



主权财富基金有没有国家战略意图？
有没有影响世界金融市场的稳定？

Sovereign Wealth Funds

谁在管理国家财富？

主权财富基金的兴起

谢平 陈超◎著



前全国人大常委会副委员长 **成思危**
中国银监会高级顾问 **沈联涛** 联袂推荐
高盛集团合伙人、董事总经理 **胡祖六**



中信出版社 CHINACITICPRESS



谁在管理国家财富？

主权财富基金的兴起



谢平 陈超◎著

中信出版社
CHINA CITIC PRESS



序

“主权财富基金”作为一国政府通过特定税收与预算分配、可再生自然资源收入和国际收支盈余等方式积累形成的，由政府控制与支配的，通常以外币形式持有的公共财富管理机构，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、市场化的投资机构。目前，全球已有 20 多个国家和地区设立了主权财富基金，还有一些国家也在酝酿设立主权财富基金。

2007 年 9 月 29 日，中国政府正式宣布在北京成立中国投资有限责任公司（China Investment Corporation，简称中投公司），其注册资本金为 2 000 亿美元，来源于中国财政部通过发行特别国债的方式筹集的 15 500 亿元人民币。中投公司是经中国国务院批准设立的从事外汇资金投资管理业务的国有独资公司，可以说是全球最大的主权财富基金之一，因而引起了国内外媒体、金融界和各国政府的密切关注。

面对错综复杂的国际政治和经济形势及当前的国际金融危机，以及国际社会对我国主权财富基金的疑虑，如何实现分流外汇储备、提高外汇投资收益的目标，是中投公司所面临的重大挑战。为此急需从管理科学的角度在理论和实践上深入研究主权财富基金的若干问题，例如主权财富基金在国内外经济活动中的运行模式、国际准则与市场准入以及对全球金融市场未来预期影响等的研究，提出切实可行的解决方案和政策建议，为我国政府和相关部门的运作提供决策参考。在我的倡导下，国家自然科学基金委员会专门将主权财富基金的管理体制和运行机制研究列为 2008 年的应急项目。谢平和陈超先生作为项目组重要成员参与了该项目的研究。



谢平和陈超先生是我国进行主权财富基金学术研究的先行者之一。他们自2006年初就开展了主权财富基金的研究，并参与了我国主权财富基金论证、筹备与运作等全部过程。他们的学术成果已经先后发表在《经济研究》、《金融研究》等重要刊物上。本书就是他们近年来关于主权财富基金研究的重要成果。

本书对主权财富基金的起源、发展和现状进行了系统分析，从宏观方面，提出了主权财富基金起源的理论逻辑，探究了主权财富基金对全球金融市场的影响；微观方面，分析了主权财富基金的公司治理、透明度与信誉度、投票权策略、资产配置等若干问题。

目前，国际社会关于主权财富基金的主要疑虑和争论集中在以下四个方面：

一是主权财富基金是否具有国家战略意图？西方政府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。本书从国际货币体系、能源价格上涨和经济全球化等角度提出了主权财富基金设立的起因，并提出了“国家经济人模型”假说，认为国家在经济发展的初期和高增长阶段，外汇储备迅速增加，国家逐步将盈余财富用于投资；然而，随着生产要素的消耗，国家积累的财富逐步达到顶峰；当国家经济进入富裕导向阶段或稳定低增长阶段时，国家需要消费积累的财富，投资也倾向于无风险资产。这种理论分析将有利于减轻西方社会对主权财富基金国家战略意图的疑虑。

二是主权财富基金是促进金融市场稳定还是危及金融市场稳定？随着主权财富基金规模急剧扩大，对全球资本市场的影响不断增强。主权财富基金的投资在资产类别、区域和市场方面逐渐多元化，由此产生多方面的影响。例如，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，可能导致资产泡沫。同时，可能推动金融市场的“顺周期”效应，放大金融市



场的波动性。本书则从正面提出主权财富基金可成为财政政策一个行之有效的政策工具；主权财富基金的投资对稳定汇率有一定作用；主权财富基金有利于提高国家资产负债表的稳定性；主权财富基金的资产配置对于本国以及投资国的国际收支平衡表中的经常账户和资本账户都有重要的影响。主权财富基金对世界金融市场可能带来的负面影响是很有限的，总体而言，它是全球金融市场的重要稳定力量。主权财富基金对内有利于宏观经济政策的协调，对外有利于全球金融市场的稳定。但是我认为，如果主权财富基金运营不当，杠杆化率过高，对风险估计不足，就有可能引发债务危机，进而引发流动性危机和信用危机，对主权国的经济和金融，乃至世界金融市场产生极为不利的影响。例如2009年11月25日，迪拜政府宣布重组其旗下的主权投资公司——迪拜世界集团，并宣布延期6个月偿付即将到期的40亿美元债务，立即导致了全球股市的下跌，其进一步的后果尚待观察。

三是主权财富基金是市场的投机者还是长期投资者？本书从资产配置的角度提出，主权财富基金是具有长期投资视角、较高风险容忍度的主动投资者。本书还从战略资产配置、战术资产配置以及资产再平衡等不同角度对主权财富基金的投资运行进行了深入分析和探讨。

四是主权财富基金需要什么样的公司治理以及透明度？本书从法律框架与组织模式、所有权结构、透明度以及社会责任等多个领域对其公司治理进行了探讨。提出从法律结构划分，可分为资产池型主权财富基金、特殊法律规范下的主权财富基金以及普通公司法规范下的主权财富基金三种形式。从管理模式看，主要包括外部管理和内部运营两种模式。无论采取哪一种管理模式，主权财富基金管理的基本发展趋势是一致的：主权财富基金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。本书提出政府如何在主权财富基金中有效地行使所有权，是各国面临的共同问题。近20年来，各国主权财富基金投资管理的共同趋势是逐步从政府直接管理向商业化运作、市场化管理演变。各国在主权财富基金股权管理方面的成功经验概括起来，包括以下四个方面：在运作模式方面，力求建立商业化经营、专业化管理模式，确保政府公共管



理职能与股权管理职能做到机构分离；在中心目标上，强调实现资本的有效利用；在制度保障上，赋予了主权财富基金完整的所有者权利；在内部公司治理结构上，建立了强有力的主权财富基金董事会，对管理层进行监督和指导。

其次，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。如何协调投资透明度及与各国政府关系的问题成为各国主权财富基金的关键点。本书提出，透明度涉及披露主体、内容以及时间等三个维度。提高主权财富基金的信息披露程度，其好处在于使之得以进行严格的绩效审核，提升公司的信誉及其目标和行为的可接受程度，同时，可以通过与其他政府实体的交往活动提升合作。

此外，主权财富基金作为一类新型的机构投资者，如何行使投票权是国际社会普遍关注的焦点。在2008年，两位西方学者罗纳德·吉尔森及柯蒂斯·米哈特提出，主权财富基金应暂缓行使投票权，这可解决其面临的保护主义问题，为国家资本主义和市场资本主义间的竞赛赢取时间。美国彼得森国际经济研究所的埃德温·杜鲁门则提出，限制选举权会导致大量资金的流失，同时对养老型的和非养老型的主权财富基金应用不同的标准会导致各国政府的强烈反对。2009年4月18日的博鳌论坛上，中投公司董事长兼首席执行官楼继伟则提出：一些国家要求主权财富基金的投资或者放弃投票权，或者股权持有比率不得超过某一水平。这是我们无法接受的。作为替代选择，一些国家要求主权财富基金明确按什么原则来投票。但这点又比较难以操作。而本书在对各国主权财富基金投票权的实践进行比较的基础上，旗帜鲜明地建议我国的主权财富基金应以维护长期经济利益为主要目标，积极行使投票权。

尽管对主权财富基金的研究方兴未艾，学术界的观点也不尽一致，但我相信本书对关心和研究主权财富基金的人们有重要的借鉴和参考价值，因此我非常高兴向读者推荐这本力作。

成思危

2009年11月30日



自序

比较公认的看法认为，主权财富基金（Sovereign Wealth Funds）的历史可以追溯到20世纪50年代。1953年，科威特投资委员会设立，旨在投资盈余石油出口收入，减少国家对有限石油资源的依赖性。为此，它被视为主权财富基金的起源。1965年，科威特投资局正式成立，科威特每年将石油收入的10%交给该机构管理。科威特投资局逐步开始多元化、多区域的长期组合投资。1956年，英国殖民地吉尔伯特群岛（1979年成立基里巴斯共和国）建立了收入平衡基金（RERF），基金主要来源于磷酸盐开发收入，资产规模达到6亿澳元，约为基里巴斯GDP的9倍，投资回报达GDP的33%。这一基金成为该国收入的主要来源，并实现了投资多元化。自这两只基金成立后，主权财富基金先后兴起两次浪潮。第一次在20世纪70年代，例如，1974年新加坡淡马锡控股公司成立，1976年阿布扎比投资局（Abu Dhabi Investment Authority）成立。第二次浪潮兴起于20世纪90年代。1999年伊朗成立石油稳定基金和外汇储备基金；2000年卡塔尔投资局（Qatar Investment Authority）成立；2007年，中国也设立了主权财富基金——中国投资有限责任公司。

尽管如此，长期以来，主权财富基金一直是被学术界忽略的一个独特群体，甚至在2005年之前“主权财富基金”的概念都不存在。2005年7月，美国道富银行经济学家安德鲁·罗扎诺夫（Andrew Rozanov, 2005）在文章中首次提出了“主权财富基金”这一概念。他指出，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不断积累。针对过多的财政盈余与外汇储备盈余，一些国家成立了专门的投资机构来进行管理运作，



这类机构可称为“主权财富基金”。

我们对主权财富基金的跟踪研究由来已久。早在2006年2月，时任国家外汇管理局局长胡晓炼与英格兰银行一位副行长的一次会晤中，对方就提及一些国家在央行之外，成立了专门的机构对外汇储备进行更为积极的管理的新趋势。我们敏锐地注意到这一动向。汇金公司立即成立了专门的研究小组，由陈超牵头负责搜集了国际上近二十多个国家的有关资料，向国务院报送了有关动向。报告中，我们将这类机构称为“主权财富基金”。同时，我们还和国际上一些主要的主权财富基金进行了较为深入的交流。例如，新加坡淡马锡控股公司、新加坡政府投资公司以及挪威央行投资管理公司等等。特别是2006年7月，汇金公司组团赴新加坡淡马锡控股公司进行了为期一周的考察，加深了我们对国际主权财富基金运作的了解。与此同时，即将召开的中央金融工作会议确定了十余个重大专题。“外汇储备运用”是其中的重要专题之一。汇金公司参与了有关主权财富基金的专题研究，并陆续向有关部门上报了研究成果。

2007年初中央金融工作会议后，为深化外汇管理体制改革的改革，拓展外汇储备运用渠道和方式，减缓外汇储备增长，提高外汇资产经营收益，国务院决定成立中国投资有限责任公司（以下简称“中投公司”）。自此，我们对主权财富基金的研究也进一步延伸到组织结构、公司治理、信息披露等领域。这一时期，西方社会争论的焦点是主权财富基金有没有国家战略意图？有没有影响世界金融市场的稳定？为此，我们对主权财富基金的起源作了一些理论上的思考，并对主权财富基金与国内宏观经济政策的协调、对金融市场的影响进行了一些研究。

在2007年9月正式成立后，中投公司面临许多亟待解决的实际问题。其中，如何配置资产无疑是最为迫切的问题。我们对国际上一些主权财富基金、养老基金等机构投资者的资产配置以及资产配置的方法论等问题进行了一些研究。同时，逐步把我们对主权财富基金的研究系统化。在此期间，德国技术合作公司（GTZ）作为一家在全世界范围内致力可持续发展、进行国际合作的服务性企业，欣然对我们的研究予以技术援助，并协助邀请美国彼得森



国际经济研究所的埃德温·杜鲁门 (Edwin Truman) 来华, 与我们就我们的研究成果以及主权财富基金的公司治理等问题进行了深入的交流。同时, 前全国人大常委会副委员长成思危先生也多次对我们的研究给予鼓励和支持。我们的研究也获得了中国科学院虚拟经济与数据科学研究中心副主任石勇教授主持的 2008 年国家自然科学基金应急项目“主权财富基金的管理体制和运行机制”的资助。

此书的出版需要感谢许多一同工作过的同事和朋友的支持。还需要特别感谢《比较》的主编肖梦女士和吴素萍、孟凡玲女士, 没有她们高效率的工作, 本书很难在如此短时间内和读者见面。

希望本书能对关注主权财富基金的理论和实务工作者的学术研究和实践操作有所裨益。

谢 平

2009 年 9 月 3 日



目录

序 / V

自序 / IX

第一章 何谓主权财富基金 / 1

第二章 设立主权财富基金的原因 / 7

第三章 主权财富基金的规模 / 31

第四章 主权财富基金的资产配置与投资运行 / 37

第五章 主权财富基金的公司治理 / 78

第六章 主权财富基金的投票权策略 / 89

第七章 主权财富基金的透明度与信息披露 / 98

第八章 主权财富基金、宏观经济协调与金融稳定 / 107

参考文献 / 131



附录1 全球十大主权财富基金介绍 / 134

阿布扎比投资局 / 134

挪威央行投资管理公司 / 138

沙特阿拉伯货币局 / 144

新加坡政府投资公司 / 146

科威特投资局 / 152

中国投资有限责任公司 / 157

淡马锡控股公司 / 163

俄罗斯主权财富基金 / 171

澳大利亚未来基金管理委员会 / 175

卡塔尔投资局 / 179

附录2 主权财富基金《公认的原则和实践》 / 182

附录3 欧盟应对主权财富基金问题的共同方案 / 209



第一章

何谓主权财富基金

目前对于主权财富基金的概念还没有统一的界定，现将已有的几种权威定义简单介绍一下：

IMF^① 给出的定义为：主权财富基金是由一般政府所有的、具有特殊目的的投资基金或机构。主权财富基金由一般政府建立，用来持有或管理资产以达成金融上的目标并采取一系列投资策略，包括投资外国金融资产。主权财富基金具有多样化的法律、组织和管理结构。它们各有不同，包括财政稳定基金、储蓄基金、储备投资公司、发展基金和没有具体养老保险债务的养老保险储备基金。

OECD^② 给出的定义为：主权财富基金是政府拥有的投资媒介，其主要资金来源是外汇储备。

福布斯传媒网站 Investopedia^③ 的定义为：主权财富基金源自一国储备，出于惠及国家经济和公民福利的目的而进行投资，其主要资金来自财政和贸易盈余形成的央行储备或者出口自然资源获得的收入。

德意志银行^④给出的定义为：主权财富基金也称国家投资基金，是由政府

① IMF: GAPP (Draft, 2008).

② OECD, November 2007.

③ Investopedia, December 2007.

④ Deutsche Bank Research, "Sovereign Wealth Funds: State Investments on the Rise", September 10th, 2007.



拥有、管理和运作的金融工具，其资金来源主要是过剩的流动性，包括政府的财政盈余和央行的外汇储备。

美国财政部^①给出的定义为：主权财富基金是政府的投资工具，主要是由外汇储备资产组成，应当和货币管理当局控制的外汇储备独立管理。

麦肯锡^②给出的定义为：主权财富基金源自央行的储备，在可控的风险范围内追求收益的最大化。

摩根士丹利^③给出的定义为：主权财富基金至少要满足以下五个条件：（1）主权性，即完全由政府拥有；（2）高度的外币暴露程度；（3）没有显性负债；（4）较高的风险承受力；（5）长期的投资视野。

以上七个定义中，OECD 和德意志银行的定义较为宽泛，很容易将传统的政府养老基金、简单持有货币以应对流动性要求的货币管理机构和主权财富基金混淆；美国财政部则明确主张主权财富基金应当和前两者区别对待；麦肯锡、摩根士丹利和福布斯传媒的定义从投资目的和投资方式方面进行考虑，这些概念可以帮助我们避免将主权财富基金的概念过于宽泛化。综合考虑上述定义，可以认为主权财富基金必须具备以下几个要素：

首先是所有权。所有权完全归属一国政府。某些机构将州政府掌控的基金也列为主权财富基金，例如 1976 年成立的阿拉斯加永久基金（Permanent Reserve Fund）。尽管其来源及目的与主权财富基金无异，但是所有权归属州政府，我们认为将其归为主权财富基金是不合适的。主权财富基金必须由中央政府进行完全的掌控，中央政府是唯一的股东。主权财富基金运作的是整个国家的财富，惠及一国民众，影响范围是整个国家，而不局限于某地。

其次是资金来源问题。资金来源主要为外汇储备或者商品出口收入，这一点是目前所有机构的共识。资金来源问题首先影响对未来主权财富基金规模的判断：通过对未来全球经济状况的分析，判断储备盈余的动向，可以对未来主权财富基金的规模作出判断，进而判断与规模相关的其他问题，如市

① US Treasury, June 2007.

② McKinsey Global Institute, October 2007.

③ Morgan Stanley, October 2007.



场冲击力等。资金来源问题也会对主权财富基金的投资方向产生影响，因为资金来源的稳定性和长期性将决定主权财富基金是否侧重于长期投资而无须关注短期波动。

再次是投资目的和方式。应该明确的是，主权财富基金创立的主要目的是为了投资增值，投资增值的部分，可用来平衡不同时期的国民收入，为未来国民生活提供保障。在可控风险范围内，投资回报越高越好，这使得主权财富基金具有较高的风险承受能力和专业化、市场化的投资方式，因此，简单持有货币以稳定币值的机构应该被排除在外。但是，其所有权性质（国有）决定主权财富基金必须拥有和其他完全以营利为目的的金融机构不同的目的，在实现国家经济战略性发展方面，在对国家货币政策稳定性的支持方面，都应该发挥相应的作用。例如，新加坡的淡马锡控股公司，虽然名义上是私人公司，但是掌控了新加坡将近 50% 的国内企业的市值，通过有效的监督和商业性战略投资为新加坡培育了很多世界级公司，从而为新加坡的战略发展作出了贡献。

由于“国有”的性质，主权财富基金很容易与传统的政府养老基金、为了稳定币值而简单持有货币资产的政府机构及国有企业混淆。在此将这四者作一个比较。

主权财富基金与传统的政府养老基金的区别主要在于：主权财富基金产权完全归属一国政府；资金来源主要是外汇储备和商品出口收入；政府居于完全控制地位；投资目的多样化且风格相对激进；大部分主权财富基金的信息披露不透明，只有少数的，如挪威和新西兰的主权财富基金坚持透明的信息披露标准。与之相对，传统的政府养老基金产权可以归属地方政府；资金来源于政府以社会保障税形式征收的资金，也就是说资金主要来源于社会成员的贡献；政府对其运作影响较小；投资目的是为社会公民提供养老保障，投资风格相对保守；信息披露程度普遍较高。典型的传统政府养老基金如加州公共雇员养老基金（CalPERS）。

主权财富基金和为了稳定币值而简单持有货币资产的政府机构的区别主要在于：前者的投资目的侧重“增值”，投资方式多元化，往往是包括债券、



货币管理当局为稳定币值而进行的被动型外汇储备管理。

随着主权财富基金的兴起，它很快就成了理论界和实务界关注的热点。国内外对主权财富基金的研究主要是概念介绍、性质研究、产生的时代背景以及案例分析、归纳总结等定性分析，尚未形成系统性的分析框架。

对于主权财富基金兴起的主观原因的分析，大多数学者认为是由于一些国家经常账户长期盈余，外汇储备的积累超过了应急需要，其政府希望通过设立主权财富基金以赚取高额的投资回报。与此同时，另外一些学者则认为主权财富基金设立的原因具体可分为两类：一是在经常账户盈余或外资流入时保持钉住汇率制；二是为后代积累财富，实现代际财富转移。当然，还有其他一些观念，例如认为主权财富基金是为了实现国家财富的多样化和风险—回报最优化，是一种收入替代机制，是资源性商品价格高涨和世界贸易失衡的结果，等等。

对主权财富基金规模的研究受限于主权财富基金的透明度不足，难以准确把握单个基金的规模以及总量，因此，主权财富基金规模都是不同学者根据相关信息推测出来的，导致了科学性不足的问题。例如具有代表性的估计来自摩根士丹利首席外汇经济学家们的工作，估计值分别为2.5万亿美元、2万亿~3万亿美元以及3万多亿美元。虽然学者们对主权财富基金未来增长趋势的预测差别较大，但大多数学者都认为主权财富基金的总量将快速增加。

关于主权财富基金的类型，不同学术视角的学者对此进行了不同的分类，比较有代表性的观念如下：克莱·楼瑞（Clay Lowery，2007）根据资金来源的不同，将主权财富基金分为资源性商品基金（Commodity Funds）和非资源性商品基金（Non-commodity Funds）两大类。陈超（2006，2008）根据设立的初始动机将主权财富基金分为五类：一是稳定型，主要目的是跨期平滑国家收入，减少意外收入波动对经济和财政预算的影响；二是冲销型，主要目的是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；三是储蓄型，主要目的是跨代平滑国家财富，为子孙后代积累财富；四是预防型，主要目的是预防国家社会经济危机，促进经济和社会的平稳发展；五是战略型，主要目的是支持国家发展战略，在全球范围内优化配置资源，培



育世界一流企业，更好地体现国家在国际经济活动中的利益。

关于主权财富基金设立目的的研究，以欧文·洪帕格（Owen Humpage, 2007）为代表的观点认为，主权财富基金将投资于多样化的资产，以实现其国家财富的多样化，改变过度依赖美国国债的局面。以斯蒂芬·耶恩（Stephen Jen, 2007）为代表的观点则认为，主权财富基金对投资领域具有明显的偏好，主权财富基金越来越倾向于进行战略性投资，高科技公司、外国银行以及资源丰富国家的资源公司等战略性部门将成为主权财富基金的投资目标。



第二章

设立主权财富基金的原因

国际货币体系的变化是主权财富基金兴起的根本原因

战后国际货币体系的演变

第二次世界大战以后，国际货币体系分裂成几个相互竞争的货币集团，各国货币竞相贬值，动荡不定，急需一套有效的国际货币体系结束这种混乱的无政府局面；与此同时，美元的国际地位因其国际黄金储备的巨大实力而空前稳固，这使得建立一个以美元为支柱的有利于美国对外经济扩张的货币体系成为可能。在此背景之下，1945年12月，22国代表在《布雷顿森林协定》上签字，布雷顿森林体系生效，其基本内容是美元与黄金挂钩，其他国家的货币与美元挂钩，实行可调整的固定汇率制度。

布雷顿森林体系的建立暂时结束了二战前货币金融领域的混乱局面，但该制度本身存在不可调和的矛盾。简言之，美元作为国际清偿货币的制度要求其他国家必须保持大量的美元储备，从美国自身的角度来看，它的国际收支必须是逆差，然后，长期的巨额逆差必然导致国际市场对美元的信心下滑，驱使各国政府用美元储备向美国挤兑黄金，最终导致美国黄金储备的枯竭和



金汇兑本位体系难以为继，这也正是“特里芬难题”。伴随美国黄金储备的减少，国际收支持续逆差和美国通货膨胀的加剧，美元危机和美国经济危机频发，以1971年美元停止兑换黄金和1973年取消固定汇率制为标志，布雷顿森林体系最终解体。

布雷顿森林体系崩溃以后，国际金融秩序又复动荡，国际社会及各方人士也纷纷探析能否建立一种新的国际金融体系，提出了许多改革主张，如恢复金本位制、恢复美元本位制、实行综合货币本位制及设立最适货币区等，但均未能取得实质性进展。直至1976年1月，国际货币基金组织各成员国在牙买加首都金斯敦达成了《牙买加协议》，其主要内容是：浮动汇率的合法化、黄金非货币化、以特别提款权作为主要储备资产、扩大对发展中国家的资金融通等，并对有关黄金、特别提款权和汇率等条款都进行了修改。协定允许各国自由选择汇率方面的安排，因而，固定汇率制和浮动汇率制可以并存。但国际货币基金组织要对成员国的汇率政策进行监督，缩小波动幅度，使汇率符合各国长期的基本经济情况，不准成员国操纵汇率来赢得不公平的竞争利益。由此，一种新的国际货币体系——牙买加体系得以建立。

可以说，牙买加体系基本摆脱了布雷顿森林体系时期基准货币国家与依附国家相互牵连的弊端；以浮动汇率为主的复合汇率体制可以灵活地适应不断变化的国际经济环境，各国汇率可根据市场供求状况自发调整，灵活的复合汇率制使一国宏观经济政策更具独立性和有效性。但该体制也存在缺陷：即使在多元化的国际储备之下，仍然缺乏统一稳定的货币标准，造成了国际金融体系的不稳定性；另外，汇率波动加大，汇率体系极不稳定，增大了外汇风险。

牙买加货币体系下全球外汇储备迅速增长

尽管牙买加体系下国际储备货币呈现多元化格局，各国采取钉住、浮动或者某种中间形态的汇率策略来促进国际收支平衡。但由于美国经济无可替代的实力，大多数国家仍选择美元作为主要的交易和储备货币。然而，随着



美元地位不断下降，美元已经不能很好地执行国际储备货币的各种职能。这导致了国际储备货币缺乏统一的货币标准、货币格局错综复杂、汇率波动频繁剧烈，给国际贸易、国际借贷和国际信用都带来了不利影响，并助长了外汇投机活动，加剧了国际金融市场的动荡和混乱。

另一方面，虽然牙买加体系规定了以多种渠道调节国际收支，但汇率运转机制并不灵，国际货币基金组织无力指导并监督顺差国与逆差国双方对称地调节国际收支失衡，全球性国际收支失衡现象日趋严重。

为了应对汇率大幅波动与国际收支失衡，非主要货币国家必然保持适度的外汇储备，以应对交易性风险和预防性风险。对应的资产形态往往是主要货币国家债券或高质量债券，这类资产往往风险小、流动性强但收益较低。储备持有国付出了机会成本，主要货币国家应当维护币值的稳定，同时也获得铸币国的巨额收益。在牙买加体系建立之前，全球的外汇储备维持在较低水平，增长速度极为缓慢，但随着该体系的逐步确立，外汇储备呈现爆炸性增长（参见图 2.1）。

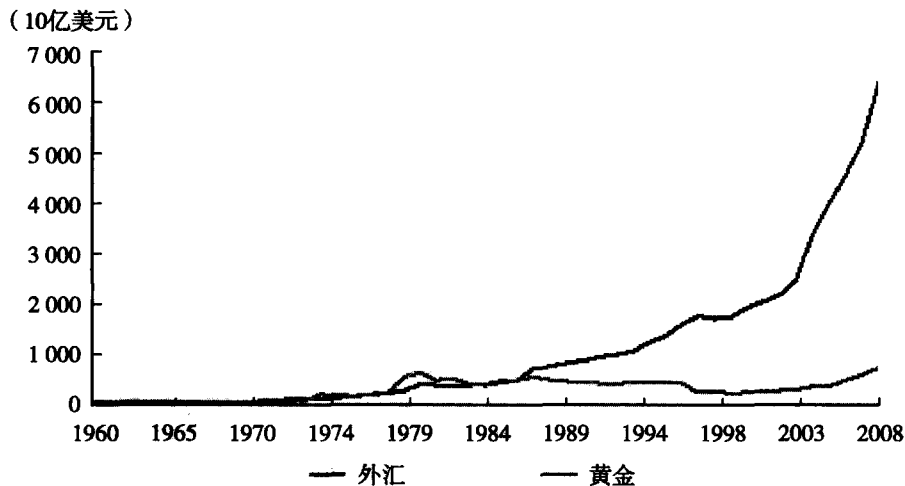


图 2.1 牙买加体系后的国际储备变化



高额外汇储备所面临的问题

高额的外汇储备对持有国来说意味着什么呢？必须承认持有国抵御汇率风险的能力增强了，例如在 1998 年东南亚金融危机中，香港政府正是依靠充足的外汇储备抵抗了国际金融炒家的攻击，维持了港元汇率的稳定，但储备持有国以稳定汇率为目的付出的高额成本也同样不可忽略。

首先，布雷顿森林体系下的“特里芬难题”仍然没有得到根本的解决。即使主要货币国家以承担国际责任、稳定币值为目的来确定自己的财政和货币政策，也会遭遇到币值稳定和国际收支恶化的两难矛盾：持有国持有外汇储备，主要货币国为此保持财政赤字，随着持有国外汇储备的增加，主要货币国财政赤字扩大，货币贬值，持有国的外汇资产缩水。这是一个循环怪圈，持有的外汇储备越多，面临的贬值风险越大。最后结果是，储备持有国以本国民众的辛勤努力为代价换来了主要货币国扩张的现时消费，留给自己的却是不断缩水的外汇资产。更为严重的是，一国的财政和货币政策首先必须考虑本国的稳定和 Policy 倾向，国际责任往往被放在第二位，从而储备持有国往往付出额外的机会成本。例如，在 2002 ~ 2004 年，美国

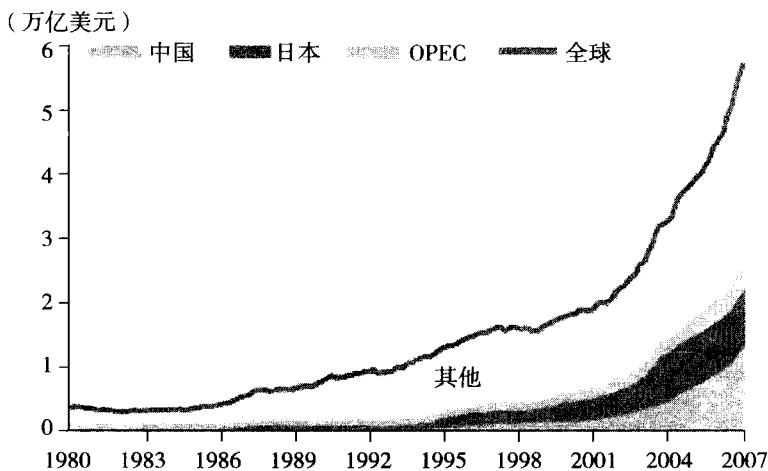


图 2.2 全球储备增长的结构分布

资料来源：IMF；摩根士丹利研究部（2007）。



国债收益率下降，各国储备资产发生巨额损失。在 20 世纪 70 ~ 90 年代都发生过类似的现象。

再者，外汇储备的飙升还会导致储备持有国国内流动性过剩和资产价格泡沫。为了维持汇率的稳定，中央银行必须通过公开市场操作等手段积累外汇储备，即向金融体系注入基础货币，造成国内货币市场流动性过剩。大量的资金无处可去，被投于资本市场和房地产市场上，又造成了资产价格的非理性攀升，一旦资本泡沫破灭，对实体经济和金融体系的打击都将是非常巨大的。

成立主权财富基金是解决过量外汇储备的可行办法

对于大多数经济实力达不到作为主要货币国标准的国家来说，在现有的国际货币体系之下，如何能做到既规避汇率波动带来的风险，又避免外汇储备过高带来的资产缩水等问题呢？

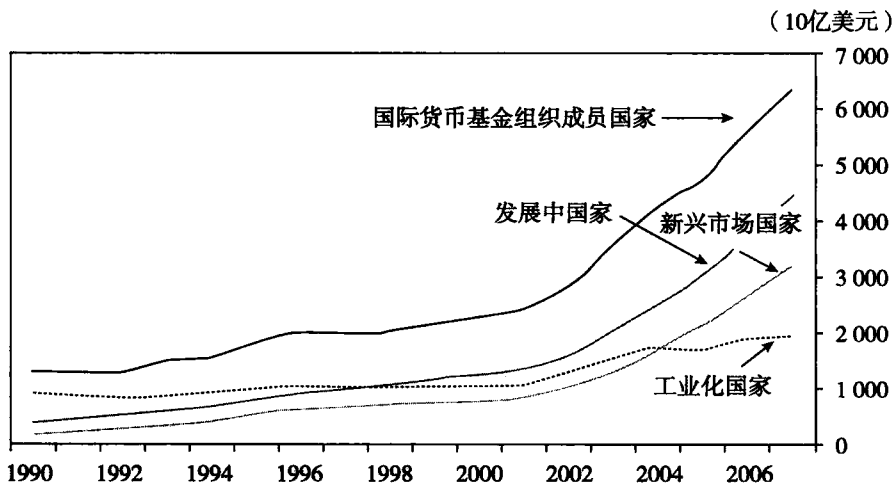


图 2.3 国际储备变化

注：包括黄金，黄金以市价计。

资料来源：IFS。

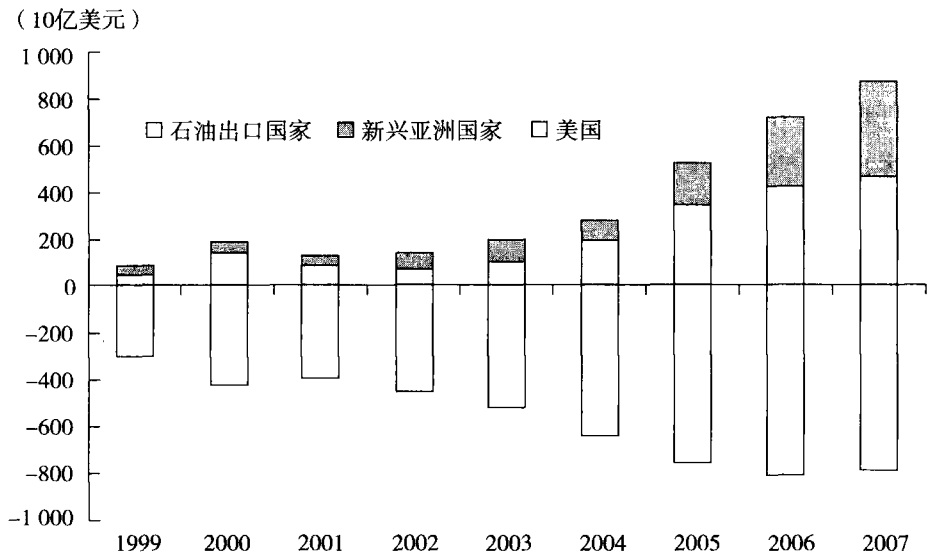


图 2.4 发展中经济体的高额外汇储备与美国财政赤字

一个选择是建立货币联盟，欧元区的建立即是代表。在统一的货币区域内，每个国家不必持有过多外汇储备就能有效规避汇率风险，可以说将机会成本最小化了。但货币联盟的建立需要协调各方的利益，是一个长期的过程，对于大多数国家来说，成立主权财富基金成为更为现实的选择。在保持适度传统储备的基础上，设立专门机构将超额储备和其他长期资金投资于主要货币国家债券之外的资产，既不违背现有的国际货币格局，又兼顾了流动性和收益性的需要，不失为处理超额储备的可行办法。其理论逻辑表现为：

从成立主权财富基金的逻辑来看，国家的行为实际上与个人无异。凯恩斯在《就业、利息和货币通论》中将人们持有货币的动机归结为三类：谨慎动机、交易动机和投机动机。个人持有货币，最原始的动机就是满足日常生活需要（流动性），其后是追求资产的增值，也即所谓的交易动机。外汇储备持有国最原始的动机是预留充足的流动性以防止汇率剧烈波动，当持有的外汇储备完全可以满足这一需要时，国家完全可以像个人一样，将持有的货币资产投入其他收益更高的资产，追求资产的最大增值，所以才催生了主权财富基金。

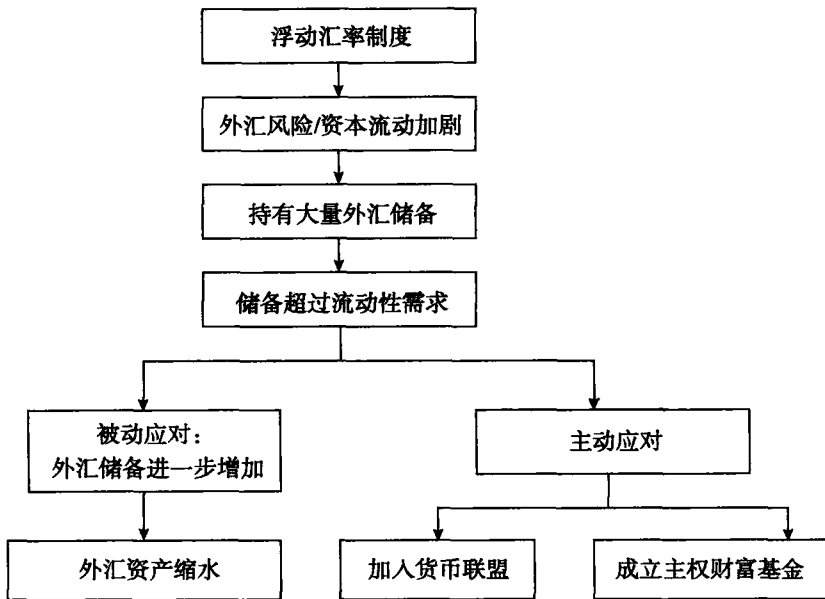


图 2.5 成立主权财富基金的逻辑图

能源价格上涨是导致主权财富基金 规模扩张的重要原因

过量的外汇储备催生了主权财富基金，但能源价格的上扬使得基金的规模迅速膨胀。油气出口收入和外汇储备是主权财富基金的两个主要来源，除了国际货币体系导致的外汇储备增长之外，能源价格上涨也是导致近十年主权财富基金规模扩张的重要原因。1998~2008年，石油价格从15美元/桶上涨到120美元/桶，天然气价格从约15美元/百万英热单位上涨到80美元/百万英热单位（参见图2.6）。比照我们给出的42家全球主权财富基金的名单可以看出，其中32家成立于这十年，而这32家基金中的大部分，其资金主要来源于能源出口收入，这个现象证实了油价和主权财富基金规模之间的正相关关系。

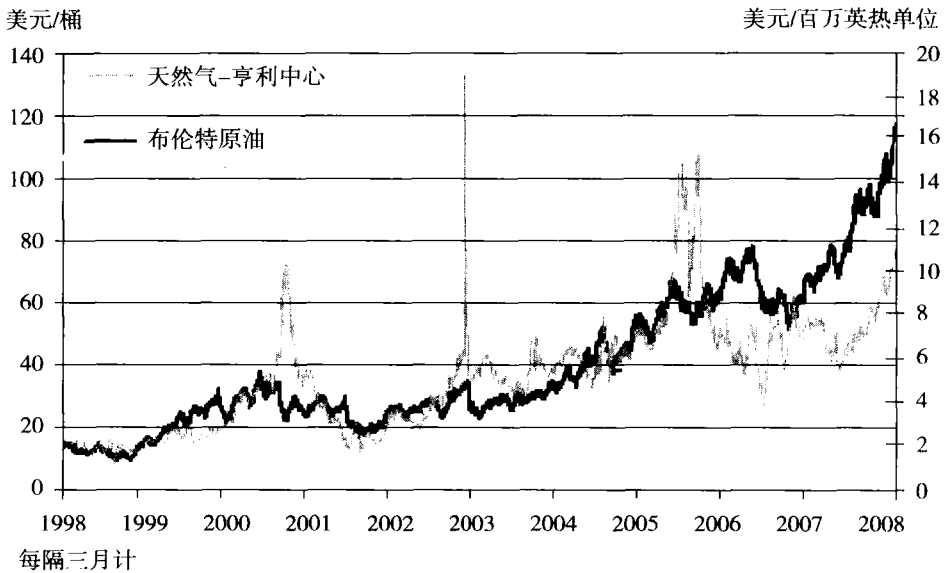


图 2.6 近十年的油气价格

资料来源：道琼斯能源服务；ICIS 价格。

但是进一步思考，我们会对此产生一些疑问。理论上，商品出口获得的国民收入主要应用于三部分。一是留出足够的储备以应对可能发生的汇率风险；二是用于国内的消费、投资和政府预算；三是将多余的收入成立基金进行海外运作，获得投资收益。但是，对主要石油出口国的储蓄、投资、经常项目盈余占 GDP 的比重进行研究之后得出的结论是：尽管主要石油出口国的储蓄占 GDP 的比重在不断膨胀，投资占比却始终保持在一个稳定的水平（参见图 2.7）。

纵观大多数石油出口国，其工业体系尚不健全，甚至缺失很多。为什么它们不是将增加的国民财富分配到国内的投资建设，促进国内产业结构升级和产业体系的完善，而是投资到海外市场，进而导致主权财富基金如此大幅的增长呢？在经济学上，这是一个著名的悖论，我们称之为“资源诅咒”。

什么是“资源诅咒”呢？不少经济学家从实证研究中观察到的现象显示，

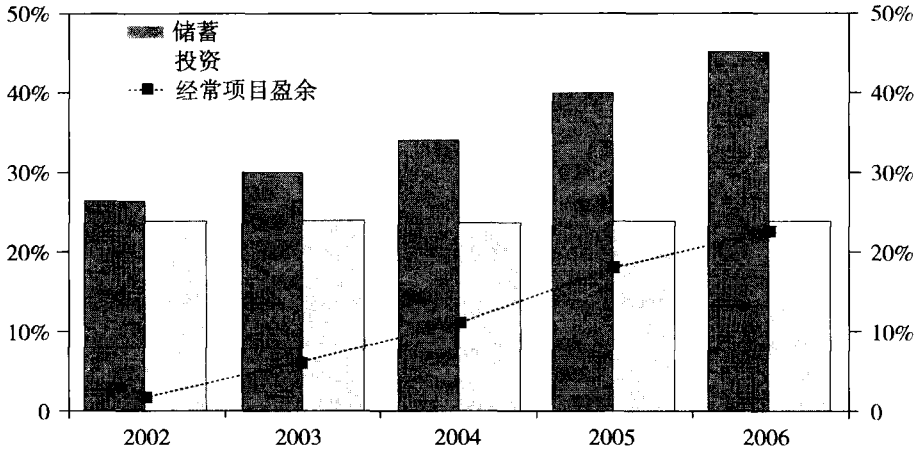


图 2.7 主要石油出口国储蓄、投资、经常项目盈余占 GDP 的比重

注：使用 IMF 对中东的定义，包括巴林、伊朗、科威特、利比亚、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯、阿联酋和也门。

资料来源：IMF (2007)。

自然资源丰富的国家，其经济增长却往往被资源匮乏的国家抛在后面。资源出口收入占 GDP 的比重越高，经济增长就越缓慢（参见图 2.8）。这种令人困惑的现象被称为“资源诅咒”。

1960 ~ 1992 年 GDP 增长 (%)

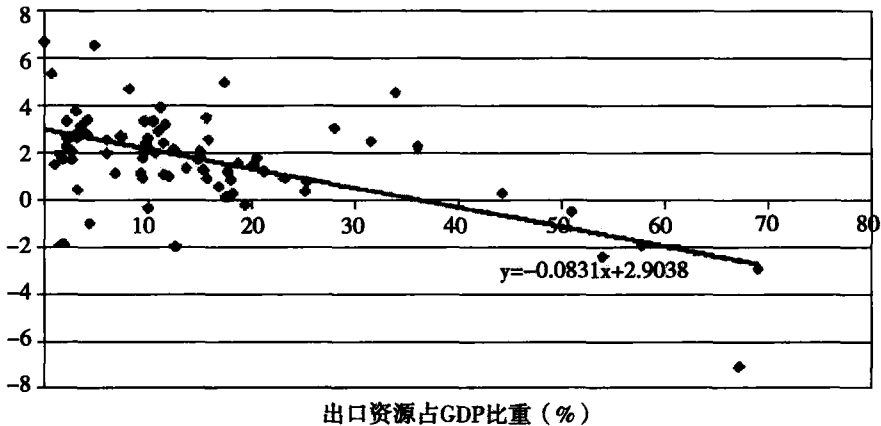


图 2.8 资源对 GDP 的贡献率和 GDP 增长率之间的关系



在现实中，“资源诅咒”的例子并不少见。20世纪70年代初，资源丰富的马来西亚的人均GDP是资源匮乏的韩国的两倍，但仅仅二十多年之后，后者的富有程度就远远超过了前者。再以石油大国沙特阿拉伯为例，其人均GDP在1965~1997年间平均每年下降3%。同期，伊朗人均GDP每年下降2%，委内瑞拉每年下降1%，而尼日利亚则自1960年独立以来人均收入基本没变。相比之下，那些自然资源匮乏的国家或地区，如新加坡、中国香港等，其经济增长率却保持在较高水平之上。这种现象令人不解，因为按常理来看，一个国家的资源越丰富，发展受到的制约就越少，便越有利于产业体系的完善和产业结构的升级，然而在现实中为什么会出现“资源诅咒”现象呢？

目前将“资源诅咒”现象的原因归结为以下几点：（1）“荷兰病”。一方面自然资源出口价格上涨导致劳动和资本转向资源出口部门，另一方面由于外汇收入的增加导致本币升值，进一步削弱了制造业的竞争力，最终导致制造业的衰落。（2）过分依赖自然资源的出口。由于自然资源出口在短时间内可以产生大量的国民收入，国家会倾向于优先发展和资源出口相关的工业，产业多元化的步伐停滞，特别是那些一开始工业体系就极不健全的国家，工业体系的不平衡会随着时间推移进一步加重。（3）能源价格波动过大。1986~2007年，石油价格在12~70美元之间大幅波动。当价格出现剧烈波动的时候，依赖于资源出口的国家收入便面临下滑风险，甚至可能抹平在价格上升时期的收入增长。此外，腐败、权力寻租、税收等因素也直接或间接地导致了“资源诅咒”现象。

“资源诅咒”的悖论在很早之前就引起了重视，为了避免落入“资源诅咒”的怪圈，学界提出了多种办法。包括把自然资源留在地底下，工业体系多样化，收入冻结、稳定化和资源基金，以及政治改革等四大类。在这些解决方法中，将资源冻结显然是断绝了大多数依赖能源出口换取收入的国家收入途径；产业体系的完善和政治改革需要长时间的探索，且面临着过大的不确定性；建立财富基金，投资海外是代价最小的途径。另外，较早建立的主权财富基金，如阿布扎比投资商、挪威的政府石油基金等都取得了良好的收益，也为财富基金的创建起到了一定示范作用。



指数水平 1985年=100

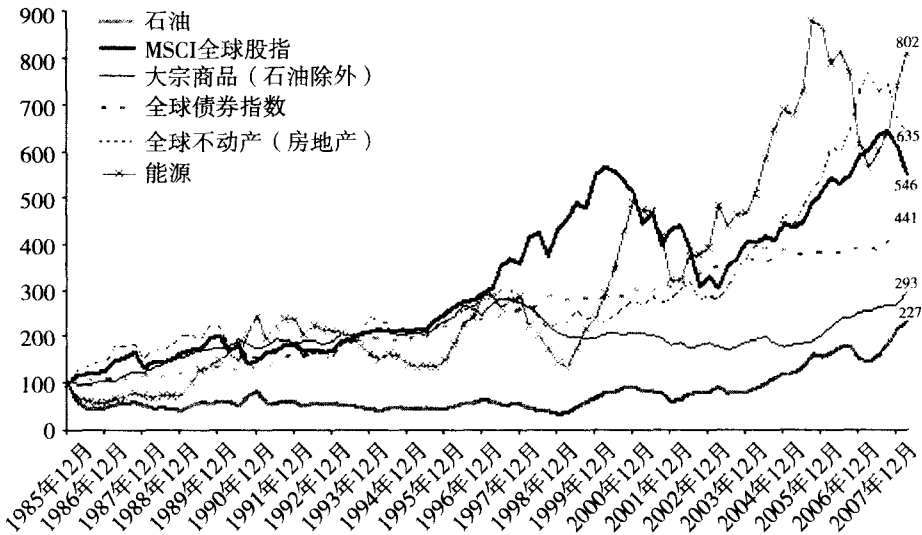


图 2.9 各类资产价格走势

经济全球化为主权财富基金的运作 提供了良好的环境

除了上述原因外，还有一个因素促进了主权财富基金的良好运行，那就是经济全球化。经济全球化是当代世界经济的重要特征之一，通过对外贸易、资本流动、技术转移、提供服务，各个经济体之间相互依存、相互制约的关系愈加紧密，形成一个全球范围的有机经济整体。它包括贸易、投资、金融、科技等活动全球化以及上述要素在全球范围内的最佳配置。从根源上来说，经济全球化是生产力和国际分工高度发展的产物。20 世纪 80 年代以来，经济全球化日益凸显：国与国之间的贸易金融壁垒逐渐消除，资本和商品的跨国流动大大增加，各国的市场不再是独立存在的实体，而是全球市场的有机组成部分。它们相互联系、相互融合、相互制约，形成了全球性的商品和资本市场。这种统一市场的形成，为主权财富基金的资产全球配置提供了基础。



首先，随着全球化的加深，投资品种明显增加，这为主权财富基金的跨品种套利提供了条件。一方面，经济全球化带来的直接后果之一是国家之间的投资壁垒逐渐消失，使得以往出于国家安全和战略利益考虑而被高度禁入的某些投资领域和投资工具逐步开放；而曾经处于敌对状态的国家间的关系由于相互的经济利益暂时得到缓和，这使得它们之间的相互投资也成为可能。例如，在全球化程度较低的 20 世纪六七十年代，很难想象中国、中东或者俄罗斯政府基金进入美国金融行业投资，因为后者被视为关系到国家战略利益的行业；而今天，它们不仅纷纷入股华尔街的金融巨头，还被视为次贷危机的拯救者。另一方面，全球化大大开阔了投资视野，在过去，庞大的外汇储备除了用于购买美元债券之外很少找到其他的投资途径；而今天，在投资过程中，基金的运作者们逐渐认识了许多从未接触过的金融产品，投资品种从过去传统而有限的资本市场投资工具，如股票和债券等，转向其他另类投资工具，如房地产、对冲基金和私募股权等。投资品种的增加为主权财富基金提高收益、分散风险和进行跨品种套利提供了条件。

其次，全球化程度的提高使得投资的地域更为广阔，也为跨市场套利提供了条件。不同的市场之间的收益率差别很大。当全球化程度较低的时候，主权财富基金只能投资于有限的地域，一旦遇到投资地区出现经济萧条，非但无法分享其他地区经济的成长，收益还会受到较大影响。典型的例子是中国，它曾经把其庞大的外汇储备中的 60% ~ 70% 换成美国政府债券，结果，当美元进入贬值周期之后外汇资产大幅缩水。随着全球化程度的提高，主权财富基金能够投资于那些有长期增长潜力的经济实体，真正分享到全球经济的成长。同时，在不同的市场之间投资还可以利用各个市场的联动性进行跨市场套利，实现更高的收益。

最后，科技全球化为主权财富基金的资产全球配置提供了技术载体，以信息技术为核心的科技全球化是经济全球化的一个重要方面。信息技术使金融业基础设施不断更新换代，促成了新的投资或金融服务技巧、金融衍生工具的发明和应用，极大地提高了金融交易的运作效率。微电子技术 in 金融领域的大量使用缩小了金融交易的空间和时间距离，使信息费用每年以 15% ~



25%的比率下降。低成本而传播迅速的电信为创造全天候的全球金融服务起了重要作用。全球信息网络的形成和“电脑程式交易”的应用，也使银行能够开展诸如利率互换、货币互换等需要迅速传递和处理的金融创新业务。信息技术的发展还导致金融科学走向工程化。计算机硬件和软件、远程数据传送技术和存储设备的显著改进，使大型金融技术的实施成为可能。信息产业和金融产业相互结合，使金融交易进入了实时数据传送时代。如果说统一市场的形成为主权财富基金的全球资产配置消除了制度上的障碍，科技全球化则解决了具体的技术问题，为这种配置提供了技术上的便利，使之成为现实。

“国家经济人”投资行为模型

迄今为止，关于国家经济发展阶段的理论主要有两种：一是美国经济学家罗斯托在1960年出版的《经济成长的阶段》一书中提出的“经济发展阶段理论”，该理论按照科学技术、工业发展水平、产业结构和主导部门的演变特征，将一个国家或地区，甚至全世界的经济发展历史分为六个“经济成长阶段”：传统社会阶段、为起飞创造前提阶段、起飞阶段、向成熟推进阶段、高额群众消费阶段和追求生活质量阶段。二是战略专家迈克尔·波特在《国家竞争优势》一书中提出的经济发展的四个阶段。波特认为，国家经济发展可分为四个阶段，即生产要素导向阶段、投资导向阶段、创新导向阶段和富裕导向阶段，其中前三个阶段是国家竞争优势发展的主要力量，通常会带来经济上的繁荣，第四个阶段则是经济上的转折点，有可能因此而走下坡路。

我们可以从这两种理论中得出的启示是，国家经济发展实际上类似于产业的周期发展，必然要经历经济发展的初始阶段、高增长阶段、成熟阶段和稳定低增长阶段。在不同的发展阶段，国家的投资、储蓄行为是不同的。我们提出的假说是：国家在经济发展的初始阶段和高增长阶段，外汇储备迅速增加，国家逐步将盈余财富用于投资；然而，随着生产要素的消耗，国家积累的财富逐步达到顶峰；当国家经济进入富裕导向阶段或稳定低增长阶段时，国家需要消费积累的财富，投资也倾向于无风险资产。



（一）基本模型

科科等人（Cocco，1998）建立了一个资产组合选择的生命周期模型，其中假设个人会经历低收入阶段、高收入阶段和退休阶段，并在此基础上计算个人的最佳资产组合选择。文章中得出的结论是，个人的战略资产配置将会随着其在生命周期中的位置而变化。在年轻时期的收入上升阶段，个人会倾向于投资风险资产；在中年时期的收入稳定阶段，个人会开始倾向于投资无风险资产；而在退休后的无收入阶段，个人会重新倾向于投资风险资产。

虽然上述生命周期模型中关于生命周期的假设较为吻合国家经济发展的阶段，但是由于该模型主要关注个人的消费和投资行为，其中存在一些针对个人的假设，例如个人随着年龄的增长会不可避免地衰老并最终死亡，以及个人的动机是最大化消费（因此个人会设法平滑其生命周期内的消费）。而我们在上文已经看到，国家成立主权财富基金的动机虽然多种多样，包括协助央行和避免经济危机等，但它们都是为了维持国家的正常运转。也就是说，与个人不同，国家积累财富的动机不是为了自身的消费，而是为了使该国更好地运转下去。因此，我们认为关于生命周期的假设并不适用于解释国家投资行为的模型。

我们在科科等人（1998）的基础上进行了修正，建立“国家经济人”投资行为模型。模型中国家同科科等人（1998）中的假设一样，也会经历收入从低到高再归零的各个阶段。国家的收入主要来自储备盈余，对于那些建立主权财富基金的国家来说，其收入主要来自出口自然资源的收入或者贸易盈余。如果某一时期该国的资源将耗尽或者不再有盈余，那么国家在此时期后不再有收入的假设便是合理的。此外，我们假设国家每期都会有一定的概率遭受流动性冲击（例如金融危机等），如果国家所积累的财富足够多，便可以安全渡过危机，否则国家便会崩溃；而国家的动机在于尽量避免崩溃，维持自身的正常运转。

在该模型中，国家的财富会经历一个从高增长阶段到稳定阶段的周期，而其投资行为也会随之变化。过多地投资于风险资产，可以扩大潜在的投资



回报，但是也使国家面临更大的流动性冲击风险。因此国家的选择将会与其收入有关。模型具体的设定如下：

1. 模型设定

时间及效用方程假定

我们将时间表示为 t ，国家的存续期为无穷大。国家只在最初的 K 期内有收入，而在 K 期之后收入为 0^①。我们假设 K 是一个外生及确定性的值。国家每期存续后得到的效用为 c 。每期国家都有 p 的概率遭受流动性冲击，该流动性冲击的规模为 S 乘以上一期国家财富。令每期国家总财富为 W_t ，那么如果当期流动性冲击未发生，国家成功存续并得到 c 的效用。如果当期发生流动性冲击，那么如果 $W_t \geq SW_{t-1}$ ，国家成功存续并得到 c 的效用，否则国家将会崩溃，其全部未来效用将为 0。出于简化的需要，我们假设成功渡过流动性冲击后，国家的财富保持不变。这样国家在 t 期的 CRRA 效用函数可以表示为：

$$U_t = c + \sum_{i=1}^{\infty} \delta^i p_i c \quad (1)$$

其中 p_i 为国家在 t 期存续的概率， $\delta < 1$ 为贴现因子。

这里我们假设国家并没有自身消费的动机，并且将其每期正常运作所需要的费用标准化为零。这是国家经济人与个体消费者的根本不同。

国家收入的假定

如上所述，国家只在最初的 K 期内有收入，而在 K 期之后收入为 0。因此在有收入的时期 ($t \leq K$)，国家的收入由外生给定为：

$$L_t = f(t) + \varepsilon_t$$

其中 $f(t)$ 是由时间决定的外生函数， $\varepsilon_t \in N(0, \delta_t^2)$ 为自有暂时冲击。

关于金融资产的假定

我们假定有两种资产可以投资，一种是具有单利真实收益率 R_f 的无风险

① 这是一个简化的假设，现实中国家的收入会下降但不会为零，我们这里将其标准化为零。



资产，一种是具有单利真实收益率 R_t 的风险资产，风险资产的收益率可以表示为：

$$R_t \sim N(\mu_R, \sigma_R^2)$$

此假设中的无风险资产，相当于国家持有的政府债券，这类资产收益低，但风险低，流动性高；而风险资产，则是国家在其他风险较高的资产，如股票、房地产和另类资产上的投资。^①

另外，我们假设国家受到借贷限制和卖空限制的约束。也就是说，如果将国家财富投资于风险资产的比率表示为 α_t ，那么我们假设：

$$0 \leq \alpha_t \leq 1 \quad (2)$$

2. 国家的最优化问题

与科科等人（1998）不同的是，国家并不需要进行消费（必需的开支已标准化为零），因此在这个模型中，国家将会把全部财富在无风险资产和风险资产之间进行配置，从而使效用函数最大化。在每一期 t ，我们将每期的财富表示为 W_t ，投资于风险资产的比率表示为 α_t ，则下一期的财富为：

$$W_{t+1} = W_t [1 + \alpha_t R_{t+1} + (1 - \alpha_t) R_f] + L_{t+1}$$

即下一期的国家财富为当期的投资回报加上下一期的收入（当 $t > K$ 时， L_t 为零）。

这样国家的最优化问题便成为在满足条件（2）的前提下最大化表达式（1）。其贝尔曼方程为：

$$V_t(W_t) = \max_{0 \leq \alpha \leq 1} \left\{ [1 - p + p \cdot P(W_{t+1} \geq SW_t)] [c + \delta E_t V_{t+1}(W_{t+1})] \right\}$$

其中 $W_{t+1} = W_t [1 + \alpha_t R_{t+1} + (1 - \alpha_t) R_f] + L_{t+1}$ 。

^① 我们假设模型中所有的随机过程均为 IID 序列，且相关性均为零。



3. 求解

上述贝尔曼方程很难找到准确的分析解。因此我们采用倒解法，先假设国家存续期到 T 期为止，这样 V_T 为一个简单的函数，就可以很容易地解出 V_{T-1} ，再解出 V_{T-2} ，以此类推。随着 T 的增大，根据布莱克威尔条件， V_t 将会无限趋近于真实解。

4. 结果

在测算和模拟的过程中我们采用的参数基准值如下：

国家收入枯竭时期 (K)	20
流动性冲击规模 (S)	1
国家存续效用 (c)	1
流动性冲击发生概率 (p)	20%
风险资产回报率 (μ_R)	6%
无风险资产回报率 (R_f)	2%
风险资产回报率波动性 (σ_R^2)	20%
国家收入方程 (f)	Log (t)
国家收入波动性 (σ_L^2)	10%
贴现因子 (δ)	0.9

基于以上选择的参数，我们对国家最优资产配置策略进行了测算，并依此对国家的财富变化进行了模拟。模拟的结果如图 2.10 和图 2.11 所示：

从模拟结果可以看出，国家对风险资产的偏好是随着时间的推移降低的。在国家经济起飞的早期，收入上升很快，国家对流动性冲击的顾虑较小，因此偏好于投资风险资产。

国家积累的财富，随着国家收入水平的上升而上升，到 K 期，国家进入低增长时期，即不再有外汇收入。这时国家的财富水平趋于稳定，谨慎的储蓄动机决定了国家将会逐渐由风险资产转向无风险资产，以确保国家的正常运转。

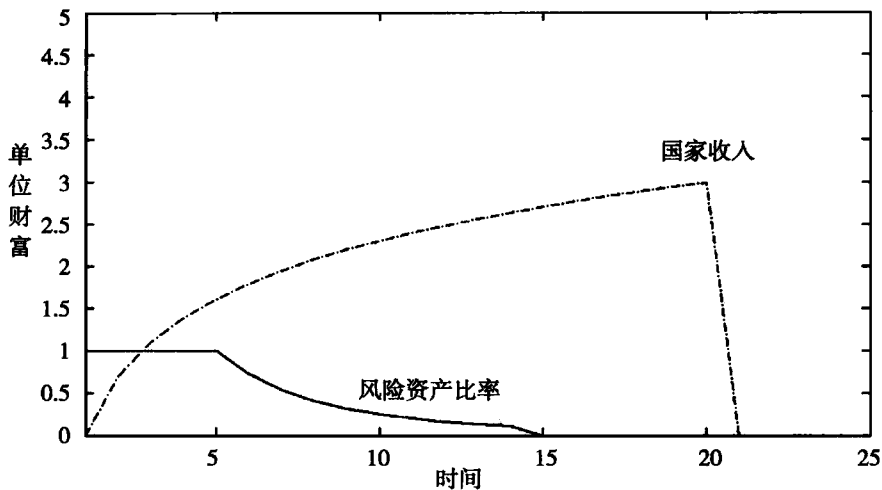


图 2.10 国家风险资产配置比率随国家收入而变化

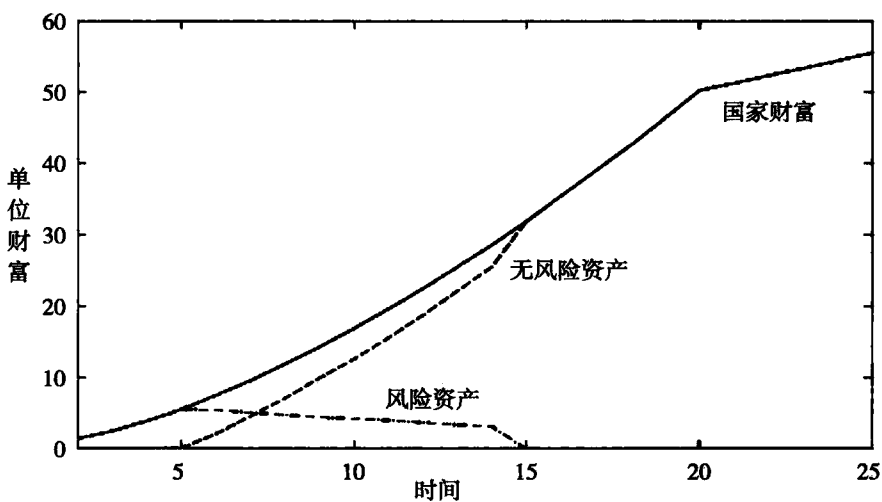


图 2.11 国家风险资产与无风险资产总量的变化

因此，在风险资产和无风险资产的配置方面，风险资产对那些刚处于经济起步阶段、还会产生很多年收入的国家很有吸引力。这类国家的收入相对已经积累的财富来说比较大，而且收入相对安全，可以保证其后一段时间有



稳定正常的收入，因此它们希望将其资产组合向风险资产倾斜。而在低增长时期，随着财富积累，出于预防流动性冲击的动机，无风险资产的吸引力开始变大。也就是说，设立主权财富基金的国家会集中在发展中的经济实体。

这与我们上面所看到的事实是相符的。发展中国家处在经济起步阶段，由于收入迅速上涨，盈余财富增加，投资风险资产的动机比较强烈，因此纷纷成立主权财富基金。

（二）各国设立主权财富基金的目的分析

尽管各国设立主权财富基金的最初动机都是源于国家财政盈余、外汇盈余等国家财富的急剧增加，但设立主权财富基金的目的各有侧重，主要体现在以下五方面：

1. 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。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，也被称为稳定型主权财富基金（Stabilization-oriented Fund）。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迅猛。为更好管理石油财富，也为了做好石油资源可能耗尽的准备，1990年挪威设立了主权财富基金——政府石油基金。1995年开始，挪威政府的财政盈余也划入石油基金。为进一步提高长期投资收益，避免出现“荷兰病”，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）。

2. 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。按照国际货币基金组织的定义，以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口径。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。这类基金也被称为冲销型



主权财富基金（Sterilization-oriented Fund）。例如，1998 年香港金融管理局为维持港元汇率稳定设立外汇基金。

3. 跨代平滑国家财富，为子孙后代积累财富。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，力求在代际更公平地分配财富，设立专门的主权财富基金。这类基金被称为储蓄型主权财富基金（Savings-oriented Fund），以中东国家为典型代表。储蓄型基金为跨代平滑国家收入，看重长期、稳定的现金流和投资回报，因此主要投资于高评级债券和股票等相关产品。

4. 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，海湾战争结束后，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所积累并管理的主权财富基金。

5. 支持国家发展战略，在全球范围内优化配置资源，培育世界一流企业，更好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）。战略型基金通过分流外汇储备实现有竞争力的回报，需覆盖央行为冲销外汇资产占款带来的成本，同时要取得高于官方储备的投资收益。因此，其投资策略更为积极，如新加坡政府投资公司的投资组合包括股票、房地产和私募股权等。

淡马锡控股公司总裁何晶公开表示，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，淡马锡控股公司在发展战略上，将 1/3 的资金投资于发达国家的市场，1/3 用于亚洲的发展中国家，剩余 1/3 留在新加坡本土。

可见，稳定型基金的投资期间（investment horizon）是短期的，应该关注市场的短期波动。而储蓄型基金和战略型基金的投资期间是长期的，不应过



多强调短期价值的波动，更应关注长期的投资回报。例如，虽然挪威政府养老基金在2001~2002年出现了负收益（分别为-2.47%和-4.74%），但其1997~2006年的平均收益率仍达到6.49%。

（三）几点启示

国家设立主权财富基金的行为与无限生命周期的企业、居民的经济理性行为一致，国家可以视为追求国家效用最大化的“经济人”。因此，主权财富基金完全是商业化的投资主体，其投资行为与商业机构并没有实质性区别。追求商业回报是主权财富基金唯一的目标，它不应当也不可能承担国家的政治目标。国家通过设立长期投资视角的主权财富基金，淡化了政府的短期政治目标，摆脱了政府预算的短期行为。而且，通过有效的公司治理、透明度要求、监督管理以及回报目标等约束，促使主权财富基金采取商业化、专业化的运作模式。同时，也有利于避免政府更迭给国家财富管理带来的干预，使政府取信于民、建立公信力，国家财富实现有效的代际转移。中国的主权财富基金——中投公司在成立之初就确立了商业化运作、自主经营的模式，这也反映了各方对主权财富基金性质的共识。

以中投公司为例，我们可以得出以下几点启示：

1. 主权财富基金作为国家财富的积累，一方面，可用于平滑国家财富，为子孙后代积累财富，具有国家养老基金的功能；另一方面，可用于支持国家发展战略。从中国的实际情况看，一方面，中投公司承担了国有金融资产管理的重要职能，这一职能符合主权财富基金的资金性质与功能定位，新加坡淡马锡控股公司的定位亦是如此。另一方面，在应对老龄化问题方面，中投公司的海外投资应与中国经济增长低相关，方能在国家老龄化问题凸显、经济增长下滑时，通过海外投资收益弥补国家养老基金体系的资金缺口。事实上，作为主权财富基金的典范，挪威央行投资管理公司就承担了国家养老基金的职能。对于中投公司而言，追求商业回报无疑是其最大的目标。中投公司成立之初，温家宝总理就对中投公司的发展讲了三条原则：一是公司因为商业目的而设立，追求风险调整后的投资收益，承担储备资产的保值增值



责任；二是公司以商业模式运作，自主决策，政府不加干预；三是公司对外经营活动不与政治挂钩。这三条原则基本上诠释了中投公司的运作模式和发展方向。

2. 中投公司与其他国家的主权财富基金的主要差异在于：一是资金来源不同。中投公司资金来源不是财政盈余，而是财政部发行的特别国债。考虑到需要支付的债券利息（年均利率约为 4.45%）以及人民币升值的长期趋势，尽管中投公司不承担本金的汇率风险，但折算成人民币的实际收益可能需要显著高于同类主权财富基金，否则财政部将面临财务亏损。二是中投公司的对外投资不只是为了提高中国外汇资产的收益率，分流外汇储备、减缓外汇储备增长速度、冲销过剩流动性以及支持中国企业“走出去”战略等都是中投公司成立的重要目标。三是中国本身比其他设立主权财富基金的国家相对贫穷。当前世界最大的 5 家主权财富基金的拥有国，其人均收入平均超过 50 000 美元（按购买力平价计算），中国的人均收入按购买力平价计算，只有 5 000 美元左右。因此，中投公司在寻找支持本国经济发展的道路上，可能需要承担更多责任。

3. 主权财富基金的成立是大部分新兴市场国家和发展中国家经济发展的必然产物。中国成立中投公司，也是在外汇储备激增的背景下，为提高外汇储备投资收益、拓宽外汇储备运用渠道、深化外汇储备体制的一项重要举措。因此，作为专门从事外汇资金投资管理业务的公司，中投公司的战略定位不同于传统的中央银行外汇储备管理。在经营方式上，中投公司实行商业化运作，追求更高的经济收益；在风险容忍度上，能够承受短期内更高的风险波动，以获取更高的长期回报；在战略资产配置上，比传统的中央银行外汇储备管理更为积极进取，不仅投资于传统的股权和固定收益类产品，还积极投资流动性较低、预期回报较高的另类资产。

4. 由于资金来源的稳定性、长期性，主权财富基金具有比传统外汇储备投资更高的风险容忍度和回报目标。因此，短期内，主权财富基金的投资波动性显著高于传统外汇储备投资，但长期投资回报目标也明显高于传统储备投资。这也是我们看到在这一轮金融危机下，主权财富基金资产大幅缩水，



平均账面损失高达 20% 的主要原因。但即便如此，2007 年 7 月美国次贷危机爆发以来，主权财富基金参与的金融机构并购注资累计金额仍高达 700 多亿美元，成为稳定金融危机的重要力量。因此，对于主权财富基金的投资，应当树立长期投资的理念，并容忍短期内较大的波动性。对于中投公司而言，尽管制定了较为积极的资产配置战略，但根据对全球金融市场和宏观经济走势的判断，及时调整了年度战术资产配置策略，主动放缓股票类产品投资节奏，确定了以现金为主的审慎投资策略，保持了较高的现金资产比率，避免出现重大风险和损失。因此，2008 年中投公司在对外投资方面的整体收益率有轻微的账面亏损，但危机并没有改变中投公司的风险偏好与长期投资策略，中投公司仍以积极投资者的姿态活跃在国际金融市场上。

5. 主权财富基金的战略资产配置应当是多元化、分散化的投资组合。资源出口型的主权财富基金应更多地配置金融资产，外汇储备型的主权财富基金则应在配置金融资产的同时，增加对实物资产的配置，以有效对冲通货膨胀的宏观风险。中国的主权财富基金在长期战略资产配置上同样应当建立分散化的投资组合，有效地规避宏观风险，实现既定风险容忍度下的投资回报最大化。同时，基于外汇储备资金的性质以及中国国情，我们认为，中投公司应更为重视对实物资产的配置，特别是能源、基础金属、农产品以及基础设施、房地产等领域的投资，以期有效对冲中国经济整体的宏观风险。

6. 基于设立主权财富基金的目的，中投公司一直致力于建立有效的公司治理结构、内部控制机制及风险管理体系。在运作模式上，采取商业化经营、专业化管理模式，确保了政府公共管理职能与股权管理职能的分离。新加坡、挪威等国家的成功经验表明，以市场化的管理模式行使政府对主权财富基金的所有权是最有效的模式。衡量主权财富基金治理结构合理与否的标准是：是否实现了政府的公共管理职能与所有者职能的机构分离与职能分离；政府与所有权部门之间是否有清晰稳定的权力边界；是否确保公司按照商业目标追求资本有效利用；能否吸纳高素质人员加入公司董事会与管理层；决策程序是否高效、科学；等等。这些都是确保中国的主权财富基金有效运作的关键因素。中投公司在成立伊始，就按照现代公司治理的要求，走出了商业化、



专业化运作的重要一步。在监督机制方面，中投公司在董事会和执行委员会之外，还拥有监事会。这两层治理结构独立运作，提供有效监督。董事会的使命是监督公司的经营和整体业绩；而监事会的职责是监督公司会计和财务活动，并监督董事会和高管的行为是否符合道德标准。在内部控制与风险管理方面，中投公司加强了公司的制度和治理结构建设，以保证拥有管理市场风险的技能和监督机制，并建立了明晰的投资指引、风险体系、治理结构和运营机制，运用各种资源保证将风险管理体系制度化。

7. 主权财富基金的透明度是国际社会广泛关注的焦点。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，中投公司也被列入不透明的主权财富基金之列。主权财富基金的不透明，带来外界对其投资行为和战略意图的不当猜测，也造成部分西方国家抵制主权财富基金，采取投资保护主义。鉴于设立主权财富基金的动因和目标，中国的主权财富基金已经在不涉及商业机密的前提下尽可能提高自身透明度，并准备适时披露投资目标、组织结构、财务管理、资产配置等信息，力求取得西方社会的理解，争取良好的国际投资环境。同时，中投公司还积极参与了国际货币基金组织牵头的主权财富基金《公认的原则和实践》（简称 GAPP，又称“圣地亚哥原则”）的制定。“圣地亚哥原则”旨在支持良好的体制框架，保证主权财富基金在政治、宗旨和目标的指引下开展公司治理、风险管理和有效运营，并符合良好的宏观经济政策框架。中投公司在“圣地亚哥原则”的制定过程中发挥了积极的作用，并致力于该原则的执行，促进与资本输入国或投资接受国开展合作与对话。与此同时，西方国家也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拥有国加强对话，建立平等的投资规则。



第三章

主权财富基金的规模

由于主权财富基金在信息披露上不透明，且统计口径也不一致，迄今为止很难对全球主权财富基金的规模有精确的了解。

德意志银行^①认为，现有的主权财富基金规模为3.4万亿美元。主权财富基金主要来自外汇储备，全球官方外汇储备在过去10年保持了年均13%的增长，在过去5年保持了年均20%的增长，如果按此速率增长下去，主权财富基金的规模在未来5年将会超过5万亿美元，而未来10年将会超过10万亿美元。

美林^②认为，目前全球主权财富基金的存量为1.9万亿美元，外汇储备是主权财富基金的主要来源，所以外汇储备增长带来主权财富基金规模的增长。目前全球央行持有储备为5.6万亿美元，预计未来5年将以年均近1万亿美元的速度增长，新增外汇储备国主要为中国、俄罗斯和中东国家。预计从2007~2011年，主权财富基金每年增长1.2万亿美元，在2011年底达到7.9万亿美元。

花旗银行^③认为，目前主权财富基金的规模为3万亿美元。主权财富基金的规模超过了外汇储备的50%，占到了养老基金资产的13%，占全球资产管理行业所管理资产的6%，占全球股票市场市值的6%。外汇储备是主权财富

① DB Research, "Sovereign Wealth Funds: State Investment on the Rise", Sep 10th, 2007.

② Merrill Lynch Research, "The Overflowing Bathtub, the Running Tap and SWFs", Oct 5th, 2007.

③ Citibank Research, "Sovereign Wealth Fund: A Growing Global Force", Oct 18th, 2007.



基金的主要来源，过去5年，全球外汇储备增加了140%，达到了5.6万亿美元，而且会继续增加。假如主权财富基金规模按照过去5年的速度继续增长，2012年将达到7.5万亿美元，占全球资产管理总额的10%。

渣打银行^①认为，大宗商品价格上涨，外汇储备和基金的盈利都和主权财富基金的未来规模估量有关，所以主权财富基金的增长速度将超过外汇储备的增长。在过去一年，最大的20家主权财富基金规模经历了平均19.8%的增长，如果按此增长率，在未来10年内全球主权财富基金规模将达到13.4万亿美元；假设没有新的资金注入且主权财富基金经历中等增长率（美国和新兴市场过去10年股票市场的平均增长率）的话，在未来10年内全球主权财富基金的规模将达到5.2万亿美元。

JP 摩根^②认为，2007年全球主权财富基金的总规模在3万亿~3.7万亿美元之间，而其未来的规模则取决于未来5年全球经济发展状况，应当综合考虑油价、盈余国的外汇政策、经常账户的变动情况及收益率等因素。JP 摩根做了情景分析：如果油价达到100~125美元/桶，有较多资金注入且基金得到较高回报，主权财富基金将保持9.7%的年增长率，到2012年达到15万亿美元的总规模；如果油价处于50~70美元/桶，资金注入较少且基金回报较低，主权财富基金将保持5.4%的年增长率，总规模到2012年达到9.3万亿美元。

而最近的国际货币基金组织的报告认为，截至2008年2月，全球主权财富基金的规模在2.1万亿~3万亿美元之间。到2013年，将达到6万亿~10万亿美元的规模。

综上所述，我们认为，全球的主权财富基金的现有规模约为3万亿美元。其规模还将继续增长。这一增长趋势的主要驱动因素包括：

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家主权财富基金中有14家的资金主要来源于石油和其他商品出口收入。

① Standard Chartered Research, "Thought Leadership", Oct 15th, 2007.

② JP Morgan Research, May 5th, 2008.

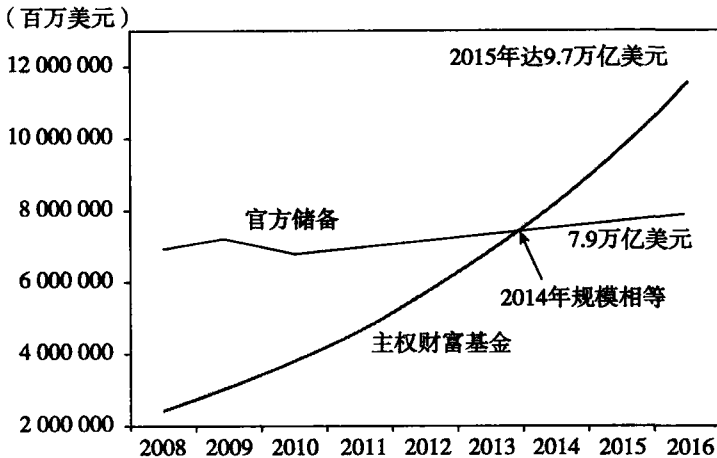


图 3.1 主权财富基金的增长趋势

资料来源：Haver；摩根士丹利（2007）。

外汇储备增加。目前全球外汇储备达 5.75 亿美元，其中亚洲为 3.66 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得到化解^①，那么官方外汇储备以及主权财富基金的增长势头将会持续。

自身投资回报和其他因素。除外汇储备和商品美元，主权财富基金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。

此外，为了认清主权财富基金的规模，我们还可以将其资产与其他金融资产的规模进行比较。根据花旗银行的报告，截至 2007 年，全球主权财富基金规模约为 3 万亿美元，其规模超过了对冲基金和私募股权，约占全球外汇储备的 55%，政府养老基金的 13%，全球资产管理总额的 6%，全球股市市值的 5%。

总体来说，主权财富基金的绝对规模非常可观，但在全球金融市场上所占份额较小。作为机构投资者，主权财富基金的影响力低于资产管理行业，高于对冲基金和私募股权。这是当前各大金融机构和组织达成的共识。

① 从 1998 年至今，全球经济不平衡状况始终未见好转。



(单位：万亿美元)

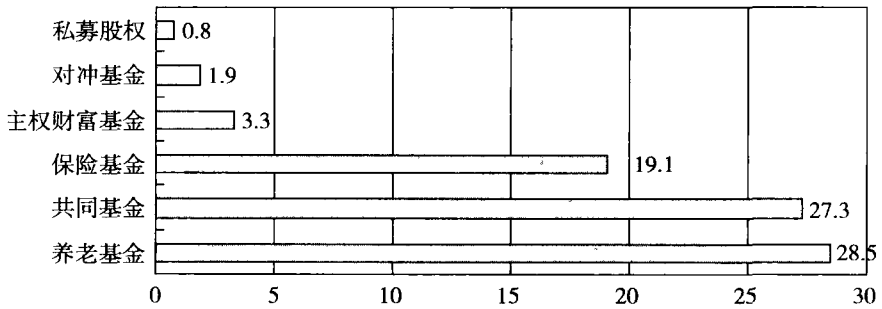


图 3.2 全球机构投资者的资产规模

资料来源：花旗银行（2007）。

主权财富基金除了规模相当可观之外，另一个显著的特点是“集中”。其“集中”体现在四个方面：规模、地域、成立时间和资金来源。

表 3.1 全球十大主权财富基金

国家	基金名称	规模 (10 亿美元)	资金来源
阿联酋	阿布扎比投资局 (ADIA)	875	石油
挪威	政府全球养老基金 (GPF)	373	石油
沙特阿拉伯	沙特阿拉伯货币局 (SAMA)	350	石油
新加坡	新加坡政府投资公司 (GIC)	300	非商品
科威特	科威特投资局 (KIA)	250	石油
中国	中国投资有限责任公司 (CIC)	200	非商品
新加坡	淡马锡控股公司	160	非商品
俄罗斯	国家福利基金 (NPF)	155	石油
澳大利亚	澳大利亚未来基金 (AGFF)	57	非商品
卡塔尔	卡塔尔投资局 (QIA)	55	石油
总计		2 775	

资料来源：据 JP 摩根、渣打银行、美林、德意志银行、花旗银行和 IMF 网站资料整理而成。



规模集中。从绝对规模方面来看，前十大主权财富基金管理的资产（2.775万亿美元）占到全球主权财富基金管理总资产（3.248万亿美元）的85%，而最大的主权财富基金——阿布扎比投资局控制的资产大约为8750亿美元，占到全球主权财富基金管理资产总额的27%左右。

地域集中。成立主权财富基金的国家集中分布在中东、北欧和亚洲。我们的研究显示，主权财富基金的规模和国家经济实力并没有严格的正相关性，最大的主权财富基金的所有国，除了中国和俄罗斯的经济实力称得上具有世界影响力之外，其他的都是小型经济体。以最大的阿布扎比投资局为例，其基金规模占2007年国民生产总值的比率达到29.5%。但某些大型的经济体，如日本，甚至没有自己的主权财富基金。

成立时间集中。早在1953年，科威特就成立了世界上第一家主权财富基金。但是主权财富基金得到真正的发展，却是最近十年的事。在我们统计的42家主权财富基金中，有32家是在最近十年内成立的；而主权财富基金管理的资产规模，也是在最近十年才得到了可观的扩张。

	1953	科威特投资局（2130亿美元）
新加坡淡马锡控股公司（1080）亿美元	1974	
阿拉斯加永久基金（402亿美元）	1976	阿布扎比投资局（6250亿美元）
新加坡政府投资公司（2150亿美元）	1981	
	1990	挪威央行投资管理公司（4000亿美元）
俄罗斯稳定基金（1275亿美元）	2004	
	2005	卡塔尔投资局（600亿美元）
	2007	中国投资有限责任公司（2000亿美元）

图 3.3 主权财富基金成立时间表

资金来源集中。主权财富基金的资金来源主要是出口商品收入和财政/贸易盈余，而商品，主要就是指石油和天然气等能源产品。如果以规模来计算，



油气收入占到资金来源的 72%，主要是石油和天然气出口国，它们从最近十年能源商品价格的上涨中获得了大量收入；贸易/财政盈余占到 27%，这部分主要集中在亚洲高储蓄率的贸易盈余国。

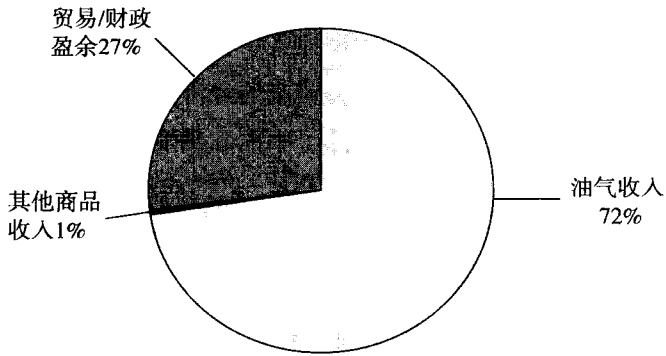


图 3.4 主权财富基金资金来源图

资料来源：Citibank Research, “Sovereign Wealth Fund: A Growing Global Force”, Oct 18th, 2007.



主权财富基金的资产配置与投资运行

随着各国金融市场开放力度的不断扩大，金融全球化、经济自由化程度的逐步深入，以及资讯传播速度与流通渠道的迅猛发展，金融资本可以在全球范围内迅速流动，全球金融市场呈现明显的证券化发展趋势，机构投资者迅速崛起为资本市场最重要的投资力量。主权财富基金作为一类对金融市场有重要影响的机构投资者，其显著特征是投资规模大、投资期限长。主权财富基金的投资管理，实质上是在投资机会随时间变化的条件下，基于长期投资目标的多期投资组合的优化问题，主要包括长期投资目标的确定、基于长期投资目标的资产配置决策和基于资产配置决策的具体证券选择三个相互影响、相互关联的环节。

不同国家主权财富基金投资决策过程的参与者都可以分为四类：主权财富基金的管理决策层（可能为财政部、央行或者独立的董事会）、投资经理人（包括内部投资经理与外包基金经理）、投资顾问（内部顾问团或者第三方专业咨询机构）和绩效评估者（内部评估部门或者第三方专业评估机构）。图 4.1 显示了主权财富基金投资管理过程中每一位参与者在决策过程中的责任分担，以及决策结构中各环节相互关联的咨询关系。

关于资产配置的方法论主要有两种：一是均值一方差最优化方法；二是效用函数最优化方法。均值一方差最优化方法主要建立在马可维茨的均值一方差投资组合理论基础之上，是最为经典、实用的资产配置研究方法，至今

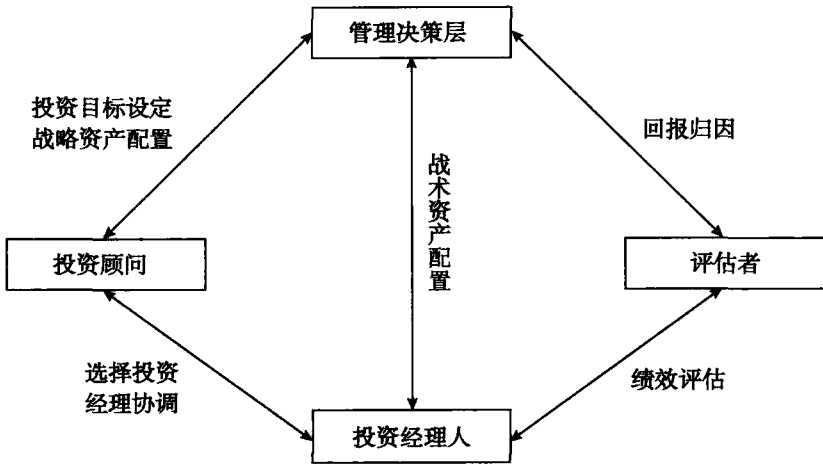


图 4.1 主权财富基金投资决策的结构示意图

仍是机构投资者主要的资产配置方法。

马可维茨（1952）在《资产组合的选择》一文中指出，投资者所关注的不仅是资产的预期回报率，还必须关注对应的投资风险。运用均值—方差最优化方法研究资产配置问题时，首先要确定各类资产的回报—风险特征以及不同资产间的相关性，然后按照最优化投资目标确定资产组合在均值—方差空间的有效边界，最后根据投资者的风险厌恶程度得出适合投资者的最优组合。其优点是简便实用、逻辑清晰，但是该方法也有其局限性。均值—方差模型只考虑了不同资产之间的线性关系，排除了资产之间存在的其他类型的联系。均值—方差模型是静态单期模型。效用函数最优化方法则反映了财富带给投资者的效用价值和投资者的行为，在不确定环境下，该方法可考虑多种因素对资产配置的影响，并将这些影响置入投资者的效用函数中，然后通过投资者效用最大化来寻求最优投资决策。然而，由于很难用一种效用函数来代表所有投资者的行为，该方法在解决具体问题时针对性不强，因而并不为机构投资者广泛使用。

因此，20 世纪 50 年代以后，资产配置的理论研究更多地集中在放松和解除均值—方差资产组合理论的假设条件，从多个角度扩展和完善资产配置模



型，进一步丰富和完善资产配置理论的内容。这方面的研究包括引入新的风险度量办法，如采用下半方差风险、VaR 等指标来度量投资风险，引入跨期条件下的长期投资者的资产配置，等等。其中，贡献尤为显著的是高盛公司的鲍勃·李特曼提出的布莱克—李特曼模型，将资本市场均衡和投资者主观预期结合起来，既反映了资本市场向均衡状态运动的趋势，又反映了投资者对市场前景的判断。此外，2001 年，坎贝尔和万斯勒（Campbell and Viceira, 2001）第一次系统地讨论了长期资产组合选择问题。他们创立了一个可以与均值一方差分析相媲美的跨期实证分析方法。另外，近年来的一个新趋势是，将行为金融的有关理论也逐步引入战略资产配置。但考虑到主权财富基金等机构投资者仍然延续了均值一方差最优化的资产配置决策模型，本章仍以这一经典的资产配置决策模型为基础进行分析。

主权财富基金的投资回报目标与风险容忍度

设定投资回报目标和风险容忍度是主权财富基金资产配置和组合构建的基础。主权财富基金的长期投资目标，即投资的回报—风险目标，是主权财富基金投资管理过程的出发点和落脚点，一般由管理决策层与投资顾问结合主权财富基金的使命、愿景、投资基准组合、投资期限和组织结构共同确定。

目前，主权财富基金确定投资回报目标主要有五种方法：一是负债角度的精算驱动法。具有确定负债性质的主权财富基金通常采用这种方法。首先对缴存额、利润和其他宏观因素提出假设条件（例如人口预期寿命、人口结构、通货膨胀等），然后确定足以支持基金负债的最低投资回报。二是负债角度的预算驱动法。少数主权财富基金、一些基金会和捐赠基金通常采用这种方法。根据对受捐赠机构预算以及捐赠基金在其中所需贡献份额的预测，得出足以实现预算平衡的目标回报。三是基金成本驱动法。部分主权财富基金根据资金来源的机会成本确定最低目标回报。四是资产角度的战略资产配置驱动法。一些主权财富基金首先作出战略资产配置假设，构建效率组合曲线，



然后根据风险偏好（风险价值）选择一个资产配置点，得出预期回报。五是财富增值驱动法。一些基金根据当前所持资产制定的自下而上的方法。根据这一方法，财富增值目标回报 = 市值浮动 + 支付股息 - 净新收资本 - 资本费用 - 运营成本恒值。

主权财富基金确定投资回报目标的主要因素包括：

资金成本。大多数主权财富基金的资金直接由中央银行或财政直接划转，并没有确定的资金成本。因此，资本成本的参照系一般是长期国债收益率。对于中国而言，中投公司的资本金来自财政部发行的特别国债，而特别国债每半年付息一次，平均付息率约为4.5%，因此，该付息率是中投公司的资金成本。要实现股东利益最大化，中投公司长期投资回报率应高于4.5%。

资本市场的历史回报水平。美国资本市场具有较长历史，一般来说，使用该市场的历史数据确定股票与固定收益的简单资产配置的回报，具有较大参考价值。在1900~2006年的106年间，当投资组合75%~85%投资于美国股票市场时（其余投资于美国固定收益市场），产生的实际年均回报率在5.9%~6.2%之间。因此，这一回报率也是诸多主权财富基金的回报目标参考线。

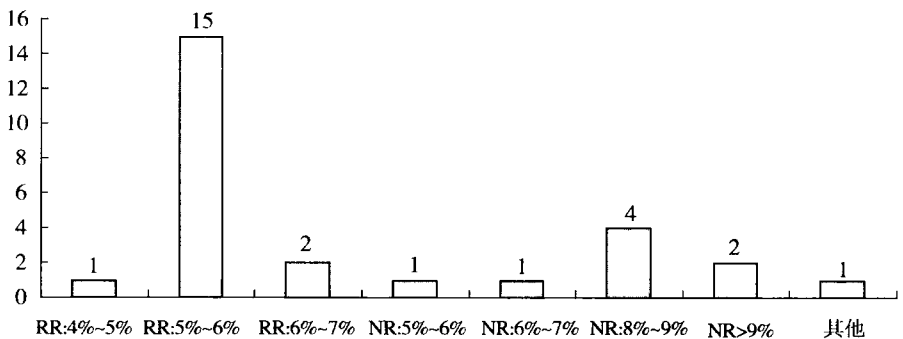


图 4.2 资产规模大于 10 亿美元的机构投资者投资回报目标分布

注：RR 指实际回报，NR 指名义回报。

资料来源：CA。



国际上类似机构的投资回报目标。根据剑桥联合研究顾问公司（Cambridge Associates, 2008）的统计，多数资产规模在 10 亿美元以上的机构投资者的长期实际投资回报目标在 5% ~ 6% 之间。根据麦肯锡公司（2008）的研究，一般养老基金的名义投资回报目标在 4% ~ 8% 之间，而资产管理公司的名义投资回报目标在 4% ~ 9% 之间。

根据我们的研究，类似机构投资者的投资回报目标设定如表 4.1 所示：

表 4.1 机构投资者的投资回报目标比较

投资机构	投资回报目标
新加坡政府投资公司	长期年均投资回报率超过 G3 通胀率 5%（其对外公开的目标是长期投资回报率超过通胀率）
新西兰政府退休基金	在 20 年的时期内，缴纳新西兰税收以前的年投资回报率至少超过无风险利率 2.5%
澳大利亚未来基金	长期年均投资回报率至少超过 CPI 指数 4.5% ~ 5.5%
耶鲁大学基金会	7%
一般的养老基金	4% ~ 8%
一般的资产管理公司	4% ~ 9%

资料来源：彭博资讯；各基金公司年报。

而不同类型机构投资者的投资组合的回报率则存在十分显著的差异。其中，典型的央行组合，实际回报率仅为 0.98%；典型的养老金组合，实际回报率则为 5.75%。如表 4.2 所示：

表 4.2 不同类型投资组合的投资回报目标比较

典型组合	实际年均收益率 (%)	年化收益率的标准差 (%)	10 年持有期内实际收益为负的概率 (%)
典型的央行组合	0.98	1.24	37
典型的养老金组合	5.75	12.45	12.5
全部美国股票的组合	7.11	19.37	13.3

资料来源：根据 1946 ~ 2004 年的公开数据整理。



另外，投资回报目标可以是名义回报（如6%），也可以是实际回报（如G7通胀率+3.5%）。对于短期投资者，两者没有明显的区别；但长期投资者的一个重要目标是保持投资组合的实际购买力，而实际回报目标有利于反映投资组合的购买力变化情况。目前，大部分主权财富基金、捐赠基金都以实际回报作为投资回报目标。

实际回报目标中的通胀基准可以使用G7通胀率或G3通胀率。两者没有太大差别，但G7数据更加容易获得，也更为准确。

鉴于此，大多数主权财富基金采用实际回报作为投资回报目标，并以G7通胀率作为通胀基准。

除了上述投资回报目标的设定外，还要分析主权财富基金的风险容忍度。主权财富基金的风险容忍度包括以下几个方面的因素：

风险衡量指标。对风险目标难以找到一个十分明确的表述，主要原因是没有任何一种数量指标可以完全满足度量组合风险的要求。虽然标准差是一个常用指标，但它主要适用于短期投资者。对于长期投资者，下行风险（shortfall risk，指投资组合在特定投资期内未能达到回报目标的概率）是更为有效的风险衡量指标。因此，许多主权财富基金、捐赠基金采用下行风险作为投资组合的主要风险指标。

风险容忍度。为了获得超过美国国债的回报率，必须承担一定的风险。预期回报越高，所承担的风险也越高。在投资回报目标和战略资产配置确定以后，对应的风险水平也随之确定。在确定风险容忍度时，要明确实现投资回报目标必须承担的风险，并确保投资组合实施过程中承担的风险不过高也过低。

由于现金流稳定、流动性需求低，大部分主权财富基金采取长期的投资视角，容忍短期的回报波动，在一定程度上增加非流动性资产的配置，以获得较高的长期投资回报。另一方面，由于近年来主权财富基金备受各利益相关方和国际社会的关注，媒体关注程度高（Headline Risk）。此外，大多数主权财富基金起步于20世纪90年代，人力资源、投资经验的约束以及投资回报目标等因素决定了不能承担太大的风险。这些方面结合在一起决定了大部



分主权财富基金的风险回报目标应该都是比较稳健和中性的。

风险政策：关注整体风险和长期风险。在考虑投资风险时，应着重关注境外投资组合的整体风险，而不是个别资产的短期波动风险。部分资产的投资回报高，短期波动大，但与其他资产相关性低，其风险可以被有效分散。因此，只要投资整体的风险指标不超过限定区间，个别资产的风险可以更高。一般而言，定量风险衡量方式通常不足以掌控整体的投资组合风险。对于长期投资者而言，无需特别关注短期波动，不必过度倚重定量风险衡量方式来管理风险。过度倚重定量风险衡量方式可能造成短期行为和对业绩的短视，对投资组合的表现产生负面影响。杠杆对冲基金或股票经纪公司在资产价值下跌时必须削减所持仓位，理由是它的“风险价值”提高，更易遭受杠杆借贷带来的损失；相反，主权财富基金、捐赠基金在资产价值下跌时通常会增加仓位，因为价值下跌反而会使其估值更具吸引力。换言之，长期投资者具有时间优势，不必完全采用为短期投资者设计的风险标尺，因为两者的视角是完全不同的。

主权财富基金的战略资产配置研究

主权财富基金的资产配置决策就是把主权财富分配到不同的资产类别中，以达到分散风险、确保收益的目的，包括战略资产配置（Strategic Asset Allocation, SAA）和战术资产配置（Tactical Asset Allocation, TAA）。战略资产配置决策反映主权财富基金的长期投资目标和政策，主要在投资初期确定各资产类别（权益资产、固定收益资产、另类资产）的优化配置比例，是控制整体投资风险并满足投资回报目标的最重要决策；战术资产配置决策是在保证长期目标实现的基础上，在计划投资期限内为获得更高的超额收益，锁定或者减少中短期的投资损失，对战略资产组合进行再平衡。有学者（Arnott, 1985；Brinson 等人, 1986, 1991；Ibbotson and Kaplan, 2000；Hamelink 等人, 2001）研究表明，在投资组合管理过程中，无论从定性角度还是从定量角度，资产配置决策特别是战略资产配置都占有极其重



要的地位（如图 4.3 所示）。

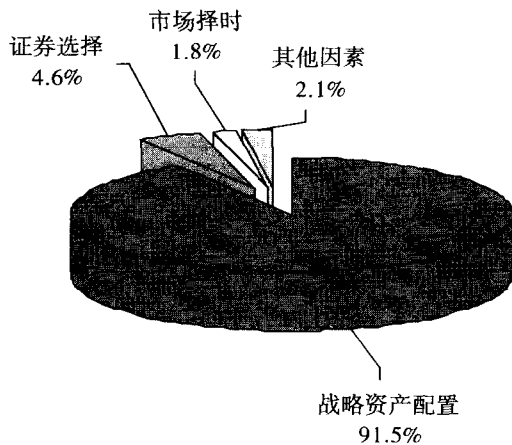


图 4.3 不同因素对投资组合业绩的贡献度

资料来源：Brinson, Singer and Beebower (1991), Determinants of Portfolio Performance II: An Update, *Financial Analysts Journal*。

主权财富基金战略资产配置决策的主要任务是在既定的投资目标下确定长期资产组合中所包括的资产类别，以及确定最能满足投资者长期回报—风险目标的最优资产权重结构。主权财富基金进行战略资产配置决策时，通常需要考虑未来现金流的积累与取用规则以及已知的制约因素（如流动性需求和融资需求、投资期限以及法规要求等）；在对市场进行判断时，需要特别注意所参考历史时期的时间窗口与预期投资组合的持有期限保持一致。

主权财富基金的资产配置在整个投资管理过程中是一项非常重要但又相对复杂的工作，应该考虑构建相应的决策支持系统，以提高管理水平、改善决策效率。主权财富基金资产配置的决策支持系统应当包括以下六个子系统（如图 4.4 所示）：

1. 投资参数设定系统：应主要包括主权财富基金现金流的累积与取用规则、资产—负债的现金流预测、设定投资回报目标与风险容忍度。

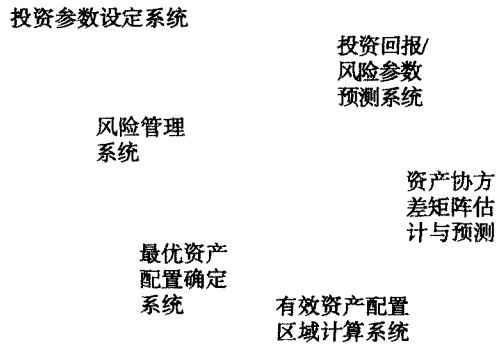


图 4.4 主权财富基金资产配置的决策支持系统

2. 投资回报—风险参数预测系统：建立宏观经济模型等预测模型，预测不同期限全球股权、固定收益、另类资产等的投资回报—风险参数。

3. 资产协方差矩阵估计与预测：对于多种资产的配置而言，波动性和风险度量需要计算不同资产类别之间的方差、协方差。由于投资回报率真实协方差矩阵是无法观察到的，所以需要对方差—协方差矩阵（Variance - Covariance Matrix）进行估计与前瞻性预测。

4. 有效资产配置区域计算系统：由于各类资产未来的风险—回报存在不确定性，假定风险—回报在一定区间内波动，则给定的有效边界不再是一条曲线，而是一个有效边界区域。有效边界区域内的所有投资组合都是有效的。

5. 最优资产配置确定系统：根据有效资产配置区域，结合国际机构投资者资产配置的经验以及主权财富基金投资的实际情况，确定特定主权财富基金的最优资产配置，包括：（1）满足长期投资目标的战略资产配置；（2）在保证长期投资目标的前提下，为了实现超额收益或者锁定中短期投资损失而对战略资产配置进行的再平衡策略，即战术资产配置；（3）积极



执行上述资产配置决策，动态灵活地选择具体的金融资产及实物资产构成最优的投资组合。

6. 风险管理系统：主要包括风险识别和计量、风险管理和风险预算。

投资组合的资产类别选择

当资金规模达到一定程度后，战略资产配置将成为投资回报的决定因素。选择合适的资产类别并有效配置，可以减少投资组合整体的波动性，降低下行风险。

资产类别划分应该从风险—回报特征、与宏观经济和金融市场的关系及回报驱动因素等基本面着手，同一类别资产应具有相似的基本特征。这样，不同资产类别之间的相关性较低，能在投资组合中发挥相应作用，有效分散风险。在多种宏观经济和金融市场环境下，投资组合中都能有表现较好的资产类别，从而减少投资回报的波动性。

从功能角度分类，我们认为，资产可以分为资产增值类资产、对冲宏观/市场风险类资产和分散类资产，具体见下图：

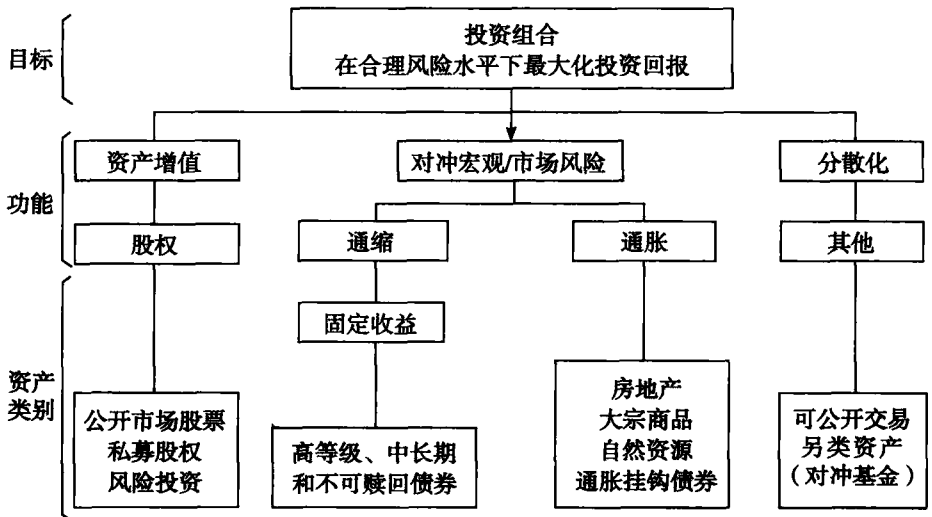


图 4.5 资产的功能划分



其中，股权是长期投资回报的主要来源，具有资本增值功能，但价格波动性较高。固定收益能提供稳定的现金流，在通货紧缩的情况下能取得较好的投资回报，确保投资组合的安全。固定收益应该保证一个基本的配置比率，而且配置比率越低，对固定收益的质量要求就越高。在突发金融偶然事件时，只有高等级、中长期和不可赎回债券具有保值功能。房地产、大宗商品、自然资源和通胀挂钩债券的主要功能是对冲通胀风险，如投资回报目标是实际回报（如G7通胀率+3.5%），则应该积极配置这类资产。可公开交易另类资产在多种市场环境下都可能取得良好的回报，能分散投资组合的整体风险。图4.6显示了各类资产的预期回报与相应的风险特征：

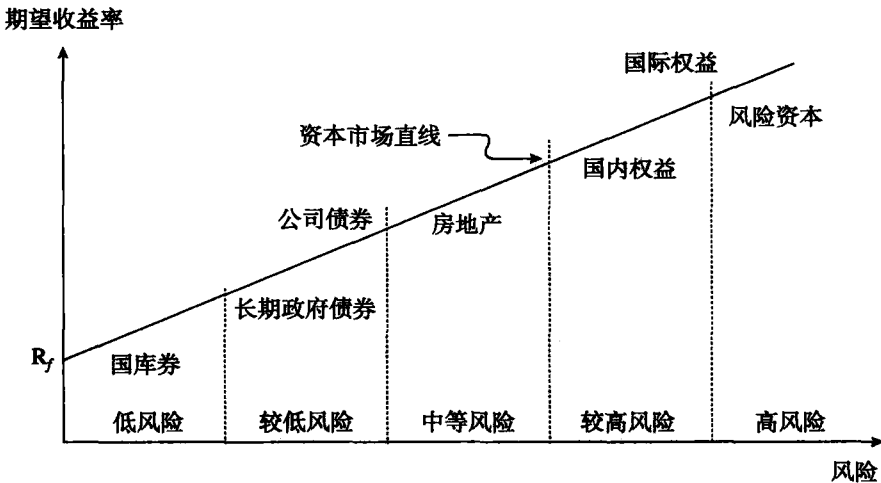


图 4.6 各主要资产类别的风险—回报替代关系图

主权财富基金在对各类资产的预期回报、风险特征、流动性等特性进行分析的基础上，结合其投资目标、风险容忍度及所受限制，确定哪些资产类别进入长期投资组合范围，图4.7列出了俄罗斯、挪威、迪拜、科威特、新加坡及卡塔尔主权财富基金对资产类别的配置情况。

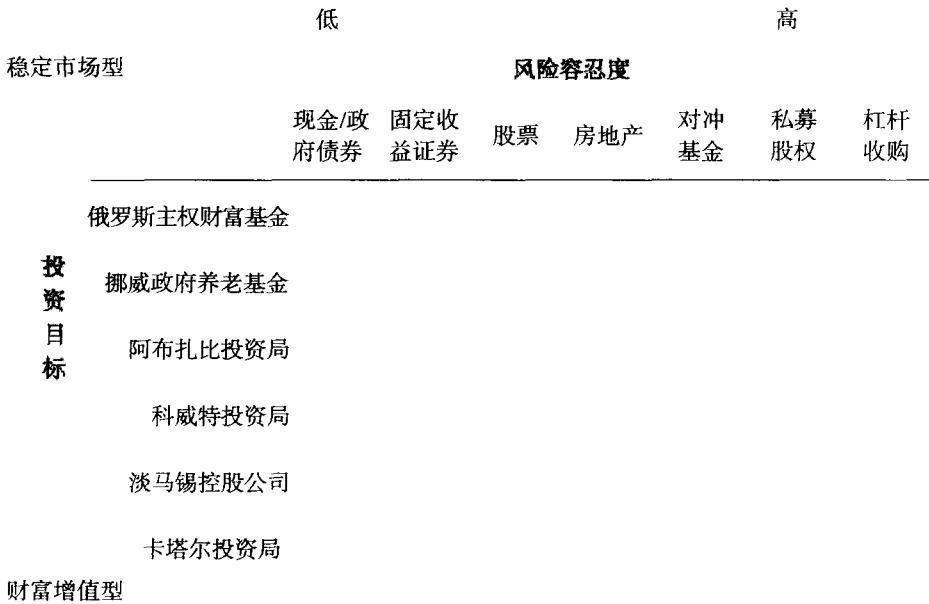


图 4.7 主权财富基金关于资产类别的配置

不同资产、不同持有期的风险—回报特征

一般将资产分为收益性资产和成长性资产两大类。收益性资产主要是固定收益证券；成长性资产则包括股票、房地产和另类资产，其中另类资产包括私募股权、对冲基金和大宗商品（表 4.3 中实物资产也属于另类资产）等。各具体资产类别的特征如下：

从历史数据来看，收益性资产的回报较低，股票的回报高于收益性资产，而另类资产的回报最高。此外，收益性资产可能获得的阿尔法回报（超过市场基准回报的额外回报）也较低，资产管理人之间的业绩差异较小。而成长性资产的阿尔法回报较高，资产管理人之间的业绩差异可能会很大。



表 4.3 不同类型资产的风险—回报特征

资产类别	代表指数的历史 风险—回报	预计长期投 资回报区间	回报特征	在投资组合中 所起作用
发达国家 G10 股票	标普 500 总回报指数 (1987.2 ~ 2007.8) 年回报: 11.04% 标准差: 14.46%	8% ~ 10%	波动率中等; 驱动 因素: 股票自身风 险回报、发达国家 经济增长	承担较高波动风险获 得较高回报, 风险可 通过加入其他资产部 分散
新兴市场 股票	MSCI 新兴市场指数 (1996.1 ~ 2007.8) 年回报: 7.7% 标准差: 22.8%	10% ~ 12%	波动率高; 驱动因 素: 股票自身风险 回报, 新兴经济 增长	抓住新兴经济增长带 来的机遇, 可能实现 很高回报, 但增加波 动性和风险
固定收益	巴克莱 全球债券指数 (1990.8 ~ 2007.8) 年回报: 7.11% 标准差: 5.10%	5% ~ 7%	波动率较低, 稳定 现金流; 驱动因素: 全球货币政策、企 业信贷和消费信贷	作为组合中核心的稳 定回报的资产, 产生 的稳定现金流有利于 组合运作
另类资产	对冲基金 加权指数 (1990.1 ~ 2007.8) 年回报: 13.83% 标准差: 6.60%	15% ~ 20%	波动率高; 驱动因 素: 宏观和特定机 会、获取阿尔法回 报、低流动性带来 溢价	回报较高, 与其他资 产相关性低, 可以提 高组合总体投资回报 水平
实物资产	摩根士丹利 房地产信托 基金指数 (1996.1 ~ 2007.8) 年回报: 14.33% 标准差: 14.44%	12% ~ 15%	波动率可能较高, 与通胀高度相关; 驱动因素: 全球经 济增长或通货膨 胀、全球供给和需 求增长	作为对冲通货膨胀的 资产, 提供与其他资 产相关性较低的回报



从持有期来看，短期内，股票的风险要高于债券。但有学者^①研究发现，长期来看，股票的平均收益率超过债券，并且风险降低。因此，对于主权财富基金这类长期机构投资者，股票资产事实上是相对安全的资产，战略资产组合中可以配置较高比率的股票资产。

如图 4.8 所示，若以 10 年持有期限计算，即使最差的美股表现也好于债券；当持有期限达到 20 年时，股票表现甚至从未落后于通货膨胀率。

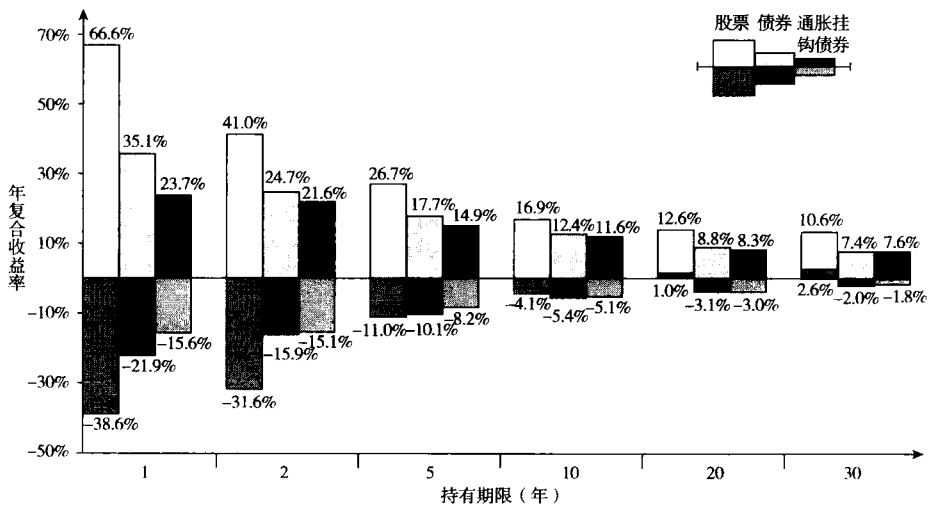


图 4.8 1802 ~ 1997 年美国股票、债券与短期国债的回报

资料来源: Siegel J. J. (1998), *Stocks for the Long Run*, McGraw Hill.

风险预算与资产配置

风险预算将风险作为一种稀缺资源，考虑如何在不同资产和外部管理人之间分配风险，从而最大化投资回报。在风险预算的过程中，首先要明确风险的衡量指标，然后确定风险容忍度（即总体风险限额），并在不同资产和管理人之间分配风险。对于主权财富基金等长期机构投资者来说，根

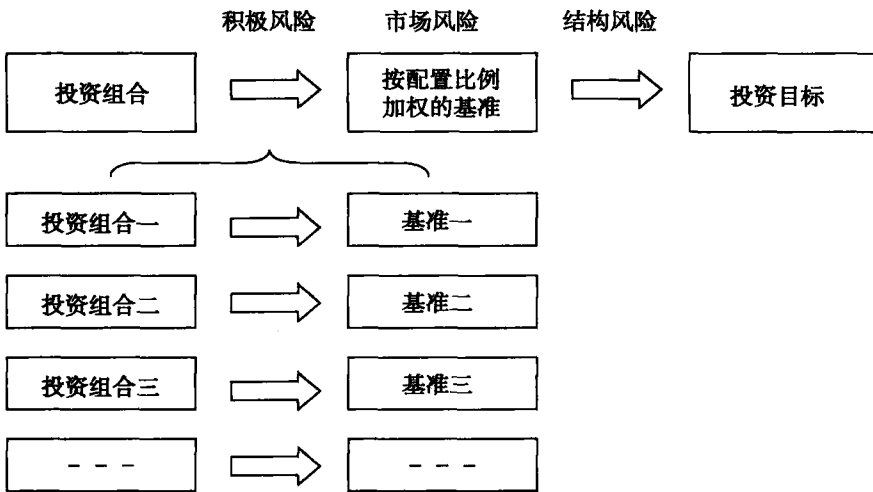
^① 包括 Modigliani & Sutch (1966)、Stiglitz (1970)、Jeremy Siegel (1994)、Bodie (1995)、Malkile (1996)、Glassman & Kevin (1999) 和 Campbell(2003) 等。



据资产管理的不同阶段及风险的不同来源，可以将投资组合的风险分解为市场风险（Market Risk）和积极风险（Active Risk），风险预算也相应分为两个层次。

第一层次是在战略资产配置阶段。这一阶段要确定可以投资的资产类别，对资产的回报—风险和相关性进行预计，并在不同类别的资产之间进行选择。战略资产配置方案反映了投资者的风险偏好及风险在不同资产类别之间的分配。

均值—方差最优化是在给定的风险水平下，在不同类别的资产之间分配资金，以最大化投资回报。在风险容忍度的范围内，将资金分配到不同资产类别的过程，同时也是风险在不同类别的资产之间进行分配的过程。因此，战略资产配置确定了各类资产的风险—回报特征以及市场风险在各类资产之间的分配。可以说，战略资产配置反映了对股票、固定收益等公开交易资产的市场风险预算以及对其他资产的总风险预算。



第二层次是在外部管理人选择阶段。在这一阶段，需要解决的是股票、固定收益等公开交易资产的积极风险预算。关注的是投资组合相对于基准指数的表现，即积极回报（Active Return，又称“阿尔法回报”）和积极风险。



通常所讲的“风险预算”一般指的就是对公开市场产品积极风险的预算，因为对市场风险的预算已经包含在战略资产配置过程中了。

对于主权财富基金等长期机构投资者而言，战略资产配置决定了投资组合最主要的风险，即市场风险，积极风险一般较小。由于积极风险和市场风险之间相关性不高，所以有较好的风险分散效果。因而承担一定的积极风险对总风险的影响一般较小。

以上两个层次风险预算使用的主要衡量指标参见下表：

表 4.4 风险预算使用的主要衡量指标

	指标	定义	备注
第一层次：市场回报—市场风险	标准差	投资回报的标准差	标准差越大，投资回报的不确定性越大。
	下行风险	投资回报低于目标回报率或其他回报率概率	适用于衡量投资组合的长期风险。
第二层次：积极回报—积极风险	跟踪误差	投资回报相对于基准指数的超额回报的标准差	积极风险的衡量指标。积极风险是外部管理人偏离基准进行积极投资而承担的风险。
	信息比率	外部管理人相对于基准的超额回报除以跟踪误差	因承担一单位的积极风险而产生的积极回报。

此外，由于各类资产的业绩基准加总与投资回报目标之间可能存在一定的不匹配，所以可能存在结构风险，即所有资产都达到业绩基准，但总体投资组合的回报低于目标回报的风险。根据相关学术研究，对于资产规模较大的投资组合，长期结构风险一般都可以忽略。

管理人选择阶段的风险预算考虑的是如何在不同类型的管理人之间分配积极风险，从而在合理的积极风险水平下获得相应的积极回报。积极风险的衡量标准是跟踪误差（tracking error）。跟踪误差定义为投资回报相对于基准指数的超额回报的标准差。比如，新加坡政府投资公司公开市场组合部分的



积极风险限额是跟踪误差不超过 150 个基点。而挪威央行投资管理公司的积极风险限额由财政部给定，也是跟踪误差不超过 150 个基点，但挪威央行投资管理公司近几年的实际跟踪误差平均约在 50 个基点左右。英国精算学会 (Faculty and Institute of Actuaries) 的工作报告指出，“对于大多数的养老基金 (Pension Scheme)，由于积极管理和外部管理人选择带来的以跟踪误差衡量的积极风险在 0~5% 之间，大多数养老基金的积极风险水平为 2% 左右。”

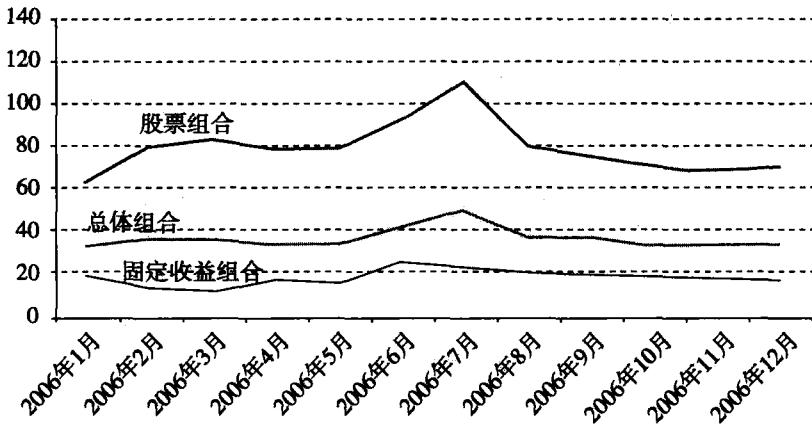


图 4.9 2006 年按月预测的股票、固定收益和总体组合的跟踪误差

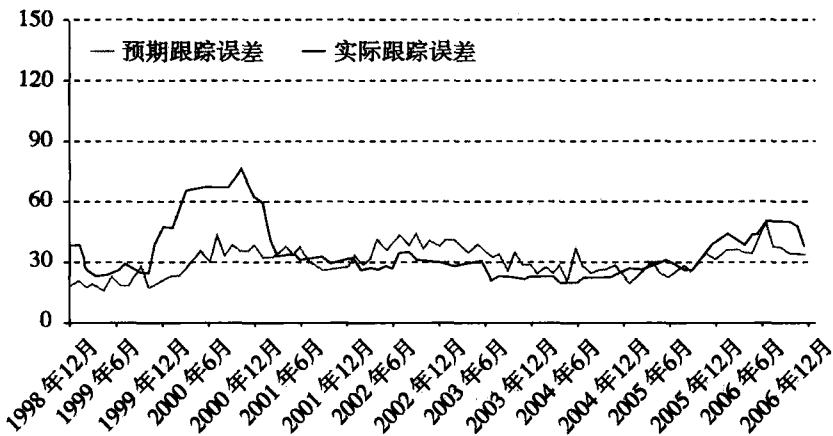


图 4.10 1998 年以来的实际和预测的总体组合跟踪误差



主权财富基金的战略资产配置实践

由于风险容忍度、预期收益、流动性要求、投资成本、专业技能、风险管理水平、国家需求等方面的差异，各主权财富基金的战略资产配置不尽相同。表 4.5 列出了全球主要主权财富基金的战略资产配置。

表 4.5 主要主权财富基金的规模、管理与战略资产配置

国别	基金名称	资产	资金来源	投资战略与战略资产配置
阿联酋	阿布扎比投资局/阿布扎比投资委员会	2 500 亿 ~ 8 750 亿美元之间	石油	全球大型投资机构。投资战略和资产配置不明。
挪威	政府全球养老基金	3 080 亿美元（截至 2007 年 3 月 31 日）	石油	在全球范围内配置资产，其中 40% 用于股票投资，60% 用于全球固定收益投资。
沙特阿拉伯	沙特阿拉伯投资局	2 500 亿美元以上	石油	全球大型投资机构。虽然知道资产规模，但仅大致了解投资战略和资产配置。
科威特	科威特投资局：一般储备基金和未来基金	1 600 亿 ~ 2 500 亿美元	石油	一般储备基金在当地、阿拉伯以及国际金融市场上进行投资。未来基金按照其董事会批准的投资方针，在全球范围内配置资产。
新加坡	新加坡政府投资公司	1 000 亿美元以上	其他	在全球范围内配置资产（未公布）。投资于各种主要资产。
新加坡	淡马锡控股公司	1 000 亿美元以上	其他	战略资产配置权重不明。截至 2006 年 3 月，38% 投资于新加坡资产，40% 投资于亚洲其他国家，20% 投资于经合组织各成员国，2% 投资于“其他”国家。



(续表)

国别	基金名称	资产	资金来源	投资战略与战略资产配置
中国	中国投资有限责任公司	2 000 亿美元	其他	N/A
俄罗斯	石油稳定基金	1 270 亿美元 (截至 2007 年 8 月 1 日)	石油	主要投资于固定收益资产, 其中 44% 为美元, 46% 为欧元, 10% 为英镑。
澳大利亚	澳大利亚未来基金	420 亿美元 (截至 2007 年 5 月 1 日)	其他	N/A
文莱	文莱投资局一般储备基金	300 亿美元	石油	构建了由金融资产和实物资产组成的一个大规模全球资产组合。战略资产配置未公布。
韩国	韩国投资公司	200 亿美元	其他	计划进行全球资产配置。战略资产配置未公布。
加拿大	阿尔伯特遗产储蓄信托基金	150 亿美元 (截至 2007 年 3 月 31 日)	石油	在全球范围内进行战略资产配置, 30% 为固定收益, 45% 为股票, 10% 为不动产, 15% 为另类资产。
智利	经济和社会稳定基金	98.3 亿美元 (截至 2007 年 7 月 31 日)	铜	战略资产配置是: 72% 为政府债券, 28% 为美元、欧元和日元货币市场工具。
博茨瓦纳	普拉基金	250 亿美元以上	钻石	投资于工业化经济体的上市股票和固定收益工具。由于新兴市场可能高度依赖初级产品, 该基金不在新兴市场进行投资。

数据来源: IMF。



主权财富基金战略资产配置的发展趋势

从近年来全球主权财富基金的投资实践来看，主权财富基金的资产配置决策有如下变化趋势：

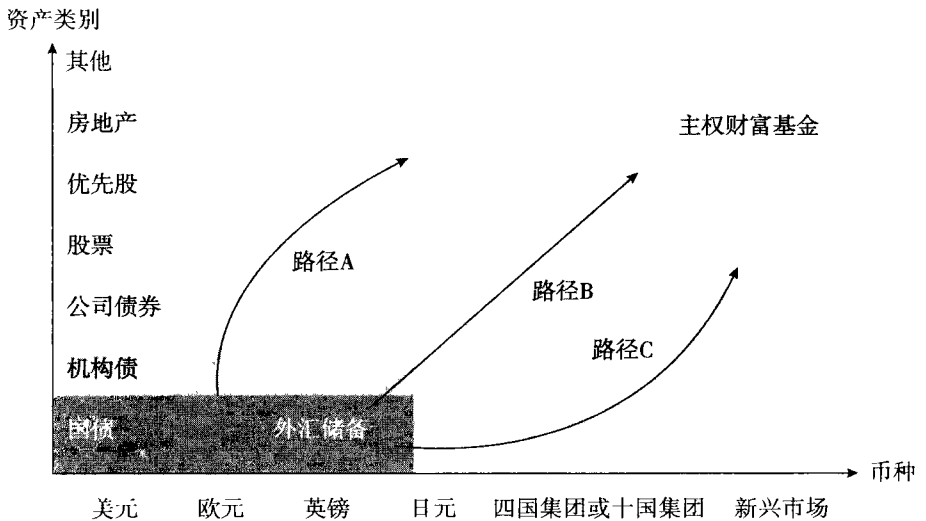


图 4.11 主权财富基金资产配置变化趋势

资料来源：摩根士丹利（2007）。

大量转向风险资产。近年来，各国主权财富基金战略资产配置决策与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、股权投资等风险资产。基于自下而上的分析框架，瑞银（UBS）估计目前全球的主权财富基金有 50% 投资于固定收益资产，40% 的资产投资于股权，其余则投资于另类资产（如房地产、私募基金和对冲基金）。其中，资金来源于商品的主权财富基金在股票市场上的投资比重较低，例如沙特阿拉伯货币局和挪威央行投资管理公司等；而资金来源于非商品的主权财富基金在股权上有更高的配置，例如新加坡淡马锡控股公司、马来西亚国库控股公司等。

以挪威央行投资管理公司为例，1996 年前，央行投资管理机构几乎全



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年挪威银行放宽了央行投资管理机构对股票投资的限制。当前，央行投资管理公司投资组合中，股票占比30%，其余部分为固定收益资产。最近，挪威央行表示考虑投资于房地产、基础设施和私募基金，并且建议财政部逐渐将战略投资组合中的房地产和基础设施投资增加到10%，私募基金投资增加到5%。

摩根士丹利的研究认为，随着主权财富基金的日趋成熟，其战略资产配置将更倾向于权益资产和另类资产，并给出了成熟主权财富基金理想的战略资产配置模式：25%的债券资产；45%的权益资产；30%的另类资产。

从美元资产转向非美元资产。较早成立的中东主权财富基金主要持有美元资产，理由有二：一是石油以美元计价；二是它们的货币与美元挂钩。但在美元持续贬值及美国次贷危机爆发后，对美元资产的需求减退，2007年第三季度美元占全球外汇储备比率降至历史低点。根据国际货币基金组织的数据，截至2007年9月底，美元占外汇储备的比率为63.8%，前一季度为65%；欧元则从25.5%增加至26.4%。虽然这种投资的速度不会太快，而且也不会消耗掉这些国家拥有的全部或多数美元，但表明它们的币种配置策略发生了重大转变。相应的，当前主权财富基金乐意采取高风险策略以获得更高回报，投资重心正逐渐将转向欧元资产和新兴市场。

从组合投资向战略投资转变。主权财富基金特别是亚洲的主权财富基金对于金融领域的偏好以及对一些欧美国家大型企业的并购，反映出这些基金在向战略投资转变：期望通过金融领域的投资来支持国内的金融事业的发展。正如卡塔尔财政部长及经济贸易部代部长尤素福·侯赛因·凯马尔（H. E. Youssef Hussein Kamal）所说：“我们在投资的时候，会从财务角度来看投资的回报率，但更会看这笔投资对社会和国家的影响，更重要的是通过投资来对本土输入先进的管理技术和人才。这也是我们会以比对手公司溢价50%的代价去赢取投资机会的原因，通过投资我们可以获得自己想要的东西。这是个判断的问题。”

2007~2008年，有将近90%的主权财富基金（大约为607亿美元）在金



融领域投资，其次是房地产领域（约为47亿美元）、零售领域（约为23亿美元）。值得关注的是，主权财富基金一直以来都比较倾向于投资金融领域。事实上，2007年，在次贷危机发生之前，主权财富基金有一半的投资在银行。在2006~2007年，淡马锡控股公司有38%投资在金融领域。同时，主权财富基金也购买了大量金融机构的股权，包括汇丰、中国工商银行、巴克莱银行、德意志银行和渣打银行。

主权财富基金的战术资产配置研究

对于主权财富基金等长期投资者而言，战术资产配置是基于对短期市场趋势的判断，主动积极调整组合战略资产配置的一种动态策略。这一策略旨在系统运用不同资产或子资产类别均衡价值的短暂失衡或市场无效率来获取超额收益。长期来看，战略资产配置是多样化资产组合总体收益的决定因素；而战术资产配置可能为总体组合增加一定的边际收益。根据美国先锋投资公司（Vanguard，2006）的一项研究，一些战术资产配置策略可以增加收益，但从长期看，平均而言，战术资产配置并不能显著增加超额收益。

一般而言，战术资产配置的目的是通过增持预期表现相对出色的资产，同时减持预期表现不佳的资产，以期实现增值。战术资产配置的投资组合通常包括股票、公司债券和美国国债，但也可包括其他资产，诸如货币、大宗商品以及其他另类资产。战术资产配置模型可进一步细分到子资产类别，例如将成长型和价值型股票、发达市场与新兴市场国家股票或公司债券和国债纳入战术资产配置的框架中。

从经济学角度来看，战术资产配置基于一个重要假设，即各类资产的相对回报可能短暂地偏离均衡水平。因此，投资者通过系统性投资（通常是逆向）策略，可以获取超额收益。例如，2000年股票市场回归均衡水平之前，股票和债券间的均衡价差远高于其长期波动区间。战术资产配置策略则可能识别这一失衡现象并在股票市场泡沫破裂之前，及时建议减持股票。通过及



时下调战略配置中的股票资产，可实现组合价值的提升。

战术资产配置的收益来源

战术资产配置策略旨在通过预测系统（或市场）风险因素并增持预期近期可能有出色表现的资产类别，从而实现增值。被动指数化策略也从系统性风险因素中获取回报，然而，采用被动策略时，投资者仅从假设市场风险中获得报酬（该市场风险主要由以下因素导致：因子（如利率）变化、期限结构变化、特定业务和行业冲击以及非预期通胀冲击）。换言之，被动回报来自市场波动性（简称贝塔回报），而战术资产配置回报旨在通过假设系统性风险，得出预期市场的超额回报（简称阿尔法回报）。与战术资产配置相似，证券选择策略同样致力于获得阿尔法回报，但这里的阿尔法回报假设的是与系统性风险不同的具体公司风险。

表 4.6 不同投资策略的回报—风险空间

	系统性风险	非系统性风险
贝塔回报 (Beta Return)	指数策略：从承担系统性风险中获取收益	—
阿尔法回报 (Alpha Return)	战术资产配置策略：从规避系统性风险中获取超额收益	传统积极管理策略：从证券选择中获取超额收益

经济周期与战术资产配置

不同类型的资产在经济周期各个阶段的表现存在较大差异，因而存在着根据各主要资产类别短期回报率变化进行适时操作的机会和空间。2004 年底，美林证券发布了一份题为“投资时钟”的研究报告，该报告分析了 1973 ~ 2004 年间美国股票、债券和现金资产在经济周期各个阶段的实际回报率，这项研究的结论表明：正确识别经济周期对于提高组合投资的回报率十分重要



(如图 4.10 所示)。美林在分析经济周期和投资回报率的关系时，也是将经济周期划分成四个阶段：在经济复苏阶段，股票是最好的投资类别，年均实际回报高达 19.9%，大大高于其他类别的资产；在经济过热阶段，股票和债券的回报率大幅下降，而商品的实际平均回报率高达 19.7%，是最好的投资类别；在滞胀阶段，股票、债券回报都很差，现金的实际回报率尽管是 -0.3%，却是最好的资产；在衰退阶段，债券是回报最好的资产。

表 4.7 1973 ~ 2004 年美国经济周期不同阶段各类资产的实际回报率 (%)

阶段	债券	股票	商品	现金
I：衰退	9.8	6.4	-11.9	3.3
II：复苏	7.0	19.9	-7.9	2.1
III：过热	0.2	6.0	19.7	1.2
IV：滞胀	-1.9	-11.7	28.6	-0.3
平均	3.5	6.1	5.8	1.5

数据来源：美林证券。

高盛公司的研究也得出了类似结论。因此，经济周期的变迁决定了各类资产相对回报率的变化。正确识别经济周期对于采取战术资产配置策略提高投资组合的回报率十分重要。首先，我们可从供求基本面出发，采用自上而下的分析方法，选择产出缺口和通货膨胀的水平及其变化作为衡量指标，准确识别经济周期所处的阶段；然后，立足流动性，综合考虑各国政府所采取的货币政策对各类资产市场在持有期间或计划范围的预期回报率及其波动的影响；最后，采用自下而上的分析方法，在保证实现长期投资目标的前提下，分析、比较和评价战术资产配置方案，从而确定当前经济环境下最优的投资策略。

与传统的主动型策略相比，利用战术资产配置策略主要有两大优势：首先，相对于证券选择策略，战术策略在某些情况下能够以较低的交易成本获得执行。如果使用其他主动型策略，单个证券的交易通常需要巨大的交易费



用，而主要资产类别的战术转变可通过指数型流动性期货合约来完成，这样做的交易成本很低。其次，战术资产配置策略可得出更加独立的假设。与单个证券间的相关度不同，资产类别间的相关度较低。

制定战术资产配置策略的方法与步骤

美国先锋投资公司（2006）的研究表明，制定战术资产配置策略时，应当遵循如下方法与步骤：

第一，需要构建合理的预测模型。成功执行战术资产配置策略在很大程度上取决于构建出色的模型。机构投资者应当建立一套模型来预测超额回报，目的是利用一系列解释变量或指标，预测各类资产的回报率。一方面，应当对模型在样本期间进行检验，确保指标的有效性以及模型的解释能力。另一方面，模型在不同时期可能具备不同的预测能力，因此，通常需要多个预测模型来保证模型的持续有效性。此外，模型应根据结构性变化或对指标产生长期影响的其他因素进行动态调整。合理的预测模型应当包含具备经济意义的指标，并具有正确识别有价值指标的筛选机制。

第二，应当建立合理的决策流程。决定使用哪些指标以及如何将其进行整合的决策过程应体现经济学上的合理性。例如，一些预测方法使用高R平方值来决定一个指标是否具备可预测性以及是否应当被采纳。但尽管R平方值较高，经济学原理可能表明该指标不应该被采用。合理的模型应允许摒弃与经济学直觉明显矛盾的结果。

第三，应了解资产类别的增持和减持是如何决定和控制的。资产加权优化过程是评估模型时需要考虑的另一个因素。首先，增持或减持应该根据模型信息指标的综合强度按比率进行。如果某项策略建议大量增持某具体资产类别，组合经理应能够证明该模型在这方面的出色预测能力。投资者应回避那些基于微弱指标投入巨大赌注的组合经理。其次，增持或减持应适当限制偏离程度。可根据专门的决策规则来进行限制。例如，如果预测的股票风险溢价超过10%，那么组合经理应当增持15%的股票。或者，如果使用优化程序来决定资产类别的增持或减持，则可使用优化程序的模型来实施限制。传



统的均值—方差方法对预期回报高度敏感，并且通常导致某具体资产类别的大量增持或减持。布莱克—李特曼模型是可对这些极端结果进行修正的模型之一。该模型从均衡预期回报率开始，然后根据各资产类别的波动情况和相关性，以及对各预测模型的信任度，逐步推进。与传统均值—方差法相比，该模型得出的结果通常不那么极端。

第四，考虑战术资产配置策略的持续有效性。对策略的绩效进行评估，运用历史模拟与实际绩效进行比较。

在判断战术资产配置的持续有效性时，应从以下五个角度进行分析：一是分析重大事件。对重大事件期间的模型测试结果进行分析非常重要。这些重大事件可能引起各类资产回报率之间产生明显偏离，例如1987年10月美国股票市场崩溃或1998年8月俄罗斯债务违约危机。如果股票和债券回报非常接近，则增持两者当中任何一种资产的相对效益均非常有限；如果它们的回报率差异较大，那么就会有更多的获利机会，当然，亏损的可能性也更大。二是对模型在不同时期得出的结果进行分析。分析模型在不同时期的结果有助于发现该模型是否经受得起各种考验。三是分析中长期的策略表现。围绕短期回报的干扰因素太多，以至于找不到判断何种资产类别可能有较好表现的方法。我们不能期望战术资产配置策略每日或每月都能带来回报。然而经过一段时期之后，较有可能获得与经济变量、动能相关的某种模式或周期，或投资者情绪变化情况。随着时间的推移，或许3年，可能出现一些可利用的合理模型。四是选择恰当的定量和定性的绩效评估准则。与所有策略一样，当对战术资产配置策略进行评估时，综合使用定量和定性绩效衡量标准将大有裨益。五是投资成本的考虑。正如进行任何投资一样，成本会影响回报，因此应当对其进行评估。执行和投资管理的成本越高，战术资产配置策略获得成功的难度就更大。战术资产配置策略通常通过流动性期货合约来执行。相对于证券选择策略，这可能是一个优势，因为流动性市场中的期货交易成本通常低于单个证券的交易成本。然而，对战术资产配置策略而言，期货交易需要一定的专业知识才能实现成本效率，尤其是在执行全球战术资产配置策略时。此外，全球战术资产



配置和策略性子资产配置战略可能要求在非流动性期货市场进行交易，这可能导致较高的成本。

常用的战术资产配置指标

商业周期/宏观经济指标：这些指标旨在通过预测与商业周期相关的市场风险溢价和企业盈利变化而实现增值。被广泛使用的指标包括：期限差价（长期和短期债券间的收益率差别）、信用差价（高/低信用评级公司债券的收益率差异）、“非预期通胀”以及工业产量。商业周期变量指标通常经过一段中期投资中实现增值。

“美联储模型”指标：这涉及将收益率（市盈率倒数）与名义债券收益率进行比较以确定股票对债券的相对优势的模型。该指标的隐含意义是：股票和债券为争夺同一资金而竞争，因此回报率较高的资产类别应该在组合中给予增持。克利福德·阿斯耐斯（Clifford Asness, 2003）曾详细阐述过该方法的不足之处。

基本面估值指标：这是一个利用基本公司估值标准（如股息收益率、净价值市价比以及市盈率）来判断相对估值的方法。另一个是使用自上而下或自下而上的现金流估值方法，例如，利用股息贴现模型，根据市场价格和预测股息增长率来反向设计所需的回报率。基本面估值指标通常经过一段中期投资中实现增值。

动量指标：这类指标旨在通过跟踪短期市场动能实现增值。典型的动量指标包括：技术指标、盈利增长以及交易量变化。某些时候，动量指标可能会与基本面或商业周期指标相悖，例如在 20 世纪 90 年代出现的科技股泡沫期间。然而，当动量指标与基本面或商业周期指标完美结合时，它们能够带来互补性的短期增值。

人气指标：这些指标试图通过寻找人气极端水平的策略来实现增值，如消费者信心和边际借贷，来确认均衡回报的偏离情况。人气指标通常在中期投资中实现增值。



投资组合的再平衡

一般而言，主权财富基金等机构投资者的组合再平衡是指当投资组合的当前资产配置与目标配置出现偏差时，及时调整各类资产的权重以实现投资组合的资产配置初始目标水平的策略。再平衡是投资组合管理和风险控制的重要工具之一，有助于确保投资计划与投资目标相符。

再平衡的主要作用

风险控制。再平衡可能会降低投资组合获得极高回报的机会，但也降低了出现很差结果的可能性。而且，再平衡的主要作用是风险控制而不是提高投资回报。无论采用怎样的再平衡频率和策略，随着时间的推移，再平衡将有效地降低投资组合的下行风险和波动程度。因此，再平衡是风险与回报之间的权衡，它使得投资者避免了因市场急剧变化而对某些资产类别承担过度的风险敞口，也使得投资组合有效规避了所谓“热门资产”的泡沫陷阱。

实现长期投资目标。投资者经常会被一些表现良好的资产吸引而高买低卖，加剧了投资组合的波动程度和下行风险。再平衡则控制了这一冲动。再平衡可能迫使投资者大幅减持表现超越大市的资产并增持价格偏低的资产。尽管出售表现优异的资产似乎不符合直觉，但这一策略确保了低买高卖的投资原则，降低了下行风险，并有助于投资组合取得更高的长期回报。

在市场大幅波动的环境下，再平衡有助于将风险降至最低，并提高组合回报。在波动的市场环境中，选择不进行再平衡的投资者实际上是任由其投资组合随市场起伏（市场变化无常），无疑增加了组合的跟踪误差和波动程度。同时，在波动的市场环境下，买入并持有策略是一种被动策略，但可能表现较差。采取低买高卖的再平衡策略可能表现更为出色。尤其是在金融危机的极端情况下，长期投资者应当及时进行再平衡，以保护自身免受大幅波动的影响。



再平衡的成本

再平衡的成本主要包括固定成本、交易成本和机会成本。固定成本主要是指时间成本、人力成本等，这是与投资组合规模大小变动无关的成本；交易成本是指交易的税费等；机会成本是指采取一种投资组合模式所放弃的其他投资组合模式可能得到的回报。

尽管存在上述成本，但这些并不是完全不进行再平衡的理由。相反，这些因素是确定适当的再平衡策略时需要考虑的因素。市场剧烈波动时，为了使投资组合符合投资目标并降低风险，再平衡更为必要。因此，主权财富基金等机构投资者应根据投资组合风险容忍度以及潜在交易成本和费用情况来确定合适的再平衡策略。

再平衡的主要类型

定期再平衡。在固定时点（通常为每季度、每半年或每年），将投资组合再平衡调整至预先设定的投资组合权重（或调整至其目标区间）。通常情况下，投资组合的跟踪误差较低，因此，这一方法有利于被动策略。对于再平衡的频率而言，每天与每月的再平衡会产生较高的交易量和不必要的费用，回报率提升也并不显著。每年进行再平衡则会导致投资组合产生较高的跟踪误差。大多数主权财富基金、养老基金等机构投资者采取每季度、每半年进行再平衡。

临界再平衡。当投资组合偏离资产配置的区间时（例如偏离基准 $+/-2$ ）进行再平衡，其目的是将资产配置平衡至区间内或回到目标配置组合，区间的选择取决于投资者的风险容忍度。

现金流再平衡。当现金流正常运转时，机构投资者通过投资组合变化来不断进行再平衡，增持低估的资产，同时减持高估的资产。增持的资金来源于投资利润（利息收益、股息或股利）和非投资利润。

战术再平衡。战术再平衡允许各类资产的配置偏离战略资产配置。各类资产在不同时期可能具有不同吸引力。当且仅当某类资产权重超过目标权重且该类资产被严重高估，或者某种资产权重低于目标权重且该类资产被严重



低估时，才进行再平衡。

此外，再平衡策略需要考虑机构投资者能在多大程度上进行再平衡。一般而言，包括三类方式：（1）再平衡到策略目标：为保持最优的风险控制和减少跟踪误差，通过调整其资产比例，使投资组合回归原始平衡状态。在这种情形下，再平衡的成本可能会大于收益。（2）再平衡到临界值：再平衡到临界值可以减少交易成本，但可能导致投资组合次优。（3）再平衡到目标的一半：在此种策略下，再平衡的规模较小，但是再平衡的频率可能较高。

因此，主权财富基金等机构投资者的投资组合再平衡策略应考虑以下因素：频率误差的容忍度、再平衡程度、配置现金流的方法、选择监控和执行再平衡策略的投资管理人。

各类资产的特征与再平衡

建立与机构投资者投资偏好一致的再平衡策略，也取决于组合资产的特征。再平衡策略可能有效控制股票和债券组合的风险，但加入对冲基金、房地产和大宗商品等资产类别后，对投资组合进行再平衡未必能有效控制风险。斯坦利·普利斯卡和铃木清（Stanley R. Pliska & Kiyoshi Suzuki, 2004）曾系统总结了影响再平衡的资产特征：

相关性（correlation）：资产类别的回报之间若存在较高的相关性，则这些资产类别往往会同时运动。当组合中的所有资产的回报向同一方向运动时，资产配置权重趋向于保持不变，并同时降低对目标配置的重大偏离风险和对再平衡的需求。

波动性（volatility）：较高的回报波动性，将加剧资产类别权重的波动，增加对目标重大偏离的风险。波动性越大，说明越有必要进行再平衡。在波动性随时间变化的情况下，再平衡在波动发生时较为频繁。因此，如果我们把大宗商品纳入再平衡组合范畴，再平衡的频率可能需要适当提高。

预期回报（expected return）：对特定资产的回报预期较高，将导致该组合配置权重更快倾向于这一资产类别。组合各部分之间在预期回报方面的重大差异，增加了对目标重大偏离的风险，从而增加对再平衡的需求。



投资时限 (time horizon)：较长的投资时限，将增大组合游离目标配置的可能性，从而增加对回报目标重大偏离的风险。长期的偏离使得再平衡更加必要，同时也为弥补再平衡成本提供了更多时间。对于投资时限较短的组合而言，如果再平衡的成本较高，最优的再平衡频率将随着投资截止期的临近而逐步降低。

不同市场环境下的再平衡效应

美国先锋投资公司 (2006) 把市场环境分为三类：第一类是趋势市场 (Trending Markets)，即市场持续较长时间地上涨或下跌；第二类是均值回归市场 (Mean-reverting Markets)，与趋势市场相反，市场上涨一段时间后就开始下跌，跌至一定水平后再行上涨，交替反复；第三类是随机游走市场 (Random-walk Markets)，即市场变化趋势没有任何规律可循。在三类市场下，再平衡具有不同的效应。在趋势市场与均值回归市场下，再平衡可能降低回报率，但再平衡及其风险控制能力的效果并不受市场环境所影响。

在趋势市场下，如果是上行趋势，例如 20 世纪 90 年代中后期的美国股市 (科技泡沫)，再平衡导致较低的回报，投资组合将售出表现优秀的股票并买入表现较差的股票。如果是下行趋势，例如 2000 ~ 2002 年科技泡沫破裂后，再平衡不具有吸引力，再平衡组合将继续买入那些价格正在下跌的股票。从风险控制角度看，越是频繁进行投资组合再平衡，风险控制得越好，但交易成本也将大大上升。

在均值回归市场下，再平衡有助于提升回报率，因其充分利用了低买高卖的投资理念。从风险控制角度看，频繁进行再平衡的组合风险控制更为有效，但相应交易成本较高。

在随机游走市场下，再平衡带来的回报差异可以忽略不计，但季度再平衡组合的表现要好于从未进行再平衡的组合。从风险控制角度看，随着组合更加频繁地进行再平衡，超额回报率的平均波动性降低。但再平衡的成本随着频率的提高而显著增加。

此外，道富环球投资 (State Street Global Advisors, 2008) 对过去 30 年



不同市场环境的一项研究表明，再平衡的组合实现了合理的回报率，而风险要低得多。而且，在高波动期间，再平衡组合实现的回报率更高。

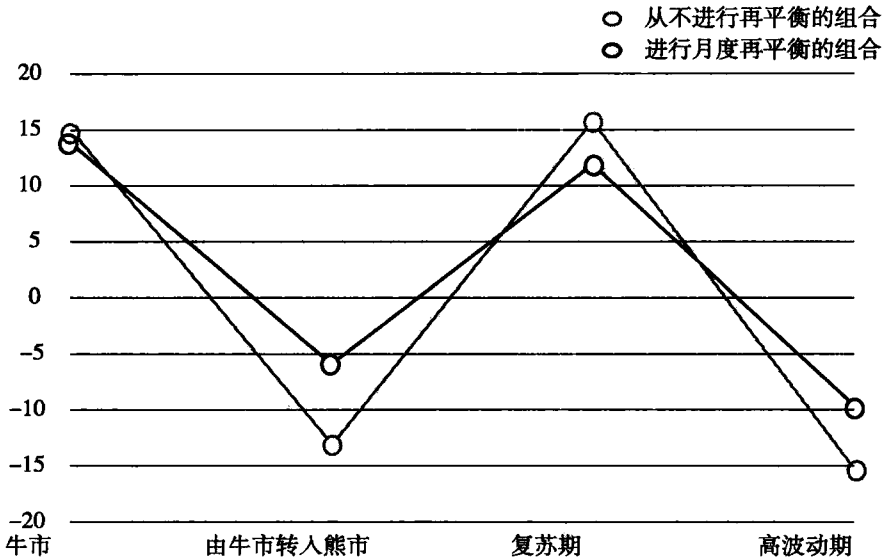


图 4.12 不同投资组合的回报比较

资料来源：道富环球投资（2008）。

国际金融危机以来主权财富基金的发展新趋势

2008 年，美国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。

据不完全统计，自 2007 年 7 月美国次贷危机爆发以来，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，例如阿布扎比投资局、淡马锡、科威特投资局、中投公司等。粗略地看，主权财富基金的投资行为具有以下特点：

不寻求控制权。主权财富基金新购买股份或可转换债券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注资、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，阿布扎比投资局、科威特投资局对花旗银行的投资占股比率低，持股比率尚未达到 10%，不需要经过美国外国投资安全审查委员会的审批。

以可转换债券形式为主进行投资。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；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、摩根士丹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。

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。

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，花旗银行共获得多家主权财富基金的注资 220 亿美元。淡马锡对瑞士银行注资达 97.5 亿美元，获得占总权益 9.8% 的可转债。

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此次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、新加坡政府投资公司、中投公司、韩国投资公司等。中东地区的主要投



资机构包括阿布扎比投资局、科威特投资局、卡塔尔投资局等。其中，淡马锡一家的投资总额就达到 173 亿美元。

危机期间的损失

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（参见表 4.8）。

表 4.8 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%
加州公共雇员养老基金		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 ²	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。

2. 由于存在计算误差，各类资产占的总计约等于 100%。

资料来源：相关投资机构主页及年报；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）。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。因此，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。

据公开媒体报道，主权财富基金在 2008 年的损失情况均较为严重（参见表 4.9）。其中，韩国投资公司的账面损失率高达 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 4.9 各大主权财富基金在 2008 年的损失情况

(亿美元)	2008 年估计 账面损失	管理资产总额		损失率 ¹
		至 2007 年底	至 2008 年底	
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%
新加坡政府投资公司	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 1 830 亿美元，新流入资本约为 590 亿美元。

资料来源：根据公开媒体报道整理。



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的典型投资组合结构，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 年初以来，共同基金损失较大，估计为 40% ~ 55%，美国养老基金遭遇 15% ~ 20% 左右的损失，对冲基金损失初步估计约为 15% ~ 18%。其中，美国最大的养老基金之一——加州公共雇员养老基金损失达 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的亏损。另据美国知名咨询公司剑桥联合研究顾问公司的统计，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% 的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 年全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 年损失惨重，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，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%。

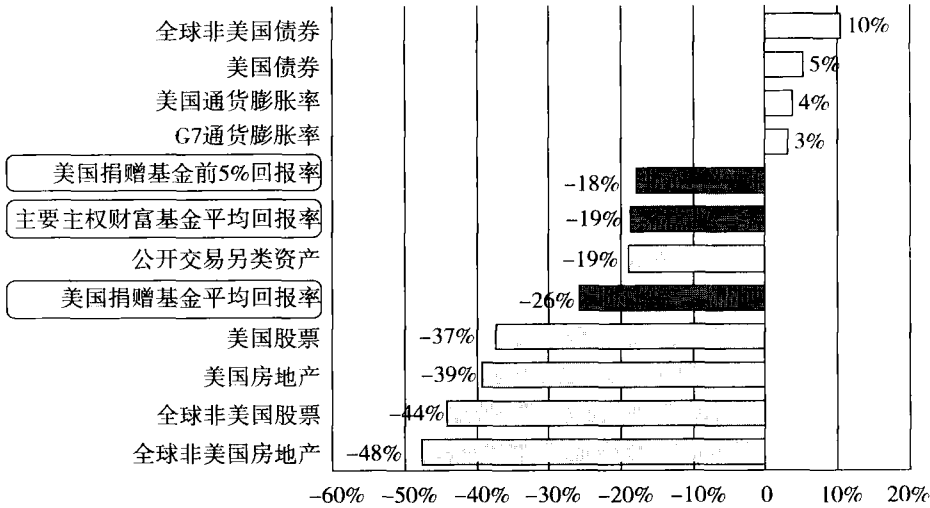


图 4.13 各资产类别及主要主权财富基金、美国捐赠基金 2008 年回报率比较

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 4.9 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：剑桥联合研究顾问公司；公开媒体报道；高盛经济研究。

主权财富基金管理规模增速趋缓

根据国际货币基金组织对主权财富基金的界定来估算，2008 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。出现这一趋势主要有以下几方面的原因：

原油价格下跌。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，包括阿联酋、阿曼、巴林、卡塔尔、科威特、沙特阿拉伯）成员国每天的原油出口量大约为 1 800 万桶，当原油价格为 140 美元/桶时，每天的出口就可以给它们带来约 25 亿美元的收入，但是当油价下跌至 70 美元/桶时，一



天的收入就下降至约 13 亿美元。

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 580 亿美元。但由于美国和欧洲经济下滑导致的需求疲软，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。

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。

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各经济体。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。

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来看，金融危机期间，投资本国市场的原因大致可分为以下三种：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，外国直接投资数量锐减，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有四个来源：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，国际货币基金组织等国际组织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，又由于政府财政状况不佳、政府信用评级低导致政府发债成本高，加之



外汇储备大幅缩水，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，卢布面临巨大的贬值压力。虽然俄罗斯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的外汇储备受到严重影响，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1/3的外汇储备（约2000亿美元）来缓解卢布贬值压力；截至2009年2月6日，俄罗斯外汇储备已经大幅降至3840亿美元。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。为缓解国内公司对外汇资金的迫切需求，俄罗斯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有战略意义的企业，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，俄罗斯将国家福利基金的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，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（约合54亿美元）的资金投入本国股市；澳大利亚未来基金在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。



主权财富基金资产配置与投资策略的调整

主权财富基金在危机后开始调整资产战略配置比重，并积极进行战术调整。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小概率事件。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。

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% 的公共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。

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；另一些基金则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自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。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。此外，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回报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、风险管理体的建设以及内部管理的完善等方面敲响了警钟。但金融危机后，国际主权财富基金及捐赠基金势必对资产配置、风险管理以及内部控制等方面进行反思与调整。



第五章

主权财富基金的公司治理

目前看，主权财富基金的公司治理是备受国际社会关注的重要议题。主权财富基金的公司治理问题，包括法律框架与组织模式、所有权结构、透明度以及社会责任等多个领域。

主权财富基金的主要法律框架

在目前世界的主要主权财富基金中，按照普遍采取的法律结构划分，可分为资产池型主权财富基金、特殊法律规范下的主权财富基金以及普通公司法规范下的主权财富基金三种形式。

资产池型主权财富基金

这类主权财富基金由一个资产池构成，不具备独立的法人资格，资产池由国家或中央银行拥有。国家法律通常制定特殊规则来规范这个资产池。在资产池法律地位以及与其他国家机构法律关系的界定上，由公开的立法条款作出特别规范。

资产池型主权财富基金的代表是挪威政府养老基金，其前身是政府石油基金，为财政部所有，并委托中央银行管理。1990年6月22日，挪威议会通过第36号法案《政府石油基金法》，成立“政府石油基金”，并颁布《挪威



政府石油基金投资指引》来具体规范该基金。2006年1月，政府石油基金更名为政府养老基金。挪威的政府养老基金遵守最严格的披露法则及道德标准。

俄罗斯国家福利基金也属于资产池型主权财富基金。在前总统普京的亲自提议和具体设计下，2007年12月6日俄罗斯通过《联邦财政法典新条例》，规定国家福利基金和储备基金于2008年2月1日正式成立，同时取消原俄罗斯稳定基金。稳定基金一分为二，拆分为储备基金和国家福利基金。2007年12月29日，俄罗斯颁布了N955号《储备基金管理程序》政府令，2008年1月19日，又颁布了N18号《国家福利基金管理程序》政府令，专门界定和规范主权财富基金的运作。

澳大利亚未来基金以及沙特阿拉伯货币局在法律结构上也采取了资产池型主权财富基金的形式。2006年，澳大利亚政府根据新颁布的《未来基金法》成立了未来基金，履行政府今后的养老金义务。

特殊法律规范下的主权财富基金

这一类型的主权财富基金由特殊的法律来规范，是由公法管辖的独立法人实体。在其法律地位以及与其他国家机构法律关系的界定上，是通过主权财富基金的组织法来规范的，它们通常公布在官方刊物和政府有关的主权财富基金的公报上，一般在网站上也会发布这些组织法。

这类主权财富基金以科威特投资局为代表，该基金是根据科威特48号法律于1982年成立的独立法人实体。该法律对其透明性和披露要求等都有具体规定，并有公司组织法条款明确规范此基金。

阿布扎比投资局也是这种类型的主权财富基金。1977年，阿布扎比投资公司按照2月24日签署的法令建立，是阿联酋阿布扎比酋长国所属的国有投资机构。类似的还有卡塔尔投资局，该基金为政府所有，代表政府投资，采用董事会管理模式。

普通公司法规范下的主权财富基金

该类主权财富基金采取私营公司的形式，国家持有100%的股权，通常适



用于普通公司法，也适用于其他针对主权财富基金的特许法律。在其法律地位以及与其他国家机构法律关系的界定上，通常由一国的公司法规范，一般在网站上也会发布公司治理结构的主要内容。

这种类型的主权财富基金是商业化的国有机构，以淡马锡控股公司为代表。淡马锡是依循新加坡《公司法》成立的投资控股公司，严格地作为商业主体运作，拥有独立的董事会和管理团队。同时，作为豁免私人企业，淡马锡控股不必像上市公司一样公开每年的财务报表。1991年通过的新加坡宪法第五号规章修订案进一步巩固了淡马锡的独立性，保护了淡马锡以往的资金储备，并维持其董事会的独立性。根据新加坡宪法第五号规章规定，新加坡政府不干预淡马锡的运作，政府如果给淡马锡下达非商业化的任务，财政部门会专门拨付款项；政府作为产业政策的制定者，当政策改变给淡马锡造成不利影响时，政府会提供相应补偿。

同时，新加坡政府投资公司也是根据《公司法》在1981年5月专门设立的管理外汇储备投资的公司，同属于普通公司法规范下的主权财富基金。

以上三种健全的法律结构能够为明确划分主权财富基金和政府职责提供依据，并可以充分地保护双方的权利和利益。这有助于主权财富基金制定和执行合理的投资政策，从而促使其更有效地经营来实现既定目标。

主权财富基金的管理模式

主权财富基金的管理可以分为两个层次：外部管理和内部运营。外部管理可以分为三种：一是由中央银行负责；二是由国会负责；三是由财政部负责。而内部运营可以分为两种：一是中央银行中的专业机构；二是政府成立专门机构。

外部管理

中央银行负责。主权财富基金由中央银行负责，是指由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，负责储备资产的投资决策过程，并负责监督运营机构严格执行决策。运用这种管



理模式的有伊朗的外汇储备基金（其石油出口外汇收入的 50% 被注入该基金）、博茨瓦纳的普拉基金（钻石出口收入的一定比率，从央行划拨）、委内瑞拉的宏观经济稳定基金（石油、天然气的出口盈利，当石油出口收入高于基准水平时，多出部分就会流入该基金；否则，就从基金中提取资金弥补央行、地方政府和石油公司的损失）。

国会负责。中东地区的某些主权财富基金直接由国会负责，这类基金通常直接由国家主席或者总统担任基金的董事会主席。例如阿联酋总统哈利法·本·扎耶德·阿勒纳哈扬任阿布扎比投资局董事会主席。

投资局旗下的阿布扎比投资公司，由阿拉伯联合酋长国的总统拥有控制权，有权签署法律任命其董事。每年阿布扎比投资公司要向阿拉伯联合酋长国递交年度财务报告。其外部管理层次如图 5.1 所示：

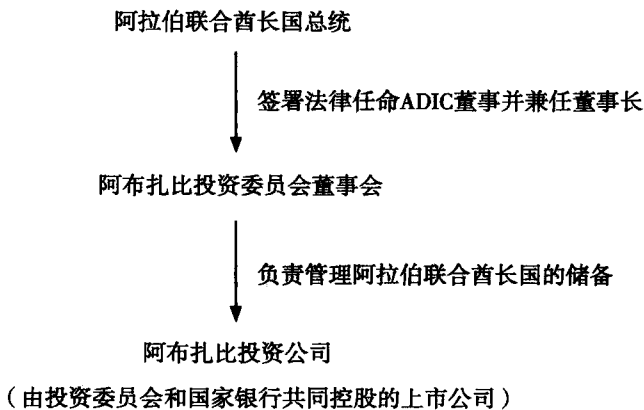


图 5.1 阿布扎比投资公司组织结构图

此外，哈萨克斯坦的国家基金的运作也由国会批准；阿塞拜疆的国家石油基金也是由总统直接掌控的。总统任命行政总裁，外设专门的监督委员会（由政府官员和议员组成，相当于董事会），通过行政总裁的工作汇报以及基金的财务报表和外部审计结果来监督行政总裁的工作。

财政部负责。在主权财富基金中有较多的基金由财政部负责。例如世界上资产规模排名第二的挪威政府全球养老基金，其前身为政府石油基金，财



政部是政府石油基金的“所有者”和全权管理者。财政部的职责是制定投资目标回报率以及风险控制指标，对日常管理机构进行评估、向国会提供年底基金预决算报告等。挪威央行受财政部委托具体运作基金，直接对财政部负责，其组织结构如下图所示：

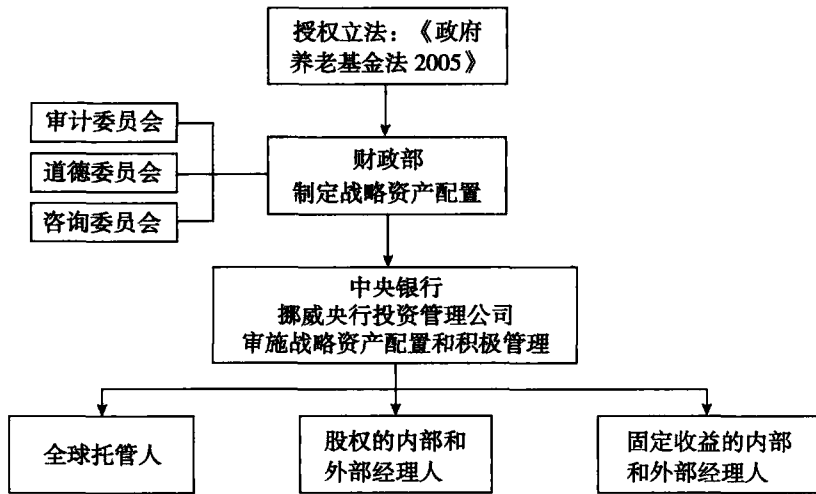


图 5.2 挪威央行投资管理公司组织结构图

俄罗斯的《储备基金管理程序》、《国家福利基金管理程序》明确规定俄罗斯财政部为国家福利基金和储备基金的管理人。

新加坡的淡马锡控股公司为新加坡财政部全资拥有，管理部分国家储备。财政部与淡马锡之间有明确的职责划分，前者是政策制定者和市场监管者，后者则集中进行商业投资，持续追求股东回报。淡马锡每年定期报送经审计的财务报表供财政部审阅，使财政部随时了解淡马锡的经营状况。

科威特投资局也是在财政部的资助与监管下独立运作的合法实体。此外，文莱政府投资局同样隶属于文莱财政部。根据《阿尔伯特塔遗产储蓄信托基金法》的规定，加拿大财政部负责阿尔伯特塔遗产储蓄信托基金的投资管理，财政部长须在每个季度末报告基金表现，并在每个财政年度末向公众公布基金的年度报告。



内部运营

中央银行中的专业机构。对于挪威政府全球养老基金，财政部与挪威央行正式签署了委托管理“石油基金”的协议书，挪威央行受财政部委托具体运作基金，并对基金的增值负责。对其运行情况、风险控制和成本支出等进行季度报告。挪威央行下属的投资管理公司（成立于1998年）的主要任务是对石油基金进行积极管理，履行其作为投资管理者的职能，发挥机构投资者的优势。

俄罗斯的国家福利基金和储备基金同样由财政部委托给中央银行对基金进行运作，央行按合同规定对所使用基金支付利息。哈萨克斯坦的国家基金也由哈萨克斯坦国家银行托管。

其他专门机构。将国家盈余资产委托给一家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。

澳大利亚的未来基金由未来基金管理局负责管理，具体的投资外包给美国基金管理公司——北方信托公司负责。由投资管理和公司治理专家组成独立的监事会对基金的运作进行监管。

美国阿拉斯加永久基金也以信托基金的形式出现，由公共的阿拉斯加永久基金公司（Alaska Permanent Fund Corporation）管理。基金公司下设的托管人委员会为基金的决策机构，负责制定政策、指导投资，该委员会下面还专设另一个委员会，负责对基金公司的公司治理情况进行监督和评价。

同样，加拿大的阿尔伯塔遗产储蓄信托基金的投资组合也由阿尔伯塔投资管理会负责管理。基里巴斯的收入补偿基金的日常运作是由储备基金投资委员会来负责的。

主权财富基金的组织架构

各国主权财富基金的组织架构大同小异，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、国王或国会管理主权财富机构，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：提名主权财富机构董事会成员和董事长的任命；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，并具有独立性较高的董事会。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和管理层。

政府管理主权财富基金的国际经验

主权财富基金在所有权性质上属于国有产权，但在经营管理上要求市场化、商业化的决策机制与管理体制。因此，政府如何在主权财富基金中有效地行使所有权，是各国面临的共同问题。近20年来，各国主权财富基金投资管理的共同趋势是逐步从政府直接管理向商业化运作、市场化管理演变，尤其是新加坡、挪威等国家的成功经验表明，以市场化的管理模式行使政府对主权财富基金的所有权是最有效的模式。

主权财富基金管理体制的核心是确立出资人地位，落实出资人权责，建立以出资人为主导的治理关系，通过建立现代公司治理结构，有效解决股东与经营者间的委托—代理关系，最终实现经营者的选拔、激励与约束。就主权财富基金治理结构而言，衡量其合理与否的标准是：是否实现了政府的公



共管理职能与所有者职能的机构分离与职能分离；政府与其他所有权部门之间是否有清晰稳定的权力边界；是否确保公司按照商业目标追求资本有效利用；能否吸纳高素质人员加入公司董事会与管理层；决策程序是否高效、科学。各国在主权财富基金股权管理方面的成功经验概括起来，包括以下四个方面：

运作模式

国际成功经验表明，主权财富基金股权管理的关键是建立市场化的管理方式：（1）建立现代化公司组织。依据公司法设置机构行使相应职能，并对机构的边界进行清晰定义。（2）保持机构的相对独立性，建立清晰的问责制。政府监督但不干预各机构的运作。（3）基金运作采用市场化经营管理方式。（4）建立和完善金融企业现代公司治理结构。（5）培养高素质员工队伍，建立与经营业绩挂钩的激励机制。

新加坡淡马锡控股公司基本分离了新加坡政府所承担的国家所有权职能和政府公共管理职能。政府对淡马锡公司、淡马锡公司对淡联企业及投资企业仅行使股东权利而不干预其经营决策。这种模式下，淡马锡公司和淡联企业经营决策以实现股东利益最大化为目标，完全按商业准则运作，不受政府其他职能目标的干扰。此外，在激励机制上，各国都采取了市场化的激励手段。韩国用经济增加值（EVA）作为绩效考核评价的主要指标，淡马锡公司则运用价值管理技术进行资本运作管理。

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。这在投资方面主要表现在购买战略性资产、资源考虑和外交考虑等等。唯有建立一套合理隔离政府行政职能与商业职能的体制，方能保证市场运作模式，避免政府对基金运作的有害干预，并有效防止储备资金的财政化运用和外界的误解。

中心目标

《OECD 国有企业公司治理指引》指出，政府应制定清晰稳定的所有权政策，规定国有企业经营的中心目标、政府在国有企业公司治理中的作用以及政



府该如何实现所有权政策。由于政府作为所有者的目标的多重性和目标之间相互冲突，使得政府要么对其所应承担的所有者角色表现得消极被动，要么过分干预主权财富基金的具体事务。因此，为了给政府承担的所有者角色进行准确定位，政府应该清楚地阐明主权财富基金投资的主要目标，并对这些目标的优先次序进行排列。事实证明，世界上最佳主权财富基金的商业战略和经营集中体现于对资本的有效利用。新加坡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。《淡马锡宪章》规定，淡马锡公司的首要目标就是“发扬企业价值观”，提高股东长期投资回报。

成功保障

赋予主权财富基金完整的所有者（出资人）权利，有助于确保每个主权财富基金确立单一经营目标，集中精力追求股东价值最大化。其次，集中所有者权利有利于建立权责分明的问责制，在赋予权利的同时明确责任，建立相应的绩效考评与问责机制。此外，所有者权利之间内在的不可分割性也是集中行使所有者权利的重要原因。

以淡马锡控股公司为例，淡马锡作为淡联企业的大股东，具备 OECD 治理准则界定的所有权、转让权、信息获取权、表决权、董事选举权、分享利润权六项股东基本权利。这些基本权利在国家法律和商业理念上都能得到很好保障，正如淡马锡总裁何晶女士谈到的，“股东的权利，无论是管理层、董事会，还是监管者，都无法干涉”。

重要基础

在主权财富基金股权管理中，董事会作为连接股权所有者与管理层的桥梁，作用非同一般。向主权财富基金董事会授权并确保其地位，是改善主权财富基金公司治理的首要任务。主权财富基金董事会应该具备足够的权威、必要的能力和充分的客观性，去承担它们的战略指导和监督管理的作用。董事会的责任是受股东所托，保障股东的权益。董事会的核心任务是解决股东



与管理层之间的代理问题。《OECD 国有企业公司治理指引》总结了各国通行做法并指出：董事会应该由具有相当能力和经验的成员组成，应该包括足够数量的非执行董事和独立董事；由政府行政监管机构进入董事会的成员数量应该受到限制，并且所有董事会成员应该通过透明的程序进行提名和任命；为保证董事会对管理层的约束力，董事会应该有权力任命和解雇首席执行官。而且在必要的时候，董事会应该可以设置专门的委员会来支持整个董事会最大限度地发挥它的实质作用。

淡马锡公司的董事会制度是国有企业董事会治理的典范。从 20 世纪 80 年代以来，淡马锡逐步减少政府部门派出董事数量，增加非执行董事和独立董事数量。现任董事会成员共计 9 人，仅 1 人为财政部现任高级公务员，其余都是专业人士。其中，执行董事仅 2 人，非执行董事达 7 人之多。而且，董事会提名委员会负责提名新的董事人选。董事会有权制定首席执行官的继任规划与审核首席执行官的表现。这些措施充分保证了淡马锡公司的高效运作。

主权财富基金的社会责任

社会责任投资是指追求财务收益最大化和有利于社会相结合的投资战略。社会责任投资将偏好于对环境负责的公司。

目前，就社会责任投资是否成功及其机会成本的问题而言，学术研究还没有定论。但可以预见，进行社会责任投资成本很高，但具有政府背景的主权财富基金面临的声誉成本也将不断增加。特别是，如果资金是由外部管理的，那么其社会责任投资将面临更大的难题。但无疑的是，主权财富基金的社会责任具有重要的意义。

首先，主权国家的石油出口和贸易顺差带来财政收入与外汇储备的快速增长，使得主权财富基金增长迅速。但是，这种增长模式意味着，一些国家，尤其是发展中国家，是通过资源、环境过度消耗实现经济增长。因此，在发展的过程中，存在“两难陷阱”：发展中国家受当前的技术水平、经济结构等制约，不得不依赖自然资源、牺牲环境和社会利益以追求经济增长，满足人



民生活水平提高的迫切需求。

而主权财富基金在发展的过程中，则可以在追求投资收益最大化的同时，推动技术、环境、社会的发展，打破发展中国家的旧增长模式，解决经济发展的“两难陷阱”。这是由主权财富基金的性质决定的。主权财富基金不同于其他投资基金，它的资金来源于石油收入、外汇储备、财政盈余、养老金等，其共有的社会属性使得主权财富基金在寻求财政收益的同时，有责任促进技术、环境以及其他有利于社会的发展。

其次，主权财富基金投资者投资于新能源或者其他石油替代能源，以保护资源、缓解能源危机，这将可能降低石油的价格，然而石油收入是很多主权财富基金的主要资金来源，主权财富基金投资者在投资上将面临两难抉择：以社会责任为导向的投资可能影响主权财富基金的规模及其增长。

要解决这个两难抉择，关键在于主权财富基金投资于新能源带来的技术进步对资源价格的影响。高油价将促进替代能源开发技术的发展，如今持续上涨的原油价格正在加速新技术的发展。因此，从长期来看，主权财富基金对新能源和技术的投资是顺应了发展的趋势。

主权财富基金的社会责任目前面临的最大挑战是，主权财富基金为履行其社会责任应该采取怎样切实有效的行动还未达成共识。因此，明确主权财富积极的社会责任，并在政策上有效落实，将对环境、能源等社会问题甚至整个市场带来很大的改观。

目前，各国主权财富基金都十分重视社会责任投资，主要措施包括：筛选（Screening）：不对违背社会伦理准则或者环境保护标准的公司进行投资；剥离（Divesting）：将从事违背企业伦理准则的商业活动的公司股票从资产组合中剔除；积极股东主义（Shareholder Activism）：充分行使投票权，积极参与公司经营决策，并与其他股东一道确保公司管理层的正确经营决策，致力于公司的长期业绩；积极投资（Positive Investment）：积极投资于对社会有较高的积极影响的公司。

以挪威央行投资管理公司为例，它提出了两个方面的社会责任：一是确保合理的投资回报，使后代能受益于石油财富；二是履行被投资公司的基本权利，发挥股东的作用。



主权财富基金的投票权策略

主权财富基金作为一类新型的机构投资者，如何行使投票权是国际社会普遍关注的焦点。在 2008 年，两位西方学者罗纳德·吉尔森和柯蒂斯·米尔哈特^①提出，主权财富基金应暂缓行使投票权，这可解决其面临的保护主义问题，为国家资本主义和市场资本主义间的竞赛赢取时间。美国彼得森国际经济研究所的埃德温·杜鲁门则提出，限制选举权会导致大量的资金流失；同时，对养老型和非养老型主权财富基金应用不同的标准会导致各国政府的强烈反对。为此，我们在对各国主权财富基金投票权的实践比较基础上，建议我国的主权财富基金应以维护长期经济利益为主要目标，积极行使投票权。

主权财富基金投票权的实践

一般而言，股东的投票权，通常等同于持股份额，被用以衡量投资者对目标公司的控制程度。投票权概念包含四个不同层面：一是股东投票权；二是董事会投票权；三是董事会专门委员会，例如提名委员会、薪酬委员会及

^① Ronald J. Gilson and Curtis J. Milhaupt, "Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism", *Stanford Law Review*, March 2008.



审计委员会的投票权；四是一票否决权。其中，“一票否决权”等保护性条款在法律上并无障碍，可通过公司章程或股东协议事先约定，范围包括：可能不利于某类优先股的公司章程修订；增资扩股；重大重组、清算或解散；重大资产或股权出售；董事会席位变化及对外担保等。

世界主要主权财富基金对投票权的态度可以用图 6.1 的矩阵来表现。该矩阵包括两个轴：横轴为基金对待投票权的积极性；纵轴为其采取的投资策略，从被动的组合投资策略（passive portfolio investment）到追求控制权的战略投资策略（strategic investment）。

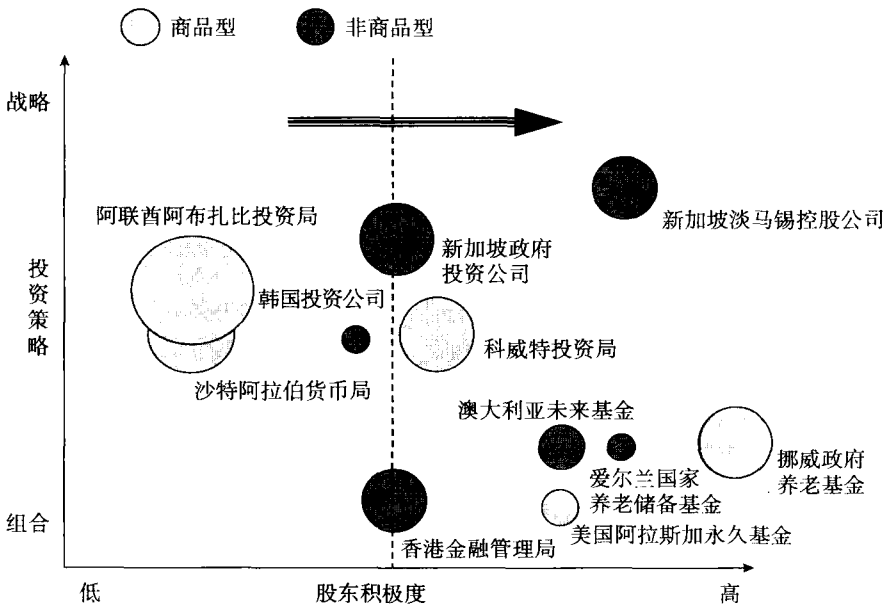


图 6.1 主权财富基金的投资策略与股东积极度

被动投票型

大部分传统主权财富基金，位于矩阵的左方区域。这些基金通常表现被动：投资仅追求财务回报，一般不寻求投资企业的控制权或参与其日常经营。购买股份（或可转债）大多不超过目标公司股权的 10%，不积极行使投票



权，甚至有意寻求无表决权股份、放弃董事会席位。

导致一些主权财富基金采取被动投票策略的主要因素有以下三点：

一是基于对投票权价值的评估。一些主权财富基金认为其持有目标公司的股份仅占少数，因而投票与否并无多大影响。

二是高额的投票成本导致“搭便车”行为。投票成本包括：（1）就表决事项投入的调研成本；（2）投票管理成本；（3）股权锁定成本。为降低现场投票的时间和金钱成本，代理投票和电子/邮政投票制度应运而生。但这些投票方式又存在着各自的缺陷：代理投票在授权程序、代理权限、代理人资质及代理期限等方面均受严苛限制，且投票代理人收取的费用较高；电子/邮政投票虽有助于降低投票成本，但目前仅为美、澳、日、德、英等小部分国家所接受。另外，以欧洲为代表的绝大多数市场规定，意欲行使投票权的股东从股东大会召开前的某个锁定日至会议结束整个期间（如美国为60天），不得对其所持公司股份进行处分，这使得很多主权财富基金为确保对其股权的自由处分权而放弃了表决权的行使。

三是政治风险的顾虑。国际社会对主权财富基金仍存在国家安全、经济安全、金融市场稳定等方面的担忧，一些主权财富基金通过消极投票态度可减少公众关注度，降低政治风险。

积极投票型

主权财富基金研究所的一项研究表明，主权财富基金对投票权的态度正日益变得积极，并逐渐对表决事项的最终结果产生影响。具体又可细分为以下两类：

社会责任型。一些主权财富基金出于对实践道德义务和企业社会责任的考量，表现出对投票权的积极态度。例如，以人权、社会伦理道德、环境保护、国际法规等多重标准来评估投资，主动寻求对环保、员工关系良好、尊重人权和社会权益的企业进行投资（即积极筛选）；或者主动避免投资于违背社会伦理准则的行业和企业，如烟草、烈酒、博彩、武器等行业（即消极筛选）。

其中，最具有代表性的主权财富基金是挪威央行投资管理公司。该公司



积极行使股东投票权，与公司 and 监管机构直接沟通，与其他投资者协作，并参与关于公司治理的广泛公众讨论。以该公司参与投票的实践为例，2001 年全年，它仅对不足 5 000 件事项进行表决，2008 年末已上升至 70 000 余件，参与的股东大会总数近 8 000 次（具体参见图 6.2）。

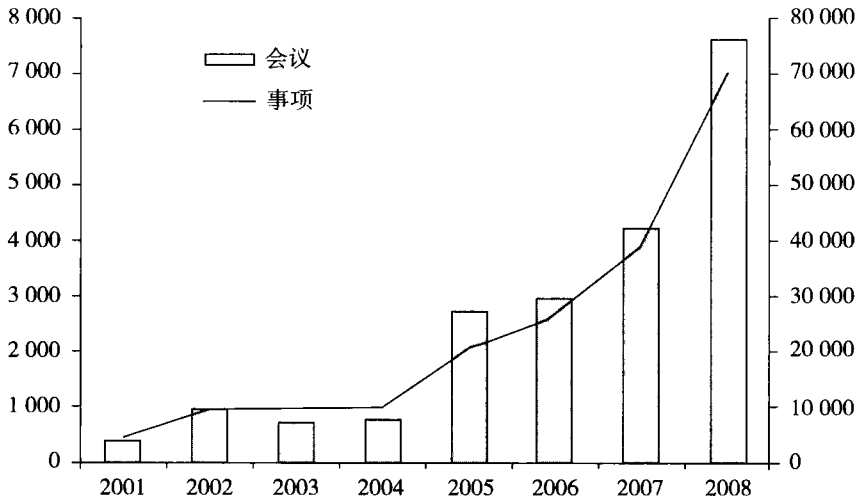


图 6.2 挪威政府全球养老基金参与投票股东会议及事项

资料来源：挪威央行投资管理公司。

在北欧国家传统上重视合作体制与治理精神的影响下，挪威央行投资管理公司是目前为止治理最符合透明度与可问责性，并积极实践社会责任的主权财富基金。其投资原则主要有两项：首先，基金的宗旨在于，当代挪威人有义务以正确的方式将创造的财富储存增值，供后代子孙享有；第二，违反基本人道和人权、重大贪污或严重污染环境等重大伦理问题可能造成无法接受的伦理风险，基金不能视而不见。因此，基金引入道德纲领，专设投资道德顾问委员会（Advisor Council on Ethics）进行预警调查审核，坚决将涉及破坏环境、违反人权、军火生产等的公司从投资名单中剔除，包括但不限于：美国联合技术公司（United Technologies）、波音公司（Boeing）、诺斯罗普·格鲁门公司（Northrop Grumman），这三家公司生产的产品涉及洲际弹道式导弹系



统；霍尼维尔国际公司（Honeywell International），其产品涉及核能爆破；英国BAE系统公司（BAE Systems）、意大利芬梅卡尼卡集团（Finmeccanica），这两家公司生产飞机核弹；法国赛峰集团，其产品与核潜艇有关；美国零售商沃尔玛，其在发展中国家的供货商使用了童工生产商品。

股东维权型。行权积极程度和范围均不如社会责任型，更侧重为维护自身财务利益、推进公司治理之目的，以公司股东身份提交建议、代理投票、提交股东决议书、与管理者对话等。

代表性主权财富基金及其他机构投资者包括：澳大利亚未来基金、新加坡淡马锡控股公司、美国加州公共雇员养老基金、美国阿拉斯加永久基金、全美教师保险及年金协会（TIAA-CREF）。

以澳大利亚电信（Telstra Corp.）的股东投票否决公司的高管薪酬方案为例，其中关键一票反对票即来自澳大利亚未来基金。该基金认为澳大利亚电信没有将管理层的表现与股东的回报充分联系在一起，因此否决了高管薪酬方案。根据该方案，澳大利亚电信首席执行官特鲁希略可在2009年6月之前获得最多2 070万股的股票期权。若澳大利亚电信的股价连续4年涨幅达11.5%，特鲁希略手中的股票期权可以转成股票。未来基金在这次投票中所扮演的角色，发出了明确的信号：主权财富基金将不再保持低调中立的态度，而是更倾向于维护股东长期权益，这将迫使企业对股东更加尽责。

新加坡淡马锡控股公司董事会旗下44家直属子公司投资于国家重要能源、运输和公共行业。淡马锡控股公司通过其广泛的联系网络，为企业推荐合适的董事人选，协助促进公司治理。但它并不在微观层面上干预投资企业的经营和商业决策，而是强调董事会对企业财务表现所肩负的责任。另外，淡马锡控股也注重其在更广泛社区层面上的管理角色和职责：通过积极聘用包括董事会、企业管理层、监管方及其他市场参与者在内的不同利益相关者，以期与公司治理的发展趋同，推进最佳实践。

总体而言，相对于被动投票型主权财富基金，积极投票型主权财富基金认为：（1）在投票权价值方面，积极行使投票权有助于维护少数股东权益，



保障基金的长远利益。虽然处置股权不足以对公司施以影响，但行使投票权能有效确保对公司管理层的问责；（2）在投票成本方面，对于大型机构投资者而言，投票成本是合理且可被接受的，它们不接受“搭便车”的行为；（3）在政治风险方面，主权财富基金作为资产管理的一种模式，在国内及国际金融体系中的重要性及积极作用正日益凸显。并且主权财富基金正致力于消除投资接受国的顾虑和金融保护主义，以赢得良好的投资环境。除此以外，积极投票型主权财富基金将实践道德义务和企业社会责任纳入考量，这是被动投票型主权财富基金未曾考虑的重要因素。

对我国主权财富基金的几点启示

通过对各国主权财富基金投票行为的比较，有助于我们更清楚在全球金融市场中进行自我定位。我们认为，中投公司应以维护长期经济利益为主要目标，积极行使投票权。然而，有两点必须予以明确：一是提倡在投票权方面的积极态度，并非以寻求控制目标公司经营管理或资源为目的；二是随着持股公司数量的增加，对所有公司的所有事项均积极介入也并不具有可行性，中投公司可着重对预先确定的战略优先事项进行积极响应。中投公司行使投票权应着眼于以下几点原则：

遵循主权财富基金的最佳行为准则。2008年10月，由国际货币基金组织26成员国组成的主权财富基金国际工作小组（IWG）参照相关领域已被广泛接受的国际准则和实践，制定了主权财富基金《公认的原则和实践》。该原则明确指出：主权财富基金必须确定明晰的投资政策（包括投票策略），以实现既定的战略目标。在对基本面进行正确评估和判断的基础上，中投公司应遵循《公认的原则和实践》，积极行使股东投票权，从而更好地服务于公司的战略目标。

加强经理人监督和问责，维护股东权益。机构投资者持股目的一般不是为了建立公司控制权平台，而是意在进行证券投资组合。然而，经理人“内部人控制”的滥权行为已不断蔓延，并且经理人的决策失误和疯狂的自利行



为事实上也损害了机构投资者的利益。机构投资者持有公司的股份数量可能较大，过多地“用脚投票”出让股份牟利只会打压股价，从而遭受损失。因此，机构投资者转而试图通过与经理人对话、“用手投票”来影响公司行为。介入公司治理成了机构投资者的最佳选择。许多机构投资者不希望成为，但不得不成为积极股东。

完善公司治理结构，提升公司竞争力。良好的公司治理对投资者的整体影响力至关重要。与股东所有权相关的角色主要包括四个层次：普通成员（member）、公司监督者（analyst/scrutinizer）、财务投资者（financier）以及积极管理者（steward）。主权财富基金通过促进和完善公司的治理结构，可以充分发挥“积极管理者”的作用，维护公司长期健康发展，从而确保投资的长期价值。

经济利益以外的社会责任。作为可持续和负责任的投资者，中投公司应当基于环境准则、社会准则以及金钱回报的三重考虑，综合作出投资决策。

树立良好国际形象，创造积极投资环境。中投公司作为世界上规模居前5位的主权财富基金，应当坚持积极的态度：积极参与到有关公司治理的规则制定中，要求在规范主权财富基金的同时对东道国公司治理也进行相应规范。力求成为具有影响力，受国际社会（公司、投资者、监管者等）尊重的积极的机构投资者。

中投公司如何行使投票权？

运作实体

从当前各国机构投资者的实践（如图 6.3）来看，代理投票以及投票监督职能，较少地放于投资委员会或类似的部门，而是更多地转向外部管理人和内部投资团队。

鉴于中投公司成立时间不长，在行使投票权方面的成熟度与专业度尚不高，投资方式以委托外部管理人为主。我们认为，中投公司应以外部管理人

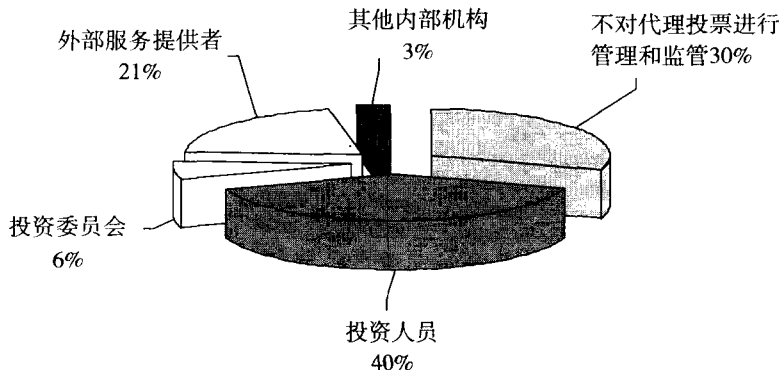


图 6.3 机构投资者的代理投票职能的管理主体

资料来源：剑桥联合研究顾问公司。

作为行使投票权的主要实体。另外，可设立专门部门作为投票协调与监督部门，主要职能是：对外部管理人的投票活动进行监督、制定及定期完善投票指引、确定战略优先领域并对该领域内的表决事项进行特别审核等。

当然，鉴于外部管理人可能无法在同一时间关注所有投资目标公司，我们还可积极利用第三方资源（例如外部顾问、代理人、咨询服务机构等）提供信息辅助决策。

运作方式

中投公司在具体投票实践上，可借鉴被广泛认可的机构投资者投票指引，如《OECD 跨国企业准则》、美国风险计量解析有限公司（RiskMetrics Group）指引、国际公司治理网络（ICGN），并根据中投公司的实际情况，综合制定适合自身的投票指引，作为外部管理人行使投票权的最佳准则。其中，管理人需对投票指引中明确规定为应当“支持”（for）、“反对”（against）或“弃权”（abstain）的事项予以严格执行；对于应“依具体情况而定”（case-by-case）的事项，则应纳入管理人观点、第三方调研等多种因素进行深入分析。投票准则可每年根据公司自身治理原则的变化、投资目标公司的治理原则的修改、行业标准或法律的发展、东道国的市场实践等进行相应调整。



此外，为达到投票成本、效率和风险的最优结合，代理投票的有效授权、投票信息及投票文件的及时传导以及外部管理人的投票系统（如依托网络的系统）等环节也都应进行具体设计。

裸投票问题

最后，有必要明确我们对裸投票问题的态度。裸投票（Empty Voting），系指以影响公司重大事项的投票结果为目的，借入股票进行表决的实践。投票权随着股票一同被借出，并与所有权（economic ownership）相分离，与“一股一票”（one share one vote）的公司治理原则相悖。该实践常被用以否决以下事项：

- 表现欠佳的董事会；
- 影响股东权利的不利方案；
- 绝对多数表决的要求；
- 召集特别股东会议的限制。

目前，学术界和实务界对这一问题分歧较大。梅耶斯（P. Myners，2007）在《Review of the Impediments to Voting UK Shares》一文中称，“为获得投票权而借入股票是不妥当的”；证券借贷及回购委员会（Securities Lending and Repo Committee，2004）则指出，“市场一致认为不应仅为行使投票权之目的而借入股票”；米科西（S. Micossi，2008）在《Transparency of Institutional Investors: Alternative Investment Vehicles & Mitigation of Potential Adverse Dynamics》一文中则认为，“投资者可临时增加其投票权……”；欧洲公司治理研究所2007年的工作报告也赞成将投票权转移到更愿意、更有效行使的一方。

我们认为，在不与当地法律及公司规定相抵触的前提下，若能有助于促进公司治理、加强对管理层的问责、提高市场效率，中投公司借入股票进行投票，不失为一种可行的策略。但另一方面，我们不建议向外出借公司所持有的投票权，而应自行积极行使。



第七章

主权财富基金的透明度与信息披露

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。欧盟经济峰会提出：除非主权财富基金变得更加透明，否则它们在欧洲的投资将受到限制。因此，如何协调投资透明度及与各国政府关系的问题成为各国主权财富基金的关键点。

目前，全球主权财富基金中能够达到透明度标准的只有少数几家，包括：挪威政府全球养老基金、新加坡淡马锡控股公司、美国阿拉斯加永久基金、马来西亚国库控股公司、加拿大阿尔伯特塔遗产基金及阿塞拜疆国家石油基金等。这些基金主动披露规模、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神秘性，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、俄罗斯国家福利基金等。中投公司也被列入不透明的主权财富基金之列。

主权财富基金的不透明和神秘性，带来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。运作的不透明也限制了主权财富基金自身的投资行为。

对主权财富基金来说，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，同时也有助于破除西方国家对主权财富基金的抵制，有利于在西方国家开展投资活动。但是，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。

透明度的含义与内容

透明度有三个维度，主要为：披露什么信息？向谁披露？何时披露？要披露的信息主要是与投资组合有关的信息（例如资产配置、组合构成、投资表现）。而披露的对象主要包括分级式报告关系（例如向中央政府报告），向其他政府实体（例如财政部、中央银行等）报告，向海外政府实体（例如金融监管机构、财政部、外国投资审查机构等）报告，向参与共同投资的实体或者被投资实体以及公众（例如通过网络）披露信息。而披露的时机主要涉及回顾性披露，如年度或月度报告；预测性披露，如在重要投资决策和组织结构改变之前；临时披露，如在特定情况下。

透明度的披露范围及信息披露的利弊

主权财富基金和类似实体在透明度方面的相同之处在于向股东和“客户”所提供的业绩报告的透明度，都具有独立审计过程，或者通过国家审计机关（例如挪威政府全球养老基金和新加坡政府投资公司），或者通过外部审计公司（例如澳大利亚未来基金和科威特投资局）。另外，通过提高透明度也可以提升在投资和监管界的影响力，以便获得交易机会，确保为人所熟悉，并为人才的获得提供支持。

主权财富基金的主要差别在于向公众提供什么。例如新加坡政府投资公司、科威特投资局、阿布扎比投资局，从公众领域获得的这些公司的信息非常有限。反之，澳大利亚未来基金、挪威央行投资管理公司，则在目标、绩效、程序、管理和组织各个方面都提供了大量的信息。

然而，这些差别对组织结构的实际影响是有限的，更多的是它反映了每个国家社会和政治内容的差别。



表 7.1 各国主权财富基金向公众的信息披露比较

	愿景与使命	组织结构	资产配置	年报	资产回报	投资流程	评论
挪威政府石油基金	4	4	4	4	4	2	透明度相对最高
科威投资局	4	4	2	0	0	0	法律不允许向公众披露与该局工作相关的任何信息
韩国投资公司	4	4	0	2	0	2	可获取审计报告
新加坡政府投资公司	4	4	2	0	0	4	量化信息有限
阿布扎比投资局	4	2	2	4	0	0	透明度高于科威特投资局
澳大利亚未来基金	4	0	0	4	0	2	于 2006 年刚刚成立

注：4 代表完全信息披露；3 代表大部分信息披露；2 代表部分信息披露；0 代表无信息披露。

资料来源：根据公开网站信息整理。

提高主权财富基金的信息披露程度，其好处在于使之得以进行严格的绩效审核，使第三方审计能够对公司活动进行审计，以改善公司治理；也可能在世界范围内提升公司的信誉，及其目标和行为的可接受程度；同时，可以通过与其他政府实体的交往活动提升合作。

但存在的风险是，信息的曲解会造成额外的问题和疑问，而不是促进理解，可能危及某些投资机会的获得。随着活动日益“协同化”，可能会造成决策速度缓慢（与建立一个世界级的商业投资组织的要求相违背），还可能增加无法带来切实的短期利益的成本。

在信息披露的过程中需要遵循以下原则：制定信息披露原则和具体标准；控制信息透明度；确保披露信息的准确性和合规性；制定年报和关键事件信息披露程序；为投资者关系管理工作提供切实有力的支持；建立危机响应机



制，以有效预防和控制危机可能对企业造成的负面影响。

透明度与投资战略之间的关系

渣打银行总结了主权财富基金透明度和战略选择的二维组合关系图（参见图 7.1），其中纵轴表示战略选择情况，横轴表示透明度情况。从图中可以看到，位于右下角的挪威政府养老基金和美国阿拉斯加永久基金等是西方政府最希望接受的方式，即以市场化和透明化来运作，定期发布报告，披露其投资规模、目的、资产组合等信息；而位于左上角的则是国家战略意图强、透明度低的主权财富基金，除阿联酋等中东石油出口国的主权财富基金外，中投也在其中。

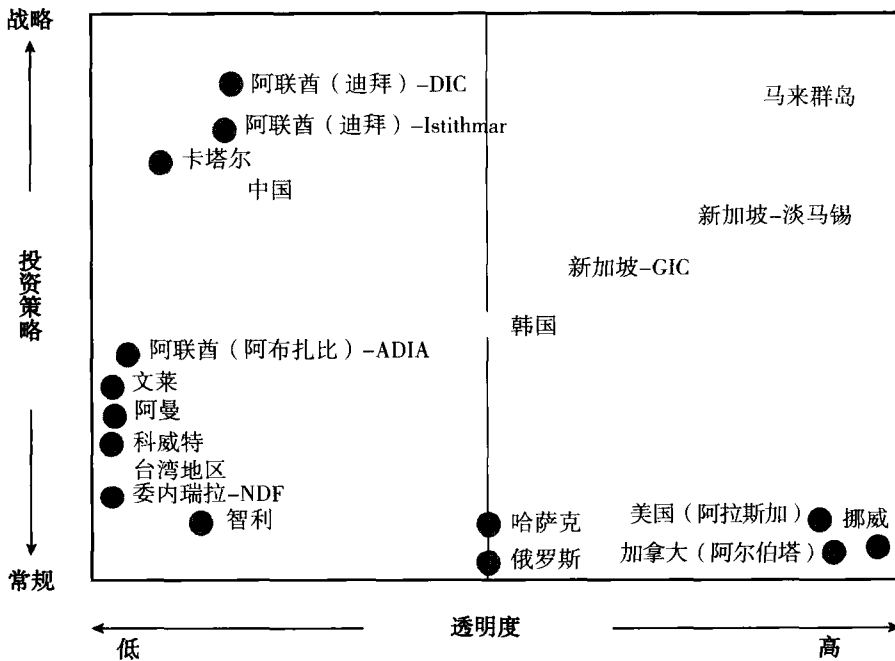


图 7.1 全球主权财富基金透明度和战略选择

资料来源：渣打银行（2007）。



如何衡量透明度

Linaburg – Maduell 透明度指数

2008年6月，一家位于美国加利福尼亚州的民间机构——主权财富基金研究所，首次发布了反应主权财富基金透明度等级的指标——Linaburg – Maduell 透明度指数。

这一指数基于十个要素来描述主权财富基金的透明度。透明程度最高为10分，最低为1分。符合要素原则的可在整体的透明度指标等级中增加1分。最低评级的主权财富基金可以是1，但主权财富基金研究所建议，最低评级为8，以便对基金要求足够的透明度。有关透明度的十大要素，可参见表7.2：

表 7.2 透明度的十大要素

分值	Linaburg – Maduell 透明度指数的要素
1	基金提供了创立原因、资金来源以及治理结构等历史信息
1	基金提供最新的独立审计年度报告
1	基金公布了公司股权结构、持股的地域分布
1	基金公布了所有资产组合的市场价值、回报率和薪酬制度
1	基金公布了有关企业伦理准则、投资政策和实施策略的主要内容
1	基金披露明确的投资战略和目标
1	在合适的情况下，基金同样披露附属机构及联系方式
1	在合适的情况下，基金公布外部管理者的信息
1	基金有对外公开的网站
1	基金公布主要的办公地址和电话、传真等通讯方式信息

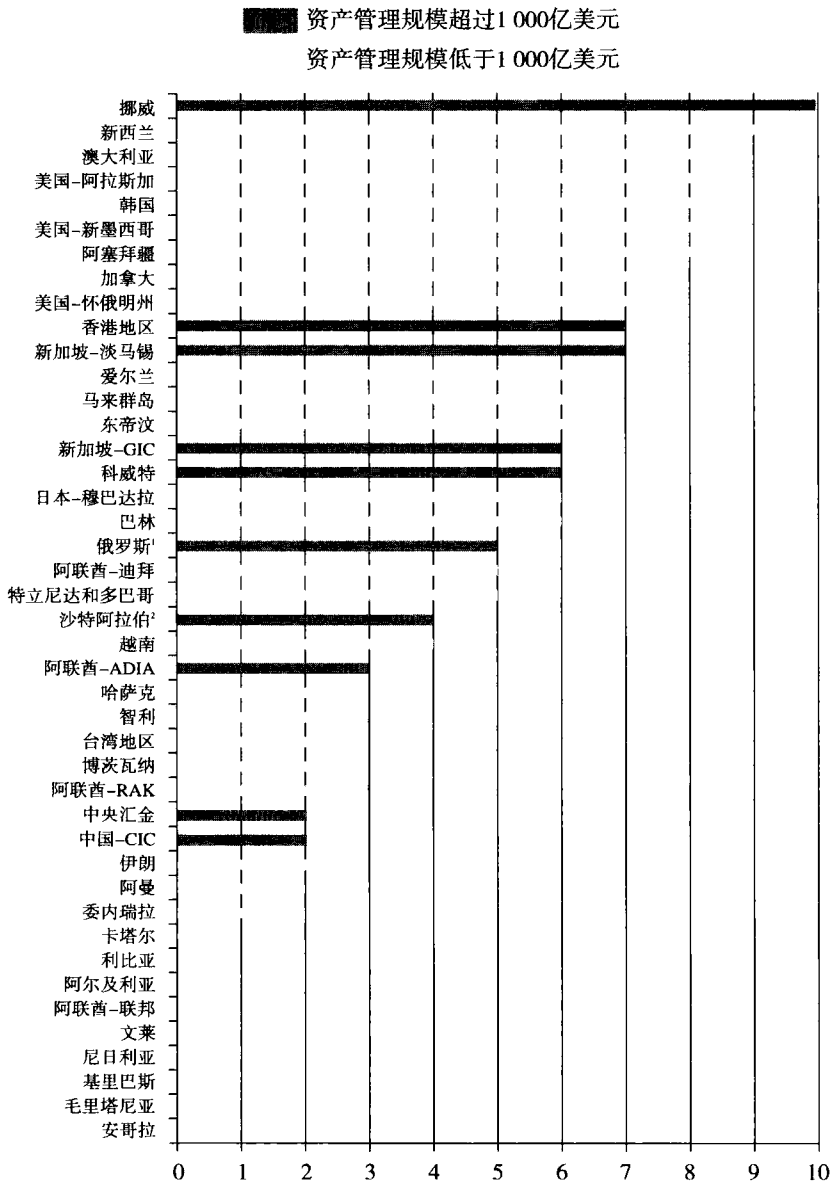


图 7.2 Linaburg - Maduell 透明度指数排名 (2008)

1. 石油稳定基金。
2. 沙特阿拉伯货币局持有的外国资产。

资料来源：主权财富基金研究所。



主权财富基金的记分卡制度

主权财富基金根据目标、国别以及政府结构的不同，具有多种形式。因此，不同主权财富基金之间的比较存在一定的困难。杜鲁门（2008）采用记分卡的形式对不同的主权财富基金进行计分。主要包括组织结构、公司治理、透明度与信誉度和投资行为这四个基本方面。他选取了28个国家的32家主权财富基金，以美国加州公共雇员养老基金为参照点，基于上述记分卡制度对32家主权财富基金的透明度进行了度量。

记分卡制度的目的是建立起一套广为接受的主权财富基金的最佳行为准则。作者将基金的行为分为结构、治理、透明度与信誉度、行为四个要素，下设33个评分细则，分别为46家主权财富基金（包括12家养老基金）进行打分。得到三个结论：

1. 满分为100分，所有基金的得分在9~95分之间，其中在60分以上的22家，30分以下的14家，还有10家居于中间。

2. 12家养老金型的主权财富基金都在得分最高之列，仍然有10家非养老金型基金的得分也在前22家之中，所以有理由将养老金型和非养老金型的主权财富基金用统一的透明度和信誉度标准来对待。

3. 基金与其政府的经济政治特征（包括基金规模，是否是发达国家等）没有必然联系。

表 7.3 记分卡制度的评分细则

一级要素	二级要素	子要素
结构		目标（是否明确）
	财务安排	资金来源（是否明确）
		收益用途（是否明确）
		与预算的融合程度
		遵循方针（是否明确）
		投资策略（是否明确）
		结构改变（是否经常）
	与外汇的独立程度	



(续表)

一级要素	二级要素	子要素
公司治理		政府角色
		管理者角色
		管理者决定 (决定是否由管理者作出)
		企业责任 (有无明确方针)
		企业伦理 (是否明确)
透明度与 信誉度	投资策略 的执行	类别 (披露与否)
		业绩基准 (投资策略有无基准)
		信用评级 (投资是否基于某些信用评级)
		托管 (有无托管机构)
	投资活动	规模 (是否披露)
		回报 (是否披露)
		地点 (是否披露)
		特殊投资 (是否披露)
		货币构成 (是否披露)
	报告	年报 (是否披露)
		季报 (是否披露)
	审计	是否被审计
		是否公开
		是否独立
	行为	
		持股上的限制
		无控股
		杠杆政策
衍生品政策		衍生品政策 (有无明确的政策)
		是否只投于对冲基金

注: 答案为“是”, 分数为1, “否”则分数为0。有些问题按程度得分还有0.25、0.5和0.75档。

资料来源: 杜鲁门 (2008)。



但是，该透明度的记分卡制度有三个方面值得探讨：（1）记分卡制度虽然提供了一般的判断基准，但是仍然存在一定的主观评判；（2）在使用透明度与问责制的原则中，我们可能并不能够搜集到所有现有的资料和一些通过应有判断即可得出的公开信息；（3）每一项判断原则提供的仅是一个基础性的角度。不同国家可以根据实际情况的不同对上述判断原则进行一定的调整。但是，以上判断原则为判断提供了很好的参考。

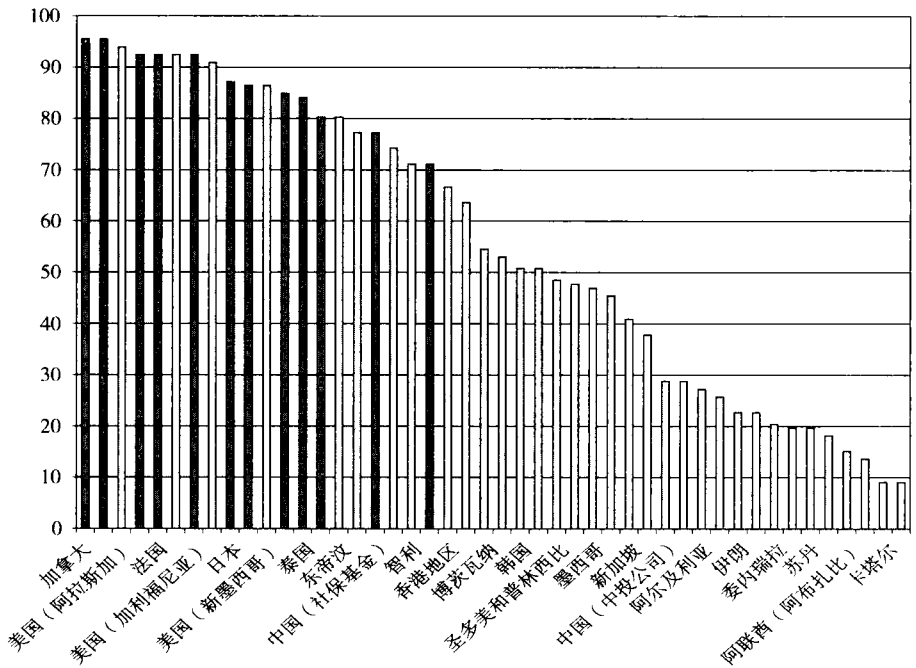


图 7.3 46 家主权财富基金的记分卡评分结果

资料来源：杜鲁门 (2008)。



主权财富基金、宏观经济协调与金融稳定

主权财富基金是一支新型的金融力量，各界人士关于主权财富基金兴起对世界经济和金融市场的影响存在较大争议，而且他们普遍认为，主权财富基金对国家财政政策的执行有着积极的作用。但是，主权财富基金庞大的规模、战略性的目标及其对风险投资工具越来越大的偏好，引起不少人认为它对世界金融市场有潜在的负面影响，甚至有一些欧洲国家明确表示不欢迎主权财富基金的投资行为，而主权财富基金较为神秘的特性更加剧了这种认识。因此，我们认为研究主权财富基金崛起所带来的影响，对我国外汇储备管理和世界金融市场未来发展都有着非常重要的意义。

学术界直到最近几年才开始给予主权财富基金较多关注。国际货币基金组织（2007）认为，主权财富基金已经成为跨境资本流动和配置的主要角色之一。西蒙·约翰逊（Simon Johnson, 2007）、上林（Satoshi Kambayashi, 2007）和劳伦斯·萨默斯（Lawrence Summers, 2007）认为，主权财富基金将是 21 世纪主要的国有投资者，主权财富基金将变成全球股票和债券市场上最大最重要的买家，并且直接导致全球范围的国有化，甚至撼动资本主义的资本体系。彼得森国际经济研究所认为，主权财富基金的存在不应被视为一种威胁，只要各国努力规范其行为并改善透明度和信誉度，主权财富基金应为世界金融市场的稳定作出积极的贡献。但是一些研究持不同意见，如耶恩和迈尔斯（Miles and Jen, 2007）认为，基于修改后的巴罗（Barro, 2005）



模型，主权财富基金的崛起会大幅降低国际风险规避指数，将美国国债收益率提高 30~40 个基点，并将市盈率水平提高约 5%~10%。

关于主权财富基金对全球各类资产价格的影响，大多数学者采取了定性的研究方法，得出了大体一致的结论：尼古拉斯·布鲁克斯（Nicholas Brooks, 2007）、斯蒂芬·耶恩（Stephen Jen, 2007）和克莱·洛厄里（Clay Lowery, 2007）等人认为主权财富基金的投资将降低股票等风险资产的价格；尼古拉斯·布鲁克斯（2007）和约翰·普伦德（John Plender, 2007）等人认为主权财富基金的投资将提高国债等低风险资产的未来价格；贝克和非多拉（Roland Beck and Michael Fidora, 2008）通过对挪威政府养老基金的研究得出，非经济因素导致的投资行为并没有对股票价格产生实质性的影响。

福塔克、博尔托洛蒂和梅根森的研究（Veljko Fotak, Bernardo Bortolotti and William Megginson, 2008）是最先对主权财富基金进行全面研究的论文之一。经过对 620 起主权财富基金的股票投资行为的研究，发现主权财富基金平均购买目标公司的股权份额达到了 19%，被入股公司普遍集中在金融业和银行业，且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。另外，出于战略目的等原因，主权财富基金通常不会迅速斩仓，即使是在股票价格下跌严重的情况下。

科特和列利（Jason Kotter and Ugur Lel, 2008）也通过实证研究发现主权财富基金对公司的利润和增长没有明显影响，并认为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。他们在对主权财富基金入股的 163 家上市公司统计后，得出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。无论采用杜鲁门的记分卡制度还是主权财富基金研究所的透明度指数，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。

但是，另外一些研究则认为，主权财富基金的庞大规模，以及毫无先兆地突然转移将破坏金融市场的稳定性。理查德·波特斯（Richard Portes, 2007）、西蒙·约翰逊（Simon Johnson, 2007）和安德鲁·洛马克斯（Andrew Lomax, 2007）认为，主权财富基金是政府控制的投资实体，其本身不受全



球金融体系规制的制约，因而游离于现有的法律和管制范围之外，这将加剧全球金融市场的不确定性和系统性风险，破坏全球对对冲基金的管制，可能导致过多的资本流动和相关资产价格和利率的波动，影响区域金融市场的稳定。

综合上述各学者的研究，我们认为，首先，总体上讲，主权财富基金作为国家的重要政策工具，对国家财政政策的有效执行和宏观经济的稳定都可以发挥十分重要的作用。一方面，主权财富基金能够更加专业和合理地管理财政盈余和公共资产，起到稳定财政和保障人民生活水平的作用；另一方面，主权财富基金可以在与货币当局进行充分协调的情况下，为汇率的稳定作出贡献。但是，我们也要看到主权财富基金管理不善可能带来的金融和经济上的风险，因此加强主权财富基金的监管，提高其透明度以及对其资产进行合理的战略配置显得尤为重要。

其次，主权财富基金对世界金融市场可能带来的负面影响是很有限的。虽然主权财富基金的资金来源性质及其多元化的资产配置决定了它们将会提升全球的风险—回报组合，但这种改变更加合理地配置了全球资产并分散了风险，能够改善全球资本市场的效率和流动性。一些观点认为主权财富基金将会大幅降低全球的风险规避指数，降低股票风险溢价并造成资产泡沫，我们认为这种可能性微乎其微。一方面，主权财富基金的目标是追求绝对回报并战略配置国家资产，不能够认为主权财富基金生来具有极低的风险规避指数，并愿意对同样回报的股票付出更高的价格；另一方面，大量数据分析表明主权财富基金属于长期被动投资者，投资于价值被市场低估的公司，且不会在股价波动的时候迅速斩仓，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。相反，主权财富基金是全球金融市场的重要稳定力量，主要包括以下方面：一是主权财富基金将从短期低风险投资（如一年期美国国债），转向长期的全球股票市场，对缓解全球收支失衡作出贡献。二是资金跨区域套利大幅增加，有利于提升全球金融市场，特别是新兴市场的效率。三是主权财富基金具有“逆周期”投资行为，是金融市场的“稳定器”。而提高主权财富基金的监管、信誉度及透明度，将是其能否发挥稳定金融市场作用的关键。



主权财富基金与宏观经济政策的协调

一国的金融、货币条件、国际收支平衡以及财政，甚至公共部门财富分配和私人部门的投资行为，都可能受到主权财富基金的投资基金和规模的影响。合理安排的主权财富基金将有助于财政政策和货币政策发挥作用，减轻工业化进程中的“荷兰病”现象。与此同时，主权财富基金也可能给宏观经济政策带来更大挑战。例如，货币政策、财政政策和主权财富基金投资之间的政策协调，即使只是钉住四个基础目标（财政政策、货币政策、内部均衡和外部均衡），都将给政策协调带来新的挑战。

对财政政策的影响

主权财富基金可以成为财政政策一个行之有效的政策工具。具体而言，主权财富基金有助于财政稳定，为长期需求（如人口老龄化或者促进代际转移等）储备财政盈余。主权财富基金能够提供更加专业、合理的投资与风险管理框架，加强政府财政管理的透明度与问责制。成功的主权财富基金管理将带来更高的风险回报，减少持有资源的机会成本。然而，主权财富基金投资和管理的不善也将带来更大的财政风险。目前，全球主权财富基金的投资已经表现出，石油类的主权财富基金的刚性投资策略及其独立性和“准财政”的投资行为，已经造成了财政预算的背离。由此可见，当主权财富基金的监管不力时，对其资源配置的效率和投资管理的透明度都将产生负面影响。此外，由于主权财富基金投资可能出现亏损，所以财政当局作为委托方，拥有直接的股份，应确保主权财富基金具有完善的风险组合管理。最后，主权财富基金在投资中应充分评估公共部门的偿债能力和债务的可持续性。

以挪威政府石油基金为例，由于资金来源于石油出口收入，为确保资金的可持续性，挪威政府认为，需要保证两点，一是稳定性（stability），确保支出与现有石油收入的波动隔离开；二是储蓄（savings），确保财政政策考虑石油收入的非持续性。而石油基金的机制设计强调三个条件：广泛的政治和



公众支持、清晰界定的运作规则和储蓄盈余资金。因此，石油基金可以有效地支持财务管理。与此同时，财务管理则需考虑以下因素：一是设计整合石油收入的预算体系；二是建立可持续发展的财政政策；三是构建竞争、透明和可问责的制度框架（参见图 8.1）。挪威石油基金良好的机制设计，为其赢得了广泛的支持，并被视为主权财富基金的典范。

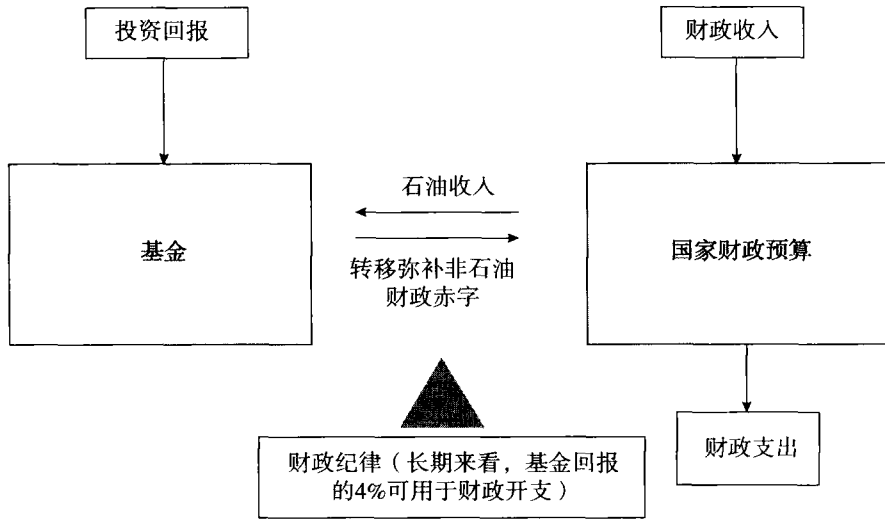


图 8.1 挪威石油基金与财政政策的协调机制

资料来源：NBIM Annual Report (2007)。

但是，主权财富基金对财政政策的正面作用是建立在良好的管理和制度的基础上的，只是财政政策的一个工具而非替代品。例如，波尔涅和梅达斯 (Eric Le Borgne and Paulo Medas, 2007) 对太平洋群岛国家的主权财富基金及其在实现宏观财政政策目标过程中所发挥的作用进行了研究，发现与财政预算缺乏结合以及不完善的管理使得这些主权财富基金的有效性大大下降。太平洋群岛国家的经济规模较小并具有较强的波动性，因此普遍成立了主权财富基金来稳定财政收入并确立长期的可持续财政路线，但是只有极少数国家成功。

在对不同国家的经济情况进行比较后可以发现，通过成立主权财富基金



来积累财政收入并不能确保对支出的有效控制，除非该国具有完善的财政框架。例如，一些国家在主权财富基金成长的同时也背负了非常高昂的债务；另一些国家的公共财政管理系统存在缺陷，包括支出控制和现金管理等，使得其主权财富基金的表现较差；还有一些国家的基金操作手续过于烦琐或公司治理不完善，造成基金无法及时对财政收入的波动作出反应或者投资风险过大，甚至大量亏损。

因此我们可以看出，主权财富基金可以成为财政政策的有效工具，但这是建立在良好管理体制和完善财政框架的前提上的。

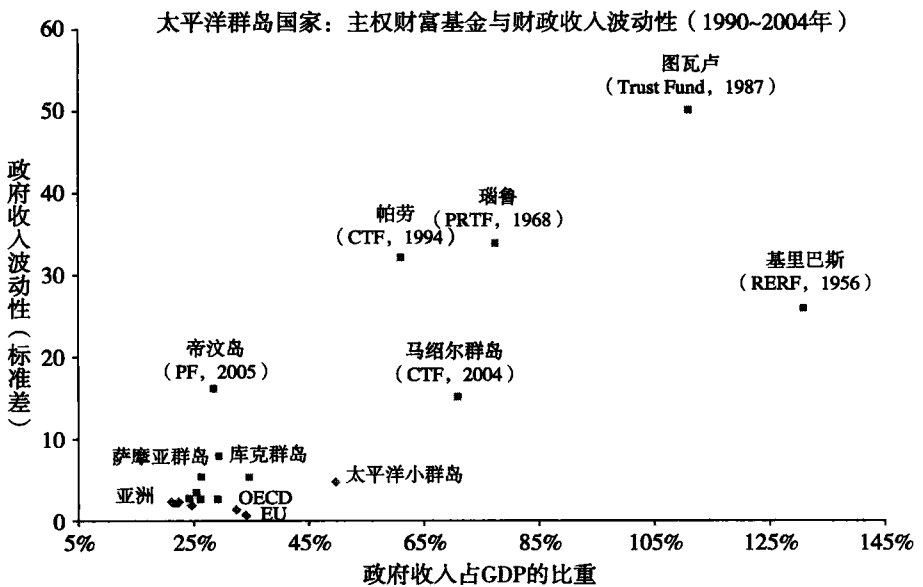


图 8.2 主权财富基金在财政目标中所发挥作用的差异

资料来源：Eric Le Borgne and Paulo Medas, *Sovereign Wealth Funds in the Pacific Island Countries: Macro-Fiscal Linkages*, IMF Working Paper.

对货币政策的影响

根据国际货币基金组织的统计口径，主权财富基金管理的¹外汇储备不在一国外汇储备统计口径内。因此，当一国运用部分外汇储备设立主权财富基



金时，即减少了外汇储备总量。大多数设立主权财富基金的国家都是储备盈余国，因此，主权财富基金的设立实际上有利于稳定汇率水平。而且，主权财富基金对外投资并获得回报的行为，可视为货币交易，因此也进一步促进了汇率水平的稳定。

但主权财富基金的对内投资则不同。主权财富基金运用外币资产对本国的投资可能严重影响货币当局的现行政策。主权财富基金运用本币资产对本国进行投资的行为也可能对国内需求造成正向的外生冲击，从而使得本国资产价格上涨，可能导致国内市场上流动性过剩。

以我国的外汇储备为例，当财政部发行 1.5 万亿特别国债，从中国人民银行收购 2 000 亿美元外汇储备，并注入中投公司后，这部分外汇储备就从人民银行资产负债表剥离出来。这在一定程度上有助于稳定人民币汇率水平。但这部分外汇储备中的一部分被中投公司用于注资国内金融机构，改善金融机构的资产负债表。显然，国内金融机构资产负债表的改善，特别是资本充足率的补充，提高了信贷扩张能力。在经济萧条时期，这无疑是扩张性货币政策的有益补充。从这个角度看，主权财富基金的国内投资具有信用扩张功能。而中投公司用于海外投资的资金，如果不二次结汇再投资到国内，则对总需求和货币政策不产生冲击作用；相反，如果能以此带动国内企业的海外投资与协同投资，还有助于减缓外汇储备增长速度，稳定人民币汇率水平。

因此，主权财富基金在决定投资于国内资产还是国外资产时，应与货币当局进行充分的协调，避免对货币政策与汇率政策造成较大的负面冲击。

对公共部门资产负债表的影响

一国的资本结构就如同一家公司的资本结构，具有两个主要功能。首先，资本结构决定了经济收益的分配方式。对于信贷价值高的企业来说，经济增长主要有利于创造这一增长的投资者。因为当债务的收益率上升时，原有的借贷方就能获得更高的份额。这将削弱对新投资的激励，甚至，这种反向的激励将导致新增投资枯竭，出现资本外逃。其次，资本结构决定了内外部冲



击对经济的影响。当债务水平居高时，一国资本结构遭遇的外部冲击和该国的负债之间便产生了反馈；而冲击的影响是加剧还是削弱，则取决于资本结构的类型。巴西曾发生的情形就是一个例证：投资者对巴西的财政赤字非常担心，因为这些赤字全部被用来偿债还不够。巴西的国内债务与美元币值或短期利率相联系，这二者都会对信心冲击作出即时反应。当这一冲击发生或赤字超出预期增长时，人们对政府的信贷价值的信心就会下落。这将导致利率上升和货币贬值，其结果是自动抬高偿债成本。换句话说，对债务规模的担忧可能导致债务成本上升。总之，一国资本结构的两个功能不会对信贷价值带来重大影响，但当负债水平过高时，就会急剧改变经济行为。

一个增加波动性并鼓励投资者顺周期行为的资本结构，将增加一个国家在某一时刻因足够大的外部冲击而陷入违约的概率。违约风险的上升，将以两种方式影响经济。首先是提高资本价格；其次是当经济面临困境时，一个不稳定的资本结构将极大地增加施行财政和货币政策的难度。

设立主权财富基金的目标之一是建立平滑经济周期，甚至是“逆周期”的资本结构，更好地管理公共资产，确保主权财富基金的资产管理策略有利于国家资产负债表的稳健。因此，主权财富基金的投资策略与资产管理战略应该充分考虑公共部门的资产与负债。例如，主要进行中短期投资的稳定型主权财富基金，应该更加关注其资产配置战略，主要投资于短期风险回报率较低的组合。与之相反，注重长期目标的主权财富基金，主要投资于较高回报的长期资产以及能够承受一定高风险的组合。主权财富基金的投资目标是，通过持有与一国的出口呈负相关关系的资产来抵消贸易条件的冲击，规避单个国家的风险，实现资产的套期保值。主权财富基金的负债同样应该通过碾平头寸降低偿债风险，保持资产负债表的稳健。例如，杠杆型主权财富基金通过借用国内积累的外国资产进行投资，将极大地增加财政风险。因此，此类主权财富基金将更加需要进行充分的整体政策组合，以保证投资风险不扩散到公共部门。当主权财富基金具有多个目标时，尤其是不同的目标之间存在冲突时，政策的组合协调将变得更加复杂。因此，政府部门与货币当局有效的政策协调和清晰界定，并适当约束主权财富基金的投资目标，显得尤为重要。



对国际收支平衡的影响

主权财富基金的资产配置对于本国以及投资国的国际收支平衡表中的经常账户和资本账户都有重要的影响。

对于设立主权财富基金的国家，主权财富基金是维护其外部稳定的一个重要部分。外部稳定是指一国应该具有与其经济基础与结构相适应的外汇资产的储备。

对于商品出口国，资源开采与出口可能带来经常账户过渡性的盈余。但是当资源消耗殆尽或者受到突然的外生价格冲击时，主权财富基金可以在一定程度上有效维持本国的外部均衡。

一国的外国资产净流入在某种程度上与其外汇制度有关。外部稳定性受商品价格的影响较小。一些情况下，外汇制度可能钉住出口导向型的发展战略或者规避经济和金融风险。因此，外部稳定性需要充足的外汇储备。

对于主权财富基金的投资国，主权财富基金的投资可能影响该国的资本账户，影响相对价格，并由此影响该国的外部稳定。一个很好的解释是，主权财富基金的投资对政策的反应非常敏感，因此可能出现资金流突然撤离投资国。因此，对于经济发达的国家，这种投资影响并不显著，对于开放的小国，尤其是资本市场还不成熟的国家，主权财富基金投资的影响将更大，尤其是主权财富基金投资的规模占总资本量的比重较大时。

表 8.1 列出了全球主要国家的外汇盈余储备（盈余储备 = 外汇储备 - 三个月进口 - 短期外债）。目前世界盈余储备约为 2.8 万亿美元。如果我们作一个十分激进的假设，即长期内各国会将 40% 的盈余储备投入股票市场，这意味着 1.12 万亿美金的资本流入全球股票市场。如果我们假设全球的外汇储备在未来将会以每年 20% 的速度增长，未来五年内流入股票市场的资金将会达到约 3 万亿美元。这个数字与很多小国的外汇储备相比都是非常庞大的。

可以看到，如果未来世界主要国家的主权财富基金的投资相对集中于某一个国家的时候，资金的快速进入和撤离将会对其资本账户造成较大的影响，尤其是对于经济规模较小、金融市场尚未成熟的国家来说。因此，可以说主



权财富基金的投资行为对开放的小国具有一定的潜在威胁。但同时我们也要看到，主权财富基金是长期投资者，采取多样化的投资策略，很少会将资金集中在某一个国家的市场上，而是分散投资于全球的金融市场，因此它对其他国家收支平衡构成潜在威胁的可能性是极小的。为了进一步避免这种情况的出现，被投资国也应当在有大量主权财富基金投资时及时意识到潜在的危险，通过政策调节和国际对话来控制其可能造成的负面影响。

表 8.1 全球主要国家的外汇盈余储备

(单位: 百万美元)

	外汇储备	三个月进口	短期外债	盈余储备
中国	1 528 250	263 470	231 000	1 264 780
中国香港	152 700	100 164		52 536
印度	266 767	72 000	15 000	194 767
印度尼西亚	56 920	20 627. 2		36 292. 8
韩国	262 220	100 563. 27	3 000	161 656. 7
马来西亚	100 635	135 092		- 34 457
菲律宾	0	15 236		- 15 236
新加坡	162 956. 8	85 000	40 000	77 956. 8
中国台湾	270 310	58 040	26 000	212 270
泰国	80 198. 35			80 198. 35
巴西	180 334	37 000	66 000	143 334
墨西哥	77 894	76 598. 7		1 295. 3
土耳其	71 263	48 169		23 094
俄罗斯	464 379	69 605	53 000	394 774
科威特	16 285. 6			16 285. 6
沙特阿拉伯	32 308	34 000	22 000	- 1 692
阿联酋	77 161. 9			77 161. 9
阿尔及利亚	110 180	6 000	0	104 180
利比亚	77 897. 5	85 000	1 000	- 7 102. 5
总计				2 782 095

数据来源: 彭博资讯, 表中为 2007 年 12 月的数据。



主权财富基金对全球金融市场及其稳定性的影响

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。根据我们的分析，主权财富基金对金融市场的影响主要包括以下方面。

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率较目前提高一到两倍，净资金流入达到 3.1 万亿~6 万亿美元。摩根士丹利测算每年净流入全球股票市场的主权财富基金资金将达到 4 000 亿美元（其中 1 000 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，1 300 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。根据摩根士丹利的测算，主权财富基金的兴起，在未来十年中将使无风险资产的回报率上升 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。耶恩和迈尔斯（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。

首先，不能就此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造成的，可以将对冲基金视为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者。换句话说，是各国政府作为独立的投资者在全球考虑并指导主权财富基金的资产配置。例如，虽然根据瑞银的估计，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），但是如果我们把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。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，但是这是由近年来全球能源价格和外汇储备的飞速增长等因素造成的，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，由于主权财富基金属于长期投资者，交易频率较低，它对金融产品价格的影影响更加有限。

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

以上结论可以说明，主权财富基金是由一国政府为了该国利益而创建，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。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。

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。

主权财富基金对全球金融市场的影响

提高全球风险—回报组合

根据摩根士丹利（Stephen Jen, 2007）的研究，按照资金来源，主权财富基金可分为三种类型：一是由石油出口收入形成的主权财富基金。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。三是由于资本流入形成大量储备而设立的主权财富基金。

根据 1987 ~ 2007 年间的有效投资前沿和单一资产的回报情况，类型一的主权财富基金，如图 8.3 所示，应当从“100% 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，类型二和类型三的主权财富基金，应当移动到市场线上异于“100% 政府债券”的位置。如图所示，类型一的主权财富基金应当有最高的风险—回报组合，而类型三的主权财富基金应当有最低的风险—回报组合。

因此，我们可以初步得出的结论是：

类型一的主权财富基金提高了全球的风险—回报组合。特别是如果石油价格继续上涨，由于石油现货是一种低回报、高波动的投资，类型一的主权财富基金将会投资于相对更高的风险—回报组合。

类型二的主权财富基金也将提高全球的风险—回报组合。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风险高的资产，但是仅从多元化投资策略出发，就应提高全球的风险—回报组合。

类型三的主权财富基金则可能降低全球的风险—回报组合。这不仅因为类型三的主权财富基金倾向于投资安全资产，更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—回报组合。

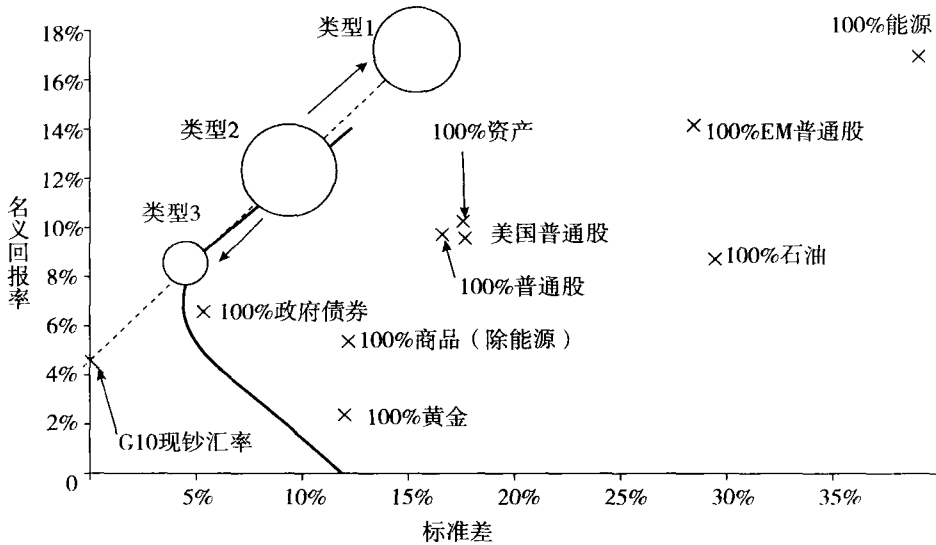


图 8.3 主权财富基金如何影响金融资产的风险—回报平衡

注：图中圆点的大小代表了这些基金的规模。

资料来源：Stephen Jen (2007)。

对股票回报的影响

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了便利等。随着外汇储备和能源出口盈余的继续增长，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。下面我们借鉴巴罗模型的简化版本，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风险溢价的影响。

模型采用卢卡斯 (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

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

其中 R_{t+1} 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 $R_{t+1}^f = \frac{A_{t+1}}{P_t}$, 其中 P_t 为风险资产价格。那么如果我们将 R_{t+1}^f 代入 R_{t+1} , 根据 (2) 可得

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

因此, 每一时期风险资产价格可表示为

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

如果我们将 R_{t+1}^f 代入 R_{t+1} , 则

$$R_{t+1}^f = e^{\rho} A_t^{-\theta} / E_t (A_{t+1}^{1-\theta})$$

假设总产出 (GDP) 符合以下随机游走模型:

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

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

$$E_t(R'_{it}) = \frac{E_t(A_{i,t+1})}{P_i} = \frac{A_t \exp\left(\gamma + \frac{1}{2}\sigma^2\right) \left[1 - p_1 - p_2 + p_1 e^{-b} + \frac{p_2}{2}(e^c + e^{-c})\right]}{P_i}$$

无风险资产回报

$$E_t(R'_{it}) = e^\rho A_t^{-\theta} / E_t(A_{i,t+1}^{-\theta}) = \frac{\exp\left(\rho + \theta\gamma - \frac{1}{2}\theta^2\sigma^2\right)}{1 - p_1 - p_2 + p_1 e^{\theta b} + \frac{p_2}{2}(e^{\theta c} + e^{-\theta c})}$$

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：

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

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%。根据摩根士丹利的数据，截至 2007 年全球无风险债券回报约为 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 年至今全球股市大幅下跌，如美国标准普尔指数下跌了 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。

根据摩根士丹利的估计，未来 20 年内全球的主权财富基金成长趋势如下：

表 8.2 主权财富基金成长趋势 (单位: 万亿美元)

	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% 的资金投资于风险资产，也就是说其风险规避指数约为 12.2^①。我们预计在 2022 年全球中央银行将会有 30% 的资金投资在风险资产，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：

从表 8.3 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产生较为明显的影响，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表 8.3 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，那么如表 8.4 所示。

表 8.3 假设一：风险偏好与资产风险—回报特征 (单位：%)

	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

^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 = $0.0375 / (CRRA * 0.1752)$ 。



表 8.4 假设二：风险偏好与资产风险—回报特征 (单位：%)

	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。

主权财富基金对全球金融市场稳定性的影响

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他投资基金将会有很大的相似之处，韩国投资公司甚至将其资产的约 3/4 交给外部基金来管理。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国债向其他资产类别和货币的转变。

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，现在这一影响在某种程度上被大量流入美国金融业的资金流所抵消。在美国之外的其他国家，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、具有不确定性的投资组合的变化和其他投资者的反应并没有考虑在内。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—回报较低的资产类别的需求，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率曲线。这种行为在长期来看对全球经济无疑是有益的，因为从某种意义上说，先前亚洲高储蓄国家对美国国债的需求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具有非常重要的作用。

提升全球金融市场尤其是新兴市场的效率

主权财富基金的资金流向了更多区域，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的增长，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。首先，主权财富基金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；如果能够持久改变市场主体的风险偏好和风险承受能力，也会为资本市

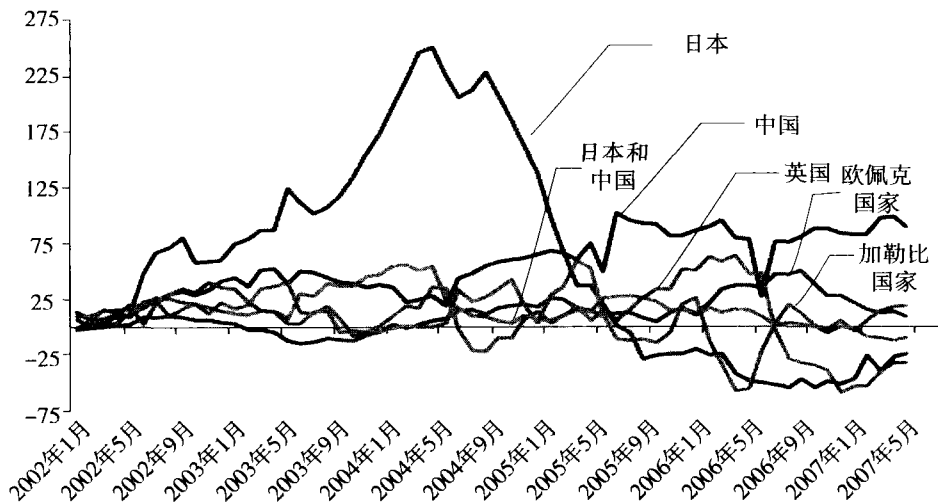


图 8.4 各国持有美国国债的变化

资料来源：Datastream。



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，因此缺乏其应对突发的外生冲击的有利证据，但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市场配置更大比率的资产，即我们所说的南南投资，例如，中国和海湾合作委员会（GCC）国家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主权财富基金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。

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真实的经济价值，并且这种恐慌会向其他市场蔓延。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“逆周期”的反向投资，将起到很好的稳定市场的作用。而且，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。

福塔克和博尔托洛蒂（2008）对全球 75 家主权财富基金在公开上市公司中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% 的超额回报。科特和列利（2008）在对 163 起主权财富基金的投资行为进行统计后发现，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。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及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 8.5 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
2007/11/26	阿布扎比投资局入股花旗	75 亿美元	可转债	11%	4.9%	N
2007/12/13	新加坡政府投资公司入股瑞银	98 亿美元	可转债	9%	9%	N
2007/12/19	中投入股摩根士丹利	50 亿美元	可转债	9%	9.9%	N
2007/12/24	淡马锡入股美林	44 亿美元	普通股	N/A	9.9	N
2008/01/15	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	N/A	7.8%	N
2008/01/15	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%	N/A	N

资料来源：根据公开媒体报道整理。

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，即卷入一场争论之中。

因此，随着规模的不断扩大和对资源、技术需求的增加，主权财富基金



与西方国家间很可能发生冲突。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的变化，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上购买并控制另一国的资产，则其自身市场也应有相同的开放度。

主权财富基金的透明度不足也是引起他国抵制的一个重要原因。科特和列利（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。无论采用杜鲁门的记分卡制度还是主权财富基金研究所的透明度指数，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也越大。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的积极作用，需要多方共同合作，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，欢迎其他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。

结束语

本章研究了主权财富基金对宏观经济政策和金融市场的影响。主权财富基金可以成为财政政策一个行之有效的政策工具。主权财富基金能够提供更加专业、合理的投资与风险管理框架，加强政府财政管理的透明度与问责制。然而，主权财富基金投资和管理的不善也将带来更大的财政风险。主权财富基金有利于稳定汇率水平，但主权财富基金对本国投资则可能影响货币政策。适当设计的主权财富基金有利于国家资产负债表的稳健，有利于有效维持本国国际收支平衡。在研究主权财富基金对金融市场的影响时，本章首先采用简单的静态模型来说明主权财富基金的资产结构并不能完全说明其风险规避程度；其次借鉴了巴罗模型来测算主权财富基金对股票风险溢价的影



响，得出的结论是主权财富基金对风险溢价影响有限；最后分析了主权财富基金对全球金融市场的正面影响。总体上，本章认为在合理操作的前提下，主权财富基金对内有利于宏观经济政策的执行，对外有利于全球金融市场的稳定。



参考文献

谢平等,《关于我国外汇储备问题的若干观点》,《金融研究》,2007年第3期。

谢平、陈超,《论主权财富基金的理论逻辑》,《经济研究》,2009年第2期。

谢平、陈超等,《主权财富基金、宏观经济政策协调与金融稳定》,2009年第2期。

楼继伟,《主权财富基金——现行国际金融体系的必然》,首届“陆家嘴论坛”,2008年5月29日。

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。

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。

Barro, Robert J., Rare Events and the Equity Premium, NBER Working Paper 11310, 2005.

Beck, Roland and Michael Fidora, The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets, SSRN 1144482, 2008.

Borgne, Eric Le and Paulo Medas, Sovereign Wealth Funds in the Pacific Island Countries: Macro-Fiscal Linkages, IMF Working Paper.

Brooks, Nicholas, China's New Sovereign Wealth Fund: Implications for Global Asset Markets, Henderson Insights, Edition14-17, July 2007.

Campbell, John Y., and Luis M. Viceira, *Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors*, Oxford University Press.

Fotak, Veljko, Bernardo Bortolotti and William Megginson, The Financial Impact of Sovereign Wealth Fund Investments in Listed Companies, 2008.

Humpage, Owen, Michael Shenk, Sovereign Wealth Funds, *Economic Trends*, July 2, 2007.

IMF, Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda, February 29, 2008.

Jen, Stephen, How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015, Morgan Stanley Re-



search Global, May 3, 2007.

Jen, Stephen, Russia: The Newest Member of the “SWF Club”, Morgan Stanley Research Global, April 27, 2007.

Jen, Stephen, Sovereign Wealth Funds and Official FX Reserves, Morgan Stanley Research Global, September 15, 2006.

Jen, Stephen, SWFs’ Impact on Financial Assets, Morgan Stanley Research, May 8, 2008.

Jen, Stephen, Tracking the Tectonic Shift in Foreign Reserves and SWFs, Morgan Stanley Research Global, March 16, 2007.

Jen, Stephen, Why Japan Should Have Its Own Sovereign Wealth Fund, Morgan Stanley Research Global, July 6, 2007.

Johnson, Simon, The Rise of Sovereign Wealth Funds, *Finance & Development*, Volume 44, Number 3, September 2, 2007.

Kambayashi, Satoshi, Sovereign Wealth Funds: The World’s Most Expensive Club, *The Economist*, May 24, 2007.

Kern, Steffen, Sovereign Wealth Funds: State Investments on the Rise, Deutsche Bank Research, September 10, 2007.

Kotter, Jason and Ugur Lel, Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets, International Finance Discussion Papers, Number 940, 2008.

Lomax, Andrew, Sovereign Wealth Funds: The New Wealth of Nations, Fleet Street Letter, August 31, 2007.

Lowery, Clay, Sovereign Wealth Funds and the International Financial System, Remarks at the Federal Reserve Bank of San Francisco’s Conference on the Asian Financial Crisis Revisited, US Treasury, June 21, 2007.

Magnus, George, Sovereign Wealth Funds and the Rise of the “Global South”, *The Globalist*, August 31, 2007.

Mallaby, Sebastian, The Next Globalization Backlash: Wait till the Kremlin Starts Buying Our Stocks, *The Washington Post*, June 25, 2007.

Marino, Stacey L., The Importance of Portfolio Rebalancing in Volatile Times, SSgA



Capital Insights, 2008.

Miles, D. and S. Jen, Sovereign Wealth Funds and Bond and Equity Prices, Morgan Stanley Research, 2007.

Miles, D. , M. Baker & V. Pillonca, What Should Equities and Bonds Be Worth in a Risky World, Morgan Stanley Research, 2005.

Plender, John, An Unseen Risk in Sovereign Wealth Funds, *The Financial Times*, June 22, 2007.

Pliska, Stanley R. , Kiyoshi Suzuki, Optimal Tracking for Asset Allocation with Fixed and Proportional Transaction Costs, *Quantitative Finance*, Volume 4, Number 2, April 2004, pp. 233-243(11).

Portes, Richard, Sovereign Wealth Funds, *Real IR*, September 18, 2007.

Rozanov, Andrew, Who Holds Wealth of Nations, *Central Banking Journal*, May 2005.

Summers, Lawrence, Funds that Shake Capitalist Logic, *Financial Times*, July 29, 2007.

Truman, Edwin, Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability, Peterson Institute for International Economics, August 2007.

Whyte, Philip, Katinka Barysch, What Should Europe Do about Sovereign Wealth Funds, CER Bulletin, Issue 56, 2007.

Willman, John, Sovereign Funds Warning, *The Financial Times*, October 15, 2007.

Yesim Tokat, Portfolio Rebalancing in Theory and Practice, Vanguard Investment Counseling & Research, Number 31, 2006.



附录 1

全球十大主权财富基金介绍



阿布扎比投资局

阿联酋阿布扎比投资局（Abu Dhabi Investment Authority，以下简称 ADIA）是一家全球性投资机构，其使命是将国有资产进行谨慎投资，创造长期价值，维护和保持阿布扎比酋长国当前和未来的繁荣。ADIA 总部位于阿布扎比，员工来自全球 40 多个国家。ADIA 由财政部成立，资金来源主要是阿布扎比的石油收益。阿联酋总统哈利法·本·扎耶德·阿勒纳哈扬任 ADIA 董事会主席。ADIA 管理的投资组合跨行业、跨地区，涉及多种资产等级，包括公开上市的股票、固定收益工具、房地产和私募股权。

一、ADIA 的历史

ADIA 成立于 1976 年，由阿联酋建国者谢赫·扎耶德·本·苏丹·阿勒纳哈扬建立，主要从事股票、债券、房地产投资，以及本地和区域投资。ADIA 于 1986 年建立商品投资业务；1988 年雇员超过 500 人；1989 年开始进行私募股权投资；1993 年雇员超过 1 000 人；1998 年开始进行通胀指数债券投资；2005 年成立新兴市场部门；2007 年，本地和区域投资从 ADIA 转移到阿布扎比投资委员会（Abu Dhabi Investment Council，ADIC）。



二、ADIA 的组织结构与公司治理

ADIA 的董事会是最高权力机构，对 ADIA 的机构和业务拥有绝对的控制权。董事会由董事会主席、常务董事及其他董事会成员组成。董事会下设审计委员会以及投资委员会、战略委员会、管理委员会、投资方针委员会、IT 委员会。投资委员会和战略委员会负责监察投资过程，提供专家建议。所有的部门都由投资委员会和战略委员会来领导。ADIA 的部门分为投资部门和支持部门两个部分。投资部门包括外部股权投资部门、内部自营股权投资部门、固定收益部门、另类投资部门、房地产部门和私募股权部门；支持部门包括会计部门、操作部门、信息技术部门和财务管理部。

ADIA 有明确的方针、程序和体系来确保其有效运行。ADIA 完整的管理程序包括投资管理、财务控制、信息系统以及人力资源。

（一）投资管理

整个投资管理过程包括：确定投资目标——资产配置——在一种资产或次级资产中确定投资政策——确定投资基准（标准普尔 500 指数，MSCI 指数等）——建立投资指引——执行。

（二）财务控制

投资政策的执行管理包括事前稽核、事后稽核、金融与财务控制、执行和风险汇报以及合规审查。

（三）信息系统

ADIA 的信息系统提供精确的数据，确保投资符合内部方针和外部规则，使投资管理和财务控制过程能够有效运行。

（四）人力资源

ADIA 的人力资源战略通过招聘、业绩管理、薪资、培训和开发机制为机



构的管理提供支持。

三、ADIA 的主要资产配置

ADIA 经营活动透明度极低。自成立以来的 30 年间，从未披露过其资产规模、投资组合结构以及表现。预计其投资额接近 9 000 亿美元，是全球市场上最大的主权财富基金，也是最有影响力的机构之一。据估计，其投资组合中 20% 为固定收益产品，这部分由内部管理，其余部分为外部管理的公开市场股票和私募股权投资。

四、ADIA 的投资目标

ADIA 主要负责将政府的石油收入和资产投资到世界各个国家。其投资目标是在控制风险的情况下用阿布扎比政府各个资产类别下的资产盈余进行投资。

五、ADIA 的投资策略的主要特点

自 1976 年成立以来，ADIA 一直奉行比较保守的投资策略，该机构历来将资产外包给国际基金管理人来管理，其投资也主要是参照标准普尔 500 指数等市场基准来选股。与此同时，ADIA 也是对冲基金与私募股权投资基金的重要机构投资者。这一策略让 ADIA 在过去 30 年里表现良好，充分反映了这个沙漠酋长国当初设立该基金的重要目的：一旦石油收益减少，该基金将成为阿布扎比酋长国的重要财政储备。

从 1976 年成立至 80 年代，根据一些国际金融机构的投资建议，ADIA 的投资重心主要在证券市场上。目前，阿布扎比投资局的投资除了股票、固定收益工具之外，已覆盖房地产、私募股权、对冲基金等，其投资比例大约是：50% ~ 60% 的股票，20% ~ 25% 的固定收益，5% ~ 8% 的房地产，5% ~ 10% 的资金用作直接投资。目前，ADIA 持有的股票市值约 4 500 亿美元。据估算，ADIA 最近 30 年的年化投资收益率在 10% ~ 20% 之间。

与以往被动跟踪指数不同，ADIA 现在的投资团队越来越倾向于积极选股，以争取超过市场基准的投资回报，其选股策略与西方许多资产管理公司



或对冲基金相似，从投资花旗集团的案例中可以看到，投资规模在扩大，承担风险的意愿也在上升。与此同时，阿布扎比投资局一直采取长期、被动型投资策略，并不谋求在某一公司的董事会中占有一席之地。

ADIA 的投资按行业分布情况大致如下：金融服务行业目前是 ADIA 表现较为活跃的投资领域，其投资包括花旗集团、VISA 以及数家中东地区的银行，投资目标公司涵盖北美、中东和亚洲地区。此外，ADIA 在房地产行业、工业和消费行业均有建树，目标企业大多集中在欧洲和中东地区。



挪威央行投资管理公司 NORGES BANK

挪威央行投资管理公司（Norges Bank Investment Management，以下简称 NBIM）负责挪威政府全球养老基金（GPFG）的国际资产投资，以及管理挪威央行的大部分外汇储备和政府石油保险基金。NBIM 总部位于挪威首都奥斯陆，并在纽约、伦敦、上海设有办事处。截至 2008 年 12 月底，NBIM 拥有来自 20 个国家的 217 名终身雇员。

一、NBIM 的历史

1997 年 5 月 7 日，挪威央行通过了《投资管理方案》。1998 年 1 月 1 日，NBIM 作为央行的分支机构正式成立。1998 年 1 月 20 日，NBIM 进行了第一笔股票投资，之后通过出售投资组合中的债券，使股票的投资比率上升到 40%。1999 年 11 月 23 日，执行委员会通过了 NBIM 的第一个战略计划。2000 年 8 月，NBIM 在伦敦设立代表处。2002 ~ 2003 年，扩大债券投资组合范围，包括政府债券和非政府债券。2003 年 3 月 28 日，NBIM 第一次在参股公司的股东大会上行使表决权。2004 年 12 月，执行委员会通过了《共同管理和资产保护规则》。2005 年秋季，达成固定收益管理外部结算服务合同。2007 年 11 月，NBIM 在上海开设代表处。

二、NBIM 的组织结构与公司治理

NBIM 是挪威央行下属的一个独立机构。挪威财政部将其负责的政府全球养老基金委派给挪威央行来管理，NBIM 负责该基金国际资产的实际运作和管理。财政部和央行之间是客户和操作管理人的关系。对于政府石油保险基金来说，挪威石油和能源部是基金的所有者，挪威央行是其操作管理人。

挪威央行执行委员会负责央行的运作。央行的监管机构是由 15 名成员组成的监管委员会，负责审批央行的预算，组织央行的审计工作。从 2007 年开



始，监管委员会与德勤会计师事务所达成协议，由德勤和央行审计部门共同承担投资管理的金融审计工作。德勤和央行审计部门分别向监管委员会提交政府全球养老基金的年度审计报告。协议还规定，央行审计部门需要向财政部提交 NBIM 的季度和年度管理报告。总审计办公室负责政府全球养老基金的最终审计。政府石油保险基金的账户虽然由央行管理，但该基金不包括在央行的年度财务报告中。该基金由总审计办公室审计。财政部决策的事项包括：战略投资决策和风险限额的设定。NBIM 的职责包括：执行投资策略、风险管理、准备报表并汇报、就战略性投资决策向财政部提供咨询意见。

执行委员会通过制定战略计划来建立 NBIM 的运营框架。每个战略计划的期间为 3 年，每过 1 年修正一次。最新一期的战略计划是从 2007 ~ 2010 年。

2007 年，NBIM 的组织结构分成股权管理和固定收益管理两条业务主线。此外，NBIM 还有一些部门独立于业务主线之外，它们直接向 NBIM 的常务董事汇报工作。这些部门负责所有权行使、风险和收益衡量、合规性审查以及行政管理。2008 年，NBIM 开始全面机构改革，将股权管理和固定收益管理这两项分开的功能整合到一起，按照战略领域重新进行划分，风险管理也大幅加强。目的是通过积极管理政府和挪威央行的金融外汇资产，创造大幅价值提升。

财政部对 NBIM 对该基金的运营管理情况进行独立的绩效研究和审核。

三、NBIM 的主要基金

NBIM 负责管理政府全球养老基金、央行外汇储备的对外投资组合和缓冲投资组合，以及政府石油保险基金。这些基金的资金来源主要包括挪威石油领域产生的盈余和央行的大部分外汇储备。

（一）政府全球养老基金

政府全球养老基金是 NBIM 管理的最大的一家基金，其前身是 1990 年挪威议会成立的政府石油基金，2006 年 1 月更名为政府全球养老基金。成立该



基金的目的是为政府公共部门养老金支出提供支持，以及提高政府石油收入的长期收益。同时，该基金还作为财政管理工具，确保使用石油收入方面的透明度。2005年，挪威议会通过有关政府养老基金的法案，财政部负责该基金，并委派挪威央行管理该基金，NBIM负责该基金国际资产的实际运作和管理。政府全球养老基金的管理战略由财政部确定。财政部对基金的投资设置了关键性限制，如股票和固定收益工具之间的投资配置比例、在所投资公司中的持股最大限额以及对挪威央行主动管理的限制等。基金的投资有一部分由NBIM直接管理，另外一部分由NBIM聘请外部投资管理人负责。该基金遵守完全透明的经营模式，向公众汇报所有的财务持有和回报情况。

1997年，政府全球养老基金仅投资于政府债券。1998年起，投资组合开始包括股票和固定收益工具。2007年，经挪威议会同意，财政部决定将基金的股票投资份额增加到60%。经过两年的调整，截至2009年6月30日，股票投资份额已升至60.3%。以下为其最大的股权和债权持有情况：

表1 最大的股权持有情况（截至2009年6月30日）

公司	国家	持有量（百万挪威克朗）
荷兰皇家壳牌有限公司	英国	17 241
雀巢公司	瑞士	17 021
汇丰控股有限公司	英国	16 734
英国石油公司	英国	16 352
道达尔公司	法国	13 722
埃克森美孚公司	美国	12 472
沃达丰集团股份有限公司	英国	11 076
西班牙电信公司	西班牙	10 765
瑞士罗氏控股公司	瑞士	10 583
西班牙国家银行	西班牙	10 034



表 2 最大的债权持有情况 (截至 2009 年 6 月 30 日)

发行人	国家	持有量 (百万挪威克朗)
英国政府	英国	80 779
美国政府	美国	79 933
德国政府	德国	70 139
意大利政府	意大利	56 833
日本政府	日本	42 730
房利美	美国	42 036
法国政府	法国	39 246
欧洲投资银行	超国家	35 005
德国复兴信贷银行	德国	29 246
苏格兰皇家银行	英国	24 612

截至 2009 年 6 月 30 日, 政府全球养老基金的市值为 23 850 亿挪威克朗。年度国际货币收益为 12.7%, 股权组合收益为 19.5%, 固定收益组合收益为 -5.1%, 超额收益为 21%。

(二) 央行外汇储备

挪威央行的外汇储备分为流动性组合和对外投资组合两部分。此外, 还为政府全球养老基金建立了一个缓冲投资组合。缓冲投资组合是央行外汇储备的一部分, 目的是确保能够为政府全球养老基金适当地提供新资本。该组合的资金来源于石油交易活动中获得的国家直接财政收入向央行的外汇转移, 以及央行为满足政府全球养老基金的外汇需要而从市场上购买的外汇。

对外投资组合占整个外汇储备的绝大部分, 和缓冲投资组合一起由 NBIM 管理。挪威央行货币政策委员会负责管理流动性组合。挪威央行执行委员会确定外汇储备管理的指导方针, 委员会主席负责发布补充性规则。

从 1998 年到 2000 年, 整个对外投资组合都投资于政府固定收益工具。从 2001 年起, 投资组合中开始纳入股票。从 2002 年起, 投资组合中开始包



括非政府担保的固定收益工具。截至2009年6月30日，央行外汇储备的投资组合市值为1777亿挪威克朗，组合收益为3.71%，基准收益3.90%，超额收益-0.19%，年度实际净收益1.75%。

（三）政府石油保险基金

成立政府石油保险基金的目的，是为弥补石油交易活动中国家直接财政收益发生的损失提供支付储备。该基金归石油和能源部所有。挪威央行代表石油和能源部来管理政府石油保险基金。NBIM负责具体的操作性管理。管理规则和方针由石油和能源部制定。管理框架由1986年5月颁布的《政府石油保险基金法案》和1996年12月颁布的规则来确定。此外，石油和能源部以及该部与央行之间达成的管理协议确立了进一步的指导方针。

截至2009年6月30日，政府石油保险基金市值为209.16亿挪威克朗，实际组合收益9.8%，基准组合收益9.01%，超额收益0.07%。

四、NBIM 的投资目标

NBIM 最主要的挪威政府全球养老基金仅在海外投资，其投资目标有三：

- 第一，维持和保护作为中央政策管理工具的财政预算；
- 第二，多元化行业结构，即避免“荷兰病”；
- 第三，稳定挪威经济。

基金管理的主要目标是实现基金国际购买能力的最大化。

NBIM 投资于国际股权和固定收益工具、货币市场投资工具以及衍生产品。每家基金的投资领域有所区别：政府全球养老基金投资于46个发达国家和新兴市场经济体的股市以及21种外币的固定收益工具，投资的金融工具包括债券、股票、货币市场工具和衍生产品；央行外汇储备的对外投资组合和缓冲投资组合投资于股票和固定收益工具；政府石油保险基金仅投资于固定收益工具。

五、NBIM 投资策略的主要特点

NBIM 最主要的挪威政府全球养老基金以基准性投资组合而知名，投资



风格是风险中性、分散化和多样化。挪威政府全球养老基金的每一笔投资都有一个最大上限，所有权不得超过 10%。

财政部制定了包括股票和固定收益工具的基准性资产组合，基准值由以下两部分组成，首要目标是根据既定的固定收益基准进行有效的战略资产配置，次要目标是通过加强策略获取超额收益。

股票部分：27 个国家纳入 FTSE 股票指数的股票占 60%。截至 2008 年底，股票组合的市值为 11 290 亿挪威克朗。

固定收益部分：以 26 个国家货币发行的纳入巴克莱资本全球综合债券指数（Barclays Capital Global Aggregate Bond Index）的债券占 40%。管理的固定收益资产目前约 9 500 亿挪威克朗。

基准中的股票部分包括 50% 在欧洲证交所上市的股票，35% 在美洲和非洲上市的股票，15% 在亚太地区上市的股票。基准中的固定收益部分包括 60% 以欧洲货币发行的固定收益债券，35% 以美洲货币发行的固定收益债券，5% 以亚太区货币发行的固定收益债券。

2008 年 4 月，财政部决定将房地产投资也纳入资产配置，但比率不超过 5%，固定收益工具的配额相应降低。目前，NBIM 还未投资于私有房地产，但将建立一支团队专门负责这部分的投资。

另外，为获得尽可能高的超额收益，NBIM 也实行投资外包策略。截至 2008 年底，NBIM 共有 33 家外部股权经理，9 家外部固定收益经理，委托资产达 3 000 亿挪威克朗。



Saudi Arabian Monetary Agency

沙特阿拉伯货币局

沙特阿拉伯货币局 (Saudi Arabian Monetary Agency, 以下简称 SAMA) 是沙特阿拉伯王国的中央银行, 同时行使监管其他商业银行的职责。尽管 SAMA 并不是正式的国家主权基金, 但是它运作绝大部分的外币资产。

一、SAMA 的历史

在沙特阿拉伯王国建立的时候, 没有自己独占性的货币系统。在中央银行发行纸币以前, 外国货币和沙特银币被用作交换媒介。SAMA 最初的任务就是发展沙特货币, 同时关注建立国家银行体系。

从 1960 年到 1972 年, 在银行业规模扩大和 1961 年 3 月里亚尔 (沙特货币单位) 接受完全兑换协议这样不利的情况下, SAMA 集中关注于银行业规范化的问题。

从 1973 年到 1982 年, SAMA 主要关注处理三方面的问题: 对付促进经济发展的通胀压力、银行系统的扩张以及如何管理大量外汇储备。

从 20 世纪 80 年代中期起, SAMA 的主要目标是推动金融市场的改革。

二、SAMA 的组织结构与公司治理

SAMA 由包括皇室成员的董事会监管。SAMA 董事会由董事、副董事和 3 位被提名的私营企业人员组成。

SAMA 从本质上看是中央银行和银行业管理人, 其投资信息披露很少。尽管如此, SAMA 每个月发表一份报告。

三、SAMA 的主要基金等

作为一家中央银行, SAMA 披露的投资信息很少, 无法进行进一步的分析。根据其在网站上公布的一份年报显示, 到 2007 年 6 月, SAMA 总资产为



2 610 亿美元，外币与黄金资产为 2 740 亿美元，官方储备为 250 亿美元。

SAMA 的主要资金来源是石油收入。

（注：由于披露信息不足，我们无法对于 SAMA 的投资目标和特点作出评价。）



新加坡政府投资公司



新加坡政府投资公司（Government of Singapore Investment Corporation，以下简称 GIC）于 1981 年 5 月 22 日成立，主要职能是接受政府委托管理国家外汇储备。虽然 GIC 由政府出资设立，但完全按照商业性公司模式运作，在全球范围内进行组合投资，包括股票、债券、外汇、不动产和私募股权等等。

一、GIC 的历史

新加坡成立政府投资公司的基本背景是国民经济出现了结构性的恢复和增长，包括较高的 GDP 增长率、持续的国际收支顺差和迅速扩张的国家外汇储备。1971 年，新加坡金融管理局（以下简称金管局）成立后，承担了外汇储备管理职能，主要投资于高流动性、高安全性的投资工具，如美国国库券等。在 20 世纪 70 年代后期，新加坡 GDP 年均增长 8.8%。大量外资涌入，造成国际收支顺差急剧膨胀，外汇储备从 1976 年的 29.9 亿美元猛增到 1981 年的 74.4 亿美元。因此，外汇储备管理的重点已从短期流动性转向长期收益性。1981 年，GIC 的建立，就是外汇储备管理方式和投资策略改变的直接结果。

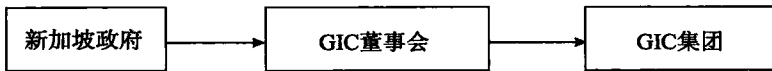
GIC 成立之初，GIC 管理的外汇资产主要来自新加坡财政部委托金管局（央行）管理的外汇账户和政府公积金账户盈余，但 GIC 并不拥有这些受托资产。GIC 初始的资产规模大约为 20 亿美元，相当于当时（1981 年）官方外汇储备的 26.6%。业务重点集中于股票、不动产投资等，债券投资和外汇业务仍由金管局人员负责管理。1986 年，固定收益证券和外汇交易统一并入 GIC。1987 年，GIC 正式从金管局迁出，自此完全具备独立公司形式，这是新加坡经济发展史上的标志性事件。

金管局仍负责高流动性的传统外汇资产管理。在满足流动性和短期外债支出需求后，盈余外汇储备交由 GIC 管理。GIC 管理的外汇储备资金不计入官方外汇储备；政府和金融管理当局也不得随意动用或抽回 GIC 管理的外汇资金。截至 2008 年底，GIC 管理的资产规模已经超过 1 400 亿美元。



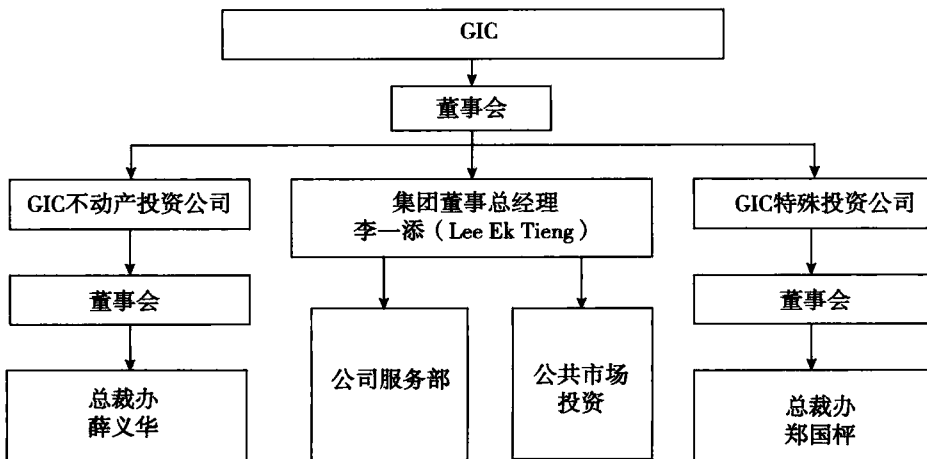
二、GIC 的组织结构与公司治理

GIC 的董事会由政府、管理层和独立董事组成。董事会包括数名政府要员，李光耀任第一届董事会主席，并连任至今。GIC 的执行董事均为知名的新加坡本土人士。此外，董事会成员中还包括部分私营部门的代表。董事会不负责也不干预 GIC 业务的日常管理。GIC 的各项具体业务由 GIC 管理层进行领导，在业务业绩方面对董事会负责。具体如下图所示：



从 1999 年起，GIC 集团分为三家独立公司：GIC 资产管理公司、GIC 特殊投资公司、GIC 不动产投资公司。其中 GIC 资产管理公司主要从事股权、债券投资和外汇交易等业务。GIC 通常的持股比率相对较低，达不到控股水平，因此并不积极参与企业管理与经营（如果企业需要也可以提供管理帮助，如李宁公司）。

GIC 目前专职投资管理人员仅为 200 多人，相对其管理的数额庞大的外汇资产来说规模很小。郑国枰（Dr. Teh Kok Peng）指出，这种精练的员工队伍和内部扁平化的组织结构使得每位员工必须承担很大的职责。





GIC 按照新加坡公司法注册成立，是新加坡政府全资拥有的非公众公司 (Private Company)，受政府委托管理国家外汇储备和政府资产。

由于管理政府资产和国家储备，新加坡宪法附属“第五条款第二部分”明确 GIC 为政府公司。GIC 的董事会成员和董事总经理的任免要经过总统的批准；GIC 需要将其年度财务报表和预算提交总统批准；并且总统有权获知任何 GIC 董事会掌握的有关 GIC 的资料。

作为国有独资非上市公司，GIC 可以不公开披露财务信息和其他重要事项，整体透明度不高。从其二十多年的运作来看，尽管没有充分的对外信息披露，但 GIC 向政府详细报告投资状况，及时总结投资策略；在集团内部提倡信息公开，鼓励投资人员相互交流。由此取得的良好长期业绩使新加坡政府和国民对 GIC 工作非常满意。

三、GIC 的主要基金

GIC 的基金由三家独立的公司来运作，包括 GIC 资产管理公司 (GIC Asset Management)、GIC 不动产投资公司 (GIC Real Estate)、GIC 特殊投资公司 (GIC Special Investments)。

(一) GIC 资产管理公司：在公开市场上运作

股票：投资于全球股票，目标是经风险调整后数据的表现超过相关 MSCI 指数。

固定收益：全球性资产组合横跨多个行业，包括十大工业国利率、信贷、新兴市场 and 可转债。

外汇：管理 GIC 的全球货币、现金和商品敞口，并扮演关键库务职能。

另类投资：向对冲基金进行投资，加强 GIC 整个投资组合的风险—回报特征。

外部资金管理：监控 GIC 核心资产类别中由外部基金管理的部分，如全球固定收益债券基金、全球成熟市场股票基金、全球新兴股票基金和新兴亚洲股票基金。



（二）GIC 不动产投资公司：投资于房地产市场

GIC 不动产投资公司名列全球十大房地产投资公司之一，管理全球范围内的直接和间接房地产投资组合，在 30 多个国家有 200 多项独立的投资。同时，GIC 还对上市和未上市房地产企业实体、房地产投资信托和房地产债进行投资。著名的投资包括在上海的汇亚大厦、东京的汐留城市中心（Shiodome City Center）和首尔闹市区的首尔金融中心。

（三）GIC 特殊投资公司：进行其他的特殊资产投资

投资并管理多元化的全球投资组合，覆盖风险资本、私募股权和未上市公司。当前有由 100 家基金管理公司和 2 000 多家公司组成的国际资产组合，广泛覆盖多种行业。主要投资包括美国德州太平洋集团（TPG）、凯雷集团（Carlyle Group）、海曼傅莱曼（Hellman & Friedman）、黑石、贝恩资本、KKR 集团、普罗维登斯（Providence）、银湖合伙基金（Silver Lake）等。

目前，GIC 在全球 40 多个市场上进行了大量投资，核心持有比例为 50% 股票、30% 固定收益和 20% 另类资产（包括房地产、私募股权、商品和对冲基金）。

四、GIC 投资目标

GIC 的业绩目标是实际回报率高于 5% 以及回报率高于美、日、德三国（G3）平均通货膨胀率。公司成立以来，所管理的资产平稳增值，年均回报率较 G3 平均通货膨胀率高出约 4 个百分点。另外，GIC 还利用有关的相对基准指数考核业绩。例如，要求股票投资与 MSCI 全球股票指数比较，债券投资与巴克莱全球债券指数比较，应有更好的表现。总体来看，GIC 超过全球指数，与众多资产管理公司业绩持平。

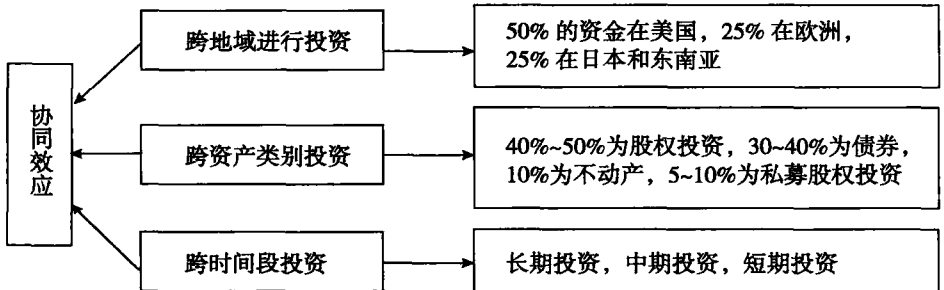
在截至 2006 年 3 月的过去 25 年中，GIC 达到的年均回报率为 9.5%（美元）和 8.2%（新元），计入同期的通胀率调整，整个阶段的实际回报率为 5.3%。GIC 的表现优于相关行业指数，如 MSCI 全球股票指数和加强后的巴克莱全球债券指数。



五、GIC 投资策略的主要特点

(一) 业务高度多元化，通过分散投资降低系统性风险以提高整体回报

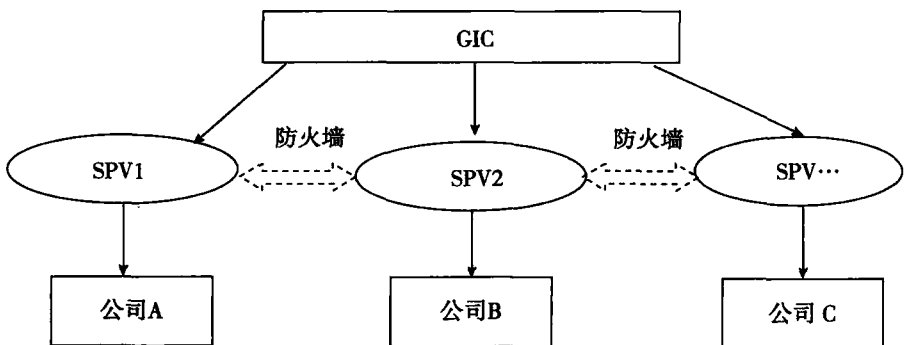
GIC 的多元化模式如下图所示：



(二) 股权投资采用特殊目的实体 (SPV) 方式进行

在股权投资中，基于规避风险、提高信用评级和防范法律问题的需要，SPV 是一种非常重要的工具。在 GIC 的股权投资中，大部分都通过设立 SPV 来持有投资对象股权。

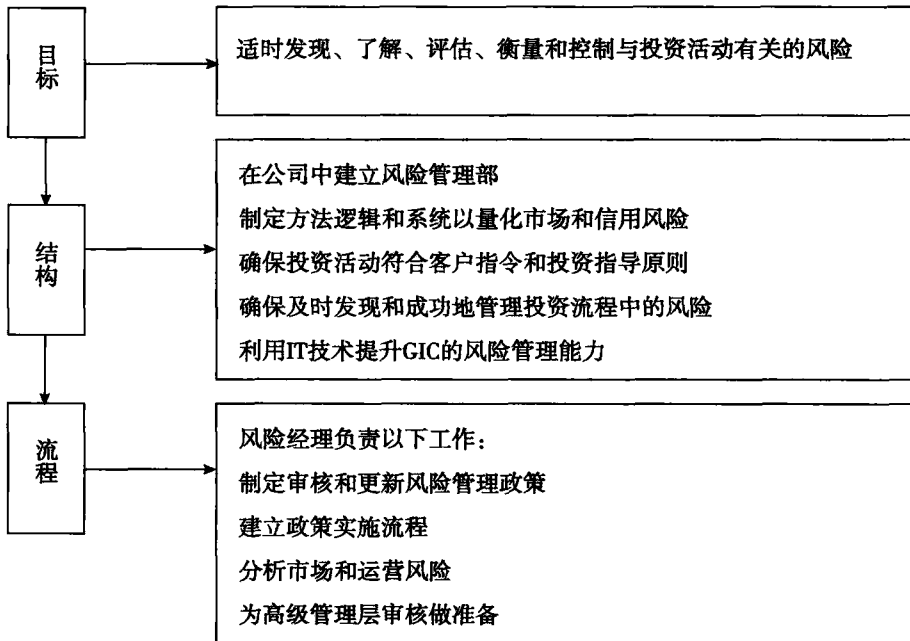
通过设立 SPV，不以 GIC 的名义直接投资，由 SPV 持有股权。通过 SPV，各家直接持股公司相互独立，而且与 GIC 存在风险隔离，避免了同业竞争和关联交易等法律问题（如下图所示）。





(三) GIC 的投资风险控制

GIC 非常注重对投资风险控制，建立了如下控制体系：





科威特投资局



科威特投资局（Kuwait Investment Authority，以下简称 KIA）是一个政府所有的独立投资机构，负责管理一般储备基金（General Reserve Fund，GRF）和未来基金（Future Generations Fund，FGF），以及财政部委托其代表科威特政府管理的其他基金。KIA 在本土、阿拉伯国家以及国际市场进行投资，总部设在科威特，并在伦敦和香港设有分支机构。KIA 的职能是使科威特政府委托其管理的财政储备获得长期投资收益，以应对未来的不确定性。

一、KIA 的历史

早在 1953 年，科威特便在伦敦成立了科威特投资委员会，将大量的石油收入进行投资。1982 年，KIA 成立，从财政部那里接管了科威特政府的资产。KIA 管理两家主要基金——一般储备基金和未来基金。KIA 只是资产管理者，对这些资产没有所有权，资产都归国家所有。

2004 年 8 月，KIA 聘请国际咨询机构来评估 KIA 的战略资产配置。咨询机构建议 KIA 将资产等级多样化，减少传统资产等级（如公开上市的股票和债券）的投资，增加非传统资产和无关联资产等级（如私募股权和房地产）的投资。这样可以提高 KIA 的投资回报并减少整体风险和波动性。咨询机构还建议 KIA 开发美国、西欧、日本这些发达经济体之外的市场，特别是新兴市场。

2005 年 6 月，KIA 董事会通过了 KIA 的战略资产配置方案以及咨询机构提出的一系列建议，其中包括建立目标收益率和风险预测机制，争取在 10 年内使 KIA 管理的资产总值翻一番。通过的方案包括：将固定收益的投资等级从 AA 放宽至 BBB +，参与高收益和新兴市场的债务工具，参股中小型公司，投资新兴市场的股市。修订后的战略资产配置方案减少了传统资产投资的比重，增加了非传统资产投资，还确定了另类投资的重要性，包括私募股权、对冲基金和房地产投资。2006 年 4 月，KIA 调整组织结构，成立了如下部门：



常务董事办公室、操作和行政管理部门、有价证券部门、另类投资部门、一般储备部门。除此之外，科威特投资办公室、债务结算办公室和法律事务部门将继续向常务董事直接汇报工作。

二、KIA 的组织结构与公司治理

KIA 拥有一个独立和自治的董事会，KIA 的管理情况向董事会报告。董事会由 4 名政府官员和 5 名内阁委派的私营部门代表组成。4 名政府官员分别为财政部长（董事会主席）、能源部长、中央银行行长、财政部副部长。董事会从私营部门代表中指派一名担任常务董事（首席执行官）。公司管理层由董事会任命，主要人选来自私营部门。

董事会中的 5 名董事（至少有 3 名是私营部门代表）组成执行委员会。执行委员会主席由常务董事担任。执行委员会的主要任务是协助董事会制定 KIA 的战略目标。

董事会中设有一个审计委员会，由两名私营部门董事会成员组成。委员会主席由财政部长担任。

董事会还会聘请一家外部审计机构来评估一般储备基金和未来基金。此外，KIA 还会聘请另一家独立的外部审计机构来评估 KIA 管理的其他基金。这两家审计机构都是国际会计师事务所。除了外部审计机构外，KIA 还有一个内部审计办公室，直接向董事会主席汇报工作。国家审计局也对 KIA 进行经常性的审查，并形成年度报告提交国会。KIA 向内阁和国会提交年度报告，对其管理的所有基金进行详细汇报。KIA 定期在议会报告其经营业绩。

三、KIA 的主要基金

（一）一般储备基金

一般储备基金是科威特政府的主要财富，资金来源主要为包括石油收入在内的所有财政收入，同时也需支付所有财政预算支出。一般储备基金还持有所有政府资产，包括科威特在公共企业（如科威特阿拉伯经济发展基金、



科威特石油公司等) 中的资产, 以及在多边和国际组织 (如世界银行、国际货币基金组织、阿拉伯基金等) 中的资产。

(二) 未来基金

未来基金成立于 1976 年, 一般储备基金转移了 50% 的资产作为其资金来源。此外, 每年从财政收入中提取 10% 转移给未来基金。未来基金根据战略资产配置方案投资于科威特本土之外的不同等级资产, 所有的投资收益将用于再投资。未来基金的资金不能被撤回, 除非经过法律认可。

四、投资目标

KIA 的总体目标是构建一个满足风险—回报目标、资产相关性较低的资产配置组合, 实现三年移动平均投资回报率超越综合指数基准。此外, KIA 致力于持续进步, 成为世界一流的投资管理机构; 致力于促进科威特私营部门的成功发展, 并确保不与私营部门竞争或替代私营部门的运营。

主要资产类别的投资回报目标是:

1. 有价证券: 年回报率超过基于三年移动平均的复合基准值;
2. 私募股权: 年回报率比 10 年移动标普 1200 全球指数高 500 个基点;
3. 房地产: 年回报率比瑞银全球房地产指数高 125 个基点;
4. 对冲基金: 年回报率比 HFRI Fund of Funds 复合指数高 100 个基点。

五、投资策略的主要特点

KIA 把管理的资产视为跨代储蓄, 即将不稳定的石油资产转换成分散化、资产相关度低的资产组合以防不测之需。例如, 在 1990 年伊拉克入侵时, 700 多口油井被焚毁, 三年间科威特没有石油收入。KIA 投入 800 多亿美元资金进行科威特的战后重建。因此, KIA 投资策略的主要特点是:

1. KIA 的投资完全基于商业目的, 即追求最大化的商业回报而没有任何政治目的。当然, 在具体投资项目上, KIA 也力图通过提升投资价值的能力来实现与国内经济发展的协同性。



2. KIA 的投资是被动的财务投资，不谋求对被投资公司的控股权。1953 年以来，KIA 的全球投资就遵循这一原则。20 世纪 60 ~ 80 年代在购买戴姆勒汽车公司（Daimler）或是英国石油公司（BP）的股票时也遵循了这一原则。

3. KIA 投资是促进金融市场稳定的力量。KIA 不利用杠杆。作为长期投资者，KIA 能够承受较大的短期风险与波动。

4. KIA 作为机构投资者，也是稳健、负责任的公司股东和所有者，与被投资公司具有一致的利益。KIA 也遵循国际公认的股东责任的国际准则。

5. KIA 的董事会负责制定完善的投资政策和明晰的战略资产配置方案，并定期予以审查。

六、投资分布概况及最新动态

据估算，KIA 持有超过 2 500 亿美元的资产，大致按以下比例配置：

（一）按资产类别划分

股票：57%，资产配置目标为 55% ~ 65%；
债券：15%，资产配置目标为 15% ~ 22%；
房地产：3%，资产配置目标为 8% ~ 12%；
另类资产：2%，资产配置目标为 4% ~ 6%；
现金：23%，资产配置目标为 3% ~ 7%。

（二）按地区划分

美国：53%，资产配置目标为 38% ~ 43%；
欧洲：32%，资产配置目标为 38% ~ 43%；
亚洲（包括日本）：9%，资产配置目标为 13% ~ 17%；
新兴市场：6%，资产配置目标为 4% ~ 6%。

此外，据报道，KIA 目前有超过 70 亿美元的债券和股权专用投资资金，超过 30 亿美元的另类资产（私募股权、房地产、对冲基金）专用投资基金。而目前另类投资中的直投项目（Direct Investment）所关注的重点是：单笔不



低于3亿美元的投资；来自东欧、中国、印度和越南等新兴市场的机会；来自金融、房地产、基础设施和消费产品等行业的机会。

KIA 目前在中东地区的金融、房地产、科技、电信、媒体、自然资源和消费品行业都持有大量资产，在未来几年，KIA 还将把投资目光对准可以吸纳巨大外资的北非大国，如埃及、摩洛哥等，主要投资的领域包括金融、科技、电信和服务业。在亚洲地区，KIA 在 2007 年入股中国工商银行，而在 2009 年 8 月，中国已承诺允许科威特的主权财富基金“科威特投资局”以人民币在上海证券交易所参与股票投资。



中国投资有限责任公司



中国投资有限责任公司（简称中投公司；筹备期间称为“国家外汇投资公司”），于2007年9月29日在北京成立。它是经中华人民共和国国务院批准设立的国有大型投资公司。中投公司注册资本为2 000亿美元，其来源是财政部通过发行特别国债募集15 500亿元人民币，向中国银行购买的等值外汇储备。中投公司实行政企分开、自主经营、商业化运作。宗旨是积极稳健经营，在可接受的风险范围内，实现长期投资回报最大化。

一、中投公司的历史

自改革开放以来，中国经济持续保持高速增长。截至2007年第一季度末，中国国家外汇储备高达1.2万亿美元。2007年1月19日召开的全国金融工作会议，研究成立专门机构来经营管理部分外汇储备。

中央汇金投资有限责任公司（以下简称“中央汇金”）是中投公司的全资子公司，自设董事会和监事会。中央汇金投资并持有国有重点金融企业的股权，并代表国务院行使股东权利，不开展其他任何商业性经营活动，不干预其控股企业的日常经营活动。

中投公司对外以境外金融组合产品为主开展多元投资，实现外汇资产保值增值；对内则继续代表国家履行国有金融机构出资人的职能，进行国有金融机构改革，实现国有金融资产的保值增值。

二、中投公司的组织结构与公司治理

中投公司为国有独资公司，接受国务院的领导。中投公司的管理层由三个机构组成，分别为根据《公司法》规定设立的董事会和监事会，以及经董事会批准设立的执行委员会。

董事会由11人构成，包括3名执行董事、5名非执行董事、1名职工董事和2名独立董事。董事会根据国务院确定的公司经营发展目标与原则，负



责制定公司的发展战略、经营方针和投资计划；决定公司有关战略的具体制定和实施；确定公司需向国务院报告的重大事项；任免公司高级管理人员；决定或授权批准建立公司内部管理机构等。

执行委员会负责执行董事会决议，并就公司日常经营管理中的重大问题进行决策。执行委员会下设两个具有决策职能的委员会——投资决策委员会和风险管理委员会。

监事会由 5 人组成，包括 1 名监事长、3 名监事和 1 名职工监事。监事会负责监督董事、高级管理人员的职业操守，确保公司内部监督程序运转的有效性，并直接向股东报告。监事会同时负责监督公司内部审计、聘用外部审计、检查公司会计和财务状况等各方面的工作。

中投公司还成立了国际咨询委员会，邀请 14 位在国际上享有盛名的专家就公司治理、组合投资战略、境外投资和监督政策、全球经济和金融形势及其他与中投公司业务密切相关的问题向公司高层提出建议，为中投公司的发展献计献策。中投公司根据自身投资模式的特点确定了风险偏好与风险容忍度，制定了风险预算，实行全面风险管理制度和以内控管理框架 COSO 标准为基础的内部控制体系；建立了包括执行委员会、风险管理委员会、首席风险官、风险管理部、法律合规部及其他有关部门在内的风险管理组织体系，以有效防范经营风险，确保公司依法、合规、稳健经营。

中投公司在全球投资业务和中央汇金公司代表国家进行国有金融机构投资业务之间设立了严密的“防火墙”。中央汇金公司设有独立的董事会、监事会和经营管理团队。只有中投公司的董事长和监事长可以身兼双职，同时担任两家公司的董事长和监事长，对公司进行全面管理和监督。

三、中投公司的主要投资

根据公开披露信息，中投公司目前已经进行的重大投资有：

（一）黑石集团

2007 年 5 月末，筹备中的中投公司与黑石集团（BlackStone）达成 30 亿



美元的投资意向。黑石集团已于 2007 年 6 月 22 日在纽约证券交易所上市，其初始发行价为每股 31 美元。中投公司购买黑石股票的成本大约为每股 29.605 美元，并承诺四年内不予出售。

（二）摩根士丹利

2007 年 12 月 19 日，中投公司宣布购买约 50 亿美元摩根士丹利发行的一种到期后须转为普通股的可转换股权单位，转换价格最高不超过参考价格的 120%；股权单位全部转换后，中投持有摩根士丹利的股份约 9.86%。2008 年 10 月，由于日本三菱日联金融集团向摩根士丹利注资，中投公司股权被稀释至约 7.68%。

2009 年 6 月 2 日，基于对摩根士丹利享有的优先购买权，中投公司追加购买摩根士丹利 12 亿美元普通股。此次注资后，中投公司在摩根士丹利的持股比例恢复至约 9.86%。

（三）澳大利亚房地产信托公司嘉民集团

2009 年 6 月 19 日，中投公司宣布与澳大利亚麦格理银行一同，参与向澳大利亚房地产信托公司嘉民集团（Goodman Group）的融资计划。二者共同为嘉民集团提供 4.85 亿澳元资金，其中中投公司提供 2 亿澳元。此笔融资计划将于 2010 年 2 月到期，并可延期 15 个月。

（四）加拿大泰克资源公司

2009 年 7 月 3 日，中投公司宣布通过其全资子公司福布罗投资有限责任公司，通过私募方式以每股 17.21 加元价位，购买泰克资源公司（Teck Resources Limited）101 304 474 股次级投票权 B 类股票。投资总额为 15 亿美元。此前，中投公司并未持有泰克资源公司股票。交易完成后，中投公司间接持有的 B 类股票约占泰克资源公司发行在外的 B 类股票的 17.5%，约占泰克资源公司发行在外的股票的 17.2%，并约占泰克资源公司所有投票权（包括 A 类股票和 B 类股票）的 6.7%。



（五）中信资本

2009年7月，中投公司宣布同意斥资20亿港元购买中信泰富旗下中信资本（Citic Capital）40%的股权。中信泰富的持股比例将从原先的50%稀释至27.5%。此次是中投公司在中资资产管理领域的第一单。

（六）英国商业地产歌鸟公司

2009年8月，中投公司已同意与卡塔尔控股（Qatar Holding）等组成财团，认购英国知名房地产商歌鸟公司（Songbird Estates）增发的新股，以助其偿还高达8.8亿英镑的债务。中投公司持股比例将为19%，并获2个董事会席位。

按计划，歌鸟公司的新股增发将于今年第三季度完成，而中投公司及卡塔尔控股将分两步认购歌鸟公司的普通股和优先股。第一步，中投和卡塔尔控股认购新增2/3的普通股，剩余部分由摩根士丹利房地产基金和全球基金投资公司（Simon Glick）认购。第二步，中投和卡塔尔控股将认购2.75亿英镑的无表决权优先股，中投和卡塔尔控股将借此成为歌鸟公司现金分红的最先受益者。

（七）外包投资

中投公司在全球范围内寻找满足特定条件的基金管理公司或基金经理对其资产进行管理，即“外包”投资。目前中投公司已在以下四个领域进行外包：现金管理、固定收益产品、股票投资以及包括私募股权和对冲基金在内的另类投资。据悉，“外包”形式日后仍将是中投公司大部分投资所采取的形式，未来还将对新的投资领域进行管理人选聘。

公开市场投资方面：继2007年12月全球选聘股票投资管理人之后，中投公司又于2008年2月在全球范围内公开招聘固定收益类产品（债券积极型和新兴市场债券积极型两类产品）的投资管理人。

另类投资方面：2008年4月，中投公司正式与美国私募股权投资公司



J. C. 弗劳尔斯 (J. C. Flowers) 签署协议，成立一家资金达 40 亿美元的私募股权基金（其中中投公司出资 32 亿美元），专门投资境外金融机构并重点投资美国金融资产。

2009 年 8 月 30 日，据媒体报道，中投公司表示它正将数十亿美元投资从现金转向对冲基金和私募股权基金。据悉，中投公司已借助百仕通集团旗下基金和摩根士丹利旗下资产管理公司进行投资。中投公司顾问徐秉清 (Felix Chee) 表示，中投公司的目标是到 2009 年底向对冲基金投资 60 亿美元。中投公司偏好“共管账户” (managed account) 方式，即作为投资人的中投与受托对冲基金使用同一账户，由受托基金管理投资组合，委托基金资产配置完毕后，投资人对所投资金具有较大管理权。

四、投资战略和投资组合目标

中投公司全球投资组合的目标是根据股东的授权，持有、投资和管理部分国家外汇资金，以获得风险调整后的适当的长期投资回报。

中投公司投资策略的五项基本原则是：

1. 投资目标是为股东获取长期、稳定且可持续的经风险调整后的投资回报。
2. 作为财务投资者，不寻求通过投资对企业或行业进行控制。
3. 投资活动基于商业目的。
4. 做负责任的投资者，严格遵守本国和投资接受国相关法律法规，重视公司的社会责任。中投公司的投资领域不受限制，但不会投资那些不符合公司社会责任的领域，如军火等。
5. 投资活动以研究和配置为驱动。全面深入的研究为正确的投资决策提供基础，有效的资产配置能确保投资行为的审慎严谨。

中投公司的基准投资组合包括的资产类型有：全球公开市场股票、全球公开市场固定收益产品、集中持股投资以及另类资产。除需满足基准投资组合的分类要求和谨慎性风险管理要求外，中投公司的投资范围不受行业、地域和资产类别的限制，投资对象包括股权、固定收益产品和另类资



产等。其中另类资产投资包括对冲基金、私募股权、大宗商品和房地产等投资。

中投公司的投资方向将以国际金融产品组合为主，大部分将投向公开市场产品，小部分投向另类产品，同时不放弃直接投资的机会，如房地产和私募股权；投资组合以指数化产品为主，逐步增加市场中性产品成分；主要是委托外部基金管理人为主，逐步增加自营的比重。除向国有商业银行和其他金融机构注资外，中投公司不向人民币流通区域投资。



TEMASEK

淡马锡控股公司 HOLDINGS

淡马锡控股公司 (Temasek Holdings) 是一家以亚洲为中心、专业化管理的投资机构，新加坡财政部对其拥有 100% 的股权。“淡马锡”三个字是马来语“Temasek”的音译，这是新加坡的旧称，意为“海边的城市”。公司总部设在新加坡，并在中国（香港、北京、上海）、印度和越南设有办事处。截至 2007 年 3 月 31 日，公司拥有 300 多名员工，其中 69% 来自新加坡，其他来自中国、印度、印尼、韩国、黎巴嫩、马来西亚、俄罗斯、南非、美国和越南。约有 40% 的高级管理人员来自新加坡之外的国家，2/3 的员工年龄在 40 岁以下，超过一半的专业人员具有银行和金融服务行业的工作经验。淡马锡主要追求长期可持续的利益，管理的投资超过 1 600 亿新元，主要投资在亚洲，投资行业包括银行和金融服务、房地产、运输和物流、基础设施、电信和传媒、生物科学和卫生保健、教育、工程技术以及能源。

一、淡马锡的历史

淡马锡于 1974 年 6 月 25 日成立，持有并管理此前由财政部持有的投资和资产，如新加坡发展银行、海皇轮船公司、新加坡航空公司、三巴望造船厂等。淡马锡的成立是为了使财政部作为政府部门集中精力发挥政策制定的核心作用。这标志着政府与淡马锡之间有明确的职责划分，前者是政策制定者和市场监管者，后者则集中进行商业投资，持续追求股东回报。

20 世纪 80 年代初期，随着新加坡经济基础逐步稳固，GDP 增长平均保持在 6%，1986~1998 年，新加坡经济更进入奇迹发展阶段，GDP 平均增长高达 8.5%。由于这段时间新加坡经济的高速增长，淡马锡的平均投资回报率曾高达 18%。

自 1998 年亚洲金融风暴后，新加坡经济惨遭重挫。2001 年初，新加坡估计 GDP 增长率为 -3%。2002 年，淡马锡的平均回报率跌落至 3%。同年，何



晶被任命为淡马锡的首席执行官。

何晶采取了进入紧缺资金的国家 and 地区、分享其经济增长成果的策略。在大肆扩张的正确思路下，淡马锡 2003 年和 2004 年的表现极好，公司的平均投资回报率高达 33%。同时，在淡马锡“经济发动机”的推动下，新加坡国家经济大幅上涨，2004 年的 GDP 增长率高达 8.1%。接下来的 2005 年、2006 年和 2007 年，淡马锡的平均股本回报率为 11.1%、15.9% 和 8.9%。

二、淡马锡的组织结构与公司治理

淡马锡是在 1974 年按新加坡公司法注册的有限责任公司，是自主管理的商业化机构，独立于政府执行部门。1991 年通过的新加坡宪法第五号规章修订案进一步巩固了淡马锡的独立性，保护了淡马锡以往的资金储备，并维持其董事会的独立性。淡马锡直接控制着 23 家企业，间接控制的企业数约有 2 000 家，涉及的主要领域有工程与基础设施、银行、通讯与媒体、物流与运输以及服务业，总资产超过 700 亿新元，其控股的上市公司市值占新加坡证券市场总值的 24%。这些企业不再被称为“国有企业”，而被称为“国联企业”，意思是“与国家有资本联系”的企业。

1. 淡马锡与政府的关系

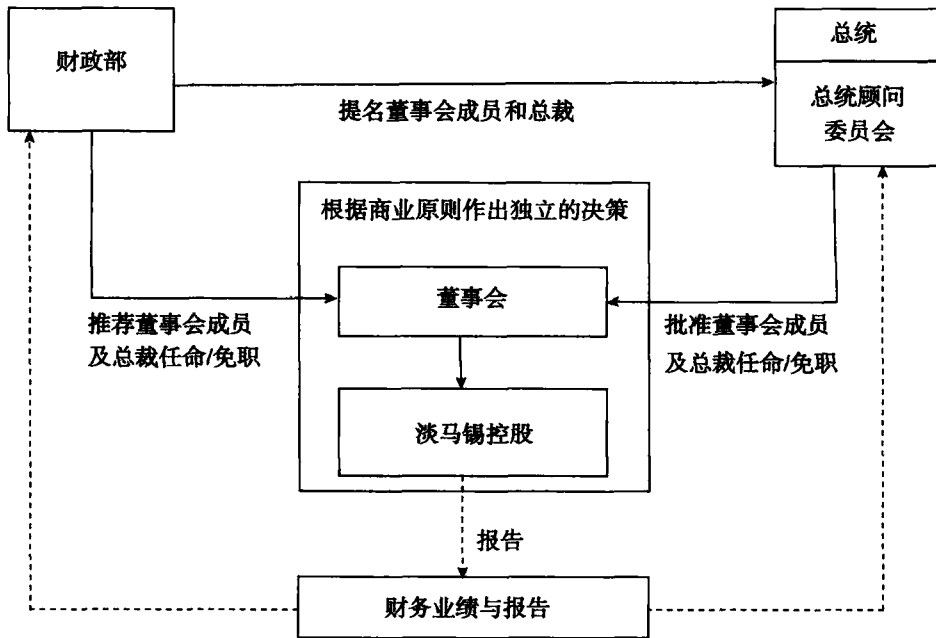
淡马锡由财政部独资拥有。因此，淡马锡由财政部负责监督，财政部的投资司负责监督淡马锡的运营和操作，检查淡马锡每年的经营业绩报告。淡马锡在每年从国联企业取得红利的同时，也必须将自己利润的 50% 上缴财政部。从 2004 年起，淡马锡开始对外发布《淡马锡年度回顾》，其中包括有关财务状况的概要。

另一方面，总统有权审批淡马锡的董事、首席执行官及公司其他主要经理人员的任命和解聘，有权审批淡马锡的预算报告。总统顾问委员会负责向总统作人员推荐并向总理或者国会发言人发送推荐副本。若总统没有批准总统顾问委员会的推荐，但若 2/3 以上的国会议员通过推荐，即可推翻总统的决定。



除上述权力之外，作为股东的政府仅仅致力于构建有能力的董事会，并授予相当大的经营自主权。投资、交易和商业决策均由淡马锡董事会和管理层负责，财政部、总统和政府不参与投资决策。淡马锡拥有对旗下企业完整的所有权权利，具备 OECD 治理准则界定的所有权、转让权、信息获取权、表决权、董事选举权、分享利润权等六项股东基本权利。

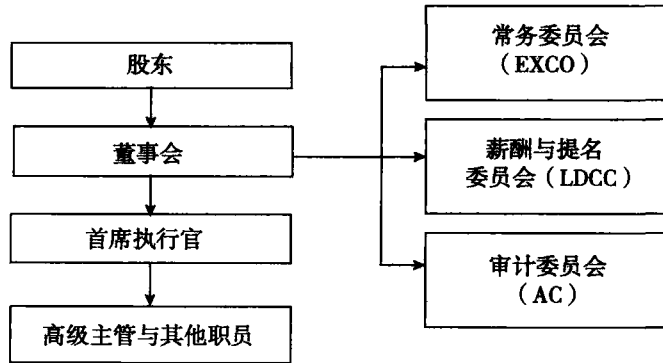
淡马锡的公司治理结构在很大程度上保证了监督权和管理权的分离，充分体现了政府遵循不介入淡马锡商业运作的原则（如下图所示）。



(1) 董事会构架

淡马锡的业务由一个 10 人组成的董事会和 3 个委员会领导，其组织架构如下图所示：

董事会的核心任务是解决股东与管理层之间的代理问题。公司治理结构应确保董事会对公司的战略指导和对经营管理层的有效监督，同时确保董事会对公司和股东的责任和忠诚。在制度设计上，要保证董事会与管理层的相对独立性，董事会与股东利益保持一致。



常务委员会的职责包括：在董事会的授权下，代表董事会审查和批准各种投资决策，同时具有一定的财务审批权限；可以审批监督与控制、融资与筹资建议书、改变持股结构、股息政策以及任何其他与淡马锡投资相关的营运决策等事宜。

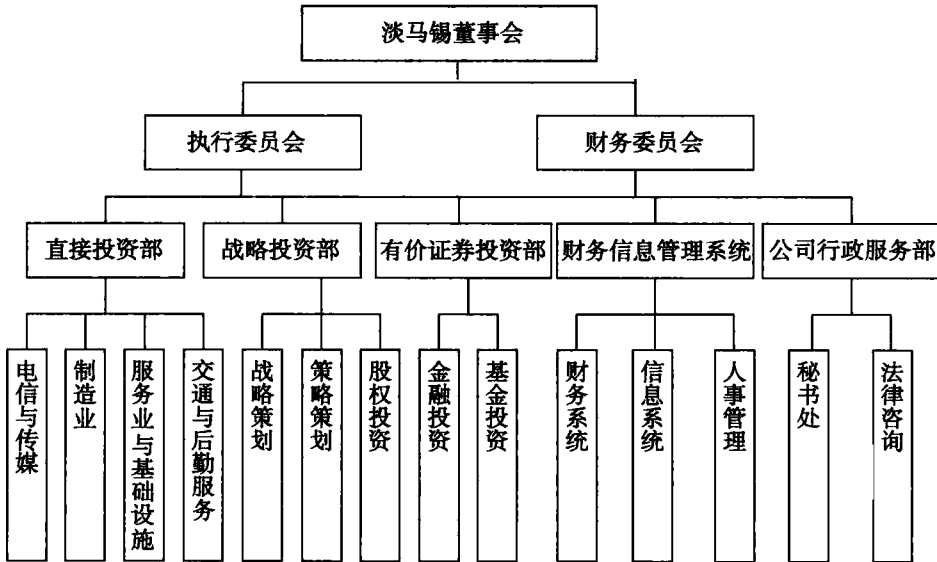
审计委员会的职责包括：审查各项系统和流程；确保公司业务获得妥善管理——内部控制、财务呈报、内部和外部审计、遵循适用的法律和条规；获得授权聘用外部法律顾问和其他专业顾问；审核经过审计的财务报告，然后呈交董事会审批。

薪酬与提名委员会的职责包括：为淡马锡和淡马锡旗下公司制订公司管理人员培养计划以及续聘规划；委任和更换董事会成员，并为董事制定薪酬；检讨和批准管理层以绩效表现为主的薪酬奖励计划。

(2) 部门设置

董事会下设两个委员会。一个是执行委员会，其职权是检查所有的国联企业的事项，同时决定在财政部授权的范围内进行投资或退出的决策。另一个是财务委员会，其职能是检查淡马锡在股票市场和债券市场上的投资活动。管理层包括总裁和 75 名专业人员，负责日常业务操作，并向董事会及执行委员会报告工作。

职能部门包括直接投资部、战略投资部、有价证券投资部、财务信息管理系统及公司行政服务部。



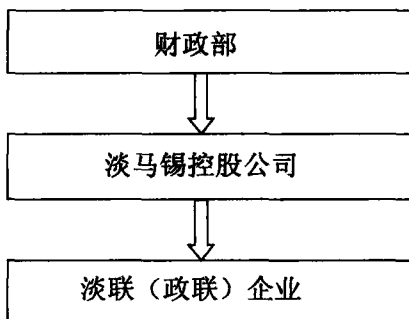
- 直接投资部细分为下述 4 个业务单元：电信与传媒投资、制造业投资、服务业与基础设施投资、交通与后勤服务投资等。
- 战略投资部包括了 3 个下属单元：监管与战略策划单元负责监督与管理国联企业、推行民营化工作；策略策划单元从事在新技术领域的投资，着重于高科技行业，如互联网、电子商务公司等；以及股权投资单元。
- 有价证券投资部分为 2 个单元：金融投资单元管理在股票、债券和现金方面的投资；直接投资基金单元着重于投资民间投资基金。
- 财务信息管理系统以及公司行政服务部为上述投资部门提供支持，除了担负起集团的人事、机构交流和行政功能外，它还执行着公司秘书处的任务。

2. 淡马锡与淡联企业的关系

政府通过财政部转移 36 家政联公司（总额达 3.45 亿新元）给淡马锡。作为大股东，淡马锡致力于关联企业长期价值的不断增长。淡马锡可向淡联企业董事会推荐代表大股东的董事或其他董事，但董事的最终任命由淡联企



业董事会决定。淡马锡较好地分离了国家所有权职能和公共管理职能两种角色，如下图所示。淡马锡对淡联企业仅行使股东权利而不干预其经营决策。这样，淡联企业的经营决策完全以商业准则进行，而不受政府其他职能目标的干扰。



淡马锡控股对政联公司的管理经历了一个从被动到积极主动的演变过程：20世纪80年代淡马锡推动政联企业私营化和撤出部分行业，推动政联公司挂牌上市，引导政联公司进行海外投资；90年代新加坡政府又将一些法定机构企业化，转交给淡马锡进行商业化管理。

3. 淡马锡公司治理结构的优缺点

淡马锡的公司治理结构具有较好的相互制约、相互平衡能力，其优势主要体现在以下几个方面：（1）股东、董事会和管理层的决策基于统一目标——公司长远价值的最大化，并相互监督、相互制约；（2）公司治理结构完善：对股东、董事会和管理层的权利和责任进行了清晰的界定，并且在运作中保持一定的独立性和平衡性，建立股东、董事和管理层之间的有效沟通机制；（3）董事会和管理层工作透明度较高；（4）监管和法律惩罚措施及时有力。这些都是公司治理结构发挥作用的重要组成部分。股东、董事会、管理层之间的失衡就会使违法行为有机可乘，再完善的法律规定也无法杜绝故意欺骗与渎职。



三、淡马锡的主要投资

淡马锡在许多板块都是股东和投资者，如金融服务、房地产、运输和物流、基础设施、电信和传媒、生物科学和保健、消费品、工程与技术以及能源和资源板块。它还有公开市场投资基金，即富敦资金管理公司（Fullerton Fund Management）。

淡马锡着重就以下四个主题建立其投资组合：

1. 经济转型——对与当地经济转型密切相关行业的部门、行业板块进行投资；
2. 快速发展的中产阶级——在那些由中产阶级购买力带动增长的公司和行业中寻找投资机会；
3. 深化比较优势——投资于具有比较优势和潜在竞争力的公司；
4. 崛起中的优胜者——投资于新兴的成功企业，寻找能成为行业领袖的公司。

淡马锡成立之初的投资额为 3.54 亿新元，截至 2007 年 3 月 31 日，净投资额已经增长至 1 640 亿新元。

这些投资组合中，按地区划分：在新加坡的投资占 38%，亚洲其他地区（不包括日本）占 40%，OECD 国家（不包括韩国）占 20%，其他国家占 2%。在亚洲地区（不包括日本和新加坡），北亚（中国、韩国）占 24%，东盟国家（不包括新加坡）占 12%，南亚（印度和巴基斯坦）占 4%。

按行业划分：金融服务占 38%，电信和传媒占 23%，运输和物流占 12%，房地产占 9%，基础设施、工业和工程占 6%，能源和资源占 6%，科技占 2%，生物技术、消费和生活方式占 1%，其他行业占 3%。

按流动性划分：上市资产大宗股权占 52%，其他上市及流动资产占 30%，未上市资产占 18%。

四、淡马锡的投资目标

淡马锡的使命是致力于为股东创造持久价值并使其最大化，目标是更好



地管理 1965 年新加坡独立以来财政部所积累的投资股权和资产。自成立以来，淡马锡的复合年均总股东回报率超过了 18%，标准普尔和穆迪给予的公司信用评级分别为 AAA 和 Aaa。

目前，淡马锡旨在打造一个新加坡投资占 1/3，亚洲其他地区投资占 1/3，全球其他地区的投资占 1/3 的全球性投资组合。

五、淡马锡的投资策略

淡马锡的四个投资主题是其建立投资组合的指导思想。投资策略为：选择有价值潜力的企业进行股权投资，通过提高公司治理水平，强化核心竞争力，促进人力资本发展来帮助该企业达到成功并分享长期回报。

淡马锡不直接对其投资公司的经营进行干预，但保留股东权利，包括投票权，以保证自己的利益。

在产权投资方式上，是选择独资、控股还是参股，很大程度上取决于被投资企业的业务性质。淡马锡通过参股、控股和使子公司上市等方式不断扩大自己的经营业务和资本。其投资方法主要分为三步：

1. 评估潜在投资：包括价值测试、有弹性的投资姿态、最大化杠杆作用、制造更多选择以及减少风险。
2. 创造并最大化长期股东价值：包括价值测试、买入/卖出、互换、合理化重组、联合投资以及监督。
3. 管理现有资产组合：包括价值测试、坚实的公司治理、有能力的领导、经营出色、人力资本以及竞争战略。



俄罗斯主权财富基金 *Mofl*

俄罗斯的主权财富基金——石油稳定基金（Russian Oil Stabilization Fund）成立于2004年1月1日，其宗旨是在原油价格下跌至基准值时保证联邦预算收支平衡。稳定基金从2006年7月开始正式运转到2007年4月为止，以美元进行计算的年收益率达9.89%，约14亿美元。自2008年2月1日起，俄罗斯稳定基金一分为二，拆分为储备基金（Reserve Fund, RF）和国家福利基金（National Wealth Fund, NWF），两种基金的资金来源和功能定位有所不同。

一、俄罗斯主权财富基金的历史

进入21世纪，随着国际油价不断飙升，作为石油出口大国的俄罗斯获得了大量石油美元，据估计，普京执政8年，俄罗斯仅石油出口收入就超过万亿美元。怎样管好用好这笔巨大的财富，在普京第一任期内就作为国家重要决策提出。

2003年12月23日，俄罗斯颁布了专门的《俄罗斯联邦稳定基金法》，同时将该法作为第13.1章并入《俄罗斯预算法典》。2004年1月1日，稳定基金成立。之后在2003~2007年各年的年度预算法、2005~2007年俄罗斯总统年度预算咨文中都专门对稳定基金的形成和使用作出明确规定。

2007年12月29日，俄罗斯颁布了N955号《储备基金管理程序》政府令，2008年1月19日，又颁布了N18号《国家福利基金管理程序》政府令。随着这两个政府令的生效，2006年4月21日颁布的N229号《俄罗斯联邦稳定基金管理程序》政府令自动作废。自2008年2月1日起，俄罗斯稳定基金一分为二，拆分为储备基金（RF）和国家福利基金（NWF），两种基金的资金来源和功能定位有所不同。从法律规定看，两种基金的管理模式与稳定基金相比没有大的变化，但根据需要也进行了相应的调整。



二、俄罗斯主权财富基金的组织结构与公司治理

参考国际上一些资源国的做法，俄罗斯政府于2006年4月21日颁布了N229号《俄罗斯联邦稳定基金管理程序》政府令，提出基金的管理模式。

管理程序规定，俄罗斯财政部为基金管理人，财政部与中央银行签订合同，联邦国库在中央银行开设专门账户，由中央银行对基金进行运作，央行按合同规定对所使用基金支付利息。

基金向联邦政府提交季度报告和年度报告。季度报告要反映每年4月1日、7月1日和10月1日稳定基金在央行账户上的币种分配、央行对其账户上稳定基金偿付结算利息、央行使用稳定基金的收益额、用稳定基金购买的国外债券名称和收益等信息。年度报告要反映以上要求的全年总体情况。

三、俄罗斯主权财富基金的主要基金

2006年7月24日，稳定基金开始第一笔对外投资。根据俄罗斯财政部数据，稳定基金自运作以来，其年结算收益率按美元计算为10.65%。2007年，央行外汇账户的稳定基金年收益率为：美元6.04%、欧元3.52%、英镑5.62%。截至2008年1月30日，稳定基金总额为38518亿卢布。

2008年2月，俄罗斯政府将稳定基金一分为二：储备基金30690亿卢布，占原稳定基金的80%；国家福利基金7830亿卢布，占20%。

（一）储备基金

储备基金的币种构成规定为美元45%、欧元45%、英镑10%。按2008年1月30日的汇率，储备基金构成为564.3亿美元、382.1亿欧元、63.1亿英镑。

（二）国家福利基金

国家福利基金的币种构成与储备基金一样。按2008年1月30日的汇率，国家福利基金构成为104.2亿美元、127.3亿欧元、13.9亿英镑。



四、资金来源

俄罗斯主权财富基金的资金主要来自三个方面：一是石油和石油产品的出口税；二是部分矿产资源开采税；三是当年财政盈余转入。可见，石油、天然气的开采和出口收入是这两只基金的基本资金来源。

2008 年，俄罗斯设定两种基金资金来源的出发点是，未来 3 年世界能源价格将会下降，如果油价跌至 27 美元/桶以下，储备基金应能保证连续 3 年弥补政府预算收入因油价下跌而蒙受的损失。其测算依据为：2008 ~ 2010 年俄罗斯产乌拉尔牌石油平均价格将从 51.7 美元/桶降至 29.4 美元/桶（为 1997 ~ 2006 年的平均价格）。按照 2008 年的标准，石油价格每桶下降 1 美元，联邦预算中石油收入的下降就相当于 GDP 的 0.15%，因此储备基金总额必须达到占 GDP 10% 的水平。从俄罗斯财政部的设计看，来自石油、天然气开采和出口的收入首先要上缴预算。当上缴预算的油气收入达到 GDP 的 6.1%（2008 年的标准）后，油气收入将转而注入储备基金；当储备基金总额达到 GDP 的 10% 后，剩余的油气收入再注入国家福利基金。

五、投资目标

稳定基金实质上是预算平衡基金，是财政预算的蓄水库。此外，该基金还被赋予保证国内经济稳定发展、消除流动性过剩、降低通货膨胀压力、减轻国内经济对资源出口收入过度依赖等功能。因此，稳定基金建立之初主要着眼于保值而非追求投资收益，总体来看，其对稳定经济起到了积极的作用。从实际运作情况看，稳定基金建立 4 年来，其支出主要用于偿还苏联解体前后欠国际金融组织、巴黎俱乐部债权国的外债，偿还俄罗斯财政部在 1998 ~ 1999 年用于偿还和重组国家外债向俄罗斯对外经济银行的借款，弥补联邦养老基金赤字，为组建发展银行和对外经济银行注资，为增加联邦投资基金拨款等。其中偿还外债为最大支出项目，三年共支出 13 277 亿卢布。目前俄罗斯已从巴黎俱乐部的债务国转为纯债权国。

事实证明，稳定基金的建立不仅发挥了使国家财富保值增值的功能，同



时对稳定国内宏观经济也起到了一定作用，因为基金的蓄水池功能冲销了由石油美元增长带来的过多的货币供应量。

拆分后，储备基金和国家福利基金的性质，决定其投资主要应遵循安全性、流动性原则，盈利性被放到第二位。资金主要投资外国政府债券，所购债券的种类、购买额度、偿还期限等均由俄罗斯财政部作出规定。两家基金的投资目标分别为：储备基金的主要功能是为缓冲国际石油价格下跌可能对俄罗斯造成的预算冲击，其作用实际上等同于稳定基金，是稳定基金的延续。国家福利基金则将对风险资产进行增长型投资，主要用于对公民的养老积累拨款。

六、投资特点

成立之初，两家基金除购买外国政府债券外，还可购买外国央行、政府机构、国际金融组织的债券，以及在外国银行和信贷组织存款。两家基金的投资安排比例均为：80% 投资于主权债券，15% 投资于外国央行和金融机构发行的债券，5% 投资于国际金融组织的债券。币种构成均为：美元 45%、欧元 45%、英镑 10%。

2009 年 3 月 5 日，俄罗斯财政部对外宣布对储备基金和国家福利基金的投资结构进行调整，禁止这两家基金投资美国政府机构债券（如房地美和房利美等公司发行的债券）。同时，储备基金从原来的 80% 的资金投资于主权债券，15% 投资于外国央行和金融机构发行的债券，5% 投资于国际金融组织的债券，调整为变成 95% 投资于主权债券，5% 投资于国际货币基金组织的债券；国家福利基金 100% 的资金都需投资于主权债券，且投资债券评级不得低于惠誉公司和标准普尔公司的 AA - 级或穆迪公司的 Aa3 级。

为规避风险，管理程序还要求基金在作投资安排时自行限制在一家公司的持股上限比率。例如，规定国家福利基金在一家外国银行或信贷机构购买的债券总额不得超过外汇账户上国家福利基金总额的 25%。



Australian Government
Future Fund

澳大利亚未来基金管理委员会

澳大利亚未来基金（Future Fund）根据 2006 年颁布的《未来基金法案》成立，通过基金投资获取长期收益，协助澳大利亚政府解决公共部门未来养老金的支出（到 2020 年为止）。未来基金总部位于墨尔本。未来基金管理委员会（Board of Guardians）负责未来基金的资产投资。

在未来基金管理机构的支持下，未来基金管理委员会还曾负责高等教育捐赠基金（Higher Education Endowment Fund, HEEF）的投资管理。然而，该基金已于 2008 年 12 月 31 日关闭，总额 64.8 亿美元的资产均被转入教育投资基金（Education Investment Fund）。

自 2009 年 1 月 1 日以来，未来基金管理委员会还增加了对教育投资基金、建设澳大利亚基金（Building Australia Fund, BAF）以及健康及医疗机构基金（Health and Hospitals Fund, HHF）这三只国家建设基金的资产管理。

一、未来基金管理委员会的历史

2005 年 5 月 10 日，澳大利亚政府在 2005 ~ 2006 年度财政预算中确定了未来基金设立的详细方案。2005 年 11 月 9 日，大卫·默里出任未来基金管理委员会主席。2006 年 3 月 23 日，《未来基金法案（2006）》获得批准。2006 年 3 月 30 日，公布管理委员会成员名单。2006 年 5 月 5 日，澳大利亚政府向未来基金转移 180 亿美元的初始资本。2006 年 8 月 25 日，保罗·科斯特洛出任总经理。2007 年 1 月 22 日，政府向未来基金转移 186.39 亿美元资金。2007 年 2 月 16 日，政府从 2005 ~ 2006 年度财政预算盈余中向未来基金转移 36.38 亿美元资金。2007 年 2 月 28 日，政府向未来基金转移国有电信公司 Telstra 21 亿澳元股份。2007 年 8 月 24 日，政府从 2006 ~ 2007 年度财政预算盈余中向未来基金转移 70 亿美元资金。



2007年5月9日，政府宣布成立高等教育捐赠基金计划。2007年9月24日，《高等教育捐赠基金法案（2007）》获得批准。2007年10月22日，政府向高等教育捐赠基金转移30亿美元的初始资本。2008年1月22日，政府再次向高等教育捐赠基金转移30亿美元资金。

二、未来基金管理委员会的组织结构与公司治理

未来基金管理委员会是一个独立的机构，负责按照《投资委托协议》的要求制定战略投资计划并负责基金的投资决策，为政府安全地管理基金资产。

未来基金管理委员会由一位主席和其他六位委员组成。成员由财政和国库部部长指派，任期为5年。成员的挑选以其在投资管理和公司管理方面的专业技能为基础。大卫·默里担任管理委员会主席。

未来基金管理委员会另设基金管理机构，具体负责未来基金的投资运营和管理，为管理委员会提供职能支持。管理机构按照管理委员会的投资方针进行活动，为管理委员会提供投资战略以及战略执行方面的建议，并承担所有与基金管理相关的行政和操作职能。大卫·默里担任管理机构的首席执行官。

《未来基金法案（2006）》中明确了未来基金管理委员会的作用和责任，类似于养老基金的托管人。最主要的任务是为基金的投资活动确定战略方向，并对基金的业绩负责，实际的投资由委员会挑选的专业投资管理人进行。

高等教育捐赠基金成立后，未来基金管理委员会的职责扩大到高等教育捐赠基金的投资管理。高等教育捐赠基金董事会由一名主席及六名董事会成员组成，一名首席科学家及澳大利亚教育、科学与培训部常务副部长按照职权规定兼任董事会成员。挑选董事会成员的标准基于他们对高等教育行业的了解程度。高等教育捐赠基金董事会将对最佳策略的投资方案提出建议。

未来基金管理委员会每年向澳大利亚议会提交一份年报，其中披露所有投资详情和财务表现。基金接受澳大利亚国家审计署的外部审计。



三、未来基金管理委员会的主要基金

(一) 澳大利亚未来基金

澳大利亚未来基金主要为了应对未来养老金支出而设立。初始规模 550 亿美元，主要由澳大利亚政府的财政盈余拨款、出售 Telstra 公司股权的收入和一部分 Telstra 公司的股权组成。

截至 2009 年 3 月 31 日，未来基金的资产规模为 580.92 亿澳元。其中，Telstra 公司股权市值为 68.44 亿澳元。除 Telstra 公司股权之外的资产中，澳大利亚股票占 9.3%，其他全球股票占 18.4%，私募股权占 2.1%，房地产投资占 1%，基础设施投资占 2.5%，债券资产占 21.9%，其他另类资产占 3.9%，现金占 41%。相比世界其他养老基金，未来基金的资产配置更加多元化。

截至 2009 年 3 月 31 日，除 Telstra 公司股权外，未来基金的投资收益率为 -4.28%。

(二) 高等教育捐赠基金

高等教育捐赠基金是澳大利亚政府从 2006 ~ 2007 年度财政预算盈余中拨款成立的永久性教育基金。目标是为澳大利亚高校提供建设和研究资金支持。资金来自高等教育捐赠基金的投资收益，而非投资资本。其投资运作由未来基金管理委员会负责，但其收益分配则由联邦政府的教育、科学与培训部决定。

该基金已于 2008 年 12 月 31 日关闭，其总额为 64.8 亿美元的资产被转入教育投资基金。

(三) 教育投资基金

截至 2009 年 3 月 31 日，基金总资产为 65.5 亿美元。于 2009 年 1 月 1 日根据 2008 年颁布的国家建设基金法案（Nation-building Funds Act 2008）成立，同时也是政府教育改革的重要部分。目的是为高等教育机构、研究所和



职业教育和培训机构的重要基础设施建造开发项目提供资金。

（四）建设澳大利亚基金

截至 2009 年 3 月 31 日，基金总资产为 24.9 亿美元。于 2009 年 1 月 1 日根据《国家建设基金法案》成立。目的是为交通、通讯、能源和水力等基础设施建设投资进行融资。

（五）健康及医疗机构基金

截至 2009 年 3 月 31 日，基金总资产为 10 亿美元。于 2009 年 1 月 1 日根据《国家建设基金法案》成立。目的是为健康基础设施建设投资（如医院、医学技术设备和研究设施的整修翻新项目）进行融资。

四、未来基金的投资目标

未来基金的投资目标是获得最大化的长期收益。目前的目标是比用 CPI 来衡量的通胀高出 4.5% ~ 5.5%，即 10 年平均收益率至少比 CPI 高出 5 个百分点。总体目标是资产总规模在 2020 年达到 1 400 亿美元。

五、未来基金的投资特点

未来基金有指定的投资选择。投资范围比较广，有利于分散风险。可投资的范围包括：

1. 全球股票，包括大型、中等以及小型市值的股票以及新兴市场的股票；
2. 在澳大利亚股票交易所上市或者马上要上市的公司的股票；
3. 全球固定收益工具，包括外国债券和本国债券；
4. 澳大利亚的固定收益工具，包括国债和公司债；
5. 澳大利亚和全球上市和未上市的证券资产；
6. 比上市公司证券流动性小的，和（或者）与上市公司证券相关性低的自由市场资产；
7. 一篮子经常性交易商品的商品期货。



卡塔尔投资局



مهاز قطر للإستثمار
Qatar Investment Authority

卡塔尔投资局（Qatar Investment Authority，以下简称 QIA）是由卡塔尔政府于 2005 年建立的，目的是为了通过多样化的资产组合以巩固国家的经济。卡塔尔投资局是继承了卡塔尔 30 余年的投资，它不断增长的长期战略投资组合是国家巨大自然资源储备的补充。

卡塔尔的目标是成为国际上主要的金融和投资管理中心，这是卡塔尔政府、民众和机构所共有的愿景。

QIA 的总部在卡塔尔首都多哈，它的结构构建是为了能够在全世界投资的最高级别进行运营。作为一个世界级的投资者，QIA 坚持遵守最为严格的金融和商业纪律。在不同类别的资产上，它拥有非常稳健的投资记录，其中包括上市证券、地产、另类资产、私募股权，这不仅包括了在主要资本市场的投资，也包括了在新兴市场的投资。

一、QIA 的历史

长期以来，面积很小的卡塔尔半岛在印欧贸易中占据着非常重要的位置。1940 年，卡塔尔发现石油，继而大量的天然气储备也被探明，现在其天然气储备相当于全球探明储量的 1/3。这就确立了 this 财富迅速增长的国家经济基石，卡塔尔的埃米尔哈马德·本·哈利法·阿勒萨尼，决定这些资源应该被续约利用以利于后代的发展。

QIA 就是一个非常重要的投资渠道，它建立于 2005 年，其建立是基于国家在过去 30 多年的复杂投资。

卡塔尔的经济战略的成功是被广泛承认的，这体现在国家在标准普尔评级中的 AA - 评价中，这意味着卡塔尔的信用度和世界上最先进的工业化发达国家的信用度是同级的。



二、QIA 的组织结构与公司治理

贯彻执行 QIA 的任务是 QIA 董事会的责任。

通过相关的政策，QIA 的董事会已经建立了业务框架，这包括（但不限于）投资政策、风险管理政策、法律政策和基本规则以及行为规范。

QIA 的董事会为 QIA 提供战略指导并监督管理层的行为。

首席执行官和他的管理团队负责 QIA 日常的管理活动。

商业决定是 QIA 董事会和 QIA 管理层的独有责任，卡塔尔政府不得干涉 QIA 的投资、卖出以及其他商业决定。

国家审计局负责监督以及审计 QIA 的账户。

三、QIA 的主要基金

1. 卡塔尔控股有限责任公司。该公司于 2006 年建立，处在卡塔尔金融中心的管辖下。它是卡塔尔的主要的战略和直接投资工具，预计规模在 150 亿美金左右，其中包括卡塔尔和迪拜合资公司拥有的 10 亿美元。

2. 卡塔尔投资公司。该公司负责运营包括对冲基金在内的所有资产管理业务，预计规模在 300 亿美元左右。

3. 卡塔尔投资集团 Delta (Two) Ltd. 也是 QIA 的一个投资工具。资产规模 420 亿美元。这个投资分部建立于 2004 年 12 月，最初资本额为 10 亿美元。它在全球参与地产合伙经营或风险业务。

四、投资目标

QIA 的主要目标是为了在从它建立起计算的未来 10 ~ 15 年实现国家收入的多样化。作为它声称的减少卡塔尔对能源价格的依赖这个战略的结果，该基金主要投资于国际市场（美国、欧洲和亚洲）和卡塔尔的非能源部门。该基金主要集中于三个资产类别：地产、私募股权和投资基金。

五、投资策略的主要特点

QIA 的投资战略是建立在为股东创造稳健、持续的收益的职责上。QIA



通过在各种资产类别、不同产业及不同地区中追求稳定的投资回报的全球投资组合来实现这一目的。虽然 QIA 是在 2005 年建立的，成立时间很短，但是它已经拥有了一个良好的投资记录，其中包括上市证券、地产、另类资产和私募股权。

QIA 的投资方法遵循最为严格的商业纪律，但作为卡塔尔经济愿景中至关重要的一部分，QIA 从中获益巨大，因为这使得它的投资可以超越经济周期和金融市场波动限制。QIA 能够对其投资持长远眼光的能力给它所有的股东带来了稳定的好处。

QIA 的投资策略着眼于四个方面：（1）战术的短期投资；（2）与一家投资额更大、承担管理责任的机构一起进行投资，从而学习某一特定领域的知识；（3）与其他参与者进行同等的投资；（4）投资时考虑战略与地缘政治的需要。

六、投资分布

QIA 在金融行业的投资非常活跃，除了握有数家中东大型金融机构的资产外，还持有包括法国 BLC 银行、伦敦证券交易所、斯德哥尔摩期权交易所（OMX AB）、巴克莱和瑞士信贷在内的众多欧洲银行和金融公司的股份。此外，QIA 在 2007 年出资 2 亿美元认购中国工商银行首次公开发行股票。另外，QIA 在中东和欧洲地区的房地产行业、工业、科技、电信和媒体行业以及消费行业均有涉足。

2009 年第一季度，QIA 曾表示，从下半年开始，QIA 将更加关注国内市场，特别是商品、粮食、水和能源，因为这些都是非常重要的产业且具有升值潜力。在对外投资方面，QIA 进行了战略性调整，投资重点将由欧美债券、股票等资产转向能源和大宗商品。而在 2009 年 6 月，卡塔尔石油国际公司（专营卡塔尔石油公司的海外投资业务）和 QIA 共同表示，这两家最大的国有投资机构将联手组建投资财团，在全球范围内寻找新的投资机会，除了传统的石油天然气领域，也包括其他可以获利的相关领域（如石化等）。



附录 2

主权财富基金《公认的原则和实践》

引 言

近年来，主权财富基金已被公认为成熟的机构投资者、国际货币和金融体系中重要的参与者。2007年10月，国际货币与金融委员会（IMFC）特别强调了这一点。当时，国际货币与金融委员会表示，需要进一步从投资国和接受国两方面分析主权财富基金的相关问题，包括进行对话、确定最佳实践^①。

主权财富基金所有国于2008年4月30日至5月1日在华盛顿会晤，建立了主权财富基金国际工作小组（IWG）^②。此次会晤还明确了主权财富基金国际工作小组将在国际货币基金组织的协调和帮助下开始自己的工作。阿联酋阿布扎比财政部长助理苏伟迪（Hamad Al Hurr Al Suwaidi）和国际货币基金组织货币和资本市场部主任卡鲁阿纳（Jaime Caruana）被选为主权财富基金

^① 国际货币与金融委员会（IMFC）是国际货币基金组织（IMF）理事会下设的委员会，由185个成员国的财政部长和中央银行行长组成。

^② IWG 成员国包括：澳大利亚、阿塞拜疆、巴林、博茨瓦纳、加拿大、智利、中国、赤道几内亚、伊朗、爱尔兰、韩国、科威特、利比亚、墨西哥、新西兰、挪威、卡塔尔、俄罗斯、新加坡、东帝汶、特立尼达和多巴哥、阿联酋和美国。IWG 常设观察员包括：阿曼、沙特、越南、OECD 和世界银行。



国际工作小组的联合主席。

主权财富基金国际工作小组包括拥有主权财富基金的 26 个国际货币基金组织成员国。主权财富基金国际工作小组分别于美国华盛顿、新加坡和智利圣地亚哥召集了三次会议，确定并起草一套能正确反映主权财富基金投资实践和目标的《公认的原则和实践》（简称 GAPP，又称“圣地亚哥原则”），并在第三次会议上就“圣地亚哥原则”达成一致意见。主权财富基金国际工作小组还成立了一个小组，由澳大利亚未来基金董事长大卫·莫里担任主席，以推进技术性的起草工作。起草小组于奥斯陆、新加坡和圣地亚哥三度会晤、起草《公认的原则和实践》。国际货币基金组织曾对主权财富基金进行自愿调查^①，调查内容为相关领域现有的结构和实践。主权财富基金国际工作小组在工作中利用了此次调查的结果，并汲取了目前国际上广泛接受的原则和实践。

主权财富基金国际工作小组的工作还受到了一些投资接受国（包括澳大利亚、巴西、法国、德国、印度、意大利、日本、南非、英国、美国）和欧盟委员会^②、OECD、世界银行等方面的参与。国际货币基金组织作为秘书处，帮助并协调主权财富基金国际工作小组的工作。

《公认的原则和实践》：目标和宗旨

主权财富基金是一般政府^③所拥有、有特殊用途的投资基金或安排^④。它们由一般政府建立，目的是实现宏观经济目标。主权财富基金持有和管理资产来实现财务目标，并采用一整套投资战略，其中包括投资于外国的金融资产^⑤。各主权财富基金有不同的法律、体制和治理结构。这些基金的组成性质各不相同：有的是财政稳定型基金，有的是储蓄型基金，有的是储备投资公

① 请参见《主权财富基金：当前体制和运营实践调查》。

② 按照欧盟理事会 2008 年 3 月 14 日达成的一致意见，欧盟委员会在主权财富基金国际工作小组中代表欧盟行事。

③ 这里所说的一般政府既包括中央政府，也包括下级政府。

④ 主权财富基金不包括由中央银行和货币管理当局所有、以国际收支为目的的外汇储备资产，传统意义上的国有企业（SOEs），政府公职人员养老基金或为个人利益管理的基金。

⑤ 主权财富基金的建立一般是基于收支盈余、官方外币业务、私有化进程的收益、财政盈余，和/或大宗商品出口收入。



司，有的是发展基金，还有些是没有明确退休金负债的养老基金。

主权财富基金是一种信誉良好的机构投资者，多年来一直在进行跨境投资。它们的投资促进了资本输出国和资本接受国双方经济的发展与繁荣。对所有国而言，主权财富基金在促进宏观经济稳定、改善公共财政管理、实现优质增长方面发挥着至关重要的作用。主权财富基金还对国际市场大有裨益。在多数情况下，它们着眼长期投资，能够经受商业周期的考验，促进了国际金融市场的多样化，这些极为有利的作用尤其体现在金融动荡或宏观经济疲软时期。

近年来，随着一些国家外汇资产的迅速积累，主权财富基金的数量和规模不断扩大；多项预测显示，其在国际资本市场中的重要性也将不断增强。而各主权财富基金在增加对公共及私有股权投资的同时，也对公司治理实践产生着越来越大的影响。^①

主权财富基金国际工作小组意识到，对国际市场而言，主权财富基金的投资既有利又关键。为此，要继续向所有国、接受国和国际金融市场证明主权财富基金的安排适当，其投资是出于经济和财务目的。因此，制定《公认的原则和实践》主要基于以下主权财富基金指导目标：

- (1) 帮助保持国际金融体系稳定，促进资本和投资自由流动；
- (2) 遵循投资接受国所有适用的法律法规及信息披露要求；
- (3) 在考虑回报和经济、财务风险的基础上进行投资；
- (4) 建立一套透明、健全的治理结构，保证良好的运营控制、风险管理和问责制。

《公认的原则和实践》的宗旨

《公认的原则和实践》的宗旨是：确定一套能正确反映适当公司治理和问

^① 与全球金融资产总额相比，主权财富基金规模仍然较小，但是，相对于成熟市场股市市值和新兴市场债券及资本市场而言，主权财富基金的规模举足轻重。据测算，主权财富基金的规模大约在2万亿~3万亿美元；而根据2007年10月《国际货币基金组织全球金融稳定性报告》139页，全球金融资产总额约190万亿美元，成熟市场股市市值39.2万亿美元，新兴市场债券和资本市场规模17.8万亿美元。



责制，以及主权财富基金审慎、稳健投资做法的公认的原则和实践框架。通过对一些国家主权财富基金的良好做法进行考察，对其他国际组织已经采用、适用于主权财富基金活动的原则和实践进行提炼，得出《公认的原则和实践》的主要内容。让《公认的原则和实践》广为知晓，有助于所有国、投资接受国和国际金融市场加深对主权财富基金的理解。通过履行这些原则和实践，力求保证：主权财富基金继续为所有国、投资接受国以及国际金融体系带来经济和财务利益。

《公认的原则和实践》的目标是：支持那些由其政策目标指导的、符合良好的宏观经济政策框架的体制框架、治理方法和投资业务。另外，《公认的原则和实践》的发布应当能让人们更加了解，主权财富基金是追求经济与财务利益的实体。这将促进国际金融体系的稳定，减轻保护主义压力，帮助维持开放、稳定的投资环境。《公认的原则和实践》还会促使各主权财富基金（尤其是新建立的主权财富基金）建立、检验、改善其组织结构、政策和投资方式。^①

要保证《公认的原则和实践》的成功，必须得到投资接受国富有建设性的配合。主权财富基金国际工作小组认为，与 OECD 即将制定的投资接受国指导原则^②一起，《公认的原则和实践》将促进维持稳定、开放的投资环境。实现这一共同目标的关键之一就是增加透明度，包括主权财富基金在结构和运营上的透明度，以及投资接受国在投资审查程序和投资者公平待遇方面的透明度。

《公认的原则和实践》的性质

《公认的原则和实践》是一套自愿性质的原则和实践，主权财富基金国际

^① 可以理解的是，《公认的原则和实践》的部分或全部原则不一定适用于主权财富基金的国内投资部分。

^② OECD 投资委员会通过了关于主权财富基金投资接受国的报告，该报告于 2008 年 6 月初由欧盟各成员国部长通过，参见《OECD 投资委员会报告：2008 年 4 月》。“OECD 将继续努力研究：投资接受国如何在保护必要的安全利益的同时，继续致力于国际投资（包括主权财富基金投资）政策的开放。制定产生的框架将开创互利的局面，主权财富基金在接受国市场上能够享受平等待遇，而接受国也能从容地顶住保护主义压力。”



工作小组各成员支持、已经执行或希望执行这些原则和实践。这是一套宽泛的原则和实践，经济发展水平不同的各国都可能实现。《公认的原则和实践》条款服从于政府间达成的共识以及法律和监管要求，因此，每一条款在执行中都服从本国相应的法律。

《公认的原则和实践》中列出的原则、实践以及相应注释应当能从多方面指导当前及未来的主权财富基金的活动（最重要的是依照其投资政策目标进行专业投资），并为相关的法律和体制改革提供参考。作为投资机构，主权财富基金诚信经营，其投资基于对经济、财务风险和回报的综合考虑。在此过程中，它们遵守所有国和投资接受国适用的监管和披露要求。

《公认的原则和实践》的结构

《公认的原则和实践》包含三个关键领域的原则和实践：（1）法律框架、目标以及与宏观经济政策的协调；（2）体制框架和治理结构；（3）投资和风险管理框架。在第一条中，优秀的原则和实践为良好的体制框架和治理结构打下了基础，并可帮助制定适当的、符合既定政策目标的投资策略。一个良好的治理结构将所有者、治理机构、管理层三方的职能区分开来，可促进主权财富基金管理层不受政治影响，独立作出投资决策，开展投资业务。而明确的投资政策可表明主权财富基金致力于遵守严谨的投资计划和投资方式；可靠的风险管理框架可促进良好的投资活动和透明度。

《公认的原则和实践》的执行和检查

主权财富基金国际工作小组认识到，国际资本流动的性质正在不断发生变化；若干主权财富基金仍处于制度建设阶段，还可能出现其他的主权财富基金形式和安排。所以，尤其是对于新近建立的主权财富基金来说，《公认的原则和实践》的执行有一定困难（如原则 17 和 22），可能需要适当的过渡期。例如，《公认的原则和实践》原则 17 提及，新建立的主权财富基金可能需要一定的时间去实现其预期的长期资产配置和相应的业绩评估标准，之后才能披露一些相关信息。对于这样的新兴主权财富基金来说，它们有不同的



时间框架去完成这项工作，而相应的，它们也有不同的投资目标、策略，而且完成战略资产配置所需的时间也有所不同。对于其他可能已有成熟做法的主权财富基金，《公认的原则和实践》可被视为最低标准。然而，《公认的原则和实践》足够宽泛，以兼顾不同国家在体制、宪政、法律上的差异。

主权财富基金国际工作小组还认识到，可能需要对《公认的原则和实践》的某些方面进行更深入的研究。例如，提供主权财富基金过去、现在和将来活动的全面、可靠的信息，包括投资业务的潜在风险、主权财富基金的资产负债表等方面。同样，主权财富基金对宏观经济和财政稳定性的影响会发生变化，而且主权财富基金的实践也在不断发展。因此，《公认的原则和实践》某些方面内容可能需要重新检验。国际层面上就主权财富基金共同关心的话题保持协调和磋商是很好的做法。

为此，主权财富基金国际工作小组已经同意，力图将自身建设成为由主权财富基金组成的常设组织。这一常设组织将能够保证《公认的原则和实践》适时得到检查，并促进其传播、正确理解和执行。主权财富基金国际工作小组还将为各主权财富基金提供一个与投资接受国持续交流看法、自愿参加的平台。这一常设组织还可检查主权财富基金经营汇总信息的定期收集、披露和解释的方式。

第一章 《公认的原则和实践》

为了实现《公认的原则和实践》所定的“目标和宗旨”，主权财富基金国际工作小组的成员们已经自愿地贯彻或即将贯彻如下原则和实践。这些原则和实践将服从于本国法律、法规、规定和要求。本段为《公认的原则和实践》的重要组成部分：

原则 1 主权财富基金应有合理的法律框架，以支持其有效运作并有助于实现已申明的目标。

子原则 1.1 主权财富基金的法律框架应确保主权财富基金及其交易的合法性。



子原则 1.2 应公开披露主权财富基金的法律依据、结构及其与其他国家机构之间的法律关系等关键内容。

原则 2 应明确界定主权财富基金的政策目标并予以公开披露。

原则 3 如果主权财富基金的行为对其国内宏观经济存在直接的重大影响，实施上述行为时应与其国内的财政和货币管理当局紧密协调，以保证与整体宏观政策的一致性。

原则 4 应明确并公开披露主权财富基金代表政府支出以及注资、撤资的政策、规则、程序或安排的总体情况。

子原则 4.1 应公开披露主权财富基金的资金来源。

子原则 4.2 应公开披露从主权财富基金撤资和代表政府发生任何开支的原则性做法。

原则 5 有关主权财富基金的统计数据应及时向所有者报告，或根据特定要求，适当反映在宏观数据库中。

原则 6 主权财富基金应拥有健全的治理结构，建立清晰有效的职责分工，增强可问责性，并促进主权财富基金管理層独立经营，实现其目标。

原则 7 所有者应该为主权财富基金设立目标，按照明确规定的程序确定治理机构，并监督主权财富基金的运营。

原则 8 治理机构应为主权财富基金的最佳利益履行其责任，有明确的使命，并有足够的权威和能力行使其职能。

原则 9 主权财富基金的经营管理层应独立地按照明确界定的责任来贯彻主权财富基金的战略。

原则 10 应在相关法规、章程、其他组织文件或管理协议中明确规定主权财富基金的问责制框架。

原则 11 应遵循公认的国际会计准则或达到同等要求的国家会计准则，及时编写主权财富基金业务和业绩的年度报告和财务报表，报告和报表要保持一致性。

原则 12 应遵循公认的国际审计准则或达到同等要求的国家审计准则，就主权财富基金的业务和财务报表开展年度审计，审计要具有一致性。



原则 13 主权财富基金的职业和道德规范应当明确规定，并在治理机构成员、管理层及员工中广为知晓。

原则 14 以主权财富基金经营管理为目的与第三方开展业务时，应当基于经济和财务原则，遵循明确的规则和程序。

原则 15 主权财富基金在投资接受国的经营和活动应遵守投资接受国所有适用的监管和披露要求。

原则 16 主权财富基金的治理框架、目标及独立于所有者的经营管理方式应予以公开披露。

原则 17 主权财富基金应公开披露有关财务信息，表明其追求经济和财务利益，以促进国际金融市场稳定，增强投资接受国的信任。

原则 18 主权财富基金的投资政策应明确，与其所有者或治理机构所制定的目标、风险容忍度、投资战略相一致，并基于良好的投资组合管理原则。

子原则 18.1 投资政策应为主权财富基金的金融风险敞口和杠杆的使用提供指导。

子原则 18.2 投资政策应规定使用内部或外部投资经理的程度、其活动和权限范围、选聘和业绩监测过程。

子原则 18.3 主权财富基金应公开披露有关其投资政策的描述性内容。

原则 19 主权财富基金投资决策应根据投资政策，基于纯粹的经济和财务目的，追求风险调整后的最大财务回报。

子原则 19.1 如果投资决策的考虑因素中包含经济和财务以外的因素，那么应在投资政策中列明并公开披露。

子原则 19.2 主权财富基金的管理应遵循公认的、稳健的资产管理方法。

原则 20 在与私营机构的竞争中，主权财富基金不得寻求利用特权获得信息，也不应寻求利用政府的影响获得不公平优势。

原则 21 各主权财富基金认为，所有者权益是其股权投资价值的基本要素。主权财富基金在选择行使所有者权益时，行使方式应当符合其投资政策，并保护投资的财务价值。主权财富基金应公开披露上市证券的投票方式，包括在行使所有者权益时考虑的关键因素。



原则 22 主权财富基金应制定风险管理框架以确定、评估和管理运营风险。

子原则 22.1 风险管理框架应包括：可靠的信息和及时报告制度，在可接受的范围和水平上充分监测和管理相关风险；控制和激励机制；行为守则；业务连续性规划；以及独立审计职能。

子原则 22.2 主权财富基金应公开披露风险管理框架的总体形式。

原则 23 主权财富基金应依照明确规定的准则或标准，衡量并向所有者报告其资产和投资业绩（在某些适用情况下，包括绝对值和参照基准的相对值）。

原则 24 应由主权财富基金，或由其他机构代表主权财富基金进行《公认的原则和实践》执行情况的定期评审。

第二章 有关《公认的原则和实践》的讨论

为了实现《公认的原则和实践》所定的“目标和宗旨”，主权财富基金国际工作小组的成员们已经自愿地或即将贯彻如下原则和实践。这些原则和实践将服从于本国法律、法规、规定和要求。本段为《公认的原则和实践》的组成部分。

第一节 法律框架、目标和与宏观经济政策的协调

主权财富基金的法律基础和形式

原则 1 主权财富基金应有合理的法律框架，以支持其有效运作和有助于实现已申明的目标^①。

解释和评论：

健全的法律框架为良好的体制和公司治理结构打下了基础，也为明确划分主权财富基金和其他政府实体职责提供了依据。这也有助于制定和执行合

^① 另见《公认的原则和实践》原则 6 和 16。



理的目标和投资政策，而且对主权财富基金有效运作、实现既定目标来讲也是必要的。

在法律结构上，主权财富基金通常采取以下三种形式之一：（1）独立的法律实体，具有完全行事能力，受特定的组织法规范（如科威特、韩国、卡塔尔和阿联酋阿布扎比），适用公法。（2）国有公司（如新加坡的淡马锡、政府投资公司^①和中国的中投公司），适用普通公司法，也适用其他针对主权财富基金的特殊法律。（3）资产池，没有独立的法人资格。资产池由国家或中央银行拥有（如博茨瓦纳、加拿大阿尔伯塔、智利和挪威），通常受特殊法规约束。只要总体法律框架是健全的，上述三种法律结构都可以满足本原则的要求。

子原则 1.1 主权财富基金的法律框架应确保主权财富基金及其交易的合法性。

解释和评论：

这项总体原则有几层含义：第一，国内法应清晰地对设立主权财富基金进行授权；第二，主权财富基金的法律框架应明确委托主权财富基金或其管理人开展投资和交易的内容；第三，无论主权财富基金的具体法律框架如何，在法律上都应明确谁是主权财富基金的资产受益者和法定所有者。如此划分有助于主权财富基金在本国实现问责制，也满足投资接受国的类似要求。

子原则 1.2 应公开披露主权财富基金的法律依据、结构及其与其他国家机构之间的法律关系等关键内容。

解释和评论：

主权财富基金公开披露其法律依据和结构，有助于人们对主权财富基金管理公共资金的使命加深理解、增强信心。澄清并披露主权财富基金与其他政府实体（如中央银行、开发银行、其他国有公司和企业）之间的法律关系，有助于更好地理解二者各自的委托责任，并有助于理解主权财富基金的机构设置和组织结构，以确保主权财富基金是以专业化方式管理的。

^① 新加坡政府投资公司是新加坡政府全资拥有的公司，管理新加坡的外汇储备，政府是储备的所有者。淡马锡也是新加坡政府全资拥有的公司，淡马锡是其资产的法定所有者，政府是资产受益者。



主权财富基金可通过若干种方式披露其法律依据和结构。对那些没有法人资格的主权财富基金来讲，其法律依据和结构在公开的立法条款中被特别界定^①。对那些根据公法设立、具备法人资格的主权财富基金来讲，其法律结构是通过主权财富基金对外发布的组织法来披露的。那些以国有形式设立的主权财富基金通常由所在国的公司法（以及其他适用于私营和上市公司的法律）^②规范。而且，也有一些主权财富基金在其网站上公布公司结构的主要内容（例如澳大利亚、加拿大阿尔伯塔、韩国、科威特、新西兰和新加坡）。

基金的目标和与宏观经济框架的联系

原则 2 应明确界定主权财富基金的政策目标并予以公开披露。

解释和评论：

明确的政策目标促进主权财富基金制定适当的、基于经济和财务目的考虑的投资战略（另见原则 19）。如果追求其他任何目的，那么应当清楚界定、明确授权。清晰定义的政策目标将保障主权财富基金专业化运作，并确保主权财富基金完全不会因直接或间接地承担政府的地缘政治任务而进行投资。公开披露主权财富基金的政策目标将使外界更加了解主权财富基金旨在实现的目标是什么，以及其行为是否与既定目标相一致。

政府建立主权财富基金有以下政策目标：（1）稳定型基金（例如俄罗斯、智利和墨西哥），其首要目标是将政府预算和国民经济与大宗商品价格的波动相隔离；（2）代际储蓄型基金（例如利比亚和科威特），其目的是将不可再生资源转化为更多元化的资产组合，满足公共部门未来的退休金债务需求，并减轻可能出现的“荷兰病”现象，避免资源性收入被消耗；（3）储备投资

^① 例如，博茨瓦纳的主权财富基金是根据博茨瓦纳银行法案的一项条文而设立的；阿尔伯塔遗产基金是基于阿尔伯塔遗产储蓄信托法而设立的；挪威政府全球养老基金是基于政府石油基金法而设立的。

^② 这些法律往往需要披露主权财富基金向公众开放的注册的结构等关键资料。



公司（例如韩国投资公司和新加坡政府投资公司），其资产有时仍算作储备资产^①，成立目标在于增加外汇储备的回报率。这些目的或目标可能是多元化的、重叠的或随着时间推移而会出现变化^②。

主权财富基金的政策目标指导其投资政策和资产管理策略。举例来说，服从于短期至中期目标的稳定型基金通常有更短的投资期限。相比之下，有较长远目标的储蓄型基金，通常寻求在较长时期内获得较高回报。旨在对冲特定国家风险的主权财富基金可能持有与该国的主要出口产品呈负相关关系的资产，以抵消贸易条件改变的冲击。很多主权财富基金只投资海外。这表明主权财富基金的目标能够影响其投资政策。

原则 3 如果主权财富基金的行为对其国内宏观经济存在直接的重大影响，实施上述行为时应与其国内的财政和货币管理当局紧密协调，以保证与整体宏观政策的一致性。

解释和评论：

由于主权财富基金是根据宏观经济需要而设立的，其运营应该支持并符合良好的国家宏观经济政策框架。主权财富基金的运营会对公共财政、货币条件、国际收支平衡表、国家资产负债表等产生重大影响。因而，凡运营行为可能对宏观经济产生重大影响的，主权财富基金都应与其国内有关当局进行协调和协商。例如，主权财富基金涉及本外币兑换的交易可能会影响到货币条件、汇率和国内需求条件。

注资和撤资规则

原则 4 应明确并公开披露主权财富基金代表政府支出以及注资、撤资的政策、规则、程序或安排的总体情况。

^① 储备资产包括货币当局可以随时获得并控制，直接用于解决收支失衡、间接用于控制失衡程度（通过干预外汇市场、影响汇率）或用于其他目的的外部资产（参见 1993 年国际货币基金组织《国际收支平衡手册》，97 页）。储备资产概念的基础是：货币当局的控制能力和可获得、使用资产的能力。

^② 在一些国家（例如博茨瓦纳和俄罗斯），不断增长的累积储备已超过短期需要保持财政稳定的数额，稳定型基金已演变成以储蓄为目标的基金。



解释和评论：

主权财富基金的注资、撤资和代表政府支出的政策、程序、规则和安排都应明确，并与其政策目标相一致。可以在有关法律、章程或其他组织文件中予以规定。这样做可以为主权财富基金确定预期投资期限和有效的投资政策，为促进宏观经济的稳定和可问责性奠定清晰的基础。注资和撤资规则与主权财富基金的具体类型相对应。财政稳定型基金的资金通常来自或有储蓄方面的收入（如金额超过一项收入目标或大宗商品价格超出参考价格）。撤资规则适用于需要特定的财政预算赤字或当大宗商品价格低于一定水平时^①。储蓄型基金的资金通常来源于政府预算盈余，而政府预算支出中也考虑了该基金产生的长远预期收入^②。一些主权财富基金保留资本金和收益，而其他的则向所有者支付年度目标红利。

子原则 4.1 应公开披露主权财富基金的资金来源。

解释和评论：

公开披露主权财富基金资金来源信息有助于更好地了解公共款项的用途，从而增强可问责性。不少主权财富基金的资金来源于矿产税（主要是石油），而其余的则是来自私有化收益、一般财政盈余、国际收支盈余和外汇干预所得。这些基金的投资回报也有助于增加其所管理的资产。在有些情况下，剥离收入和从市场借贷也扩大了基金的资产积累。主权财富基金的资产在何种程度上被列为国际储备也应当得到澄清。

子原则 4.2 应公开披露从主权财富基金撤资和代表政府发生任何开支的原则性做法。

解释和评论：

通常，主权财富基金应着重从经济和财务的角度考虑创收问题，并只支付正常的经营费用。主权财富基金撤资，不是从一般政府支出渠道进行，而

^① 在科威特，事先确定部分石油收入存放在主权财富基金。在智利，根据有关当局每年确定的参考铜价决定主权财富基金的资产积累（和撤资）。

^② 例如挪威的主权财富基金只接收中央政府的石油收入，并转移到需要资助的非石油赤字财政预算中。因此，主权财富基金的净分配反映了总体的预算平衡。



是从主权财富基金转移到国家预算的行为，而国家预算支出是根据国家优先项目或专项拨款做出的（如新加坡^①）。在预算框架内做出的撤资行为应确保宏观经济政策的一致性，这一原则也同样适用于主权财富基金在一般性政府任务上的支出^②。国家的预算文件也应说明主权财富基金在实现政府财政和货币政策目标方面所作的贡献^③。

统计数据汇编和报告

原则 5 有关主权财富基金的统计数据应及时向所有者报告，或根据特定要求，适当反映在宏观数据库中。

解释和评论：

决策者一般都依赖于由国家机构专门汇编和发布的宏观经济数据库（如国家统计局、中央银行和财政部的统计部门）。国家宏观经济数据库中的国民账户、财政、货币和对外部门统计数据的缺失，会影响经济分析并可能误导数据用户。

主权财富基金的重要性凸显了在宏观经济统计中反映其活动情况的必要性。在数据报告方面的合作主要包括：由所有者（或根据国家具体安排由主权财富基金自己）及时将准确和相当范围的数据传输到适当的国家部门，并使用经国家部门同意的数据传输形式。国家统计机构应将这些数据看成国家统计法或条例所设定的客户机密。增加对所提供数据（所谓元数据）主要特征的描述，通常将帮助用户正确解读该数据。

第二节 体制框架和治理结构

治理结构

原则 6 主权财富基金应拥有健全的治理结构，建立清晰有效的职责分

① 新加坡宪法规定，新加坡外汇储备的投资收入可用于政府预算支出。

② 在俄罗斯，通过联邦预算法规定撤资。

③ 有些主权财富基金（例如在利比亚）设立目的可能是为直接投资基础设施，或其他公共产品或服务。



工，增强可问责性，并促进主权财富基金管理层的独立经营，实现其目标^①。

解释与评论：

不论其治理结构如何，主权财富基金的经营管理都应独立，以保证其投资决策和经营遵循经济原则和投资政策及目标，不受政治影响或干预。

主权财富基金应在相关的法规、章程和其他组织文件中规定其治理结构。这个法律框架应确保在监督、决策和经营三者之间形成合理、有效的分工^②。一些主权财富基金被设立为独立法人实体（如卡塔尔投资局、阿联酋的阿布扎比投资局、澳大利亚未来基金、新加坡的淡马锡和政府投资公司），其治理结构中明确区别了所有者、治理机构^③和管理层的角色。有些主权财富基金以资产池的方式建立，不具备独立的法人资格（如智利、加拿大阿尔伯塔、墨西哥、挪威、俄罗斯、东帝汶、特里尼达和多巴哥），它们的所有者可通过一个或多个组织（如部委、议会委员会等）来行使治理机构的职能。在这种情况下，要明确区分主权财富基金所有者、治理机构和管理层的责任。举例来说，主权财富基金的经营管理可授权给一个独立的实体，如中央银行（如智利、挪威、东帝汶、特里尼达和多巴哥）或一个独立的法定机构（如加拿大阿尔伯塔）。

原则7 所有者应该为主权财富基金设立目标，按照明确规定的程序确定治理机构，并监督主权财富基金的运营。

解释和评论：

所有者^④有两项重要任务：第一，为主权财富基金设立目标，包括主权财富基金的总体政策目标、投资使命和可接受的风险水平。在有些情况下，所有者的作用在于确立符合相关法律规定的目标。另外一些情况下，这些问题则由所有者自行决定，没有具体的法律指导或约束。第二，所有者根据主权

① 参见原则1、10、16和19。

② 相关指引包括OECD《公司治理原则》。

③ 参见原则8中对治理机构的定义。

④ 根据主权财富基金不同的法律结构，所有者指作为主权财富基金（或主权财富基金所管理资产）受益人和法定所有者的政府（参见原则1）。



财富基金的法律结构行使监督职责。因此，所有者应建立适当的报告制度，以便了解主权财富基金真实的经营业绩、财务状况及风险控制，保证所有者能有效监督主权财富基金的表现（参见原则 23）。

除了这两个作用，尤其在主权财富基金是一个独立法人实体的情况下，所有者一般任命主权财富基金治理机构的成员，任命的程序要求合理、透明。

原则 8 治理机构应为主权财富基金的最佳利益履行其责任，有明确的使命，并有足够的权威和能力行使其职能。

解释和评论：

治理机构为实现主权财富基金的目标而设定战略和政策，并对其业绩负有最终责任。此外，其任务也可能包括：（1）决定如何实施上述战略；（2）必要时下放职责，成立委员会^①；（3）特别是当主权财富基金是一个独立法人实体时，任免主权财富基金的管理层（包括首席执行官和/或经理）。治理机构的形式可以是董事会或理事会（例如澳大利亚、中国、新加坡、阿联酋阿布扎比、特里尼达和多巴哥），或委员会（例如爱尔兰和韩国）。在某些情况下，例如当主权财富基金是一个资产池时，治理机构可能会是财政部的一个单位（例如加拿大阿尔伯塔、挪威、墨西哥、俄罗斯和东帝汶）或由中央银行的治理机构代为行使其职责（例如博茨瓦纳）。

治理机构应当具备合理的结构，以保证在行使职责时能作出有效、独立、客观的判断。应制定明确的政策、设立最低能力标准，以保证治理机构成员（以及治理机构的相关委员会成员）履行其职能。制定能够吸引并留住专业人才的薪酬计划，促进主权财富基金实现既定目标。在适用的情况下，相关法律、章程或其他组织文件当中应明确规定治理机构的角色和职责、成员的人数、任免程序和任期。另外，治理机构的角色和职责应当对外公布。

原则 9 主权财富基金的经营管理层应独立地按照明确界定的责任来贯彻主权财富基金的战略。

^① 可包括审计委员会、投资委员会等。



解释和评论：

负责主权财富基金日常经营的管理层应当有权力进行投资决策，以及有关的人员编制和财务管理的运营决策（须遵循所有者或治理机构的战略指导并向其负责）。管理层的行为应符合主权财富基金的最大利益；在相关法律、章程、其他组织法文件或管理协议中，应明确界定主权财富基金管理层的职责。

要增强投资接受国的信心，至关重要是让管理层按照主权财富基金制订的战略自主作出投资决策，保护其免受不必要的、直接的政治干预和影响。作为所有者，政府的角色是要确定主权财富基金的总体政策目标，但不干预特定投资决策。为确保主权财富基金独立经营，可以采用一系列机制：

（1）将管理主权财富基金的职责赋予一个独立实体，该实体由政府设立、具有明确责任、落实总体投资任务的独立治理机构领导；

（2）当主权财富基金治理机构并不独立时，向首席执行官和高级管理人员提供广泛的权力；

（3）将经营管理职责赋予中央银行或法定机构；

（4）在收费服务的基础上，把个别的投资决策责任外包给外部服务供应商。

以上四种机制应至少采用一种或一种以上，或者，所有者或治理机构应能证明主权财富基金的管理层保持独立经营。

问责制

原则 10 应在相关法规、章程、其他组织文件或管理协议中明确规定主权财富基金的问责制框架。

解释和评论：

在适用情况下，要针对所有者、治理机构和管理层各自的明确职责，建立相称的问责制。所有者对立法机关（如博茨瓦纳、加拿大阿尔伯塔、智利、墨西哥、挪威、俄罗斯、东帝汶、特里尼达和多巴哥）或公众负责，保证让主权财富基金达到已批准的目标。若主权财富基金是独立的法人实体，那么



在公司运营，包括投资业绩等方面，治理机构对所有者负责，管理层对治理机构负责；若主权财富基金不是独立的法人实体，则由负责经营管理的实体对所有者负责。

有效的问责制要求能够获得准确、及时、相关的信息。另外，开发一套适当的评估方法，可以帮助所有者或治理机构（或两者共同）监督主权财富基金管理层的目标完成情况（另见原则 23）。

原则 11 应遵循公认的国际会计准则或达到同等要求的国家会计准则，及时编写主权财富基金业务和业绩的年度报告和财务报表，报告和报表要保持一致性。

解释和评论：

年度报告和财务报表应体现主权财富基金的资产和负债状况，并且基于可靠和一致的会计准则。这对于保证有关投资与财务表现等信息的清晰、公正、准确和可问责性至关重要。在适用的情况下，财务报表还要包括或有负债和场外交易的信息。在多数情况下，财务报表要根据《国际财务报告准则》（IFRS）（例如阿塞拜疆、博茨瓦纳、东帝汶、特里尼达和多巴哥以及阿联酋阿布扎比）或达到同等要求的国家会计标准（例如澳大利亚、中国、韩国、新西兰和新加坡）来编写^①。

原则 12 应遵循公认的国际审计准则或达到同等要求的国家审计准则，就主权财富基金的业务和财务报表开展年度审计。审计要具有一致性。

解释和评论：

应定期内审主权财富基金的投资活动、财务状况、会计和运营系统、控制体系，内审程序应接受监督检查。内审部门应独立于管理层，并定期出具内审报告，向所有者或治理机构（或其委员会）报告。

主权财富基金的财务报表应当依照国际审计准则或达到同等要求的国内审计准则接受外部审计，以确保财务报表能够全方位、公正地反映主权财富基金的财务状况和业绩表现。财务报表应包括有关会计政策的信息和资质声

^① 参见 www.IFRS.com。



明。独立商业审计机构出具的外部审计报告应提交给所有者或治理机构（或其委员会）。有些情况下，还需要独立法定审计机构出具外部审计报告。外部审计师应遵循严格的资质和适当性标准，其遴选过程应当透明、独立，不受政治干涉（例如，与《国际会计师联合会道德准则》一致）^①。

保证诚信经营

原则 13 主权财富基金的职业和道德规范应当明确规定，并在治理机构成员、管理层及员工中广为知晓。

解释和评论：

为保证主权财富基金稳健及廉洁地运作，治理机构成员、管理层和员工都应具有适当资质并受过良好的训练，遵守基本的职业准则。在适用范围内，治理机构应面向所有治理机构成员、管理层和员工制定行为守则，并负责实施。治理机构成员、管理层和员工应遵守有关防止利益冲突的指导原则和规定。这些行为守则、指导原则和规定对保证高度廉洁和职业道德标准非常关键。主权财富基金应为尽职尽责履行义务的治理机构成员、管理层和员工提供充分的法律保障（如提供适当的保障和保险），促进其廉洁地履行职责。若主权财富基金是一个资产池，那么专业和道德标准应该适用于主权财富基金经营管理机构的员工。

原则 14 以主权财富基金经营管理为目的与第三方开展业务时，应当基于经济和财务原则，遵循明确的规则和程序。

解释和评论：

为了确保有效利用资源，主权财富基金、其所有者或负责其经营管理的实体之间应建立明确的规则和程序，以处理与第三方的关系（例如商业基金经理和管理人或外部服务供应商）。

原则 15 主权财富基金在投资接受国的经营和活动应遵守投资接受国所有适用的监管和披露要求。

^① 参见 [www.ifac.org/members/Downloads/2005_Code_of_Ethics\[1\].pdf](http://www.ifac.org/members/Downloads/2005_Code_of_Ethics[1].pdf)。



解释和评论：

主权财富基金要尊重投资接受国的规则，并遵守其所有适用的法律和法规。主权财富基金应当遵循当地法律和法规的要求（包括证券监管机构等相关当局开展调查或采取其他监管行动时），向相关监管机构披露在其特定管辖范围内经营和活动的信息。特别是，主权财富基金应保证：（1）遵守所有的国家证券法规（包括披露要求、控制内幕交易和市场操纵的市场道德准则等）；（2）根据相应法律和法规的规定，应监管机构要求以保密方式向当地监管机构披露额外的金融和非金融信息；（3）在相应法律和法规的要求下，接受地方监管机构管制，并配合由当地监管机构或其他相关当局开展的调查和采取的监管行动；（4）遵守所有的反垄断规则；（5）遵守所有适用的税收规则。但对主权财富基金的要求、约束、限制及监管行动程度不应超过情况相似的其他投资者。

原则 16 主权财富基金的治理结构、目标及独立于所有者的经营管理方式应予以公开披露。

解释和评论：

公开披露治理结构和目标有助于清晰地理解主权财富基金所努力追求的目标和职责分工，确保其不受政治影响、独立作出投资决策。这有助于维护开放、稳定的投资环境；特别是可以向投资接受国保证主权财富基金的投资是基于经济和财务考虑，并运用合理的业务控制和风险管理系统^①。

原则 17 主权财富基金应公开披露有关财务信息，表明其追求经济和财务利益，以促进国际金融市场稳定，增强投资接受国的信任。

解释和评论：

本原则中所提到的财务信息通常包括资产配置、投资基准以及与投资期限一致的、适当时间段的回报率。这些披露内容将有助于说明风险偏好。结合《公认的原则和实践》指定的其他披露项目（特别是原则 2 和 4、18.3 和

^① 例如澳大利亚和爱尔兰的主权财富基金通过年报、新闻发布和公司网站披露信息。阿塞拜疆的主权财富基金在自己的网页上发布信息及回应信息咨询。阿联酋阿布扎比投资局和新加坡的主权财富基金在网站上发布其目标和治理结构。



21), 目的在于实现《公认的原则和实践》的宗旨, 即促进国际金融市场稳定, 在投资接受国中建立信任。

第三节 投资和风险管理框架

投资政策

原则 18 主权财富基金的投资政策应明确, 与其所有者或治理机构所制定的目标、风险容忍度、投资战略相一致, 并基于良好的投资组合管理原则。

解释和评论:

投资政策是有关如何实现所有者或治理机构所制定的目标和策略的政策。通过制定投资政策, 主权财富基金可以将投资战略落实于文字, 并遵守严谨的投资计划。投资政策也能引导主权财富基金在活动中遵循已经批准的投资目标、战略、风险容忍度^①和投资监督程序。尽管没有适用于所有情况的模式, 但投资政策(包括战略资产配置)应参照合适的投资组合管理原则。

战略资产配置一般体现在基准投资组合^②中, 反映了主权财富基金的政策宗旨、负债状况、投资期限、风险容忍度和不同资产类别^③的特点。投资政策通常会界定可容许的资产类别, 规定个别持有规模、流动性、地域与行业集中度的上限。根据主权财富基金的政策目标, 基金的战略资产配置可以设定一定的投资范围, 例如只投资于国外资产。另外, 战略资产配置中还可能考虑投资于与该国其他资产或负债相联系(比如投资于与该国自然资源负相关)的资产。

随着时间的推移, 主权财富基金投资政策(包括战略资产配置)的范围和假定条件将发生变化, 因此需要定期重新审查投资政策(如澳大利亚、新

① 风险容忍度指投资者在多大程度上愿意并有能力接受其投资组合价值的减少。例如, 可以表示为投资者对投资组合价值减少接受程度的不确定性。

② 基准投资组合是一种参考投资组合, 或根据投资政策建立的指标, 用作实际投资组合绩效的参照系。

③ 资产类别是指特点相似、在金融市场上表现类似的一组证券, 例如股票、债券、房地产等。



西兰和新加坡主权财富基金正在进行的工作)。

子原则 18.1 投资政策应为主权财富基金的金融风险敞口和杠杆的使用提供指导。

解释和评论：

金融风险敞口（包括对市场、信贷和流动性风险的敞口）以及使用与主权财富基金的投资期限和风险容忍度相适应的衍生工具和杠杆^①，是决定主权财富基金能否达到投资目标并促进金融市场稳定的关键因素。应充分了解、适当衡量并管理这些敞口，以及衍生工具和杠杆的使用（参见原则 22）。

在主权财富基金的业务之中，衍生工具是有用的——有的基金仅将衍生工具用于对冲，有的则积极地使用它们。主权财富基金通常不大量使用杠杆，但杠杆可成为主权财富基金投资、风险管理和现金管理框架的有机组成部分。杠杆可表现为多种形式，包括利用传统的借贷以获得投资所需资金、使用期货和期权合同、外汇掉期和货币互换、回购、买断式回购等业务。另外，对于某些资产类别（如另类投资和房地产）的投资中，杠杆是重要的组成部分（可能出于回报率、税务等方面的考虑）。

子原则 18.2 投资政策应规定使用内部或外部投资经理的程度、其活动和权限范围、选聘和业绩监测过程。

解释和评论：

除内部管理人外，主权财富基金可将部分资产委托给一位或几位外部管理人管理。使用外部管理人的原因可能包括：（1）外部管理人在某些专门的产品或市场上掌握技能和成熟的系统，而主权财富基金自身能力不足；（2）外部管理人在某个特定的市场或产品上，帮助主权财富基金管理或降低资产管理成本。在此类情况下，要仔细甄选声望好、信誉度高的管理人，签订书面管理协议。这些协议通常包括以下内容：（1）明确提出投资委托要求；（2）就预期业绩和投资风险（包括跟踪误差）、报告方式和费用达成一致；（3）投资管理人明确承诺采用某种投资方式，或使用具有过往业绩的团队。

^① 杠杆是指使用借贷资金，正面、负面的结果都可能被放大或加强。



子原则 18.3 主权财富基金应公开披露有关其投资政策的描述性内容。

解释和评论：

可包括定性阐述投资风格（如主动/被动、财务投资/战略投资）、投资主题、投资目标、投资期限及战略资产配置。这些信息披露以及原则 17 中列出的相关财务信息披露，应当能够反映出风险偏好和敞口。另外，主权财富基金还可描述投资组合中的杠杆使用情况，或披露其他有意义的金融风险敞口情况。

原则 19 主权财富基金投资决策应根据投资政策，基于纯粹的经济和财务目的，追求风险调整后的最大财务回报。

解释和评论：

在所有者的风险容忍度内，主权财富基金的总体目标是追求风险调整后的财务回报最大化，这是核心原则。因此，主权财富基金的投资决策和各项活动应当以这一目标为指导，并与其保持一致。

子原则 19.1 如果投资决策的考虑因素中包含经济和财务以外的因素，那么应在投资政策中列明并公开披露。

解释和评论：

一些主权财富基金可能排除某些类型的投资，因为进行这类投资可能会受到国际制裁，也可能因为该国的社会、道德、宗教等受到限制（如科威特、新西兰和挪威）。更广泛地讲，主权财富基金的投资政策可能要考虑环境、社会和其他方面的因素。在这种情况下，主权财富基金应公开披露这些原因和所考虑因素。

子原则 19.2 主权财富基金资产的管理应遵循公认的、稳健的资产管理方法。

解释和评论：

主权财富基金应悉心、有技巧、尽责地管理其资产并履行其他相关职责。在下放权力、甄选及监督投资经理时，应当遵循同样的原则。

审慎的资产管理原则还要求不能将投资视为孤立的行为，而要在投资组合的背景下，将其作为总体投资战略的一部分。投资战略要包含与本主权财富基金既定投资政策和目标相适应的风险和回报。投资活动相关费用和成本



应数额合理；授权、招募和支付数额应对所有者或治理机构透明，并遵循明确的规则、程序和道德标准（参见原则 14）。

原则 20 在与私营机构的竞争中，主权财富基金不得寻求利用特权获得信息，也不应寻求利用政府的影响获得不公平优势。

解释和评论：

这项原则将促进主权财富基金与其他私营投资者的公平竞争。例如，主权财富基金不应寻求诸如凭借特权获得市场敏感信息而带来的好处^①。

原则 21 各主权财富基金认为，所有者权益是其股权投资价值的基本要素。主权财富基金在选择行使所有者权益时，行使方式应当符合其投资政策，并保护投资的财务价值^②。主权财富基金应公开披露上市证券的投票方式，包括在行使所有者权益时考虑的关键因素。

解释和评论：

主权财富基金能够促进全球金融市场稳定，部分原因是它们能够长期、耐心地进行投资。一些主权财富基金重视行使投票权是因为它们认为，这让它们能够持有资产并实现保值，而不会被迫售出、成为短期投资者。一些主权财富基金还认为，行使所有者权益是保证公司管理层对股东负责，进而改善公司治理、合理配置资源。

为了扫除对其可能存在非经济、非财务目标的疑虑，主权财富基金应披露是否、如何行使投票权。例如，公开声明其投票是为了保护主权财富基金的财务利益。另外，还应披露主权财富基金向被投资公司派出董事的总体方式，派出董事应与其他董事一样，代表所有股东的集体利益。

为了证明投票是以保护主权财富基金经济利益为目标，主权财富基金除事前披露之外，还可选择进行适当的事后披露。

^① 但投资接受国可依其政府背景，向主权财富基金授予一些优惠条件，包括主权豁免权、主权税收待遇等。

^② 参见原则 15。



风险管理和业绩衡量

原则 22 主权财富基金应制定风险管理框架以确定、评估和管理运营风险。

解释和评论：

主权财富基金应当具有浓厚的风险管理^①文化，其中高级管理层要参与到风险管理程序的制定和实施中；还应具备有效的风险管理框架，保证能够发现、评估、管理风险，从而保护其资产，并让风险符合投资政策所规定的水平。在风险管理方面遵守高标准、建立健全的运营控制体系，能够帮助维持国际金融的稳定，维护稳定、透明和开放的投资环境。

主权财富基金在投资业务中面临的^②风险可分为四大类：金融风险、运营风险、监管风险及声誉风险。金融风险主要包括市场风险（如利率、外币、股票和大宗商品价格风险）、信用风险（如发行商、对手方和结算风险）以及流动性风险。运营风险^②主要包括人员风险（工作不力和欺诈风险）、业务连续性风险、程序风险、技术风险、法律风险。监管风险主要源于投资国和投资接受国与主权财富基金有关法律法规的变更，或这些法律法规适用方法的变更。声誉风险是指，对主权财富基金业务的负面报道（无论是否属实）造成投资回报下降、卷入代价高昂的诉讼程序、失去交易伙伴、影响所有国政府声誉的可能性。

子原则 22.1 风险管理框架应包括：可靠的信息和及时报告制度，在可接受的范围和水平上充分监测和管理相关风险；控制和激励机制；行为守则；业务连续性规划；以及独立审计职能。

解释和评论：

衡量和管理财务风险通常通过定量的方法和模型来实现。为了补充这些

① 风险管理是：确定目标风险水平，衡量当前风险水平，监督新的实际风险水平，采取行动使实际风险水平符合目标风险水平的过程。

② 运营风险是：由于公司系统、程序失灵或由于一家机构所完全不可控制的事件而蒙受损失的风险。



模型的不足，降低“模型风险”，主权财富基金应当定期进行压力测试^①，确定宏观经济、金融变量和市场冲击可能带来的影响。

要评估、管理或降低运营风险，主权财富基金应当建立相应的框架并保持文件记录。这一框架应当包含明确的汇报路线和分工负责制^②以及可靠的控制机制。要建立员工行为规范和招聘政策，以保证主权财富基金业务相关人员的行为符合职业和道德规范。要在技术故障或自然灾害的情况下保证主权财富基金的持续运营，框架当中还应包括应急预案和备用运营场所。

要降低监管和声誉风险，必须建立相应体系，掌握主权财富基金所投资的每个国家体制中的监管和法律要求。应当定期评估任何监管要求变更所造成的影响。为了让所有者和治理机构确信主权财富基金的风险已得到适当的管理，风险管理框架应定期接受独立审计。

子原则 22.2 主权财富基金应公开披露风险管理框架的总体形式。

解释和评论：

将主权财富基金的风险管理政策、与公司治理和稳健经营相关的重要措施的总体形式公之于众，可让外界确信，主权财富基金的治理机构和管理层在运营、监管和声誉风险方面遵循高标准。然而，风险管理框架中也有某些内容被视为敏感信息，不应披露（如备用运营场所的信息）。主权财富基金在风险管理方面遵守高标准（包括建立透明的运营控制和风险管理体系），加上投资接受国富有建设性的参与，将可以促进投资环境的稳定、透明和开放。

原则 23 主权财富基金应依照明确规定的准则或标准，衡量并向所有者报告其资产和投资业绩（在某些适用情况下，包括绝对值和参照基准的相对值）。

解释和评论：

对投资及其业绩进行准确、标准一致的测量和报告，可以让主权财富基金管理者对其投资作出明智判断。可靠的业绩衡量也是对风险衡量模型进行回溯测试的重要保证。这对于主权财富基金所有者和治理机构也至关重要，

① 压力测试是一种模拟技术，用于确定在不同情形下投资组合的财务回报。

② 汇报路线和分工负责制要在操作层面（如前、中、后台之间）和高管委员会层面（如投资委员会和风险管理委员会之间）进行明确规定。



它们可以据此评估基金经理完成既定目标的情况。还需要让有关资产估值统计数据的使用者确信，基本数据的衡量是准确无误的。

投资基准是评估主权财富基金业绩、监控主权财富基金可问责性的重要工具。如果使用基准，那么就可以比照基准组合，衡量实际组合的业绩，从而对业绩和可问责性作出评估。

《公认的原则和实践》的执行

原则 24 应由主权财富基金，或由其他机构代表主权财富基金进行《公认的原则和实践》执行情况的定期评审。

解释和评论：

希望所有主权财富基金或代表主权财富基金的所有者、治理机构都能用《公认的原则和实践》定期检查现有的安排，评估目前的执行情况，将结果汇报给所有者或治理机构。检查《公认的原则和实践》执行情况可通过：主权财富基金与所有者共同进行的自我评估或其他机制（如由主权财富基金、所有者或治理机构决定，进行独立第三方验证）。所有者或治理机构可选择公开披露这种评估，披露程度要符合相关法律和法规的要求，并可能促进国际金融市场稳定，在投资接受国中增强信任。



欧盟应对主权财富基金问题的共同方案

主权财富基金是一种国有的投资工具，对国内外金融资产组合进行分散投资。过去 10 年，主权财富基金的发展突飞猛进，重要性不断增强。在困难时期，主权财富基金可以成为投资和市场流动性的来源。但是，因为主权财富基金是国有的投资工具，所以有人担心它们的投资会影响市场经济的正常运行。人们预测主权财富基金的规模和数量都将大幅增加，而它们所带来的机遇、所遭到的质疑也将攀升。

因此，主权财富基金的发展自然会引起发达经济体的关注，并在国际论坛上引起热议。欧盟的若干成员国也在考虑是否为此制定相应的政策。

欧盟受益于开放的世界经济体制，确保对投资敞开大门，致力于促进资本的自由流动。这是欧盟一贯的准则。

主权财富基金必须增强透明度、可预见性和一致性。这符合公民、市场运营机构和主权财富基金各方的利益。作为全球的主要经济体之一，欧盟有能力也有动力与其他各方共商策略，以应对主权财富基金所带来的挑战，并在全球各经济论坛当中充分参与讨论。这种共同的策略应当被视为欧盟各成员国在《建立欧洲共同体条约》框架内的立法权力的补充。

本通讯旨在说明：在消除对主权财富基金的疑虑和保证从开放的投资环境中获得共同利益之间，如何保持平衡。



主权财富基金投资

过去 10 年，主权财富基金的数量不断增多，有 30 多个国家都建立了主权财富基金，其中有 20 个是 2000 年之后建立的。石油输出国和亚洲经济体连年的顺差产生了大笔外汇盈余，这些外汇储备的一部分被用于建立主权财富基金。主权财富基金所管理的资产额已相当于全球官方储备的一半，或所有对冲基金和私募股权公司资金的总和。主权财富基金的地位越来越重要，并将不断发展壮大。

主权财富基金最重要的特征就是由国家出资，资金通常来源于出资国积累的外汇储备，但独立于官方储备进行管理。主权财富基金通常采取分散的投资策略，承担较高的风险，以期获得更高的回报。主权财富基金的投资组合涉及固定收益证券以及股权、房地产以及另类投资等多种金融资产。

主权财富基金为投资接受国带来机遇

主权财富基金的投资不仅针对国内市场，也针对国际市场，因此会促进全球资本市场和全球投资的发展。主权财富基金通常采取长期的投资策略，因此会促进国际金融体系的稳定。

这种稳定的作用在当前的金融形势下便凸显出来。2007 年年中以来，信贷市场出现问题，严重影响了各金融机构的流动性和资本基础。一些金融机构便依靠主权财富基金注资来摆脱困境。

与欧盟有关的主权财富基金还可能对欧元有利。主权财富基金投资较分散，因此在中期会加强欧元的国际地位。外汇储备追求流动性、安全性和低结算成本，因此倾向于美元。主权财富基金则更自由，其投资欧元资产的比重可能高于外汇储备。然而，主权财富基金也不应突然转向欧元，否则会为欧元带来不良的升值压力。



但主权财富基金也令人担忧

包括欧盟成员国在内的投资接受国也对主权财富基金投资表示担忧。从宏观经济层面看，主权财富基金的壮大反映了全球经济中严重的经常项目失衡，这种失衡与一些顺差国实行有管理的汇率不无关系。不应当把积累外汇储备以供主权财富基金投资当作一种目的。拥有主权财富基金的国家应当让外界知道，它们并没有抑制本国货币升值来为主权财富基金积累更多外汇资产。

在主权财富基金对股权的投资方面，有人担心一些主权财富基金操作不够透明，并且可能成为获得战略控制权的一种手段。这种担心也使得主权财富基金区别于其他投资基金。更具体地说，当主权财富基金投资于某些特定领域时，不论其最初的动机如何，人们都会担心这种投资不是为了产生最大的回报，而是为了达到某种目的。例如，主权财富基金所投资的目标可能反映出：该基金可能为了国家的战略利益而期望获取某些知识和技术，而不是基于普通的商业利益来扩展产品和市场。同理，在业务涉及战略利益的公司，或控制利益分配渠道的公司当中，外国主权财富基金所持有的股权可能会影响公司决策，即，公司的业务和投资决策可能会受到主权财富基金所在国政治利益的影响。尽管多数主权财富基金都进行组合投资，并在投资过程中避免控股、避免正式参与公司决策，但人们还是对其寻求控股的可能性心存担忧。一些主权财富基金意识到了国家安全方面的问题，因此它们会请求投资接受国清楚地界定主权财富基金的投资范围。

国际上关于主权财富基金的讨论

主权财富基金涉及国际利益，它在国际金融体系中的作用也成为主权财富基金所在国和投资接受国讨论的焦点。

投资接受国强调：主权财富基金应严格按照经济目标作出投资决策，并



与私人部门投资者进行公平竞争。为此，各投资接受国要求主权财富基金增强自身透明度。具体要求包括设定信息披露标准，内容涉及所管理资产的价值、投资目标和策略、目标投资组合分配、风险管理体系和内部控制等。有了更高的透明度，主权财富基金就被纳入全球金融市场的监控体系中。另外，投资接受国还要求主权财富基金建立合理的治理结构，例如在出资国政府和基金管理者之间进行明晰的权责划分、在投资决策方面建立有效的制衡体系等。反过来，投资接受国也承认，只有在稳定的规则和程序框架内对事实进行客观评估之后，才能对主权财富基金的投资作出限制。

目前适用于主权财富基金投资的国际规则和欧洲法规框架

最近人们开始关注改善主权财富基金的治理，但这并不意味着主权财富基金现在的经营正处于法律真空中。在欧洲，欧盟和成员国层面上都有综合的管理机制，以规范外国投资者设立的机构和采取的行动。主权财富基金与其他外国投资者一样，都按相同的标准接受管理。只要投资于欧洲的资产，主权财富基金就要与其他任何投资者一样，遵循相同的欧盟及其成员国的经济、社会法规。

国际法律框架尚未健全，但是，世贸组织和经合组织的规则、双边及部门协定当中规定的内容划定了欧盟所能采取措施的范围。

欧共同体及其成员国在考虑对主权财富基金的投资或其他任何投资采取措施时，都必须遵守这些规定。同时，世贸组织和欧共同体双边条约中都为例外情况留有余地，允许在保证国家安全理由充分的情况下采取相应的措施。

一些投资接受国已经开始或已表示将对外国投资进行审查。美国已经对相关法规作出修订，其中涉及对可能影响国家安全或可能受外国政府控制的个别投资进行审查。美国强调，希望投资国和投资接受国共担责任，也为投资者提供了可循的准则。2007年10月，七大工业国财长邀请国际货币基金组织、经合组织等主要多边组织，共同探讨主权财富基金的作用，以及如何应对它们带来的挑战。



至于欧洲的法律框架,《建立欧洲共同体条约》第 56 条规定了促进资本在成员国之间以及成员国和第三国之间自由流动的原则。在此原则的适用范围内,主权财富基金在欧洲的投资与任何其他形式的国内外投资一样,须遵守相同的规章制度。

但资本的自由流动并不是绝对的。《建立欧洲共同体条约》的基本原则之一就是,在欧盟层面上可以从两方面规范资本流动。首先,欧共体在有效多数票支持的基础上,对来源于第三国的包括直接投资在内的资本流动采取措施;其次,也不排除欧共体可通过一致决定对直接投资采取限制措施。

《并购控制条例》允许成员国采取适当措施以维护正当权益,但不能限制竞争。这些措施必须适度、不具歧视性、合理适度并符合欧共体法规的其他规定。公共安全、媒体多元性、审慎原则可作为采取措施的正当理由,其他方面的利益在上报欧盟委员会后,可以根据具体情况被视为正当理由。

至于国家立法,成员国拥有自己的管控手段,以规范主权财富基金和其他任何投资者的投资。在新的情况出现时,也允许成员国相应采取新的措施,但措施必须适度、非歧视以及不违背国际规则。

欧洲法院也为成员国遵循《建立欧洲共同体条约》采取措施的方式提供了进一步的指导,其中强调:单纯的经济因素绝不能成为设置条约中明令禁止的壁垒的原因。欧洲法院也就如何判断审批体系的合理性规定了标准:审批体系的宗旨应是保护正当的全局利益,行使反对权力必须遵守严格的时限,所针对的资产和管理决策必须具体列明,体系的目标和标准必须接受法院的审查。

最后,还允许随时监控主权财富基金的投资行为。这样,不论所有权性质如何,都可以有效地保证公共利益,在网络行业尤其如此。

欧盟的态度

欧盟致力于市场开放和资本自由流动、欢迎投资、鼓励竞争,而反对歧视和保护主义。欧盟鼓励主权财富基金和私人部门遵循相同的投资规则,公



平竞争。但是，欧盟的法规和条约允许成员国在稳定一贯的法规框架内，在充分论证客观事实的基础上，视具体情况对有碍国家利益的外国投资采取合理的限制措施。

目前，一些欧盟成员国正在自行制定针对主权财富基金的相关法规。也有人建议像美国一样，针对来自非欧盟国家的外资建立一个全欧盟的外资筛查机制或“黄金股”机制。但是这样不仅很可能有违欧盟法规和国际规则，还会发出一个误导信号，让人误以为欧盟放弃了自己开放投资市场的承诺。

但是欧盟主张建立一套共同的解决方案。因为：

1. 主权财富基金的问题是全球化的问题，多边的解决方案能更有效地解决问题。可先在欧盟内部形成共同方案，再进行扩展，与外国商讨共同方案。

2. 共同的解决方案能保证市场的开放性、统一性、非歧视性和健康运行。各自为政、缺乏协调，会破坏市场、打消投资的积极性。

3. 欧盟贸易政策的宗旨之一，就是基于欧盟内部的市场规则，争取第三国对欧洲开放市场。如果欧盟内部设置壁垒，那么很难说服他国开放市场。

上升到多边层面上，也要制定一套共同的解决方案。让投资接受国、主权财富基金、主权财富基金所有国进行合作，建立共同的标准，增强主权财富基金投资的透明度、可预见性和可问责性，这将符合有关各方的利益。

国际货币基金组织正在着手制定主权财富基金行为准则，经合组织也在总结管理主权财富基金投资的经验。欧盟积极地致力于推动这方面的工作。

欧盟在制定共同方案过程中的原则

1. 欧盟的繁荣源于对外开放，因此欧盟致力于维护开放的投资环境。欧盟鼓励资本自由流动，欢迎外国投资，反对保护主义，反对限制竞争；同时争取主权财富基金的所有国也对欧盟投资者开放，给予公平待遇（特别是通过自由贸易区谈判）。

2. 支持并推进国际货币基金组织、经合组织等多边国际组织的工作。

3. 利用现有的机制和手段来应对跨境投资带来的风险和挑战。



4. 遵守《建立欧洲共同体条约》和其他国际规则的要求。
5. 对外国投资采取的措施必须有理有据、适度、非歧视并符合国际规则。

法律框架必须稳定、透明。

有关主权财富基金问题的多边共同方案也应当借鉴以上几点。

关于主权财富基金的治理、透明度的建议

一、治理：关键是要明确主权财富基金的经营受政治影响和干预的程度。

治理方面的原则：

1. 内部治理结构中必须有明确的权责划分；
2. 制定并发布投资政策，阐明投资的总体目标；
3. 能够自主经营，以达到所设定的目标；
4. 必须披露主权财富基金与其政府间的关系；
5. 制定并发布风险管理政策。

二、透明度：让各利益相关方能够监督主权财富基金的行为是否偏离所声明的目标。良好的透明度会增强主权财富基金的可问责性，减少政府干预，增强市场对主权财富基金的信心。

主权财富基金的管理独立于国家的外汇储备，因此不受国际货币基金组织关于外汇储备透明度的规定（公布数据的特殊标准）的管辖。不过外汇储备的一些具体标准可考虑延伸至主权财富基金。国际货币基金组织和经合组织的指导原则中有相关的标准，而挪威和新加坡的一些主权财富基金也在遵守这些标准。这些都可以作为参考。但应主要参考国际货币基金组织和经合组织已经制定并应用于类似国有投资机构的标准，而不应强求主权财富基金遵守更加苛刻的标准。

在增强透明度方面，可考虑以下措施：

1. 每年披露投资头寸和资产配置情况，尤其是取得了控股权的投资项目的情况；
2. 披露所有者权益的行使情况；



3. 披露举债情况、货币组合情况；
4. 披露资金的规模和来源；
5. 披露主权财富基金所有国对主权财富基金的规范和监管情况。

在欧盟理事会春季会议上，各成员国将有机会通过一项共同的主权财富基金投资政策，以增强主权财富基金的透明度、可预见性和可问责性，并为全球应对主权财富基金的挑战作出新的贡献。

根据《建立欧洲共同体条约》和新近签署的《里斯本战略规划》的精神，欧洲要发扬传统，继续对资本投资敞开大门。在全球化的背景下，这将有助于增强欧洲经济体的实力。但同时也需要在欧洲投资的各主权财富基金加强治理、改善信息披露的质量。这符合投资接受国和来源国的共同利益。

国际货币基金组织正在针对主权财富基金及其所有国制定行为准则，而经合组织也在制定投资接受国在处理主权财富基金问题时的原则。欧盟的共同方案应当会推动这两方面的工作，我们希望能在 2008 年底前达成相关协议，促进主权财富基金公平、透明地经营。



图书在版编目 (CIP) 数据

谁在管理国家财富? / 谢平, 陈超著. —北京: 中信出版社, 2010. 1

ISBN 978-7-5086-1847-0

I. 谁… II. ①谢…②陈… III. ①政府投资-研究-中国
②基金-投资-研究-中国 IV. F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 218845 号

谁在管理国家财富?

SHUIZAI GUANLI GUOJIA CAIFU?

著 者: 谢 平 陈 超

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013)
(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京京师印务有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 14.25 字 数: 173 千字

版 次: 2010 年 1 月第 1 版 印 次: 2010 年 1 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5086-1847-0/F · 1855

定 价: 29.00 元

版权所有 · 侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84264000

<http://www.publish.citic.com>

服务传真: 010-84264033

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com



Sovereign Wealth Funds

本书是我国学者在主权财富基金方面的一部力作，书中对主权财富基金的四个重大问题进行了分析：一是主权财富基金是否具有国家战略意图；二是主权财富基金是促进金融市场稳定还是危及金融市场稳定；三是主权财富基金是市场的投机者还是长期投资者；四是主权财富基金需要什么样的公司治理以及透明度。

成思危

——**前全国人大常委会副委员长**

本书是一本非常及时、全面、适用的书。主权财富基金是个新话题，争论比较大。作者在中投公司工作的经历，使之有权威和经验来分析主权财富基金的挑战和问题。本书很有学术和实际价值，所有关注未来资本市场发展的投资者都需要认真拜读。

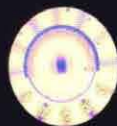
沈联涛

——**中国银监会高级顾问**

主权财富基金的兴起引起了国际社会的高度关注。本书为中国读者了解主权财富基金的起源背景、组织架构、治理模式、投资策略及其对全球经济和金融市场的影响提供了一本信息量丰富、具有参考价值的专业读物。

胡祖六

——**高盛集团合伙人、董事总经理**



www.publish.citic.com

定价：29.00元