

本文章已註冊DOI數位物件識別碼

▶ 主權財富基金發展與影響的政治經濟分析

The Political Economy on the Developments and Influences of the Sovereign Wealth Fund

doi:10.30390/ISC.200909_48(3).0005

問題與研究, 48(3), 2009

Issues & Studies, 48(3), 2009

作者/Author : 范世平(Shih-Ping Fan)

頁數/Page : 123-154

出版日期/Publication Date :2009/09

引用本篇文獻時，請提供DOI資訊，並透過DOI永久網址取得最正確的書目資訊。

To cite this Article, please include the DOI name in your reference data.

請使用本篇文獻DOI永久網址進行連結:

To link to this Article:

[http://dx.doi.org/10.30390/ISC.200909_48\(3\).0005](http://dx.doi.org/10.30390/ISC.200909_48(3).0005)



DOI Enhanced

DOI是數位物件識別碼 (Digital Object Identifier, DOI) 的簡稱，是這篇文章在網路上的唯一識別碼，用於永久連結及引用該篇文章。

若想得知更多DOI使用資訊，

請參考 <http://doi.airiti.com>

For more information,

Please see: <http://doi.airiti.com>

請往下捲動至下一頁，開始閱讀本篇文獻

PLEASE SCROLL DOWN FOR ARTICLE



主權財富基金發展與影響的 政治經濟分析

范世平

(國立臺灣師範大學政治學研究所副教授)

摘要

二次世界大戰後，若干國家為使其外匯存底或公共基金產生更佳的增長效益，開始由政府設置主權財富基金，近年來其規模急遽膨脹而備受矚目，2007年較2006年增加18%而為3.3兆美元，預估至2015年將超過12兆美元。2008年開始因美國次級房貸所引發的全球金融危機，主權財富基金成為許多國家與企業救亡圖存的希望。從國際政治經濟學的角度來看，符合「相互依存理論」與全球化理論中「過程論」的觀點；但在迅速發展下也出現了若干問題，不但動輒影響國際金融市場，在資訊不對稱的情況下也形成相當之政經風險，並引發其他國家的猜疑。

關鍵詞：主權財富基金、相互依存理論、全球化、國際政治經濟學

* * *

壹、前言

二次世界大戰之後，若干東亞新經濟體和中東產油國開始擁有鉅額的外匯存底，其公共基金也不斷增加；為了追求更高的外匯投資效益，上述國家開始設置專門的外匯投資機構或基金，運用其所累積的外匯在國際市場進行投資，這種由政府所設置的特殊基金被稱之為「主權財富基金」(Sovereign Wealth Funds)，或是「國家主權基金」。事實上，主權財富基金已經存在多年，直至近年因其資金規模急遽膨脹而備受矚目，加上2007年中國大陸在坐擁世界第一的外匯存底情況下也繼而成立，以及從2008年開始在全球金融風暴下主權財富基金成為各國資金短缺下的活水源頭，都使得國際間對於這個議題投予更大的關注。而其一方面屬於經濟領域的產物，卻又由政府掌控操作而帶有政治意涵，因此可以從政治與經濟的不同角度來加以探究。

對於國際政治經濟學來說主權財富基金是個新穎的研究議題，因此在學術著作方

面較為有限，筆者希望能將發展現況與學術理論相互印證，由於無法透過實地調查與訪談獲得一手資料，因此藉由網際網路蒐集相關新聞報導之次級資料，雖然已盡查證之能事，但勢必仍有資料嚴謹性的問題，故此為本研究之限制。

貳、主權財富基金的發展過程與意義

主權財富基金的設立可以追溯到 1956 年，當時屬於英國保護地的密克羅尼西亞吉爾伯特群島，^①英國政府針對該島出口的磷酸鹽（鳥糞）徵收稅收，然而當鳥糞逐漸採掘枯竭後，這一筆預留資金就成為「吉里巴斯收益平衡儲備基金」（Kiribati Revenue Equalisation Reserve Fund），其數目至 2006 年時已經超過 6 億美金。^②

一、主權財富基金的意義

事實上，主權財富基金迄今並無單一與普遍接受的定義。根據美國財政部的看法，主權財富基金是指政府所投資的外匯資產，而且這些資產的管理者是獨立在中央銀行的官方操控之外；至於國際貨幣基金（International Monetary Fund, IMF）則將其定義為：政府為了長期目的而掌握外匯資產所創設及擁有之特殊投資基金。^③總的來說，主權財富基金是指一國隨著經濟、貿易、財政收支狀況的改善與可再生自然資源的收入，以及政府長期實施預算規劃與財政支出限制政策，使得國家財政盈餘與外匯存底盈餘不斷積累，^④而針對此一過多財政與外匯存底盈餘所成立之基金，以專門投資機構來進行管理運作，使之與匯率或貨幣政策脫鉤，而追求較高的投資報酬率。因此，主權財富基金與私人財富是相對應的，由於是由政府所控制與支配，所以通常是以外幣形式所持有的公共財富。職是之故，主權財富基金所包含的「主權」與「財富」兩個名詞，可以說是一種互為工具的辯證關係，一方面透過財富的增加提高了國家經濟實力，如此自然可增加國家主權之維繫；另一方面，主權財富基金若不在一國之主權架構下運作，其便是私人財富基金而不具公共性。

二、主權財富基金與外匯存底的比較

外匯存底與主權財富基金往往被相提並論，也因而容易引發混淆。二者的共同點是皆為國家所擁有，同屬於廣義的國家主權財富，來源也頗為相似，但前者是為保

註① 現為吉里巴斯共和國（The Republic of Kiribati）。

註② 申文怡，「避免重蹈霸菱及興業覆轍，主權財富基金可能是全球經濟救星」，DIGITIMES 科技網，2008 年 10 月 12 日，請參考 http://www.digitimes.com.tw/n/memberarticle.asp?id=0000083429_A754HE3GRN3111R8Y0X2E。

註③ 行政院金融監督管理委員會，「主權財富基金」，行政院金融監督管理委員會網站，2008 年 10 月 12 日，請參考 http://www.fscey.gov.tw/news_detail2.aspx?icuitem=3861125。

註④ 所謂外匯存底盈餘是指在足夠支撐國際流動性與支付能力之上的超額外匯存底資產。

證國家的國際清償能力，以高流動性而低收益性的資產為主；而後者是在足夠滿足國際流動性與支付清償能力的條件下，針對超額的外匯存底盈餘所進行的積極管理，是以中等流動性與較高收益的外匯投資為主。兩者的特質比較如表 1 所示：

表 1 主權財富基金與外匯存底比較表

	主權財富基金	官方外匯存底
展現形式	在中央銀行之資產負債平衡表以外，因此有獨立的資產負債平衡表和相配套的其他財務報表	在中央銀行之資產負債平衡表中
其運作與變化對國際收支和匯率政策的關係	沒有必然而直接的關係	密切相關
其變化對於資產的影響	不具有貨幣政策效應	產生貨幣政策效應 ^⑤
管理之態度	實行積極性管理，可以犧牲一定的流動性，承擔更大的投資風險，以實現投資回報最大化之目標	採取保守謹慎的態度，追求最大流動性與最大安全性

資料來源：筆者自行整理。

三、主權財富基金的發展

截至 2008 年底為止，已成立主權財富基金的國家約 28 個，主要集中在亞洲和中東產油國。其中最大的主權財富基金如表 2 所示，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)，規模估計達 8,750 億美元，^⑥其他國家亦設立規模大小不一的主權財富基金，其中大多數是生產石油的國家，而印度及日本也有類似的成立計畫。

當前全球主權財富基金的規模有不同的看法，國際貨幣基金認為已由 1990 年的 5,000 億美元增加至 2007 年的 2.5 兆美元，預估到 2012 年將達 10 兆美元；^⑦英國金融時報則指出 2007 年較 2006 年增加 18% 達到 3.3 兆美元，^⑧預估至 2015 年將超過 12 兆美元；^⑨美林證券則指出 2008 年為 2.5 兆美元，預估 2012 年為 8.5 兆美元。^⑩

註⑤ 在其他條件不變的情況下，中央銀行外匯存底資產的增加或減少，將藉由貨幣基礎的變化而引發一國貨幣供應量的增加或減少。

註⑥ 葉家興，「中投公司帶來的機會與挑戰香港」，信報財經月刊（香港），第 367 期（2007 年 10 月），頁 32。

註⑦ 行政院金融監督管理委員會，「主權財富基金」，行政院金融監督管理委員會網站，2008 年 10 月 12 日，請參考 http://www.fscey.gov.tw/news_detail2.aspx?icuitem=3861125。

註⑧ 主要原因來自於物價的攀升與部份亞洲國家外匯存底的增加。

註⑨ 吳國仲，「金融時報：去年全球主權財富基金規模激增 18%，來到 3.3 兆美元」，鉅亨網，2008 年 10 月 31 日，請參考 http://tw.money.yahoo.com/news_article/adbfd_a_080331_2_vvtw。

註⑩ 黃欣，「經濟衰退，美林：全球外匯儲備增速將放緩，2012 年達 12 兆美元」，鉅亨網，2009 年 2 月 12 日，請參考 <http://news.cnyes.com/dspnewsS.asp?rno=36&fi=\NEWSBASE\20081111\WEB1840&vi=33586&sdt=20081110&edt=20081111&top=&date=20081111&time=15:00:22&cls=listnews24hr>。

表2 全球主要國家主權財富基金一覽表

國 家	基金或管理機構名稱	資產 (億美元)	啟始 年份	資金 來源
阿拉伯聯合 大公國	Abu Dhabi Investment Authority (阿布達比投資局)	8,750	1976	石油
新加坡	Government of Singapore Investment Corporation (新加坡政府投資公司)	3,300-4,380	1981	非天然資源
挪威	The Government Pension Fund of Norway (挪威政府退休養老基金)	3,150-38000	1990	石油
沙烏地阿拉伯	Various	3,000	n/a	石油
科威特	Kuwait Investment Authority (科威特投資局) 的「新世代外匯存底基金」	2,100-2,500	1976 (1953)	石油
中國大陸	中國投資有限責任公司	2,000	2007	非天然資源
中國大陸	中央匯金投資有限責任公司 (將併入國家外匯投資公司)	1,000	2003	非天然資源
新加坡	Temasek Holdings (Pte) Ltd (淡馬錫控股有限公司)	1,000-1,500	1974	非天然資源
澳洲	Australian Government Future Fund	510-540	2004	非天然資源
利比亞	石油儲備基金	500	2006	石油
阿爾及利亞	Regulation des Recettes 基金	426	2000	石油
美國 (阿拉斯加州)	Alaska Permanent Fund (阿拉斯加永久基金公司)	401	1976	石油
卡達	Qatar Investment Authority (卡達投資局)	400-500	2003 (2000)	石油
俄羅斯	Stabilization Fund of the Russian Federation (俄羅斯平準基金)	320-1,330	2008 (2003)	石油
汶萊	Brunei Investment Agency (汶萊投資局)	300	1983	石油
韓國	Korea Investment Corporation (韓國投資公司)	200	2005	非天然資源
馬來西亞	Khazanah Nasional (國庫控股)	183	1993	非天然資源
哈薩克	Kazakhstan National Fund	178	2000	石油
加拿大	Alberta Heritage Fund	166	1976	石油
台灣	National Stabilisation Fund (國安基金)	150	2000	非天然資源
伊朗	Oil Stabilisation Fund	129	1999	石油

資料來源：整理自行政院金融監督管理委員會，「主權財富基金」，行政院金融監督管理委員會網站，2008年10月12日，請參考 http://www.fscey.gov.tw/news_detail2.aspx?icuidem=3861125。

遠景基金會，「主權財富基金發展現況」，遠景基金會網站，2008年10月12日，請參考 http://www.pf.org.tw:8080/web_edit_adv/admin/temp_lib/temp2/temp2a4/template_view.jsp?issue_id=132&pv=2&byfunction。

參、主權財富基金的分類

當前國際間對於主權財富基金的分類方式不一，本文分別就設立動機、資金來源

和管理模式三方面，加以分類與探討：

一、依據設立動機來區分

根據每個國家成立主權財富基金的目的，可以區分為以下五種類型，詳如表 3 所示：

表 3 主權財富基金成立目的分類表

種 類	目 的	國 家
穩定型主權財富基金 (Stabilization-oriented Fund)	追求國家外匯收入的中長期穩健增長，以降低其短期波動對本國經濟的影響	挪威
沖銷型主權財富基金 (Sterilization-oriented Fund)	幫助中央銀行分散外匯存底與干預外匯市場，以應付外匯流動性過剩的問題，而在外匯市場上所進行的沖銷操作	香港
儲蓄型主權財富基金 (Savings-oriented Fund)	積蓄當代財富，以為後代子孫謀福	沙烏地阿拉伯、阿拉伯聯合大公國
預防型主權財富基金 (Preventive Fund)	預防國家、社會與經濟的危機，以促進經濟和社會的平穩發展	科威特
策略型主權財富基金 (Strategy-oriented Fund)	尋求在全球的架構下優化資源配置，培育世界一流企業，以實現本國經濟和社會發展的策略目標	新加坡

資料來源：整理自林宣君、林詠喬，「淺述主權財富基金」，證交資料（台北），第 548 期（2007 年 12 月），頁 57-69。

劉傑中，「資訊透明、不投資軍火、不道德產業，清清白白也能賺大錢，挪威主權財富基金」，DIGITIMES 科技網，2009 年 2 月 9 日，請參考 http://www.digitimes.com.tw/n/article.asp?id=0000081870_B9P0TB93TN6HMAC1DC4YH。

穩定型主權財富基金多屬於將豐沛自然資源出口以換取外匯的國家，其一方面為了避免資源枯竭後影響到政府的穩定收入，另一方面則為了避免因短期自然資源生產波動而造成經濟的大起大落，因此設立主權基金進行多元化投資，以延長資產投資期限，並提高長期投資收益水準，全球第三大石油出口國的挪威即為此代表。如表 2 所示，挪威因石油出口迅速增長使其財政盈餘與外匯存底亦水漲船高，為了更有效率的管理此一「石油財富」與因應石油可能耗盡的危機，在 1990 年設立主權財富基金。

而沖銷型主權財富基金，根據國際貨幣基金的定義是由於各國進行中長期投資的外匯存底，並不列入外匯存底的計算範圍，使得一些具有高額外匯存底的國家，藉由設立主權財富基金來將其分流，以降低名目上的外匯數量，進而減少貨幣升值的壓力以維持匯率穩定。例如香港的外匯存底長期居於全球前十位，1997 年正逢亞洲金融風暴，港元受到以索羅斯為首的國際投資者大筆買賣造成匯價大幅波動，1998 年香港金融管理局為維持港元匯率的穩定，因而成立了主權財富基金。^①

註① 「香港聯繫匯率制度」，維基百科，2009 年 2 月 12 日，請參考 <http://zh.wikipedia.org/wiki/%E9%A6%99%E6%B8%AF%E8%81%AF%E7%B9%AB%E5%8C%AF%E7%8E%87%E5%88%B6%E5%BA%A6>。

至於儲蓄型基金，是指若干中東國家希望藉由國際投資，以緩解高齡化社會所可能帶來的沈重財政負擔，並因應自然資源收入下降對養老金體系所帶來的衝擊，因此在尋求代際間更公平進行財富分配之前提下所成立的主權財富基金。其中可區分為「保守」與「積極」兩大類型，例如沙烏地阿拉伯傾向於保守的投資政策，大多投資債券，包括美國的公債與股票；而阿拉伯聯合大公國則採取積極的操作模式，偏好投資私募基金與避險基金，以追求較高的投資報酬。

預防型主權財富基金其成立目的就如同個人的預防性儲蓄一樣，許多亞洲國家都持有巨額外匯存底，以因應潛在的社會經濟危機和發展的不確定性。例如伊拉克在戰爭結束後得以順利重建家園與迅速展開建設，相當程度上要歸功於科威特投資局（Kuwait Investment Authority，簡稱 KIA）為因應國家發展之可能風險所長期積累的主權財富基金，因其解決了伊拉克重建資金不足的燃眉之急。^⑫

至於策略型主權財富基金，以新加坡的淡馬錫控股公司最具代表性，其投資範圍甚為多元，憑藉多年積累的資金優勢，進入資金短缺的國家，以分享其經濟增長的成果。因此該公司所制定的投資策略是：將 1/3 的資金投入已開發國家的市場，如投資美林證券約 50 億美元、渣打銀行約 85 億美元；1/3 用於亞洲開發中國家，如馬來西亞電信、印度 ICICI 銀行、澳大利亞第二大電信公司 Optus 以及台灣的蘋果日報；剩餘的 1/3 留在新加坡本土，包括新加坡電信、新加坡航空、星展銀行、新加坡地鐵等企業，所持有之股票市價占新加坡股票市場約 47%，因此對新加坡的經濟具有強大的操控能力。^⑬

二、依據資金來源來區分

主權財富基金可以包含任何來源的公共資金，資金來源是以財政與外匯存底之盈餘累積為主，如表 4 所示包括能源出口與外貿順差；此外，另有兩個管道所產生，即公共基金與國際援助。

目前的主權財富基金中，70%是屬於能源出口收入所成立的產油國，由於財源是以外匯存底為主，因此每當油價上漲時，這些國家的外匯存底就會迅速增加。而新加坡的主權財富基金則來自於該國之「中央公積金」，新加坡政府規定凡是工作者均應按月與雇主共同提撥基金費用，彙繳至中央公積金以作為未來生活保障之需；公積金提

註⑫ MBA 智庫，「主權財富基金」，MBA 智庫百科網站，2008 年 10 月 12 日，請參考 <http://wiki.mbalib.com/w/index.php?title=%E4%B8%BB%E6%9D%83%E8%B4%A2%E5%AF%8C%E5%9F%BA%E9%87%91&variant=zh-tw>。

註⑬ 同註⑪。唐玉麟、陳洛薇、林上祚，「動用外匯，府建議成立主權基金」，中國時報網站，2009 年 2 月 12 日，請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110501+112008100100104,00.html>。

表 4 主權財富基金資金來源分類表

種類	來源	國家
能源的出口收入	從天然資源的出口所獲致，包括石油、天然氣、銅和鑽石等。其中一種是由於國內金融體系無法吸納巨額的美元收入，所以利用貿易盈餘來成立；另一種是所謂的「創立平準基金」，在於避免因能源出口收入的大起大落，而造成對總體經濟的負面影響所成立	第一種是以中東地區之產油國為主，而創立平準基金則以俄羅斯等國為主
持續外貿順差	此類基金是以採取出口導向型經濟政策的東亞國家為主，其資金來源為外貿所產生的順差	例如馬來西亞、韓國、台灣、 ^⑩ 香港等
公共基金	政府為追求公共基金的更高收益而成立之基金，因此其資金來源為公共基金	以挪威和新加坡為代表
國際援助	國際上對於貧困國家的經濟援助所成立之基金	烏干達

資料來源：整理自林宜君、林詠喬，「淺述主權財富基金」，頁 57~69。

撥費率依受雇者年齡不同，以 35 歲私部門工作者為例，提撥費率為薪資的 20%，雇主負擔 14.5%，合計提撥 34.5%，^⑪由此可見新加坡主權財富基金在於追求公共基金的更高收益，藉由此一退休基金建立更穩定之社會安全制度。

三、依據管理模式來區分

主權財富基金依據其管理方式，如表 5 所示可以分為兩種。

表 5 主權財富基金管理方式分類表

種類	管理方式	國家
由財政部門委託中央銀行進行的被動管理	歐美國家的外匯存底通常被視為國民財富，當其盈餘滿足必要之流動性與安全性後仍有剩餘時，由財政部門管轄	美國、加拿大、澳洲、香港
由財政部門成立專門的國家外匯投資公司進行主動管理	這些投資公司通常根據公司法或特別之法律所設立，如此主權財富資金被置於獨立法人機構的管理之下，和政府保持若干距離	新加坡、挪威、韓國、中國大陸

資料來源：整理自林宜君、林詠喬，「淺述主權財富基金」，頁 57~69。

就被動式管理而言，中央銀行往往會根據政策目標、儲備資產的風險特徵與期限、市場上可供選擇的投資工具等因素，分割成不同的投資組合。以香港為例，其金融管理局將外匯存底分成兩類：一類是以滿足流動性為目的之資產儲備，另一類則是

註^⑩ 台灣以外貿順差所成立的「國安基金」，其目的是基於國家安全之考量，因此操作模式不同於一般主權財富基金。

註^⑪ 傅沁怡、雷盈，「彭淮南：設主權基金可採星國模式」，經濟日報網站，2008 年 11 月 12 日，請參考 <http://udn.com/NEWS/FINANCE/FIN2/4548131.shtml>。

以積極的資產管理為目的之多餘儲備，並分別進行投資和管理。^⑩此一模式的優點是，央行可以對所有的國家盈餘財富進行集中管理，以避免新設機構因缺乏經驗而可能付出的成本；由於不需要對另一獨立機構進行協調，因此當金融市場出現波動時，央行可以迅速作出反應。以1997年發生的亞洲金融風暴為例，當時國際炒家的雙向操作方式，迫使香港金融管理局必須採取迅速有效的反應措施，由於該局內部機構之間具有合作與協調的便利性，使得香港經濟得以迅速回歸穩定。

但央行的被動管理模式也有其缺點，首先，流動性管理和積極資產管理在發展的策略上迥然不同，因此當兩者同屬一個管理機構時，即使操作層面上可分離，但不同的管理策略卻需交給同一個管理階層或董事會來確定，可能引發矛盾與衝突。因此，倘若管理階層的思維方式傾向於傳統的央行管理模式，則積極的資產管理就可能難以實施，最終勢必走向以政府為主導之管理方式；其次，央行直接管理的模式也容易有操縱外匯市場之嫌，可能導致央行的聲譽受到影響。

因此自90年代以來，若干國家開始單獨成立專門的投資機構來管理主權財富基金，以拓展投資管道與延長投資年限，進而提高投資總體之收益率。誠如表2所示，新加坡在1981年5月成立了「政府投資公司」，負責管理的外匯資產超過1,000億美元，相當於新加坡外匯存底的90%，其年平均投資收益達9.4%；2005年7月，當時外匯存底居世界第四位的南韓也模仿新加坡，成立了「韓國投資公司」；為進一步提高長期投資收益，1998年挪威中央銀行也設立了專門的管理公司，即「挪威央行投資管理公司」(Norges Bank Investment Management，簡稱NBIM)。^⑪

主動管理相較於被動管理模式來說，在進行投資時對於市場的瞭解和遵循市場制度的程度均較後者為佳，因為這些獨立於國家外匯管理局的外匯投資公司，其一方面採用較為積極的投資方式，對不同的資產進行管理以拓展投資管道，進而提高投資決策的靈活性；另一方面其多元化的經營資產，有利於分散風險，可提高風險承受能力，以進行風險資產的最優組合，如此可以獲得較高的報酬率。但是即便如此，主動管理模式中政府仍然對於主權財富基金的投資方式與投資組合，掌握相當的影響力，其管理可以區分為以下三個層次：

(一) 第一層次：政府主管部門

除若干小國是直接由總統、國王負責管理外，多數國家是根據主權財富基金的性質，由財政部或中央銀行作為主管部門。其職能包括：提名任命主權財富機構的董事會成員和董事長、決定是否增減外匯和財政盈餘到主權財富基金、審議財務報告等。因此，政府主管部門一般都不干預主權財富基金的日常經營活動。

註⑩ 同註⑫。

註⑪ 同註⑫。

（二）第二層次：主權財富基金

大多數主權財富基金都會依法建立健全的公司治理結構，並具有較高獨立性的董事會。董事會成員中，由政府部門以外的專業人士所組成之非執行董事，往往佔董事會成員的一半以上。董事會負責制定公司總體投資策略與投資組合，並對董事會績效進行評估。大多數主權財富基金董事會還下設專門委員會，負責董事會在審計、風險管理、薪資與人事任命等方面的實際工作。至於管理階層則由董事會任命，因此對董事會負責，負責公司的日常經營與決策。

（三）第三層次：投資組合職能部門或子公司

大多數主權財富基金還設立獨立的子公司，分別投資不同領域的產業。這些子公司也都建立了相對規範的公司治理結構，具有相對獨立的董事會與管理階層。

當前，無論主權財富基金是採取主動式或是被動式的管理，其發展趨勢都相當一致，正逐漸從傳統的以規避風險為目的之流動性管理模式，向更加多元化和具有更強風險承受能力的資產管理模式轉變。

肆、主權財富基金發展的政治經濟意涵

當前主權財富基金的發展，本文分別從國際政治經濟學與全球化理論來加以說明。

一、國際政治經濟學

吉爾平（Robert Gilpin）曾說「現代國家與市場的共存與相互作用產生了政治經濟學，而沒有國家與市場即無政治經濟學」，¹⁸然而國際政治經濟學所包含的範圍比政治經濟學更廣，因為其涉及到國與國之間的關係，故複雜性多過單一國家內所發生的國家與市場問題。當前主權財富基金的發展，正牽涉到國與國之間的國家與市場關係，因此亦可透過相關理論進行探究。傳統的國際政治經濟學理論大致可以區分為三大部分，即自由主義、重商主義與馬克斯主義，發展至當代則分別以「相互依存理論」（Interdependence Theory）、「霸權穩定理論」（Hegemonic Stability Theory）與「依賴理論」（Dependence Theory）為代表。

（一）相互依存理論

「相互依存理論」繼承了自由主義的傳統，所強調的依存是指國家間或不同國家中行爲體間相互影響的情形，而此一相互影響是國際交往所產生的結果，包括貨幣、

註¹⁸ Robert Gilpin, *The Political Economy of International Relations* (New Jersey: Princeton University, 1987), p. 7.

商品、人員及資訊等跨國界的流通；^①當前的主權財富基金，其影響與效果也是國家間的跨國性流通。舉例來說在 2008 年初，新加坡的主權財富基金曾透過外商銀行大舉匯入資金進入台灣，準備逢低布局台股，但因金額太大，竟造成台灣匯市的大幅波動；^②又如表 2 所示，中國大陸於 2007 年 9 月 29 日在北京成立的「中國投資有限責任公司」（以下簡稱中投公司），在美國發生次級房貸之際大舉投資美國金融業，因而被稱為「華爾街救世主」。^③由此可見主權財富基金充分體現了國與國之間跨國界經濟流通與相互影響之意涵。

（二）霸權穩定理論

「霸權穩定理論」基本上繼承傳統的重商主義，故又被稱之為「新重商主義」。該理論於 20 世紀 70 年代出現，當時西方工業化國家的經濟發展處於長期停滯，出現了低經濟成長率、高失業率、高通貨膨脹率的現象，其中特別是美國霸權的衰退，這使得該理論應運而生，探討的面向在於霸權和國際體系的穩定、霸權周期和霸權國家的興衰、霸權戰爭和國際體系的變革。該理論所謂的「霸權」，就是指在物質資源中具有絕對優勢，特別是擁有原物料、資本、市場與高附加價值產品的生產優勢，霸權的特徵首先是市場規模巨大，可向友好國家開放市場，對不友好國家關閉市場；其次是其貨幣可以主導國際經濟；第三是其經濟的靈活性和流動性極高，會根據世界經濟的變化來調整本國經濟政策。支持霸權穩定論的金德伯格（Charles P. Kindleberger）認為一個開放和自由的世界經濟體需要有一個強國來維持；吉爾平也認為自由市場體系的發展必須具有三個前提，即霸權、自由意識形態和共同利益，而只有在霸權統治下的國際體系才會穩定發展；甚至霸權成爲一種無排他性的「公共財」（public good）。^④吉爾平並且認爲作爲霸權，必須擴大對其他國家行爲的影響與實現對世界經濟的控制。然而時至今日的 21 世紀，所謂霸權穩定的概念面臨許多的挑戰，首先，所謂的霸權已經日益稀釋化，過去的「七大工業國家集團」（G7），目前因爲中國大陸、俄羅斯等新興經濟體已增加爲「G20」，前美國總統小布希爲了因應 2008 年的國際經濟風暴，在該年 11 月 15 日於華盛頓召開了 G20 高峰會議，其中的中國大陸由於具有高額的外匯存底與國家主權基金因而最受矚目，而與會的胡錦濤更受到小布希與各國領袖的高度重視；^⑤其次，吉爾平將全球畫分成美國、西歐、日本三個霸權，^⑥但如表 2 所示他們都

註① Robert O. Keohane & Joseph S. Nye, *Power and Interdependence: World Politics in Transition* (New York: Longman, 2001), p. 7.

註② 羅兩莎，「主權基金危機中小額登台」，聯合報網站，2008 年 11 月 12 日，請參考 <http://udn.com/NEWS/FINANCE/FIN4/4559684.shtml>。

註③ 楊泰興，「投資海外金融機構中投怕了」，工商時報網站，2009 年 1 月 31 日，請參考 <http://news.chinatimes.com/CMoney/News/News-Page/0,4442,content+120603+122008120400390,00.html>。

註④ Stefano Guzzini, *Realism in international relations and international political economy* (London: Routledge, 1998), pp. 143~153.

註⑤ 國際中心，「經濟強國版圖重組，中國掌握王牌」，聯合報，2008 年 11 月 16 日，第 AA2 版。

註⑥ Stefano Guzzini, *Realism in international relations and international political economy*, p. 146.

不是重要的主權財富基金國家，其中美國在發生次貸風暴後引發了金融危機，歐盟也受到直接的衝擊，使得這些「霸權」的角色與影響大不如前，反倒是非屬霸權的主權財富基金國家影響較小，甚至成為這些霸權的資金來源；第三，當前主權財富基金的主要國家，似乎都不屬於上述的「霸權」概念，不但在過去的歷史發展中未曾扮演過霸權的角色，而且目前在國際間的政治與經濟領域也都較為低調，甚至沒有積極介入國際事務的意願。由此可見，霸權穩定理論似乎難以解釋當前的主權財富基金。

（三）依賴理論

在當代國際政治經濟學理論中繼承傳統馬克思主義的批判典範者首推「依賴理論」，首先，其假設在全球單一的資本主義市場體系中，所有的國家都在這個市場中；其次，這個市場體系存在一種「中心地區」和「邊陲地區」的結構，中心和邊陲存在著「不等價交換」，不但形成一種剝削與被剝削的關係，邊陲對於中心也產生一種依賴的關係，這使得邊陲的群眾日益貧窮化，也使得使資本主義國際體系得以延續動力；第三，在此一發達與不發達的二元結構中，不但條件優越者和惡劣者並存，富強工業化國家和貧窮的農民社會也是並存，此一優劣程度非但沒有縮小，反而呈現一種內在擴大的趨勢，而這不是一種暫存的情況，而是長期的現象。^⑤如表 2 所示，當前主權財富基金的主要國家，大多是中東產油國與亞洲的新興經濟體，似乎並非傳統的「中心地區」地位，但是也不屬於「邊陲地區」，因此很難素樸的去區分所謂的「二元結構」，事實上這也正是依賴理論在概念上較為模糊的問題；其次，這些發展主權財富基金的國家與其他國家間因經貿關係所產生的龐大外匯存底，亦非透過「不等價交換」與剝削方式所獲致；第三，依賴理論刻意忽視資本主義發展成功的模式，而包括新加坡、韓國、中國大陸等主權財富基金國家，都是資本主義發展成功的新興經濟體。由上述三項理由可以發現，藉由依賴理論來分析主權財富基金尚有其侷限性。

（四）小結

由上述論述可以發現，相互依存理論較能夠解釋主權財富基金的發展與特質，也成為本文的主要研究途徑。事實上，60 年代隨著美蘇冷戰對峙的緩和，貿易保護主義抬頭，加上對於現實主義產生懷疑，使得人們重新思考國家間的關係；其中特別是國家間在經濟上的日益相互依存，以及跨國公司和地區經濟一體化的興起。庫柏 (Richard N. Cooper) 在 1968 年發表相互依存的經濟學：大西洋共同體的經濟政策 (*The Economics of Interdependence: Economic Policy in the Atlantic Community*) 一書後，相互依存遂成為研究主題。^⑥1977 年基歐漢 (Robert O. Keohane) 和奈伊 (Joseph

註⑤ 王正毅、張岩貴，*國際政治經濟學：理論範式與現實經驗研究*（北京：商務印書館，2004 年），頁 259-263。

註⑥ 請參考 Richard N. Cooper, *The Economics of Interdependence: Economic Policy in the Atlantic Community* (New York: McGraw-Hill, 1968)。

S. Nye) 發表了權利與相互依賴 (*Power and Interdependence: World Politics in Transition*) 一書, 使得相互依存逐漸成爲一完整理論, 直到 21 世紀儘管國際政治經濟情勢已經有所改變, 此書仍然與時俱進的不斷修正與再版。

基本上, 基歐漢和奈伊認爲藉由國際關係理論中的現實主義來分析國際政治經濟並無法得到全面性的結論, 因此他們針對摩根索 (Hans J. Morgenthau) 的現實主義假設提出批評, 而現實主義在 20 世紀 40 年代末期到 60 年代曾經主導國際關係的研究。基本上, 相互依存理論與現實主義的論述差異如下三點: ①

1. 非國家行為者的重要性

現實主義認爲國家是國際政治最重要的行爲體與決定因素, 而相互依存理論則認爲社會聯繫是多種管道的, 其可以分爲三種: 國家之間的關係, 即政府官員正式與非正式活動; 跨政府的關係, 這包括非政府權勢人物間的非正式關係; 以及跨國家關係, 即包括跨國公司與跨國銀行。此外, 「非國家行爲者」(non-state actors) 將逐漸取代國家主權行爲者, 而在國際體系與實際國際政治操作中扮演重要的角色, 這包括了國際間的政府組織 (International Governmental Organization, IGO)、國際間的非政府組織 (International Non-Governmental Organization, NGO)、跨國公司、公民團體、非官方的個人等。基本上, 主權財富基金大多以跨國公司的模式經營, 並且投資其他國家的跨國公司, 例如中國大陸的中投公司於 2007 年 5 月在其尚未成立之前, 就以 30 億美元投資美國跨國公司的黑石集團 (Black Stone) 9.4% 的股權, 12 月更以 56 億美元投資摩根士丹利公司 (Morgan Stanley) 的 10% 股權。②另一方面, 國際政府組織也日益介入主權財富基金的運作, 例如隨著外國主權財富基金不斷擴大對美國的投資, 美國政府對於這些基金是否抱持政治動機感到憂心, 故積極推動主權財富基金必須接受由國際貨幣基金 (IMF) 與經濟合作暨發展組織 (OECD) 所擬定的準則, 此外包括歐洲聯盟委員會與世界銀行, 也都開始關切主權財富基金的發展。③

2. 經濟力將取代軍事力

現實主義認爲在國際領域中是屬於無政府的狀態, 缺乏如國內政治般具有一個至

註① Robert O. Keohane & Joseph S. Nye, *Power and Interdependence: World Politics in Transition*, pp. 21~22.

註② 大陸新聞中心, 「中投 800 億美元資金, 招標徵操盤手」, 中國時報網站, 2008 年 11 月 9 日, 請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110504+11200807100468,00.html>。邱詩文, 「中投不敢投資歐美銀行」, 經濟日報網站, 2009 年 1 月 31 日, 請參考 <http://udn.com/NEWS/MAINLAND/MAI3/4628849.shtml>。2008 年 9 月據傳又繼續加碼投資摩根士丹利達 49% 的股權, 楊泰興, 「投資海外金融機構中投怕了」, 工商時報網站, 2009 年 1 月 31 日, 請參考 <http://news.chinatimes.com/CMoney/News/News-Page/0,4442,content+120603+122008120400390,00.html>。

註③ 潘勛、尹德瀚, 「主權基金傾國威脅, 國際擬規範」, 中國時報網站, 2008 年 10 月 25 日, 請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110504+112008071000467,00.html>。

高無上的權威，因此軍事力量是最有效的手段，是行使權力最有效的工具。^⑩而相互依存理論則認為，軍事力量的作用甚為有限，在相互依存的情況下，最重要的是要解決盟國間的經濟問題，軍事力量可能毫無作用，因此軍事武力不再是國際關係上的絕對關鍵因素，取而代之的是經濟。如表 2 所示，主權財富基金是在 1974 年後開始出現，與相互依存理論的發展時期甚為接近，此一時期正是冷戰逐漸趨於和緩而軍事力式微之際，1972 年 2 月美國總統尼克森訪問中國大陸，除與毛澤東會面外，雙方更簽署了「中美聯合公報」（即上海公報），這是冷戰以來中共與美國長期對立下的歷史性突破，也奠定了日後雙方建交的基礎；此外，美蘇之間也加強了對話，尼克森在提出了「新和平戰略」後於同年 5 月訪問了蘇聯，雙方簽署了限制戰略武器條約，這不但使得 80 年代後美蘇逐步停止了軍備競賽，更使得藉由軍事武力來解決國際爭端的可能性大幅降低。而在軍事力式微之際，經濟力的重要性迅速提昇，國際間的經濟合作也更為緊密，其中特別是「關稅暨貿易總協定」（General Agreement on Tariffs and Trade, GATT）最具代表性，該協定自 1948 年成立後共舉行過八回合的談判，其中以第七回合（東京回合）與第八回合（烏拉圭回合）談判最為重要，其中的第七回合談判自 1973 年開始而至 1979 年完成，除了降低關稅障礙外，更達成了多項非關稅規約（code），^⑪使 GATT 談判之觸角伸入了非關稅領域。^⑫而主權財富基金發展迄今，其在經濟上的影響力更為突出，例如當美國在 2007 年 2 月爆發次級房貸的金融風暴後，阿聯的阿布達比投資局在同年 11 月投資花旗集團 75 億美元，科威特投資局在 2008 年 1 月也投資花旗集團 30 億美元，同時買入美林證券 20 億美元，^⑬對於穩定當時的美國政治與經濟情勢極具貢獻。

3. 軍事安全的重要性逐漸式微

現實主義認為世界政治中的問題有等級之分，以軍事安全為首。但相互依存理論認為，問題等級之分已經消失，軍事安全不再成為世界問題的首要，國內政策的相關事物也會影響國際，國內問題與對外問題之間的區別日益模糊。例如以投資績效著稱的新加坡政府投資公司之主權財富基金（GIC），2008 年時在全球 10 個國家設有專門投資的經理人，其投資對象遍及 30 多個國家與超過 200 件以上的地產，範圍包括購物中心、飯店、學生宿舍、醫院等，其重要轉投資項目包括：台灣的國巨電子（持股 7.99%）、中國大陸的睿富中國商業房地產投資信託基金、瑞士銀行（持股 7.9%）等，^⑭因此新加坡以一個彈丸之島，藉由經濟實力在國際上舉足輕重，影響力與重要性甚至

註⑩ Stefano Guzzini, *Realism in international relations and international political economy* (London: Routledge, 1998), p. 27.

註⑪ 包括了反傾銷、反補貼、開發中國家待遇、貿易爭端解決、技術壁壘障礙、政府採購、補貼及平衡稅、關稅估價、進口許可證稅序等非關稅措施協定。

註⑫ 尙明、李仲周，*淺談關貿協定—重返關貿協定*（北京：經濟日報出版社，1992 年），頁 15。

註⑬ 季晶晶，「投資失利，中東主權基金這回不當凱子」，經濟日報網站，2009 年 1 月 12 日，請參考 <http://udn.com/NEWS/WORLD/WORS5/4522406.shtml>。

註⑭ 林上祚，「淡馬錫整合官股股權規模越滾越大」，中國時報網站，2008 年 11 月 12 日，請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110502+112008100300245,00.html>。

超越許多軍事政治大國；而 GIC 的投資策略不但要考慮新加坡國內的政經因素，也必須考慮國際與被投資國的政經環境，而其投資結果不但會影響新加坡國內，也會影響國際與被投資國。

但另一方面，相互依存理論雖然依循自由主義，但隨著全球政治經濟情勢的變遷，基歐漢和奈伊也有所調整並提出以下四個論述：^⑤

1. 相互依存並不意味著互利

首先，並不是所有國家間的交往都是相互依存的，只有交往活動付出代價才可以稱得上是相互依存；其次，相互依存不意味著互利，也不意味著沒有國際衝突，相反的國際衝突會以新的形式出現，甚至是增多；第三，傳統自由主義往往認為相互依存的各方共同收益，但相互依存理論則認為，相互依存的雙方只存在相對的收益和分配，即相對的受益和相對的受損，因此並非意味沒有衝突。事實上，當前的主權財富基金對於他國的投資，既非互利也可能與被投資國產生利益上的衝突，特別是許多中東與亞太國家的主權基金缺乏透明度，因而造成若干西方國家的保護主義有抬頭的趨勢。

2. 相互依存並不意味著「非零和」

我們不能機械地認為傳統國際政治就是零和政治，而經濟上相互依存的政治就是非零和政治；事實上，經濟相互依存也包含競爭。所以，相互依存論和傳統國際政治理論的區別不在於零和和非零和。事實上，在主權財富基金的投資中，由於事涉商業利益因此是極有可能與其他國家產生零和競爭的。例如 2008 年 12 月下旬所舉行的第五次「中美戰略經濟對話」，美國在面對其岌岌可危的金融業時，公開表示歡迎中國大陸的主權財富基金，在「商業」的前提下進行投資。^⑥由此可見美國一方面希望中國大陸主權財富基金在相互依存的精神下進行資金挹注，但因為大陸近年來的綜合國力大幅提昇，儼然成為美國的競爭對手，使得美國也擔心大陸的經濟投資具有非商業性的政治意圖。

3. 相互依存並不意味著完全平等

不應把相互依存的定義侷限於相互之間均等的依存，事實上在行為體的交往中，會存在著不對稱的狀況。目前主權財富基金中，不同國家之間也存在著不均等的現象，許多強勢而積極的主權財富基金，不斷收購經濟較為落後國家的企業。誠如前述新加坡淡馬錫控股公司就非常積極投資鄰近國家的企業，2008 年持有「印尼流動電信公司」35%和「印尼衛星公司」42%的股權，由於此兩家公司佔印尼行動電話市場的75%而遭檢舉涉及壟斷市場，經印尼商業競爭管理委員會調查後，判定違反印尼商業

註⑤ Robert O. Keohane & Joseph S. Nye, *Power and Interdependence: World Politics in Transition*, pp. 8~10.

註⑥ 劉煥彥，「美金融業歡迎大陸主權基金投資」，經濟日報網站，2009 年 1 月 30 日，請參考 <http://udn.com/NEWS/MAINLAND/MA11/4631876.shtml>。

競爭法，後經法院判決需支付約 160 萬美元的罰款。³⁷由此可見，新加坡透過強大的國家主權基金壟斷了印尼電信產業，但印尼因為經濟實力懸殊卻無法平等的進入新加坡，使得印尼不得不作出反應以求自保。

4. 相互依存並不意味著穩定

從權力的角度出發，相互依存仍然充滿著「敏感性」與「脆弱性」，此一敏感性包括了經濟、政治與社會等層面。誠如前述，由於許多主權財富基金投資國與被投資國之間的關係並非互利，一方面投資國可能因為經濟損失而認為被投資國從中作梗或設下投資陷阱；而被投資國也可能擔心投資國會產生與本國產業的零和競爭，因而加以反對或干預，因此其投資行為就隱藏著投資風險的「敏感性」與雙方交惡的「脆弱性」。例如前述的中國大陸中投公司在投資黑石集團與摩根士丹利公司後，在 2009 年因面臨國際金融風暴而使得這兩筆投資的資產大幅縮水，帳面蒙受巨額損失，至 2008 年 12 月時統計，黑石集團帳面損失約為投資額的 81%，摩根士丹利公司則為 75%，這使得中投因而遭受大陸內部的強烈批評。³⁸由此可見大陸投資上述美國兩大企業，一開始的確是展現了相互依存的精神，但由於中投承擔之投資責任與投資風險的「敏感性」，加上中美政經關係的「脆弱性」，使得中投公司在虧損的情況下還必須不斷對外宣稱「投資黑石是個很好的投資」。³⁹

由上述論述可以發現，相互依存理論的貢獻，首先是將非國家因素引入國際關係研究之中，並將其系統化，特別是古典自由主義經濟學所假設的是和諧的國際經濟關係，因此不存在衝突；而相互依存論則認為衝突的存在是必要的。其次，是將權力和相互依存結合起來，因而拓展了國際關係研究的視野，其將經濟利益與政治代價相互結合，並且從成本和收益的經濟學理論來分析權力。第三，是將國際機制和相互依存結合起來，為後來國際機制的研究與「新自由制度主義」(Neoliberal Institutionalism) 的理論奠基。⁴⁰

二、全球化理論

自從加拿大傳播學者麥克盧漢 (Marshall McLuhan) 首次提出了「地球村」(global

註³⁷ 康世人，「認定淡馬錫不當競爭，印尼最高院駁回上訴」，中央社網站，2009 年 1 月 31 日，請參考 <http://tw.news.yahoo.com/article/url/d/a/080912/5/15t6y.html>。

註³⁸ 楊泰興，「投資海外金融機構中投怕了」，工商時報網站，2009 年 1 月 31 日，請參考 <http://news.chinatimes.com/CMoney/News/News-Page/0,4442,content+120603+122008120400390,00.html>。邱詩文，「中投不敢投資歐美銀行」，經濟日報網站，2009 年 1 月 31 日，請參考 <http://udn.com/NEWS/MAINLAND/MAI3/4628849.shtml>。

註³⁹ 賀靜萍，「拿長錢做長事，中投：投資黑石是好交易」，工商時報網站，2009 年 1 月 31 日，請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,120505+122008102800088,00.html>。

註⁴⁰ 王正毅、張岩貴，國際政治經濟學：理論範式與現實經驗研究，頁 132~133。

village) 的概念後，^④遂成爲全球化理論之濫觴，而主權財富基金也是在全球化的浪潮下迅速發展，因此亦可透過全球化理論進行探究。

當前學術界對於全球化 (globalization) 的看法大致可以分成三類，首先是對全球化發展極度樂觀者，認爲民族國家將被市場所完全取代的「誇大論」看法，此基本上是從自由主義的角度出發，以福山 (Francis Fukuyama)、大前研一 (Kenichi Ohmae) 爲代表，^④但是這種單向度的「極端全球主義者」(hyperglobalizers) 之觀點卻也造成另一部分人士的反對，就是所謂的「懷疑論」(sceptics)，包括湯普森 (Grahame Thompsn)、赫斯特 (Paul Hirst) 與韋斯 (Linda Weiss)，^④他們依循重商主義的觀點，強調所謂全球化只是國際化，國家依舊是經濟的管理者，並認爲誇大論者的國家終結論帶有強烈的意識形態偏見。基本上，從主權財富基金的角度來說，上述兩種看法都有解釋不足之處，從「誇大論」來說，雖然主權財富基金是在全球化的趨勢下所發展，但在「主權」的基礎上，還是以單一的國家爲單位向外進行投資，甚至也未有兩個國家以上相互合作的情況；而就「懷疑論」來說，當前國家之間的經濟與貿易聯繫甚爲緊密，而主權財富基金的投資標的遍及全球各種產業與跨國公司，因此影響層面是跨國性與全球性的，甚至肩負起穩定全球經濟危機的道德責任，誠如世界銀行首席經濟學家林毅夫在 2008 年 10 月時表示，主權財富基金在美國次級房貸所引發的全球金融危機中，可以發揮一定的功用；設有主權基金的國家訂定相關的行爲準則，將可確保主權基金在國際金融領域中扮演建設性的角色。^④

事實上，全球化理論中「誇大論」與「懷疑論」都是較爲極端的論述，當兩派激烈交鋒之際，包括英國學者紀登司 (Anthony Giddens)、德國學者貝克 (Ulirich Beck) 與美國學者羅伯遜 (Roland Robertson) ^⑤ 等人的「過程論」(transformationalists) 觀點就顯得較具有建設性，他們認爲全球化是社會變遷的過程，是推動社會政治、經濟快速改變的中心力量，此將重塑世界秩序，而國際與國內事務也將更難以分野；^⑥因此過程論者強調「多角度」的全球化，強調全球化的動態性、漸進性與不可抗拒性。本文認爲主權財富基金的發展較爲符合「過程論」的觀

註④ Marshall McLuhan, *Understanding Media* (London: Routledge, 1964), p. 358.

註④ 請參考 Francis Fukuyama, *The End of History and the Last Man* (London: Hamish Hamilton, 1992) 與 Kenichi Ohmae, *The End of Nation State: The Rise of Regional Economies* (NY: The Free Press, 1995)，除了新自由主義者外，若干新馬克斯主義者也持相同論點。

註④ 請參考 Paul Hirst & Grahame Thompson, *Globalization in Question: The International Economy and The Possibilities of Governance* (London: Polity Press, 1996); Linda Weiss, *The Myth of the Powerless State* (NY: Cornell University Press, 1998)。

註④ 劉道捷，「林毅夫：主權基金扮滅火要角」，經濟日報網站，2008 年 10 月 13 日，請參考 <http://udn.com/NEWS/WORLD/WORS2/4555508.shtml>。

註⑤ 請參考 Anthony Giddens, *The Consequences of Modernity* (London: Polity Press, 1990); Ulirich Beck, *What is Globalization?* (London: Polity Press, 2000); Roland Robertson, *Globalization: Social Theory and Global Culture* (London: Sage, 1992)。

註⑥ David Held, Anthony McGrew, David Goldblatt & Jonathan Perraton, *Global Transformations: Politics, Economics and Culture* (London: Polity Press, 1999), p. 7.

點，如表 2 所示，主權財富基金雖然是在 70 年代開始出現，但迅速發展卻是在 2000 年以後，因此目前仍在增加之中，包括台灣也在 2008 年 10 月間由行政院提出發展主權財富基金的構想；而主權財富基金是由一國的國內資金投入國外之投資標的，因而使得國際與國內的政經發展更難以分割；而主權財富基金的影響多元，包括政治、外交、經濟與社會等層面，所以也符合過程論的「多角度」論述。

在全球化的「過程論」中，科恩（Robin Cohen）與肯尼迪（Paul Kennedy）對於全球化特徵的詮釋如下：時空概念的變化、文化互動的增長、世界居民所面臨共同問題的增加、相互聯繫與依存的增加、跨國行為體的發展與全方位的一體化，^④這六點亦可解釋全球化對於主權財富基金的積極效果。

（一）時空概念的變化

由於人類間快速的流動與交流，使得世界逐漸發展成爲一個單一的體系，如此導致人類時間與空間的巨大改變，羅伯遜（Roland Robertson）稱此爲「世界的壓縮」（compression）。^④賀爾德（David Held）認爲「全球化改變了時空的過程，使不同區域的人類活動連接在一起」，因此跨越邊界的活動開始「有規則」的展開，尤其隨著運輸體系的發展，人口在全球流動的速度更是快速提高。^④當前，主權財富基金的投資標的可能在地球的另一邊，雖然彼此的空間距離遙遠與時間晝夜相異，但隨著網際網路、視訊會議與無線通訊等設備，其投資行爲並無任何阻礙與限制。而隨著噴射客機的發展，各國主權財富基金的專業經理人，可以迅速而便利的前往投資標的之所在國進行深入瞭解，以解決可能的「資訊不對稱」（information asymmetry）問題。

（二）文化互動的增長

文化的內容相當廣泛，舉凡社會群體共同擁有的思想、觀念、知識、藝術、規範、習俗都包含在內，依據此一文化該社會成員形成獨特之生活方式，^⑤全球化的特徵之一是不同文化之間的互動機會與頻率增加。事實上，主權財富基金之所以在 2000 年以後快速發展，顯示許多國家從過去的陌生，到現在逐漸理解主權財富基金的思想、觀念與知識，這形成了某種程度的文化互動。此外，各國主權財富基金的運作，也日益形成共同的規範，例如國際貨幣基金在 2007 年 11 月首次針對各國的主權財富基金召開了一場「主權資產和儲備管理人員圓桌會議」，共有來自 28 個國家的中央銀行、財政部和主權財富基金的高級代表與會，針對各國主權財富基金所面臨的政策、體制和操作問題進行討論；2008 年 4 月各國主權財富基金代表在華盛頓的國際貨幣基金總

註④ Robin Cohen & Paul Kennedy, *Global Sociology* (London: Macmillan Press Ltd, 2000), p. 24.

註④ Roland Robertson, *Globalization: Social Theory and Global Culture* (London: Sage, 1992), p. 8.

註④ David Held, Anthony McGrew, David Goldblatt & Jonathan Perraton, *Global Transformations: Politics, Economics and Culture*, p. 15.

註⑤ David Held, Anthony McGrew, David Goldblatt & Jonathan Perraton, *Global Transformations: Politics, Economics and Culture*, p. 26.

部召開會議，宣布正式成立「主權財富基金工作組」，共有 25 個國家加入；^⑤2008 年 7 月更召集上述國家之主權財富基金代表，聚集在新加坡舉行為期 2 天的閉門會議，研商如何制定自發性的基金運作準則規範，^⑥此一共同規範的建立也可視為是全球化下文化互動之具體結果。

（三）世界居民所面臨共同的問題

許多問題不再只是侷限於某一國家，其可能向外擴散而使全世界人類都受到影響，或者各國都有相同問題而必須共同關注。例如從 2007 年開始美國的次級房貸風暴，引發全球性的金融與經濟危機，各國股市也因而受到影響，成為世界居民所面臨的共同問題；而從 2007 年 10 月開始到 2008 年，各國主權財富基金總共向歐洲和美國銀行注入了超過 400 億美元的資金，以挽救遭受重大損失的銀行，^⑦由此可見主權財富基金憑藉其龐大資金，成為解決全球共同問題的重要力量。

（四）相互聯繫與依存的增加

在全球化進程中，不同國家間人們聯繫依存之程度與機會大幅增加，誠如社會學家科司特 (Manuel Castells) 所述，隨著跨國交流與互動的緊密，人與人之間形成一種「網絡社會」(network society)，而這些網絡衝破了固有疆域的界限，使得社會與城市向外擴散，與其他社會結合而成共同擴張的態勢。^⑧這就如楊 (Gillian Young) 所言，全球化的最重要條件，就是社會關係空間的規模在全球之擴大，這不僅是指物理空間，而且是指全球性的社會空間；^⑨因此誠如弗里德曼 (Janathan Friedman) 的觀察，羅伯遜 (Roland Robertson) 所談的「世界壓縮」，除了強調時空距離的縮短外，另外一層意義就是「全球互賴的增加，與互賴意識的增強」。^⑩從主權財富基金來說，一個國家的基金投資另一個國家的企業，其所造成的聯繫與影響必然能跨越固有疆域的界限，形成一種「網絡社會」；此一聯繫與依存，不但是國家間的關係，也是國家與企

註⑤ 工作組成員國包括：澳大利亞、亞塞拜然、巴林、博茨瓦納、加拿大、智利、中國大陸、赤道幾內亞、伊朗、愛爾蘭、韓國、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、千里達與托巴哥、阿拉伯聯合大公國、美國和越南。沙烏地阿拉伯、經合組織和世界銀行則以永久觀察員的身份參加。國際貨幣基金對外關係部，「成立主權財富基金國際工作組以推動制定自願原則的工作」，國際貨幣基金網站，2008 年 10 月 25 日，請參考 <http://www.imf.org/external/chinese/np/sec/pr/2008/pr0897c.pdf>。

註⑥ 潘勛、尹德瀚，「主權基金傾國威脅，國際擬規範」，中國時報網站，2008 年 10 月 25 日，請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110504+112008071000467,00.html>。

註⑦ 國際貨幣基金，「基金組織加強關於主權財富基金的工作」，國際貨幣基金網站，2008 年 10 月 25 日，請參考 <http://www.imf.org/external/chinese/pubs/ft/survey/so/2008/poI030408ac.pdf>。

註⑧ Manuel Castells, *The Rise of the Network Society* (Oxford: Blackwell, 1996), p. 469.

註⑨ Gillian Young, *International Relations in a Global Age: A Conceptual Challenge* (London: Polity Press, 1999), p. 97.

註⑩ Janathan Friedman, *Culture Identity and Global Process* (London: Sage, 1994), p. 196.

業、企業與企業、國家與人民、企業與人民、人民與人民等不同面向的「社會空間」互賴，因為被投資的企業可能影響該國的總體經濟，而被投資企業又具有龐大的員工與客戶，至於主權財富基金誠如前述也多以專業的投資公司方式進行運作。事實上，這與前述基歐漢與奈伊所提出的「複合相互依存」(complex interdependence) 觀點不謀而合，在後冷戰時期的全球化進程中，不同國家間的聯繫與依存程度大幅增加，強調在國際關係與跨國互動日益密切、複雜的情況下，各種行為者間都會受到彼此行動的影響，而且彼此的需求與依賴也將有增無減。⁵⁷

(五) 跨國行為體的發展

跨國行為體中又可稱之為「超國家主體」，其包括了跨國公司、國際政府組織、國際非政府組織等，此在前述相互依存理論中有所探討，故在此不再贅述。

(六) 全方位的一體化

全球化架構下，舉凡政治、經濟、社會、文化、技術等不同領域將會聚集在一起，相互強化而不斷擴大全球化對他人的影響。由於全方位一體化所強調的是不同領域的整合，因此人們也應該從過去直線式的因果觀轉變為結構式，從一元化的思考模式走向多元化，從以西方中心主義為核心的現代化思維，走向非西方甚至是不同類型相互碰撞滲透的後現代「雜交」(hybridity) 思維，徹底從過去的「去異求同」走向「存異求同」。從表 2 可以發現，當前重要的主權財富基金，多是中東或亞太地區國家，他們的投資與操作思維絕對與西方國家有所差異；而當他們投資西方國家的企業時，也必須考慮西方的想法，至於被投資的企業也勢必被迫調整自身立場，去適應新東家。

伍、當前主權財富基金發展的問題

主權財富基金的發展雖然快速，但仍有以下三項重大問題，分述如下：

一、資訊不對稱所形成之政經風險

主權財富基金可說是政府直接管理或委託管理的特殊類型之公共基金，因此其投資通常結合了一個國家的政治與經濟目的，如此使得資訊披露和透明度方面都較為欠缺。職是之故，就市場與投資者來說，在資訊不對稱的情況下，很難充分瞭解各種不同主權財富基金的決策程序、策略目標、投資原則，也不知如何確定與調整其投資組合，對於主權財富基金的激勵與約束機制也欠缺資訊。因此，國際間也開始擔心主權財富基金的興起，可能會增加國際金融架構的體系性風險。特別是近年所發生的美國次級房貸問題，就顯示出金融商品從設計、信用評比、發行和交易等一系列環節都可

註⁵⁷ Robert O. Keohane & Joseph S. Nye, *Power and Interdependence: World Politics in Transition*, pp. 21~23.

能出現缺陷，因此很難進行有效的風險評估。例如新加坡的淡馬錫控股公司 2009 年 2 月 7 日突然無預警宣布，該公司總裁同時也是星國總理李顯龍妻子的何晶決定卸下職務，由於淡馬錫公司拒絕說明其卸職原因，使得外界資訊甚為有限而傳言紛紛，多數揣測此應與該公司近年重大投資失利有關；特別是何晶特殊的政治經濟背景與關係，而該公司從 2007 年 12 月開始以超過 10 億美元的資金，低調注入美國的美林證券，結果美林證券卻因捲入 2008 年的美國次級房貸危機中而損失慘重，^⑳使得淡馬錫公司也必須默默承受此一結果。由此可見主權財富基金在對外資訊不充分的情況下，造成投資者的風險增加，也難以進行充分的風險評估。

二、動輒影響國際金融市場

由於主權財富基金與一般投資基金相較其具有特殊的政治與經濟意涵，因此一舉一動格外引人注目，很難在市場上維持其匿名性與私密性。當市場一旦獲知某主權財富基金有意投資某資產或某股票，則該資產或股票的價格就會上漲，如此不但會增加主權財富基金的投資成本，更會直接影響國際間的金融市場。例如中國大陸的主權財富基金中投公司，註冊資本額的 2,000 億美元，到了 2009 年除了近半數是投資大陸的國有商業銀行外，尚餘 1,000 億美元資金，而其中九成是現金持有，因此在全球面臨金融風暴之際，這 900 億美元現金就受到國際間的矚目，而其投資標的更具有指標意義，誠如前述中投公司在對黑石集團與摩根士丹利公司的 86 億美元投資中虧損嚴重，使得中投公司從 2009 年開始不再投資金融產業，轉而投資天然資源與房地產，其中特別是已開發國家的房地產。這使得許多投資者緊密關注其投資標的，包括澳洲的鐵礦與澳洲、英國的房地產等，由於都是中投公司可能投資的對象，相關企業的股票也就水漲船高。^㉑

三、引發其他國家的猜疑

由於國家主權財富基金的背後具有敏感之政府與政治背景，因此其投資行為往往會引起被投資國各方面的猜疑與無形的阻力，甚至是公開的敵意。例如 2008 年 6 月波士頓房地產公司、高盛集團與杜拜投資基金 (Meraas Capital LLC of Dubai)，聯手以 28 億美元買下位於紐約第五大道的通用汽車大樓，創下美國辦公大樓交易的新高紀錄；而曾是全球最高摩天大樓的紐約克萊斯勒大樓，也已於同年 7 月被阿布達比投資委員會以密而不宣的價格買下，這都造成美國民眾對於中東主權財富基金的關注與擔

註^⑳ 梁東屏，「淡馬錫換總裁，李顯龍妻下台」，中國時報網站，2009 年 2 月 14 日，請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110504+112009020800237,00.html>。

註^㉑ 林則宏，「中投手握千億美元」，經濟日報網站，2009 年 4 月 9 日，請參考 <http://udn.com/NEWS/MAINLAND/MAI3/4779630.shtml>。劉煥彥，「中投不藏私，大報明牌」，經濟日報網站，2009 年 4 月 9 日，請參考 <http://udn.com/NEWS/MAINLAND/MAI3/4774491.shtml>。

憂。^⑩

事實上，西方國家真正擔憂的是，許多主權基金無法確定其真實目標與資產數額，其投資目的可能不只在於為民牟利，而是透過戰略性收購來增強其政治經濟權力。例如卡達與杜拜投資基金曾以超高價格收購倫敦股票交易所的股份，就讓外界認為此一投資恐怕並非僅是為了獲利，而是企圖掌控倫敦股票交易所的主導權。^⑪因此美國制訂了「2007 年外商投資與國家安全法案」，加強對於外資併購案件的審查；日本亦於 2007 年 10 月頒布新規定，從嚴審查跨國併購案。除此之外，德國等歐盟國家也訂定主權基金相關投資限制。^⑫又例如由於新加坡的華人背景，使得東南亞鄰國對於新加坡淡馬錫控股公司也頗具戒心，2006 年以 19 億美元的高價，收購泰國前總理戴克辛家族經營的電訊公司 49% 股權；雖然戴克辛家族依法無須在交易中繳稅，卻仍遭反對陣營嚴厲批判，最終導致戴克辛遭政變推翻。^⑬

陸、當前主權財富基金發展的特色

當前的主權財富基金仍屬於發展的階段，有若干趨勢值得關注，分述如下：

一、中國大陸的發展受到矚目

中國大陸在 1978 年改革開放後積極進行招商引資而成為所謂的「世界工廠」，不但建構出以出口為導向的經濟模式，更在對外貿易的快速發展下累積了大量之外匯盈餘。而此一外匯盈餘除成為外匯存底外，另一方面則進行較為積極的外匯投資，並由中共國家外匯管理局所設的外匯投資公司來運作。因此大陸在 21 世紀正式加入了主權財富基金的浪潮中，中投公司的規模為 2,000 億美元，成為世界最大的主權財富基金之一。^⑭隨著大陸在經濟上的持續發展與其在國際經濟上的積極作為，極有可能在 2012 年成為擁有全球最大主權財富基金的國家。

註⑩ 劉聖芬，「克萊斯勒大樓中東人插旗」，工商時報網站，2008 年 11 月 9 日，請參考 <http://news.chinatimes.com/CMoney/News/News-Page/0,4442,content+120602+122008071000623,00.html>。

註⑪ 潘勛、尹德瀚，「主權基金傾國威脅，國際擬規範」，中國時報網站，2008 年 10 月 25 日，請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110504+112008071000467,00.html>。

註⑫ 林上祚，「主權基金星國大賺中國慘賠」，中國時報網站，2008 年 10 月 25 日，請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110501+112008100100105,00.html>。

註⑬ 梁東屏，「淡馬錫換總裁，李顯龍妻下台」，中國時報網站，2009 年 2 月 14 日，請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110504+112009020800237,00.html>。

註⑭ 朱小明，「中國主權基金 CIC 套牢 54 億美元」，聯合晚報網站，2008 年 11 月 12 日，請參考 <http://udn.com/NEWS/WORLD/WOR2/4556166.shtml>。

二、次貸風暴後影響更加明顯

隨著全球的主權財富基金數量快速增長，其資產規模急劇膨脹，市場影響力也隨之提昇，近年來全球股票市場已經有愈來愈多的主權財富基金進入。而在當前全球經濟受到美國次級房貸風暴影響之際，各國都需要資金的引進，因此這種有國家財力支持而資金雄厚的投資者，在國際投資市場中的地位便水漲船高；特別是許多飽受次貸危機影響的金融機構，更視主權財富基金為活水源頭。例如新加坡的淡馬錫控股公司，其投資對象及包括印度工業信貸投資銀行、中國建設銀行和英國渣打銀行等多家知名金融機構。^⑤此外，目前於國際間活躍的主權財富基金，多半是石油和天然氣豐富的國家，由於近年來國際原油價格不斷上升，使得這些主權財富基金的身價也水漲船高。

三、投資方式日益多元

主權財富基金的積極管理主要考慮的是資產的長期投資價值，因此對於短期波動並不過分關注，但對於投資組合的資產配置、貨幣構成、風險控制等都有嚴格要求。主權財富基金的投資策略主要是指投資組合依照資產種類、貨幣、國別、行業、風險承受水準等項目，所進行的策略性配置。在過去，主權財富基金的管理方式較為被動而保守，對於本國與國際金融市場的影響也甚為有限。但隨著近年來因國際油價飆漲與國際貿易擴張而使得主權財富基金的獲利迅速增加，使其採取專業化與市場化的運作手段，管理也日趨積極而多元，也就是從以規避風險為目的的流動性管理模式，轉為具有更強風險承擔能力的資產管理模式，以謀求長遠投資，並獲得較高收益。因此，其資產分佈不再集中於高等級的政府債券和企業債券，如 G7 之定息債券，而是著眼於包括股票和其他風險性資產在內的全球性多元化資產組合，如外國房地產、私人股權投資、商品期貨、對沖基金等非傳統類投資。這使得主權財富基金在國際金融市場中，扮演更為活躍的角色。因此，主權財富基金能夠在有效進行風險控制的條件下，建構更具績效的投資組合，進而獲取更高的投資報酬。

以挪威 NBIM 為例，1996 年前其幾乎全部投資於有擔保的政府債券，由於石油基金規模迅速增長，1998 年挪威銀行放寬了 NBIM 對股票投資的限制；目前，NBIM 投資組合中，股票比例為 30%，其餘部分為固定收益產品投資。新加坡 GIC 的投資策略則更為積極，投資組合包括債券、股票、房地產、股權投資等各類資產。而科威特 KIA 則致力於實施靈活的、專業化的、適應國際市場變化的分散投資策略；投資組合上，房地產基金占 34%，直接投資基金占 17%，股票基金占 38%，債券基金占 11%。^⑥

註⑤ 葉家興，「中投公司帶來的機會與挑戰香港」，信報財經月刊（香港），第 367 期（2007 年 10 月），頁 32。

註⑥ 同註⑫。

四、正派經營成為未來發展趨勢

當前，主權財富基金的運作與經營管理，正日益步上正軌，其發展趨勢如下：

(一) 建立明確的商業化、專業化與獨立化原則

所謂商業化，即主權財富基金的相關章程必須規範的非常明確，其只追求純粹的商業目標，即長遠投資價值的最大化，而不摻雜其他非商業的政治性或社會性目標，進而能夠以專業立場進行獨立性的判斷。

事實證明，由於主權財富基金的背景，極容易受到各方面的政治性影響與政府官僚干預。這不但犧牲了主權財富基金獨立性與專業化的運作能力，造成難以降低投資風險與增加投資效益，更可能引發不同立場與策略上的衝突。由於主權財富基金的資金大部分投資於海外資產，本來在政治上就極為敏感，因此如果某國的主權財富基金缺少足夠之商業性與運作獨立性，就有可能被認為是該國政府的一個政策工具，進而容易遭受被投資國在政治上的指控與阻力。例如新加坡淡馬錫控股公司一直以其獨特的運作模式取得優異的業績，進而吸引全球投資者的目光，該公司管理的投資組合淨值，已經從成立之初的 3.54 億新幣增加到 2007 年時的 1,640 億新幣，公司淨值增加 460 多倍。^⑦其成功的重要原因之一就是新加坡政府的主管部門，不過問公司的具體經營而只問業績，要求其年終不得少於一定的報酬率。因此這種朝向市場化而淡化政府色彩的特點，成為其成功運行的關鍵因素。

(二) 明確基金與其董事會、股東的關係

為確保商業化、專業化與獨立化，主權財富基金一方面要在公司章程中明確訂立該基金及其董事會，與股東（即國家）間、中央銀行和財政部間、政府其他部門間、金融監管部門間的關係，以及與旗下投資對象，特別是與由其參股控股的子公司間的關係。因為任何含糊不清的關係，都將導致各方面對於主權財富基金的不必要干預，進而影響其商業化、專業化與獨立化的運作。

另一方面，主權財富基金的內部組織架構、治理模式與管理團隊如何建立也甚為重要。例如阿聯的阿布達比投資局、新加坡政府投資公司、挪威政府退休養老基金等，都儘量採取國際金融市場上私人投資公司的組織，避免採取政府行政機關的架構。^⑧其中，特別是去凸顯董事會與專業投資委員會的核心決策權與自主權，並強調組織精簡與決策效率，否則主權財富基金若淪為政府行政機關而非專業化的商業機構，勢必採用官僚行政模式而壓抑專業精神與商業文化，導致組織的僵化而不利於高效率運作。也因此阿聯與新加坡的主權財富基金員工中極少有公務員，而是在國際金融市

註⑦ 葉家興，「中投公司帶來的機會與挑戰香港」，信報財經月刊（香港），第 367 期（2007 年 10 月），頁 32。

註⑧ 同註⑦。

場中網羅一流的國際金融人才，甚至許多基金經理與首席投資官都是具有外國籍的專業人員。

（三）外部管理扮演重要角色

許多主權財富基金，將其絕大部分資金交由外部專業機構來管理，一般是優先委託給國內高素質、具有國際經驗與發展潛力的專業投資經理人，如此可使該國仍處於萌芽階段的機構投資者之相關行業得以成長。其次，這些主權財富基金會挑選世界一流的投資機構，包括投資銀行、私募股權投資基金（Private Equity Fund, PEF）、對沖基金以及傳統資產管理公司等作為其外部管理人，如此一方面可以獲得較高的預期投資報酬，另一方面也可獲得外部專業機構所提供的投資研究報告、市場情報資訊與投資管理經驗。

外部管理對多數主權財富基金來說是需要的，藉由外部管理可以彌補政府投資機構中專業人才不足的問題，同時避免主權財富基金直接出面在國際金融市場中爭購資產，如此可以減少主權財富基金所面臨的特殊市場與政治風險。例如 2008 年 7 月中國大陸的中投公司就透過全球招標的方式，將旗下的 800 億美元資金交給國際專業的金融機構來管理，以在全球金融市場進行資產配置；這引發了全球金融機構的高度興趣，包括高盛、瑞士銀行、摩根史坦利等三家投信公司都希望競逐這塊大餅。^⑥

（四）風險管理至關重要

主權財富基金在追求高報酬的同時也伴隨著風險的提高，因此相關管理機構必須規避不適當的風險，使得在尋求高報酬和承擔高風險之間取得平衡。而有效的風險管理，不僅能將風險控制在可承受的範圍，更可使投資組合的潛在報酬得以最大化。

當前，挪威與新加坡的風險管理已經成為主權財富基金發展的典範，以挪威 NBIM 為例，在其「挪威政府石油基金投資指引」中對於風險管理具有明確規定，包括資產配置限制、信用風險限制、債權持有期限限制與投資基準偏離的最大偏離限制。新加坡淡馬錫控股公司則根據不同的風險類型，制定針對性的風險控制策略，將風險分為三類：策略風險、財務風險與經營風險；針對策略風險，淡馬錫調整投資組合，進行跨地域、跨行業和跨時段的投資平衡組合；針對財務風險，其內部風險控制部門每月評估集團的投資風險，每日評估下屬基金公司的投資風險；針對經營風險，內部審查部門每 18 個月輪流審查公司的各部門，法律部門則負責監督各部門的違規情況。^⑦

目前，大多數主權財富基金在控制風險上具有三個共同點：公司管理高層直接介

註⑥ 大陸新聞中心，「中投 800 億美元資金，招標徵操盤手」，中國時報網站，2008 年 11 月 9 日，請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110504+112008071000468,00.html>。

註⑦ 同註⑥。

入風險控制；強調多元化投資組合，以降低不同投資策略間的風險相關性；運用現代風險統計技術來進行資產配置和風險評估。

（五）透明度被視為健康發展條件

挪威主權財富基金的透明度、道德與穩定收益兼具，始終被稱為是主權財富基金中的「模範生」。其不但開放國際貨幣基金與世界經濟合作發展組織對其進行研究調查，而且對外公開其投資標的與投資組合，甚至一般網際網路即可查詢其投資種類、地區、外幣與年收益等資訊。事實證明，挪威主權財富基金的透明度有助於增加其經濟利益，在 2005 年時投資收益超過 100%、2006 年也有 15%，如此也使得政府部門與基金管理的界線更為清晰。^①

（六）投資的道德性受到重視

近年來，主權財富基金除了著眼於收益之外，也日益重視投資是否符合道德性。例如挪威的主權財富基金對於投資標的之道德度也有所考量，除了已經停止投資 25 項不符合環保、人權規範的企業外，武器製造業也被排除在外，近年來甚至考慮停止投資菸草及性產業。最著名的就是挪威在 2005 年公開宣布停止沃爾瑪 (Wal-Mart)，因為其漠視勞工的福利與供貨廠商的品管不嚴謹。^②

柒、結 論

主權財富基金是在 2000 年以後才迅速增加，固然其政治經濟影響逐漸明顯、經營規模迅速增加與投資方式日益多元，但不可諱言的是其發展迄今仍屬於初級階段，因此也產生了若干問題與爭議。然而值得欣慰的是各國主權財富基金雖然在設立動機、資金來源與管理模式均有所差異，但國際間已經開始研議共同解決相關問題的方案；而包括挪威與新加坡的主權財富基金日益走向正軌與透明化，事實證明此有助於其投資的績效，故勢必會成為其他主權財富基金的仿效對象。因此，本文認為未來主權財富基金的發展將更為健康而成熟。

雖然在美國次級房貸所引發的金融風暴下，中國大陸等開發中國家的對外貿易出現衝擊，使得其主權財富基金的未來發展受到影響。但本文認為只要石油等自然資源在全球的分布情況仍然處於不均衡的狀態，只要若干已開發國家的各種公共基金在國內仍缺乏有效率的投資管道，則這些原油、礦產等資源富裕的國家與挪威等福利國家，其主權財富基金的規模與數量仍會繼續增長；而美國智庫「外交關係協會」2009

註① 同註②。

註② 劉傑中，「資訊透明、不投資軍火、不道德產業，清清白白也能賺大錢，挪威主權財富基金」，2009 年 2 月 9 日，請參考 http://www.digitimes.com.tw/n/article.asp?id=0000081870_B9P0TB93TN6HMAC1DC4YH。

年 2 月所公布由金融學者塞澤爾 (Brad Setser) 與潘迪 (Arpana Pandey) 所執筆的報告指出，大陸外匯存底在 2008 年年底已達 1 兆 9,500 億美元，是日本的兩倍與俄羅斯的四倍，而全球經濟不振並沒有減少大陸的外貿順差，由於商品價格滑落使其進口減緩的幅度高於出口的下滑，而只要大陸持續擁有貿易順差，加上市場預期心理而導致資金外流減緩，則其外匯存底仍會繼續累積，^⑭因此包括大陸在內的主權財富基金在可預見的未來，仍會在全球資本市場扮演重要的政治與經濟角色。

另一方面誠如前述，由於中東與亞洲的主權財富基金，其背後所象徵的是伊斯蘭人與華人的崛起，近年來已經引發歐美國家的不安，甚至帶有防備的心態。另一方面，由於美國次級房貸風暴所引發的全球金融危機與經濟蕭條，使得掌握主權財富基金的國家也開始趨於保守，甚至開始強化該民族國家財富與實力的累積，例如大陸的中投公司董事長樓繼偉在 2008 年 12 月表示，面對全球金融危機與歐美金融機構接連傳出負面消息，中投已經沒有勇氣再投資海外的金融機構，^⑮他甚至指出「中國把自己的事情搞好，就是對世界經濟的最大貢獻」。^⑯因此本文對於主權財富基金是藉由相互依存理論與全球化理論來加以詮釋，但未來具重商主義色彩的理論是否更具解釋力則值得持續關注，其中特別是被稱之為「新重商主義」的「國家主義理論」(Statist Theories)，由於其具有國際關係理論中的現實主義思維，因此又被稱之為「經濟現實主義」(economic realism) 或「新現實主義」(neo-realism)。該理論認為民族國家仍然是國際體系的中心，藉由權力的分析方法，強調國家主權、安全與民族感情的重要性，因此未來的主權財富基金研究，是否必須藉由國家主義理論才能充分解釋，還需再作觀察。在國家主義理論中，吉爾平的「國家權力分析方法」為相關論述之代表，其認為國際體系有「核心區」與「邊緣區」之分，核心區是指在國際能發揮政治和經濟功能的民族國家，其具主導地位且是經濟增長區，往往透過「經濟擴散」而有利於邊緣區；核心區不但具備國際銀行與國際貿易的功能，並能藉由私人投資或對外援助，來為國際體系提供投資資本並促進發展。吉爾平認為，滿足上述條件者在 19 世紀時僅有英國，在 20 世紀時僅有美國。^⑰如今隨著美國發生次貸風暴，美國金融產業瀕臨破產的消息不斷傳出，若從國家主義理論的角度出發，21 世紀這些中東產油國與亞洲新興國家的主權財富基金是否可能從原本的「邊緣區」走向「核心區」，則是未來值得深入探究之議題。

(收件：98 年 2 月 25 日，接受：98 年 6 月 23 日；責任校對者：莊家梅)

註⑭ 中央社，「研究報告：中國是美國政府最大債權人」，中央社網站，2009 年 2 月 1 日，請參考 <http://udn.com/NEWS/MAINLAND/BREAKINGNEWS4/4711600.shtml>。

註⑮ 林安妮，「中投在美投資虧損 將攤提」，經濟日報網站，2009 年 1 月 12 日，請參考 <http://udn.com/NEWS/MAINLAND/MAI3/4635614.shtml>。

註⑯ 亓樂義，「中投：中國只能夠救得了自己」，中國時報網站，2009 年 1 月 31 日，請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110505+112008120400094,00.html>。

註⑰ Robert Gilpin, *U.S. Power and the Multinational Corporation: The Political Economy of Foreign Direct Investment* (London: Macmillan, 1975), p. 48.

The Political Economy on the Developments and Influences of the Sovereign Wealth Fund

Shih-ping Fan

Associate Professor
Graduate Institute of Political Science
National Taiwan Normal University

Abstract

After World War II, in order to obtain better growth performance from the large foreign exchange reserves or public funds, several new financial institutions in East Asia and oil-producing countries in the Middle East started to have their governments establishing the Sovereign Wealth Fund. The Sovereign Wealth Fund has attracted wide attention as their scales rapidly expanded in recent years. The fund scale increased by 18% in 2007, as compared to 2006, and reached USD 330 billion. It is estimated that the funds will exceed USD 12 trillion in 2015. The large capital of the Sovereign Wealth Fund appeared especially important in the 2008 global financial crisis caused by the subprime mortgage crisis in the U.S, and became the lifesaver to countries and companies on the verge of bankruptcy. Basically, from the perspective of international political economics, the development of the Sovereign Wealth Fund conforms to the Interdependency Theory and the Process Theory in the globalization theories. However, on the other hand, the rapid development of the Sovereign Wealth Fund has led to several problems, which not only influence international financial markets, but also trigger political and economical risks under information asymmetry that leads to suspicions of other countries. In particular, China, the world's largest holder of foreign exchange reserves, established the Sovereign Wealth Fund in 2007, as its socialist government structure and authoritative dictatorship governance, as well as the increasingly evident international political and economical

strength, have aroused international concerns. However, whether it will make the “Statist Theory” that stresses commercialism becoming a mainstream deserves further observations.

Keywords: Sovereign Wealth Fund; Interdependence Theory ; globalization; International Political Economy

參考文獻

一、中文部分

- 「香港聯繫匯率制度」，維基百科，2009年2月12日，請參考 <http://zh.wikipedia.org/wiki/%E9%A6%99%E6%B8%AF%E8%81%AF%E7%B9%AB%E5%8C%AF%E7%8E%87%E5%88%B6%E5%BA%A6>。
- MBA 智庫，「主權財富基金」，MBA 智庫百科網站，2008年10月12日，請參考 <http://wiki.mbalib.com/w/index.php?title=%E4%B8%BB%E6%9D%83%E8%B4%A2%E5%AF%8C%E5%9F%BA%E9%87%91&variant=zh-tw>。
- 大陸新聞中心，「中投 800 億美元資金，招標徵操盤手」，中國時報網站，2008年11月9日，請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110504+112008071000468,00.html>。
- 中央社，「研究報告：中國是美國政府最大債權人」，中央社網站，2009年2月1日，請參考 <http://udn.com/NEWS/MAINLAND/BREAKINGNEWS4/4711600.shtml>。
- 王正毅、張岩貴，*國際政治經濟學：理論範式與現實經驗研究*（北京：商務印書館，2004年）。
- 亓樂義，「中投：中國只能夠救得了自己」，中國時報網站，2009年1月31日，請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110505+112008120400094,00.html>。
- 申文怡，「避免重蹈霸菱及興業覆轍，主權財富基金可能是全球經濟救星」，DIGITIMES 科技網，2008年10月12日，請參考 http://www.digitimes.com.tw/n/memberarticle.asp?id=0000083429_A754HE3GRN31I1R8Y0X2E。
- 朱小明，「中國主權基金 CIC 套牢 54 億美元」，聯合晚報網站，2008年11月12日，請參考 <http://udn.com/NEWS/WORLD/WOR2/4556166.shtml>。
- 行政院金融監督管理委員會，「主權財富基金」，行政院金融監督管理委員會網站，2008年10月12日，請參考 http://www.fscey.gov.tw/news_detail2.aspx?icuitem=3861125。
- 吳國仲，「金融時報：去年全球主權財富基金規模激增 18%，來到 3.3 兆美元」，鉅亨網，2008年10月31日，請參考 http://tw.money.yahoo.com/news_article/adbf/d_a_080331_2_vvtw。
- 季晶晶，「投資失利，中東主權基金這回不當凱子」，經濟日報網站，2009年1月12日，請參考 <http://udn.com/NEWS/WORLD/WORS5/4522406.shtml>。
- 尙明、李仲周，*淺談關貿協定—重返關貿協定*（北京：經濟日報出版社，1992年）。
- 林上祚，「主權基金星國大賺中國慘賠」，中國時報網站，2008年10月25日，請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110501+112008100100105,00.html>。
- 林上祚，「淡馬錫整合官股股權規模越滾越大」，中國時報網站，2008年11月12日，

- 請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110502+112008100300245,00.html>。
- 林安妮，「中投在美投資虧損 將攤提」，經濟日報網站，2009年1月12日，請參考 <http://udn.com/NEWS/MAINLAND/MAI3/4635614.shtml>。
- 林則宏，「中投手握千億美元」，經濟日報網站，2009年4月9日，請參考 <http://udn.com/NEWS/MAINLAND/MAI3/4779630.shtml>。
- 林宣君、林詠喬，「淺述主權財富基金」，證交資料(台北)，第548期(2007年12月)，頁57~69。
- 邱詩文，「中投不敢投資歐美銀行」，經濟日報網站，2009年1月31日，請參考 <http://udn.com/NEWS/MAINLAND/MAI3/4628849.shtml>。
- 唐玉麟、陳洛薇、林上祚，「動用外匯，府建議成立主權基金」，中國時報網站，2009年2月12日，請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110501+112008100100104,00.html>。
- 國際中心，「經濟強國版圖重組，中國掌握王牌」，聯合報，2008年11月16日，第AA2版。
- 國際貨幣基金，「基金組織加強關於主權財富基金的工作」，國際貨幣基金網站，2008年10月25日，請參考 <http://www.imf.org/external/chinese/pubs/ft/survey/so/2008/pol030408ac.pdf>。
- 國際貨幣基金對外關係部，「成立主權財富基金國際工作組以推動制定自願原則的工作」，國際貨幣基金網站，2008年10月25日，請參考 <http://www.imf.org/external/chinese/np/sec/pr/2008/pr0897c.pdf>。
- 康世人，「認定淡馬錫不當競爭，印尼最高法院駁回上訴」，中央社網站，2009年1月31日，請參考 <http://tw.news.yahoo.com/article/url/d/a/080912/5/15t6y.html>。
- 梁東屏，「淡馬錫換總裁，李顯龍妻下台」，中國時報網站，2009年2月14日，請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110504+112009020800237,00.html>。
- 傅沁怡、雷盈，「彭淮南：設主權基金可採星國模式」，經濟日報網站，2008年11月12日，請參考 <http://udn.com/NEWS/FINANCE/FIN2/4548131.shtml>。
- 賀靜萍，「拿長錢做長事，中投：投資黑石是好交易」，工商時報網站，2009年1月31日，請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,120505+122008102800088,00.html>。
- 黃欣，「經濟衰退，美林：全球外匯儲備增速將放緩，2012年達12兆美元」，鉅亨網，2009年2月12日，請參考 <http://news.cnyes.com/dspnewsS.asp?rno=36&fi=NEWSBASE\20081111\WEB1840&vi=33586&sdt=20081110&edt=20081111&top=&date=20081111&time=15:00:22&cls=listnews24hr>。
- 楊泰興，「投資海外金融機構中投怕了」，工商時報網站，2009年1月31日，請參考 <http://news.chinatimes.com/CMoney/News/News-Page/0,4442,content+120603+122008>

120400390,00.html。

葉家興，「中投公司帶來的機會與挑戰香港」，*信報財經月刊*（香港），第 367 期（2007 年 10 月），頁 32。

遠景基金會，「主權財富基金發展現況」，遠景基金會網站，2008 年 10 月 12 日，請參考 http://www.pf.org.tw:8080/web_edit_adv/admin/temp_lib/temp2/temp2a4/template_view.jsp?issue_id=132&pv=2&byfunction。

劉傑中，「資訊透明、不投資軍火、不道德產業，清清白白也能賺大錢，挪威主權財富基金」，2009 年 2 月 9 日，請參考 http://www.digitimes.com.tw/n/article.asp?id=0000081870_B9P0TB93TN6HMAC1DC4YH。

劉煥彥，「中投不藏私，大報明牌」，*經濟日報*網站，2009 年 4 月 9 日，請參考 <http://udn.com/NEWS/MAINLAND/MAI3/4774491.shtml>。

劉煥彥，「美金融業歡迎大陸主權基金投資」，*經濟日報*網站，2009 年 1 月 30 日，請參考 <http://udn.com/NEWS/MAINLAND/MAI1/4631876.shtml>。

劉聖芬，「克萊斯勒大樓中東人插旗」，*工商時報*網站，2008 年 11 月 9 日，請參考 <http://news.chinatimes.com/CMoney/News/News-Page/0,4442,content+120602+122008071000623,00.html>。

劉道捷，「林毅夫：主權基金扮滅火要角」，*經濟日報*網站，2008 年 10 月 13 日，請參考 <http://udn.com/NEWS/WORLD/WORS2/4555508.shtml>。

潘勛、尹德瀚，「主權基金傾國威脅，國際擬規範」，*中國時報*網站，2008 年 10 月 25 日，請參考 <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,110504+112008071000467,00.html>。

羅兩莎，「主權基金危機中小額登台」，*聯合報*網站，2008 年 11 月 12 日，請參考 <http://udn.com/NEWS/FINANCE/FIN4/4559684.shtml>。

二、英文部分

Beck, Ulrich, *What is Globalization?* (London: Polity Press, 2000).

Castells, Manuel, *The Rise of the Network Society* (Oxford: Blackwell, 1996).

Cohen, Robin & Paul Kennedy, *Global Sociology* (London: Macmillan Press Ltd, 2000).

Cooper, Richard N., *The Economics of Interdependence: Economic Policy in the Atlantic Community* (New York: McGraw-Hill, 1968).

Friedman, Janathan, *Culture Identity and Global Process* (London: Sage, 1994).

Fukuyama, Francis, *The End of History and the Last Man* (London: Hamish Hamilton, 1992).

Giddens, Anthony, *The Consequences of Modernity* (London: Polity Press, 1990).

Gilpin, Robert, *U.S. Power and the Multinational Corporation: The Political Economy of Foreign Direct Investment* (London: Macmillan, 1975).

Gilpin, Robert, *The Political Economy of International Relations* (New Jersey: Princeton University, 1987).

Guzzini, Stefano, *Realism in international relations and international political economy* (London: Routledge, 1998).

Held, David, Anthony McGrew, David Goldblatt & Jonathan Perraton, *Global Transformations: Politics, Economics and Culture* (London: Polity Press, 1999).

Hirst, Paul & Grahame Thompson, *Globalization in Question: The International Economy and The Possibilities of Governance* (London: Polity Press, 1996).

Keohane, Robert O. & Joseph S. Nye, *Power and Interdependence: World Politics in Transition* (New York: Longman, 2001).

Mcluhan, Marshall, *Understanding Media* (London: Routledge, 1964).

Ohmae, Kenichi, *The End of Nation State: The Rise of Regional Economies* (NY: The Free Press, 1995).

Robertson, Roland, *Globalization: Social Theory and Global Culture* (London: Sage, 1992).

Weiss, Linda, *The Myth of the Powerless State* (NY: Cornell University Press, 1998).

Young, Gillian, *International Relations in a Global Age: A Conceptual Challenge* (London: Polity Press, 1999).