

外匯存底相關議題

Q1：什麼是主權財富基金(Sovereign Wealth Fund, SWF)?

A：

一、早期的 **SWF**，係由石油輸出國如科威特(1953)及阿布達比(1976)所成立，在油源將逐漸枯竭，為後代子孫維持購買力的考量下，把**出口石油收入**的一部分，**投資於期限較長、風險較高的資產**，以換取**較高的報酬率**。

近年來，由**非產油國**所成立且規模較大，並為各界所注意的 SWF，以**新加坡**的**政府投資公司**(GIC)及**中國大陸**的**中國投資公司**(CIC)為代表。這兩個 SWF 都由**政府發行公債**，取得**本國幣別的資金**，交給 GIC 及 CIC，**在外匯市場購買外匯**，進行**海外投資**。

二、國際間，各國**政府的退休基金**也被列入**廣義的 SWF**。其中規模最大的為日本政府退休基金(GPIF，2023 年 12 月底規模約 1.61 兆美元)，近年來 GPIF 並逐漸增加其海外投資比重；其次為挪威的政府退休基金(GPFG，2023 年 12 月底規模亦達 1.55 兆美元)。

三、我國在勞動部成立後，**勞保、勞退及國民年金**即委由該部操作，如再加上銓敘部主管的**退撫基金**，總**規模相當龐大**(2023 年底已達新臺幣 7.2 兆元，近 5 年平均年增率達 8.93%)，有相當大的部分**投資海外資產**。

四、**SWF 追求報酬的極大化**，因此多將資金投資於全球的股票、大宗商品、不動產、對沖基金及私募基金等。

但**高報酬也承擔了高風險**。2008 年 9 月 15 日美國引發全球金融危機，全體 SWF 虧損了 6,000 億美元；其中挪威的政府退休基金就虧損了 907 億美元，約基金的 1/4；另 2020 年以來受新冠肺炎疫情衝擊，各國 SWF 獲利也受影響，其中挪威的政府退休基金在 2020 年第一季虧損 1,298 億美元；2022 年全球金融市場震盪股債市大幅下跌，該基金損失更創紀錄高達 1,670 億美元。(詳附錄 1)

五、**SWF 的規模逐漸龐大**，某些 SWF 的**操作**進出非常**頻繁**，會**干擾投資目的國** (尤其是小型而高度開放的國家)的**金融市場**；因而有人比喻為「大白鯊躍進小池塘，引起水花四濺。」¹(Like a big fish entering a small pond, it has caused a big splash, disrupting economic and financial stability in recipient countries.)。

六、此外，SWF 擁有龐大資金，但投資目的與意圖不明，恐危及其他國家經濟安全利益，於是 2008 年由 26 個 SWF 發起並提出聖地牙哥原則 (the Santiago Principles)，承諾其將從經濟金融風險及收益考量進行投資，即投資是**出於商業目的，而非達成政治目標**。

¹ Haldane, Andrew G. (2011), “The Big Fish Small Pond Problem,” BoE’s Financial Stability Executive Director Speech at the Institute for New Economic Thinking Annual Conference, Bretton Woods, New Hampshire, Apr. 9.

Q2：本(2024)年 2 月底我國外匯存底已達 5,694 億美元，何不動撥外匯存底成立主權基金？

A：

一、本年 2 月底我國外匯存底雖達 5,694 億美元，但外資持有我國國內股票及債券市值也有 6,773 億美元，約當外匯存底的 119%。

二、外匯存底與主權財富基金的目的迥然不同，二者操作原則必然不同，詳見下表：

	外匯存底	主權財富基金
目的	提供一國對外交易的流動性： 係為挹注國際收支發生短絀時的外匯需求，目的在於調節供需、維持有秩序的外匯市場	財富管理： 以未來及當代國民的未來福祉為重要考量，目的在於創造更多的財富
資產管理 操作原則	須保持高度的安全性與流動性	承擔較高的短期價格風險，以獲取長期較高的報酬率

基於上述理由，不宜將「外匯存底」以「主權財富基金」的方式操作。

三、資產的報酬率與風險及流動性有關。**報酬率較高的資產**，其**風險較高、流動性較低**。

因此，只有承擔的風險與具有的流動性一致的情況下，資產報酬率的比較才有意義。

外匯存底的**投資標的**須具備高度的**安全性及流動性**，不宜承擔高風險，因此報酬率必然相對較低。

SWF 平常承擔**較高的風險**，因此**報酬率比較高**；但發生金融危機時，往往無法全身而退，而遭受龐大的損失，平時較高的報酬率會被抵銷。

四、我國**如要**另行**成立 SWF**，應先立法，在**法律**允許的範圍內，由**專業機構管理運作**。(詳附錄 2)

新加坡、韓國、中國均以專法或依其公司法成立國家投資公司，其制定公司治理架構及運作之經驗，可供借鏡。(詳附錄 3)

五、未來我國設立之 **SWF** 如擬投資外幣資產，宜以**新臺幣從外匯市場上購買外匯**。

六、事實上，我國的**勞保、勞退、國民年金及退撫基金**，雖無 **SWF** 之名，但已有 **SWF** 之實。

如**日本政府退休基金(GPIF)**，近年來逐漸**增加其海外投資比重**，其**投資目的與操作方式**，已**近似於 SWF** 以**創造更多的財富**為目的之本質。(詳附錄 4)

附錄 1、各主權財富基金之投資報酬率

主權財富基金	年度 ² 報酬率			幾何平均年化報酬率		備 註
	前 1 年	前 2 年	前 3 年	近 5 年	2008 金融危機後十年間	
新加坡政府投資公司 (GIC)	未揭露	未揭露	未揭露	3.70% (2018—2022)	4.60% (以美元計價) (2008 Q1—2018 Q1)	1. 2008 年損失 350 億美元 2. 投資 UBS 股票，損失 71 億美元
淡馬錫控股 (Temasek)	-5.07% (2022/4-2023/3)	5.81% (2021/4-2022/3)	24.53% (2020/4-2021/3)	4.41% (2018—2022)	5.00% (以星幣計價) (2008 Q1—2018 Q1)	1. 2008 年損失 383 億美元 2. 2009 年結清投資 Barclays 及 Merrill Lynch，損失 54 億美元 3. 2019 財年受肺炎疫情影響損失 170 億美元 4. 2022 財年虧損約 55 億美元，為近十年來首見，其中包含投資 FTX(加密貨幣交易所)之損失 2.75 億美元。
挪威政府退休基金 (GPF)	16.14% (2023)	-14.11% (2022)	14.51% (2021)	8.72% (2019—2023)	4.98% (以一籃子貨幣計價) (2008—2018)	1. 2008 年損失 907 億美元 2. 2018 年損失 570 億美元 3. 2020 年第 1 季損失 1,298 億美元 4. 2022 年損失 1,670 億美元(歷史之最)

※央行

央行	年度報酬率			幾何平均年化報酬率		備 註
	前 1 年	前 2 年	前 3 年	近 5 年	2008 金融危機後十年間	
瑞士央行 ³ (SNB)	0.70% (2023)	-13.90% (2022)	2.90% (2021)	-0.97% (2019—2023)	0.16% (瑞郎計價) (2008—2018)	1. 2008 年損失 44 億美元 2. 2020 年第 1 季損失 393 億美元，以瑞郎計價報酬率為-5.2% 3. 2022 年損失 1,436 億美元 (歷史之最)

² GIC 與 Temasek 之財務報表年度為當年 4 月至隔年 3 月，如 2022 年財年為 2022/4/1-2023/3/31；GPF 則採用曆年制。

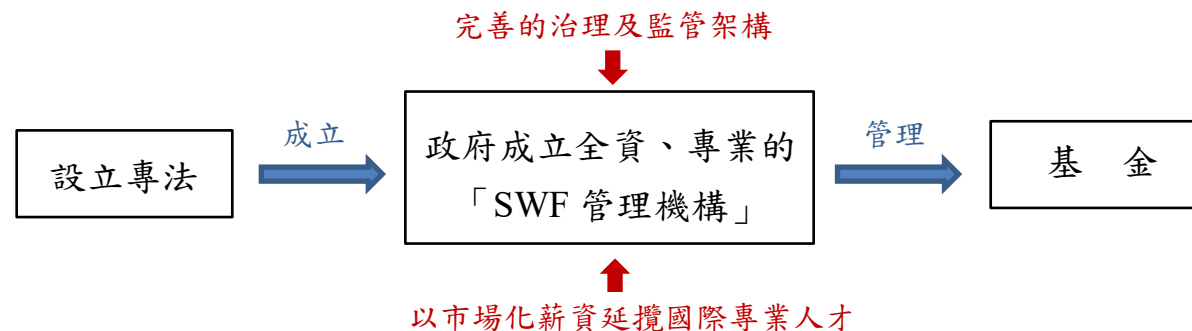
³ SNB 雖非屬 SWF，惟其在 2023 年底投資股票比重達 25%，約為 GIC 股票比重(30%)之 8 成，此處將 SNB 列入，係為說明其在股市下跌時財報亦會出現鉅額損失。

附錄 2、我國成立「SWF 管理機構」之可行作法

可透過專法成立獨立於央行之外的專業管理機構，並制定妥適的監督機制，另以市場化薪資延攬國際專業人才

- 一、訂立專法，由政府全額出資，設立具獨立法人資格的專業管理機構(資產管理公司或投資控股公司)⁴，且明訂該機構的營運目標；並於專法制定完善的治理及監理架構，使該機構的董事會能確保營運目標與政策目標一致(如示意圖)。
 - 國發會委託研究計畫及立法院研究報告⁵也都主張，我國成立 SWF 宜設專法規範，以維持獨立性；並且認同本行論點，將外匯存底作為 SWF 資金來源並不妥適。
- 二、另以市場化薪資延攬國際專業人才，以強化該專業管理機構之經營能力；若引進國際專業投資人才及技術，經由外溢效果，也可望帶動國內資產管理業國際競爭力向上提升。

我國成立「SWF 管理機構」之可行作法示意圖



⁴ 資產管理公司未擁有所投資資產的所有權；投資控股公司擁有所投資子公司之所有權。

⁵ 洪茂蔚等(2016)，「我國成立主權基金之可行性研究」，國發會委託研究，台灣金融研訓院，9月；安怡芸(2017)，「我國成立主權基金之可行性研析」，國會季刊，第45卷第1期，3月。

附錄 3-1、新加坡政府投資公司(GIC)與淡馬錫控股公司(Temasek)之簡介

一、新加坡政府投資公司(Government of Singapore Investment Corporation, GIC)

(一) 公司性質：1981 年依《新加坡公司法》設立，為政府全資擁有的**資產管理公司**。

(二) 營運目標：替**客戶(新加坡政府)**追求長期投資報酬。

(三) 資金來源：

1、GIC 資金主要來自於新加坡中央公積金(Central Provident Fund, CPF)⁶ 與政府財政盈餘；前者是由 CPF 認購財政部所發行之特別公債(Special Singapore Government Securities, SSGS)，**財政部**再將前述**發債所得**向新加坡金融管理局(Monetary Authority of Singapore, MAS)買匯，並**委託 GIC** 管理/投資。

2、因近年無政府財政盈餘，無法以財政盈餘方式轉移外匯存底，2022 年起，由 **MAS 以外幣資產認購**財政部發行之**儲備管理政府證券**(Reserves Management Government Securities, RMGS)⁷，**財政部**再交由 **GIC** 進行長期投資。

(四) 公司治理：

1、GIC 因經管政府資產，為**新加坡憲法**規定之「政府公司」，其**董事任免**、**任期**與**預決算**等事項，於憲法規定之。

2、董事會成員包含政府官員(如新加坡副總理、財政部長、貿易工業部長)；經理階層自民間聘任。董事會監督經理階層使其營運符合政策目標；經理階層就其投資結果對董事會負責。

⁶ 中央公積金是強制性儲蓄計畫，為新加坡公民及永久居民，用以應付退休、健保及購屋需求所提撥的公積金，由人力部轄下的中央公積金局管理，公積金約 90%投資於 SSGS，投資 SSGS 所收的固定息票率高於公積金之負債利率。

⁷ RMGS **僅對 MAS 發行**，非於公開市場交易，訂有發行上限 5,800 億星幣，提高上限須經國會同意；**MAS 基於執行貨幣政策之考量**，**可於 RMGS 到期前以面額向政府換回外幣資產**，MAS 全權決定 RMGS 之認購及贖回之金額與時點；政府發行 RMGS 所得資金，僅能用於國外投資，不得用於國內財政支出，以避免財政支出貨幣化之疑慮。

二、新加坡淡馬錫控股公司(Temasek)

- (一) 公司性質：1974 年依《新加坡公司法》設立，為政府全資擁有的**投資控股公司**。
- (二) 營運目標：替**股東(新加坡政府)追求股東價值極大化**。
- (三) 首批資金來源由**財政部撥款**：新加坡政府出資，另由淡馬錫接收由新加坡政府持有之 35 家國營企業(如新加坡電信、新加坡航空、星展銀行等)之股權。
- (四) 公司治理：董事會成員與經理階層皆自民間聘任⁸。董事會監督經理階層使其營運符合政策目標，經理階層就其投資結果對股東負責。

⁸ 2004 至 2021 年時之總經理為何晶(李顯龍總理之夫人)。

附錄 3-2、韓國投資公司(Korea Investment Corporation, KIC)之簡介

- 一、 公司性質：2005 年 7 月依《KIC 法》設立，為政府全資擁有⁹的**資產管理公司**。
- 二、 營運目標：**替客戶(南韓政府)追求長期投資報酬**，並**促進國內資產管理與金融市場發展**。
- 三、 首批受託資金來源為**公部門委託款**：2006 年首批託管資金 200 億美元，其中 170 億美元來自南韓央行外匯存底¹⁰，30 億美元來自財政部外匯平穩基金¹¹。截至 2022 年底，受託資產總市值為 1,693 億美元，其中絕大部分來自於**韓國政府機構及其他公共基金**所委託¹²。
- 四、 公司治理：
 - (一) 指導委員會(Steering Committee)：為 KIC 政策方向的最高決策單位，包含財政部長、央行總裁、KIC 總經理及 6 位民間專業人士，6 位人士由總統任命，任期 2 年；指導委員會主席(Chairman)由 6 位民間人士產生，故委員會由民間人士主導，而非政府官員主導。
 - (二) 董事會：董事會成員經指導委員會審議後，由 KIC 總經理指派及解任，任期 3 年。
 - (三) 總經理：由總經理推薦委員會向指導委員會推薦，經指導委員會審議後，再由財政部長向總統推薦，總統任命產生，任期 3 年。總經理負責實際投資，召開董事會議。

⁹ 財政部承諾出資 1 兆韓元，2005 年 7 月成立至今，實際撥付(paid-in)資本額為 1,000 億韓元。

¹⁰ 南韓央行委託 KIC 之資產管理合約始於 2006 年 6 月，總金額 170 億美元，分批撥款，於 2010 年完成（約占 2010 年底外匯存底之 6%）。2011 年新增委託金額 30 億美元，至 2013 年底 BOK 合計總委託金額 200 億美元（仍約占 2013 年底外匯存底之 6%）。（資料來源：BOK 2013 年報，頁 93，註 106）

¹¹ 財政部委託 KIC 之資產管理合約始於 2006 年 10 月，總金額 30 億美元。2007 年 11 月財政部（MOSF）外匯平穩基金（Foreign Exchange Equalization Fund）新增委託金額 100 億美元，至 2007 年底合計 130 億美元。（資料來源：KIC 2007 年報，頁 23）

¹² 受託資產總市值 1,693 億美元中，韓國央行以外匯存底委託金額預估僅約 250 至 300 億美元。

附錄 3-3、中國投資公司(China Investment Corporation，CIC)之簡介

- 一、公司性質：2007 年 9 月國務院依《中華人民共和國公司法》批准設立，兼具**資產管理公司與投資控股公司**。直接隸屬國務院，位階等同於財政部、中國人民銀行（People's Bank of China，PBOC）（簡稱人行）。
- 二、營運目標：實現**國家外匯資金多元化投資**，在可接受風險範圍內**實現股東權益極大化**，以服務國家宏觀經濟發展與深化金融體制改革之需要。
- 三、首批資金：2007 年 8 月至 12 月間，國務院安排財政部發行 8 批特別公債取得 1.55 兆人民幣，再與人行換匯得 2,000 億美元，給 CIC 當註冊資本。其中一半資金用於**境外投資**，一半資金用於向人行購買中央匯金投資有限責任公司全部股權，進而從事**境內股權投資**。
- 四、公司治理：設有董事會、監事會、執行委員會。三者之間權責明確，獨立履職，有效制衡。

附錄 4、日本政府退休基金(Government Pension Investment Fund，GPIF)之簡介

- 一、日本 GPIF 於 2001 年成立，係由日本厚生勞動省將國民退休金委託其管理，初期的投資標的以國內債券為主。
- 二、鑑於 GPIF 長期投資報酬率不如國際主要大型退休基金，日本前首相安倍晉三遂於 2013 年積極改革 GPIF，期能提高其投資報酬率。GPIF 2013 年 6 月宣布**調整資產配置目標**，將**海外債券及股票投資比重**由 17%提高至 23%(其中債券 11%、股票 12%)。
- 三、此後 GPIF 並數度調整資產配置目標比重，主要方向旨在**調高海外投資比重**，目前**海外投資目標比重**已升至 50%(債券 25%、股票 25%)。
- 四、自 2013 年 GPIF 改革後，在**利息收益**、**資本利得**及**退休金存入**的累積下，其資產規模由 2013 年 6 月之 123.9 兆日圓成長至 2023 年底之 226.4 兆日圓。

單位：%

	國內債券	國內股票	國外債券	國外股票	短期資產
改革前目標比重	67	11	8	9	5
2013 年改革後目標比重	60	12	11	12	5
最新目標比重¹³	25	25	25	25	0
目前目標比重與 2013 年之比較	-35	+13	+14	+13	-5

資料來源：GPIF

¹³ 最新 GPIF 資產配置**目標比重**及**可乖離程度**為：**國內債券** 25%(±7%)、**國內股票** 25%(±8%)、**國外債券**(±6%)、**國外股票**(±7%)，短期資產投資比重上限為 5%。