

從比較視角檢視澳門近年財政儲備運作效率

Pág.: 1

蔡怡竑*

一、從國際投資理論檢視澳門財政儲備投資的可能途徑

以政府或國家投資的相關理論並不多，而大多相關理論與文獻都集中於外來直接投資理論與國際投資理論。這些理論主要探討回報率、規避不確定性、匯率風險及經濟成長等。其次，後期發展以政府投資的主權財富基金理論多以國際政治經濟學（*the theory of international political economy*，簡稱IPE）及國際投資理論為理論途徑及命題。本文先討論一個公眾利益基礎的財政儲備投資與市場不確定之間的關係，接着探討財政儲備投資途徑對澳門本地經濟的影響。於此，基於澳門特區政府的政治特性及政府投資的宗旨與國際社會的大國或戰略視角有所不同，因此本文以政府投資作為理性的行為者（*rational actor*），如同穩健的私人投資者，並在適當時機以政府政策作為調節澳門本地經濟的工具為論述的兩個前提。其次，本文沿用國際投資理論及主權財富基金理論的結合，作為立論的新視角。

羅森斯坦·羅丹（Rosenstein-Rodan）以發展中國家為例，強調“大推進式”的投資對廠商和社會獲得“外在經濟”的重要作用。在這種情況下，企業和社會的“獲利能力”很低，經濟是很難迅速增長的。如果實現全面的、大規模的投資，可以大幅度提高工業生產規模，從而產生“外在經濟”。¹ 羅丹後續提出開發中國家的儲蓄率較低，與計劃中達到經濟成長所需之儲蓄率存在差額，即為儲蓄缺口。當缺口存在時，可用外資來彌補缺口，以達目標經濟成長率。²

* 澳門大學社會科學學院哲學博士。

- Rosenstein-Rodan P.N. (1943). Problems of Industrialisation of Eastern and South-Eastern Europe. *Economic Journal*, 53(210), 202-11.
- Rosenstein-Rodan N.P. (1961). International Aid for Underdeveloped Countries. *Review of Economics and Statistics*, 43(2), 107-38.

錢納里（H. Chenery）及斯特勞特（A.N. Strout）提出開發中國家存在儲蓄缺口及外匯缺口是經濟發展的困境。³ 阿利伯（Aliber）則強調當投資母國企業較東道國企業，在金融市場更具融資優勢時，將增加其對外投資。⁴ 魯曼（Rugman）則認為企業可運用國際轉撥定價（international transfer pricing）⁵的方式，調整流動性資產在不同貨幣區域的配置，藉由母、子公司的策略配合，降低匯率波動風險，甚至賺取匯率價差，獲得較出口經營模式更穩定的利潤。⁶

大衛森⁷指出，當企業決定對外投資時，首先要考量的是進入策略，其他策略則以此為基礎而衍生。由於每一種進入模式所隱含的企業所有權控制程度、資源投入、技術擴散風險各異，學者們對於國際市場進入模式亦多所論述。Kwon and Konopa曾以內部化理論觀點，進行海外市場進入模式研究，其立論基礎為企業投入海外市場，必須面對較國內投資風險為高的文化差異、政治不穩定及匯率轉換等問題，故為使風險最小化，應選擇低資源之進入模式（例如出口）；然而當企業擁有之國際知識與經驗，足以面對較高風險時，則會選擇高資源之進入模式（例如海外直接生產），以獲取較高利潤。⁸

回歸到經濟人的行為與決策與績效，現代金融理論認為證券投資的額外收益率可以看做兩部份之和。第一部份是和整個市場無關的，

3. StroutB. Chenery & Alan M.Hollis. (1966年9月). Foreign Assistance and Economic Development. *The American Economic Review*, 56(4), 679-733.
4. AliberZ.R. (1970). A theory of direct foreign investment. 於(ed.)P. KindlebergerC., *The International Firm* (17-34頁). Mass: MIT Press.
5. “國際轉撥定價”是國際避稅最重要的方式之一，係關聯企業交易往來中人為確定的價格，以達到轉移利潤為目的。轉撥定價主要運用在下列三種情況：一是關聯企業之間供應原材料及銷售商品，採“高進低出”或“低進高出”，將收入和利潤由高稅國轉移至低稅國或避稅地；二是關聯企業之間提供勞務、轉讓專利或專有技術，在支付或收取費用時，將收入和利潤從高稅國轉移至低稅國；三是關聯企業之間，利用貸款利率的高低，將收入和利潤從高稅國轉移至低稅國。
6. RugmanM.Alan. (1979). *International diversification and the multinational enterprise*. Mass: Lexington Books.
7. DavidsonH.William. (1982). *Global Strategic Management*. New York: John Wiley and Sons.
8. Kwonand Leonard J. Konopa Yung-Chul. (1993). Impact of Host Country Market Characteristics on the Choice of Foreign Market Entry Mode. *International Marketing Review*, 10(2), 60-76.

叫阿爾法（Alpha， α ）⁹；第二部份是整個市場的平均收益率乘以一個貝塔系數（Beta， β ）。¹⁰若策略成功，投資基金的實際回報會超越投資基準，達致超額回報Alpha系數。Alpha系數是反映基金的實際收益，相較根據貝塔Beta系數計算的預期收益的差距。

$$\alpha = (R_i - R_f) - \beta [E(R_m) - R_f]$$

$E(R_p)$ ：投資組合預期報酬率 R_f ：無風險利率

$E(R_m)$ ：市場的預期回報率 β ：風險指數

Alpha系數有時亦用作顯示基金經理為基金增值的幅度。如基金的實際收益率高於Beta系數所預期的收益，基金的Alpha系數會是正數。否則，若Beta系數的預測較實際收益高，基金的Alpha系數就會是負數。衡量財政儲備基金的投資績效的最佳方法是將儲備投資基金在某年的實際回報與投資基準回報作出比較，亦即是看其能否取得超額回報或Alpha系數，而不是絕對回報（absolute returns）。

另外，現代金融投資學發展出一些關於如何評估資產與投資組合的經濟模型與理論，以衡量風險與績效表現，是值得檢視財政儲備投資的重要參考依據。在探討財政儲備的運作的同時，不確定性對投資決策的影響很大，也是一個重要的議題。另外，市場規模或市場風險是存在於經濟體內外的雙重因子，是一種常態也不無法規避，唯有理性地為風險規避（hedging）。財政儲備不同於一些追求高報酬的風險偏好者（risk appetite）——私人基金，穩健與績效這兩個原則必然得概括不確定性給投資決策帶來的可能衝擊。

諾貝爾經濟學獎得主馬可維茲¹¹提出平均數 / 變異數的投資組合理論證明分散投資對於投資組合降低風險的可行性，協助投資人在不

9. α 系數是一投資或基金的絕對回報（Absolute Return）和按照 β 系數計算的預期回報之間的差額。絕對回報（Absolute Return）或額外回報（Excess Return）是基金/投資的實際回報減去無風險投資收益。

10. β 系數是一套量度相對風險標準，旨在將個別基金的整體波幅與指標指數比較。基金的Beta系數越高，基金相對指標的波幅就越大。如基金的 $\sqrt{\text{系數}}$ 為1.0以上，即表示基金的波幅較指標為大，相反，若 $\sqrt{\text{系數}}$ 為1.0以下，則表示基金的波幅較指標為小。

11. MarkowitzHarry. (1952年3月). Portfolio Selection. The Journal of Finance, 7(1), 77-91.

犧牲預期報酬的條件下，降低投資組合的風險¹²；或者在既定預期報酬下，將組合風險降到最低點。在全球市場中，債券是最主要避險的投資組合成份。夏普（William Sharpe）以投資學CAPM（Capital Asset Pricing Model，資本資產定價模式）發展出夏普比率（Sharpe Ratio），用以衡量可承受風險最小化的投資組合的績效表現，包括衡量風險和回報比例。¹³ 簡言之，當投資組合的夏普指數越大，表示在承擔投資的風險下可賺取到的超額報酬越大；相反的，若為負值則代表投資組合所承擔了風險倒不如將資金配置在銀行的定存組合。

$$S_p = [E(R_p) - R_f] / \sigma_p$$

$E(R_p)$ ：投資組合預期報酬率 R_f ：無風險利率

σ_p ：投資組合的標準差

另外，崔諾（Jack Treynor）也提出另一個衡量調整風險後的基金績效的指標，他認為用貝它風險來調整超額報酬率（即承擔每一單位系統風險所獲得的超額報酬），更適合在被評估的投資組合只佔投資人龐大之投資組合之小部份的情形下使用。¹⁴

$$T_p = [E(R_p) - R_f] / \beta_p$$

$E(R_p)$ ：投資組合預期報酬率 R_f ：無風險利率

β_p ：投資組合的標準差

在受到“歐債危機”及“日本負利”的影響，在零利率的奇特環境下，持有日本政府公債跟德國歐元公債報酬率相近，卻得承受劇烈的匯率風險；而且，為了避險操作的費用，也遠超過債券的收益，因此債券已經不再是最安全的分攤風險的基金戰略組合。全球最大的基金——挪威退休基金（主權財富基金）在債券部位中有23種貨幣計價

12. 投資風險包含系統性和非系統性風險兩部份。系統性風險通常是由政治、經濟、社會等環境因素造成，如國際關係、景氣波動等，且是無法藉由分散化投資來消除；非系統性風險則是個別公司獨有的風險，如公司經營管理、財務或新產品開發、訂單增減、意外事件等風險，且非系統風險可利用分散投資方式加以規避。
13. SharpeF.William. (1964年September月). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
14. TreynorL.Jack. (1966年January月). How to rate management investment funds. *Harvard Business Review*, 43(1), 63-75.

的公債與公司債，該規模金額超過3,200億美元，屆時將只保留美元、歐元與英鎊三種債券組合。換言之，將有高達800億美元的公司債將面臨總賣出的壓力，其中的460億美元的亞洲債券要賣光。近幾年國際債券市場面對不小的賣壓，尤其是亞洲、歐洲及拉丁美洲債券更讓債券不再受到熱捧。這個調整將會衝擊全世界的債券市場，例如全球第三大經濟體的日本，挪威主權基金持有金額228億美元的公債與公司債，其中有日本政府公債、本田汽車公司債、瑞穗金控公司債等，將全部清倉離場。或言之，投資債券已不再那麼安全，甚至招致匯率損失。除了股票及債券外，國際間不少知名的主權財富基金與私募基金轉向持有不動產與基礎建設，當中的端倪凸顯了國際投資市場的標的受到不同經濟變數的影響而轉變。投資不動產的挑戰之一，是其流通性不如預期中那麼高，不過卻也是流通性優於風險性的替代選擇。

整體而言，從過去的理論到現在的發展現象，不難發現國際基金投資的戰略組合已經從傳統的非生產性資本投資轉向或調整，進入一種既處於“不確定高”（highly uncertainty）與“正常報酬”（normal returns）之間的條件，筆者稱之為“可能效率狀況”（possible efficient scenario），即向帕雷托效率前緣（Pareto's frontier）趨近（approaching）的可能投資組合。然而，這一種跡象並不是否定傳統的國際投資理論，而是論述風險因子的不確定增加，加劇了投資組合的技術難度。或言之，國際投資組合已經沒有絕對的安全，而是如何縮窄風險空間，就是獲得包含機會成本在內的投資報酬與績效。這也就是各國政府與澳門特區政府在財政儲備運作上一直追求的目標。

二、結構性調整：從財政儲備到經濟結構

澳門特區政府在過去十幾年的公共財政運作效率經常被市民批評為過度保守及低效率。2011年，澳門特別行政區第8/2011號法律財政儲備法律制度正式生效，為澳門財政儲備提供法律基礎及運作藍本，並將財政儲備分成基本儲備及超額儲備。¹⁵ 澳門特區政府長期採取以

穩健的保守策略，在財政儲備上持有相當比例的債券組合，現時是時候作出適當的投資組合的調整。澳門金管局從過去到現在的主要投資標的都集中在美元與港元資產，更多的是風險低的債券組合。澳門金管局在債券投資方面，主要集中在短期優質級別的固定收益債券。另外一個解釋澳門財政儲備在過去保守的策略是受到全球金融波動的影響。

筆者以2016年及2017年兩年間的投資收入作比較分析，以表1顯示了除貨幣市場產品外，股票相關產品的投資報酬是最高的，佔2017年總投資收入的68.454%，而債券收益佔20.409%居次。對照澳門新聞局公告2016年度特區財政儲備管理的運作情況及相關數據，2016年投資收益逾33.1億澳門元，當中債券投資收益近31.6億，佔該年度財政儲備收入的95.468%；而即2016年的股票類投資組合則錄得約5億澳門元虧損及貨幣市場收入為6.6億澳門元。¹⁶ 兩年之間出現落差較大的組合比率及明顯差距的投資收入，從中觀察到澳門財政儲備投資開始有轉變，是採取相對進取態度增持風險較高的股票相關產品。

表1 2017年12月底澳門特區財政儲備資產分佈

項目	組合比率*	債券	貨幣市場產品	股權相關產品
美元資產	56.0%	20.2%	27.5%	8.3%
港元資產	27.7%	1.4%	26.3%	--
境外人民幣資產	4.3%	1.3%	0.0%	3.0%
境外人民幣資產	10.6%	4.8%	0.0%	5.8%
澳洲元資產	0.6%	0.5%	0.1%	--
澳門元資產	0.0%	--	0.0%	--
其他資產	0.8%	0.8%	0.0%	--
總數	100.0%	29.0%	53.9%	17.1%

16. 2015年澳門財政儲備的投資收入中，6.6億澳門元的投資收入是貨幣市場中存款利息27.3億澳門元減去20.7億的外匯損失。

項目	組合比率*	債券	貨幣市場產品	股權相關產品
總投資收入 (百萬澳門元)	22,076.3	4,505.6	2,458.5^	15,112.2
組合投資報酬佔 總報酬比例	100.0%	20.409%	11.136%	68.454%

註：

* 貨幣分類僅以資產配置之幣別計算。

^ 貨幣市場產品的投資收益包括存款利息41.488億澳門元以及外匯損失16.903億澳門元。

資料來源：摘自澳門金融管理局（2018）

從民間經濟的視角，一般在評估財政儲備投資績效時，最主要還是集中在回報率的多少，緊接着就是進入公共利益的政治空間或問責。然而，財政儲備投資雖與民間基金投資功能與目標近似，唯財政儲備投資肩負的政治責任有別於私人基金投資的經濟行為與風險偏好。財政儲備投資與私人基金投資追求報酬最大化的目標是一致的，不過財政儲備投資在“決策面”面臨最大的挑戰就是受到法規制度與公眾利益因素的制肘而採取相對保守策略。

其次，在宏觀經濟學中的恆等式 $Y = C + I + G + (NX)$ ，清楚地揭示政府在宏觀經濟學的作為與不作為，尤其是透過財政政策與貨幣政策調控通貨膨脹率及利率水準。澳門特區政府在前者的經濟作為中，以擴大政府採購（G）、退稅（tax refund）刺激民間消費（C）及民間投資（I）；後者則緊貼香港特區政府的利率路線及持續實施“現金分享”政策。¹⁷以前面部份的國際投資相關理論來檢視澳門財政儲備投資時，公共財政儲備投資是可以政府投資方式對澳門本地經濟進行宏觀調整，例如適應財政政策為澳門產業集中化及通貨膨脹的壓力。尤其是當財政儲備的資金的流動性在本地貨幣市場的技術操作，其中的投資（I）與消費（C）足以影響澳門本地經濟生產者指數及通貨膨脹，乃至於政府的採購（G）帶動經濟怎在增長以及產業結構的調整。

17. 澳門特區政府向市民派發的現金分享屬於移轉性支付（transit transfer），屬於社會福利的一種，亦是不具排他性的非零和公共政策之一。由於現金分享政策的非排他性，亦是導致澳門通貨膨脹上升的原因之一，使得澳門流通貨幣量增加，造成物價普遍上升。

在澳門，所謂的“荷蘭病”（the Dutch disease）¹⁸懸而未決。

“荷蘭病”是影射澳門博奕產業的蓬勃發展，造成了澳門產業集中化的經濟現象，削弱了澳門其他服務產業及抹殺澳門傳統製造業（成衣業）的發展條件。其中，這些經濟限制包括了生產成本的上升及人力資源的分配皆受到博彩業集中化的影響；此外，這種情形也衍生了經濟生產過程中的素質問題及不少負面的社會問題。¹⁹雖然也有批評者認為澳門並未患上“荷蘭病”，然而恰恰澳門的經濟發展模式，產業結構及經濟現象的特點都與荷蘭病近似，或言之，本質上的差異固然存在，但重點應該放在政府財政收入的劇增，產業集中化、通貨膨脹及就業等經濟現象都受到“賭權開放”的顯著影響。上述的經濟現象是直接影響澳門當前與經濟發展前景。值得關注的是，政府的經濟作為尤其重要。

謝四德²⁰透過向量自回歸方法研究2000年以來人民幣匯率、進口價格指數、內地企業商品價格指數和通貨膨脹的關係，發現澳門近年的通貨膨脹屬於輸入性，而人民幣匯率上升是導致2006年、2008年兩次輸入性高通膨的主要原因之一。同時，我們也必須考慮澳門本地通貨膨脹的兩個因素，即自香港的進口以及港元匯率。除了中國內地外，香港是澳門第二大主要進口來源地，進口的商品與服務從民生用品到奢侈品都有，當中更有不少是由香港轉口到澳門本地市場。其次，港元的匯率波動是澳門經濟穩定的另一個重要因子。原因不僅是因為港資銀行主導澳門的可貸資金市場，相關的保險與不動產業也是影響借貸成本即商業活動的轉嫁成本，進一步影響澳門本地的通貨膨脹。港元，在國際市場實屬區域性強勢貨幣，亦與美元掛勾，整體性

18. 荷蘭病是指一國特別是指中小國家經濟的某一初級產品部門異常繁榮而導致其他部門的衰落的現象。20世紀60年代，已是製成品出口主要國家的荷蘭發現大量天然氣，荷蘭政府大力發展天然氣業，出口劇增，國際收支出現順差，經濟顯現繁榮景象。但蓬勃發展的天然氣業卻嚴重打擊了荷蘭的農業和其他工業部門，削弱了出口行業的國際競爭力，到20世紀70年代，荷蘭遭受到通貨膨脹上升、製成品出口下降、收入增長率降低、失業率增加的困擾，這種資源產業在繁榮時期價格膨脹是以犧牲其他行業為代價的現象，國際上稱之為“荷蘭病”。

19. 蔡怡竑：“淺析澳門近年公共財政”，《澳門公共行政雜誌》總第100期，第265-281頁。

20. 謝四德：“澳門的通貨膨脹是輸入性嗎？——基於人民幣匯率上升的實證研究”，

《澳門理工學報》2010年第4期，第25頁。

質都比人民幣較為穩定。由此，澳門的輸入性通膨可否如同謝四德建議以人民幣掛勾是有必要進一步深究。而財政儲備制度的運用可否結合澳門特區政府的貨幣政策、財政政策及匯率政策則是一個長期且穩健的思路。新加坡政府的模式確實可作為澳門借鏡的對象，尤其是其財政儲備的結構與目標明確。筆者建議澳門特區政府將財政儲備投資到澳門經濟的結構性調整，合理按職能與目標調整的理由：即聯匯因素、投資載體（investing vehicle）、投資策略及協和效應。

首先，如前所述港資銀行主導澳門在地的可貸資金市場；澳門元本身在國際外匯市場的報價也不在國際主要區域貨幣行列之中，須與香港元採用聯繫匯率維持澳門元的穩定性。同時，澳門特區政府在外匯儲備管理上也許面臨不少的持有成本問題及匯率風險。或言之，澳門特區財政儲備的投資回報率受到香港外匯基金績效的影響，尤其是外匯市場的波動。

第二，投資載體的轉型有利於投資風險與績效管理。當今，世界各國紛紛利用財政盈餘、外匯儲備或退休基金設置主權財富基金，藉着主權基金的投資模式與操作，為國家財政做好長遠規劃。設置主權財富基金的定位可着重在如何抑制流動性過剩問題以及作好外匯儲備分流管理的目標。²¹ 2014年，澳門基金會與澳門城市大學經濟研究所合作開展的科研項目《澳門“主權財富基金”研究》付梓完畢選取合適的個案研究對象，為澳門未來設立“主權財富基金”提供參考與啟示。澳門特區政府財政司司長梁維特在回答未來財政儲備的投資方式時，表示財政儲備的投資首要穩健、低風險，同時社會亦要求作出更多元化的投資，因此正考慮一些主權基金或投資發展基金方面的投資，有關的研究已逐步完成。他指出，主權基金或投資發展基金與現時財政儲備及外匯儲備的投資宗旨不盡相同，是一種較新的投資方式，在初期的回報也可能面對零增長或負增長，但投資需要從長遠角度考慮問題。²² 雖然澳門特區政府在2011年已經設立澳門第一個主權

21. 梁松聲、蔡怡竑：“澳門公共財政配置效率與稅制發展”，《澳門公共行政雜誌》總第114期，2016年，第5-25頁。

22. 澳門特別行政區政府新聞局：“梁維特：政府探究財政儲備新投資方式”，2016年1月28日，參見<http://www.gcs.gov.mo/showNews.php?DataUcn=96424&PageLang=C>，2018年3月1日。

財富基金——“澳門投資發展股份有限公司”，唯其規模及投資性質過於窄小而未被澳門社會各界關注。²³

全球最大主權財富基金——挪威政府全球退休基金²⁴ (Norwegian Global Pension Fund, NGPF) 成立於1990年，資產包括英美等多個國家的債券、房地產等。NGFP近來大幅加快投資房地產的速度，以求在國際不動產領域上建立其重要地位，該基金在全球股票中佔有1%的市佔率，其所有投資收入都用於挪威國民的養老和健康支出。在中國，本身也有四大主權基金作為國家財政結構的支柱，即中國投資有限公司 (China Investment Corporation, 簡稱CIC) 、國家外匯儲管理局 (State Administration Foreign Exchange, SAFE) 、全國社會保障基金 (National Council for Social Security Fund, NSSF) 及中非開發基金。這四大主權財富基金分別扮演不同的角色與功能，尤其是前三者分別扮演戰略投資、匯率穩定管理及退休金規劃的功能，都是直接聯繫中國未來社會永續發展的財政支持。對照新加坡，在財政儲備與經濟發展之間的劃分較為鮮明。除了新加坡金融管理局全責管理外匯儲備外，新加坡政府還擁有兩個主權財富基金，淡馬錫控股 (Temasek Holding) 及新加坡投資有限公司 (GIC) 。淡馬錫負責國內外的戰略投資，追求高報酬的戰略性投資；GIC則主要集中投資在國內及周邊地區，屬於均衡型基金，在資產配置上更切合長遠增值的目標。

第三、投資策略可按風險係數進行生產性資本投資與非生產性投資。澳門特區政府可考慮調整相關政策或設置主權財富基金來處理本

23. 澳門投資發展股份有限公司的起始資金資本額為澳門幣四億元，由澳門特別行政區持股百分之九十四；工商業發展基金持股百分之三以及澳門貿易投資促進局百分之三。其主要業務為構思、管理及開發用於建立企業及非企業實體的區域，尤其區域的取得、建設、推廣、移轉或租賃，以及直接或間接向客戶提供支援服務。據該公司目前的核心業務與投資都以CEPA為框架以及橫琴發展項目，如中醫藥產業園區等。
24. 挪威主權基金的前身是1998年成立的石油基金，來自銷售北海原油的收入，2006年1月改組為主權基金，“以股票投資為主”的風險性投資。該基金主要分為兩部份：政府（全球）養老金（前政府石油基金The Government Petroleum Fund；GPFG）、政府（挪威）養老金（前國家保險計劃基金The National Insurance Scheme Fund；NISF）。

地經濟的不同層次問題。澳門的主權財富基金投資途徑適宜與本地通貨膨脹掛鈎作為目標之一，將重點放在調節本地的通貨膨脹問題。筆者認為澳門特區政府雖有足夠外匯從國外購買額外的生產原料，但卻無充足的勞動力，實現額外追加的投資項目，說明境內存有生產資源短缺，類似中東產油國家的經濟發展困境。與此不同的是，利用財政儲備在“一帶一路”下進行海外生產性投資，一方面或可降低澳門的輸入性膨脹的壓力，另一方面又能促進中國澳門在國際生產體系的角色。當然，澳門特區政府與民間企業在任何的投資都必須慎選對象及符合目標，無論是金融性資本投資或生產性資本投資。

最後，金融學經常提及政府開展財政政策和結構性調整將對經濟產生協同效應（synergy effect）。在投資載體與投資策略結合下可創造出協和效應。政府與市場協同效用的領域可以城市資源市場化運作為主，包括土地經營、基礎建設發展及教育科技等發展。政府以財政儲備投資作為經營主體，是起基礎性作用，市場則在具體產業運作中獲得更多的作用空間，乃至於產業升級的作用。其次，創新融資及風險分擔是另一個可創協同效應的途徑，由政府投資與民間企業合作模式（Public-Private Partnership，PPP）提供公共服務。這些都被視為穩健財政政策與貨幣政策在政府投資下可促使經濟增長及經濟結構優化的結合途徑。

政府在財政儲備投資是可以在澳門特區政府持有高額的財政盈餘，應探討是否調整過去沿用的管理方式與操作，或以開放的態度研究作好長期的財政規劃與運用。同時，特區政府在進行結構性的經濟調整亦將面臨一些困境與挑戰。若特區政府運用更多的財政儲備投資（government's investment）本地經濟市場，由此預期政府投資與本地民間私人投資（private investment）或產生擠出效應（crowding out effect）。屆時，出現的官民競爭的投資項目使得澳門本地市場的既得利益者將面臨損失，進一步演變成“政治問題”。另一個問題則是澳門本地還有甚麼項目或產業資金短缺？後者正是命中澳門經濟結構的問題——資金過度集中在博彩業、不動產業及金融業，導致產業集中化問題進一步惡化。由此可見，澳門在研究特區投資發展基金時，應審視自身發展條件及能力因時制宜作出財政儲備管理的結構性調整。

三、比較途徑：澳門與香港外匯基金近五年財政儲備運作績效

澳門特區政府在2012年設立的財政儲備基金的初始金額合計為989億澳門元，其中大部份的資產主要是來自於澳門特區政府的外匯儲備的移轉。²⁵ 在財政儲備的投資方面，澳門金融管理局“財政儲備諮詢委員會”，目的就是要強化投資決策，使得在未來的投資策略除了考慮流動性及安全性外，同時兼關注投資報酬率。作為特區政府或市民，對於澳門公共財政的長期規劃都非常關注，與此同時，以周邊地區政府與運作績效不錯的機構作為標竿學習（benchmarking）及比較是非常實際與理性的做法。

然而，在澳門特區政府持有過多的財政盈餘，有必要調整過去保守的管理方式與操作，並以“開放”的態度作好長期的財政規劃與運用。2018年3月份公佈的數據顯示，澳門特區政府在財政儲備的規劃開始有些改進，並且首次錄得4.5%的回報率，高於同年期1.23%的通貨膨脹率，實處公共財政的一種合理狀態（reasonable status），同時也是首次錄得正報酬率，超過2016年的負1.65%實質報酬率。表2也突顯澳門本地近六年的年均通貨膨脹率4.3%都一直高於澳門年均回報率及市場利率；另外，年均實質回報率也一直處於負2.3%，即使在年均回報率處於2.04%的水平。

表2 2012 -2017年澳門通貨膨脹率與財政儲備年回報率表現

年份	通貨膨脹率 ^a (%)	財政儲備 ^b (億澳門幣)	年回報率 (%)	市場利率 ^c (%)	實質回報率 ^d (%)
2012	6.11	1,002	1.38	0.05	-4.78
2013	5.51	1,689	3.02	0.05	-2.54
2014	6.04	2,463	1.90	0.05	-4.19
2015	4.56	3,450	0.70	0.03	-3.89

25. 澳門金融管理局研究暨統計辦公室、貨幣暨匯兌處：《澳門的儲備管理》，2012年，第64頁。

年份	通貨膨脹率 ^a (%)	財政儲備 ^b (億澳門幣)	年回報率 (%)	市場利率 ^c (%)	實質回報率 ^d (%)
2016	2.37	4,387	0.76	0.04	-1.65
2017	1.23	4,900	4.50	0.06	3.21
六年平均值	4.30%	--	2.04	0.047	-2.31

註：

^a 按澳門統計暨普查局統計數據庫之綜合消費者物價指數計算。

^b 按澳門金融管理局及新聞局公佈之數據。

^c 按澳門金融管理局統計數據三個月定期存款利率。

^d 實質回報率計算公式，即實質回報率 = 年回報率 - 通貨膨脹率 - 市場利率

資料來源：澳門金融管理，澳門統計暨普查局（2018）

圖1 2012-2017年 澳門通貨膨脹率與財政儲備年回報率表現



資料來源：筆者自彙（2018年3月）

比較途徑：香港外匯基金

香港外匯基金設立於1935年，根據《貨幣條例》（今《外匯基金條例》）設立，主要目的是直接或間接影響港幣匯價維持匯率穩定，

尤其是香港採用聯繫匯率制的地區。香港外匯基金致力於保持香港貨幣金融體系的穩定健全，基金需要顧及保本及流動性格外重要，以及保持香港的國際金融中心地位。

香港金融管理局2018年1月28日公佈外匯基金在2017年錄得2,520億港元的投資收入，其主要組成部份包括香港股票投資收益583億港元、其他股票投資收益802億港元、債券投資收益343億港元、非港元資產535億港元及其他投資收益257億港元。外匯基金的績效也反應出香港特區政府在財政穩健的基礎上，以合理進取的理財途徑運作香港市民的財富。值得一提的是，雖然表3數據顯示在近五年間香港外匯基金的年報酬率趕不上通貨膨脹率，另有數據突顯外匯基金表現依然搶眼。依香港金融管理局公佈複合年度投資報酬率（1994年至2016年）錄得年均4.9%的回報率，並超過複合年度通貨膨脹率的2.9%。

表3 2012-2017年香港通貨膨脹率與外匯基金年回報率表現

年份	通貨膨脹率 ^a	年回報率	市場利率 ^b	實質報酬率 ^c
2012	3.70%	4.40%	0.05%	0.65%
2013	4.30%	2.70%	0.05%	-1.65%
2014	4.90%	1.40%	0.05%	-3.55%
2015	2.40%	-0.60%	0.04%	-3.04%
2016	1.20%	2.00%	0.04%	0.76%
2017	1.70%	7.10%	0.04%	5.36%
近六年平均值	3.03%	2.83%	0.05%	-0.24%

備註：

^a 按綜合消費物價指數計算得出之通貨膨脹率。

^b 由於澳門金融管理局統計數據僅有三個月定期存款利率，為利於本文的比較基準，此表採用三個月存款利率。

^c 實質回報率計算公式，即實質回報率 = 年回報率 - 通貨膨脹率 - 市場利率

資料來源：政府統計處消費物價指數組；香港金融管理局；筆者自彙（2018年3月）

我們可從香港財政儲備投資的投資組合、投資運作、投資策略及績效職能分析其取得高報酬的原因。首先，香港外匯基金大致上分成兩個主要組合，即支持組合及投資組合。支持組合持有流通性極高的美元資產，其按照貨幣發行局制度的規定為貨幣基礎提供十足支持。

投資組合主要投資於經濟合作與發展組織成員國的債市及股市，以保障資產的價值及長期購買力。為能更妥善管理風險及提高中長期回報，香港金管局以審慎及循序漸進方式將外匯基金的部份資產分散投資至較多元化的資產類別，包括新興市場及內地債券與股票、私募股權，以及海外投資物業。新興市場及內地債券與股票由投資組合持有，私募股權及房地產投資則由長期增長組合持有。長期增長組合的市值上限為外匯基金累計盈餘的三分之一，但因應部份未來基金投放於長期資產，市值上限還有增加的空間。

其次，香港金管局將外匯基金的投資運作主要分成直接投資與外聘投資經理。金管局儲備管理部職員直接管理外匯基金約74%的投資，其中包括整個支持組合及部份投資組合。該部份投資組合投資於環球定息市場，並透過衍生工具執行外匯基金的宏觀風險管理策略。除透過內部職員管理資產外，金管局亦僱用外聘投資經理負責管理外匯基金約26%的資產，其中包括所有上市股票組合及其他特別資產。僱用外聘投資經理的目的，是要運用市場上最佳的專業投資技術為外匯基金投資，並讓外匯基金受惠於多元化的投資方式，以及讓內部專業人員汲取市場知識與經驗。

第三，為使外匯基金取得較高回報，外匯基金的實際資產分佈可在清楚釐定的限度內略為偏離投資基準。雖然外匯基金有別於一般投資基金，兩者目標以至投資基準及最理想的資產與貨幣分佈均有所不同。當然，將不同性質的基金的投資回報直接比較不適合的；由於投資基金與各自的投資基準均有相同的投資目標，因此基金回報應與其本身的投資基準回報來比較。然而，公眾卻是最直接以“回報率”作為度衡政府的經濟行為，其中也隱含着政治責任。以職能目標與視角而言，市民與投資者著重點在日常生活的通貨膨脹率與利率水準，這自然與政府更為宏觀與長期操作的本質有時會產生經濟上的技術偏差（technical bias）。

綜合比較視角，筆者針對澳門特區儲備投資與香港外匯基金投資按不同方式進行兩地的比較。澳港兩地的財政儲備的整體規模存在相差7.45倍，若按人均基準計算，則澳門高於香港2.64倍。在投資運作上，澳港兩地權責機關都大致相同分成直接管理與外聘投資基金經

理，香港金管局直接投資的比例較澳門金管局來得高。由於澳門金管局未提供由其直接投資的比例，而其更多的外匯儲備及貨幣市場投資多委託外聘投資基金管理負責投資。

在投資組合方面，澳門財政儲備投資是相對保守，且投資組合類別及多元化（diversification）不及香港外匯基金。其中，香港外匯基金的投資組合在國際經濟情勢下，調整債券持有比例以及增持不動產商品（物業、商辦大樓等）的比例。這一投資組合比例與國際一些基金績效標竿一致，如挪威政府全球退休基金、淡馬錫控股。澳門財政儲備投資的報酬多集中在股票市場的收益，這與香港外匯儲備投資收益分佈有明顯的比例差距。

表4 澳門特區儲備投資與香港外匯基金投資之比較

	澳門特區財政儲備	香港外匯基金
權責機關	澳門金融管理局	香港金融管理局
設立時間	2012年	1935年
資金規模 ^a	606.10億美元 (4,900億澳門元)	5,126億美元 (40,235億港元)
投資運作	金管局直接管理 外聘投資基金經理（比例不詳）	金管局直接投資（74%） 外聘投資基金經理（26%）
投資組合	債券、貨幣市場及股票市場等	債券、貨幣市場、股票市場及 不動產投資等
投資策略	穩健型：相對保守	穩健型：相對積極
獲利來源 ^b	股票投資佔總報酬之68% 債券投資佔總報酬之20% 貨幣市場佔總報酬之11%	股票投資佔總報酬之55% 債券投資佔總報酬之13% 貨幣市場佔總報酬之21% 其他投資佔總報酬之10%
年均實質 報酬率 ^c	-2.31%	-0.24%

註：

^a 各按截至2017年年底計算。

^b 各按2016-2017年官方公告數據計算。

^c 按本文表1及表3之近六年平均報酬率計算。

資料來源：作者自彙（2018）自香港金融管理局、澳門金融管理局公告相關數據

無論是澳門財政儲備投資或香港外匯基金的投資績效固然重要，若僅以夏普指數或崔諾公式去評估政府的基金投資是存在一些技術偏差，因為公眾與個人對市場風險的承受程度則難以釐定，也就產生不同的績效。不過，政府的基金投資是有需要得到公眾的授權與法規支持，在明確的投資停損點與可承擔風險之間作出更好的政治協調。

在澳門財政儲備投資上，我們可由表1發現澳門儲備投資組合存在集中化的特性，尤其是受到股票市場的波動性影響較大，投資組合多元化不足，且易創性較高；對照香港外匯基金的收益分析，則明顯符合多元化的投資與風險規避的合理範圍。在澳門與香港兩地的投資目的與港澳金融既有的（聯匯）關係上，各自在績效指標也有所差異。澳門特區財政儲備在近六年的實質投資報酬均值負2.31%高於香港負0.24%；香港外匯基金自1994年至2017年錄得報酬均值4.9%超越符合年度的通貨膨脹率2.1%。這是澳門特區政府需要努力加強實踐的目標，至少投資報酬率必須大於通貨膨脹率與定存利率（機會成本）之和。

由於澳門特區財政儲備的建立較香港外匯儲備落後將近77年，香港在過去的投資經驗是值得澳門特區借鑑的。除了扈從香港外匯基金的投資方向與路線外，澳門特區財政投資宜調整投資組合的比例，使之更多元化，確保穩健發展。筆者建議澳門特區政府可做創見性的策略調整，除了要審視債券的安全性日益式微，可持續性的長期投資組合始終是最安全的，包括將生產性資本投資納入投資組合之內。

四、借鏡香港：澳門財政儲備與“一帶一路”的新結合

在“一帶一路”的機遇下，澳門特區政府既有財政盈餘充裕條件，適宜將財政儲備融入當中財政儲備投資組合，亦是一種投資機遇。以目前情勢研判，僅靠傳統投資組合原理中的貨幣、債券及股票等金融性資本投資明顯是不足的。在國際市場不明朗的因素下，生產性資本投資相對地比較實際及風險亦較低，雖然其經營回報週期長及回報率較低而在投資組合名單之外。

“一帶一路”沿線地區多屬於新興市場，有很龐大的基礎建設需求和投融資潛力。這些項目的所在地也許距離香港很遠，但投融

資活動卻可以在香港進行。香港多元化的融資渠道，包括股市、債市、銀行貸款和私募投資，以及風險管理人才，正好滿足“一帶一路”基建投融資的需求。於是，香港特區政府在2016年7月成立基建融資促進辦公室（Infrastructure Financing Facilitation Office，簡稱“IFFO”），隸屬金管局架構的一部份，其目的是透過匯聚主要的相關持份者促進基建投資與融資，包括多邊發展銀行、投資者、商業銀行和開發基建項目的企業等，從而推動和促進“一帶一路”沿線基建項目的投資和相關融資。IFFO的職能包括提供一個資訊交流和經驗分享的平台、提升基建投融資方面的技能和知識、推廣市場及產品發展；及促進基建投融資活動。隨着IFFO的成立將可在促進基建投資及其融資上發揮重要作用。

目前，IFFO的合作夥伴總數增至87個，大致可分為資金提供者和基建營運者兩大類別。資金提供者夥伴包括多邊發展銀行和政策銀行，例如世界銀行轄下的國際金融公司（IFC）、亞洲開發銀行（ADB）、國家開發銀行、中國進出口銀行等。資金提供者也包括一些專注中長期開發的投資者如絲路基金和中非基金。此外，一些追求長線穩定回報的國際大型機構投資者，如著名的養老和退休基金亦成為IFFO的合作夥伴。基建營運合作夥伴是在基建項目方面具有開發技術或營運能力的企業，例如香港的中電集團、港鐵和中國長江三峽集團公司。這些企業早已參與投資海外的基建項目，可與IFFO合作夥伴分享他們的經驗。

在香港設立“基建融資促進辦公室”的催生下，提供了澳門特區政府在財政儲備運用發展方向的兩個選項。第一的選項，澳門特區政府是否也成立類似附屬機構，專責結合“一帶一路”的機遇與澳門儲備投資的新投資標的——融資商品。第二個選項就是加入香港金管局IFFO的合作夥伴。兩個選項都有不同發展模式與發展空間。前者，成立澳門自家的IFFO將面臨人才、技術及網絡平台的整合挑戰，且風險都較後者高；選擇加入香港的IFFO面臨的投資風險則大大降低，而發展空間則受限於香港的大平台，該平台也是澳門所欠缺的條件。二者之間，雖後者屬被動的一方，但為澳門在中央政府“一帶一路”盡責，也為澳門財政儲備多一個投資標的，即使投資失利估計也不會受到政治問責。

結論

財政儲備投資是社會永續經營的財政支持，穩健與績效都是政府的責任。以國際投資理論檢視澳門財政儲備投資效率，從中發現澳門特區的做法較為保守，且數據分析反映澳門本地的通貨膨脹往往高於澳門特區政府財政儲備投資的報酬率，降低澳門市民對特區政府的績效表現。2017年的財政儲備投資報酬率首次取得正增長的原因是基於金管局在投資組合的調整以及本地通貨膨脹率下降的利好因素。即使澳門特區在與港元的聯匯制度以及經濟依賴度的限制，仍然可探索出透過財政儲備投資途徑對本地經濟進行結構性調整。其中，設置主權財富基金及新增海外生產性資本投資是可試行的新途徑，同時合理利用儲備投資協調澳門特區的宏觀經濟政策。

相較澳門與香港兩地在財政儲備投資策略與作為是存在明顯差異的，具體差異都集中在投資策略、投資運作、投資組合及投資績效四個方面。澳門特區在投資方向上，除了可選擇扈從香港外匯基金路線，在財政投資亦應勢作出投資組合比例的調整，使之更多元化。除了要審視安全性日益式微的債券部位外，可考慮將可持續性的長期投資與生產性資本投資納入投資組合之內。

目前，“一帶一路”提供了融資產品的機遇，澳門特區有兩個選項參考如何將之融入到財政儲備投資的組合投資內，或自立門戶開展澳門自己的國際融資平台。香港金管局在“人”的運作以及如何提升投資效率提供不少澳門參考的方向。同時，澳門亟需重視金融、經濟人才的培植，畢竟財政儲備的運作及投資仍取決於“人”。