

# 主权财富基金类型及与国际典型基金的比较

周超<sup>1</sup>, 刘云<sup>2</sup>

(1.中国劳动关系学院 经济管理系, 北京 100048; 2.北京理工大学 管理与经济学院, 北京 100081)

**摘要:**从目标、资金来源、投资策略几个角度对主权财富基金进行分类,在此基础上将主权财富基金与其他国际典型基金在外币资产持有水平、外债水平、风险承受水平、投资水平等不同维度下进行比较,得出主权财富基金具有主权性、高外币持有、高风险承受能力和长期投资等特征,并且在全球范围内配置资产的流动性压力较小,是有利于降低金融市场的短期波动性和流动性风险的。而目前值得引起重视的是主权财富基金的风险移动,国际货币基金组织应建立行为准则规范其投资行为,避免这种风险的移动。

**关键词:** 主权财富基金; 主权养老基金; 国际金融

**中图分类号:** F830.49

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1009-3370(2011)02-0056-04

近年来,国际金融市场最显著的发展之一就是政府作为一支重要的投资力量参与国际投资,即主权财富基金(Sovereign Wealth Funds, SWFs)的快速发展。

普遍接受的主权财富基金定义是国际货币基金组织在《国际收支和国际投资头寸手册》第六版(BPM6)中的定义:由政府创立或者拥有,为了长期的目的而持有外国资产的特殊投资基金。

目前的一些研究表明,关于主权财富基金的认识和看法有失偏颇,更多的人只看到主权财富基金给投资东道国带来的国家风险,批评声音很高,经合组织成员国及西方的国家政府大多对此表示不安,甚至排斥主权财富基金的发展。

## 一、主权财富基金类型

### (一)主权财富基金分类

根据国际货币基金组织的分析,可以按照主权财富基金的主要目标将其大致分为五类(见基金组织2007年10月期的《全球金融稳定报告》)。

1.平准基金(稳定性基金):首要目标是使预算和经济免于初级商品价格波动的影响。

2.储蓄基金:是为了造福子孙后代,其目标是把不可再生的资产转变为更为分散的资产组合。

3.储备投资公司:其资产往往仍然算做储备资产,目标是提高储备的收益率。

4.发展基金:支持国家发展战略,在全球范围内优化配置资源,培育世界一流的企业。这类基金又可以称之为战略基金。

5.退休金应急储备基金:这些基金的作用是(使

用除个人退休金缴款以外的其他资金来源)提供资金,支付政府资产负债表上未指明的或有退休金负债。应对未来可能出现的各种危机,如战争和人口老龄化带来系列问题。

### (二)按照资金来源<sup>[1]</sup>

1.自然资源收入:成立这类基金的国家要以中东、拉美地区国家为代表,资金来源于石油、天然气、铜和钻石等自然资源的外贸盈余。

2.非自然资源收入:外汇储备型基金。设立这类基金的国家或地区主要以亚洲地区中国、新加坡、马来西亚、韩国等国家和台湾、香港地区为代表。

### (三)按照投资策略和透明度

1.组合投资是指投资股权比例通常在5%~10%以下,持股目的不是为了控制目标企业,而是为了获取红利和股票溢价收入的财务型投资。战略投资是指投资股权比例通常在5%~10%以上,持股目的是为了相对或绝对控制目标企业的投资。

2.透明度是指基金是否定期向政府或公众披露基金的资产组合、投资损益以及经审计的财务报告。根据投资策略和透明度两个指标可以将全球主权财富基金分为四类。对投资东道国来说,尤其不喜欢透明度低和战略性投资策略的主权财富基金。

表1 投资策略和透明度两个指标对全球主权财富基金的分类

投资策略	透明度低	透明度高
战略投资	阿联酋、卡塔尔、中国	马来西亚、新加坡(淡马锡)
组合投资	阿联酋(阿布扎比)、阿曼、科威特、智利	挪威、美国(阿拉斯加)、加拿大

收稿日期: 2010-01-26

基金项目: 教育部人文社会科学研究资助项目“主权财富基金投资模式与投资策略研究”(08JA790006)

作者简介: 周超(1983—),女,讲师,博士。E-mail: zhouchao0614@gmail.com

## 二、国际典型投资基金比较

目前与主权财富基金并存的典型投资基金主要有:主权养老基金、对冲基金。这三者之间有相似之处,通过从不同的维度比较三者的特点,可以更好的理解主权财富基金。

### (一)主权养老基金和对冲基金

1. 主权养老基金 (Sovereign Pension Funds SPFS)。根据 OECD 报告,绝大部分主权养老基金,即由政府或社保部门建立的支撑现收现付制的公共养老基金,其资金来源主要是参保者的缴费余额。由于老龄化的压力和其他改革政策的限制,缴费型主权养老基金越来越受到各国的重视,日益成为一个重要和普遍的投资方式。

2. 对冲基金 (Hedge Funds): 经过几十年的演变,对冲基金已失去其初始的风险对冲的内涵,成为一种新的投资模式的代名词。即基于最新的投资理论和极其复杂的金融市场操作技巧,充分利用各种金融衍生产品的杠杆效用,承担高风险,追求高收益的投资模式。对冲基金的显著特点是私募性和操作的隐蔽性与灵活性。

### (二)不同纬度比较典型投资基金<sup>[2]</sup>

#### 1. 外币资产持有和负债水平<sup>[3]</sup>

从外币资产持有和负债水平这两个纬度看,主权养老基金外币资产持有水平目前仍然较低,全球平均可能不到 20%,例如日本的“政府养老金投资基金”完全不持有外币资产,美国的“联邦社保信托基金外币资产占 13%。而主权财富基金则几乎是 100%,这是主权养老基金与主权财富基金的重要区别之一。

对于负债水平而言,主权养老基金具有显性或隐性债务。显性债务指由于提高当前缴费形成的积累余额,而主权财富基金是一个投资基金,几乎没

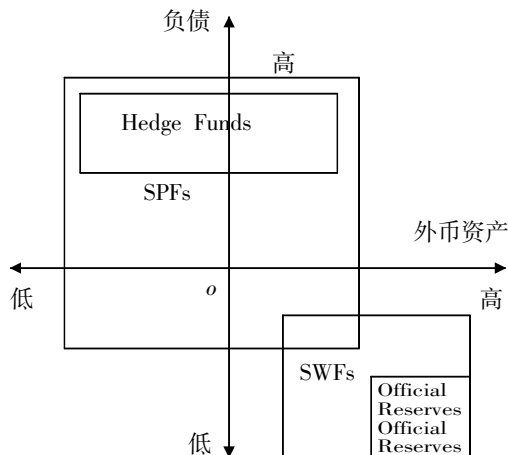


图1 外币资产持有和负债水平

有隐性或显性债务(也有的是类似主权养老基金的“缴费型”,会有一些的债务)。

在图 1 中可以看到目前主权养老基金的位置比主权财富基金所处的位置高,但是主权养老基金的外币资产持有正在加大,这种转变正在引起各经济体和国际市场的极大关注。

对冲基金具有显性外债水平,投资范围涵盖国内资产和国外资产;另外容易与之混淆的一个概念是官方外汇储备(Official Reserve):百分之百的外汇资产持有,绝大多数以外国政府债券或者活期存款形式持有,没有显性负债,在图中位于右下角(OR)。

#### 2. 风险承受能力和投资期限

从风险承受能力和投资期限两个纬度来说,主权财富基金和主权养老基金的投资期限都较长,相比而言主权财富基金的风险承受能力比主权养老基金强,SWFs 可以牺牲一定的流动性,承担更大的投资风险,以实现投资回报最大化目标,如图 2 所示。

官方外汇储备资产首先要求流动性和安全性,对盈利性则摆到次要位置。各国央行在外汇储备管理上通常采取保守谨慎的态度<sup>[4]</sup>,短期投资保持流动性,有较低的风险承受能力,如图 2 所示在坐标轴的左下角。

对冲基金具有短期投资水平,投机性强,追求高风险,具有高风险承受能力,如图 2 所示在坐标轴的右下角。

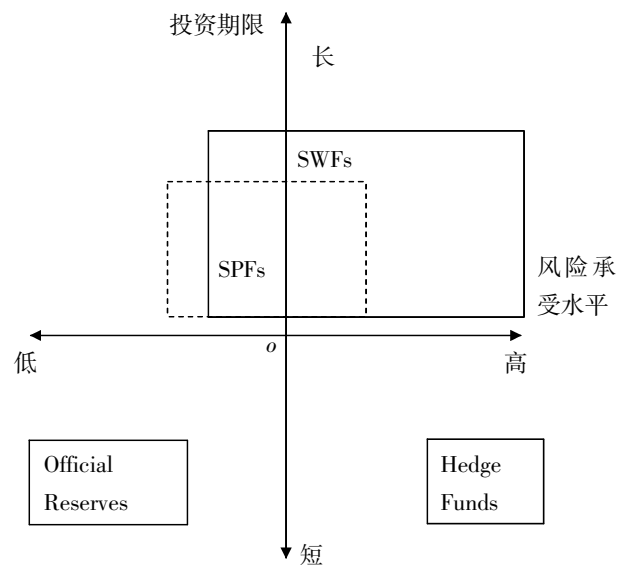


图2 风险承受水平和投资期限

#### 3. 主权所有权风险和金融风险

目前人们十分担心主权财富基金给投资东道国带来的风险,担心投资往往带有政治意图,所以在分析主权财富风险时有必要将金融风险 and 主权所有权风险放在一起观察。

用风险矩阵来表示,横轴是主权财富基金对待金融风险的态度,从只持有政府债券的保守型到类似私募基金的积极型;纵轴是主权所有权风险的程度,也就是主权财富基金所有国对投资东道国可能带来的风险,或者说投资时可能带有某些政治意图。

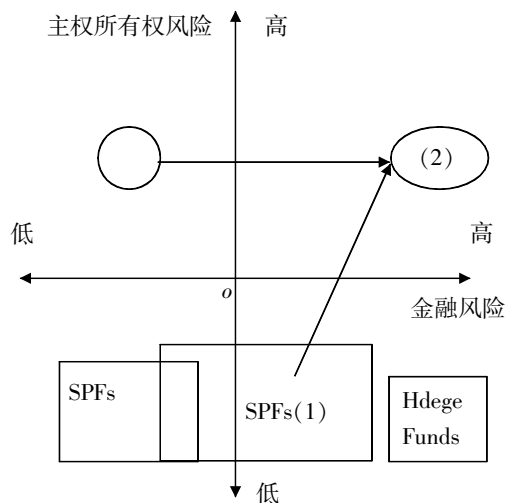


图3 主权所有权风险和金融风险

20世纪90年代后期成立的主权财富基金,基本上来自于那些在全球事务中影响力较小的国家,因此他们倾向于低主权所有权风险,同时予以承担更高的金融风险,这是许多主权财富基金目前的状况,在图3中用SWFs(1)表示,不过随着中国和俄罗斯开始建立主权财富基金,主权所有权风险开始成为传统西方国家日益强烈的困扰。

对于主权财富基金的风险倾向,要认识到风险态度的移动方向出现了多种可能,有一种情况,例如中国被认为是高主权所有权风险国家的主权财富基金愿意承担更高的金融风险,采取积极的投资策略,主权财富基金从左上方移动到了右上方(2)的位置,或者主权财富基金从(1)分阶段进入右上方,都会使国际紧张形式加剧,这正是目前争议的焦点,并引发监管机构实行更严格的监管<sup>[5]</sup>。

主权养老基金在矩阵的左下方区域. 被认为主权所有权风险低,金融风险也较低,但是应注意到主权养老基金的投资策略正发生变化,愿意承担更

多的金融风险,在图3中表示应向右方移动;对冲基金位于右下方,无主权所有权风险,且金融风险高。

### 三、总结

主权财富基金具有主权性(Sovereign)、高外币持有、没有显性负债、高风险承受能力(High risk tolerance)和长期投资(Long investment horizon)等特征<sup>[6]</sup>。

现在对主权财富基金的普遍认识集中在担心其政治意图,透明度等问题上,很多国家持反面态度,尤其是西方国家担心带来主权风险,各国政府和金融专家一致呼吁国际货币基金组织和世界银行应专门针对主权财富基金建立一个指导性的监管框架。特别是美国的一些专家建议对主权基金的投资实行特殊的审查程序和规则。

而本文通过分析几种国际类型基金在几个纬度上的特点,可以看到有重合的部分,尤其是主权财富基金和主权养老基金他们的资本来源和资产持有相互交叉,主权养老基金的投资策略越来越像主权财富基金。主权养老基金在西方国家比比皆是,具有很高的认知度和容忍度,没有呼声要求增加其透明度或者专门制定行为规则加以管制,主权财富基金却几乎全部为新兴经济体和海湾国家所独有,这显然对主权财富基金而言是有失公平的<sup>[7]</sup>。从图3可以看到,值得引起担忧的是主权财富基金的风险移动,针对这种状况,国际货币基金组织确实应该建立行为准则,而且主权财富基金所在国也应该积极配合,规范投资行为,避免这种风险的移动。

主权财富基金与主权养老基金、对冲基金相比,在全球范围内配置资产的流动性压力较小,并侧重于长期性,有利于降低金融市场的短期波动性和流动性风险,这些优点应该被正视,进而才能够更加客观的认识主权财富基金,从而制定合理的行为准则和监管框架。

#### 参考文献:

[1] 张明. 中国投资公司的下一步[J]. 中国投资, 2007(12): 112-115.  
 [2] Clay Lowery. Currencies: the definition of a sovereign wealth fund[R]. Morgan Stanley Research, Economics, 2007.  
 [3] Rachel Ziemba. Responses to sovereign wealth funds: are 'draconian' measures on the way? [EB/OL]. (2007-9-14)[2009-11-14]. <http://media.rgemonitor.com/papers/0/SWFPolicy.pdf>.  
 [4] 魏本华. 全球外汇市场,储备管理与主权财富基金[J]. 财经界, 2008, (1):98-100.  
 [5] Michael F. Martin. China's sovereign wealth fund[EB/OL].(2008-2-22)[2009-12-5]. <http://www.fas.org/sgp/crs/row/RL34337.pdf>.  
 [6] 陈超. 主权财富基金全球兴起[J]. 当代金融家, 2006 (10): 115-119.  
 [7] 黎兵. 试析中国主权财富基金[J]. 上海金融, 2007(10): 53-55.

探索性的成分更大。主要目的是通过理清土地储备过程中的产权关系,来找到在现有土地体制下适合证券化的资产及其结构,在不干扰土地储备过程

中,既能解决政府土地储备的资金问题,又能解决农民的利益问题。但是资产支持证券的实现,还需要解决其他一系列的问题。

参考文献:

- [1] 许浩. 通过世博会促进城市发展——以筑波世博会为例[C]//广州城市设计论坛会议论文汇编,2005.
- [2] 常相全,孔昭君. 加强国民经济动员应急功能建设的思考[J]. 北京理工大学学报:社会科学版,2006,8(5):8-10.
- [3] 童雪琼. 当前土地储备贷款问题的调查与思考[J]. 南方金融,2007,365(1):66-67.
- [4] 窦尔翔. 中国产业投资基金发展的路径选择[J]. 中国人民大学学报,2006(5):8-15.

### The Discuss of Financial Mobilization Models

#### —A Case Study of Zhong Guan Cun National Independent Innovative Demonstration Core Zone

ZHANG Hanju<sup>1</sup>, LI Zhixiang<sup>2</sup>

(1.Beijing Strong Science Park Development CO., LTD, Beijing 100194;

2.School of Management and Economics, Beijing Institute of Technology, Beijing 100081)

**Abstract:** As the core region of National Independent Innovative Demonstration Zones, Haidian district faces the conflict between the supply and demand of space. And the shortage in financing which would be put into land primary development caused by inappropriate financial structure is the root cause which had restrained space supply. Therefore, it is necessary to exploit other source of finance with financial mobilization of national economy mobilization activities. The article presents the complementarily appliance of multiple financing models which mainly focus on assets securitization methods from the angle of financial mobilization and financing innovation. Aiming at the defect of the current financing model which is based on the land development policy, the structure of financing models which is truly meet the risk isolation requirement through building were designed and analyzed, including the Industry Investment Fund, Special Asset Management Plan and Assets Backed Security.

**Key words:** financial mobilization; asset securitization; industry investment fund; special asset management plan; assets backed securities

[责任编辑:孟青]

(上接第 58 页)

### Classification of Sovereign Wealth Funds and Comparison with International Typical Funds

ZHOU Chao<sup>1</sup>, LIU Yun<sup>2</sup>

(1.China Institute of Industrial Relations, Beijing 100048;

2.School of Management and Economics, Beijing Institute of Technology, Beijing 100081)

**Abstract:** The paper firstly classifies Sovereign Wealth Funds(SWFs) from different angles including aims, resources of capital and investment strategies, and then analyzes the features of SWFs in comparison with some other types of international funds in different dimensions, such as foreign currency assets holdings, foreign loans, risk carrier and investment. Compared with other funds, SWFs have high sovereign and foreign currency exposure, high risk tolerance and long investment horizon, which as a result can dispose assets in the whole world without limitation of liquidity. Therefore, SWFs contribute to the lowering of the risks of fluctuating and liquidity in the financial market. The risks moving of SWFs should be taken into account now, and IMF should establish the rules of conduct to regulate their investments in order to evade the moving of risks.

**Key words:** SWFs; SPFs; international finance

[责任编辑:箫姚]