

出國報告（出國類別：訪問）

考察英國退休金產業與資產管理相關機構  
暨參加巴黎多國退休金論壇報告

服務機關：公務人員退休撫卹基金監理委員會

姓名職稱：執行秘書 高誓男

專員 陳金懋

派赴國家：英國、法國

出國期間：105年9月17日至9月25日

報告日期：105年12月15日



## 摘要

本次藉由參訪英國退休金管理局、英國退休金與終身儲蓄協會及英國大學教職人員退休基金受託人公司，就英國退休制度改革及退休基金之營運管理相關議題交流，有助了解先進國家退休金改革所經歷之路程，並做為本基金未來年金改革之參考，另亦安排參訪摩根資產管理公司倫敦辦公室，了解其另類投資工具與監管及英國脫歐後金融環境影響等，有利本會日後監理業務之進行。

此外，摩根大通銀行自 2009 年起已連續 7 年舉辦「多國退休金年度論壇」，今（2016）年安排於法國巴黎舉行今年度之論壇，該論壇提供平台讓全球退休基金及法人機構發表意見和進行交流，了解全球經濟情勢發展、相關資產管理業之動態及退休基金制度的發展，以締造未來更完善的退休制度，爰本次安排參加該論壇以便獲取前述相關新知，做為本基金營運之參考，並冀望與他國退休金與會團體進行交流，以便建立與國外退休基金交流之網絡，供做未來互相學習借鏡之基礎。

本次參訪英國退休金產業相關協會、退休金管理者、個別退休金管理單位及資產管理業者，就各項退休金相關議題交換意見，最後移地法國參加巴黎多國退休金論壇，汲取退休金有關新知，考察與參與研討會後提出建議事項包括：(1) 為減輕政府財政負擔，年金改革內容可朝廷後退休年齡、提高提撥率及參考英國退休給付計算公式修改給付條件等；(2) 未來我國年金改革可朝三層年金架構規劃，其中關於職業退休金部分，可參考改採 DB 與 DC 混合制；(3) 在退休基金治理方面，可參考英國於帳務紀錄、與會員溝通及內部控制之改善，另治理組織架構與運作方式，則可考量是否採法人組織方式；(4) 本基金可評估增加實質資產投資，或增加擴張信用投資，以提高整體投資組合效率，亦可考量增加借券業務，以挹注保管費用；(5) 本基金可規劃增加企業責任投資專責人員，以利 ESG 相關議題納入投資過程之落實。



# 目錄

壹、緒論.....	1
一、動機與參訪機構安排.....	1
二、訪問行程.....	2
貳、英國退休金制度介紹.....	10
一、英國退休金制度簡介.....	10
二、英國退休金改革.....	12
參、參訪機構簡介.....	15
一、英國退休金與終身儲蓄協會(The Pensions and Lifetime Savings Association) .....	15
二、英國退休金管理局(The Pensions Regulator).....	16
三、英國大學教職人員退休基金(The Universities Superannuation Scheme) .....	17
四、摩根資產管理公司(JP Morgan Asset Management).....	17
肆、參訪重點概述.....	19
一、英國退休金與終身儲蓄協會.....	19
二、英國退休金管理局.....	23
三、英國大學教職人員退休基金.....	27
四、摩根資產管理公司.....	31
伍、巴黎多國退休金論壇.....	43
陸、心得與建議.....	48
柒、附錄.....	51



## 壹、緒論

### 一、動機與參訪機構安排

本次藉由參訪英國退休金管理局、英國退休金與終身儲蓄協會及英國大學教職人員退休基金受託人公司，就英國退休制度改革及退休基金之營運管理相關議題交流，有助了解先進國家退休金改革所經歷之路程，並做為本基金未來年金改革之參考，另亦安排參訪摩根資產管理公司倫敦辦公室，了解其另類投資工具與監管及英國脫歐後金融環境影響等，有利本會日後監理業務之進行。

此外，摩根大通銀行自 2009 年起已連續 7 年舉辦「多國退休金年度論壇」，今（2016）年安排於法國巴黎舉行，該論壇提供平台讓全球退休基金及法人機構發表意見和進行交流，了解全球經濟情勢發展、相關資產管理業動態及退休基金制度發展，以締造未來更完善的退休制度。為獲取前述相關新知，爰本次安排參加該論壇，俾做為本基金營運之參考，並冀望和他國與會團體進行交流，供作未來互相學習借鏡之基礎。

## 二、訪問行程

本次出國期間為 105 年 9 月 17 日至 25 日，由高執行秘書誓男率稽察組陳專員金懋赴英國訪問 4 個退休金產業及資產管理機構，與參加法國巴黎多國退休金論壇，其相關行程如下列表 1 及表 2：

表 1、訪問行程表

日期	拜會機構	討論議題	會面人員
9/19 (一) 上午	英國退休金與終身儲蓄協會 (The Pensions and Lifetime Savings Association)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 年金改革相關議題</li> <li>■ 因應少子化資產配置之改變</li> <li>■ 退休金會員權益保護業務</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ James Walsh , Policy Lead: EU &amp; International</li> <li>■ Benjie Fraser, Managing Director, Global Pensions Executive, Investor Services</li> <li>■ Michelle Wang, Executive Director, Head of Taiwan Sales and Client Management, Investor Services</li> </ul>
9/19 (一) 下午	英國退休金管理局 (The Pensions Regulator)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 年金改革相關議題</li> <li>■ 英國公務人員退休金制度改革</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Andrew Warwick-Thompson , Executive Director Regulatory Policy, TPR</li> <li>■ Benjie Fraser, Managing Director, Global Pensions Executive, Investor Services</li> <li>■ Michelle Wang, Executive Director, Head of Taiwan Sales and Client Management, Investor Service</li> </ul>
9/20 (二)	英國大學教職人員退休基金受託	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 資產配置相關議題</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Bill Galvin, Group CEO, USS</li> <li>■ Rachel Farrell, Managing Director, Head</li> </ul>



日期	拜會機構	討論議題	會面人員
上午	人公司 ( The Universities Superannuation Scheme )	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 投資管理相關議題</li> <li>■ 退休金制度改變對退休金管理之影響</li> <li>■ 相關議題</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>of Sovereign and Institutional APAC ex-Japan, JPMAM</li> <li>■ Michelle Wang, Executive Director, Head of Taiwan Sales and Client Management, Investor Services</li> <li>■ Natalie Leaver, Vice President, Relationship Manger of USS, Investor Services</li> <li>■ Julia Chen, Vice President, Institutional Business, JPMAM</li> </ul>
9/20 (二) 下午	摩根資產管理(JP Morgan Asset Management)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ OECD已開國家核心基礎建設投資</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Serkan Bahçeci, Executive Director, Head of Infrastructure Research Global Real Assets Infrastructure Investments Group</li> <li>■ David Son, Executive Director, Global Real Assets Infrastructure Investments Group</li> <li>■ Rachel Farrell, Managing Director, Head of Sovereign and Institutional APAC ex-Japan, JPMAM</li> <li>■ Julia Chen, Vice President, Institutional Business, JPMAM</li> </ul>
9/20 (二) 下午	摩根資產管理(JP Morgan Asset Management)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 歐洲不動產投資</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Peter M. Reilly, Managing Director, Group Head &amp; CIO Global Real Assets , Real Asset Europe</li> <li>■ Chester Barnes, Portfolio Manager, Global</li> </ul>

日期	拜會機構	討論議題	會面人員
			<p>Real Assets , Real Asset Europe</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Claudius Weissbarth, Executive Director, Global Real Assets</li> <li>■ Charles Conrath, Vice President , Global Real Assets , Real Asset Europe</li> <li>■ Rachel Farrell, Managing Director, Head of Sovereign and Institutional APAC ex-Japan, JPMAM</li> <li>■ Julia Chen, Vice President, Institutional Business, JPMAM</li> </ul>
9/21 (三) 上午	摩根資產管理(JP Morgan Asset Management)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 多元資產策略介紹及退休基金資產配置解決方案</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Anthony Simpson, Managing Director, Head of the International Multi-Asset Solutions Client Portfolio Management</li> <li>■ Sorca Kelly-Scholte, Managing Director, Head of EMEA Pensions Solutions &amp; Advisory</li> <li>■ Rachel Farrell, Managing Director, Head of Sovereign and Institutional APAC ex-Japan, JPMAM</li> <li>■ Michelle Wang, Executive Director, Head of Taiwan Sales and Client Management, Investor Service</li> <li>■ Julia Chen, Vice President, Institutional Business, JPMAM</li> </ul>

表 2、巴黎多國退休金論壇議程

日期	議程主題	討論議題	與談人員
9/23(五) 09:20~ 10:00a.m.	2016 年多國退休金發展	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 英國脫歐後可能的影響</li> <li>■ 當英國和歐盟之間關係發生變化時，退休基金將受到什麼影響？</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Matti Leppälä, Chief Executive, Pensions Europe</li> <li>■ Joanne Segars, Chief Executive, Pensions and Lifetime Savings Association</li> <li>■ Benjie Fraser, Global Pensions Executives, J.P. Morgan</li> </ul>
9/23(五) 10:00~ 10:45a.m.	專題座談：退休新關係－資產管理、保險公司與退休基金	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 在人口成長趨緩、市場難以預期及法令管制要求增加的背景下，退休基金尋求如何為其退休金負債去除風險？</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Adam Baker, UK Pensions and Insurance, J.P.Morgan</li> <li>■ Wyn Franis, Deputy Chief Investment Officer, Portfolio Management, BT Pension Scheme Management Limited</li> </ul>

日期	議程主題	討論議題	與談人員
			<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Ndabezinhle Mkhize, Acting Chief Investment Officer, Eskom Pension and Provident Fund</li> <li>■ Simon Wilkinson, Global Head of LDI funds, Legal &amp; General Investment Management</li> </ul>
9/23(五) 11:00~ 11:55a.m.	專題座談：追求 投資收益－尋 找下一個獲利 機會	■ 面對歐洲市場波動、中國 經濟成長趨緩及低油價 與實質負利率的環境 下，投資人如何尋求收益 增加？	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Sorca Kelly-Scholte, Head of EMEA Pensions Solutions &amp; Advisory, J.P.Morgan Asset Management</li> <li>■ Edwin Cass, Chief Investment Strategist, Canada Pension Plan Investment Board</li> <li>■ Charles Dupont, Head of</li> </ul>

日期	議程主題	討論議題	與談人員
			Infrastructure Finance , Schroders ■ Jeremy Bryant, Investment Consultant, Willis Towers Watson
9/23(五) 12 : 00~ 12 : 45p.m.	主要演講	■ 歐盟委員會觀點－歐盟 會員國退休金發展情況	■ Steve Ryan, Insurance and Pensions Unit, European Commission
9/23(五) 01 : 15~ 02 : 00p.m.	專題座談：持續 創造長期價值 與治理的考驗	■ ESG 風險和長期價值創造 間的關連一直是退休金 治理重視的領域之一，但 表現出的經濟價值長期 以來受到考驗，在追求短 期效益的投資管理者及 長期經營的資產所有者 間，應該如何為投資者帶 來永續治理？	■ Jane Ambachtsheer, Partner, Chair-Responsible Investment, Mercer ■ Hendrik-Jan Boer, Head of Sustainable Equity&Lead Portfolio Manager, NN Investment Partner ■ Catherine Howard, Chief Executive Officer, Share Actions and Investment

日期	議程主題	討論議題	與談人員
			Committee Member for the Scott Trust and Trust for London ■ Rajesh Tolani, Head of Product Development, Client&Service Platforms and Analytics, J.P. Morgan
9/23(五) 02:00~ 02:45p.m.	專題座談：確定 提撥制－為退 休金成員創造 更好的結果	■ 根據美國的經驗，教育市 場一般投資者，並未帶來 其實際參與，因此是否應 重新思考，並改變成預為 一般大眾投資者安排的 模型？ ■ 創新、科技及數位世界對 此是否提供解決之道？	■ James Adams, Head of North America Sales Asset Owners,Investor Services, J.P.Morgan ■ Paul Todd, Director of Investment Development&Deli very, National Employment Savings Trust(NEST)

日期	議程主題	討論議題	與談人員
			<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Nico Aspinall,</li> <li>Nico Aspinall</li> <li>Consulting</li> </ul>
9/23(五) 02:45~ 03:25p.m.	顛覆性技術對 金融服務的影響: 機器人與認知運算	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 在此議程中，討論認知運算在金融服務與退休領域帶來的明顯影響</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Ralf Hoenicke, Associate Partner &amp; Leader Banking &amp; Financial Markets, IBM Cognitive Solutions</li> <li>■ Matthew Bax, EMEA Head of Global Custody and FX, J.P. Morgan</li> </ul>

## 貳、英國退休金制度介紹

本次就英國退休金產業內相關的協會、管理者及個別退休金單位，分別訪問英國退休金與終身儲蓄協會、英國退休金管理局、英國大學教職人員退休基金等 3 個機構，因退休金產業涉及退休金制度的設計，為利了解參訪內容，以下就該國現行退休金制度作一簡介，其後並介紹參訪機構及近期發展。

### 一、英國退休金制度簡介

英國退休金制度分成三層（Pillar），其三層退休金結構如下：第一層為國家退休金制度（Basic State Pension），採取隨收隨付制，退休金之資金來源為民眾所繳納之所得稅；第二層為與職業有關之退休基金，分別為確定提撥制退休基金、確定給付制退休基金及公務人員退休基金；第三層屬個人提撥退休基金，皆為確定提撥制退休基金。

#### (一)第一層：國家退休金制度

- 1.基本國家退休金（Basic State Pension, BSP）：凡男性退休年齡（State Pension Age, SPA）達到 65 歲，女性達到 62.5 歲<sup>1</sup>，繳納國家保險（National Insurance）滿 30 年或以上者，可領取每週 119.3 英鎊，如繳款不足 30 年者，則領取金額會按比例減少，第一層年金設立目的在於提供已屆退休年齡民眾基本生活保障，著眼於保障最低水平的生活，以減少人民貧困的情況發生。
- 2.國家第二退休金（State Second Pension）：在基本國家退休基金之外，2002 年推出，取代國家附屬年金計劃（State Earnings-Related Pension Scheme, SERPS），主要將原國家附屬年金計劃對高所得者之保障移轉至低收得者，並對照顧者或患有長期疾病之長者亦提供額外保障，在立法層面更能達到所得重分配效果。

---

<sup>1</sup> 依 2007 年退休金法案（Pensions Act 2007），女性退休年齡在 2020 年調整至 65 歲；在 2024 年至 2046 年間，不分性別，退休年齡從 65 歲調高至 68 歲。參閱，[https://en.wikipedia.org/wiki/Pensions\\_Act\\_2007](https://en.wikipedia.org/wiki/Pensions_Act_2007)。



3.此外，2016年4月6日後達到法定退休年齡（SPA）之族群，新制退休金每周將不低於151.25英鎊，並取代目前的基本國家退休金和國家第二退休金。

## (二)第二層：與職業有關之退休基金

目前英國與職業有關的退休金約可分成3類，分別為確定提撥制（Defined Contribution, DC）制退休基金、確定給付制（Defined Benefit, DB）退休基金及公務人員退休基金（Public Service Pensions）。在1970、80年代由企業成立的退休基金多為DB制退休基金，該類退休基金目前大多不對新進人員開放，或對原有會員凍結原本的DB制帳戶而不再累積，取而代之的是DC制退休基金，或保留原DB制退休基金並加入DC制的混合制（Hybrid）退休基金；公務人員退休基金參加人員包含公務人員、老師、醫療人員、軍人、警察及消防人員，採隨收隨付制，惟地方政府公務人員的退休基金則是採DB提撥基金制退休基金。

## (三)第三層：個人退休金

在英國，個人可與退休金計劃提供者例如保險公司，共同規劃未來的退休金，其所為之提撥，通常可享有稅賦減免。工作者在職業生涯自行提撥退休基金，已屆到退休年齡時，則以其帳戶所之累積金額購買年金，俾獲取每月退休金。個人退休金又可分為社員退休基金（Stakeholder Pensions）、個人群組退休基金（Group Personal Pensions）及自我投資個人退休基金（Self-invested Personal pension），性質上均屬DC制退休基金，由保險公司按期支付。社員退休基金通常為符合政府標準且費用低廉的退休基金；個人群組退休基金則通常由雇主集合個別員工成為一個群組，並由雇主與退休金計劃提供者交涉管理費用的一種退休基金；最後，自我投資個人退休基金則為英國政府核准的個人退休基金，其資產可投資的範圍較其他兩種為廣。

## 二、英國退休金改革

### (一)退休金改革綠皮書

2002年英國工作與退休金部（Department for Work and Pension），發布納入該國退休金保障關鍵驅動因素的綠皮書<sup>2</sup>，成為催化退休金制度改革的關鍵報告，在此綠皮書中有三個主要發現：

- 1.英國私部門的勞工族群中，完全依賴公共退休金的比例在1995年為46%，並在2004年上升至54%，此數據顯示私部門退休金發展過程並不如預期。
- 2.只有不到1%的民眾依照經濟學家所稱的「理性原則」，評估其未來退休時所需要的退休金，並據以規劃未來退休金安排；相反的，民眾對於退休金的安排，多數起源於國家強制參加，或因為工作關係加入雇主所安排的退休基金，抑或退休金業者直接向其銷售之退休金商品。
- 3.通常由中小型企業所提供的企業退休金，所需支付之管理費較高，企業主資金來源較為缺乏下，可能的情況就是只好先從員工所提撥之退休金支付。

### (二)「國家就業儲蓄信託」計畫（National Employment Savings Trust, NEST）

針對2002年退休金改革綠皮書，英國政府作出後續因應方案。2008年退休金法案推出的「國家就業儲蓄信託」計畫，主要目的係政府希望為低收入的勞工建立一個低成本，並由國家資助的退休金儲蓄計畫，該計畫自動包括每位受雇的員工，但員工也可選擇退出。對於無力自行設立獨立退休金計畫的中小企業來說，NEST的推出，同時也讓中小企業能夠提供員工較低成本、符合一定國家標準的退休基金。

NEST的潛在問題則是提撥率較低，目前受雇員工一進入職場開始工作後，

---

<sup>2</sup> 該報告參見，<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20130128102031/http://dwp.gov.uk/docs/gp.pdf>

所設定的提撥率只有 3%，其後隨著年資的增加，提撥比例也會提高；在提撥率不足的情況下，一般認為加上基本國家退休金後的數額，恐怕不足以供給退休人員生活所需。惟從國家整體的面向來看，即使 NEST 有提撥率較低的問題，對受雇員工加入也採取軟性強迫方式（即自動註冊，可自由退出），但經過去數年的觀察，員工選擇退出率仍然很低，可說是英國政府相當成功的退休金政策。未來則期望大型信託（如 NEST、或其他信託）的發展，以確保第二層職業退休金的保障，並整合目前較為紊亂的退休金系統。

### (三)「自動加入」(Auto-enrollment) 機制

2008 年退休金法案同時推出「自動加入」(Auto-enrollment) 機制，在此法案下，所有的雇主都須要設置專屬人員處理員工退休金業務，而且雇主也有義務相對提撥退，以往雇主未為員工設置退休金，或員工未選擇加入退休金，使得該類員工未獲得適當保障，2008 年退休金法案強制所有雇主都必須為其員工加入退休金，同時雇主亦應相對提撥。目前「自動加入」機制先由大企業開始進行，並逐漸推廣至中小企業，預計到 2018 年 2 月，所有中小企業都應完成相關退休金作業。

### (四)退休基金保護基金 (Pension Protection Fund)

英國退休基金保護基金（以下簡稱保護基金）於 2005 年 4 月設立，為 2004 年退休金法案通過後設立的法定基金，其功能在於 DB 制退休基金雇主發生符合特定條件的財務危機，或其所提撥退休基金資產低於保護基金補償水準時，對退休基金成員提供適當補償。保護基金之財源為每年自運作中 DB 制退休基金收取保費收入，並希冀在 2030 年前達到自給自足。

一旦退休金雇主發生財務危機，保護基金會將介入評估其財務狀況，評估期間最長不會超過 2 年。在評估期間內，退休金受託人仍維持日常運作與支付退休金，退休人員如已達退休年齡，則其退休給付不受影響，退休人員如為提早退

休（通常為滿 65 歲前退休），則因為預期退休後至死亡時間較長，退休金會有一定的減少。發生財務危機的退休基金經評估完成，由保護基金接手後，保護基金會開始支付退休人員退休金，通常給付條件較評估期間對退休人員更為有利。

## 參、參訪機構簡介

### 一、英國退休金與終身儲蓄協會<sup>3</sup>（The Pensions and Lifetime Savings Association）

#### （一）機構簡介

英國退休金與終身儲蓄協會（The Pensions and Lifetime Savings Association，PLSA）已有 90 年歷史，該協會協助英國境內退休金管理人員及專業從業人員提升退休金計畫的經營，目前協會會員包含英國境內 1,300 個退休金計畫，這些計畫的會員達到 2,000 萬人，所管理的資產達到 1 兆英鎊，此外會員成分也包含 400 個與退休金有關的行業，因而當社會出現退休金議題時，協會也會為這些廣大會員發聲。

英國退休金與終身儲蓄協會的目標有下列 3 項：

1. 協助所有退休金計畫之退休人員於退休時有更好的所得。
2. 盡力增加所有退休金計畫成員退休金帳戶內餘額。
3. 建立退休金參與人員對退休金制度的信心與理解。

該協會的主要工作內容則包含：

1. 為所有職業退休金參加成員發聲，使其有共同目標並確保政府及管理者的了解。
2. 提倡退休金及終身儲蓄規劃，使退休金市場為雇主、退休金計畫及退休金參加成員工作。
3. 協助退休金參加成員辨認優良退休金計畫及產品，使雇主、退休金計畫之管理有利於退休金參加成員。

---

<sup>3</sup>參見 <http://www.plsa.co.uk>。

該協會的組織架構為董事會負責決定協會的內部治理、策略方向及財務控管，其下設有二個委員會，分別為 DC 制委員會及 DB 制委員會，此二委員會為該會主要策略決定單位。該協會每年為其會員舉辦年度大會及數場研討會，以幫助了解近期退休金產業的發展；此外，該會旗下之教育中心亦為其會員提供教育訓練。

## (二)近期發展

為了解 DB 制退休基金會員所面臨的挑戰，及這些挑戰對退休給付與雇主，甚至對整體金融市場的衝擊，該協會於 2016 年 3 月成立 DB 制任務小組（DB Taskforce）進行研究，經過 6 個月的時間，該小組於同年 10 月發布期中報告<sup>4</sup>指出，整體而言，英國 DB 制基金正面臨嚴峻考驗，若不能立即進行退休制度改革，未來退休金成員（member）及管理者（sponser）將會面臨極大的困難。同時，隨著退休基金逐漸步入成熟期，加上延遲退休制度改革的成本將會逐漸增加，未來能夠進行重大變革的可能性正逐漸降低。任務小組將在未來檢視前述挑戰後，提出建議並建立共識，以便幫助 DB 制退休基金得以永續經營。

## 二、英國退休金管理局(The Pensions Regulator)

英國退休金管理局(The Pensions Regulator，TPR) 為非政府部門公共機構（Non-departmental public body），為該國 2004 年退休金法案通過所設立之法定機構，職掌為管理以職業為基礎之退休金計畫及協助雇主遵守自動加入制度（auto-enrollment）。

該局設立宗旨為在適當合理使用法律賦與權力的條件下，避免職業退休金的管理發生問題，其目標如下：

(一)保障職業退休金參與人員之利益。

---

<sup>4</sup> 參見 Pensions and Lifetime Savings Association DB Taskforce Interim Report，擷取自 <http://www.plsa.co.uk/PolicyandResearch/DocumentLibrary/0597-DB-Taskforce-Interim-Report.aspx>。

- (二)保障私人保險公司承作之個人退休金計畫成員利益。
- (三)避免退休金計畫因財務發生危機導致退休金保護基金(Pension Protection Fund)介入之情況。
- (四)鑑於對 DB 制退休基金監管責任僅止於基金提存狀況，盡可能減輕對造成該退休制度雇主持續經營之不利衝擊。
- (五)盡可能幫助雇主持續遵循 2008 年退休金法案所定義之退休金義務。
- (六)提升與改善職業退休基金之良好管理。

### 三、英國大學教職人員退休基金 (The Universities Superannuation Scheme)

英國大學教職人員退休基金(以下簡稱 USS)成立於 1974 年，基金成員為大學教授及資深行政人員，原為 DB 制退休基金，惟自 2016 年 4 月起，將原 DB 制退休金制度改變為包含 DB 制及 DC 制之混合型(Hybrid)退休金制度，USS 目前所管理基金資產約 5 百億英鎊(約新台幣 2 兆元)，就基金規模而言，為英國境內第 2 大退休基金。

USS 為一公司組織，其下設有董事會，日常營運則交由執行長綜理，另設有 100%持有之 USS 子公司負責投資業務。根據 USS2016 年年報，退休基金成員約為 37 萬人，員工 441 人，最近 1 年報酬率為 2.38%，最近 5 年平均每年報酬率為 1.10%，提存比率(Funding Ratio)達到 83%。

### 四、摩根資產管理公司(JP Morgan Asset Management)

本次參訪地點為摩根資產管理(JPMorgan Asset Management, JPMAM)倫敦辦公室。如圖 1，摩根資產管理為全球性的金融服務公司摩根大通金融集團(JPMorgan Chase & Co.)旗下事業體之一。摩根資產管理為全球投資與財富管理的

領導者，總管理資產達 1.72 兆美元(截至 2015 年 12 月 31 日)。

摩根資產管理公司全球員工人數達 20,908 人，其中有 949 人為專業投資人員，隨時提供客戶所需的服務。本次拜訪摩根資產管理的倫敦辦公室，為該公司重要投資據點，包括多個另類投資與多元資產管理投資團隊都駐在當地。摩根資產管理另類投資團隊的管理資產規模達 1,270 億美元，而多元資產團隊則掌管 1,800 億美元的金融資產。

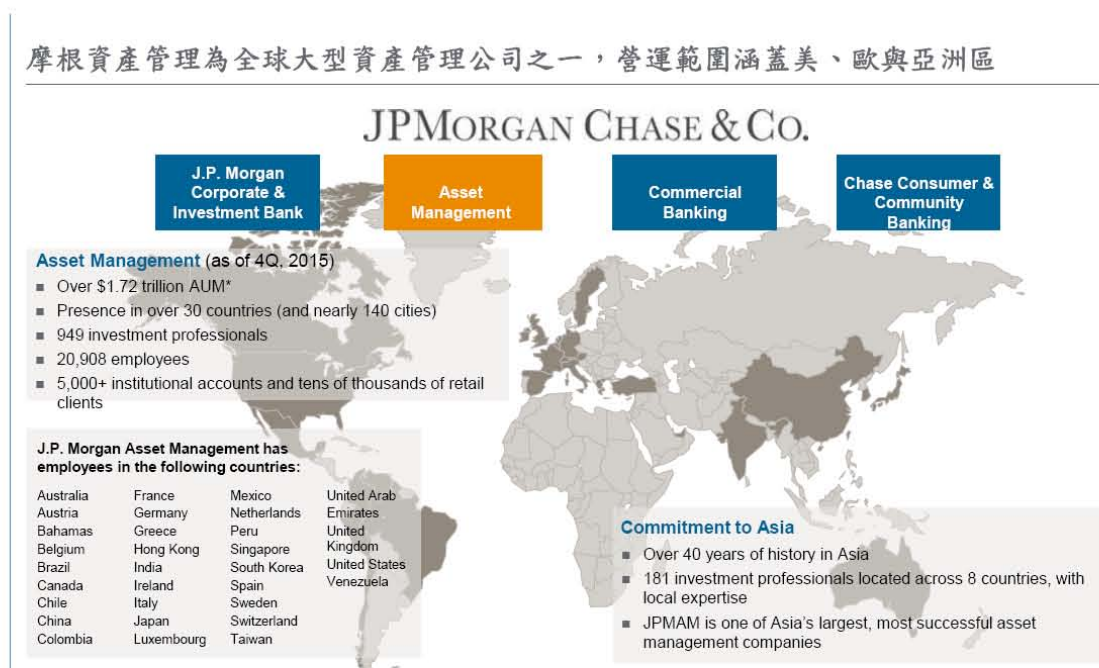


圖 1 摩根資產管理公司組織與營運概況

資料來源：摩根資產管理



## 肆、參訪重點概述

本次參訪主題部分，參訪英國退休金與終身儲蓄協會就私部門 DB 制之重要性及所面臨的挑戰進行交流；參訪英國退休金管理局就公務人員退休金近期改革內容、退休基金管理所面臨的風險與未來優先任務等事項進行討論；參訪英國大學教職人員退休基金就其退休金制度由確定給付制轉變為混合制相關內容及退休基金之投資管理相關事項進行了解；參訪摩根資產管理公司，就其 OECD 已開發國家核心基礎建設投資等投資團隊投資相關事項進行探討，以下就會議重點內容摘述如後。

### 一、英國退休金與終身儲蓄協會

如前所述，目前英國退休金與終身儲蓄協會設有 DB 制任務小組（DB Taskforce），進行研究該國 DB 制退休基金所面臨的挑戰，該機構就私部門 DB 制之重要性及所面臨的挑戰進行報告，茲摘述如下：

#### （一）私部門 DB 制所管理資產規模具經濟重要性

目前英國私部門 DB 制退休基金每年每人給付的中位數約 7,000 英鎊，而公共部門則約為 8,000 英鎊；若加上國家老年給付（State Pension）約 8,000 英鎊，則相對於國民年平均所得的中位數約 22,500 英鎊，DB 制退休人員之所得替代率約為 67%。每年 DB 制退休金給付約為 810 億英鎊，相當於該國每年國防支出加上住屋與環境支出的總和，這個金額也相當於全年國家老年給付的總額，因而 DB 制退休基金形成英國經濟重要的一環。



圖 2 2006 年 3 月至 2016 年 3 月私部門 DB 制退休基金管理資產成長情形

資料來源：PLSA

目前私部門 DB 制退休基金所管理的資產（Asset Under Management）約在 1.5 兆英鎊，而公部門（地方政府退休基金）所管理的資產規模約 2,300 億英鎊，二者合計可達到 1.8 兆英鎊，如圖 2，過去 10 年來，私部門 DB 制所管理資產從 2006 年 3 月到 2016 年 3 月大約膨脹了一倍，這些資本廣泛地投資在英國市場，因此對該國經濟來說，DB 制所管理的資產為英國經濟活動提供了主要的資本來源。

## (二)近年私部門 DB 制退休基金逐漸承受壓力

目前在英國 DB 制退休基金成員總數約 2,730 萬人，其中私部門約有 1,300 萬人，而公部門約有 1,430 萬人（包含提撥與未提撥退休基金）。然而現存會員（active member）在過去 15 年間穩定下降，由圖 3，私部門在 2000 年時約有 460 萬現存會員，到了 2015 年則僅剩下 160 萬現存會員。造成這個結果的原因主要為 DB 制退休基金不對新進人員開放，加上更進一步對原有會員凍結原本的 DB 制帳戶而不再累積。目前私部門僅有 13% 的 DB 制退休基金仍對其會員開放帳戶累積，然而在 10 年前，這個數字大約是 43%。

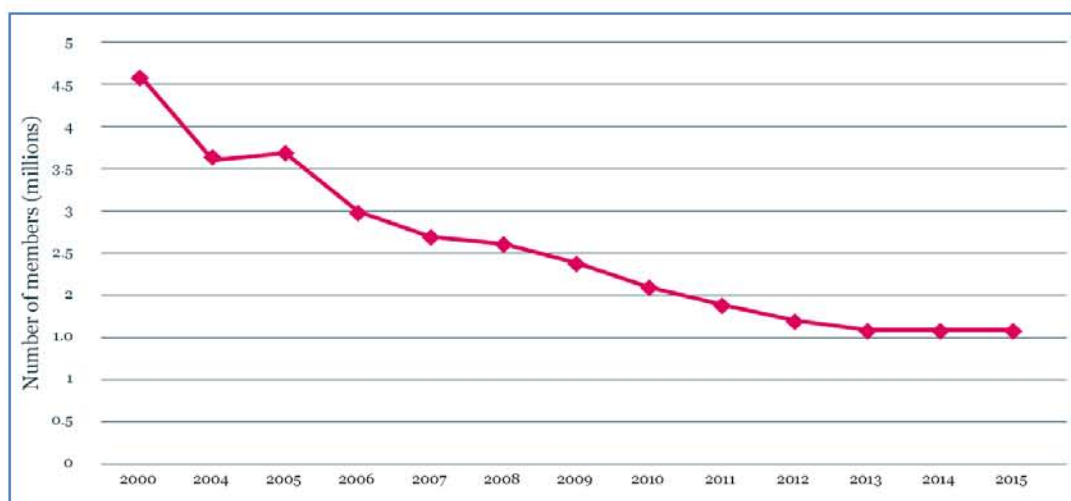


圖 3 2000 至 2015 年私部門職業退休基金現存會員變化

資料來源：PLSA

雖然 DB 制退休基金的資產規模對英國經濟具有相當影響力，但由於負債評估方式改變及平均壽命增加，使得這些退休基金面臨相當的壓力。導致未足額提撥差額（退休金負債減除提撥資產）正逐漸擴大的原因，除因平均壽命增加及給付條件變得較佳（例如法律規定必須將給付條件與通膨指數連結），因而增加退休金負債外，另一個重要原因就是近年的低利率環境。如圖 4，根據英國退休金保護基金（Pension Protection Fund）及英國退休金管理局（The Pensions Regulator）所共同發布的 2015 紫皮書<sup>5</sup>，2015 年 3 月以 s179<sup>6</sup>為基準的整體未足額提撥金額約為 2,440 億英鎊，較 2014 年 3 月之 390 億英鎊，約增加 2,050 億英鎊；若以 full buy-out<sup>7</sup>為基準來看，未足額提撥金額則分別為 8,049 億英鎊及 5,582 億英鎊，增加 2,467 億英鎊。

<sup>5</sup> 參見 Purple Book - DB Pensions Universe Risk Profile, The Pensions Regulator and Pension Protection Fund, December 2015。

<sup>6</sup> Section 179(s179)評估基準係指退休金保護基金對於未足額提撥退休金發生財務困難時，根據退休法案所能給予的退休金保障。

<sup>7</sup> Full buy-out 評估基準係指將發生財務困難的退休基金移由私部門保險公司管理所需支付的成本，退休給付通常在保險市場沒有設定上限的限制，因此其保障程度通常較退休金保護基金所給予的保障為高。

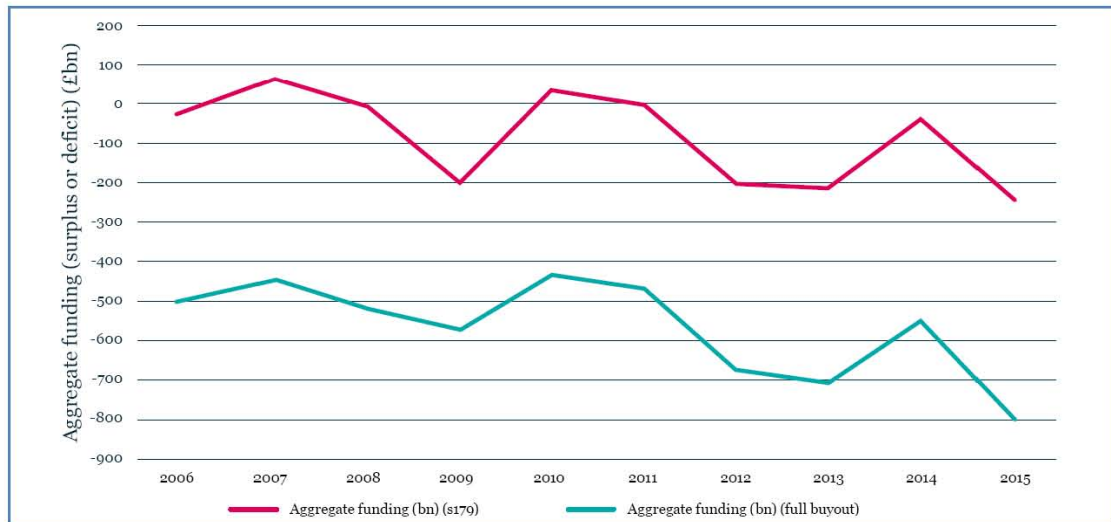


圖 4 2006 至 2015 年未足額提撥金額變化

資料來源：PLSA

### (三)私部門 DB 制退休基金整合不易

相對於 OECD 的其他國家，英國 DB 制退休基金為數眾多且缺乏共通性。在該國私部門退休基金約有 6,000 個，而在退休基金資產規模相當的荷蘭或澳洲，則分別只有 308 個及 232 個退休基金。如圖 5，在圖的左側可發現，在英國成員為 999 人以下的退休基金為數不少，依據前述紫皮書報告，私部門 DB 制退休基金平均成員人數為 1,845 人，所管理資產平均為 2.17 億英鎊。

這些小型退休基金大多是於 1970、1980 年代，推行 DB 制的時空背景下所產生，在現今的複雜環境下，昂貴的退休給付條件及不利的經濟狀況，對於該等基金的管理者、受託者及政府監管單位製造了許多問題。隨著許多 DB 制退休基金，不再開放新進人員加入，及對原有會員凍結原本的 DB 制帳戶而不再累積，這代表退休金負債快速增加，同時收支不足的現象也快速惡化。根據 Robertson<sup>8</sup>的估計，富時 350 指數採用 DB 制的公司有一半以上，已經出現或即將出現負現金流量。

<sup>8</sup> Building Resilience to Risk, Hymans Robertson, June 2016

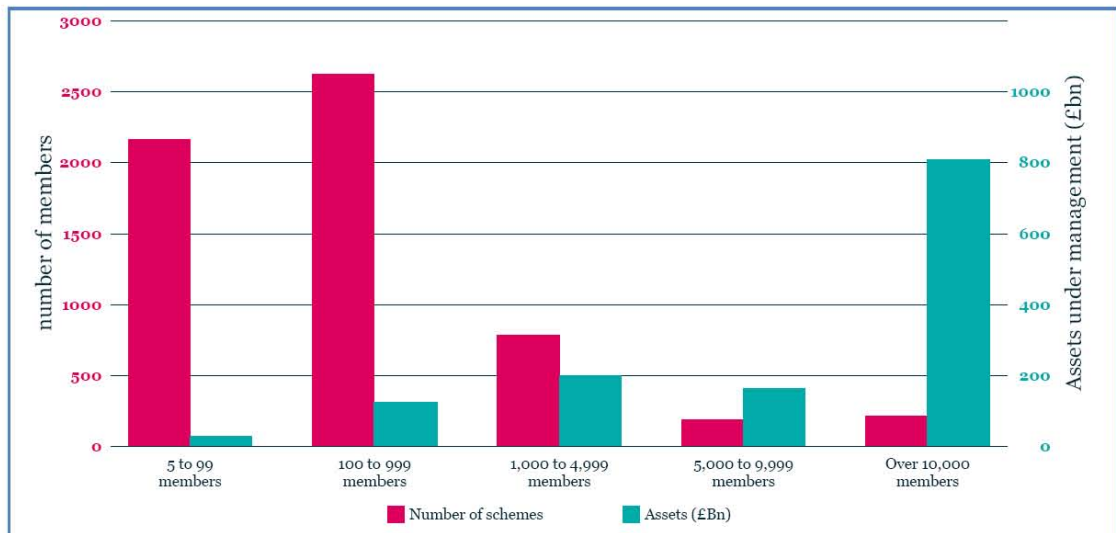


圖 5 私部門 DB 制退休基金成員與管理資資規模分類統計

資料來源：PLSA

綜上所述，目前私部門 DB 制退休基金，除足額提撥者外，大多對退休基金會員所承諾之退休利益存在著重大風險，特別是在目前極低利率環境下，退休金保護基金的設立雖然減輕這方面風險，惟一般認為如退休基金萬一破產，其成員仍必須承擔退休給付約 15-20 % 的損失，而且成員了解此風險的比例也相當低。此外，目前私部門 DB 制退休基金效率不佳的結果，不只影響退休基金成員及管理者，對英國的經濟發展也有不利的影響。未來退休金與終身儲蓄協會將會與政府、管理當局及整個退休金產業合作，發展出可幫助 DB 制退休基金未來永續經營的建議與解決方案。

## 二、英國退休金管理局

如前所述，英國退休金管理局職掌為管理以職業為基礎之退休金計畫，本次參訪該機構就與職業有關之退休金種類及規模、公務人員退休基金近期改革內容及退休基金管理所面臨的風險，與未來優先任務進行報告，相關內容摘述如下：

## (一)與職業有關之退休金種類及規模

目前英國與職業有關的退休金種類大致分成三種，分別為 DC 制退休基金、DB 制退休基金及公務人員退休基金，其基金數量、管理資產及會員人數分別說明如下：

- 1.DC 制退休基金：該類型基金總數約有 3 萬 5 千個，會員約 7 百萬人，提撥會員約 460 萬人，所管理資產約 2,700 億英鎊。
- 2.DB 制退休基金：該類型基金總數約有 6 千 5 百個，會員約 1 千 2 百萬人，提撥會員約 180 萬人，所管理資產約 1 兆 3,000 億英鎊。
- 3.公務人員退休基金：該類型基金總數約有 220 個，會員約 1 千 3 百萬人，提存會員約 5 百萬人，所管理資產約 2,300 億英鎊。

公務人員退休基金有提存基金（funded）與未提存基金（unfunded）二種，通常地方政府公務人員退休基金屬於提存基金；各類中央政府公務人員（包含公務人員、中小學老師、醫療人員、軍人、警察及消防人員）有其各自退休基金，例如公務人員有中央公務人員退休基金（Principal Civil Service Pension Scheme），中小學老師有教師退休基金（Teachers Pension Scheme）等，中央政府公務人員各類退休基金皆採取隨收隨付制，財源為政府稅收及基金雇主與員工之提撥。

以中央公務人員退休基金為例，2015 年現存會員有 493,000 人，延後退休人員有 341,000 人，及領取退休金人員有 639,000 人，合計 1,473,000 人。中央政府公務人員按進入政府工作時點不同，又有典型制（classic）、典型優惠制（classic plus）、增值制（premium）及 nuvos 制之分，2007 年 7 月 30 日進入公職者，未來退休金的計算是採取 nuvos 制，而在 2007 年以前進入公職者，未來退休金的計算是採取其他制度，一般來說，其他制度對退休人員來說，其退休給付要比 nuvos 制為優渥。

## (二)公務人員退休金近期改革內容

2010 年中央公務人員退休基金主管單位－英國內閣辦公室將中央公務人員退休年齡與領取國家基本年金的年齡（State Pension Age）結合在一起，目前男性退休年齡為 65 歲，女性為 62.5 歲，惟依 2007 年退休金法案，女性退休年齡在 2020 年會調整至 65 歲，而 2024 年至 2046 年間，不分性別，退休年齡均會調高至 68 歲，如此可減輕政府之財務負擔。內閣辦公室亦將提撥費率逐年提高，即中央公務人員依據個人年退休所得（Pensionable Earnings）之多寡提撥個人退休基金，2012 年最低年退休所得者及最高年退休所得者，提撥率分別為 3.5% 及 5.9%，2015 年則提高至 4.6% 及 8.05%。此外，長期來看消費者物價指數（Consumer Price Index）會較零售物價指數（Retail Price Index）為低，為減輕政府財政負擔，因此英國政府將反應通貨膨脹因素而須調整退休金給付之計算基礎，由零售物價指數調整為消費者物價指數。

另英國政府使公務人員退休基金能夠長久經營並增加公平性，2013 年公務人員退休金法案<sup>9</sup>，將退休金給付條件，由最終薪資計算改為職涯平均。由於醫療體系的進步及生活方式的改善，英國 60 歲退休人員平均較 70 年代退休的人員多活 10 年，因此公務人員退休金成本在過去 10 年成長了三分之一達到 320 億英鎊，因為 DB 制若提存金額不足支應退休金給付，則政府必須編列預算由納稅人支應，造成不公平情形。此外，最終薪資計算基礎對較高所得者有利，而職涯平均計算基礎則較能反應職涯實際提存情形，也對中低所得者提供至少比最終薪資計算基礎好的退休條件。

有關退休基金治理方面，退休金管理局注意到有許多公務人員退休基金並未達到退休金管理局所訂定相關治理的標準，特別是在帳務記錄、與會員溝通事項及內部控制等方面，未來也將持續致力退休金治理之提升，相關內容詳見退休

---

<sup>9</sup> 參閱，

<https://www.gov.uk/government/publications/public-service-pension-reforms/public-service-pension-reforms>。

金管理局所頒之公務人員退休基金之治理與管理<sup>10</sup>。

### (三) 退休基金管理所面臨的風險與未來優先任務

由於近年英國退休制度改革、DC 制退休金市場的發展與不斷擴大、自動加入機制推行及科技不斷地推陳出新，退休金管理局面臨的風險包含經濟與退休金市場遠景、退休金治理與管理的品質、DC 制市場的發展、小規模退休金雇主及網路犯罪等層面，相關內容說明如下：

- 1.經濟與退休金市場遠景：對退休基金管理者而言，經濟及股票市場前景對其所採用投資策略將會產生風險。
- 2.退休金治理與管理的品質：小型退休基金及大型公務人員退休基金，其品質不良的退休金治理與管理可能會對會員退休利益產生風險。
- 3.DC 制市場的發展：雖 DC 制退休基金總數呈現減少，但其會員總數卻快速增加，DC 制市場的整合，可能對退休金儲存有利，但也有可能放大負面結果。
- 4.小型退休金雇主：雇主為員工執行自動加入退休基金義務的情形已有很大不同，小型企業雇主可能無法於期限內完成其義務，因而可能有些受雇員工無法享受應有的退休金權益。
- 5.網路犯罪：退休基金擁有大量個人與其相關財務資訊，因此退休金成員經常成為吸引網路犯罪的對象，並且成為惡意軟體或贖金軟體攻擊的對象。

經適當評估上述風險之後，退休金管理局訂定 2016-2019 年間優先辦理事項包含下列 7 點：自動加入機制設置完成、有效管理 DB 制退休基金、有效管理公務人員退休基金、維持大眾對退休金制度的信心、改善退休金治理不良的問題、擴展管理上的影響力及提升員工專業能力等。

---

<sup>10</sup> 參閱，<http://www.thepensionsregulator.gov.uk/docs/code-14-public-service.pdf>。



### 三、英國大學教職人員退休基金

本次參訪英國大學教職人員退休基金，適逢其退休金制度正進行重大改革，茲就其退休金制度由確定給付制轉變為混合制（hybrid）及退休基金之投資管理相關內容摘述如下：

#### (一)退休金制度由 DB 制轉變為混合制

英國大學教職人員退休基金受託人公司於 2016 年進行該基金成立以來最大的改變。如表 3，由於英國近幾年經濟環境不如預期，以致於基金提存比例由原先預期的 90% 下降至目前的 83%。鑑於受託人的責任在於提供足夠資金支付基金成員退休給付，在近年財務負擔逐漸加遽的情況下，該基金自 2016 年 4 月起，將原 DB 制退休金基金制度改變為包含 DB 及 DC 的混合型退休金制度，並且在該基金所有成員的共同決定下，推出新的退休金計算基礎說明如下：

1. 確定給付（USS Retirement Income Builder）：退休基金成員自薪資中提撥 8% 及雇主相對提撥薪資之 18% 做為退休基金，如薪資超過薪資門檻（2016/2017 年年薪超過 55,000 英鎊），其超過部分的 12% 會轉入確定提撥部分（USS Investment Builder）。提撥會員每年累積年薪的 1/75 作為退休時之年退休金，以及年薪的 3/75 作為退休時之一次給付退休金。
2. 確定提撥部分（USS Investment Builder）：此部分隨會員自由意願加入，惟年薪如超過薪資門檻則會自動加入，如會員選擇額外提撥薪資 1%，則雇主相對提撥 1%，惟會員如自願提撥超過 1%，則雇主相對提撥僅以 1% 為限，未來 DC 制退休金給付視提撥內容及投資報酬而定，此部分退休基金亦提供會員自選平台。

表 3、USS 近 3 年基金提存比例變化

Funding position			
For the year ended 31 March, in £billions			
	Actuarial valuation as at 31 March 2014	Funding update as at 31 March 2015	Funding update as at 31 March 2016
Value of assets	41.6	49.1	49.8
Value placed on liabilities	46.9	57.3	59.8
Deficit	5.3	8.2	10.0
<b>Funding ratio</b>	<b>89%</b>	<b>86%</b>	<b>83%</b>

資料來源：USS

(二)退休基金投資管理相關事項：

1.如圖 6，USS 設有參考投資組合（reference portfolio），該參考投資組合係考量適當的風險水準、風險胃納及預期報酬下所能提供的報酬後，由 USS 董事會底下設置之投資小組建議所決定，經理人的實際報酬則與參考投資組合報酬比較，以評估其是否達到標準，並做為薪酬的計算標準，在此參考投資組合的架構下，USS 受託人公司承擔擬定投資策略的責任，並向董事會投資小組報告。表 4 為 USS2015 年參考投資組合組成內容，其中股票投資占 63%，固定收益投資占 29.5%（12.5%+17.0%）。

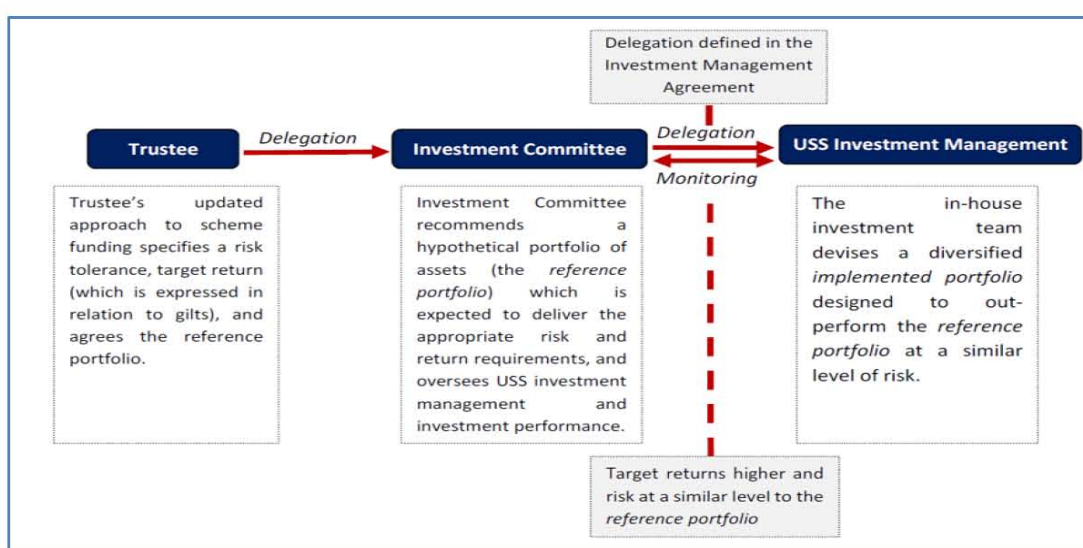


圖 6 USS 投資運用管理授權、執行及監管過程

資料來源：USS

表 4、USS2015 年參考投資組合

<b>DB Reference Portfolio (as at 1 January 2015)</b>	
Asset class	Reference Portfolio
<b>Equities</b>	63.0%
<b>Credit</b>	12.5%
<b>Property</b>	7.5%
<b>Liability-hedging assets (Gilts)</b>	17.0%

資料來源：USS

2. 如圖 6，USS 日常基金投資運用包含資產配置、投資運用及報告等則委由英國大學教職人員退休基金投資管理有限公司（USS Investment Management Limited）、受託經理人與相關顧問公司處理，以長期的觀點來看，投資目標的設定係以承擔相似或低於參考投資組合風險的基礎下，投資組合所能提供優於參考投資組合的報酬。
3. USS 投資目標係以 5 年滾動方式，計算實際投資組合的報酬，每年必須超越參考投資組合報酬率 0.55%，若 5 年年化超額報酬低於 0.23%，董事會投資小組即會介入監管，如圖 7，該退休基金 2015/16 年績效，超越參考投資組合報酬 2.38%，過去 5 年年化報酬率為 8.9%，超越參考投資組合報酬 1.1%，相對於過去 5 年扣除退休給付後的淨提撥金額 5.5 億英鎊，主動投資貢獻基金資產達 220 億英鎊。

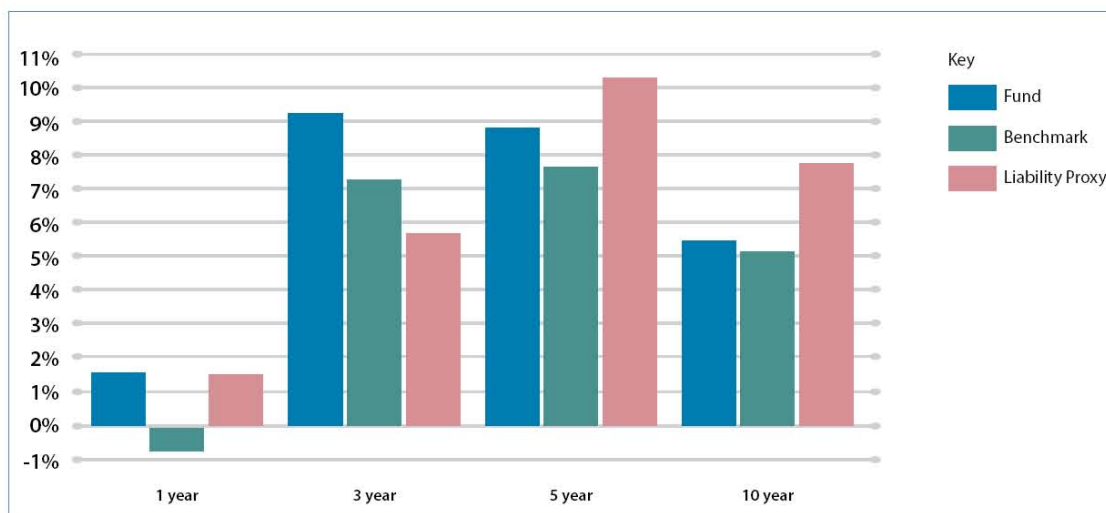


圖 7 USS 近 1 年、3 年、5 年及 10 年年化報酬率比較

資料來源：USS

- 4.表 5 為 USS2015/16 年投資組合各類資產分配，由表中可知，USS 實際投資組合國內外股票投資比例，低於參考投資組合，其中又以北美股票投資比例低於參考投資組合最多；此外私募市場投資則是較參考投資組合高出許多。
- 5.USS 實際投資組合風險衡量係以每日為基礎，風險模型設有三種風險衡量指標，並與以參考投資組合實際投資產生的風險加以比較，若風險超過風險胃納時，投資管理公司即向董事會投資小組報告，以立即採取適當行動確保資產安全。
- 6.為了保護資金長期的價值，受託人公司設有由 6 位專業人員組成之責任投資團隊（Responsible Investment），該投資團隊與經理人合作，在投資運作過程中將 ESG（Environmental, Social and Governance）議題納入考量。

表 5 · USS2015/16 年投資組合各類資產分配

%	Implemented Portfolio	Reference Portfolio	Difference
<b>Equities</b>	<b>44.5%</b>	<b>62.5%</b>	<b>(18.0%)</b>
– UK	13.6%	15.6%	(2.1%)
– Europe Ex-UK	7.4%	6.9%	0.5%
– N America	10.0%	25.4%	(15.4%)
– Pacific inc Japan	5.1%	5.2%	(0.2%)
– Emerging Markets	8.5%	9.4%	(0.9%)
<b>Non-Government and emerging market debt</b>	<b>7.9%</b>	<b>10.0%</b>	<b>(2.1%)</b>
<b>Nominal Bonds</b>	<b>9.3%</b>	<b>0.0%</b>	<b>9.3%</b>
<b>LDI (Funded and Unfunded)</b>	<b>6.8%</b>	<b>25.0%</b>	<b>(18.2%)</b>
<b>Non-UK Index Linked Bonds</b>	<b>4.1%</b>	<b>0%</b>	<b>4.1%</b>
<b>Commodities</b>	<b>1.3%</b>	<b>0.0%</b>	<b>1.3%</b>
<b>Absolute Return</b>	<b>3.4%</b>	<b>0.0%</b>	<b>3.4%</b>
<b>Private Markets</b>	<b>22.8%</b>	<b>7.5%</b>	<b>15.3%</b>
– Inflation Linked Debt/Equity	5.8%	0.0%	5.8%
– Private Debt/Equity	8.1%	0.0%	8.1%
– Special Situations	2.5%	0.0%	2.5%
– Property	6.4%	7.5%	(1.1%)
<b>Tactical Asset Allocation overlays</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>1.0%</b>
<b>Cash*</b>	<b>(1.0%)</b>	<b>(5.0%)</b>	<b>4.0%</b>
<b>Total Fund</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>0.0%</b>

N.B. Figures in the table may not add up due to rounding  
 \* Includes Liability-Driven investment funding

資料來源：IJSS

#### 四、摩根資產管理公司

本次參訪摩根資產管理公司，由相關投資與研究團隊就其 OECD 已開發國家核心基礎建設投資、歐洲不動產投資、多元資產投資策略介紹及退休基金資產配置解決方案等進行解說，有關內容摘述如下：

##### (一)OECD 已開發國家核心基礎建設投資

摩根 OECD 基礎建設投資團隊，隸屬於摩根不動產團隊(J.P. Morgan Global Real Estate Group, GRA)。摩根不動產成立於 1970 年，團隊在全球核心不動產市場已有 45 年投資經驗，所管理資產超過 100 億美元，在全球 19 個不動產據點擁有 450 位專業不動產投資人員，旗下策略包括不動產、基礎建設與海事資產等 3 大

投資平台。摩根 OECD 基礎建設投資團隊成員超過 60 人，專注於 OECD 國家的基礎建設投資，管理資產價值(Gross Asset Value)超過 110 億美金。

核心基礎建設提供社會基本服務，例如貨物、人員及資源的運輸與儲存等，這些基礎建設於 OECD 國家內，多半是以法令管制或簽定長期合約之獨占產業方式經營，如圖 8，其種類及其投資特色說明如下：

- 1.管制資產：例如水資源或廢水處理、電力分配運送及天然氣分配運送等。此類資產投資特色為具有穩定現金流量、具吸引力的實質報酬、公平與透明的管制架構及通膨時期提供保護等。
- 2.運輸資產：例如收費公路、機場或海港。此類資產投資特色為長期合約保護以避免收入波動風險、報酬與 GDP 同幅成長等。
- 3.長期合約資產：傳統發電、再生發電及電力儲存等。此類資產投資特色為長期合約及最低收入保護、具有穩定現金流量及接近總額報酬之報酬率等。

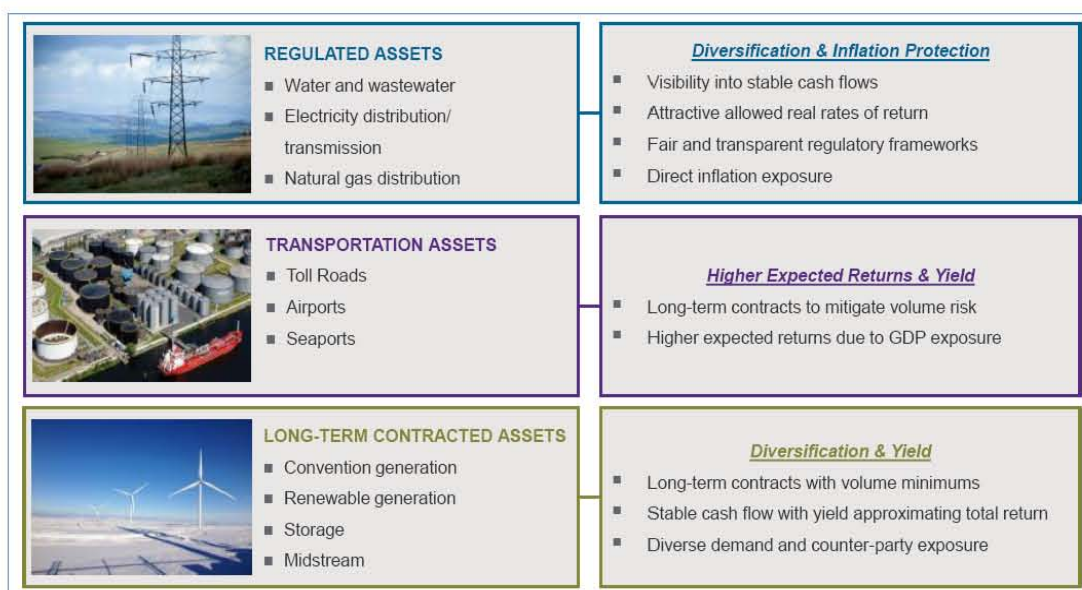


圖 8 OECD 國家基礎建設投資種類及投資特色

資料來源：摩根資產管理

如圖 9，OECD 已開發國家核心基礎建設投資具有與其他股票、債券等傳統投資低度相關，可作為投資組合分散風險的選項；此外核心基礎建設投資與通膨

之間具有高度連結性，通常可將通膨轉嫁給消費者；再者，此類投資可產生豐厚現金流量。

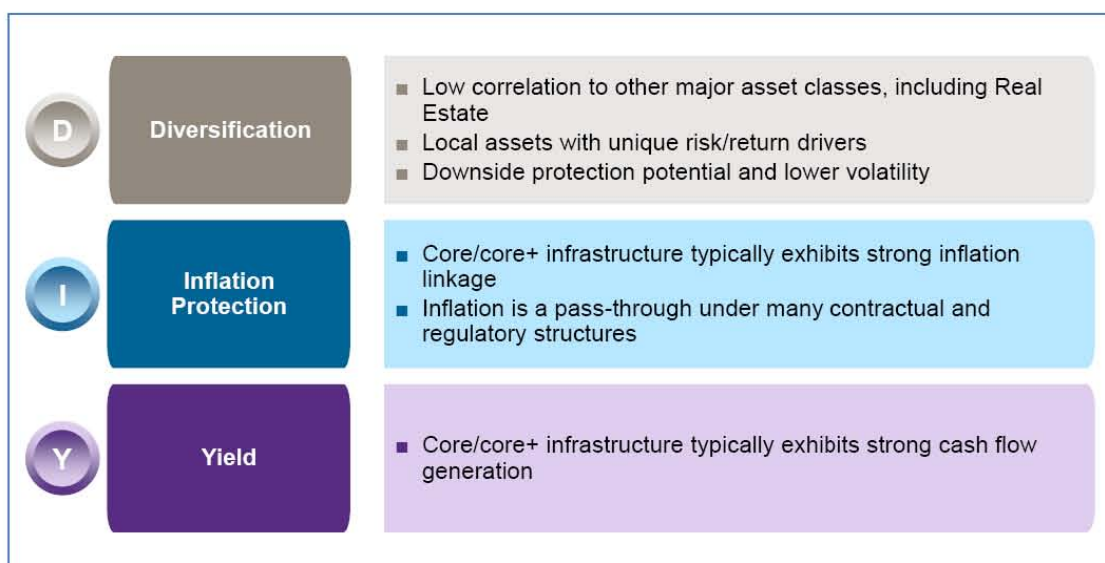


圖 9 投資 OECD 國家核心基礎建設優點

資料來源：摩根資產管理

摩根資產核心基礎建設投資基金（Infrastructure Investment Fund, IIF）團隊目前由 20 餘名專業人員組成，並於紐約及倫敦設有辦公室，如圖 10，該基金所管理資產規模約為 120 億美元，扣除舉債後淨資產價值約為 51 億美元，目前計有 14 項投資，橫跨 13 個國家及 8 個產業，其中管制資產、運輸資產及合約資產分別占 40%、32% 及 28%。過去 1 年、3 年及 5 年的現金殖利率分別為 5.6%、5.8% 及 5.8%。

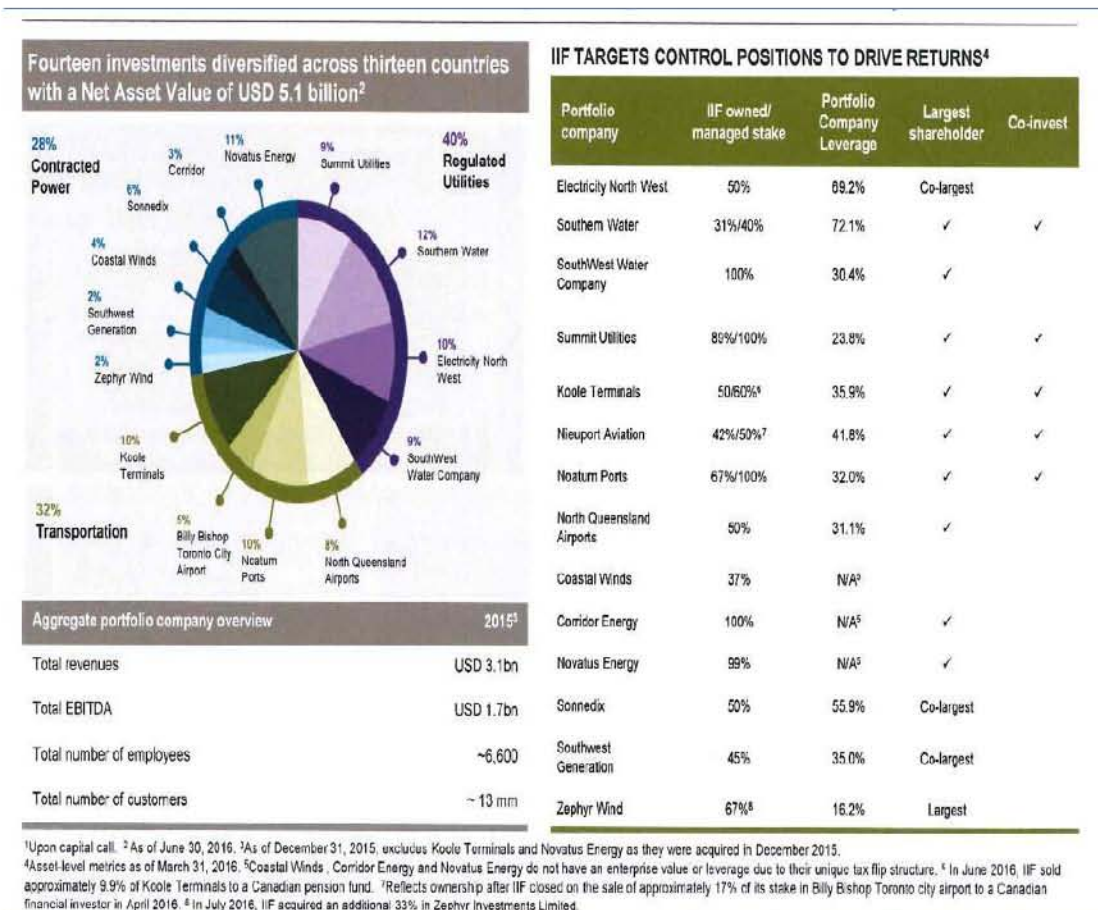


圖 10 摩根資產核心基礎建設投資基金投資情形

資料來源：摩根資產管理

如圖 11，摩根資產基礎建設投資基金所採用的投資策略具有下列 4 點特色：

- 1.有利的控制地位：便於參與投資組成分公司的主動管理，善用投資組成分公司的獨立董事席次。
- 2.長期持續投資：摩根資產管理公司為聯合國發布之責任投資原則簽署公司，透過納入 ESG 議題於投資決策過程，以符合受託人責任與提升整體社會利益，努力朝向公司治理完善目標。
- 3.中型市場與平台：專注於競爭較小的中型市場，過去 7 項新投資，有 4 項是來自中型市場而非拍賣市場。
- 4.現金流量與未來產值：專注於現金流量的可見性與穩定性，未來產值則是選擇新投資的關鍵因素，目前 12 項投資組成分公司 2015 年皆配息。



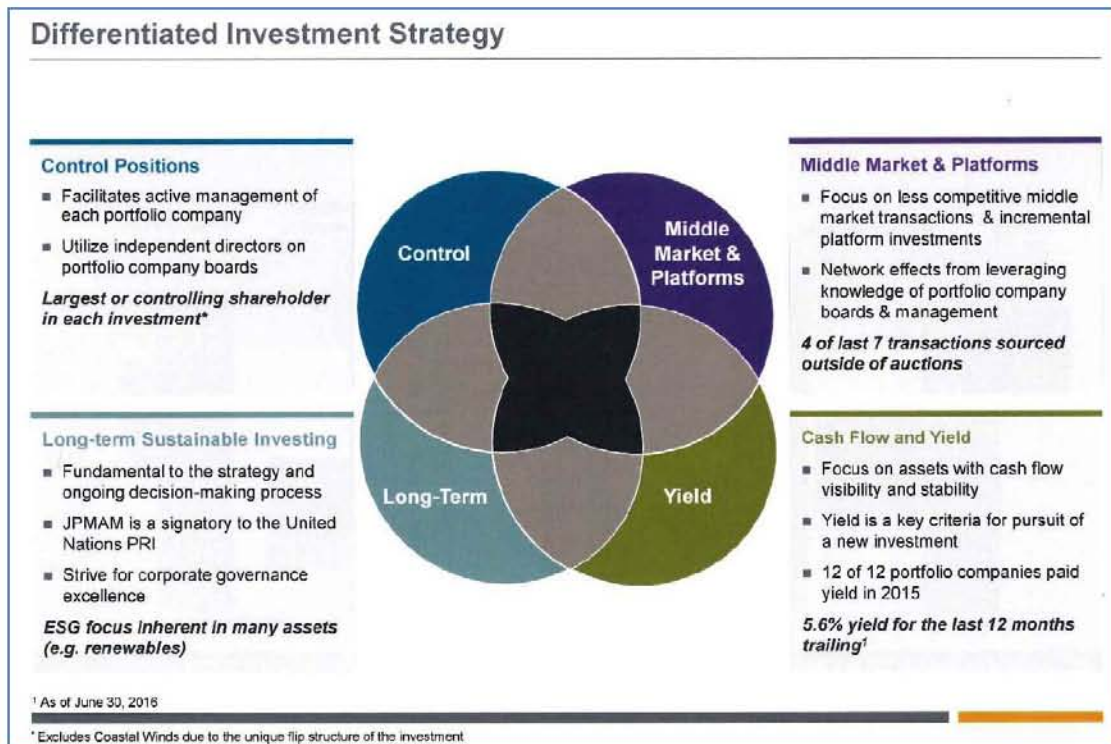


圖 11 摩根資產基礎建設投資基金投資策略

資料來源：摩根資產管理

## (二) 歐洲不動產投資

摩根歐洲不動產團隊(J.P. Morgan European Real Estate Group)，同樣隸屬於摩根不動產團隊，摩根歐洲不動產團隊則是從 1998 年起開始設立，目前在 4 個國家設有據點，擁有包括收購/處分、資產管理、研究與策略及稅務法務團隊等相關 40 位人員組成之不動產投資團隊，管理資產達 47 億歐元，在歐洲 11 個國家皆有投資經驗，過去累計投資金額超過 100 億歐元，對於歐洲區域的房地產投資，有深入的了解。摩根歐洲不動產團隊所涉及的投資市場包括核心型(Core)投資、加值型(Value Add)投資，及機會型(Opportunistic)投資，強調投資於穩定與流動性高之歐洲核心不動產市場。

摩根歐洲不動產收入基金 (European Property Income Fund)，其投資標的為歐洲核心地區之不動產，投資目標訂定在未來能產生可預期及穩定的現金流，如表 6，其相關投資策略與內容如下：

1. 為永續開放型基金。
2. 投資策略與原則：直接或間接投資於英國、法國及德國境內核心地區之地點佳與營運中的不動產，包含辦公場所、物流中心、零售與多家庭住宅等，初次投資不涉入未營運或進住率低於 60% 的資產，初次投資後，未營運資產投資金額不超過基金淨值之 20%，單一投資項目投資金額亦受基金資產之 20% 限制。
3. 目標報酬：每年淨收入超過 4%，5-7 年持有期間全部報酬的內部報酬率（IRR）介於 7-9% 間。
4. 槓桿程度：初次投資後，投資項目舉債程度（Loan to Value Ratio, LTV）最多至 35%。
5. 最小投資單位：1 千萬英鎊或 1 千萬歐元。

表 6、摩根歐洲不動產收入基金投資策略與原則

Vehicle Size	Perpetual Open Ended Fund
Geography	UK, France & Germany focused
Asset Types	Office, Retail, Industrial & Residential. Modern assets with high occupancy and relative to market long term duration
Target Return	4% Net distribution (after all fees & taxes) Total Return 7-9% Gross <sup>1</sup>
Minimum Investment	£10million (GBP Sleeve) or €10 million (EUR Sleeve)
Leverage	Capped at 35% LTV
Structure	Luxembourg SCSp
Currency	GBP and EUR
Co-investment	2.75% (Max regulatory level)

資料來源：摩根資產管理

摩根歐洲不動產團隊，對於目前所投資區域不動產市場動向分析如下：

1. 英國市場：如圖 12，英國不動產市場近期可看到倫敦市中心及區域型城市的辦公室空屋率相當低，因此可選擇標物相對較少；區域型城市辦公室 2016 年上半年使用率仍相當強勁，逐漸接近 10 年平均水準，惟倫敦

市中心辦公室使用率將會受到脫歐後政治議題影響降低；英國部分區域辦公室租金在 2016 年上半年持續上漲，惟倫敦市中心辦公室租金出現壓力，2016 年下半年恐會下降。

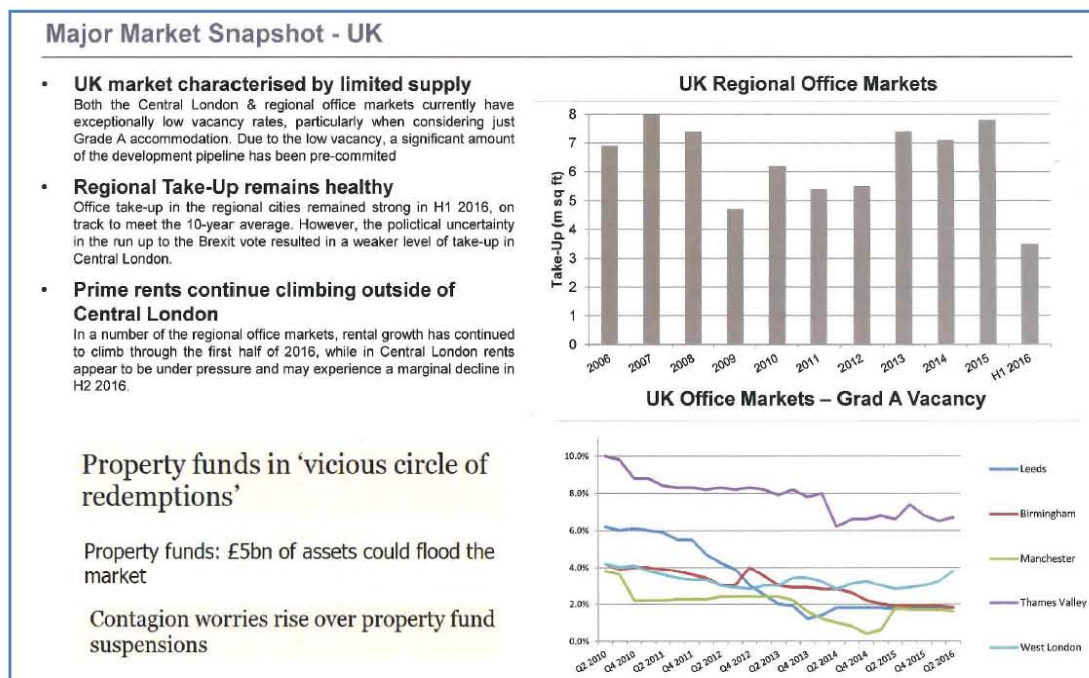


圖 12 英國不動產市場近期概況

資料來源：摩根資產管理

2. 德國市場：如圖 13，2015 年德國不動產投資市場規模達到歷史第二高，2016 年上半年持續此趨勢，惟市場供給不足，全年規模恐不如 2015 年；德國境內主要 8 個城市辦公室使用面積較去年增加，致使空屋率穩定下降；各城市辦公室租金都增加，特別是柏林租金成長 9%，慕尼黑也有 3%，但法蘭克福租金相對定。
3. 法國市場：如圖 14，相對於其他歐洲市場，法國不動產投資市場規模在過去數年穩定成長，大部分的成長是來自於巴黎地區，反應出巴黎不動產投資市場具有領導地位及投資人偏好投資於巴黎之指標型資產；大部分資金追逐指標型資產的結果導致辦公室租金報酬穩定下降，巴黎商務中心區的辦公室投資報酬從 4.5% 下降至 3.3%，里昂地區也從 6% 降至 4.75%；巴黎及其他大部分地區的辦公室租金相當平穩，惟新辦公室供給

較少，使得租金未來有成長空間，世邦魏理仕集團（CBRE）<sup>11</sup>估計巴黎商業中心地區，未來5年租金將每年成長2.5%。

## Major Market Snapshot - Germany

### • Strong investment market

In 2015 the German investment market registered its second highest investment volumes ever, specifically Berlin with record numbers, followed by Frankfurt and Munich. The first half of 2016 remained strong, however the volume decreased versus 2015, due to a lack of available product rather than a slowdown in investor demand.

### • Prime yields decrease further

While Munich remains the city with the lowest yield level (3.65%), Berlin in the past 12 months has compressed significantly to a yield of 4.00%.

### • Office take-up increases further

Office take-up in the top 8 locations in Germany amounted to 3.49m sqm which is a plus of 20% compared to the previous year's level, resulting in a strong decline in vacancy rates.

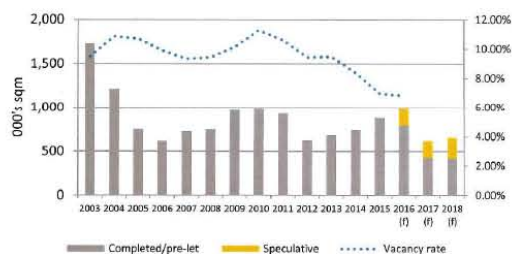
### • Vacancy rate steadily declining

Overall the vacancy rate in Germany is at a 15 year low with little speculative office development in the pipeline. The biggest falls in vacancy were recorded in Munich (-27%) but also in Berlin a substantial decline was noted (-10%).

### • Overall rental increase

Across Germany rents have increased in most of the major markets. The dynamic development of the Berlin market was reflected by a rise in prime rents of almost 9%. Higher prime rents were also noted in Munich (+3%) while Frankfurt's level remained relatively stable.

### New office supply & vacancy in top 4 German markets



### Rental growth (2014-2016 H1) and vacancy rate (2016 H1)

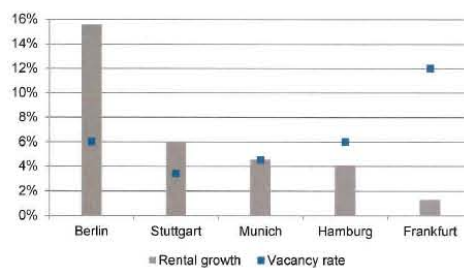


圖 13 德國不動產市場近期概況

資料來源：摩根資產管理

<sup>11</sup> 世邦魏理仕（CBRE Group, Inc.）是一家美國商業不動產服務公司，總部位於美國加洛杉磯。目前世邦魏理仕共有約 70000 名員工（不含聯營公司），全球約有 400 個辦公地點。世邦魏理仕提供全面的綜合服務，包括設施、交易及項目管理、物業管理、投資管理、評估與估值、物業租賃、策略顧問、物業銷售、按揭融資及開發服務等。（參見維基百科，[https://en.wikipedia.org/wiki/CBRE\\_Group](https://en.wikipedia.org/wiki/CBRE_Group)）

## Major Market Snapshot - France

- Higher investment volume**  
 Investment volume has steadily increased in the past few years, including in 2016 in contrast with other European markets. Most of this increase was in Paris reflecting the dominance of the Parisian investment market and investors' preference for prime/trophy assets.
- Rapid decline in prime yields**  
 The sheer weight of capital chasing prime/trophy assets has driven capital values higher and as a result prime office yields have experienced a steady decline from 4.5% to 3.3% in Paris CBD and in Lyon from 6% to 4.75%.
- Uptick in occupier demand**  
 Occupier demand has bounced back in 2014 and 2015 following a period of lacklustre economic growth in 2013. Stronger GDP growth in 2014/2015 led companies to expand and invest in new accommodation.
- Low vacancy levels**  
 The vacancy rate in Greater Paris is 6.5% as new supply is generally restricted in the city centre and banks have little appetite for financing speculative new developments.
- Projected rental growth**  
 Rents have been stable in Paris and in most regional office markets but a slight pick-up in occupier demand and a generally low level of new supply are likely to push rents higher going forward. CBRE expects 2.5% rental growth p.a. in Paris CBD over the next five years.

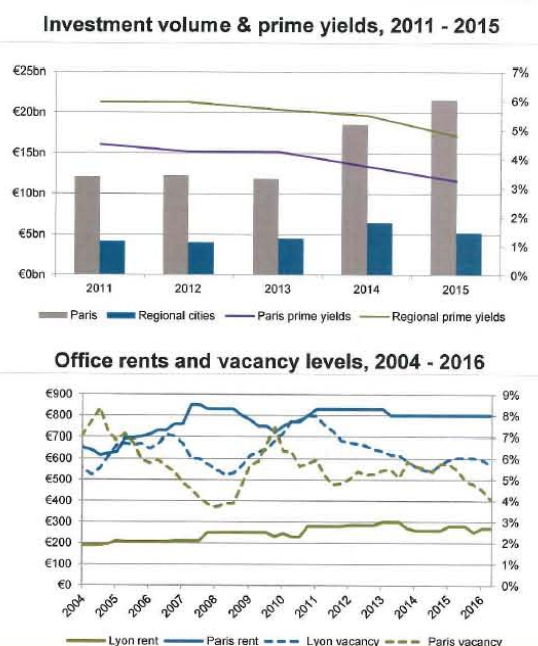


圖 14 法國不動產市場近期概況

資料來源：摩根資產管理

### (三) 摩根多元資產投資團隊及摩根退休基金管理策略與諮詢服務團隊

#### 1. 摩根多元資產投資團隊 (J.P. Morgan Multi-Asset Solutions)

摩根多元資產投資團隊具有 45 年經營多元資產管理經驗，並為全球公共退休基金、私有退休基金、保險公司、捐贈基金及主權基金等設計、建立及管理其委託投資組合，投資目標著眼於提供具吸引力的風險調整後報酬，目前全球受託契約超過 160 個，受託資產約 178 億美元，使用的投資策略超過 500 個。如圖 15，該團隊所管理資產 178 億美元，依其投資策略及受託客戶拆解如下：

- 投資策略：主要投資策略前三名滑翔軌道 (Glidepath)、結果導向 (Outcome Oriented) 及平衡 (Balanced) 策略所管理資產分別占 65 億、48 億及 45 億美元；其他則有單一資產 (Single Asset) 5.4 億美元、總經主體 (Macro Thematic) 8.6 億美元等。

- 受託客戶：零售、DC 制退休基金及其他機構投資人 (包含 DB 制退休

基金、主權基金等）分別占 79.5 億、66.4 億及 32 億美元。

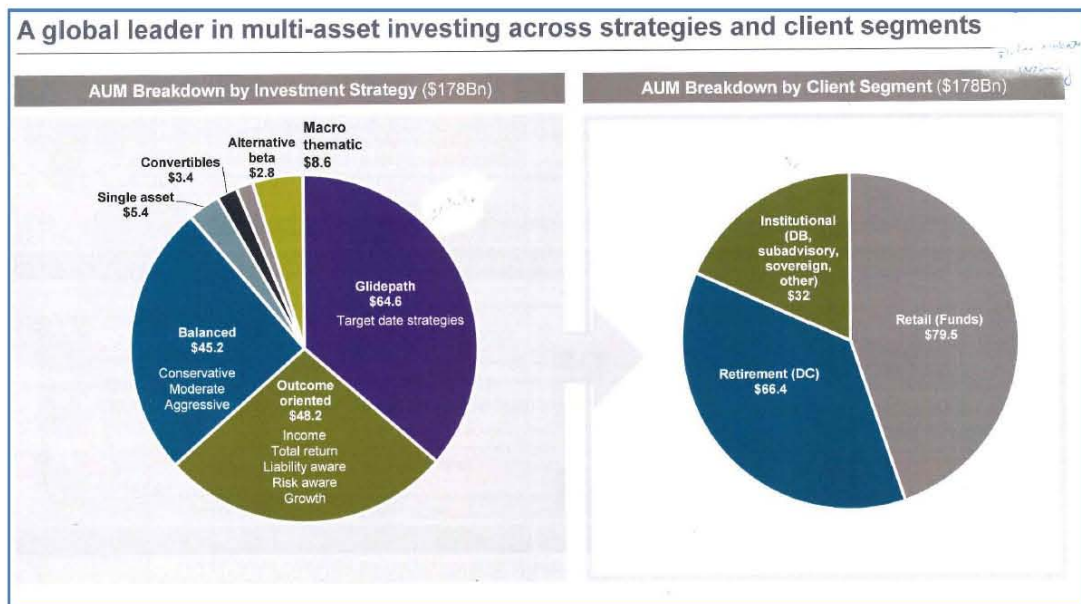


圖 15 摩根多元資產投資策略與客戶群

資料來源：摩根資產管理

如圖 16，摩根多元資產投資團隊所採用的投資程序係根據客戶所設定之目標，按策略性風險報酬架構、投資策略選擇及主動資產配置步驟如下：

- (1)策略性風險報酬架構：依據客戶投資目標、風險預算、預定投資標的，考量資本市場之報酬、波動性及相關性，訂定預期報酬及預期波動，並將投資組合分散於股票、固定收入及實質資產與絕對報酬資產類別。
- (2)投資策略選擇：在現有 500 多種投資策略中，依據計量與計性分析結果，在三類資產類別中排序，最後選擇適當投資策略，往後並持續檢討所選擇之投資策略是否適宜。
- (3)主動資產配置：每季開策略會議一次決定資產配置及總體經濟觀點大方向；召開資產配置會議，依據策略會議結果及長期策略方向，納入計量及計性觀點決定客戶特定投資組合。

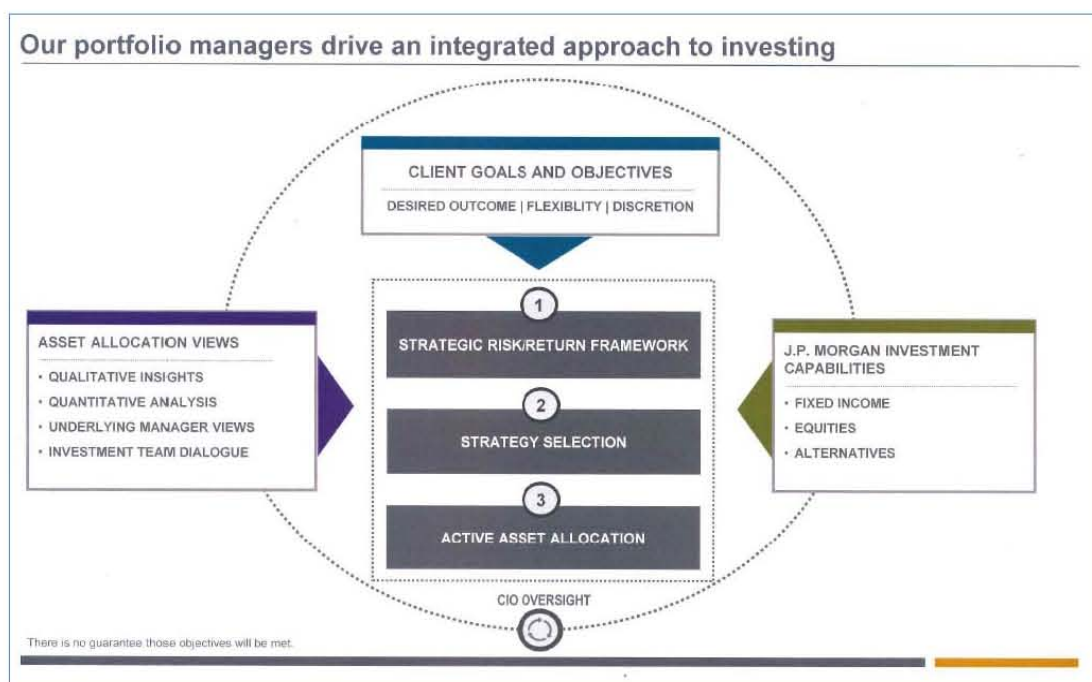


圖 16 摩根多元資產整合性投資程序

資料來源：摩根資產管理

## 2. 摩根退休基金管理策略與諮詢服務團隊（J.P. Morgan Pension Solutions & Advisory）

摩根退休基金管理策略與諮詢服務團隊隸屬於機構法人管理策略與諮詢服務團隊（J.P. Morgan Institution Solutions & Advisory），該團隊提供機構投資人策略性建議、分析工具及問題解決方案。該團隊擁有提供 DB 制退休基金管理諮詢服務 60 年的經驗，由 25 名專業分析人員、精算師等組成。如圖 17，根據該團隊了解本基金第 6 次精算結果及資產配置狀況，根據效率前緣理論，建議本基金應增加實質資產投資，例如不動產投資及基礎建設投資等，或增加擴張信用投資，例如新興市場主權債、新興市場公司債及美國高收益債等，以增加投資組合效率。

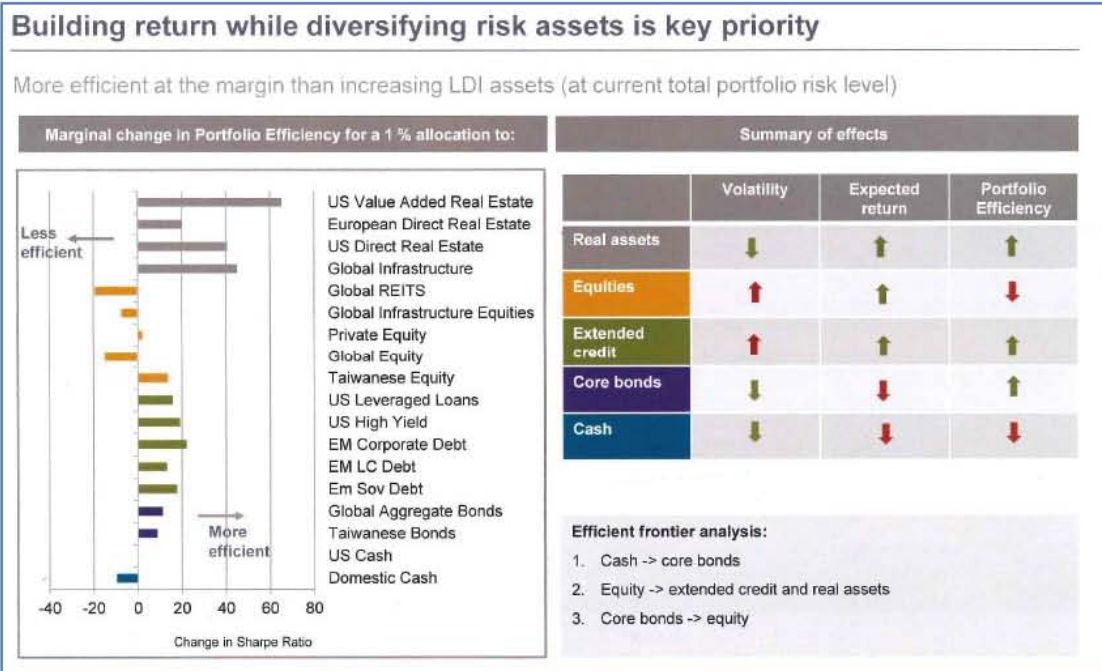


圖 17 摩根退休基金管理策略與諮詢服務團隊建議本基金提高投資效益內容

資料來源：摩根資產管理



## 伍、巴黎多國退休金論壇

本次參加巴黎多國退休金論壇，議程緊湊且充實，與談人來自不同國家且相關領域經驗豐富，以下就 2016 年多國退休金發展等 7 項議程內容，重點內容摘述如後。

### 一、2016 年多國退休金發展

(一)英國脫歐後對退休基金可能產生的影響有下列 3 項：

1. 經濟不確定性增加，例如英鎊貶值後對各產業產生影響的程度不同。
2. 利率下調對資產價值產生不利影響。
3. 參加退休金成員普遍對退休金經營前景悲觀。

(二)面對未來脫歐協商，英國或許可能採取加拿大模式，或是南韓模式，或於 WTO 組織內進行，但接下來，2017 年德國、法國等國家將進行選舉，2019 年歐洲議會也將進行改選，未來英國脫歐協商對象及內容等尚存有變數。

(三)從歐洲的角度，雖然一般民眾認為英國公投決定脫歐純屬該國國內事務，但許多商會認為英國脫歐將對歐洲帶來重大影響，至少包含二個層面：

1. 歐元區相對失業率較高，若人員無法流動至失業率較低的英國，對失業率降低沒有幫助。
2. 英國倫敦為重要金融中心，由於服務業占整體歐元區國內生產毛額 70%，英國脫歐對該區域經濟將產生不利影響。

### 二、專題座談：退休新關係－資產管理、保險公司與退休基金

(一)由於許多大型 DB 制退休基金承諾員工退休後，將以其在職最後薪資計算其退休金給付至退休人員死亡，隨著平均壽命的增加，雇主面臨逐漸增加的退休金給付壓力，同時資產負債表中的退休金給付負債對公司股價也有不利的影響，保險業、銀行及投資專家與退休金雇主創造一個去風險（de-risking）平台，雇主可用下列 2 種方式，將未來退休金給付部分或全部移轉給保險業者：

1.保險公司部分收購（buy-ins）或存活交換（longevity swap）：在此方式下，退休基金雇主做出此投資決定，其退險基金管理仍然持續運作，但由保險公司支付相對應退休金給付，保險公司與退休基金成員並無直接關係。這種移轉方式會將退休金成員超過平均壽命的額外退休金給付風險移轉至保險公司。

2.保險公司全部收購（buyouts）：在此方式下，退休基金雇主與保險公司達成協商，退休金給付承諾完全由退休基金雇主移轉至保險公司，退險基金雇主資產負債表將不會呈現有關退休金負債。這種移轉方式對退休基金成員的影響最大。

(二)英國目前為退休金去風險化的領導者，已完成的交易近 2 千億美元，包含 33 件規模達 10 億美元的大額交易。在目前低利率環境對退休基金雇主尤其不利的情況下，預期退休金去風險化的趨勢未來會加快。

(三)面對退休金缺口逐漸加大的問題，通常可採行減少退休金給付、調高提撥率及提升投資報酬等對策；減少退休金給付完全是政治上的議題，而且通常很難全身而退，比較可能的選擇是提升投資報酬，例如減少投資管理費、Smart Beta 等投資策略的運用等。

### 三、專題座談：追求投資收益－尋找下一個獲利機會

(一)加拿大退休基金在過去 15 年投資過程中產生許多變化，從完全持有債券之固定收益投資，到為提升收益而增加該國國內股市投資，後來變成該國國內股市的主要資金來源，最後又分散風險到海外投資，目前國外投資比例占基金 80%，國內僅有 20%，另外近 2 年也逐漸增加另類資產投資比例。對沖基金近年面臨降低成本的壓力，因此多半聚焦於追求 smart beta 的投資策略。

(二)透過投資另類資產，例如對沖基金、實質資產、私募權益基金及商品，可幫助投資人分散投資組合風險，或利用經理人的專業取得超額報酬，但投資另類資產所衍生的流動性、作業風險及專業技術問題也同樣會增加，在面對各種不同風險，投資人應採取不同策略因應，例如初期盡職調查與監管以了解經理人是否保持適當流動性，對欲停止投資的投資人是否準備足夠資金提供

收回等。

(三)根據研究，良善的退休基金治理，對退休金投資績效有正面助益，退休金治理通常存有董事會權責不明、董事會選舉方式、利益衝突及適任性評估等問題，董事會決定重大政策與方向，管理單位則實際執行業務運作並向董事會報告，例如在風險管理部分，風險預算須交由董事會決定，風險限額決定後，經理人方能在風險限制下去追求最大報酬，以減少投資承擔過高風險，確保資產安全。

#### 四、主要演講－歐盟委員會觀點－歐盟會員國退休金發展情況

(一)歐盟委員會於 2012 年發表有關歐盟會員國退休金情況的白皮書，在會員國 20 至 59 歲工作人口中，除國家提供國民之養老基本年金外，只有約 20% 人員參加提撥制之補充式退休基金，此外 28 個歐盟會員國中，僅有 20 個會員國提供員工參加與職業有關之退休基金，在世界銀行揭櫫的第三支柱方面，僅有 6 個會員國提供員工參加個人退休金計劃，因此歐盟會員國退休基金發展仍面臨許多挑戰。

(二)前項白皮書提出建議如下：

- 1.藉由歐洲社會基金之使用，幫助老年工作者進入職場。
- 2.藉由稅務上或其他方面的誘因，幫助會員國發展補充式個人退休金。
- 3.提升補充式退休基金的安全，包括修改機構職業退休金提供者辦理原則及提供參加退休基金成員完善資訊。
- 4.補充式退休基金應對遷移工作者（migrant workers）提供友善的環境，俾保障其參加退休基金之權益，及其提撥基金帳戶跨國性追蹤。
- 5.以連結退休年齡與平均壽命的方式，鼓勵會員國提高職涯工作年限，限制提早退休並拉近退休金性別上差異。
- 6.持續監控會員國內退休基金是否適足提撥、經營安全及妥善維持。

#### 五、專題座談：持續創造長期價值與治理的考驗

(一)ESG 的概念逐漸為投資人接受，目前全球投資機構也逐漸將 ESG 的分析加入投資過程中，研究發現 ESG 分析可增加投資報酬及減少風險，在美國有 6.6

兆美元投入在企業社會責任投資（SRI），占整體管理資產比重約 18%，美國大型退休基金例如 CalPERS 及 CalSTERS 最近也將 ESG 議題納入其投資程序中。

(二)早期 SRI 著重在排除於違反健康或社會道德的產業，例如煙酒、賭博等行業，近期則發展至主動參與公司投票及投資過程中檢視 ESG 因子，例如在委託代理投票公司傳送股東會重要議題，專責 ESG 人員或團隊會進行內部研究、與投資團隊討論或必要時與投資標的公司管理階層或股東接觸，以最終決定投票內容。

(三)金融穩定理事會（FSB）主席 Mark Carney，同時也是英國央行行長，於 2015 年發表演說提及，因為氣候變化的議題，將來可能對傳統能源開採公司（煤炭、石油及天然氣等）二氧化碳排放量加以限制，這些公司必須面對未來可能潛在損失，他同時建議成立特別小組研究對公司排放二氧化碳量設立一套報告標準，以便規範能源公司相關揭露。

## 六、專題座談：確定提撥制－為退休金成員創造更好的結果

(一)英國 NEST（國家就業儲蓄信託計畫，如前第貳章英國退休金制度介紹）幫助加入其退休金計畫的成員投資運用所提撥基金，目前受委託的經理人包含 Amundi、Blackrock、BMO 等具全球領導地位的基金管理機構，為使退休金成員獲得更好的投資成果，近期也納入 ESG 社會責任投資之考量於投資過程中；另外根據研究結果，約 90%退休金成員加入計劃後，初次選擇預設基金後即不再改變，因此目前預設基金的品質是以最高的水準設定，包含有 50 種以上的目標日期基金（Targeted Date Fund<sup>12</sup>）可供選擇，同時也提供視退休金成員風險偏好不同，特別量身訂製之不同種類預設基金。

(二)有關退休金產業管理費用透明的問題，NEST 目前也與英國投資協會（Investment Association,U.K.）協商管理費用揭露原則，目的在於讓退休金成員對退休金產業與投資更有信心，同時也能使這個產業未來更加蓬勃發展。

---

<sup>12</sup> 即以退休金成員預定退休的年分作為分類，例如 2045NEST 即為預定於 2045 年退休的基金成員所量身訂製的預設基金，通常其投資策略會隨著退休年齡的逐漸接近趨於保守，以便退休時所累積的退休基金不致受市場波動產生重大影響。

## 七、顛覆性技術對金融服務的影響：機器人與認知運算

(一)Fintech 為 Financial technology 的簡稱，係指運用科技使得金融服務變得更有效率。近年來由於資料爆炸、運算技術平民化及大數據資料廣為運用，使得機器學習 (machine learning) 逐漸運用在金融服務作業系統內，許多金融服務公司或金融科技軟體開發公司運用機器學習技術，以改善企業商業模型或增加商業競爭力。例如過去銀行在授信時，多以信用交易數量做為授信評比的基礎，在運用大數據資料及機器學習技術後，授信評比可以將信用交易行為、信用交易能力及信用交易意願等質的因素納入。

(二)將新科技運用在日常業務運作時，採取由外而內 (outside-in) 的思考模式，自客戶端需求檢驗公司商業模式是否主動積極、處理交易速度是否夠快足以滿足客戶需要，及商業模式轉變的過程中是否提供公司員工足夠的教育訓練等。

## 陸、心得與建議

本次參訪英國退休金產業相關協會、退休金管理者及個別退休金管理單位，並拜訪資產管理業者，就各項退休金相關議題交換意見，最後移地法國參加巴黎多國退休金論壇，汲取退休金有關新知，以下就考察及參加研討會心得與建議事項說明如後。

### 一、參訪心得

- 1.目前英國與職業有關的退休金種類大約分成三種，分別為DC制退休基金、DB制退休基金及公務人員退休基金，其中中央政府公務人員退休為目前仍為隨收隨付制，英國政府為了要讓公務人員退休基金能夠永續經營及增加給付公平性，陸續推行退休金改革，包含將公務人員法定退休年齡延後、提高提撥率，及將退休金給付計算公式，由最終薪資計算改為職涯平均等，以達到減輕政府財政負擔之目的。
- 2.目前英國私部門多數DB制退休基金不對新進人員開放或對原有會員凍結原本的DB制帳戶而不再累積，因此目前私部門僅有13%的DB制退休基金仍對其會員開放帳戶累積。英國大學教職人員退休基金，原為確定給付退休金基金，自2016年4月起改變為包含確定給付及確定提撥的混合型(hybrid)退休金基金，屬於仍對其原有會員開放累積DB制帳戶的基金，該退休基金並設有由專業投資人員組成之子公司，專職管理資產之投資，歷年績效頗佳。
- 3.良好的退休金治理不僅可保護退休基金資產安全，也可提升退休金成員對退休制度之信心與參與意願，英國退休金管理局近年來，也著眼在退休基金治理方面的改善。此外，根據研究退休基金治理對退休金的績效也有正面助益；退休金治理近期發展議題主要有董事會權責不明、董事會選取方式、利益衝突及適任性評估等。
4. OECD已開發國家核心基礎建設投資具有可產生豐厚現金流量的優點，對於長期投資可能產生的通貨膨脹風險，通常可轉嫁給消費者。此外，據研

究指出基礎建設投資與其他股票、債券等傳統投資具有相關性低的特性，在建立整體投資組合部位時，可作分散風險的選項。

5. 摩根資產管理公司根據效率前緣理論，建議本基金應增加實質資產投資，例如不動產投資及基礎建設投資等，或增加擴張信用投資，例如新興市場主權債、新興市場公司債及美國高收益債等，以增加投資組合效率，惟本基金目前並未開放不動產投資，投資債券並以投資等級以上為限，如欲新增前開投資，相關法令配套必須加以考量。摩根資產管理公司另建議本基金可增加借券業務，以增加額外收入。
6. 英國脫歐後，不論對英國退休基金或歐洲退休基金都可能產生不利的影響，特別是經濟不確定性增加、退休金資產價值的減損等，惟未來脫歐仍有漫長協商過程，其對英國或歐洲退休金的影響尚待持續加以觀察評估。
7. 本次參訪英國大學教職人員退休基金，該基金設有專職人員將 ESG 的議題納入投資過程中，此次參與巴黎論壇之加拿大退休基金亦同，另基於保護環境的理由，未來金融穩定理事會恐要求企業須揭露碳排放量等破壞環境的因子，以上議題皆為本基金管理未來必須思考的議題。

## 二、參訪建議

1. 有關年金改革減輕政府財政負擔方面，英國政府為了要讓目前採隨收隨付制之公務人員退休基金能夠永續經營及增加給付公平性，一方面將公務人員法定退休年齡延後，並提高提撥率，另一方面則將退休金給付計算公式，由最終薪資計算改為職涯平均，以達到減輕政府財政負擔之目的，102 年 4 月考試院送立法院審議之公務人員年金改革方案，亦包含調降退休金計算基準內容，未來年金改革修改退休給付條件，建議可參考英國退休給付計算公式或提高提撥率等方式辦理。
2. 有關未來我國年金改革的政策方案方面，可參考英國之三層年金方式，第一層基礎國家年金，不分職業提供基本生活保障，採隨收隨付制，第二層按職業區分為隨收隨付制、DB 制、DC 制或混合制，第三層為個人退休金制；其中關於職業退休金部分，為使公務人員退撫基金得以永續發展，

或可參考英國大學教職人員退休基金改採 DB 與 DC 之混合制，即保留 DB 制成員繼續累積其原有 DB 制帳戶，並增設新的 DC 制帳戶，但對新進成員則改採 DC 制。

- 3.有關退休基金的良好治理方面，英國政府現行著重於帳務紀錄、與會員溝通及內部控制之改善，值得參考學習；另治理組織架構與運作方式，如是否採法人組織方式等，均值得參考。
- 4.摩根資產管理機構根據效率前緣理論所作之研究，推論本基金可增加實質資產投資，或增加擴張信用投資，以提高整體投資組合效率，建議本基金可增加前開項目投資比重，例如增加 OECD 國家核心基礎建設投資、歐洲不動產投資及多元資產投資等，惟本基金目前並未開放國內不動產投資，投資債券並以投資等級以上為限，如欲開放前開投資項目，相關法令配套必須加以鬆綁。另摩根資產管理公司亦建議增加借券業務，可藉以挹注保管銀行之費用，亦值得參酌。
- 5.國外大型退休基金多於投資部門內設有企業責任投資專責團隊，或於投資政策說明書（Investment Policy Statement）中，將 ESG 議題納入於投資過程中，本基金業於 101 年訂定投資政策說明書中，並將社會責任投資列入投資過程，基於退休基金之永續經營及 ESG 議題逐漸成為普世價值，建議本基金可規劃增加企業責任投資專責人員，以利相關議題納入投資過程之落實。



## 柒、附錄

### 一、與參訪機構人員合影

#### (一) 英國退休金與終身儲蓄協會



2016年9月19日監理會高執行秘書誓男（中）等參訪英國退休金與終身儲蓄協會與該會與會人員 James Walsh（右二）合影。其他與會人員，右一 Benjie Fraser，左一 Michelle Wang



2016年9月19日監理會高執行秘書誓男等參訪英國退休金與終身儲蓄協會會議一景

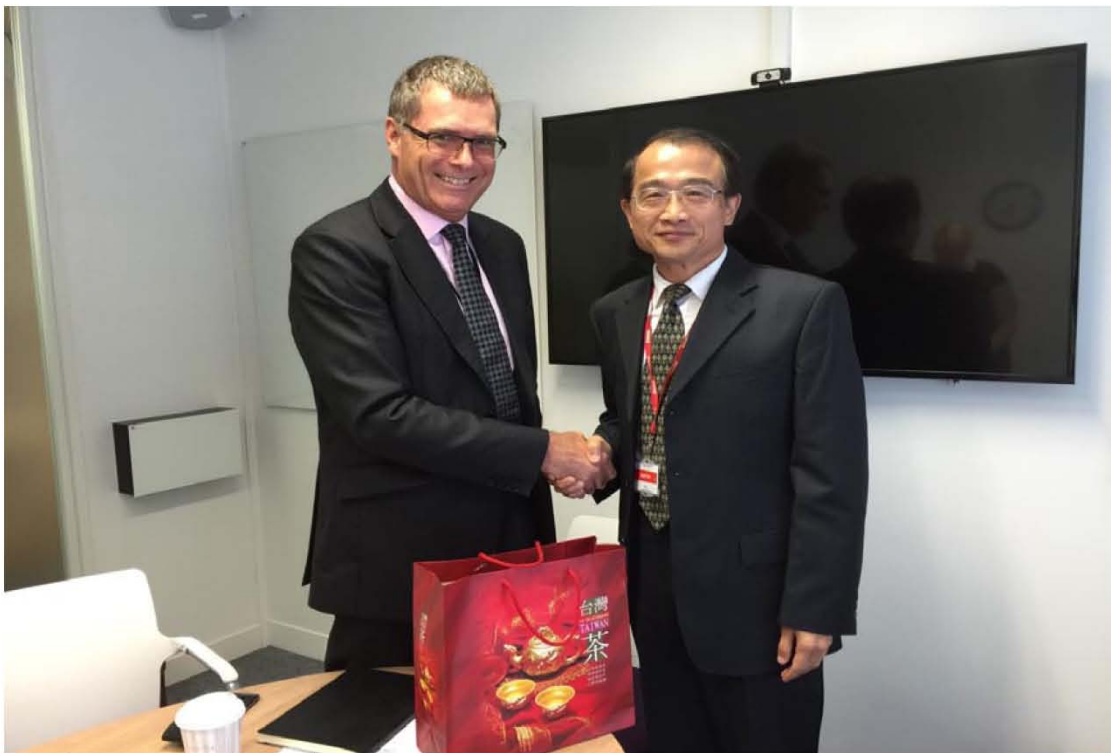


2016年9月19日監理會高執行秘書誓男致贈禮品與英國退休金與終身儲蓄協會 James Walsh

(二) 英國退休金管理局



2016年9月19日監理會高執行秘書誓男（左三）等參訪英國退休金管理局與該局主要與會人員 Andrew Warwick-Thompson（左四）及其同仁合影

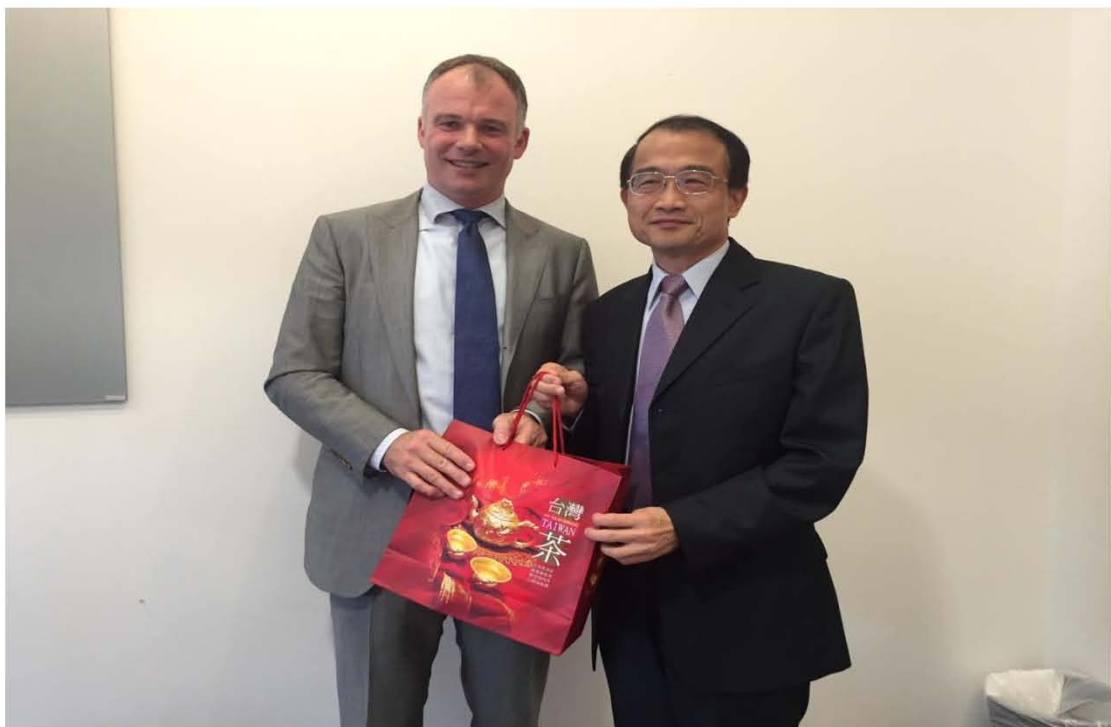


2016年9月19日監理會高執行秘書誓男致贈禮品與英國退休金管理局 Andrew Warwick-Thompson

(三) 英國大學教職人員退休基金受託人公司



2016年9月20日監理會高執行秘書誓男等參訪英國大學教職人員退休基金受託人公司會議一景



2016年9月20日監理會高執行秘書誓男致贈禮品與英國大學教職人員退休基金受託人公司執行長 Bill Galvin

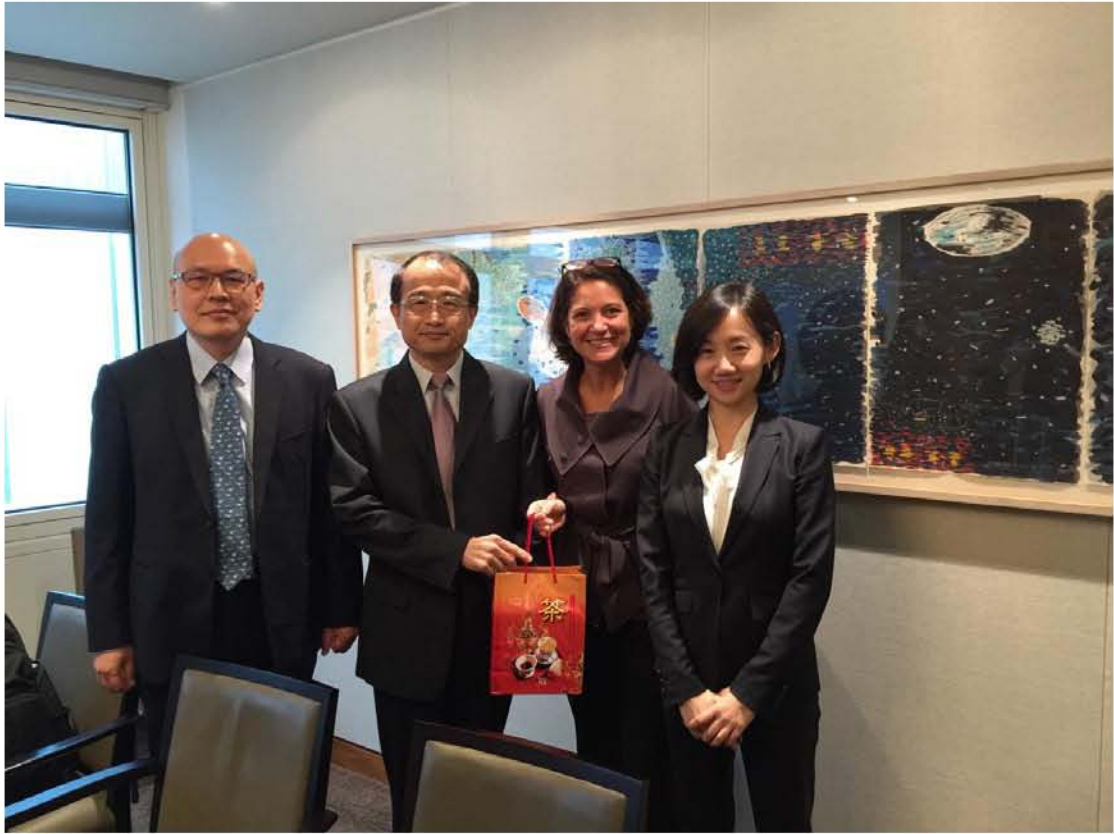
(四) 摩根資產管理公司



2016年9月20日監理會高執行秘書誓男等參訪摩根資產管理公司會議一景



2016年9月21日監理會高執行秘書誓男等參訪摩根資產管理公司會議一景



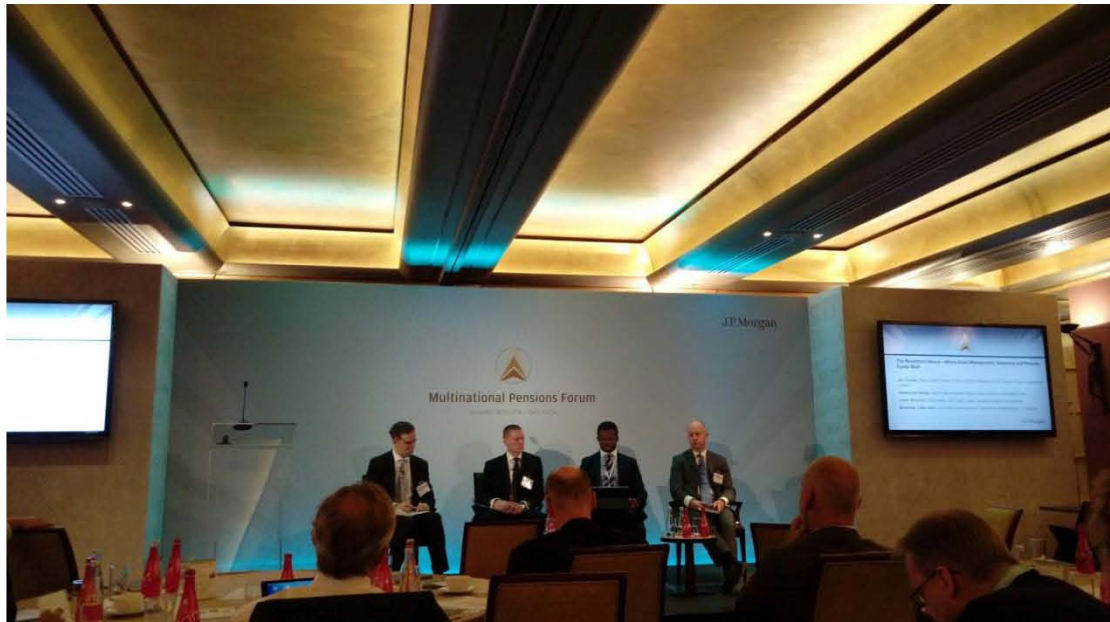
2016年9月20日監理會高執行秘書誓男（左二）致贈禮品與摩根資產管理公司亞太區（日本除外）主管 Rachel Farrell（右二），右一為摩根資產管理公司機構投資人客戶服務副總 Julia Chen

## 二、巴黎多國退休金論壇與會情形

### (一) 2016 年多國退休金發展



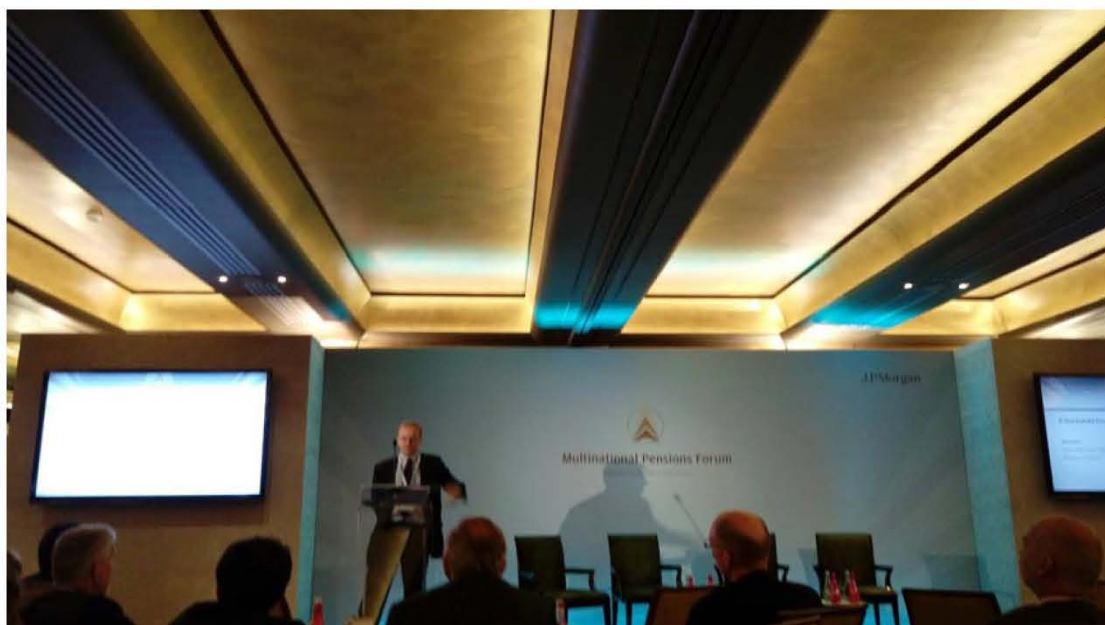
### (二) 專題座談：退休新關係－資產管理、保險公司與退休基金



(三) 專題座談：追求投資收益－尋找下一個獲利機會



(四) 主要演講歐－盟委員會觀點－歐盟會員國退休金發展情況





(五) 專題座談：持續創造長期價值與治理的考驗



(六) 專題座談：確定提撥制－為退休金成員創造更好的結果



(七) 顛覆性技術對金融服務的影響：機器人與認知運算

