

主權財富基金的興起及其影響

朱美智、鍾世靜

摘要

一、主權財富基金的興起

根據 IMF 的定義，主權財富基金（Sovereign Wealth Funds, SWFs）係由政府擁有或控制之特殊用途的公共投資基金或安排，握持或管理資產主要是為了中長期的總體經濟與金融目標，諸如降低握持外匯存底過高的機會成本、或支付政府資產負債表上的退休金債務等。

SWFs 設立的風潮始於 1996 年挪威成立全球政府退休基金。自 1990 年代中期以來，由於石油等能源價格一路上漲、全球總體經濟失衡不斷擴大以及全球外匯準備資產累積持續增加，致使中東石油出口國及亞洲開發中國家紛紛設立 SWFs。過去 10 年來，全球 SWFs 之總資產規模以驚人的速度成長。IMF 指出，SWFs 的規模目前介於 1.9 兆~2.9 兆美元。鑑於國際油價持續飆升以及國際貿易擴展，IMF 預測 SWFs 所管理的國外資產到 2013 年將達 6 兆~10 兆美元。

二、主權財富基金之正面與負面影響

SWFs 的資產及所產生的收益，對母國的公共財政、金融情況、國際收支狀況及資

產負債表會產生重大影響。設計良好的 SWFs 能支持穩健的財政政策與貨幣政策，然而，SWFs 也可能成為總體經濟政策的挑戰。

SWFs 可能影響各國的資本移動、資產價格以及國際收支。此外，對國際金融市場的正面影響包括：（1）在全球金融市場，可以發揮穩定的作用；（2）增加全球流動性；（3）促進亞洲、中東、北非及其他新興國家金融市場的發展；（4）促進亞洲地區金融中心的發展；（5）就接受 SWFs 資金流入的國家而言，這些資金移動可能強化經濟、提升生產力水準以及刺激良性競爭。

SWFs 產生之負面影響則包括：（1）SWFs 的規模巨大加上偏好較高的投資風險，可能會擴大全球市場的波動性；（2）可能助長資產泡沫；（3）可能增高全球槓桿作用；（4）SWFs 可能利用其金融影響力於政治或其他非經濟目的。

三、針對主權財富基金相關風險的因應方式

由於 SWFs 具備特殊的國家利益色彩，而且可能引發潛在的金融風險，致使各國政

府及重要國際金融組織採取以下因應方式：

(1) IMF 正在為 SWFs 制定一套自願遵守的最佳行為準則；(2) OECD 正在研擬投資接受國行為準則；(3) 根據互惠待遇原則限制 SWFs 的營運活動；(4) 建議 SWFs 透過外部資產經理人進行投資；(5) 建議 SWFs 購買風險分散的指數型工具。

四、結論與建議

只要 SWFs 的投資活動以最佳行為準則為基礎並符合自由與公平競爭之精神，而且 SWFs 投資接受國對 SWFs 抱持開放的態度，這波 SWFs 設立的風潮勢將繼續推動全球經濟的成長與繁榮。

鑑於我國退休基金的國外投資相當大，目前是以分散式地委託許多國際資產管理公司代操，資金分散，投資績效也不一致。因此，建議政府或可仿效新加坡、南韓或中國等國，成立我國的 SWFs，統籌運用政府退休基金，在國際間尋找收益率較高的投資標的，以提升國內退休基金的長期投資績效。而該基金似可以下列方式運作：由獨立於中央銀行之外的投資機構法人，負責基金管理與投資策略；而且，與政府相關部門協議，籌募本國貨幣之資金，例如強制性退休準備金，然後直接在外匯市場購買投資國外所需之外幣。

一、前言

2007 年下半年美國次級房貸危機爆發以來，股市暴跌、不動產抵押貸款債權之相關商品價格直落，金融機構因資產價值大幅縮水，導致不斷虧損甚或倒閉，許多國際知名金融機構如花旗、美林亦深陷風暴之中，紛紛尋求其他融資管道來解決龐大的資金缺口。此時，來自亞洲新興國家或中東產油國的主權財富基金（Sovereign Wealth Funds，SWFs）適時挹注大量資金，使這些受創的大型金融機構彷彿注入了強心劑。不過，國際間 SWFs 的規模日益坐大，業已引發諸多的爭議與因應措施，諸如若干國家已著手限制外來的 SWFs 收購其策略性企業。

伴隨國際間 SWFs 的風起雲湧，國內亦

引發應否設立 SWFs 的爭議。持反對意見者認為，中國、新加坡等民主化程度不高的國家或許可以設立 SWFs，但台灣政治生態並不適合如此操作。然而，持贊成意見者表示，中央銀行應該在兼顧流動性與安全性的考量下，運用外匯存底作策略性投資。再者，本行彭總裁於 2008 年 3 月 9 日答覆立委質詢時指出，是否要成立主權基金值得考慮，他不反對台灣成立 SWFs。他表示，SWFs 多採單獨立法，自行承擔風險，並獨立於中央銀行之外，不能列入中央銀行的資產負債表，至於主管機關也會在立法中明定，此外，成立 SWFs 可以靠發行債券來籌資。

鑑於 SWFs 受到國內外高度的關注，本

文擬探討 SWFs 的興起及其影響，主要架構除前言外，擬先說明 SWFs 的意義、類型、與成長概況；其次探討國際間對於主權財富管理者的安排模式；接著討論其策略性資產

配置；進而分析 SWFs 的影響，並說明因應 SWFs 相關風險的政策主張；最後則是本文的結論與建議。

二、主權財富基金的意義與類型

(一) 主權財富基金的意義

迄今 SWFs 並無一致的定義，各機構所提出的定義略有差異，其中，根據國際貨幣基金（IMF）所提出的定義，SWFs 係由政府擁有或控制之特殊用途的公共投資基金或安排，握持或管理資產主要是為了中長期的總體經濟與金融目標，諸如降低握持外匯存底過高的機會成本、或支付政府資產負債表上的退休金債務等。原則上，SWFs 的類型包括：穩定基金（stabilization funds）、儲蓄基金（savings funds）、外匯準備投資公司（reserve investment corporations）、發展基金（development funds）及退休準備基金（pension reserve funds）（註 1）；而不包括：政府僱員退休基金、社會安全基金、政府優惠貸款基金及國有銀行。這些基金的資金來源通常來自原物料出口收入、官方外匯干預、財政盈餘或國營企業民營化收入。這些基金採取多元化的投資策略，其中包括投資國外金融資產（註 2）。此外，美國財政部將 SWFs 定義為，政府所投資的外匯資產，而且這些資產與貨幣當局的官方準備有所區隔（註 3）。金融時報指出，所謂的 SWFs 係指，各國政府設

立運用外匯存底或國家儲蓄進行投資的基金或機構。

(二) SWFs 與官方外匯準備、政府退休基金及國有企業的異同

主權國家財富有四種包括：官方外匯準備、政府退休基金（public pension funds）、國有企業（state owned enterprises）及 SWFs。SWFs 與官方外匯準備的來源相似，但 SWFs 與持有準備資產的政府機構不同，前者是一種全新的專業化及市場化的投資機構，以獲取更大利益為目標，採取更多元化及更強風險承受能力的投資策略，後者以穩定幣值為目標，採取以規避風險為目的之流動性管理模式。

SWFs 與政府退休基金及國有企業雖有相似之處，但也有很多不同之處。SWFs 以政府為擁有者，它們的投資決策過程有明確的權責制度；它們有潛在的機會，採行非商業性動機所驅動的策略。政府退休基金的資金來源為政府因應未來退休金給付而提存的準備金；它們有明確的負債，以限制其投資策略及範圍；它們以本國貨幣計價，通常較少投資於外國資產，不過，可以預期的是，越來

表 1 主權國家財富的比較

	主權財富基金	國有企業	政府退休基金
資產擁有者	政府	主要是政府	退休金計畫成員
主要目標	呈多樣化	呈多樣化	確定給付債務
資金來源	原物料/非原物料	政府/公司盈餘	成員繳費
政府控制	完全	明顯	不明顯
揭露資訊程度	呈多樣化	呈多樣化	透明
金額或數量的成長幅度	高	穩定	穩定

資料來源：主權財富基金協會（SWFs Institute）網站（網址：www.swfinstitute.org）。

越多的退休基金將進行海外投資，在某些情況下，還利用 SWFs 來管理它們的資產；它們適用具體的國際準則，往往比 SWFs 接受更加嚴密的監管。國有企業是一國政府對其有顯著控制權的公司；它們可以進行海外投資，所涉足的產業包括製造業與金融業等（註 4）（參見表 1）。

（三）主權財富基金的類型

SWFs 至少可按下列兩項標準分類：

（1）資金來源；（2）主要政策目標。

1. Kimmitt（2008）根據資金來源，將

SWFs 分為兩類：

（1）原物料基金（commodity SWFs）

這類基金的資金來源為原物料出口收入，其中原物料係指石油、天然氣、銅及鑽石等，收入係以政府為擁有者，或被政府課以重稅。這類基金有不同的政策目標包括：紓緩財政收入波動的衝擊、讓子孫後代分享財富等。鑑於原物料價格目前持續上漲，許多基金最初設立的目的為穩定財政收入，後來發展為儲蓄基金。這類基金以中東地區國

家為代表。

（2）非原物料基金（noncommodity SWFs）

這類基金的母國之外匯準備資產累積往往肇因於中央銀行的匯率干預，該干預涉及國內流動性增加，必須藉著發行國內債券來吸收過剩的流動性，以避免發生通貨膨脹。在這種狀況下，如果成立非原物料基金，由該基金發行本國幣債券來籌資購買外匯準備，可以取代中央銀行發行國內債券吸收流動性的操作。

由於龐大的國際收支順差，非原物料的出口國家將超額的外匯準備資產轉換為 SWFs，以追求更高的投資報酬。非原物料基金的成立方式主要是透過發行本國幣債券獲得資金，然後向中央銀行購買外匯進行投資。它們的淨收益，取決於投資所獲得收益與支付國內債券利息之間的差額。這類基金以亞洲的中國、馬來西亞等國為代表（註 5）。

2. Kern（2007）將 SWFs 的資金來源分為五類：

(1) 天然資源的出口收入

針對天然資源出口收入設置基金，其中以能源類型最為常見。這些國家之所以利用貿易盈餘籌組SWFs，一是由於國內金融體系無法吸納鉅額的石油美元收入，例如中東產油國；二是希望藉由穩定基金之成立，降低天然資源出口收入的大起大落對該國幣值造成大幅波動的影響，例如俄羅斯等國。

(2) 財政盈餘的累積

例如新加坡的政府投資公司與淡馬錫控股公司、澳大利亞的政府未來基金等。

(3) 公共基金準備金

政府為追求公共基金之更高收益而組建基金，其中以挪威與新加坡為代表。挪威政府退休基金與新加坡的退休、住宅公積金等公共基金，均主要透過SWFs的方式活躍在國際市場，並有良好的投資表現。

(4) 外匯存底的累積

以超過流動性或預防性目的所握持外匯存底來成立基金，主要是採取出口導向型策略的東亞國家，例如中國、馬來西亞及南韓等。

(5) 國際援助

以烏干達的貧困援助基金為代表。

3. 根據主要政策目標，SWFs可區分為以下類型：

(1) 穩定基金 (stabilization funds)

由蘊藏豐富天然資源的國家所設立，旨在防止預算及經濟受到初級產品（通常是石

油）起伏不定的價格衝擊。此類基金係在有大量財政盈餘的年度擴增資產，以備貧乏年度的需要。

(2) 儲蓄基金 (savings funds)

成立的目的是為了讓子孫後代分享財富。對天然資源豐富的國家而言，透過儲蓄基金將稀有資產轉換成分散化的國際金融資產投資組合，以造福子孫後代或用於追求其他長期目標。

(3) 外匯準備投資公司 (reserve investment corporations)

此為獨立的機構，成立的目的是在降低握持外匯存底過高的機會成本，或追求較高的投資報酬。此類安排所涉及的資產通常仍包括在外匯存底的統計之列。

(4) 發展基金 (development funds)

成立的目的是為了配置資源以融通優先的社經計畫，例如，建設基礎設施等。

(5) 退休準備基金 (pension reserve funds)

成立的目的是為了支付政府資產負債表上的退休金債務及或有負債(註6)。

SWFs的其他目標尚包括提高初級產品出口收入與財政收入管理的透明度。實際上，SWFs往往有多項目標，有的目標還會隨著時間逐漸改變。例如，就某些出口天然資源的國家而言，最初設立穩定基金是為了紓緩財政收入波動的衝擊，隨著基金資產不斷成長並超越價格穩定所需的水準，國家當局可能

會加諸其他的目標並重新設計基金的結構，這往往導致將資產依其目的分割成許多層級，或導致設立目標各異的單獨基金（註7）。

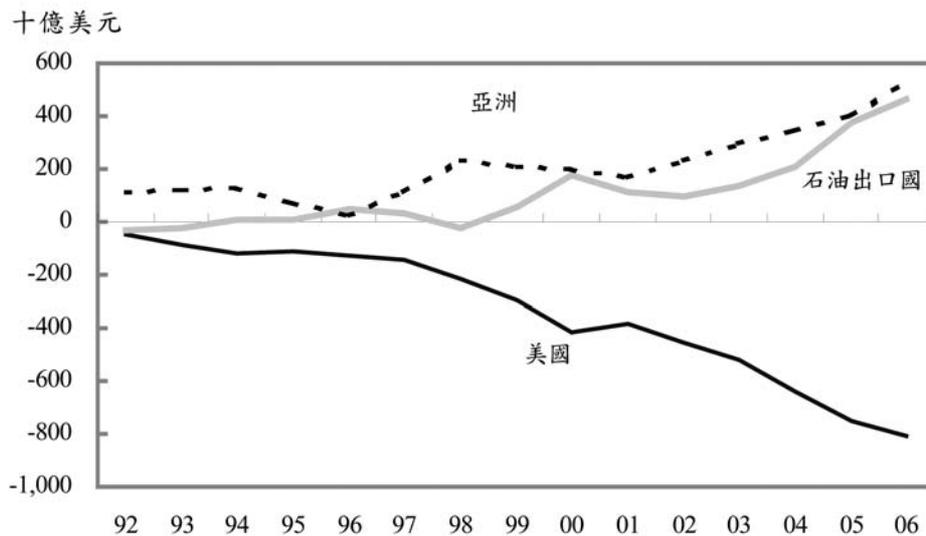
三、主權財富基金的成長概況

SWFs不是一種新現象，事實上已存在數十年。科威特於1953年透過石油出口收入的累積，成立一般準備基金（General Reserve Fund，簡稱GRF）與未來世代基金（Future Generations Fund，簡稱FGF）來管理出口石油所得的大量財富，其目的在於將多餘的石油收入予以投資，以減輕該國對其有限原油資源的依賴，稍後成立直屬投資機構—科威特投資局（Kuwait Investment Authority，簡稱KIA）掌管前述兩大基金，目前其資金規模大約為2,130億美元。其後，SWFs相繼設立，基本上分為兩波，第一波發生在1970年

代後半期，第二波始於1996年挪威成立全球政府退休基金（Government Pension Fund-Global，GPFGlobal）。自1990年代中期以來，由於全球總體經濟失衡不斷擴大及全球外匯準備資產累積持續增加，致使中東石油出口國及亞洲開發中國家紛紛設立SWFs。

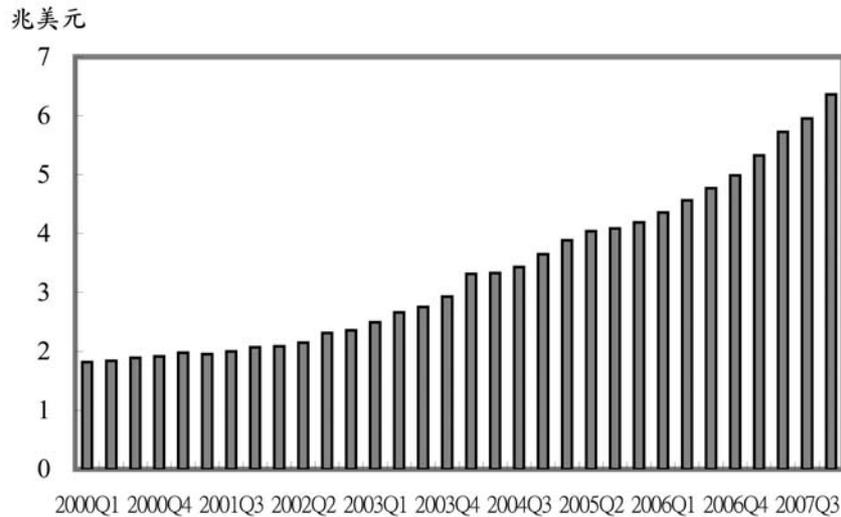
圖1顯示，美國的經常帳逆差自1992年以來逐年增加，在2006年，逆差超過8,000億美元或GDP的6%。如此龐大的經常帳逆差就美國而言是史無前例的結構性失衡。美國的經常帳逆差增加反映於東亞國家與石油出口國的經常帳順差增加。

圖1 1992年以來主要地區的經常帳餘額



資料來源：IMF, WEO Database, April 2008。

圖 2 全球外匯準備資產累積



資料來源：AREMOS「IMF 國際金融統計 (IFS) 資料庫」。

就東亞順差地區國家而言，他們的貨幣釘住美元，造成官方外匯準備資產迅速累積。圖 2 顯示，自 2000 年以來，全球外匯準備成長已超過 2 倍，在 2006 年底超過 5 兆美元。就石油出口國而言，石油出口收入主要是撥給政府，較多的石油收入因此轉化為更多的政府預算盈餘。

(一) 東亞國家 SWFs 成長的背景

亞洲各國央行握持約 3.0 兆美元，占全球總額的 60%。中國與日本是目前亞洲最大的外匯準備資產握持國。在 2006 年底，中國人民銀行握持 1.1 兆美元，日本央行握持 8,749 億美元。香港、印度、馬來西亞、新加坡、南韓及台灣是全球前十大外匯準備資產握持國，總共握持約 1 兆美元。亞洲主要 8 國央行所握持外匯準備占 GDP 的比重皆為二位數，最小是印度的 19.4%，最大是新加坡的

99.4% (參見表 2)。

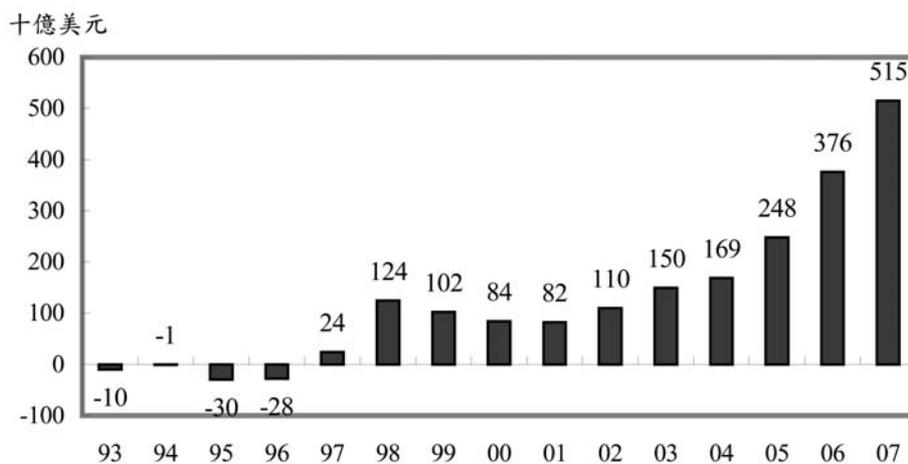
亞洲央行累積龐大外匯準備資產係基於兩項主要原因：(1) 預防動機：在 1997 年亞洲金融危機期間，該地區許多經濟體貨幣價值巨幅下跌，造成經濟嚴重衰退。(2) 匯率管理：此為目前外匯準備累積過程的主要驅動力。自從亞洲金融危機以來，該地區經濟體受益於出口的快速成長，除了日本以外，從經常帳逆差國轉變為經常帳順差國 (參見圖 3)。經常帳順差加上外資流入，通常造成本國貨幣升值。然而，為了維持該地區的出口競爭力，亞洲央行在外匯市場進行干預，買入外國貨幣 (主要是美元) 同時賣出本國貨幣，以防止本國貨幣快速升值。鑑於亞洲經濟體事實上將其貨幣釘住美元，因此一些經濟學家稱上述現象有若布里敦森林制度 (Bretton Woods System) 復活。

表 2 全球前十大外匯準備資產握持國
(2006 年底)

國家或地區	外匯準備資產 單位：10億美元	外匯準備資產 /GDP	變動率	
			與2005年12月底比較	與2002年12月底比較
中國	1,066.3	40.3%	30.2%	272.3%
日本	874.9	20.0%	5.6%	93.8%
俄羅斯	295.3	29.9%	68.1%	570.3%
台灣	266.1	72.8%	5.1%	64.6%
南韓	238.4	26.8%	13.5%	97.3%
印度	170.2	19.4%	29.9%	154.0%
新加坡	135.8	99.4%	17.4%	66.5%
香港	133.2	70.1%	7.2%	19.0%
馬來西亞	81.7	52.4%	17.8%	152.1%
墨西哥	75.4	9.0%	3.3%	51.2%

資料來源：IFS line 1d.d Foreign Exchange；IMF, WEO Database, April 2008。

圖 3 亞洲經常帳順差



註：此處亞洲包括台灣、南韓、新加坡、香港、印尼、馬來西亞、菲律賓、泰國、越南、及中國。

資料來源：IMF, WEO Database, April 2008。

源自 1990 年代接二連三之新興市場危機，肇致大量的文獻關心最適外匯存底的相關問題。在這些文獻中，有許多衡量最適外匯存底的基準被提及，諸如：

1. 所握持的外匯存底應等於短期外債的規模

一國如易受到金融帳危機傷害，其所握持的外匯存底需能夠支應未來一年內到期的所有外債。此一基準，即是有名的 Green-span-Guidotti 法則，其不僅被廣泛用來作為衡量易受金融帳危機傷害的指標，而且其與防範通貨危機的關聯性，亦得到堅強的實證支

持。

2. 所握持的外匯存底須能支應 3 個月的進口值

此一基準特別適用於易受到經常帳衝擊，且未明顯涉足國際資本市場之低所得國家。

根據上述兩項最適外匯存底的基準指出，亞洲央行目前所握持的外匯準備，遠超過為維持匯率穩定所需的水準，茲簡單說明如下：

1. 所握持的外匯存底應等於短期外債的規模，或 Greenspan-Guidotti 法則

衡量結果顯示，8 個主要亞洲央行（註 8）必須握持約 0.9 兆美元外匯準備，以支應短期

外債，亦即擁有超額外匯準備 2.1 兆美元（參見表 3）。

2. 所握持的外匯存底須能支應 3 個月的進口

衡量結果顯示，8 個主要亞洲央行必須握持約 0.7 兆美元外匯準備，以支應 3 個月的進口，亦即擁有超額準備 2.3 兆美元（參見表 4）。

亞洲央行累積龐大外匯準備資產，雖然有助於近年來全球金融市場流動性的增加，但是有其成本與風險，說明於后。

1. 機會成本

以 Greenspan-Guidotti 法則推估，在 2006 年底，亞洲央行大約擁有超額準備 2.1 兆美

表 3 以 Greenspan-Guidotti 法則推估主要亞洲央行握持超額外匯準備
(2006 年底)

家或地區	外匯存底 (A)	短期外債 (B)	超額外匯 準備 (A) - (B) = (C)	機會 成本 (C)×5%	機會成本 /GDP	外匯存底 /短期外債 (A) / (B)
	單位：10億美元				單位：%	最適水準為1.0
中國	1,066.3	80.5	985.8	49.3	1.9	13.2
日本	874.9	402.0	473.0	23.6	0.5	2.2
台灣	266.1	38.4	227.8	11.4	3.1	6.9
南韓	238.4	93.8	144.6	7.2	0.8	2.5
印度	170.2	45.4	124.8	6.2	0.7	3.8
新加坡	135.8	104.3	31.6	1.6	1.2	1.3
香港	133.2	95.7	37.4	1.9	1.0	1.4
馬來西亞	81.7	24.7	57.0	2.9	1.8	3.3
合計	2,966.7	884.7	2,082.0	104.1	1.1	3.4

註：假設選擇投資較高報酬的投資組合，收益率比美國政府短期債券高出5%。

資料來源：IFS；外債聯合中心（Joint External Debt Hub）網站（網址：www.jedh.org）由國際債權人所提供的各國短期外債數據，該數據包括 loans and other credits (debt due within a year) 及 debt securities (debt due within a year)。

表 4 以外匯準備須能支應 3 個月進口值的法則推估主要亞洲央行握持超額外匯準備 (2006 年底)

國家或地區	外匯存底	3個月 進口值	超額外匯 準備	機會 成本	機會成本/GDP	外匯存底 /進口值
	(A)	(B)	(A)-(B)=(C)	(C)×5%*		(A) / (B) ×3
	單位：10億美元				單位：%	單位：月數 最適水準為3
中國	1,066.3	165.0	901.4	45.1	1.7	19.4
日本	874.9	144.9	730.0	36.5	0.8	18.1
台灣	266.1	50.7	215.5	10.8	2.9	15.8
南韓	238.4	77.3	161.0	8.1	0.9	9.2
印度	170.2	43.8	126.3	6.3	0.7	11.6
新加坡	135.8	59.6	76.2	3.8	2.8	6.8
香港	133.2	83.7	49.5	2.5	1.3	4.8
馬來西亞	81.7	32.7	49.0	2.4	1.6	7.5
合計	2,966.7	657.8	2,308.9	115.4	1.2	13.5

註*：假設選擇投資較高報酬的投資組合，收益率比美國政府短期債券高出5%。

資料來源：IFS line 1d.d Foreign Exchange 及 line 71 Imports, c.l.f.； IMF, WEO Database, April 2008。

元。由於它們本可以將這筆資金投入到收益較高的機會中，因此，所放棄的收益係反映一項重大的機會成本。假設選擇投資較高報酬的投資組合，收益率可能比美國政府短期債券高出 5%，因此僅 2006 年一年，亞洲主要 8 國的機會成本達 1,041 億美元，占總 GDP 的 1.1%。隨著貿易順差的累積，亞洲外匯準備的機會成本將變得更大。

2. 總體經濟風險

(1) 通貨膨脹風險

外匯存底累增所帶來的貨幣性通膨壓力，央行可藉由發行本國貨幣資產等沖銷操作來抵銷。雖然目前八個亞洲主要國家支付國內借款的利率沒有超過外匯存底的孳息，因此沒有發生直接的財政成本，但是若未完

全沖銷，它們仍冒著使貨幣政策太寬鬆、激勵過度投資及通貨膨脹的風險，例如，中國的通貨膨脹率在 2007 年中期達到 5.6%。

(2) 潛在資本損失

若本國貨幣相對於美元及其他主要貨幣升值，則央行可能面對資本損失。雖然投資若不結束，投資損失便不會實現，但亞洲央行高度曝險於美元匯價變動，假如美元貶值，央行股本可能大幅減少。

為了取得比官方外匯準備收益水準更高的報酬率，有些亞洲國家政府已經開始將準備資產的一部分轉換為 SWFs，俾使它們的資產更加多元化。儘管 SWFs 不像退休基金有固定的債務必須清償，或共同基金有各種投資者可能撤回資金，所以有更多的機會投資

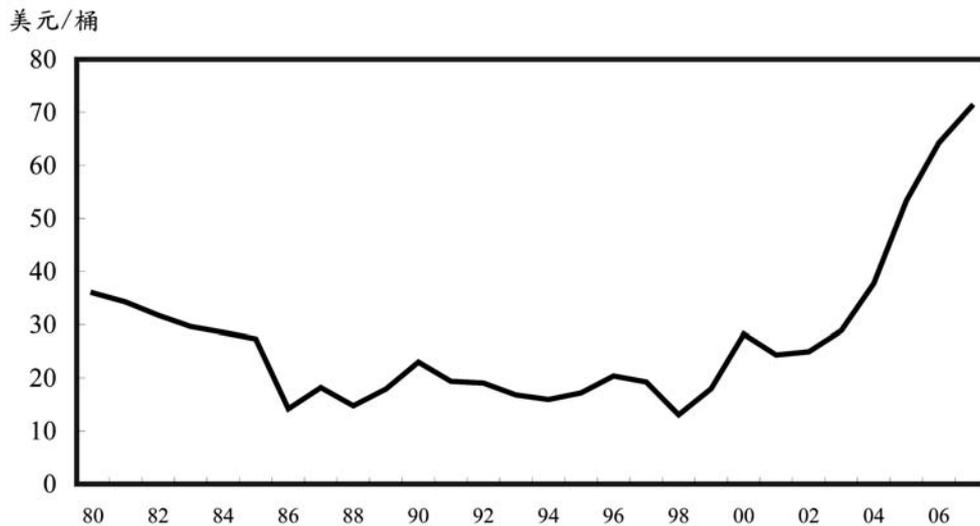
於較高風險報酬的資產，但亞洲 SWFs 被視為「老百姓的錢」，受限於需要維持股本，因此背負謹慎投資的責任。

(二) 中東國家 SWFs 成長的背景

油價自 2000 年以來一路上漲（參見圖 4），對消費者來說是一種稅負，對石油出口國來說是一大筆出口收入，益以這些石油出口國的公共部門對私人出口商的收入課以重

稅，使得較多的石油收入因此轉化為更多的政府預算盈餘。為了達成下列的目標：（1）透過縱向與橫向部門多樣化，降低對資源的依賴性；（2）因應預期的人口老化壓力，同時平衡資源枯竭時子孫後代的消費水準；（3）提高生產效率，以促進未來經濟成長；中東石油出口國利用這些資金設立 SWFs，使其成為全球金融市場強大的參與者（註 9）。

圖 4 油價



註：原油價格為布倫特原油(Dated Brent)現貨價，美國西德州中級原油(West Texas Intermediate)現貨價及杜拜原油(Dubai Fateh)現貨價的指數之簡單平均。
資料來源：IMF, WEO Database, April 2008。

四、主權財富基金的資產規模

(一) 全球 SWFs 的總資產規模

過去 10 年來，全球 SWFs 之總資產規模以驚人的速度成長，惟由於大多數的 SWFs 通常不揭露有關其運作及管理資產的詳細資訊，加以各機構對於 SWFs 的定義略有差異，

因此所做的估計結果稍有不同。

1. 目前規模

IMF 指出，1990 年 SWFs 的規模約 5,000 億美元，目前則介於 1.9 兆~2.9 兆美元。美國財政部指出，目前約介於 1.5 兆~2.5 兆美

元。渣打銀行估計，目前全球 SWFs 的規模約 2.2 兆美元。德意志銀行估計，全球 SWFs 資產規模已達 3 兆美元。

2. 相對規模

目前由 SWFs 管理的資產，占全球總金融資產（190 兆美元）的比重僅不到 2% 而已。如圖 5 顯示，它們的資產，雖然超過由對沖基金（1.5 兆美元）及私募股權基金（0.7 兆美元）所管理的資產，但是，與全球退休基金（21.6 兆美元）及共同基金（19.3 兆美元）所管理的合併資產相比，SWFs 所握持的資產仍然很小。

3. 未來規模

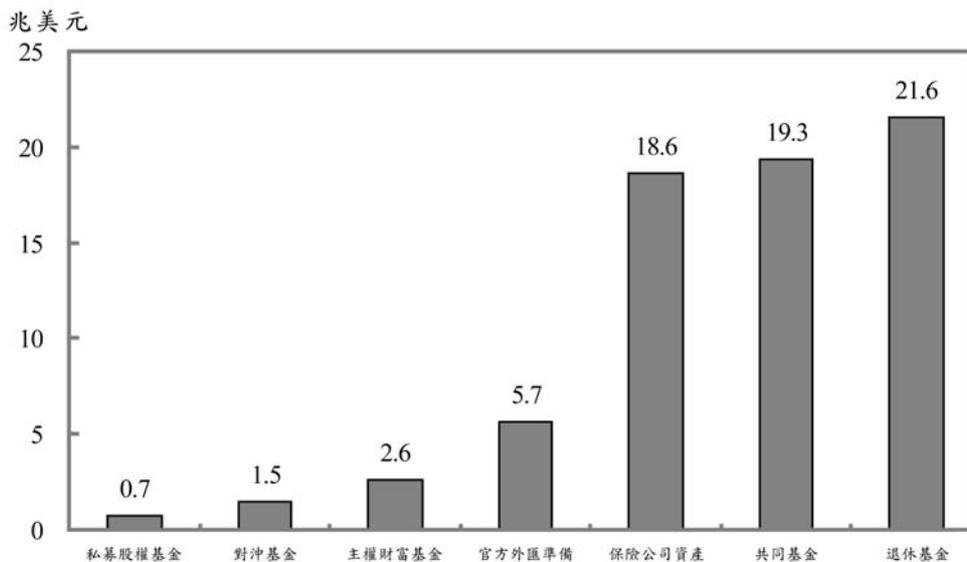
鑑於國際油價持續飆升以及國際貿易擴展，IMF 預測 SWFs 所管理的國外資產到 2013 年將達 6 兆~10 兆美元。美林證券估

計，到 2011 年 SWF 的規模將達 7.9 兆美元（註 10）。摩根史坦利預估，到 2011 年可能超過 7 兆美元（註 11）。渣打銀行預測，10 年後可望成長至 13.4 兆美元。德意志銀行預估，未來 5 年，SWFs 資產總值將超過 5 兆美元，而未來 10 年將達 10 兆美元（註 12）。經濟合作暨發展組織（OECD）預測，SWFs 的規模未來 10 年將達 17 兆美元（註 13）。

（二）全球主權財富基金俱樂部

自 1990 年代中期以來，SWFs 數量快速成長，設立 SWFs 的國家，包括一些已開發國家及資源豐富國家，也包括一些新興市場國家及資源貧乏國家。截至 2008 年 2 月底，加入全球 SWFs 俱樂部的經濟體擴增至 29 個，SWFs 的個數增加至 35 個（詳附表）（註 14）。

圖 5 SWFs 的相對規模



取材自：Philipp Hildebrand (2007) 投影片 1。

就 SWFs 個別資產規模而言，阿拉伯聯合大公國阿布達比投資局（Abu Dhabi Investment Authority，簡稱 ADIA）最大，占全球 SWFs 總資產規模的 30%；挪威 GPFG 次之，占 13%；新加坡政府投資公司（Government of Singapore Investment Corporation，簡稱 GIC）占 11%；沙烏地阿拉伯各種型態基金占 10%；科威特 KIA 占 7%；中國的中國投資公司（China Investment Company，簡稱 CIC）占 7%；6 個基金總共握持全球 SWFs 資產的 78%。就資產規模大於 1,000 億美元的 SWFs 而言，不是來自石油出口國，就是來自東亞國家。此外，圖 6 顯示，前 14 大 SWFs 資產的 77% 由中東與亞洲國家握持，16% 由已開發國家握持。

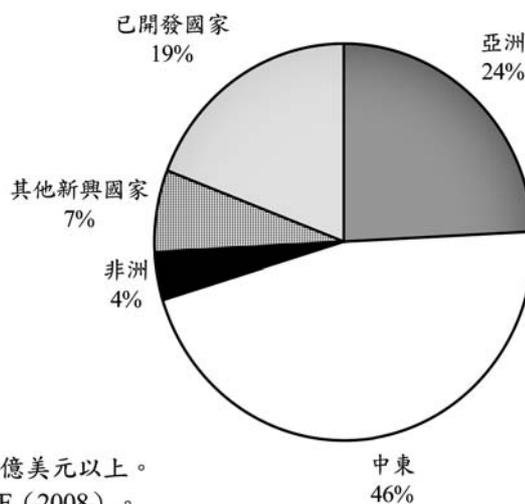
多數的 SWFs 很少公佈其資產、負債或投資策略的相關資訊，茲根據個別 SWFs 有

限的資訊，簡介數個規模較大的 SWFs。阿拉伯聯合大公國 ADIA 的證券投資組合為：5-8% 是不動產，10% 是私募股權基金，50-60% 是股票，20-25% 是固定收益證券及銀行存款，10% 是其他資產；70% 的基金透過外部資產經理人進行投資；再者，該基金很少進行直接投資。挪威 GPFG 是最透明的大型 SWFs，廣泛投資於工業化國家與新興市場的證券，對於投資標的一般沒有尋求享有管理控制權。至於亞洲四個規模較大的 SWFs，則說明如后。

1. 新加坡政府投資公司（Government of Singapore Investment Corporation，簡稱 GIC）

成立於 1981 年，目前資產估計達 1,000 億~3,300 億美元，其中 250 億美元的資產由外部經理人管理。多元化的投資組合包括，

圖 6 大型 SWFs*的母國之區域分佈圖



股票、固定收益證券、貨幣市場工具、外匯、原物料及不動產等。資金基本上是投入海外市場，投資遍佈全球 30 多個國家 2,000 多家上市及未上市公司，其中，一半資金投資在美國及加拿大，1/4 在歐洲國家，1/4 在日本及東南亞國家。該公司以財政準備金、退休準備金及外匯準備進行投資，所以採取穩紮穩打的投資策略，以爭取穩定的報酬，例如，自 1981 年以來，GIC 平均每年投資報酬率為 9.5%（按美元計算），扣除通膨因素後的平均實質投資報酬率為 5.3%。

2. 新加坡淡馬錫控股公司 (Temasek Holdings)

成立於 1974 年，目前資產估計達 1,080 億美元，是新加坡最大的國有控股公司，直接管理 23 家國有企業，間接管理或控制的企業達 2,000 多家，其所控制國內公司的總營業額占新加坡 GDP 的 13%；另外，也積極拓展海外的投資項目，以亞洲市場與已開發國家市場為投資目的地，目前大約接近一半的資產是在新加坡以外地區。該公司進行可承擔較高風險的投資，經營績效良好，淨資產報酬率每年平均超過 18%。

3. 韓國投資公司 (Korea Investment Corporation, 簡稱 KIC)

設立於 2005 年，截至 2008 年 2 月底擁有 300 億美元的資產，預計在 2012 年成長至 1,000 億美元。KIC 與新興亞洲地區其他 SWFs 不同的是，南韓央行保留在緊急情況下

行使「撤回投資權利」，而且其多元化投資侷限於流動性相對高的工具，例如，投資組合的目標為，70 % 是債券，30 % 是股票。目前 KIC 在資產運用上大約 90% 委託給外部投資機構管理，例如巴克萊環球投資管理公司 (Barclays Global Investors) 及道富環球投資管理公司 (State Street Global Advisers)。收益目標訂定在 G3 (美國、日本及德國) 的平均通膨率。KIC 除了以獲取更大收益為目標以外，另一個重要目標為，協助韓國發展為主要的區域金融中心及資產管理中心。

4. 中國投資公司 (China Investment Company, 簡稱 CIC)

設立於 2007 年，管理的資產規模達 2,000 億美元。資金的很大部分預期投資於股票及風險性較高資產。一部份的投資組合可能外包給外部資產經理人，其目的主要是讓內部專業人員藉此汲取市場知識與資訊。該公司於 2007 年 6 月完成第一筆投資交易，以 30 億美元取得總部設在紐約之私募股權基金—黑石集團 (Blackstone Group) 9 % 不能行使投票權的列席股權。

此外，我國已有類似 SWFs 之投資機構，諸如：(1) 行政院國發基金：該機構統籌中央政府由歷年財政預算提撥成立的基金，包括行政院開發基金以及中美基金等。

(2) 四大退休基金：國內四大退休基金包括公務人員退休撫恤基金(簡稱退撫基金)、舊制勞退基金、新制勞退基金以及勞保基金，

2008年3月底四大基金之資產規模高達新台幣1兆5,170億元，資產配置依序為銀行存款占36.1%、本國股票及受益憑證占27.8%、國

外投資(以美國債券為主)占14.9%、本國債券占10.0%、短期票券占7.9%等(註15)。

五、國際間對於主權財富管理者的安排模式

SWFs的管理模式，可分為專門投資機構管理及中央銀行直接管理兩種，茲說明如下：

(一) 由中央銀行外部的另一個獨立機構負責

該模式之目的在嚴格區隔外匯存底管理者與主權財富管理者的不同角色。就這些具有獨立法律人格的SWFs而言，管理的依據分為兩種：

1. 由專門法規管理

有些SWFs專門制訂法規，以明確界定其職能。例如，南韓國會通過「韓國投資公司法」，設立獨立的主權財富管理機構—韓國投資公司(KIC)，該法對於KIC的運作有明確的規定，諸如，該公司由韓國政府全資持有，資本總額為1億美元，計畫管理外匯準備資產的初始規模為200億美元，其中，由南韓央行委託170億美元，財政暨經濟部的外匯安定基金委託30億美元(註16)；KIC投資以債券為主，但投資股票的比例可在30%至40%之間；在制衡機制方面，設立由財政暨經濟部長、央行總裁在內的指導委員會(委員人數的上限為12人)，負責對KIC的監控。

2. 由一般公司法管理

有些SWFs採私營公司的法律形式，由一般公司法管理，並由金融監管當局等對其進行監管，茲說明數例如下：

(1) 新加坡政府投資公司(GIC)

該公司係由新加坡財政部全資設立的資產管理公司。GIC受財政部與金融管理局的協議委託作為受託人對基金進行管理。其資金來源有三，亦即財政盈餘、中央公積金(Central Provident Fund)及超額外匯準備。基金委託人不過問公司的具體經營，只設定基金管理目標並對其經營業績進行評估。GIC則接受委託人支付的費用與管理成本，藉以維持其正常營運。由於受託管理的是部分外匯準備，因此GIC要接受新加坡國會的直接監管，並要向新加坡總統提交財務報告，其預算也須經過總統認可，且總統有權隨時要求GIC提供有關公司的所有資訊。至於該公司的盈利則受新加坡公司法的規範。此外，其董事會或經營管理團隊還須向公眾提出營運報告。

(2) 新加坡淡馬錫控股公司(Temasek Holdings)

該公司係由新加坡財政部全資組建，接

受政府財政盈餘（而非外匯準備）進行投資的公司。新加坡政府透過董事會制度，對淡馬錫控股公司進行監控。董事會每年向財政部提交業績報告，並向財政部支付股息。但是，新加坡政府並不直接介入淡馬錫控股公司的商業決策，而是由淡馬錫控股公司的董事會與管理階層決定。

（3）中國投資公司（CIC）

該公司係隸屬於國務院直接管理的國有獨資企業。其資金來源為外匯準備。其成立方式是透過發行財政部的財政債券來籌措

2,000 億美元的資本，財政部使用募得的資金向中央銀行購買外匯交給 CIC 管理。

（二）在中央銀行屋簷下分設不同的投資組合運作

香港金融管理局（HKMA）依據不同的目標、風險形式、或時間，分設兩個不同的組合去運作，一方面基於流動性的目的，維持一支持性的投資組合，去支撐港元兌美元的固定平價；另一方面，基於財富管理目的，設置一追求較高報酬的投資組合（註 17）。

六、主權財富基金的策略性資產配置

SWFs 的資產配置及分配，通常需要考慮兩項因素：一是基金未來現金流量的累積及取用規則；二是基金的目標。這兩項因素決定策略性的資產配置，而策略性資產配置（Strategic Asset Allocation，簡稱 SAA）則反映報酬目標、風險承受度及已知的限制因素（例如，流動性需求與融資需求、投資標的期限及法律與管制要求等）。

不同類型的 SWFs 因追求的目標與所受的限制不同，可能實行明顯不同的資產配置策略。例如，穩定基金的資產配置策略一般較為保守，投資標的期限較短，以及追求較低風險的報酬。追求長期目標的 SWFs，例如，儲蓄基金，可能較能夠調節資產報酬的短期波動。不僅如此，儲蓄基金及退休準備

基金亦著眼於保留最低的實質資本，以確保基金的購買力（註 18）。

SWFs 的 SAA 從傳統以規避風險為目的之流動性管理模式，朝向更多元化及風險承受能力更強之模式發展。這種轉變使得 SWFs 能夠在有效風險控制的前提下，架構更有效率的投資組合，進而獲取更高的投資報酬，因此其資產分佈不在集中於安全性高、流動性佳的七大工業國（G7）政府公債，而是著眼於包括股票與其他風險性資產在內的全球性多元化資產組合，後者包括各國長期公債、資產擔保證券（asset-backed securities）、公司債、商品期貨、對外直接投資及非傳統投資類別（諸如房地產、對沖基金、私募股權基金）等。

當執行 SAA 時，有些 SWFs 純粹投資於公開上市的金融資產（如債券與股票），而有些 SWFs 投資涉及所有主要資產類別，包括收購企業等。

目前 SWFs 有相當大的資金投資在股票。例如，挪威 GPF 目前投資約 40 % 在股票，預計到 2010 年投資 60 %。市場觀察家預計，新成立的 SWFs 將朝此方向發展。

有些 SWFs，包括挪威 GPF 及來自中東部分規模較大的基金，依據市場指數進行證券投資，有時訂定個別公司最大持股比例，以期確保投資多樣化。有些 SWFs 將目標訂在長期間使絕對報酬最大化，可能獲得它們認為有利可圖公司的較大股權，惟目前還不清楚，這些 SWFs 在這些公司如何發揮作用；然而，證據顯示，SWFs 一般採取被動式的長期投資，沒有慾望藉著積極運用投票權來影響公司決策。

有些 SWFs 遵循社會責任或道德準則，投資標的排除不符合其社會責任與道德目標的特定行業，諸如煙草及軍事等。

為了積極提高風險調整後的報酬，大部分 SWFs 尤其是較新的 SWFs，依賴外部經理人。雖然公共部門的投資經理人如準備資產經理人，擁有固定收益市場豐富的經驗，但是他們往往對投資其他資產類別（諸如股票）能力有限。因此，SWFs 依賴外部基金經理人在能力有限的市場上執行 SAA。不過，

有些 SWFs 的內部擁有高度專業化投資經理人，例如，挪威 GPF、阿拉伯聯合大公國 ADIA 及新加坡 GIC 等，較少依賴外聘基金經理人。有些評論家強調，SWFs 藉著將部份資金交由投資銀行、私募股權基金、對沖基金或傳統資產管理公司等外部專業投資機構作為其外部管理人，不僅可獲得較高的預期投資報酬，亦可取得外部專業機構所提供的投資研究報告、市場情報資訊及投資管理經驗等，同時可避免直接出面在國際市場上競購資產，以相當程度地減少所面臨的特殊市場風險與政治風險。

雖然有些 SWFs 使用槓桿操作策略，但是與對沖基金及私募股權基金相比，SWFs 通常較少使用槓桿操作策略（註 19）。

SWFs 的投資組合除了涉及更多元化的資產配置以外，還涉及更廣泛的地理分散性。由於 SWFs 側重長期投資，估計握持相當多的新興市場股票。該類股票趨於在長期間波動幅度較大，但報酬較高。舉例來說，根據麥肯錫公司的研究估計，來自波斯灣的資本約有 22 % 投資在亞洲、中東與北非洲。OECD 的「政策洞悉」（*Policy Insights*）指出，一些 SWFs 大量投資亞洲公司，例如，新加坡淡馬錫控股公司的投資組合約 40 % 投資在亞洲，中國 CIC 正在計畫投入部分資金於亞太國家。

七、主權財富基金對母國總體經濟的影響

SWFs的資產及所產生的收益，對母國的公共財政、金融情況、國際收支狀況及資產負債表會產生重大影響。設計良好的SWFs能支持穩健的財政政策與貨幣政策，並減輕「荷蘭病」(註20) (Dutch disease) 的影響。然而，SWFs也可能成為總體經濟政策的挑戰。因此，要達成總體經濟政策目標，SWFs必須與財政及貨幣管理當局適當協調。以下分四個方面探討SWFs對母國總體經濟的影響：

(一) 財政政策

SWFs可以是一項有用的財政政策工具，只要它們與整體財政管理架構完善地結合在一起。特別是，SWFs可以促進財政穩定，並為了長遠的目標（例如準備面對人口老化或促進世代間財富移轉）儲蓄財政資源。SWFs也可以引進更多專業投資及風險管理架構，以加強政府金融資產管理的透明度與權責。此外，SWFs的健全管理，可以產生較高的風險調整後報酬，並幫助減少或消除握持準備資產的機會成本。

不過，當SWFs管理不善時，可能構成財政風險，尤其是當控制與監測機制疲弱時，對於資源配置與現金管理的效率，有潛在的負面影響。此外，由於SWFs可能產生損失，財政當局在確保SWFs有充足的風險組合及健全管理方面，有直接的利害關係。

再者，評估SWFs的成立與否必須將公共部門的償債能力及債務可持續性考慮在內。

(二) 貨幣政策

在某些情況下，例如匯回國外投資報酬，SWFs的活動可能影響匯率。因此，SWFs考量投資國內或國外的決策時，必須與貨幣當局協調。否則，龐大國外資產轉換為國內資產，可能造成貨幣當局沖銷操作的困難。SWFs投資於國內資產，也會引起額外的問題，諸如增加內需，可能造成本地資產價格泡沫；挹注大量流動性至金融體系，可能造成貨幣政策操作更加複雜。

(三) 公共部門的資產負債

建立SWFs的動機之一是，改善公共部門的資產負債表管理，並確保SWFs資產管理策略與經濟體系的財政目標一致。SWFs的目標將影響到其資產管理策略，舉例來說，

- (1) 穩定基金有短期到中期的目標，通常採取較保守的資產配置策略、較短的投資期間、及較低的風險報酬組合。
- (2) 有長期目標的SWFs通常著眼於在較長的投資期間創造較高的風險報酬組合。
- (3) 以規避國家風險為目標的SWFs，可能握持與該國主要出口產品呈負相關的資產，以抵銷貿易條件的衝擊。
- (4) 有明確或隱含負債的SWFs必須考慮投資組合誤置及資產負債穩健風險，諸如，在國內借款以累積國外資產的SWFs，財

政風險將大幅增加，而且整體政策組合的充足性將容易啟人疑竇。(5)有多重目標的SWFs必須闡明與限定目標，否則當不同目標互相衝突時可能會產生問題。

(四) 外部穩定性

SWFs對一國經常帳與金融帳的穩定性可能有重大影響，因此，SWFs可能是評估其母國外部穩定性的關鍵部分。一國外部經濟部門的穩定需要其淨國外資產部位，以一種與該國經濟結構與基本面（通常以經常帳收支

衡量）一致的方式發展。(1)就商品出口國而言：在資源被提取期間，經常帳可能處於順差；在資源已枯竭期間，可能可以動用資產。所以，外部穩定性的評估必須考慮暫時性價格衝擊與天然資源枯竭的影響。(2)就其他國家而言：在某些情況下，淨國外資產的累積可能涉及匯率政策，該政策可能聚焦於以出口為導向的發展策略，或自我規避經濟與金融風險的企圖。所以，外部穩定性的評估必須考慮準備充足性的問題(註21)。

八、主權財富基金對國際金融市場的影響

從準備資產轉換至SWFs，可能影響各國的資本移動、資產價格以及國際收支，主要係因與傳統的準備資產相較，SWFs投資更多元化的資產組合，及更高風險性的資產所致。最近私營部門研究證實此點，例如，麥肯錫公司的研究報告指出，更多的油元資金投入到新興市場，尤其是亞洲；美國外交關係協會(Council on Foreign Relations)成員Brad Setser推測ADIA減少投資美國股票，增加投資新興市場資產。另外，IMF的研究指出，全球資本移動的模式將受到SWFs高風險性資產增加的影響，使得工業國家獲得較少的資本流入，新興市場國家吸引大量的資本流入。該研究的實證結果顯示，資本流入美國平均每年減少相當於美國GDP的1/4-1/2%，美國實質利率上升10-20基本點，美元貶值2-5%，美國經常帳逆差改善相當

於美國GDP的1/4-1/2%；在世界其他地區，較多的資本流入會導致實質利率下降、當地貨幣升值及國內需求增加；再者，模型假設經常帳順差國家沒有採取調整措施，因此預測經常帳逆差將出現在歐洲等地區。

上述SWFs的投資組合日益多樣化使美國實質利率上升的效果似乎在一定程度上被日前挹注美國銀行部門的龐大資本所抵銷。IMF等這類研究會受到很多限制，包括資產配置轉變不明朗及其他投資者的反應沒有考慮在內等，但它們表現出影響的可能方向，也受到其他研究的支持，例如，Warnock and Warnock(2006)指出，外國官方資本被估計使十年期美國公債名目殖利率降低100個基本點(註22)。

此外，再分述SWFs對國際金融市場的正反面影響如下：

(一) 正面影響

SWFs的迅速崛起無疑帶來許多好處，其中之一最近變得特別明顯，在目前歐美金融市場身陷次貸泥沼之際，SWFs已成了受歡迎的資金來源，使一些受創的大型金融機構彷彿注入了強心劑。以下討論 SWFs 帶給國際金融市場的機會。

1. 在全球金融市場，可以發揮穩定的作用

SWFs可以扮演穩定市場的角色，主要原因有四：（1）SWFs 為長期投資者，不須面對外部投資者撤回資金的要求，而且主要握持無槓桿操作的投資部位，因此在市場不景氣時，能投資更長期間，甚至能違逆市場趨勢進行操作。（2）大型 SWFs 逐步式地進行投資組合的重新配置，使它們的交易活動不致對價格產生不利的影響。（3）SWFs 的投資活動有助於提高市場的深度與廣度。（4）SWFs 進行全球性多元化的長期投資，有助於使市場提高效率及降低波動性（註 23）。

在近期的金融風暴，SWFs證明它們可以減輕市場壓力。根據最近公佈的消息，來自東亞與中東 SWFs 大量挹注資本到幾個大型國際金融機構，2007年3月至2008年4月期間總值約為450億美元，包括新加坡 GIC 與阿拉伯聯合大公國 ADIA 參與花旗集團；新加坡淡馬錫、韓國 KIC、及科威特 KIA 參與美林證券；中國 CIC 參與摩根史坦利；新加坡 GIC 參與瑞士銀行。這些 SWFs 可能便利

於重要金融機構的股本增資，有助於遏制大型銀行損失對信貸市場的影響，使銀行信用不至於緊縮。

2. 增加全球流動性

亞洲「流動性紅利」(liquidity bonus) 擴展到美國固定收益市場以外的市場。此外，上漲的油價為石油出口國創造大筆收入，這些收入的大部分進入石油出口國的 SWFs 或其他投資者的投資組合，然後，這些資金的大部分又在全球金融市場循環，擴增了金融市場的流動性。

3. 促進亞洲、中東、北非及其他新興國家金融市場的發展

只要目前匯率管理的政策持續，亞洲國家所投資的資產將維持大部分為美元資產，可能係透過央行準備資產購買，或者透過 SWFs 投資的方式。因此，短期而言，亞洲 SWFs 可能大幅投資美元資產，諸如股票、高收益債券、及其他投資工具。但是，長期而言，如果亞洲貨幣變得比較有彈性，亞洲 SWFs 投資目的地有較大比重可能落於亞洲，從而激勵該地區金融市場的發展，及提高該地區金融深化的程度。

因為中東 SWFs 的投資期間比較長，所以對有長期經濟成長潛力的投資標的強烈感興趣。例如，ADIA 推估，未來全球經濟成長至少 1/3 由新興市場驅動，因此將投資組合的 14% 配置至新興市場股票。

此外，中東 SWFs 可能促進中東與亞洲

之間的資本移動增加，並導致亞洲金融市場加快金融深化的腳步。再者，中東 SWFs 亦可能促進中東及鄰近金融市場（諸如埃及與約旦等）的成長，中東地區企業民營化及發行股票的潮流亦為成長的助力。

4. 進亞洲地區金融中心的發展

舉例來說，中國所選擇設立 CIC 總部的城市，在角逐成為區域金融中心方面，將具有重大優勢，因為該城市將有大批資產經理人、交易商、分析師及其他金融機構陸續進駐。

5. 就接受 SWFs 資金流入的國家而言，這些資金移動可能強化經濟、提升生產力水準以及刺激良性競爭

美國財政部提供的數據顯示，2007 年當中，包括 SWFs 在內的海外諸國淨擁有的美國資產規模已達到 1 兆 9,000 億美元。據估計，如此規模的資產在該年當中為美國創造近 1,000 萬個就業機會，提供大約 13% 的研究與發展開支。

但是，接受 SWFs 資金流入的國家必須深入瞭解 SWFs 資金流入的性質與動機，才能採取較適當的因應對策，並減輕這種資金移動可能突然逆轉的傷害。

（二）負面影響

SWFs 對全球金融市場亦形成挑戰，其一是，有些較大型 SWFs 的資產配置變動可能導致市場價格失序的調整，可能危害金融體系的穩定；其二是，SWFs 所作出的投資，可

能引起相當大的政治爭議。以下討論 SWFs 所帶來的隱憂。

1. SWFs 的規模巨大加上偏好較高的投資風險，可能會擴大全球市場的波動性

由於在市場的部位龐大，且往往公開資訊有限、目標多樣化、及制度性結構與投資策略透明度不足，在某些情況下，SWFs 像其他大型機構投資者一樣可能會擾亂市場秩序。舉例來說，實際或謠傳的交易活動可能影響特定部門的相對評價，並導致「群聚行為」（herd behavior），加劇市場波動性，及破壞市場穩定性，此種影響在淺碟型市場可能特別顯著。同樣地，如果 SWFs 追求的是高風險的投資策略，特別是涉及使用槓桿操作，可能會擴大經濟循環週期。前交易專業人士、金融業界權威李爾希（Raymond Leary）指出，SWFs 的確擁有足夠規模的資金，可以在商品市場上興風作浪，讓那些對於自己財富累積具有重大意義的商品價格上漲，例如，在 2004 年間，沙烏地阿拉伯與石油出口國家組織有力地操縱市場，造成全球油價上漲。

不過，它們的投資組合多樣化降低了這些基金可能使金融市場波動性加大的風險。此外，歷史紀錄顯示，石油美元投資者對巨大資金的廣泛影響保持敏感，並使用衍生性商品與媒介來減輕其影響，例如，ADIA 將基金的 70 % 透過外部資產經理人進行投資。

最後，SWFs 參與金融部門，在面對金融

風暴的衝擊時，可能使中央銀行的危機管理與協調任務變得更為複雜(註 24)。

2. 可能助長資產泡沫

一些觀察家擔心，SWFs所產生的流動性正在對資產價格產生通膨效應，也許會助長泡沫的產生。根據經濟學人智庫的研究，2000年以來，已開發國家的房地產價值增加30兆美元，2005年達到70兆美元，遠遠超過同期的GDP成長。這種增加不僅反映中東SWFs對全球房地產的偏好，還反映較低的利率與風險利差使房屋淨值貸款及更高額的抵押貸款成為可能。

不過，上述的擔憂在股票市場理由並不充分。儘管股票的市值自2000年下跌以來快速增加，但企業盈利能力的提高應是主要原因。

雖然到目前為止世界經濟還沒有出現引人注目的通貨膨脹，但是未來也許會發生變化。例如，非流動性投資(如房地產與藝術品)的市場目前正有價格上漲壓力，如果這種壓力超出那些市場的範圍，潛在的資產價格泡沫就可能破裂(註 25)。

3. 可能增高全球槓桿作用

不像共同基金、退休基金及保險公司，中東SWFs沒有可能撤資的外部投資者，也沒有必須於未來清償的債務，因此，有餘裕進行長期投資，及冒更大的風險，以獲取更高的報酬。所以，中東SWFs使對沖基金得以增多，私募股權基金得以繁榮。舉例來

說，ADIA自1980年中期以來就一直投資於對沖基金，目前可能是全球對沖基金及私募股權基金最大的機構投資者(註 26)。

4. SWFs可能利用其金融影響力於政治或其他非經濟目的

此種擔憂已經引起歐洲與美國金融市場監管者越來越多的關注。這些有限透明度與巨大規模的投資者所作出的投資，可能引起有些觀察家對隱藏在它們投資策略背後的動機提出質疑，這些國家投資者在海外市場將尋求利潤的最大化與長期成長呢？還是它們的投資將反映它們政府的政治目的與它們本國企業的利益呢？這是因為SWFs經常成為成熟市場上的大型投資者，挑戰一些有關全球經濟如何運作的假設。

SWFs所挑戰的三項假設分別是：(1)自1980年代初期以來，一股強勢的政治動力持續地進行開放經濟結構及增強市場力量在經濟發展的角色。該加強自由競爭市場角色的趨勢，大大促進了世界經濟的繁榮。在此背景下，大型且政府控制的SWFs對成熟經濟體的投資代表一種對市場力量自由運作的潛在威脅。(2)開放的全球資本市場基本前提之一是，資本在全球自由流通以尋求產生最適風險調整後報酬率的投資機會。SWFs大量投資在其他國家的私有公司，引發投資接受國政府可能懷疑其投資背後的動機，可能摻雜很多非經濟的成分。(3)一般而言，金融資本應從經濟體系核心國家流向周邊國

家。最近，從周邊國家向核心國家的資本移動顯然增加，SWFs在其中發揮潛在的重要影響。該全球性資本移動扭轉事實上不是新現象，而是盧卡斯矛盾現象（Lucas Paradox）的變異體。但是，資本從周邊國家流向核心國家越來越多，可能牽動核心國家政治的敏感神經（註 27）。

在此過程中，SWFs的投資決策，冒著引發成熟國家採取防禦性反應的風險。特別是，許多國家反對 SWFs 控制其私人企業的叫聲日益高漲，諸如，在 2005 年中國國有石

油企業 CNOOC 收購美國石油企業優尼科（Unocal），阿拉伯聯合大公國 Dp World 取得美國數個大港口的營運權，在 2006 年 1 月淡馬錫控股公司從當時泰國首相 Thaksin Shinawatra 家族購買泰國電信公司 Shin Corp 的控股權，全都引發不良的政治反應。如果任其發展，後果可能是引起接受 SWFs 資金流入的國家採取資本管制與金融保護主義（financial protectionism）形式的反彈，對全球金融全球化的進程將形成極大的風險（註 28）。

九、因應主權財富基金相關風險的政策主張

由於 SWFs 具備特殊的國家利益色彩，而且可能引發潛在的金融風險，致使各國政府及重要國際金融組織如 IMF、OECD 等，皆陸續對 SWFs 近來的快速發展提出分析與回應，以下說明目前五種主要的因應方式。

（一）IMF 正在為 SWFs 制定一套自願遵守的最佳行為準則（code of best practices）

2007 年 10 月份，G7 財政部長與設有 SWFs 的國家代表舉行會談，雙方同意為 SWFs 在體制、風險管理、透明度及權責制方面制定一套自願遵守的最佳行為準則。美國財政部也呼籲 IMF 與世界銀行（World Bank）發揮監督的作用。IMF 正著手進行制定行為準則，它希望該行為準則有助於提高 SWFs 的專業性，使 SWFs 能像私有投資基金

一樣運作。IMF 預定該準則的內容涉及 SWFs 投資策略的制定，及確保它們的投資決策符合其投資策略；還有部分內容擬涉及 SWFs 的結構，例如，對基金的監事會及管理購買行為的委員會都有明文規定；IMF 還將就 SWFs 應揭露何種金融資訊、向那些機構揭露、及揭露的頻率提出建議。

此外，美國智庫彼得森國際經濟研究所（Peterson Institute for International Economics）的杜魯門（Ted Truman）為 SWFs 的最佳行為準則發展出一套方案，他稱為「SWFs 從事跨國投資的國際標準」，該標準包括四個主題，諸如目標與投資策略（objectives and investment strategy）、治理（governance）、透明度（transparency）及行為（behavior）（註 29）。此外，瑞士央行副總裁

希爾德布蘭德 (Philipp Hildebrand) 認為該準則應就 SWFs 對外國私有公司進行股權投資的上限作出規定 (註 30)。

除了未來將推出最佳行為準則以外，IMF 也建議 SWFs 可以根據一些相關倡議自願提高透明度，例如，IMF 的外匯準備管理指導準則 (guidelines for foreign exchange reserve management)、國際收支與國際投資部位資料 (balance of payments and international investment position data)、證券投資聯合調查 (coordinated portfolio investment survey) 以及健全財政透明度施行準則 (code of good practices on fiscal transparency) 等。還可遵循一些專門性倡議，例如，共同石油資料倡議 (the joint oil data initiative) 及採礦業透明度行動倡議 (extractive industries transparency initiative) 等 (註 31)。

IMF 對外關係處處長艾哈麥德 (Masood Ahmed) 表示，IMF 已展開與 OECD 及世界銀行協調有關監理主權財富基金的工作。他說，IMF 的董事會將於 2008 年 3 月討論一份有關 SWFs 的準備文件。該文件係要求 IMF 執行董事批准 IMF 開始準備「一套對主權財富基金最佳行為準則 (a set of best practices for sovereign wealth funds)」。此套最佳行為準則的草案將於 2008 年 10 月 IMF 與世界銀行舉行年會之前提交 IMF 執行董事會。

(二) OECD 正在研擬投資接受國行為準則

一些歐美政界人士要求立法限制 SWFs

投資於戰略性部門的公司。例如，德國已草擬相關法案，使政府當局能夠否決收購德國公司股權 25 % 或以上並可能危及國家安全的外國投資案。美國通過「2007 年外商投資與國家安全法案」(Foreign Investment and National Security Act of 2007) 對外資併購的審查，訂出更複雜的程序規定，並擴大審查的範圍與強度。此外，OECD 正在編寫投資接受國行為準則，並將努力確保投資接受國對 SWFs 的投資能夠平等對待，不歧視任何基金。

(三) 根據互惠待遇原則限制 SWFs 的營運活動

一些政界人士建議，將互惠原則作為允許 SWFs 進入本國市場的指導原則。嚴格來說，互惠原則係指，SWFs 只被允許投資於外國，如果該國的公司被允許自由投資於 SWFs 的母國。由於許多 SWFs 設在金融開放程度低於 OECD 會員國的國家，嚴格實行互惠原則，將強烈限制 SWFs 的投資活動 (註 32)。

(四) 建議 SWFs 透過外部資產經理人進行投資

美國經濟學家 Larry Summers 強調，如果 SWFs 投資透過中介的資產管理公司，大部分的市場與政治風險將得到緩解，而且這種間接投資的好處是，可以產生較佳的風險報酬組合 (Risk/return profile) (註 33)。

(五) 建議 SWFs 購買風險分散的指數型工具

Aizenman and Glick (2007) 主張，促進 SWFs 投資在充分多元化的指數型投資工具，諸如美國標準普爾 500 指數 (S&P 500)、威爾夏 5000 指數 (Wilshire 5000)、道瓊威爾夏全球市場總指數 (Dow Jones Wilshire Glo-

bal Total Market Index) 等，不僅能使投資者獲得多樣化的好處，同時能減少基於狹隘國家主義而選擇性收購企業實體的活動，並且可能可以將 SWFs 在邁向金融全球化道路上所扮演的角色，從絆腳石變為踏腳石。

十、結論與建議

(一) 結論

美國財政部副部長金米特 (Robert Kimmitt) 指稱，SWFs 對投資接受國能帶來多少好處，取決於該種投資在多大程度上受經濟目的，而非政治目的推動；如果這些投資是經濟動機，而非政治動機所驅動，投資接受國應有重大責任，對 SWFs 的投資提供公開、透明、可預測、及非歧視性的投資架構 (註 34)。由此可見，為促進全球經濟的蓬勃發展，SWFs 投資接受國與 SWFs 母國雙方皆有責任。只要 SWFs 的投資活動以最佳行為準則為基礎並符合自由與公平競爭之精神，而且 SWFs 投資接受國對 SWFs 抱持開放的態度，這波 SWFs 設立的風潮勢將繼續推動全球經濟的成長與繁榮。

(二) 建議

根據 Greenspan-Guidotti 法則估計，我國的超額外匯準備規模頗大。例如，在 2006 年底，我國握持外匯準備 2,661 億美元，而依據外債聯合中心 (Joint External Debt Hub) 網站由國際債權人所提供的短期外債數據，我國的短期外債有 384 億美元，所以，我國之

超額外匯準備約 2,278 億美元，占 GDP 的比重為 62.3%。但是，因為我國外債大部分集中在長期外債使得短期外債數據很小，益以當前的兩岸關係複雜微妙，加上我國非 IMF 會員國，因此，該超額外匯準備恐有高估之嫌。

不過，以下的情況似乎是不爭的事實。我國退休基金規模龐大，而且長期持續成長，年增率約為 5.2%。目前這些基金仍以傳統方式投資，大部分配置在流動性高但收益率低的資產上，因此退休基金的收益率普遍較低。這些基金的國外投資也相當大，金額為新台幣 2,266 億元，目前是以分散式地委託許多國際資產管理公司代操，資金分散，投資績效也不一致 (註 35)。

因此，建議政府或可仿效新加坡、南韓或中國等國，成立我國的 SWFs，統籌運用政府退休基金，在國際間尋找收益率較高的投資標的，以提升國內退休基金的長期投資績效。而該基金似可以下列方式運作：由獨立於中央銀行之外的投資機構法人，負責基金管理與投資策略；而且，與政府相關部門協

議，籌募本國貨幣之資金，例如強制性退休準備金，然後直接在外匯市場購買投資國外所需之外幣。

此外，截至目前為止，已有部分 SWFs 進入我國的市場，例如新加坡淡馬錫控股公司取得玉山金控的 15% 股權與董事席次。當

前市場的相關法規雖未針對 SWFs 進行規範，但外資進入我國市場均有一定的進程序，惟建議主管當局參考歐美政府因應 SWFs 所做的調整，重新審視外資持股之相關規定，如重要產業範圍劃分及外資持股比例上限等，以利於市場的管理。

附 註

(註 1) 該類基金沒有明確的退休金債務。

(註 2) 參考 IMF (2008)。

(註 3) 參考 United States Department of the Treasury (2007)。

(註 4) 參考 Kimmitt (2008)。

(註 5) 參考 Kimmitt (2008)。

(註 6) 該類基金在某種程度上直接或間接與長期財政承諾連結。

(註 7) 參考 IMF (2007b)。

(註 8) 中國、日本、台灣、南韓、印度、新加坡、香港及馬來西亞。

(註 9) 參考 McKinsey & Company (2007)。

(註 10) 參考 IMF (2008)。

(註 11) 參考 Jen (2007)。

(註 12) 參考 Kern (2007)。

(註 13) 參考 Santiso (2008)。

(註 14) 參考 IMF (2007b)。

(註 15) 參考李光輝 (2008)。

(註 16) 南韓外匯準備的資金融通來源有二：(1) 政府發行的外匯安定債券 (foreign exchange stabilization bonds)；(2) 南韓央行發行的貨幣安定債券 (monetary stabilization bonds)。大約有 20% 的外匯準備係由外匯安定債券融通，而剩餘的 80% 則由貨幣安定債券融通。因此，20% 的外匯準備係由政府合法地擁有；80% 則由央行擁有。

(註 17) 參考李榮謙 (2007)。

(註 18) 參考 IMF (2007b)。

(註 19) 參考 IMF (2008)。

(註 20) 「荷蘭病」係指中小型國家經濟的某一初級產品部門異常繁榮而導致其他部門的衰落的現象。

(註 21) 參考 IMF (2008)。

(註 22) 參考 IMF (2008)。

(註 23) 參考 IMF (2008)。

(註 24) 參考 IMF (2008)。

(註 25) 參考 McKinsey & Company (2007)。

- (註 26) 參考 McKinsey & Company (2007) 。
(註 27) 參考 Hildebrand (2007) 。
(註 28) 參考 Aizenman and Glick (2007) 。
(註 29) 參考 Truman (2007) 。
(註 30) 參考 Hildebrand (2007) 。
(註 31) 參考 IMF (2007b) 。
(註 32) 參考 Aizenman and Glick (2007) 。
(註 33) 參考 Hildebrand (2007) 。
(註 34) 參考 Kimmitt (2008) 。
(註 35) 參考李光輝 (2008) 。

參考文獻

- 李光輝 (2008) : 「成立國家主權財富基金之芻議」, 中央銀行內部參考資料, 97 年 4 月。
- 李榮謙 (2007) : 「國際間對主權財富基金的憂心日益升高」, 國際貨幣金融資訊簡報 128 期, 中央銀行, 96 年 11 月。
- Aizenman, Joshua and Reuven Glick (2007), "Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?" *FRBSF Economic Letter*, No. 2007-38, Nov. 30.
- CentralBankNews (2008/2/22)、(2008/2/25)、(2008/2/26)、(2008/2/28)。
- Hildebrand, Philipp (2007), "The challenge of sovereign wealth funds," *Speech at the International Center for Monetary and Banking Studies*, Geneva, Dec..
- IMF (2007a), "Box 1.3. Sovereign Wealth Funds," *Regional Economic Outlook : Asia and Pacific*, Oct..
- (2007b), "Annex 1.2. Sovereign Wealth Funds," *Global Financial Stability Report : Financial Market Turbulence — Causes, Consequences, and Policies*, Sept..
- (2008), "Sovereign Wealth Funds-A Work Agenda," *IMF Survey Magazine*, March.
- Jen, Stephen (2007), "How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015 ? " *Morgan Stanley Global Economic Forum*, May 4.
- Kern, Steffen (2007), "Sovereign wealth funds—state investments on the rise," *Deutsche Bank Research*, Sept..
- Kimmitt, Robert (2008), "Public Footprints in Private Markets," *Foreign Affairs*, Jan./Feb..
- McKinsey & Company (2007), "The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity are Shaping Global Capital Markets, Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles," *McKinsey Quarterly*, Oct..
- Rozanov, Andrew (2005), "Who Holds The Wealth of Nations ? " *State Street Global Advisor*, Aug..
- Santiso, Javier (2008), "Sovereign Development Funds," *OECD Policy Insights*, No. 58, Jan..
- Truman, Edwin (2007), "Sovereign Wealth Funds : The Need for Greater Transparency and Accountability," *Policy Brief*, Number PB07-6, Peterson Institute for International Economics, Aug..
- United States Department of the Treasury (2006), "Appendix 3 : The Adequacy of Foreign Exchange Reserves," *Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies*, Dec
- (2007), "Appendix 3 : Sovereign Wealth Funds," *Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies*, June.
- (本文完成於 97 年 6 月, 作者為本行經濟研究處專員)

附表 全球 SWFs

國別	基金名稱	資產（截至2008年2月底）	資金來源	所有權及投資管理	投資策略及資產配置策略（SAA）
阿拉伯聯合大公國	阿布達比投資局（ADIA）/ 阿布達比投資委員會（ADIC）	2,500億~8,750億美元	石油	阿拉伯聯合大公國所擁有，自1976年起 ADIA 係將石油盈餘投資海外；最近，已建立另一獨立的法人機構 ADIC，據以鼓勵其與 ADIA 競爭。阿拉伯聯合大公國的盈餘目前配置在 ADIA 與 ADIC。	全球大型投資機構；投資策略及資產配置不明。
挪威	全球政府退休基金	3,800億美元	石油	1996年成立，政府所擁有，並由挪威央行旗下的投資管理公司負責管理。	全球資產配置：40%投資在股權；60%投資在全球固定收益證券。
沙烏地阿拉伯	沒有特定名稱	2,890億美元	石油	沙烏地貨幣管理局管理外匯資產；2,250億美元握持在自身的資產負債表上，部分係視為外匯存底，510億美元係代理各政府當局管理。	全球大型投資機構。雖然知道資產規模，但僅大致瞭解投資策略與資產配置。
科威特	科威特投資局（KIA） 一般準備基金（GRF）及未來世代基金（FGF）	2,130億美元	石油	KIA 成立於1953年，是具自主性的政府部門，代理科威特政府管理 GRF 及 FGF。	GRF 投資在當地、阿拉伯及國際金融市場；FGF 則在經 FGF 理事會允許下，根據投資指令進行全球資產配置。
新加坡	政府投資公司（GIC）	1,000億~3,300億美元	非原物料	獨立的投資公司，成立於1981年，政府全資擁有。	在全球配置資產。

附表 全球 SWFs (續)

國別	基金名稱	資產 (截至2008年2月底)	資金來源	所有權及投資管理	投資策略及資產配置策略 (SAA)
新加坡	淡馬錫控股 (Temasek Holdings)	1,080億美元	非原物料	淡馬錫控股是私人公司，成立於1974年，持有及管理以前主要股東 - 財政部的投資。	SAA 權重不清楚。地區性的分配 (截至2006年3月底): 38%投資於新加坡; 40%投資在亞洲; 20%投資在 OECD 國家; 2%投資在其他國家。
中國	中國投資公司	2,000億美元	非原物料	政府所擁有，成立於2007年9月。	已投資黑石集團30億美元; 並以1,250億美元收購中國的中央匯金投資公司股權。
俄羅斯	準備基金及國家福利基金	1,570億美元	石油	成立於2003年，政府所擁有，由俄羅斯央行管理。	大部份投資在固定所得資產，其中44%為美元; 46%為歐元; 10%為英鎊。
香港	投資組合 (香港金融管理局)	1,400億美元	非原物料	成立於1998年。	
利比亞	利比亞投資公司準備基金	500億美元	石油	NA	
澳大利亞	澳大利亞政府未來基金	540億美元	非原物料	成立於2006年; 政府所擁有，並由未來基金管理局管理; 成立目的在承諾支付政府的未來退休金負債。	

附表 全球 SWFs (續)

國別	基金名稱	資產 (截至 2008 年 2 月 底)	資金來源	所有權及投資管理	投資策略及資 產配置策略 (SAA)
卡達	卡達投資局 (QIA) 國家準備基金/ 平衡基金	300億~500 億美元	石油	成立於2000年。	
阿爾及利亞	準備基金/收入 管理基金	430億美元	石油	NA	
美國 (阿 拉斯加)	阿拉斯加永久 準備基金	400億美元	石油及礦產	阿拉斯加州政府所擁 有；成立於1976年；由州 政府所有的阿拉斯加永 久基金公司管理。	SAA 包括53% 的股權；29% 的固定所得； 10% 的 不 動 產；8%為其他 資產。
汶萊	汶萊投資局一 般準備基金	300億美元	石油	成立於1983年，政府所擁 有，並由汶萊投資局管 理。	大部份投資在 全球金融及不 動產投資組合。 SAA 並未公開。
哈薩克	哈薩克國家基 金	210億美元	石油、天然 氣、金屬	成立於2000年。	
南韓	韓國投資公司	300億美元	非原物料	成立於2005年，受託管理 200億美元的外匯存底，其 中170億來自南韓央行；30 億來自政府。	計劃投資於全 球資產配置。 SAA 尚無法獲 悉。
馬來西亞	國庫控股公司	190億美元	非原物料	成立於1993年。	
加拿大	亞伯達傳統基 金	160億美元	石油	成立於1976年，亞伯達省 政府所擁有，由亞伯達省 財政廳管理。	投資於全球的 SAA，其中30%為 固定所得；45%為 股權；10%為不動 產；15%為其他資 產。

附表 全球 SWFs (續)

國別	基金名稱	資產 (截至 2008年2月 底)	資金來源	所有權及投資管理	投資策略及資 產配置策略 (SAA)
奈及利亞	過剩原油帳戶	110億美元	石油	成立於2004年。	
伊朗	石油穩定基金	90億美元	石油	成立於1999年。	
智利	經濟暨社會 穩定基金	149億美元	銅	成立於2006年；政府所擁有， 並由智利央行代為管理。	SAA 包括72% 於政府債券及 28%於貨幣市 場工具（以美 元、歐元及日 圓計價）。
	退休準備基金	15億美元	銅	成立於2006年；政府所擁有， 並由智利央行代為管理。	
波黎那	普拉基金	47億美元	鑽石	由政府及波黎那央行共 同擁有。 政府對普拉基金的持股 帳列波黎那央行資產負 債表。	投資在工業化 經濟體的公開 上市股票及固 定所得工具。 由於新興市場 可能高度依賴 初級產品，該基 金不在新興市 場進行投資。
亞塞拜然	國家石油基金	25億美元	石油	成立於1999年。	
阿曼	國家一般穩 定基金	20億美元	石油、天然 氣	成立於1980年。	
東帝汶	東帝汶石油 基金	14億美元	石油、天然 氣	成立於2005年。	
委內瑞拉	總體經濟穩 定投資基金	8億美元	石油	成立於1998年。	
千里達及 托巴哥	收入穩定基 金	5億美元	石油、天然 氣	NA	
吉里巴斯	收入平衡準 備基金	4億美元	磷酸鹽	成立於1956年。	
烏干達	貧困援助基金	4億美元	援助	成立於1998年	

資料來源：IMF (2007a)、(2007b)、(2008)；Kern (2007)。