

出國報告（出國類別：國際會議）

全球退休基金暨保險投資論壇

服務機關：公務人員退休撫卹基金管理委員會

姓名職稱：韋副主任委員亭旭

派赴國家：法國巴黎

出國期間：108年09月24日至29日

報告期間：108年12月23日

目錄

| | |
|----------------------------|----|
| 壹、 前言..... | 2 |
| 貳、 會議舉辦機構..... | 3 |
| 參、 會議重點摘述 | |
| 一、退休基金暨保險投資論壇..... | 4 |
| 二、Amundi 另類投資能力策略會議..... | 9 |
| 三、Amundi ESG投資能力及應用會議..... | 14 |
| 肆、 心得與建議..... | 21 |

壹、前言

環境保護、社會公益及公司治理 (Environmental, Social and Governance, ESG) 在現今國際社會大力推動之下，儼然成為全球各國十分關注的投資熱點。此次在巴黎所舉辦的「全球退休基金暨保險投資論壇」也不例外，與會者均為歐洲著名保險公司 (Insurance Companies)、公共退休基金 (Public Pension Funds)、企業退休基金 (Corporate Pension Funds)、世界經合組織 (OECD) 以及知名大學學者。鑑於本會對歐洲同類型退休基金及保險公司交流程度仍需深化，期盼藉由參加此一會議，瞭解現今高齡化少子化現象，對金融環境的影響，同時參與東方匯理資產管理機構 (Amundi Asset Management) 的相關策略會議，瞭解另類投資實務概況、歐洲當前 ESG 投資策略及未來長期投資趨勢，俾利本會日後進行相關投資作業評估。

貳、會議舉辦機構

東方匯理資產管理機構（Amundi Asset Management）是歐洲最大、全球前十大資產管理公司，於2015年11月上市，截至2019年3月底資產管理規模超過1.62兆美元，為全球客戶提供全方位的資產投資管理專業服務，其投資領域涵蓋主動、被動及實質資產等。其所管理的法人機構資產總額達1兆美元，包括全球主要法人機構投資人和世界各地政府機構等客戶，投資範圍遍及全球固定收益、信貸、通膨連結債券、全球股市、歐洲股市及新興市場股票。Amundi在全球共有37個辦公室，並設有六大主要投資中心分別位於波士頓、都柏林、倫敦、米蘭、巴黎與東京。

Amundi 股權之 70%為法國農業信貸集團(Crédit Agricole Group)所有，29.8%為公開持股，0.2%為員工持股。Amundi 之組織架構係由機構客戶及零售客戶部、投資管理部、營運服務與科技部、業務監督與控制部及財務策略部等五大部門所組成，其中投資管理部為客戶提供固定收益、股票、多重資產、指數化投資方案及風險因子投資等多元化的專業服務。

參、會議重點摘述

一、退休基金暨保險投資論壇

(一) 不同類別的退休金制度

現行退休金制度在選擇方式上可以分成強制參加及自願參加兩種，但是實務上較常見的方式為工作就職時預設參加，爾後勞工則可以選擇退出退休金計畫。目前退休金制度分成兩大主流：確定給付制 (Defined Benefit) 與確定提撥制 (Defined Contribution)。前者是指不論退休前提撥多少，政府都會保證你退休後可以領到固定金額的退休金；後者是指每個人依據自己的需求提撥金額，並依投資報酬率多少來決定退休後領多少錢，政府不會補貼到固定額度。

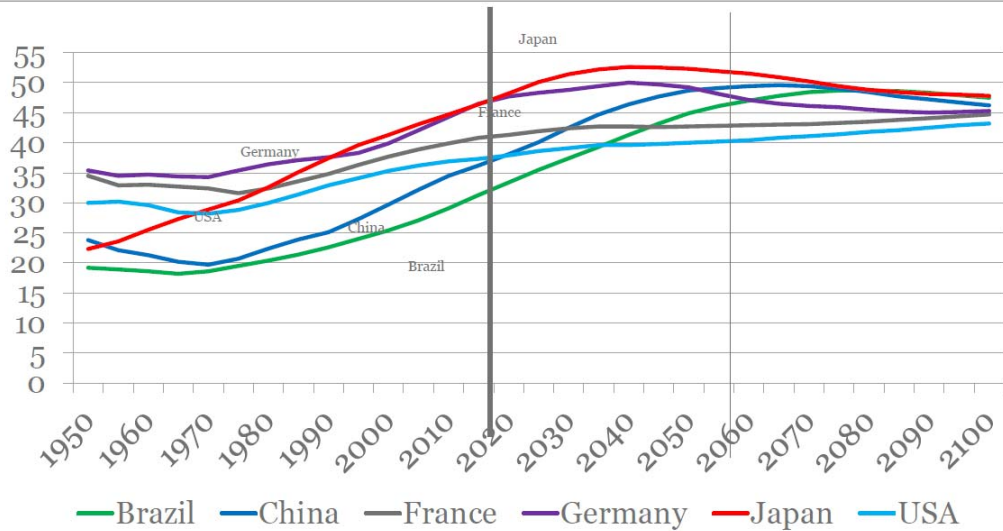
過去許多國家(包括台灣)的退休金制度，都是採用「確定給付制」。然而，確定給付制卻有個致命的問題，也就是當高齡化人口比例越來越大時，政府就必須提撥更多錢以填補缺口。因此，在世界各國都面臨高齡化社會的情況下，政府政策大都逐步轉向「確定提撥制」，以減輕財政負擔。然而不管退休金市場成熟與否，確定提撥制在世界各國扮演的角色日益重要。

其實退休金制度不論是確定給付制或是確定提撥制，都同樣面對兩大課題，即人口結構老化導致財務上及償付能力缺乏穩定度，及全球經濟趨緩、利率下滑，導致報酬率遞減等窘境。

(二) 人口結構老化

人口結構老化是由三個構面組成：年齡中位數上升、生育率下滑及預期壽命增加。世界主要國家的年齡中位數變化圖(詳圖 1)，可明顯看出日本的年齡中位數自 1950 年的 23 歲，1990 年的 38 歲，到 2020 年的超過 45 歲，導致日本的人口結構老化速度為成熟國家之冠。事實上不只有日本而已，其他國家如美國、德國、法國、日本、中國及巴西都呈現一樣的上升趨勢，唯一差異僅在於增加速度的快慢不同。

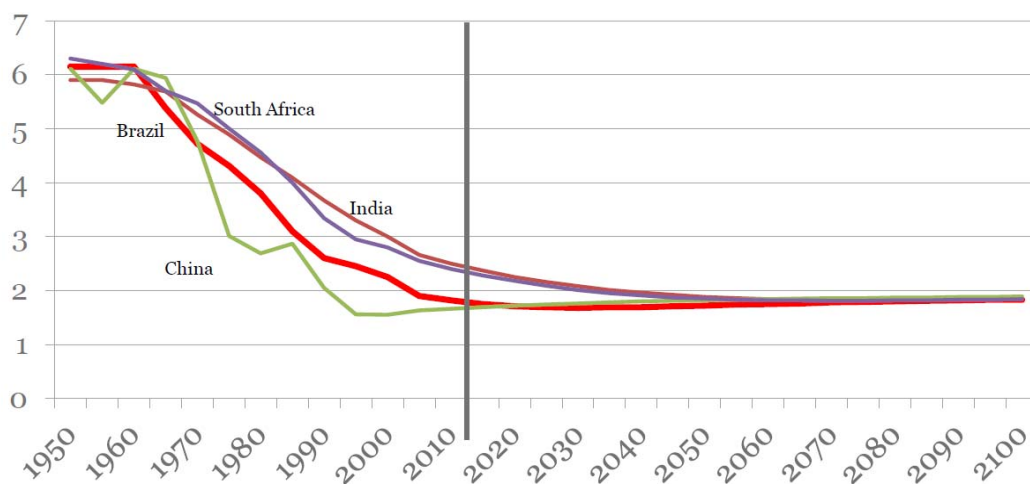
Population ageing: Increase in the median age



(圖 1) 人口組成年齡中位數變化

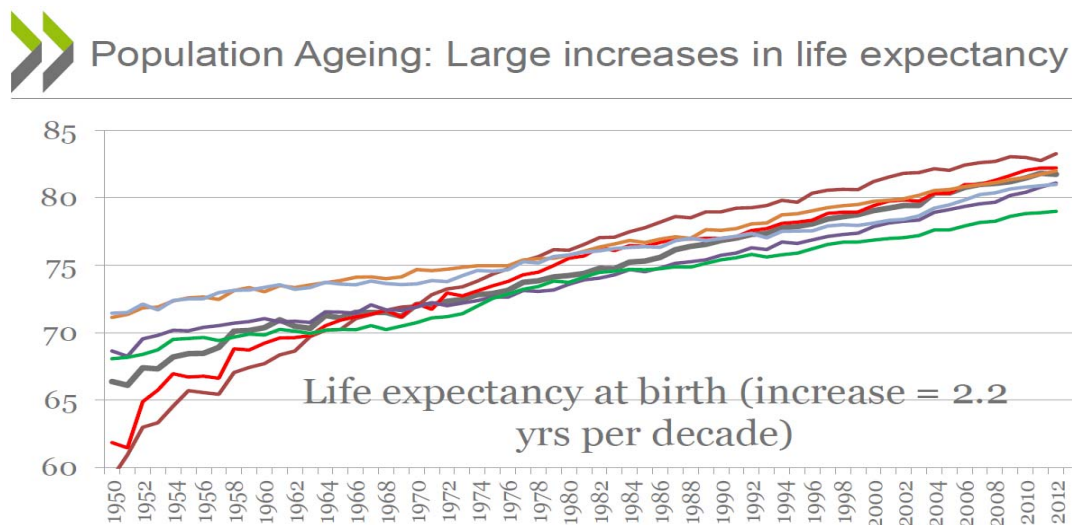
依發展中國家(中國、印度、巴西及南非)生育率走勢圖(詳圖 2)顯示，從 1950 年高峰期的 6.0，慢慢下滑到 2010 年的 2.0 左右。其中中國由於一胎化政策因素，整體生育率下滑速度落底較快，約略在 1995 年便到達低點。這些國家基本上都與成熟國家走勢雷同，唯一不同的是觸頂及落底發生的時機點，這也導致著人口紅利目前還存在於發展中國家。

Population Ageing: Fertility fall (developing countries)



(圖 2) 發展中國家生育率變化

預期壽命的增加速度為每十年增加 2.2 年，下圖清楚表示了人類預期壽命由 1950 年的 65 歲延長到 2010 年的 82 歲。



(圖 3) 預期壽命圖

依據 OECD 統計，OECD 國家工作人口和老年人口之比率，從 1980 年平均 5.13(即每 5.13 位工作者扶養 1 位高齡者)，至 2012 年降為 3.96，預計 2024 年及 2050 年分別降至 3.06 及 2.08，亦即越來越少的工作人口，必須支應日漸增多的老年人口之年金及社福支出。

OECD 指出，人口結構老化是造成各國公共年金支出成長的最重要因素。近年來，各國致力推動的年金改革雖能有效減緩年金給付的增加，惟公共年金支出成長速度仍超過 GDP 之成長速度。觀察有相關統計資料的 28 個 OECD 國家，公共年金支出將由 2010 年平均占 GDP 的 9.3%，上升至 2050 年 GDP 的 11.7%，年金財務壓力將隨之接踵而來。

(三) 人口結構老化的影響

人口結構老化造成的各項影響中，首當其衝的是 GDP 方面，可從幾個層面觀察到，例如逐漸下降的勞動力群體、下滑中的儲蓄率及隨年齡增長隨之變化的生產力，均導致 GDP 無法再快速增長。另人口結構老化也會影響金融市場，也就是在人口結構轉趨老化的同時，也會有越多固定收益類投資的需求產生，尤其是生命週期類的產品，例如目標到期基金等，需求的增加最為明顯。金融市場先前也有著資產價格會隨著戰後嬰兒潮世代老化、風險偏好

轉變而導致崩盤的極端假設，但也隨著更多的研究指出，此一假設過於極端，取而代之的是動態平衡假設，認為實際上人口老化的影響對資產價格的影響將微小很多。

人口結構老化對現今退休金制度的影響主要是預期壽命增加後，伴隨而來的長壽風險及金融市場風險。人口結構老化直接影響隨收隨付制(Pay-as-You-Go) 退休金制度，也間接影響準備制退休金制度(Funded Pension)。逐漸下降的扶養比會導致更多的壓力加諸在隨收隨付制退休金制度，進而動搖可持續性(Sustainability)。更長的退休期間也讓現今退休金的償付能力(Solvency)飽受大眾質疑，所得替代率(Adequacy)也因此而無法達到原先預定水準。人口結構老化加上現今低利環境導致退休金制度的轉型成為必然現象，即由確定給付制轉向確定提撥制。同時，追逐收益(search for yield)也成為當前最重要的課題。

確定給付制中，預期壽命的上升增加了負債面的負擔。由於資產配置中包括固定收益投資部位，因此長期利率低落使得退休金和保險公司之資產價值下降，加劇了在負債面所面臨的問題。此外，由於資產的存續期限往往低於其債務年限，如果利率和報酬率長期處於低位，再投資風險便會隨之產生。至於確定提撥制必須面臨若提撥期間不足，退休所得將不足支應生活的窘境，以及投資報酬率不如預期的可能。

(四) 面對新挑戰的因應措施

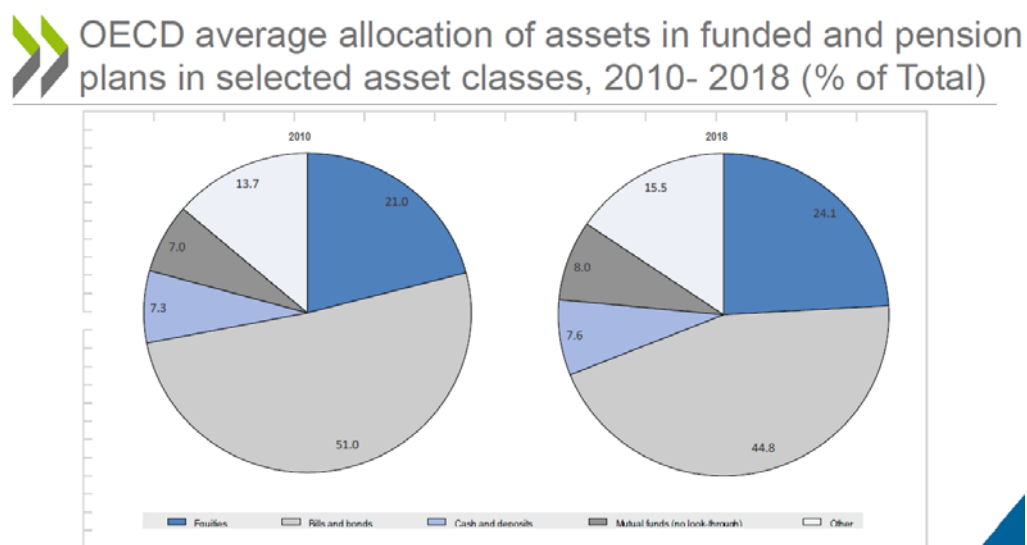
針對前述退，休金制度面對的新挑戰，目前多數國家的因應措施還是針對尚未退休的勞工，研議更改或調整原始給付金額，從而更改新契約條款(降低保證)，進而逐步降低負債，因此可依據加入不同新參數(預期壽命、利率、報酬率)後，調整契約到足以達成的範圍。許多國家已經允許退休金在調整應計福利這一部分擁有適當自由裁量權。

退休基金可以透過調整他們的投資組合以獲得更高的回報，但同時也要注意「責任」問題的嚴重程度(確定給付制：償付能力；確定提撥制：期望報酬)。問題在於保險公司和退休金在多大程度上可透過風險更高的投資方式尋求更高的收益，以期與承諾給受益人或保單持有人的報酬相符(確定給

付)，或達到退休收入預期（確定提撥）。

從另一方面而言，人口老齡化同時也會創造新的投資機會（醫療保健，某些基礎設施），而不必然會增加投資風險，因此銀髮產業也成為未來社會發展潛力極大的一個產業。

而為追求更大收益，近年來各國退休金之資產配置均大幅增加另類投資（2018 年底超過 7 兆美元，2001 年底僅為 2 兆多）。如下圖所示，2018 年另類投資佔退休金投資組合的平均百分比為 15%，甚至在某些重要的 OECD 國家的退休金市場中，另類投資比重更高，例如英國(32%)、瑞士(35%)及加拿大(36%)。

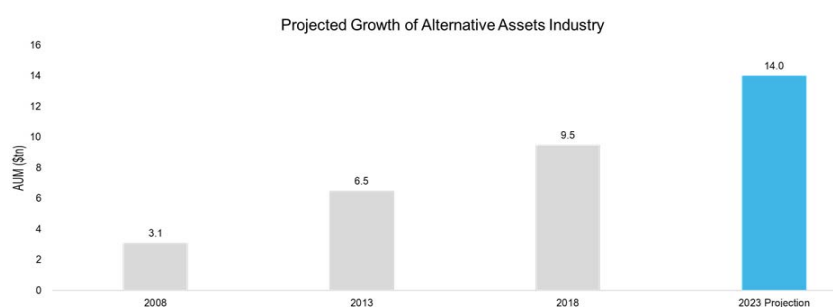


(圖 4) 另類投資佔 OECD 國家退休金投資部位比例圖

二、Amundi 另類投資能力策略會議

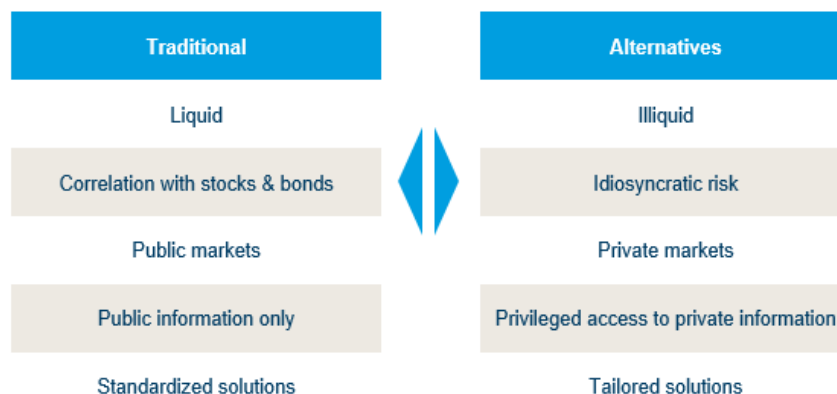
(一)另類投資現況

自 2010 年以來，另類投資(Alternatives Investment)規模並未停止增長，2018 年更達到 9.5 兆美元，且大多數機構投資者計劃維持或增加另類投資配置。研究機構 Preqin 預測到 2023 年，另類投資資產規模將從金融海嘯前的 3.1 兆增加至 14 兆美元左右。(詳圖 5)



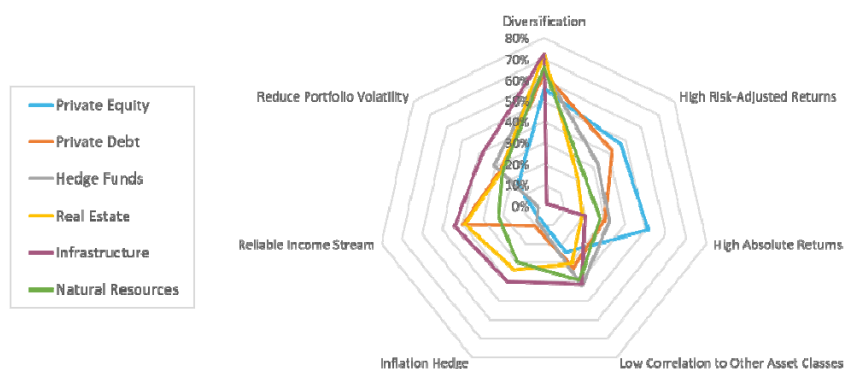
(圖 5) 另類投資資產規模圖

另類投資相對傳統投資有著數個面向的不同，如流動性、風險特性、交易市場、資訊取得難度及標準化程度(詳圖 6)。也由於這些特性，導致另類投資一直帶給人們透明度不夠，資訊相當不對稱等刻板印象。實務上，另類投資之所以是另類投資，就是相對於傳統資產，此一類別能夠提供不同的投資特性，長期投資可用以分散風險、增進收益，進而創造一個相較單一傳統資產投資組合更為效率的資產配置。



(圖 6) 傳統資產及另類投資比較圖

如前所述，另類投資的資產管理規模在過去十年不斷增長，且成長了三倍之多，其中最重要的原因就是另類投資提供了投資人在傳統資產組合之外的分散性以及通膨避險性。由於另類投資囊括項目眾多，常見的私募股權、私募債權、基礎建設、房地產等都有著不同的風險/報酬特性。圖 7 是 Preqin 資料庫針對另類投資中不同投資策略可以帶來的特性比較圖，由圖中可以發現私募股權在風險調整報酬及絕對報酬方面最為突出；基礎建設則是在通膨避險、可靠的現金收益及降低投組波動度等方面表現優良。另外，值得注意的是，在圖示中的 6 種另類投資資產中，流動性最好的是避險基金，在可靠的現金收益這一塊評分接近 0%，顯然另類投資資產超額報酬的來源中有絕大部分是來自於流動性溢酬。



(圖 7) 另類投資細項比較圖

(二) 另類投資特性及策略

傳統資產在流動性方面，主要表現在投組再平衡、資金調度、配置有新機會的投資、獲利不佳投資的出場及反應風險偏好的改變等方面。(詳圖 8)



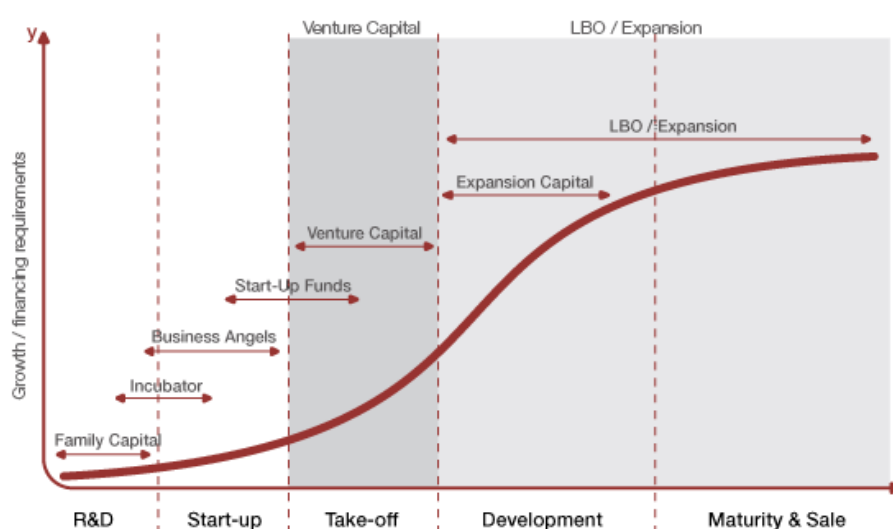
(圖 8) 傳統資產流動性細項

相較於傳統資產，另類資產的特點在於從開始決定投資一個投資組合到

建構完成可能需要數年之久，而傳統資產可能只需要幾秒到幾天。因此，另類資產較為適合願意且有能力長期投資的投資人。

根據 Amundi 集團的觀點，對另類投資有興趣且投資範圍遍及全球的機構投資者，一開始可以從委任組合式私募股權基金著手，這是個相對容易建構全球投資組合的多元策略投資方式。私募股權基金通常投資期間為 10 到 15 年，投資範圍可以是全球或個別區域，投資範疇則可以側重大型股或小型股。在投資金額方面，為了可以達到充分分散的效果，二億美金是較為適當的原始投資金額。

私募股權投資依其策略之不同，可能是參與創業或參與經營，也可能同時參與許多不同公司成長階段(詳圖 9)。私募股權經常尋求與管理層建立密切的合作夥伴關係，以參與各種戰略和營運主題。公司成功的同時，私募股權投資才能成功。私募股權投資通常平均參與公司的時間為 10 年左右，而有些退場較難的投資，則可能拉長到 12 至 15 年。私募股權投資的收益率之中位數約為 15% 左右，部分策略較活潑的私募基金，則有可能創造高達 30% 的年化收益率。下圖顯示一般公司 5 個不同的成長階段，私募股權投資人開始介入的時期通常從「初創期(Start-up)」開始，然後「起飛期(Take-off)」到接下來的「發展期(Development)」以及「成熟期/獲利出場(Maturity & Sale)」，當然風險跟收益也伴隨著不同時期而逐漸下降。



(圖 9) 公司經營進程圖

(三) 私募股權投資方法及風險管理

Amundi 私募股權投資之範疇遍及全球、美國和亞洲，並採取風險投資和增長等多元化戰略。為了建立投資組合，Amundi 與客戶擬定合作方式及投資限制，在考慮到客戶需求以及限制因素等前提之下，模擬出預期投資組合，並檢查與目標報酬的相關性。

Amundi 私募股權的投資方法，係採用下述全方位 4 步驟方法：(詳圖 10)

- (1) 依據客戶投資目標後，由經理人進行現金收入預測，並提出年度投資建議，為客戶量身訂做動態投資組合
- (2) 考量市場情況及投組構建要求建立主要的投資預定事項，並執行詳盡之調查義務，如基金條款是否合理、Key man 原則等。
- (3) 主動參與年度股東大會，找尋共同投資(co-investment)機會，同時注意次級市場流動性狀況。
- (4) 在後續報告上，詳盡且完全透明。報告範圍包含投資風險評估、詳盡之調查義務、投資組合建置、投後監控等。

A holistic approach of institutional clients needs



(圖 10) Amundi 4 大投資步驟

在現今低利率環境以及總體經濟不振的背景之下，另類資產由於能提供與傳統資產低相關性的高收益率，已儼然成為機構投資人尋求收益(seeking for yield)的新寵。根據 Cambridge Associates 調查，私募股權基金的 10 年

IRR 為 10%，較 S&P500 指數的 5%為優，如將統計期間拉長至 20 年期，私募股權基金的 IRR 為 12% ，也有同樣現象。

私募股權基金雖然具有前述高收益、低相關性的優點，但同時也必須留意其相關多重風險，故投資人必須具備相關完善風險管理機制、多元且定期的盡職調查、透徹的公司及產業前景分析，並考量中途退出時可能遭遇的流動性不足等風險。

三、 Amundi ESG 投資能力及應用會議

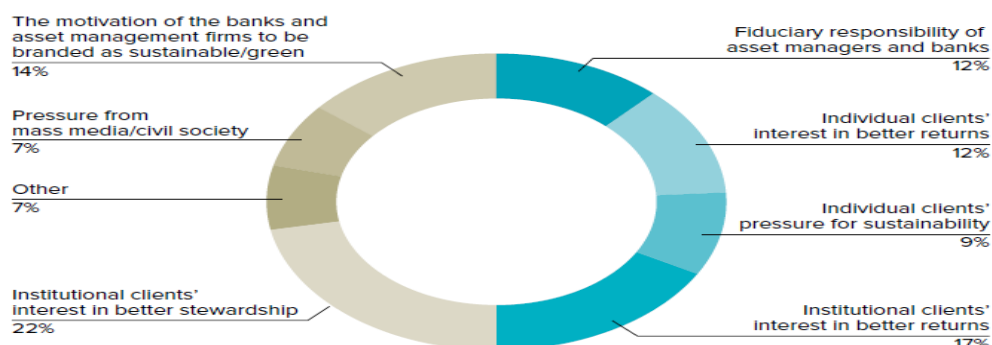
(一) ESG 投資概覽

ESG 於投資上的應用在全球已蔚為主流，截至 2018 年底，ESG 已應用於全球超過 30 兆美元的資產，相當於全球資產管理金額的五分之二，相比於 2016 年成長了 34%。為因應此趨勢，多個國際組織也制定了相關的法規或專法，像是聯合國的永續發展目標(SDGs)、歐盟的永續金融行動計畫等。

投資人應用 ESG 投資的理由眾多，主要可歸納為以下四大類：

1. 尊重個別價值：性別平等、社會平等、排除爭議性的產業，如：武器菸草、酒、博弈……等。
2. 整合短期及長期風險：營運風險、信譽風險、財務風險、法規風險。
3. 發揮社會影響力：實現永續發展的目標，並發揮社會影響力。
4. 實現回報永續性：市場已證實 ESG 投資的績效表現，投資人已漸漸開始關注 ESG 於因子投資的應用。

亞洲於 ESG 的應用在近幾年開始成長，在政府、經濟學家及投資人對於永續投資及經濟永續性的重視下，機構投資人開始應用 ESG 以追求更佳的公司治理與更好的回報率，而對於當地資產管理公司及銀行而言，ESG 投資亦是公司永續經營形象塑造重要的一環。(詳圖 11)



(圖 11) 亞洲 ESG 投資成長之推動力

儘管 ESG 投資已成為主流並於全球快速成長，但目前仍缺乏一套全球通用的語言，且不同數據供應商的資料處理方式不盡相同，加上發行人資訊的不透明性，這些原因都會造成執行上的困擾，也是 ESG 投資目前面臨的最大挑戰。

(二) Amundi 投資策略與 ESG 的整合

Amundi 自 2006 年起建立了盡責投資原則，並於 2010 年正式將 ESG 納入投資核心理念，無論是股票權益投資或固定收益投資，皆為他們投資流程中不可或缺的一部分，他們的社會盡責投資流程亦於 2013 年獲得法國標準協會 (AFNOR) 的認證。

於投資中加入 ESG 的分析可以讓經理人更容易辨識出風險及機會，也因為 ESG 流程對公司作 360 度的評估，可幫助投資人降低長期財務、營運及信譽風險，鞏固資產長期價值。截至 2019 年 3 月底，Amundi 有 1.36 兆歐元之資產於投資時已排除 ESG 評分不佳(G-rated) 之企業，而其盡責投資產品的總資產亦已達 3,200 億歐元，為總管理資產的 20% (總資產管理規模：1.62 兆美元)。他們的願景是在 2021 年時，百分之百將 ESG 融入所有投資流程及投票政策中，意即所有投資標的在他們內部都需要有 ESG 評分(目前已涵蓋全球 5500 家企業)，且所有主動型產品的 ESG 評分都必須高於追蹤指標或投資範圍之 ESG 評分，並百分之百將 ESG 因子有系統性地納入投票政策中。

(三) Amundi ESG 投資方法

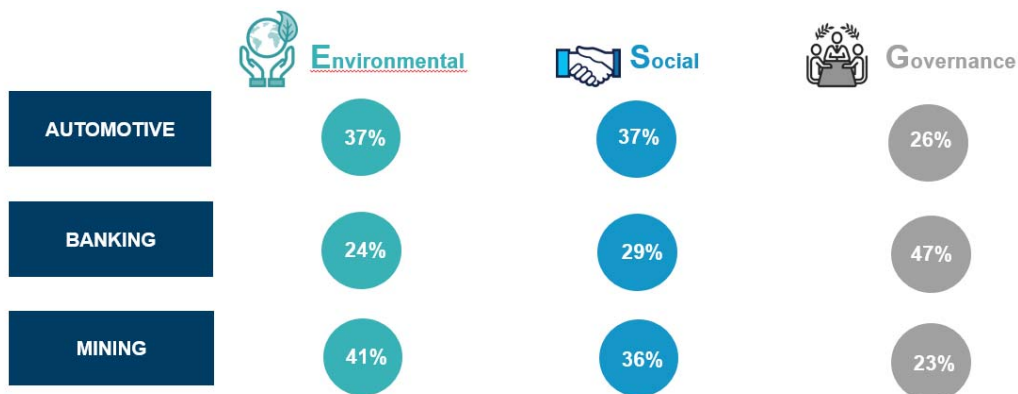
Amundi 的 ESG 評分為 E、S、G 三項指標的加權平均，並給予 A 到 G 之評級，所有被評為 G 等級的公司皆會自所有 Amundi 的投資組合中排除，而所有 E、F、G 等級的公司皆會自盡責投資產品中排除。

每個 E、S、G 指標的分數亦為相對應評分標準的加權平均，目前有 15 個 E、S、G 通用之標準及 21 個針對特定指標的評分標準。(詳圖 12)

| |  Environmental |  Social |  Governance |
|-----------------------------|--|--|---|
| 15 generic criteria | <ul style="list-style-type: none"> GHG emissions & energy use Water management Waste management | <ul style="list-style-type: none"> Employment conditions Community involvement | <ul style="list-style-type: none"> Board independence Audit and control Remuneration Shareholders' rights |
| 21 specific criteria | <ul style="list-style-type: none"> Green cars Green financing | <ul style="list-style-type: none"> Access to medicine Responsible Marketing | |

圖 12) ESG 評分標準範例

E、S、G 三個指標的加權方式會依據公司所屬產業而有所不同，當特定產業承受某一指標之風險較大時，所佔權重也會較大，可見圖 13 之範例。

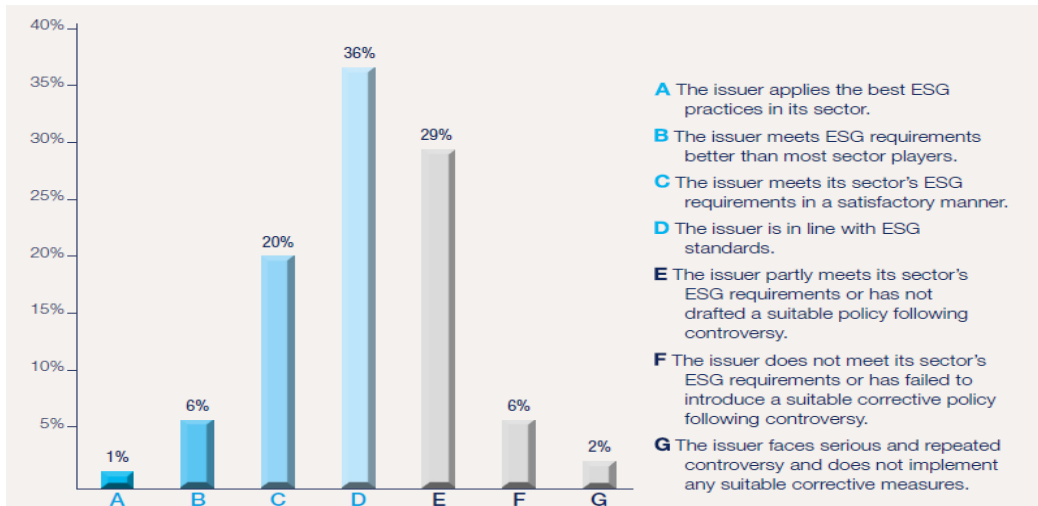


(圖 13) 不同產業之 E、S、G 權重範例

在 Amundi 的權重模型中，認為他們的每一個評分標準可以從以下三個方面對價值產生影響：

1. 信譽：公司之企業形象。
2. 營運效率：在不降低品質及服務的情形下，公司能以最有效的方式提供產品及服務。
3. 法規：與法律、法定義務及罰款之相關行為。

每位分析師會評估每一個評分標準在某一產業中，對這三方面影響的可能性(0-5 分)及影響程度(0-5 分)。他們用此方法來決定每一個評分標準的權重，以及每一個產業 E、S、G 三個指標的權重。再依各個公司在其產業中之相對評分給予 A-G 之評級。(詳圖 14)



(圖 14) A-G 等級之評級標準

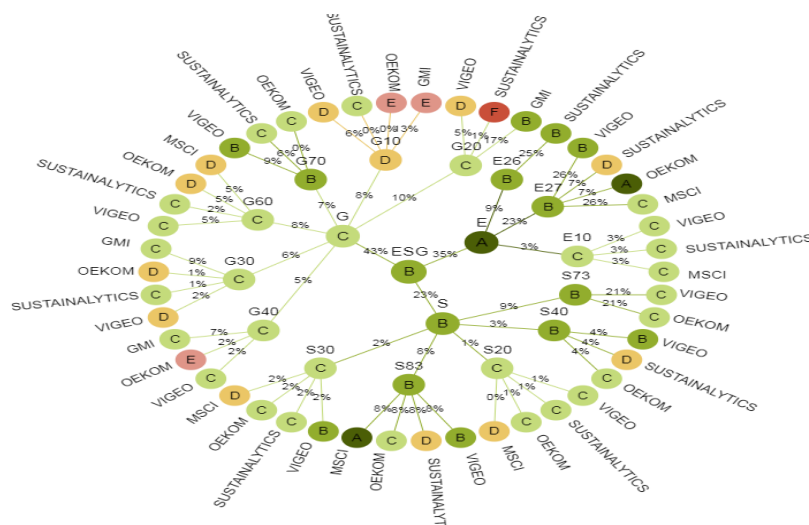
在 Amundi 分析師的研究過程中，同時運用了量化分析及質化分析。

1. 量化：

- (1) 分析前：產業問題的定義及選取、資料供應商的選擇。
- (2) 分析中：數據處理、評分計算。
- (3) 分析後：定量分析及回測。

2. 質化：與公司持續互動、交流，尋求額外的財務數據供應商。

Amundi 的 ESG 評分系統具有透明性及可追溯性，可看出每個評分標準及權重。(詳圖 15)



(圖 15) Amundi ESG 評分系統

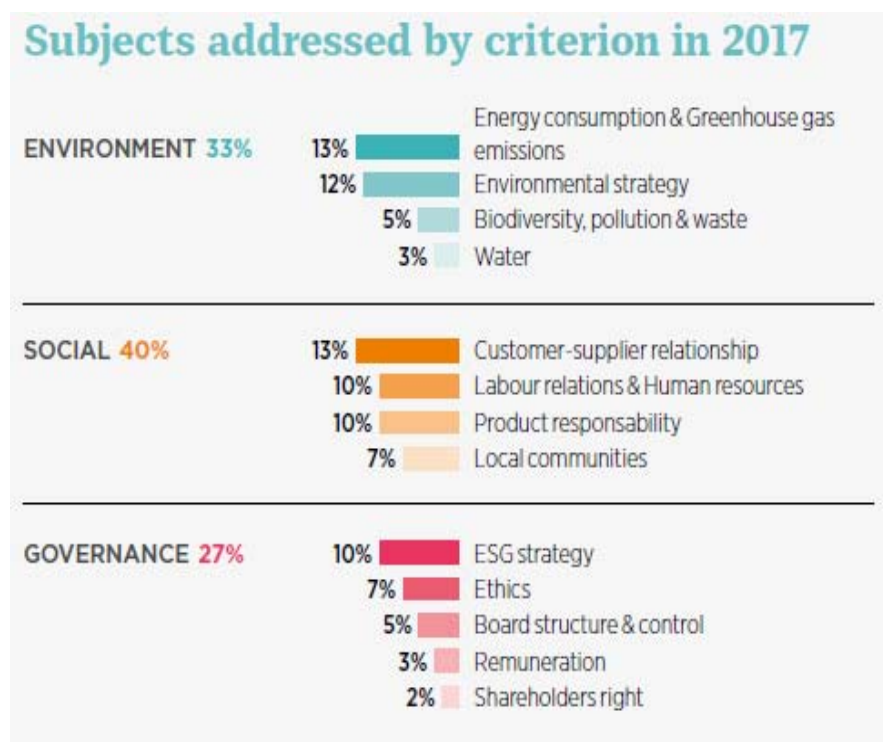
除此之外，Amundi 亦有排除條款，根據聯合國規章，全球對於人權、勞工及環境的重視，及其他國際公約，排除了不符合 Amundi ESG 政策、國際公約及當地國家法律的產業。如：武器、炸彈、地雷…等產業。另外，亦會排除營收超過百分之二十五來自於煤炭開採，或是年煤炭產量超過 1 億噸以上的公司，甚至針對較具爭議性的產業(如：菸草)，評級最高只會給到 E 等級。

(四) Amundi 與企業之互動方式(Engagement)

Amundi 與企業互動政策的核心理念為一同和企業實踐 ESG，主要會以下列三個方式進行：

1. 持續互動

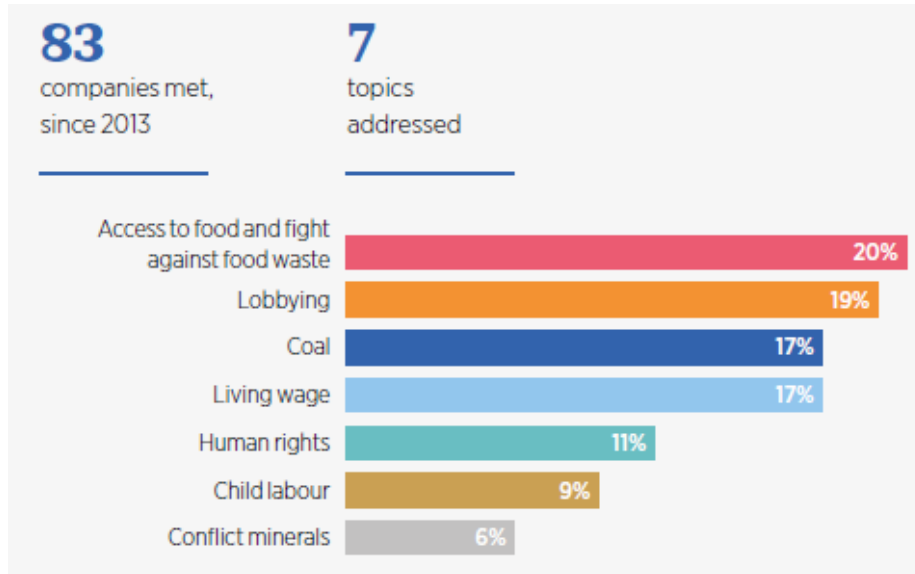
Amundi 分析師會逐一拜訪企業，以更準確地進行評分並深入了解目前該企業在 ESG 實踐上遇到的挑戰，並同時鼓勵企業實踐 ESG 精神。這樣的做法可以讓他們更了解目前所面臨到的風險與機會，並通過和管理團隊的談話，鼓勵他們逐步改進永續發展相關政策，附圖 16 為主要討論之議題。



(圖 16) ESG 分析師拜訪討論之主題

2. 發揮影響力

鼓勵企業基於長期風險下，實踐 ESG 原則，並給予建議及定期衡量其進展，自 2013 年起，Amundi 針對 7 大主題共協助過 83 間企業(詳圖 17)。



(圖 17) Amundi 協助之主題

舉例而言，Amundi 在 2016 年與政府、國際組織及非政府組織合作，針對可及菸草產業的童工議題給予協助。在 2016 年全球有超過 1 億名童工，而在可及菸草產業的童工條件最差，且這些公司的透明度也較低。Amundi 透過與多方的合作，培訓企業及供應商，針對此議題做更佳的管理及找到解決方案，並定期提供報告。2017 年開始已有不錯的成果，這些企業會定期針對童工議題提供公開報告，增加資訊透明性，並設定成效指標，例如孩童出生證明檢查及重返學校之人數等。

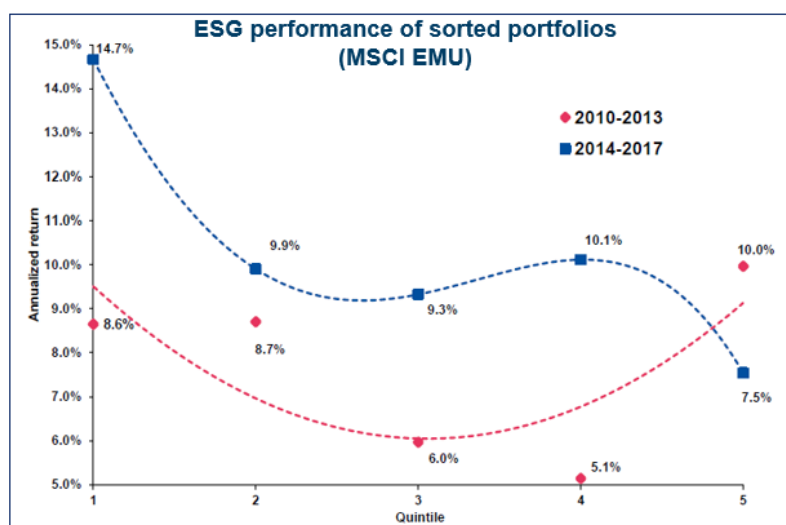
3. 股東會投票及會前討論

除此之外，只要是 Amundi 持股超過 0.05% 的公司，他們都會在年度股東大會上行使表決權，並會事先跟該企業之管理層、ESG 分析師及財務分析師溝通 Amundi 將會行使否決權的議題，其在 2007 年共參與了全球共 2500 場股東會議，和超過 300 間公司事先會議，預計在 2021 年前，他們要將 ESG 因子百分之百納入行使表決權的考量中。

(五) ESG 之成效

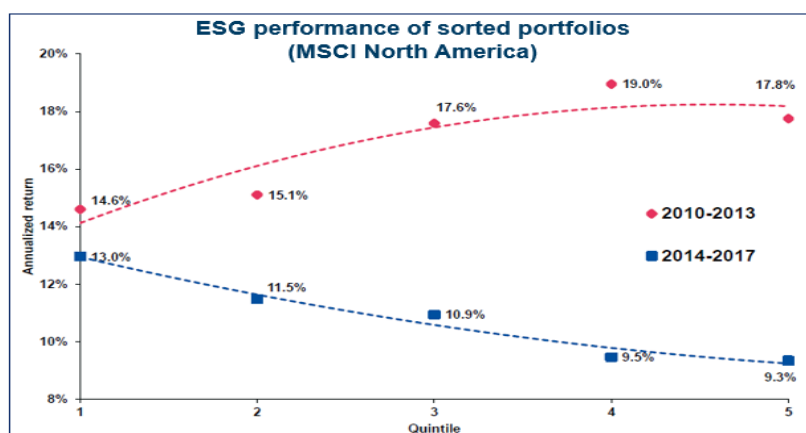
ESG 的篩選機制推動了成熟市場的股市表現，投資者對於 ESG 的重視間接推動企業重新檢視經營目標，並且對於美國及歐洲產生了重大影響。

若將企業依據其 ESG 評分分為五個等級，從圖 18 歐元區之績效表現圖可以看到，在歐元區 2010 年至 2013 年間，好的 ESG 評分與不好的 ESG 評分在績效上無強烈差異(呈 U 型曲線)。但 2014 年至 2017 年間已轉換為 S 型，代表好的 ESG 評分的企業表現會優於 ESG 評分較低的企業。



(圖 18) 歐元區 ESG 評分與股票績效表現

圖 19 為美國股票市場的表現，亦可以看到 2014 年-2017 年，ESG 評分高的公司績效明顯高於 ESG 評分不高的公司。



(圖 19) 美國 ESG 評分與股票績效表現

肆、心得與建議

在人口結構老化成為現實的今天，雖然首當其衝的是與其連結的退休金制度，其實因應此一變化而改變的是整個消費鏈、投資面乃至於環境保護、永續發展等各個面向。從人口結構老化的三個構面觀察(年齡中位數上升、生育率下滑及預期壽命增加)，現今兩大主流之一的確定給付制(Defined Benefit)正面臨給付缺口的挑戰，進而造成國家財務支出過於龐大，無力負擔相關費用。因此，許多國家由確定給付制轉向確定提撥制(Defined Contribution)，台灣的勞工退休金制度也是其中之一。

在面對低利率的環境，不同的退休金制度也面臨不同的困境。在確定給付制，因資產的存續期限往往低於其債務年限，如果利率和報酬率長期處於低位，再投資風險及給付不足之問題便隨之而生。至於確定提撥制，則必須面臨若提撥期間不足，退休所得將不足支應生活的窘境，以及投資報酬率不如預期的可能。

本次會議中論及面對新挑戰的因應措施為透過資產配置的調整以獲取風險因子溢酬，及另類投資以獲取流動性溢酬。在眾多學者的研究結果顯示，風險因子結合全球產業選擇後，輔以多空並行的股票投資方式，長期來看，可以獲取最高的風險報酬比，也就是最效率的投資組合。流動性溢酬也是現今投資領域的一大範疇，尤其在另類資產類別如創投、私募股權基金等，擁有最大幅度的流動性溢酬，因此許多退休金管理機構大幅增加另類資產投資(2018年底超過7兆美元，2001年底僅為2兆多)。退撫基金也自本(2019)年8月通過委託經營辦法之修正，放寬私募股權基金之委託期限至12年，針對該投資項目，未來應審慎積極辦理，相信對整體基金之收益，會有相當助益。

而會議中另外一個重要議題，是將永續經營理念落實在現有投資組合。由於ESG於投資上的應用已在全球已蔚為主流，因此多個國際組織也制定了相關的法規或專法，像是聯合國的永續發展目標(SDGs)、歐盟的永續金融行動計畫等，以利全球機構投資人評估企業執行ESG成效。根據美國及歐洲的

股票市場表現，可以看到近年來 ESG 評分高的公司績效明顯高於 ESG 評分不高的公司。但儘管 ESG 投資已成為主流並於全球快速成長，但目前仍缺乏一套全球通用的語言，且不同數據供應商的資料處理方式不盡相同，加上發行人資訊的不透明性，均是 ESG 投資目前面臨的最大挑戰。

退撫基金目前委外資金運用多為主動式股票投資部位，少部分為固定收益投資，在 ESG 相關投資理念方面，雖已落實至選股原則，但尚未辦理以相關指標為追蹤標的之委託案。值此人口結構老化及低利率環境盛行，應可參考其他退休基金之操作經驗或其他民營金融機構之相關經驗，考慮增加 ESG 相關投資項目，以獲取優質的風險溢酬。