

# 主权财富基金增长

## 我们对这些重要的国有性质的游戏参与者了解不多

Simon Johnson



Simon John是IMF研究部主管、经济顾问。

主权财富基金是一个还算新的名字，但是它所指的东西已经存在了相当一段时间：政府持有的以另外一个国家货币表示的资产。所有国家都拥有外汇储备（目前，外汇储备通常是美元、欧元或者日元形式）。当一个国家经常项目顺差的话，就会累积超过它认为短期需要的外汇储备量，这时，就可以成立一个主权基金来管理这些“额外”的资金来源。

主权基金至少在20世纪50年代的时候就已经存在，但是它在世界范围总规模的急剧扩大是近10—15年的事情。1990年，主权基金持有资产最多大约有5000亿美元；但其现在持有的资产估计已经有2—3万亿，而根据经常账户最可能的趋势推算，到2012年，主权基金持有的资产将达10万亿美元。

到目前为止，超过20个国家已经建立了主权基金，还有6个以上的国家表示也有兴趣建立这样的基金。另外，资产持有也相当的集中，最大的5个基金占了总持有资产的大约70%。有一半以上的资产在那些出口大量石油和天然气的国家手中。挪威的主权基金规模很大，其他像阿拉斯加州、加拿大、俄国、特立尼达和多巴哥，虽然地理上完全不同，但同样拥有庞大的基金。大约有1/3的资产总额被亚太国家持有，包括澳大利亚、中国和新加坡在内。

3万亿是一大笔钱吗？这要看和什么对比。美国的GDP是12万亿，以美元计算的商业有价证券（债务和股权）的名义总价值据估计超过50万亿，而全球商业有价证券价值大约为165万亿。如

果这么来看，3万亿虽然可观，但并不算巨额。

但是，如果相对于一些新兴市场的规模来讲，3万亿就是非常巨大的数目。非洲、中东和新兴的欧洲市场加起来，商业有价证券的总价值大约才4万亿；这也差不多是所有拉丁美洲市场的总规模。私人对冲基金——一种广义的私人投资基金类型，这种基金追求高收益，因此往往导致相当大的风险——管理的总资产据估计大约也就刚接近2万亿美元。因此，就像目前关于对冲基金的辩论一样，一场关于主权财富基金的潜在风险和机会的辩论也顺理成章的兴起。

### 信息缺乏

在今天快速发展的金融市场上，一种特殊的货币汇集方式对金融稳定的影响不仅取决于受管理的资产，还和投资策略中潜在的杠杆作用（也就是负债）息息相关。

举例来说，据报道，很多对冲基金和（对冲基金的“亲属”基金）私人股权投资基金的杠杆比率为10:1。这也就是说，在这些交易中，他们将所拥有的资本借出去了10次。在有些案例中，杠杆比率甚至更高，令人瞠目结舌。无可否认，对冲基金改善了资本在全世界范围的分配，但是它们也可能造成对全球金融体系的威胁。到目前为止，大多数人认为对冲基金应该接受更严格的审查，虽然继续保持对其相对较少的直接管制有利于全球资本流的分配。

不幸的是，我们对主权基金知之甚少。关于它们的资产、负债、投资策略的公开信息几乎没有。大家猜想它们应该只属于传统的“长期工具”：也就是说，它们从事“买入并持有”的策略，不从事短期行为，可能也不从事借款或任何直接的贷款活动。但是有一些传闻说，有些主权基金也和其他杠杆型基金一起进行投资。

至少有一家中央银行被报道在1998年对冲基金破产的时候曾与长期资本管理公司一起进行投资。另外，还有一家中央银行很明显近期投资了一家大型的私人股权投资基金。挪威主权财富基金报道它们已经将部分投资从债券转向股票，我们认为可能会有更多的基金采取同样的行为。看起来很明显，对冲基金和私人股权基金的部分资产来自主权财富基金（当这些与股票相关的资产增加时，必须引起我们加倍的注意），但是不知道数目多少。

无赖交易员——这也是对冲基金一个重要的问题——也是主权基金的一个潜在问题。尽管这个问题可能还不是很普遍，但是的确有这样的事情发生，负责央行储备投资的交易员进行了大量的投机活动，损失惨重。至少，其中某些交易员并没有得到相应的信用风险经理的同意。不可能要等发生那么多事情之后才唤起人们对涉及主权国家的跨境资本流动进行监管的要求。最近施行的监管对冲基金的方法与其说是监管这些基金，不如说是密切关注那些贷资金给他们的受监管的中介机构。但是随着主权基金的重大发展，这种方式事实上也导致了一系列未受监管的中介机构的产生，它们可能会，也有可能不贷款给对冲基金。这些基金机构中不受监管的国有和私人部门之间的相互作用可能带来严重的后果。

真正的危险在于主权财富基金可能会刺激资本账户保护主义，各国通过这些保护主义挑拣决定由谁投资什么。当然，始终会存在一些国家安全限制，用以限制外国人在某些项目上的持有情况。但是世界范围内近期的发展情况表明，可能存在这样一种理解，外国政府不被允许拥有被认为是经济“制高点”的东西。这是一种灾难性的倒退，可能会极速、痛苦地导致其他形式的保护主义。优先消除这些压力非常重要。

### 新加入的游戏者

主权基金不大可能会消失。它们是建立在经常项

目顺差基础上的，只有那些拥有巨大顺差的国家开始履行那些延迟的经常项目赤字时，这些基金才可能变得不那么重要。但是从目前的情况估计，在现在通用的主要汇率结构不变——意味着有些国家拥有巨大的顺差，而另外一些国家拥有巨大的赤字——以及顺差国从表面上显现的继续维持顺差的意愿来看，没有任何迹象表明这些国家会开始行使延迟的经常项目赤字。当然，世界经济的确切形势会发生变化。增长会加速或者减速，这极可能影响到矿产品的价格。但是如果矿产价格居高不下，可以想见，在不久的将来，出口商就会拥有巨大的顺差。如果矿产价格下跌，亚洲那些出口工业加工品国家的顺差就极有可能上升。

对于这种情况，IMF应该怎么做呢？当然，没有必要采取一些引人注目的激烈的行动。首先，这种情况涉及到与国家主权相关的一些敏感事务。另外，以目前3万亿总额的水平而言，主权基金还不是一件非常紧迫的事情。但是，当总额增长到接近10万亿美元的时候——虽然10万亿也不是一个大数目——这种现象或许应该引起更多的注意。

尽管如此，仍然有必要在这场辩论变成政治话题或是竞选运动的一部分之前，对这些突出的问题开始建设性的讨论。而要实现这一点，必须确定主权国家愿意分享哪些信息，要求提供哪些信息是有意义的，什么样的信息可以用于我们进行全球经济和金融分析。

没有任何明显的理由能用来推断这些基金今后可能岌岌可危，令人担心是否会继续存在。事实上，IMF一直积极鼓励那些出口不可再生资源的国家“未雨绸缪”，建立这样的基金。但是，任何一个世界金融市场的监管者都必须充分关注私人对冲基金带来的现实和潜在的杠杆作用——主权基金无法被准确估算，除非我们能准确知道它们和对冲基金的联系到底有多深。

总而言之，主权财富基金是21世纪主要的国有性质游戏参与者。对冲基金虽然在本世纪变得更加突出，但是从某种意义上来说，它是倒退到了19世纪末，当时大量的私人资金在全世界范围游动，几乎不受管制——总的来说，这带来了世界范围内一个长期的全球经济繁荣和生产力快速增长的时期，但同时也导致了相当数量的危机。当21世纪国家部门和19世纪私人部门的情形一样的话将会怎样呢？有可能很好也有可能很坏。结果仍需拭目以待。

“真正的危险在于主权财富基金可能会刺激资本账户保护主义，各国通过这些保护主义挑拣决定由谁投资什么。”