

公務人員退休撫卹基金管理委員會第 239 次委員會議紀錄

時間：民國 108 年 2 月 15 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：

韋副主任委員亭旭	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	傅委員正誠 (黃少校貞溶代)	
蕭委員家旗	陳委員焜元	劉委員嘉偉
賴委員佩技	沈顧問慧雅	趙顧問莊敏
林顧問建秀	莊顧問文議	林顧問建智
周顧問冠男	李顧問啓賢	何顧問耕宇
邱顧問文昌		

列席單位及人員：

一、考試院：

龔參事兼組長癸藝	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：

李專門委員洪琳	李視察智民	周專員思源
呂專員美蘭	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

蔡專門委員雯

張約聘人員維祺

魏科長淑貞

余科長桂美

林科長欣怡

陳科長銘琦

謝科長宜蓉

游科長淑君

萬科長慰椿

黃科長泉興

林科長建宏

請假人員：

吳委員永乾

張委員光第

林委員素安

張委員素惠

林顧問淑玲

張顧問士傑

壹、主席致詞：(略)

貳、宣讀本會第 238 次委員會議紀錄。

決定：紀錄確定。

參、報告事項：

- 一、有關本會第 238 次委員會議決議(定)事項管制情形一案，報請鑒察。

呂組長明珠說明：

管制第 2 案有關本會第 14 批次辦理之 103 年度國內委託經營將於 108 年 3 月 2 日屆期，其經營績效之評定一案，業於 108 年 2 月 12 日以台管財一字第 1081432268 號函通知各受託機構及保管銀行，並函報本基金監理會備查，擬辦情形建請修正為擬予銷管。

決定：本案管制第 2 案修正為銷管，其餘洽悉。

- 二、有關本基金國內委託經營截至 107 年第 4 季底止經營績效情形一案，報請鑒察。

呂組長明珠報告：(略)

監理會李專門委員洪琳：

監理會意見詳如書面資料，請各委員、顧問參閱。

呂組長明珠說明：

針對監理會書面意見補充說明(略)。

盧委員秋玲：

103 年委託案中某一受託機構委託期間報酬率低於同批次其他受託業者，請問是否因更換經理人，或投資策略不佳所致，請說明。

呂組長明珠說明：

該受託機構並未更換經理人，因選股策略判斷不佳，致績效表現不理想，將於本(108)年3月2日屆期收回委託資產。

何顧問耕宇：

105 年辦理之委託案，等待撥款時間較其他批次長，請說明撥款時點的考量因素。

呂組長明珠說明：

105 年國內委託案辦理完竣後，台股持續在 9 千點以上，且維持向上趨勢，無較佳之中長期進場點，故而本批次等待撥款時間較長，本組已檢討未來或可在波段相對低點即分批撥付，而非等待絕對低點，以縮短撥款等待期間。由於本批次為相對報酬委託類型，撥款時仍須審慎考量經濟情勢變化，以降低高檔撥款後若市場大幅修正之風險。

邱顧問文昌：

受託機構投標時需經管理會嚴格的評審程序，本季委託經營收益率不佳，其操作策略是否遵循參選時所提之計畫內容？對於受託機構實務運作是否依照投資經營計畫建議書執

行等事後追蹤工作，請問是否持續進行檢視？

呂組長明珠說明：

受託機構均需遵守投資經營計畫建議書規劃內容從事本會委託業務，委託期間若因實務需求而變更相關策略，亦需經本會同意後方可修改，之後仍需依變更後投資經營計畫建議書執行委託業務。

莊顧問文議：

辦理委託業務評審參選機構時，均會要求業者針對管理會所設條件進行資料回測，通常需達到目標報酬率才能獲得入選資格，若受託機構已確實嚴格遵守投資經營計畫建議書所擬策略執行投資作業，為何委託後之操作績效會與建議書有落差？請說明原因。

呂組長明珠說明：

受託機構績效表現優劣與經理人對市場專業判斷及選股能力相關，甚至公司整體投資策略亦會影響個別帳戶的獲利表現。投信業者參選所提回測報告雖佳，僅為預測模式，委託後仍需逐步驗證，爰需定期績效考核給予加碼、減碼或提前收回之績效評估機制，俾能獎優汰劣為基金創造較高收益。

林顧問建智：

105 年委託案因委託期間短，報表所列 107 年度報酬率與委託期間年化報酬率之數據，是否會造成判斷誤差？另受託機構參選時所提之投資經營計畫建議書係參酌當時經濟環境所擬，與經過若干時間後撥款時之經濟情勢不同，投資策略仍以參選時之投資經營計畫建議書為遵循標準，是否適宜？對於撥款時點的掌握，請問是否有客觀機制而非由同仁主觀判斷所定？

沈顧問慧雅：

有關撥款時點的判斷，委員會議長期以來多次討論，大致分為 2 方向，一是認為應尊重同仁依經濟情勢評估高低點，另一則是主張簽約後即應立刻撥款，由受託機構承擔績效良莠責任，約莫 2 年前因大部分委員顧問支持由同仁專業判斷，爰持續以此方式進行撥款時點的掌控，若要討論撥款時點是否適宜，建議可再以此 2 方向討論。

呂組長明珠說明：

1. 委託期間短，年化數據較無實質意義，通常需待委託期滿 1 年後，年化報酬率方具參考價值。
2. 辦理委託經營業務過程雖冗長繁瑣，同仁都能盡心盡力完成，唯有判斷景氣循環變動及股市高低點來決定撥款時點最困難，所承擔壓力亦是最大。與受託機構簽約後，撥款時點的決定除配合經濟景氣與本會資產配置情形外，尚需視委託類型而定，例如國外全球多元資產型、總報酬固定收益型委託案，均是快速撥款，俾能儘速掌握各項投資工具的獲利時機；至於國內委託部分，投資標的僅有台股，且 105 年委託類型為相對報酬，需追蹤指定指標，若在 11,000 點以上撥款，欲求正報酬難度高，為求基金投資的安全與爭取較高報酬機會，掌控進場時點重要且有其必要性。

沈顧問慧雅：

同仁考量撥款時點似乎較著重於國內委託案，猶記得當年預測台股 9,600 點為高點，故持續觀望等待回檔而未撥款，孰料 106 年及 107 年上半年，台股大波段向上漸進至萬點，因此等待撥款時間拉長。個人認為，國內投資有自營及委外部位，自營理當審慎判斷投資時點，而委外既已委託專業機

構操作，自應辦理完竣後即撥款交由經理人規劃而無需再考量進場時刻，故由財務組同仁判斷撥款時點是否適宜，仍可再討論，建議委員顧問可多提供相關意見供同仁參考，若多數意見支持，則無疑慮可繼續維持目前操作模式。

李顧問啓賢：

指數僅是參考指標之一，而非進場時點的絕對判斷因素，各公司均有其投資策略，建議可先由受託機構依其策略檢測是否能達到目標，若可即撥款，若不能達到則暫不撥款。退休基金為中長期投資，高低點均有不同的操作模式，不能僅就一年績效不佳而擔憂，通常現金股利殖利率若高於 2 年期定存利率則無理由不撥款，且景氣循環測試若低於 10 年均線再往下跌機會不大，倘若一直伺機而未撥款，委託資金將無法獲得較高報酬機會，未來或可多參考其他指標採取定期定額、定期不定額等方式處理委託資金撥款事宜。

盧委員秋玲：

撥款與進場投資為 2 件事情，管理會無需為受託機構承擔過多前置作業，除非管理會有限制撥款後需於一定時間內進場投資，否則進場責任，理應由經理人依其投資策略與專業能力判斷。

周顧問冠男：

若以學術研究而論，任何投資操作的 market timing 能力基本上不存在，有時不進場失去獲利時機的損失，可能比進場後實質損失還嚴重。所謂股市高低點，其比較標準為何？9 千點對 3 千點而言為高點，但對 1 萬 2 千點而言則為低點，此部分仍有討論空間。

廖委員四郎：

實務上擇時能力很少有持續性好的表現，由於台股市場

較小，不適用效率市場的解釋，且受託機構之商業考量與管理會管理基金立場不一定相同，建議仍應尊重管理會經營團隊專業能力與經驗去整體考量權衡撥款時點。

岳委員夢蘭：

1. 請問撥款後是否限制受託機構必須在一定時間內進場，或規定現金持股不得超過委託資金某一比例？
2. 在等待撥款期間內，受託機構是否會主動與管理會溝通或商討進場時點？

呂組長明珠說明：

1. 近 2 次辦理之國內委託案為相對報酬股票型，指定指標為報酬指數，目標為指定指標加多少個基本點，經理人追蹤市場僅需高於大盤，即是績效表現佳，當市場反轉向下時，帳戶績效表現雖優於大盤，惟對基金收益而言，仍是負報酬，故對於撥款時點較為審慎，其目的係為降低虧損機率，提高獲利空間。由於此類型委託案有風險值的控管，若欲在追蹤誤差 6% 以下，則必須保有相當比例的持股，故即使立刻撥款交由經理人依其策略進場，在市場大幅下跌之際，對基金而言亦是虧損。因此，針對不同委託案類型，有不同的撥款策略，以國外多元資產為例，則採用立即撥款方式。
2. 本會與受託機構定期舉行季簡報進行雙向溝通，原則上雙方均會尊重彼此權責。

周顧問冠男：

105 年未撥款係因台股已在 9 千 6 百多點，後又陸續漲至 1 萬 1 千點，故而何謂高點、低點？當時若撥款，期間雖曾回檔至 9 千 4 百點，亦僅是回到進場原點而已，在這段期間，台灣 50 指數每年配發現金股息約 4%，比定存利率高，

未投資即為損失獲利機會。

陳委員聖賢：

抓準 market timing 很難，所以採分批撥款來分散成本。建議可善用歷史資料分析客觀數據佐證最適宜撥款方式，例如將不同委託時點之績效累計後與一次撥款之績效相較，若無顯著差異，表示 market timing 不重要，反之，則需慎之。

盧委員秋玲：

股市漲跌無人能預知高低點，財務組同仁雖非常用心，惟應將判斷進場時點之責任交付受託機構，而非由管理會承擔。

呂組長明珠說明：

就相對報酬股票型委託案而言，撥款後經理人必然會擇機進場投資，本會並未限制須於多久時間內進場，亦未規定持股比例，完全授權經理人專業操作，惟因需追蹤指標，故持股比例不會太低。以往同類型委託案大都在一年內即進行撥款，僅有 105 年這批次，因市場高檔震盪時間較長致較為審慎，之前由於善用撥款時點的掌控，均有較佳績效表現。經此經驗後，本組已針對撥款方式加以檢討，未來或可參考李顧問定期不定額等意見辦理撥款，因此除續採分批撥款外，對於時點的研判亦會更加積極。

沈顧問慧雅：

以往曾發生即刻撥款而績效不佳情事，爰採目前做法，建議可依過去歷史經驗逐步調整做為爾後撥款時點之參考。

李顧問啓賢：

判斷撥款時點與指定指標相關，若單以報酬指數作為參考指標，僅能就歷史數據研判高低點，建議可將其制度化，以減輕同仁壓力。至於追蹤指標是否一定需以大盤指數為績

效參考指標？當今市場可參考之指數很多，如以 smart β 概念所編列之指數亦可為之，而台股目前現金殖利率高，亦可以低波動高股息為指標，尤其以其為追蹤指數之 ETF，價格很穩定，獲利情形又比定存高，建議可多研議參考，而非僅限於報酬指數。

廖委員四郎：

不論以何種指數作為參考指標均有撥款時點的問題，欲解決此爭議，可請財務組先研究受託機構簽約後至撥款的時間距離與其投標時建議書所提之策略的關係，並加以分析其關聯性，用客觀資料做為撥款時點的依據較為科學。

呂組長明珠說明：

不同時點有不同經濟環境，績效結果亦不相同，以往失敗或成功，不代表未來會有相同結果，將再研議現有資料是否可歸納分析。

陳委員聖賢：

個人同意過去不代表未來，惟管理會辦理委外業務多年，相關歷史資料多，應可用來研究何時採分批撥款、何時採立即撥款或一次撥款最為有利，對研判撥款時點應有助益。

周主任委員弘憲：

有關就委託經營歷史資料研究分析乙節，請財務組研議。決定：洽悉。另監理會及各委員、顧問意見請財務組參考。

三、有關本基金國外委託經營截至 107 年第 4 季底止經營績效情形一案，報請鑒察。

呂組長明珠報告：(略)

監理會李專門委員洪琳：

監理會意見詳如書面資料，請各委員、顧問參閱。

呂組長明珠說明：

針對監理會書面意見補充說明（略）。

邱顧問文昌：

105 年辦理的多元資產型委託案，請問投資標的為何？為什麼所有受託機構都無法達到指定指標，且與目標報酬差距大？

呂組長明珠說明：

本批次投資標的仍以股、債為主，但各受託機構持有成分及比例不同，107 年截至 9 月底報酬率尚佳，惟受 10 月美中貿易戰影響，跌幅雖不如國際股票型深，但股、債均下跌，故年度報酬率為負數。

周顧問冠男：

國內委託案僅分相對報酬及絕對報酬 2 類型，國外委託則不同年度辦理不同類型，是否因擇時概念認為某一年度的某種類型未來發展性較佳，爰辦理該類型委託案？若以分散投資風險而言，為何不是在同一年度內辦理各類型委託案，而是在某一年集中辦理特定類型？

呂組長明珠說明：

每一類型委託案，委託期間長達 4-5 年，規劃辦理委託案類型除考量中心配置所需及審酌經濟環境變動外，尚需檢視基金可運用規模額度是否足以辦理委外經營。

周顧問冠男：

個人認同橫斷面做法，在不同時間有不同類型，長期而言仍可分散風險，但無法達到時間序列的分散，例如某年度辦理股票類型，若股市剛好在高點則容易陷入擇時困境，若債市在低檔辦理債券委託案則獲利機會高，惟此法是否會造成在同一時點投資某一類型比例過高之疑慮？建議可考量在某一時間點辦理不同類型或各類型平均委託的做法，亦不會

造成某一年度某種類型配置比例過低或過高的問題。

沈顧問慧雅：

在資金豐沛未辦理國外各類型委託案時，周顧問意見或可適用，惟目前國外委託配置比重已高、辦理類型又多，且基金規模未成長，以整體現況而言，財務組做法較為合宜。

張委員琬瑜：

國外委託部位並無限制各類型投資比重，由於國際市場廣、投資工具多又複雜，辦理委外業務應佐以歷史資料所分析之科學證據，較具說服力。另外管理會在委託經營部分所扮演之角色，究竟是操盤手還是全部委由受託機構經營之授權者？或可思考其間之差異。因同仁已有自營部位，建議委外部分或可嘗試委由評選較優之受託機構全權處理，由經理人自行判斷投資類型、投資區域與進場時點，給予更為彈性之操作機制，且辦理委外招標業務行政時程冗長，有時辦理完竣後之經濟情勢已變動或已錯過所辦理類型之最佳投資點，若能全權委託則可避免相關問題。

林顧問建秀：

委託期限 4-5 年，以管理退休基金角度而言，並非長期投資。例如前次評估受託機構績效，該批次各帳戶績效表現良好，惟受限相關法令之規定，僅能擇選績效排名前 2 名之業者續約，其餘帳戶之委託資產均以現金收回，當時已在股市高點，若將收回資金再次委外並即刻撥款，當然會在高點，故撥款擇時仍有其重要性。

黃委員美綺：

目前財務組撥款處理方式，國內委託部分會考量 market timing 問題，而國外委託辦理類型因以中心配置為考量，故對撥款時點較無遲疑，針對不同委託案各有其不同處理方

式，個人都予以尊重。

呂組長明珠說明：

受託機構到期績效評估，必須達目標報酬或指標報酬才能續約，本會有一致性的標準處理模式，未來相關規定或條文若有修正仍需提委員會會議討論。至於 market timing，105 年後國外委託沒有撥款股票類型，僅對多元資產型及總報酬固定收益型撥款，由於多元資產型經理人可在不同市場佈局各類資產，因此在擇時部分沒有過多規劃。

沈顧問慧雅：

受託機構績效評估與委託經營辦法相關，該法近年已修正多次，建請爾後會議應提最新法規供參。至於委託期限雖為 4-5 年，亦可因績效達標而延長，若欲修改相關規定，建議仍需檢視委託經營辦法較為周延。

決定：洽悉。另監理會及各委員、顧問意見請財務組參考。

四、有關本基金 107 年度自行運用購買國內上市（上櫃）公司股票及指數股票型基金(ETF)年度檢討報告一案，報請鑒察。

呂組長明珠報告：(略)

李顧問啓賢：

建議將國內股票與 ETF 分開計算績效，因 ETF 為投資組合與個股屬性不同，2 者分別計算較為適當。目前世界主要退休基金均將追蹤指數之被動化投資當成投資主軸，以中長期運作而言，其透明且成本低，建議可制訂定期定額或定期不定額投資 ETF 機制，通常經濟景氣大循環約為 5-7 年，不定額投資部分，可依經濟景氣變動情形或相關指數設定投資額度判斷標準，若低於指標或平均成本則可加碼投資，透過策略操作，降低持有成本以增加獲利空間，相關書面詳細資料可提供財務組參考。

呂組長明珠說明：

謝謝李顧問意見。就 ETF 投資部分將納入參考，至於收益率分開計算乙節，因資訊系統係將 2 者歸納為同一投資項目，若修正牽涉範圍廣，需從運用計畫開始分列，且目前各政府基金亦將 2 者列為同一項目，倘能在不更動資訊系統前提下，將研議可行性。

周顧問冠男：

本案書面資料為正式文書，有關績效差異分析之論述，部分文字稍嫌不妥，建請修正。

陳委員聖賢：

個人贊同李顧問意見，ETF 需與股票分開呈列，不僅可分別計算收益率，亦可觀察資產配置情形，目前已接近景氣循環末端，ETF 跟著大盤漲跌，通常主張選股不選時，而資產配置在投資運用上非常重要，亦會反應在報酬率，故每個部分的投資策略均要分開。

呂組長明珠說明：

本組將就管理性報表規劃如何呈現相關訊息，俾能檢視 ETF 的投資績效與資產配置情形。

決定：洽悉。另各委員顧問意見請財務組參考。

- 五、有關本基金 107 年度自行運用購買國外上市（上櫃）公司股票及 ETF 年度檢討報告一案，報請鑒察。

呂組長明珠報告：(略)

決定：洽悉。

- 六、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)

沈顧問慧雅：

107 年因年改效應改善退撫基金當年度收繳不足情形，其中軍人收支部分改善最多，而公教部分則未見效果，請說明原因。

林組長秋敏說明：

- 1.公、教退撫法令規定退休所得扣減順序為 18%優存、其次為舊制退休所得，最後才是新制退休所得，預估約需 3-5 年後，退撫基金支付才會減少。另節省 18%優存利息部分將全部挹注退撫基金，107 年下半年節省金額將於 108 年 3 月確認後編入 109 年預算，需於 109 年才能撥入本會帳戶，屆時公教收繳部分才會明顯增加。
- 2.軍人陸海空軍軍官士官服役條例修正後，原先由本會支付之一次退伍金改由國軍退除役官兵輔導委員會（以下簡稱輔導會）給付，此部分退撫基金每年約可節省 40 餘億元，因此 107 年新制實行後下半年約已節下 20 餘億元；至於退撫新制施行後之月退休俸，由本基金及輔導會按法定比率（30%與 70%）支給，之前軍職人員退撫基金每月定期給與約 12 億餘元，修法後降為 8.5 億元，107 年 7 至 12 月已節省 20 餘億元。另 107 年下半年軍職人員因修法需補繳軍校年資退撫基金費用，以併計退除給與年資，故有大批現役軍職人員補繳，計有 33 億餘元入帳，致 107 年軍人收支改善效果最為明顯。其次，自本條例修正施行後，國防部將分 10 年編列總額 1,000 億元預算挹注退撫基金，108 年已編列 100 億元，因此收繳部分亦會增加。

周主任委員弘憲：

國防部每 2 年編列 200 億元挹注退撫基金。修法前軍職人員退撫基金每年收繳不足金額約 100 多億元，修法後，每

年支付減少約 100 多億元、挹注收繳增加 100 億元，財務狀況會越來越穩健。

陳委員焜元：

有關年改節餘金額挹注退撫基金部分，107 年下半年公務人員節省約 60 億元，教育人員預估可挹注 76 億元。在此建議管理會，相關挹注款將陸續撥入退撫基金帳戶，應先妥善規劃審慎經營運用，俾能避免績效不彰情事。另教育人員挹注款將於 109 年分 3 期撥入，並經預算編列程序於統籌分配款、一般或專案補助款中優先扣除，直接由財主單位挹注退撫基金，由於相關作業程序係第一次為之，且變動因素多，難免產生誤差，現已加強資訊功能以弭補不足，惟前端作業繁瑣，部分資訊源來自現職及已退教育人員，仍請管理會協助。

周主任委員弘憲：

公務人員年改節餘款金額已報考試院，優惠存款部分節省約 56 億元、舊制退休金約 4 億元，共計 60 億元。新制退休金近幾年雖不會扣減到，惟挹注款的增加對退撫基金財務亦有正面影響，感謝主計總處的協助，規劃將挹注款直接由中央撥入基金帳戶，不會挪做他用。

呂組長明珠報告：(略)

李顧問啓賢：

各投資項目運用概況表顯示基金配置偏向保守，例如台幣銀行存款及國內短期票券配置近 23%，而國內委託經營-資本利得約 7%，均偏離中心配置比例，是否易使報酬率偏低？參考國外主要退休基金操作模式，很少在短期運用與流動性方面配置較高比重。

呂組長明珠說明：

以長期角度而言，此資產配置確實較為保守，因 107 年有幾次波段降低持股，且下半年判斷已在高點，爰無積極進場，亦因此降低資本利得配置而對報酬有正貢獻，此乃短期現象，未來仍會逐步增加資本利得部位，以提高收益率。

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。各委員、顧問意見請業務組、財務組參考。

散會：下午 17 時 00 分

主 席 周弘憲