

新加坡国有经济研究

张奕辉^①

^① 张奕辉，中国社会科学院亚太与全球战略研究院助理研究员，博士毕业于清华大学公共管理学院。新加坡国有经济研究部分主笔人。

第一章

新加坡国有经济现状

世界银行 1995 年发布的政策研究报告中曾经对国有企业做过定义，即“政府拥有或政府控制的经济实体，它们从产品和服务的销售中创造主要收入”，该定义比较有代表性，既包括中央控制和地方控制的国有企业，也包括政府直接和间接持有的企业。新加坡政府对国有企业并没有明确的划分，只是以股份制的形式维护政府的投资利益。在新加坡一般以“政联企业”或“淡联企业”称呼新加坡政府控股的国有企业。

在新加坡经济腾飞的历程中，国有企业做出了极其重要的贡献。新加坡国有企业不但在国民经济中占有很大比重，而且企业的经营管理效率非常高。新加坡的国家资产主要由五大政府机构或者投资公司控制，分别是新加坡金融管理局（Monetary Authority of Singapore，简称 MAS）、新加坡国家发展部下属的建屋发展局、新加坡裕廊工业区管理局、新加坡政府投资公司（Government of Singapore Investment Corp，简称 GIC）和新加坡淡马锡控股公司，它们也是《新加坡宪法》第五附表^①所列的法定机构及政府公司。不过只有新加坡政府投资公司和淡马锡控股公司属于新加坡政联企业，其他三家都是新加坡政府的法定机构。新加坡金融管理局、新加坡政府投资公司和淡马锡控股公司是新加坡国有资本收益的三大投资主体和收入来源。

作为三大国家资产投资主体之一的淡马锡控股公司，在政企关系制度设计、解决政府监督管理缺位、激发经营者积极性、提高经营者素质等方面，被称为全球国有资本运营管理的典范。

^① 《新加坡宪法》第五附表所列的法定机构及政府公司包括新加坡政府投资公司（负责管理新加坡政府的储备金）、中央公积金局、新加坡金融管理局、建屋发展局和裕廊镇管理局。

第一节 新加坡国有经济的规模

1965 年，新加坡从马来西亚独立出来后，新加坡的李光耀政府为实现国家发展目标、解决特定社会问题而设立了新加坡国有企业。英军撤出后，当时的新加坡经济基础薄弱，私人资本不足，投资能力有限，许多企业仅靠私人无法维持经营。李光耀在其回忆录中写道：“最头痛的问题是经济，如何让人民维持生计？当时的失业率高达 14%，而且有上升的趋势，我们要让人民以与英国统治时期大不相同的方式来谋生。”新加坡国有企业的最初建立主要还是为了发展经济，弥补私有资本的投资不足以及解决当地的就业问题。

一、新加坡主要的国有资本公司

尽管在 20 世纪 80 年代新加坡进行了国有企业私有化改革，但至今国有经济仍占有相当比重。新加坡国有企业在新加坡经济社会中扮演着重要的角色。在实现国家独立后的较长时期里，新加坡曾将国有企业作为促进经济转型升级、实现工业化的重要手段。新加坡目前主要的两家政府控股的政联公司，都是由新加坡财政部全资持有。淡马锡 2020 年财报显示，淡马锡目前的投资净值为 1 000 多亿美元，而新加坡政府投资公司管理的资产超过 3 000 亿美元，新加坡金融管理局则主要是管理新加坡的外汇储备。2021 年，新加坡的外汇储备额大约为 3 200 亿美元。

二、新加坡政府投资公司

新加坡政府投资公司一直被称为“亚洲最大及最神秘的投资者”，其管理基金的规模与巴菲特掌管的投资帝国相当。

1971 年，美国政府暂停美元转换为黄金，新加坡那个时期的储备大部分是英镑和美元。新加坡财政部为了转移焦点，把投资组合改为包括黄金、德国马克、日元及瑞士法郎。新加坡现有的货币多元化政策便是那时沿用至今。在 20 世纪 70 年代两次石油危机时，投资者很留意石油输出国组织（OPEC）的会议。当时全球通货膨胀，大大冲击了债券和证券投资。新加坡外汇储备也不可避免，大幅贬值。

新加坡政府投资公司成立于 1981 年 5 月 22 日，目前是新加坡最大的国际投资机构，其主要任务是使新加坡的外汇储备保值增值，跨出新加坡国界向海外大

举投资。由于关系到国家利益，公司的管理层、内部结构、管理的资金、在海外的运作以及业绩等都讳莫如深。但为了因应越来越大的挑战，同时吸引全世界的人才，新加坡政府投资公司近年来才逐渐露出真面目。新加坡政府投资公司成立之初由新加坡前总理李光耀亲自担任主席，前副总理吴庆瑞担任副主席，目前由新加坡总理李显龙担任公司董事长。

新加坡政府投资公司负责人员的专业水平在 20 世纪 80 年代和 90 年代通货紧缩的情况下显现出来。美国华尔街在 1987 年 10 月 19 日（星期一）股市行情狂泻，纽约道琼斯工业股票指数暴跌 508.32 点，收盘为 1 738.470 点。那时，市场充满恐慌情绪，要抛售股票已经太迟了。因此，新加坡政府投资公司决定大举进入政府债券市场，期待能找个安全避风港和改善流动率。尘埃落定时，新加坡政府投资公司在股票上的亏损大体上已被债券的收益所抵消。1990 年伊拉克入侵科威特后的海湾战争，导致石油价格大涨至每桶 40 美元。不过，新加坡政府投资公司决定把眼光放得更长远，增持一些相关企业股票，在股市收复了所有的失地。亚洲金融危机爆发时，新加坡政府投资公司虽然预料到了泰铢的问题，但没有料想到这种效应会蔓延到马来西亚、印度尼西亚及韩国。该公司的储备能渡过亚洲金融危机，是因为投资在亚洲和新兴经济体的比例很小，大部分的储备是在发达市场，所以反而从亚洲金融危机中获利。

新加坡政府投资公司的投资包含股票、固定收益证券以及货币基金、不动产和其他特殊的投资项目，其目标是经由稳健的全球投资获取长期优异的资产报酬。当然，由于这些资金是新加坡的国家资产，所以在投资时必须非常小心谨慎。新加坡政府投资公司为自己设立的价值观是廉洁、群策群力、精益求精、长远投资观以及谨慎决策。

新加坡政府投资公司的子公司主要有三家，分别是新加坡政府投资有限公司（The Government of Singapore Investment Corporation Pte Ltd.）、新加坡政府投资公司不动产投资分公司（GIC Real Estate Pte Ltd.）以及新加坡政府投资公司特殊投资分公司（GIC Special Investments Pte Ltd.）。

新加坡政府投资有限公司掌管资产管理部门以及企业服务部门，前者负责执行在公开市场的投资操作，诸如股票、固定收益证券以及货币市场工具等，后者则提供投资所需的诸如企业规划、金融服务、内部稽核、风险管控、信息技术、行政管理以及人力资源等整合性的服务。GIC 特殊投资有限公司是 GIC 专门投资未上市公司的分支，为了获取优异的长期投资报酬，GIC 必须让投资触角遍布各个领域，包含创业投资、合资、过渡性融资、买断、垃圾债券以及企业重整

等。GIC 不动产投资有限公司，顾名思义则是掌管 GIC 不动产投资的分支，经由直接或间接投资世界各地的不动产，该公司已逐渐成为 GIC 稳定长期投资报酬的重要贡献者。

目前，新加坡政府投资公司有 200 多名投资专家，其中新加坡人占 60%。新加坡政府投资公司现已跻身于全球最大的 100 家基金管理公司的行列。它在世界各地的 2 000 多家公司中有投资，其一半资金投在美国和加拿大，欧洲国家占 25%，日本及东南亚国家占 25%。新加坡政府投资公司于 1995 年进入中国大陆，是中国国际金融有限公司发起股东之一。在中国台湾，新加坡政府投资公司也是其境外投资者（QFII）史上最大的投资人之一。

由于新加坡政府投资公司为非上市公司，虽然负责管理政府资产却从不公布财务报表、高层管理人员薪资等基本情况，引起一些批评人士的担忧与指责，特别是新加坡总理李显龙依然担任该公司最高管理职务，引发外界质疑。新加坡政府投资公司虽不是一家挂牌公司，但其财务情况一直是人们希望获知的，因为该公司管理的是“民财”，是国库的外汇储备。新加坡政府投资公司的资金都是投入海外市场的，无疑也被许多外国集团视为潜在的大股东。由于新加坡政府投资公司总是守口如瓶，所以它一直笼罩在神秘色彩中。不过，毕竟时代不同了，当市场都在讲求开放之际，新加坡政府投资公司也不得不逐渐解除外界对它的种种误会，摆脱“神秘组织”的形象。

三、淡马锡控股与新加坡政府投资公司、新加坡金融管理局的异同

上述三家投资主体的资金来源不同，投资风险也分为无风险、中风险和高风险，形成国有资产保值增值的有效投资配置。

新加坡金融管理局属于新加坡法定机构，管理新加坡的官方外汇储备。作为新加坡的中央银行，金融管理局的投资是三大投资主体中最为保守的，主要投资在流动性较强的金融市场工具，例如各国国债等。扣除通胀因素，金融管理局投资的策略就是为了保本，主要起稳定作用，高盈利并不是金融管理局的责任。新加坡政府投资公司给自己定位为受“客户”政府之托管理政府资产的“基金经理”，其资产属于政府拥有，并管理新加坡的资产储备。与淡马锡的直接投资和高风险运作相比，新加坡政府投资公司则是基金管理和中低风险运作，主要以保值为主。新加坡政府投资公司类似于主权投资基金，不参与投资企业的经营管理活动，而只是以投资收益为目的，因而不是本书讨论的重点。

三大投资主体中，只有淡马锡控股公司肩负的主要职责是管理新加坡的国有

企业，即被称为与政府有联系的“政联企业”。淡马锡掌控了包括新加坡电信、航空、地铁、电力等几乎所有新加坡最重要的大企业，新加坡财政部对其拥有100%股权。淡马锡管理的资产来自政府早期的注资，完全通过自身运作投资盈利，向“股东”政府提供回报。因此，淡马锡是三大主体中包袱最小、投资风险最高、投资回报率最高的公司。新加坡国立大学李光耀公共政策学院副教授顾清扬曾指出，新加坡的国有资产管理模式是整个国家资产由三大机构负责打理，分别为无风险、中风险、高风险，这个配置设置得非常好，对许多国家有良好借鉴意义。

淡马锡主要通过直接的项目和企业投资取得经济利益。淡马锡把几乎所有的新加坡政联企业集中在自己旗下，清楚掌握各家公司的运营情况，但淡马锡并不参与具体管理，不干预公司的日常运作，而是扮演着积极股东的角色。

淡马锡创立于1974年，当时新加坡财政部向其划拨了36家政府控股企业的股权，初始投资仅约3.5亿新元，截至2020年3月31日，其投资组合价值升至1340亿美元。目前，淡马锡在新加坡80家公司中持有5%至100%股权，还有约一半资产分布在国外。在23家大型直属企业中，有7家上市，产值占新加坡国内生产总值的13%左右，占新加坡资本市场总值的21%。在新加坡最大的10家企业中，淡马锡涉足的就有7家。它直接参股的企业有32家，如果算上子企业和孙企业，淡马锡旗下的企业已经超过2000家。淡马锡参股或控股的新加坡企业包括新加坡航空、新加坡电信、新加坡港务集团、星展银行、凯德置地等知名的大公司。

新加坡国有企业在新加坡经济活动中发挥了重要作用。2017年，新加坡有政联企业200余家，占新加坡固定资产投资额的35%左右，另外还有跨国企业和中小企业14余万家，它们占固定资产投资额的65%左右。但有两个原因可能依然低估了国有经济对新加坡经济的重要性。第一，进入21世纪以来，新加坡国有控股投资公司将更多的资产投向了海外。以淡马锡公司为例，新加坡国内投资仅占其2019年投资组合的26%。第二，有些数字统计将国有企业限定为政府持股超过20%的企业，这大大缩小了统计范围。事实上，在不少新加坡企业中，尽管新加坡政府持股小于20%，但仍为最大股东。

第二节 新加坡政府投资公司

截至2023年3月底，新加坡政府投资公司自创立起初投资约为40亿新元，

现在管理的资产已经超过 5 000 亿新元，年均回报率为 9.5% 左右。李光耀在其回忆录中对新加坡政府投资公司的设立有过描述，他称：“随着中央公积金和公共部门余款的增加，新加坡金融管理局没有拿这些资金进行长期投资以取得最高的回报。我请吴庆瑞（当时的新加坡副总理）检讨这一问题。他在 1981 年 5 月成立新加坡政府投资公司。公司聘请了英美投资经理，协助开发适合不同投资种类的系统。”

李光耀还表示：“新加坡政府投资公司一开始只管理政府的金融储备，到 1987 年，它已有能力管理新加坡货币局的储备金，同时兼顾金融管理局的长期资产。1997 年，它所管理的资产价值逾 1 200 亿新元，最重大的责任是把新加坡的投资在证券、债券和现金之间，做出妥善的分配。”到 2000 年，李光耀对新加坡政府投资公司设立后所取得的成绩非常满意。他后来称：“从 1985 年至今，新加坡政府投资公司 15 年来的表现，一直在环球投资相关基准之上，它所做到的已经远超保持我们的资产价值了。”

一、新加坡政府投资公司的定位

新加坡政府投资公司将自己定位为全球长期的投资者，与新加坡金融管理局和淡马锡一起是管理新加坡政府储备的三大实体。该公司管理新加坡政府大部分金融资产，进行长期投资，目的是使管理的资产保值和增值。

新加坡政府投资还有一个重要的功能是补充新加坡政府预算。由新加坡政府投资公司以及新加坡金融管理局和淡马锡的回报组成净投资回报贡献（NIRC）。2021 财政年度（FY）的净投资回报贡献估计为 195.6 亿新元，使新加坡政府能够进行进一步的长期投资，例如，教育、研发、医疗保健和改善环境等。

新加坡财政部的资料显示，净投资回报贡献包括 GIC、MAS 和淡马锡最高达 50% 的净投资回报（NIR）以及对剩余资产投资的最高达 50% 的净投资收入（NII）。NIRC 金额在每年的政府预算中公布。在 2009 财年之前，只有 NII 被纳入。NIR 部分是新加坡财政部在 2009 财年随着 NIR 框架的实施而引入的，该框架允许新加坡政府从这三家机构投资实体投资的净资产中抽取高达 50% 的预期长期实际回报（包括资本收益）。

净投资收入是指新加坡储备金所获得的实际股息、利息和其他收入，以及扣除因筹集、投资和管理储备金而产生的贷款利息费用。在净投资回报框架下，政府最多可将长期预期实际回报（包括资本收益）的 50% 用于相关资产收益。

预期长期实际收益率是指在扣除通货膨胀后，可以预期在长期内获得的投资收益率。

二、新加坡政府投资公司的管理机构

集团执行委员会是 GIC 的最高管理机构，由职能和投资主管组成。在提交相关董事会委员会和董事会之前，它会审议有关投资和风险管理问题的管理建议。该委员会还监督与整个集团有关的所有主要业务、治理和政策问题。

新加坡政府投资公司的现任 CEO 是林昭杰，他于 2017 年 1 月被任命为首席执行官。他还担任集团执行委员会主席，负责管理和审查所有关键投资、风险和业务决策。他全面负责 GIC 的投资表现，并监督长期战略的制定和执行。林昭杰曾任 GIC 集团首席投资官兼集团副总裁。林昭杰还在新加坡国家研究基金会、新加坡企业发展局有兼职身份，但是他并没有从政的经历。

新加坡政府投资公司董事会对整个投资组合的资产配置和绩效承担最终责任。管理层执行投资策略并定期与 GIC 董事会讨论整体投资组合的表现。新加坡政府投资公司董事会主席是现任新加坡总理李显龙，副主席是新加坡副总理尚达曼，董事会成员还包括新加坡前总统陈庆炎、新加坡副总理王瑞杰、前副总理张志贤、新加坡财政部部长黄循财等人，都是新加坡内阁中重量级的人物，此外也有一些商界的知名人士。新加坡政府投资公司设立了国际顾问委员会，为 GIC 董事会、董事会委员会和 GIC 管理层提供有关地缘政治、经济和市场发展的全球和区域观点。它就一系列投资相关事宜提供建议，尤其是全球投资趋势、新兴资产类别和新的增长机会。国际顾问委员会主席由新加坡前副总理张志贤兼任，里面由 5 名国际知名的投资专家组成。

董事会设有投资策略委员会、风险委员会、审计委员会、投资委员会和人力资源与组织委员会。投资策略委员会协助 GIC 董事会评估管理层关于资产配置的建議及其对整体投资组合绩效的监督。风险委员会就风险事项向董事会提供建议，并专注于监督 GIC 的风险政策和风险管理。审计委员会审查和评估内部控制系统的充分性和有效性，包括财务、运营和合规控制以及风险管理政策与程序。它还监督和评估内部审计职能的有效性。该委员会还审查 GIC 公司财务报告流程和其他相关披露的完整性、严重违反道德的行为、监管和法律环境变化的影响以及欺诈和财务损失问题。投资委员会协助 GIC 董事会委员会监督 GIC 的投资过程。人力资源与组织委员会履行董事会的职责，包括评估和批准 GIC 对

集团和高级管理人员的薪酬政策、董事总经理计划和关键人员任命的继任计划，以及监督组织发展。各委员会主席由董事会成员兼任，委员会成员拥有同样的投票权和话语权。

新加坡政府投资公司的投资部门分为以下 8 个方面：①公开股票部；②固定收入部；③私人产权部；④基础设施部；⑤房地产部；⑥综合战略部；⑦外部经理部；⑧经济投资策略部等。其分类基本上涵盖了新加坡政府投资公司所感兴趣的领域。内部支持和后勤部门则包括：①人力资源与组织部；②公司事务与通讯部；③企业战略部；④企业管理与基础部；⑤治理与客户关系部；⑥内部审计部；⑦投资服务部；⑧合法合规部；⑨风险与绩效管理；⑩技术部。这些部门为企业投资合法经营提供服务和技术支持。新加坡政府投资公司目前在全球设立了 10 个代表处，分别位于美洲、欧洲、北京、上海、孟买、旧金山、圣保罗、首尔和东京，这些也都是 GIC 投资的重点区域。

三、新加坡政府投资机构的公司治理

GIC 董事会负责长期资产配置和整体业绩，而管理层则负责制定和执行投资策略。GIC 管理层对个人投资承担责任，不受客户或董事会的影响。GIC 是新加坡政府的基金经理。

GIC 在公司主页明确表明自己是管理新加坡的储备资产。通常，GIC 在新加坡境外投资，不在国内投资。新加坡财政部授权 GIC 管理资产池里的所有资产，在不受限制的基础上，实现良好的长期实际回报。政府授予 GIC 投资授权，其中规定了任命条款、投资目标、风险参数、投资期限和管理储备的指导方针，但是不干预 GIC 具体的投资活动。

自 1991 年以来，《新加坡宪法》规定新加坡总统每 6 年由新加坡人直接选举产生。作为一家宪法附表五的公司，GIC 在许多关键领域直接向新加坡总统负责，总统有权访问保护国家储备所需的任何信息。GIC 董事会的任命和罢免需要总统的同意。这一规定是为了确保 GIC 只任命有能力且可信赖的人员来保护这些资产。总统任命新加坡审计长，审计长向总统和议会提交年度报告，说明其对政府和其他管理公共资金的机构的审计。该审计包括政府投资公司管理的政府投资组合以及 GIC 集团的主要公司。

新加坡政府投资公司对腐败零容忍。GIC 规定，如果员工、业务合作伙伴或任何人认为 GIC 人员和 GIC 的业务合作伙伴已经或正在实施与 GIC 相关的任何

错误、非法、不当或不道德行为，则应立即向 GIC 报告，并声明所有报告都将严格保密，举报人的身份将受到保护，除非适用法律要求 GIC 进行必要的披露。同时规定举报人必须提供尽可能多的相关信息（例如，相关方的名称、日期、时间、地点、相关具体行为以及任何其他支持信息、文件或其他证据等）。举报信可以径直发给董事会审计委员会主席或者执行总裁。

四、新加坡政府投资公司 40 年来的发展

2021 年是 GIC 成立 40 周年，虽然市场起伏较大，但是 GIC 仍然保持了增长。早在 1981 年，新加坡时任总理李光耀和时任副总理吴庆瑞就赋予 GIC 保护和提升新加坡外汇储备价值的使命。GIC 目前在 40 多个国家拥有资产，并在 10 个主要金融城市设有办事处，从一个由 14 名政府官员和 3 名外籍基金经理领导的应届大学毕业生组成的小团队，到现在全球拥有 1 800 多名员工的规模。GIC 已经具备投资多种资产类别的能力，包括股票、固定收益、私募股权、房地产和基础设施。

GIC 称自己是第一个全球非商品型主权财富基金。在经历了前所未有且充满挑战的新冠疫情危机、社会经济动荡和政治动荡之后，全球经济正在复苏。从图 1-1 中可以看到，截至 2021 年 3 月 31 日，自 2001 年 4 月 1 日起的 20 年期间，GIC 投资组合的年化美元名义回报率为 6.8%。调整全球通胀后，20 年的年化美元实际回报率为 4.3%。GIC 注重投资新兴的长期主题。除了在不同场景中积极寻求具有良好风险回报的机会之外，还寻求跨资产类别和地域多元化，以使投资组合更加稳健。

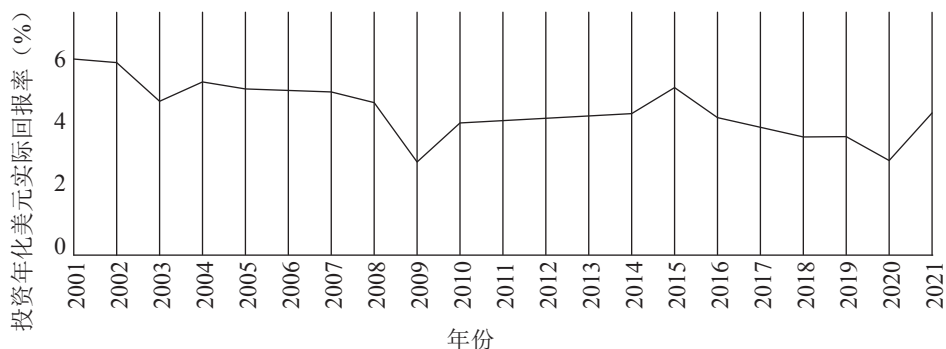


图 1-1 新加坡政府投资公司的投资年化美元实际回报率（2001—2021 年）

数据来源：新加坡政府投资公司网站，<https://www.gic.com.sg/>

在截至 2021 年 3 月 31 日的 20 年时间里，GIC 实现了比全球通胀高 4.3% 的年化回报率。换言之，储备的国际购买力在 20 年间几乎翻了一番。新加坡政府投资公司无异实现了新加坡建国总理李光耀以及副总理吴庆瑞，在公司设立之初为其设立的目标。吴庆瑞获得了“新加坡经济发展之父”“新加坡经济奇迹设计师”等美誉。在李光耀的支持下，吴庆瑞一手建立了新加坡政府投资公司，并为公司的成长和发展做出了巨大的贡献。

新加坡政府投资公司虽然很成功，但是作为经营新加坡外汇储备资产的投资公司，GIC 的功能与传统的国有企业仍有一些不同之处。新加坡政府投资公司更像新加坡金融管理局的公司化机构，本身不从事实体经营活动，也不制造商品，只是在外汇市场和投资市场进行操作，更像中国的主权投资公司。从这一点来看，淡马锡公司更应该是我们研究的重点。

第三节 新加坡国有经济的布局

新加坡一些实体的国有企业基本上是由淡马锡公司代替政府持有股份和进行管理的。但是淡马锡的业务不仅仅局限于新加坡本国，而是遍及欧洲、美洲、亚洲等地，俨然是一家国际化的投资公司。

淡马锡作为一家新加坡国有企业，需要贯彻执行新加坡政府的经济政策，促进新加坡的经济发展，并在新加坡经济中扮演重要的角色。淡马锡如今几乎主宰了新加坡的经济命脉。淡马锡不仅总体规模巨大，而且业务种类多种多样，下属企业数量众多。淡马锡下属企业的业务涉及金融、电力、电信以及交通等基础设施等行业，这些公司又分别通过投资建立起各自的子公司、孙公司。淡马锡的投资既涉及服务民生的基础设施领域，又涉及电信、生物和科技等战略新兴领域，可谓面面俱到。在维护新加坡能源安全和信息安全的同时，也要兼顾国有资产的保值和增值。

在与淡马锡相关联的众多下属企业中，尽管海外企业所占的比重越来越大，但新加坡国内企业仍占有相当重要的比重。淡马锡直接持有股份的新加坡企业有 20 多家，主要包括新加坡电信 52%、星展银行 29%、凯德集团 51%、新加坡航空 55%、新加坡港务国际集团 100%、新加坡科技工程 51%，以及新传媒集团 100% 的股份。这些以交通、通信、金融、航空、科技、地产等为主要业务的公司，要么是与新加坡国民的生活和工作息息相关的垄断性企业，要么是执行业之

牛耳的亚太地区的大型企业集团。下面分别介绍一下淡马锡下属国有企业涉足的领域。

一、公共交通领域

新加坡的公交和地铁系统主要由新加坡 SMRT 公司和新加坡 SBS 公司运营。这两家公司都是淡马锡控股和间接参股的企业，其中淡马锡绝对控股新加坡 SMRT 公司。SMRT 公司包括公交和地铁两个主营业务，其中地铁更是占到其营业收入的 75% 以上。新加坡地铁有限公司是新加坡 SMRT 集团下属的一家铁道运营公司，成立于 1987 年 11 月。新加坡地铁是继菲律宾马尼拉的轻轨铁路运输系统之后，东南亚地区第二个兴建的地铁系统。自 1987 年开通以来，新加坡地铁已发展成有 5 条路线（包括机场地铁支线和环线）的地铁系统。目前，新加坡 SMRT 公司运营着除东北线以外的其他地铁线路，运营里程超过 1 000 多千米，每天平均搭乘人数超过 160 万人。此外，新加坡 SMRT 公司还拥有近 1 000 辆巴士、98 条巴士线路的服务。

新加坡地铁线路主要是由新加坡陆交局负责建造，并提供特许经营权服务。SMRT 和 SBS 这两家公司同时经营巴士（公共汽车）和的士（出租车）业务，以保证各种公共交通服务的有效结合。SBS 新捷运也是新加坡的两大公共交通机构之一。它经营新加坡的地铁、轻轨系统及巴士业务。该公司在 1978 年成立，当时称为“新加坡巴士有限公司”，由三家私营巴士公司合并而成，同年在新加坡交易所上市。1997 年 11 月，新巴士的母公司改名为德高企业（DelGro）；其后于 2003 年 3 月 29 日，德高跟当地最大的的士及非公共巴士经营者康福集团合并，再改名为康福德高企业有限公司（Comfort DelGro）。淡马锡集团在康福德高企业中占有一定比例的股份，但并不控股该公司，而是由淡马锡下属的淡联企业控股。作为新加坡的主要巴士运营商，新加坡 SBS 公司拥有 250 条巴士线路，共有近 3 000 辆巴士，占新加坡定时巴士市场份额的 80%。该公司所提供的便捷巴士路线遍及全新加坡，甚至定期往返岛内最偏远的地区。

二、媒体和电信行业

新加坡的国有媒体主要是新传媒公司（MediaCorp），它控制着新加坡包括报纸、广播和电视台等主要的宣传媒介。淡马锡 2020 年年报显示，淡马锡拥有新传媒公司 100% 的股份。

新传媒公司近年来逐渐由新加坡政府直属部门演变成为名义上的商业机构。新传媒同时也是新加坡唯一免费电视经营者，同时跨界涉足电影制作和报纸传媒等多个领域。新加坡最大的两家报纸《海峡时报》和《联合早报》都是新传媒控制的媒体。

新传媒公司业务众多，堪称是新加坡最全面的媒体平台。自 1936 年开拓广播业务，到 1963 年首次播放电视节目，新传媒公司可以说是新加坡广播媒体的先驱。新传媒公司每天以 4 种语言（英语、汉语、马来语、泰米尔语）向新加坡观众提供 55 个栏目。

新传媒公司的前身是新加坡政府部门，所以仍然有很多人认为新传媒集团是个政府机构。新传媒公司经营新加坡所有的 7 个落地免费电视频道和 14 个免费广播频道，垄断了新加坡的免费电视市场。1965 年，新加坡从马来西亚独立出来后，新加坡台改名为新加坡广播电视台，并于 1980 年改组成立了新加坡广播局。2001 年，因应媒体自由化及突显其企业形象，改名为新传媒集团。亚洲新闻台是新加坡唯一具有区域影响力的电视新闻频道，分为亚洲新闻台英语本地频道与亚洲新闻台对外英语国际频道，为全球提供最新的世界动态、新闻与时事。

淡马锡控制的新加坡电信成立于 1879 年，是新加坡最大的电信公司，公司在 25 个国家拥有 4 亿个用户。新加坡电信是新加坡用户的移动电话服务商，提供互联网接入、手机和固网电话服务。过去 10 年中，新加坡电信在新加坡国内大举修建了电信网络，并且每年投入 10 亿新元更新网络。该公司已在世界上 15 个国家的 23 个城市和地区建立了运营机构，包括中国内地（大陆）、美国、英国、日本、韩国、马来西亚、印度尼西亚、越南以及中国香港和中国台湾地区。在 2020 福布斯全球企业 2 000 强榜上，新加坡电信名列第 498 位。

三、能源和电力行业

新加坡作为一个面积较小的岛国，能源非常匮乏，几乎全部能源依赖进口。新加坡被称为全球三大石油化工基地之一，新加坡电力企业一直依赖石油发电，后来在政府政策的引导下，新加坡逐渐过渡到使用更加清洁的天然气发电。新加坡的电力基本上都是由淡马锡全资拥有的新加坡能源集团公司（SP Group）供应。新加坡能源公司过去是前公用事业局电力和天然气部门的法人化实体。1995 年 10 月 1 日，作为商业实体的新加坡电力和天然气公司 SP Group 成立，负责接管国家提供公共事业的电力和天然气业务。

在保证能源安全的前提下，供电企业需要维持电力价格的稳定和持续的电力供应。新加坡能源集团公司是新加坡的国有电力和天然气分销公司。它是新加坡唯一的电网和燃气网络运营商，并为新加坡超过 100 万个客户提供电力和天然气输送、分配服务，以及市场支持服务。2019 年，新加坡能源集团的营业额为 40 亿新元，总资产为 167 亿新元。

淡马锡控股的新加坡兰亭能源（Pavilion Energy）是另一家新加坡主要的能源供应商。兰亭能源是淡马锡控股于 2013 年新成立的公司，专注于液化天然气相关投资，涉及整个液化天然气贸易供应链，以新加坡为核心串连东南亚乃至亚洲区的液化天然气供需双方。该公司为新加坡 1/3 的工业企业提供天然气，包括发电、石化、生物技术、制药和制造业。

四、港口和航空运输

新加坡港是世界上著名的国际化港口，由新加坡港务局集团独立运营。新加坡港务局集团（PSA）是由淡马锡 100% 控股的国有企业，它也是全球最大的港口运营商之一。新加坡港务局集团的前身是新加坡海港局，成立于 1913 年。1964 年 4 月 1 日，根据 1963 年《新加坡港务局条例》成立新加坡港务局集团来取代新加坡港务局和在该港经营的若干组织。1997 年 8 月 25 日，新加坡通过一项议会法案，将新加坡港务局转变为独立的商业公司。新加坡港务局集团于 1997 年 10 月 1 日成立。前机构的监管职能已移交给新加坡海事监管机构——新加坡海事和港口管理局。在 2003 年 12 月进行重组后，新加坡国际港务集团全资子公司 PSA Marine 提供海运服务，其中包括领航费、港口和码头拖船费等。PSA Marine 在新加坡、马来西亚、中国香港、中国内地、印度和澳大利亚拥有并经营着 80 多艘货船。新加坡港务局集团在货柜码头经营、投资和管理上有着丰富经验，同时在新加坡经营世界上最大的集装箱中转枢纽港，是世界上第二大港口运营商，拥有遍布全球的 250 条航线，同全世界 123 个国家的 600 个港口相通航。它曾多次荣获亚洲区海事服务奖中的“最佳集装箱码头奖”和“亚洲最佳海港”等荣誉称号。

除了港口以外，新加坡航空公司也是由淡马锡集团控股的。新加坡航空公司是新加坡政府唯一支持的国家航空公司，以新加坡樟宜机场为营运基地，主要经营国际航线。新加坡航空公司成立于 1947 年，当时的名称是“马来西亚航空”。1965 年新加坡独立建国后，以新加坡为基地的马来西亚航空更名为新加坡航空。

目前，新加坡航空公司已经扩展到与航空相关的业务领域，如飞机的处理和机场工程等。其全资附属公司胜安航空主要飞向亚洲容量较小的二级城市，以满足不同乘机需求。新加坡航空公司的排名一直位居世界前列，是亚洲第 8 大航空公司和全球乘客人数排第 18 位的航空公司，一直被誉为最舒适和最安全的航空公司之一，也被称为最安全的航空公司。

五、金融银行业

淡马锡控制着新加坡最大的国有银行——新加坡星展银行（DBS），并拥有其 29% 的股份。星展银行原名为新加坡发展银行（Development Bank of Singapore），是新加坡最大的商业银行。星展银行成立于 1968 年，原为新加坡政府成立的一家国家发展融资机构。由于不满足于在新加坡本地发展，其在 20 世纪 90 年代末加速海外扩张，先后收购了泰国、菲律宾、印尼、中国香港和中国台湾的一些商业银行，并在 2003 年更名为星展银行。

星展银行近年来深耕于全球增长步伐最快速的亚洲市场，业务遍布东北亚、东南亚和南亚市场。星展银行在中国内地（大陆）、香港和台湾扎根，现已拥有超过 110 间分支行和 150 台自动提款机。星展银行目前是新加坡最大的银行集团，其市值在新加坡证券交易所排名第一，在新加坡市场拥有 400 多万个客户。其主要业务包括零售银行、投资银行、资产管理、证券业务、项目融资等。

六、房地产和城市规划行业

凯德集团是新加坡知名的房地产商，淡马锡占其股份的 52%。凯德集团现已成为亚洲知名的大型多元化房地产集团，总部设在新加坡，并在新加坡上市。截至 2020 年 12 月 31 日，凯德置地管理资产约 1 325 亿新元。凯德集团的投资组合横跨多元房地产类别，包括办公楼、购物中心、产业园区、工业及物流地产、商业综合体、城镇开发、服务公寓、酒店、长租公寓及住宅。凯德置地业务遍及全球 30 多个国家的 230 多个城市，以新加坡和中国为核心市场，并不断开拓印度、越南、澳大利亚、欧洲和美国等市场。

凯德集团的房地产投资管理业务规模遍布全球。旗下共管理 6 只上市房地产投资信托基金（REITs）和商业信托，以及 20 多只私募基金。凯德集团于 2002 年推出新加坡首支上市房地产投资信托基金，集团旗下的房地产投资信托基金和商业信托扩展到包括凯德综合商业信托、腾飞房产投资信托、雅诗阁公寓信托、

凯德中国信托、腾飞印度信托和凯德商用马来西亚信托。凯德集团于 1994 年进入中国，中国是该集团的核心市场之一。经过 27 年的发展，凯德集团已在中国 40 多座城市拥有并管理 200 多个地产项目。目前，凯德集团在中国的总开发规模约 2 300 万平方米，管理的总资产约 2 700 亿元人民币。

淡马锡 100% 控股的盛裕集团是亚洲最大的城市、工业与基础设施咨询公司之一。20 世纪 60 年代，盛邦集团成立，起初为新加坡建屋发展局（HDB）下属的建设和发展部门，旨在解决新加坡住房危机，并为新加坡人提供经济适用房。裕廊国际公司起初则是新加坡重要的政府机关裕廊镇管理局（现为裕廊集团，负责开发和管理工业园区以及相关设施）下属的技术服务组。1994 年，裕廊国际在苏州设立了中国总部。2001 年，裕廊集团将技术服务组改组为国有私人有限公司——裕廊国际控股公司，负责提供总体规划和专业工程技术，重点关注工业开放领域。2004 年，HDB 建设发展部改组为 HDB 集团，并被新加坡政府投资工具——淡马锡控股公司所收购。2005 年，HDB 集团更名为盛邦集团。2011 年 4 月，凯德置地收购了盛邦集团 40% 的股份，其余股份由淡马锡控股公司所有。2015 年，盛邦国际和裕廊国际合并成立盛裕控股集团，其中淡马锡和裕廊集团股权比例为 51% 和 49%。

2016 年 6 月，淡马锡控股收购裕廊集团的公司股份，将盛裕集团变为其全资子公司。通过一系列最新的业务收购，盛裕集团遍布亚洲、澳大利亚、中东、非洲和美洲 44 个国家的 113 个办事处的全球员工总人数已增加至 13 000 名，年营业额约 13 亿新元。

七、工业和造船业

吉宝企业是新加坡最大的跨国企业，业务涉及海洋与离岸工程、房地产等。淡马锡拥有吉宝企业 20% 的股份，处于相对控股的地位。吉宝企业于 1968 年进行公司改制，成为位于丹戎巴葛的吉宝船厂。20 世纪 90 年代，该公司搬迁到新加坡岛西部之后开始将业务转向岸外和海事。

1968 年英国海军撤离新加坡后，新加坡政府所有的淡马锡控股在吉宝港成立了吉宝船厂。20 世纪七八十年代，吉宝走上了业务区域化和多样化的道路。1975 年，吉宝在菲律宾的马尼拉和宿雾成立了其第一家海外公司——吉宝菲律宾船厂。2001 年，吉宝剥离了其银行与金融服务业务，将旗下的岸外与海事业务私有化并进行整合。吉宝船厂、吉宝远东（Keppel FELS）和吉宝新满利

（Keppel Singmarine）于 2002 年被整合为吉宝岸外与海事集团。吉宝船厂现在是新加坡最大的大型造船厂，其产品从大型运油船到集装箱货船一应俱全。

淡马锡控股的新科工程是一家军工企业，组建于 1997 年，总部位于新加坡，是新加坡证券交易所（SGX）挂牌的最大公司之一，也是亚洲最大的国防和工程集团公司之一。作为一家全球化的综合性工程集团，其业务范围覆盖宇航、电子、陆路系统和海事等领域。

新科工程的多领域业务使其能为 70 多个国家的客户提供综合的工程解决方案。该公司在世界上 24 个国家的 42 个城市拥有近 20 万名员工，为全世界很多领先的商业企业和国防军队提供服务。通过宇航、电子、陆路系统和海事四个战略业务，新科工程已成为全球军火市场的主要供应商之一。

八、国际化市场投资

近几年来，淡马锡不断寻求在全球范围的投资机会，并不时与跨国企业展开竞争，已成为全球企业界关注的对象。随着中国银行、中国建设银行以及中国民生银行的上市，“淡马锡”这个名字开始在中国资本市场受到关注。过去，淡马锡的投资组合随着世界经济和新加坡经济的增长而增长，它控股的很多老牌企业已经成为世界知名的公司，如星展银行、新加坡航空等。近年来，随着全球和区域性经济的复苏，特别是新兴市场国家的崛起，淡马锡及时抓住了中国、印度和东盟的经济增长点，重新实现了自身的快速发展。

现在，淡马锡控股除了投资新加坡本地市场外，已经把亚洲市场和发达国家市场列为投资重点，目前已有超过一半的投资分布在新加坡以外的地区。淡马锡在不断撤出本地市场的同时，加大了对海外市场的投资布局。根据淡马锡 2020 年的财务报告，在淡马锡的全部投资组合中，新加坡本地的投资仅占到 24%，中国已超过新加坡，成为淡马锡投资最多的国家。在亚洲地区，除新加坡以外的投资已迅速增长到 41%，北美洲、欧洲、澳大利亚及新西兰增长到 24%，拉丁美洲、非洲、中亚及中东增长到 4%。

总之，新加坡淡马锡作为一家国有投资公司，在新加坡公共事业方面发挥着重要的作用。同时，淡马锡还肩负有对国有资产保值和增值的责任，这也是淡马锡的投资方向开始向国际化和新兴产业转移的原因。它在新加坡产业结构调整中也发挥着重要的作用。它在剥离一些亏损行业的同时，也在积极发现新的投资领域。

第四节 新加坡国有经济的特点

新加坡经济的快速发展，与新加坡国有企业的成功改革与发展活力密不可分。新加坡国有经济有以下特点。

一、国有经济资本回报率高，运作高效

新加坡国有经济的发展推动了新加坡经济的进步。淡马锡的投资在众多领域都获得了长足的发展。淡马锡掌控的新加坡电信、新加坡航空、星展银行、新加坡地铁、新加坡港务、东方海皇航运、新加坡电力、吉宝集团和莱佛士饭店等几乎都是新加坡最重要、营业额最大的企业。这些企业每年为新加坡政府创造了大量的财政收入。

自 2010 年以来，淡马锡集团每年的净利润都在 100 亿新元左右，从未出现过亏损的情况。近 10 年来，累计净利润已达 1350 亿新元，资本净值已达到 3 810 亿新元，资本回报率在 14% 以上（见图 1-2）。

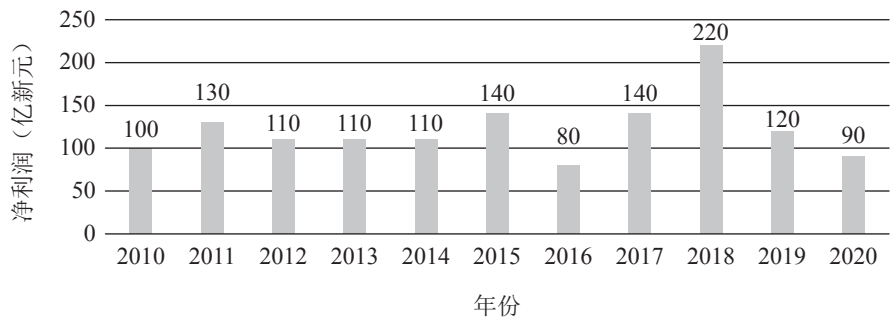


图 1-2 淡马锡集团的净利润（2010—2020 年）

数据来源：淡马锡 2020 年年报，<https://www.temasek.com.sg/zh/index>

二、在新加坡国内行业中占主导，国际化程度也高

新加坡几乎所有的公营行业都有淡马锡的身影，包括公交地铁、能源电力、净化水、金融证券、铁路航空、石油化工、港口造船、传媒电信等。这些行业的市场化程度很高，淡马锡几乎不参与下属企业的日常运行，而主要是扮演投资人的角色。

另外，淡马锡的投资眼光已经不仅限于新加坡国内，毕竟新加坡国土面积狭

小，市场容量有限。新加坡通过国际化的资本运作，已经在国际市场崭露头角。2020 年，其在中国的投资组合占到了 29%，超过了在新加坡的 24%。新加坡已成为中国最大的外资来源国（见图 1-3）。

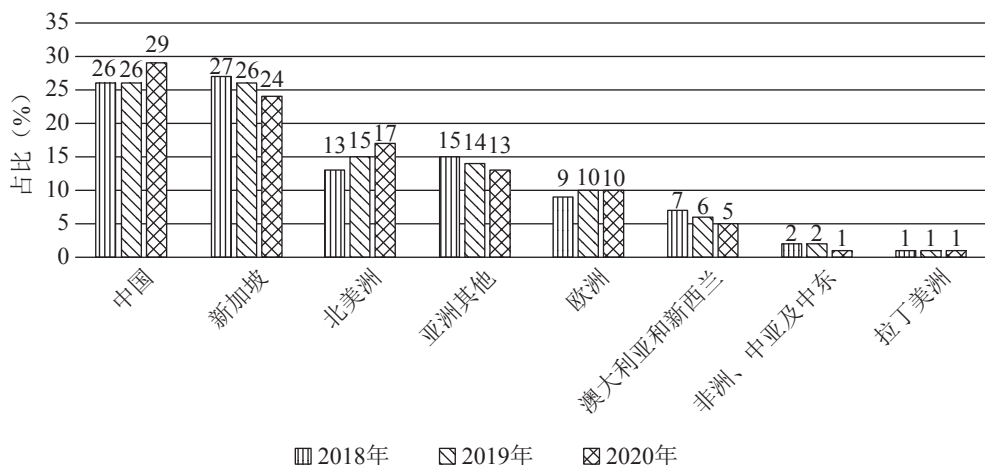


图 1-3 淡马锡国际投资各区域的占比

数据来源：淡马锡 2020 年年报，<https://www.temasek.com.sg/zh/index>

三、监管到位，至今未发生过严重的腐败问题

新加坡从外部和内部两个方面对国有企业进行监督。外部监督主要有政府监督、舆论监督以及公众监督三种方式。新加坡对会计师和设计师追究无限责任，即使 20 年后抽查到有问题同样要承担无限责任；挂牌上市的政联公司每年必须向证监会上报有关经营情况；新加坡还建立了由政府审计署、企业内部审计以及外部监督的完善和严密的会计体系，商业调查局负责专门调查包括政联公司在内所有公司的商业行为是否合法。

淡马锡控股的企业，包括新加坡航空公司、新加坡港务局等已成为新加坡经济成功的重要标志。经过多年的探索和积累，新加坡政府逐步形成了独具特色的国家控股、公司化运作、集团化管理的淡马锡公司治理模式。淡马锡公司的经营运作由财政部的投资公司负责监督，对于某些重大决定、大型的民营化项目以及政策等，财政部在给予淡马锡相当大的经营自主权的同时保留咨询权。淡马锡的功能定位是塑造好国有股东的形象，以“通过有效的监管和商业性战略来培育世界级公司，从而对新加坡的经济增长做出贡献”。其基本职能部门代表国家持

有企业股份。淡马锡公司治理模式的成功实践，为新加坡的经济发展做出了巨大贡献。

四、健全公司治理结构，稳健承担经营风险

新加坡采用政府主导下的经济发展模式，其国有经济以法定机构和政联公司两种形式存在。对法定机构的监管包括宏观层面的董事会制度以及微观层面的内部审查机制，法定机构承担经济功能和社会功能双重职责。对于政联公司而言，政府的角色是所有者或股东，主要职责以提高收益并引导产业发展为主，公司运作完全采用私人企业模式。

淡马锡始终秉承稳健承担风险的原则。为降低运营风险，淡马锡公司对投资的职责与权限进行了明确划分，每个批准权限都有严格规定。淡马锡公司的操作模式是以政府参股、控股的方式将国有资产置于社会公众的监督之下，以避免独资国有企业可能产生的种种弊端。淡马锡作为财政部投资成立的公司，在每年从政联企业取得红利的同时，也必须将自己利润的 50% 上缴财政部。尽管淡马锡公司作为一家有限公司，不必向公众公布财务数据，但必须每年向财政部递交经过审计的财务报表，财政部每年还将对淡马锡公司的经营业绩进行财务检查。

五、强有力的董事会，把握好正确的方向

董事会在企业中起到中流砥柱的作用，“干对的事”，保证决策程序的科学性、有效性，充分发挥积极股东的作用。正如淡马锡前总裁何晶所说：“真正能够帮助旗下企业的最好办法便是为他们组成高素质，深具商业经验，也包含多方面经验的董事会，来配合表现突出的企业管理层和全心投入企业的员工。”淡马锡的基本原则就是“任命适当的人选担任领导”。历史的经验值得注意，回顾历史上所发生的重大投资决策失误，多数为违反程序的规定、内部人控制及长官意志、个别人说了算所致。派出合适的董事并推行外部独立董事制度，可从体制上实现决策权与执行权相分离，避免重合，体现客观、公正原则。

可见，新加坡国有经济的特点是外向型、国际化程度高，不仅在传统行业占据主导地位，而且瞄准新兴行业和市场，超前投资。淡马锡的投资重视那些应对全球可持续发展挑战的公司。同时，淡马锡在其自身的投资决策和管理中纳入对环境、社会和治理因素的考量，充分考虑了地缘政治风险等因素。