

「政府基金運作目標與績效評估座談會」摘要實錄

為增進資產管理業者對政府基金運作及績效評估作業之瞭解，並就國內實務關切之勞退自選等議題充分交流，本基金會於8月30日辦理「政府基金運作目標與績效評估座談會」，其係本基金會資產管理人才培育與產業發展基金106年度工作計畫項目之一。本座談會議程共四項主題，包括：政府基金運作績效、基金管理及投資範圍、全權委託模式以及勞退自選相關議題，並邀請政府基金、專家與學者代表擔任主講或與談，透過專題演講與問題交流等雙向溝通，讓與會人員深入了解相關議題，現場有來自主管機關、投信投顧業及其他金融機構等117位代表與會，意見交流熱絡。

主辦單位致詞

鍾慧貞董事長

證券暨期貨市場發展基金會

鍾董事長首先介紹本座談會主軸是從目前政府勞工退休基金的運作現況與其績效的評估方式，進而探討在全球投資環境變遷下政府基金在自營以及委外投資策略上的變革方向，邀請來自產、官、學界的代表就不同的角度提出專業看法並互相交流意見。



感謝資產管理人才與產業發展基金管理委員會的支持，資

產管理人才培育與產業發展基金成立主要目的是深耕台灣，促進資產管理業蓬勃發展，透過本座談會讓大家更深入了解政府基金如何運作及其績效之外，未來將會持續規畫相關活動與方案，協助提升我國資產管理之整體競爭力。

主管機關致詞

鄭貞茂副主任委員

金融監督管理委員會

金融監督管理委員會鄭副

主委貞茂致詞表示：政府近來在年金改革上的投入，讓人民開始高度關心政府基金的運作以及



績效評估等議題，包括目前正從過去 Define Benefit (確定給付制)，逐步轉變為 Define Contribution (確定提撥制) 的架構，甚至進一步邁向勞退自選投資的方向，都是除了追求績效提升外，更要確保基金能夠達成永續且穩定成長的目標。另一方面，雖然政府基金規模日益龐大，海外投資的部位跟比例也逐年提高，但委外操作的對象卻仍由國際資產管理業者獨佔，顯示我國資產管理人才的培育工作有待加速進行，希望透過更多類似的研討會以及專業的培訓項目啟動，能夠協助我國資產管理業者以及從業人員的國際投資能力有效提升。

主題：政府基金運作與績效

講者：郝充仁副教授

淡江大學保險系

淡江大學保險系郝充仁副教授介紹目前各級勞動基金之分類、結構、風險承受程度以及個別基金的投資方針，在個別基金的不同流動性要求及風險承受度下，進一步闡述勞動基金在資產配置、自營或委外辦理上的差異以及基金管理與



監理機構在內部控制上之作為，並比較績效指標的設定在國際投資環境轉變下的調整趨勢。

接著指出在全球利率環境持續處於低檔的情況下，為因應未來更將龐大的基金償付能力，提高勞動基金海外投資的比例以及開發新型態投資項目，如另類投資或 ESG(環境、社會、治理)均將是大勢所趨，同時進一步強化與優質資產管理機構的合作夥伴關係以及與專業國際保管銀行與國際投資顧問公司的合作，也是確保委外項目經營績效長期穩定的有效作法，最後政府基金管理機構本身也應透過進一步的組織改造，來整併委託經營之種類與數量，提高基金管理的品質與效率。

主題：基金管理與投資範圍

講者：蔡豐清局長

勞動部勞動基金運用局

勞動部勞動基金運用局蔡豐清局長就退休基金管理者的角度來看全球投資環境的變遷與投資決策相對應所受到的衝擊，以過去 20 年的英國公債利率有 6% 的水準為例，最簡單的股/債用 60/40 的比例包裝的投資組合可以輕易地達成平均收益率 7% 的水準，但如今同樣的比例卻可能連達成 3% 都非常辛苦，在面臨全球主要市場的長期經濟成長力均收到勞動人口與勞動生產力雙雙下滑的負面影響下，退休基金投資者也必須開始提高投資組合中非流動性資產（Illiquid Assets）的類別，並增加多元資產組合策略（Multi-asset strategy）來增強對下檔風險的保護。同時在人工智慧以及金融科技快速發展的浪潮下，不僅相關的產業是未來退休基金管理者在審視投資組合中不容缺少的區塊，在基金的經營管理上也必須盡快導入相關的技術與應用。



談到長期退休基金在社會責任的實踐，蔡局長也提及

Impact Investing 已經是未來勞動基金在評估投資標的時必要納入的考量，因此也呼籲各上市櫃公司應從董事會做起，將聯合國永續發展目標（UN SDG）納入公司長期發展政策中，並確實監督經理人執行效果，對各公司未來在引入長期退休資金投資也將有極大幫助。

問題與交流

主持人：鍾慧貞董事長 證券暨期貨市場發展基金會
與談人：蔡豐清局長 勞動部勞動基金運用局
 郝充仁副教授 淡江大學保險系



問題一：有關未來政府基金投資組合中將逐步納入海外非流動性資產，請問未來是否有可能也投放到國內類似的標的上？

蔡豐清局長回答：退休基金的性質就是長期投資，只要是能夠明確揭露資產組合，符合投資報酬效益且能長期追蹤

者，都是可以考慮的投放範圍。目前主流的非流動性資產標的中，PE(私募股權基金)在國外已經發展很成熟，所以是最有可能增持的投資標的之一，如果國內能對這類型資產盡快開放限制且對資產組合揭露建立明確的規範，政府基金當然也很期待能將此類型的國內資產納入投資標的之中。

問題二：有關勞動部勞動基金運用局的多資產(Multi Asset)的目標報酬為何？未來與業者的合作方式與期許為何？

蔡豐清局長回答：基金運用局沒有限定業者多資產基金的投資方式，任何複雜的投資都可以接受，但最關心的是業者是否可以在市場下跌時，對機構投資人委託資金的保護，也就是 downside protection，重點在於業者需先告知角色為何？策略是什麼？

問題三：目前政府基金在海外投資的比例逐年上升，尤其國內委外投資在台股上的要求又越來越嚴苛，這樣的趨勢將不利於國內投信顧業者發展，未來是否能有更彈性的做法或是放寬投資標的上的硬性限制？

淡江大學郝副教授回答：的確在現行的規範下，海外的投資機會的確相對來說還是高於國內目前的市場投資標的

數量，海外投資比例升高的趨勢較短期間的確難以翻轉。但也希望未來像是以公私營合夥制（PPP）從事的長期政府建設項目能盡快在法規上建立完整的架構與規範，提供政府基金導入類似項目上，除了能獲取穩定的長期報酬外，也對促成國家長期發展建設有直接的幫助。

問題四：多資產策略(Multi-Asset strategy)中 Tail behavior 是很重要的，請問蔡局長目前在操作上是否已引進 AI？

蔡豐清局長回答：目前國外已有業者提供軟體可模擬操作，但尚未有完整平台提供給機構投資者，引進 AI 是未來的趨勢，對資產配置與投資組合管理而言，可去除人為的判斷，協助做到更精確與紀律化的操作。

主題：全權委託模式

主持人：張錫理事長 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會

與談人：周惠美副局長 金融監督管理委員會證券期貨局

劉麗茹副局長 勞動基金運用局

張雍川總經理 國泰投信

張靜宜執行副總 匯豐中華投信

主持人引言

張錫理事長指出，目前基金運用局整體全權委託的規模達台幣 1.8 兆元以上，佔整體基金規模約 43%，在政府基金中扮演了關鍵的角色。為了解未來全權委託辦法的修正方向，協助國內業者進一步提高全委的比例以深化產業



根基，特邀請與談人參與討論包括全權委託相關法令規範、政府基金委外代操評估重點，以及受託業者在操作上的考量、設計、及限制等內容。

一、全權委託之相關規定

證期局周惠美副局長說明目前全權委託所依循的法令架構以及相關投資業務原則與限制，包括：資產獨立性、投資金額至少單筆 500 萬元以上，以及當資產發生減損狀況時的



報告義務等，並指出從過去曾在全權委託項目發生之弊端來看，誠信永遠是資產管理業者期望永續發展的首要要務，維持獨立性並全力避免利益衝突也是未來監理上的重中之重。

二、政府基金在委外代操的評估重點、法令規定及委外投資範圍擴及海外地區之可行性探討

勞動基金管理局劉麗茹副局長就勞動基金委外代操從審查小組組成方式、到評比評分重點以及未來經營績效的考核提出完整的說明，並指出以國內外委外經營的規模做比較，目



前國內業者受託總規模約台幣 3,678 億元，國外業者則為 402 億美元（約台幣 1 兆 2000 億元），遠高於國內業者。因此基金運用局目前已降低合格海外投資投標業者 AUM 規模到 50 億美元即可參與競標的規定，但仍提醒有意參與的國內業者，應考慮與國際級專業顧問公司合作，並提升內部經理人投資海外市場的技能以及累積歷史績效，方能提高中選勝算。

三、受託業者在操作上考量、設計及限制

國泰投信張雍川總經理建議，未來政府基金管理局在國內全權委託項目上，應考慮包括放寬投資限制、合意調整基金經理人、優先撥款絕對報酬標案等措施，使國內投信在操作上有較高彈性，並能減低業者在配合參與標案上的前置成本負擔；在海外全委項目上，張總經理也指出目前國內業者的投研團隊在大中華及亞洲市場已深耕許久，區域市場的投資能力已有相當實力，盼望特定區域的海外全委項目能開放國內業者能參與競爭，並進一步提升國內業者在海外投資的能力以深化產業根基。



匯豐中華投信張靜宜執行副總則從實證分析指出，維持紀律在公司的整體投資環節中的重要性並不亞於選股，尤其是擔任必須對長期績效負責的政府基金全委案更是如此，而納入ESG(環境、社會、治理)議題分析則是



目前公司在做投資標的風險分析時相當重要的一環，即使ESG對績效影響並不顯著，但對下檔風險的控制確有有效阻卻的能力。

四、問題與交流



問題一：投信顧公會張理事長詢問，關於年底打算開放部分國內投信顧業者也參與海外全權委託項目競標的計畫中，是否能給予國內業者特別保障名額，或至少在亞洲或大中華區域等對於國內業者相對擁有較高投資經驗的區域分配上能優先委託給國內業者？

劉麗茹副局長回答：資金運用局受到法令規範以及基金本身對報酬率的要求下，特別針對國內業者提供保障名額還是較為不妥，不過本著促進國內投信顧產業發展，資金運用局還是很願意給予國內業者更多參與進而能夠成長的機會，具體的作法包括在標案設計上會適度放寬相關要求使得國內業者較容易達標，或是免除過往要求參與標案的投信顧業者一定要聘請國際顧問公司或採用 GIPs 制度的規定等，但對於有意參與海

外全委標案的我國業者來說，加速提升在海外投資的技術能力以及累積長期可供檢視的投資績效與紀律，才是真正能在競標過程中能脫穎而出的關鍵因素。

問題二：現行規範中要求投信公司需將負責全委項目的主管不得兼任其他基金部門的主管，此一規定在其他國家都很少見，請問主要原因為何或是否有可能修正調整？

周惠美副局長回答：目前的全委規定是專責專任，對於人員的兼任部份，考量實際需求目前在一定條件下全委與基金經理人已可兼任，但目前法規上為了避免利益衝突還是有所規範。如業者在能兼顧獨立性或區隔性的前提下，可於公會完成內部討論後，另行提案至證期局研擬相關規定修正的可能性。

問題三：有關政府所委外代操的資金投資在台股，要求達到絕對報酬約 6%到 7%報酬，但是綜觀全球的基金業者，要達到這樣的目標報酬需要使用非常多種的投資工具，亦會造成很高的交易成本，但在台股市場中，我們並沒有這麼多工具。想請問兩位投資長業界在投資台股的絕對報酬上費用最低，但交易成本最高的台灣，如何達到政府的要求？

回 答：國泰投信張雍川總經理回應，確實要達到政府基金的

要求不容易，尤其在金融海嘯發生時，其公司不是在想如何達到絕對報酬，而是在想要如何避免虧損達10%，因為如果達10%，政府會將資金收回，不過政府委外所提出的目標報酬，會比較市場水準及情況，所給予條件屬於絕對報酬加上相對報酬的概念，所以會有較大的彈性去調整投資策略。

匯豐中華投信張靜宜執行副總回應，政府委外代操基金要求絕對報酬有其歷史原因，只要重視交易紀律，將下檔風險降至最低，做最好相關投資保護，其實還是可以盡力達到。

主題：勞退自選相關議題

一、國際間相關實務作法及我國業界現階段構想方案

富蘭克林華美投信黃書

明總經理介紹美國 401K、智利 AFP、澳洲 Super Annuation、香港強基金等勞退自選機制，並特別點出澳洲雖然屬於政府低度干預制度，但由於產業



業者自身自律良好、提供商品眾多且分工細密、基金募集銷售分工明確有效率，因而促成澳洲在退休基金產業包括投資管理、資產顧問、信評機構、財務顧問等周邊產業均有良好發展，在全球聲譽中與瑞士及盧森堡齊名，可見良善的制度與產業正向發展存在著高度相關性。另外指出未來如要推動勞退自選機制順利上路，必須先解決包括：基金上架成本、退休投資商品上架審查及績效評比、上架基金長期監控機制、自選投資平台完善及便利性等問題，同時退休帳戶投資免稅是各國採行類似措施非常重要的誘因之一，但同時就須面對財政部在稅基流失產生的疑慮與反彈。

二、我國推動勞退自選方案之可行方向

退休金協會王儷玲理事長指出：勞退自選在國內其實已研究超過 15 年以上，但是有著眾多政治性的考量摻雜其中使得上路時間一直遙遙無期，但是著眼目前台灣人口結構逐漸老化，現行年金制度的財政缺口仍持續擴大，執政者實有責任為年輕一代早日建立一個不會破產的年金制度，以私校退撫儲金制度為例，該制度自 2010 年實行以來，透過不同風險屬性的投資組合，在 2014-2016 年間其積極型、穩健型、保守型三種基金組合的報酬率分別可達 9.74%、8.35% 以及 3.86%，且自今年起已正式實施自主投資組合計畫，對整體私校 6 萬 3 千名教職員來講，都能有效提高他們未來的退休生活保障。從另一方面來看，對目前有退休金投資概念的民眾來講，也已認知到國家未來退休金保證的不可靠性，因此即使在沒有稅賦誘因的狀態下，紛紛自行購買相關商業退休理財商品，可見民眾對自主退休投資已有相當的認知與極高的需求，因此王理事長再次熱切的期望，趁著目前年金改革的熱潮，相關行政與立法機關能早日將勞退自選方案儘早排入立法議程，建立一個真正能永續發展的年金制度。



三、問題與交流

主持人：鍾慧貞董事長

證券暨期貨市場發展基金會

與談人：黃書明總經理

富蘭克林華美投信

王儷玲理事長

中華民國退休基金協會



問題：退休基金協會在促成勞退自選方案正式成案並在國會通過前，是否考慮先以較保守的替代方式出發，例如開放各企業能在現行的勞保、勞退基金等第一及第二支柱之外，自行提供具有稅賦優惠的第三支柱的年金商品供企業員工選擇投資，這樣時程上是不是能比等待真正的勞退立法通過來得更快一些？

王儷玲理事長回答：這樣的建議非常好，退休基金協會也已經在做相關研究，不過這仍必須先跟財政部完成稅制調整上的溝通，說服財政部在稅基流失上的疑慮，因此建議

可以從勞工自提部分先行執行自選方案，如此可以減輕政府基金運作壓力，也不會減少稅收，並讓民眾重視退休理財教育並累積廣泛的認知，循序漸進，應會有助於未來真正進入全面勞退自選的進程。

黃書明總經理回答:最近年金改革之下，民眾逐漸重視，業者應提出適當第三支柱的年金商品，例如目標期限基金(Target Date Fund)較符合長期退休準備的類年金商品，讓民眾能規避風險並有更完善的保障，期望我們能透過各項教育、稅賦爭取以協助民眾對退休準備做更好的選擇。

鍾董事長表示主管機關希望業者能有更多投資商品能供給民眾，目前投信顧公會及基富通已在規劃平台，讓勞退自選方案尚未成案前，讓民眾有更多的選項，本基金會會隨時掌握各項訊息向各界辦理說明。

本座談會各議題除由主管機關或業界專家提供寶貴且深入之說明之外，並有意見交流時間讓與會人士對政府基金運作更進一步的了解。未來本基金會將配合相關政策議題，持續規劃辦理各項座談會，以服務資產管理業者業務發展之所需。

政府基金運作目標與績效評估座談會 議程

時間	議 程	
8:30~9:00	參加人報到	
9:00~9:03	主辦單位致詞	鍾慧貞董事長 財團法人中華民國證券 暨期貨市場發展基金會
9:03~9:10	主管機關致詞	鄭貞茂副主任委員 金融監督管理委員會
9:10~10:40	政府基金運作與績效	郝充仁副教授 淡江大學保險系
10:40~11:00	中場休息	
11:00~12:00	基金管理及投資範圍	蔡豐清局長 勞動部勞動基金運用局
12:00~12:20	問題與交流	主持人:鍾慧貞董事長 講 座:蔡豐清局長 郝充仁副教授
12:20~14:00	午餐	
14:00~15:35	<p>全權委託模式： 主持人引言</p> <p style="padding-left: 40px;">張錫理事長/中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會</p> <p>一、全權委託之相關規定</p> <p style="padding-left: 40px;">周惠美副局長/金融監督管理委員會證券期貨局</p> <p>二、政府基金在委外代操的評估重點、法令規定及委外投資範圍擴及海外地區之可行性探討</p> <p style="padding-left: 40px;">劉麗茹副局長/勞動部勞動基金運用局</p> <p>三、受託業者在操作上考量、設計及限制</p> <p style="padding-left: 40px;">1、張雍川總經理/國泰證券投資信託股份有限公司</p>	

	<p>2、張靜宜投資長暨執行副總/匯豐中華證券投資信託股份有限公司</p> <p>四、問題與交流</p> <p>主持人及四位講席</p>
15:35~15:50	中場休息
15:50~17:10	<p>勞退自選相關議題：</p> <p>主持人引言</p> <p>鍾慧貞董事長/財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會</p> <p>一、國際間相關實務作法及我國業界現階段構想方案</p> <p>黃書明總經理/富蘭克林華美證券投資信託股份有限公司</p> <p>二、我國推動勞退自選方案之可行方向</p> <p>王儷玲理事長/中華民國退休基金協會</p> <p>三、問題與交流</p> <p>主持人及二位講席</p>