時追求價格穩定、就業及長期利率不同。目前 ECB 將價格穩定定義為中期 2% 對稱性通膨。

(2) 貨幣政策的理論框架與演變

貨幣政策的理論基礎源於交換方程式 $MV = PY$ (貨幣存量 \times 貨幣流通速度 = 物價水準 \times 產出)。通膨(物價水準變化)受貨幣存量、產出及難以預測的貨幣流通速度共同影響。ECB 過去曾採用結合貨幣主義及凱因斯主義的「兩支柱策略」，但在 2021 年廢除。目前採用現代新凱因斯框架，以三個核心關係為基礎：

甲、 菲利普斯曲線：高產出導致物價上漲。

乙、 IS 曲線：高利率抑制投資，導致產出下降。

丙、 泰勒規則：央行通過調整利率來應對通膨，以實現價格穩定。

(3) 通膨分為成本推動型(外部衝擊如能源價格、戰爭)及需求拉動型(內部需求旺盛)。央行最能應對需求拉動型，但實際區分兩者極具挑戰。此外，歐元區大量貿易非以歐元計價，匯率波動對價格穩定影響重大。然而 ECB 作為 IMF 成員，受規範不得操縱匯率以達貨幣政策目標，因此通常不將匯率列為政策目標，也避免公開評論。

3. 貨幣政策操作

(1) 2008 年金融危機前，ECB 透過「走廊系統」操作銀行間利率，即透過直接設定存款工具利率(Deposit Facility Rate)、邊際貸款工具利率(Marginal Lending Facility Rate)及主要再融資操作利率(Main

Refinancing Operations Rate)三項關鍵利率來控制政策。然而，2008年金融危機後，ECB 注入大量資金，使銀行體系進入「超額流動性體系」。超額流動性大量存放在 ECB 存款工具中，將銀行間利率拉低至走廊底部。儘管未來超額流動性將縮小，但銀行出於監管及穩健性需求仍將維持高儲備。因此，ECB 預計仍將在這個超額流動性體系下運作，銀行也需學習在流動性受限環境中高效操作。

(2)ECB 龐大的資產負債表引發了爭議。以德國觀點為代表的反對者擔憂持有過多的債券，提高面臨債務人違約的風險，並主張央行規模應最小化，以免擠壓私人市場。支持者則認為，較大的資產規模賦予 ECB 更多空間，將資產能導向氣候等次要目標(如綠色資產)。銀行業對超額儲備的需求，及 ECB 資產負債表的最終水準，兩者將形成一個動態調整過程。它會隨著時間推移、銀行學習更高效地利用中央銀行資源，因應監管要求及利率水平的變化而逐漸演變。

(三)小結

歐元體系由 ECB 與各國央行組成，具獨立性並採集體決策；其唯一法律目標係維持價格穩定(中期 2%對稱性通膨)，與美國聯準會的多重目標不同。目前 ECB 政策理論已採用基於菲利普斯曲線、IS 曲線及泰勒規則的新凱因斯模型。

自 2008 年金融危機後，ECB 操作模式由傳統「走廊系統」轉向「超額流動性體系」，使存款工具利率成為政策核心。未來 ECB 需在縮減資產負債表、滿足銀行監管儲備需求，以及納入氣候風險等次要目標間取得動態平衡。

(四)問題與答覆

問 題：近期美國聯準會與 ECB 的貨幣政策路徑出現分歧，主要考量因素為何？

答 覆：由於全球貿易政策環境依然動盪，通膨前景仍比平常更不確定。

若歐元走強可能會使通膨比預期更低。此外，若美國提高關稅導致歐元區出口需求下降，並促使產能過剩國家進一步增加對歐元區的出口，

通膨可能會更低。再者，金融市場波動度及風險趨避增加可能拖累歐元區境內需求，進而降低通膨。

另一方面，若全球供應鏈重組推高進口價格、限制關鍵原料供應並加劇境內經濟產能限制，通膨可能會更高。另國防及基礎建設支出的增加，也可能在中期推高通膨。最後，極端天氣事件，以及更廣泛的氣候、自然危機等，可能會推高食品價格超出預期的幅度，增加通膨壓力。

ECB 綜合考量上述因素，決議維持政策不變。

二、安聯環球投資(Allianz Global Investors)

(一)機構簡介

安聯環球投資(Allianz Global Investors, AGI)成立於1998年，係德國Allianz集團旗下的資產管理公司，其全球業務涵蓋歐洲、美國、亞洲等地，其中在亞洲台北、香港、上海等地皆設有辦公室服務當地機構法人及個人，合計管理超過5,800億歐元資產。

該公司的業務以「主動式管理」為核心，涵蓋多種資產類型，主要包括股票、固定收益投資、基金、另類投資(含私募股權、基礎建設投資、不動產相關投資)、永續投資與ESG，及為其它投資機構提供風險管理及顧問服務。

(二)簡報內容摘要

1. AGI 固定收益平台及全球債券市場展望

- (1)AGI 的固定收益平台管理資產達2,230億歐元，其核心「進階固定收益」策略旨在追求更高效的風險承擔，即對所承擔的每單位風險，力求產生最高的報酬。
- (2)殖利率係固定收益投資報酬的主要驅動因素，當前殖利率與未來五年總報酬率高度相關。目前，美元投資級債券預計未來五年報酬率約4%，較具吸引力，而目前高收益債券及BBB級公司債則估值偏高。
- (3)AGI 透過戰術性配置框架決定存續期間及信用利差配置，主係考量經濟活動、通膨、貨幣政策及市場獨特風險等。目前美國債市環境穩定，AGI 將略微拉長存續期間以對沖地緣政治風險，並擴大信用利差以賺取穩定收益；歐元區通膨達標，ECB 暫無動作，AGI 對存續期間保持謹慎，信用利差則尋找機會並擴大。
- (4)AGI 強調「更高效的風險承擔」，信用風險係首要防線，並將投資標的劃分為可投資及不可投資。分析範圍涵蓋110個國家及數百家企業，並透

過存續期間、信用利差及貨幣多元化分散風險。典型投資組合約含 500 檔標的，其存續期間風險維持接近市場基準，並增持歐元區及美元公司債，作為超額報酬的主要來源。

2. 永續投資的趨勢及策略框架

- (1) 儘管美國自 2024 年中起出現反彈 ESG 的聲浪，地緣政治亦使永續焦點略降，但歐洲資產管理業(含 AGI)仍將永續視為核心，並從「討論」走向「實施」，重點在去碳化及風險管理。AGI 認為，長期納入永續不會犧牲績效，ESG 投資波動度較低，風險調整後報酬亦佳。目前全球逾 3.5 兆美元資產採永續管理，歐洲 Article 8 基金規模超過 6 兆歐元，且多為主動式管理。
- (2) AGI 永續基金須符合兩項強制要素：排除清單(爭議性武器、煤炭、人權違規、菸草)及永續投資方法，如 SRI、GHG 強度較基準低 20%，或淨零碳排一致性比重(2025 年達 30%，2030 年後提高至 50%)，用以推動前瞻性去碳化。AGI 透過專有的 SusIE(Sustainability Insight Engine)引擎整合並管理超過 12,000 家發行人 ESG 資料，作為市場公認的黃金標準，確保數據完整性及一致性。
- (3) 展望 2026 年，AGI 預測五大主題：一係轉型融資，能源轉型加速，歐盟可能新增 Article 7 類別，聚焦解決方案提供者及高排放企業，吸引更多資金。二係主權獨立性，歐洲強化國防、能源安全及 AI 技術韌性，AGI 計劃推出主權基金。三係數位韌性，關注 AI 及負責任 AI，並與企業互動。四係實體風險，保險業需重新定價極端天氣風險。五係結構性基礎設施，除傳統設施外，強化醫療及能源系統的網路安全。

3. 主動盡責治理(Active Stewardship)實踐

- (1) AGI 透過「主動盡責治理」影響被投資公司，核心包括議合(Engagement)及股東投票(Voting)，旨在傳遞永續理念，創造長期價值。2024 年，AGI 與全球 460 家公司進行 605 次交流，涵蓋公司治理、環境與社會議題；

並參與 80 多場股東大會，涉及逾 9 萬項決議，採高標準並在多家公司投下反對票，以促進治理改善。公司強調透明，每年公開揭露議合及投票紀錄，並傳達投資人期望；若長期無改善，將升級手段推動改變。

(2)AGI 永續治理聚焦三大戰略主題：氣候、地球邊界¹、包容式資本主義，並展開具體行動，如：

甲、氣候方面：針對屬高碳排企業且缺乏減排計畫的 Veolia 公司，AGI 於 2023 年聯合六家機構集體施壓，促使 Veolia 於 2024 年發布完整氣候戰略並設定科學減排目標。

乙、水資源方面：發現 McDonald's 公司水資源管理不佳，AGI 在美國股東大會提交決議，迫使其調查供應鏈風險，最終將水資源納入風險管理制度。

丙、負責任 AI：針對隱私及倫理風險，AGI 與科技公司對話，要求制定「負責任人工智慧」政策，並支持相關股東決議。

AGI 的治理策略不僅強調持續互動及透明度，更透過集體行動及投票影響企業，確保永續理念落地，並將 ESG 融入長期投資價值創造。

(三)小結

AGI 固定收益平台依據經濟訊號調整利率及信用風險，並將公司債視為主要超額報酬來源，現階段高品質政府債券較具吸引力。永續方面，AGI 堅守永續投資核心，著重於去碳化及風險實施。永續基金要求排除爭議性資產，並採前瞻性去碳化方法。AGI 透過「主動盡責治理」積極影響企業，在氣候、水資源及人工智慧倫理等議題上推動改善，將永續理念融入長期投資價值創造。

(四)問題與答覆

問題一：近期因美國關稅議題引起通膨風險，請問明年的固定收益策略要如何在存續期間及信用風險間取得平衡?投資部位會如何配置?

¹ 地球系統的九大關鍵領域(如氣候變遷、生物多樣性等)的安全運作極限，旨在定義人類活動的安全操作空間，以避免對地球造成不可逆的破壞。

答 覆：AGI 會將關稅相關風險納入投資判斷，如關注受關稅衝擊較大的企業獲利動能，尤其係出口占比高的公司，因其於關稅環境變動下更容易出現獲利壓力。目前整體通膨表現仍相對穩定，在此環境下，我們會持續配置利差較高的投資標的。不過，若預期某些產業面臨基本面或政策風險，也會適度減碼相關暴險，以控制投資組合的潛在波動。

問題二：請問 AGI 會使用衍生性商品來對沖風險或提高收益嗎？

答 覆：是的，在衍生性商品的運用上，AGI 會透過遠期外匯或外匯期貨來進行全球帳戶的匯率避險，也常使用美國、歐洲的利率及債券期貨，這不僅能提升報酬，也有助於管理利率風險。此外，我們會視市場狀況使用選擇權工具，例如股票指數選擇權，用來對沖信用風險、提供尾端風險保護。若市場出現極端波動，這類部位通常能為投資組合帶來正面效果。

問題三：請問代理投票(Proxy Voting)是否會參考外部機構的資料，如：ISS 或 Glass Lewis？

答 覆：AGI 目前使用 ISS 進行投票，但採用的係自身制定的投票準則。我們會公開投票政策並提供詳細指南，且會依各地區法規制定不同的投票指引。AGI 將投票指示交由 ISS 執行，而 ISS 會依照 AGI 的指示進行投票。

問題四：請問 AGI 如何設定議合的優先順序？

答 覆：AGI 會根據投資組合中各公司(被投資方)的持股規模來判斷該公司與 AGI 之間議合的潛在影響力，持股越大、對投資組合影響越明顯的公司，可能被列為更高優先級別，或係根據基金投資組合中的權重、客戶(投資人)的優先議題來挑選。

三、安本集團(Aberdeen Group)

(一)機構簡介

安本集團(Aberdeen Group)源自蘇格蘭，總部位於愛丁堡，前身安本資產管理公司創立於 1876 年，現為倫敦證券交易所上市的全球性投資機構。安本集團以深度基本面研究為核心，採取由下而上的選股策略，強調資深經理人對投資標的進行多次實地訪查，以全面掌握企業營運與策略變化。安本亦以嚴謹風險控管著稱，依各商品原始設計的風險屬性進行個別化管理，避免一體式控管造成的效率損失。其目標為於風險可控下追求穩健的絕對報酬，而非僅以擊敗指標指數為導向，因而在全球資產管理市場持續展現競爭力。

(二)簡報內容摘要

1. 新興市場債務(Emerging Market Debt, EMD)能力及展望

- (1) 安本集團於 EMD 領域擁有超過 20 年的經驗，管理資產約 230 億美元。其核心競爭優勢係對近 90 個國家及 500 家公司進行專有的深度研究，並透過獨有的 Quantum 系統執行嚴格的下行風險管理。該系統能對油價、美元、美債等因子進行衝擊測試，確保投資組合的穩健性。投資決策係每六週循環進行更新，旨在識別高風險調整後報酬、低潛在跌幅的優質資產。
- (2) 總體經濟展望方面，儘管短期受 AI 熱潮支撐，安本集團預計美國經濟將放緩，在中期對美元持適度負面觀點，主要係考量美國及歐洲的增長差距縮小、美國關稅及政治干預風險等。美元走弱將對 EMD 資產有利。與此同時，新興市場的基本面持續改善：多數新興市場國家正在實行財政緊縮，這與已開發國家形成對比，並反映在國際評級機構上調評級多於下調評級的趨勢中。
- (3) 在投資週期上，由於通膨放緩，部分 EMD 國家已進入降息週期，而邊境市場的降息週期才剛開始啟動，帶來機會。因此，目前安本集團的投資

組合明確增持新興市場當地貨幣債券(約 60%)，以享受美元走弱及降息的紅利。具體看好的當地貨幣部位國家包括巴西、墨西哥，以及邊境市場如菲律賓及哈薩克。此外，新興市場公司債的淨槓桿率顯著低於已開發國家市場，且淨發行量為負，估值具有吸引力。當前 EMD 整體收益率仍接近過去十年半的高點，具備投資價值。

2. 全球房地產證券永續基金

- (1) 安本集團於全球房地產市場居領先地位，截至 2025 年 6 月底，房地產業務管理資產規模達 346 億英鎊，名列歐洲前十大房地產經理人。該集團不僅係歐洲第二大物流經理人，於住宅型房地產領域亦表現優異。其優勢為整合直接物業、債務及上市證券業務，並透過全球 13 個辦公室、超過 300 名專業人士的協作，提供深度且全面的市場洞察及管理服務。
- (2) 全球房地產證券永續基金係安本集團於上市房地產領域的旗艦商品，規模約 4.9 億歐元。法規遵循上，該基金屬 SFDR Article 8 類別，專注於促進環境與社會特性的投資。其策略核心採「高信念主動管理」，致力於挖掘具結構性成長潛力的房地產趨勢。此外，該基金具備投資彈性，允許最高 20% 的資產配置於如酒店、住宅建商等非 REITs 標的，掌握更廣泛的資本增長機會。
- (3) 基金投資決策流程結合「由上而下」的總體趨勢分析及「由下而上」的精選個股研究，並將 ESG 洞察深度納入其中。基金運用專有的 ESG 框架，包含量化的 ESG 評分(ESG House Score)及質性的 ESG 評級(ESG Quality Rating)，藉此設定嚴格的排除條件。透過積極所有權(Active Ownership)的參與及主動投票，基金經理人能有效掌握風險，確保投資組合於獲取報酬的同時，亦符合長期的永續經營目標。
- (4) 基金精準鎖定三大長期趨勢：近岸外包帶動的「供應鏈重組」、高齡化及城市家戶增長引發的「人口結構變化」，及 AI 帶動「經濟數位化」下的數據中心需求。近期基金增加投資於具備強勁租金增長潛力的歐洲物流

及受益於高齡化需求的美國醫療保健板塊，並適度減碼供應過剩的美國工業板塊。此配置策略成效卓越，讓基金展現出跨市場週期的超額收益能力。

(三)小結

安本集團憑藉逾 20 年專有 Quantum 系統經驗，深度研究全球近 90 國資產並嚴格控管風險。針對總體環境，該集團預期美元走弱將有利於財政改善的新興市場，故策略性增持當地貨幣債券，聚焦巴西、墨西哥等國降息紅利。在房地產領域，該集團作為歐洲領先經理人，採高信念主動管理及 ESG 框架，精準布局供應鏈重組及數位化趨勢，另近年受惠於歐洲物流及美國醫療保健配置，展現卓越報酬表現。

(四)問題與答覆

問題一：在美元疲軟的背景下，安本集團對新興市場的股票及債券市場有何看法？

答 覆：美元走弱對新興市場的股票及債券資產而言係一個有利的環境，具多重好處。首先，它導致新興市場本幣走強，貨幣相對美元升值；其次，它降低償債成本，減輕新興市場主權及企業的美元債務負擔；最後，美元疲軟會促使以美元計價的名目 GDP 增長，從而有助於改善債務佔 GDP 的比率。因此，如果我們對美元走弱的判斷正確，這將全面有利於新興市場資產。

問題二：川普的口號「讓美國再次偉大」(Make America Great Again, MAGA) 要求將更多生產回到美國本土。請問這對歐洲及其他地區會產生什麼影響？

答 覆：川普的「讓美國再次偉大」口號，實質係推動資本回流美國進行生產，以強化本土製造能力。然而，這引發了全球性的反向效應：歐洲、亞洲及南美洲等地區，基於地緣政治的干擾風險，也意識到必須確保自

身供應鏈的安全及穩定。這些地區開始採取行動，將資源及生產帶回本地或鄰近區域，體現了「近岸外包」及在地化趨勢。這種雙向的本地化趨勢，雖然不代表全球化的終結，但確實使其進入一個「暫停或調整期」。

四、摩根資產管理(JP Morgan Asset Management)

(一)機構簡介

摩根資產管理隸屬於摩根大通集團(JPMorgan Chase & Co.)，該集團係美國最大金融服務機構之一，在全球金融市場居領導地位。總部位於美國紐約的摩根資產管理，係全球主要資產管理業者之一，擁有逾百年的金融傳承。

該公司另類投資策略橫跨私募股權、私募信貸、基礎設施、對沖基金策略、房地產及多種機構化策略。其旗下摩根房地產係全球規模最大的機構型不動產投資管理團隊之一，投資策略完整，範圍遍及北美、歐洲與亞太主要城市。摩根資產管理致力於推動創新及永續發展，協助客戶優化投資組合配置，提升長期競爭力。

(二)簡報內容摘要

1. 資產管理市場展望

- (1) 摩根資產管理透過「市場洞察計畫」協助投資人過濾雜訊，強調在長線牛市後，持續多元化及應對波動的債券係當前兩大核心。隨著財政赤字增加，傳統債券的穩定功能面臨挑戰，投資人應善用該公司《市場指南》及《另類投資指南》中建議，於投資組合中納入不動產及私募市場等資產，以科學數據為導向，在波動環境中重建投資組合的防禦深度及廣度。
- (2) 全球經濟目前正受惠於貨幣及財政雙重的擴張性支持。聯準會隨歐洲央行腳步開啟降息，各國政府更透過「財政行動主義」直接介入，如美國的稅收減免及歐盟的基礎設施基金，為市場注入強勁動能。然而，強效政策也使資產估值顯得昂貴甚至泡沫化。市場未來將出現分化，積極進行結構性改革的國家將獲得獎勵，反之則可能面臨市場的懲罰。
- (3) 儘管政策支撐強勁，但通膨及長線結構性問題仍係潛在威脅。美國的政策組合具有通膨慣性，加上關稅稅率上升、進口價格上漲，可能迫使擴張性財政政策提早退場。此外，未來 25 年人口高齡化將導致社會支出大幅

擴張，加重財政負擔。投資人須高度關注通膨成本轉嫁的路徑，及人口結構改變對長期總體經濟穩定性產生的結構性衝擊。

- (4) 在另類投資領域，不動產因租賃收入與通膨掛鉤，於當前輕微通膨環境中展現出優異的抗通膨特性及穩定現金流。經歷過去幾年的價格修正後，市場已出現交易回溫。在央行降息週期帶動貸款需求、當前高殖利率環境的背景下，現在正係重新評估並佈局不動產的理想時機，能有效協助資產組合在多元化配置中，獲取更穩健的收益來源。

2. 歐洲房地產市場展望

- (1) 根據摩根資產管理《長期資本市場假設》報告，全球經濟正受 GDP 成長趨緩、經濟民族主義及通膨壓力交織影響，而 AI 導入則有望提振生產力。研究指出，將另類資產納入傳統投資組合具有顯著增效作用，預期報酬可由 5.4% 提升至 6.1%，且波動度能從 8.6% 降至 8.1%。這不僅提高夏普比率，更顯示於總體不確定性下，納入另類資產係強化投資組合韌性及效率的關鍵策略。
- (2) 目前歐洲房地產的投資邏輯已發生轉變，報酬主要驅動力來自重估價後的「高進場收益率」。隨著市場經歷價格修正，反映出更高的預期收益率，優質資產的交易倍數明顯下修，目前平均進場收益率約達 4.9%。隨著資本市場預期回歸過往常態，收益率有望小幅下滑並帶動資本價值回升；同時，租金增長預期將與長期通膨趨勢保持同步，為投資人提供穩定且具抗通膨特性的現金流收益。
- (3) 市場現正出現罕見的「價量背離」現象，房價因要求收益率上升而修正，但租賃需求依然強勁，過去三年優質資產租金平均增幅達 21%。這種租賃市場與資本市場的脫鉤，為專業投資人創造套利的良機。儘管買賣雙方對價格預期分歧導致交易量低迷，但資金募集已從房地產核心資產轉向增值型及機會型策略，顯示市場正積極布局，試圖捕捉資本市場調整過程中的高風險報酬機會。

(4) 近年歐洲房地產交易結構已發生結構性重塑，辦公室占比驟降，而物流、住宅及數據中心等新興部門迅速崛起。雖然辦公空間需求轉變，但倫敦、巴黎等核心城市的高品質空間因新供給受限，租金反而強勁成長。另物流地產受電商及供應鏈近岸化趨勢驅動，需求穩定擴張；住宅部門則面臨長期供需失衡，特別係學生宿舍市場在高度碎片化及需求強勁下，展現出極具吸引力的發展潛力及長線投資價值。

(三)小結

摩根資產管理指出，當前全球經濟雖受擴張性政策支撐，但面臨估值偏高及通膨慣性等挑戰，建議於投資組合納入另類資產以提升夏普比率，強化韌性。而歐洲房地產在經歷重估價後，進場收益率已具吸引力，且受惠於降息週期及優質資產租賃需求強勁，市場出現「價量背離」的套利良機。目前資金正從房地產核心資產轉向增值型策略，並聚焦受惠於供應鏈重組與供需失衡的物流及住宅部門，以在結構性轉型中獲取穩健增益。

(四)問題與答覆

問題一：川普於不動產投資的策略係「地段、地段、還是地段」，請問您對他的投資策略有什麼看法？

答 覆：「地段、地段、還是地段」的投資策略係出自 Conrad Hilton(希爾頓飯店創辦人)，這句話非常貼合目前的辦公室不動產市場。在當前的辦公室市場中，投資成功的關鍵在於地點及品質特徵：地點需鄰近重要交通樞紐，且建築內外部(如設施、咖啡廳、餐飲、生活機能)的便利性及配備至關重要。

目前的市場環境允許投資人以具吸引力的價格獲取優質地段。但隨著市場好轉，投資人必須重新評估哪些「品質特徵」的定價被錯誤低估。投資的核心原則係價值與價格的匹配；不要因為資產標榜「高品質」就盲目入手，而應鎖定那些價格被錯誤低估的優質資產，這才係真正值得投資的時刻。

問題二：美國聯準會將會在 12 月結束 QT，您認為這會影響明年的通膨，進一步影響聯準會 2026 年對利率的決策嗎？

答 覆：就我個人的看法，對於通膨的影響還不敢斷言，但可以確定的是，川普政府的政策傾向於推動聯準會實施降息，如現任聯準會主席鮑威爾就備感壓力，2026 年新任聯準會主席上台也非常可能朝這個方向前進。

問題三：歐洲央行已降息，使得歐元區的借貸成本相對於美國更具優勢。請問您在投資組合中，將如何善用此一融資成本優勢？此利率優勢是否為吸引國際投資人進入歐洲或德國房地產市場的主要驅動因素？

答 覆：歐洲央行降息創造的歐元區融資優勢透過兩大途徑影響房地產投資收益：首先，在無槓桿收益方面，融資成本下降會影響資產定價，由於房地產價格立基於長期債券殖利率、風險溢價及租金成長預期，因此在維持強勁租金成長的前提下，降息預期將帶動資產價格重估，推升獲利；其次，就槓桿增益效果而言，低利率環境使資金運用更具增益性，能顯著放大投資報酬。

然而，吸引國際投資人進入歐洲的核心驅動因素，在於市場提供高風險調整後總報酬，因預期進場收益率上揚導致資本價值下修，投資人得以折價購置資產。惟實現高總報酬的關鍵前提在於：當收益率隨價格回升而收斂時，GDP 成長必須維持韌性，確保租金成長，證明貨幣政策能在降息的同時穩定經濟。

五、DWS 集團(DWS Group)

(一)機構簡介

DWS 集團創立於 1956 年，總部位於德國法蘭克福。該集團曾為德意志銀行 (Deutsche Bank) 旗下業務，於 2018 年透過 IPO 成為獨立實體並在法蘭克福證券交易所上市；目前德意志銀行持有該集團約八成股權。

DWS 集團於歐洲零售資產管理市場中居領導地位，業務遍及全球主要金融中心，為個人、機構及政府機構客戶提供多元化的投資解決方案。其業務主要涵蓋三大領域：主動管理、被動投資及另類投資。該集團以深厚的投資研究為基礎，結合其全球同步的 CIO View 框架，確保投資策略的紀律及一致性。

(二)簡報內容摘要

1. DWS 盡職治理及投票選擇權

(1) DWS 的核心受託責任係為投資人極大化長期財務價值，其盡職治理活動始終聚焦於具備財務重大性的永續事項。然而，隨著全球養老基金及主權基金等機構法人的觀點日益分歧，對於經濟預期及永續偏好的需求呈現異質化發展，傳統「一體適用」的統一投票政策已難以滿足現今多元的投資目標。面對市場環境的複雜性，資產管理機構亟需更具彈性的治理框架，以精準回應不同投資人的期望。

(2) 為解決上述挑戰，DWS 推出「永續管理與議案投票選擇權方案」(Sustainability Stewardship & Voting Choice Program)，將自身定位從傳統的「單一投票決策者」，轉型為「賦予投資人選擇權」的平台提供者。這項轉型旨在透過靈活的機制，讓客戶能將投票及盡職治理活動與其特定的投資目標連結。此舉不僅強化投資人對資產行使權利的自主性，更代表資產管理業者從主導地位轉為服務導向，協助客戶在複雜的治理環境中實踐其核心價值。

(3) 在執行架構上，DWS 提供多層次的解決方案，包含預設的標準投票政策、

為大型機構量身打造的客製化委託等。提供方案允許客戶於投資光譜上進行精準定位，選擇範圍涵蓋以排除外部性影響為主的「純粹財務價值最大化」，乃至更嚴格的「永續性聚焦」政策。為確保此多元架構的落實，DWS 投入強大的技術基礎設施，確保各類政策於應用至不同客戶資產時，皆具備高度的可審計性及精確度。

- (4) 「永續管理與議案投票選擇權方案」的實施，不僅將投資管理與盡職治理整合為一致的整體，更深化 DWS 對客戶最佳利益的履行。DWS 強調，儘管客戶選擇的政策各異，但所有方案的核心均須與受託責任接軌，最終以實現股東長期財務價值最大化為依歸。展望未來，DWS 正積極探索將此投票選擇權延伸至一般客戶的可行性，致力讓更廣泛的投資群體能參與公司治理的決策過程，實現投資民主化及治理專業的結合。

2. 代幣化與區塊鏈技術展望

- (1) DWS 指出，代幣化(Tokenization)的核心本質在於金融市場底層基礎設施的革新，而非改變資產既有結構。透過區塊鏈技術將證券、基金及貨幣轉化為代幣，其價值在於解決傳統金融長期的結構性低效問題。區塊鏈首次將資產與貨幣整合至統一的生態系統，有效打破傳統市場的系統孤島(System Silos)；此外，藉由共識演算法取代冗長的對帳(Reconciliation)流程，並結合智慧合約嵌入複雜的商業邏輯，將大幅提升金融操作的自動化程度及整體運作效率。

- (2) 根據 2025 年最新數據，代幣化貨幣(即穩定幣)市場正迎來爆發式增長，規模已達約 3,000 億美元。相較之下，代幣化資產市場仍處於發展初期，規模尚不足 1,000 億美元，且面臨次級市場流動性不足的挑戰。DWS 預計於 2026 年發行代幣化貨幣市場基金，惟其實施仍須克服「冷啟動問題」(Cold Start Problem)，即發行人、投資人與服務提供者之間因缺乏同步行動的誘因，導致生態系成形緩慢。預計在分散式帳本技術(Distributed ledger Technology, DLT)上重建完整的金融基礎設施，仍需 5 至 10 年

的長期轉型期。

(3)國際清算銀行(Bank for International Settlements, BIS)觀點指出，代幣化的進程將從政府證券等高標準化、高流動性的工具起步，其中共同基金及 ETF 被視為最具潛力的代幣化資產類別。麥肯錫(McKinsey)預測，到 2030 年，代幣化資產的潛在價值將上看 2 兆美元。另一方面，代幣化並非旨在取代金融中介機構，而是驅動其角色轉型。中介機構必須具備「代幣化就緒」(Token-Ready)的能力，例如資產管理業者將轉向利用代幣化技術優化管理流程，並在穩定幣的儲備管理中持續扮演顧問等核心角色。

(三)小結

DWS 推出「永續管理與議案投票選擇權方案」，從決策者轉型為平台提供者，透過彈性治理架構及技術設施，在履行受託責任的前提下，精準滿足客戶的多元投資偏好需求，並規劃延伸至零售商品以實現投資民主化。另一方面，DWS 積極布局代幣化技術，旨在革新金融底層基礎設施以解決結構性低效。儘管目前代幣化資產市場仍處初期且面臨冷啟動挑戰，但預期將驅動中介機構轉型，除持續扮演穩定幣顧問角色外，亦利用代幣化技術優化管理流程。

(四)問題與答覆

問題一：DWS 如何調整其在新興市場(如亞洲)的工作策略，以應對該地區企業治理實務與監管預期的差異？

答 覆：DWS 正積極應對亞洲地區複雜且高度差異化的監管環境及日益增長的客戶需求。由於亞太區的永續性法規趨勢正從自願性轉向強制性，加上市場對相關議題的關注提升，DWS 認知到有必要調整現有的工作策略。僅靠中央系統無法滿足不同國家及法規下的特定需求。為確保決策的精準性及合規性，DWS 計劃擴大資源配置，並於當地部署在地專家，以深化專業知識，從而有效應對新興市場的複雜性。

在服務層面，DWS 專注於提供更高度的客製化服務，使投資決策能與目標緊密契合。為回應市場對客製化投票選擇的需求，DWS 正在開發一套模型，旨在將投資流程與股東議合整合為完整且一致的架構，藉此履行受託責任。

問題二：DWS 作為資產管理者，如何區分其在主動式或指數型策略中的議案投票方法？

答 覆：DWS 目前的議案投票方法採用標準化的中央管理模式，對所有具備投票權的持股(如主動式、被動式 ETF、零售基金或新興市場資產)一體適用相同的投票政策，以確保政策執行的一致性及效率。然而，DWS 正在探討未來朝向更具差異化的投票及議合策略發展的可能性。

DWS 認知到主動式策略具備特定的投資目標，因此未來可以考慮針對個別商品客製化更具體的議合或投票政策，使投票實務更緊密貼合該商品的投資主旨。實施此類差異化必須以確保活動能規模化為前提，避免設立過多、操作過於繁瑣的政策，以維持管理的可行性。

問題三：當實體資產被代幣化時，是否也需要與傳統實體資產採取評級機制？

答 覆：絕對需要。目前已有金融科技公司正在嘗試執行這項任務，例如德國慕尼黑的 Particular。評級代幣化資產時，會有一些不同於傳統評級的考量因素，必須將一系列技術因素納入評級中。例如，評級公司必須檢查代幣化資產使用的區塊鏈類型及其安全性，以及所使用的智慧合約賦予了哪些權利。大型評級機構也已開始關注這一領域。

問題四：實體資產代幣化領域中，哪些類型的金融商品可能會消失或改變其形式？

答 覆：當實體資產被代幣化時，資產本身並不會消失或改變其基本類型。相反地，代幣化會為現有資產賦予額外的功能。這些新功能主要體現於更高的可交換性及可編程性，使得資產的交易變得更為簡便，並能實

現目前傳統框架下無法進行的操作。

代幣化帶來的最大改變在於提升資產的可投資性及可交易性，尤其對高價值、低流動性的另類資產影響最為顯著。例如透過將一座大型機場分割成數千個小代幣，讓原本僅限於大型投資機構參與的資產，能夠開放給一般投資人。此外，代幣化也將使過去難以投資的無形資產(如版權)變得更容易參與，未來可能出現可供大眾投資的版權代幣。因此，代幣化的主要影響係使資產更易於交易及投資，而非改變資產的本質。

六、AllUnity

(一)機構簡介

AllUnity 係總部位於德國法蘭克福的金融科技公司，致力於建立全球領先的歐洲支付解決方案。該公司由頂尖金融機構與數位資產公司共同合資成立，股東背景強大，包括德意志銀行資產管理公司 DWS、專業流動性提供者 Flow Traders，以及全球加密貨幣金融服務公司 Galaxy Digital。

AllUnity 專注發行歐元穩定幣 EURAU，旨在推動透明且可擴展的數位金融。目前該公司已獲得德國聯邦金融監管局的電子貨幣機構(Electronic Money Institution, EMI)牌照，並完全遵守歐盟《加密資產市場監管法規》(Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCAR)框架，為歐洲首批獲得此類認證的穩定幣發行商之一。

(二)簡報內容摘要：AllUnity Euro Stablecoin(EURAU)

1. 開放帳本及私人貨幣的本質變革

穩定幣在金融架構中扮演「開放帳本」的關鍵角色，與傳統電子貨幣(如 PayPal)有本質差異。傳統系統係於機構內部的封閉帳本改寫數字，而 AllUnity 發行的 EURAU 則係於公共區塊鏈上的「不記名工具」(Bearer Instrument)。在此種模式下，價值移轉與帳簿更新同步完成，代幣可於錢包間點對點直接移轉，無須再向發行機構發送支付指示，徹底改變傳統需多方對帳、事後結算的繁瑣模式。

2. 高標準儲備管理及監理合規

EURAU 依據歐盟 MiCAR 及德國 EMI 規範發行，其穩定性建立於極高標準的儲備要求上。相較於一般商業銀行僅約 14%的高品質流動資產(High-Quality Liquid Assets, HQLA)比例，EURAU 採行「102%支持」結構：100%資金存放於銀行存款，另加 2%股本作為監理資本；未來可依規範將部分資金配置於 AA+以上的高評等政府公債。這種透明且受嚴格監管的結構，對追求

資金安全及流動性的機構投資人、企業財務單位具有高度吸引力。

3. 從加密交易到企業財務的多樣應用

穩定幣的應用已從早期的加密貨幣交易擴展至全球實體經濟。在通膨嚴重國家，穩定幣成為日常支付及儲值工具；而在企業端，則可實現 24 小時不間斷的跨境結算。具體應用包括：簡化集團內部的現金池管理、透過智慧合約串接機器對機器(M2M)的自動化支付，以及代幣化資產(如數位債券)的「款券同步交割」(Delivery versus Payment, DvP)鏈上結算。這些情境顯著提升資本效率並降低作業成本。

4. 鏈上結算挑戰傳統 SWIFT 機制

現行國際支付依賴 SWIFT 訊息交換，流程涉及多個中介行且受營業時間限制，導致處理費用高且耗時。穩定幣支付則直接移轉「資產本體」，交易確認即最終結算，無需透過傳統代理行模式。隨著歐盟 MiCAR、美國 GENIUS Act 及各國法律趨於完備，未來若能達成監理互認架構，受監管穩定幣將可直接在公共區塊鏈跨境流通，成為新一代「可程式化支付」基礎設施，進而部分取代 SWIFT 的清算角色。

5. 營運模式及技術架構

AllUnity 定位為「批發型發行人」，僅面對機構客戶，類似債券發行人與金融市場的分工協作。在技術層面，EURAU 支援多鏈環境，並與 SAP、Stripe 等大廠整合，讓企業能直接於既有財務系統中操作穩定幣，實現自動對帳。其鑄造、贖回流程高度自動化，客戶透過 API 綁定帳戶後，數分鐘內即可完成法幣與代幣轉換，大幅降低機構導入門檻並維持作業穩定。

(三)小結

AllUnity 為批發型發行人，其所發行的 EURAU 係受監管的穩定幣。EURAU 透過公共區塊鏈「開放式帳本」架構，實現點對點即時移轉，解決傳統封閉帳本需多方對帳的痛點。其核心優勢在於遵循歐盟 MiCAR 規範，採 102%高標準儲備

支持，展現優於傳統銀行的資金安全性。近期穩定幣的應用場景由加密交易延伸至企業 B2B 支付、M2M 及資產結算，藉由直接移轉「資產本體」挑戰傳統 SWIFT 機制。

(四)問題與答覆

問題一：在歐洲境內電子支付與即時轉帳已十分普及的情況下，發行歐元穩定幣的策略意義何在？未來是否只是重複既有支付系統功能？

答 覆：穩定幣的核心價值不僅在「境內零售支付」，而在於跨境支付與企業流程整合。歐元區內現行支付已相當有效率，但跨時區的跨境清算仍仰賴 SWIFT 與傳統通匯銀行業務(Correspondent Banking)，效率及成本仍有改善空間。穩定幣可作為 24/7 即時結算層，讓企業得以將支付直接嵌入內部系統及智慧合約流程，並在跨境情境中避免受限於營業時間及中介行層層轉手。

問題二：EURAU 與未來可能推出的數位歐元之間，係競爭關係或互補關係？

答 覆：兩者定位明顯不同。數位歐元由央行主導，採封閉式架構並設定個人持有上限，主要作為實體現金的數位化替代，聚焦於境內零售小額支付及離線匿名交易；而 EURAU 則為在公共區塊鏈運作的受監理穩定幣，服務對象以加密市場、金融機構及企業為主，應用於跨境結算、資產代幣化及企業財務管理。因此較可能形成功能互補，而非單純的替代關係。

七、瑞士寶盛銀行(Bank Julius Baer & Co. Ltd.)

(一)機構簡介

瑞士寶盛銀行創立於 1890 年，總部位於蘇黎世，係瑞士跨國私人銀行集團，並為全球私人銀行產業的重要領導者。該公司業務獨特，完全聚焦於純粹財富管理，無商業銀行或投資銀行部門，使其能以客戶需求為核心，提供客製化建議及跨資產配置服務。

寶盛集團擁有國際網絡，業務遍及 28 個國家，近年透過併購等行動積極布局亞洲市場，目前亞洲已為其僅次於瑞士的第二大核心市場，其中新加坡及香港各為其全球第二及第三大辦公室，顯示對該地區客戶的高度重視。

(二)簡報內容摘要

1. 純粹財富管理定位及瑞士安全基因

- (1) 寶盛集團採取業界罕見的「純粹財富管理」模式，其唯一的業務重心即為私人銀行服務。這種專業性確保銀行資源不會被商業貸款或投資銀行業務分散，且由於不自行發行金融商品，銀行能以「開放式平台」整合全球超過 47,000 種商品，從根本上避免推銷自有商品的利益衝突，確保建議始終以客戶利益為優先。
- (2) 在地緣戰略上，該行承襲瑞士深厚的金融底蘊，利用瑞士政治中立、法律穩定及極度重視隱私的文化特質，為客戶資產提供高度安全的避風港。儘管全球金融透明度提升，但瑞士對隱私權的高度重視及具競爭力的稅制(如無資本利得稅)，使其依然係全球高淨值人士的首選託管地。
- (3) 寶盛集團擁有清晰的全球佈局戰略。在 2004 年果斷退出美國市場後，全力聚焦亞洲並將其視為「第二本土市場」。透過收購美林證券國際私人銀行業務及在香港、新加坡設立雙中心，目前已在亞洲資產管理規模位列前茅，並透過蘇黎世、香港、盧森堡等七大全球託管中心，提供客戶真正的跨國資產流動性及安全性。

2. 系統化投資流程與紀律化資產配置

- (1) 寶盛集團的投資哲學核心係「以紀律克服人性偏差」。累積 135 年的實務經驗，銀行建立了一套嚴謹的投資流程，旨在減少投資人常見的「損失厭惡」心理。整個流程由投資長帶領全球逾 200 位專家，從綜觀的長期趨勢出發，確保每一項建議都有深厚的量化數據佐證，而非僅憑市場情緒。
- (2) 在配置策略上，寶盛集團強調「戰略資產配置(Strategic Asset Allocation)」的重要性，這一步驟利用數十年的歷史數據模型，決定投資組合約 90%的成功關鍵。在此基礎上，再透過「戰術資產配置(Tactic Asset Allocation)」針對如疫情等短期突發事件進行靈活微調。最後透過專業交易員的策略實行確保買賣時機及成本最優化，為客戶提供顧問式或全權委託的專業管理。

3. 針對台灣市場的全方位傳承架構

- (1) 寶盛集團面對亞洲高淨值家族最關心的財富傳承，提供涵蓋繼承、稅務、信託及家族辦公室的全方位規劃服務。規劃流程從深度的事實調查開始，結合客戶的人生目標及資產狀況，與外部專家協作，提供量身定製的財產保護架構，確保家族財富能跨代穩健流轉。
- (2) 寶盛集團對台灣特定的法律環境具高度專業認知，如台灣法律的「特留分」限制，及全球資產累進遺贈稅等。同時，針對台灣日益嚴格的受控外國公司(Controlled Foreign Company, CFC)規則，該集團能協助客戶釐清信託受託人的申報義務及「穿透原則」下的稅務承擔，確保合規性。
- (3) 在實務執行上，寶盛集團透過協助客戶設立外國授予人信託(Foreign Grantor Trust)等工具，實現資產保護、隱私保護、控制金流等目的。例如同在一個家族中，針對擁有台灣及美國不同稅務身份的受益人，設計差異化的金流控制及延遲分配機制。這不僅能實現資產及隱私的雙重保護，更能有效解決台灣家族在跨國居住及複雜法規下的分配難題。

(三)小結

寶盛集團以「純粹財富管理」為核心定位，結合瑞士政治中立與極度重視隱私的安全基因，透過開放式平台確保客戶利益優先。投資端運用 135 年演化的嚴謹流程，以戰略資產配置奠定成功關鍵。針對台灣市場，該集團因應受控外國公司法規及特留分限制，利用全方位傳承架構，為高淨值家族排解跨國稅務身分及資產保護難題。

(四)問題與答覆

問題一：寶盛集團怎麼同時做到保密又遵守反洗錢規範？

答 覆：寶盛集團於維持高水準銀行保密性的同時，透過嚴謹流程履行反洗錢規範。儘管國際法規如 CRS 及 FATCA 要求分享稅務資訊，銀行保密仍透過日常紀律來維持。銀行嚴格培訓員工，禁止對外部或客戶討論任何客戶資訊；內部資訊權限嚴格管制，違規將面臨法律制裁，確保客戶資訊受到絕對保護。

反洗錢工作從與客戶建立關係即開始，貫穿整個關係週期。銀行執行嚴格的客戶盡職調查，要求客戶清晰核實資金來源。帳戶開立後，銀行持續監控交易模式，特別關注頻繁存取款、向未知第三方轉帳等可疑行為。近期銀行亦開始利用 AI 工具輔助監控，一旦發現可疑活動，即向監理機關報告。透過這種前端核實與後端監控的結合，讓寶盛集團成功地在法規框架內履行保密義務及打擊非法金融活動的責任。

問題二：寶盛集團平常怎麼開發客戶？會陌生開發嗎？

答 覆：寶盛集團主要依賴人脈網絡及推薦來開發新客戶，極少進行陌生開發。客戶開發來源主要包含以下幾種方式：首先，集團會引進資深的銀行家，他們加入時便能將其既有的客戶網絡帶入寶盛。其次，銀行服務多年的現有客戶若感到滿意，會將朋友或家族成員推薦給銀行，這亦為重要的客戶來源。此外，在特定市場(如日本、泰國)，寶盛會與當

地合作夥伴協作，由他們引薦潛在客戶。銀行家也會透過參加專業交流活動，與律師等其他專業人士建立聯繫，從而獲得客戶介紹。

整體而言，客戶開發係上述多種人脈驅動方式的組合，並且每位客戶關係經理(Relationship Manager)都有其獨特的執行方式，但核心原則係不主動進行突兀的陌生電話開發。

問題三：寶盛集團能否保證投資報酬？

答 覆：投資報酬無法保證。雖然某些市場參與者可能會給人一種報酬被保證的感覺，但事實並非如此。即使在理論上看似有保證報酬的商品中，風險也始終存在。例如，某些結構型商品聲稱在市場下跌時不會虧損本金，但如果提供該商品的銀行本身破產，該商品也會隨之失效。因此，不應暗示或承諾任何保證報酬。銀行能提供專業分析、專業知識，並盡最大努力協助客戶達成投資目標，但保證投資報酬係極為罕見的。

問題四：寶盛集團如何應對客戶因投資表現不佳而表達強烈不滿的情況？

答 覆：客戶對投資組合表現感到不滿的核心觀點，通常源於對風險的理解不足或金融知識的缺乏。若僅強調投資的正面效益，客戶恐誤以為無虧損的可能。因此，應對的第一步係充分溝通風險，必須努力解釋所有利弊，說明潛在收益來源，以及可能面臨的風險，確保客戶對風險有深度認知。

另一個關鍵對策係提供金融教育。寶盛集團認知到客戶可能缺乏金融市場的基本知識，因此會主動為客戶提供金融教育，內容涵蓋債券、股票、結構型商品、衍生性金融商品等工具的運作方式。透過深入的風險溝通及基礎的金融知識教育，可以有效降低客戶因不理解而產生不滿的機率。

八、瑞士百達集團(Pictet Group)

(一)機構簡介

瑞士百達集團創立於 1805 年，總部位於瑞士日內瓦，係全球領先的獨立金融機構之一。該集團採合夥制經營且無外部股東，確保集團決策的獨立性及長期穩健發展，確立其在全球財富管理領域的領導地位。

該集團核心業務涵蓋財富管理、資產管理及資產服務三大領域，專注於為高淨值客戶、家族及機構提供量身訂製的投資方案，致力於提供高品質、以客戶為中心的服務；其投資策略豐富多元，包括固定收益、另類投資及獨特的主題投資，並積極推動 ESG 與永續發展理念，展現責任投資的承諾。

(二)簡報內容摘要

1. 穩定治理及投資哲學

- (1) 百達集團的核心競爭力源於其長達兩個世紀的私人化結構及合夥人制度。由 10 位執行合夥人及約 40 位股權合夥人直接參與管理，平均近 20 年的資歷確保決策的穩定性及連續性。這種「所有者即管理者」的模式，讓該集團能擺脫上市公司每季業績壓力的枷鎖，轉而採取 220 年的超長期思維來保護並增長客戶資產。
- (2) 百達集團拒絕盲目併購或成為毫無特色的基金超市，堅持規模應係正確經營後的自然產物。透過嚴格專注於不涉及投資銀行或高風險活動的核心業務，該集團得以將資源投入於深化客戶關係，建立起堅實且長久的夥伴連結，這種獨立性也成為其在變動市場中維持信念的重要基石。
- (3) 投資哲學則專注於專題式、另類、新興市場及量化投資四大支柱。百達集團擅長預見市場尚未察覺的長期機會，例如於網路泡沫時期率先佈局水基金，或於 2015 年領先市場投資人民幣債券。這種前瞻性源於對巨型趨

勢的洞察，目前將都市化、運算能力及去物質化(Dematerialization)²視為未來數十年的關鍵驅動力。

- (4) 百達集團已構建一套結合客戶需求及投資視角的創新生態系統，確保投資主題不因官僚化而僵化，而係具備實質的長期獲利潛力及策略理念。透過這套系統，該集團能將前瞻視野轉化為具體的投資策略，使資產配置能與全球經貿趨勢脈動精準接軌，創造穩健的超額價值。

2. 科學選股及永續責任實踐

- (1) 責任投資被視為百達集團的 DNA，並採取獨特的「去中心化」推動策略。不同於將 ESG 視為單一部門職責，該集團建立了一個橫跨投資、銷售、人資及風險控制的支持網絡，將永續理念深植於各業務環節。這種全方位參與的模式，確保責任投資不僅係口號，而係實質嵌入組織的核心實踐中。
- (2) 氣候行動方面，百達集團展現強大的領導力，承諾於 2030 年實現投資組合排放量較基準線減排 60% 的目標，目前已超前達成 42%。此外，該集團透過積極所有權發揮影響力，例如與台積電等企業進行深度議合，成功推動龍頭企業重返 SBTi 科學基礎減量目標，體現資產管理人於推動全球產業轉型中的關鍵地位。
- (3) 針對專題式股票投資，百達集團擁有一套嚴謹的科學選股標準，核心指標即為「純度」。純度嚴格衡量企業收入與投資主題的重疊程度，平均需接近 80%，這解釋了為何其機器人基金會排除特斯拉等主營業務仍為汽車的公司。在環境評估上，該集團更採用「地球邊界論」結合生命週期評估，將科學定義的臨界點轉化為量化指標。
- (4) 風險管理係百達集團營運的核心防線，採用「排除、納入、基本面分析及投資組合建構」的嚴謹四步驟。該集團將投資標的研發強度及自由現金流量收益率視為評估科技股表現的關鍵指標，並由專屬風險經理每週監測。透過專業防禦及前瞻眼光，集團在能源效率、氣候調適及實體 AI 等

² 透過數位化、輕量化、服務化等方式減少資源消耗。

未來十年關鍵領域中，精準平衡市場風險及增長機會。

3. 另類投資及私募共同投資策略

- (1) 百達集團在私募市場深耕逾三十載，管理資產規模達 500 億美元，其核心競爭力源於高度精準的共同投資(Co-Investment)策略。自 1992 年推行以來，該集團憑藉保守穩健的底蘊，創造出高達 33%的內部報酬率，且損失率僅 11%，遠優於同業水準。透過深厚的私募股權背景，該集團成功在規模化與風險控管間取得平衡，提供兼具獲利倍數及安全邊際的投資機會。
- (2) 百達集團的投資案選案標準極為嚴苛，篩選率僅約 10%至 15%，堅持選擇經驗相符的普通合夥人，並聚焦具備清晰價值創造計劃的投資案。2024 年推出的環境共同投資基金，更進一步避開高風險的氣候創投，精準鎖定年營收 5,000 萬至 3 億美元的成熟中型市場公司。這種策略不僅專注於具備技術壁壘的領域，更透過共同投資的結構優勢大幅降低費用成本，為投資人創造更優異的淨報酬。
- (3) 百達集團強調環境投資必須與財務報酬緊密掛鉤，核心邏輯為投資具備成本競爭力的綠色解決方案，並利用 ESG 溢價提升出場的預期報酬。例如生產低排放發電機的 Mainspring 公司，因切中數據中心對替代能源的龐大需求，具備潛在十倍報酬；循環經濟領航者 FEMAT 則透過回收碳纖維創造高獲利。這些實例展現了該集團如何將環境責任轉化為商業超額報酬，並吸引頂級退休基金青睞，成就卓越的出場表現。

(三)小結

百達集團憑藉 220 年私人合夥制，建構擺脫短期壓力的長期投資體系。該集團將永續視為 DNA，透過去中心化 ESG 策略及嚴謹的「純度」選股，將氣候行動轉化為超額報酬。在另類投資領域，百達以逾 30 年私募經驗為後盾，憑藉精準共同投資策略創造高報酬及低損失率。結合環境責任及成本競爭力，該集團不僅鎖定能源轉型及實體 AI 等巨型趨勢，更在私募及公開市場展現將永續價值

轉化為財務績效的專業實力。

(四)問題與答覆

問題一：百達集團如何尋找新的投資主題？

答 覆：創新來源係多元的，而非來自單一部門。許多想法源於投資團隊自身的熱情與信念；另一些則來自銷售團隊從客戶那裡收集到的需求及反饋。百達已建立一套系統，能認真對待並嚴格測試所有想法，最終將客戶視角與投資視角相結合，找出最好的投資主題。

問題二：百達集團如何將責任投資標準應用於實際的投資決策中？是依賴第三方評級還是內部流程？

答 覆：使用內部流程或第三方評級的整合程度因策略而異。對於「正向影響型」的主題策略，其核心準則係百達內部對公司商品及服務的基本面分析。對於其他策略，可能會更多地結合使用外部數據(如 MSCI)及內部研究。最終的決策權始終掌握在投資團隊手中，亦會考量不同策略的 ESG 目標，採用不同深度的整合方法。

問題三：依您們的觀點，未來 5 到 10 年最重要的投資主題是什麼？

答 覆：AI 與經濟活動的去物質化共同被視為未來 5 到 10 年推動社會轉型的核心動力。同時，由 AI 擴展導致的巨大能源消耗及環境成本，亦成為一項同樣關鍵的對應性投資主題。這兩種趨勢相輔相成，非獨立存在，共同塑造了未來主要的投資佈局機會。

問題四：與傳統投資組合相比，百達集團如何管理主題式投資組合的風險？

答 覆：百達集團的風險管理係多層次的。首先，每支基金都配有一位專職的風險經理，並定期進行審查。其次，風險管理內建於投資流程的每一步：從主題的構建、公司的排除與納入、個股的選擇到最終的投資組合建構，都已將風險納入考量。我們專注於基本面，並在整個流程中

管理流動性、波動度等多項指標。

問題五：百達集團如何看待虛擬資產及其發展？

答 覆：百達集團不直接投資比特幣等加密貨幣，因為它們波動度極大。然而，其底層的區塊鏈技術具有深遠的價值，故百達投資那些在其業務中大量使用或推動區塊鏈技術的公司，如利用區塊鏈追蹤其供應鏈，或作為加密貨幣交易平台的公司等。

問題六：AI 與供應鏈的重組如何改變您們對新興市場的看法？

答 覆：百達集團專注於集團內部所稱的「黃金三角」，台灣、韓國及日本。百達看重這些地區極高的研發強度及技術領先地位，而非地理位置本身。百達尋找像台積電的長期「複利成長者」。最終決策基於基本面，如自由現金流量收益率及資本報酬率。因此，百達集團於中國的直接暴險很低，主要係出於對治理結構及不同增長驅動力的考量。

參、心得與建議

一、透過國際研究及研討交流，掌握金融市場發展動向並厚植專業研析基礎

在金融環境全球化及數位化的趨勢下，各國金融市場關聯度日益提升，使金融風險的監控需具備國際協作及資訊交流的視角。透過參與各國際組織的相關研習及事務研究，除能掌握全球金融體系發展脈動，亦有助於參考國際間的監理機制及實務經驗。因此，本公司宜適時派員參加國內外相關專業研討會或金融科技、永續金融等專題論壇，透過與國際同業及專業機構的交流，獲取前瞻性資訊，藉此拓展同仁視野，並轉化為精進本公司業務研究及專業素養的基礎。

二、歐洲商用不動產呈價量背離，宜持續關注市場變化及對銀行資產品質的影響

目前歐洲金融機構對商用不動產展望普遍保守，市場呈現顯著的「品質分化」現象，僅頂級辦公大樓具備較強韌性，其餘等級資產則面臨估值下修及交易低迷的「價量背離」壓力。鑒於本國銀行對海外商用不動產仍有部分暴險，且不動產的價值修正往往具備滯後性，恐對銀行資產品質產生潛在影響。宜持續關注國際特定地區商辦市場的景氣動態，研析其對本國銀行的可能影響，並蒐集國際間對相關暴險的評估觀點，以利掌握市場環境變遷。

三、國際代幣化資產及穩定幣發展日益成熟，宜關注其對銀行的潛在影響

隨歐盟 MiCAR 法規落實，受監管的穩定幣已由加密交易延伸至跨境結算及企業支付領域，透過區塊鏈「開放式帳本」實現點對點即時清算，顯著提升 B2B 支付效率。然穩定幣具備高度流動性的特徵，若未來應用規模持續成長，其與傳統銀行業務間的互動關係，可能對銀行端的資金運用及相關業務結構產生潛在影響。此外，國際組織及相關研究機構預期資產代幣化趨勢在未來十年具發展潛力，底層技術的演進亦可能驅動金融服務模式轉型。因此，宜關注國際資產代幣化發展及國際監理組織的評估觀點，以利未來進一步研究。