

衛生福利部國民年金監理委員會議

第 114 次會議紀錄

時間： 112 年 1 月 31 日（星期二）下午 3 時

地點： 本部 301 會議室

主席： 李主任委員麗芬

紀錄：黃秀純、李佳霖

出席： 李委員瑞珠

黃委員泓智（請假）

陳委員聖賢

張委員森林

林委員修葳

傅委員從喜

汪委員信君（請假）

林委員玲如

張委員淑卿（劉玫伶代）

王委員瓊枝

連委員穎（金祈綉代）

商委員東福

陳委員美女

羅赫陸 Helu Chiu 委員

吳委員婉玉

廖委員雪如

列席：

社會保險司：

陳副司長真慧

姚專門委員惠文

謝科長玉新

陳科長淑惠

申科員育誠

勞動部勞工保險局：

孫組長傳忠

游科長珮萱

廖科長崇翰

葉專員盈希

勞動部勞動基金運用局： 劉副局長麗茹 詹專門委員慧玲
詹專門委員嬪伊 張專門委員淑幸
邱科長南源 陳科長臆如

國民年金監理會： 石執行秘書美春 邱副執行秘書碧珠
徐簡任視察碧雲 謝組長佳蓁
楊組長宗儀 陳視察淑美
余視察宗儒 林專員佳樺
陳專員孟憶 陳專員學福
葉科員千浚 施約聘副研究員建廷

壹、主席致詞：

- 一. 各位委員大家好，在此跟大家拜個晚年，感謝各位委員撥冗參加今天的國民年金監理委員會議第 114 次會議。
- 二. 本（1）月份原考量適逢春節連假，預定停開 1 次，惟因國民年金保險（以下稱國保）基金 111 年整年度收益率為-6.38%，未達目標，損益金額達約新臺幣（以下同）-290 億元，為歷年最多，所以仍召開本次會議及時審議，希望各位委員踴躍提供寶貴意見，讓國保基金能夠兔飛猛進，投資績效也能有所改善。
- 三. 今天會議共有 4 個報告案及 1 個討論案，現在會議正式開始。

貳、報告事項：

第 1 案

案由：確認本會第 113 次委員會議紀錄。

決定：會議紀錄確定。

第 2 案

案由：本會上（第 113）次暨歷次委員會議決議案列管及執行情形報告。

決定：

一. 洽悉。

二. 有關決議案列管及執行情形一覽表，除序號 1、4、5 計 3 案依列管建議繼續列管外，餘序號 2、3、6~14 計 11 案解除列管。

第 3 案

案由：勞動部勞工保險局 111 年 12 月份國民年金業務報告。

決定：洽悉。

第 4 案

案由：本部第 113 次國民年金爭議審議委員會議審議結果報告。

決定：洽悉。

參、討論事項：

提案單位：國民年金監理會

案由：111 年 12 月份國保基金之收支、運用情形及其積存數額案，提請審議。

決議：

- 一. 本案審議通過。
- 二. 國保基金 111 年度收益率-6.38%未達目標 3.88%，且收益數約-290 億元，爰請勞動部勞動基金運用局（以下稱勞金局）應積極檢討改善，並依委員意見，深入檢討分析並提出因應對策專案報告，再提監理委員會會議審議。
- 三. 為符合國保基金投資政策書「中長期穩健收益」之目標，請勞金局針對 111 年度之檢討結果，落實各項因應對策及風控機制，以 112 年度能達 3.63%之收益目標努力。
- 四. 另 111 年度國保基金收益雖不佳，惟相較其他政府基金及大盤之表現還是有比較好，且自 97 年開辦至 111 年之平均收益率仍有達 3.96%，累積收益數仍有 1,286 億元，爰請勞金局依第 111 次會議決定，適時對外說明累積收益情形及長期投資績效，以利國人瞭解，對國保有信心。
- 五. 有關委員建議意見，如 α 、 β 的分析、絕對報酬型帳戶檢討、增加另類投資、注意匯率風險、善用加減碼調整委託金額等，請勞金局納入參考。

肆、臨時動議：無。

伍、散會：下午 4 時 35 分。

【紀錄之附件】

報告事項第 3 案「勞動部勞工保險局 111 年 12 月份國民年金業務報告」之與會人員發言摘要：

孫組長傳忠（勞動部勞工保險局/國民年金組）

111 年 12 月份國民年金業務報告請參閱書面資料第 36 至 73 頁，簡要補充業務概況：

- 一. 有關被保險人保險費繳納情形，截至 112 年 1 月 8 日止（收繳至 111 年 10 月份保險費），應收保險費約 4,502 億餘元，已收保險費約 2,490 億餘元，繳費率 55.31%。另按繳納人數分析，累計 97 年 10 月至 111 年 10 月被保險人保險費平均收繳率為 59.50%。
- 二. 有關分期繳納人數及繳納情形，截至 111 年 12 月底止，累計合格件數計 9 萬 1,407 件，按期繳納（含全數履行及逾期後再完納者）計 6 萬 4,513 件，繳納率為 70.6%。
- 三. 有關給付核付情形，111 年 12 月保險給付支出共計 158 萬餘筆，金額 59 億 777 萬餘元，其中最大宗為老年年金 143 萬餘筆，金額 52 億 9,893 萬餘元。另主管機關預算支應共計 48 萬餘筆，金額 18 億 5,240 萬餘元，其中最大宗為老年基本保證年金 42 萬餘筆，金額 15 億 9,128 萬餘元。
- 四. 另補充國民年金被保險人最近半年增減情形及原因分析，111 年 10 月國保被保險人為 282 萬 8,509 人，較 111 年 5 月國保被保險人 283 萬 7,554 人，減少 9,045 人。人

數減少的主要原因，包括因參加勞工保險而退出國保，以及因申領其他社會保險老年給付退出國保等。

李主任委員麗芬（主席）

如委員無其他意見，本案洽悉。

討論事項「111年12月份國民年金保險基金之收支、運用情形及其積存數額案」之與會人員發言摘要：

張專門委員淑幸（勞動部勞動基金運用局/風險控管組）

一. 截至111年12月底，基金運用金額4,523億餘元，收益數-289.88億餘元，收益率-6.38%，各運用項目皆在運用計畫的變動區間範圍之內。本局經管各基金收益率請參考桌上補充資料「111年各政府基金收益率一覽表」。

二. 針對初審意見（三），國保基金未達年度預定收益率3.88%之原因，並提出分析檢討，說明如下：

（一）原因說明：去（111）年因國際地緣政治衝突、通膨疑慮、美國升息及中國動態清零之管控措施等議題持續干擾市場，導致全球經濟面臨下行風險，全年金融市場大幅震盪，國內外風險性資產均大幅下跌修正。全球股市(MSCI ACWI)全年重挫18.36%，回顧近數十年，此單年跌幅僅次於2008年全球金融風暴；全球債市(Global Aggregate)全年重挫16.25%，雙位數跌幅過去亦未曾出現，股債高度相關現象亦為數十年來罕見，導致基金多元分散投資策略沒發揮效果。台股走勢亦隨國際股市劇烈震盪，加權股價指數由年初18,218.84點，至12月底14,137.69點收盤，跌幅達-22.40%，期間高低點相差約6,000點，操作難度較往年大幅提高，導致去年國保基金全年收益無法達到目標。

(二) 因應策略：展望今年，主要市場在進入去年末以來，通膨數據未再惡化，故市場普遍預期本次升息周期將在今年上半年進入尾聲，惟今年整體市場恐將陸續面臨通膨抑制終端需求與高利率影響企業融資成本，加以地緣政治風險持續，已提高經濟衰退風險，爰金融市場仍持續動盪，故針對風險性資產布局將持續維持審慎評估以伺機逢低布局穩健標的。自營部分將持續關注國內外經濟情勢，並審慎調整持有部位配置，布局於殖利率表現穩健及價值型投資標的，另配置方面將更重視多元分散，並採取逐步布局，以因應多變的金融環境。委託經營部分則將持續密切監控各受託機構之績效表現與風險分散情形，並視市場情勢與各受託機構表現適時調整配置部位，以維護基金權益。

三. 針對初審意見（四），有關國內、外權益證券之自行操作、委託經營及國外另類投資委託經營績效與預定收益率有顯著差距一節，未來將持續採取謹慎態度承擔風險，並持續關注國內外政經情勢及市場變化，以因應多變的金融環境。

陳委員聖賢

一. 先從正面來看，由「111 年各政府基金收益率一覽表」，國保基金和其他基金比較的話，去年其實虧損最少，雖然退撫基金還沒揭露 12 月資料，但和其他勞金局管理的幾個基金比較，勞金局已替國保基金盡了相當的努力，在此感謝勞金局。

二. 議程第 82 頁，由歷年國保基金損益情形可看到自基金成立以來至去年底基金的收益狀況，因基金於 2008 年時才成立，所以基金未經歷最低報酬 2008 年的時期，若有包含 2008 年，其實績效並沒有那麼差。由圖可看出，如同勞金局剛剛所述，市場波動越來越大，正報酬時正的越來越多，負報酬時也負的越來越多，換言之整個市場的波動在加大，市場波動加大，當然損失時也會變多，重點是波動變大時，平均報酬有無增加？建議勞金局可分成 2 個階段，前期及後期，看看平均報酬率在高波動時期是否也較高(亦即計算 Sharpe ratio)？高波動的好處是長期平均報酬率也會增加。

三. 波動的增加有 2 個原因，一個是市場的原因，另一個是投資策略的原因，到底是投資策略採用偏向提高風險、提高報酬的方式，還是單純市場波動影響？若負報酬是波動產生出來的話，若能拉高長期平均報酬率，未嘗不是一件好事，因為國外能達到兩位數的平均報酬率，它的特性就是高波動，因為風險和報酬呈正相關，不太可能降低波動，又提高報酬率，這是一個取捨的問題。

四. 因去年績效表現不好，還是有以下幾點建議：

(一) 剛剛初審意見(四)的回應說明，因去年表現不佳，千萬不要只有短短幾個字，應該要有深入的分析，這樣在面對其他單位來監督時，有深入的報告較能完整的理解，建議勞金局將本次的回應說明結合起來，針對去年負報酬做個非常深入的分析，這樣也能避免外

界對於績效差卻沒有深入去檢討反省，而有疑慮。建議仍應深入檢討，好好去反省投資策略，其實這對於參與國保基金的人也是很好的交代，我覺得目前這樣的回覆實在太少。

(二) 議程第 93 頁，有關國內委託的部分，當市場不好時，若絕對報酬類型能發揮作用，負報酬產生時，下方風險的負面衝擊會較小。由短期來看，因短期和長期不同，可能短期不好但長期好，因今天是針對去年的報酬率，因此現在只先看短期的部分，由國內委託經營絕對報酬類型去年的報酬來看，有 1 家跌得比大盤 -22% 還多，另外有 2 家分別跌 -19% 及 -20%，也僅比大盤負的略少而已，絕對報酬若無法在下方風險發揮功能，那這個絕對報酬的意義就比較不大，建議勞金局針對絕對報酬委託部分，可再深入檢視如何才能真的發揮保護下方風險？因為這些絕對報酬委託帳戶在市場上漲時，常上漲的比市場指標低很多，當市場表現不佳時，又與大盤跌得差不了多少，如此一來，絕對報酬發揮的功能就不大。

(三) 另議程第 107 頁，有關國外委託的部分，有好幾批次的絕對報酬委任，代表勞金局早已預測到在未來的一段時間可能會有很高的下方風險，因此委外很多絕對報酬。但目前這些絕對報酬帳戶，其績效和指標、目標報酬率卻有很大的差距，建議絕對報酬發揮功能的部分要加強。

- (四) 目前很多委託批次已有續約，續約代表它表現好繼續委託它經營，理論上它應該表現好才對，但議程第 105~106 頁，有幾批次續約的表現的確比指標、目標報酬率好，但像「全球不動產有價證券型」就比指標及目標報酬率來得差，針對這些續約的公司希望它們能夠繼續保持好的表現，不然續約的意義就比較不大。
- (五) 議程第 111 頁，由去年各資產報酬率分布來看，負報酬最多的是國內權益證券，再來是國外權益證券，然後是國外另類投資。另類投資其實投資比率偏低，所以當產生下方風險時，沒有辦法分散風險，若都集中在國內權益證券投資，就很容易產生很大的負面衝擊，因此建議另類投資的投資比率要提高，來分散整體投資組合的風險，當市場劇烈波動時，能夠產生風險分散，減少負報酬影響的作用。
- (六) 議程第 110 頁，一直是個老問題，在國內權益證券自行運用及委託經營方面績效會比較差，最主要的原因可以看出來，電子類股為最大宗，電子類股自行運用的配置貢獻為負，換句話說，貢獻負報酬，但委託經營配置貢獻為正，至於選股貢獻兩者皆為正。假如自行運用及委託經營配置很多在電子類股，要確定配置貢獻及選股貢獻皆產生正貢獻，若未產生正貢獻，對國內權益證券影響很大，對整體投資組合報酬率會產生很大負面影響。

(七)有關風險管理部分，以前較偏向事後補充，是否能在風險管理方面可以列出在不同時期較明確的指標，這些指標具有前導的作用，或許勞金局也可就教在座的財金學者，希望能建議一些指導性、領先性的風險指標，以對資產配置或投資策略能及時進行調整。

林委員修葺

感謝剛才勞金局的說明，以下幾個問題請教：

- 一.有關勞金局自行操作的交易策略，在初審意見回應資料看到，「因應策略」包括將布局於殖利率表現穩健及價值型投資標的，價值型投資標的之定位本人可以理解，符合長續基金的特性；但關於「針對殖利率表現穩健企業做投資」的部分，本人會希望以勞金局的能力、經驗，不要局限於用「現金股利除以價格」這一個過去歷史的數值門檻為指標，甚至過度看重殖利率高低值，這樣會比較像是一般民眾被動式操作方法，甚至因此限縮勞金局能力的發揮。一般小民可能無法從歷史資料的盈餘數據看企業的潛力及未來性，畢竟會計無法完美反映未來；1 減去盈餘保留的百分比，再乘以盈餘，即相當於股息，一般基金或一般小民，可能蠻重視高殖利率個股有其道理；但是在勞金局等專家的眼中，本人會認為應該看得更多一點，如果指標跟一般人差不多，要贏過或是打平高手，其實比較不容易。針對高殖利率標的這部分，勞金局在寫回應資料時，可能沒有特別去反映原來操作的細膩度，如果不願洩漏太多私密訊息，在所難免；不

過本人是希望勞金局在實際操作時，不要只是純粹掛高殖利率個股，這真的不是一個高手重要的尺度，當高手已經看到會計盈餘了，應該要再看的是盈餘保留比率的合適性和企業的未來發展。

二. 在勞金局自行操作的策略中，包括某乾淨能源標的等等的思考，剛才回復中有提到採取區間操作策略的部分。同樣的，高手的區間操作，絕對不會是碰到壓力就賣、碰到支撐就買，會輔有技術面與基本面的分析。區間操作如果沒有處理到基本面，常常會高度正乖離就誤賣掉；也可能在基本面已趨弱時，不該買的時候買。這部分本人相信勞金局自行操作其實做的比這個更細膩，也瞭解在寫回復資料的時候並不好表達。本人是希望勞金局平常能夠真的是照高手的走法去走，於這些面向在決策流程上鼓勵比較細膩的操作。

三. 呼應剛才陳委員聖賢的意見，一般我們委託外部機構，取絕對報酬型為標的，可能要去瞭解受託機構的能耐：有些受託機構是擇股能力強，有些是擇時能力強。絕對報酬標的基本的組內差異大：當中或許有些機構因為認為自己的擇時能力很強，可能持續調整風格，一下子做多、一下子做空，一下子做高波動、一下子做低波動。可以趁這個機會去從受託機構投資說明書、指陳之觀點或成效，看受託機構的擇時能力是不是夠強，還是其實強的是在看個別擇股的面向。

四. 另也呼應關於資產配置的意見，究竟在配置的時候我們

的目標為何？例如配置到另類投資希望達到的功能，是要投資組合價值不要被市場波動影響這麼大？還是這部分是在超越市場、想要贏過某些指標？或許可以釐清一下。若單單只是看其屬於「另類投資」大分類，未必能夠知道如何符合投資的目標及限制。

五. 從配置來看，比如剛才提到，其實我們的投資報酬，本身當然因為先前的股市在過去一年不好，國保基金的損失也是因為要投資風險性資產，風險性資產是沒辦法不投資的標的，在資產配置本身，以現有之風險性及非風險性資產的比重，本人認為是 OK，因為拉長期間來看，確實股市是遠遠贏過比較低風險但是實質報酬為負的定存，去年不幸的是債券投資普遍有大損失，剛好沒辦法把風險透過債券來緩衝一下，不過國保基金的風險值占餘額的比率，在 99% 的信賴水準之下，其實不會很大，所以國保基金資產配置的風險性本人認為 OK。

六. 此外，呼應剛才陳委員聖賢的意見，勞金局在初審意見回應資料中，包括陳委員聖賢提到初審意見（四）的回應部分，有些用字要小心，比如「持續採取謹慎態度承擔風險」，這部分如寫稍微更明確一點，能夠讓大家更瞭解投資策略邏輯，其一種解讀是風險的可承受度變低，這我想應該不是本意；另一種則是剛才提到的聰明的區間操作等等。本人知道這些要詳盡對外說明不太容易，假如對外說明沒辦法寫的夠多，本人也希望勞金局能夠在策略規劃時要取其細膩，並不是持續監控而已，而是

有一個交易的基礎邏輯及基礎紀律，這些東西比較能夠更進一步說明「謹慎態度承擔風險」，本人猜想勞金局應該不至於是像一般的採取較低的風險性資產比重，應該是說更能夠發揮 trade on market over- or under-reaction（利用市場上一般投資人反應失當而獲利）。佐以基本面，瞭解市場的反應不足、反應過度，這需要在流程管理上，鼓勵比較厲害的高細膩度觀察。

林委員玲如

首先，本人非常佩服及感謝勞金局，因為我個人及友人的投資，跟-6.38%的報酬率還是差距蠻大的，去年度運作的整體成績其實相對已經很好了。只不過本人也非常贊成前 2 位委員提出的部分，這邊做一些快速的補充：

- 一. 正如勞金局提到的，這 2 年來整個操作是很難去抓方向的，因為實在有太多的變數，可是也因為這樣，所以真的鼓勵是不是從所有手上的數字及經驗，像陳委員聖賢剛才說的，重新再去比較細緻的往下深入去做分析，因為有這些新的經驗，重新去檢視委外或是自營的時候，或許可整理出什麼狀況之下做了什麼，結果看起來相對別人是比較好的。
- 二. 舉個例子，像剛才在看委外的永豐，當然之前一年在看的時候，永豐都掉的很末段班，但是後面好像有時候開始想要追回來一點，但是單單看去年，長期累計表現很弱之外，去年也剛好是敬陪末座。以這個例子來說，委外的時候到底什麼情況之下，這樣的機構的某一些因素

讓我們決定挑選，而它有沒有發揮預期的作用，或者過程當中，我們有做過什麼努力去請其改變或調整策略等等，事前、事中、事後的過程，有沒有機會能有經驗被累積出來，以利未來可以做為借鏡，降低一些風險或是提高收益的可能。

三. 另外延伸到風險管理的指標，本來很複雜，但是因為ESG的關係，現在各投資機構慢慢有一些國際的標準，但我們不可能所有國際框架都去適用，本人會建議，因為勞金局本來就有小組在研究這部分，也許還是可以根據第三方機構等等比較容易查得到的這些標準，拿來做為投資參考，事先也比較好去觀測說，在這種變動這麼大的時候，相對應這種健康體質、尤其是自我治理做得比較好的這些標的，可以拉長時間來觀察是不是真的符合印象。

四. 另類投資或是能源等等，都蠻符合長期的趨勢，本人知道勞金局現在都已經逐漸在擴大投資，其實非常好，這也是一個長期的目的，只不過也小小提醒，因為現在確實有一些過去看起來很棒的能源或水資源，但是因為在被觀測的時候，大家只發現他是一個很好的產業，並沒有下去盯它的漂綠風險，結果就有一些從好的投資變成直接瓦解，反而什麼都沒了。所以這部分本人建議在風險控管時，針對打算投資、具有未來希望、長期趨勢的這些很棒的標的，可能還是要留個心思，會用什麼方式去確認其治理，以及它不是一個幌子。

張委員森林

- 一. 首先本人也是要肯定勞金局，其實這樣的操作績效並不差，因為去年股債雙跌，而且跌的幅度也蠻大的，所以國保基金-6.38%的報酬率其實算是相當不錯，而且跟其他基金來比，國保基金也算是賠得最少的。
- 二. 不過如同剛才陳委員聖賢提到的，我們還是該去檢討，更深入去探討，每一個投資的策略有沒有達到其目的，因為之前本人在會議上也一直提問有關絕對報酬型委託案，有部分的受託機構比較有達到委託的目的，有部分其實並沒有，絕對報酬型委託案是來幫忙穩住報酬的，本人之前也呼籲過，應該做一個比較完整的分析，到底絕對報酬型委託案的受託機構有沒有達到目的，它的 α 及 β 為何。
- 三. 因為是絕對報酬型委託案，理論上它的市場風險曝險應該要比自行操作低很多，它的 β 到底長什麼樣子，這些受託投信有沒有真的在幫忙管控市場風險，而且市場風險曝險是比一般來的低，一般來講，大部分投資的 β 大概是1，就是跟市場的曝險比率相當，但是絕對報酬型委託案這邊我們看不出來，尤其有好幾個受託帳戶，像剛才陳委員聖賢提到的，在去年的跌幅並沒有比市場小多少，非常接近市場的跌幅，那就代表也許它的 β 其實是很接近1的，那這樣就沒達到委託目的，本人認為這樣好像在掛羊頭賣狗肉，所以這部分建議勞金局應該要仔細的去分析。絕對報酬型委託案的受託機構有沒有創造超

額報酬，也就是 α ，若受託機構能夠降 β ， α 也不錯，就代表他的選股能力很好。

四. 這部分是呼應陳委員聖賢的建議，我們應該趁這個時機，每一個操作策略去做檢討，像是自行操作部分，當然是願意去承擔市場風險，那去年因為市場不好，所以國內權益證券自行操作的績效當然就比絕對報酬型委外的部分來的差，這是可以預期的，也是無可厚非，但我們也一樣應該去分析，自行操作的策略裡面， α 及 β 長什麼樣子，因為就像陳委員聖賢提到的，如果勞金局的報告資料裡寫得這麼簡略，本人認為不太容易過關，不論是監察院等等外部監察機構，一定會想更深入瞭解，到底績效不好有多少比例是因為市場的關係，有多少比例是勞金局的操作績效，好或不好，這就要看 α 。所以本人認為比較詳細的分析是必要的，這樣也比較能夠解答外界的疑慮。

五. 升息已經到了末端，本人認為今（112）年的操作策略中，債券是可以思考一下，因為如果升息到達尾端，債券的績效通常會不錯，所以本人建議是可以考慮逢低布局。債券的部分，短債最近的報酬率其實比長債好。因為今年市場真的很亂，很多專家在過年前都說兔年是先蹲後跳，市場會先跌然後再上升，但是今年1月本人感覺是先跳，會不會後面就後蹲，這個其實大家看不清楚，因為可能陸續有一些不好的經濟數據出來，今年股票的低點本人覺得應該是還沒到，所以這真的要謹慎小心，

但是債券市場的透明度比較高，因為大家普遍認為升息應該接近尾端，因為通膨現在有受到壓抑，聯準會也比較開始謹慎，升息不會像去年那麼快，本人認為債券市場的可預測性應該比較高，所以建議債券市場可以多加著墨。

六. 本人的建議是，長債的部分可能可以考慮用成本法，因為之前的會議也聽勞金局解釋過才知道，原來我們債券有部分正報酬是因為用成本法，長債因為波動大，所以用成本法本人認為是不錯，因為它的票面殖利率也高，所以可能長債的部分可以盡量多放在成本法，這樣我們整個基金對外界而言，績效看起來會比較穩健一點，短債的部分，因為其實基本上價格變動風險就比較小，所以短債也許可以用市值法去認列，這樣又可以賺到收益，看起來又不太會晃動。

七. 最後，建議今年要注意匯率風險，美元去年急升到年底其實也是急跌，去年美元最高點大約是 1 美元兌新臺幣 32 元多，今天已經跌到 1 美元兌新臺幣 30.1 元左右，這當然是因為大家預期美國升息已經到末段，本人認為今年美元應該不太容易走強，美元如果沒有走強甚至是貶值，對國保基金的績效來講就是匯率風險，因為我們美元的曝險應該蠻多的，我們國外資產以美元計價的比率應該也蠻高的，所以建議這部分應該要稍微注意一下。

李委員瑞珠

一. 本人非常同意前面幾位委員，對於勞金局到目前為止的

績效，在市場上可以說是並沒有太差，本人這邊只是想表達一些想法。

二. 陳委員聖賢剛才提得比較多的是，在這個時候，是不是可以利用這樣的機會更深入的去檢討我們相關資產的配置等等，其中有關國內權益證券投資部分，鑒於國外委託經營有第三方來協助勞金局管理受託機構，惟國內委託經營，目前市場是沒有這種機制，然因我們已累積這麼多年經驗，又經歷過111年狀況，委員也希望更深入檢討，是否可能藉由這樣的機會，我們自己發展出第三方資源，對於以後我們選任受託機構或對資本市場也是不錯的方向。

傅委員從喜

國保基金去年的投資績效，與國內其他年金基金的投資績效相比，並不算差。但目前是全球的時代，國保基金的運用也宜參考其他國家年金基金的運用狀況。例如，挪威國家基金2022年報酬率為-14.4%；而日本年金2022年4-9月的投資報酬率為-1.9%。相較之下，我國國保基金去年全年報酬率-6.38%；4-9月投資損失約350億，換算成投報率約為-7%。2022年在各國都同樣面臨市場嚴峻的情況下，不同國家的年金基金之投報率有如此大之差異，這是我國很好的學習機會，宜檢視各國不同的基金運用策略，作為我國國保基金未來在經濟劇烈波動時期的投資策略參考。

黃委員泓智（書面意見）

- 一. 議程第 81 頁，顯示國內權益證券在自行操作的部分-21.67%明顯比委託經營-12.33%來的差，請勞金局探討一下在這個部分的操作是否有改善的空間？
- 二. 議程第 81 頁，國外另類投資委託經營的收益率-11.85%，比自行操作-3.84%差，請勞金局說明一下原因以及未來在另類投資委託經營的項目是否有調整的空間？

詹專門委員慧玲（勞動部勞動基金運用局/國內投資組）

有關委員針對國內投資相關意見，綜整回答如下：

- 一. 去年國內權益自行操作的績效，與委託相比的確略差一些。但若以近5年的長期觀點來看，國內自行操作的年收益率達20%以上，優於委託經營近5年的12%。以國保基金為例，國內委託經營以絕對報酬為主，不會100%持股，截至111年底持股比率約為39%，因此績效才能緩漲抗跌。國內自行操作則是以100%持股來衡量績效，因此在去年空頭的市場，委託經營才會優於自行操作。後續自行操作本局將會持續關注國內外經濟情勢，並參考委員建議，審慎調整產業及個股配置，以創造長期穩定收益。
- 二. 有關國內委託經營，去年績效最好的帳戶是國泰投信，其風格是採取低持股、低 β 選股、控制風險及部分期貨避險，因此國泰投信績效才能優於大盤且為正貢獻。另外以統一投信為例，該帳戶於110年以前的績效相當優秀，至111年電子股大幅修正，其主要投資利基型電子股表現也相對差，因此統一投信去年的績效僅略高於大盤，

但其累積績效是遠優於大盤的。針對受託機構的監督管理，本局每個月都會要求受託機構針對流動性不佳、未實現損失達到一定比率的個股提出報告，說明相關的操作情形。每季於季檢討時，要求檢討當季績效，並針對未來盤勢、經濟情況及操作方向進行討論。國內委託經營的目的在於借重投資團隊的選股及其調整部分持股的能力以創造績效，以國泰及統一投信為例，不同投資團隊的操作風格亦不同，藉以達到風險分散的效果。基於全權委託的精神及契約規定，本局不會干涉受託機構的操作，僅持續溝通及追蹤其表現，以提升基金績效。

邱科長南源（勞動部勞動基金運用局/國外投資組）

- 一. 有關自行操作的策略，去年一整年，受美國及世界各大央行全面升息的影響，全球股市遭逢龐大賣壓，其中又以成長型及科技類型股票跌幅最重，而價值型及高股利之投資標的則相對抗跌。國保基金國外自營操作仍以穩健成長之大型價值型標的為主，因具有長期向上之獲利動能，但在去年短期操作上為降低市場相關性，以緩和跌幅，本局會挑選價值型、低波動及高股息等防禦性之標的，也會同時觀察前述標的之資產體質是否強健，以達穩定績效的功能。
- 二. 此外，有關本局採取謹慎態度以承擔風險，因國保基金國外投資是一個長期的投資，本局透過同仁日常觀察經濟金融指標之表現，以及定期與資產管理業者交流，了解景氣循環週期位置及轉折點，並選擇在評價或基期較

低時適度承擔風險，分批布局有獲利潛力之標的。

- 三. 有關某檔基金之績效波動相當劇烈，選擇投資此標的之原因係再生能源為未來長期的趨勢，惟 2022 年初以來因聯準會緊縮貨幣政策及俄烏戰爭拖累全球股市顯著下跌，加上美國民主黨擬推動之綠能產業補助法案破局，加劇綠能股價下跌，導致績效下滑。但後續因歐盟、英國陸續通過法案支持能源轉型，以及 7 月美國重新推出之 3,690 億美元「2022 年減少通膨法案」亦經國會通過，這檔基金也受到這些政策利多而上漲。本局透過平時蒐集並掌握標的相關資訊，在 111 年 8 月市場大漲贖回部分部位，並於 111 年 10 月價格修正後再行回補。這檔基金縱使目前績效並不佳，但透過區間操作，已有約 4% 的超額報酬。
- 四. 有關張委員的建議，本局完全同意，過去一年本局在債券利率持續攀升的時期，持續大量地購入近 7.1 億美元的持有至到期日債券，殖利率約為 4-5%，以鞏固基金收益，強化下檔保護。本局亦認同未來升息會逐步放緩，且市場焦點將由關注通膨轉向關注經濟成長放緩或衰退，因此已開始配置全球債或投資型債券等相關標的，希望在未來升息循環末段或停止升息時能同時賺取孳息及資本利得。
- 五. 在匯率風險的部分，本局也曾經向委員報告過目前的外匯管理是以自然避險為主的策略。希望透過以多元布局於全球市場以達到自然避險的效果。近期因預期美國聯

準會將會放緩升息，因此美元貶值較快，而新臺幣也因此升值。但若以歷史經驗來看，當新臺幣強勢時，出口也相對熱絡，然而目前新臺幣的強勢並不具備基本面的條件，因此新臺幣未來進入區間整理可能性較高，本局將會持續注意外匯市場狀況，並做相關因應。

- 六. 另有關ESG及綠色投資等議題，本局局內之「永續投資工作小組」持續研究相關國際標準及實務上可能作法，國外投資也持續增加相關永續資產投資金額。至於漂綠風險，本局亦高度重視，以國外委託而言，111年上半年，本局已完成辦理一個全球氣候變遷的委任案，該案選定採用巴黎協定氣候指數作為參考指標，該指標規範各產業應符合歐盟制定的永續指標，並定期檢視篩選刪除未符合規範企業，以確定所投資之資金流向對社會、環境、氣候變遷等面向友善的公司。

陳科長臆如（勞動部勞動基金運用局/國外投資組）

- 一. 有關委員提到國外自行操作另類投資的收益率較國外委託經營為佳，其主因係國外自行操作有布局原物料，而原物料在111年度為少見有正報酬的資產類別。由於原物料價格波動性大，因此適合國外自行操作戰術性地彈性調整部位的投資方法。
- 二. 國外另類委託經營則是布局在全球不動產及全球多元資產，111年隨著市場波動拉回修正，由於全球不動產具有抗通膨特性；全球多元資產則可善用經理人專長進行多元分散的布局。待市場趨於穩定後，預期可回歸至策略

及資產的基本面，為基金提供中長期的穩定報酬。本局將持續追蹤市場環境、委任類型及各受託機構之表現，以適時調整相關投資配置。

三. 有關委員提到國外另類投資的比率偏低而建議提高，本局未來將視市場狀況適時增加國外另類資產更多元化的投資布局，以提升基金績效。此外，國外另類委託之全球不動產批次於續約後績效疲弱部分，由於續約後遭逢市場劇烈波動致影響績效表現，本局將持續督促受託機構適時掌握市場環境變化創造績效。

四. 絕對報酬委託類型例如全球多元資產批次，長期而言，對於貢獻基金收益部分則有相當助益，但在111年遇到了股、債雙跌的情形，且跌幅達到雙位數，在如此環境下，資產無法反映多元分散的效果。在面臨市場波動劇烈且向下大幅修正的情況下，經理人的投資策略及操作則不容易發揮，因此需要更長期的觀察。111年雖然沒有達到絕對報酬型委託的目標報酬，然而本批次111年度績效報酬為-12.6%，若與全球股票報酬的-18.4%、全球債券-16.3%相比，本批次平均績效是優於市場相對抗跌。本局後續亦將持續觀察及督促受託機構的經營績效表現。

張專門委員淑幸（勞動部勞動基金運用局/風險控管組）

一. 去（111）年是非常辛苦的1年，受到地緣政治衝突及通膨，中國動態清零政策等影響，使基金多元分散策略失效，致整體績效無法發揮。回顧108至110年國保基金收

益率分別為 12.03%、8.76%及 9.88%，績效尚屬不錯。本局每年提出各基金次一年度資產配置計畫，會蒐集各大型預測機構各種經濟數據，並參考國際大型退休基金的資產配置情形，惟仍須考量各基金屬性、現有部位、現金流量、收繳情形、法規限制、未來走勢及風險忍受度與達成配置之可行性等限制因素，綜合考量後研擬妥適之資產配置計畫，同時亦諮詢國際顧問公司-本局監管顧問美世公司所研擬次一年度資產配置計畫是否妥適。

- 二. 另外，由於國際金融情勢變化迅速，本局依據各基金資產配置實際執行情形、全球經濟情勢與金融市場展望及基金特殊情形(如法規限制、流動性需求及執行可行性)，輔以基金風險忍受度等，每 3 個月按季研提戰術性資產配置(TAA)，以提供投資單位作為投資布局參考。
- 三. 其實，本局比任何單位都還要關切績效欠佳，本局局長也因此常召集會議或投資策略會議，檢討改善，彈性調整投資策略及布局。過去一年績效欠佳，感謝委員的鼓勵，未來本局仍會持續努力投資布局，期能提升績效。

劉副局長麗茹（勞動部勞動基金運用局）

- 一. 有關本局針對 111 年未達預定收益之分析檢討，說明文字不足部分可配合再強化補充，並審慎處理相關資料，尚請委員見諒。又倘監察院或審計部來函請本局說明，本局當然都一樣會完整提出報告。
- 二. 方才委員提及本局許多的策略及機制，如絕對報酬機制

、續約等。本局在擬定投資策略時，都是經過很久討論及研究後的決定，因此不論是自營、委外、絕對及相對報酬，都會把握住長期投資原則，在長期是否可以在市場波動情況及不同結構下，能夠獲取適當、合理的報酬，是本局一貫性作法。因此有時在續約的機制下，本局明知目前市況對這個策略未來幾年可能會較好，惟到本局結算績效的時間點未達標，本局仍無法與其續約。又有時受託機構績效在本局結算是最好的，但往後幾年是這個策略不 work 時期，因此有時很難決定多長的 cycle 可以證明這個受託機構是有能耐的，因此本局只能用長期角度來看。

三. 在臺灣市場，進行國外投資時，因需進行評價，匯率因素很難排除在外，如去年匯率變化情形就如同委員所提其上下波動幅度會令人很詫異，就像利率一樣，如去年美國利率，最高及最低相差 4.5%，而匯率有時則會相差將近 20%，且是在 1 年內。因此有時一旦評價後，就無法僅依結果而看到本局的努力程度。

四. 本局進行投資時會考慮很多因素，包括委員所提學習國外基金的機制，本局會蒐集國外資料，瞭解他們是如何投資，例如挪威不做國內股市投資，只做國外投資。而日本，要視其是何種類型基金？比較基礎為何？又日本市場若匯率很不好或很好，就也會非常大幅度影響其績效表現。本局都會比較與其他國外退休基金差異點，但臺灣畢竟歸屬於新興市場，比較難與已開發市場一樣逕

行評比。

五. 回過頭來看國保基金 111 年績效，由歷年基金損益情形（議程第 82 頁）觀察，111 年度是單年度虧損，但就長遠角度來看，去年狀況是長期的獲利回吐，本局無法保證每一年都能夠賺取正報酬，惟以長期看來，是慢慢累積正的收益，雖然去年狀況不佳，但今年 1 月份績效還不錯，比去年 12 月好很多，但問題是今年還有 11 個月，因此本局投資時主要係考量是否能夠長期累積收益，而無法保證每年都是正報酬，倘若是每年保證都是正報酬，坦白地說，不應該做任何積極性投資，只能做存款類的配置，而且是國內存款，不能是國外存款。因此投資比較兩難地方是，如果希望獲取長期收益，短期可能要忍耐。本局會深入檢討在策略上是否可以再精進部分，也要請委員理解本局係以長期投資角度，而不是以短期概念上波動隨時調整。去年績效的確不好，但時間拉長來看，去年是在整體基金收益期間獲利回吐的 1 年，之後或許會發現，今年會開始平穩，接著 2、3 年好的光景，再來，還是會遇到這樣的波動，這就是金融市場。

李主任委員麗芬（主席）

一. 謝謝委員的意見，其實委員都是肯定勞金局的努力，雖然去年收益率-6.38%，但比起大盤或其他政府基金，國保基金還算表現好的。惟整體而言，還是未達預定目標，委員也有提及建議勞金局應有較為深入分析檢討，方才勞金局副局長表示因部分資料較為敏感，須審慎處理

，相信該局內部有較完整的檢討報告，因此請勞金局參考委員意見，針對 111 年操作，提出深入檢討並提出因應對策之專案報告，讓委員知道勞金局有在進行相關檢討，至專案報告提會審議方式，比照機敏案件處理。

二. 國保基金投資政策書已經敘明要獲取「中長期穩健收益」為目標，請勞金局針對 111 年度之檢討結果，落實各項因應對策及風控機制，以 112 年度能達 3.63% 之收益目標努力。方才勞金長副局長表示今年 1 月份績效不錯，但今年的挑戰還是很大，仍是艱困的一年，請勞金局繼續努力。

三. 另其他委員所提意見，有很多細緻的建議，例如 α 、 β 的分析、絕對報酬型帳戶去年表現不是這麼理想，是否有任何機制可以檢討改善來發揮原本的功能等，都請勞金局納入參考，至於方才李委員提及發展國內第三方的管控機制，如有相關制度的建立，對投資也更有保障，請勞金局一併參考。委員是否有其他意見，或是勞金局還有回應說明？

詹專門委員慧玲（勞動部勞動基金運用局/國內投資組）

有關本局國內委託經營管理部分，本局不能干涉或操縱受託機構的投資，不只基於委任契約，也是依據金融監督管理委員會的法規規定，因全權委託，不能干涉或操縱受託機構的操作。但本局每日、每週、每月、每季都有追蹤其操作情形，而且有持續與投信進行溝通，每年的年度績效檢討，也會考量受託機構的表現，進行加減碼，藉以督促受託業者提升

績效。

劉副局長麗茹（勞動部勞動基金運用局）

有關所提國內委託經營第三方管控機制一節，那不是本局所能夠做的，因為國內業者沒有意願及能力支付那樣的費用支應成立第三方，因此第三方在國內委託經營目前是沒有辦法成立，或許可以建議中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會是否可以扛起這筆成本，但非本局能夠協助業者成立。

陳委員聖賢

方才勞金局回覆全權委託的規定，當然我們不能干涉或操縱受託機構投資。但正因為受託機構有不同操作風格，所以建議勞金局可善用「加減碼」之方式予以調整。副局長說明每個受託機構各有其風格，在多頭或空頭市場各有不同表現，如以去年為例，倘空頭比較適合國泰投信，就加碼，然後減碼風格較不適合之受託機構，俟市場適合其風格時，再加碼，透過加減碼作為調控。因為風格不同延長委託期間，可以分散風險，加碼風格適合並減碼風格不適合的受託機構。

李主任委員麗芬（主席）

本案如無其他意見，除剛才決議外，關於委員提出很多建議如增加另類投資、注意匯率風險、善用加減碼調整委託金額等，也請勞金局一併參考。本案審議通過，另 111 年度國保基金收益雖不佳，為-6.38%，惟自 97 年開辦至 111 年之平均收益率仍有達 3.96%，累積收益數仍有 1,286 億元，爰請勞金局依第 111 次會議決定，適時對外說明累積收益情形及

長期投資績效，以利國人瞭解，對國保有信心。