

行政院及所屬各機關出國報告

(出國類別：實習)

美國退休基金資產配置實習報告

服務機關：中央信託局信託處

出國人 職稱：科長

姓名：黃上真

出國地區：美國

出國期間：民國 92 年 8 月 20 日至

民國 92 年 9 月 1 日

報告日期：民國 92 年 10 月 29 日

D1 / cc9204526

附件二

行政院及所屬各機關出國報告提要

出國報告名稱：美國退休基金資產配置實習報告

頁數：29 含附件： 是 否

出國計畫主辦機關/聯絡人/電話

出國人員姓名/服務機關/單位/職稱/電話

姓名：黃上真

職稱：科長

服務機關：中央信託局

電話：2311-1511 轉 2688

單位：信託處

出國類別：1 考察 2 進修 3 研究 4 實習 5 其他

出國期間：92.8.20-92.9.1

出國地區：美國

報告日期：92年10月29日

分類號/目

關鍵詞：

內容摘要：(二百至三百字)

由於此次參訪主軸係在學習美國大型退休基金之資產配置模式，不但藉此了解其操作現況、組織架構及方向，更可貴的是可藉由雙向討論的過程就退休基金操作實務上所面臨的問題溝通就教。特別是加州公務人員退休基金受訪人員資料準備充份，不但對於來訪人員提出的任何問題傾囊相授，對於專業資料的提供更是不遺餘力。

而現行制度下的勞工退休基金，在有限的人力資源，進行資產配置管理雖仍有其執行上的困難，加上基金之特性仍然無法做到負債面存續期間(Duration)的計算，而國內各項投資工具不易取得其平均報酬及風險值，更是加深資產配置的難度。所幸，近年來國內學者在財務工程推動的過程中，已有相關研究單位就投資工具之最佳化進行研究，

相信在他們的努力之下，應可逐步克服資產配置過程中的資料限制。展望將來，在克服資料之完整性及正確性後，應可效法國外大型退休基金資產配置的正確方式，以建置效率前緣(Efficient Frontier)為資產配置的主要架構，確實建立適合本基金的管理模式，以期為本基金做最佳之管理。因為根據此次參訪心得，再次證實資產配置乃是影響基金績效最重要的原因，因此退休基金該如何依據資產的特性及本身的需要進行規劃並建立最佳化的資產配置相信是本基金未來管理上最重要的課題。

目次

壹、實習動機	1
貳、實習對象	2
參、加州公務人員退休基金及其運作系統(California Public Employees' Retirement System, 簡稱 CalPERS)	3
肆、紐約市政府退休基金(New York City Pension Fund)	20
伍、探討現行勞工退休基金應有的資產配置管理方向	24
陸、結論	26

壹、 實習動機

根據「勞工退休基金收支保管及運用辦法」第三條第一項規定，本局係被指定負責勞工退休基金(以下簡稱勞退基金)之收支、保管及運用。按第三條之規定，雖有同時規範其他金融機構亦可負責勞退基金之保管和運用，惟目前實務上針對勞退基金之資產配置，仍以本局為主負責統籌規劃，致本局肩負之使命可謂相當重大。展望將來，隨著政府在退休基金制度的變革，如何更為有效率地運用基金創造穩健收益，相信亦是身為基金運用管理單位的我們最應積極研究的課題。

而參酌先進國家退休基金制度中，即以美國之制度規劃的最為完善，當地的資產管理公司亦是長期隨著其所屬的退休基金制度的演變，擁有豐富的資產管理經驗，相對亦成為本局最應學習及借鏡之處。按本局目前在全國勞工退休基金制度裏，亦是扮演著類似資產管理公司的角色，故本次參訪實習，主要除拜訪美國亦是全球最大的公共退休基金-加州公務人員退休基金(The California Public Employees' Retirement System，簡稱 CalPERS)及紐約市政府退休基金(New York City Pension Fund) 外，亦同時造訪美國著名之資產管理公司大聯資產管理公司(Alliance Capital Management Company)及其他相關資產管理機構，不僅對於美國大型退休基金系統如何管理建立

了基本的認識，對於資產管理運作時的投資決策流程及機制控管亦多有啟發。

貳、 實習對象

本次考察行程共計十三天，由九十二年八月二十日至九月一日，由於行程緊湊，謹將參訪對象整理如後：

1. 加州公務人員退休基金(The California Public Employees' Retirement System, 簡稱 CalPERS)
2. 紐約市政府退休基金(New York City Pension Fund)
3. 大聯資產管理公司(Alliance Capital Management Company)
—全球知名資產管理公司。
4. 雷曼兄弟證券公司(Lehman Brother)—美國最大債券交易商之一，債券重要指數指標 Lehman index 即由其所設計，為目前全球債券交易最為重要的指標之一。
5. 保險公司(AXA)—美國最大保險公司。
6. 保管銀行紐約銀行(Bank of New York)—美國著名保管銀行之一。
7. 華信惠悅財務顧問公司(Watson Wyatt)—世界排名第五財務顧問公司，專業資產管理顧問公司

參、加州公務人員退休基金及其運作系統(California Public Employees' Retirement System, 簡稱 CalPERS)

由於之前台灣未曾有任何相關單位造訪過 CalPERS，故此次拜訪亦受到其內部相當的重視，承蒙 CalPERS 的熱誠接待，此次 CalPERS 的資料，由於內容相當豐富而且寶貴，謹將其重點摘要如下：

一、簡介

(一) 加州公務人員退休系統含概之對象：

加州公務人員退休系統為目前美國最大的公務人員退休系統，共有 130 萬名會員，該系統成立之目標即為 130 萬名加州公務人員、已退休者，及其家人管理退休及健康福利。會員結構大致區分為州政府、學校行政部門以及所參與之公共部門的現任受雇者及過去受雇者，各佔三分之一。加州公務人員退休系統不單是個退休系統，除了為超過 2400 個公共部門管理其退休福利之外，加州公務人員退休系統亦為全美第二大受雇者健康福利計劃的採買者，提供加州公務人員以及其家人長期的照料服務，並且投資數十億美元協助其所管理的福利計劃進行籌資。

(二)加州公務人員退休系統之沿革：

1. 1932 年根據州政府法律而成立。
2. 1939 年與加州公務人員退休系統簽約之公共部門以及非教職之學校受僱者亦被准以加入。
3. 1962 年州政府授權加州公務人員退休系統提供醫療福利給州政府受僱者。
4. 1967 年該計劃延伸至與加州公務人員退休系統簽約之公共部門以及非教職之學校受僱者。
5. 1995 年加州公務人員退休系統開始以非營利方式提供長期醫療保險。

二、確定給付退休計劃

(一)加州公務人員退休系統目前為許多州政府受僱者管理確定給付退休計劃，其中之一為各級學校受僱者，以及超過 2500 個與加州公務人員退休系統簽約的公共部門退休計劃。加州公務人員退休系統為一確定給付退休計劃(Defined Benefit Retirement Plan)，為州政府受僱者、學校受僱者、以及與加州公務人員退休系統簽約執行退休計劃並管理本地公共部門受僱者的確定給付退休計劃(Defined

Benefit Retirement Plan)，這些計劃提供退休、失能、死亡福利給符合條件的受僱者及其受益人。

(二)在確定給付退休計劃當中，退休受僱者之退休金是根據加入會員的就業年數、退休時年齡、以及最高之一年或三年受僱薪資等公式計算出來，這與確定提撥計劃(Defined Contribution Plan)不同。按依據確定提撥計劃之特性，確定提撥計劃並非由公式算出，而是由提撥入帳戶的金額，加上投資獲利計算而得。

(三)確定給付退休計劃的資金來源來自三方面

1. 一為受僱者根據其收入的某個比例來做提撥，該比例根據法令為固定比例，依據計劃型態以及該受僱者是否參與社會福利計劃而決定，該比例介於 5%至 9%之間。
2. 其二為投資於股票、債券、房地產、以及其他投資工具的投資獲利，該部分金額會隨時浮動。
3. 至於其他部分則是雇主自行提撥時所產生，當投資報酬率上升時，雇主提撥率便降低；反之當投資報酬率下降時，雇主提撥率便會提高。

三、組織結構

(一) 在組織結構方面，加州公務人員退休系統共有 1600 名受雇者，由加州公務人員退休系統管理委員會(Board of Administration)選出執行長，負責 1600 名加州公務人員退休系統受雇者的篩選及管理，大部分加州公務人員退休系統受雇者負責退休及醫療福利、長期照料、以及會員房屋貸款計劃、其他計劃及服務、以及加州公務人員退休系統資產投資之管理，其中有 140 位投資業務相關的受雇者，並有 29 位為外聘投資專家(exempt position)。

(二)以固定收益團隊為例，固定收益團隊的首席投資長 Curtis，帶領固定收益部門一共有 30 多人。而投資主管在管理委員會的投資會議之前會與每位委員逐一進行溝通。

四、管理委員會(Board of Administration)

(一)加州公務人員退休系統擁有特殊的治理結構，用以設計來確保決策過程當中足夠涵蓋廣泛的委員會意見，並且有獨立方法以確保會員權益的重要性凌駕一切之上。

(二)加州公務人員退休系統管理委員會共有十三名會員。其中六名經選舉產生，三名指定會員，以及四名法令指定會員。受雇者及雇主分

別為六位及七位，六位受雇者會員當中，三位為現職受雇者，三位為已退休受雇者。

1. 六名經選舉產生之會員：

兩位是由全體會員選出，州政府、學校受雇者、與加州公務人員退休系統簽約的本地機構、以及已退休者各選出一名。

- 經所有會員產生 – Charles P. Waldes

Kurato Shimada

- 州政府會員(Active) – George Diehr
- 學校會員(Active) – Rob Feckner, Vice President
- 與加州公務人員退休系統簽約之公共部門(Active) – Priya Sara Mathur
- 已退休會員 – Robert F. Carlson

2. 三名指定會員：

州長指定兩位會員，一位為本地公共部門選出的官員，一位為壽險官員。民眾代表則由州議會下院發言人以及參議院委員會共同選出。

州長指定 – Sidney Abrams, Willie Lewis Brown, Jr.

發言人及參議院委員會指定 – Mike Quevedo Jr.

3. 四名法令指定會員：

州政府財務官(State Treasurer) – Philip Angelides

州政府主計官(State Controller) – Steve Westly

州政府人事管理部門主管(Director of Department of Personnel Administration) – Marty Morgenstern

由州政府人事管理委員會所指定之會員 – Sean Harrigan,
President

4. 經由選舉選出以及指定的會員任職期限為四年，加州國會禁止立法院改變會員人數，擔任期限，或是未經選民同意任意改變或撤銷會員選出的方法。

六、立法無條件授權

(一)加州憲法於 1992 年成立，授權加州公共退休基金或退休系統的委員會擁有資金運用以及系統管理的唯一權利，委員會在憲法上的權利主要是設計來保護退休系統以防不當的政治壓力介入，並且確保基金的唯一使用目的乃是提供福利與相關服務給計劃參與者及其受益人。

加州公務人員退休系統投資數億美元協助支付退休金給其會員以及其受益人，加州公務人員退休系統的投資組合當中每一塊錢當中便有七十五美分是來自於投資的獲利。加州憲法提供了加州公務人員退休系統投資決策的框架基礎，該憲法提供加州公務人員退休系統委員會擁有全權且針對其資金運用與系統管理之受託責任。憲法亦提供加州公務人員退休系統委員會針對加州公務人員退休系統資產握有唯一且除外的受託責任，

加州憲法特別明訂除非在不適當的情況下，否則委員會必須分散投資以達到報酬最大化以及降低損失風險的目的，憲法並且同意在基於公共利益的前提下，該禁止事項須滿足退休委員會所需要的受託照料、誠信等標準，立法部門甚至可以禁止部分投資。

(二)委員會一般每月開會，每次開會為期超過四天。各委員會之分工如下：

1. 投資委員會

建立資產配置以及投資政策，監督基金經理人，並且為加州公務人員退休系統投資決策的最終負責單位，所有的委員會成員皆為投資委員

會會員。

2. 福利及計劃管理委員會

針對退休計劃管理、精算政策、雇主提撥率、以及系統管理等提供政策建議。

3. 醫療服務委員會

提供醫療福利設計及管理之政策建議，並針對加州公務人員退休系統之長期照料計劃提供設計及管理建議。

4. 財務委員會

提供所有預算事項的財務監督，評估資金運用的各種方式，監督加州公務人員退休系統的預算準備以及建議提案，監督加州公務人員退休系統之內部控制，以及監督加州公務人員退休系統的策略計劃。

5. 績效及報酬委員會

評估報酬機制與標準，發展薪資政策及手續，並針對重要人事的薪資方案提供建議

七、投資決策流程

加州公務人員退休系統管理委員會每年會制定資產配置策略，並由加州公務人員退休系統的投資人員、顧問、以及基金經理人監督該策略的實際執行。

加州公務人員退休系統的管理委員會每年年初會委由顧問公司，根據顧問公司對該年度的市場預測，建立投資目標如預期報酬率以及波動風險，並訂定出投資大綱及因應策略，顧問公司會根據各項決定因子諸如夏普指數、負債與資產結構、承受風險值、提撥比率、Contribution Level、績效報酬、穩定度等等因素，透過效率前緣(Efficient Frontier)建立最適化投資組合(Optimization)。

在資產部分，加州公務人員退休系統是委託 Towers Perrin 顧問公司；在負債部分，則委由 EFI 顧問公司。其他顧問公司還包括 Wilshire 顧問公司。

加州公務人員退休系統之投資團隊每年籌備許多工作小組(workshop)，邀請精算師、外部講師等，針對整體人口結構變化以及與該基金相關議題進行研討，透過工作小組的執行，提供管理委員會

以投票方式決定各項決定因子的比重，進而決定最終資產配置之建議
比重。

工作小組的籌備一般需時七到八個月，經過籌備之後，工作小組會擬
出會議討論議題，並完成提供給管理委員會的投資建議，生效日期為
每年的一月三日

八、資產配置

(一)資產配置是加州公務人員退休系統委員會所執行的重大決策之
一，長期而言，資產配置乃是該委員會得以分散股票、債券、不動產、
私募基金、以及其他投資工具以決定長期績效的重要方式，資產配置
是選擇並衡量不同資產類別的運作基礎。

(二)加州公務人員退休系統的資產配置組合乃是針對各個廣泛因素
進行全面考量，不但會針對全球金融市場的經濟情況進行模擬分析，
並且會考慮未來的負債以及預期的未來雇主提撥率。

(三)目前資產配置情形如下：

2003/6/30

資產類別	目標
現金	0%

全球固定收益	26.0%
股票	
國內股票	39%
國外股票	19%
另類投資/私人股票	7%
整體股票	65%
房地產	9%
整體基金	100%

加州公務人員退休系統採取分散投資的方式，目的是為了將風險最小化，並且確保計劃能夠受惠於整體市場趨勢。投資重點為長期，目標是當計劃到期時，能夠取得足夠的資產來償付退休福利。

(四)在經過根據管理委員會之同意後，加州公務人員退休系統訂出各資產類別的目標區域如下：

1. 截至 6/30/2003 為止，整體股票部位的策略性比重定為 65%，實際比重為 64.9%，其中國內股票(美國)為 39%(策略比重)與 40.1%(實際比重)，非美國股票為 19%(策略比重)與 19.8%(實際比重)。
2. 整體固定收益部位的策略性比重定為 26%，實際比重為 26.9%，其中國內債券(美國)為 23%(策略比重)與 22.8%(實際比重)，非美國債券為 3%(策略比重)與 4.1%(實際比重)。

3. 不動產比重策略性比重為 9%，實際比重為 8.3%

4. 在被动投資與主動投資的比重配置方面，整體股票當中，70.1%為被动式投資，29.9%為主動式投資，其中國內投資部分以被动式投資為主，國外投資部分則有 38%採取主動式投資。目前委由六家資產管理公司代為管理

5. 在內部管理與外部管理的比重配置方面，值得注意的是，所有國外投資部分，加州公務人員退休系統百分之百完全委由外部管理，沒有任何內部管理，與國內部份有 80.7%為內部管理，僅 19.3%委由外部管理的情況極為不同。

6. 整體資產配置概況(6/30/2003)

	總計股票	國內股票	非美國股票	私人股票	全球債券	國內債券	非美國債券	現金	不動產	總計基金
目標比重	60-70%	N/A	N/A	5-9%	21-31%	N/A	N/A	N/A	7-11%	N/A
策略比重 %	65.0 %	39.0 %	19.0%	7.0%	26.0%	23.0%	3.0%	0.0%	9.0%	N/A
實際比重 %	64.9 %	40.1 %	19.8%	5.0%	26.9%	22.8%	4.1%	(0.2 %)	8.3%	N/A
偏離度 %	(0.1 %)	1.1%	0.8%	(2.0 %)	0.9%	(0.2 %)	1.1%	(0.2 %)	(0.7%)	N/A

策略性配置金額 \$	\$94.1	\$56.5	\$27.5	\$10.1	\$37.7	\$33.3	\$4.3	\$0.0	\$13.0	N/A
實際配置金額 \$	\$94.0	\$58.0	\$28.7	\$7.3	\$39.0	\$33.0	\$5.9	-\$.3	\$12.1	N/A
偏離 \$	(\$0.1)	\$1.5	\$1.2	(\$2.8)	\$1.3	(\$0.3)	\$1.6	(\$0.3)	(\$0.9)	N/A
被動投資 (%)	70.1%	82.9%	62.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	46.0%
主動投資 (%)	29.9%	17.1%	38.0%	100%	100%	100%	100%	100%	94.1%	54.0%
內部投資 (%)	49.8%	80.7%	0.0%	0.0%	81.2%	95.8%	0.0%	7.2%	5.9%	54.7%
外部投資 (%)	50.2%	19.3%	100%	100%	18.8%	4.2%	100%	92.8%	94.1%	45.3%

九、公司治理

在公司治理方面，加州公務人員退休系統的公司治理系統已有十七年的歷史，建立起 1600 個指標以衡量企業治理，例如股東權益報酬率、投資報酬率、與同類型公司之比較等，來確保所投資公司的企業治理。而根據這些指標，每年加州公務人員退休系統會公佈為數約五家至十家的核心名單，並參與其企業會議，要求改善其企業治理。

十、其他 CalPERS 相關重要資料如下：

(一)會員資訊(截至 6/30/2003)

每月領受津貼之退休者/遺族/受益人 - 40 萬 2740 人

1. 會員(Active, inactive) - 98 萬 2177 人

2. 總會員數 - 137 萬 303 人

3. 會員比率

州政府受雇者	32%
學校行政部門受雇者	37%
所參與之公共簽約機構受雇者	31%

(二)提撥金額

1. 受雇者提撥 - 21 億美元

2. 雇主提撥 - 8 億美元

(三)退休者資訊

1. 平均每月退休津貼: 1,594 美元

2. 平均服務年資: 18.7 年

3. 平均退休年齡:

(1). 服務: 60 歲.

(2). 失能: 51 歲.

(3) 工業失能: 48 歲.

4. 83%的退休者/遺族/受益人皆住在加州

5. 2002/2003 會計年度共有 21,071 位新退休者

6. 截至 6/30/2003 之該年度, 所支付之福利金為 69 億美元

7. 部門總數: 2,519, 其中 1,448 個為公共部門, 1071 個為學校行政

區

8. 過去十個會計年度之總收入

年度	會員提撥	雇主提撥	投資及其他收入
2001/02	\$2,154,742,532	\$800,964,553	\$9,699,792,798
2000/01	1,766,256,113	321,618,826	12,248,341,399
1999/00	1,751,290,172	362,614,344	16,582,657,910
1998/99	1,522,507,527	1,598,316,666	17,622,526,922
1997/98	1,443,232,566	2,289,526,403	23,518,904,869
1996/97	1,379,743,571	1,986,282,287	20,455,866,430
1995/96	1,338,044,978	1,850,103,438	13,137,202,083
1994/95	1,290,624,208	1,578,933,781	12,504,528,262
1993/94	1,229,162,593	1,518,539,347	1,490,282,575
1992/93	1,183,545,532	1,454,682,211	9,652,931,013

9. 投資組合總市值：1448 億美元(截至 6/30/2003)

資產類別 (依市場總值與配置比重)

資產類別	市值 (\$ 10 億美元)	目前配置 (%)	目前目標* (%)	之前目標 (%)	% 被動 vs. 主動	
					被動	主動
現金	\$-0.3	-0.2%	0.0%	1.0%	0.0%	100.0%
全球固定 收益	39.0	26.9	26.0	28.0	0.0	100.0
股票						
國內	58.0	40.1	39.0	39.0	82.9	17.1
國外	28.7	19.8	19.0	19.0	62.0	38.0
另類投資 / 私募股 票	7.3	5.0	7.0	6.0	0.0	100.0
股票加總	\$94.0	64.9%	65.0%	65.0%	70.1%	29.9%
不動產	\$12.1	8.3%	9.0%	8.0%	5.9	94.1

股票與不動產加總	\$106.1	73.3%	74.0%	71.0%		
基金總金額	\$144.8	100.0%	100.0%	100.0%	46.0	54.0

*由加州公務人員退休系統管理委員會在 2002 年 10 月所同意之目標

比重，自 2003 年一月生效。

10. 基金成長狀況

年度	至每年 6/30 為年底計算	至每年 12/31 為年底計算
1985	286 億美元	327 億美元
1990	582 億美元	575 億美元
1995	878 億美元	969 億美元
1996	1007 億美元	1080 億美元
1997	1197 億美元	1282 億美元
1998	1433 億美元	1506 億美元
1999	1591 億美元	1719 億美元
2000	1722 億美元	1652 億美元
2001	1560 億美元	1518 億美元
2002	1434 億美元	1338 億美元
2003	1448 億美元	N/A

11. 總報酬率

會計年度(截至 6-30-03)	3.9%
三年(截至 6-30-03)	-3.2%
五年(截至 6-30-03)	2.5%
十年(截至 6-30-03)	8.33%

12. 加州投資比重：基金中大約有 11.9%(約 172 億美元)投資於加州

(截至 6-30-03)

固定收益	26 億美元
股票	91 億美元
不動產	55 億美元

13. 年度投資報酬率

至 6/30 之年 度	報酬率	至 6/30 之年 度	報酬率
1967	4.40%	1984	-3.10%
1968	4.70%	1985	35.40%
1969	4.70%	1986	24.60%
1970	4.87%	1988	3.90%
1971	5.37%	1989	15.70%
1972	5.52%	1990	9.70%
1973	5.59%	1991	6.50%
1974	5.74%	1992	12.50%
1975	5.90%	1993	14.50%
1976	6.08%	1994	2%
1977	6.36%	1995	16.30%
1978	6.69%	1996	15.30%
1979	7.23%	1997	20.10%
1980	7.91%	1998	19.50%
1981	8.72%	1999	12.50%
1982	9.58%	2000	10.50%
1983	10.56%	2001	-7.23%
		2002	-5.97%

基金績效

至 2003 年上半年為 3.9%，超出 0.5%

過去 6 年以來，超出指標 17 個基本點

14. 精算資訊 (截至 6/30/2002)

每年加州公務人員退休系統會精算提撥比率，單一退休計畫中資產對負債之比率，提撥比率逐年變化，長期提撥比率預期趨近 100%。

退休計畫的 Funded Status (依照會員性質分類)

會員分類	6/30/98	6/30/99	6/30/00	6/30/01	6/30/02
州政府	120%	123.5%	110.5%	103.7%	90.3%
學校	135.8%	137.0%	124.2%	116.3%	97.4%
與加州公務人員退休系統簽約之公共部門	129.6%	128.2%	127.3%	114.8%	NA

註：至 6/30/2002 為止，州政府退休計畫共有五個計畫，其提撥比率分別介於 84%至 101.9%之間，上述數據乃為加總之後的總合提撥比率。

至 6/30/2001 為止，與加州公務人員退休系統簽約之公共部門一共有 1906 個退休計畫，其中 5%的計畫提撥比率低於 75%，14%的計畫提撥比率介於 75%與 100%之間，大約 81%的計畫提撥比率等於或高於 100%。

肆、紐約市政府退休基金 (New York City Pension Fund)

相較於 CalPERS, 當造訪紐約市政府退休基金, 由於其接待人員時間有限, 謹提供部份重點資料及其說明, 雖不若 CalPERS 如此豐富, 唯其在基金管理亦有其相當特色, 謹將其所提供之重點整理如下:

一、紐約市政府退休基金基本資料

(一). 基金規模 740 億美金, 目前為紐約州最大的退休基金, 且為全美第四大退休基金。

(二). 受管理人數: 含概 90% 的公務人員, 在職者有 33.9 萬人, 已退休者有 24.3 萬人。

(三). 主要係為 5 個退休基金的運用者及保管者: 教師退休基金、警察人員退休基金、消防人員退休基金、一般市政府員工退休基金及教育委員會退休基金, 每個基金雖都有其不同的管理委員會, 但其卻共享部份投資管理。主要原因係因目前紐約市政府退休基金雖說管理資產相當龐大, 由於州政府預算有限, 無法配置充裕專業人員, 按就目前現狀, 僅有 50 位同仁負責管理, 故為遷就現實狀況, 紐約市政府退休基金全部採取委外操作, 除藉此提升專業管理效率外, 且更為重視專業財務管理顧問公司之意見。

二、基金特性: 絕大部份為確定給付制, 少數為確定提撥制。

三、基金資產配置：據紐約市政府退休基金接待人員表示分散投資以降低風險實為基金管理的不二法門，故資產配置之重要性不可言喻。配置重點之精神係為整體資產組合的最適性，而非基於交易的觀點。

(一). 謹將其目前之資產組合狀況整理如下：

目前資產配置情形如下：

2003/6/30

資產類別	目標
現金	1%
國內固定收益	30.0%
股票	
國內股票	52%
國外股票	15%
另類投資/私人股票	0%
整體股票	67%
房地產	2%
整體基金	100%

(二). 資產類別的目標區域如下：

1. 截至 6/30/2003 為止，國內股票(美國)為 47-52%(策略比重)與 52%(實際比重)，非美國股票為 13-19%(策略比重)與 15%(實際比重)。
2. 整體固定收益部位中國內債券(美國)為 35-36%(策略比重)與 30%(實際比重)

3、現金比重策略性比重為 0-1%，實際比重為 1%

(三). 實際資金配置：單位美金

2003/6/30

國內股票	388.0 億
國內固定收益	219.0 億
國外股票	112.0 億
房地產	11.0 億
現金	0.7 億
合計	739.7 億

(四) 針對委外機構的基金管理重點：

1. 審慎評估及嚴謹的遴選過程
2. 要有期限的委外契約
3. 委外機構要有能力分析獲利來源及風險來源
4. 委外機構要具備面對風險的調整能力

(五) 基金管理的方向

1. 根據 Efficient Frontier 做最佳化投資
2. 謹慎的資產分散以期追求更為長期的報酬及較低之風險

3. 要能了解風險報酬之波動性(volatility)隨著時間變化時時改變

伍、探討現行勞工退休基金應有的資產配置管理方向

一、勞工退休基金目前應有的資產配置所面臨之困難及未來努力方向：

現行制度下的勞工退休基金，在有限的人力資源下，進行資產管理，似乎有其執行上的困難，主要係因基金之特性無法做到負債面存續期間(Duration)的計算，加上國內各項投資工具不易取得其平均報酬及風險值，更是加深資產配置的難度。所幸，近年來國內學者在財務工程推動的過程中，已有相關研究單位就投資工具之最佳化進行研究，相信在他們的努力之下，應可逐步克服資產配置過程中的資料限制。展望將來，在克服資料之完整性及正確性後，應可效法國外大型退休基金資產配置的正確方式，確實建立適合本基金的管理模式，以期為本基金做最佳之管理。因為根據過去國內外的實證資料顯示資產配置是影響基金績效最重要的原因，因此退休基金該如何依據資產的特性及本身的需要進行規劃建立資產配置是基金管理的重要課題。由於退休基金的資產投資期間較長，基金給付提撥的現金流量亦應可嘗試預測，基金資產管理主要以提供退休人口享有正常退休給付為目標，故退休基金經營時應較注重安全性及以長期投資為主，故退休基金是否

建立具有安全性兼顧收益性與長期規劃特色的投資組合，將取決於其本身的投資目標，因此不同投資目標的決定對投資組合選取的影響更應值得了解。

(二)、在建立投資組合之前，最重要的是對資產組合的報酬率及波動性進行預期。但實務上困難之處係在依據過去的資料所求出的各項投資工具的風險報酬，並不能完全代表未來的預期值，宜將原先的歷史數據予以調整。故資產配置之決策過程，需要輔以有經驗的專家選取適當的投入資料以及加入對未來預期的主觀判斷，才能獲得有意義的效率前緣及最適資產配置。同時隨著環境的改變，新訊息的出現，應能適時重新進行資產配置過程，以期獲得更為符合新資訊的資產配置。過去的研究建議進行預期時宜將新資訊加入歷史資料進行預期，可幫助預測的準確度，未來資產配置之研究則宜朝向資產報酬、變異數隨時間改變預期的方向發展。

(三)由於退休基金成立之目的乃在確保未來退休人口之退休金給付，資產管理之目的亦應以未來給付的確保為主。故退休基金的投資配置應配合其負債面的變化，注重投資的績效，以避免增加提撥率。因此資產配置應在風險、報酬與流動性之間得到均衡。綜合以上探

討，為建立資產配置所形成之預期應考慮市場的變動以增加預測之準確。退休基金之資產管理以確保給付正常為第一目標，其在投資目標的選擇與資產配置應配合負債面的變化進行調整。

二、目標報酬率的調整

另就此次參訪實習過程了解，在不同的目標收益率下，面臨無法達到目標的機率不同，投資組合的績效表現與資產配置亦不同。若我們以目標收益率作為基金投資的法定保證收益率，若訂定法定收益率越高，政府必須拿全體納稅人的錢來補貼表現未達目標的機率也就越高，但若以達到目標收益率最大的方式選取投資組合，則未必高目標報酬率就一定偏好高報酬率的投資組合，而是會傾向選擇與目標報酬率相關性較高的資產。因此投資組合的績效表現將與目標報酬率的選擇有重要的相關性，其資產配置的內容會傾向偏好與其目標報酬率相關的資產，亦即投資目標的決定將影響基金資產的存續期間，故未來勞退基金亦似可思考改變過去以達到法定保證收益率（2 年定存利率）為投資目標，轉而注重以提升整體基金操作收益為目標的政策，不但可使其資產的存續期間增長，更可達到資產負債管理的效果。

陸、結論

由於此次參訪主軸係在學習美國大型退休基金之資產配置模式，不但藉此了解其操作現況、組織架構及方向，更可貴的是可藉由雙向討論的過程就退休基金操作實務上所面臨的問題溝通就教。特別是 CalPERS 人員資料準備充份，不但對於來訪人員提出的任何問題傾囊相授，對於專業資料之提供更是不遺餘力。

而現行制度下的勞工退休基金，在有限的人力資源，進行資產配置管理雖仍有其執行上的困難，加上基金之特性仍然無法做到負債面存續期間(Duration)的計算，而國內各項投資工具不易取得其平均報酬及風險值，更是加深資產配置的難度。所幸，近年來國內學者在財務工程推動的過程中，已有相關研究單位就投資工具之最佳化進行研究，相信在他們的努力之下，應可逐步克服資產配置過程中的資料限制。展望將來，在克服資料之完整性及正確性後，應可效法國外大型退休基金資產配置的正确方式，以建置效率前緣(Efficient Frontier)為資產配置的主要架構，確實建立適合本基金的管理模式，以期為本基金做最佳之管理。因為根據此次參訪心得，再次證實資產配置乃是影響基金績效最重要的原因，因此退休基金該如何依據資產的特性及本身的需要進行規劃並建立最佳化的資產配置相信是本基金未來管

理上最重要的課題。

參考文獻

- 一、符寶玲，退休基金—制度與管理，華泰書局，民國八十八年二版。
- 二、專題報告—我國企業退休金制度之規劃，中華民國證券暨期貨市場發展基金會，民國八十九年十二月。
- 三、研究報告—投資目標與預期對退休基金投資組合的影響，中華民國退休基金，民國九十一年九月。
- 四、謝劍平，現代投資學—分析與管理，智勝出版社，民國九二年三月出版
- 五、www.calpers.org
- 六、www.comptroller.nyc.org