公務人員退休撫卹基金管理委員會第 211 次委員會議紀錄

時間：民國 105 年 10 月 14 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：周主任委員弘憲　　記 錄： 吳婷

出席人員：

蔡副主任委員豐清　張委員光第　盧委員秋玲

岳委員夢蘭　徐委員衍璞（陳組長昱昇代）

阮委員清華（戴副署長龍輝代）　李委員秉洲

許委員永議　陳委員焜元　賴委員佩技

沈顧問慧雅　王顧問泰昌　陳顧問聖賢

李顧問志宏　廖顧問四郎　林顧問允永

林顧問淑玲　張顧問琬喻　趙顧問莊敏

林顧問建秀　黃顧問美綺　路顧問祥琛

列席單位及人員：

一、考試院：

胡專門委員淑惠　朱科長琇瑜

二、公務人員退休撫卹基金監理委員會：

張專門委員安時　陳稽察員建明

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	楊專門委員惠麗	陳專門委員淑君
張約聘人員維祺	簡專門委員淑娟	魏科長淑貞
余科長桂美	林科長欣怡	林科長建宏
蔡科長雯	游科長淑君	陳科長銘琦
萬科長慰椿	黃科長泉興	

請假人員：

吳委員永乾	吳委員中書	方委員嘉麟
張委員素惠	胡顧問星陽	戚顧問務君
陳顧問達新	王顧問衍智	

壹、主席致詞：(略)

貳、宣讀本會第 210 次委員會議紀錄。

決定：紀錄確定。

參、報告事項：

一、有關本會第 210 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)。

林組長秋敏報告：(略)

呂組長明珠報告：(略)

張委員光第：

請問國際股票型委託案投資範圍是否包括亞太地區及新興市場？若不同受託機構針對同一投資標的有不同看法，管理會將如何處置？

呂組長明珠說明：

第 4 次續約及第 5 次續約的國際股票型委託案係以 MSCI 全球指數為追蹤指數，投資區域為全球，包括新興市場及已開發國家，目前配置比重較高為美國，亞太區域及新興市場則配置比例較低。而亞太股票型委託案及新興股票型委託案投資範圍僅限於亞太地區如澳洲及新興市場，不同類型委託案有不同的投資範圍及限制，績效參考指標也不相同，各個受託機構對其績效表現需負完全責任，因此對於每個業者之操作邏輯均予以尊重，惟對於投資市場發生之特別情況，管理會均會隨時提醒受託機構需注意並避免發生不妥情事，但不會干涉其配置組合及買賣時點等事宜。

陳顧問聖賢：

105 年資本利得與固定收益中心配置比例分別為 60%及 40%，而期間收益率亦是資本利得高於固定收益甚多，惟實際配置比例卻是固定收益高於資本利得，既然期初預訂方向是正確的，為何不依規劃目標執行？實際配置比例與中心配置比例有所差距，而自行經營與委託經營之配置比例亦有此情形，請說明實際投資行為與預訂策略差異之原因。

呂組長明珠說明：

今年股市高檔震盪波動大，且逐步墊高指數，回顧今年最佳投資時點僅在年初，惟當時市場看法多空分歧，因此佈局較為謹慎，故在年初未完成相關撥款，目前股市已在高點，各受託機構亦有減碼佈局趨勢，檢視各政府基金目前之資本利得配置比重，差異性不大，且依歷年經驗判斷，股市高點加碼佈局易被反轉套牢，當景氣預測為正面時，資本利得配置比重高，能有獲取較高報酬之機會，本組將俟股市回檔時再審慎穩健增加資本利得的配置比重。

黃顧問美綺：

第 6 次新興股票型受託機構瑞萬通博期間報酬率高於指標及目標報酬率甚多，而第 8 次新興債券型各個受託機構之績效表現則都不理想，同為新興市場委託案，績效表現卻差異大，請說明原因。

呂組長明珠說明：

第 6 次辦理之委託案有國際股票型及新興股票型，自 100 年 8 月 16 日開始委託至今已超過 5 年，2 類型委託案同日撥款、委託額度相同，因漲跌趨勢不同而使期間報酬率差異大。新興市場自 100 年後大都為下跌走勢，因此委託期間指標報酬率為負數，瑞萬通博績效表現佳係長期持續累積而成，由於操作模式沒有完全複製指標，且投資類別以民生必需類股為主，故績效表現優於大盤甚多。另第 8 次新興債券型委託案係 102 年 6 月 4 日委託，除大盤走跌外，貨幣貶值亦是報酬不佳之因素，所幸 105 年新興債有 10%以上之漲幅，各受託機構期間報酬率才轉正，因本委託案績效評估參考指標為 70%的美元計價債券及 30%的當地貨幣計價債券，受託機構相對參考指標之加減碼方向及幅度不同，且選擇之標的漲幅不如大盤，以致報酬率低於指標及目標。

李顧問志宏：

請問第 8 次新興債券型委託案投資標的係以公債為主或以公司債為主？個人認為新興債雖利率高但貨幣貶值亦折損獲利情形。

呂組長明珠說明：

本委託案之參考指標雖無公司債成分，但受託機構可以投資。本案撥款係以美元計價，新興市場貨幣貶值確實造成收益率的損失。

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。

肆、討論事項：

謹擬具本會辦理 105 年度國外委託經營業務之公開徵求受託機構申請須知及其相關文件（草案）一案，提請審議。

監理會張專門委員安時：

監理會針對本案提出 7 點意見詳如書面資料，請酌處。

呂組長明珠說明：

針對提案內容及監理會書面意見補充說明（略)。

李顧問志宏：

私募權益證券與一般權益證券之投資特性不同，本案規定業者投資私募權益證券時不得超過基金淨資產價值之 2%，此數據係如何決定？若以委託金額 2 億美元計算僅有 0.04 億美元，投資金額很少，建議可再思考斟酌。另對於最長變現期間不得超過一個月之規定，請再說明相關意涵。投資私募權益證券需相對較長期間才能表現效益，若配置比重不高，流動性並非主要的考量因素，投資策略應與其他運用項目不同。

呂組長明珠說明：

本次係首次開放受託機構投資私募權益證券，為能將相關風險控制在一定範圍內，乃參考國內保險業者投資國外有價證券有關私募權益證券之規範，其次，為保障本基金資金之流動性與安全性，爰有變現期限之規範。

李顧問志宏：

壽險業者各項投資有資金流動性等限制係為資產負債管理所需，資金流動性雖很重要，但若投資比重不高，規範變現期限是

否需要？是否因而影響投資績效？投資私募權益證券有其基本門檻及閉鎖期，且閉鎖期通常是 5 年以上，若強制規範變現期限，容易影響受託機構整個投資策略，既然委託專業經理人操盤就需信任其專業識能，尤其在投資私募權益證券金額不高情況下，可再思考變現期限規定是否需要。

呂組長明珠說明：

辦理受託機構績效評定時，不論到期或提前收回委託資金，均規定業者需在一定期限內變現，若允許延長變現期限，尚需考量該項商品的流動性，對於私募權益證券是否需再增加投資比重或放寬變現期限規範，本組尊重委員會議決議。

林顧問允永：

有關提案說明，開放投資私募權益證券，規定投資時不得超過基金淨資產價值之 2%，為避免被誤會，建議應敘明係該批次委託淨資產價值而非基金整體淨資產價值之 2%。

岳委員夢蘭：

本委託案與之前辦理之委託案最大差異在投資範圍，本次增加私募權益證券及以增加投資效益為目的之衍生性商品，此類商品很多都是 OTC(櫃檯買賣市場)交易，流動性沒有傳統上市(櫃)市場交易高，針對投資標的流動性的衡量標準，受託業者是否訂有明確指標？其次，以 USD 3-Month LIBOR 加計 5%作為目標報酬率係屬相對報酬或絕對報酬之委託案？另目前 3 個月 LIBOR 約為 0.8%，即使未來升息再加計 5%估計至多約為 7%-8%，目標報酬率並未高於之前辦理之股、債委託案，請問本案受託機構資產配置是否一定要多元化，或者可依其判斷將委託資金全部配置於股市或債市？

呂組長明珠說明：

衍生性金融商品相關的投資限制與以往規範相同，受託機構

可依其專業及策略在本案所定之投資範圍及限制內運用，因此可將委託資金全部投入股市或債市。當經濟景氣好轉時，股市雖可獲取較高報酬，但反轉時損失亦高，且近幾年股債市場為多頭走勢，為分散風險爰辦理防禦型之多元資產委託案，不同類型資產有不同程度的保護作用，放寬投資範圍可增加受託機構多項選擇俾便提高獲利機會。

盧委員秋玲：

所謂最長變現期間不得超過一個月係指流動性不得超過 1 個月還是 1 個月內要完成買賣行為？

蔡副主任委員豐清說明：

本案申請須知（草案）投資限制第 9 點規定：投資於私募權益證券之總淨值，於投資時不得超過本基金委託淨資產價值之 2%，且最長變現期間不得超過一個月。有關委託淨資產價值之 2%，係以委託金額 2 億美元計算 2%為投資私募權益證券限額，至於最長變現期間不得超過 1 個月，係指因績效評估辦理委託資金收回業務時，受託機構需自本會通知日起 1 個月內將所有投資於私募權益證券換為現金轉交本會，針對此項規定若委員顧問有其他看法亦可討論。

廖顧問四郎：

本委託案為混合型之投資組合，請問是否事先參考國內外其他基金類此委託案辦理情形，以作為風險及報酬率之評估？同仁跳脫傳統股債思維辦理另類投資類型應給予鼓勵，對於此種較為彈性、更有自主權的委託案，建議應建置相關統計數據，若有不錯之投資效益應可提高配置比重。

呂組長明珠說明：

參考業者提供之資訊及蒐集其他相關資料，多元資產策略過往 10 年之年化毛報酬率約有 7%-8%，波動度約為股市一半，投

資風險可降低，雖在股市多頭時獲利無法與股票型委託案相比，惟若給予適當配置，亦是較為穩健之收益來源。

張委員光第：

個人贊成辦理多元資產投資，惟其投資標的不同且包含股票及債券，為便於資產管理，對於其究屬資本利得或固定收益應妥為分類，已辦理之全球不動產股票型委託及基礎建設股票型委託雖納入另類投資類別，但仍歸類為股票，本案在分類管理上需慎處以避免造成困擾。投資私募權益風險不如想像高，或許可再提高投資比重，很多大型私募權益證券，投資期限都是 5 年以上才可贖回，但本案委託期限為 5 年，業者僅能投資規模較小之標的，金額少且規模時間短，相對報酬率就有限，為提高投報率建議可再增加投資比重及期限。

沈顧問慧雅：

委託經營辦法規定委託經營期限每次最長為 5 年，因此本案委託期間僅能 5 年，未來若該受託機構績效表現優異才能經委員會議同意延長委託期限。

李顧問志宏：

或許不要直接投資 PE fund 而改投資 fund of funds 才能解決此問題。

蔡副主任委員豐清說明：

感謝李顧問意見，PE fund 或是 fund of funds 都是讓投資保留彈性運用。

李顧問志宏：

國內外股債市場獲利情形普遍下降，各國不論退休基金或校務基金對於另類投資比重有越來越高之趨勢，一個好的投資組合應全方位配置，多元資產配置係很好的策略，很高興同仁已著手研議此類產品規劃投資。

張顧問琬喻：

請問本案投資範圍係私募權益證券還是私募股權基金？因私募股權有閉鎖期之限制，私募基金則未必。

呂組長明珠說明：

私募股權基金本會歸類為受益憑證，直接投資未上市上櫃之股票才屬於私募權益證券。

陳顧問聖賢：

任何投資都是報酬與風險之取捨，另類投資比重高，報酬及風險波動度亦高，因此需評估退撫基金可承受之壓力為何，增加私募權益證券之投資比例或許可提高報酬率，但當績效不理想時潛在壓力即相當大。辦理本委託案若僅為平衡股債配置比例則意義不大，惟若為另類資產之投資規劃則可參考其他政府基金作法，將另類資產單獨歸類，不論配置比重、風險及報酬率都獨立計算，方可明確監督及統計相關數據。其次，若改變私募權益證券 2%之投資限制，必須同時考量風險忍受度 8%之限制是否適宜，建議需通盤考量風險與報酬率之相關性。

呂組長明珠說明：

106 年運用計畫已審議通過將另類投資單獨列示，不會併於股或債計算報酬率或配置比重。

廖顧問四郎：

本委託案無法事前掌控業者投資組合，單獨列示為另類投資是必須的，由於開放私募權益證券投資係首次辦理，未有相關實證數據可參考，建議以財務組規劃之比例執行，俟一年後評估業者績效時再予以討論增減投資比重等問題。

陳顧問聖賢：

建議本次委託案投資範圍暫時不包含私募權益證券投資，於明年再參考其他基金作法，單獨規劃辦理此項商品的委託案，這

樣會比較單純。

李顧問志宏：

受託業者在風險忍受限制範圍內配置各項商品形成最佳投資組合，因此建議多留一些空間給經理人運用，倘若對某項商品給與投資比例過小之限制，也許業者便不投資該項資產，本次委託案納入私募權益證券可先熟悉並瞭解其投資方式，未來若要單獨辦理才能有所依據。

周主任委員弘憲說明：

針對投資私募權益證券之限制各委員顧問意見紛歧，建議仍以財務組規劃內容辦理，並請大家再蒐集相關資料俾便明年若要辦理類此委託案時可提供參考。

決議：

（一）照案通過，並據以辦理 105 年度國外委託經營業務，且函報本基金監理委員會備查。

（二）監理會及各委員、顧問意見請財務組參考。

散會：下午 16 時 10 分

主　席　周弘憲