

公務人員退休撫卹基金監理委員會第 108 次委員會議紀錄

時間：中華民國 108 年 2 月 20 日（星期三）下午 2 時 30 分

地點：考試院傳賢樓 10 樓會議室

出席者：李孟諺^{陳春榮代} 李繼玄 周弘憲
蘇建榮^{顏春蘭代} 潘文忠^{黃永傳代} 朱澤民^{黃鴻文代}
施能傑^{林煜焙代} 韓國瑜^{陳明忠代} 黃偉哲^{陳秀月代}
王惠美^{張正一代} 黃希穎 吳美鳳
溫軍花 吳潔萍^{周淑芬代} 羅吉旺
陳啟清 賀少華 劉啟群
鄭嘉偉 侯俊良^{李雅菁代}

列席者：符寶玲 劉 籐 黃肇熙 林美花

請 假：嚴德發 林智堅 楊鎮浯

主 席：李主任委員逸洋 記錄：柯輝芳 李貽玲 陳金懋
周思源 洪坤煙 陳建明
張容華 賴芷菁

壹、主席致詞：（略）

貳、報告事項

一、宣讀上（第 107）次會議紀錄。

吳委員美鳳：

議程第 9 頁有關具舊制年資之公教人員年資補償金於年金改革後處理方式，主管機關銓敘部前於立法院司法及法制委員會所作陳述，即現職人員舊制年資補償金如依原退休法續發，將使本基金破產，以及該補償金如至本(108)年 7 月 1

日起停發，所節餘之經費，將挹注至本基金等二項，經查均與現行法規未合，並有誤導立法委員及社會大眾之嫌，建請主管機構發布新聞稿加以澄清。

周委員弘憲：

銓敘部將於適當時機加以澄清，將正確資訊傳達給立法委員與社會大眾。

決定：紀錄確定。

二、本會委員會議決議（定）事項執行情形一案，報請公鑒。

決定：洽悉。

三、公務人員退休撫卹基金 107 年度截至 12 月底止之經營績效及運用情形，報請鑒察。

監理會高執行秘書誓男說明：

有關議程第 106 頁本會投資運用項目績效管考情形，107 年度共提出 87 件請管理會檢討改善，目前仍 8 件列管。誠如韋副主委報告，本基金於 9 月底之前基金整體收益率已達年度目標，但歷經 10 月全球股市大跌後，12 月又發生貿易保護主義及主要大國經濟放緩，及美國總統川普政治性談話，激起美股大跌大漲，同期間國內主要政府基金操作均處於極大震盪，故本會 107 年第 4 季之投資運用項目績效燈號管考意見高達 26 件，占全年比例近 1/3，請管理會在面對市場下行風險時，能依經濟情勢審慎調節投資策略，減少損失

。所幸本基金 107 年度結算雖有損失，但與其他政府基金相比，虧損相對較少。許多專家學者預期 108 年國內外經濟情勢均傾向下行，希望管理會持續審慎規劃資產配置或再平衡策略，使基金績效能保持良好。

賀委員少華：

(一)議程第 40 頁揭露本基金歷年平均已實現收益率為 3.17%，本人估算近 10 年已實現收益率約為 2.83%，與精算報告所列投資報酬率假設 4% 有段差距，若再加上 50 年的複利加乘效果，則差距將更為擴大；另因本基金近 3 年平均已實現收益率高於臺銀 2 年期定存款利率，並未達到國庫撥補的條件。若基金長期處於收益率低於預期，且未達國庫撥補的情況，可以預期本基金各類人員用罄時間將較預期更為提前，建議精算報告的投資報酬率假設應更貼近實際狀況。

(二) 本基金第 7 次精算報告預計何時公告？

蘇委員建榮（顏春蘭代理）：

本基金 107 年度整體收益率為-1.14%，雖在各政府基金中表現最佳，但因世界銀行及國際貨幣基金（IMF）等組織均下修 108 年全球經濟成長預測，今年操作難度將更為升高，不樂見國庫撥補情形發生。請問管理會有無調整投資組合、強化預警及分散風險之因應措施？

溫委員軍花：

- (一)管理會以口頭補充說明本基金 108 年 1 月份收益率及收益數資料，建議日後以書面方式呈現。
- (二)密件資料附件 2 提及之個股，屬本基金已出清之舊資料，可否讓委員顧問攜回詳加閱讀？
- (三)本基金 107 年度收益率-1.14%，落後年度目標 4.04%甚大，截至 12 月底運用資金亦較 9 月減少 200 多億，虧損雖不及國內其他政府基金，但此應不能作為本基金績效唯一評估指標，應盡力縮減與年度目標差距。另與臺銀 2 年定存利率相比，一年下來，一來一往落後 2.18%，自 85 年迄今至 107 年底平均收益率為 2.90%，僅領先臺銀 2 年定存利率（1.73%）1.16 個百分點，績效應該還有很大之改善空間。亦請問在場顧問，對於 107 年第 4 季經濟情勢有何看法及來年建議為何。

管理會韋副主任委員亭旭說明：

- (一)精算假設係以過去平均表現作為評估依據，與參酌精算會議中各相關團體意見後，訂立假設報酬率，或許與實際報酬率有落差，但精算係以較平穩狀態作為估計，第 6、7 次精算均以報酬率 4%作為假設，其他政府基金亦使用此數字。
- (二)第 7 次精算報告將依程序提報管理會及監理會委員會議審議通過後公告，時程預估為 108 年 6 月以後。
- (三)針對經濟情勢緊縮情況，管理會將秉持風險分散，偏向保

守操作策略，降低資本利得配置比例，減緩市場下跌衝擊，對基金收益來說，固定收益係未來配置重點。

(四)國庫撥補係以已實現收益率進行評估，目前並無國庫撥補情況。

(五)下次會議將依溫委員意見，以書面方式呈現相關補充資料。

(六)本次密件資料提供係依上次會議決議，於會場提供參考後收回，敬請見諒。

(七)關於績效表現，管理會將盡力改進創造收益。退休基金操作以追求長期穩定布局，配置不易大幅度進出，面對市場下滑調整情境，管理會將採保守方式因應。

吳委員美鳳：

(一)密件資料附件 2 之交易資料較多，委員於短暫會議中閱讀並理解，有其難度。以所附某檔個股資料為例，自 98 年迄 107 年計 10 年間，僅 102 年之收益為正數，其他年度均為負數，其間各年雖有配發股利，但抵不過股價下跌，本人於前幾次會議曾要求提供買進個股之股價，但此資料仍未提供相關數字，委員仍無法得知該檔股票當時買進股價為何。

(二)本人雖無經常進出股市，但以一般投資股票停損停利之概念來看，一檔股票投資三年即損失達上億元，一般人會放任損失繼續存在而持股續抱長達 10 年，而使總損失達 2 億

5000 多萬嗎？難道本基金管理會操作股票並無訂定停損停利機制嗎？若有，請說明相關停損的機制內容為何？

陳委員啟清：

- (一)關於軍職人員收支概況，通常為支出多於收入，依新施行之陸海空軍軍官士官服役條例規定，所節省之經費，將於年度預算完成立法程序後，挹注至軍人退撫基金。
- (二)目前已確定於 109 年將有國軍退除役官兵輔導委員會編列 100 億元預算，彌補國軍近年人事精簡之缺口，該款項亦將注入退撫基金，屆時軍職人員之本金收入將增加，請管理會妥善運用，以擴大投資效益。

侯委員俊良(李雅菁代理)：

- (一)關於管理會之組織改造案，目前進度及相關內涵為何？
- (二)關於年金改革後之各項節省經費挹注，是否可結算具體金額供委員參考。

溫委員軍花：

請管理會說明本案密件資料附件 2，無法讓委員顧問攜回閱讀之原因。

管理會韋副主任委員亭旭說明：

- (一)有關年金改革挹注款，管理會將妥善運用。
- (二)「公務人員退休撫卹基金管理條例」修正案及「公務人員退休撫卹基金管理委員會組織條例」修正案目前已送立法院審理，規劃方向仍維持委員會型態，主任委員將改專任

，並新增人員運用彈性等規定。

(三)本案密件之個股交易資料，係屬基金內部處理流程，交易係依投資當時環境所作判斷，管理會仍盡力補充當時決策依據，但資料係依上次會議決定在會場上提供，會後收回，請委員見諒。

管理會呂組長明珠說明：

航運股為景氣循環股，該類股之特性為易受景氣影響而波動，過去買進類股時係基於景氣復甦向上，之後則會評估景氣上下循環特性考量持有或逐步賣出。

管理會張簡聘維祺說明：

某檔航運股為官股民營個股，該公司獲利 95 年、96 年及 97 年逐年向上，因其獲利穩定，對於本基金收益有所幫助，所以買進；該公司為散裝航運，金融風暴後寬鬆措施及相關重建計畫，評估有助於營運發展，且每年均發放現金股利，挹注收益，爰持有該個股；然 105 年受中國經濟成長率下修影響(中國為大宗物資產需國)，復甦不如預期，雖其後考量歐洲景氣有緩慢復甦情況，景氣復甦對於散裝航運股為利多，惟基於該個股調整期可能較長，爰決定逐步賣出。

潘委員文忠（黃永傳代理）：

議程所提供之績效等相關分析均為過去之資料，107 年 9 月時本基金表現良好，但隨全球股市下跌轉盈為虧，108 年 1 月績效是否有好轉，是否以該月份或未來趨勢資料作為

分析基礎，將更有意義。

李主任委員逸洋：

- (一)請高執行秘書及韋副主委參考，兩位剛報告時用了相當長時間，每次表達之形式都差不多，但報告時不單單僅把書面上數據唸出，更為重要者係要將其所隱含及背後所代表之意涵表達出來，數字異動或突顯之處有無特別需要檢討之處、或提供未來應注意方向等，方較為有意義，如果只是單純照稿唸數字，在場委員可能較難吸收。
- (二)本基金 107 年截至 8 月底整體收益數達 234 億元，收益率為 4.04%，實已達全年度目標收益率。但於 10 月份遭逢全球嚴重股災，該月虧損吃掉前幾個月大部分獲利，據媒體報導勞動基金該月甚至虧損達 1,227 億元，遭監察院及立法院追究責任。去年股市表現異常，前 8 個月表現良好，但在 10 月份重挫，12 月份亦有相當比例下跌。12 月份表現本來應更為慘烈，12 月 25 日媒體報導，該月係美國自 1918 年以來最慘的 12 月，但其後幾日股市又急速回升，截至該月 24 日道瓊指數為 21,792 點，如再跌 400 點即跌入熊市；那斯達克指數為 6,192 點，與其高點相比跌幅超過 20%；S&P500 為 2,351 點，與 9 月盤中高點的 2,941 點相較亦下跌超過 20%，所幸 12 月最後幾天指數大幅上揚，損失得以縮減，惟基金 12 月份收益仍受影響，最終有未實現損失 65 億元，整體收益率為-1.14%，但與其他政府基

金相較，損失屬較低，已難能可貴。

- (三)各位委員應有印象，過去幾次會議檢討基金配置偏於保守，大家一直希望能增加資本利得比重，但本人在此會議至少踩了 3 次煞車，因市場預期並不看好未來景氣走勢，所以不能再加碼資本利得部位，本基金資本利得（另類投資之基礎建設及不動產資產係投資股票，亦歸於此）配置最高曾達 51%，後降至約 46%。因資本利得配置有些許降低拉回，相對於市場發生劇烈股災時，較其他政府基金有防禦功能，而減輕損失，與前述美股指數重跌 20% 相比，本基金僅損失 1.14% 實為不容易，管理會同仁都已盡力。
- (四)監理會在此期間進行相關分析後，於 107 年 10 至 12 月多次發文管理會，因經濟情勢改變，預先提醒管理會檢討投資策略，包括是否增加反向商品及債券配置比例、美國公債之安全性及殖利率均有不錯表現等防禦措施。至績效燈號管考作業係事後管考，屬於績效表現塵埃落定後呈現之結果，並無助於對經濟情況改變之因應。
- (五)108 年 1 月以後情況又有所反轉，前述勞動基金於去年 10 月虧損達 1,227 億元，但至 108 年 1 月，1 個月收益估算可達 1,126 億元，2 月份全球股市又表現不錯。本基金至 108 年 1 月份收益數 146.44 億元，整體收益率為 2.63%，以基金規模觀察，績效回升比率與勞動基金差不多。本基金規模自最高約 5,900 億元，滑落至 5,500 多億元，主要係本金

給付大於收繳約 250 億元左右，再加上虧損之 65 億元，以致資產規模減少。未來如陳委員所述將有軍方挹注款注入，另公教人員一年預估亦有 200 多億元注入，時間越長挹注金額亦越多，可以稍微平衡收支比例。

(六)各位委員於會議上詢問相關個股投資內涵及所提意見，管理會如可以解釋，應盡量清楚說明，從中亦可檢討過去操作策略得失，對未來操作也許會有幫助，請管理會盡量配合委員之需求。

決定：准予備查。

四、管理會函報「退撫基金 107 年截至第 4 季底之績效檢討及投資策略報告」一案，報請公鑒。

劉委員啟群：

國內受益憑證與共同基金（含股票及指數）之標的選擇及配置類型相當重要，然而相較管理會所提供國內外自營股票及委託經營操作績效有較為完整資訊，國內受益憑證與共同基金（含股票及指數）在選擇、買進、持有及贖回等資訊相對較少，請教管理會對此資訊如何提供，及如何進行投資決定。

管理會呂組長明珠說明：

受益憑證投資部分，管理會係依內部作業規定，篩選績效良好之基金進行投資。以投資國內受益憑證為例，管理會定期召開「國內受益憑證審查小組」會議，並依會議通過之

標的及投資金額簽請主任委員核准後，擇機進行投資，每周策略會議針對績效提出檢討，投資方式則採分批進場，或於高點時贖回。

李主任委員逸洋：

(一)去年本基金在國內受益憑證投資部位約 12 億元，長期以來配置比重極低，107 年與其他資產表現比較操作績效較為不佳，國內基金一向非重點配置，此種作法與公教人員保險準備金為主要投資明顯不同，因此對投資資訊揭露較少，請管理會充分提供相關資訊以利委員瞭解。

(二)此外，據瞭解國內有 167 檔共同基金，107 年僅 12 檔賺錢，賺錢比例僅 7%，93%之共同基金皆為虧損，凸顯投資操作不易，供委員參考。

劉委員啟群：

受益憑證與共同基金（含股票及指數）操作如同個股，皆涉及標的選擇或繼續持有，相較管理會提供較多國內自營虧損率達 30% 個股相關訊息，受益憑證與共同基金（含股票及指數）操作之訊息相對欠缺，希望管理會能進一步揭露受益憑證與共同基金（含股票及指數）選擇、贖回等資訊。

管理會呂組長明珠說明：

管理會將討論如何呈現資料，以供委員瞭解。

決定：洽悉；委員意見請管理會參考辦理。

五、本會 107 年 11 至 12 月重要監理業務辦理情形，報請公

鑒。

決定：洽悉。

六、公務人員退休撫卹基金 107 年度第 4 季委託經營辦理情形，報請鑒察。

黃顧問肇熙：

- (一)此次國內委託經營公開徵求結果雖已公布，但如同監理會之前所提意見，仍請管理會說明為何採相對報酬型委託？。再者，原僅 1 批之絕對報酬型將於今年 3 月屆期，剩下 3 批均為相對報酬型，加上新的委託又採相對報酬型，原先剩餘 200 億元未撥，現又新增 300 億元，會否造成管理會資金進場困擾？
- (二)對管理會評選出之受託機構並無意見，但比對入選投信及目前本基金委託之績效資料，部分投信績效不佳卻仍入選，故提醒管理會未來在監督、獎優汰劣上應再加強。

管理會呂組長明珠說明：

- (一)此次採相對報酬型之理由，係考量過去操作經驗，原本絕對報酬型委託，希望於市場下跌時能有防禦能力，上漲時能參與獲利，其配置能力反映於持股比例調整，相當考驗經理人能力，然由整體績效觀察並無太突出之表現。是以，經管理會綜合評估，並考量資本利得部位已下降許多，故決定仍採相對報酬型委託。至於撥款部分，目前作法採分次撥款，於相對低點時逐步釋出，以分散投資時點風險

，並可獲取股市上升利益。至於未來會否配置絕對報酬型，管理會將再研議檢討，就整體資產組合需要，及視經濟環境變動而定。

(二)有關績效不佳之受託機構為何入選部分，評選成員係由相關學者專家組成，就此次標案內容進行評估，此次標案為相對報酬型委託，與績效不佳之絕對報酬型類型不同，投資經理人也不同，且此受託機構以前績效不佳，是否未來績效亦是如此，管理會將密切注意其績效表現。

李主任委員逸洋：

絕對報酬型獲利表現確實會不如相對報酬型，因此在股市看好時，委託類型通常以相對報酬型為主，如同黃顧問提醒，俟 3 月屆期收回後，國內委託經營就無絕對報酬型委託，是否代表本基金對股市未來看法全然樂觀，此點仍存有保留，請管理會應予留意，慎思在缺乏絕對報酬委託類型之下，如何進行下檔防禦。

決定：准予備查。

七、管理會 107 年第 4 季內部稽核辦理情形，報請鑒察。

潘委員文忠（黃永傳代理）：

(一)有關議程第 186 頁，財務出納及保管作業之稽核項下查核重點「財務組是否依規定，定期編製往來銀行帳戶之調節表」，請問管理會該銀行調節表是採單欄式或四欄式？近期一個案例供管理會稽核組參考：一筆資金自機關匯出，已

檢具銀行資金調撥單，卻未入會計帳，另資金調度未跨月，僅於當月份調度幾天。請問目前係編製何種類型之銀行調節表，為期據以揭發資金遭不當運用？

(二)另請說明管理會編製銀行調節表是否僅驗證銀行存款餘額，或對銀行帳戶之相關收支項目亦進行驗證。

管理會張組長淑惠說明：

(一)有關財務組所編製之銀行調節表屬單欄式，係自管理會銀行存款餘額調節至會計帳列數。

(二)財務組除每月中及每月底就會計帳與銀行帳戶餘額間差異編製調節表外，每日並檢視與核對各銀行帳戶之收支項目後，編製相關日計表。

蘇委員建榮（顏春蘭代理）：

(一)本案於上次會議紀錄揭示，有關國內委託經營受託機構實地稽核缺失將予記點，請問管理會是否已將本案所列受託機構之缺失進行記點。

(二)另本案議程表列管理會對所發現與查核重點不符或異常項目之處理情形或影響程度，內容僅顯示處理情形摘要卻未說明對本基金影響程度之評估結果，建議於下次會議併予敘明。

管理會張組長淑惠說明：

稽核組已就國內委託經營受託機構實地稽核相關缺失錄案，未來將提供財務組辦理相關績效評定與新委託案時之參

考。另有關本次管理會所發現與查核重點不符、異常或建議事項，係屬國內委託經營受託機構與保管機構之行政缺失，未有影響本基金權益，未來管理會將納入說明。

決定：准予備查。

參、討論事項

- 一、管理會擬具「公務人員退休撫卹基金 108 年度資產配置項目之投資方向」報告，提請討論。

書面補充資料說明：

108 年 2 月 13 日監理會召開顧問會議作成諮詢意見如下：

- (一)鑒於國際政經變數眾多，市場波動成為常態，建議管理會可於允許變動區間內，彈性調整因應，且不論是自營或委營資金，就風險較大者，可採分批進場方式布局。
- (二)當前各國經濟成長趨緩，突顯美國獨強，資產配置可以美國市場為重，且油價係川普政策焦點，可留意天然氣、天然氣運輸類投資；而美中問題屬結構性問題，短期難完全解決，宜密切關注局勢發展，在高度不確定性環境下，宜以防禦型投資為主，例如美國公債及相關 ETF、另類投資等；至於新興市場雖可配置，惟應注意資金流向，以免資金動能頓失而致損失。
- (三)研究發現資產配置再平衡長期可帶來較佳之風險調整後報酬，且目前市場屬常態波動及箱型格局，建議管理會可紀律執行再平衡(Rebalancing)機制，並就風險性資產紀律停

利，以達逢高出脫、逢低買進效果，並控制下檔風險。

黃顧問肇熙：

- (一)去年全球金融市場劇烈震盪，第 4 季表現大幅翻轉，以全球最大公共退休基金—日本 GPIF(年金積立金管理運用獨立行政法人)為例，該季報酬率-9.1%，且因規模龐大致淨值減損達約 4 兆台幣；建議追蹤全球大型退休基金去年在市場波動下之績效表現，作為未來經營退休基金之參考。
- (二)尊重管理會本案所提資產配置比例與原計畫相同；雖本基金資本利得型配置相對保守，使去年損失相對其他政府基金輕微，惟提醒管理會莫因此對市場看法太過保守謹慎，今年截至目前為止，全球股市已漲 10%，尤其另類投資之不動產、基礎建設漲幅均超過 10%，故未來市場雖仍有不確定性，但建議可考慮透過較具機動性、進退自主性之自營來適時操作。
- (三)去年全球股市中，較有低檔支撐、防禦效果表現者為低波動類股，及另類資產中之不動產、基礎建設、多元資產，建議管理會未來於市場前景不明朗，惟仍須布局股市時，可優先考量該等類型。
- (四)管理會過去對 PE(私募股權基金)有所著墨，或許將有實際投資進展；其實不僅私募股權基金，私募債權基金去年報酬率均達 10%~15%，建議管理會可請資產管理公司或券商提供市場相關標的，進一步加強研究並投資。

李委員孟諺(陳春榮代理)：

- (一)雖然本基金屬長期投資，惟面對股價突發巨變(如暴漲、暴跌)時，應加強機動性，為避免於市場大跌未機動停損、於市場大幅回漲後才於相對高點進場，建議可考慮當市場發生巨幅波動時，召開類似緊急應變小組之會議，以即時因應並提升操作機動性。
- (二)有關委託經營撥款時程，是否會有確認市場狀況有好的預期，決定撥款時程後，市場情勢卻又改變之情況？如此委託經營操作方式，應變速度相對慢於自行經營，且又要多花一筆委託經營費用。
- (三)本基金固定收益部分，國外債券、外幣存款收益率，均高於國內債券及國內存款約 1.5 至 2 個百分點；建議於匯率風險可控下，可評估國內、外利差，適時轉換相關國內外之投資部位。

劉顧問籐：

- (一)美國總統川普用國安名義到處點火，除與中國貿易戰外，與歐盟也開始產生問題。就美中貿易戰部分而言，最壞時間或許已經過了，惟關鍵在於中國結構性問題短期內恐無法解決，故未來常態波動難免，但嚴重程度或將減緩，其中宜多留意美中經濟放緩對投資之影響。
- (二)有關委託經營絕對報酬型部分，過去國內委託絕對報酬型績效大多不佳，除因管理會以往開放業者使用之工具不足

外，國內投資經理人操作此類型經驗較弱亦為重要因素，而國外資產管理業者於此類操作較有經驗，建議管理會亦可考慮透過國外委託增加絕對報酬型投資部位。

(三)雖然去年本基金損失率相對其他政府基金輕微，但不宜因而過度保守，雖預期今年經濟放緩，不確定因素仍存，惟投資機會亦多，建議管理會再加強找尋適合投資標的。

符顧問寶玲：

管理會對市場之走向應有看法，如果認為市場將波動，宜趁多頭之際，於適當時機、適當價位採停利措施，以免自1月初迄今的新台幣140幾億元的資本利得，在市場轉為空頭市場時落空。

管理會韋副主任委員亭旭說明：

(一)本會每月召開諮詢顧問會議及管理委員會議，決定投資策略及方向，每週則召開策略小組會議，且每天開盤前由財務組召開投資會議。目前經參考專家學者意見，較保守看待市場未來發展，至於新規畫國內委託經營類型，係由管理委員會議充分討論後，決定採相對報酬型委託。

(二)本基金今年截至目前為止績效表現仍屬樂觀，但未來國際情勢(如中美貿易、英國脫歐問題)發展，仍充滿不確定性；目前管理會有持續汰弱留強及實現部分獲利，未來仍將視市場狀況動態調整投資策略。

林顧問美花：

- (一)管理會關於某個股之報告提及航運業是景氣循環股，管理會於 98 年買進該檔個股，卻至 105 年底方完全賣出，係為等待其景氣循環回來，此循環時間似太長，不太合理。以部分壽險公司操作策略為例，將股票投資分為核心、衛星持股，其中核心持股多屬報酬、波動相對穩定部位(如中華電等民生消費產業)，特性如類債券型，可長期持有；至於衛星持股，通常股性較活潑，操作較具彈性，當其表現不佳時應停損，表現優異時亦應停利，而景氣循環股應屬此類，該檔個股長期持有七年似乎太久。
- (二)去年多數大型壽險公司第 1、2 季賺很多，然到第 4 季全部收益被吃光，本基金亦如此，係受市場大幅反轉影響。多項數據顯示未來景氣不好，惟今年 1、2 月台灣股市表現不錯，惟有分析認為係因中美貿易戰使台商資金回流，因而股價、豪宅均上漲；惟此資金效應的時間可能不會很長，建議管理會可把握時機進行適當操作。
- (三)有關 ETF 部分，目前台灣有發很多 ETF，其中亦有國外指數型標的，因為是以台幣計價沒有匯率風險，可能較易操作，價格亦可能相對較低，建議管理會可考慮增加此類投資。
- (四)有關管理會報告中對未來金融類股投資方向，將以金控、銀行為主，其中金控部分，各家分以壽險、銀行或證券為

重點，以壽險為主之金控因資金多而須不斷投資，其中國外投資部位受匯率風險影響甚深，譬如去年第三、四季金控匯損非常大，故建議若投資金控部分，宜選擇以銀行為主之金控，較為穩定。

李主任委員逸洋：

- (一)剛才陳處長所言確實是基金面臨的考驗，操作不夠靈活，未於股市好轉時即時進場；而股市崩盤時出場速度又不夠快，這是幾乎所有投資操作的困難點。以當下來看，台股從開春以來一直上漲，惟景氣對策信號已降為藍燈，而外銷訂單連 3 個月負成長，雖有台商回流，但經濟成長面臨保 2 挑戰，此時股市持續上漲，是否進場台股之決策難度很高。
- (二)有關國外固定收益部分，本人曾建議可買美國公債，連同外幣存款，皆需同時考量利率與匯率風險；目前台幣匯率變動係貼著人民幣，因美國總統川普為有利美國經濟，主張人民幣不能過貶，近期人民幣升值，台幣也跟著連動，預期未來美元將趨於貶值，並可能於半年內實現；若以個人理財來看，目前有些銀行推出 6 個月美元存款利率 3.5%，高於台幣存款 1.04% 很多，惟美元匯率下跌可能達 6% 之多，就個人而言，要不要選擇此種美金存款都會面臨抉擇困難，何況我們基金龐大資產，考量風險決策就會趨於審慎。

(三)投資方向很重要。事後檢討很容易，但當下判斷方向著實不易，此為投資困難所在。目前特別是美國市場，三大美股指數自去年 12 月低點至今，道瓊最新 25,891 點、那斯達克指數 7,486 點、S&P500 指數 2,779 點，比起去年 12 月 24 日低點之道瓊 21,792 點、那斯達克指數 6,192 點、S&P500 指數 2,351 點，分別上漲 4,099 點或 18.8%，1,294 點或 20.9%，及 428 點或 18.2%，平均漲幅約近 20%，此時美股位居高點，決策是否進場均甚困難。如同符顧問所言，未來方向看不清楚，找到波動度較低、殖利率較高，受市場波動影響較小的標的，是投資唯一生存之道；而資產配置仍須執行，不能因看空就全面撤守資本利得部位，否則當風險性資產回升時，將無法獲取資本利得。

管理會呂組長明珠說明：

- (一)本案係未來投資方向，最難判斷的是未來金融市場上漲或下跌。多數機構普遍預估目前經濟循環位置在景氣循環末期，雖尚未進入衰退，但市場波動加大，面對這樣的金融環境，究竟是停利落袋？或者是承擔風險以避免獲利落後？基本上管理會對於漲高的個股或市場，不建議於高點進入，因為高點進場的獲利機率較低。
- (二)目前國內外股市，特別是國外股市漲幅相對較高，管理會將持續關注，至於是否停利出場，因停利出場代表無法繼續參與未來獲利，此部分將再評估。

(三)有關自營投資彈性優於委營部分，管理會將於自營部位再多著墨，如何透過區間操作來逢高賣出、逢低進場，以提升基金績效。

(四)有關私募股權基金、私募債權基金部份，因管理會已突破本基金投資運用項目限制，且作業規定及整體評估亦已完成，故未來將考量增加此部分投資，希望能透過多元化投資獲得相對穩健之收益。

(五)有關增加投資 ETF 部分，是未來著重方向，而關於投資金控業宜著重於銀行類股之建議，及高股息、低波動標的，譬如電信類股，管理會於核心部位均會配置一定比例。

決議：照案通過；本案委員、顧問、監理會顧問會議諮詢意見，請管理會於投資運用時參考辦理。

二、管理會擬具「公務人員退休撫卹基金 108 年度國內委託經營計畫（草案）」一案，提請討論。

書面補充資料說明：

108 年 2 月 13 日監理會召開顧問會議作成諮詢意見如下：

(一)目前國內追蹤指數型委託待撥款達 500 億元，非追蹤指數型委託預訂於今年 3 月收回，國內委託將只剩追蹤指數型，建議管理會可酌予考量佈局非追蹤指數型委託。

(二)考量多元配置及分散持股風險，建議管理會可考量規劃另類指數委託的配置。

管理會呂組長明珠說明：

管理會於實際辦理國內委託經營招標案時，會遵照監理會顧問所提意見來規劃辦理。

決議：照案通過；本案監理會顧問會議諮詢意見，請管理會於實際辦理國內委託案時參考。

三、管理會擬具「公務人員退休撫卹基金 108 年度國外委託經營計畫（草案）」一案，提請討論。

書面補充資料說明：

108 年 2 月 13 日監理會召開顧問會議作成諮詢意見如下：

- (一)近期受美中關稅談判及美國報稅效應影響，市場不確定性高，國外委託撥款允予審慎，另國外委託經營尚有未撥款達 9.5 億美元，如僅存放低報酬資產亦不利績效，建議可採分批、分次撥款，減少擇時不易問題。
- (二)鑒於美中貿易戰、英國脫歐等非經濟因素仍左右全球金融市場，且國外委託經營委託類型仍以相對報酬型為主，建議管理會可考量布局絕對報酬型，或增加具有下檔保護效果的委託類型（例如基礎建設及低波動委託等）。

李主任委員逸洋：

本會顧問諮詢意見與國內、外委託經營待撥款分別達 500 億元及 300 億元，合計 800 億元待撥款如何處理，請管理會一併說明。

管理會呂組長明珠說明：

(一)有關待撥款部分，國外委託經營待撥款分為加碼及分批（撥款）二部分。資本利得型委託比例已達中心配置，近 2 年來未增加撥款，股市上漲後其比例有高於中心配置的情形，如再撥款，將增加風險。國外委託資本利得型配置比例逐年提高原因之一為近年來基金收入不抵支出，以 107 年為例，退撫支出大於繳費收入 200 億餘元，運用餘額（分母）變小，另這一、兩年股市位於高點，較不宜將大筆資金配置於股票，未來管理會將重新思考資產配置的調整。

(二)有關委託類型部分，管理會已辦理 105 年多元資產型及 106 年總報酬固定收益型皆屬於非追蹤指數型委託，未來會考量這二類配置，低波動及基礎建設目前亦有配置，未來會考量下檔保護情形，再決定撥款。以上二項監理會顧問諮詢意見，管理會辦理國外委託經營案時會納入考量。

決議：照案通過；本會顧問會議諮詢意見，請管理會於實際辦理國外委託案時參考。

肆、臨時動議

鄭委員嘉偉：

去年 11 月起管理會發送改版後之基金電子報內容資訊豐富且易讀，在此詢問如於電子報內加入各政府基金經營績效比較是否妥適？

管理會韋副主任委員亭旭說明：

基金電子報主要係供退撫基金成員瞭解基金之營運狀況，各政府基金之經營績效結果比較則建議由獨立第三方團體發布較為適宜。

李主任委員逸洋：

各政府基金經營績效結果比較由基金管理單位提供較不適宜。

決議：各政府基金績效比較暫不列入本基金電子報內容。

伍、散會：下午 4 時 53 分

主 席 李逸洋

洋