

遗产：从 1755 年至今作为投资者的国家

Dr Alexander Ressos, TEP

Attorney-at-Law (Switzerland), Solicitor (Hong Kong),

Solicitor (England & Wales)

1755 年的 *利息委员会* (*Zinskommission*) 是对每个繁荣小国终将面对的一个问题的早期回答：公共机构应如何处置超出其眼前需要的资本，又应如何帮助其公民投资自己的储蓄？苏黎世的回答结合了四个要素。国家提供首损资本，并任命和监督管理人。它将公共资金和私人资金汇集于一个拥有独特名称和身份的单一载体中，并将其投资于海外由主权债权和有担保债权构成的分散化投资组合。这些要素中的每一个都在瑞士金融中心的机构中有着长久的延续，尽管当今的公共投资者中没有一个完整复制了这一组合。

从机构角度看，最直接的继承者是苏黎世州银行（*Zürcher Kantonalbank*），该州于 1870 年退出 *Leu* 时创立了这家银行。州银行继承了公共拨入资本的理念，但颠倒了 1755 年的风险分配。*利息委员会* 在没有国家担保的情况下运营，而州银行的负债（次级债务除外）在其自有资本不足时享有该州的全额担保。该州向银行提供相当于公司股本的拨入资本，而银行则每年就该担保向该州支付补偿。截至 2025 年底，该行报告的股东权益约为 157 亿法郎。¹ 每年的担保补偿是公共支持的现代、明确的价格，而这种支持在 1755 年仅是隐含的，并且正如 1798 年所示，其价值并不确定。州银行的国内导向也反映了 *Leu* 自身在 1798 年后所做的转向：十九世纪的公共银行向该州的农民和手工业者放贷，而将资本输出留给私人银行和股份制银行。

遗产：从1755年至今作为投资者的国家

第二个继承者是瑞士国家银行（SNB），尽管其目的与委员会根本不同。国家银行持有外国资产是货币政策的结果。随着其为抵御法郎升值而进行干预，其外汇储备从2007年的850亿法郎增至2021年的10150亿法郎。2022年和2023年，为抑制通胀，外汇储备又被部分削减。该行根据流动性和分散化原则投资这些储备，主要投资于外国政府债券，其中股票部分以市值加权指数为基准进行被动管理。此外，它还持有约1040吨黄金。它排除了全球系统重要性银行的股票以及瑞士公司的证券等，并明确表示，其成功以实现价格稳定来衡量。²与1755年的相似之处在于技术。与委员会一样，国家银行是一个将瑞士资本以分散化主权债务组合形式投放海外的公共机构；也与委员会一样，它注意不与国内私人行为者竞争，这一点通过完全排除瑞士股票来实现。区别在于其使命：回报从属于货币政策。

第三个继承者，在某些方面也是功能上最接近的，是社会保险资本的公共管理人。自2019年1月1日起，老年和遗属保险（AHV）、残疾保险和收入补偿计划的资金由compenswiss管理，这是联邦根据《联邦补偿基金法》设立的公法机构。三个基金仍为独立资产，相互之间不交叉融资。³Compenswiss汇集一项全国储蓄计划的储备金，将其投资于分散化的国际投资组合，并通过保险体系将收益分配给受益人。各州和市镇的公共养老基金，例如苏黎世州的养老基金，为公职人员的养老金履行类似职能。与利息委员会一样，这些机构在公共指导下持有他人的资金。与之不同的是，它们在法定框架下运作，该框架将其资产与国家资产分离，界定其管理机构的职责，并对分散化、估值和披露施加规则。1798年存款人在危机时刻不得不临时拼凑的资产分离，如今已写入它们的设立章程。

在国际层面，自2008年以来，公共投资者的实践一直受到圣地亚哥原则（Santiago Principles）的影响，即2008年10月就主权财富基金达成的二十四项《普遍接受的原则和实践》。这些原则涉及

治理、投资实践和风险管理，旨在将此类基金呈现为专业、独立且以财务为导向的投资者，并鼓励适当的披露。⁴对照 *利息委员会* 的历史来解读，这些原则恰恰针对了 1755 年苏黎世模式所留下的弱点：基金与国家之间缺乏明确的法律分离、治理集中于一个小圈子、没有公开的投资政策以及投资组合不透明。委员会依靠其议员的个人操守和苏黎世贵族阶层的社会凝聚力来管理这些风险。现代标准则以法律和披露取代了这种社会控制。

将 *利息委员会* 称为主权财富基金是不合时代的。它主要由私人存款提供资金，公共资本很少。其目的是服务于苏黎世的储户，并无为子孙后代建立捐赠基金的使命。然而，它与现代基金共有一个决定性特征：它将一个繁荣小政治体的盈余转化为对世界其他地区的债权，并在公共权力之下加以管理。在新加坡和香港的执业过程中，作者在构建公共和准公共投资载体时遇到过同样的问题。这些问题涉及：如何在法律上将载体与国家分离，如何保护其免受政治压力和国家债权人的索偿，如何向外国交易对手解释谁是其背后的支持者，以及如何协调保密与问责。1755 年的苏黎世议员们找到了适合其时代的答案，而 1798 年的危机对这些答案进行了严峻的考验。

Leu 的历史还为金融中心提供了一个关于声誉的教训。两个世纪以来，该行自身的史书一直将其创立颂扬为审慎公共财政的胜利。直到本世纪头二十年，在该市 2007 年的报告、2011 年档案移交以及 2020 年苏黎世大学的研究之后，投资组合的殖民维度才成为公共记录的一部分。这一事件表明，金融中心的声誉取决于其机构开放档案、直面自身历史的意愿。它还表明，旨在保护在世客户的银行保密这一法律类别，并不适合用来规范对一个十八世纪公共机构记录的查阅。将 Leu 的档案移交给州档案馆（Staatsarchiv）并供研究使用，是正确的解决办法，并为其他公共和半公共金融机构历史档案的处理提供了范例。

遗产：从1755年至今作为投资者的国家

最后，Leu 的悠久历史说明了一个金融品牌的持久性及其局限。一位十八世纪司库兼辞书编纂者的名字，在两个半世纪以上的时间里一直作为一家银行的名称。它经历了从公共委员会到私人合伙企业、从合伙企业到股份公司、从抵押银行到全能银行、从独立机构到集团子公司的转变，直到其所有者认定单一品牌更有利于其私人银行业务时才消失。Leuenhof 山墙上的狮子依然存在，提醒人们：苏黎世金融中心的发展脉络之一，始于公共当局作出的一项投资决定。

1 注释

1. Zürcher Kantonalbank , “ Was bedeutet die Staatsgarantie? ” , <https://www.zkb.ch/de/hilfe/sc/was-bedeutet-die-staatsgarantie-.html>。
2. 瑞士国家银行, “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. 主权财富基金国际论坛 , “ Santiago Principles ”, <https://www.ifswf.org/santiago-principles>。

仅供一般参考。本文不构成法律或税务意见，不能替代针对个案的专业意见，亦不建立律师与客户关系。本文反映截至 2026 年 9 月的法律状况。

在线版本：cn.helveticaregister.com/zurich-the-legacy-the-state-as-investor-from-1755-to-the-present