

有關瑞士央行外匯資產管理  
以及境內退休基金配置概況與趨勢

湯琇婷\*

中華民國 114 年 6 月

\*為中央銀行經研處專員，本文所有論點皆屬作者意見，不代表作者服務單位之立場。

## 摘要

瑞士央行(下稱 SNB)外匯存底管理以支持貨幣政策為首要目標，當 SNB 貨幣政策與投資政策發生衝突時，貨幣政策優先，其投資與風險管理結構旨在避免決策上的利益衝突。SNB 外匯存底管理注重安全性、流動性、收益性與永續性，主要資產配置為各國政府公債、存放各國央行以及黃金等。惟自 2005 年起，為提高投資收益並提升運用效益，也開始權益證券投資，投資區域遍佈全球，幣別則由早期美元、歐元及日圓逐漸分散。另外，為了確保貨幣政策能有效實施，避免與投資決策產生利益衝突，SNB 不會對瑞郎之升貶波動進行避險，因此相關匯率風險亦可能影響其投資收益，如何因應相關市場風險是 SNB 長久以來所面臨的挑戰。

隨著瑞士出生率下降與人口老齡化趨勢加劇，主管機關與監管機構持續推動退休金制度改革與資產管理優化。瑞士退休基金須嚴格遵守主管單位與監管機構監督與管理規範，強調退休基金穩健性、透明性和長期可持續性，以確保長期穩定收益。而投資限制則有助於風險控制與資產多元化，並兼顧穩定報酬與流動性管理，維持資產配置平衡。近年來，瑞士退休基金逐步提高實體資產、私募市場以及新興市場的配置比例，並積極增加 ESG 投資，以支持長期永續發展，並把握綠色投資機會。

## 目錄

壹、 前言	1
貳、 SNB 貨幣政策與外匯存底管理	1
一、 SNB 貨幣政策	1
二、 SNB 外匯存底管理與配置	4
參、 瑞士退休基金配置與未來發展	14
一、 簡述瑞士年金系統三大支柱	14
二、 瑞士退休基金投資規範及風險管理	15
三、 全球退休基金與瑞士退休基金概況	19
四、 瑞士退休基金面臨之挑戰及機會	24
五、 未來全球退休基金聚焦之主題與方向	27
肆、 結語	29
參考資料	30

## 壹、前言

國際經濟金融情勢、產業趨勢革新，以及美國關稅政策對全球貿易活動造成衝擊，在國際資金快速移動下，資產配置困難度提高。瑞士於全球金融服務領域佔有重要地位，加以瑞士永久中立國地位和穩定政治發展，提供良好投資環境。全文探討 SNB 外匯存底以及瑞士退休基金的資產配置與管理，總共分成四個部分，第壹章前言，第貳章 SNB 貨幣政策與外匯存底管理，第參章概述瑞士退休基金資產配置與未來發展，最後為結語。

## 貳、SNB 貨幣政策與外匯存底管理

### 一、SNB 貨幣政策

#### (一) 貨幣政策概述

##### 1. 確保瑞士物價穩定，同時適當考量經濟發展

根據聯邦憲法(Federal Constitution)和國家銀行聯邦法案(National Bank Act, NBA)，SNB 的貨幣政策必須確保瑞士物價穩定，同時適當考量經濟發展，亦包含維護對外幣值之穩定與致力金融體系穩定。而 SNB 在進行貨幣政策評估時也會考慮實質資產市場的發展，因為資產價格對物價穩定和整體經濟發展有間接影響。另外，匯率變化對通膨和經濟有重大影響，鑑於瑞士與全球經濟緊密結合，匯率將透過進口價格影響物價水平，也透過出口影響產能利用率。

##### 2. 貨幣政策工具

貨幣政策操作工具包含活期存款報酬、引導貨幣市場流動性的公開市場操作及外匯市場干預。通常以公開市場操作及瑞士央行票券的發行、回購和出售等達成貨幣政策目標。當 SNB 貨幣政策與投資政策相衝突情況下，貨幣政策始終優先，具備首要地位，投資和風險管理旨在避免貨幣政策與投資政策產生利益衝突。

### 3. 對於物價穩定之定義

關於物價穩定之定義，SNB 將其定義為消費者物價指數(下稱CPI)每年漲幅低於 2%，並以此作為衡量依據來調整貨幣政策，惟短期間內的物價飆漲，如由於石油價格突然大幅上漲或匯率劇烈波動等特殊因素導致通膨暫時超過 2%，則貨幣政策不一定需要調整。中期為達成物價穩定，將通膨率有效控制於 0%~2%間，SNB 藉由調升或調降基準利率來達到目標。

#### (二)SNB 調整基準利率，以維護通膨、對外幣值穩定與經濟發展

##### 1.鑒於通膨升溫隱憂，SNB 於 2022 年 9 月結束多年負利率政策

自 2014 年 12 月 18 日採行負利率政策後，SNB 基準利率便一直維持-0.75%，期間長達八、九年。爾後因為烏克蘭戰爭爆發導致國際石油及天然氣價格上漲，加以疫情後民生物價高居不下，通膨隱憂對瑞士帶來了衝擊與影響，2022 年瑞士 CPI 超出 SNB 2%目標值並持續攀升，SNB 開始逐步採取緊縮貨幣政策並於6月調升基準利率，同年 9 月 SNB 正式結束負利率政策，基準利率於 2023 年 6 月來到最高 1.75%。

##### 2.通膨趨緩且為免影響出口，SNB 自 2024 年 3 月起改採寬鬆貨幣政策

自 2024 年 3 月開始，SNB 認為瑞士境內通膨率已逐漸趨緩且再次降至目標區間內。在無通膨疑慮且國內經濟情勢與景氣循環良好情況下，基於維護對外貨幣穩定職責，一旦瑞郎不斷升值，將影響該國出口產業，因而採行寬鬆貨幣政策，遂將基準利率由 1.75%調降至 1.50%，SNB 成為全球主要國家中第一個降息的央行，爾後陸續於 6、9、12 月及 2025 年 3、6 月降息，目前 SNB 基準利率為 0%。

##### 3.瑞士物價相對穩定，疫後人均 GDP 逐步成長

世界銀行數據顯示，自 2021 年起，瑞士國內生產毛額(下稱 GDP)有超過七成係來自商品及服務出口，且以高附加價值產品為主，其中包括醫藥化學產品、機械及電子和鐘錶類產品，疫後瑞士 GDP 持續成長，2023 年約 8,036 億瑞郎，人均 GDP 約 90,027 瑞郎。

### **(三)瑞士央行票券與瑞士聯邦政府債券、國庫券之發行及回購**

#### **1. SNB 發行瑞士央行票券，吸收市場流動性**

SNB 定期發行瑞士央行票券(下稱 SNB Bills)，期間類別有一個月(28 天期)、三個月(84 天期)、六個月(168 天期)與一年期(336 天期)。SNB 主要利用公開市場操作工具調節市場資金，以達成貨幣政策目標，當 SNB 需要採取緊縮性貨幣政策時，便會發行 SNB Bills 來吸收流動性；必要時，瑞士央行亦可透過次級市場回購票券，以達成金融體系流動性供應之目的。

#### **2. 引導短期瑞郎貨幣市場利率至接近 SNB 基準利率**

瑞士央行透過回購交易來管理金融體系中的瑞郎流動性，使有擔保短期瑞郎貨幣市場利率維持在接近瑞士央行基準利率水平。其中，瑞士平均隔夜拆款利率(SARON)便是較具代表性也較為重要的有擔保短期貨幣市場利率，亦是貨幣市場抵押貸款和浮動利率票券等金融產品的參考指標。

#### **3. SNB 協助聯邦政府發行長、短天期債務工具**

根據 NBA 規定，SNB 除了負責貨幣政策之執行，亦須協助聯邦政府發行長、短天期債務工具，代理債息支付及償還服務或提供其他銀行服務並收取相應的服務報酬。當聯邦政府、各州或市政當局為了籌措短期資金或滿足國家長期資本建設支出需求時，由 SNB 協助發行債券及國庫券(下稱 Swiss Government Bonds、Swiss T-Bills)。

原則上 SNB 不得購買聯邦政府、各州或市政當局新發行債券，而為了貨幣政策之執行，則能透過次級市場進行購買，截至 2023 年底，SNB 持有約 8.4 億瑞郎的聯邦政府債券。

## 二、SNB 外匯存底管理與配置

依據 NBA 規定，SNB 應負責管理外匯存底資產，並由銀行理事會 (Bank Council) 監督資產投資及風險管理，另由治理委員會 (Governing Board) 決定資產配置及投資決策，內部投資委員會 (Internal Investment Committee) 則進行戰術性資產配置，透過由上而下的分工有效地進行投資及風險預算控管。

### (一) 投資及風險分層控制

- 1. 銀行理事會：**負責投資和風險控制流程的整體監管，包括相關原則的遵守。
- 2. 治理委員會：**負責訂定投資決策的原則，包括資產負債結構、投資目標及限制、投資策略及相關風險容忍度等，並設計風險控制流程。治理委員會亦負責決定外匯存底資產的組成，並制定資產類別與幣別的策略性資產配置 (Strategical Asset Allocation)。
- 3. 策略執行：**由內部投資委員會進行戰術性資產配置 (Tactical Asset Allocation)，在策略性投資範圍內依據市場變化調整資產配置、持有期限和投資類別。約 98% 的投資由 SNB 內部資產管理部門處理，另設有新加坡分行負責亞太地區的投資組合，其餘 2% 則授權外部資產管理公司，作為衡量內部投資組合之基準並可以有效率地運用於新型態投資類別。
- 4. 風險管理：**風險管理的主要原則為多元化投資，透過遵循投資準則、參考相關投資組合基準及限制以降低風險。持續識別、評估與監控

所有與投資組合相關的財務風險，並定期進行敏感度分析和壓力測試。風險管理分析的結果每季皆會提交給治理委員會及銀行理事會下之風險委員會，年度風險報告則提交給銀行理事會。

## (二)投資原則及外匯存底管理目標

- 1.支持 SNB 之貨幣政策：透過持有大量流動性資產，如美元或歐元之政府公債，於股權投資市場維持中立性及限制投資市場及發行人集中度以確保外匯存底有充足的流動性，能隨時支應 SNB 貨幣政策。
- 2.確保資產負債表之穩健性：透過多樣化投資分散風險，並投資具有高風險溢酬的資產如股票及公司債，在給定的限制下改善投資收益以兼顧安全性及收益性，達到長期資本保值之目標。

## (三)SNB 外匯存底現況

### 1.外匯存底總額

截至 2024 年底，SNB 外匯存底包含黃金、外匯投資與特別提款權等合計約 8,230 億瑞郎，較 2023 年底增加 980 億瑞郎，其中以外匯投資增加最多，而黃金持有量則維持於 1,040 噸，變動不大(圖 1)。

### 2.永續性成為外匯資產配置第四大原則

外匯存底管理除了注重安全性、流動性與收益性，隨著政府、國際金融組織、環保團體等對永續發展議題的重視，加以氣候變遷所帶來之風險，永續性(Sustainability)已經成為外匯資產配置第四大原則。SNB 在永續發展方面已有直接的 ESG 投資(非透過股權或指數)，可能購買永續型債券達成永續理念。SNB 受法規規範而有揭露永續原則之必要，通常於每年 3 月份公布上一年度永續發展報告，報告中闡述其如何在員工、社會及環境營運活動中實踐永續發展原則。

### 3.貨幣政策優先，降低對瑞士金融市場影響

當 SNB 貨幣政策與投資政策相衝突情況時，貨幣政策始終優先，具居首要地位。投資和風險控制結構係為避免貨幣政策與投資政策之間的利益衝突，因此除了決策責任分開，SNB 亦不投資瑞士公司所發行之股票或債券。債券投資標的及相應市場的選擇以確保高度流動性為首要考量，因此債券投資方面以政府公債為主，除政府公債外，亦包含超國際金融債券、金融機構或外國企業所發行債券。其中，瑞郎計價資產占比少於 0.5%，反映出 SNB 避免大量投資瑞郎計價資產影響市場供需，進一步影響瑞郎利率與匯率。在 SNB 資產中，瑞郎投資組合屬於被動投資於高信用評級的債券，組合內有政府公債、其他主權債、瑞士國際組織債及瑞郎計價外國公司債。SNB 持有瑞郎計價債券之平均存續期間為 7 到 8 年，而持有外幣計價債券平均存續期間則約 4 到 5 年。

#### **4.SNB 資產以外匯存底為主，反映國際資產配置**

SNB 資產幾乎由外匯存底組成，在資產管理時並非旨在實現高報酬，因此外匯存底大部分投資於全球流動性最強的政府公債市場 (65%)，投資時亦考慮安全性標準，確保資產的市場價值在長期持有時能相對保值。儘管收益性不是最優先考量，惟長期而言，投資如果要維持一定瑞郎價值，則足夠的報酬仍是必須的，因此政府公債將與其他資產類別(10%)，如外國地方當局、跨國組織所發行債券及外國公司債等進行適宜的增減調整。

SNB 外匯存底股票投資約 25%，股票投資組合包含約 6,600 檔個股，其中約 1,300 檔為已開發市場中大型公司股票，4,100 檔為已開發市場小型公司股票，其餘近 1,200 檔為新興市場的公司股票。基於市值之廣泛市場覆蓋原則，SNB 持有已開發經濟體的中大型企業股

票份額大致相同，另考量流動性和風險控管因素，小型股和新興市場股票的持有比例較低。

圖 1 SNB 外匯存底餘額(2024、2023 年底)

<b>COMPOSITION OF CURRENCY RESERVES</b>		
In CHF billions		
	31.12.2024	31.12.2023
Gold reserves	79	58
Foreign currency investments	754	677
Less: associated liabilities <sup>1</sup>	-23	-23
Derivatives (replacement values, net)	0	0
<b>Total foreign exchange reserves</b>	<b>731</b>	<b>655</b>
Reserve position in the IMF (SDR)	2	2
International payment instruments (SDR)	11	11
<b>Total currency reserves</b>	<b>823</b>	<b>725</b>

1 Liabilities from foreign currency repo transactions.

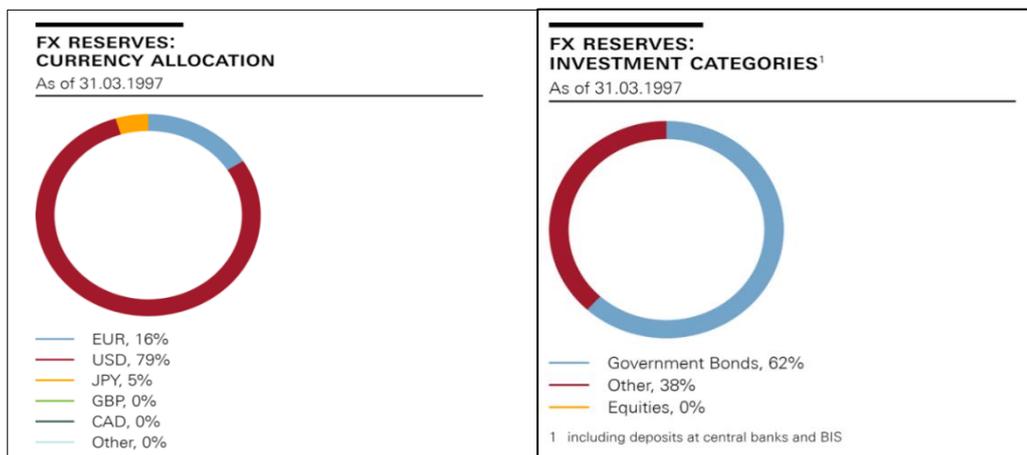
資料來源：SNB 網站

#### (四)外匯存底資產配置

- 幣別配置：**1997 年 3 月底，SNB 外匯存底美元占比高達 79%，其餘為歐元(16%)及日圓(5%)。隨著國際市場的發展與開放，加以鄰近歐元區之地緣因素，截至 2024 年 12 月底，美元占比大幅下降至 40%，歐元及日圓占比分別上升至 37%及 7%，SNB 亦將資產配置於英鎊、加幣等其他幣別(圖 2、表 1)。
- 資產類別配置：**SNB 投資標的以政府債券為主，占其投資組合比重之 65%，惟自 2005 年起，SNB 將歐洲、美國、加拿大、英國與日本股票納入其投資組合，並於 2015 年開始投資東南亞等國家股票市場。截至 2024 年 12 月底，其股票投資占比高達 25%(表 1)，所投資的國家遍佈全球，亦包含新興市場。隨著多元化投資及股票投資占比逐

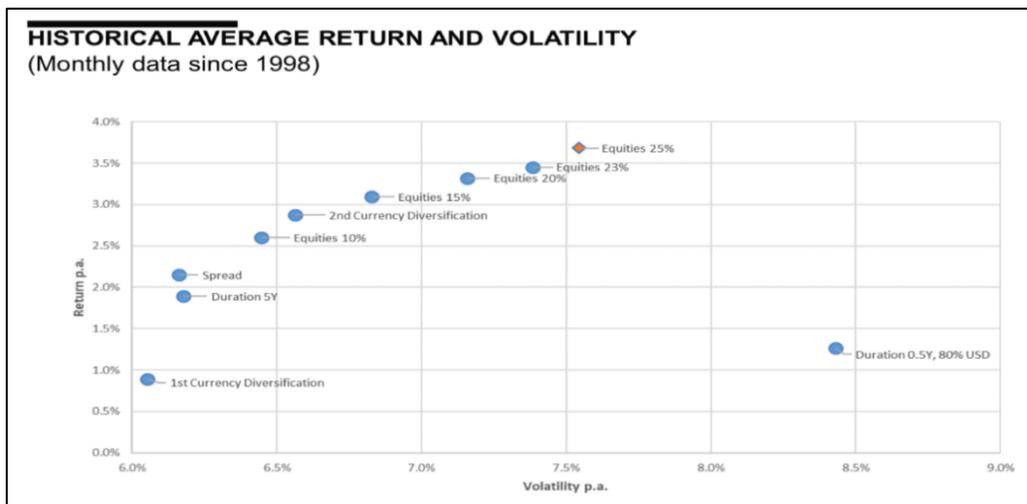
步提升，SNB 投資組合的平均報酬率提高，所承擔的風險也隨之增加(圖 3)。

圖 2 早期 SNB 投資幣別與類別



資料來源：SNB

圖 3 SNB 投資風險與報酬



資料來源：SNB

表 1 SNB 外匯存底配置及瑞郎債券投資

單位：百分比

	外匯存底配置	瑞郎債券投資
貨幣，包括衍生性商品		
瑞郎		100 (100)
美元	40 (39)	
歐元	37 (37)	
日圓	7 (8)	
英鎊	6 (6)	
加幣	3 (3)	
其他 (1)	7 (7)	
資產類別		
銀行投資	0 (0)	
政府公債 (2)	65 (64)	34 (33)
其他債券 (3)	10 (11)	66 (67)
股票	25 (25)	
固定收益資產 (4)		
AAA 級	31 (31)	81 (80)
AA 級	49 (49)	16 (16)
A 級	16 (16)	1 (2)
其他	4 (4)	2 (2)
投資存續期間(年)	4.9 (4.9)	8.1 (8.1)

註：1.本表為截至 2024 年 12 月 31 日，SNB 的外匯存底及瑞郎債券投資組合的主要資產配置 (括號為上季資料)；2. (1)~(4)詳細請參閱 SNB 網站。

資料來源：SNB 網站

## **(五)SNB 可投資的資產類別**

### **1.固定收益債券(Fix Income Securities)**

依幣別不同，兼採主動式(Active Style)投資策略與被動式(Passive Style)投資策略。SNB 可投資於任何天期的債券，惟該債券需能透過具流動性的次級市場進行交易且包含在主要債券指數中，債券發行人必需是獲得主要評級機構評等為投資等級的借款人，並考量該檔債券發行金額、公司流通在外負債等條件。外幣債券採主動式管理，瑞士法郎債券則採被動式管理，且債券通常持有至到期，而平均存續期限則依幣別而定。此外，SNB 亦可投資於定期存款、附買回交易與附賣回交易。

### **2.股權(Equities)**

SNB 的股票投資係採取被動式(Passive Style)投資策略，原則上 SNB 不參與選股，也不增持或減持特定產業股票，係根據公司市值(Market Cap)持有各經濟類別或部門股票，因為被動追蹤指數，所以投資報酬率由整體市場決定，這種方法實現多元化投資。SNB 可投資已開發國家及新興國家之上市公司股票。透過盡可能維持市場中立且被動的投資方式，複製整個股票市場。但由於其中央銀行之身分，SNB 不會持有全球系統性重要銀行的股份。

### **3.黃金(Gold)**

依據瑞士聯邦憲法，SNB 有義務持有部分黃金準備，其以金幣及金條的形式保存黃金，並存放於瑞士境內及國外。

### **4.衍生性商品(Derivatives)**

SNB 可投資於所有符合資格的標的資產所衍生之商品，如利率交換、利率期貨、股權指數期貨、外匯選擇權、遠期外匯交易及信

用衍生性商品等。衍生性商品被視為標的資產之替代品，當衍生性商品市場較現貨市場更具流動性，或投資衍生性商品能更有效且經濟地管理投資部位時，將採取此投資方式。

## 5.外幣資產(Currencies)

SNB 將大部分的資產配置於重要且具流動性的外幣如美元及歐元，另基於多樣化和分散風險考量，亦投資於其他幣別。

### (六)非財務方面考量

SNB 不投資全球系統性重要銀行股票，並在投資決策中考慮瑞士的基本標準和價值觀，不投資於產品或生產過程嚴重違反社會價值觀的公司。因此，SNB 不購買嚴重侵犯基本人權、造成環境損害或參與生產武器的公司股票或債券。氣候風險方面，SNB 亦透過其多樣化策略(Broad Diversification Strategy)管理風險，並監控最新的氣候變化發展和研究成果，定期與其他中央銀行、機構及學界進行討論，並在綠色金融網路(Network for Greening the Financial System, NGFS)積極參與各項交流。此外，SNB 認為從長遠來看，良好的公司治理有助於公司獲得良好的表現。在行使其股東投票權時，SNB 專注於歐洲的中型和大型公司，基於 SNB 行使投票權的內部準則進行投票程序，但不在美國行使投票權。

### (七)外匯存底管理所面臨的挑戰

SNB 的外匯存底資產主要由約 75%的債券和 25%的股票組成，近十年來主要以歐元和美元計價。SNB 貨幣政策及國際金融市場相關情勢變動都影響著美元與歐元兌瑞郎的匯率，並進而對其外匯存底餘額產生影響。2008 年發生全球金融風暴與往後的歐債危機，使得歐元逐漸下跌，且因 2014 年歐元區面臨嚴重的通貨緊縮，ECB 為

提振歐洲經濟並提升對通膨的預期，開始實施負利率政策，歐元急速貶值。歐洲負利率政策造成資金流向周邊國家如瑞典、丹麥、瑞士等，使得瑞郎等其他幣別相對升值。SNB 為避免資本流入導致本國貨幣過度強勢，亦自 2014 年 12 月 18 日開始實施負利率政策以之因應。

而在 2009 年至 2021 年間，受到歐洲及美國大量寬鬆貨幣政策影響，SNB 為減緩瑞郎升值壓力而大規模購買外幣，增持外幣投資並維持約 1,040 噸的黃金部位(占外匯存底約 10%)，此舉導致 SNB 外匯存底餘額開始明顯增加，對 SNB 來說管理的挑戰也相應而生(圖 4、圖 5)：

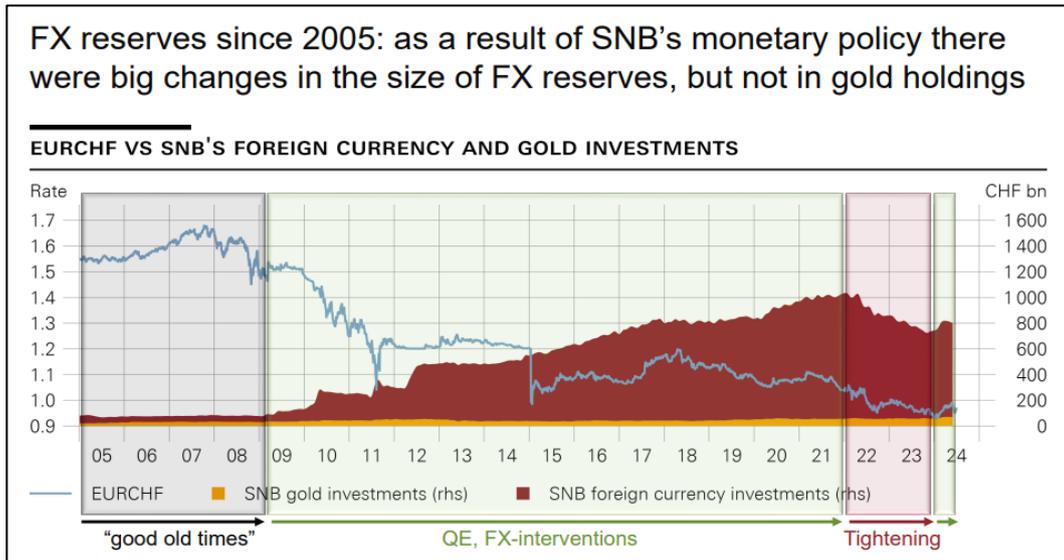
### **1. 如何維持穩健的資產負債表**

投資組合報酬率受金融市場及貨幣政策所影響，SNB 採用多元化投資策略雖有效提升報酬率卻也使得風險增加，受限於身為中央銀行之特殊性，SNB 無法對外匯和黃金部位進行避險。

### **2. 資產負債規模及其可投資性**

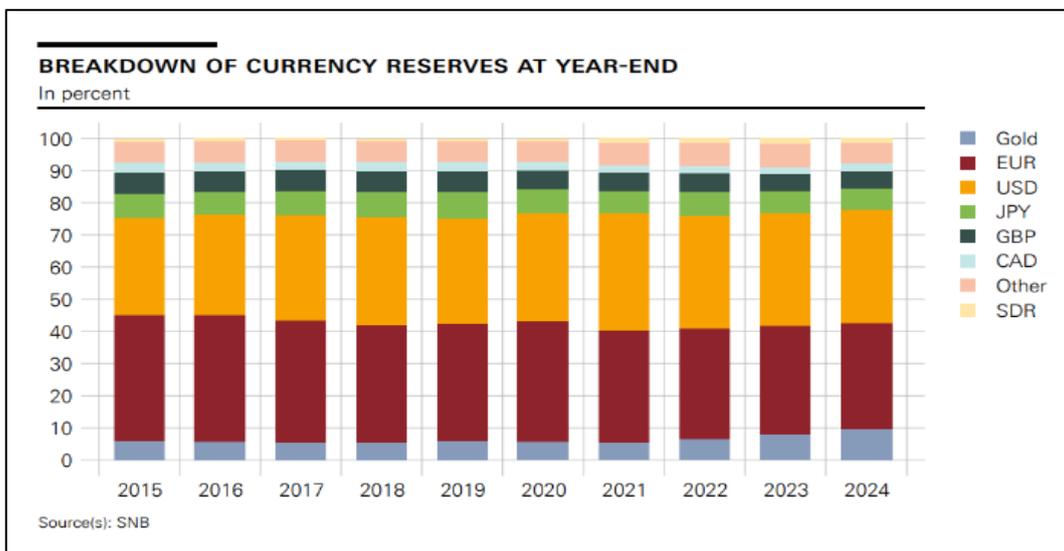
資產規模擴大導致更高的報酬波動，亦使 SNB 持有更高的市場份額，並降低其投資決策的彈性。目前 SNB 已投資於約 96% 的全球股票市場及 76% 的全球債券市場。

圖 4 自 2005 年起 SNB 外匯存底總餘額變化



資料來源：SNB

圖 5 2015 年至 2024 年間 SNB 外匯存底資產類別增減



資料來源：SNB

## 參、瑞士退休基金配置與未來發展

### 一、簡述瑞士年金系統三大支柱

瑞士年金保障體系在 1972 年通過憲法修正案確立，並陸續建置與完善。該體系分為三大支柱(The Three-pillar System)，第一、第二支柱屬強制性投保，第三支柱作為補充，確保投保人在退休、殘疾或身故後能維持適當的生活水平。

其中，第一支柱自 1948 年施行，為國家強制性退休、遺屬(AHV)及傷殘(IV)年金保險(State Old-age Insurance)，瑞士工作者或居民都需強制繳納，部分由投保人、雇主負擔，亦有部分由瑞士聯邦政府通過各種稅收提供，旨在保障最低生活標準；第二支柱於 1985 年起強制實施，為職業退休金計畫(Occupational Pension Insurance)，由雇員與雇主共同負擔，亦屬強制投保，支付條件隨不同退休基金機構管理而異，屬於對第一支柱制度的補充；第三支柱則為私人自願性退休金儲蓄(Individual Provident Measures)，自 1987 年開始，屬於非強制性補充儲蓄，為鼓勵私人儲蓄並提升參與意願，瑞士聯邦政府多給予減稅優惠。其主要形式有保險機構年金險或銀行年金帳戶，透過額外儲蓄投資以實現短期、中期乃至長期的個人財務目標(表 2)。

表 2 瑞士退休金制度簡介

<b>退休金制度</b>	<b>【第一支柱】</b> 國家保險基金(AHV、IV 補償基金) <b>【第二支柱】</b> 職業退休金計畫(BVG / Pensionskasse) <b>【第三支柱】</b> 私人退休金儲蓄(Private Pension / Säule 3a & 3b)
--------------	---

<b>主管機關/ 監管機構</b>	<p>【第一支柱】瑞士聯邦社會保險局(BSV)的瑞士聯邦社會保險辦公室(FSIO)。</p> <p>【第二支柱】1.勞工退休基金(BVG/BVV2)：由瑞士聯邦金融市場監管局(FINMA)及瑞士聯邦職業退休金監管委員會(OAK BV)負責；2. 瑞士聯邦政府退休基金(PUBLICA)：由瑞士聯邦財政部負責聯邦政府、部分聯邦附屬機構及公營機構員工退休基金。</p>
<b>監管與 風險控制</b>	<p>退休基金需遵守相關監管及指引，確保流動性、風險分散及可持續性，並每年報告財務狀況。如 PUBLICA 基金使用條件風險值(Conditional Value at Risk, CvaR)來評估風險。</p>
<b>最低報酬 要求</b>	<p>2025年職業退休金最低利率為1.25%，係由瑞士聯邦政府根據經濟情況進行調整。當通膨率較高或市場回報表現良好，最低利率有可能上調；反之則可能下調，以保證基金穩健運行。</p>
<b>投資期限</b>	<p>1.職業退休基金的投資策略與期限，依據基金管理機構而有所不同；</p> <p>2.聯邦政府退休基金(PUBLICA)主要投資週期約10年，允許短期市場波動以獲取長期投資收益；惟仍將依據資產類別決定投資期限，有短期投資策略也有長期持有。</p>
<b>未來 挑戰</b>	<p>資本累積制讓退休金制度更具可持續性，受保人透過個人繳納與基金投資確保退休後財務安全。然而，由於市場風險與平均壽命延長等挑戰，瑞士退休基金監管機構會定期監督基金運作，確保基金穩定性與支付能力。</p>

資料來源：自行整理

## 二、瑞士退休基金投資規範及風險管理

### (一)瑞士退休基金投資規範

瑞士對於退休基金投資有著嚴格的法規監管，投資種類及比例限制係為分散風險，旨在確保資產安全性、收益性和流動性。有關瑞士退休基金的投資相關法令規範分散於不同法律框架中，且各邦州規定互異。一般而言，為確保退休基金安全及收益性，投資時須

遵循審慎投資原則，惟具體投資標準可能依基金的投資策略和風險承受能力而有所不同。

例如在瑞士職業退休金法與職業退休金條例中<sup>1</sup>，對第二支柱職業退休金計畫投資規定主要體現在投資限制和風險管理方面，確保退休基金穩健運作，並保障退休人員利益，投資比例限制與考量詳表 3。

而作為管理瑞士聯邦政府員工的聯邦政府退休基金(PUBLICA)<sup>2</sup>所編制的投資信念(Investment Beliefs)則對其投資決策與風險管理提出了更詳細具體要求，包含投資透明度(定期公布其投資組合與策略)、資產類別的基準比較指標(衡量內部及外部資產管理人績效)、資產類別差異化投資策略(高流動性資產類別，主要採指數化投資策略；私募市場等流動性較低資產類別，則採取長期持有策略)，以及對資產管理人嚴格篩選(嚴格篩選內外部資產管理人，以確保投資質量，並設定備選方案，以應對管理人變動)等。

---

<sup>1</sup> 參見《職業退休金法》(Berufliche Vorsorge Gesetz, BVG)與《職業退休金條例》(Berufliche Vorsorge Verordnung 2, BVV2)

<sup>2</sup> 瑞士聯邦政府退休基金(Publica)是獨立退休金機構，負責聯邦等政府員工退休金投資管理，惟基本框架受《職業退休金法》(BVG)和《職業退休金條例》(BVV2)監管。其編制的投資信念(Investment Beliefs)是作為其資產管理策略的核心指導原則

表 3 瑞士退休金投資規範

投資類別	最高投資比例限制 <sup>3</sup>	說明
股票 (Equities)	50%	包含瑞士與國際股票。
不動產 (Real Estate)	30%	最高不得超過 30%(其中，國外不動產投資最高不得超過 10%)，包括直接與間接持有不動產基金。
另類投資 (Alternative Investments)	15%	包含私募基金及基礎設施。
債券 (Bonds \Fixed Income)	無限制比例	須遵守風險分散原則。包括瑞士政府、企業債券或國際債券。
流動性資產 (Liquidity)	無明確比例	包含現金或貨幣市場工具。
《BVV2》第 53 條第 1 項字母 dter 所述類別	10%	包含保險連結證券、結構性產品等。
基礎設施 (Infrastructure)	10%	可透過投資基礎設施基金、直接投資於基礎設施項目，或購買相關基礎設施債券與股權。
國內與國外投資比例	靈活調整(惟外幣資產未避險部分不得超過資產總額 30%)	沒有比例限制，惟為防止過度集中投資於高風險資產，保障退休基金的穩定增值，因此需遵守相關規定並符合風險管理規範，確保投資資產地域多樣化及投資安全性。

資料來源：整理自《BVV2》第 55 條及 OAK BV 監管指引。

<sup>3</sup> 依據瑞士《BVV2》第 59 條特別條款，若職業退休基金能證明其投資策略具備完善的風險控制機制，且經內部董事會審查，並通過監管機構(如瑞士聯邦金融市場監管局 FINMA)的評估與審核，則該基金可申請超出法定投資比例限制的彈性配置。此規定意在平衡法定投資限制與基金的專業管理需求，允許具風險管理能力的基金更靈活地應對市場變動及投資創新。

## (二)瑞士退休基金之管理及運作模式

一般而言退休基金管理可分為兩大部分，一為退休金提供機構(Pension Provider)，指委外的私營或公共專業投資機構；二為政府成立的公共退休儲備基金(Public Pension Reserve Fund)。

瑞士的退休金提供機構主要替第二支柱退休金計畫做資金管理與投資規劃，亦提供第三支柱計畫相關退休儲蓄金融商品。而公共退休儲備基金則像瑞士 AHV Central Compensation Fund，是政府為維持退休金計畫可持續性而設立的資金池，確保基金具備支付能力。

## (三)瑞士退休基金風險管理

瑞士對於退休基金實施嚴格的風險管理措施，要求退休基金須每年報告財務狀況，確保在追求投資收益時能維持適當風險水平，保障受益人的利益，相關的風險控管機制如下：

- 1. 多元化投資：**避免資產過度集中，降低單一市場或資產類別波動對整體組合的影響，如瑞士退休基金通常將不動產投資分散至瑞士本地與國際市場，以降低單一市場衰退風險；增加再生能源與綠色債券投資並設立負面篩選機制，降低法律、市場與氣候變遷風險。
- 2. 流動性管理：**確保基金具備足夠流動性，以應對支付義務和市場變化，如 COVID-19 疫情期間加強現金部位，確保短期流動需求。
- 3. 定期評估：**對投資組合進行定期審查和風險評估，根據市場狀況和法規要求進行調整。
- 4. 風險對沖策略：**在瑞郎升值期間，採取貨幣對沖策略，減少瑞郎升值對國際投資的負面影響。
- 5. 定期壓力測試：**定期進行壓力測試，模擬不同市場情況所帶來的衝擊，如經濟衰退、利率變動時對投資組合影響，並調整投資策略。

### 三、全球退休基金與瑞士退休基金概況

#### (一)全球退休基金配置概況及趨勢

##### 1.全球退休基金近九成係由全球七大退休基金所組成

目前全球退休基金<sup>4</sup>近九成係集中於七大退休基金國家，依序為美國、日本、加拿大、英國、澳洲、荷蘭及瑞士。依據 Towers Watson 全球退休金資產研究報告<sup>5</sup>，截至 2024 年底推估值(非官方統計)，全球七大退休基金總資產將達到 53.5 兆美元，其中以美國 38 兆美元為最多，瑞士退休基金資產總值則約 1.43 兆美元(圖 6)。

圖 6 全球七大退休基金資產

單位：十億美元

2004		2014		2024e	
US	11,690	US	21,708	US	37,992
Japan	2,954	UK	3,272	Japan	3,300
UK	1,755	Japan	2,693	Canada	3,267
Canada	1,189	Canada	2,555	UK	3,139
Netherlands	740	Australia	1,548	Australia	2,639
Australia	553	Netherlands	1,415	Netherlands	1,747
Switzerland	530	Switzerland	788	Switzerland	1,433

資料來源：Towers Watson

##### 2.全球退休基金配置主要仍集中於債券與權益證券，惟在全球七大退休基金之債券與權益證券配置降低，而另類資產投資部位提高

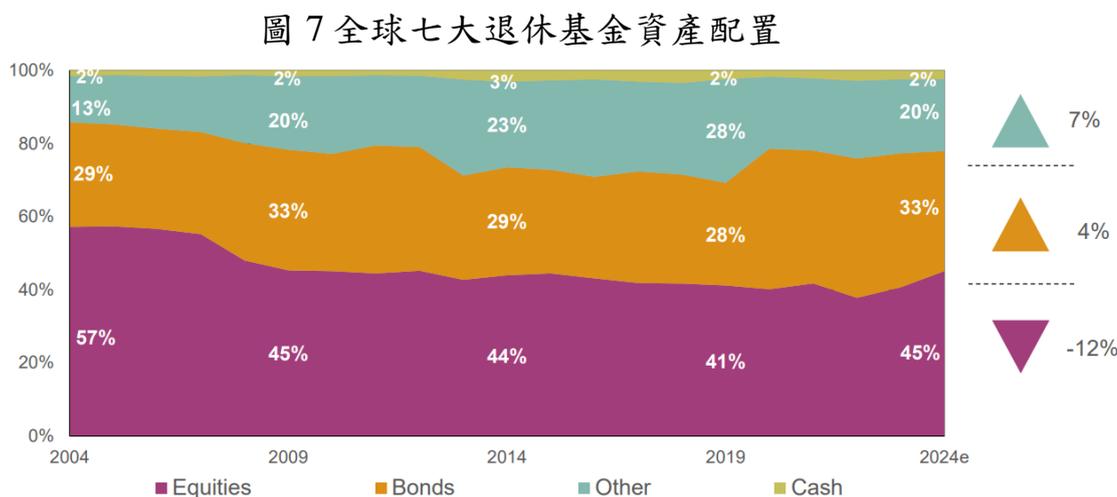
目前全球退休基金資產配置主要仍集中於債券和權益證券兩大類；惟各國退休基金的債券與權益證券配置比例仍存在顯著差異。若以全球七大退休基金資產配置來看，2024 年平均以權益證券配置

<sup>4</sup> Towers Watson 統計全球主要 22 國退休基金，包含七大退休金國家、巴西、智利、中國、芬蘭、法國、德國、香港、印度、愛爾蘭、義大利、馬來西亞、墨西哥、南韓、南非以及西班牙。

<sup>5</sup> 參見 Towers Watson 《Global Pension Assets Study 2025》。

45%為最高；債券 33%。惟若觀察自 2004 年起近 20 年退休金資產配置變化，會發現全球七大退休基金國家中的資產配置趨勢已悄然改變，權益證券與債券配置有下降趨勢。其中又以權益證券配置下降較多，平均配置占比由 57%降至 45%；而債券配置比例目前維持於 33%。

除了上述資產類別，在配置喜好改變下，多元資產、另類資產及實質資產，如基礎建設<sup>6</sup>、不動產、REITs、避險基金及私募股權等投資成長許多。迄至 2024 年底，另類資產在全球七大退休基金中的平均配置約 20% (圖 7)。



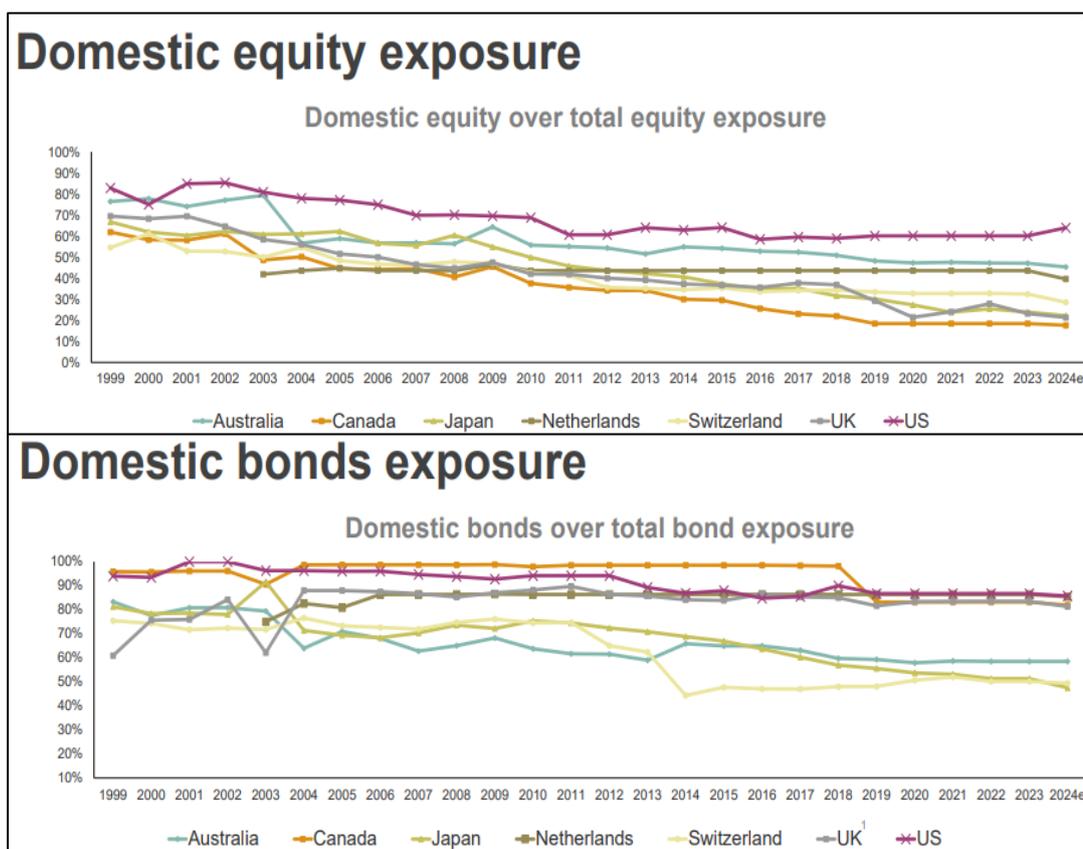
### 3. 在全球化投資趨勢下，投資國內債券與權益證券比例皆降低

過去 20 年，隨著國際資金移動頻繁，全球化投資趨勢成熟，全球七大退休基金平均投資國內權益證券下降，自 2004 年 57.1% 國內證券投資降至 2024 年 34.1%。其中，以加拿大及日本國內權益證券投資減少較多；而美國退休基金仍維持較高國內證券投資比例(圖 8)。

<sup>6</sup> 如再生能源、升級電網傳輸及佈建電動車公共充電樁等。

此外，投資國內債券亦由 2004 年 82.5% 下降至 2024 年 70%。雖然配置比例下滑，惟相對國內權益證券的大幅降低，則仍維持較高配置。從下圖得知加拿大、荷蘭、美國擁有較高的國內債券配置；而瑞士退休基金依市場狀況和投資計劃來配置本國與外國債券，以達到風險分散和穩定收益目標。瑞士退休基金債券投資占比約 32%，並傾向本國債券，與其他國家相比，瑞士的投資組合較為平衡，顯示出穩健與多元化投資策略。

圖 8 全球七大退休基金國內債券及權益證券配置



資料來源：Towers Watson

## (二) 瑞士退休基金配置概況及趨勢

### 1. 瑞士退休資產總額與配置(Towers Watson 2024 年底預估值)

(1)瑞士退休金資產總額增加：Towers Watson 報告顯示，瑞士退休金資產總額達 1.43 兆美元<sup>7</sup>。配置分別為另類資產(34%)、債券(30%)、權益證券(32%)及現金或存款(4%)。

(2)瑞士退休基金資產占 GDP 比例為全球第二：近十年間，瑞士退休基金在資本積累制下，退休基金資產占 GDP 比例成長將近四成，2024 年底該占比為 152%，全球排名第一。

(3)瑞士退休基金配置：

●以公部門債券為主，公司債則做為輔助收益提升

以往瑞士退休基金的投資風格較為保守，更加偏好固定收益類資產，在債券配置中，又以公部門債券相較於公司債券有著更高的投資比例，且主要集中於境內，包含 Swiss Government Bonds、Swiss T-Bills、瑞士國有企業債等。考量金融市場穩定性及退休基金穩健策略，瑞士退休基金對債券主要集中於公共部門，以確保資本安全性，公司債則是輔助收益之提升。

●投資幣別以瑞郎為主，亦持有其他貨幣計價債券

幣別方面主要以瑞郎為主，但也有美元、歐元等其他幣別債券配置，達到投資組合多元化和匯兌風險管理。持有較多瑞郎計價債券係因瑞士公債配置占比較高，此外，瑞士退休金給付時係以該國貨幣為主，投資國外債券除須面對不同物價水準帶來的利率風險外，尚須考量幣別間匯兌風險及相應避險成本。

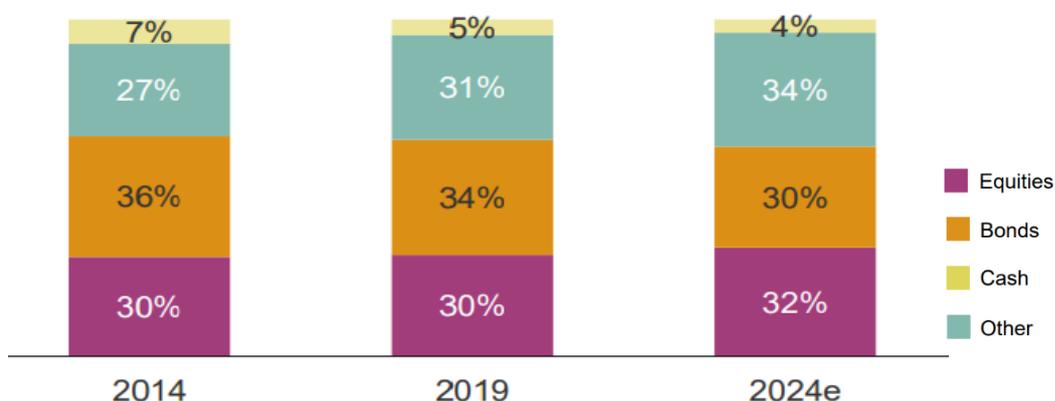
●另類資產在投資組合占比逐漸提高

---

<sup>7</sup> 數據是基於截至 2023 年底的實際數據以及市場指數變動進行推算，屬於估算值而非確切各國官方數字。報告中提到的退休金資產美元總額僅包含自主退休金基金(autonomous pension funds)，未涵蓋由保險公司管理的退休金相關資產，數據可能僅反映部分市場狀況而非全貌。

在瑞士退休基金資產配置中，2024 年底另類資產配置比例高達 34%(圖 9)。瑞士退休基金有較大比例的不動產投資，這在全球許多國家中已經是相對較高的資產配置。逆全球化趨勢使內需導向基礎建設與不動產等實質資產受惠；而以在地營運範疇為主的另類資產，營運受海外因素影響較低，不僅能夠增加退休基金防禦能力，並且實現多種類投資，達成分散風險目的。

圖 9 瑞士退休基金資產配置



註：2024e 表示估算值

資料來源：Towers Watson

## 2. 瑞郎升值對退休基金整體投資報酬率之影響

瑞士因為政治穩定、法律制度健全、經濟政策透明與中立國地位，吸引國際資金流入，加以經常帳順差與 SNB 貨幣政策影響，推動瑞郎走升。而當全球面臨動盪時，避險情緒的升溫亦增加國際資金流入，諸多因素造成瑞郎兌主要國家貨幣升值。

由於瑞士退休基金投資組合平均持有約三成外幣資產，若將匯率因素納入考量，將影響基金整體報酬率。自 2003 年至 2023 年，美元資產投資報酬率提升，使得美元投資部位增加(2023 年成長率 18%)。惟隨著瑞郎升值，美元投資報酬受到匯兌損失影響，造成美元計價資產報酬率下降，從而影響整體退休金資產成長率(表 4)：

表 4 瑞士退休基金資產成長率

	<b>1-YEAR CAGR</b> (2024 年成長率)	<b>5-YEAR CAGR</b> (過去 5 年成長率)	<b>10-YEAR CAGR</b> (過去 10 年成長率)
美元計價	6.5%	6.7%	6.2%
瑞郎計價	14.3%	5.2%	5.2%

資料來源：整理自 Towers Watson

### 3. 瑞士退休資產報酬率影響因素

- (1) 瑞郎升值影響國際投資：瑞郎升值時，瑞士退休基金持有的國際投資部位價值下跌，基金管理機構可能會調整本地資產與國際資產投資比例，以降低匯率風險或採取相應匯率避險策略。
- (2) 瑞郎升值影響瑞士本地投資：瑞士製藥、鐘錶及機械等主要出口產業對匯率變動敏感。當瑞郎升值時，瑞士出口競爭力下降，影響本地企業的營收與獲利，進而影響瑞士退休基金持有本地權益證券與企業債券價值。反之，瑞郎貶值則有利於出口，可能推動本地市場資產增值，對退休基金所持有瑞士境內投資有利。
- (3) 通膨與利率變化影響：強勢瑞郎通常伴隨較低通膨率，這使得 SNB 能夠維持較低的利率政策，影響退休基金債券收益。但當瑞郎過度升值時，SNB 可能採取干預措施，以穩定市場並減少對國內經濟之衝擊。

### 四、瑞士退休基金面臨之挑戰及機會

瑞士已邁入高齡社會，隨著人口老化加速，退休金給付持續成長，而勞動供給成長速度則相對緩慢，使得退休金系統面臨龐大支付壓力，加以近年金融市場波動頻繁，這使得瑞士退休基金需動態調整配置與策略，並從制度上改善，以避免影響其財務穩定性。

### (一) 多元化配置與投資法規調整

瑞士退休基金會定期審視策略性資產配置，如近期 PUBLICA 重新考量如政府債券餘額、流動性、避險成本及信用品質等，正在減少外幣計價政府債券曝險並增持瑞郎債券。此外，會依據經濟金融情勢變化，或因應政治與立法提案進行基金投資法規條例修訂<sup>8</sup>。

### (二) 結構性轉型與價值投資策略

目前依然較高的利率水準，以及全球性通膨導致商品估值過高，市場對資產估值將重新回歸基本面，價值投資策略受到重視。此外，國際資本正積極尋找新投資機會，如綠能、數位化等範疇。

### (三) 區域性投資機會

瑞士退休金計劃增加對新興市場之投資配置，以分散風險並尋求額外資產獲利成長性。資產管理機構鋒裕匯理(Amundi)<sup>9</sup>指出，亞洲新興市場因受惠內需成長、供應鏈重組而吸引投資者，加以部分如南韓、印度等國家積極推動公司治理改革與資本市場開放，有助於提升長期吸引力；惟部分亞洲國家市場透明度不足、法治環境仍待改善，以及新興市場波動性較高，投資機會呈現分化趨勢。

在策略上，發現投資人傾向結合主動型與被動型，聚焦如新能源或高科技製造業等特定主題，而非廣泛持有整體新興市場指數。

---

<sup>8</sup> 例如自 2019 年起，瑞士國民院社會保險與健康委員會(SGK-NR)即有議員提出請願案，認為《BVV2》第 55 條所設的投資比例可能限制退休基金的投資彈性與永續發展能力，建議政府考慮修法。該建議指出，不同規模與風險承受能力的退休基金應有更彈性的資產配置空間，以因應市場多變與 ESG 目標。然聯邦政府於 2023 年 8 月的正式回應中認為，現行法規已允許退休基金實施永續策略，無需調整第 55 條，故該提案並未進入實際修法程序。惟未來瑞士聯邦政府是否參考國際上對於退休基金的監管，從類別比例限制轉向風險為本的原則導向模式值得被關注。

<sup>9</sup> 參見 Amundi Create Report( for professional clients only) 《 Seeking returns in private markets and emerging markets in a disruptive era, 2 December 2024 》。

整體而言，亞洲新興市場宜聚焦具備政策改革支持、經濟基本面良好且市場開放程度高的國家與產業，並重視 ESG 標準與公司治理品質，以降低潛在風險。

#### **(四)綠色與永續投資**

瑞士退休基金處於永續投資<sup>10</sup>轉折點，ESG 投資已從經常被忽視的主題變成風險管理重要部分，以實現投資組合多元化目標，並使其財務目標與社會價值觀保持一致，滿足參保會員對於基金投資影響力之期望。惟目前尚面臨供需不平衡，以及全球 ESG 評估標準不一致等挑戰，諸多因素提高永續投資決策複雜度。

#### **(五) 私募市場投資增加**

近年全球退休基金投資私募資產的比例增加，主要驅動力為多元化投資和超額報酬，而投資規模則與退休基金各自的資產基礎有關，基金規模越大，投資非流動性資產的能力就越大。

私募股權或債務因與金融市場相關性較低，且具有長期性成長潛力，吸引資金配置；惟投資私募市場商品仍須具備風險意識，因商品差異化、規模限制以及高昂手續和管理費用，獲利性明顯不同，加以部分市場流動性限制需要嚴謹考量、評估風險，選擇優質管理人並投資具產業前景範疇。

#### **(六)退休金制度改革與退休金系統數位管理**

瑞士制度改革包含延長退休年齡、提高第一、二支柱提撥繳納比例，以及增加減稅優惠藉以提升自願儲蓄參與率等。此外，瑞士

---

<sup>10</sup> 永續投資包含永續型債券(Sustainable Bond)、永續型基金等。其中，永續型債券包含綠色債券(Green Bond)、社會責任債券(Social Bond)、永續發展債券(Sustainability Bond)、永續發展連結債券(Sustainability-linked Bond, SLB)、轉型債券(Transition Bond)與藍色債券(Blue Bond)。

推動數位化系統，讓退休金帳戶資訊透明化，方便管理個人退休金，並透過 AI 演算法分析參與者的投資行為及自動監控市場風險，為個人資產配置提供建議並適時提示參與者進行調整。

瑞士退休金改革不僅著眼於制度面，亦關注投資策略信念，如加強青少年教育推廣，提升自身關連性與參與感以及推進數位化管理等前瞻性作為，以保持瑞士於全球市場的競爭力。

### **(七)從確定給付型(DB)到確定提撥型(DC)制度**

確定給付型 (Defined Benefit, DB) 和確定提撥型 (Defined Contribution, DC) 對於退休基金投資需求與限制存在顯著差異，將直接影響管理人員之資產配置和投資策略。瑞士正逐步向 DC 計畫轉型，以降低雇主長期財務風險，並與國際趨勢接軌。

### **(八)參考他國成功經驗**

瑞士積極借鑒其他歐洲國家的成功經驗，如丹麥與荷蘭的管理模式，強化風險管理和資產配置信心。另外，亦積極尋求國際間合作機會，如共同投資基礎設施或新能源項目等。

## **五、未來全球退休基金聚焦之主題與方向**

### **(一)總體經濟不確定性與系統性風險**

美國經貿政策、已開發經濟體供需狀況仍不平衡，以及地緣政治等因素，對全球經濟成長帶來不確定性。此外，氣候與地緣政治風險成為退休基金策略重要考量，需採更靈活的風險管理方式以應對經濟成長、通膨與社會環境變化的系統性風險。

### **(二)政府與政治對退休基金的影響日益增加**

政府與政治對退休金計畫影響力日益增加，政權轉移比過去更可能影響市場與退休基金政策。政府作為國家退休基金監管與重要利

害關係人，影響力隨退休基金規模擴大而提高。國家政府透過改善措施以消除監管摩擦並鼓勵國內永續投資，達到引領國內綠色經濟發展和產業良性輪替目標，亦能為政府長期氣候目標做出貢獻。

### **(三)人類智慧、人工智慧與技術帶來影響**

資產管理在 HI 與 AI 的結合下，能優化金融解決方案、提升報告品質或增強組織效率。目前 AI 在投資監管、風險歸因、知識管理和報告流程中的應用已展現價值，但在高級投資策略的執行和營運風險管理方面仍處於發展階段。此外，AI 雖提供許多機會，但也存在道德風險，並可能放大現有的技術風險。

### **(四)退休基金的永續投資**

隨著全球對 ESG 關注日益增加，越來越多機構採用永續投資策略，對於許多國家退休基金而言，將 ESG 標準納入投資決策，長期能夠產生持續和穩定報酬，多元化配置不僅滿足參與者之期望，在整體資產部位的風險管理和投資報酬穩定性方面都能有所提升。

Towers Watson 最新全球福利態度調查(GBAS)發現，越來越多退休金參與者認為投資時應落實 ESG，而不僅追求投資報酬最大化。ESG 投資被認為是衡量投資組合風險之標準，因為企業若不遵守環境永續實踐，股價可能於未來面臨突然下跌風險。

### **(五)退休基金日益關注內部資源整合**

組織阿爾法(Organisational Alpha)是退休基金透過內部資源整合，如人才、流程、專業技能與治理架構，所創造出的可持續附加價值。這種價值不直接來自市場，而是源自機構本身管理能力與決策品質。強化組織阿爾法有助於提升營運效率、控管風險並強化韌

性，使退休基金能在複雜多變的市場環境穩健實現長期投資目標，組織阿爾法已成為評估退休基金治理與績效穩定性的重要指標。

## 肆、結語

外匯存底屬於重要儲備資產，有預防未來危機、提供流動性、維持匯率穩定、提升國家信心以及作為金融帳與經常帳緩衝功能。SNB 在創造多元化收益下，將資產配置於股市為時已久，也曾於全球股災時受到波及，因此投資策略、資產配置、風險管理相當重要。SNB 外匯存底配置屬公開市場交易，並無私募市場投資，與避免投資策略與貨幣政策產生衝突有關。

而在瑞士退休基金方面，由於退休基金面對龐大給付需求，在提高資產收益並考量流動性下，尚須避免國際市場波動影響基金可持續性。瑞士的退休基金普遍將資產委託給外部機構管理，且會將資產配置於非公開市場，且越大型退休基金配置比例可能更高。通常越大型退休基金越有可能與多家外部資產管理公司合作，這種委外管理模式旨在分散風險並提高投資效率，但也引發了對成本效益的關注。因此，未來瑞士監管機構對退休基金之委外管理數量和方式將進行更嚴格的監督與管理。

瑞士退休基金與 SNB 都逐漸增加 ESG 投資，引導資金投入永續金融商品，為全球永續發展帶來正向助力。展望未來，碳排放和永續發展等議題日益受到重視，如何衡量風險並訂定指標，並落實於資產管理風險評估中，值得探討與研析。此外，隨著 AI 運算模型成熟及算力提升，大量數據及資料能被快速處理，或能輔助投資交易執行、擬定決策與協助資產管理，對金融市場帶來正面影響；惟 AI 工具應用利弊仍應權衡，以防範技術或道德等風險。

## 參考資料

1. 經濟部國際貿易署網站：

<https://www.trade.gov.tw/World/ListWorld.aspx?code=7020&nodeID=45#>

2. Amundi & Create Research (2024), “Seeking returns in private markets and emerging markets in a disruptive era,” 2024 December

3. Federal Social Insurance Office, “Switzerland’s old-age insurance system,” 2024 December (Art. No. 318.005.1ENG). Federal Office of Buildings and Logistics, <https://www.bundespublikationen.admin.ch>

4. Maron ,Christoph (2024), “Reserve Management at SNB,” *Zürcher Kantonalbank*, September, 11

5. OECD 官方網站：

<https://www.oecd.org/>

6. PUBLICA 官方網站：

<https://www.publica.ch/en>

7. Swiss National Bank, “Investment Policy Guidelines,” 2024 September

8. Swiss National Bank, “The Swiss National Bank in Brief,” 2024 July

9. Swiss National Bank, “Annual Report 2024,” 2025 March

10. Swiss Federal Pension Fund (PUBLICA), “PUBLICA’s Investment Beliefs,”

11. SNB 官方網站：<https://www.snb.ch/en/>

12. Towers Watson (2024), “Global Pension Assets Study-2024,”

13. Towers Watson (2025), “Global Pension Assets Study-2025,”