



English

下载中心

首页

网站地图

关于 IWEP

研究课题

研究人员

研究成果

数据库

出版物

媒体报道

研讨会/讲座

热点研究

[HTTP://WWW.IWEP.ORG.CN](http://www.iwep.org.cn)

《第一财经日报》2007年12月25日

次级债危机：主权基金的一次机会（下）

世界经济与政治研究所所长助理 何帆

次级债危机后，主权财富基金对跨国金融机构的投资却普遍受到发达国家的欢迎。对双方来说，这种投资可能会是共赢。

主权财富基金受到欢迎

主权财富基金的注资有助于改善跨国金融机构的资产状况，这不像靠西方国家央行的注资，仅能提供暂时的流动性支持。如果不是东亚和中东国家有如此充裕的资金，如果不是它们成立的主权财富基金可以更灵活的方式购买跨国金融机构的股权，这场次级债危机很可能愈演愈烈，甚至可能导致世界经济陷入衰退。

对于发展中国家的主权财富基金来说，次级债危机提供了一次难得的投资机会。其一，在出现十年不遇的危机时，这些金融巨头们才会有意愿接纳来自发展中国家的注资，此时主权财富基金有更多的讨价还价能力。花旗、瑞银和美林等均属于国际一流的商业银行和投资银行，其品牌、公司治理结构和人力资本等方面的优势决定了其盈利能力仍然较强。金融市场总有潮涨潮落，金融危机到来时，几乎每个银行都难以独善其身，但当风平浪静后，这些优质的金融机构仍会给投资者带来丰厚回报。只要对国际资本市场的未来有信心，以合理价格参股全球顶尖投资银行就是明智的投资。其二，无论是东亚还是中东，都需要产业结构转型。中国不能永远靠卖鞋子和衬衫获得发展，中东也不可能永远靠卖石油过日子，金融业作为现代服务业的制高点，是一国经济实力壮大的坚实基础。和制造业相比，服务业的发展更需要开放和学习。投资顶级跨国金融机构，从长远来看，能够得到很多参与和学习的机会，这将是这些投资的“溢出效应”。其三，主权财富基金可以利用这次机会，在一定程度上扭转西方国家的对立和敌视情绪，争取对自己未来发展更好的国际环境。一个有趣的现象是，素来对中国态度强硬的美国纽约州参议员查尔斯·舒默对中国投资有限责任公司（下称“中投”）对摩根士丹利投资50亿美元表示欢迎。他认为，中国给华尔街送来急需的资金，而且不应该受到美国政府的干涉。其四，东亚和中东国家都主要向美国出口，而且都持有大量美元资产。如果听任次级债危机恶化，可能导致美国经济陷入衰退，美元大幅贬值，这将连带使东亚和中东经济增长停滞、外汇资产价值缩水。

中国的机会和风险

中投的酝酿和成立一直备受关注。尤其是中投在成立前就投入30亿美元，在黑石集团IPO前以29.61美元/股的价格购买了其约10%的股份，结果黑石上市后股价不断下跌，导致中投出现约60亿元人民币的浮亏。笔者在中投购买黑石时曾指出，这一交易似显草率，是“过于惊险的一跃”。

值得庆幸的是，中投并没有因黑石的投资而畏首畏尾，而是在次级债危机出现后果断投资摩根士丹利。根据协议，中投将购买摩根士丹利约50亿美元的可转换股权单位，到期后可转换成摩根士丹利的上市交易股票。中投持有摩根士丹利的

股份不超过9.9%。

按这一安排，如果未来股价高于最高转股价，中投将得到股价上涨带来的收益；但当未来股价低于最低转股价时，强制转股将使中投承受股价下跌的风险。在转股前，摩根士丹利按年息9%按季向中投支付利息。由于摩根士丹利发行的普通股股息率只有2.2%，因此9%的票面利率意味着高达6.8个百分点的利差。从公司基本面情况看，摩根士丹利目前的市净率为1.5倍，低于瑞银的2.1倍，略高于花旗的1.2倍。摩根士丹利CDO风险暴露/净资产比例只有18%，花旗为25%，受次贷影响程度低于花旗。

从投资手法看，中投这次出手更加成熟。其一，通过强制性可转债形式投资，意味着在2010年8月7日转换前，中投对摩根士丹利的投资是年利9%的债权，账面价值不会有很大波动。两年半后，次级债危机早已尘埃落定，摩根士丹利的股价可能会升到较高水平，但中投已经锁定投资摩根士丹利的转换价格，即不超过参考价值的120%。其二，中投最终持股比例恰好规避美国财政部下属的外国投资委员会对交易的事先审查。中投表示，这次投资完全是被动投资，中投获得摩根士丹利9.9%的股份后，将成为其第二大股东，但中投并不派驻代表，也不干涉其日常运作。这是为避免带来更多不必要的政治摩擦，也体现出中投务实低调的风格。毕竟，在目前情况下，追求控制权不仅是不现实的，也是不可取的。其三，中投持有的外汇资产仍以美元为主，可以预测，由于欧元已经升值到较高水平，中投将外汇资产由美元转换成欧元的可能性很小。受次级债危机的直接冲击，美国对主权财富基金的态度更加积极，这意味着中投近期存在更多的在美国开展股权收购的机会。

这次投资可能的风险是什么呢？其一，次级债危机尚未完全平息，如果明年次级债危机进一步恶化，摩根士丹利可能遇到更大损失，中投的投资也会受到影响。从“抄底”思路看，或许等到明年“见底”后再入资更好。明年美国可能采取更多措施遏制次级债危机的扩散，一旦形势安定、危机过去，主权财富基金投资的时间窗口也将关闭。而且，对于像中投这样的主权财富基金来说，需要关注的是长期投资收益，因此其能够承担更多的短期波动的风险。其二，中投的投资可能遇到“道德风险”的问题。买家没有卖家精。当中投的资金到位后，摩根士丹利会如何处理其潜在次级房贷和次级债损失，这可能是个值得注意的问题。一个前车之鉴是，当阿联酋阿布扎比投资局入资花旗集团后，花旗集团将490亿美元表外资产并入资产负债表，这使阿布扎比投资局感到不满。

值得指出的是，次级债带来的投资机会并非只给中投。很多中国的商业银行、保险公司和其他企业，都在考虑利用次级债危机提供的有利条件加快海外投资步伐，收购和兼并国外企业，或争取更好的机会和国外机构合作。

在次级债危机爆发前，中国的商业银行也急急忙忙地投资了大约数十亿美元的次级抵押贷款证券，庆幸的是还没有等到涉险“深水区”，危机便爆发了。危机给我们提供了警示，也提供了难得的机会。机会稍纵即逝，只有在别人恐慌时保持理性、在别人畏缩时保持胆量、在别人贪婪时保持克制、在别人引诱时保持清醒，才能把握机会。

推荐好友

相关文章

- 张明 主权财富基金成了救火队 《世界知识》2008年第03期 (2008-2-19)
- 何帆 次级债危机：主权基金的一次机会（上） 《第一财经日报》2007年12月24日 (2007-12-25)
- 张明 现在是参股国际金融机构好时机吗 《第一财经日报》2007年12月12日 (2007-12-21)
- 张明 中投公司：前景并非坦途 《中国经营报》2007年12月3日 (2007-12-10)
- 张明 透视美国次级债危机及其对中国的影响 《国际经济评论》2007年9-10 (2007-10-10)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

