

主权财富基金与全球金融稳定

陈 超 *

目前,主权财富基金对全球金融市场及其稳定性的影响是一个悬而未决的争论。负面的观点认为,主权财富基金助长了金融资产泡沫,损害了金融体系的稳健性。正面的观点则认为,主权财富基金是全球金融市场的重要稳定力量。笔者认为,主权财富基金对金融市场的影响主要包括以下方面:

一、主权财富基金向风险资产倾斜配置与资产泡沫

目前,由于流动性需求低,各国主权财富基金纷纷增加股票、另类资产等风险更高、流动性补偿较好的资产。美林预期至 2011 年,主权财富基金占全球风险资产的比例较目前提高一到两倍,净资金流入达到 3.1-6 万亿美元。摩根士丹利测算认为每年净流入全球股票市场的主权财富基金资金将达到 4000 亿美元(其中 1000 亿将流入新兴市场),400 亿美元流入基础设施投资,600 亿美元流入私募股权,1300 亿美元流入房地产、300 亿美元流入对冲基金。

因此,考虑到其日益扩张的庞大的规模和对风险资产的大量投资,一些人担忧主权财富基金可能成为加剧市场波动的因素。根据 Morgan Stanley 的测算,主权财富基金的兴起,在未来十年中将使无风险资产的收益率上升 30~40 个百分点,股票的风险溢价降低 80~110 个百分点,而这将会抬升风险资产价格,降低风险溢价,导致资产泡沫,进而不利于资本市场的稳定。Jen 和 Miles (2007) 假设主权财富基金的风险规避指数为 1.4 (即大约 90%的资产投资于高风险产品),而外汇储备管理机构的风险规避指数为 25 (即大约 5%的资产投资于高风险产品),这样随着越来越多的资产从外汇储备转移到主权财富基金,全球总的风险规避指数将会下降,从而导致风险溢价降低。我们认为,这种观点缺乏足够的理论和实际证据。

(1) 不能够认为主权财富基金从本质上来讲偏好高风险的投资产品。对冲基金大多采用高风险的投资策略,是由其追求绝对回报的目标和特有的管理费用偿付机制而造成的,可以认为其属于具有较低风险规避指数的投资者。而和对冲基金不同,主权财富基金是由一国政府设立,管理该国外汇资产的机构,其投资行为必须与该国利益相符合,而不能作为一个具有独立的风险规避指数的投资人。换句话说,是各国政府作为独立的投资者在全局考虑并指导主权财富基金的资产配置。例如,虽然根据 UBS 的估计,目前全球主权财富基金大约有 50%的资产投资于高风险资产(股权和另类资产等),但是如果我们将全球巨额的外汇储备和石油盈余计算进去,各国政府只在高风险资产上投入了很小一部分资产。虽然近年来主权财富基金将其资产配置策略的重心转向了股票等风险资产,但是这是由于近年来全球能源价格和外汇储备的飞速增长等原因所造成的,不能够简单地从某一家主权财富基金的资产配置情况,来推断其风险规避指数。另外,由于

*陈 超 (1974.08-), 四川遂宁人, 中国人民银行研究生部博士, 英国牛津大学金融工程硕士, 现供职于中国投资有限责任公司。

主权财富基金属于长期投资者，交易频率较低，其对金融产品价格的影响更加有限。

为了更好地说明以上的论点，我们考虑一个简单的静态模型：

假设市场上只有两种资产，一种是无风险资产，回报为 R_f ；另一种是风险资产，回报为 $R \sim N(\mu, \sigma^2)$ 。如果中央银行在时期 0 拥有 W_0 的资产，并且将比值为 β 的资产投资于风险资产，那么在时期 1 它的财富为

$$W_1 = \beta WR + (1 - \beta)WR_f$$

假设中央银行具有 CRRA 的效用方程，风险规避指数为 α 。那么中央银行会最大化 $E \left[\frac{(\beta WR + (1 - \beta)WR_f)^{1-\alpha} - 1}{1-\alpha} \right]$ 。根据一阶条件可以得出

$E \left[W(R - R_f)(\beta WR + (1 - \beta)WR_f)^{-\alpha} \right] = 0$ 。利用一阶泰勒展开，这个表达式可以写为 $E \left[W(R - R_f)(WR_f)^{-\alpha} - \alpha \beta W^2 (R - R_f)^2 (WR_f)^{-\alpha-1} \right]$ ，整理后我们得到 $W^{1-\alpha} \left[(\mu - R_f)R_f^{-\alpha} - \alpha \beta \left((\mu - R_f)^2 + \sigma^2 \right) R_f^{-\alpha-1} \right] = 0$ 。这样 $\max E[U(W_1)]$ 的解为

$$\beta^* = \frac{R_f(\mu - R_f)}{\alpha \left[\sigma^2 + (\mu - R_f)^2 \right]}, \text{ 即投资于风险资产的最佳比值。}$$

现在假设中央银行无法直接投资于风险资产，而必须通过建立一个专业的机构来进行投资，即所谓的主权财富基金。如果建立主权财富基金的资金比值为 x ，那么该主权财富基金的预期回报将是 $\beta^S x R + (1 - \beta^S)x R_f$ ，其中 β^S 是主权财富基金投资于风险资产的比值。

假设建立主权财富基金需要成本，其成本固定为 c 。成立主权财富基金的潜在利益为 $E[u(\beta WR + (1 - \beta)WR_f)] - u(WR_f)$ ，是随着财富 W 增长而增长的。那么当中央银行的财富小到足够满足 $E[u(\beta WR + (1 - \beta)WR_f)] - u(WR_f) < c$ 的时候，它不会选择成立主权财富基金。只有当中央银行向风险资产分配的利益超过其建立主权财富基金成本的时候，即 $E[u(\beta WR + (1 - \beta)WR_f)] - u(WR_f) > c$ ，它才会选择成立主权财富基金。也就是说，如果假设建立主权财富基金需要固定成本，中央银行会在自身的财富达到一定数量后才选择建立主权财富基金。

我们还可以假设主权财富基金的规模在短期内是不变的。造成这种现象的原因可能有资金转移成本，基金结构约束以及加强基金管理等等。在这种情况下，中央银行会选择主权财富基金投资风险资产的比值 β^S 来最大化其预期效用

$$E \left[\frac{\left[(W-x)R_f + x(\beta^S R + (1-\beta^S)R_f) \right]^{1-\alpha} - 1}{1-\alpha} \right]。这样我们得出最佳的比值为$$

$$\beta^S = \frac{\beta W}{x}。$$

从上面我们可以看到，主权财富基金投资风险资产的最佳比值随着中央银行的财富增长而增长。但是如果外界只观察主权财富基金的资产配置，并根据等式

$$\beta^S = \frac{R_f(\mu - R_f)}{\alpha^S [\sigma^2 + (\mu - R_f)^2]}$$
来推断主权财富基金的“风险规避指数”，那么他们会

$$\text{得到 } \alpha^S = \frac{xR_f(\mu - R_f)}{\beta W [\sigma^2 + (\mu - R_f)^2]} = \frac{\alpha x}{W}。也就是说，在中央银行风险规避指数不变$$

的情况下，其财富增加越快，主权财富基金的资产配置就越向风险资产转移。

以上的结论可以说明，由于主权财富基金是由一国政府为了该国利益创建，其资产配置取决于该国所拥有的盈余财富，并不能够简单地从观察到的资产结构来推断主权财富基金是天生对风险规避较少的投资者。

(2) 其次，作为长期的机构投资者，主权财富基金对资产价格的影响有限，不会出现投机行为造成资产泡沫。Beck 和 Fidora (2008) 基于挪威主权财富基金的数据研究表明，该基金非出于经济因素的交易行为（出于监管原因大规模的卖出股票）对金融市场没有实质性的影响。Fotak、Bortolotti 和 Megginson (2008) 对 620 起主权财富基金的股票投资行为研究发现，大多数主权财富基金的并购行为都是通过私下谈判交易的方式完成的，而且出于战略目的等原因，主权财富基金通常不会迅速砍仓。Kotter 和 Lel (2008) 也通过实证研究发现主权财富基金的对公司的利润和增长没有明显影响，并且得出结论主权财富基金大多为被动投资者，投资于价值被低估的股票。种种研究表明，主权财富基金倾向于扮演具有长期投资眼光的被动投资者角色，对价值被低估的公司进行投资，且不会迅速或频繁地卖出所持股公司的股票，其交易频率相对较低的特性决定了其资金不会对金融资产的价格造成巨大的影响。

因此，我们认为主权财富基金对金融资产价格的影响基本是正面的。具有上述特性的主权财富基金不仅不会加剧市场的投机行为和助长市场泡沫，还会纠正市场上对股票的错误定价或悲观情绪，对股市的稳定性有着十分积极的作用。

二、主权财富基金对金融市场的影响

(1) 主权财富基金将提高全球风险-收益组合

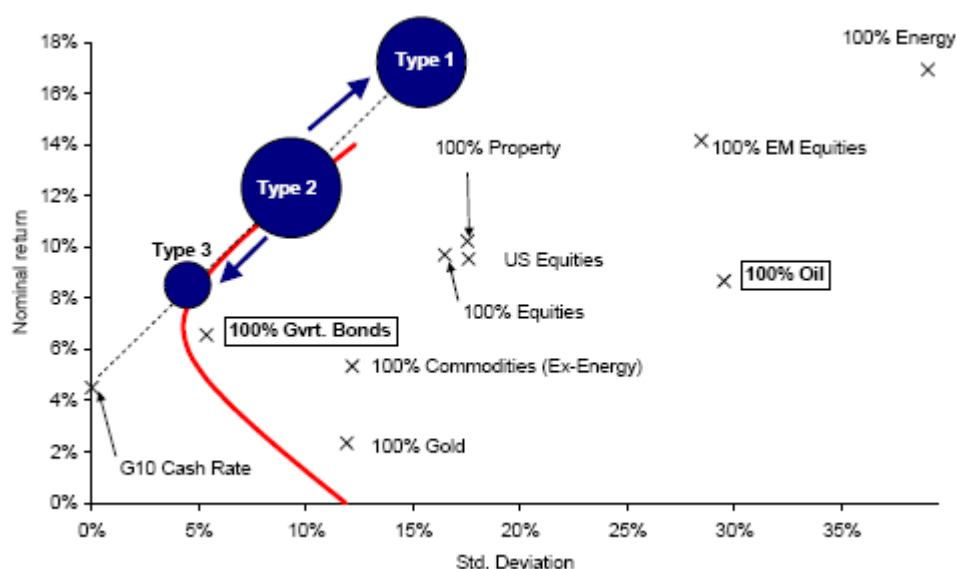
根据摩根斯坦利(Stephen Jen, 2007)的研究，主权财富基金的来源有三种：一是来自石油出口形成的主权财富基金。这类基金没有相关的负债，具有较长的投资视野，流动性需求较低。

二是非石油商品净出口国通过储蓄-投资账户盈余（资本账户盈余）积累官方储备形成的主权财富基金。由于储蓄-投资账户盈余是未来消费的净储蓄，也可运用主权财富基金投资国外资产来进行，这其中就包括股票。

三是由于资本流入形成大量储备而设立的主权财富基金。以印度为例，尽管其官方储备已达 1680 亿美元，但由于印度资本账户显著赤字，这意味着其储备增加及更多来自于资本流入，而非储蓄-投资账户盈余。由于这些资本流动相对不稳定，又是官方储备的来源。因此，即使印度成立国家主权基金，但只能将其官方储备投资在更少流动性和更小风险的外国资产上。

根据 1987-2007 期间的有效投资前沿和单一资产的回报情况，类型 1 的主权财富基金，如图所示，应当从“100%投资石油”那一点沿着“市场线”（即与有效前沿相切，并且截距是无风险利率的那条直线）移动。但是另一方面，类型 2 和类型 3 的主权财富基金，应当移动到市场线上异于“100%政府债券”的位置。如图所示，类型 1 的主权财富基金应当有最高的风险-收益组合，而类型 3 的主权财富基金应当有最低的风险-收益组合。

图 3 主权财富基金如何影响金融资产的风险-收益平衡



资料来源：Stephen Jen (2007)

备注：图中圆点的大小代表了这些基金的规模。

因此，我们可以初步得出的结论是：

类型 1 的主权财富基金提高了全球的风险-收益组合。特别是如果世界石油价格继续上涨，由于石油现货是一种低回报、高波动的投资，类型 1 的 SWF 将会投资于相对更高的风险-收益资产。

类型 2 的主权财富基金也将提高全球的风险-收益组合。尽管我们尚不清楚亚洲的主权财富基金是否比贸易赤字国家更倾向于投资于风险高的资产，但是仅从多元化投资策略，就应提高全球的风险-收益水平。

类型 3 的主权财富基金则可能降低全球的风险-收益组合。这不仅因为类型 3 的 SWF 倾向于投资安全资产，更是因为在资本的循环流动中，从最初的寻求风险资本，流动到新兴市场，成为以发达国家政府债券为支撑的寻求安全资本，这一过程相对于寻求风险的资本没有被接受国的央行吸收而言，降低了全球的风险-收益组合。

(2) 主权财富基金对股票回报影响的测算

我们要认识到，目前各国财政盈余管理部门越来越多地将资金向风险资产投资是有目共睹的事实，这主要是由于外汇储备和能源出口盈余快速增长以及金融全球化为投资提供便利等原因而造成的。随着外汇储备和能源出口盈余继续扩大，全球中央银行投资意识的进一步加强以及各国金融合作的日益紧密，这种趋势还将进一步延续。但是，由于国家财富管理不言而喻的重要性，中央银行对其投资的风险规避程度将不会达到很低的水准。下面我们借鉴 Barro (2005) 模型的简化版本，采用中央银行风险规避指数逐渐降低的假设，来预测主权财富基金对全球股票回报和其风险溢价的影响。

模型采用 Lucas (1978) 的基本设定，引入了经济体产出崩溃（不寻常事件）的可能性，以解释股票风险溢价。

假设投资者选择当前和未来的消费水平 c_t 来最大化效用方程。代表性个人的效用方程可以表示为

$$u_t = E_t \sum_{i=0}^{\infty} [u(c_{t+i}) \exp(-\rho i)] \quad (1)$$

其中 ρ 代表投资者的时间偏好率。单个投资者的效用方程是 $u(c) = \frac{c^{1-\theta} - 1}{1-\theta}$,

θ 是 CRRA 风险规避指数。将 $u(c_t)$ 代入 (1) 并以 c 求导，得出一阶条件，也就是欧勒等式

$$u'(c_t) = e^{-\rho} E_t [u'(c_{t+1}) \cdot R_{t1}] \quad (2)$$

其中 R_{t1} 是在 t 时期买卖的资产在 $t+1$ 时期的回报。假设每一时期经济体的产出为 A_t ，消费等于产出，且风险资产回报可表示为 $R_{t1}^r = \frac{A_{t+1}}{P_t}$ ，其中 P_t 为风险资产价格。那么如果我们把 R_{t1}^r 代入 R_{t1} ，根据 (2) 可得

$$A_t^{-\theta} = e^{-\rho} \frac{1}{P_t} E_t [A_{t+1}^{1-\theta}]$$

因此一时期风险资产价格可表示为

$$P_t = e^{-\rho} A_t^{\theta} E_t [A_{t+1}^{1-\theta}]$$

如果我们把 R_{t1}^f 代入 R_{t1} ，

$$R_{t1}^f = e^{\rho} A_t^{-\theta} / E_t [A_{t+1}^{-\theta}]$$

假设总产出（GDP）符合以下随机漫步模型：

$$\log(A_{t+1}) = \log(A_t) + \gamma + u_{t+1} + v_{t+1}$$

其中 $\gamma \geq 0$ 代表生产力的增长， u 为 i. i. d. 正态分布，均值为 0，方差为 σ^2 。

v 在平时等于 0，但是在一定概率下会取很大的值，分两种情况：在概率为 p_1 的情况下 v 取很大的负值 $-b$ ，而没有与其对称的正值；在概率为 p_2 的情况下 v 可能取 $+c$ 或 $-c$ ， c 的绝对值比 b 的绝对值要小，但 p_2 大于 p_1 。

根据以上假设的 GDP 概率分布，我们可以得出以下的解：
风险资产价格

$$P_t = A_t \exp\left(-\rho + \gamma(1-\theta) + \frac{1}{2}(1-\theta)^2 \sigma^2\right) \cdot \left[1 - p_1 - p_2 + p_1 e^{-b(1-\theta)} + \frac{p_2}{2}(e^{c(1-\theta)} + e^{-c(1-\theta)})\right]$$

预期风险资产回报

$$E_t(R_{t+1}^r) = \frac{E_t(A_{t+1})}{P_t} = \frac{A_t \exp\left(\gamma + \frac{1}{2}\sigma^2\right) \left(1 - p_1 - p_2 + p_1 e^{-b} + \frac{p_2}{2}(e^c + e^{-c})\right)}{P_t}$$

无风险资产回报

$$E_t(R_{t+1}^f) = e^{\rho} A_t^{-\theta} / E_t[A_{t+1}^{-\theta}] = \frac{\exp\left(\rho + \theta\gamma - \frac{1}{2}\theta^2 \sigma^2\right)}{1 - p_1 - p_2 + p_1 e^{\theta b} + \frac{p_2}{2}(e^{\theta c} + e^{-\theta c})}$$

根据历史数据，我们将 GDP 增长的均值设为 2.1%，其标准差设为 3.1%。再将风险规避指数设为 4，时间偏好参数设为 0.01。另外我们假设大危机出现的概率为 0.5%，其数值为 -39.3%；而对称的冲击出现的概率为 6%，其数值为 22.1% 或 -18.1%。模型中参数与其相对应的值如下：

$$\gamma = 2.1\%, \quad \sigma = 3.1\%, \quad p_1 = 0.5\%, \quad p_2 = 6\%, \quad b = 50\%, \quad c = 20\%。$$

接下来根据前面得出的等式我们可以算出预期风险资产回报为 6.32%，无风险资产回报为 3.61%。根据 Morgan Stanley 的数据，截至 2007 年全球无风险债权回报约为 3.7%，股票风险溢价约为 7.6%。最近发生的全球金融危机导致 2008 年至今为止全球股市大幅下跌，如美国 S&P 指数下跌了 30% 以上，我们估计当前的股票风险溢价约在 6%-7% 之间。因此我们可以看到以上设定的参数所的结果是比较符合目前实际情况的。

根据 Morgan Stanley 的估计，未来 20 年内全球的主权财富基金成长趋势如下：

表 2 主权财富基金成长趋势

\$tr	主权财富基金	外汇储备	全球金融资产
2007	2.5	5.1	100.0
2012	8.7	7.4	144.4
2017	17.5	9.9	208.6

2022	27.7	13.0	301.3
------	------	------	-------

我们采用以上的数字，假设主权财富基金和外汇储备全部归中央银行管理，来估算主权财富基金对未来全球金融市场的影响。如果假设 2007 年主权财富基金有 40% 的资金投资于风险资产，那么全球中央银行就有约 10% 投资于风险资产，也就是说其风险规避指数约为 12.2¹。我们预计在 2022 年全球中央银行将会有 30% 的资产投资在风险资产，这代表中央银行的风险规避指数会从目前的 12.2 逐渐下降到约 4.1。假设央行风险规避指数的下降呈线性分布，全球风险规避指数为央行和其他投资者的加权平均，以及 2007 年全球风险规避指数为 4.0，我们得到如下结果：

图 3 假设一：风险偏好与资产风险回报特征

%	2007	2012	2017	2022
央行风险规避	12.2	9.5	6.8	4.1
全球风险规避	4.0	4.0	3.8	3.4
债券回报	3.61	3.61	3.8	4.05
股票回报	6.32	6.32	6.3	6.17
股票风险溢价	2.71	2.71	2.5	2.12

从上表可以看到，即便我们对央行的风险规避行为作了大胆的假设，主权财富基金的建立也只是在 20 年后才会对金融产品的回报有较为明显的影响，使得股票风险溢价在 20 年的时间内下降了不到 0.6 个百分点。从历史上股票风险溢价的变动幅度来看，这种影响的程度是非常小的。另外，主权财富基金属于长期投资者，投资策略较为被动且交易频率较低，因此实际上主权财富基金对全球风险规避指数的影响比上表所述更加为小。如果我们假设主权财富基金的资产在市场上的流通速度是普通投资者的一半，那么如下表：

图 4 假设二：风险偏好与资产风险回报特征

%	2007	2012	2017	2022
央行风险规避	12.2	9.5	6.8	4.1
全球风险规避	4.0	4.0	3.9	3.7
债券回报	3.61	3.61	3.71	3.88
股票回报	6.32	6.32	6.31	6.28
股票风险溢价	2.71	2.71	2.6	2.4

可见，在长期投资者的假设之下，主权财富基金规模的增长在 20 年内只会使股票风险溢价下降约 0.3 个百分点，对全球金融产品的价格并没有明显的影响。

三、主权财富基金对全球金融市场稳定性的影响

(1) 对主权债务市场的影响

事实上，主权财富基金的资金管理方式与其它投资基金将会有很大的相似之处，韩国的主权财富基金 KIC 甚至将其资产的约 3/4 交给外界基金来管理。因此，资产的多样化配置将是主权财富基金资产配置的重点，尤其是从传统的美国

¹ 这里采用了较为粗略的估计方法：设股票风险溢价为 3.75%，标准差为 17.5%，那么风险资产比值= $0.0375/(\text{CRRA} \times 0.175^2)$

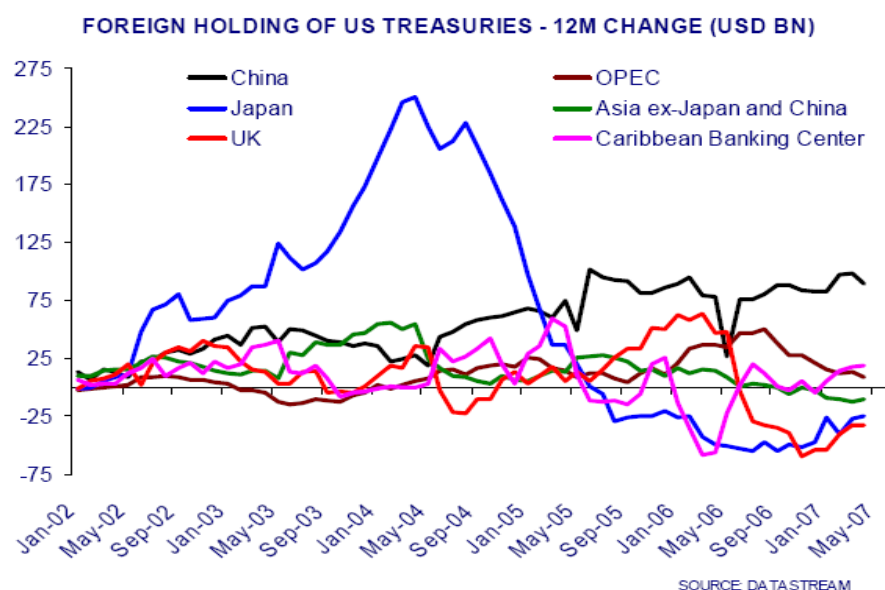
国债向其它资产种类和货币的转变。

如果主权财富基金的投资组合从以美元计价的资产转向全球的股票市场，这意味着流向美国的资金减少，这可能带来实际利差扩大和美元贬值。然而，现在这一影响某种程度上被大量流入美国金融业的资金流所抵消。在美国外的其他国家，大量资金流入将导致实际利率下降和国内需求上升。

这一类影响与变化也可能不同，因为主权财富基金投资带来的资金流向变化，其不确定性的资产组合的变化和其他投资者的反应并没有考虑其中。关于这一点，不同的模型与研究支持了不同的观点，没有形成统一的结论

另一方面，对主权债券的需求下降，国债收益曲线上升。为提高长期回报水平，主权财富基金将减少对风险/回报较低的资产类型的需求。尤其是对发达国家（主要是美国）国债的需求，从而促使部分发达国家的国债收益率曲线上升。亚洲央行撤出资金很可能影响到美国国债收益曲线。这种行为在长期来看对全球经济来说无疑是有益的，因为先前亚洲高储蓄国家对美国国债的需求从某种意义上讲维持了美国经济在经常账户巨额逆差情况下的运转，而这种脆弱的平衡蕴含着极大的风险。将外汇储备从单一持有美国国债逐渐向多元化、跨地区的投资组合转变，对全球经济在将来达到更加可持续的平衡有很重要的作用。

图 4 各国持有美国国债的变化



（2）资金跨区域套利大幅增加，有利于提升全球金融市场，特别是新兴市场的市场效率提高

流向更多区域，尤其是新兴市场。以前石油美元主要投资美国，随着主权财富基金规模增长，投资不再局限于发达市场，新兴市场逐渐成为关注重点。新兴市场经济增长更快，经常能提供好的投资机会。整体而言，主权财富基金将对新兴市场产生积极影响。另一方面，也会促进风险资产市场的发展，并通过投资需求带动整个资本市场的创新；其次，如果能够持久改变市场主体的风险偏好和承受状况，也会为资本市场带来稳定因素。

其次，规模较大的主权财富基金能够逐步实现资产组合重组以至于抑制价

格对其交易的不利影响。再次，主权财富基金的投资能够扩大市场。最后，主权财富基金作为长期投资者，在全球进行资产配置，有助于提高市场的效率，平稳市场波动。目前，主权财富基金的杠杆特征还不明显，因此缺乏其应对突然的外生冲击的有利证据。主权财富基金在全球金融市场稳定中起到了重要作用。

主权财富基金将在其他新兴经济市场配置更大比例的资产：这就是我们所说的南南投资，例如，中国和 GCC 互相投资于对方的资产。鉴于大部分这些经济体的汇率目标，南南投资将导致中央银行和 SWF 之间有趣的动态关系，中央银行的干预将贯穿这些资本流动，并进行再投资，这将导致乘数效应。

(3) 主权财富基金具有“逆周期”投资行为，是金融市场的“稳定器”

金融市场不景气或金融危机的时候，投资者对未来的信心较差，大量撤出资金，由于金融机构面临流动性困难，使得金融产品价格往往低于其真实的经济价值，并且这种恐慌会向其它市场蔓延。而主权财富基金作为长期投资者，对流动性的需求较小，在市场不景气时进行反向投资，这将起到很好的稳定市场的作用。而且，由于主权财富基金投资视角长，具有较高的风险容忍度，因此，往往能够在市场低点果断进入，对市场信心恢复起到重要作用，并且在长期内获取可观的利润，达到双赢的局面。

Fotak 和 Bortolotti (2008) 对全球 75 家主权财富基金在公开上市公司的股权购买进行了统计，发现在入股的消息发布之后公司的股价平均有 1% 的超常回报。Kotter 和 Lel (2008) 在对 163 起主权财富基金的投资行为进行统计后得出在消息宣布两天之内公司的股价平均有 2.1% 的风险调整回报率。这些发现无论是在统计上还是在经济上都是非常有意义的。市场对主权财富基金的投资行为作出正面的回应，说明市场对主权财富基金的投资策略和其资金对公司业绩的正面影响都充满信心，因此主权财富基金对稳定公司的股价有着十分积极的作用。

以主权财富基金在 2007-2008 年期间的投资为例，在美国发生次贷危机后，不少主权财富基金大量进行购并，为华尔街许多陷入困境的金融机构注资，对稳定市场起到了重要作用。

表 5 2007-2008 年主权财富基金的并购交易

日期	交易	规模	工具/结构	票面利率	比率	董事会席位
07/11/26	阿布扎比投资局入股花旗	75亿美元	可转债	11%	4.9%	N
07/12/13	新加坡政府投资公司入股瑞银	98亿美元	可转债	9%	9%	N
07/12/19	中投入股摩根斯坦利	50亿美元	可转债	9%	9.9%	N
07/12/24	淡马锡入股美林	44亿美元	普通股	—	9.9	N
08/01/15	新加坡政府投资公司、科威特投资局等入股花旗	145亿美元	可转换优先股	NA	7.8%	N
08/01/15	韩国投资公司、科威特投资局等入股美林	66亿美元	可转债	9%	NA	N

四、全球金融保护主义日益兴起对多边监管体系的影响

主权财富基金虽然会为主要金融市场带来积极的影响，但其投资规模、投资策略、投资方向可能会引起金融保护主义的抵制，尤其当投资方向涉及到外国战略性行业时。类似中海油收购美国优尼科石油公司以及迪拜世界港口公司收购美国六大港口的阻力将会再次出现。例如，2006 年初，淡马锡在从泰国前总理他信手中收购泰国电信企业臣那越集团（Shin Corp）后，即卷入到一场争论中。

因此，主权财富基金规模不断扩大，以及对资源和技术的需求增加，与西方国家很可能发生冲突。西方国家应认识到主权财富基金的崛起反映了全球经济结构变化，并与中国、俄罗斯、中东国家等达成共识，建立主权财富基金的行为准则；另外还要建立平等的规则，一个国家的主权财富基金能在何种程度购买并控制另一国的资产，则其自身市场也应有相同开放度。

主权财富基金的透明度也是引起他国抵制的一个重要原因。Kottor 和 Lel（2008）在研究中发现，投资者对主权财富基金的反应取决于主权财富基金的透明度。无论采用 Truman 的记分卡制度还是主权财富基金研究所的透明度指数，当主权财富基金的透明度越高，投资者对其投资的反应越正面，公司股价的上升幅度越大。这也是目前越来越多的主权财富基金开始致力于提高自身的透明度，力求改善自己在投资者心目中的形象的原因。

因此，为了更好地发挥主权财富基金在世界金融体系中积极的作用，需要多方国家共同合作，建立共同接受的行为准则，一方面努力提高主权财富基金的透明度和监管，树立一个专业而有信誉的形象，另一方面适当开放自身市场，欢迎其它主权财富基金的投资，如此才能更好地提高全球金融市场的效率以及稳定性。

参考文献

1. 陈超，主权财富基金全球兴起，当代金融家，2006 年第 10 期/总第 16 期
2. 陈超，主权财富基金未来发展面临五大挑战，上海证券报，2008 年第 5 期
3. Roy C. Smith and Ingo Walter, Global Banking.
4. Jason Kotter and Ugur Lel, 2008, Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets, International Finance Discussion Papers, Number 940
5. Robert J. Barro, 2005, RARE EVENTS AND THE EQUITY PREMIUM, NBER Working Paper 11310
6. D Miles, M Baker & V Pillionca, 2005, What Should Equities and Bonds Be Worth in a Risky World?, Morgan Stanley Research
7. D Miles and S Jen, Sovereign Wealth Funds and Bond and Equity Prices, 2007, Morgan Stanley Research
8. Veljko Fotak, Bernardo Bortolotti and William Megginson, 2008, THE FINANCIAL IMPACT OF SOVEREIGN WEALTH FUND INVESTMENTS IN LISTED COMPANIES

9. Roland Beck and Michael Fidora, 2008, The impact of sovereign wealth funds on global financial markets, SSRN 1144482
10. Stephen Jen, 2008, SWFs' Impact on Financial Assets, May 8, MORGAN STANLEY RESEARCH
11. IMF, Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda, February 29, 2008