

# 主权财富基金未来发展面临五大挑战

◎陈超

## 主权财富基金发展趋势两大特点

随着中国与俄罗斯相继建立主权财富基金,主权财富基金已成为国际社会的焦点之一。从目前来看,主权财富基金发展趋势有两个特点。

第一,资产规模持续增长、规模不断扩大。

根据德意志银行预计,未来5年内全球主权财富基金规模超过5万亿美元,10年内超过10万亿美元。另据摩根斯坦利预计,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。

驱动这一增长趋势的主要因素包括以下三个方面:

一是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。

二是外汇储备增加。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。外汇储备是主权财富基金资金的主要来源之一。鉴于目前全球储蓄—投资不平衡的状况在短期内难以化解,那么官方外汇储备作为主权财富基金的增长势头将会持续下去。

三是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。

第二,流动性需求较低,追求长期积极投资回报,资产配置多元化。

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130%另类资产。

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,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。

## 五大问题困扰主权财富基金发展

第一,追求国家战略意图还是商业回报目的。

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,这主要表现在:①购

从目前来看,主权财富基金已成为国际社会的焦点之一。主权财富基金发展趋势有两个特点:第一,资产规模持续增长、规模不断扩大;第二,流动性需求较低,追求长期积极投资回报,资产配置多元化。

主权财富基金未来发展面临五大挑战:一是追求国家战略意图还是商业回报目的;二是被动投资还是积极股东主义;三是如何平衡透明度与商业秘密;四是促进金融市场稳定还是会危及金融市场稳定;五是日益抬头的金融保护主义。

买战略性资产,如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。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冲击。

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。透过新加坡淡马锡公司案例可以说明,商业回报目标应当是大多数主权财富基金的唯一目标。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唯一目标。

第二,是被动投资还是积极股东主义。

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。

从目前来看,主权财富基金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。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。

不过,随着国际社会关注股东的社会责任,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(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。

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。

第三,如何平衡透明度与商业秘密。

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。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。但更多的主权财富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、科威特投资局和俄罗斯稳定基金等。

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之间并没有必然联系。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。但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家意图的猜测,同时对发达国家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。

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。

第四,是促进金融市场稳定还是会危及金融市场稳定。

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:

一是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。

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地投资风险资产,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:抬高风险资产价格,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的。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。

二是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其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。

三是导致对主权债券的需求下降,国债收益率曲线上升。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投资资产类型的需求。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。

四是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。

五是作为长期投资者,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,去年以来美国爆发了次贷危机,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。

第五,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基金投资时,这一投资策略可能引起金融保护主义的抵制。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)外国政府投资企业的收购行动。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。(作者单位:中国人民银行研究生部)

## 什么是主权财富基金

国际社会的界定一直比较模糊。

迄今为止,权威的定义是美国财政部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。

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。这一定义过于宽泛,我们应当严格地把主权财富基金与国家养老金等严格区别开来,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(6250亿美元)、挪威央行投资管理公司(简称NBIM)(3220亿美元)、新加坡政府投资公司(2150亿美元)、科威特投资局(2130亿美元)、中国投资公司(2000亿美元)、俄罗斯稳定基金(1275亿美元)和新加坡淡马锡(1080亿美元)。

在全球前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。

# 三大措施应对我国金融秩序变化新形势

◎王召

目前,我国银行业金融机构的整体发展形势是稳定健康的,但同时也不能忽视仍然存在或者潜伏的一些问题。因而,针对我国金融秩序出现的一些新变化,我们必须做到未雨绸缪,早作预案。

从我国银行业改革全面推进成绩来看,银行资本充足率达达标银行数目已经从2003年的8家上升到2007年的161家,达标银行资产占比也相应从0.6%上升到79.0%。其中,大型商业银行风险得到基本化解,农信社风险也得到了有效控制。在中小机构领域,除11家待处置农信社和16家实际不抵债整顿后农信社风险较为突出外,其他运营状态的农信社多数已经步入基本正常或良性发展轨道。

与此同时,在各级监管部门和各银行业金融机构共同努力下,案件总量、百万元以上大要案、涉案金额、案件风险金额呈现“四下降”,百万元以上案件堵截数量和防控案件挽回资金损失呈现“两上升”,案件风险排查和案件责任

追究力度不断加大,银行案件此起彼伏的问题正在得到根治。

不过,在看到成绩的同时,我们也应当看到在我国金融领域内仍存在或潜伏着一些值得引起关注的问题。

一类问题是由非法集资和洗钱活动已对国家经济社会秩序稳定造成了一定破坏。

当前,我国非法集资形势仍然十分严峻,不但案件数量庞大,而且案发情况复杂,由单一领域向多领域以及交叉领域扩张,手段方法十分隐蔽,形式多样不断翻新,不仅严重危害了广大群众特别是弱势群体的切身利益,而且严重破坏了社会经济秩序和国家金融安全。

同时,国内洗钱活动也出现愈演愈烈的苗头。由于洗钱行为往往与私分国有资产、侵占股东权益、非法吸收公众存款、商业贿赂、虚假利润分红和损公肥私的投资行为等违法犯罪活动紧密交织在一起,不但严重危害了正常的经济秩序,而且也直接关系到我国在国际社会的形象。

另一类问题是由创新活动带来并

构成对金融稳定的危害。

自2007年以来,美国次贷危机全面爆发,虽然次贷本身占美国全部房贷市场比例有限,但由于其衍生出许多高杠杆率、透明度较低的金融产品,使得次贷问题被迅速放大,花旗、瑞银和美林等欧美主要大银行出现巨额亏损,而且次贷危机还不断向国际金融市场蔓延,引发了世界经济动荡。一波未平,一波又起。今年年初,曾经凭借严格的风险管理能力在风险较高的金融衍生产品市场占据业界把交椅的法国兴业银行,因为一名交易员在未经授权情况下大量购买欧洲股指期货,最终给银行造成49亿欧元的损失,使世界经济雪上加霜。虽然国内市场独善其身,但如果事件不能使我们足够敲响警钟、汲取教训,类似的灾难迟早会在国内复制上演。

针对国内外因素对我国金融秩序影响所产生的新变化,我们应当从以下三个方面入手,以促进我国金融秩序稳定和确保我国金融安全。

第一,要全面开展对非法集资、洗

钱以及金融创新活动的分析研究。通过对非法集资、洗钱活动的调查分析,掌握犯罪活动的本质和规律,建立有效的防范预警体系,利用报纸、电视、广播、互联网等媒体,全方位、多角度披露其表现形式、特点和危害。另外,通过对国内外金融创新活动的研究,既要能够前瞻性地预见哪些交叉金融业务是必须禁止或者高风险的,避免创新背后隐藏的商业危机,也要充分明确哪些业务和产品是安全高效的,引领和保护商业银行开展金融创新的积极性。

第二,要不断完善牵头机制、合作机制以及责任追究机制建设。以打击非法集资活动为例,打击非法集资、反洗钱以及加强金融交叉领域业务或产品的监管不可能由牵头单位一家实现,需要成员单位之间建立明晰的权责边界,通过加强信息共享,协同配合,既要做到不留死角,也要确保事后赏罚分明。

第三,要切实加强并表监管能力以及交叉金融业务产品监管能力建设。对于控股公司及其子公司的功能监管,

国际上已经不乏经验可循。要以发布《银行并表监管指引》为契机,建立和完善并表监管体系,全面了解和掌握银行集团的内部架构、主要附属公司的风险状况以及对母行的影响;密切与其他监管当局的联动监管,重点获知非银行业务方面的监管信息;建立并表银行集团境外机构业务范围和地域的限制性安排,督促其对境外机构业务加强控制和监督。另一方面,美国次贷风波教训进一步提醒我们,必须尽快解决长期困扰我们的交叉金融业务产品监管问题。

为此,可以考虑建立跨部门司局级协调办公室(不单设行政机构),三家监管机构中有关承担交叉金融业务监管的部门(例如银监会业务创新部)之一轮流/固定作为协调办公室,拥有最终决策权。协调机制由三家监管单位通过谅解备忘录明确,专门解决针对交叉金融业务产品监管“使劲过猛”和根本不使劲”问题,确保国家金融安全和监管效率。

(作者系北京大学中国经济研究中心研究员)

## 今日看点

### 股改三年尚未形成价值投资市场格局

◎亚夫

到今年4月29日,股改已历时三年。经过这一轮暴涨暴跌的洗礼,投资者发现,这场轰轰烈烈的股改到目前为止,只能说完成了第一阶段的目标,即为股权分置寻找了一个对话谈判的妥协机制,至于股市的优化资源配置功能、提高资金运行效率目标远未达到,甚至沪深两个市场至今还未找到保持平稳运行的有效方式、尚未形成价值投资的市场格局。

为什么这么说呢?只要从四个方面对市场的现状状况,作一次系统扫描便明白了。

首先,从上市公司看,上市公司对社会公众股东的回报意识依然很低,如果用股息率指标来衡量,这个市场只有投机性,少有投资性。例如,据2007年年报最新数据,在去年上市公司利润总体增长超过40%的情况下,股息率最高的公司其股息率也只有2.63%,远低于一年期存款利率。

除了部分含H股公司在现金分红时会考虑境外投资者的观感外,今年仍有相当一部分公司吝于现金分红,而只是在高送转上打主意。大家知道,高送转并不能增加股东权益,在净利润不变的情况下,高送转反而会摊薄每股收益。显然,这样的做法,在很大程度上是在玩投机市的填权游戏,是老板戏,并不利于寻求持续稳定现金红利回报的投资者的投资。

其次,从主力机构的市场行为及其结果看,趋势投机依然盛行,价值投资还没有得到真正弘扬。三年来的暴涨暴跌表明,在价值投资的口号下,看趋势、做波段依然是大部分机构主力的主要盈利模式,市场并没有形成符合中国经济实情与上市公司实情的有效估值理念与方式。

何以见得?只要看看去年基金的盈利情况与今年一季度的亏损情况就明白了。据统计,去年基金在A股市场盈利超过300%,而今年一季度则亏损超过6400亿元。个别基金在沪指指超过5000点时还敢拉抬,到3000点时却在看坏,这就是那些以价值投资为创议原则的机构,在不到半年时间内的所作所为。

再次,从市场信息的传播与舆论氛围看,有相当一部分还是按照趋势投资的盈利模式来研判市场、诱导投资的。市场上风派言论盛行,一些分析报告与推介报告墙头草似的左右摇摆。甚至有人自称,既不是多头,也不是空头,而是滑头。试想,如果4000万投资人都是滑头,那这个市场将是什么模样?

除了投机性信息泛滥外,还有一部分舆论热衷于对政策市的炒作。比如,近期喧腾的“救市”之争,避开依法治市的实质,诱导市场与政策博弈,以博取政策扰动带来的市场收益。这实在是沪深两市十多年来屡见不鲜的做法。而一些透露主力资金动向的数据与软件在不同投资者中的不对称传播,使投资公众对市场信息数据的享用存在明显不公,公然违反了基本的“三公”原则。

最后,从社会公众投资者的结局看,在一个并不是完全靠价值投资的方式来运行的市场中,在一个需要凭借资金实力进行趋势性角逐的市场中,要规避风险、坚持价值投资是非常困难的。尤其在上市公司不能给投资者以相对稳定、持续可预期红利回报的情况下,在市场主导权掌握在主力机构手中的情况下,要防范风险,取得合理投资回报,也是极不容易的。

由此来看,股改虽已走过三年,但从这三年的市场表现看,早先人们对股改的一番热情与溢美,似有过于陶醉之嫌。这两年,尽管上了不少大盘蓝筹股,尽管机构投资者也得到了大力发展,但由于市场积弊很深、投机气氛浓厚,部分上市公司并未意识到作为公众公司的社会责任,部分机构投资者也未能避免投机炒作的窠臼。市场尚未形成价值投资氛围,而价值投资格局更有待营造。

也就是说,到如今,股改未尽事宜依然十分艰巨。甚至可以说,股改远未成功。市场首先还需要从尊重社会公众投资者的利益出发,回归它的社会公益性,并从上市公司、机构投资者入手,用重典加以持久治理,才能最终实现股改的根本目标。