

试论主权财富基金的金融稳定机制

● 朱孟楠 林鹏轩

摘要:主权财富基金的飞速发展,因其规模巨大、运作隐秘,牵动各东道国的敏感神经,引发不少西方国家的敌视,并诱发金融保护主义。次贷危机后,一些主权财富基金对面临危机的欧美金融机构的援手、注资行为,转变了人们对主权财富基金的理念,其金融稳定职能的一面被逐渐认识和接受。文章从主权财富基金促使全球金融资本循环流动、维护汇率稳定、减缓市场价格波动和在危机时对金融机构的救助等四个方面探讨了主权财富基金的金融稳定机制。

关键词:主权财富基金;金融稳定;机制

一、引言

2007年次贷危机全面爆发之后,不少主权财富基金以非控股方式注资美国华尔街的金融机构,有助于这些金融机构渡过当时的金融动荡。以美国为首的西方国家对主权财富基金开始改变态度,认为其可以在一定程度上实现全球金融稳定。因此,研究主权财富基金对金融市场、金融稳定产生的影响,对把握主权财富基金发展方向、态势具有重要意义。

二、对主权财富基金的投资影响的担忧

2007年9月,中国主权财富基金——中投公司的建立成为国际上对主权基金关注的分水岭。按照西方国家传统的理解,具有政府背景的中投公司进入国际市场可能成为一支破坏性力量,并由此威胁到世界市场的稳定。西方的观点认为主权基金因缺乏运作的透明性和非纯市场化运作方式而可能会成为一种致命的国际政治工具。这样的观点多包含有一些政治家的冷战思维或是有意的误解。具有传统冷战思维的西方国家,由于过度担心中、俄等国主权基金对于西方国家安全的威胁,在2007年6月的德国G8峰会时,以默克尔为首的西方国家元首对主权基金的不透明性表示担忧;并首次将主权基金列入G8峰会的讨论议程,并引发了国内外对主权财富基金的研究热潮。

中国主权财富基金的设立更加重了这种冷战思维,刺激了美国不少政客敏感的神经,他们对中国、印度、俄罗斯等国的崛起感到担心。常见的担心是由政府控制的主权财富基金可能不仅被用于追求有吸引力的投资回报,还将被用于地缘政治目标,对战略自然资源获得控制和获得敏感技术等;担心它们将破坏所投资公司的公司治理;担心它们将对全球金融市场构成威胁。美国不少政客的内心甚至对主权财富基金相当畏惧,认为有可能危及美国的金融安全甚至国家安全。如美国前财政部长 Summers (2007)认为,主权财富基金将从两个方面动摇资本主义的运营逻辑:一是主权财富基金在成为所投资的东道国公司股东后并不完全追求盈利,而是有着政治和其他动机;二是由外国政府控制的主权财富基金将利用自身特殊地位危害到

东道国政府的主权。并且,多数主权财富基金较低的透明度更加剧了这一看法。在2008年达沃斯年会前,美国国务卿 Hilary Clinton 表示对主权财富基金的信息不透明状况相当担忧,希望主权财富基金增加透明度。在2008年的达沃斯年会上,Summers 和美国彼特森国际经济研究所所长 Bergsten 表达了他们对主权财富基金的担忧。Summers 担心主权财富基金,对地缘政治关系和市场有效性产生影响,特别是当这些基金,追求战略投资而非高投资回报时。Bergsten 则担忧,主权财富基金对汇率决定机制的影响。因而,建议政府对主权财富基金设限,试图用保护主义措施限制主权财富基金的发展。

总之,目前对主权财富基金引起金融保护的原因存在两种主要观点。一种如 Willman(2007)等人所认为的,出于对主权财富基金透明度的担忧,西方发达国家开始实施金融保护主义措施。另一种观点则是主权财富基金背后的政治因素。如耶鲁大学的 Garten(2007)则认为主权财富基金仅仅是全球金融“暗箱”的一部分,因此,其透明度不是主要问题,引起金融保护主义的根本原因是其政府背景。事实上,西方国家对主权财富基金一直持有保守和疑惑态度。如,1988年,在科威特购入全球最大石油公司之一 BP 超过 20% 的股权后,英国政府迫使科威特将购股比例减少至 9.9%,因为英国对这个产油国将对英国石油施加的影响感到担忧。2006年因美国国会的反对,阿联酋控股的迪拜港口世界公司被迫将 2006 年从英国铁行港口公司(P&O)手中收购的美国 5 个港口(其中有纽约、巴尔迪摩和新奥尔良港)的基础设施出售。

对西方国家金融保护主义的做法,Johnson(2007)认为这将是灾难性的退步,并将很快导致其他形式保护主义的泛滥,严重的金融保护意味着全球金融发展有可能回到金融封闭状态中,发展效率极低。Jen(2007)则认为金融保护主义将成为继贸易保护主义之后经济全球化需要面对的新重大障碍。

三、对主权财富基金的金融稳定作用的认同

针对上述对主权财富基金的质疑和担忧,科威特投资

局的运营主管 Al-Jasser 在 2008 年达沃斯年会上进行了反驳。“我们的投资行为已经开展了 25 年,为什么今天却被当作危险分子?这听起来就好像主权财富基金在证明自己无辜之前就被确认有罪”。俄罗斯国家平准基金的掌门人 Kudrin 表示:“这种担心毫无根据,对主权财富基金的投资行为设限的风险远远高于主权财富基金本身”。科威特国民银行首席执行官 Ibrahim Dbdoub 认为,主权财富基金、私募基金和对冲基金已经成为新的权力经纪人。这些基金虽然规模庞大且深具影响力,但它们并非外界所担心的政治运作者,而是商业运作者。OECD 的秘书长 Angel Gurría 认为,判断这些主权财富基金,不要基于它们的股权所属关系,而是要看它们的行为。

即便在美国,也存在认可主权财富基金是有必要的观点。最先对主权财富基金表示担心的劳伦斯·萨默斯承认,迄今为止,事实证明主权财富基金确实是模范投资者。美国众议院金融委员会主席弗兰克指出,“主权财富基金的投资活动证明其主要目的还是追求利润最大化。目前来看,其投资主要还是为了赚钱,并不存在外交政策考虑”。2008 年 3 月美国财政部副部长 Kimmitt 在 BBC 的采访中表示,主权财富基金作为长期投资者的历史记录清白。美国著名的私募基金 Blackstone 的 CEO 斯瓦茨曼强调,主权财富基金目前大举购入美国金融资产,是一件好事;这可以帮助稳定美国金融体系。美国财长保尔森最近接受日本媒体的专访时也对主权财富基金的投资表示欢迎。他说,“有人担心主权财富基金的动机可能是战略或政治的,而不是经济或商业的。然而,事实表明主权财富基金的主要驱动力还是回报的最大化”。他还倡导“经合组织成员国国家应该联合起来,抵制那些以主权财富基金为借口反对外来投资的论调”。Johnson(2007)研究认为,作为长期投资者的主权财富基金多采用“购买并持有”投资策略,在价值低估、价格下降时购买持有,这种投资具有逆周期性,能起到稳定全球金融系统的作用。Hildebrand(2007)研究了主权财富基金的注资行为对全球金融市场的稳定问题;Fernandes(2009)研究发现现存的主权财富基金并没有明显的政治目的,相反只是追求长期投资增值,主权财富基金对所投资的公司也具有积极的稳定作用。中国央行 2008 年 3

金更是发挥了稳定金融市场、缓冲金融危机的积极作用。

四、主权财富基金的金融稳定机制

1. 主权财富基金促使全球金融资本的循环流动。主权财富基金缘起于全球经济失衡。但也是维系全球经济失衡状态得以持续的重要力量。主流观点认为全球经济失衡是新兴经济体、资源丰裕国家等诸多国家的经常账户盈余对应着美国一国的赤字。这种经济失衡的状态之所以能够得以延续,很大程度上依赖于这些新兴经济体、资源丰裕国家等国际收支盈余方与美国等国际收支赤字方之间的资金回流。

在美国主导的世界经济格局下,其“金融资本主义”模式的推行,经济的“去工业化”和“金融虚拟化”扩张,使新兴国家积累了大量的外汇储备。为规避外汇储备的价格风险,同时也因美国发达的金融市场、美元的国际霸权地位等原因,盈余国家积累的巨额外汇储备通过投资美国国债等资产流回美国,弥补了美国的“双赤字”——财政赤字和经常账户赤字。在美国国债的境外投资主体中,新兴国家央行、外汇储备管理局、主权财富基金是最主要的机构投资者,如中国持有 8 千多亿美元成为美国国债最大的海外持有者;而主权财富基金又是这些外国官方投资机构中最具有代表性且迅速崛起的投资力量。主权财富基金除了购买美国国债以外,还通过资产股权投资、产业投资,如投资私募股权、房地产和基础设施的形式将大量的外汇储备投资到美国等发达国家,引领了全球金融资本的循环流动,在世界经济失衡的持续中扮演了极为重要的角色,对全球经济安全及金融稳定做出了重要的贡献。

2. 主权财富基金维护了汇率稳定。根据 IMF 的统计口径,主权财富基金管理的的外汇储备不在一国外汇储备统计口径内。因此,当一个国家或地区运用部分外汇储备设立主权财富基金时,将减少了其外汇储备总量和本币升值压力。大多数设立主权财富基金的国家都是储备盈余国家,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,主权财富基金的对外投资,并获得回报的行为,算是一种货币交易,这也会进一步促进了汇率水平的稳定。

3. 主权财富基金维护了全球金融市场的价格稳定。截

表 1 次贷危机后主权财富基金对一些金融机构的注资(单位:亿美元)

时间	主权财富基金	受注的金融机构	注资额	占股权比例
2007 年 6 月	中国投资公司	美国黑石公司	30	9.9%
2007 年 7 月	新加坡淡马锡控股	英国巴克莱银行	20	1.8%
2007 年 11 月	阿联酋阿布扎比投资局	美国花旗银行	75	4.9%
2007 年 12 月	新加坡政府投资公司	瑞银集团	97.5	9.8%
2007 年 12 月	中国投资公司	美国摩根士丹利	50	9.9%
2007 年 12 月	新加坡淡马锡控股	美国美林控股	44	9.4%
2008 年 1 月	科威特投资局	美国花旗银行	30	1.6%
2008 年 1 月	新加坡政府投资公司	美国花旗银行	68.8	3.7%
2008 年 3 月	科威特投资局	美国美林证控股	20	3%

资料来源:作者整理。

月发布《2007 年国际金融市场报告》指出,主权财富基金运作较为稳健,是金融体系的一支稳定性力量。2009 年 2 月中、英发表联合声明提到“双方承认主权财富基金在稳定世界经济、拉动全球需求方面发挥的建设性作用”。目前没有证据表明主权财富基金的投资决定是出于政治目的,而非商业原因。次贷危机爆发后,各国的主权财富基金纷纷对金融机构等进行注资,对于缓解流动性短缺和稳定金融市场起到了十分重要的作用。随着本轮金融危机的爆发,主权财富基

止到 2009 年底,全球各主权财富基金所持资产价值大约为 3 万亿美元,其规模远超过了全球对冲基金和私募基金的总量,成为跨境资本流动的主要力量和国际金融市场重要的机构投资者。主权财富基金的兴起改变了国际金融市场投资者的构成,打破了全球资本市场以私人参与者为主的投资者结构,使国有投资者在全球资本市场机构投资者中的地位迅速上升,促进了国际金融市场投资者构成的多元化发展。Johnson(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、最重要的购买者。由于主权财富基金资金来源的稳定性、长期性,绝大多数主权基金都没有明显的外在负债这一特点,使得主权财富基金便于追求长期的高额收益,它具有比传统基金更高的风险容忍度和回报目标。因此,在投资战略上,主权财富基金往往采用长期的战略投资、稳健的价值投资,而不是投机性投资,这有利于遏制追涨杀跌的羊群行为;而其投资策略则以保守和谨慎为原则,并没有大量介入高风险的杠杆资产,不会有动机抬高资产价格。

关于主权财富基金对全球各类资产价格影响的文献研究结论也是如此。Lowery(2007)等认为主权财富基金的投资将降低股票等风险资产的价格;Brooks(2007)等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。Beck & Fidora(2008)通过对挪威政府养老基金的研究得出其非经济因素导致的投资行为并没有对股票价格产生实质影响。Kotter & Lel(2008)也通过实证研究发现主权财富基金的对公司的利润和增长没有明显影响,并得出结论主权财富基金大多为被动投资者,主要投资于价值被低估的股票。Fotak et al.(2008)通过全球对 620 起主权财富基金股票投资行为研究发现,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减仓,即便是在股票价格下跌严重的情况下。他们因此提出主权财富基金有助于市场稳定。因此,对于全球金融市场来说,主权财富基金是市场中的稳定剂,它的投资有助于加强市场的深度和广度,增强市场效率,减缓市场的价格波动。

4. 危机时主权财富基金对金融机构的注资。2007 年次贷危机前,发达国家金融市场发展态势非常好,发展中国家或欧佩克国家参股华尔街的金融机构是相当困难的。次贷危机的爆发,致使西方发达国家的流动性短缺和信贷紧缩,也导致大量的金融机构破产及倒闭。此时拒绝主权财富基金是非理性的,而从主权财富基金得到融资使它们能够改善自己的资产负债表,给持股人带来巨大利益。据统计,2007 年 6 月~2008 年 3 月,主权财富注入发达国家主要金融机构的资金量近 600 亿美元(表 1)。这对被注资的金融机构资产负债表的稳固发挥重要作用。如阿布扎比投资局投资花旗银行之后,花旗银行马上把亏损账外的特别投资工具并到资产表进行冲销。

在金融危机期间,主权财富基金对国际金融机构的注资,尽管在短期内使这些主权财富基金出现账面损失,但总体上是主权财富基金在全球金融市场上保持稳定性的体现。其注资降低了银行为满足资本充足率要求而减少资产以维护资本充足的需要,从而增强了有关金融机构的资本缓冲,有助于降低金融机构的风险升水。在这个意义上,相比于对冲基金,长期战略投资的主权基金在客观上成为市场上一种稳定的力量,尽管这些主权投资者同样以追求盈利为主要目标。这是一个“双赢”的好现象;通过主权财富基金的投资使得拥有大量盈余的国家的财富在需要资金的西方国家循环。另外,注资行为对提高市场信心也发挥一定的作用,减缓金融危机阶段市场的波动性,对全球金融体系的健康发展发挥了积极作用。

五、结论

主权财富基金的金融稳定机制可概括为以下四个方面。首先,主权财富基金作为最主要的机构投资者,其投资行为引领全球金融资本的循环流动,在世界经济失衡的持续中扮演极为重要的角色,对全球经济安全及金融稳定作出了重要的贡献。其次,当一个国家或地区运用部分外汇储备设立主权财富基金时,将减少了其外汇储备总量和本币升值压力,有利于汇率稳定。第三,在金融危机发生期间,主权财富基金对问题金融机构的注资救助行为,增强了有关金融机构的资本缓冲,有助于降低金融机构的风险升水,保持全球金融市场的稳定。最后,主权投资基金将会成为金融市场重要的资金来源,并推动各类资产交易规模的增长,加快全球资产配置局的调整,提高资源配置的效率;主权财富基金的投资活动有助于加强市场的深度和广度,增强市场效率,减缓市场的价格波动,有助于全球金融市场稳定。

参考文献:

1. 苗迎春.主权财富基金对宏观经济运行及全球金融市场的影响.中国发展观察,2010,(6).
2. Johnson, S.The Rise of Sovereign Wealth Funds.Finance & Development,2007,44,(3).
3. Lowery, C.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,2007,(21).
4. Summers, L.Funds that Shake Capitalist Logic.Financial Times,2007,(29).
5. Willman, J.Sovereign Funds Warning.Financial Times,2007,(15).

基金项目:国家社会科学基金项目(项目号:07BJY157);教育部新世纪优秀人才资助计划(项目号:NECT-08-0476)。

作者简介:朱孟楠,厦门大学经济学院教授、博士生导师;林鹏轩,厦门大学经济学院博士生。

收稿日期:2011-05-20。