



從全球主權財富基金發展 看我國可行之道

郭秋榮*

壹、研究緣起、目的、方法
與過程
貳、主權基金的定義與政策
目標

參、主權基金的規模
肆、主權基金案例研究
伍、研究結論

摘 要

本文概述全球主權基金，再論主要的主權基金案例，以及我國籌設主權基金可行之道，供相關單位參考。最後建議單獨立法應為正辦。

- (一) 採單獨立法，宜先確認成立宗旨，再明定資金來源、監督機關與運用機關等各項步驟。
- (二) 現行法制下，可逕強化國家發展基金與國家金融安定基金之功能與規模，而現有政府基金之整合管理，僅是短期內最低限度所進行的部分。

* 作者為經濟發展處專門委員。

The Feasible Sovereign Wealth Fund in Taiwan from the Global Development

Chiu-Jung Kuo

Senior Specialist

Economic Development Department, NDC

Abstract

This article outlines the global sovereign funds, then the main case studies, as well as planning to set up a feasible sovereign wealth fund in Taiwan for the relevant unit. At last, it's the best way to legislate separately.

By the way of legislating separately, it should confirm the purpose of establishing sovereign wealth fund, and then the steps of funding sources, supervisory bodies, and the agencies of investing capital.

Under the current legal system, it's an option to enhance the function of National Development Fund and the National Stabilization Fund and to enlarge their sizes. The integration of existing government-managed funds is only partially carried out in the short-term.



壹、研究緣起、目的、方法與過程

一、研究緣起

2008 年全球金融海嘯後，美歐日等國紛紛採取救市措施，使國際金融發展與經濟成長密不可分。發展至今，全球各地貨幣政策方向依然不一，加深國際金融情勢波動，但可以確定的是，國際化發展與相關衝擊仍是無法抵擋與忽略的。

今（2015）年以來，至少有兩件重大國際事件值得留意其未來發展與影響。第一是油價下跌的相關效應與美元強勢的後續發展，所引發的產油國經濟危機與美國升息時點之爭等；另一為中國大陸發起以提供基礎建設融資為宗旨的亞洲基礎設施投資銀行（Asian Infrastructure Investment Bank, AIIB），今年內成行。

前者不僅影響國際金融市場，對於以國際市場為投資對象的主權財富基金（Sovereign Wealth Funds, SWF, 下簡稱主權基金），更為直接，例如今年 1 月中彭博社（Bloomberg）曾報導，俄羅斯官員將使用其 880 億美元的主權基金，購買盧布，以保護其經濟，避免貨幣危機惡化；8 月底彭博社報導挪威主權基金準備對 A 股投資配額從 15 億美元提高至 25 億美元，截至去（2014）年底，該基金在大陸與香港投資共約 270 億美元，占其總資產 3%。後者 AIIB 之後續效應影響深遠，其中之一似隱含著掌握新興市場未來基礎建設商機之重要性與急迫性，不容忽視¹。

¹ 2014 年 12 月 12 日周五英國金融時報出版，FT 專欄作家邵蒂：10 年前，西方政治家對主權財富基金疑慮重重，這一點並不奇怪。如今，他們卻有意設立主權財富基金，為基礎設施融資。

二、研究目的

近年來國內產、學、研各界倡議我國設立主權基金之聲再起，本文將概述全球主權基金，以及中國投資有限責任公司之主權基金近況，再論我國籌設主權基金可行之道，供相關單位參考。

三、研究方法

本研究係以蒐集最近十年來的已公開資料，進行質性資料分析。研究對象包括國際性組織，也包括具代表性的主權基金，國內部分則依時序列出產、官、學各界所發表的文章或官網新聞稿，擬以簡馭繁，期盼為這個國內討論頗久的課題整理出頭緒，俾利後續研究，甚至加速決策形成。

四、研究內容安排

本文其餘各章節安排如下：第貳節說明主權基金的定義與政策目標；第參節介紹主權基金的規模；第肆節剖析主權基金案例研究；最後第伍節為研究結論，包括主要發現與建議。

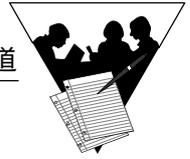
貳、主權基金的定義與政策目標

一、定義與功能

(一) 定義

主權基金為政府所持有之基金或控制之機構，以原油、天然氣等資源收入、政府財政盈餘、移轉支付、外匯準備、編列預算、發行公債、民營化收入或外援²等作為資金來源，從事國內、外投資活動。

² 係指依靠國際援助基金，以烏干達的貧困援助基金為代表。



值得注意的是，依據主權財富基金研究所（The Sovereign Wealth Fund Institute, SWFI³）明確而嚴謹的定義說明，中央銀行管理之外匯存底、含雇主與員工貢獻的退休基金，以及為個人創造財富的基金都不算是主權基金。

（二）功能

主權基金之概念來自於「國家財富管理」，其自有財源來自國有資金，並考量國家總體經濟實力、貿易條件、政府長期預算規劃與財政限制政策的實施，利用國家財政盈餘與外匯存底累積，建構一種全新的專業化、市場化的積極投資機構。

簡言之，主權基金之功能是透過成立的投資組織，管理國家財富，以建構國家經濟策略或獲取投資利益為目的之新經濟型態。

二、政策目標

根據 SWFI 最新的 15 個案例⁴ 研究統計，全球各地成立主權基金（公司）之政策目標雖然有異，但可歸納為穩定基金（Stabilization Funds）、儲蓄基金（Savings Funds）及準備投資公司（Reserve Investment Corporations）等三大類（詳表 1），惟 SWFI 亦增列為了促進國家經濟或發展之目標而成立的主權基金，稱為策略發展主權基金（Strategic Development SWFs）。

另，15 個案例之資金主要來源可歸納為來自油氣、其他礦藏及政府/外匯存底等三大類。

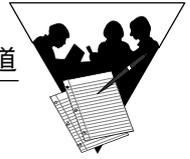
³ 2007 年底 Michael Maduell、Carl Linaburg 成立於美國拉斯維加斯的一家公司，從事有關主權財富基金之研究、事件及諮詢之服務，其後業務擴及所有的公共機構投資人。

⁴ 亞塞拜然國家石油基金、伊朗國家發展基金、加拿大亞伯達遺產儲蓄信託基金、科威特投資局、挪威政府退休全球基金、卡達投資署、東帝汶石油基金、特立尼達—多巴哥遺產暨穩定基金、美國阿拉斯加永續基金、波札那共和國普拉基金、智利經濟社會安定基金與退休準備基金、紐西蘭超級年金基金、澳大利亞未來基金、韓國投資公司、新加坡政府投資公司。

表 1 15 個案例主權基金政策目標一覽表

主要來源	國家/基金	政策目標			
		穩定	儲蓄		準備投資公司 (部分外匯存底)
			世代間權益	未來退休義務	
石油與天然氣	亞塞拜然國家石油基金 (Azerbaijan: State Oil Fund)	X	X		
	加拿大亞伯達遺產儲蓄信託基金 (Canada: Alberta Heritage Savings Trust Fund)		X		
	伊朗國家發展基金 (Iran: National Development Fund of Iran)		X		
	科威特投資局 (Kuwait: Kuwait Investment Authority)	X	X		
	挪威政府退休全球基金 (Norway: Government Pension Fund Global)		X	X	
	卡達投資署 (Qatar: Qatar Investment Authority)		X		
	東帝汶石油基金 (Timor-Leste: Petroleum Fund)	X	X		
	特立尼達--多巴哥遺產暨穩定基金 (Trinidad & Tobago: Heritage and Stabilisation Fund)	X	X		
其他礦藏	美國阿拉斯加永續基金 (United States (Alaska) : Alaska Permanent Fund)		X		
	波札那共和國普拉基金 (Botswana: Pula Fund)		X		
政府/外匯存底	智利經濟社會安定基金與退休準備基金 (Chile: Economic and Social Stabilisation Fund and Pension Reserve Fund)	X		X	
	澳大利亞未來基金 (Australia: Future Fund)			X	
	韓國投資公司 (Korea: Korea Investment Corporation)				X
	紐西蘭超級年金基金 (New Zealand: New Zealand Superannuation Fund)			X	
	新加坡政府投資公司 (Singapore: GIC Private Limited)				X

資料來源：International Forum of Sovereign Wealth Funds Santiago Principles: 15 Case Studies How IFSWF Members implement the Santiago Principles 2014, Published at the IFSWF's 6th Annual Meeting in Doha, November 2014。



(一) 策略發展主權基金

為了促進國家經濟或發展之目標而成立的主權基金。如中國大陸的華安投資有限公司 (China SAFE Investment Corporation, 下簡稱中國華安)、新加坡政府投資公司 (下簡稱 GIC)、新加坡淡馬錫控股公司 (Temasek Holdings, 下簡稱 Temasek) 及韓國投資公司 (Korea Investment Corporation, 下簡稱 KIC) 等。

(二) 穩定基金

基金設置的最初目的是為了減緩總體經濟與財政的波動，波動的來源是商品與天然氣價格。穩定基金是反景氣循環，一般會建立短中期部位，若有流動性需求，則資產配置傾向相對保守，偏好流動性資產。如亞塞拜然國家石油基金、智利經濟社會安定基金等。

(三) 儲蓄基金

基金透過開發天然資源獲利造福下一代，確保前後世代權益之移轉，或者為了減輕老年人口已知或未知的負債，提供退休準備的功能。此一類型基金投資傾向長期部位，要求投資報酬率目標高。前者如伊朗國家發展基金、加拿大亞伯達遺產儲蓄信託基金、波札那共和國普拉基金、美國阿拉斯加永續基金等；後者如紐西蘭超級年金基金、澳大利亞未來基金、智利退休準備基金。

(四) 準備投資公司

基金是在管理提撥的部份外匯準備，典型做法是多元化及長期投資。尋求流動性、安全性及報酬率之間平衡點的最適投資組合。如韓國投資公司、新加坡政府投資公司。

綜上，主權基金亦可能具雙重政策目標，如 KIC、中國華安、新加坡 GIC 即含有上述（一）、（四）兩種功能，亞塞拜然國家石油基金、東帝汶石油基金、特立尼達--多巴哥遺產暨穩定基金及科威特投資局等基金同時具有上述（二）、（三）兩種目的。

參、主權基金的規模

一、全球金融海嘯後成長幅度驚人

主權基金早於半世紀前即已出現，但資產規模快速成長則是本（21）世紀以來的事，2007 年底全球主權基金管理的資產約 3.259 兆美元，歷經全球金融海嘯與歐美債務危機事件之洗禮後，迄今已約 7.3 兆美元，增幅一倍，且持續增長。

其中值得一提的是，2008 年 7 月美國次級房貸問題惡化後，中東地區、新加坡及中國大陸等亞洲主權基金趁機而入，對歐美大型金融機構積極投入資金，此舉不僅有助於歐美金融市場的穩定，主權基金亦因而聲名大噪，獲益豐厚，設立主權基金乃成世界風潮，對全球經濟與金融的影響，越來越大。

截至 2015 年 6 月底，依據 SWFI 之統計，全球主權基金已有 78 家，其中 40 家是 2005 年以來才成立的。全球主權基金之資金來源則以來自石油及天然氣收入最多，占 59.5%。來自自然資源出口的外匯盈餘如阿拉伯聯合大公國、挪威、卡達、汶萊等，取自部分外匯儲備盈餘及國家資產的如新加坡、中國、韓國等。



二、全球前十大資產規模九成在東亞與中東地區

依據 SWFI 統計，全球主權基金 78 家中，中國大陸有 4 家，包括中國投資有限責任公司（China Investment Corporation，下簡稱中投公司）、中國華安、國家社會安全基金及中非發展基金（China-Africa Development Fund），其中前 3 家資產排名在全球前十大之內。

表 2 2015 年 6 月底全球前十二大的主權基金

單位：億美元

國家	基金或公司名稱	設立年度	資金來源	資產規模	透明度	2015 年 6 月底排名
挪威	政府退休全球基金	1990	石油	8,820	10	1
阿布達比	阿布達比投資局	n/a	石油	7,730	6	2
中國大陸	中國投資有限責任公司	2007	非商品收入	7,467	8	3 (↑)
沙烏地阿拉伯	沙烏地阿拉伯貨幣局國外控股公司	1976	石油	6,718	4	4 (↓)
科威特	科威特投資局	1953	石油	5,920	6	5 (↑)
中國大陸	中國華安投資有限公司	1997	非商品收入	5,470*	4	6 (↓)
香港	香港金融管理局投資組合	1993	非商品收入	4,002	8	7
新加坡	新加坡政府投資公司	1981	非商品收入	3,440	6	8
卡達	卡達投資署	2005	石油	2,560	5	9 (↑)
中國大陸	國家社會安全基金	2000	非商品收入	2,360	5	10 (↑)
新加坡	淡馬錫控股	1974	非商品收入	1,936	10	11 (↓)
阿聯—杜拜	杜拜投資公司	2006	非商品收入	1,830	5	12 (↑)

資料來源：<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>。

* 為最佳預估數據商品收入係指來自於商品出口，政府課稅所得或直接持有非商品收入一般是指來自於外匯存底資產的移轉。

2012 年底前，主權基金資產排名世界前十大之中，以中東地區為主，包括油國組織內影響力最大的阿拉伯聯合大公國、沙烏地阿拉伯及科威特，惟 2014 年後明顯受到油價走跌衝擊，排名已經下滑。

2013 年底原排名第 9 的俄羅斯國家福利基金，大幅滑落至 2015 年 6 月底第 17 名，其他同樣以石油為資金來源的哈薩克國家基金、阿布達比國際石油投資公司、利比亞投資署、伊朗國家發展基金等，排名也明顯下滑。全球前十大資產之主權基金中，中東地區仍有阿布達比投資局、沙烏地阿拉伯貨幣局國外控股公司、科威特投資局及卡達投資署 4 家，僅次於亞洲地區 5 家；亞洲資產占全球主權基金總資產 39.1%，中東占 37.1%。

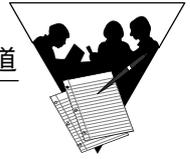
肆、主權基金案例研究

一、聖地牙哥原則與主權基金國際論壇

(一) 聖地牙哥原則的緣起與簽署

2007 年 10 月國際貨幣基金 (International Monetary and Fund, IMF) 下的國際貨幣暨財務委員會 International Monetary and Financial Committee, 下簡稱 IMFC) 即已認為有必要進一步分析主權基金的流向，包括確認基金政策、治理與行為的最佳實務。IMFC 訴求合作，促成主權基金國際工作小組 (The International Working Group of Sovereign Wealth Funds IWG, IWG) 的成立。

IWG 經過多次會議至 2008 年 10 月時，於智利首都聖地牙哥達成 24 條一般公認實務與原則 (Generally Agreed Principles and Practices, GAPP)，稱為聖地牙哥原則 (Santiago Principles)。聖地牙哥原則是擁有主權基金的國家、被投資國及國際組織所共同



簽署的指導原則。主要宗旨在於協助維持穩定的全球金融體系及資金自由流動，進而制定一套透明、健全的治理架構、作業控制、風險管理及責任究問制度，目前已有至少 25 個國家簽署了該原則。

(二) 主權基金國際論壇

為了促進對於聖地牙哥原則與主權基金的了解，2009 年 4 月 6 日 IWG 達成建立主權基金國際論壇（International Forum of Sovereign Wealth Funds, 下簡稱 IFSWF）的共識，稱為科威特宣言（Kuwait Declaration），至此 IWG 功能被 IFSWF 取代，IFSWF 就因而扮演聖地牙哥原則的所有權人與監護者的角色。

IFSWF 歡迎新會員加入，並成為聖地牙哥原則的支持者。IFSWF 秘書處設於倫敦，IFSWF 並經會員一致決議工作計劃包括舉辦年會。

(三) VUP RU8 QI 案例研究報告

IFSWF 要求會員分享應用聖地牙哥原則之實務觀點與經驗，自 2011 至 2013 年間的 IFSWF 會員經驗分享，只供部分會員參考，2014 年 11 月出版的案例報告，則是從中特別抽離出來。該報告分兩大部分：

第一部分、彙總各國實務做法，描繪出共通點

第二部分、臚列每一會員提供的應用原則所含 24 條公認準則的
詳細參考資料

實證研究目標係探討 IFSWF 會員國的投資與操作實務，增強主權基金之透明度與作為，並了解不同基金如何適用聖地牙哥原則。聖地牙哥原則是投資與操作原則之自發性架構，強調公司

治理、責任歸屬與追究安排、審慎商業投資活動，藉以作為已經成立、或考慮成立主權基金的指導原則。

(四) 聖地牙哥原則三大支柱之應用

案例研究受限於選樣偏向主觀性，但仍不失所示之案例完整地呈現會員執行聖地牙哥原則的用心。本文彙總 15 個主權基金案例應用聖地牙哥原則三大支柱（參見表 3），惟該研究報告第二部分各會員應用 24 條公認準則之詳盡資訊，亦值得後續國內相關機關或學術研究之用。

表 3 15 個主權基金應用聖地牙哥原則三大支柱彙總表

三大支柱	觀察發現	共通點
一、法律架構、目標以及與總體政策的協調	<ol style="list-style-type: none"> 1. 雖然主權基金之法律架構互有差異，但立法有明確定義，也允許投資海內外 2. 政策目標有見諸相關的法律文件，也會在官方網路上揭露 3. 政策目標包括穩定財政、儲蓄、退休準備與外匯管理，這些目標通常也已經與地主國廣泛性的總體政策調合 4. 基本上主權基金會公開揭露資金來源與運用的法律依據 	<p>法律架構</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 獨立法律實體：如澳大利亞未來基金、科威特投資局、韓國投資公司、亞塞拜然國家石油基金、卡達投資署、紐西蘭超級年金基金、伊朗國家發展基金 2. 依據公司法設置的國有企業：如新加坡政府投資公司 3. 政府或中央銀行所擁有的資產池所組成的基金：如波札那共和國普拉基金、加拿大亞伯達遺產儲蓄信託基金、智利經濟社會安定基金與退休準備基金、挪威政府退休全球基金 <p>政策協調</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 與財政、貨幣當局的政策協調並無標準流程 2. 屬穩定基金、超額準備公司之基金更強調協調，如智利經濟社會安定基金與退休準備基金、東帝汶石油基金

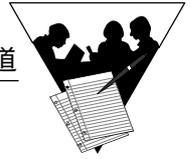


三大支柱	觀察發現	共通點
<p>二、組織結構與治理架構</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 主權基金在組織上的安排包括法律明定的治理架構 2. 主權基金若是單獨成立，則其資產的經營者必與所有權人區分清楚 3. 相關的法律文件要求訂有責任究問制度 (Accountability) 4. 一般而言，經稽核過的年報會公告在網路上 5. 使用專業與道德上所應有的標準 	<p>治理架構</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 透過立法建立，公告周知 2. 目標是尋求確保政府負責、主權基金操作獨立兩者之平衡 <p>監督機關</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 多數由財政部監督 2. 立法機構會定期收到主權基金報告，是最終監督者，如阿拉斯加立法機關之預算審計委員會、加拿大立法議會常務委員會 <p>管理機關</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 單獨立法者：通常是採委員會形式，如阿拉斯加、澳洲、亞塞拜然、伊朗、韓國、科威特、紐西蘭，由委員會設定政策；管理作業授權予執行董事/管理董事或是向董事會報告的執行長；董事會有 5 至 9 位成員，主權基金傾向建立負責監督特定領域的委員會，如投資政策、風險及職員薪酬 2. 未建立獨立法律個體者：所有權人與管理機關之角色基本上是合併於財政部，如智利、東帝汶；管理作業授權予中央銀行執行，投資依據財政部提供之指引；另設有諮詢委員會討論投資政策，並與財政部共同監督基金 <p>責任究問制度</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 都有建立 2. 單獨立法者：責任究問制度互有差異，如伊朗是董事會與監督委員會透過財報與監督報告，對受託委員會與國會負責 3. 未建立獨立法律個體者：如加拿大、智利、東帝汶、特立尼達--多巴哥，財政部對國會負責，並提交年報

三大支柱	觀察發現	共通點
		<p>道德標準</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 無論是為了國內量身訂做或採用國際標準，多有明確定義，如分析師道德規範及職業行為規範、國際金融市場協會規則 2. 在處理第三方問題時，一般會確認早已建置的程序及標準，處理時應以經濟與財務的立場作為依據。多在官網上公告，如阿拉斯加、澳洲、亞塞拜然、伊朗、韓國、挪威、紐西蘭
三、投資與風險管理架構	<ol style="list-style-type: none"> 1. 投資報酬率的目標基本上與基金政策目標連結，並被奉為投資政策之圭臬 2. 基金目的是在投資政策與策略性投資組合賦與的一定期間內，追求風險調整後的總報酬極大 3. 運用各種建構投資組合的技術，以符合主權基金所設立之目的 4. IFSWF 會員國的主權基金已經建立了自願遵循聖地牙哥原則的程序。 	<p>報酬目標</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 與經濟政策的功能連結 2. 以整體投資政策為基礎，發展次政策、委外經營政策、委託書投票政策及其他類似可以將基金政策目標予以操作化的政策 <p>資金運用法則</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 大部分未投資國內，以避免過熱（overheating） 2. 禁止投資國內市場者，包括亞塞拜然、智利、挪威、東帝汶等四國，主因是為國內市場淺碟（shallow）、避免荷蘭病（Dutch disease⁵） 3. 可投資國內市場者，目的是設定發展國內目標，如伊朗；或顯然有助於民間部門建置技術，如科威特 4. 多禁止使用槓桿，如波札那共和國、智利禁止，其他也只有在特殊情況下才被允許 5. 限制投資衍生性商品，如挪威；或只能進行避險用途，如亞塞拜然、智利

資料來源：譯自 International Forum of Sovereign Wealth Funds Santiago Principles:15 Case Studies. How IFSWF Members implement the Santiago Principles 2014, Published at the IFSWF's 6th Annual Meeting in Doha, November 2014.

⁵ 當地本國貨幣削弱國內外銷業者競爭力（competitiveness of local exports in an environment of currency appreciation）。



二、中國大陸主權基金

上述 15 個案例研究對象並無中國大陸之主權基金，但因中國主權基金影響力日增，實有必要深入研究之必要。尤其是在 2008 年美歐續發生金融危機後，中國大陸主權基金對外投資更積極，至今仍扮演著各地金融危機救世主的角色，惟透明度不高，易受到各國質疑，其政治意含是否凌駕經濟之目的。

中國大陸 4 家主權基金中，雖然早於 2000 年成立的全國社會保險基金（National Social Security Fund）因為投資收益表現不俗而受矚目⁶，惟該國主權基金資產規模達 5,000 億美元以上者，僅有中國投資有限責任公司（下簡稱中投公司）與中國華安投資有限公司（下簡稱中國華安）兩家，其影響力也較大。因此以下僅略探討成立法源、資產規模、宗旨、資金來源及運用現況。

（一）成立法源與宗旨

1. 中投公司

依《中華人民共和國公司法》設立於 2007 年 9 月 29 日，註冊資本為 1 兆 5,500 億元人民幣（2,000 億美元），為從事外匯資金投資管理業務的國有獨資公司，隸屬於財政部。

成立宗旨是實現中國大陸外匯資金多元化投資，在可接受風險範圍實現股東權益最大化，以服務宏觀經濟發展與深化金融體制改革之需要。

⁶ 2014 年 7 月 1 日中時電子報載「兩岸勞退基金操盤，大陸功力更勝一籌。大陸全國社會保障基金理事會 6 月 30 日公布年報顯示，大陸社保基金自 80 年代末期成立以來，年均投資報酬率達 8.13%，大幅超越同期 2.46% 的年均通膨率」。

2. 中國華安

註冊資本 1 億港元，是中國國家外匯管理局的下屬公司，1997 年 6 月在香港成立，英文名 SAFE investment company 之 SAFE 即外匯管理局（State Administration of Foreign Exchange）英文簡寫。

(二) 資金來源與資產規模

1. 中投公司

註冊資本 2,000 億美元來自財政部發行特別國債的方式籌集，再藉由中國人民銀行與中國專業銀行的外匯儲備資產換取外匯。截至 2015 年 3 月底止，資產規模已逾 6 千 5 百億美元。

2. 中國華安

資金來自中國大陸外管局所管理的外匯儲備資產。截至 2015 年 3 月底止，資產規模已逾 5 千 6 百億美元。

(三) 營運概況

1. 中投公司

經營範圍包括境內外幣債券等外幣類金融產品投資、境外債券、股票、基金、衍生金融工具等金融產品投資、境內外股權投資、對外委托投資、委託金融機構進行貸款、外匯資產受託管理、發起設立股權投資基金及基金管理公司，以及中國大陸有關部門批准的其他業務。

2014 年底中投公司境外投資組合委託投資占 67.7%，主要分布於公開市場股票逾 44%，其次為包括直接投資、私募股權、能



源礦產、房地產和基礎設施等長期資產占 26.2%、固定收益 14.6%。(參見表 4)。境外投資組合之變化簡要說明如下：

- (1) 2014 年底較上一年底增值超過 600 億美元。
- (2) 2014 年底境外投資組合分布之變動增持股票、其他比重下降。
- (3) 股票以美國占 45.6% 最高、其次為非美其他已開發地區占 33.5%。

境外投資業務帳面淨收益率由 2013 年 9.33% 降為 5.47%，自成立以來的境外投資累計年化淨收益率 5.66% (參見表 5)。

表 4 中國投資有限責任境外投資組合分布比例

單位：%

境外投資組合	公開市場股票	長期資產*	固定收益	絕對收益	現金
比例	44.1	26.2	14.6	11.5	3.5

資料來源：中國投資有限責任公司官方網站。

*長期資產包括泛行業直接投資、泛行業私募股權、能源礦產、房地產和基礎設施等。

表 5 中國投資有限責任公司境外投資收益率

單位：%

境外投資 收益率	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
年度	-2.1	11.7	11.7	-4.3	10.60	9.33	5.47
累計年化	-2.1	4.1	6.4	3.8	5.02	5.70	5.66

資料來源：中國投資有限責任公司官方網站。

中投公司依據《中華人民共和國公司法》設董事會、監事會及執委會，權責明確、有效制衡。其功能分述如下：

(1) 董事會

指導和監督公司的營運活動，評估公司的整體業績，根據公司章程對重大事項做出決策等。下設薪酬委員會，負責制定、審核高級管理人員薪酬政策與具體實方案。

(2) 監事會

負責監督董事會和高級管理人員的履職行為，確保公司內部監督程序有效運轉、提高內控與封館的健全性與有效性等。

(3) 執委會

根據董事會授權，負責執行董事會決議，對日常經營管理中的重大問題進行研究與決定等。

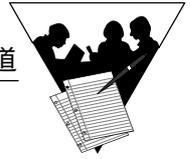
中投公司下設三個完全獨立的子公司，包括中投國際有限責任公司、中央匯金投資有限責任公司及投海外直接投資有限責任公司。

(1) 中投國際有限責任公司

成立於 2011 年 9 月，專門負責開展境外投資和管理業務，完全承繼了中投公司原有境外投資業務及其經營原則、運作模式，並設有投資決策委員會、風險管理委員會兩個具有決策職能之組織。

(2) 中央匯金投資有限責任公司

主要業務是根據中國大陸金融體制改革的需要，依法對中



國工商銀行、中國銀行及中國建設銀行等國有重點金融機構進行股權投資，通過出資人應行使之權利與履行之義務，並按照公司治理原則進行股權管理，實現中國大陸在大型金融機構的控股地位，並促進國有金融資產之增值。

(3) 中投海外直接投資有限責任公司

成立於 2015 年 1 月，專業開展境外直接投資活動，提升長期資產的專業化管理。

中投公司營運國際化作法舉如：

(1) 簽署《聖地牙哥原則》並全面執行

2008 年 1 月成立投資決策委員會與風險管理委員會，同年 4~10 月加入主權財富基金國際工作組 (IWG)，共同起草簽署《聖地牙哥原則》；2012 年 2 月通過「中投國際 2012~2016 年戰略規則」、6 月與俄羅斯直接投資基金成立中俄投資基金、2014 年發起成立中墨基金。

中投公司自覺遵守並全面執行《聖地牙哥原則》，合理、及時地進行資訊揭露，不斷提升公司的透明度，受到投資接受國與合作伙伴的普遍認可。

(2) 成立國際諮詢委員會並引進國際人才

2009 年 7 月成立國際諮詢委員會，由國際知名專家及人士組成的內部非常設性機構，每年召開一次全體會議，主要職能是對公司重大發展戰略、境外投資戰略和重大決策提供諮詢；加深公司對國際宏觀經濟形勢、全球金融市場、投資環境的了解，拓寬決策思路。

中投公司員工總人數 588 人，其中境外投資團隊 455 人，60% 以上擁有海外工作或學歷經驗，外籍身分者 36 人。2014 年 9 月聘任來自 12 國國家與地區的 17 位專家，作為國際諮詢委員會委員。

2. 中國華安

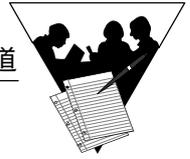
根據 SWF I 取得的各國統計後，給予的透明度評分中，最透明的主權基金包括挪威政府退休全球基金、新加坡 Temasek、澳大利亞未來基金（滿分 10 分），而中國華安之公開揭露資訊較少，僅給予 4 分，相較於中投的 7 分，也有一段差距（參見表 2）。迄今所能取得的資料，為截至 2010 年底統計數據，其海外直接投資組合自 2009 年起，已經超過國內投資組合（參見表 6）。

表 6 中國華安投資有限公司投資組合

單位：億美元

年底 投資組合	2005	2006	2007	2008	2009	2010
海外直接投資	645	906	1,160	1,857	2,458	3,108
國內投資組合	1,167	2,652	2,846	2,525	2,428	2,571
— 權益類證券	0	15	196	214	546	630
— 債權類證券	1,167	2,637	2,650	2,311	1,882	1,941
合計	1,812	3,558	4,006	4,382	4,886	5,679

資料來源：SWFI。



伍、研究結論

一、研究發現

- (一) 依主權基金國際論壇匯集的 15 個案例顯示，採特別立法成立獨立法律實體者居多，如澳大利亞未來基金、科威特投資局、韓國投資公司等。
- (二) 近幾十年來，由於國家資本主義盛行，成立主權基金之國家明顯增加。目前資產規模全球前十大者，九成在東亞與中東地區，中國（含香港）即囊括 4 家。
- (三) 新加坡 Temasek 與中投公司均分別為該國主權基金之中，資訊揭露與透明化程度較高，在 SWFI 之評分中，分別得到 10 分（滿分）與 8 分。其他透明度滿分的還有挪威政府退休全球基金、澳大利亞未來基金、美國阿拉斯加永續基金、亞塞拜然國家石油基金、愛爾蘭國家退休準備金、紐西蘭超級年金基金、智利經濟社會安定基金與退休準備金等十個，亦值得探討。
- (四) 根據主權基金最嚴謹之定義，應係指一種為了未來世代百姓的利益，而將國民財富用於全球投資的國有控股實體。因此，我國迄今並無一正規的主權基金。國內實應熟悉聖地牙哥原則，及早建置屬於我國向外發展的主權基金，或應用於國內公共資金。

二、建議

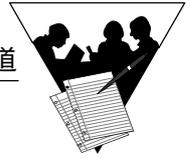
茲值產業結構調整期的必然性⁷，國內研議近十年的設立主權基金，已有其必要性與迫切性。然而，國內向來討論主權基金時，多直接聯想到資金較為雄厚的外匯存底或勞退基金，惟主權基金之成立或轉型，非僅止於資金來源，宜併同參考其他國家發展經驗，考量諸多因素或主題，亦即應優先釐清成立主權基金之相關議題，包括成立目的、資金規模、基金治理與監督相關規範與裁量權層次、投資期間長短、投資區域、投資哲學及相關的政治經濟課題等。

國內過去勞退基金委託國內基金操作爆發炒作之情事，加上國際上成立 IFSWF 期許各國主權基金提高透明化之經驗，仍須仰賴各國自主治理與監督始為治本之道，因此，單獨立法應為正辦。以下分別從單獨立法與現行法制下，簡述可行之道如次：

(一) 單獨立法

1. 成立宗旨：宜定位為政府統籌國家資產，追求中長期資本投資收益，進行海內外投資，增加基礎建設等另類投資項目，為國家賺得更多的收入，改善國家財政狀況。因此，財政部似為主權基金監督機關之首選。
2. 資金來源：可自國內充裕資金的市場籌募本國貨幣資金，然後直接在外匯市場購買投資國外所需之外幣。

⁷ 參閱 2015 年 5 月 28 日台灣亞太產業分析專業協進會 (Asia Pacific Industrial Analysis Association, APIAA) 舉辦「探討主權基金趨勢對台灣金融產業發展之影響」馬國柱會計師主講內容「主權基金介入產業鏈整併及訂價權競爭」。如從中國大陸等新興大國之作法觀之，為調整現行產業過剩產能之需，亦多有透過官民合資之類主權基金主導產業發展。



3. 運用機關：宜另設於監督機構財政部之下，吸引國外人才，不適用公務人員待遇，負責基金管理與投資策略。設置模式或可參照行政院已送立法院審議中的「行政院國家資通安全科技中心設置條例」之模式⁸，財團法人轉型為行政法人，或另設擺脫有關薪資、人事等諸多限制之法人。

(二) 現行法制下可行之道

國內倡議設立主權基金之方式，首先從既有可能之資金來源研議者眾，然而將現有既存資金轉型成為主權基金有其優缺點，正反意見必然出現。

如以穩定國內股市而成立的國家金融安定基金，雖以國內資本市場為對象，但無論是國際經濟機構或國內中央銀行，均指出中東地緣政治風險恐將是未來全球經濟成長變數之一，台灣因而仍宜留意北韓或其他東亞地緣政治風險，此時增強國家金融安定基金之功能，似為最簡易可行之道；另如，2008 年全球金融海嘯以來，各國政府透過其所主導之基金，向外拓展經濟勢力暨介入產業鏈整併、區域性或全球性金融機構等擴大其影響力之趨勢日益明顯⁹，凸顯主權基金之功能與投資標的深化日益彰顯，增強該基金功能似為最符國家利益與產業發展之途。

1. 增強國家發展基金之功能

- (1) 目的：在既有的基礎下提供國內創業與產業轉型所需之資金，配合產業政策，輔導產業健全發展。先行強化國家發

⁸ 將財團法人資策會所屬技術服務中心轉型為行政法人，雖然將由科技部監督，但可擺脫財團法人有關薪資、人事等諸多限制，增加自主性與彈性。

⁹ 2015 年 5 月 28 日台灣亞太產業分析專業協進會 (Asia Pacific Industrial Analysis Association, APIAA) 舉辦「探討主權基金趨勢對台灣金融產業發展之影響」馬國柱會計師主講。

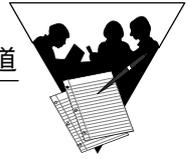
展基金輔導國內產業或整合國家資源朝國際化發展之功能，成為國內外市場並重的國家主權基金，無需更名，即可推動，此為符合國家利益與產業發展的簡易作法，再伺機立法通過由該基金再轉型成為國家級控股公司，或另成立一家國有民營之子公司等相關法令，以確保國家長期穩健發展。

- (2) 效益：若逕將國家發展基金轉型為主權基金，增強該基金功能，不僅是有效佈達政府成立主權基金之決心，更有助於加速產業結構之轉型。
- (3) 步驟：初期在現行架構下強化基金功能與規模，長期仍需思索立法轉型之作法。

2. 強化國家金融安定基金之功能

- (1) 目的：我國 1998 年成立之國家金融安定基金，在資本市場以反景氣循環方式提供市場所需之作為上，成效頗佳，狀似主權基金真正的經濟價值¹⁰。然而若能擴充其功能，除安定之目的外，兼具主權基金之策略發展或儲蓄功能，將有利其轉型成為與我國國情相符的主權基金。因目前為財政部監管，亦可藉由發債籌措資金，成為政府真正主導的主權基金。
- (2) 效益：可因應未來國內外經濟金融情勢之可能變遷，調整僅限於國內的投資組合，提升投資報酬率與長期效益。

¹⁰ 2014 年 9 月 11 日主權基金國際論壇 (The International Forum of Sovereign Wealth Funds, IFSWF) 主席科威特投資局 (Kuwait Investment Authority) 執行董事 Bader M. Al Sa'ad 透過新聞稿指出，主權基金的真正經濟價值在於穩定全球金融市場，當市場資金無法正常供應使市場缺乏流動性時，長期而穩定的主權基金可以反景氣循環方式提供市場所需。



- (3) 步驟：仍待增修其內涵，擴充規模，增加海外投資標的，並須調整其資金來源完全取自政府的資產，始為轉型正辦。

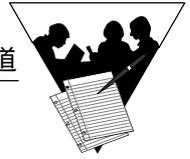
3. 整合並集中公共基金之管理

一旦前述單獨立法成立我國之主權基金，或擴充現有之基金轉型成為主權基金尚難成行前，短期內最低限度能進行的，恐將侷限於現有政府基金之整合管理，尤其是資產龐大的勞退基金。

- (1) 增強「提升政府基金運作效能推動小組」平台功能：考試院及行政院於 2012 年 7 月 24 日共同成立「提升政府基金運作效能推動小組」，除持續積極協助各政府基金優化投資策略，並檢討各基金委外招標機制，以利遴選出適當及優秀之業者，管理操作其基金資產外，似有待強化此一平台之功能，進而提升基金之長期投資報酬率。
- (2) 仿效其他國家主權基金運作模式投資：目前除退撫基金外，勞退、勞保及國保基金皆已由勞動部勞動基金管理局統一管理，惟統籌運用政府退休基金之機制，建議或可仿效新加坡、挪威、澳大利亞等國家主權基金運作模式，吸引國際人才，投資範圍多元化，在國際間尋找收益率較高之投資標的，以提升國內退休基金長期投資績效。

參考文獻

1. International Forum of Sovereign Wealth Funds Santiago Principles: 15 Case Studies. How IFSWF Members implement the Santiago Principles 2014, Published at the IFSWF's 6th Annual Meeting in Doha, November 2014.
2. <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>
3. 《Temasek Review 2013》、《Temasek Review 2014》、電子報《淡馬錫年度報告 2015》電子報。
4. <http://www.china-inv.cn/>,《中國投資有限責任公司年度報告 2014》。
5. 馬國柱「探討主權基金趨勢對台灣金融產業發展之影響」,台灣亞太產業分析專業協進會(Asia Pacific Industrial Analysis Association, APIAA)舉辦「探討主權基金趨勢對台灣金融產業發展之影響」(2015年5月28日)。
6. 邵蒂「效仿主權財富基金投資模式」,2014年12月12日,英國金融時報。
7. 林建甫、彭思遠「成立主權基金 提升國家經濟實力」,財團法人國家政策研究基金會(2014年9月23日 16:19)。
8. 李沃牆「設主權基金 別讓退休基金被坑殺」,財團法人國家政策研究基金會(2014年7月22日 11:46)。
9. 中央銀行央行理監事會後記者會參考資料(增修版),103年7月18日。
10. 林建甫、周信佑「加稅不如成立主權基金」,財團法人國家政策研究基金會(2014年3月12日 11:58)。
11. 李禮仲、周信佑「儘速成立主權基金全面推動資產活化」,財團法人國家政策研究基金會(2014年3月4日 15:44)。
12. 游啟璋長庚大學工商管理學系副教授「主權財富基金過去、現在與未來」,2013年11月當代財政第035期。
13. 李儀坤「主權基金治理內涵與具體架構」,中央存款保險公司存款保險資訊季刊第26卷第1期(102年3月出版)。
14. 李沃牆「台灣主權基金借鏡挪威」,財團法人國家政策研究基金會(2012年12月3日 16:19)。
15. 「財政健全小組-財政改革議題」南區座談會會議紀錄,101年7月10日財政部網站。
16. 范世平「中國大陸主權財富基金發展的政治經濟分析」,國立臺灣師範大學政治學研究所副教授,民國98年9月問題與研究第48卷第3期。



- 17.黃彥斌「全球主權基金的發展即可能影響之研究」，行政院經濟建設委員會經濟研究第9期（98年3月出版）。
- 18.小森正彥（譯者蕭志強）「主權基金戰爭：全球金融市場邁向新戰國時代」，2009年03月25日財信出版。
- 19.陳宗薊「『外匯存底、主權基金、拯救經濟』的迷思」，財團法人國家政策研究基金會（2009年3月24日15:18）。
- 20.聶建中「『主權基金』五大考量，使『全民股東、財富極大化』」，財團法人國家政策研究基金會（2009年1月9日10:16）。
- 21.聶建中「『主權基金』主動出擊」，財團法人國家政策研究基金會（2009年1月9日10:09）。
- 22.聶建中「反『守』為『攻』的新國家理財觀—主權基金」，財團法人國家政策研究基金會（2009年1月9日10:00）。
- 23.許振明「主權基金應優先投資國內建設」，財團法人國家政策研究基金會（2008年10月17日12:06）。
- 24.周信佑「國家主權基金成立與否與財源分析」，財團法人國家政策研究基金會（2008年10月8日10:59）。
- 25.林祖嘉「設主權基金 不如引進外資」，財團法人國家政策研究基金會（2008年10月7日14:29）。
- 26.李儀坤「各國主權基金概況」，台灣經濟金融月刊（2008年出版）。
- 27.韋伯韜「應速成立國家主權基金」，財團法人國家政策研究基金會（2008年1月16日09:44）。
- 28.朱美智、鍾世靜「主權財富基金的興起及其影響」，中央銀行國際金融參考資料第55輯（97年6月出版）。
- 29.台灣證交所企劃研究部林宣君、林詠喬「淺談國家主權財富基金（SWFs）」，證券服務第527期（95年03月出版）。