

國立臺灣大學社會科學院經濟學系在職專班

碩士論文

Mid-Career Master Program

Department of Economics

College of Social Sciences

National Taiwan University

Master Thesis

台灣設立非原物料型主權財富基金可行性研究
A Feasibility Study of Setting Up a Non-commodity
Sovereign Wealth Fund in Taiwan



徐振文

Cheng-Wen Hsu

指導教授：謝德宗 博士

Advisor: Der-Tzon Hsieh, Ph. D.

中華民國 100 年 12 月

December, 2011

國立臺灣大學碩士學位論文

口試委員會審定書

台灣設立非原物料型主權財富基金可行性研究

A Feasibility Study of Setting Up a Non-commodity
Sovereign Wealth Fund in Taiwan

本論文係徐振文君（學號 P97323007）在國立臺灣大學
經濟學系在職專班完成之碩士學位論文，於民國 100 年 12
月 1 日承下列考試委員審查通過及口試及格，特此證明

口試委員：

鄒德宗

（指導教授）

李顯峰

黃淑惠

誌 謝

這篇論文得以完成，首先要感謝謝德宗教授的悉心指導，自研究方向及章節架構的確定，至匡正論文的內容，不斷地指正與啟迪，諄諄教誨的恩情，令我銘記於心。口試委員李顯峰、黃淑惠二位教授，亦惠賜許多寶貴建議，使得本論文更臻完善，謹致上無限謝忱。

我自離開校園後，從事公職已超過十五年，期間服務於台北市稅捐處及財政部國庫署，均屬財稅領域，尚稱得上是學以致用。但愈經工作歷練，愈發現所學不足。感謝台大經濟系開設在職碩士專班，讓我在工作之餘，得到進修的機會。在學期間每位任課老師的熱忱指導，同學間相互勉勵，更讓我獲益良多。良師益友無法一一列舉，謹以此論文獻給我摯愛的親友與所有關心和幫助過我的人們！

徐振文 謹識

2011年12月3日



摘要

近年來全球主權財富基金家數及管理資產金額急遽增加，並在全球資本市場扮演重要角色。亞洲四小龍中，新加坡、南韓與香港均已成立，而中國大陸也在2007年成立中國投資公司。這些與台灣財經環境相仿的東亞國家均陸續成立主權財富基金，創造優勢時，台灣是否應設立主權財富基金，也逐漸成為熱門的討論議題。臺灣外匯存底及社會中長期資金豐沛，如何在確保資金安全性下，透過設立主權財富基金以提升長期績效，已成為亟須深入研析的課題，此亦為本文的研究動機。

本研究運用文獻探討法、比較分析法與可行性分析，檢視主權財富基金定義、現況及興起原因等文獻內容。接著探討設立主權財富基金的背景、設立時機、管理模式與資產配置等，再比較分析與臺灣經濟環境類似的東亞國家，其設立非原料型主權財富基金的現況。並探討外匯存底及四大基金、壽險業資金等中長期資金運用狀況，研析目前公債發行制度及其導引中長期資金運用問題，作為探討設立非原料型主權財富基金的背景。接著，對台灣設置主權財富基金資金來源、管理模式、組織架構、資金運用及配置等提出規劃芻議，並以SWOT分析法進行可行性分析，最後對台灣設立非原料型主權財富基金可行性提出建議。

本研究認為現階段台灣設置主權財富基金具有提昇外匯存底運用效率、成為政府內部中長期資金管理者、提供民間中長期資金長期穩定投資管道、提供公共建設及策略性投資資金、健全債券市場發展等政策效益。就客觀環境分析，具有資金充沛可提供長期穩定財源、資金成本低廉、具備多重政策效益可獲得業界認同與支持等內部優勢。惟仍有外界仍有疑慮、外匯存底需求額度較高、各機關本位主義考量、專業人才不足問題等內部劣勢待克服。至外部環境則有具備國際競爭優勢、進行跨國戰略性投資、跨足新興市場國家、國際投資併購價格降低等機會可以掌握，另對於成立時間較慢、歐債危機增加投資風險、美國短期利率降低、被投資國家政府疑慮等外部環境威脅應予注意。

綜合各章分析，可本研究歸納出主權財富基金業已成為全球資本市場重要角色、國際金融危機突顯成立主權財富基金重要性、台灣設立主權財富基金具備多項政策效益、台灣設立主權財富基金具備國際競爭力、主權財富基金並不影響央行及四大基金運作等結論。最後本研究建議採取循序漸進方式，設立台灣主權財富基金。其具體的措施則包含採取以政府投資公司型態成立、採信託及多樣化發

行債券方式籌措財源、進行戰略性投資並投資公共建設成立專業投資部門或子公司、宣導說明強化政策支持等。

關鍵詞：主權財富基金、政府投資公司、中長期資金、外匯存底、公共年金、壽險業資金、公債政策。



Abstract

In recent years, the rapidly growing number and size of Sovereign Wealth Funds (SWFs) reflect the foreign exchange assets that accrue mainly via revenues from commodity markets or intervention in the foreign exchange market. Budget surplus are also important in many cases. Asian tigers, Singapore, South Korea and Hong Kong have been set up SWFs, and China also set up the China Investment Corporation in 2007. The financial environment in Taiwan is similar to East Asian countries have been set up SWFs , so whether Taiwan should set up a sovereign wealth fund become a hot discussion topic. How to enhance long-term financial performance of Taiwan's long-term social capital and foreign exchange through the establishment of SWFs has become an urgent subject of analysis.

In this study use comparative analysis and feasibility analysis of Taiwan's economic environment with similar East Asian countries for the establishment of non-commodity SWFs status. Then, set up SWFs on the Taiwan sources of funding, management, organizational structure, investment strategy and SWOT analysis to conduct a feasibility analysis and recommendations.

Comprehensive analysis of each chapter can be summarized in this study SWFs in global capital markets has become an important role. The financial crisis has highlighted the importance of SWFs. Setting up SWFs in Taiwan has many policy benefits and the SWFs does not affect the operation of Central Bank and public funds. Finally, this study suggests that taking a gradual approach for the establishment of Taiwan's SWFs. Setting up a government investment corporation issue diversified bonds to raise funds, to make strategic investments and investment in public construction.

Keywords: Sovereign Wealth fund, Government Investment Corporation, Long-term Funds, Foreign Exchange Reserves, Public Pension, Life Insurance Funds, Government Bonds Issuance.

目 錄

	頁
口試委員會審定書-----	i
誌謝-----	ii
中文摘要-----	iii
英文摘要-----	v
第一章 緒 論-----	1
1.1 研究背景與動機-----	1
1.2 研究方法與目的-----	2
1.3 本文架構-----	3
第二章 全球主權財富基金概況-----	5
2.1 主權財富基金定義與概況-----	5
2.2 全球主權財富基金興起背景與影響-----	9
2.3 主權財富基金的國際監管-----	12
2.4 主權財富基金的運作-----	13
第三章 亞洲地區非原物料型主權財富基金之比較分析-----	17
3.1 中國投資有限責任公司-----	17
3.2 新加坡淡馬錫控股公司及政府投資公司-----	18
3.3 韓國投資公司-----	21
3.4 香港外匯基金-----	22
第四章 台灣設立非原物料型主權財富基金之背景分析-----	26
4.1 台灣外匯存底之現況與管理-----	26
4.2 台灣政府四大基金運用現況分析-----	31
4.3 台灣壽險資金運用現況與問題-----	39
4.4 現階段台灣公債發行制度及其導引中長期資金運用問題-----	42
第五章 設立台灣主權財富基金之芻議及可行性分析-----	45
5.1 台灣主權財富基金之設立與運作模式-----	45
5.2 台灣主權財富基金之可行性分析-----	49
第六章 結論與建議-----	54
6.1 結論-----	54
6.2 建議-----	55
參考文獻-----	56
附 錄-----	60

圖目錄

	頁
圖 1-1 本文架構-----	4
圖 2-1 主權財富基金影響層面-----	10
圖 4-1 台灣外匯存底成長趨勢圖-----	26
圖 4-2 以三種指標衡量台灣超額外匯存底-----	28
圖 4-3 台灣國民儲蓄率、國內投資率及超額除蓄率-----	28
圖 4-4 中央銀行近年投資營運統計表-----	30
圖 4-5 中央銀行近年投資報酬率趨勢-----	30
圖 4-6 2005~2010 年退撫基金收益率變動情形-----	32
圖 4-7 2005 ~2010 年新制勞退基金收益率變動情形-----	33
圖 4-8 2005~2010 年舊制勞退基金收益率變動情形-----	33
圖 4-9 2005 年至 2010 年勞保基金收益率變動情形-----	34
圖 4-10 台灣壽險業可運用資金總額成長趨勢圖-----	41
圖 5-1 台灣政府投資公司財源籌措與資金運用-----	48
圖 5-2 政府投資公司治理結構-----	49
圖 5-3 台灣 10 年期公債殖利率與美國、新加坡之比較-----	50

表目錄

	頁
表 2-1 主權財富基金與其他國家財富機構比較-----	6
表 2-2 全球主要主權財富基金分類-----	7
表 2-3 全球主要主權財富基金資產規模估計表-----	8
表 2-4 世界各國外匯存底統計表-----	9
表 2-5 傳統與積極外匯模式比較分析-----	10
表 2-6 與其他機構的投資特點比較-----	16
表 3-1 淡馬錫公司投資區域表-----	20
表 3-2 淡馬錫公司投資行業表-----	20
表 3-3 韓國投資公司信託投資合約統計表-----	22
表 3-4 東亞地區主權財富基金之比較分析-----	24
表 4-1 近 5 年存款貨幣機構流動準備概況表-----	29
表 4-2 銀行業轉存央行存款及購買定期存單統計表-----	29
表 4-3 退撫基金 1999~2008 年股票及受益憑證之投資收益統計表-----	36
表 4-4 退撫基金與台股大盤指數之投資績效比較表-----	36
表 4-5 退撫基金 1999~2008 年自行運用股票及受益憑證與國內外委託經營比較-----	37
表 4-6 新、舊制勞退基金委外操作績效分析表-----	38
表 4-7 保險業投資資金比例限制-----	40
表 4-8 2011 年公債發行計畫表-----	43
表 5-1 台灣政府投資公司財源規模分析-----	47
表 5-2 台灣設立政府投資公司之 SWOT 分析-----	53

第一章 緒 論

1.1 研究背景與動機

近年來全球主權財富基金(Sovereign Wealth Funds)家數及管理資產金額急遽增加，並在全球資本市場扮演重要角色。在 2000 年以前，全球只有 20 多個主權財富基金，但截至 2009 年，全球約 35 國成立主權財富基金，基金數目超過 50 個，管理資產超過 3.2 兆美元¹。就資金來源而言，主權財富基金分為原物料主權財富基金(commodity SWFs)與非原物料主權財富基金(non-commodity SWFs)二類，而後者資金來源主要為財政盈餘與貿易順差產生的外匯存底，以及公共年金等社會中長期資金。亞洲國家長期貿易順差累積鉅額外匯存底，在亞洲四小龍中，除臺灣尚未成立主權財富基金外，新加坡、南韓與香港均已成立，而中國大陸也在 2007 年成立中國投資公司。這些與台灣財經環境相仿的東亞國家均陸續成立主權財富基金，創造優勢時，台灣是否應設立主權財富基金，也逐漸成為熱門的討論議題。

截至 2011 年 10 月底止，台灣外匯存底 3,933.2 億美元排名世界第 5，並以持有美元資產為主。美元對新台幣匯率持續滑落，中央銀行持有美元資產出現鉅額兌換損失。另外，標準普爾(S&P)信評機構於 2011 年 8 月 5 日宣布將美國主權債信評等由「AAA」調降至「AA」，引發全球股市連續數日大跌之「美債風暴」，促使央行以大量美國資產配置外匯存底方式面臨質疑，是以應否設立主權財富基金，提供外匯存底多元化投資管道，成為決策當局亟須面臨的課題。

再者，台灣的社會中長期資金包括公務人員退休撫恤基金、勞工退休基金(新、舊制)、勞工保險基金、郵政儲金及保險業資金，截至 2010 年底止，資金運用餘額高達 17 兆 9,729 億元，其中政府控管公共中長期資金計 7 兆 111 億元，民間壽險業的中長期資金更高達 10 兆 9,618 億元。然而台灣缺乏中長期投資管道，迫使金融業搶標政府長期公債，20 年期公債殖利率僅 1.78%，遠低於美國 20 年期公債殖利率 2.80%²，市場資金無法有效去化成為金融業長期面臨的嚴重問題。是

¹依據 IMF2010 年所出版之 *Economic of Sovereign funds* 說明，全球主權財富基金資產總規模，由於各國管理機關並未完整揭露，並無法精準統計。因此本研究之主權財富基金數目及總規模，係參考該書自全球官方網站所統計之結果。

² 臺灣、美國均為 2011 年 11 月 11 日之 20 年期公債殖利率。

以中華民國人壽保險商業同業公會多次建議政府發行非支應財政收支差短之「金融性公債」，成立以活絡債市引導市場利率回歸正常水準的基金，並指派一政府機構擔任基金管理者。該建議類似香港外匯基金以發行機構債券及零售債券吸收中長期資金，再撥入「債券基金」的操作模式。另外，若成立專責投資機構採取主動管理模式，由財政部或主權財富基金發行特別公債或公司債籌措資金，再進行國內外投資，並用以償付公債及公司債本息，發揮人壽保險公會建議效果。是以政府機關實有深入瞭解主權財富基金運作方式之必要。

近年來各國紛紛設立主權財富基金，規模不斷成長已成為國際金融市場的主要資金來源之一。臺灣外匯存底及社會中長期資金豐沛，如何在確保資金安全性下，透過設立主權財富基金以提升長期績效，已成為亟須深入研析的課題，此亦為本文的研究動機。

1.2 研究方法與目的

本文將運用文獻探討法、比較分析法與可行性分析，探討台灣設立主權財富基金的可行性，預擬探討議題如下：

- (1)檢視主權財富基金定義、現況及興起原因等文獻內容。
- (2)探討設立主權財富基金的背景、設立時機、管理模式與資產配置等。
- (3)比較分析與臺灣經濟環境類似的東亞國家，其設立非原物料型主權財富基金的現況。
- (4)探討外匯存底及四大基金、壽險業資金等中長期資金運用狀況，研析目前公債發行制度及其導引中長期資金運用問題，作為探討設立非原料型主權財富基金的背景。接著，對台灣設置主權財富基金資金來源、管理模式、組織架構、資金運用及配置等提出規劃芻議，並以 SWOT 分析法進行可行性分析。
- (5)對台灣設立非原物料型主權財富基金可行性提出建議。

1.3 本文架構

本文架構計分六章，將如圖 1-1 所示：

第一章為緒論，探討研究背景與動機、研究方法與目的，以及本文架構。

第二章針對主權財富基金定義及概況、興起的理論分析、對國際經濟及金融市場影響、國際監管機制、設立與運作、資產配置理論等相關文獻，進行回顧與研析，奠定研究基礎。

第三章針對亞洲地區非原物料型主權財富基金進行比較分析，包括中國投資公司、韓國投資公司、新加坡政府投資公司、淡馬錫控股公司、香港外匯基金等東亞國家及地區非原物料型基金。

第四章為台灣設立非原物料型主權財富基金之可行性分析，包含針對現行外匯存底與中長期資金的現況分析，並探討公債發行制度及其導引中長期資金運用問題，以瞭解設立台灣主權財富基金的必要性。

第五章為對台灣設置主權財富基金資金來源與規模、管理模式、組織架構、資金運用及配置等提出規劃芻議，並以 SWOT 分析法進行可行性分析。

第六章為結論與建議。



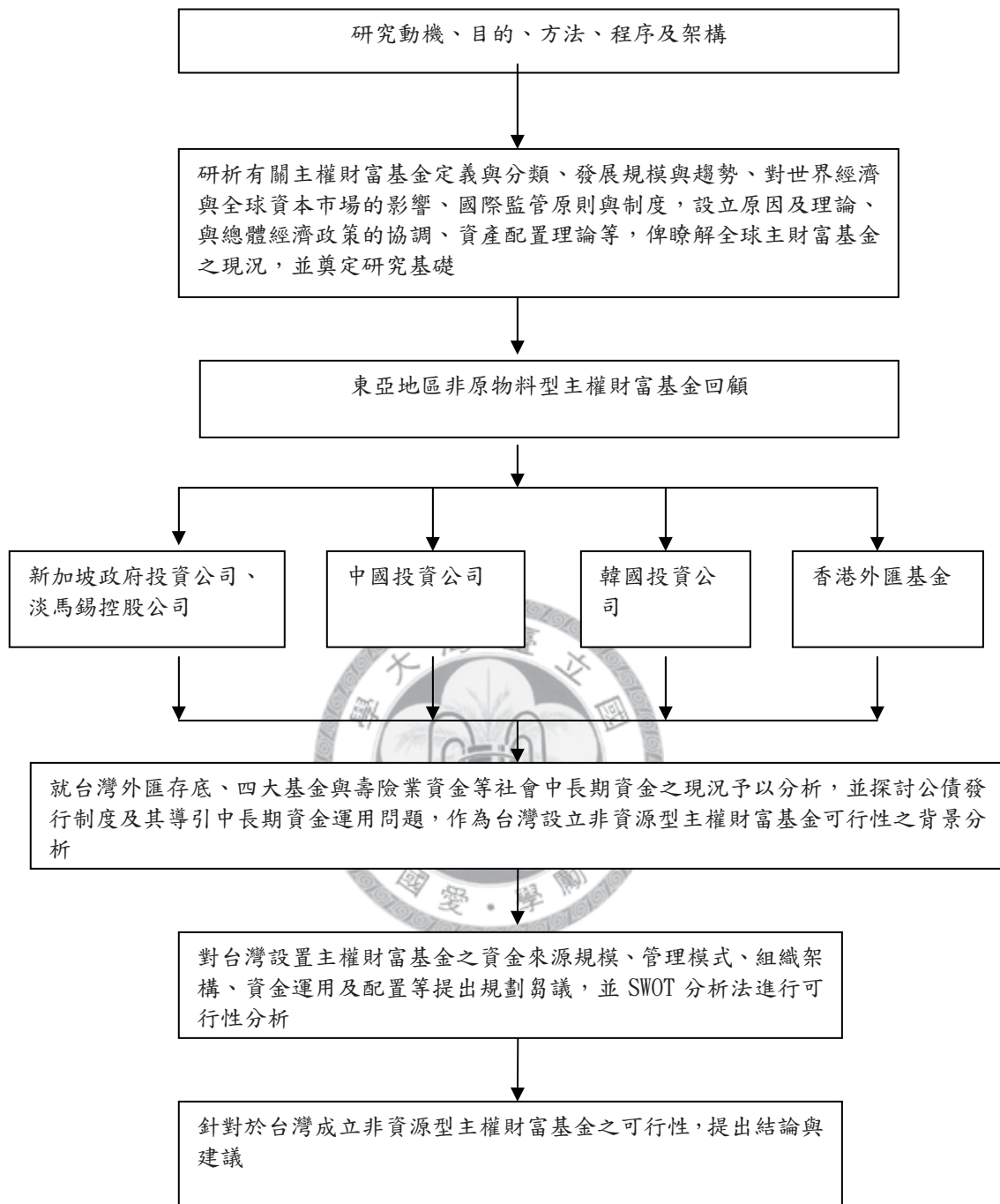


圖 1-1 本文架構

第二章 全球主權財富基金概況

2.1 主權財富基金定義與概況

主權財富基金成立已久，但直到 2005 年，美國華爾街全球顧問公司(State Street Global Advisors)Andrew Rozanov 指出隨著一國經貿條件與財政收支狀況改善，國家財政盈餘與貿易不斷累積，一些國家成立專門投資機構管理運作，這類機構可稱為「主權財富基金」，而國際機構對其界定如下：

(1)國際貨幣基金(IMF)：主權財富基金是具有特殊目的之政府投資基金或機構，實施包含投資外國金融資產的一系列的投資策略，來達成財務目標。主權財富基金具有多樣化的法律、組織和管理結構，包含財政穩定基金、儲蓄基金、外匯存底投資公司、發展基金和不具有確定年金保險債務之年金保險儲蓄基金。

(2)經濟合作開發組織(OECD)：主權財富基金是政府擁有的投資工具，主要資金來源為外匯存底。

(3)美國財政部：主權財富基金是政府的投資工具，主要由外匯存底組成，應與央行控制的外匯存底分別獨立管理。

(4)德意志銀行：主權財富基金也稱國家投資基金，係由政府擁有、管理、運作的金融工具，資金來源主要為過剩的流動性資金，包括政府的財政盈餘和央行的外匯存底。

其次，摩根士丹利公司(2007)認為主權財富基金特色包括主權性、高度的外幣性、無顯性負債、具有較高的風險容忍度、以及採長期投資。朱美智與鍾世靜(2008)接續指出，主權財富基金與其他國家財富管理機構的差益如下：

(1)與外匯存底比較：主權財富基金雖與央行外匯存底來源相似，但其係採取追求更大利益、多元化及承受更強風險能力的投資策略。反觀外匯存底則以穩定幣值為目標，採取以規避風險為目的流動性管理模式。

(2)與政府退休基金比較：主權財富基金多由中央政府擁有，政府對其投資決策具有完全主導權，資訊揭露多數不透明。傳統政府退休基金所有權可能為地方政府，資金來源以社會保障稅的形式徵收而來，政府對其運作影響較小。退休基金具有明確的負債義務，追求提供公民養老保障，投資範圍及策略受限制，資訊揭露透明度亦低。

(3)與國有企業比較：國有企業採取公司型式成立，而主權財富基金則可能以

資產型式成立、特別公法成立、普通公司法規範成立等三種模式。

至於有關主權財富基金與其他國家財富機構比較如表 2-1。

表 2-1 主權財富基金與其他國家財富機構比較

機構	主權財富基金	官方外匯存底	政府退休年金	國有企業
產權	中央政府	中央政府	退休金計畫成員	中央政府/地方政府
資金來源	外匯資產/商品出口收入/投資收入	外匯資產	社會成員繳納	政府投資/公司盈餘
投資目的	增值目的或戰略目的	保值/穩定市值	緩解未來養老壓力	增值/盈利 / 戰略
投資組合	多元化	較單一	多元化	多投資實業
投資期限	長期	進行短期操作	長期	長期
政府控制	完全	完全	不明顯	不完全由政府控制
資訊揭露	各有不同(大多不透明)	不透明	透明度高	不一定(但上市公司需滿足資訊揭露規定)

資料來源：主權基金協會(SWFs Institute)網站(網址:www.swfinstitute.org)，及謝平、陳超(2009)。

接著，主權財富基金可依資金來源、主要政策目標、管理模式三項標準分類。其中，Kimmitt (2008) 根據資金來源分為原物料型(包括石油、天然氣、銅及鑽石等原物料出口收入)與非原物料型(貿易順差導致外匯存底累積)；IMF《全球金融穩定報告》(2007)則依主要政策目標區分為穩定基金(stabilization funds，跨期平滑國家財富，防止預算及經濟受初級產品價格波動衝擊)、(2)儲蓄基金(savings funds，跨期平滑國家財富)、退休準備基金(pension reserve funds，為支付政府退休金債務及或有負債)、外匯存底投資基金(reserve investment funds)與發展基金(development funds，配置資源以融通基礎建設為優先的社經計畫)等；而范世平(2010)則依管理模式分為積極型、與消極型主權財富基金兩類。實際上，主權財富基金往往有多項目標，有的目標會隨時間而逐漸改變。截至目前為止，有關全球主權財富基金分類，Uadibir etc. (2010)按資金來源及其政策目標彙整如表 2-2。

表 2-2 全球主要主權財富基金分類

資金來源	設立	國家	政策目標			
			總體穩定	儲蓄	退休準備	外匯存底投資
石油與天然氣	1953	科威特	科威特投資局、一般準備基金	科威特投資局、未來世代基金		
	1976	加拿大		亞伯達傳統基金		
	1976	阿拉伯聯合大公國		阿布達比投資局		
	1976	美國		阿拉斯加永久準備基金		
	1980	阿曼		國家一般穩定基金		
	1983	汶萊		汶萊投資局		
	1996	挪威	全球政府退休基金	全球政府退休基金	全球政府退休基金	
	1999	亞塞拜然	國家石油基金	國家石油基金		
	2000	伊朗	石油穩定基金			
	2000	墨西哥	石油準備穩定基金			
	2000	卡達		卡達投資局		
	2000	千里達及托巴哥	收入穩定基金	收入穩定基金		
	2001	哈薩克	國家基金			
	2002	赤道幾內亞		赤道幾內亞未來世代基金		
	2004	聖多美和普林西比		國家石油帳戶		
	2005	東帝汶	石油基金	石油基金		
2006	巴林	未來世代準備基金	未來世代準備基金			
2006	利比亞		利比亞投資局			
2008	俄羅斯	準備基金		國家福利基金		
其他原物料	1956	吉里巴斯		收入平衡準備基金		
	1996	波黎那		普拉基金		
	2006	智利			退休準備基金	
	2007	智利	經濟和社會穩定基金			
財政剩餘	1974	新加坡		淡馬錫控股公司		新加坡政府投資公司
	1981	新加坡				
	1993	馬來西亞		國庫控股公司		韓國投資公司
	2000	愛爾蘭			國家退休準備基金	
	2001	紐西蘭			紐西蘭養老準備基金	
	2004	澳洲			澳洲未來基金	
2005	韓國					
外匯存底	1981	新加坡				新加坡政府投資公司
	2005	南韓				韓國投資公司
	2007	中國				中國投資公司

資料來源：Uadibir S. Das, Adana Mazarei, and Han Van der Hoorn, (2010), *Economics of Sovereign Wealth Funds Issues for Policymakers*, IMF。

主權財富基金資訊揭露程度較低，規模較難準確估算。依據 IMF 估算，截至 2009 年，全球約有 35 國成立主權財富基金，基金數目超過 50 個，管理資產超過 3.2 兆美元。目前全球資產規模前 15 大主權財富基金如表 2-3。

表 2-3 全球主要主權財富基金資產規模估計表

國家	基金名稱	資產總額(十億美元)
阿拉伯聯合大公國	阿布達比投資局	875
挪威	全球政府退休基金	380
新加坡	新加坡政府投資公司	330
沙烏地阿拉伯	沙烏地阿拉伯基金	300
科威特	科威特投資局	250
中國	中國投資公司	200
新加坡	淡馬錫控股公司	159.2
俄羅斯	準備基金及國家福利基金	127
澳洲	澳洲未來基金	54
卡達	卡達投資局	50
利比亞	利比亞投資局	50
阿爾及利亞	收入規律基金	42.6
美國(阿拉斯加)	阿拉斯加永久準備基金	38
汶萊	汶萊投資局	30
南韓	韓國投資公司	20
合計		2,905.8

資料來源：Morgan Stanley；Standard Chartered(2007)

最後，謝平與陳超(2009)指出全球主權財富基金在結構分布上有 4 項特點：

(1)規模集中：全球前十大主權財富基金管理資產計 2 兆 7,750 億美元，占全球主權財富基金管理總資產 3 兆美元的 85%，而最大的阿布達比投資局控制資產大約 8,750 億美元，占全球 27% 左右。

(2)地域集中：集中分布在中東、北歐和亞洲，且主權財富基金規模和國家經濟實力並無正相關，除中國和俄羅斯外，最大基金所有國都是小型經濟體。以阿布達比投資局為例，其基金規模占 2007 年 GNP 比例達 29.15%，但某些大型經濟體並無設立主權財富基金，如日本。

(3)成立時間集中：科威特在 1953 年成立第一個主權財富基金，但是約 33 個主權財富基金係在近 10 年間陸續成立，管理資產規模也在同時期才快速擴張。

(4)資金來源集中：主權財富基金資金來源主要是貿易順差與財政盈餘。最近十年能源商品價格上漲，來自石油和天然氣收入大幅增加，占主權財富基金收入來源的 72 %。另來自於貿易順差與財政盈餘者主要集中在亞洲高儲蓄率的貿易盈餘國，占到 27 %。

2.2 主權財富基金興起背景與影響

主權財富基金概念係在2005年首度被提出，不過實際上已存在數十年，設立期間主要分為兩波，1970年代後半期以及1996年挪威成立全球政府退休基金之後。至於各國政府紛紛成立主權財富基金的背景因素，主要係亞洲地區及產油國外匯存底迅速累積所致。表2-4顯示中國人民銀行持有3兆1,970億美元，日本銀行持有1兆1,378.09億美元外匯資產，分居世界第1及第2。台灣外匯存底高達3,933.27億美元，為世界第5，印度、韓國、新加坡等國的外匯存底亦超過2,000億美元，均為全球前十大外匯準備資產持有國。

表 2-4 世界各國外匯存底統計表

排名	國家(地區)	外匯存底(百萬美元)	資料時間(年/月)
1	中國	3,197,000	2011/06
2	日本	1,137,809	2011/06
3	俄羅斯	518,800	2011/09
4	沙烏地阿拉伯	456,200	2010/12
5	台灣	393,327	2011/10
6	巴西	350,000	2011/09
7	印度	311,516	2011/05
8	韓國	305,084	2011/05
9	瑞士	288,590	2011/05
10	新加坡	242,287	2011/06

資料來源：StockQ.org 網址 <http://www.stockq.org/economy/reserve.php>

有關一國最適外匯存底，國際間多以足夠支應短期外債額度及三個月進口等二項指標衡量。一旦持有外匯存底過多，李榮謙(2009)指出在其他情況不變下，雖可降低遭受金融危機衝擊的機率，但卻面臨邊際成本遞增現象，包括沖銷成本(sterilization cost)、機會成本(opportunity cost)、資產負債表風險(balance sheet risk)與其他成本。是以傳統外匯存底管理為滿足央行貨幣政策及匯率管理需要，著重外匯存底流動性與安全性。然而在超額外匯存底迅速累積下，自1970年代以來，愈來愈多國家就超額外匯存底部分採取積極管理模式。表2-5為高潔(2010)彙整傳統與積極的外匯管理模式比較分析。

表2-5 傳統與積極外匯管理模式比較分析

項目	傳統外匯管理	積極外匯管理
一、管理目標	基於貨幣政策和匯率管理需要，著重流動性與安全性，以儲存干預外匯市場籌碼。	以二種不同的投資組合管理外匯，「消極性」組合著重流動性及安全性，「積極性」組合著重收益性。
二、投資期限	通常為二年期以下。	採取一年以上的長期投資。
三、資產配置	僅限於AA級或更高的固定收益證券。	可涉及房地產、股票和其他投資。
四、風險管理	無需使用風險管理工具。	需隨時衡量風險值並採取避險措施。
管理機構	中央銀行或財政部	由政府成立專門投資公司管理。

資料來源：高潔，(2010)，*主權財富基金論*，中國金融出版社。

主權財富基金在國際金融體系地位日益重要，影響層面形成圖 2-1 所示的六邊體系。

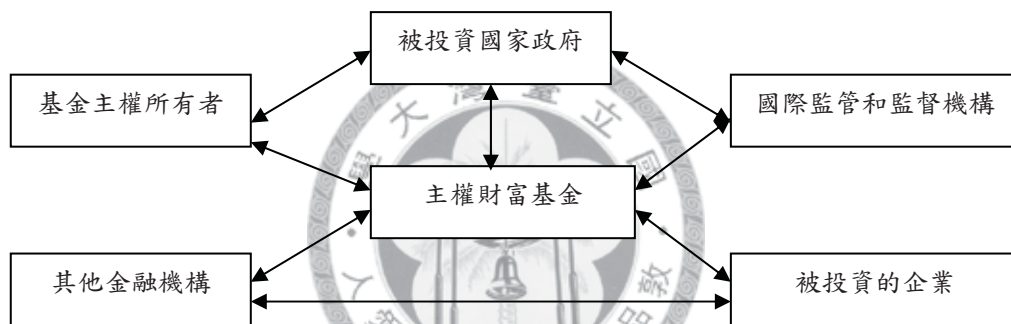


圖 2-1 主權財富基金影響層面

(1) **主權財富基金**：追求在國際金融市場得到平等機會，並維持一定自主性，除希望降低外界要求提高透明度要求外，也避免與被投資國間的政治糾紛。

(2) **基金主權所有者**：透過主權財富基金落實國家財富多元化，除投入更多資源到國家優先發展領域外，並可提升國家外交地位與國際組織中的發言權。

(3) **被投資國家政府**：被投資國家的政府多半重視政治風險，以優惠條件獲得外國資本符合被投資國利益，但也擔憂主權財富基金母國可能進行政治或商業間諜活動，或作為區域戰略工具。

(4) **國際監管和監督機構**：國際貨幣基金和世界銀行等多邊監管組織，是讓主權財富基金和其他金融機構以平等原則進入國際資本市場，並保證資本自由移動。惟因國有基金的資金成本低於民間基金，並可能透過其他國家機構獲得不對稱訊息，故需對主權財富基金制定特別規則，包括定義其透明度標準、控制允許進行的投資以及制裁違規者等。

(5)其他金融機構：包括金融服務公司、各類型基金以及民間機構投資等，主權財富基金既為競爭對手，也可能為合作伙伴、聯合投資者或客戶。

(6)被投資的企業：主權財富基金投資的企業可能較有利進入某些外國市場，或較容易順利通過監管審核。

主權財富基金對世界經濟影響包括改變國際資本市場投資者結構、影響全球各類資產價格、影響美元地位和國際金融市場、以及影響國際經濟格局。是以，我們可從兩個層面來探討主權財富基金對國際金融市場影響：

一、改變國際資本移動方向與市場機會

(1)影響國際資本流向：石油輸出國和貿易順差國透過主權財富基金投資先進國家金融市場，由後者整合資本再投入經濟發展迅速的新興國家。

(2)提高資本市場產品需求：主權財富基金對證券、國家債券、房地產、私人資產需求增加，透過衍生性金融商品增加對對沖基金或其他基金的需求。

(3)產生資產替代效果：主權財富基金投資資本市場商品型態改變，引發資產替代效果。

(4)增加資產管理和投資服務需求：主權財富基金多數委託基金管理公司管理，由於涉及市場分析、投資價值評估、資產組合選擇與管理、證券交易和清算、避險等環節，將增加法律、財務、經紀的各項投資服務需求。

二、對金融市場穩定性的影響

(1)正面效果：主權財富基金為國際市場注入長期投資資金，促使市場多元化並有效分散風險，強化國際金融體系穩定性。

(2)負面效果：(a)「羊群效應」與危機傳染風險：主權財富基金投資決策可能對其他投資機構產生影響而形成「羊群效應」(herding effect)，導致資本過度移動與資產價格變化，造成區域甚至全球金融市場不穩定。(b)低透明度擴大金融市場系統性風險：主權財富基金多數由國家主導，除追求商業利益外，往往受政治或其他動機影響，將對全球金融市場穩定及個別國家經濟安全構成威脅。(c)投資項目向高風險資產發展：主權財富基金投資組合已延伸至長期政府債券、資產證券化商品、公司債、股票、商品、房地產、衍生性金融商品以及海外直接投資等。

2.3 主權財富基金的國際監管

Udaibir etc. (2010)指出IMF近年來積極發起主權財富基金監管之國際合作，2008年4月30日至5月1日，各主權財富基金、投資接受國、OECD和歐盟委員會代表在華盛頓DC的IMF總部進行意見交換，正式成立「主權財富基金國際工作組織」(The International Working Group of Sovereign Wealth Funds, IWG)展開研究並提出一套主權財富基金投資做法和目標的原則。到了2008年10月，26個主權財富基金代表就IWG制定「聖地牙哥原則」，將焦點集中在投資目標、透明度、公司治理及問責制四個層面，強調基金的母國與被投資國的監管責任，認為IMF不應成為主權財富基金的「實際監管者」。

「聖地牙哥原則」第2、8、19條原則規定主權財富基金的投資策略與投資目的，指出跨境投資應有清晰的政策目標和投資策略，包括資金如何注入投資機構、投資策略是積極還是消極、戰略資產分配、配置資產範圍、資產營運管理及營運責任承擔、相關投資政策和風險管理系統、以及以上因素修改的程序等，都應在明確規定在基金的相關文件。

接著，「聖地牙哥原則」對透明度的要求分為四類：

(1)**治理結構的資訊揭露**：揭露其治理結構與法律基礎，公開其與政府的關係；公開公司治理結構、目標及經營模式有助於外界對其形成公正認知，消除被投資國疑慮；揭露風險管理方式，堅持高度透明化經營控制與風險管理體系。

(2)**與政府相關訊息的揭露**：公開其政策目的，保證投資活動不會直接或間接涉及政府地緣政治；政府應公開主權財富基金的資金來源、撤資管道及具體行銷，有助於有效實施投資政策，穩定總體經濟。

(3)**資訊揭露程序及限制**：資訊揭露須符合被投資國的法律規定，包含符合證交法對交易市場操控內部人員的揭露規定及道德要求、向當地管理者揭露法律或規範要求的財務或非財務訊息、與投資接受國政府合作、遵守反托拉斯法規定、遵守稅收規定。

(4)**具體運作訊息揭露義務**：要求揭露資產配置、基準及報酬率等內在財務訊息以防範風險，促進國際金融市場穩定；要求揭露投資政策相關訊息，如積極投資/消極投資比例、金融投資/戰略投資比例、投資主題、投資目標、投資視野、戰略資產配置等；要求揭露投資決策是基於國際組織要求、社會、道德、宗教等

原因。

為避免主權財富基金在經營管理中受到不當政治干預，提升被投資國信任，「聖地牙哥原則」列舉四種有效保護其獨立經營機制：

(1)將主權財富基金管理組織職權授與政府機關領導的單獨實體，執行政府機關的投資指令，並向財政部與國會定期報告與外部審計報告，對政府負責。

(2)將經營管理權責授與央行或法定機構，並向財政部與國會定期報告與外部審計報告。

(3)若主權財富基金並無獨立的治理機構，則應賦與CEO及高級管理人員廣泛權力。

(4)以締約形式將具體投資決策發包給外部提供者完成，並支付相對報酬。

最後，針對明確的責任承擔部分，主權財富基金所有人(通常為政府)對議會及公眾負責，治理機構對所有人負責，管理層對治理機構負責，所有人和治理機構負責監督經理人。責任人應即時上報主權財富基金經營管理的準確訊息，並根據國際公認會計準則製作年報與財務綜述，清楚準確反映主權財富基金的資產負債及投資營運情況。主權財富基金投資活動、財務、會計以及經營體系和控制應遵照公認的國際審計準則，定期進行內部審計，並於審計結束後向所有人與治理機構提交內部審計報告。同時，財務報表還要接受獨立的外部審計，確保財務報表公正陳述主權財富基金真實財務情況及表現，審計結束後同樣應向所有人與治理機構提交外部審計報告。

2.4 主權財富基金運作

政府通常在擁有足夠外匯存底後成立主權財富基金，尤其是央行持有外匯存底長期大量超出本國最適外匯存底時，即為考量設立主權財富基金的時機。另外，各國設立主權財富基金還有五個原因：

(1)跨期平滑國家收入：依賴出口自然資源換取外匯的國家，為保障資源枯竭後，政府仍有穩定收入來源，以及避免自然資源短期產出波動影響經濟穩定，減少國家意外收入波動對經濟和財政預算的影響，遂設立主權財富基金進行多元化投資，以跨期平滑國家收入。

(2)協助央行分流外匯存底：為減輕外匯存底激增帶來的升值壓力，政府可設

立主權財富基金以分流外匯資產，沖銷市場過剩流動性。

(3)跨代平滑國家財富：為追求代際間公平的財富分配，政府可設立儲蓄型主權財富基金，為後代子孫累積財富。

(4)預防國家經濟危機：許多亞洲國家持有巨額外匯存底，為因應潛在社會經濟危機和發展不確定性，促進經濟和社會平穩發展，而設立主權財富基金。

(5)支持國家發展戰略：透過分流外匯資產，追求國際化最適資源配置，從而在國際經濟活動獲取更高利益。

接著，主權財富基金規模和投資決策將對金融市場、財政政策、貨幣政策、國際收支平衡，甚至公部門財富分配和私部門投資決策造成影響。是以政府規劃設立主權財富基金，必須著重與總體政策協調。

一、主權財富基金與財政政策

Yinqiu Lu(2007)指出穩定基金與退休準備基金兩種主權財富基金，其設立之政策目標即著眼於穩定財政。

(1)穩定基金：利用累積收入來融通未來潛在赤字，使政府財政支出維持穩定水準，或定期融通特定公共債務攤銷，如一國政府支出等於長期收入減去結構性剩餘(該剩餘為 GDP 之一定比例)，實際政府預算平衡將取決於循環性政府長期收入。

$$\begin{aligned}\text{預算平衡} &= \text{歲入} - \text{歲出} \\ &= \text{歲入} - (\text{長期收入} - \text{結構性剩餘}) \\ &= \text{歲入} - (\text{長期收入} - K * \text{GDP}) \\ &= \text{預算剩餘(差短)} + k * \text{GDP}\end{aligned}$$

上述 $K = \text{結構性剩餘} / \text{GDP}$

$$= \text{每年度預算儲蓄率}$$

穩定基金的功能將由上述財政原則的參數 K 及預算剩餘(差短)幅度來決定，而歲入將有資源價格循環性變動與造成稅收的影響，兩個主要決定因素。由於兩者變動具有高相關性，是以穩定基金可用來抵銷價格變動造成財政收入變動效果，並發揮中和負面效果的功能。

(2)退休準備基金：針對支應政府未來結構性養老金支付之退休準備基金，明確界定基金退出規則以確保投資安全性。另外，應制定退休準備基金支應退休年金的比例，如支出不得超過前一年的基金收入，用於紓緩有關預算支出的壓力。

二、主權財富基金與貨幣政策

(1)主權財富基金與外匯存底：依據 IMF 統計標準（2008），主權財富基金管理外匯資產不包含在一國外匯準備，是以運用外匯準備設立主權財富基金，將減少外匯存底總量，有利於穩定匯率。

(2)主權財富基金對國內投資：主權財富基金運用外幣資產對本國投資，將可擴增國內需求，促使本國資產價格上揚，導致國內市場流動性過剩，干擾央行貨幣政策。

三、主權財富基金與國際收支平衡

主權財富基金配置資產將對經常帳和金融帳發揮重大影響。

(1)維持本國國際收支平衡：大宗商品出口國受金融海嘯衝擊，大宗商品價格泡沫化、資源及能源價格大幅下挫，俄羅斯、澳洲等依賴資源出口國家，在商品出口收入驟減和國際市場流動性緊縮的雙重壓力下，國際收支出現嚴重失衡，主權財富基金即對維持外部平衡即發揮極大作用。

(2)影響被投資國國際收支平衡：主權財富基金影響被投資國金融帳，從而影響該國外部穩定，如主權財富基金決策反應非常敏感，可能發生資金突然撤離被投資國情形，對資本市場不健全國家的影響極大。

接著，主權財富基金配置資產將包括現金類、固定收益類、權益類等資產，考量因素包括：

(1)流動性：著重長期投資，流動性需求較低，對短期收益波動容忍度明顯高於其他投資機構。

(2)投資期限：投資期限通常為長期永續，著重長期投資商品是否具有穩定的平均收益。

(3)社會責任：需遵循一國政府的價值取向，不會將資產配置於違反社會責任和道德標準的領域。

(4)戰略考量：配置資產和選擇投資標的時，須兼顧財務投資目的外的戰略性因素，金融、通信、能源等成為投資標的。

(5)抗通貨膨脹：考量通貨膨脹造成資產貶值，較傾向投資股票、物價指數連

動債券、房地產等較能對抗通貨膨脹的商品。

黃佳妮(2009)彙整有關主權財富基金與其他各類型機構的投資特點比較於表 2-6。

表 2-6 與其他機構的投資特點比較

機構	共同點	顯著區別
外匯儲蓄投資	1. 政府控制的投資實體。 2. 對外界透明度低。	1. 外匯儲蓄投資要求流動性、安全性高，多投資美國公債。 2. 主權財富基金投資較為積極，投資組合較為分散。
對沖基金	1. 規模龐大的跨國投資資金。 2. 對外透明度較低。	1. 對沖基金著重基金本身絕對報酬，不注重國際金融穩定。 2. 主權財富基金著重長期穩定投資，為全球金融穩定力量。
公共養老年金	1. 著重長期投資。 2. 重視抗通貨膨脹。 3. 採全球配置投資。	1. 公共養老年金具有明確的負債義務，必須考量資產負債年期對稱，並保持充分的流動性，採謹慎投資維持資金之安全性及充分的資訊揭露。 2. 主權財富基金流動性要求較低，並可採較為積極的戰略性投資，資訊揭露要求較低。

資料來源：黃佳妮，(2009)，「主權財富基金資產配置研究」，蘇州大學碩士論文。

最後，各類型主權財富基金資產配置策略並不相同，可說明如下：

(1)穩定基金追求跨期平滑國家收入，避免財政預算及經濟活動受原物料商品價格波動影響，資產配置特色為趨避高風險，主要持有外匯資產和其他國家公債，並配置於與原物料商品價格不相關或相關性較低的商品。

(2)儲蓄基金、外匯準備投資基金和退休準備基金三者設立目標雖然不同，但都著重長期收益，投資組合包涵所有主要的資產類別，投資區域遍布全球的高度分散化資產組合，資產配置明顯存在股權投資偏好。另外，物價指數連動債券、房地產、私募股權、基礎建設、戰略性投資和能源投資等均為投資標的。

(3)發展基金透過投資或融資國家重點發展領域的國有企業或跨國公司，以積極推動本國策略性產業發展。資產配置絕大多數採股權配置，在被投資公司擁有多數股權或重要的少數股權，並在董事會擁有席位，積極行使股東權利。

第三章 亞洲地區非原物料型主權財富基金之比較分析

近年來中國、新加坡、南韓、香港等東亞國家紛紛成立非原物料型主權財富基金，這些國家政經環境與台灣相仿，故其主權財富基金運作經驗將可提供台灣成立該類型基金的參考。

3.1 中國投資有限責任公司

中國投資有限責任公司(中投公司)係成立於 2007 年 9 月 29 日的國有獨資公司，總部設在北京，追求實現國家外匯多元化投資，獲取風險調整後較高的長期投資報酬，以服務國家總體經濟發展和深化金融改革需求。另外，中央匯金投資責任有限公司(中央匯金公司)由國務院出資於 2003 年 12 月 16 日成立。2007 年 9 月由財政部發行特別國債購買中央匯金公司全部股權，而成為中投公司的子公司，針對國家金融體制改革需要，從事國有重點金融機構的股權投資。

從機構設置來看，中投公司是國有獨資公司，由國務院直接管理，內部組織如下：

(1)董事會根據國務院確定的經營目標與原則制定公司發展策略，授權執行委員會行使其領導及日常管理職責。

(2)監事會負責監督董事和高級管理人員的職業操守，確保公司內部監督程序有效運轉，並直接向股東報告。

(3)執行委員會負責執行董事會決議，就公司經營管理的重大問題進行決策，其下設有投資決策委員會及風險管理委員會。

(4)中央匯金公司設有獨立董事會、監事會和經營管理團隊，中投公司在全球投資業務與中央匯金公司代表國家進行國家金融機構投資業務之間，實行嚴格的「防火牆」措施。

接著，中投公司的註冊資本額為 2,000 億美元，資金來源係依據第 10 屆全國人大常委會第 28 次會議決議通過的「國務院關於提請審議財政部發行特別國債購買外匯及調整 2007 年末國債餘額限額的議案」募集 1.55 兆元人民幣，並以此向中國人民銀行購買等值外匯。中投公司支付股東股利，以支應特別國債的利息需求。至於為購買外匯發行的特別國債不是用於一般預算支出，也不是預算融資赤字，是以有利於控制貨幣市場流動性，賦予央行公開市場操作更大空間，體現財

政政策與貨幣政策之協調與配合。同時，特別國債購買的外匯將不再納入外匯存底規模，有利紓緩外匯存底迅速成長的局面。

中投公司投資目標係為股東獲取風險調整後長期、可持續的報酬，且係屬於財務投資者，並不透過投資控制企業。另外，嚴格遵守本國和被投資國或地區的相關法律及法規，積極履行企業社會責任，並以審慎投資決策及嚴謹規範資產配置。自2007年9月成立至2009年底止，中投公司投資金額約790億美元，其全球投資組合及報酬率說明如下：

(一)投資組合

(1)投資產品類別：截至2009年12月底止，金融資產總計3,323.94億美元，股權投資36%、現金與現金產品32%、固定收益投資占26%、其他投資6%。其中，股權投資及固定收益投資部分說明如下：

(a)中投公司單項投資金額最大者基本上都是股權投資，包含市場股票、私募股權、結構性產品和其他產品等。這些投資集中於自然資源、綠色燃料、基礎設施和金融服務等。

(b)固定投資收益部分仍以政府公債為主占44%。機構債券占27%、公司債券占13%、資產支持證券占8%、其他結構性產品占8%。

(2)投資區域分布：北美地區43.9%、亞太地區28.4%、歐洲20.5%、拉丁美洲6.3%、非洲0.9%，其投資雖遍佈全球，但仍以北美地區比重最高。

(二)投資收益：2008年投資收益計239.56億美元，淨利潤為231.31美元；2009年投資收益增加至448.76億美元，淨利潤成長至416.60億美元。

3.2 新加坡淡馬錫控股公司及政府投資公司

新加坡設有二個政府投資公司，淡馬錫控股有限公司(Temasek Holdings，淡馬錫)是政府全資擁有的國營控股公司；新加坡政府投資公司(Government Investment Corporation)則為政府積極管理外匯存底。

一、淡馬錫控股有限公司

在1960~80年代，新加坡政府投資規模迅速增加，除港口、道路、電力等基礎建設外，亦涉及製造業、通信、交通、金融、房地產等部門，而為加強管理公營事業及民營化後的股權管理，共成立四家政府控股公司，其中最大者為淡馬錫

公司，負責管理大部分國有資產。淡馬錫成立於 1974 年 6 月 25 日為國有控股投資公司而隸屬於財政部，掌握政府對企業投資和政府關聯企業，係屬豁免的私人公司，其經審計的財務資訊可不對外公開。

接著，新加坡總統以獨立監護人身份維護國家重要資產及政府儲蓄金，淡馬錫主席和首席執行長定時向總統確認本屆及往屆政府儲蓄金結算報告。當淡馬錫儲蓄金總額少於往屆政府儲蓄金，或當屆儲蓄金為負值時，視為提取往屆政府儲蓄金，須先徵得總統同意，而董事會成員任免及續任以及董事會對首席執行長任免均須獲得總統同意。新加坡政府透過董事會對其監控，董事會每年向財政部提交業績報告與支付股息。董事會下設有六個專門委員會，包括執行、審計、薪酬、提名、預算與風險委員會，其中以執行與審計委員會最為重要，前者負責公司的經營與監督，後者負責財務報告、內部控制、財務風險與法規制度的監督檢查。另外，淡馬錫旗下掌有 21 家子公司，投資範圍包含金融服務、電信與媒體、運輸與物流、房地產、基礎建設和工業與工程、能源與資源、科技、消費與生活等行業。

淡馬錫的資金來源包含投資公司股利、出售持股收益、銀行借款、發行債券與不定期由新加坡政府注入資金。其中，自 2005 年 9 月起開始發行美元、英鎊及新元計價的淡馬錫債券，截至 2010 年底計發行 3 期美元計價債券，金額合計 37.5 億美元；2 期英鎊計價債券，金額合計 7 億英鎊；6 期新元計價債券，金額合計 36 億新元。淡馬錫債券成為融資財源主要管道，分別獲得標準普爾 AAA 及穆迪信評 Aaa 的良好債信評等。淡馬錫依下列原則進行投資活動：

- (1) 轉型中的經濟體：投資與國家經濟轉型發展相關的產業。
- (2) 成長中產階級：投資於可增加中產階級購買力的產業和公司。
- (3) 強化比較利益：發掘具潛在競爭力的公司，深化國家比較利益。
- (4) 新興企業：投資全球及區域性新興的一流公司，以發展最優的公司及產業。

同時，淡馬錫進行每項投資均以風險值及蒙地卡羅投資收益模擬法，計算風險調整後的最低資本報酬率，來評估並追蹤投資收益。

淡馬錫在 1974 年註冊成立時投資組合包含 35 項投資項目，總值約 3.54 億新元。在 1990 年代，一些國營機構如新加坡電信、新加坡能源及新加坡港務集團等逐一企業化並轉移至淡馬錫公司，使公司投資總額大幅增加，截至 2011 年 3 月 31 日投資組合市值 1,930 億新元，資組合中以股票占絕大多數，而其投資區域及產業分

布如表4-6及4-7，投資地區除本國占32%外，亞洲地區占45%；投資產業以金融服務業比例最高占36%外，交通與工業占23%。

表3-1 淡馬錫公司投資區域表

投資地區	2011年	2010年
亞洲(新加坡以外)	45%	46%
新加坡	32%	32%
澳洲及紐西蘭	12%	12%
北美洲及歐洲	8%	8%
非洲、中亞及中東	2%	1%
拉丁美洲	1%	1%

資料來源：淡馬錫控股有限公司，(2011)，《締造明天—淡馬錫年度報告2011》。

表3-2 淡馬錫公司投資行業表

投資行業	2011年	2010年
金融服務	36%	35%
交通與工業	23%	23%
電信、媒體與科技	22%	24%
生命科學、消費與房地產	11%	11%
能源與資源	3%	2%
其他	5%	5%

資料來源：淡馬錫控股有限公司，(2011)，《締造明天—淡馬錫年度報告2011》。

淡馬錫在2009年與2010年面臨金融海嘯衝擊，不過公司收益在2011年業已恢復成長至835億新元，為近十年最高。截至2011年3月31日，1年期股東報酬率為4.60%，5年期及10年期的股東報酬率分別為7%和9%，20年期及30年期分別為15%和14%，若自1974年成立起計算，股東報酬率保持在17%。

二、新加坡政府投資公司

為了效率管理外匯資產，新加坡於1981年在金融管理局(MAS)之外成立政府投資公司。金融管理局負責貨幣政策與外匯管理所需流動性，而政府投資公司為新加坡政府管理基金，追求外匯資產保值增值，且已成為全球最大的機構投資者之一，員工人數約1,000人，管理資產總額超過1,000億美元，投資範圍包括新加坡之外的40多國。

新加坡政府投資公司需要向新加坡總統負責，年度審計報告由總統委任的審計長呈交給總統和國會。至於公司的投資目標、風險係數及投資組合期限係由財政部訂定，公司董事會對資產配置和資產組合表現負責，必須遵守投資權限，並對政府儲蓄進行有效管理。公司內設有投資委員會(負責公司業績及風險，投資政策管理執行、提供投資政策建議)、風險委員會(提供更有效率的風險政策和管理)

與薪酬委員會(提供薪酬政策和執行補償方面的建議)。

另外，新加坡政府投資公司依據不同投資領域設有公開市場、房地產、特殊投資等三個子公司，各子公司設有總裁管理執行投資政策，其中以投資於歐美市場的股票、債券與貨幣市場工具為主；至於房地產及特殊投資子公司雖然投資金額比重較低，但在國際規模上仍名列前茅。

新加坡政府投資公司資金來源包含財政收入減去財政支出的剩餘所形成的「財政準備金」，以及「中央公積金」及超額的外匯存底，投資原則係追求20年期長期投資收益率高於全球20年期的通貨膨脹率，以確保資產的實質購買力，投資策略如下：

- (a)提升投資新興市場比重，獲取未來較高潛在報酬。
- (b)擴展投資區域以及投資工具多樣化。
- (c)持續以長期投資觀點來衡量各項投資報酬率。
- (d)採取更具彈性的投資組合策略，因應市場不確定性和突發性變動。

截至2011年3月底止，新加坡投資公司的投資組合仍以股票投資占49%為主，其次為固定收益債券占22%，其它投資則占26%，現金等資產則占3%，並分別以5年、10年及20年期計算該公司投資績效。由於2008年及2009年遭逢金融海嘯，致近5年投資報酬率為6.3%，至10年期投資報酬率為7.4%，20年期投資報酬率則為7.2%。

3.3 韓國投資公司

韓國在1997年11月6日實施浮動匯率制度後，截至2011年5月的外匯存底已達3,050.84億美元。為沖銷外匯流入的通膨壓力，韓國銀行發行「通貨穩定證券」造成外匯存底管理成本上升，為提昇外匯存底保值性，韓國國會在2005年3月24日通過《韓國投資公司法》，2005年據以成立韓國投資公司(Korea Investment Corporation，簡稱KIC)，此係政府獨資的公司，資本額為1兆韓元，管理韓國政府及韓國銀行信託的資產、與國內外類似業務之公司或組織進行合作調查與研究。

韓國投資公司設有管理委員會、董事會、投資管理部、公司管理部、風險管理部，而其資金來源係與韓國銀行及財政與戰略部(原財政與經濟部)簽訂信託合約，將韓國銀行管理的外匯存底及財政與戰略部管理外匯平準基金納入韓國投資

公司管理，惟韓國銀行及財政與戰略部保有在緊急狀況下的回收權。表 3-3 所示，自 2006 年 7 月至 2009 年 12 月底止，計與韓國銀行簽訂 1 次信託契約，信託金額 170 億美元；和財政與戰略部簽訂 5 次信託契約，信託金額合計 127.7 億美元。

表 3-3 韓國投資公司信託投資合約統計表(截至 2009 年底止)

日期	委託單位	信託金額
2006 年 7 月	韓國銀行	170 億美元
2006 年 10 月	財政與戰略部	30 億美元
2008 年 1 月	財政與戰略部	20 億美元
2008 年 10 月	財政與戰略部	27.7 億美元
2009 年 7 月	財政與戰略部	30 億美元
2009 年 12 月	財政與戰略部	20 億美元
合計		297.7 億美元

資料來源：Korea Investment Corporation，(2010)，"Annual Report 2009"。

該公司追求在適當風險水準下，為韓國主權財富創造一致性且持續穩定的長期收益，同時透過資產組合多元化，降低個別市場的投資風險；採取靈活彈性投資方式，把握投資機會。

韓國投資公司在國際公開市場及私有市場進行投資，公開市場的投資為傳統資產配置，投資商品主要是股票和債券。雖然在 2008 年底金融海嘯爆發後股市損失慘重，惟在 2009 年初後，利率下跌促使政府相關債券開始產生穩定的報酬。至於私有市場的投資配置包含選擇權及策略性投資，內容包含原物料、私募股權、不動產、對沖基金等投資，與傳統投資組合比較，其要求的報酬率較高，惟相對風險較高且流動性較差。至於該公司的投資績效是在 2010 年底股票和債券的傳統資產組合收益率為 8.46%，較市場基本收益率 8.41% 高了 0.05%。

3.4 香港外匯基金

香港外匯基金於 1935 年成立，以支持港幣發行。在 1976 年，政府將大部分外幣資產及硬幣發行基金（存放因發行硬幣所得款項）全部資產均轉撥外匯基金，並獲發債務證明書作為交換，用作調節港幣匯率的資源便集中存入外匯基金。

外匯基金可以港幣、外幣、黃金或白銀，或財政司司長經諮詢外匯基金諮詢委員會意見後，以適當證券或資產形式持有。香港外匯基金係採取積極投資模式，是全球少數投資股票市場的央行之一，其在運作層面上分成三種組合：(1)「支持組合」：持有高流動性美元資產。(2)「投資組合」：投資主要集中於經濟合作與

發展組織成員國的債市及股市，以保障外匯基金的價值及長期購買力。(3)「**策略性資產組合**」：2007年基於策略性目的購入香港交易及結算所股票。

香港外匯積金係由財政司主管，財政司司長掌有外匯基金控制權，但須諮詢外匯基金諮詢委員會意見。外匯基金諮詢委員會轄下設有管治委員會、審核委員會、貨幣發行委員會、投資委員會、金融基建委員會等五個專責委員會。香港外匯基金資金來源除外匯準備與財政儲備外，與其他國家央行不同者，在於特區政府為發展債券市場並調節貨幣數量，另發行外匯基金債券及票據，且實施政府債券計畫發行機構債券及零售債券，所籌措資金繳入外匯基金或由該基金管理。

至於外匯基金諮詢委員會為外匯基金制訂投資目標包括保障資本、確保整體貨幣基礎在任何時刻都由流通性極高的美元證券提供十足支持、確保流動資金足以維持貨幣及金融穩定、在符合上述三項目標下爭取投資報酬，以保障資產的長期購買力。財政司司長在諮詢外匯基金諮詢委員會後，制訂投資基準及戰略性偏離的限度，金管局則獲授權決定戰略性資產分布，並分別由金管局內部職員及外部經理管理投資。香港外匯基金的投資活動是根據基金的投資目標而設定的投資基準進行。投資基準為基金的戰略性資產分布提供指引，並會定期檢討以確保能貫徹符合投資目標。投資基準如需作出修訂，必須獲得外匯基金諮詢委員會的同意。

綜上以上所述，東亞地區主權財富基金的比較可列表於表3-4。

表3-4 東亞地區主權財富基金之比較分析

基金	中國投資公司	新加坡淡馬錫控股公司	新加坡政府投資公司	韓國投資公司	香港外匯基金
成立時間	2007年9月29日	1974年6月25日	1981年	2005年7月	1935年 ³
基金類型 ⁴	外匯存底投資基金	外匯存底投資基金、儲蓄基金	外匯存底投資基金	外匯存底投資基金	外匯存底投資基金
管理模式	積極型	積極型	積極型	積極型	消極型
法源依據	依據公司法成立	依據公司法成立，並為憲法第五附表下之公司	依據公司法成立，並為憲法第五附表下之公司	依據《韓國投資公司法》成立	依據《外匯基金條例》成立 ⁵
主管機關	國務院直接管理(屬正部長級機構)	財政部(為持股者)	財政部	由財政與戰略部部長、韓國銀行行長擔任管理委員會主委。	財政司
組織架構	<ol style="list-style-type: none"> 1. 董事會監督公司營運活動、評估整體業績。 2. 監事會監督公司人員操守等。 3. 執行委員會：負責執行董事會決議。 4. 中央匯金公司為子公司。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 董事會負責公司決策。 2. 公司內部設有執行、審計、薪酬、提名、預算與風險等6個委員會。 3. 有21家子公司。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 董事會負責公司決策。 2. 公司內部設有投資委員會、風險委員會、薪酬委員會等。 3. 有公開市場、房地產、特殊投資等3個子公司。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 管理委員會為最高決策機構。 2. 設有董事會、投資管理部、公司管理部、風險管理部等。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 外匯基金諮詢委員會下設置管治委員會、審核委員會、貨幣發行委員會、投資委員會及金融基建委員會等5個專責委員會監管。 2. 由金融管理局儲備管理部職員負責投資運作。
資金來源	財政部發行1.55兆人民幣特別國債投資中投公司	<ol style="list-style-type: none"> 1. 新加坡政府投資。 2. 發行淡馬錫債券。 2. 投資公司股利。 3. 出售持股收益。 4. 銀行借款。 	基本財源來自財政盈餘、中央公積金及超額外匯存底。	韓國銀行與財政與戰略部信託之外匯資金。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 外匯存底與財政儲備。 2. 外匯基金債券與票據。

³ 香港外匯基金雖於1935年即成立，但1990年開始以發行外匯基金票據吸收餘裕資金，並透過「投資組合」進行長期投資後，其運作模式才具有主權財富基金之特質。

⁴ 基金之分類係依據Uadibir S. Das, Adana Mazarei, and Han Van der Hoorn, (2010), *Economics of Sovereign Wealth Funds Issues for Policymakers*, IMF。

⁵ 中國投資公司雖係依據「中華人民共和國公司法」設立，惟其成立前資本之籌措，係經由第10屆全國人民代表大會常務委員會第28次會議通過，顯見其重要性。

資金規模	資產總額 3,324 億美元 (2009年底)。	投資總額 1,549 億美元 ⁶ (2011年3月 31日)。	資產總額超過 1,000 億美元 (2011年6月)。	信託投資合約 總額 297.7 億 美元 (2009 年 12月底止)。	投資及其他 組合 1,494 億 美元 (2010 年 底止) ⁷ 。
投資配置	股權投資 36% 現金與現金產 品 32% 固定資產 26% 其他 6%	股票占絕大多 數	公開市場股票 51% 固定收益債券 20% 其他投資 25% 現金等 4%	傳統投資(股 票和債券) 占 90.8%。 選擇權與策略 性投資占 9.2%。	債券 75%。 股票 25%。

資料來源：本研究自行彙整。



⁶ 以 1,930 億新加坡幣，匯率 1 新元=0.8028 美元計算。

⁷ 以 1,1609 億港元，匯率 1 港元=0.1287 美元計算。

第四章 台灣設立非原物料型主權財富基金背景分析

4.1 台灣外匯存底現況與管理

在1980年12月底，台灣外匯存底僅有22億美元，1986年起因經常帳順差不斷擴大，外匯存底迅速累積，1995年5月一舉突破千億美元。其中僅有1998年7月底因中共對台軍事演習導致恐慌性資本外流而使外匯存底減少至850億美元左右，爾後均呈持續增加趨勢。圖4-1顯示，2001~2010年底台灣外匯存底由1,222億美元增加至3,820億美元截至2011年7月底止更突破4,000億美元至4,008億美元，成長率高達227.98%。

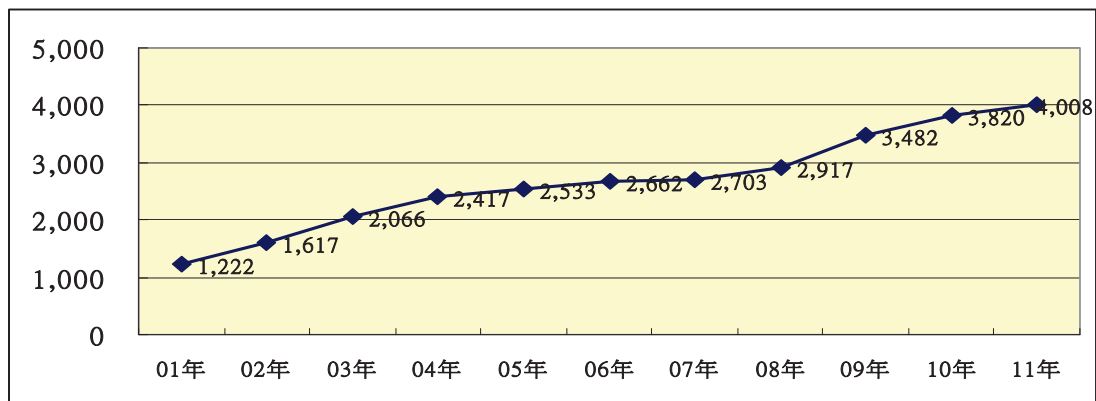


圖 4-1 台灣外匯存底成長趨勢圖(2001 年至 2010 年)

李榮謙(2009)指出，台灣在1980年代後期外匯存底劇增經驗，將造成下述負面影響：

(1) **貨幣供給失控**：外匯存底累積導致貨幣供給額失控，造成股市及房市價格飆漲，不僅惡化所得分配，亦影響國民工作意願。

(2) **鉅額匯兌損失**：台灣外匯存底多以美元資產持有，美元匯率貶值將導致鉅額損失。台灣在1989年創下新臺幣6,100億元匯兌損失，經歷六年後於1995年7月始結清。

(3) **出口競爭力下降**：外匯存底增加使新臺幣面臨升值壓力，不利產品在國際市場競爭力。尤其是更易引起逆差國家「報復」，美國日益興起的保護主義正是最好寫照。

(4) **引發國際政治負面效應**：外匯存底過多徒然引來他國覬覦，除「邦交國」

政治勒索時有所聞外，大國亦以分擔國際責任為名，一再施壓要求提供經費，共同解決第三世界國際債務危機。如 1989 年 3 月，美國財政部長 N. Brady 極力促銷的布雷迪計畫(Brady Plan)，曾使台灣陷入兩難困境。

有關一國的最適外匯存底，國際間通常以三個月的進口值、短期外債規模及 M2 的 20% 三項標準衡量。若以上述三項標準估計台灣超額外匯存底，可據以計算台灣以外匯存底作為主權財富基金之可能規模。

(1)以三個月進口值估計：2001~2010 年 10 年間，台灣外匯存底由 1,222 億元逐年增加至 3,820 億元，成長率為 212.60%；至同期間年度進口值由 1,080 億元增加至 2,512 億元，成長率為 132.59%，以此估計超額外匯存底介於 952~3,192 億元之間。

(2)以短期外債規模估計：2001~2010 年包含公共外債及民間外債得短期外債總餘額，介於 263~837 億元之間，以此估計超額外匯存底介於 959~2,983 億元之間。

(3)以 M2 的 20% 估算：以足供支應 M2 的 20% 為指標衡量的超額外匯存底最小，惟以該方式估算近 10 年的超額外匯存底亦呈逐年增加趨勢，2001 年超額外匯存底為 54 億元，2004 年已超過 1,000 億美元，至 2010 年已增加至 1,856 億美元。

圖 4-2 顯是上述以三種方法估計，不論以何種指標衡量，2001~2010 年間的台灣超額外匯存底均逐年持續增加，且每年以三種方法估算之超額外匯存底，均以三個月進口值為標準最高，其次為以短期外債為標準，至 M2 的 20% 則最低。採世界各國衡量最適外匯存底時多以三個月進口值及短期外債規模二種方式衡量，則台灣 2010 年底超額外匯存底約為 3,000 億美元。惟台灣並非國際貨幣基金的會員國，當國際金融情勢出現重大變動時，無法自國際金融界尋求協助，因此必須持有較高額度的外匯存底，故以 M2 的 20% 計算最適外匯存底較為穩當。以該項標準估算台灣 2010 年底超額外匯存底為 1,856 億美元，可作為主權財富基金的財源之一。

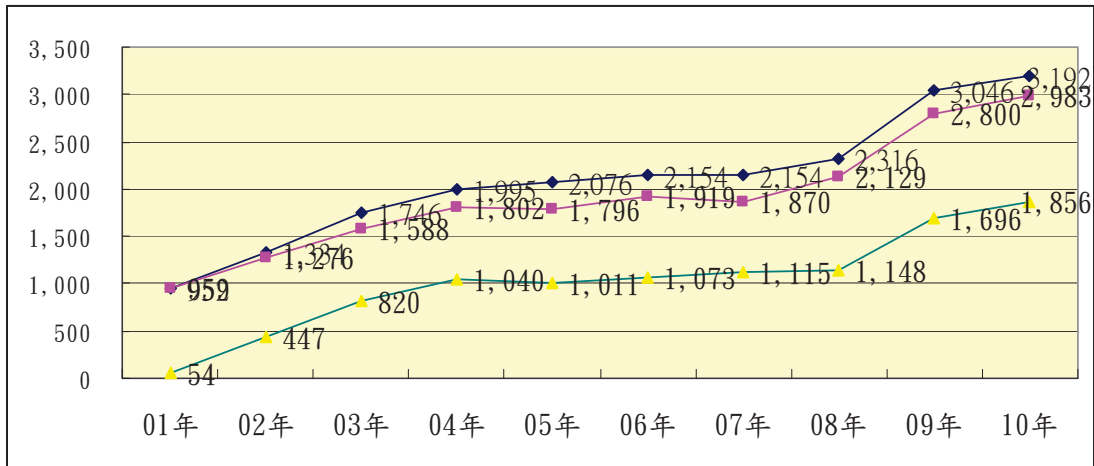


圖 4-2 以三種指標衡量台灣超額外匯存底(單位：億美元)

接著，再說明現階段台灣貨幣政策與外匯存底管理所面臨的問題。

(a)長期國際貿易順差，超額儲蓄持續增加：台灣長期以來國際貿易持續順差，超額儲蓄持續累積。圖 4-3 顯示，近 10 年臺灣國民儲蓄率介於 25.79%~30.89%，平均儲蓄率高達 28.30%；國內投資率介於 16.84%~25.33%，平均投資率僅 21.08%，導致超額儲蓄介於 2.70%~11.28%，平均超額儲蓄率高達 7.22%。

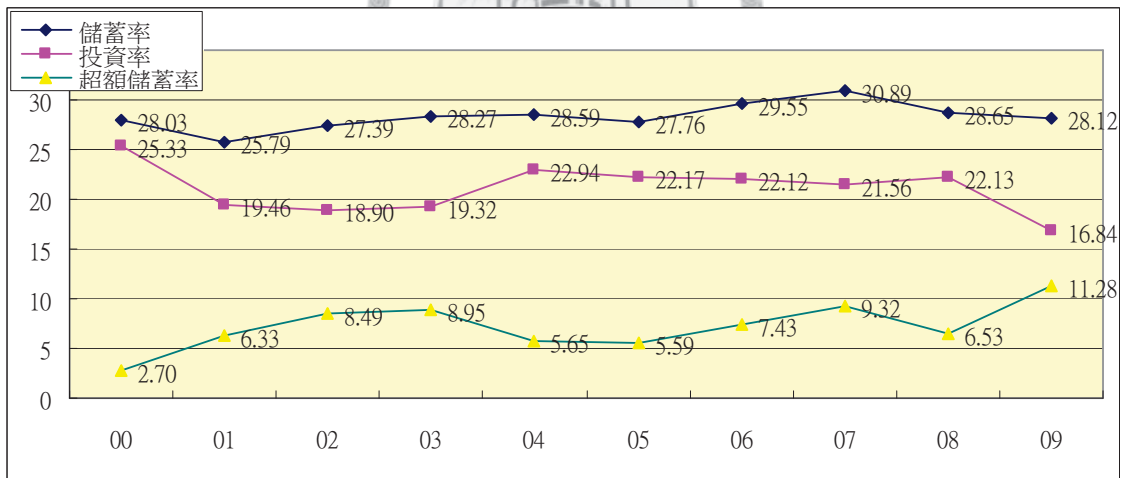


圖 4-3 台灣國民儲蓄率、國內投資率及超額儲蓄率

(2)銀行超額準備逐年攀升，資金運用效率不佳：超額儲蓄持續累積，餘裕資金多數存入金融機構。惟整體投資環境欠佳導致銀行放款業務趨於保守，每年實際流動準備超出法定流動準備甚多，如表 4-1 迄 2010 年 9 月底止高達 6 兆 3,046 億元，為法定流動準備 1 兆 7,256 億元的 3.65 倍，資金運用效率迄待加強。

表 4-1 近 5 年存款貨幣機構流動準備概況表(單位：新台幣億元)

年月	法定流動準備 (A)	實際流動準備 (B)	超額流動準備 (C=B-A)	超額倍數 (C/A)
2006 年 12 月	14,473	57,550	43,077	2.98 倍
2007 年 12 月	14,728	55,394	40,666	2.76 倍
2008 年 12 月	15,331	59,640	44,309	2.89 倍
2009 年 12 月	16,504	76,064	59,560	3.61 倍
2010 年 9 月	17,257	80,303	63,046	3.65 倍

資料來源：立法院預算中心，(2011)，「100 年度中央銀行營業預算評估報告」。

(3)銀行轉存央行存款及購買定期存單金額逐年增加：表 4-2 顯示銀行吸收存款無去化管道，市場游資過剩，央行為避免通貨膨脹，以發行可轉讓定期存單、吸收銀行業轉存定期存款及郵政儲金轉存款等方式調節貨幣供給量，若再加計國庫存款轉金額，至 2010 年 9 月底已躍增至 8 兆 7,064 億元，顯示國內金融體系資金運用效率不彰，且將增加央行債息負擔。

表 4-2 銀行業轉存央行存款及購買定期存單統計表(單位：新台幣億元)

年度	國庫存款轉 存款	定期存款轉 存款	郵政儲金轉 存款	定期存單	合計	較上年度 增(減)
2004	222	5,276	13,511	35,629	54,638	3,897
2005	208	5,871	14,172	35,208	55,459	822
2006	194	4,636	14,870	37,559	57,259	1,800
2007	177	4,753	15,813	34,603	55,346	-1,913
2008	184	4,948	15,821	43,349	64,302	8,956
2009	113	5,731	15,820	59,285	80,949	16,647
2010(9 月)	108	5,473	16,083	65,400	87,064	10,484

資料來源：立法院預算中心，(2011)，「100 年度中央銀行營業預算評估報告」。

(4)外匯存底投資營運量逐年增加，投資報酬率逐年下降：外匯存底運用首重安全性與流動性，但由於外匯存底逐年增加且金額龐大，故如何妥適運用外匯資產以提高獲益率亦極為重要。表 4-3 顯示，台灣央行外匯存底的投資可分為自行投資與委外信託投資二部分。央行多半採取自行投資，截至 2011 年自行投資 11 兆 3,481 億元，占 97.46%；委外信託投資 2,956 億元，僅占 2.54%。

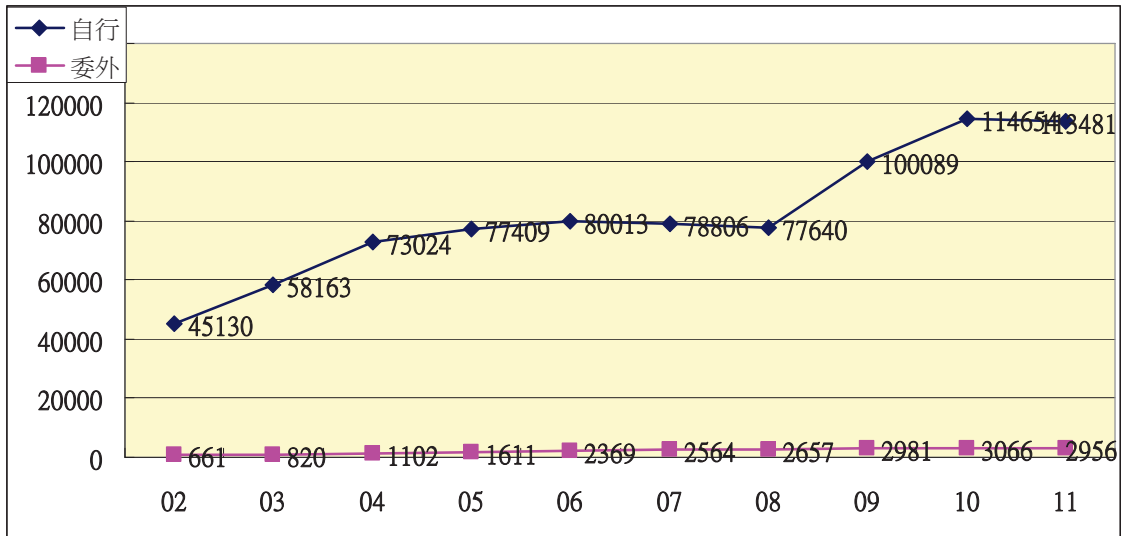


圖 4-4 中央銀行近年投資營運統計表(單位：新台幣億元)

央行自行投資又分為投資有價證券及投資長期證券二類，近十年各類投資報酬率變動趨勢如圖 4-5，其中以委外信託投資報酬率介於 8.69%~2.90%最高，自行投資長期證券報酬率 4.63%~2.72%次之，自行投資有價證券報酬率 7.58%~0.74%次之。央行投資主要以債信良好的政府債券、政府保證債券、政府機構債券等為主，惟由於近年各國政府為刺激景氣採取各項量化寬鬆貨幣政策，導致國際間政府債券利率下滑，是以不論國內外投資報酬率均逐年降低，2011 年各項投資報酬率估計均在 3% 以下。

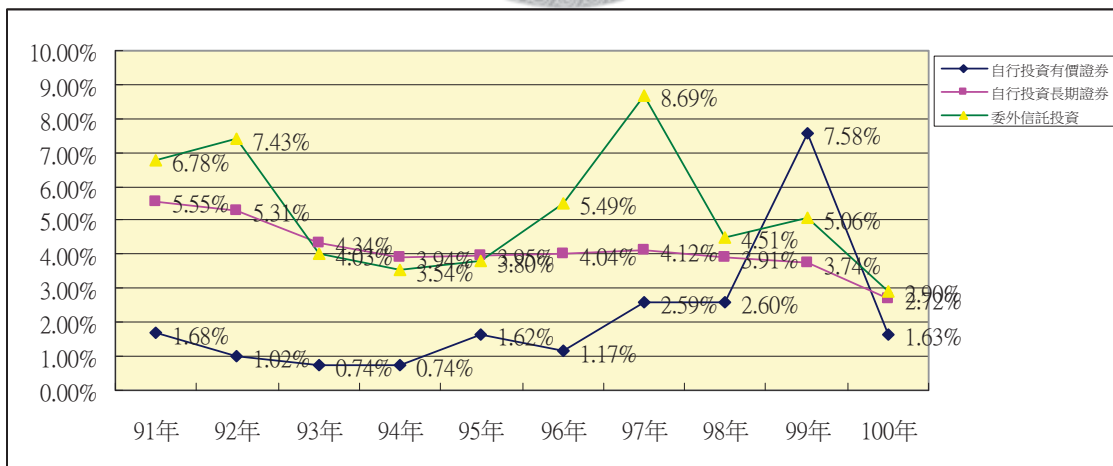


圖 4-5 中央銀行近年投資報酬率趨勢圖

4.2 台灣政府四大基金運用現況分析

台灣政府四大基金包含公務人員退休撫卹基金(簡稱退撫基金)、勞工退休基金(簡稱勞退基金，包含新、舊制)、勞工保險基金(簡稱勞保基金)及郵政儲金。其中，勞退基金及退撫基金屬信託基金，勞保基金附屬於勞工保險局(營業基金)，為資產性基金，郵政儲金的資金來源為一般民眾存款及壽險準備金。四大基金的營運績效直接影響民眾福祉與國庫支出，是以有學者建議成立類似主權財富基金的國家理財機制，統籌管理四大基金的資金運用，強化國家整體基金收益性及安全性。

一、退撫基金

公務人員退撫制度創立於1943年，主管機關為考試院銓敘部，原本架構與原則為由政府負擔退撫經費之「恩給制」，1995年7月1日改為「儲金制」，由政府與公務人員共同撥繳費用建立退撫基金，並成立基金管理委員會及監理委員會，分別負責退撫基金管理與監督等相關事項，退撫基金規模在1997年3月底時約為360億元，爾後每年撥入加上基金運用收益，扣除退撫給付後，截至2011年7月底止基金規模已達4,948億元，而資金運用規範係以購買債券、庫券、票券、受益憑證、公司債、上市公司股票，存放於該基金管理委員會所指定之銀行，有關設施之投資及貸款、以貸款方式供各級政府或公營事業機構辦理有償性或可分年編列預算償還之經濟建設或投資，以及經該基金監理委員會審定通過，並報請考試、行政兩院核准有利於本基金收益之投資項目。

退撫基金運用及委託經營由管理委員會擬訂年度計畫，經監理委員會審定後行之，並由政府負擔保責任，資金運用三年內平均最低年收益率不得低於臺灣銀行二年期定期存款利率計算之收益，如運用所得未達最低收益率者，由國庫補足其差額。退撫基金於2001年7月首開四大基金先例，辦理國內委託經營業務，再於2003年12月開辦國外委託經營業務，以增進基金收益並分散投資風險。截至2011年7月底止基金資產總額為4,948億元，以委託經營1,906億元占38.53%最多，其次為國內外股票819億元占16.56%，國內外短期票券及庫券552億元占11.16%，國內外債券550億元，占11.12%。至於投資收益率將如圖4-6所示，雖然2008年在金融海嘯之影響下，退撫基金整體收益率為-2.464%。但在2009年及2010年全球經濟逐步復甦，股市表現強勁，退撫基金運用績效亦隨股市反彈而成

長。2010 年 12 月底止，基金整體已實現收益數為 134.9 億元，收益率為 3.048%。

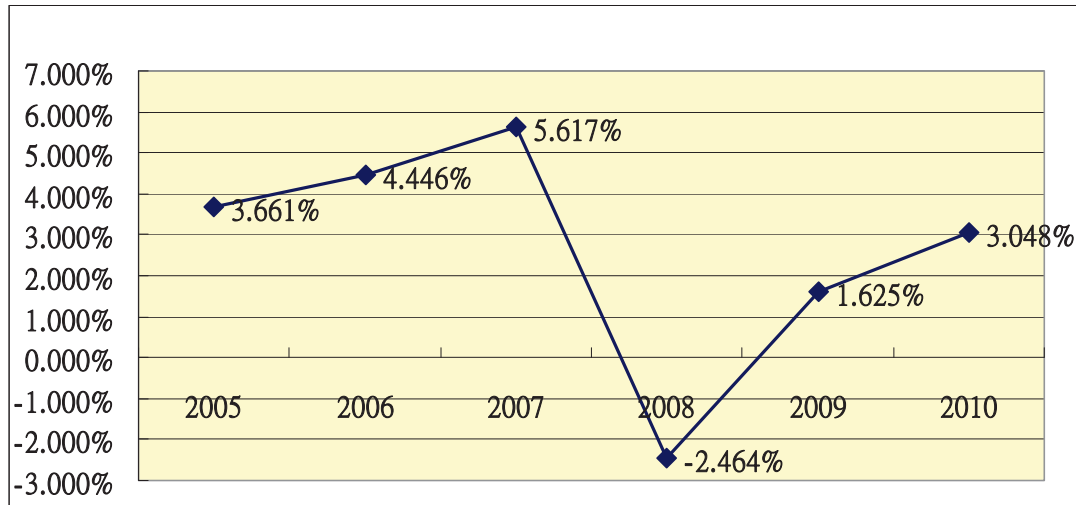


圖 4-6 2005～2010 年退撫基金收益率變動情形

二、勞退基金簡介

台灣現行的勞工退休金制度包括《勞動基準法》所定之舊制與《勞工退休金條例》所定之新制雙軌併行，並分別成立勞工退休基金。勞工退休基金監理會乃統籌管理新舊兩種退休基金，即確定給付制之舊制基金與確定提撥制之新制基金皆由監理會擔負基金之運用決策任務。另依《勞工退休基金監理會處務規程》之規定，該會下設投資管理組、財務管理組、風險控管組、稽核企劃組四個業務單位，執行監理會所定之工作職掌。截至 2011 年 6 月底止，勞工退休基金整體新、舊制基金規模為 1 兆 2,248 億元，其中舊制基金規模為 5,543 億元，新制基金規模為 6,705 億元。

勞退資金運用除可存放銀行外，可購買國內外上市上櫃股票、衍生性金融商品、不動產、商品現貨、境外基金等外，亦可貸款予政府及公營事業機構等。另外，新制勞退基金依據臺灣銀行、第一銀行、合作金庫銀行、華南銀行、土地銀行及彰化銀行等六家銀行每個月第一個營業日牌告二年期小額定期存款之固定利率計算。舊制勞退基金以臺灣銀行、第一銀行、合作金庫銀行等三行庫每月一日二年期平均利率計算。

勞退新制於 2005 年 7 月 1 日開辦，截至 2011 年 6 月開單之提繳事業單位家數達 425,056 家，提繳勞工人數達 5,293,870 人。資產總額為 6,705 億元，以國內委託經營 1,732 億元占 25.83%最多，國外委託經營 1,700 億元占 25.35%，轉存國內金融機構 1,662 億元占 24.78%，公債及金融債券等 698 億元，占 10.41%。如

圖 4-7，新制勞退基金分別於 2007 年及 2008 年開始辦理國內外委託經營，至於基金整體投資收益率於 2008 年金融海嘯期間驟降至 -6.056%，惟 2009 年底即大幅彈升至 11.835%，變動幅度頗大。

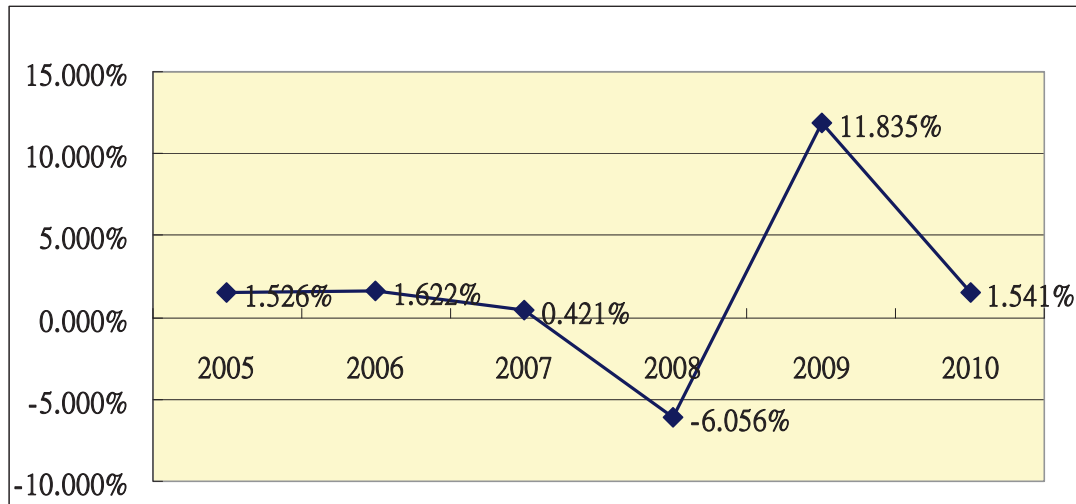


圖 4-7 2005 ~2010 年新制勞退基金收益率變動情形

另外，截至 2011 年 6 月底止舊制勞退基金配置情形，資產總額為 5,542 億元，以國內委託經營 1,397 億元占 25.21%最多，國外委託經營 756 億元占 13.63%，轉存國內金融機構 1,407 億元占 25.39%，公債及金融債券等 627 億元，占 11.30%。如圖 4-8，舊制退休基金 2005 年至 2010 年收益率介於 2.114%至 13.401 之間。

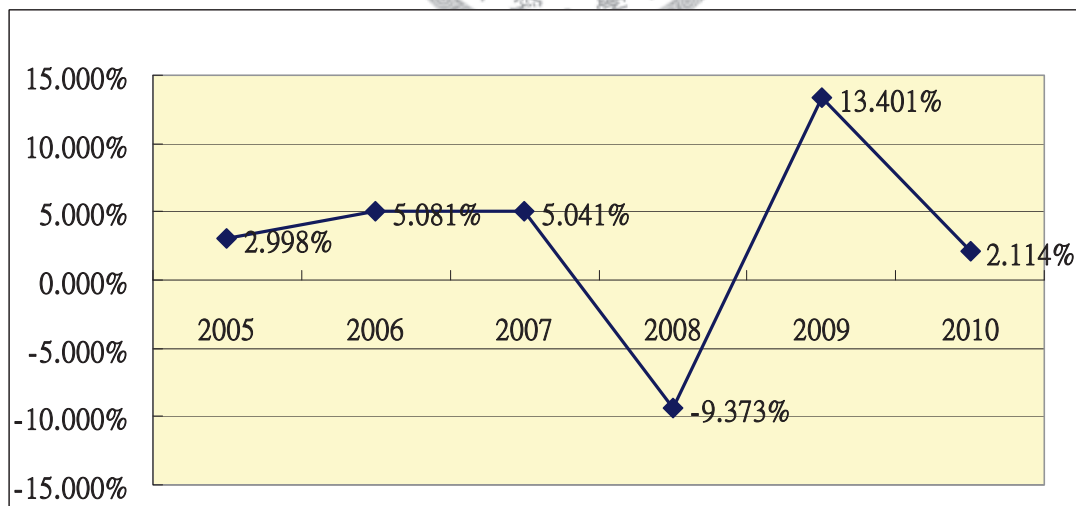


圖 4-8 2005~2010 年舊制勞退基金收益率變動情形

三、勞保基金簡介

勞工保險自 1950 年開辦，是台灣施行的第一個社會保險制度，保障範圍由行政院勞工委員會主管，包括傷害、殘廢、生育、死亡及老年 5 種給付。勞保基金來源除創立時政府一次撥付開辦基金外，包括保險費扣除保險給付的結餘，及基金運用收益等。勞保基金由勞工保險局代管運用，並由勞工、雇主、政府及專家學者等 4 方代表組成勞工保險監理委員會行使監督權。截至 2011 年 7 月底止，勞保基金規模為 4,340 億元，依《勞工保險基金管理及運用辦法》規範，可從事公債、庫券及公司債之投資、存放於公營銀行或中央主管機關指定之金融機構、自設勞保醫院之投資及特約公立醫院勞保病房整修之貸款、對於被保險人之貸款、政府核准有利於本基金收入之投資。包含各級政府或公營事業機構辦理經濟建設或投資等 11 項。

截至 2011 年 6 月底止，資產總額為 4,340 億元，以國內自行操作權益證 682 億元占 15.71% 最多，國內委託經營權益證券 681 億元占 15.70%。如圖 4-9 顯示投資收益，在以往在高利率時代，勞保基金多以存放銀行定期存款為主，但自 1996 年起多元化靈活運用。多次修正勞保基金管理及運用辦法，逐步放寬投資範圍，希望藉由多元化的投資策略，提高基金整體收益率。2005~2010 年間，勞保基金整體收益率介於 18.21%~-16.53% 之間。

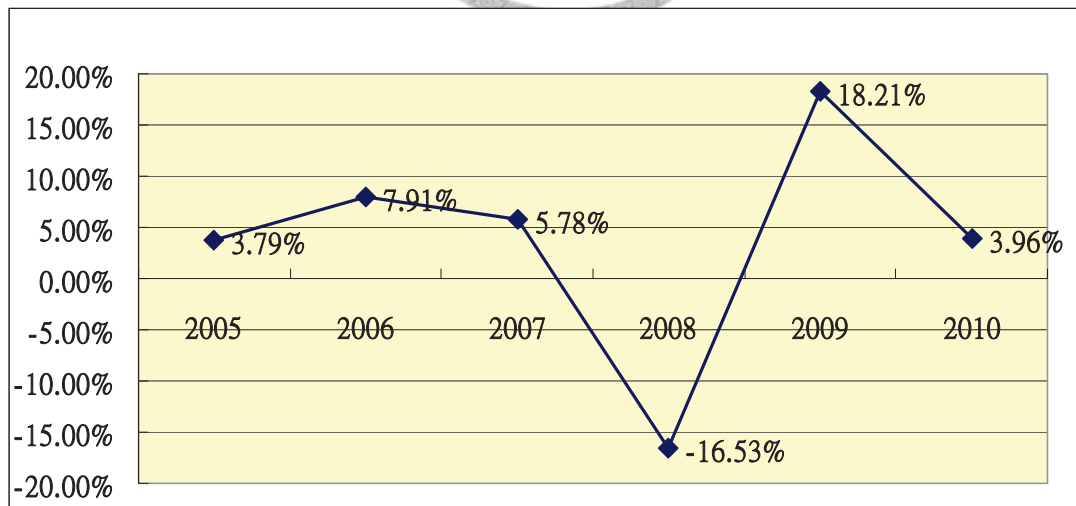


圖 4-9 2005 年至 2010 年勞保基金收益率變動情形

四、郵政儲金

台灣郵政儲金業務始於 1930 年郵政儲金匯業總局成立，1935 年《郵政法》公布，郵政儲金匯業總局隸屬於郵政總局，同時開辦簡易人壽保險業務。1949 年郵政總局自大陸遷臺，成立台灣郵政管理局。受到社會快速變遷，資訊科技日新月異，以及經濟自由化、國際化等因素影響，郵政總局為因應金融、壽險業者激烈的市場競爭，並突破郵政經營限制，確定國營及郵儲壽三業合營等政策原則下，於 2002 年 7 月完成郵政法修正，並於 2003 年 1 月 1 日改制成由交通部持有 100% 股權之中華郵政公司，改制前郵政總局之資產、負債由中華郵政公司概括承受，延續經營所營業務。截至 2011 年 6 月底止，郵政儲匯資金規模 4 兆 8,052 億元，壽險資金規模 6,684 億元，郵政資金規模合計 5 兆 4,736 億元，資金運用須受《郵政儲金匯兌法》第 18 條規範，可從事轉存中央銀行及其他金融機構，投資公債、公司債、金融債券及短期票券，投資受益憑證及上市櫃股票，參與金融同業拆款市場，提供中長期資金轉存金融機構辦理政府核准之重大建設及民間投資計畫，及其他經交通部、財政部及中央銀行核准者。截至 2011 年 6 月底止，資產總額為 4,340 億元，以國內自行操作權益證 682 億元占 15.71% 最多，國內委託經營權益證 681 億元占 15.70%。

由於 2008 年爆發金融海嘯波重創三大基金投資運用績效，引發各界對其投資收益及安全之疑慮，監察院因而擴大辦理調查各該基金之投資運用管理，針對三大基金投資運用提出下列問題：

(1) 股票及受益憑證投資績效不如銀行定存及台股大盤收益率：退撫基金自 1996 年起將股票及受益憑證納入投資組合，且逐年增加投資金額，以期能獲取較投資固定收益資產為佳之長期收益。4-3 及表 4-4 顯示：1999~2008 年投資股票及受益憑證之平均收益率為 -4.58%，損失達 487 億餘元，非但較同期間台股大盤指數平均收益率 -0.92% 為差，亦遠低於同期間之銀行定期存款收益率 2.51%。

表 4-3 退撫基金 1999～2008 年股票及受益憑證之投資收益統計表

項目 年度	平均餘額 (新臺幣百萬)	收益金額	收益率%	相同額度資金 定期存款(註)	
				收益率%	收益金額
1999	27,480	7,031	25.59	5.85	1,606
2000	47,354	-24,935	-52.66	5.14	2,435
2001	43,512	349	0.80	4.02	1,747
2002	61,188	-7,614	-12.44	2.25	1,374
2003	71,262	14,267	20.02	1.57	1,117
2004	107,380	4,197	3.91	1.50	1,606
2005	117,023	9,955	8.51	1.81	2,120
2006	143,130	27,590	19.28	2.18	3,113
2007	203,812	12,312	6.04	2.47	5,040
2008	241,360	-91,877	-38.07	2.69	6,500
合計	1,063,501	-48,725	-4.58	2.51	26,658

資料來源：審計部 2009 年度專案調查報告。

表 4-4 退撫基金與台股大盤指數之投資績效比較表

項目	期間			
	1 年	3 年	5 年	10 年
退撫基金整體績效	-22.33%	-3.06%	-1.10%	-0.25%
退撫基金股票及受益憑證績效 (含自營、國內委託、國外委託)	-38.07%	-8.83%	-4.65%	-4.58%
台股大盤指數	-46.03%	-5.94%	-1.39%	-0.92%

資料來源：審計部 2009 年度專案調查報告。

截至 2008 年底止，新、舊制勞退基金之規模合計 8,119 億餘元，2008 年受國際金融風暴波及，新、舊制勞退基金投資運用結果，當年度收益率分別為-6.06%、-10.04%，合計損失金額高達 635.44 億元。舊制勞退基金，1999～2008 年累計投資收益 562 億餘元，平均收益率僅 1.74%，績效低於同期間之銀行定存收益率 2.75%。

勞保基金 1999～2008 年投資收益總額 1,371.08 億元(含已實現及未實現)，整體收益率 3.11%；若扣除未實現損失 286.19 億元，則收益總額為 1,657.27 億元，收益率 3.76%；均略高於同期間國內銀行 2 年期定期存款平均利率 2.31%。至同期間國內自行操作股票及受益憑證部分，收益率為 5.96%，不僅高於該基金整體收益績效，且優於國內大盤股價指數漲跌幅-9.15%。

(2)國內、外委託經營業務績效不如基金自行操作的成效：表 4-5 顯示，退撫

基金辦理國內委託及國外委託經營以來，在國內委託部分，2001~2008 年累計損失 149 億；國外委託 2003~2008 年累計損失 138 億。國內委託歷年收益率為-4.15%，低於同期間自行操作績效-0.48%；國外委託歷年收益率為-6.80%，同樣不如同期間自行操作之績效 0.48%。

表 4-5 退撫基金 1999~2008 年自行運用股票及受益憑證與國內外委託經營比較
單位：百萬元

項目		年度										
		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	合計
自行運用	平均餘額	27,480	47,354	36,816	36,069	40,890	51,038	54,692	58,703	63,806	83,032	499,880
	收益率	25.58%	-52.66%	-1.08%	-9.28%	29.22%	5.46%	7.73%	27.24%	9.78%	-47.58%	-3.81%
	收益數	7,031	-24,935	-397	-3,347	11,948	2,789	4,225	15,993	6,240	-39,503	-19,956
國內委託	平均餘額	-	-	6,696	25,119	29,912	40,004	46,075	59,069	71,689	81,856	360,421
	收益率	-	-	11.13%	-16.99%	8.25%	5.23%	9.25%	8.93%	4.07%	-34.74%	-4.15%
	收益數	-	-	746	-4,267	2,469	2,091	4,261	5,274	2,920	-28,435	-14,941
	管理費	707										
國外委託	平均餘額	-	-	-	-	460	16,338	16,256	25,358	68,317	76,472	203,201
	收益率	-	-	-	-	-32.35%	-4.18%	9.04%	24.93%	4.61%	-31.30%	-6.80%
	收益數	-	-	-	-	-149	-683	1,469	6,323	3,151	-23,939	-13,827
	管理費	592										
法定最低收益率		5.85%	5.14%	4.02%	2.25%	1.57%	1.50%	1.81%	2.18%	2.47%	2.69%	2.51% (平均)

註 1. 資料來源：審計部 98 年度專案調查報告。

註 2. 自行運用 90 年至 97 年之收益率（簡單平均）：（90-97 年收益數合計-2,052 百萬元）/（90-97 年平均餘額合計 425,046 百萬元）=-0.48%；92 年至 97 年之收益率（簡單平均）：（92-97 年收益數合計 1,692 百萬元）/（92-97 年平均餘額合計 352,161 百萬元）=0.48。

表 4-6 顯示，2002~2008 年總計新、舊制勞退基金國內、外委託經營，合計委託總金額 3,815 億元，累計支付管理費計 7.28 億元，累計損失金額高達 383.88 億元。新制勞退基金國內委託經營收益率為-23.19%、國外委託為-17.25%，自行運用之合計收益率為-19.04%；舊制勞退基金國內委託經營收益率為-3.87%、國外委託為-16.66%，自行運用之合計收益率為 0.08%。相較之下，新制勞退基金之國外委託收益率略優於自行運用之績效，其餘無論新制基金國內委託或舊制基金國內、外委託之收益率，均較自行運用為低。

表 4-6 新、舊制勞退基金委外操作績效分析表（單位：新臺幣億元）

項目	委託金額		管理費及保管費		經營結果收益數	
	國內	國外	國內	國外	國內	國外
新制勞退	955.73	456.46	0.69	0.93	-169.42	-78.75
小計	1,412.19		1.62		-248.17	
舊制勞退	1,994.37	408.45	4.27	1.39	-76.63	-59.08
小計	2,402.82		5.66		-135.71	
合計	3,815.01		7.28		-383.88	

資料來源：林鉅銀與馬以工(2010)調查報告。

勞保基金自2001年及2005年底分別辦理第一批國內委託及國外委託經營以來，國內委託2001年至2008年經營收益率為-1.9%，低於同期間自營績效5.26%；國外委託2006年至2008年收益率-15.08%，同樣不如同期間自行操作之-8.35%。

(3)國內外委託經營並無完善稽核制度：退撫基金國內受託機構除管理委託資產外，也同時管理其他機構的委託帳戶及其自行募集之共同基金。惟各基金管理會無法稽核受託機構有無違反相關利益迴避規定，如同一投資標的在不同受託或自營基金間作反向交易，讓政府基金成為受託機構其他共同基金或自營商抬轎或提供倒貨之對象，形成風險管理盲點。國外委託經營部分，因國際投資專業能力及相關投資資訊不足，並未對受託機構執行委託經營資產之投資運用情形，實施實質稽核作業。

(4)欠缺完善的風險控管機制：退撫基金於2004年6月1日起將「以避險為目的之股價指數期貨、遠期外匯及其他相關衍生性金融商品」及「資產證券化商品」列為基金運用項目，作為國內外投資與避險管道。惟自2004~2008年底並未有以避險為目的之交易，肇致2008年國際金融海嘯期間，基金因未有避險而遭受重大損失。

(5)基金投資專業人力不足：退撫基金2008年自行運用資金2,271億餘元，專責人力24人，平均每人負責金額94億餘元。舊制勞退基金其收委託臺灣銀行信託處辦理，2008年底臺銀信託處勞基投資科實際負責投資運用人力僅有7人，平均每人負責金額554億餘元。新制勞退基金則由勞退基金監理會投資管理組、財務管理組及稽核企劃組辦理，專責人力共計26人，平均每人負責金額83億餘元。相較於新、舊制勞退基金委託帳戶金額最高(富邦)及最低(統一)2家受託機構，平均每人負責金額分別為19億元及9億，顯見退撫基金及新舊制勞退基金投資專責人力顯較民間機構欠缺。

至於郵政儲金投資運用問題則包括：

(1)總資產報酬率及純益率逐年下跌：中華郵政總資產報酬率及純益率自 2007 年度以後即逐年下跌，2010 年稅前純益已跌破 100 億元至 81 億元，總資產報酬率僅 0.15%，稅後純益僅 74 億元，純益率僅 1.84%。凸顯該公司獲利能力出現緊訊，須積極開發收益率較高的投資運用管道。

(2)郵政儲金轉存款利差大幅縮減：郵政儲金近年來規模逐擴大，惟其可運用資金轉存央行、其他同業、購買央行定存單之轉存利差卻逐年縮減。2007 年之平均利差為 0.55%，至 99 年已降至 0.28%，此係主要受到近年來經濟成長趨緩、利率環境處於歷史低點及商業銀行以低利率競爭等原因影響。

(3)運用衍生性商品避險操作產生虧損：中華郵政訂有《從事衍生性金融商品避險交易處理程序》作為從事衍生性金融商品交易的管理規範，惟近年來因金融海嘯影響，致郵政資金國外投資為規避匯率風險所付出的避險成本大幅提高。2009 年度中華郵政進行期貨、選擇權、及遠期契約等衍生性金融商品交易，為其中自營部分其中淨損失 1,728 萬元，避險操作績效不佳。

4.3 台灣壽險資金運用現況與問題

謝德宗(1999)指出，在訊息不全下，保險提供經濟成員規避未來不確定風險的管道，其中壽險保單多數具長期性質，係金融體系吸收中長期儲蓄資金的重要工具。近代壽險公司已透過積極開發保險投資收益，彌補業務虧損，並增加公司償付能力和經營穩定性。是以如何開發保險投資收益，已成為現代壽險業生存和發展的重要支柱。由於壽險業屬於負債經營，保險資金運用除考慮投資收益外，尚須保證安全性，資產運用必須兼顧保值與增值，壽險業須遵循「安全第一、收益優先」原則，在風險與報酬間取得平衡，建構健全的資金運用機制，提高化解風險能力。

依據《保險法》第 146 條規定，保險業運用資金，除存款外，包含有價證券、不動產、放款、經主管機關核准之專案運用、公共及社會福利事業投資、國外投資、投資保險相關事業、從事衍生性商品交易、其他經主管機關核准之資金運用。至於各項投資之資金配置限制如表 4-7。

表 4-7 保險業投資資金比例限制

項 目	配置比例限制	法令依據
存款	不得超過 10%	保險法第 146 條第 3 項
公債、國庫券、儲蓄券	無	保險法第 146 條之 1
金融債券、可轉讓定期存單、銀行承兌匯票、金融機構保證商業本票、其他經主管機關核准之有價證券	不得超過 35%	保險法第 146 條之 1
公開發行之公司股票	購買每一公司股票總額，不得超過該保險業資金 5%及發行股票公司實收資本額 10%	保險法第 146 條之 1
有擔保公司債及經評等為相當等級之公司債	購買每一公司債總額，不得超過該保險業資金 5%及發行公司債公司實收資本額 10%	保險法第 146 條之 1
公開發行之證券投資信託基金及共同信託基金受益憑證	不得超過該保險業資金 5%及每一基金已發行受益憑證總額 10%	保險法第 146 條之 1
不動產	以即時利用並有收益者為限，其投資總額除自用不動產外，不得超過其資金之 30%。	保險法第 146 條之 2
放款	除人壽保險業以保險單為質之放款外，其餘每一單位放款總金額不得超該保險業資金 5%，放款總額亦不得超過該保險業資金 35%。	保險法第 146 條之 3 第 2 項。
經主管機關核准之專案運用及公共投資	投資之總額，不得超過該保險業資金 10%。對於同一對象投資之總額合計不得超過 5%。對於同一對象之投資，不得超過被投資對象實收資本額 10%；被投資對象為創業投資事業者不得超過該被投資對象實收資本額百分之二十五。	「保險業資金辦理專案運用公共及社會福利事業投資管理辦法」。
國外投資	已訂定國外投資相關交易處理程序及風險監控管理措施，並經董事會同意者，得在該保險業資金 10%額度內辦理國外投資。 另其國外投資總額得提高至其資金百分之 25%、30%、35%、40%以上者，各有不同資格之限制。	「保險業辦理國外投資管理辦法」。

資料來源：本研究自行彙整。

近年來台灣壽險市場蓬勃發展，截至 2010 年底，壽險業從業人員高達 16 萬 6,846 人，且如表圖 4-10 所示，可運用資金由 2002 年之 3 兆 2,945 億元大幅增加至 2010 年之 10 兆 4,863 億元，成長約 3.2 倍。

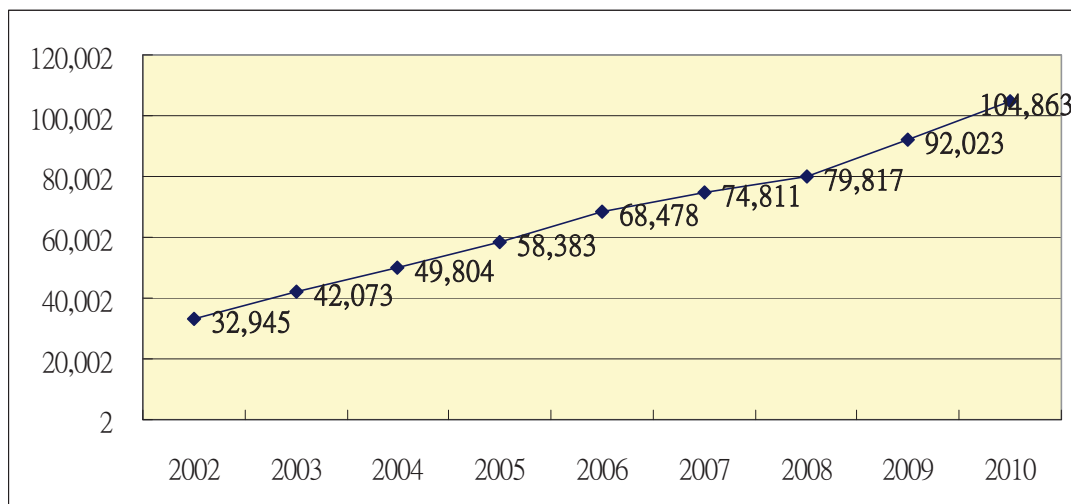


圖 4-10 台灣壽險業可運用資金總額成長趨勢圖(單位：新臺幣億元)

至壽險業運用資金方式，2010 年底總資產 12 兆 1,237 億元，資金運用總額為 10 兆 4,863 億元，其中 3 兆 6,150 億元用作國外投資，占 34.47%。購買政府公債及國庫券為 2 兆 2,633 億元，占 21.58%，是壽險業國內投資中最主要的資金配置。另銀行存款 7,285 億元占 6.95%，至於投資股票及公司債，則分別僅有 6.48% 和 4.75%。

有鑑於台灣壽險業可運用資金大幅成長，現金部位超過 7 千億元，且國內資本市場可供投資長天期券源不足，金融商品存續期間與保險商品負債期間未能配合，導致壽險業普遍面臨資產與負債存續期間不對稱問題，不易尋得與負債端期間相配之投資標的，對改善資產負債配置之工具與部位顯著不足。是以金管會及中華民國人壽保險商業同業公會自 2008 年起即多次函請財政部參考新加坡政府做法，雖非為財政融資需求，仍定期發債以提供國內中長期資金投資標的。

4.4 現階段台灣公債發行制度及其導引中長期資金運用問題

如第三章所述，東亞各國主權財富基金多以發行一般公債或指數連動方式公債吸收中長期資金，進而用於國內外投資，做為還本付息財源。本國長期資金較大國家或以設置基金或平台方式，運用公債或存款來引導中長期資金資源投入政府建設，相關制度包含美國政府機構投資服務計畫、日本財政投融資基金、英國國家貸付基金、法國預金供託公庫、德國復興金融公庫等⁸。產生政策效益包含：

⁸徐振文等，(2009)，《日本財政投融資基金之研究》，98 年度台日術合作計畫出國報告。

(1)建立政府內部資金直接融通管道，提供公共年金及政府餘裕資金固定投資管道，並降低公共建設融資利率。

(2)供需雙方同時實現資產負債年期之對稱管理(duration match)，降低國家整體資金運用風險。

(3)提供中長期、固定利率融資，與銀行體系短期、機動利率融資相輔相成。

(4)中央政府統籌發債，再融資予非營業基金、地方政府、國營事業。降低其融資成本，擴大國家債信效益。

不論在先進及發展中國家，債券市場均以政府債券為主。然而台灣公債發行受《公共債務法》等限制，發行量無法滿足債券市場胃納量，致中長期資金缺乏無風險之固定收益投資管道，為資本市場長期以來面臨之問題：

(1)**中央政府舉債依據**：依據中央政府建設公債及借款條例規定，中央政府為支應重大建設，籌集建設資金，發行中央政府建設公債。公債又分甲類及乙類，甲類公債支應非自償之建設資金，乙類公債自償之建設資金。公共債務法第十條規定，債務基金為應債務還本或轉換需要，得在不增加原有債務前提下，以發行公債籌措資金配合運用。

(2)**公共債務法債限規範**：

(a)**長期債務存量限制**：中央及政府在其總預算、特別預算及在營業基金、信託基金以外之特種基金預算內，舉借一年以非自償性上公共債務未償餘額預算數，不得超過前三年 GNP 平均數之 40%。

(b)**長期債務流量限制**：中央政府總預算及特別預算每年舉債額度不得超過歲出總額之 15%，舉債額度係指彌補歲入歲出差短之舉債及債務基金舉新還舊以外之新增債務。

(c)**未滿一年短期債務限制**：中央政府為調節庫款收支所舉借之未滿一年公共債務，其未償餘額不得超過歲出總額 15%。

(3)**規律化「2 階段公告」定期適量公債發行制度**：

(a)**年度發行計畫訂定**：每年底以問卷函請相關單位及全體公債交易商提供意見，並於 12 月間舉辦座談會研商討論，並於年底公告次年全年各月份發行年期摘要；第二階段按季公告發行金額、標售日期等明細。如表 4-8 所示，2011 年公債發行年期，規律化發行 2 年、5 年、10 年 20 年、30 年期公債，全年度發

行 18 次⁹。

表 4-8 2011 年公債發行計畫表

月份	一	二	三	四	五	六
種類	新發行	新發行	新發行	增額發行	增額發行	增額發行
年期	5 年期	2 年期	10 年期	20 年期	30 年期	10 年期
月份	七	八	九	十	十一	十二
種類	新發行	新發行	新發行	增額發行	增額發行	增額發行
年期	可分割 5 年期	20 年期 新發行 30 年期	10 年期	可分割 5 年期	20 年期 增額發行 30 年期	10 年期

資料來源：財政部國庫署網站。

(b)各季公債發行計畫擬訂：每一季末估計次一季各月份國庫融資需求，加計債務基金舉新還舊數，計算總舉債需求額度。每期公債發行數，採市場認可之 300 億元至 500 億額度規劃，舉債需求超出部分，舉借中長期借款支應。

(4)年度公債發行規模：國庫在 2002~2011 年，每年規律化發行 2 年期、5 年期、10 年期、15 年期、20 年期及 30 年期公債，公債發行期數為 11 至 18 期，發行金額在 2002~2009 年間均在 4,000 億元上下，2010 年成長至 6,100 億元，2011 年更提高至 6,200 億元。雖然財政部每年均提供債券市場穩定的交易籌碼，惟各界均反應發行規模無法滿足資本市場需求。

除上述公共債務法舉債額度限制無法擴大公債發行規模外，目前公債發行尚有下列問題：

(1)市場需求殷切，且各類型投資人需求不一：如 2010 年政府公債交易量為 64.51 兆元，占整體債券市場交易量 77.51 兆元之 83.22%。資本市場對政府公債需求殷切，且各類型投資人需求不一，票券業偏好短年期公債，證券業偏好 5 年期及 10 年期公債，壽險業則偏好長年期公債，政府必須均衡發行短、中、長年期公債。

(2)非自償性(甲類)公債發行額度不平均：甲類公債係為支應總預算及特別預算融資與債務基金舉新還舊需求發行，惟其中總預算及特別預算融資需求受景氣循環影響，各年舉債多寡不一。如 2007 年總預算及特別預算舉債數僅 650 億元；反之，2011 年遽增至 4,455 億元。除各年發行預算不平均外，年度內國庫收支多

⁹ 100 年度全年度發行 18 期公債，其中 17 期為甲類公債，乙類公債僅 1 期。

寡不一，致各月份舉債需求亦不平均。

(3)自償性(乙類)公債發行問題：乙類公債係由非營業特種基金發行，並以基金未來營運所得資金，或經指撥特定償債財源還本付息。我國乙類公債目前係單獨發行，無法併同甲類公債定期適量並增額發行，流動性較差。且非營業基金發債需求較為零散，無法達到每期公債 300 億元最小發行額度。因此近年來極少發行，2002 年迄今僅發行 2 期乙類公債，金額合計 582.5 億元。

(4)債務基金受法令規範運作受限：公共債務法第十條規範，債務基金舉新還舊財務運作以不增加債務為前提，於舉債需求無法滿足市場需要時，無法增加公債發行數。

(5)公債商品型式單一問題：先進國家係採多樣化方式發行，如發行物價指數連動公債由公共年金及保險業等購買，以提供其規避通貨膨脹風險投資管道；或發行個別投資人儲蓄公債，提供退休人士保本保息且抗通膨之投資管道；視需要設計儲蓄公債提供投資人購買。另外搭配固定利率公債而發行浮動利率公債，平衡國庫利率風險。由於台灣公債發行額度受限，在固定票面利率公債發行額度尚無法滿足市場投資需求，為避免排擠一般公債發行額度，尚無法發行其他型式之公債商品。



第五章 設立台灣主權財富基金之芻議及可行性分析

5.1 台灣主權財富基金設立與運作模式分析

在台灣政府非營業特種基金中，國家發展基金(簡稱國發基金)及國家金融安定基金(簡稱國安基金)被外界視為類似主權財富基金。惟不論其設立目標與運作方式，均僅具有部分主權財富基金的特質，無法達成提升外匯存底與中長期資金長期投資收益目標。是以經濟建設委員會，刻正研究發展適合台灣主權財富基金之可能性¹⁰。

台灣主權財富基金定位如下：

(1)基金類型具多重性質：在實際運作上，台灣主權財富基金財源可涵蓋外匯存底及社會中長期資金，資金運用則可融通基礎建設等社經計畫，將具有外匯存底投資基金、儲蓄基金、發展基金等多重性質。

(2)採積極型管理模式：東亞各國除香港之外，中國、新加坡、韓國均採積極型管理模式，在中央銀行之外成立獨立機構或公司，嚴格區隔外匯存底管理者與主權財富基金管理者的角色，俾與央行外匯操作有所區隔，維持其營運獨立性。

(3)以政府投資公司組織型態成立：主權財富基金為政府之獨資機構，可採非營業特種基金或公營事業¹¹二種型態成立。參照東亞各主權財富基金多採公營事業組織型態，設立專責政府投資公司，並採較為彈性用人模式，延攬不具公務人員身份之國內外財經專業人才加入，以強化其國際競爭力。

根據上述規劃，可透過修訂《事業組織法》或依據《公司法》規定，由現行政府機構改制或設立新機構二種方式，成立台灣政府投資公司。

(1)由國發基金或國安基金改制成立：現行國發基金¹²與國安基金¹³具備主權財富基金部分性質。可修訂《產業創新條例》或《國家金融安定基金設

¹⁰ 參見行政院經濟建設委員會 2010 年 10 月 1 日新聞稿，網址 <http://www.cepd.gov.tw/ml.aspx?sNo=0010718>。

¹¹ 即預算法所稱之營業基金。

¹² 係於 2006 年經行政院核定將開發、中美兩基金合併成立國家發展基金，並於 2010 年制訂之「產業創新條例」第 29 條明定國家發展基金設置法源及用途。其設立目的係經由投融資方式或協助中央各目的事業主管機關辦理有關計畫，以加速產業創新加值，促進經濟轉型及國家發展，為協助我國產業創新加值、研究發展及自創品牌。

¹³ 國安基金係於依據 2000 年 2 月 9 日通過之「國家金融安定基金設置及管理條例」成立，其成立之目的係為因應國內、外重大事件，以維持資本市場及其他金融市場穩定，確保國家安定。

置及管理條例》，由該二基金擴充功能改制成立。

(2)由財政部所屬公股銀行改制成立：由於政府投資公司資金運用涉及外匯實務操作，且須與央行匯率政策協調配合，其經理人以具備總體經濟理論及銀行實務經驗者為佳，故可考量由財政部所屬公股銀行改制成立專業投資銀行方式設立。

(3)制定專門法規成立專責投資機構：訂定設置條例或依據《公司法》，由相關部會編列預算出資成立專責投資公司，以維持該公司獨立性，並明確賦予其投資任務。

接著，政府投資公司採取籌措財源方式如下：

(1)政府內部資金採信託管理方式：目前三大基金國內、外委託經營業務績效不如基金自行操作績效¹⁴，政府投資公司成立初期可參採韓國投資公司運作方式。以政府內部資金管理者角色，就央行外匯存底及四大基金目前委外操作資金到期後，陸續納入投資運用管理。央行與四大基金則應支付信託手續費予政府投資公司。

(2)政府外部資金以發行債券方式：當政府投資公司運作上軌道後，可視國內外投資之資金需求，以發行公債¹⁵或公司債¹⁶方式向壽險業及其他金融市場資金籌措。

(a)發行公債：由國發基金、地方建設基金¹⁷等非營業特種基金，發行自償性乙類公債¹⁸由金融市場籌資，再以投資或借款方式注入政府投資公司運用，其投資收益則透過股利發放或償還借款本息方式，撥還非營業特種基金，作為償付乙類公本息之財源。

(b)發行公司債：由政府投資公司發行公司債籌措資金，並以投資收益償付公司債本息。

(c)債券商品多樣化：上述公債及公司債可發行一般固定利率債券、物價指

¹⁴ 參採監察院對退撫基金、勞退基金及勞保基金支調查報告，詳見本文 p.70。

¹⁵ 本項公債以投資收益作為特定償債財源，依據公共債務法之規定屬乙類(自償性)公債。

¹⁶ 依據中央政府建設公債及發行條例規定，乙類(自償性)公債由非營業特種基金編列發行及還本付息預算，並由財政部代為發行。我國主權財富基金若以非營業特種基金(如國發基金、國安基金)型態設立，可委託財政部代為發行乙類公債；若採政府投資公司之公營事業方式設立，則僅能發行公司債。

¹⁷ 國發基金及地方建設基金可辦理融資業務。

¹⁸ 依據公共債務法第 4 條規定，以未來營運資金或經指撥特定償債財源之乙類公債，不受流量及存量債限規範。

數連動債券¹⁹、個別投資人儲蓄債券²⁰、浮動利率債券²¹等多樣化債券商品。

(3)多元化債券發售制度：舉債需求超過債券市場胃納量時，除公開標售外，亦可採取配售制度，直接配售予四大基金或其他政府特種基金。

台灣政府投資公司財源規劃與規模估計如下：

(1)外匯存底：以 2011 年中央銀行委外信託投資預算數 2,956 億元計算，其規模約為 98 億美元。²²

(2)四大基金：三大基金委外投資金額規模約 249 億美元，郵政儲金股票、基金、國外投資部分(均含委外投資部位)約 201 億美元。

(3)壽險業資金：壽險業銀行存款部位約 242 億美元²³，為外部資金來源之一。

(4)規模估計：表 5-1 顯示，政府投資公司成立初期，以政府內部資金作為資金來源，其規模約有 592 億美元。當運作上軌道再以發行公債或公司債，向壽險業等外部資金籌措財源時，資金規模估計可再增加 242 億美元，內外部資金總額可達 834 億美元。

表 5-1 台灣政府投資公司財源規模分析

資金來源	金額(新臺幣億元)	金額(億美元)
外匯存底	2,956	98
退撫基金	1,906	63
新制勞退基金	3,432	114
舊制勞退基金	2,153	72
勞保基金	1,328	44
郵政儲金	6,044	201
政府內部資金小計	17,819	592
壽險業資金(政府外部資金)	7,285	242
合計	25,104	834

資料來源：本研究自行彙整。

來自央行外匯存底信託資金部分，為避免影響貨幣政策，可限定於國外投資；至於來自國內中長期資金之財源則可同時於國內外投資，其投資項目如下：

(1)權益類投資：為追求長期較高利潤，應提高股票等權益類投資金配置比重。

(2)固定收益商品：除中長期固定利率公債外，可購買信用評等較高之公司債

¹⁹可提供四大基金及壽險業規避通貨膨脹風險投資管道。

²⁰提供退休人士保本保息且抗通膨之投資管道。

²¹搭配一般固定利率債券之發行，可平衡利率風險。

²²以 2011 年 11 月 7 日匯率(1 美元=30.103 新臺幣)計算。

²³ 2010 年底台灣壽險業可運用資金總額為 10 兆 4,862 億元，本研究以其中銀行存款 7,285 億元做為資金來源係較為保守之估算，實際上壽險業為追求長期穩定之報酬，亦可能調整其投資配置，將其他部位資金購買政府投資公司之公司債。

或物價連動債券，規避通貨膨脹風險

(3)策略性投資：可兼顧政府長期戰略目標，透過海外併購獲得金融、通信、能源等戰略資源或經營通路。

(4)公共建設專案公司：可直接投資或融資政府公共建設，或購買其他公共建設專案公司股票及債券，以加速推動公共建設，導引社會中長期資金支援公共建設。

(5)房地產等其他投資：為分散投資風險，亦可進行房地產、私募股權基金、對沖基金等其他投資。

綜上所述，台灣政府投資公司籌措財源與資金運用彙整如圖 5-1。

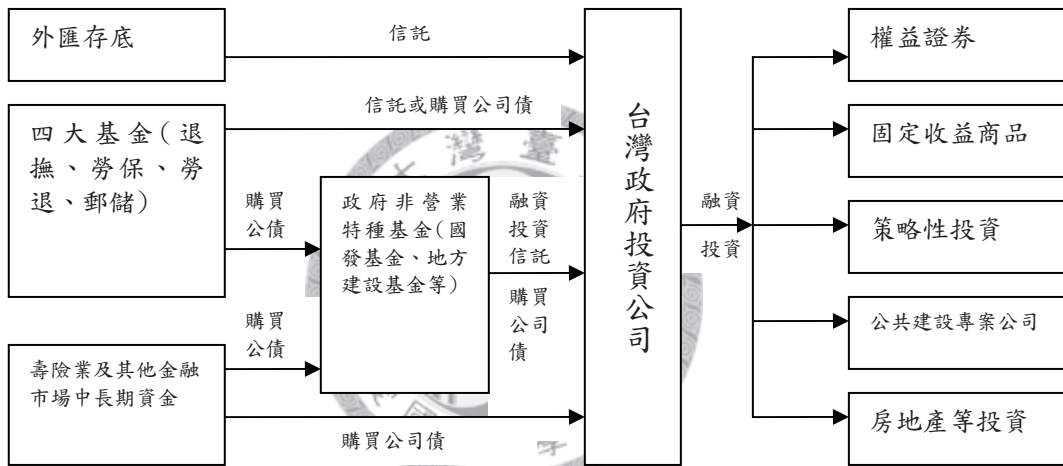


圖 5-1 台灣政府投資公司財源籌措與資金運用

政府投資公司由政府獨資經營，組織結構如下：

(1)主管機關：以行政院國家發展委員會²⁴或財政部為主管機關，權責包含公司組設、核定業務計劃及方針、重要人員任免、訂定管理制度、業務檢查及考核、資金籌劃等事項。

(2)董事會：由行政院國家發展委員會、財政部、中央銀行及相關部會首長或副首長擔任董事，負責制定公司營運目標、發展策略、審定重要業務等事項。

(3)經理部門及子公司：可依據權益證券、固定收益商品、策略性投資、公共建設專案、房地產等不同投資領域設置各個營業部門。上述營業部門如有需要，亦可成立子公司。

²⁴ 行政院經濟建設委員會將於 2011 年改制為行政院國家發展委員會。

(4)風險管理部門：風險管理為確保主權財富基金資金安全及長期獲利之保障，該部門負責制定風險管理政策及計畫，進行風險管理，監督投資績效，發布各種相關的風險因素等。

政府投資公司之治理結構如圖 5-2。

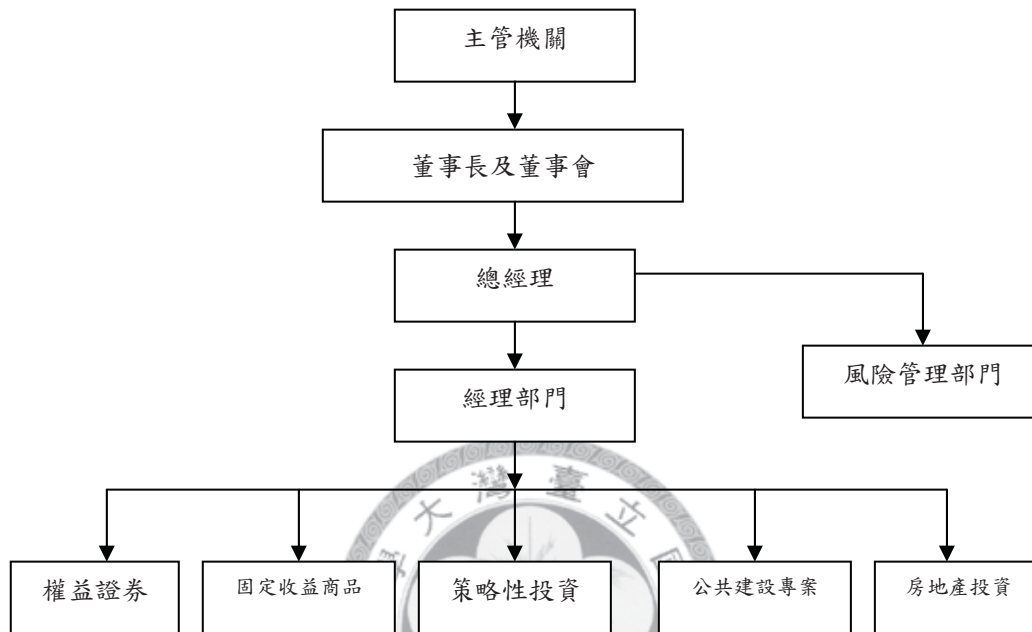


圖 5-2 政府投資公司治理結構

5.2 台灣設立主權財富基金可行性分析

具備下述內部優勢：

(1) 資金充沛可提供長期穩定財源：

(a)長期累積超額外匯存底：台灣經常帳自 1987 年起即不斷擴大，截至 2011 年 7 月外匯存底已突破 4,000 億美元，排名世界第 5。不論就各種最適規模方法估計，2010 年底之超額外匯存底至少有 1,856 億美元。

(b)政府四大基金規模日益擴大：退輔基金、勞退基金、勞保基金、郵政儲金等政府內部中長期資金規模亦日益龐大，資產總額高達 7 兆 6,272 億元，合計約 2,534 億美元。

(c)遊資充沛壽險業資金遽增：近 10 年超額儲蓄高達 7.22%，導致遊資充裕，鉅額餘裕資金流入金融機構。壽險業可運用資金由 91 年 3 兆 2,945 億提高至 99 年 10 兆 4,863 億元，增加額度為 7 兆 1,918 億元，成長倍數高達 3.18 倍。

(2)資金成本低廉：圖 5-2 顯示，台灣 10 年期公債殖利率在 2002~2011 年，均較美國 10 年期公債殖利率低 2.69%~0.66%。若與新加坡比較，除 2004 年稍高於新加坡 0.04%外，其餘亦較新加坡低 0.05%~1.17%。當台灣政府投資公司在政府債信保障下，由國內發行公債或公司債籌措海外投資之資金，長期而言具有獲利空間，且資金成本亦低於新加坡。

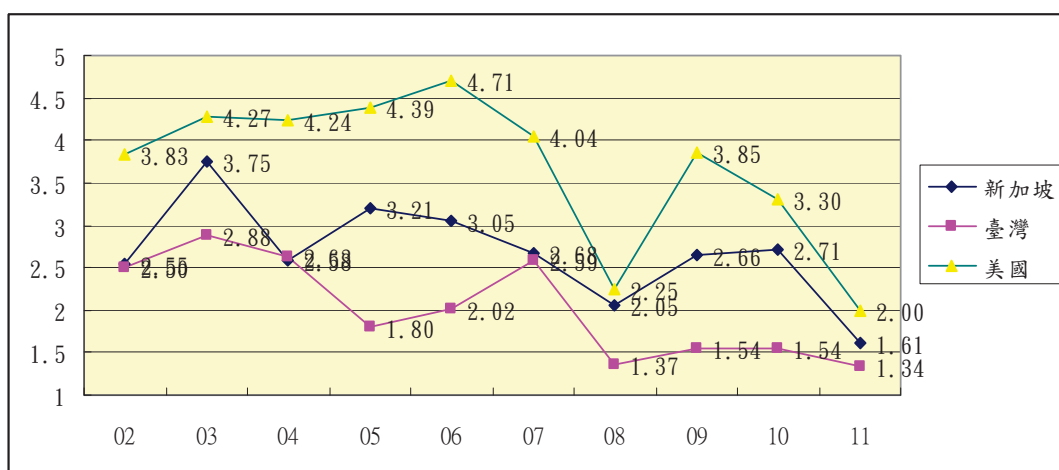


圖 5-3 台灣 10 年期公債殖利率與美國、新加坡之比較

(3)具備多重政策效益：設立政府投資公司可成為中長期資金供需平台，達成多重政策目標。

(a)提昇外匯存底運用效率：政府投資公司經由央行信託部分外匯存底，進行國外長期投資，著重投資收益性與抗通膨性；央行本身外匯投資則以安全性及流動性為優先考量。二者投資組合目標不同，相輔相成，可透過分流外匯存底投資組合，提升長期收益性及安全性。

(b)成為政府內部中長期資金管理者：四大基金目前各自委託經營，惟國內外委託經營績效不若基金自行操作成效，欠缺完善稽核制度與風險管理機制，且基金專業人力亦不足。若集中委託政府投資公司管理運用，長期應可發揮規模經濟效益，提昇政府內部中長期資金管理效率。

(c)提供民間中長期資金長期穩定投資管道：透過多樣化債券發行方式，發行固定利率、指數連動、儲蓄型公債或公司債，提供壽險業及退休人士等各類型投資人，保本保息且抗通膨之投資管道，有助鞏固社會安全。

(d)提供公共建設及策略性投資資金：公共建設投資期間較長且金額較高，不易吸收民間資金投資。政府投資公司成立公共建設專案投資部門或子公司，直接投資或融資政府公共建設，或購買其他公共建設專案公司股票及債券，提

供公共建設資金。另對於國內策略性產業及金融業赴海外併購者，亦可由政府投資公司提供長期且低廉之資金。

(e) **培養政府專業理財人員**：經由政府投資公司投資運作，可在政府內部長期培養具有國內外投資及財務操作經驗之專業理財人員。且目前國內政府及民間企業均欠缺具備國際長期戰略性投資經驗之人才，政府投資公司之運作，將有助提昇我國之國際競爭力。

(f) **健全債券市場發展**：台灣債券市場因公債發行額度受限，交易籌不足流動性欠佳。政府投資公司可增加公債及公司債發行額度，並透過多樣化之債券，健全債券市場發展。

(4) **可獲得業界認同與支持**：台灣中長期資金欠缺投資管道，導致長期利率偏低之問題由來已久，如中華民國人壽保險商業同業公會即多次去函相關機關，建議政府成立類似主權財富基金之「債券基金」。成立政府投資公司，應可獲得其協助與支援。

接著，內部劣勢分析如下：

(1) **外界仍有疑慮**：主權財富基金之概念 2005 年始提出，國內產官學界對於其運作實務瞭解不足。多數認為期資金來源限於外匯存底，若投資國內產業將不利物價穩定。惟實際上如中國投資公司及新加坡淡馬錫公司，係以發行特別國債或公司債自金融市場籌資，當投資國內中央匯金公司或其他公司時，並不會引發通貨膨脹。因此設立政府投資公司時，需對外界善加說明，澄清各界疑慮。

(2) **台灣外匯存底需求額度較高**：台灣並非國際貨幣基金會員國，為安全性考量，須保有外匯存底額度較高。惟就各種標準衡量，台灣均長期持有超額之外匯存底。且若僅以央行委外信託之外匯存底作為財源，不致影響外匯存底之安全性。

(3) **各機關本位主義考量**：以央行及四大基金資金作為財源，若影響其財務運作自主性，或將引發各機關反彈。因此先就其委外信託資金作為財源，並不影響各機關原有資金之配置，可將其反彈降至最低。

(4) **專業人才不足問題**：政府投資公司國內外投資運作，以長期高收益性投資為主，且投資區域遍及發展國家及新興市場，又涉及能源、通信、高科技之戰略性投資，需要各方面專業人才。為克服政府機關專業人才延攬缺乏彈性問題，可採國營企業型態成立，以延攬國內外不同領域人士加入。

設立政府投資公司之外部機會如下述：

(1)具備國際競爭優勢：台灣外匯存底及中長期資金充沛，將可提供足夠資金來源，政府投資公司初步資金規模約可達 834 億美元，遠超過韓國投資公司規模。由於台灣中長期利率遠低於世界各國，亦可降低政府投資公司資金成本，不論資金規模及資金，均具備國際競爭優勢。

(2)進行跨國戰略性投資：國際能源價格飆漲，對缺乏資源並以出口為導向之台灣經濟極為不利。在全球化之趨勢下，企業透過跨國垂直及水平整合達成規模效益，已成為企業成長獲利之重要方式。設立政府投資公司並至國際進行能源與資源、金融服務、電信媒體、運輸物流、房地產等不同領域之戰略性投資，將成為台灣進一步發展之關鍵性因素。

(3)跨足新興市場國家：近年來受金融海嘯及歐債危機影響，已開發國家獲利能力大幅衰退，國際資金轉向新興市場國家投資。惟新興市場國家資訊較不透明，投資風險性較高。台灣政府基金或民間企業若以個別方式投資風險極高，集中委託政府投資公司投資，將可降低風險控管成本，提高整體收益率及安全性。

(4)降低國際投資併購價格：金融海嘯及歐債危機使許多跨國高科技企業面臨財務危機，台灣政府投資公司利用此機會至歐美地區等已開發國家，以低廉價格併購高科技產業，獲取關鍵技術及專利權。

最後，外部威脅如下：

(1)成立時間較慢：截至 2009 年，全球已有 35 國成立主權財富基金，基金數目超過 50 個，管理資產超過 3.2 兆美元。在各國資金競相追逐國際投資機會之際，台灣亟須立即研議成立以掌握國際商機。

(2)歐債危機增加投資風險：就政府投資公司長期投資配置，由於歐美各國財政赤字累積，導致部分國家公債倒帳危機提高，利率飆漲。惟避險性資金湧入安全性較高之美國公債等，又使其殖利率大幅下跌，各國央行外匯存底投資運用面臨收益性與安全性無法兼顧之困境。政府投資公司投資國外債券，應提高投資比重於新興國家透明度較高之公債及公司債，以提高收益率及安全性。

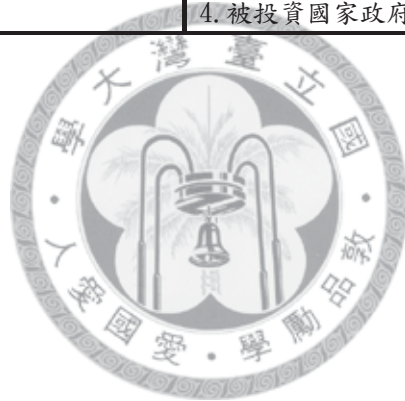
(3)美國短期利率降低：至於政府投資公司之短期投資配置，金融海嘯後美國聯準會為提昇國內投資與需求，採取擴張性貨幣政策，導致市場游資氾濫，短期利率大幅下跌。美國 2 年期公債殖利率由 1994 年之 7.69%，至 2010 年底降至 0.61%，將降低台灣外匯存底及政府投資公司國外投資收益率。

(4)被投資國家政府疑慮：由於許多國家擔心主權財富基金具有政治目標，可能進行政治或商業間諜活動。因此台灣政府投資公司必須以長期投資獲益為目標，並遵循「聖地牙哥原則」等國際監管機制，以降低被投資國之疑慮。

有關台灣設立政府投資公司優勢、劣勢、威脅、機會分析如表 5-2。

表 5-2 台灣設立政府投資公司之 SWOT 分析

內部優勢	內部劣勢
<ol style="list-style-type: none"> 1. 資金充沛可提供長期穩定財源。 2. 資金成本低廉。 3. 具備多重政策效益。 4. 可獲得業界認同與支持。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 外界仍有疑慮。 2. 台灣外匯存底需求額度較高。 3. 各機關本位主義考量。 4. 專業人才不足問題。
外部機會	外部威脅
<ol style="list-style-type: none"> 1. 具備國際競爭優勢。 2. 進行跨國戰略性投資。 3. 跨足新興市場國家。 4. 降低國際投資併購價格。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 成立時間較慢。 2. 歐債危機增加投資風險。 3. 美國短期利率降低。 4. 被投資國家政府疑慮。



第六章 結論與建議

6.1 結論

綜合前面各章分析，可歸納出下列結論：

(1)主權財富基金業已成為全球資本市場重要角色：設立主權財富基金具有跨期平滑國家收入、協助央行分流外匯儲蓄、跨代平滑國家財富、預防國家經濟危機、及支持國家發展戰略等政策效益，對全球證券、債券、房地產等市場投資影響力日增。

(2)國際金融危機突顯成立主權財富基金重要性：面對金融海嘯及歐債危機，安全性較高之美國公債殖利率大幅下跌，利率飆高之希臘及義大利公債卻又風險極高。傳統上，各國央行及公共年金以公債為主要投資運用方式，將會面臨收益性與安全性無法兼顧困境。其次，發展中國家崛起帶動原物料需求擴增，導致國際能源價格大幅上揚，如何取得長期穩定能源來源，成為國家長期發展重要戰略目標。是以透過主權財富基金協助央行及公共年金改變傳統資金配置，配合國家整體發展策略，進行國內外能源、高科技、通路等戰略投資益形重要。

(3)台灣設立主權財富基金具備多項政策效益：設置台灣主權財富基金具備提昇外匯存底運用效率、強化政府內部中長期資金管理效能、提供民間中長期資金長期穩定投資管道、支應公共建設長期資金、培養政府專業理財人員、健全債券市場發展、至新興國家市場進行跨國戰略性投資等多項政策效益。

(4)台灣設立主權財富基金具備國際競爭力：台灣外匯存底超過 4,000 億美元，政府四大基金資產總額 2,534 億美元，壽險業可運用資金亦高達 3,483 億美元，中長期資金充沛。可作為設立主權財富基金財源。此外台灣中長期利率遠低於世界各國，不論就資金規模及成本，均具備國際競爭優勢。

(5)主權財富基金並不影響央行及四大基金運作：主權財富基金著重長期策略性投資，注重投資收益性與抗通膨性。央行及四大基金投資則以安全性及流動性為優先考量。兩者採取之投資組合及目標不同，成立主權財富基金，並不影響央行及四大基金之獨立運作。若經政策協調搭配得宜，發揮相輔相成功效，將提升政府資金長期收益性及安全性。

6.2 建議

本研究建議採取循序漸進方式，設立台灣主權財富基金。

(1)以政府投資公司型態成立：為維持獨立性並採較為彈性的用人模式，以延攬國內外財經專業人才加入，可透過修訂事業組織法規定，由國發基金、國安基金、財政部所屬公股銀行改制成立，或以訂定設置條例或依據《公司法》，由相關部會編列預算出資成立設立政府投資公司，並由行政院國家發展委員會或財政部為主管機關。

(2)循序漸進採信託及發行債券方式籌措財源：參採韓國投資公司運作方式，央行外匯存底及四大基金目前委外投資之資金，在委外操作合約到期後，陸續與政府投資公司簽訂信託契約，納入投資運用管理。當政府投資公司運作上軌道後，可視國內外投資之資金需求，以發行公債或公司債等方式，向壽險業及其他金融市場資金籌措。

(3)採多樣化債券發行方式：公債及公司債可發行一般固定利率債券、物價指數連動債券、個別投資人儲蓄債券、浮動利率債券等多樣化債券商品。除公開標售亦可採取配售制度，直接配售予四大基金或其他政府特種基金。以健全債券市場發展，並維持公司財務彈性。

(4)進行戰略性投資並投資公共建設：為追求長期較高之利潤，應提高股票等權益類投資金配置比重。並透過海外併購進行金融、通信、能源等戰略性投資，實行政府長期戰略目標。亦可直接投資或融資政府公共建設，或購買其他公共建設專案公司股票及債券，以加速推動公共建設，導引社會中長期資金支援公共建設。

(5)成立專業投資部門或子公司：可依據權益證券、固定收益商品、策略性投資、公共建設專案、房地產等不同投資領域設置各個營業部門或成立子公司。俾多方延攬專業人才，提升公司營運效能。

(6)宣導說明強化政策支持：對產官學界及央行與四大基金相關人員詳加說明，政府投資公司不影響央行匯率操作及各機關資金配置，澄清各方疑慮，減少外界反彈。另可尋求中華民國人壽保險商業同業公會等業界支持，擴大社會認同基礎，協助政策宣傳與推動。

參考文獻

一、中文部分：

- 中國投資責任有限公司，(2010)，「2009 年度報告」。
- 立法院預算中心，(2011)，「100 年度中央銀行營業預算評估報告」。
- 王紫薇，(2009)，《主權財富基金運作和我國外匯儲蓄管理創新》，浙江大學碩士論文。
- 朱美智、鍾世靜，(2008)，「主權財富基金的興起及其影響」，國際金融參考資料，第五十五輯，中央銀行。
- 李述德、鄒士元、徐仁輝、彭煥勳，(1984)，《日本財政投融资制度研修報告》，財政部國庫署。
- 李顯峰，(2002)，《合理規劃公債發行之研究》，行政院財政改革委員會專題研究報告。
- 李榮謙，(2009)，*國際金融學*，第 4 版，智勝文化事業有限公司。
- 林宣君、林詠喬，(2008)，「淺述主權財富基金」，證交資料第 548 期，臺灣證券交易所。
- 林鉅銀、馬以工，(2010)，「據審計部函報：稽察勞工保險局管理運用勞工保險基金成效，涉有未盡職責及效能過低情事，報院核辦乙案」調查報告。
- 林婉婷，(2009)，《台灣建立主權財富基金之研究》，淡江大學全球華商經營管理數位學習在職專班碩士論文。
- 柯輝芳、陳豐隆，(2007)，《澳洲及新加坡退休基金制度及管理實務考察報告》，公務人員退休撫卹基金監理委員會。
- 范世平，(2010)，*中國大陸主權財富基金發展的政治經濟分析*，秀威資訊科技股份有限公司。
- 高潔，(2010)，*主權財富基金論*，中國金融出版社。
- 梁欽洲、徐振文、周詮富、田景仁，(2009)，《日本財政投融资基金之研究》，98 年度台日技術合作計畫出國報告。
- 財團法人台灣經濟研究院，(2011)，《推動社會中長期資金投入公共建設之策略與具體做法》，財政部國庫署委託研究報告。
- 財團法人國家政策研究基金會，(2010)，《國外控股公司經營管理策略之研究》，

財政部國庫署委託研究報告。

徐振文，(2003)，「公債管理」，《主計月刊》，574，頁 58-71。

徐振文，(2007)「健全我國中央政府債務基金管理效能之探討」，《政府審計季刊》，109，頁 51-67。

陳志傑，(2008)，《從財務觀點探討台灣設立主權財富基金之正當性》，國立中正大學企業管理研究所碩士論文。

陳雪香、陳瑞珍、蔡淑齡、徐振文，(2007)，《國庫發行物價指數連動公債可行性之研究》，財政部研究發展專題報告。

淡馬錫控股有限公司，(2011)，《締造明天—淡馬錫年度報告 2011》。

黃佳妮，(2009)，《主權財富基金資產配置研究》，蘇州大學碩士論文。

曹筱雯，(2009)，《主權財富基金監管國際合作法律問題初探》，廈門大學碩士論文。

謝德宗、俞海琴，(2010)，《財務管理》，高立出版社。

謝德宗，(1999)，「政策金融與保險資金運用之研究」，《風險管理學報》，第一卷，第一期。

謝平、陳超，(2009)，《論主權財富基金的理論邏輯》，《經濟研究》2009(2)。

謝平、陳超、柳子君，(2009)，《主權財富基金：宏觀經濟政策協調與金融穩定》，《金融研究》。

蔡憲唐、韋端、陳信宏(2001)，《如何有效提升我國特種基金（含郵儲、勞保、勞退、退撫等基金）之資金運用效率以計量財務提升特種基金營運績效之研究》，財團法人國家政策研究基金會。

二、英文部分：

Aaditya Mattoo, Arvind Subramanian, (2008) "Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization", The World Bank Development Research Group Trade Team。

Andrew Rozanov, (2005), "Who hold the wealth of nations?" Central Banking Journal。

Anna L. Paulson, (2009), "Raising capital: The role of sovereign wealth funds", The Federal Reserve Bank of Chicago。

Cornelia Hammer, Peter Kunzel, and Iva Petrova , (2008) , "Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices" , International Monetary Fund .

International Working Group of Sovereign Wealth Funds , (2008) , *Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principle"* .

International Working Group of Sovereign Wealth Funds , (2008) , "Sovereign Wealth Funds Current Institutional and Operational Practices" .

Korea Investment Corporation , (2011) , "KIC Annual Report 2010" .

Mark Allen and Jaime Caruana , (2008) , "Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda" , International Monetary Fund .

Michael F. Martin(2008) , "China's Sovereign Wealth Fund" , Congressional Research Service for Congress .

Peter Kunzl, Yinqiu Lu, Iva Petrova, and Jukka Pihlman , (2011) , "Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds—A Shifting Paradigm" , International Monetary Fund , DC .

Roland Beck and Michael Fidora , "The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets" , European Central Bank , 2008 .

Shai Bernstein, Josh Lerner and Antoinette Schoar , (2009) , "The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds" , Harvard Business School .

Singapore Account-General's Department , (2011) "Singapore Government Borrowings An overview" .

Steffen Speyer , (2008) , "SWFs and foreign investment polices—an update" , Deutsche Bank Research .

Uadibir S. Das, Adana Mazarei, and Han Van der Hoorn , (2010) , *Economics of Sovereign Wealth Funds Issues for Policymakers* , International Monetary Fund .

Tao Sun and Heiko Hesse , (2009) , " Sovereign Wealth Funds and Financial Stability—An Event Study Analysis" , International Monetary Fund .

Victoria Barbary, Bernardo Bortolotti, Veljko Fotak, William Miracky ,

(2010), "Sovereign Wealth Funds Investment Behavior", MONTIOR GROUP.



附錄

全球主權財富基金發展里程碑一覽表

年份	全球主權財富基金發展里程碑
1953	1. 於倫敦成立科威特投資委員會，運用石油出口盈餘投資，而後更名為科威特投資局。 2. 1961 年科威特獨立後，由財政部制定正式投資政策。
1956	吉里巴斯(Kiribati)用磷酸鹽(鳥糞)出口收入，設立儲蓄基金型的主權財富基金。
1974	1. 新加坡成立淡馬錫控股公司，管理財政部所持有股份。 2. 第一次石油危機後，科威特和利比亞政府在德國購買戴姆勒與克魯伯公司少數股份，這些股份後來成為科威特和利比亞的主權財富基金。
1976	阿拉伯聯合大公國成立阿布達比投資局，管理石油出口收入盈餘。
1981	新加坡政府投資公司成立，進行長期、收益率較高的投資。
1983	汶萊投資局成立，管理石油出口收入及外部國有資產。
1987	1987 年 10 月股市崩盤後英國石油公司股票發行失敗，科威特投資局運用此機會獲得該公司 21.7% 的股權。次年，英國政府強迫科威特投資局降低其持股比例至 9.9%。
1990	挪威設立挪威石油基金(後改名為全球政府退休年金)，運用北海石油出口收入成立。
1993	馬來西亞成立國庫控股公司，管理國家商業資產並進行戰略性投資。
2001	馬來西亞國庫控股公司收購該國聯合工程 100% 的股權，此為主權財富基金第一次收購公開發行公司 100% 的股權。
2002	利比亞阿拉伯外國投資基金(後更名為利比亞投資局)，購買義大利尤文圖斯隊少數股權，而後增資過 2 次。
2003	1. 卡達成立卡達投資局，實現收入多元化。 2. 杜拜成立 Istithmar World 投資基金。 3. 俄羅斯成立俄羅斯聯邦穩定基金，該基金 2008 年 2 月後分為石油穩定基金和俄羅斯國家福利基金。
2004	新加坡電力公司(淡馬錫控股)以 38 億美元購買澳洲 TXU 的資產，為迄今主權財富基金最大宗之跨國併購案例。
2005	1. Andrew Rozanov 第一次提出主權財富基金之概念。 2. 杜拜國際資本以 15 億美元收購杜莎集團有限公司(Tussauds Group Ltd.)。 3. 韓國轉移 170 億美元的外匯存底成立韓國投資公司，目標係追求國際投資產生之商業回報。 4. 阿布達比穆巴達拉發展公司以 13.5 億美元購買美國凱雷投資集團 7.5% 的股份。 5. 穆巴達拉發展公司採高度公開的方式，以 9,050 萬美元，購買法拉利 3.31% 的股份。 6. 淡馬錫控股公司在中國建設銀行首度公開募股(IPO)之前，購買其 5.1% 的股份。

2006	<ol style="list-style-type: none"> 1. 淡馬錫控股公司支付 18 億美元給泰國總理塔信家族，以控股泰國電信公司，引發極大爭議，塔信政權在 8 個月後的軍事政變中被推翻。 2. 淡馬錫控股公司以 40 億美元購買渣打銀行 11.55% 的股份，為主權財富基金首次投資經營陷入困境的商業銀行和投資銀行。 3. 中國宣布計畫發行 2,000 億美元的特別公債，以建立中國投資公司。 4. 杜拜 Istithmar World 投資基金以 10 億美元購買渣打銀行 2.7% 的股份。
2007	<ol style="list-style-type: none"> 1. 金融時報首次使用「主權財富基金」名詞。 2. 摩根士丹利發表報告稱，全球主權財富基金共擁有 2.5 兆美元資產，在 2015 年將超過 12 兆美元。 3. 杜拜國際金融中心以 18 億美元購買德意志銀行 2.2% 股份。 4. 中國投資公司以 30 億美元購買美國私人股權公司黑石集團 9.9% 的股份。 5. 阿布達比投資局支付花旗集團 75 億美元購買其 4.9% 的可轉換優先股，可轉換優先股有 11% 的優惠利息，並可在 30 個月內轉換。 6. 瑞士銀行披露其因持有美國次級房貸抵押證券產生鉅額虧損後，新加坡政府投資公司支付 97.6 億美元購買瑞士銀行 9.04% 的股權。包括其他投資，總融資金額高達 113 億美元。 7. 中國投資公司以 50 億美元購買摩根士丹利 9.9% 的股份。 8. 淡馬錫控股公司以 44 億美元購買美林集團 9.45% 的股份，每股價格 48 美元，比市價低 5 美元。 9. 中國投資公司為國家發展銀行注入資金 200 億美元，以將國家發展銀行改組成商業銀行。
2008	<ol style="list-style-type: none"> 1. 作為花旗集團 125 億美元融資計畫的一部分，新加坡政府投資公司投資 68 億美元購買花期集團 4.04% 可轉換優先股。可轉換優先股付息率 7%，可按 20% 的溢價轉換成花旗集團的普通股。 2. 韓國投資公司及科威特投資局分別投資 20 億美元購買美林 3.0% 的股權，美林總融資金額為 66 億美元。 3. 卡達投資局以 30 億美元購買瑞士信貸 5.0% 的股權。 4. 中國投資公司給 J C Flower & Company 發起的私募股權基金注入 40 億美元資金，目的係為陷入困境的金融機構進行投資。 5. 瑞士銀行披露在美國次貸危機中損失 180 億美元，新加坡政府投資公司號召另外幾家主權財富基金為瑞士銀行緊急注資 121.4 億美元(可轉債形式)。其中新加坡政府投資公司投資 103 億美元，占 9.0% 的股份。 6. 新加坡政府投資公司投資 25 億美元，注資 TPC 資本設立的私募股權基金，目的係對陷入困境的金融機構進行投資。 7. 杜拜證券交易所(杜拜投資公司的子公司)完成對 OMX 的收購，支付瑞典政府 45 億美元，與納斯達克合併(取得 19.9% 股權，但只有 5% 的投票權)。 8. 淡馬錫控股公司對美林追加投資 6 億美元，使其股份由 1.11%

	<p>增加至 43%。</p> <p>9. 阿布達比投資局回應對其透明度的批評，去函美國財政部說明其投資理念與做法。</p> <p>10. 卡達投資局支付巴克萊銀行 34.8 億美元認購其 8.0% 的股份，這是巴克萊銀行 88.85 億美元融資計畫的一部分。</p> <p>11. 巴西宣布將成立主權財富基金，註冊資本額介於 2,000 億至 3,000 億美元之間，其資金來源由最新發現之油田提供。</p> <p>12. 沙烏地阿拉伯成立主權財富基金(Sanabil al-saudia)，資本額為 53 億美金。</p> <p>13. 淡馬錫控股公司購買美林提供的 85 億美元股權中的 34 億美元，並獲得美林退還淡馬錫的 25 億美元。</p> <p>14. 國際貨幣基金會(IMF)和國際主權財富基金組織(IWG)達成 24 條原則，以指導世界範圍內主權財富基金的投資活動。由於這些原則是在智利所召開為期 2 天的會議上獲得通過，因此被稱作聖地牙哥原則(Santiago Principles)。</p> <p>15. 卡達投資局與阿布達比王室酋長斥資 92.8 億美元購買巴克萊銀行發行的可轉換債券，使其持有巴克萊銀行的股權達到 30%。</p> <p>16. 馬爾地夫新當選之總統宣布，計畫利用旅遊收入成立主權財富基金，為馬爾地夫公民在印度、斯里蘭卡或澳洲購買新的家園，以因應未來全球暖化後其國土被淹沒之準備。</p> <p>17. 法國成立主權財富基金，其目的為防止法國工業被外國收購。</p> <p>18. 中國投資公司為中國發展銀行注資 200 億美元。</p>
2009	<p>1. 美國外交關係委員會發表報告估計，波斯灣主權財富基金和執政當局遭受 1,000 億美金投資損失，使其管理的總資產從 2007 年年底的 1.3 兆美元，降至 2008 年年底的 1.2 兆美元。</p> <p>2. 卡達投資局宣布，計畫購買所有國銀銀行的股份，以使其持股份額增加至 20%。科威特、俄羅斯、中國和其他國家的主權財富基金也主動或被迫轉移國際上的投資資金到國內，以拯救國內市場。</p> <p>3. 阿布達比 Aabar 投資公司(為其國際石油投資公司的子公司)，以 26 億美元購入戴姆勒 9.1% 的股份，成為賓士汽車最大的股東。</p> <p>4. 淡馬錫控股公司宣布，由於投資渣打銀行、巴克萊銀行和美林證券，在 2008 年 4 月到 11 月的金融海嘯期間，其資產遭受 31% 的減值，從 1,840 億美元縮水至 1,270 億美元。</p>

資料來源：高潔，(2010)，主權財富基金論，中國金融出版社。