

不規避匯率風險 退休基金節流永續

[工商時報名家廣場 - 2021.11.1](#)

賴興國／證券暨期貨市場發展基金會研究處副研究員

臺灣退休基金若未持續進行改革，則未來 20 年內將有破產風險。總統府國家年金改革委員會成立於 2016 年 6 月，並陸續進行多項改革以降低退休基金之破產機率，於各項開源節流改革方案中，筆者的博士論文主題之一，即是以節流角度建議臺灣相關退休基金經理人，採用長期省下規避美元兌新臺幣匯率波動之避險成本，即此不規避匯率風險反而可以降低投資整體風險之理念，以新制勞工退休基金為例，估計每年可省下新臺幣 50 至 75 億元的避險成本，這個節流動作將能讓退休基金更有機會達成永續經營之目標。

波動性，就是風險嗎？

想像一下自己負責管理新制勞工退休基金，假設基金規模為新臺幣 1 兆 8,983 億元，假若其中 46.3% 為美元資產，即折合約新臺幣 8,795 億元。您是否會擔心？若美元兌新臺幣匯率波動趨向不利走勢時，這些美元資產將會有鉅額匯兌損失？因此，您是否很自然地會選擇規避掉大部分的美元兌新臺幣匯率風險？通用電氣公司（General Electric Co., GE）於 1990 年代就明文主張，預測匯率走勢並非該公

司專業，故 GE 採用完全匯率避險策略以經營全球業務。然而，這種完全規避匯率風險之行為，卻有可能會顧小失大，反而增加整體投資風險。

人們總是將波動性視為風險。然而，匯率波動性並不全然是整體報酬率的風險因素，反而可能被視為一個穩定因素。

譬如，當外資想要進入臺灣股市時，這個美元換新臺幣需求，可能導致新臺幣有升值空間，也就是美元有相對跌價空間；臺灣股市可能因外資進入而有上漲空間，同期美元卻有跌價空間，這代表美元兌新臺幣的匯率報酬率與臺灣股市報酬率，有可能具有長期顯著負相關關係，也就是：「你賺我虧、我虧你賺」之關係。而這個彼此支援對方之關係，可以顯著降低整體投資風險。然而，假若經理人採用完全匯率避險策略時，雖上述美元兌新臺幣的匯率報酬率的風險被壓制為零，但這將可能造成整體投資風險直接被臺灣股市報酬率的波動性主導，這代表經理人可能花錢避掉匯率風險，卻反而增加整體投資風險。

退休基金經理人可能陷入的困境

1970 年代就開始探討的「代理問題」(Principal-Agent Problem)，當少數管理者 (Agents) 有權力決定廣泛眾多擁有者 (Principals) 的利益時，少數管理者很有可能會更加關心自身利益，且有意無意地忽略擁有者的利益。而退休基金經理人就很有可能陷入上述困境中，想像一下，當經理人管理折合約新臺幣 8,795 億美元的美元資產，假若管理得當，促使基金因為匯率波動而賺更多錢，他會期待因此獲得獎賞嗎？反之，假若他在自信滿滿下，卻遭遇無法預期的國際事件衝擊，進而導致基金因為匯率波動而虧損巨大，那他會預期甚麼呢？是否會擔心需要尋覓新工作呢？於這類獎賞與懲罰的不對等架構下，經理人很自然地會選擇保護自己，以選擇規避大部分的美元兌新臺幣之匯率風險，此舉卻有可能導致花錢增加整體投資風險。

2016 年諾貝爾經濟學獎得主，奧立佛·哈特 (Oliver Hart) 與本特·霍姆斯壯 (Bengt Holmstrom) 以原創的契約理論 (Contract Theory) 為基礎，建議訂出合宜的勞資契約來減輕代理問題。筆者的碩博士論文指導教授邱顯比，長年為臺灣主要退休基金的管理或監理委員會委員，於約十年前察覺到退休基金經理人的上述行為，而在長期

不斷建議董監事制訂合宜的勞資契約，以減輕經理人擔憂是否會因匯兌損失，而導致被責難或懲罰之風險；近年來，勞退基金、勞保基金、公務人員退撫基金都曾引用筆者研究團隊的研究成果，以回覆監理委員會委員及外界，說明為何採低度匯率避險（或不避險）政策。

值得一提的是，這政策必須進行各別個案計算考量，譬如不同幣別之國外資產部位及臺灣股市部位的多寡，都能影響匯率避險政策，也就是並非所有的國外資產都不需要規避匯率風險，而是要看是否有足量的負相關資產，可以彼此支援另一方資產？因此，藉此篇幅建議國內各大型基金經理人或大型保險公司經理人，重新檢視自身的投資決策過程，確認是否經常會花錢規避匯率風險，卻反而增加整體投資風險？