

# 论全球主权财富基金的兴起

陈超 胡海琼\*

(中央汇金投资有限责任公司、中国人民银行, 北京, 100000)

**内容提要:** 针对过多的财政盈余与外汇储备盈余, 一些国家成立专门投资机构来进行管理运作, 即“主权财富基金”。主权财富基金主要来源于外汇储备盈余、自然资源出口盈余和国际援助基金; 其设立动因主要包括稳定型、冲销型、储蓄型、预防型和战略型五类主权财富基金; 管理模式上中央银行直接管理和专门投资机构管理两个阶段。本文还对主权财富基金的运作机制进行了分析, 侧重分析了组织结构与内部治理、投资策略和风险控制。

**关键词:** 主权财富基金 储备盈余

近年来, 全球各国政府部门拥有资产飞速增长, 尤其在亚洲, 中央银行储备资产增长异常迅猛。与此同时, 有一类非常特殊的政府机构正在快速成长, 一般称之为“主权财富基金”(Sovereign Wealth Fund)。它们既不同于传统的政府养老基金, 也不同于那些简单持有储备资产以维护本币稳定的政府机构, 而是一种全新的专业化、市场化的积极投资机构。目前, 全球已有 22 个国家和地区设立了主权财富基金, 其他一些国家的主权财富基金也在酝酿之中。本文拟对主权财富基金的成因、规模与运作状况进行了分析, 以期对我国有所借鉴。

## 一、主权财富基金的形成与发展

随着一国宏观经济、贸易条件和财政收支状况的改善, 以及政府长期预算规划与财政支出限制政策的实施, 国家财政盈余与外汇储备盈余都会不断积累, 针对过多的财政盈余与外汇储备盈余, 一些国家都成立专门的投资机构来进行管理运作, 这类机构一般被称为“主权财富基金”。

从主权财富基金的资金来源看, 包括三类: 一类是外汇储备盈余, 主要以亚洲地区新加坡、马来西亚、韩国、台湾、香港等 5 个国家和地区为代表; 第二类是自然资源出口的外汇盈余, 包括石油、天然气、铜和钻石等自然资源的外贸盈余, 主要以中东、拉美地区国家的 16 个国家为代表; 第三类则是依靠国际援助基金, 以乌干达的贫困援助基金为代表。

20 世纪 90 年代以来, 主权财富基金逐步兴起, 目前已遍布全球各地, 既包括一些发达国家和资源丰富国家, 也包括一些新兴市场国家和资源贫乏国家。表 1 列举了世界上主要的主权财富基金。

表 1 全球主要主权财富基金

国家(或地区)	基金名称	资产	成立时间	资金来源
---------	------	----	------	------

\* 陈超, 男, 中央汇金投资有限责任公司研究与法律部副主任, 中国人民银行研究生部博士生; 胡海琼, 女, 经济学硕士, 现供职于中国人民银行金融稳定局。

(百万美元)				
新加坡	政府投资公司	100,000	1981	非商品类
香港	投资组合 (香港金融管理局)	100,000	1998	非商品类
新加坡	淡马锡控股	55,000	1974	非商品类
马来西亚	国库控股公司	15,800	1993	非商品类
台湾	国家稳定基金	15,000	—	非商品类
乌干达	贫困援助基金	350	1998	国际援助
基里巴斯	收入补偿基金	400	1956	矿产
阿拉伯联合酋长国	阿布扎比投资局	250,000	—	石油
挪威	政府石油基金	170,000	1990	石油
科威特	科威特投资局	65,000	1953	石油
文莱	文莱政府投资局	30,000	1983	石油
美国(阿拉斯加)	永久储备基金	29,800	1976	石油
俄罗斯	稳定基金	27,700	2003	石油
伊朗	外汇储备基金	8,000	1999	石油
阿塞拜疆	国有石油基金	1,000	1999	石油
委内瑞拉	宏观经济稳定基金	714	1998	石油
哈萨克斯坦	国家基金	5,200	2000	石油、天然气 和金属等
阿曼	国有综合储备基金	2,000	1980	石油和天然气
加拿大	亚伯达继承基金	9,800	1976	石油信托基金
特立尼达和多巴哥	收入稳定基金	460	2000	天然气
智利	铜矿稳定基金	3,900	1985	铜
博茨瓦纳	普拉基金	4,700	1966	钻石等
<b>合计(22个)</b>		<b>894,824</b>		

粗略估计,这些基金管理的全部资产至少有8950亿美元。而且集中度非常高,其中最大的五家基金拥有全部同类基金资产的70%以上。横向看,这些基金的总资产还不到全球中央银行储备资产(38000亿美元)的1/4,以及美国政府养老基金(30000亿美元)的1/3。但目前,主权财富基金发展势头迅猛,逐步成为全球金融市场不可忽视的力量。其发展趋势具有三个特点:其一,全球主权财富基金数量快速增长,资产规模急剧膨胀,市场影响力也不断增加;其二,主权财富基金规模庞大,投资领域广泛,不少主权财富基金已和政府养老基金或者央行储备资产管理机构规模不相上下;其三,主权财富基金普遍采取专业化、市场化运作手段,多元化投资经营策略,谋求长远投资,获得较高收益。

## 二、各国设立主权财富基金的动因分析

尽管各国设立主权财富基金的初始起点最初源于国家财政盈余、外汇盈余等国家财富的急剧增加,但设立主权财富基金的动因则各有侧重,主要包括以下五方面:

(一)跨期平滑国家收入,减少国家意外收入波动对经济和财政预算的影响,即**稳定型主权财富基金(Stabilization-oriented Fund)**。特别是一些经济严重依赖于自然资源出口换取外汇盈余的国家,为保障自然资源枯竭后政府有稳定的收入来源,也为了避免短期自然资源产出波动导致经济大起大落,这些国家都先后设立主权财富基金,对主权财富基金进

行多元化投资，延长资产投资期限，提高长期投资收益水平。旨在跨期平滑国家收入的基金。以挪威为例，挪威是世界上第三大石油净出口国，20世纪90年代，挪威的财政盈余和外汇储备快速增长，尤其是石油出口收入增长快速，为更好管理石油财富，也为了做好石油资源可能耗尽准备，1990年挪威设立了主权财富基金——政府石油基金。1995年，挪威政府的财政盈余也每年划入石油基金。为进一步提高长期投资收益，避免出现“荷兰病”<sup>①</sup>，1998年，挪威中央银行设立专门主权财富基金——挪威央行投资管理公司(Norges Bank Investment Management, 简称NBIM)。

(二) 协助中央银行分流外汇储备，干预外汇市场，冲销市场过剩的流动性，即**冲销型主权财富基金 (Sterilization-oriented Fund)**。按照国际货币基金组织的定义，主权财富基金形式用于中长期投资的外汇资产不属于国家外汇储备，因此，一些国家为缓解外汇储备激增带来的升值压力，通过设立主权财富基金分流外汇储备。例如，1998年香港金融管理局为维持港元汇率稳定设立了主权财富基金。

(三) 跨代平滑国家财富，为子孙后代积蓄财富。为应对老龄化社会以及自然资源收入下降对养老金体系的挑战，一些国家未雨绸缪，力求在代际间更公平的分配财富，设立专门的主权财富基金，即**储蓄型主权财富基金 (Savings-oriented Fund)**，以中东国家为典型代表。

(四) 预防国家社会经济危机，促进经济和社会的平稳发展。正如个人预防性储蓄动机一样，许多亚洲国家都持有巨额外汇储备，以应对潜在社会经济危机和发展的不确定性。这类基金被称为**预防型主权财富基金 (Preventive Fund)**。以科威特为例，伊拉克战争结束后，科威特之所以能够重新获得独立并重建家园，很大程度上应该归功于科威特投资局 (Kuwait Investment Authority, 简称KIA) 所积累并管理的主权财富基金。

(五) 支持国家发展战略，在全球范围内优化配置资源，培育世界一流的企业，更好地体现国家在国际经济活动中的利益。这类基金被称为**战略型主权财富基金 (Strategy-oriented Fund)**。以新加坡为例，淡马锡控股公司 (Temasek Holdings, 简称 Temasek) 总裁何晶公开表示，新加坡经济的黄金时代已经过去，世界经济新的高增长地区是包括中国在内的一些发展中国家。如果淡马锡仍然固守本土的话，将失去扩张的最佳时机，并提出淡马锡应凭借多年积累的资金优势，进入紧缺资金的国家和地区，分享其经济增长成果。因此，淡马锡控股公司制定的发展战略是，将三分之一的资金投资发达国家的市场，三分之一用于亚洲的发展中国家，剩余三分之一留在新加坡本土。

### 三、主权财富基金管理模式的演进——从中央银行管理到专门投资机构管理

主权财富基金管理模式分为两个阶段：

**第一阶段——中央银行直接管理。**由于国家外汇盈余和财政盈余数量在满足必要流动性后略有富余，一般由中央银行负责管理外汇储备和财政储备。中央银行根据政策目标、储备资产的风险特征和期限、以及市场上可供选择的投资工具将其分割成不同的投资组合。香港实行的即是这种管理模式。香港金融管理局将外汇储备分割成两类：一类是以满足流动性为目的的资产储备，而另一类则是以积极的资产管理为目的的多余储备，并据此分别进行投资和管理。

中央银行直接管理模式有明显的优势。一方面，央行可以对所有的国家盈余财富集中管

<sup>①</sup> 荷兰病是指一些国家由于初级产品出口收入剧增，导致本国出现货币升值、非初级产品出口竞争力下降、失业率上升等一系列宏观经济问题。

理，避免新设机构因缺乏经验可能付出的成本；另一方面，由于不需要对两个独立的机构进行协调，因此金融市场出现波动时，中央银行可以迅速作出反应。以 1998 年 8 月的亚洲金融危机为例，当时，国际炒家的双向操作迫使香港金融管理局采取迅速有效反击，正是金融管理局内部机构之间进行合作的便利性从而使得尽快地实现了稳定经济的目标。

但央行直接管理模式也存在着缺陷：首先，流动性管理和积极的资产管理在发展战略上迥然不同。当两者同属一个管理机构时，即使操作层面上可分离，但不同的管理策略需提交同一个经理层或者董事会确定。倘若管理层思维方式倾向传统的央行管理模式，积极的资产管理可能难以实施，最终将可能走向传统的以政府为主导的储备管理。其次，中央银行直接管理模式易有操纵外汇市场之嫌，导致中央银行有声誉风险。

**第二阶段——专门投资机构管理。**自 20 世纪 90 年代以来，各国外汇盈余和财政盈余的持续增加，各国主权财富基金都逐步在满足资产必要的流动性和安全性的前提下，以盈余资产单独成立专门的投资机构，拓展投资渠道，延长资产投资年限，提高投资总体收益率水平。

新加坡和韩国是这种管理模式的典范。1981 年 5 月，新加坡成立政府投资公司（Government of Singapore Investment Corporation Pte Ltd，简称 GIC），负责管理的外汇资产超过 1000 亿美元，相当于新加坡官方外汇储备的 90%。25 年来，年平均投资收益达 9.4%。2005 年 7 月，外汇储备居世界第四位的韩国，按照其增加外汇储备价值的计划，仿效新加坡，设立了韩国投资公司（Korea Investment Corporation，简称 KIC），经营部分国家外汇储备。

将国家盈余资产委托给一个独立的专业化资产管理机构可以多元化经营资产，有利于分散风险，提高其风险承受能力。而且，委托不同的资产管理机构对不同的资产储备进行管理可以拓展投资渠道，提高投资决策的灵活性。

无论采取那一种管理模式，主权财富管理的基本发展趋势是一致的：主权财富管理正逐渐从传统的以规避风险为目的的流动性管理模式向更加多元化的和具有更强风险承受能力的资产管理模式转变。这种转变使主权财富基金能够积极拓展储备资产的投资渠道，在有效控制风险条件下构造更加有效的投资组合，进而获取更高的投资回报。而且，这种管理模式的转变也为经济和货币政策的制定者们提供了一种全新的、更加有效的政策工具。

#### **四、主权财富基金的运作机制**

##### **（一）组织结构与内部公司治理**

各国主权财富基金的组织结构大同小异，都分为三个层次：政府主管部门——主权财富基金——投资组合职能部门或子公司。

第一层次上，一些小国家一般直接由总统、国王负责对主权财富机构管理，其他一些国家则根据主权财富基金性质以中央银行或财政部作为主管部门。政府主管部门行使的职能一般包括：提名任命主权财富机构董事会成员和董事长；决定是否增减外汇盈余和财政盈余到主权财富基金；审议主权财富基金财务报告等。政府主管部门一般都不干预主权财富基金的日常经营活动。

第二层次上，大多数主权财富基金都依法建立健全了公司治理结构，并具有较高独立性的董事会，董事会成员中由政府部门外部的专业人士组成的非执行董事往往占到董事会成员数量的一半以上。董事会负责制定公司总体投资策略与投资组合，并对董事会业绩进行评估。

大多数主权财富基金董事会还下设专门委员会支持董事会在审计、风险管理、薪酬以及人事任命方面发挥实质性作用。管理层由董事会任命，对董事会负责，负责公司的日常经营决策。

第三层次上，大多数主权财富基金还设立了独立的子公司，分别投资不同的领域。这些子公司也都建立了相对规范的公司治理结构，具有相对独立的董事会、管理层。

## (二) 投资策略

无论设立主权财富基金出于何种初始动因，主权财富基金管理的基本目标都是要获取较高的投资回报，以保证国家盈余财富购买力的稳定，这与传统外汇储备管理的流动性、安全性目标迥然不同。主权财富基金的积极管理主要考虑资产的长期投资价值，对短期波动并不过分关注，但对投资组合的资产配置、货币构成、风险控制等都有严格要求。主权财富基金的投资策略主要是指投资组合按照资产种类、货币、国别、行业、风险承受水平所进行的策略性配置。

近年来，各国主权财富基金投资策略都在动态变化中，但其变化趋势是——逐步从传统的政府债券投资演变到兼做股票投资，再到房地产投资、股权投资等。以挪威 NBIM 为例，1996 年前，NBIM 几乎全部投资于有担保的政府债券。由于石油基金规模迅速增长，1998 年挪威银行放宽了 NBIM 对股票投资的限制。目前，NBIM 投资组合中，股票比例 30%，其余部分为固定收益产品投资。新加坡 GIC 的投资策略则更为积极，投资组合包括债券、股票、房地产、股权投资等各类资产。而科威特 KIA 则致力于实施灵活的、专业化的、适应国际市场变化的分散投资策略。投资组合上，房地产基金占 34%，直接投资基金占 17%，股票基金占 38%，债券基金占 11%。

## (三) 风险控制

主权财富基金的积极管理在追求高回报的同时也伴随着风险水平的提高。因此，主权财富管理机构必须规避不适当的风险，在寻求高回报和承担高风险之间取得最优的平衡。有效的风险控制，不仅可以使风险控制在可承受水平，也可使投资组合将潜在回报最大化。以挪威 NBIM 为例，《挪威政府石油基金投资指引》对风险控制做出明确规定，内容涉及资产配置限制、信用风险限制、债权持有期限限制以及投资基准偏离的最大偏离限制。新加坡 Temasek 在对各种不同风险进行细分基础上，制定针对性的风险控制策略。风险被分为三类：战略风险、财务风险和经营风险。针对战略风险，Temasek 调整投资组合，进行跨地域、跨行业和跨时段的投资平衡组合；针对财务风险，Temasek 内部风险控制部门每月评估集团投资风险，每日评估下属基金公司投资风险；针对经营风险，内审部门每 18 个月轮回审计公司各部门，法律部门负责监督各部门合规情况。

目前，大多数主权财富基金在控制风险方面具有的共同特征是：其一，公司高管层直接介入风险控制；其二，强调多元化投资组合，降低不同投资战略之间的风险相关性；其三，注重运用现代风险计量技术进行资产配置和风险评估。

## 参考文献

- [1]何帆等：“外汇储备的积极管理：新加坡、挪威的经验与启示”，《国际金融研究》，2006 年第 6 期。
- [2]Temasek, Reshape our portfolio: Temasek Review 2005.
- [3]“Who holds the wealth of nations?”, State Street Global Advisors, August 2005.
- [4]Temasek, “The Role of Temasek”, Central SAFE Investments & Temasek Directors’ Forum.

# On the rising of global sovereignty wealth Fund

Chen Chao      Hu Haiqiong

( Central Huijin Investment Co., The People's Bank Of China, Beijing, 100000 )

**Abstract:** Against excessive fiscal surplus and foreign exchange reserves surplus, some countries have established specialized agencies for investment management operation, i.e. "sovereignty wealth Fund." Sovereignty wealth funds mainly come from foreign exchange reserves, surplus from exports of natural resources and international assistance funds; there are five types of sovereignty wealth funds by aim, i.e. stability-oriented, savings-based, prevention-oriented and strategy-oriented fund; Management models of this fund includes direct management of the Central Bank and specialized investment management institutions. The paper also conducted an analysis of the operation mechanism of this fund, mainly focused on analysis of the organizational structure and internal governance, investment strategy and risk control.

**Keywords:** Sovereignty Wealth Fund; Reserve Surplus

收稿日期: 2006-7-10

作者简介: 陈超, 男, 中央汇金投资有限责任公司研究与法律部副主任, 中国人民银行研究生部博士生;

胡海琼, 女, 经济学硕士, 现供职于中国人民银行金融稳定局