

国际金融危机与主权财富基金的发展新趋势

陈 超

（中国投资有限责任公司，100010）

2008 年，美国的次贷危机演变为全球性的金融危机。在这一轮金融危机中，主权财富基金作为国际金融市场的重要参与者，在危机初期，大量介入金融机构的并购。然而，随着危机的进一步发展，主权财富基金在金融机构的投资面临巨大浮亏。同时，主权财富基金积极主动的资产配置在金融危机下也遭受了巨大的账面损失。而且，随着全球油价下跌、新兴市场出口下降、官方储备减少、国内财政支出扩大等因素的影响，主权财富基金资产规模增长速度逐步减缓。为此，主权财富基金对其战略资产配置与战术资产配置都进行了一些调整，在风险管理、投资管理等方面也进行了反思与调整。

一、危机初期主权财富基金对金融机构的并购

据不完全统计，2007 年 7 月美国次贷危机以来，主权财富基金参与的金融机构并购注资累计金额达 710.45 亿美元以上，主要是中东、亚洲国家的主权财富基金，例如阿布扎比、淡马锡、科威特、中投等。粗略地看，主权财富基金的投资行为具有以下特点：

（一）不寻求控制权。主权财富基金新购买股份或可转债基本不超过金融机构股权的 10%，表明了主权财富基金投资者作为被动投资者的投资策略，即仅对目标企业进行资金注入，追求财务回报，不追求控制权，不参与投资企业的日常经营。例如，阿布扎比投资公司、科威特投资局对于花旗银行的投资占股比例低，持股比例尚未达到 10%，不需经过美国外国投资安全审查委员会的审批。

（二）以可转换债券形式进行投资为主。这一方式反映了主权财富基金在危机趋势不明朗情况下的谨慎态度：可转换债券的债券属性确保了至少获得债券的收益，具有下行保护的功能，具有安全性；而股权属性确保主权财富基金能够分享被投资公司成长的收益，具有上行保护的功能。例如，主权财富基金对花旗银行、瑞士银行、摩根斯坦利的注资都以可转债形式进行。据不完全统计，主权财富基金采取可转债投资的金额累计达 385.5 亿美元，占总投资金额的 50% 以上。其中，可转债类型以强制性可转债（Mandatory Convertible Securities）为主，将在两年到三年间自动转换为普通股，可转债的票面利率从 9% 到 11% 不等。这一入股形式反映了主权财富基金预期金融危机平息后，大部分国际知名金融机构长期表现仍然看好。

（三）大部分主权财富基金注资后选择不再增持，但仍有部分机构在金融机构股价继续

下跌后选择再次增持。例如，2007 年初至今，淡马锡多次增持渣打银行股份直至 22%。科威特投资局拟继续增持美林股份等。

（四）多数主权财富基金的注资金额巨大。大多数交易金额达 10 亿美元以上。例如，花旗银行共获得 220 亿美元多家主权财富基金的注资。新加坡淡马锡对瑞士银行注资达 97.5 亿美元，获得占总权益 9.8%的可转换债券。

（五）参与注资的主权财富基金主要来自亚洲和中东地区。许多欧美知名金融机构在金融危机中损失惨重，急需大量资金补充资本金缺口，使其不得不寻求新兴市场的主权财富基金的资金支持。亚洲的主要投资机构包括淡马锡、GIC、中投公司、韩国政府投资公司等。中东地区的主要投资机构包括阿布扎比投资公司、科威特投资局、卡特尔投资公司等。其中，淡马锡一家的投资总额就达到 173 亿美元。

二、危机期间主权财富基金的总体账面损失估计

各大主权财富基金的战略资产配置目前仍以股票和固定收益类资产为主（见表 1）。

表 1 主要主权财富基金及各国养老、捐赠基金战略资产配置比较

		股票	债券	另类资产	房地产	现金及 现金等值物	总计
淡马锡 ¹		100%	0%	0%	0%	0%	100%
爱尔兰国家养老储备基金	2009年目标配置	69%	13%	18%	0%	0%	100%
加州公务员退休基金(CalPERS)		68%	24%	0%	8%	0%	100%
法国国家退休储备基金	2006年	60%	30%	10%	0%	0%	100%
澳大利亚Victorian基金管理公司		57%	25%	3%	9%	6%	100%
阿布扎比投资局		55%	22%	16%	7%	0%	100%
美国阿拉斯加永久基金		53%	29%	8%	10%	0%	100%
新西兰政府退休基金	2005年	50%	15%	25%	10%	0%	100%
新加坡政府投资公司	截至2008年3月	44%	26%	13%	10%	7%	100%
挪威政府养老基金		40%	45%	15%	0%	0%	100%
挪威央行投资管理公司		30%	55%	15%	0%	0%	100%
耶鲁大学基金会 ³	截至2008年6月	25%	4%	45%	29%	-4%	100%

*有颜色部分为主权财富基金

1. 主要进行股权投资，不存在广义资产类别选择。股权投资集中于金融、通讯媒体、交通运输和房地产等行业

资料来源：相关投资机构网页及年报，JP Morgan “Guide to Sovereign Wealth Fund”

近几年，受一些机构投资者特别是耶鲁捐赠基金投资理念的影响，一些主权财富基金的战略资产配置愈加激进，开始增配美国以外国家的股票类资产以及另类资产（如绝对收益和实物资产）。由于在此轮危机中除债券类以外的各个资产类别的资产价格均出现大幅下挫，特别是股票类和房地产类资产。虽然一些主权财富基金在 2008 年曾对战略资产配置进行一定程度的调整，增持债券类资产并减持股票类资产，但调整幅度有限，并不能抵消一些高风险资产类别的损失。

据公开报道，主权财富基金在 2008 年的损失情况均较为严重（见表 1）。其中，韩国投

资公司(KIC)的账面损失率高达 67%。位居主权财富基金规模之首的阿布扎比投资局的账面损失率也高达 40%。

表 2 各大主权财富基金在 2008 年的损失情况严重

(亿美元)	2008年估计账面损失	管理资产总额		损失率 ¹
		至2007底	至2008底	
韩国投资公司	400	600	200	-66.7%
淡马锡	378	1,205	827	-31.4%
挪威政府养老基金	757	2,493	3,250	-23.3%
海湾地区主要六大主权基金合计 ²	1,900	12,500	10,600	-15.2%
其中：阿布扎比投资局 ³	1,830	4,530	3,290	-40.4%
卡塔尔投资局				-20.0%
GIC	296-329	2,313	2,000	-14.4%

1. 损失率 = 2008年估计账面损失/2007年底资产总额

2. 包括阿布扎比投资局、科威特投资局、迪拜政府投资公司、卡塔尔投资局、沙特阿拉伯投资局、以及沙特阿拉伯货币局。

3. 阿布扎比投资局2008年估计资本亏损为1830亿美元，新流入资本约为590亿美元。

资料来源：媒体新闻

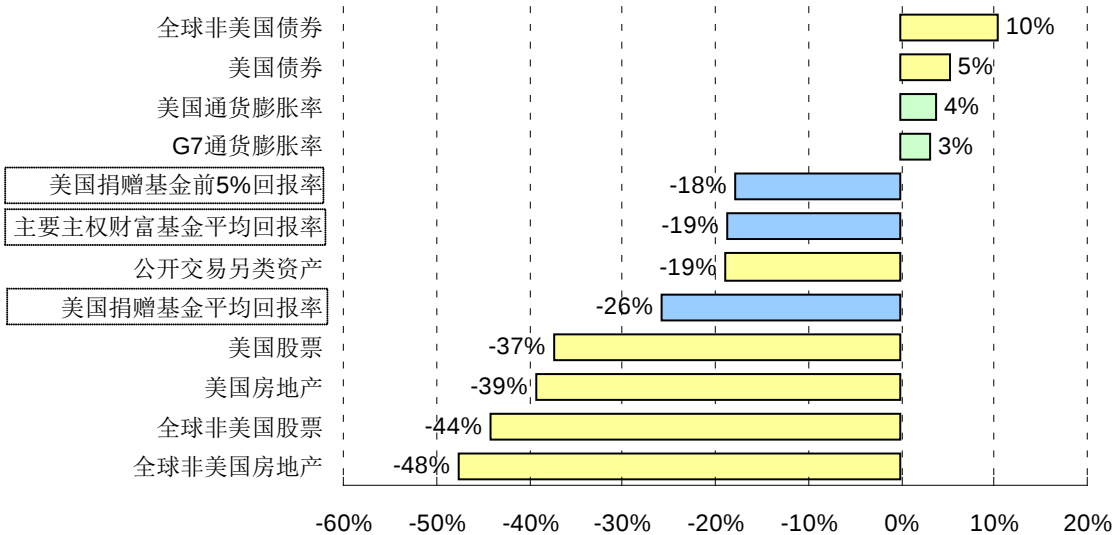
根据主权财富基金的一般资产配置情况，我们以 25%债券，45%股权，和 30%另类资产的资产组合作为主权财富基金典型投资组合结构，并选取公开指数基准估算主权财富基金的账面损失。粗略估算，2007 年 12 月以来，主权财富基金的账面损失高达 25-35%。考虑到部分主权财富基金的战术性调整，主权财富基金账面损失约为 20%-25%。这就意味着主权财富基金的资产管理规模从年初的 3 万亿美元已经缩减为目前的 2.2 万亿美元左右。

事实上，除主权财富基金外，全球其他类型机构投资者在金融危机中也遭遇巨额损失。据公开媒体报道，2008 年年初以来，共同基金损失较大，估计为 40%-55%，美国养老金基金遭遇 15%-20%左右的损失，对冲基金损失初步估计约 15%-18%。其中，美国最大的养老基金之一——加州养老基金(CALPERS)损失达 20%。此外，大学捐赠基金也损失惨重。哈佛大学投资管理公司(Harvard Management Co)在 2008 年 7 月至 10 月四个月内损失了 80 亿美元，损失幅度高达 22%。耶鲁大学投资办公室(Yale Investment Office)从 2008 年 6 月 30 日到 12 月初损失 59 亿美元，损失幅度高达 25%。据美国独立院校联合会的季度调查显示，截至 2008 年 12 月，372 家受调查院校中有 97%表示，其捐赠基金出现不同程度亏损。另据美国知名咨询公司 Cambridge Associates 的统计，411 家美国捐赠基金在 2008 年的平均损失率达-25.7%，即使是损失率较低的前 5%家基金的损失率也高达-17.8%。

与主要公开市场指数比较，主要主权财富基金、捐赠基金在 2008 年的表现仍好于主要股票指数，却远低于债券指数。从公开市场指数看，2008 年 1 年回报率为正的只有债券类

指数，其他资产类别的指数表现均为负。其中，表现最好的资产类别是全球非美国债券指数（全年回报率约 10.4%），其次是美国债券指数（全年回报率约 5.2%）。股票类资产在 2008 年损失严重，其中美国股票资产下跌幅度约为 37%，而全球非美国股票资产下跌近 44%。损失幅度最大的资产类别为房地产类资产，其中美国房地产资产价值下跌 39%左右，全球非美国房地产资产价值下跌近 48%。

图 1 各资产类别及主要主权财富基金、美国捐赠基金 2008 年回报率比较



1. 美国捐赠基金样本包括大学、独立学校、博物馆、图书馆、永久基金、医学捐赠基金及其他受捐赠机构。
2. 主要主权财富基金平均回报率为表一中主权财富基金以 2007 年底资产为权重的 2008 年估计回报率加权平均数。

资料来源：Cambridge Associates，媒体新闻，高盛经济研究

三、主权财富基金新趋势之一：资金管理规模增速趋缓

根据国际货币基金组织在《主权财富基金公认的原则和实践》（又称“圣地亚哥原则”）中的界定，主权财富基金是指由政府所拥有或控制、有特殊用途的，为实现宏观经济和财务目标的投资基金。其资金通常来源于国际收支盈余、养老保险收入、私有化进程的收益、财政盈余以及大宗商品出口所带来的收入。根据这一界定估算，2008 年年初，全球主权财富基金的资产管理规模约为 3 万亿美元。但受金融危机影响，主权财富基金资产管理规模账面损失巨大、增速也逐步趋缓。主要包括以下因素：

（一）原油价格的下跌。全球经济衰退加深了市场对于全球原油需求的忧虑，原油价格持续下跌，产油国的原油收入也相应地大幅下滑，这自然影响了以油气出口为资金来源的主权财富基金。海湾阿拉伯国家合作委员会（简称 GCC 国家，包括：阿拉伯联合酋长国、阿曼苏丹国、巴林王国、卡塔尔国、科威特国、沙特阿拉伯王国）成员国每天的原油出口量大约为 1800 万桶，当原油价格为 140 美元一桶时，每天的出口就可以给它们带来 25 亿美元的收

入，但是当油价下跌至 70 美元一桶时，一天的收入就下降至 13 亿美元。

（二）新兴市场出口增速减缓。2007 年，亚洲经济体的官方外汇储备从 3.1 万亿美元增加到 3.8 万亿美元，平均每月增长 640 亿美元。但由于美国和欧洲经济下滑带来的需求疲软，亚洲出口下降。这就减缓了经常项目盈余和资本流动，抑制了官方储备的增加，最终减少了主权财富基金的资金来源。

（三）官方外汇储备的补充需求。除日本和中国外，亚洲官方外汇储备的增加趋势已急剧减缓。这些国家需要大量外汇储备以保持币值稳定和防范资本外逃，使得许多亚洲国家开始重新考虑外汇储备的组成状况，大量增加高流动性、高安全性的用于货币干预的官方外汇储备。

（四）为本国应对金融危机政策提供资金。全球金融危机已影响到主权财富基金所在的经济体。各国都先后制定扩张性财政政策来刺激经济增长，有的国家还动用外汇资金救助金融机构。但由于经济衰退将直接导致政府税收收入下降，政府也可能动用主权财富基金所管理的资金来支持危机应对政策。

四、主权财富基金发展新趋势之二：主权财富基金对本国市场的投资

随着国际金融危机的进一步发展，一些国家的主权财富基金相继宣布大幅注资于本国市场，力图配合本国政府的危机救助和经济刺激政策。从全球主要主权财富基金的情况看，金融危机期间，投资本国市场的原因大致可分三种情况：一是主权财富基金所在国国内经济大幅衰退，急需外汇资金救援；二是金融体系出现危机，尤其是银行体系需要政府注入大量资本金；三是资本市场大幅下挫，急需政府出面“托市”，提振市场信心。但三者都有共同的基本前提，即资本账户自由开放。国际金融危机爆发后，外资大量从新兴市场国家撤离，FDI 数量锐减，导致部分新兴市场国家外汇资金缺口急剧扩大，资金压力骤增，出现了对外汇资金的真实需求。一国的外汇资金一般来源有四个：一是国际组织借贷；二是政府发债；三是依靠外汇储备；四是来自主权财富基金。由于危机时期，IMF 等国际组织的资金在短期内也出现资金严重不足的问题，许多国家一时难以获得国际组织援助，而由于政府财政状况不佳、政府信用评级低，发债成本高，外汇储备又大规模缩水，这些国家不得不动用主权财富基金的外汇资金来救助国家经济危机。

以俄罗斯为例，由于对石油出口的严重依赖，石油价格的大幅下挫以及油价前景的疲软导致俄罗斯经济陷入十年来的首次衰退。由于金融危机以来国际资本撤回母国以及外国投资者对俄罗斯经济信心的不足，大规模外国资本撤离俄罗斯，卢布面临严重的贬值压力。虽然俄政府采取卢布逐步贬值的策略，但较 2008 年 7 月的峰值水平卢布已贬值 36%，其中 2009 年 1-2 月贬值幅度达到 19%。大规模资本外逃以及政府稳定卢布汇率的干预行为又使得俄罗斯外汇储备状况受到严重影响，股市估值水平骤减至 2005 年水平以下。自 2008 年下半年起，俄罗斯政府动用了三分之一的外汇储备（约 2,000 亿美元）来缓解卢布贬值压力；截至 2009 年 2 月 6 日，俄外汇储备已经大幅降至 3,840 亿美元。同时，虽然俄罗斯的国家债务占 GDP 的比重是新兴市场中最底的，但企业和银行外债水平很高，致使总外债水平达 5400 亿美元，占目前外汇储备的 140%，且其中有大量短期债务在 2009 年到期。为缓解国内公司对于外汇资金的迫切需要，俄政府不得不将主权财富基金持有的部分外汇储备调拨至一些具战略意义的企业，

以缓解这些企业的外债压力。同时，为帮助国有银行解决外汇资本金不足的压力，2008年11月，俄罗斯将其“国家财富基金”的64.1亿美元资产以存款形式注入其国有银行VEB，并将此项注资作为俄罗斯政府2000亿美元经济救援方案的一部分。

此外，韩国也面临韩元对美元汇率持续下跌、外汇储备急剧缩水等问题，韩国国会正考虑修改法律以解除韩国投资公司（KIC）等主权财富基金买进国内股票等资产的禁令，以使得韩国投资公司能带动其他国家的主权财富基金联合在韩国市场进行投资。与此类似的是中东一些国家的主权财富基金为缓解本国信贷市场流动性问题也向银行体系注资，例如卡塔尔投资局在2008年底宣布在二级市场上增持本国上市银行股份。科威特政府计划拿出至少15亿第纳尔（约54亿美元）的资金投入本国股市。澳大利亚主权财富基金—未来基金（Future Fund）在该基金2008年披露的年报中称，计划将总资产的10%投资于澳大利亚的国内股市。

五、主权财富基金发展新趋势之三：资产配置与投资策略的调整

（一）主要主权财富基金在危机后开始调整资产战略配置比重，并更积极地进行战术调整。以耶鲁大学基金、哈佛大学基金为代表的捐赠基金投资组合管理模式曾经是全球长期机构投资者效仿的典范。然而其资产配置过分强调对股权类资产、非流动性资产的高配策略，直接导致这些基金自2007年底以来的大幅投资损失。而且，大量投资于流动性较低的私募基金、房地产及基础设施等另类资产以及通过“可转移阿尔法”（Portable alpha）等结构化金融创新放大投资组合杠杆水平等，则进一步加剧了这些机构投资者的亏损和流动性问题。

目前，许多基金表示将更频繁地对基金战略配置方案进行重新审视，并准备引进或开发更先进的资产配置模型以应对低概率事件。同时，很多基金已运用战术调整来捕捉市场的短期投资机会。麦肯锡的一项调查显示，很多机构投资者开始在资产配置模型中更多地引入宏观经济参数，特别是GDP预期增长率，而更少地在配置权重的计算中参考资产的市值（Market Capitalization）比重。这也表明主权财富基金等机构投资者在市场大幅波动时期对战术配置与短期机会的关注度在提高。

（二）主权财富基金进一步加强了对复杂产品和小概率事件的风险管理。此次金融危机给主权财富基金等机构投资者的最大教训之一就是：面对市场波动性的不断增大以及投资产品的不断复杂化，应切实加强基金的风险管理。很多机构投资者也承认，相比较日益复杂的投资策略，基金的风险管理体系还远远落后。摩根士丹利资产管理公司认为，最基本的风险管理办法便是建立一套综合各资产类别和投资战略的风险预算体系。然而，只有56%的公募基金建立了上述体系，而44%的基金尚未建立针对不同资产类别和投资策略的风险控制目标，而只是完全依赖于外部投资顾问进行风险预算的编制。

（三）主权财富基金等机构投资者进一步加强了与外部投资管理人的合作，并着手调整管理费用结构。面对剧烈的市场波动带来的挑战，很多基金开始更多地转向外部投资顾问和管理人寻求支持和战略合作。同时，一些基金已开始对外部管理人费用进行比较大规模的调整，并更多地引入激励机制，如以管理人表现为基础设定管理费用结构，一些基金以资产组合所承担的风险程度对费用结构进行进一步的调整等。很多基金开始详细分析外部管理人的投资回报来源：基金更愿意奖励外部管理人源于出色的投资管理才能而取得的、更有持续性的投资回报，而不愿意奖励偶尔的幸运带来的回报。

尽管主权财富基金和各捐赠基金在金融危机以来遭受了较大的账面浮亏，但其长期投资目标决定了主权财富基金仍然偏好风险资产，并且仍然是风险资产的主要机构投资者之一。其原因就在于主权财富基金作为长期投资者，流动性充足、杠杆率低，完全有能力抓住私募

资本因流动性问题而无法获得的难得投资机会。其次，资源类主权财富基金将石油财富转化为金融资产的动力仍然存在。而且，由于股权投资经风险调整后的收益仍然显著高于债券投资，主权财富基金青睐股权甚于债券的偏好应当不会改变。金融危机不仅给国际主权财富基金及捐赠基金带来巨大的挑战，同时也为各基金在资产配置的调整、风险管理体系的建设、以及内部管理的完善等方面敲响了警钟。各基金将充分吸取此轮金融危机的深刻教训，为下一个投资周期做好充分的准备。附件 1：

表 1 美国次贷危机以来主权财富基金参与的金融机构并购一览表

机构名称	次贷或相关损失 (截止 2008.10.16)	获注金额	注资方	获得权益	交易结构	注资时间	注资日 股价	2008 年 11 月底股 价(11.28)	股价跌幅
汇丰银行	274 亿美元	不详	迪拜国际资本	9.9%	通过收购 Och-Ziff 资本管理公司获得汇丰股份	2007-10-29	\$93.65	\$54.37	-41.94%
巴克莱银行	74 亿美元	30 亿美元	中国国家开发银行	3.10%	无条件申购巴克莱新发普通股	2007-7-23	\$60.35	\$11.25	-81.36%
		20 亿美元	淡马锡	1.8%	无条件购买 1.35 亿股新发普通股	2007-8-14	\$50.95	\$11.25	-77.92%
		76 亿英镑 (约合 105 亿美元)	将主要向波斯湾地区的基金出售股票，该行已经在向来自卡塔尔和阿布扎比的基金出售股票的问题上达成一致。		该行赢得了股东对其筹募 70 亿英镑 (约合 105 亿美元) 计划的支持，而不必交出对分红和贷款的控制权	2008-11-24 巴克莱银行主席马库斯·阿吉斯对外公布	\$9.26	\$11.25	21.49%
花旗银行	681 亿美元	75 亿美元	阿布扎比投资局	4.90%	新可转换债券	2007-11-1	\$38.51	\$8.29	-78.47%
		69 亿美元	新加坡政府投资公司	4.4%	新可转换债券	2008-1-1	\$28.92	\$8.29	-71.33%
		76.2 亿美元	科威特投资局；阿尔瓦利德·本·塔拉尔王子；花旗前 CEO 桑迪·威尔；新泽西州投资部门	不详	新可转换债券	2008-1-1			
瑞士银行	442 亿美元	97.5 亿美元	新加坡政府投资公司	9.80%	票面利率 9% 的可转换证券，两年后将转	2007-12-1	\$44.07	\$12.47	-71.70%

		18 亿美元	中东未具名投资者	1.6%	换为普通股票。	2007-12-1			
瑞士信贷	100 亿美元	6.03 亿美元	卡塔尔投资局	1%	不详	2008-1-1	\$59.68	\$29.61	-50.39%
摩根士丹利	157 亿美元	55.8 亿美元	中投	不超过 9.9%	购买可转换股权单位，2 年零 7 个月后将转为普通股	2007-12-19	\$52.28	\$14.75	-71.79%
美林	581 亿美元	50 亿美元	淡马锡	最高持股比例达 11.3%	购买 44 亿美元普通股，另有在 08 年 3 月 28 前购买 6 亿美元普通股优先权	2007-12-24	\$59.06	\$13.22	-77.62%
		12 亿美元	戴维斯精选顾问	不详	不详	2007-12-24			
		约 13 亿美元	日本瑞穗实业银行	不详	可转换成普通股的优先股。购买美林优先股，在 2 年 9 个月后将转换成普通股，获 9% 的分红，所持优先股在 2 年 9 个月后可转为普通股	2008-1-15	\$52.60	\$13.22	-74.87%
		20 亿美元	韩国政府投资公司	转化后持股将超 4.3%					
		34 亿美元	科威特投资局	7%					
加拿大帝国商业银行	32 亿加元	27.5 亿加元	李嘉诚、宏利保险、安大略省退休金计划	不详	认购价为每股 65.26 加元	2008-1-15	\$68.75	\$37.39	-45.61%
渣打银行		5.42 亿美元	淡马锡	新股认购后，持股比例从 19% 上升至 22%	淡马锡控股还将作为渣打银行价值 17.8 亿英镑增发计划的主要承销商，承销增发计划的 33%	2008-11-24	\$29.98	\$12.85	-57.14%
克萊斯勒大厦		8 亿美元	阿布扎比投资局	克萊斯勒大厦 75% 的股份	不详	2008-9-1	\$61.21	\$31.32	-48.83%
纽约通用汽车大厦		28 亿美元	迪拜基金公司、波士顿地产公司、高盛公司		不详	2008-6-19	\$14.89	\$5.24	-64.81%

作者联系方式：

联系电话：010-64086733

通讯地址：北京市东城区朝阳门北大街 1 号新保利大厦 17 层中国投资有限责任公司

邮政编码：100010