



博士文丛·经管系列
Economics and Management

◎ 李 锋 著

主权财富基金的兴起： 经济效应与中国的战略选择

The Emergence of Sovereign Wealth Funds:
Economic Effects and the Strategy of China



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社



博士文丛·经管系列
Economics and Management

◎ 李 锋 著

主权财富基金的兴起： 经济效应与中国的战略选择

The Emergence of Sovereign Wealth Funds:
Economic Effects and the Strategy of China



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

主权财富基金的兴起:经济效应与中国的战略选择 /
李锋著. —杭州:浙江大学出版社, 2011.12
ISBN 978-7-308-09366-8

I. ①主… II. ①李… III. ①投资基金—研究—中国
IV. ①F832.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 246039 号

主权财富基金的兴起:经济效应与中国的战略选择

李 锋 著

责任编辑 杜玲玲 (dll@zju.edu.cn)
封面设计 刘依群
出版发行 浙江大学出版社
(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007)
(网址: <http://www.zjupress.com>)
排 版 杭州中大图文设计有限公司
印 刷 富阳市育才印刷有限公司
开 本 710mm×1000mm 1/16
印 张 13.75
字 数 247 千
版 次 2011 年 12 月第 1 版 2011 年 12 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978-7-308-09366-8
定 价 29.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行部邮购电话 (0571)88925591

目 录

第一章 导 言	1
1.1 研究背景和意义	1
1.2 研究思路与方法	3
1.3 核心概念界定	4
1.3.1 主权财富基金	4
1.3.2 经济效应	5
1.3.3 新型“国家资本主义”	5
1.3.4 世界经济失衡	6
第二章 文献综述	8
2.1 主权财富基金类型和规模的研究进展	8
2.1.1 主权财富基金的资金来源和类型	9
2.1.2 全球主权财富基金的总体规模	11
2.1.3 主权财富基金规模的未来发展趋势	14
2.2 主权财富基金的经济影响与实证研究方法	15
2.2.1 对全球金融市场稳定性的影响	16
2.2.2 对全球资本市场和资产价格的影响	19
2.2.3 对美元地位和全球储备结构的影响	21
2.3 中国主权财富基金的发展问题	27
2.3.1 中国主权财富基金的数量及资产规模	28
2.3.2 中国设立主权财富基金的目的和动因	30
2.3.3 中国主权财富基金的运作模式和投资策略	32

第三章 主权财富基金兴起的全球背景	36
3.1 全球资源性商品价格高涨和石油美元的积累	36
3.1.1 21 世纪初以来全球资源性商品价格的历史性高涨	37
3.1.2 21 世纪初以来石油美元的流量和存量	39
3.2 世界经济失衡的进一步加剧、调整及世界经济再平衡	42
3.2.1 21 世纪初世界经济失衡加剧的特征	42
3.2.2 世界经济失衡的调整及世界经济再平衡	44
3.2.3 主权财富基金的兴起是世界经济失衡的产物	45
3.3 新兴经济体的群体性崛起和对外投资的加速	47
3.3.1 新兴经济体整体经济快速发展	47
3.3.2 新兴经济体对外贸易迅猛发展	49
3.3.3 新兴经济体外汇储备的积累和对外投资的加速	51
第四章 全球主权财富基金的发展现状	53
4.1 全球主权财富基金的主要阵容	53
4.1.1 全球主权财富基金的设立时间和资产规模	53
4.1.2 全球主权财富基金的国别和地区分布	56
4.2 全球主权财富基金的主要类型	58
4.2.1 资源型和非资源型主权财富基金	58
4.2.2 先进经济体和新兴经济体的主权财富基金	59
4.2.3 石油输出国和东亚出口国的主权财富基金	62
4.3 主权财富基金的海外投资规模及特征	64
4.3.1 主权财富基金的海外投资行为	65
4.3.2 主权财富基金海外投资行为的主要特征	67
第五章 主权财富基金的新型“国家资本主义”性质	72
5.1 新型“国家资本主义”经济的兴起	72
5.1.1 新型“国家资本主义”的兴起	73
5.1.2 新型“国家资本主义”经济的特征	74
5.2 主权财富基金的新型“国家资本主义”性质	75
5.3 主权财富基金运作的“二重性”	78
5.3.1 俄罗斯主权财富基金运作的“二重性”	79

5.3.2	中国主权财富基金运作的“二重性”	80
5.3.3	其他国家主权财富基金运作的“二重性”	80
5.4	新型“国家资本主义”经济与“再国有化”趋势	81
第六章	主权财富基金的未来规模及其宏观经济效应	83
6.1	主权财富基金未来规模的估算	83
6.1.1	假定1:50%新增盈余转移到主权财富基金	86
6.1.2	假定2:80%新增盈余转移到主权财富基金	87
6.1.3	假定3:主权财富基金90%投资于风险资产	88
6.2	资产定价模型及参数估计	89
6.2.1	经简化的资产定价模型	90
6.2.2	经济环境和参数估计	92
6.2.3	相对风险厌恶程度和资产价格	95
6.3	主权财富基金影响全球资产价格的估算	97
6.3.1	假定1:50%新增盈余转移到主权财富基金	97
6.3.2	假定2:80%新增盈余转移到主权财富基金	98
6.3.3	假定3:主权财富基金90%投资于风险资产	98
6.3.4	假定4:40%的全球资产不处于流通状态	99
6.4	主要研究结论	100
第七章	主权财富基金的微观经济效应	102
7.1	研究方法及样本数据分析	103
7.1.1	事件研究法的应用	104
7.1.2	主权财富基金投资行为的样本数据	105
7.2	整体样本的微观经济效应	107
7.2.1	事件窗口 $[-5,10]$ 内目标公司股价的反应	108
7.2.2	事件窗口 $[-15,20]$ 内目标公司股价的反应	110
7.3	分类子样本的微观经济效应	112
7.3.1	实体经济与虚拟经济的比较	112
7.3.2	金融危机时期与非危机时期的比较	115
7.3.3	较高与较低入股比例的比较	118
7.3.4	发达市场与新兴市场的比较	121

7.4 主要研究结论	124
第八章 中国主权财富基金的发展现状	139
8.1 中国主权财富基金的数量及资产规模	140
8.1.1 中国华安投资有限公司	140
8.1.2 中国投资有限责任公司	141
8.1.3 社保基金全国理事会	141
8.1.4 中非发展基金	142
8.2 中国设立主权财富基金的目的	144
8.2.1 剩余外汇储备的有效管理	144
8.2.2 跨期平滑国家财富	146
8.2.3 国家发展战略的载体	147
8.3 中国主权财富基金的发展特征	148
8.3.1 资产规模膨大,发展极为迅速	149
8.3.2 出身各不相同,密切联系国企	150
8.3.3 投资行为谨慎,不持控股份额	151
8.3.4 领导国际合作,信息尚欠透明	152
8.3.5 缺乏整体战略,相互竞争激烈	154
8.4 中国主权财富基金的国际影响	155
8.4.1 引起了全球对主权财富基金的极大关注	156
8.4.2 传递了中国转变开放型经济发展模式的信号	157
8.4.3 将在全球和东亚生产体系中扮演重要角色	158
8.4.4 为盈余方联合调整全球经济失衡提供了可能	159
第九章 中国主权财富基金的经济效应与投资绩效	162
9.1 中国主权财富基金投资行为的样本数据	162
9.2 中国主权财富基金投资行为的微观经济效应	165
9.2.1 事件窗口 $[-5,10]$ 内目标公司股价的反应	165
9.2.2 事件窗口 $[-15,20]$ 内目标公司股价的反应	167
9.3 中国主权财富基金的投资绩效评估	169
9.4 主要研究结论	172

第十章 中国主权财富基金的发展战略	181
10.1 进一步巩固全球主权财富基金领导者的地位	181
10.1.1 积极探索应对“金融保护主义”	182
10.1.2 进一步提高透明度和市场化程度	183
10.1.3 逐步成为国际规则的主要制定者	184
10.2 加快构建中国特色的主权财富基金发展模式	185
10.2.1 根据国家战略发展新的基金	185
10.2.2 国内投资和海外投资的协调	186
10.2.3 与其他主权机构的联合投资	186
10.3 积极实施多元化的投资组合和投资策略	187
10.3.1 逐步明确投资目的和策略	188
10.3.2 严格执行多元化投资组合	189
10.3.3 进一步完善绩效评价体系	190
10.4 加强主权财富基金的监督管理和风险防范	191
10.4.1 完善主权财富基金的法律体系建设	191
10.4.2 加强主权财富基金的监管体制建设	192
10.4.3 完善主权财富基金的风险管理体系	193
参考文献	195
后 记	209

第一章 导 言

1.1 研究背景和意义

21 世纪初特别是 2007 年夏天以来,伴随着全球资源性商品价格的高涨、世界经济失衡的加剧以及新兴经济体的整体崛起,主要由石油输出国和东亚国家设立的主权财富基金(Sovereign Wealth Funds, SWF)迅速发展,成为 21 世纪初世界经济和国际金融领域的重大事件,并引起欧美等发达国家政府和研究机构的广泛关注。尽管 2008 年以来国际金融经济危机的蔓延和深化,使金融危机、金融监管、世界经济复苏等成为了当前世界经济和国际金融领域的主要话题,但是主权财富基金凭借其对饱受危机困扰的国际知名金融机构的注资,使全球对其的关注达到了前所未有的高峰。

在道富环球投资管理公司(State Street Global Advisors; SSGA)的经济学家 Andrew Rozanov(2005)提出主权财富基金的概念之前,类似的基金或者投资机构已经在世界经济中存在于近半个世纪。目前历史比较悠久的主权财富基金包括科威特的投资局(Kuwait Investment Authority,成立于 1953 年)、基里巴斯的收益平衡储备基金(Kiribati Revenue Equalisation Reserve Fund,创立于 1956 年)以及新加坡的淡马锡和 GIC(Temasek 和 Government Investment Corporation,分别成立于 1974 年和 1981 年)。而 21 世纪以来是全球主权财富基金发展最为迅速的阶段,不论是设立主权财富基金的国家数量、主权财富基金的数量和资产规模,都在主权财富基金的发展史上占据重要地位。

主权财富基金作为一种管理国家外汇储备的国有投资实体,是新兴发展中国经济体和转型经济体新型“国家资本主义”经济的重要载体,是外汇储备盈余国家有效管理国家剩余储备的最新发展方式。主权财富基金肩负着新兴经济体

的国家战略、提高外汇储备收益率、为后代发展储备财富、降低收入波动对宏观经济等多重战略目标,其快速发展代表着全球过剩外汇储备从低风险、低回报的投资组合向高风险、高回报投资组合的战略转移,将极大地改变全球资本市场上风险资产与无风险资产的均衡,极大地影响全球储备货币结构,极大地影响世界经济失衡的走向,极大地影响未来的世界经济格局。同时,主权财富基金的经济效应不仅体现在对各项全球宏观经济指标的深远影响,更包括了主权财富基金对目标公司投资行为的微观经济效应,即对目标公司经营状况及盈利能力等的综合影响。因此,以世界经济和国际金融理论、资产定价理论、国际投资理论等为依托,深入研究主权财富基金的发展现状和经济效应,构建定量研究主权财富基金宏观经济效应和微观经济效应的渠道和机制,对规范主权财富基金的发展模式,对进一步完善全球资本市场,对 21 世纪初世界经济的平稳健康发展,都具有重要的理论和现实意义。

作为当今全球经济中第二大的经济实体、最大的发展中国家以及拥有最多官方外汇储备的国家,中国比世界任何其他国家都需要主权财富基金。中国经济自改革开放以来实体经济和虚拟经济发展不平衡,金融机构和投资实体的国际竞争力非常薄弱。同时 21 世纪初大量中国进口资源性商品价格的高涨,成为中国经济难以承受之重。一方面中国需要有效地利用其规模庞大的外汇储备,让这部分以极大的资源成本和环境代价换来的国家财富能够保值增值,另一方面中国需要积极参与国际资源性商品的定价,掌握石油、铁矿石等战略性商品的国际定价权。所有的这些任务,都需要构建实力强大、运作灵活、服从国家利益的国有投资机构,而主权财富基金正是这种国有投资机构的最新也是最具发展潜力的代表。

中国于 2007 年 9 月 29 日宣布成立自己的主权财富基金——中国投资公司,而另有学者将中国的华安投资公司、社保基金全国理事会以及中非发展基金等列入主权财富基金的行列。中国主权财富基金的资金主要来源于中国迅速增加的外汇储备,其宗旨是有效地参与国际金融运作、积累经验并实现外汇储备收益最大化。作为人均收入较低的发展中国家,中国国内经济的可持续发展急需投入更多的发展资金;而作为全球主要的经常账户盈余国,中国大量的剩余外汇储备在换取低收益的同时还要遭受美元贬值的巨大风险;而作为主权财富基金的设立国,中国面临着来自发达国家“金融保护主义”的挑战。因此,借鉴已有主权财富基金的发展和运作经验,研究中国主权财富基金的发展现状,探索中国主权财富基金的经济效应,构建“后危机时代”中国主权财富基金的发展战略,对中国实现国家财富保值增值、提高国际要素配置能力、保障中国经济安全都具有重要的战略意义。

1.2 研究思路与方法

在当前国内外研究主权财富基金多以定性分析为主、定量研究极为稀少的背景下,本书将利用世界经济和国际金融理论、国际资产定价模型等多种领域的理论模型,以及统计分析、计量回归、事件研究、案例研究等多种实证研究方法,来深入研究主权财富基金的经济效应及中国的战略选择。在深入分析 21 世纪初主权财富基金迅速崛起的宏观背景的基础上,探索了主权财富基金的新型“国家资本主义”性质,整理了全球主权财富基金的发展现状,从三种情景估计了主权财富基金未来资产规模及其对全球各类资产价格可能产生的宏观经济效应,利用事件研究法实证研究了主权财富基金投资行为对目标公司股票价格的影响,并将事件研究法扩展到中国主权财富基金的经济效应和投资绩效,最后构建了比较完整的中国主权财富基金发展战略。本书将顺着以下主要内容和研究思路展开:

(1)深入分析主权财富基金的性质、迅速崛起的宏观背景以及发展现状。

在现在研究成果的基础上,以 20 世纪末 21 世纪初以来世界经济和国际金融的主要发展特征为背景,重点分析 21 世纪初主权财富基金兴起的客观背景和主观动因。探索资源性商品价格、世界经济失衡、新兴经济体的整体崛起等对主权财富基金兴起的客观推动作用,从理论上分析主权财富基金的新型“国家资本主义”性质及其在国际资本市场上运作的“二重性”(商业化的市场主体和国家利益的代表)。从全球主权财富基金的主要阵容、主要类型以及海外投资规模和特征等研究全球主权财富基金的发展现状。

(2)从不同情景预测主权财富基金未来资产规模,利用资产定价模型实证研究对全球资产价格的宏观经济效应。

在预测主权财富基金设立国未来经常账户盈余的基础上,以“主权财富基金现有规模-未来经常账户盈余-外汇储备转移比例”的思路从三种可能的情景估计未来 5 年全球主权财富基金资产规模的发展趋势,在此基础上利用国际资产定价模型,确定主权财富基金的风险厌恶程度与全球各类资产价格之间的定量关系,估算主权财富基金规模的扩大对全球各类资产价格的影响,考察这一影响随着主权财富基金资产规模的变化而如何发展。

(3)利用事件研究法,实证研究主权财富基金的微观经济效应。

利用事件研究法实证研究主权财富基金投资行为的宣布对目标上市公司股票价格的影响,重点突出对分部门、分时期、分比例和分市场等子样本微观经济效应的度量和相互比较。

(4)分析中国主权财富基金的发展现状,实证研究中国主权财富基金的经济效应和投资绩效,并构建完整的中国主权财富基金发展战略。

在深入分析中国主权财富基金的数量、资产规模、设立动机等发展现状的基础上,深入分析主权财富基金的建立对中国有效管理外汇储备的深远意义。系统研究中国主权财富基金的主要特征,阐述中国主权财富基金发展所产生的国际影响。再次利用事件研究法实证研究中国主权财富基金的微观经济效应,并度量中国主权财富基金的长期投资绩效。研究中国政府制定主权财富基金发展战略应该遵循的基本原则,从多个方面提出构建中国主权财富基金发展战略的政策建议。

1.3 核心概念界定

1.3.1 主权财富基金

主权财富基金在世界经济中已经存在了半个多世纪,但是 Sovereign Wealth Funds 这一完整概念则是由道富环球投资管理公司(State Street Global Advisors,SSGA)的经济学家 Andrew Rozanov 在 2005 年的报告“Who holds the wealth of nations?”(谁在管理国家财富)中提出的。在此之前,主权财富基金的称谓众多,包括投资局(Investment Authority)、石油基金(Oil Fund)、储备基金(Reserve Fund)、未来基金(Future Fund)、稳定基金(Stabilization Fund)、政府投资基金(Government Investment Funds)、国有投资基金(State-owned Investment Funds)、国家投资基金(State Investment Funds)以及主权发展基金(Sovereign Development Funds)等。Rozanov 指出,主权财富基金是指那些资金来源于因一国长期的有利宏观经济环境、贸易和财政形势以及预算开支的控制而形成的预算盈余,用来使一国的预算和经济免受收入波动的影响、帮助货币当局消除多余的流动性、为后代建立储蓄、支持国内经济和社会发展等的投资基金的统称。

伴随着全球经济的发展和研究的进展,主权财富基金的定义被不断地拓展。在主权财富基金国际工作组(The International Working Group of Sovereign Wealth Funds,IWG)向 IMF 提交的《圣地亚哥原则》中,对主权财富基金的内涵和外延进行了界定,是目前最为权威、最为流行的主权财富基金定义。主权财富基金是广义政府拥有的、特殊目的的投资基金或安排,是政府出于宏观经济目的而创建的,它们为实现金融目标而持有、经营或管理资产,并使用一套包括投资于外国金融资产在内的投资战略。主权财富基金的资金通常

来源于国际收支顺差、官方外汇业务、私有化收入、财政盈余和初级商品出口收入。货币当局出于传统的国际收支或货币政策目的而持有的外汇储备资产、传统意义上的国有企业业务、政府雇员养老基金或为个人利益而管理的资产则不被视为主权财富基金。^①

1.3.2 经济效应

经济学中并没有对经济效应这一名词进行相对规范的界定，基本可以作为经济影响的同义词，一般都是作为一类影响机制的统称，尤其是当灾害的发生和损失的出现极大地影响了人们的生活、投资与消费行为。很多研究往往关注的是某一类别的经济效应，比如规模经济效益、税收经济效益、地铁经济效益等，也有人将蝴蝶效应、青蛙现象、鳄鱼法则、鲑鱼效应等称为经济学中的十大经济效益。

根据不同的划分标准，经济效益可以分为很多种。比如，根据经济效益的影响方向，可以分为积极的经济效应与消极的经济效应，前者一般能够促进国民收入、社会福利、经济增长等的提高，而后者则往往导致社会贫困人口增加、社会福利减少，影响到技术进步和经济增长率的提高等。比如，根据经济效益影响时间的长短，可以分为短期经济效益和长期经济效益，前者往往是在较短的时期内产生经济影响，而后者则是在较长的一段时期内产生持续的经济影响。

本书研究的主权财富基金的经济效应，泛指由于主权财富基金的兴起及其在全球各行业各领域的投资行为所引起的对全球经济和金融领域的影响。具体包括对全球资本市场结构、金融系统稳定、国际货币体系、全球经济失衡、全球资产价格、世界经济格局等的影响。因此，从影响的范围来看，可以将主权财富基金的经济效应划分为宏观经济效应和微观经济效益。前者是指全球的主权财富基金整体对世界经济的宏观影响，而后者则主要是指单个主权财富基金的投资行为对目标公司的微观影响。

1.3.3 新型“国家资本主义”

“国家资本主义”(State Capitalism 或 State Capitalists)的提出最早可以追溯到 19 世纪末的社会主义运动中，德国著名的共产党领袖威廉·李卜克内西(Wilhelm Liebknecht)在 1896 年曾经说过，“没有人比我们德国社会主义者更

^① 参见 IWG. Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices “Santiago Principles” [R]. IMF, 2008。

顽强地为国家社会主义战斗，没有人比我更加清楚地表示，国家社会主义实际上就是国家资本主义”。

“国家资本主义”的定义和含义，随着时代的变迁、资本主义的发展而有所差异。20 世纪初“国家资本主义”的典型含义是国家控制下的私人资本主义经济，主要用来描述第一次世界大战期间强大的国家权利控制经济的状态。而当二战后自由资本主义大行其道时，“国家资本主义”用来描述国家干涉市场活动来保护和促进大公司大企业的利益这么一种经济体系，这种行为与自由市场资本主义（free market capitalism）的理念是完全相悖的。而随着社会主义国家私有化运动的兴起，“国家资本主义”也经常被一些非主流经济学家用来描述那些自称是社会主义国家、国家拥有生产力并以资本主义的方式使用生产力这么一种社会形态。

不管是资本主义国家还是社会主义国家，都可以在经济发展的某些阶段实施“国家资本主义”，但是不同性质的社会制度下实行“国家资本主义”的性质也是不同的。苏联、中国等社会主义国家在建立之初，都实行过“国家资本主义”，一般马克思主义的著作将其定义为一个结合资本主义的社会主义体系，或者是政府控制经济、且本质上像大公司一样运作的社会主义国家。比如苏联新经济政策中的租让制和租赁制，又如中华人民共和国建国初期，将民族资本主义经济改造为社会主义国营经济的过程，就采用加工、订货、统购、公私合营等由初级到高级的国家资本主义形式。再如，改革开放初期的三资企业，也属于国家资本主义形式。而尽管美欧等资本主义国家是战后自由资本主义的发祥地，但是被定义为政府和私人资本主义之间紧密关系的“国家资本主义”依然经久不衰，许多西方发达国家在一些关乎国家安全的重要战略性资源领域熟练地应用“国家资本主义”，一个典型的例子就是军事工业联合体，独立的军工企业为政府的订单进行生产且享受垄断者的好处，同时政府会拥有甚至垄断石油生产或交通运输等保证战争状态下的安全性。

而所谓新型的“国家资本主义”经济，主要是指经过股份制改造的、由国家控股的大型国有企业。对大型的新兴经济体和转型经济体来说，它们的经济要重建，国家要复兴，国力要提高，国际地位及影响力要增强，以之立于强国之列，一定要运用国家的力量，通过市场手段，来控制一些对国计民生具有战略意义的行业和大型企业。

1.3.4 世界经济失衡

世界经济失衡是世界经济的结构性失衡，在不同的历史时期表现出不同的失衡结构组合及调整方式。从根本上讲，失衡是世界经济的一种常态，均衡则

是相对的,是在失衡调整中实现的动态均衡,世界经济就是在失衡及其调整中前进的。从范围上讲,世界经济失衡与一国的经济失衡既有联系又有所区别,只有当各国的经济,尤其是世界的主要经济主体同时出现经济失衡时,才构成世界经济失衡。

当前的世界经济失衡不能不说是历史上规模最大(无论是相对规模还是绝对规模)、构成最为复杂的一次。之所以会呈现出如此规模,其原因是,失衡的构成包括涉及的经济内容和国家,都较历史上的任何一次失衡更为复杂。当前的世界经济失衡是世界经济运行中多种结构和关系的失衡,包括多种失衡结构类型,是世界范围内的经济增长结构失衡、国际经常账户结构失衡、国际金融结构失衡、国际储蓄投资结构失衡,以及各国内部的经济结构和经济增长方式失衡。本书所指的世界经济失衡,主要是指 21 世纪以来的国际经常账户失衡,尤其是美国的经常账户赤字、东亚出口国以及石油输出国的经常账户盈余。

第二章 文献综述

随着主权财富基金在全球资本市场上的大量涌现,来自各国政府部门、知名院校、研究机构、投资银行、主流媒体、国际组织等的研究学者们对主权财富基金的兴起及其带来的诸多问题进行了广泛深入的研究。尤其是2007年夏天以来,国际货币基金组织、经济合作与发展组织(Organization for Economic Cooperation and Development, OECD)、美国主权财富基金研究所(Sovereign Wealth Fund Institute)、彼得森国际经济研究所、摩根士丹利、牛津大学、德意志银行、金融时报等全球知名的研究机构和媒体都对主权财富基金进行了集中的、有针对性的学术研究和报道,在全球的经济金融领域刮起了一股研究主权财富基金的热潮。同时,随着2007年9月中国投资公司的挂牌成立,国内学者也开始关注主权财富基金的发展问题,相关研究成果陆续出现在国内知名学术刊物、报刊和研讨会上。国内外学术界研究主权财富基金的相关成果,主要关注的是21世纪初主权财富兴起的背景和原因,当前主权财富基金的规模、类型和投资领域,主权财富基金兴起对金融稳定、资产价格、世界经济失衡、世界经济格局等的影响,以及主权财富基金的全球对策与管理等一系列问题。

2.1 主权财富基金类型和规模的研究进展

21世纪初主权财富基金成为世界经济和国际金融领域的重大问题,主要的原因就是其迅速扩大的规模以及未来快速增长的预期。主权财富基金的规模在最近的10到15年发生了巨大的变化。1990年全球主权财富基金的总规模仅为5000亿美元,而到2007年已经达到了2万到3万亿美元,不到二十年的时间里增长了4~5倍,这正是全球关注主权财富基金的原因(Johnson, 2007)。

学者们研究主权财富基金的规模,主要涉及以下几个方面:有些学者(Jen, 2006, 2007c; Johnson, 2007; Kern, 2007; Lyons, 2007; Maslakov, 2008,

2009; Rozanov, 2005)研究了 21 世纪初主权财富基金的整体规模,从 2005 年开始提出这一概念到 2009 年;有些学者(Jen, 2007a; Lowery, 2007; Maslakovic, 2009)对主权财富基金进行了分类,并估计了不同类别主权财富基金的规模;还有一些学者(Jen, 2007a; Kern, 2007; Miles, 2007; Patelis, 2007; 宋玉华、李锋, 2009c)估计了主权财富基金未来规模的发展;此外,还有学者专门研究了全球金融经济危机的爆发和蔓延对主权财富基金规模的影响。

2.1.1 主权财富基金的资金来源和类型

根据不同的划分标准,主权财富基金可以分成不同的类型。如根据主权财富基金政策目标的不同,国际货币基金组织(2007)的《全球金融稳定报告》将主权财富基金分为平准基金、储蓄基金、储备投资公司、发展基金、养老金储备基金等五种类型^①;根据设立主权财富基金的不同职能,中国学者陈超(2006)将主权财富基金分为稳定型、冲销型、储蓄型、预防型和战略型等五种类型;根据主权财富基金的地域范围,主权财富基金可以分为中东国家的主权财富基金和东亚国家的主权财富基金、太平洋国家的主权财富基金等(Behrendt, 2008; Devlin & Brummitt, 2007; Jen, 2007a; Park, 2008b; Setser & Ziemba, 2007; 宋玉华、李锋, 2008; 叶楠, 2009)。

更多的学者(Hammer, Kunzel & Petrova, 2008; Lowery, 2007; Maslakovic, 2008, 2009; Reisen, 2008b; 纬恩, 2007)根据主权财富基金的资金来源将其划分为资源型主权财富基金(Commodity funds)和非资源型主权财富基金(Non-Commodity funds)。资源型主权财富基金(如石油基金、矿石基金、钻石基金等)主要由资源性商品出口国建立,资金来源是石油、天然气、铜、钻石等资源性商品的出口收入或者资源出口税的上缴,以中东等石油输出国设立的主权财富基金为代表。而非资源型主权财富基金(如储备基金等)的资金主要来源于一些非资源性的收入,比如官方外汇储备、政府预算盈余以及养老储备等,以东亚国家设立的主权财富基金为代表。同时,Reisen(2008a)还指出,资源型和非资源型主权财富基金不仅资金来源不同,它们的经济动机也是不同的。

IMF 的三位经济学家 Hammer、Kunzel 和 Petrova(2008)通过对 IWG 21 个成员关于其资金来源的调查问卷后发现,大多数主权财富基金的资金来自矿物税收(mineral royalties,主要是石油),其他主权财富基金的资金则来源于财

^① 详见国际货币基金组织. 全球金融稳定报告——金融市场动荡:起因、后果和政策[M]. 中国金融出版社, 2007, 专栏 1.5 主权财富基金的统计。