

公務人員退休撫卹基金監理委員會第 112 次委員會議紀錄

時間：中華民國 108 年 11 月 20 日（星期三）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^{陳春榮代} 李繼玄 周弘憲
嚴德發^{沈世偉代} 蘇建榮^{顏春蘭代} 潘文忠^{林秀敏代}
朱澤民^{黃鴻文代} 施能傑^{林煜培代} 侯友宜^{張世玠代}
鄭文燦^{李榮吉代} 劉增應^{林貽德代} 張麗善^{黃玉霜代}
林姿妙^{蔡玉婉代} 林惠美 李來希
羅吉旺 溫軍花 賴維哲
陳啟清 陳瑞章 周玲臺
侯俊良 張旭政

列席者：邱顯比 黃肇熙

主席：李主任委員逸洋 紀錄：陳金懋 呂美蘭 周思源
黃詩淳 陳建明 洪坤煙
魏尚賢

壹、主席致詞：

今天有多位代理人員為第 1 次與會，原因係今年立法院審議本會預算之主決議，針對本會委員親自出席率多為 4 成多，甚至有掉至 3 成多之情形，要求本會改善。由於中央機關及地方政府首長本職業務非常繁重，法定兼職常多達 30 至 40 個，要其親自出席實為困難。有立法委員表示理解，進而要求代理出席需要專業代理。是以，經本會檢討及考量軍公教代表委員意見，地方政府首長代表一向係由人事處長或副處長代理出席

，其核心職能並非基金監理、投資及財務相關，以致近年來無發言意見。所以，本次會議即建議地方政府首長改派財主單位具財務金融方面專長之主管，本席親自與地方政府首長溝通，感謝他們全都改派財主單位之代表；尤其過去國防部部長請假之情形，也指定代理出席。至於軍公教代表委員，本會於會議召開前均會調查大家能夠出席之時間，亦請儘量親自出席。本會期望未來親自出席比例能提升至 5 成，代理人員皆為專業代理，以此作為改善。

貳、報告事項

一、宣讀上（第 111）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。

主計總處黃副處長鴻文說明：

(一)公務人員退休撫卹基金管理條例（以下簡稱管理條例）第 5 條第 3 項，本基金之運用，其 3 年內平均最低年收益不得低於臺灣銀行 2 年期定期存款利率計算之收益。如運用所得未達規定之最低收益者，由國庫補足其差額。前開收益如何計算，相關法令並無明確規定。

(二)管理條例第 8 條後段，由政府負最後支付責任，國庫補足差額其立法意旨應為，由國庫補助退撫基金在不足支付退休金給付時不足之資金，其應以實際現金流出為基準，而

未實現跌價損失屬帳列損失，並無實際現金流出。

(三)勞基法規定，勞工退休基金舊制在計算退休金給付時，有最低收益保障之規定，在計算國庫撥補時亦未納入未實現損益。

(四)綜上考量，主計總處在計算國庫撥補時，未將未實現損失納入。

李主任委員逸洋：

上(111)次會議決定請主計總處相關權責人員於本(112)次會議列席說明本基金國庫撥補函釋計算基礎，由於黃副處長所屬單位即為該項業務之承辦單位，所以主計總處未另行派員，逕由黃副處長代表說明。

林委員惠美：

(一)102年立法院預算中心專題研究結論指出，主計總處計算國庫撥補排除未實現損益，與管理條例第5條、管理條例施行細則第15條及立法院決議有不盡相符之處。退撫基金依據主計總處有關國庫撥補之函釋，以已實現損益計算運用所得，與退撫基金應以市價法評價，以反應經濟實質之原則未符。

(二)101年時監察院程仁宏及楊美鈴等2位委員亦做過相關調查，調查報告意見認為主計總處相關函釋並無學理依據。

(三)立法院於審查退撫基金102至104年預決算報告時，也要求相關單位在法律上明確界定國庫撥補事項是否包含未實

現損益。該院認為在法律未明確界定前，應以學理上論述為依據，主計總處不宜逕以函釋辦理。本(108)年初針對退撫基金管理條例修正草案，即有委員提出國庫撥補時應將未實現損益納入之議案，惟亦有其他委員提出若 3 年度移動平均收益率超過年度預定報酬率 50% 以上時，須將超過部分之一半提撥至國庫充作補足差額之準備。

(四)管理條例第 5 條係規範退撫基金運用所得未達最低收益時，國庫應補足其差額，其與管理條例第 8 條由政府負最後支付責任係屬不同概念。第 5 條立法原意為希望國庫能適時補足退撫基金收益之不足，以便退撫基金有充裕資金運作，而非等到基金不足支付退休給付時造成政府嚴重負擔，建議主計總處及管理會應針對國庫撥補事項進行審慎研議。

周委員玲臺：

政府規範民間企業之會計處理，須依據相關會計準則，認列適足之員工退休金負債，同時在財務報表呈現企業用人之真實成本。惟會計界長久以來存在的疑問，即是當政府變成雇主時，卻不須在政府編製之會計報表中完整呈現相關人事費用，其實政府用人成本除目前的薪資費用外，尚應包含員工未來的退休給付。個人覺得目前政府會計處理準則中，尚缺乏對政府機關員工退休金負債估計與會計處理之規範內容，建議往此方向思考，以便政府未來能夠同民間企業一樣承擔起作為雇主應

有的責任。

溫委員軍花：

管理條例第 5 條，本基金之運用其 3 年內平均最低年收益不得低於臺灣銀行 2 年期定期存款利率計算之收益，該標準已經非常低，如再排除未實現損益將更不合理，因將未實現損益排除，分別計算出之年收益差別非常大，建議作修正。

李委員來希：

前面林委員及周委員的意見非常令人敬佩，管理條例第 5 條之規範，係在前端即按年處理退休金財務不足的問題，而非等到財務不平衡非常嚴重時，因政府須負最終支付責任，才以年金改革的方式去處理。特別是近期已見政府介入各政府退休基金改善其財務狀況，比如勞保方面政府每年撥付新臺幣 200 億元，軍職人員 10 年預計撥付 1,000 億元，惟公教人員退休基金則尚未見政府介入。由於前述主計總處函釋已多年未檢討，再者周委員意見，即目前政府會計處理是否符合政府雇主身分之責任，建議相關單位進行檢討，否則未來可能再發生年金改革。

張委員旭政：

從另一觀點看，要政府拿錢出來，必然會檢討管理會投資績效，若國庫撥補運用所得之計算，依主計總處函釋不包含未實現損益，則管理會進行投資時，會存在僥倖的心理，該停損

不停損，反正只要不賣出已虧損部位，則不會有已實現損失發生，因此國庫撥補計算方式確實有必要加以檢討。

李主任委員逸洋：

- (一)有關國庫撥補議題，剛才已請教銓敘部周部長，部長表示基本上不反對進行檢討。退撫基金經營若能在平時即由國庫適時補充，應屬合理，不需在發生財務危機才運用大量資金處理。
- (二)在股市上漲時，未實現收益會大於已實現收益，但在股災發生時，則會有大量損失隱藏在未實現損失內，然而發生股災的情況並不常見，因此整體來看，若納入未現損益計算國庫撥補金額應該不致於變動太大。
- (三)有關管理條例第 5 條 3 年內平均最低年收益之計算，是否應包含已實現損益、未實現損益及備供出售評價損益之議題，請銓敘部邀集財主單位共同研議，將國庫撥補機制落實於法制內，本案請列入管考，定期追蹤辦理進度。
- (四)至於周委員提及會計制度設計之問題，請管理會相關人員答覆。

管理會韋副主任委員亭旭說明：

退撫基金每 3 年辦理 1 次精算，精算師出具之精算報告均上網公告，相關應計退休金精算負債等資料即可上網查得。此外主計總處也會每年彙總其他退休基金退休金負債，發佈政府之潛藏負債新聞稿。

周委員玲臺：

建議日後編制各機關會計報表時，應進一步將前述精算師估算的政府應計退休金負債拆分至各用人單位，方便政府單位了解各單位實際用人成本，甚至比照民間企業於機關財務報表認列費用，以避免各政府單位常浮濫用人之問題。

李主任委員逸洋：

周委員所提議題因範圍較大，牽涉管理會整體會計制度，是否請周委員對所提議題與管理會交換意見，如有必要再提出議案於本會討論。

決定：洽悉；請銓敘部邀集財主單位共同研議國庫撥補收益率採計機制，並落實於法制內。

三、公務人員退休撫卹基金 108 年度截至 9 月底止之經營績效及運用情形，報請鑒察。

林委員惠美：

議程所附資料，關於計算未來 1 日的 VaR 值超過風險限額時，管理會採取的措施是幕僚自行判斷，抑或提報管理委員會判斷？實際運作模式為何？

管理會韋副主任委員亭旭說明：

每日控管 VaR 值超限時，財務組將針對超限情形進行研析，瞭解超限原因為何，並觀察幾天變化，若超限僅是短暫市價變動所造成，則有可能採取風險承擔。凡超限情形及採取的應

對措施皆會簽報本會主任委員。

林委員惠美：

一般會觀察幾天？

管理會韋副主任委員亭旭說明：

觀察天數將視市場波動狀況而定，超限情形若是短期 1、2 天即恢復正常，將就超限情形進行簽報，若超限情形屬長期，則將評估超限部分應採取降低部位或適當避險，但無論超限情形屬短期或長期，皆會將超限情形及採取的應對方式進行簽報。

李主任委員逸洋：

上次委員會議代理周委員之許教授永明表示，目前風險值計算制度未盡周妥，議程資料提到對於 VaR 值計算期間的選取有 1 日、5 日、1 個月、1 年皆有，各項設計的優缺點以及未來本基金擬採做法，請管理會研提專案報告，以便大家深入瞭解。

周委員玲臺：

議程關於各國外退休基金 VaR 值衡量法使用期間，加州公務員退休基金與日本政府退休投資基金皆是 1 年，瑞典政府退休基金為 1 日及 1 年兩種，安聯環球投資所管理之退休基金帳戶多數採用期間為 1 年，針對上次會議許永明教授所提，本基金風險值計算是否需以每日為基準值得思考，因可能導致基金操作偏向保守，建議思考退休金投資的本質並參考國外之作法

。

蘇委員建榮(顏春蘭代理)：

議程關於各政府基金近 10 年收益率彙整表，退撫基金在各政府基金排名時屬前段時居末位，可見績效波動幅度大，建議管理會可否針對近 10 年或更長時間資料，進一步分析在何種情況下本基金的表現好，反之表現欠佳，以擇優去劣、汰弱留強，使基金運作更積極穩健。

李主任委員逸洋：

每次委員會提專案報告討論之目的，即針對近期績效落後部分找出根本原因，及如何採取對策，同時亦請管理會整理過去資料並加以呈現。

溫委員軍花：

議程中運用績效表，自行運用固定收益加計備供後期間收益率為 1.24%、占基金淨值 45.47%，自行運用資本利得收益率為 12.22%、占基金淨值 14.47%，9 月份 2 項固定收益項目比例雖有減少，但比重仍過高，請補充說明 10 月份自行運用固定收益及資本利得的收益率，爾後最新資料之補充亦請一併提供該月份運用績效表。另績效表現於各政府基金排名仍居末位，且與私校退撫儲金穩健型績效相比差距仍大。

管理會呂組長明珠說明：

108 年 10 月份自行運用固定收益加計備供後期間收益率為 1.43%，自行運用資本利得則為 16.25%，委託經營為 14.82%。

決定：准予備查；有關 VaR 值各計算期間設計優缺點比較及本基金擬採做法，請管理會研提專案報告。

四、管理會函報「退撫基金 108 年截至第 3 季底之績效檢討及投資策略報告」一案，報請公鑒。

管理會呂組長明珠說明：

- (一)有關本季管理會策略執行成效，依績效歸因貢獻數據，截至第 3 季整體貢獻合計為-0.57%，較上季(-1.25%)增加 0.68 個百分點，其中因台幣存款及國內短票配置較第 2 季降低 3 個百分點(23%降至 19.77%)，該 2 項目貢獻合計為-0.85%，亦較上季(-1.06%)改善 0.21 個百分點。
- (二)國內股票及 ETF 貢獻合計較上季增加約 0.14 個百分點；國內委託經營貢獻合計亦較上季增加 0.46 個百分點，主因為國內股票市場在第 3 季有不錯表現；另國內的股票、受益憑證及委託經營，在 3 第季均有加碼，有助於基金整體績效改善。
- (三)雖目前經濟情勢仍存相當風險，管理會對未來操作保持審慎樂觀，今年下半年資產配置有微幅調整，包括國內委託經營於第 3 季增加撥款；國外委託經營部分，配合第 3 季股票型委託到期資金收回，第 4 季則加碼於總報酬固定收益型委託 3 個帳戶；台幣存款及短票則逐步降低配置；因應明年國外投資比重上升亦適時結匯；期望在此金融市場變動環境下，積極投資以提升績效。

黃顧問肇熙：

- (一)本基金第 3 季績效表現持續落後其他政府基金，且落後有微幅擴大趨勢。本年截至 10 月份績效表現，本基金為 8.50%，其他基金雖尚未公布，但從該月金融市場觀察，MSCI 全球、新興及亞太市場等指數均有 3%至 4%以上漲幅；台股則上漲 529 點約 5%，因其他政府基金資本利得配置較高，獲益應優於本基金，另臺幣在該月升值 5.8 角約 2%，對於國外布局較重的其他政府基金，受損則大於本基金，綜觀正反訊息，本基金績效落後態勢應無改變。
- (二)回顧近幾個月，美中貿易衝突趨緩，Fed 今年又於 10 月份第 3 次降息，資金行情促使美股主要指數屢創新高，台股亦創 29 年新高，從 9 月 1 日迄 11 月 19 日台股共上漲 1,038 點，但可惜此段期間本基金著墨台股較少，錯失這波上漲獲利機會。我們無法預測今日市場有如此好表現，大家都明瞭今年以來金融市場及經濟情勢持續波動且充滿不確定性，但在面對不確定市場時，也不能單純保守以對，手中應隨時備有投資策略及工具，今年上半年以來，本會委員或顧問一再提醒，應善加利用絕對報酬策略，但可惜國內委託經營在今年 3 月收回絕對報酬批次約 200 億元後，僅剩相對報酬型委託，108 年 2 月簽約之標案又是相對報酬型，使得本基金有滿手約 500 億元相對報酬待撥籌碼

，卻無絕對報酬籌碼，相對報酬則懼怕市場高點遲遲未撥款，僅在 5 月、8 月各撥款 50 億元，其他則無再著墨。如果在臺股此波上漲期間，手中握有絕對報酬籌碼，適時撥款 100-200 億間，獲利絕對遠優於銀行存款及短票。

(三)過去管理會曾解釋為何選擇相對報酬，主因是絕對報酬表現不佳，惟若從幾個政府基金委託帳戶績效表現觀察，今年至 9 月底為止，臺股上漲 11.33%，相對報酬帳戶平均報酬率約 14%，絕對報酬雖落後大盤表現，但至少仍有超過 10%之漲幅，遠高過短票及存款的 0.5%。面對不確定市場，工具及策略應多做準備，另邱顧問顯比於前次會議亦曾提及，對於委託經營收回資金如何運用，應該訂有 SOP 及例外管理，維持彈性，讓資金有效率地再投入市場，值得管理會參考。

管理會韋副主任委員亭旭說明：

今年 3 月屆期之絕對報酬委託批次，因其到期績效評估未達指標報酬率，依規定原則上應予以收回；當時辦理國內委託經營新標案時，確實認為市場可能將面臨修正，未來將有適當撥款時點出現，故規劃相對報酬型標案。目前業已著手辦理絕對報酬型委託 200 億元，最新進度已進入計畫審查階段，如順利明年初可辦理後續作業，管理會將積極處理。

李主任委員逸洋：

(一)監理會同仁及委員人數，機關編制可謂政府基金中最大，

而所監理基金規模則遠小於勞動基金，但本基金 9 月及 10 月績效卻為各政府基金之末，心中實在感到無力，我們在會議上做了很多檢討及建議，但獲管理會採納者並不多，以辦理絕對報酬型委託建議為例，早於前 2 次會議已提出，黃顧問亦在今年 2 月建議管理會今年操作不能太保守，但如韋副主任委員所述，管理會當時評估市場將面臨修正，有不同於黃顧問之看法，進而未能即時辦理絕對報酬型委託。

(二)本人前曾於考試院院會本會季監理報告案中，以臺語俗諺「嚟前未就剉咧等」形容管理會操作策略，太早擔心股市將大幅修正，反應過早也過度，以致於績效一直落後，長久以來，管理會之投資策略並不會因本會委員顧問不斷建議而有所改變。

(三)近期指數不斷創新高，一方面泡沫持續膨脹，但另一方面經濟數據卻表現很差，國際貨幣基金 (IMF) 第 5 度下修今年經濟成長率預測至 3.0%，另世界貿易組織(WTO)預測今年全球貿易成長率為 1.2%，均為金融海嘯以來最差年度；美國股市雖一枝獨秀，但 8 至 10 月採購經理人指數及歐元區 10 月採購經理人指數均位於榮枯線 50 以下。儘管經濟及金融市場背景如此，本會多位顧問多認為短期(2 至 3 個月)內美股、台股立即下修可能性不高，所以建議管理會仍應適度承擔風險，期盼管理會操作積極些，績效應有所

改善，目前我們確實在政府基金表現為最後，必然存有一些問題，最基本的是配置出很大問題，包括早已建議辦理絕對報酬型委託，管理會未即時辦理等，希望管理會對於本會委員顧問所提意見能多予參考採納。

溫委員軍花：

(一)參加監理會委員會議 2 年來連同這屆第 2 次開會，已有倦怠感，不過兩件事稍獲安慰，其一，上一屆卸任時提到 2 年來沒聽過任何一個縣市政府代表針對本基金績效提出任何意見，但本次會議縣市政府採主席建議，多改派財主單位人員參加，期待代表們在本次全程參與會議，了解基金運作狀況後，下次會議能夠聽到他們的寶貴意見。

(二)其二，主席剛才一番話，非常中肯，前次會議亦有數位顧問均提出許多意見，並懇託管理會不要讓委員顧問們像狗吠火車般感到無力。配置貢獻部分，從本人建議而提供績效歸因貢獻數據表觀察，各投資項目配置貢獻幾乎均為負，此為老生常談問題，所幸剛剛主席道出軍公教心聲，在本委員會增加開會密度，努力提出相關建議下，懇求管理會能持續努力，讓績效有所突破。

決定：洽悉，本會顧問會議諮詢意見及委員、顧問意見，請管理會參考辦理。

五、本會 108 年 9 至 10 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 108 年度委託經營辦理情形，報請鑒察。

管理會呂組長明珠說明：

有關第 110 次委員會議就越權交易是否違反契約、越權程度輕重界定及可補正是否不視為違約等研議一節，管理會業於本次委託投資契約第 27 條增訂「…乙方雖有違反相關法令或契約約定情形，但屬情節輕微或已補正，於履行契約無重大影響者，不視為乙方有違反相關法令或契約約定之情事…」。

決定：准予備查。

七、管理會 108 年 9、10 月內部稽核辦理情形，報請鑒察。

管理會張組長淑惠說明：

有關第 110 次委員會議就受託機構之越權交易等缺失如何預防再次發生部分補充說明，於相關缺失事項處理完畢後，追蹤受託機構改善情形並加強監管，避免再次發生，另於年度終了時彙整受託機構當年度發生之越權交易等缺失事項態樣，函請受託機構特別注意，以善盡善良管理人之職責，期許可達到預防之效果。

蘇委員建榮(顏春蘭代理)：

8 月份國內委託經營實地稽核中，兩家受查投信所列違規缺失是否造成基金損失，請說明。

管理會張組長淑惠說明：

有關注意股票部分，甲投信於買進時為注意股票，但之後則非屬注意股票，目前該二檔合計為獲利。另外關於乙投信委託帳戶強制停損部分，該公司表示考量個股成交量及價格因素，因而延長停損期限，其延長期間平均賣價有稍高於前五日平均賣價。

李主任委員逸洋：

關於缺失是否造成損失等應表達清楚，請下次改進。

決定：准予備查。

八、私校退撫儲金與退撫基金投資操作之補充報告一案，報請鑒察。

張委員旭政：

本基金長年平均收益率約 3% 多，然而本基金自行運用固定收益部位占整體配置達 45.47%，其中債券比重約 20%，收益率均不高，對整體報酬貢獻有限。而私校退撫儲金穩健型今年截至 9 月收益率為 12.98%，其中債券型基金比重則超過一半，亦屬相對保守操作，績效卻比本基金好，顯示如何篩選基金非常重要，這就涉及投資專業問題，前次會議符顧問建議可仿效私校退撫儲金操作，據瞭解私校退撫儲金顧問費用僅 50 萬元並不算多，建議可參考辦理。

侯委員俊良：

本次報告透過與私校退撫儲金比較，可提供管理會操作參考，管理會雖表示未來將參酌私校退撫儲金投資組合再平衡機

制，但預期仍不會大幅改變，管理會對於委託經營受託機構設有嚴格的管控機制，對於自身操作卻沒有，建議應檢討整體投資思維及資產配置，並加強內部控制積極作為。

李主任委員逸洋：

- (一)管理會本次報告是前次會議決議待修正，要求管理會補充相關績效資料後重新提報。前次報告管理會表示自 102 年以來本基金績效僅低於私校退撫儲金穩健型，亦較其他政府基金佳，顯示本基金似無需檢討改善，但這是因為比較期間只到去年底，去年有股災，因而最保守的本基金績效第一，但若納入今年績效狀況就不一樣。今年至 9 月底，本基金績效為 7.68%，私校退撫儲金保守型績效為 6.23%，穩健型 12.98%，積極型 15.55%，以積極型的績效來看相當於本基金的 2 倍以上，必然有其值得學習的優點。
- (二)本基金今年截至 9 月底固定收益配置達 52%，資本利得僅占 48%，然而依照運用規劃固定收益中心配置僅 41%，但實際配置卻衝到 52%，因為這樣操作最沒有責任也最好操作，超出中心配置的資金將近 650 億，金額相當驚人。剛才說臺幣存款和短票兩者配置近期雖降低至 19.77%，但中心配置為 9%，仍超過中心配置比重 10.77 個百分點，而固定收益之收益率一年才 0.47%，連 1% 都不到。至於國內受益憑證績效達 26.01%，國外受益憑證 12.01%，配置比重卻極低，以國內受益憑證為例，在本會第 110 次委員會議

時截至本年 5 月底比重僅 0.15%，到第 111 次委員會議時 7 月底則提高至 0.19%，本次會議報告 9 月底數據則為 0.29%，已經耗時 4 個月，若以原本 0.15% 為基礎，依照管理會速度要 6 次的調整約 2 年才能到達 1% 的配置，屆時股災或經濟衰退都已到來，賺錢的時機早已經結束了。

(三)管理會在績效好的受益憑證配置很低，卻在績效不好的固定收益配置到 52%，是績效不好的主要原因，管理會有許多理由，譬如：現在風險很高，不能去碰共同基金，但共同基金的申購贖回速度很快，也是多元布局分散風險的配置，且國內外受益憑證中心配置合計也才 5%；管理會表示共同基金管理費較高，但私校退撫儲金付出較高的管理費後，積極型績效表現仍能達 15.55%；管理會表示缺乏人員和專業，但可以考慮培養人員專業度或請投資顧問協助，尋求突破的方式；最近聽到的理由是國內共同基金規模較小，無法容納本基金投資，但國內有上千檔共同基金，整體規模達到 3 兆 7 千億，本基金國內受益憑證按照中心配置才 117 億元，沒有無法容納的狀況；最後的結論是本基金性質和私校退撫儲金不同，仍應維持原有操作方式，但國內受益憑證績效 26.01% 是固定收益收益率 0.47% 的 50 倍，但配置比重卻壓縮的很低，國外市場最近雖然有美元匯率的變動，以國外受益憑證為例從 5 月的配置 1.23% 倒退到 9 月的 1.12%。我們只是要求不能偏離中心配置，並

參考私校退撫儲金投資組合再平衡機制汰弱留強提升基金績效，上述事項將納入決議事項執行情形，請管理會每次會議報告受益憑證配置比重改善執行狀況。

邱顧問顯比：

- (一)私校退撫儲金與本基金規模差異很大，本基金以委託經營為主，受益憑證為輔的操作方向沒有錯，因為委託經營的管理費比共同基金便宜很多，因此大型退休基金多以委託經營或 ETF 為主，因為退休基金為長期投資，管理費是影響長期績效的因素，至於私校退撫儲金不作委託經營是不得已的，因為規模太小，辦理委託經營徵選不了幾家受託機構，會有風險集中的問題，因此只能以受益憑證操作。
- (二)私校退撫儲金操作贏過本基金主要是在資產配置上，學術研究表明資產配置決定報酬的 9 成以上，資產配置的原則要追求長期高報酬率，而不是避免短期風險，退休基金最大的風險是長期報酬率不足，不在於短期一兩年的資本損失。本基金這幾年績效表現不太好，所犯比較大的錯誤在於避免短期損失的策略太強，因為市場有風險，一直想避免短期損失，就沒有辦法承擔一定程度的風險去追求較高的長期報酬率，退休基金並不是選擇百分之百或百分之九十穩妥的工具，而是選擇勝率比較高的資產配置，本基金則是短期安全性（例如現金）的資產太多。剛才張委員表示私校退撫儲金穩健型固定收益比重高績效表現卻很好，

固定收益可以分為二類，一類是現金或貨幣市場，也就是到期日在一年內的工具，一類是債券，私校退撫儲金主要是投資債券型基金，到期日在一年內的工具則不到 10%，本基金則是到期日在一年內的部位接近 25%，關鍵不在於委託經營或者利用受益憑證投資，而是本基金偏離資產配置太多。

(三)管理會的同仁相當認真，在委託經營受託機構的選擇或受益憑證的績效都不差，但卻忘記決定績效最重要的是資產配置，需要承擔一定程度的風險，把風險控制在太小的水準也就避掉長期收益。雖然管理會有在調整，只是速度較慢，可能是害怕兩面挨耳光，先前操作保守導致績效不好，當調整為積極後市場卻反轉，建議可以制定標準作業程序，並遵循配置紀律，對於長期績效會有幫助，而不要做太多的擇時，避免太多人為判斷，行為財務的研究顯示人為心理或判斷太多會造成績效不佳。

溫委員軍花：

有關邱顧問建議作歸因分析比較和符顧問建議仿效私校退撫儲金操作兩項，均未見管理會具體結果，本次邱顧問跳脫基金規模問題，作更詳盡的闡述。而管理會報告經過比較期間調整，顯示本基金和私校退撫儲金績效落差很大，管理會亦瞭解配置比重過低、投資布局速度較慢及未有效執行汰弱留強等問題，這又回歸到邱顧問所提配置或選擇分析問題，但本次報告

仍表示因資訊不足無法進行比較分析，事實上邱顧問剛才已經分析了一些內容，建議將管理會參採情形列管，以加速管理會改變幅度。

李委員孟諺(陳春榮代理)：

- (一)私校退撫儲金績效表現不錯，希望可以參考其操作，以往提到勞退及勞保基金部分亦是如此，但這涉及到兩個層面，首先是否確實瞭解其他基金優點，其次則是如何在適當的時機，迅速落實執行，否則最終仍無法產生提升本基金運作績效之效果。
- (二)本基金固定收益項目收益率高低落差 1 至 2 個百分點，國外債券和存款之收益率均高於國內，但國內固定收益配置達到 1 千億元以上，若以 1 至 2 個百分點的收益率差距計算，1 年落差會達到 10 至 20 億元。此外，美元兌換新臺幣長期區間約在 28 元至 32 元之間，現在 1 美元兌換新臺幣約 30.4 元，以 32 元的高點來看還有 5% 的差距，若能選擇適當時機將國內資金適時轉往國外，則將有機會有效提升固定收益之收益率，並兼而賺取匯差。
- (三)管理會表示目前預算未編列投資顧問費用，但應思考編列該項費用是否確有價值和需要，若經評估支付投資顧問費用可以獲取更高的收益就很值得。先前本基金管理條例修正草案有增列可由本基金支應投資顧問費用，雖然修正案尚未通過，但若投資顧問費用確實有需要，似仍可考慮採

權宜方式於提報本基金監理委員會通過後辦理。

陳委員啟清：

- (一)銓敘部於本年 8 月份以書函請國防部檢討提撥費率調整，相關事項仍在進行中，原則是配合調高費率，但依據第 7 次精算報告，軍職人員部分不會破產，因此回覆銓敘部軍職人員維持原有提撥費率。建議在銓敘部和主計總處研商政府最終支付責任認定標準和時間點確認後，再研提提撥費率調整。
- (二)有關各位委員顧問所提具體意見，建議管理會能具體回應，並在每次會議具體答覆。

林委員惠美：

管理會表示若要聘用投資顧問涉及預算編列，本人建議在聘用顧問及編列預算前，可以檢視私校退撫儲金各類型子基金明細，納入管理會國外受益憑證投資參考清單，並同時考慮委託投資顧問和編列預算。

李主任委員逸洋：

私校退撫儲金雖聘請顧問但並非委託操作，係由顧問提出投資建議，管理會參酌國際知名基金評等機構理柏(Lipper)之基金績效評比資料，可充分篩選各類型基金資料，未必要仿照私校退撫儲金操作標的。

管理會呂組長明珠說明：

私校退撫儲金不管是積極型或穩健型都以國外為主，本基

金國外受益憑證較類似私校退撫儲金穩健型，國外受益憑證在本年 9 月底收益率也達到 12.01%，其中亦投資有相當比例股票型基金和債券型基金，惟問題是整體配置比重不足，但投資標的績效表現都不錯。

李主任委員逸洋：

剛才邱顧問表示按照標準作業程序執行，資產配置部分早就通過運用計畫，監理委員會過去在審議運用計畫時並未調整中心配置，僅壓縮允許變動區間，固定收益中心配置比重是 41%，結果固定收益配置放大到 52%，且國內受益憑證中心配置 2%和國外受益憑證中心配置 3%皆為管理會訂定，然而大家看到的是管理會在實際操作時高收益高報酬配置項目一定要全力壓低，但是很低報酬的項目卻儘量提高，和運用計畫背道而馳，要求管理會務必朝中心配置達成。

侯委員俊良：

建議不要模糊地請管理會儘量朝中心配置努力，而是要達成中心配置並且列入管考。

李主任委員逸洋：

請管理會依據中心配置調整，同時參考私校退撫儲金再平衡機制汰弱留強，因為如果沒有因應市場變化迅速調整，也許績效就會變得很差，相關事項列入管考，每次會議請管理會報告進度並說明沒有達到的理由，讓基金績效得以提升。

周委員玲臺：

管理會的內部稽核報告就國內委託固定收益配置低於允許變動區間下限，說明兩個理由，一是國內委託經營第 14 批屆期收回，其次則是正在辦理 108 年度國內委託經營公開徵求，未來將伺機撥款。從內部控制的觀點，亦包含營運與作業效率稽核，若目標是要達成配置的某個百分比，長期未達標準應稽核檢討，究竟是因為內部控制程序太過複雜，要簽署的單位太多，導致難以執行，還是有其他的作業瓶頸等，除了建立標準作業程序外，也應就效率問題請管理會在稽核報告說明。

管理會韋副主任亭旭說明：

管理會將持續朝國內外受益憑證中心配置前進，截至 11 月 15 日國內受益憑證比重已達 0.34%，如邱顧問所言，整體資產配置在固定收益配置比較高，惟比較國內政府退休基金，除勞保外各大基金的現金加短票比重都在 20% 左右，各基金仍重視未來之風險。私校退撫儲金因有明確配置，在今年股債多頭均有優異表現，但整個投資環境不是只有權益投資市場或固定收益市場，還需要考慮利率及匯率風險，私校退撫儲金穩健型績效從 7 月底的 13.49% 降為 10 月底的 12.31%，保守型從 7 月底的 7.1% 降為 10 月底的 5.55%，本基金則尚有上漲，這是資產配置因應不同市場表現的差異。管理會未來仍將考量市場資訊及風險後，將資金作有效去化。至於現金保留較多，主要係因國內委託撥款額度落後 6%，受益憑證也落後 1.5% 到 1.7% 左右，如果兩者能有效運用將有助於資產配置調整。

李主任委員逸洋：

私校退撫儲金績效下跌主要原因應該是黃顧問所言新臺幣兌美元升值 2% 所影響。至於各大政府基金保留較多現金，但本基金資本利得部位僅占 48%，有些積極的政府基金資本利得部位較本基金高約 10 個百分點，而資本利得部位是決定勝負的關鍵，本基金年初以來保守看待市場因而吃虧。現在請管理會衝刺不是要資本利得部位拉高到 58%，最多只是把目前資本利得 48%，固定收益 52% 對調，變成資本利得 52%，固定收益 48%，完全符合本年運用計畫資本利得 59% 範圍內，至於國內外受益憑證中心配置分別為 2% 和 3%，做到滿也合計僅 5%，並不是多大幅度的調整，而是在多元分散布局下持續加強。

決定：請管理會就國內外受益憑證比重依據中心配置調整，同時確實執行再平衡機制，並將執行情形列入管考追蹤，各位委員及顧問意見請管理會參考辦理。

參、討論事項

案由：退撫基金固定收益投資方向及定義檢討報告一案，提請討論。

李主任委員逸洋：

(一) 在各位委員顧問未發言前，本人先引個言，本案為本人所提出，希望大家費點心思檢討。本基金固定收益的比重長期以來都非常高，到今年 9 月底止高達 52%，縱然因檢討

下降一點，預期仍會接近半數，此部分如果能夠增加收益，對本基金的幫助應該很大，可惜這份報告只針對本基金各項固定收益投資的配置檢討，而未與其他基金固定收益績效及作法比較，所以不知道本基金的成績到底好不好，有無那個部分需要加強改進？所以整篇報告對於改善固定收益的績效幫助不大。

(二)本案可能也要比照私校退撫儲金投資操作報告案，於下次會議補充資料後再提案討論。例如本基金與私校退撫保守型比較，私校退撫保守型規定股票型基金投資比例需在 25% 以下，其今年 6 月底實際配置為 15.95%，若扣除股票型基金部分，剩下就是債券型、貨幣市場型基金及現金部位，與本基金固定收益投資項目就一模一樣。兩者比較，本基金的固定收益報酬為 0.77%，而私校退撫推估為 3.37%，也就是說同樣純粹就固定收益的內涵大家去操作，他們的成績竟然是我們的 4.4 倍，這簡直是大家無法想像，所以這個問題很重要。

(三)本基金高達 50% 以上的資金擺在固定收益，收益很差，一定是那裡出了問題？但整個報告看不出來。本人初步歸納整份報告的問題，首先議程第 254 頁定義債券型基金是固定收益型商品，此部分的定義沒有錯，然後議程第 260 頁提及國內債券型基金只有一檔，認為該類型基金對本基金收益之提升助益不大，因為該項報酬僅略高於定期存款，所

以管理會目前未持有。接著議程第 262 頁說明國外投資部分，大約承作 40.50 億元固定收益性質的債券型基金，不過債券型基金係不列入固定收益，而是列入資本利得，與原先定義似有相左。最後結論說本基金要加強債券型基金的投資，前後互相矛盾、不知所云。

(四)固定收益的定義到底是如何?為什麼一開始固定收益定義含有債券型基金，可是本基金相關投資就不採此定義，而私校退撫儲金正是投資國外債券型基金，這個屬於固定收益範疇裡面獲利最優厚的部分，本基金主動把它排除掉，此部分為固定收益可以操作投資的範圍，少了這一塊成績就下殺很大。可是報告的結論說，本基金要加強投資，到底債券型基金能不能算固定收益，也沒交代清楚，前後內容邏輯沒有一貫性，也不知道為何本基金要這樣作。

(五)另經同仁瞭解勞動基金的債券型基金歸類為固定收益，所以檢討內容必須與各基金作比較。本基金自己界定的範疇，把一個能夠增加固定收益的操作工具或選擇標的排除掉，這一排除就使成績一落千丈，收益是其他基金的四分之一。目前國內固然只有 1 檔國內債券型基金，但是國內發行跨國的債券型基金有 124 檔，金額高達 3,957 億元，金額也不算小，本基金可以操作國外債券型基金，從國內市場去投資。

(六)此份報告對於債券型基金亦定義為固定收益，而國內投資

市場通常亦是將債券型基金列為固定收益，可是本基金主動把它排除，使得本基金的成績非常差，通篇報告對此部分都沒有好好交代，也沒有做比較，只是自我剖析一番，最後幫助自然不大。

周委員玲臺：

請聚焦績效部分真正的問題，以退撫基金運用績效表來看，其中台幣銀行存款 5 百多億元、國內短期票券及庫券 6 百多億元，加上外幣銀行存款接近 3 百億元，合計近 1 千 500 億元的現金，這件事情才是我們關心的，因為台幣銀行存款及國內短期票券及庫券之期間報酬率僅有 0.39% 及 0.35%，是拖垮績效的主要因素，這也是為什麼我們一直在問有無把負債列清楚，假設每年現金預計只要流出 250 億，請教現金餘額有必要保持 6 年的現金流出量嗎？

李主任委員逸洋：

我們在歷次會議已逐年處理台幣銀行存款、國內短票等 2 項運用項目，107 年的允許變動區間原高達 40%，經決議後調降至 34%，108 年再降至 30%，後來 109 年度運用計畫又限縮至 23%，目前實際配置是 19.77%，未來年度預計再逐次壓縮至 18% 或 15%。經管理會評估基金每年短缺收支大約 126 億元，但卻持有 1 千多億元的約當現金，確實是個問題，我們也有持續在處理。

張委員旭政：

對於我們質疑本基金績效低落的原因已呼之欲出，我覺得主席很棒，直接指出關鍵點在於固定收益，私校退撫儲金保守型固定收益的績效是百分之 3 點多，但本基金卻是百分之 0 點多，如此結果造成績效不佳，可否請管理會確實檢討這個問題？

潘委員文忠(林秀敏代理)：

(一)除投資標的及配置外，若以操作方式來看，本基金目前自行運用為 6 成、委託經營為 4 成，而新制勞工退休基金則與本基金相反，自行運用約 4 成、委託經營約 6 成，舊制則各為 5 成左右，因為投資標的及操作方式與績效具有關聯性，請於檢討時一併審酌。

(二)前於 5 月初次參加委員會議時，提到委託合約列有到期日，建請於合約到期前預先規劃及決定，以利到期後資金可及時再投入運用，避免閒置；另決策作業流程有無可再精進之處？請於研(修)訂標準作業流程時併請審酌。

黃顧問肇熙：

(一)請管理會補充說明，有關本基金投資受益憑證標的，是否因法規限制投資比例不同，導致績效落後於私校退撫。

(二)其實勞動基金的存款或短票也占相當大的部分，新、舊制勞退及勞保基金皆由勞動基金運用局管理，為何惟獨新制勞退績效只有 3.84%，未達 4%？原因為新制勞退基金收支的資金淨流入，1 年約 2,000 億元左右，今年到 9 月的前 3

季就流入約 1 千 9 百億，可以說每 3 年合計資金的流入，等於一個退撫基金的規模，但是人力並沒有增加，這就是基金管理單位的困難處。新、舊制勞退基金也分別有約 5,000 億、2,000 億的資金擺在約當現金，所以本人想藉此機會表達意見，請財主與人事主管機關代表能夠協助，改善此種人力配置未隨基金規模適度增加的問題。

陳委員瑞章：

本人覺得各位與會委員顧問，甚至兩會同仁，在投資組合相關議題的研討都很用心且明確，但是如何適時有效執行又力有未逮，從會議資料都可以看得很清楚，我相信管理會本身也很清楚，所以是不是管理會運作的機制產生問題，已涉及單位內部控制？還是有相關主管機關的法令限制等不可抗力的因素，或是那個看不見的那隻手，限制了管理會的一些操作。總歸效率的提升上，還需有賴管理會內部決策運作的執行，有效的去回應，不管是意見的管控與執行的落實，皆需一一再檢視。

鄭委員文燦(李榮吉代理)：

本人第 1 次參加會議，聽見很多專家學者意見，其中提及投資項目約當現金部位很高，可能與現行制度規定有關，譬如政府普通會計制度規定，帳務處理平常是現金制，年終則為應計基礎制，使得現金需求可能會比較大一點。另地方政府與中央政府在保障退休所得、確保經費來源及照顧退休人員的基本立場是一致的，所以地方政府參加會議，最大的功能是透過監

理會的會議報告，了解退撫基金的運作。另個人認為地方政府比較少發言的原因，可能是由於退撫事務平常是由人事單位負責辦理，而退撫新制是由退休撫卹基金辦理運作，倘績效好則無從置喙。

李主任委員逸洋：

建議這個案子今天不做決議，因為資料不夠完整，請管理會補足相關資料，例如與其他基金作比較，或是像日本政府退休投資基金（GPIF），它是全世界最大的政府退休基金，原來績效很差，大概只有 2.6% 或 2.7%，但是近幾年來績效已經提升至 3% 多，也是一樣固定收益與資本利得配置各 5 成，所以值得比較，為什麼它的績效會在最近幾年大幅的提升？在固定收益部分，是如何強化？內部決策機制能不能快速的反應或調整，也一併作分析。本案於下一次會議再繼續討論。

管理會韋副主任委員亭旭說明：

管理會將依會議意見作報告的修正，另簡單回應黃顧問所提法規限制部分，因為私校退撫規模相對比較小，穩健型與積極型合計僅有幾十億元，投資在大型共同基金占的比例不高，倘本基金仿效私校退撫投資受益憑證的方式來操作，囿於法規限制 1 檔只能 10%，則可能要投資相當多檔的基金，才有辦法滿足需求。

李主任委員逸洋：

私校退撫整體是 400 多億元，規模比我們小很多，但是我

們要承作受益憑證部分的中心配置金額不過 117 億元，而管理會一直著眼說規模大小的不同，影響我們可以操作的空間，此部分請一併考量，到底問題在那裡？其實本基金規模不算大，勞動基金所管理的 3 個基金都比我們大，勞退新制現在有 2 兆 4 千億元，勞退舊制 9 千多億元，勞保 7 千多億元也都比我們大。

決議：本案請管理會補充相關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。

肆、臨時動議

伍、散會：下午 12 時 26 分

主 席 李逸洋