

遺產：從 1755 年至今作為投資者的國家

Dr Alexander Ressos, TEP
Attorney-at-Law (Switzerland), Solicitor (Hong Kong),
Solicitor (England & Wales)

1755 年的 *利息委員會* (*Zinskommission*) 是對每個繁榮小國終將面對的一個問題的早期回答：公共機構應如何處置超出其眼前需要的資本，又應如何幫助其公民投資自己的儲蓄？蘇黎世的回答結合了四個要素。國家提供首損資本，並任命和監督管理人。它將公共資金和私人資金彙集於一個擁有獨特名稱和身份的單一載體中，並將其投資於海外由主權債權和有擔保債權構成的分散化投資組合。這些要素中的每一個都在瑞士金融中心的機構中有著長久的延續，儘管當今的公共投資者中沒有一個完整複製了這一組合。

從機構角度看，最直接的繼承者是蘇黎世州銀行（*Zürcher Kantonalbank*），該州於 1870 年退出 *Leu* 時創立了這家銀行。州銀行繼承了公共撥入資本的理念，但顛倒了 1755 年的風險分配。*利息委員會* 在沒有國家擔保的情況下運營，而州銀行的負債（次級債務除外）在其自有資本不足時享有該州的全額擔保。該州向銀行提供相當於公司股本的撥入資本，而銀行則每年就該擔保向該州支付補償。截至 2025 年底，該行報告的股東權益約為 157 億法郎。¹ 每年的擔保補償是公共支持的現代、明確的價格，而這種支持在 1755 年僅是隱含的，並且正如 1798 年所示，其價值並不確定。州銀行的國內導向也反映了 *Leu* 自身在 1798 年後所做的轉向：十九世紀的公共銀行向該州的農民和手工業者放貸，而將資本輸出留給私人銀行和股份制銀行。

遺產：從1755 年至今作為投資者的國家

第二個繼承者是瑞士國家銀行（SNB），儘管其目的與委員會根本不同。國家銀行持有外國資產是貨幣政策的結果。隨著其為抵禦法郎升值而進行干預，其外匯儲備從 2007 年的 850 億法郎增至 2021 年的 10150 億法郎。2022 年和 2023 年，為抑制通脹，外匯儲備又被部分削減。該行根據流動性和分散化原則投資這些儲備，主要投資於外國政府債券，其中股票部分以市值加權指數為基準進行被動管理。此外，它還持有約 1040 噸黃金。它排除了全球系統重要性銀行的股票以及瑞士公司的證券等，並明確表示，其成功以實現價格穩定來衡量。²與 1755 年的相似之處在於技術。與委員會一樣，國家銀行是一個將瑞士資本以分散化主權債務組合形式投放海外的公共機構；也與委員會一樣，它注意不與國內私人行為者競爭，這一點通過完全排除瑞士股票來實現。區別在於其使命：回報從屬於貨幣政策。

第三個繼承者，在某些方面也是功能上最接近的，是社會保險資本的公共管理人。自 2019 年 1 月 1 日起，老年和遺屬保險（AHV）、殘疾保險和收入補償計劃的資金由 compenswiss 管理，這是聯邦根據《聯邦補償基金法》設立的公法機構。三個基金仍為獨立資產，相互之間不交叉融資。³Compenswiss 彙集一項全國儲蓄計劃的儲備金，將其投資於分散化的國際投資組合，並通過保險體系將收益分配給受益人。各州和市鎮的公共養老基金，例如蘇黎世州的養老基金，為公職人員的養老金履行類似職能。與利息委員會一樣，這些機構在公共指導下持有他人的資金。與之不同的是，它們在法定框架下運作，該框架將其資產與國家資產分離，界定其管理機構的職責，並對分散化、估值和披露施加規則。1798 年存款人在危機時刻不得不臨時拼湊的資產分離，如今已寫入它們的設立章程。

在國際層面，自 2008 年以來，公共投資者的實踐一直受到聖地亞哥原則（Santiago Principles）的影響，即 2008 年 10 月就主權財富基金達成的二十四項《普遍接受的原則和實踐》。這些原則涉及

治理、投資實踐和風險管理，旨在將此類基金呈現為專業、獨立且以財務為導向的投資者，並鼓勵適當的披露。⁴對照 *利息委員會* 的歷史來解讀，這些原則恰恰針對了 1755 年蘇黎世模式所留下的弱點：基金與國家之間缺乏明確的法律分離、治理集中於一個小圈子、沒有公開的投資政策以及投資組合不透明。委員會依靠其議員的個人操守和蘇黎世貴族階層的社會凝聚力來管理這些風險。現代標準則以法律和披露取代了這種社會控制。

將 *利息委員會* 稱為主權財富基金是不合時代的。它主要由私人存款提供資金，公共資本很少。其目的是服務於蘇黎世的儲戶，並無為子孫後代建立捐贈基金的使命。然而，它與現代基金共有一個決定性特徵：它將一個繁榮小政治體的盈餘轉化為對世界其他地區的債權，並在公共權力之下加以管理。在新加坡和香港的執業過程中，作者在構建公共和準公共投資載體時遇到過同樣的問題。這些問題涉及：如何在法律上將載體與國家分離，如何保護其免受政治壓力和國家債權人的索償，如何向外國交易對手解釋誰是其背後的支持者，以及如何協調保密與問責。1755 年的蘇黎世議員們找到了適合其時代的答案，而 1798 年的危機對這些答案進行了嚴峻的考驗。

Leu 的歷史還為金融中心提供了一個關於聲譽的教訓。兩個世紀以來，該行自身的史書一直將其創立頌揚為審慎公共財政的勝利。直到本世紀頭二十年，在該市 2007 年的報告、2011 年檔案移交以及 2020 年蘇黎世大學的研究之後，投資組合的殖民維度才成為公共記錄的一部分。這一事件表明，金融中心的聲譽取決於其機構開放檔案、直面自身歷史的意願。它還表明，旨在保護在世客戶的銀行保密這一法律類別，並不適合用來規範對一個十八世紀公共機構記錄的查閱。將 Leu 的檔案移交給州檔案館（Staatsarchiv）並供研究使用，是正確的解決辦法，併為其他公共和半公共金融機構歷史檔案的處理提供了範例。

遺產：從1755 年至今作為投資者的國家

最後，Leu 的悠久歷史說明了一個金融品牌的持久性及其侷限。一位十八世紀司庫兼辭書編纂者的名字，在兩個半世紀以上的時間裡一直作為一家銀行的名稱。它經歷了從公共委員會到私人合夥企業、從合夥企業到股份公司、從抵押銀行到全能銀行、從獨立機構到集團子公司的轉變，直到其所有者認定單一品牌更有利於其私人銀行業務時才消失。Leuenhof 山牆上的獅子依然存在，提醒人們：蘇黎世金融中心的發展脈絡之一，始於公共當局作出的一項投資決定。

1 註釋

1. Zürcher Kantonalbank , “ Was bedeutet die Staatsgarantie?” , <https://www.zkb.ch/de/hilfe/sc/was-bedeutet-die-staatsgarantie-.html> 。
2. 瑞士國家銀行 , “ Why does the SNB hold billions worth of assets and how does it manage these assets?” , 前引 。
3. Simon Luck , “ Das Ausgleichsfondsgesetz gelangt in die Umsetzung” , Soziale Sicherheit CHSS , 2017 年 12 月 15 日 , <https://sozialesicherheit.ch/de/das-ausgleichsfondsgesetz-gelangt-die-umsetzung/> 。
4. 主 權 財 富 基 金 國 際 論 壇 , “ Santiago Principles” , <https://www.ifswf.org/santiago-principles> 。

僅供一般參考。本文不構成法律或稅務意見，不能取代針對個別情況的專業意見，亦不建立律師與客戶關係。本文反映截至2026年9月的法律狀況。

網 上 版 本 : hk.helveticaregister.com/zurich-the-legacy-the-state-as-investor-from-1755-to-the-present