

公務人員退休撫卹基金管理委員會 受訓及參訪報告

受訓單位：瑞萬通博資產管理公司

摩根資產管理有限公司

參訪單位：加州公務員退休基金（CalPERS）

服務機關：公務人員退休撫卹基金管理委員會

姓名職稱：副主任委員 蔡豐清

科長 游淑君

專員 詹靜宜

派赴國家：美國

出國期間：102年9月16日至22日

報告日期：102年12月17日

目錄

壹、受訓目的.....	1
貳、行程安排.....	1
參、受訓及參訪機構簡介.....	3
肆、受訓及參訪情形.....	6
一、瑞萬通博	6
二、摩根資產	14
三、加州公務員退休基金 (CalPERS)	22
伍、受訓心得.....	27
陸、附錄.....	32
柒、相關參考資料.....	35

壹、受訓目的

公務人員退休撫卹基金管理委員會（以下簡稱本會）自民國92年開辦國外委託經營業務以來，為實地瞭解國外受託機構對委託資金之運用情形（包含資產配置、投資策略擬訂及內部控制與風險控管等相關投資流程），及汲取專業投資知識與技能，於本會國外委託契約中訂有辦理國外委託帳戶實地受訓之規定。本（102）年度由蔡副主任委員豐清率領相關同仁，於9月16日至9月22日至本會100年度第6批次新興股票型之國外委託帳戶瑞萬通博資產管理（Vontobel Asset Management, Inc.，以下簡稱瑞萬通博）及摩根資產管理有限公司【JPMorgan Asset Management（UK） Limited，以下簡稱摩根資產】之美國紐約營業據點辦理委託帳戶之實地受訓。另本次除前往上開受託機構受訓外，亦於受訓期間由蔡副主任委員豐清率隨行人員順道參訪加州公務員退休基金（California Public Employees' Retirement System，以下簡稱 CalPERS），以實地瞭解其組織形態及運作情形，並汲取其相關投資經驗及專業知識，以提高本基金資金運用效益。

貳、行程安排

日期	受訓及參訪機構	主題
102年9月16日至9月22日	瑞萬通博美國紐約營業處所	1. 全球經濟情勢展望。 2. 瞭解該公司投資決策流程及實際運作情形。 3. 瞭解該公司資產配置及風險控管機制。
	摩根資產美國紐約營業處所	1. 全球經濟情勢展望。 2. 瞭解該公司投資決策流程及實際運作情形。 3. 瞭解該公司資產配置及風險

		控管機制。
	加州公務員退休基金	瞭解當地公務員退休基金之管理及運用制度

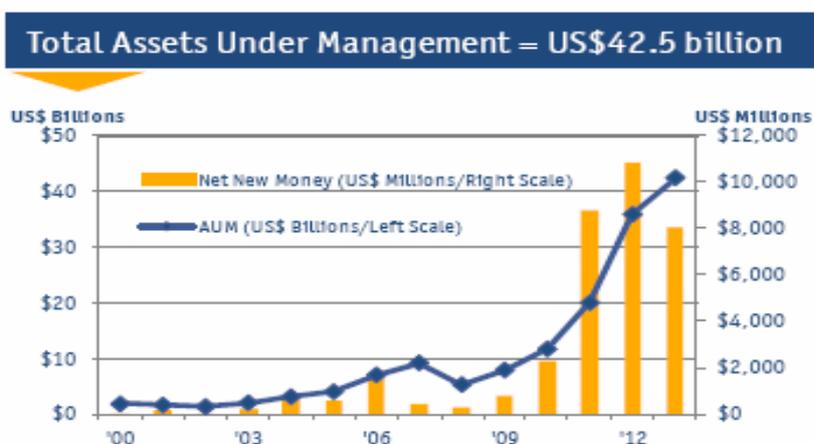
- 一、由瑞萬通博之 Heinrich Schlegel (總裁暨執行長)、Thomas Wittwer (全球業務暨客戶服務主管) 等人員就公司組織、股票投資哲學及股票投資流程提出報告與說明；由瑞萬通博之 Sudhir Roc-Sennett (資深投資組合顧問) 就本會新興市場股票委託帳戶之資產配置、投資組合、經濟展望及未來投資策略提出報告與說明；由瑞萬通博之 Joseph Mastoloni (法令遵循暨風險控管主管) 就該部門之職責與業務流程提出報告與說明；由瑞萬通博之 Gary Thompson (交易部門主管)、Lisa Gamboa (全球客戶服務部門副董事) 等人員分別針對交易下單流程以及客戶服務業務提出報告及說明，並帶領本會實地參觀該公司投資部門。
- 二、由摩根資產之 George Iwanicki (董事總經理暨投資組合顧問)、Noriko Kuroki (客戶投資組合執行董事) 等人員就總體經濟展望、公司組織及投資流程提出報告與說明；由摩根資產之 Joyce Weng (投資風險協理) 針對投資決策流程、風險控管模型提出報告與說明；由摩根資產之 Matthew J. LeBlanc (基礎建設部門投資長)、Joseph K. Azelby (不動產投資部門主管) 及 Michael F. O'Brien (不動產投資部門董事總經理) 等人員分別針對基礎建設投資及不動產投資提出報告與說明；由摩根資產之 Kate Murphy (投資風險協理) 就交易下單流程及投資限制機制提出報告及說明，並帶領本會實地參觀該公司交易部門。
- 三、由加州公務員退休基金 Jean Hsu (投資經理人)、Kung-Pei

Hwang（資深精算師）等人員就該基金組織架構、退休金制度、資產配置及投資管理提出報告及說明。

參、受訓及參訪機構簡介

一、瑞萬通博

Vontobel Holding AG 總部設於瑞士蘇黎世，1924 年成立，1986 年於瑞士證交所上市，是一家強健且財務穩定之金控公司，集團股權主要集中於 Vontobel 家族（持有約 54% 股權），集團主要核心業務為「投資銀行」、「私人銀行」、「資產管理」等三大事業，全球有 1,500 位員工、21 個據點；瑞萬通博，成立於 1984 年，為 Vontobel Holding AG 的子公司，於美國證券交易委員會註冊為投資顧問，致力於服務全球機構法人與中介客戶，專注長期全球股票投資，為一多股票之資產管理業者。截至本年 6 月 30 日，瑞萬通博所管理之資產規模為 425 億美元，若按照投資策略區分，主要以新興市場股票型為主（約占 67%），其次為國際股票（美國除外）型（約占 16%），再其次為全球股票型（約占 8%）；若以客戶分布區分，主要以北美地區客戶為主（約占 53%），其次為歐洲客戶（約占 28%），再其次為中東客戶（約占 11%），有關瑞萬通博管理資產成長圖及分布情形如圖 1。



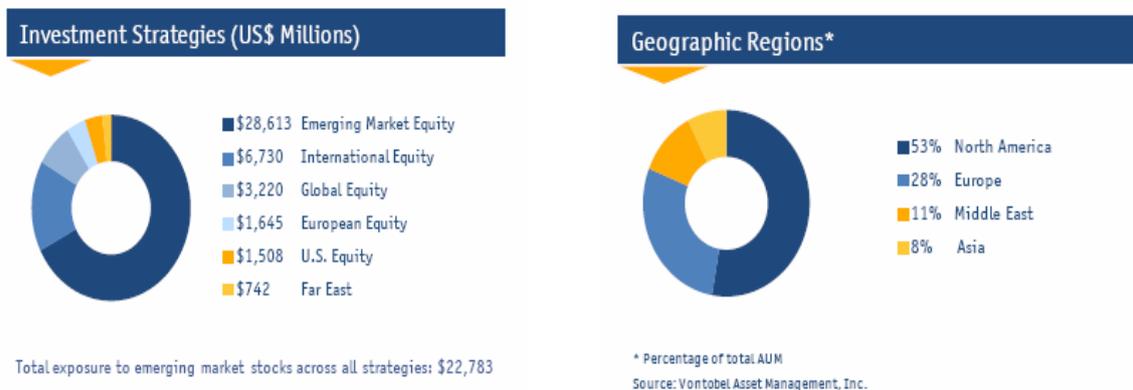


圖 1、瑞萬通博資產管理情形

二、 摩根資產

摩根資產投資管理團隊隸屬於 J.P. Morgan Asset Management Holdings Inc. (以下簡稱 J.P. Morgan Asset Management)，J.P. Morgan Asset Management 直屬於摩根大通集團 (JPMorgan Chase & Co.)，2000 年 12 月 J.P. Morgan & Co. 合併 The Chase Manhattan Corporation 後即為現今的母集團 JPMorgan Chase & Co.。截至本年 6 月 30 日，J.P. Morgan Asset Management 管理資產規模達到 1.29 兆美元，主要營運區域涵蓋美洲、歐洲、亞洲及日本，擁有倫敦、香港、東京、紐約及哥倫布等全球共 41 處辦公地點，目前業務範疇包括退休基金管理、慈善基金管理、機構法人基金管理、儲備金管理、保險資金管理及共同基金管理 etc. 等業務，所提供之策略涵蓋各主要資產類別，橫跨全球所有金融市場，故能夠為投資人量身訂做各項投資需求。JPMorgan Chase & Co. 集團組織如圖 2。

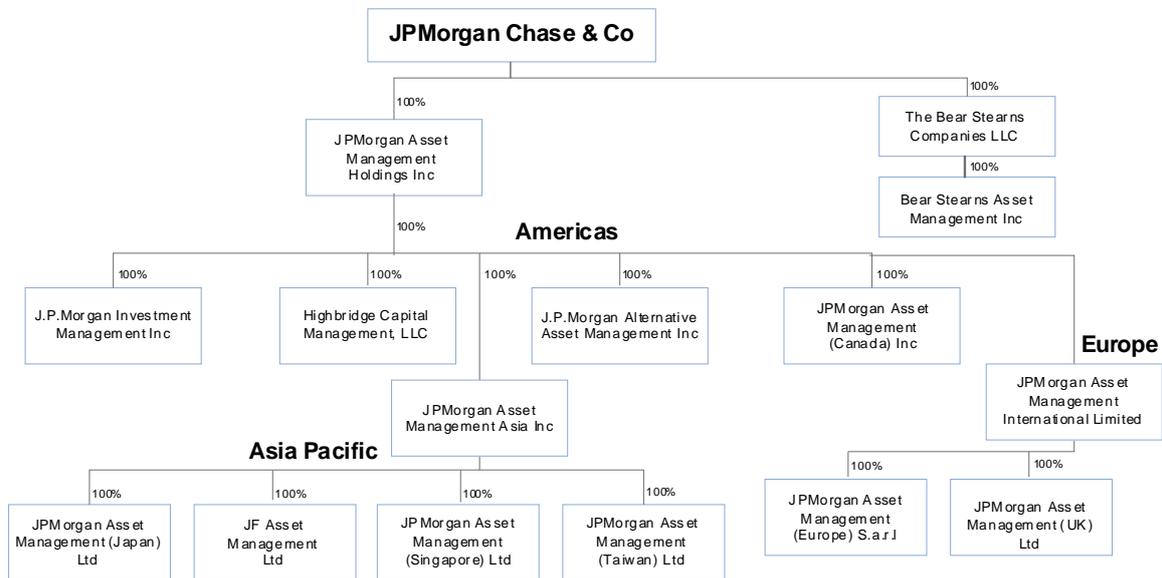


圖 2、JPMorgan Chase & Co.集團組織圖

三、加州公務員退休基金（CalPERS）

CalPERS 於 1932 年成立，主要係服務州政府機構之公務員，1939 年加州之地方政府及學校機構亦被核准加入該基金。CalPERS 之性質屬於信託基金，由管理委員會（Board of Administration）負責整體退休制度之管理與監督，經加州憲法賦予資金運用及制度管理之專屬權，以保障基金之獨立性。CalPERS 目前整體資產約 2,600 億美元，藉由自行經營與委託經營、股票與債券投資、主動型與被動型投資等多元分散操作方式配置資產，透過有效率之投資管理創造長期報酬，於可承受之風險程度獲取較高收益，CalPERS 組織架構如圖 3。

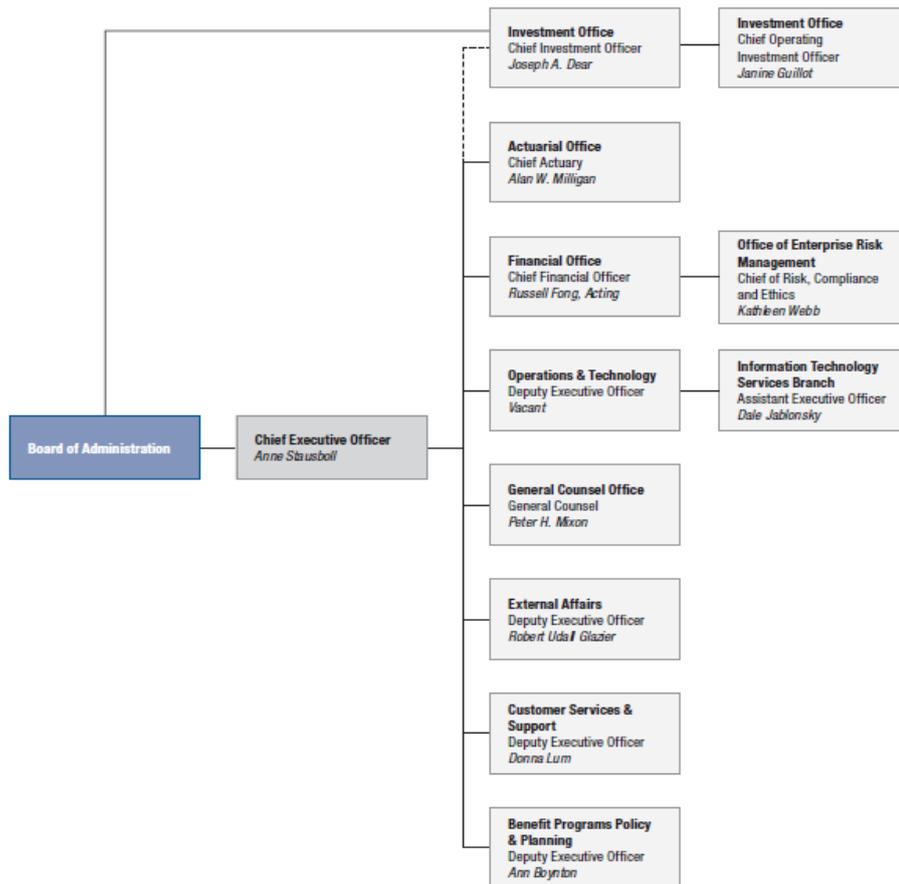


圖 3、CalPERS 組織架構圖

肆、受訓及參訪情形

一、瑞萬通博

(一) 新興市場股票之投資決策流程

1. 投資哲學與投資目標

基本投資哲學為持續且穩定的盈餘成長將帶來穩定之投資回報與優異的績效表現，惟有透過投資於價格合理及永續發展之基礎下，盈餘快速穩定成長的高品質公司，才能為客戶達成投資目標。有關投資目標則設定如下：

- (1) 在完整的景氣循環過程中，以低於市場之波動度獲取高於基準指標之報酬。
- (2) 目標報酬：在完整的景氣循環中，每年超越基準

指標至少 200 個基本點。

(3) 追求目標報酬外，在市場波動時能提供資產下檔保護。

2. 投資團隊

瑞萬通博新興市場股票團隊主要由研究分析師組成（研究團隊組織如圖 4），投資組合主管為 Rajiv Jain，共有 23 位投資專家負責管理，其中有 5 位投資組合經理/分析師、8 位研究分析師、4 位資深投資組合顧問、2 位支援研究員以及 4 位交易員，在瑞萬通博之平均投資資歷超過 9 年，分析師按照全球產業劃分權責，每位分析師負責約 30 至 50 檔個股，每檔個股均分配 2 位分析師（主要分析師及次要分析師），每 1 位分析師都會進行第一手的企業分析，包括廣泛接觸管理階層及實地進行公司拜訪，以構成整個投資組合管理流程之基礎。

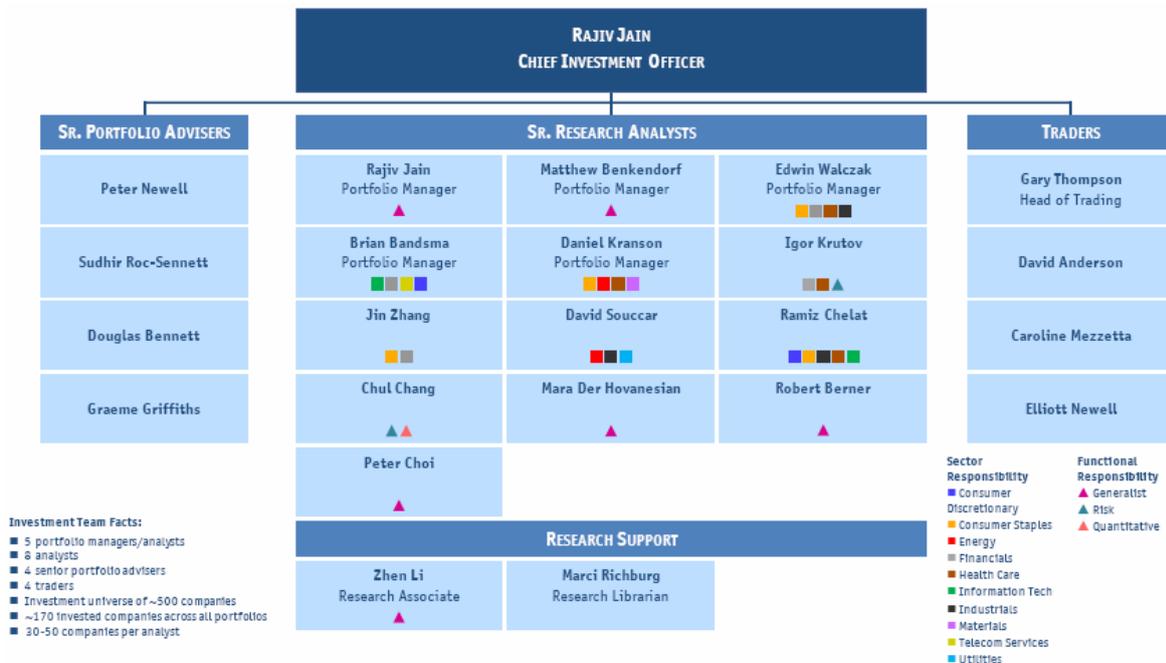


圖 4、瑞萬通博研究團隊組織圖

3. 投資決策流程

瑞萬通博為一多股票之資產管理業者，專注投資於優質成長且價格合理標的，採取五步驟的投資流程（投資流程如圖 5），說明如下：



圖 5、瑞萬通博投資流程圖

- (1) 第一步驟－量化篩選股票：係利用 FactSet 及 Bloomberg 等專業資料庫，針對 15,000 檔個股進行初步篩選，以找出符合淨利潤高於 5,000 萬美元、中低度槓桿（利息保障率）、股東權益報酬率高、資產報酬率高、能產生自由現金流量以及收益與營利率穩定等條件之公司，初步擬出約 300 家可投資標的名單。
- (2) 第二～四步驟－股票質性分析：投資流程的第二及第三步驟，分析師將針對個股進行過去產業經濟狀況和未來潛在機會之分析，新興市場股票團隊成員非常注重個股之基本產業特性及相關會

計問題，此外，針對個別產業之長期發展穩定性、企業對產業特性之掌握度以及企業營運能力之品質管理，均進行深入評估。第四步驟則專注於股價/價值評鑑，基本上，各公司目前市價應遠低於將未來收益、現金流量和或資產淨值折現還原後的合理價格，總之，此階段之目標為以合理價格買進可預見、可持續成長之標的。

(3) 第五步驟－建構投資組合：瑞萬通博以紀律方式依投資哲學進行資產配置，維持一致性的投資風格，採取由下而上的基本面選股模式，聚焦於具成長動能與獲利性之個股，以追求超越大盤之報酬，整體投資流程具有以高度信心為方針的投資組合、注重長期的績效、不侷限於基準指數、以合理的價格買進高品質公司、以 Bottom-up 方式選股、專注於個股基本面分析等特徵。投資決策由投資組合經理主管制定，並且受到「投資審核委員會」(IRC) 之監督，依據前述投資流程所建構之投資組合通常具有以下特點：

a. 現金部位：投資團隊不認為戰術性地應用現金可提高投資組合之報酬率，因此，投資組合維持高持股，現金是經過投資流程佈局後的剩餘結果，現金部位通常僅佔 3-5%。

b. 部位規模：一般而言，每檔股票之部位上限為 7%。

c. 持股數：50 至 90 檔。

d. 產業別與國家：投資團隊不會針對國家或產業刻意進行配置，投資組合國家及產業權重是因

由下而上選股後產生的結果，但會控制各國權重在大盤指數正負 20% 內，並配置至少 5 至 10 種產業，以控制投資組合風險。

e. 波動度：除非客戶之特殊要求，通常投資組合不會設定 Tracking Error 之限制。

4. 投資交易執行

- (1) 設計了一套互補制衡機制（包含法令遵循程序），交易和投資組合管理作業分開進行，投資決策由投資組合經理主管制定，下單交易由內部交易部門負責，並由法令遵循部門負責確認是否有越權情事。交易部門依循傳統的 5 步驟交易程序：交易前分析、建構交易策略、選擇交易平台、執行交易以及交易後分析，由於交易成本涉及交易流動性、交易品質及成交的機率，因此，該公司非常重視交易成本之分析，除了由投資審核委員會負責審核交易之執行，以及評估市場影響成本外，並委託獨立的第三方公司 ITG .Inc 進行交易成本分析，以評估證券商的相對執行績效和相關交易成本，藉由內含與外顯交易成本之衡量及分析，致力於持續尋找執行價格與成本都合理之最佳組合，以提高超越大盤的超額報酬。此外，為達到 24 小時交易平台之目標，瑞萬通博計畫於香港設置亞洲交易平台，以涵蓋日本、香港、澳洲及印度等亞洲市場之交易。
- (2) 投資團隊會針對投資組合設定賣出持股之規範，此為投資流程不可或缺的一部分，通常經理人會基於 a. 股價達到目標價位時；b. 企業未來基

本面惡化時；c.出現不利的購併活動時；d.基於整體投資組合之考慮；e.發現更好的投資機會等理由而出清或減持股票。

(二) 法令遵循及風險管理

1. 法令遵循

- (1) 投資組合遵循：採用 Charles River 系統進行交易前和交易後之檢查，所有交易在傳送給券商執行下單前，必須通過「交易前法令遵循監督系統」檢查是否符合投資方針和限制，若未通過，則必須接受法令遵循主管的檢查，並審核通過才可放行繼續完成交易；「交易後法令遵循監督系統」每天會自動產製交易報表，並列出當天系統發現的所有違規和警告，以便讓法令遵循部門在下一個工作日進行審核。此外，中台與後台部分行政事務之外包合作夥伴 Northern Trust 亦會透過 Passport 系統進行交易後法令遵循監督，一旦客戶之投資組合發生任何違反投資限制及方針，Passport 會發出「觸發訊息報告」通知。
- (2) 監管遵循：包含行銷和廣告、個人交易、道德規範、遵循手冊，以及洗錢防制等事項之遵循。
- (3) 營運遵循：設置投資審核委員會以及營運委員會，其中投資審核委員會由 Heinrich Schlegel(總裁暨執行長)、Joseph Mastoloni (法令遵循暨風險控管主管)、Thomas Wittwer (全球業務暨客戶服務主管)、Peter Newell (常務董事)、Dejan Srejjic (執行長) 等 5 位成員組成，負責審核投資及風險管理層面事務的監督，以確保投資作業

遵守客戶投資目標及內部的投資政策與程序。

(4) 法規遵循：遵守相關投資法規及投資契約規範。

2. 風險管理

瑞萬通博認為投資風險存在企業本身，而非來自投資組合或是相對於參考指標的持股組成差異，因此，致力於控制企業風險，將投資組合的佈局聚焦於營運具有穩健性、可預測性和持續性，且股價合理的優質企業，並且藉由適度分散資產的投資組合來控制風險。另外，該公司亦致力追求最高的內控標準，以確保員工遵守規定、法規以及客戶之投資方針。

(三) 客戶服務

瑞萬通博在紐約行銷及客戶服務團隊共有 10 人，分別為 3 名客戶服務專員、2 名負責撰寫服務建議書、2 名溝通專員以及 3 名行銷和業務助理，而為使服務更具效率，並將部分中台及後台業務功能外包予 Northern Trust，客服團隊負責提供即時及高品質之客戶服務，主要工作內容包括新帳戶啟動之前置作業－與保管銀行、過渡經理人、Northern Trust 及客戶間各運作項目設置，以及定期於 10 個工作天內提供客戶月度和季度標準報告、出具客戶聲明書，並利用 Factset 系統進行投資組合明細（產業，國家，市值）、投資組合特性、績效歸因等資料分析外，至於 Northern Trust 負責之業務則包括會計報表、投資組合持股明細表、交易報告之編製、交易資料及 SWIFT 之傳輸，以及績效報告等，瑞萬通博針對委託予 Northern Trust 之外包業務均定期進行稽核。

(四) 總體經濟分析

1. 今年以來美國陸續公布的房市及就業數據顯示美國經濟持續復甦，引發市場臆測美國可能於今年下半年結束貨幣寬鬆政策，全球金融市場自第2季開始波動劇烈，然而9月份美國聯準會未如市場預期地宣佈量化寬鬆政策退場，市場緊張投資情緒獲得緩解，全球股市紛紛上漲；展望未來，市場普遍預期明年全球經濟成長速度將優於今年，然而明年初美國財政問題又將浮上檯面，美國政府可能再次關門或陷入另一次債務上限僵局，而目前沒有明顯的跡象顯示歐洲經濟將持續復甦，財政赤字、財政撙節以及高失業率等仍是歐洲經濟成長須面對的難題，歐洲系統性風險仍有捲土重來的可能性，再加上日本央行實施寬鬆貨幣政策以刺激經濟成長，但日本是否能真正完成結構性改革仍有疑慮，以及美國結束寬鬆貨幣政策可能導致新興市場失去成長動力，以上都是未來可能引發股市波動的潛在風險。
2. 投資人對於美國聯準會是否提早縮減量化寬鬆規模及未來利率正常化的恐慌，導致2008年至2009年期間撤出美國及歐洲，流進新興市場的資金開始回流，新興市場貨幣因而大幅貶值，亦衝擊新興市場結構完整性，今年以來新興市場之表現亦較已開發市場為差，但瑞萬通博認為今年第3季全球市場呈現重新平衡的現象，對新興市場而言是正面而且有利的修正；瑞萬通博採取由下而上的選股策略，總體經濟變化為投資團隊操作時之參考而已，對企業基本面和未來發展前景係以中長期角度來看待，企業之營運佈局著眼

於長期，並不會因外在環境短暫變動而大幅調整，新興市場具備有利的人口結構和經濟趨勢，新興市場國家內需消費的成長及中產階級的財富增長，食衣住行育樂等基本需求的未來成長可期，該公司認為新興國家強勁的成長動力，將持續提供潛在的投資機會，特別是必要消費產業和零售銀行業，而且各個新興國家的經濟狀況不同，挑選優質企業比國家配置更為重要。面對新興市場短期動盪，該公司對於投資組合仍深具信心，認為市場短期非理性賣壓反而創造了更多的投資機會，就股票評價而言，新興市場相對其他市場更具吸引力。

二、摩根資產

(一) 新興市場股票之投資決策流程

1. 投資哲學與投資目標

(1) J.P. Morgan Asset Management 新興市場股票團隊投資經驗近 40 年，全球投資組合經理人負責不同之全球新興市場 (GEM) 的投資組合，其中亦包含全球新興市場多元投資 (GEM Diversified) 策略。投資團隊相信新興市場資訊不透明且投資者較不理性，結合價值及成長動能的操作策略能長期超越大盤，不理性的現象在各個市場都持續發生著，基本面分析將有助於加強投資流程。

(2) 全球新興市場多元投資策略以投資風格導向，透過計量流程以價值面及動能因子，評級股票、產業及國家，目的在於透過紀律化的篩選，將股

票、產業及國家，以價值面及動能趨勢等因素進行評級，藉多元分散及紀律的風險管理將預期之外的風險降至最低，透過低相關性的研究方法累積穩定之超額報酬。

2. 投資團隊

J.P. Morgan Asset Management 新興市場股票團隊由投資長 Richard Titherington 帶領，包括 7 位新興市場投資組合經理人和 14 位分析師，該團隊還擁有 37 位分散於世界各地區之專業投資經理人提供支援。投資組合經理人負責各種不同全球新興市場的投資組合，其中亦包含全球新興市場多元投資策略，此投資策略由 George Iwanicki 和 Anuj Arora 兩位投資組合經理人共同管理。由下而上的股票分析工作由這兩位投資組合經理人和分析師合作完成，由上而下的分析和研究是由 George Iwanicki 負責，並由全球集團和區域主管每月進行評估。

3. 投資決策流程

透過在國家、產業和股票層次找尋便宜的資產，團隊藉由結合 alpha 相關性低的來源進而獲得風險調整後極大化報酬。投資流程如圖 6 所示之三步驟：

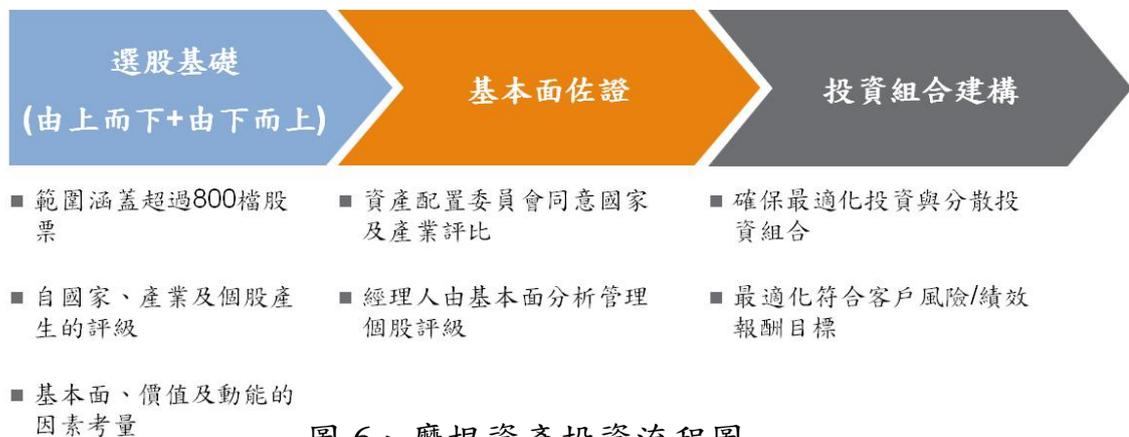


圖 6、摩根資產投資流程圖

(1) 選股基礎

主要選股基礎的來源係針對國家、產業、股票價值與股票動能進行篩選評級，流程同時採用由上而下和由下而上之方式，由上而下的評級由資產分配審查委員會進行檢視，該委員會主席由 George Iwanicki 擔任，其中尚包括多位資深投資組合經理。長期來看，新興市場股票之回報一半來自於國家及產業的影響，另一半則為個別股票的影響。透過由上而下及由下而上的兩種方式，產生國家及產業的評級，同時兼顧價值面與動能趨勢的考量。各別篩選出來的排序結果，會整合成一個綜合排名，此為構建投資組合的關鍵元素（如圖 7）。



圖 7、摩根資產股票篩選因子

圖 7 之 4 個篩選項目彼此間，利用不同關聯度低的價值面和動能因子來產生評級，因此可以將多種關聯度低的 alpha 來源加入投資組合中，藉由持有相關程度低的股票或資產，以進一步分散風險。

透過由下而上之價值面（如本益比、市價現金

流量比等)及動能面(如股價趨勢、盈餘調整等)兩大因子,利用篩選機制辨別出具吸引力投資標的,例如股票價值位於低點或盈餘預期佳,且其擁有長期績效超越參考指標的潛力。依據今年9月底數據來看,以價值及動能為座標軸將市場區分四象限(如圖8),投資組合偏好佈局總經數據改善且投資人信心恢復帶動而有領先表現之中國市場;相對減碼股價偏貴且逐漸失去動能之墨西哥市場。

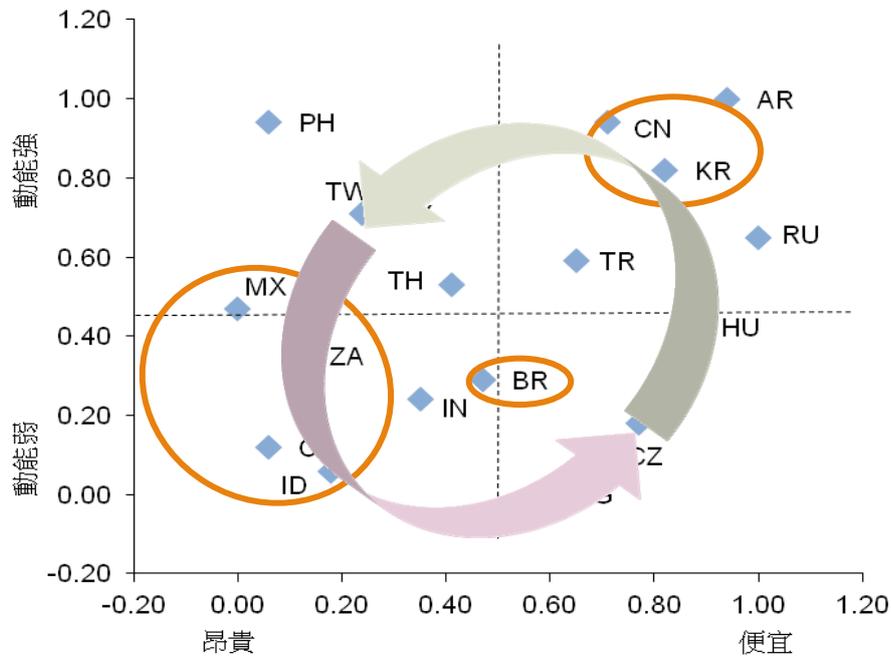


圖 8、摩根資產價值面與動能面篩選

(2) 基本面佐證

計量模型能夠察覺短期價值面和動能之異常,而基本面分析可獲得長期發展趨勢和結構變化,以補強模組不足之處。基本面分析目的在於瞭解模組或評級尚未掌握的重要結構性變化,而非在於

完全掩蓋模組分析所得之短期技術策略結果。此外，深層基本面分析的買賣決策，特別在確保足夠多樣化或無形資產如公司治理風險等考量，對於風險管理亦相當重要。

(3) 投資組合建構

投資組合建構係由投資組合經理人所負責之有紀律且透明的流程。投資組合經理人透過篩選評級機制，於基礎選股階段掌握並保存 alpha 以增加價值貢獻，並確保多元化投資組合的持股關聯性低，摩根資產投資組合建構標準如圖 9。



圖 9、摩根資產投資組合建構標準圖

4. 投資交易執行

於新興市場執行買賣交易時，致力追求「最低的成本」和「最好的價格」，降低交易成本方面採取以下方式：

- (1) 預先篩選最具流動性的股票。
- (2) 使用產業標準軟體剔除交易成本最高的股票。
- (3) 盡可能從經紀商獲得最低的執行成本。

為確保交易之最佳執行，透過設於香港（亞洲股票）、倫敦（歐洲中東和全球存託憑證）及紐約（拉丁美洲和美國存託憑證）等區域交易平台執行，並利用 ITG 的系統比較不同市場證券經紀商之不同執行表現，且使用電子化之投資組合監測系統與下單系統。

（二）法令遵循及風險管理

1. 法令遵循

法令遵循部門主要職責包括：

- (1) 確認及解釋相關法令規定，並依法規明訂督察政策及流程。
- (2) 與相關主管機構定期聯繫、負責投資管理法定事業體及人事與主管機構登記的事項。
- (3) 有關法令及督察等相關教育訓練。
- (4) 新產品及新活動之督察檢閱。
- (5) 審閱合約，包括客戶、交易及聲明文件。

整體來說，督察流程分為兩大分類：週期性查核及議題性查核。週期性查核包含一系列定期測試（月/季/年），目的是查閱所有可預期性之風險是否符合法規或是查核控制項目的要求；議題性查核主要是針對特定性的議題，若認為有需更深入了解時即會執行。

2. 風險管理

- (1) 相對風險

相對於參考指標之風險問題，透過對股票、產業與國家方面可投資比重之限制來管理，摩根資產與Apollo Advisors 專業顧問合作，發展一套獨家專用之風險模組「Prism」，利用此風險模組將價值與動能兩因子之部位極大化，同時極小化不樂見的風險因子，此模組亦得以確保國家、產業與個股之部位，均能與公司之投資觀點及投資信念維持一致。

(2) 絕對風險

除相對於參考指標之相對風險，亦面對「實際的」或「絕對的」風險，絕對風險對資金是否流失的可能性具影響，其包含盈餘/營運風險，以及財務/資產負債表風險，藉由以下兩種方法將絕對風險降至最低：

- a. 透過分析師與各區域投資組合經理人豐富之經驗，對於投資部位基本面有深入的洞察力，故能於發生股票或總體經濟風險時，藉由優異的分析能力迅速反應。
- b. 利用各種系統化的篩選機制，將超越平均獲利水準及具有財務風險之企業特別加以註記留意，並進行進一步的討論。

(三) 客戶服務

客戶服務團隊主要負責客戶報告及客戶帳務管理等兩項客戶服務

1. 客戶報告

客戶報告團隊以提供客戶最佳之報告為服務核心，分享市場全面而周詳之報告內容，並依據客戶個別需求進行客製化服務。目前已建立獨有之報告平台系統，

並在效率、專業且及時制度中，提供每季之績效評估報告。

2. 客戶帳務管理

客戶帳戶管理主要負責客戶帳戶之建立及維護，並為客戶每日之主要聯絡窗口，負責職務包含議約、與保管銀行及其他相關單位溝通、投資帳戶資金流入、確定和統籌進行中之服務需求。

(四) 總體經濟分析

1. 各國央行資金寬鬆政策持續情況下，許多影響近年資本市場走勢之因素已有所改善，市場波動性相對緩和，今年以來全球股市震盪走升。美國政府預算協商僵局達成協議，重啟關閉的政府部門，舉債上限獲得調高，使得美國財政疑慮暫時解除，同時，美國聯準會亦推遲量化寬鬆政策退場的時間點，預測可能會於今年 12 月或明年第 1 季開始縮減購債規模，但會以緩慢速度進行退場，縮減量化寬鬆應與過去幾次循環中第一次出現升息一樣，將被視為經濟穩定成長之確認訊號。
2. 歐元區第 2 季已正式擺脫長達 18 月之衰退走勢，近期調查顯示經濟可望持續擴張，惟歐洲目前仍面臨通縮風險，歐元相對於美元仍然強勢，歐洲央行將繼續維持寬鬆政策。新興市場第 3 季受美國聯準會釋出將縮減 QE 消息影響，國際資金移動頻繁，資金驟然撤離新興市場，新興經濟體金融市場波動增加，惟目前資金漸從已開發市場再回流。
3. 目前新興市場的價值提供相當具吸引力之投資機會，新興市場企業盈餘已出現開始改善之跡象，雖

企業盈餘尚未出現持續性的向上轉折，但全球總體經濟改善與新興市場企業資本紀律已強化的背景下，新興市場再度面臨經濟危機的機率很低，目前新興市場的價值面，無論從相對於其歷史價值變動的區間，或相對於成熟市場，都是相當具有吸引力。

三、加州公務員退休基金（CalPERS）

（一）組織架構

1. CalPERS 最高主管單位為「管理委員會（Board of Administration）」，負責整體退休制度之管理與監督，該委員會由 13 人組成，其成員如下：
 - (1) 推選委員 6 人：由州政府職員、縣市政府職員、學校職員（不包括教師）與退休人員各推選出 1 名代表，再由全體 CalPERS 成員選出另外 2 名代表。
 - (2) 依法令規定指派 4 人：加州政府財務長、主計長、人事長及加州人事委員會成員推派 1 人。
 - (3) 指定人員 3 人：議長指定 1 人、州長自縣市政府議員及保險機構各指定 1 人。
2. 加州憲法明文規定，加州退休金管理委員會擁有絕對最高權利，對基金投資管理具唯一且獨有之權利，CalPERS 受加州憲法賦予資金運用及制度管理之專屬權，以保障基金之獨立性，其性質為獨立的信託單位而非政府機關，惟人事任命仍須由州政府人事委員會通過，CalPERS 非投資部門員工的薪資由州政府支付，而投資部門員工的薪資則係由投資

資產所得來支付，州政府僅為名義上的支付者。

(二) 退休金制度

1. 現行制度

目前 CalPERS 退休金制度為確定給付制，未來朝確定提撥制的可能性低，以美國為例，雖私部門退休基金均為確定提撥制，然各州公部門退休基金大部分為確定給付制，較少採行確定提撥制。

2. 退休金提撥率

退休金提撥率每年精算 1 次，政府對提撥率精算結果僅能接受而無協商餘地，完全依照 CalPERS 精算結果執行提撥作業，除政府須提撥退休金外，員工亦須依法提撥部分退休金，以州政府為例，員工提撥率目前為（固定）8%。由於每年定期進行精算並調整提撥率，因此，CalPERS 財務收支及運用尚無大問題。

3. 退休金給付

退休金給付方式取決於退休公式，不同退休族群適用不同退休公式，以州政府及縣市政府為例說明如下：

(1) 州政府員工：退休金給付條件由州政府與各工會協商而得，按身份別採不同計算方式：

a. 警察治安人員年滿 50 歲退休，退休金計算方式為【最後在職當年的薪資 * 3% * 年資】。

b. 非治安人員年滿 50 歲、55 歲或 63 歲退休，其退休金計算方式按最後在職當年薪資分別乘以 1.1%、2% 或 2.5% 再乘以年資而得，設計原則為早退少拿、晚退多拿。

(2) 縣市政府員工：退休金給付方式，於退休公式立法公佈後，由各縣市政府依其財務能力自行決定擇一執行。

(3) 學校職員：退休金給付方式與州政府員工相同。

4. 改革方向

(1) 確定給付制對政府之財務負擔相對較重，但員工擁有較大保障，且加州以民主黨為主，該政黨受多數工會之支持，由於工會反對確定提撥制度，推測未來朝向確定提撥制改革的可能性不高。

(2) 州政府於 2012 年 11 月通過加州退休金改革法案，自 2013 年 1 月 1 日起，在信賴保護原則下，現職人員仍採行原有退休金制度，而所有新進人員除警察治安人員外，州政府員工、縣市政府員工及學校職員的退休給付公式全部一致，改為年滿 62 歲退休，其退休金計算方式按最後在職當年薪資乘以 2.0% 再乘以年資而得，改革精神以延長退休年齡為主，依然沒有朝向確定提撥制的方向改革。

(3) 除上述改革法案外，2014 年將調整精算方式，未來提撥率可能提高，提撥率有下限但無上限。

(三) 退休金管理

1. 投資信念

CalPERS 在退休金之投資管理上，面對相當大的市場不確定性，投資信念提供投資判斷與決策執行之遵循架構，CalPERS 投資信念為：

(1) 負債將影響資產結構。

- (2) 長期投資是基本責任且具優勢。
- (3) 投資決策應考慮利益相關者之想法且符合信託職責。
- (4) 有效管理組織財力、物力與人力才能創造長期價值。
- (5) 闡明投資目標及績效指標，對執行結果明確劃分責任。
- (6) 投資風險與報酬的主要決定因素為戰略性資產配置。
- (7) 對獲取報酬具足夠信心才會承擔風險進行投資。
- (8) 投資時考量成本效益。
- (9) 退休基金面臨多樣性風險，不易藉由波動度或追蹤誤差等衡量方式完全掌控。

2. 資產配置

- (1) 調整週期：CalPERS 最高決策單位為管理委員會 (Board of Administration)，任何重大投資決策皆須經由委員會同意，CalPERS 每 3 年進行 1 次整體資產配置之調整，投資部門研擬整體資產配置計畫並交由委員會決定未來 3 年之資產配置。
- (2) 績效目標：各資產皆有各自的 Benchmark (通常是傳統 MSCI 指數或客製化債券指數)，資產配置及 Benchmark 一旦決定後，任何調整都必須經過委員會同意。
- (3) CalPERS 目前整體資產約 2,600 億美元，其中約 40% 資產為內部自行經營，投資交易前檯及後檯合計總人數約 400 人，主要投資資產包括以下 4

大區塊，以及部分絕對報酬資產（例如：避險基金），主要投資資產及管理方式如下表所示：

投資資產		管理方式
固定收益		自行經營
股票	被動式投資	自行經營
	主動式投資	委託經營
另類投資		委託經營
不動產投資		委託經營

3. 委託經營

(1) 遴選機制：CalPERS 一般資產之委託經營大多透過公開招標（RFP）方式評選外部經理人，至於少數性質特殊的資產，基於投資效率及投資時點之考量，可能改以其他非公開招標方式來進行投資。目前 CalPERS 並未委託外部顧問公司來進行外部經理人之評選，係由內部投資部門討論評選之重要條件後，再透過申請資料及業者訪談過程之審核，依公開招標流程自行遴選數個外部經理人，並依據各經理人之投資策略而於適合時點撥款。由於委外經理費在 CalPERS 整體行政費用中所占比率較高，因此，CalPERS 正逐步降低委託投資之比重。

(2) 績效評估：CalPERS 於委託資產撥款 1 年至 2 年後，開始進行外部經理人之績效檢視，對於績效不佳之外部經理人將給予改善期限，並檢視分析經理人是否仍具備繼續擔任委託投資之能

力，經由 CalPERS 內部研判，若經理人之操作績效持續無法改善或經理人之投資策略已不適用，則將要求經理人選擇較佳之時點處理委託資產。

(3) 整體而言，CalPERS 將外部經理人視為投資夥伴，委託經營期間透過外部經理人進行知識移轉，並由外部經理人提供教育訓練課程協助內部投資部門同仁成長，雙方藉由長期合作關係增進成長。

4. 風險管理

以往風險管理是 CalPERS 較為薄弱之部門，然而經歷 2008 年全球金融海嘯影響後，CalPERS 已逐漸加強風險管理部門之配置人力及功能，增加及擴大風險衡量方式如交易對手風險、集中風險、槓桿率及流動性，藉以補足現行採波動度之衡量方式，並提供更完整之風險評估。目前 CalPERS 並未使用風險預算 (Risk Budgeting) 來管理資產風險，而是採以風險管理與資產管理相配合，利用績效來管控風險。

伍、受訓心得

茲就本次訪察期間所提供之相關資料彙整後，提出下列心得與建議，說明如次：

一、受託機構訪察

(一) 今年以來中國市場表現不如預期，且受到美國聯準會購債規模縮減疑慮牽動而走升之利率環境，是新興市場股票與貨幣所遭遇的主要逆風。這些逆風使得新興股市的評價在過去一年有明顯回落，以過往歷史經驗

來看，已來到長期極具吸引力的水準。在新興市場中，中國採購經理人指標數據連續幾個月的上升，使成長情況看起來已較穩定。印度央行高層管理者的變動及預期經常帳數據將獲改善，使得印度盧比與股市大幅上升。在新興國家以外的市場，逐漸穩定的歐洲、美國聯準會量化寬鬆延緩退市及債務上限順延皆支撐著風險性資產，一般市場普遍認為股市未來表現仍優於債市。

- (二) 瑞萬通博新興市場的投資哲學為相信長期、穩健、優異的獲利成長能推升長期投資報酬率，並獲得經過風險調整後的卓越績效，其採用由下而上的選股模式，持續投資於盈餘成長快速且穩定的高品質公司，而且在任何市場環境下皆能維持以一致的投資流程來建構投資組合，此外，該公司認為新興市場指數中有許多景氣循環型的大型資本股，其股票漲跌易受已開發經濟體的強弱之影響，而非實際受惠於國內市場之財富增長，該公司偏好佈局與全球景氣循環連動性低之穩健管理企業，根據以往的績效紀錄，瑞萬通博的投資哲學及選股模式不僅可參與多頭市場的漲勢，同時也能在股市下跌時提供下檔保護。以本會自行經營之國內外股票投資，在選股的過程，除了著重個股長期的營收及獲利表現外，應可適時挑選與全球景氣循環連動性較低之標的，並且堅持既有的投資哲學，以因應市場短期波動，提供資產下檔保護。
- (三) 摩根資產投資決策流程，除運用由下而上的方法，尋找低估且具上漲動能的資產外，藉由基本面分析佐證，評估長期發展趨勢與結構變化，在市場高度波動

時期，摩根資產證明這樣的股票篩選方式，可較一般選股策略產生更一致性之結果，值得本會投資選股參考。此外，摩根資產之風險管理方式，除考量相對於指定指標的風險，也納入絕對風險因素。全球新興市場多元投資策略中，總主動部位預計為 50% 至 70%，其中超額報酬設定為 2% 至 3%，主動的產業與國家比重有最大 5% 的偏離限制，同時沒有任何一個國家主動的產業部位會投資超過 3%，以確保投資組合的 Beta 值會維持在接近 1 的水準，使投資各市場比重不會有過大的偏離，摩根資產風險管理的專業及執行能力值得作為未來本會提升相關風控、內稽措施之參考。摩根資產目前大部分的投資策略並未使用停損停利機制，經理人認為價格下跌並不一定是必須出售股票的原因，通常可能反而是一個很好的買進機會，持續的分析和監控是成功的關鍵，而非僅是遵守機械性的交易紀律，透過在國家、產業、股票價值與股票動能四項因子進行篩選評級，同時兼顧由下而上與由上而下的檢視，摩根資產投資組合建構之流程，亦可作為本會自行經營投資組合建構之參考。

二、加州公務員退休基金（CalPERS）

- （一） CalPERS 為美國管理規模較大之退休基金，基金參與者包括加州之州政府機構、地方政府機構及學校職員，CalPERS 為加州在職與退休公務人員管理退休金計畫，退休金計畫除少部分採確定提撥制外，多數仍採確定給付制，由於確定給付制施行對政府財政負擔較沉重，州政府於 2012 年 11 月通過加州退休金改革法案，以州政府非治安人員為例，適用原退休金制度

之現職人員，其退休年齡年滿 55 歲，退休金計算方式為【最後在職當年的薪資 * 2% * 年資】；而適用新退休金制度之新進人員，退休金計算方式不變，但退休年齡條件提高至年滿 62 歲。相對而言，我國公務人員退撫制度，已於 100 年 1 月 1 日完成第一階段修法，公務人員月退休金起支年齡從 50 歲延後至 60 歲，惟存在 10 年過渡期間，故實際平均退休年齡約為 55 歲，目前考試院銓敘部積極研議後，已針對現職、已退及新進人員分別提出各項退休金改革方案，具體措施包括：新進人員實施全新的退休制度（兼採確定提撥制）及現職人員延後月退休金起支年齡至 65 歲（即 90 制）等。CalPERS 與我國之退休金改革，均以延後退休金支領年齡為改革精神。

- (二) CalPERS 受加州憲法賦予資金運用及制度管理之專屬權，屬於獨立的信託單位而非政府機關，此基金管理制度設計可供我國退休基金參考。CalPERS 彈性的薪給制度，在投資運用或用人制度上皆擁有完全自主權，相較於本基金組織性質為政府機關，人員進用受組織條例及預算員額等限制，相對較缺乏彈性；就資產配置而言，CalPERS 將傳統固定收益及被動式股票投資外之資產委託予外部經理人，並且藉由委託經營期間，透過外部經理人進行知識移轉，協助內部投資部門同仁成長，本會於辦理委託經營業務時，若能從中汲取外部經理人之投資經驗及相關知識，應有助於提升本會自行經營之操作能力。
- (三) 面對人口結構高齡化及少子化等全球共同問題，以及外在金融環境險峻，為達成基金長期收支平衡以及永

續經營之目標，除了積極進行退休制度之改革外，若能參照 CalPERS 作法適時調整提撥率，對於本基金之財務結構將有所助益；在基金規模日益成長趨勢下，本會受限於行政機關之組織型態，人員無法隨之持續增加，另囿於公務體系之規範以及薪酬限制，研究資源有限且專業人員進用不易，無法提供優秀人才之績效誘因，因此，研議成立專責投資機構，廣納外部專業經理人才，統籌規劃研究以解決目前基金管理運用所面臨之問題，實仍有其必要性。

陸、附錄



2013年9月17日公務人員退休撫卹基金管理委員會蔡副主任委員豐清（圖左）參訪瑞萬通博資產管理，與總裁暨執行長 Heinrich Schlegel 合影留念。



2013年9月17日公務人員退休撫卹基金管理委員會蔡副主任委員豐清（右三）參訪瑞萬通博資產管理，與總裁暨執行長 Heinrich Schlegel（右二）及其同仁合影留念。



2013年9月18日公務人員退休撫卹基金管理委員會蔡副主任委員豐清（圖左）參訪摩根資產管理有限公司，與董事總經理George Iwanicki合影留念。



2013年9月18日公務人員退休撫卹基金管理委員會蔡副主任委員豐清（右三）參訪摩根資產管理有限公司，與董事總經理George Iwanicki（右四）及其同仁合影留念。



2013年9月20日公務人員退休撫卹基金管理委員會蔡副主任委員豐清(圖右)參訪加州公務員退休基金，與投資經理人 Jean Hsu 合影留念。



2013年9月20日公務人員退休撫卹基金管理委員會蔡副主任委員豐清(左二)參訪加州公務員退休基金，與投資經理人 Jean Hsu (左一)及資深精算師 Kung-Pei Hwang (右一)合影留念。

柒、相關參考資料

1. Vontobel Emerging Markets Equity
2. Vontobel Marketing & Client Service Overview
3. Vontobel What Is A Sensible Price
4. Vontobel Market Microstructure
5. Vontobel Compliance Overview
6. J.P. Morgan Emerging Markets Equity
7. J.P. Morgan GEM Diversified Strategy
8. J.P. Morgan Market Outlook and Portfolio Positioning
9. J.P. Morgan Seeking the Best Momentum Proxy
10. J.P. Morgan Infrastructure Investments Fund
11. CalPERS Comprehensive Annual Financial Report
12. CalPERS 網站 <http://www.calpers.ca.gov>