

出國報告（出國類別：國際會議）

2010 年亞太退休基金圓桌會議報告

服務機關：勞工退休基金監理會

姓名職稱：李瑞珠，副主任委員

派赴國家：香港

出國期間：99 年 10 月 28 日至 29 日

報告日期：99 年 12 月 5 日

摘要

- 一、2010 年亞太退休基金圓桌會議 (2010 Asian Pension Fund Roundtable) 由太平洋退休金協會 (Pacific Pension Institute) 主辦，香港金融管理局 (Hong Kong Monetary Authority) 旗下之香港金融研究中心 (Hong Kong Institute for Monetary Research) 協辦，2010 年 10 月 28 日至 29 日於香港九龍舉行。
- 二、本次會議共有 30 餘個國家的退休基金及有關單位參加，除美國、加拿大、紐西蘭及瑞典外，其餘為亞洲國家；合計與會人數約 180 人。
- 三、本次會議方式除主講人口頭報告及與談人之評論或看法外，主要透過與其他與會人員問答討論的方式進行。
- 四、綜合本次會議，謹摘要觀察所得如下：
 - (一) 美國、歐盟、英國及中國等主要國家因應 2008 年 9 月發生的全球金融風暴所採取的降息及振興景氣方案是有效的，快速的政策因應為成功的主要因素。
 - (二) 亞洲新興國家或經濟體於 2011 年經濟成長可望高於全球已開發國家，由於亞洲的經濟韌性及活力，與談人員看好亞洲的經濟前景，特別是中國及印度。
 - (三) 主要國家央行為因應全球金融風暴採取快速、大幅的降息措施，長期而言可能導致通膨，尤其是美國的二次量化寬鬆政策之後續發展值得關注。
 - (四) 與會人員就亞幣(特別是人民幣)升值的問題提出討論，多數亞洲國家退休基金就匯率操作上，因係採多元貨幣政策(即一籃子貨幣避險)，目前並未特別採取進一步之避險措施。

目 次

一、目的及過程.....	1
二、後金融風暴總體經濟及金融市場趨勢－亞洲的看法.....	3
三、美國第二次量化寬鬆(Quantity Easing)政策.....	10
四、建構明日的退休基金－從願景到現實.....	14
五、圓桌會議其餘演講主題內容摘要.....	22
六、心得及建議.....	30

一、目的及過程

勞工退休制度之良窳，攸關勞工退休後之經濟生活安全。除「勞動基準法」所規範之退休制度（舊制）外，為增進勞工退休生活保障，加強勞雇關係，於 94 年 7 月 1 日實施「勞工退休金條例」，採行確定提撥制之可攜式退休金制度（新制），由勞工個人專戶之退休金匯集為新制勞工退休基金，並由勞工退休基金監理會管理之。

勞工退休基金監理會自民國 96 年 7 月 2 日成立迄今三年有餘，所管理的新制及舊制勞工退休基金至 99 年 10 月底，分別已累積達新台幣 5,764 億元及 5,316 億元，合計達 1 兆 1,080 億元(以 99 年 11 月底美元兌新台幣匯率 30.594 折算,約合 362.16 億美元)。目前每月仍持續有百億元新台幣的資金流入，為目前國內政府基金中成長速度最快者。

有鑒於基金成長快速，管理難度將與時俱增，且於 97 年第 4 季全球金融風暴發生以來，經歷 98 年全球市場大多頭及本年的回檔修正，退休基金國際投資管理的複雜度更甚以往。他山之石，可以攻錯，為借鏡全球其他退休基金在基金管理與投資的相關經驗與心得，並與國際退休基金實務接軌，參加有關的退休基金國際會議有其必要性，藉由交流彼此的心得與經驗，多元化對於投資的看法，將有助於勞退基金未來投資的規畫與管理。

爰上，本會李副主任委員瑞珠於 99 年 10 月 28 日至 29 日赴香港九龍，參加由太平洋退休金協會 (Pacific Pension Institute) 主辦，香港金融管理局 (Hong Kong Monetary Authority) 旗下之香港金融研究中心 (Hong Kong Institute for Monetary Research) 協辦的 2010 年亞太退休基金圓桌會議 (2010 Asian Pension Fund Roundtable)。本次會議共有 30 餘個國家的退休基金及有關單位參加，除美國、加拿

大、紐西蘭及瑞典外，其餘為亞洲國家；合計與會人數約 180 人。本次會議聚焦於亞洲及全球的經濟及投資，並以專家論壇的方式辦理，除主講人口頭報告及講台上其餘受邀者之評論或看法外，主要透過與其他與會人員的問答討論的方式進行。

透過本次會議，本會除聽取評論與討論外，並與其他退休基金與會人員有所互動，下列報告即是此次與會觀察所得的摘要。

二、後金融風暴總體經濟及金融市場趨勢－亞洲的看法

2008年9月全球金融風暴發生，全球各國的經濟都受到衝擊，世界經濟陷入1930年代以來最嚴峻之困局。金融風暴發生後，股市首先受到劇烈震盪，當天（2008年9月15日）道瓊工業指數便重挫504點，創2001年911事件以來最大單日跌點，那斯達克（Nasdaq）指數也大跌81點，全球股市在美國金融風暴襲擊下應聲倒地，亞洲股市也無一倖免（其中台股加權指數當日大跌295.86點，創2005年10月以來新低，爾後自2008年9月15日的6052.45點下跌至9月30日的5719.28點，2008年10月17日破5000點大關，為4960.40點，再跌至2008年11月20日的4089.93點的低點。不但兩個禮拜台股指數跌幅達5.5%，1個月後台股指數更破5000點）。總計至2008年年底，全球股市跌幅超過40%，股市總值損失超過29兆美元，相當於2008年全球GDP五成以上，其中美國股市市值減少7兆美元，大陸股市市值減少3.06兆美元，日本股市市值減少2.16兆美元，台灣股市市值減少3,100億美元。2008年主要全球股市震盪幅度以上海A股跌幅最深，為65.4%，其他依序為新加坡海峽時報及香港恆生指數，跌幅分別為49.4%、48.3%。

美國從次級房貸風暴，擴展到不良債權拖垮銀行，使得美國金融體系幾近崩潰，金融危機像骨牌一般迅速地從美國延伸至歐洲，再影響到亞洲及全球，市場信心動搖，全球經濟動盪不安，因此各世界經濟預測機構紛紛指出全球正面臨第二次世界大戰以來最嚴重的衰退，並隨著每一次更新預測，全球、各區域及各國的預測都持續大幅調降中。

事實上，全球貿易衰退的現象，充分顯現此次的全球金融風暴，已從美國擴散至

已開發國家，再波及至新興國家及開發中國家的現象。信用擴張所引發的泡沫化，使得已開發國家疲於面對房市價格崩跌、銀行體系崩潰的現象，新興國家及開發中國家原本以出口擴張或是吸引外資引領經濟成長的模式亦受到考驗，紛紛遭遇大量資金迅速抽離或是全球貿易萎縮所導致的出口萎縮。

歷經 2008 年的金融風暴，人們渴望穩定、渴望回歸常態。經歷如此巨大的金融風暴後，「正常」的世界經濟會變成什麼面貌？所謂的「新常態」有兩種可能：其一，回到風暴前的成長水準；另外，則是成長率長期維持低水準，投資、就業與產能成長皆比過去糟糕。兩者差距極大，決策者必須避免後者發生。維持需求為首要任務。全球消費重新洗牌已非秘密，美國消費者必須減少花費、節儉的國家則需要多消費。但個人消費不會一夕增加，使得全球經濟將更倚賴政府。政府必須修補其財政狀況，卻又必須等到私人部門穩定，並且增加成長潛力讓私人部門更茁壯。維持需求為首要任務。後金融風暴期全球及區域經濟發展，可能出現之轉變如下：

(一) 全球化 vs 貿易保護主義(Globalization vs protectionism)

若干國家在提出振興經濟方案的同時，亦相繼提出提高關稅或限制進口量等措施，以保護國內就業，致使全球興起保護主義浪潮，不利自由貿易的發展，且恐將延遲全球經濟復甦時程。根據世界銀行統計，自 2008 年下半年以來，已有 17 個國家違反不施行保護主義的承諾，採用之貿易限制措施更高達 47 項，其中以提高關稅最為常見。

(二) 全球經濟成長動能由西轉東(A shift of global economic power)

此次全球金融海嘯，重寫國際經貿新秩序，全球經濟成長動能已呈現由西方工業國家轉向亞洲新興市場的趨勢。為因應後金融風暴國際經貿情勢的轉

變，G20 高峰會議已提出中國等新興經濟體應強化內需市場，刺激國民消費的呼籲；以出口為導向的國家亦積極規劃、推動新的出口策略及計畫，以分散出口風險。

(三) 亞洲區域貿易及資本流動(Intra-Asia trade and capital flows)

全球金融海嘯後，東亞各國領先歐美國家率先復甦，加以近年來中國等亞太新興國家的飛躍成長，中產階級的快速興起，全球經濟成長動能已呈現由西方工業國家轉向亞洲新興市場的趨勢，突顯亞太新世紀的來臨。為掌握亞太市場崛起之商機，日本、韓國、新加坡等亞洲區域內國家已積極布局亞太市場並簽署雙邊或多邊貿易協定，強化區域內夥伴關係並推動新的出口策略及計畫。

(四) 中國資本與人民幣走出去(Chinese capital and the Renminbi 'going out')

有關人民幣業務鬆綁趨勢的最新動態：

自從今年 6 月 19 日香港的金融管理局(HKMA)和中國人民銀行締結了「人民幣業務合作備忘錄」之後，香港成為中國大陸本土之外人民幣業務的中心。在香港，因應人民幣業務限制鬆綁趨勢的各式活動也越趨活躍。下面就最近香港和海外對人民幣投資狀況，做一簡單摘要。

1. 香港居住者投資人民幣：

(1) 香港內的銀行存款

個人投資者一天最多可以用港幣換2萬元人民幣做存款。人民幣換港幣存款一天的上限也是2萬人民幣。

在法人方面，今年7月19日之後，其主管當局撤銷了法人機構的單日人民幣和港幣換匯上限的限制。

(2) 投資在中國境內以人民幣計價的債券

根據今年八月十六日中國人民銀行的通知(銀發[2010]217號)，投資人民幣債券業務有部分鬆綁。即透過貿易或是人民幣投資業務等取得的人民幣，法人可以利用中國境內的Interbank Market(銀行同業拆借市場)來投資中國國內發行的債券。

(3) 利用香港境內所謂的「Mini QFII」制度來投資中國境內的股票

今年7月1日，有相關報導指出中國當局正在考慮開放讓滯留在香港的境外人民幣，透過一定的架構下回流中國國內。這個所謂一定的架構被認為是「Mini QFII」制度。

根據當時的報導，相關的重點如下：

- 當局對Mini QFII的資格將限於中國體系的證券公司和中國體系的投資顧問公司等在香港當地法人。
 - 具有Mini QFII資格者，能夠在香港販售以人民幣計價的基金給投資者，所獲得的金額可以直接投資中國的資本市場。
 - Mini QFII的總額度一開始為一百億人民幣（約為十五億美金）。
- (雖然這個金額以現行的QFII總額度300億美元、或實際上已核准177億美元的金額來看似乎不是很大，但目前也有傳言顯示未來這個Mini QFII可能額度可能擴大到150億美元。)
- 根據報導，中國大陸計畫在今年內核准首批業者，家數約五至六家，每家額度在10億到20億人民幣左右。

基於上述的報導，目前中國體系證券公司和中國體系投資顧問公司的香

港法人似乎正在積極向中國當局遊說，希望取得Mini QFII資格和成立相關的基金。（也有消息顯示有部分的中國體系證券公司以取得Mini QFII為前提、正在籌備相關工作，向香港投資者販售的活動。）

(4) 投資在香港境內以人民幣計價的債券

- 到最近為止，只有中國體系的企業和中國體系的金融機關可以在中國證券監督管理委員會（CSRC）的認可下，以發行債券的方式將其所得金額回流到中國國內。
- 在前面提到的MOU締結之後，非中國體系的企業也可以在香港金融管理局的認可下，在香港發行以人民幣計價的債券，到目前為止已有兩個實際的例子獲准。

（不過有消息指出，由於將人民幣回流到中國境內需要中國當局的認可，上述的兩個發行例子之中有一例尚未能將所有的發行金額匯回中國境內。）

- 在香港發行的人民幣計價的債券只有在香港的投資者可以購買。也有些債券只限於專業投資者（Professional Investor）才能購買。投資者需用人民幣來購買相關債券。不過雖然人民幣的流動性有相關限制，但實際上目前在購買上並未出現什麼問題。

（今年6月底為止，在香港的金融機關有港幣900億元的人民幣存款。預計到明年6月底這個金額將倍增。）

- 因應相關限制鬆綁的趨勢，目前以中國的金融機關和其他的國際機關為中心，有不少機構計畫在未來於香港發行以人民幣計價的債券或存

單，商品的滿期年限大約都在2到3年。

- 有關相關債券的流動性，雖然透過仲介者能得到買賣雙方的價格 (quotation)，但整體來說流動性還不能說是太高。不過隨著市場日趨成熟，流動性增高的速度應也會加快。

2. 包含香港在內的中國境外的居住者（個人及法人）對人民幣的投資

非居住者能在中國大陸的銀行開設存款帳戶，稱為非居住者帳戶（Non Resident Account, NRA）。

- 在個人的NRA方面，單日往海外匯款的金額上限為8萬元人民幣。法人方面則沒有相關的海外送款限制。

（不過由NRA來做A股投資是受到限制的）

- 當法人要開設NRA時，需個別向中國人民銀行提出申請書，獲得他們的認可之後才能從事。截至今年9月底為止，已有申請者以「業務上所需」為理由提出申請獲得許可的例子。

- 不過今年9月29日，「境外機構人民幣銀行結算帳戶管理辦法」公布（生效日為10月1日），針對非居住者的人民幣帳戶管理做相關規定。

該辦法第四條規定，國外機構根據相關法令能夠在銀行申請相關結算帳戶來從人民幣資金的收受和支付。這樣的帳戶能夠用來從事各種跨境（CROSS-BORDER）的人民幣業務。

- 根據該條文的規定，非居住者在開設NRA時，開設目的是受到一定的限制，不過條文並未明確表示何種目的才會被許可，因此如果是單純以投資人民幣的目的是否會被允許尚無法得知。最終應都需要中國人

民銀行的確認，不過依據目前中國當局對相關規定的主旨來推測，在目的上可能會限於貿易方面的結算目的。

（至少像今年10月1日前只以「業務上所需」就獲得許可的例子可能不會再出現）

- 所得稅徵收方面，香港的個人可以免除，香港的法人則有7%的稅率。香港以外的非居住者原則上會被課10%的所得稅。

三、美國第二次量化寬鬆(Quantity Easing)政策

由於國就業市場狀況表現仍不佳，與會者紛紛認為美國聯準會(Federal Reserve)極有可能在最近進行第二次的量化寬鬆(Quantity Easing)貨幣政策，也就是市場俗稱的 QE2。在 2008 年 10 月，金融危機的高峰，美國聯準會進行首次的量化寬鬆貨幣政策，印了大約 1 兆美金的鈔票，用這些鈔票來購買市場上的不動產貸款等各式證券，也讓聯準會的資產負債表從 1.2 兆膨脹至 2.2 兆美金，QE1 的確起了穩定市場信心，提供資金流動性及銀行準備的正面效果。

只不過現在雖然金融危機解除了，美國的總體經濟及就業市場依然表現疲弱，新一波刺激性的財政政策(比如說減稅、增加政府公共支出)，在美國的財政赤字及流通負債餘額嚴重惡化下，要實行財政擴張的機會很低。而傳統的寬鬆貨幣政策，在短期名目利率已達到近乎於零的水準，也無發揮的空間。所以聯準會目前唯一的選擇就是再次進行量化寬鬆，藉由新一波貨幣供給量的增加，來購買美國長期公債。

市場對美國二次量化寬鬆規模看法不一。據推測，依所釋出之資金規模，普遍預期對市場之影響會有三種情況：倘若聯準會宣布 5000 億美元的收購金額，將促成公債利率往下探 20 個基本點(bp)，公司債、抵押債、商品與股市都可望延續上漲格局；若收購金額擴大為 1 兆美元，公債利率下探 30 個基本點，美元貶值效應擴大，商品價格有續漲空間；若聯準會收購規模小於預期，將使得美元反彈，股市與商品價格恐回跌修正。所以，市場最想知道的是本次量化寬鬆的規模(一般預估約在 5000 億美元左右)以及行動的目標(如可能是「2%通膨率」之類的某種模糊說法)。不過聯準會將作此宣告已是眾所週知的事，市場估計將不會有顯著反應；更重要的是，這個

措施「能否奏效？」以及它是否將會製造出「債市泡沫？」

雖然美國的經濟衰退期於 2009 年 6 月正式結束，數百萬美國人仍未感受到經濟復甦。目前仍有近 1 千 5 百萬人失業，經濟成長無法創造足夠的工作機會，更不用提降低失業率的目標。此外，健保新法、稅賦政策與金融法規變革為許多企業帶來無法量化的成本，讓他們更不願意聘僱新人。另一方面，零售業績與房屋市場僅小幅度復甦，讓經濟成長率無法重返幾年前的盛況。

量化寬鬆的期待效果有三：(1)當聯準會購買在市場上流通的美國長期公債，將會增加其市場價格，從而減少長期公債殖利率，藉此而刺激市場投資及經濟景氣。(2)長期利率的降低可以減少未來美國財政部發行長期公債的利息成本，從而減輕長期負債的負擔。(3)大量印鈔票的結果，會增加美元供給，從而讓美元貶值，使得美國出口增加，因而刺激國內生產及就業。

量化寬鬆政策最大的潛在風險，就是它有可能引發高度的通貨膨脹，然而當今美國經濟面臨的情況是通貨緊縮〈deflation〉的風險遠大於通貨膨脹的風險，也因此讓聯準會有足夠的空間來進行 QE2。美國貨幣當局通過過量注入流動性，拉低美元匯率，一方面減輕債務負擔，一方面刺激海外資金流入，試圖以資產價格復甦來帶動經濟復甦。然而量化寬鬆的成效會因為其他因素而打折扣。美國長久以來，要求各貿易順差國將其貨幣升值，但這些國家置若罔聞、陽奉陰違。例如，中國為抑制國內過熱經濟、通貨膨脹及資產泡沫，調高銀行利率，吸引大量熱錢透過香港間接投入人民幣市場，以賺取利差。所以，美國印的鈔票將會有部分變成熱錢，被借到中國去賺取投機套利利潤，結果對雙方經濟發展都有不好的影響。

美國時間 11 月 3 日下午，聯準會正式公布新一波的量化寬鬆政策，預計在明

年 6 月底前將購買 6000 億美元的中長期美國國債，向市場注資，把美國已經低到不能再低的利率(目前為 0~0.25%)，壓得更低，以刺激企業和民眾貸款增加消費和就業，把錢從債券市場趕到股市，創造出美國國內溫和的通膨環境來活絡經濟。若加上聯準會將抵押擔保證券到期後所收回資金再投資公債的計畫，到明年 6 月底，聯準會實際將收購 8500 億至 9000 億美元公債，平均每個月為 1100 億美元。

聯準會宣布的QE2 規模超出外界原估 5000 億美元的預測，市場形容此舉無異美國開動印鈔機，將資金逼往其他國家，造成其他國家貨幣升值、資產價格上漲，以及國際大宗商品走高，陷入百貨齊漲的通膨困境，最後泡沫破裂，形成經濟危機，其中新興市場受害最大。果不其然，消息一宣布，熱錢一湧而出，推升原物料價格和新興市場股、匯市行情。以原物料價格來說，11 月 4 日一天內，MSCI 全球金屬和礦業指數就大漲 4.76%，黃金和棉花價格則是刷新歷史紀錄。不只原物料價格屢創新高，新興市場股市，也是齊聲上揚。熱錢竄流到亞洲，讓印度股市連續兩天創下歷史新高，同時流向全球新興市場，包括墨西哥、印尼、阿根廷等三國股市也同創歷史新高。土耳其、智利、馬來西亞、巴西股市則都距離歷史高點不遠。短線來看，QE2 或許對股市有振奮效果，但當美國大量對市場注資，引導美元趨向弱勢拉升原物料價格，對處於金融海嘯之後大病初癒的全球經濟來說，通貨膨脹是不可承受之重的壓力。這種手段也許對本國經濟環境有利，但是以鄰為壑的作法勢必激起其他國家的反制。

甫於 11 月 14 日結束的首爾 G20 高鋒會，於公報中首次列入面對熱錢的流竄，各國可以在維持金融安全的考量下，進行外匯管制。再者，公報中也放入類如美國這種貨幣作為其他國家儲備貨幣者，其政策應考慮匯率過度波動的字眼，以避免新興市場因為其政策面臨資本流動過度波動的分險。此外，各國亦表示將持續進行杜哈回合

的談判，無意興起貿易戰爭。

四、建構明日的退休基金-從願景到現實

(一) 彼得杜拉克的願景

彼得杜拉克在其 1976 年所出版的「看不見的革命」(The Unseen Revolution)退休金一書，提到“我寫過的書，沒有一本書比這本更明確思考到未來，但也沒有一本書比這本書更爲世人所忽略”。

上面的敘述是出自杜拉克 1996 年退休金革命(The Pension Fund Revolution，係再版重印 1976 年看不見的革命)一書的序言。本書指出，在未來幾十年，退休儲金規模將對資本主義未來發展造成影響，其管理階層究竟是爲了誰的利益來管理退休金？是爲了政治上的議題、企業、勞工領袖或金融業？亦或是爲成千上萬現在或未來之勞工受益者？

杜拉克非常清楚此一問題之答案：那就是退休儲金的積累提供資本主義制度爲勞工服務的機會。但同樣的他也很清楚重要的警訊，資本主義只爲勞工工作的前提是退休金管理機構願意且有能力達成此目標。在他非凡的 95 載人生中，2005 年 8 月，就在他去世前 3 個月，主講人(Keith AMBACHTSHEER)剛好有機會問他，關於他所想的事情如果將來真的發生了之看法。他回答說，結果可能會更糟，也可能會更好。

Keith 想表達的是，目前爲時未晚。關鍵在於，以較目前爲止更加快速的速度，去創設真正爲勞工工作的退休金管理機構。簡而言之，我們現在就必須爲將來建構更多的退休金。好消息是，雖然尚不明顯，但至少已經開始在做了。透過像 Rotman 國際退休金管理中心(Rotman international Centre for Pension Management, ICPM)等研究機構，其智慧和經驗得以強化與獲得傳承。

(二) 為勞工而作

退休金機構到底真正為勞工作了什麼？又該作些什麼？他們應該把三件事作好，也就是做到二個積極與一個消極的任務。二個積極任務就是，具獲利性地投資與在成本效益基礎上提供即時的退休金；一個消極任務則是，退休金機構應公正、持續和透明地為其會員提供其退休金計畫。

在現實生活裡，很多退休計畫紛紛破產，因為多數退休金管理機構無法為勞工、雇主、政府及其代表等利害關係人，作好他們該有的值得信任的顧問的角色。舉例而言，在面對出生率降低、退休後餘命延長及未來經濟成長不確定、投資報酬率下降的情況下，不管是確定給付制或確定提撥制的退休金計畫，均必須能夠屹立不搖。

有效的退休金管理機構必須走在這些議題之前。他們必須在問題變得不可收拾之前，就預見公平性、可持續性及透明性等議題。他們須在第一時間提供深思熟慮的過渡策略以回應現實的改變，而不是在退休計畫已面臨瓦解之後才去想辦法處理。

(三) 五個成功的要素

研究已經指出可以真正為勞工有所貢獻的退休金管理機構所應具備的 5 個成功要素為：

1. 一致的利益(Aligned Interests)：這是杜拉克排名第一的關鍵要素(即受任人應為委任人的利益而努力，如同為自己的利益而努力一樣)。如果退休金管理機構及其人員，不能以有獲利性的投資、有效的管理及給予明智的建議為主要工作重點，那麼其相關會員將無法獲得完善的服務。
2. 良好的管理(Good Governance)：相關的管理人員必須具備足夠的專業能力與經驗，以發揮其管理功能。

3. 合理明確的投資理念(Sensible Investment Beliefs)：儘管此一要求似乎不言自明，但實務上，退休金管理機構之投資行為往往缺乏睿智而明確的投資理念，以致投資結果遭受損失。
4. 適當的規模(Right-Scaled)：實務上，很多管理機構過小以致無法有效運作。相反的，有的卻因太過龐大，而變得無效率。
5. 具競爭力的報酬(Competitive Compensation)：一般而言，內部成本便宜經常造成外部成本太貴。相反地，對內給付具競爭力之酬勞，可大大地減少外部費用(如，投資管理費用)，因而對計畫參與者產生淨利益。

掌握住這 5 個關鍵成功要素的退休金管理機構，通常能產生好的投資報酬、有效的管理及提供計畫參與者明智的建議。而且，越來越多的實務經驗告訴我們確實如此。接下來，我們將就 5 個關鍵成功要素摘要目前的想法與最近的研究。

(四) 共同利益

經比較以營利為目的的共同基金與非營利的退休基金的投資結果後證明，「共同利益」有其重大影響性。研究人員推測，在營利部門投資管理服務之價格受買方與賣方間資訊不對稱(informational asymmetry 意即賣方了解他們賣什麼更甚於買方知道他們買什麼)的情況所影響。賣方追求利潤最大化，導致買方經常為其所得得到的一點東西付出太多的價格。相反的，非營利退休基金與基金參與者一致的利益(Alignment of Interests)使得基金管理機構與其客戶／利害關係人間資訊不對稱所產生之利益誘因將不存在。

事實上合乎邏輯的結論是，對相同或類似的全權委託管理，退休基金部門必須以顯著的較低成本結構運作，因而能創造出比同類型共同基金更好的淨報酬。實務上的

研究亦證實此一現象。舉例而言，Bauer, Frehen, Lum 及 Otten 發現在美國及加拿大退休金全權委託與零售市場的共同基金，相同的股票與債券投資組合分別存有不同的淨報酬。退休金部位通常較共同基金每年多 1~3%的正報酬(請參閱 “The Performance of US Pension Funds: New Insights into the Agency Costs Debate” , Rotman ICPM Working Paper, 2007 年 4 月 由加拿大基金補充)。另 Sy 及 Liu 在澳大利亞也有類似的報告(請參閱 “Improving the Cost Efficiency of Australian Pension Management” , RIJPM, 2010 春)

在每多十年的投資中，如此龐大的報酬差距，意謂非營利的退休金在每一塊錢的貢獻上可以支付更多(約 50%)的退休報酬。

(五) 良好的管理

管理理論認為，成功的監管機制有二個關鍵點：(1)必要的專業技能和足夠的經驗，俾能提供有效的監督管理。(2)為他人服務的熱忱。這些要求並不因為是退休金管理機構或是其他型態的管理機構而有所差別。就優先次序上，是否條件(1)比條件(2)重要，抑或相反；其實這已離題。事實上，這二項特質，對管理機構善盡其管理責任而言，是缺一不可的。我們之所以如此說，是因為目前世上很多退休金管理機構苦於無法通過這雙重考驗。在選擇董事會成員或管理人員時，存在了選擇具代表性之人員而非選擇具備所需技能或經驗組合之人員的傾向。

這是否表示退休金產業傾向於選擇具代表性人員而非選擇具備適當的監督技巧及經驗之人員？事實上，事實證明確實如此。Ambachtsheer, Capelle 及 Lum 等，已測試過此議題二次，一次在 1990 年代末，另一次則是在五年前。該測試是從 80 個退休金管理機構的 CEO，針對其回答關於監督、管理及運作流程的標準化問卷來計算其管理良窳的分數。由此產生的分數再與其投資績效進行迴歸分析。經分析結果發現，

高管理得分的基金每年較低管理得分的基金大約多出1~2%的操作績效(請參閱 “The Pension Governance Deficit: Still With Us”, RIJPM, 2008 秋)。所以，相同於共同利益，好的管理也能為退休金提供更高的報酬。

(六) 合理明確的投資理念

投資理念左右投資決策是不言可喻的真理，所以管理機構是否擁有睿智之投資理念是非常重要的。可以這麼說，這也是任何成功的退休金管理機構建構其投資計畫的初始要件。然而，當 Koedijk 及 Slager 兩研究人員就全球 300 大退休基金進行網路搜尋其對投資理念是怎麼說時，發現只有 14 家有清楚的說明(請參閱 “Do Institutional Investors Have Sensible Investment Beliefs?” RIJPM, 2009 春)。

明確的投資理念應包含哪些內容？以下提供一些想法與建議：

1. 投資期限(Length of Investment Horizon)：很久以前(指凱因斯發表《就業、利息與貨幣的一般理論》之1936年)，大經濟學家約翰·梅納德·凱因斯(John Maynard Keynes)發表區別 “選美(Beauty contest)” 投資¹和 “真實(Real)” 投資的關鍵差別。前者包括預測6個月後輿論認為哪一檔股票會變得最具吸引力？而後者則是將儲蓄轉換成具生產力及可創造財富的資本。他觀察到市場上多數屬於前者，而後者則太少。如果他能夠到現在來做個拜訪，他將驚訝的發現過去75年以來並沒有什麼大改變。
2. 選擇有用(而不是無用)的投資理論(Choosing Helpful (rather than Unhelpful)

1. 選美理論係指股票市場就像是預測選美大賽的結果：「這不是要挑每個人各自認為最漂亮的[臉蛋]，更不是要挑大家公認最漂亮的。我們已經想到去努力預測一般人心目中認為大家公認最漂亮的會是誰。」這段話反映出股票市場「消息面」上自我實現的預言：當所有人都認為某支股票會漲的時候，它便會上漲。因此，大家都在努力預測何時「所有人都認為某支股票會漲」，用以預測股價上漲。當價格不斷狂飆的時候，大家都知道股市或是房市即將泡沫化，然而，在價格還在上漲的階段就急著下車並不是一個正確的投資策略，因為價格還會再往上漲。但是，何時下車最好卻沒有人知道，因為雖然大家都知道這個泡沫最終還是會破掉，但是沒人知道何時會發生。

Investment Theory)：以作為一種理論來講，著名的“效率市場假說(Efficient Markets Hypothesis)”²是非常優雅的論述。無論如何，作為行動準則它卻是無用的，因為它是基於假設，並不反映真實的世界。安德魯(Andrew Lo’s)的“適應性市場假說(Adaptive Markets Hypothesis)”³雖然比較不那麼有名且較不優雅，但卻較為實用。因為它承認經濟及投資行為經常變動的事實，隨著時間的推移會影響公開及私人投資市場的價格。例如：就在上個月，Keith用這個適應性架構來對比在2000年(結論：沒有風險報酬)和現在(結論：現在有適當的風險報酬)之股票市場定價(請參閱“Repricing Risk: Is the Equity Risk Premium Big Enough Now?” Ambachtsheer Letter, 2010 9月)。

3. 攸關的風險架構(Relevant Risk Framing)：風險終究是跟真實的人有關，而不僅只是機率分配、VARs及其他高科技風險指標。所以，風險管理的重點始終應該聚焦於“誰處於風險中(Who is at risk?)”、“實際曝險是否與想要承擔的風險一致，且有能力承擔(Are actual risk exposures in line with the willingness and ability to bear risk?)”、“這一切是如何有效的監督及作好組織內外的溝通(How is all this best monitored and communicated inside the organization ... and outside?)”。Halim、Miller及Dupont等最近對退休基金風險態度的一項調查顯示，此一部份仍有相當大的改進空間(請參閱“How Pension Funds Manage

2. 尤金·法馬的效率市場假說認為，投資者在買賣股票時會迅速有效地利用可能的信息。所有已知的影響一種股票價格的因素都已經反映在股票的價格中，因此根據這一理論，股票的技術分析是無效的。亦即在一個市場中，任何投資人都無法持續擊敗市場而賺得超額報酬。效率市場理論是投資學裡面最重要的理論，其主要假設有 3 點：(1)投資人都理性的、(2)資訊即時公開獲得情報無需負擔額外的資訊成本、(3)無任何投資人的力量足以單獨影響股價的變動。

3. 適應市場假說 (adaptive-market hypothesis) 把不同市場中從銀行到共同基金 (mutual fund) 的各個參與者看成是各個“物種”，它們相互競爭以期取得商業成功。適應市場假說還假定，參與者在做出投資 (即“競爭”) 決策時，有時會用到行為經濟學所說的啟發式，即憑直覺與經驗進行決策，有時也會做出非理性舉動，比如出現短期虧損時更加激進。

Investment Risks: A Global Survey” , RIJPM, 2010 秋)。

實際經驗證實，比起那些仍遵循功能失調的“選美模式”的投資方式，已實質開始採用上述投資理念的退休金管理機構，其投資成效更好。不幸的是，這仍只是少數。

(七) 適當的規模

另一個值得認真考慮的投資信念是規模問題。其邏輯論據是非常簡單，且不論退休金投資及其管理職能均根植於顯著的經濟規模。此外，足夠的規模意謂退休金管理機構有能力將這些職能內化，且進一步降低生產成本。這些演繹的結論是否源自實務經驗？全球退休金標竿組織 CEM 公司(CEM Benchmarking Inc.)在一項利用大規模數據庫的研究提供了答案。

一個最近的例子，Dyck 和 Pomorski 兩研究員使用 GEM 資料庫發表以下發現(從其即將發表的工作底稿“退休金計畫管理之規模與績效越大越好嗎？(Is Bigger Better? Size and Performance in Pension Plan Management”)：

1. 500億美元以上的大型退休金計畫，其績效每年較10億美元以下之小型退休金多出30~40個基本點。
2. 大計畫在其股票及債券部位，應用較多的被動式管理和內部管理方式。平均而言，小型退休金通常無法利用外部積極管理策略產生可抵減較高費用的回報。
3. 規模經濟特別適合於投資房地產及私募基金。
4. 審慎的成本管理可產生更高的淨報酬。

證據顯示，超過 2,000 億美元的大型退休金計畫都開始經歷不規模經濟，儘管不致於失去其相對於小型計畫之整體規模優勢。適當的規模確實是必須要的。

(八) 具競爭力的報酬

一個值得深入思考的組織信仰是具競爭優勢的報酬，其道理不言可喻。如果一退休金管理機構未能擁有必備的技能與經驗來管理其投資及健全其內部管理功能，則它必須將這些工作委外辦理；且將面對前面所討論的資訊不對稱問題。如果這些外部服務提供者對‘他們賣的是什麼’知道的比買方對‘他們買的是什麼’更多，那麼買方就有可能付出太多而得到太少。特別是在像對沖基金、私募股權等複雜的投資領域裡，這樣的不對稱最終可能導致退休計畫的成員須額外花費數億元的費用，而沒有得到應有的回報。

儘管這是個大家都能接受的邏輯，但在退休金管理機構內設置薪酬的獎勵計畫，一直是一場艱苦的戰鬥。在全球的退休金產業，此關鍵性的障礙一直在弱化管理階層的領導與管理。目前仍有很多的委員會仍未對組織績效與競爭性的酬勞兩者聯結。在退休金管理業的管理品質沒有得到改善前，上述現象是難以獲得改善的。

(九) 打贏退休金革命

所以，即使到現在，退休金管理機構實際上的樣貌距離杜拉克認為其所該有的樣子及該做的事之願景，仍有一大段差距。他所推崇的退休金革命也許不再是看不見，但肯定尚未成功。好消息是現在我們有更遠大的想法來建構明日的退休金。

請大家就以上所提的 5 個成功關鍵因素，來對自己所屬的退休金管理機構進行評估，如果評估結果尚有改進空間，那麼你下一步將要如何改進？

五、圓桌會議其餘演講主題內容摘要

(一) 東方成長、西方緊縮，對投資市場之衝擊

- 國際經濟環境：房地產泡沫舒緩、低利率、通膨緩和、已開發市場的救市措施及複雜的政治環境。
- 量化寬鬆之後果：主政者創造出流動性、投資者所承擔之利率風險未能獲得相當之回報。
- 大部分的退休基金因投資的報酬率低，以致無法完全償付其計畫參與者，最近少數美國的退休基金不得不宣佈延遲給付。
- 退休基金需要考慮“長期”的觀點：未來 30 年，因通貨膨脹之風險，利率將調升，機構投資者需要考慮是否購買 30 年期國債的賭注。
- 當前重要的課題：“尾部風險避險(Tail Risk Hedging)”：極端事件出現的可能性增加且頻繁，造成市場行情超越均值兩個標準差以上的大幅波動，例如 2008 年雷曼兄弟聲請破產保護，或是今年以來希臘等國頻傳債務危機，以及美國二次衰退的可能。處於當前的投資環境，應慎重思考如何避免投資落入永久左尾的厚尾現象(即負回報)⁴。
- 已開發市場的鉅額赤字將持續下去：低負債、高成長的新興市場，儘管只有 14%的資本上市和佔全球 34%的國內生產總值貢獻，仍將長遠而極大地影響世界經濟。
- 已開發市場所面臨的主權信用風險：(1)資產轉移到新興市場，且一點點的流

4. 尾端／極端風險是指統計學上兩個極端值可能出現的風險，按照常態的鐘型分佈(Bell Shape)，出現極端的機率相當低(Thin Tails)；但亦有可能出現厚尾／肥尾現象。運用在金融市場上，為極端行情值出現的可能性增加，而且頻繁，造成市場行情大幅震盪。

入，便導致這些市場的價格大幅增加，且在過熱的市場，當每個人都試圖撤離時，波動的風險也將增加；(2)獲利空間的壓縮：高收益和投資級債券的大量現金流入、低財務槓桿操作、投資者尋找更多的流動性以及量化寬鬆政策均導致投資人承擔更多風險。

- 另類投資：對沖基金和私募股權是非常不同於傳統的資產，在市場上當然也有成功的管理者，但市場上的輸家卻不會顯示在公開資料的數據上，因此需要更多的調查與能力，以找出更好的投資管理人。由於新興市場的高額需求和投資者利用商品作為減少已開發市場的投資之避險，商品已然成為當今重要的投資；與談人建議另類投資的曝顯比例約為 10-15%。

(二) 風險策略：投資組合經理找到投資的新秩序

- 多數退休基金今日所面對之經濟環境：低利率，高負債，不確定的未來；身處巨大壓力下的小團隊。
- 香港賽馬會的基本資料：最近幾年捐贈的需求與日俱增，其所管理之 80 億美元資產中，另類投資約 20%，投資目標：(1)長期資本增長、(2)短期的資本流出。最初投資偏多本土地區(home bias)，隨著時間的推移而擴及全球。以往係每年做資產配置，現今則更為頻繁，以作為向董事會或委員會要求讓他們去做短期投資的一個機會。2008 年，另類投資的價值下降，他們決定投入更多資金；但在 2009 年，股市下跌，信貸市場上揚，開始投資私募股權中的二級市場，獲利良好。回頭檢視資產配置計劃，並沒有抓住新興市場的增長，因此他們現正重新考慮資產配置模型（通過添加更多的相關數據），重新定義基準，重新思考資產配置計畫。

- 韓國國民年金公團(Korea National Pension Service)的基本資料：成立於 1988 年，管理資產規模約 200 億美元；70%的國內投資，12%的全球投資，5%的另類投資。2000 年年初審慎保守的投資組合，主要集中在國內固定收益。金融危機前，其 2005 年完成的資產配置計畫，積極布局於新興市場，2009 年起，又回到長期計畫(即全球市場)。
- 美國華盛頓州養老金：75%的退休資產，其餘為保險金。65%配置於美國國內，35%為全球。現時配置稍輕亞洲，加碼南美，且喜歡房地產投資。
- 近期的投資重點：亞洲私募股權投資（特別是中國和印度），而其關鍵是經理人員的選擇。
- 背離／跑贏基準：研究顯示多數成功的基金是擁有戰略研究小組(精研投資配置戰略以獲取報酬)者，但不是每個基金都有，而係取決於每個基金團隊的能力與負荷。
- 退休金所面對的挑戰／挫折：即使知道資產配置之重要性，但由於各種內外原因導致無法迅速轉移資產配置。
- 基金投資所遵從之績效衡量指標(benchmark)：迫使我們去投資在過去成功的公司，私募股權的投資基準並不適合每一個人。所以，關鍵是要建立一個強有力的內部投資團隊。

(三) 韓國投資公司(Korea Investment Corporation, KIC)展望

- KIC 於 2005 年成立。Scott 先生係於 2009 年加入該公司的外國 CIO，現有工作人員 40 人，管理資產規模達 380 億美元，且每年增長 50 億美元。現有 40 個主權財富基金(sovereign wealth funds “SWF”)，有一半係在過去 10 年

成立，主要是由於巨額貿易盈餘。SWF 的主要目的是投資獲利，且他們沒有負債約束。

- 在 2009 年 KIC 的資產有 70% 在固定收益，然後他們把 10% 的資產投入期貨去模擬績效指標(benchmark)，使他們有更多的資金來尋求 α 報酬。2009 年開始另類投資方案，2010 年開始戰略投資計畫。目前，有 10% 在私營市場，包括私募股權，對沖基金，基礎建施，自然資源和房地產。試圖建立一個更加均衡多元化的投資組合。
- KIC 必須向中央銀行與財政金融策略部(Ministry of Strategic Finance “MSF”)報告。MSF 較支持機會主義投資。KIC 希望建立更多的內部投資團隊 / α 製造者。

(四) 固定收益展望

- 市場前景：(1)名目利率：降低利率，在美國及歐洲更高的債券市場，(2)實質利率：在美國負的實際收益率，這是美國政府想要並將持續一段時間的情況，以刺激消費與整體經濟。
- 提防信用風險和主權債務風險
- 經歷結構性的變化：提高市場透明度和規範，但不確定任一個具真實的、確定的影響力
- 由於不同國家的不同情況，關鍵是未來要協調各國是困難的。

(五) 國際投資者的貨幣風險

- 由於即將到來的新一輪貨幣寬鬆，日圓可能持續升值到 77~75 兌 1 美元的價位。

- 關於人民幣升值的議題，多數與會人員認為人民幣至少有 3~4%的升值空間，最多到 10%的升值幅度。
- 多數亞幣和人民幣以及日圓升值高度相關，因此都處於極高的升值壓力。
- 匯率避險的風險問題：(1)避險成本高，其成本取決於國外實際曝險部位，(2)避險時點是重要的，應該使用外部與不同風格的經理人(包括基本面，量化及主觀判斷型)，將更好。
- 查看中國政府在日本公債市場的債券投資部位：野村資產管理公司的看法是，中國想多樣化其外匯儲備，從而在不同的國家購買債券，是有道理的。中國正在考慮加入經濟合作發展組織(OECD)，公開地遵循國際規則。對其無特別擔憂。
- 大部分的退休基金(特別是在已開發市場)選擇不採貨幣避險，因為(1)避險成本太貴，(2)多元化的投資組合本身提供貨幣之自然避險。例如：①日本年金積立金管理運用獨立行政法人(Government Pension Investment Fund, GPIF)認為遠匯、期貨等避險需要成本，採中長期投資及運用匯率市場回歸均值(mean reversion)特性，得避免不必要避險成本，其避險方式為一籃子貨幣避險；②中國投資公司(China Investment Corporation, CIC)認為退休基金外匯避險與有短期資金需求及股價壓力的企業做法不同，多元幣別資產投資後，已可達分散匯率風險；③中國全國社會保障基金理事會(National Council for Social Security Fund, SSF)認為時間(長期投資)為退休基金主要策略優勢，多元貨幣投資已具避險效果，另考量遠匯避險的成本效益後，認為該等作業尚無必要。
- 有人建議應該有一個長遠的投資觀點(設計風險承受能力／偏好／內部最低回

報率)，並堅持它，而不應對短期市場波動過度回應。

- 除了匯率風險，流動性風險也應考慮。

(六) 明日的退休基金之風險管理

- 退休基金管理的主要工作為：(1)投資、(2)行政作業、(3)基金的可持續性，給參與者對基金發展保持良好的教育。
- 退休基金管理機構 5 個成功的關鍵要素：(1)一致性的利益、(2)良好的監管制度(董事會或委員會，需要有人關注基金)、(3)合理明確的投資理念(投資週期、有用的投資理論與基本面風險)、(4)適當的規模(根據研究大的基金在管理成本上有規模經濟，且長期而言，亦較小基金有更好的績效表現)、(5)具競爭優勢的酬勞。
- 泰國 **Government Pension Fund (GPF)** 資料：成立於 1997 年，擁有 30 年的投資目標，負責 120 萬人民的退休計畫。自成立以來所管理資產規模已經從 20 億美元成長至 150 億美元。其所僱用之 250 名員工，包括 55 個專業投資人士。基金運作的挑戰：(1)有長期資產配置計畫規定，不能及時轉變，在 2008 年危機時期，曾損失 5%；(2)人口增長，老齡化問題，更嚴格的監管和去槓桿化以及更大的投資壓力。GPF 有 30%的國內投資委託民間代操機構經營，90%的國外投資委託外部經理人管理。自行管理投資加拿大、法國、德國、英國、義大利、日本及美國七大工業國家債券。另有一個靈活的委外代操案，包括大宗商品、房地產、私募股權和對沖基金。
- 密西根州的市政勞工退休系統(**Municipal Employees Retirement System, MERS**)的基本資料：管理資產規模 60 億美元，14 年前由政府獨立出來，因

此較不受政治因素影響。他們有 20%的國際資產，主要是全球性的委託經營。從業人員 130 人，共 80 萬勞工參與該退休計畫。

- 日本的 Government Pension Investment Fund (GPIF)資料：管理資產規模 1.4 萬億美元，主要來自厚生省提供的資金盈餘。歷史上曾有長達 7~8 年投資積蓄。改革於 2001 年。現有部位的 80%投資屬被動式操作，其餘的外包給外部經理人，尋求 α 報酬， 17%的海外投資。其員工少於 80 人。
- 與會者所見之關鍵問題：(1)為會員進一步思考一致的共同利益和公司治理、(2)風險管理，更常做資產重新配置計畫、情境分析和壓力測試、(3)為退休基金設置風險參數，且每個基金是不同的。
- 某美國退休基金的出席者分享他們的合作夥伴—工會，由其共同幫助教育會員，並讓他們更了解退休金。

(七) 亞洲資本市場改革對機構投資者之影響

- 在過去數年(2008 年除外)，印度一直有資本淨流入。向全世界開放資本市場，有一半的國內資產管理公司與國外投資者有合資經營。盡量少做方向性的政策。最近開放期貨市場，但短期內不會太快開放場外交易市場。
- 韓國方面：(1)每年有大量資本流入，今年迄今為止，國內生產總值增長 6%。明年試圖進入摩根士丹利已開發世界指數，(2)自 2005 年底開始，企業退休金基金規模快速增加(如三星)，現在管理資產規模約 200 億美元，年增長率 130%；(3)減少限制干預，開始賣一些銀行(如 Kookim)，以吸引外資。衍生性商品市場十分活躍。
- 中國：衍生性商品市場剛剛起步，較少槓桿操作，所以受金融海嘯影響較小。

對全球資本市場慢慢開放。

- 關鍵是協調世界各地的監管機制，改善新興市場交換系統的基礎設施，以提高資訊流量。

(八) 閉幕詞

- 我們正面對一個改變的世界，唯一不變的是“不確定性”。
- 在 20 國集團會議之前，美國與中國的關係是不錯的，現在至少不是那麼糟糕，因為大多數人認為，雙方都將做一些妥協。
- 世界的焦點正從已開發國家走向新興市場國家。

六、心得及建議

- (一) 參加與退休基金有關的國際會議，可提升同仁對投資的廣度與視野。
- (二) 對於全球退休基金或國際投資界所關心的長期策略性議題，有加以了解的必要。從而根據本基金現行及未來的資產配置規畫，再比對上述國際投資界所關心的長期策略性議題，可望從其中找到未來投資的重大主題及方向。
- (三) 中國、亞洲及全球新興市場為國際機構投資者普遍看好的長期投資主題。
- (四) 任何新資產類別的投資，均須審慎地考量其可行性及成本效益，方可規畫出更務實可行的執行方案。
- (五) 多數退休基金之外幣資產，因係長期持有多元幣別，並未特別採取積極之貨幣避險策略；惟近因美日等國連串的寬鬆貨幣政策恐將持續一段時間，美元匯率雖然短期有升有貶，但長期應呈貶值趨勢，面對此一不同以往之結構性的改變，退休基金未來應正視此一議題，並加以深入研究以為因應。
- (六) 與會人員認為目前各退休金管理機構普遍人力不足且未能提供具競爭優勢之報酬，以致必須將部份／多數工作委外辦理，而存在委任人與受任人間資訊不對稱之現象，最終可能導致基金產生巨額之隱藏性成本或機會成本(少獲利之損失)。此乃，主管機關所應正視之潛在問題。