

公務人員退休撫卹基金管理委員會第 255 次委員會議紀錄

時間：民國 109 年 6 月 12 日(星期五)下午 2 時 30 分

地點：考試院傳賢樓 10 樓會議室

主席：周主任委員弘憲

紀錄：汪碧禎

出席人員：

韋副主任委員亭旭	吳委員永乾	張委員光第
盧委員秋玲	岳委員夢蘭	陳委員聖賢
廖委員四郎	張委員琬喻	黃委員美綺
李委員定中（黃少校貞溶代）		
蕭委員家旗（張副組長麗惠代）		陳委員焜元
詹委員嫻珺	陳委員素枝	張委員素珍
林顧問淑玲	趙顧問莊敏	林顧問建秀
張顧問士傑	林顧問建智	李顧問啓賢
邱顧問文昌		

列席單位及人員：

一、考試院：

藍專門委員慶煌 江科長銀世

二、公務人員退休撫卹基金監理委員會：

陳專門委員明堂	李簡任稽核智民	陳視察金懋
周專員思源	林組員姿秀	

三、本會：陳主任秘書樞

林組長秋敏	呂組長明珠	張組長淑惠
-------	-------	-------

張主任東隆

李主任蘊真

王主任兼善

楊主任惠娟

蔡專門委員雯

周科長麗珍

請假人員：

張委員素惠

沈顧問慧雅

莊顧問文議

周顧問冠男

何顧問耕宇

壹、主席致詞：(略)

貳、宣讀本會第 254 次委員會議紀錄。

決定：紀錄確定。

參、報告事項：

一、有關本會第 253 次暨第 254 次委員會議決議(定)事項管制情形一案，報請鑒察。

決定：洽悉。

二、有關本會提報基金監理會第 115 次委員會議議案審議結果，報請鑒察。

決定：洽悉。

三、業務單位工作報告(由業務組、財務組、稽核組、資訊室、主計室依序報告)。

林組長秋敏報告：(略)

呂組長明珠報告：(略)

林顧問建智：

107 年度國內委託之委託期間是 109 年 3 月 24 日至 114 年 3 月 23 日，108 年度之委託期間卻是 109 年 2 月 7 日至 114 年 2 月 6 日，請問原因為何？

呂組長明珠說明：

108 年底整體國內委託配置偏低，再加上今年初股市來到相對高點，本會基於風險考量，先辦理 108 年度絕對報酬

型委託撥款，讓受託機構經理人自行判斷持股水位。另 3 月份趁股市回檔修正時再辦理 107 年度相對報酬型委託撥款。

張委員光第：

今年截至 4 月底為止之基金報酬率為-6%，是否分析與其他政府基金之差異原因？另是否考量將委託經營未撥款部分先辦理撥款？

呂組長明珠說明：

各政府基金在資本利得部位相差不遠，但在國內外之比重稍有不同，本基金國外比重相對於勞退新制及舊制較低。基本上國內幾個主要的基金，大致上都採穩健型之操作，股債大致平衡，在此時機點還是較注重風險控管。另外，本基金國外委託皆已撥款完畢，僅部分帳戶加碼部分尚未撥款完畢，最近已有部分撥款。

盧委員秋玲：

報告中目前為止尚未撥款部分國內有 440 億，已無國外未撥款金額，是否國外委託都會較快撥款，國內委託則伺機而動？

呂組長明珠說明：

因為國內委託皆為股票類型，國外委託 105 年是多元資產型，106 年則是總報酬固定收益型，撥款時點不一定要等到一個絕對低點。國內未撥款部分，因過去 1、2 年股市在萬點以上，本基金確實較慢撥款，另外則是部分帳戶因績效不佳而收回，但未立即回補。

岳委員夢蘭：

國內委託 107 年相對報酬股票型和 108 年絕對報酬股票型其中有三家受託機構重複，但報酬率相差非常多，請問這三家受託機構兩批次委託帳戶之持股內容是否有所不同？

呂組長明珠說明：

主要係因委託類型不同，且撥款日期也不同，今年 3 月份股市下跌幅度相當大，年初先撥絕對報酬型委託，因為不用追蹤指標，希望經理人能依照專業判斷調整持股比重。另外，相對報酬型進場時點相當不錯，因必須要追上指數，所以持股較高類型不同也會影響持股的策略，在股市上漲的時候，相對報酬型比絕對報酬型持股約 50%-60%水位的表現好，如果在股市下跌時候，絕對報酬型的抗跌性就會展現，所以策略上確實是有不同，至於同一家持股內容是否相同，實務上，不同經理人持股不會完全相同，但發現同一家受託機構對某些個股的看好度有一致性，持股也有些雷同。

陳委員聖賢：

個人認為 107 年委託案的委託時間點相當好，剛好在相對低點時委託，又是相對報酬型的股票投資，但是績效相對於指標還是落後，是否因為受託機構的操作較為保守？

呂組長明珠說明：

那段時間撥款時點不錯，但是對經理人而言不好操作，因為撥完後連續 2 天大漲，操作績效很難跟上指標，但這不代表經理人能力不好或是比較保守，目前各帳戶績效均已逐步改善。

李顧問啓賢：

建議撥款之前先通知受託機構，至少讓受託機構可以事先準備，操作也較為從容。

呂組長明珠說明：

本基金對未撥款的帳戶均會說明隨時有可能撥款，但是 107 年這批績效落後指標是市場因素造成，李顧問意見會參酌。

張組長淑惠報告：(略)

張主任東隆報告：(略)

王主任兼善報告：(略)

決定：洽悉。另各委員顧問意見請財務組參考。

肆、討論事項

- 一、有關本會所擬「公務人員退休撫卹基金 110 年度運用方針(草案)」及「公務人員退休撫卹基金 110 年度運用計畫(草案)」一案，提請審議。

呂組長明珠說明：

針對提案內容及監理會書面意見說明(略)。

監理會陳專門委員明堂：

有關本會第 3 點意見，國外對於絕對報酬型之認定，一般包含於另類投資項下，且並非只包含全球多元資產型，亦可以單類資產操作，此與國內定義不同，所以國內委託經營絕對報酬型可歸類為另類投資；例如若按美國加州公務員退休基金(CalPERS)的分類，絕對報酬型之認定係以策略而非以所投資之資產分類，故管理會可考量將國內委託經營絕對報酬型歸類於另類投資，若如此調整，將可增加本基金整體另類投資的比重。

呂組長明珠說明：

目前國內其他政府基金未將國內絕對報酬型委託歸類為另類投資，且該類型委託的收益來源並沒有另類投資成份。

監理會陳專門委員明堂：

根據 CalPERS 資料，所謂絕對報酬型，並非一定是多元資產，亦可為單一資產類別，如絕對報酬可為股票型、債券型或多元資產型，不同資產類別均能以絕對報酬方式進行設計，並無僅能以多元資產進行絕對報酬操作之情況，國外實務上確有不同認知，提供財務組參考。

呂組長明珠說明：

是否要調整國內委託經營之分類，其依據為何以及是否

有共識等因素，應慎重考慮。

黃委員美綺：

請問運用組合規劃表中，歷年預定收益率準確度如何？

呂組長明珠說明：

預定收益率之訂定是採長期平均的概念，要看過去一段時間的平均表現，以去年來講，基金整體實際收益率是 10 點多，目前則是負值，不見得都會剛剛好一模一樣，是希望能夠達到的平均數。

張委員光第：

1. 議程第 89 頁台灣經濟成長率預測表，國際貨幣基金是 -4.0%，IHS Markit 是 -1.3%，其他都是正值，各預測機構差異很大，請問財務組想法如何？
2. 因人力不足，贊成財務組作法，將只佔 0.2% 的國外上市(上櫃)公司股票及 ETF 和短期票券及庫券刪除。也贊成增加國外債券。
3. 贊成另類投資從 6% 提升至 7.1%，但國外委託另類投資占 6.5%，為何自行經營要增加 0.6% 的另類投資，既然人力已經不足，何不乾脆將另類投資全部委託給專家處理？個人認為這部分一定要委請專業，另類投資無論是 REITs 或是公共建設，如果沒有長期經營，不容易獲利。監理會會議紀錄，李副院長有提到避險基金、私募基金目前都沒有投資，這兩類或許都可以考慮。

呂組長明珠說明：

1. 議程 89 頁經濟成長預測，國內跟國際機構差異性的確很大，但沒有辦法知道預測機構的編製來源跟基礎，目前看到第 1 季國內的經濟狀況有比國外好一些。目前最新營收部分到 5 月都還可以，但是下半年展望透明度不高，目前國內生產各方面運作上都還算可以，唯一的變數應該是在

下半年會不會受到各國疫情復發，或是需求減緩影響，目前經濟成長率無法判斷何者準確。

2.有關另類投資配置，在國外自營受益憑證部分主要是指投資私募基金，配置 0.6%的原因是自營速度上會比較快，委託之金額較大、招標文件準備以及法律文件規劃等因素，期程會較久。為了讓同仁能夠有實務運作經驗，會從私募基金先進行投資，未來才會朝委託部分去做。另外，本基金並未規劃投資避險基金，近年來避險基金之績效並不理想，風險也不低，本基金主要是規劃私募權益證券方面之投資。

林顧問建秀：

請問關於國外債券增加比重，期間是短期、中期還是長期？另外，自營買國外債券都是持有到到期以鎖住殖利率，但去年有一度出現殖利率倒掛情形，如果長期殖利率走低，債券價格大幅上漲，為何不考慮將債券賣出，以獲取資本利得？

呂組長明珠說明：

因自營國外債券與國外固定收益型委託之策略不同，在自營部分是希望能夠獲得穩定的收益，目前國外債券的歷年收益率都有 3%以上，長期收息對本基金的貢獻不少，在交易獲取資本利得部分則有國外固定收益型委託。另外，債券買進年期的長短，本基金會看市場及到期資金的狀況，儘量顧及資金到期的分散性。

張顧問士傑：

針對債券交易，現階段來講基本上都在降息，Fed 說不定會到零利率，一般金融機構買債券，放在持有至到期的比例在下降當中，個人覺得適度彈性也是必要的，如果因為信用評等下降或者擔心未來有不好的結果，可試著做一些交

易，不一定要整個鎖在持有至到期。另外，因為美國一直在降息，勢必美元價值未來會往下降，本基金國外比例並沒有調降，而是緩步提升，如果美元價值下降，是否影響本基金資產配置？現階段台灣能夠投資的標的非常少，只有股票的部份，往國外是一個方式，但如果未來美元大幅貶值的話，是否會影響基金的發展？

呂組長明珠說明：

誠如張顧問所提，國內可投資運用的項目較少，除了股票之外只有債券，而債券利率確實很低。國外投資須考量匯兌風險，本基金會儘量分散幣別，但主要還是以美元為主。如果美元相對於台幣大幅貶值，對本基金是有不利的影響，但從過往歷史來看，美元相對於台幣而言，還算是在一定區間內波動，長期而言，國外投資有其一定的價值，目前國內及國外投資大致上各占五成。

邱顧問文昌：

- 1.關於將國外上市櫃公司股票及 ETF 刪除，報告中說明係因人力配置不足，而且 ETF 的種類繁多，此說法可再斟酌，因為國內 ETF 的種類也不少，但如果因為人力的關係要刪除，個人無太大意見。另國內外債券之說明，亦可斟酌調整，因為都是講資金寬鬆，但一個調升一個調降，容易讓人混淆。
- 2.基金運用概況表列出 3 個年度的預定收益率及實際收益率，但是往往差異很大，預估之收益率數字比較沒有意義，如何選股很重要，很多選股模式都已經到達智能選股及多因子量化模型，請問操作不錯的受託機構是否有什麼好的模型或者是策略，可供本基金參考？

呂組長明珠說明：

- 1.基本上本基金運用計畫預定收益率是採長期平均的概念來

訂定，這與實際績效的檢視要分開來看。而基金整體績效評估指標是根據市場資料來做檢視，年度的表現要回歸到每個運用項目，個別檢視其操作是不是能夠跟上市場走勢。有關邱顧問建議國內外債券中心配置比例調整的說明，將再檢視報告內容，若有不足或有牴觸的部分，會進行修正。

2. 選股部分，包括基本面選股、情緒因子、多因子等策略或模型，每家受託機構都有相關研究人員，資源比本基金多很多，以大型的投信來講，研究員的配置就超過我們整個股票團隊好幾倍。本基金主要是以基本面選股為主，追蹤基本財務狀況以及未來前景展望，主要以大型股及 ETF 為主。未來如果國內委託經營的操作績效更卓著或是更穩定時，也可以把較多的部位交給投信操作。

岳委員夢蘭：

國外股票及 ETF 的年度預定收益率有 6%，其實是很好，刪除理由是人力不夠，但又要去投資另類資產，而且是私募權益證券，這需要更多人力，國外 ETF 種類非常多，可買追蹤股價指數的 ETF，這樣比較簡單，個人覺得刪除有點可惜。

韋副主任委員亭旭：

雖然名稱是國外上市、上櫃公司股票及 ETF，但目前只有投資少量的 ETF，今年的配置也只有佔 0.1%，為了 0.1% 的配置，必須要有至少 0.5 個人力，因此內部討論覺得國外委託大部分也是追隨市場，不管是全球股票型、新興市場或亞太市場，可以做類別區分，也比較專業，0.1% 的配置如果能夠減少的話，人力除了可以放在未來新增的私募基金之外，對受託機構的監理人力也可多一點，所以權衡人力跟配置比例，決定刪除明年國外股票及 ETF 之配置。

詹委員瑛琿：

初步了解主計總處 5 月底公布的經濟預測，是依據市場上或行業別實際調查結果估測，至於國際機構與主計總處之預測差異很大部分，據瞭解 IMF 估測之基本來源資料僅是一些研究機構文件，並非實際調查結果，所以落差很大應該是來自估測的基礎資料有相當程度資訊落差所致。

陳委員聖賢：

1. 收益率預測是很困難的事情，因為最近幾年波動很大，預期未來波動更大，所以預期報酬應是長期性的報酬率，每年實際報酬率跟預期報酬率會有所差距，只要確保長期的報酬率接近預期的報酬率即可。
2. 有關刪除國外股票及 ETF 部分，如果藉由委外操作可達成收益目標的話，自行操作較不必要。除非有足夠證據顯示，自營投資之績效比較好，若無，透過委外投資是可行的。
3. 整個計畫最重要主軸是明年波動還是很大，因要降低風險，相對較注意各類配置，但最後資產配置中固定收益比例反而降低 1.4%，覺得不太符合主軸。同樣情形也發生在另類資產，透過另類資產分散風險，可是另類資產本身的風險是高的，整體風險是否下降仍不一定，建議論述與資產配置要有一致性，要讓整個說明更完整。另有關國內投資相對於去年減少 0.3%，可否說明為何國內投資會減少？

呂組長明珠說明：

其實今年的配置較無法直接從固定收益減少來看，今年稍微複雜之原因是因為有做幾個分類調整，包括國內委託固定收益改為依委託類型來區分，性質上是接近的，但看到的是固定收益減少。陳委員提到要強調注重未來的投資風險，會再考量如何增加相關說明。另外，國內債券減少 0.3%，國外委託另類投資類型增加 0.5%，主要是考量國內適合的投資標的較少，而國外的投資工具較多元，特別是在另類投資部

分。

林顧問淑玲：

- 1.110 年度運用組合規劃表備註三第 1 點說明國外受益憑證及共同信託基金預定收益率為 4.59%，及第 2 點國外委託經營的預定收益率為 5.09%，請問這些數字如何產生？
- 2.110 年度運用組合規劃表之預定收益率與最近 3 年基金運用概況表中預定收益率落差不大，但最近 3 年基金運用概況表中 109 年度截至 4 月底為止，因受到疫情影響，部分資本利得項目的表現與預定收益率落差很大，請問 110 年度預定收益率，是否仍如過去 3 年來如此樂觀預期？
- 3.110 年度風險限額表，風險限額是各運用項目成分風險值除以可運用資金，可運用資金在報告中有提到預估 110 年會有 6,204.05 億元，如果可運用資金不如預期這麼多時，請問各項目的風險限額是否也會提升？建議將各運用項目成分風險值也列出來，可以跟過去 3 年各運用項目成分風險值做比較。

呂組長明珠說明：

- 1.110 年度運用組合規劃表備註三，國外受益憑證及共同信託基金、國外委託經營之預定收益率係按其資本利得、固定收益及另類投資之中心配置比例加權平均，僅作為前開項目之參考，並作為過渡期間比較之用。
- 2.預定收益率之預估不容易完全準確，故依照過往以長期平均值作為參數的預估模式，較為審慎妥當，至於實際執行結果仍需隨時以市場指標再做檢視。
- 3.各運用項目的成份風險值與其市值及市場波動度呈正相關，所以市值增加時，其成份風險值也會增加，故一般在做風險控管時，所採用的風險限額是指成份風險值占市值的比例，而不是以風險值來控管。

決議：

- (一) 照案通過，並依委員、顧問意見修正說明文字後提報本基金監理委員會審議。
- (二) 監理會及各委員、顧問意見請財務組參考。

二、謹擬具「公務人員退休撫卹基金 110 年度預算案」，提請審議。

王主任兼善說明：

針對提案內容補充說明（略）。

陳委員焜元：

1. 報告中提到提撥率部分，已經經過管理會及監理會同意，以 13% 編列。不過法律程序仍需考試院會同行政院釐定費率，確定後公告，現在預算已用 13% 編列，程序上是否需要再做些說明？
2. 預算案第 38 頁提到精算評估基礎。依照管理會委託第 7 次精算案民國 108 年 12 月 31 日，第 7 次精算案計算基準是 106 年 12 月 31 日，處理標準是否一致？
3. 今日上午在立法院召開協調會，邀請公教團體，包括現職及退休人員，討論有關提撥費率問題，在年金改革過程，大家對很多問題其實都已經有些對話，今天涉及回到年改原來規劃方式調整提撥費率時，馬上被挑戰的是基金績效以及基金管理制度，這兩個問題在場現職或退休團體反應強烈，尤其認為在這兩部分政府責任並未說明情況下，就從提撥費率做處理是否適當？建議管理會好好準備，國民黨團在今天的決議中特別提到一定會透過預算，包括修退撫條例相關規範，來回應今天在協調會上的反應，在會場上雖然管理會代表非常辛苦將整個過程做完整說明，但有關績效部分確實很難在公開場合談得非常清楚，管理會在此議題上需要先行準備，以免下個會期時會有狀況。

王主任兼善說明：

有關精算部分，雖然第 7 次大精算是以 106 年資料為推估基準，但每 1 年都會進行小精算更新，這些附件內容乃是更新過後之數據。

林組長秋敏說明：

有關公務人員提撥費率一案，業於 109 年 6 月 4 日考試院第 12 屆第 288 次院會討論決議通過，目前還要等行政院同意會銜，110 年度預算案後續還要再送請監理會審議，如有最新進度，將適時於總說明補充。

決議：

- (一) 照案通過，並視行政院主計總處預算核列或立法院審議 109 年度附屬單位預算等情形，配合修正本基金 110 年度預算案，並函報本基金監理委員會覆核。
- (二) 陳委員意見請各組室參考。

散會：下午 16 時 30 分

主 席 周弘憲