

THE NEW ECONOMICS OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS

Massimiliano Castelli
Fabio Scacciavillani



主权财富基金新经济学

马斯米利诺·卡斯特里
法比奥·斯卡西维拉尼 著

姜广东 译

THE NEW ECONOMICS OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS

Massimiliano Castelli
Fabio Scacciavillani



主权财富基金新经济学

马斯米利诺·卡斯特里
法比奥·斯卡西维拉尼 著
姜广东 译

辽宁省版权局著作权合同登记号：图字 06-2014-34 号

Massimiliano Castelli, Fabio Scacciavillani: The New Economics of Sovereign Wealth Funds

Copyright © 2012 by Massimiliano Castelli and Fabio Scacciavillani

Published by John Wiley & Sons, Ltd

This translation published under license.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning, or otherwise, except as permitted under Section 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act, without either the prior written permission of the Publisher, or authorization through payment of the appropriate per-copy fee to the Copyright Clearance Center, Inc., 222 Rosewood Drive, Danvers, MA 01923, 978-750-8400, fax 978-646-8600, or on the web at www.copyright.com. Requests to the Publisher for permission should be addressed to the Permissions Department, John Wiley & Sons, Inc., 111 River Street, Hoboken, NJ 07030, 201-748-6011, fax 201-748-6008, or online at www.wiley.com/go/permissions.

本书简体中文翻译版由约翰·威立父子有限公司授权东北财经大学出版社独家出版发行。未经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可，不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

图书在版编目 (CIP) 数据

主权财富基金新经济学 / 卡斯特里 (Castelli, M.), 斯卡西维拉尼 (Scacciavillani, F.) 著;
姜广东译. —大连: 东北财经大学出版社, 2016.4
(经济瞭望译丛)
ISBN 978-7-5654-2269-0

I. 主… II. ①卡… ②斯… ③姜… III. 投资基金-研究 IV. F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 037193 号

东北财经大学出版社出版发行

大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 184 千字 印张: 14 3/4

2016 年 4 月第 1 版 2016 年 4 月第 1 次印刷

责任编辑: 刘东威 刘 佳 责任校对: 王 娟

封面设计: 冀贵收 版式设计: 钟福建

定价: 48.00 元

版权所有 侵权必究 举报电话: (0411) 84710523

前 言

本书的出版具有适时性与挑战性，它的到来适逢主权财富基金（Sovereign Wealth Funds，下文简称SWFs）的作用和品质迅速提振的时期，它捕捉到了内容丰富的SWFs发展史，提供了一系列对SWFs未来的适当观察。

本书同时从经济与政治的视角对SWFs的发展进行研究，在许多方面，它们的发展反映了变化中的世界经济实力的平衡关系，例如中国和其他一些国家已经成长为重要的角色。

作者也强调了SWFs积累起来的财富如何被使用等基本的及当前正在演化的问题。这里要考虑的核心问题是跨期的资源配置，这个问题并不是SWFs所独有的，它是所有政府在基础设施开发的范围、类型和时间安排等方面的决策中必须考虑的关键问题。

与SWFs有关的国际政治问题也在讨论之列，在许多方面，它们与20世纪60年代、70年代和80年代的有关外国直接投资的政策问题具有相似性。争论集中于国家主权方面，现在，这个问题更加突出，SWFs被一些人看作在其他国家的评级机构中拥有所有者权益的外国政府的载体。

无论是站在资产管理行业角度还是作为公共投资公司主席，以我自己的经验看，SWFs都发挥着重要作用。

首先，作为日益精明的行业主要委托人的一部分，SWFs明显将压力

抛给了业绩良好的行业，这通过 SWFs 组织内部与行业直接竞争能力的发展反映出来，意味着资产管理服务的提供者渴望被证明它们有能力带来更大的收益。

其次，SWFs 已经或正在将注意力放在成本方面，不仅在于削减成本的整体水平上，而且也在推动行业更多地认识到绩效成本的作用。

本书的作者在公共部门和资产管理行业积累了丰富的从业经验，他们有一种备受推崇的能力，那就是能将大量的信息整合在一起，以高度可读的形式呈现给大家。另外，他们还勇于以具有挑战性的方式进行一些更广泛的观察。

约翰·A. 弗雷泽

瑞银集团全球资产管理公司主席兼 CEO

澳大利亚维多利亚基金管理公司主席

致 谢

法比奥·斯卡西维拉尼衷心感谢纳瑟·塞迪（Nasser Saidi）博士，他对本书中许多思想的形成有着深刻的影响，感谢他在迪拜国际金融中心的前同事阿西拉·普雷赛德（Asthir Prasad）和法赫德·阿里，他们一同深入研究了国际经济重心的转移问题。

作者还想感谢西莫尼·塔基利亚皮耶特罗（Simone Tagliapietra），他是 ENI Enrico Mattei 基金会的研究人员，他的研究支持了第2章附录中对2016年主权财富基金规模预测的准备工作。

缩略语一览表

ADIA	阿布扎比投资局
ADIC	阿布扎比投资公司
AUM	资产管理规模
BoP	收支平衡
BP	英国石油公司
BPM6	《收支平衡手册 6》
CalPERS	加利福尼亚公共雇员退休体制
CFIUS	美国外国投资委员会
CIC	中国投资公司
COFER	官方外汇储备货币构成
CPIS	组合投资合作调查
ECB	欧洲中央银行
FSA	英国金融服务局
FWF	未来财富基金
FX	外汇
GCC	海湾合作委员会（由巴林、科威特、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国组成）
GDP	国内生产总值

GFSR	全球金融稳定报告
GIC	新加坡政府投资公司
GIMF5	全球一体化货币与财政政策模型
GPFG	挪威全球政府养老基金
HFSB	对冲基金标准委员会
HKMA	中国香港特别行政区货币局
IFSWF	国际主权财富基金论坛
IIP	国际投资头寸
IMF	国际货币基金组织
IOSCO	国际证监会组织
IWG	主权财富基金国际工作组
KIA	科威特投资局
KIC	韩国投资公司
KSA	沙特阿拉伯王国
LTCM	长期资本管理公司
NBER	国民经济研究局（美国）
NYSE	纽约股票交易所
OECD	经济合作与发展组织
PIH	恒久性收入假说
PIMCO	太平洋投资管理公司
PWG	总统金融市场工作组
QIA	卡塔尔投资局
RMB	人民币（或元）
SAA	战略资产配置
SABIC	沙特阿拉伯基础产业公司
SAMA	沙特阿拉伯货币局
SWF	主权财富基金

SWFI	主权财富基金研究院
UAE	阿拉伯联合酋长国（简称阿联酋）
UCITS	欧盟可转让证券集合投资计划
WEO	《世界经济展望》，国际货币基金组织半年期出版物
WTO	世界贸易组织

目 录

引 言 1

- I.1 几个典型事实 3
- I.2 备受关注的 SWFs 5
- I.3 SWFs的定义 9
- I.4 错位的恐惧 11
- I.5 本书的规划 14

第1章 SWFs背后的宏观经济动力学 17

- 1.1 持久的经常账户盈余转化为外国资产的累积 19
- 1.2 吸纳约束：建立 SWFs和 FWFs的基本原理 22
- 1.3 自然资源禀赋的管理 25
- 1.4 大宗商品的需求与超级周期理论 30
- 1.5 SWFs作为所得税制度的一种替代：如果挪威变得像沙特阿拉伯会怎样？ 36

第2章 SWFs的规模与增长 39

- 2.1 SWFs的规模与群簇 40
- 2.2 SWFs资产增长的驱动力 46
- 2.3 外汇储备的最优水平 49
- 2.4 外汇储备的未来增长：大宗商品与非大宗商品出口国 52

2.5 2016年SWFs的规模 55

附录：2016年SWFs能达到多大规模？ 59

第3章 SWFs作为全球市场的投资者 75

3.1 依目标和投资组合特征分类的SWFs 78

3.2 在国内和全球市场上作为战略投资者的SWFs 87

3.3 SWF战略投资的地理和部门分布：2007—2008年西方
金融市场的投资浪潮 90

3.4 SWFs的投资绩效与金融危机的影响 99

3.5 SWFs的显性和隐性负债 103

3.6 长期投资：SWFs作为终极的风险承担者 106

第4章 SWFs的风险管理 111

4.1 危机的回顾 115

4.2 风险的复杂特性：不确定性、混乱性、黑天鹅效应
以及厚尾性 118

4.3 银行监管、羊群效应及其蔓延 121

4.4 监管框架的演变 126

4.5 SWFs风险管理梗概 130

4.6 风险管理的非传统维度：股东与利益相关者 138

第5章 21世纪地缘政治学中的SWFs 140

5.1 全球经济的东移——新丝绸之路 147

5.2 意外后果定律吗？中国金融实力的影响 151

5.3 SWFs在欠发达经济体中的投资行为：非洲作为最后的
投资前沿阵地 154

5.4 新金融地理：新兴多极化金融构架 156

5.5 全球金融市场美元的主导地位：SWFs作为美元多样化
的一种手段 159

5.6 SWFs与金融机构的新监管环境：即将到来的“资本战争” 162

第6章 SWFs 契约中的政治学 164

- 6.1 SWFs 作用日益提升的国内反应 166
- 6.2 SWFs 作用日益提升的国际反应 168
- 6.3 SWFs 对国际压力的反应 171
- 6.4 《圣地亚哥原则》：原则、实施与现状 173
- 6.5 经济中的公与私作用漫谈 179

第7章 结束语 183

- 7.1 走向多极世界 185
- 7.2 经济和金融事务中政府的积极行动主义 187
- 7.3 门口的野蛮人还是受欢迎的伙伴？ 188
- 7.4 储蓄过度的终结和资本稀缺时代的来临 191
- 7.5 走向多元货币体制 192
- 7.6 对缓解透明度恐惧的建议 198
- 7.7 基于全球视野的新责任 199

参考文献 202

引言

主权财富基金（SWFs）在过去几年已经成为金融市场上围观最多的一种现象，尽管（一些人会说“由于”）处事低调、行动谨慎，它们依然是政治恐吓、恶毒攻击、媒体泄愤和公众泼脏水的目标。虽然如此，它们还是资本紧缺的公司、银行、寻求资金的政府以及渴望管理其资产的专业金融机构处心积虑想获得的东西。

从上一个十年的中段开始，SWFs在国际高端金融领域兴风作浪时，政策的争论和百姓的意识中就已经渗透进模棱两可的态度。

SWF现象可以以各种不同力度进行着墨，多数致力于研究SWFs的著作将焦点对准主权财富基金通过战略资产的收购可能产生的过度影响和所导致的激烈政治反应（例如，Quadrio Curzio and Miceli, 2010; Subacchi, 2008; Park, 2011）。其余著作则分析了经济力量平衡的含义以及SWFs与金融保护主义的联系、对国家安全的威胁、对金融市场的影响。近期，在更深层次上探讨的文献致力于分析国际社会提出的行为调整框架（这其中包括 Das et al., 2010; IMF, 2007; Park, 2011; Truman, 2010）。

本书将在抨击的噪声中遗漏的部分置于大视野进行分析，将其余部分置于小视角进行分析。很少有人认识到SWF的兴起源于构造运动的驱

动：经济重心从成熟经济体向大型新兴市场（特别是亚洲）和大宗商品出口国转移，其中一些大宗商品出口国（如澳大利亚、加拿大、挪威）长期以来都居于富庶国家的行列。因此，SWFs不断提升的影响力是经济权重再平衡的一个特征，并且代表着单一经济向多极化全球经济转变的一种渠道。此外，考虑到当前的宏观趋势，SWFs的资产管理规模注定会大幅度增长（详见第2章附录），由于中国快速转变为主导型经济（对其他亚洲大国产生拉动作用），其不断壮大的中产阶级将推动全球的经济增长和商品超级周期——也就是长期内自然资源处于需求旺盛的状态——的形成。

在解释这些动力及其影响时，本书将依照下列三条相互交叉（interwined）的路线进行分析：

（1）经济重心的东移和经常账户盈余管理经济学。

（2）可供存在着结构性经常账户盈余、积累了可观外国资产存量的国家进行选择的投资战略和财政政策。

（3）大型私有公司控制的股份被国有企业收购的政治衍生物，它们暴露出的公司治理问题和需要采用的风险管理工具。

SWFs是否获得了过多的权力，是否被允许采取措施调整它们的经济活动？替代这种争论的另一种不同的表述方式是，重新定义巩固全球均衡的宏观经济力量的棱镜，并借此分析SWFs的作用。一旦这些宏观元素被带进前述的内容，进入分析语境，将很容易使这些争论超越政治纷争，将似是而非的争论从是否合法的困扰中解脱出来。

I.1 几个典型事实

SWFs并不算是全球资本市场的一个显著特征，20世纪70年代^①早期石油价格暴涨时，第一只管理大规模资源的SWF出现，当时中东的石油输出国以科威特^②为先例，开始在全世界范围内购买资产，以实现其经常账户盈余的多样化。在80年代与90年代，SWFs不声不响地继续将其大多数财富配置于发达经济体。除此以外，相对小的专业集团则用以满足其自身的需要。它们以保守的投资方式而闻名，并且极少涉足它们持有股权公司的管理。

只有极偶然的情形下，SWFs会因为大规模操作受到媒体的关注。例如，1972年科威特投资局（KIA）对德国汽车制造商戴姆勒的投资，1976年利比亚阿拉伯（航空公司）对外投资公司（Lafico）对意大利最大汽车公司菲亚特的投资。公众和政客的反应并不出人意料，它只是模糊地关注对外的影响，但是收购本身算不上“开战的真正原因”。至少在菲亚特与利比亚阿拉伯对外投资公司的交易中，意大利公众一般持赞同的态度，因为菲亚特公司在遭受巨大损失后需要新资本的输入。SWFs高调的收购比较罕见，也许只有20世纪80年代早期的一次是个例外，当时玛格丽

① SWFs的第一个实例是吉尔伯特岛管理磷酸盐的出口过程中于1956年创立的一种投资工具，具体而言，我们应该指出吉尔伯特岛当时是英国的殖民地，因此，基金也许不能被附加“主权”二字，如今，这笔基金价值约5亿美元，同时，吉尔伯特岛也变成一个主权国家——基里巴斯。有一个国有投资工具功能更为久远的案例，加利福尼亚公共雇员退休体制，其广为人知的名称为CalPERS。CalPERS不同于典型的SWF，因为它是由公共雇员支付的养老金缴款所供养，而不是由政府收入或储备所供养。

② 1963年科威特发行“一般储备基金”，1973年成立“后代基金”，由50%的一般储备与10%的年度预算盈余构成。1982年，科威特政府决定将财政部、一般储备基金和后代基金的所有资产统一由科威特投资局管理。阿布扎比投资局（ADIA）和新加坡基金淡马锡控股都成立于20世纪80年代。

特·撒切尔（Margaret Thatcher）领导的英国政府对科威特投资局收购刚刚私有化的英国石油公司20%的股权反应强烈。这一事件的动机并没有被过度掩饰：在当时的欧洲，“私有化”对大多数的政治家和评论家而言是一个糟糕的词汇，它会引发各种恶毒和过激的言词。只有海峡对面的法国，当时新任总统密特朗在各主要部门（包括银行、技术与国防等）实施了大规模的国有化浪潮。如果国有公司里程碑式的出售导致了控股权转移给外国政府，那么，私有化进程将会招来嘲笑。因而，科威特投资局在英国政府的施压下将其拥有的股权占比降低至10%。

这种境况在几十年以后发生了深刻的变化，金融雷达告诉我们，千禧年到来之际，SWFs的黄金时代将由此开启，1998年以来，超过20只基金成立。人们开始将SWFs与中国和阿拉伯海湾国家联系起来，这一感知来自于规模庞大的独立实体的存在，如阿布扎比投资局（ADIA）和中国投资公司（CIC）。实际上，其他大批国家如韩国、新加坡、澳大利亚、伊朗、俄罗斯、加拿大（阿尔伯塔省）、利比亚、智利，乃至美国的一些州（阿拉巴马、阿拉斯加、新墨西哥和怀俄明）都建立了各自的投资机构来管理大型资源。^①这种趋向扩展到拥有自然资源的小国，如博茨瓦纳、特立尼达和多巴哥、巴布亚新几内亚、毛里塔尼亚以及东帝汶，如果单独考察，它们的基金绝对规模很小，但是相对于这些国家的GDP而言，其基金规模则是可观的。当前，超过30个国家和地区拥有可以被归类为SWF的机构，大多数与产油国没有一点儿关系，如新加坡、韩国、中国大陆、爱尔兰、澳大利亚、智利和中国台湾。换言之，SWFs的出现是一个全球现象，并不是世界的特殊部分和特殊的国家群体所独有的。

根据SWF研究院和Prequin网站编制的数据库，SWFs所掌握的全球组

① 这个排列并不详尽，因为一些国家并没有完全公开由投资机构管理的资产。

合资产的价值，由于以商品为依托的SWFs的强势扩张，估计到2012年12月已接近5万亿美元（见第2章附录），比2008年9月金融危机之初记录的3.75万亿美元超出了1万亿美元，相比之下，2007年12月在SWFs管理下的总资产为3.2万亿美元。

投资能力的天平由中东向亚洲倾斜：中东国家的SWFs只占资产总量的40%。^①

1.2 备受关注的SWFs

尽管SWFs已经存在了几十年，在过去的五六年里，它们进行的大刀阔斧式收购主要基于两个原因：一系列高调收购将其置于国际舆论的风口浪尖，同时，资产管理规模（AUM）激增。后一种结果——也是本书深入关注的——源于两种相互关联的发展：

（1）原材料和商品（不仅是氢氧化合物）价格全球范围内的飙升，它拥有长周期的全部特点（一些人称它为超级周期）。

（2）新兴市场（特别是印度与中国）的崛起。人口红利、资本流动使之不再陷入欠发达的恶性循环，而是推动了经济增长和中产阶级的扩大。

SWFs投资活动的加速已陷入停滞，根据摩立特集团（Monitor Group）的评论报告，SWFs在1975年至2008年3月间公开报道的交易超出了1100件，总价值达到2500亿美元，这仅仅是所有SWFs交易的一个子集。在2000年，被包含在样本中的SWFs的交易，公开报道的交易总值为30亿美元。在2007年，可比数字是920亿美元。在2008年的第一个季度，金融危机恶化之前，操作交易量达到了580亿美元，超过了2000—

^① 相比之下，属于规模最大的MENA基金的1.6万亿美元仅仅超出中国官方外国资产的一半（超过3万亿美元）。