

出國報告（出國類別：國際會議）

2011 年第 10 屆亞洲退休基金圓桌會議 報告

服務機關：勞工退休基金監理會

姓名職稱：張科長琦玲、周科員苡霏

派赴國家：馬來西亞

出國期間：100 年 11 月 9 日至 11 日

報告日期：101 年 2 月 2 日

摘要

2011 年第十屆亞洲退休基金圓桌會議（2011 Asian Pension Fund Roundtable）由太平洋退休金協會（Pacific Pension Institute）主辦，馬來西亞政府退休金（Kumpulan Wang Persaraan；KWAP）協辦，於 2011 年 11 月 9 日至同年 11 日在馬來西亞吉隆坡舉行。

本次會議共有 22 國之退休基金及國際資產管理機構、專業指數編製公司及知名大學財經學者等參加，退休基金與會者包括來自澳洲、紐西蘭、不丹、中國、印度、印尼、日本、哈薩克、蒙古、尼泊爾、巴基斯坦、菲律賓、新加坡、南韓、斯里蘭卡、泰國及越南等。除紐、澳以外，本次與會退休基金成員多來自亞洲國家。另據與會者觀察告稱，由於過去幾屆亞洲退休基金圓桌會議與談者多有歐美知名退休基金管理階層觀點，本次會議與談人亦有邀請新加坡、南韓、日本等退休基金管理階層參與，故相較之下更符合亞洲退休基金現況與趨勢。

經綜合彙整本次會議演講重點，謹摘要觀察重點，並說明如下：

- 一、以市價衡量的會計制度及公開透明揭露退休基金績效，影響退休基金長期策略：雖歐美退休基金多以長期觀點辦理資產配置，惟多數退休基金面臨透明化而定期每月或每季公開揭露績效資訊，惟當市場出現較大回檔修正時，退休基金受制於社會輿論壓力，因而過度著眼於短期市場榮枯的波動，無法著眼長期，持續貫徹長期資產配置之策略，改轉向短期投資策略，而錯失退休基金長期投資應享有的優勢，殊為可惜。目前僅有主權基金較無透明化

之壓力，故仍能有效執行長期資產配置之計畫。又退休基金可透過加強與受益者間對話，使受益者能認知長期投資可以透過承擔較高的風險而獲得長期風險溢酬，而降低在短期市場波動時所需面對的社會壓力。

二、為避免助漲助跌，歐美退休基金部分資金有轉而追求絕對報酬策略之跡象：雖然多元資產配置可達到分散風險的優勢，然金融海嘯卻讓人不得不正視，在經濟衰退時不同資產類別因密切之相關性，於短期均同時面臨大幅虧損，又由於公開透明揭露及市價衡量會計制度等，造成社會輿論壓力，使退休基金愈來愈無法忍受短期大幅虧損情形，導致目前市場上短期利空因素影響時，不論長期或短期策略都在賣股票，有助漲及助跌效果，更加大股市及債市波動幅度。故歐美退休基金部分資金轉而追求絕對報酬。惟退休基金投資仍應著眼於長期，因此在設計投資績效的衡量方式時，應將是否具有鼓勵經理人重視長期績效之效果納入考量，亦即並非完全著眼於當期市場價格，卻可能呈現未來績效的指標。例如可藉由衡量3年或5年的長期績效，並採用絕對目標報酬，或者與長期負債比率相關之參考指標來取代市場指數，以達到鼓勵投資經理人著眼於長期投資的效果。

三、多元化資產配置雖有效分散風險，惟國際化及連動性高降低實質效果：雖本次會議演講及與談者，多強調退休基金應注重資產配置、風險管理、資產負債管理、多元化資產配置之重要性，對尚

未辦理多元化資產配置之部分與會亞洲退休基金（例如蒙古、巴基斯坦等），確有必要加強多元化資產配置，以提升績效及分散風險。惟主講者多有提出雖多元化投資降低投資風險為市場共識，但全球緊密相連，歐美要求新興國家加速開放市場，使外資進出愈開放之國家，該國資產與國際連動性愈高，恐風險分散效果受限。未來辦理多元化資產配置時，應將個別國家開放程度、步調，作為分析風險分散效果之程度的重要考量。

- 四、新興亞洲（尤其中國及印度）未來有高度成長可期，惟為避免深受國際資本及國際景氣榮枯牽動，而影響中國與東南亞國協等新興市場之擴張動能，於實質基礎建設完成前，須放慢金融面開放步伐：中國、印度人口多且消費型態改變（尤其中國 80 年代後），實質面之基礎建設尚有很大進步空間，內需仍然強勁，中國股市與經濟成長呈反向關連，乃是受到政策影響的結果，未來隨著基礎建設持續擴增，及國內政治民主化、財產私有化逐步進行，未來十、二十年仍有高度成長可期。因此，放緩金融面之開放，政策才能有效調控實質面建設及腳步。

目次

壹、	目的及過程	6
貳、	在金融海嘯後機構法人的長期投資	8
參、	亞太地區總體經濟暨金融市場趨勢	27
肆、	亞太地區退休基金的變革趨勢	37
伍、	心得與建議	41

壹、目的及過程

勞工退休基金監理會肩負著廣大勞工退休後經濟安全之重責大任，尤其勞退新制採用確定提撥制，基金運用績效直接關係勞工可請領退休金之金額，因此監理會內部同仁無不持續關注國內外市場經濟情勢變化，期透過資產配置及對市場情勢的掌握，獲取退休基金長期穩定之報酬，以保障勞工退休生活福祉。

自勞工退休基金監理會成立於民國 2007 年 7 月 2 日以來，迄今四年有餘。截至 2011 年 12 月底，新、舊制勞退基金規模合計達 1 兆 3,049 億元，其中舊制基金規模為 5,621 億 2,822 萬元，新制基金規模為 7,427 億 9,813 萬元。目前新制勞退部分，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，且自 2010 年以來，全球經濟籠罩在歐元區主權債務危機不斷擴大之陰霾，加上日本大地震引爆核災、北非與中東產油國家政局動盪、美國債務上限調高所衍生信用評等受到調降等利空因素不斷衝擊下，致全球經濟復甦趨緩，歐元區更出現萎縮，全球經濟仍充滿不確定性，亦增加勞退基金監管與操作上的困難。故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，參加退休基金相關國際會議實有其必要性。

爰上，本會張科長琦玲及周科員苡霏於 2011 年 11 月 8 日至 12 日赴馬來西亞吉隆坡，參加由太平洋退休金協會（Pacific Pension Institute）主辦，馬來西亞國有退休金（Kumpulan Wang Persaraan； KWAP）協辦的 2011 年第 10 屆亞洲退休基金圓桌會議（2011 Asian Pension Fund Roundtable）。本次會議共有 22 國之退休基金及有關單位參

加，包括澳洲、紐西蘭、不丹、中國、印度、印尼、日本、哈薩克、蒙古、尼泊爾、巴基斯坦、菲律賓、新加坡、南韓、斯里蘭卡、泰國及越南等國家。除紐、澳以外，本次與會成員多為亞洲國家。透過本次會議，本會除聽取主講人之評論與與會者討論外，並與亞洲其他國家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。

貳、在金融海嘯後機構法人的長期投資

對大多數投資者而言，2008 年全球金融海嘯都是一場非常嚴峻的挑戰；從美國次級房貸引爆，隨後全球大型金融機構相繼發出財務警訊，震撼全球金融市場，導致投資信心崩盤，全球金融秩序混亂並出現恐慌性賣壓，各國銀行陸續宣布倒閉，無論是機構投資者或一般投資者都轉趨保守心態，共同基金資產規模因遭大量贖回而縮減，退休基金及保險公司則因資產大幅虧損，而面臨長期負債壓力增加的窘境。

雖全球管理資產已於 2010 年回復到危機發生前之 2007 年水準，而機構投資者之投資規模在 2009 年底亦已成長到 63 億美元，但主要管理資產已逐漸轉為以退休基金及保險公司等機構法人為主，零售等一般散戶投資者占管理資產比率則相較 2006 年明顯降低。且在金融海嘯發生後，無論是共同基金、退休基金或其他法人投資機構，在資產配置方面，對於權益證券的配置比重都明顯下滑，債券投資比率則相對增加。以上皆足以顯示金融風暴後，全球金融市場迄今仍持續受到其影響。因此，接下來將針對機構投資者在這段期間所發生的各項轉變進行討論，並將著重於此次危機所帶來的教訓及意義。

一、在金融海嘯期間機構投資者所面臨的考驗

目前在 2008 年發生的金融海嘯，普遍被認為是二十世紀下半葉以來，最為嚴重且影響最廣泛的一次金融危機。與其他區域性或規模較小的股災相比較，這次的金融危機不但引發全球股票價格大跌的連鎖效應，而且幾乎所有類型的金融資產價格都受到影響，也因此對許多長期投資者造成極大的投資虧損及壓力。

理論上，對於擁有健全投資架構，且進行妥適資產配置的長期投資者而言，正常的景氣循環週期或股票市場短期回檔並不應該產生重大威脅；然而大多數機構投資者在本次股市崩盤中都無法全身而退，許多機構出售了原本視為長期投資的持股部位，也怯於依照原先的資產配置計畫進行再平衡(rebalance)，意即在股市低檔時加碼買進價格持續下跌的金融資產，而錯失以低價布局的投資機會。

原因在於，這次的金融危機讓許多投資者開始懷疑某些金融理論或投資基本假設的正確性，其中最明顯的例子就是所謂多元化分散風險的投資理論。若按照現代的投資組合理論，投資於不同類型的金融資產應該具有風險分散的效果，且理論上不可能所有的金融資產都和某特定資產價格連動，然而在 2008 至 2009 年間，的確發生股票、不動產、債券甚或商品的價格走勢齊跌，明顯呈現高度正相關的現象，也因此削弱了機構投資者原本認為應有的風險分散效果。

Corporate pension funds around the world are significantly underfunded (2009)



Source: OECD

不同類型的投資機構在這次的股災中所承受的壓力也不同，部份公司退休基金的資產規模損失高達 3 成以上(參見左圖)，而引發能否履行付款義務的輿論爭議；因此退休基金也面臨如何不錯失價格反彈行情，又控制下檔風險的取捨難題。而國家主權財富基金雖沒有短期債務支出的壓力，卻可能被期許應扮演穩定股市的救市角色，因此在金融市場大幅波動下，不得不面臨該出售哪些資產來獲得現金，以滿足短期資金需求，或如何在短期救市與達成長期

目標間取得平衡的掙扎。

部分投資機構則因低估在「黑天鵝事件」此類極端少見的市場情況下，所需要的短期流動性準備，而產生現金流量缺口，因此不得不提前贖回在私募基金的長期投資部位，而被迫在市場價格大幅重挫的不利時機點，立即實現虧損。

此外，許多投資機構也因金融海嘯期間的嚴重虧損，而使原本穩固的委託代理關係出現裂痕。報章媒體及股東、董事、監察人等分別對退休基金及保險公司的投資虧損發出質疑聲浪，促使其提前終止績效表現不佳的全權委託代操帳戶；散戶投資者也爭相從市場上贖回資金，使得共同基金規模大幅縮減，並迫使投資經理人在股市低檔繼續拋售股價已低於合理價格的股票，造成另一波的股價重挫，而對股市產生助跌的惡性影響，加劇投資機構的損失幅度。

僅有少數投資機構此次資產減損相對輕微，原因在於，這些機構於金融危機發生前，花費極大心力與其受益者(退休基金之受益者)或投資者(共同基金之投資者)進行溝通，因此得以在市場氣氛低迷，投資信心潰散，其他投資機構被迫於股市低檔出脫持股時，能依照專業判斷決定是否維持較高的股票部位，以避免錯失反彈行情，甚或加碼於風險性較高的資產，以把握市場反彈行情，於景氣復甦時順利彌平之前的投資虧損，並從中獲利。

二、 投資架構及管理程序改變

此次金融危機也迫使許多長期投資者重新檢視原有的投資架構及監管流程，並思考所謂長期投資信念、真實的風險偏好程度及投資決策的流程。令人驚訝的是，這堂

課程中最重要的主題並非技術面的探討與改善，而是有關人性面的議題。

(一) 投資信念：是否長期投資策略確實能創造更好的投資報酬？

許多長期投資者在金融危機中開始重新檢視原有的投資信念，並加強溝通及教育受益者或投資者對該機構投資理念的認知。事實上，設定投資理念的過程是非常複雜而困難的，原因在於，總體經濟展望具有不確定性且會變動，因此在設定投資理念時所須的預期報酬率或最佳的投資區域等資訊也都難以取得而具有不確定性。例如有哪些管道可以獲得投資報酬？自家投資機構的相對優勢為何？目前投資策略的優缺點是否為受益者或投資者所了解？

金融海嘯發生後，許多長期投資者也發現設定投資信念的困難度又提高了。因為預期報酬率降低，市場價格波動性卻增加，這種異於往常的情況使得短期投資策略顯得更具有吸引力，而削弱了原本設定為長期投資策略的動機。既然一樣都必須承受高波動及風險，短期投資策略下只要投資者能做出正確的猜測，就能在短期間內獲得極佳的報酬率，而原有的長期投資策略卻需要花費極長的期間才能達到相同的目標，卻不再具有低波動的優勢。因此是否應調整原有的長期投資策略也成為機構投資者的新難題。

雖然在此次危機中，許多支持及鞏固傳統投資策略的信念紛紛受到質疑，而關於長期投資是否真能創造更好投資報酬的爭論也在持續中，但大部分的投資者仍然認為這次的金融危機不至於根本性改變該機構擁護長期投資的投資信念和哲學。相反的，真正基本性的改變是發生在投資策略的監管與執行實務上。

而透過這些釐清與爭論的過程，也幫助投資機構重建對本身投資理念的信心，許多長期投資機構也付出更多的努力，試圖幫助其受益者或投資者了解其投資信念。例如有些國家主權基金透過研究報告或媒體等方式，直接教育其國民，提升其對投資理念與市場景氣週期循環的認知，以期在未來市場波動劇烈時，人民能了解並支持這些負責管理資金的投資機構所做出的投資決策。

(二) 風險偏好： 是否短期大幅波動對於會計帳務、法規及投資機構內部管理方面是可忍受的？ 投資機構是否應為了彌補債務缺口而增加曝險部位，或為符合流動性限制或法規壓力而降低曝險部位？

目前長期投資者普遍面臨必須重新衡量該機構所願意承擔的風險種類和風險大小的壓力，亦即其風險偏好程度。但在嘗試設定相關風險偏好程度的過程中，機構投資者卻受到正負兩方面的力量，牽制著應該增加或降低投資組合的風險，或者應該重建或減少曝險部位。

以退休基金為例，因部分基金短期內須履行債務償付義務，應該持有較為穩健的投資組合，因此按理在市場極端震盪情況下，為了控制所承受的風險程度，該機構應適時減少投資組合曝險部位；但同時因為股市價格重挫，造成該基金投資虧損，未來資產可能不足支應退休金給付債務，而產生長期債務缺口，故為了彌補債務缺口，則該機構應該增加曝險部位以獲得更高報酬率，而形成兩難抉擇的局面。甚或再加上媒體渲染所帶來的社會輿論壓力，或者法規限制等外來其他因素，都使得投資機構所面對的兩難抉擇更為複雜。

為了處理這些壓力，此時長期投資者必須重新檢視風險，並選擇採取一個明

確立場，決定優先順位，例如是否應由所須達成目標報酬率來決定所願意承受的風險數量和偏好性？若是，則在上述的例子中，該機構就應該選擇增加持股，提高曝險部位，以換取更佳的投資報酬率，達成未來清償長期債務所須的投資回報。

而在此類的爭論中，每一投資機構都面對以下三種選擇：

1. 降低長期風險，以減少市場波動，或解決流動性缺乏所可能導致的影響。
2. 維持原有風險程度，即在金融海嘯發生前的曝險程度。
3. 增加長期風險，也就是提高曝險部位，以換取更佳的預期報酬率。

但這之中，機構投資者會承受各種壓力來源，迫使其做出降低風險的決定。也許是新聞媒體或社會輿論所帶來的壓力，使得機構投資者不願承擔損失擴大的風險，也許是受制於法規對於流動性或資本適足等規範，而使得機構投資者必須將投資資產變現。這不僅是每一次經濟衝擊後都有的短期風險趨避心態，而是在危機中，許多投資機構重新發掘並面對自己真實的風險忍受度，並正視所有的或有負債，例如退休基金原本應以能償還退休金給付義務，意即獲取最佳長期投資報酬為目標，卻可能在此次市場重挫中認知，也許還必須承擔穩定短期市場波動責任，因而投資組合也被迫受到短期市場震盪的干擾。

此外，這種迫使機構投資者必須降低風險程度的壓力，也不僅只源於是金融海嘯所帶來的影響，全球法規和會計潮流不斷推動長期投資者在揭露投資項目必須採用市價衡量法，而減少原本長期投資前提下能忽略短期市場震盪的優勢。例如保險公司可能因打算長期持有的投資資產價格暫時下滑，而被迫認列投資虧損，影響到該年度獲利，因此增加這些長期投資者對於短期投資波動的敏感度。

有些機構投資者發現這種以市價衡量為基礎的會計制度，迫使其隨時處在持續監督中，而不得不注重短期績效，失去長期投資者原有的利基。

許多保險公司和退休基金則受到未來幾十年內將更趨嚴重的結構性人口問題影響；因人口老化的現象明顯，而使得許多已開發國家退休基金的債務在短期內面臨極大的贖回壓力，因此必須減少風險而降低長期投資的比率。

對於這些決定降低風險程度的投資者，最傳統的方式是配置更高的投資比率於具有較佳流動性的高評等債券，或運用衍生性金融商品進行利率和物價膨脹率追蹤調整，例如購買美國國庫抗通膨債券(TIPS)等。然而這些方法卻無法承諾達成投資機構所背負的長期債務，彌平價格下跌所造成的資產減損，以及解決保證收益率與實際投資報酬率間差異所帶來的問題。

另一方面，機構投資者也有極大動機去維持或增加曝險部位。因為這些投資機構本身成立的目的及使命，就是為了達到承諾的財務目標以支應付款義務，因此增加風險承擔度也是具有極大誘因的選擇。舉例而言，在此次金融海嘯中，許多退休基金都發生重大投資虧損，使得現有資產價值與未來將承擔債務之間的差異缺口進一步加大，甚或出現資金明顯難以償還債務的情況，而引發改革或批評的聲浪。部份基金會和國家主權基金在金融海嘯前雖已設定適當的目標報酬率，但由於在這波股災中，遭逢出乎意外的嚴重虧損，原本設定的目標報酬率已不敷實際需求，而必須提高預期的投資報酬率，因而被迫增加曝險部位及風險程度。

此外，除了必須達到資金的目標報酬率外，部分長期投資者也可能基於其他理由選擇增加所承擔的風險程度。原因在於，這些機構投資者透過經驗累積，對

於風險與報酬率的分析更為進步，因此有能力承擔更高風險以換取更好的投資報酬。例如許多主權基金在初建立時，多選擇持有非常保守而低風險的投資組合，直到整個投資機構發展更完備，且擁有更多的專業性人才和所需的經驗能力時，才願意調整資產配置，承擔更多的風險。例如蒙古政府退休基金的與會人士表示，該基金之投資標的原僅限於國內債務證券，但隨著機構組織逐步發展成熟，目前也開始研議新增股票投資及海外投資。而其他願意承擔更多風險的投資者也增加在新興市場和另類投資的比重，例如避險基金、不動產等。

最後對於部分決定維持風險程度不變的投資機關，也透過分析與檢視的過程，對於所願意承受的風險波動度有更明確的界定，並設定其優先順位。例如為了換取穩定的現金流入，某些機構可能願意投資於缺乏流動性的投資項目，並忽略短期的資產價格波動，因此願意投資於有穩定客群及現金流入，但不易變現、流動性較差的電廠，但避開未來發展具不穩定性但可能高度獲利的投機性投資。

也因此，各類投資機構按照決定增加風險、降低或維持風險而分成不同群組。在美國，公司退休基金多傾向選擇降低風險程度，尤其對於規模越大的公司退休基金，這樣的傾向更為明顯。在 2010 年的調查中，54% 的公司退休金表示將轉向固定收益或免疫投資策略；而英國退休金法規也鼓勵退休基金從較具風險的股票投資轉向被認為風險性較低的債券或現金；甚或少部分公司考慮出售其所有退休金資產，完全只投資於高評等債券以滿足其現金流出需求。

在美國，當一般公司退休金傾向選擇降低風險時，部份公眾退休金則反向尋求增加風險及投資報酬率。根據研究，57% 的公眾退休金為了增加報酬而提高全

球股票配置比率，其他公眾退休金則維持風險程度，僅調整投資衡量過程，而基金會和部分國家主權基金則採取相同的策略。

(三) 決策結構：是否決策者是以長期角度出發？如何發展衡量系統以平衡長期傾向與短期責任？

這次的金融危機也凸顯了長期投資者之決策結構的重要性，主要的關鍵點有四，分別在於如何確認決策者的個別責任？該如何發展衡量系統，以做到平衡機構投資者本身的長期傾向與投資經理人的短期責任？如何建立委外帳戶的補償機制？或者是否應增加由機關內部所做的投資決策？說明如下：

1. 決策者的個別責任：

在每次的市場危機中或者事後，常會激發哪些個別決策者必須對投資決策負起最大責任的爭論，而此種責任的判定通常難以得到明確的答案。

在導向危機發生前的大環境，許多機構的投資決策權力分散於許多層的投資專家和信託人。那些採取主動積極角色的顧問委員會通常會創造出模稜兩可的情況，有關誰是真正策略成敗的負責者？受託管理者或者管理團隊孰者應對績效不佳負起最大責任？因此許多長期投資機構發現需要針對責任的劃分作明確的界定，有些基金就非常明確的表示投資長(CIO)及負責設定所有投資架構的顧問委員會必須對投資決策負責，而非代操的管理團隊。

此外，在危機前發生前，以審慎、負責為原則的管理體系開始著手於更進一步發展及完善風險管理系統的細節。許多機構也發現必須建立極為明確

的流程、認知風險忍受程度、投組預期報酬及其他因素指導規範，才能確認風險管理的責任歸屬。

2. 績效衡量和參考指標：

長期投資者有先天上的壓力，必須努力尋找適當的長期投資績效測量方式。但許多定期衡量的制度，卻可能無意間鼓勵投資決策單位著重於使短期績效最佳，因此如何建立不同的短期、中期及長期績效衡量方式是有其必要的。大多數的投資機構目前皆已發展出可以分別衡量個別投資項目績效，及基金經理人在執行長期投資策略方面表現的評比標準。

爲了確認長期投資策略是否如預期般順利執行，或者在某些時點上需要採行特別行動去改善績效，機構投資者會在時間軸上不同的時點評價各種類別的投資。例如其中一種方式衡量短期績效和中期績效的方式，是去觀察個別投資股利或收入的變化，以及市場價格的漲跌。另一個衡量近期績效的方式，則是減損預測，衡量期初對於投資決策的假設是否迄今仍然正確。而投資機構運用這些方式去判讀，由市價衡量法所呈現的帳面損失是表示當時整體經濟環境變化，或者該個別投資標的評價的轉變。

雖然目前投資經理人的個別投資績效多已有標準的衡量方式，投資機構仍嘗試找出其他方式去判斷個別基金管理者決策是否是有利於整體基金採取長期投資的立場。若能找到正確的衡量方式，不但可誘使基金經理人去採取符合長期投資策略的行爲，當市場在短期或中期出現震盪時，此類的衡量方式也有助於對外界進行說明。

(1) 第一種方式，也是最常見的方式是，部分機構開始改用三年、五年或者七年長期移動平均作為績效衡量標準，因為這些機構認為這樣的衡量基準更有效反映長期投資者對時間的概念。部分機構也增加採用絕對報酬的目標設定，使得基金經理人在做投資決策時可以不必考慮市場或者其他投資管理機構的行為，而確實專注於達成所設定的絕對目標報酬。經筆者造訪美國最大的退休基金「美國加州公務員退休基金」(CalPERS) 網站，發現其 2011 年實際的資產配置部位，確實新增採用絕對報酬的投資策略。(參見下表)

美國加州公務員退休基金(CalPERS) 2006 至 2011 年實際資產配置情形 (單位:%)

資產分類\時間	2006.6.30	2007.6.30	2008.6.30	2009.6.30	2010.6.30	2011.8.31
約當現金	1.4	1.4	1.8	6.5	1.6	3.2
債券	24.5	24.4	25.3	28.1	24.5	18.1
權益證券	66.9	66.2	61.7	55.6	64.0	64.0
--國內外權益證券	61.2	59.5	51.6	43.7	49.6	49.0
--另類投資與私募證券	5.7	6.7	10.1	11.9	14.4	15.0
抗通膨債券	0.0	0.0	2.0	2.4	2.4	3.2
房地產	7.2	8.0	9.2	7.4	7.5	9.4
絕對報酬策略	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.4
合計	166.9	166.2	161.7	155.6	164.0	164.3

(2) 第二個方法則是在更長時間區間去衡量基金經理人在不同市場情況下的表現。例如投資經理人在多頭或空頭市場哪種表現較佳？當然長期投資策略會使得這些基金經理人變得更為極端，例如放棄某些多頭市場的超額報酬，以換取更多的下檔保護，避免最終的資產價格整體下跌。其中很重要的是，這種方式能顯示，在不同市場環境下的投資，是否真實反映投資機構本身的投資信念。

(3) 最後，有些機構加強對於投資週轉率的控管。通常而言，長期投資策略傾向於擁有較低的買賣週轉率，也因此藉由觀察周轉率，來監管投資經理人是否是採行長期投資立場。

3. 補償機制：

無論機構投資者如何努力，基本上投資機構和管理機構對於決策的時間觀念就不可能完全相同，因此如何限制這種差別所產生的影響就是機構投資者所應該努力的課題。有些機構試著藉由延長績效衡量的時間範圍給經理人彌補的時間，或者增加衡量績效表現的所用的標準，發展能使經理人利益與機構本身長期投資利益一致的薪資補償系統。

所謂薪資補償系統，包括紅利彌補的機制，也就是基金經理人績效紅利的特定比率應先存入約定的帳戶，且在特定期間內依績效表現決定是否發放，若投資績效過差，存入帳戶的績效紅利可能被要求退回。另一種方式則是對於要求投資經理人的紅利須投入相同或類似的基金，以確保經理人和所經管的帳戶面臨相同的風險，減少代理成本，使經理人有更大誘因改善帳戶投資績效。

這些改變出現的理由主要有二，其一廣泛採用此類方式可以鼓勵管理者改採用長期投資的觀點進行決策；其二，這種方式也可以確保機構所找到的管理者是那些願意採用長期觀點進行投資的人，並逐漸排除其他堅持用短期觀點進行投資決策的經理人。然而，這些改變雖然重要，但仍都只是機構建立更佳彌補政策，以促使投資策略轉向長期觀點的第一步。

4. 外部管理：

對於已建立長期投資傾向的投資機構，卻有一種重要趨勢逐漸成形，也就是從向外尋求委託投資經理人，轉為以在機關內部進行投資組合管理為主。主要的原因可分為三點來說明：

其一，目前市場上越來越明確的認知到，機構投資者與其績效管理經理人利益不一的衝突所帶來的影響。尤其當把觀察時間拉長，這樣的影響就更為明顯。舉例而言，一個私募基金經理人，可能要以將在五年內出售所有資產實現獲利為前提操作，但對於機構而言，實際上卻希望是以更長期投資觀點為決策出發點。

其二，外部經理人的流動性架構通常與委託單位的預期有極大的落差。例如某些避險基金的投資策略看似擁有極佳流動性，但在危機發生時，投資者卻因贖回保護等因素而無法出售該類資產；因此原本以為這些資產能作為流動性緩衝的投資機構，被迫去尋求其他可提供流動性的資產，而不得不拋售其他原本打算長期持有的投資部位。

最後，外部經理人可能寧願將資金投入並非完美的投資組合，而非將資金還給投資者，因此可能發生過度投資，或者投資於較差的投資標的，這也是極為常見的一種代理問題。

因此機構投資者必須嘗試在自行操作與委託經營間取得最佳平衡。而人力及資源充裕、有能力從事自營的機構，若採用內部自行決策，能對投資組合的流動性和時間偏好等擁有較高的控制力，因此即使是那些傳統上以委外

操作為主之公開的美國退休基金也開始轉向發展機構內的自行運用。

但要說明的是，儘管理論上自營操作對機構投資者是相對較有利，除了可以避免上述代理問題，通常整體而言自營操作的成本也較低，但許多投資者也指出機構自營操作容易陷入因小失大，著重小處利益而失去整體觀的缺點。因此，部分基金仍持續進行委外操作，但進行機構內部結構上的調整，以在享受由外部經理人操作的優勢同時又能保有部份控制權或者操作彈性。

三、 改變投資策略

除了重建投資架構和管理程序，投資者尋求去建立更能符合流動性要求的投資策略、更能掌握基本面變化與投資報酬率的資產配置。然後這類的想法主要在2010年開始，而目前這些新想法還在發展崛起中。

(一) 新的流動性管理方式

這一次的金融危機在流動性管理方面幫許多機構投資者上了寶貴的一堂課，也就是流動性管理有關規範必須明定於所有的投資策略及資產配置中。在股票市場的暴跌中，某些長期投資者因為流動性不足，被迫做出比較不利的投資決定以達到最低的流動性需求。

原因之一可能在於這些機構對於現金流量沒有準確的估計值，以接受捐贈為主要收入來源的基金會而言，可能忽略考慮有關市場情勢不佳所引起贊助收入減少；或者由於市況不佳而引發受益者、外部經理人與交易對手要求增加現金流量等連鎖反應，例如市場信心危機，引發共同基金投資者大量贖回，超過原本基金

經理人預期的現金流出，因此，由於對現金流量的錯誤估計，導致低估應有的現金準備，而造成流動性不足。

在這種情況下，許多機構投資者被迫在市場大幅跌價，資產市價明顯低於其實際價值時去出售這些原本以為具有流動性的資產。最後，原本機構投資者希望藉由多元化分散投資來確保，當部分金融市場出現跌價時，可以出售其他資產以滿足流動性需求，卻發現這次危機中，因所有資產的連動性過高，股票、債券、不動產及其他資產出現同步下跌的情況，而使得這樣分散投資策略失去優勢。也因此許多長期投資機構不得不配置更高比率的資產到更安全、具有流動性的資產，例如現金或高評等債券。

而除了增加投資組合的流動性，以彌補這次危機前的錯誤外，某些機構因此變得更為保守，提高流動性準備到超過必要的程度，甚至提高流動性準備到超過足以應付這次金融海嘯所需，以避免再次發生流動性不足的危機。部份機構則提高流動性準備到超過應付短期債務所需，以便在未來市場出現流動性不足時，能藉此從中獲利。

至新制勞退基金自 2005 年 7 月 1 日起開始實施，迄今尚屬資金成長期，資產規模每年以 1400 億元累存，未來幾年內仍不至有退休金支付壓力，故較無上述流動性不足問題，且基金可承受波動度較大。

(二) 崛起中的資產配置方式

在此次危機發生前，許多投資機構持續增加資產種類，認為多元化的配置可

以達到分散投資的優勢，及獲得經過風險調整後最佳的報酬率。然而這次的金融海嘯卻讓人不得不正視，原來這些不同的資產類別可能在經濟衰退時都是密切相關的。這樣的情況推動了長期投資者開始轉向，朝建立更重視風險且能真正獲得多元化投資效益的的資產配置架構發展。

新制勞退基金考量投資於全球不動產，相較於傳統股債投資，確實有分散投資組合風險之效果，且具抗通膨優點，故於 2010 年新增全球不動產股票型委任投資；另考量全球主要股票市場的本益比處 10 年長期平均以下，雖股價相對便宜，惟全球市場波動度有明顯增加之現象，故為降低本基金投資組合波動度，爰於 2011 年辦理全球低波動指數股票型委任投資，

四、 小結

(一) 對於政策制定者：

政策制定者應考量各種政策廣泛的綜合影響。例如以市價衡量法的會計制度，將可能影響原本應著眼於長期投資的退休基金或者保險公司，而使其帳面上的投資損益過度受到短期景氣波動影響。還有償付準備金的要求比率過高，將可能削弱或影響退休基金管理機構的資產配置；而國際資本流動限制將增加相關投資機構的國外投資困難。以上這些策略雖能保證受益者的權益，並增加金融市場穩定性，但卻可能使得承擔長期債務與短期債務的投資機構無法採取不同的投資策略，進而加大了金融市場的波動性，產生助漲助跌的效果。

的確，法規制定者建立體制，促使保險公司及退休基金在健全、負責及透明的制度下被經管的責任，然後許多有助於增加市場穩定性的新法規，卻使這些有

長期負債之投資機構喪失長期投資的能力，而不得不著眼於短期的市場變化。而嚴格的資本規範也會迫使投資機構必須持有較少的曝險資產，而錯失獲取長期風險溢酬的機會。因此這些原本爲了增加透明度及更適當風險管理的政策，卻必須由投資機構的受益者支付潛在的不利代價，長期投資者不但可能因此獲得較低的投資報酬率，也會使得長期資本的供給減少。這些政策不僅止於影響相關的長期投資機構及受益者，更將擴大影響到整個經濟體系。因此，也許其中一個解決方式就是對於短期投資採取市價評估法，但對於長期投資則應有更爲彈性的衡量空間。

另一方面，自從 1990 年的亞洲金融風暴以後，許多亞洲國家過度擔憂，且因而積極控管國際資本的流動。這些國家擔憂熱錢的快速流入將造成新一波的資產泡沫，隨後在貨幣貶值時熱錢又快速流出，而造成泡沫破滅，因此這些國家對於國外投資者皆施以嚴格的資本控管，然而這樣的資本控管往往無法區分資金投資者，因此這樣的管制也將明顯抑制長期投資機構的的跨國投資，而使經濟體失去經濟成長所需要的長期而穩定的資本，同時長期投資者也失去針對全球投資進行最佳風險分散與多元化投資的機會，解決之道是政府機構能否區分這些長期穩定的投資者，並制定特定的政策與稅制。

(二) 對於長期投資者：

長期投資者，應該要發展在衡量短、中期績效的同時，仍能鼓勵以長期績效爲主之衡量系統。長期投資者可以試著尋找並非完全著眼於當期市場價格，卻可能呈現未來績效的指標，舉例而言，可能藉由衡量長期績效，例如 3 年、5 年甚

或 10 年，並採用絕對目標報酬，或者與長期負債比率相關之參考指標來取代市場指數，並明確地衡量資產週轉率，或於經濟循環中之特定時點衡量長期績效。

或者長期投資者也可以針對長期委託投資發展補償機制，例如若未來績效轉差，委託機構有權要求償還之前所支付之投資獲利紅利，或者投資紅利是雙向的，亦即具有懲罰機制，若投資績效過差或對經理人產生不利影響，而使基金經理人具有與投資帳戶相同的利益，促使投資經理人以長期角度來進行投資。

此外，長期投資機構也應該使受益者或者股東等關係人，了解長期投資的意義，尤其當金融危機發生時，若投資者或股東進行恐慌式贖回或賣出，都可能進一步加大股價的跌幅，加深市場重挫的程度。機構投資者應使受益者能認知長期投資可以透過承擔較高的風險而獲得長期風險溢酬，而降低長期投資機構在短期市場波動時所需面對的群眾壓力。

最後，長期投資者及股東都應該積極主動行使股東權益，可以促使公司經營派採取長期政策，不受迫於市場的短期壓力，而以創造公司長期價值為目的。雖然這樣的想法與目前的實務並不相符，且實際上公司當權派多不希望受到外來持股者的影響，而一般投資者也多無意願行使投票權或與公司管理者有進一步來往；甚或對於國家主權基金等，為了避免其因政治或其他目的而影響公司獲利能力，多鼓勵其儘可能不介入公司經營，並可減少基金管理的複雜度，以上這些想法，都限制了關鍵的長期持股者對於公司所能發揮的影響力，甚至產生逆選擇的可能性。

針對加強長期投資者股權行使的方法，可將股權行使劃分為委任經理人的權

責範圍。若是公司退休金，則可由代操退休金之受託者與委託公司共同辨別長期風險與擬定長期目標。而長期投資者也應彼此聯合來促使某些有利於長期投資之政策為公司當局所重視。此外政策制定者也有促使長期投資者行使所有權的責任，其中一種已經實行的方式是，在 2010 年英國新委託管理規則中要求，相關機構必須對於未對所投資公司進行主動監督行為提出說明，許多長期投資機構都認為這是一種正面的發展，並可能在未來推廣為世界潮流。

參、亞太地區總體經濟暨金融市場趨勢

根據全球著名的資料庫與經濟預測機構「環球透視」預測，在 2025 年前，日本及西歐占全球 GDP 比重將逐漸下滑，亞洲(日本除外)佔全球 GDP 比重則將持續增加，北美、東歐等其他領域則大致維持不變，顯現亞太地區經濟的重要性日漸成長。但隨著科技進步及全球化的浪潮，各區域經濟已經更為緊密相連且彼此牽引互動。

目前歐元區主權債務危機已經擴散到整個歐洲銀行體系，全球經濟體系正在經歷大變革，其中在先進國家，金融市場相對於實質經濟面而言，已經出現規模太大、過度槓桿及過度投機的傾向。在前一波的全球金融風暴中，亞洲相對雖受傷較淺，但卻面臨如何滿足亞洲地區實質需求的考驗，包括需要大規模的基礎建設擴建、中小企業信用額度及退休金規劃等需求，且同時亞洲也必須處理物價膨脹、貨幣升值、劇烈波動的資本流出或流入，以及資產膨脹等考驗。以下將就亞洲退休基金協會與談者針對亞洲地區目前所面臨的危機、發展中的經濟趨勢及未來預測等所提出之討論重點，作重點整理說明。

一、 亞洲經濟所面臨的危機

近期歐債危機持續發酵，除已造成風險性資產大幅下修外，現已擴展至歐元區結構性問題及歐洲金融體系之流動性，並逐步擴散至實質面，進而拖累全球經濟。而亞洲經濟雖無法與歐美景氣脫勾，惟表現仍相對穩健，且由於全球經濟下滑風險增加，過去新興國家的緊縮貨幣政策已逐漸調整，在體質相對穩健下，預估未來經濟表現將較已開發國家為佳。茲就亞洲目前仍面臨的危機說明如下：

(一) 歐債危機為最大風險：

由於歐債危機逐步升溫，對歐元區之影響已從先前的信心危機蔓延擴散至銀行業信用緊縮及實質面經濟，由於歐元區各國立場歧異，致使歐債問題無法即時有效解決，拖累歐元區整體經濟與信心，倘若擴展至金融體系出現系統性風險時，勢必嚴重波及至全球金融及經濟面。又歐債所突顯出之歐元區結構性問題，事涉政治議題，短期內將難以解決。預估 2012 年歐洲經濟將徘徊在衰退邊緣，加上緊縮財政，經濟展望並不樂觀。

(二) 通膨為潛在經濟隱憂：

由於新興國家需求持續增加，加上未來天候異常將成常態，倘若農糧供給不穩定，糧食價格將成通膨推手。又因新興市場能源需求強勁，在地緣政治干擾下，將使能源價格波動度增加，另加上持續寬鬆貨幣政策環境，皆對通膨構成壓力，不利景氣成長。雖目前在全球經濟放緩及部分亞太國家政策控管下，通膨問題已暫緩解，惟考量上述因素，仍須持續關注於物價調控議題。

(三) 人口老化為長期考驗：

目前隨著部分亞洲國家出現明顯人口老化，經濟成長速度並隨之放緩，因此利率降低，甚至出現零利率、負利率(例如日本)，因此長期投資報酬率下降，退休金準備困難增加，但人民平均年紀又拉長。隨著平均年齡增加，醫療支出和看護費用等都將上升。政府財政負債受到低稅率及增加的社會福利支出而攀上高峰，這些都將成為經濟長期發展的重要考驗。

二、 亞洲經濟的發展趨勢

在 2008 年的金融危機發生後，引發全球金融秩序及結構的重新省思，也讓部分明顯趨勢受到關注，例如對於可能引發公眾危機的金融風險控管施以越來越嚴格的規範等。而雖然亞太地區經濟的重要性已明顯增長，但經濟及金融面都仍與歐美等國際密切關聯，也因此不同國家間政策的協調性，全球政治重心的移轉，新興市場經濟實力的興起等，都對亞洲經濟中有著重要的影響，以下將就亞洲地區經濟及金融領域的發展趨勢進行討論。

(一) 經濟層面

亞洲在經濟上有許多優勢，例如有利的人口結構、高儲蓄率及高經濟成長率，雖目前亞洲老年人口快速增加，幼童扶養比則逐漸較低，但相較在歐洲國家新進入職場人數則明顯低於離開職場的工作力，致經濟低成長及社會福利及退休金等負擔加重等嚴重社會問題，亞洲仍相對具有優勢。

目前中國和部分亞洲新興國家可能已突破或即將突破所謂「路易斯轉捩點」(Lewis Turning Point)，意即未來這些國家將隨著農村廉價勞動力逐漸減少，出現工資、消費、物價全面上漲，而經濟成長趨緩的現象。在轉折點出現之前，即便工資不調漲，仍可招募到源源不絕的勞動力。但當經濟體越過「路易斯轉捩點」，必須支付的勞動報酬可能會加速上升。這也意味著工業部門不能再用「不變工資制」來吸收「無限供給」的勞動力，此時實質工資將上升，儲蓄率也將逐漸降低。

在越過「路易斯轉捩點」的過程中，可能會伴隨著幾種變化，包括工業實際工資水準顯著上升、農業部門商業化、恩格爾係數降低(意即糧食支出佔收入比率降低)及人口類型由「高出生率、高死亡率、低成長率」向「高出生率、低死

亡率、高成長率」，再向「低出生率、低死亡率、低成長率」轉變。

(二) 金融層面

亞洲目前仍高度依賴全球的金融互動，全球前十大銀行掌握住 50%至 80%的全球金融商品，尤其是在衍生性金融商品方面，目前亞洲雖初級市場及次級市場的重要性雖已逐漸增加，對於風險控管商品的需求亦逐漸擴大，但此方面商品提供及交易幾乎全由歐美等外來大型投資機構所主導。在投資銀行業務方面，也因國外大型機構擁有豐富的人力資本及經驗知識，多仍為外來大型投資銀行所把持，其交易對象也是以國外基金經理人為主要客戶。

而在存款替代機構方面，因人口結構的變遷影響到消費型態，亞洲商業銀行及財富管理市場逐漸興起，例如契約性儲蓄機構(Contractual Savings Institutions)方面，亞洲保險公司擁有龐大的內需市場，但機構多在資金管理技巧上仍欠缺。總而言之，亞洲需要學習榜樣，並嘗試走出自己的路。

預計在 2050 年前，亞洲將會擁有全球一半的金融資產，主要亞洲金融中心將在於香港、新加坡、上海、孟買、雪梨、東京及首爾。又目前全球金融互動主要是藉由外匯準備金，因現行國際計價貨幣仍以美元及歐元為主，故貨幣的主動權仍在歐美各國，惟未來亞洲的日圓、人民幣及盧比都將逐漸興起，成為市場主流的貨幣之一，又亞洲貨幣將在聯合國特別提款權及國際金融體系中佔有重要的一席，未來亞洲也將成為全球的價格決定者及規則制定者的成員。

三、 國際貨幣基金組織對亞洲經濟預測：

國際貨幣基金組織(International Monetary Fund, 簡稱 IMF), 在 2011 年 10 月 13 日發表《區域經濟展望》, 其中針對亞洲地區, 預計在 2011 及 2012 兩年經濟成長率仍將維持 6.3%和 6.7%的增幅, 較其原先的預期分別下降 0.5 和 0.2 個百分點左右, 但若如果歐元區情況進一步惡化, 歐洲銀行業可能降低信貸供應, 並停止進行債務展期, 海外投資者可能隨之迅速了結在亞洲的投資部位, 將給亞洲帶來極端風險。而在全球經濟嚴重衰退下, 亞太地區經濟增長速度可能較當前的水準下滑 1.5 至 4 個百分點。簡言之, 亞洲國家的內部需求將較為強勁, 在來自發達經濟體的不確定性與日俱增的情況下, 這將對亞洲經濟起到重要的保護作用。

IMF 認為儘管亞洲國家面臨經濟增長放緩的問題, 不過通貨膨脹壓力依然較高, 雖然一些國家有理由暫停升息, 但是其他國家需繼續實行緊縮性貨幣政策。目前亞洲經濟體不僅需要應對全球經濟的黯淡景象, 同時還需在本地經濟過熱壓力持續的情況下控制寬鬆政策環境帶來的風險, 有鑑於此, 如何巧妙地實現均衡調控是亞洲決策者面臨的問題。預期通貨膨脹在 2012 年逐步回落, 但多數亞洲經濟體的通貨膨脹率仍可能處於目標區間中點以上。眼下中國、印度和韓國等亞洲經濟體的經濟過熱壓力依然較大, 通貨膨脹仍高於目標水平, 而且通貨膨脹預期也在繼續升溫, 對這些國家來說, 當前的貨幣政策收緊步伐依然是適宜的。對於通貨膨脹位於目標水平以內、且對全球經濟放緩缺乏抵抗力的經濟體而言, 目前可能有理由暫緩實施緊縮的貨幣政策, 直至經濟增長面臨的下行風險消除。亞洲國家中, 新加坡、臺灣和泰國容易受到全球經濟滑坡的衝擊, 而經濟過熱壓力相對較小。而儘管上述風險近來可能有所消退, 但經濟過熱壓力仍是中國、香港和印尼等經濟體所面臨的難題。

IMF 也提出警告，例如目前貨幣衍生品交易高度槓桿化，將使投資者極易喪失信心，進而可能衝擊銀行業的融資。此外在匯率方面，允許貨幣升值將有助於管理通貨膨脹並促進經濟再平衡，且在大量資金持續流入的情況下，想要遏制貨幣的實際升值趨勢極為困難。又目前部分亞洲國家信用貸款增加速度仍然過快，資產負債失衡是亞洲新興經濟體中期內面臨的一大風險。未來亞洲決策者應借助貨幣政策、審慎的總體經濟政策和匯率政策來限制金融失衡的局面，以避免金融失衡可能最終影響總體經濟的穩定性。

四、 中國的經濟發展

中國在 2011 年受到升息及信用管制等一連串緊縮政策影響，通貨膨脹明顯受到控制，但也已使經濟成長出現降溫的現象。由於歐美國家經濟復甦力道不足、需求疲弱，因此可能削減中國對這些地區的出口，但新興國家的經濟成長與消費需求依舊強勁，可彌補增強中國的出口貿易動力。在消費內需方面，儘管通貨膨脹會削弱購買力，但所得大幅提高依舊可支持民間消費的成長；同時由於中國未來投資重點移轉到醫療保健等民生領域，並且加強民間住宅的興建，減緩公共建設的投資，這些政策將有利於民間消費的成長。

在目前全球經濟成長趨緩，甚至轉向衰退的悲觀氛圍下，中國經濟也受到需求收縮放緩的影響，經濟成長速度可能明顯放緩，預估 2011 年第 4 季經濟成長率可能降到 8.8%~8.6% 左右，2011 全年經濟成長率約 9.0% 左右，經濟「軟著陸」已成定局。至 2012 年，經濟成長則存在持續下修的風險，預測年經濟成長率可能回落至 8.2% 左右；而 2013 年以後，中國大陸經濟將可能進入中速成長(7%~8%)

階段，而不復出現兩位數的高成長率。

中國大陸房市在緊縮政策影響下，原本嚴重的高房價問題逐漸受到控制，而在經濟成長與物價漲幅皆下修的情勢下，展望中國大陸未來將對原本著重於「控物價」的總體經濟政策進行「微調」，而轉向穩健經濟增長的方向。又中國經濟高度依賴的投資和出口，已由高速成長持續減緩，預估中國將朝向提振消費著手，可能持續採行上調工資、結構性減稅等措施，以刺激內需，彌補淨出口收窄缺口，惟儘管中國擁有在必要時進一步實施財政刺激措施的空間，但應當通過刺激消費，而非刺激投資來幫助解決經濟發展不均衡的問題。

又對中國經濟長期影響較大的因素可分勞動力、投資拉動及匯率政策三方面。目前中國人口已達 13 億元，占世界人口總數約 20%，勞動力人口基數大，也因此產生龐大內需市場。但其人口金字塔底部出現收縮，使得人口老齡化速度加快，且各地分布極不平衡，將成為未來經濟的隱憂。投資則分為長期大量的政府投資及開放政策帶來海外資金；匯率管制政策提供國內成長環境。

過去中國經濟與股市相關性較小，目前由於資本市場逐漸成熟，經濟與股市將越來越密切相關。且中國目前已經快速成長為主要的投資者，無論在於實質面或金融投資面。目前中國對外國的直接投資不斷快速成長，在 2009 年中國對外的直接投資已經達到 565.3 億美元，將近 2003 年的 20 倍，並占全球國外直接投資的 5%。

五、 印度的經濟發展

印度是世界上人口最密集的國家，總人口將近 12 億，也是全世界第二多人口的國家，且其人口結構相對年輕。據 2011 年人口普查，印度總人口的近 57% 處於 15~59 歲之間，60 歲以上只有 7.5%。在未來十年，這些青壯年將是工作主力。隨著技術和知識提高，這些勞動力可以推動印度新的經濟成長，較高的勞動人口成長率，也將是印度的優勢。未來 10~20 年，印度的勞動力品質將相對良好，鄰近的中國卻將面臨工作人口的下降和人口老齡化。未來 20 年，中國的勞動力將縮小約 4000 萬，印度的卻將新增約 2 億 2000 萬勞動力。也因此在此二十世紀上半，印度的平均 GDP 成長率低於 1%。但在 1980 年到 2005 年，印度出現了每年 6% 的高成長率，也讓世界開始關注印度經濟的成長潛力。

過去三十年間，面對國際間的重大事件，印度經濟往往可以從衝擊中迅速恢復。只有在 90 年代初的波灣戰爭發生過一次嚴重的國際金融危機。印度成功地渡過了 97 年亞洲金融危機、97 及 98 年的俄羅斯金融危機、99 年與巴基斯坦的邊界衝突及 2008 年的金融危機。在這方面來看，這種強勁的宏觀經濟表現，正凸顯出印度經濟的活力和應變能力。簡言之，印度的高成長是以下關鍵的結果：放鬆管制和貿易自由化，經濟結構轉型，較高的國內儲蓄率和投資率。對於支撐印度成長的因素簡單說明如下：

(一) 由於總人口數高，帶動印度經濟的內需強勁，正是抵禦國際金融危機的利器，2008 年的金融危機就是一例。當大多數的國家努力對抗不景氣時，印度卻世界上成長最快的國家之一。且在未來 20 年內印度預計將新增約 2 億多的勞動力，將進一步加深內需市場。

(二) 印度是一個淨進口國，所以在面對全球經濟衰退的時候，相對於其他新興

市場，印度反而可以獲得利益，因其進口成本下降的速度，通常比出口下降的速度要快。而印度進口了大量的各式商品，包括石油，所以當全球經濟趨緩的時候，石油價格下降，對印度經濟反有所助益。

(三) 以知識密集為主的出口商品與大部分其他新興市場相比，印度主要出口 IT 服務，醫藥產品和高科技機器產品，以知識密集為主。這增加了抵禦國際金融危機的能力，因為出口這類商品較不會受到影響。根據印度的經濟諮詢委員會的最新數字，從 2007 年到 2012 年，出口量預計將成長一倍，從 2007 年 203 億美元，到了 2012 年約 400 億美元左右。

(四) 印度憲法採民主法制制度，而非專制體制之共產國家：印度聯邦憲法，權力劃分為中央政府（聯邦政府）、州政府，並有自己的立法院和法定的官員。

(五) 歷史悠久的股市不同於其他新興市場，在股票市場和企業的透明化方面，印度擁有較其他東南亞新興市場豐富的經驗。孟買證券交易所成立於 1875 年，是亞洲最古老的證券交易所，擁有約 5000 個公司上市，具有 T+2 的結算週期和約 1.2 兆美元的股票市值。

雖然印度的人力資本潛力越是驚人，但其基礎建設的缺乏卻是經濟發展的致命傷。在印度獨立後的數十年來，印度很少關注國內的基礎建設。無論是農村還是都市，都面臨基礎建設不足，甚至根本不存在的問題。爲了要把印度的經濟奇蹟轉換成自己更好的生活品質，大量農村居民湧入都市。不幸的是，即使是最繁華的都市，其基礎建設都沒有辦法承擔這麼多的流入。居住空間、運輸設施和醫療更是嚴重不足；農村也面臨一樣的問題，甚至更爲嚴重。

爲了要維持高經濟成長率，同時兼顧通貨膨脹於一定水準，資本投資必須要

提高到比過往更高的水準，特別是那些因為基礎建設不足而造成供應鏈產能無法提升的領域，以避免供需不平衡進一步推升通貨膨脹。也因此目前印度政府聚焦於基礎建設，並試圖結合私人企業資源及宣布了一系列建基礎建設債券基金的準則，引進免稅基礎建設債券，以解決基礎建設的財源問題。

六、 小結

新興亞洲（尤其中國及印度）未來雖仍具有高度成長可期，惟為避免深受國際資本及國際景氣榮枯牽動，而影響中國與東南亞國協等新興市場之擴張動能，宜在中國、印度等新興國家實質基礎建設完成前，放慢金融面開放步伐，始能維持高度經濟成長態勢。

中國、印度人口多且消費型態改變（尤其中國 80 年代後），實質面之基礎建設尚有很大進步空間，內需仍然強勁，中國股市與經濟成長呈反向關連，是政治選擇，未來隨著基礎建設持續擴增，及國內政治民主化、財產私有化逐步進行，未來十、二十年仍有高度成長可期。因此，放緩金融面之開放，政策才能有效調控實質面建設及腳步。

肆、亞太地區退休基金的變革趨勢

近年國際金融市場變遷速度加劇，景氣循環週期縮短，許多全球趨勢的轉變也迫使各國退休金重新去思考有關總體經濟及投資等策略，這些趨勢包括新興國家興起帶來全球區域間勢力的新平衡，人口結構改變暨高齡化社會問題，全球氣候變遷及所引發的糧食短缺，以及其他各層面的社會議題，諸如貧富懸殊、失業率攀升、水資源短缺及政治動亂等等；其中最重要一點，就是金融體系已經太大，而且金融市場的波動已經能對實質經濟體系造成嚴重的影響。

而在 2008 年的金融海嘯發生後，許多機構投資者都會同意許多金融理論似乎已不符實務，例如效率市場假設已證實為無效，市場價格並非隨機出現，市場資訊流通也非完整透明，且許多金融市場都會受到政府或其他人為操縱。而股價折現模型也在零利率出現的前提下，失去有效性；而原本公認債券比股票穩健安全的想法，也在部分國家主權出現高違約風險下，產生信心疑慮；而其中最關鍵的一項改變就是，多元化投資可分散風險的假設，也在全球股市連動性增加下被破壞。

在此金融環境快速變遷的新環境中，原有的經濟分析工具已失去有效性，再伴隨著亞洲的人口老年及經濟富裕化等改變，正是值得進行重新省思亞洲退休金角色的時機。而以下就幾個目前各國退休金轉變的領域進行說明：

一、 風險管理

這次的金融危機證明了大多數的退休基金並不了解自己暴露在多大的風險中，所謂的多元化分散投資理論並未如預期能有效最小化風險。因此，風險管理

需要重新被認知及統整，上至委員會的資產配置，下至交易執行的決策等，都應該因應做出調整。

(一) 資產配置：

以風險為主軸的資產配置已經越來越流行，投資者在重新劃分風險區塊的前提下，嘗試尋找真實有效的多元化投資，因為傳統以股票、債券及另類資產作為分類的方式已經證實無法提供有效的多元化風險風散效果。

(二) 集中化：

既然多元化投資未必能做到風險分散的效果，部分退休基金開始改變策略，以集中式投資取代多元化廣泛投資，因為能對所投資的市場投注更多心力，及有更深入的認識。對許多基金而言，較大金額與較少數量的投資項目與委外帳戶相較小金額與繁多委託帳戶易於管理。

(三) 價值衡量：

投資者在建立部位時也開始更重視所承擔的風險，尤其是對於由下而上的分析選股策略。經理人不再像過去完全相信並依賴計量數據，而加重思考判斷的比重，並發現當知道的越多，似乎一切就越複雜、越難以瞭解，也更難以做出判斷。

二、 絕對報酬與相對報酬之投資趨勢轉變

一般而言，投資型式可概略分為絕對報酬與相對報酬兩種類型，所謂「絕對報酬」係以獲取特定報酬為目標，即強調以賺取正的報酬為目標之投資策略。目

前「絕對報酬投資策略」仍無學理上的正式定義，但在國際投資界對於絕對報酬投資策略已有一定程度的共識，亦即其係指追求任何時點進場後 12 個月內達成正報酬的投資目標，惟不保證保本，亦不保證獲利。而「相對報酬」的係以一參考指標（benchmark）為獲利目標及績效衡量基準之投資策略，即強調以賺取較參考指標為好之報酬為目標之投資策略。

因退休基金具有長期投資的特性，在資產配置上多以長期為著眼點，因此願意承擔短期景氣及資產價格波動的風險，換取長期較佳的報酬，也因此國際間大型退休基金大多以相對報酬類型投資為主要部位，輔助搭配少量絕對報酬投資。惟自金融海嘯以來，國際金融情勢複雜，各國退休基金無法忍受短期績效大幅虧損，又開始從長期相對報酬策略逐漸轉向，回復以前短期策略配置之絕對報酬模式。以全美最大公務人員退休基金(CalPERS)為例，在 2011 年其實際的資產配置部位，增加了採絕對報酬的投資策略(由 0%提高到 2.6%)，而此趨勢也導致目前金融市場上在短期利空因素下，不論長期或短期策略的投資者都會進行減碼，而加大股市及債市的波動度。

三、 其他改變：

目前退休基金用來衡量績效的投資期間已經越來越短，往往忽略以退休基金立場應著眼於長期績效的特性，資料顯示，過去數十年間退休基金持有資產的時間也逐漸縮減，因過度專注於短期市場波動，而無法投注於全球化趨勢或退休負擔增加等長期現象的影響，也使得退休基金喪失了原有的最大優勢之一，即能長時間持有投資資產。上述趨勢的理由很多，但最主要是在公開化與透明化的世

界潮流下，退休基金往往須於極短時間區間內定期揭露績效，使得應著眼於長期的退休基金也受到市場景氣榮衰的衝擊，並且必須轉向短期投資策略。或受限於法規或績效壓力，避險頻率與比重的增加也影響了退休基金長期績效的表現。

目前全球金融市場進入頻繁變動的時局，退休金操作的難度提高，許多機構投資者也不斷重新思考進入投資市場的最適管道。應該要繼續仰賴成本較高的外部經理人或改以自行操作為主？還是該如何將兩者結合？此類抉擇的關鍵主要在於所需負擔的成本與公正性等因素，而以上所述種種改變都可能對金融市場造成極大的影響。也因此，退休基金應順應經濟時勢的變遷，在謹守長期設定目標的前提下，不斷調整投資策略，尋求最適的投資架構，以獲得長期穩健的報酬率。

伍、心得與建議

一、 加強與受益者間之對話：

雖歐美退休基金多以長期觀點辦理資產配置，惟多數退休基金面臨透明化而定期每月或每季公開揭露績效資訊，惟當市場出現較大回檔修正時，退休基金受制於社會輿論壓力，因而過度著眼於短期市場榮枯的波動，無法著眼長期，持續貫徹長期資產配置之策略，改轉向短期投資策略，而錯失退休基金長期投資應享有的優勢，殊為可惜。目前僅有主權基金較無透明化之壓力，故仍能有效執行長期資產配置之計畫。退休基金則可透過加強與受益者間對話，使受益者能認知長期投資可以透過承擔較高的風險而獲得長期風險溢酬，而降低在短期市場波動時所需面對的社會壓力。

二、 建立能鼓勵經理人重視長期績效之衡量系統：

雖然多元資產配置可達到分散風險的優勢，然金融海嘯卻讓人不得不正視，在經濟衰退時不同資產類別因密切之相關性，於短期均同時面臨大幅虧損，又由於公開透明揭露及市價衡量會計制度等，造成社會輿論壓力，使退休基金愈來愈無法忍受短期大幅虧損情形，導致目前市場上短期利空因素影響時，不論長期或短期策略都在賣股票，有助漲及助跌效果，更加大股市及債市波動幅度。故歐美退休基金部分資金轉而追求絕對報酬。

惟退休基金投資仍應著眼於長期，因此在設計投資績效的衡量方式時，應將是否具有鼓勵經理人重視長期績效之效果納入考量，亦即並非完全著眼於當期市

場價格，卻可能呈現未來績效的指標。例如可藉由衡量3年或5年的長期績效，並採用絕對目標報酬，或者與長期負債比率相關之參考指標來取代市場指數，達到鼓勵投資經理人著眼於長期投資的效果。

三、 辦理多元化資產配置時，加強考量風險分散效果

雖本次會議演講及與談者，多強調退休基金應注重資產配置、風險管理、資產負債管理、多元化資產配置之重要性，對尚未辦理多元化資產配置之部分與會亞洲退休基金（例如蒙古、巴基斯坦等），確有必要加強多元化資產配置，以提升績效及分散風險。惟主講者多有提出雖多元化投資降低投資風險為市場共識，但全球緊密相連，歐美要求新興國家加速開放市場，使外資進出愈開放之國家，該國資產與國際連動性愈高，恐風險分散效果受限。未來辦理多元化資產配置時，應將個別國家開放程度、步調，作為分析風險分散效果之程度的重要考量。

四、 其他

退休基金及其他股東都應積極主動行使股東權益，可以促使公司經營派採取長期政策，不受迫於市場的短期壓力，以創造公司長期價值為目的，並重視公司治理及企業社會責任等議題。

另針對長期委託投資，可以研究發展補償機制，當投資經理人績效由好轉差，委託機構有權要求償還之前所支付之投資獲利紅利，或者投資紅利是雙向的，亦即具有懲罰機制，使基金經理人具有與投資帳戶相同的利益，促使投資經理人以長期角度來進行投資。