

出國報告（出國類別：訪問）

澳洲退休基金制度暨相關產業參訪報告

服務機關：公務人員退休撫卹基金監理委員會

姓名職稱：副執行秘書 許欣欣

組長 白郁婷

組員 魏尚賢

派赴國家：澳洲

出國期間：106年9月12日至9月19日

報告日期：106年12月14日

摘要

澳洲的退休金制度自 1980 年代後期開始實施，目前為全球運作最成熟的退休金模式之一，考量該國採用之超級年金（Superannuation）獲利一直為退休基金界之模範，相關產業亦發展迅速，足為基金運用之參考。爰安排於 106 年 9 月 12 日至 9 月 19 日赴澳洲，參訪澳洲退休金協會（ASFA）、州政府退休金（State Super）、新南威爾斯州政府退休基金（LGS）、礦業財富及福利年金（Mine Super）及摩根大通銀行與摩根資產管理公司，期藉由與退休金產業相關協會、個別退休金受託人及資產管理業者交流，汲取其實務運作經驗及新知，俾利本基金監理作業之進行。

本次參訪經與相關機構主要負責人及高層主管進行座談，就澳洲退休金制度發展及監管、不同性質退休金投資組合配置差異及另類投資工具管理等議題廣泛交換意見後，提出以下幾點建議：(1) 資產配置應與投資目標、投資期間及風險程度相匹配，並將資產配置適度多元化；(2) 退撫基金可以考慮增加國外市場比重，以分散投資組合風險；(3) 另類資產監管與過去傳統投資差異性甚大，退撫基金如未來進入此類投資，宜就各面向妥善瞭解，以確保基金投資人權益；(4) 退撫基金過去在國內市場累積操作多年經驗，可繼續強化作為核心基礎，以提升運用績效。

目錄

壹、緒論.....	1
一、動機與參訪機構安排.....	1
二、訪問行程.....	1
貳、澳洲退休金制度介紹.....	5
一、沿革.....	5
二、澳洲退休金現況.....	7
三、澳洲退休金監理架構.....	12
四、澳洲退休金未來挑戰.....	14
參、參訪重點概述.....	16
一、澳洲退休金協會（Association of Superannuation Funds of Australia，ASFA）	16
二、州政府退休金（SAS Trustee Corporation，STC／ State Super）	18
三、新南威爾斯州政府退休基金（Local Government Superannuation NSW，LGS）	26
四、礦業財富及福利年金（Mine Wealth + Wellbeing，Mine Super）	29
五、摩根大通銀行.....	34
六、摩根資產管理公司.....	40
肆、心得與建議.....	44
一、參訪心得.....	44
二、參訪建議.....	45
伍、附錄.....	47

壹、緒論

一、動機與參訪機構安排

澳洲的退休金制度自 1980 年代後期開始實施，目前已為全球運作最成熟的退休金模式之一，考量該國採用之超級年金（Superannuation）獲利一直為退休基金界之模範，相關產業亦發展迅速，足為基金運用之參考。本次藉由參訪澳洲退休金協會就相關退休制度發展及監管等議題進行交流，並透過拜會州政府退休金、新南威爾斯州政府退休基金與礦業財富及福利年金等退休金，瞭解不同性質退休金之投資組合配置及管理制度之差異。此外，亦安排參訪摩根大通銀行及摩根資產管理公司雪梨辦公室，瞭解澳洲經濟發展與另類投資工具管理情形，俾利本會日後監理作業之進行。

二、訪問行程

本次參訪期間為 106 年 9 月 12 日至 19 日，由本會許副執行秘書欣欣率業務組白組長郁婷及稽察組魏組員尚賢共三人赴澳洲訪問，共計拜訪 6 個機構，列表如下：

表 1、訪問行程表

日期	拜會機構	討論議題	會面人員
9/13 (三) 下午	摩根大通銀行 (J.P. Morgan)	■ 澳洲退休金制度及相關產業概述 ■ 澳洲退休	■ Nick Paparo, Head of Superannuation Asset Owner Segment, Australia & New Zealand ■ Seamus Collins, Relationship Manager, Investor Services, Australia & New

日期	拜會機構	討論議題	會面人員
		金監理介紹	Zealand ■ Marian Azer, Head of Product - Custody & Fund Services, Australia & New Zealand
9/14 (四) 上午	礦業財富及福利 年金 (Mine Wealth + Wellbeing, Mine Super)	■ 投資組合 配置相關 議題 ■ 投資管理 相關議題 ■ 風險控管 相關議題	■ David Bell, Chief Investment Office ■ Seamus Collins, Relationship Manager, Investor Services, Australia & New Zealand ■ Jack Chen, Vice President, Relationship Manager, Investor Services, Taiwan
9/14 (四) 下午	新南威爾斯州政 府退休基金 (Local Government Superannuation NSW, LGS)	■ 投資組合 配置相關 議題 ■ 投資管理 相關議題 ■ 風險控管 相關議題	■ Craig Turnbull, Chief Investment Officer ■ Stuart Hill, Head of Investment Operations ■ Chris Field, Relationship Manager, Investor Services, Australia & New Zealand ■ Seamus Collins, Relationship Manager, Investor Services, Australia & New Zealand ■ Jack Chen, Vice President, Relationship Manager, Investor Services, Taiwan
9/14 (四) 下午	澳洲退休金協會 (Association of Superannuation Funds of Australia, ASFA)	■ 澳洲退休 金制度沿 革及未來 發展 ■ 退休基金	■ Ross Clare, Head of policy ■ Andrew Craston, Policy and Research ■ Chris Field, Relationship Manager, Investor Services, Australia & New Zealand

日期	拜會機構	討論議題	會面人員
		監管經驗 交流	<ul style="list-style-type: none"> ■ Seamus Collins , Relationship Manager, Investor Services, Australia & New Zealand ■ Jack Chen , Vice President, Relationship Manager, Investor Services, Taiwan
9/15 (五) 上午	州政府退休金 (State Super)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 投資組合配置相關議題 ■ 投資管理相關議題 ■ 風險控管相關議題 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Peter Sipek , Investment Operations Manager ■ Charles Wu , Head of Asset Allocation and Risk ■ Chris Field , Relationship Manager, Investor Services, Australia & New Zealand ■ Jack Chen , Vice President, Relationship Manager, Investor Services, Taiwan
9/15 (五) 下午	摩根大通銀行 (J.P. Morgan)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 借券業務介紹 ■ 外匯交易業務介紹 ■ 私募股權基金業務介紹 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Stewart Cowan , Head of Trading Services, Australia, New Zealand and Japan ■ Mark Johnston , Foreign Exchange Sales and Client Management, Investor Services, Australia & New Zealand ■ Marian Azer , Head of Product-Custody & Fund Services, Australia & New Zealand ■ Jack Chen , Vice President, Relationship Manager, Investor Services, Taiwan
9/18 (一)	摩根資產管理公司 (J.P. Morgan)	■ 澳洲退休金發展及	■ Rachel Farrell , CEO and Country Head, Australia

日期	拜會機構	討論議題	會面人員
上午	Asset Management)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 投資概述 ■ 澳洲經濟及投資市場趨勢概述 ■ 澳洲不動產投資市場介紹 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Kerry Craig , Global Market Strategist, Australia ■ Daniel McDonald , Head of Real Estate, Australia ■ Jack Chen , Vice President, Relationship Manager, Investor Services, Taiwan

貳、澳洲退休金制度介紹

本次參訪單位分別包括澳洲退休金產業相關之澳洲退休金協會，與州政府退休金(State Super)、新南威爾斯州政府退休基金(Local Government Superannuation NSW)、礦業財富及福利年金(Mine Super)等3個退休金機構，因退休金產業涉及退休金制度之設計，為利了解參訪內容，以下就該國退休金制度之沿革、現況、監管架構及未來挑戰等作一介紹。

一、沿革

澳洲退休金制度 superannuation，起源於 1850 年左右的私人退休基金，成立初期以確定給付制(Defined Benefit, DB)為主，保障對象僅有部分銀行、大型民營企業及政府單位資深勞工的退休基金，各州政府則至 1900 年陸續跟進實施。直至 1985 年，適用於多數勞工的退休金計畫在澳洲政府與工會達成協議後正式運作，並於 1992 年依據退休金保證法(The Superannuation Guarantee Act)正式實施雇主強制提撥，當時涵蓋員工僅 40%，其提撥率由立法之初平均薪資的 3%逐年調高至現行 9.5%，並以確定提撥制(Defined Contribution, DC)為大宗，涵蓋幾乎全部全職員工。有關澳洲退休金之重要沿革整理如下：

表 2、澳洲退休金沿革

年代	改革重點	改革契機	資產管理規模 (單位：澳元)
1990 以前	<ul style="list-style-type: none">■ 退休金主要對象為政府部門員工及民營企業管理人員■ 82%為確定給付制(DB)	<ul style="list-style-type: none">■ 人口老化■ 個人儲蓄率不足■ 高通膨■ 雇主信用風險增加	0.12 兆

年代	改革重點	改革契機	資產管理規模 (單位：澳元)
1992	<ul style="list-style-type: none"> ■ 三層年金制 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 政府提供的養老金 ➢ 雇主依據員工薪資強制提撥 3%至退休金帳戶，並計劃於 2002 年增加至 9% ➢ 員工自願提撥 ■ 基金由雇主決定／投資選擇有限 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 人口老化 ■ 個人儲蓄率不足 ■ 高通膨 ■ 個人退休保障不足 	0.15 兆
1999	<ul style="list-style-type: none"> ■ 增加「自主管理基金 (Self Managed Superannuation Funds)」 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 增加自選方案及靈活性 	0.41 兆
2005	<ul style="list-style-type: none"> ■ 實施基金自選，員工有權選擇提撥基金之投資組合及投資標的，並可進行轉換 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 增加自選方案及靈活性 ■ 提高基金運用競爭力及效率 	0.76 兆
2010	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2025 年前調高雇主提撥率至 12% 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 提高年金制度充足性 ■ 預期人口平均壽命增加 	1.32 兆
2014	<ul style="list-style-type: none"> ■ 強化退休金改革 (Stronger Super Reforms)，實施 Mysuper，即簡單且低成本的退休金產品 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 單一多元化投資策略 ■ 提高基金運用競爭力及效率 	1.92 兆

年代	改革重點	改革契機	資產管理規模 (單位：澳元)
2017	<ul style="list-style-type: none"> ■ 延長退休年齡至 67 歲 ■ 87%退休金資產為確定提撥制 (DC) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 人口老化 	2.32 兆
2017 以後	<ul style="list-style-type: none"> ■ 轉換至退休金請領期，留意退休基金資產規模是否衰退 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 提高年金制度充足性 	6.5~9.5 兆 (2035)

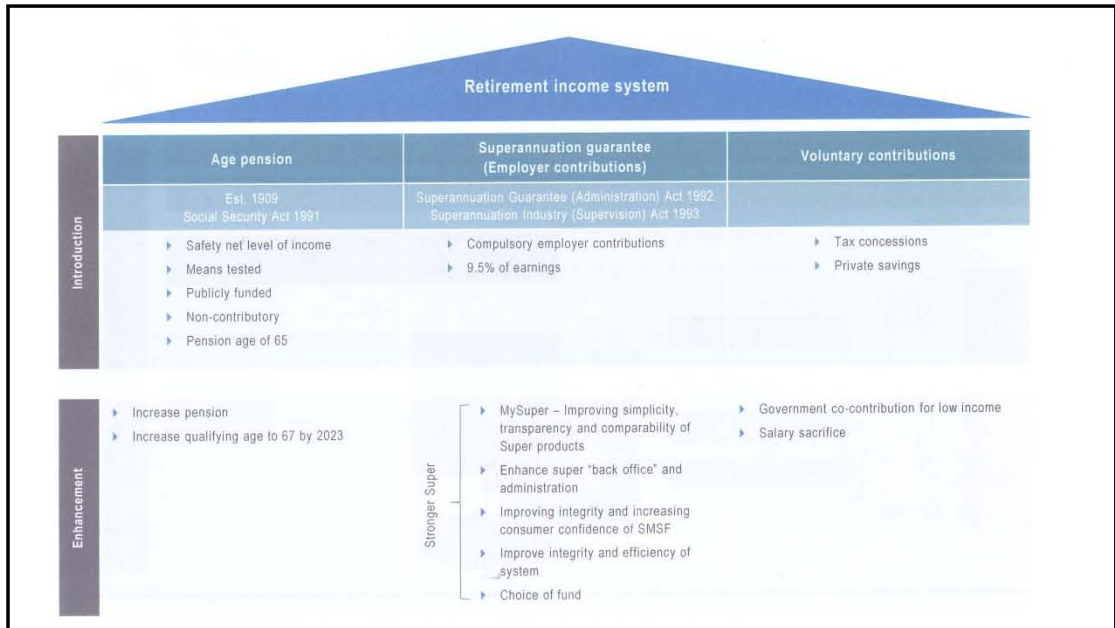
資料來源：J.P. Morgan

二、澳洲退休金現況

(一)制度架構

澳洲老年經濟安全制度為三支柱 (three-pillar) 保障體系，如圖 1，包括政府提供的養老金 (Age Pension)、強制性的超級年金 (Superannuation) 及自願性個人養老儲蓄 (Voluntary Contributions)。其中超級年金屬於退休金的第二支柱，其退休金管理設有信託人委員會 (Trustee Board)，依附於所屬產業或個別公司，員工任職後依規定開立超級年金基金戶，由雇主強制提撥及員工自願提撥納入專戶，員工可選擇該年金帳戶中之預設型基金或依帳戶內基金自行組合進行投資。該基金帳戶為個人所有，如果於工作期間內，員工因工作轉換開立多個帳戶，則員工可選擇保留或整合合併為單一帳戶，屬於確定提撥制 (DC)。勞工在未達到法定最低退休年齡前，除特定條件之外，不得自帳戶中提前提領退休金。

圖 1、澳洲老年經濟安全制度



資料來源：J.P. Morgan

(二)退休基金類型及特色

由於澳洲過去退休金制度採確定給付制（DB）為主，隨著超級年金制度引進，退休金市場轉為以超級年金為主，確定給付制退休金已陸續停辦或移轉至新制度，因此規模大幅縮減。目前超級年金組成係依職業類別區分，涵蓋公部門基金、公司型基金、產業型基金或零售型基金等 4 大類型，員工可依所任職公司係歸屬於何種基金，決定退休金投資於所屬的超級年金，或與其他人（最多 5 人）成立自主管理基金，而各基金可決定是否開放非所屬公司員工加入。有關超級年金種類與特色詳如表 3：

表 3、澳洲超級年金類型及概況

類型	特色	總資產 (10 億澳元)	數目
公部門基金 (Public Sector)	由政府或公部門組織為其員工設立的基金，非營利為目的。	379	37
公司型基金 (Corporate)	由單一或數個雇主發行之基金，僅提供給特定公司的雇主及員工提撥金額投入，為最傳統的形式，非營利為目的，惟因對公司而言成本過高，資產規模日漸下滑。	59	27
產業型基金 (Industry)	由相同產業雇主或工會發行之基金，提供給特定產業員工選擇的基金，非營利為目的。	545	41
零售型基金 (Retail)	由銀行、保險公司、基金管理集團等合格發行者成立，並開放予大眾投入之基金，以營利為目的。近年來快速發展最為普及，但因投資人須自行負擔顧問費用，因此管理費相對較高。	588	128

類型	特色	總資產 (10 億澳元)	數目
成員小於 5 人之基金 (Funds with less than 5 members)	包括自主管理基金 (Self Managed Superannuation Fund, SMSFs) 及小型基金 (Small APRA Fund)	703	598,599
Balance of Statutory Funds		55	
合計		2,324	

資料來源：澳洲金融服務監管局 (APRA)；截至 2017 年 6 月

(三) 退休基金資產配置情形

自 1992 年澳洲開辦超級年金以來，其資產規模穩定上升，已累積達 1.8 兆美金，占全國 GDP 126%，為全球第四大退休金市場。表 4 為排除自主管理基金及小型基金之澳洲退休基金資產配置，在 4 大類退休基金配置中，以風險性資產配置比例較高，前三名分別為澳洲股票 (Australian Listed Shares) 23%，全球股票 (International Shares) 23%，及澳洲固定收益 (Australian Fixed Interest) 13%，整體股票及另類投資比重約達 67%，現金及固定收益比重約達 33%。

表 4、澳洲 4 大類退休基金資產配置

資產類型	金額(10 億澳元)	配置比例 (%)
現金 (Cash)	190	12
澳洲固定收益 (Australian Fixed Interest)	205	13
全球固定收益 (International Fixed Interest)	116	8
澳洲股票 (Australian Listed Shares)	351	23

資產類型	金額(10 億澳元)	配置比例 (%)
上市房地產投資公司 (Listed Property)	48	3
未上市房地產投資公司 (Unlisted Property)	78	5
全球股票 (International Shares)	353	23
基礎建設 (Infrastructure)	77	5
避險基金 (Hedge Funds)	26	2
未上市股票 (Unlisted Equity)	61	4
其他 (Other)	29	2
合計	1,539	100

資料來源：澳洲金融服務監管局 (APRA)；2017 年 6 月

澳洲政府為了配合強化超級年金改革方案，透過立法程序於 2013 年推出第一檔 Mysuper，其目的在簡化退休金選擇方案，並使行政管理成本更為透明，雇主必須在其退休金方案提供 Mysuper 供員工選擇。Mysuper 的規模約為 5,950 億澳元，股票及另類投資比重達 73%，現金及固定收益比重則約達 27%，詳見表 5。

表 5、澳洲 Mysuper 基金資產配置

資產類型	金額(10 億澳元)	配置比例 (%)
現金 (Cash)	41	7
澳洲固定收益 (Australian Fixed Interest)	76	13
全球固定收益 (International Fixed Interest)	42	7
澳洲股票 (Australian Listed Shares)	125	21
上市房地產投資公司 (Listed Property)	12	2
未上市房地產投資公司 (Unlisted Property)	40	7
全球股票 (International Shares)	160	27
基礎建設 (Infrastructure)	43	7
避險基金 (Hedge Funds)	0	0

資產類型	金額(10 億澳元)	配置比例 (%)
未上市股票 (Unlisted Equity)	29	5
其他 (Other)	20	4
合計	595	100

資料來源：澳洲金融服務監管局 (APRA)；2017 年 6 月

三、澳洲退休金監理架構

澳洲退休基金係由政府負責監理，分別依業務性質由三個監理機構負責：一為澳洲金融服務監管局 (Australian Prudential Regulation Authority, APRA)，訂定各項忠實義務規範，負責年金機構及受託人執照核發，透過要求謹慎管理風險，監控退休基金 (不包括自主管理基金及小型基金) 營運風險，預防基金因過度承擔風險或公司內部控管失靈等損及投資權益情形；二為澳洲稅務局 (Australian Taxation Office, ATO)，除負責制定退休金相關課稅規則，及監督雇主強制提撥情形或政府協助低收入戶之提撥情況外，目前小型基金及自主管理基金亦受其監督；三為澳洲證券暨投資委員會 (Australian Securities and Investments Commission, ASIC)，負責規範退休金市場準則、資訊公開、揭露事項，並核發金融服務者執照，主要目的在建立投資人保護機制。

由於整體澳洲退休金產業所管理的資產規模不斷增加，澳洲政府為加強各基金公司風險控管與監理，對退休金基金受託人 (Trustee) 訂有各類規範，並賦予澳洲金融服務監管局 (APRA) 頒發監理標準 (Prudential Standards) 之權力，退休金受託人須經過 APRA 核准，方能成為合格的退休金受託人管理退休金，且須遵守 APRA 所訂各項規範。APRA 對退休基金係採取差異化監理，在確定提撥制 (DC) 下，因給付風險已轉嫁至員工，監理機關不需監控未提撥退休基金負債，因此係著重確定提撥制之基金業者營運風險監理為主，但對確定給付制 (DB) 則須監督退休金提撥是否足夠支應潛藏負債。

澳洲金融服務監管局（APRA）於 2013 年 7 月 1 日發布審慎監理標準（Prudential Standards），其中涉及保管機構及投資管理人之規範如下：

- 審慎監理標準 114 號.營運風險財務要求（SPS 114.Operational Risk Financial Requirement）：退休基金應視業務規模以及複雜度建立準備金，以確保有足夠資金可支應營運所造成的損失。

- 審慎監理標準 231 號.委外業務（SPS 231.Outsourcing）：APRA 訂定明確的監督程序管理委外業務，要求退休基金必須制定委外業務管理政策，明訂委外業務之權利義務，並對委外業務實施有效監控，以降低委外風險。

- 審慎監理標準 232 號.營運持續管理（SPS 232.Business Continuity Management）：針對突發事件訂定營運持續計畫（Business Continuity Planning，BCP），包括業務影響分析及壓力測試。退休基金亦須檢視委外機構提出之 BCP 是否充足，確保危機發生造成營運中斷的程度可降至接受範圍。

- 審慎監理標準 520 號.適任性（SPS 520.Fit and Proper）：登記退休基金許可證(Registrable Superannuation Entitie licensee)之相關業務負責人員，須先經 APRA 審查合格後始得充任，以確保與業務運作相關之負責人皆具適任性。

- 審慎監理標準 530 號.投資治理（SPS 530.Investment Governance）：退休基金須對各自投資績效負責，因此 APRA 未直接限定投資組合中各類金融資產構成比例，但對投資治理機制如何強調風險評估，及須對投資組合進行壓力測試等訂有明確規定。

- 審慎監理標準 220 號.風險管理（SPS 220.Risk Management）：APRA 要求受託機構須針對所有風險建立全面性風險管理架構，包括操作風險及流動性風險。這意味在理想情況下，退休基金應有一套完整政策、程序來確認、監測以及評估相關風險，包括建立指定風險管理職能並納入充足要求。

由此可知，澳洲政府對退休金所訂的制度管理，主要係針對基金管理公司所提供之產品及風險進行規範，以保障投資人權益，對基金或經理人的投資選擇僅維持低度干預，是以澳洲政府並未提供退休金保障收益，原則上員工需自行負擔儲蓄退休基金或不足因應退休所需的責任。

四、澳洲退休金未來挑戰

澳洲自實施確定提撥（DC）退休金制度後，政府透過立法強制雇主為員工提撥一定比例退休金，對雇主或政府而言，僅須擔負提撥額責任，因此大幅減輕過去確定給付制（DB）的財務責任；而勞工可選擇一次領取雇主為其提繳的退休金，亦可分期領取，勞工對其退休金的支配享有一定自主權。然實施至今仍有以下問題尚待解決：

(一)澳洲為追求退休基金永續發展，強化基金參加人員退休後經濟生活保障，已逐步將退休給與制度從確定給付制改採確定提撥制，由於市場提供各種退休金商品種類繁多，如何教育基金參加人選擇適合其年齡的投資組合成為主要困難。

(二)改採確定提撥制後，許多退休員工拿到的退休金常無法完全支應未來老年所需，為進一步保障退休後的經濟生活，澳洲政府計畫將逐步調高雇主強制提撥比率，自現行 9.5%分階段於 2035 年調升至 12%，然即便調高提撥率至 12%，對退休人員的所得保障仍嫌不足。

(三)為使投資選擇更具彈性，澳洲允許個人成立自主管理基金，自行決定基金運作及投資項目，由於自主管理基金在投資時具有更大的控制權，且享有稅務上優惠，因此澳洲有將近 60 萬個自主管理基金，增加澳洲政府在監管上之困難。

(四)由於各基金公司市場競爭結果，面臨開打價格戰問題，各基金公司必須犧牲一些獲利性佳但管理成本高的投資機會，例如私募股權或不動產等，使得獲

利提升面臨挑戰。

(五)多數參加人認為參加預設退休金方案後，退休金就已足夠，因此很少關心其退休金資產狀況，在強制提撥不足支應老年退休生活情況下，如何鼓勵基金參加人增加自願提撥額，提早準備退休生活所需，成為確定提撥制度實施多年後，另一個老年貧窮的難題。

參、參訪重點概述

本次藉由參訪澳洲退休金協會，就澳洲退休制度發展及退休金管理等主題進行交流，其中先參訪該協會就所面對澳洲退休金市場現況及監管進行瞭解。此外，拜會州政府退休金、新南威爾斯州政府退休基金與礦業財富及福利年金等各退休金，瞭解有關投資組合配置及管理制度差異，以及參訪摩根大通銀行及摩根資產管理公司，就澳洲經濟發展與另類投資工具管理進行探討。相關參訪重點內容摘述如後。

一、澳洲退休金協會 (Association of Superannuation Funds of Australia, ASFA)

(一)機構簡介

澳洲退休金協會 (ASFA) 成立於 1962 年，屬非營利組織，負責澳洲退休基金政策制定、研究及宣傳，並代表各類退休基金與相關監管機構協商，協助退休基金及專業從業人員提升退休金計畫的經營，達到退休基金良好管理，並幫助實現最佳退休成果為目標。目前協會會員約有 100 個退休基金及 120 個與退休金有關的行業。

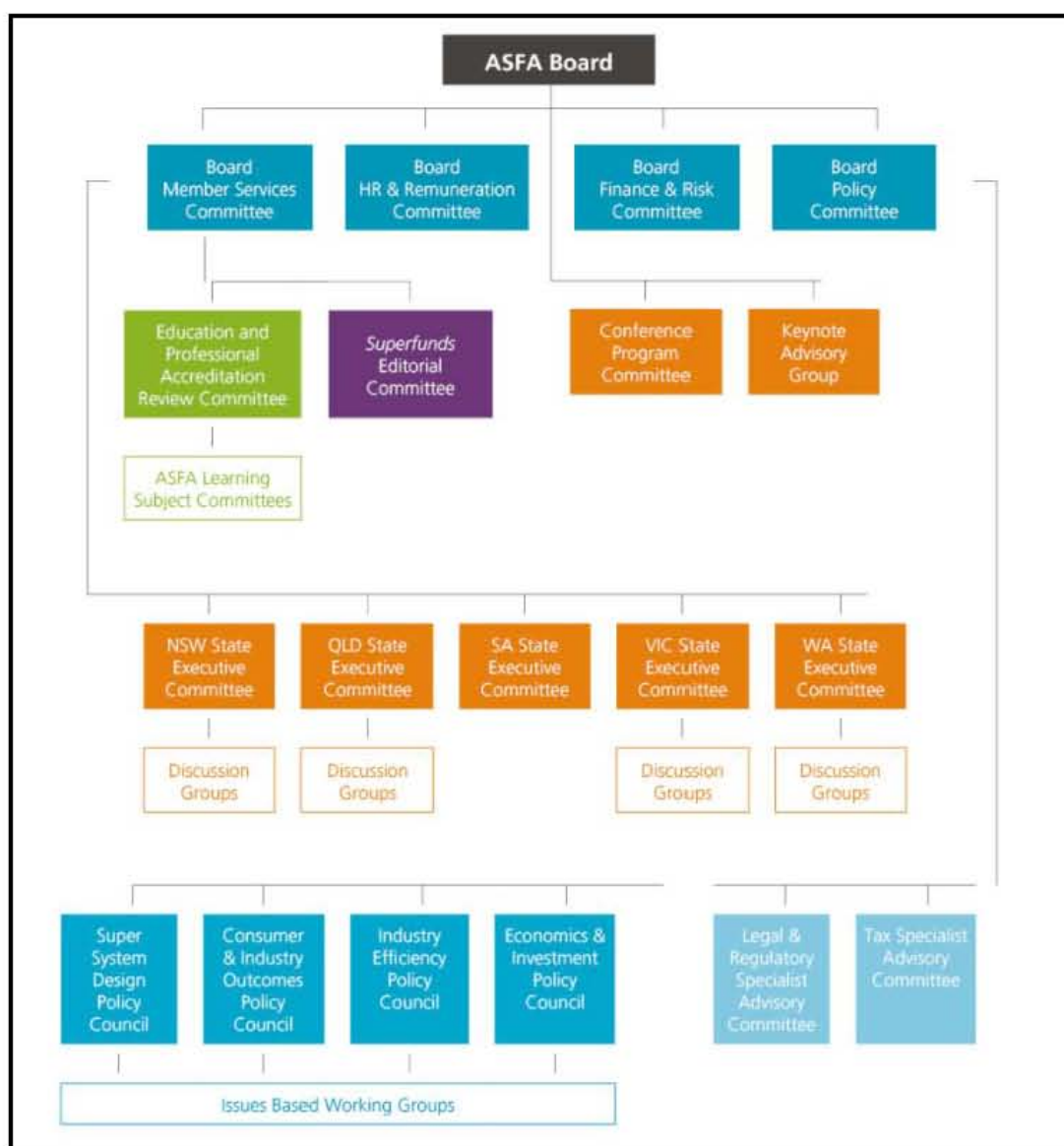
澳洲退休金協會的主要工作內容則包含：

- 1.代表各類退休基金統一發聲，可節省退休基金問題溝通成本並提高效率，以提高退休金機構管理成效；
- 2.提供退休金相關政策制定、投資、保險、稅務、監管、法規和金融服務等方面諮詢服務及各類研究結果，並定期發佈年報 (Annual Reports)，有助退休基金尋找實務最佳流程及實施方案；
- 3.籌辦年會，並提供相關學習課程，增加退休基金交流機會及確保所屬會員持續專業發展，可大幅降低成本並方便與基金參與者溝通。

(二)組織架構

ASFA 由董事會（Board）進行管理，董事會設有獨立董事及 10 名董事，由 ASFA 的各種會員類別（包括公司型、產業型、公部門以及零售型基金與相關產業）選舉產生。董事會設有四個常設委員會：政策、財務和風險、人力資源與薪酬及會員服務等委員會。其董事會組織架構如圖 2：

圖 2、ASFA 董事會組織圖



資料來源：ASFA

(三)退休金市場特性

雖然澳洲退休金是由 APRA 負責訂定相關準則，並監督退休金公司營運，但對於投資管理規範及限制，澳洲政府並無明確法令規範予以限制，受託者委員會 (Trustee) 必須發展其自己的投資目標及策略。這些策略必須考慮風險、報酬、資產分散度、流動性、資產負債平衡，以及目前基金提撥給付的現況，並提供給基金參加人一定的自選方案。

目前因為澳洲多數基金採取確定提撥制 (DC)，其投資風險係由基金參加人承擔，因此不論受到市場大幅波動而造成損失，或是提撥不足產生退休金不足支應的風險，均直接影響基金參加人權益，雖然為了提高基金獲利，大部分年金帳戶有超過 7 成資金是放在權益型證券，但相關標的風險偏高，因此各基金受託人擔負極重要角色，必須有足夠證明其所提供的項目是在符合基金參加人利益下作最好的管理。

由於澳洲退休金市場係採市場競爭模式，因此各基金管理好壞亦影響基金參加人加入意願，這也造就為什麼澳洲除了大型超級年金外，許多小型基金林立情況，但隨著管理成本提高，收益挑戰加劇，近年來小型基金成立數已開始下降。

二、州政府退休金 (SAS Trustee Corporation, STC / State Super)

(一)機構簡介

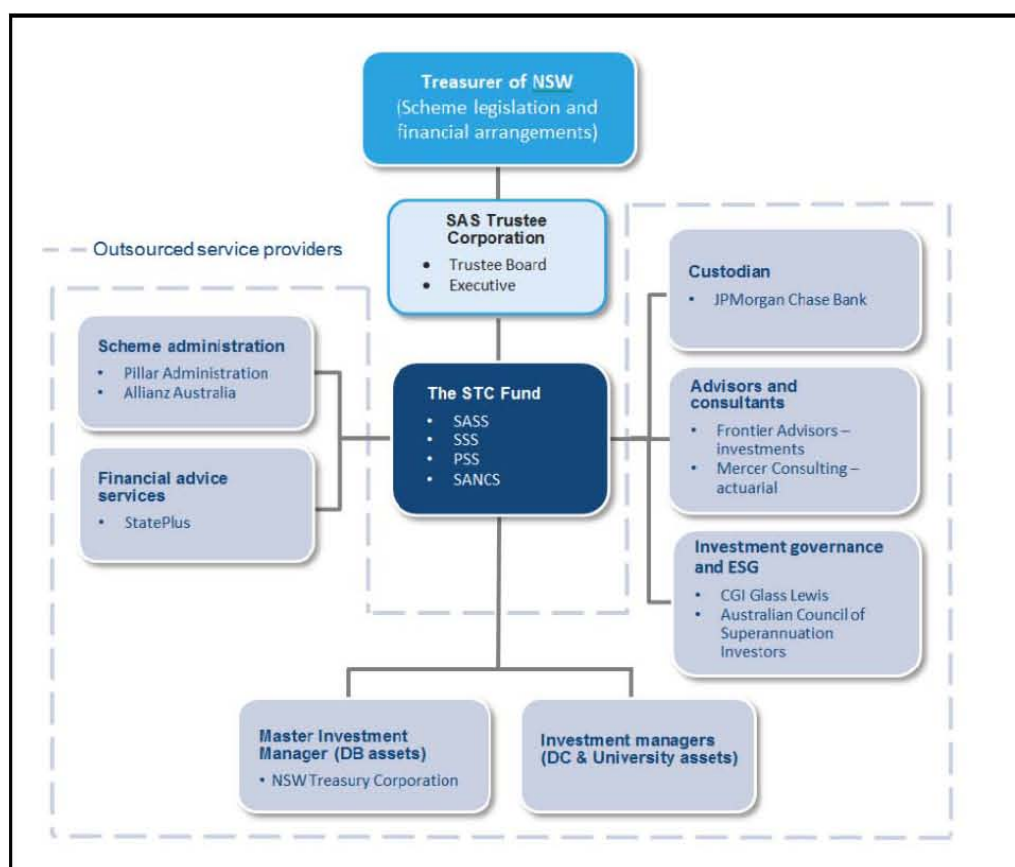
STC 係根據 1996 年退休金管理法案 (Superannuation Administration Act 1996 NSW) 所成立，除為國家權力超級年金計畫 (State Authorities Superannuation Scheme, SASS)、國家超級年金計畫 (State Superannuation Scheme, SSS) 和警察超級年金計畫 (Police Superannuation Scheme, PSS) 等公務員確定給付制 (DB) 退休計畫的受託人外，亦為國家權力非提撥超級年金計畫 (State Authorities Non-contributory Superannuation Scheme, SANCS) 受託人。State Super 擁有近 11

萬名會員和約 420 億澳元資產，為澳洲最大的退休金計畫之一。

State Super 組織架構及營運主要合作對象如圖 3，受託人董事會（Trustee Board）依職能設有 4 個委員會，分別為風險、審計與法遵委員會（Risk, Audit and Compliance Committee）、投資委員會（Investments Committee）、人力資源與提名委員會（Human Resources and Nominations Committee）及會員服務委員會（Member Services Committee），負責監督組織營運。

此外，State Super 亦設有執行團隊（Executive），負責風險及內控等功能之執行，並對董事會負責；其餘包括基金投資、保管及行政等業務則以委外為原則，在提升效能及有利雙方利益前提下，將業務交由適合之外部專業機構執行，以創造雙贏。

圖 3、State Super 組織架構及主要合作對象



資料來源：State Super

(二)投資策略

State Super 係將各項計畫之資產採合併資金共同投資，有關各種投資策略之目標報酬率（Investment objective）、風險忍受度及戰略資產配置（Strategic asset allocation）等分別依二種不同制度說明如下：

1.確定給付策略（Defined benefit strategies）

State Super 管理的為澳洲最大的確定給付制退休金計畫，其確定給付策略包含受託人選擇型策略（Trustee Selection Strategy）、大學保守多元型戰略（University Conservative Diversified Strategy）及大學現金型戰略（University Cash Strategy）等三種投資策略，惟現行作業以受託人選擇型策略為主。如下表所示，受託人選擇型策略之目標報酬率為消費者物價指數+4%，投資項目約 85%為股票及另類投資，現金或固定收益僅佔 15%。

表 6、State Super 受託人選擇型策略投資類型及風險程度

		受託人選擇型策略
目標報酬率		消費者物價指數 CPI+4%
投資期間		10 年
風險程度		高
戰略資產配置		
成長型	澳洲股票	20.5%
	全球股票	23.5%
	其他	4%
	小計	48%

		受託人選擇型策略
另 類 投 資	不動產	7%
	機會型投資	20%
	基礎建設	10%
	小計	37%
防 禦 型	澳洲固定收益	5%
	全球固定收益	0%
	其他	4%
	現金	6%
	小計	15%
合計		100%

資料來源：State Super；2017年7月

2.會員投資選擇策略（Member investment choice strategies）

State Super 在確定給付制外，亦管理部分確定提撥制退休金。在會員投資選擇策略方面，State Super 依投資目標不同，提供成長型（Growth）、平衡型（Balanced）、保守型（Conservative）及現金型（Cash）等4種投資類型供會員選擇。如下表所示，成長型以股票及另類投資為主，平衡型則將資金均衡分配在股票、另類投資與固定收益上，保守型以貨幣市場工具為主，並搭配股票及另類投資，現金型則將資金全數投資在貨幣市場工具。

表7、State Super 會員投資選擇策略投資類型及風險程度

	成長型	平衡型	保守型	現金型
目標報酬率	消費者物價指數 CPI+3.5%	消費者物價指數 CPI+2.25%	消費者物價指數 CPI+1.0%	約當現金
投資期間	7年以上	5~7年	4年	3年

	成長型	平衡型	保守型	現金型	
風險程度	中至高	中	低至中	非常低	
戰略資產配置					
成長型	澳洲股票	22.5%	14%	8.5%	-
	全球股票	28.5%	22%	12.5%	-
	小計	51%	36%	21%	0%
另類投資	不動產	8%	6.5%	6.5%	-
	機會型投資	16.5%	10.5%	8%	-
	基礎建設	12%	10.5%	10.5%	-
	小計	36.5%	27.5%	25%	0%
防禦型	澳洲固定收益	4%	7.5%	6%	-
	全球固定收益	2%	2.5%	3%	-
	現金	6.5%	26.5%	45%	100%
	小計	12.5%	36.5%	54%	100%
合計	100%	100%	100%	100%	

資料來源：State Super；2017年7月

本次係參訪 State Super 確定給付計畫，由於 State Super 所管理的計畫，均為澳洲政府各時期陸續停辦的確定給付制（DB）計畫，因此在給付義務已確定情況下，State Super 係將各項計畫之資產採合併資金共同投資，所管理的退休金包含確定給付利益及累積利益，除由 State Super 積極創造獲利外，其不足支應部分，仍係由澳洲政府編制預算提撥至基金內，會員無法自行選擇投資組合。

有關各投資組合之資產配置，State Super 係分別衡量戰略資產配置（Strategic Asset Allocation, SAA）、動態資產配置（Dynamic Asset Allocation, DAA）及戰術資產配置（Tactical Asset Allocation, TAA）等各項標準後所設定，交由董事會（Board）及投資委員會（Investment Committee）來決定資產配置區間，並授權執行長（CEO）

在區間內執行。

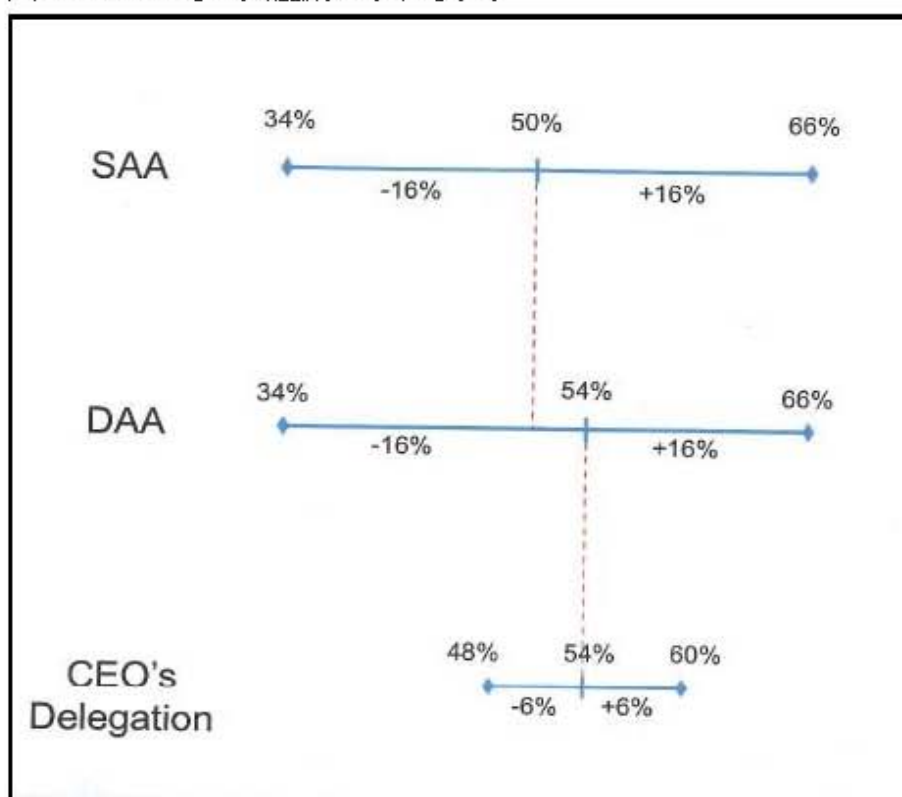
以圖 4 及圖 5 為例，董事會在考量長期總體經濟環境及關鍵報酬與風險因子等因素後，決定某投資標的戰略資產配置為 50%的正負 16%，即董事會決定該投資標的戰略資產配置區間為 34%~66%。投資委員會則在評估該投資標的 1 至 3 年市場機會並進行評價後，於董事會決定的戰略資產配置區間 34%~66%間設定動態資產配置中心比率為 54%。最後，執行團隊在經過系統化評估過程後，會針對該投資標的設定可運用區間，以顧及日常投資組合管理的靈活性。

圖 4、State Super 資產配置過程



資料來源：State Super

圖 5、State Super 資產配置決定模式



資料來源：State Super

據該基金 CIO 表示，目前該公司員工約 50 人，主要是在資產配置設計後，挑選合適基金經理人並進行管理。State Super 在評估經理人的適任性時，經理人的操作是否符合投資紀律，並維持既定投資規範為其觀察重點，而提前解約情況非常少見，主要是在經理人有違反其投資約定，而使受託人產生不信任的情況下才會發生。

(三)投資績效

不同資產配置策略及投資期間，則反應出不同的投資報酬率，以下圖會員投資選擇 4 種方案為例，5 年投資績效表現最佳，除現金型外，各類型投資報酬率皆高於 10 年期，主要係因 10 年期投資績效表現受 2008 至 2009 年間金融風暴大幅損失而影響績效所致。另以不同投資類型來比較，股票配置比重較大且承受較高風險的成長型投資績效，應優於其他類型，惟受金融風暴衝擊全球股市影

響，成長型的 10 年期的投資表現反低於平衡型；此外其餘投資期間投資報酬率皆為成長型最高，現金型最低。

圖 6、State Super 會員投資選擇策略投資績效

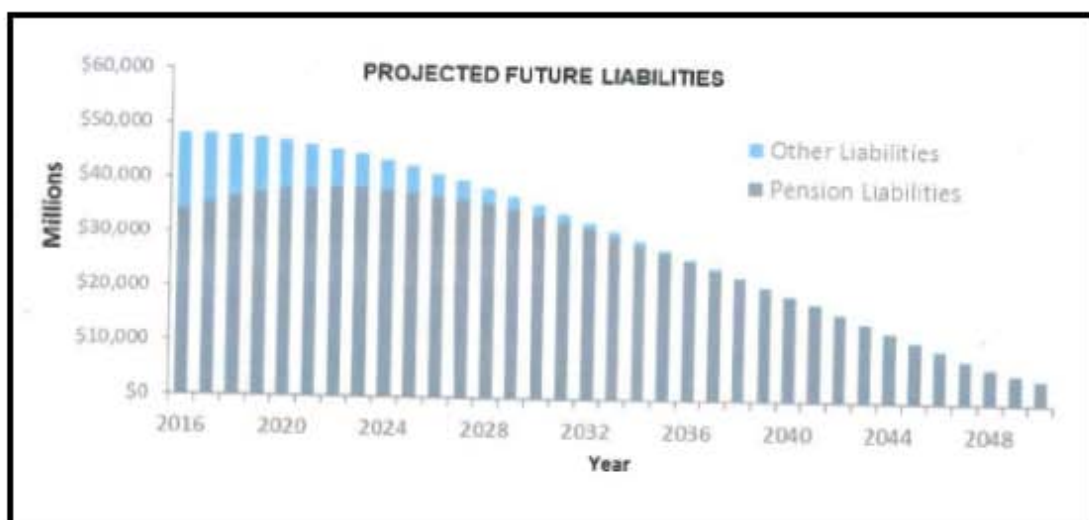
	Financial YTD	1 yr	2 yr	3 yr	5 yr	10 yr
Growth*	1.5%	8.5%	8.2%	7.8%	10.1%	5.1%
Balanced	1.3%	6.5%	6.6%	6.8%	8.6%	5.5%
Conservative	0.9%	4.2%	4.6%	5.1%	6.3%	5.1%
Cash	0.4%	1.9%	2.0%	2.1%	2.3%	3.4%

資料來源：State Super，2017 年 9 月

(四)近期挑戰

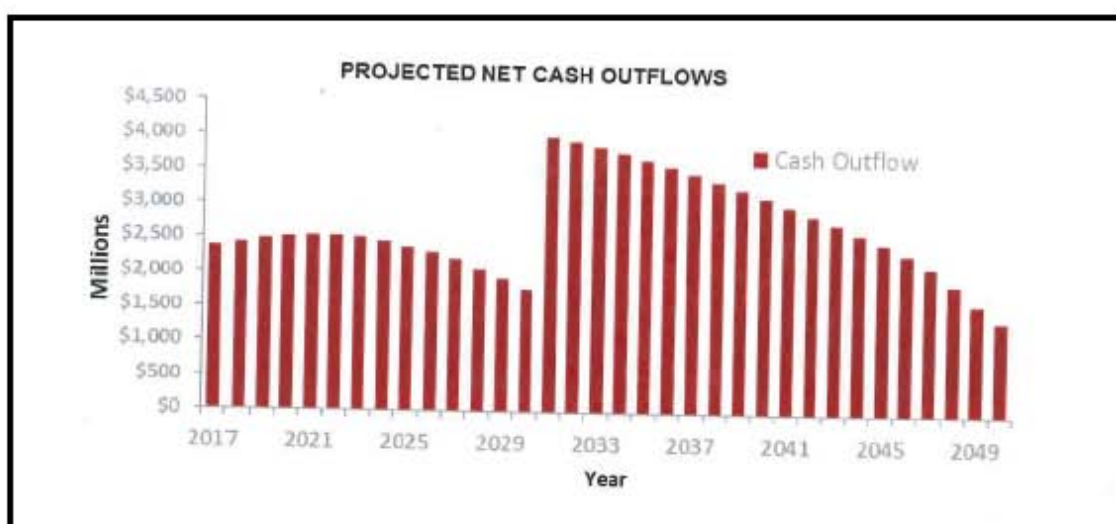
受平均壽命增加影響，確定給付制(DB)使 State Super 管理面臨相當壓力，如圖 7 及圖 8 所示，隨著參加人減少，退休金負債雖然逐年降低，但整體給付義務預計仍會持續到 2050 年。在現今處於不足額提撥率達 3 成情況，信託人管理會持續尋找方法，希望在 2030 年達到完全提存準備 (full funding) 之目標；然對基金管理人而言，政府增加提撥額常屬市場高點，此時如何充分運用資金以提高收益，實為經理人最大挑戰。

圖 7、State Super 未來負債預測圖



資料來源：State Super

圖 8、State Super 未來淨現金流出預測圖



資料來源：State Super

三、新南威爾斯州政府退休基金(Local Government Superannuation NSW, LGS)

(一)機構簡介

新南威爾斯地方政府超級年金基金 (New South Wales Local Government Super, LGS) 設立於 1997 年，基金成立後主要係為提供新南威爾斯州地方政府退休公務人員退休保障，隨後基金規模逐年成長，目前加入退休基金的成員約達

9 萬人、資產規模約為 100 億澳元，近年該基金已開放給居住於澳洲及受雇於合法澳洲雇主員工加入會員。

在 LGS 於 1997 年成立之前，原本新南威爾斯州地方政府公務人員係隸屬新南威爾斯州政府員工，這些員工原係參加州政府超級年金（State Authorities Superannuation Scheme，SASS）或能源產業確定給付退休金（Energy Industries Defined Benefit Scheme），該等員工個人退休基金轉入 LGS 後，為使其不致蒙受損失，LGS 仍舊提供相同確定給付保障，因此 LGS 目前所管理會退休金計畫包含確定給付退休金，惟該類退休金計畫並不對外開放參加。

LGS 之受託人為新南威爾斯州政府退休基金有限公司（LGSS Pty Limited），為一非營利組織，設有董事會（Board of Directors），為 LGS 制定可提高參與人員退休收入之戰略目標，及提供各項專業知識與經驗，設有投資（Investment）、審計與法律遵循（Audit and Compliance）、治理與報酬（Governance and Remuneration）、風險（Risk）及會員服務（Member Services）等五個委員會。LGS 則設有執行團隊（Executive Team）負責基金運作。

（二）投資策略及績效

前已述及，LGS 管理包含確定給付及確定提撥退休金計畫，屬一般所稱混合制（Hybrid）退休基金，該基金目前管理之退休金計畫包含帳戶基礎型退休金計畫（Account-Based Pension Plan）、累積型退休金計畫（Accumulation Scheme）、確定給付型退休金計畫（Defined Benefit Scheme）及混合型退休金計畫（Retirement Scheme），其中帳戶基礎型退休金計畫及累積型退休金計畫屬於確定提撥退休金計畫，惟其主要差異在於，當新成員加入 LGS 時，其原工作所累積退休金可選擇轉入帳戶基礎型退休金計畫。確定給付型退休金計畫及混合型退休金計畫則僅供符合確定給付資格之成員參加，並不對一般員工開放加入，兩者主要差異在於提撥內容不同，因此退休利益計算的方式也有所不同。

LGS 所管理之前述 4 類退休金計畫，視基金成員對投資風險偏好，可分別選擇永續澳洲股票型 (Sustainable Australian Shares)、高成長型 (High Growth)、確定給付策略型 (Defined Benefit Strategy)、成長型 (Growth)、平衡成長型 (Balanced Growth)、平衡型 (Balanced)、保守型 (Conservative) 及現金型 (Cash) 等 8 種投資策略，由投資人自行選擇類型。如下表，帳戶基礎型退休金計畫及累積型退休金計畫等確定提撥退休制，可視基金成員投資需求與風險高低，選擇確定給付策略型與成長型以外之投資策略。至於不對外開放的確定給付型退休金計畫僅採用確定給付策略型投資策略，混合型退休金計畫則僅採用成長型投資策略。根據 LGS 2016 年年報，上述投資策略近 3 年投資績效如下表。

表 8、LGS 投資類型與投資風險

類型	目標	投資期間	風險程度	加入限制	投資項目摘述	近 3 年平均年報酬
永續澳洲股票型	高於消費者物價指數 CPI4.5% 以上	7 年	高	僅限帳戶基礎型退休金計畫及累積型退休金計畫	主要投資於澳洲股票及不動產	帳戶基礎型： 10.16% 累積型： 9.06%
高成長型	高於消費者物價指數 CPI4.5% 以上	7 年	中至高	排除確定給付型退休金計畫	主要投資於澳洲與國外股票及不動產	帳戶基礎型： 10.32% 累積型： 9.12%
確定給付策略型	名目年報酬率至少 7%	5 年	確定給付型下檔風險通常由雇主承擔	僅確定給付型退休金計畫	主要投資於澳洲與國外股票及不動產	7.78%
成長型	高於消費者物價指數	5 年	高或中	僅混合型退休金計畫	主要投資於澳洲與國外股票	視帳戶性質介於 8.38%

類型	目標	投資期間	風險程度	加入限制	投資項目摘述	近3年平均年報酬
	CPI3.5%以上				及不動產	至 8.77% 間
平衡成長型	高於消費者物價指數 CPI3.5%以上	5年	中至高	排除確定給付型退休金計畫	主要投資於澳洲與國外股票及不動產	帳戶基礎型： 8.42% 累積型： 9.09%
平衡型	高於消費者物價指數 CPI2.5%以上	3年	中	排除確定給付型退休金計畫	投資於澳洲與國外股票及不動產、私募基金及含息證券	帳戶基礎型： 7.79% 累積型： 6.88%
保守型	高於消費者物價指數 CPI2%以上	2年	低	排除確定給付型退休金計畫	少部分投資於成長型資產，大部分於含息證券	帳戶基礎型： 5.93% 累積型： 5.31%
現金型	高於約當現金指標 CPI0.25%以上	2年	極低	排除確定給付型退休金計畫	主要投資於短期貨幣市場	帳戶基礎型： 2.59% 累積型： 2.25%

註：近 3 年平均年報酬數據係根據 LGS 2016 年年報。

四、礦業財富及福利年金 (Mine Wealth + Wellbeing, Mine Super)

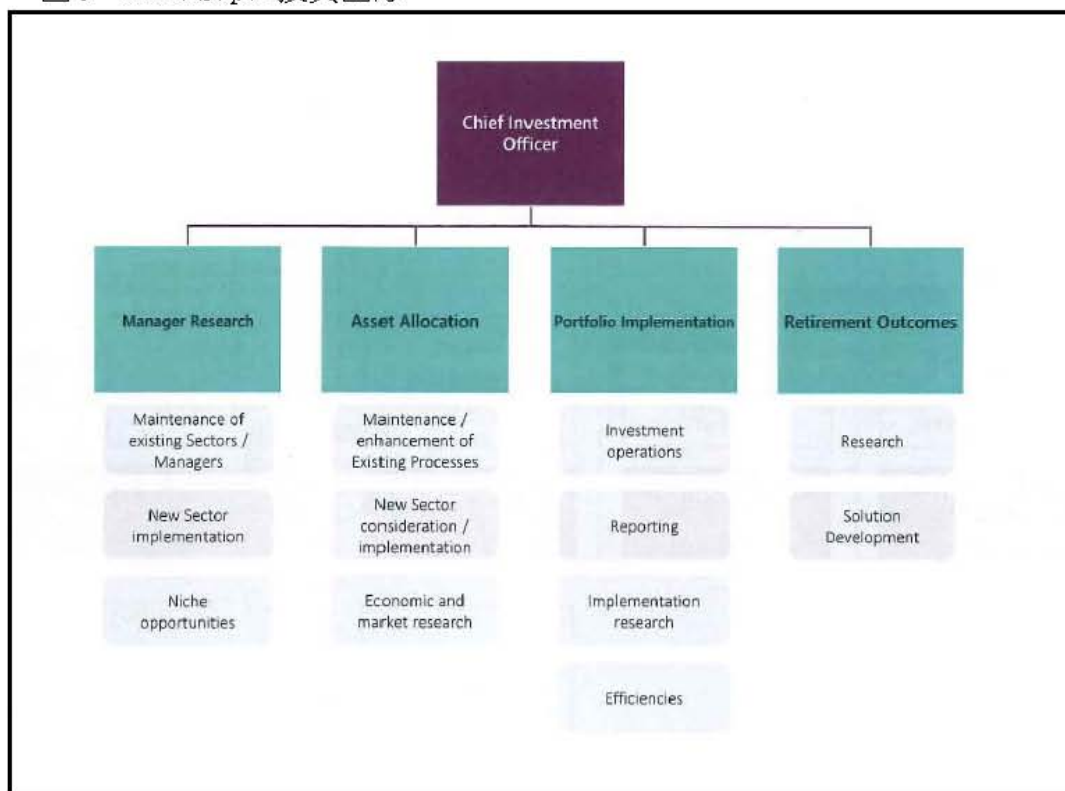
(一)機構簡介

礦業財富及福利年金係由合併煤礦業退休收入基金 (COALSUPER) 和昆士蘭煤礦和油頁岩採礦業養老基金 (QCOS) 而成立，其前身為 AUSCOAL 年金

(AUSCOAL Super)，性質屬產業型基金（Industry Fund），目前會員人數約為 6 萬人，資產規模約 100 億澳元。Mine Super 受託人係由煤炭業勞資雙方共同擁有之 AUSCOAL 退休金有限公司（AUSCOAL Superannuation Pty Ltd），其董事會（Board）負責制定指導方針與原則，並設有投資（Investment）、保險（Insurance）、審計/風險與遵循（Audit, Risk and Compliance）、薪資與提名（Remuneration and Nominations）與併購（Mergers and Acquisitions Committee）等五大委員會，以監督組織營運。

其中，投資委員會負責設定投資政策與目標，並監督投資績效。實際投資交由投資團體執行，其他有關投資保管及稅務諮詢等服務則委託專業機構。有關投資團隊主要工作內容及營運合作對象如圖 9 及圖 10。

圖 9、Mine Super 投資團隊



資料來源：Mine Super

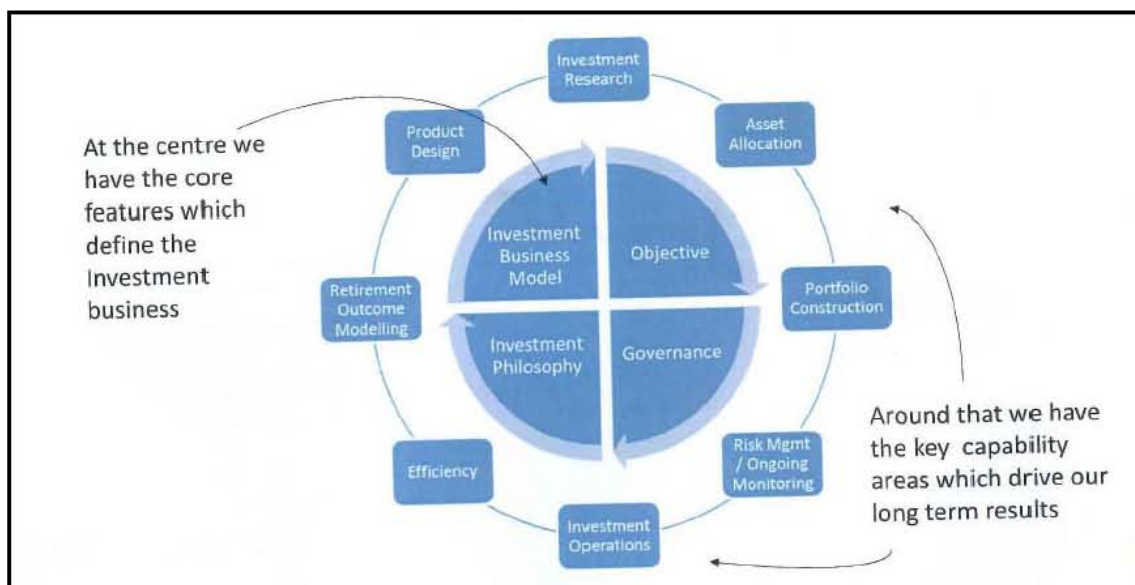
圖 10、Mine Super 主要營運合作對象

- + Custodian – J.P. Morgan Chase Bank
- + Asset Consultant (reduced service) – Mercer Investments (Australia)
- + Hedge Funds Consultant – K2 Advisors
- + Implemented Managers (AMPCI property)
- + Investment Managers
- + Tax Advice – PWC
- + External Legal Advice – as directed by internal legal counsel
- + Ad hoc targeted use of consultants

資料來源：Mine Super

由於 Mine Super 投資內部設有專門負責投資管理的團體，因此投資核心業務以受託人委員會自行設計為主，因此相當重視投資研究(Investment Research)，如圖 11 所示，其投資研究與資產配置 (Asset Allocation)、投組建置 (Portfolio Construction)、風險管理 (Risk Mgmt)，進而依據參加人未來預計退休花費設有退休所得模型 (Retirement Outcome Modeling) 等環環相扣，以提供參加人各種適合產品方案。

圖 11、Mine Super 投資評估架構



資料來源：Mine Super

(二)投資策略

Mine Super 提供 10 種投資選擇，包括積極型(Aggressive)、成長型(Growth)、平衡型(Balanced)及穩定型(Stable)等 4 種多元資產類型，與澳洲股票、全球股票、不動產、債券、現金及定期存款等 6 種單一資產類型，會員可依不同風險接受程度自行選擇。

如表 9 所示，Mine Super 多元型投資選擇中，積極型以股票及另類投資為主，成長型在股票及另類投資外，增加追求穩定的固定收益項目；平衡型將資金均衡分配在各類投資項目上，而穩定型則以固定收益及貨幣市場工具為主。

表 9、Mine Super 多元投資選擇策略投資類型及風險架構

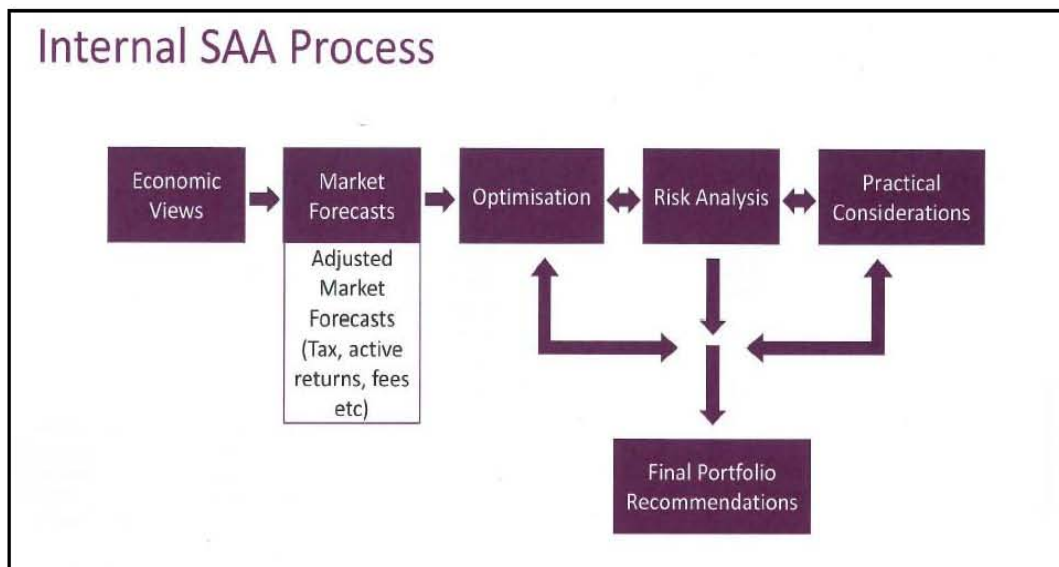
	積極型	成長型	平衡型	穩定型
風險程度	非常高	非常高	中至高	中
配置比重 資產類別				
澳洲股票	27 - 46%	17 - 37%	9 - 24%	3 - 14%
全球股票	27 - 38%	17 - 37%	9 - 21%	0 - 14%
不動產	4 - 16%	3-15%	1 - 14%	0 - 12%
另類投資	11 - 26%	16-36%	12 - 60%	8 - 54%
債券	-	0 - 25%	0 - 42%	24 - 46%
現金	0 - 10%	0 - 10%	0 - 10%	2 - 28%

資料來源：Mine Super

由於 Mine Super 本身設有很強的研究團隊，時時研究最新投資策略及資產、風險管理方式，建立量化模型，並納入其實務操作，因此在訂定戰略資產配置 (Strategic Asset Allocation, SAA)，Mine Super 開發一套評量工具，分別就預期報酬 (Return forecasting)、風險估計 (Risk and correlation estimation)、優化投資

組合(Optimization)及風險衡量(Risk measurement)等項目進行評估後再行訂定。以圖 12 為例，Mine Super 先檢視整體經濟環境，並納入稅務、主動報酬及費用等因素後就個別市場進行預測，再經過優化投資組合、風險分析及現實狀況交互評估後產生最後投資組合建議。

圖 12、Mine Super 戰略資產配置評估流程圖



資料來源：Mine Super

(三)投資績效

Mine Super 以追求長期穩定的投資報酬為目標，如圖 13，在多元資產類型中，各類型投資組合 10 年期報酬率皆超過 4%。惟受金融風暴衝擊，全球股市大幅回檔修正，使得以股票為主的積極型與成長型投資組合績效，出現低於穩定型投資組合的情形。

圖 13、Mine Super 多元投資選擇策略投資績效

	10 year return pa	5 year return pa	3 year return pa	1 year return pa
Pre-mixed strategy investment options				
Aggressive	4.3%	10.8%	7.7%	10.8%
Growth	4.7%	9.2%	6.7%	8.7%
Balanced	4.9%	7.7%	5.7%	6.9%
Stable	4.8%	6.1%	4.6%	5.2%
Asset class investment options				
Australian Shares	3.8%	10.8%	7.1%	11.4%
International Shares	4.0%	13.4%	10.1%	16.5%
Property	2.6%	7.8%	7.9%	6.7%
Bonds	5.7%	4.1%	2.9%	2.8%
Cash	3.2%	2.3%	1.9%	1.6%

資料來源：Mine Super；2017 年 6 月 30 日

五、摩根大通銀行

(一) 紐澳保管及基金服務之團隊及業務

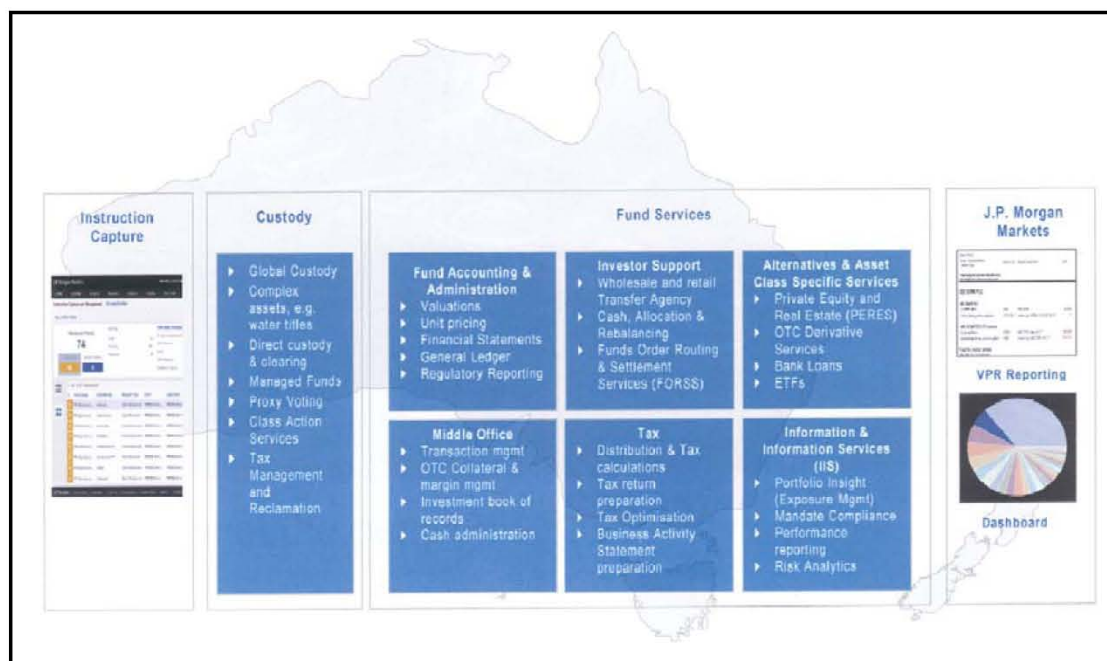
由 Nadia Schiavon 女士所領導的服務團隊（如圖 14），在雪梨、墨爾本和威靈頓大約有 600 名員工，於澳洲的保管業務，其管理資產達 6,280 億澳元，提供客戶資產保管、帳務、稅務、另類投資、移轉管理等各項服務（如圖 15）。

圖 14、摩根紐澳保管及基金服務團隊



資料來源：J.P. Morgan

圖 15、摩根紐澳保管及基金服務之業務

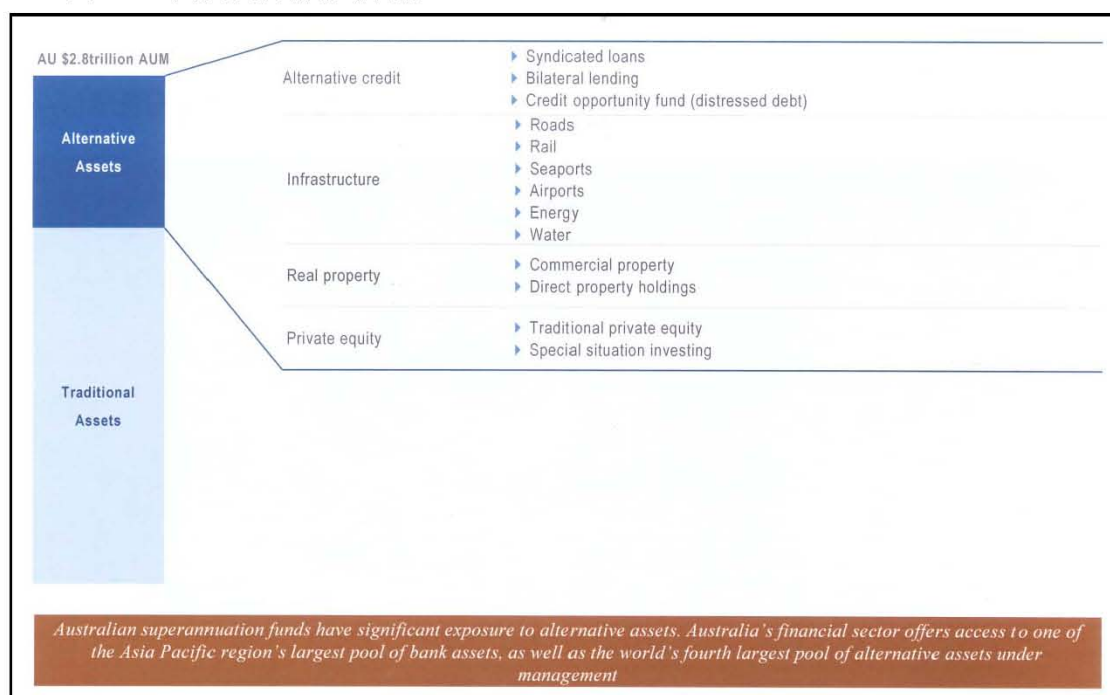


資料來源：J.P. Morgan

(二)澳洲另類投資綜觀

本次參訪，另類投資係重點之一，特就此予以討論。澳洲的另類資產市場規模約有 2.8 兆澳元，在澳洲的退休年金中占有顯著的比重。澳洲的金融產業是亞太地區最大的銀行資產池之一，同時也是全球資產管理中排名第四大的另類資產池，大致可分為另類信貸、基礎建設、房地產及私募股權等四大類（如圖 16）。

圖 16、澳洲另類投資綜觀



資料來源：J.P. Morgan

其中基礎建設部分，澳洲的基礎建設被視為全球的領導者，其擁有完備的基礎建設交易紀錄並可提供相關之專業資訊。此外，澳洲穩定的政治和經濟環境為基礎建設的投資加分不少，吸引外國投資者前來投資。其特色包括：

- 1.由於城市化、人口增長和人口老齡化迫在眉睫，基礎設施的需求越來越大；
- 2.澳洲 GDP 約有 10.2%是由基礎建設行業產生；

3. 澳洲政府強調基礎建設的重要性，積極規劃相關基礎建設，包括鐵路及公路之建設。政府已經承諾於 2013-2014 年至 2019-2020 年間投入 500 億澳元支出於基礎建設；
4. 澳洲建築業收入預計每年以 2.4% 成長，在未來 5 年後可達 4,147 億澳元。
5. 私部門在基礎建設之發展中亦發揮顯著貢獻，澳洲基礎建設資產組合規模約 1.6 兆美元，位居全球第六大，在亞洲則為最大。

此外，房地產市場方面，受益於機構投資者在此尋求更具收益的投資標的，澳洲房地產市場持續維持上漲態勢。澳洲穩定的經濟及政治環境，與透明的法律框架等優勢，都是吸引外國投資者前來投資之重要因素。近年來，隨著雪梨和墨爾本的發展，住宅市場有很好發展，商業地產市場亦表現強勁。此二城市的空屋率分別為 6.2% 和 6.4%，顯示市場持續維持高需求狀態。最近 3 年，外國投資者對投資澳洲資產的需求大幅增加，對此，聯邦政府及州政府皆表示，將加強對非本國居民投資澳洲房地產的監管。

至於私募股權部分，無論是當地或是國外的投資者，對澳洲的私募股權皆有極高的興趣，無論是交易量、個別基金募集規模或總體投資金額，皆有顯著之持續成長：

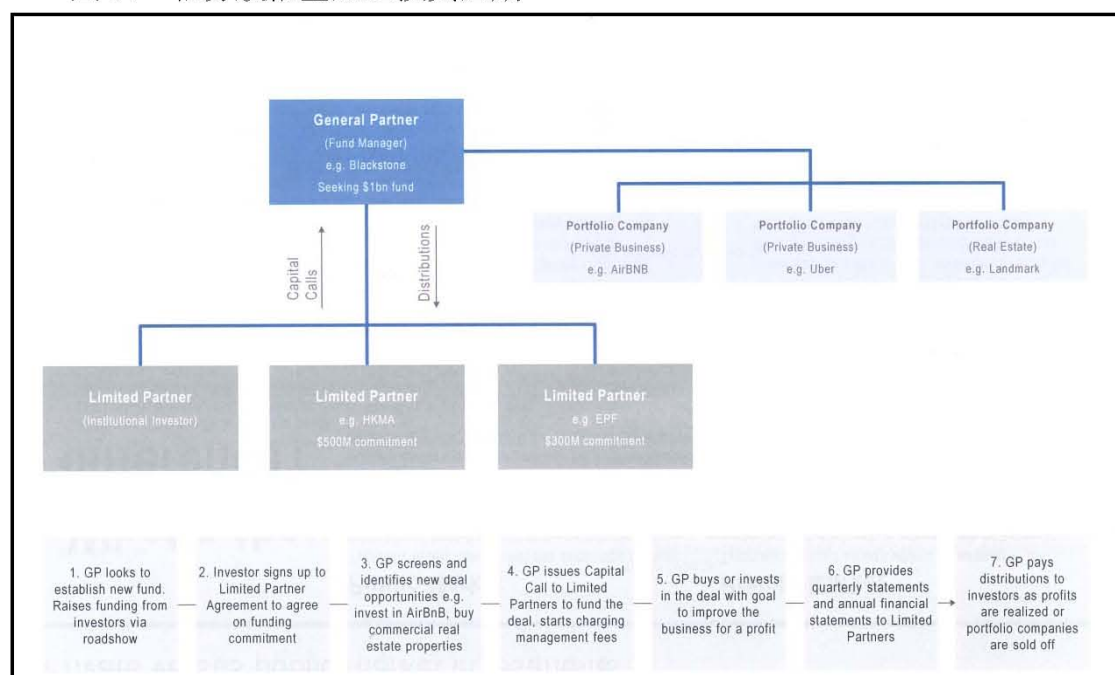
1. 自 2015 會計年度至 2016 會計年度，以美元計價的私募（PE）和創投（VC）投資成長 5% 至 36.8 億美元；
2. 截至 2016 年 6 月底，估計有 70 億美元的資金可供澳洲私募和創投基金經理運用投資，較前一年成長 13%；
3. 大部分新的私募基金之資金來自海外投資者，約占 62%，此比重與前一年相當；
4. 2016 會計年度，私募股權投資總額增至 33.3 億美元，較前一年成長 2%。但是，被投資之公司數量減少到 60 家，比前會計年度的 86 家減少約 30%；
5. 2016 會計年度，私募股權投資的產業以消費及醫療保健為最多，二者合計占總投資總額約為半數，被投資公司數量則占約 52%；

6.2016 年一些較重要的私募案係為金融業，如通用電氣資本（GE Capital）出售澳新銀行（ANZ）消費金融業務（82 億澳元）。

私募股權基金自成立至獲利了結，其主要投資週期如圖 17，大致可區分如下：

1. 首先係由一般合夥人（General Partner，GP）尋找並評估適合之投資標以成立基金，透過公開之路演（roadshow）方式向投資人募集資金；
2. 投資者簽署文件成為有限合夥人（Limited Partner，LP），同意依約撥入資金投資；
3. GP 篩選並確定有獲利的交易，例如投資 AirBnB 或購置商業不動產；
4. GP 向 LP 發出資金繳納通知（Capital Call），並開始收取管理費用；
5. GP 開始執行投資，投入資金於標的公司，藉此改善標的公司之獲利狀況；
6. GP 編製季度報表及年度財務報表，提供給投資之 LP；
7. GP 於獲利達到預定目標後將投資標的公司出售，並分配獲利給各投資者。

圖 17、私募股權基金之投資週期



資料來源：J.P. Morgan

(三) 私募股權後台管理作業

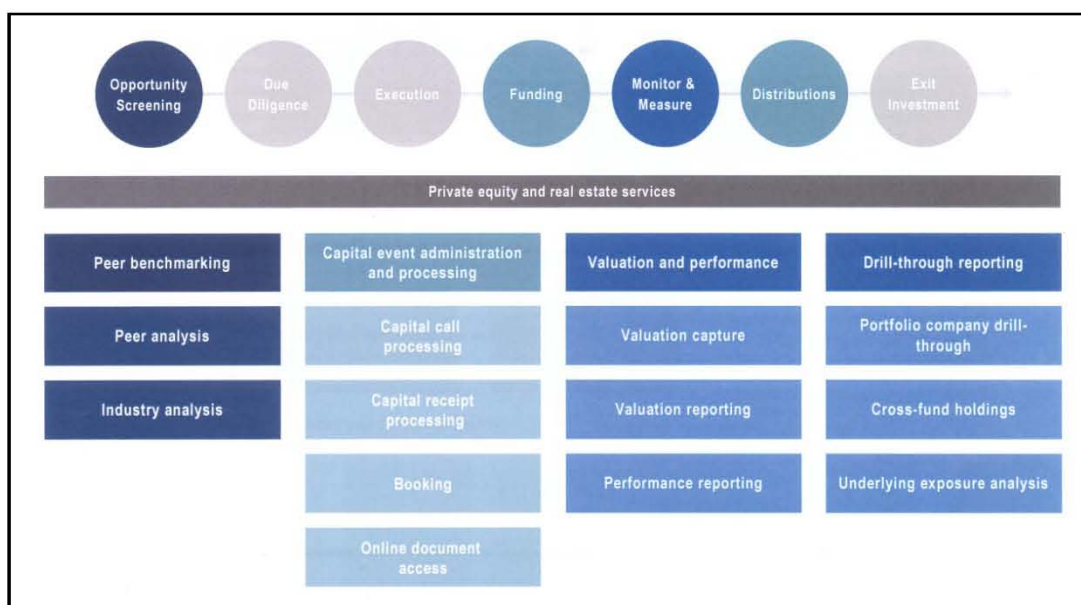
摩根的私募股權行政服務係自 2005 年開始，此業務部門的團隊是從 J.P. Morgan Capital Partners LLC 的交易中台與後台分離出來的，目前全球的客戶有 108 家，管理資產規模達 3,674 億美元。其雪梨中心則成立於 2007 年，目前有 14 位經驗豐富的專業人員，管理資產總值達 840 億美元。摩根的私募股權業務服務特別著眼於私募市場資產的評價與分析，並提供客戶及時、透明的各項報告，以讓客戶充分了解其投資獲益情形。摩根提供給機構投資者的報告及分析工具，其背後所使用的資料庫，係與 Burgiss 合作開發建置，此資料庫是目前市場上最大的私募股權數據資料庫之一。

(四) 摩根大通對私募股權及房地產之服務

私募股權投資流程大致包含機會篩選、盡職調查、執行、成立基金、監督和衡量、獲利分配及退出投資等七大部分（如圖 18），摩根保管服務端涵蓋項目重要部分包括：

1. 同儕比較：協助客戶了解私募股權基金表現，以特定指標或客觀的同類型指標進行產業分析、市場分析並作成報告；
2. 建立各項基金獲利分配紀錄：由於私募股權投資期間很長，且投資過程權利義務變化頻繁，涉及資金繳納及獲利分配等資金進出，需依時間順序保存完備之法律文件及會計紀錄，包括建立各項資金進出管理及流程、繳款流程、收據開立流程、預定及線上文件確認等；
3. 提供各項監督和衡量報告：投資淨值需予客觀估算，因此評價及績效計算、評價報告、績效報告係極重要之一環。

圖 18、摩根私募股權及房地產之服務流程



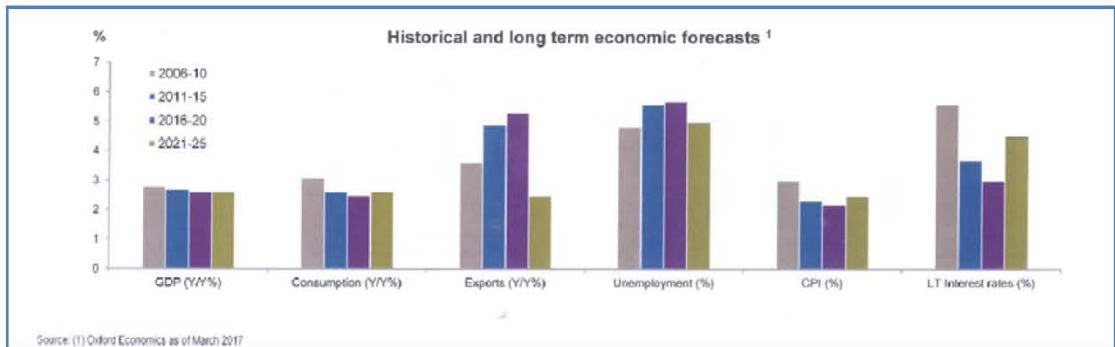
資料來源：J.P. Morgan

六、摩根資產管理公司

(一)澳洲經濟及投資市場趨勢概述

受惠於區域經濟成長，相較於其他亞太主要經濟體，長期而言，澳洲的經濟可望呈穩定成長，特別是房地產方面之需求；中期而言，預期出口之表現將優於過去 5 至 6 年間之平均年成長率，消費部分亦可望保持穩定增長，就業市場前景亦予看好，利率預期可回復至歷史之平均水準；短期而言，澳洲皇家銀行（聯儲，Royal Bank of Australia，RBA）的現金利率預計在 2019 年第 2 季前，將維持或接近當前水準，通膨則遠低於澳洲央行 2%-3% 之目標範圍。

圖 19、澳洲歷史及長期經濟預測圖

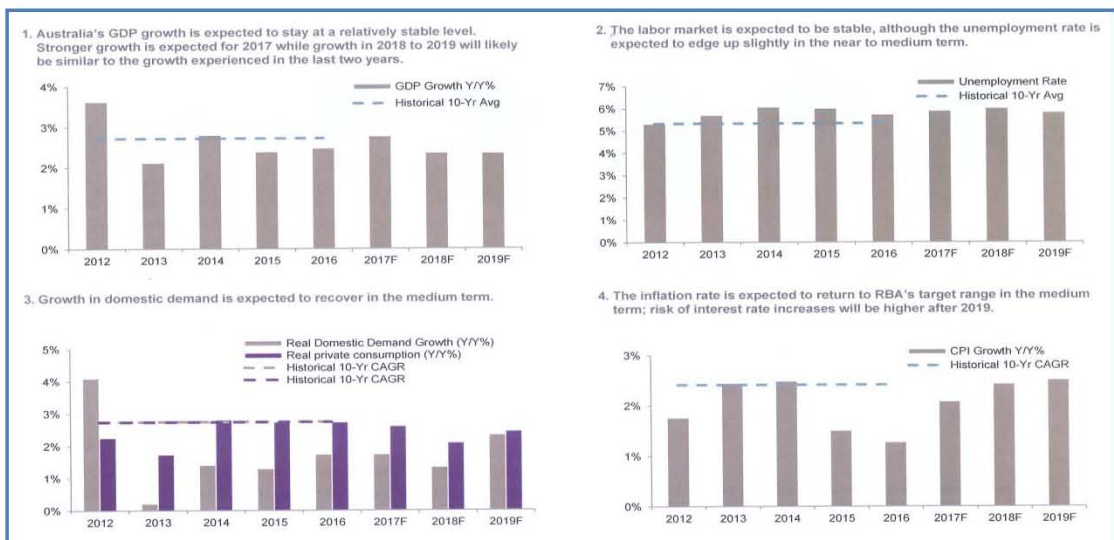


資料來源：J.P. Morgan

若就未來 3 年展望，澳洲經濟穩定增長和就業市場穩定，如圖 20 所示：

- 1.澳洲的 GDP 成長預計將保持在相對穩定的水準。預計 2017 年的成長較為強勁，至於 2018 年及 2019 年的成長則維持與 2017 年相當水準；
- 2.儘管預期未來 3 年失業率略為上升，但大致而言，勞動力市場預計將仍維持穩定；
- 3.至於內需成長則有望恢復；
- 4.通膨有望回到澳洲央行的目標區間；2019 年以後升息的風險會較顯著。

圖 20、澳洲近中期重要經濟數據



資料來源：J.P. Morgan

(二)亞太地區商辦市場展望

由圖 21 可看出，亞太地區各大城市的商辦投資展望，短期內澳洲的雪梨及墨爾本之商辦進駐率可望持續成長，此二城市之租金獲利率亦遠高於亞太地區其他城市，預估出租率亦持續上揚。由於雪梨不動產價格偏高，部分商辦轉向其他城市，其中墨爾本的商辦成長強勁，且以評等 A 級之商辦入住率最高；雪梨則持續為澳洲最大的商辦市場，且因供給小於需求，租金收益極具吸引力。

圖 21、亞太地區商辦市場展望

Market	Occupancy	Occupancy Trend	Net Effective Rent	Rental Trend		Current Cap Rate	Cap Rate Trend
	(%)	2017-18	YoY%	2014-2016	2017-18	(%)	2017-18
Sydney CBD	92	↗	29	↗	↗	5.1	→
Melbourne CBD	93	↗	15	↗	↗	5.5	→
Tokyo 5 Wards	97	↘	2	↗	→	2.9	→
Osaka Overall	99	→	4	↗	↗	3.7	→
Singapore CBD	94	↘	-8	↘	↗	3.6	↘
Seoul Overall	89	↗	0	↘	↗	4.5	→
Hong Kong Overall	96	↘	5	↗	↘	3.1	↘
Beijing CBD	95	↘	-1	↘	↘	6.3	↘
Shanghai CBD	87	↗	1	↗	↗	5.7	↘

資料來源：J.P. Morgan

(三)摩根亞太不動產投資團隊

摩根資產管理在亞太地區建置房地產平台，此平台自 1872 年開始運作，在本區域 17 個國家間開拓相關業務，目前於亞太地區設有 6 個辦公室，超過 45 名的專業投資人員，擁有多樣領域專業知識的跨國團隊資源，提供收購、資產管理、投資組合管理、研究戰略、開發工程，財稅及法律等各領域之專業支援。

圖 22、摩根亞太不動產投資團隊



資料來源：J.P. Morgan

肆、心得與建議

本次參訪澳洲退休金協會與個別退休金管理公司，並就澳洲投資及另類資產管理現況拜訪資產管理業者及保管銀行，就各項退休金相關議題交換意見，茲就考察心得與建議事項說明如下：

一、參訪心得

- 1.受人口老化、國際金融危機等因素影響，為避免退休基金長期收支失衡，澳洲政府除將退休制度由確定給付制改採為確定提撥制（DC）外，未轉型為確定提撥制部分亦以完全提存準備（full funding）為目標，以維持基金永續發展，保障退休經濟生活安全。
- 2.澳洲政府對退休金所訂的制度管理，主要係規範基金管理公司所提供之產品與風險，以及退休基金治理方面的改善，並針對確定給付與確定提撥兩種制度進行差異化管理，是以澳洲政府並未提供退休金保障收益，原則上員工需自行負擔儲蓄退休基金責任。
- 3.由於自主管理基金具有投資選擇較具彈性及稅務優惠等誘因，加上成立門檻較低，致自主管理基金不論管理總資產或數量皆為各類型基金之冠。惟多數基金皆未積極管理，好壞表現差異大，加上數量過多，亦增加澳洲政府監督的困難，因此澳洲政府近期將朝整併之方向進行改革。另一方面超級年金目前數量為 200 餘個，澳洲政府亦意圖朝向整合為 30 個大型退休金方向努力。
- 4.澳洲退休基金以信託方式運作，由受託人委員會負責經營管理，惟大部分基金皆採委外經營，即與外部專業機構（如行政管理公司、專業投資經理人、投資顧問公司、理財顧問、保管銀行、會計師、精算師、律師等）簽訂契約，輔助基金相關投資或行政事務，或提供專業諮詢，使退休金管理得以順利進行。
- 5.參訪的退休基金受託人皆表示，中長期投資決策以資產配置最為重要，資

產配置對基金長期報酬的變異數解釋比重最大，為影響長期報酬最大的決定因素。而建構合適之投資組合並慎選標竿（benchmark），可使經理人有具體投資方向，亦方便各種資產類別的監督與管理。

6. 澳洲退休基金可投資在不同風險與報酬的資產上，其中以權益證券（包括澳洲股票及全球股票）比例最高，顯示股票雖有一定風險存在，但仍可透過其他投資工具將風險分散，再利用股票擁有較高報酬率的特性，使投資組合報酬率最大化。
7. 為使會員有能力選擇符合自己風險屬性及財務規畫的投資標的，澳洲退休基金對會員進行的教育及宣導不遺餘力，包括定期舉辦各類投資理財教育，並定期將投資報告提供會員參考，以方便會員瞭解各投資標的風險與報酬，有利員工進行各種投資決策。
8. 由於澳洲具有穩定的經濟及政治環境，與透明的法律框架等優勢，其房地產市場倍受青睞；基礎建設亦受澳洲政府重視而積極規劃鐵路等相關建設；私募股權規模或總體投資金額，皆有顯著之持續成長。
9. 另類投資具有因地制宜特性，各國政府相關規範差異極大，多以契約約定各項投資事項，加上淨值無法如公開市場標的有公平市價，因此，完備的管理及公允的評價等機制極為重要。投資過程包括各項權利義務約定、介入管理被投資之標的公司、資產評價、會計、法律文件及提供充分之資訊報告等，皆可利用保管銀行各項完整服務，以協助管理機構另類投資繁複後台管理及確保投資資產紀錄之完整。

二、參訪建議

1. 建立符合投資屬性的資產配置非常重要，良好的資產配置應與投資目標、投資期間及風險程度相匹配，並將資產配置適度多元化以分散風險。退撫基金除可參考參加人員對於基金資產配置之意見外，亦應靈活調整配置，以獲取基金長期穩健報酬。
2. 本次參訪澳洲發現，由於當地市場另類投資價格已偏高，投資機會減少，

未來大幅增加空間不大，但在縮小不足額提撥問題上，採取高權益投資及另類投資配置仍是維持獲利之選擇。由於退撫基金也面臨尋找投資標的，提高獲利的問題，因此可以考慮增加國外市場比重，以分散投資組合風險，提升運用績效。

- 3.另類資產監管與過去傳統投資差異性甚大，以私募股權為例，各國私募股權投資作法截然不同，不論在資產管理端、保管銀行端實地查核或報表、法律文件均須有完整後台管理，才能確保基金投資人權益。退撫基金未來如進行此類投資，宜就各面向妥善瞭解。
- 4.由於澳洲各大超級年金設有預設基金，並依風險屬性設有保守、平衡、積極等類，但各超級年金所屬基金的資產配置差異不大，造成各大基金管理費競相降低。國內退休基金均屬大型公共強制退休金，與澳洲由民間管理必須爭取基金參加人加入的問題不同，但一樣面臨如何創造各基金投資強項或投資特色以提高投資效益等問題。由於退撫基金過去在國內市場累積操作多年經驗，實可繼續強化作為核心基礎，提升運用績效。

伍、附錄

與參訪機構人員合影

(一) 摩根大通銀行



2017年9月13日監理會許副執行秘書欣欣（右二）致贈禮品與摩根大通銀行 Seamus Collins 及 Marian Azer 等與會人員



2017年9月13日監理會許副執行秘書欣欣等參訪摩根大通銀行會議一景



2017年9月15日監理會許副執行秘書欣欣等參訪摩根大通銀行會議一景



2017年9月15日監理會許副執行秘書欣欣等參訪摩根大通銀行會議一景

(二) 礦業財富及福利年金



2017年9月14日監理會許副執行秘書欣欣致贈禮品與礦業財富及福利年金與會人員 David Bell



2017年9月14日監理會許副執行秘書欣欣等參訪礦業財富及福利年金會議一景

(三) 新南威爾斯州政府退休基金



2017年9月14日監理會許副執行秘書欣欣致贈禮品與新南威爾斯州政府退休基金 Craig Turnbull 及 Stuart Hill 等與會人員



2017年9月14日監理會許副執行秘書欣欣等參訪新南威爾斯州政府退休基金會
議一景

(四) 澳洲退休金協會



2017年9月14日監理會許副執行秘書欣欣致贈禮品與澳洲退休金協會 Ross Clare 及 Andrew Craston 等與會人員



2017年9月14日監理會許副執行秘書欣欣等參訪澳洲退休金協會會議一景

(五) 州政府退休金



2017年9月15日監理會許副執行秘書欣欣與州政府退休金 Charles Wu 及 Peter Sipek 等與會人員合影



2017年9月15日監理會許副執行秘書欣欣等參訪州政府退休金會議一景

(六) 摩根資產管理公司



2017年9月18日監理會許副執行秘書欣欣等與摩根資產管理公司與會人員 Rachel Farrell 合影



2017年9月18日監理會許副執行秘書欣欣等參訪摩根資產管理公司會議一景



2017年9月18日監理會許副執行秘書欣欣等參訪摩根資產管理公司會議一景