

出國報告（出國類別：訪問）

參訪韓國退休基金及資產管理機構 考察報告

服務機關：公務人員退休撫卹基金監理委員會

職稱姓名：執行秘書 高誓男

組 長 陳明堂

稽 察 員 陳建明

派赴國家：韓國

出國期間：107年9月2日至9月5日

報告日期：107年11月29日

目次

摘要.....	1
壹、緒論.....	2
一、動機與參訪機構安排	2
二、訪問行程	2
貳、參訪機構介紹.....	4
一、摩根大通銀行及摩根資產管理公司	4
二、韓國投資公社	5
三、公務員年金公團	11
四、美世諮詢公司	16
參、參訪重點概述.....	18
一、摩根大通銀行	18
二、韓國投資公社	27
三、摩根資產管理公司	31
四、公務員年金公團	38
五、美世諮詢公司	41
肆、參訪心得與建議.....	49
一、心得	49
二、建議	50
伍、附錄.....	51

摘要

韓國退休基金及主權基金於國外投資與另類投資均頗有發展，本次藉由參訪相關機構汲取其實務運作經驗，作為提升本基金監理業務之借鏡。同時為更全面性審視退撫基金業務未來發展參考，亦規劃參訪全球級投資顧問公司、資產管理公司及保管銀行，以利本會日後監理業務進行，爰安排於 107 年 9 月 2 日至同月 5 日赴韓國參訪，拜會摩根大通銀行、韓國投資公社、摩根資產管理公司、公務員年金公團、美世諮詢公司等機構。

本次參訪經與相關機構主要負責人及高層主管進行座談，就韓國機構投資人發展趨勢、未來經濟展望及市場策略、全球投資趨勢、資產配置、投資哲學、風險管理、組織運用機制、韓國退休金概況、全球退休基金趨勢等對本基金監管及重要議題廣泛交換意見後，提出以下 4 點建議：公務員年金公團所提供的客製化福利計劃及退休生活協助計劃，相關作法或可值得主政機關研究參採；投資管理部與企業管理部分開單獨設立，可使投資管理部專心致力於核心投資業務，避免因耗費較多時間於投資周邊業務或非投資業務而影響投資績效；風險管理部與投資管理部分開設立，較有利於前者自主地執行風險評估及投資後監視等風險管理作業，以避免後者球員兼裁判評估自身投資績效；未來倘本基金預算許可，海外投資或可考慮聘請投資顧問及租用相關資訊系統軟硬體設備，以強化投資布局。

壹、緒論

一、動機與參訪機構安排

韓國退休基金及主權基金於國際間著有名聲，擬藉由參訪相關機構，汲取其實務運作經驗，作為提升本基金監理業務之借鏡，同時規劃參訪國際知名投資顧問公司、資產管理機構及保管銀行，以利本會日後監理業務之進行，爰安排於107年9月2日至9月5日赴韓國參訪，拜會摩根大通銀行、韓國投資公社、摩根資產管理公司、公務員年金公團、美世諮詢公司，與相關機構主要負責人及高層主管進行座談，就韓國機構投資人發展趨勢、未來經濟展望及市場策略、全球投資趨勢、資產配置、投資策略、風險管理、韓國退休金制度及全球退休基金趨勢等重要議題廣泛交換意見。

二、訪問行程

本次訪問期間為107年9月2日至5日，由高執行秘書誓男率業務組陳組長明堂、稽察組陳稽察員建明共3人赴韓國訪問，共計拜訪5個機構，列表如下：

表 1、訪問行程表

日期	拜會機構	討論議題	訪談人員
9/3 (一)	摩根大通銀行	<ul style="list-style-type: none">■ 韓國機構投資人發展趨勢■ 未來經濟展望及市場策略	<ol style="list-style-type: none">1. Tae Jin Park, Senior Country Officer2. Seok Gil Park, Senior Economist3. Jeong Jun Park, Head of Asia Technology Research & Korea Research4. Jack Chen, Relationship Manager, Investor Services, Taiwan
	韓國投資公社	<ul style="list-style-type: none">■ 資產配置■ 投資哲學■ 風險管理■ 組織運用機制	<ol style="list-style-type: none">1. Shin Woo Kang, Chief Investment Officer2. Ikho Suh, Senior Director, Head of Investment Planning3. Hoon Lee, Senior Director, Head of Strategy Research

日期	拜會機構	討論議題	訪談人員
9/4 (二)	摩根資產管理公司	<ul style="list-style-type: none"> ■ 全球投資趨勢 ■ 資產配置 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Cheung Tai Hui, Chief Market Strategist 2. John Cho, Portfolio Manager
	公務員年金公團	<ul style="list-style-type: none"> ■ 資產配置 ■ 投資哲學 ■ 風險管理 ■ 組織運用機制 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Chang Hoon Lee, Chief Investment Officer, Investment Management Divion 2. Young Soo Oh, Head of Global Investment Team
9/5 (三)	美世諮詢公司	<ul style="list-style-type: none"> ■ 韓國退休金概況 ■ 全球退休基金趨勢 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Janet Li, Wealth Business Leader, Asia 2. Elizabeth Oh, Principal and Head of Investment Advisory, Korea

貳、參訪機構介紹

本次參訪摩根大通銀行、韓國投資公社、摩根資產管理公司、公務員年金公團、美世諮詢公司等 5 家機構，謹就其機構簡介及韓國發展概況說明如下。

一、摩根大通銀行及摩根資產管理公司

摩根大通銀行及摩根資產管理公司均隸屬於摩根大通集團，該集團總部位於美國紐約，業務遍及 60 多個國家，截至 2017 年底總資產 2.5 兆美元，資產管理規模 1.7 兆美元，保管資產規模 21 兆美元。旗下事業體分為企業與投資銀行、資產管理、商業銀行、消費與社區金融等四大分支機構。

摩根大通集團於 1960 年代進入韓國市場，1967 年為外商銀行第 1 家成立韓國辦公室，並於 1991 年成立首爾分行，1991 年獲韓國政府批准成為第 1 家外商證券交易公司。摩根大通集團在首爾主要有摩根大通銀行、摩根大通證券及摩根大通投資顧問三大業務分支，謹簡要說明如下：

(一) 摩根大通銀行

提供固定收益及貨幣衍生性商品、結構化定存、貨幣市場、期貨、定存、現金管理、ADR、美元/歐元清算服務、商業貸款及保管等服務。

(二) 摩根大通證券

提供權益現貨商品、證券衍生性商品、企業債銷售、固定收益證券銷售、期貨與選擇權、市場研究與企業併購諮詢等服務。

(三) 摩根大通投資顧問

提供一般投資顧問諮詢，並支援韓國專業客戶境外基金與委託經營服務。

	JPMorgan Chase Bank, N.A., Seoul branch	J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul branch	JPMorgan Investment Advisors (KOREA) Company Limited
Business & Product	Markets <ul style="list-style-type: none"> Fixed Income and Currency Derivatives Structured Time Deposit Money Market Futures Banking <ul style="list-style-type: none"> GCB Time Deposit / FI Placement Cash Management Service Trade Finance ADR Marketing of USD/EURO Clearing Service Commercial Loan Investor Service <ul style="list-style-type: none"> Custody & Fund Service 	Markets <ul style="list-style-type: none"> Cash Equities Equity Derivatives Credit Sales Fixed Income Sales Futures and Options Markets Research Banking <ul style="list-style-type: none"> M&A Advisory DCM ECM 	AM <ul style="list-style-type: none"> Licensed for simple investment advisory business Provide liaison support to Korean professional clients for offshore funds and discretionary mandate business
Head Count (as of June 30, 2018)	176	101	10
Capital (Million USD) (as of June 30, 2018)	1,399	361	19

圖 1、摩根大通集團韓國分支業務圖

二、韓國投資公社

韓國投資公社（Korea Investment Corporation, KIC）為依特別法—韓國投資公社法成立的韓國國家投資公司，截至 2017 年底管理 1,341 億美元淨值的韓國主權（財富）基金，於文宣上韓國投資公社視同韓國主權基金的代名詞，重要紀事如下：

(一)成立背景

希望藉由有效的資產管理增加韓國國家財富，為未來世代賺取超越通貨膨脹的長期投資報酬外，亦希望藉由協助公共基金進行國外投資、與國內外投資公司的交流合作、培育投資專才及支援海外基礎建設專案，以促進韓國金融業的發展。

(二)成立依據

依據 2005 年 3 月公布的韓國投資公社法，於同年 7 月 1 日成立韓國投資公社，該特別法明定韓國投資公社為法人型態組織。

(三)資金來源

韓國政府、韓國中央銀行及公共基金（依據韓國國家財政法的定義），公司成立資本為來自政府注資的 1 兆韓圓。

(四)重要沿革

2006 年 11 月：開始全球固定收益證券投資。

2007 年 4 月：開始全球權益證券投資。

2007 年 8 月：資產管理規模超過 100 億美元。

2009 年 2 月：設立風險管理部門。

2009 年 8 月：開始全球另類投資。

2010 年 7 月：設立美國紐約辦公室。

2011 年 12 月：設立英國倫敦辦公室。

2012 年 9 月：資產管理規模超過 500 億美元。

開始中國大陸的權益證券投資。

2014 年 3 月：成立韓國公共組織國外投資團（The Community of Public Organizations for Overseas Investment），由韓國 20 個退休基金與公共基金組成，KIC 擔任主席並定期開會。

2014 年 9 月：成立主權及退休基金共同投資圓桌論壇（Co-investment Roundtable Of Sovereign And Pension Funds）。

2016 年 6 月：資產管理規模超過 1,000 億美元。

2017 年 9 月：設立新加坡辦公室。

(五)組織架構

韓國投資公社法明定韓國投資公社為公司型態組織，該法中並對公司重要組成予以規範如下：

1. 指導委員會

為韓國投資公社最上層的公司治理單位，為常設編制，法定上限為 12 位委員，目前共 9 位委員，其中 6 位為來自私部門的財經專家（又稱為公民代表），每人任期 2 年； 2 位為委託資產予韓國投資公社的機關（委託機關）代表（目前為經濟財政部長及韓國中央銀行行

長)及韓國投資公社董事長。指導委員會主席由 6 位公民代表委員互選而產生。6 位公民代表由公民代表候選人提名委員會提名後經韓國總統任命。

依韓國投資公社法，規範指導委員會的職權主要為制定公司營運基本政策及檢視管理績效等如下：

- (1) 公司章程的修訂
- (2) 公司中期及長期投資政策的有關事宜
- (3) 公司基本營運政策的有關事宜
- (4) 公司財務狀況的修改，例如資本增加或減少
- (5) 外部機關（構）委託資產予韓國投資公社的有關事宜
- (6) 公司董事的任命和免職的有關事宜
- (7) 預算核准及帳戶結算的有關事宜
- (8) 管理績效評估的有關事宜
- (9) 依韓國投資公社法第 35 條第 1 項對 KIC 進行業務檢查
- (10) 公司章程中與韓國投資公社營運的有關事宜

指導委員會下並設 4 個次級委員會，包括投資委員會、風險管理及稽核委員會、預算委員會、績效評估及薪酬委員會等，並設有法定稽核人員組成的稽核小組獨立執行公司業務檢查、帳務檢查等稽核業務。法定稽核人員的任免，係經指導委員會研商後，由韓國經濟財政部長進行任免。

依韓國投資公社法有關的韓國總統行政命令，其代表得成為指導委員會委員的委託機關（構），其委託予韓國投資公社的資產須達 1 兆韓圓以上。依韓國投資公社法第 38 條規定，韓國外匯平準基金得提撥或委託給韓國投資公社。

公民代表候選人提名委員會為任務編組，韓國投資公社法第 14 條規定，係由下述 5 個團體所推薦代表組成：金融業研究機構、金融投資協會、銀行業、壽險業協會及會計師協會。委員會主席則由

委員互選而產生。

其他任何與公民代表候選人提名委員會運作有關的規範，例如會議召開、開會程序、會議紀錄及分送等，須經韓國總統令公布。至於對公民代表的要求則是須具備金融、投資、法律、會計等專業的學者或專家。

2. 董事會

韓國投資公社法第 24 條規定，韓國投資公社須設立董事會，董事會由董事長(現兼執行長)及董事組成，明定董事會應處理指導委員會及公司章程有關事宜。韓國投資公社法第 15 條規定，董事法定上限為 5 位，包含其中 1 位擔任董事長，1 位為法定稽核人(其他 3 位為投資管理部等 3 個部門的主管)，董事任期為 3 年一聘。董事會下設執行長，其下設有法遵人員組成的法遵團隊，依韓國投資公社法施行細則第 10 條規定，係辦法務、法遵及內控調查等內控業務，以協助執行長推動業務。韓國投資公社法第 26 條規定，法遵人員須將內控調查結果向上呈報給指導委員會所設的稽核小組。法遵人員的任免係依董事會決議及指導委員會的核准辦理。

韓國投資公社法第 18 條規定，董事長候選人由指導委員會所成立的董事長建議委員會提出建議名單，本委員會為任務編組，由各委託機關代表及所有公民代表組成，主席則由公民代表委員互選而產生。其他任何與本委員會組成及運作有關的規範，須經韓國總統令公布。

董事長的任免建議由董事長建議委員會提出，交由指導委員會研商後，該任免建議經韓國經濟財政部長呈交韓國總統進行任免。

除董事長外的 3 位業務董事(投資長、風控長、營運長)任免，係經指導委員會研商後，由董事長進行任免。一般員工的任免，依公司章程的規定，授權董事長決定。

3. 業務單位

執行長之下設有投資管理部(含海外辦公室,投資經理人合計 156 人)、風險管理部及企業管理部,其主管分別為投資長、風控長及營運長。目前員工總人數為 272 人。

有別於指導委員會下設有 4 個次級委員會,業務單位設有 3 個與投資相關的委員會:

(1)投資委員會

由韓國投資公社的執行長擔任主席,投資長、風控長及營運長共同組成。

(2)投資工作委員會

由韓國投資公社的投資長擔任主席,投資部門及風險管理部門的主管共同組成。

(3)風險管理工作委員會

由韓國投資公社的風控長擔任主席,投資部門及風險管理部門的主管共同組成。

4. 綜述

韓國投資公社除指導委員會及董事會外,總計有 3 個部門(投資管理部、風險管理部、企業管理部)、2 個群組(隸屬指導委員會的稽核小組、隸屬投資管理部的投資策略小組)及 18 個團隊。

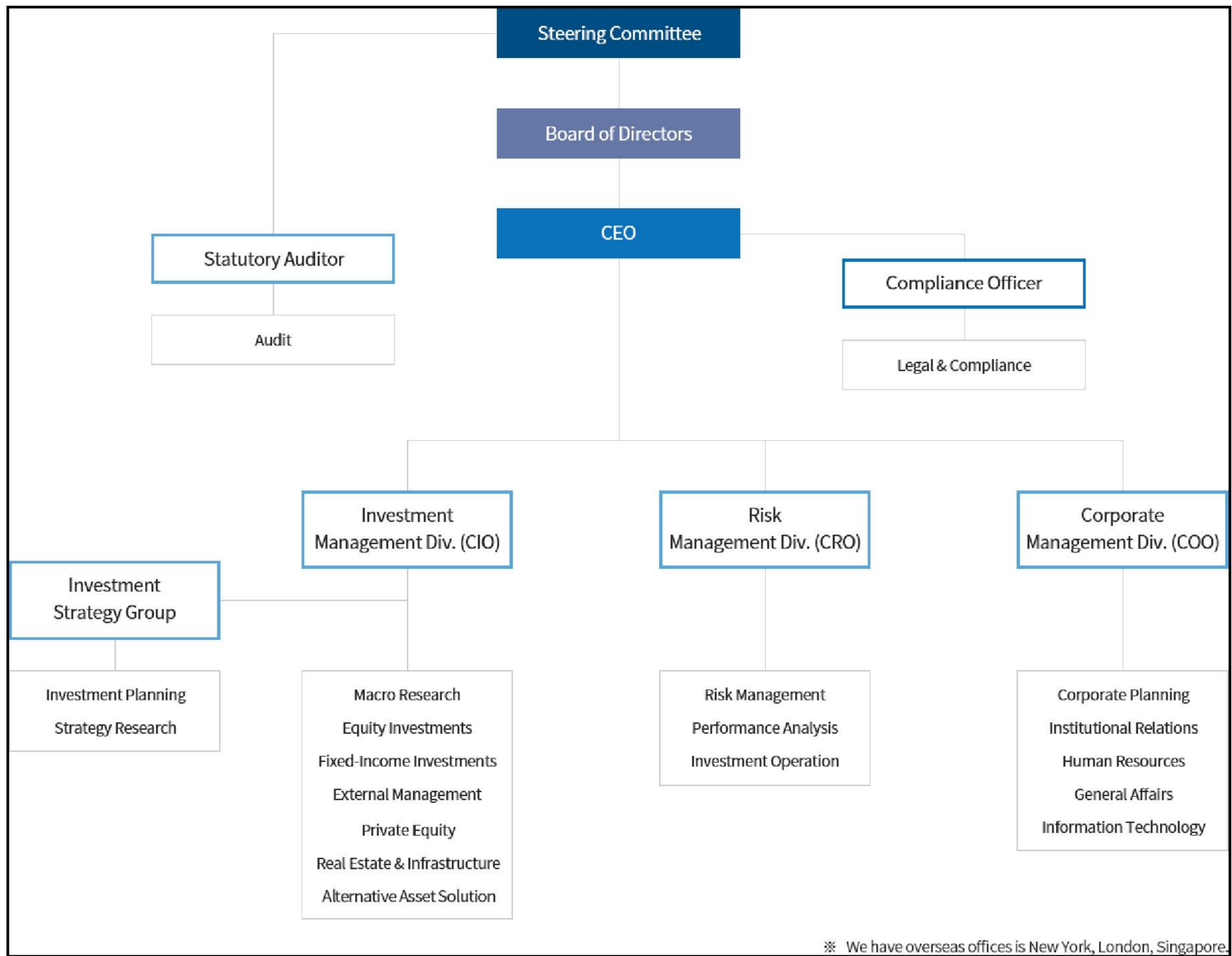


圖 2、韓國投資公社組織圖

(六)治理框架

1. 公開揭露

為增加透明性及問責性，韓國投資公社法第 37 條規定，雖同法第 36 條已依公司章程訂有公開揭露的規定（包括財務報表、會計制度、會計師查核報告、經指導委員會決議的中長期投資政策、總受託管理資產規模、總受託資產投資報酬率、各類投資資產占比及報酬率等），除韓國國會的要求外，韓國投資公社得拒絕一般個人或組織申請提供特定訊息的要求。就韓國投資公社提供給韓國國會有關公司營運及資產管理的訊息，除非經指導委員會決議，該等訊息亦不得對大眾揭露。

韓國投資公社法第 35 條規定，相關政府主管機關及委託機關不得進行下列行為：要求韓國投資公社提供表報或資訊、調查該公社

或給予命令、對韓國投資公社業務執行監理作業。所有監理作為須透過公社的指導委員會來進行。

2. 外部稽核

經韓國投資公社內部的法定稽核人員來選任外部稽核，並依據國際審計準則，每年對公社的財務報表進行稽核並提出查核報告。

3. 韓國國會審計

依據國民議會法及調查國家行政部門法，除提供韓國國會主要業務活動報告外，並每年接受韓國國會的年度審計。

4. 管理資訊揭露

韓國投資公社依據公共機構管理法，將管理資訊揭露於 ALIO 網站，該網站揭露公共機構的營運管理資訊如下：新進員工、董事薪酬及平均員工薪酬、國會年度審計結果、董事會接受業務檢查結果、董事會會議紀錄、內部稽核結果、員工福利、稅款支付等。

三、公務員年金公團

1960 年，韓國公務員年金制度(Government Employees Pension System, GEPS) 創立，是韓國第一個公共退休金，運作有別於私部門退休金，提供多樣的退休給付計畫，例如貸款及住房租售等。制度開辦初期，主要目的是促進公務員的招聘及留用，並希望提升其服務的積極性和競爭力。1963 年，軍職人員脫離公務員年金制度而單獨成其專屬年金制度。韓國私校教師年金制度及國民年金制度則在 1975 年及 1988 年才分別成立，其主要簡介如下：

(一)成立背景及概述

公務員年金公團(Government Employees Pension Service, GEP Service) 於 1982 年成立，是一個類政府組織，負責公務員年金的行政與公務員年金基金(Government Employees Pension Fund, GEPF) 的管理。

公務員年金制度開始時的年金受領者為 2,059 人，2017 年底已增加至 45 萬人。同一時期，公務員年金基金淨值自 5,490 億韓圓增加至 10.9 兆韓圓。2017 年底，公務員年金制度參加人員達 1,599,852 人，其中 1,120,458 人為現

任公務員，退休公務員則有 479,394 人。

2017 年韓國的撫養比率為 40.7 %，預估到 2045 年為 72.7 %，因此韓國公務員年金制度與全球其他公共年金制度一樣，均面臨給付壓力增加的困境，即普遍面臨人口老化、低利率及經濟成長疲弱的挑戰。下圖為現任公務員、退休公務員及撫養比率的歷年圖示。

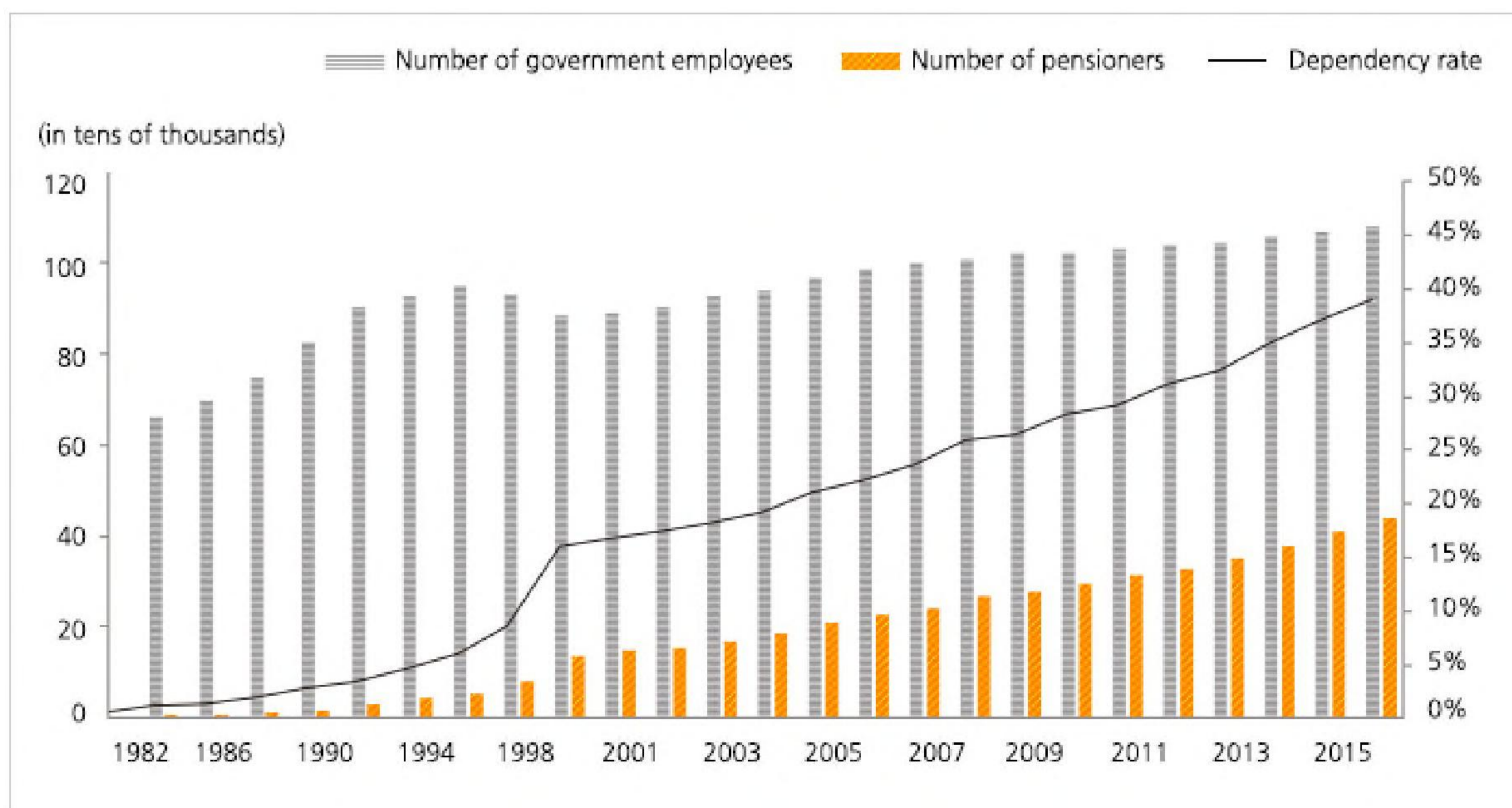


圖 3、公務員、退休公務員及撫養比率圖

(二)成立依據

依據韓國公務員年金法(後修訂為公職人員年金法)於 1982 年 2 月成立公務員年金公團，該特別法明定公務員年金公團為法人型態組織。

(三)年金參加人員

除民選公務員外，公務員年金制度的參加人員涵蓋所有公務員，包含中央政府與地方政府的一般公務員，及公立學校教師、警察、消防員、法官、檢察官等各類公職人員。

(四)資金來源

公務員年金公團運作的資金來源來自政府預算，至於公務員年金給付的資金來源，依給付來源分為提撥性給付 (contributory benefits) 與非提撥性給付 (noncontributory benefits) 兩類，提撥性給付包含退休金、遺屬年金，其

來源為政府及公務員的提撥，2016 年的提撥率為 16.0%，預估到 2020 年，將增加至 18.0% (其中 9% 來自政府，另 9% 來自公務員)；非提撥性給付包含失能給付、退休津貼等，其來源則來自中央政府與地方政府的預算。韓國公務員年金制度的給付方式是採取確定給付制。

(五)主要業務

可概分為公務員的年金行政、會員協助與基金管理 3 大類：

1. 年金行政

(1)年金營運

包含收繳款項及撥付退休給與。

(2)公傷津貼服務

因公傷亡可領取醫療給付、失能給付或死亡給付。

2. 會員協助

(1)貸款

包含助學貸款、退休金貸款及與指定銀行貸款。

(2)住房

包含住房興建後的出售及租賃，以較市價為低的價格提供給公務員，目前已在 33 個社區提供 32,058 個住房。

(3)休閒運動設施

公務員年金公團於韓國境內經營 1 家飯店、1 家休閒中心及 3 家高爾夫球場，提供優惠價格供公務員使用。

(4)客製化福利計劃

公務員年金公團目前針對部分願自費的公務員(現約 60 萬人，占全體公務員約 6 成)，就其健康管理、休閒、自我發展、家庭活動等個別需求，與 72 個組織合作提供自費之客製化服務。

(5)退休生活協助計劃

公務員可於退休前諮詢公團之服務人員有關退休生活規劃的相關主題，退休後亦可持續諮詢。

3. 基金管理

除負責公務員年金的收支外，公務員年金公團亦負責管理公務員年金基金，進行基金的投資管理作業。

(六)重要沿革

- 1960 年：公務員年金制度創立。
- 1963 年：軍職人員脫離公務員年金制度成立專屬制度。
- 1982 年：成立公務員年金公團。
- 1983 年：租賃給公務員的住房開始建造。
- 1989 年：公務員年金公團經營的飯店 Suanbo Sangnok Hotel 開幕。
- 1993 年：出售給公務員的住房開始建造。
- 1998 年：公務員年金公團重組，裁減 556 名員工，約占 43.5%。
- 2000 年：年金基金準備達 1.78 兆韓圓。
- 2010 年：年金基金準備達 5.83 兆韓圓。
- 2010 年：年金改革，包含提高提撥費率、降低退休給付。
- 2017 年：年金基金準備達 10.9 兆韓圓。

(七)組織架構

公務員年金公團最高主管為執行長兼總裁董事，董事會有 6 位董事，除總裁董事外，另有 4 位執行董事及 1 位執行稽核，共有 9 個部門：規劃管理部、年金營運部、福利服務部、客戶服務部、基金管理部、風險管理部、年金研究機構、資訊室及稽核室。各部門業務如下：

1. 規劃管理部：創新規劃、人資法務、營運支援、公關，95 人。
2. 年金營運部：收繳、給付、公傷津貼服務，119 人。
3. 福利服務部：福利計劃、住房、退休協助、貸款，104 人。
4. 客戶服務部：會員電話中心、9 個地區辦公室，106 人。
5. 基金管理部：基金資產投資管理，30 人。
6. 風險管理部：基金投資風險管理，9 人。
7. 年金研究機構：年金主題有關研究，18 人。

8. 資訊室：資訊技術支援，31 人。
9. 稽核室：各部門業務稽核，11 人。

2018 年 8 月底，公務員年金公團含 6 位董事在內，合計 529 人。

(八)治理框架

韓國公務員年金制度的治理框架包含 3 個部分：韓國人事管理部 (Ministry of Personnel Management, MPM)、公務員年金公團、中央與地方政府有關機關。

1. 上級監理機關-韓國人事管理部

人事管理部的年金福利處負責辦理：

- (1) 公務員年金法的修訂。
- (2) 監理公務員年金公團。
- (3) 制定公務員給付方案。

人事管理部另設 3 個委員會協助辦理下列任務：

- (1) 公務員年金營運委員會：協助辦理研商年金制度、財務預測、基金投資及其他公務員給付方案
- (2) 公務員年金給付複審委員會：協助辦理對於年金給付審議委員會所做決定而被申訴案件的複審作業。
- (3) 危險工作撫卹審議委員會：研商公務員死亡與執行公務及工作狀態的關係(即評估該工作狀態是否危險)。

2. 公務員年金公團接受人事管理部委託辦理下列業務：

- (1) 自有關機關收繳提撥款項。
- (2) 支付退休給與。
- (3) 年金基金管理作業。
- (4) 人事管理部所交付的其他雇員給付計畫。

公務員年金公團下設公務員年金給付審議委員會協助辦理公務員於上班時間內死亡是否與執行業務有關的審議事宜。

公務員年金公團的董事會則負責審議與公務員年金制度有關

的重要事務。

3. 韓國中央與地方政府有關機關協助公務員年金公團辦理：

(1) 自本身所轄政府機關收取提撥款項。

(2) 紀錄個別公務員年金有關資訊並提供給公務員年金公團。

四、美世諮詢公司

美世諮詢公司(Mercer)為大型退休基金、國家主權基金、校務基金、基金會、退休計畫、政府及受託人提供投資建議及實務解決方案，從策略、結構、執行以及善良管理等各投資流程，提供全程解決方案。截至 2017 年 6 月 30 日止，該公司全球諮詢資產規模 11 兆美元，全球排名第一，在全球 21 個國家 62 個城市均設有據點，員工人數約 2,200 人。



圖 4、美世諮詢公司概况

美世諮詢公司所提供之服務，依照客戶對於控制與偏好程度，可以區分為工具與研究、顧問與解決方案等 3 類型：

(一) 工具與研究：提供全球投資經理人資料庫、績效分析、投資研究、資本市場研究、作業實地訪查、市場情報、費用基準等。

(二) 顧問：提供投資策略、資產配置與投資組合建構、投資經理人選任、盡職調查等。

(三) 解決方案：委任管理、主流資產、另類投資、負債管理、科技解決方案、作業執行等。

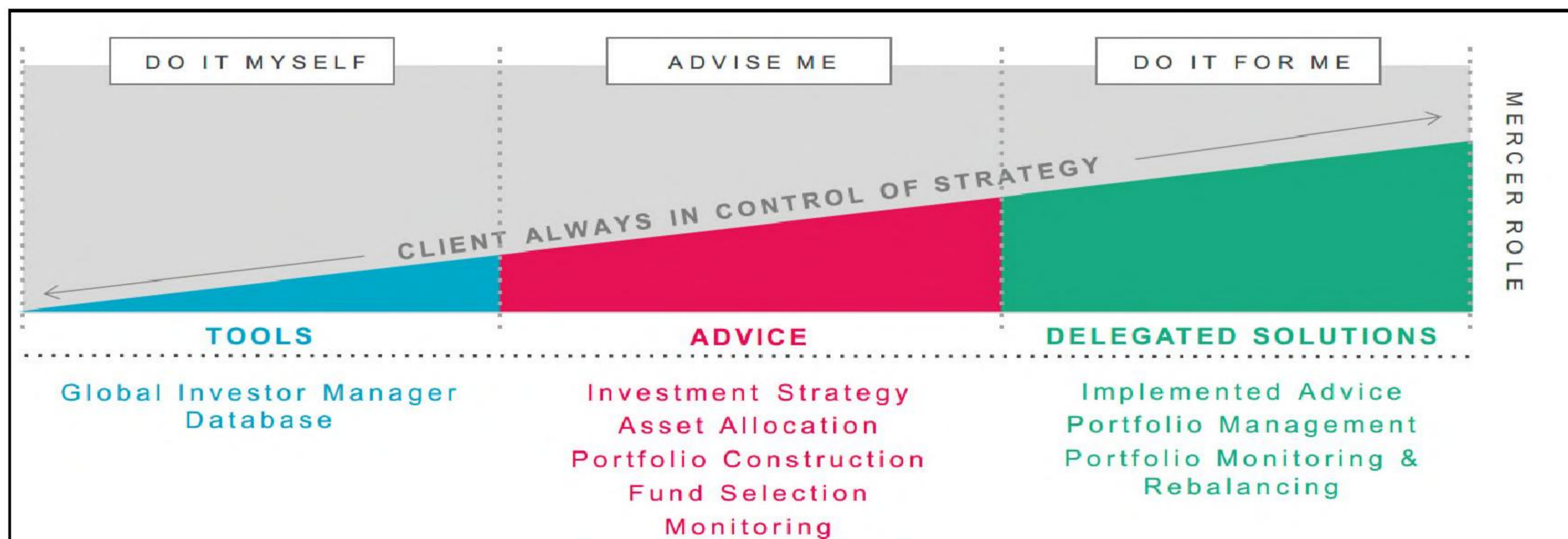


圖 5、美世諮詢公司服務架構

參、參訪重點概述

有關本次參訪議題部分，摩根大通銀行為韓國機構投資人發展趨勢、未來經濟展望及市場策略等；韓國投資公社及公務員年金公團為資產配置、投資哲學、風險管理及組織運用機制等；摩根資產管理公司為全球投資趨勢、資產配置等；美世諮詢公司為韓國退休金概況、全球退休基金投資趨勢等。

一、摩根大通銀行

謹就參訪摩根大通銀行有關韓國機構投資人發展趨勢、未來經濟展望及市場策略等議題分述如下：

(一) 韓國機構投資人發展趨勢

1. 韓國金融業概況

韓國金融業務可分為三大族群：花旗銀行與匯豐銀行在零售銀行業務（Retail Banking）和批發銀行業務（Wholesale Banking）均有，然而在零售銀行業務部分由於受到當地四大銀行(韓亞銀行、國民銀行、新韓銀行、友利銀行)強力競爭，且受到政府高度規管，零售銀行業務已有部分調降；美國銀行及摩根大通銀行則專營批發銀行業務，且在銀行及證券業務衡平發展；瑞士信貸、高盛、摩根史坦利則專注證券業務。

2. 韓國機構投資人發展趨勢

韓國主要機構投資人有國民年金公團、韓國投資公社、三星生命保險等，近幾年主要面對以下挑戰：

- (1)由於當地流動資金充裕，同時亦有龐大海外資金，面對低利率甚至負利率環境，機構投資人需要做好現金管理，同時積極尋求非傳統投資標的，在約 20 年前韓國機構投資人都還相對保守，而金融業者亦逐漸提供服務和產品等予相關機構，俾使不同幣別資金運用組合獲得正報酬，增加海外資產相關投資，同時投資在另類投資如不動產、基礎建設等以提升報酬率。

- (2) 由於私部門資產管理業者薪資水平較高，主要機構投資人例如國民年金公團、韓國投資公社不易招納及維持高品質人才。
- (3) 韓國退休基金可以融資予企業，韓國政府重大建設亦多鼓勵退休基金投入，由於退休基金本質上似宜以確保資金安全為重，韓國當地對於前開作法已有很多討論。
- (4) 在外匯管理方面，以機構投資人持有韓圓、美元和非美元三種分類來看，韓圓部分約占資產 70%，目前緩步增加美元曝險，然而通常不會超過資產 20%，至於非美元幣別如歐元和日幣等，則多在資產 10%，整體而言仍以韓圓為主，同時韓國政府對於匯率穩定相當關注。
- (5) 股東行動主義在韓國市場逐漸興起，政府部分雖然鼓勵當地退休基金投入公司治理，但亦擔憂國外股東介入，以 2015 年三星集團子公司爭議性合併案為例，美國投資機構 Elliott Management 即表達反對，嗣後並對韓國政府提起訴訟。

(二) 未來經濟展望

1. 全球經濟展望

全球經濟市場預期仍有高於趨勢的 GDP 成長，預估 2018 及 2019 成長率分別為 3.3% 及 3.2%，然而由於消費型態及資本支出等差異，已開發國家和新興市場則又有差異，已開發國家 2018 及 2019 成長率分別為 2.3% 及 2.2%，新興市場則為 4.8% 及 4.9%。雖然今年第 1 季終端需求有短暫的下檔，然消費基本面仍然強勁，而企業利潤雖然受到緊縮的勞動市場影響，整體收益仍舊強勁，提供全球經濟良好的回饋。另市場對於美中貿易糾紛仍視為最大風險，以目前加徵的關稅推估將影響全球 GDP 約 0.25%。

	Avg 00-15	%y/y			%q/q saar				
		2017	2018	2019	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Developed markets	1.7	2.3	2.3	2.2	2.2	1.6	2.8	2.8	2.3
US	2.0	2.2	2.9	2.4	2.3	2.2	4.1	3.5	2.5
Euro	1.2	2.5	2.2	2.2	2.8	1.5	1.5	2.5	2.3
Japan	0.9	1.7	1.0	1.4	0.8	-0.9	1.9	1.5	1.5
Emerging markets	5.8	5.1	4.8	4.9	4.8	5.6	4.1	4.3	4.6
EM Asia	7.4	6.2	6.0	5.9	5.8	6.5	5.8	5.6	5.7
China	9.6	6.9	6.6	6.4	6.6	6.9	6.7	6.0	6.3
Korea	4.3	3.1	2.8	2.7	-0.8	4.1	2.8	3.0	2.4
Latin America	3.5	1.7	1.6	2.7	2.4	3.2	-0.6	1.1	2.3
EMEA EM	3.9	3.9	2.9	2.5	3.0	4.7	1.9	1.7	1.8
Global (JPMorgan universe)	2.8	3.3	3.3	3.2	3.2	3.1	3.3	3.4	3.2

Source: J.P. Morgan

圖 6、全球經濟成長預測

美國近年經濟展現強勁復甦，在消費活動及不動產市場已達到穩定擴張水準，且就業市場表現穩定，在國內及全球成長好轉下均提振商業信心，企業投資逐步改善，預期聯準會將持續進行緊縮貨幣政策。另一方面美國企業今年第 2 季財報顯示美國企業盈餘增長，大多數產業公布的獲利成長都達到兩位數。

歐元區國家自 2013 年起即處於經濟正成長，同時綜合採購經理人指數 (PMI) 維持在擴張線上，隨著就業市場改善，失業率達到全球金融危機以來的最低水準，消費者信心有所加強，刺激家庭支出大增。信貸狀況仍然良好，資本支出的領先指標亦仍有利。另市場擔憂土耳其金融危機恐波及歐洲國家部分，由於多數歐洲國家對土耳其的出口佔其國內生產毛額的比重多在 1% 以下，對歐洲影響相對不顯著。

新興市場部分，土耳其、阿根廷等國家由於金融狀況緊縮及美元走強等因素，預期未來經濟展望不佳，並可能面臨衰退，然該等國家占全球經濟比重小，不致影響全球經濟成長趨勢。

2. 韓國經濟展望

韓國經濟發展已脫離開發中國家，偏向已開發市場，韓國在 2017 年 GDP 成長率為 3.1%，今明兩年則預估為 2.8% 及 2.7%，就整體而言仍相對平穩，同時作為主要半導體出口市場，經濟表現與全球科技產業資本支出密切相

關，韓國科技產業為主要經濟復甦來源。觀察韓國相關外部需求，美國耐久財訂單仍然堅實，提供新興亞洲市場出口市場，而韓國製造業 PMI 出口訂單仍在榮枯線上，預期第 3 季出口為漸進復甦。

Table 1: Real GDP
%q/q, saar

	2017			2018	
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
Real GDP	2.6	5.7	-0.8	4.1	2.8
Private consumption	4.1	3.2	4.1	2.8	1.3
Government consumption	4.9	7.7	2.0	8.9	1.3
Fixed investment	7.4	3.7	-4.7	8.2	-10.5
Construction	3.6	4.5	-8.9	7.5	-5.1
Facilities, equipment	18.2	0.8	-2.6	14.3	-23.9
Export of goods and services	-10.2	24.2	-19.6	18.6	3.2
Import of goods and services	-3.8	13.4	-10.9	21.1	-10.0

Source: BoK

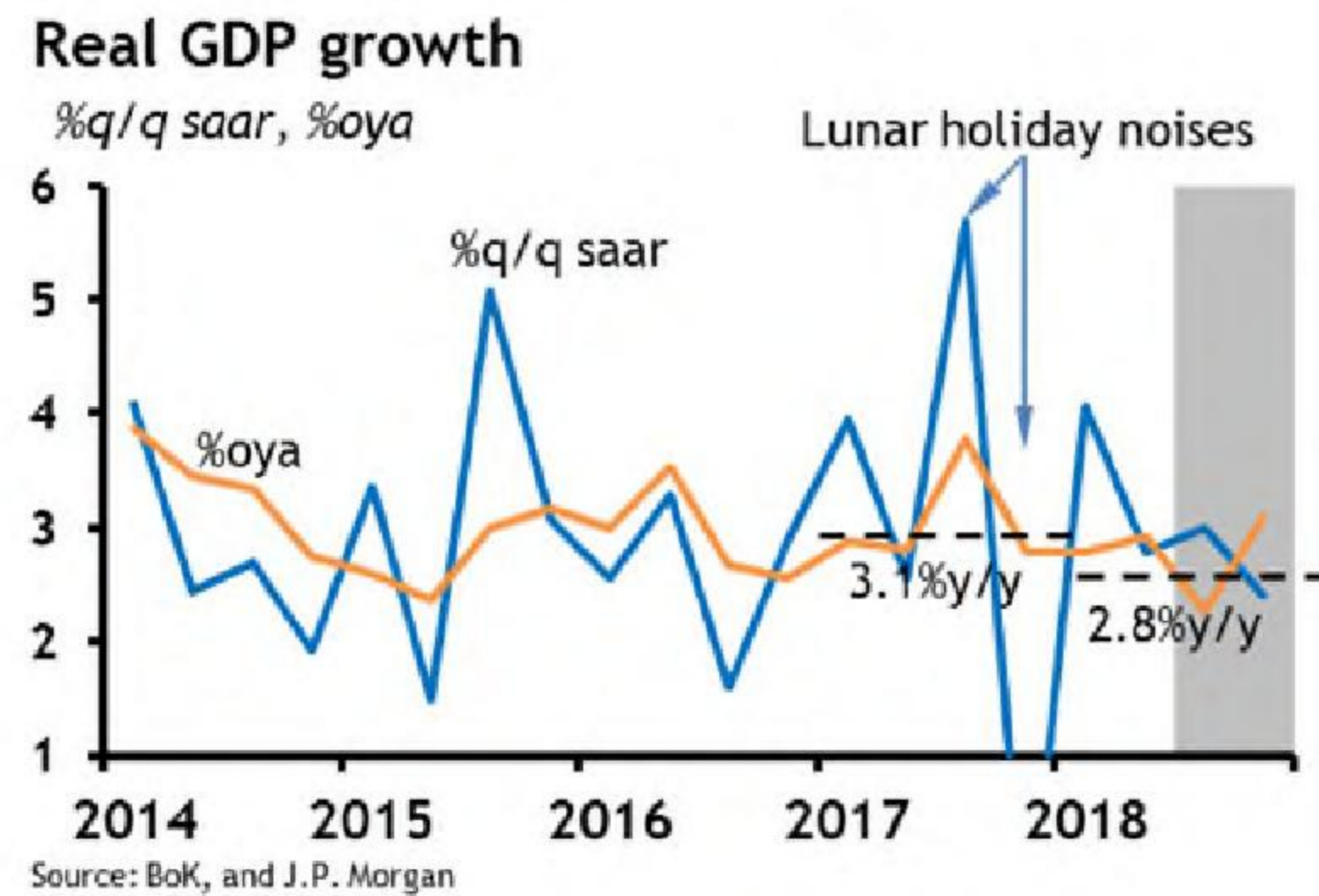


圖 7、韓國實質 GDP 成長

另就科技業景氣循環、成長阻力、勞動市場、財務政策、通膨等簡要說明如後：

- (1) 科技業景氣循環：短期內雖然有季節性阻力，但半導體出口仍處於高檔，蘋果新品推出亦有助於出口。中期而言，半導體出口價格成長漸趨平穩，預期明年半導體出口價值仍相當穩定。
- (2) 成長阻力：由於企業獲利已達高點，預期 2018 年設備投資平緩，當地資本支出成長將趨緩，同時貿易條件指數下降，相對而言貿易處於不利的地位，恐影響企業獲利。另外營建業先行指標開工率已於 2017 年上半年達到高峰，建造活動預期在今年下半年對整體 GDP 造成負面影響。
- (3) 勞動市場：由於製造業 GDP 成長率出現復甦跡象，預期在製造業就業率亦將隨之好轉，服務業部分，由於短暫的外國旅客下降現象已逐漸消退，就業率預期將持續平穩復甦。
- (4) 財政政策：韓國政府在 2018 年下半年針對汽車徵收的特別消費稅稅率將由 5% 下調到 3.5%，並計劃在現行預算內重新分配國家管理基金與國營事業的資金，增加 4 兆韓圓財政支出，相關政策將為韓國國內需求提供緩衝，然而 2018 年財政盈餘將縮窄至 GDP 的 1.2%。

- (5) 通膨率：通膨率在年底預期將達到 2%，雖然需求面的價格壓力不強，但由於油價上漲和韓圓貶值，供給面的價格壓力將逐漸增強。
- (6) 貨幣政策：從韓國央行貨幣政策委員會會議紀錄觀察，預期在今年第 4 季利率會上升 25 個基點。中期而言，考量充足的勞動市場將限制工資成長，利率正常化將以緩步方式進行。
- (7) 南北韓問題：考量多方參與者誘因，突破性的進展可能性相當大，然而考量生產力差異、邊境管制和政治情形，南北韓全面整合不太可能依循德國經驗，而較可能採漸進模式。

(三) 市場策略

1. 亞洲科技業投資主題

- (1) 蘋果供應鏈：由於對貿易戰爭的恐懼與 LCD 背光問題，導致廠商對生產庫存相當謹慎，然而相對於市場預估約年出貨量下降 10%，基於對較大螢幕及雙 SIM 卡的替換需求，以及相對於 iPhone 8 plus 的便宜選擇，摩根大通銀行預期出貨量仍屬平緩趨勢。

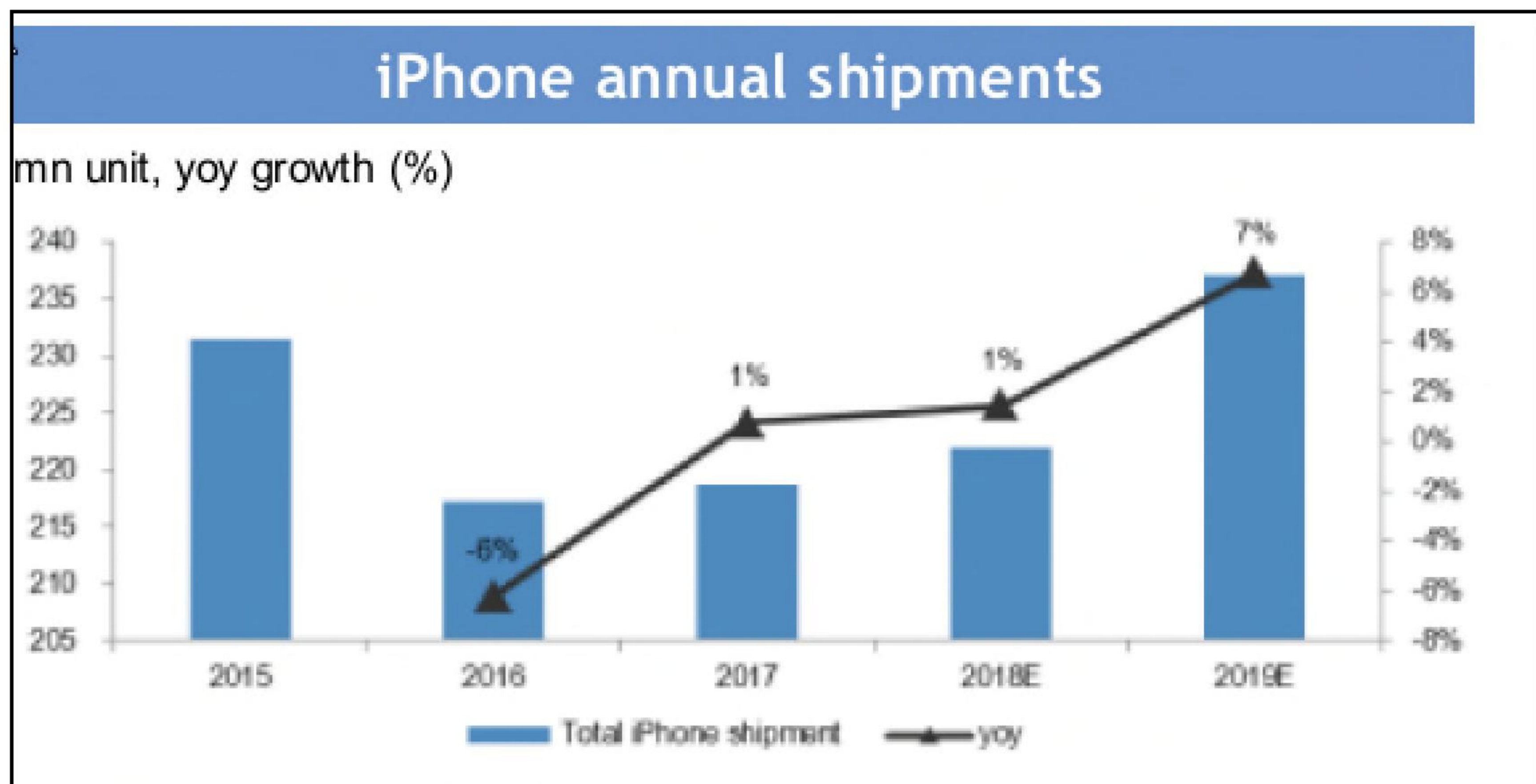
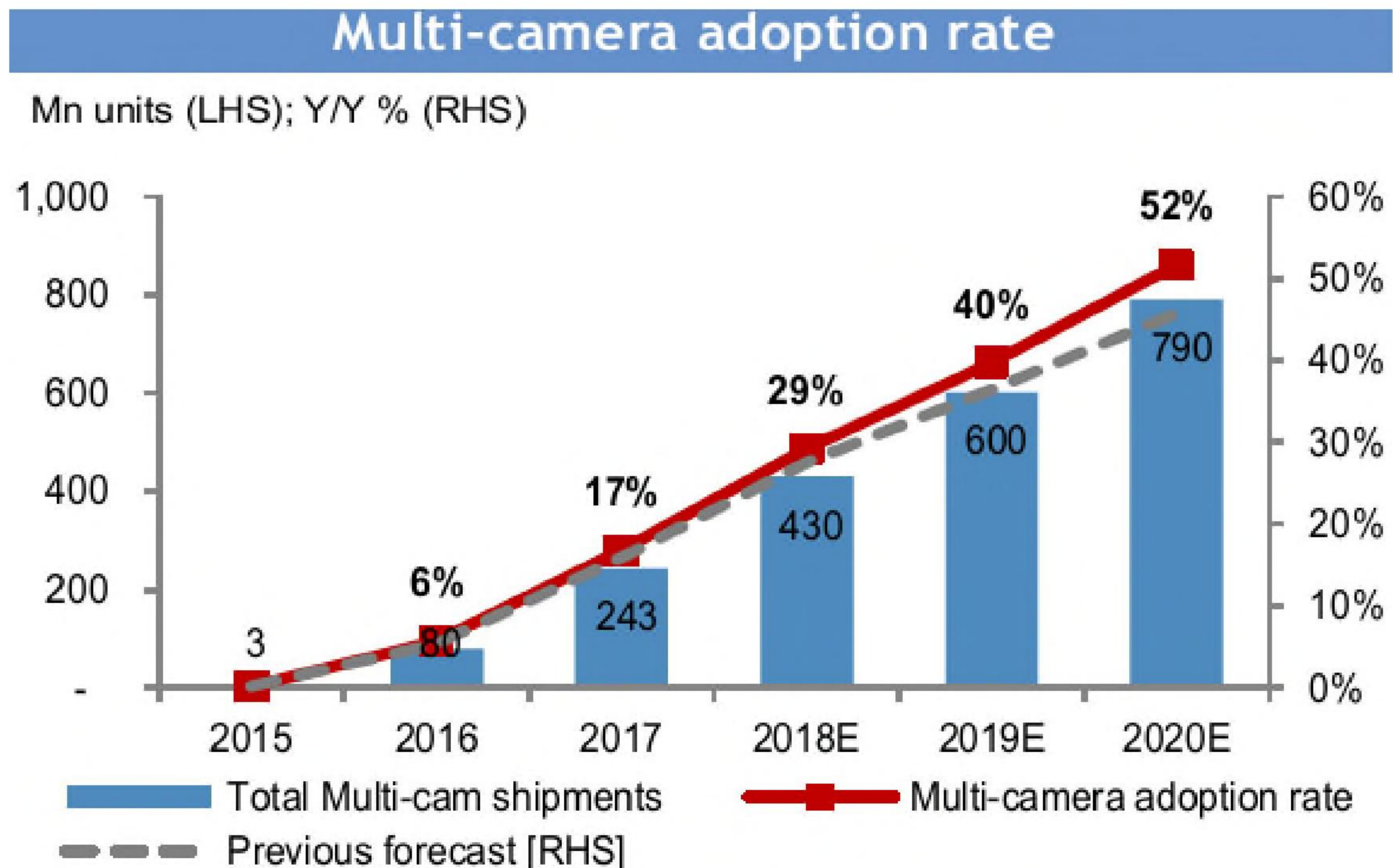


圖 8、蘋果年出貨量

- (2) 智慧手機規格升級：多鏡頭的採用率預計從 2017 年的 17% 提升至 2020

年的 52%，同時蘋果亦可在明年採用 3 鏡頭。3D 感應部分，單就蘋果而言，2018 年出貨量可能年成長 3 倍，至於 Android 系統由於成本較高，採用速度較緩，整體 3D 感應採用率預計從 2017 年的 3% 將提升至 2020 年的 25%。至於無邊框螢幕自 iPhone X 首次亮相後，中國推出更多全屏模型，該設計將需使用覆晶薄膜封裝驅動 IC。



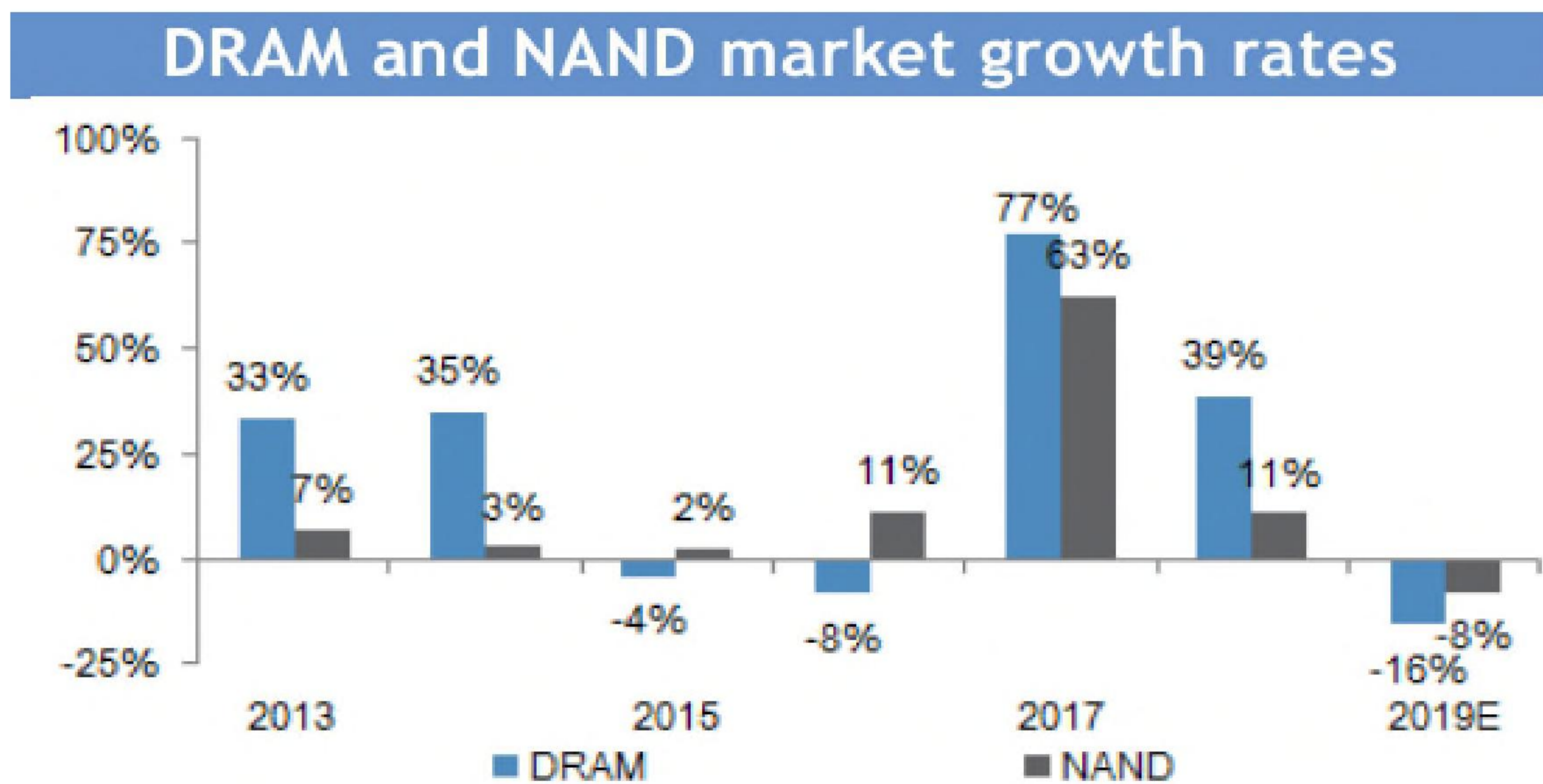
Source: Company data, J.P. Morgan estimates.

圖 9、多鏡頭採用率預估

(3)手持裝置：手持裝置全球出貨預估至 2020 年將有 1.5%的複合年均成長率，同時主要廠商將取得更多市占率，蘋果、三星及中國四大手機廠市占率 2016 年合計達 64%，2017 年升高至 69%，在今年度可能更進一步升高。

(4)記憶體：由於 3D NAND 的產量提高以及 3D NAND 的產品組合有所改變，2018 年和 2019 年累計供應量增長約 40%，市場進入供過於求的局面，預計 2018 年平均銷售均價將出現高百分比的修正，另 2019 年需求將有所增長，但預期仍將有個位數的下降。至於 DRAM 預計 2018 年的平均銷售價格將增長 16%，使得 DRAM 市場價值達到 1,000 億美

元。在 2019 年供應健康增長的情況下，價格會出現強勁調整（約 30 %）。



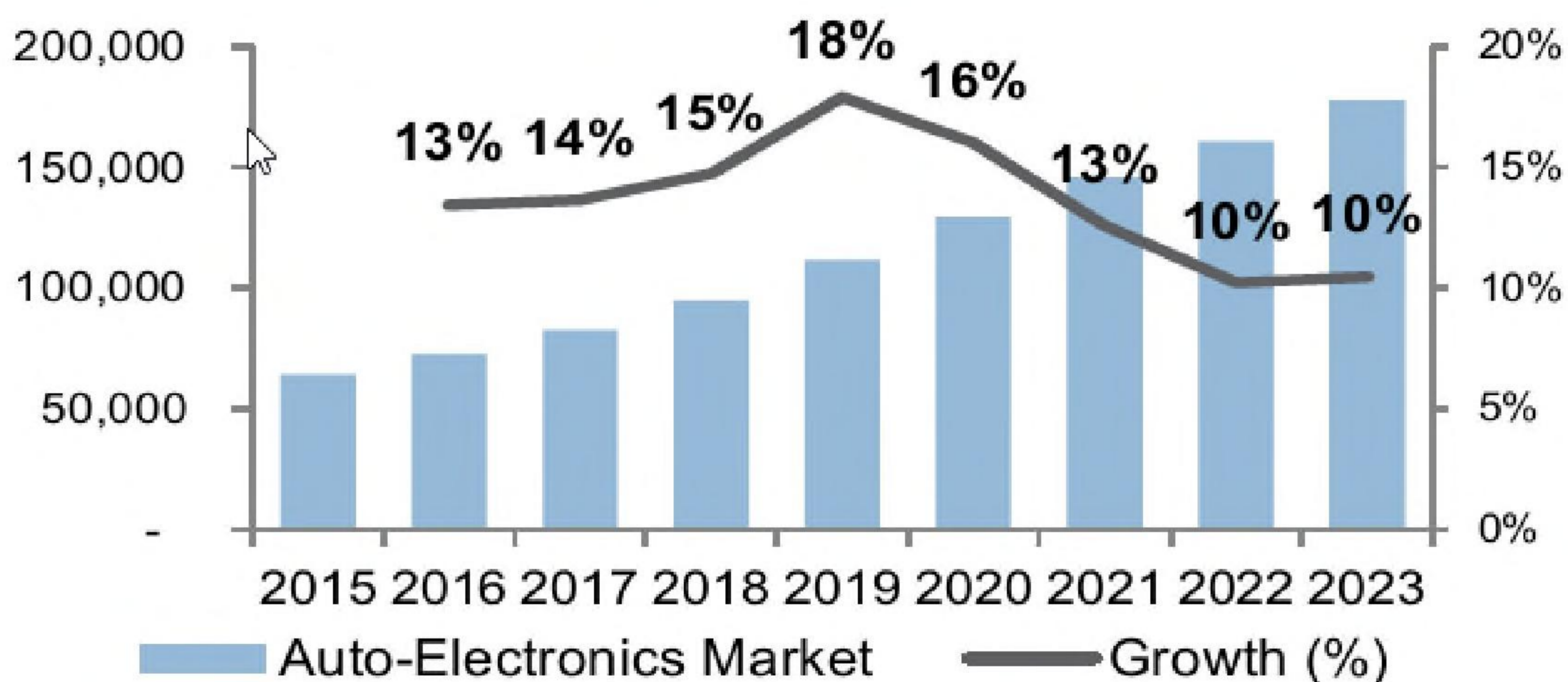
Source: WSTS, J.P. Morgan estimates.

圖 10、DRAM 及 NAND 市場成長率預估

- (5)伺服器：中國市場在 2018 年上半年表現強勁的需求，因此第 3 季有些下降，阿里巴巴和一些規模較小的公司可能會伺服器訂單在第 4 季度有所下滑，而騰訊則可能出現溫和上行空間。至於美國超大規模支出保持不變，臉書和微軟繼續大量支出，谷歌和亞馬遜亦呈現穩定。
- (6)汽車電子：動力傳動系統電子化、先進駕駛輔助系統和自動駕駛系統的發展是汽車電子增加的原因。電動汽車市場將從 2017 年的 300 萬輛增長到 2020 年的 760 萬輛和 2025 年的 1860 萬輛。
- (7)電動汽車電池：2017 年電動汽車電池市場規模為 144 億美元（主要來自純電動汽車），整體成長率下降，主要原因是 2016 年基期較高和中國商用車需求低於預期，而 2018 年預估電池市場成長率將恢復到兩位數，並且在滲透率上升的背景下，預計到 2020 年皆可能會加速成長。

Auto electronics market size and growth trend

US\$ in millions, growth (%)



Source: J.P. Morgan estimates

圖 11、車用電子市場規模與成長率預估

(8)美中貿易糾紛影響：由於價格上漲和需求下降，貿易關稅對於科技產業具負面影響，中國是除了半導體和顯示器外最大的科技產品製造地，提高中國進口關稅對美國消費者而言將導致潛在的價格上漲。蘋果公司可能是受影響最大的企業，該公司約 35%至 40%的收益來自美國，但產品製造幾乎皆在中國完成，另白色家電、個人電腦、伺服器及監視鏡頭可為潛在受影響產業，至於技術移轉禁令可能阻礙中國供應鏈發展，亞洲的企業可能因此獲益，此外中國亦可能提出報復性措施，使得當地供應商獲益。

2. 韓國策略

由於近期波動的總體環境，MSCI 韓國指數本益比平均約在 8 倍，相較於 5 年平均數約低了 1 個標準差，從評價而言具有吸引力，但由於缺乏短期催化劑和國際貿易糾紛不確定性，預計市場將在一段時間內保持區間震盪。另外 MSCI 韓國指數本益比扣除三星電子後則上升至 10 倍，倘再扣除 SK 海力士則進一步提高到 11 倍，三星電子和 SK 海力士由於收益週期性和缺乏營利能見度，前開兩家公司本益比約在 4 到 6 倍間。

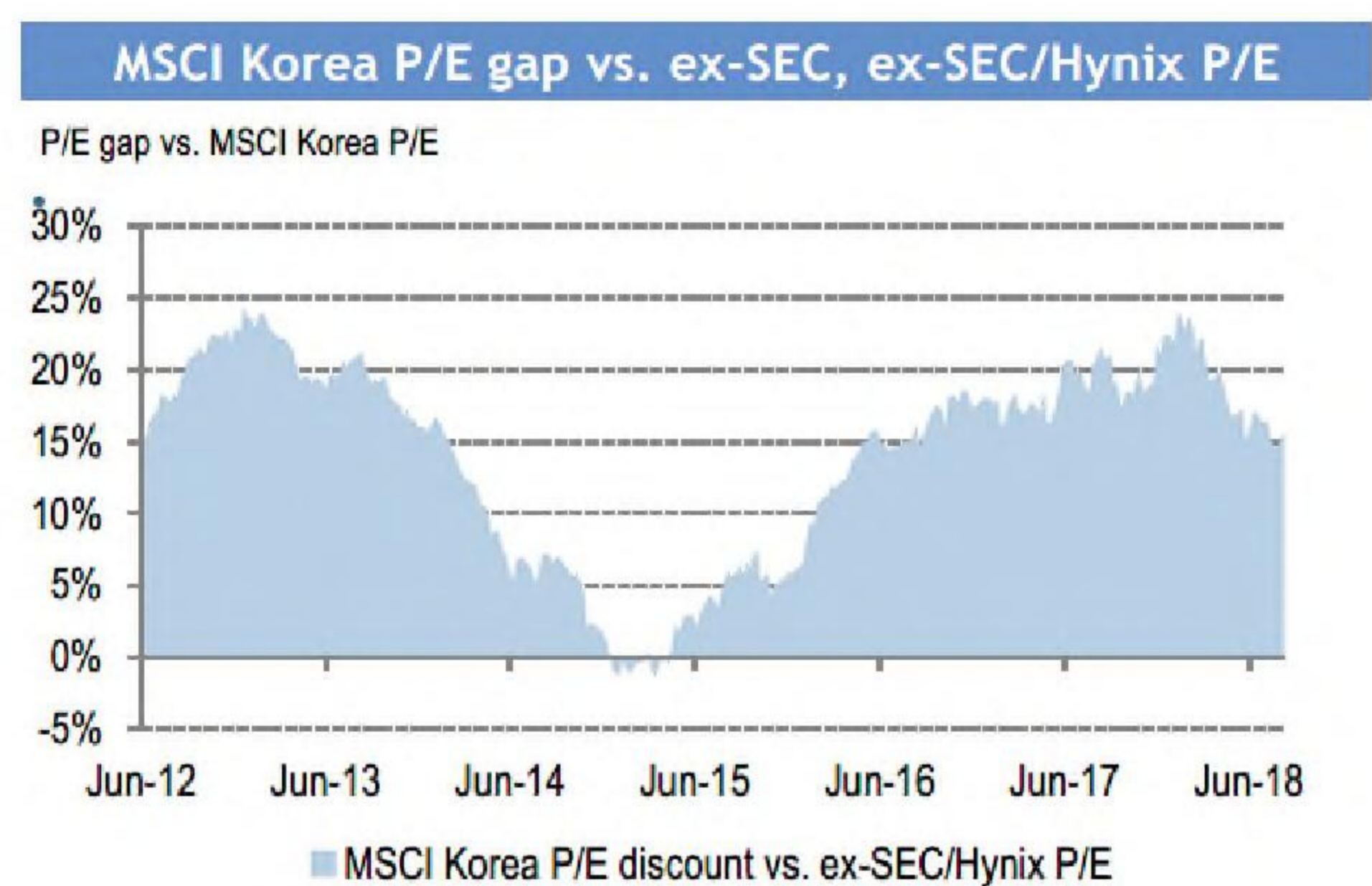
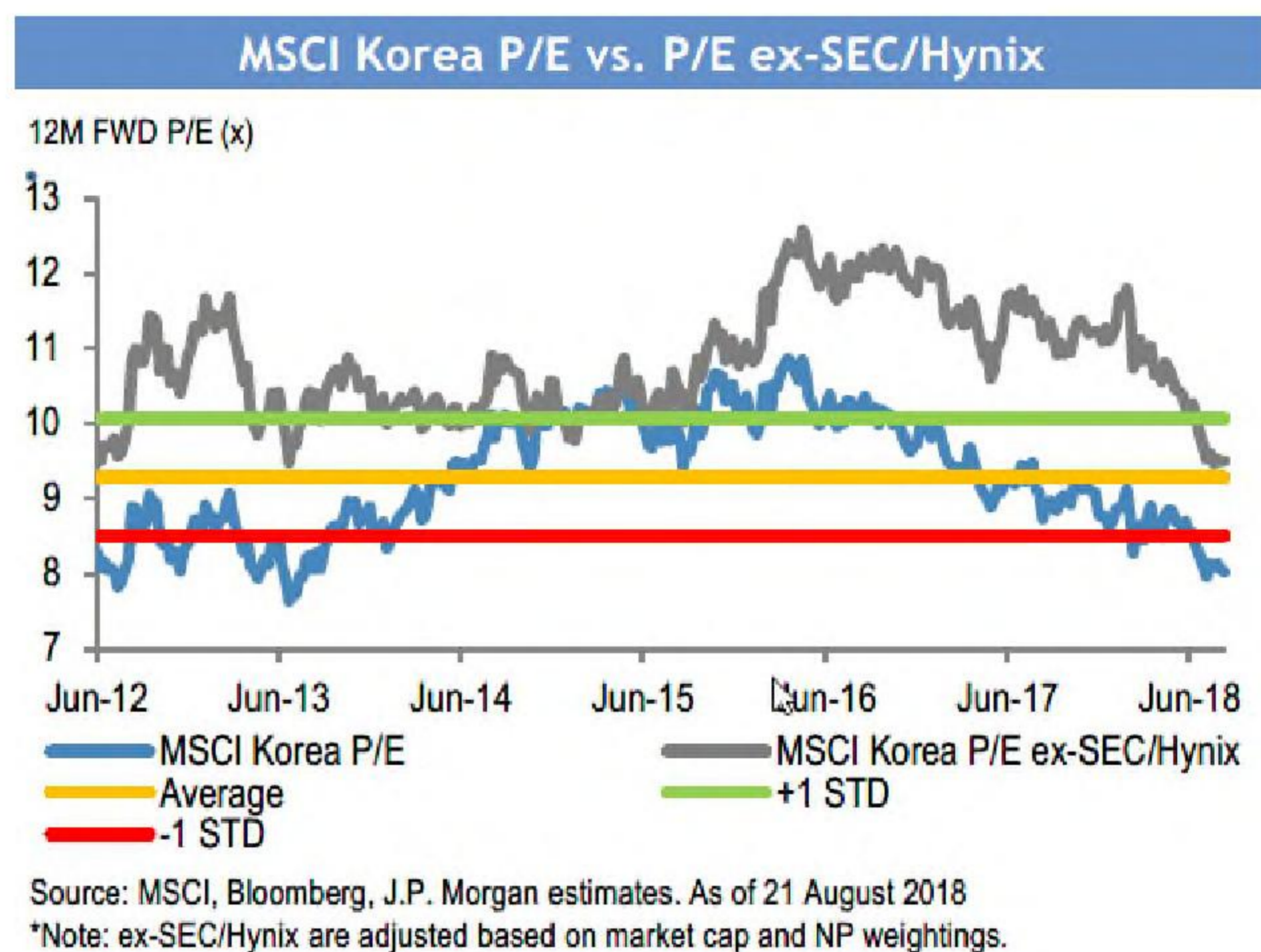


圖 12、MSCI 韓國指數本益比

在盈餘展望部分，韓國企業 2018 年在營收、營利和淨利等 3 部分將分別有 6%、18%及 16%的成長，而在 2019 年預估分別是 3%、-4%及-2%，營利和淨利將有些微衰退。產業看好度方面，未來相對看好汽車、能源、鋼鐵和保險業，科技業、博弈業、健康照護、網路遊戲及電信業則相對不看好。

	Sales growth		OP growth		NP growth	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
Autos	1%	6%	6%	33%	18%	38%
Banks	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	17%	0%
Casino	0%	9%	-1%	10%	-8%	7%
Consumer	9%	10%	11%	16%	35%	-5%
Energy	12%	3%	2%	12%	5%	12%
Healthcare	12%	39%	27%	115%	-5%	turn (+)
Insurance	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	52%	3%
Internet & Game	13%	22%	-11%	35%	14%	21%
Retail	3%	4%	18%	30%	47%	160%
Shipbuilding	-21%	11%	-3%	turn (+)	turn (-)	turn (+)
Steel	16%	-3%	14%	15%	26%	16%
Technology	8%	1%	24%	-16%	19%	-16%
Telecom	-1%	2%	-2%	-4%	17%	0%
Others	26%	14%	12%	14%	20%	20%
Korea	6%	3%	18%	-4%	16%	-2%
ex. SEC/Hynix	6%	5%	1%	24%	8%	17%
ex. Tech	6%	5%	5%	21%	12%	15%

圖 13、韓國產業成長率預估

在資金流向部分，韓國綜合股價指數由於企業上修盈餘支撐，在外資 6.3 兆韓圓的匯入下，2017 年持續創新高，2018 年則由於平靜的業績、總體經濟不確定(如美朝峰會、貿易戰爭及全球股市修正)、疲弱的國內經濟數據以及外資匯出約 3.3 兆元影響，市場表現相對橫盤整理。

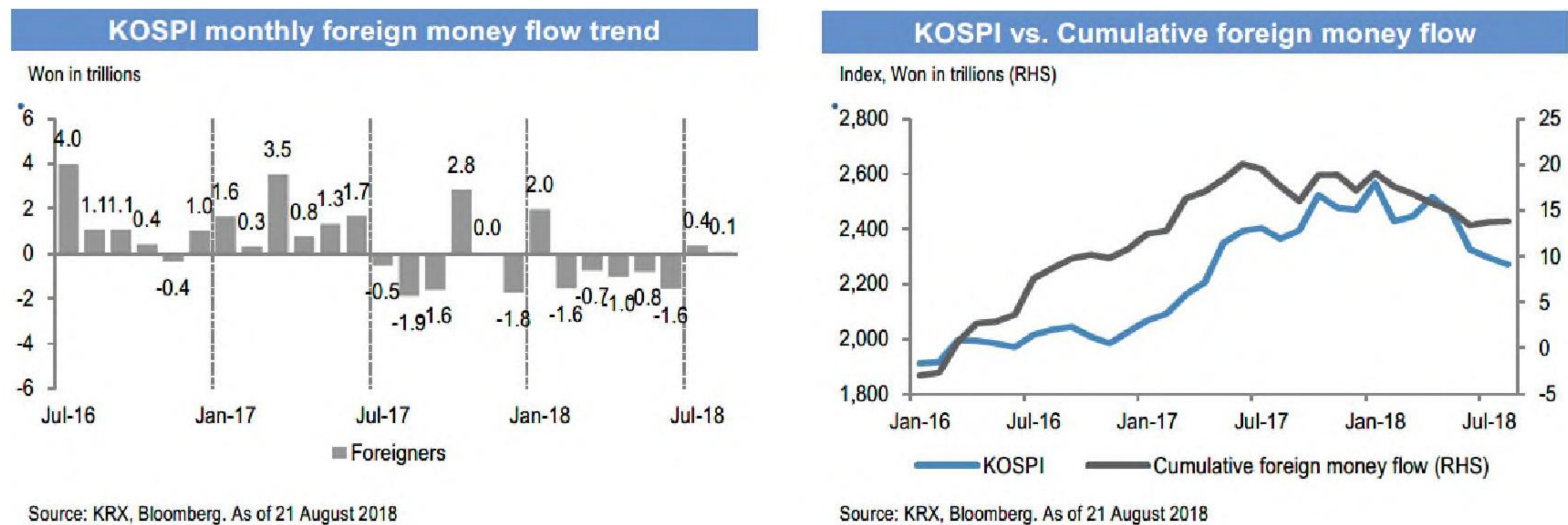


圖 14、韓國外資資金進出

二、韓國投資公社

謹就參訪韓國投資公社有關投資哲學、信念及政策、資產配置、報酬、投資指標及風險管理等議題分述如下：

(一) 投資哲學、信念及政策

1. 投資哲學

- (1)長期投資：相信長期投資，藉此利用短期波動所形成的投資機會，追求較高及穩定的報酬。
- (2)判別真實價值：藉由系統性的評估真實價值(intrinsic value)，得以發掘價格被低估資產的投資機會。

2. 投資信念

- (1)長期而言，長期投資可較短期投資產生較高的報酬。
- (2)資產配置是決定投資組合絕對報酬的最重要因素。
- (3)多元投資是達成高報酬風險比的有效方法。
- (4)投資風險性或低流動性資產可得到風險溢酬。
- (5)股票市場本質上是不具效率性的。

- (6)在非效率性市場下，以研究為基礎的價值投資能產生超額報酬。
- (7)具備堅實投資哲學及產業基本面的外部資產管理人，能在波動的市場下產生穩定的報酬。
- (8)系統化的經營可導致較有效的資產管理及改善長期投資績效。
- (9)對創造永續投資報酬而言，堅強的團隊合作及透明週知的治理是必要的。
- (10)有效的控制及費用的控管，是得以持續增值的重要因素。

3. 投資政策

- (1)投資目標：於適度風險水準內，追求持續穩定地超越投資指標的投資報酬。
- (2)投資原則：於審慎投資及責任投資下，透過下列原則以提高投資報酬：藉由多元投資來分散過度投資單一市場或資產的風險；適度彈性調整以主動追求投資機會。
- (3)可投資資產種類：有價證券、衍生商品、外國貨幣、存款、不動產及其他韓國投資公社法允許的投資標的。
- (4)投資方針：對於不同資產種類的投資，包含委任給外部基金經理人代管的資產，應依據該資產委託人（例如韓國中央銀行）的投資政策及投資方針來辦理，投資方針中應包含：投資目標、投資指標、可投資資產種類、投資限制、投資績效評估的標準及方法、投資績效報告的方法。
- (5)策略性資產配置：由指導委員會研商後決定。

(二) 資產配置、報酬及投資指標

1. 綜述

- (1)2017 年底，傳統資產占 85.6%，另類投資占 14.4%。另類投資包含對沖基金（hedge funds）、私募股權（private equity）、不動產及基礎建設。另類投資採漸進增加的方式，2016 年底占 13.7%。
- (2)年化報酬率部分，2017 年底往前 5 年平均為 5.99%，自 2005 年成立以來平均為 4.45%。2017 年報酬率為 16.42%，同年 MSCI 全球股票指數

上漲 23.97%，Barclays 全球債券指數上漲 7.39%，S&P 能源總報酬指數上漲 5.15%。

(3)自成立以來權益證券的年化報酬率平均為 4.07%，固定收益證券平均為 4.14%。

(4)2008 年全球金融風暴當年報酬率為-17.67%。

2. 2017 年底資產配置

傳統資產占 85.6%，其中權益證券 555 億美元，占 41.4%、固定收益證券 456 億美元，占 34.0%、其他含通膨連結債券、大宗商品及現金等約 137 億美元，占 10.2%；另類投資占 14.4%，其中對沖基金 47 億美元，占 3.5%、私募股權 65 億美元，占 4.9%、不動產及基礎建設 78 億美元，占 5.8%、約當現金 3 億美元，占 0.2%。

3. 另類投資報酬率

自進行另類投資以來的年化報酬率平均為 7.37%，其中對沖基金自 2010 年 1 月 29 日起年化報酬率平均為 5.65%、私募股權自 2009 年 9 月 16 日起年化報酬率平均為 7.11%、不動產及基礎建設自 2010 年 3 月 15 日起年化報酬率平均為 8.07%。

4. 各類資產投資指標

權益證券：MSCI 全球股票指數(除韓國外，未避險)

固定收益證券：Barclays 全球債券指數(除韓國外，未避險)

大宗商品：S&P 能源總報酬指數

通膨連結債券：Barclays 全球抗通膨債券指數

現金：BofA Merrill Lynch 3 個月期美國國庫券

對沖基金：BofA Merrill Lynch 3 個月期美國國庫券+3.5%(延遲 1 個月)

私募股權：MSCI 全球股票指數(除韓國外，未避險)+ 2%(延遲 3 個月)

不動產及基礎建設：G7 通膨率+ 4%(延遲 3 個月)

(三) 風險管理

1. 目標

在預設風險範圍內管理投資組合的投資風險，並避免下檔風險。

2. 架構

由董事會提出包含風險限額等的風險管理政策，經指導委員會之下的風險管理及稽核委員會審議後，提報指導委員會複審及討論通過後，交由董事會監督政策的執行。

上述的討論及提報過程中，指導委員會之下的風險管理及稽核委員會與董事會之下的風險管理工作委員會，共同研訂個別投資組合管理的風險管理方針。董事會之下，與投資管理部分開單獨設立風險管理部，即是著眼於執行風險評估及投資後監控所需的獨立性及自主性。

3. 分類

韓國投資公社將風險分為 5 類，各種風險皆有量化指標及風險限額，於投資流程中，各種風險量化指標皆會進行估算及追蹤：

(1) 市場風險

傳統資產以事前追蹤誤差作為風險指標。以 2017 年而言，韓國投資公社將傳統資產投資組合的事前追蹤誤差設定範圍為 55-80 個基點 (bps)，其中權益證券為 40-70 個基點，固定收益證券為 30-60 個基點，亦會利用風險值、壓力測試及尾端風險來管控下檔風險。

對於另類投資 (alternative investments)，韓國投資公社就主要投資執行盡職調查，以分析投資團隊的風險因素。

(2) 信用風險

韓國投資公社將信用風險分為證券信用風險及交易對手信用風險。證券信用風險管理係採用 Moody、S&P 及 Fitch 的信評，以設定最低可投資信用等級及發行者投資限額的方式來處理；交易對手信用風險管理係對交易對手設定最低信用等級，並依交易對手的信用等級設定投資限額。

(3) 衍生商品風險

為避免過度交易槓桿性衍生商品，嚴格監控交易部位以執行限

額控管。

(4) 營運風險

營運風險的目標是避免因不當的內部程序、員工行為、資訊系統及外部因素而引起的財務損失。韓國投資公社透過定期的員工自我檢查調查以管控此種風險。內部投資流程則區隔前台、中台及後台。法遵主管負責監管所有與營運風險相關的事件。

(5) 法律風險

所有與投資相關的契約及文件，於投資前都需要經過法遵團隊檢視，以避免法務爭議。

4. 風險限額超限處理

若主要風險類別逾越風險限額，風險管理工作委員會將檢視情況及討論可能解決方案，也會運用多種質化分析來協助補強量化分析。

三、摩根資產管理公司

謹就參訪摩根資產管理公司有關全球投資趨勢、資產配置等議題分述如下：

(一) 全球投資趨勢

1. 全球市場

全球採購經理人指數在 2018 年年初見頂回落，但全球經濟成長仍相對健康，雖然各地表現參差不齊，但 2018 年下半年及 2019 年預計相對穩定，目前最大風險主要為美中貿易摩擦，另外新興市場則受到強勢美元影響經濟疲弱，但自亞洲市場來看，除印度和印尼外，其他國家表現都還不錯。

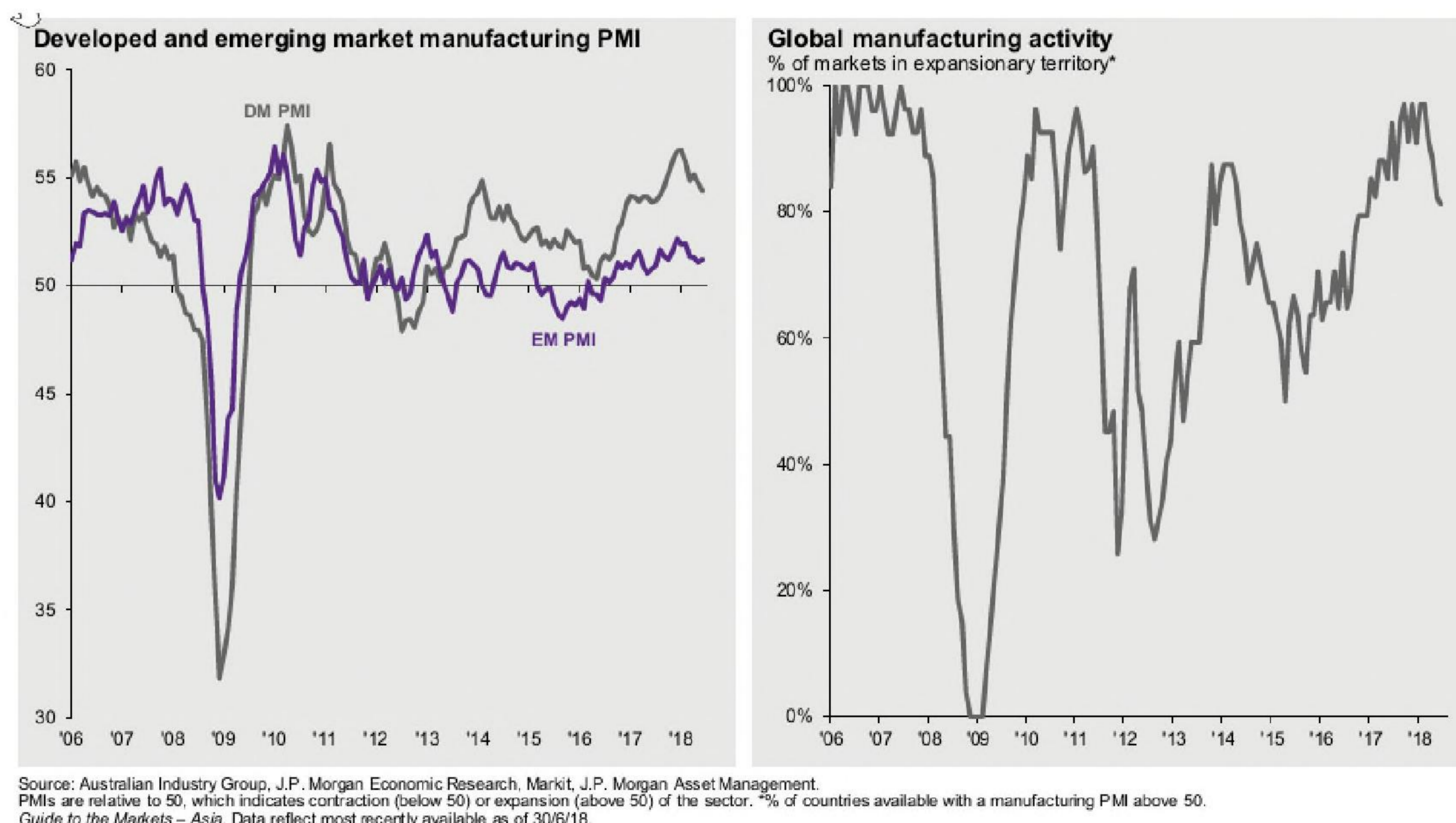


圖 15、全球採購經理人指數趨勢

自各國央行利率政策來看，美國聯準會升息頻率預計至 2019 年年底維持每季升息 1 次、每次 1 碼，利率水平將超越聯準會設定的中性利率，同時美國縮表亦將持續進行，歐洲央行也將在 2018 年底結束貨幣寬鬆政策。對全球金融市場仍屬正面，但在不確定性因素影響下波動度則將有所上升。

全球通貨膨脹目前相對穩定，目前美國已達到聯準會所設定的目標核心通膨率，同時勞動市場穩健，預期在未來 1 年半有充分的升息理由，惟自相關經濟數據顯示，尚未達加速升息的狀況，聯準會主席鮑爾亦表達目前升息步伐尚稱合適。至於其他亞洲地區(包括韓國、中國及台灣)之通貨膨脹環境亦符合各國央行政策，利率環境應能維持現狀。至於菲律賓、印尼及印度，因為美元強勢導致貨幣貶值，使央行有升息的壓力，但並非因為通貨膨脹的壓力，而是強勢美元所導致的資金外流。

Monthly inflation trend															Falling inflation		Rising, or steady, inflation	
Year-over-year change																		
Market	Aug 2017	Sep 2017	Oct 2017	Nov 2017	Dec 2017	Jan 2018	Feb 2018	Mar 2018	Apr 2018	May 2018	Jun 2018	Jul 2018	Aug 2018	Central bank target	Key policy rate* (↓ easing, ↑ tightening)			
China	1.8	1.6	1.9	1.7	1.8	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	3.0	4.35 (↓ 10/2015)			
India	3.3	3.3	3.6	4.9	5.2	5.1	4.4	4.3	4.6	4.9	4.9	4.2	3.7	2.0 – 6.0	6.50 (↑ 8/2018)			
Indonesia	3.8	3.7	3.6	3.3	3.6	3.3	3.2	3.4	3.4	3.2	3.1	3.2	3.2	3.0 – 5.0	5.75 (↑ 9/2018)			
Japan	0.7	0.7	0.2	0.6	1.0	1.4	1.5	1.1	0.6	0.7	0.7	0.9	1.3	2.0	-0.1 – 0.0 (↓ 2/2016)			
Korea	2.6	2.1	1.8	1.3	1.5	1.0	1.4	1.3	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4	2.0	1.5 (↑ 11/2017)			
Malaysia	3.6	4.2	3.7	3.3	3.4	2.7	1.4	1.3	1.4	1.8	0.8	0.9	0.2	2.0 – 3.0	3.25 (↑ 1/2018)			
Taiwan	1.0	0.5	-0.3	0.3	1.2	0.9	2.2	1.6	2.0	1.8	1.4	1.7	1.5	2.0	1.375 (↓ 6/2016)			
Thailand	0.3	0.9	0.9	1.0	0.8	0.7	0.4	0.8	1.1	1.5	1.4	1.5	1.6	1.0 – 4.0	1.5 (↓ 4/2015)			
U.S.	1.9	2.2	2.0	2.2	2.1	2.1	2.2	2.4	2.5	2.8	2.9	2.9	2.7	2.0	2.0 – 2.25 (↑ 9/2018)			
Eurozone	1.5	1.5	1.4	1.5	1.4	1.3	1.1	1.3	1.3	1.9	2.0	2.1	2.0	2.0	0.00 (↓ 3/2016)			
UK	2.9	3.0	3.0	3.1	3.0	3.0	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4	2.5	2.7	2.0	0.75 (↑ 8/2018)			

Source: FactSet, various central banks, J.P. Morgan Economic Research, J.P. Morgan Asset Management.
 All inflation numbers refer to headline CPI inflation. *Arrows and dates indicate the direction and date of last change, respectively. The central bank's policy rates used are: the one-year benchmark lending rate (China), Reserve Bank of India policy repo rate (India), Bank Indonesia 7-day reverse repo rate (Indonesia), the Bank of Japan's (BoJ) policy rate on the aggregate balance of all financial institutions' current accounts at the BoJ (Japan), Bank of Korea base rate (Korea), overnight policy rate (Malaysia), discount rate (Taiwan), one-day repurchase rate (Thailand), fed funds rate (U.S.), eurozone main refinancing operations rate (eurozone) and Bank of England official bank rate (UK). Past performance is not a reliable indicator of current and future results.
 Guide to the Markets – Asia. Data reflect most recently available as of 30/9/18.

J.P.Morgan
Asset Management

圖 16、全球通貨膨脹及政策利率

新興市場雖然主要由強勢美元牽動，然土耳其及阿根廷等自身在利率政策方面亦犯錯嚴重，其中土耳其因經濟過熱卻不讓央行升息，打擊全球投資人信心，導致資金不回流土耳其，反映外資對政策如何設定缺乏信心。

2. 美國市場

全球投資人目前關注於美國經濟何時衰退，因為目前美國經濟成長已是該國歷史上第 2 長的成長周期，但預期本次景氣擴張仍將維持很長一段時間。從美國汽車銷售報告、消費者信心和失業率來看，都還相對穩健，失業率維持在 4% 以下，雖然薪資上漲並不明確，然強勁的勞動力市場預期將為消費行為有正面影響。

此外，雖然有美中貿易糾紛的陰霾，但 2017 年通過的稅改方案帶動資金回流，以及美國經濟相對穩健，該國企業對未來景氣信心仍相對較強。從標準普爾 500 企業的獲利增長來看，2018 年預計有 23% 成長率，其中 16 個百分點來自經濟基本面帶動，7 個百分點則來自稅改的一次性紅利，經濟基本面仍是成長的主要動力。另外經濟衰退的風險部分，可能來自利率太高、貨幣政策過緊、美國企業及家庭負債過高或石油價格偏高減弱消費動力，然而美國現在的利率水平並未偏高，從 10 年期公債利率減去通膨率來看，目前實質利

率約在 0.5%至 0.6%左右，從歷史經驗觀察，除了 1980 年和 2007 年以外，實質利率要在 2%左右才會對經濟構成威脅，目前尚無引發衰退疑慮。

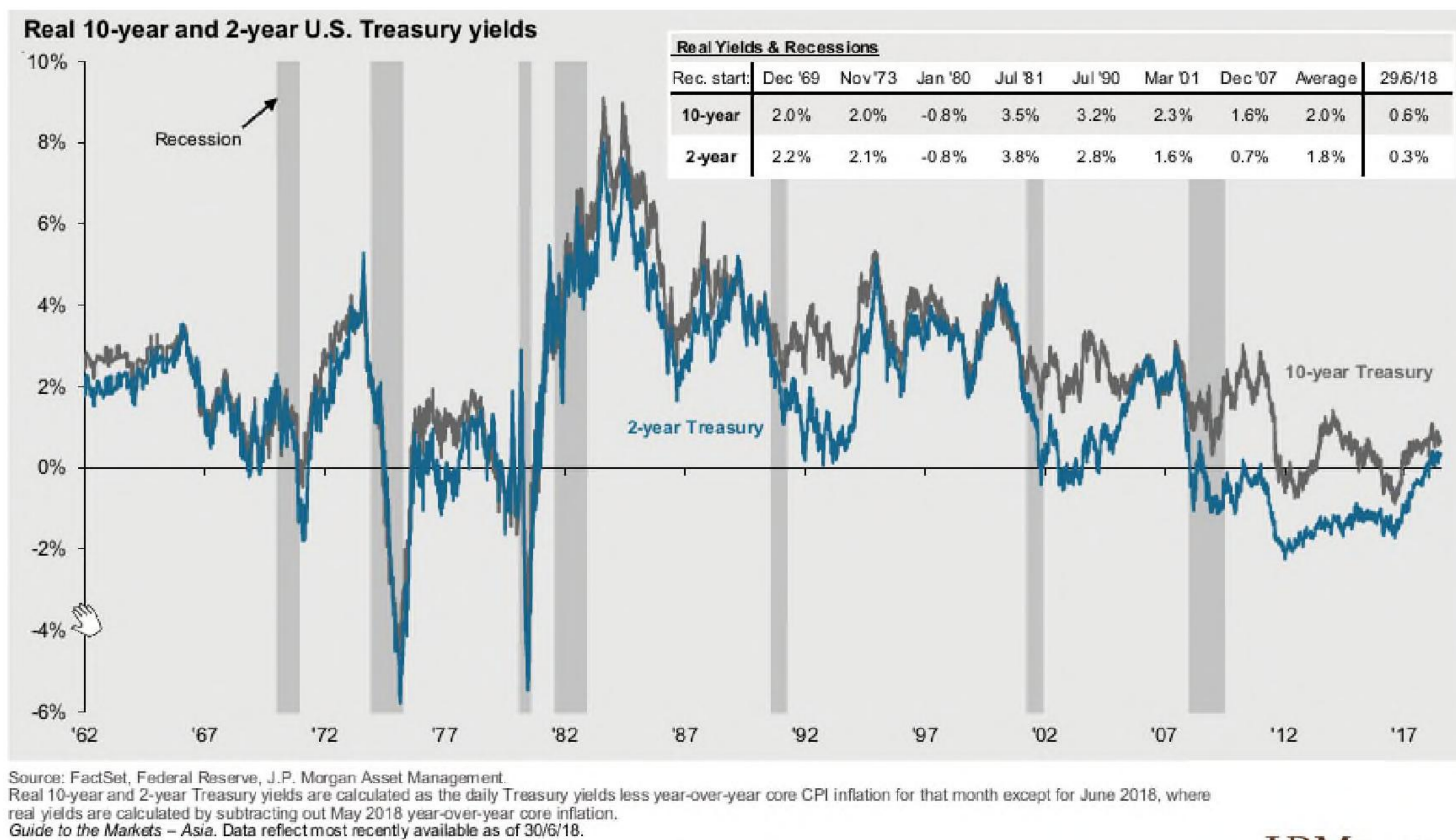
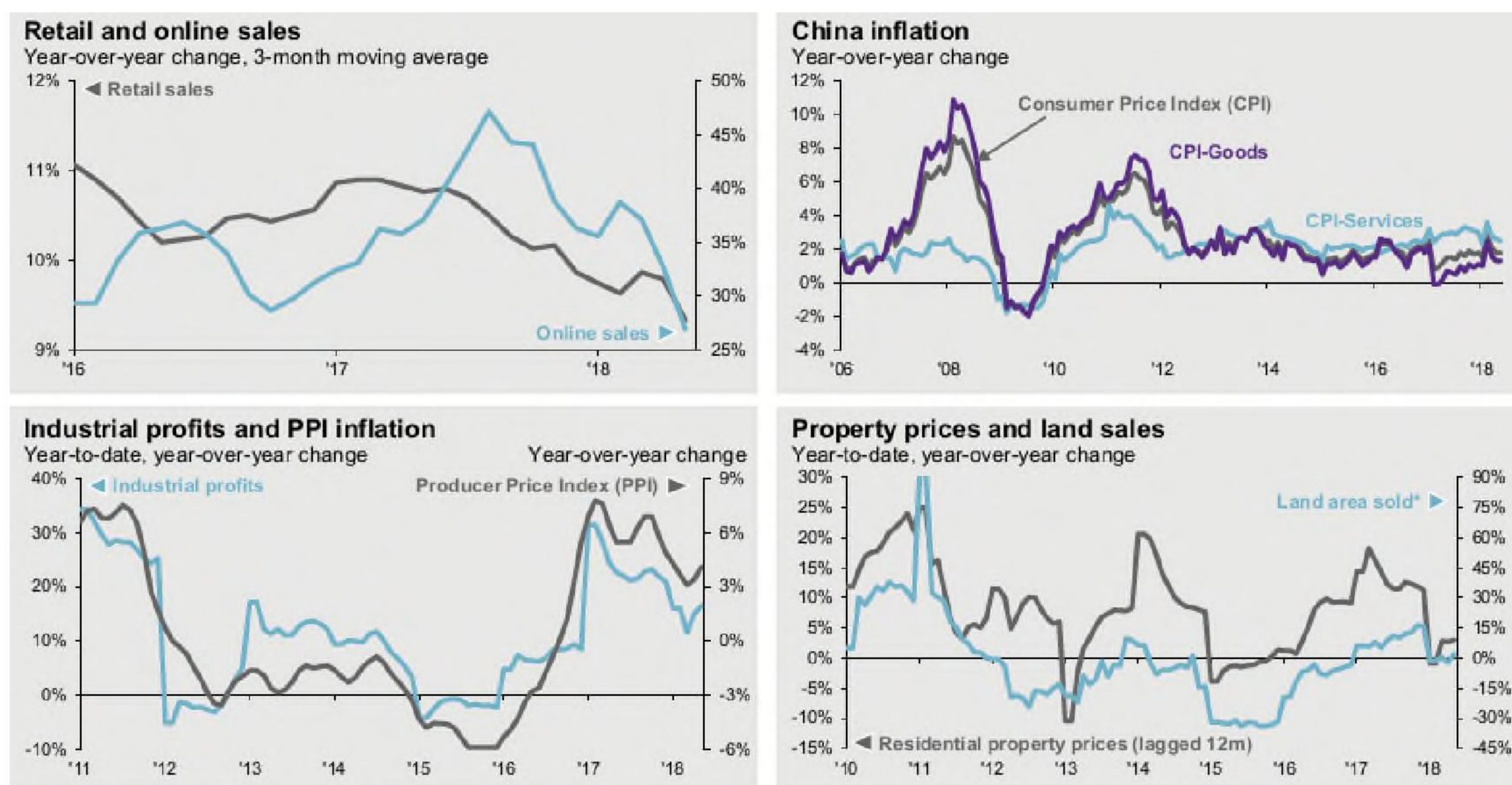


圖 17、美國實質利率趨勢

3. 中國市場

中國經濟在 2018 年有放緩的跡象，不論在個人消費、不動產市場及固定資產投資都有降溫跡象，個人消費部分主要在於過去幾年處於強勁成長，導致基數增加所引起成長率下降，因此比較不需要特別擔憂，中國消費力道仍相當強勁，而不動產及固定資產投資方面則是囿於政府在 2016 年開始的去槓桿政策，因此中國經濟放緩主要是由於政策引導。

由於美中貿易摩擦導致經濟的不確定性增加，經濟成長放緩的跡象逐漸明顯，中國政府及人民銀行逐步帶出舒緩經濟緊縮的措施，但還是相對定向降準或小規模投放資金，因為中國政府希望避免重蹈 2008 年時資金太快放水，導致資產價格暴增產生泡沫或者槓桿增長過快，整體而言中國政府去槓桿政策仍將持續，只是小規模的微調。



Source: CEIC, National Bureau of Statistics of China, J.P. Morgan Asset Management.
 *Land area sold is adjusted in 2011 to maintain chart scale, as growth in area sold well exceeded 30% year-over-year.
 Guide to the Markets – Asia. Data reflect most recently available as of 30/6/18.

圖 18、中國經濟指標

4. 韓國市場

韓國屬外銷導向型經濟，目前經濟表現出現外強中乾狀況，出口表現穩定高單位數成長，若剔除表現不好的造船業，則出口成長達到雙位數，當前貿易戰陰霾對於韓國出口表現尚不明顯。另外韓國今年 8 月出口成長較去年成長 8%，主要係半導體及石化產品出口表現良好，半導體 8 月年增率達 31.5%，石化產品出口則年增率達 17.0%，今年累計至 8 月則成長 7%，單就數據雖然不錯，但相較於 2017 年出口成長 16%，其實已有減速。

至於韓國內需及投資則相對疲弱，韓國勞動力市場上半年新增工作停頓，主因係法定最低工資提高，去年韓國提出法定最低工資增加 16%，今年則再提出增加 10%，降低企業對於勞工的需求。同時雖然韓國政府提出 2019 年預算較今年成長 8%，然而由於大多增幅係提高社會福利，而不像往年用於基礎建設，因此經濟成長可能面臨挑戰。

韓國出口結構與多數亞洲國家相同，中國占比約 24%，香港約 6%，美國則為 14%，因此中國在 2013 至 2015 年經濟成長放緩時，特別是重工業機械或化工等係由韓國出口為主，對該國經濟產生明顯影響，而美中貿易戰中，從中國出口到美國的電子產品若受到關稅增加，可能不只出貨量遭受影響，價格亦可能遭受衝擊，進而對整體供應鏈產生壓力。另外美中貿易戰可能是未

來 2 至 3 年必需面對的挑戰，其中亦有正面的結構性觀點，韓國生產的零組件在結構性出現明顯轉變，從手機或平板電腦轉向汽車及家用電子產品等，因此在美中貿易戰下韓國短期內反映保守態度，但就結構性而言，全球對韓國電子零件需求仍會上升。

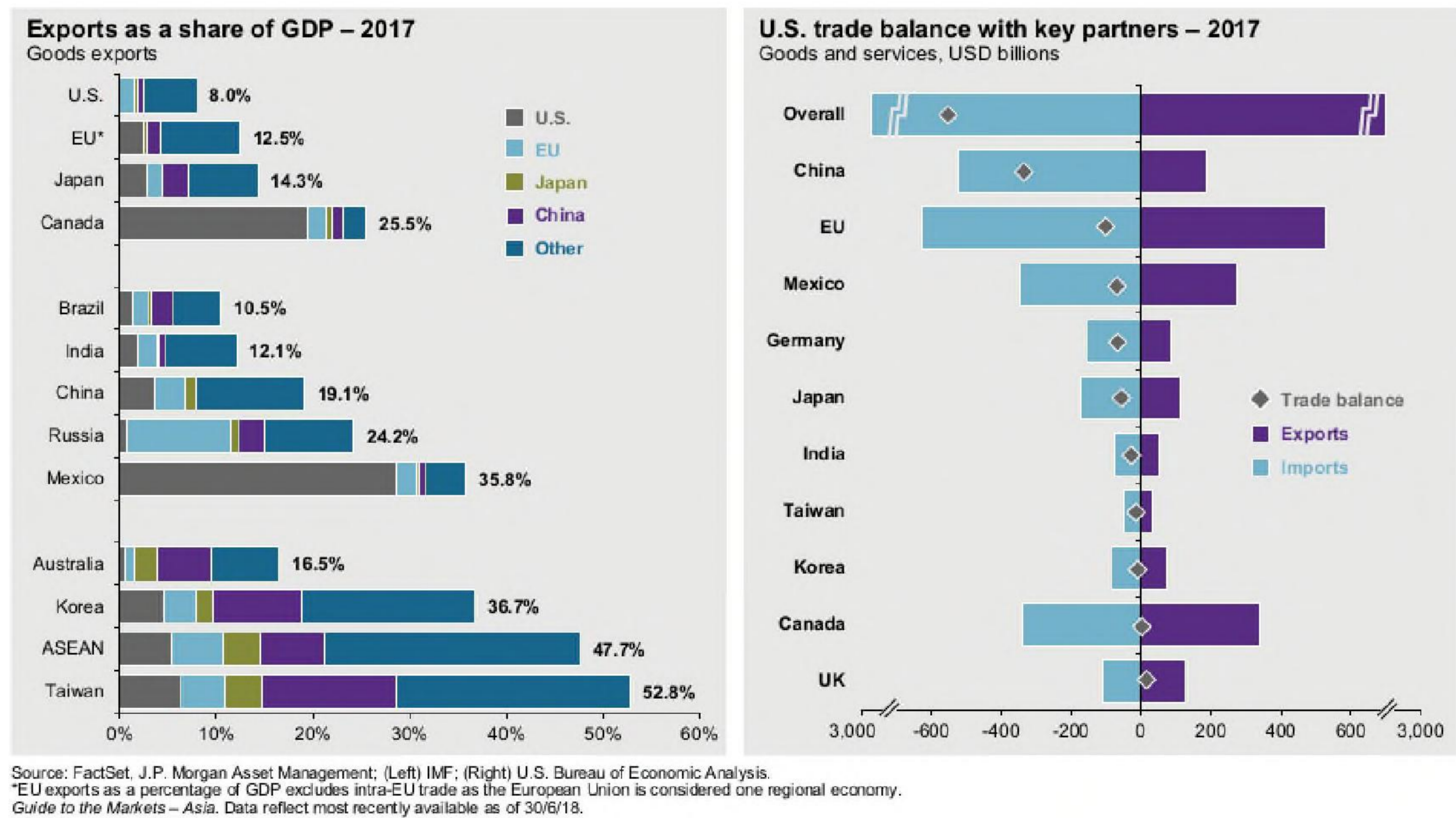


圖 19、全球出口國家占比

韓圓相較於其他新興市場貨幣，從今年年中迄今基本沒有貶值，因外債約 1 千億美元，而外匯儲備 3 千 5 百億美元相對充裕，且經常帳維持盈餘，韓國央行目前關注的或許不是匯率貶值，而是匯率相對其他新興市場貨幣過度穩定，導致競爭力減弱。

另外有關北韓問題，可視為韓國巨大的成長機會，兩國之間有著 10 至 20 倍的經濟規模差異，然考量北韓領導人金正恩的政治利益，維持核子武器將能維持政權穩定，因此去核化可能成為無法解決的難題。

至於中國製造 2025 計畫部分，可能對韓國造成影響，以造船業歷史來看，日本在 1990 年代為全球最大製造國，2000 年至今為韓國，未來則可能移轉至中國，半導體也可能以日本到韓國到中國的模式移轉，中國勢必成為半導體業最大的競爭者，因此韓國必須思考轉入新領域，例如韓國流行音樂、美妝、保健及電子產業等有全球競爭力的產業。

(二) 資產配置

未來 12 至 18 個月全球經濟成長看法仍屬正面，美國經濟趨勢表現健康，中國亦提出穩定經濟政策，歐洲方面雖然有諸多政治紛擾，但經濟表現成長，失業率下降，整體而言也屬正面，爰資產配建議摘要說明如下：

1. 整體而言仍維持股優於債的配置，但相對於 2017 年則降低股票比重並提高債券比重，將可能達成較佳的波動度控制。同時在經濟周期末段(約在 12 至 18 個月後)再逐步從風險性資產轉往安全性資產。
2. 債券市場部分，因美國及歐洲經濟成長穩定，違約率處於低檔，偏好以高收益企業債為主，因投資等級企業債的殖利率過低。成熟國家公債利率將緩步上升，美國 10 年期公債預期在 2019 年達到 3.1%至 3.3%水平，債券部位相對看好企業債，例如美國或歐洲企業，雖然價格並不便宜，不過報酬主要來自利息收入。美國短期政府債未來 2 至 3 年的吸引力仍然不錯，雖然利率可能持續上漲，但目前殖利率相對較高，能夠彌補存續期間所帶來的損失，至於 10 年期以上的政府債則由於存續期間風險相對較大，因此目前尚不適合過度將存續期間拉長。新興市場債券部位，雖因波動度相對較高，投資人在資產配置上不會加碼，然若新興市場趨勢穩定並出現反彈，在資金流入下將會有所表現，倘考量投資新興市場債，則建議以美元計價的主權債為主。。
3. 股票市場部分，成熟市場與新興市場維持平衡布局。美國企業在今年有 23%的獲利成長，明年預估仍有 8%至 10%的獲利成長，因此美國股市尚有動能存在。歐洲及日本雖然基本面也不錯，但一般投資人(特別是亞洲地區)若有較強風險安排，通常其資金會流向亞洲新興市場，風險承受能力較為保守時則會流向美國，歐洲及日本相對不易受青睞，但仍有投資價值存在。因美國經常帳赤字約占 GDP 2%至 3%左右及財政赤字都相對偏高，美元預計未來 2 至 3 年有貶值的趨勢。亞洲及新興市場部分在今年經歷股價估值的調整，雖然目前投資氣氛並不正面，但亞洲新興市場經濟相對健康，匯率相對穩定，仍具投資價值，至於中歐、東歐或拉丁美洲若無良好的改革政策，即使股價估值相對便宜，仍不宜過度樂觀。

四、公務員年金公團

謹就參訪公務員年金公團有關基金特性、投資政策、投資標準、資產配置及目標報酬率、風險管理等議題分述如下。

(一) 基金特性

依公務員年金法規定，公務員年金基金是用來支付退休金、遺族年金及失能年金等給付的負債準備。基金來源為政府與公務員的提撥及投資收益。在基金運作初期收繳大於撥付，所以基金規模持續成長，然而當 1995 年基金收支第 1 次產生赤字時，基金規模開始縮減。主要原因為人口老化及 1997~1999 年亞洲金融風暴引起公部門大規模的裁員，導致公務員年金基金自 1997 年 6.2 兆韓圓的規模，到 2000 年底降為 1.8 兆韓圓。因此韓國政府於 2000 年修法改革，逐步提高退休年齡，並規定若公務員年金給付出現赤字則由政府預算撥補彌平。

(二) 投資政策

公務員年金基金的管理是依據公務員年金法第 74 條，公務員年金公團的基金管理規則（Fund Management Regulation）因此依該條定義基金管理有關重要事項，包含管理目標、投資政策、投資策略、績效評估及相關法規（例如公務員年金法、國家金融法）未規範的部分，亦包含金融資產的投資組合。

公務員年金基金的目標是在使基金規模成長並維持流動性下，作為支付公務員年金給付之用。依基金管理規則第 4 條的規定，公務員年金基金是依據下列 4 項投資原則進行投資：

1. 在資產價格波動下，使損失風險減到最低，並維持穩定性。
2. 在維持基金價值下，創造收益性並使盈餘最大化。
3. 維持給付年金流動性，及投資財源能自給自足。
4. 所屬公益事業提供公務員及其家庭穩定的生活及優質福利。

(三) 投資標準

公務員年金公團依據基金管理方針（Fund Management Guideline）第 4 條及第 16 條的規定，金融資產投資管理的目標是達到標準報酬率（standard return rate）

之上，並遵循財務穩定性、獲利性、流動性及公眾福利等管理原則。投資管理及決策體系如下：

1. 資產管理委員會 10 人，由公務員年金公團執行長擔任主席。
2. 另類投資委員會 21 人，由公務員年金公團基金管理部主管擔任主席。
3. 風險管理委員會，由外部成員擔任主席。
4. 績效評估委員會 8 人，由外部成員擔任主席。
5. 實體資產投資委員會 11 人，由公務員年金公團福利服務部主管擔任主席。

投資管理及決策體系尚包含公務員年金公團的基金管理部，及用來檢視投資政策執行成果的內部營運團隊。另為符合公務員年金法及其施行細則的規範，公務員年金基金的基金管理方針及細項規則要求，應分散投資於不同類別的金融資產，例如債券、股票、另類投資及約當現金等。

(四) 資產配置

1. 綜述

每年公務員年金公團會依據目標報酬率及風險限額，制訂一個 5 年期的資產配置策略及基金營運計畫，資產配置策略將會設定各項投資的允許變動區間，期望得以動態因應金融市場的變動。

公務員年金公團的基金管理部利用前述多種包含專家學者的委員會，以確保風險管理專業性及資產評價客觀性。

資產配置計畫須經過資產管理委員會的核准並進行後續檢視。資產配置係採 2 階段配置，第 1 階段資產管理委員會先配置金融資產、住房及休閒運動設施、助學貸款、年金貸款等大類資產的相對占比；第 2 階段則就金融資產內的投資項目（債券、股票、另類投資及約當現金等）進行配置。

2. 2017 年底資產配置

總資產為 17 兆 7,560 億韓圓，其中金融資產為 8 兆 743 億韓圓，占 45.5%、住房及休閒運動設施為 4 兆 5,712 億韓圓，占 25.7%、助學貸款為

3兆2,393億韓圓，占18.2%、年金貸款為1兆4,313億韓圓，占8.1%。

金融資產的目標配置為6兆7,854億韓圓，其中國內債券2兆7,346億韓圓，占金融資產目標配置的40.3%，變動區間為正負7%；全球債券3,392億韓圓，占5%，變動區間為正負3.5%；國內股票1兆5,480億韓圓，占22.8%，變動區間為正負5.0%；全球股票7,394億韓圓，占10.9%，變動區間為正負3.5%；另類投資1兆4,242億韓圓，占21.0%，變動區間為正負4.0%。

策略性資產配置由資產管理委員會設定，戰術性資產配置則由金融資產投資委員會於策略性資產配置允許的變動區間內執行。

(五) 目標報酬率

2017年各類資產的目標報酬率如下：債券1.8%、股票6.3%、另類投資5.0%、短期資產1.4%，整體金融資產的目標報酬率為3.6%。中長期的資產目標報酬率是以實質經濟成長率加上消費者物價指數變動率而設定。

(六) 風險管理

公務員年金公團認為風險管理為藉由風險極小化，及辨認、衡量及管控風險以避免年金給付短缺的情況，終極目標為確保公務員年金基金的長期金融穩健性及資產的可靠性。

公務員年金公團將資產管理風險分類為市場風險、信用風險、流動性風險、法律風險、營運風險等5大類。

(七) 投資約聘人員薪酬機制

公務員年金公團投資團隊除一般常任公務員外，亦有進用約聘人員（outside professional），採3年1聘的契約，其薪酬較一般常任公務員為高，但比民營資產管理公司同等職務人員的薪酬相對為低。約聘人員依工作性質有不同的薪酬計畫，其績效導向薪酬評估機制基於兩種原則，第1種為相對評估，即約聘人員績效高於其被設定績效評估指標的幅度，第2種為絕對評估，即約聘人員超額報酬績效的絕對金額的大小，經此兩層評估綜合後，方確定其個人績效薪酬的數額。

五、美世諮詢公司

謹就參訪美世諮詢公司有關韓國退休金概況、全球退休基金趨勢等議題分述如下。

(一) 韓國退休金概況

韓國機構投資人(例如國家退休金、主權基金、中央銀行、政府機構、互助金與保險公司)面對快速成長的資產規模，在當地金融市場所能創造的超額報酬有限情況下，國家退休金、互助金與金融機構較為積極擴張海外投資部位與另類投資，保險公司在資本適足率、國際財務報導準則與償付能力第2代指令(Solvency II)要求下，則保持投資債務產品。以2015年而言，機構投資人的投資規模已達韓國GDP的101.2%，多數的投資主要係由國家退休金及保險公司主導。以下謹就韓國公共退休金、主權基金及互助金概況摘要如後。

1. 韓國公共退休金概況

韓國公共退休金主要有國民年金、教師年金、公務員年金，分別負責一般國民、教師及公務員退休。國民年金公團係在1999年成立，目前所管理資產規模約5,800億美元，2017年目標報酬率為5.1%，實際報酬率則為7.28%，截至2017年底有5,739名員工，投資專業人員計292人。教師年金係在1973年成立，目前所管理資產規模約148億美元，2017年目標報酬率為4.3%，實際報酬率則為9.00%，截至2017年底計有230名員工，投資專業人員計35人。公務員年金係在1960年成立，目前所管理資產規模約68億美元，2017年目標報酬率為4.0%，實際報酬率則為8.50%，截至2017年底有576名員工，投資專業人員計27人。

2. 主權基金概況

韓國主權基金主要有韓國郵政儲蓄及韓國郵政保險、韓國投資公社。韓國郵政係在1884年成立，截至2017年底有42,017名員工，其中韓國郵政儲蓄管理之資產約609億美元，2017年實際報酬率則為3.82%；韓國郵政保險管理之資產約470億美元，2017年實際報酬率則為5.37%。韓國投資公社

係在 2005 年成立，目前管理之資產約 1,341 億美元，2017 年實際報酬率則為 16.71%，截至 2017 年底有 272 名員工，投資專業人員計 156 人。

3. 互助金概況

韓國互助金主要有韓國教師信用合作社(Korean Teachers' Credit Union, KTCU)、公務員福利協會(Public Officials Benefit Association, POBA)、軍事互助協會(Military Mutual Aid Association, MMAA)、科學家與工程師協會(Scientists and Engineers Mutual-aid Association, SEMA)。韓國教師信用合作社係在 1972 年成立，目前管理之資產約 303 億美元，2017 年目標報酬率為 4.40%，實際報酬率則為 7.70%，截至 2017 年底有 475 名員工，投資專業人員計 73 人。公務員福利協會係在 1952 年成立，目前管理之資產約 104 億美元，2017 年目標報酬率為 4.70%，實際報酬率則為 10.90%，截至 2017 年底有 133 名員工，投資專業人員計 44 人。軍事互助協會係在 1984 年成立，目前管理之資產約 97 億美元，2017 年目標報酬率為 4.0%，實際報酬率則為 6.50%。科學家與工程師協會係在 2004 年成立，目前管理之資產約 46 億美元，2017 年目標報酬率為 4.73%，實際報酬率則為 6.28%，截至 2017 年底有 78 名員工，投資專業人員計 21 人。

(二) 全球退休基金趨勢

以下謹就全球退休金體系挑戰、主要退休金投資概述、墨爾本美世全球退休金指數、治理架構及投資經理人資料庫等進行說明。

1. 全球退休金體系挑戰

在當前全球退休體系主要有 6 大挑戰：一是逐漸增加的平均餘命與低出生率，65 歲以上的人口將從 6 億人增加至 2050 年的 21 億人；二為缺少享有退休金管道，統計全球有超過 50% 以上的工作者受僱於非正式部門，同時有 48% 的退休年齡人口沒有退休金；三是長期實質投資報酬率的低成長環境，未來股票投資報酬率約 3% 至 5%，債券投資報酬率約 1% 至 3%，均低於歷史平均，與退休金給付成長和個人預期不相稱，同時高費用亦侵蝕投資成長；四為金融知識缺乏，全球多數人口缺乏金融知識，而在退休金自主投資環境下，金

融知識愈顯重要；五為儲蓄率不足，確定提撥計畫提撥率遠低於 10%至 15%的目標值，同時儲蓄率也與個人退休預期所得不相稱，使得整個退休金體系出現風險；六為個人管理退休金的高度責任，個人管理的確定提撥計畫超過退休金資產的 50%，因此個人成為自身退休金資產的投資經理人、精算師與保險者。

退休儲蓄缺口預估在 2015 年為 70 兆美元，由於快速的人口老化，預估相關缺口將以每年 5%成長，到 2050 年退休儲蓄缺口將達 400 兆美元，相當於每日額外 280 億赤字，其中中國和印度缺口成長最快，肇因於快速的老化、高比例的非正式部門勞工與成長的中產階級。

2. 主要退休金投資概述

(1) 澳洲超級年金

澳洲超級年金截至 2018 年 6 月止，整體 5 年的年化報酬率為 7.9%，1.7 兆美元的投資中有 51.3%投資於股票，其中國際上市股票投資占 24.1%，澳大利亞上市股票占 23.4%，未上市股票占 3.8%；固定收益和現金投資占 31.5%，其中固定收益占 21.2%，現金為 10.3%；房地產和基礎設施占 13%；另外有 3.7%投資於其他資產，包括對沖基金和商品等。

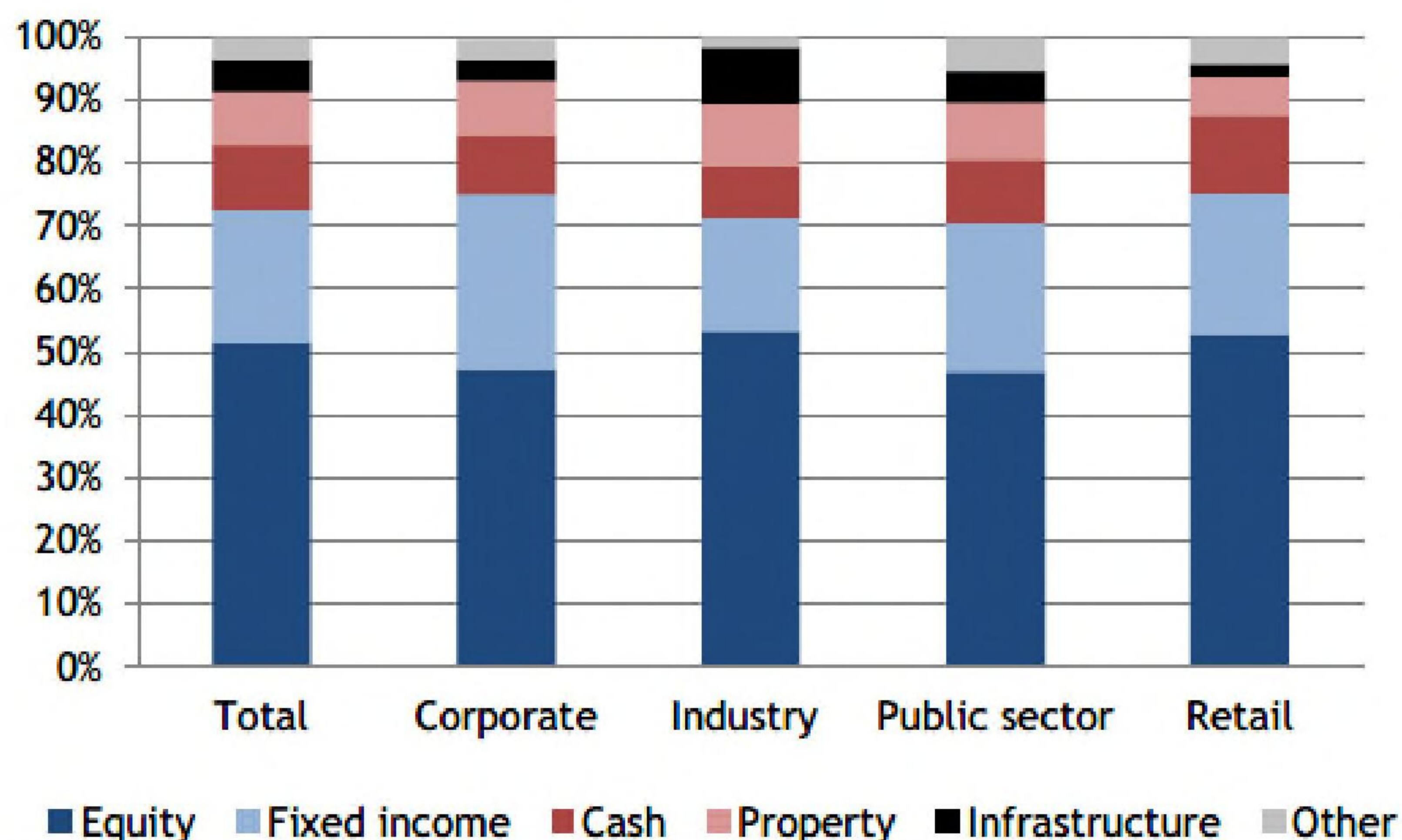


圖 20、2018 年 6 月澳洲超級年金資產配置狀況

資料來源：APRA，Quarterly Superannuation Performance，JUNE 2018

(2) 香港強積金

香港強積金制度自 2000 年成立以來，在全球投資有顯著的擴張，強積金制度引進 6 種常見的投資基金，即股票基金、混合資產基金、強積金保守基金、保證基金、債券基金、貨幣市場基金及其他基金，自成立以來截至 2018 年 3 月止年化報酬率則分別為 5.4%、4.6%、0.7%、1.2%、2.7%、0.6%。整體而言，存款及現金占整體資產 13%，債務證券占 19%，股票則占 68%。

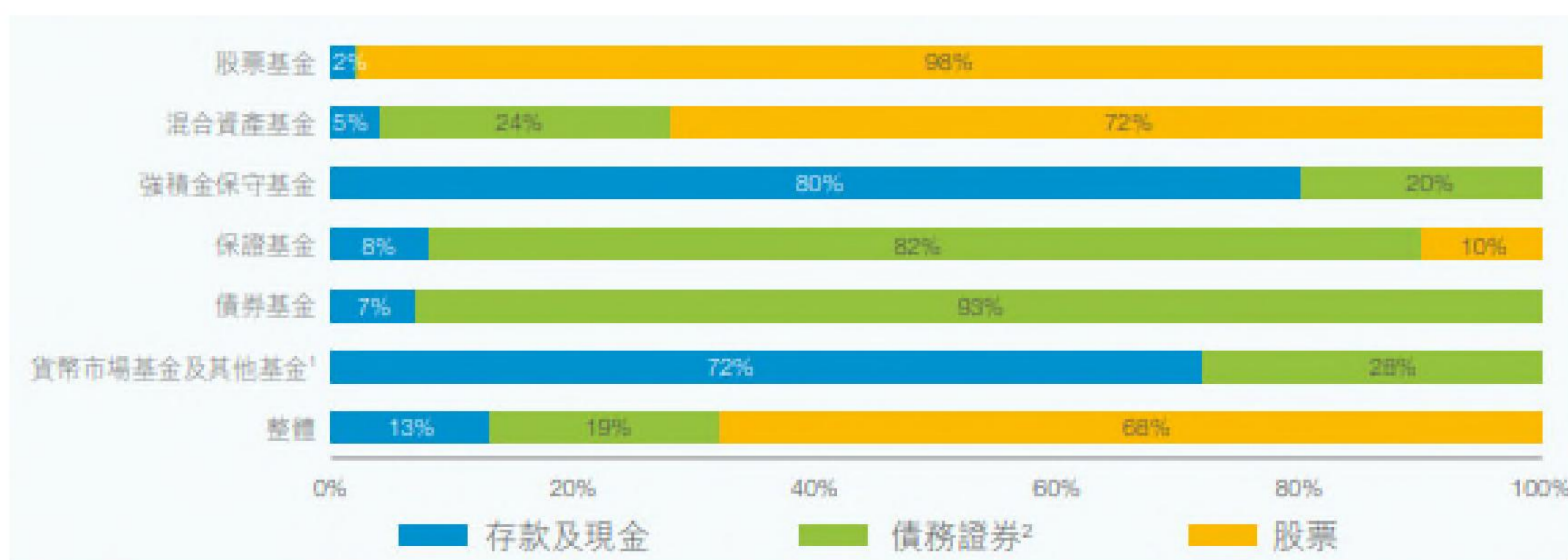


圖 21、2018年3月香港強積金資產配置

資料來源：強制性公積金計劃管理局周年報告2017-18年

(3) 加拿大退休金計畫

加拿大退休金計畫截至 2018 年 3 月止，整體 5 年的年化報酬率為 12.1%，3,561 億美元的投資中有 59.1%投資於股票，固定收益投資占 17.4%，實體資產占 23.5%。

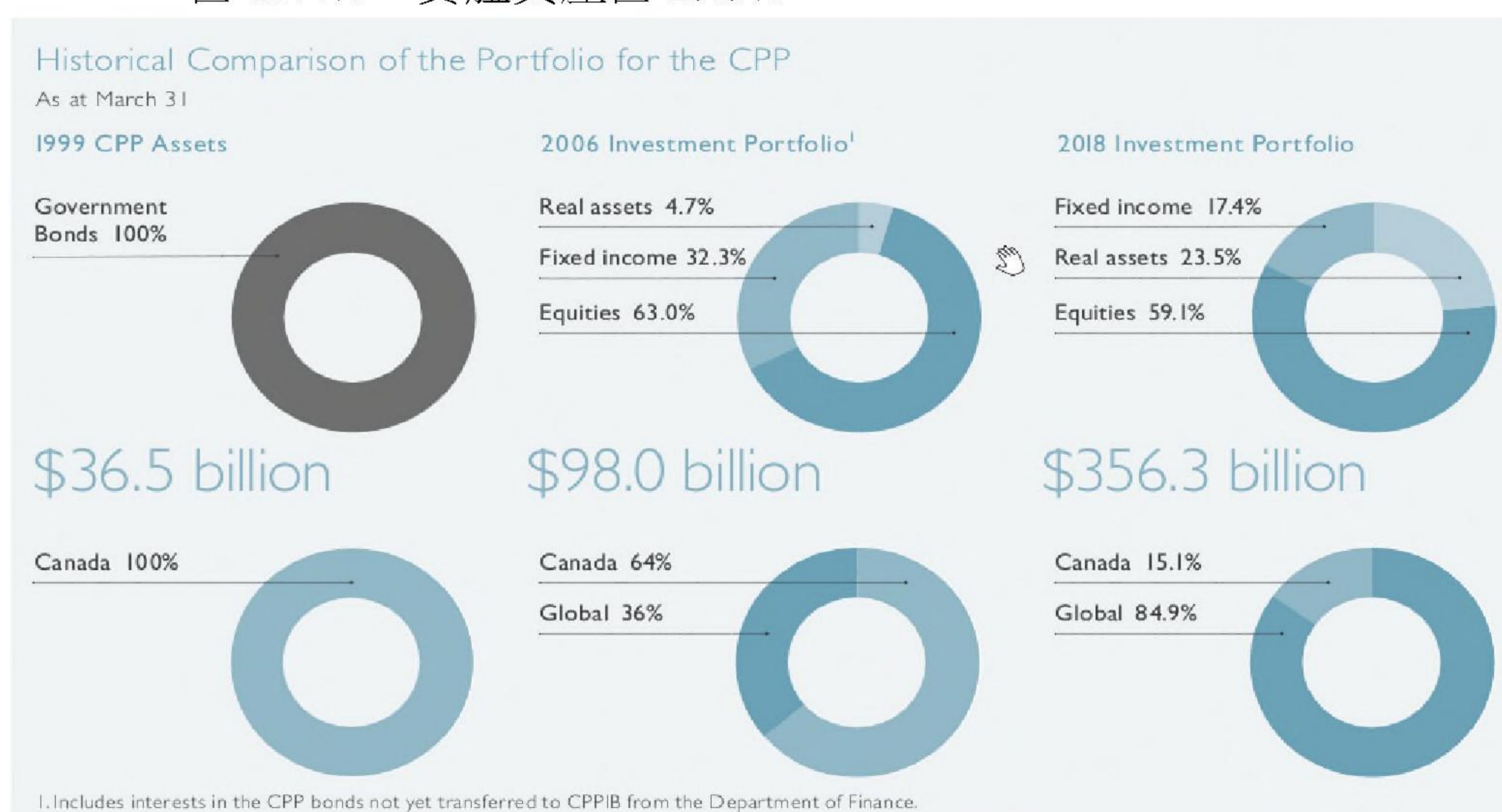


圖 22、2018年3月加拿大退休金計畫資產配置

資料來源：CPPIB，2018 ANNUAL REPORT

(4)加州公務員退休金

加州公務員退休金截至 2017 年 6 月止，整體 5 年的年化報酬率為 8.8%，3,264 億美元有 48.3%投資於全球股票，全球固定收益投資占 19.4%，實體資產投資占 11.2%，未上市股票投資占 8.0%，通膨資產投資占 7.8%，其他資產占 5.3%。

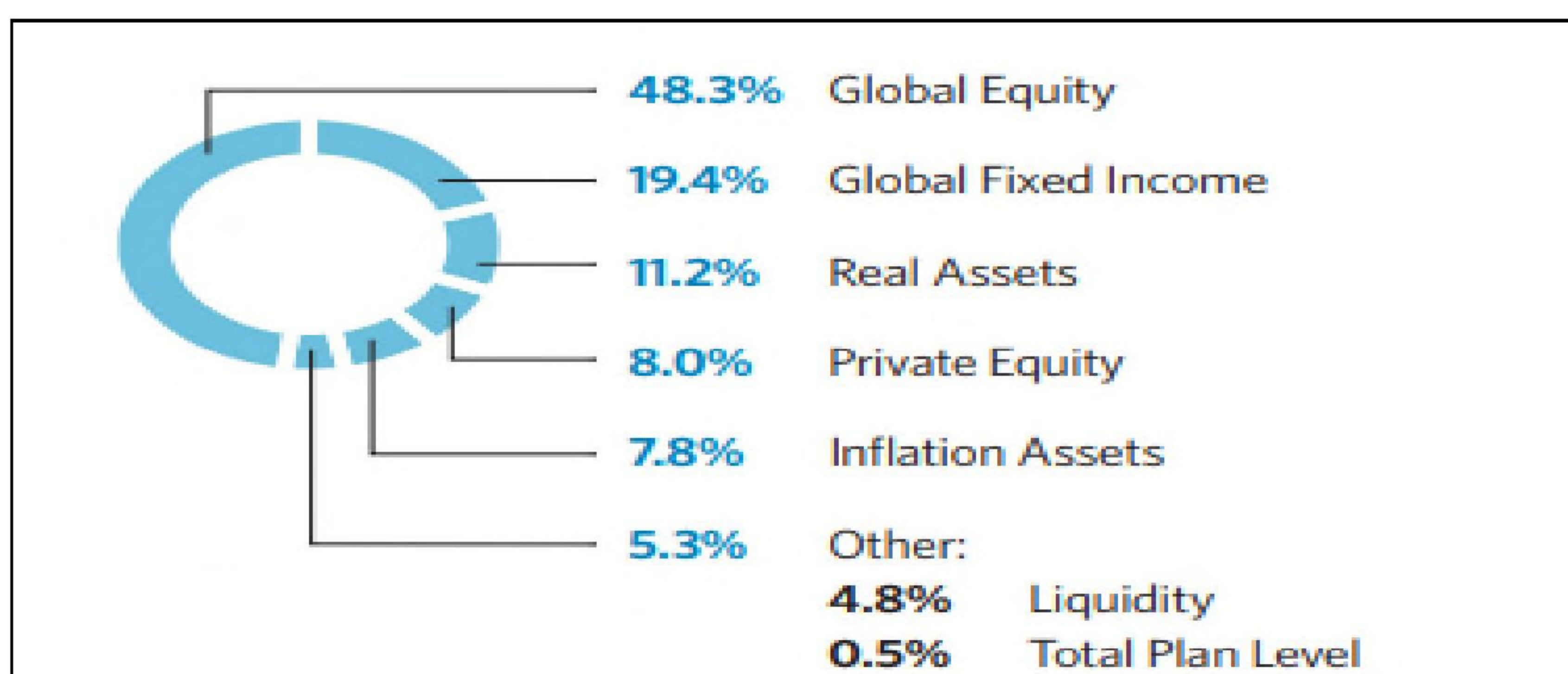


圖 23、2017年6月加州公務員退休金資產配置狀況

資料來源：Calpers，2016-17 Comprehensive Annual Financial Report

3. 墨爾本美世全球退休金指數

墨爾本美世全球退休金指數由美世公司和澳大利亞金融研究中心共同製作完成，指數涵蓋全球 30 個國家(約占全球 60%人口)進行評估，指數表達各國家的總得分，及各國家在充足性、可持續性與完整性 3 個分類的得分，其中 3 個分類的占比分別為 40%、35%及 25%。在充足性方面涵蓋給付、系統設計、儲蓄、稅務支持、住家所有權及成長性資產；可持續性涵蓋退休金覆蓋、總資產、提撥、人口狀況、政府債務及經濟成長；完整性則涵蓋法規、治理、保障、溝通與成本。

在得出總分後，再區分為 A、B+、B、C+、C、D、E 7 個等級，A 級代表提供堅實的退休所得系統，提供良好的給付，並具有可持續性及完整性；B+及 B 則代表退休金系統具有良好結構，但具需要改進的領域；C 及 C+則代表退休金系統具有一些好的功能，但也有重大風險或應該解決的缺點，若未進行改進，功能或長期可持續性受到質疑；D 級

代表退休金系統具有一些合適的特徵，但具有重大缺點或需要解決的遺漏；E 級則代表為貧乏的退休金系統，可能處於早期發展或接近不存在。

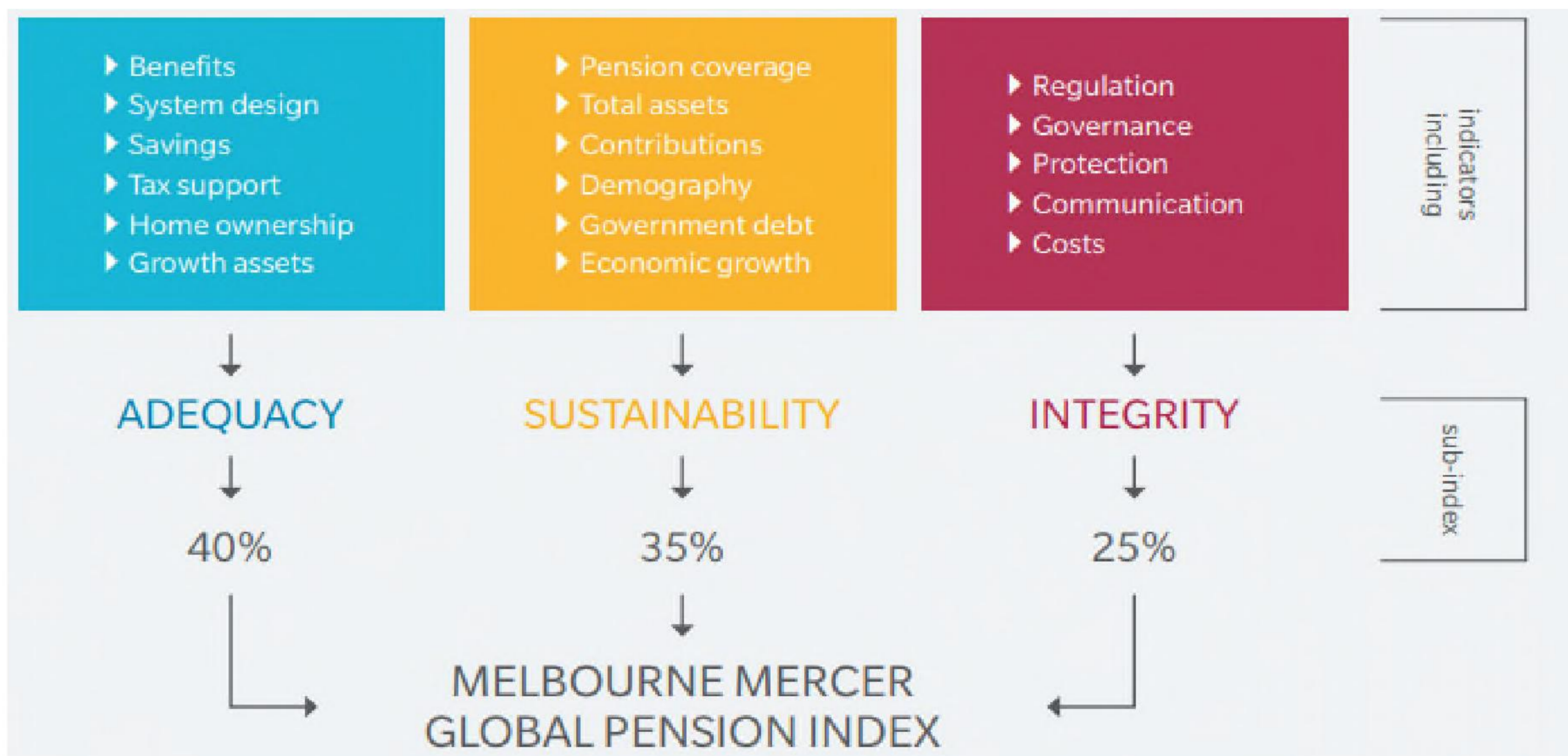


圖 24、墨爾本美世全球退休金指數編製內容

依據墨爾本美世全球退休金指數 2017 年調查結果，丹麥、荷蘭及澳洲表現最佳，加拿大表現較美國、英國及法國佳，而阿根廷、日本及印度則表現最差。

Grade	Index Value	Country	Description
A	>80	Nil	A first class and robust retirement income system that delivers good benefits, is sustainable and has a high level of integrity.
B+	75-80	Denmark Netherlands Australia	A system that has a sound structure, with many good features, but has some areas for improvement that differentiates it from an A-grade system.
B	65-75	Norway Finland Sweden Singapore Switzerland New Zealand Chile Canada Ireland	
C+	60-65	Germany Colombia UK	A system that has some good features, but also has major risks and/or shortcomings that should be addressed. Without these improvements, its efficacy and/or long-term sustainability can be questioned.
C	50-60	France US Malaysia Poland Brazil Austria Italy	
D	35-50	Indonesia South Africa Korea China Mexico India Japan Argentina	A system that has some desirable features, but also has major weaknesses and/or omissions that need to be addressed. Without these improvements, its efficacy and sustainability are in doubt.
E	<35	Nil	A poor system that may be in the early stages of development or a non-existent system.

圖 25、墨爾本美世全球退休金指數 2017 年調查結果

4. 治理架構

在確定提撥制度的個人帳戶制度下，有賴參與人做出正確的投資選擇，受託人提供各種可能的適合選項相形重要，因此在現行的法規下，受託人必須提供各種適合的基金，同時具預設基金機制，並提供充足資訊以供參與人決策參考，在某些特定限制下，也要監管市場曝險狀況。另外，受託人也應提出投資政策原則說明(Statement of Investment Policy Principles)，至於風險揭露部分，則應涵蓋信用、利率、貨幣、市場和其他風險。以下謹就投資策略、預設選擇策略、報告義務、指標績效、經理人及績效檢視等項目，確定提撥制的最佳實踐和受託人應採取的行動。

- (1)投資策略：在最佳實踐中，應發展及採取適合的投資策略，確保投資選擇有定期檢視，同時適合參與人，且各種檢視應詳實記錄。受託人行動部分，則採取至少每 3 年 1 次檢視整體投資策略，確保投資政策原則說明符合法規或投資政策有顯著變化。
- (2)預設選擇策略：在最佳實踐中，應提供預設投資策略，以反映退休金計畫參與人的狀況與需要。受託人行動部分，則採取監控預測投資策略，至少每 3 年 1 次檢視現有預設投資策略的合適性。
- (3)報告義務：在最佳實踐中，應確保有適當的投資報酬程序。受託人行動部分，則需考慮報告的頻率和內容，並在受託人會議中提出。
- (4)指標績效：在最佳實踐中，應確保所有的投資選擇績效相對於投資目標有定期評估。受託人行動部分，則同意進行績效指標評估，同時定期檢視投資經理人的績效狀況。
- (5)經理人及績效檢視：在最佳實踐中，應定期檢視投資經理人的績效，同時在必要時予以替換。受託人行動部分，則報告基金績效評估狀況，並每年至少 1 次與經理人舉行會議。

5. 投資經理人資料庫

MercerInsight 為美世公司的全球投資經理人資料庫，系統本身為網路工具，能夠對投資策略進行全面分析，瞭解投資策略詳情、績效分析工具、美世公司的研究成果，MercerInsight 的分析功能亦具備專業圖表，主要有概述、分析、比較、篩選、趨勢、個人資料等 6 大功能，謹簡要說明如後：

- (1)概述(profile)：快速檢索金融商品，並查看投資策略和投資公司關鍵資訊和研究。
- (2)分析(analyze)：除了美世公司預設的群組和市場指數外，可以依照所選擇的金融商品創建績效、風格展示、資料表格和報告。
- (3)比較(compare)：針對所選擇的投資經理人、投資策略、績效等進行分析比較。
- (4)篩選(screen)：使用預先定義的模板或創建定義查詢篩選數據庫，以符合所需要的資訊。
- (5)趨勢(trend)：提供美世公司的機構投資人客戶搜尋趨勢，包括區域、資產類別等，同時也能夠提供投資經理人收取費用狀況。
- (6)個人資料(my data)：上傳使用者自身績效與指標，創建個人化數據設定和觀察名單等。

Field	Operator	Criteria
<input type="checkbox"/> Manager Name	Equal to	Acadian Asset Management
<input type="checkbox"/> Product Group/Category	In list	Please specify
<input type="checkbox"/> Strategy Name	Equal to	Please Specify
<input type="checkbox"/> Track Record Name		
<input type="checkbox"/> Track Record Type		
<input type="checkbox"/> Currency		
<input type="checkbox"/> Track Record Active?	Equal to	Yes
<input type="checkbox"/> Benchmark Name		

Manager Name	Product Group/Category	Strategy Name	Track Record Name	Track Record Type	Currency	Track Record Active?	Benchmark Name	Earliest Monthly Data	Most Recent Monthly Data	Earliest Quarterly Data	Most Recent Quarterly Data
<input type="checkbox"/> Acadian Asset Management	Hedge Funds/Absolute Return - Market Neutral Equity - Australia	Acadian Defensive Income Fund	Acadian Wholesale Defensive Income Fund	Representative Account	Australian Dollar	Yes	RBA Cash Rate	31-May-2008	31-May-2015	30-Sep-2008	31-Mar-2015
<input type="checkbox"/> Acadian Asset Management	Hedge Funds/Absolute Return - Market Neutral Equity - Australia	Acadian Market Neutral Fund	Acadian Market Neutral Fund	Representative Account	Australian Dollar	Yes	RBA Cash Rate	30-Sep-2014	31-May-2015	31-Dec-2014	31-Mar-2015
<input type="checkbox"/> Acadian Asset Management	International Equity - World ex-US/EAFE Equity - Core	ADR Non-US Equity	Non-US ADR Equity	Composite	US Dollar	Yes	MSCI EAFE (net)	30-Apr-2003	31-May-2015	30-Jun-2003	31-Mar-2015
<input type="checkbox"/> Acadian Asset Management	International Equity - World ex-US/EAFE Equity - Core	All Country World ex-US 130/30 Equity	ACWI ex-US 130/30 Equity	Composite	US Dollar	Yes	MSCI All Country World ex-US Index (net)	31-May-2009	31-May-2015	30-Sep-2009	31-Mar-2015
<input type="checkbox"/> Acadian Asset	International Equity - World ex-US/EAFE Equity - Core	All Country World ex-US	All Country World ex-US Equity	Composite	US Dollar	Yes	MSCI ACWI ex-US Free	29-Nov-1988	31-May-2015	31-Mar-1989	31-Mar-2015

圖 26、MercerInsight 資料庫

肆、參訪心得與建議

本次參訪摩根大通銀行、韓國投資公社、摩根資產管理公司、公務員年金公團、美世諮詢公司，謹就參訪之心得與建議臚陳如後：

一、心得

- (一) 公務員年金基金的投資組合較一般退休基金相對複雜，除金融資產外，因為納入較多的低流動性資產，且部分資產如住房及休閒運動設施等投資期間較長，爰管理此一投資組合所需的專業有所不同，且投資團隊需僱用較多人力。
- (二) 公務員年金公團 2016 年及 2017 年的內部組織分工及架構有所調整，自 2016 年的 6 個部門，拆分後增加風險管理部、年金研究機構及資訊室，此與一般退休基金的組織架構相合，足見將風險管理及資訊管理兩部門獨立的重要性。
- (三) 韓國投資公社在組織法規中明確規定，相關政府主管機關及委託機關不得直接對其進行特定行政作為，須透過監理單位(指導委員會)來進行，將有利於執行業務的獨立性。
- (四) 公司治理為韓國投資者逐漸關注的議題，當前韓國企業已逐漸認知公司治理的重要性，國民年金公團並在今年發布盡職管理守則。另外韓國的股票殖利率約 1.9%，股息發放率約 20%，相較於臺灣約 4%，尚有很長的一段差距，若韓國企業開始提高股息發放率進而提升殖利率，韓國投資市場品質將進一步提升。
- (五) 全球經濟未來展望仍屬穩定，金融市場當前配置建議股優於債，惟因美中貿易糾紛仍為全球最大風險，變數尚多，相對而言宜小幅提高債券比重，以降低整體投資組合波動度，並適時依據國際政治經濟情勢調整資產配置。
- (六) 全球主要退休基金投資趨勢朝向海外多元化方式發展，以加拿大退休金

計畫為例，在 1999 年為 100%投資加拿大政府債券，然該基金為提高長期收益率，確立在承受適當風險並最大化報酬原則下，快速轉向海外市場多元化投資，2006 年加拿大當地投資降為 64%，全球市場占 36%，同時股票占比為 63%，固定收益為 32.3%，實體資產則為 4.7%，到 2018 年則加拿大當地資產僅為 15.1%，全球市場占 84.9%，同時股票占比為 59.1%，固定收益為 17.4%，實體資產達 23.5%，因而提升該基金長期投資績效。

(七) 基金管理會已研修其組織法，擬引進常態建制的約聘人員進入自營投資團隊，以強化投資能量，前述韓國公務員年金公團自營投資約聘人員的薪酬機制，或可提供該會作為參考。

二、建議

(一) 公務員年金公團所提供的客製化福利計畫及退休生活協助計畫，前者透過委外合作對部分願意自費的公務員進行客製化服務，後者則提供公務員諮詢退休生活規劃的相關主題，相關作法或可值得主政機關研究參採。

(二) 投資管理部與企業管理部分開單獨設立，有利於投資管理部致力於核心投資業務，避免因耗費較多時間於企業管理等投資周邊業務，或非投資業務而影響投資績效。

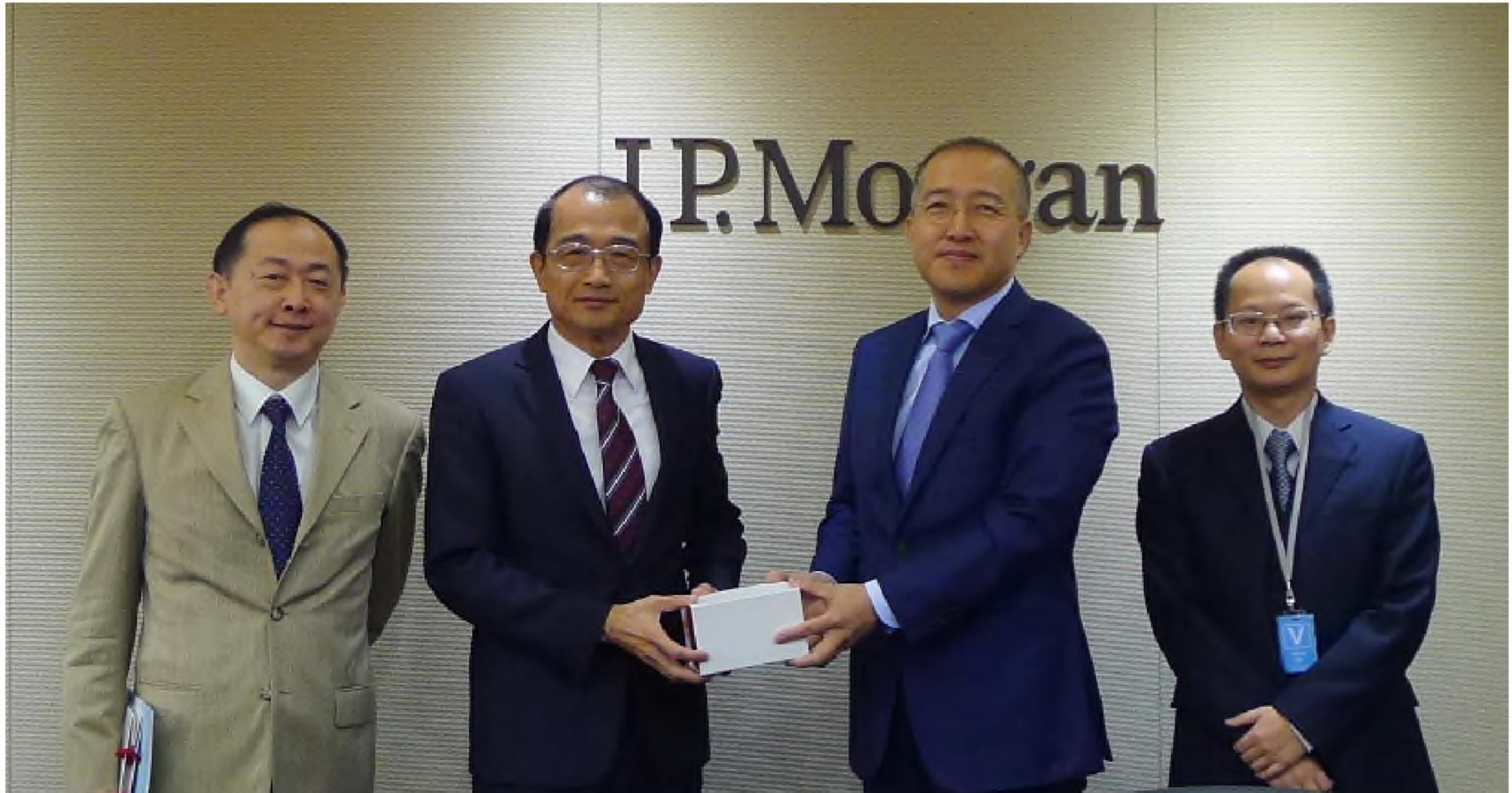
(三) 風險管理部與投資管理部分開設立，有利於風險管理部自主地執行風險評估及投資後監控作業，以避免後者球員兼裁判評估其自身的投資績效。

(四) 本基金海外多元布局方面，囿於人力有限，目前多以委託經營方式辦理，惟投資類型、投資區域或資產業者篩選及監管等仍屬高度專業，未來倘本基金預算許可，或可考慮聘請投資顧問及租用相關資訊系統軟硬體設備，協助選擇海外投資類型及策略，並篩選資產管理公司與追蹤監管，以強化海外投資布局。

伍、附錄

與參訪機構人員合照：

一、摩根大通銀行



2018年9月3日高執行秘書誓男(左二)等參訪摩根大通銀行，並與韓國地區總裁 Tae Jin Park(右二)合影

二、韓國投資公社



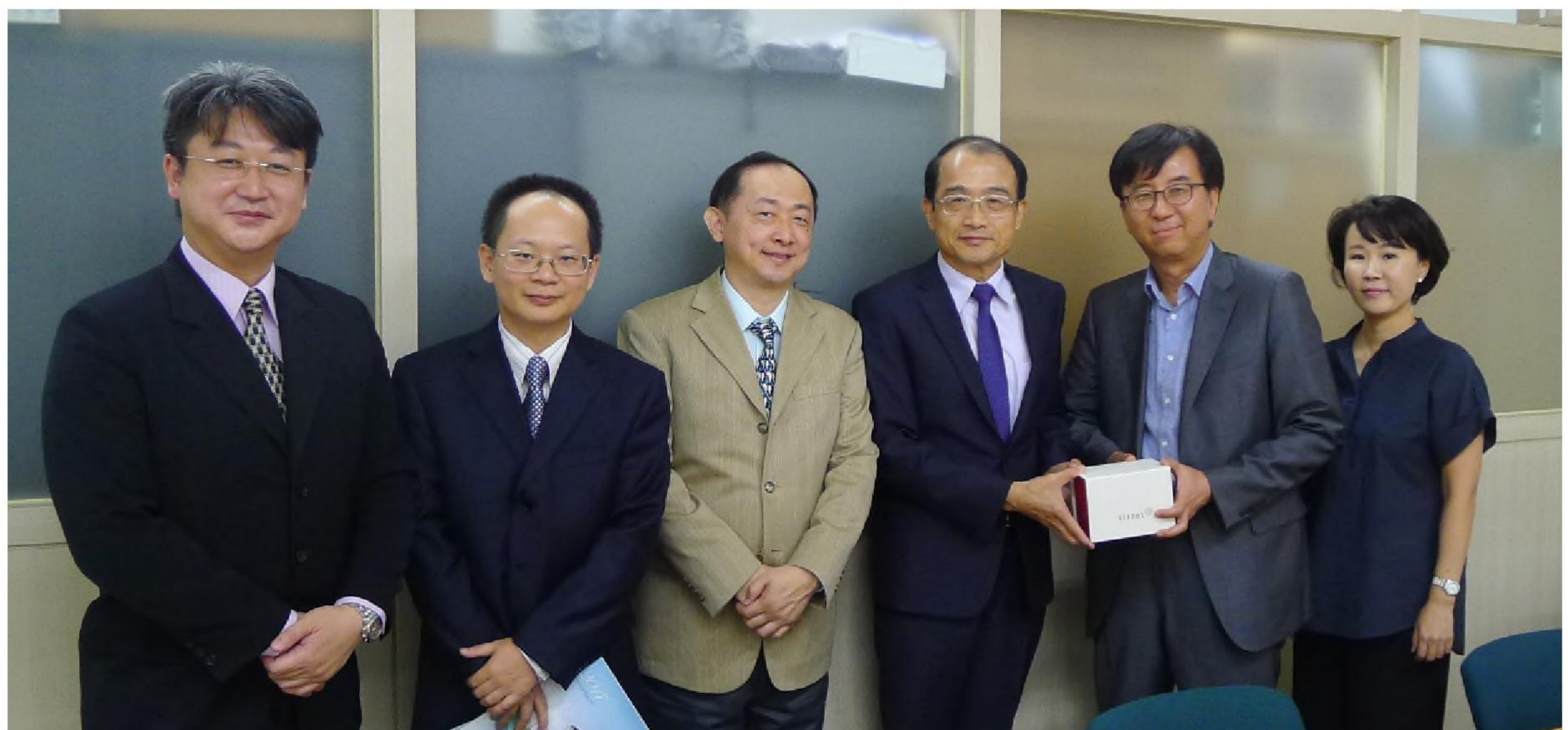
2018年9月3日高執行秘書誓男(右二)等參訪韓國投資公社，並與投資長 Shin Woo Kang(左二)合影

三、摩根資產管理公司



2018年9月4日高執行秘書誓男(左二)等參訪摩根資產管理公司，並與投資組合經理人 John Cho(右二)合影

四、公務員年金公團



2018年9月4日高執行秘書誓男(右三)等參訪公務員年金公團，並與投資長 Chang Hoon Lee(右二)及全球投資團隊主管 Young Soo Oh(右一)合影

五、美世諮詢公司



2018年9月5日高執行秘書誓男(左二)等參訪美世諮詢公司，並與財富及投資亞洲業務主管 Janet Li(右三)及韓國投資顧問主管 Elizabeth Oh(右一)合影