

勞動部勞動基金監理會第100次會議紀錄

開會時間：111年10月27日（星期四）下午2時

地點：本部6樓601會議室

主持人：王召集人安邦

紀錄：白明珠

委員：陳委員俊雄

何委員美惠

潘委員敏媛

楊委員芸蘋

莊委員慶文

黃委員美華

蔡委員圖晉

盧委員秋玲

黃委員啟瑞

盧委員陽正

周委員志誠

張委員琬喻

李委員建興

張委員士傑

徐委員婉寧

莊委員永丞

楊委員素芳

黃委員厚銘(請假)

財政部代表(改派中) 謝委員倩蓓(請假)

列席：

勞動基金運用局

蘇局長郁卿

劉副局長麗茹

許副局長耕維

李主任秘書志柔

蘇組長嘉華

陳組長忠良

林組長啟坤

張組長琦玲

張專門委員淑幸

李科長孟茹

吳科長英傑

羅科長康云

邱科長南源

陳專員力瑋

楊科員筑婷

勞工保險局

楊組長佳惠

粘視察瓊文

臺灣銀行股份有限公司

張經理梅君

林副理貴雯

本 部

王政務次長辦公室 楊秘書雅雯

勞動保險司 吳專員晏帛

勞動福祉退休司

邱專門委員倩莉

鄭視察勝文

白視察明珠

陳專員思賢

秦科員煥之

黃助理員瑋琳

詹約聘研究員淑媚

壹、主席致詞：

各位委員、各位同仁大家午安，感謝各位委員於百忙之中撥空參加本部勞動基金監理會第100次會議。

本次會議將報告「勞動基金截至111年8月31日止之收支及運用概況」及9月份運用績效。截至8月底止，整體勞動基金運用累計收益-3,205億元，較上月減少293億元，收益率為-6.20%；9月份因中國疫情升溫、美國聯準會持續升息，重申堅定抗通膨決心、美國發出限制高階晶片供貨中俄禁令以及美債利率持續攀升等利空因素影響下，引發歐、美、新興市場股票及台股指數下挫，影響勞動基金整體運用績效，希望勞動基金運用局及臺灣銀行持續審慎因應，力求穩定勞動基金運用收益。

本次議程還有一個討論案，將審議「勞動基金112年度資產配置暨投資運用計畫(修正草案)」，本計畫草案在今年3月份雖已提監理會會議審議，勞動基金運用局續依「勞動基金運用作業要點」第3點規定，審慎研判國內、外金融市場變動情勢及蒐集明年度各項經濟預估指標，修正該計畫草案，以更貼近明年金融市場之情勢變化。本次監理會審議通過後，將作為明年勞動基金資產配置及投資運用之主要依據。以上2案請委員指教及提供寶貴意見，以協助提升勞動基金運用績效。

現在會議正式開始。

貳、報告事項：

報告案一

案由：確認本會上（第99）次監理會議紀錄，請鑒察。

決定：確認。

報告案二

案由：本會歷次會議決議案列管及執行情形報告，提請鑒察。

決定：洽悉，第99次會議報告案三、四共2案解管。

報告案三

案由：謹陳勞動基金截至111年8月31日止之收支及運用概況，報請鑒察。

決定：洽悉，委員意見請勞動基金運用局參考辦理。

參、討論事項：

討論案

案由：謹陳「勞動基金112年度資產配置暨投資運用計畫(修正草案)」，提請討論。

決議：照案通過，委員意見請勞動基金運用局參考辦理。

肆、臨時動議：無。

伍、散會：下午3時50分

【附錄：與會人員發言紀要】

壹、主席致詞：(同會議紀錄，略)。

貳、報告事項：

報告案一：確認本會上（第99）次監理會議紀錄案。

主席裁示：確認。

報告案二：本會歷次會議決議案列管及執行情形報告案。

1、勞動福祉退休司鄭視察勝文報告：(如議程，略)。

2、主席裁示：洽悉，第99次會議報告案三、四共2案解管。

報告案三：謹陳勞動基金截至111年8月31日止之收支及運用概況案。

1、勞動基金運用局財務管理組林組長啟坤報告：(如議程，略)。

2、盧委員陽正發言：

- (1) 本次議程資料為截至111年8月底之績效，8月美股反彈且較7月收益佳，9月份因全球股市全面下跌，戰略資產配置之投資組合績效較全球主要指數績效佳，以資產管理專業領域角度而言即可評為達標。
- (2) 簡報第9頁、第22頁、第29頁所列舊、新制勞工退休基金(以下簡稱勞退基金)及勞工保險基金(以下簡稱勞保基金)各運用項目績效，於國內、外權益證券、國外債務證券部分，自營績效皆優於委外，可以肯定運用局的專業操作，且績效優於全球性大型資產管理公司，應給予運用局同仁鼓勵。
- (3) 國外委託經營部分，上月監理會所提全球多元資產型批次應持續注意績效；另穩健且抗通膨的全球基礎建設有價證券型批次仍有不錯績效表現。
- (4) 上周美股反彈，但台股破底，顯示市場信心萎縮，即使台股反彈，成交量也較過去縮小，在美臺利差擴大下，外資資金仍持續

匯出。在此提供相關數據，在本次開會當下美國的核心 PCE 指數 (Personal consumption expenditure Index) YOY 4.91%，較上次開會時4.56%為高，若聯邦儲備局(Federal Reserve)政策目標瞄準核心PCE指數年增率的情況下，FED之升息路徑仍然未動搖，再由 FedWatch 的升息機率表觀察，11月份升息3碼機率最高，12月份亦有繼續再升息2碼的可能性，未來仍須考量核心物價指數是否下降等因素，來評估 FED 本波段升息之目標。另依華爾街年鑑統計資料，當年度9月份達到一定跌幅的低點，12月份內通常會見到另一個低點，明年元月份則通常容易有元月效應，未來可再參考評估。

3、勞動基金運用局國外投資組張組長琦玲說明：謝謝盧委員的鼓勵與提醒，多元資產批次續約時批次累計績效約為38%，達目標報酬，續約後面臨全球央行加速升息力抗通膨，所有風險性資產在收緊貨幣政策下，股、債及另類資產罕見都同步下挫，幅度約2至3成，無法經由分散不同資產標的來分散投資風險，由於續約後的期間尚短，希望以完整的經濟週期來達到預期報酬，本局會持續密切觀察。因為過去在完整的景氣循環週期有達到預期報酬，目前聯準會升息幅度來到相對高檔，可能持續一段時間，今年面臨高利率下，股票本益比拉回修正，又因經濟衰退疑慮風險提高，企業獲利將下修，預期未來仍將面臨一段艱困期間，對於部分績效落後較大帳戶，會持續督促受託機構改善且密切與業者溝通。

4、周委員志誠發言：

(1)議程第30頁，就業保險基金運用績效概況表，第4項政策性貸款的實際運用比率為0，卻有已實現報酬率及評價後報酬率，於註6有說明係110年度勞動部向就業保險基金短期週轉，是否該短期週轉已收回所致？

- (2)議程第17頁，舊制勞退基金運用績效概況表，國外權益證券自營截至8月的評價後報酬率，相較新制勞退基金及勞保基金國外權益證券自營績效，確實差距較大，請問舊制勞退基金國外權益證券自營績效落後的原因為何？
- 5、勞動基金運用局國內投資組蘇組長嘉華說明：有關就業保險基金政策性貸款已於今年2月14日全數償還，故貸款餘額為0，僅呈現已實現報酬率。
- 6、臺灣銀行林副理貴雯說明：舊制勞退基金國外權益證券部分，配置以科技類股較高。今年陸續升息，科技類股所受到影響較其他類股更沉重，故績效較為落後。
- 7、黃委員啟瑞發言：新、舊制勞退基金及勞保基金，在自營與委外的實際運用配置比方面，舊制勞退基金實際配置比大致相當，但運用總損益均為負數，而委外總損益約為自營的1.75倍；新制勞退基金實際配置比約為4比6，運用總損益亦為負數，委外總損益約為自營的6倍；勞保基金實際配置比約為6比4，運用總損益同樣為自營表現較佳，請說明原因，是否因基金制度不同致績效有差異？
- 8、張組長琦玲說明：國外部位若拉長績效計算期間，從103年本局成立至今來看，自營與委外長期的績效是差不多，短期因總經金融變化或單一年度可能因特定事件而互有消長；另自營與委外人力在是否在地投資、規模及市場胃納等考量，會有不同策略。以債券為例，自營以持有至到期債券為主，依國際公認會計原則為按成本攤銷，利息隨時間經過而認列，委外則係以交易為目的進行價差交易，並以公允市價評價。今年因聯準會激進升息下，債券投資承壓，不過現在來到升息循環的相對高點，美國各年期公債殖利率已超過4%，以新制為例，去年至今年初債券配置是 underweight(低配)中心配置4%，避開了今年以來的主要跌幅，惟目前利率已提高，未來會逢

低加碼，以接近中心配置，此時可賺取高利息收益外，未來如貨幣政策轉向，主要央行降息時，則會有資本利得，將比較適合委外的操作方式，策略會以自營與委外互相搭配。另類資產自營部位小，可利用不同產業進行加減碼，委外受限於規模大，需考量市場的胃納量，委外類型會受限。至於各基金來看，舊制勞退基金及勞保基金為成熟型，新制勞退基金還在成長，在操作上會較靈活，風險性資產考量可以比較彈性。

- 9、張委員士傑發言：國外債券投資部分，自營係 buy and hold 策略，委外係以交易目的投資且受跌價影響，若國外可投資等級債券收益率達6.37%、非風險性債券30年收益率達4%以上的情況下，符合投資收益目標，若仍由資產管理公司以交易為目的持有，是否有實質目的？目前美國升息的特別情況之下，buy and hold 策略與交易為目的策略是否應檢討，是否仍需委託受託機構基金經理人於市場上進出或以自營資金直接購入美債享有 currency profit，目前國外債券投資方式是否可調整？
- 10、張組長琦玲說明：目前主要國家加速升息，債券殖利率來到升息循環相對高點，有較高的固定收益，因此，自營部位如委員所提醒，持有至到期債券已積極持續增加部位，以逐步接近中心配置。委外因策略不同，未來如經濟衰退的風險提高，貨幣政策轉向為降息，債券價格將反彈，則在升息循環相對高檔時布局 mark-to-market 債券部位，未來可有較佳的資本利得之收益，因此，本年6月份有針對所有委外債券批次作通盤檢討，希望在策略上能更為多元，並將適時逢低進場布局。
- 11、勞動基金運用局蘇局長郁卿說明：有關債券投資策略方面，首先在自營部位方面，主要是以持有至到期方式，掌握近期利率升息，利率較高時機，積極分批增加購債。未來亦將持續擇優購入

信用品質良好之債券並持有至到期。委外方面，則是以交易為目的，持有之債券部位須以公允價值評價債券，本局將視金融情勢及利率走勢，彈性調整債券投資策略，適時分批撥款。

12、盧委員陽正發言：

- (1) 針對操作性 Fixed Income 整體部位，在年度資產配置目標中 hold to maturity 的部位大部分配置在國內，而國外的 Fixed Income 整體部位則屬操作性目標，在市場利率及債券價格波動劇烈時，hold to maturity 的部位及操作性部位應仍在符合戰略性資產配置目標下維持其部位配置，這才符合戰略性資產配置之精神。
- (2) 本次監理會資產配置案引用本年10月份 IMF 全球經濟展望之最新評估，其結論為112年 GDP 增長率全面下修，111年的核心問題是通貨膨脹，112年的核心問題是經濟衰退，12月聯準會升息至相對高的水準後會維持一段時間，並提到在明年的第3季起因經濟衰退的壓力，聯準會不排除考慮降息，截至本日開會目前美國10年期公債殖利率4.02%、2年期公債殖利率4.42%，已看出經濟衰退壓力訊號，而市場的慣性是提前以其交易價格反應之(priced in)，當明年聯準會感受到經濟衰退而有降息可能時，反而現在可以提早作布局準備。
- (3) 每月監理會基金運用績效簡報係以本年1月起至會計結算月度作評價後報酬率(%)呈現之，由於今年1月份剛好是台股歷史上最高點，因此無論1至8月、1至9月或1至10月之「評價後」報酬率數字一定是負報酬，世界主要退休基金若採此種計算時間呈現其評價後報酬率(%)，必然也是顯著負報酬且數字難看，這樣的績效評估呈現方式顯然無法顯現真正的基金運用績效，也會引起社會大眾之疑慮不安。未來或可以增加以大盤指數為指標報酬率之方式將基金運用方式與之比較，乃至於相對比較 ETF TW0050之報酬率的

方式作進一步資訊呈現並繪製時間序列圖形，應可呈現更充分之資訊已解除部分疑慮；此外，整體基金運用歷年累積績效或可設法比照或 ETF TW0050 或 ETF TW0056之歷史淨值曲線時間數列方式，說明整體基金運用績效 riding 大盤指數乃至 riding TW0050 或 TW0056，此種進一步資訊呈現應也有助進一步釐清社會疑慮。

- 13、黃委員美華發言：近期整體基金收益率表現欠佳，轉達勞工朋友希望運用局在操作上能更為謹慎。此外，在對勞工朋友的說明方面，建議運用局能否提供淺顯易懂的書面說明，使勞工朋友能更清楚實際運用情形。
- 14、主席發言：運用局每月新聞稿有與大盤及國外比較，有請運用局寄給委員，未來也會加強宣導。另外作2點說明，勞動基金屬長期投資，收益率相當穩健，而新制勞退基金也有保證收益的機制，將來會用淺顯易懂的文字或以圖示方式呈現，讓民眾瞭解。
- 15、黃委員美華發言：因無法以通膨、俄烏戰爭及升息等理由，向勞工朋友的說明。除勞退基金有保證收益的說明外，是否有更為合適的說法，對勞工朋友解釋今年的投資運用績效？
- 16、主席發言：說明有保證收益是要民眾放心，本金部分不會減少。
- 17、蔡委員圖晉發言：今年1月至6月全球及台灣之經濟成長尚可，但從7月開始下滑，各預測機構下修全球經濟成長率，加上地緣政治問題、各國升息影響、減碳引發製造成本增加、北半球缺乏天然氣等問題對勞動基金將造成影響，請運用局審慎調整資產配置及加強對受託機構之管理。
- 18、主席發言：政府基金可以更容易掌握國際情勢及國內產業發展，謝謝蔡委員實務經驗分享。
- 19、楊委員素芳發言：

(1)簡報第8頁，舊制勞退基金8月份短期票券餘額較上個月減少約

18%，請說明原因。

(2)簡報第27頁，新制勞退基金111年截至8月止之兌換損益超過仟億元，若將此利益扣除，是否意謂實際投資虧損會更多？

20、臺灣銀行林副理貴雯說明：舊制勞退基金8月份短期票券餘額較上個月減少，主要係因7~8月份，台股處於相對低檔，有進行逢低加碼布局，因此，短期票券資金減少。

21、張組長琦玲說明：今年所有主要國際指數跌幅2至3成，費城半導體指數也跌約4成，勞動基金國外投資報酬率以新台幣計算則跌幅相對較小，部分原因是美國加速升息，美元獨強，其他非美元貨幣面臨貶值壓力，新台幣貶值達15%，致匯兌利益較大。由於台股漲跌與外資進出有高度相關性，在台股報酬率與台幣匯率長期呈負相關特性下，匯兌利益可減緩台股報酬波動的影響，降低整體投資組合波動度。

22、主席裁示：洽悉，委員意見請勞動基金運用局參考辦理。

討論案：謹陳「勞動基金112年度資產配置暨投資運用計畫(修正草案)」，提請討論。

1、勞動基金運用局李主任秘書志柔報告：(如議程，略)

2、盧委員秋玲發言：非常感謝運用局同仁的努力與辛勞！有關資產配置主要是針對股、債在全球的布局，多以過往之資料推估未來數據，但是此次經濟波動是過往沒有發生，所以更要靈活調整風險性資產的配置。勞動基金投資於高科技、電子業及半導體業比例較高，因受去中國化、中美貿易問題，發生較大影響且影響會比較深遠。請問運用局是否對晶片法案、減碳增加製造成本、供應鏈重新布局、通膨等對產業和股價的影響預為因應，或進行產業配置之調整？

3、蘇組長嘉華說明：

- (1) 有關晶片法案對產業鏈的影響，鑒於股票市場相對是比較有效率的市場，所以，已經相當高比例反應這問題，後續會如何發展，本局將會持續研究。有關晶片法案引發整個供應鏈調整，例如去中化等議題，以台積電為例，10月13日法說會，台積電認為明年還是會持續成長，但成長會縮減。台積電雖有先進製程優勢，但在美中衝突和晶片法案等影響，評價下滑，明年 EPS 或有可能微幅下修。整體來看，今年受影響較大的產業是晶圓代工、晶片設計等，股價回檔較深。
- (2) 本局非常重視減碳等 ESG 相關議題，每個月都會召開會議，就國內相關產業、ESG 進展和國際最新規定等進行討論。至於對資產配置的影響，本次資產配置報告參考國際經濟機構預測，預估明年經濟數據大幅下修，爰本局特別提出前瞻指引，修正過去預期報酬率，重新考量風險值，併同修正相關資產配置，再藉由資產配置模擬系統運算找出最適的資產配置。
- 4、蘇局長郁卿說明：面對減碳議題可能帶來的衝擊日增，本局已成立永續投資工作小組，以大家共讀學習的方式持續研究 ESG、減碳等議題。另外，為因應晶片法案及減碳等議題對基金投資可能產生的影響，本局已要求研究員對相關个股及產業多加留意。
- 5、盧委員陽正發言：
- (1) 此議案為戰略性資產配置，考慮宏觀的政治、經濟及來自於產業的調整，綜合考量的結論。戰略性資產配置一段時間會重複一次，但是不論在學理上或是國際資產管理公司實務上，不會經常更動，先前蔡委員提到，三周前是台積電加1，上周變成臺灣加1，去台化，意思並非不給臺灣的廠商訂單，而是希望廠商在臺灣的土地以外再去建廠，在訂單方面，臺灣廠商具有彈性的因應能力。有關於產業調整是現在進行式，無法在此時間點預測，臺灣

經濟研究院有建立產業資料庫，對產業的移動進行調查，定期發布產業經濟白皮書，建議不妨與其聯繫及早取得調研報告。

- (2)簡報第12頁的圖表，反應出美國在 covid-19期間的 QE 政策，今年嚐到苦果，股市去年過度超漲而今年回調，甚至現在過度反應，市場過度悲觀，反應到資產配置，結論為明年的股市優於債市，升息的調整可能明年第一季結束，所以債券會到達相對低的位置。此頁簡報圖表建議可用於運用局對外說明稿，以類似基金淨值歷史走勢圖表示，較為清楚。
- 6、主席發言：投資策略以過去的經驗作為運用的戰略計畫，仍需滾動式的調整。
- 7、李委員建興發言：提供碳稅相關數據參考。有關鋼品的扣件如螺絲及螺帽，以現在歐盟歐洲碳關稅（CBAM）計算，台灣每出口100美元的產品到歐盟，於2027年要課徵碳邊關稅為10.3%，但是如果碳權的價格往上漲到90元，碳邊關稅則為13.68%，如果有需要其他相關數據，本人可以提供。
- 8、楊委員芸蘋發言：近期勞工朋友對基金操作績效的疑慮，部分的原因來自媒體的過度渲染，建議能適度向勞工朋友以條列式說明，此為受國際情勢的外在影響，以減少勞工朋友的疑慮。
- 9、主席發言：謝謝楊委員，至少媒體有讓我們作相關的說明，運用局會用淺顯易懂的文字讓民眾瞭解，後續也會加強宣導。
- 10、張委員士傑發言：臺美利差擴大情況下，造成賣臺債轉而買入美元資產，近期臺債價格走低，殖利率走高即反應此現象，於今年第四季預估明年市場狀況時，在資產配置部分，國內、外債務預計報酬率較低，而過去10年的報酬率不一定能預測未來，當國外經濟機構對景氣做出建議時，是否對時間做出調整？或考量臺美利差擴大情況下，運用局對資產配置的分析及觀點？

- 11、李主任秘書志柔說明：有關臺美利差的部份，截至昨日臺灣10年期的公債殖率為1.91%，美國的10年期的公債殖率4.00%，雙方利差仍大，這次預期報酬率推估當中，國外債券的報酬率仍高於國內的債務證券，但整個資產配置策略，仍以持有至到期日債券為主，但 duration 不會再拉長，景氣循環目前處於衰退階段，或許在明年下半年 Fed 可能有降息的空間，在 duration 分配上可能會調整，但是在國內與國外的債券配置，還是會維持國外高於國內。
- 12、張委員士傑發言：再請問國內債券預期報酬率較低為1.44%，國外2.00%，與過去幾年的預期報酬率有落差，請問是以過去幾年資料計算報酬率？
- 13、李主任秘書志柔說明：報酬率的預估係以過去3年加權平均計算，該收益率主要係來自於現有的資產部位，致低於目前市場的殖利率，除非有新的現金流量才能創造較高的債券收益率。目前僅新制勞退基金因不斷有資金流入可新增國外債券，所以與其他基金有較大的差別。
- 14、黃委員美華發言：因勞工朋友希望能提供具體的實際作法，在基金操作績效不佳的情勢下，請運用局能提出未來操作，更為具體的因應方式，以消除勞工朋友的疑慮。
- 15、主席發言：沒有人可以承諾投資一定會獲利，但我們會繼續努力。
- 16、主席裁示：照案通過，委員意見請勞動基金運用局參考辦理。