

出國報告(出國類別：訪問)

## 日本退休基金運作之參訪報告

服務機關：公務人員退休撫卹基金監理委員會

姓名職稱：劉執行秘書籐、蔡組長長銘

黃組員詩淳、張稽察員容華

派赴國家：日本

出國期間：102年8月23日至8月28日

報告日期：102年11月25日

## 摘要

日本正面臨人口結構嚴重老化，愈來愈多退休基金產生負現金流(給付支出大於繳費收入)狀況，面對日益增加之給付壓力，如何產生穩定之現金流來因應給付之需，已是日本退休基金當前亟待解決問題。

退休基金資產配置實為影響整體投資組合報酬率之主要關鍵因素，故如何順應國際金融局勢，動態調整資產配置已成為全球投資策略主要趨勢。觀察日本退休基金，長期以來資產配置以固定收益型投資為主，尤其是配置日本公債比例甚高，然面對低利率金融環境，日本公債已成為全球最低殖利率之主權債，致日本退休基金已難從風險較低之固定收益型投資來達成其預期目標報酬，則勢必轉向風險性較高資產。是以，如何兼顧給付壓力創造穩定現金流，並在可控風險程度下有效配置各類投資項目，已是當前退休基金最重要課題。

安倍經濟學為近來金融市場熱門焦點議題，究竟日本當地投資人如何看待安倍三支箭政策？及日本市場有何轉變？均值得我們關注。

本次日本訪問行程，我們透過拜訪四家退休基金，學習到關於投資哲學、資產配置、風險控管、委外經理人選擇、另類投資等寶貴經驗；藉由拜訪兩家日本資產管理業者，了解到日本投資人對安倍經濟學之看法，及日本市場投資環境之改變；另外，亦經由與日本保管銀行交流，獲知許多日本退休基金重要發展事件。整趟訪問行程豐富而充實，開拓了我們更為廣泛之投資視野，許多寶貴經驗均能成為日後我們執行監管業務之重要參考。

目次	頁碼
壹、緣起	
一、動機及目的	P.3
二、訪問行程	P.4
三、感謝安排者與拜會者	P.7
貳、參訪機構介紹	
一、日本年金積立金管理運用獨立行政法人(GPIF)	P.8
二、企業年金連合會(PFA)	P.10
三、DIC 企業年金基金(DIC Pension Fund)	P.11
四、三菱商事企業年金基金(Mitsubishi Co. Pension Fund)	P.12
五、摩根大通銀行—投資者服務(JP Morgan Chase Bank—Investor Service)	P.13
六、摩根資產管理(JP Morgan Asset Management)	P.14
七、野村資產管理公司(Nomura Asset Management)	P.15
參、參訪內容概述	
一、日本三層年金架構簡介	P.16
二、日本年金積立金管理運用獨立行政法人(GPIF)	P.19
三、企業年金連合會(PFA)	P.35
四、DIC 企業年金基金(DIC Pension Fund)	P.48
五、三菱商事企業年金基金(Mitsubishi Co. Pension Fund)	P.56
六、摩根大通銀行—投資者服務(JP Morgan Chase Bank—Investor Service)	P.59
七、摩根資產管理(JP Morgan Asset Management)	P.62
八、野村資產管理公司(Nomura Asset Management)	P.69
肆、參訪心得與建議	
一、心得	P.73
二、建議	P.77
伍、結語	P.80
陸、附錄	
一、參考資料來源	P.81
二、照片	P.84

# 壹、緣起

## 一、動機及目的

隨著人口結構的老化與少子化的趨勢，金融市場利率持續走低、金融風暴的突襲，許多社會保險與退休基金，可能在未來會面臨前所未有的財務危機，如何健全政府退休基金財務收支，確保基金長期、穩定的獲利，以支應退休給付之需求，成為當前政府施政所面臨的重要課題。而退休基金的建構，不僅與資本的形成關係密切，其資產運用方式及成效的良窳，更對基金的參加者及整體社會經濟、經濟市場的脈動，有著息息相關的影響。

在退休基金的運作中，資產配置為影響整體投資組合報酬率之關鍵因素，是以如何順應國際局勢、金融動態調整資產配置，為全球投資策略之主要趨勢。另近來，全權委託業者爆發弊案之新聞層出不窮，有效監督委外代操業者，實為委託人之重要課題，亦為當前社會關注之焦點。

由於日本人口老化問題嚴重，有效地運用退休基金從事各項投資，產生最高收益，乃是日本官方及民間都很重視的問題。而日本首相安倍晉三於去年提出的「安倍經濟學」，成為近期金融市場的熱門焦點議題，其對日本當地機構投資人策略有何影響，並對全球經濟帶來何種衝擊，值得關注。基於日本與我國國情相近，歷史背景相仿，希冀藉由這次的參訪之行，透過與各退休基金機構及資產管理公司彼此討論、意見交換，進而吸取各機構於退休基金管理運用之寶貴經驗，供未來基金監理業務等之參考。

## 二、訪問行程

本次訪問期間為 102 年 8 月 23 日至 28 日，由本會劉執行秘書籐率稽察組蔡組長長銘、張稽察員容華及業務組黃組員詩淳等四人前往日本東京訪問，共計拜訪七個機構；謹將本次訪問行程簡要彙整如表一。

表一 本次日本訪問行程彙整表

日期	拜會機構	討論議題	會面人員
8/23 (五)	摩根大通銀行—投資者服務	<ul style="list-style-type: none"> <li>● JP Morgan 組織介紹</li> <li>● 業務型態、日常運作</li> <li>● 保管監理制度</li> <li>● 日本退休基金發展</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Fumihiko Yonezawa Managing Director Head of Investor Services Japan</li> <li>◆ Koichi Matsumoto Executive Director Head of Japan Clients Investor Services</li> <li>◆ Kenji Okamoto Executive Director Japan Clients Investor Services</li> </ul>
8/26 (一)	PFA(企業年金聯合會)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 投資政策</li> <li>● 資產配置</li> <li>● 風險控管</li> <li>● 委外經理人監管</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Daisuke Hamaguchi Chief Investment Officer</li> <li>◆ Katsuhisa Sakamaki The Master Trust Bank of Japan, Ltd.</li> </ul>
	DIC 企業年金基金	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 營運組織、年金制度</li> <li>● 退休基金管理</li> <li>● 資產配置</li> <li>● 投資策略</li> <li>● 報酬暨風險控管</li> <li>● 未來趨勢</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Hideo Kondo Asset Management Director</li> </ul>

日期	拜會機構	討論議題	會面人員
8/26 (一)	野村資產管理公司	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 日本金融市場</li> <li>● 安倍經濟學</li> <li>● 日本股市投資環境</li> <li>● 淺談債市</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Yasuaki Ogiwara President &amp; Managing Director</li> <li>◆ Kunio Watanabe Senior Corporate Managing Director Head of Overseas Clients Div.</li> <li>◆ Furusawa Tomohiro Senior Economist Economic Research Dept.</li> <li>◆ Hirokazu Tanaka Senior Manager- Product Specialist International Business Dept.</li> <li>◆ Hajime Fusa Senior Manager International Business Dept.</li> <li>◆ Hidetatsu Oh Manager International Business Dept.</li> </ul>
8/27 (二)	三菱商事企業年金基金	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 資產配置</li> <li>● 投資策略</li> <li>● 另類投資</li> <li>● 風險控管</li> <li>● 委外經理人監管</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Yuji Horikoshi Chief Investment Officer Portfolio Manager</li> <li>◆ Tatsuhiro Terada Head of Financial Markets Finance Department</li> <li>◆ Hitomi Kano</li> <li>◆ Shigehiro Kawakami</li> </ul>

日期	拜會機構	討論議題	會面人員
8/27 (二)	摩根資產管理公司	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 安倍經濟學</li> <li>● 投資哲學</li> <li>● 日本退休金市場調查報告</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Kentaro Sasaki Managing Director Head of Research</li> <li>◆ Ritsuko Sakami Executive Director</li> <li>◆ Hidenori Suzuki Executive Director Head of Strategy Group</li> <li>◆ Norio Suzuki Executive Director Executive Officer</li> </ul>
8/28 (三)	GPIF(日本年金積立金管理運用獨立行政法人)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 投資政策</li> <li>● 資產配置</li> <li>● 負現金流問題</li> <li>● 改革方案</li> <li>● 治理結構</li> <li>● 委外經理人選任</li> <li>● 風險管理</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Tokihiko Shimizu Director-General Research Department Investment Policy Actuary</li> <li>◆ Katsuyuki Hashimoto Manager Research Department</li> <li>◆ Kazuhiro Shimada Research Department</li> <li>◆ Hideyuki Takahashi Research Department</li> <li>◆ Toru Kubota Towers Watson</li> </ul>

### 三、感謝安排者與拜會者

本次日本訪問行程主要是透過摩根大通銀行—投資者服務(台灣)，幫忙安排相關行程與接洽事宜，由衷感謝其悉心替我們安排 PFA(企業年金連合會)、三菱商事企業年金基金、DIC 企業年金基金、摩根大通銀行—日本投資者服務、野村資產管理公司、摩根資產管理公司(日本)之拜會機會，也誠摯感謝摩根大通銀行—投資者服務(日本)、摩根資產管理公司(日本、台灣)之協助安排及陪同拜會；整個訪問行程著實非常豐富而精采，每個安排環節都能感受安排者之用心，再次敬表感激之意。

另外，同樣非常感謝香港韜睿惠悅顧問公司(Towers Watson)多方設法幫我們安排到拜會 GPIF(日本年金積立金管理運用獨立行政法人)之機會，也感恩日本 Towers Watson 陪同我們一起前往拜會，能與全球第一大退休基金之研究部門交流，實在是非常難得之寶貴經驗。

再來，要感謝本次拜訪機構給我們機會前往交流學習，且每個拜訪機構均由其投資領導者與我們會面，在百忙之中仍抽出時間與我們分享其寶貴投資經驗，雖然拜會時間可能不長，但透過他們精要卻深入重點之分享，使我們場場拜會後都深獲感動；本次訪問結束後，帶回來的是滿囊豐富收穫，不僅開拓了我們的投資視野，更讓我們學習到認真處事之態度與精神。

最後，再次感謝所有安排者與拜會者，帶給我們如此寶貴充實又富創新學習之訪問行程，使我們此行能圓滿順利完成，更豐沛了我們對退休基金管理之想法，甚多投資管理經驗值得我們借鏡學習，著實不虛此行。謹再度敬表無限感激之意！



## 貳、參訪機構介紹

### 一、GPIF(Government Pension Investment Fund, Japan，日本年金積立金管理運用獨立行政法人)

(參考資料來源：Review of Operation in Fiscal 2012，如附錄 2；GPIF 網站-認識關於 GPIF，如附錄 16)

(一)依資產規模計，GPIF 是全球第一大退休基金(參考資料來源：Towers Watson 全球前 300 大退休基金分析,2012，如附錄 1)，其 AUM(Asset Under Management，資產管理規模，以下同)於 2013 年(西元年，以下同)3 月底達 121 兆日圓(約 1.2 兆美元)，故其投資策略、操作動向對全球機構投資人影響甚深，實為非常值得拜訪之機構。

(二)制度演變：(參考資料來源：厚生勞動省網站，如附錄 3)

1. 2001 年以前：厚生省→大藏省→財投機關(\*註)(大筆呆壞帳)
2. 2001 年起：厚生勞動省→(old)GPIF(開始自主運用)
3. 2006 年起：厚生勞動省→new GPIF(獨立行政法人)

關於 GPIF 其制度演變，於 2001 年以前，係由厚生省將資金轉存大藏省，大藏省再轉貸給財投機關，但當時產生大筆呆壞帳，日本政府遂於 2001 年開始成立(舊)GPIF，由厚生勞動省將資金委由(舊)GPIF 投資運用，是該基金自主運用開始，然當時投資組合的投資決策權仍在厚生勞動省；時至 2006 年，日本政府為使該基金投資具專門性、責任明確，遂將 GPIF 改制為獨立行政法人，成為新的 GPIF(以下論及 GPIF，除了特別說明外，均指自 2006 年成為獨立行政法人之 GPIF)。

(三)GPIF 依據厚生年金保險法、國民年金法，受託於厚生勞動省，負責用長期投資觀點，安全、有效地，來管理、投資厚生年金、國民年金之準備金。

(四)GPIF 是 DB 制(Defined Benefit scheme,確定給付制度，以下同)，且屬於 Pay-as-you-go(隨收隨付制，以下同)基金。

(五)本次訪問行前所擬拜會目的：鑒於 GPIF 為全球第一大退休基金，其投資策略、操作動向對全球機構投資人影響甚深，實為非常值得拜訪之機構：

因此，本次拜會希望能了解 GPIF 之資產配置、投資哲學、操作策略、委外經理人監管機制、治理結構及未來投資方向等，並希冀能從中汲取經驗，作為本會未來監管業務之參考。

(六)該訪問行程，感謝 Towers Watson 悉心安排，讓我們有機會能拜訪 GPIF，感謝顧問 Toru Kubota 陪同前往，感謝 GPIF 主要與談人 Mr. Toshiko Shimizu 為研究部門主管，百忙之中抽空與我們分享其投資理念及操作現況等相關議題，讓我們對全球第一大退休基金有更深一層了解。

\*註：財政投融资制度(Fiscal Investment and Loan Plan)為一特殊制度，是日本政府主導且政策導向與財政、金融有著密切聯繫的獨特經濟範疇。日本財政投融资的運作客體是部分社會資金，由政府通過有償的手段來籌集，並按照政府特定的政策目標，以資本金、政策性長期貸款、或周轉金等方式進行業務；其運用範圍既有別於公共預算內的收支活動，又異於銀行的一般金融活動；而是由不同時期政府的政策目標所確定。日本自1951 年開始實施「財政投融资制度」，由郵政儲金先轉存財務省(原大藏省)資金運用部，資金運用部再轉貸給國營金融機構（包括國民金融公庫、日本輸出入銀行、住宅金融公庫、日本開發銀行與公團、地方政府等機經構），國營金融機構再轉貸給民間企業，除商業銀行等民間金融機構外，還有郵政局、資金運用部和各種政府金融機構組成的國營金融機構；政府通過這種機構以郵政儲蓄、各種保險、年金等形式吸收巨額資金，然後貸放給地方公共團體和民間企業。這種由中央政府進行的投融资活動就是所謂的財政投融资。與一般民間金融機構不同的是，政府財政投融资部門並非直接介於貸方和借方之間，而是凌駕於存款和貸款之上，從事兩者之間的仲介和指導工作。日本財政投融资經歷兩次改革，第一次在1985 年至1997 年，第二次改革在2001 年4 月。

(參考資料來源：台灣經濟論衡2010.6 \_Vol. 8 \_No. 6，如附錄32)

## 二、PFA(Pension Fund Association，企業年金聯合會)

(參考資料來源：PFA 網站-Overview and Approach of Investment，如附錄 4)

- (一) PFA 是全球第二十大退休基金(參考資料來源：Towers Watson 全球前 300 大退休基金分析,2012，如附錄 1)，其 AUM 於 2013 年 3 月底達 10.7 兆日圓，折合美元約 0.1 兆。
- (二) 日本於 1967 年成立厚生年金基金聯合會，於 2004 年依據修正後之厚生年金保險法，成立 PFA(企業年金聯合會)。
- (三) PFA 任務：(參考資料來源：PFA 網站，如附錄 5)
  - 1. 從事退休福利金的安全、高效管理： PFA 提供退休福利給短期參加厚生年金基金而中途脫退的成員，並承擔不同企業年金計畫之整合任務，包括厚生年金基金、確定提撥制企業年金、確定給付制企業年金。
  - 2. 以發展企業年金為宗旨：研習企業年金自營、委外操作的相關議題，並提供各種訊息、諮詢、建議、教育訓練，促進企業年金良性發展。
- (四) PFA 屬於 DB 制，相對於日本公共年金操作策略多偏保守而言，PFA 操作策略較為積極。
- (五) 本次訪問行前所擬拜會目的：除希望了解 PFA 組織及功能外，更期能吸取其資產配置、投資策略及對委外經理人之遴選、評估、監管機制等，相信對本會未來監管業務會有相當助益。
- (六) 感謝 PFA 投資長百忙之中，抽空與我們進行交流，在每個分享議題中，投資長都切入重點與我們分享其投資理念，其對基金瞭若指掌且完整架構整體基金操作之精神，著實令人感佩，讓我們本次拜會獲益良多。

### 三、DIC 企業年金基金(DIC Pension Fund)

(參考資料來源：DIC 企業年金基金網站，如附錄 7)

- (一) DIC 公司為日本多元化學公司之一(前身為 Dai-Nippon Ink Corporation 大日本油墨公司，2008 年改為 DIC 公司)，該公司在印刷顏料技術上擁有領先的市場占有率。該公司基金的前身成立於昭和 46 年(1971 年)大日本インキ厚生年金基金，於平成 16 年(2004 年)因基金制度改變，改名為大日本インキ企業年金基金，至平成 20 年(2008 年)因配合公司名稱之異動，改名為現今之 DIC 企業年金基金。
- (二) DIC 企業年金基金以確定給付企業年金法為基礎，經過厚生勞動省的認可營運之企業年金制度，因此原本屬於 DB 制。基金對於參加者的老年、死亡或退離等執行給付，並謀求、改善參加者及其遺族的生活安定、福祉為目的。
- (三) 本次訪問行前所擬拜會目的：鑒於 DIC 企業年金基金於另類資產有豐富投資經驗，因此除希望了解其資產配置、外部經理人遴選及評估外，亦期能了解其將另類資產納入投資組合之決策方式，及另類資產對整體投資組合風險與報酬之效益，以作為本會未來監管業務之參考。
- (四) 感謝 DIC 企業年金基金運用執行理事百忙之中，撥空與我們分享其對退休基金管理之看法及投資理念，透過其獨具創新的管理方式，開擴了我們對管理更廣泛的視野，著實讓我們對於退休金管理有更深一層體認。

#### 四、三菱商事企業年金基金(Mitsubishi Co. Pension Fund)

(參考資料來源：三菱商事網站，如附錄 8)

- (一) 三菱商事株式會社在日本國內和海外約 90 個國家超過 200 多個據點，擁有 600 家以上分支機構，是日本代表的綜合商社之一，與三菱東京 UFJ 銀行、三菱重工業並稱「三菱グループ御三家」(三菱集團之三巨頭)。其在全球環境與基礎建設事業、新產業金融事業、能源事業、金屬、機械、化學品、生活產業等七個營業部門，加上商務服務部門的公司體制下，以廣泛的產業作為事業領域，除積極從事貿易活動外，亦與各方夥伴以合作之形式，於世界各地展開各種商品的研發、生產及製造等業務。
- (二) 三菱商事旗下雖擁有 600 家以上分支機構，然各機構彼此間的人事制度、年金制度等是獨立的，三菱商事企業年金基本上僅適用於三菱商事的社員。其年金以確定給付企業年金法為基礎而制定，屬於確定給付企業年金，給付基礎以員工薪資水準、服務年資等為給付設算條件，而除了確定給付企業年金制度之外，部分國內子公司的員工屬於非積立型退職一時金制度(一次性撥款退職金制度)，適用對象為定年退休者或是提前退休者。
- (三) 本次訪問行前所擬拜會目的：由於三菱商事企業年金基金於另類資產有多面向投資實務經驗，此次除希望了解其資產配置、外部經理人遴選及評估外，亦期能了解其將另類資產納入投資組合之決策方式，及另類資產對整體投資組合風險與報酬之效益，相信對本會未來監管會有相當助益。
- (四) 感謝三菱商事企業年金投資團隊繁忙之中，抽空與我們分享其資產配置理念及選擇另類投資經理人、J curve 解決之道等議題，不論是另類投資之重要考慮因素或投資方式，其都有獨特之看法，讓我們深刻體認到投資前就必須認清風險，並規避自己最無法承受之風險，乃是風險控管要義，本次拜會著實讓我們獲益匪淺。

## 五、摩根大通銀行—投資者服務(JP Morgan Chase Bank—Investor Service，以下簡稱 JPMIS)

(參考資料來源：JP Morgan Chase Bank, Japan 網站，如附錄 9)

- (一) JP Morgan 屬於 JP Morgan Chase & Co.，全球總資產約 2.4 兆美元，是世界領先的金融服務公司。在市場營銷品牌下的 JP Morgan，以企業或金融機構為對象提供金融服務，包括投資銀行業務、外匯資金業務、資金結算業務、商業銀行(Commercial Banking)業務等，在業界占有領導的地位。
- (二) 在日本 JP Morgan 主要由摩根證券股份公司(JP Morgan Securities Co.)、摩根大通銀行東京分行(JP Morgan Chase Bank, Tokyo Branch)、摩根資產管理公司(JP Morgan Asset Management)等 3 社組成，員工大約 1200 多人，負責的範圍包括投資銀行業務、債券股票業務、外匯資金業務、資金結算業務、資產運用業務、海外資產管理業務的媒介等，完備的組織系統，依照客戶多樣化的需求，提供其最適之服務。
- (三) 本次訪問行前所擬拜會目的：除希望了解該 JPMIS 日常運作實務、風險監控機制等之外，亦期能分享從保管銀行角度觀察到日本市場之變化，以作為本會未來監管業務之參考。
- (四) 感謝 JPMIS 百忙之中，抽空與我們說明其服務業務範疇，並分享其對日本退休基金之觀察及看法；另外，由衷感激其協助安排本次日本訪問行程並陪同拜會其他機構，助我們順利圓滿完成本次出訪任務，充實豐富行程讓我們學習到非常多難得之寶貴經驗。

## 六、摩根資產管理(JP Morgan Asset Management，以下簡稱 JPMAM)

(參考資料來源：JP Morgan Asset Management, Japan 網站，如附錄 10)

- (一) 日本 JPMAM 目前代操 GPIF 之國內股票主動型委託。
- (二) 日本 JPMAM 為日本 JPMorgan 組成之一，如同上開介紹 JPMIS 時所述，不再贅述。
- (三) 本次訪問行前所擬拜會目的：除希望能了解當地資產管理業者對日本持續低利率、日圓貶值環境下之投資看法，及對當前股、債市投資風險、契機觀點，亦希望能了解日本退休基金資產配置、另類資產之投資狀況，相信對本會未來監管業務會有相當助益。
- (四) 感謝 JPMAM 悉心安排兩階段豐富精采的分享，第一階段主要分享對安倍經濟學之獨到 House View，精彩生動的解說，讓我們有如醍醐灌頂，敬佩其秉持專業有根據之研究精神來分析市場長期趨勢；第二階段主要分享其對日本退休基金市場之研究，亦令人感佩其充分體現“在此市場就要深入了解此市場”之專業態度。

## 七、野村資產管理公司(Nomura Asset Management，以下簡稱 Nomura)

(參考資料來源：Nomura Asset Management 網站，如附錄 11)

(一) Nomura 為日本當地大型資產管理公司，目前亦代操 GPIF 之國內債券主動型、國內股票主動型、國際股票主動型委託。

(二) Nomura 三大特色：

1. Japanese Roots 日本紮根：1959 年成立，為日本最大資產管理公司之一，且為日本股市、固定收益市場領先投資公司之一，目標是達成長期一致且穩定之投資績效。
2. Asian Focus 關注亞洲：自 1959 成立以來，長期參與亞洲股市，由亞洲市場專業分析師建構出堅強之亞洲投資平台，目的是提供在亞洲股市、固定收益市場具有競爭力的投資成果。
3. Global Perspective 全球視野：野村焦點在於提供日本和亞洲投資產品給日本和世界各地客戶。(在全球主要區域皆有設點，或為分公司或為辦公室)

(三) Nomura 投資原則有 5 項：Technology(運用技術系統化投資)、Consistency and Transparency(一致性和透明度)、Research(研究)、Thorough Risk Management (全面性風險管理)、Globalization Perspective(全球化視野)。

(四) 本次訪問行前所擬拜會目的：希望能了解當地資產管理業者對日本股、債、匯市之操作哲學、投資策略，尤其是安倍政府相關政策陸續出爐後，該公司之操作策略是否產生變化？以供作為本會未來監管業務之參考。

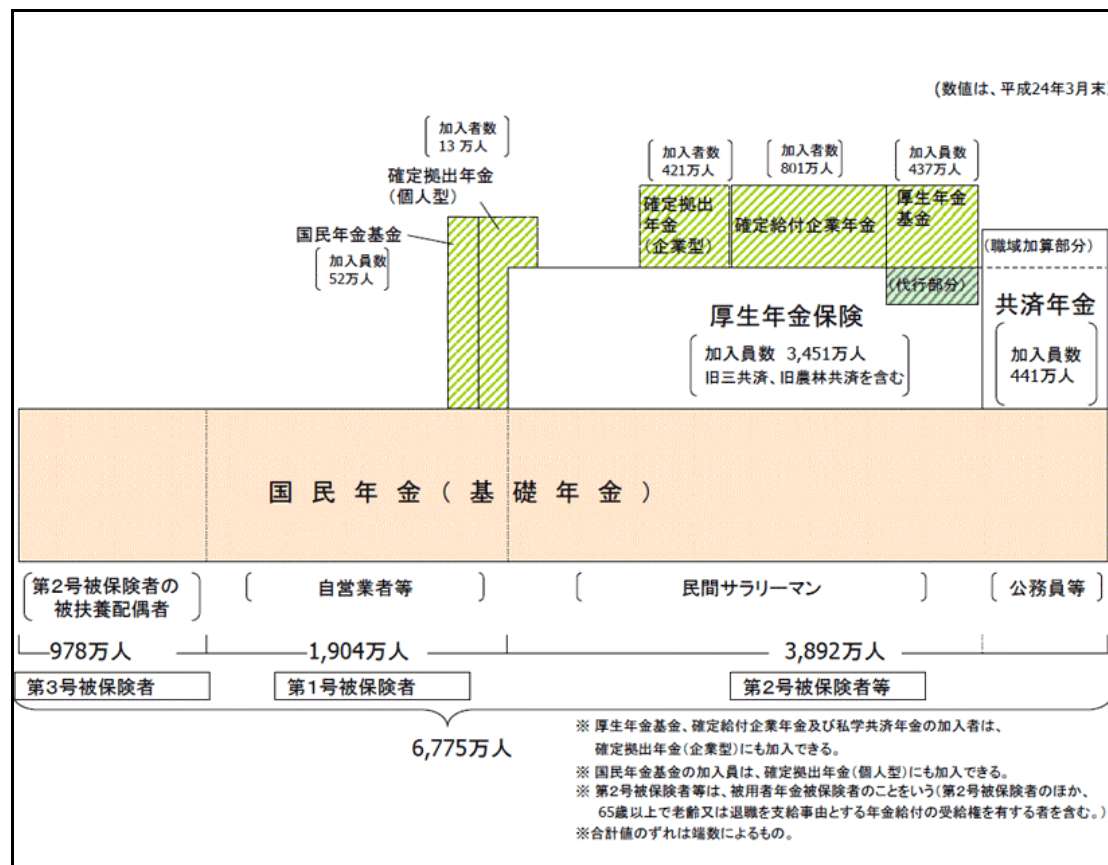
(五) 感謝野村派出六位各領域專家與我們對談，著實讓人感受到其熱情程度；透過其分享對日本股市的深入研究，讓我們對日本股市有了全新看法，更令我們體認到果然是當地市場投資研究者最了解當地市場。



## 參、參訪內容概述

### 一、日本三層年金架構簡介

日本年金制度頗為複雜，架構上分為三層，如圖一所示。



圖一 日本年金制度圖  
(資料來源：日本厚生勞動省網站，如附錄 12)

本次拜訪四家日本退休基金，涵蓋了三層次日本年金架構，為利於了解本次拜訪之四家日本退休基金所扮演角色及功能，謹先藉由 JPMAM 策略團隊首席與我們簡要明瞭地分享日本年金三層架構，來初步了解日本年金制度：

(一) **第一層**：屬公共基金；強制參加。

國民年金(National Pension)：又稱基礎年金(Basic Pension)，屬於第一層。涵蓋所有日本國民。是 DB 制，屬 Pay-as-you-go 系統，所以 AUM 很小。因為日本面臨人口數減少及人口老化問題(提撥錢的人愈來愈少、領錢的人愈來愈多)，所以很多人質疑日本政府如何在現在的給付水準下持續

這個年金？或許在未來給付會減少，開始提領退休金的年齡會延後，例如，現在是 65 歲可以開始提領，以後可能會延到 67、68 歲。惟日本尚無人討論延後開始提領年齡議題，但所有人都認為未來應該討論這議題。

(二) **第二層**：屬公共基金；強制參加。

1. **厚生年金保險(Employees' Pension Insurance)**：第二層。由企業雇員跟雇主各提撥一半，其 AUM 非常大，是 DB 制，非屬 Funding Base 制度，而是 Pay-as-you-go 系統，政府在未來可視基金財務狀況調整減少給付或延後開始給付年齡，並非承諾未來一定之給付額或給付率。
2. **共濟組合(Mutual Aid)**：第二層。相對於厚生年金保險是企業雇員參加，共濟組合是政府雇員參加之強制性公共基金，中央或地方各有其共濟組合；這部分也是很大的 AUM，且亦為 DB 制及 Pay-as-you-go 系統。日本政府打算在未來將國民年金、厚生年金保險、共濟組合三者結合為一個基金，若成真，則未來會是一個更大的基金。

(三) **第三層**：屬於私人年金。是可以選擇性參加的。主要是企業年金基金，可分三類，厚生年金基金(Employees' Pension Fund)、確定給付制企業年金(Defined Benefit Corporate Pension)、確定提撥制企業年金(Defined Contribution Corporate Pension)。

1. 厚生年金基金屬於 DB 制，於 1980-1990 年設立，(年)目標收益率 5.5%，在當時此目標很容易達成，但後來隨著利率調降，此目標愈來愈難達成，因此很多基金為了尋求高報酬率便開始冒險，導致前一陣子爆發 AIJ 醜聞，後來很多人質疑，尤其是日本政府認為這基金不能繼續太久，所以現在這個基金要終止了，預計 5-10 年內終止，這區塊會轉移到其他年金系統下。
2. 確定提撥制企業年金從 2002 年開始在日本實行。在 2002-2003 年，有部分公司從 DB 制轉為 DC 制(Defined Contribution scheme, 確定提撥制，以下同)，但是其中很多是兩個制度同時共行。就產業面來看，金融業只用 DC 制，而多數製造業是兩個制度共行。
3. 參加 DC 制之人數持續增加中，惟 AUM 相較於 DB 制還很小。

4. 通常企業年金系統這層制度不是 Pay-as-you-go，所以和英國、美國的制度很相似；未來走勢將減少投組投資的存續期。
5. 平均而言，該層之 Funding Ratio(提存比率)約 70%，所以 Under Funding Gap(未提存缺口)是 30%；其中大約 40%之基金是 Under Funding(不足額提撥)，所以未來可能會沒有足夠基金來給付，則會產生社會問題。

#### (四)本次拜訪四家退休基金分屬哪幾層？

1. **GPIF**：管理運用國民年金(第一層)、厚生年金保險(第二層)之資金。這兩個退休基金是很單純的公共退休基金。不同之處在於國民年金涵蓋所有日本國民，而厚生年金保險只涵蓋有薪資之私部門雇員。日本政府強制性規定，所有國民都要加入國民年金，而所有私部門雇員都要加入厚生保險年金。現在目標所得替代率設定為 50%，但是未來一定會再下降，不知道會降到多少，或許長期後將降到 40%甚至 30%。
2. **PFA**：屬於第三層之確定給付制企業年金(DB 制)。PFA 很複雜，不是典型的日本企業年金，很特殊，管理的資產也很大。
3. **DIC 企業年金基金**：屬於第三層之確定給付制企業年金(DB 制)，惟隨著給付壓力日增，未來部份將轉為 DC 制。
4. **三菱商事企業年金基金**：原屬第三層之確定給付制企業年金(DB 制)，然隨著給付壓力，已將 40%轉為 DC 制，惟 DC 制僅針對新進員工。

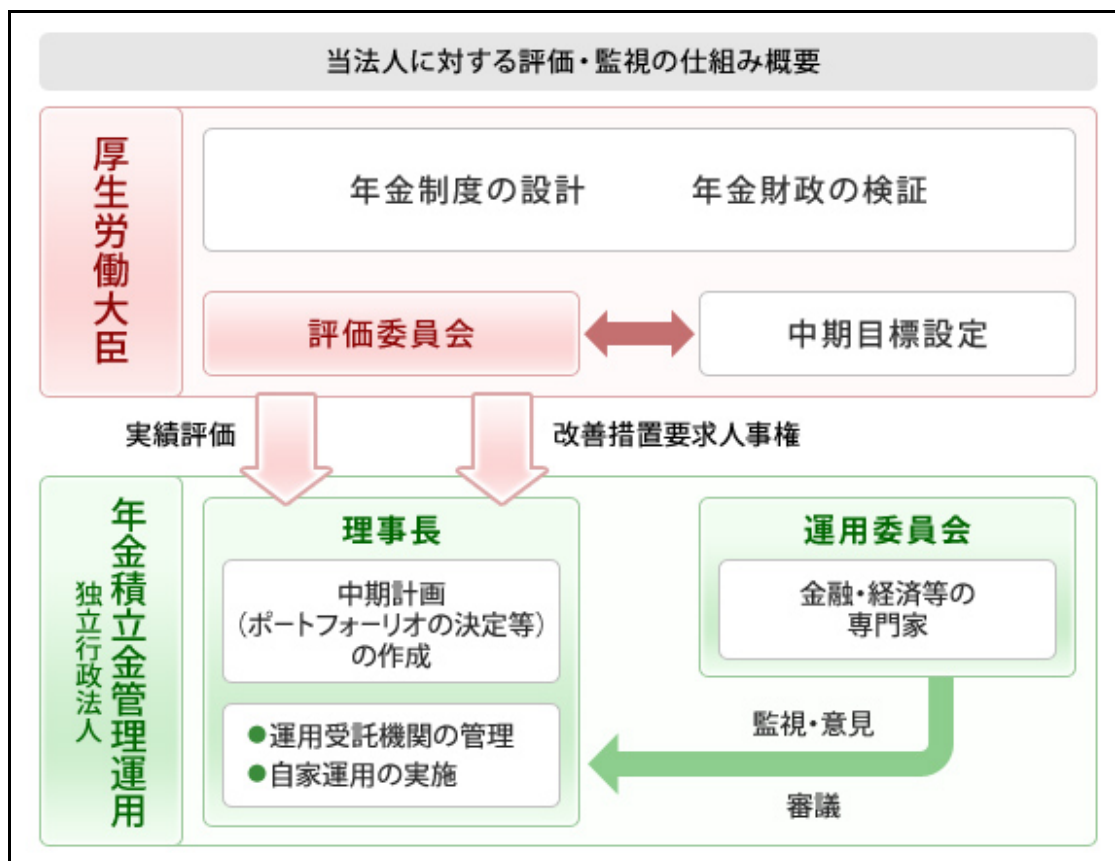
## 二、GPIF(Government Pension Investment Fund, Japan，日本年金積立金管理運用獨立行政法人)

### (一)GPIF 與厚生勞動省之關係：

#### 1. 從權力責任劃分來看

如圖二所示。厚生勞動省將資金委託給 GPIF 來投資運用管理，厚生勞動省負責年金制度之設計、年金財政之檢證，並設定年金中期目標；而 GPIF 依據該中期目標，來制定中期計畫，透過委外經營、自行經營來進行投資運用，另於外部設有運用委員會，係由一群金融、經濟專家組成，提供相關計畫、運用管理之監督審議意見，然最後制定決策者為理事長。

厚生勞動省設有評價委員會，來評定 GPIF 實際操作績效，並握有 GPIF 人事權，包括理事長、運用委員會成員均由厚生勞動省指派任命，此外，GPIF 的預算，也掌控在厚生勞動省手中。



圖二 GPIF 與厚生勞動省之委託關係

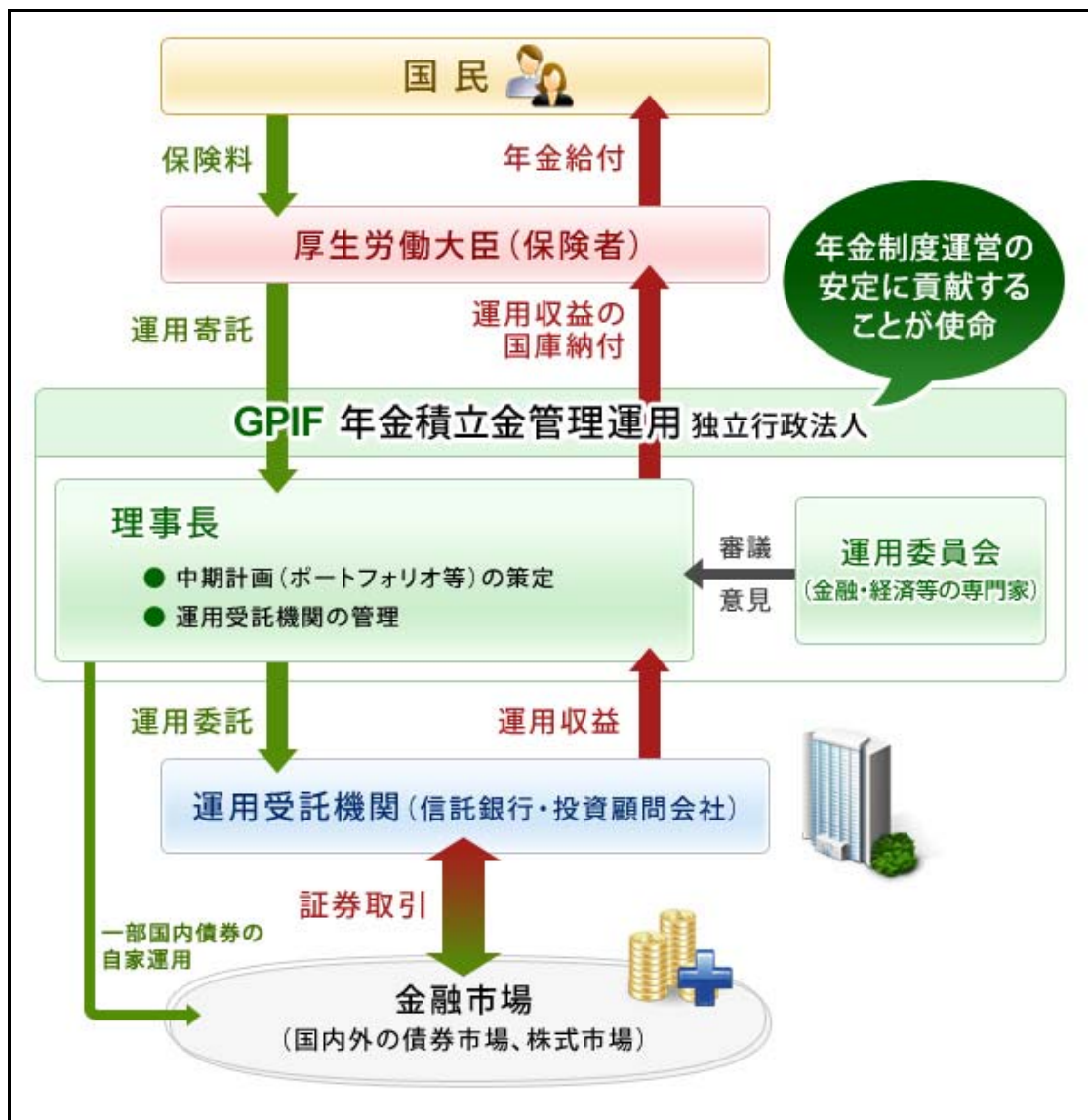
(參考資料來源：GPIF 網站，如附錄 13)

註：GPIF 身為全球第一大退休基金，透明度很高，其歷次之中期目標、中期計畫均揭露於 GPIF 網站 <http://www.gpif.go.jp/public/activity/index.html>

## 2. 從投資運用資金流向來看

如圖三所示。國民繳納保險費給厚生勞動省，厚生勞動省擔任保險人，將收入之保險費委託由 GPIF 投資運用，GPIF 運用所託投資保費後所得之運用收益，再歸回厚生勞動省為該年金專設帳戶內，關於年金給付計算等行政管理事宜，全由厚生勞動省負責。

因此，GPIF 其實並非完全獨立的退休基金，所扮演角色比較類似厚生勞動省負責之公共退休保險制度下的一個投資部門。(參考資料來源：Investment Policy and Pension Governance in GPIF, Masaharu Usuki，如附錄 14)



圖三 GPIF 投資運用資金流向  
(參考資料來源：GPIF 網站，如附錄 15)

## (二) GPIF 投資特色摘要：

### 1. 從 GPIF 網站揭露之投資理念(參考資料來源：GPIF 網站，如附錄 16)

- (1) GPIF 投資運用注重安全性、冀望透過長期、分散投資，打消市場價格波動度，使收益率波動性逐漸收斂，而獲致穩定報酬。
- (2) GPIF 內部職員人數很少，僅 75 名(參考資料來源：GPIF 組織圖，如附錄 17)，故其投資操作主要透過委外方式，而自營僅操作被動式(Passive)國內債券。
- (3) GPIF 考量其規模龐大，其交易容易對市場造成影響，且認為當市場非常有效率時，長期來看是難有超額報酬的，所以 GPIF 主要著重於被動式(Passive)投資，從 2013 年 3 月底實際配置比例來看，被動式(Passive) 77%、主動式(Active) 14%、財投債 9%。
- (4) GPIF 投資較偏向保守風格，以國內債券為主要配置。從 2013 年 3 月底實際配置比例來看，國內債券 62%(其中財投債 9%)、國外債券 10%、國內股票 15%、國外股票 12%、短期資產 1%。

### 2. JPMAM 投資策略團隊首席分享對 GPIF 的資產配置之了解

另外，於拜訪 JPMAM 當天，JPMAM 投資策略團隊首席也依據 GPIF 網站公開之 Review of Operations in Fiscal 2011，與我們概要分享 GPIF 資產配置，謹摘要如次：(參考資料來源：Review of Operation in Fiscal 2011，如附錄 18)

- (1) GPIF 設定目標報酬率時將薪資增長率納入考量，設定方式為「目標報酬率= 薪資增長率 + 1.1%」；而 2011 財政年度薪資增長率(-0.21%)為負數，故該年目標報酬率僅 0.89%(偏低)，因此 GPIF 投組中，固定收益型比例非常高，非常保守。尚未引入另類資產，但是已經注意並研究 PE、Hedge Fund、Infrastructure 很久，約超過 10 年了。
- (2) GPIF 已有投資新興市場股市，大約 2 年前開始，但金額有限。
- (3) 實際投資報酬率 9 年年化平均 2.42%，高於 Target Return 0.58%，

有人認為表現很好，但是從另一個角度看，作為退休基金只有 2.42% 報酬率，遠低於英國、美國退休基金，表現並不好，因此認為 GPIF 應該提高投資比重於股市或另類資產。

- (4) AUM 逐漸緩慢降低，係因負現金流(給付金額大於提撥金額)問題，這問題未來仍將持續。因此如何管理負現金流問題，是當前 GPIF 重視的議題；雖然是緩慢降低，但 GPIF 規模龐大，因此 GPIF 非常注意對市場造成的影響。

### (三) 本次拜會單位之角色及任務：

當天拜會主要與談人是研究部門主管(以下簡稱研究長)；而研究部門主要有 4 個任務：

1. 研究資產配置。
2. 研究投資策略，譬如 PE、基礎設施、不動產等。
3. 與研究機構(如大學)共同研究相關議題，例如最適化資產配置—如何將最適化理論用在資產配置上。
4. 評估當前市場狀況：由於現在日本退休基金面臨負現金流狀況(給付大於提撥)，因此 GPIF 要賣出資產換回現金來給付，所以研究部門要研究透過投資那類資產來作為給付目的。

由上述研究部門任務來看可知，研究部門是 GPIF 制定投資決策之重要基礎，因此透過與 GPIF 研究長對談，能清楚了解到 GPIF 投資理念、影響 GPIF 投資的重要考量點及未來投資方向。

#### (四) 透過提問來了解 GPIF：

由於本次拜訪 GPIF 是相當得來不易且寶貴的經驗，經過多方接洽，最後透過 Towers Watson 顧問公司傾力協助安排，方得以取得拜訪機會，因此本團於出訪前夕即已擬妥相關提問，希望當天拜會能順利有效率地進行，最後當天也果如預期順利地依著提問，雙方在輕鬆的氣氛下進行了良好交流，本團透過相關提問對 GPIF 有進一步了解，以下謹依各項提問來說明本團經由此次拜會後對 GPIF 的了解與所獲心得，從其經驗分享給本團帶來新的投資觀點與認知。(非常感謝 Towers Watson 大力協助安排，也感謝 GPIF 百忙之中，願意抽空與我們交流，雖然拜訪時間不長，但因已事先做好提問準備，且 GPIF 研究長熱情坦誠分享相關投資理念及實務操作狀況，仍讓我們帶回滿滿收穫)。

**提問 1：**GPIF 於 2013.6.7 改變中期計畫之資產配置比重，是否為(new) GPIF 自 2006 年成立以來最重大之變更？請問此類重要計畫調整之決策機制，以及採取之決策模型或決策因子？

(參考資料來源：GPIF 中期計畫變更，如附錄 19；GPIF-Review of Operation in Fiscal 2012，如附錄 2；GPIF 網站-認識關於 GPIF，如附錄 16)

由於 GPIF 是全球第一大退休基金，其任何投資活動均受到金融市場大力關注，因其投資金額非常大，只要整體投組一個小部位的投資異動，對金融市場來說都是一筆很大的金額；所以，GPIF 投資理念是長期投資，經由長時間把短期波動互相消弭掉，期望長期獲取平穩均衡報酬，且認為金融市場具有效率，太多短期頻繁交易，只是徒增交易成本，故偏好被動式(Passive)投資，並不會經常性大幅調整實際資產配置，更絕少調整政策性資產配置；其政策性資產配置訂於中期計畫中，每 4-5 年調整一次中期計畫，計畫當中之政策資產配置則搭配精算結果，進行適當調整。而目前計畫為第二次中期計畫，適用期間為 2010/04-2015/03(第一次為 2006/04-2010/03)，此前經歷 2008 金融海嘯、日本地震海嘯、福島核災、政權變換，一連串對日本金融市場造成重大影響的事件，GPIF 均未改變其政策資產配置，因此，可見此次變更對 GPIF 而言係屬重大策略調整(GPIF 將國內債券比重自 67%調降至 60%(如 2012 年底實際資產配置比重)，



並相對地增加國外債券(+3 個百分點)、國外股票(+3 個百分點)、國內股票(+1 個百分點)中心配置比重), 究竟是什麼原因使其決策改變, 是決策行為模式產生變化? 還是更高決策者賦予新使命? 或是順應金融局勢大幅變化適時調整? 讓我們產生很大興趣及疑問, 希望透過本次拜會行程能得到相關解答。(此疑問除了來自 GPIF 的回答, 也有來自其他拜會行程之分享)

經由 GPIF 研究長詳細說明, 我們了解到 GPIF 必須依厚生勞動省設定之中期計劃來制定中期目標, 並且依照厚生勞動省賦予之投資理念及相關規範來執行投資; 而隨著歷任日本政府改朝換代(日本政府前幾年政治局勢不穩, 政權更換了好幾次), 當新政權給厚生勞動省新的投資目標或新的投資方向時, 厚生勞動省就會賦予 GPIF 新的投資規範, 而 GPIF 就必須隨著調整後的委任規範來調整其投資方向(只需經過 GPIF 理事長、厚生勞動省同意即可調整)。

厚生勞動省對 GPIF 當時委任要求為安全地、有效率地建構新的資產配置, 表示要 GPIF 根據當時實際資產配置進行計畫調整。因此, GPIF 於 2013.6.7 改變中期計畫, 的確有部分原因來自於厚生勞動省委任規範之調整。

然而, 針對該計畫的改變決策, 除了 GPIF 研究長從是否受到厚生勞動省之影響直接回答外, 本團透過此次拜會過程中, 與其他拜訪機關對談中, 也汲取到一個寶貴說法, 有關此次 GPIF 中期計畫調整, 係由 GPIF 運用委員會經過投資學理來因應經濟局勢變化, 合理地調整資產中心配置比例, 而該次調整係在不改變整體投資組合投資風險預算下, 透過各項投資項目配置比例的調整, 來達成提升基金整體目標報酬之投資策略。源由起於, 一般而言, 日本退休基金政策資產配置通常配合其精算 3-5 年進行一次調整, 而原本 GPIF 中期計畫制定政策資產配置之設定期間為 2010-2015 年, 因此納入計算之相關風險報酬因子數據係截至於 2009 年之資料, 當時市場正歷經 2008 年金融海嘯之洗禮, 各項資產之風險數據均大幅向上攀升, 然隨著時間過去, 金融市場有自我調整回復周期循環機制, 時至 2013 年, 各投資項目之風險均已大幅下降, 且 GPIF 認為此變化已是長期趨勢, 並非金融市場短期變化, 故資產配置有順應金融局勢明顯改變而調整之可行性, 遂基於不改變整體投資組合風險預算程度之條件下, 並考量其調整不會對金融市場造成大幅波動之前提下, 適度調整各投資項目之政策資產配置比例。

因此, 本團認為該次 GPIF 之政策性資產配置調整, 其實是一個很完美的投

資決策，在既達成厚生勞動省賦予委任要求之外，又能兼顧在不提高整體投資組合風險預算下提升目標報酬率，而如此調整又不會對市場造成大幅波動影響。實在是一個非常完美的調整計畫，令人佩服 GPIF 謹慎周延、通盤考量大局之精神。

**提問 2：**安倍政府於 2013.7.1 組顧問小組，開始研議改革 GPIF 議題，請問 GPIF 在受厚生勞動省監管下，於財務或投資決策方面有無執行上之困難？

(參考資料來源：安倍政府於 2013.7.1 組顧問小組相關新聞，如附錄 20)

我們知道 GPIF 人事權、預算權、投資目標都掌握在厚生勞動省，所以很想了解 GPIF 是否因此而影響到其投資活動。

經由 GPIF 研究長分享，我們了解到此次顧問小組對於改革 GPIF，除了討論治理結構外，主要有兩項議題 1.加強 GPIF 投資活動，2.是否利用 GPIF 的投資來提升日本經濟安全？而這兩個議題是相互影響的。針對這兩項議題，謹將 GPIF 研究長看法分述如次：

- (1)關於 1.加強 GPIF 投資活動：GPIF 研究部門目前正在研究另類投資，(其實 GPIF 對於另類投資之研究已經好久了，透過其他拜會行程間接了解到，GPIF 研究另類投資可能長達十年之久)，如果厚生勞動省希望他們能投資另類資產，GPIF 會同意。另外，從媒體近期訪問該研究長之報導中，我們也獲知 GPIF 將進行 PE(Private Equity，私募股權)另類投資及新興市場債券型投資。(參考資料來源：Asian Investor, September 2013，如附錄 26)。
- (2)關於 2.是否利用 GPIF 的投資來提升日本經濟安全？：GPIF 研究長簡要表示，GPIF 必須盡善良管理人義務，而 GPIF 第一個委任要務是考量基金受益人的利益，並非考量日本經濟成長。

**提問 3：**爲了履行現金流出(足夠現金給付)，GPIF 於 2011 年 8 月實施 “The Fund for Cash Outflow” — 自營投資國內債券，專爲現金流出設置之投資，方便履行給付；請問如何執行該方案？

(參考資料來源：Review of Operation in Fiscal 2011，如附錄 18)

GPIF 履行給付主要透過方式爲 1. 從財投融債券(FLIP Bonds)，2. 變賣其他資產，但必須注意盡量降低對市場造成影響。然而，財投融債券(FLIP Bonds) 部位已逐漸減少，但給付金額卻是逐年擴大，必須從其他資產類別想辦法解決。

GPIF 研究長表示，GPIF 面臨負現金流問題，他們必須創造現金，每年大約 5%，是很大的部位，約 500 億日圓；爲避免大幅變賣其他資產對市場造成大波動，又爲確定能履行給付，GPIF 於 2011 年 8 月設立「The Fund for Cash Outflow」，該類資產持有目的是 Buy and Hold(買進長期持有)，專爲方便履行給付而設，係透過自營國內債券部位不同贖回期來搭配給付。GPIF 於自營國內債券實際配置比例約 4 成，其中一部分是作爲這樣目的之配置；目前約一半所需給付現金是來自於這個 Fund。

**提問 4：**依據 2004 退休金改革方案，“Fixing the Contribution Program(固定供款計畫)” 是其中一項改革重點，請問此固定費率、金額會隨精算調整嗎？若永久固定在此費率、金額下，將來若發生資金給付缺口問題，將如何解決？

(參考資料來源：Review of Operation in Fiscal 2011，如附錄 18)

隨著日本面臨人口老化、新進勞工人口減少(提領人數增加、繳費人數減少) 問題，GPIF(2004 年時爲 old GPIF) 財務缺口問題愈來愈嚴重，然其 Pay-as-you-go 制度，使其能同時透過提高提撥費率、減少給付來調整，然也因而產生嚴重跨世代依賴問題，年青世代對不斷提高提撥費率及不斷調降給付水準，深感憂心，“會不會現在一直繳費，以後卻提領不到？” “提撥費率會不斷上升嗎？” “給付水準會不斷下降嗎？” 等等疑慮，都讓年青世代對 GPIF 愈來愈缺乏信心。

為提升年青世代信心，並解決財務缺口問題，GPIF(當時為 old GPIF)於 2004 年進行改革「Fixing the Contribution & Benefit Adjustment Rule」(固定供款 & 給付利益調整計畫)。(參考資料來源：USUKI Masaharu (2009):《Making Investment Policy Consistent with Overall Pension Design: Japan's GPIF》，如附錄 21)

屬於 Pay-as-you-go 制度之 GPIF 從 ALM(Asset and Liability Management, 資產負債管理，以下同)角度出發，要達成資產與負債平衡的概念，因此 2004 年的改革從固定供款及給付利益同時調整，最終目的是達成資產與負債平衡。該計畫包含兩規則，分述如次：

- (1) 第一規則：在提撥端(這反映了實際工作者的減少)，逐年增加 EPI(厚生年金保險)提撥率，自 2004 年之 13.58%逐年調高至 2017 年 9 月達上限 18.3%，而後維持 18.3%不再調高；以及 NPI(國民年金)每月提撥金額由 2004 年 13,774 日圓逐年調升至 2017 年 4 月達上限 16,900 日圓，而後維持不再調高。
- (2) 第二規則：在給付端(這反映了長壽受益者的增加)，估計每年大約降低 0.9%實質給付。直到資產、負債平衡，這樣的調整才會停止。預計至 2025 年，替代率會降至 50%。(然而跟 JPMAM 對談，其認為替代率有可能再下調至 30%)

從跟 GPIF 研究長對談，我們也了解到，固定供款計畫是為了解決財務缺口問題而設的，在實際運作時，是由厚生勞動省評估設定提撥額(率)、給付額(率)後再委託給 GPIF 進行投資操作，而 GPIF 要監控此財務缺口問題。

藉由此改革方案期能遵守最基本制度精神「ALM 資產負債平衡」來管理退休基金，也唯有如此，方能真正永續經營；畢竟，退休基金關係到人民退休後生計問題，且 GPIF 又是世界第一大退休基金，牽涉到家庭數眾多，務必要好好規劃永續經營，否則會是很大的社會問題。

**提問 5：**Rebalancing(再平衡)是 GPIF 風險管理關鍵策略，請問該策略之評估機制？(參考資料來源：GPIF-Review of Operation in Fiscal 2012，如附錄 2)

經由 GPIF 研究長分享，我們了解到基本上，GPIF 策略資產配置、投資目標是由厚生勞動省制定的，原則上每 5 年配合精算調整一次；而 GPIF 進行 Rebalancing 是在厚生勞動省設定框架下，於允許變動區間內執行；謹將 GPIF 執行 Rebalancing 時機概述如次：

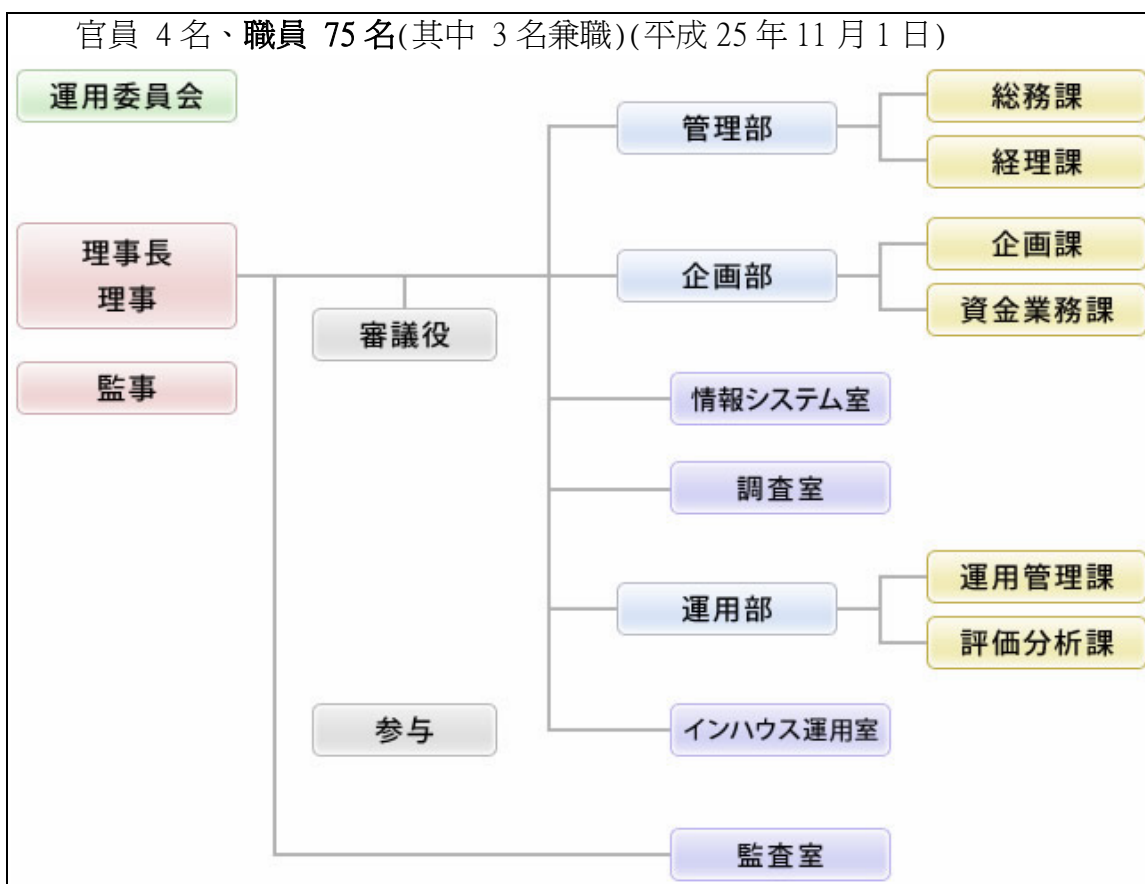
- (1) 執行現金流出給付(CashOut Flow)：由研究團隊負責 Rebalancing 規則，再由 CashOut 團隊負責依研究團隊設立規則執行 Rebalancing；鑒於 GPIF 正面臨負現金流問題，因此 CashOut Flow 是 Rebalancing 之重要考量因素。
- (2) 超出允許變動區間：例如：國內債券 60%，允許變動區間為正負 8 個百分點，表示他們控制實際資產配置在 52%-68%區間，當實際配置超出此範圍時，便是執行 Rebalancing 時機。
- (3) 定期分析評估：GPIF 規定每三個月揭露一次實際資產配置，然實務上 GPIF 每月檢視投資組合現況及財務狀況，視狀況決定是否需要調整。
- (4) 視金融市場狀況：GPIF 會關注市場動向，當金融市場有大幅改變時，且判斷已形成長期趨勢時，GPIF 會評估是否執行 Rebalancing。

**提問 6：**2008 年金融危機帶來重大啓示“治理結構”對機構投資人非常重要，尤其是對必須永續經營之退休基金而言更是重要；請問 GPIF 治理結構？

(參考資料來源：Stewart, F. and J. Yermo (2010), “Options to Improve the Governance and Investment of Japan's Government Pension Investment Fund”, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 6, OECD Publishing, 如附錄22)

藉由前述 GPIF 與厚生勞動省的委任關係，了解到厚生勞動省掌控著 GPIF 的人事權，GPIF 理事長、運用委員會成員均由厚生勞動省指派，另外厚生勞動省也掌控著 GPIF 的預算，由於日本政府預算吃緊，厚生勞動省要求 GPIF 精簡預算，因此從圖四(GPIF 組織圖)可知 GPIF 職員僅 75 名，但受限於預算，也無法大幅擴編。

是以，GPIF 理事長曾於一次媒體專訪中說 “GPIF 不需要投資專家” (參考資料來源：IPC 中國投資與養老金雜誌，如附錄 23)，其實正說明了 GPIF 主要業務在委外管理，由於人力不足，自營部位僅能操作為配合履行給付義務之國內債券部位。



(參考資料來源：GPIF 組織圖(平成 25 年 11 月 1 日)，如附錄 17)

GPIF 研究長分享表示，GPIF 受厚生勞動省委任有兩個主要任務：1. GPIF 實際資產配置要與厚生勞動省設立之策略資產配置一致、2. 在每個投資類別下，創造超越指標之超額報酬。而帶領 GPIF 努力執行以期達成委任任務之決策者為 GPIF 理事長，不同於其他大型退休基金是由委員會作決策。關於此點，OECD 也曾發表文章，提出對 GPIF 治理結構相關建議(參考資料來源：OECD 報告，如附錄 22)。鑒於此，安倍政府在 2013 年 7 月組成之顧問小組中，也將治理結構作為討論之重要議題，因為全球公共退休基金，實際上投資決策大多是由專業成員組成的委員會決定，而 GPIF 治理結構是理事長一人掌握所有決策權，這也是一種風險，是一個議題。

#### **提問 7：請問 GPIF 選擇委外經理人最重要之考量因素？**

(參考資料來源：Review of Operation in Fiscal 2012，如附錄 2)

GPIF 大約 80%委外，因此委外管理非常重要。GPIF 選擇委外公司是由投資管理部門負責的，其選擇外部經理人重要考量點包含投資哲學、團隊的穩定性、團隊組成、經理人獎勵計畫等等。GPIF 於選擇委外經理人時，有一套標準流程，訂有評估準則，以下謹簡單摘要 GPIF 評估重點如次：

- (1) 經理人投資政策是否與 GPIF 一致？
- (2) 經理人投資流程與投資政策是否一致？尋找附加價值的方法為何？所謂附加價值，在被動式委託指的是降低交易成本，在主動式委託指的是創造超額報酬。
- (3) 經理人組織方面，重視團隊組合、經驗、穩定性、風險管理、獎勵制度，以及是否所有團隊成員都清楚投資政策？
- (4) 受託機構內部控制作得如何？
- (5) 投資結果是否有適當系統輸出報表結果？
- (6) 股東投票權執行策略？

關於委外經理人是我們很有興趣了解的部分，因此當天又繼續提了兩個相關問題，謹分述如次：

(1) 請問委外經理人的選擇是由 GPIF 自己決定？或有聘請顧問公司？

GPIF 研究長說明：GPIF 有聘用顧問公司，和顧問公司有密切聯繫，但是顧問僅作為顧問角色，決策仍由是由 GPIF 自己制定。

(2) 所以顧問公司會提供 GPIF 經理人之研究報告？

GPIF 研究長說明：顧問會提供每位經理人之研究報告；然而，GPIF 是公共的機關，必須公開徵選經理人，亦即公開徵求 GPIF 設定委任的方案 (Proposal)，GPIF 會收到投標經理人提供之相關資料，GPIF 會評估他們的投資活動並和每位經理人會面，另外顧問提供經理人分析報告供參，但仍是由 GPIF 作最後決定。

**提問 8：**“努力行使投票權”是 GPIF 評估投資經理人準則之一，請問 GPIF 執行股東投票權帶來之效益如何？

(參考資料來源：Review of Operation in Fiscal 2012，如附錄 2)

依據厚生勞動省制定之中期目標規定，GPIF 要採取適當措施譬如行使股東權力，來最大化股東長期利益，但必須注意到不影響私人企業公司治理。

GPIF 研究長分享，其認為關鍵點為 GPIF 規模非常大，若直接行使，會變成日本政府直接控制私人企業，會是非常有爭議的議題。因此，為避免外界批評是國家干涉企業治理，GPIF 於行使股東投票權部分，均委由外部經理人代理行使。行使流程為：先由委外經理人提出行使股東投票權計畫，GPIF 不直接設定，而是讓經理人自己訂定規則，經由 GPIF 審查通過後，經理人按審查通過後之計畫代理行使投票權，而 GPIF 再檢視經理人是否按照該計畫確實執行；其代理行使執行率高達 100%。



**提問 9：** GPIF 投資策略著重被動式投資，請問 GPIF 對 ETF 投資之看法？

(參考資料來源：Review of Operation in Fiscal 2012，如附錄 2)

GPIF 認為在成熟的金融市場具有效率，長期難以從中獲取超額報酬，因此主要採被動式(Passive)投資，這也是厚生勞動省賦予之委任規範之一「rely primarily on passive (index) funds(主要採取被動式追隨指數操作策略)」。(參考資料來源：Investment Policy and Pension Governance in GPIF, Masaharu Usuki，如附錄 14)。

經由與 GPIF 研究長對談，其認為 ETF 適合在成長的市場中投資，一般投資人主要多為成本考量而投資 ETF，然其認為 ETF 是由一籃子標的組合起來的證券，有時難以監控被包裹起來的風險。或許未來 GPIF 會討論日本國內 ETF，但是並非 GPIF 目前討論議題，現在 GPIF 關注的是另類投資(如 PE, 私募股權)、新興市場債券。

**臨時提問：** 安倍經濟學是否讓 GPIF 有壓力去研究或決定投資其他資產類別？

GPIF 研究長表示，其認為安倍經濟學目標係使日本經濟成長，而非關注全球；然而，GPIF 重視議題是，GPIF 要投資全球，因此 GPIF 投資策略跟安倍經濟學是有落差的。

**臨時提問：** 當 GPIF 評估經理人績效時，會與指標比較，是否也會作經理人之間相互比較？請問當委託時點不同時，如何公平有效地比較不同經理人績效？

GPIF 研究長表示，GPIF 評估經理人操作績效時，除了跟指標比較之外，的確也會作經理人之間相互比較；然而，因為 GPIF 公開徵選制度，是在同一時點選擇經理人(同一類型及策略)，因此是比較同一時間委託出去之同一批經理人績效表現。

**臨時提問：**當 GPIF 選擇經理人時，會考量經理人之間的相關性？避免集中同一類型、策略經理人？會從整體組合投資風險控管角度來終止經理人契約嗎？即使同一類型經理人全都超越目標，仍會從中找出績效較遜色的經理人來終止契約嗎？(亦即：當從整體投組風險控管角度來看，某種投資策略經理人比重過高時，是否不論經理人達成目標與否，皆可能終止委託？也就是說，評定經理人時，是否不只以達成目標為考量，而是能從整體投組風險控管、績效最適化角度出發，靈活調整運用經理人？)

GPIF 研究長表示，GPIF 在挑選經理人過程會考量經理人之間相關性，並避免集中同一操作策略、類型經理人。然而，雖然學理上應該從整體投組角度來評估是否終止經理人契約，但實務上 GPIF 不會這麼做，因為 GPIF 認為要表現超越目標是很困難的，如果全部的經理人都創造超額報酬，GPIF 會運用這樣的計畫。

至於，GPIF 終止契約、解雇資產管理公司之判斷準則，最主要考量點是當經理人投資策略改變時，即使他們創造超額報酬。

最後，GPIF 研究長還進一步分享，GPIF 現在試著要建立「資產管理公司候選人名單」，利於彈性靈活從中挑選適合的資產管理公司。在 GPIF 委託的資產管理公司中，若發生其中任一家表現不好而被終止委任後，GPIF 可以再從候選人名單中去挑選另一家資產管理公司來取代；這概念就如同棒球比賽，會有板凳球員(候選入)，當場上球員(現任經理人)表現不好時，就換下表現不好的球員，再由板凳球員(候選入)遞補上場。

## (五) GPIF 顧問小組報告

回國後，我們繼續關注安倍政府為改革 GPIF 於 2013 年 7 月 1 日組成之顧會小組討論結果，根據最新新聞報導(2013 年 11 月 19 日-20 日報導，如附錄 29)指出該顧問小組已於 2013 年 11 月 20 日提出報告，該報告提出主要建議如次：

1. 建議將 GPIF 改革為一個更為獨立的投資機構，並增設董事會、聘用更多投資專業人員、給員工更優渥薪水。
2. 呼籲 GPIF 考慮投資基礎建設、房地產、私人股權等風險性資產
3. 顧問小組認為 GPIF 對日本公債(JGB，以下同)配置比重過高，並表示依 GPIF 現行政策資產配置，JGB 配置下限為 52%，建議減少 JGB 部位。其實 JGB 為全球最低殖利率之政府公債，多數日本退休基金多因高比例配置於日債而遭受批評。

對於該份顧問小組報告建議方向，我們也進一步思考到，由於 GPIF 是全球第一大退休基金，其任何投資策略都會對其他退休基金或是市場上其他機構投資者造成一定程度影響，譬如日本其他退休基金很可能跟隨其資產配置策略，如此則對市場資金移轉會產生很大的變化。若有大量資金由 JGB 退出而轉進其他風險性資產，則不論使哪項風險性資產受惠，都會相對地造成 JGB 被大量拋售，則原本主要由日本本國人持有之 JGB，持有者是否會發生變化？另外，若日本政府發債需求未降，則會使 JGB 殖利率上升，導致日本政府借款成本增加？等可能衍生的後續問題，相信都會對金融市場造成不小波動。因此，日本政府是否再度改革 GPIF，改革方向為何？都值得我們繼續關注。

### 三、PFA (Pension Fund Association，企業年金聯合會)

PFA 負責投資運用之人數很少，僅 35 人(含投資長)(參考資料來源：PFA 年金運用部組織圖-2013 年 4 月 1 日，如附錄 24)，但相較於其他日本退休基金，PFA 卻有蠻大的自營部位，而且 PFA 操作績效不錯，可見其很注重人才專精。

本次拜會 PFA，很榮幸由其投資長親自與我們進行對談交流，該位投資長在日本金融市場享譽盛名，是一位非常資深之投資專家，與其對談讓我們獲益良多，雖然拜會時間不長，僅 1 個小時，然在簡短時間內，PFA 投資長仍非常精要且切中重點地向我們分享了 PFA 之投資理念、資產配置策略、風險控管、委外經理人管理等等議題，且都深具特色，我們發現 PFA 在該位投資長帶領下，具有堅定之中心思想、遵守紀律、注重負債面管理來最小化財務缺口發生機率，並強調從整體投組角度來進行風險控管、投資非常富有彈性，能靈活順應金融局勢適時調整投資配置等，都是 PFA 深具特色之處，謹摘要說明如次：

#### (一) 退休金資產管理主要目標

(參考資料來源：Pension Fund Association Statement of Investment Policy-Revised on July 23, 2013，如附錄 6)

PFA 管理退休金資產之目的係追求長期充足退休福利金支付。

PFA 投資目標，對整體投組而言是追求充足資金需求，設法降低資金缺口發生機率；對個別資產項目而言，目的是在可接受之風險忍受度內打敗指標。

#### (二) 具特色之投資理念

(參考資料來源：Pension Fund Association Statement of Investment Policy-Revised on July 23, 2013，如附錄 6；PFA 網站-Overview and Approaches of Investments，如附錄 4)

##### 1. 注重負債面管理

PFA 運用 ALM(Asset and Liability Management，資產負債管理)方式，綜合考量資金水平、預期未來現金流量、對風險報酬作假設、相

關性因子等，多角化分散投資以控制風險。

## **2. 風險控管特色理念—過度保守之投資組合，反而會帶來無法達成目標之風險**

FPA 不認為爲了安全性就必須全部投資於低風險資產類別，因爲當報酬率過低時，是無法達成充足退休金支付的，則退休金財務狀況會不穩定(財務缺口)，就不安全，反而是風險。因此，爲達成安全地充足退休金福利給付，PFA 必須承擔一定投資風險來維持爲達給付需求必須之投資報酬率。

## **3. 重視從整體投組角度來執行風險控管**

相較於其他日本退休基金來看，PFA 的投資選項單獨看風險性可能是相對高的，然而，PFA 強調從整體投組角度來執行風險控管，爲了有效降低整體投資組合風險，PFA 投資配置時會考量資產之間彼此相關性，避免集中同類型、策略、風格之投資。

## **4. 多角化分散策略**

PFA 強調透過多角化分散投資，來避免齊漲齊跌之風險，因此相較於其他日本退休基金，PFA 投資組合中之投資項目是屬於豐富、多樣化的。

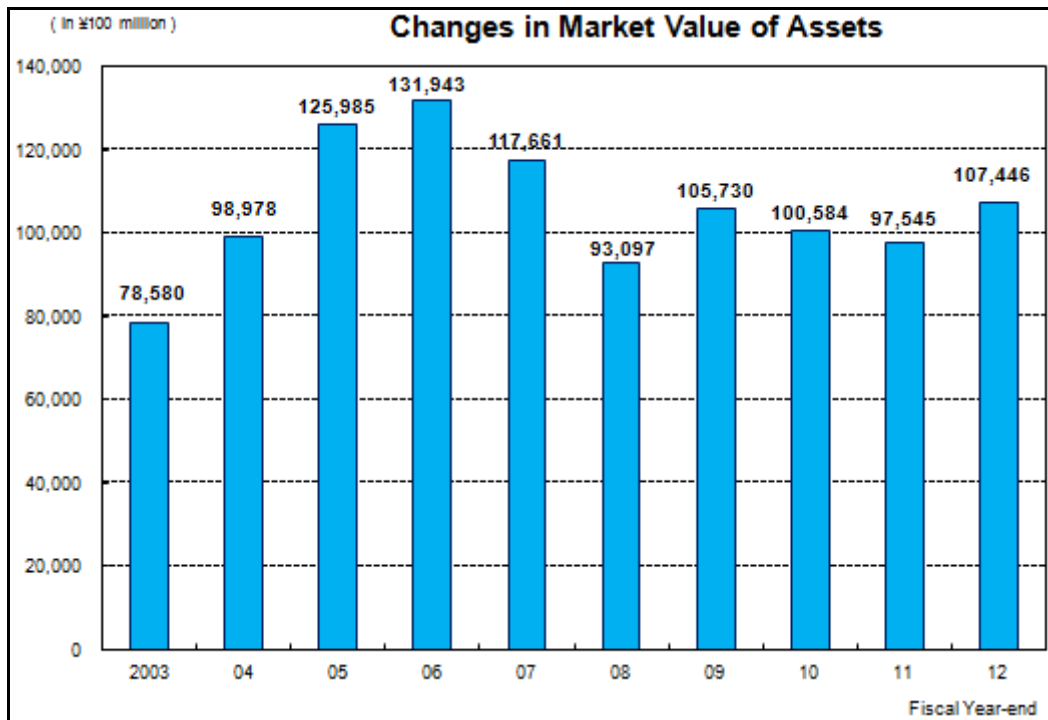
### (三) 資產運用狀況：

#### 1. 淨值：

依資產規模排名，PFA 為全球第 20 大退休基金(參考資料來源：Towers Watson 全球前 300 大退休基金分析,2012，如附錄 1)。

如圖五所示，PFA 於 2012 財政年度結束時，淨值達 10.7 兆日圓(約 0.1 兆美元)，在雷曼風暴之前淨值更高；若與 2011 財政年度結束時相較，2012 財政年度增加約 1 兆日圓，主要係受惠於 2012 財政年度績效表現良好。

(註：PFA 之當年財政年度=當年 4 月至次年 3 月，以下同)



圖五 PFA 淨值變化走勢圖

(參考資料來源：PFA 網站-Overview and Approaches of Investments，如附錄 4)

## 2. 資產配置：

### (1) 政策資產配置

PFA 於年金資產運用之基本方針中，訂定政策性資產配置，目前最新為 2013 年 7 月 23 日改定，如表二所示。

表二 PFA 政策資產配置-2013 年 7 月 23 日修正

Funding Level (提存水準)	國內、外 債券	國內、外 股票
100%未滿	57%	43%
100%以上 105%未滿	62%	38%
105%以上 110%未滿	67%	33%
110%以上 115%未滿	75%	25%
115%以上	80%	20%

註 1：上開政策配置比例之允許變動區間為±5 個百分點。

註 2：以外幣計價之資產(以外幣計價之機構債除外)總值上限為整體投組 30%。

(參考資料來源：Pension Fund Association Statement of Investment Policy-Revised on July 23, 2013, 如附錄6；PFA網站-Overview and Approaches of Investments, 如附錄4)

謹將 PFA 政策性資產配置具特色之處，說明如次：

#### A. 注重負債面管理，考量 Funding Level(提存水準)

PFA 設定政策性資產配置方式很特別，係依不同等級 Funding Level(提存水準)來設定不同配置比例；可見 PFA 非常重視財務狀況，以避免發生給付財務缺口為主要投資目標。

#### B. 設定保留操作彈性，投資長能力更顯重要

配置類別係僅設定最上層分為兩大類“債券”、“股票”，而其項下實際資產配置比例，則授權投資長視市場情況作彈性調整為最適配置，可說是賦予非常靈活彈性之操作配置設計，在此情況下，投資長權力非常大，需要非常專業，且具有紀律、堅強中心思想；因為實際配置若隨市場短期波動而不斷調整時，可能僅是徒增交易成本，反而降低績效表現。

### C. 重視長期投資理念，亦能順應市場變化而靈活調整

PFA 認為退休基金應該長期投資，不適合短期就調整資產配置比例，且不隨市場短期波動作賭博性投資。但是當市場有重大變化會對長期資產負債造成影響的話，PFA 會適時調整。

### D. 政策性資產配置限制設定簡單

PFA 政策性資產配置設定方式簡單明瞭，除了上述將中心配置簡單分為股、債兩大類設定之外，為了市場波動度而設有允許變動區間，範圍為正負 5 個百分點；另為了控管外匯風險，規定以外幣計價資產不得超過整體投組 30%。

### E. PFA 調整政策資產配置的頻率？

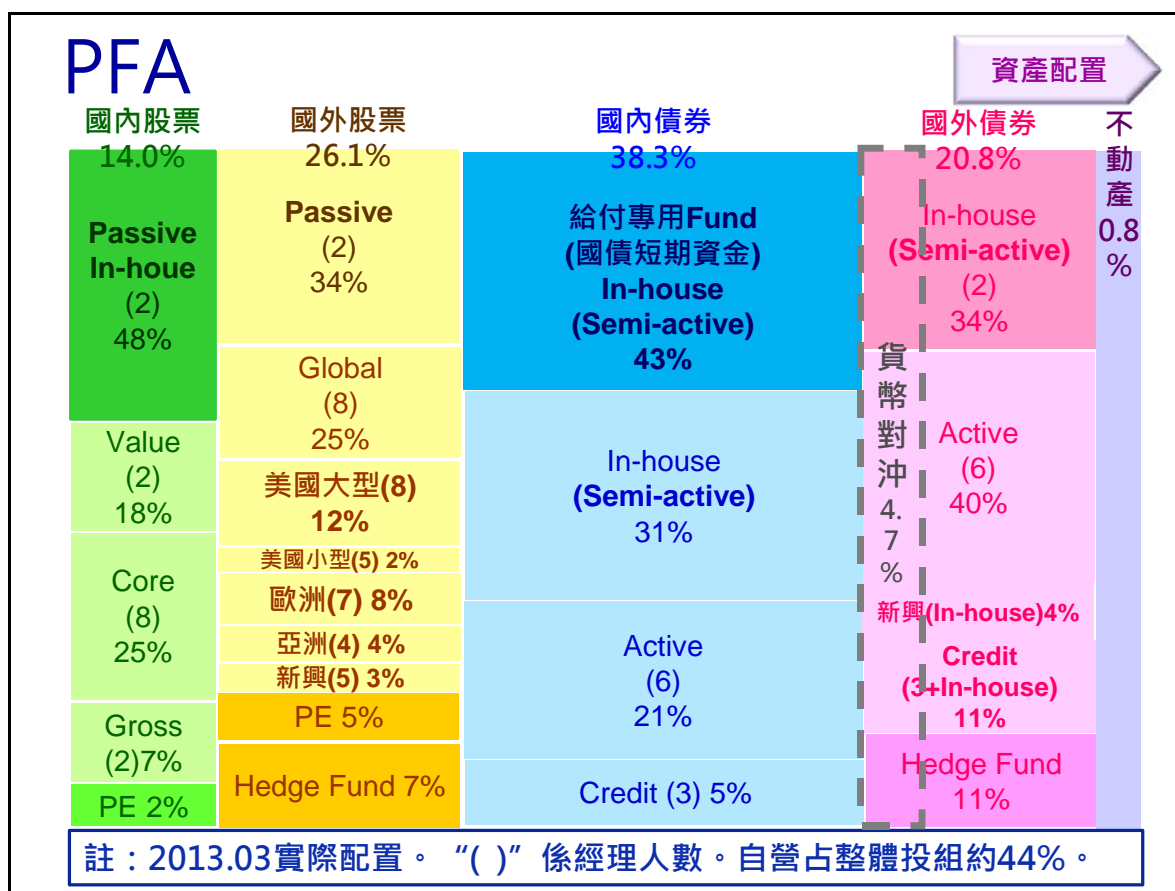
拜會時，我們請問 PFA 投資長，關於 PFA 調整政策資產配置的頻率？投資長認為如果硬梆梆照著所謂 Timing 來定期檢視，可能會失去機會，而 PFA 調整資產配置與否，主要是看 Funding Level(提撥水準)資金是否足夠、市場波動變化，可能作到每個月去看，因 PFA 投資長表示粗估計算其實很快。而據他所知，其他日本退休基金可能搭配精算 3-5 年檢視一次，可是 PFA 認為在這 3-5 年中，可能很多事情都改變了，如果失去這個改變的機會，可能會太晚來作改變。

PFA 認為負債面資產配置，必須比較頻繁地去檢視負債、精算假設，PFA 幾乎每月甚至每天簡單計算 Funding 狀況、市場波動變化，而複雜的精算是採月或年在計算；當發現有必要調整，PFA 就會適時調整，所以其操作有很大靈活彈性，並未因受制於法規而須隨精算調整，這也是 PFA 特色之一。



## (2) 實際資產配置

圖六為 PFA 於 2013 年 3 月底實際資產配置情形，很感謝 PFA 投資長與我們分享此圖，讓我們更進一步了解到 PFA 較為細部之資產配置內容。



圖六 PFA 實際資產配置比例-2013 年 3 月底  
(參考資料來源：本次拜會 PFA 投資長提供之書面資料，及 PFA 網站如附錄 4)

### A. 簡單描述 PFA 整體投組配置狀況：

依據 PFA 年金資產運用之基本方針，PFA 於 2013 年 3 月底適用之政策資產配置為債券 60%、股票 40%，允許變動區間為±5 個百分點。PFA 在實際執行資產配置時，會同時考量量化、質化分析，於 2013 年 3 月底實際運用情形為：

- a. **債券項下**：國內債券 38.3%(占整體債券 2/3)、國外債券 20.8%(占整體債券 1/3)是由投資長決定的。
- b. **股票項下**：國內股票 14%(占整體股票 1/3)、國外股票 26.1%(占整體股票 2/3)是由投資長決定的，又其中國外股票包含 Hedge

Fund、Private Equity 部位之比例亦由投資長決定。

- c. 另外，不動產實際投資 0.8%，5 年前設定之目標投資比例為 2%，僅限於國內，但隨著日本地震等因素影響，比例降到僅投資 0.8%。

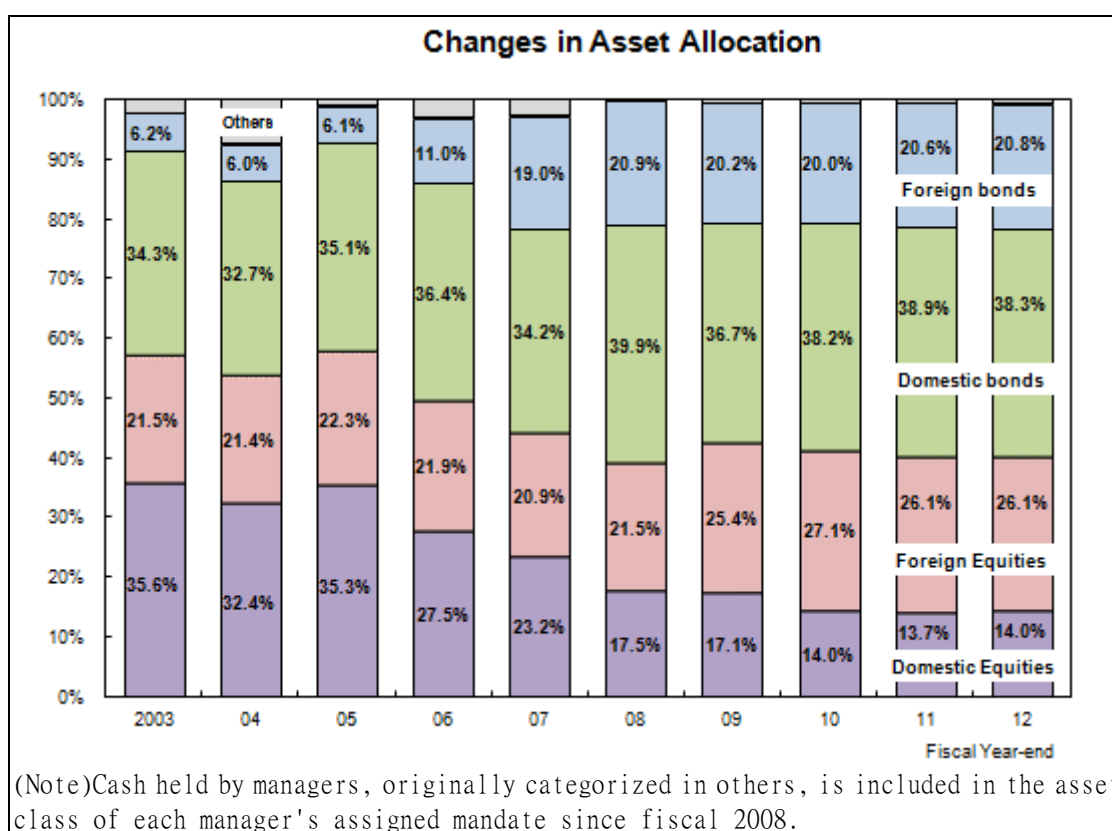
**B. 進一步分析我們觀察到 PFA 投資配置特色：**

- a. PFA 投資國內、國外市場，自營、委外均有；債券部份以國內比例較高，股票部份以國外比例較高。
- b. PFA 投資策略類型非常多元化，且不只被動式(Passive)投資，主動式(Active)部位也甚多，相較 GPIF 保守操作多採被動式(Passive)來看，PFA 投資風格較為積極。
- c. PFA 自營比例頗高：不同於其他日本退休基金，通常自營比例較低，多運用委外經理人操作，PFA 自營比例相對較高，達 44%。
- d. PFA 自營工具多：PFA 自營目的係為了增加基金資產投資效益，允許使用的投資工具蠻多的，但不包括國外股票；而自營國內股票受規定僅限於被動式(Passive)操作，約占國內股票整體部位的一半。
- e. 行使股東投票權：PFA 自營會行使股東投票權，希望透過影響公司管理來增加長期股東權益(這點與 GPIF 不同，GPIF 不自己行使，惟 GPIF 自營僅國內債券部位，並無股票部位)。
- f. PFA 國內債券自營比例非常高，達 74%，其中過半為給付專用基金，投資內容為國債短期資金。
- g. PFA 國外債券比例大約是國內債券比例的一半，其中約一半是自營，有作貨幣對沖(外匯避險)。
- h. PFA 國外股票部份，全部委外，委託類型非常多元化，且委外經理人數目也相對較高，多角化分散投資風險。
- i. PFA 為了分散風險並增加投組效益，於股票、債券均有投資另

類商品，包括 Private Equity(Buyouts 併購， Venture Capital 創投)、Hedge Fund、Real Estate、Infrastructure，且比例不低。

### (3) 實際資產配置比例變化

圖七為 PFA 自 2003 財政年度至 2012 財政年度，歷年底之實際資產配置情形變化圖。



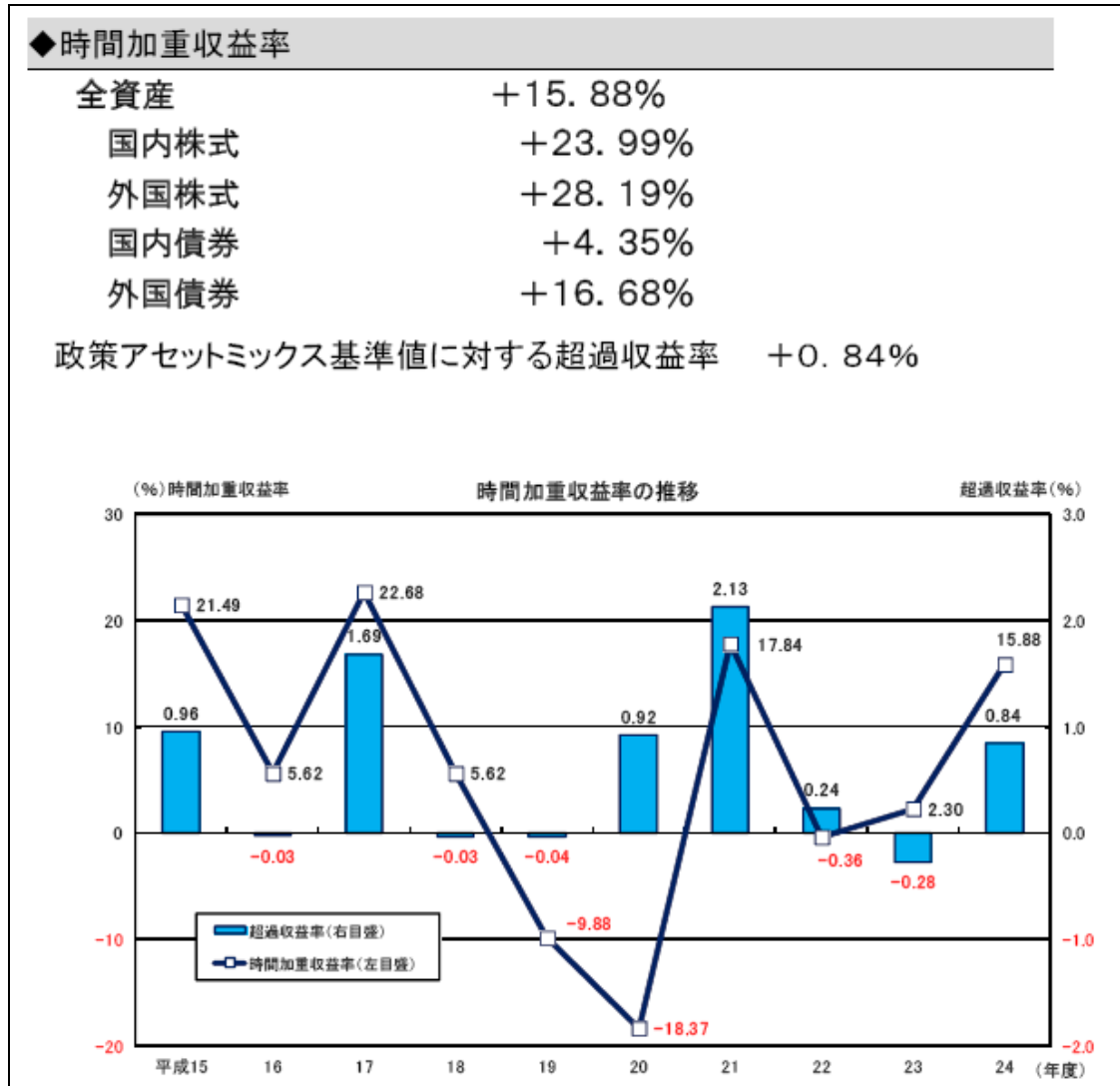
圖七 PFA 資產配置變化圖

(參考資料來源：PFA 網站-Overview and Approaches of Investments，如附錄 4)

大致來說，隨著 Funding Ratio(提撥率)的改善，近 10 年來，PFA 整體股票投資比重呈下降趨勢，從 2003 財政年底約 57%降至 2012 財政年底約 40%，主要來自於國內股票的下降，國內股票由 35.6%降至 14.0%，而國外股票由 2003 財政年底 21.5%升為 2012 財政年底 26.1%。債券方面，由於股票配置降低，相對地，債券部位升高，尤其是國外債券部位，國外債券由 2003 財政年底 6.2%升為 2012 財政年底 20.8%，但為了控制匯率風險，國外債券部位有作匯率避險(Currency Hedge)。

### 3. 投資收益率

圖八為 PFA 自平成 15 至 24 年(=西元 2003 至 2012 年)財政年度之歷年當年收益率表現情形。PFA 績效表現頗佳，2012 財政年度報酬率高達 15.88%(高於 GPIF10.2%)，主因係受惠於日圓貶值之匯兌利益、全球股市大漲。



註：時間加權收益率係考慮現金流之收益率

圖八 PFA 投資收益率變化圖

(參考資料來源：PFA 之 2012 年度年金資產運用狀況，如附錄 25)

特別值得說明的是，PFA 投資長分享看法，其表示若能讓每年投資報酬率波動小當然很好，可是 PFA 要嚴格遵守政策資產配置來執行 Rebalancing(再平衡)，即使可能造成當年短期收益不佳。在 2008(=平成 20 年)財政年度時，金融海嘯重創全球金融市場，尤其股市大暴跌，導致當時 PFA 面臨股票配置比例將跌出允許變動區間下限問題，

然而當時市場氛圍下，多數投資人均拋售股票，致股票報酬率更進一步下跌，若在此情況買進股票，就會面臨短期間未實現報酬率跌得很難看的狀況，而當收益率不好時，外界就會質疑為何大幅虧損；所以必須避險，可能用選擇權、期貨等商品來避險。但是，PFA 強調投資紀律，遵守政策資產配置，故 PFA 當年還加碼買進股票，讓比重在允許變動區間之內。亦即對 PFA 而言，遵守政策資產配置，比控制短期收益率波動度更為重要。PFA 投資長認為既然訂了政策資產配置，就要嚴格執行，不然為何要訂呢？(當然，當市場狀況是長期趨勢改變時，是可以順應金融局勢適時調整政策資產配置的)。

PFA 投資長認為這端視退休基金的治理結構中決策高層的想法，若決策者(譬如機構的委員會)不能接受短期大幅下跌的損失率，而要避免外界批評，就可能不買進股票部位，任由股票部位比重跌出允許變動區間下限，或許能換來當年績效不要太難看，不被外界指責，或甚至被迫在最壞的局勢時賣出股票，則須重新思考資產配置組合，或亦重新思考目標收益率。

但是從圖八看來，雖然 2008 財政年度表現特別差(實際上，全球機構投資人表現大多不好，相較之下，PFA 的表現並不算差)，或許當年市場會對其質疑，但其實當年是有不錯的超額收益率，且隔年(2009 財政年度)績效就回升了，且有很高的超額收益率。

透過 PFA 投資長的分享，我們體會到 PFA 投資非常遵守紀律，且有堅定之中心思想，而重點就在於投資長是整個投資團隊的靈魂人物，當整個團隊在具有堅定中心思想之領導人帶領下，創造出符合其設定目標理念之報酬表現，這是讓人非常佩服之處也是本次拜會深獲感動之處，使我們深刻體認到投資團隊領導人之重要性。另外，我們也學習到遵守投資紀律的重要性，尤其投資政策是所有執行面的依據，如果不跟隨政策執行，就沒有制定政策的必要，所以即便市場有大波動，也要依據投資政策來執行，除非大波動已造成金融市場風險報酬長期趨勢改變，則適時因應金融局勢變化，配合投資目標來靈活彈性調整投資政策，再依政策執行。

#### (四) 再平衡策略(Rebalancing)

(參考資料來源：Pension Fund Association Statement of Investment Policy-Revised on July 23, 2013，如附錄 6；PFA 網站-Overview and Approaches of Investments，如附錄 4)

PFA 執行再平衡主要時機，大致可歸納如次：

1. **配合 Cash Flow(現金流出)**：亦即配合執行給付。PFA 主要必須執行 Rebalancing 的原因是為因應年金給付；隨著給付壓力增加，PFA 每年必須給付整體投組資產之 3%-4%(GPIF 是 5%)，因此 PFA 必須每個月調整投組來因應給付壓力。
2. **當配置比例超出允許變動區間**：PFA 認為由於實際資產配置會隨市價波動而偏離中心配置，如果忽略，會面對不可預期風險，所以 PFA 會進行 Rebalancing，而在執行時，必須將交易成本納入考量。
3. **從風險控管角度出發，認為有必要調整時**：基於風險控管角度，仍可能適時執行。
4. **依市場風險報酬變化狀況**：PFA 會順應金融市場報酬與風險變化，適時在允許變動區間內，按月調整實際配置比重，這也是一種 Rebalancing 的概念。
5. **Funding Level(提撥水準)變動**：當提存水準變動時，政策性資產配置之股、債比例也須隨之調整，這也是 Rebalancing 時機。
6. 通常為**綜合考量時機**，舉例說明如次：
  - (1) 2012 年股票反彈之前，債的配置是比政策目標高，所以在 2012 年開始到 9 月、10 月，PFA 賣出債券來執行給付，這算是 Rebalancing。(同時考量給付需求及不超出允許變動區間)。
  - (2) 2012 年底，股市大反彈，使 PFA 股市實際配置到達超過中心配置 5 個百分點上限狀況，所以執行賣出股票，除為因應給付之需外，亦為將股票比重調整至允許變動區間之內。

## (五) 委外經理人監管

(參考資料來源：Pension Fund Association Statement of Investment Policy-Revised on July 23, 2013，如附錄 6；PFA 網站-Overview and Approaches of Investments，如附錄 4)

PFA 年金資產運用之基本方針中，清楚說明 PFA 監管委外經理人之方式及重要概念，謹摘述如次：

### 1. 建構經理人架構

PFA 依據不同資產類別挑選合適經理人，在建構整個經理人架構過程中，運用一套專門篩選經理人的系統(Manager Entry System)，同時進行質化、量化分析，綜合考量經理人投資哲學、風格屬性、投資承載能力、投資一致性、彼此之間相關性等重要因素。這樣的評估是永遠進行的，篩選進適合整體投組之經理人，並更換出不合適整體投組之經理人。

### 2. 選擇投資經理人

#### (1) 評估投資經理人

PFA 評估經理人有一套完整系統，同時考量質化、量化評估，在質化考量因素面有經理人的管理原則、架構、投資政策、風險管理、投資管理承受能力、行使股東投票權狀況等。

#### (2) 替換投資經理人

PFA 終止經理人可能的時機有，當經理人中長期績效表現不佳、當資產配置大幅偏離中心配置時、爲了有效分散經理人投資風格屬性、投資方法策略時。

鑒於 PFA 從整體投組角度來掌控風險，且強調多角化分散之重要性，所以我們很好奇的請教投資長：「PFA 在挑選經理人過程是否會考量經理人之間相關性？是否會避免集中同一操作策略類型經理人？或是當從整體投組風險控管角度來看，某種投資策略經理人比重過高時，是否不論經理人達成目標與否，皆可能終止委託？」(也就是說，評定經理人時，是否不只以達成目標爲考量，而是能從整體投組風險

控管、績效最適化角度出發，靈活調整運用經理人？)

PFA 投資長回答表示，是的，即使經理人績效超越指標 (Benchmark)，仍可能會終止契約。例如在股票型委託中，PFA 認為經理人非常重要，當優秀經理人離開原本服務的資產管理公司，PFA 是會終止契約的，因為好的經理人才是關鍵人物，比其服務的資產管理公司更重要；且 PFA 爲了分散風險，會多委託幾位經理人。

然而相對於股票型委託來說，在債券型委託中，資產管理公司就有可能比經理人來的重要。在債券型委託中，PFA 著重整體債券投資組合之管理，PFA 運用 Blackrock Solution(由 BlackRock 開發之債券風險管理工具)，把所有債券部位(包含自營、委外，國內、國外)放進此平台中，PFA 幾乎每天都會重新檢視債券部位資產配置，掌控存續期間、流動性、匯率風險等量化風險數據，並進行質化分析判斷。

在整體債券投組部份，PFA 重視控制整體債券投組管理，所以 PFA 把焦點擺在自營，認為掌控整體債券投組風險較重要。因此，在債券委外部份，是比較特殊型的委託，有的是很小區塊的委託類型，要找具有操作特殊型委託專業能力的經理人來委託。

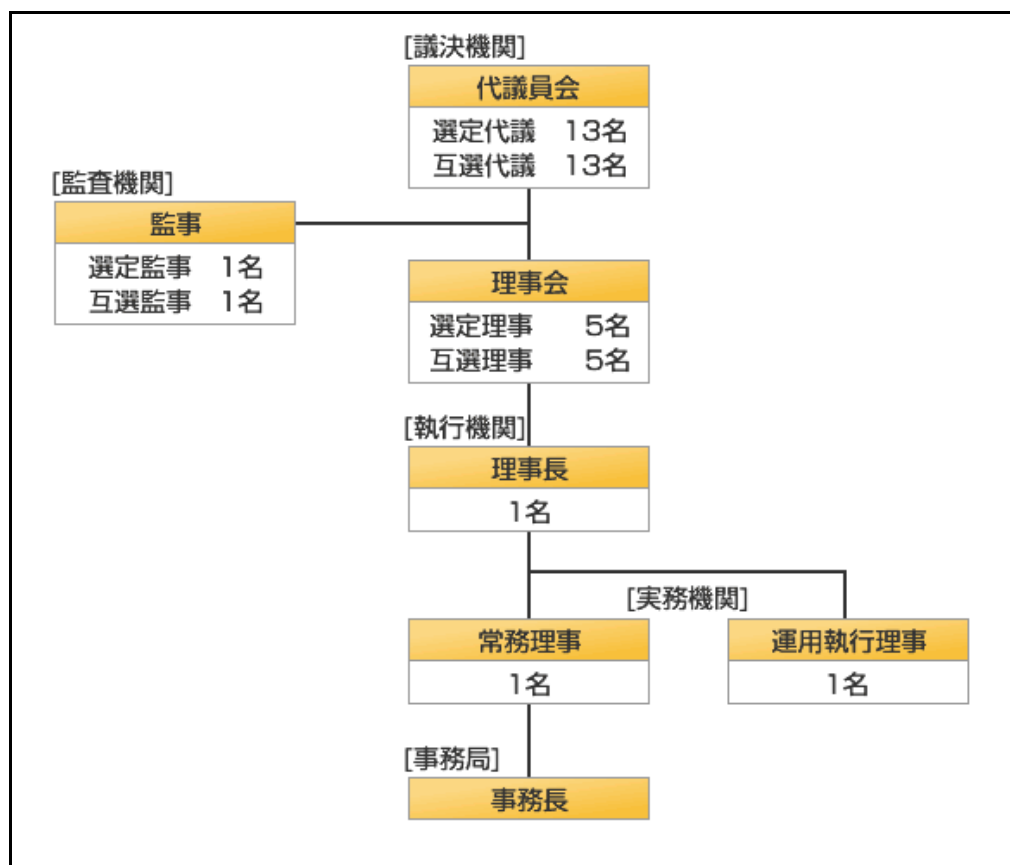
當然 PFA 雇用的每一位經理人在其專業領域都有其獨特的操作策略，但是有時候從控制整體投資組合風險角度來看，PFA 是有可能終止績效表現良好的經理人契約。

鑒於 PFA 能夠非常有彈性地調整委任經理人架構，我們很好奇地請教 PFA 投資長：「委任經理人契約是否有訂委託期間」？投資長回答：沒有，PFA 每月檢視經理人表現，可以隨時終止契約，但 PFA 有很多經理人合作已經超過 10 年了，也可能一年就解約，沒有一個保證的委託期限；也因為沒有設定委託期間，讓 PFA 在管理委外經理人架構時，能有如此彈性靈活調整空間。



#### 四、DIC 企業年金基金(DIC Pension Fund)

首先簡要說明 DIC 企業年金基金營運組織，如圖九所示，由業主及參加者推派相同數量的代表組成代議員會和理事會，並定期舉辦代議員會議、理事會議，討論有關基金營運之重要事項審議及決定。



圖九 DIC 企業年金基金營運組織  
(參考資料來源：DIC 企業年金基金網站，如附錄 7)

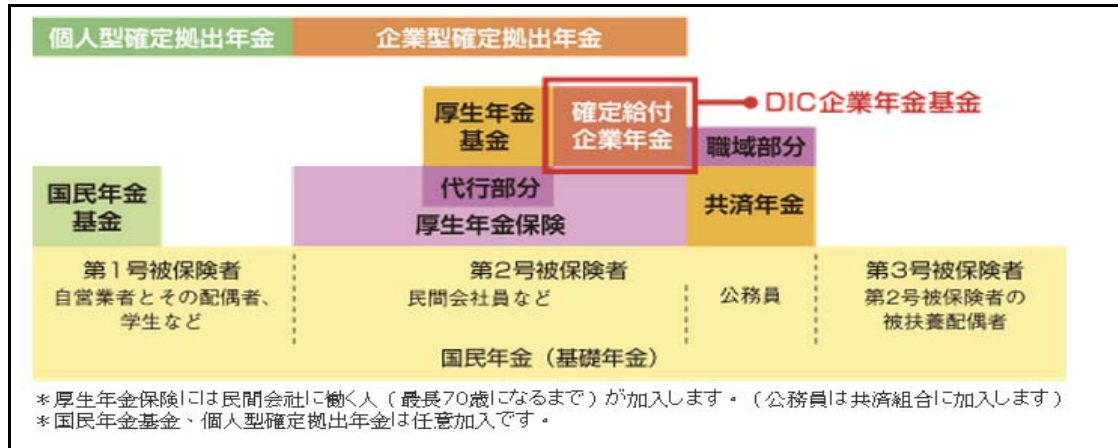
本次拜訪，非常榮幸能與 DIC 運用執行理事 Hideo Kondo(近藤英雄)先生進行交流對談，其為資深金融專家，透過其親切誠摯的分享，我們深刻體會到他對投資組合運用管理有獨到見解，不論是風險控管或是產品交易目的，他都強調“了解”之重要性，並且非常重視“管理”，透過學理研究出最適配置，以期有效達成預定風險暨報酬目標等獨到管理方式，都帶給我們對投組管理更豐富的想法。

恰巧，今年 6 月初 DIC 運用執行理事受邀公開演講，主題為「Pension fund management and “Abenomics” ~ Past 10 years and the next 10 years」，因此本次拜會，DIC 運用執行理事即以該份演講書面資料與我們分

享其寶貴看法，謹重點摘述如次：

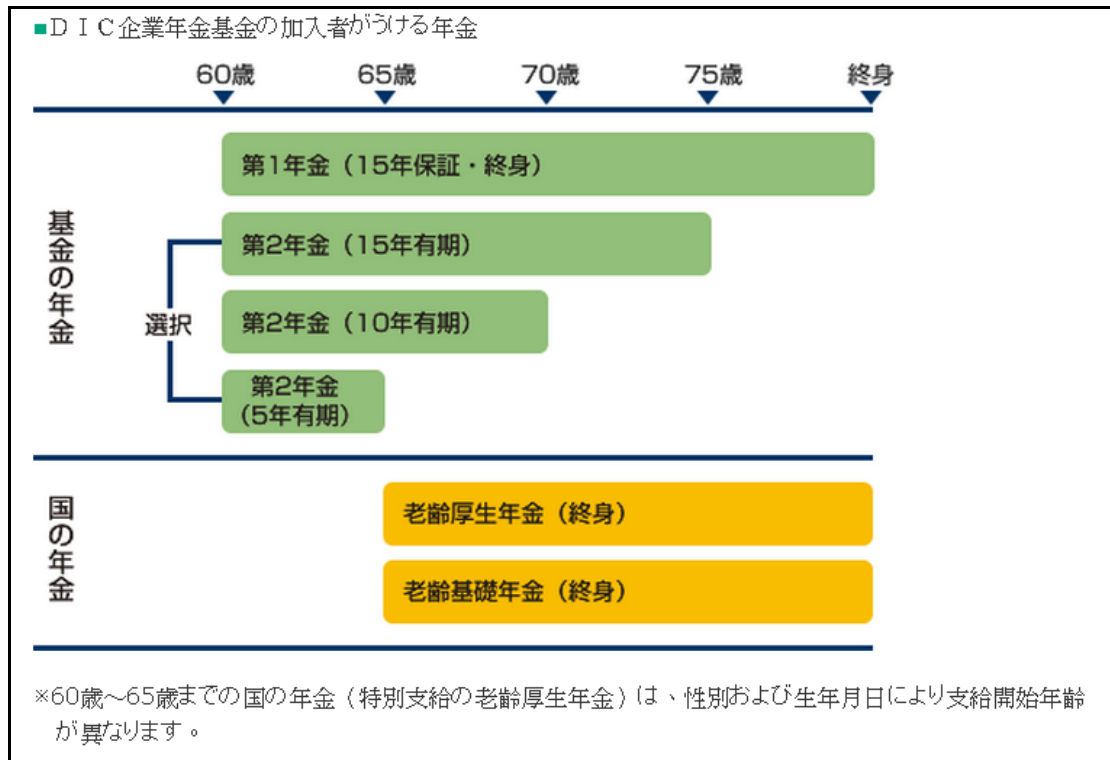
### (一) DIC 企業年金基金制度概述

1. **年金制度**：只要是於 DIC 公司工作的所有員工皆能參與 DIC 企業年金基金，其屬於確定給付企業年金，如圖十所示。符合公司退職金、退職年金支給規程的員工，於入社的同時亦加入 DIC 企業年金基金，就會是該基金的成員。雖然國民年金是年老後的生活經濟基礎，然退休生活方式的多樣化，為了能使高齡期的生活更加充實，若單只靠國民年金未必十分充裕，因此該基金的成員除了保有國民年金之外，亦可以享有該基金的退休金，此外，還可以配合個人的壽險計畫，於退休時改為一次性給付的退休金。



圖十 DIC 企業年金基金於日本年金制度中所屬之層別  
(參考資料來源：DIC 企業年金基金網站，如附錄 7)

2. **年金種類**：分為終身年金(Lifetime Annuity)、固定期限年金(Fixed-term Annuity)兩類，如圖十一所示。終身年金由 60 歲開始至終身，固定期限年金可自行選擇 5 年期、10 年期或 15 年期。2004 年，日本年金制度改制時，有不少基金皆停止終身年金， DIC 企業年金基金是目前仍存在終身年金的少數基金之一。



圖十一 DIC 企業年金基金種類  
 (參考資料來源：DIC 企業年金基金網站，如附錄 7)

## (二) 日本企業年金管理績效：

DIC 運用執行理事統計了日本企業年金 1986-2011 年歷年報酬表現，由其統計結果可以了解到此段期間歷經了三次金融大事件，第一為 2000 年科技泡沫、第二為 2008 年金融海嘯、第三為 2010 年歐債危機，在此之前日本企業年金平均都維持不錯之正報酬表現，然此三次危機使當年報酬率跌為負數，且前兩次危機跌幅甚深。由此分享我們體認到市場波動程度愈來愈高。

## (三) 過去市場表現：

DIC 運用執行理事統計了幾個具代表性指標(MSCI 已開發日本除外、野村 BPI、TOPIX、花旗集團世界政府債券日本除外指數)過去 10、20、30 年平均報酬表現，統計結果呈現出近 10 年報酬率相對遜於過去表現。由此分享我們了解到近 10 年市場愈來愈難投資，年報酬波動度愈來愈高(漲幅可能更高，但伴隨而來的就是跌幅更深)，致長期累計報酬率也愈來愈低。

#### (四) DIC 企業年金基金資產配置：

1. **Basic Portfolio(基本投組)**：DIC 企業年金基金原先設有基本投組配置，管理目標為(年)預期報酬率 3.5%、預期風險 7.3%，配置比例為國內債券 55%、國內股票 20%、國外股票 25%。
2. **Actual Portfolio(實際投組)**：然面對市況不佳(市場波動程度愈來愈高，難有穩定報酬，且傳統資產相關性不斷增強，又給付壓力日增等)，難維持原先設定之基本投組配置，因此改變投組配置設計。實際投組係由兩個不同目的之(子)投組構成：
  - (1) **Bond Portfolio(債券投組)**：目的為配合現金給付；目標報酬率 2%；管理首重保本與流動性。國內、外(有避險)資產分別占整體投組 26%、29%，合計占整體投組 55%。
  - (2) **Risk Asset Portfolio(風險資產投組)**：目的為追求中長期資產成長；目標報酬率 6%；管理首重資產成長與控制波動度。國內、外資產分別占整體投組 12%、34%，合計占整體投組 45%。
3. **實際投組相對於基本投組之轉變**：
  - (1) 實際投組清楚區分出投資目的。
  - (2) 原本基本投組國外投資僅占整體投組 25%，但實際投組國外投資占整體投組達 63%，增加了 38 個百分點，主要原因係想要捕捉國外成長及投資機會(反觀，日本市場相對難獲致較佳報酬機會)。
4. 特別值得說明是，實際投組中有一配置項目為 Long-term Investment Assets(長期投資資產)，係指流動性不佳之長期配置項目；DIC 運用執行理事為了清楚投資交易目的，特別依”Target”、”Objective”分別區分出各項投資項目之交易目的，在”Target”部分包括 Infrastructure(基礎建設)、Real Estate(不動產)、Distressed(危難證券)、PE(私募股權)、Mezzanine(夾層)等，而在”Objective”部分，則區分為 Cash-Flow、Opportunistic、Growth 三類。由此獨具創意之分享，可清楚了解到 DIC 運用執行理事非常重視了解每筆交易之目的，藉

由如此分類，其可以清楚掌握整體投組所暴露之風險與報酬對應關係，以有效管理運用整體基金。

## (五) 實際投組與模擬投組之風險暨報酬比較：

為有效管理整體投組風險與報酬對應狀況，DIC 運用執行理事特別利用指標設計出兩個模擬的投組，其中一個含 60%股票(以下簡稱 BM60%)，另一個含 45%(以下簡稱 BM45%)股票；其將實際投組與此兩個模擬投組作了一系列的統計分析比較，摘要如次：(特別說明：實際投組風險資產比例占 45%)

### 1. 10 年(2003/04-2013/03)平均年報酬與風險比較：

- (1)報酬：實際投組> BM60%>目標> BM45%
- (2)風險：BM60%> BM45%>目標>實際投組
- (3)小結：透過有效管理，達成實際投組報酬最高，風險最低，且達成目標報酬暨風險。

### 2. 10 年(2003/04-2013/03)累計報酬、12 個月滾動平均風險比較：

- (1)報酬：在市場大好時，實際投組報酬雖不及 BM60%，但 2008 年金融海嘯股市暴跌時，實際投組下檔保護較佳，跌幅小於 BM45%；長期而言，實際投組累計報酬表現最佳，除了在 2008 年金融海嘯時，有一小段期間報酬未達目標，然隨著市場復甦，近來累計報酬率已再創新高，超越 2008 年海嘯前最高點。
- (2)風險：長期而言，實際投組之風險最低，除了在 2008 年金融海嘯期間曾高於目標風險(上限)外，其餘時間均低於目標風險，更重要的是與兩個模擬指標之差距自此拉開差距(亦即實際投組在此市場風險飆升時期，風險程度明顯低於兩個模擬投組)，這也是長期下來，實際投組風險會低於兩個模擬投組之關鍵因素。另外，DIC 運用執行理事特別分享到，雖然 2008 年金融海嘯期間風險飆升，但是 DIC 企業年金基金在這段期間“Do Nothing!”，並沒有作太多資產配置之改變，係因 DIC 企業年金基金著眼於“看未來”，其投資理念

係以長期角度進行配置；因此，DIC 運用執行理事認為“Before Control”更重要，進行任何投資之前，都應該先充分了解產品，在將產品納入資產配置前就作好風險控制的工作。

3. 自 2003/03 起算，3、6、10 年後(即：2006/03 可視為市場佳、2009/03 可視為市場壞、2013/03 為現在狀況)風險暨報酬變化(已將數據年化方能比較)：

(1)報酬：BM60%3 年>實際投組 3 年> BM45%3 年>實際投組 10 年> BM60%10 年> BM45%10 年>目標>實際投組 6 年> BM45%6 年> BM60%6 年

(2)風險：BM60%10 年> BM60%6 年> BM45%10 年> BM45%6 年>目標>實際投組 6 年> BM60%3 年>實際投組 10 年>實際投組 3 年> BM45%3 年

(3)小結：實際投組風險變化程度較小，且均在目標範圍內；就報酬來看，市場好時，雖實際投組漲幅無 BM60%高，但市場壞時，其下檔保護最佳，再者，雖然實際投組 6 年低於目標，但仍明顯高於模擬投組，且風險更低。亦即：DIC 企業年金基金非常注重風險管理，其實際投組在歷經市場大波動時，風險增加幅度控制在一定範圍內，同時報酬雖下滑，但仍優於指標表現。

4. 將 10 年(2003/04-2013/03)分割為兩個五年(2003/04-2008/03 金融危機失控前)可代表市場好時，及(2008/04-2013/03)可代表市場大跌後至今，兩段期間年報酬暨風險之比較：

(1)前五年報酬：BM60%>實際投組> BM45%

(2)前五年風險：BM60%> BM45%>實際投組

可知，市場好時，實際投組報酬漲幅雖未及 BM60%，但波動度相對最小。

(3)後五年報酬：實際投組> BM45%>BM60%

(4)後五年風險：BM60%> BM45%>實際投組

可知，市場大跌後至今，實際投組報酬最佳，且波動度最小。

(5)前五年夏普比率：實際投組> BM45%>BM60%

(6)後五年夏普比率：實際投組> BM45%>BM60%

(7)小結：透過有效管理，DIC 企業年金基金實際投組不論在那段期間，夏普比率均最高，亦即其風險調整後報酬表現明顯優於模擬指標。

## (六) 退休基金管理：

1. 退休金管理的目的為達成追求保本(透過 Bond Portfolio)、退休基金資產成長(透過 Risk Asset Portfolio)，終極目的是追求永續退休基金系統，因此管理穩定性更顯重要。

2. 從 2008 年金融海嘯學習到的經驗：

(1)必須增強對系統性風險之抵禦能力。

(2)巨大損失是隱藏在管理背後，從 2008 年金融海嘯體認到管理要著眼於經濟成長不確定性所帶來之風險。

3. 歷經數次金融危機後，接下來管理重點：

(1)目前 DIC 企業年金基金投資架構係於 2000 年科技泡沫後，秉持長期觀點所設定，因此現在仍適用，強調持續一致性管理。

(2)歷經危機後，DIC 企業年金基金更加關注兩項管理能力，第一為加強面對 Tail Risk(尾端風險)之抵禦能力，第二為增強穩定現金流量之投資。

## (七) 對未來 10 年看法：

1. 關於退休基金系統：

(1)目前 DIC 企業年金基金仍為 100% DB 制，然而隨著給付壓力日增(提撥人數愈來愈少，提領人數愈來愈多)，預計將有部分比例轉換為 DC 制，以避免造成 DIC 企業財務負擔。規劃 Lifetime Annuity(終生年金)部分仍維持 100%DB 制，而 Fixed-term Annuity(固定期限年金)部分則轉換 30%為 DC 制。

(2)其實，已經有很多企業退休基金已經取消 Lifetime Annuity(終生年金)，或是早已採用 DC 制；而 DIC 運用執行理事謙虛地表示，DIC 企業年金基金很幸運目前尚未作這些轉變，主因係其績效表現頗佳；然而，為減輕給付壓力，相信轉換為(部分)DC 制，已是日本企業年金之趨勢。

## 2. 關於退休金管理：

(1)2012 財政年度(2012/04-2013/03)報酬率超過 13%，主要受惠於安倍經濟學所帶來之強勢日圓修正(即日圓貶值之匯兌利益)、日本股市大漲。而未來安倍經濟學之影響，仍是關注重點。

(2)投資策略保持一致為「在穩定波動度下，追求資產成長」。

(3)在低利環境下，難以透過債券達成多角化投資分散股市風險之目的。

## (八) 如何實踐投資策略「在穩定波動度下，追求資產成長」？

1. 首先，管理目標報酬率仍維持 3.5%。
2. 在當前經濟環境焦點於經濟成長與通膨情勢下，要透過管理來達成無法面對何種大風險都能達成目標之方法：

(1)執行 **Barbell-type(槓鈴型)風險分佈**：在 Bond Portfolio(債券投組)中強調安全保本；在 Risk Asset Portfolio(風險資產投組)中，可以冒較高風險來換取相稱之較高報酬，以求資產成長之可能性。

(2)**Risk Asset Portfolio(風險資產投組)之策略**：

A. 在 Private Sector(非具有公開交易市場)要追求 4-7%之報酬率，以增強整體投組報酬之穩定性。

B. 股票投資部分(具公開交易市場)，選擇投資於高品質股票(會創造穩定現金流之企業)及低波動度策略；並且採取“Hedge Strategy”(避險策略)、“Insurance Strategy”(保險策略)亦防止重蹈 2008 年金融海嘯時，報酬率大跌之覆轍。



## 五、三菱商事企業年金基金(Mitsubishi Co. Pension Fund)

本次拜訪，非常榮幸能與三菱商事企業年金投資人員進行交流對談，其於另類投資有豐富經驗，透過其熱情大方分享，讓我們對另類投資有更深一層了解；謹將當天交流重點摘要如次：

### (一) 三菱商事企業年金基金概述：

1. 制度：原屬於日本年金架構中第三層之 DB 制企業年金，然而隨著給付壓力日增，於 2009 年將 40%轉為 DC 制(僅針對新進員工)。
2. AUM：約 30 億美元。
3. (年)目標報酬率：3%，並不高，因此操作不須很積極。
4. Funding Ratio(提存比率)：Over Funding(超額提存)。
5. 負責投資運用人數：4 位。

### (二) 資產配置：

1. 政策資產配置：50%固定收益、20%權益證券、20%另類投資、10%現金或約當現金。
2. 雖然其目標報酬率 3%並不高，但是日本債券長期低利率，也無法滿足目標報酬率，因此固定收益型部分轉向配置海外債券，且作完全匯率避險，主因為避免匯差損失侵蝕利差收益，且目前利率很低，所以避險成本與 5 年前(金融海嘯前)相比不高，但也會擔心未來美國短天期利率上升狀況。

### (三) 三菱商事企業年金基金與三菱資產管理之關係：

**提問：**由於三菱商事為一很大的集團，旗下設有三菱資產管理，因此我們好奇地請教三菱商事企業年金基金與三菱資產管理之投資團隊是否相同？績效表現如何？

**回答：**三菱商事企業年金基金表示，在日本的確有些大型企業如

TOYOTA、HITACHI 是將其企業年金 100%委由其旗下之資產管理操作；然而，就三菱商事企業年金基金而言，並無如此作法，其僅將三菱資產管理視為外部資產管理業者，係由於三菱資產管理所管理資產規模並不大，主要強項業務在另類投資領域，且行銷通路以零售為主，代操業務較少，所以三菱商事企業年金基金僅有一小部分資金是委由三菱資產管理操作，類型為 PE(Private Equity, 私募股權)、Infrastructure(基礎建設)。

#### (四) 另類投資：

1. **提問：**鑒於另類投資領域複雜不易理解，請問三菱商事企業年金基金如何監管另類投資委外經理人，與監管傳統(非另類投資)委外經理人有何不同？

**回答：**三菱商事企業年金基金表示，他們在評估監管另類投資經理人時，主要有三種比較方法：

- (1) 與具代表性指標(如 HFRI)作績效比較。
- (2) 與相同策略之同儕作績效比較。
- (3) 與市場上操作表現好之知名大牌經理人作績效比較。

2. **提問：**挑選另類投資經理人時，除了考量報酬率之外，還有哪些重要考量因素？

**回答：**三菱商事企業年金基金表示，首重流動性，關於此點其分享了一個小故事—在 5 年前(2008 年金融海嘯前)，其於另類投資政策配置比重為 30%，現在降為 20%，實際配置則只有 10%，係因 2008 年金融海嘯時，有些標的缺乏流動性賣不掉，譬如 Hedge Fund 於契約中可能會訂有執行 Side Pocket Gate 策略之機制(當標的缺乏流動性時，經理人會關閉 Gate，將此 Gate 內資金放入 Side Pocket，則投資人無法及時提領，必須靜待流動性恢復以避免市況不佳致價格暴跌)。因此，現在三菱商事企業年

金基金於另類投資對流動性要求非常高，並且強調經理人(Key Man)風險，要評估經理人流動率、經驗豐富與否。另外，另類投資之策略是否為市場偏好的類型，也是影響績效表現之重要因素。有時候可能同一年度內，某經理人於上半年表現很好，但是下半年卻變得不好，因此透過質化分析來評估表現好與不好的原因非常重要。

3. **提問：**由於 PE(Private Equity, 私募股權)之收益呈 J Curve，對退休基金而言，會產生現金流量問題，且投資初期市場評價後為負報酬，易遭外界質疑，請問三菱商事企業年金基金如何解決 J Curve 問題？

**回答：**三菱商事企業年金基金表示，在 2008 年金融海嘯前，其係透過 Time Diversification、Portfolio Diversification，定期定額，藉由時間差去平準化 J Curve 問題，但是此方法在海嘯後變得無效了，所以其於缺乏流動性之投資比例下降；而現在，其採取於 Secondary Market(次級市場)交易之作法，在次級市場買已經開始獲利的 PE(譬如可能已操作 3-5 年)。

然而，雖然 PE 的 IRR(內部報酬率)很高很吸引人，但由於其目標報酬率 3%並不高，無須過度冒高風險來換取高報酬，因此現在其投資首重流動性，主要為因應維持穩定之給付現金流。

4. **提問：**請問三菱商事企業年金基金在 Hedge Fund(避險基金)投資，是透過 Fund of (Hedge) Fund(組合式基金)還是自己去選擇基金？

**回答：**2008 年金融海嘯前，三菱商事企業年金基金自己選經理人，因為資訊很多；然而海嘯後，轉變為以 Fund of Fund 為主，主要是流動性考量。也因為首重流動性，所以其在另類投資中，以 Hedge Fund 投資比重較高，當然主要還是要評估策略是否適合當時市場環境。

## 六、摩根大通銀行—投資者服務(JP Morgan Chase Bank—Investor Service，以下簡稱 JPMIS)

日本摩根大通銀行有 1,200 多位職員，分為三大業務領域：投資銀行、投資者服務、資產管理；而本次日本訪問行程，我們拜會了其中之摩根大通銀行—投資者服務(以下簡稱 JPMIS)、摩根資產管理。其中 JPMIS 在日本係承作保管業務(Custodian)，並無承作信託業務，因此必須透過與當地信託銀行合作，再者，有關日本當地股票、現金、債券係屬日本當地信託銀行保管業務，是以，JPMIS 於日本係承作除日本以外地區投資之保管業務。

首先，非常感謝 JPMIS 幫忙協助安排本次日本拜會行程日本端之聯繫與接洽事宜，在其熱忱悉心安排下，我們有豐富充實的拜會體驗。本次 JPMIS 亦為我們拜會之對象之一，很榮幸由其總裁親自與我們交流對談，其對日本退休基金市場了解甚深，透過其重點式分享近來日本退休基金市場之主要事件，讓我們對日本退休金市場有更深一層認識，謹將拜會當天幾個重要議題摘要如次：

### (一) 日本海外業務投資者暨 JPMIS 業務服務對象：

日本海外投資業務投資者可分成 3 類，

1. **政府部門(Government Sector)**：如中央銀行，此類非為 JPMIS 保管之對象，主要視投資哪個國家便與該國之央行合作。
2. **人壽公司或是日本銀行**，為 JPMIS 主要客戶對象，如三菱銀行或三井住友銀行等。
3. **退休基金(Pension Fund)或共同基金(Mutual Fund)**：與 JPMIS 係屬間接客戶關係，JPMIS 僅提供保管服務，其他會計業務等由信託銀行(屬直接客戶關係)負責，雖無直接業務合作關係，JPMIS 仍會不定期與退休基金、共同基金溝通交換相關市場資訊。

## (二) AIJ 醜聞事件始末及效應：

(參考資料來源：網路新聞及社論，如附錄 31)

日本年金制度有一項措施，不論是退休基金市場或是一般基金業務，都會有信託銀行角色存在，企業將僱主和僱員的年金存入信託銀行，與信託銀行簽訂信託合約，再與投資顧問公司簽訂全權投資合約。原則上，投資公司只指示信託銀行如何投資，不會接觸客戶的資金，而持有客戶資金的信託銀行不作投資決策。然去年在日本年金市場中發生的 AIJ 醜聞事件，巧妙的避開了這項措施，詐騙超過約 2,000 億日元的退休金，其中受害者多半為日本中小型企業僱員的厚生年金基金。

AIJ 為一家投資顧問公司，其指示信託銀行向本身控制的證券行(ITM 證券)買入匯豐銀行的附屬機構百慕達銀行管理的開曼群島基金，而資金離開日本後便下落不明。然信託銀行於資金匯出前沒查明 AIJ 和 ITM 的關係，將錢交給 ITM 證券等同將錢交給 AIJ，亦等同放棄信託責任。其次這次受害的中小企業其年金管理營運缺乏專業的人才，又設定較高目標報酬率，在追求報酬率之壓力下，採用高報酬高風險的產品，因此才會受害嚴重。經過這次事件後，日本政府除加強檢討信託銀行的監管機制外，厚生勞動省亦為避免再有類似情形發生，限制養老基金對任一家投資顧問公司的投資比例，並把養老基金重新歸類，提高其法律框架加以保護。

## (三) 從保管銀行角度來看，安倍經濟學對日本投資人投資偏好之影響：

鑒於安倍經濟學對金融市場造成很大的影響，因此拜會過程中，我們請教 JPMIS，安倍經濟學三項政策，對 JPMIS 保管資產產生之變化？JPMIS 回答表示：就退休基金而言，係依其原訂投資政策操作，並無大改變，除非是主管機關有新的投資準則令其調整；就共同基金來看，愈來愈多資金投入日本股市，甚至表現優異之股票基金還有 Oversubscribe(超額認購)情形，且從金額來看，並無投資項目有減少投資情形(亦即，總體來看，受惠於資本利得及匯兌利益，帳上總可投資金額增加，而增加部分主要再投

入日本股市)；另外投資人對海外 REITs(不動產投資信託基金)及新興市場的興趣也增加了。

#### (四) 日本與台灣相似問題之交流：

日本和台灣其實面臨類似的情況，人口老化、少子化問題，給付大於收入的財政壓力日益增加，因此，如何增加報酬、尋求好投資機會其實是一大挑戰。另外日本於 10 年前就引入 DC 制，惟規模仍小，但相信隨著給付壓力日增，未來由 DB 制轉成 DC 制之趨勢會逐漸增加。

## 七、摩根資產管理(JP Morgan Asset Management,以下簡稱 JPMAM)

本次拜會 JPMAM，總共分爲兩個場次，所以談論的議題非常廣泛而豐富，十分感謝他們願意分享寶貴的實務經驗，著實讓我們對日本金融及退休基金市場，有更進一步了解。謹分享當天談論的幾項重要議題如次：

### (一) 安倍經濟學(訪談時間點爲 102 年 8 月下旬，訪談對象爲 JPMAM 經理人暨研究部門主管、執行董事)

#### 1. 日本正有什麼改變？

現在(時點)不一樣嗎？這是 JPMAM 該段期間最常被外資問及的一個問題，而 JPMAM 的答案永遠是“這次真的不一樣了！”，JPMAM 會有如此斬釘截鐵的看法，其實背後是有其堅強研究看法當作支撐的，主要理由爲 JPMAM 認爲政權是否穩定爲影響日本經濟非常重要之因素，穩定長期執政才有機會執行重要改革，JPMAM 觀察到過去六年日本政治局勢非常不穩定，六年換了六任首相，即使每位首相都針對經濟問題推出其成長政策，但是上任不久就下台的結果是，沒有任何一次政策能夠長期延續推行，也就導致每次成長政策都無效。但是這次不一樣了，在參議院選舉後，確定安倍政權能持續執政六年，所以安倍政權有足夠長遠的時間，可以安心放手推行其經濟成長政策，現在，安倍得到這樣的機會，來執行他的政策，現在是時機來終止通貨緊縮，並達到長期成長。因此，這樣政局穩定的背景基礎，是 JPMAM 對這次安倍經濟學充滿信心的第一要素。

通貨緊縮限制了過去 40 年的日本經濟，就消費者來說，緊縮會使消費者延後消費，因預期明天價格會比今天便宜，所以今天不消費，而就企業管理來說，會弱化市值成長，因爲企業沒誘因去投資或雇用更多人；所以通貨緊縮是導致日本經濟問題之惡因。所以，如果有機會終止緊縮，就有機會改變，企業會投資或雇用更多人並增加薪資，進而促進消費，以期帶動經濟成長。

## 2. 安倍經濟學三支箭(訪談時間點為 102 年 8 月下旬,所以以下談及內容係以當時政策進度來說明)

JPMAM 分析安倍經濟學三支箭，第 1 支是大膽的貨幣政策(Bold Monetary Policy)，第 2 支是靈活的財政支出(Flexible Fiscal Spending)，第 3 支是 Growth Strategy 成長策略(結構改革)。

其實，市場上有很多聲音認為，安倍經濟學第 1、2 支箭沒有什麼了不起，不就是市場上常見的貨幣寬鬆政策、擴大財政支出政策，跟以前日本歷任政府推出的成長策略，本質上大同小異，沒有什麼特別的，但會導致安倍讓市場有信心其實就是政局穩定，所以，市場上大多投資者都聚焦於第 3 支箭(似稍忽略第 1、2 支箭)。

但是 JPMAM 有不同看法，JPMAM 認為第 1、2 之箭其實相當重要且有力，正是終止通貨緊縮主因。然而，安倍經濟學前兩箭跟以前的政策有何不同？JPMAM 認為這次真的不一樣！除了政權穩定外，其實 JPMAM 認為第 1、2 支箭都跟以前的寬鬆貨幣政策、擴大財政支出政策很不一樣，原因分述如次：

### (1) 第 1 支箭(大膽貨幣政策)：

JPMAM 研究發現過去日本央行(BoJ)試著消除緊縮，雖然也都實施量化寬鬆政策，但總是太早收手，所以過去 40 年，每次日本有機會擺脫緊縮時，BoJ 都錯失機會，每回有些通膨跡象時，以控制通貨膨脹為要務的 BoJ，就會很緊張趕快收手，所以剛開始回溫的經濟，就馬上又冷了下去，反而造成經濟下滑。

然而，這次不一樣了！這次日本央行行長黑田東彥，設定 2%的通膨目標，顯示出其很大的決心，要讓日本擺脫通貨緊縮；當然市場也有批評聲音，認為 2%通膨根本達不到，(當時)還是負的 CPI，要升到 2%太困難了。但 JPMAM 認為，也就是因為不易達成上限，正代表著日本政府還有很大的空間可去推行相關寬鬆手段，從另一個角度來看，這反而代表的是一種承諾，承諾著這次日本央行不會太早收手，就是要擺脫通貨緊縮的決心！雖然從別的角度看，可能有寬鬆終止的問題，但因為 2%很難達成，所以這不



是目前要討論的問題。

(2) 第 2 支箭(靈活財政支出)：

同樣的，針對該支箭，JPMAM 樂觀看待的背後，仍舊是有研究作支撐，這是 JPMAM 的特色，堅持要有自己的 House View，不隨市場短期波動，強調從長期觀點來看整個市場並進行投資。

財政支出，也是歷任政府常常運用的一種刺激經濟方式，那麼，這次到底哪裡不一樣呢？JPMAM 研究統計發現，過去多是在經濟走下坡時，日本政府才會連續數月推出擴大財政支出政策，但是這次是第一次，在經歷數月持續成長市場環境下，安倍政府仍持續運用財政支出，配合景氣循環，彈性地運用公共支出來支撐經濟持續成長，手段比之前更為靈活富彈性，所以這次真的很不一樣！

### 3. 重要指標變化

到底安倍經濟學對於終止緊縮政策有沒有效呢？JPMAM 透過幾個重要經濟指標來觀察：

(1) 企業盈餘(預期)創新高

企業盈餘代表企業成長，股市動能。因此，(當時)企業盈餘已創新高，且 JPMAM 預期會繼續創新高，代表著企業在成長，股市(當時)也反映著推升力道。所以，從企業成長角度來看，安倍經濟學已發揮一定程度效用。

(2) 工作提供/申請率上升(0.4→0.85)

這個指標上升的意涵是說，原本若有 100 個人申請工作(找工作)，他們只有 40 個工作機會可以搶，但當時上升到有 85 個工作機會可以搶了(勞動市場供給增加)，上升的幅度還蠻大的，代表市場真的有在好轉，可是還是會有人搶不到工作；所以，雖然有變好，但是還不夠好，那麼到底要多少才算是夠好呢？依據市場經驗，JPMAM 判斷要升到 1.2-1.3 才算夠好。

#### 4. 有實體經濟回升的通膨，才是好的經濟成長現象

工作提供/申請率是薪資的領先指標，該指標上升了，就可望帶動薪資上漲。然而，值得注意的是，通膨必須伴隨著企業成長、薪資成長，才是有實體經濟回升的通膨，才是好的通膨，所以透過觀察薪資、工作機會、消費、企業盈餘等指標來判斷，(當時)這些數值都在上漲，惟有些漲幅還不夠。

#### 5. 結束緊縮的時機非常近了

JPMAM 預期失業率將降到 4%以下，核心消費者物價指數續升，可能明年某個時候，就可以確認日本擺脫通貨緊縮，整個看法都會改變。

## (二) 投資哲學

本次與我們對談的研究部門主管，有 15 年產業經濟研究經驗，同時也是基金經理人，因此也特別跟我們分享 JPMAM 投資哲學，以下謹就本團認為 JPMAM 操作具特色之處，特別摘要說明：(以下係 JPMAM 以一檔日股基金為例作分享)

### 1. 投資團隊特色

日本 JPMAM 投資團隊非常穩定，分析師年資非常長，少異動的特點讓他們的分析師有豐富市場經驗，經歷數次景氣循環，使其有能力預測產業走勢。

通常分析師職涯規劃會希望有機會轉為經理人，我們很好奇地請教 JPMAM 是如何吸引分析師長期擔任分析師職位？對此，JPMAM 表示除了獎勵分紅制度外，JPMAM 投資團隊還有另一個特點，JPMAM 身為全球性資產管理業者，所有資源均是全球 JPMAM 共享，所以日本當地分析師能透過與海外分析師直接對談交流，獲取全球各地在地分析師對當地市場看法(從在地角度來看，而非從外資角度)，因此，JPMAM 日本分析師對海外市場的看法客觀，在日本資產管理界非常受到其他家業者或機構投資人重視及尊敬，讓

日本 JPMAM 分析師獲得在他處不易取得之成就感，這也是能吸引 JPMAM 分析師一直留在 JPMAM 當分析師，而沒有轉換其他職涯跑道一個很重要的原因。

## **2. 強調長期趨勢，忽略趨勢中的噪音，不追隨市場短期波動；堅持思考，堅強觀點，遵循策略，不隨市場波動頻繁交易**

JPMAM 的投資哲學是有自家的 House View，要有自己獨特的思考，進而產生堅強的觀點，操作時，不隨市場波動頻繁交易，而是看長期趨勢，忽略市場中的噪音，遵守紀律進行投資。

## **3. 價值型投資，嚴守紀律投資流程及投資哲學**

日本 JPMAM 表示，自成立以來，他們總是使用著相同的投資方法，有非常堅定的投資理念，且保持遵循流程。所以 JPMAM 非常遵照既定的投資策略來執行建構管理投資組合。

日本 JPMAM 股票投資團隊是價值型投資策略，在 2010-2011 年希臘引爆歐債危機時，該類型投資策略不受市場歡迎，當時市場在風險趨避心理下，偏好資產負債表健全的大型企業，使得採用價值型投資的 JPMAM 日本股票基金績效大跌，但是 JPMAM 透過與歐洲研究團隊交換意見後，判斷歐洲不會倒，在作過充分分析而作出判斷之前提下，日本 JPMAM 繼續秉持其投資哲學及其操作理念，堅守紀律及操作策略，所以其基金有一段時間績效表現並不理想；然而，隨著市場逐漸回穩，市場多數投資人也發現市場錯價情形，而轉向偏好該類型投資，所以，當市場風向球又轉回偏好價值型投資，JPMAM 價值型投資基金報酬又迅速回升了。

從 JPMAM 分享中，我們了解到經理人嚴守投資紀律的重要性，而這些特點其實非常適合秉持長期投資策略之退休基金，值得我們學習。

### (三) 日本退休基金市場調查報告

JPMAM 策略團隊，每年作這份調查報告，非常清楚地掌握日本退休基金市場脈動，這種在這個市場就要了解這個市場的精神，著實令人佩服。謹將調查報告摘要如次：

1. **報告主題：**日本退休基金市場調查報告—在安倍經濟學下，日本企業退休基金尋找新方向

2. **背景：**

(1) 調查時間：102 年 3-4 月。

(2) 調查對象：企業退休基金，DB 制、DC 制均有，但主要是 DB 制，不包括公共退休基金，因為多數公共退休基金不在網路上公開這類資訊。

(3) 調查家數：138 家。

3. **調查結果：**

(1) 期望目標報酬率、波動度均下降：

A. 目標報酬率：下降中，自 2009 年平均 3.9% 降到 2013 年平均 3.3%；而 10 年期 JGB 公債利率 0.7-0.8%，因此必須增加投資股市或另類投資。(以前目標報酬率設定較高，但隨著利率走低，愈來愈難達成高目標報酬，遂有許多企業年金開始冒高風險投資，尤其是中小企業組合而成綜合型之厚生年金基金多缺乏投資專業，導致後來爆發 AIJ 醜聞；於是，現在企業年金轉為較謹慎面對風險與報酬相稱性，不再追逐過高報酬)。

B. 目標波動度：下降中，自 2009 年平均 7.1% 降到 2012、2013 年平均 6.6%。(隨著給付壓力日增，為因應給付之需，必須維持穩定現金流量)。

(2) 資產負債平衡概念，只要求達到資產與負債平衡水準，不要求更高的超額報酬。日本低利率已 20 年，難從固定收益投資中獲致良好收益率，因此必須投資股市，且固定收益存續期不放很長，

長存續期配置低。

(3) 資產配置近五年(2009-2013 年)的改變：

- A. 國內股票減少非常快速，部分原因是因為會計制度的改變，但同時日股表現不好也是原因之一，很多退休基金認為日本股市不是好的資產類別，因為自 2000 年開始報酬表現不好。
- B. 2008 年金融危機後，增加投資國內固定收益。但 2012-2013 年降低國內債券比重，或許是因為考量非常低的利率，使他們無法維持國內債券投資比重；相對地增加國外債券比重，短存續期債增加，長存續期債減少。
- C. 國外債券外匯避險部份增加：有作外匯避險之國外債券比重自 40% 升高至 50.7%，主因是日本公債 JGB 利率很低，大多將日債轉為國外債券，所以需要更多外匯避險。
- D. 新興市場債、高收益債、Bank Loan 增加：為了提高收益率，以期達成目標收益率，多數企業年金增持新興市場債、高收益債、Bank Loan，而這些部分都是日本政府不允許退休基金自營的，所以都是委外操作。
- E. 為了增加收益率及分散投資工具，大多企業年金增加另類投資；其中 77% 曾使用 Hedge Fund (策略由 Fund of Fund 轉為 Single Fund)，占另類投資一半比重。隨著另類產業復甦，逐漸愈來愈多 PE、Infrastructure、Real Estate 投資選項。
- F. 企業年金投資 Hedge Fund 部分，在金融危機之前，多使用 Fund of Hedge Fund，但在雷曼事件後，投資人分散化投資工具，轉入 Single Hedge Fund Strategy。一般而言，剛開始投資 Hedge Fund 的投資人，會先從 Fund of Hedge Fund 開始，但隨著累積經驗後，他們會想要自己管理，轉為 Single Hedge Fund 策略投資。

## 八、野村資產管理公司(Nomura Asset Management，以下簡稱野村)

很感謝當天野村熱情分享他們對日本市場的看法，身為日本大型資產管理公司，野村非常重視自身研究。謹將野村資產管理公司當天拜會時，對日本股市、日本債市獨到分享，簡要摘述如次：(訪問時間為 102 年 8 月，以下為野村對當時市場的看法)

### (一)野村對日本金融市場看法摘要

#### 1. 通貨緊縮走向終點

安倍經濟學的目標是讓日本擺脫通貨緊縮，在安倍經濟學之積極貨幣政策(第一支箭)和靈活財政支出(第二支箭)支撐下，日本經濟開始連續三季正成長，已可預見周期性復甦，再加上消費者物價指數已朝正向發展，因此野村認為在經歷 15 年通貨緊縮後，現在日本通貨緊縮已經要走向終點了。(此點看法和 JPMAM 雷同)

#### 2. 修正日圓匯率

極強勢日圓被修正(日圓兌美元匯率被修正)亦為安倍經濟學貨幣政策之結果。事實上，5、6 年之前，美元兌日圓匯率 120(日圓弱勢)，去年之前是低於 80(日圓強勢)，對出口造成麻煩，現在回到低於 100，此數值低於 120 但高於 80，因此非弱勢亦非強勢貨幣，屬於正常水準，有利於企業產品增加，帶動日本公司回復競爭力，促使公司復甦，則公司能支付較高薪資獎勵，進而刺激消費。是以，修正日圓匯率，對現在日本經濟而言，扮演著非常重要的角色。

#### 3. 焦點是結構改革

安倍經濟學三支箭，第一支是貨幣政策，第二支是財政支出，第三支是成長策略(結構改革)。其中，貨幣政策、財政支出已帶動並支撐了市場復甦，但長期而言，結構改革是必須的，方能增加潛在日本經濟成長率，而非僅是周期性復甦；由於日本人口老化，長期的潛在經濟成長可能降低，若什麼都不作，日本經濟會長期停滯。因此安倍經濟學第三支箭，重點是結構改革，包含放鬆管制來增加企業機會和振興日本企業。所以周期性的經濟成長已經可見了，而第三支箭之結構性改革，乃為此刻市場關注焦點。

#### 4. 日股市比債市具吸引力

因為修正極強勢日圓、財政刺激、監管鬆綁，預期日本企業獲利今年上升 36%、明年上升 9%或更多，進而促使經濟成長，且亦將帶動股市上漲，使得股市相對於債市具吸引力。

### (二) 日本股市投資環境

#### 1. 今年，日股在全球主要股市指數中表現最好

野村觀察到從今年開始，日本股市在全球主要股市指數中是表現最好的。然而，是誰買日股？外資從今年開始大幅買超，同時國內機構投資者和散戶是淨賣出的。

#### 2. 日股持有者發生結構性變化

野村觀察到從前日股主要持有者為日本金融機構、企業，曾經高達 40% 日股係由日本金融機構持有，如銀行、保險公司，現在降到約 22%；日本企業公司 1980 年約 26、27%，現在也下降了；然而，日本金融機構、企業持有日股比重下降原因是，基本上他們持有日股主要目的是互相交叉持股，為了加強商業關係，不是為了賺錢(賺股票資本利得)。

現在，日股主要持有者轉變為外資，持有高於 25%，是歷史新高，1980 年底只有 5%，所以是很大的改變。可是外資、退休基金、投資信託、散戶等在投資組合中配置日股，目的是為了賺錢，所以日股持有者的特性改變了。

日股主要持有者由日本國內金融機構、企業轉為外資，這隱含的意思是：過去，日本公司治理關注在交叉持股持有者，像是銀行、企業，而現在較關注投資組合投資人，這意謂著公司管理者對股東的態度已經改變，過去他們比較不注重股息發放、股東權益報酬率、股價報酬率，但現在他們轉為較注重股東權益報酬率、股票資本利得。

因此，日股持有者的轉變也反映在股利發放上，野村觀察到在 2002、2003 年之前，由於主要投資人(國內金融機構、企業)，並不是很在意股利，

即使公司獲利很多，日股股利發放都很固定的；然而，現在主要投資人類型轉變為投資組合經理人(外資)，主要目的是賺錢，因此較在意配息配股分紅，所以股利發放增加。因此，日股持有者改變造成日本企業管理者態度的轉變。事實上，可能今年即使獲利水準不是歷史新高，可是股利發放預期會創歷史新高。

### 3. 藏富於民：民間 Cash Rich V.S. 政府負債占 GDP 世界第一

#### (1) 日本公司：

日本公司持有很多現金，可能作為未來股利發放或投資資本的來源。在泡沫破滅後，日本公司償還負債，現在已經償還完了，現在手上現金部位愈來愈多，在尋求一些好的投資機會。因此安倍第三支箭，期望能吸引企業釋出閒置資金，投資到國內市場，進而帶動日本經濟。

#### (2) 日本個人：

日本散戶手上閒置資金也相當多，也是 Cash Rich 現金滿滿，不同於美、英，日本較保守；同樣地，安倍第三支箭，亦期望吸引個人投資者能多投資於風險性資產(共同基金、債券、股票)，進而活絡日本金融市場。

#### (3) 日本政府：

日本政府非常窮，負債是 GDP 的 2 倍以上，該比率是全球第一。亦即，日本個人、企業都很有錢，可是政府很窮(藏富於民)，所以政府和民間是嚴重不平衡。

### 4. 從 NIIP 淨國際投資部位觀察：日本是全世界最大債權國

但是從國家角度來看，日本是很富有的，其 NIIP(Net International Investment Position, 淨國際投資部位，亦即海外持債減去海外欠債後之淨部位)為世界第一，這表示日本是世界上最大的信用國家(最大債權國)。也就是說，日本其實還是一個很富有的國家，只是政府很窮，但是民間很有錢。



### (三) 淺談債市：

#### 1. 日本政府負債占 GDP 比世界第一，但日本公債殖利率全球最低？

全球主要國家長期主權債殖利率，以日本 10 年期公債殖利率 0.8% 最低；為何日本政府負債占 GDP 為世界第一，但日本政府發債成本卻最低呢？原因為日債主要持有人正好是日本人而非外資。

#### 2. 政府和民間差距大 => 欲增加消費稅 => 減少公共負債

日本政府和民間財富差距甚大，政府主要欠債對象是日本國民，因此目前日本政府想要增加消費稅，來減少公共負債。

我們提問：鑒於日本 NIIP(Net International Investment Position, 淨國際投資部位，亦即海外持債減去海外欠債後之淨部位)世界第一，可見日本企業全球化程度強，而政府窮、民間非常富有之情況下，安倍經濟學政策會造成通貨膨脹、殖利率曲線上升、日幣大幅貶值，則對出口有利，對進口不利，對國家有利，對人民不利，對海外佈局企業不利，則若從投資的角度上來看，請問安倍政府有針對這樣的狀況作任何調整機制嗎？

野村回答：對海外企業有有利之處，也有不利之處。日本是美國國債第二大持有國，若日圓變弱勢，則美國國債以日圓計之價格會變高，譬如以前 1:80，現在 1:100，若資產沒賣出，當日圓弱勢，已持有之美元海外資產以日圓計價格會上升，所以是有利的，但是如果現在去投資，則是不利的。對人民而言，從國外買食物價格變高，若薪資未成長，則通膨不是好的，所以通膨要伴隨薪資成長才是好的通膨。然目前僅商品和服務價格提高，薪資尚未成長，則是不好的，於是導致安倍支持率下降，因此安倍政府希望看到薪資儘快上升。綜上，安倍貨幣政策方面，幣值穩定會是好的，不要太弱勢，不要太強勢，或許就大約 100 這個水準較合適，因為強弱勢各有好處跟壞處；至於通膨率目前還很低，接近 0，但若未來通膨升溫到政府設定的 2% 目標，政府就必須設法讓薪資水準同步提升，才是好的通膨；至於通膨會不會超出 2% 目標的問題，不是現在要擔心的，因為目前還非常低，或許之後會擔心。

## 肆、參訪心得與建議

### 一、心得

#### (一) 退休基金方面：

1. **負現金流問題**：日本退休基金面臨嚴重負現金流問題，日本退休基金 2012 年資產之年異動率多所下降(參考資料來源：Asia Pacific top ranking pension funds, Asia Asset Management, p.27，如附錄 30)，然而 2012 年日本股市大漲，且 GPIF、PFA、DIC 企業年金基金之 2012 財政年度報酬率都 10%以上(投資績效很好)，但是很多日本退休基金資產卻下降(包括 GPIF)，可以推論出很多日本退休基金都面臨給付支出遠大於繳費收入之負現金流問題。
2. **投資策略自保守轉趨積極**：長期以來，日本退休基金投資策略偏向保守，然而隨著給付壓力日增，日本國債殖利率又甚低，因此退休基金必須找尋報酬率相對較高的投資標的，然而高報酬伴隨高風險，亦即日本退休基金投資策略從偏保守轉為較積極，譬如 GPIF 調降日本國債比例，增加另類投資、新興債投資部位，即為一例。
3. **委外經理人制度**：不論是 GPIF 或是 PFA，在選擇委外經理人時，都有其一套完整制度及評估準則。另外，PFA 委外經理人契約，並無設定委託期限，強調從控制整體投組報酬與風險角度，靈活有彈性地調整委託經理人架構。
4. **風險管理觀念**：從與 PFA 投資長、DIC 企業年金基金運用執行理事的對談分享中，都讓我們體認到風險控管的重要性。風險管理第一步就是要了解風險，在進行投資配置前，就要先了解所欲投資產品之報酬及風險，包括要分辨風險有哪些？報酬與風險是否相稱？清楚了解產品後，再進一步從整體投組角度來考量是否將該產品納入投資組合中，而非僅看單一產品就作決定是否納入投組中。
5. **另類投資是趨勢**：此次拜訪四家退休基金，除 GPIF 外，其他三家都已有另類投資，而 GPIF 也已經開始規劃投資另類資產。另類資產已經是退休基金重要投資選項，除期增加報酬率之外，也希望透過多角化分散

配置，來風散風險。

6. **投資紀律不只是口號**：以 PFA 為例，投資長是整個投資團隊的靈魂人物，當整個團隊在具有堅定中心思想之領導人帶領下，貫徹執行投資政策，落實遵守投資紀律，相信這是 PFA 能創造出符合其設定目標表現之重要因素。
7. **DB 制逐漸轉為 DC 制**：隨著給付壓力日增，使多數企業年金從 DB 制逐漸轉為(部分)DC 制，雖目前 DC 制規模仍小，但認為未來 DC 制比例會愈來愈高已是一般普遍看法。
8. **制度規劃重要性**：在整體日本年金制度面，日本年金制度很複雜，也一直不斷在改革，使我們體認到年金改革是一條漫長的路，必須因應經濟環境的變化適時調整。在各個退休基金制度面，投資制度的規劃非常重要，以全球最大退休基金 GPIF 為例，其透明度非常高，能透過網路查詢到其相關投資政策，包括投資哲學、投資目標、選擇經理人制度、再平衡策略等，都有清楚完整規劃，相信制度規劃完善，並傳達讓整體組織成員均了解，是達成目標與否最基礎的環節。
9. **了解投資目的之重要性**：從 DIC 企業年金基金運用執行理事與我們分享在其資產配置中，有一配置項目為長期投資之非流動性資產，在此項目下，他自創依投資目的(Objective，其分類為現金流量資產、成長型資產、機會型資產)、投資目標(Target，其分類為不動產、基礎建設、私募股權、危難證券、夾層等)分類，目的就是要清楚其投資各項產品之投資目的及目標；在了解各投資產品投資目的及目標後，綜合交互考量目的及目標、風險及報酬等各個面向後，方決定各類資產配置比例。讓我們體認到，“了解”不僅是知道各類資產之風險與報酬，更要清楚投資目的為何？而且這“了解”工作，是在進行資產配置前，就應該確實執行的。
10. **有效“管理”之重要性**：DIC 企業年金基金透過有效管理，使其達成「將波動度控制在設定範圍內，追求資產增長之目的」，而其管理之方法係落實「明訂投資目標，再制定達成目標之投資策略」，概念很簡單，重

點在如何搭配目標決定投資策略並落實執行。

11. **清楚投資所承受風險很重要**：三菱商事企業年金基金於另類投資很有經驗，也分享了他們的寶貴經驗，有一點很特別的是，一般投資者開始另類投資時，因為對另類市場不了解，多會先從 Fund of Fund 開始投資，等比較了解後，在慢慢轉向 Single Fund，然而，三菱商事企業年金基金很特別，他們現在反而是從 Single Fund 轉向投資 Fund of Fund，原因在於他們注重流動性；由於之前金融海嘯時，他們曾受缺乏流動性之苦，所以現在流動性是他們投資另類資產時，非常強調的考量點。由他們的經驗分享中，我們體認到風險很難完全規避掉，但要清楚哪些風險是自己願意承受的，或哪些風險對自己是最嚴重的，就想辦法規避掉。
12. **專業人才乃建構堅強投資團隊之基石**：從本次拜訪之四家退休基金來看，負責投資運用之人數均很少，GPIF 之 AUM 高達 1.2 兆美元，職員僅 75 名、PFA 之 AUM 約 0.1 兆美元，年金運用部職員僅 35 名、三菱商事企業年金基金之 AUM 約 30 億美元，負責投資團隊僅 4 人、DIC 企業年金基金之 AUM 約 10 億美元，僅由運用執行理事 1 人負責投資運用規劃決策；然此四家退休基金績效均頗佳，除了讓我們感到敬佩之外，更體認到投資團隊之人數或許很重要，但更值得關注的是人才專精。

## (二) 資產管理業者方面：

1. **安倍經濟學**：透過與 JPMAM 及野村對談，我們了解到日本資產管理業者對安倍經濟學抱持正面樂觀之態度，也期待安倍經濟學能成功帶領日本經濟走出通貨緊縮陰霾。
2. **自身 House View**：從 JPMAM 經理人分享，我們體認到以長期投資為主要投資策略者，擁有自身 House View 是很重要的，市場短期會有很多噪音干擾投資策略，若無法秉持研究自身 House View 精神，很容易隨波逐流而過度頻繁交易，長期下來通常僅是徒增交易成本，對於績效表現並無助益。
3. **投資紀律**：關於 JPMAM 經理人分享其操作日股基金歷經歐債危機時仍堅持其投資紀律，這對委託人將基金委外代操來說是非常重要的關注焦點；委託人將基金委外代操評估經理人投資表現時，很重要的考量點即是經理人是否依其於經營計畫建議書中提出之操作策略、風格進行投資，若經理人無法遵守投資紀律致其投資策略、風格發生轉變，則是委託人考量是否終止契約之時機。
4. **日本退休基金市場調查報告**：從 JPMAM 策略團隊首席分享日本退休基金調查報告中，我們除了了解到日本企業年金之投資趨勢及變化外，更體認到在這個市場就要對這個市場充分了解掌握的精神與態度。
5. **日股持有者變化**：從野村分享中，我們得知日股持有者發生結構性變化，從過去由以維持商業關係為主要考量之日本機構、企業為主要持有者，轉變為以賺錢為目的之投資組合持有者(外資)為主要持有者，而這項轉變之箇中原因(主要持有目的不同)是一般市場上未曾提出之看法，是日本當地資產管理業者研究發現的，也讓我們體認到當地市場環境還是在地機構研究者最為清楚。
6. **日本政府藏富於民**：人民滿手現金，而政府很窮，負債占 GDP 比居世界第一，但是日本政府發債主要債權人正好就是日本人民，所以現在，日本政府要透過加稅來解決公共負債過高問題，這資金流向似乎雷同，是個有趣的現象。

## 二、建議：

- (一) **風險控管重要性**：風險控管是創造穩定績效重要因素，而風險控管的第一步便是了解風險，清楚風險之所在，對於不清楚的產品，建議不隨便納入投資組合，尤其是報酬過高的產品，在金融市場中，高報酬伴隨高風險是不二法門，常見不了解風險而吃虧的買方，少有報酬過低的賣方（通常擁有訂價權）。再者，退休基金投資的是人民的退休金，責任重大，在投資任何產品前一定要審慎分析產品風險與報酬是否相稱，再進一步進行是否納入投組之後續考量。
- (二) **資產配置前就應分辨風險**：了解產品是進行資產配置的第一步，而了解產品必須同時考量報酬與風險相稱性，要清楚分辨所涉風險，哪些風險是願意忍受以換取對等報酬，哪些風險是無法承受，則尋找是否有方法能規避掉，若有無法承受且無法規避掉風險之產品，則不建議投資；更重要的是，風險是在將產品納入投組之前，就應該完全掌握了解的，若等到納入投組後才注意到產品風險，此時通常已無法挽回，只能承受風險了。
- (三) **多角化分散投資重要性**：當今金融市場中，很難找到產品之間相關性低或負相關之產品，因此，透過多角化分散投資已是市場分散風險的重要方式，藉由分散不同投資風格、操作策略、投資類型、投資區域、投資產業等，期能分散掉不同種類之風險，避免過度集中，容易有齊漲齊跌狀況。
- (四) **從整體投組角度評估風險暨報酬**：不論是進行配置前衡量報酬與風險，或是配置後檢視報酬與風險，都應站在整體投組角度來進行，而配置應是動態隨市場狀況調整的，以長期投資為主的退休基金，雖不適合隨市場短期波動而頻繁調整投組，惟當市場風險與報酬情形已完全改變且為長期趨勢時，則應考量是否彈性靈活調整政策資產配置。

- (五) **委外經理人架構重點**：委外經理人之選擇及管理對績效表現影響甚大，在規劃委託契約階段，必須明訂清楚之評估準則，針對不同委託類型設定不同評估標準，譬如主動型委託注重了解經理人達成超額報酬之方法，而被動型委託注重清楚經理人降低交易成本之策略，再譬如債券型委託會比股票型委託要更注意信用風險、利率風險、流動信風險等，要了解經理人控管此等風險之策略；在決定是否納入投組階段，要考量經理人彼此之間相關性，多角化分散委託，避免過度集中相同投資類型、投資風格、操作策略之經理人；在納入投組後評估績效時，可以從整體基金投組角度來考量，而非僅看經理人本身操作績效作決定是否仍繼續委其代操。
- (六) **委外經營不設定委託期限**：委外經營時若設委託期限，契約期滿進行績效評估(續約與否？是否加碼？)時，若又以績效是否達成目標為第一評估準則，很可能會在市況不佳時，解約當時表現不佳經理人，惟根據研究，若能繼續委託操作，績效表現會回升到比解約時好；而在市場很好時，加碼在高點，而致加碼後績效表現不佳；因此，建議委外經營不用設定委託期間，保留彈性空間，方能靈活調整整體委外經理人架構，可以隨時檢視經理人操作狀況，不只是績效表現，還包括投資哲學與操作風格是否維持一致等，從質化、量化角度分析評估，當有異狀時，便能隨時終止契約。
- (七) **投資團隊領導人之重要性**：“Key Man” 團隊領導人很重要，是整個投資團隊的靈魂人物，必須具有中心思想、堅守紀律，要很有實力並了解市場，重視整個團隊都了解投資政策，並嚴格執行，凝聚投資團隊向心力，以達政策目標為方向進行投資決策，有能力堅持落實貫徹一致之投資哲學理念，是讓基金長期穩健永續經營之基石。
- (八) **培育專業人才之重要性**：投資人才專精很重要，即使團隊人數很少，但若人才專精，各司其職，擁有共同理念，清楚基金投資目標，也能建構出堅強投資陣容。

- (九) **精算假設重要性**：確定給付制退休基金，負債面管理十分重要，長期應該以達成資產、負債平衡為目標；而要了解負債面狀況，必須透過精算，因此精算假設、計算方式均十分重要。
- (十) **另類投資已是退休基金趨勢**：雖然退休基金應該以風險性較低之固定收益型商品為主要配置，然確定給付制退休基金背負日益增加之給付壓力，又處在低利率金融環境，無法僅透過固定收益型產品來達成投資目標報酬率，因此必須轉向投資風險較高之股票投資，然當今金融市場也很難找到相關性低之股票資產；因此，市場愈來愈多投資機構將另類投資納入資產配置中，目的除了期望增加收益外，更希望能多角化投資來分散風險。
- (十一) **投組“管理”重要性**：退休基金應先明訂投資目標，並以達成投資目標為操作方向來制定管理策略。建議有長期給付壓力之退休基金，可朝維持穩定現金流，並最小化給付缺口為目標邁進，則管理應強調以控制風險(波動度或尾端風險)為前提，建構一個能避免大漲大跌之投資組合。



## 伍、結語

非常感謝摩根大通銀行—投資者服務(台灣、日本)、摩根資產管理(台灣、日本)及 Towers Watson 幫忙協助安排本次日本訪問行程，著實豐富而充實，每場會議均讓我們感到甚有收穫。

本次訪問四家退休基金，很榮幸均能與基金之投資領導人對談，因此能很清楚了解到每家退休基金的操作理念及投資哲學，充分體認到其對投資秉持專業精神，明訂投資目標，並以達成投資目標為操作方向。

再者，本次訪問兩家資產管理業者，很幸運能與經理人、分析師、策略長等進行交流，透過當地市場投資人觀點，最能深入在地投資文化，讓我們發掘很多從外資角度不易觀察到的面向。

另外，本次拜訪了摩根大通銀行—投資者服務(日本)，了解到日本保管銀行扮演之角色及承作業務範圍，也感受到這種在這個市場就充分了解這個市場的精神，是很重要的。

最後，本次日本訪問，實在是一次非常難得之學習行程，每個拜訪機構都有其特點值得我們參考借鏡，不論是領導人帶領團隊貫徹一致投資哲學之重要性、堅守投資紀律、從整體投組角度考量投資風險與報酬，委外經理人架構考量重點、風險控管首重了解產品並始於資產配置前，風險與報酬要相稱等，皆是此行獲得之寶貴收穫，再次由衷感激所有安排者與拜會者。

## 陸、附錄

### 一、參考資料來源

No.	參考資料來源
1	P&I / TW 300 analysis—Year end 2012 <a href="http://www.towerswatson.com/en-AU/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2013/09/The-worlds-300-largest-pension-funds-year-end-2012">http://www.towerswatson.com/en-AU/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2013/09/The-worlds-300-largest-pension-funds-year-end-2012</a>
2	GPIF-Review of Operation in Fiscal 2012 <a href="http://www.gpif.go.jp/en/fund/pdf/Review_of_Operations_in_Fiscal2012.pdf">http://www.gpif.go.jp/en/fund/pdf/Review_of_Operations_in_Fiscal2012.pdf</a>
3	厚生勞動省網站-誰運用資金？ <a href="http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/zaisei/tsumitate/tsumitatekin_unyou/darega_unyou.html">http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/zaisei/tsumitate/tsumitatekin_unyou/darega_unyou.html</a>
4	PFA 網站-Overview and Approaches of Investments <a href="http://www.pfa.or.jp/english/english05/05_01.html">http://www.pfa.or.jp/english/english05/05_01.html</a>
5	PFA 網站-What is the Pension Fund Association? <a href="http://www.pfa.or.jp/english/english01.html">http://www.pfa.or.jp/english/english01.html</a>
6	Pension Fund Association Statement of Investment Policy-Revised on July 23, 2013 <a href="http://www.pfa.or.jp/english/english05/files/statement_of_investment_policy.pdf">http://www.pfa.or.jp/english/english05/files/statement_of_investment_policy.pdf</a>
7	DIC 企業年金基金網站 <a href="http://www.dic-kikin.or.jp/">http://www.dic-kikin.or.jp/</a>
8	三菱商事網站 <a href="http://www.mitsubishicorp.com/jp/ja/">http://www.mitsubishicorp.com/jp/ja/</a>
9	JP Morgan Chase Bank, Japan 網站 <a href="http://www.jpmorgan.co.jp/pages/jpmorgan/japan/jp/home">http://www.jpmorgan.co.jp/pages/jpmorgan/japan/jp/home</a>
10	JP Morgan Asset Management, Japan 網站 <a href="http://www.jpmorgan.co.jp/pages/jpmorgan/japan/eng/business/am">http://www.jpmorgan.co.jp/pages/jpmorgan/japan/eng/business/am</a>
11	Nomura Asset Management 網站 <a href="http://www.nomura-am.co.jp/english/">http://www.nomura-am.co.jp/english/</a>
12	厚生勞動省網站-年金三層架構圖 <a href="http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/zaisei01/index.html">http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/zaisei01/index.html</a>

No.	參考資料來源
13	GPIF 與厚生勞動省委任關係簡圖-投資責任權力面 <a href="http://www.gpif.go.jp/gpif/faq/faq_10.html">http://www.gpif.go.jp/gpif/faq/faq_10.html</a>
14	Investment Policy and Pension Governance in GPIF, Masaharu Usuki <a href="http://www.nli-research.co.jp/english/socioeconomics/2009/li090602.pdf">http://www.nli-research.co.jp/english/socioeconomics/2009/li090602.pdf</a>
15	GPIF 與厚生勞動省委任關係簡圖-資金流向面 <a href="http://www.gpif.go.jp/gpif/mechanism.html">http://www.gpif.go.jp/gpif/mechanism.html</a>
16	GPIF 網站-認識關於 GPIF <a href="http://www.gpif.go.jp/gpif/index.html">http://www.gpif.go.jp/gpif/index.html</a>
17	GPIF 組織圖(平成 25 年 11 月 1 日) <a href="http://www.gpif.go.jp/about/organization.html">http://www.gpif.go.jp/about/organization.html</a>
18	GPIF-Review of Operation in Fiscal 2011 <a href="http://www.gpif.go.jp/en/fund/pdf/2011_o.pdf">http://www.gpif.go.jp/en/fund/pdf/2011_o.pdf</a>
19	GPIF 中期計畫變更-平成 25 年 6 月 7 日 <a href="http://www.gpif.go.jp/topics/2013/pdf/midterm_plan_02_henko.pdf">http://www.gpif.go.jp/topics/2013/pdf/midterm_plan_02_henko.pdf</a>
20	有關安倍政府於 7 月 1 日組顧問小組討論 GPIF 議題之相關新聞 <a href="http://finance.sina.com/bg/economy/ausdaily/20130702/2000806001.html">http://finance.sina.com/bg/economy/ausdaily/20130702/2000806001.html</a> <a href="http://news.sina.com.tw/article/20130703/10051399.html">http://news.sina.com.tw/article/20130703/10051399.html</a>
21	USUKI Masaharu (2009):《Making Investment Policy Consistent with Overall Pension Design : Japan's GPIF》. Governance and Investment of Public Pension Assets, Part Four 2, p.183 (Held by International Bank for Reconstruction and Development)
22	Stewart, F. and J. Yermo (2010), “Options to Improve the Governance and Investment of Japan's Government Pension Investment Fund” , OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 6, OECD Publishing
23	IPC 中國投資與養老金雜誌報導 “GPIF 不需要投資專家” <a href="http://ipe-china.com/?p=459">http://ipe-china.com/?p=459</a>
24	2012 年度(平成 24 年度)企業年金連合会年金資産運用狀況説明書 <a href="http://www.pfa.or.jp/jigy/shisan/files/setsumeipfaunyo2012.pdf">http://www.pfa.or.jp/jigy/shisan/files/setsumeipfaunyo2012.pdf</a>
25	平成 24 年度(2012 年度) 年金資産運用狀況 <a href="http://www.pfa.or.jp/jigy/shisan/files/pfaunyo2012.pdf">http://www.pfa.or.jp/jigy/shisan/files/pfaunyo2012.pdf</a>

No.	參考資料來源
26	《Japan' s GPIF mulling alternatives, EM bonds》, Asian Investor, September 2013, p.18
27	日本養老金投資管理機構存在的問題及建議(上) <a href="http://www.chinajob.gov.cn/World/content/2011-07/26/content_663299.htm">http://www.chinajob.gov.cn/World/content/2011-07/26/content_663299.htm</a> 日本養老金投資管理機構存在的問題及建議(下) <a href="http://www.chinajob.gov.cn/World/content/2011-07/27/content_663300.htm">http://www.chinajob.gov.cn/World/content/2011-07/27/content_663300.htm</a>
28	關於養老基金投資運營的幾點認識,中國全國社會保障基金理事會 <a href="http://www.ssf.gov.cn/yjypz/scyj/201206/t20120611_5578.html">http://www.ssf.gov.cn/yjypz/scyj/201206/t20120611_5578.html</a>
29	新聞：日年金基金 可望鬆綁投資 2013/11/19 <a href="http://news.chinatimes.com/2009Cti/Common/2009Cti-News-Print/0,5201,110504x122013111900150,00.html">http://news.chinatimes.com/2009Cti/Common/2009Cti-News-Print/0,5201,110504x122013111900150,00.html</a> 新聞：日退休基金擬改革 籲減持日債、分散投資 2013/11/20 <a href="http://www.quamnet.com/newscontent.action?articleId=3236398">http://www.quamnet.com/newscontent.action?articleId=3236398</a>
30	Asia Pacific top ranking pension funds, Asia Asset Management, October 2013, p.27
31	有關 AIJ 醜聞新聞與社論 <a href="http://www.reuters.com/article/2012/03/09/aij-hk-idUST9E8D902C20120309">http://www.reuters.com/article/2012/03/09/aij-hk-idUST9E8D902C20120309</a> <a href="http://blog.udn.com/tel2366/6395074">http://blog.udn.com/tel2366/6395074</a>
32	中華經濟研究院 馬道、黃子容、上海財經大學 陳又珍《日本財政投融资制度二次改革後代理人問題探討》，台灣經濟論衡 2010.6 _Vol. 8 _No. 6, p.48

## 二、照片

### (一) GPIF 日本年金積立金管理運用獨立行政法人



從左起分別為黃組員詩淳、張稽察員容華、蔡組長長銘、劉執行秘書籐、GPIF 之研究部門主管 Tokihiko Shimizu 及研究部門職員 Katsuyuki、Kazuhiro Shimada、Hideyuki Takahashi

### (二) PFA 企業年金聯合會



從左起分別為張稽察員容華、蔡組長長銘、劉執行秘書籐、PFA 投資長 Daisuke Hamaguchi、黃組員詩淳、MJBT 信託銀行 Katsuhisa Sakamaki

### (三) DIC 企業年金基金



從左起分別為摩根大通銀行—投資者服務(台灣)執行董事 Michelle Wang、劉執行秘書籐、DIC 企業年金基金運用執行理事 Hideo Kondo、蔡組長長銘、張稽察員容華、黃組員詩淳

### (四) 三菱商事企業年金基金



從左起分別為摩根資產管理 Yoshiyuki Shimoyama、三菱商事企業年金基金 Shigehiro Kawakami、Hitomi Kano、投資長 Yuji Horikoshi、劉執行秘書籐、張稽察員容華、三菱商事企業年金基金財政部次長 Katsuhisa Sakamaki、蔡組長長銘、黃組員詩淳

(五) 摩根大通銀行—投資者服務



從左起分別為摩根大通銀行—投資者服務(日本)Kenji Okamoto、張稽察員容華、摩根大通銀行—投資者服務(台灣)執行董事 Michelle Wang、黃組員詩淳、蔡組長長銘、劉執行秘書籐、摩根大通銀行—投資者服務(日本)總裁 Fumihiko Yonezawa

(六) 摩根資產管理公司



從左起分別為黃組員詩淳、張稽察員容華、摩根資產管理 Ritsuko Sakami、劉執行秘書籐、摩根資產管理(日本)研究部門主管 Kentaro Sasaki、蔡組長長銘、摩根資產管理(台灣)總經理 Paul You



從左起分別為黃組員詩淳、張稽察員容華、蔡組長長銘、摩根資產管理執行董事 Norio Suzuki、劉執行秘書籐、摩根資產管理策略團隊首席 Hidenori Suzuki、摩根大通銀行—投資者服務(台灣)執行董事 Michelle Wang

(七) 野村資產管理公司



從左起分別為野村資產管理 Hidetatsu Oh、Kunio Watanabe、董事長兼總經理 Yasuaki Ogiwara、劉執行秘書籐、野村資產管理 Hajime Fusa、Furusawa Tomohiro、Hirokazu Tanaka、蔡組長長銘、張稽察員容華、黃組員詩淳、摩根大通銀行—投資者服務(日本)Koichi Matsumoto