

主权财富基金的新发展与挑战

陈超

(中国人民银行研究生部, 100800)

一、主权财富基金的概念与发展趋势

随着中国与俄罗斯相继建立主权财富基金, 主权财富基金成为国际社会的焦点之一。但什么是主权财富基金, 国际社会的界定一直比较模糊, 因此人们测算的主权财富基金的规模也大相径庭。

迄今为止, 权威的定义是美国财政部^①对主权财富基金的定义: 主权财富基金是指使用外汇资产设立的政府投资工具, 这些外汇资产同货币当局(央行或财政部的相关部门)掌控的官方外汇储备分离开来^②。

与之相对的定义是德意志银行的观点, 认为主权财富基金是国家持有、管理的公共资金, 这部分资金主要来源于公共部门过剩的流动性, 包括政府财政盈余和中央银行官方储备。笔者认为, 这一定义过于宽泛。在实践中, 容易把国家养老基金等也作为主权财富基金的一个部分。尽管主权财富基金与养老基金在资产配置上略有相似, 但在支出政策、资金来源、投资理念等方面则大有不同。我们应当严格地把主权财富基金与国家养老基金等严格区别开来, 避免“泛主权财富基金化”。

根据美国财政部的定义, 自1953年科威特成立第一家主权财富基金, 目前已有24个国家和地区先后成立主权财富基金, 其资产规模约为2.2万亿美元。其中规模1000亿美元以上的有7家, 按先后顺序分别是: 阿布扎比投资局(6250亿)、挪威央行投资管理公司(简称NBIM)(3220亿)、新加坡政府投资公司(2150亿)、科威特投资局(2130亿)、中国投资公司(2000亿)、俄罗斯稳定基金(1275亿)和新加坡淡马锡(1080亿)。全球前10大机构投资者中, 有一半是主权财富基金。主权财富基金的规模约为2006年底为全球官方储备5.1万亿美元总规模的一半。

从主权财富基金的发展趋势看, 有两个特点:

(一) 资产规模持续增长、规模不断扩大

渣打银行预计全球主权财富基金总资产在10年内将达到13.4万亿美元, 年均增长20%。德意志银行预计5年内超过5万亿美元, 10年内超过10万亿美元。美林则预计2011年达到7.9万亿美元。摩根斯坦利则预计, 全球主权财富基金规模将在2011年超出全球官方外汇储备规模(预计为6.5万亿美元), 并将于2015年达到12万亿美元。

这一增长趋势的主要驱动因素包括:

(1) 石油和其他商品价格上涨。石油美元和商品美元对主权财富基金规模增长至关重要。规模最大的20家有14家的资金主要来源于石油和其他商品。

(2) 外汇储备增加。目前全球外汇储备达5.75万亿美元, 其中亚洲为3.66万亿美元, 而10年前亚洲仅占1/3。外汇储备是主权财富基金资金的主要来源之一。因此, 只要全球储蓄——投资不平衡的状况不能在短期内化解^③, 那么官方外汇储备以及主权财富基金的增长势

^① 详见2007年6月发布的《2007年国际经济与汇率政策》报告的附件三。

^② 关于主权财富基金和外汇储备之间的区别和联系可参见: IMF第五版《国际收支手册》、第六版《国际收支手册》(草稿)及IMF统计部门工作人员发表的《投资基金》一文。

^③ 从1998年至今, 全球经济不平衡状况始终未见好转趋势。

头将会持续下去。

(3) 自身投资回报和其他因素。除外汇储备和商品美元，还有其他的资金来源，比如发行债券。这取决于政府希望的注资方式及规模。此外，通过投资取得回报也会增加资产规模。

主权财富基金的规模相对于其他资产类别的规模也会显著增长。根据麦肯锡的报告，全球约有 167 万亿美元金融资产，其中主权财富基金占 1.3%，这个比例将逐渐提高。

(二) 流动性需求较低，追求长期积极投资回报，资产配置多元化

一方面，从主权财富基金的需求角度看，由于主权财富基金资金来源稳定、负债约束低，流动性需求低，，股票、另类资产等风险/回报较高的资产是未来几年主权财富基金投资的一个趋势。摩根士丹利认为，为了追求长期回报，主权财富基金愿意放弃部分流动性，很多主权财富基金长期资产配置目标为 25%债券，45%股票和 30%另类资产。

另一方面，从传统储备资产的供给角度看，2006 年，全球官方外汇储备同比增加了 8430 亿美元，而当年全球传统储备资产（包括美国、欧洲等发达国家国债）的净发行额仅为 4610 亿美元。即使不考虑主权财富基金的投资需求，这些资产也远不能满足新增外汇储备的投资需要。可见，设立主权财富基金分流部分外汇储备以投资于相对高收益的组合是现实的选择。而随着主权财富基金规模的快速增长，其投资方向将变得更为积极。

二、主权财富基金面临的挑战

(一) 国家战略意图 Vs 商业回报目的

西方政府普遍担心，主权财富基金成立的目的是为了战略型的资源收购或者为获取核心技术而进行的跨国并购，这样的行业领域通常包括通讯、能源和金融等。尽管大多数主权财富基金都强调商业化运作，追求投资回报最大化，没有国家战略意图。但国际社会普遍认为，由于主权财富基金由政府控制，难以避免会存在商业回报之外的政治目的。在投资方面，主要表现在：

(1) 购买战略性资产。主权财富基金可能会寻求在电信通讯、能源、金融板块和知识产权领域购买战略性股权，以提升国家的整体竞争力。

(2) 资源考虑。即在全球购买战略性商品和资源。这与全球资源基础需求密切相关。主权财富基金购买这些资产可以对冲能源和原材料的价格上涨对国家生产成本的影响。

(3) 通过主权财富基金的投资，间接地向非洲及其他区域部分被西方孤立的国家提供资金，实现国家战略。

但事实上，包括中国在内的大多数主权财富基金，都建立了一套商业化经营、专业化管理模式，从制度上确保了政府公共管理职能与股权管理职能做到机构分离。同时，都确立了以实现资本有效利用为中心目标的原则，致力于增加股东价值及对股东的回报。以新加坡淡马锡公司为例，淡马锡公司在经营决策中推行价值管理，集中关注资本回报最大化，每一项投资都是以其对公司价值增值的贡献来度量，而不是以规模增长、会计利润作为决策准则。以中国投资公司为例，公司宗旨是在可承受的风险范围内，实现投资回报最大化。可见，商业回报目标应当是大多数主权财富基金的惟一目标。而且，考虑到当前国际社会对主权财富基金的关注以及 IMF 牵头制定中的最佳行为准则，商业回报目标也只能是主权财富基金的惟一目标。

(二) 被动投资(Passive Investor) Vs 积极股东主义(Activism)

为避免政治敏感性，包括中投公司在内的大多数主权财富基金在投资策略上采取被动投

资的策略，即以财务投资为主，不谋求公司控制权，不参与公司经营管理，也不与被投资公司进行任何形式的合作，仅以追求财务回报为目的。而且，在 7 国主权财富基金中，都不同程度地采取公开市场组合投资策略，甚至以外包管理为主要形式进行投资管理。应当说，一方面，这是出于国际社会较高的政治敏感度与媒体关注度的考虑，另一方面，这也是和主权财富基金相对较弱的人力资源与管理能力有较大关系的。但毋庸置疑的是，考虑到较大的资产规模，大多数主权财富基金也希望以被动投资为主。

但另一方面，随着国际社会对股东的社会责任的关注，越来越多地重视机构投资者在企业公司治理中的重要作用。在最近国际公司治理组织(International Corporate Governance Network, 简称 ICGN)组织的“公司治理与主权财富基金”的研讨会上，许多机构投资者提出，主权财富基金应当充分行使股东权利，设立专门部门或委托专门机构履行对持股公司的投票权，尽可能地促进和东持股企业公司治理的改进和完善。尽管主权财富基金在单一企业持股比例可能较低，但考虑到主权财富基金的影响力，这一“示范效应”将显著影响企业的公司治理改革。在实践中，挪威央行投资管理公司扮演了积极股东的角色，专门提出对被投资企业的公司治理的要求，并明确表示在社会责任，包括环境保护、儿童权利保护等方面，NBIM 要运用其投票权与影响力发挥积极的作用。但批评的声音随之而来，认为主权财富基金隐含了战略意图或是过分干涉了企业的经营管理。因此，如何寻求在被动投资策略与积极股东角色之间的平衡，仍然是主权财富基金面临的一大挑战。

(三) 透明度 Vs 商业秘密

主权财富基金的透明度问题一直是西方政府广泛关注的焦点。在 2007 年的欧盟经济峰会，有人提出，除非主权财富基金变得更加透明，否则它们在欧洲的投资应受到限制。最近一年来，围绕透明度问题，IMF 与 OECD 都多次讨论制定主权财富基金最佳行为准则。

目前，全球主权财富基金中，具有较高透明度的只有少数几家，包括挪威政府石油基金、新加坡淡马锡公司、美国阿拉斯加永久储备基金、马来西亚国库控股公司、加拿大伯塔遗产基金及阿塞拜疆国有石油基金等。这些基金主动披露其规模，回报率和投资组合构成的具体信息。但更多的主权基金都保持着不同程度的隐蔽性，其中包括阿联酋阿布扎比投资局、科威特投资局、卡塔尔投资局、台湾稳定基金、俄罗斯稳定基金等。刚刚成立的中国投资公司也被列入不透明的主权基金之列。

主权财富基金的不透明运作导致外界对其投资行为和战略意图的猜测，这也是部分西方国家抵制主权财富基金的一个重要理由。根据渣打银行的一项研究，主权财富基金的透明度和投资战略并没有必然联系。也就是说，无论是积极型战略投资的或是传统型组合投资的主权财富基金，都可以具有较高的透明度。无疑的是，主权财富基金增加透明度可以部分消除外界对其政治目的和国家意图的猜测，同时也消除西方国家抵制主权财富基金的一个重要理由，有利于在西方国家开展投资活动。

Peterson 国际经济研究所的 Edwin M. Truman(2007) 设计了提出主权财富基金的记分卡，对国际上 32 个主权财富基金进行了比较。他提出四个衡量要素：组织结构、公司治理、透明度与声誉、投资行为。其中，设计透明度与声誉的要素，分为定期报告、投资信息披露与审计三方面要素。然而，披露信息披露到何种程度则值得探讨。由于主权财富基金资金规模巨大，某些信息可能对市场造成重大影响，同时也可能涉及国家机密，因而往往不愿意完全披露。正如中投公司总经理高西庆所言“由于手握重资，如果你告诉人们接下来你所要做的，那你要买的东西就会非常贵”。因此，如何在商业利益与透明度之间权衡，设计恰当的信息披露制度是主权财富机构面临的又一挑战。

(四) 促进金融市场稳定 Vs 危及金融市场稳定

主权财富基金具有规模大、流动性需求低、投资行为长期化、风险容忍度高的特点，与传统的机构投资者具有显著区别。因此，在投资资产类型、区域、市场等方面逐渐多元化，对金融市场具有多方面的影响：

(1) 资产配置向风险资产倾斜，导致全球风险资产估值水平不断提高。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。美林集团预期至 2011 年，主权财富基金占全球风险资产的比例较目前提高 1-2 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。

越来越多的主权财富基金更多的投资风险资产，将促进估值水平的提升。摩根士丹利预计主权财富基金的资金流入将提高全球长期无风险利率 30-40 个基点，提高全球股票价格 10%。其结果是：抬升风险资产价格，降低风险溢价，甚至导致资产泡沫，危及资本市场的稳定。

但另一方面，主权财富基金对风险资产的投资客观上也会促进风险资产市场的发展，提升市场资源配置效率，并通过投资需求带动整个资本市场的创新与发展。而且如果其投资能持久改变市场主体的风险偏好和承受状况，也会有助于提高资本市场的稳定性。

(2) 对主要经济体金融市场有多重影响。从债券市场看，设立主权财富基金对美国、英国、欧元区的国债市场影响不会太大。虽然高储备国家会分流出一部分储备投入主权财富基金，但大量抛售所持有的政府债券会给予自身的储备投资带来明显的损失，预计发生这种情况的几率较小。

从股票市场看，设立主权财富基金对美国、日本、欧元区等主要发达国家的股票市场具有正面影响。主权财富基金的资产配置不同于官方外汇储备投资，会更多关注股票市场投资，从而带动全球主要股市场的发展。

从外汇市场看，设立主权财富基金对外汇市场的影响不尽相同。由于高储备国家很难在短时间内改变持有美国国债的局面，因此主权财富基金增长不会对美元币值带来显著负面影响。而主权财富基金投向英国、日本、欧元区等地资本市场将会给这些国家的货币带来积极影响。

(3) 导致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与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。

(4) 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。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。

(5) 作为长期投资者，主权财富基金具有“逆周期”的投资行为，将有助于减少金融市场的波动性，成为金融市场的“稳定器”。由于主权财富基金具有长期投资视角与较高风险容忍度，因此，在市场非理性大幅下跌时，特别是当一些基本面良好的优质公司严重超跌时，主权财富基金将果断介入，集中持有超跌优质公司的股份，而不必过分关注短期波动性。这对恢复金融市场信心，稳定金融市场具有十分重大的意义。例如，去年以来的美国次贷危机中，新加坡政府投资公司入股瑞银集团、阿布扎比投资公司入股花旗集团和中投公司购买摩根斯坦利可转换债券都对稳定金融市场起到了重要作用。

因此，尽管这一问题的争议还将继续，但主权财富基金成立以来，客观上是促进了金融市场稳定性。

(五) 日益抬头的金融保护主义

随着设立主权财富基金的第三次浪潮，国际社会逐步从贸易领域的保护主义向金融投资领域的保护主义延伸。当主权财富基金采取直接投资、集中持股投资或是私募股权投资时，这一投资策略可能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，新加坡淡马锡公司拟从泰国前总理他信手中收购泰国电信企业臣那越集团时，被指责为危及泰国国家经济安全，成为泰国政变的导火索之一。

因此，随着主权财富基金规模不断扩大，以及所在国对资源和技术的需求增加，与西方发达国家很可能发生冲突。近日，德国政府计划设立一个相当于美国外国投资委员会(Cfius)的跨部委员会，有权审核(甚至否决)外国政府投资基金的收购行动。美国加利福尼亚州则准备颁布两项关于养老基金将不允许投资于主权财富基金的法案。与此同时，科威特投资局表示，西方国家政府应给予主权财富基金与其他大型机构投资者同样的待遇，不应设定过多的投资限制和对主权财富基金的行为规范。事实上，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，应与中国、俄罗斯、中东国家等主权财富基金国家加强对话。同时，应建立平等的规则，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。

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 陈超

邮政编码：100010