

# 公務人員退休撫卹基金監理委員會第 102 次委員會議紀錄

時間：中華民國 107 年 2 月 5 日（星期一）下午 2 時 30 分

地點：考試院傳賢樓 10 樓會議室

出席者：卓榮泰<sup>陳春榮代</sup> 李繼玄 周弘憲  
許虞哲<sup>顏春蘭代</sup> 潘文忠<sup>黃永傳代</sup> 朱澤民<sup>黃鴻文代</sup>  
施能傑<sup>林煜培代</sup> 陳 菊<sup>葉瑞與代</sup> 李孟諺<sup>陳秀月代</sup>  
林智堅<sup>童金水代</sup> 魏明谷<sup>張正一代</sup> 黃希穎  
吳美鳳 溫軍花 吳潔萍  
葉書羽 劉靖中 賀少華  
劉啟群 鄭嘉偉<sup>鄭建信代</sup> 侯俊良<sup>陳杉吉代</sup>

列席者：李賢源 賴源河 邱顯比 劉 籐 黃肇熙

請 假：馮世寬 陳福海

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

壹、主席致詞：（略）

貳、報告事項

一、宣讀上（第 101）次會議紀錄。

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 106 年度截至 12 月底止之經營績效

及運用情形，報請鑒察。

**鄭委員嘉偉(鄭建信代理)：**

- (一)議程第 46 及 58 頁各政府基金配置比較，公保基金係全權委由台灣銀行操作，歷年平均收益優於本基金，另與其他國內公共退休金相較，本基金國內投資及固定收益投資部分均配置最高，明顯地，此為影響績效表現之主因，此外，巨額匯兌損失亦影響本基金收益，建議持續追蹤。
- (二)議程第 31 頁，國內短期票券 106 年底配置 13.78%，遠高於中心配置 10 個百分點，主要係變動區間過大，與市場業界投資法人操作方式比較，太高亦過於寬鬆；另 33 頁固定收益配置高於 3 成，比例高於投資法人及其他政府基金，因配置保守導致操作績效平庸，建議政府不要設定保證最低收益率撥補責任，收益率過低將侵蝕全體基金參加者之退休金權益，在權責不對等情況下，基層教師無法接受固定收益配置高於 3 成情況，建議今年調整配置。
- (三)議程第 58 頁所揭公保基金近年績效表現，5 年中有 4 年高於本基金，建議參考其資產配置並調整。

**賀委員少華：**

102 年至 106 年公保基金績效不錯，建議參考其資產配置及操作策略。另本基金原半年撥補之定期退撫給與，今年改為每月撥補，應妥善增加短期資金之運用彈性，以增加收益，請一併考量。

**劉委員靖中：**

- (一)有關議程第 45 頁所揭虧損達 30% 以上個股，其中某檔半導體個股，股價自 106 年 11 月至今已大幅下滑，是否有相關預警管控機制？
- (二)關於中心配置問題，公保基金績效表現不錯，本基金 106 年至 11 月之收益率為 6.99%，表現亦不差，但與其他基金比較則敬陪末座，應策進再努力。
- (三)國內委託經營第 14 批次，及國外委託經營第 10 批次各帳戶績效表現均未達目標，管理會是否有相關作為及管控措施以提升績效？

**許委員虞哲（顏春蘭代理）：**

- (一)有關議程第 58 頁所揭政府基金收益比較，本基金除 106 年表現較差外，102 年排名第 1、105 年第 2、103 年第 3，表現不錯。對於 106 年表現為何最差，應探究優劣原因，除資產配置外，是否有其他因素影響績效。
- (二)證券暨期貨市場發展基金會 106 年舉辦之研討會，曾介紹 AI(Artificial Intelligence, 人工智慧)投資相關議題，AI 投資為新趨勢，可去除人為判斷，讓投資更為精確且更有紀律，本基金對此是否有研究，甚至運用。

**潘委員文忠（黃永傳代理）：**

有關議程第 58 頁所揭政府基金收益比較，是否可增加與私立學校教職員退休撫卹離職資遣儲金比較？

**李主任委員逸洋：**

- (一)與其他政府基金歷年績效比較，本基金表現從 102 年

起，4 個年度平均為第 3 名，表現不錯；但 106 年績效為 7.15%，已掉到最後一名，第 5 名勞退舊制為 7.74%、第 1 名公保基金則為 8.24%，本基金與第 5 名之差距甚大，探究原因本基金佈局相當保守，在過去一般時期憑藉同仁努力，亦有不錯成績表現，但在國內外股市狂飆時期，保守配置將不利績效表現。資產配置過於保守問題，前幾次會議亦有提出，管理會在固定收益配置亦有些微調整，下降至 51%，但相較其他政府基金仍為保守，站在監理會立場，並未要求管理會大幅調降固定收益配置，因許多專家都預測今年股市可能向下修正，但無法精確掌握時間，簡言之，賺錢時機已過，此時若要求管理會大幅加碼資本利得部位，在股市回檔時，恐遭逢鉅額損失。

(二)公保基金已全權委託台銀操作，多配置於共同基金，之前本會符顧問常提及不論國內或國際之共同基金表現良好，數十檔基金年收益率高達 30% 以上，但本基金國內、外自營部位配置於共同基金部位甚低，此點係與公保基金最大差別，另私校基金亦配置許多共同基金，建議管理會可參考且分析其他基金優點，通盤調整檢討。

**管理會韋副主任委員亭旭說明：**

(一)關於資產配置，本基金於資本利得配置確實較少，已辦妥但未撥款之委託經營額度，因無法掌握撥款時點，使得資

金多閒置於短票及存款，在 106 年國內外股市居於高點且一路往上情況下，撥款時點很難拿捏，如果今年市場有修正，將會考量撥款。今年 1 月國外委託已決標 8 億美元總報酬固定收益型委託，俟簽約開戶且撥款後，將可減少過多閒置於現金部位之壓力。

(二)關於劉委員提及議程第 45 頁所揭虧損達 30% 以上某檔半導體個股為委託經營受託帳戶持有，受託機構進出股票速度快，故每次會議所揭個股皆不同，該檔個股因受 iPhone 零件訂單下修衝擊，股價劇烈下滑，受託機構將有明確處置。

(三)國內委託第 14 批次及國外委託第 10 批次績效表現未達目標，主要係因受某些個股配置限制，或在不動產股票佈局時，未掌握產業別或國家別投資趨勢，惟該等批次自 106 年下半年以來績效已有改善，管理會將持續追蹤觀察。

(四)關於顏副署長所提 AI 投資，需配合建置相關資訊系統，管理會將再研議，另 AI 程式投資可能造成市場大漲或大跌，此亦應留意。

(五)黃處長所提與私校退撫儲金績效比較，該基金操作方式分為 3 種類型，保守型、穩健型及積極型，後兩者今年績效表現不錯，其中積極型資產配置以資本利得為主，管理會將針對資產配置作改善。

#### **溫委員軍花：**

(一)資產配置是老問題，每季參加監理會委員會議看到的已是

執行完之實際配置結果，對於管理會實際操作的資產配置比例，監理會應更有效發揮監督機制，妥善調整資產配置。

(二)議程第 46 頁各政府基金配置比較，本基金委託經營比例低於勞退基金新舊制，勞保及國保基金委託經營比例則低於本基金，但所有基金績效卻都高於本基金，此情形實需檢討。私校退撫儲金，積極型表現良好，可以參考該類型操作，本基金操作偏向保守及穩健型，建議下次委員會議提供該基金積極型操作模式供參考。

(三)議程第 43 頁基金運用績效表所揭，國外債券及外幣銀行存款加計匯兌損失之收益率均為負數，請問該表所列基金整體收益率 7.15%有否加計匯兌損失？

**李主任委員逸洋：**

溫委員所提資產配置問題一節，監理會並非僅被動接受管理會配置結果，而毫無作為，管理會於每年 7 月份擬具本基金次年度運用方針及運用計畫案，其中各投資項目之中心配置及允許變動區間規劃，均須提報監理會審議通過後，才能執行。另本次議程討論事項一，管理會所擬本基金 107 年度資產配置項目之投資方向案，將可進行充分討論。允許變動區間設置有其必要，不能完全無彈性，主要係外在國際情勢及金融市場變化甚大，當市場下滑時，各投資項目需有緩衝調整空間，變動區間範圍是經過大家審議通過後由管理會執行，至於寬窄與否，該討論案時可

再斟酌。

**管理會韋副主任委員亭旭說明：**

本基金 106 年操作績效 7.15%，已加計匯兌損失。

**李主任委員逸洋：**

議程 43 頁本基金運用績效表，其中屬資本利得之國外股票及國外受益憑證之收益率係有含未實現匯兌損失；而屬固定收益之國外債券及外幣銀行存款則未含未實現匯兌損失，僅附註說明，建議該表對於國外投資項目之收益率表達方式，可作一致性處理，均以加計匯兌損益呈現，如系統無法產出，可採人工計算，並容許些許誤差，讓同一張表呈現同樣標準結果，管理會是否可配合辦理。

**管理會韋副主任委員亭旭說明：**

管理會將配合辦理。

**劉委員靖中：**

有關議程第 45 頁所揭虧損達 30% 以上個股，其中某檔半導體個股，為委託經營帳戶持有，應有預警機制，但股價跌幅深，且有相當未實現損失，建議應積極處理。另某兩檔航運股，在過去幾次議程及密件資料顯示，部位已逐漸下降，過去主席曾裁示要求管理會應審慎處理此類損失個股，為何本基金仍持有該檔個股，是否係 1 季損失達 30% 以上，就須整年度登載於該資料中，或該兩檔個股之損失仍持續達 30% 以上。

**李主任委員逸洋：**

議程所揭損失達 30% 以上個股資料，係指基金目前仍持有之個股，並非 1 季達到則整年均登載，本基金原有 4 檔個股損失達 30% 以上，已利用股市上漲時陸續出脫，目前已剩該 2 檔個股，未來仍會視股市表現情形，陸續處理。

決定：准予備查，委員顧問之意見請管理會研議辦理。

四、管理會函報「退撫基金 106 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。

**鄭委員嘉偉(鄭建信代理)：**

(一) 本基金外幣銀行存款配置高達 7.82%，為中心配置比重兩倍以上，並以美元為主，似與多元幣別配置方式有異，請管理會說明原因為何？

(二) 政府主張之新南向政策關注於印度等新興經濟體發展，然本基金國內配置比重較其他基金高，請管理會說明是否規劃投入新興市場及此政策對本基金之影響。

**邱顧問顯比：**

(一) 由本基金 106 年度截至第 4 季底績效歸因分析表、各委員顧問發言及本案管理會檢討報告均顯示，若無配置貢獻之負報酬，本基金績效應領先其他政府基金。對於前開議題，倘 106 年度表現屬單一特例，也許不需改變作法；若屬常態，則有必要縮小低報酬投資項目之允許變動區間。

(二) 本人參考過去將近 20 多年國內外學術研究，所得結論為機構法人在時機選擇配置貢獻(Market Timing)之平均結果



為負值，而個別標的選擇貢獻則為正數，由此推測本基金績效歸因分析結果並非特例，應考慮採取縮減低報酬之固定收益項目之允許變動區間，尤其是報酬率低於 1% 並用於因應基金流動性者。

- (三) 本基金長年在低報酬之固定收益運用項目配置比重過高，是系統性問題，可能反應管理會有風險趨避特性，在指數高點或低點時是否投入均會有顧慮，以致長期下來存有龐大固定收益部位而拖累績效，允宜思考是否仍維持由管理會進行委託經營資金撥款之時機選擇，相關決策幅度有多大？同時考量能否解除管理會選擇撥款時點之責任，只需依委託經營計畫所規劃一次性撥款或按期分批撥款，在未來績效檢討時則檢視是否依計畫執行，採此方式應能讓該會在執行上更為明確。

**管理會韋副主任委員亭旭說明：**

- (一) 目前本基金外幣銀行存款配置較高，係國外委託經營仍有待撥款額度，包含先前所辦理之委託案及最近辦理總報酬固定收益型委託，需先將資金準備於外幣銀行存款，未來俟委託經營撥款後，該運用項目應會有較正向之調整。另有關新南向政策，本基金國外委託已有新興市場及亞太市場股票型，管理會將提醒受託機構就國家別進行適當篩選。
- (二) 按委託經營計畫撥款係管理會期望達到之目標，然在撥款時點選擇，依往例而言，在股市修正後撥款，日後所得績效較佳，管理會雖期許能提升基金收益，但股市處於高點

時，確實難做到較佳投資時機之選擇，故將再研議是否調整撥款時程，俾因應市場波動。

**李主任委員逸洋：**

本基金在自行經營及委託經營之績效均較其他政府基金為佳，但計算整體績效時卻落至最後一名，問題在於閒置資金所占配置比重太高。106 年底本基金約當現金部位即達 30%，其他政府基金有些則僅在 15% 至 16%，主要因本基金退撫給與係按每半年支付，現金準備量較大，現改為按月支付後，應可改善。另管理會對撥款時機考量，由歷史資料觀察，投資時機難以掌握，請管理會研參邱顧問所提意見。

**決定：**洽悉。

五、本會 106 年 11 至 12 月份重要監理業務辦理情形，報請公鑒。

**許委員虞哲（顏春蘭代理）：**

議程第 85 頁所列某甲個股時序僅至去年 12 月 28 日，惟今年 1 月 23 日市場派及公司派同時召開臨時股東會，並由市場派取得經營權，請管理會說明該標的公司治理改變，是否對本基金持有部位及績效造成影響？

**管理會呂組長明珠說明：**

某甲個股為國內專業特殊合金生產廠，產品包括超合金、不銹鋼、鈦合金等，今年 1 月 23 日臨時股東會後由市場派入主，新任董監事亦延攬過去經營團隊，目前營運及

股價尚屬平穩，未來管理會持股策略會作小幅調整，並將密切觀察後續發展。

**李主任委員逸洋：**

本基金為某甲個股大股東，該股近期股價雖波動不大，在經營團隊改變下，是否引發抽單危機，請管理會密切注意。

**決定：**洽悉。

六、公務人員退休撫卹基金 106 年度第 4 季委託經營辦理情形，報請鑒察。

**決定：**准予備查。

七、管理會 106 年 11 至 12 月內部稽核辦理情形，報請鑒察。

**潘委員文忠(黃永傳代理)：**

一、請管理會說明議程第 104 頁施羅德投信賣出個股所引用投資分析報告內容有誤植情形，是否影響其投資決策，並損害本基金權益？另第一商業銀行之受託機構交割指示函有漏未送權責主管核章，是否發生逾越內部控制程序之情事？

二、有關議程第 107 頁管理會 106 年 9 至 10 月份內部稽核報告，稽核作業三（一）第 3 項查核重點，對於未來 1 週內之資金狀況，是否有作資金流量規劃。鑑於本基金自 107 年起退撫給與改按月撥付，請說明管理會每週資金規劃之重點。

**賴顧問源河：**

對於受託機構查核重點不符或異常項目，應區分為違反內

部控制及違反委託投資契約兩類；若屬內控問題，管理會宜列為未來續約或新批次委託之參考。若違反委託投資契約，可考慮訂定相關條款，視情節課以違約金。

**管理會張組長淑惠說明：**

- (一)有關施羅德投信部分，按該筆交易該帳戶係有獲利，管理會查核時發現其所引用投資分析報告僅產業概況內容有誤植情形。
- (二)查保管銀行-第一商業銀行訂有分層負責作業規定，有價證券買賣交割如每筆交易金額超過一定金額者，應由經理核章，但管理會查核時發現有漏未送權責主管核章情事，已請該行注意改善。
- (三)有關 106 年 9 至 10 月份內部稽核報告，稽核作業三 (一) 第 3 項查核重點，其目的在瞭解受查單位是否有辦理未來 1 周內之資金規劃，且如實際與規劃不同時有提出分析說明，即符合規定。
- (四)根據委託經營投資契約規定，如有越權交易情形發生，依約受託機構之獲利應繳回本基金帳戶，如有虧損則需如數補回。此外，管理會對於受託機構發生違約或違反內部控制，均予以記點並登錄在案，嗣後將提供予辦理委託經營相關事宜之參考。

**決定：**准予備查，賴顧問意見請管理會參考。

八、本基金國外投資部位因 106 年新臺幣兌美元升值產生大額未實現匯兌評價損失一案，報請公鑒。

李主任委員逸洋：

- (一)本基金目前面臨的問題，除前述資產配置過高於低報酬之流動資產項目外，去（106）年亦有新臺幣兌美元升值，致產生大額未實現匯兌評價損失 173.24 億元的問題。國外委託經營方面，去年國際股市表現出色，整體若不含匯兌損益之收益率為 20.41%，惟扣除美元兌新臺幣貶值 7.88%，全年收益率僅有 12.34%，由於委託經營績效係以美元計價，致受託機構未對新臺幣採取避險，因而拖累以新臺幣計算之績效。
- (二)由於面對匯兌風險時，一般市場上常用的避險策略(如操作遠期外匯、SWAP、對沖基金等)需負擔避險費用，以目前國外資產配置 2,635 億元來看，若避險比率以 3 成計算約 800 億元，如以避險成本約 2%計算，則需額外負擔 16 億元，該作法管理會可再行評估是否採用或設定相對應之避險比率。
- (三)但鑒於未實現匯兌評價損失對本基金運用績效影響鉅大，日前本會顧問會議充分討論並獲致相關諮詢結果，爰提出具體建議請管理會研究將國外委託經營整體配置之 2 成，試辦改以新臺幣計價，應可舒緩匯兌損失影響。
- (四)另國外自營股票及 ETF 與國外受益憑證投資部位約 125 億元，囿於管理會人力運作及研究資源有限，其績效不如國外委託，以去年來說，報酬率約有 1-3%的差距。國外債券部位約 512 億元且主要以美元計價，雖有 3.88%之報酬

，但扣掉美元貶值，則報酬率為-2.71%，宜評估將此等運用項目委由外部專業經理人操作，另外幣銀行存款約 457 億元，其中美元占約 90%，允宜採多元幣別配置以分散風險。

(五)本案未列入討論案而以報告案方式提報，主要希望與委員及顧問互相交換意見以提供管理會參考，未來面對匯兌風險，可採新的策略因應。

**李顧問賢源：**

管理會若辦理以新臺幣計價之總報酬型 (Total Return) 委託，須注意下列幾點：

(一)受託機構從事新臺幣避險，目前僅有遠期外匯合約 (Foreign Exchange Forward)，包含無本金交割遠匯合約 (NDF) 與本金交割遠匯合約 (DF) 供使用，可選擇的避險工具相當有限。

(二)壽險公司在年底作帳需求下，本基金若與壽險公司甚或其他退休基金採取同時點、同方向之避險策略，避險成本將相當高，允宜評估採此類型委託之金額及運用工具。

(三)建議管理會定期評估受託機構績效時，考慮與壽險公司或其他退休基金採不同時點，以免各投資機構同時運用避險工具，落入被外商銀行套利情況。

**邱顧問顯比：**

(一)如同李顧問所說，對外幣資產匯兌風險進行避險，其成本相當高，每年約須支付避險部位 1.5-2% 的避險成本，而匯

率波動難測，最後亦有可能回到原點，因此是否有必要支付額外避險成本，宜審慎考量。

(二)臺股指數通常與新臺幣兌美元匯率呈現正相關，因為外資投入台股須以美元換取新臺幣，造成新臺幣升值，而有股匯齊揚的現象。根據本人對臺灣退休基金匯率避險策略所作研究，就基金整體績效考量而言，若投資組合持有相當台股部位，則當外幣資產產生匯兌損失時，通常台股也會獲利，而有對沖效果。

(三)因本基金國外委託係以美元計價，受託機構對非美元貨幣進行避險，削弱本基金自然避險策略之效果，建議管理會若辦理亞洲股市或新興市場委託，可考慮以原幣計價指數作為評估指標，藉此可較目前以美元計價之委託更能分散匯兌風險。

**李顧問賢源：**

自 2008 年起美元強勢係因歐洲及日本資金轉往美國，美元確實有高估現象，去年開始資金逐漸轉向歐洲以致美元趨弱，惟美國為近年來唯一進行經濟結構調整的國家，未來川普政府政策將會吸引資金持續轉往美國，因此建議管理會審視幣別配置及台股與美元間之相關性，且勿低估美元實力。

**李主任委員逸洋：**

(一)管理會或國外委託受託機構是否採取匯兌避險策略並支付相當避險成本，其利弊得失可能見仁見智，然邱顧問提及可考慮以非美元幣別計價指數作為國外委託評估指標，藉

此降低外幣資產匯兌風險，或許不須支付過大成本，亦為一可行作法，爰本會提出試辦國外委託 2 成改按新臺幣計價，則受託機構操作將以新臺幣為思考重點，於佈局時就會考慮與新臺幣連動的市場，例如去年韓國與臺灣屬於股匯雙強的情形，不至於因為績效評估只限美元，而以美元資產為主，但這不表示限制不投美元市場，倘美元一旦轉強，則受託機構可自行調整投資組合而轉向佈局，相關建議供管理會參考。

(二)此外，目前本基金委託經營實際配置比重僅 37.45%，低於中心配置比重 48%，國外自行經營操作績效不如委託經營，建議管理會評估將國外自營股票、ETF、受益憑證移轉至國外委託經營，以提升委託經營比重並增進投資效益，相關人力則可考量投入國內投資項目。

#### 劉顧問籐：

(一)監理會建議方案並未改變管理會目前所採取多元幣別配置之自然避險策略，將國外委託經營整體配置之 2 成改採新臺幣計價，可考慮試辦。惟其如何委託？受託業者如何操作？是否進行避險？關鍵仍在於管理會委外之規劃內容，本基金第 2 批國外委託即採報酬折算為新臺幣計算績效之方式辦理委託，當時 3 家受託機構並非全部採取避險策略規避匯兌風險。本案建請管理會邀集資產管理業者研議後規劃辦理。

(二)規避外幣資產匯兌風險可採取全球型委託，以多元幣別方



式持有外幣資產加以避險，達到分散匯兌風險的效果；此外，管理會若看好某個區域型委託，在選擇適當指標時，可考慮以非美元計價方式辦理委託，亦可達到分散匯兌風險的效果。

**黃顧問肇熙：**

建議管理會研議辦理新臺幣計價委託，可先與資產管理公司討論相關避險策略，需要何種避險工具、其相關成本如何？請管理會深入評估。

**管理會韋副主任委員亭旭說明：**

管理會將依據監理會顧問會議諮詢意見研究辦理國外委託改以新臺幣計價與績效評估之可能性。惟辦理委託時，請監理會同意亦可採用新臺幣撥付，如以美元撥付，依目前中央銀行的規定，則僅能使用 NDF 避險工具，受託機構之避險工具將會受限。

**李主任委員逸洋：**

同意韋副主委所提觀點，本會所提建議請管理會研議。

決定：洽悉；本會建議方案請管理會參考並將研議結果提報本會下次委員會議。

## **參、討論事項**

- 一、管理會擬具「公務人員退休撫卹基金 107 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：**

107 年 1 月 19 日監理會召開顧問會議作成諮詢意見如下：

- (一)另類投資可分散風險，為目前國際趨勢，可考量提高投資部位，惟其種類頗多，若擬投資複雜度較高者如私募股權，考量人力及成本效益等，宜以委託經營方式為之。
- (二)國內股市各類資產價格目前處於相對高點，然產業類股有其季節性，如電子產業第 1 及第 4 季為價格低點，傳產業則相反，表現差異性大，投資時可依產業前景及市場循環，挑選相對便宜之股票，亦可投資績效佳之國內投信發行新臺幣計價之跨國型共同基金，以分散風險。

**溫委員軍花：**

各年度運用組合規劃之中心配置、允許變動區間雖經監理會審議通過，但實際執行權責仍在管理會，剛才邱顧問論及 106 年度基金績效歸因分析時，除了有關明定委託經營撥款時點之建議非常重要外，另邱顧問也指出一個重點，就是 106 年配置負貢獻似非特例，故此部分亟須加以重視。對比 107 年、106 年運用組合規劃表，雖有降低台幣銀行存款、國內短票及庫券之允許變動區間上限，但允許變動區間幅度大小不是重點，重點是管理會執行時在變動區間彈性中係如何決定資產配置比例？因而應檢討配置負貢獻問題，管理會執行面必須真正落實，再搭配匯率風險管理相關措施，基金整體績效方能改善。

**鄭委員嘉偉(鄭建信代理)：**

- (一)有關 107 年度之運用組合規劃表，未見管理會於固定收益

部分有改進作為，允許變動區間訂定仍寬，未來固定收益實際配置結果是否仍維持在允許變動區間上限？

(二)今年年金改革方案正式實施，剛好又是選舉年，是否會將選舉因素納入整體基金投資運作規劃？未來國內投資比例是否有所調整？

**劉委員靖中：**

關於邱顧問提及負配置貢獻，106 年台幣銀行存款、國內短期票券分別為-0.37、-1.30，然此二運用項目於 107 年之中心配置、預定收益率(與實際績效相比)相較 106 年並無異動，若基金績效歸因結果已知其為負配置貢獻，是否應縮減中心配置比例？雖允許變動區間已縮減，但中心配置、預定收益率(與實際績效相比)並無異動，到 107 年底檢討時，是否其負配置貢獻情形將重複發生成為常態？一樣無法產生正貢獻。

**許委員虞哲(顏春蘭代理)：**

(一)107 年退撫金定期撥付改為按月發放，約當現金性質之運用項目應減少，惟這些項目於 107 年之中心配置，相較於 106 年度運用組合規劃並無異動，僅減少允許變動區間上限，但以 106 年來看，台幣銀行存款、短期票券實際配置分別達 8.99%及 13.78%，比重已經很高，即使 107 年允許變動區間上限已降至 18%、16%，仍無法達降低該類投資比重之效果。

(二)在資本利得方面，107 年國內上市(上櫃)公司股票及 ETF 之中心配置較 106 年下降，然此運用項目於 106 年係對整

體基金產生正貢獻，且其 106 年實際收益率亦高於績效指標，為何貢獻較佳之運用項目中心配置於 107 年反而下降？

**李主任委員逸洋：**

綜合各委員及邱顧問意見，閒置資金之允許變動區間幅度過大，係影響績效重要關鍵，請管理會說明調降允許變動區間之可能性？

**管理會呂組長明珠說明：**

謝謝各位委員顧問的意見。有關閒置資金部分，管理會會積極提升運用；關於 107 年度運用組合規劃表調整，係於國外債券提高一個百分點，於國內股票降低一個百分點，整體而言作些許微調。至於有關投資是否會考量選舉因素部分，管理會投資係以公司營運及獲利能力為考量，故此部分不會特別考慮，惟若對投資人信心或外資動向有影響時，管理會會追蹤注意。

**李主任委員逸洋：**

觀察 106 年底實際配置結果，本基金約當現金比例約為 31%，高於其他政府基金，究其原因係允許變動區間高達 16% 甚或 22%，閒置資金比例過高，此乃影響本基金績效最重大原因之一，也是委員顧問持續關心之問題；雖然管理會已於 107 年度運用計畫分別降低台幣銀行存款、短期票券及庫券允許變動區間上限 4 個及 2 個百分點，但仍屬偏高，請問管理會是否可以再調降允許變動區間上限？此調降是否有其他後續影響？或有其他需要考量事項？

**管理會韋副主任委員亭旭說明：**

允許變動區間主要係因應實際配置時，會面臨適合撥款時點問題所留之彈性空間，因目前本基金台幣、外幣未撥出資金各約 300 多億，停泊等待撥出時機，管理會會盡量朝中心配置移動，達到整體基金理想之資產配置。惟於操作期間仍需保留彈性，讓管理會將閒置資金配合適當撥款時點來作運用；至於允許變動區間是否能再縮減，此部分可再研究。

**李主任委員逸洋：**

為回應委員及顧問意見，台幣銀行存款上限由 18% 降為 16%、國內短票及庫券由 16% 降為 14%，即各再下修 2 個百分點，是否可行？

**管理會韋副主任委員亭旭說明：**

應該可以，管理會試著努力。

**李主任委員逸洋：**

- (一)周部長亦表示應該可以，努力看看。因多位委員均關心此問題，就照邱顧問意見，盡量縮減允許變動區間一些幅度，惟因未來整體金融情勢變化難料，不宜大幅度調降，故台幣存款及短期票券上限僅再縮減 2 個百分點。
- (二)本會幕僚意見第 2 點有關另類投資，CalPERS 資本利得投資原占整體基金約 8 成，現下修至 7 成 2，另一方面，另類投資配置約為兩成；然目前本基金另類投資標的仍為國外股票，且中心配置僅定為 5%、實際配置更低，為 3.34%

，低於國內其他政府基金，故請管理會多加研究其他政府基金另類投資方向及了解投資方式，鑑於現在股市居高，各大政府基金均將資金轉往另類投資方向，管理會應多做參考，盡量提高比例。

**管理會韋副主任委員亭旭說明：**

管理會目前另類投資係採委託經營方式，至於私募基金，經了解勞動基金運用局目前投資約 4 檔私募基金，管理會亦進行研究中。惟因私募股權基金投資期間長達 10~14 年，目前本基金委託經營辦法所定委託經營期限每次最長為 5 年，故仍須配合修正部分法規，若相關配套建置情況下，管理會會進一步研議及投資。

**李主任委員逸洋：**

(一)另類投資係重要投資方向，特別針對未來國內外股市可能向下修正，故本基金投資方向應盡量朝另類投資努力，請管理會盡力突破；若有牽涉到私募，因其投資複雜度高，請管理會妥為研議因應，或亦可採委託經營方式；因本基金目前另類投資標的仍為股票，管理會可參考其他政府基金作法，找出其他適合本基金之另類投資方式。

(二)本會 107 年第 1 次顧問會議諮詢意見第 2 點，有關符顧問建議「依產業前景及市場循環，挑選相對便宜之股票，亦可投資績效佳之國內投信發行新臺幣計價之跨國型共同基金」一節，亦請管理會努力研究相關優良基金，以分散整體基金投資組合風險。

**決議：**

(一)修正通過；修正台幣銀行存款、國內短期票券及庫券之允許變動區間上限為 16% 及 14%。

(二)本會委員、顧問及幕僚意見供管理會參考。

二、管理會擬具「公務人員退休撫卹基金 107 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：**

107 年 1 月 19 日監理會召開顧問會議作成諮詢意見如下：

鑑於目前股市處於高點，新委託案可優先考量絕對報酬型委託，未完成撥款批次部分，亦以絕對報酬型優先撥款；至於已選任之相對報酬型委託，可視情況分散撥款時點。

**鄭委員嘉偉(鄭建信代理)：**

(一)退撫基金組織架構之變革係年金改革之一部分，有關議程第 258 頁提及 106 年 12 月下旬就研議方案向考試委員簡報，請問何時可讓監理委員了解？

(二)同頁第 2 點周部長表示所得替代率之扣減給付順序為優惠存款利息、舊制月退休金、新制月退休金，實施初期對退撫基金紓緩支出壓力效果不大。銓敘部向立院提出草案時，有立委提出修正動議，修改扣減順序為優惠存款利息、新制月退休金、舊制月退休金，較能減緩退撫基金支出壓力，可惜不被採納。部長若認為現行扣減順序不當，建議是否由銓敘部提修正案至立法院，抑或全教會若有相關提案時，也請部長支持。

**周委員弘憲：**

(一)有關退撫基金組織變革，已向考試委員簡報，預計 2 月 9 日向管理會委員簡報，爾後將正式提案。提案經基金管理委員會會議通過後，其中之公務人員退休撫卹基金管理條例修正草案將送監理委員會議，屆時各位委員可表示意見。此案立法院要求 9 月提交法案，因此預計辦理時程為 3 月提管理委員會議，5 月提監理委員會議，6 月提考試院審查會，最後經院會通過後送立法院。

(二)關於議程 258 頁僅單純描述扣減順序最後為新制退休金，實施初期對退撫基金財務紓減效應不大，無涉順序適當性之問題。以實施初期所得替代率為本俸 2 倍乘以 75% 為例，優先扣減優惠存款，及舊制退休金，實施初期對本基金財務紓緩較無影響。預計施行 10 年後，所得替代率降至 60%，屆時才比較有可能對新制退休金之財務有所助益。若站在基金立場，以新制退休金為第 2 扣減順序對財務或有較佳之影響，然因新制退休金有部分為軍公教自行繳納，情理上考量扣減順序為最後較為適當。

**決議：**本案照案通過，本會顧問及幕僚意見，請管理會於實際辦理國內委託案時參考；另鄭委員意見則提供銓敘部辦理業務之參考。

三、管理會擬具「公務人員退休撫卹基金 107 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：**



107年1月19日監理會召開顧問會議作成諮詢意見如下：

鑑於目前股市處於高點，新委託案可優先考量絕對報酬型委託，未完成撥款批次部分，亦以絕對報酬型優先撥款；至於已選任之相對報酬型委託，可視情況分散撥款時點。

**邱顧問顯比：**

- (一)有關絕對報酬型委託案為優先考量一節，通常委託期間為4年或5年，目前國內外股市處於相對高點，可能只有1年，但是其他年度是否仍為如此，宜予考量。絕對報酬型多做一些係屬可行，惟請考慮額度。長期而言，相對報酬型的整體累計績效通常大於絕對報酬型。
- (二)有關國外委託部分，目前招標規定致使選任之受託機構皆為國外資產管理公司，但這幾年國內投信投資國外績效不錯，建請管理會考量修改招標規定，使國內投信至少有參選資格，以扶植國內資產管理機構。

**管理會呂組長明珠說明：**

- (一)最近期間受託機構整體的收益率，相對報酬型委託係高於絕對報酬型。惟目前全球股市處於相對高點，相對報酬型委託案風險較高，故不排除絕對報酬型的可行性。
- (二)國外委託招標案並未排除國內資產管理業者，資產管理規模及績效標準等相關資格條件明定在委託經營辦法，未來若有必要將檢討該辦法並作適度修正。

**黃顧問肇熙：**

過去勞退基金國外委託招標案，國內投信業者有參加投標

，亦符合資產管理規模等資格審查，惟未入選。

**管理會呂組長明珠說明：**

本基金國外委託招標案資產管理規模的條件與勞退基金大致相同，但尚沒有國內投信業者參加投標。

**李主任委員逸洋：**

- (一)為擴大投資經理人多元化組合及避免遺珠之憾，請管理會檢討國外委託招標案受託機構資格條件，以不排除國內投信業者為原則。
- (二)關於是否採絕對報酬型委託，原諮詢意見係請管理會可優先考量，惟實際評估時，請納入邱顧問意見一併考量。
- (三)未來全球股市三大泡沫之一，最大者可能來自美國股市，資金若由美股流出後，新興市場似為不錯的選擇，去(106)年 MSCI 新興市場股市上漲 34.8%，績效優於美股，未來或許也有不錯獲利機會，因此，新興股票型委託也可列入評估考量。

**李顧問賢源：**

最近新興市場股市好，主要原因為全球四大經濟體(美國、日本、歐洲及中國)同步成長，波動性也很低，因此資金也流向新興市場。新興市場是否看好，可觀察台幣走向，當台幣貶值，表示資金出走，新興市場也不會好。最近台灣及韓國成長特別好，主因分別是記憶性半導體及邏輯性半導體二項主流，產業分別為電子商品及汽車產業，但新興市場未來是否持續

看好，沒有人能看的準，若今(107)年成長看好，預期不會如去(106)年股市持續性走升，應是震盪，並請注意流動性。

**決議：**照案通過，本會委員、顧問及幕僚意見，請管理會於實際辦理國外委託案時參考。

#### **肆、臨時動議**

##### **溫委員軍花：**

由議程第 258 頁相關內容對應第 89 頁列管退撫基金收支失衡審查意見，管理會函復之解決方式係著眼於適時提出提撥費率調整建議方案，以改善失衡問題，然依據本基金管理條例第 8 條規定，基金不足支付時，應由基金檢討調整繳費費率，或由政府撥款補助，並由政府負最後支付責任。「公務人員退休資遣撫卹法」與「公立學校教職員退休資遣撫卹條例」將於今年施行之際，提高基金提撥費率會使相關公教人員觀感不佳，管理會所研議提升基金績效措施、管理組織變革、參採私校退撫儲金之積極型操作策略、年金改革相關經費結餘挹注、政府撥款補助等，亦可作為改善基金收支失衡方案之一，不宜僅以調整提撥費率僅向軍公教課責作為唯一解決方式，否則政府的責任何在？希望管理會於下次會議能將列管項目函復辦理情形研擬更為周延。

##### **周委員弘憲：**

有關議程第 258 頁所述為回應管理會委員之詢問，主要陳述解決基金財務問題有許多面向，本人亦主張先提高折現率後

再行調整提撥費率，至於是否提高提撥率除需審慎依據相關法規辦理外，並應報考試院及行政院同意後方能調整，另一方面希望透過組織結構之改變，使基金管理會人事方面更為靈活，能引入專業人才，非僅單方面調高提撥費率。

**決議：**請管理會於下次委員會議就議程第 89 頁有關基金收支失衡審查意見之列管辦理情形作更周延說明，並蒐集私校退撫儲金之操作模式及成立以來績效等資料，供委員顧問參考。

伍、散會：下午 5 時 25 分

主 席 李逸洋