

# 公務人員退休撫卹基金監理委員會第 111 次委員會議紀錄

時間：中華民國 108 年 9 月 16 日（星期一）上午 9 時 30 分

地點：考試院傳賢樓 10 樓會議室

出席者：李孟諺<sup>陳春榮代</sup> 李繼玄 周弘憲  
蘇建榮<sup>顏春蘭代</sup> 潘文忠<sup>林秀敏代</sup> 朱澤民<sup>黃鴻文代</sup>  
施能傑<sup>劉慈代</sup> 侯友宜<sup>莫永榮代</sup> 鄭文燦<sup>高幸如代</sup>  
張麗善<sup>黃杰男代</sup> 林姿妙<sup>黃水桐代</sup> 林惠美  
李來希 羅吉旺 溫軍花  
賴維哲 陳啟清 陳瑞章  
周玲臺<sup>許永明代</sup> 侯俊良 張旭政

列席者：符寶玲 邱顯比 劉 籐 黃肇熙

請 假：嚴德發 劉增應

主 席：李主任委員逸洋 紀錄：李智民 陳金懋 黃詩淳  
陳建明 洪坤煙 魏尚賢

壹、主席致詞：（略）

貳、報告事項

一、宣讀上（第 110）次會議紀錄。

陳委員啟清：

上次委員會議討論事項二「109 年度公務人員退休撫卹基金預算案」，關於軍職人員的離職退費人數及金額差異過大，是否已有修正？

管理會楊專門委員惠麗說明：

國防部人事參謀次長室業於本（108）年 7 月 18 日提供修

正後數據，離職退費人數由 406 人調整為 1,757 人，相關預算表件已配合調整修正。

**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。

**侯委員俊良：**

列管事項第 4 案，有關本人所提於本基金網站增列年金改革節省經費挹注款計算方式資訊，經檢視僅見 9 月 9 日軍職人員挹注款相關訊息，對於挹注款計算方式則尚未見相關內容，請問管理會有關資訊係公布於網頁何處？

**管理會楊專門委員惠麗說明：**

管理會 9 月 9 日於網站張貼之資訊，已設有主管機關銓敘部、教育部網站挹注款說明資料之連結及國防部函文說明資料檔，點選連結及檔案，即可得知挹注款計算方式之訊息。

**李主任委員逸洋：**

基金網站若以摘要方式彙整主管機關提供資訊供瀏覽者閱讀，輔以連結方式提供詳盡資訊，管理會是否可行？

**管理會楊專門委員惠麗說明：**

管理會可配合辦理。

**決定：**洽悉。

三、公務人員退休撫卹基金 108 年度截至 7 月底止之經營績效及運用情形，報請鑒察。

**林委員惠美：**

- (一)本案風險值分析表，108 年國內股票及 ETF 風險限額的成分風險值占市值比為 7.30%，與長條圖內的數字不符，是否誤植？請管理會確認。
- (二)本案基金績效歸因分析表之標題列，依序分別為實際配置 (A)、中心配置 (B)、實際期間收益率 (C) 及績效評估指標 (D) 等項，之後即跳至配置貢獻 (F)，請問 E 欄位之定義為何？
- (三)本基金計算國庫撥補時，須將未實現損益中之未實現評價損益、兌換損益及長短期投資互轉（在處分前）等部分損失予以排除，惟本基金管理條例施行細則（以下簡稱施行細則）第 15 條第 1 項規定「本基金之收益率按年度決算逐年計算；其 3 年平均收益率係採移動平均計算方式」。本基金依行政院主計總處函釋將未實現損益予以排除，歷年僅發生 1 次國庫撥補，惟若依本基金施行細則之規定，並參考議程第 69 頁加計未實現損益收益率以 3 年移動平均方式估算，歷年應發生 5 次國庫撥補。
- (四)按一般對法律的認知，本基金管理條例若有補充規定時，應於施行細則中訂定，然施行細則並未明定收益率是否須扣除未實現損失，僅以行政院主計總處函釋加以規定。依照法律保留原則，限制人民權利時應以法律定之，而行政院主計總處僅以函釋即限制基金國庫撥補之計算方式，可

否提供相關函釋，俾利從內容瞭解其考量。

**管理會呂組長明珠說明：**

(一)國內股票及 ETF 風險限額之成分風險值占市值比為本會誤植，正確數字應為 4.30%。

(二)績效歸因分析表中，績效評估指標合計欄 7.90 即為 E 值，為各投資項目之績效評估指標依其中心配置比例加權計算後之合計數，可參考附註 2 之說明。

**管理會韋副主任委員亭旭說明：**

本基金管理條例或施行細則中，3 年移動平均收益率並未明確規範為已實現收益率或加計未實現之收益率，據瞭解行政院主計總處函釋主要考量為未實現部分係市價波動所造成，若納入計算國庫撥補，日後當市價回升時，恐衍生後續需回補國庫，因此行政院主計總處認為應以已實現收益率做為計算國庫撥補之比較基準。

**林委員惠美：**

依本基金管理條例施行細則第 15 條規定，本基金之收益率係按年度決算逐年計算，本基金收益率既已按年計算，應無管理會所提回補國庫之疑慮，仍希望能提供行政院主計總處函釋予委員顧問參考。

**李主任委員逸洋：**

會後請管理會提供行政院主計總處函釋予委員顧問參考，並請行政院主計總處於下次會議就相關函釋，及是否違背基金

管理條例一併說明。

**周委員玲臺（許永明代理）：**

依本案議程所附資料，本基金風險值（VaR）的計算基準為 1 天，僅看 1 天風險值較偏向銀行業的作法，而本基金運用資金規模及作業方式應與中型壽險公司較為類似，為何本基金只看 1 天風險值，而不看較為長期的風險值？此外，風險值是否曾經影響本基金投資決策？若無，風險值之應用宜重新檢討。

**邱顧問顯比：**

- (一)基金績效歸因分析表中 E 值為 7.90，係本基金依中心配置及績效評估指標計算所應有之報酬率。108 年上半年配置貢獻為-1.29%，表示本基金配置較大比重在低收益性資產，未能達到中心配置所應有之報酬率，而選擇貢獻為 0.24%，代表管理會在執行各項資產投資選擇上表現尚可，然各項貢獻合計為-1.25%，主要應受配置貢獻不佳所影響。
- (二)長期來看，本基金配置較高比例在安全性高但收益性低的資產，在股市上漲時將帶來負貢獻，除非像去年為股市下跌才会有正貢獻。由於本基金長期高配置在低收益性資產，若可觀察過去數年績效歸因分析，配置貢獻應為負值，即長期低收益性資產高配置對本基金報酬率帶來負貢獻。
- (三)建議管理會宜建立再平衡或汰弱留強等機制，及委託帳戶收回時資金再運用之標準作業程序(SOP)，並搭配例外管理

，長期應可降低同仁處理事務及人為判斷的壓力，並可提升基金績效。

**符顧問寶玲：**

贊成許教授所提，本基金無須過度強調 VaR，銀行每日結帳後，董事會為確保資本適足率，需關注銀行每日之 VaR，因此銀行業較為關注 VaR。由於退休基金屬長期投資，應更關心通貨膨脹風險，而非當天股市漲跌風險，若過度在意 VaR，易使同仁因關注 1 至 2 日股市波動而使投資運用更為保守，反而忽略投資績效不佳可能產生無法給付退休金問題。

**管理會呂組長明珠說明：**

- (一)當初規劃 VaR 的想法，係為瞭解本基金在 1 日內最大可能的損失，各投資項目亦設定風險限額分別控管，當發生特殊事件時，VaR 值若出現超限情形，針對超限項目管理會當下須評估此特殊事件對本基金績效的影響是否持續，或僅為短暫影響，並將採取的應對方式進行專案簽核。管理會未來將研議風險值的計算應採 1 天或更長期間，並參考其他退休基金或保險公司的作法及呈現方式。
- (二)有關本基金負配置貢獻部分將於下一案進行檢討。
- (三)符顧問所提退休基金應重視通膨風險，無需過度在意當日股市漲跌，管理會將落實於投資理念。

**符顧問寶玲：**

管理會一方面計算 1 天 VaR，另一方面卻容忍另類資產委託

投資長達 12 年的委託期限，在風險管理上是否不一致？管理會在整體風險掌握上似乎人云亦云，學習其他業者的風險管理模式，而未考量本身屬性是否適合。

### **溫委員軍花：**

- (一)有關邱顧問提及配置貢獻部分，會議資料第 135 頁已呈現前面幾季的配置貢獻狀況，若再往前推就如同邱顧問所言，長期以來配置貢獻幾乎為負，對績效當然不利，管理會每次開會資料都表示績效受到固定收益大於資本利得等配置影響，為何操作時還是一樣不改策略，不曉得管理會到底在想什麼，一直說一套做一套？如果確實是政府負最後支付責任，我們當然可以不用在意管理會怎麼操作，但問題就在政府並未負責，否則怎麼會發生去年 7 月砍軍公教退休金的事？
- (二)會議資料第 71 頁關於各政府基金績效比較，本基金在 6 個政府基金中績效是最後一名，第 78 頁附表自行經營績效於今年第 1 季及第 2 季皆比委託經營績效低很多，相較於勞保基金及國保基金自行經營的比重也都高於本基金，但並沒有因為自行經營比重高而影響整體績效，相反地反而績效表現更優於本基金，若本基金委託經營績效比自行經營好，自行經營比重是否不宜配置過高。
- (三)會議資料第 72 頁關於私校退撫儲金之績效，截至本年 7 月底本基金收益率 7.42% 僅比私校退撫的保守型高出 0.32%

，遠低於穩健型的 13.49%及積極型 16.05%，私校退撫基金 Line 資訊平台訊息更新非常密集且透明，軍公教同仁常接收到私校退撫基金的投資報酬率訊息，相較下退撫基金顯得資訊更新速度慢，且投資報酬率相差亦大，本人已多次於監理委員會議上表示績效表現不佳問題，甚至有人事單位同仁向本人反應，若管理會績效操作表現仍不理想，責任不應再由軍公教同仁負擔，又日後有提撥費率調整情況時，同仁感受又是如何。

(四)另外針對林委員提及國庫撥補的績效認定問題，應儘速釐清。談經營績效時，加計未實現損益時會比較好，就以加計後的數字做為績效表現，但在計算國庫是否應該撥補時，卻排除未實現損益，這樣的做法對嗎？針對剛才管理會的說明本人不能接受，請儘速提出對軍公教人員公平的做法。

**李委員來希：**

- (一)各界都很在意績效表現，但若本基金制度為確定給付制，績效表現好壞皆不用太在意，因雇主會負擔最終給付責任。贊同林委員的意見，對於績效不佳應採計的撥補標準，管理會應站在管理人、基金所有權人之立場，怎會替主計總處背書，主計總處考量國庫收支財源平衡，才以近 3 年已實現運用收益平均數計算。
- (二)另外，國軍退除役官兵輔導委員會每兩年撥補 200 億元挹

注退撫基金，勞保基金撥補 200 億元，卻未就公教退撫基金撥補問題進行討論，本基金管理條例第 8 條，如基金不足支付時，應由基金檢討調整繳費費率，或由政府撥款補助，現在對於法條規定的政府補助責任避而不提，反限縮政府彌補績效的責任，但績效責任是以近 3 年平均收益率不足台銀 2 年定存利率才需國庫撥補，有許多股票幾乎快成為壁紙，但卻不處理，因賣出後就必須依主計總處函釋認帳，然身為基金的所有權人須明確地依照法律規定或具體的標準，若當年度無法達到所設定的投資報酬率，不足的部分當年就需撥補。

(三)假若設定投資報酬率為 8%，目前列計備供出售金融資產投資評價損失後的收益率為 3.32%，所以是否能理性地設定法定責任，只要不符合或是未達到預期投資標準，不足部份當年或隔年立即撥補，以釐清責任，建議主計總處提出說明時，開誠布公表明是否撥補，軍職人員及勞保基金皆有挹注款，老農津貼也提高，目前退休人員所得之恆定，未與物價指數連動，而與 6 個變項連動，而勞保與國保僅單純與物價連動，為何軍公教所得之恆定，還需考慮基金準備率、基金投資報酬率、平均餘命、經濟發展、國家財政等變項，最後才考慮物價指數，對公務人員如此苛刻，且月退休金超過原領給付金額 5% 以上者，尚須提立法院同意。

(四)勞保今年 5 月 1 日就調 5.1%，所以國家為何對其雇員是這麼嚴苛，主計總處針對撥補規定僅是單方面的行政解釋，管理會亦依據函釋規定處理，這問題已經爭論很久，是否應重新檢討，若政府會負最後支付保證責任，各界可能對撥補並不會太關心，但目前會如此在意投資報酬率，因為要公務人員承擔責任，才會進行年金改革，所以績效表現很重要，但績效的操控權並不在我們手上，難道開會是找我們背書嗎？因此若要公務人員負責任，請拿出績效。

**李主任委員逸洋：**

有關國庫撥補疑義，牽涉到基金管理條例和行政院主計總處函釋，這部分留待下一次會議處理，並請主計總處相關負責同仁列席。

**朱委員澤民(黃鴻文代理)：**

本基金管理條例並未明定如何撥補，以行政院主計總處之立場而言，政府負擔一定報酬，形同全民負擔，以已實現收益來衡量才合理。再者，本基金管理條例第 8 條政府負最後支付責任，一旦給付出現問題，政府就要負責，訂定保證收益無實際意義。另管理會負責基金操作，應由其負責基金報酬，否則成立管理會及監理會之意義何在。

**李主任委員逸洋：**

剛才有一點須釐清，委員提到未實現損益中有尚未賣出且虧損嚴重的股票，據本人瞭解，這部分已趁股市高點時處理。

是否請管理會說明，因也涉及資訊揭露的問題，目前手頭上還有沒有虧損達 30% 之個股？

**管理會韋副主任委員亭旭說明：**

個股會持續汰弱留強，個股是否出清，仍視未來發展情況而定。

**管理會呂組長明珠說明：**

截至目前，歷年基金已實現收益累計為 2,536 億元，加計未實現損益後之累計收益數為 2,628 億元，係高於已實現收益數，整體而言帳上有未實現利益。

**李主任委員逸洋：**

(一)之前確實有很多虧損，趁著股市高點已經處分，現在的未實現是賺錢的。今天針對績效問題，邱顧問及溫委員等所提，績效為何會落至各政府基金的最後一名，大家都找到一個共識，若股市表現良好，如今年 1 至 7 月，MSCI 全球指數上漲 16.57%，台股指數上漲 11.27%，這種情況下，本基金的成績經常都是最差的；像去年發生股災，本基金的績效表現則相較其他政府基金虧損程度較小，分析主要的因素為，本基金的資產配置相當保守。就如同邱顧問所提，在貢獻度上基金配置出現很大的問題，導致基金的績效表現差，這是老問題。今年截至 7 月底止資本利得配置(包含另類投資)為 48.73%，固定收益為 51.27%，可能略優於公保基金，但公保基金固定收益大多配置於債券型基

金，而非銀行存款或是短票，因此公保基金的收益表現不錯，排名一向都位於前面，所以本基金的配置在所有政府基金裡算是最不理想。

(二)黃顧問在前幾次會議曾提醒管理會，今年操作不能太過保守，但是管理會似乎沒多大改變，本人過去一再分析，政府基金大概有三種配置，資本利得配置 45%-46%左右，這種配置屬太過保守型，保守型則為資本利得配置 51%-52%左右，穩健型配置為 57%-58%、甚至到 60%。管理會一向自稱穩健配置，但並不然，本基金為三種配置類型中屬太過保守型，儘管配置已從 45%-46%提升至 47%-48%，但仍是不理想。雖然本基金的性質為兼顧安全及利益，操作型態一向偏於保守，不過保守型基金在今年的情況下，資本利得應該配置 51%-52%較為妥適，本基金卻相反，固定收益一直配置 51%-52%，固定收益與資本利得配置的比重應該互換，長期以來皆為顛倒。當然比重高低仍需對未來國際投資市場加以分析，若以明年度市場看法，在前次會議審議明年度運用方針時調降資本利得比重，是有其道理。

(三)目前美國經濟在整個世界經濟當中一支獨秀，雖然也是有隱憂，如美國今年 8 月份供應管理協會(ISM) PMI 指數下降至 49.1，這是 3 年來第一次出現低於 50；不過美股還是一直不斷上漲，9 月 13 日道瓊指數 27,219 點，那斯達克指數 8,176 點，標準普爾指數 3,007 點，逼近歷史高點。一般

分析認為川普還有降息的工具，也許 9 月會降一次，說不定於年底再降一次，等到降息的貨幣政策工具用盡，無法起作用時，可能就會發生經濟衰退的情況。另外殖利率倒掛的情況，從去年底即發生 5 年期及 3 年期，今年 2 年期、甚至 3 個月期皆發生與 10 年期利率倒掛，這是個警訊值得注意，但分析普遍認為今年情勢還不致於如此差，川普會用盡一切的力量，撐住美國經濟，以降息釋出資金，資金回流股市，大概還可以撐一段時間。偏向於市場中過早反應股市或許會崩盤的不利觀點導致投資保守，是本基金績效一直落後的主要因素。

(四)剛才韋副主委說明近期投入國內委託 50 億元，這金額占基金比重不到 1%，最新的資產配置中資本利得可能趨近於 49%，還是未達保守型 51%-52% 的配置。我們也不是要求大幅度提高資本利得配置到 60%，只是希望不要太過於保守。以過往發生股災情況而言，1987 年股災、2000 年科技泡沫、2008 年金融海嘯，下一次預測有可能為明年或後年，因為殖利率倒掛大概是 12 到 18 個月就會產生經濟衰退，因此目前並還未到達衰退的時機點，提前反應不利基金收益；這同時也呼應黃顧問認為本基金太過於保守的看法，邱顧問也運用學理提醒，這是本基金績效為何一直無法提升的原因。希望趁今年股市高漲的情況能獲利，否則若明年發生股災時，績效不知會下拉多少，提供管理會參考

。

**李委員孟諺(陳春榮代理)：**

- (一)基金固定收益之配置比率有升高情形，係因第 14 批委託經營屆期收回等因素所致，若該批次雖未達原預期績效，但仍有高於固定收益一定比率以上者，為何無法有延長委託經營之彈性，反而將帳戶資產收回導致現金部位過多，致降低本基金整體績效。
- (二)管理會報告時曾提及部分委託經營帳戶績效不佳將收回，如績效雖不算高，但仍高於新臺幣銀行存款報酬率甚多，則在本基金尚有龐大之銀行存款下，能否再觀察帳戶表現，以免又因急於收回而再增加低收益率之現金部位。
- (三)資金投入股市的時機相當重要，前陣子股市下跌幅度甚大，本基金是否未掌握時機進行委託經營之撥款或自行經營之加碼，而為今年以來本基金之整體收益率不如其他政府基金收益率的重要原因之一。

**管理會韋副主任委員亭旭說明：**

委託經營帳戶績效考核未達指標或目標報酬率時，管理會除評估其操作是否較其他帳戶差外，亦評估收回後之處理方式；關於應採延長委託，或加碼至其他表現較佳帳戶，方才所提收回國外委託帳戶後已進行加碼與撥款。管理會除於 7 月加碼資金投入國內股票及 ETF 外，國內委託亦於 8 月撥款，此外，絕對報酬型委託案也在進行中，積極去化閒置資金。

**潘委員文忠(林秀敏代理)：**

- (一)截至 7 月底臺幣銀行存款之配置為 565 億元，而收益率僅為 0.3%，私校退撫儲金規模合計為 525 億元，其保守型收益率已達 7.1%，本基金甚多地方需要努力。第 109 次會議時，本人表達臺幣銀行存款部位，3 月底較 2 月底增加 285 億元，主要係因收回屆期國內委託經營帳戶，資金暫存於臺幣存款，因委託帳戶合約均明定有到期日，宜在到期前規劃完成新方案，以利資金收回後得以儘早再投入妥適運用。
- (二)對於閒置資金之閒置期間及比重，須再檢討改善，可訂定水位上限，或對於委託經營到期所收回之現金，訂定再投入市場之期限，而非讓資金一直閒置於收益極低之現金或短票，以致於拖累基金整體收益。

**李主任委員逸洋：**

本基金截至 7 月底約當現金配置比重，已由第 1 季 26.4% 降為 21.67%，持續改善中，109 年本基金約當現金配置上限為 23%，後一年也許再降為 18%，一年一年逐步降低上限，現金及短票收益極差是不爭事實，一整年收益率約僅 0.5%，卻占整體配置比重四分之一，此為很嚴重的問題。

**周委員玲臺(許永明代理)：**

- (一)衡量一個基金投資是否保守，也要從負債面來觀察，本次議程相關資料，僅呈現資產面訊息，卻不見負債面相關數

據，如果在短期或中期，負債面之風險可以確保，退休基金投資理應更為積極，以英國退休基金為例，有較高比重配置於股票，當然投資股票有其風險，另去年國內壽險業面臨匯率及股票風險，同年 10 月至 12 月曾發生 3 次股災，當年 9 月底壽險業淨值約為新臺幣 1.4 兆，至年底僅剩 1.1 兆，如再加上 AC 帳(攤銷後成本項下未實現)上損失約 4,000 億，合計損失約 7,000 億元，淨值僅剩一半，更可見股票風險之危害。

(二)今年截至 7 月底壽險業淨值回升至 1.8 兆，主因亦為股票市場表現良好所致，退休基金如能承擔負債面風險，投資仍應積極多配置於股票市場。如將本基金比擬為保險公司，規模約與臺銀人壽相當，相對於真正保險公司，有得天獨厚之處，沒有資本要求，又可以增加提撥費率，退休給付又可減少，因此本基金投資策略應有相當彈性。

(三)本基金仍有許多監督機關，如監理會及受民意機關監督管理，但如要在兩個月看一次績效檢討報告，管理會同仁壓力一定很大，似有檢討之處，監理委員會對於基金投資績效之關心可以理解，但亦應適度給管理會較為長遠的期間來衡量績效。

**李主任委員逸洋：**

(一)本基金短期或長期潛藏負債，過去未於議程中列示，此意見供管理會參考；長期潛藏負債約為 2 兆 5 千多億元，年

金改革後稍有下降，初期挹注款每年約有 380 億元。

- (二)要求基金要有好的投資績效固然重要，但也無法完全不重視基金投資安全，如 2000 年的科技泡沫，那斯達克指數下跌 78%，2008 年金融海嘯道瓊指數下跌 63%，資產損失相當驚人；故要求管理會資產配置調整至較理想狀態，也僅能以較小比例循序調整，無法一下就大規模冒進，CalPERS(加州公務員退休基金)為世界知名模範退休基金，去年表現為-3.5%，落後本基金的-1.14%，即可說明資產配置較為積極之基金，在市場表現較差時所付出之代價。
- (三)關於本基金應以已實現或加計未實現收益率衡量國庫撥補之爭議，牽涉本基金管理條例及行政院主計總處函釋，請行政院主計總處相關權責人員於下次會議列席說明，並請管理會備妥相關函釋資料供委員顧問參考。
- (四)請管理會瞭解全球及國內其他主要退休基金之風險模型設計後提出說明。

**決定：**

- (一)准予備查。
- (二)請行政院主計總處相關權責人員於下次會議列席說明本基金國庫撥補函釋計算基礎，並請管理會備妥相關函釋資料供參。
- (三)請管理會瞭解全球及國內其他主要退休基金之風險模型設計後提出說明。

四、管理會函報「退撫基金 108 年截至第 2 季底之績效檢討及投資策略報告」一案，報請公鑒。

**邱顧問顯比：**

當股災發生時，資金將流向安全之項目及國家，國家中以美國最安全，投資項目則以美國短期債券及高品質債券最安全。故當考量資產安全性時，並非一定要擺放於收益極低之存款或短票，在不同情境下，應考量與資本利得項目負相關的投資，如美國短債，其收益遠優於國內定存及短票，應可考慮配置。另當股災發生時，在匯率市場表現，美金通常為走強升值，在考量資產安全時，在不同情境下，那些投資項目較具防禦性，且其收益表現又優於國內存款短票，則可將其納入投資項目。

**李主任委員逸洋：**

未來每年將多加開 1 次會議，每次會議將尋找相關議題於會議上討論，本次係討論私校退撫儲金與本基金投資操作比較，下次主題為「固定收益投資方向及定義」檢討，面對將來可能有警訊警示股災，或出現不利國際金融經濟環境時，固定收益的投資方向及標的選擇應如何調整及努力，以保障基金最大權益是一個重要課題，下次會議討論時，亦請邱顧問多給予指導。

**侯委員俊良：**

本會中管理會對於表現較差之項目均有提出相關檢討報告

，包含未來投資佈局方向；建議於下次會議或適當時間，管理會可檢視及比較所提相關策略及執行成效，俾大家瞭解管理會是否盡心盡力於改善基金績效表現，所提出改進作為，是否達到一定效益，而非每次僅提出多種理由，績效亦達不到預期。

**周委員玲臺(許永明代理)：**

本基金投資仍應重視風險，目前本基金投資策略較為保守，應適度放開，議程所揭本基金因風險考量，故投資於大型科技股、電信股及金融股，但其實投資科技股之風險並不小；電信股獲利穩定，屬高殖利股，亦有國外基金投資；金融股方面，僅有 1-2 家較被看好外，幾乎無人看好金融股，綜上觀之，實際配置之類股似與原風險考量之預期，邏輯上有些落差。

**李主任委員逸洋：**

- (一)關於選股及操作策略均屬管理會權限，本會原則上不提供類股選擇建議，僅作事後檢討，關於侯委員及許代理委員之建議及關心的部分，請管理會於未來相關報告或討論案，強化分析並增加內涵，而非僅有簡單交代。
- (二)監理會無法要求管理會買或不買相關個股，因無法對操作績效負責；個股之優劣，見仁見智有不同觀點，例如最近亦有財經專家推薦加碼金融股，認為相對於科技股波動性，金融股長期殖利率穩定，股價又便宜，類此不同觀點，本會委員可能就無法有共識，故監理會不涉入管理會個股選擇議題。

**蘇委員建榮(顏春蘭代理)：**

本基金銀行存款及短票截至 7 月底配置雖較第 1 季降低，但監理會仍認為比重過高；惟管理會認為本基金屬確定給付制，為長期收支平衡安全考量，仍應保有相當比例之約當現金，兩者觀念似有衝突。本基金以現金及短票作安全性考量，而本基金收支之「安全存量」究竟需要多少，如果能做相關精確預估，則超出安全存量之資金，則可做更有效之利用，以提升基金投資績效。

**李主任委員逸洋：**

關於顏副署長之建議，一併列入下次「固定收益投資方向及定義」檢討案中，為什麼注重安全性代表僅能將資產配置於存款及短票中？其適當比率應為多少？難道其他投資項目就不安全嗎？剛才邱顧問已提出不同看法，我們可於下次會議再予討論。

**決定：**洽悉，管理會「固定收益投資方向及定義」檢討報告案應含基金收支安全存量之估測。

五、本會 108 年 7 至 8 月重要監理業務辦理情形，報請公鑒。

**蘇委員建榮(顏春蘭代理)：**

有關本案所提某甲公司遭控財報不實一案，請說明後續處理措施。

**監理會白組長郝婷說明：**

有關某甲公司遭控財報不實一案，管理會業已進行追蹤，本會觀察到該公司股價雖然有變化，但近期已有回升，同時該公司已發布澄清，經管理會評估尚不影響持有部位，將持續關注相關訊息。

**決定：**洽悉。

六、公務人員退休撫卹基金 108 年度委託經營辦理情形，報請鑒察。

**陳委員瑞章：**

幾次參與本委員會議後，了解管理會在投資組合操作上受法令規範之限制而較無彈性，通常主管關機關須兼顧公共利益而訂有各項規範，相對投資效率就會降低，建議管理會仍應以提升本基金營運績效為目標，面臨法令限制需要突破時，可與主管機關多作溝通，在溝通過程中發生之實際情形，管理會也可適時於本會議說明，以便本會委員了解主管機關態度與立場。

**管理會韋副主任委員亭旭說明：**

若有法規限制影響投資績效時，管理會將於本會議提出說明。

**李主任委員逸洋：**

(一)有關資料的呈現，管理會尚有改進之處。剛才韋副主任委員提到議程資料，委託經營截至今年 7 月底止之期間收益率為 13.22%，而自行運用項目為 3.65%，績效有明顯差異

，然而兩個項目如此比較並不恰當，因為自行運用包含大量報酬偏低的固定收益項目。

(二)由於媒體一再引用相關數據，且報導本基金自行運用項目績效不佳，質疑何不全數委託管理機構，但實際情形並非如此，就國內股票投資而言，雖然近 2 年自行經營績效略遜於委託經營，但長期來說，自行經營則優於委託經營。因此該運用績效表是否應該調整內容，例如劃分自行經營資本利得與委託經營資本利得比較，方有一致性比較基礎，管理會應有效改善相關數據表達方式。

**管理會韋副主任委員亭旭說明：**

關於各項績效資料之呈現，未來會依指示明確區隔。

**溫委員軍花：**

其他政府基金的自行運用績效，有將固定收益部分扣除計算嗎？若沒有，本基金也應該保留，而且退撫基金運用績效表格本來就看得出資本利得的績效數據。本人認為既然固定收益部分與自行運用績效會有連動關係，在計算績效時保留在內也好，至少在做資產配置時，會考慮到對整體自行運用績效的影響，而更加審慎。

**李主任委員逸洋：**

本基金績效媒體多有報導，比較須有相同基準，不同基準之比較則不具意義，例如 2 位消防員，1 個背著 30 公斤裝備，另 1 個則無，2 者比賽其實並不客觀公正，因為並非站在同基

準下，因此本人要求的是要在一致的基準下比較。在此提出意見係供管理會參考，不要繼續讓外界一再引用易被誤解的數據。

**潘委員文忠(林秀敏代理)：**

在此提醒績效呈現的方式可能須要稍加留意，倘只列示自營及委託經營獲利高情形，未列計固定收益僅獲利 0.91%之實況，恐誤導外界認為本基金績效甚優，而認為應無調高費率或由國庫撥補之必要。

**決定：**准予備查。

七、管理會 108 年 7、8 月內部稽核辦理情形，報請鑒察。

**決定：**准予備查。

八、「公務人員退休撫卹基金委託經營辦法」第五條、第五條之二、第十一條條文，業經考試院與行政院會銜修正發布一案，報請公鑒。

**決定：**洽悉。

九、公務人員退休撫卹基金國內上市（上櫃）公司股票及指數股票型基金投資作業規定修正案，報請鑒察。

**決定：**准予備查。

#### 臨時報告事項

案由：有關私校退撫儲金與退撫基金之投資操作比較及退撫基金受益憑證操作檢討報告一案，報請鑒察。

**張委員旭政：**

(一)本案績效比較係從 102 年比較，惟私校退撫儲金自 102 年 3 月始有穩健型與積極型，比較期間不一致，且 102 年 3 月為當年股市相對高點，建議應以 102 年 3 月為始點比較，若無法則剔除 102 年度數字，可自 103 年起比較各基金績效，並計算至今年 6 月或 8 月止。本人試算自 103 年至 107 年各基金績效，績效結果呈現不同狀況，本基金累計報酬率為 15.37%，私校穩健型 19.34%，積極型 21.59%，本基金與該兩類型有所差距，故建議比較期間要有一致性。

(二)議程資料表示私校退撫儲金屬性偏向保守型，惟其原因係私校老師若無選擇類型，依規定將自動投資保守型，而現在已有人生週期基金，未來各類型比重將更不同，建議參酌納入分析報告。

#### **劉顧問籐：**

(一)議程第 8 頁績效比較表最右邊兩欄列示本基金國內外受益憑證績效，管理會適才說明私校退撫儲金受益憑證投資主要為國外，和本基金國外受益憑證報酬相當，波動度也都不大，但本基金國內受益憑證績效之波動度，不管和國內自營股票對比，或與大盤對照，波動度相對都較大，顯見管理會篩選受益憑證能力有待加強，本次報告提供私校退撫儲金篩選機制，建議管理會未來可參考辦理。

(二)報告說明本基金受益憑證部位比重不高可從兩方面探討，

一為實際配置比重低於中心配置，二為中心配置比重本身就低。本基金受益憑證配置比重低，管理會雖說明本基金多以委託經營進行操作，若再投資受益憑證則將付出過多管理費，但歷次會議各委員及顧問已說明私校退撫儲金績效值得參考，建議管理會酌量增加本基金受益憑證部位，尤其是國外受益憑證部分。

**蘇委員建榮(顏春蘭代理)：**

管理會於報告表示將參考私校退撫儲金投資組合再平衡機制，惟該機制每季均須產生「備選名單」，若投資組合中基金未納入則將全數贖回，並改申購新名單中之基金，類此機制需有專家協助篩選及汰弱留強，管理會應說明具體策略以及是否有足夠人力執行。

**黃顧問肇熙：**

- (一)管理會的報告在國外投資上著墨較少，僅提到私校退撫儲金國外資產比重偏高致匯率風險較高，若觀察 102 年至 107 年新台幣兌美元自 29.136 貶至 30.73，計貶值 1.6 元約 5.4%，而私校退撫儲金穩健型與積極型國外投資比重約 83% 以上，遠高於本基金的低於 50%，顯然匯兌利益對私校退撫儲金的績效有較多貢獻，未來本基金在資產配置上可以酌作考量。
- (二)今年以來私校退撫儲金表現亮眼，以穩健型為例，上半年國內外股市皆漲 10% 以上，遠比固定收益獲利高，而穩健

型資本利得投資只占 38.39%，低於本基金的 48.01%，然其績效達 11.87%，遠高於本基金的 6.84%，這之間除了上半年新台幣貶值 3.4 角(約 1.1%)及穩健型約當現金比重較低外，顯然私校退撫儲金在投資標的選擇上有其可取之處，值得管理會加以瞭解納入參考。

**李委員孟諺(陳春榮代理)：**

- (一)本基金固定收益績效在 0.2% 至 2% 間，若能找到績效 1% 以上之固定收益投資打底，對於獲利之穩定性當有所助益，建議密切注意匯率變動情形，適度增加國外固定收益之投資，除了可提升固定收益之績效外，亦能兼而賺取匯兌利益。
- (二)私校退撫儲金穩健型及積極型之績效均較保守型好，顯示未來投資應持續將固定收益投資往資本利得移動。至於資本利得部分則以如何強化汰弱留強機制為重點。

**溫委員軍花：**

- (一)有關顧問專業意見請管理會確實參考辦理，不要說一套做一套。
- (二)管理會報告結論回歸到資產配置和標的選擇，希望管理會能實現自身檢討與聽取顧問意見，同時本案之監理意見亦請管理會摘要回應。
- (三)軍公教參加本基金人員有 60 多萬人，加上已退休但過去有繳基金的人數後更可觀，經營績效攸關眾多軍公教權益，

請管理會跟上現今手機查看訊息趨勢，研議參考私校退撫儲金設置 LINE 平台，讓資訊更公開更透明，有助於參加人員即時迅速瞭解績效及發揮監督功能。

(四)臨時報告事項中與私校退撫基金績效比較所列期間不對等部分，請管理會重新整理後再提供正確的書面資料參考。

**李主任委員逸洋：**

(一)本人看到報告亦感到訝異，管理會報告中本基金績效贏私校保守型而略低於穩健型及積極型，同時績效贏過其他所有政府基金，這和一般認知差別很大，因為比較期間只到去年底，而去年本基金績效第一，其他基金都不好。但今年全球或美股等都漲翻天，今年若納入比較則結論可能不同。今年 8 月數字尚未有結果，但 7 月的績效已經出來，為何沒有比較到 7 月底就很奇怪。比較的期間出了差錯，雖然管理會很用心去比較，但參考價值沒有很大，因為以截至去年底數字進行比較導出本基金績效相對好的結論，顯示本基金似無需改善，別人的作法參考價值當然也就不大。所以碩士論文指導教授都希望先把架構弄出來，一章一章接著寫，不要一下子全部都寫完，不然前面錯了後面全部跟著錯。今年至 7 月底，私校退撫儲金保守型績效為 7.1%，穩健型 13.49%，積極型 16.05%，績效相當亮麗；自 102 年 3 月以來的累計績效，則保守型為 14.51%，穩健型 42.78%，積極型 41.25%，相對本基金同期間累計報酬

僅有 34.22%，顯示本基金落後穩健型和積極型相當大的幅度，私校退撫儲金確實值得借鏡。

(二)報告中績效比較顯示本基金國內外委託經營績效分別為 41.71%和 41.15%，明顯高於私校退撫儲金三類型，此項比較也非常不客觀，這就像兩間學校爭高中籃球聯賽冠軍，其中一隊為完全中學，從國小、國中到高中等學員都有，如果要求參賽成員至少國小和國中各一名，另一隊則均為高中生，比賽結果不用打就可以知道。私校退撫儲金投資標的主要區分為債券型基金、貨幣市場型基金和股票型基金 3 種，貨幣市場型基金相當於約當現金。保守型資產配置，其中 42.15%是貨幣市場型基金，41.24%是債券型基金，這兩部分都是固定收益投資；穩健型的資產配置，其中債券型基金到達 48.29%，約當現金也有 12.56%，縱然是積極型的資產配置，股票型基金也只有 57.86%；相對地，本基金國內外委託經營合計起來大概 8 成 4 都是股票，拿本基金收益最強的部位股票和私校退撫儲金包含收益較弱的固定收益比較實在是謬誤。另外，本次資料分析也做得不夠深入，剛才說保守型的債券型基金比重到達 40%，一般債券型基金的報酬到底如何？若無相關資訊可供分析比較，應瞭解一般市場上債券型基金比較優異的大概是什麼類型及其報酬表現狀況，研究能不能納入固定收益的投資範圍內，這關係到我們下次要談的固定收益議題，本次報告請管理會修改後提下次委員會議報告案，並參考張委員

意見從 102 年 3 月 1 日開始比較績效。

**管理會呂組長明珠說明：**

有關報告相關資料均係蒐集公開之資訊，另若須從 102 年 3 月 1 日開始比較，管理會將多方考量後提出適當之方式處理。

**李主任委員逸洋：**

- (一)下次報告相關資料請更新至今年 8 月底，資訊呈現要客觀公正，別人的優點要參採，另邱顧問顯比有關時機選擇、標的選擇等分析亦應盡量呈現。
- (二)有關受益憑證配置過低問題，國內受益憑證僅配置 0.19%，中心配置比例為 2%，國外受益憑證則為 1.14%，中心配置比例為 3%，兩者均低於中心配置比重，但績效表現很好，國內受益憑證今年至 7 月底績效為 21.99%，為何有這麼高的收益卻儘量不予配置，這當中實在有很大問題，管理會不應該一味計較管理費較高或匯兌風險等，剛才黃顧問也說明可能有匯兌利益而呈現不同觀點，私校退撫儲金雖付出較高的管理費，績效表現仍比本基金好，難道不值得學習參採？本基金國內受益憑證比重僅 0.19%，在閒置資產過多下，應該導向受益憑證投資。當然管理會可能考量專業人力不足，剛才顏副署長也請教管理會未來如何因應，管理會如果本身人力不足，可參考私校退撫儲金請投顧公司或自行延聘學者專家協助篩選。請管理會強化報告結論的具體作為，下次報告不用討論，但要求資料更新補

充。重點則是擺在下次要檢討的固定收益議題，研究將債券型基金納入固定收益實際投資中，報酬表現如何等。邱顧問提到美國公債不錯，當然現在殖利率有壓低下來，10年期公債利率約 1.8%左右，短年期的也差不多 1.7%左右，研究一下國外債券是否多投資一些，受益憑證可不可以放進固定收益投資，這樣對強化固定收益投資應該是有幫助。

(三)因為比較的基準不對，請管理會修改報告，這就好比 400 公尺賽跑，如果站在最後一個彎道看是不準的，有可能第 1 變第 3，第 2 變第 1，第 3 變第 2，因為比賽是從彎道之後才開始。把分析報告截到去年底進行比較並不正確，應該比較到今年 8 月底，才知道本基金和私校退撫儲金有相當的差距，私校退撫儲金必然有其優點，但我們完全忽視，管理費或匯率風險等都不構成理由，因為私校退撫儲金考量這些以後績效依舊贏過本基金，因此請管理會在受益憑證部分朝中心配置努力。

**決定：**本案請管理會修改相關績效資料後提報下次會議，各位委員及顧問意見請管理會參考辦理。

**參、臨時動議**

**肆、散會：**下午 12 時 26 分

**主 席 李逸洋**