

出國報告(出國類別：受訓)

113 年度參訪美國退休金制度、人事管理 機構及於國外受託機構貝萊德財務管理 公司及國外保管機構摩根大通銀行公司 實地受訓報告

| | | | |
|-------|--------|-------|----------------------------|
| 服務機關： | 考試院 | 銓敘部 | 公務人員退休 撫卹基金管理局 |
| 姓名職稱： | 院長 黃榮村 | 司長 雷謹 | 局長 陳銘賢 科長 洪郁珊 科員 洪毓霞 |

派赴國家：美國

出國日期：113 年 6 月 26 日至 7 月 4 日

報告日期：113 年 8 月 15 日

目 錄

| | |
|----------------------------|----|
| 壹、參訪暨受訓計畫緣起 | 1 |
| 一、緣起 | 1 |
| 二、參訪暨受訓計畫 | 1 |
| 貳、行程安排 | 3 |
| 參、參訪及受訓機構 | 5 |
| 一、參訪聯邦退休儲蓄投資委員會 | 5 |
| (一)美國聯邦員工退休制度簡介 | 5 |
| (二)聯邦退休儲蓄投資委員會 | 6 |
| (三)投資部門 | 8 |
| (四)基金選擇 | 9 |
| (五)TSP 各基金發展沿革及各基金規模 | 11 |
| (六)個別基金之經營績效 | 11 |
| (七)經理人選擇及監管 | 12 |
| (八)TSP 退休金計畫設計 | 13 |
| (九)與退撫基金新制比較 | 15 |
| 二、參訪美國公務人員相關人事制度 | 17 |
| (一)前言 | 17 |
| (二)美國聯邦公務人員人事管理體制介紹 | 19 |
| 1. 人事管理組織 | 19 |
| 2. 人事制度基本架構 | 20 |
| (三)參訪機關考察情形 | 28 |
| 1. 參訪機關與對象 | 28 |
| 2. 薪俸制度 | 30 |
| 3. 績效評估制度 | 34 |
| 三、貝萊德公司 | 39 |

| | |
|-------------------------------|-----------|
| (一)公司簡介 | 39 |
| (二)全球經濟展望 | 39 |
| (三)地緣政治風險 | 43 |
| (四)ESG 投資 | 49 |
| (五)退休策略與政策 | 50 |
| (六)私募市場展望 | 52 |
| (七)私募投資組合建構 | 54 |
| (八)私募市場相關風險控管 | 58 |
| (九)貝萊德管理私募權益委託案例 | 64 |
| 四、摩根大通銀行 | 66 |
| (一)公司簡介 | 66 |
| (二)全球市場展望 | 66 |
| (三)以保管銀行觀點論美國退休金產業發展 | 71 |
| (四)確定提撥制(DC)之觀察及挑戰 | 74 |
| (五)私募市場投資趨勢 | 79 |
| (六)投資私募股權有關營運面風險控制及分析工具 | 80 |
| 肆、參訪與受訓心得 | 87 |
| 一、TSP | 87 |
| 二、OPM | 88 |
| 三、貝萊德 | 92 |
| 四、摩根大通 | 93 |
| 伍、結語 | 94 |
| 陸、附錄 | 95 |

表 目 錄

| | |
|--------------------------------------|----|
| 表 1 訪問行程表 | 3 |
| 表 2 TSP 5 檔個別基金基本基料 | 9 |
| 表 3 TSP 5 檔個別基金績效表現情形 | 12 |
| 表 4 TSP 與退撫儲金比較簡表 | 16 |
| 表 5 美國聯邦政府公務人員主要薪俸表及適用人數 | 21 |
| 表 6 美國聯邦政府公務人員適用一般俸表(GS)分布情況 | 22 |
| 表 7 美國聯邦政府公務人員所在機關及性別分布 | 22 |
| 表 8 2024 年美國聯邦一般俸表(GS) | 25 |
| 表 9 2024 年美國聯邦地區一般俸表(GS)－舊金山地區 | 26 |
| 表 10 2024 年美國聯邦高級行政主管(SES)俸表 | 27 |
| 表 11 2024 年美國聯邦行政首長(EX)俸表 | 28 |
| 表 12 地緣政治前 10 大關鍵風險 | 48 |
| 表 13 私募股權投資相關風險及應對措施 | 57 |
| 表 14 實質利率驅動因子－依每 10 年觀察 | 67 |
| 表 15 全球實質 GDP 成長率 | 69 |

圖 目 錄

| | |
|--------------------------------|----|
| 圖 1 TSP 組織架構 | 6 |
| 圖 2 TSP 參加人員分佈 | 7 |
| 圖 3 TSP 投資部門配置 | 8 |
| 圖 4 TSP 10 檔生命週期基金配置情形 | 10 |
| 圖 5 TSP 發展沿革、規模及各基金配置狀況 | 11 |
| 圖 6 TSP 各類型參與者使用貸款之狀況 | 14 |
| 圖 7 美國聯邦政府公務人員年齡和服務年資分布情況 | 23 |
| 圖 8 人事管理局(OPM)組織結構及部門職掌業務圖 | 29 |
| 圖 9 醫療保健股相對於大盤表現 | 42 |
| 圖 10 貝萊德全球指數股票投資團隊配置 | 49 |
| 圖 11 貝萊德觀點退休策略 | 50 |
| 圖 12 生命週期的風險承擔 | 51 |
| 圖 13 不同國家資產配置變化路徑(依貝萊德資料庫資料建構) | 52 |
| 圖 14 對退撫基金私募投資組合建構建議 | 55 |
| 圖 15 貝萊德投資前盡職調查 4P 分析 | 59 |
| 圖 16 貝萊德投資後市場監控分析 | 63 |
| 圖 17 貝萊德投資後風險控管 | 64 |
| 圖 18 對風險市場的最大威脅 | 68 |
| 圖 19 美國勞動力 | 70 |
| 圖 20 消費貸款違約率及破產申請量 | 70 |
| 圖 21 對中國直接投資金額 | 71 |
| 圖 22 退休金制度類型(兆美元) | 72 |
| 圖 23 公共退休金資產配置(%) | 72 |
| 圖 24 通貨調整平均薪資以 2019 年為基準(美元) | 75 |
| 圖 25 退休金成長(美元) | 76 |
| 圖 26 退休後工作的主要原因 | 78 |
| 圖 27 退休三年後仍將餘額保留在計畫中的參與者比率 | 79 |
| 圖 28 P&I 大型退休基金另類資產配置類型 | 80 |
| 圖 29 摩根大通 TIM 平台之介面資訊 | 82 |
| 圖 30 摩根大通私募交易平台概覽 | 85 |

壹、參訪暨受訓計畫緣起

一、緣起

第 13 屆考試院部會在 Covid-19 後，安排幾項相關的國際參訪，逐漸發展出幾點看法，認為台灣在憲法上並未限制中央與地方應如何選才，法律上亦未明確授權或禁止，卻在政策上，發展出一種容易管理的中央集權式考選及分發方式，而非英美式或日本式之彈性多元作法，因此我國政府舉才用人制度應該還有再度調整，取法乎上的空間。

2023 年本院院長與同仁參訪英國時，發現到近年甚為成功由內閣辦公室啟動的，政府人員彈性快速甄選(fast stream)制度。美國及 OECD 國家，則容許有不受官等職等及俸表結構限制的高階文官(或高級行政主管，SES)制度，進用高階文官時，容許有非公務體系內的外部高級人才參與競爭後任用，應可在 2024 年另行安排前往美國，做較深入之理解與比較。

另台灣在民國 112 年 7 月以後新進公務人員採「確定提撥制」的 112 個人專戶 DC 制，美國則有聯邦政府的儲蓄投資計畫(Thrift Savings Plan, TSP)，是全世界最具規模的確定提撥制計畫，加入計畫之聯邦管轄的員工與穿制服軍警，皆可作自主投資組合，應有甚多值得台灣借鏡之處。

二、參訪暨受訓計畫

公務人員退休撫卹基金管理局（以下簡稱基管局）為實地瞭解國外受託機構對基管局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），及全球保管業務運作情形，並累積相關投資經驗及專業知識，以提高公務人員退休撫卹基金（以下簡稱退撫基金）資金運用收益及確保基金安全，於退撫基金國外委託投資契約及保管契約均訂有辦理國外受託機構及保管機構實地受訓之規定，本(113)年度出國受訓配合考試院出國計畫，由黃院長榮村率隨行人員，至基管局 110 年度國外委託受託機構貝萊德財務管理公司(以下簡稱貝萊德公司)及 110 年度保管機構第一商業銀行之合作保管機構摩根大通銀行（以下簡稱摩根大通）之美國紐約營業處所辦理實地受訓。另在駐外代表處與基管局委外機構協助下，安排參訪聯邦人事管理局(Office

of Personnel Management , OPM)、聯邦退休儲蓄投資委員會(FRTIB)下的儲蓄投資計畫(TSP),實地了解美國聯邦員工的人事管理體制、薪俸制度及績效評估制度之運作方式,以及 TSP 儲蓄投資計畫如何在確定提撥制下,讓聯邦員工與軍警作自主投資組合,以做為基管局辦理個人專戶制退撫儲金之參考。

貳、行程安排

本次行程安排前後為 9 天(包含交通時間)，出國人員於 6 月 26 日晚上抵達華盛頓，隔日展開訪問行程，先後拜訪聯邦退休儲蓄投資委員會、美國聯邦人事管理局、貝萊德公司(華盛頓辦公室)、駐華盛頓台北代表處，嗣於 6 月 30 日轉往紐約，於 7 月 1 日、2 日分別至貝萊德公司(紐約辦公室)、摩根大通銀行受訓，並拜會駐紐約台北代表處。相關訪問行程及議題摘錄如下表：

表 1 訪問行程表

| 日期 | 受訓/拜訪機構 | 訪問重點 |
|--------------------------------|--|--|
| 113 年 6 月 26 日 至 7 月 4 日 | <ul style="list-style-type: none"> ● 貝萊德公司 ● 摩根大通銀行 ● 聯邦退休儲蓄投資委員會 ● 美國聯邦人事管理局 ● 駐華盛頓台北代表處 ● 駐紐約台北代表處 | <ol style="list-style-type: none"> 1. 資金運用及投資 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 全球經濟展望 ➢ 地緣政治風險 ➢ 私募市場投資趨勢 ➢ 私募投資組合建構 ➢ 私募股權營運風險管控 2. 美國退休金制度與發展 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 美國退休金產業發展 ➢ 確定提撥制觀察與挑戰 3. 美國人事制度 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 薪資制度如何與績效評估結合 ➢ 績效評估系統如何落實 |

- 一、TSP 由執行董事 Ravindra、副執行董事 Suzanne Tosini、投資長 Sean McCaffrey、副投資長 Mike Jerue 分別就 TSP 沿革、組織架構、自選基金、經理人選擇、計畫設計等進行分享。
- 二、OPM 由責任與勞資關係室副主任 Tim Curry、行政管理主任(薪俸政策相關) Carey Jones、行政管理主任(績效管理、獎勵與高級行政主管 SES 政策相關) Danielle

Opalka 分別就人事管理議題進行分享。

三、貝萊德紐約辦公室，由全球總裁 Robert S. Kapito、全球財務策略主管 Charles Hatami、投資研究及私募市場主管 Mark Everitt、全球私募團隊主管 Lynn Baranski、全球退休計畫主管 Peter Fisher 分別就全球總體經濟、私募市場展望、投資趨勢及投資建構、管理退休金案例等議題做分享；華盛頓辦公室則由地緣政治研究及策略主管 Jack Aldrich 就近期地緣政治、美國大選等議題進行分享。

四、摩根大通由美國證券服務主管 Michael Chun、全球研究主管 Joyce Chang、美國證券服務主管 Victoria Tadross、退休策略主席 Michael Conrath、私募股權經理人 Meena、營運及產品管理主管 Mike Demaio、投資組合行政及現金營運主管 Sandra Ribeiro 分別就全球總體經濟情勢、美國退休金產業發展、DC 制之觀察及挑戰、私募市場投資趨勢、投資私募股權有關營運面風險控制及分析工具進行分享。

參、參訪及受訓機構

一、參訪聯邦退休儲蓄投資委員會

(一) 美國聯邦員工退休制度簡介

美國在 1920 年訂定公務員退休法(Civil Service Retirement Act)，受雇於聯邦政府的員工，依該法適用公職人員退休制度(Civil Service Retirement System, CSRS)；CSRS 是一個確定給付(Defined Benefit)退休制度，由員工提繳薪資 7%至 8%，服務機關也相對提撥(match contribution)，以支應員工退休時所支領之退休金。由於任職年資越長，其退休給付越多¹，造成聯邦政府財政無法支應外，對政府人力資源亦產生重大影響，例如造成人力資源不流動、阻礙了人員升遷、新血無法及時注入的不良情形。

為解決 CSRS 所造成的多種問題，美國國會於 1986 年創建了聯邦雇員退休系統(Federal Employees Retirement System, FERS)，並於 1987 年 1 月 1 日生效。自 1984 年以後所有新進入聯邦公務員的人，都將被納入 FERS 的保障範圍內。

FERS 的退休計畫，包括三層福利計畫：

1. 基本福利計畫(Basic Benefit Plan)、
2. 社會安全福利計畫(Social Security)
3. 儲蓄投資計畫 (Thrift Savings Plan, TSP)。

FERS 基本福利計畫

基本福利計畫(Basic Benefit Plan)是一個確定給付(Defined Benefit)計畫，一部分由機構提撥，另一部分由員工提繳。員工提的提繳率(Contribution Rate)取決於他們的入職日期²。基本福利計畫的退休年金給付是依照退休員工“最高 3 年”(High 3)

¹ 在 CSRS 的退休金係依照公務員退休前的最高三年平均薪資(high 3)乘以一定基數(percentage factor，前 5 年之基數(percentage factor)是 1.5%，5-10 年是 1.75%，服務 10 年之後基數為 2%)。

² 例如 1987 年 1 月 1 日至 2012 年 12 月 31 日之間任職的聯邦員工，服務機構於支付每期薪資時，將扣除其基本薪資的 7%，其中 6.2%用於社會保障，0.8%用於 FERS 基本福利計畫。

2013 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日之間任職的員工，服務機構則將扣除其基本薪資的 9.3%，其中 6.2%用於社會保障，3.1%用於 FERS 基本福利計畫。

2014 年 1 月 1 日之後任職的員工，將扣除其基本薪資的 10.6%，其中 6.2%用於社會保障，4.4%用於 FERS 基本福利計畫。

的平均年工資、可計算服務年限和通常為 1%的乘數以來計算的³。

Social Security 社會安全福利計畫

社會安全福利計畫是大多數人熟悉的，也是美國公民，包括勞工、私人部門員工退休時將獲得的退休福利計畫。直到退休，從員工的薪水中扣除一定金額，滿足某些條件，可以開始領取社會安全福利。

儲蓄投資計畫 (Thrift Savings Plan)

即本次參訪主題，以下將詳細說明。

(二) 聯邦退休儲蓄投資委員會

聯邦退休儲蓄投資委員會(Federal Retirement Thrift Investment Board，簡稱

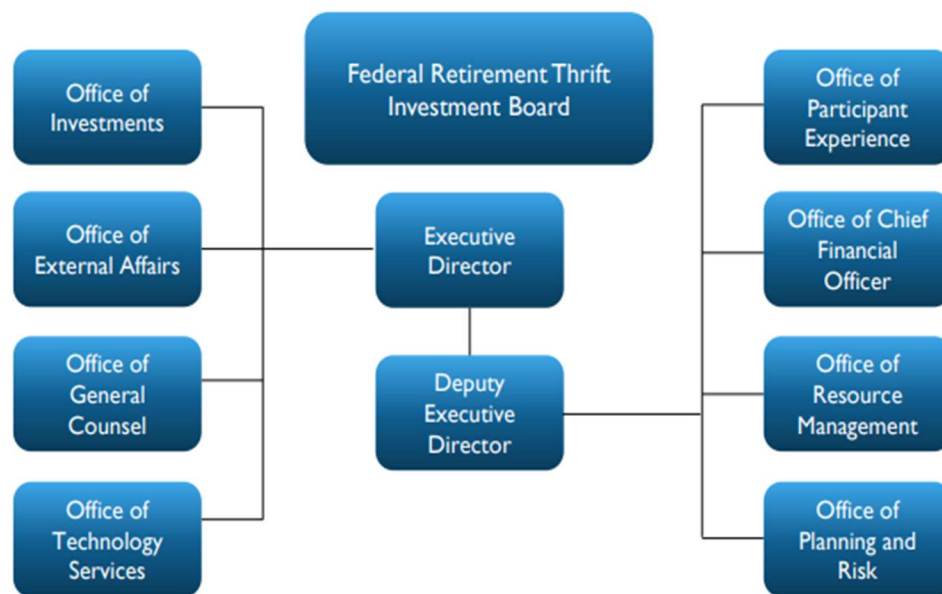


圖 1 TSP 組織架構

³ 員工可領取的月退休金計算如下：

(“最高三年”平均年工資 X 可計算服務年限 X 乘數)/12 = 每月支付退休金

- “最高三年”的平均工資(The “High 3” Average)是指在退休前 36 個連續月的最高基本工資的平均值，它可能是最後三年的工資，也可能是另一個連續 36 個月的工資，基本工資不包括現金獎勵、軍隊工資、獎金、節假日工資、加班工資或差旅費。
- 可計算服務年限(Length of Credible Service)：可計算服務年限是通過將平民服務年數、未使用的病假和軍事休假加在一起計算的。總數四捨五入到最近的月。例如，如果某人有 21 年 9 個月 20 天的可計算服務，其可計算服務總數為 21 年 9 個月，或 21.75 年。
- 乘數/百分比(Multiplier/Percentage)：計算 FERS 養老金金額的百分比通常為可計算服務的 1%。該規則有一些例外，例如當聯邦員工在 62 歲後退休並具有至少 20 年可計算服務時，計算百分比增加到 1.1%。另外對於執法人員、消防員、核材料運送員、最高法院警察、空中交通管制員、國會警察、國會員工或國會成員或兩者的組合，也適用不同的乘數，另外也有不同的百分比用於殘疾計算。

FRTIB)根據 1986 年聯邦員工退休制度法案(Federal Employees’ Retirement System Act，簡稱 FERSA)設立的美國政府獨立機構。它的成立是為了管理儲蓄投資計畫(Thrift Savings Plan，簡稱 TSP)，FRTIB 由五人董事會成員(由總統提名，參議院同意)和選出的執行董事負責，投資政策須遵照相關法律及指引，符合退休基金及低管理費的基調，同時接受國會的監督。委員會轄下設有多個專業性部門(包含投資、對外事務、法律顧問及科技服務等。)

儲蓄投資計畫(TSP)是一項為美國聯邦政府員工(Federal Government Employees)和軍人(Uniformed Services；包括預備役)設立的退休儲蓄和投資計畫。TSP 提供聯邦政府員工和制服服務成員與 401(k)⁴計畫相同類型的儲蓄和稅收優惠，與許多私人公司為其員工提供的方案相同。

TSP 為確定提撥制(defined contribution plan，簡稱 DC)，其由 FRTIB 負責管理，FRTIB 中的聯邦員工也是 TSP 的參與者。截至 2023 年 12 月 31 日為止，TSP 約有 700 萬人參與，其主要由參與 FERS (聯邦僱員退休系統)、Non BRS (非混合退休系統)及 BRS (混合退休系統)組成(詳圖 2⁵)。

其管理資產約 9,000 億美元⁶，陸續導入不同種類基金，包含個別之 G、S、C、S、I 基金及生命週期 L 基金(後將詳細介紹)，為全球最大的確定提撥制計畫。

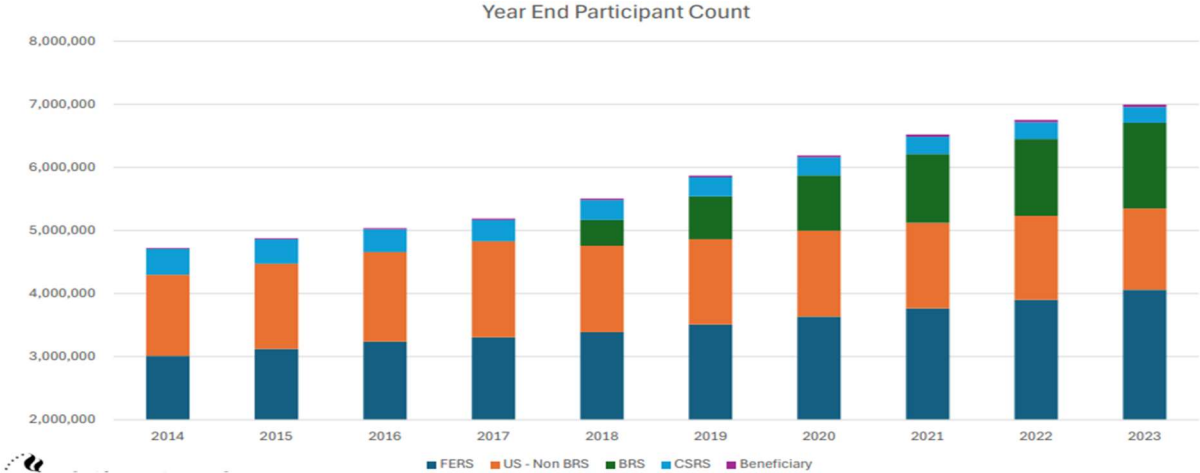


圖 2 TSP 參加人員分佈

⁴ 401(k)為美國私人機構退休福利計畫，由勞工雇主申請設立後，雇員每月提撥某一數額薪水至其退休金帳戶。當勞工離職時可以選擇將其中金額撥往一個金融機構的個人退休金帳戶 (IRA) 或是新公司的 401(k)帳戶。

⁵ 主要由 FERS (聯邦僱員退休系統)、Non BRS (非混合退休系統)、BRS (混合退休系統)、CSRS(公務員文官退休系統)所組成。

⁶ 截至 2024.5.31 止之資料。

TSP 的使命是為聯邦政府員工和軍人提供一個長期的退休儲蓄和投資計畫。其為參與者提供以下幾項優勢：

1. 由薪資自動提撥。
2. 多樣化的投資選擇，包含 5 個個別基金、專業設計的十組生命週期基金（這些基金針對特定目標日期來組合個別基金）、以及共同基金窗口（提供更大的投資彈性）。
3. 彈性稅收處理方式。
4. 低行政和投資相關費用。
5. 機構／單位自動及相對提撥 (Agency/Service Automatic/Matching Contributions)。

(三) 投資部門 Office of Investments

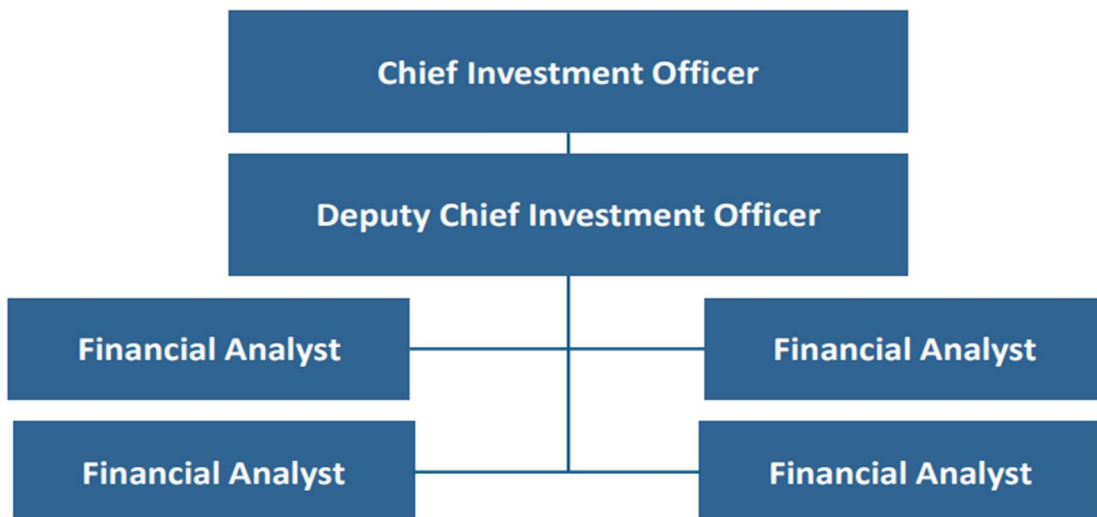


圖 3 TSP 投資部門配置

投資部門負責制定和實施投資政策並提供儲蓄計畫 (TSP) 投資的專業知識。其餘業務包含：監督投資管理服務含證券借貸、生命週期基金資產配置策略、確認資金投入適法性、提供其他部門協助等。

另有五家投顧公司 (AON、Callan、MEKETA、Mercer、RVK) 組成的團隊可提供經常性或特別分析，例如：

- 生命週期基金資產配置審查、投資組合審查、基準審查
- 檢討投資政策的頻率、評估投資經理人建議

(四) 基金選擇

TSP 提供三種投資儲蓄的方法，幫助參與者實現退休目標：

1. 個別 TSP 基金

參與者也可以從個別 TSP 投資基金（G、F、C、S 和 I 基金）中選擇自己的投資組合。這些基金包括短期美國公債以及由股票和債券組成的指數基金，特性包含：易懂、管理費低廉、投資績效配合基準指數等。

表 2 TSP 5 檔個別基金基本基料

| 基金種類 | 特色介紹 | 成立日期 |
|------------|--|--------|
| G-政府證券基金 | 由財政部專門向 TSP 發行的短期證券，利率是所有公債市場收益率的加權平均數，平均到期時間為四年或更長 優點：無市場波動風險、無投資經理人費用 | 1987.4 |
| F-固定收益指數基金 | 追蹤彭博美國綜合債券指數 (涵蓋 85%美債市值) | 1988.1 |
| C-普通股指數基金 | 追蹤 S&P 500 指數的總回報率 (涵蓋 500 間公司約 85%美股市值) | 1988.1 |
| S-小型股指數基金 | 追蹤道瓊美國 Completion TSM 指數 (涵蓋 1,500 間公司約其餘 15%美股市值) | 2001.5 |
| I-國際股票指數基金 | 追蹤 MSCI EAFE 指數-歐、澳、遠東 (涵蓋 21 國 800 間中大型公司約 55%非美股市值) 2024 年將轉換至 MSCI ACWI IMI ex USA ex China ex Hong Kong Index (USD)，以涵蓋更廣之國際證券市場 | 2001.5 |

2. 生命週期基金 (L 基金)

TSP 於 2005 年推出生命週期基金(L 基金)，目前十組 L 基金中的每一組都包含五種個別 TSP 基金的多元化組合。經過專業設計後，可讓參與者將整個投資組合投資於單一 L 基金，並根據何時需要資金，以適合預期風險金額獲得最佳預期回報，該基金的資產配置組合通常會在風險承受能力較高的早期提供尋求收益的資產（例如股票）的投資，並且隨著時間的推移，隨著投資逐漸轉向保本資產（例如政府），L 基金的資產配置組合會變得越來越保守。

每個季度（三個月），除 L Income 之外的所有 L 基金的目標分配都會自動調整，隨著目標日期的臨近，逐漸從較高風險和回報轉向較低風險和回報。當 L 基金達到其目標日期時，它就會消失，其中的任何資金都會成為 L 收入基金的一部分，L 收入基金通常保持相同的目標分配。例如，2025 年，L 2025 基金將併入 L 收入基金。

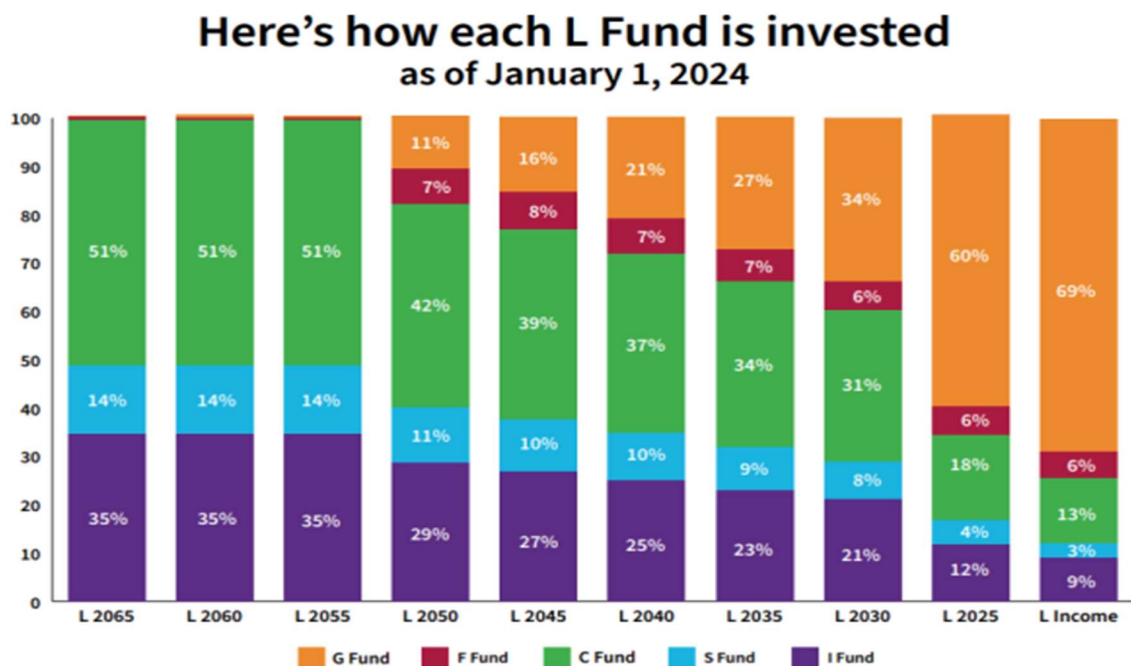


圖 4 TSP 10 檔生命週期基金配置情形

L 基金的一個重要特點是，無論市場走勢如何，它們都會堅持整個季度的目標配置。每個交易日，L 基金中的部分基金的表現會比其他基金好。最終，表現較好的基金在 L 基金中所佔的比例將高於表現較差的基金。為了維持每個

L 基金的目標配置，會在每個交易日結束時重新平衡。透過買賣構成 L 基金的個別基金來做到這一點，以便百分比回到當天開始時的水平。

2015 年 9 月之後，新進員工之預設投資組合為 L 基金。目前超過一半的參與者在 L 基金擁有部分資金，近 40%的參與者在 L 基金投資 100%的資金。

3. 共同基金窗口(Mutual Fund Window)

FRTIB 於 2022 年實施共同基金窗口。如果參與者滿足某些資格要求⁷並支付必要的費用，可以選擇透過共同基金窗口將 TSP 儲蓄的一部分投資於選擇的可用共同基金。截至 2024 年 5 月 31 日止，約 5,000 個帳戶(0.7%)約 4 億美元(0.05%)投資於共同基金。

(五) TSP 各基金發展沿革及各基金規模

有關 TSP 各基金發展沿革及各基金規模請詳圖 5。

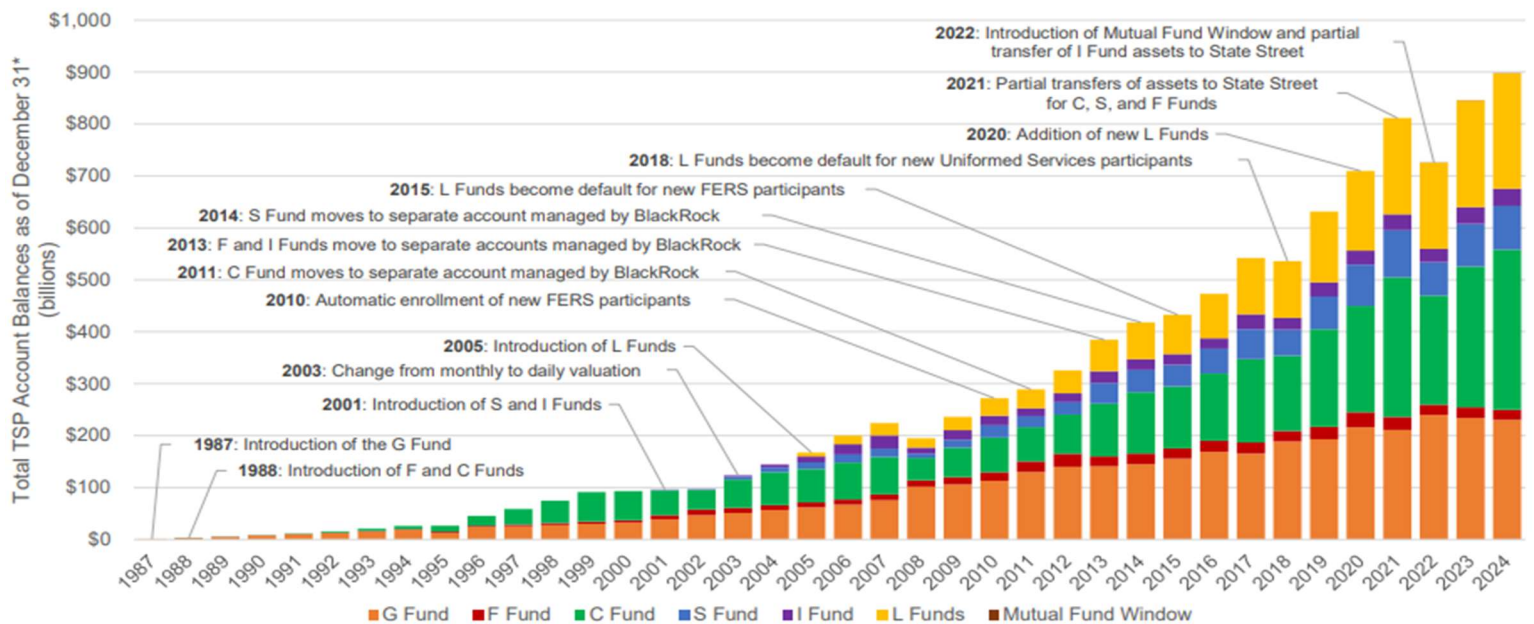


圖 5 TSP 發展沿革、規模及各基金配置狀況

(六) 個別基金之經營績效

⁷ 使用 Mutual Fund Window 之條件為：1) 初始投資額至少須 1 萬美元。2) 不得投資超過個人專戶資金之 25%。亦即個人專戶資金必須累積至 4 萬美元以上，才可能使用 Mutual Fund Window。

截至 2024 年 5 月底之個別基金經營績效詳表 3。

表 3 TSP 5 檔個別基金績效表現情形

| | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|----------------|
| G Fund | 1-Year | 3-Year | 5-Year | 10-Year |
| | 4.46% | 3.29% | 2.50% | 2.40% |
| F Fund | 1-Year | 3-Year | 5-Year | 10-Year |
| | 1.27% | -2.99% | -0.10% | 1.44% |
| Bloomberg US Agg Bond Index | 1.31% | -3.10% | -0.17% | 1.26% |
| Benchmark Difference | -0.03% | 0.11% | 0.08% | 0.18% |
| C Fund | 1-Year | 3-Year | 5-Year | 10-Year |
| | 28.15% | 9.54% | 15.76% | 12.69% |
| S&P 500 Index | 28.19% | 9.57% | 15.80% | 12.69% |
| Benchmark Difference | -0.04% | -0.03% | -0.04% | -0.01% |
| S Fund | 1-Year | 3-Year | 5-Year | 10-Year |
| | 24.55% | -1.27% | 10.13% | 8.82% |
| Dow Jones US Completion TSM Index | 24.31% | -1.49% | 10.02% | 8.59% |
| Benchmark Difference | 0.24% | 0.22% | 0.11% | 0.23% |
| I Fund | 1-Year | 3-Year | 5-Year | 10-Year |
| | 18.74% | 3.37% | 8.42% | 4.98% |
| MSCI EAFE Index | 18.53% | 3.06% | 8.05% | 4.60% |
| Benchmark Difference | 0.22% | 0.31% | 0.37% | 0.37% |

(七) 經理人選擇及監管 Investment Manager Selection and Supervision

1. 選擇：有關基金管理、代管服務、證券借貸等方面，經理人必須擁有全球經驗，將就以下面項做綜合考量。
 - 技術審查(組織及風險管理與合規性、指數基金管理、投資績效與交易、成功管理全球證券借貸計畫)
 - 過往表現
 - 價格
 - 根據最佳價值的整體評估
2. 監管
 - 透過安全、自動化管道每日交付收益和資產價值
 - TSP 會計系統中收益和資產價值的每日核對

- 經理績效與基準指數的每日比較
- 每月向董事會提交經理績效總結
- 每季服務水準評估，涵蓋退貨、延誤、錯誤
- 每季績效評估，涵蓋回報、人員、產業趨勢
- 每年現場盡職調查訪問

(八) TSP 退休金計畫設計

1. 提撥規則：自 2020 年 10 月開始，聯邦員工預設之提撥率占薪資的 5%(原為 3%)。所有參與者可以自願增額提撥，每年的免稅限額為 23,000 美元(50 歲以上每年可額外提撥 7,500 美元)，另參與者可從其他計畫納入合格資金。
2. 相對提撥：聯邦雇主為所有 FERS 員工自動提撥率為薪資的 1%。若員工提撥 3%，則政府將全額相對提撥；員工提撥超過 3%，在 5%額度內，政府提撥半數⁸。
3. 貸款計畫(TSP Loan Program)：只要是儲蓄投資計畫之下的員工並為有薪階級者，儲蓄投資計畫都會接受每一個員工的貸款申請，但是員工只能借貸個人帳戶中員工自行提撥的金額部分。此外，儲蓄投資計畫只允許員工在下列兩種狀況下申請帳戶貸款：
 - (1) 一般性目的貸款，其貸款期間為 12 至 60 個月(1-5 年)
 - (2) 購買供居住的房屋(primary residence)貸款，其貸款期間為 61-180 個月(5-15 年)

每一個員工可以同時申請兩種貸款，但不可以同時申請 2 件房屋貸款，每次貸款的金額最低不得少於美金 1,000 元，最高則以個人帳戶中的員工提撥部分及其孳息為限。

⁸ 當受雇者提撥比例為 3%以內時，雇主會相對提撥同樣的比例；但當受雇者提撥的比例為 3%-5%時，雇主則只會針對超過 3%的部分提撥一半，因此如果受雇者決定提撥為薪資的 5%，雇主（聯邦政府）將相對提撥 4%(前 3% dollar-for-dollar 相對提撥，加上後 2%一半之相對提撥)，再加上 1%之自動提撥率 1%，雇主總共提撥了 5%。受雇者當然也可自願提撥超過 5%，但雇主僅針對前 5%作相對提撥。

4. 在職提領制度(TSP In-Service Withdraws)

| | Unique Active Participants w/ a Loan | Total Population | Loan Usage - Active |
|--------------|--|------------------|------------------------|
| FERS | 730,267 | 4,060,009 | 17.99% |
| CSRS | 3,267 | 250,433 | 1.30% |
| BRS | 36,801 | 1,355,457 | 2.72% |
| US | 81,464 | 1,290,046 | 6.31% |
| Total | 851,799 | 6,955,945 | 12.25% |

圖 6 TSP 各類型參與者使用貸款之狀況

儲蓄投資計畫是一個長期的退休金儲蓄計畫，為了達到這個計畫設計的目的，使得每一個員工在退休之後能有一筆不錯的退休金，對於員工在退休之前有關於帳戶提領的限制是必要的。因此儲蓄投資計畫規定只有在下列兩種狀況，員工才可以在退休前先提領個人帳戶內的退休金。

- (1) 儲蓄投資計畫之下的員工，在其年滿 59.5 歲之後。
- (2) 對於能夠提出遭遇生計困難的員工。

當員工一旦提前領取個人帳戶內的退休金，之後就不可能將其所提前領取的金額返還給儲蓄投資計畫，因此一旦員工提前領取退休金，在退休之後所能領取的退休金金額則會降低，所以儲蓄投資計畫通常會建議員工採取貸款的方式。儲蓄投資計畫規定員工提前提領的金額必須至少在美金 1,000 元，另外年滿 59.5 歲之後提領限制每年只能 4 次。

5. 退休金給付方式

儲蓄投資計畫之下的受雇者在離開計畫(退休之後就可以選擇下列 5 種方式提領退休金：

- (1) 分期給付(installments) :受雇者可以決定每月、每期、或每年領取個人帳戶中之累積金額。
- (2) 部分或全部給付:每筆金額必須至少是 1000 美元以上，如果受雇人在採用分期請領期間，也可以申請部分或全部請領。
- (3) 年金保險 :由管理局幫受雇人購買保險公司的年金保險，每筆最低申請金額為 3500 美元，一旦購買年金保險之後就不得取消。
- (4) 受雇者也可以結合以上不同請領方式。

(九) 與退撫基金新制比較

我國民 112 年 7 月以後新進公務人員採「確定提撥制」(defined contribution, DC)，以確保財務永續，先在民 111 年 12 月 16 日立法院三讀通過「公務人員個人專戶制退休資遣撫卹法」，確定民 112 年 7 月 1 日起新任公務人員退撫制度(112 個人專戶 DC 制)，並規劃公保與職業雙層年金新制，將第一層社會保險的公保養老給付年金化，係採確定給付制的保險基礎年金。第二層職業年金部分，則改採確定提撥與可攜式「個人專戶 DC 制」，按月撥繳的強制提撥費率為本(年功)俸兩倍的 15%，採個人 35%政府 65%方式分擔，個人尚可增額自提本(年功)俸兩倍的 5.25% (上限)，兩者皆不計入提繳年度薪資收入課稅。個人可在自己帳戶中，選擇採取積極、穩健、保守、或人生週期等投資方式，由退撫基金管理機關(構)代為操作，若擇定風險最低選項，政府保證其最低收益不低於當地銀行 2 年期定期存款利率，如有不足由國庫補足。以下為 TSP 與我國退撫儲金之比較分析：

表 4 TSP 與退撫儲金比較簡表

| | TSP | 退撫儲金 |
|------------------|--|---------------------------|
| 退休制度 | 確定提撥制 | 確定提撥制 |
| 成立日期 | 1987.1.1 | 2023.7.1 |
| 適用人員 | 聯邦政府員工及軍人 | 2023.7.1 後初任之公教人員 |
| 管理單位 | 聯邦退休儲蓄投資委員會 (FRTIB) | 公務人員退休撫卹基金管理 局(PSPF) |
| 組織型態 | 委員會制行政機關 | 首長制行政機關 |
| 提撥率 | 個人預設 5%，政府相對提撥 5% | 個人 5.25%、政府 9.75% |
| 增額提撥 | 每年上限 23,000 美元，50 歲以後可增加提撥每年 7,500 美元 | 5.25%上限 |
| 基金選擇 | 5 檔 TSP 基金、生命週期基金及共同基金 | 3 種自選方案(保守、穩健及積極型)、生命週期基金 |
| 基金管理方式 | 追蹤固定指數 | 於運用規範內，視經濟狀況進行動態資產配置 |
| 管理基金之投資顧問及資產管理公司 | 投資顧問：AON、Callan、MEKETA、Mercer、RVK 資產管理：貝萊德、道富 | 投資顧問：野村投信 |
| 貸款制度 | 有 | 無 |
| 在職提領制度 | 有(但需符合條件) | 無 |

TSP 的參與者，政府或機構會提供一定比例配合款，且可依個人需要以不同比例，自主選擇退出，參加者也常另購買其他保險。台灣則採政府高比例配合款，且無退出機制之保障性社會安全設計，也要面對個人專戶 DC 制所衍生之「長壽風險」問題。

二、 參訪美國公務人員相關人事制度

(一) 前言

為瞭解美國聯邦政府以功績原則(Merit System Principles)為核心的人事制度，包括公務人員薪俸及績效評估制度之設計與實務運作情形，作為銓敘部研(修)訂相關人事法規之參考，銓敘部於本(113)年 4 月 16 日函請外交部轉請我國駐美國代表處(以下簡稱駐處)，協助安排赴人事管理局(Office of Personnel Management, OPM)參訪事宜，以利與其相關單位就美國聯邦公務人員薪俸及績效評估制度交換意見。此次赴美國考察人事制度之行程，特別感謝外交部及駐處同仁積極努力促成 OPM 之參訪，並於參訪期間提供各項協助，使本次參訪得以圓滿完成。

為利駐處協助安排赴人事管理局(OPM)參訪事宜，銓敘部先行針對美國薪俸及績效評估制度議題擬具參訪題綱如下：

1. 貴國功績原則包含公務人員俸給應以同工同酬為原則，並對於工作績優者給予適當報償與肯定，在薪俸制度上，請問：
 - (1) 一般俸表(General Schedule,GS)自 1949 年建制之初，各職等之俸級(rate)數量並不一致，至 1971 年後各職等才一律分成 10 個俸級，當時修正考量為何？如貴國公務人員已晉俸至第 10 俸級，且其績效評估結果達「完全成功」(Fully Successful)以上，是否具有其他激勵方式，以鼓勵其久任？
 - (2) 一般俸表(GS)晉俸制度為何？如何與績效評估結合？有無彈性待遇(flexibility pay)或績效給薪(performance-based pay)相關機制，以提升公務人員工作表現？
 - (3) 貴國 OPM 為了留住優秀人才，按職等、職系、專業及地區等制定特別薪給率制(Special Rates)，用人機關(構)向 OPM 申請建立特別薪給率，需填具涵蓋範圍、人員配置狀況、招募與流動情形及薪資比較等資料，OPM 如何依上開項目決定是否同意該機關(構)建立特別薪給率？招募成效如何？
 - (4) 承上，貴國另有留才激勵(Retention Incentive)之制度設計，當各機關認

為如未給與具獨特及優秀條件之公務人員額外的激勵津貼，該人員極有可能自聯邦政府辭職時，得核予留才激勵津貼，該津貼發給情形(數據資料)為何？實務執行上是否確能產生留住公部門優秀人才之成效？

2. 貴國非常重視公務人員的績效管理(Performance Management)及績效評估(Performance Appraisals)制度，從過去嘗試建立統一的績效評估系統，至今演變為分權化模式，請問：

- (1) 在聯邦法典(Code of Federal Regulations, CFR)中，對於各機關績效評級(performance rating)等次是否定有人數比率之上下限？倘未定有一體適用之績效評級比率，在各機關均有權限調整或決定其比率的情況下，OPM 有無各機關績效評級等次、所評人數與職等人數等相關數據資料可資參考？
- (2) 在分權式制度下，OPM 如何確保各機關績效評估系統的客觀性及公平性？在審核各機關所提報一套或多套績效評估系統時，除審酌是否符合 CFR 等相關規定外，是否考量各機關內部或外部衡平性？有無運用相關機制處理績效評估過程可能產生的潛在偏見？
- (3) 個人績效計畫書是辦理績效評估的核心程序，其中公務人員的關鍵性工作面向，在評價期間開始之前，即由主管與部屬以面談方式建立績效標準。針對面談程序及績效標準等事項，OPM 是否定有細部規範或相關指引？實務執行的過程中，是否有聯邦機構反應窒礙難行之處？另外，對於「團體」的關鍵性工作面向有無訂定績效標準？如有，該團體績效標準訂定是否以面談方式進行？
- (4) 對於績效表現良好的公務人員，OPM 有無建立非金錢形式的獎勵或認可機制？如有，該機制包含哪些獎勵內容？如無，其他聯邦機構或地方州政府可否自行訂定相關機制，以激勵所屬公務人員？
- (5) 貴國於 2010 年制定強化遠距工作法(The Telework Enhancement Act)，過去因新型冠狀病毒(COVID-19)疫情的擴散，使聯邦政府中遠距辦公的人

數增加，OPM 作為主管機關，如何調整績效評估標準及相關流程，以準確評價遠距辦公者的工作表現？

(二) 美國聯邦公務人員人事管理體制介紹

1. 人事管理組織

當代美國文官制度的關鍵始點，為 1978 年文官改革法(Civil Service Reform Act of 1978, CSRA)，該法案除了更加強化功績原則為美國文官制度的核心外，並將人事主管機關加以改組，就原屬文官委員會(Civil Service Commission, CSC)的職掌重新調整，分別設置人事管理局(OPM)負責統籌制定人事政策；功績制保護委員會(Merit Systems Protection Board, MSPB)負責保護功績制度及個別公務人員之權益；聯邦勞動關係委員會(Federal Labor Relations Authority, FLRA)負責處理公務人員工會與政府間的爭端；至有關促進公、私部門平等就業相關事項，則統一由平等就業機會委員會(Equal Employment Opportunity Commission, EEOC)接掌。除人事管理局(OPM)於下段詳細介紹外，其餘機關的功能定位與職掌事項摘述如下：

- (1) 人事管理局(OPM)為現行美國聯邦人事行政主管機關，為首長制之獨立機關，負責聯邦總體人事管理政策之規劃、制定，以及考選、任用、績效評估、俸給福利、訓練、獎勵、政治活動規範、退休撫卹、保險等各項人事法制之制定。此外，由於聯邦政府自 1996 年起，於人員甄補、陞遷、考評、訓練及管理等相关人事措施，多已授權用人機關自行辦理，爰該局尚負責監督用人機關依相關法令辦理人事管理工作，並提供相關人力資源管理協助，以擴大組織績效等。又該局亦為高級行政主管(Senior Executive Service, SES)之主管機關，掌管是類人員之任用、薪俸、培訓、績效管理等政策擬定以及監督指導。
- (2) 功績制保護委員會(MSPB)是獨立的聯邦機構，負責維護聯邦政府的功績制度，確保聯邦公務人員在公平且以功績為基礎的環境中工作。其主要職責

包括審理和裁決聯邦公務人員的申訴，確保公務人員不受不當解僱、降職或其他不公平待遇。此外，MSPB 還進行研究，評估和報告聯邦人事管理的有效性，並提出改進建議。該機構由 3 名成員組成，由總統提名經參議院同意後任命，任期 7 年，以確保其運作獨立且公正。

- (3) 聯邦勞動關係委員會 (FLRA) 也是獨立的聯邦機構，負責管理和推動聯邦政府內的勞資關係。其主要職責包括解決聯邦僱員與其雇主之間的勞資爭議，確保集體談判的公平進行，並維護受僱者權利。FLRA 的具體職能包括裁定不公平勞動行為的投訴、指導和協助聯邦機構與工會進行集體談判、以及決定工會代表的認證與選舉問題。該委員會由 3 名成員組成，由總統提名經參議院同意後任命，任期 5 年。
- (4) 平等就業機會委員會 (EEOC) 同樣是一個獨立的聯邦機構，負責執行並推動反歧視法律，確保就業機會平等。其主要職責包括調查並裁決基於種族、性別、年齡、宗教、國籍、殘疾或遺傳等方面的就業歧視投訴。EEOC 還提供教育和技術援助，幫助雇主理解並遵守相關法律，促進工作場所的多元和包容性。此外，該委員會有權提起訴訟，代表受歧視的個人或團體進行法律行動。EEOC 由 5 名成員組成，由總統提名經參議院同意後任命，任期 5 年。

2. 人事制度基本架構

(1) 聯邦公務人員概況

在介紹美國公務人員人事制度前，有必要先瞭解其公務人員現狀。美國聯邦政府公務人員約 226 萬人⁹，按職務等級、屬性與工作內容等，分別適用不同薪俸表(計畫)，包括涵蓋大部分文職公務人員的一般俸表(GS)、行政首長俸表(Executive Schedule, EX)、高級行政主管(SES)、高級人員職位 (Senior-Level, SL) 和科學專業人員職位 (Scientific and

⁹ 根據 FedScope 網站截至 2023 年 11 月之統計 (<https://www.fedscope.opm.gov/>)

Professional, ST), 以及其他適用於不同類型職位與特殊職能需求共約 70 多種薪俸表與各類專門的薪俸計畫, 其主要薪俸表及適用人數如表 5, 其中適用一般俸表(GS)的公務人員約 151 萬人, 佔總人數 66.70%, 為美國聯邦政府最主要的薪俸計畫; 而適用 EX/SES/SL/ST 係高階之首長、主管及高度專業的職位, 合計在整體公務人員中佔比僅 0.48%, 數量相對有限; 適用其他薪俸表(計畫)的公務人員佔比則約 32.82%, 顯示出聯邦政府內部存在多樣化的薪俸計畫, 以滿足不同機關(構)職位或特殊職能的需求, 亦有助於吸引及保留各類人才。

表 5 美國聯邦政府公務人員主要薪俸表及適用人數

| 一般俸表 (GS) | 高階之首長、主管及專業職位 | | | | 其他類型薪 俸表(計畫) | 總 計 |
|--------------|----------------|-----------------|----------------|------------------|-----------------|-------------|
| | 行政首長 俸表(EX) | 高級行政 主管(SES) | 高級人員 職位(SL) | 科學專業人 員職位(ST) | | |
| 1, 511, 085 | 661 | 8, 678 | 1, 172 | 424 | 743, 618 | 2, 265, 644 |

資料來源：FedScope 網站(2023)，本報告整理

進一步觀察美國聯邦政府公務人員適用一般俸表(GS)分布情況如表 6, 其中 GS-1 至 GS-4 總人數為 29,841 人, 佔整體人員 2%, 通常為辦理庶務性工作之基層公務人員; GS-5 至 GS-10 總人數為 491,934 人, 佔整體人員 32.56%, 由聯邦政府中層管理及專業技術人員組成; GS-11 至 GS-15 總人數為 989,310 人, 佔整體人員 65.47%, 包含資深專業人員、高級管理人員及部門主管, 屬於聯邦政府核心的決策管理階層。

聯邦公務人員所在機關及性別分布如表 7, 絕大多數人員均配置於內閣級機關(構), 佔整體公部門的 92%, 獨立機關(構)之公務人員總數則僅佔 8%。226 萬公務人員總數中, 男性約 122 萬人、女性約 104 萬人, 在內閣級機關(構)中男性略多於女性, 而在獨立機構中則是女性略多於男性。

表 6 美國聯邦政府公務人員適用一般俸表(GS)分布情況

| 一般俸表 GS 各職等 | 人 數 | 合 計 |
|--------------|---------|-----------|
| GS-1 | 372 | 29,841 |
| GS-2 | 584 | |
| GS-3 | 6,040 | |
| GS-4 | 22,845 | |
| GS-5 | 75,819 | 491,934 |
| GS-6 | 103,848 | |
| GS-7 | 116,746 | |
| GS-8 | 45,415 | |
| GS-9 | 137,308 | |
| GS-10 | 12,798 | |
| GS-11 | 202,426 | 989,310 |
| GS-12 | 305,883 | |
| GS-13 | 272,497 | |
| GS-14 | 143,135 | |
| GS-15 | 65,369 | |
| GS-1 至 GS-15 | | 1,511,085 |

資料來源：FedScope 網站(2023)，本報告整理

表 7 美國聯邦政府公務人員所在機關及性別分布

| 美國聯邦政府 機關(構)類型 | 性 別 | | 合 計 |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|
| | 男 性 | 女 性 | |
| 內閣級機關(構) | 1,145,776 | 945,309 | 2,091,087 |
| 大型獨立機構 (1000 人以上) | 71,668 | 88,253 | 159,921 |
| 中型獨立機構 (100-999 人) | 6,169 | 6,801 | 12,970 |
| 小型獨立機構 (99 人以下) | 760 | 906 | 1,666 |
| 總 計 | 1,224,373 | 1,041,269 | 2,265,644 |

資料來源：FedScope 網站(2023)，本報告整理

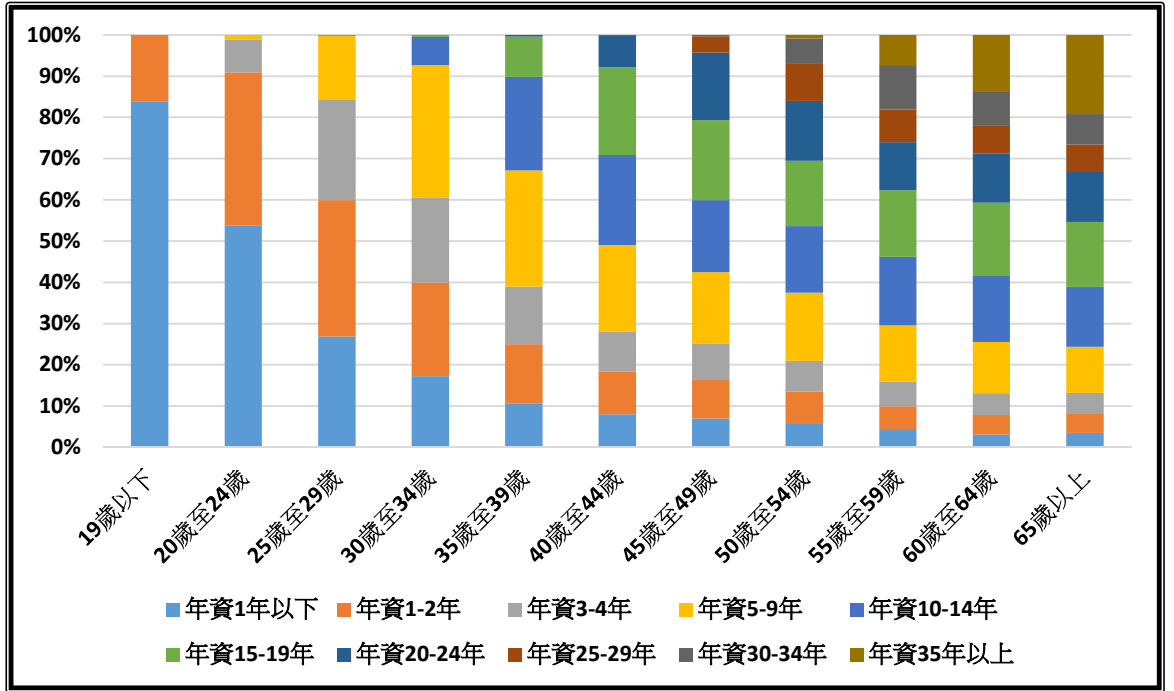


圖 7 美國聯邦政府公務人員年齡和服務年資分布情況

資料來源：FedScope 網站(2023)，本報告整理

聯邦政府公務人員的年齡和服務年資分布情況如圖 7，20-34 歲的公務人員服務年資較短(不到 1 年到 4 年)，多屬新進人員；35-54 歲的公務人員服務年資較長(5-14 年)，多為在職中堅力量，具有一定的工作經驗及年資；55 歲及以上的公務人員服務年資更加多元，但主要集中在 10-19 年的範圍，渠等接近或已達退休年齡，具有豐富的工作經驗。整體而言，隨著年齡的增加，公務人員的服務年資也相對增加，顯示聯邦政府公務人員職位具有一定的穩定性。

(2) 職位分類

職位分類制是美國文官制度的基礎，透過 1949 年制定職位分類法 (Classification Act of 1949)，以職位及職等的基本概念建構人事管理體制。其運作原則係以工作分析(job analysis)為基礎，透過蒐集和評估各類職位的工作因素(按：包含工作性質、繁簡難易、責任輕重、教育程度高低、技術需求、決策影響力等)，以客觀且量化方式，將各職位在橫向結

構上區分為不同的職組(occupational group)、職系(occupational series)，而在縱向結構上則劃分為不同層次的職等(grade level)，並明定職位說明書以闡述各該職位的工作內容、職責及任職資格條件，由此形成結構化之職位類別系統，從而據以決定擔任各該職等、職系公務人員的基本薪俸，以確保同工同酬原則，茲分述如下：

A. 職組及職系

依各職位的工作性質共區分為 450 個職系，嗣為強化專業分工，提升分類的精確性及精細化程度，更進一步將職組職系設置分為 30 個職組、約 600 個職系；然上述過度分化的結果導致用人缺乏彈性，難以回應快速變遷的公共治理環境，且繁雜的職位類別和體系勢必造成管理者之負擔，為解決此一問題，聯邦政府遂透過簡化職組職系設置，將相近或類似的工作種類逐步進行合併，目前整併為 23 個職組、401 個職系。

B. 職等

承前述，美國聯邦職位按其工作性質分成若干職系，並在各職系中依照工作繁簡難易、責任輕重等因素，以客觀且量化方式予以劃分職等，又依美國聯邦政府一般公務人員最主要適用的一般俸表(GS)規定，該表原列有 18 個職等，嗣因應 1978 年文官改革法建立高級行政主管(SES)制度，將原適用一般俸表(GS)第 16 至第 18 職等與行政首長俸表(EX)第 4 級、第 5 級的部分職位分離出成為 SES 適用範圍，因此目前一般俸表(GS)共區分為 15 個職等，並以第 15 職等為最高職等。

(3) 俸表結構

A. 一般俸表(GS)

於 1949 年建制之初，各職等的俸級(rate)數量並不一致，第 1 至第 10 職等各含 7 個俸級，第 11 至第 14 職等各含 6 個俸級，第 15 至第 17 職等各含 5 個俸級，而第 18 職等僅有 1 個俸級，之後幾經修正，至 1971 年後所有職等才一律都分成 10 個俸級。

表 8 2024 年美國聯邦一般俸表(GS)

Schedule 1--General Schedule

(Effective on the first day of the first applicable pay period beginning on or after January 1, 2024)

| Grade | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
|-------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| GS-1 | \$21,986 | \$22,724 | \$23,454 | \$24,183 | \$24,912 | \$25,339 | \$26,063 | \$26,792 | \$26,821 | \$27,502 |
| GS-2 | 24,722 | 25,310 | 26,129 | 26,821 | 27,124 | 27,922 | 28,720 | 29,518 | 30,316 | 31,114 |
| GS-3 | 26,975 | 27,874 | 28,773 | 29,672 | 30,571 | 31,470 | 32,369 | 33,268 | 34,167 | 35,066 |
| GS-4 | 30,280 | 31,289 | 32,298 | 33,307 | 34,316 | 35,325 | 36,334 | 37,343 | 38,352 | 39,361 |
| GS-5 | 33,878 | 35,007 | 36,136 | 37,265 | 38,394 | 39,523 | 40,652 | 41,781 | 42,910 | 44,039 |
| GS-6 | 37,765 | 39,024 | 40,283 | 41,542 | 42,801 | 44,060 | 45,319 | 46,578 | 47,837 | 49,096 |
| GS-7 | 41,966 | 43,365 | 44,764 | 46,163 | 47,562 | 48,961 | 50,360 | 51,759 | 53,158 | 54,557 |
| GS-8 | 46,475 | 48,024 | 49,573 | 51,122 | 52,671 | 54,220 | 55,769 | 57,318 | 58,867 | 60,416 |
| GS-9 | 51,332 | 53,043 | 54,754 | 56,465 | 58,176 | 59,887 | 61,598 | 63,309 | 65,020 | 66,731 |
| GS-10 | 56,528 | 58,412 | 60,296 | 62,180 | 64,064 | 65,948 | 67,832 | 69,716 | 71,600 | 73,484 |
| GS-11 | 62,107 | 64,177 | 66,247 | 68,317 | 70,387 | 72,457 | 74,527 | 76,597 | 78,667 | 80,737 |
| GS-12 | 74,441 | 76,922 | 79,403 | 81,884 | 84,365 | 86,846 | 89,327 | 91,808 | 94,289 | 96,770 |
| GS-13 | 88,520 | 91,471 | 94,422 | 97,373 | 100,324 | 103,275 | 106,226 | 109,177 | 112,128 | 115,079 |
| GS-14 | 104,604 | 108,091 | 111,578 | 115,065 | 118,552 | 122,039 | 125,526 | 129,013 | 132,500 | 135,987 |
| GS-15 | 123,041 | 127,142 | 131,243 | 135,344 | 139,445 | 143,546 | 147,647 | 151,748 | 155,849 | 159,950 |

資料來源：美國人事管理局(OPM)網站([https://www.\(OPM\).gov/policy-data-oversight/pay-Leave/salaries-wages/](https://www.(OPM).gov/policy-data-oversight/pay-Leave/salaries-wages/))

B. 一般俸表(GS)之地區薪俸給(Locality Pay)

美國國土幅員遼闊，各地區生活消費水準高低差異甚大，為拉近聯邦政府公務人員與非聯邦政府公務人員(按：指州、市等地方政府公務人員及民間企業員工)間薪資之差距，美國 1990 年制定《聯邦公務人員待遇比較法》(Federal Employees Pay Comparability Act)，並配合建立「地域比較調整金制度」，作為各地區聯邦公務人員薪俸是否配合調整之依據，其運作原則主要係就各地方薪俸區域(local pay area)依與非聯邦政府公務人員薪資待遇水準比較、績效薪俸等標準，訂定不同地區適用的俸表，使各該地區俸表與一般俸表(GS)各職等、俸級間具有一定比例的待遇差額，舉例而言，倘該地區一般俸表(GS)公務人員之基本薪俸較非聯邦政府公務人員薪資低 5%以上，則會依該制度進行年度地域調薪。又查目前細分的 58 個地區俸表中，以舊金山地區為支給標準最高地區，相較適用一般俸表(GS)人員之薪俸多約 45.41%(如表 9)。

表 9 2024 年美國聯邦地區一般俸表(GS)—舊金山地區

Salary Table 2024-SF
Incorporating the 4.7% General Schedule Increase and a Locality Payment of 45.41%
For the Locality Pay Area of San Jose-San Francisco-Oakland, CA
Total Increase: 5.62%
Effective January 2024

Annual Rates by Grade and Step

| Grade | Step 1 | Step 2 | Step 3 | Step 4 | Step 5 | Step 6 | Step 7 | Step 8 | Step 9 | Step 10 |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 1 | \$ 31,970 | \$ 33,043 | \$ 34,104 | \$ 35,165 | \$ 36,225 | \$ 36,845 | \$ 37,898 | \$ 38,958 | \$ 39,000 | \$ 39,991 |
| 2 | 35,948 | 36,803 | 37,994 | 39,000 | 39,441 | 40,601 | 41,762 | 42,922 | 44,082 | 45,243 |
| 3 | 39,224 | 40,532 | 41,839 | 43,146 | 44,453 | 45,761 | 47,068 | 48,375 | 49,682 | 50,989 |
| 4 | 44,030 | 45,497 | 46,965 | 48,432 | 49,899 | 51,366 | 52,833 | 54,300 | 55,768 | 57,235 |
| 5 | 49,262 | 50,904 | 52,545 | 54,187 | 55,829 | 57,470 | 59,112 | 60,754 | 62,395 | 64,037 |
| 6 | 54,914 | 56,745 | 58,576 | 60,406 | 62,237 | 64,068 | 65,898 | 67,729 | 69,560 | 71,390 |
| 7 | 61,023 | 63,057 | 65,091 | 67,126 | 69,160 | 71,194 | 73,228 | 75,263 | 77,297 | 79,331 |
| 8 | 67,579 | 69,832 | 72,084 | 74,337 | 76,589 | 78,841 | 81,094 | 83,346 | 85,599 | 87,851 |
| 9 | 74,642 | 77,130 | 79,618 | 82,106 | 84,594 | 87,082 | 89,570 | 92,058 | 94,546 | 97,034 |
| 10 | 82,197 | 84,937 | 87,676 | 90,416 | 93,155 | 95,895 | 98,635 | 101,374 | 104,114 | 106,853 |
| 11 | 90,310 | 93,320 | 96,330 | 99,340 | 102,350 | 105,360 | 108,370 | 111,380 | 114,390 | 117,400 |
| 12 | 108,245 | 111,852 | 115,460 | 119,068 | 122,675 | 126,283 | 129,890 | 133,498 | 137,106 | 140,713 |
| 13 | 128,717 | 133,008 | 137,299 | 141,590 | 145,881 | 150,172 | 154,463 | 158,754 | 163,045 | 167,336 |
| 14 | 152,105 | 157,175 | 162,246 | 167,316 | 172,386 | 177,457 | 182,527 | 187,598 | 191,900 * | 191,900 * |
| 15 | 178,914 | 184,877 | 190,840 | 191,900 * | 191,900 * | 191,900 * | 191,900 * | 191,900 * | 191,900 * | 191,900 * |

資料來源：美國人事管理局 (OPM) 網站 ([https://www.\(OPM\).gov/policy-data-oversight/pay-leave/salaries-wages/](https://www.(OPM).gov/policy-data-oversight/pay-leave/salaries-wages/))

(4) 高級行政主管(SES)制度

前述 1978 年文官改革法一項重大變革，即為建立高級行政主管(SES)制度，將原適用一般俸表(GS)第 16 至第 18 職等與行政首長俸表(EX)(如後表 11)第 4 級、第 5 級之部分職位組成 SES 職位範圍(例如：機關之參事、顧問、副助理部長等)，並對渠等任用、陞遷調度、薪俸、績效評估等作特別制度設計，其特色包括開放性之彈性用人機制、定期績效評估以決定其薪酬與職涯發展、特別注重領導能力與管理技能等。又為吸引優秀高階人力資源，藉此達到绩效管理目的，高級行政主管(SES)俸表之設計有別於前述各類俸表，係不分職等(級別)之獨立薪俸寬帶(如表 10)，僅訂定最低及最高俸額，用人主管機關得依高級行政主管(SES)人員當年度績效表現在寬帶範圍內自行決定其敘俸，使機關有更彈性之敘薪空間。有關美國高級行政主管(SES)制度之詳細內容，銓敘部前配合考試院 98 年及 104 年先後通過之「考試院文官制度興革規劃方案」及「考試院第 12 屆公務人力再造策略方案」，分別提出「建構高階主管特別管理制度」及「建構高階

文官特別管理制度」之構想，當時即曾就美國高級行政主管(SES)制度，以及經濟合作發展組織 OECD 國家陸續借鏡美國 SES 制度而建立之各種高階文官制度詳慎進行研究後，參考其運作模式，研議我國建構高階文官人事制度之可行性。銓敘部於研議過程中，雖曾多次與行政院、考試院相關主管機關及主要用人機關等持續開會研商，乃至辦理相關諮詢會議；惟在我國五權分立之憲政體制下，對於高階文官人事權限之劃分(按：實際用人權、官制官規擬訂係分屬行政院、考試院職掌)，以及高階文官制度不可或缺之甄選評鑑與培訓之權責區分等重大爭議事項，委實難以取得折衷衡平，且在我國文官制度歷來均係以職涯基礎¹⁰(career-based)為主要架構下，建構開放彈性用人之高階文官人事制度尚涉及憲定考試用人基本原則之根本性問題，爰銓敘部上開研議規劃終未能在院際各主管機關間獲致共識，而未再繼續推動。因此，本次所參訪之人事管理局(OPM)雖為高級行政主管(SES)之專責主管機關，惟銓敘部並未將 SES 制度納入參訪題綱中。

表 10 2024 年美國聯邦高級行政主管(SES)俸表

Schedule 4--Senior Executive Service

(Effective on the first day of the first applicable pay period beginning on or after January 1, 2024)

| | <u>Minimum</u> | <u>Maximum</u> |
|---|----------------|----------------|
| Agencies with a Certified SES Performance Appraisal System | \$147,649 | \$221,900 |
| Agencies without a Certified SES Performance Appraisal System | \$147,649 | \$204,000 |

¹⁰ 「職涯基礎」之人事制度，係指人民經公開競爭甄補方式成為公務人員後，即在內部人事系統逐級陞遷，而對於較高職務之晉升，僅限於從公務體系內部攬才，並不開放給非公務人員競爭，故該制度特點主要著重現職人員隨服務年資增長伴隨之逐級晉陞、培育等職涯發展，屬封閉式人事制度。

表 11 2024 年美國聯邦行政首長(EX)俸表

Schedule 5--Executive Schedule

(Effective on the first day of the first applicable pay period beginning on or after January 1, 2024)

| | |
|--------------------|-----------|
| Level I | \$246,400 |
| Level II | 221,900 |
| Level III. | 204,000 |
| Level IV | 191,900 |
| Level V | 180,000 |

資料來源：美國人事管理局(OPM)網站([https://www.\(OPM\).gov/policy-data-oversight/pay-Leave/salaries-wages/](https://www.(OPM).gov/policy-data-oversight/pay-Leave/salaries-wages/))

(三) 參訪機關考察情形

1. 參訪機關與對象

(1) 參訪機關介紹：

人事管理局(OPM)是現行美國聯邦人事行政的核心主管機關，隸屬於行政權體系，局長由總統管轄，為總統的最高人事幕僚長。現任代理局長為 Rob Shriver 先生，之前於 2022 年 12 月 20 日由拜登總統提名並經參議院同意任命為副局長。OPM 的主要功能和職掌事項包括：

- A. 人力資源法規訂定與執行：負責訂定聯邦政府的各項人事政策及法規，並協助聯邦政府各機關在所定人事管理框架內運作。
- B. 招聘和任命：管理聯邦公務人員的招聘過程，包括制定招聘標準和程序。
- C. 退休和福利計畫管理：管理聯邦公務人員的退休和福利計畫，包括聯邦公務人員退休系統和其他相關福利，如健康保險和人壽保險。
- D. 績效管理：訂定並監督聯邦公務人員的績效評估系統，確保評估過程公平、透明。績效管理系統包括對公務人員的定期評估、獎勵和糾正措施。
- E. 公務人員培訓與發展：負責提供聯邦公務人員的培訓和職業發展計畫，幫助公務人員提升技能，為其職涯長期發展提供支持。

F. 勞資關係和員工關係管理：處理聯邦政府內部的勞資關係事務，及負責處理員工投訴和申訴。

G. 該局內部並設有獨立的督察長辦公室(Office of the Inspector General, OIG)，督察長由總統提名，經參議院同意後任命。OIG 負責對人事管理局進行內部審計、調查及評估，以促進該局內部及外部的問責和透明度，及時發現和糾正潛在問題。

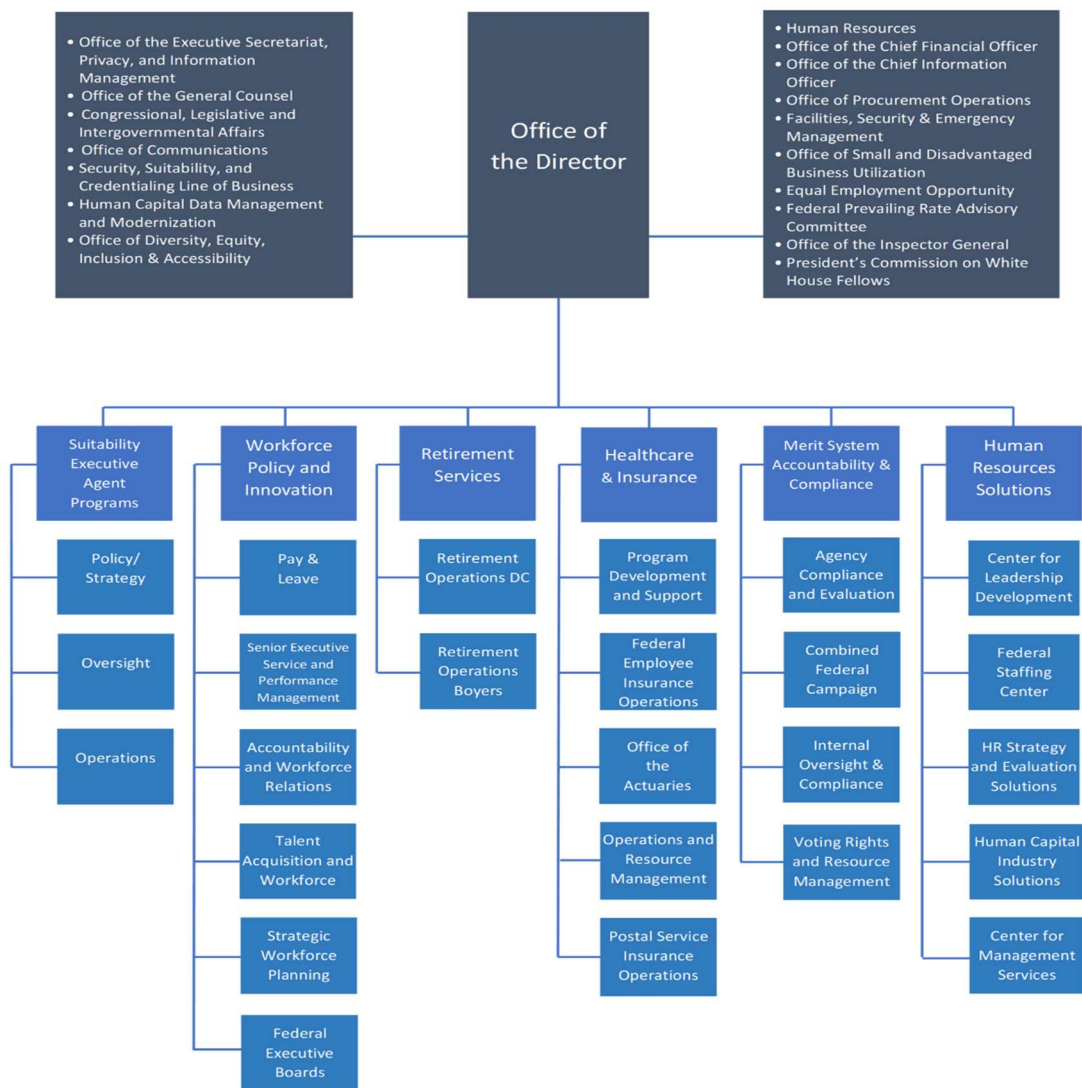


圖 8 人事管理局(OPM)組織結構及部門職掌業務圖

資料來源:美國人事管理局(OPM)網站(<https://www.opm.gov/about-us/who-we-are/>)

(2) 訪問對象簡介

A. Tim Curry 先生為高級行政主管(SES)職位人員，擔任人事管理局責任

與勞資關係室副主任，作為 OPM 局長的顧問，提供關於政府範圍內勞資關係和員工責任的方案。

B. Carey Jones 女士為 GS 第 15 職等之行政管理主任，負責薪俸政策、法規的擬訂與管理。

C. Danielle Opalka 女士亦為 GS 第 15 職等之行政管理主任，負責有關績效管理、獎勵與高級行政主管(SES)政策、法規的擬訂與管理。

D. 美國在台協會華府總部兩位主管 Ingrid Larson 女士及 Jeffrey Horwitz 先生，以及美國國務院台灣事務協調辦公室專員 Alexander Stephenson 先生亦陪同參訪。

2. 薪俸制度

(1) 俸級晉敘方式

一般俸表(GS)每個職等均區分為 10 個俸級(step)，在同職等內俸級晉敘(Within-Grade Step Increases)與績效評估結果密切相關。具體而言，須符合以下 3 個條件：

A. 績效評估結果至少為「完全成功」以上(包括『完全成功』、『超過完全成功』及『傑出』)。

B. 敘相同俸級已滿規定的等待期間(waiting period)，在俸級第 1 級至第 4 級間，每滿 52 週(1 年)始得晉俸 1 級；在俸級第 5 級至第 7 級間，每滿 104 週(2 年)始得晉俸 1 級；在俸級第 8 級至第 10 級間，每滿 156 週(3 年)始得晉俸 1 級，最高的 3 級等待期間刻意拉長，目的是為了促使公務人員長期任職及忠誠服務，激勵其持續優良表現。也就是說，公務人員在同一職等內從俸級第 1 級逐年晉敘俸級，即使每年績效評估都在「完全成功」以上，仍需任職至第 18 年始能晉敘至最高的第 10 級。

C. 必須在等待期間內未獲得其他相當的晉薪(equivalent increase)，例如特優晉薪(Quality Step Increases, QSI)或獎勵性晉薪(Incentive

Awards)。

(2) 特別薪給率(Special Rates)制度

特別薪給率制度是為了解決部分特殊人員的配置問題，吸引並保留政府所需專業人才，而針對「特定情形」設立高於一般標準的薪資，約可歸納為以下 4 種「特定情形」：

- A. 高薪競爭：某個地區或某類特定職位的私人企業薪資比聯邦政府薪資高出許多，政府必須提高薪資來保持覓才及留才的競爭力。
- B. 地理偏遠：對於偏遠地區，因為工作地點較不方便，設立更高的薪資以吸引人才。
- C. 工作條件不佳：特定職位的工作的條件欠佳，例如高風險或環境惡劣，必須提高薪資來吸引及留住人才。
- D. 其他：經人事管理局(OPM)評估認為確需特別薪給率的其他情形。

各機關向 OPM 申請設立特別薪給率，必須提供以下詳細資料及數據：

- A. 招聘或留才問題的說明：為什麼需要特別薪給率。
- B. 相關證據：例如空缺職位數量、離職率等數據。
- C. 勞動市場情況：當前的勞動市場狀況分析。
- D. 其他薪資或非薪資解決方案的考量：有沒有其他辦法來解決現存問題。
- E. 該機關業務所受影響：現有招聘或留用問題對於該機關業務的實際影響為何。
- F. 成本估算：如果獲准設立特別薪給率，預計會增加的人事經費及可能節省的相关費用。
- G. 建議的薪給率和支持數據：具體的薪資建議及相關數據支持。

OPM 受理各機關申請設立特別薪給率案件後，會依以下步驟就相關事項進行分析與審查：

- A. 工作分析：對各機構所提報職位的的工作進行詳細分析。

- B. 協調請求：與其他有設置類似職位的機關進行協調。
- C. 選擇參與：其他有設置類似職位的機關可以選擇是否將其職位納入當次特別薪給率申請案的適用範圍中。
- D. 潛在問題：對於特定職位如果實施更高薪資可能會導致與其他職務間的公平問題和其他職位配置的問題，必須進行詳細完整分析。

OPM 在每年一月會對現有特殊薪資率進行審查和調整，發布相關備忘錄，宣布預設的薪資增加。除非有機構提出不同的需求，否則預設增加會自動生效。

(3) 留才激勵(Retention Incentive)制度

留才激勵是為了吸引並留住具有特殊技能或資格而對政府機關運作至關重要的公務人員，或者不另給予額外的津貼即很有可能選擇離職的公務人員，而設立額外發給激勵津貼的制度。發給對象包括個別公務人員或特定類別職位人員，額度如下：

- A. 個人：留才激勵的金額不得超過該公務人員基本年薪的 25%。
- B. 特定類別職位人員：留才激勵的金額不得超過該類別公務人員基本年薪的 10%。
- C. 例外：在特殊情形下，機關得請求 OPM 將上限提高至 50%。

各機關向 OPM 申請設立留才激勵津貼，必須提供之詳細資料及數據，大致與前述申請設立特別薪給率相同。OPM 核准後，仍會對現有留才激勵進行定期審查，以確保其有效性和公平性；實施機關每年須提交報告，說明留才激勵的實施情形及實際成果。過去 4 年來，聯邦政府機關(構)最常獲得留才激勵津貼的職位包括護理人員、邊境巡邏官及資訊技術管理人員等。

(4) 其他獎勵

對於已經晉敘至所任職等最高俸級，且績效評估結果達「完全成功」

以上的公務人員，雖已無從依前述一般晉敘俸級方式加以獎勵，但人事管理局(OPM)表示仍有以下諸多激勵方式：

- A. 聯邦學生貸款償還計畫：聯邦公務人員每年最多可獲得 10,000 美元的貸款償還，其職業生涯中總計可達 60,000 美元；惟公務人員必須切結在聯邦政府工作至少 3 年，否則需返還已支付的款項。申請該項學貸償還計畫係由各機關自行評估審核，償還之款項不透過公務人員而係直接支付給學貸的銀行。
- B. 替代工作時間表(Alternative Work Schedules, AWS)是聯邦政府提供的一種靈活工作安排，旨在提高員工滿意度及平衡工作與生活，申請案需經主管核准，並確保不影響工作效率。主要形式包括：
 - I. 彈性工作時間(FWS)：公務人員在維持每週工作時數 40 小時的前提下，可於每天核心工作時間之外，靈活選擇工作時間。
 - II. 壓縮工作週(CWS)：員工可選擇在較少工作日內，完成原本 1 週的工作時數，例如每週工作 4 天，每天工作 10 小時。
- C. 非金錢性獎勵：例如設立特別表彰的獎項(每月榮譽員工)、發給獎狀或榮譽證書、額外給予休假時間等。

(5) 職等晉升方式

公務人員職等(grade)的晉升分為兩種主要方式，非競爭性晉升(Non-competitive promotion)和競爭性晉升(competitive promotion)，分別說明如下：

- A. 非競爭性晉升是指個別公務人員毋須與其他職位現職人員或外部非現職人員競爭的情況下，自動或由主管推薦晉升到更高職等，常見的情況包括：
 - I. 原職位升等：原任職位業務增繁或職責程度加重，原職位所列職等經重新評估後調整升等。

- II. 表現優異：公務人員在原任職位表現特別優異，主管可推薦晉陞較高職等職位。
 - III. 序列晉等：部分職位原本即有晉等的序列設計，例如原任實習生，在實習期間表現良好且完成必要的培訓後即自動晉升為正式職位。
- B. 競爭性晉升是指公務人員透過公開競爭和遴選程序晉升較高職等職位，主要過程包括：
- I. 職位公告：各機關職缺必須於招聘網站公開公告。
 - II. 提交申請：公務人員報名提交申請書及相關資料。
 - III. 評估和面試：職缺主管機關對申請人進行資格審查及辦理面試。
 - IV. 選拔決定：職缺主管機關依據申請人資歷與面試成績擇定晉升人員。

3. 績效評估制度

(1) 制度建構意旨

聯邦公務人員績效評估制度旨在提升政府機關(構)運作的效率和效能，並確保管理的公平和透明，該制度透過以下 6 個主要過程來實現其目標：

- A. 溝通並明確組織目標：績效管理的第一步是和受評者清楚溝通組織的目標，確保每個受評者瞭解機構的方向和期望。
- B. 確定個人和團隊的責任：明確個人和團隊在實現組織目標中的責任，讓每個受評者都對自己的工作成果負責。
- C. 識別和滿足發展需求：績效管理過程中，首長及主管需識別受評者和單位的發展需求，提供必要的培訓和支持，以提升受評者整體工作能力。
- D. 評估和改進績效：透過定期評估受評者及單位的績效，識別改進的空間並採取相應措施。
- E. 認可和獎勵成就：使用適當的績效指標作為認可和獎勵受評者成就的基礎，激勵受評者維持高效工作表現。

F. 基於績效評估進行人事決策：績效評估結果應確實應用於後續人事決定，例如晉升、加薪等相關措施。

(2) 績效評估程序

根據文官改革法(CSRA)第 43 章「績效評估」的規定，美國聯邦公務人員的績效評估作業流程包括以下幾個主要步驟：

A. 訂定績效計畫：

每個受評者在評估期開始時，與其主管透過面談共同訂定績效計畫，首先要確定受評者必須完成的所有工作項目，這些工作項目應與組織目標一致，且應著重於工作成果而非工作方式或行為本身。接著針對所有工作項目明確設定績效標準和預期目標，績效標準和預期目標必須易於理解且可行性高，且必須是可觀察、可驗證和可測量的，此外，具體的量化指標是必要的，可包括工作數量、及時性與成本效益等方面，並且應區分為關鍵要素與非關鍵要素。

人事管理局(OPM)在 2017 年發布了一本績效評估作業手冊，協助聯邦政府機關的主管和受評者訂定績效計畫，該手冊提出了一個包括「明確組織目標」、「識別關鍵職責」、「設置績效要素」、「制定績效標準」、「設立量化指標」、「員工參與」、「定期評估」、「提供反饋和調整」8 步驟的過程，以及撰寫績效要素和標準的指導方針，目的是開發能夠衡量受評者和工作單位成就的要素和標準，更加注重實際工作成果，確保績效評估的客觀性和公平性，而不是以往常使用主觀的衡量標準，例如行為或能力的評估。

B. 監控績效：

在績效評估制度中，監控績效是確保受評者達到預期目標的重要環節，其重點如下：

I. 進行進度審查：在每個評估期內，進行 1 次或多次進度審查，確保

受評者瞭解自己的工作進展情況。

- II. 檢查進度：檢查受評者在達成績效要素和標準以及其他溝通目標方面的進展，確保受評者保持應有的工作表現。
- III. 表揚和強化正面成就：對於受評者的正面成就適時加以肯定與強化，使受評者感受到其努力得到認可，並鼓勵其繼續保持良好表現。
- IV. 幫助受評者回到正軌：如果發現受評者偏離了預期目標，及時提供指導和支持，幫助受評者回到正確的工作軌道上。
- V. 識別和解決不合格的表現：當發現受評者的表現達不到標準時，及時識別並採取措施加以解決。

C. 發展績效：

根據前述 2017 年績效評估作業手冊，發展績效的步驟及重點如下：

- I. 識別發展需求：首先，確定受評者在技能和知識方面的不足，了解受評者需要哪些培訓和支持來提高工作能力。
- II. 培訓機會：為受評者提供相關的培訓機會，包括參加內部或外部的培訓課程，幫助受評者掌握新的技能和知識。
- III. 引入新技能：在工作中引入新的技能和工具，使受評者能夠適應現代工作需求，提升其工作效率和效能。
- IV. 改進工作流程：不斷優化和改進現有的工作流程，讓受評者能夠更有效的完成工作，減少浪費與錯誤。
- V. 解決缺陷：當發現受評者的工作中存在問題或不足時，及時提出並採取措施進行改進，幫助受評者提高整體表現。

D. 自我評估和 360 度評量：

在評估期中，受評者可進行自我評估，定期反思自己的工作表現，總結工作中的成功經驗與原有不足之處，並識別可以改進的領域，以設立改進目標和措施。此外，360 度評量系統允許從多個來源獲得評價，

包括同事、下屬和所服務的對象，形成多面向的績效評估，使受評者獲得更全面且客觀的評價，幫助其更瞭解自身的優勢與不足，進而可形成具體的改進建議。

E. 績效評級與獎勵：

在評估期結束時，主管根據受評者在評估期的整體工作成果，按照其績效計畫中所列績效標準和預期目標，就每個關鍵或非關鍵要素及其標準，檢視受評者的達成度，作出一個正式的總結性績效評分。年度績效評估結果分為 5 個等級：傑出(Outstanding)、超過完全成功(Exceeds Fully Successful)、完全成功(Fully Successful)、勉強滿意(Minimally Satisfactory)和不滿意(Unacceptable)，每個等級對應的獎勵或處罰方式如下：

- I. 傑出：為最高評級，視機關的政策及預算，發給較高額之獎金，且受評者可能會被考慮職位晉升及給予額外的帶薪休假日數。
- II. 超過完全成功：表示受評者的工作表現優異，但未達到最高等級，視機關的政策及預算，發給較低於「傑出」者數額之獎金，也可能獲得額外的帶薪休假，但日數通常少於「傑出」者。
- III. 完全成功：表示受評者的工作表現符合預期標準，視機關的政策及預算，發給較低於「超過完全成功」者數額之獎金，通常不會給予額外的帶薪休假。
- IV. 勉強滿意：表示受評者的工作表現僅僅達到最低標準，需要改進，不會給予任何獎勵，機關通常需對受評者進行績效改進計畫及要求受評者參加培訓課程，接受額外的指導和支持以改進其工作表現。
- V. 不滿意：只有在受評者未能達到績效標準的一個或多個關鍵要素時，才會被評定為不滿意，此為最低評級，表示受評者的工作表現未達到最低標準，需要立即改進。機關應立即啟動嚴格的績效改進計畫，

設置具體的改進目標和期限，並可要求受評者參加再培訓課程，以提升其基本技能，如果在改進計畫後仍無改善，則機關得採取進一步的行動，將其降級、調職或解僱。

前述獎金部分，依美國法典第 5 編(Title 5 of the United States Code)4505 條規定，績效評估達到「完全成功」以上之受評者，可以獲得現金獎勵，獎金金額由機關主管決定，但不得超過受評者年基本薪的 10%；在特定情況下，如受評者表現特別優秀，獎金可超過 10%，但不超過年基本薪的 20%。至於帶薪休假部分，依美國法典第 5 編 4502 條規定，人事管理局得授權各機關核給員工帶薪休假作為獎勵。聯邦法典第 5 編 451.104 條規定，績效評估達到「完全成功」以上之受評者，機關得核給帶薪休假之獎勵(日數並無明確規定)。

F. 最終評級和報告：

依聯邦法典第 5 編 430.209 條的規定，各機關必須向人事管理局(OPM)提交其績效評估系統的報告以供審核。OPM 並為此設定了一套績效評估評估工具(PAAT)，各機關任何新的績效評估系統或對於業經 OPM 核准的系統進行更新時，都必須使用這套工具。OPM 還建置了 1 個自我評估系統工具，供各機關在向 OPM 提交報告審核前自行評估該機關之績效評估系統。

又依聯邦法典第 5 編 430.208 條的規定，各機關不得限制或要求使用特定的評分等級，也就是說，不能強制規定必須有一定比率的員工獲得特定的評分等級。但可以使用相對比較方法，例如對個人或單位進行排名或分類，作為機關在分配獎勵比率時做出合理配置。此舉頗為近似我國各主管機關對於所屬機關(或各機關對於內部各單位)進行團體績效評比，用以合理調整分配考績甲等比率之作法。

三、 貝萊德公司

(一) 公司簡介

貝萊德公司 (BlackRock Financial Management Inc.) 創立於 1988 年，以固定收益經理人起家，並提供市面上第一個固定收益的風險管理解決方案。該公司發展出評估風險和建構投資組合的科技- Aladdin[®]，讓投資能更加透明，同時推出 iShares[®] ETFs 讓投資全民化。該公司營運目標為幫助客戶取得長期投資報酬，達成財務目標。

貝萊德公司是一個全球企業，結合全球領先的資源優勢，建立在地化的服務與關係。並且在各主要國家均設有營運據點，能夠及時貼近金融市場脈動，提供第一手且深入的洞察。截至 2023 年 12 月底，貝萊德全球資產管理規模達 10 兆美元，全球員工人數超過 19,800 人，在全球設有 36 個辦公室，而客戶則觸及全球 100 個國家，其中涵蓋 400 餘家全球保險公司，逾 130 個官方機構。投資服務方案則包含主動式股票、主動式固定收益、現金管理、多元資產、另類投資、iShares & 指數等面向。

(二) 全球經濟展望

2023 年下半年迄今，全球股市在 AI 熱潮帶動下屢創新高，債券市場則在主要央行維持高率政策下表現平平，展望未來，利率、地緣政治風險、AI 產業發展仍是影響經濟前景的關鍵因素，有關經濟展望，貝萊德看法如下：

1. 利率走勢：

由於美國通貨膨脹情形持續，「利率更長時間地維持較高水平」已成市場共識。同時，市場預期聯準會今年只會降息一次。在通貨膨脹持續高於 2% 的情形下，聯準會可能會限制其降息幅度。

本次降息週期有別以往，歐洲央行將先於美國聯準會實施寬鬆政策，但兩者都將更長時間地維持較高利率水平。

供應鏈緊縮造成高通貨膨脹、高利率及低經濟成長等新經濟狀態，這種前所未見的新經濟狀態將持續存在。隨著新經濟狀態的發展，人口老齡化、全球供應鏈重組以及低碳轉型將限制生產力並驅動資本投資。

2. 地緣政治風險：

2024 年地緣政治分裂加速，導致通膨壓力持續存在。加薩戰爭、俄羅斯入侵烏克蘭、中美競爭等各種動態正加劇全球市場波動，並推動地緣政治秩序的結構性變化。加劇的地域分化、更加不穩定的全球秩序以及全球化重組的加速，將塑造 2024 年地緣政治格局。有關地緣政治風險將在下一節詳細說明。

儘管存在風險，但地緣政治變化為不同地區和產業創造了機會。隨著一些國家開始成為貿易中介夥伴，全球供應鏈變得更加複雜。團隊特別看好新興市場中的印度和墨西哥，供應鏈的重組以及本地企業的製造回流使印度及墨西哥得以受益。

3. AI 浪潮：

- (1) AI 浪潮帶動部分企業評價，並將股市推至歷史新高，這使投資人開始將目前的情況與網絡泡沫時期相比。然而，團隊認為這樣比較並不合適。當前企業的獲利品質有實質提升，雖然評價可能偶爾過高，但總體而言仍位於歷史平均，同時分析師的盈餘預估也正在從低處改善中。
- (2) 生成式 AI 將驅動生產力提升，但這些提升不會平均分布於各行各業。AI 浪潮的早期贏家仍集中在推動者身上，例如晶片製造商。市場已對第一線受益廠商（如 Nvidia）的未來成長性進行定價。至於被低估的晶片製造商及潛在的下游（downstream）贏家則有待進一步挖掘。
- (3) AI 相關風險方面，"監管"是一個值得關注的議題，面向包括反壟斷、數據隱私、偏見和不平等。歐洲監管機構可能會先行於美國監管機構。
- (4) 去年 ChatGPT 的橫空出世使投資者更深入地檢視 AI 的上游供應鏈。市場正以指數型成長來預測超大型數據中心的建置。多數人同意在未來幾年內對算力的需求幾乎是無限的，但由於仍有一些潛在限制存在，滿足算力需求並非如此簡單。
- (5) 團隊看到數據中心競賽分為三個不同的階段：

- A. 第一階段：建立先進的 AI 和商業模式基礎，推動更高的資本支出，使上游廠商受益。這些受益者包括訓練和運行 AI 模型的數據中心廠商，以及公用事業、能源、材料、工業設備和房地產等供應商。這些是目前投資人關注和評價中的機會。
- B. 第二階段：趨勢尚不明確，但資料中心資本支出可能放緩，AI 驅動的資本支出可能擴散至下游廠商，特別在供應限制緩解後。第二階段的贏家將擴大，包括醫療保健、金融和通信服務商。
- C. 第三階段：趨勢不確定性高，但有可能實現大規模的生產力提升。這階段的潛在贏家目前還不明確。

(6) 自去年 ChatGPT 議題延燒後，AI 資料中心的資本支出持續蓬勃，未來幾年預計將有更多的投入以支應 AI 需求。團隊逐漸認知到，初期 AI 的相關資本支出，可能會引發通貨膨脹。

4. 對全球主要經濟市場之展望：

整體來說，考量人工智慧的潛在機會及其帶來高於參考指標的報酬潛力，團隊對美國股市持加碼觀點。另外，團隊傾向於按地理位置來審慎分析潛在的機會，如已開發市場中的日本股票。在新興市場中，團隊認為印度和墨西哥是大趨勢下的受益者，儘管評價相對較高。以下分別說明：

- (1) 美國市場方面，對其人工智慧類股抱持樂觀的看法，因此整體上保持加碼的立場。在盈餘成長表現強勁的情況下，AI 相關受益者仍有成長潛力。通膨回落和聯準會即將降息可能會支撐市場的上漲動能。
- (2) 歐洲市場方面，貝萊德對歐洲股市持減碼觀點。雖然團隊認為歐洲股市的評價尚屬合理，但短期成長力道及盈餘展望不如美國及日本市場。
- (3) 新興市場（含中國）方面，團隊對股市持中立觀點。新興市場的經濟成長動能偏弱，即使中國適度的政策刺激將有助於穩定經濟活動，但刺激政策影響有限。中國人口老化、地緣政治風險等結構性挑戰依然存在。

- (4) 以戰術性觀點來說（6 至 12 個月），貝萊德看好日本股市，溫和的通膨、強勁的獲利成長和有利於股東的改革皆帶來正面的支持。團隊認為日本央行政策逐漸正常化，而非反向轉趨緊縮。策略性（長期）投資組合方面，亦偏好日本市場，團隊觀察到該市場中存在許多機遇及挑戰。舉例來說，隨著日本退休人口的增長，其醫療保健股相對於大盤的價值大幅上漲（以撫養比衡量）（詳圖 9）。隨著日本未來的扶養比預計進一步上升，日本醫療保健產業的表現可以繼續優於大盤。

Slow to price in aging

Japan healthcare outperformance vs. dependency ratio

■ Dependency ratio (right) ■ Healthcare sector vs broad market index



Past performance is not a reliable indicator of current or future results. Indexes are unmanaged and do not account for fees. It is not possible to invest directly in an index. Source: BlackRock Investment Institute, United Nations, Reuters, with data from LSEG Datastream, March 2024. Notes: The red line shows the ratio of the performance of Japan's healthcare equity sector vs. the overall market index, indexed to 1990. We use total market indices provided by Datastream.

圖 9 醫療保健股相對於大盤表現

- (5) 印度市場方面，該市場正進入結構性轉變，這些轉變與貝萊德認為的五大趨勢息息相關（人工智慧、低碳轉型、地緣政治、人口老齡化及未來金融），這提供了印度市場無論在產業或地域上的許多機會。人口方面，印度於 2023 年正式超越中國，成為全球人口數最多的國家。根據聯合國截至 2023 年 4 月的數據，印度約 65% 的人口年齡在 35 歲以下，更有一半的人口年齡在 25 歲以下，這與主要經濟體的人口老化問題形成鮮明對比。金融方面，印度的支付革命徹底改變人與企業的交易模式，展示了數位金融如何顛覆傳統金融。最後在地緣政治方面，印度是少數幾個在烏俄戰爭及中美對立後出現的多結盟國家（Multi-aligned nations）之一。團隊認為這些多結

盟國家（包括海灣國家、巴西、越南和墨西哥），可能會將國家利益置於傳統結盟之上，這將進一步重整全球供應鏈和產業政策。

（三）地緣政治風險

1. 概論

隨著進入下半年，地緣政治風險結構性提高。全球正在進入第二次世界大戰以來的第三個不同的地緣政治時代，繼冷戰和後冷戰時代之後，並正在尋求新的平衡 - 但競爭持續，衝突風險顯著。儘管風險環境更加不穩定，全球經濟和經濟關係仍然保持韌性。貝萊德認為，這在一定程度上是因為關鍵的爆發點 - 包括在烏克蘭和中東 - 到目前為止仍然受到控制。此外，選舉是波動性的主要來源，特別是在法國、墨西哥、印度和美國選舉。

- （1） **全球進入第三個地緣政治時代：**全球正進入自第二次世界大戰以來的第三個不同的地緣政治時代，這將導致一個更加動盪和不可預測的全球秩序。貝萊德提出了三個今年的地緣政治主題：競爭性的地緣政治和經濟之間的進一步分裂，更加動盪和不可預測的全球秩序，以及全球化的重塑。
- （2） **歐洲分裂是一個關鍵風險：**原因是右翼和反建制派的崛起，法國前所未有的選舉結果，以及英國工黨的壓倒性勝利。此外，還包括英國脫歐和移民危機的挑戰。
- （3） **美中對抗及其影響：**美中關係作為世界上最關鍵的地緣政治因素，它的特點是激烈的競爭和戰略對抗。中國工業產能過剩，其支持俄羅斯戰爭以及在台灣和南海的強硬態度所帶來的挑戰。而儘管兩大強國之間存在摩擦，仍不可否認全球經濟和貿易的韌性。
- （4） **選舉是引發動盪的主要因素：**特別是在法國、墨西哥和印度。此外，美國大選及其對稅收、貿易、財政支出和監管的影響是一個主要關注點。
- （5） **中東和亞洲局勢升級：**中東和亞洲地區地緣政治風險水平很高，其中幾個爆發點可能引發更廣泛的地區性或全球性衝突。包括持續的加薩戰爭，伊朗核

計畫，以色列真主黨摩擦，朝鮮導彈威脅和南海爭端作為不穩定和潛在升級的來源。

2. 前十大關鍵風險：

- (1) **美中戰略競爭**：自去年 11 月拜登總統和習主席會晤以來，表面上中美關係保持穩定，但暗地裡團隊看到激烈競爭的新常態正在醞釀中。團隊認為，增加工作層面的對話和高層訪問應被視為一種戰術演習，不會從結構上改變兩國關係的競爭動態。中國持續大規模出口過剩工業產能已成為下一波緊張局勢，美國和其他國家試圖避免自中國大量進口產品而抑制國內製造業。美國及其盟友，包括 G7 的盟友，也關注有關中國金融機構支持俄羅斯戰爭努力的指控。台海衝突仍然是中長期風險，並將對全球經濟產生重大影響。南海的緊張局勢，特別是菲律賓和中國之間的緊張局勢顯著加劇，並構成誤判或事故的重大風險。
- (2) **全球技術脫鉤**：美國和中國正在進行長期零和技術競爭，這是美中關係的核心。他們正在追求有針對性的脫鉤，特別關注人工智慧、半導體和量子計算等先進技術以及軍事應用技術。5 月，美國提高了對中國電動車的關稅，7 月歐洲也實施了自己的臨時關稅。美國已對尖端技術、敏感大數據、數位互聯車輛、起重機技術和生物技術展開調查。它也準備實施首次針對關鍵技術，特別是半導體和人工智慧的境外投資限制。團隊正在關注一系列技術經濟措施中可能採取的進一步行動。迄今為止，中國的回應是培養自力更生的能力，並正在考慮採取報復性經濟行動，特別是針對歐洲。團隊預期，緊張局勢將持續存在，並將導致技術競爭。
- (3) **俄羅斯與北約衝突**：俄羅斯入侵烏克蘭是第二次世界大戰以來歐洲最大規模、最危險的軍事衝突。衝突已成為雙方工業基礎之爭，烏克蘭仍處於弱勢地位。美國最近批准的額外軍事援助可能會讓烏克蘭今年穩定局勢並實質改善其防禦能力，這意味著一場持續的消耗戰。G7 最近採取行動，利用俄羅斯央行

凍結資產的收益釋放額外支持。俄羅斯正在獲得伊朗和北韓的重要軍事支持，以及中國的主要財政支持和軍民兩用物品。團隊認為短期內不太可能達成停火或外交解決方案，衝突可能會持續到明年。

- (4) **海灣緊張局勢**：從市場和全球經濟的角度來看，加薩局勢仍然相當受控，儘管由此引發的人道危機是災難性的。然而，仍然沒有達成以人質換取停火的協議，也沒有任何為加薩戰後治理和安全做準備的計畫。隨著與真主黨的衝突繼續升級並造成邊境兩側公民流離失所，以色列在加薩的軍事行動可能會持續到明年。在其他地方，伊朗支持的黎巴嫩、敘利亞、伊拉克和葉門武裝分子繼續威脅以色列和西方資產，包括美軍和商船。中東的根本衝突是以色列與美國和伊朗之間的衝突，伊朗四月對以色列進行史無前例的直接空襲就凸顯了這一點。雙方都不尋求全面戰爭。然而，伊朗表示，現在將直接對以色列在該地區的攻擊進行報復，這增加了意外或故意升級的風險。另一個潛在的升級根源是伊朗最近加速核能力的舉措。
- (5) **重大恐怖襲擊**：恐怖主義對美國利益的威脅非常高。美國執法和情報機構將暴力極端分子、單獨行動者和新恐怖熱點的出現列為值得關注的主要領域。美國國防部最近對駐歐洲的美國軍事基地和人員發出罕見的高度警報，聯邦調查局警告國會，恐怖分子從國外事件中汲取靈感，襲擊美國基地組織和伊斯蘭國，不斷重建其全球影響力。在國外發動攻擊的動機和能力都有所增強。撒哈拉地區尤其令人擔憂，因為軍事接管威脅了西方打擊恐怖主義的努力。團隊認為 2024 年總統大選前恐怖主義風險將會加劇。
- (6) **重大網絡攻擊**：市場對網絡攻擊的關注度躍升至歷史最高水平。團隊認為，日益激烈的地緣政治競爭可能會導致網絡攻擊的範圍、規模和複雜性增加。有新的證據表明，國家支持的駭客已經在關鍵的國家基礎設施中滲透和預先部署惡意軟體，意圖在未來衝突爆發時造成破壞。最近針對一家雲端儲存公司的駭客攻擊可能是有史以來最大的資料外洩事件之一，凸顯了對雲端基礎

設施的威脅。勒索軟體攻擊激增，尤其是在醫療保健和關鍵製造領域，凸顯了業務基礎設施的脆弱性。貝萊德看到衝突地區的網路活動增加，特別是在即將舉行的選舉前後。

- (7) **新興市場政治危機：新興市場** (Emerging Market ; EM) 經濟體受到央行降息和已開發市場 (Developed Market ; DM) 強勁成長的提振。然而，中國經濟活動面臨的挑戰以及分散的長期成本為新興市場帶來了風險。團隊預期新興市場將出現分歧，並正在關注 2024 年一系列重要的新興市場選舉以及 11 月的美國大選。印度、墨西哥和越南等國家可能會從供應鏈多元化中受益，而阿根廷等其他擁有大量短期債務的國家儘管國內政策調整，但仍然脆弱。團隊對債務減免方面缺乏國際合作以及世界各地創紀錄數量的全球衝突感到擔憂。
- (8) **朝鮮衝突**：北韓與俄羅斯的關係日益密切，並已成為俄羅斯最大的武器供應國。普丁總統二十年來首次六月訪問平壤就強調了這一點。俄羅斯和北韓簽署戰略夥伴關係協議，標誌著更深、更廣泛的國防關係。與此同時，北韓的核子計畫依然有增無減。貝萊德看到進一步挑釁甚至軍事行動的風險增加。金正恩希望在美國大選前建立影響力。今年一月，金正恩放棄將與韓國和平統一作為關鍵政策目標。作為回應，韓國和日本正在加強防禦，並加強彼此之間以及與美國的關係。
- (9) **氣候政策僵局**：隨著破壞性天氣和高溫相關事件的頻率和規模不斷增加，世界正在尋求兌現脫碳承諾和能源安全目標。貝萊德認為，清潔能源將日益成為地緣政治競爭的一個來源，使那些能夠控制和獲取它的人受益。團隊認為，在美國，2022 年訂定之降低通膨法 (Inflation Reduction Act 2022) 將有助於加速低碳技術的開發和部署。各國可能不得不在廉價的清潔技術和更保護主義、以安全為導向的產業政策之間做出選擇。團隊認為今年的美國大選是清潔能源立法實施的關鍵點。

(10) **歐洲分裂**：自去年秋天以來，市場對歐洲分裂的關注急劇增加。歐洲在關鍵問題上基本上保持一致：提高歐盟競爭力、建立戰略自主權、支持烏克蘭。分歧主要集中在執行和融資方面。有幾個問題可能會影響歐洲未來的凝聚力。其中包括去年達到最高水準的移民，以及歐洲對中國的態度。歐盟《穩定與成長公約》財政規則在新冠疫情期間暫停後進行的修訂也可能使一些國家政府與歐盟發生衝突。在最近的歐盟議會選舉中，中間派保留了權力，右翼和反建制政黨取得了進展。在英國，工黨以壓倒性優勢獲勝。法國前所未有的選舉結果可能會導致議會中出現左翼聯盟。

表 12 地緣政治前 10 大關鍵風險

| 關鍵風險 | 主要內涵 | 自 2019 年的市場關注度 | 可能性 |
|----------|-----------------------------|---|-----|
| 美中戰略競爭 | 在台灣或南中國海上爆發顯著升級的風險。 |  | 高 |
| 全球技術脫鉤 | 美中在先進技術和軍事應用技術上的長期零和競爭。 |  | 高 |
| 俄羅斯與北約衝突 | 烏克蘭戰爭拖延，提升超出烏克蘭範圍升級的風險。 |  | 高 |
| 海灣緊張局勢 | 地區衝突升級，威脅能源基礎設施並增加波動性。 |  | 高 |
| 重大恐怖襲擊 | 恐怖襲擊導致重大生命損失和商業中斷。 |  | 高 |
| 重大網絡攻擊 | 網絡攻擊導致對關鍵物理和數字基礎設施的持續破壞。 |  | 高 |
| 新興市場政治危機 | 烏克蘭戰爭的連鎖效應嚴重影響新興市場的政治體系和機構。 |  | 中 |
| 朝鮮衝突 | 朝鮮推進核計畫並採取挑釁行動，如導彈發射。 |  | 中 |
| 氣候政策僵局 | 發達經濟體未能增加公共投資或採取能源轉型行動。 |  | 中 |
| 歐洲分裂 | 經濟增長疲軟和持續的通脹壓力導致民粹主義復甦。 |  | 低 |

(四) ESG 投資

1. ESG 團隊運作模式：

貝萊德公司 ESG 投資組合團隊間採用跨領域的方式進行合作，面向涵蓋投資策略、投資組合管理、研究和交易。以團隊為導向，採水平化合作模式，因此專家們得以對多個策略和帳戶進行管理與合作。基於投資團隊的深度、投資敏銳度以及經驗，每日為投資組合提供了強大的監控和平衡措施。請見圖 10 全球指數股票投資團隊配置。

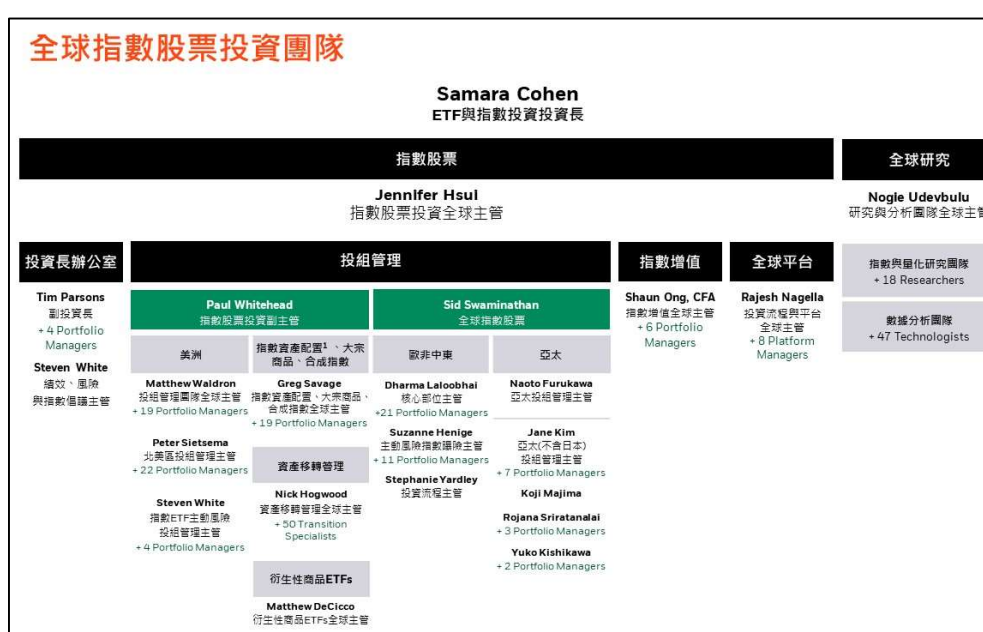


圖 10 貝萊德全球指數股票投資團隊配置

2. 投資策略

在指數投資業務中，貝萊德公司與指數製造商合作，擴大和改善永續指數或 ESG 指數的範圍，同時公司的投資盡職管理流程，提倡被投資公司們進行有效的內部管理，並鼓勵其揭露重大 ESG 風險。然而，指數投資組合的管理方式專注於減少和參考指標間的追蹤誤差。指數的組成仍舊依賴於指數製造商的建構方式，投資組合經理人則致力於為投資者提供該指數成分個股的投資曝險。

3. ESG 類股前景之看法

ESG 類股於過去幾年表現並不優異，2021 年後部分北美地區投資人與國際投

資人對 ESG 的看法開始產生分歧，目前國際機構投資人仍非常重視 ESG，然北美地區部分退休基金則開始對 ESG 出現反彈（例如美國部分警察及消防員勞工團體認為政治不應介入退休金去實行某些政治或社會議題）。

(五) 退休策略與政策

1. 三階段退休策略

依貝萊德的觀點，若將退休投資策略依人生週期劃分為 3 個階段，第一階段為 20 至 50 歲，此一階段是累積財富的重要階段，目標為最大化前在報酬，投資人對風險忍受度相對較高，更偏好成長型退休金，此一階段特別要注意的是保持充分投資以最大化複利收益；第二階段為 50 至 65 歲，此一階段重要目標是減少波動性，除了要持續累積財富，更要防止大額的退休金提領，以確實保護退休後的財富，這一時期投資人風險偏好相對維持中至高度，更偏好平衡型基金；第三階段則是 65 歲後，實際展開退休生涯，目標是提供穩定的收入，除了退休收入，尚須考量長壽風險保障以及遺產規劃，投資人對風險偏好降為低至中度，偏好保守型基金，此一階段須提醒投資人的是保持一定程度的風險承擔以幫助抵消長壽風險，並應留意管控退休金提取。

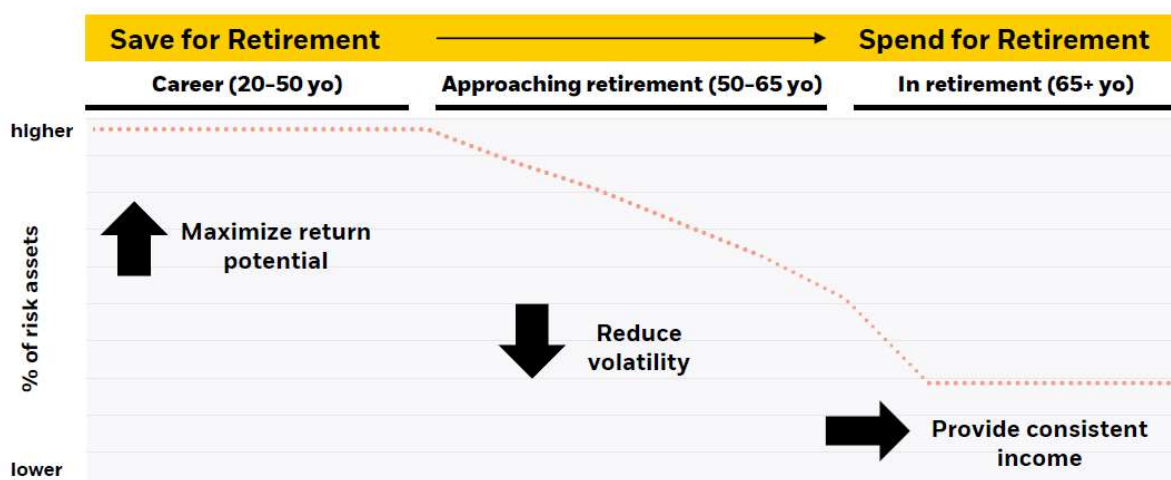


圖 11 貝萊德觀點退休策略

2. 生命週期基金(Target Date Fund)

目標日期基金(Target Date Fund) 又稱「生命週期基金」，是依人生不同階

段的風險承受與收益需求特性，調整資產配置，主要目的是有效降低投資者面對的長壽風險、通貨膨脹風險以及市場風險。這些基金的操作模式是在早期透過風險較高的成長型投資來獲得收益，而隨著退休年齡的臨近，則偏向更安全、更保守的投資選擇來保留這些收益。一般來說使用生命週期方法來建構基金，主要基於以下四個原因：對客戶而言直觀、專業管理且紀律嚴明、多元且適應性強、無縫接軌退休。

需特別說明的是，就風險承擔來說，投資組合風險隨年齡的變化並不是由於個人風險偏好的改變。而是個人財富從人力資本轉向金融資本的轉變。

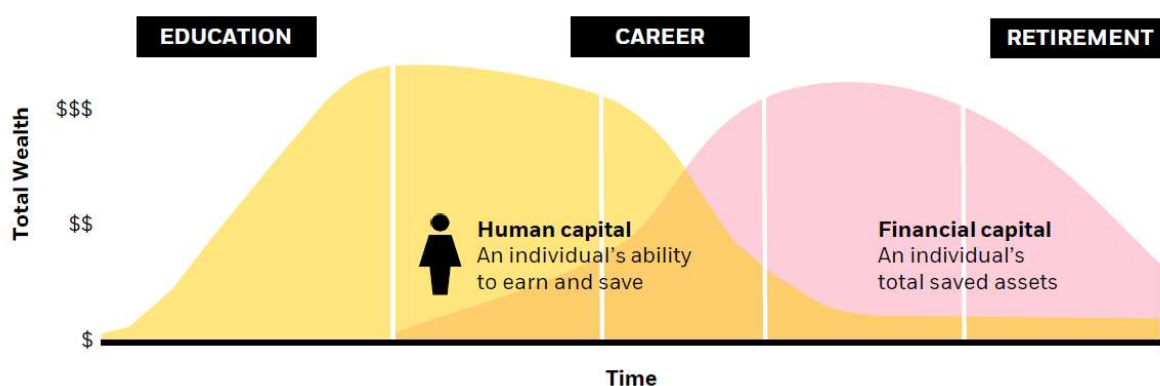


圖 12 生命週期的風險承擔

進一步來說，建構生命週期基金包括以下 3 個主要財務目的：在長期獲取更高的報酬、反映家戶生命週期及儲蓄需求、使用簡單的投資策略來管理財富的累積及減少。其主要核心概念即是利用幾十年的時間捕捉股票風險溢價，也因此生命週期基金需要尋找具深度且流動性強的股票和債務市場。

為發揮生命週期基金的最佳配適，在建構過程中需要嚴謹地蒐集相關資料：

- (1) 第一階段：
 - A. 深入了解金融市場的深度、廣度、風險與回報等資訊。
 - B. 掌握總體經濟數據。
 - C. 熟悉當地退休機制基本面，如政府計畫、監管法規、稅務影響。
- (2) 第二階段：

- A. 掌握在地生命週期的收入分配和消費模式的追蹤資料。
- B. 深入了解地方退休融資體系。
- C. 了解這些資產在人們的退休收入中扮演什麼角色。
- D. 清楚掌握持股有哪些政策限制。
- E. 熟悉產業基礎架構（AM、RK、託管人、過戶代理等）。

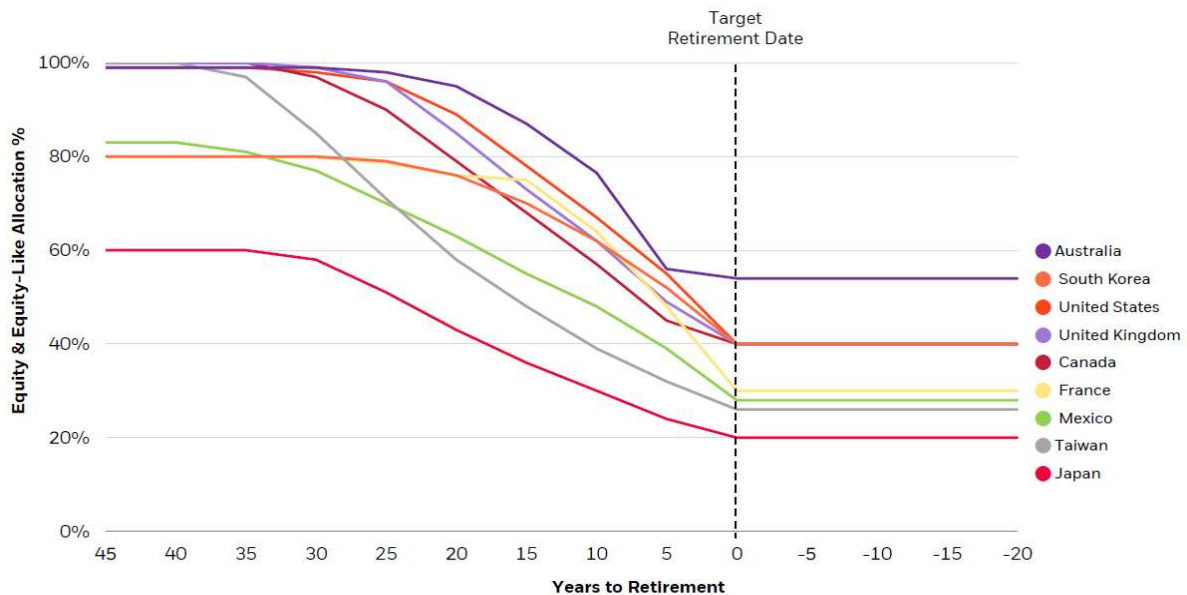


圖 13 不同國家資產配置變化路徑(依貝萊德資料庫資料建構)

(六) 私募市場展望

貝萊德私募股權夥伴（PEP, Private Equity Partners）憑藉著超過 25 年提供客製化獨立帳戶的經驗，為全球超過 60 個客戶管理超過 320 億美元的有限合夥承諾金（LP commitments），成為主要機構私募股權投資人在各投資策略和服務的首選合作夥伴。貝萊德私募股權夥伴全球客戶中 33% 為退休基金，且截至 2024 年 6 月，貝萊德代表退休基金管理約 170 億美元資產。貝萊德認知客戶間的需求儘管並非完全相同。然而，根據多年經驗，仍觀察到退休金客戶在開始私募股權投資時的一些特性和趨勢：

1. 私募股權投資組合及人力資源配置的演變：

- (1) 多數退休基金在投資的前期，僅配置小型團隊以有限度的覆蓋私募股權

投資。

- (2) 僅就特定策略或地區進行投資，具體取決於其投資團隊的專業知識及領域。
- (3) 考量到規模及較少的人力資源配置，這些客戶傾向於將私募股權投資委外給組合型基金（Fund-of-Funds）管理人進行管理，並將其視為策略合作夥伴。這些合作夥伴擁有強健的項目挖掘能力（deal sourcing）以及低成本高效率的彈性及靈活性。

2. 投資聚焦策略與地區：

- (1) 多數公立退休金在開始建立客製化及多元化私募股權投資組合時，會選擇不同的投資策略，包含投資於初級市場基金（primary funds）、直接共同投資（direct co-investments）以及私募股權二級市場（secondaries）等。他們投資私募股權是為了實現整體投資組合多元化並降低整體波動，因為私募股權投資可以提供一些公開市場無法取得的投資機會，例如不同產業和地區等。

(2) 投資策略：

- a. 側重收購型（buyout-focused）：退休基金通常投資於收購型私募股權基金（buyout fund），這類基金通常收購營收及獲利成熟的企業。
- b. 主題型策略（thematic strategies）：除了收購型私募股權基金之外，退休基金還會將投資組合中的一部分，分配於創業投資（venture capital）、成長策略（growth strategies）或影響力策略（impact strategies）等。

(3) 投資地區：

- a. 對美國、歐洲及亞洲地區進行全球多元化配置，配置反映每個地區的市場機會與規模。
- b. 創新與大趨勢：隨時了解市場趨勢與創新的投資機會，例如科技及醫療

保健領域等投資機會。

除上述要點外，公共退休基金客戶與許多法人機構客戶類似，他們需要全面的服務，例如投資組合分析（portfolio analytics）、建立承諾金與現金流量模型（commitment and cash flow modelling）、策略規劃（strategy planning）、投資管理（investment management）、投後監控及客製化報告（monitoring and custom reporting）。公共退休基金客戶還注重策略性投資組合建議以及增值客戶服務等，這是一種「團隊擴展（extension of staff）」的服務模式，藉此支援客戶內部團隊和拓展其投資能力。

（七） 私募投資組合建構

貝萊德認為私募股權投資的主要風險來自 1) 投資組合建構及 2) 投資標的選擇。私募市場中，審慎投資組合建構的關鍵是透過嚴格的投資策略，來進行適當的投資組合多元化，進而達到風險平衡的投資組合。

如圖 14 之私募股權投資組合建構流程所示，建構一個客製化的私募股權投資組合時，第一步應與經理人共同制定投資策略。經理人得以藉此了解投資目標、投資準則、風險承受度以及任何具體要求或限制。

貝萊德提供全球私募股權解決方案，在私募股權投資領域具獨特經驗和知識。貝萊德認為從投資組合建構以及投資後管理角度來看，有以下關鍵因素需要考量，這樣才得以在建立多元化私募股權投資組合的同時，有效管理風險。

Suggestions for PSPF in constructing a PE portfolio

Top-down & bottom-up approach

| Defining Investment Strategy | Portfolio Construction | Ongoing Monitoring and Risk Management |
|---|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ▶ Work with managers to define investment objectives in a risk-return framework ▶ Develop the implementation framework based on: <ul style="list-style-type: none"> - Investment guidelines and regulations - Risk tolerance - Investment objectives | <ul style="list-style-type: none"> ▶ Drive top-down portfolio construction via the monitoring and consideration of the following facets when making investment decisions: <ul style="list-style-type: none"> - Pacing - Investment strategy - Manager exposure | <ul style="list-style-type: none"> ▶ Periodic performance review meetings with managers ▶ Benchmarking ▶ Review and discuss with managers on any tactical opportunities or potential changes to target allocation |



Shown for illustrative purposes only.

圖 14 對退撫基金私募投資組合建構建議

1. 投資策略：

投資機構可以採多元化的私募股權策略來實現風險、報酬、時機和效率等面向的目標。雖然收購型私募股權基金（buyout fund）可能佔投資組合中的一大部分，但仍可以考慮其他策略，例如成長型股權（growth equity）和創業投資（venture capital）策略，以便為風險平衡、多元化的初級市場投資奠定投資組合的基礎。以下是可以考慮納入投資組合的私募股權資產類別清單：

(1) 收購型（buyouts）- 貝萊德私募股權夥伴（PEP, Private Equity

Partners）通常透過領導的私募股權公司來投資收購型策略，這些公司透過多數股權和董事會多數投票權擁有營運控制權。貝萊德相信在私募股權產業中，所有市值規模的交易都可以創造價值。因此，貝萊德針對收購型市場中不同規模的交易（包括小型、中型和大型交易）進行多元化投資，以同時分化風險。

- (2) 成長型股權 (growth equity) - 成長型股權通常投資於快速成長的中小型收購市場，以及創業投資後期。這些公司往往顛覆傳統的商業模式，不僅擁有強勁的營收成長，也幾乎沒有槓桿。同時，他們需要新的資金來繼續擴張並加速成長。貝萊德私募股權夥伴通常會與有能力識別成長型公司的夥伴一起進行投資。這些被投資公司通常可以依收入倍數進行交易，並且不太依賴槓桿來推動其報酬。
- (3) 創業投資 (venture capital) - 在創業投資方面，貝萊德私募股權夥伴擁有二十多年與較難接觸的創投經理合作經驗，這些策略在建立多元化解決方案中扮演重要角色。創投基金提供投資人對於創新產業的投資機會，這些創新產業包括資訊科技部門（涵蓋通訊、網路、企業軟體、行動、軟體即服務、消費網路等）以及生命科學領域（包括藥物發掘和開發、診斷、醫療器材、醫療保健服務和能源等領域）。貝萊德具差異化的項目挖掘能力，得以橫跨不同階段尋找、評估和執行創業投資中的機會。

2. 投資地域重點：

就由上至下 (top-down) 的地域角度來看，配置大體上可以跟隨市場權重和資本流動，這麼做可以反映各區域市場的機會和深度。因此，預計規劃的投資組合可能會更著重在已開發市場，預期北美地區將分配 50%-70%，歐洲地區將分配 20%-50%，而其他地區則最多分配 30%。隨著私募股權投資組合的進一步發展，可以考慮與經理人討論，並根據總體經濟、結構性因素以及各地區普通合夥人 (GP; general partners) 的情況及質量，策略性地加碼或減碼特定地區及國家權重。

3. 投資期間/年份：

可以將投資時機納入考慮，以避免過度分配於任何單一年份，並隨著時間推移平衡不同市場週期的曝險，上述涉及投資人的承諾資本 (capital commitments) 規劃。對於基管局規劃的的投資組合，建議在三年的投資期間內平均投資。

4. 透明的經理人資訊揭露及盡職調查：

在經理人選擇方面，建議選擇具有良好績效的基金經理人，並進行徹底的盡職調查，以評估其與投資人投資目標的一致性。基金經理人還應具備優異的法律能力，以滿足客製化的投資方針和需求。

5. 持續監控與管理風險：

建議與經理人一起討論，了解和監控與私募股權投資相關的潛在風險。表 13 從私募股權角度出發，提供了投資組合層面識別和監控的風險列表（僅列出主要風險），同時附上貝萊德為減輕這些風險而採取的應對措施。

表 13 私募股權投資相關風險及應對措施

| 風險 | 概述 | 貝萊德採取的應對措施 |
|-------|------------------------------|---|
| 集中風險 | 私募股權投資組合的多元化程度可能不足。 | 作為投資組合建構過程的一部分，貝萊德遵守投資組合投資方針和部位限制，以幫助監控集中風險。 |
| 流動性風險 | 由於私募股權投資並非公開市場交易，因此可能難以清算部位。 | 貝萊德透過建立多元化投資組合來管理流動性風險，其中包括按風格、策略、階段、地理位置和年份進行多元化投資。 貝萊德利用專有的現金流量和投資定價模型來幫助團隊提前規劃並為各種市場情況做好準備。 |
| 評價風險 | 反映的是主觀而非獨立的判斷。 | 作為貝萊德穩健監控流程的一部分，貝萊德的投資專業人員定期監控投資評價。 所有帳目均須接受大型國際會計師事務所的年度審計。在審計過程中，貝萊德的審計師無一例外地要求確認所有投資組合的存在與評價。 |

| 風險 | 概述 | 貝萊德採取的應對措施 |
|------|---------------------------------------|--|
| | | <p>所有投資標的和專案評價均根據美國公認會計原則（U.S. GAAP）編制，並符合全球投資績效標準（GIPS®）。</p> <p>專有的量化投資組合分析模型使貝萊德能夠進行系統性的歸因分析，以確定不同的普通合夥人如何帶來價值。</p> |
| 市場風險 | <p>私募股權投資受通貨膨脹、匯率和其他市場風險的長期變化所影響。</p> | <p>貝萊德開發了用於分析市場風險的專有工具，例如PME（公開市場等價法）3.0，以針對風險因子分進行分析。</p> <p>在投資期間結束時，貝萊德的基金和帳戶通常會多元化投資於不同期間（vintage）。</p> |
| 退出風險 | <p>由於缺乏退出機會而無法收穫投資報酬的風險。</p> | <p>被投資公司的退出風險將被視為嚴格盡職調查流程的一部分。</p> <p>貝萊德將對不同退出情境進行計算，以評估資產在不同退出環境下的表現。</p> |
| 管理風險 | <p>被投資公司管理不善之風險。</p> | <p>貝萊德尋求透過適當的公司治理獲得董事會席位，以便與普通合夥人實現一致的利益。</p> <p>定期進行投資組合審查以監控每項投資及其發展。</p> |

(八) 私募市場相關風險控管

管理和理解風險是整個投資流程的基礎，確保適合投資組合的給定風險等級（given level of risk），對於奠定基礎來說非常重要。為了在建立私募股權投

資組合時有效管理風險，從盡職調查階段到持續監控階段建議納入以下考量因素。

1. 投資前－盡職調查

(1) 選擇經理人：

必須進行深入的盡職調查，以確定哪些普通合夥人具備持續為投資組合增值的技能，從而創造「排名前四分之一」的表現。

作為有關盡職調查的參考及考量要點，貝萊德私募股權夥伴將遵循與其所有初級市場基金一致並嚴格的盡職調查方法（遵循理想中收購型基金的特性）。貝萊德認為排名前四分之一的普通合夥人在「4P」方面都有卓越的表現，即投資流程根據四個重點評估潛在投資：人員、理念、流程和績效。下圖為「4P」分析標準的著重焦點：

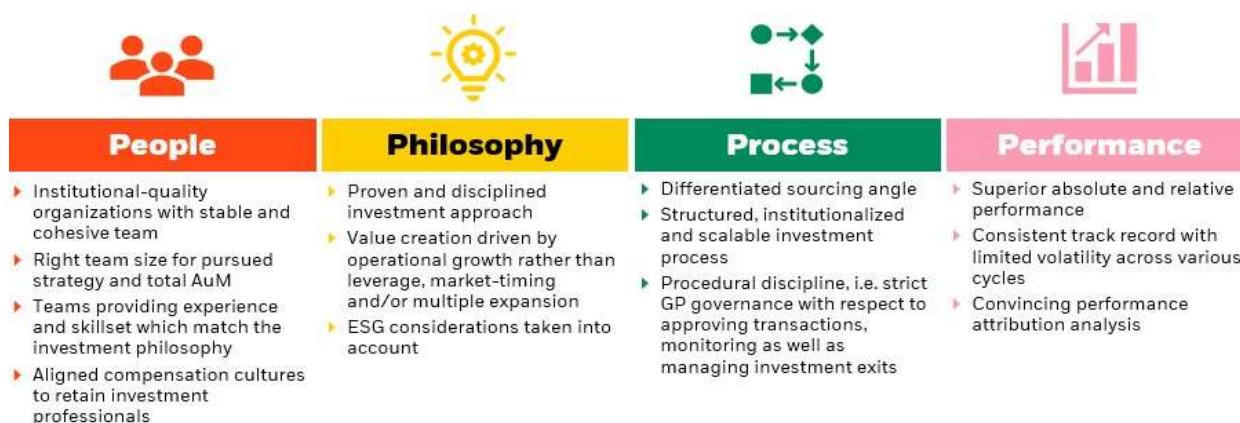


圖 15 貝萊德投資前盡職調查 4P 分析

(2) 4P(人員、理念、流程和績效)著重焦點：

- ▶ 人員－透過投資理念來塑造文化。人員的素質和能力將使組織能夠實現其投資理念。貝萊德私募股權夥伴尋找組織內部的化學反應和凝聚力、擁有相似成功願景的人員，以及具備吸引和留住合作夥伴和投資專業人士的適當薪酬結構。
- ▶ 理念－投資理念能凝聚組織、確定組織方向並塑造關鍵目標。貝萊

德私募股權夥伴尋找遵循理念與紀律的普通合夥人，這些合夥人的投資理念不僅明確，且經過驗證。

- 流程—有架構且有規範的投資流程是將理念和人員結合在一起以驅動成果的黏合劑。貝萊德私募股權夥伴尋找具有可擴充性流程，且在交易、定價、盡職調查和退出策略方面保持紀律的組織。
- 績效—貝萊德私募股權夥伴尋找認為有潛力在風險調整基礎上持續提供高投資報酬的組織。團隊認為，卓越的投資績效通常是由穩定的投資團隊、一致且成功的投資理念以及嚴格的投資流程所構築的成果。

2. 投資後—風險管理

對於持續監控和風險管理，與其普通合夥人保持密切和良好的關係非常重要，緊密的合作關係有助加強對其投資資訊的透明度。以下將有監控方式範例說明。

3. 總結上述，以下是可以考慮參考的一些建議：

- 收集和分析財務資訊（包括年度和季度報告）
- 季度審查和流程會議，與經理人一起審查績效。
- 年度更新會議討論投資組合的建構和調整
- 參加標的基金的普通合夥人年度會議並與普通合夥人保持長期的非正式聯繫。

4. 投資後管理

貝萊德私募股權夥伴為確保對其投資組合進行適當監督而採用的其他監控方法。包括：

(1) 積極主動的普通合夥人會議計畫

貝萊德風險管理和監控的一個常規部分是與首席普通合夥人與投資組合公司管理層建立密切的工作關係。這些關係通常是透過非正式互動（例

如行業會議、對投資組合公司的訪問以及與其他投資者的討論) 隨著時間的推移而建立的。透過這種方式，貝萊德私募股權夥伴相信問題能比其他情況更早暴露出來，並且可以透過合作和建設性的方式來解決。此外，貝萊德私募股權夥伴認為，這些關係將使團隊能夠補充和交叉檢查透過正式管道（例如年度報告）收到的資訊與非正式資訊來源間的一致性。

(2) 顧問委員會和董事會之參與

除了正式的風險管理和監控之外，貝萊德私募股權夥伴認為參與董事會是團隊風險監控辦法的關鍵要素，並透過提高普通合夥人和標的公司投資的透明度來使客戶受益。參與董事會的優點包括：

- 確保遵守標的投資策略和商定的條款；
- 立即存取投資組合公司資訊；
- 創造建設性的當責環境。

貝萊德私募股權夥伴希望董事會的參與具有活力和互動性。貝萊德私募股權夥伴的積極參與也應有助於獲得贊助商的後續資金，並有助對未來直接共同投資機會的評估。貝萊德私募股權夥伴尋求參加特定投資組合公司董事會的每次會議。

(3) 基準指標

貝萊德私募股權夥伴利用公開市場等價法和已確定的私募股權風險因素資料集，從不同的報酬驅動因素（例如地理分配、產業分配、外匯曝險等）中提取私募股權投資的績效。投資組合的各個層面，從整體投資組合層面到個人合作關係，使其成為投資經理人和投資者的強大工具。

(4) 私募股權資料庫管理

貝萊德私募股權夥伴透過 eFront 監控其所有投資組合及其各自的標的投資。該資料庫每季更新一次所有投資活動，包括新加入和現有投資的

每日現金流與季度市場估值。貝萊德私募股權夥伴的投資組合及其投資也按照各屬性的綜合清單進行分類，包括但不限於承諾/投資金額、截止日期、投資類型、資產類型、年份、地理位置和行業焦點。貝萊德私募股權夥伴團隊每天利用該資料庫作為投資監控、績效報告和分析的核心存儲庫。

(5) 季度投資組合審核（「QPR」）

作為貝萊德私募股權夥伴監控流程的關鍵部分，該團隊會舉行內部投資組合審查來討論每項投資。貝萊德私募股權夥伴認為，投資組合審查流程為投資組合監控和風險管理活動增加了重要的紀律水平。在初始投資時，會指派三位專業投資人員監控每項標的投資，其中包括負責普通合夥人關係的高階投資專業人員以及另外兩位投資專業人員。此監控團隊評估各自投資的進展，透過持續的時間序列分析來更新並審查初始盡職調查活動的關鍵。團隊定期做出正式的簡報，報告每項標的投資的進度和長期前景。承保後現場訪問通常根據其必要性來決定是否進行。

另一方面，貝萊德私募股權夥伴利用一套強大的工具和流程來監控和管理標的投資和整體計畫層面的潛在風險。從風險管理的角度來看，貝萊德的私募股權團隊除了利用公司更廣泛的資源外，還利用內部開發的工具。下面圖表提供了貝萊德的工具和流程的圖形說明。

透過考量這些因素，投資人應在其私募股權投資的整個生命週期（從最初的盡職調查到持續監控）採用穩健的風險管理方法。這能夠維持一個資訊靈通、合規且透明的投資組合，與其投資目標和風險承受能力維持一致。


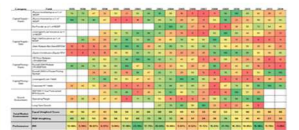





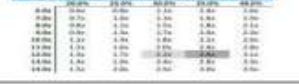


| | | |
|--|---|--|
| BlackRock Relationships, Research and Market Intelligence |  | <ul style="list-style-type: none"> • Access to other BlackRock thought leaders, subject matter experts and research, to help drive more informed decision making and risk analysis |
| Quantitative Research & Analysis |  | <ul style="list-style-type: none"> • Private market indicator analysis to assess the relative comparison of the vintage year • Private equity quantitative research to understand market trends – topics include 'Manager Persistence', 'Listed Private Equity Exposure', 'Size Versus Performance in Buyouts' |
| Market Mapping |  | <ul style="list-style-type: none"> • Systematic tracking and planning of primary fund managers coming to market • Ensuring relative value is considered when allocating to a manager [ie, how does this manager compare to their comp set] |
| Macroeconomic & Business Cycle Monitoring |  | <ul style="list-style-type: none"> • Proactive review and discussion of capital market and business cycle developments by region and how it may impact PEP funds and underlying investments |
| Quantitative Performance Analysis |  | <ul style="list-style-type: none"> • Quantitative Performance Analysis tool-pack is run on all potential primary investments and includes: <ul style="list-style-type: none"> • dispersion analysis, track record analysis, value creation analysis, loss ratio by realization |
| Benchmarking |  | <ul style="list-style-type: none"> • Assessment of manager performance by TVPI, Net IRR, and DPI across relevant comp set to assess managers strengths and weaknesses |
| Attribution Analysis |  | <ul style="list-style-type: none"> • Included in every investment decision memorandum as part of every diligence analysis for primaries • Used to assess sources of return in private equity portfolios vis-à-vis public market |
| Sensitivity Analysis |  | <ul style="list-style-type: none"> • Helps drive discussions and understanding around risk/return profile of investments and key sensitivities investments have to various drivers such as exit multiple, FX, EBITDA margin • Break case underwriting used to provide downside protection |
| Geopolitical Risk Dashboard |  | <ul style="list-style-type: none"> • Leverages BlackRock Investment Institute's research on current geopolitical risks to address relative likelihood and market impact |
| PE Database Management System |  | <ul style="list-style-type: none"> • Ongoing monitoring of both potential and existing deals for both funds and direct co-investments |

圖 16 貝萊德投資後市場監控分析

| Quarterly Portfolio Review |  | <ul style="list-style-type: none"> Comprehensive quarterly review of progress of PEP funds and underlying investment investments Underlying investment performance reviewed and compared to original underwriting, formal presentation of the progress of the investment and any updates on the underlying GP team or personnel, near term exits, new investments | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|-------|--|--|------|-----|-----|-----|---------|--------|--------|-------|---------|--------|--------|--|---------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|--|
| Active Participation on General Partner Advisory and Company Boards |  | <ul style="list-style-type: none"> PEP senior leaders seek to serve on the boards of underlying funds and direct co-investments to ensure accountability and alignment with fund strategies | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Quarterly Valuations |  | <ul style="list-style-type: none"> Detailed review of financial data provided by underlying GPs Valuation of direct co-investments is produced by an independent third party | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Debt Monitor | <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">Pricing</th> </tr> <tr> <th>8/23</th> <th>MoM</th> <th>QoQ</th> <th>YTD</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>100.480</td> <td>+0.505</td> <td>-0.075</td> <td>-0.14</td> </tr> <tr> <td>100.323</td> <td>+0.466</td> <td>-0.248</td> <td></td> </tr> <tr> <td>103.042</td> <td>+1.879</td> <td>+0.354</td> <td>+0.08</td> </tr> <tr> <td>99.683</td> <td>+0.472</td> <td>+2.364</td> <td>+1.64</td> </tr> </tbody> </table> | Pricing | | | | 8/23 | MoM | QoQ | YTD | 100.480 | +0.505 | -0.075 | -0.14 | 100.323 | +0.466 | -0.248 | | 103.042 | +1.879 | +0.354 | +0.08 | 99.683 | +0.472 | +2.364 | +1.64 | <ul style="list-style-type: none"> Monitoring detailed bond and term loan performance information for co-investments Leveraging BlackRock's Global Fixed Income (GFI) platform |
| Pricing | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 8/23 | MoM | QoQ | YTD | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 100.480 | +0.505 | -0.075 | -0.14 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 100.323 | +0.466 | -0.248 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 103.042 | +1.879 | +0.354 | +0.08 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 99.683 | +0.472 | +2.364 | +1.64 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Benchmarking |  | <ul style="list-style-type: none"> Helps determine and understand PEP funds and underlying investments compare to industry benchmarks Decomposition of PEP fund and underlying investment performance relative to market attributions (via PME approach) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| PE Database Management System |  | <ul style="list-style-type: none"> Ongoing monitoring of both potential and existing deals for both funds and direct co-investments | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

圖 17 貝萊德投資後風險控管

(九) 貝萊德管理私募權益委託案例

在下面重點介紹了與貝萊德私募股權夥伴已建立實質客戶關係之獨特投資者的範例：

1. 美國主要公共退休金 A - 貝萊德私募股權夥伴十多年來一直是主要州立公共退休基金的獨家且直接共同投資合作夥伴。基於戰略合作夥伴關係的成功，該基金隨著時間的推移增加了給貝萊德的承諾金。2009 年的最初承諾金為 7,500 萬美元，如今，貝萊德私募股權夥伴在六項客製化私募股權委託中管理 6.4 億美元的承諾金，其中一項是常青(Evergreen)委託。客戶的專案以共同投資為主導，但也包括投資於難以進入的創投初級基金以及整個私募股權領域的二級基金。此次策略夥伴關係的基礎是貝萊德私募股權夥伴的「團隊擴展」客戶服務模式，使貝萊德成為其專門的合作夥伴，在該客戶擴大其內部私募股權團隊和投資能力時為其提供支援。貝萊德私募股權夥伴為客戶團隊提供各種

輔助服務，其中包括對客戶在其資產負債表上持有的精選控股收購和成長型股權主要基金承諾金提供全面的盡職調查。貝萊德私募股權夥伴與客戶的互動模式強調一致的溝通、研究分享和持續的知識轉移。

2. 美國主要公共退休金 B - 自 2006 年 9 月（初始承諾金 1 億美元）以來，貝萊德為一個主要公務員國家退休基金管理了一項 16.5 億美元（承諾金）的半全權私人市場計畫，該計畫主要著重於共同投資以及對各種核心全球私募市場策略（包括自然資源和機會信貸(Opportunistic Credit)）的初級基金和二級基金部分曝險。貝萊德為該客戶提供了真正的「團隊擴展」模式，即頻繁接觸研究成果共享和員工培訓活動。

四、 摩根大通銀行

(一) 公司簡介

摩根大通銀行辦理保管與基金服務業務歷史悠久，於 1857 年開始承做保管業務，並在 1974 年率先成為跨足全球保管業務的商業銀行。當年摩根大通的專業人士創造「全球保管」一詞，定義了整個產業。

該公司為全球最大保管機構之一，亦是台灣最大的全球保管機構。公司的亞太總部位於香港；亞太區的專業團隊成員來自業務、產品、營運、技術和客戶服務部門，確保為亞太地區 12 個市場的 132 名客戶提供種類齊全的產品，所服務之保管資產規模總額達 2.5 兆美元。

摩根大通銀行自民國 80 年起為外國機構投資人 (FINI) 提供保管服務。於民國 87 年提供保險公司全球保管服務，並自民國 94 年起為政府基金服務，與多位合作夥伴建立良好的關係；截至民國 112 年 12 月，於台灣地區的保管資產規模達 4,110 億美元，是台灣市場公認保管資產規模最大、經驗最豐富的保管銀行。該公司在台灣地區擁有多樣化的客戶組合，包括企業、銀行、保險公司、證券公司及政府機構。

摩根大通集團為全球首屈一指的金融服務機構，於超過 60 個國家提供服務，在投資銀行、消費金融服務、小型企業及商業銀行、金融交易服務、資產管理及私募股權方面，均為業界的領導者。

摩根大通銀行營運架構可分為三大業務事業體：商業和投資銀行 (Commercial & Investment Banking)、資產和財富管理 (Asset & Wealth Management)、消費者和社區銀行 (Consumer & Community Banking)。前兩者為法人機構業務，消費者和社區銀行業務則包括零售金融服務與信用卡服務。

(二) 全球市場展望

有關經濟展望，摩根大通銀行看法如下：

1. 利率走勢：

摩根大通總經研究部門對持續的通膨將帶來央行維持高政策利率的觀點不變 (higher for longer)，此外，研究團隊已建立模型來預測未來十年內債券實質殖利率的水準並預測 10 年美國公債實質收益率目標為 2.25%。這是由於結構性力量所造成的，團隊預期這些結構性力量將對實質殖利率帶來上行壓力，其中包括日益增加的高齡人口進入「去儲蓄」狀態；政府債務增加；資本需求的增加來因應氣候變遷挑戰並減緩其衝擊；部分去全球化或地緣經濟分割；企業獲利率略有回吐；以及更高的總體經濟波動。與此同時，社會不平等、新興市場外匯儲備的累積和金融環境打壓等因素，也帶來 1980 年代以來實質殖利率的下降壓力，但這些因素被認為趨於穩定(詳表 14)。另外由於通膨具僵固性，團隊對長期處於高政策利率水平的觀點更加堅定。對完美減緩通膨(disinflation)的信念仍存在，央行發出的訊號仍具市場支持性，也對通膨預測沒有太大的歧見。

表 14 實質利率驅動因子－依每 10 年觀察

| Level of real interest rates in 2030 relative to averages in other decades due to each factor | | | | | |
|---|------------|------------|------------|----------------|-----------------------|
| | 1980s | 1990s | 2000s | 2010s | Comparable 10yr yield |
| <i>Fiscal debt</i> | Higher | Higher | Higher | Higher | 5.75% |
| <i>Climate investment</i> | Higher | Higher | Higher | Higher | 5.75% |
| <i>Demographics</i> | Comparable | Higher | Higher | Higher | 5.42% |
| <i>Macro volatility</i> | Lower | Comparable | Higher | Higher | 3.34% |
| <i>Deglobalization</i> | Lower | Lower | Higher | Higher | 2.64% |
| <i>Sector composition</i> | Lower | Lower | Comparable | Higher | 1.94% |
| <i>Financial repression</i> | Lower | Lower | Lower | Comparable | 0.10% |
| <i>Corporate profits</i> | Lower | Lower | Lower | Comparable | 0.10% |
| <i>Inequality</i> | Lower | Lower | Lower | Comparable | 0.10% |
| <i>EM reserves</i> | Lower | Lower | Lower | Comparable | 0.10% |
| <i>Economic growth</i> | Lower | Lower | Lower | Lower | -0.25% |
| Overall | | | | Average | 2.25% |

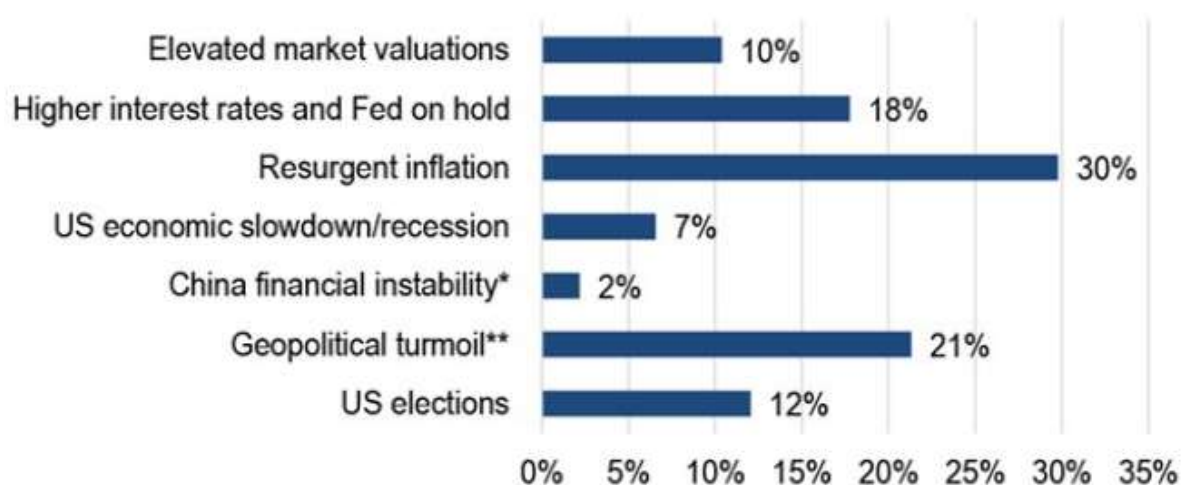
Source: J.P. Morgan

2. 地緣政治風險：

短期焦點仍是美國總統大選，無論結果如何，中美緊張局勢都可能升級。在

美國大選競選期間，中美關係可能會維持在緊張的平衡狀態，但中美之間的科技競爭以及新興起的經濟治國教義正處於產業政策崛起的震央。烏俄、以巴兩場激烈的戰爭目前還沒有解決方案，但以色列和伊朗之間的緊張局勢緩和似乎比俄羅斯對烏克蘭戰爭的降溫更有機會趨向和解。

此外，根據摩根大通在國際貨幣基金組織/世界銀行春季會議期間針對與會者所做的一份研究報告顯示，只有 12% 的受訪者認為美國大選是風險市場的最大威脅，對地緣政治的動盪擔憂則為 21%，均落後於通膨復甦（30%）（詳圖 18）。



Source: J.P. Morgan Strategic Research

圖 18 對風險市場的最大威脅

3. AI 浪潮：

從長期推力和風險角度來看 AI，其中最新技術創新的 AI 將帶來更快速的生產力成長，從而提高潛在 GDP 成長，並導致價格下行壓力和更高的實質利率。從由上而下的分析，可以看到 AI 和其他科技在五年甚至更長時間裡促進生產力成長情境下的三個廣泛影響。首先是較低的通膨和較高的實質殖利率，然後在此情境下那些產業和國家將成為相對的贏家或輸家。

- (1) AI 帶來更快的生產力成長並可能會提高長期市場利率。
- (2) 高科技、金融和生命科學等產業的收入比重將最受到生成式 AI 的影響，而勞動力密集型產業如營造和農業以及公共和社會部門將受到較小的影響。
- (3) 市場對於那個產業將因 AI 獲利有不同歧見，但尚不足以產生明確的策略配

置建議。在最基本策略上，還是可以在美國相對於中國以及已開發市場對新興市場上做出比較，但還不足以看出哪一方在投資 AI 的充分優勢。

4. 對全球主要經濟市場之展望：

最新的經濟數據強調全球擴張再平衡的重要性。2024 年上半年全球 GDP 仍有望達到年成長 2.7%，約比潛在成長多半個百分點，甚至高於團隊年初 2.1% 的年成長預測。美國和中國的成長正在放緩，伴隨歐洲的預期改善以及中國以外新興市場的穩定成長。在擴張持續具有韌性（以及延續對成長放緩的預期）的背景下，需要對最新的疲軟數據進行檢視。整體來說，團隊認為這些數據與對全球 GDP 在未來一季減速的預期一致，但在 2024 年下半年將以 2.2% 年成長率擴張。(詳表 15)

表 15 全球實質 GDP 成長率

| | Annual | | Quarterly | | | | |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2023 | 2024 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 |
| Global | 2.8 | 2.6 | 2.7 | 3.2 | 2.2 | 2.2 | 2.1 |
| DM | 1.7 | 1.5 | 1.6 | 1.1 | 1.7 | 1.2 | 1.1 |
| United States | 2.5 | 2.2 | 3.4 | 1.3 | 2.0 | 1.0 | 1.0 |
| Euro Area | 0.6 | 0.8 | -0.2 | 1.3 | 1.5 | 1.5 | 1.0 |
| EM | 4.2 | 4.2 | 4.1 | 6.0 | 2.9 | 3.5 | 3.5 |
| EMX | 3.3 | 3.2 | 2.6 | 4.8 | 2.4 | 2.7 | 2.6 |
| EMXTR | 3.4 | 3.5 | 2.7 | 5.2 | 2.8 | 3.3 | 3.2 |
| EM Asia | 5.0 | 5.0 | 5.8 | 7.1 | 3.3 | 4.1 | 4.2 |
| EMAX | 2.9 | 3.5 | 3.5 | 4.5 | 2.2 | 2.5 | 2.9 |
| China | 5.2 | 5.2 | 5.8 | 7.4 | 3.5 | 4.5 | 4.5 |
| India | 8.2 | 6.5 | 10.0 | 10.0 | 4.0 | 5.0 | 5.0 |
| EMEA EM | 2.5 | 2.7 | 0.6 | 5.0 | 2.4 | 1.2 | 1.3 |
| CE4 | 0.4 | 2.5 | -0.1 | 2.0 | 4.6 | 3.6 | 3.6 |
| South Africa | 0.7 | 0.9 | 1.4 | -0.2 | 2.5 | 1.5 | 1.4 |
| Türkiye | 4.5 | 3.0 | 3.9 | 9.9 | -0.4 | -4.0 | -2.5 |
| Latam | 1.9 | 1.3 | -1.1 | 1.3 | 1.7 | 2.9 | 2.2 |
| Brazil | 2.9 | 2.2 | -0.2 | 3.1 | 1.0 | 3.6 | 2.2 |
| Mexico | 3.2 | 1.8 | 0.0 | 1.1 | 3.5 | 1.7 | 1.0 |

Source for all charts: J.P. Morgan Global Economics.

就各經濟區域來看：

- (1) 美國的後疫情時期經濟較全球已開發市場強勁，主因來自於移民人口淨流入帶來的生產力(詳圖 19)及消費力和能源獨立性。此外，美國市場也受益於房產和金融資產價格的再膨脹(reflation)，但不是所有公

民都擁有資產而受益。主要風險則來自於公部門赤字高升(6%對上以往3-4%GDP 占比)和私人信用卡/車貸/中小企業違約率攀升。另受惠於全球產業政策，美國成為產業回流(reshoring)最大受益者。



圖 19 美國勞動力

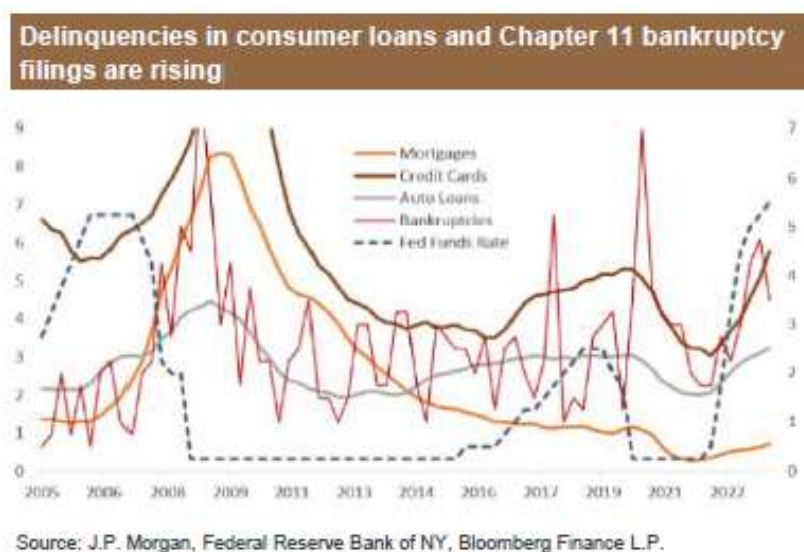


圖 20 消費貸款違約率及破產申請量

- (2) 歐元區經濟成長低迷應該會為歐洲央行今年稍後的降息鋪路，但歐洲央行也正受到物價上漲和薪資通膨的壓力。
- (3) 在日本，透過取消殖利率曲線控制和負政策利率，日本央行為「大幅」減少購買債券奠定了基礎，並暗示升息即將超過零利率區塊。
- (4) 在中國，在過去一段時間，經歷了大規模的投資外流，及 1993 年以來最低的國外直接投資(Foreign Direct Investment ; FDI)(詳圖 21)。

雖然產業政策持續支撐製造業固定資產投資，但房地產行業仍是很大的拖累，因為房地產政策的鬆綁並未有效恢復市場需求。中國人民銀行在貨幣政策放鬆方面的謹慎態度(現在預期今年政策利率將僅下調一次 10 個基準點，少於先前預期的兩次下調)並持續對財政政策施加壓力，以實現對 2024 年下半年趨勢性增長(4.5%) 的預測。

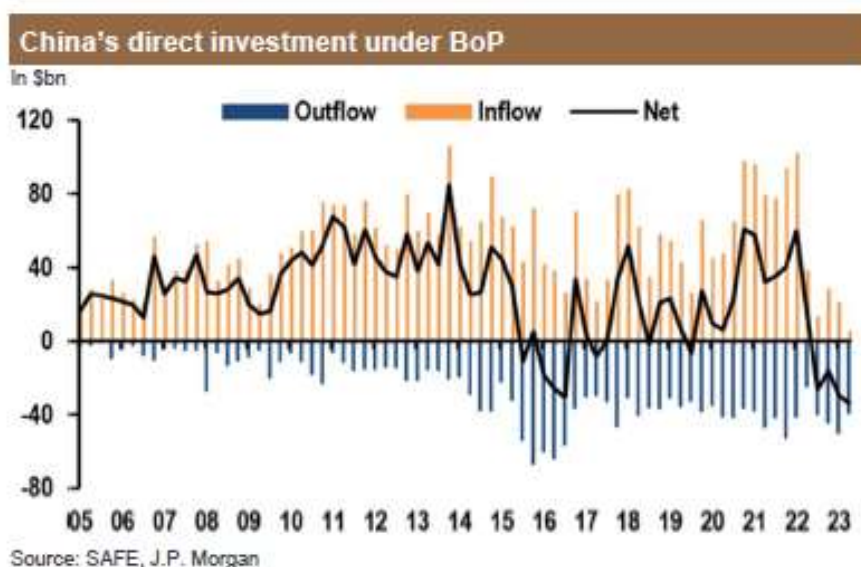


圖 21 對中國直接投資金額

- (5) 對其他新興市場而言，繼 2024 年上半年大幅上行後，預計 2024 年下半年新興市場成長將放緩，但全年成長與 2023 年相比將保持不變。

(三) 以保管銀行觀點論美國退休金產業發展

1. 美國退休金市場概況

美國是全球最大的退休金市場，退休相關帳戶持有超過 38 兆美元的資產，包括公共和私人確定提撥(Defined Contribution Plan；DC) 和確定給付(Defined Benefit Plan；DB) 計畫、個人退休帳戶(IRA) 和年金等。而在過去 40 年的發展趨勢，雇主傾向於由確定給付制(DB)轉向確定提撥制(DC)，圖 22 顯示自 2000 年以來，確定給付制(DB)資產成長 140%，確定提撥制(DC)則成長 270%。另值得一提的是美國退休金皆非強制性並有較低的提撥率。

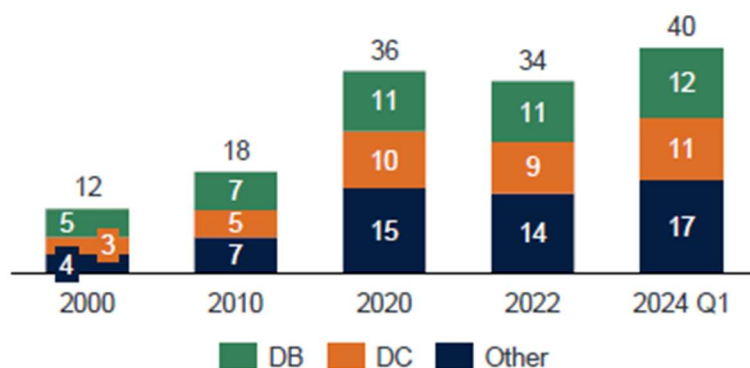


圖 22 退休金制度類型(兆美元)

在資產配置方面，投資人積極尋求多元化的投資標的，包括現金、股票、債券、另類投資等，藉以改善收益率、最佳化投資成本，並為其退休基金成員提供可持續的退休收入，據圖 23 顯示，公共退休金中另類投資資產比重已逾三分之一，此亦進一步促成美國退休金注重公開市場及私募資產資料的整合和監控。

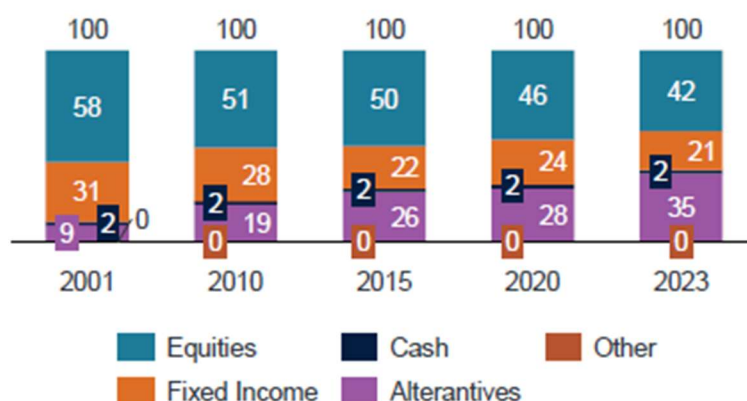


圖 23 公共退休金資產配置(%)

2. 退休金發展趨勢

作為唯一與全球投資銀行結盟的託管人之一，摩根大通在為客戶的投資組合提供服務方面具有獨特的優勢，並透過深入了解整個投資生命週期，發現以下趨勢：

- (1) 持續追求高殖利率：為獲得較高報酬，持續增加對新資產類別、地域、衍生性商品和複雜工具的配置。

- (2) 退休金風險轉移：是將確定給付制的風險從贊助退休金計畫的雇主轉移出去的過程。鑑於利率不斷上升，越來越多的企業 DB 制退休金達到全額資助狀態，需透過大型保險公司完成退休金風險轉移(Pension Risk Transfer；PRT)，如透過與保險公司合作將流動性資產年金化。
- (3) 流動性挑戰：退休金透過與投資銀行合作將私募市場資產產生流動性，如銀行抵押借貸和次級市場交易。然而，另一方面隨著 PRT 交易的增加，退休金正在使用流動資產轉移給保險公司，導致對替代方案的超重配置，可能進一步導致福利支付資金流動性短缺。
- (4) 數位轉型和數據透明度：現代化和簡化基礎設施，以加快新資產類別的上市時間，減少供應商監督並滿足不斷變化的監管報告需求。
- (5) 外包服務的擴展與整合：在費用壓力增加的推動下，尋找優化營運模式的方法，例如透過擴大外包服務的使用和採用人工智慧/機器學習。

3. 人口老化下的投資機會

摩根大通看到的一大趨勢是預設投資選擇(美國的 QDIA, Qualified Default Investment Alternative)，從等同現金的投資，演進至目標到期/目標日期基金(TDF, Target-Date Funds)，其中大部分是由美國立法推動的。美國約 85%的退休計畫提供目標日期基金(TDF)，目標日期基金的資產管理規模約為 3.5 兆美元，每一塊錢中約有 70 美分流入目標日期基金。考慮人口老化也很重要，長壽的風險是退休產業致力於要緩解的問題，投資從以累積/儲蓄為導向的解決方案，演變為也包括累積/支出收入解決方案的投資策略。在最近的參與者調查中，團隊發現參與者預期退休的平均年齡上升至 65 歲，雖然亦有產業研究表明，許多人可能會因不可控的原因而提前退休。另外，近八成的人關心如何創造一個持續一生的穩定的退休收入來源，但許多人不知道他們需要儲蓄多少，才能做到這一點，幾乎所有人都表示對退休計畫如何可以為退休後提供有保障收入的解決方案有興趣，摩根大通正在目標日期基金結構內發展針對退休收入的解決方案，該解決方案不

僅關注長壽的風險，並將滿足參與者對運用彈性和透明度的需求。

(四) 確定提撥制(DC)之觀察及挑戰

就對受雇者的研究觀察到以下現象：

1. 受訪者對退休金的看法：

- (1) 近九成的受訪者認為退休福利是決定留在現任雇主或考慮新的就業機會時的重要因素。同樣，92% 的人認為退休計畫福利對於改善財務健康「極其」或「非常」重要，其次是健康保險和帶薪休假(含病假)，分別為 90% 和 89%。
- (2) 大多數人(75%) 認為他們的雇主至少有一定責任幫助他們為退休儲蓄，這與過去的調查結果類似。這在 30 歲以下的參與者中更為明顯(89%)。
- (3) 雖然四分之三的受訪者認為他們應該保留(或繳納)至少 10% 的工資才能在退休後獲得經濟保障，但 65% 的受訪者表示他們在過去一年中沒有做到他們認為應該保留(或繳納)的金額。當受訪者被問到為什麼不增加儲蓄時，最常見的原因是「償還債務」(41%)，其次是「收入不夠」(28%) 和其他儲蓄(24%) 或支出(23%)。
- (4) 確保累積安全水準的退休資產的唯一方法是儲蓄足夠的錢。參與者越早開始，就能更好地最大化長期市場收益和複利的好處。
- (5) 與過去的調查相比，今年有更多的受訪者(52%)表示為其計畫做出了 10% 或更多的貢獻。然而，45% 受訪者投入比例仍低於 10% 的水平。有趣的是，那些表示自己對應該為退休儲蓄多少沒有信心的參與者比那些表示非常有信心的參與者更有可能繳款低於 5% (42% vs. 7%)。

2. 使用自動註冊和自動升級計畫(Automatic enrollment and automatic escalation programs)協助提高繳款率：

根據過去的研究，很少有參與者能夠儲蓄足夠的錢來實際滿足他們的退休資金需求。此外，平均提撥款繳付退休金率普遍下降。今年研究的平均起始繳款率

為 5%，到 45 歲時達到薪資的 6%，退休前從未達到 10%。確保參與者在退休後獲得足夠收入的唯一方法是儲蓄足夠的錢。自動註冊和自動升級計畫可以成為成功的強大驅動力。然而，根據 2018 年的研究表明，考慮到大量從不調整儲蓄水準的被動參與者，單獨使用自動註冊可能會降低平均繳款率。

此外，薪資是退休計畫的核心投入。退休前的收入水準會影響繳款金額，並有助於確定退休時需要替代的生活水準。在今年的研究中，加薪頻率似乎保持穩定，參與者平均每三年加薪一次。然而問題是，通貨膨脹調整後的平均薪資相對持平(詳圖 24)。這限制了人們的儲蓄能力，尤其是當他們花費更多時。



圖 24 通貨調整平均薪資以 2019 年為基準(美元)

參與者對自動註冊和自動升級的贊成或中立看法持續上升，今年攀升至 89%。十分之四的受訪者自動加入了當前計畫，比 2016 年增加了 50% 以上。在自動註冊的人中，97% 的人表示他們對行動「非常」或「有些」滿意。十分之三的人的提撥款自動增加；該組中，99% 的人感到滿意。其中約十分之二的參與者表示，他們可能不會自己註冊或增加提撥款，而那些能夠利用這兩個功能的人往往更有信心，他們的儲蓄將持續一生。此外，自動提撥功能變得越來越受歡迎，接受調查的計畫發起人中有一半以上提供自動註冊，十分之四的計畫發起人使用自動升級。

3. 緊急儲蓄與退休金貸款(401(k) loans)：

受訪者最常將「退休儲蓄」視為他們的三大財務優先事項之一（69%），其次是「償還債務」和「建立足夠的緊急儲蓄」（分別為 35% 和 33%）。年輕的參與者更有可能專注於償還債務，而建立緊急儲蓄更是一個普遍目標，四分之三的受訪者對雇主資助的儲蓄帳戶感興趣，他們可以在其中進行稅後繳款。年輕的參與者強烈贊成先向緊急儲蓄帳戶存入資金，直到達到一定金額，然後將剩餘資金存入退休帳戶。顯然，退休仍然是重中之重，緊急儲蓄帳戶可能是讓年輕參與者習慣儲蓄的有效第一步。此外，如果出現不可預見的費用，擁有健康儲蓄帳戶的參與者，就不太可能透過動用退休儲蓄，來竊取未來的退休金。

另一方面，缺乏緊急儲蓄可能會影響退休準備。根據研究，十分之九的員工經歷了顯著的支出激增(意指比過去 12 個月的基準支出高出 25%)。更重要的是，三分之一經歷這些支出衝擊的人無法用儲蓄來支付費用。最終結果是信用卡債務和退休金貸款增加。

從退休金帳戶獲取貸款和提款可能會對整體退休成功產生重大影響。圖 25 顯示，從退休金帳戶獲取貸款和提款的員工最終的餘額可能會顯著降低。這是因為在償還貸款時跳過提撥款並錯過了公司相對提撥。擁有退休金以外的緊急儲備金和儲蓄有助於避免利用退休帳戶來獲取流動性。然而，如果員工必須借款，在償還貸款的同時繼續提撥款可能會減輕貸款的負面影響。

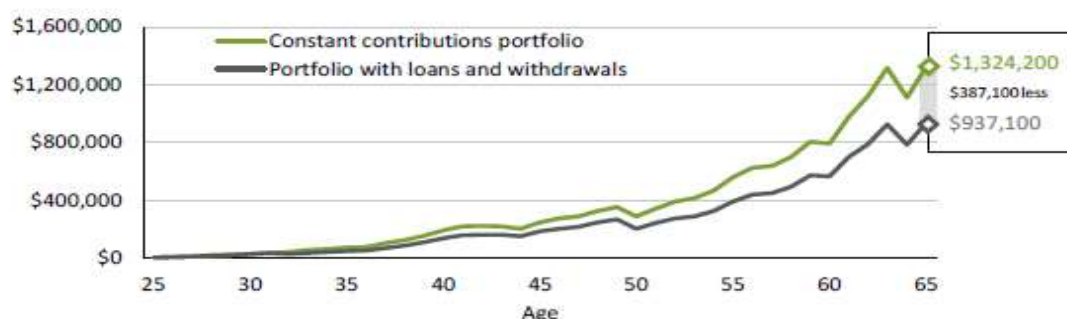


圖 25 退休金成長(美元)

今年的研究發現，59.5 歲以上的工作參與者在退休前提款的人數略有減少，但這一數字仍然引人注目，平均提款金額仍然很大。59.5 歲以上的參與者中有 6% -

10% 平均提取了 55% 的資產。此外，在今年的研究中再次看到，當參與者決定放棄他們的計畫時，他們會果斷地拿走很大一部分餘額，平均超過 54%。

接受貸款的參與者越來越少，但那些接受貸款的參與者繼續從自己的帳戶中借入大量資金。今年的研究發現，13% 的參與者平均借貸了其帳戶餘額的 20%（與先前研究中的貸款數量相比明顯改善，但平均金額相似）。重要的是要考慮這種現金流波動如何與市場回報相互作用。例如，在市場底部借入貸款並在市場頂部償還，這就是典型的「低賣高買」行為，這可能會對長期帳戶餘額產生極大的抑制作用。許多參與者在償還貸款時也停止繳款，並錯過了任何公司配對。

4. 退休年齡：

平均而言，受訪的參與者預計退休年齡為 65 歲。這個年紀就像過去幾年：2016 年 65.4 歲、2018 年 63.3 歲、2021 年 64.7 歲。然而，低於這一平均水平的挖掘表明，退休之旅對每個人來說是多麼的個性化。

- 接近退休的人比 30 歲以下的人更有可能期望延遲退休。
- 與女性相比，男性更有可能在 60 歲以下退休。
- 自動註冊的參與者和自動升級的參與者一樣，更有可能提前退休。

雖然許多人希望在以後的生活中繼續工作，但並不是每個人都能做到。目前在職人員中，有很大一部分期望工作到 65 歲或以上，但退休人員的實際經驗卻大不相同。近三分之一的退休人員表示，他們比預期提早退休主要是由於健康問題或殘疾，或由於公司的變化。非常重要的是，如果參與者無法工作，他們必須有財務備用計畫；如果個人或家庭高度依賴就業收入，則應考慮殘障保險以保護收入。

研究表明，有些家庭不會一次退休；超過一半的新退休家庭同時擁有社會安全或退休金和就業收入等退休來源。這可能是一個人退休後兼職工作，也可能是一對夫婦中的一個成員退休而另一個人繼續工作。圖 26 顯示了人們退休後工作的原因，並強調了退休的定義正在改變：越來越多的人因為積極的原因而工作，例如希

望保持活躍和參與社會活動，而不是出於經濟原因。為退休做好充分準備意味著工作將是可選的。

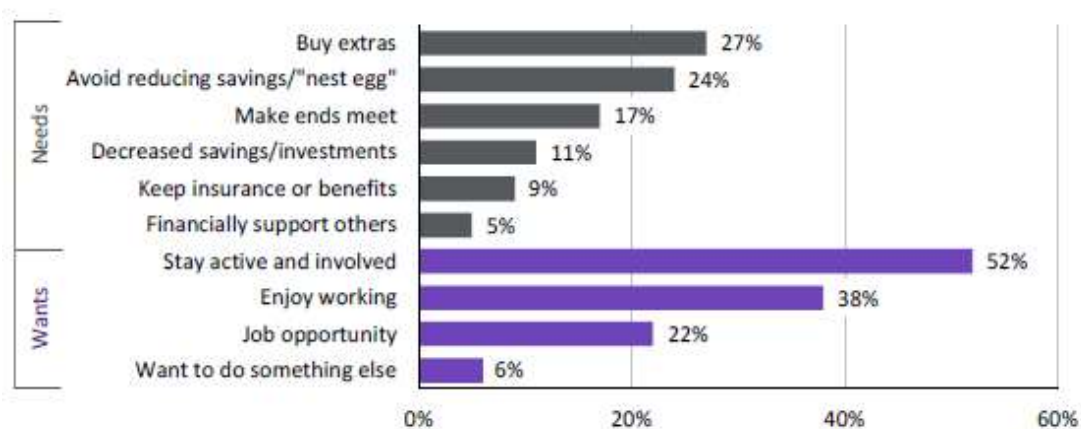
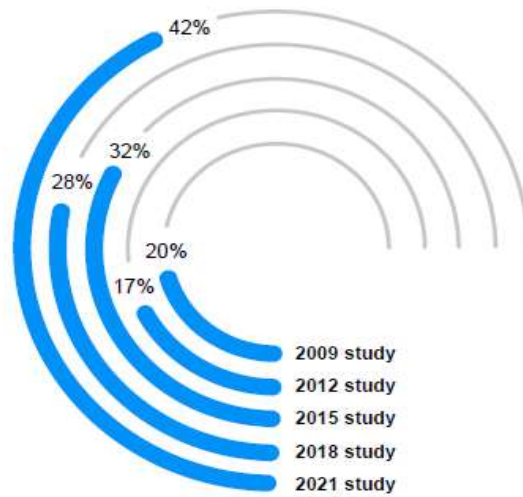


圖 26 退休後工作的主要原因

5. 退休金提領

團隊發現，近十分之七的受訪者擔心退休後會花光自己的錢。只有不到一半的人計算過他們需要累積多少錢才能維持整個退休生活，三分之一的人對於如何估計如果繼續保持相同水平的儲蓄，退休時計劃中會有多少錢沒有信心。好消息是，絕大多數受訪者（85%）表示，如果有一種選擇可以幫助產生每月退休收入，他們可能會在退休後將餘額保留在計畫中。對於年輕參與者來說，這一數字甚至更高（30-49 歲的參與者為 91%，30 歲以下的參與者為 86%）。顯然，參與者希望獲得計劃儲蓄以及退休收入的幫助。

過去的研究發現，大多數參與者在退休時或退休後不久就提取了全部帳戶餘額。儘管今年的研究表明，許多參與者在停止工作後三年內繼續提取全部帳戶餘額，但數量有所下降。此外，選擇將至少部分餘額保留在計畫中的人數顯著增加，達到 42%，顯著高於 2018 年研究中的 28% 和 2009 年研究中的 20%（詳圖 27）。這可能代表著一種重要的行為改變，並且可能會獲得動力。2021 年參與者調查發現，多達 85% 的受訪者表示，如果有計畫內的退休收入選擇，他們至少在某種程度上有可能在退休後繼續保留自己的計畫。除了退休後行為的急劇轉變之外，這項新研究與過去的研究結果基本一致。參與者的儲蓄和提款行為繼續抑制他們實現成功退休結果的能力。



Source: J.P. Morgan retirement research, 2001–19. 2007 study = 2001–06 trends; 2009 study = 2007–06 trends; 2012 study = 2009–11 trends; 2015 study = 2012–14 trends; 2018 study = 2015–17 trends; 2021 study = 2018–19 trends.
 Note: Slight differences in numbers reported from earlier studies may exist due to the reclassification of certain participant behavior. Those differences are not material.
 *Began tracking in 2006.

圖 27 退休三年後仍將餘額保留在計畫中的參與者比率

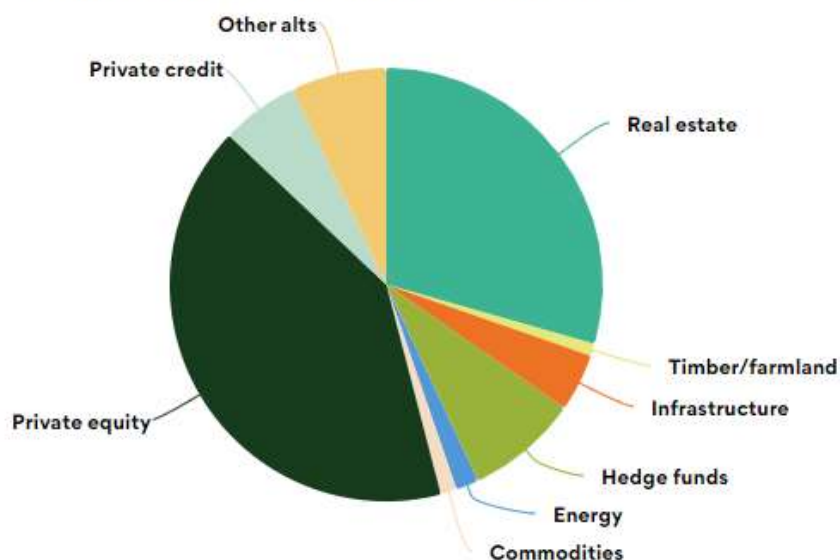
首先回顧了當今勞動力退休計畫的重要性，其中包括預期壽命更長、缺乏退休金計畫、社會安全保障「不確定性」、醫療成本增加、就業市場變化、生活成本上升、財務獨立、債務負擔，需要稅收效率，以及整體安心。

(五) 私募市場投資趨勢

根據 Cerulli Associates 的調查，多數亞洲退休金在另類投資的配置在 2018 年到 2022 年間都雙位數的成長。在 Cerulli 的報告中，他們觀察到全球退休金客戶逐漸崛起的趨勢，在不同景氣循環中均能提供穩定收益的資產，特別是私募信貸及實質資產。

根據 Pension & Investments' survey，美國及歐洲的退休金客戶將資金高度布局在另類資產中，截至 2023 年 9 月底止，其中私募基金(Private Equity)和不動產(Real Estate)在大型退休金的配置比例中分別佔 41%及 29%。

Large pension funds' alternative investments



As of Sept. 30. Doesn't sum due to rounding

Pensions & Investments

圖 28 P&I 大型退休基金另類資產配置類型

特別是能產生現金流的資產，如不動產的租金收入、實質資產的收益分配，以及私募信貸的現金配發，對退休金的負債端管理都產生一定助益。

然而，另類資產的投資組合管理相較於傳統資產來說更加複雜，每個子類別(私募股權、私募信貸、不動產、實質資產)各自特性的差異也讓主動式管理更具價值。

在亞太區的退休基金，GPIF(日本政府養老金投資基金)以及 Australian Super Fund(澳洲最大的退休基金)，這兩間全球超大型退休金也都是另類投資的前驅投資者。

(六) 投資私募股權有關營運面風險控制及分析工具

摩根大通私募投資行政服務自 2005 年由原內部私募投資團隊轉為服務外部客戶成立。私募投資行政服務團隊全球約有 600 員工、服務 9,521 億美元資產及支持 9,800 檔 GP 私募基金。

摩根大通為機構投資者和私募股權基金/二級市場基金提供專門的投資組合管理服務。摩根大通的投資組合管理服務使客戶能夠通過減少運營開銷、在投資組合

層面提供更高水準的報告以及對基礎持有部位的透視，擴大對初級和次級基金的投資。通過與 Burgiss 的合作，摩根大通通過報告和分析技術提供運營外包的優勢。

1. 另類資產行政服務

以下為摩根大通另類資產相關行政服務：

(1) 資本事件相關管理(Capital event administration)

a. 資本注入及分配處理

- 支援日常交易處理，利用摩根大通私募平台(JPMorgan Markets Transaction Instruction Manager:TIM)提供經理人交易指示、交易記錄和審核工作流程，可直接連接到託管帳戶和下游會計和績效報告的數據處理
- 預訂資本事件交易活動
- 執行現金電匯並接收分配

Transaction Instruction Manager，簡稱 TIM，是摩根大通私募平台最新的工作流程指導工具，旨在支援另類投資，以集中審查、管理和授權資本調用、分配、利息收入、管理費和其他基於現金的活動。摩根大通將根據普通合夥人的通知準備每一份標準結算指令（SSI），供投資人審查和批准，然後再釋放資金以履行投資人的資本贖回義務。此外，還將在每條指令中附上任何相關文件，例如資本通知，為批准方提供對源檔的便捷參考。TIM 平台包括完整的審計記錄，以顯示每個事件。摩根大通為普通合夥人提供準備指示和附加來源通知的行政支援，為客戶提供了一個簡單且可擴展的解決方案，以全面監督整個投資

基金的交易活動，以下為 TIM 平台之介面資訊：

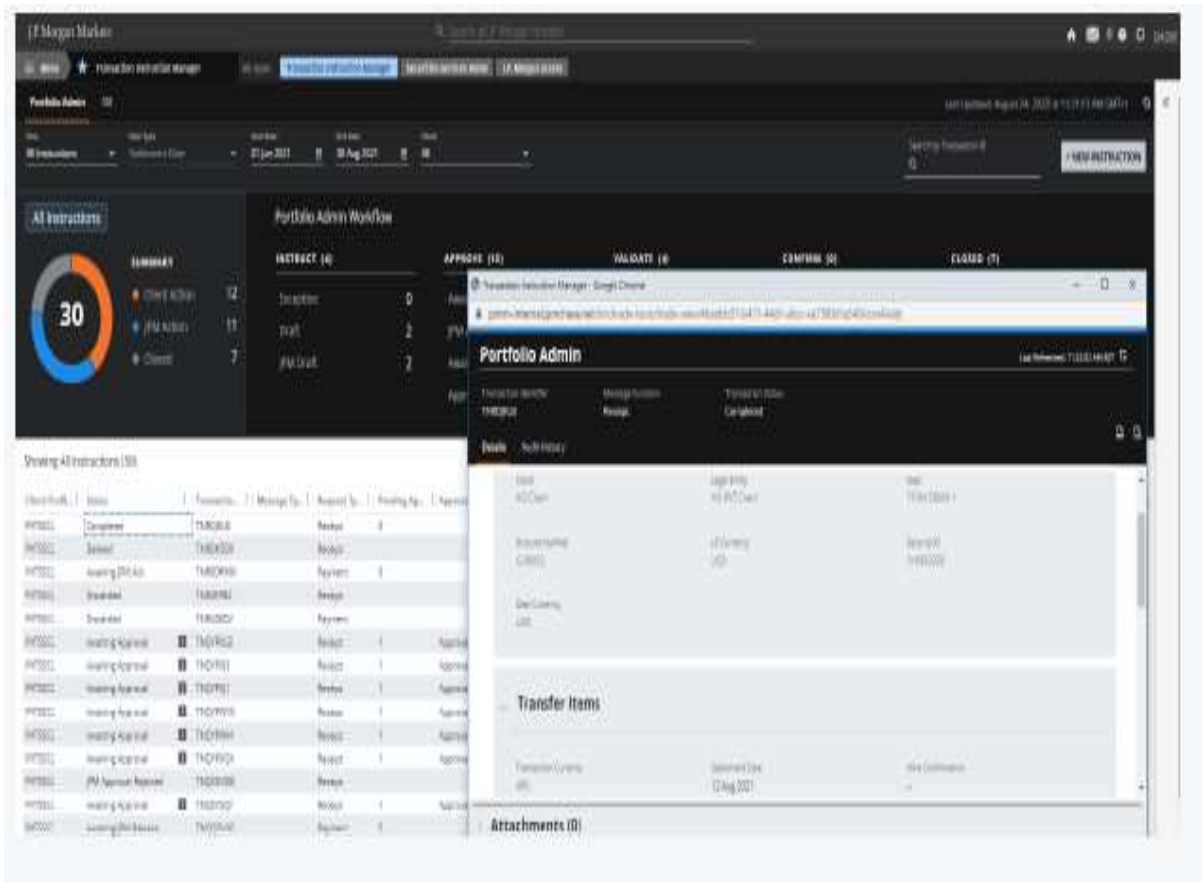


圖 29 摩根大通 TIM 平台之介面資訊

b. 評價

- 通過利用更新以反映中期交易活動的季度 GP 值來支援估值處理，以計算月度估值，並與下游會計和績效報告相關聯
- 計算月度估值
- 計算每日估值

(2) Burgiss 報告服務

Burgiss 是一家為有限合夥人提供特定技術之供應商，建立並不斷改進，以提供數據管理和報告分析於平臺。摩根大通選擇 Burgiss 作為投資組合管理業務的供應商。自雙方長期合作以來，持續改善業務、維持治理並提高效率。摩根大通的作模式在業內是獨一無二的，結合了摩根大通的數據處理專業知識，再加上強大的

技術和通過 Burgiss 的報告。

a. 投資組合監控

- 按投資策略、基金經理、年份、時間段為客戶的另類投資組合提供基金內部收益率分析
- 跟蹤已提撥資金與尚未提撥資金的承諾；同儕分析和公開市場等價物計算；投資購買、管理費等的投資組合現金流量報告；投資倍數分析（DPI、RVPI、TVPI、PICC、DCC）；現金流量預測

b. 資料透明

- 為客戶的另類投資組合提供跨投資的標的持有透明度
- 按行業和地區劃分的數百到數千個投資組合級投資的總風險敞口（成本和價值）
- 提供地理風險敞口熱圖功能和最高收益者/跌幅最大的季度投資組合差異分析

c. 投組比較分析

- 利用 Burgiss 平台，對於投資組合進行基準比較
- 使用戶能夠根據各種指標（如內部收益率和投資倍數）評估相對於類似基金的現有和擬議投資

2. 營運作業面風險控制

從保管銀行角度，摩根大通可以透過投資行政管理服務在許多領域協助退撫解決私募市場投後相關的作業風險，包括以下功能：

(1) 加強現金管理和投資交割相關的匯款控制

- 因私募投資缺乏在集中市場款券同步交割機制(DVP)，所以摩根大通保管銀行透過對 General Partner(GP)的現金交割指令(SS I)系統化建立並通過客戶核准後鎖定、儲存相關設定，來控管退撫投資私募股權的資金流安全性。
- 就摩根大通而言，網銀指令平台 TIM 為一體化流程工具來管理 GP 的 SSI，所有新增及變更 SSI 都須經過客戶或指定委外機構的批准(客戶可以決定批准的人數和控管點)，設定和交易紀錄皆具有清楚的稽核軌跡。

(2) 投資作業流程自動化以減少人工流程

- 私募投資作業流程繁瑣也無一致性市場標準，摩根大通保管銀行透過自動化解決方案來支援客戶傳統上需要人工處理的 GP 通知及報表，此舉措除了可以大幅降低客戶的作業負擔、人工處理風險，也提供客戶一致性的分析資訊及控管機制。
- 就摩根大通而言，採用 Canoe 作為 AI 人工智慧及 NLP 自然語言處理工具來更快速精準的自動化捕捉、抽取和驗證私募市場投資訊息(包含 GP 通知和報表並交叉比對已處理之交易)，如有衝突或可疑點，摩根大通也會代表客戶對 GP 提出質詢。

前所提 Canoe，為一種專門針對私人市場的 AI 自然語言處理（NLP）解決方案，以自動化私人資產的服務。Canoe Intelligence 採用專有和開源技術的先進組合，從複雜和非標準文檔中可靠地提取相關數據。其優勢包括：通過用自動化 AI 解決方案取代勞動密集型工作流程來提高效率、通過端到端自動化和從普通合夥人到摩根大通系統的直通式處理擴大規模、增強數據處理周轉時間。

(3) 特有為私募市場投資量身定制的程序以提高行政管理的作業效率

- 私募市場投資標準化程度較低、內容複雜，摩根大通保管銀行已制定適合私募市場投資的程序，例如評價容忍度檢核、GP 網絡管理和問題跟進機制。
- 就摩根大通而言，為全球 LP 客戶投資的 9,800 檔 GP 私募基金提供專業有經驗團隊的服務，並建立針對私募市場投資的專業系統化流程。

(4) 提高私募投資數據透明度

- 私募市場投資沒有公開定價，各 GP 提供的數據並不一致，摩根大通保管銀行支援客戶即時準確地取得 GP 投資數據，以協助進行一致化的標準投資監控和分析。
- 就摩根大通而言，在私募基金層以及穿透其投資公司層收集並整合一體化投資

數據細節以彈性化提供給客戶使用，如透過排程報表、數據整合和讓退撫及指定委外機構登入 Private I 帳戶瀏覽即時投資狀態和分析資訊。

- 透明度數據提供了一個直觀的介面，允許內部快速流覽選取選項，並使用圖形和行業/部門分析工具為投資數據賦予意義。這使投資者能夠快速回答問題，並通過相關資訊了解投資組合。嵌入連結使內部可以輕鬆連接到公共資產的最新價格，季度詳細資訊，提供普通合夥人投資的公司（實體）的廣泛覆蓋，為每項投資提供詳細的詳細資訊和廣泛的報告。投資詳細資訊，包括績效指標、曝險程度、行業和地理分佈等。

3. 私募交易平台概覽說明：

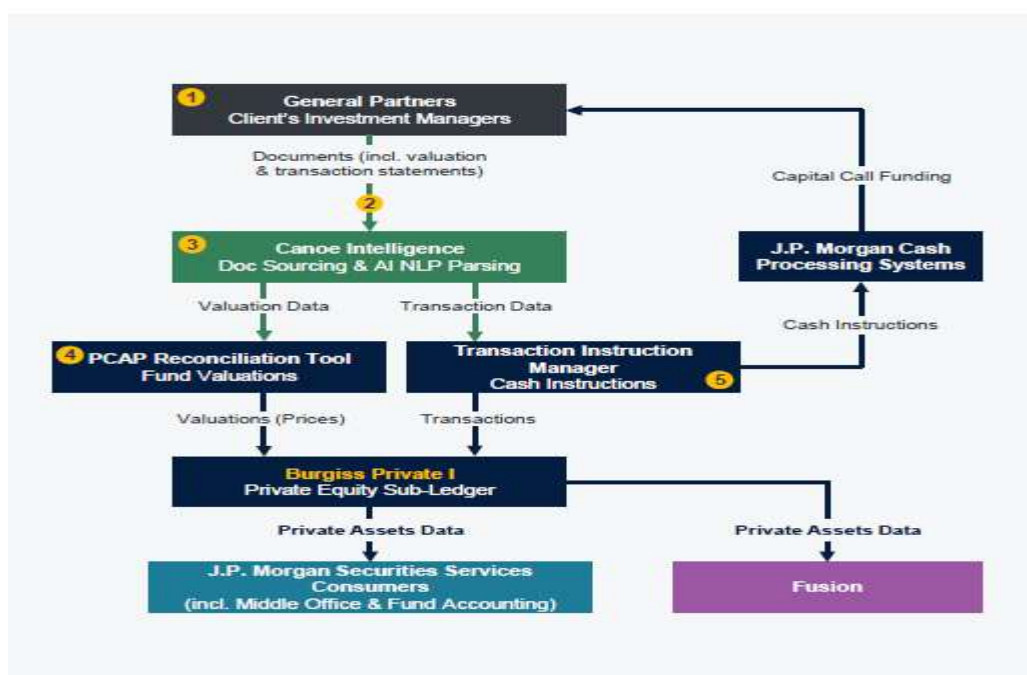


圖 30 摩根大通私募交易平台概覽

(1) 客戶投資於私募基金

基金經理（GPs）提供基金和投資者報告（月度或季度）

基金經理從/向投資者調用和分配資本

由 GPs 或第三方管理人發送給 PERES 的基金報告和資本活動

(2) Canoe 從 GP 端和電子郵件收件匣（“Canoe Connect”）獲取文檔

(3) Canoe 的 AI 引擎處理文檔

- Canoe 分類文檔
- Canoe 使用 AI 和 NLP 技術提取和驗證數據
- Canoe 向摩根大通 stac 提供結構化數據

(4) Canoe 的結構化估值數據流向 PCAP 對帳工具（“PCART”）

(5) Canoe 的結構化交易數據流向交易指令管理員（“TIM”）：

- Canoe 在 TIM 中輸入現金指令並附加資本事件通知
- J.P.Morgan 端將 TIM 中的現金指令進行檢查取得核可
- 客戶在 TIM 中批准現金指令以釋放電匯
- TIM 向摩根大通託管和支付系統發佈現金指令
- 一旦電匯處理完畢，TIM 就會將交易數據發佈到 Burgiss 分類帳

肆、參訪與受訓心得

本次拜訪美國退休金計畫 TSP 及美國人事管理局 OPM、並於貝萊德及摩根大通受訓心得整理如下：

一、 TSP

TSP 為全球最大的確定提撥制計畫，目標是為聯邦員工提供長期的退休儲蓄及投資計畫。TSP 自 1987 年設立以來，不斷優化計畫，從一開始陸續設置不同風險屬性的自選基金，秉持著簡單易於了解的投資選項設計邏輯，設定的 5 檔自選基金全面性的涵蓋股票及債券市場，到 2005 年引進生命週期基金，2015 年將生命週期基金設為預設選項，此與退撫儲金方向一致，2022 年更開放共同基金選項，持續增加投資彈性，惟限制條件較多，加入者只有 5,000 位個人專戶，占基金總額的萬分之五。

美國許多退休金計畫面臨提撥率不足的問題，足額的提撥率，加上投資的複利效果，才能支應參與人在退休時的生活所需。TSP 自 2020 年 10 月開始，新加入之參與者均自動提撥薪資 5%(先前僅 1%)，截至 2024 年 5 月底止，自動提撥之參與率約 9 成，而其中足額提撥比率(達 5%者)達 87%。而退撫儲金目前提撥率 15%(個人提繳 35%、政府提撥 65%)，個人提撥率約 5.25%，略高於 TSP 水準。

TSP 允許參與人在退休前因需求向基金申請貸款或急難救助，雖其設立目的主要為提供參與者長期退休儲蓄及投資計畫，但同時也考慮到參與者的購置房屋、醫療、財務狀況等多重綜合性需求，具社會保障之性質。目前 TSP 貸款之利息約 4.625%，目前約 12.25%參加人使用貸款需求。然而值得注意的是，從退休金帳戶獲取貸款和提款的參與者，最終的餘額可能會顯著降低，因其在提領期間錯過了帳戶累積的複利效果。TSP 在退休給付方式也相對有彈性，包括視需要、部分提領、一次全額提領、及分期提領及以年金方式提領，可提供未來退撫儲金規劃參考。

在拜訪 TSP 時，注意到其辦公室牆面上有著明顯的大標語” Retirement with dignity(有尊嚴的退休)”，這提醒了我們，如何確保人民在退休之年，能夠因著政府妥適規劃的退休金計畫，可以支應各方面所需，樂享退休生活，是政府努力的方向。

二、 OPM

(一)我國公務人員俸級晉敘方式，主要係以年終考績考列乙等或甲等，均得晉本俸或年功俸 1 級，亦即幾乎所有公務人員均可於辦理年終考績後，每年晉敘俸級 1 級，縱因陞職或原職考績升等而銓敘審定高一職等，仍係換敘同俸點之俸級，故原按年晉敘之效果仍在，如此每年晉 1 級之制度設計，確實較易產生公務人員因長時間停留於特定職等已晉敘至年功俸最高級，而面臨無級可晉之情形。

銓敘部為解決前述公務人員久任一職無級可晉之問題，研議修正公務人員俸表，酌予增加部分職等之俸級數，以提升政府機關攬才、留才之條件及激勵誘因；惟因俸級提高涉及人事經費增加，且可能連動影響其他類別人員(例如教育人員)俸(薪)點同步攀高，爰銓敘部研議規劃過程中，各界尚有不同意見。

觀諸美國一般俸表 GS 之晉敘俸級方式，除亦與績效評估等級(按：須完全成功以上)結合外，在每一職等之俸級第 1 級至第 4 級間，每滿 1 年始得晉俸 1 級；在俸級第 5 級至第 7 級間，每滿 2 年始得晉俸 1 級；在俸級第 8 級至第 10 級間，每滿 3 年始得晉俸 1 級，如此延長晉俸等待期間之設計，雖可有效放緩晉敘至各職等最高俸級致無級可晉之年數，然在我國公務人員對於每年晉敘俸級 1 級早已習以為常，甚至視之為當然權益之情形下，要無參考美國制度之可能，爰上述公務人員久任一職無級可晉之問題，公務人員俸表之修正實為正辦，此部分銓敘部恐仍需努力再與相關主管機關妥予溝通尋求共識。

(二)我國各級政府機關部分職系現職人員留才不易，職務出缺後難以即時遴補人員，縱擬自公務人員考試相關類科透過考試分發取才，亦長期存在錄取不足額之問題，最顯著者即為土木工程、建築工程職系與相關考試類科。銓敘部雖於權責範圍內竭力研議解決，包括研修專門職業及技術人員轉任公務人員條例，擴大專技人員轉任公務人員進用途徑、提高轉任起敘之職等、強化專技人員轉任後升等及調任權益等多個面向，然若該等職系現職人員之實質薪資待遇未能有效提高，仍難以與民間機構競逐人才，此覓才不易、留才困難的問題終難妥適解決。

復依憲法增修條文第 6 條規定，考試院掌理公務人員級俸之法制事項。故而現行公務人員俸給法暨其附屬法規，係從制度面規範公務人員各職等俸級(俸點)結構、俸與給之內涵、敘俸方式等，至於每一俸級俸點折算俸額之實際發給金額，以及各種加給之實際支給數額，因涉政府整體預算經費事項，係由行政院及行政院人事行政總處為主責機關。

前述美國特別薪給率(Special Rates)制度，針對高薪競爭、地理偏遠、工作條件不佳或其他經人事管理局(OPM)評估認為確需特別薪給率之各種特殊情形，設立高於一般標準的薪資，以及留才激勵(Retention Incentive)制度，對於具有特殊技能或資格而對政府機關運作至關重要的公務人員，額外發給激勵津貼，我國倘能參考導入類此彈性薪俸制度，對於妥適解決目前土木工程、建築工程職系職務覓才不易、留才困難的問題，當有具體助益，惟此部分涉及薪資待遇實際數額及人事經費負擔事宜，宜由行政院相關權責機關審慎評估。

(三)我國現行公務人員考績等次分為甲、乙、丙、丁 4 等，對考列甲等、乙等人員均給予獎金及晉敘俸級之獎勵(甲等獎金較高)，考列丙等人員不予獎勵，考列丁等人員則應予免職，就以上考績獎懲結果觀之，甲等或乙等均屬表現良善或至少是整體表現符合預期之考績等次。目前依總統府及五院秘書長會談共識，以甲等最高不超過 75%之比率辦理全國公務人員考績，已行之有年，除極少數公務人員考列丙等、丁等外，約近四分之一公務人員考列乙等，餘四分之三考列甲等，亦即幾乎所有公務人員均經評定整體表現符合預期以上，足資給予獎勵的等次。然因甲等之考績獎金較乙等多半個月俸給總額，且人數約為乙等之 3 倍，致考列乙等人員常有被評定為「末段班」的感受，也因此制度設計本屬整體表現符合預期之「乙等」，實務上卻被視為負面、受懲罰之等次。究其原因，除比率分配不合常情外，等次「名稱」實為關鍵，蓋甲等、乙等、丙等、丁等之名稱既無從連結個人整體表現之評價程度，階梯式的名稱安排自易遭漸次低劣的誤解，觀諸美國績效評估結果分為 5 個等級：傑出、超過完全成功、完全成功、勉強滿意和不滿意，一則望其名稱即可顯然明瞭該等次之

評價程度，列「完全成功」以上均不致遭負面解讀，二則區分 5 個等級較我國 4 個等級更具鑑別度，其等次名稱設計足資我國參考借鏡。

(四)美國績效評估的作業程序中，至關重要者即為「訂定績效計畫」，在評估期開始時，受評者與其主管透過面談共同訂定績效計畫，先確認受評者必須完成的工作項目，逐項設定明確之績效標準和預期目標，且應著重於工作成果而非工作方式或行為本身，並區分為關鍵要素與非關鍵要素。而我國公務人員考績作業程序，主管應定期辦理平時成績考核，紀錄受考人工作、操行、學識、才能之優劣事實，以平時成績紀錄及平時獎懲結果，作為年終考績評定分數之重要依據，而年終考績亦係綜合受考人工作、操行、學識、才能 4 項予以評分。就上述程序觀之，美國公務人員績效評估較注重受評者的實際工作成果，而非工作方式、態度或行為本身；我國公務人員考績則係評量受考人工作、操行、學識、才能之整體表現，較傾向主觀性、評價性之判斷。雖因國情、民族性不同，外國制度未必均適合我國逕予參採，然上述受評者與其主管透過「面談」共同訂定績效計畫之作法，讓主管與受評者有更多溝通的機會，相互知悉彼此的要求與需求，幫助主管更全面瞭解受評者的工作情形、困難及貢獻度，誠為績效評估或考績重要有效之工具，銓敘部近年來推動公務人員考績法研修工作，歷均將「面談」機制納為修法重點之一，方向正確，允應繼續研究其他國家有關「面談」之實務運作與相關規範，導入我國公務人員考績作業程序中，以深化考績評核之公正、客觀及全面性。

(五)美國高級行政主管(SES)職位，不受職等及俸表結構限制，容許有非公務體系內的外部高級人才參與競爭後任用。而在公務人員功績評估上(merit-based evaluation)，有兩個特色：1.一般俸表(GS)第 15 職等以下，由高級行政主管(SES)評估；SES 自身的績效評估則另設計獨立管道，以避免利益衝突。2.各機關(構)可自訂公務人員績效評估系統，但須經人事管理局(OPM)在檢查程序層面後核備，若公務人員對審議結果不服，可上訴到功績制保護委員會(MSPB)。OPM 在此過程中，扮演一種位於機關(構)之上的評估認證單位(meta-evaluation institution)。

2023 年考試院黃院長率所屬部會同仁參訪英國時，瞭解近年甚為成功由內閣辦公室啟動的政府人員彈性快速甄選(Fast Stream)制度。本次參訪之美國，則有不受官等職等及俸表結構限制的高級行政主管(SES)制度(按：OECD 國家亦師法美國 SES，陸續建立類似的高階文官制度)，SES 職位的甄補係兼採內陞與外補制，以開放性架構招募各界具備專業知能、經驗、學識的高階文官，該制度與英國的 Fast Stream 相若，在人事選才上都是採彈性多元方式，尊重機關自主選擇的運作機制。

我國憲法 85 條規定，公務人員之選拔，應實行公開競爭之考試制度，非經考試及格者，不得任用。並未限制中央與地方應如何考選人才，法律上亦未明確授權或禁止；惟現行依據五權分立體制及憲定考試院職掌所制定之國家人事法制與政策，所有公務人員不分中央、地方，原則上均須在統一之考選制度下分發任用，相較於英、美等先進國家係由中央與地方用人機關分別主導考選，且採彈性多元方式用人，兩種制度在本質上可說大相逕庭，或難以直接比較論斷，然古語有云：「取法乎上，僅得其中；取法乎中，僅得其下。」我國源自歐陸法系的法制體系雖與英美法系不同，但既然憲法並未就公務人員公開競爭考試之辦理方式有所明文或禁止分權、授權，考試院相關部會在做好國際比較與各項適法性的釐清之後，應尚有適時研議調整，取法乎上的空間。

三、 貝萊德

貝萊德為全球規模最大的資產管理集團，致力為客戶取得長期及穩定之投資報酬、達成財務目標。貝萊德目前為退撫基金國外委託受託機構，為退撫基金長期合作夥伴。因貝萊德為 TSP 資產管理機構，此次也透過貝萊德安排拜訪 TSP，雙方做意見交流。我們也順道至貝萊德華盛頓辦公室，就地緣政治議題進行了解，團隊認為因各國保護主義持續、全球多數國家舉行大選，今年波動性將持續。

而此行貝萊德全球總裁，創辦人之一的 Robert S. Kapito 與我們交換意見時也提到最新的 AI 投資浪潮只是個開始，未來因應 AI 而產生之相關基礎建設、電力相關投資機會，將可以持續成為全球經濟成長的動能。貝萊德團隊也分享管理其他退休金計畫之生命週期基金，在退休時，因國情、金融市場不同，其資產配置存在很大的差異(如澳洲在屆期退休時，其生命週期基金之股票佔比近 60%，風險承擔高，反觀日本因較風險趨避，生命週期基金在退休時之股票部位佔比僅 20%)。

由於另類資產為全球退休金投資趨勢，貝萊德也分享了私募市場之投資主題包括人口老化、AI 相關、低碳轉型等投資機會。基管局刻正規劃私募市場之委託案，貝萊德也就投資前之盡職調查及投資後之風險控管、委託案例及投資組合建構提供許多建議，可供退撫基金做為參考。

四、 摩根大通

摩根大通為基管局國外保管機構第一銀行之合作保管銀行，自 2009 年為退撫基金保管國外資產。本次受訓，除分享全球經濟展望、地緣政治風險外，另就保管銀行觀點提供美國退休金產業發展方向，趨勢包括由 DB 制轉向 DC 制，資產配置也更趨多元，在公共退休金中另類投資比重已超過三分之一(截至 2023 年資料)。持續追求高殖利率、風險轉移、流動性挑戰、數位轉型及資料透明度要求以及外包服務的擴展與整合等，均為退休金之發展趨勢。

摩根大通分享確定提撥制之觀察及挑戰，其中提撥率不足的問題可使用自動提撥來協助提高，參與者對自動提撥的支持也持續上升。另外建立足夠之緊急救難儲蓄也有其必要，因若從退休金帳戶貸款及提款對帳戶有重大負面影響。在退休金提領方面，最新研究表明選擇留在退休計畫的人數顯著增加。

摩根大通分享私募市場投資趨勢，根據 Pension & Investments' survey 研究，美國及歐洲的退休金客戶將資金高度布局在另類資產中，截至 2023 年 9 月底止，私募基金(Private Equity)在大型退休金的配置比例中佔比達 41%。而由於基管局刻正規劃私募市場之委託案，對於未來私募市場投資，摩根大通也針對保管銀行可提供有關營運面風險控制及分析工具，包括資本現金管理、投資組合評價、報告分析服務等提出說明，使基管局更加了解私募市場行政作業實務，對於未來委託案規劃頗有助益。

伍、結語

社會上屢有要求提高政府基金收益的呼聲，2023 年國內外股市上揚，由考試院負責的退撫基金與公保準備金操作，盈餘逾 1,600 億，因此在 2024 年中可供利用或投資的運用規模，已逾 1.5 兆規模(包括繳費、挹注、撥補、與盈餘等項收入，扣除給付之後的數額。退撫基金部分近兆，公保準備金部分約 5 千 7 百億，公保依法由台銀代為操作)。退撫基金合計公保準備金，20 年平均年度收益率已高於 4%，2024 年前兩季(迄六月底)已獲利逾 2,200 億，期中收益率大於 16%，合計 2023 年的 1,600 多億盈餘，逾 3,800 億。該一年半的盈餘數值，已超過民 107 年以來年改所擲節與政府挹注進入基金的 2,600 來億，這種成功的雙軌並行，是退撫基金永續經營的良好基礎。

考試院雖是五權分立下的憲法機關，但因人事、主計、警政、與政風一條鞭的體制，每年預算都須經過行政院主計處匡列。在一個財務編列處處受限的大機關中，好在有一個手上掌握 1.5 兆可用資產，與國內外金融市場及資產配置連動的基金管理局與銓敘部監理司，而且這兩三年來，創造出每年逾千億的大筆盈餘，可說無所不利，也算是對軍公教退撫的永續發展，做出重大貢獻。不過金融市場是個不確定性特高的地方，面對美國大選與世界地緣政治以及台灣本身安全的各項風險因素，我們還是要戒慎恐懼步步為營，做好資產配置為要。

台灣在憲法上並未限制中央與地方應如何選才，法律上亦未明確授權或禁止，卻在政策上，發展出一種容易管理的中央集權式考選及分發方式，而非英美式或日本式之彈性多元作法。台灣源自歐陸法系的底子雖然與英美法系不同，但台灣的憲法與法律，其實並沒有把文官考選這件事，綁得這麼死，我們在做好國際比較與各項適法性的釐清之後，應該還有再度調整，取法乎上的空間。

陸、附錄

一、貝萊德財務管理公司受訓資料

二、摩根大通銀行受訓資料