

主权财富基金的 经济学

决策者面临的问题



主编人员

Udaibir S. Das、Adnan Mazarei和 Han van der Hoorn

国际货币基金组织

主权财富基金的 经济学

决策者面临的问题

主编人员

Udaibir S. Das、
Adnan Mazarei 和
Han van der Hoorn

© 2010 International Monetary Fund

Economics of sovereign wealth funds: issues for policymakers/edited by Udaibir S. Das, Adnan Mazarei, and Han van der Hoorn.—Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2010.

p. ; cm.

Includes bibliographical references.

ISBN 978-1-58906-927-5

1. Sovereign wealth funds. I. Das, Udaibir S. II. Mazarei, Adnan. III. Hoorn, Han van der. IV. International Monetary Fund.

HJ3801.E26 2010

免责声明： 本书中表达的观点仅代表作者的观点，不应被描述为或被认为是国际货币基金组织、其执行董事会或任何成员国政府的观点。

读者须知：

本书是最近基金组织出版的《主权财富基金的经济学：决策者面临的问题》一书（以英语出版）的中文节译本。此节译本包括该书的目录、前言、致谢和导言。此节译本还包括该书的第五章（“主权财富基金与《圣地亚哥原则》”）和第十九章 C节（“主权财富基金与接受国：争取双赢局面”）。

Economics of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymakers

主编：Udaibir S. Das、Adnan Mazarei和Han van der Hoorn

ISBN: 978-1-61635-927-5

出版日期：2010年12月10日

格式：简装本，6x9英寸，328页

价格：35.00美元

如欲订购此书的全文版本（英文），请联络：

International Monetary Fund, IMF Publications

P.O. Box 92780, Washington, DC 20090, U.S.A.

电话：(202) 623-7430 传真：(202) 623-7201

电子邮件：publications@imf.org

www.imfbookstore.org

目录

前言 ix

致谢 xi

导言 xiii

缩略语和缩写 xxi

第一部分 角色和宏观金融意义	1
1 揭开主权财富基金的面纱	3
Espen Klitzing、Diaan-Yi Lin、Susan Lund和Laurent Nordin	
了解主权财富基金的崛起	4
主权财富基金的各种目标和投资战略	6
虽然发生了金融危机，主权财富基金仍然十分强大	8
主权财富基金将保持长期投资人的特征，但这次危机造成了某些变化	9
主权财富基金将继续增长	11
参考文献	13
2 从储备积累到主权财富基金：政策与宏观金融考虑因素	15
陆茵秋、Christian Mulder和Michael Papaioannou	
外汇储备充足水平	16
处理充裕外汇储备的各种可选方式	18
在金融危机中主权财富基金给予的支持	19
与主权财富基金的管理相关的宏观金融联系	20
结论	22
参考文献	23
3 主权财富基金：新的经济现实和政治回应	25
Steffen Kern	
跨境投资：走向企业所有权的全球分散化？	26
主权财富基金在美国和欧盟的外国投资人角色：政策问题	31
政策回应：出现保护主义反馈行为的危险？	33
国际因素：在分散的监管环境中确保市场的开放性	36
主权财富基金的良好行为：在接受国提高被接受程度的关键	38
结论：全球视角	39
参考文献	40
4 主权财富基金与国内经济政策	43
Jon Shields和Mauricio Villafuerte	
主权财富基金在总体宏观经济政策框架中的角色	44
问责性	53
结论	55
参考文献	56

第二部分 制度因素	57
5 主权财富基金与《圣地亚哥原则》	59
Udaibir S. Das、Adnan Mazarei和Alison Stuart	
主权财富基金：目标与分类	60
围绕主权财富基金的一些问题	61
国际工作组与《圣地亚哥原则》的制定	63
《圣地亚哥原则》的关键性内容	65
结论和展望	70
参考文献	73
6 向主权财富基金放开资本账户的 法律基础	75
Wouter Bossu、Obianuju Ezejiofo、Thomas Laryea 和刘岩	
国内法	76
国际法	76
《基金组织协定》下的国际法	78
基金组织对经常性支付限制的管辖权	79
《圣地亚哥原则》下的“软法律”	81
展望	83
参考文献	83
7 主权财富基金：投资流动与透明度的 作用.....	85
Robert Heath和Antonio Galicia-Escotto	
跨境数据	86
国内统计	89
如何确定主权财富基金在对外部门统计数据中的位置？	90
主权财富基金的统计数据报告方法	91
结论	92
参考文献	92
8 对通过外部基金管理人进行操作的 主权财富基金实施监管	95
Andre de Palma、Luc Leruth和Adnan Mazarei	
对通过外部基金管理人进行操作的 sovereign 财富基金实施监管	97
一个简单模型	99
结论、解读以及政策含义	103
有多种目标的P-A博弈方	106
结论	110
参考文献	110
附件：“在投资中学习投资”的动态模型	111
9 主权财富基金与接受国的投资政策： 经合组织的看法	113
Kathryn Gordon	
重申经合组织投资原则在公平对待主权财富基金方面的意义	114
对国家安全的担心是正当的，但不应用来掩盖保护主义	115
经合组织关于接受国有关国家安全的政策的准则	117

	通过经合组织主持的“投资自由”进程采取后续行动	117
	经合组织秘书处编写的背景文件	120
	经合组织投资工具	121
第三部分	投资方式与金融市场	123
10	主权财富基金的投资战略：对央行的 投资战略的补充	125
	Stephen L. Jen	
	主权财富基金的增长因金融危机而减缓：到2015将达11万亿美元	126
	主权财富基金很可能继续寻求有较高风险的较高收益	127
	资本来源对主权财富基金的风险承受度有影响	129
	主权财富基金按25:45:30比例的长期投资模范组合	131
	减少央行与主权财富基金之间的“同胞竞争”？	132
	主权退休金基金	134
	结论	135
	参考文献	136
11	主权财富基金的投资目标： 变化中的模式	137
	Peter Kunzel、陆茵秋、Iva Petrova和Jukka Pihlman	
	主权财富基金的分类及其影响	137
	主权财富基金战略性资产配置背后的理论因素	140
	当前主权财富基金资产配置方法的比较	141
	剖析危机	142
	危机对战略性资产配置的影响	146
	未来在政策方面的挑战	148
	结论	149
	参考文献	150
12	管理主权财富基金：行业人士的看法	151
	Didier Darcet、Michael du Jeu和Thomas S. Coleman	
	长期投资人对风险与收益的认识	152
	主权财富基金的效用函数	157
	主权财富基金：实践中的投资战略和风险管理	163
	结论	171
	参考文献	171
13	主权财富基金与金融稳定： 事件研究分析	173
	孙涛、Heiko Hesse	
	文献回顾	174
	数据和方法	176
	实证结果	180
	结论	185
	参考文献	185
14	主权财富基金的宏观经济影响	187
	Julie Kozack、Doug Laxton和Krishna Srinivasan	
	主权财富基金当前和未来的规模	189

	主权财富基金应对2007-09年全球金融危机的情况如何?	192
	对全球资本流动和资产价格的影响	194
	结论	204
	参考文献	204
15	市场关于主权财富基金对全球金融市场影响的看法	205
	Jens Nystedt	
	从全局角度认识主权财富基金的绝对规模和相对规模	206
	主权财富基金公开宣布的股权投资对市场有何影响?	209
	主权财富基金在何处投资?	210
	从官方储备转向主权财富基金所产生的市场影响和宏观影响	212
	市场参与者对主权财富基金的投资有何反应?	215
	市场影响与透明度	217
	结论	218
	参考文献	220
	第四部分 危机后展望	223
16	主权财富基金的新常态	225
	Mohamed A. El-Erian	
	主权财富基金与全球金融危机	226
	全球金融危机后的状况: 新常态	228
	对主权财富基金的影响	230
	结论	233
	参考文献	233
17	主权财富基金的未来	235
	Edwin M. Truman	
	过去: 未来的序幕	235
	未来	239
	结论	242
	参考文献	242
18	全球金融危机对主权财富基金的长期影响	245
	Andrew Rozanov	
	主权资产与负债: 全局状况	248
	国内主权投资: 争取达成新的华盛顿共识	252
	参考文献	255
	附件	257
19	结论: 主权方的观点	259
	A. 阿尔伯特省传统储蓄信托基金: 展望	259
	Aaron Brown和Rod Matheson	
	B. 在全球金融危机后管理智利的主权财富基金	262
	Eric Parrado	

C. 主权财富基金与接受国：争取双赢局面.....	270
金立群	
D. 新西兰退休金基金：在全球金融危机中求得生存和 放眼危机之后	273
Adrian Orr	
E. 挪威：在动荡不定的世界里应对风险	276
Thomas Ekeli和Martin Skancke	
F. 俄罗斯联邦：困难时期的挑战	277
Peter Kazakevitch和Alexandra Trishkina	
附录	281
1 《圣地亚哥原则》	281
2 主权财富基金国际论坛	285
撰稿人	287
索引	299

前言

本书的主题是主权财富基金的经济学，目的在于增强对主权财富基金的了解，并促进在有根据的情况下讨论主权财富基金问题。本书包含一些著名专家的观点，体现了基金组织关于让这些重要人士参与国际货币和金融系统工作的一贯承诺。

2007年爆发的全球金融危机取代了主权财富基金在金融政策辩论中所占的中心位置。此前，人们十分关注主权财富基金的目标及其投资决策的潜在影响。未来几个季度，对主权财富基金的关注程度很可能将再次上升——这是因为，使得主权财富基金很重要的许多因素，特别是商品生产国的大量外汇收入，还将继续存在。此外，随着金融危机的消退和全球经济的复苏，国际资本流动正在增强。当前正在考虑的避免未来危机的各种建议很可能直接或间接影响到主权财富基金。

最近这次危机带来了许多严重的挑战，但也提供了一些重要的经验和教训，使人们对增强风险管理、提高透明度和对所有金融机构加强监督的必要性加深了认识。具体到主权财富基金，有几个尤其值得注意的问题。最近一些事件突出显示，主权财富基金只有在融入主办国政府整体政策框架的情况下才能发挥最佳效用。这方面重要的环节包括向利益相关方提供充分的信息，以及在国民账户中反映主权财富基金的操作。主权财富基金的资金供应和支取应符合其目标，要以合理制定的企业治理制度作为基础。

一般而言，主办国政府负责设定主权财富基金的目标和治理制度，包括明确界定问责框架。这些措施的目的是为参与主权财富基金行政和管理工作的不同实体明确规定角色和责任，并明确规定它们的相互关系。决定主权财富基金是否有效的一个重要因素是它在作出投资决策时是否具有操作上的独立性。因此，主权财富基金的投资管理方法需要符合其政策目标，并覆盖其各种资产选项以及各种风险管理操作。

上述关键要素包含于2008年各主权财富基金经广泛协商后确定的《圣地亚哥原则》。《原则》有助于外界更好地了解主权财富基金，并增强了主权财富基金的总体可信度。《原则》的执行正在继续取得进展。例如，目前有更多的主权财富基金开始发布年报。此外，主权财富基金还建立了一个国际论坛，就如何运用《原则》交流看法以及开展其他活动。目前对《圣地亚哥原则》的执行突出显示，主权财富基金可为全球繁荣与稳定作出积极贡献。

我向所有参与本书出版工作的人员和我的同事们表示感谢,并希望本书能为所有对主权财富基金的作用和运作方式感兴趣的人提供一个重要的资源。

国际货币基金组织第一副总裁

约翰·利普斯基

致谢

本书的出版凝聚了许多决策者、资产管理人、金融市场分析师、学术界人士和基金组织工作人员的劳动成果。它也体现了各主权财富基金本身的工作和努力成果。上述各方面的成果汇聚在一起，旨在帮助加深人们对主权财富基金及其活动的了解，增强国际合作。我们在此感谢基金组织对外关系部 Joanne Blake和Michael Harrup为本书的出版所进行的协调工作。我们还特别感谢文字编辑Sherrie Brown为改进各章节的风格和内容提出许多良好的建议。

本书的出版离不开基金组织中东/中亚部主任Masood Ahmed以及基金组织金融顾问兼货币与资本市场部主任Jose Vinals的支持和鼓励。我们特别赞赏货币与资本市场部前主任、现任国际清算银行行长Jaime Caruana在召集各主权财富基金、成功制定《圣地亚哥原则》方面做出的种种努力。同样，我们还要感谢基金组织和主权财富基金国际论坛的列位同仁所提供的支持。

Udaibir S. Das、Adnan Mazarei 和 Han van der Hoorn

导言

本书的主旨是从经济政策视角来了解主权财富基金以及主权财富基金在变化中的全球金融格局中所处的位置。本书意图消除对主权财富基金在母国和其投资国所发挥的经济和金融作用的担忧。

主权财富基金已经存在几十年。然而，它们长期以来基本上不为公众所知，也未成为政策分析的主要对象。2006年，这种相对默默无闻的状况突然发生变化，因为当时就迪拜港口世界公司试图购买美国六个大型海港的港务一事发生了争议。这个拟议的购买行动使美国产生了国家安全方面的担心，随即迅速扩大为关于主权投资人角色、权利和责任的辩论。与此同时，几个主权方开始积累外币和财政盈余，并积极用这些盈余购买国外金融资产。忽然间，主权方成为一个重要的机构投资人类别。这些事态发展吸引了政策和商业方面的积极关注。主权财富基金还引起了各种争论，其范围如此之广，其政治性如此之强，以至于国际社会于2007年10月请求基金组织和其他国际组织分析主权财富基金的一些关键问题并与主权财富基金和接受主权财富基金投资的国家开始对话。该项努力的关键成果是：主权财富基金在基金组织支持下制定了《公认原则与规范》（《圣地亚哥原则》）。产生《圣地亚哥原则》的进程的目标是确定一套规范，从而明确澄清主权财富基金的操作情况，同时还增强主权财富基金的操作。这些行动的目标是为跨境投资流动提供更稳定的环境，并避免针对主权财富基金的保护主义情绪；这项任务目前由主权财富基金国际论坛（国际论坛）负责执行；该论坛由制定主权财富基金《圣地亚哥原则》的各主权财富基金设立。

2007年开始的全球经济和金融危机改变了对主权财富基金的关注的性质。由于主权财富基金拥有相当稳定的资金来源（许多基金的资金来源是石油和商品收入），因此成为危机期间受欢迎的新资本来源，尤其是对金融界而言。随着市场价格大跌，主权财富基金找到一些有吸引力的长期性投资机会。通过采取行动和传达信息，许多主权财富基金得以向各国当局和金融市场保证，其投资决定的依据是金融风险与收益方面的考虑。此外，从2006年以来，经济合作与发展组织（经合组织）还主持了“投资自由”进程，就有关主权财富基金的政策问题向投资接受国提供了指导，从而减少了保护主义重新抬头的危险。

由于2008年10月通过和发布《圣地亚哥原则》，今天我们关于主权财富基金的了解远远超过以往（例如五年前）。然而，还有很多情况需要进一步解释，尤其是从经济和政策的角度加以解释，包括危机期间主权财富基

金的良好状况和重要教训对其演变有何影响。¹同时，几个国家正在考虑设立新的主权财富基金。鉴于这些原因，我们决定出版本书，由著名专家解释主权财富基金现象，讨论主权财富基金的作用，包括国内和国际两个方面作用。此外，还就主权财富基金所遵循的战略性资产配置方案及其对金融市场和宏观经济稳定的影响提出了一些新的见解。

角色与宏观金融意义

本书首先描述和解释了主权财富基金。在第一章中，Klitzing、Lin、Lund和Nordin解释主权财富基金为何存在以及从事何种业务，并说明不同类型主权财富基金的一些重要差异。该章将主权财富基金与其他机构投资人、特别是央行加以比较，并提出主权财富基金的侧重范围往往较窄（尤其是当大多数国外资产由一个国家的央行持有时），而且央行的投资战略往往与主权财富基金的投资战略十分相似。

在第二章中，陆茵秋、Mulder和Papaioannou分析了与创建主权财富基金相关的政策和结构性问题。具体而言，他们讨论了各国设立主权财富基金的适当条件。他们讨论了有哪些方法可以代替主权财富基金作为管理公共储蓄资金的机制，并探讨了因遇到国际收支危机而需要从主权财富基金获得流动性或维持稳定支持时可选择的各种政策方案。该章解释了各国在这次全球经济和金融危机中如何受益于主权财富基金的存在但同时又暴露于更多风险的情况。

在第三章中，Kern讨论了外国国家投资的接受国的政治反应。他认为，主权财富基金及其投资仅仅是全球化新阶段的一个方面内容，该阶段的特征是资产的全球化拥有以及新兴市场对全球经济的参与。通过主权财富基金与接受国之间加强对话，更有可能实现双方均可接受的政策结果。

由于公众的注意力集中于接受国对几个高调投资的反应，人们容易忘记主权财富基金的设计和操作具有重要的国内宏观经济后果。毕竟，主权财富基金管理的是本可用在国内而不是投向国外的公共资金。主权财富基金如果设计不周，可能给母国造成不稳定。在第四章中，Shields和Villafuerte探讨了用哪些方法设计和操作主权财富基金能够促进政府的总体宏观经济目标。

1 国际论坛在悉尼举行的第二次会议（2010年5月6日至8日）确认，《圣地亚哥原则》在加强主权财富基金的操作、使其成为可靠和负责任的主权投资人方面仍具有重要性和价值。该论坛还感到，在加深公众对《原则》的理解方面还有许多工作要做。各主权财富基金认为，主权财富基金在母国和东道国仍是重要的行动方；论坛成员所管理的资产尽管未能避免2007至2009年全球金融危机的影响，但预计将随全球经济复苏的实现而继续增加。

制度因素

本书第二部分首先由Das、Mazarei和Stuart介绍《圣地亚哥原则》以及制定《原则》的进程（第五章）。该章解释了国际论坛作为主权财富基金国际工作组继任者的作用和任务（该工作组制定了《圣地亚哥原则》）。一个主要问题是《原则》对主权财富基金的行为和接受国对主权财富基金的态度有何影响。执行《原则》的路线正在不断演变，而且有迹象表明主权财富基金越来越愿意听取有关其活动的公共政策担心并对此作出回应。

在第六章中，Bossu、Ezejiofor、Laryea和刘岩论述了与主权财富基金活动相关的资本账户放开的国内和国际法律处理方式，并探讨了基金组织根据其《协定》在这些领域所担负的任务。他们认为《圣地亚哥原则》是一种“软法律”手段，可补充（或代替）资本流动监管的“硬法律”方式。

第七章（作者为Heath和Galicja-Escotto）阐述了国际社会为支持全球金融系统稳定和资本与投资自由流动而建立的协调报告框架和多边调查方式。该章还介绍了主权财富基金的数据报告情况。

一些观察家建议，主权财富基金可通过接受国境内的基金管理人进行投资，从而在一定程度上减轻对其投资活动背后可能有政治动机的担心。De Palma、Leruth和Mazarei在第八章中采用代理理论探讨了这项建议的可用性。他们的分析结果表明，在合理的假设条件下，采用基金管理人的做法并不一定能解决这方面的担心。遗憾的是，这一结果可能使接受国通过更直接和过分的监管来解决其担心的问题，而这种行为可能会加剧许多国家出现的保护主义倾向。因此，为防止保护主义，主权财富基金和接受国需要努力提高组织和操作方面的透明度。

在第九章中，Gordon介绍了经合组织关于接受国如何对待主权财富基金的指导意见以及该指导意见的后续跟进情况。该指导意见重申了经合组织长期遵循投资原则的重要性，但同时也提出了应采取哪些方式来解决国家安全方面的担心。尤其有意义的是各国对指导意见遵守情况的同侪监督（章内对此有详细的说明）。

投资方式与金融市场

目前对主权财富基金投资战略的了解尚不完全。虽然有些基金公布其投资组合构成的全部信息（有些信息详细到单个资产的程度）并详细解释风险与收益情况，但另一些基金在公布信息方面则较为保守。Jen在第十章中探讨了主权财富基金长期投资战略的某些特征，并论述了基金的资金来源对长期投资战略可能有哪些影响。他还解释了2007至09年全球金融危机可能导致主权财富基金和央行的治理方式和投资战略发生哪些变化。一种可能是：央行、主权财富基金和主权退休金基金所采用的相似投资战略将被互补性、专门化的战略所取代。

在第十一章中，Kunzel、陆茵秋、Petrova和Pihlman进行了类似的分析，重点是不同类型主权财富基金的投资目标。他们解释了为什么主权财富基金投资战略可能需要更突出地考虑到宏观稳定和资产负债管理以及未来对全球金融监管环境的调整等因素。

在第十二章中，Darcet、du Jeu和Coleman对主权财富基金的战略性资产分配问题提出了较具实际操作意义的观点，包括描述从确定目标到作出投资决策的各种步骤，同时还从长远视角就各种资产类别提出了看法。

接下来的三章从不同角度和采用不同方式分析了主权财富基金可能对国际资本市场造成不稳定影响的问题。

孙涛和Hesse（第十三章）采用事件研究方式，探讨了主权财富基金更多进入全球金融市场所造成的金融稳定问题，包括股票市场对主权财富基金宣布针对企业投资和撤资的消息是否作出反应以及如何作出反应。评估结果与传闻证据相符，表明主权财富基金对股票市场的各细分市场没有明显的不稳定作用。

在第十四章中，Kozack、Laxton和Srinivasan采用说明性情景分析和基于模型为的模拟，探讨了主权财富基金风险偏好和投资组合的变化对全球资本流动和资产价格有哪些影响。分析结果显示，如果主权财富基金减少美元资产，会导致美国利率升高和美元贬值，可能使全球资本流动形态发生重大变化。这些分析结果符合危机前的主导观点，随着全球经济的逐渐复苏和风险偏好的恢复，这种情况仍可能出现。

在第十五章中，Nystedt将主权财富基金与其他机构投资人和商业投资人加以比较。他指出，主权财富基金集中投资于某些部门、地域和资产可能引起市场的担忧。虽然主权财富基金日益壮大，但作为一个整体和个体而言，它们的规模并非异常之大，因此他认为：有关主权财富基金投资活动的担忧很可能仍将更多出于政治动机，而不是出于市场方面的考虑，因此更有必要提高透明度。

危机后的展望

全球金融危机没有放过主权财富基金。不仅主权财富基金的投资遭遇账面损失，而且有些基金还因需要为危机期间国内采取的措施提供支持而出售资产，从而使账面损失成为实际损失。商品投资基金的收入流大幅度下降，因为石油和其他商品的价格下跌。因此，这次危机迫使主权财富基金审查其战略、模型、参数假设以及风险承受度。三个章节对这次危机的长期性影响进行了更详细的论述。

El-Erian（第十六章）论述了主权财富基金在因全球金融危机而发生变化的世界中所面临的机遇和风险。他提出，危机后世界的特征将是增长率降低，市场和风险不同于以往——统称为“新常态”。该章概述了这种新常态中

与主权财富基金直接相关的潜在组成部分，并提出：主权财富基金由于投资时间跨度长，因此在面对这种新局面时是不太被动的。但是，主权财富基金有必要在治理、投资流程和信息沟通方面不断增强其机构性反应能力。

第十七章和第十八章在重申总体利好前景的基础上，将重点放在主权财富基金面临的风险。在第十七章中，Truman提出主权财富基金需要在《圣地亚哥原则》所取得的成功的基础上更进一步，通过国际论坛和单独采取行动，为在母国和东道国增强主权财富基金的问责制奠定基础。接受国需要抵制金融保护主义。显然，这些困难的进程需要在国家利益、问责性和透明度之间达成平衡。

Rozanov（第十八章）论述了在国家资产负债的总背景下分析和管理工作主权财富基金资产的重要性，并指出有必要认识和减轻由国家增强在地方经济中的作用而带来的风险。这方面需要采取的行动包括：重新评估储备需求；确定或有负债的数量；了解投资时间跨度；使所有利益方的风险承受度保持一致；向政界人士和公众提供有关的知识。

本书最后一章（第十九章）包含来自主权财富基金的各种观点。加拿大、智利、中国、新西兰、挪威和俄罗斯联邦的作者从当事人的角度讨论了主权财富基金的作用、目标、对危机的回应以及未来面临的挑战。尽管各主权财富基金反映各国独特的目标，所面临的问题也互有差异，但它们在操作上是相似的，包括：获得拥有国强有力的支持；必须从资产负债管理角度应对风险；需要考虑到政府的或有负债；必须保持透明度。

我们希望本书能帮助决策方和监管方对主权财富基金增进了解。本书的目标是进一步充实近来学术界和分析人士进行的大量研究，并促进关于如何使主权财富基金更好地融入全球金融系统及其本国政策框架的辩论。我们也希望本书对与主权财富基金打交道的国际资本市场操作方和积极研究主权财富基金行为的人员有所帮助。

主权财富基金与《圣地亚哥原则》¹

UDAIBIR S. DAS、ADNAN MAZAREI 和 ALISON STUART

2007至08年期间从公共政策角度对主权财富基金展开的讨论提出了几个与国际货币系统的操作有关的重要问题。这些问题包括：主权财富基金的筹资方式及增长；主权财富基金投资要达到的目标及其治理和透明度；歧视性监管待遇；针对主权投资的保护主义。

当时基金组织认为：可通过促进主权财富基金与接受国之间结构化的对话以及制定一套主权财富基金自愿性原则来解决公共政策方面与主权财富基金相关的担忧。与此同时，基金组织还进一步认识到需要使主权财富基金的操作更稳固地融入母国的宏观经济政策框架和多边监督体制。这两个目标均符合基金组织的一项核心任务，即：努力确保以公平和公开的方式开展跨境投资流动。

在基金组织的协助下，2008年5月建立了主权财富基金国际工作组（国际工作组），以便制定恰当反映主权财富基金投资目标和方法的一套原则。当时授权基金组织为国际工作组建立秘书处并支持国际工作组的工作。此后的四个月，国际工作组开展了工作，包括总结主权财富基金的最佳做法以及相关的国际准则、标准和规则。基金组织工作人员提供了背景资料和技术建议，并协助国际工作组成员进行协商和达成共识。

2008年9月，在智利圣地亚哥初步商定了24条公认原则与规范，也称为《圣地亚哥原则》（《原则》）。² 2008年10月11日，国际工作组向国际货币与金融委员会（基金组织的政策指导委员会）提交了《原则》。

这一事件标志着，各主权财富基金与拥有这些基金的国家首次为其制定了全面的法律、治理和组织结构以及投资政策框架。这项成果是多边合作的良好例证，其中基金组织担任了协调人，促使各主权财富基金达成了共识。此外，国际工作组从一开始就得益于接受国和经济合作与发展组织（经合组织）等机构直接提供的反馈信息和建议。

本章论述《圣地亚哥原则》的制定过程以及基金组织在该过程中所发挥的作用。第一节定义主权财富基金及其作用，第二节概述几个与主

1 本章的一个较早版本将作为Sauvant、Sachs和Schmit Jongbloed一篇论文（即将出版）的组成部分发表。

2 见国际工作组，2008；以及本书的附录1。

权财富基金相关的关键问题。第三节介绍国际工作组的作用以及导致制定《圣地亚哥原则》的过程，然后介绍《原则》的主要内容。最后一节总结了迄今为止取得的进展和一些关键性挑战。

主权财富基金：目标和分类

主权财富基金的非精确定义是：政府拥有的、投资于国外金融资产的投资基金。国际工作组制定了一个比较精确的主权财富基金定义³，其中排除了一些项目，包括：货币当局为实现传统的国际收支或货币政策目标而持有的外币储备资产；传统意义上的国有企业；政府员工的退休金基金；以及为个人管理的资产。

主权财富基金互有差别，资金来自不同的来源，目标也多种多样。基金组织根据主权财富基金的主要目标将其分为五大类：（1）稳定基金，主要目标是避免预算和经济受商品（通常为石油）价格波动的影响；（2）造福后代的储蓄基金，目标是把不可再生资源转化为较为多样化的资产组合并减轻“荷兰病”的影响；⁴（3）储备投资公司，其资产通常仍算作储备资产，建立的目的是提高储备资金的收益率；（4）发展基金，通常用于为社会经济项目提供资金，或用以促进可提高国家潜在产出增长率的工业政策；（5）或有退休金储备基金（资金来源不是个人退休金缴款），用以支付政府资产负债表上或有的、不确定的退休金负债。

在实际中，这个分类系统需要灵活运用，因为主权财富基金可能追求多种多样、相互重叠或随时间而变化的目标。例如，一些国家的稳定基金已演变为追求储蓄目标的基金，因为所积累的储备日益超过短期财政稳定或对外汇流入进行中和的需要。主权财富基金的各种目标意味着它们在投资时间跨度和风险与收益的权衡取舍方面互有差异，因此导致它们采取不同的管理方式。追求稳定目标的主权财富基金比较重视流动性，投资时间跨度较短，而追求储蓄目标的主权财富基金则不然，因为其流动性需求较小。几个国家重新审查了主权财富基金的目标，并重新设计了基金的结构，以便扩大基金的政策作用和投资目标。⁵

3 主权财富基金“是特别目的投资基金或安排，由广义政府拥有。广义政府为宏观经济目标而设立主权财富基金，通过持有、管理和经营资产来实现财务目标，并采取一系列投资战略，其中包括投资于国外金融资产”（国际工作组，2008，第三页）。

4 荷兰病的起因是外汇流入造成当事国实际汇率上升。荷兰病的影响是削弱对外竞争力，使净出口减少，造成相关行业的就业人数减少。最终结果是，非资源型行业由于资源型行业所创造财富的增加而受害。

5 这种情况也发生在最近的全球金融危机中，即一些主权财富基金被授权积极参与稳定国内金融系统。由于这次危机十分严重，因此各国政府要求主权财富基金支持陷入困境的本国企业，减少政府赤字，或为经济刺激方案提供资金。鉴于主权财富基金在危机管理方面发挥的作用，可能促成对某些主权财富基金的立法框架作出修改。

围绕主权财富基金的一些问题

有关主权财富基金的评论和研究集中于以下几个方面：（1）主权财富基金的透明度，包括其规模、风险管理方法、投资战略，也包括政治目的对主权财富基金投资可能造成的影响；（2）主权财富基金活动列入对外账户和政府账户的问题；（3）基金资产分配对国际资本流动和资产价格的影响；（4）针对主权财富基金的保护主义限制；（5）资本输入国投资制度的透明度和可预测性。

基金组织关注主权财富基金的原因是基金组织担负着两个关键性职能：（1）宏观经济和金融稳定监督；（2）确保国际货币系统有效运转。基金组织对主权财富基金类安排及其操作进行监督之所以重要，一方面是由于对基金拥有国国内经济的考虑，另一方面是出于对国际金融稳定和资本市场溢出效应的考虑。从基金组织的角度而言，关于主权财富基金有以下几个关键问题：⁶

- 第一，主权财富基金在国内政策框架和政策协调中的位置十分重要。主权财富基金的资产以及这些资产所带来的收益对国家的公共财政、货币状况、国际收支和资产负债表关联具有重要影响。⁷设计得当的主权财富基金能够支持财政政策和金融政策以及流动性管理。但是，主权财富基金也可能造成宏观经济政策方面的挑战，因此主权财富基金有必要与财政和货币当局进行良好的协调，确保总体政策目标获得实现。在2007-09年全球金融危机期间，主权财富基金与母国政府的相互关系变得更为复杂（基金组织，2009）。
- 第二，主权财富基金的操作可能影响全球金融市场的资金流动和价格。主权财富基金一般是长期投资人，通常不进行杠杆操作，这意味着它们在市场下滑期间能够坚持更长时间或进行与市场趋势相反的投资。因此，主权财富基金可能趋向于对金融市场发挥稳定作用。然而，也可能发生基金使市场产生波动的情况——例如，在基金所操作的市场深度不足的情况下可能造成波动，或者谣传的交易影响到具体部门的相对估价并导致从众行为，从而引起更大的波动（见Corsetti等人，2001）。未来值得关注的是：随着全球增长减缓，主权财富基金是保持分散化的投资组合，还是向美元资产收缩。资产分配方面的变更很可能促成股票价格、利率和汇率的变化，从而使基金组织在进行多边监督时以及对全球金融稳定和资本市场进行全面分析时增强对主权财富基金的关注（基金组织，2007b、2008a）。

⁶ 详细论述见基金组织，2008b。

⁷ 关于政策和操作事项以及决定投资政策的因素的论述，见Das等人，2009。

- 第三，主权财富基金的良好企业治理对于国内利益方而言是一个关键性的问题。良好企业治理的许多方面是普遍适用的。有关主要拥有人职责、利益相关方的作用、信息披露与透明度、管理层与董事会之间信息传达以及董事会构成及责任等方面的一般性原则对主权财富基金而言都是有意义的。主权财富基金还需要确保有充分的风险管理流程以及人力和系统资源，以正确地监督和管理金融和操作风险，包括因使用外部基金管理人而产生的风险。
- 第四，主权财富基金投资的接受国对主权财富基金的目标和投资方式提出了一些担忧。关键的担忧是：主权财富基金是遵循商业目标，还是有可能根据政治或战略目标进行投资。一个与此相关的担忧是：主权财富基金在所投资公司的企业治理上是过于主动还是过于消极。如果感到主权财富基金可能出于非商业进行投资，就可能助长保护主义。

人们已为解决这些问题提出各种建议，包括针对主权财富基金的目标和投资战略、治理、问责制和透明度制定标准。⁸一些观察家还建议对主权财富基金的投资行为和投票权的形式作出特定的修改，从而减少有政治干预的感觉。⁹有人建议：主权财富基金应参照某些基金会的做法，完全以普通商业方式通过中间资产管理人进行投资。但是，另一些人认为采用委托授权和外部管理人并不足以消除潜在的利益冲突，因为主权财富基金仍将向资产管理人提供指导。还有人建议，应针对主权财富基金在外国私人部门企业中的所有权或投票权规定最高限度，该限度应低于通常企业少数股权控股的门槛值。也有人建议采取另一个比较宽松的限制，即主权财富基金应定期公布一份投票清单。¹⁰讨论中还提到列出主权财富基金不应投资的战略和敏感领域的“禁止名单”。

主权财富基金的一些问题领域已由其他监管机构、机关和国家当局直接负责。例如市场诚信问题在美国属于证券交易委员会等国内市场监管机构的管辖范围；各市场监管机构的活动通过国际证券委员会组织进

8 例如，Truman (2007) 指出：标准应涵盖政府的所有国际投资活动。他建议标准应包含基金以下方面：(1) 目标和投资战略；(2) 治理；(3) 透明度；(4) 行为（对投资组合进行调整的规模和速度）。Mervyn Davies 呼吁主权财富基金采纳有关透明度和治理的最低限度标准 (Larsen, 2008)。

9 可参见的文献包括：Summers, 2007; Gilson 和 Milhaupt, 2008。Hildebrand (2007) 建议各国政府参照有关独立的央行的做法，让主权财富基金具有独立性，从而减少有政治干预的感觉。

10 一些机构投资者披露其投票政策。美国规定共同基金须披露代理人投票政策和记录，并在证券交易委员会网站上发布这些信息。英国一些机构投资者（例如合作保险、Friends Provident 和 Universities Superannuation Scheme）自愿公布投票记录。《2006年英国公司法》（第1277—1280条）授予政府发布规则的保留权利，可规定机构投资者须公布其如何用股份进行投票。此规定适用的机构包括：单位信托计划、开放式投资公司、投资信托、退休金计划、保险企业、共同投资计划。

行协调。^{11、12}国家安全问题主要属于国家安全保卫机构（例如美国的外国投资委员会）的管辖范围。经合组织将工作重点置于接受国方面，已在有充分国家安全保障措施的情况下如何对待外国投资人的问题制定了方法。¹³

国际工作组与《圣地亚哥原则》的制定

国际工作组的成员包括23个基金组织成员国，另有三个国家、经合组织和世界银行担任常任观察员。¹⁴国际工作组设立的一个小组负责技术文件起草工作；该小组获得基金组织工作人员的支持。国际工作组举行了三次会议，负责起草工作的小组也举行了三次会议。¹⁵在讨论过程中，国际工作组与接受国和欧洲委员会保持了积极的对话。在制定主权财富基金原则的过程中，国际工作组把下列目标作为指导原则：

- 协助维持全球金融系统稳定和资本与投资自由流动；
- 遵守主权财富基金所投资国家监管和信息披露的一切相关规定；
- 确保主权财富基金的投资活动基于与经济金融风险 and 收益相关的因素；
- 鼓励主权财富基金建设透明和健全的治理制度，实施充分的操作控制、风险管理和问责制。

国际工作组还研究了成员国所采取的做法，并吸取了现有的各种国

11可参见的文献包括：“资本流动——《协定》所规定基金组织职权范围的法律因素”，SM/97/32，补编3（02/21/1997）。第六条第3款普遍保留成员国采用资本管制方式调节国际资本流动的权利，其中包括限制或禁止资本的流入和流出。

12然而，如果此类问题对成员国的国内经济或外部经济稳定造成影响，或对国际金融稳定造成影响，则属于基金组织的监督职权范围。

13经合组织《关于主权财富基金的指导意见》刊登于http://www.oecd.org/document/19/0,3343,en_2649_34887_41807059_1_1_1_1,00.html。经合组织成员国于2008年10月8日通过了经合组织关于接受国对主权财富基金政策的指导意见的最后“部分”，并与2008年10月11日将其提交给国际货币与金融委员会在华盛顿特区举行的会议。该指导意见由经合组织投资委员会制定，属于该委员会投资自由、国家安全和“战略性产业”计划的一部分。投资委员会将接受国对主权财富基金和其他政府控制投资实体的政策这一问题作为投资自由项目不可或缺的组成部分。

14国际工作组成员国包括：澳大利亚、阿塞拜疆、巴林、博茨瓦纳、加拿大、智利、中国、赤道几内亚、伊朗、爱尔兰、韩国、科威特、利比亚、墨西哥、新西兰、挪威、卡塔尔、俄罗斯联邦、新加坡、东帝汶、特立尼达和多巴哥、阿拉伯联合酋长国和美国。阿曼、沙特阿拉伯、越南、经合组织和世界银行为常任观察员。国际工作组由阿布扎比财政部副部长兼阿布扎比投资局董事Hamad Al Hurr Al Suwaidi和基金组织货币与资本市场部主任Jaime Caruana共同担任主席。

15国际工作组会议在华盛顿特区、新加坡和圣地亚哥举行。起草小组委员会的会议在奥斯陆、新加坡和圣地亚哥举行。国际工作组的一大部分工作通过互联网和电话会议等虚拟方式进行。

际标准和法规。¹⁶这些标准和法规包括基金组织的准则和标准、¹⁷经合组织关于企业治理的准则（经合组织，2005b）以及私人部门大型机构投资者自愿制定的准则。¹⁸其中许多准则的主题均涉及治理、透明度和问责问题以及风险管理框架。这些标准和准则的一个共同目标是让公众信任这些机构操作得当，有明确的责任界限，并具有能促进问责的透明度——这一点对主权财富基金尤其重要，因为这些基金归政府拥有，需要遵守严格的问责标准。

《圣地亚哥原则》的关键性内容

《圣地亚哥原则》包含三个主要部分：（1）法律框架、目标和与宏观经济政策的协调；（2）制度框架和治理制度；（3）投资和风险管理框架。当然，这些原则须服从母国法律、法规和规定。《圣地亚哥原则》的各部分均包含有关透明度和信息披露的内容，以确保问责制的可行。这个结构大体类似于其他一些相关的准则、法规和标准（例如经合组织，2005）的结构。《圣地亚哥原则》中有关透明度和信息披露的内容分别融入三个部分，而不是自成一部分。

下文分析了《原则》的关键性内容和规则。专栏5.1说明了《原则》用哪些方式解决围绕主权财富基金的主要问题。

法律框架、目标和与宏观经济政策的协调

国际工作组认识到：明确、健全的法律框架十分重要，因为该框架是治理制度的基础，是建立明确责任界限的依据，能协助主权财富基金有效运转。与国内宏观经济政策进行协调是很有必要的，因为主权财富基金的资产、收益和操作规模十分庞大，有可能对公共财政、货币状况和国际收支状况产生重大影响。《原则》涵盖了这方面的几个重要内容：

- 原则1提出，有必要公布健全和明确的法律框架，明确界定主权财富基金与其他国家机构的关系。原则2提出，应明确界定并公布主权财富基金的政策目标。正如基金组织和其他方面的标准与

16 基金组织对主权财富基金及其操作情况进行了一项调查（Hammer、Kunzel和Petrova，2008）。

17 相关的基金组织标准和准则包括：《财政透明度良好做法规则》（基金组织，2007a）、《数据公布特殊标准》（1996年颁布）、《数据公布通用系统》（1997年颁布）、《数据质量评估框架》（2003年颁布）和《货币和金融政策透明度良好做法规则》（基金组织，1999）、《外汇储备管理准则》（基金组织，2005）和《共同债务管理准则》（基金组织，2003）。

18 例如，还考虑了英国对冲基金标准委员会的《私募股权投资信息披露和透明度准则》（Walker，2007）以及《总统工作组与美国机构主管人员就私人资本投资财团的原则和准则达成的协议》（总统工作组，2007）。

专栏5.1

《圣地亚哥原则》：针对所提出问题制定的内容

主要问题	《原则》关于主要问题的内容
<p>治理和问责</p> <p>制衡机制十分重要，能够确保主权财富基金的操作具有高效率，并符合拥有者的政策目标。</p>	<p>以下原则有利于主权财富基金的高效率管理：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 为主权财富基金制定明确的政策目标（原则2）； • 用健全的法律框架支撑稳固的制度和治理结构，明确分配和界定责任（原则1和原则6至9）； • 有适当的报告制度（包括受审计的年报和财务报表），以便监督业绩，确保主权财富基金的操作符合其宣布的目标（原则7、原则10至12、原则23）； • 有专业标准和操守标准，通过明确的规则和程序对与第三方的关系加以规范，确保主权财富基金操作的诚信度（原则13-14）； • 公布主权财富基金的政策目标和法律及治理框架，以增强制衡机制，并促进公众对主权财富基金的理解（原则1至2和原则16）。
<p>宏观经济政策挑战</p> <p>主权财富基金的资产、收益和操作很可能对拥有国家的宏观经济框架产生重大影响。</p>	<p>以下原则可促进主权财富基金的操作遵循政府的总体宏观经济政策：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 与宏观经济当局适当协调主权财富基金的操作（原则3）； • 就主权财富基金在资金供应和提取方面的总体方式制定明确的规则，使其符合自身的政策目标（原则4）； • 将主权财富基金数据纳入宏观经济数据集，以促进经济政策分析（原则5）。
<p>国家财富的管理</p> <p>稳健的投资战略和风险管理框架能防止基金管理不善和投资组合业绩不佳。</p>	<p>以下原则可增强主权财富基金的业绩：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 制定明确的投资政策，表明主权财富基金致力于执行严谨的投资计划（原则18）； • 主权财富基金在投资行为中做到仔细、熟练、谨慎、勤奋（原则19）； • 在行使所有者权利方面做到符合主权财富基金的投资政策（原则21）； • 制定健全的框架，用以确定、评估和管理主权财富基金操作的各种风险（原则22）； • 公布主权财富基金的投资政策，公布主权财富基金在风险管理框架和执行所有者权利方面的总体方法（事前公布），从而促进问责制（原则18和原则21至22）。

专栏5.1(续)

主要问题	《原则》关于主要问题的内容
<p>商业行为</p> <p>接受国希望获得以下保证，即：主权财富基金以商业方式进行投资，而不为实现政治目标而投资，也不会投资于被认为对国家安全有威胁的领域。</p>	<p>主权财富基金通过以下原则向接受国保证其投资属于商业活动：</p> <ul style="list-style-type: none"> 公布主权财富基金的政策目标和治理框架，公布有关的财务信息，表明其投资是基于经济和财务考虑而为（原则2和16）； 除最大限度增加经风险调整的财务收益之外，避免追求其他目标（原则4和19）； 公布在其所投资的公开上市企业的董事会投票和代表权方面的总体方法，确保其对公司战略方向的影响无害于企业治理（原则21）。
<p>市场上的公平竞争</p> <p>其他投资人希望确保主权财富基金不会获得不公平的优势，例如由于获得政府担保而资本成本较低，或者由于能得到外界不知的信息而获取优势。</p>	<p>主权财富基金通过以下原则承诺不会获取不公平的市场优势：</p> <ul style="list-style-type: none"> 尊重和遵守东道国的所有规则、法律和法规（原则15）； 不谋求通过独家信息或政府的不适当影响力而获得优势（原则20）。
<p>金融市场稳定</p> <p>主权财富基金最近通过向具有系统重要性的金融机构注资而促进了金融稳定。但是，主权财富基金如果转移大规模不明头寸的资产分配（包括实际发生和谣传的转移），可能使某些市场和资产类别发生波动。</p>	<p>主权财富基金通过以下原则促进金融市场稳定：</p> <ul style="list-style-type: none"> 披露有关的金融信息和投资政策的关键内容，表明其风险偏好、风险暴露以及资产配置方向（原则17和18）； 说明对杠杆的使用情况，或披露其他关于金融风险暴露的指标（原则18）； 在行使投票权时，遵循其投资政策并以保护投资的财务价值为目标（原则21）； 建立透明和健全的操作控制和风险管理体系（原则22）。

准则所表明的那样，这些内容合在一起有利于促进良好治理和提高透明度。通过说明主权财富基金的政策目标和公布相关的信息（这一点十分重要），能够防止投资决策受到政治干预，并有助于公众了解主权财富基金的目标及其业绩。¹⁹

19类似的原则包含于：《财政透明度良好做法规则》（基金组织，2007a）和相关的《财政透明度手册》（基金组织，2007d）、《资源收入透明度指南》（基金组织，2007c）、《经合组织国有企业公司治理准则》（经合组织，2005b）、《经合组织退休金基金治理准则》（经合组织 2009）、《经合组织保险公司治理准则》（经合组织，2005a）、《国际社会保障协会社会保障基金投资准则》（国际社会保障协会，2004）以及《外汇储备管理准则》（基金组织，2005）。

- 原则3规定，主权财富基金的活动有必要与宏观经济政策的制定工作密切协调。《原则》还强调，对国内宏观经济有重大直接影响的主权财富基金活动应与国内财政和货币当局密切协调。这样做有助于确保主权财富基金能增强宏观经济政策框架，而不是与之背道而驰。
- 原则4就主权财富基金融资、提取和支出资金的总体方式以及公布方法提出了明确规则。此原则有助于确保主权财富基金的活动符合预算程序和目标。可预测的框架能帮助投资经理，使其能从长计议，根据较长时间跨度进行投资。公布这些规则还能增强问责制。《原则》提出，主权财富基金将公布其关于融资、提取和支出资金的总体方式的政策或规则。另外一个做法还有利于提高国家的总体财政透明度，即如基金组织关于财政透明度的规则所建议的那样，拥有主权财富基金的政府还应说明主权财富基金与中期预算框架的管理，并应公布主权财富基金与政府交易的数据。²⁰
- 一个重要的做法是向国家统计局提供数据，以便列入宏观经济数据集，这样决策者和其他使用者就可获得包含主权财富基金操作情况的完整数据（原则5）。获得该数据将可确保国家经济业绩信息是准确的。迄今为止我们并不总是清楚宏观经济数据集是否准确反映了主权财富基金的信息。《原则》毫无疑问地提出应向统计机构提供有关的数据。²¹基金组织打算鼓励各国统计机构努力确保这些数据列入宏观经济数据集，并打算与统计机构进行这方面的合作。

制度框架和治理制度

明确和健全的治理制度、对角色和责任的分工、高质量的会计和审计标准均有利于良好的企业治理，因为这些措施能发挥制衡作用，从而实现和增强主权财富基金操作管理的业务独立性。定期提供财务信息，能使人们可靠地了解主权财富基金的业绩，增强问责制，并可能有助于减少金融市场的不确定性以及增强接受国的信任。在这方面，《原则》包含一些对良好企业治理有关键意义的内容；其中确立了向主权财富基金拥有者和监管机构提供信息的框架，但仅规定向公众披露有限的财务信息。

- 原则6至9和原则16分配和界定了责任。其中有几个原则借鉴于鼓励业务独立性的经合组织《国有企业公司治理准则》。《原则》

²⁰例如，基金组织的《财政透明度良好做法规则》（基金组织，2007a）指出有必要在年度预算文件中分别列出所有主要收入来源的资金。基金组织的《资源收入透明度指引》（基金组织，2007c）针对资源基金详细说明了这些规定。

²¹原则4.1的附加说明还论述了主权财富基金怎样才能被分类为国际储备。

明确界定和区分了主权财富基金拥有人、主管机构和管理层分别承担的责任。《原则》还具有足够的灵活性，可以考虑到机构结构不同的各类主权财富基金；例如，有些主权财富基金是独立的法律实体，另一些基金是不具备单独法人资格的集合资产。《原则》的附加说明阐述了这些差异。

- 《原则》要求根据公认的国际和国家会计标准进行会计和审计操作，并规定要制定年报，但并未规定公布年报。《原则》确认有必要采用严格的内部审计程序和标准，接受独立的外部审计（原则12），并制定年报和附加财务报表（原则11）。然而，尽管普遍认为公布年报是透明度和问责性的重要组成部分，但《原则》并不鼓励公布年报。²²
- 《原则》规定向拥有人（原则23）和接受国监管机构（原则15）披露主权财富基金的财务信息，但是还应提高向公众公布信息的程度。根据《原则》，主权财富基金应公布有关的财务信息，包括资产分配和业绩指标，并在必要时公布适当历史分期的收益率（原则17）。但关于主权财富基金的其他方面财务信息，例如经审计的财务报表、所管理资产的规模、衍生产品使用情况以及杠杆率，《原则》并未作出规定，将由主权财富基金自主决定是否公布，或在监管机构提出要求时以非公开方式提供。另外还确认，一些新建立的主权财富基金可能需要经过一段时间才能披露原则17所规定的有关信息。国际工作组讨论了《原则》应规定公布哪些额外的财务信息。虽然意见有很大分歧，但工作组最终决定公布信息的范围不需超过提供足以显示主权财富基金经济和财务方向的有关财务信息。

投资和风险管理框架

为了确保主权财富基金的决策符合其宗旨和投资目标，也为了确保有效地管理风险，必须制定和实行健全、明确的投资政策和风险管理框架。具体而言，提高关于主权财富基金投票行为的透明度将使包括接受国在内的其他利益方相信，该基金的行动符合其公布的目标。

- 在这方面，《原则》的目标是增强对主权财富基金投资政策和风险管理框架的了解，并增强对行使所有者权利政策的了解。《原则》规定主权财富基金要制定健全的投资政策，并应发表关于该政策的说明（原则18）。该原则还规定，主权财富基金的投资政

²² 《经合组织国有企业公司治理准则》（经合组织，2005b）强调，为了公众的利益，国有企业的透明度应与公开上市公司看齐。《经合组织企业治理原则》（经合组织，2004）规定应披露企业的财务和营业结果。此外，《资源收入透明度指南》（基金组织，2007c）也提出，预算程序和最终账户文件中应明确列出、描述和报告资源基金的操作情况。

策要明确并符合一个或多个主管机构为其规定的目标和风险承受度，并应基于合理的投资组合管理原则。通过制定投资政策，主权财富基金为执行严谨和适当投资计划承担责任。投资政策还应就主权财富基金的金融风险暴露程度和对杠杆操作的可能使用提供指导。

- 原则19作出一项坚决的规定，即主权财富基金应为经济和财务目的开展业务。根据《原则》，主权财富基金投资决策的目标应为：在符合其投资政策的前提下最大限度地增加经风险调整的财务收益。这项关键性承诺的目标是减轻接受国的担忧。
- 《原则》还涉及到公布主权财富基金投票政策这个关键性问题。《原则》呼吁主权财富基金提前公布投票方式，包括以哪些关键因素指导其行使所有者权利，但事后是否公布实际投票情况则留给主权财富基金自行决定。虽然公布投票记录可能有助于检验主权财富基金的投票行为是否符合其宣布的意图，但国际工作组的一些成员认为，公布投票记录的承诺超出了据他们了解的其他机构投资者（例如对冲基金和私募股权投资基金）被要求做到的程度。然而，国际工作组各位成员都同意，公布投票政策应足够透明，以显示该政策是基于经济和财务标准的。
- 《原则》鼓励主权财富基金审查其现行安排并不断评估对《原则》的执行情况（原则24）。进行该审查的方式包括自我评估和第三方检验。关于这个问题需要进行后续分析。

结论和展望

《圣地亚哥原则》建立了一个广泛和全面的框架，反映了主权财富基金及其政府高度一致的看法。《原则》让人们更清楚地了解了主权财富基金的机构框架、治理和投资操作情况。《原则》还进一步阐明了向基金拥有者和接受国监管机构提供信息的规则。令人印象深刻的是，差异如此之大的各主权财富基金能够在如此短的时间内就诸多问题达成了协商一致意见。

然而，正如国际工作组所确认的那样，对某些方面还需要进一步研究和改进，例如就主权财富基金的操作提供可靠信息的问题。从宏观经济和金融稳定的角度来看，主权财富基金应继续努力明确解释其活动和业绩，同时其母国的决策者应更清楚地规定主权财富基金在其国内政策框架中所发挥的作用。从发布《圣地亚哥原则》以来，一些主权财富基金已开始说明和解释其结构和治理安排。然而，2007-09年的全球金融危机突出显示，参与金融中介活动的所有类型企业均有必要提高制度的明确性，增强风险管理方法，并接受适当的监督。

基金组织与国际工作组的合作方式不同于基金组织通常的工作方式。基金组织在谈判过程中没有担任主角。相反，基金组织为此次工作提供了秘书处服务、技术支持和背景分析，并协助促进了国际工作组的谈判。该过程效果良好，而且主权财富基金认识到多边方式有益于回应和解决共同关心的问题。基金组织在谈判中所取得的经验还表明，基金组织工作人员的参与有助于使不同类型的机构（或来自不同区域和国家的官员）携手合作，商讨对各方都具有重要性的问题，促进谈判，以及推进可能对广大国际社会都有意义的工作方案。基金组织与主权财富基金的合作可作为未来工作的典范，可用于金融系统监督，也可用于解决需要达成国际共识的各种问题。²³

最近这次全球金融危机使人们注意到，主权财富基金在管理财富和应对其所在的市场方面遇到了新的重大挑战。《圣地亚哥原则》表明，国际工作组成员国政府和主权财富基金坚定承诺不断审查《原则》，促进《原则》的传播，并提供一个与接受国交流看法的论坛。未来的工作内容还可包括研究以哪些方式定期收集、发布和解释关于主权财富基金操作情况的汇总数据。因此，随着危机后金融状况发生变化，随着主权财富基金针对国内、外部和资本市场事态发展进行调整，还需要继续努力酌情调整《圣地亚哥原则》。

从2009年后期以来，金融媒体又多次报道了许多主权财富基金进行高调收购和剥离操作的消息。随着危机阶段逐渐结束，全球并购活动正在增加，主权财富基金对并购活动的参与也在增加，而危机期间许多主权财富基金都将重点更多地放在国内。这次危机十分严重，因此各国政府要求主权财富基金拯救陷入困境的本国企业，减少政府赤字，或为经济刺激方案提供资金。这次危机以及主权财富基金在本国经济中发挥的作用，已促使许多基金审查自身的投资框架，包括战略性资产分配方式。

几个主权财富基金已开始将《圣地亚哥原则》作为增强和审查其内部程序、治理和问责性的框架。2009年4月，国际工作组的继任机构主权财富基金国际论坛（国际论坛）宣布成立，目前正积极参与关于新出现的良好执行方式的经验交流活动。²⁴然而，主权财富基金投资的接受国迄今为止就《圣地亚哥原则》执行情况提供的反馈信息甚少。接受国

²³实际上，基金组织正在20国集团相互评估进程范围内发挥类似的作用。20国集团已要求基金组织协助其开展新的相互评估进程，目标是实现强劲、可持续和均衡的增长。基金组织的任务是通过分析20国集团政策框架与经济预测之间的关系，协助20国集团达到上述目标。基金组织仅扮演“受信任的顾问”的角色，领导权完全由20国集团国家掌握。

²⁴国际论坛是主权财富基金的自愿性常设组织，由国际工作组于2009年4月在科威特城建立（国际工作组，2009）。该论坛的目标是：举行会议，就共同关心的问题交换意见，促进对《圣地亚哥原则》和主权财富基金活动的了解。该论坛并非正式的超国家当局，其工作不具有法律效力。该论坛拥有专业秘书处，负责促进该论坛及其各小组的活动，并负责推进论坛成员之间以及与其他有关方面进行高效率的合作和沟通。

已将重点转移到应对危机后果，因此仍然存在的一个问题是：这些国家将如何或是否会正式采用《原则》并就《原则》的执行情况与主权财富基金进行后续讨论。虽然私人部门分析师对《原则》的评论十分积极，但受主权财富基金投资操作直接影响的私人部门人士所提供的反馈信息甚少。目前要想判断资本市场是否会奖励有效执行《圣地亚哥原则》的行动还为时尚早。

主权财富基金在提供大量跨境长期资本方面所发挥的作用将长期存在。鉴于主权财富基金在本世纪最初十年的后期带给国际社会的印象，其投资目标和操作情况以及遵守《圣地亚哥原则》精神的情况将继续引起人们的关注。基金组织与主权财富基金及其政府进行了成功的合作，使有关主权财富基金的国际辩论保持了平衡。目前到了主权财富基金采取行动的时刻。成立国际论坛是一个值得赞赏的步骤，也是对国际金融系统架构的一项重要贡献。国际论坛已经开始在说明主权财富基金的目标和功能以及提高基金的透明度方面发挥重要作用。主权财富基金自身也已更加积极地参与这一辩论，包括参与国际论坛的讨论，或者单独发表公开声明。各基金发出的主要信息似乎是一致的，即：“应继续对包括主权财富基金投资在内的外国投资开放国界。”令人鼓舞的是，国际工作组将继续与接受国和其他有关方面开展合作（是国际工作组迄今为止的工作的一大特色），而且国际论坛在工作中将采取包容并蓄的方式。

国际论坛十分重视在私人部门开展积极和持续的活动，以提高私人部门对主权财富基金活动的认识和了解。一个有帮助作用的做法是让接受国和私人部门的代表与国际论坛开展合作，讨论共同关心的问题（同时遵守战略性和商务性保密原则），并提供反馈信息。该对话能够提高投资制度的合作性。在资本（特别是长期投资资本）短缺和财富贬值的当今世界，在跨境投资方面建立负责任和有相互增强作用的安排十分重要。

参考文献

- Corsetti, Giancarlo, and others, 2001, “Does One Soros Make a Difference? A Theory of Currency Crises with Large and Small Traders,” Financial Markets Group Discussion Paper No. 372 (London).
- Das, Udaibir S., Yinqiu Lu, Christian Mulder, and Amadou Sy, 2009, “Setting Up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations,” IMF Working Paper 09/179 (Washington: International Monetary Fund).
- Gilson, Ronald J., and Curtis J. Milhaupt, 2008, “Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism,” 60 *Stanford Law Review* 1345.
- Hammer, Cornelia, Peter Kunzel, and Iva Petrova, 2008, “Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices,” IMF Working Paper WP/08/254 (Washington: International Monetary Fund).

- Hildebrand, Philipp, 2007, "The Challenge of Sovereign Wealth Funds," speech at the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, December 18.
- International Monetary Fund, 1999, *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies* (Washington).
- , 2003, *Guidelines for Public Debt Management* (Washington).
- , 2005, *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management* (Washington).
- , 2007a, *Code of Good Practices on Fiscal Transparency* (Washington).
- , 2007b, *Global Financial Stability Report, Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies* (Washington).
- , 2007c, *Guide on Resource Revenue Transparency* (Washington).
- , 2007d, *Manual on Fiscal Transparency* (Washington).
- , 2008a, *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness* (Washington).
- , 2008b, *Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda* (Washington).
- , 2009, *Crisis-Related Measures in the Financial System and Sovereign Balance Sheet Risks* (Washington).
- ISSA (International Social Security Association), 2004, "Guidelines for the Investment of Social Security Funds," Technical Report No. 13 (Geneva).
- IWG (International Working Group of Sovereign Wealth Funds), 2008, *Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices—“Santiago Principles”* (Washington). Available via the Internet: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. (Reprinted as Appendix 1 to this volume.)
- , 2009, "Kuwait Declaration." Available via the Internet: <http://www.iwg-swf.org/mis/kuwaitdec.htm>
- Larsen, Peter T., 2008, "SWFs Warned to Adopt Code," *Financial Times*, January 23.
- OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development), 2004, *OECD Principles of Corporate Governance* (Paris).
- , 2005a, *OECD Guidelines for Insurers' Governance* (Paris).
- , 2005b, *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises* (Paris).
- , 2009, *OECD Guidelines for Pension Fund Governance* (Paris).
- PWG (President's Working Group), 2007, *Agreement Among the President's Working Group and U.S. Agency Principals on Principles and Guidelines Regarding Private Pools of Capital* (Washington).
- Sauvant, Karl, Lisa E. Sachs, and Wouter P. F. Schmit Jongbloed, eds., Forthcoming, *Sovereign Investment: Concerns & Policy Reactions* (New York: Oxford University Press).
- Summers, Lawrence, 2007, "Funds that Shake Capitalist Logic," *Financial Times*, July 29.
- Truman, Edwin M., 2007, "Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability," Policy Brief (Washington: Peterson Institute).
- Walker, David, 2007, *Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity* (London: Jeffrey Pellin Consultancy).

第十九章C节. 主权财富基金与接受国：争取双赢局面 金立群

中国投资有限责任公司（中投）是2007年9月成立的国有独资企业，目标是使中国持有的外汇实现多样化并增加其经风险调整的长期收益。作为主权财富基金，中投诞生时正好赶上2007-09年全球金融危机的艰巨挑战。然而，中投经理人尽最大努力应对全球金融的惊涛骇浪，并吸取了对未来有用的教训和经验。这些经验教训对于主权财富基金这样的长期投资人极为重要。从成立以来，中投稳步增强机构能力，以加强治理和风险管理框架，改进战略性资产分配，并优化操作机制。

但是，随着各经济体的复苏和风险偏好的恢复，仍然存在许多挑战。在2007-09年全球金融危机期间，来自主权财富基金的资本流动成为许多西方国家金融部门和其他行业欢迎的资金来源，因此这些国家至少暂时取消了一些针对外国直接投资的壁垒。主权财富基金日益被确认为在国际货币和金融系统中发挥重要作用的、成熟而可信的机构投资者。与此矛盾的是，正当主权财富基金在保障国际金融和经济稳定方面发挥的作用增强的同时，某些接受国非但不因这些基金的存在而感到安慰，反而产生了焦虑。保持经济的开放是一个难题。在困难时期，短期思维容易占上风，保护主义可能被当作政策上的权宜之计。例如，在危机期间，许多以前曾放松主权财富基金资金流入的国家，在执行支持措施时采取了偏袒国内行业和国内就业、排斥外国竞争者的做法。金融保护主义是主权财富基金和接受国需要通过协调努力共同解决的关键性挑战之一。

《圣地亚哥原则》与《经合组织关于接受国对主权财富基金政策的指导意见》

令人鼓舞的是，主权财富基金和接受国（至少作为群体而言）都意识到保护主义对双方的潜在影响，并表示愿意解决这方面的问题。本书前面各章详细论述了这方面的两个里程碑，即主权财富基金国际工作组（国际工作组）发布《公认原则与规范》（《圣地亚哥原则》）以及经济合作与发展组织发布《经合组织关于接受国对主权财富基金政策的指导意见》（这两个文件的制定工作几乎同时完成）。两个文件从不同角度论述了保护主义威胁和许多其他题目。《经合组织指导意见》明确提出，应遵照经合组织关于投资政策的总体原则以及广义投资自由进程解决保护主义问题。该指导意见呼吁接受国避免针对包括主权财富基金投资在内的外国投资设立保护主义壁垒，同时确认了保护国家安全利益的正当需要。

我们满意地注意到，经合组织承诺继续坚决支持资本的自由流动并大力提倡其长期性好处。该政策立场对于主权财富基金的顺利操作十分重要，

在当前保护主义有可能破坏全球经济稳定的局面下更是如此。为阻挡资本自由流动而设置保护主义壁垒有可能使经济复苏在此紧要关头发生逆转。经合组织确认主权财富基金在全球化经济中不断发挥的关键作用以及它们为母国和东道国带来的巨大好处。

《圣地亚哥原则》是主权财富基金努力采用最佳做法过程中一个里程碑式的成就。而国际工作组26个成员国和观察员国家一致批准这项自愿规则，更显示这个成就的重大意义。《原则》包含适当的治理和问责安排，并表明主权财富基金以审慎和稳健方式开展投资活动。《原则》规定了主权财富基金的操作标准。主权财富基金应协助维持全球金融系统稳定和资本自由流动；遵守投资接受国的一切有关监管和信息披露规定；根据经济和金融风险与收益方面的考虑进行投资；并建立透明和健全的治理框架，规定充分的操作控制、风险管理和问责制度。尽管《圣地亚哥原则》并未具体涉及保护主义问题，但通过遵守《原则》，可使接受国相信主权财富基金的投资决策并非出于政治动机，因此能降低接受国感觉的风险，以免其试图通过保护主义措施降低此类风险。

发布《圣地亚哥原则》和经合组织指导意见是重要的初始步骤，但至关重要是所有主权财富基金和接受国都执行和遵守《原则》。发布《圣地亚哥原则》后不久，主权财富基金设立了主权财富基金国际论坛（国际论坛），作为就《圣地亚哥原则》的应用交换意见的论坛。国际论坛的成员正在执行《圣地亚哥原则》方面取得进展。该进程虽然缓慢，但令人鼓舞。

经合组织指导意见的遵守情况是通过成员国相互审查程序加以监督的。一种有益的做法是让非成员国也参与该成员国的相互审查程序，我们希望大多数国家都不再拖延，立即加入经合组织的《1976年关于国际投资和多国企业的宣言》。目前，只有30个成员国和12个非成员国批准了该宣言。此外，以国家安全条款为幌子的做法对于某些接受国似乎具有诱惑力，然而其论据是牵强附会的。例如，笔者很难理解，收购一家金融机构10%以上的股权为什么会给接受国的国家安全造成问题。因此，我们欢迎经合组织未来继续进行与投资自由进程有关的工作（包括监督国家政策方面的变化）。

中国的案例

中国是世界最大的外汇储备资产持有国。规模的大小似乎是一个重要因素，至少从接受国的感觉而言如此。总体而言，央行和主权财富基金的规模是一个重要因素，因为过去五年中官方储备总额超过了以各主要储备货币为面值的短期政府债务的供应额。¹因此，官方机构需要传统资产类别以外的其他投资机会。

1 见基金组织《国际金融统计》关于储备的数据以及国际清算银行《证券统计》关于短期债务的数据。短期政府债务数据包含一篮子特别提款权货币中的主要和流动性最大发行国，即美国、日本和英国以及针对欧元区而言的德国和法国。短期证券的定义是剩余期限不超过一年的证券。

但必须强调的是，同判断任何其他主权财富基金或金融机构一样，判断中投的方法也应该是观其行，而中投的行为取决于它的治理和使命，而不取决于它的规模。对于接受国而言，任何一个主权财富基金的行为的意义都远大于其规模的意义。如果一个主权财富基金致力于在接受国进行长期投资，努力为双方争取双赢局面，就没有理由感到焦虑。中投的目标是：在符合其投资战略和投资组合需要的风险管理框架下，为股东获取最大限度的投资收益。作为长期投资人，中投致力于为东道国的金融稳定作出贡献，因为东道国的金融稳定符合中投的切身利益。

中投参与了《圣地亚哥原则》起草过程中的全部谈判，并为建立国际论坛进行了大量工作。虽然中投的业务活动两年前才开始，但对《原则》的执行工作正在中投全面展开。透明度十分重要，因此中投高度重视提高透明度。例如，在完成成立以来的第一个会计年度后，中投于2009年发表了2008年年报。中投还建立了一个国际咨询委员会，以便就开展全球投资活动谋求指导，使中投能吸收那些成立已久的主权财富基金和其他机构投资人的经验。

中投的经理人员认为，主权财富基金与接受国之间的互信是通过跨境资本流动（特别是长期投资）促进繁荣和金融稳定的关键。由于种种原因，高度的互信与合作目前仍然可望而不可及。实现这个目标还需要时间，而且道路可能不会平坦。然而，这个目标是能够实现的。中投是一个年轻机构，正在努力实现这个目标，而且我们高兴地看到中投并不孤单。