

貨幣與金融分析  
**Monetary Theory and Policy**

李榮謙


第十一講次 外匯存底與主權財富基金  
— 台灣也要來一個？

大 綱

- 外匯存底的基本觀念
- 最適外匯存底如何決定？
- 主權財富基金(Sovereign Wealth Funds)
- 台灣應否成立主權財富基金？
- 有關外匯存底與主權財富基金的尖峰對話
- 參考資料

## ■ 外匯存底的基本觀念

### • 外匯(foreign exchange)

- 外幣(foreign currency)是最狹隘的外匯定義；經濟學家所稱之外匯，係指所有對外國通貨的請求權而可於國外支付者，不管其形式是握在一般大眾手中的外幣現鈔，或存放於國外銀行之外幣存款，或持有外幣支票、匯票或有價證券。
- 美元(\$)、英鎊(£)、歐元(€)及日圓(¥)，分別是美國、英國、歐元區及日本的貨幣單位（及代表符號），實務上，每一個國家的貨幣均有其名稱及代表符號。
- 印度央行為將盧比推進國際市場，曾透過公開競賽遴選適當代表符號，最後脫穎而出的為：。

2

### • 外匯存底(foreign exchange reserve)

- 外匯存底一詞，通常翻作外匯準備，中國則稱為外匯儲備。
- 外匯存底係指一國中央銀行（或貨幣當局）為彌補其國際收支的短絀，所擁有可隨時變現的對外債權，它包括外國通貨（現金、存款、支票、匯票等）與可兌換成外國通貨的有價證券（公債、國庫券、股票、公司債等）。
- 外匯存底加上「在國際貨幣基金(IMF)之準備存底」與「特別提款權」(SDR)，就構成一個國家的國際準備(international reserves)。亦即：

國際準備=外匯存底  
+在IMF之準備存底  
+特別提款權

3

- 握持過多外匯存底的成本

- 沖銷成本(sterilization cost)
- 機會成本(opportunity cost)
- 資產負債表風險(balance sheet risk)
- 其他成本

- 外匯存底全球排名

單位：億美元

排名	國家（或地區）	金額	截止日
1	中國	32,851	2012年9月底
2	日本	11,947	2012年11月底
3	俄羅斯	4,628	2012年11月底
4	台灣	4,032	2012年12月底
5	巴西	3,674	2012年11月底
6	南韓	3,169	2012年12月底
7	香港	2,936	2012年11月底
8	印度	2,619	2012年12月21日
9	新加坡	2,530	2012年11月底

資料來源：中央銀行；轉引自蘋果日報，2013年1月5日。

4

- 最適外匯存底如何決定？

- 最適外匯存底為足供一國3個月的進口所需

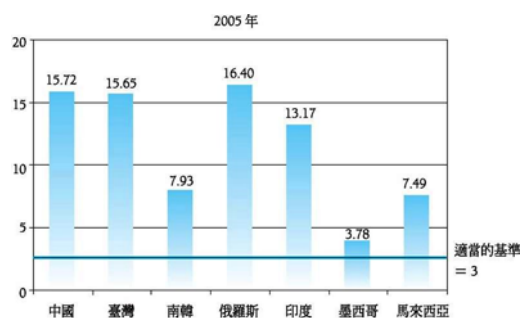


圖 6-2 外匯存底可支撐的進口月數

經濟學家特里芬(R. Triffin)首先提出，最適外底為一國所持有的外匯存底可支持3個月進口值，表示如圖中適當的基準=3。結果，擁有高外匯存底的新興市場國家皆超過此一最適水準。

5

- 最適外匯存底應等於短期外債的規模

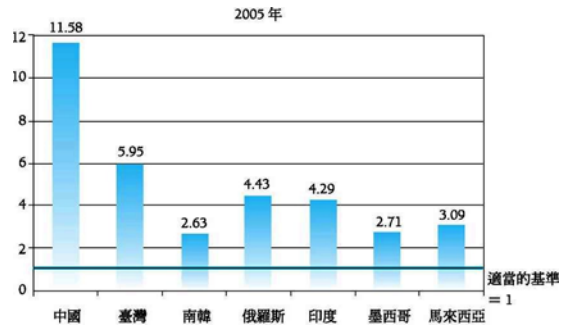


圖 6-3 外匯存底相對於短期外債的比率

蓋杜蒂-葛林斯潘法則(Guidotti-Greenspan rule)指出，最適外匯存底為一國所握持的外匯存底足夠用來支應一年內到期的外債，表示如圖中適當的基準=1。結果，擁有高外匯存底的新興市場國家皆超過此一最適水準。

6

- 最適外匯存底應約略等於M2的5%~20%

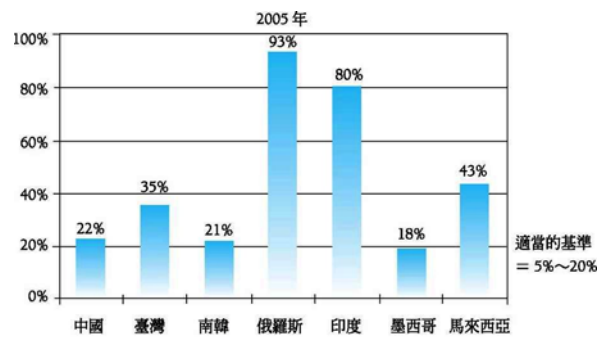


圖 6-4 外匯存底相對於M2的比率

若干經濟學家指出，為建立對地主國幣值的信心，最適外匯存底應約略等於M<sub>2</sub>的5%~20%。結果，根據此一標準，除了中國、南韓及墨西哥大致符合外，其餘仍高出甚多。

7

- IMF(2012a)新近提出全新的外匯存底適足性衡量公式 (Reserve Adequacy Metric)
  - 全新的外匯存底適足性衡量公式，主要是將IMF在10年前所提出之  $\frac{\text{外匯存底}}{\text{短期外債}}$  比率的衡量指標，加以修正。
  - 這項公式的特別之處，在於它衡量的要素包括了短期外債、其他的外人證券投資（中期及長期的債務及股票）負債、廣義貨幣的存量，以及出口的潛在波動性（如外部需求或貿易條件衝擊可能使出口下滑）等。至於各個要素在衡量公式中的權數，則是由過去外匯市場在承受壓力期間，外匯存底所流失的規模來決定。

8

## ■ 主權財富基金(Sovereign Wealth Funds)

### • 主權財富基金的意義

- 迄今主權財富基金並無單一、被一致接受的定義。
- 美國財政部係將主權財富基金定義為：政府所投資的外匯資產，而且這些資產的管理者是獨立在貨幣當局的官方準備之外。
- IMF則將主權財富基金定義為：政府為了長期目的握持外匯資產，所創設及擁有之特殊的投資基金。

### • 主權財富基金的資金來源

- 從天然資源的出口所獲致，雖然主要來自石油，但不侷限於此；
- 財政盈餘的累積；
- 外匯存底的累積，原則上係指超過流動性或預防性目的所握持的部分。

9

### • 主權財富基金的類型

- **穩定基金** (stabilization funds)：是由擁有豐富天然資源的國家所創設，據以避免因商品（通常是石油）價格波動致礙及預算及經濟的穩定。

此類基金係在財政收入充裕的年度擴增資產，以備貧乏時的需要。

- **儲蓄基金** (savings funds)：創設的目的是意圖讓不同世代者分享財富。

對於有天然資源的國家，透過儲蓄基金將無法恢復的資產轉換成分散化的國際金融資產的投資組合，據以提供未來世代或其他長期目的。

10

- **外匯投資公司** (reserve investment corporations)：成立獨立的機構據以降低握持外匯存底過高的機會成本，或追求高回報的投資政策。

- **發展基金** (development funds)：成立的目的是為了配置資源來融通優先的社經計畫，例如從事基礎設施的投資。

- **退休準備基金** (pension reserve funds)：被視為政府資產負債表上退休金及（或）偶發型態的負債。

- 實務上，主權財富基金通常有多個目標，或者隨著時間的演進目標會逐漸改變。例如，若干國家成立基金係為了穩定及儲蓄雙重目標。一旦情況改變，基金的目標亦可能改變，關於此，對於出口天然資源的國家而言，更是如此。

11

## • 國際間的主權財富基金

- 目前全球約有20幾個主權財富基金，而名列全球前13大者，彼等的資產規模從200億美元至數千億美元大小不等（見下頁表）；其中**最大的主權財富基金**是中東產油國阿拉伯聯合大公國的**阿布達比投資局**（Abu Dhabi Investment Authority, ADIA），它的規模估計達8,750億美元，至於成立於1981年的新加坡投資公司（Singapore Investment Corporation, GIC），目前資產規模估計在3,300億美元。挪威管理3,000億美元的全球政府退休基金（Government Pension Fund-Global），也是規模龐大的主權財富基金，其前身是成立於1990年的政府石油基金（Government Petroleum Fund）。

12

國際間主要的主權財富基金

國家	基金名稱	估計的資產規模 (十億美元)	成立年份	截止日
阿拉伯聯合大公國	阿布達比投資局 (ADIA)	875	1976	2007/3
新加坡	新加坡投資公司 (GIC)	330	1981	2007/3
沙烏地阿拉伯	各種型態的沙烏地阿拉伯基金	300	na	2007/3
挪威	全球政府退休基金	300	1996	2007/3
中國	中國投資公司	200	2007	2007/9
香港	投資組合 (HKMA)	100	1998	2005/5
新加坡	淡馬錫控股公司	100	1974	2007/3
科威特	科威特投資局	70	1953	2007/3
澳大利亞	澳大利亞期貨基金	40	2004	2007/3
美國 (阿拉斯加)	永久基金公司	35	1976	2007/3
俄羅斯	穩定基金	32	2003	2007/3
汶萊	汶萊投資局	30	1983	2007/3
南韓	韓國投資公司	20	2006	2007/3
馬來西亞	國庫公司	16	1993	2005/5
加拿大	亞伯達傳統基金	10	1976	2005/5
伊朗	外匯存底基金	8	1999	2005/5
哈薩克	國家基金	5	2000	2005/5
波黎那	普拉基金	5	1966	2005/5
智利	銅穩定基金	4	1985	2005/5
阿曼	國家一般準備基金	2	1980	2005/5
亞塞拜然	國家石油基金	1	1999	2005/5
委內瑞拉	總體經濟穩定基金 (FIEM)	0.7	1998	2005/5
千里達	外匯存底穩定基金	0.5	2000	2005/5
吉里巴斯	外匯存底平衡基金	0.4	1956	2005/5
烏干達	貧窮行動基金	0.4	1998	2005/5

資料來源：1. Economist, "Sovereign Wealth Funds: The World's Most Expensive Club," *The Economist*, May 24, 2007.  
2. Rozanov, Andrew, "Who Holds The Wealth of Nations?" State Street Global Advisor, Aug. 2005.

13

- IMF指出，國際間主權財富基金的規模，估計係由1990年的5,000億美元，大幅增加至2007年5月的2.5兆美元。
- 根據市場的估計，**全球主權財富基金**的規模於**2012年12月底**已達**5兆美元**。
- 摩根史坦利（Morgan Stanley）則預估，迨至2015年全球主權財富基金的規模將達12兆美元。
- 至於渣打銀行的估計，2007年間全球主權財富基金的規模約2.2兆美元，超過當時全球**對沖基金**的規模（1~1.5兆美元）及**私募股權基金**的規模（7,000億~1.1兆美元）；10年後，全球主權財富基金可望成長至13兆美元。

14

- 根據UBS的資料，全球主權財富基金的投資標的相當分散，惟主要以投資股票為主。

以下列四個主權財富基金為例：

主權財富基金	債券	股票	不動產	其他
挪威政府退休基金	35%	60%	0%	5%
阿布達比投資局	16%	63%	8%	13%
新加坡政府投資公司	20%	51%	9%	20%
中國投資公司（CIC）	8%	64%	0%	28%

- 《**彭博資訊**》於2013年2月7日報導指出，全球金融危機後，中國、馬來西亞、亞塞拜然等國家的主權財富基金，都提高不動產的投資比重，2012年**投資不動產**占總投資比重已達**21%**。挪威、南韓的主權財富基金也擬提高。

15



## • 主權財富基金衍生的爭議

### – 支持的看法

- 主權財富基金強化了市場流動性及金融資產的配置。抱持此一觀點者認為，大型的主權財富基金由於能雇用訓練有素的內部專家及相當受敬重之外部的國際基金管理人，而且採較長期的投資策略，因此能夠調節短期波動。
- IMF認為，主權財富基金已成為被各方接受的機構投資者，其投資能幫助並促進資本輸出國及接受國的成長、繁榮與經濟發展。在主權財富基金的母國，主權財富基金在幫助改進政府財政管理、實現總體經濟穩定，以及支援高品質的成長等方面均扮演極關鍵性的角色。
- 不惟如此，主權財富基金還為全球市場帶來重大益處。在許多情況下，它們在投資中所採取的長期觀點，以及承受得住景氣循環的能力，帶給全球金融市場重要的多元化，這一點極有助益，特別是在發生金融動盪或面臨總體經濟壓力時尤然。

16

### – 反對的意見

- 由於僅有相當少數的主權財富基金公布了極為有限的活動資訊，加以它們多樣化的目標及欠缺透明化的制度性結構與投資管理，導致很難對主權財富基金的資金管理活動及其對資本市場的衝擊進行評估。
- 如果沒有公開的權責化要求，基金可能任意改變它們的公司治理結構，或許因此造成損失；接著，或將大幅改變投資政策，最終可能擴大了若干資產種類的市場波動。
- 政府擁有的主權財富基金亦引起可能使接受國開始管制資本移動的疑慮，特別是禁止特定型態的外人直接投資。例如，美國對於來自中國的主權財富基金之收購行為，就抱持相當謹慎的態度，幾宗不動產收購案，曾因此而胎死腹中。
- 另有論者擔心，一旦主權財富基金大肆展開資產佈局，引起與標的國家的政治摩擦勢必急劇升高。

17

### • 國際間對主權財富基金的規範

- 有關如何因應主權財富基金的威脅，各國的步調並不一致，英國採放任自由的手段，而政治憂心則左右了美國、德國及加拿大。
- 2007年10月，IMF轄下的**國際貨幣暨金融委員會**（IMFC）強調，主權財富基金已被認為是各方所接受的機構投資者，以及國際貨幣與金融體系中重要的參與者。不過，IMFC也表示，仍需進一步分析主權財富基金的活動所帶來的重要課題，並就確定最佳做法進行對話。
- 在這樣的背景下，**主權財富基金國際工作小組**（International Working Group of Sovereign Wealth Funds, IWG）於2008年4月30日~5月1日在華盛頓召開的會議上成立。

18

- IWG由來自26個擁有主權財富基金的國家所組成，包括23個成員國：澳大利亞、亞塞拜然、巴林、波札那、加拿大、智利、中國、赤道幾內亞、伊朗、愛爾蘭、南韓、科威特、利比亞、墨西哥、紐西蘭、挪威、卡達、俄羅斯、新加坡、東帝汶、千里達、阿拉伯聯合大公國及美國；此外，工作小組尚包括下述的永久觀察員：阿曼、沙烏地阿拉伯、越南、OECD及世界銀行。
- 鑒於主權財富基金在全球的投資活動日益增加，IMF從2008年5月起與IWG就制訂一份全球通用的投資準則展開討論。2008年9月1日，IMF與26個國家的主權財富基金在智利首都聖地牙哥舉行會議，隔日IMF宣布，彼此已對運作準則達成協議。

19

- 這項主權財富基金的運作準則稱之為**聖地牙哥原則**（Santiago Principles），是為確保主權財富基金運作時能維持透明且得到良好的管理。聖地牙哥原則所追求的目標主要有：
  - 幫助維護一個穩定的全球金融體系，以及資本與投資的自由移動；
  - 遵守投資所在國所有適用的監管與揭露要求；
  - 投資活動係基於經濟及金融風險，以及與收益相關的考量；
  - 制定一套透明與健全的公司治理架構，俾提供適當的營運控制、風險管理，以及權責化的要求。
- 2009年4月，IWG的23個成員國在科威特集會，會後發表**科威特宣言**（Kuwait Declaration），宣布建立永久性的**主權財富基金國際論壇**（International Forum of Sovereign Wealth Funds）。此一論壇是自願性組織，至少每年開會一次。

20

## ■ 台灣應否成立主權財富基金？

### • 立法委員不同調

- 2007年間，關於台灣到底該不該成立主權財富基金乙案，首先在立法委員間展開激辯。當時國民黨立委**李紀珠**認為，中央銀行應該在**兼顧流動性和安全性**下，**用外匯存底作策略性投資**。李紀珠說，包括南韓、新加坡及加拿大等國，都已紛紛成立主權財富基金或投資管理公司，台灣也應成立類似機構，「現在主權財富基金為人詬病的是訊息不透明和政策性太強，只要克服這兩項，是可行的」。
- 她說，中國目前被人詬病太不透明，新加坡也被罵得很慘，但主權財富基金或投資管理公司的確讓外匯存底發揮更大效益。

21

- 當時的親民黨立委**劉憶如**對此則持保留態度。她指出，過去主要例子是新加坡，現在中國做了，日本也正考慮是否**成立主權財富基金**，但這**並不是常態**；她認為，中國、新加坡等民主化程度不高的國家也許可以做，**台灣的政治生態並不適合這麼操作**。

劉憶如說，**中央銀行**的目的**不是創造財富**，外匯存底是為了讓台幣有升值、貶值的空間，如果成立主權財富基金，就不只是投資公債，而會去做更大膽的投資，希望有高報酬率。

#### • 中央銀行的態度

- 2008年3月10日，中央銀行總裁彭淮南在立院答詢時說：「**中央銀行不反對主權財富基金**」，但他強調：「各國主權財富基金都獨立於中央銀行之外」，希望能按各國慣例，**單獨立法**，讓成立主權財富基金之事，**獨立於中央銀行之外**。

22

- 關於**主權財富基金的籌資**，彭淮南於2008年10月6日首度正面回應，他建議採「新加坡模式」辦理。新加坡為建立社會安全制度，在1953年成立中央公積金，在新加坡工作者，須按受雇者年齡不同，按月與雇主提撥一定比例的薪水，挹注中央公積金。以35歲私部門工作者為例，需從薪資提撥20%，雇主負擔14.5%，合計提撥34.5%。這就是**新加坡模式**。

- 彭淮南表示，**國家發展基金**（簡稱國發基金）在國外刊物中，**早就被視為台灣的主權財富基金**，若1,000億元的規模太小，可**整合退撫、勞退、勞保**等資源。他指出，目前四大基金要合併，會有困難度，變通的方式，是由政府**成立投資控股公司**，可以稱為國發基金管理委員會，透過政府發債，或由該公司發行公司債，出售給四大基金做為籌資管道，若規模還不夠，也可以出售給中華郵儲，順便消化過多的超額儲蓄。

23

### • 成立主權財富基金的配套措施

- 由於主權財富基金之營運係在高風險下追求高收益，長期而言，雖然投資收益較高，但若發生金融危機時，短期內可能損失慘重。
- 故在成立之前，對主權財富基金之成立宗旨、組織架構、績效評估，宜充分討論，除取得行政、立法部門之共識外，亦應與學術界及民間溝通，以免發生短期虧損時，引起多方之責難。
- 台灣如擬成立主權財富基金，應研擬下列相關配套措施：
  - 需單獨立法，且其運作及財務應獨立。
  - 資金來源宜多元化，可由政府發行公債籌資或編列預算，如擬投資國外，則以新台幣於外匯市場購買外匯。

24

### ■ 關於外匯存底與主權財富基金的尖峰對話

- 一國最適的外匯存底，應足夠用來支應3個月的進口所需。
- 許多國家都設主權財富基金，台灣外匯存底的規模龐大，宜從事更多元化的使用。
- 設主權財富基金可提高外匯存底的經營績效，替子孫留下更多財富。
- 主權財富基金最為人所詬病的是訊息不透明及政策性太強，只要克服這兩項，是可行的。
- 3個月進口的衡量標準不適用於資本帳開放的環境，應考慮資本移動。
- 台灣的外匯存底實際上沒那麼多，且絕大部分是屬於穩定性很差的熱錢，不同於其他國家的情況。
- 主權財富基金不一定獲利，況且台灣央行外匯存底的操作績效良好。
- 台灣的政治生態並不適合成立主權財富基金，因為無法擺脫官僚顯預、特權干預、政商勾結等積弊。

25

## ■ 參考資料

- Curto, Stefano (2010), “Sovereign Wealth Funds in the Next Decade,” World Bank: *Economic Premise*, Apr..
- Economist(2007), “Sovereign-Wealth Funds : The World's Most Expensive Club,” *The Economist*, May 24.
- Guerin, Emmanuel(2013), “Green Sovereign Wealth,” *Project Syndicate*, May 13.
- IMF(2012a), *International Reserves : IMF Concerns and Country Perspectives*, IMF : Independent Evaluation Office.
- IMF(2007b), “Box 1.3. Sovereign Wealth Funds,” in *Regional Economic Outlook : Asia and Pacific*, Oct..
- IMF(2007c), “Annex 1.2. Sovereign Wealth Funds,” in *Global Financial Stability Report : Financial Market Turbulence—Causes, Consequences, and Policies*, Sept..
- IWG(2008), *Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices : “Santiago Principles”*, International Working Group of Sovereign Wealth Funds , Oct..
- Kunzel, Peter, Yinqiu Lu, Iva Petrova, and Jukka Pihlman (2011), “Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds—A Shifting Paradigm,” *IMF Working Paper*, Jan..

26

- Pihlman, Jukka(2009), *Sovereign Funds Set Up Permanent Representative Forum*, IMF Monetary and Capital Markets Department, May 9.
- Roubini, Nouriel(2007), “The New Bogeymen of Financial Capitalism,” *Project Syndicate*, Sept..
- Rozanov, Andrew(2005), “Who Holds The Wealth of Nations ? ” State Street Global Advisor, Aug..
- United State Department of Treasury(2006), “Appendix 3 : The Adequacy of Foreign Exchange Reserves, ” in *Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies*, Dec..
- Waki, Natsuko (2010), “Analysis: Private Capital to Transform Sovereign Wealth Funds,” *Reuters*, July 21.
- Wille, Klaus (2013), “Sovereign Funds to Expand Property Buying After Record Year,” *Bloomberg*, Feb. 7.
- Ziemba, Rachel(2007), “Responses to Sovereign Wealth Funds : Are ‘Draconian’ Measures on the Way,” *RGE Monitor*, Nov..

27

- 中央銀行（2012），*全球主權財富基金之營運及風險報酬分析*，11月30日。
- 李榮謙（2011），*國際金融學*，四版二刷，智勝文化，3月，第六章。