

公務人員退休撫卹基金管理委員會第 154 次委員會議紀錄

時間：民國 101 年 1 月 17 日(星期二)下午 2 時 30 分

地點：考試院傳賢樓 4 樓會議室

主席：張主任委員哲琛

記錄：吳婷

出席人員：

蔡副主任委員豐清	丁委員克華	吳委員壽山
周委員麗芳	陳委員登源	朱委員浩民
張委員光第	陳委員泉官 (敖副處長以智代)	
凌委員忠嫻 (馬副組長小惠代)		陳委員國輝
許委員永議	盧委員坤城	林委員純綺
沈顧問慧雅	吳顧問雨學	林顧問建甫
曾顧問宛如	胡顧問星陽	莊顧問文議
廖顧問四郎	林顧問允永	許顧問耀文

列席單位及人員：

一、考試院：

袁組長自玉

二、公務人員退休撫卹基金監理委員會：

白專門委員郁婷 陳專員金懋 鍾組員宜融

三、本會：王主任秘書幸蕙

麥組長梅嘉 張組長淑惠 陳組長樞

張主任東隆 黃主任炳煌 簡主任淑娟

林主任秀祝	李專門委員蘊真	呂專門委員明珠
楊科長惠麗	魏科長淑貞	余科長桂美
林科長建宏	蔡科長雯	陳科長淑君
林科長秋敏	杜科長慧芬	

請假人員：

吳委員永乾	盧委員秋玲	張委員素惠
王顧問泰昌	陳顧問聖賢	李顧問志宏
戚顧問務君	馬顧問嘉應	盧顧問陽正
張顧問琬喻	張約聘人員維祺	

壹、主席致詞：(略)

第 153 次委員會議
貳、宣讀本會第 16 次顧問會議聯席會議紀錄。

決定：紀錄確定。

參、報告事項：

第 153 次委員會議
一、有關本會第 16 次顧問會議聯席會議決議(定)事項管制情形

一案，報請 鑒察。

決定：洽悉。

二、有關本基金國內、外委託經營受託機構股價指數期貨操作情形
一案，報請 鑒察。

許顧問耀文：

受託機構操作期貨既以避險為目的，則不能只視其損益數字，應整體綜合觀之。由損益情形報表之各項數據得知，受託機構避險部位不大，不知是否為了達到管理會所要求之績效而意願不高？理論上，操作避險會使虧損減緩，績效應較好，但

事實上國內委託經營卻非如此，建議管理會可以探討其因素。
廖顧問四郎：

國外委託經營股價指數期貨交易之績效比國內好，不知管理會是否瞭解其緣故？基本上，98、99 年股票現貨市場報酬率不佳，期貨市場應有正報酬，才能達到避險功能，然而，大多數受託機構之績效卻未見理想，管理會是否有見解？或者可否提供現貨與期貨相關數據供參，另管理會自營部分是否有經營指數期貨避險？

財務組說明：

受託機構操作期貨其績效為負報酬，主要係因判斷錯誤，避險方向不對。另有關受託機構因操作期貨避險導致帳戶績效提升部分，因資料取得不易，尚難以精確統計；而國外指數期貨因具有避險及增加投資效益兩者功能，故績效較好。另自營部位目前無操作期貨避險。

吳委員壽山：

建議管理會應檢討受託機構操作期貨效益不好之原因，係投資團隊持續判斷錯誤，或經理人概念錯，抑或兩者無誤僅績效差，均需加以瞭解，以作為將來之借鏡，如此方能增加避險效益。

丁委員克華：

分析各受託機構操作期貨績效不好之原因為：

1. 本會委外經營受託機構係證券投信，經理人操作期貨之經驗較少，基本上，操作股票、債券與操作期貨係不同領域之專業識能，應由不同人員處理，所以人才方面極需加強。
2. 受託機構投資股票係由經理人或研究團隊選擇個股標的，而股價指數期貨係大盤研判問題，與個別產業、個別類股之研究不同。

3. 期貨投信開放時間很短，人才缺乏，目前期貨商大多僅作接單之經紀業務，自營則做雙邊之 market maker，但風險性高。管理會授權受託機構操作期貨係以避險為主，所以當 98、99 年委外經營績效為正報酬時，期貨交易負報酬是合理，但 100 年期貨交易若放空，理論上應有正報酬，不應虧損，或許係因操作量不大導致無法抵銷大部位損失，又或許操作期間股價起起伏伏，經理人操作方向錯誤等，才使 100 年期貨交易虧損；而期貨交易要有好績效，必須隨時緊盯盤面，並注意當日下單之多、空方量，且機動調整，在此，建議管理會同仁可學習操作期貨及股價指數等避險工具。長期觀之，若以全年度收取雙方保證金之方式操作，較可能累積收益，畢竟要在單邊期貨市場賺錢是不容易的，因其係在波動的量賺取差價，相當辛苦及微薄，因此，期貨不開放雙邊操作是不容易達到獲利且避險之目的。

決定：

(一) 洽悉。

(二) 請財務組參考丁委員克華等各委員、顧問意見，並於年底或一段期間，統計各受託機構期貨操作之績效，且分析其原因後提報委員會議。

三、有關本基金國內委託經營截至 100 年第 4 季底止經營績效情形一案，報請 鑒察。

決定：洽悉。

四、有關本基金國外委託經營截至 100 年第 4 季底止經營績效情形一案，報請 鑒察。

決定：洽悉。

五、業務單位工作報告（由業務組、財務組、稽核組、資訊室、會計室依序報告）。

胡顧問星陽：

請問運用績效表中，有關國內債券之年度目標收益率訂定方式為何？其僅較台幣銀行存款之目標收益率高 0.25%，是否稍微低些？其次，台幣銀行存款之目標收益率高於國內短期票券及庫券，然占基金淨值比卻較低，基本上兩者投資風險相似，為何投資比重卻差 5% 以上？

陳委員登源：

目前退撫基金歷年累計平均收益若列計未實現損益後之平均收益率低於臺銀 2 年期定期存款平均利率，此績效易令外界質疑，大家藉此可思考主動與被動之投資策略究應如何配置較為合宜？如果股票市場只採取 follow index 之被動式策略，是否會比目前之績效好？係值得研究；雖然自 2009 年以來，委託經營績效比以前有顯著改善，但整體而言仍不盡理想，因此，各政府基金應徹底思考未來經營策略及投資方向，藉以提升績效，方不負參加人之託付。

吳委員壽山：

列計未實現損失並非實際之損失，未來仍有調整空間，只是目前兩者數據（列計未實現損益後之平均收益率及臺銀 2 年期定期存款平均利率）差距稍嫌太大，建議採取以半年滾動計算方式觀看此四種直方圖的曲線，方能瞭解動態變化，若長期未實現損益平均數比臺銀 2 年期定期存款平均數低，則需加強注意，但若未實現損益平均數有時候高於臺銀 2 年期定期存款平均數，則可解讀為受世界景氣等影響所致。

許顧問耀文：

主動式投資績效比被動式投資績效差，乃是投資學之定論，花費大量人力、物力積極操作，成效反而不佳，應可考慮增加被動式的投資比重。

吳委員壽山：

被動式投資績效較好之結論是對的，但並非定論，因為理論層出不窮，且目前經濟局勢變化快速不易掌控，然而退撫基金係長期經營不能僅視短期績效。

丁委員克華：

曾有研究報告指出，從 1906 年至 2006 年，美國股價指數從 100 點到 1 萬 2800 點，成長 128 倍，換算年複利約 5%，在此 100 年當中，美國之經濟是穩定的，但當中仍有幾次大波動，故以 100 年、30 年、10 多年分別計算其績效是不同；例如，1929 年股價高，1930 年則跌回至原來之 10%，後經過 30 多年才漲回到 1929 年之指數，而退撫基金係長期經營，成立至今僅 16 年，若持續專注於一個月、一季等短期績效相當辛苦，建議可以被動式策略用主動式方法操作，亦即在股價指數跌破 10 年線時，買進比率高，但若超過黃金交叉線時就多賣，以波動方式處理，長期觀看台灣股市，相信 30 年後係上漲，未來仍有超過臺銀 2 年期定期存款平均利率之機會。目前可暫不計較未實現損失部位，也許明年景氣佳，該損失部位即會減緩，操作大盤要有一些想法及長期規劃，以便做出正確判斷，倘若採用被動式並按市場進場時機增減數量，即主權基金操作方式和購買未來可能大漲之基金，如能源、糧食、公共建設等，可能對退撫基金較有益處。

財務組說明：

有關運用績效表之年度目標收益率係根據 99 年 6 月訂定之 100 年度運用計畫的組合規劃表，並針對各個投資項目配置比例及年度目標收益率訂定標準，其中台幣銀行存款係依當時（99 年 3 月）台灣銀行一年期定存大額固定利率（約 0.27%）加 0.25% 估算，國內債券則依台幣銀行存款目標收益率加 0.25

%計算，短票係依當時承做平均利率估算；至於已實現收益率，台幣銀行存款包括活儲及定存，活儲利率較低約0.28%-0.3%，而大額定存利率亦不高，導致期間收益率僅0.68%。

決定：

(一) 洽悉。

(二) 各委員、顧問之意見包含各政府基金應思考未來經營策略及投資方向以提升績效等，請財務組參考。

散會：下午 4 時 05 分

主 席 張哲琛