

公務人員退休撫卹基金管理委員會 參訪報告

受訪單位：第三屆兩岸四地養老保險研討會

滙豐環球投資管理

美商花旗銀行股份有限公司

施羅德投資管理

派赴國家或地區：香港

參加及參訪期間：100/10/25-100/10/28

參加及參訪姓名及職稱：張主任委員哲琛

江科員樹鄉

陳科員建明

報告日期：101年1月12日

目錄

壹、參訪目的	1
貳、行程安排	1
參、研討會及參訪機構簡介	3
一、 第三屆兩岸四地養老保險研討會	3
二、 滙豐集團及滙豐環球簡介	3
三、 花旗銀行簡介	4
四、 施羅德簡介	4
肆、本次參訪主題	5
一、 第三屆兩岸四地養老保險研討會	5
二、 滙豐環球	24
三、 花旗銀行	30
四、 施羅德	37
伍、參訪心得與建議	49
陸、相關參考資料	51
柒、附錄	52

壹、參訪目的

盱衡我國社會發展情勢，妥適分配國家資源，踐行「老有所養」的思維，銓敘部規劃研議就新進人員的退休制度，採行雙層制--兼採確定給付及確定提撥機制，以便一方面酌予調降確定給付部分之給付水準，以減輕退撫基金提撥費率不斷調高的壓力；另一方面附加採行確定提撥機制，由公務人員自願性撥繳儲金，並施以政府相對提撥、稅賦優惠、提供多元投資管道等配套措施，以達成「促進退休所得合理化」、「穩健國家及退休撫卹基金之財務」、「保障退休人員合理權益」的目標。為汲取中國大陸、香港與澳門之實務經驗，作為我國研修相關法制之參考，並推動兩岸四地之制度交流，及配合公務人員退休撫卹基金管理委員會（以下簡稱基管會）實地參訪受託機構對全球總體經濟看法及投資策略形成暨運用，以提高本基金資金運用收益及確保基金安全，於100年10月25日至10月28日，參加於香港舉行之「兩岸四地養老保險研討會」，就養老保險制度等議題與與會來賓交流討論，並分別參訪基管會委託機構之滙豐環球投資管理（以下簡稱滙豐環球）、美商花旗銀行股份有限公司（以下簡稱花旗銀行）及施羅德投資管理（以下簡稱施羅德）於香港之營業據點，與相關機構主要負責人、高層主管進行座談，就受託機構之經濟展望、未來投資策略及風險控管機制等重要議題廣泛交換意見。

貳、行程安排

日期	參訪會議及機構	主題
100年10月25日至10月26日	第三屆兩岸四地養老保險研討會	瞭解兩岸四地社會保險法律改革，以及包括僱員選擇及產品創新等退休金業界發展的趨勢。

100年10月27日至10月28日	滙豐環球	1.瞭解該公司之市場展望與未來投資策略。 2.瞭解香港強制性公積金計畫經驗。 3.瞭解該公司之風險管理運作情形。
	花旗銀行	1.瞭解該公司之市場展望與未來投資策略。 2.瞭解該公司之保管業務。
	施羅德	1.瞭解該公司之市場展望與未來投資策略。 2.瞭解該公司官方機構及法人業務經驗。 3.瞭解該公司之風險管理運作情形。

- 一、 本次參加第三屆兩岸四地養老保險研討會，係由香港退休計劃協會(與香港社會服務聯會攜手)及澳門社會保障學會聯合辦理，本會張主任委員哲琛除了代表致詞外，並演說「建構公務人員多層次退休年金的政策構想」。
- 二、 本次參訪滙豐環球由該公司之亞太區權益證券投資長 Bill Maldonado、固定收益投資長 Cecilia Chan、全球承保範圍主管 Patrice Conxicoeur、亞太區營運長 Glenn Berry 等就全球總體經濟看法、投資策略、香港強制性公積金計畫經驗及風險管理進行會談。
- 三、 本次參訪花旗銀行由該公司之亞太區執行長 Stephen Bird、亞太區環球企業與金融服務主管 David Russell、亞太區公共部門主管 Aamir Rahim、大中華區首席經濟學家 Minggao

Shen、亞太區全球保管產品主管 David Bone 等就保管業務、全球總體經濟看法進行會談。

- 四、 本次參訪施羅德由該公司之全球官方機構法人業務負責人 Guy Henriques、香港及亞洲區多元資產管理團隊負責人 Dr. Richard Coghlan 等就全球總體經濟看法、投資策略、施羅德全球官方法人機構業務及風險管理進行會談。

參、研討會及參訪機構簡介

一、 第三屆兩岸四地養老保險研討會

香港退休計劃協會於 2008 年發起有關社會保險的兩岸四地研討會，並獲得中國社會保險學會、澳門社會保障學會及臺灣退休基金協會鼎力支持。該研討會旨在討論平台，讓中國大陸、香港、澳門及臺灣的社會保障及退休保障專家交流意見，討論社會保險問題，促進各地於退休保障的合作與發展。首屆兩岸四地養老保險研討會於 2009 年在深圳召開，翌年於臺北舉行第二屆研討會。本屆研討會係以兩岸四地養老保障資源比較研究為主題，全面總結及討論四地目前退休保障資源發展，包括系統資源、經濟資源、管理資源、社會資源及文化資源。

二、 滙豐集團及滙豐環球簡介

滙豐集團是全球規模最大的銀行及金融服務機構之一，最早可追溯至 1865 年，先後於香港和上海成立--香港上海滙豐銀行 (Hong Kong Shanghai Banking Corporation)，是香港最早成立的銀行，也是中國資本最大的外商銀行之一，而「滙豐」二字即蘊含了「滙聚財富」、「滙款豐裕」的涵意。滙豐集團旗下包含了個人金融、企業金融、投資銀行與市場，以及私人銀行等四大業務，在全球 88 個國家和地區，客戶數超過 1 億人，總資產高達 2.36 兆美元。

滙豐環球是滙豐集團的資產管理業務。滙豐環球的新興市場資產管理業務居全球領導之一，透過位於全球 30 多個國家及地區的龐大網絡，與不同規模和類別的企業、機構及金融分銷商建立緊密的關係。

三、花旗銀行簡介

花旗銀行為花旗集團百分百持有之子公司，其控股公司為一上市公司，在紐約證交所及其他主要國際證交所掛牌交易。花旗集團為全球規模最大的金融服務公司，亦被認為最具代表性的國際銀行，全球員工總數為 30 萬餘人，在超過一百四十個國家擁有約兩億客戶。

2009 年對花旗集團而言是財務、策略和營運上的分水嶺，在營運策略上，為了應付未來的挑戰，將旗下不同業務單位歸納為花旗銀行 (Citicorp) 與花旗控股 (Citi Holdings) 兩個事業群，花旗銀行內的業務包括環球企業及金融交易服務、證券與金融服務以及地區個人銀行，這些業務是花旗集團的發展策略核心；至於非公司策略核心的資產和業務則整合至花旗控股，包括經紀與資產管理、各地個人貸款業務以及特別資產組合，花旗控股的業務主要係嚴格控制其風險，及在適當的市場情況與其他因素許可下盡快將非核心資產出售，以實現其最大價值。

四、施羅德簡介

施羅德投資於西元 1804 年在全世界最早的金融中心倫敦創立，歷歲久遠，傳承迄今已有 200 多年的資產管理經驗。兩個世紀多來，施羅德不僅是唯一一家經歷過工業革命和兩次大戰仍屹立不搖的專業資產管理公司，更淬鍊出國際領導者品牌和穩定實力的非凡地位。自 1959 年於倫敦證券交易所上市至今，穩居國際級資產管理公司巨擘行列前矛。截至 2011 年 6 月 30 日，施羅德管理的資產總值高達 3,287 億美元。

施羅德在全球的服務網絡遍及 25 個國家，共設有 34 個辦事處，聘用超過 340 名投資組合經理和分析師，以及逾 2,800 名員工，是一家擁有全球龐大業務服務網絡的資產管理集團。

肆、本次參訪主題

一、第三屆兩岸四地養老保險研討會

有關本次參加第三屆兩岸四地養老保險研討會，本會係參加 2011 年 10 月 26 日於香港舉行之公開會議，其議程及內容如下：

(一) 養老保險關係轉移與接續

本議程係由西安西北大學公共管理學院院長席恆教授所演講。改革開放以後，隨著社會主義市場經濟體制的逐步建立以及人口遷移、戶籍政策的逐步鬆動，大陸流動人口規模增長迅速，勞動力流動規模也越來越大。進入 21 世紀，大陸不同地區間勞動力流動規模更為龐大，流動趨勢更為頻繁。同時，隨著香港、澳門回歸以及海峽兩岸間經濟、人員往來的日趨頻繁，兩岸四地間的勞動力流動規模也越來越大。另外，外國人在華工作及中國人出國就業的人數也在不斷上升，日趨龐大的勞動力流動卻由於大陸境內外社會保障制度的壁壘使勞動者的權益未能得到充分的保障和實現，進而阻礙著境內外勞動力的合理流動以及經濟社會的互通發展。作為一種社會政策的養老保險制度若能在大陸各地區之間以及大陸境內外之間實現一定程度上的銜接，既有利於提升勞動者的養老保險可攜性，保障境內外勞動者的社會保障權益，也有利於通過社會政策促進兩岸四地經濟發展，更有利於通過互通共榮，實現兩岸四地和諧發展。通過建立四地養老保險互認機制、分段計算機制和調劑機制，實現個人繳費部分養老金待遇的

連續計算，以及基礎養老金待遇的分段計算，由具有結算功能的獨立的第三方支付機構發放養老金。兩岸四地流動人員養老保險繳費若滿足流出地繳費年限規定或者流入地繳費年限規定的條件，其養老金待遇便可以通過個人繳費部分養老金待遇的連續計算，以及基礎養老金待遇的分段計算，來實現養老保障權益的合理維護。即採取工作地繳費，分段記錄與計算，四地經濟體內結算，基礎養老金調劑，第三方發放的制度銜接辦法。

(二) 雇員自選安排-臺灣與香港的見解

本議程由花旗集團亞太區退休基金服務處董事總經理王靜雯女士擔任主持人，本會張主任委員哲琛演講「建構公務人員多層次退休年金的政策構想」、臺灣退休基金協會理事長王儷玲教授演講「臺灣退休金投資自選平台之規劃與發展」、香港退休計劃協會研討會召集人劉嘉時女士演講「雇員自選安排(半自由行)-香港」，其內容如下：

1、建構公務人員多層次退休年金的政策構想

近十餘年來，世界各國在社會安全作為上所面臨的共同課題是，如何在面對人口逐漸老化的趨勢及兼顧政府財政的情況下，積極關注於退休金給與機制的改善與調整。因此，目前各國對於其公務員退休金給與機制的調整，除了在其職業年金（世界銀行將之歸為第二層年金）的給與機制上，結合適切的退休金準備責任，使之更趨合理外，同時依各國財政變化及社會安全機制的調整情形，在「確定提撥機制（Defined Contribution Plan；DC）」及「確定給付機制（Defined Benefit Plan；DB）」當中，作最適當的選擇或組合，以積極從事完整的三層年金體系的建構。目前 OECD 已

有相當多的國家逐漸採行可以減緩國家財政負擔的「完全確定提撥制的年金（如智利的 Full Fund）或新加坡的公積金制度」；此外亦有「兼採確定給付與確定提撥混合的機制」—即將第二層職業退休年金切成兩層，然後與第一層社會保險年金結合後，建構成完整的三層年金體系。由於合理的退休所得是落實退休給與適足性及社會安全政策的重要參照指標，因此世界各國對於退休所得的適時調整，皆莫不視為退休制度改革的首要課題；至於其改革趨勢則多係以調降退休所得替代率為共同趨勢。

揆諸世界各國公部門退休年金制度的改革趨勢，再回頭檢視臺灣現行公務人員的退休給與機制，雖然目前已完成公務人員退休法制的大幅改革，包括將月退休金起支年齡延後及提高退撫基金提撥率上限等等措施，但仍然期望能建構更為完備的公務人員退休年金體制，以落實建構完整社會安全網絡的政策。因此，除了參考世界各國面對相同問題的改革趨勢外，並超越傳統線性思考的框架，作整體性的規劃。未來臺灣地區建構公務人員完整職業年金體系的規劃構想為：

(1) 採分散式的退休金準備責任機制

未來臺灣公務人員退休給與機制的再改善，策略上是參考 OECD 中諸多國家在退休金準備責任的發展經驗，將採行「分散式的退休金準備責任機制」。也就是說，政府固然應該以雇主的身分，負起一部分退休金的籌措責任，但另一方面也應由公務人員透過平常的節約儲蓄機制，負起一部分退休金的準備責任，其最終目的，除一方面重視國家資

源的合理分配外，另一方面也希望能彰顯公務人員自己能對於退休後經濟生活的保障，負起自主的責任，使全民都能同享國家以有限資源建構「完整社會安全網絡」的施政利益。

(2) 退休給與機制應以建構三層年金為未來的規劃方針

未來多層式年金的規劃構想，一方面考量國家資源有限；二方面顧及社會公平理念所揭示「全民照護」的文化籲求已然形成，所以，在可預知的未來幾十年內，將臺灣公務人員退休給與機制設計成「三層式年金架構」，應該是比較切合實際的策略思考。

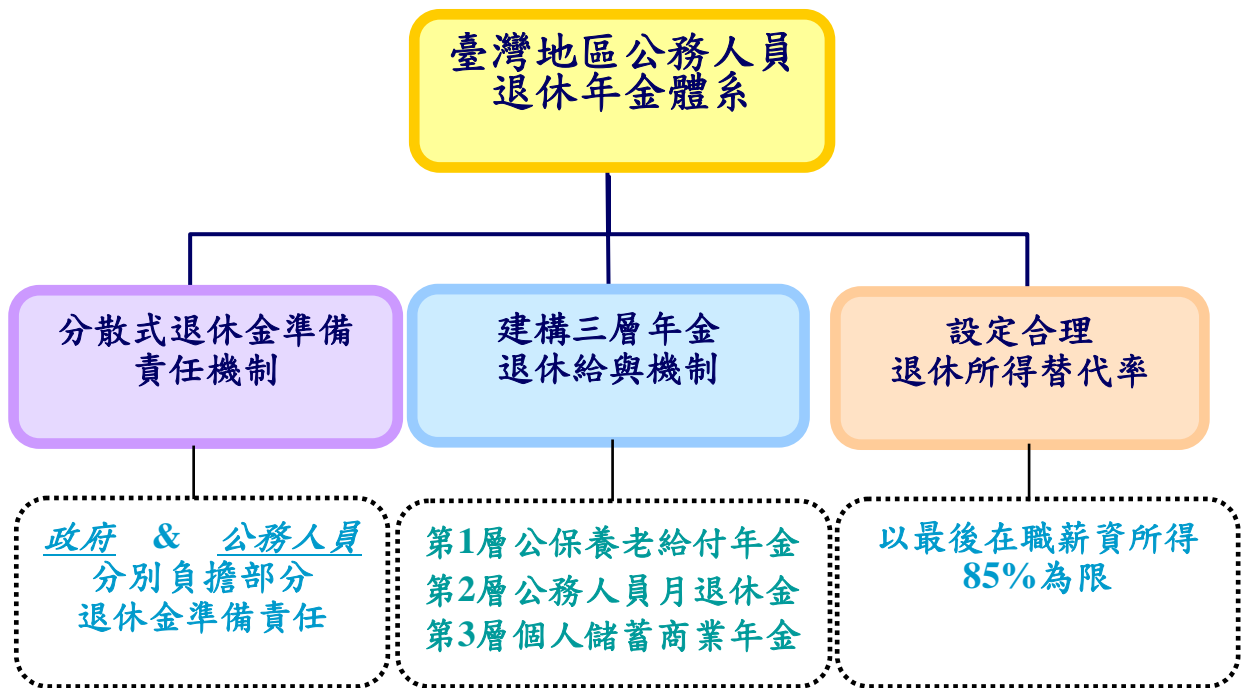


圖 1：未來臺灣地區建構公務人員完整年金體系之構想

至於三層式年金體系構想方面：

- A. 第一層年金—屬於 DB 的「公保養老給付年金」：臺灣公務人員的公保養老給付係以一次性給付機制運作，目前在高職業年金給與及優惠存款制度的相輔為用之下，退休所得的適足性尚不至有問題。但一則因為優惠存款制度已自 1995 年 7 月 1 日公務人員退休新制實施之後停辦，致是日之後初任公務人員者已不再享有該項利益而有退休金給與是否適足的爭議；二則由於在臺灣目前公教人員保險體系內尚有部分被保險人並無合理的第二層職業年金，以致原來一次性給與的公保養老給付確實無法使是類人員退休後的經濟生活得到保障。因此，建構第一層公保養老給付年金，確實是未來臺灣建構完整職業年金體系的當然要務。
- B. 第二層年金—屬於 DB 的「公務人員月退休金」：就臺灣現行公務人員退休法制所規範的「月退休金」及「終身月撫慰金」的機制而言，現行公務人員的職業年金，確實算是相當理想的職業年金機制。但就整合全國第一層社會保險年金，以及建構完整社會安全網絡的思維來說，現行公務人員的第二層職業年金機制，應可以在現有的架構下，再做適當調整，使其成為完整三層年金體系下的合理職業年金。未來臺灣在建構第二層職業

年金時，應思考謹守文官永業的核心價值、兼顧政府財政，採行適度合理的確定給付制。

C. 第三層年金—屬於 DC 的「個人儲蓄商業年金」：在為國家建構長治久安的退休年金制度的思維下，臺灣公務人員退休給與機制如能配合適宜調整現行第二層職業年金的給與機制，並增設第三層儲蓄的商業年金，而後再將三層年金完整地建構起來，則不但有利於政府財政，也有利於公務人員退休撫卹基金財務穩健，以及公務人員職業年金的適足性；尤其更有利於全國第一層社會保險年金的整合。因此，臺灣未來為公務人員建構起第三層年金，誠有其必要性。至於將來第三層儲蓄的商業退休年金的建構，在「不增加政府財務負擔」、「不減少個人退休所得」及「維持永業化文官體制」等 3 大原則下，作以下的規劃：

- (A) 第三層年金施行之後，以不再增加政府的財務負擔為原則。至於公務人員的財務負擔，是在「可增加退休年金」的原則下，略為增加提儲準備的提撥比率；
- (B) 將第三層年金設計為「可攜式的個人帳戶」機制；其帳戶金額的累積則配合政府的相對定期提撥，以鼓勵公務人員平常多儲蓄；
- (C) 第三層年金的所得替代率，配合第一層年金整合的需要，原則在「不使退休所

得低於現行兩層年金的」的前提下，訂在 15% 至 20% 之間；

(D) 第三層年金設計也提供所有參加儲存基金者自由選擇投資。又依不同風險的專屬退休基金而可分為預先配置及自行配置的投資組合，前項投資組合應著重在低風險及穩定獲益的基金，後項投資組合則應著重在高風險及高獲益的基金；

(E) 退休年金的領取方式，規劃有一次領取、系統性年金及採行壽險年金等 3 種領取方式。至於其配套措施，則有建置全功能的帳戶管理系統、實施稅賦遞延效果的稅賦優惠制度、持續的教育訓練、建構完善的基金經理人評選及退場機制。

(3) 退休給與應設定合理的所得替代率

臺灣未來公務人員退休給與的改善，是在兼顧「維持退休所得的適足性」及「不影響現職人員工作士氣」的思維上，本於前開「三層式年金架構」，設計成不超過「最後在職薪資所得的 85%」的總所得替代率。換言之，將來公務人員退休給與的再予改善，策略上將考慮訂定範圍如下：

A. 第一層「公保養老給付年金」的所得替代率訂定在「不超過最後在職薪資所得的 15%-25%」。

- B. 第二層「月退休金」的所得替代率訂定在「不超過最後在職薪資所得的 30%-40%」。
- C. 第三層「個人儲蓄商業年金」的所得替代率訂定在「不超過最後在職薪資所得的 15%-20%」。

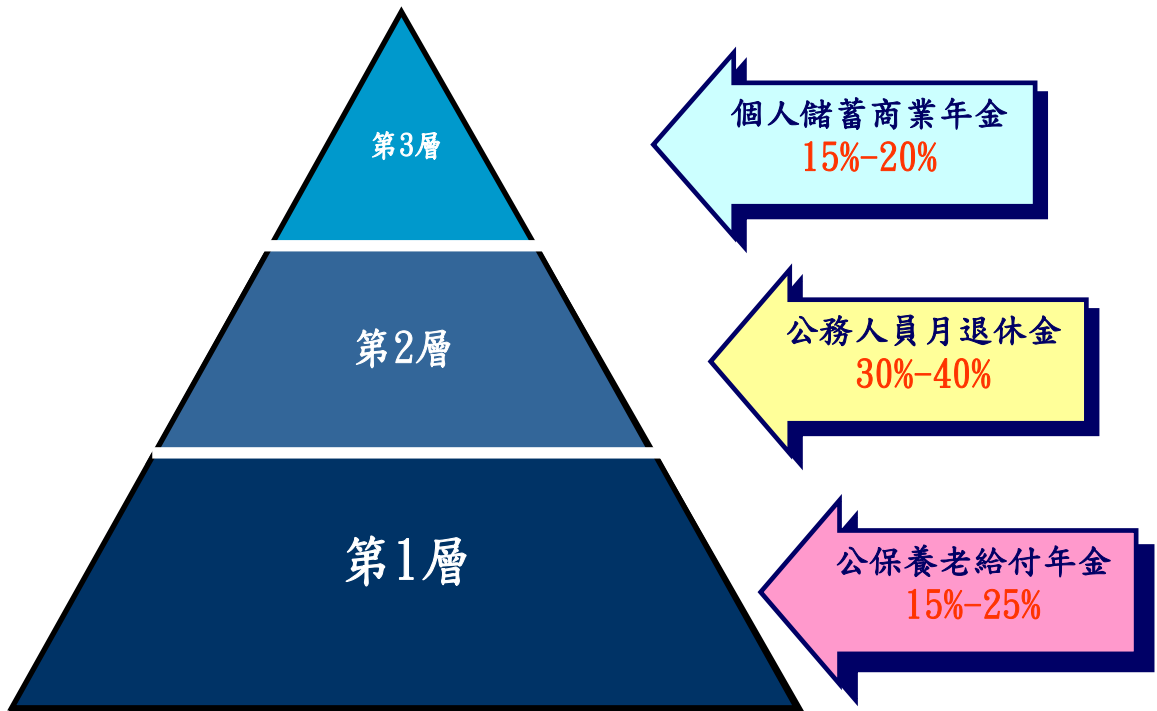


圖 2：建構三層年金之退休給與機制並設定合理的所得替代率

盱衡臺灣公務人員退休法制的發展及世界各國退休年金機制的改革經驗與發展趨勢，未來臺灣公務人員職業年金機制的建構，定然要考量「建構完整社會安全網絡」及「整合社會保險年金」的國家政策，超越線性思考的框架，以嶄新的思維，並從維繫永業文官的基本價值、國家資源適當而合理的分配、退休人員退休後基本經濟安全的保障，以及建構完整三層年金體系等面向，做整體的思考，期能達到兼顧退休人員基本權益保障、退撫基金支付能力及公私人才交流之多重目標，進而確保公務人員退休金制度之永續經

營與長治久安。

2、臺灣退休金投資自選平台之規劃與發展

從 1970 年到 2006 年臺灣人口出生率從 4.1% 下降到 1.1%，目前出生率已低於 1 人，為全球最低。依據臺灣內政部統計資料顯示，在 2005 年臺灣老年人口約佔總人口的 9.74%，預估至 2031 年將會超過 20%。臺灣的人口結構由 2005 年時以年輕人口為最大多數的正三角形結構，逐漸轉變為目前以中年人口為最大多數的結構，且將於 2050 年時轉變為以老年人口為最大多數的倒三角形結構。臺灣從進入高齡化國家至邁入高齡社會僅約 24 年左右；其他歐美先進國家約為 50~100 年，其因應人口老化預作準備的時間較長，臺灣未來工作人口扶養老年人口的負擔將會越來越大，這樣的問題也隱含著未來臺灣社會保險基金與確定給付制度退休基金可能面臨嚴重資金缺口的嚴厲挑戰。也因此確定提撥制型態的儲金制將成為臺灣未來退休金制度改革的主要趨勢。

臺灣目前主要退休金中，國民年金為 928 億(100 年 3 月)、勞保基金為 3,968 億(100 年 3 月)、勞退舊制基金為 5,458 億(100 年 2 月)、勞退新制基金為 6,243 億(100 年 2 月)、公保準備金為 1,771 億(100 年 3 月)、退撫基金為 4,891 億(100 年 3 月)，所有基金規模約 2 兆 3,000 億。有關未來確定提撥制基金的改革建議，員工自選平台為主要投資商品有：預置專屬投資組合基金，如目標風險型基金(可分為保守型、穩健型和積極型)和目標日期型基金(人生週期基金)；保本保息帳戶，如保證利率合約、保證基金；退休儲蓄與年金提領商品，如

即期定額終身年金、利變年金、附保證給付之投資型年金保險。而臺灣確定提撥制基金之發展，目前以勞退新制基金規模最大，係以單一基金由勞退監理委員會管理，若投資收益低於兩年期定存，由國庫補貼其差額，其未來自選平台建議架構除保留由監理會投資模式外，額外開放民營自選基金與保險商品作為投資標的，開放後勞工仍可以選擇留在目前由國庫保證兩年定期存款收益之基金，行政管理由政府統一負責管理，至於政府管理保證基金部分保證兩年定存收益，而自選平台則不保證收益。私校退撫基金制度於 2010 年 1 月 1 日正式實施，並成立監理會，以提高私校教六萬三千職員退撫權益，目前正積極規劃教職員自主選擇投資組合計畫，實施後將提供網路平台供私校教職員選擇不同風險收益等級之投資組合；至於退撫雙層制-附加儲金制則已完成初步規劃研究與成本精算，未來第一層退休金保留一定比例上限（30%~45%）的確定給付（DB）制度退休金，第二層退休金另外提供可攜式退休金儲蓄（DC）（例如 1%~6%）存入帳戶，並可在投資平台上自行做投資選擇。

3、雇員自選安排(半自由行)-香港

強制性公積金(以下簡稱強積金)制度在 2000 年 12 月推出，迄 2011 年 6 月 30 日止，參與強積金計劃的就業人口已達 71%。2009 年中，香港政府制訂新法例，容許僱員每年最少一次把現職工作期間作出的強制性供款所產生的累算權益，轉移至自選的強積金計劃，即「僱員自選安排」計劃。實施這項計畫的目的，是增加僱員選擇強積金產品的管控權，及僱員選擇受託

人和計劃的自主權，從而鼓勵他們更主動管理自己的強積金投資，促進市場競爭，使受託人減少費用及提升服務素質。對於政府來說，可加強強積金制度作為退休保障，透過宣傳教育提升市民關注雇員自選安排，業界也可儘量標準化及簡化程序，並增加相關資料的披露，雇主則需安排成員簡介會，以介紹轉移程序，投資及業界的發展，至於雇員則可以對收費及基金表現作合適的比較，認識長線投資的概念與基金的風險及回報。

由於在推出僱員自選安排之後，計劃成員將有較大自主權選擇強積金受託人及計劃，預計將有更多受託人向個別成員推銷強積金產品，因此加強對強制性公積金中介人的管理便相當重要。目前強制性公積金計劃管理局(以下簡稱積金局)有關中介人之立法建議包括為強積金中介人註冊、訂定標準及制訂操守與指引、「一站式」接受投訴、所有紀律懲處的權力一併授予積金局(包括作出譴責、罰款及撤銷註冊)，同時各前線管理機構(即保監處、金管局及證監會)會積極參與紀律懲處程序，並設立獨立的程序覆檢委員會，檢討執法程序。而未來業界的競爭將加大，其收費可能進一步下調，同時透過對投資者的教育，強積金計劃之間也會有更多的帳戶流動，將更能確保就業人士的退休保障。

(三) 立法的困境-長者權益立法中理性與現實的落差

本議程係由澳門大學法學院高級導師艾林芝所演講。《長者權益保障綱要法》立法的背景是因澳門自回歸至2010年以來，65歲及以上人口在總人口中所佔比例由7.7%

上升至 8.0%，15 歲以下人口由 23.2% 下降至 12.2%。人口老化指數亦由回歸時的 33.3 攀升至 65.5，同時保障長者權益的法律條文多零散分佈於現行多個法律法規中，例如敬老金、社會保障制度、民法典及刑法典，當中所涉及的對象雖已包括長者在內，但欠缺保障長者權益的專屬法律。於是在 2009 年展開了長者權益立法研究工作，由社會工作局進行了首階段的諮詢工作；2010 年對長者立法工作進行了法律技術分析，並對現行法例進行相關研究；2011 年 6 月至 7 月，就《長者權益保障綱要法》框架進行公眾諮詢；預計於 2012 年上半年完成立法工作。然而在立法中遭遇到相當多現實的困境，諸如：對於長者是否須依其能力（身心障礙者，體弱者）、年齡（區分年齡）、居留權（永久性居民與非永久性居民）、居住地（居澳長者與非居澳長者）的平等保護或區分保護，而這牽涉到對老者的認定，以及是否須視何種狀況給予不同程度的保護；行政權是否介入長者私法上的權利，例如撫養費和長者院舍費用的支付，係屬長者私人的議題，政府強行介入立法是否適當；長者犯罪的追究模式，如普通傷害身體完整罪，非經告訴不得進行刑事程序，盜竊罪、信任之濫用罪，親屬之間非經自訴不得進行刑事程序，是否應有特殊的處理模式；家人對長者的照顧義務是否包括生活上的關心及精神上的照顧，倘若包括的話，則是否應該設定違反時的處罰，而這又牽涉是否過度干涉長者家庭生活的規範。而上述這些立法中的困境，勢必與長者權益立法達到平衡，俾在法律與現實中取得合宜的作法。

(四) 退休保險及交易所買賣基金(ETF)最新資訊

本議程係由花旗銀行證券及基金服務部亞太區投資者

服務高級顧問 Stewart Aldcroft 演講養老基金之 ETF 投資。ETF 是一種用來追蹤指數表現的多樣化證券組合，與共同基金性質相似，惟 ETF 係於交易所交易，於交易所工作日皆可交易，且按市場價格而非資產淨值交易，並具有低費用、零佣金特性。其類型可區分為指數型(又可分為股票類、債券/固定收益類)、貨幣型(可分為全球型與區域型)、大宗商品型、主動型和槓桿型，投資方式可以是指數的完全複製，指數中有代表性樣本的股票，或透過使用金融衍生工具 (SWAPs) 來複製指數，並以達成基準指數的報酬為目標，不求主動報酬，也不尋求超越指數表現。而在投資成本上，ETF 的收費和費用是以資產淨值的基礎每日計算並預提，相對共同基金的收費來說，其成本較低，通常 ETF 的管理費從每年 0.25% 到 0.85%。ETF 除管理費外，尚有固定的費用 (支付給託管人、受託人與指數提供商等)，一般不超過 0.20%。除了買賣 ETF 而由經紀人收取的正常交易所交易佣金外，在大多數情況下，買賣 ETF 沒有其他費用。至於 ETF 的投資風險，取決於所聯結的指數、購買價格、貨幣、匯率，甚至有時 ETF 的報酬會與聯結的指數脫鉤。ETF 必須遵守可能對其有影響的監管限制和法律的變化，因此它的投資限制、投資目標和政策的變化就可能是必要的。

對於機構投資人，例如養老基金，可以運用 ETF 作為資金轉移管理工具，或短期現金流量管理工具以減少現金閒置，另外在資產配置、新興市場和另類資產之投資、核心與衛星策略中的核心投資、場外衍生性產品的替代工具、建構多空策略的有效方式、對沖工具、交易工具，與透過證券出借來增強績效等方面，ETF 均是相當好的投資

工具。機構投資人投資 ETF 可以分散風險及複製指數表現，另外也可做為指數期貨外的避險及套利工具新選擇。其次，ETF 由於買賣相當方便，機構投資人也可藉此套現，不須承受因大量拋售致使對個別股票市價之衝擊，也沒有個別股票流動性的問題。再者，如能將不同國家、地區的 ETF 納入投資組合，也是達到區域性資產分配策略的有效方式。此外，ETF 的投資方式靈活，除了適宜短、中、長期買進持有之外，也提供信用交易的投資人在看好趨勢時能夠融資買進增加獲利，看壞趨勢時也可以採取先行賣出，待低價時再進行回補的策略，所以可以做為機構投資人長期持有與避險的核心持股。

(五) 預設投資選項

本議程係由施羅德投資管理(香港)股份有限公司多元化資產主管 Richard Coghlan 演講默認選擇-投資策略。默認選擇 (default options) 係在參加成員無法或不願意選擇投資或資產配置方案時自動代為選擇，默認選擇不但可適度強迫參加成員做出選擇，也是輔助教育及提供資訊的一個簡單且有效率的方法。而由於投資風險隨著人生不同的階段而有異，隨著投資期限縮短，相對風險亦大幅變化，美國養老基金法案 (2006 年) 為養老金受託人提供「避風港」保護，將目標日期的人生週期基金作為美國定額供款計畫的設定選擇。目標日期基金承認投資風險因人生階段而異，然而按各年齡階段投資組合中股票所佔的比例來看，不同的基金公司會產生相當不同的下滑道。而這些線條使得投資者難以確認這些基金是否適合自身。



圖 3：各種投資到達目標日期前的相對風險

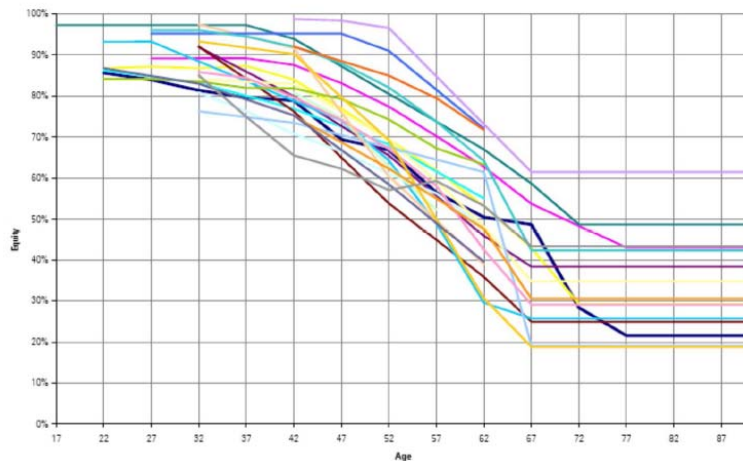


圖 4：不同基金公司的目標日期基金公司之下滑道

也因此目標日期基金作為解決方案飽受批評，在 2007-2009 年期間暴露其問題，在熊市期間，美國 2010 年目標日期基金的平均報酬率為-34%，其中表現最佳者為-19%，而表現最差的則為-54%。而這牽涉到管理方法的差異，諸如下滑道與到達目標日期後仍在降低風險。雖然可透過制定基準指數作為對策，然而基準指數的素質卻也受到質疑，例如標準普爾的目標日期系列，係以同類組平均值而非以目標為基準，因此目標日期基金或許是解決方案的答案，但是它並沒有任何基準的考慮。而基於風險利差來當作建構投資組合，在極端月份的表現可以看出它是更

為多元化的投資組合，更清楚的理解推動投資組合回報的動力，且相比資產類別而言與風險利差之間的關聯度小。而倘若接受無法正確地識別及避免長期下跌風險，且不考慮市場變動的基準，則受託人較容易取得相對的成功，但也難以確保實現目標，這是目標報酬基金的目標風險。若拒絕所有的基準，僱用目標型基金經理，基於風險利差的回顧投資，並根據目標調整投資組合，則受託人更容易確保實現目標，但在股票牛市時相對表現不佳，成為目標報酬基金的同類組別風險。

(六) 雇員自選安排-澳洲的經驗

本議程係由澳洲參議員 Nick Sherry 演講澳洲養老體系的發展歷史和經驗，其演講內容可區分為澳洲體系的背景資料、投資選擇、基金的選擇、雇員的回應、整個體系成效、澳洲的經驗與總結，其內容如下：

1. 澳洲體系的背景資料

1986 年澳洲透過《測試法案》獲勞資審裁法庭通過，引入了強制性養老要求僱主為所有僱員供款 3%，但月薪少於澳幣 450 元者除外。在該措施推出之前，澳洲 40% 勞動人口獲得保障，僱主可透過委員會允許設立之人壽公司建立個人帳戶。政府透過英國信託普通法，以受託人身份進行管理。澳洲以獨特的方式，透過勞資審裁法庭推行了首階段 3% 的供款計劃，僱主為由僱主和僱員受託人共同成立的基金給以供款，當時的基金通常按照行業劃分，同屬一個行業的僱員加入同一個基金。現時的基金管理方式可繼續沿用。

2. 投資選擇

在澳洲，投資選擇是指基金成員自行選擇一種投資

選擇，而並非指定的投資選擇。受託人須審視指定的投資結構、範圍、性質、內容及成員所作的其他投資選擇。成員可自行決定投資選擇，或通常由策劃人建議成員自行決定投資選擇。目前，澳洲的大約 600 只受監管基金總共涉及 14,000 個投資選擇。

3. 基金的選擇

從 2005 年 1 月 1 日開始，每人均享有法定權力要求其所有供款投資入一只或多只特定基金。僱主須符合法定要求，向所有新入職僱員提供基金選項表格，並向僱員指定的基金供款。否則，供款將會轉入預設基金。提供基金選擇的政策理據包括：個人應享有自行選擇的權力；引入消費者價格競爭之後，有助降低管理費用；個人可整合多個和損失的帳戶。成員保障是透過新增的披露要求和基金或財務管理人講解。

4. 雇員的回應

對於未有獲取建議的成員來說，他們的投資和基金選擇同時有效運作的比率一般比較低，通常只有低於 10%。但對於獲取建議的成員來說(通常從管理人獲取建議，或自我管理養老基金 SMSF 的會計)，他們的投資和基金選擇同時有效運作的比率則大幅提高。

5. 整個體系成效

聲稱的政策成果最終並未實現。雖然受監管的基金數目大幅增加，但平均管理費仍然維持在 1.25% (根據澳洲財政部)或 1.27%(根據澳洲養老基金協會)，當中的 0.65% 為行政管理費、0.45% 為基金管理費，而 0.2% 為諮詢和銷售費用。但各個行業或各個基金之間的收費仍差距十分大。多個和損失帳戶的數目持續上升，而

2004 至 2005 年內有 490 萬個損失帳戶，內含 73 億澳元。為何聲稱的好處未實現主要有四個原因：行爲、選擇權、結構性因素和缺乏公開數據。這四方面因素互爲相關。行爲方面，強制個人附屬於一個體系，並不意味著他們會積極參與。因此，預設的選擇亦十分重要。在選擇權上，過去 20 年，澳洲人享有很多新增的選擇權，比例高於全球任何一個國家。選擇權不斷不斷增加，這些情況導致行政管理變得越來越複雜和費用增加，直接導致增加尋求建議的需求。從結構性因素來看，投資與成員選擇需要一套十分有效和現代的 IT 管理系統，以應付不斷增加的成員人數、僱主多基金供款和基金轉換兼容性等情況。但這套系統的開發速度十分緩慢，甚至直到現在，系統和基金的部分運作仍然受到限制。至於提供建議和分銷，向成員講解和向成員披露 50-100 頁的文件(成員通常都很少閱讀或明白這些文件)，對於成員作出決定其實作用不大。在部分地區，缺乏預設基金亦是促成因素之一。另外，所有收費和佣金可從成員帳戶不設上限地扣除。就缺乏公開數據來說，所有基金須呈報回報、費用、收費和監管機構回報等資訊，但澳洲審慎監管管理局(APRA)唯一豁免 SMSF 這個行業。損失帳戶須向澳洲稅務局(ATO)呈報。雖然，APRA 已經公開體系內按行業及細分行業的相關資訊，但不允許基金公司公布個人的基金數據，即使他們一直都很想這麼做。部分基金公司不願意這樣做，部分原因是他們聲稱無法有效比較，而且涉及複雜操作和商業機密。另外，法律亦限制政府機構公開他們所收集的機密數據。

6. 澳洲的經驗與總結

政府已宣布對澳洲養老體系作大幅改革，以提升其運作和結構。由 Nick Sherry 參議員提出的 Cooper Review，將會引致強大的改革。低成本的預設基金；損失帳戶自動整合；監管機構加強監管；僱主電子供款流量；基金之間雙向電子識別功能等。Nick Sherry 參議員將提出澳洲未來金融監管建議案(FOFA)，將禁止收受佣金、以選擇接收建議代替選擇拒收建議，並以類似於管理人的規則包含帳戶資料。

雖然目前和建議的香港方案，與澳洲的方案差異很大，但仍然可以從澳洲的經驗得到一些啟發：

- (1) 簡約化，將方案的可選擇內容減至最少。選擇越多，費用越高。
- (2) 對基金和投資提供有效的預設項目，同時對多帳戶、不動或損失帳戶提供有效的預設項目。
- (3) 採用全電子化交易的 IT 系統，進行基金之間的雙向識別交易、僱主供款、提供建議和講解。政府和監管機構須就政策實施設定期限。
- (4) 公開主要業績數據：以全系統為整體，扣除收費後的長期回報、主要費用(包括收費)、多個帳戶和不動帳戶或損失帳戶的數目。所有個人基金長期回報、收費和費用(包括投資預設選擇和其他選擇的情況)。只有將這些資料透明化，才會令市場加強價格競爭，

同時引發大家討論政策，最後可能對政策進行改良，以解決已經發現的弱項。

- (5) 減少利益衝突可確保成員的利益在有效的競爭環境內實現，受託私營部門和投資提供商須按照市場原則承受最大的價格壓力。

有選擇的基金方案可以在強制性養老系統中得以成功引入。但須就以下事項給予足夠重視：人的行為局限性、使用預設解決方案、全面採用 IT 系統、減少利益衝突，以及小心觀察整體數據所顯示出的影響，以查找出弱項並協助持續調整政策。

二、滙豐環球

本次參訪係由該公司分別就亞洲市場的成長價值、亞洲固定收益市場、風險管理機制及香港強積金經驗說明，其內容如下：

(一) 亞洲市場的成長價值

新興市場已逐漸重塑世界經濟的腳色，亞洲地區更是近年來全球經濟成長最快的地區，且相對於已開發國家，其預期的成長趨勢仍舊看好，成為國際市場的需求主力。依據亞洲開發銀行(ADB)公佈的『亞洲 2050-實現亞洲世紀 (Asia 2050-Realizing the Asian Century)』報告指出，世界將在 2050 年將邁入亞洲世紀，屆時亞洲地區的 GDP 高達 148 兆美元，佔全球經濟產出的 51%，並預估中國、印度、印尼、日本、馬來西亞、南韓與泰國等亞洲 7 國，將扮演帶動亞洲經濟成長的領頭羊角色，其中中國及印度更以強勁的成長曲線複製美國過去的成長經驗。在 2010 年世界 500 大企業中已有 107 家公司，約 27.2% 來自新興市場。

Number of emerging market companies in top 500*

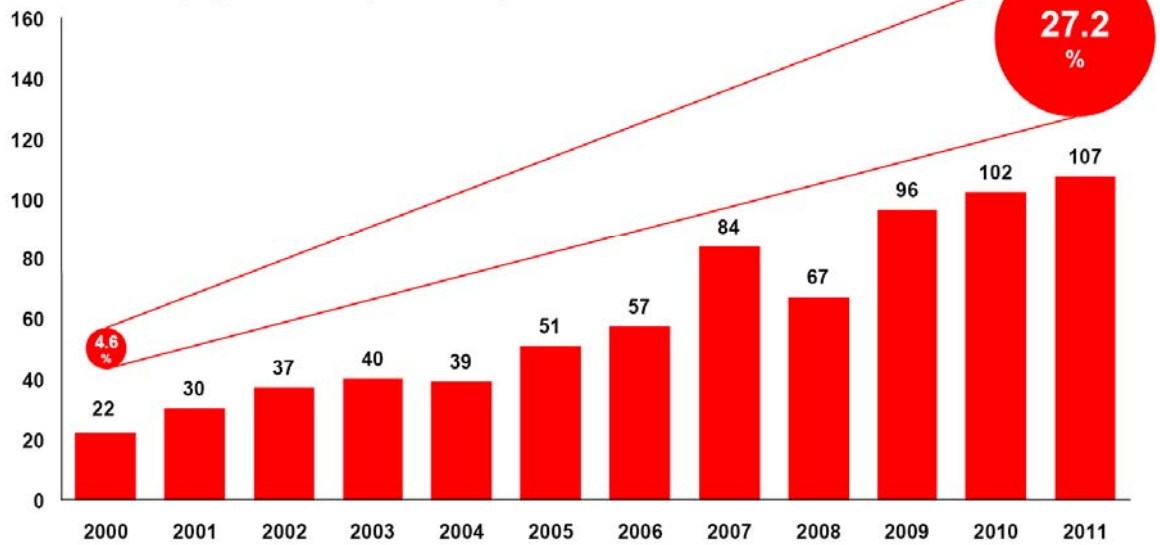


圖 5：新興市場企業在世界 500 大的家數與百分比

而以往對新興亞洲市場總是生產低價產品，造成低獲利的偏誤印像更是早已改觀，以企業獲利而言，亞洲企業幾乎與歐美企業相差無幾，其中中國企業的研發支出在全世界更是僅次於美國與日本。然而對亞洲權益證券的投資而言，除了成長的獲利性，更應考慮到投資標的的價值面，購買便宜的證券仍然是投資獲利的關鍵，根據過往的經驗顯示，有較高獲利估值比率的公司，長期而言更容易有超越市場的表現。而此時亞洲地區股價淨值比率為 1.55 倍，約與 2001 年衰退時低點 1.4 倍相當，然而其股東權益報酬率卻有結構性的改善，顯示相當具有投資吸引力。

(二) 亞洲固定收益市場

從最近的市場風暴當中，亞洲高收益公司債券受到了打擊，然而這卻提供了機會，高收益主權債券(如菲律賓和印尼)表現的相當好，而投資等級債券則相當的平穩。且自 2010 年初以來，即使是高收益市場都還提供了正報酬，特別是以長期來看，雖然較有風險的資產波動性較大，但耐心的等待是重要的。

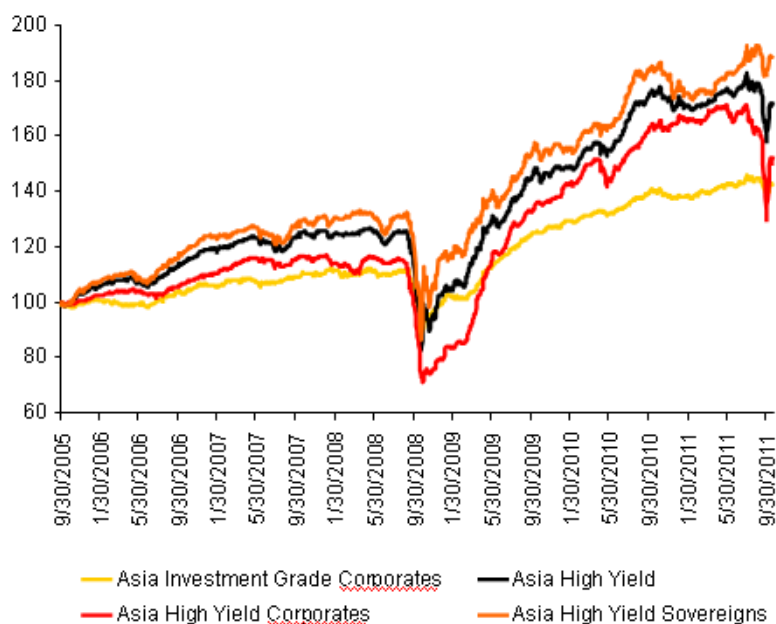


圖 6：亞洲債券 2005-2010 報酬

另就固定收益投資而言，該公司認為臺灣債券的殖利率太低，雖然沒有匯率風險，但長期而言缺乏投資報酬，建議投資亞洲地區債券，主要是因為亞洲地區經濟成長仍舊強勁，且亞洲地區的貨幣容易同升同貶，除了能參與匯率升值的報酬外，更能分散風險並提高投資報酬率。而在股票與債券投資中如何搭配以使報酬最大化，則建議降低股票投資百分比，而在債券部份則以區域化及多元化投資為主。

(三) 風險管理機制

該公司於全球約有一百位人員負責風險管理業務，風險管理團隊係與基金管理團隊獨立運作，並由執行長、營運長、投資長、風險長及地方風險遵循主管組成風險管理委員會，依業務風險角度提供獨立性審核，並從風險觀點核可新產品、服務及新金融工具，批准新的交易對手曝險及交易商限制。以下就投資風險、作業風險、交易對手風險、流動性風險及資訊風險進行管控分別說明：

1. 投資風險

投資風險分析報告係每月產製，並與基金經理人共用，任何的例外情況都須由基金經理人提出解釋，向風險長及每季舉行的風險管理委員會提出報告。在管理及控制投資風險方面，係使用第三方工具衡量投資組合相對於指標基準(benchmark)的主動風險，而追蹤誤差是以相對於指標基準衡量，此外亦會使用風險值(Value at Risk, VaR)評量。主動風險拆解為許多風險組成，如市場風險、貨幣風險等，且主動風險的貢獻可以到個股。

2. 作業風險

滙豐環球採行強化的作業風險與控制架構，其作業風險與內部控制團隊(Operational Risk and Internal Control Team, ORIC)係由風險長主持，成員包括營運長、法令遵循主管、財務長、業務支援主管、人力資源主管及資訊部門主管，並每季檢視亞太地區作業環境，主要係在不同部門間之主要流程做風險控制評估及內部控制測試，提供區域內組織作業環境的概觀。

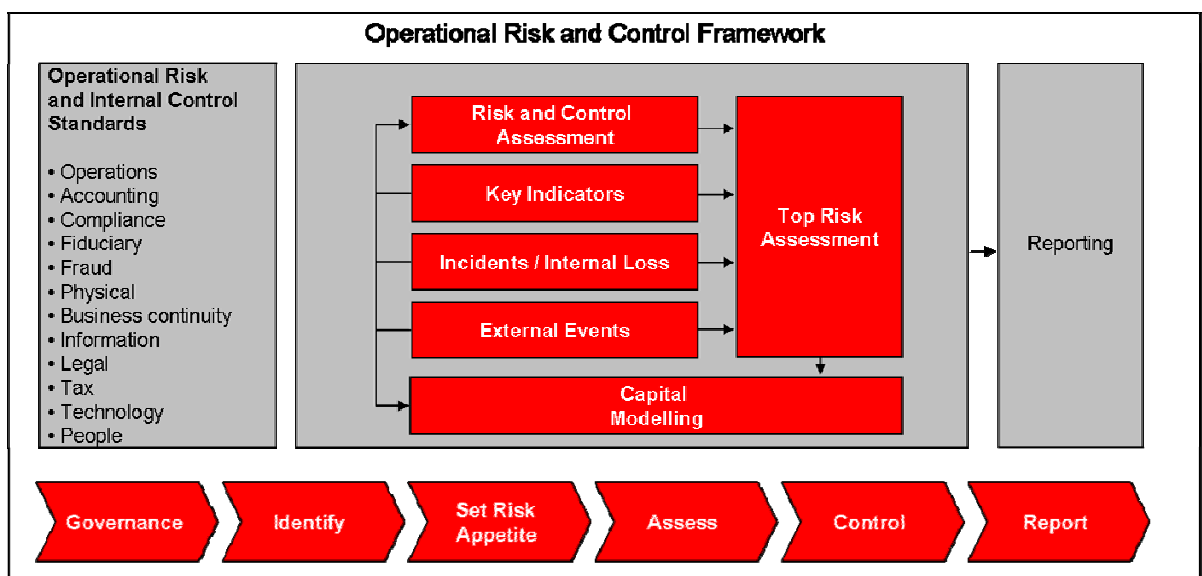


圖 7：滙豐環球作業風險及控制架構

3. 交易對手風險

交易對手風險可分為交易商風險、存款商風險、外匯風險，交易對手的交易限制是依照內部評級設定，在沒有內部評級的情況下，將執行審核交易對手風險。交易對手曝險及限制是每日檢核，任何超出標準值的交易應向全球風險管理團隊及營運長報告核准，並向風險管理委員會提出報告。

4. 流動性風險

流動性風險監控整體持股量、每日交易數量、所需出清日數及佔淨值的百分比。

5. 資訊風險

資訊風險包含桌面清除政策、發出郵件控制、文件分級、寄發外部人員之文件加密及控制文件下載等。

(四) 香港強積金經驗

在 1993 年以前，香港退休金計劃並無立法基礎，直到 1993 年 10 月職業退休計劃條例（公積金計劃）生效，引入了退休金的法例，要求基金以信託形式或一個批准的保險單形式成立，且每位提供退休計劃的僱主需向政府註冊並經專業認證。而後積金局於 1998 年依「強制性公積金計劃條例」（以下簡稱強積金條例）成立，專責規管和監督強積金計劃。在年齡 18 至 65 歲的全職、兼職僱員以及自僱人士，除非獲得豁免，否則都必須參加強積金計劃，而僱主則需為僱員提供強積金計劃或替代的職業退休計劃，目前約 70% 的受雇人員參與強積金計劃。在供款部分，基本的規則是由僱主和僱員進行強制性的供款，以僱員相關薪資的 5% 為基礎計算，並有最高和最低的薪資水

平的限制，僱員並可享有每年 12,000 港幣的稅務抵減，除了強制性的供款外，僱員、僱主和自僱人士都可選擇作出額外的自願性供款。強積金計劃必須允許這種自願性供款，同時自願性供款沒有上限，但也不提供稅務抵減。除了例外情況，所有累積權益（來自強制性供款）必須保留在計劃內，直到計劃成員達 65 歲。強積金計劃分為三類：一是集成信託計劃，為最常見的強積金計劃，透過集合不同僱主及其有關僱員和自僱人士的供款，使計劃管理更具效能；二是僱主營辦計劃，只限受僱於同一僱主及關聯公司的有關僱員參加；三是行業計劃，係特別為僱員流動性高的飲食業和建造業而設。

每個強積金計劃至少要提供一個保守基金。而為了配合計劃成員的不同承受風險能力，除保守基金外，所有強積金計劃還備有其他投資基金選擇，諸如貨幣市場基金、保證基金、混合資產基金、債券基金、股票基金等。目前有 19 個公司提供強積金服務予 356 萬名香港受僱人口，計 49 個強積金計劃及 422 個成分基金，而強積金的總資產亦呈現穩定上升，截至 2010 年 12 月已達 3,654 億港元的規模。

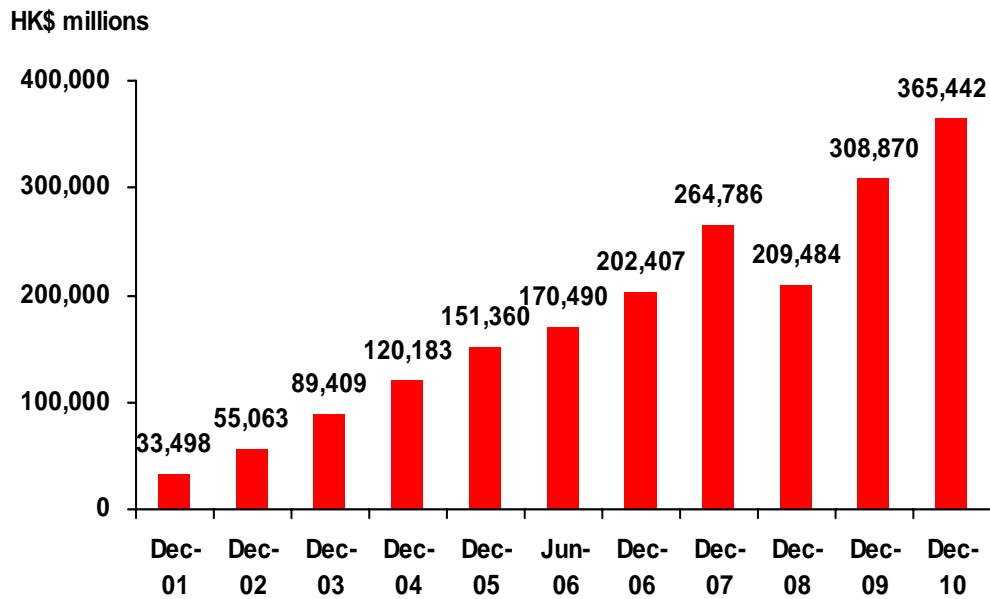


圖 8：強積金資產規模

惟強積金推行以來，來自產業參與者和政府規管者的教育不足，加上限制的投資指導，過高的管理成本，保守基金的困境，以及缺乏強積金計劃的淘汰機制，使得強積金計劃提供者的整併並未出現等，都對強積金的推行造成影響。因此強積金引入了僱員自選安排，計畫在 2012 年實施，容許僱員每年最少一次把現職工作期間作出的強制性供款所產生的累積權益，轉移至自選的強積金計劃，增加僱員選擇強積金產品的管控權，及僱員選擇受託人和計劃的自主權，從而鼓勵他們更主動管理自己的強積金投資，促進市場良性競爭，使受託人降低收費，並提高服務水準。

三、花旗銀行

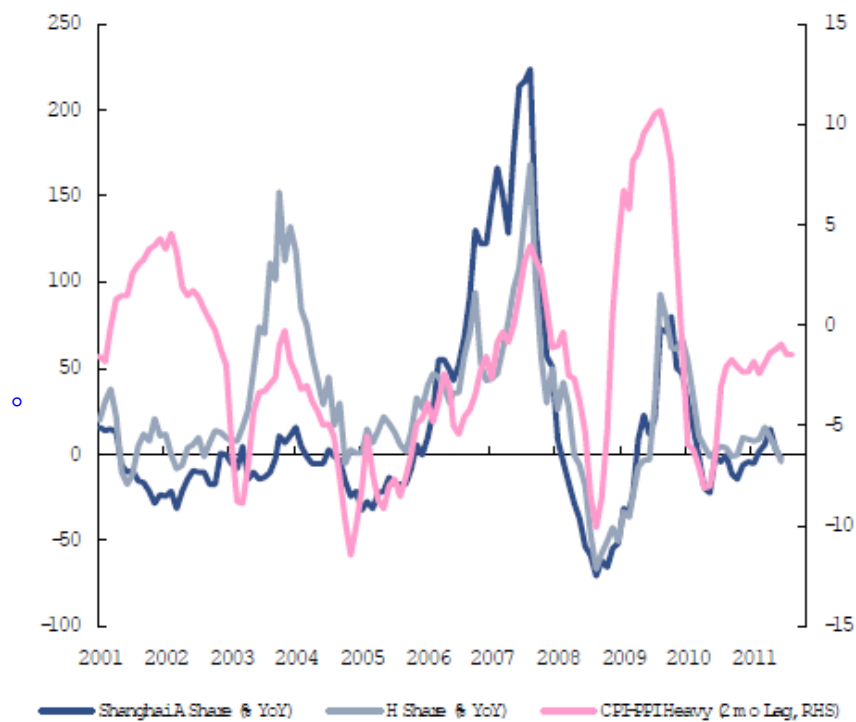
本次參訪係由該公司就市場展望與未來投資策略、該公司之保管業務情形說明，其內容如下：

(一) 大陸股市現況

1. 目前大陸股市漲跌比率接近 2005 年及 2008 年低點之 0.5，目前本益比(P/E)、股價淨值比(P/B)距離 2008

年低點 8 倍、1.5 倍不遠，上開顯示目前股價略有賣超現象，且已適度反應經濟之溫和衰退，研判已逐漸接近長線買點。再由過去物價與股價之對應關係，可以透過對物價變化之追蹤來研判陸股之高低波動。

The Leading Indicator of Markets, With 2-Month Lag



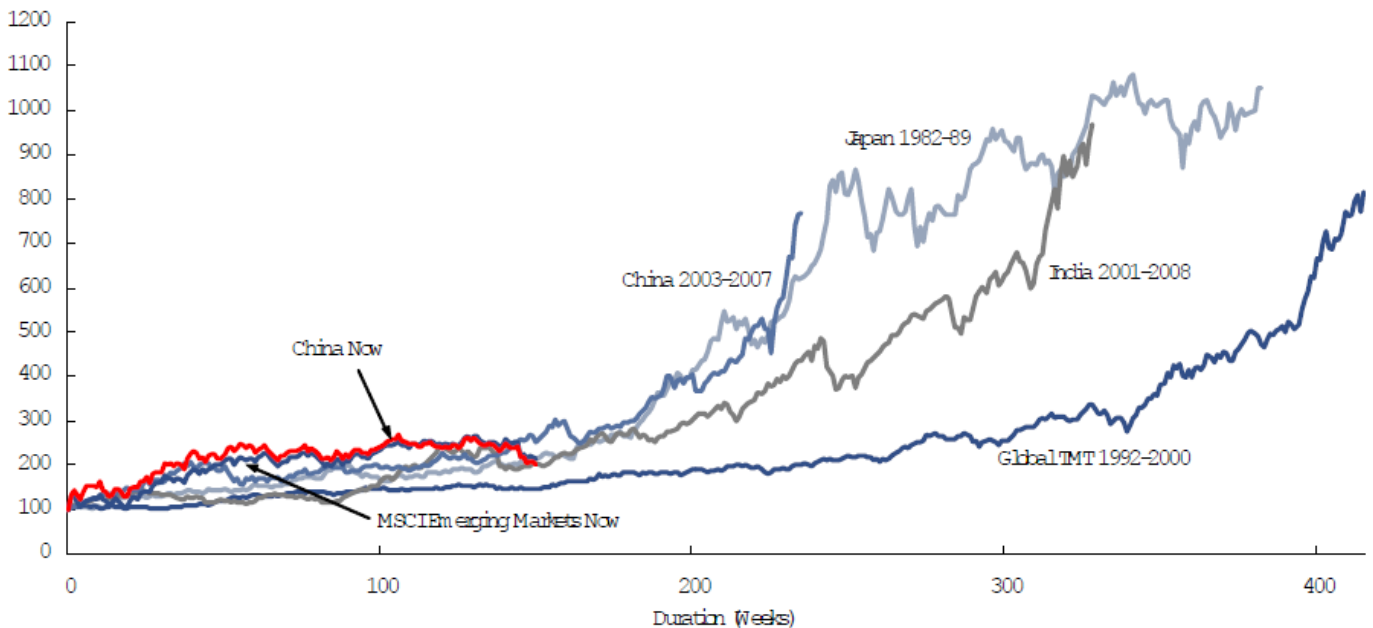
Source: CEIC and CIRA.

圖 9：大陸股市與物價水準之對應關係

2. 過去 5 年之資料顯示，MSCI 中國股指、香港國企指數、上海綜合指數與美國 S&P500 指數之 Beta 值分別為 1.17、1.27 及 0.88，與 1 有所距離，顯示陸股變動存在本身之特定因素，匯率(尤其是人民幣相對於美元之匯價變化)及大陸之政權演變應列入重要考量，前者宜注意美國朝野之言論與動作，後者則須注意重大政治事件之可能影響，以 2012 年而言，包括 3 月大陸召開兩會設定當年國家發展主題，以及 10 月大陸領導階層換屆，在外交、經濟政策取向之可能變動。

China Is Not Yet In A Bubble

China Is Not Yet In A Bubble: Market Performance Since the Bottom (Rebased)



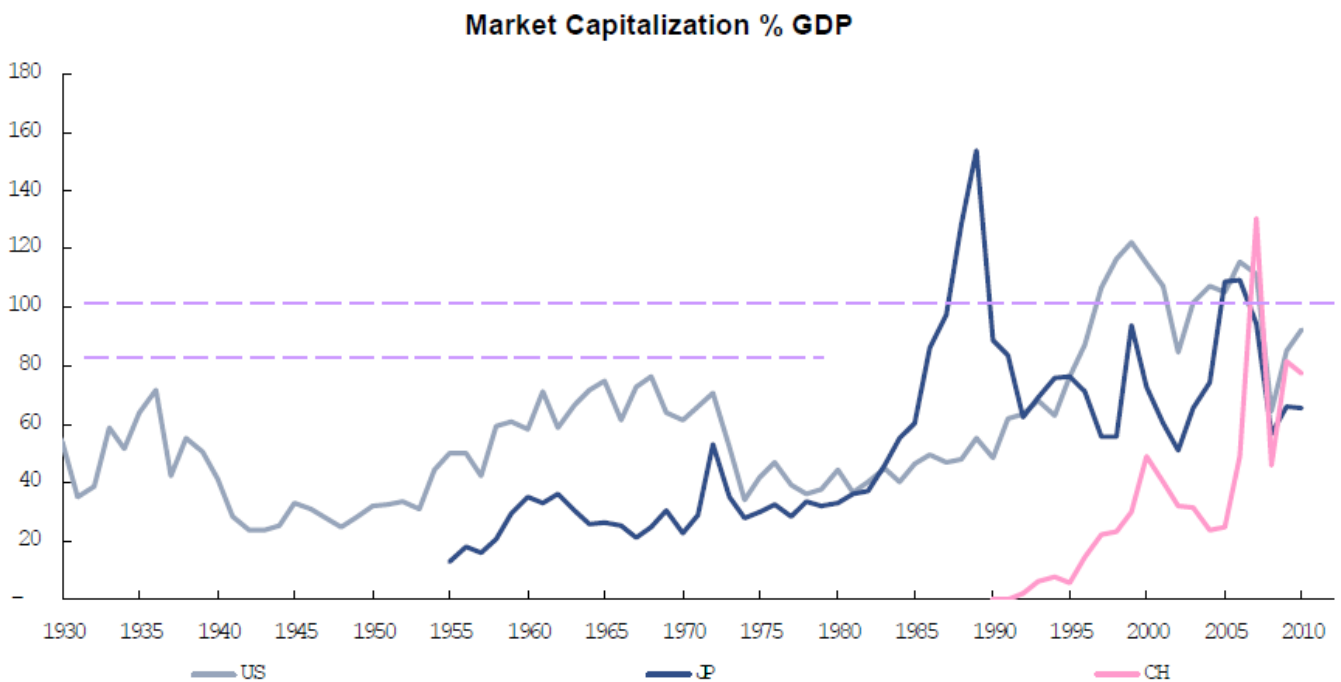
Source: DataStream and CIRA.

圖 10：大陸股市尚無泡沫化現象

3. 大陸股市自底部上揚至今，時間約為期 150 週、漲幅約為 2 倍，相較過去曾發生泡沫化或大跌之經

驗，如陸股 2003-2007 年約 230 週、7 倍，日本 1982-1989 年約 380 週、10 倍等，顯示尚無泡沫化現象。另陸股目前市值占 GDP 比重雖高於日本，但低於美國，亦較一般認為達泡沫警戒線之 100% 為低。

China's Equity Market Development



Source: Haver, CEIC and CIRA

圖 11：美國、日本與大陸股票市值佔 GDP 比重

(二) 未來經濟展望

依後續分析，花旗銀行對於 2012 年以後全球經濟之看法包括：

1. 全球 2012 年經濟成長減緩，但仍將由亞洲領導

花旗銀行於 2012 年初預期 2012 年全球將是成長減慢但個別差異明顯局面，預計全球經濟成長率將由 2010 年之 4.2%、2011 年之約 3.0% 降低至 2.5% (若以購買力平價加權計算，則為自 2010 年 5.0%、2011 年之

3.7%降至 2012 年之 3.0%)，稍低於長期平均值，2013 年則可望溫和加速至 3.1%(以購買力平價加權計算為 3.6%)。預期 2012 年中國大陸經濟將放慢，但全球經濟成長仍將是由亞洲領導；美國溫和成長；歐元區則陷入衰退。

2. 2014 年之後主要工業國家才會開始升息

貨幣政策方面，預測 ECB 將於 2012 年降低利率至 0.5%，使隔夜利率至接近零水準；英國可能積極擴大量化寬鬆措施；主要工業國家之超低名目利率(以及負實質利率)現象將會持續一段長時期，直至最快美國於 2014 年、英國於 2015 年、歐元區於 2016 年才會啟動第 1 次升息。並預期即使低利率環境，2012-2013 年美國之經濟成長仍無法強勁到足以大幅降低失業。

3. 主權債信降評將持續發生，政治及地緣風險升高

花旗銀行預測未來 2-3 季歐元區主權債信降評將持續發生，可能之國家包括奧地利、比利時、法國、希臘、義大利、葡萄牙及西班牙，若時間拉長至 2-3 年，美國、日本亦將成為遭降評國家。此外，2012 年全球政治風險可能重演，原因為美、法等國大選以及中東、北非及亞洲之地緣政治風險升高。

4. 大陸經濟可望軟著陸，並帶動新興國家股市反彈

花旗銀行並不認為大陸經濟將會硬著陸，預期大陸 2012 年第 1 季的 GDP 年增率將達到 7.5-8%，並於年底反彈，全年年增率將達到 8.5% 左右；2012 年 CPI 上漲率平均達 4.1%，低於 2011 年夏季達到的 6% 高峰，而通膨壓力減輕將可換來較為寬鬆的貨幣政策。受惠上開因素，2011 年資金流出新興市場的現象將獲得紓

解，表現相對歐美股市落後的新興國家股市亦可望在利率調降、大陸軟著陸的帶動下反彈 25-30%。

5. 歐元區持續失落，大陸將於不久後成為最大經濟體
在更長期展望上，花旗銀行認為直至 2016 年，歐元區之實質 GDP 無法回復至 2008 年第 1 季之衰退前高峰，而 2008-2016 年歐元區及英國實質 GDP 之累計增加將會相似甚至低於日本之「失落十年」之速度，係指日本因資產價格泡沫化及各部門去槓桿化，1992-2002 年年均成長僅 0.8%，如再扣除 1995 年阪神大地震及其後兩年因重建而有較快成長，年均成長僅 0.4%。大陸則將於未來 10 年左右取代美國，成為全球最大(以名目 GDP 衡量)之最大經濟體。

(三) 全球保管業務

1. 保管規模

花旗銀行是最大的全球保管銀行之一(保管資產規模次於 BNY Mellon、摩根大通及道富，但在自有網路覆蓋率及跨國境資產保管比重領先)，截至 2011 年 6 月為止，擁有超過 4,200 機構投資人客戶，保管資產市值約 13.4 兆美元，處理的交易規模日平均 4 百萬筆、金額 3 兆美元，保管服務網路涵蓋全球 96 個市場、99% 的投資總額。花旗銀行的保管業務範疇，從基本的資產保管、買賣結算交割服務，延展至各式投資管理之加值服務(如下表所示)。

Global Custody: Core services

Comprehensive solution set

Settlement <ul style="list-style-type: none">• Highest STP rate in the industry• Contractual Settlement or Actual Settlement Accounting• Fails monitoring• Comprehensive pre-settlement date and post settlements reporting• Support for turn-around and pair offs, and Repos	Asset Servicing <ul style="list-style-type: none">• Contractual Income• Robust corporate actions offering• Proxy Voting• Class Actions• Substantial Shareholder reporting• Broker Commission recapture
Tax Services <ul style="list-style-type: none">• Providing clients with the most beneficial tax options• Relief at source and full tax reclaim service• Rich regulatory, tax code and cross border tax treaty information available online• Through local presence Citi has close relationship with regulators and tax authorities	Value Added Services <ul style="list-style-type: none">• FX requirements• Liquidity management• Market Insight• Performance & Attribution• Risk Analytics• Executive MIS

圖 12：花旗銀行全球保管核心業務

2. 保管作業系統

花旗銀行將保管、基金會計、以及法令遵循作業平台緊密整合，並有各項自動對帳、查核制度，確保資料的正確性與安全性，並透過網路銀行系統提供各式即時的帳戶資訊，以及具客製化報表、多種檔案格式下載、自動排期、自動郵寄等功能。在外匯方面，提供全天後多時區即時外匯交易、契約/實際交割日自動換匯等服務。有別於其他同業多屬集合帳戶之方式，花旗銀行係將資產登記於表彰最終受益人的獨立帳戶下，具有帳戶資訊透明、客戶可隨時進行查核對帳，以及可分別提供個別帳戶稅務繳納憑證等優點。

3. 稽核與監理

花旗銀行受美國貨幣監理署、美國聯邦儲備局等聯邦機關之高度監理，保管作業並有內部/外部稽核定期/不定期的監督，以確保作業的品質及客戶資產之安全；由資訊安全風險管理委員會制定資訊安全標準，將資訊內容劃分為公開、內部、保密及管制等不同等級，並根據每一等級制定使用者權限及資訊使用方式，加以重重監管；在業務持續經營計畫方面，包括文件備份、系統備援、通訊替代、人力/場所替代、主管機關通報等，主要要求在於當備援計畫啟動時，確保客戶能夠有快捷途徑存取其資金及證券。

四、施羅德

本次參訪係由該公司分別就市場展望與未來投資策略、官方機構法人業務經驗及風險管理運作情形說明，其內容如下：

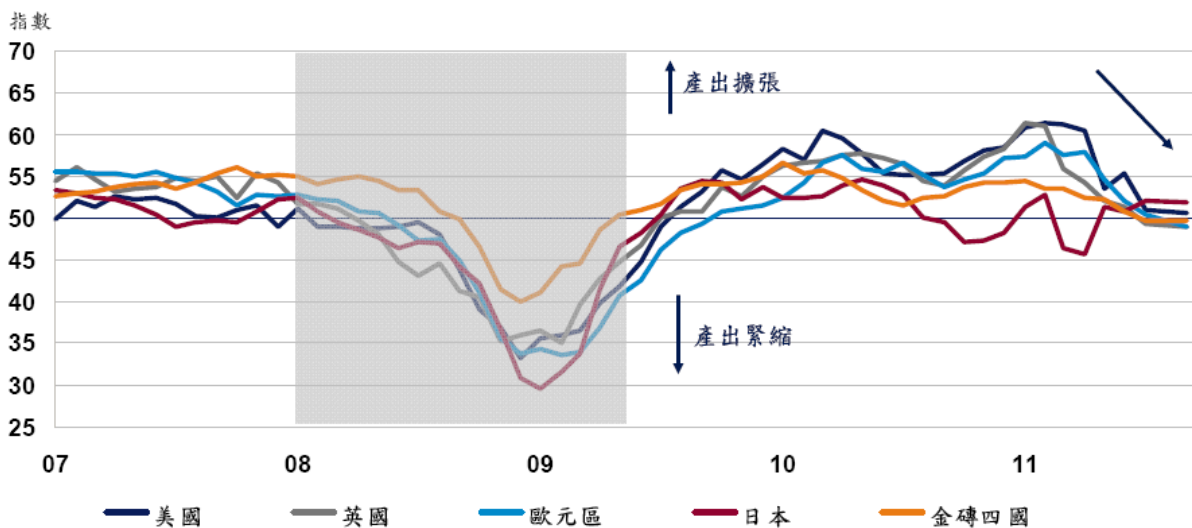
(一) 市場展望

1. 由製造業採購經理人指數(PMI)近期變化可看出，油價衝擊及日本大地震打壓全球經濟成長，加上歐元區債信危機持續，導致 2011 年全球經濟成長速度逐漸減緩，並損害市場投資氛圍。惟 2012 年可望有兩個利多因素支持經濟成長：通膨率降低與企業的健全體質。依該集團後續分析，對 2012 年主要國家及地區經濟成長率預測(如下圖所示)為美國 1.6%、歐元區-1.8%、日本 1.8%、新興市場經濟體 4.5%，與一般調查之預測相較(分別為 2.1%、0.4%、2.1%、5.5%)，呈現比較保守之看法；但相對上，亦認為物價上漲比較輕微，所預測之 2012 年全球 CPI 年增率為 2.5%。

雙底衰退的恐慌氣氛升高

油價衝擊及日本大地震打壓全球經濟成長，歐元區債信危機持續損害市場投資氛圍

製造業採購經理人指數



資料來源：施羅德投資, Markit PMI, NBER(國家經濟研究局)，截至2011年9月

金磚四國為巴西、中國、印度及俄羅斯

國民生產毛額(GDP)之比重計算基準為，IMF所提供之各國美元計價的名目國民生產毛額(GDP)

圖 13：主要國家及地區製造業 PMI 之變動

Real GDP						
y/y%	Wt (%)	2010	2011	Consensus	2012	Consensus
US	26.4	3.0	1.7	1.8	1.6	2.1
UK	4.1	1.4	0.9	1.0	-0.4	1.1
Eurozone	23.5	1.7	1.6	1.6	-1.8	0.4
Japan	9.5	4.0	-0.5	-0.4	1.8	2.1
OECD	63.5	2.6	1.3	1.3	0.3	1.4
Emerging*	36.5	7.6	6.1	6.0	4.5	5.5
World	100.0	4.4	3.0	3.0	1.8	2.9

Inflation CPI						
y/y%	Wt (%)	2010	2011	Consensus	2012	Consensus
US	26.4	1.6	3.0	3.2	1.7	2.1
UK	4.1	3.3	4.5	4.5	2.6	2.8
Eurozone	23.5	1.6	2.6	2.7	1.6	1.8
Japan	9.5	-0.7	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2
OECD	63.5	1.4	2.5	2.6	1.4	1.7
Emerging*	36.5	5.2	6.2	6.0	4.5	5.2
World	100.0	2.8	3.8	3.8	2.5	3.0

* Emerging markets: Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, Venezuela, China, India, Indonesia, Malaysia, Philippines, South Korea, Taiwan, Thailand, South Africa, Russia, Czech Rep., Hungary, Poland, Slovakia, Romania, Turkey, Ukraine, Bulgaria, Croatia, Estonia, Latvia, Lithuania

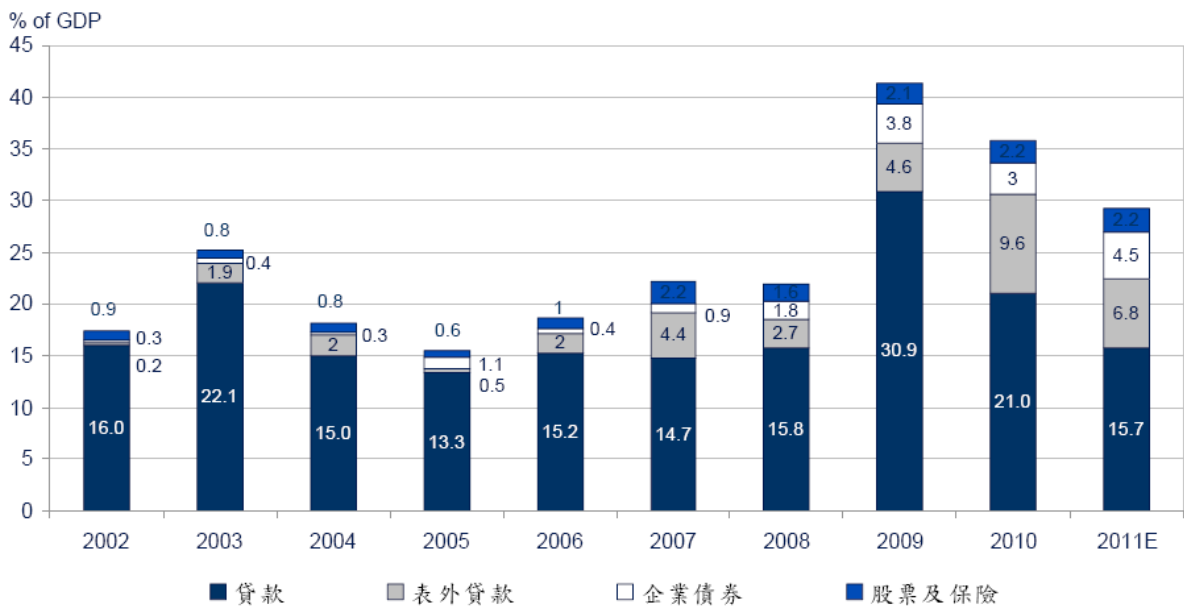
圖 14：施羅德對 2012 年經濟成長率之預測

2. 由美國企業內部資金總額扣除固定投資佔 GDP 之比重(%)攀升可看出，企業資本支出增加，但仍維持風險趨避的心態。近期美國經濟開始展露成長跡象，但因預期歐洲衰退將會衝擊 2012 年的全球貿易，預測聯準會(Fed)將在 2012 年春天進行第三次量化寬鬆政策(QE3)。
3. 新興市場國家和已開發國家經濟成長脫勾現象仍在，顯示新興市場國家仍將肩負未來全球經濟成長之重責大任。但施羅德對大陸的經濟前景仍有顧慮，主因大陸銀行放貸潛藏風險；另一方面，大陸

的放款成長主要雖來自於銀行體系，然而，自從 2008 年以來，影子銀行(一種繞過正常管道的民間借貸)卻呈爆炸性的增加。此外，由資本支出及現金流量的走向亦可看出端倪，如部分企業資本支出大增但卻引起營運現金由正轉負之現象。

中國銀行放貸潛藏風險

中國企業新增加的籌資來源



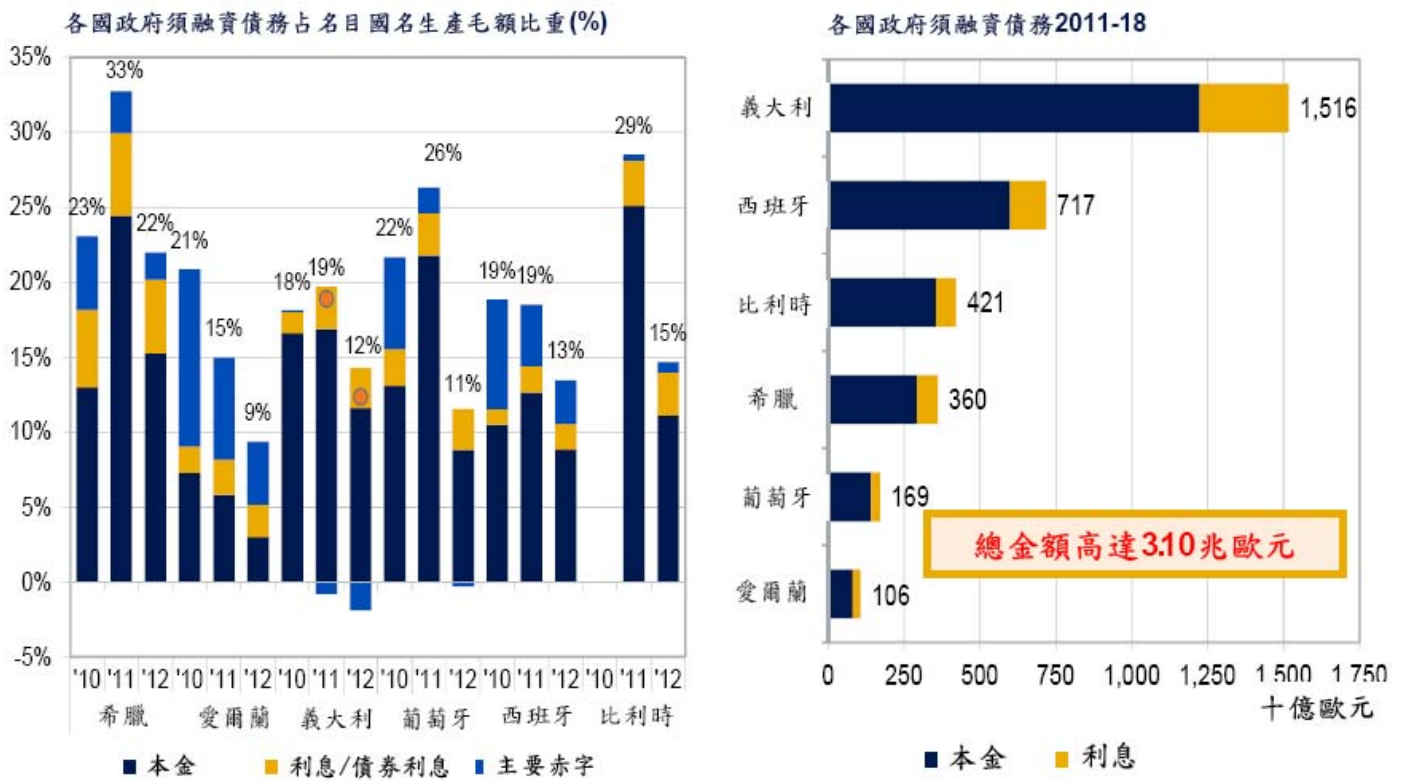
資料來源：CEIC，Credit Suisse，截至2011年6月

圖 15：中國企業表外貸款比例偏高

依施羅德後續對 2012 年大陸分析之看法，包括溫州(中小企業主跑路和跳樓)事件掀起資金斷鏈的蓋頭、房地產泡沫破滅的可能性快速提升、外貿成長率下滑，及 2012-2013 年為政治權力過度期等先前造成之問題，於 2012 年仍有振衰起蔽的機會，其可行之作法包括：解決中小企業資金斷鏈的問題、釋出公房(經濟房)導引房地產資金去向、以內需政策為導向，發展未來關鍵性產業與技術、制定地方債務的控制與償還政策、控制通膨與放鬆緊縮，以及利用社保與國家資金投入股市穩定信心。

4.希臘債務不履約不會是問題，其債務仍可負擔，重點在義大利及西班牙，因兩者債務規模已經大到若不履約，其他國家無法負擔的程度(Too Big to Bail)。要言之，歐債問題升高，乃因決策太晚，現況是相對資金缺口，歐洲金融穩定工具(EFSF)規模太小，再加上利率大幅上揚，使得各國政府難以維持財政的穩定度。

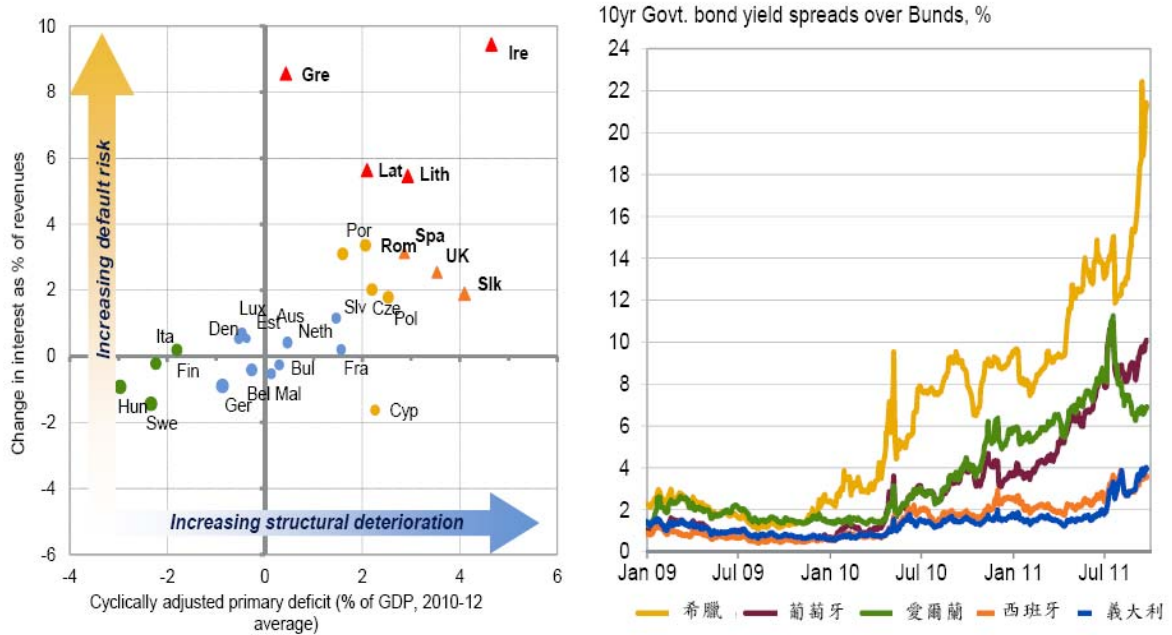
EFSF規模太小



資料來源：Bloomberg，施羅德投資，截至2011年9月12日

圖 16：各國政府需融資債務占國民生產毛額比重

各國政府難以維持財政赤字的穩定度



註：景氣燈號系統，綠色為改善中，藍色為中立，紅色為危險，三角型記號則代表有中期高違約風險

資料來源：(右圖) Datastream，截至2011年9月26號，(左圖) "Sustainability of European public finances"，Azad Zangana，施羅德投資(2010年1月)，歐盟執行委員會2011年春季預估報告

圖 17：歐債五國(PIIGS)利率大幅上揚

5.目前正常國家之債券殖利率偏低，主要原因包括：債券市場為現今低經濟成長環境下的安全避風港、低利率及量化寬鬆政策、亞洲的高儲蓄水準；其中第一項原因會逐漸減緩，但後兩者於短中時期內將會延續，因此低利率狀況仍將持續一段期間。

(二) 未來投資策略

1. 對於大陸股市 2011 年表現不佳之看法

上證指數從 2011 年的 4 月份高點下跌，全年跌幅超過了 20%，成為全球跌幅最大的股市之一，與大陸 2011 年仍高度成長形成相當大的反差，其間原因可歸納為：

(1) 股市不成熟

大陸股市尚未從 2008-2009 年全球金融危機爆

發前的泡沫破裂中復甦；另一方面，由於大陸股市並不成熟，使得股價變動過於敏感，導致股市表現低迷，從而十年來股市的表現與經濟成長形勢並不吻合，一般言股市為經濟之晴雨表，但對大陸股市來說並不完全適用。

(2) 經濟成長率逐季回落

股市具有領先反應經濟之特質，在成熟國家(如美日歐)，股市大多反應「經濟成長率」之高低，但在大陸，股市比較反應的，卻是「經濟成長率變動」之快慢。由於國內外因素，2011年大陸的經濟增速逐季回落，投資者對企業未來的盈餘預期下降，加大了股市的賣壓。

(3) 控制通膨導致資金緊縮

大陸 CPI 年增率於 2011 年 7 月達到 6.5% 之全年最高值，並創 37 個月以來的新高，為控制物價的過快上漲，大陸政府採取緊縮貨幣，包括 3 次加息、6 次上調存準率，使得股市資金相對緊俏；加上不斷強化房地產調控，導致地產類股持續下跌。

2. 截至 2011 年 10 月 14 日，施羅德對全球資產配置的看法，如下圖所示：

股票	0  債券	0 另類資產	0 現金	-  貨幣	
依地區	依產業	依產業		美金	+
美國	+ 政府債券	0 地產	0	日圓	0
歐洲不含英國	0  通膨連繫債券	0 商品	0	歐元	--
英國	+  投資等級債券	0		英鎊	0
亞太不含日本 (澳洲、紐西蘭、香港 及新加坡)	-  新興市場債券	0 		澳幣	0
日本	0 高收益債券	+ 		瑞士法郎	0
新興市場	0 			新興貨幣	+
				黃金	+ 

資料來源：施羅德投資

註：+/-之符號代表預期將超越/落後(最高+++，最低---)大盤指數，0則代表抱著中立的看法
上表之資產配置看法僅供說明之用，實際的客戶投資組合則會因各委任代操之規定、參考指標、風險承受度及各不同地區可投資及不同風險性的資產而不同。

圖 18：施羅德全球資產配置看法

3. 施羅德 2012 年全球投資策略

依施羅德後續分析，投資團隊對 2012 年全球股債市投資之建議策略為：

- (1) 對全球股市投資人而言，2012 年充滿令人振奮之契機，目前投資人股票持有比率不足，且股價具有吸引力；此外，市場波動性將為投資人創造選股契機，中、長期投資人將可以較低廉價格，佈局優質企業。
- (2) 具備全球競爭優勢之企業將成為未來的投資首選，研究顯示，美國競爭優勢持續成長，大型美國企業已走出金融危機的陰霾，不僅組織結構精簡、生產力提高、且更具競爭優勢；另部

分跨國企業正回流美國，提高在地生產比例。

(3) 未來西方國家政治不確定性可能居高不下，而中東局勢亦將使當前環境更為緊繃，但目前負面消息多已反映在資產價格上。施羅德持續認為現金部位龐大、訂價能力卓越的企業所發行之公司債具有投資吸引力。

(4) 能自行掌控匯率之國家所發行之政府公債，殖利率仍極低；倘若未來歐元區會員國可以進一步整合財政，義大利與西班牙公債亦可望出現投資價值。雖然施羅德不認為歐元區政府願意看到各國經濟瀕臨崩潰，但未來風險仍揮之不去，有鑑於市場波動性仍高，團隊將持續戰略性配置投資組合。

4. 情境分析與投資建議

針對 2012 年可能發生事件、模擬全球投資可能情境下，不同之投資建議為：

(1) 若希臘違約並波及南歐及他國，可能引起歐元重挫、股市波動、信用利差擴大，建議投資美國與德國公債、美元。

(2) 若新興市場通膨失控，經濟硬著陸，可能引起原物料重拾漲勢、間歇性停滯通膨產生，建議投資收益型股票、高收益債、美元、資源類股。

(3) 若庫存良性調整，通膨受到控制，可能引起亞洲出口重獲成長動力，建議投資科技股、高收益債、投資級債券、收益型股票、亞洲股市及臺灣股票。

(4) 若茉莉花革命造成新的政體改制、地緣政治風

險，可能引起中東非洲強人政權倒台，建議投資資源股、全球性股票。

(5)若美國債信調降或提早升息，可能引起金融動盪、利差，建議投資公用事業股、收益型股票、新興市場債。

(三) 官方機構法人業務經驗

1. 資產總額及法人分類

目前施羅德總管理資產為 2,014 億英鎊，其中機構法人占 55%，零售通路及私人銀行占 45%，投資地區以歐、美、亞太地區大約呈均衡佈局，投資標的則以股票(45%)及債券(17%)為主。施羅德官方機構法人業務可以分為三個來源，包括：政府退休基金業務、主權財富基金業務，及央行業務。

2. 對近來法人業務之觀察

(1) 央行資產多元化：除了專注於匯率風險之外；雖然新興市場經濟體之央行已分散貨幣配置，但已開發經濟體並無此現象。根據統計，過去 15 年央行對美元之配置比率由 59%增加至 63%，顯示並無明顯的貨幣分散佈局，也顯示歐元一直以來仍無法取代美元地位。

(2) SWF 變更資產配置：主權財富基金(Sovereign Wealth Funds, SWF)於 2007 年至 2010 年間增加風險性資產之部位，其中以股票及另類投資為主，相對上，現金及債券投資之部位為減少。

3. 施羅德之集團文化

施羅德並無銀行支援，卻能長久立足全球資產管理市場，該公司分析具有之核心價值有五：誠信

(Integrity)、熱情(Passion)、創新(Innovation)、團隊合作(Teamwork)及追求卓越(Excellence)。而在集團的管理文化上，主要有二項特色：

- (1) 將客戶的利益置於第一：如針對客戶需求，研發創新的「絕對報酬投資策略」、「小型公司選股策略」、「精選價值投資策略」，以滿足投資人長期的投資理財需求。
- (2) 充分授權：由集團總裁授權給各國的負責人，讓他們展現自己的領導風格，並以企業家精神追求成長和獲利，選對好的人才後，充分讓其發揮。

(四) 風險管理運作情形

1. 採多元的管道來管理風險，如下圖所示：

風險管理的文化 採多元的管道來管理風險

投資風險	營運風險	交易/法令遵循	管理
<p>監控投資組合的風險</p> <p>波動度</p> <p>下跌風險及VaR</p> <p>壓力測試</p> <p>風險預算</p> <p>停損管理</p>	<p>管控及評量</p> <ul style="list-style-type: none"> - 交易對手曝險限制 - 擔保品管理 	<p>執行及法令遵循</p> <ul style="list-style-type: none"> - 交易前的法令遵循 - 交易執行系統 - 持續的投資組合法令遵循 	<p>獨立風險監控架構</p> <ul style="list-style-type: none"> - 確保投資風險與投資組合的預期報酬一致 - 由和基金經理人完全獨立的委員會審核

圖 19：施羅德風險管理文化

2. SMART

瞭解風險為控管及管理風險的重要關鍵，施羅德自

行研發出專屬系統—施羅德多元資產風險模組 Schroder Multi-Asset Risk Technology (SMART)，其功能包括：運用該集團對市場報酬及風險的長期預估值，來執行最佳化及風險分析；對主動管理(alpha)及市場曝險(beta)分別建制不同的模組加以分析；執行倒流測試、情境分析、敏感度分析及壓力測試；對非常態性分配、偏態及峰度以模組進行分析；執行風險貢獻度及風險拆解分析；以及使用風險矩陣如 VaR 及 CVaR 來執行投資組合的風險分析。

3.投資組合風險管理

在投資組合風險方面，作法包括：拆解投資組合的風險，並找出由市場因素造成的風險、辨別及管理曝險於「隱性」的風險因子、由風險溢價做出風險預算；以及進行投資組合壓力測試，係指找出各個壓力期間，並分析投資組合於各不同期間下的風險承擔能力，以及對壓力期間的投資組合損失設定限制。

伍、參訪心得與建議

本次出國參訪，除了參加第三屆兩岸四地養老保險研討會，與兩岸四地專家學者互相交流外，更與滙豐環球、花旗銀行及施羅德等國際性專業投資領域的專業人士對話，瞭解其全球經濟展望、業務經驗及風險控管，茲將本次參訪心得及建議如下：

- 一、第三屆兩岸四地養老保險研討會以兩岸四地養老保障資源比較研究為主題，全面總結及討論四地目前退休保障資源發展，其中更邀請澳洲參議員演說介紹澳洲退休制度，可以看出退休制度正朝向以雇員為中心的退休投資安排，香港強積金亦預定於 2012 年啟動雇員自選安排，由雇員依其個人偏好，選擇合適的強積金計劃，俾保障其退休生活，可作為我國退休制度賡續改革之參考，不僅可以導入專業投資機構協力運作，更可教育民眾退休理財規劃，提升退休生活之品質。
- 二、本次滙豐環球依其於亞洲市場之領導地位，廣泛討論亞洲市場的成長價值、亞洲固定收益市場，在全球金融市場仍舊籠罩在歐洲債信風暴及美國調降信用評等的陰霾下，亞洲股票市場以其成長動能，相當具有吸引力，倘能以合理的價值購買，便可獲致相當之報酬。同時該公司介紹其風險控管機制，其投資風險分析報告之任何的例外情況都須由基金經理人提出解釋，且風險管理委員會亦每季召開，以風險角度提供獨立性觀點，避免獲利導向的業務偏差，本次參訪讓我們瞭解滙豐環球之風險管理制度，及其對風險管理的專業及執行能力，值得本基金借鏡參考。
- 三、此次參訪花旗銀行與施羅德，由面談及簡報中可看出，雖然對全球經濟之分析方法與未來市場展望不見

得相同，但在分析面向之多元化，以及對重大影響變數之追蹤及關注態度則實無二致。事實上，由於消費者習慣之改變，以及各種產品技術推陳出新，目前全球經濟之循環週期已經縮短，各產品由上市、成熟再轉衰退之時間，也變得不易捉摸，此對於資產管理業者要掌握全球經濟與個別公司脈動之困難度增加。本會因管理資金規模龐大，一時之間欲進行大規模資產轉換實不可能，爰建議仍以長期投資為主要考量，為此，宜加強對全球各地區發展階段，與各產業榮枯之研究並提高掌握度。惟為兼顧年度獲利之要求，亦需以部份資金進行隨經濟波動而漲跌之短期交易，針對此一要求，相關經濟因素如製造業 PMI、景氣領先指標、消費者及企業信心指數、耐久財訂單及零售銷售狀況，以及資金因素如外資流向，法人籌碼等，宜建立追蹤及預測模型，俾適時掌握其轉折變化。

- 四、由於經濟環境與金融市場變化多端，參訪機構均建置嚴格之風控系統，以確保投資之獲利或避免投資虧損之擴大，其最主要之優點，在於利用嚴謹之規律以克服人性之貪婪與恐懼。本會以長期投資為主，資產配置為首要考量，惟若能強化風險控制層面，當有助於整體經營績效之提升。近日來，已透過建置風控系統補強過去在這一層面之缺失，未來，當加強運用並納入決策之考量；此外，對於衍生性金融市場所提供的避險功能，亦宜參酌此次參訪機構之作法，逐步納入本會投資計畫與投資決策，相信更能使本會善盡資金管理之功能。

陸、相關參考資料

一、第三屆兩岸四地養老保險研討會資料

二、滙豐環球參訪簡報資料

三、花旗銀行參訪簡報資料

四、施羅德參訪簡報資料

柒、附錄



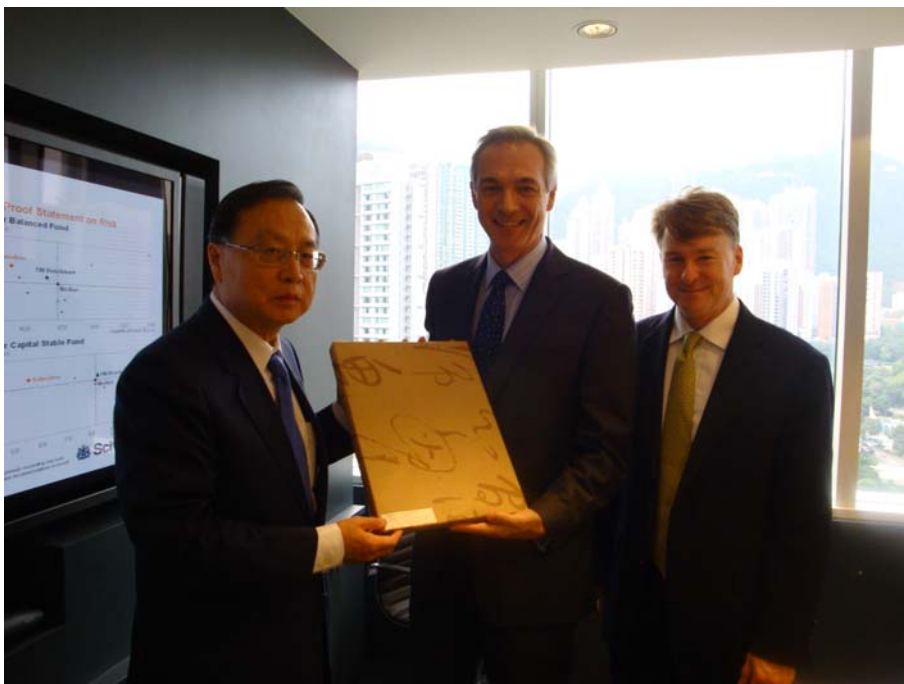
2011年10月26日銓敘部部長張哲琛(左三)參加第三屆兩岸四地養老保險研討會與與會來賓剪綵合影。



2011年10月27日銓敘部部長張哲琛(左二)率團參訪滙豐環球，並與該公司亞太區機構業務部主管 Julie Koo(右二)合影。



2011年10月27日銓敘部部長張哲琛(左)率團參訪花旗，並與該公司亞太區執行長 Stephen Bird(右)合影。



100年10月28日銓敘部部長張哲琛(左)率團參訪施羅德，並與該公司全球官方機構負責人 Guy Henriques(中)、香港及亞洲區多元資產管理團隊負責人 Dr. Richard Coghlan(右)合影。