

新标准下的 主权财富基金

位于沙特阿拉伯朱拜勒的石油工厂。

Mohamed A. El-Erian

随着全球金融危机的减弱，国有投资公司在把握新一轮的机遇和应对不断变化的风险方面占据先机

主权财富基金是具有长期投资视野的国有投资实体，其属于那种最有能力在全球危机过后引领金融市场的投资者。不过，全球经济的复苏进程将可能延续数年并充满曲折，主权财富基金在这样的背景之下也将面临潜在挑战。

主权财富基金应对这些挑战的方式将会直接体现出其为造福当代、造福子孙而进行的国民财富投资的效果。在今后数年中，动荡不安的全球经济将会在经济增长的系统驱动因素、就业、财富以及福利创造等方面经历重大变化，而主权财富基金应对挑战的成果也将影响其在稳定全球经济中所起到的作用。

本文将探讨三个主要话题：主权财富基金在全球金融危机爆发前夕的状况、它们的现状，以及未来启示。

当危机爆发时

在本次世界金融危机最危急时刻以及全球经济和社会政治紊乱到来之前，主权财富基金的状况总体看主要表现在以下三个方面：

- 基于其“长期投资资本”特性以及长期目标导向，主权财富基金逐渐采用更大胆的投资方法，包括承担更大的流动性风险和股权投资风险；

- 这些基金对外国资本持有本国实体资产表现出更高的敏感度。基于此，《圣地亚哥原则》得以制定，这是主权财富基金就一系列自愿原则达成的联合协议。该协议强调透明和健全的治理结构、适当的监管和信息披露要求，以及商业化的投资与风险管理方法；

• 其所处的国家国内经济繁荣发展、国际储备持续增长、信贷获取十分便捷，这样的国内环境对主权财富基金的运作十分有利。

以上三个方面均被视为有利于提高风险调整后的资本长期回报。这几个方面也反映了当时在私人 and 公共部门均广为流传的一个观点，即在经济和政策领域出现了周期性和非周期性的“大缓和”。“金发女孩经济”（经济既不过热，也不过冷）这一词汇成为这一时期流行的车尾贴用语。

总体而言，正如几乎所有金融与政策领域的部门那样，主权财富基金被2008年9月华尔街投资银行雷曼兄弟公司破产所引发的全球流动性和融资的停滞打了个措手不及。事实上，在一夜之间，随着越来越多的市场运转不畅，所有风险因素（尤其是流动性风险）均遭遇翻天覆地的重新定价，全世界的投资者都深受其害。结果，全球市场普遍经历了“突然失灵”，尽管其程度有所区别，但都十分显著。

由于全球金融服务部门处于风暴中心，主权财富基金直接持有的金融公司资产所遭受的压力尤为强烈——那些很早就投资于主要西方银行的基金受到的冲击更甚。此外，一些主权财富基金发现，其非但无法继续获得大量新的资金流入，反而迫于压力需要帮助那些全国性（有时是区域性）的企业解决突发性的紧急现金需求。

投资回报瞬间蒸发

其结果是，主权财富基金在2009年3月前的6个月里发生了巨大变化：投资回报出现巨额亏损；对现金、担保物和交易对手的管理成为风险管理中需要更加优先考虑的问题；一些孤立的流动性压力开始出现；主要的战略决策被推迟，直至全球金融体系的情况及其发展方向变得更为明朗。

更普遍的情况是，全球市场失灵导致了新兴市场经济体资产负债管理长期变革的暂停；而在这个过程中，许多具有系统重要性的国家和地区一直在稳步提升资产负债管理水平，从最开始对改善的经济局面延期确认，到之后的债务回购，再到实施更先进的资产管理。一些新兴经济体认为，最好的办法是等到全球经济变化更为明朗之后再重新启动变革的后续阶段，在这一阶段通常涉及经济管理方式的重大改变（如将直接控制转变为更多地依靠间接手段）。

许多工业国对主权财富基金的看法也发生了显著改变。最明显的是，那些曾一度警告主权财富基金不要直接投资其国内公司的国家开始积极寻求这些基金的投资，以便抵御其国内私人部门去杠杆化（资产剥

离）所造成的破坏性影响。如今局面已经得到扭转。这些国家开始恳请主权财富基金帮助那些苦苦挣扎的公司进行资本重组——或者通过注入现金，或者通过将对这些公司的更高的索赔权换成在公司资本结构中较低级的金融工具。

主权财富基金当前状况

主权财富基金在全球金融危机逐渐减弱时面临的主要问题是什么？回答这个问题需要对全球经济现况及其变化趋势进行透彻的分析。

由于大刀阔斧地采用“不惜一切代价”的危机管理模式，从而为公共部门注入了巨额资本和流动性（主要是在发达经济体），全球金融体系在2009年开始走上正轨。主要金融市场（尤其是短期融资和流动

“一些主权财富基金已经在计划和实施具有全球眼光的前瞻性资产配置。”

性管理市场）重新开始平稳运行；公司能够通过发行债券筹集新资金；虽然对交易对手的信心不如以前，但这种信心还是获得了一定程度的恢复。

全球金融体系的核心部分已经克服了2008年9月15日雷曼兄弟倒闭以来所经历的大规模休克状态。这是好消息，这是大胆而富于想象力的政策措施带来的结果。

但是，由于2008—2009年全球金融危机非常严重，大胆的政策措施也不能完全抵消金融危机对全球经济其他部门造成的破坏。经济增长和国际贸易遭到打击，失业率急剧升高，其中工业国受到的打击尤其严重，这与以往的危机明显不同。

大胆的政策措施不可避免地造成了风险和意外后果。非商业性的考虑开始影响重要市场（包括美国住房抵押贷款支持的部门）的运行和估值。中央银行的资产负债表由于从私人部门获取了资产而迅速膨胀。由于政府为刺激经济而进行巨额开支以及税收收入减少，公共债务急剧增加。这些形成“附带损害”的要素已成为市场和经济的重要驱动力。只要看看欧洲所发生的一切就明白了。在欧洲，债务危机演变为需要欧盟和欧洲央行在IMF的大力帮助下采取大规模政策措施的区域资源错配。

全球金融危机正逐步减弱，取而代之的是资产负债表的一系列错配步入下一阶段，而这个阶段可能持续数年。对私人部门的担忧已经被对工业国公共资产负债表的更大担忧所取代——事实也确实如此。主权

风险正在集聚。监管政策也在不断变化。关键制度的完整性面临压力。高水平的结构性失业引发了经济、政治和社会方面的担忧。

新标准

以绝对数额以及占GDP的比重来衡量的公共债务的剧增是被太平洋投资管理公司（PIMCO）称为经济“新标准”的重要组成部分。虽然预测这种新标准的每个组成部分是什么还为时尚早，但某些要素已经清晰可见了。

未来3—5年间可能会出现如下重大变化：

- 严重依赖金融部门的经济体的经济趋势增长率降低；
- 工业国的失业率居高不下，之后其自然失业率也逐步被推升至高位——这种情况通常出现在社会安全网更为脆弱的环境下；
- 从强调自由市场活动向提倡更多政府介入的显著转变；
- 核心国家和边缘国家之间的明显分化（在欧元区最显著）；
- 银行活动和其资产负债表的风险由于监管的引导而显著减少。

总之，2008—2009年的全球金融危机标志着一个以高杠杆、信贷扩张和高负债为显著特征的宏大时代的终结。在那时，人们认为基于遥远未来的预期收入以及价格大幅上涨的预期进行大宗消费是理所应当的。而现在，由金融驱动的经济不再被视为发展的更高、更稳定阶段。同时，随着一些具有系统重要性的新兴经济体从金融危机中突围，世界必须找到能让经济实现长期重组的办法。

这种新标准将进一步使工业国和新兴市场经济体之间的传统差别变得模糊。该标准还可能涉及对美国的分析性表征的逐渐转变——从一个基本上封闭运行的大型经济体变为对世界其他地区的发展更加开放和更加敏感的国家。

全球金融危机还降低了盎格鲁—萨克森经济模式的地位和可信度，这种模式强调自由化、去监管化、相互关联以及不受限制市场。这一模式曾为全球融合提供了巨大的吸引力。由于缺乏促进全球融合的其他推动因素，新标准中的更大压力可能使全球化进程中的某些方面陷入停顿甚至发生逆转。

对国有投资机构的启示

这些因素共同促使了全球投资者（包括主权财富

基金）运作环境的重要变化。鉴于此，投资者需要调整投资策略、风险管理以及业务和其他运营策略。这要求将人力、技术和分析资源的最优组合进行富有挑战性的调整，并改善与经济和政治领域的利益相关者（包括政治赞助者和整个社会）之间的沟通。

在通往新标准的坎坷路途上，主权财富基金能够更好地掌控和驾驭：其稳定的长期投资资本和长期目标导向使其在起步时占据优势。实际上，问题不应该是长期投资资本是否有能力采取首先行动的策略——事实本就如此。真正的问题是它是否愿意这样做。对操作流程的要求将检验主权财富基金治理结构的响应能力、其投资过程的稳健性，以及其内外部沟通活动的有效性。

治理结构需要对周期性和非周期性变化的交织做出反应，即随时间推移相应地从“防守型”转向“进攻型”。

在最基本的水平上，金融机构需要来自监管部门的明确的总体性指导，这样主权财富基金经理能够以一种前瞻性的长期方式来分配其管理的资产，这种方式由可靠的现金、流动性、交易对手和抵押物管理提供保障。

此外，全面的风险管理框架必须对尾部风险（指不常发生，但一旦发生就会造成灾难性后果的事件）进行有针对性且经济有效的管理，从而对传统资产类别的多样化进行补充。

主权财富基金的监管部门必须要依靠具备前瞻性分析方法和技术的基金经理和工作人员。他们也必须保护主权财富基金免受（国内、地区和国际范围内）非商业活动压力这一方面发挥更大作用。

对于监管投资管理关键领域的响应架构的建设无法一蹴而就。其需要在能够动态开发必要框架的过程中持续投入更大的努力，并因此确保投资决策的可信度和基础牢固程度相对较高。

在通向新标准的崎岖路途上，要实现卓越的驾驭需要具备以下几方面的条件：首先是以审慎的现金储备、流动性、交易对手和担保物管理等形式构建强大的防守体系。一旦实现了这一点，投资者就能更有信心寻求那些能充分体现主权财富基金更卓越的流动性风险承受能力的投资机会。例如，当估值体系出现混乱时，价格上涨将与新标准的实际情况一致，并且存在着伴随价格上涨的可识别的短期刺激因素，这些因素使技术分析和基本面分析各自得出的价值之间的差别缩小。

正如伦敦商学院的Don Sull（Sull，2009）在其详尽的研究中所作的令人钦佩的阐述那样，满足新标准还要求制度上的适应性和灵活性。

理论上，主权财富基金的适应性和灵活性优于许多其他投资者。例如，由于缺少迫使许多投资者在国内证券上进行大宗交易的本土偏好，一些主权财富基金已经在计划和实施具有全球眼光的前瞻性资产配置。

这些考虑绝不应该低估这样一种现实，即主权财富基金在国内外均处于复杂的社会政治背景下，因此其必须获得其政治赞助者以及整个社会的信任。的确，这对在公共部门中建立投资管理业务的契约来说是至关重要的。

沟通越来越多地被认为是确保公共部门进行大宗买进所不可或缺的——在好坏年景都是如此。全球金融危机凸显了为政治家和其他人士创造适当机会来评估主权财富基金投资组合变动情况的重要性。这需要提供超出传统水平的信息披露，一些主权财富基金已经开始在这方面进行努力。

适当的沟通和法律保障有助于最大程度地降低特殊利益集团非法获取主权财富基金的风险。关键是及时公布关于主权财富基金目标、总体战略和中期评估标准的信息，并提高透明度。

所需的重组

在全球金融危机之后的一段时间里，世界将处于

主要的周期性资源错配和大规模的非周期性重组的过程中。通往新标准的崎岖之路意味着全球经济的几乎所有组成部分都必须进行重组。

虽然主权财富基金无法完全回避全球金融危机，但它们的恢复情况良好，同时整体上已准备好探索通往新标准的征程。实际上，其资本储备的长期特性及其目标函数的长期属性是全球所有投资者最佳的投资工具集合。

主权财富基金能否充分利用其优势还远未确定，这也不会自动完成。若要获取成功，主权财富基金需在对治理、投资过程和沟通领域的挑战的制度性响应方面则进行持续改进。

这些改进实施起来并非易事。它们可能会使一些主权财富基金偏离其运行的舒适区并带来风险。但是，考虑到全球经济当前和未来变化的规模，依照惯例采取退缩性的替代措施可能会引发更大的风险。■

Mohamed A. El-Erian是全球投资管理公司太平洋投资管理公司（PIMCO）的首席执行官兼联席首席财务官。本文内容仅代表作者个人观点，未必反映PIMCO的观点。

参考文献：

Sull, Donald, 2009, The Upside of Turbulence: Seizing Opportunity in an Uncertain World (London: Harper/Collins Press).

政府采购体制变革时代的必备宝典，商务部世界贸易组织司审定！

《政府采购协定》ISBN：978-75095-1793-2

中国财政经济出版社，2009年10月出版，定价：160元



《政府采购协定》是世界贸易组织的重要框架之一，是《建立世界贸易组织协定》的4个附件之一，是各缔约方对外开放政府采购市场，以实现政府采购国际化和自由化的重要法律文件。世界贸易组织的《政府采购协定》在政府采购方面，对中国有着重要的影响，同时也对中国提出了挑战。在当前国际金融危机的背景下，奉行互利共赢的开放战略，反对贸易保护主义，积极主动地加强与世界各国的经贸合作，才是应对挑战的解决办法。

本书由翻译《乌拉圭回合多边贸易谈判结果：法律文本》和《中国加入世界贸易组织法律文件》的专家翻译，资料全面，采用中英文对照方式，同时配有相关规定的法文版、西班牙文版等，易于使用和查询，是迄今为止资料收录最为全面的协定文本。

本书可作为负责政府采购管理的各级政府部门制定采购政策、对外贸易企业探索国外政府采购市场商机和大专院校进行政府采购领域学术研究的重要参考资料。

订购咨询热线：010 - 88190916

地址：北京市海淀区阜成路甲28号938房间

电子邮件：wumin@cfeph.cn

邮 编：100142