



全球退休基金資產配置 趨勢與運用情形

勞委會 勞工退休基金監理會財務管理組
組長 蘇嘉華 / 科長 林亞倩 / 視察 邱南源

前言

隨著醫療科技日益進步，延長了人類壽命，戰後嬰兒潮世代又正逢退休年紀，再加上新生兒出生率逐漸下降，使得人口高齡化趨勢已在多數國家出現，台灣也將於 2025 年邁入高齡社會（65 歲以上人口占總人口比例 20%）。全球多數國家已建置退休金制度以保障人民老年生活之經濟安全，但由於預估退休金未來之收入將無法支應給付支出，使得退休制度面臨重大挑戰。近年來各國退休制度改革之討論，包含從確定給付制（Defined Benefit Plan, DB）逐漸轉為確定提撥制（Defined Contribution Plan, DC）、延長退休年齡、提高提撥率、降低給付及調整退休基金資產配置等等面向。本文將著重於探討全球退休基金資產配置趨勢及運用情形，以提供各界及勞工朋友們參考。

退休基金資產配置之重要性

1990 年諾貝爾經濟學獎得主馬可維茲（Harry Markowitz）其 1958 年在財務學期刊（Journal of Finance）發表「投資組合的選擇」（Portfolio Selection¹）一文中，即倡導理性投資人應分散投資至不同風險之資產，利用資產間不同程度之相關性，找出在相同預期報酬下，整體投資組合風險最

小之最適投資組合。該學說發展迄今已歷經五十餘年之驗證，已在財務學上奉為現代投資組合理論之圭臬。1991 年美國學者 Brinson、Singer 及 Beebower 在財務分析家期刊（Financial Analysts Journal）針對全球 82 支大型退休基金 1977 至 1987 間長期報酬的實證研究報告²，發現這些退休基金管理的獲利來源，91.5% 來自於資產配置政策（Asset allocation policy），其次是選股能力（Security selection）占 4.6%，而進場時機之選擇（Market timing）僅占 1.8%。此表示在投資前，只要做好資產配置，即有高達九成的機率能讓資產持續增值，惟若僅依據判斷選擇進出場時機或投資標的，獲利機會可能不到一成。

2003 年至 2007 年全球經濟因新興市場的崛起，進入了「低通膨、高成長」的黃金時代，全球股市、原物料價格高漲，使得大多數投資人均偏重高風險性投資工具尋求高額報酬。不料，2007 年美國次級房貸問題引爆 1929 年經濟大蕭條以來最嚴重的全球性金融危機，全球經濟動能逐步減弱，金融海嘯從美國撲向全世界，使得信貸市場急劇緊縮，影響資金流動，全球股市隨之崩跌，至 2008 年底全球股市市值單年內驟降超過 29 兆美元，下跌將近一半，只餘 31 兆美元規模。

1 Harry Markowitz (1952). Portfolio Selection. The Journal of Finance, 7(1),77-91.

2 G. P. Brinson, B. D. Singer, and G. L. Beebower (1991). Determinations of Portfolio Performance II : An Update. Financial Analysts Journal, 40-48.



以全球退休基金而言，此波金融危機中普遍受創，如美國加州公務員退休基金（The California Public Employees' Retirement System, CalPERS）2008 年跌幅逾 27%、香港強積金跌逾 25%、哈佛大學及耶魯大學校務基金等不同投資組合型態之基金，其虧損亦皆逾 24% 以上。國內各大政府基金運用績效亦深受金融危機的影響，面臨嚴峻考驗，勞工退休基金則因有長期穩健多元之資產配置，並致力強化固定收益產品之投資，採取多項調整對策，已將大環境可能帶來之衝擊降至最低，2008 年整體基金收益率雖為負 8.08%，但相對國內外退休基金表現穩健，顯見退休基金資產之報酬與風險，常取決於資產配置是否得宜，因此，如何兼顧基金安全性、報酬性、流動性、公益性及福利性之原則下，在有限及可容忍的風險下進行有效配置，以獲取穩健報酬，實為退休基金運用追求之長期目標。

全球退休基金資產配置趨勢

一、權益證券配置降低，另類投資部位提高

根據 Towers Watson 2012 年全球退休基金資產研究報告顯示，全球前七大退休基金國家³2011 年底資產配置中，權益證券配置為 41%，降至近 16 年來之最低水準，相較

1995 年 49%，下跌將近 8%。如再觀察個別國家之配置情形，權益證券配置以澳洲退休基金最高，比例為 50%，其他國家均低於 50% 以下，但美、英國兩國退休基金仍維持權益證券高於債務證券之配置方式，分別為 44% 比 31% 與 45% 比 39%。

在債務證券的配置上，前七大退休基金國家 2011 年底配置比例為 37%，與 1995 年相較小幅下降 3%，但較 2007 年則提升約 9%。個別國家中，債務證券配置最高者為日本退休基金，占其資產 59%，其次為荷蘭退休基金，配置比例 58%。與 2007 年作比較，權益證券配置下降及債務證券配置之上升，在歷經 2008 年金融海嘯及 2011 年 8 月歐債危機後，全球經濟復甦力道趨緩與不確定風險影響下，金融市場迄今波動頻仍，不利退休基金之投資布局，因此調整股債配置，增加具穩定收益之債務證券。

值得注意的是在資金板塊移動下，各國退休基金在另類資產之配置均有增加趨勢。前七大退休基金國家 2011 年底配置比例 20%，較 1995 年 5% 大幅上升 15%。另類資產種類繁多，舉凡不動產、基礎建設、商品、避險基金、私募權益及其他絕對報酬投資策略工具等均包含在另類資產範疇。由於其與傳統投資工具（權益證券及債券）低度甚或負相關之特性，加入投資組合中，可

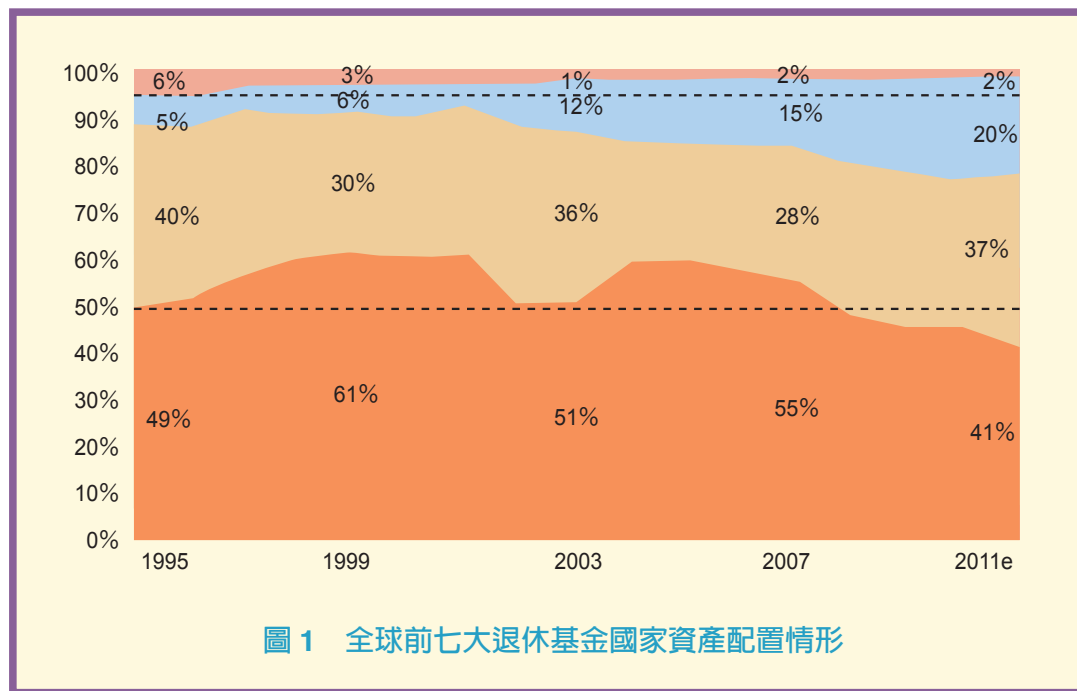
3 全球前七大退休基金國家包含美國、英國、日本、澳洲、荷蘭、加拿大及瑞士，2011 年資產規模合計 18 兆 4,913 億美元，約占全球退休基金 20 兆 7,193 億美元之 89%，詳見表三。

有效降低整體資產風險，符合多數退休基金要求低風險及穩定收益之長期目標，所以納入此一工具至資產配置已成為各長期基金之投資趨勢。前七大退休基金國家中，以瑞士退休基金配置 28% 為最高，其次為美國 25% 及澳洲 24%，每個國家相較 2001 年在另類資產之配置上均有顯著之成長。

二、投資國內權益證券市場比例下滑

從圖 3 明顯可觀察出退休基金權益證券部位投資在國內市場比例有持續逐年下滑趨勢，整體平均水準從 1998 年 64.7% 下滑至 2011 年 48.1%。美國退休基金投資國內權益證券佔整體權益證券比例最高，約為 7 成以上，但相較 90 年代平均約 8 成

之比率，仍呈下降態勢；加拿大退休基金則為最低水準，約僅 4 成。由於美國仍是當今全球最大經濟體，無論在股票市場總市值、成交量、公司種類或金融商品均為全球最大或最多，因此多數指數編製機構在建構納入美國股票之市場指標時，常賦予較高之權重，而多數國家退休基金投資海外權益證券亦常以持有美國股票為主要核心部位，故不難推知美國退休基金以持有其國內股票為大宗。然而近 10 年來新興市場之高度成長亦吸引長期投資者之目光，尤其在歐債危機讓歐洲陷入衰退及美國經濟維持低度成長下，新興國家或企業不論在財務體質或成長潛力上均較已開發



資料來源：Global Pension Asset Study 2012/01，Towers Watson and secondary sources。



國家為佳，股市隱含長期較高之報酬率，但新興市場因發展晚且市場較為淺碟，受金融環境波動影響大，且常與成熟國家股市產生輪動效應，故在衡平收益性及風險

性後，多數國家退休基金將其納為衛星部位配置。

三、國內債券占整體債券部位維持高檔 相較於權益證券，退休基金之債務證

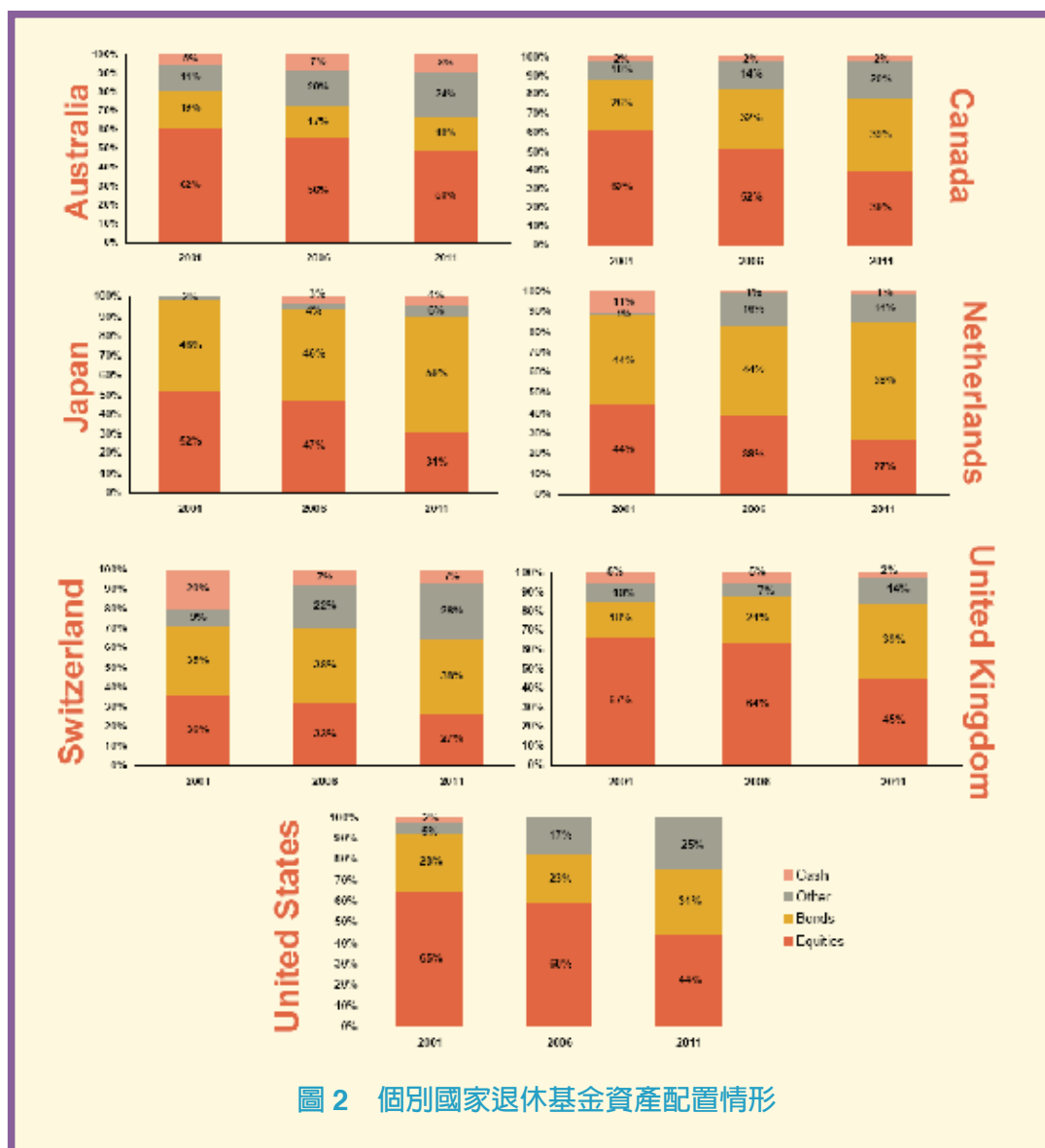


圖 2 個別國家退休基金資產配置情形

資料來源：Global Pension Asset Study 2012/01，Towers Watson and secondary sources。

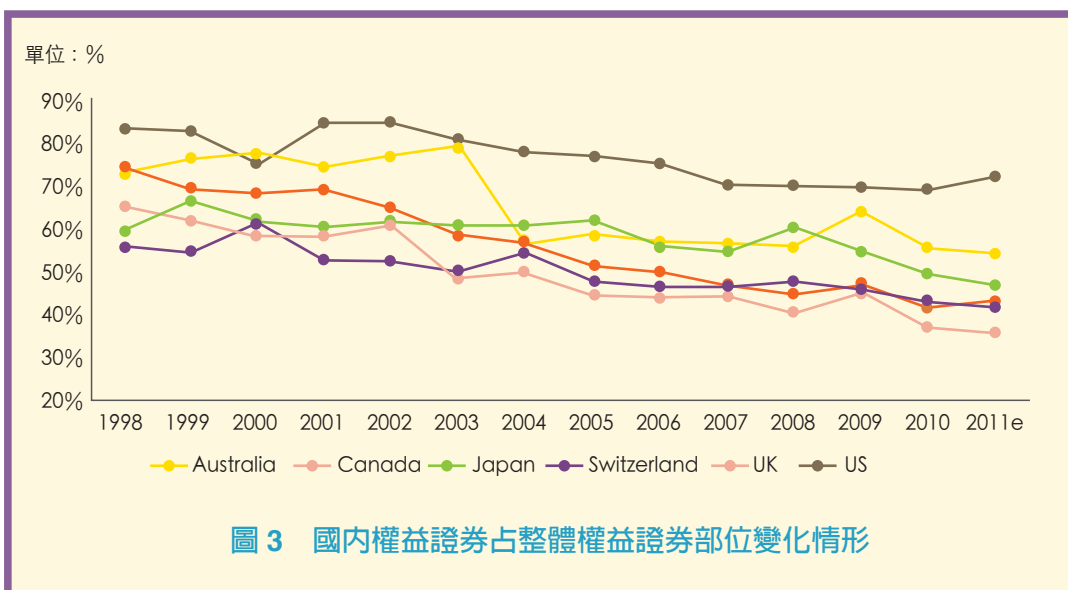


圖 3 國內權益證券占整體權益證券部位變化情形

資料來源：Global Pension Asset Study 2012/01，Towers Watson and secondary sources。

券部位投資在國內市場比例維持穩定趨勢，整體平均水準從 1998 年 88.2% 微降至 2011 年 83.6%。主要原因推測為多數國家退休金之給付仍以該國貨幣為主，投資國外債券除面對不同物價水準帶來之利率風險外，尚需考量幣別不同帶來之匯兌風險及避險成本，故仍以國內債務證券為主要考量。在前七大退休基金國家中，以加拿大和美國退休基金之國內債務證券部位占整體債券部位比例最高，澳洲則為最低。

勞工退休基金之資產配置

勞工退休基金之資產配置，係運用勞工退休基金監理會（以下簡稱監理會）開發之「資產配置模擬系統」，模擬在不同風險承受度下，設算基金可能達成之數種接近效率

前緣的資產配置投資組合，再參考當前退休基金資產配置趨勢與衡酌各資產項目之市場規模、未來走勢、現有部位、人力能量及達成配置之可行性等微幅調整，以決定出能兼顧報酬及風險之勞工退休基金最適資產配置。除配合預算籌編於每年 4 月訂定次年度資產配置計畫，鑒於金融市場瞬息萬變，每年 10 月再重新檢視修正，俾利基金運用管理，且計畫之擬訂均需提監理會委員會審議通過及行政院勞工委員會備查後方得以施行。

由於新制勞工退休金為確定提撥制，基金之運用績效直接關係勞工可請領退休金之金額。監理會成立後旋即進行多元資產配置，銀行存款部位從 2007 年 7 月甫成立時之 95.62%，逐步降低至 2012 年 10 月

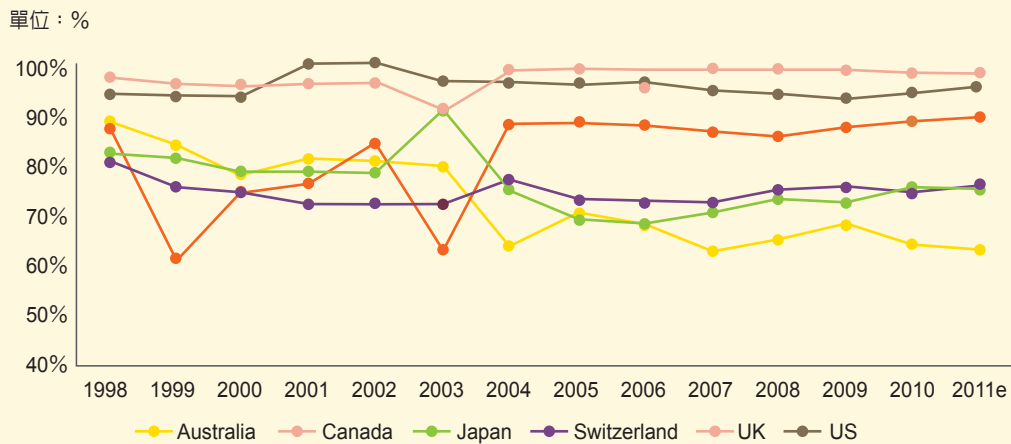


圖 4 國內債務證券占整體債務證券部位變化情形

資料來源：Global Pension Asset Study 2012/01，Towers Watson and secondary sources。

底的 21.41%，2013 年中心配置預期將降至 9%；舊制勞工退休基金則考量到給付面之流動性需求，2013 年存款中心配置預期降至 13%。

固定收益資產因具有穩定報酬之特性，故常成為壽險業及退休基金長期持有之投資工具，惟國內市場由於資金充裕，債券標的不足，使得收益持續偏低，現階段如採大部位長期持有將不利基金之收益表現；相對國外債券標的種類較多、流動性高且收益性亦較佳，但存在匯兌風險，因此勞退基金在考量利率風險、流動性及收益性後，衡平布局於國內、外債務證券市場。再者，由於台股占全球股市市值僅 1.48%⁴，波動程度較大，而勞退基金成長快速，在台股市場較為

淺碟情形下，為提升基金長期運用績效，正逐步提高國外投資比重。

鑒於全球金融市場將持續受市場情緒及資金流動效應影響，呈現震盪走勢，而政策因素的干擾，亦將加大金融市場波動度，故未來勞退基金將加強股債均衡配置，並避開有債信疑慮的市場。而新興市場因體質相對穩健，通膨溫和降溫，可透過寬鬆貨幣政策刺激經濟成長，因此，2013 年勞退基金仍將逐步增加新興市場投資，以分散投資組合風險。另為因應國際市場動盪，國外委託經營除持續進行傳統股票債券配置外，新增新型態委任如全球低波動指數股票型及新興市場債券委託型態，以降低基金整體股票委任組合的波動度。

4 根據 Bloomberg 統計資料，截至 2012 年 10 月底止，台股市值約當 7,473 億美元，占全球股市市值 50 兆 3,319 億美元之 1.48%。

此外，考量另類資產具絕對報酬及抗通膨之優勢，加入整體投資組合中，可有效分散風險，已成為各國退休基金資產配置之趨勢，勞工退休基金亦將持續增加另類投資部位，截至2012年10月底止已投資314億元，占其整體資產比率2.19%，2013年配置目標新制基金預計提升至5%，舊制基金將提升至3%。

退休基金運用情形

一、主要國家退休基金運用情形

根據經濟合作開發組織（Organization for Economic Co-operation and Development, OECD⁵）全球退休基金統計資料顯示，全球退休基金之總規模由2001年10兆8,708億美元成長至2011年20兆7,193億美元，十餘年間規模成長將近1倍，OECD國家占97.07%，非OECD國家僅佔

表1 勞工退休基金2012年10月資產配置情形

單位：億元；%

投資項目	新制基金		舊制基金		合計	
	金額	%	金額	%	金額	%
存款	1,838.93	21.41	1,348.84	23.39	3,187.77	22.20
放款	0	0	3.75	0.07	3.75	0.03
國內債務證券	1,540.71	17.93	1,236.82	21.45	2,777.53	19.35
國內權益證券	2,095.47	24.39	1,615.30	28.02	3,710.77	25.85
國外債務證券	1,641.07	19.10	925.90	16.06	2,566.98	17.87
國外權益證券	1,204.04	14.02	591.90	10.26	1,795.94	12.51
另類投資	271.23	3.15	43.10	0.75	314.32	2.19
合計	8,591.45	100.00	5,765.61	100.00	14,357.06	100.00

表2 勞工退休基金2013年度資產配置計畫

單位：%

投資項目	新制基金	舊制基金
存款	9	13
國內債務證券	19	19
國內權益證券	28	30
國外債務證券	21	17
國外權益證券	18	18
另類投資	5	3
合計	100	100

5 根據OECD網站資料，2012年10月底，OECD國家包含澳洲、奧地利、比利時、加拿大、智利、捷克、丹麥、愛沙尼亞、芬蘭、法國、德國、希臘、匈牙利、冰島、愛爾蘭、以色列、義大利、日本、南韓、盧森堡、墨西哥、荷蘭、紐西蘭、挪威、波蘭、葡萄牙、斯洛伐克、斯洛維尼亞、西班牙、瑞典、瑞士、土耳其、英國及美國等34個會員國，台灣則尚未加入。



2.93%。個別國家中以美國退休基金規模最大，為 10 兆 5,842 億美元，占全球退休基金規模之 51.08%，其次為英國 10.27%、日本 7.1%及澳洲 6.47%。

觀察各國退休基金績效表現，2008 年因發生全球金融海嘯，使得多數退休基金蒙受巨幅損失，雖在 2009 年及 2010 年因

表 3 OECD 國家退休基金資產變化情形

OECD countries	USD billions										
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Australia(1)	268.2	281.4	348.9	443.4	548.9	658.9	964.4	916.8	811.7	1,066.2	1,340.0
Austria	5.7	7.9	10.6	12.9	14.6	16.0	18.0	18.3	19.5	20.2	20.5
Belgium	12.8	12.4	12.2	14.4	16.5	16.8	20.3	16.7	19.2	17.6	21.7
Canada	375.6	354.6	447.0	534.9	659.9	807.8	888.6	772.4	806.4	1,017.7	1,106.1
Chile	..	37.0	42.7	556.	68.4	89.0	105.6	89.5	106.6	136.3	145.5
Czech Republic	1.4	2.1	2.9	3.9	5.2	6.5	8.2	11.2	11.3	12.2	14.0
Denmark	43.6	45.3	60.6	75.3	87.0	89.6	100.9	161.6	134.0	154.4	165.7
Estonia	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.6	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6
Finland	62.0	66.7	88.8	117.0	134.1	149.5	174.0	164.8	184.8	196.1	199.8
France(2)	..	..	..	..	0.4	1.0	1.9	2.7	4.2	5.3	6.7
Germany	65.1	70.5	88.9	104.1	112.5	122.8	154.5	172.4	175.5	178.6	195.4
Greece	..	..	..	..	..	..	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Hungary(3)	2.1	3.0	4.4	7.0	9.3	11.0	15.1	14.9	16.9	19.1	5.3
Iceland	6.6	7.5	10.8	14.1	19.5	21.7	26.7	19.0	14.4	15.6	18.1
Ireland(4)	45.8	42.2	62.7	77.4	96.8	110.1	118.6	92.9	100.3	100.0	100.6
Israel	28.6	28.3	30.5	33.0	42.0	45.1	54.4	85.4	90.7	106.4	120.1
Italy	25.1	28.2	36.8	44.2	49.5	56.0	68.7	78.5	86.8	93.8	106.9
Japan(5)	756.0	999.8	1,208.3	1,187.3	1,262.7	1,151.4	1,124.0	1,124.3	1,342.0	1,385.3	1,470.3
Korea	..	8.4	9.9	11.5	14.7	26.6	29.8	27.8	29.6	40.1	49.7
Luxembourg(6)	..	..	..	0.1	0.4	0.4	0.5	0.6	1.2	1.1	1.2
Mexico(7)	26.6	33.6	37.2	42.7	76.4	96.5	103.0	110.2	104.3	131.8	149.0
Netherlands	411.3	374.9	545.3	659.7	769.6	84.30	1,058.2	979.9	944.2	1,006.8	1,157.3
New Zealand(1)	7.7	7.9	9.1	11.2	12.4	13.1	14.5	13.6	13.8	19.6	24.7
Norway	9.4	10.6	14.6	16.9	20.3	22.9	27.4	27.2	27.9	32.1	36.0
Poland	4.6	7.6	11.6	17.1	26.5	38.0	51.1	57.9	58.1	74.0	77.4
Portugal(8)	13.3	14.7	18.4	18.9	23.6	26.6	30.6	29.7	30.4	26.1	18.4
Slovak Republic(9)	0.0	0.0	0.0	..	0.3	1.7	3.1	4.6	5.5	6.5	8.1
Slovenia(10)	..	..	0.1	0.3	0.5	0.6	0.9	1.0	1.3	1.4	1.7
Spain	35.1	39.1	54.8	69.1	81.5	92.5	118.5	114.2	118.2	111.2	116.1
Sweden	18.3	18.5	23.5	26.4	33.2	36.4	39.5	35.3	33.4	43.9	..
Switzerland(11)	261.4	267.6	334.8	389.5	434.7	465.4	504.6	497.0	551.4	595.8	703.9
Turkey(12)	..	..	..	1.5	3.2	4.0	7.9	10.9	14.0	17.2	17.0
United Kingdom(13)	1,040.5	930.8	1,175.3	1,467.1	1,763.8	2,002.1	2,186.5	1,698.8	1,753.0	1,990.9	2,129.5
United States	7,205.8	6,584.7	7,915.7	8,607.6	9,262.7	10,418.1	10,940.0	8,223.9	9,591.5	10,585.9	10,581.2
Total OECD	10,732.3	10,285.4	12,606.3	14,064.5	1,565.7	17,441.3	18,960.9	15,575.2	17,203.5	19,210.6	20,112.7
Total World	10,870.8	10,445.2	12,821.1	14,359.9	16,011.0	18,075.3	19,715.7	16,209.7	17,985.9	20,129.6	20,719.3

資料來源：OECD Global Pension Statistics，2012/09。



跌深反彈及景氣反轉回復正數後，2011 年 8 月又碰上美國舉債上限議題及爆發歐債危機，造成全球金融市場巨幅動盪，致多數退休基金又呈現負向報酬。統計 2008 年至 2011 年，OECD 國家退休基金平均實質淨收益率（經物價調整、扣除費用及採用當地貨幣計算）為負 1.4%，表現最佳者為丹麥 6.2%，其次為荷蘭 4.1%、土耳其 2.6%；表現最差者為愛沙尼亞負 7.8%、其次為冰島負 5.8%及葡萄牙負 3.5%。如計算 2009 年 2011 年金融海嘯後之收益回復情形，OECD 國家退休基金平均實質淨收益率為 2.2%，表現最佳者為荷蘭 12.6%，其次為加拿大 7.2%、智利 7.0%；表現最差者為希臘負 3.9%、其次為斯洛伐克負 1.2%及愛沙尼亞負 1.0%。

二、勞工退休基金運用情形

截至 2012 年 10 月，新、舊勞工退休基金規模已達 1 兆 4,357 億餘元，較 2007

年 7 月監理會甫成立時 6,186 億元成長 1.3 倍，預估未來仍將以每年增加 1,600 億元之速度成長。依據 Towers Watson 與 Pensions & Investments 於 2012 年調查全球前 300 大退休基金排名，勞退基金在 2011 年排名 67 名，較 2010 年提升 2 名，成長速度名列前茅。

勞工退休基金自 2008 年起展開多元運用，4 年多來雖經歷 2008 年金融風暴及 2011 年歐債危機引發之股災衝擊，造成虧損，但因基金在審慎穩健之長期資產配置及風險控管機制下，績效表現穩健。統計勞工退休基金自 2008 年起以迄 2011 年底止，年化平均收益率尚有 0.37%，近三年（2009 年至 2011 年）金融海嘯後之報酬，年化平均收益率為 3.36%，二項收益率均高於 OECD 國家平均水準。

2012 年截至 10 月底止，勞退基金獲利 406 億元。另以長期績效觀察，自 2008 年至 2012 年 10 月，新、舊制基金淨獲利達



表 4 OECD 國家退休基金收益情形

國家	2008-2011 平均收益率	2009-2011 平均收益率
荷蘭	4.1	12.6
加拿大	0.3	7.2
智利	-2.2	7.0
丹麥	6.2	7.0
匈牙利	-2.5	5.7
芬蘭	-1.5	5.7
挪威	0.5	5.0
比利時	-3.3	4.6
瑞士	N.A.	3.7
簡單平均	-1.3	2.6
加權平均	-1.4	2.2
波蘭	-3.5	2.2
斯洛維尼亞	-0.7	2.1
奧地利	-2.9	2.0
盧森堡	N.A.	1.8
義大利	-0.6	1.4
紐西蘭 註 1	-0.8	1.0
美國	-2.0	0.9
葡萄牙	-3.5	0.6
土耳其	2.6	0.2
南韓	-0.8	-0.0
捷克	-1.2	-0.2
西班牙	-3.4	-0.3
奧地利 註 1	-3.3	-0.4
冰島	-5.8	-0.8
英國	N.A.	-0.9
愛沙尼亞	-7.8	-1.0
斯洛伐克	-3.2	-1.2
希臘	-2.9	-3.9
日本	N.A.	N.A.
墨西哥	N.A.	N.A.
法國	N.A.	N.A.
德國	N.A.	N.A.
愛爾蘭	N.A.	N.A.
以色列	N.A.	N.A.
瑞典	N.A.	N.A.

資料來源：整理自 OECD Global Pension Statistics，2012/09。

註 1：澳洲及紐西蘭會計年度為 7 月 1 日到隔年的 6 月 30 日。

註 2：各國收益率係為扣除消費者物價指數及費用之實質淨收益率。

註 3：平均收益率採幾何平均計算。

註 4：N.A. 表示無資料。

表 5 勞工退休基金運用情形

單位：%，新台幣億元

基金	2008 年~2011 年 平均收益率	2009 年~2011 年 平均收益率	2012 年截至 10 月底	
			收益率	基金規模
新制	0.61	2.94	3.07	8,591.45
舊制	0.31	3.76	2.89	5,765.61
合計	0.37	3.36	3.00	14,357.06

註：平均收益率採幾何平均計算。



結語

在歷經 2008 年金融海嘯及 2011 年歐債風暴衝擊後，全球退休基金資產配置趨勢已逐漸朝向更多元、更分散之投資策略，不再執著於追求高額報酬。然而面臨全球經濟走緩、歐債危機未解、美國財政懸崖（fiscal cliff）課題及中國經濟硬著陸疑慮，預期 2013 年全球經濟及金融情勢動盪頻仍，未來投資操作難度勢必更高。

勞工退休基金運用目標係以獲取長期穩定的收益，為符合勞工的期待，監理會未來除將持續參考全球退休基金配置最新趨勢，採行多元、穩健布局策略，建立長期投資部位外，於市場回檔時，將密切注意市場發展狀況，適時檢討投資部位，汰弱留強，穩定基金收益，以保障勞工退休後之經濟生活。☺

656 億元，基金績效表現相對優異，亦無潛藏負債問題存在。為強化政府基金委外代操投信之監管，行政院與考試院已組成跨院層級的「提升政府基金運用效能推動小組」，將加強對投信業之監控及強化資訊揭露。此外，監理會亦將持續強化內控措施。

