

公務人員退休撫卹基金管理委員會第 194 次委員會議紀錄

時間：民國 104 年 5 月 8 日(星期五)下午 2 時 30 分

地點：考試院傳賢樓 4 樓會議室

主席：張主任委員哲琛

記錄：吳婷

出席人員：

蔡副主任委員豐清	丁委員克華	陳委員登源
吳委員永乾	張委員光第	盧委員秋玲
方委員嘉麟	岳委員夢蘭	
徐委員衍璞（黃少校友隆代）		凌委員忠嫻
張委員秋元	許委員永議	賴委員佩技
沈顧問慧雅	陳顧問聖賢	廖顧問四郎
戚顧問務君	馬顧問嘉應	趙顧問莊敏

列席單位及人員：

一、考試院：熊組長忠勇

二、公務人員退休撫卹基金監理委員會：

李專門委員洪琳	許簡任稽核欣欣	于稽核建中
陳專員金懋	黃組員詩淳	

三、本會：莊主任秘書淑芳

陳組長樞	張組長淑惠	呂組長明珠
張主任東隆	王主任兼善	朱主任美櫻

林專門委員秋敏

陳專門委員淑君

張約聘人員維祺

簡專門委員淑娟

楊科長惠麗

魏科長淑貞

余科長桂美

林科長建宏

蔡科長雯

游科長淑君

陳科長銘琦

萬科長慰椿

請假人員：

吳委員中書

陳委員焜元

張委員素惠

林顧問建甫

王顧問泰昌

胡顧問星陽

李顧問志宏

林顧問允永

陳顧問達新

林顧問淑玲

張顧問琬喻

李主任蘊真

黃科長泉興

壹、主席致詞：(略)

貳、宣讀本會第 193 次委員會議紀錄。

決定：紀錄確定。

參、報告事項：

一、有關本會第 192 次暨第 193 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、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)。

陳組長樞報告：(略)

張組長淑惠報告：(略)

盧委員秋玲：

臺幣及外幣銀行存款配置比例稍高，由於其中包含已辦理

完成尚未撥款之委託金額，為避免閱讀者誤解，建議在各投資項目運用概況表中附註說明待撥金額，俾能更明瞭實際配置情形。

陳顧問聖賢：

- 1.第 6 次國外委託經營分國際股票型及新興股票型，前者報酬率高於後者很多，以退撫基金投資策略而言，風險越分散越好，實務上國際股票型亦確實比單一市場佳，且單一市場若反轉則報酬率迅速下降，表示分散投資風險很重要。另再以委託期間同為 102 年至 106 年的國外第 4 次續約國際股票型及第 8 次新興債券型為例，第 4 次續約績效高於第 8 次甚多，代表資產配置影響獲利情形，因此辦理委外經營業務時，分散風險及資產配置等策略係為決定未來績效的因素，應多加思考。
- 2.截至 104 年 3 月底止，國內委託經營期間收益率 2.91% 高於國外委託經營 0.65%，雖台股漲幅 3% 高於 MSCI 全球指數 2.31%，惟就漲幅而言差距不大，最主要仍為匯率波動所致。例如第 10 次國外委託之美元報酬率為正數，換算新台幣報酬率則變為負數，雖以前曾因新台幣貶值而使績效提升，惟若遇到匯率變動的循環週期，整體績效差距將隨之擴大，對於匯率波動，退撫基金係採自然避險或有其他避險策略，必須審慎思考。
- 3.國內第 8 次續約之委託案，雖報酬率不錯，但相對大盤指數仍有差距，是否係因絕對報酬股票型之續約委託，導致受託業者操作策略未能如以往積極？請財務組了解相關因素。

張委員光第：

預估投資基礎建設在未來 10 年應有獲得較高報酬之機會，另商業不動產 REITs 因有租金等收入相對更為穩定，而反

應在股價上也相對較佳，若無特殊因素考量，建議應儘早入場投資。

岳委員夢蘭：

最近國內市場發行與陸股連動之 ETF，不論作多、作空種類很多，且聽說年底會掛牌發行連動能源之 ETF，請問退撫基金在國內投資部位是否可投資該 ETF？

張組長淑惠說明：

1. 陳顧問所提有關委外經營之分散風險及資產配置等意見，本組將予以參酌。另外匯率避險部分，本會前曾邀請專家學者針對此議題進行討論，多數與會人員認為擬定有效匯率避險策略難度高，不易掌握良好之時間點及避險比率，且匯率走勢預測困難，長期下來需付出極高之避險成本，基於外匯避險之成本效益考量，大都建議使用自然避險方式最佳。國外委託經營多屬國際型委託，由受託業者依其策略以不同幣別分散投資世界各地，由於委託金額係以美元撥款，而本會各項財務報表係以新台幣呈現，故而產生未實現匯兌損益。其次，第 8 次續約之匯豐中華投信為絕對報酬型委託案，本會所訂目標收益將影響其配置策略，該批次經理人認為台股為相對高點，採較保守之方式，維持較低之持股比例，以期契約期滿時可達到本會所訂目標收益，是以績效低於大盤指數，已在季簡報中予以溝通說明。
2. 第 10 次國外委託尚有部分基礎建設股票型及全球不動產股票型等委託金額未撥款，將適時予以撥款。
3. 只要在國內市場發行之 ETF 均可納為本會投資標的，近期陸股表現不錯，相關與陸股連動之 ETF，本組將視市場狀況進行投資。

廖顧問四郎：

1. 國外債券成分風險值占市值比為 1.27%，高於風險限額 0.92%，成分風險值 4.40 億元大於風險限額 3.67 億元，2 者風險分析一致；而外幣銀行存款成分風險值占市值比為 0.29%，低於風險限額 0.55%，其成分風險值 1.21 億元卻大於風險限額 0.94 億元，2 者風險分析不一致，請問原因為何？
2. 建議在「各運用項目成分風險值占市值比情形」之圖表加上各運用項目風險限額之標示，俾能更清楚表示風險超限情形。

呂組長明珠說明：

有關外幣銀行存款成分風險值占市值比對風險限額分析及成分風險值對風險限額分析不一致，應是受實際資產配置金額與預估配置金額之影響所致，詳細緣由應可再查明。

呂組長明珠報告：(略)

張主任東隆報告：(略)

王主任兼善報告：(略)

凌委員忠嫻：

有關中央政府各機關退撫基金 e 化代繳作業機制與相關作業系統業已完成建置，並自本(104)年 3 月份起邀請 23 個機關實施試辦作業，試辦結果令人滿意，爰請管理會能協助自本年 7 月 1 日起全面正式實施。

張主任委員哲琛：

本年 7 月 1 日起全面正式實施 e 化代繳作業應沒問題。

盧委員秋玲：

資訊室及主計室報告內容含多項數據，若能加以分析運用，才能發揮功效。

王主任兼善說明：

本室工作報告資料與相關組室提報數據連動具同質性，若有需求將再研議。

決定：

(一) 洽悉。

(二) 請財務組參考盧委員及廖顧問意見修正相關報表；另各委員顧問有關投資策略等意見併同參考。

(三) 盧委員有關報表數據分析運用等意見請參考。

肆、討論事項：

一、謹擬具「公務人員退休撫卹基金國外資產證券化商品投資作業規定第 4 點修正草案」，提請審議。

監理會許簡任稽核欣欣：

針對監理會書面意見補充說明（略）。

張組長淑惠說明：

針對提案內容及監理會意見補充說明（略）。

張委員光第：

個人贊成本案提高投資額度限制。因由 GNMA 發行之不動產抵押貸款債權憑證(CMO)之殖利率高且信評佳、風險低，較其他債券收益佳，有利於退撫基金投資，甚至可再提高投資金額。至於監理會所提有關提前償還貸款問題，因 GNMA 所擔保由一般商業銀行發行的不動產抵押貸款債權，係為照顧中低收入所發行的商品，並由美國政府信用全額擔保，應無此疑慮。而 GNMA 所擔保之商品，因屬於證券化商品，投資報酬率高，且受美國政府層層保護，本息支付無虞，故安全性高。

岳委員夢蘭：

債券係很好的投資標的，而證券化商品與政府債券最大差異僅在於提前償還風險。退撫基金投資的 CMO 應類似 MBS(不動產抵押貸款債權擔保證券)的變化商品，CMO 產品種類很多，比較傳統的是以提前還款速度去分券，可藉由選擇投資短期 3 年、5 年或長期 10 年、15 年等不同期限去控制還款速度，

建議可選擇以到期日不同之債券來控管提前償還風險。

陳顧問聖賢：

一般投資債券大都仍以美國市場為主，分散投資其他國家債券難度蠻高，因此匯率風險是個問題。若債券之到期日能分散配置，償還本金時點便不會太集中，建議可將持有債券依不同到期日之還款金額以圖表呈現，若集中某一時點則代表其匯兌風險高，若能均勻分配則表示匯兌風險低。有關提前償還問題係屬不確定的現金流量風險，監理會之擔憂可稍為降低。退撫基金投資債券策略為持有至到期日為主，由於各政府經管法規趨嚴，造成市場上債券投資之流動性大幅減少，且至 2017 年債市可能會有拋售情形出現，因此持有至到期日再償還本金是避免流動性風險之良好策略，若到期日前便出售則有風險存在。為何歐洲有負利率債出現，係因股、債性質對調，債有股票的性質、股有傳統債的性質，未來債的波動性風險相對增加，贊成本案投資限額調高，因投資未必會達上限，但對債券的特性變化必須特別注意才能降低投資風險。

盧委員秋玲：

本案投資限額調高沒有問題，惟 MBS 商品種類複雜，雖部分商品利率高且信評不錯，但與風險高獲利高之投資理論相違背，且若分券太多太複雜，對產品又不夠了解，容易踩到地雷，市場上信評有時候並不可靠，亦曾發生問題，建議投資時儘量選擇較為簡單的投資標的，並謹慎為之。

陳委員登源：

只要有利於退撫基金運作，本人不反對此案，惟在投資時需注意各委員顧問所提之重點。目前世界各國似乎有拋售政府債券行為，資金又不可能全部流向股市，因而全球基礎建設之投資是很好的標的值得參考。惟購買同一機構之證券庫存總

額，以國外債券調整後之比例限制，風險似乎稍高，必須更為謹慎。

張委員光第：

補充說明債市為何在 2017 年會有一波衝擊，係因 2006、2007 年大量發行之 CMBS（商業抵押擔保證券）即將到期，屆時持有人若須再融資，利率可能上升，則其成本將增加，亦會使資金產生排擠效應。

張組長淑惠說明：

目前本會投資債券策略係以持有至到期日為主。國外債券投資種類雖多，但有些殖利率並不高，且美元部位尚有資金，爰選擇 GNMA 所擔保的 CMO，其債信等同於美國政府債券，殖利率約介於 2.70%~3.10% 區間，且歷經次貸、雷曼兄弟破產等危機後未受影響，並獲美國政府信用全額擔保，安全應無虞；在配置方面，亦會以不同到期日來分散投資以避免風險。基於資金的有效運用，爰希望能提高投資比例。

廖顧問四郎：

CMO 種類多達 40 餘項，請問退撫基金持有之期限為何？若分別以短、中、長期布局，效益應不錯。美國政府公債交易量大，流動性佳，所以 CMO 殖利率高係因流動性風險貼水，退撫基金投資以長期持有為主，布局此類商品應是很好策略。

張組長淑惠說明：

本會大都以 10 年期為主要投資標的。

盧委員秋玲：

國外委託經營 REITs 部分尚未撥款，最近美國百貨公司及購物中心倒閉很多，撥款時須提醒受託機構避免投資該類商品。

決議：

(一) 照案通過，並函報本基金監理會備查。

(二) 財務組實際從事投資業務時，基金監理會及各委員顧問意見請參考。

二、有關本會所擬「公務人員退休撫卹基金 105 年度運用方針(草案)」及「公務人員退休撫卹基金 105 年度運用計畫(草案)」一案，提請審議。

監理會李專門委員洪琳：

針對監理會書面意見補充說明(略)。

張組長淑惠說明：

針對提案內容及監理會意見補充說明(略)。

丁委員克華：

1. 歐洲、美國、日本及中國大陸等幾個全球較大的證券市場，近幾年因貨幣寬鬆政策使股市上漲過頭，本益比亦過高，反觀台股目前本益比僅約 16 左右，尚屬低點，105 年資金運用若提高國外資本利得配置比重將會有風險，因此基管會規劃國內的資本利得比重高於國外係屬合理。
2. 由於國外債券市場以美國商品居多，若退撫基金匯率避險策略採自然避險方式，則提高前案配置比重應為正確方向。惟大陸 GNP 占全球比重快速成長，建議在自然避險策略下，可參考各國貨幣發行債券商品量占全球 GNP 比重，調整各國貨幣之配置比例，未來大陸在臺灣若有發行殖利率高信評佳之債券商品，應可慎選投資並增加配置比重，亦可達自然避險功能。

決議：

(一) 照案通過，並依程序提報本基金監理會審議。

(二) 基金監理會及丁委員意見請財務組參考。

三、謹擬具「公務人員退休撫卹基金 105 年度預算案」，提請審

議。

監理會李專門委員洪琳：

針對監理會書面意見補充說明（略）。

王主任兼善說明：

針對提案內容及監理會意見補充說明（略）。

陳委員登源：

- 1.有關國庫撥補問題係受退撫基金管理條例規範所致，其實質意義不大，建議可朝拉長計算時間或改變計算收益方式等方向處理，以避免遇到景氣循環低期就需面臨同樣問題。
- 2.軍職人員退撫收繳金額不足支出之問題很嚴重，有關國防部挹注款部分，是否可以預算法規範每年常態編列挹注金額？

許委員永議：

行政院並非專款補助，僅就軍職人員取消免稅配套措施之節餘款，於年度前預估編列為軍職人員退撫基金補助款。以行政院立場而言，最根本方法應是藉由退撫制度改革的推動來解決收支不足等相關問題，若長期以編列專款補助方式解決較為不宜。

決議：

- （一）照案通過，並視行政院主計總處預算額度核列及立法院審議 104 年度附屬單位預算等情形，配合修正本基金 105 年度預算案後，復依程序函報本基金監理會審議。
- （二）有關國庫待撥補數乙節，依基金監理會第 90 次委員會議決議辦理。

散會：下午 4 時 45 分

主 席 張哲琛