



## 石油动荡新时代的主权财富基金

作者：[Rabah Arezki](#)、[Adnan Mazarei](#) 和 [Ananthakrishnan Prasad](#)

2015年10月26日

由于油价暴跌，主要的石油出口国正面临多年来的首次预算赤字。其主权财富基金的资产近年来快速增长，但现在正在放缓；而一些国家则开始动用缓冲资金。

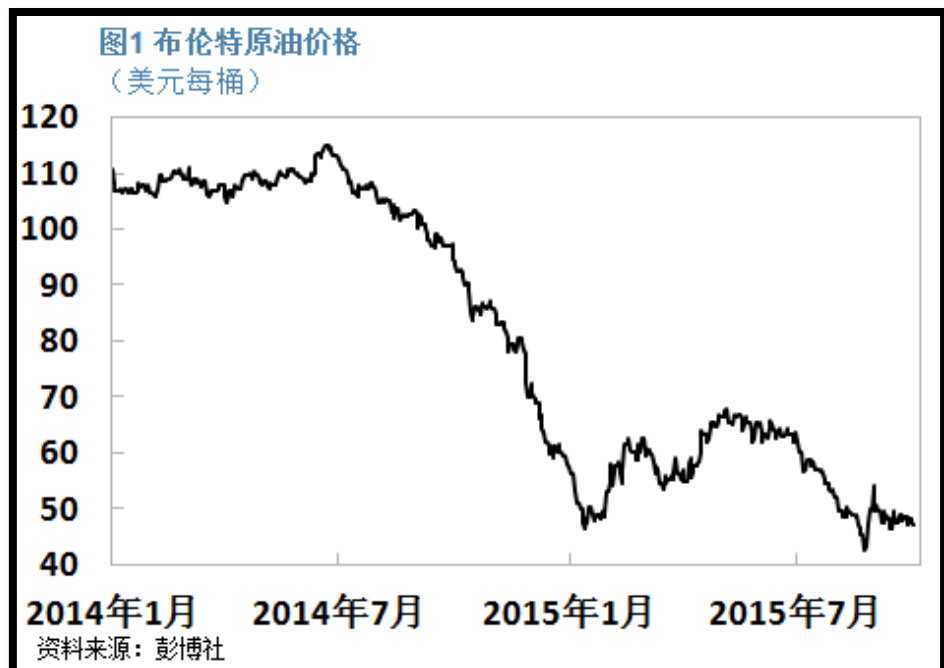
短期来看，这种现象不至于引起恐慌。大多数石油出口国拥有足够的缓冲来应对油价的暂时下跌。但是，如果低油价持续下去，将发生什么？政策制定者会如何应对？

我们在本文探讨的是低油价对石油出口国主权财富基金的影响，发现低油

价对这些国家的国内经济具有重要影响。全球资产价格所受影响将取决于主权财富基金的平仓在多大程度上不被世界其他地方的资产调整所抵消。

### 主权财富金的增长

在本世纪初，高油价带来的收入再分配使石油出口国出现经常账户顺差和外国资产快速积累。政府建立了新的主权财富基金，或扩大现有主权财富基金的规模，以帮助管理更大的金融资产池。



主权财富基金的全部资产都集中在少数几个国家。截至2015年3月，估计资产总额为7.3万亿美元，其中4.2万亿美元与石油和天然气有关。虽然主权财富基金之间存在较大差异，但现有的关于其资产分配的信息表明，投在股票和债券中的比重较大。

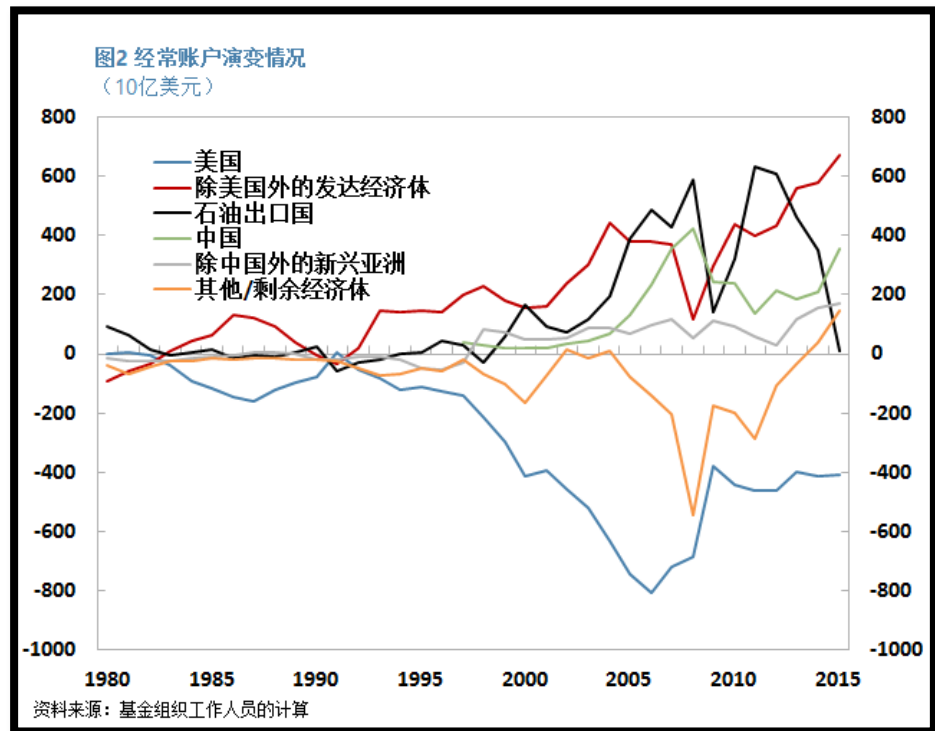
世界上最大的主权财富基金，2015年的估计		
基金	国家	资产管理规模 (10亿美元)
挪威政府养老基金 (NIBM)*	挪威	873
阿布扎比投资局 (ADIA)*	阿联酋	773
中国投资有限责任公司(CIC)	中国	747
科威特投资局 (KIA)*	科威特	592
中国国家外汇管理局	中国	547
香港金融管理局 (HKMA)	香港	400
新加坡政府投资公司 (GIC)	新加坡	344
卡塔尔投资局 (QIA)*	卡塔尔	256
全国社会保障基金	中国	236

资料来源：主权财富基金研究所

\*：碳氢化合物基金

## 油价和全球收入再分配

21世纪前十年一直维持着高油价，2011年，石油出口国的经常账户差额总额约为6300亿美元，超过了新兴亚洲的总和。然而，2015年，石油出口国的经常账户顺差正在消失，且这种下降趋势短期内不太可能得到扭转。根据目前的预测，其总共的经常账户差额到2020年将恢复到2000亿美元左右。



与21世纪前十年不同，近期的油价下跌主要由供应因素驱动，这些因素可能导致这两组主权财富基金资产积累的路径相脱钩。新兴亚洲（主要是石油进口国）主权财富基金的资产积累速度可能会加快，但石油出口国的基金则可能放缓。当然，这在很大程度上将取决于最大的主权财富基金在低油价环境下做出的战略资产分配选择。

## 对全球资产市场的影响

[油价下跌对资产价格的总体影响](#)将取决于石油进口国的边际储蓄倾向是否低于石油出口国等因素。油价下跌往往会将财富从石油出口国转移到高储蓄的新兴亚洲国家，也会转移到许多其他国家，包括大型发达经济体，其中一些的储蓄倾向较低。从全球角度来看，这意味着全球储蓄降低和利率上升。

产油国主权基金储蓄的确切跌幅当然要取决于其财政和对外经常账户差额的变动情况。主权财富基金的市场操作也将取决于政府选择借用或动用自己的财政缓冲，包括那些存于主权财富基金的缓冲。沙特阿拉伯于 2007 年向本地银行发行了首个主权债券，为其财政赤字提供资金。

此外，石油出口国的主权财富基金[持有大量的美国国债](#)和私募股权。我们的保守计算表明，在油价下跌前，估计 2015 年仅海湾合作委员会成员国的合并财政盈余约为 1000 亿美元，2015 年至 2020 年估计约为 2000 亿美元，但是，从目前情况来看，2015 年的合并财政赤字可能将达到 1450 亿美元，而 2015-2020 年则将超过 7500 亿美元。这意味着 2015 年仅海湾合作委员会的主权财富基金净资产变动为 2500 亿美元，2015-2020 年则为 9500 亿美元。

考虑到美国料将收紧货币政策（特别是在担心市场流动性、避险情绪增强以及一些新兴市场外汇储备减少的背景下），主权财富基金资产积累路径的大幅变动可能会对金融市场产生直接影响。

[美联储经济学家的一项研究](#)表明，如果流入美国国债的外国官方资本在一个月里减少 1000 亿美元，则短期内五年期国债利率将上升 40 至 60 个基点左右，长期影响则约为 20 个基点。

## 国内影响

至少在中期内，这一切对石油出口国主权财富的积累意味着什么？

低油价的环境可能会考验石油出口国政府与其主权财富基金之间的关系。如果不削减公共支出，政府可能会减少向这些主权财富基金转移财政收入。与此同时，动用主权财富基金资产的压力可能会增加。

根据我们的估计，按照现有财政计划和石油价格预期，在中东石油出口国当中，仅阿联酋、卡塔尔和科威特的财政缓冲能够持续 25 年以上。巴林和也门将在未来两年用尽其财政缓冲，而大多数其他国家则将在四至七年内耗尽其财政缓冲。

尽管这些石油出口国的政府仍然可以通过借贷来为其支出提供资金，但是，如果他们希望实现与后代公平地分享石油财富和经济稳定的双重目标，就可能会明智地选择减少开支。

\*\*\*\*\*



**Rabah Arezki** 是基金组织研究部大宗商品研究主管。Rabah 撰写过关于大宗商品、国际宏观经济学和发展经济学的文章。他曾领导并参加了基金组织赴非洲、中东和中亚的各次代表团。他也是美国布鲁金斯学会和牛津大学的非常驻研究员。他在学术和其他期刊上发表了大量文章，并与他人共同编辑了若干著作。他拥有位于法国巴黎的国立统计与经济管理学校的理学硕士学位，以及意大利佛罗伦萨的欧洲大学学院的博士学位。



**Adnan Mazarei** 是基金组织中东和中亚部副主任。他在中东政策方面经验丰富，并研究该地区不少国家的经济政策。他拥有加州大学洛杉矶分校的博士学位。



**Ananthakrishnan Prasad** 是基金组织中东和中亚部副处长兼科威特和阿曼代表团的团长。他拥有印度孟买大学的博士学位，美国匹兹堡大学的金融方向工商管理硕士学位，以及印度孟买大学的商务硕士学位。他撰写了若干关于宏观经济和金融部门问题的出版物，也是由基金组织和牛津大学出版社（2013 年）联合出版的《海湾阿拉伯国家的宏观经济》一书的作者。