

- 第11屆考試委員及首長著作彙編 • 第五章 退撫保險與基金議題
頁 V - 73 ~ V - 82

退撫基金管理面臨之主要挑戰 與因應策略

銓敘部部長 張哲琛

*本文民國 101 年 2 月發表於《公務人員月刊》，第 188 期。

公務人員退休撫卹基金管理委員會（以下簡稱基金管理會）負責軍公教人員退休撫卹基金（以下簡稱退撫基金）之收支、管理及運用，自民國 84 年 7 月成立運作以來，截至 100 年 11 月底參加基金機關學校總數 7,731 個，參加基金人數共計 63 萬 2,101 人，基金規模日漸龐大。隨著退撫給付的壓力日漸增加，退撫基金的經營管理將更形重要，在國際金融情勢瞬息萬變與金融工具不斷推陳出新之際，面對不同於以往的投資環境，必須適時檢討投資政策，以追求長期穩定收益。本文謹就近年來，基金管理會面臨之主要挑戰與因應策略予以說明。

一、人口結構轉變對退休基金之影響

20 世紀後期以來，世界各國不論是已開發國家或是開發中國家，人類開始活得更長，加上生育率的下降，使得人口結構高齡化。根據南丹麥大學丹麥老化研究中心（Danish Ageing Research Center）刊登在英國醫學期刊「The Lancet」的論文指出，人類壽命自 1840 年以來，一直不斷增長，而且目前沒有發現任何停止此一增長趨勢的跡象；儘管慢性疾病有所增加，但因疾病而造成的活動能力受限或喪失現象，卻開始減弱，這主要源於醫學進展，且如果過去平均壽命穩定增長的趨勢持續至 21 世紀，那麼自 2000 年後，在歐美及日本等富裕國家出生的人，半數以上可活到百歲以上。過去一個世紀，已開發國家的人民平均壽命大幅提高了 30 歲，且根據日本厚生勞動省公佈的「簡易生命表」顯示，2008 年日本女性平均壽命為 86 歲，已超越 80 年代學者所認為的 85 歲極限。不過，該論文同時也提出警告說，像英國這種富裕國家的人口結構失衡，將對傳統社會福利國家的經濟發展、醫療保健及老年安養等造成嚴峻的挑戰，加上小家庭制度的興起及政府財政預算的困難，各種退休基金，便成為保障退休生活重要的方法。

美國人口研究機構「人口資料局」（Population Reference Bureau）於 2011 年 7 月所發布「2011 年世界人口估計要覽表」（2011 World Population Data Sheet）指出，2011 年全球平均總生育率為 2.5 人，其中我國生育率 0.9 人為全球最低的國家。依經建會於 2011 年 9 月公布「2010 年至 2060 年台灣人口推計」報告，由於生育率長期下降及預期壽命不斷延長，使我國人口結構偏向高齡化，在出生率持續低迷的情況下，我國將在 2025 年左右即達到日本目前的老化指數。更令人擔憂的是，老年人口與青壯年人口之比，將由 2010 年每 6.9 個青壯年人口扶養 1 位老年人口，

50 年後（2060 年）轉變為每 1.2 個青壯年人口扶養 1 位老年人口，若考量青壯年人口中 15 至 24 歲者多數仍在就學，則實際所需扶養之人數將再提高。

長期而言，人口高齡化對一個國家政府的財政與金融市場有著非常重大的影響，尤其是對退休基金長期的財務可持續性產生重大問題，是不容忽視。過去歐洲各國在人口高齡化的過程中，退休金制度不斷遭受衝擊，所以退休基金必須正視人口結構老化趨勢所可能帶來的問題，並提早準備。

退撫基金實施初期，為免制度變動幅度過大，立即造成各級政府以及基金參加人員之負擔，爰採較優的提撥費率撥繳退撫基金，即不足額提撥，且多年來僅是微幅調整提撥費率。由於退撫基金為確定給付制，屬於長期給付承諾，必須承擔籌措退休給付的各種風險，因此，其資產配置與單純追求投資報酬的確定提撥制及共同基金不同，不能單就資產面分析，必須重視資產與負債之關聯性，以資產負債管理（Asset and Liability Management）的觀念來建構資產配置。因此，基金管理會基於善良管理人之立場，為期儘早瞭解在現行收支體制下，基金之長期財務負擔狀況，並做為未來基金相關制度、運用策略擬訂或修正之參考，爰依公務人員退休撫卹基金管理條例施行細則第 17 條規定定期辦理精算，以真正達到給付與費率的對等性與代際公平性，並確保退撫基金之財務健全與永續經營。

依退撫基金第 4 次精算統計，公教人員擇領月退休金比例，從制度開辦時 63.2% 至 65%，逐年提高至 95.2% 至 96.8%，月退選擇權下長期支領期間造成退撫基金沉重財務負擔，此一現象隨著國人醫療進步壽命延長對提撥費率不足所帶來的隱憂將更明顯。有鑑於此，銓敘部爰參酌各國退休法制、我國政經、社會之情勢轉變及立法院之決議，經學者、專家及各機關多次研議後，修正公務人員退休法，將自願退休人員之月退休金起支年齡延後，由原 75 制延長為 85 制，以及按照精算結果確實釐訂基金提撥費率，將退撫基金提撥費率上限提高為 15%，另教育及軍職人員也同時修正相關法規，刻正在立法院審議中。

二、全球經濟發展不平衡

2008 年金融海嘯之後，全球經濟板塊出現結構性變化，全球經濟從衰退邁向復甦的過程緩慢，各國的經濟成長並不平衡，已開發國家的經濟狀況繼續拖累全球經濟復甦，與已開發國家經濟復甦前景黯淡形成對比的是開發中國家和轉型經濟國

家，尤其是一些新興國家的復甦力度遠比先進國家強勁，亞洲成為全球經濟成長最快速的地區，而大陸和印度仍將是亞洲新興國家成長的主要引擎。國際貨幣基金（IMF）統計，2011 年已開發國家 GDP 占全球比約為 64.15%，較 2000 年的 79.71% 下降 15.56%；同期間新興國家則持續高成長，GDP 比重由 20.29% 大幅提升至 35.85%，成為支撐全球經濟持續復甦之重要力量，IMF 並預估 2015 年新興國家比重將達 40.29%。

即使已開發國家的失業率仍居高不下，加上財政政策逐漸退場及金融狀況依然異常脆弱，同時，新興國家的總體經濟風險也在不斷累積，但 IMF 在 2011 年上半年仍認為已開發國家私部門需求正在接替公部門需求擔起重責，緩解了可能引發二次衰退的擔憂，況且許多新興國家也已重現經濟過熱的現象，因而 IMF 預期雙速復甦仍將繼續。依據該機構 2011 年年初的預測，2011 年全球經濟成長約 4.4%，僅比 2010 年的 5% 略有下降，其中已開發國家及新興國家分別為 2.5% 及 6.5%，美國亦有 3% 之水準。同期間，環球透視機構（Global Insight Inc.）預測 2011 年全球經濟成長將由前一年的 4.1% 減緩至 3.7%，趨勢看法大致相同。後來，雖有日本大地震重創日本經濟，以及中東、北非地緣政治動盪及歐美國家採行緊縮財政政策等不利因素，惟 2011 年下半年前，許多預測機構仍認為全球經濟成長動能強勁，不致影響全球經濟穩定復甦。

然而事與願違，與之所預測情況相比，經濟復甦的不確定性增加。2011 年下半年歐元區各國對解決希臘問題遲未定論及歐債國家人民對緊縮財政之抗爭屢起，歐債危機進一步深化，重創歐洲經濟，銀行對歐債曝險持續增加，已擴散至美國及全球其他國家，全球經濟成長恐將減緩。由於 2011 年經濟成長雖較為減緩，但此趨勢各預測機構最初並未引起太多憂慮，可是幾次突發性事件，導致了更深的下滑，且最初公佈的資料低估了減緩的規模。全球經濟正受到兩大利空因素影響，一是已開發國家的復甦步伐顯著放緩，一是財政和金融不確定性急劇增加，任何一項都令人擔憂，當同時發生，情況就更加嚴峻了，因此，IMF 認為全球經濟已進入一個新的危險階段，實質需求動能減弱，市場信心近期大幅下降，在全球經濟復甦遭遇挑戰、金融市場面臨波動風險的陰雲籠罩下，新興國家正被拖進全球經濟疲軟的泥沼之中，也難以獨善其身，而將頗受傷害。顯然地，多數機構對於 2011 年經濟成長的最初預測過於樂觀，IMF2011 年 9 月最新發佈的全球經濟展望報告調降 2011 年全球

經濟成長為 4%，已開發國家及美國則大幅減至 1.6% 及 1.5%。

三、投資著重多元化資產配置

歷經金融海嘯，退休基金之投資難免受到波及，波士頓學院退休研究中心（Center for Retirement Research, Boston College）對經理人和顧問的調查顯示，美國私人退休基金在繁榮的 1990 年代大舉增持股票，到了 2005 年股票將近占這些退休基金投資資產的 7 成，但 2010 年 7 月時這些退休金計畫的股票部位已大幅降至 45%，因為愈來愈多退休基金經理人致力於追求穩健報酬。根據經濟合作暨發展組織（OECD）2011 年 7 月最新發表研究報告-「退休金市場焦點」（Pension Markets in Focus），在資產配置方面，自從金融海嘯後，債券是退休基金最主要的投資項目，平均比重約 50%，僅美國、澳洲、芬蘭及智利等四國股票投資比重較高，約介於 40% 至 50%，且美國私人退休基金 2010 年購買股票淨額較 2009 年減少了 16.9%。不過，債券投資比重較高，主要係受全球規模最大的退休基金-日本政府退休金投資基金（GPIF）投資債券比重高達 67% 所致。整體來看，股票及債券仍是退休基金九成左右的投資，因為美國現今仍擁有全球最大的退休基金資產，股票投資比重雖已從 2001 年的 67%，降至 2010 年的 55%，惟仍有相當比重，且其資產規模仍高達 10.6 兆美元，而且 2009 年至 2010 年，奧地利、芬蘭、波蘭及荷蘭等四國提升股票投資比重 6% 至 7%，並同時減少等比例之債券投資。

2008 年全球股市重挫導致 OECD 國家的企業退休基金虧損 3.4 兆美元，但之後受惠國際股市於 2009 年 3 月開始回升，2009 年及 2010 年這兩年加權平均報酬率分別達 4.4% 及 3.5%，累計已賺回 3 兆美元，大部分 OECD 國家退休基金資產規模已接近至金融海嘯前之水準；韜睿惠悅（Towers Watson）企管顧問公司及退休金與投資（Pensions & Investments）雜誌的共同研究，全球退休基金總資產在 2008 年時減少 4.5 兆美元，在 2010 年底則增長 6.1 兆美元，已超越金融海嘯前之水準，達到創紀錄的 26.5 兆美元。同樣地，那些年退撫基金淨值也大幅攀升新台幣 1,431 億元至 4,928 億元，委託美世公司（Mercer）台灣分公司精算結果，已提存退休基金比率（funding ratio）亦提升 4 個百分點至 23%，大幅改善基金財務結構。債券投資並無法如此快速回復資產價值，從以傳統債券為主要投資組合的退休基金來觀察，雖然可以使得其投資風險較低，但每年平均所需提撥的金額卻偏高，將增加退休基金的

財務負擔，例如，日本退休給付來自提撥者占 25% 至 40%，約為美國及英國之 2 倍至 4 倍，主要係因為日本退休基金過於保守的資產配置策略所致。

再者，觀察全球主要金融市場，固定收益商品的規模大於權益型證券數倍以上，將來的發展趨勢似乎也是如此。為了回應市場對固定收益資產的需求不斷增長，金融機構推出了看起來像債券、但實際上代表了資產價格波動如同股票般的新工具，例如高收益債券（垃圾債券）、抵押債券（Collateralized Debt Obligation）及負債比過高的已開發國家債等，而這類產品有時迫使投資者接受分擔損失，最令人印象深刻即是 2008 年美國雷曼兄弟因投資大量自己一手打造出來的金融商品-次級房貸債券幾成廢紙而倒閉，進而引爆全球金融海嘯。短短三年後，就連過去被認為違約機率不大的歐洲政府債券都令人改觀，希臘公債目前就正在發展至要求債權人減記 50% 債務的階段，而美國期貨經紀商明富環球（MF Global）已於 2011 年 11 月因持有巨額歐洲主權債券而申請破產。

由於經濟環境發生重大轉變，在嚴峻的金融情勢下，退休基金之投資難免受到波及，綜觀歐美等先進國家之退休基金，其投資政策均強調資產配置的重要性，同對地，退撫基金係長期性基金，應著重於資產配置而不是短期操作。依據諾貝爾獎得主經濟學家馬可維茲（Harry M. Markowitz）於 1952 年在財務期刊（Journal of Finance）上發表的經典文章—「投資組合選擇」（Portfolio Selection）之論述，唯有利用各項投資標的間不同之相關性，才能有效降低投資組合的風險，並增進投資效益。退撫基金成立初期，基於安全性、收益性與需達法定最低收益目標要求的考量，採取較保守型的投資策略，投資工具較偏重固定收益型之定期存款，採自行運用方式，且投資地區以國內為主，茲因台幣銀行定期存款具有低風險、穩定報酬之特性，遂成為退撫基金運作伊始、累積經驗及建立制度過程中的重要運用工具。然退撫基金成立 16 年多以來，在全球主要市場利率持續走低，固定收益商品已無法創造較高獲利的經濟環境下，加以基金管理會人員進用並無法隨著退撫基金淨值之遞增而增加，因此，基金管理會乃參照世界先進國家退休基金的資產配置，採行「固定收益與資本利得平衡」、「自行運用與委託經營並重」及「國內投資與國外投資兼顧」的投資策略，期望藉由多元化之投資選擇，有效分散基金運用風險，提升經營績效。

四、因應總體經濟變化，資產配置重新調整

歐美等先進國家退休基金均維持中長期（3 年至 5 年）穩定之資產配置策略，並適時執行資產配置重新調整（rebalance），2011 年下半年全球金融市場動盪不安，對退撫基金而言，最重要的是瞭解未來數年總體經濟情勢變化，適時根據市場情形作資產配置重新調整：

（一）新增辦理全球投資等級公司債券型委託

2011 年上半年，鑑於歐洲主權債務危機持續蔓延，希臘公債恐走向違約，投資人對歐洲債券興趣缺缺，且有波及義大利及西班牙公債殖利率之疑慮，甚至可能影響法國主權評級。雖然全球經濟擴張放緩，全球公債殖利率仍有下降可能，惟考量信用風險對殖利率之敏感度更高，因此，基金管理會於 2011 年將契約到期之國際債券型委託以現金方式收回。

基於資產配置及風險分散等考量，雖然美國聯準會日前宣布將維持低利率政策（聯邦資金利率 0-0.25%）至 2013 年中，然而經歷 2008 年金融風暴後，企業積極去槓桿化，再加上盈餘成長穩健及現金流量充沛，顯示企業體質逐漸改善。以長期供需狀況而言，投資人在目前低利率環境中尋求穩定收益之產品，對於固定收益資產的需求將不斷增加，同時非政府債券的供給正在減少，公司債券與政府公債之利差，可望有進一步收窄的空間。根據經驗，投資等級公司債價格走勢受到個別具體事件的牽動程度，多過於整體市場變動帶來的影響，因此低利率雖不利於一般政府公債投資，但對投資等級公司債未來仍可能因債信評等調升而啟動多頭行情。此外，投資等級公司債其信用狀況及償債能力較強，債券之信用品質較高，波動度相對較低，因此，基金管理會新增辦理全球投資等級公司債券型委託。

（二）建構防禦型股票投資組合

2011 年以來，全球經濟復甦腳步減緩，而民生需求品等防禦型產業的盈餘表現，於經濟衰退時期通常仍呈現成長，以及低波動的高配息績優股，均相當適合退休基金投資。再者，股價指數為經濟領先指標，雖然經濟調整期拉長，但股市應早已逐漸反映全球景氣疲弱的利空因素，以中長期角度視之，投資價值浮現。基於風

險管理及投資價值之考量，將部分資金轉進股價表現相對大盤抗跌的防禦型股票投資組合，待盤勢止穩反彈後，未來將可有較大之獲利空間。

(三) 研議另類投資配置

近年來，退休基金普遍意識到降低股票提高債券的投資並非全然無風險，因為先進國家創造的低利率環境，加上美國推動的二次量化寬鬆政策更進一步降低市場利率，壓低了債券殖利率報酬，且歐債危機不時紛擾市場，讓正從金融海嘯復原中的各國退休基金，又面臨政府債務違約風險。OECD 分析指出，德國、愛沙尼亞及南韓雖減少債券配置，但仍未增加股票投資，而是紛紛追隨全球趨勢，轉為在另類資產方面尋找投資機會。

傳統上，退休基金買進持有的策略，比較偏向多頭基金，而有些另類投資較能規避市場下跌風險而得到絕對報酬，屬於避險基金，增加預期報酬的另一種變化。依據 OECD 分析指出，提高報酬率之壓力使確定給付制的退休基金投資範圍正沿著固定收益、權益證券到另類投資的路徑演進，透過另類投資與傳統股債相關性低及追蹤市場走勢的特性，擷取全球市場獲利機會，希望達到長期穩健報酬。於是退休基金的觸角伸入避險基金、私募股權、商品市場、基礎建設及不動產等領域，而該趨勢很可能持續，但其實有部分另類投資的風險較高，故退休基金並非盲目地擴大另類資產之配置，目前約僅占總資產之 5% 至 10% 左右。

其實，退休基金較偏好投資期限長的金融產品，而能夠提供穩定及長期報酬的傳統金融投資產品相對匱乏，恰好公共建設屬於長期性計畫，有助退休基金日後履行相關退休給付，所以投資公共建設比重日益增加，除了具有穩定的收益及分享經濟建設的成長外，又能夠解決政府經濟建設等融資管道的問題，近年來，有些國家更明確將公共建設納入投資標的。2006 年 10 月加拿大安大略兩個退休基金-加拿大退休金計畫投資局 (Canada Pension Plan Investment Board) 及安省市政雇員退休計畫 (Ontario Municipal Employees Retirement System) 就曾成功收購一家英國自來水公司的股權，2010 年 11 月該兩基金再以 21 億英鎊標下英倫海峽隧道的英國段 1 號高速鐵路的 30 年經營權，該高鐵每年稅前獲利約 1 億 3,500 萬英鎊，這些投資經驗值得退撫基金借鏡與學習。

依公務人員退休撫卹基金管理條例第 5 條第 1 項第 4 款之規定，退撫基金運用

範圍包括以貸款方式供各級政府或公營事業機構辦理有償性或可分年編列預算償還之經濟建設或投資，以期達成支援國家經濟建設之目的，並發揮基金另一層面的運用效益。參酌全球退休基金投資在公共建設的比例，已開始逐步成長，我國時值推動「愛台 12 建設」等重大經建計畫之際。自 2010 年起，退撫基金將「各級政府或公營事業辦理經濟建設之貸款或投資」之運用上限從 0.12% 調高為 5%，以積極提升公共建設之投資空間。

五、結論

展望未來，退撫基金以財務健全與自給自足為前提，隨著高齡化社會來臨，以及參加基金人員年資增加與退休人數遞增，給付壓力勢必將逐年增加。尤其面對全球金融情勢的瞬息萬變，希臘債務問題有可能演變成不可收拾甚至難以挽回的局面，並透過錯綜複雜又普遍存在的相互持債，從歐洲各大銀行向核心國家蔓延，以其前所未有的頻率干擾全球金融市場之秩序，更進一步拖累全球經濟景氣復甦。為審慎因應景氣循環波動，退撫基金將會持續規劃最適資產配置及適時重新調整投資組合，同時透過制度改革降低給付成本，並適時檢討提撥費率，進而達成永續經營之目標。