

# 阿拉斯加州永久基金對澳門管理 財政儲備的啟示\*

黃貴海\*\*

第三任行政長官崔世安先生在就職演說中將“建立財政儲備制度”確立為新一屆特區政府的一個重要施政目標。得益於回歸十年來以博彩業為龍頭的澳門經濟高速發展，特區政府的財政盈餘迅速增加，截至2007年底，政府累積盈餘約663億澳門元<sup>1</sup>，2008年運作結餘291億澳門元，2009年1至11月份運作結餘265億澳門元<sup>2</sup>。另外由回歸前土地基金轉換而來的澳門特別行政區儲備基金2008年底總額為124億澳門元<sup>3</sup>。四者匯總，政府綜合累積結餘估計超過1343億澳門元<sup>4</sup>，本質上這些都可以看作澳門特區政府的財政儲備。面對如此龐大的財政儲備，澳門目前並沒有完善的財政儲備制度。因此建立完善的財政儲備制度是擺在特區政府面前的重要且緊迫的課題。另外上一屆特區政府已經研究規劃財政儲備制度<sup>5</sup>。前任立法會主席曹其真也在其十年工作總結中指出“應考慮設立財政儲備制度”<sup>6</sup>。

---

\* 本研究獲得澳門理工學院編號為RP/ESAP-2/2008的科研經費資助。

\*\* 澳門理工學院副教授。

1. 澳門審計署《2007年政府帳目審計報告》，該數字包括了澳門基金會屬儲備性質的33.8億澳門元結餘。
2. 澳門財政局網頁公共會計資料，此為臨時數字，[www.dsfgov.mo](http://www.dsfgov.mo)，2009年12月28日查閱。
3. 澳門金融管理局2008年年報，《澳門特別行政區公報》第21期 第二組（第6858頁）。
4. 2007年底的累積盈餘估計主要投資於高等級債券上，應該有一些利息收益，這兒沒有計入。1343億澳門元對人口只有54萬左右人口（2009年第三季）的澳門而言是挺高的，人均24.9萬澳門元。
5. 經濟財政司司長譚伯源回覆立法議員李從正的書面質詢，<http://www.al.gov.mo>，編號331/III/2008。
6. 曹其真，立法會主席十年工作情況的總結報告，<http://www.al.gov.mo/download/Balanco-c.pdf>，2009年9月18日查閱。

建立完善的財政儲備制度，需要借鑒多方面的經驗結合本地區的自身特點和需要，採行穩健策略逐步推進。蕭志成、林文堅和陳守信（2002）<sup>7</sup>，探討了澳門儲備基金支持本地經濟的可選方式，主張保本是基本前提。Pao（2009）<sup>8</sup>從宏觀層面分析了挪威、新加坡、以及香港等地財政儲備的管理實踐，主張澳門在建立財政儲備制度時應對儲蓄與支出決策有清晰的標準、足夠的制衡機制、高透明度等。以主權財富基金的形式管理結餘的公共資金是國際通行方式，對主權財富基金的研究是目前的熱門課題，比如謝平等（2009）<sup>9</sup>的兩篇文章從理論層面探討主權財富基金對本國經濟及國際金融市場的影響。阿拉斯加州永久基金已有三十多年的歷史，阿拉斯加州與澳門有很多相似之處，其經驗對澳門在建立財政儲備制度的過程中有可借鑒之處。

美國實行的是聯邦制，各州有獨立的憲法、議會，有獨立財政權，僅外交和國防由聯邦政府負責，這與一國兩制下的澳門有很多相似之處。阿拉斯加州雖然面積很大，達1,520,000平方公里，佔美國面積五分之一，為美國面積最大的州，但人煙稀少，只有676,987人居住（2007年）。在2007年，本地生產總值為445億美元，人均生產總值為\$65,732美元。阿拉斯加州經濟發展以天然資源為基礎，2007年礦石、石油、天然氣等行業佔本地生產總值的31%<sup>10</sup>。澳門面積雖然很小，只有29.2平方公里，但人口密度高，2008年年底澳門人口549,200人，2008年本地生產總值為1718.7億澳門元，人均313,091澳門元，約為39,136美元<sup>11</sup>。與阿拉斯加州人口規模、經濟發展水準大致處同一水準，有可比之處。基於此，本文擬對阿拉斯加州永久基金的簡史、管治與運作、投資績效與分紅政策等做一個系統性分析<sup>12</sup>，然後結合澳

7. 蕭志成、林文堅、陳守信：《處於抉擇時期的澳門特別行政區儲備基金》，“*Macao Monetary Research Bulletin*”，2002(7): 11-31。

8. Pao, Jay W., 2009, Building a fiscal reserve system: A review of international experiences, *Macao Monetary Research Bulletin*, 2002(10): 103-122.

9. 謝平、陳超：《論主權財富基金的理論邏輯》，《經濟研究》，第44期2009年，第4-17頁。謝平、陳超、柳子君：《主權財富基金、宏觀經濟政策協調與金融穩定》，*CFRN工作論文*，2009年，www.cfrn.com.cn。

10. 資料來源：美國阿拉斯加州政府駐中國貿易代表網站 <http://www.alaskainchina.com/>，2009年8月15日查閱。

11. 澳門統計暨普查局，[www.dsec.gov.mo](http://www.dsec.gov.mo)，2009年9月15日查閱。

12. 永久基金資料主要來自阿拉斯加州的法律，政府網頁、永久基金公司網頁、年報等。

門的自身情況和現代金融理論的最新進展，討論永久基金經驗與教訓對澳門建立財政儲備制度的啟示。

## 一、永久基金簡史

阿拉斯加州擁有龐大的自然資源，州政府把石油和礦產資源租賃出去，每年都能得到可觀的收入。經過長期的醞釀和討論，1975年州議會建議設立專門基金管理部分礦產資源租賃收入，1976年通過全民公決修改州憲法而永久基金得以設立。阿拉斯加州憲法第九章第十五條規定州政府從本地礦產資源獲得的收入中拿出至少25%投入該基金。根據州法律第一章第37.13.010條規定，1979年之前簽訂的礦產租約收入的25%，其後簽訂的礦產租約收入的50%投入永久基金，按月結轉。

永久基金成立的目的主要在於礦產資源總有用盡的時候，阿拉斯加州選民決定要為後代保留部分礦產資源收益。州法律第一章第37.13.020條指出，基金應該成為將部分礦產資源收益保留給後代的工具，基金應該在維持本金安全性的前提下追求盡可能高的收益。基金的投資收益也必須存入該基金，支用投資收益必須得到議會的審議批准，本金的支用更須經全民公決通過。

1977年永久基金獲得第一筆\$734,000美元的資金注入，州議會對該基金應該是投資基金還是支持本地經濟發展的產業基金進行了四年的辯論，永久基金的性質最終確定為投資基金。最初永久基金的投資工具僅限於美國國內債券，其後投資範圍逐漸擴大，從表一可以看出2005年起永久基金投資新產品無需獲得州議會的批准。截至2009年12月31日，永久基金的市場價值約為350億美元<sup>13</sup>，以分散化投資策略廣泛投資於股票、債券、房地產、私人股權投資、絕對回報策略基金、基礎設施等多種投資工具，不僅投資於美國國內，也廣泛投資於環球市場。

---

13. 永久基金資料主要來自阿拉斯加州的法律，政府網頁、永久基金公司網頁、年報等。

表1：永久基金投資工具逐步擴大的歷程

1977	僅可投資美國固定收益證券
1983	獲准投資美國股票和房地產
1990	獲准投資美國以外的股票和債券
1999	獲准基金的最多5%可投資於另類資產
2004	獲准投資絕對回報策略基金和私人權益基金
2005	州議會取消對基金可投資工具選擇的限制，僅制定原則性的規範
2007	開始投資於基礎設施

## 二、管理架構與運作機制

阿拉斯加永久基金公司是為管理與投資該基金資產而成立的政府全資擁有的公司。按照州法律永久基金公司州稅全免，不可參與政治活動。其最高管理機構為信託委員會。信託委員會有六名成員組成，由州長任命，其中兩位是政府主要部門的首長，稅務局長為當然成員。另外四位須為在金融、投資或商業管理領域有經驗有名望的非公務人士擔任。信託委員會主席每年互選產生。非官守委員的任期為四年，可以連任。四位非官守委員的任期應該是不同步的，從而使每年到期的非官守委員不超過一位。信託委員不可兼任永久基金公司的執行董事或職員。

按照目前的法律規定，信託委員會依法根據謹慎機構投資者原則制定投資政策，即公司應按照一般機構受託管理大型投資所應遵循的謹慎、勤勉、專業行事，不可投機而應致力於保護基金購買力的同時追求來自收入與資本增值的總預期收益最大化。信託委員會制定的投資政策指引在執行前應尋求州議會預算與審計委員會的審議，並至少每季度向州議會預算與審計委員會提交投資業績報告。永久基金投資需要遵守的基本原則還有：基金本身不可借債或提供擔保，投資實體借債對永久基金不可有追索權。維持合理分散化的投資組合。同等條件下優先投資本地。在這些大前提下，信託委員會在資產配置、投資

組合、投資績效評價、挑選投資經理人等方面具決策權，信託委員會在決策時可尋求具分析、監管大型投資基金經驗的獨立第三方（顧問）提供諮詢服務。

永久基金投資政策之長期目標是平均每年扣除通貨膨脹後可獲得5%的實質收益率。其資產配置、分散化投資政策由信託委員會根據顧問對未來短中期展望、業界接受的資產定價模型每年微調決定、力求遵循投資學的“有效邊界”建立與長期投資目標一致的資產配置目標。主要依據不是近期的市場環境，而是致力於無論市場條件怎樣皆可獲取穩定的收益。2009年最新的資產配置目標如下表<sup>14</sup>：

**表2：永久基金2009年資產配置目標**

股票	38%
債券	22%
房地產	12%
私人股權投資	6%
絕對回報策略	6%
基礎設施	3%
現金	2%
其他	11%
合計	100%

資料來源：<http://www.apfc.org/home/Content/investments/assetAllocation.cfm>，2009年12月28日查閱。

永久基金的大部分資產皆通過招標篩選由不同的外部基金管理人負責管理。外部基金管理人的選擇遵循既定的嚴格程序，同時確定用以評價基金經理的基準指標和資金投入額。顧問、公司職員參與篩選

14. 目前的資產配置目標並沒有區域分類。據最新年報（2008年7月1日至2009年6月30日）顯示上一年的資產配置中，美國股票佔26%，美國債券19%，房地產和私人權益投資也主要投資於美國境內，國外投資估計在25%左右。

過程，但最終決策由信託委員會做出。外部基金管理人的投資績效每三個月評價一次，信託委員會可隨時因投資不佳、投資政策改變或沒有任何理由終止外部基金管理人的投資管理服務。每一類資產投資往往同時委託多個資產管理公司的不同基金管理人負責。

固定收益債券組合主要由永久基金公司投資總監（CIO）按照主動管理風格管理。緣由在於不同基金管理人在固定收益債券方面的投資績效差別不大，被動投資用於債券投資的好處不多，公司直接投資可以節約管理費等。該投資組合中長期固定收益債券與現金餘額的比例由信託委員會決定。固定收益投資策略逐月內部檢討，績效評估與外部基金管理人相同。

對每一類資產，都有與市場指數掛鈎的績效評估標準，比如現金<sup>15</sup>收益的比較基準是美國3月期國債，按合約負責投資大型美國股票的基金管理人的評估則以標準普爾500指數為基準。絕對回報的績效評價不是與市場指數掛鈎，而是規定在一個市場週期內要達到或超過一個月LIBOR+4%的淨收益。

截止2009年9月5日<sup>16</sup>，320億美元的永久基金中，股票投資約165億美元，分別由41位基金經理管理，他們來自35家資產管理公司，每位投資經理為永久基金管理的資產平均約4億美元，最高約40億美元，大多為2-3億美元。每位投資經理遵循與永久基金簽署的投資管理合約，分別投資於美國國內大型股票、小型股票、環球股票、新興市場，或進行複製指數的被動投資，或進行試圖超越指數的主動投資。每一基金經理的投資績效都與相應的股票市場指數相比較，比如Mellon Capital Management為永久基金管理的約40億美元資產投資於美國大型上市公司，要求複製標準普爾500指數的表現，用以評價該投資經理的指數顯然是標準普爾500，而Mondrian Investment Partners為永久基金管理的約4億美元資產則投資於新興市場，採用主動投資策

---

15. 本文現金是指到期日在12個月之內流動性良好的投資工具，比如短期國債。

16. 本段根據是筆者根據永久基金2009年6月份的投資效月報和公司的網頁動根據估計的。永久基金的資產配置過去十幾年變動很多，1995年6月30日止的年報顯示，美國債券、美國股票、非美國股票、房地產的比例分為49%、33%、10%、8%。目前的資產配置與目標配置有差距，似採行積極管理風格。

略，試圖超越的基準是摩根斯坦利新興市場指數（MSCI Emerging Markets）。

債券投資約69億美元，由包括永久基金公司在內的六位基金經理管理，大部分投資於美國國內投資級債券（約55億美元），由永久基金公司內部投資經理負責，而高收益債券及國際債券則由外部基金經理負責，每只基金的規模約4—5億美元。房地產投資約34億美元，由六家資產管理公司管理，其中一家專門投資於房地產信託基金，另外五家直接進行房地產投資。其他投資機會約33億美元，分別由十家資產管理公司分別進行絕對回報策略、私人股權、基礎設施、不良債權等投資，每只基金的規模在2-7億美元之間。所有基金經理包括內部基金經理投資績效每月公佈。投資績效年報更要審計，並須包括投資績效評價及可能的改進建議。

### 三、投資績效與分紅

1977年永久基金獲得阿拉斯加州政府第一筆\$734,000美元的資金注入，至2009年6月30日，州政府注入的資金總計182.26億美元，已累積分紅175.28億，2009年6月30日永久基金的市場價值為299.14億美元。總起來看，永久基金的長期投資策略是成功的。其長期投資目標收益是超過通貨膨脹率5%，即年實質收益率5%。以10年移動平均實質收益率評核，絕大部分年份都能達到或超過年5%實質收益率。受世界金融危機的影響，2008和2009兩個財政年度<sup>17</sup>沒能達到目標。實際上2009財政年度的名義總收益率為-17.96%，再減去通貨膨脹率3.84%，年實質收益率為-21.80%，為歷史上最差的一年。儘管如此，即使包括2008、2009年兩個績效較差的財政年度，2000-2009年平均名義收益率為3.4%，實質年收益率為0.6%。更長的時間看，2009年6月30日止的25.5年<sup>18</sup>實現的年實質收益率為5.5%<sup>19</sup>，超過了5%的長期目標收益率。

---

17. 前一年的7月1日至次年的6月30日為一財政年度。

18. 涵蓋了永久基金1983年獲州會批准投資股票起的所有時期，之前只可投資債券。

19. 資料來源：[http://gov.state.ak.us/omb/results/view\\_details.php?p=150#rd114](http://gov.state.ak.us/omb/results/view_details.php?p=150#rd114)，2009年9月11日查。

1982年州議會決定將部分收益用於向居民現金分紅，本來州法律規定居民獲得的分紅額取決於其居住年限，但被最高法院否決<sup>20</sup>，因此每位合資格的阿拉斯加州居民<sup>21</sup>獲得的分紅金額是相同的。永久基金在管理上分本金和收益儲備兩部分，它將投資收益計入收益儲備，該帳戶的資金遵循相同的投資政策投資。但在資金使用上本金和收益儲備遵循不同的規定，本金未經阿拉斯加州選民公決不得支用，而收益儲備的處置由州議會決定。目前的通常做法是每一財政年度結束時根據美國消費物價指數從收益儲備帳戶向本金轉移足夠的資金以抵消通貨膨脹對本金購買力的侵蝕，將可供現金分配的資金從收益儲備帳戶轉入紅利基金帳戶。在程序上由州議會通過後由州長公佈執行。

合資格居民需要每年申請才能獲得紅利，但一般只需通過網上申請即可，扣除1982年申請人數超過州人口統計數外，1983至2008年，州人口中平均有95%的居民申請紅利，其中州人口92%的居民符合資格獲得了紅利，可以看出有的人不符合資格也嘗試申請，但估計有些人即使符合資格，也放棄申請。紅利的發放由州財政局永久基金紅利廳負責，它與永久基金公司是獨立的。

1982年，即永久基金成立後5年每位居民第一次獲得1000美元的現金分紅，此後每年的現金分紅金額，按照州法律第37.13.140規定，是過去五年投資淨收益的21%，但不可超過當年投資淨收益與收益儲備帳戶餘額。到2009年已連續分紅28年。雖然2009年投資收益出現巨額虧損，但分紅是由過去五年的平均投資淨收益決定的，2009年每位居民仍可收到1305美元的紅利。永久基金紅利每年十月、十一月寄發給個人，正好是在聖誕節購物季節的前夕，大部分人認為居民由此增加的消費對本地經濟的影響是顯著的。1982-2008年每年每位居民收到的紅利平均約為當年人均收入的4%<sup>22</sup>，顯然對低收入者而言，所佔先比例更高。

---

20. U.S. Supreme Court *Zobel v. Williams*, 457 U.S. 55 (1982) <http://supreme.justia.com/us/457/55/>, 2009年9月5日查閱。

21. 刑事犯罪者不可獲得分紅。

22. 根據阿拉斯加州當年人均收入與每位居民可獲得的分紅金額計算。歷年分紅金額自 Alaska Permanent Fund Dividend Division 2008 Annual Report, 阿拉斯加州歷年人均收入數據來自 Regional Economic Information System, Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce, 2009年12月15日查閱。



#### 四、對澳門管理財政儲備的啟示

目前澳門特別行政區儲備基金由澳門金融管理局管理，主要投資於國際上由政府、政府資助機構及國際性組織發行的AA/AAA級債券<sup>23</sup>。風險很低，收益率也比較低。2001-2008年該儲備基金從澳門元105億增長至124億，年平均名義收益率為2.06%，但同期本地通貨膨脹率年均2.31%，因此儲備基金的購買力在過去8年平均每年下降0.25%<sup>24</sup>。另外金融管理局作為總庫房管理政府的累積財政結餘，估計投資策略更為保守。可以看出，政府結餘資金並不是沒有管理，其管理和支用都遵循現行公共財政管理制度。歷年財政年度結餘若動用則要納入年度預算案或預算修正案，由立法會通過。在官員、學者提議建立財政儲備制度的時候，筆者認為主要包含兩個方面的含義：一是如何實現政府結餘資金的保值增值，二是如何為如此龐大的結餘資金的支用建立更嚴謹、透明的規則，以防被濫用。

阿拉斯加永久基金管理制度完善而又堅持持續改進，長期投資目標明確，公司網站（[www.apfc.org](http://www.apfc.org)）包含持續更新的、詳盡的投資活動與績效報告，基金的總市場價值與資產配置資訊一般只有數天的延遲，所有基金經理的投資績效按月報告，基金的投資政策、信託委員會的會議記錄、年報等全部可在公司網站上獲得。投資收益的任何支用都需州議會的批准，基金分紅政策明確。Pomfret（2008）<sup>25</sup>認為：“阿拉斯加永久基金是將共有的財富以公平有效的方式惠及所有人民的先驅性典範。”結合現代金融理論，筆者認為澳門在建立財政儲備制度時可以從中借鑒的經驗及教訓如下：

第一，財政儲備應該是以追求長期收益最大化為目標的投資基金，而不應是支援本地經濟發展為目的的產業發展基金。以直接實業

---

23. 澳門金融管理局2008年年報，《澳門特別行政區公報》第21期 第二組（第6858頁）。

24. 儲備基金資料來自金融管理局2003年和2008年年報，統計附表IV.1，[http://www.amcm.gov.mo/Annual\\_Reports/Report.htm](http://www.amcm.gov.mo/Annual_Reports/Report.htm) 通貨膨脹是以（綜合）消費物價指數計算的，資料來自澳門統計暨普查局，[www.dsec.gov.mo](http://www.dsec.gov.mo)，2009年9月15日查閱。

25. Pomfret, Richard, 2008, Sovereign wealth funds in resource-rich countries, <http://siteresources.worldbank.org/intmongolia/resources/pomfretbackgroundnotesub.pdf>，2009年9月5日查閱。

投資推動產業多元化或經濟可持續發展的產業發展基金能否成功取決於政策和管理人的眼光，而在國際金融市場上投資獲得合理的長期投資收益是有科學根據、並已經被證明的可行策略。實際上阿拉斯加州永久基金起初有很多意見是以支持本地經濟發展為優先，目前僅體現在少量購買本地銀行發行的存款證上（不超過總資產的2%）。當然為了配合本地經濟適度多元化發展，可以在投資基金內以私人股權投資的形式予以適當考慮。或者同時成立兩個單獨實體，將大部分資金（比如80-90%）注入長期投資基金，少部分（比如10%-20%）用於支援本地經濟多元化，尋找澳門經濟的新增長點上。

第二，政府投資基金在立法規範時，投資基金的管理架構完全可以借鑒永久基金經驗。雖然具體的投資策略不便通過立法規範，但比如謹慎機構投資者原則是可以寫入相關法律的。基金管理特別是風險較高的投資工具組合以引入多個外部基金經理較適宜，基金的市場價值、信託委員會的決議、制定的投資政策、投資經理績效及時公佈，遵守法治、透明、穩健、持續改進等已被國際經驗證明有效的原則。建立比較明確合理的長期投資收益目標，投資基金的資產配置應以長期收益目標為依歸。這些原則對於負責國家外匯資金投資管理的中國投資公司同樣有借鑒意義。

第三，探索以投資基金分紅作為全體澳門居民從博彩業受惠的主要管道。目前政府向居民廣泛派發現金或准現金的政策有：電費津貼、現金分享計劃、醫療券，以及建設中的雙層社保制度下的政府供款等等。這些政策與經屋社屋等具有再分配性質的公共政策不同，基本特點是惠及所有合資格澳門居民。多項計劃往往意味著更高的行政管理費用。就現金分享計劃來講，2008年每位永久澳門居民可以獲發5000澳門元，2009年為6000澳門元，非永久居民可獲六成。居民對獲得現金分享已形成預期，未來如何持續？採用一籃子的政府投資基金收益分紅方案，財政盈餘按年或月撥入政府投資基金，居民可獲得的分紅由投資收益和上一年度的財政盈餘決定。有了規則，現金分享計劃可以持續，金額的上升或下降也有了明確的依據，有望消弭不滿聲音。另外政府開支可能會受到公眾更多的關注，開支效果有望提升。

第四，政府投資基金也要未雨綢繆，為未來公共收入的不確定性提供合理保障。阿拉斯加州政府開支長期依靠石油收入，但來自石油的收入在減少，政府開支在擴大。對於政府可否將永久基金的部分投資收益用作政府的一般開支，1999年全民公決的結果是超過80%的投票人反對（Pomfret，2008）。州議會有減少分紅將永久基金部分投資收益撥作政府收入的權力，但居民已習慣了每年獲得現金分紅，任何減少現金分紅的嘗試對選舉政治而言都是自殺性的，因此州政府的財政困境日益顯現。澳門高度依賴單一的博彩業，其中的一個風險是政府收入波動性較高，博彩業未來可能會受到周邊地區更強大的競爭壓力。在建立財政儲備制度時從機制上應該避免將來出現與阿拉斯加州類似的困境，可以考慮比如規定投資收益分成三個部分：保護本金的購買力、財政風險準備、現金分紅。投資收益在補償本金通貨膨脹影響後，部分計作財政風險準備，財政收支出現赤字時在立法會通過的前提下支用，部分向居民提供現金分紅。每年現金分紅的金額不僅僅取決於當年的投資收益，最好由過去多年（比如五年）的平均收益決定。

