

2022 全球資產管理大未來研習課程

「多元投資新趨勢：私募股權與 REITs」

研習課程摘要實錄

為提供投資人多元投資管道、提升資產管理產業競爭力，金管會於 2021 年 1 月 12 日宣布將修正投信投顧法，開放不動產投資信託基金(REITs)採基金架構發行；此外，鑒於近年來國際私募股權基金蓬勃發展，為協助國內資產管理業者了解有別於傳統投資的另類投資發展趨勢，並應用於專業領域，爰以私募股權基金與不動產投資信託基金為本培訓案之主軸，以提升從業人員專業並與國際接軌。

本基金會分別於 11 月 17 日及 11 月 18 日兩日辦理「多元投資新趨勢：私募股權與 REITs」，本研習課程針對私募市場投資與不動產投資信託基金規劃主題，以提供從業人員更多元的投資策略，俾利我國從業人員接軌國際，兩日實體參加學員分別為 72 位及 75 位，線上參加學員分別為 41 位及 30 位，共計 218 位學員，分別來自主管機關、周邊單位、投信投顧業者及其它金融業等。

摘要實錄目錄

內容

議程	2
主題 D1-1：Private Equity Markets Coverage in Public.....	3
主題 D1-2：Private and Public Market Infrastructure	4
主題 D1-3：The future of the traditional portfolio and the role of alternatives.....	6
主題 D1-4：Secured Opportunities in Private Credit Fund.....	8
主題 D2-1：REITs 全球發展趨勢與台灣市場之展望.....	9
主題 D2-2：AllianzGI private markets capabilities & strategy	10
主題 D2-3：Private markets in the current macro environment	11

議程

11/17 (Thu.)	Topics	Speakers
09:30-10:50	Topic 1: Private Equity Markets coverage in Public	Thomas Karthaus Head of Private Markets Research, BNY Mellon IM - Newton (視訊、英文--安排口譯)
10:50-11:10	Break Time	
11:10-12:30	Topic 2: Private and Public Market Infrastructure	Jim Lydotes Deputy Chief Investment Officer, Equity, BNY Mellon IM - Newton (錄影、英文--安排口譯)
12:30-13:30	Lunch Time	
13:30-14:50	Topic 3: The future of the traditional portfolio and the role of alternatives	Joanna Berg Director, Senior Alternative Investments Strategist, BNY Mellon IM - Investor Solutions (錄影、英文--安排口譯)
	Q&A	Clarence Chan Head of Client Solutions, APAC ex JP BNY Mellon IM (視訊、英文--安排口譯)
14:50-15:10	Break Time	
15:10-16:30	Topic 4: Secured Opportunities in Private Credit Fund	April LaRusse Head of Fixed Income Investment Specialists, BNY Mellon IM – Insight (視訊、英文--安排口譯)
11/18(Fri.)	Topics	Speakers
09:30-12:30	Topic 1: SAA: ESG's New Frontier: incorporating ESG in Strategic Asset Allocation decisions	林超驊 總經理 「樂富一號不動產投資信託基金」 暨「新光一號不動產投資信託基 金」管理機構(中文授課)
12:30-14:00	Lunch Time	
14:00-15:20	Topic 2: AllianzGI private markets capabilities & strategy	Emmanuel Deblanc's 團隊成員 (錄影、英文--安排口譯)
15:20-15:40	Break Time	
15:40-17:00	Topic 3: Private Markets in the current macro enviroment	Emmanuel Deblanc Global Head of Private Markets, Allianz Global Investors (視訊、英文--安排口譯)

主題 D1-1：Private Equity Markets Coverage in Public

講席：Thomas Karthaus, Head of Private Markets Research, BNY Mellon
IM - Newton



今年以來私募股權基金成長性超過 2 成，募資規模和交易金額再締新猷，吸引市場關注，故茲就私募股權趨勢進行探討。此外，這些私募公司私有化時間較以往更長，耗費更久時間才回到市場上市，原因為何？再者，這些私募股權公司，係透過何方法創造更多價值？亦將為各位介紹。

在探討上開主題之前，茲就紐約梅隆集團背景進行介紹。該集團係全球第一大保管集團、全美第 5 大管理公司，所管理資產高達 1.8 兆美元，服務客戶範疇則涵蓋全球之資產管理公司、養老金、主權基金及家族辦公室等。紐約梅隆集團旗下共有 7 間資產管理公司，各自有其特色和負責項目，譬如：Mellon 負責指數專業，Insight 擅於固定收益和風險管理領域，Newton 則擅於股票機會、多元資產解決方案和永續策略等。

私募市場之範疇多元且規模龐大。單是 2021 年全球私募市場募資金額高達 1.2 兆美元，資產類別橫跨私募股權、創業投資、不動產、實體資產、私募債權、組合型基金與二級市場。私募市場股權結構可分為 3 類，分別是「創業投資」、「成長股權」與「私募股權」，分述如下：

- (一)「創業投資」係屬於草創階段，在初期研發產品並尋找客戶，尋求產品與公司之媒合，故也稱作「產品媒合期」(product-market-Fit stage)；也係三個結構類別中風險最高且持有期間最長。
- (二)「成長股權」位於中期階段，除存在產品媒合風險外，亦存在技術和工程風險，且須面臨辨識市場實際規模及如何拓展市場之挑戰；2012 年迄今，成長型股權市場增長約 10 倍。

(三)「私募股權」則常採取槓桿操作，其報酬來源為債務償還、營運改善和多元化擴張等。

另私募市場之趨勢會影響公開市場，其主要趨勢包括：

- (一) 風險投資和成長型股權的快速增長。
- (二) 全球創新之速度正加快，且多數創新發生在私有公司。
- (三) 公司私有化期間變長，可能因法規趨緊而降低上市意願。

Newton 作為股票經理人，在公開市場上具備成功和悠久之傳統；在私募市場上，透過紐約梅隆集團之平台，可以擁有更佳接觸私募公司之管道，致力為客戶進行明智之投資決策。

主題 D1-2：Private and Public Market Infrastructure

講席：Jim Lydotes, Deputy Chief Investment Officer, Equity, BNY Mellon
IM - Newton



當今投資環境出現 1970 年代以來前所未見的通膨現象。以民生物品為例：Pepsi 公司旗下樂事產品價格較一年前調漲約 16%；可口可樂整體漲幅約 12%；酪梨年漲幅達 80%；蛋價漲一倍等。經濟成長低迷，但通膨壓力加劇，形成所謂「停滯性通膨」(stagflation)。如今沒有上漲的大概就屬失業率，英美失業率仍處在 4% 之下，可能係因 covid-19 降低人們重返全職崗位之意願，從而出現就業不充分現象。

投資人在停滯性通膨環境頗具挑戰，究竟該何去何從？「基礎建設資產」係可考量之投資標的。鑒於「基礎建設資產」能提供非週期性服務並創造大量穩健的現金流，且其現金流係以股利形式回饋予股東，可支應高生活成本，故成為當前通膨環境下之投資選擇。這類防禦性資產的好處在於受到良好法規規範並享有獨佔者的優勢；反觀，某些科技產業(公司)可能蒙受監管單位突然介入的衝擊。「基礎建設資產」可分為「公開發行基礎建設基金」以及「私募直接基礎建設基金」：

(一) 公開發行基礎建設基金：

購買投資於基礎建設相關之上市股票的基金，其優點與「私有直接基礎建設基金」相比在於：

- 1.無閉鎖期：因是投資在每日(工作日)交易的有價證券上，故沒有閉鎖期且流動性較佳。
- 2.成本優勢：基金管理費通常不超過 2%。
- 3.動態配置：僅投資於公司中的一小部分，故能進行動態調整。

(二) 私募直接基礎建設基金：

其優點在於每季按市價計價，故與股票相關性較低，但閉鎖期較長，多為 2 至 4 年。過去 10 年間私有大量的直接基礎建設基金被募集，數據顯示目前私募基金之閒置資金已逾 3,000 億美元，且該筆金額中有半數係於過去一年半中被募集。

基礎建設資產具有穩定現金流、良好透明之監管及資產營運模式，可分為「傳統型」和「非傳統型」。「傳統型」包括輸油管道、港口、機場和收費公路等；「非傳統型」則包括不動產、科技和電信設施，以及醫療照護設施，如醫院和療養院等，亦隸屬於「社會基礎設施」，細說如下：

(一) 「電塔不動產信託投資」(Tower REITS)：

因電信經營者擁有電塔和纖維網路等，而電信產業整體 EBITA 乘數僅為 6 倍，但電塔產業 EBITA 乘數則高達 20 倍，故許多經營團隊會分拆出售電塔事業，從而實現獲利。

(二) 醫療照護相關之基礎設施：

已開發國家人口老化現象蔚為趨勢，以美國為例：每天約有 1 萬人變成 65 歲，最高齡之戰後嬰兒潮人口為 76 歲，故對上述基礎設施需求持續提高。

(三) 能源基礎建設：

在美國，推動基礎建設受限原因並非勞工，而係其他因素干擾。譬如，單是搭建天然氣管線即須取得聯邦政府、州政府和郡政府之許可，且還會面臨居民之反對聲浪，及初期鉅額資本支出

之問題。雖能源基礎建設起頭難，惟一旦執行，未來可創造可觀收益並以股利形式回饋給股東。

烏俄戰爭使歐盟面臨能源危機。能源價格影響民生，致歐盟境內不少國家不得不設定能源價格上限，惟其上限仍足以確保「高投入資本收益」。加以歐盟正緊鑼密鼓加速部署再生能源，故長遠來看對公用事業仍屬有利。綜合以上得出結論：通膨壓力高漲和經濟顛簸不平，肇致停滯性通膨。Fed 和歐盟在抑制通膨同時，也抑制了經濟成長。在當前環境下，上市股權基礎設施(Listed Equity Infrastructure)所具備的特性，包含：流動性和主題多樣性，可作為保護現金流之投資標的。

主題 D1-3：The future of the traditional portfolio and the role of alternatives

講席：Joanna Berg, Director, Senior Alternative Investments Strategist,
BNY Mellon IM - Investor Solutions



低利率和寬鬆貨幣政策的結束，使得傳統 60/40 股債投資策略，難以提供如過去 20 年(具吸引力)之報酬，因債券在利率上漲環境表現不佳；復以地緣政治風險升溫，加劇市場波動，但股債相關性提高，實難透過債券來緩衝股票投資組合之波動；加以全球經濟暗流湧動，構成市場和經濟運行方式的長期結構性變化，故需要相關性較小之策略來規避投資組合波動風險，並解決投資時所面臨之經濟周期性和長期趨勢轉變的問題。在此背景下，另類投資異軍崛起，在投資組合管理扮演角色日益重要。譬如：可透過低波動避險基金來降低投資組合波動；運用不動產和基礎建設資產來規避通膨風險；亦可透過私募股權策略來提供比公開市場更高之報酬等高層次的另類投資，可分為「避險基金策略」和「避險基金下之私募市場策略」：

(一) 避險基金策略：

包含多空股票策略、絕對報酬和相對報酬策略、事件驅動策略、全球宏觀策略、併購套利策略等，可提供與公開市場相關性

低的非系統性報酬來源。

(二) 避險基金下之私募市場策略：

私募市場策略的低流動性結構，可提供非流動性溢價，從而提高報酬率。另私募股權策略在經濟衰退時期和經濟衰退後時期表現最佳，因可趁危機入市，以較低價格收購公司。

後疫情時代不平衡之經濟增長模式，以及利率和通膨率攀升現象，在中小型企業、特定房地產行業和新興市場中，既創造明顯的贏家也產生明顯的輸家。紐約梅隆集團認為，採行避險基金策略中的併購套利策略，可從這些後疫情時代的輸贏家中得利，操作方法為作多被收購方和作空併購方，特別是在利率上升環境，通常可賺取不錯的利差。

最後談論市場的長期和結構性暗流，包括：

(一) 股票市場結構性變化：

過去 10 年，美國以私募股權作擔保之公司數量，已超過公開上市公司之數量，且從金額來看，私募股權募資金額呈現持續增加趨勢。此外，私募股權市場整體投資表現優於公開市場，高出約 4-6bps。

(二) 負責任和影響力投資策略：

除創造收益外，亦可協助解決環境和社會議題，包含氣候永續、多樣性、公平性和包容性等，故在客戶投資組合的占比和重要性不斷提高。

(三) 科技創新：

疫情加速科技創新的趨勢，致使消費者行為轉變，創造明顯贏家市場。

(四) 從全球到在地之移轉：

國內消費轉變和供應鏈區域化現象，因 covid-19 和貿易緊張情勢而有加劇。世界經濟已渡過貿易開放高峰期，經濟學家預測，某些供應鏈將跨越國界，從而創造新的投資機會。新的商業模式將從此轉變中崛起，凸顯在地化之重要性，並創造明顯的贏家和輸家，投資者可以趁勢獲利。

主題 D1-4：Secured Opportunities in Private Credit Fund

講席：April LaRusse, Head of Fixed Income Investment Specialists, BNY Mellon IM–Insight



Insight 係紐約梅隆集團旗下最大之資產管理子公司，其資產規模高達 7,260 億美元，最大客戶則為國際退休基金，所管理金額占總規模之 9 成。2002 年成立迄今其資產管理規模成長約 20 倍，並以固定收益商品為主要投資標的；另 Insight 在擔保金融領域具多年操作經驗，該資產管理金額高達 214 億美元。

首先，須了解何謂「已擔保之私募債權基金」（secured private debt fund）？不同於 MBS 和 ABS 等固定收益商品經歷證券化和信評授予之流程，該基金直接購買具有抵押品之貸款，以節省證券化流程之成本，並可直接獲得所購貸款之利率收益。

有關「擔保機會投資」（secured opportunities）與「典型 ABS」和「擔保金融」之風險忍受度和報酬表現的差異，包括：「典型 ABS」的預期報酬僅比現金利率高出 50-175bps，「擔保金融」高出 300-400bps，「擔保投資」則高出 900-1100bps；另就流動性不佳程度而言，亦是依序增加。投資私募債權基金之優點和挑戰茲分述如下：

（一）優點

1. 存在抵押品，故具下檔風險保護。
2. 提供較高之配息收入，不像其他證券化商品被銀行分走利潤。
3. 可直接議定合約內容，譬如：可以洽談「貸款價值比」（簡稱 LTV 比率），避免對方因擴大債務而變相降低擔保品之價值。

（二）挑戰

1. 存在鎖定期以進行再投資，故投資私募債權基金之流動性相對較低；以投資 5 年期之私募債權基金為例，其閉鎖期約為 3 年。
2. 須親自飛到當地，了解企業之實際營運項目。
3. 可能係以聯合貸款形式進行，故在審核貸款時須具一定專業度。
4. 須對擔保品覈實鑑價，避免放貸速度太快肇致損失。

另有關於私募債權之違約恢復率之議題，一般債券之投資損失違約恢復率約為 50%，但有抵押品之比率多為 100%，因借給該企業之金額小於抵押品之價值，所以通常出售抵押品後可全數拿回本金。是以事先準備工作相當重要，包含：訂定 LTV 比率、審慎鑑價、預先作情境分析和壓力測試等。

主題 D2-1：REITs 全球發展趨勢與台灣市場之展望

講席：林超驊 總經理，「樂富一號不動產投資信託基金」暨「新光一號不動產投資信託基金」管理機構



全球 REITs 市場的發展起始於上世紀末美國六零年代，之後相關法令陸續誕生；台灣則至 2003 年才跟進，並且台灣證券化的脈絡是先有金融資產再有不動產資產證券化。美國是目前市值占比最大的國家（約 67%），但亞洲的市占比也不容小覷，台灣也具有發展 REITs 的潛力。

升息對 REITs 市場的影響長期來看大致呈正相關；以不動產資金收入為例，租金收入與 CPI 成正比，CPI 也和利率長期成正比，因此租金走勢與利率成正比，但此影響要一段時間才能反映在數字上；上述升息情形在極端狀況下會除外。以長遠而言，REITs 在升息中的表現是比較好的；這次升息對 REITs 的影響簡而言之有二：一為短期股價會有波動，二為長期以來會呈正相關（但不是所有的 REITs 都能對抗升息和通膨，此點要注意）。針對以上經驗，對於租約的設計要保有彈性。

REITs 銷售的好處為價格上有彈性，在稅賦上也有優惠：一、證券交易免稅，二、利息收入是 10% 分離課稅（但法人除外，納入當年營業所得）。台灣目前發行的 REITs 從法律架構、稅賦優惠以及商品設計原則等方面而言，與全球其他主要 REITs 市場並無本質上之不同，故會計處理具有一致性；且在「經濟強迫力下」，台灣 REITs 之收益分配記載與其他國家 REITs 之股利政策也無差異。總而言之，檢視台灣 REITs 市場之現況，對於 REITs 相關之法規、稅賦誘因、以及投資人權益與全球主要市場之規定與作法是一致的；雖是一致，但台灣的現行規定對於 REITs 市場之健全發展並不有利，

尤其體現在不動產投資信託基金之「資本利得」被全數列入當年度之可分配收益上，故台灣可參酌國際市場之作法，視信託契約之約定將資本利得投入不動產市場進行投資，以提高基金之收益並促進市場之活絡；且針對現行法令如民事賠償之部分，也應有合理規定，方有利台灣 REITs 市場發展。面對現行法規對於「利益衝突」之要求，如何避免便是 REITs 管理者必須嚴肅看待之議題。

主題 D2-2：AllianzGI private markets capabilities & strategy

講席：Emmanuel Deblanc's 團隊成員



安聯環球投資私募團隊已有十五年歷史，近年來每年投入市場的資金至少 50 億歐元，茲就其「私募債權」、「亞洲私募信貸」以及「私募股權」方面進行介紹。

與私募債權最近似的兩個市場是「高收益債券」與「槓桿的銀團貸款」；相對於後兩者，私募債權更直接客製化地提供中型市場公司貸款，且在疫情之後擁有投資回報成長，且在市場動盪下損失率較低。安聯在私募債權領域的策略如下：(一)「全球多元化私募債權」(Global Diversified Private Debt)，為主要投資策略，包含 20-40 個投資標的，目標投報率為 5-8%；(二)「全球私募潛力債權」(Global Private Debt Opportunities)，與上述(一)策略相近，但由於目標投報率較高(8-11%)，故納入較多之次順位債。

在亞洲私募信貸方面，其借貸策略的對象為營運與控股公司，前者主要以第一留置權的交易為主，而後者則以第二順位的優先債為主，如此，策略可以涵蓋公司的整體資本架構，提高回報率。以投資人的角度來說，絕對報酬與相對報酬均不錯，並且設有「合約現金流量」提供下檔保護，不會被市場趨勢過度影響。另在亞洲私募信貸市場的供需方面，呈現供給不足但需求持續增現象，因亞洲相較歐美，受到法規限制、經濟海嘯後的歐美銀行策略等因素影響，傳統放貸者針對中級市場的信貸供給明顯較少；但需求持續增加，因東南亞與南亞等主要投資地區的中產階級增多、生產力提升，尤其在

數據中心、健康照護、電塔、能源轉型等產業領域需求特別大。

另在私募股權方面，安聯私募股權部門是全球投資規模前五大的團隊。其私募股權基金整體的回報率頗為誘人，但是每一年的不同基金報酬都差異甚巨，因此需要慎選基金經理人。該團隊僅從 18,000 位提供私募股權產品的經理人中選出 100-150 個目標投資標的。另私募股權的計畫在九零年代從歐美市場開始投資，2003 年開始進入亞洲市場，並在新加坡設立總部，團隊包含 75 位投資、法務、財務、資產管理等專業夥伴。目前，團隊針對歐洲、北美與亞洲三個市場的投資大致相等。對於亞洲充滿動態的市場來說，格外倚賴在地團隊的連結與對市場的充分瞭解。

針對深富成長性的私募市場，安聯私募股權團隊在集團與客戶利益吻合的前提之下，透過深度國際市場連結、規模優勢、對 ESG 的重視等等，造就良好的投資成果，並重視下檔保護。

主題 D2-3：Private markets in the current macro environment

講席：Emmanuel Deblanc, Global Head of Private Markets, Allianz
Global Investors



本講席由 Emmanuel Deblanc 主持，偕同 3 位安聯環球投資團隊的成員與會，分別為 (1) Qinru Li(2)Sumit Bhandari(3) Kulbhushan Kalia，對談內容擇要如下：

Q1： 私募市場的高度成長是源自於全球金融危機、銀行裁員、趨於保守的低利率環境之下，尋求高收益的動機嗎？隨著後疫情環境之下，全球經濟逐漸回暖，私募市場會持續走強，還是投資人會逐漸不再需往外尋求高收益，轉而回歸傳統債券市場？

A1： 私募股權近十年的成長，確實部分源自金融海嘯以來的低利率環境，吸引更多追求高收益的投資人。但私募股權的獨特性在於（與公開市場上的被動投資相比），可透過主動投資早一步尋找 alpha，進而作出收購和影響管理層決策，以及最終的出售等行為。目前多數全球性的投資

組合中包含私募股權，主要投資在已開發市場，並借助槓桿工具取得便宜資金，以提高報酬率。未來債務成本雖提高，令此槓桿收購的投資方式受到挑戰，但如私募股權存在更專注於營運改善和合併收購的策略，則似可維持現有回報率。

Q2：當前情況投資名目利率債券是否係有吸引力的選項？資金是否會因此從私募市場流出？

A2：當前名目利率雖看起來高，惟實質利率並不算高，私募市場仍對投資者提供獨特價值，如可提供中間市場公司借款，以及對其資本架構掌握更加全面。在亞洲，銀行縮減規模、裁員等因素，導致中間市場公司仍難募得所需資金；但事實上這些在地的公司頗具成長機會，且受益於當地消費力增長，故其投資報酬率亦較高。另從風險方面，私募信貸投資受到合約、抵押等安全措施的保護，提供了很好的下檔保護，且比起公開市場能提供更多元的投資標的。故整體而言私募信貸的長期風險回報仍良好。

Q3：亞太地區面對疫情的經濟表現相對於歐美市場為何？背後有何影響與因素？

A3：面對這次經濟衰退，亞洲從資產負債、經常帳餘額或持有的外債方面，都可看出其韌性，印度、印尼等國家仍處於增長，預估 2023 至 2024 年仍持續成長；中國經濟成長率則開始築底，明(2023)年經濟或出現反彈。另亞洲經濟表現較好，主要係因疫情時期不像歐美一樣提供龐大紓困，故就算存在通膨也是源於外部因素，國內層面的通膨威脅較小。惟長遠而言，主要風險仍是停滯性通膨所帶來的高失業率與高通膨率，對於資源不足的亞洲國家來說，必要時對民眾提供補貼以緩解通膨對社會的影響。