

# 金融危机下主权财富基金的投资动向研究

## A Research on Investment Trends of Sovereign Wealth Funds during the Global Financial Crisis

王 遥

WANG Yao

(中央财经大学财经研究院 北京 100081)

**[摘要]** 全球金融危机对 SWFs 的投资策略产生了深远的影响。SWFs 由 2008 年第一季度的投资过热转向投资萎缩；它们在金融服务业遭受了巨大的损失，部分主权资金分移出去，但金融部门依旧是 SWFs 最主要的投资目标；受巨大投资损失和国内经济恶化的影响，部分主权资金退回国内市场。但是，新的交易似乎表明，SWFs 已再次开始把目光投向海外寻找赚钱的投资机会。事实上，目前的环境为有耐心的投资者提供了丰富的机会，此时的投资时机恰好遵循了古老的投资真理——“低卖高买”，这点应该尤为 SWFs 所重视，它们应该开始寻找战略性投资以进一步实现其盈利目的或国内长期经济发展目标。

**[关键词]** 金融危机 主权财富基金 投资动向

[中图分类号] F831.59 [文献标识码] A [文章编号] 1000-1549(2010)02-0027-06

### 一、引言

主权财富基金 (Sovereign Wealth Funds, SWFs) 毋庸置疑是近年来最受瞩目的国际投资者，它们已控制了总额约 2 万亿美元的资产，投资范围覆盖了发达世界以及一些新兴经济体在内的几乎所有国家，在全球 1/5 的公司里占有一席之地，具备了平息或扰乱国际金融市场的双向能力。2008-2009 年的全球金融危机使 SWFs 遭受重创，但它们正从金融危机的巨大投资损失中修复<sup>①</sup>，一些基金忙于挽救本国金融体系，更多的基金则继续在世界各地进行投资。由于 SWFs 越来越重要的国际地位和投资的敏感性，金融危机下主权财富基金的投资动向，成为值得关注的问题。

本文的研究采用了 Monitor Group 的定义，他们根据 SWFs 区别于其他政府投资工具的潜在特征，认为主权财富基金作为投资基金，至少要符合 5 个标准：(1) 由主权政府直接拥有<sup>②</sup>；(2) 其运作与其他的国家金融机构完全独立；(3) 它没有显著的养老金义务<sup>③</sup>；(4) 它投资于多种多样的金融资产类别，追求商业回报；(5) 其公布的国际投资已占相当的比例。目前，满足 Monitor Group 标准的有来自 23 个国家的 32 个基金<sup>④</sup>。其中新加坡 2 个，阿联酋 9 个。按地区划分，大约 40% (14 个) 的总部设在中东和北非；来自亚太地区的基金占了 1/3 (10 个)；4 个基金的总部设在撒哈拉以南非洲，3 个基金在非太平洋地区的亚洲；此外，挪威拥有欧洲唯一符合此定义的资金。32 个基金管理的资产总价值约为 1.8 万亿美元

收稿日期：2009-10-25

作者简介：王遥，女，江西人，中央财经大学财经研究院副研究员，经济学博士，北京银行博士后，研究方向：金融理论与资本市场。

※ 本文获教育部人文社会科学应急项目“全球金融危机冲击下的中国：宏观经济政策选择和结构调整” (项目编号：2009JYJR001) 资助。

① 根据美国外交关系委员会的估计，仅波斯湾地区的 SWFs 在金融危机中的投资损失就超过了 300 亿美元 (Setser and Ziemba, 2009)

② 因为阿联酋联邦各酋长国拥有相当于主权利力的决策权，阿布扎比 (Abu Dhabi)，迪拜 (Dubai) 和拉斯阿尔卡麦 (Ras Al Khaimah) 的基金是这一标准的例外。

③ 挪威政府全球养老基金成立于 1990 年，前身是石油基金；它是一个长期储蓄工具，以帮助应付与老龄化有关的财政承诺，而没有明确的养老金负债现金流。因此尽管名字容易让人产生联想，但它是主权财富基金。

④ 我们的标准过滤掉了一些经常在主权财富基金清单中被列出的几个基金。例如迪拜国际资本公司，因为它是在迪拜统治者的个人财富基础上设立的；因此，它更像一个私人股本基金。我们也完全排除了以货币稳定、经济发展或慈善等非商业目的原因而设立的基金。

元,其中最大的基金是挪威政府全球养老基金,估计有3260亿美元。32个基金中,大约有一半的基金是在近十年建立起来的,且三分之二建立于2003年以后。

## 二、金融危机下主权财富基金投资动向研究<sup>①</sup>

### (一) 由投资过热转变为投资萎缩

全球金融危机在2008年开始已对SWFs的投资策略产生了深远的影响。如图1所示,在2008年第一季度,SWFs表现为投资过热,这一时期交易数量(56笔)占了全年的1/3,交易价值(678亿美元)占全年的53%。然而,2008年3月贝尔斯登的崩溃,成为SWFs由投资过热转向投资萎缩的分水岭。在第二季度,SWFs的交易数量几乎减少了一半(从56笔到30笔),交易价值仅为第一季度的14%(95亿美元)。第三季度,SWFs的投资势头略有恢复,交易数量(38笔)和交易价值(153亿美元)均有所回升;第四季度,SWFs完成了53笔总价值为351亿美元的交易,虽然交易数量较第三季度增长不多,但交易价值却是第三季度的两倍多,且比第二、三季度交易价值的总和还要多100亿美元,这似乎表明SWFs投资积极性的恢复;但是,如果剔除中国投资公司(CIC)对中国农业银行投入的200亿美元,第四季度的交易价值实际上与第三季度的相同。而且,与第一季度相比,第四季度依旧显示了投资萎缩的趋势。

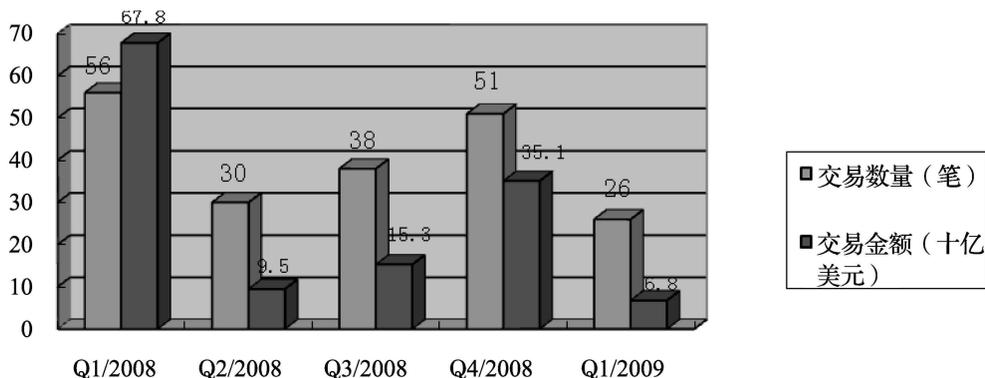


图1 2008-2009年各季度SWFs投资交易的数量和金额

这种趋势在2009年第一季度进一步得到了验证。SWFs在这一季度仅进行了26笔交易,投资价值为68亿美元——这是自2005年以来SWFs投资支出最少的一个季度。鉴于目前的经济和金融环境,这种投资萎缩现象毫不奇怪。加上2008年石油价格暴跌和全球经济贸易减少的影响,SWFs收入来源减缓;而SWFs投资上市公司的亏损估计达到了670亿美元<sup>②</sup>;动荡的投资环境和损失困境使SWFs更倾向于规避风险。因此,在2009年第一季度,他们仍继续在全球经济中审慎行动,通过缩减其收购行为以反映他们对递增的市场风险的看法。与此同时,一些SWFs,特别是卡塔尔投资局(QIA)和科威特投资局(KIA),被要求帮助其国家摇摇欲坠的金融服务部门度过难关;这些在2008年底宣布的资本重组有的蔓延到2009年,从而也减少了SWFs在海外的投资支出。

### (二) 投资领域广泛,仍以金融服务业为主

2008年,SWFs在各部门的投资与2007年类似,投资范围广泛,金融服务业仍旧是SWFs最主要的投资目标。如图2-3所示,从交易数量来看,交易活动的分布比较平均,28%的交易发生在金融服务业(49笔),18.19%发生在房地产行业(39笔),13%发生在能源和公用事业行业(26笔),9%发生在工业(18笔);但从交易价值来看,资金主要集中在金融服务业(922亿美元,75%),而房地产业、能源与公用事业和工业分别只占总交易价值的8%、7%和6%(103亿美元、95亿美元和78亿美元)。从比较中可以分析出,2008年SWFs在金融服务业的投资比重甚至超过了往年(2000-2007年,金融服务业交

<sup>①</sup> 本部分数据来源除特别说明,均来自Monitor Group的SWF数据库。

<sup>②</sup> Veljko Fotak, Bill Megginson, Hui Li "Sovereign Wealth Fund Losses in Listed Firm Stock Investments" in *Weathering the Storm: Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008*, ed. William Miracky, Bernardo Bortolotti (Monitor Group, Cambridge, MA: 2009).

易数量占全年总交易量的 19%，交易价值占比 44%）。其中，主要是对 OECD 市场的金融服务业的投资，共 24 笔交易，总价值为 691 亿美元，但主要是在第一季度完成的。

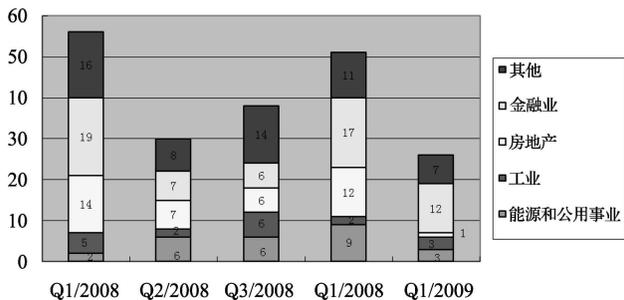


图 2 2008-2009 年各季度 SWFs 投资于各部门的数量

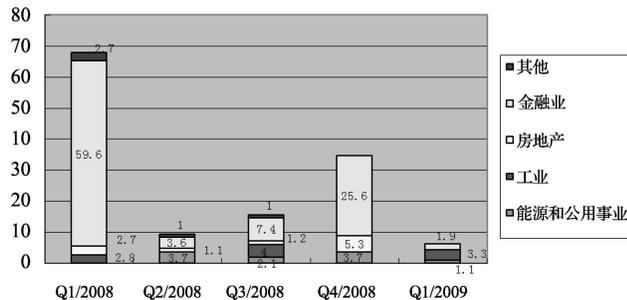


图 3 2008-2009 年各季度 SWFs 投资于各部门的交易价值

在 2008 年第一季度，基于对次贷危机的认识不够，SWFs 延续了 2007 年第四季度抢购西方银行股份的热潮。它们向欧洲和美国金融机构提供了总额为 579 亿美元的急需资本<sup>①</sup>，其中新加坡政府投资公司 (GIC) 投资 335 亿美元 (58%)，科威特投资局 (KIA) 也作为重要的投资者向花旗集团和美林注入了 50 亿美元。仅仅在几个月后，美国和欧洲银行股票价值的迅速下跌，使 SWFs 蒙受了巨大损失。第二季度，SWFs 全面缩减了对外投资，投资重点也从金融服务业分移出，只进行了 7 笔价值为 36 亿美元的交易，而在第一季度有 19 笔交易，价值 596 亿美元。第三季度，SWFs 对金融服务业的投资继续减少 (6 笔)，但交易价值却是第二季度的两倍多 (74 亿美元)。第四季度，SWFs 投资金融服务业的交易数量明显增多 (17 笔)，交易价值也增至 256 亿美元，但其中的 200 亿美元来自于中投公司 (CIC) 对中国农业银行的注资；因此第四季度的交易数量虽回升，但其他交易的价值很小，这说明 SWFs 的投资非常审慎。2008 年，SWFs 在 OECD 区域的金融服务业的投资受到的打击尤其大，在 2008 年第二和第三季度，只有 2 家主权财富基金向 OECD 金融服务业投资——卡塔尔投资局在 6 月投资英国的巴克莱 (35 亿美元)、7 月淡马锡投资美林 (30 亿美元)。第四季度，也仅有卡塔尔投资局延续了之前的投资行为，继续向巴克莱和瑞士信贷银行注资以调整银行的资本结构。

2009 年第一季度，占比 46% 的交易量 (12 笔) 说明，金融服务业依旧是 SWFs 的重点投资目标，但其 28% 的交易价值 (19 亿美元) 比 2008 年各季度的投资价值均要萎缩。在该季度的 12 笔金融服务业交易中，有 5 笔是 2008 年第四季度推出的国内金融服务业的救助计划，交易价值 8.85 亿美元。OECD 市场的金融服务业又重新获得 SWFs 的青睐，剩下的 7 笔交易均发生在 OECD 国家，公开的交易价值为 8.71 亿美元，其中 8 亿美元来自 CIC 对摩根斯坦利旗下的一只房地产基金的投资；另外，新加坡的 GIC 和澳大利亚未来基金联合购买了私募股权基金 Apax Partners 7.7% 的股权。

2008 年，房地产业也是 SWFs 投资的主要部门，尤其是在新兴市场。在 39 笔房地产投资交易中，只有约 1/5 的交易 (总价值为 103 亿美元) 发生在发达国家市场，超过一半的投资 (21 笔，价值为 520 亿美元) 在新兴市场。亚太地区的房地产最具吸引力，SWFs 在该地区进行了 17 笔交易，共投资约 350 亿美元<sup>②</sup>。全年中，SWFs 在第二、第三季度的投资萎缩最严重，第四季度对房地产业投资金额最多，共进行价值为 53 亿美元的交易，相当于第一季度 (27 亿美元) 的两倍，但第四季度的交易数量 (12 笔) 比第一季度略少 (14 笔)。2009 年第一季度，全球金融危机对其他经济部门的影响不断显现，房地产业的风险很高，SWFs 只进行了一笔交易——IPIC 斥资 130 万美元购买阿布扎比的 AIR eem 岛的土地。

① 这是 2007 年第四季度投资趋势的延续：阿布扎比投资局投资 75 亿美元，获得花旗集团 4.9% 股权；中国投资公司 (CIC) 投资 50 亿美元获得 10% 摩根斯坦利股权；淡马锡投资 44 亿美元获美林 9% 股权。

② 其中的 10 笔交易发生在新兴市场，然而，只有一半的交易公布了其价值，总计 71.8 亿美元。

2008年, SWFs对工业部门的投资相对较少, 只在第三和第一季度分别进行了6笔、5笔交易(价值40亿美元和28亿美元), 而在第二、四季度均只进行了2笔交易, 且交易价值很小。但是, 在2009年第一季度, 虽然SWFs对工业只进行了3笔交易, 却是SWFs支出最多的部门, 交易价值达到了33亿美元(占该季度总交易价值的49%); 主要来自于IPIC对英国著名汽车公司戴姆勒和德国MAN Ferrostaal公司的投资。

SWFs对能源和公用事业的投资并没有因为金融危机而有所减少, 在2008年第一季度投资过热的背景下, SWFs只进行了2笔交易价值很小的该部门交易, 但第二季度以后, 在总投资萎缩的背景下, SWFs对该部门的投资反而大幅增加(各季度交易量分别为6笔、6笔和7笔, 交易价值37亿美元、21亿美元和37亿美元)。2009年第一季度, 能源部门似乎依旧对SWFs充满吸引力, 共进行了3笔总价值为11亿美元的交易; 不过, 这些交易全部来自阿布扎比的SWFs——ADIA、Mubadala和IPIC, 目的是为了扩大其石油产出, 如Mubadala购买泰国石油公司, IPIC购买Oil Search(开发巴布亚新几内亚石油储备的公司)5年可转换债券; 阿布扎比投资局购买哥伦比亚国家石油公司0.07%的股份。

### (三) 重点关注新兴市场和国内市场

2008年, 从交易价值上看, SWFs在OECD市场投资了872亿美元, 比2007年的596亿美元有所增加; 而在新兴市场, SWFs投资了409亿美元, 与2007年大致相同。然而, 从交易数量上看, SWFs在OECD市场进行了76笔交易(43%), 而在新兴市场投资了99笔交易(57%)。这说明, SWFs在新兴市场投资了更多价值较小的交易。亚太地区的新兴市场对主权投资者尤其具有吸引力, 它们在该地区进行了67笔交易, 总价值317亿美元; 相比之下, 中东及北非地区则仅获得40笔投资, 交易价值135亿美元。SWFs同时还把目光转向了国内市场, 改变了自2003年以来国内市场投资的减少趋势。超过1/4(26%)的交易和投资(337亿美元)发生在国内市场, 而2007年SWFs对国内投资的交易量占17%, 价值为321亿美元(31%)。

从图4、5中我们可以看出, 2008年第一季度, SWFs主要在国外市场投资(49笔, 占当季交易数量的88%), 且OECD市场吸引了94%的SWFs资金(637亿美元); 第二季度, SWFs投资全线萎缩, 但依旧主要面向国外市场(27笔, 占当季交易数量的90%), 只是资金已从OECD市场大量退出(49亿美元, 占当季交易价值的比例从94%下降为52%), 转向了新兴市场(46亿美元, 占比48%); 第三季度, SWFs投资势头略有恢复, 但对国内市场的投资显著增加(交易数量占比由10%增到37%, 14笔), 在国外市场的交易绝对数量减少(24笔); 从交易价值上看, 投入OECD市场的资金比第二季度增加(87亿美元), 但比第一季度相差显著; 第四季度, 新兴市场是SWFs最主要的目标市场, 在53笔交易中, 有36笔发生在新兴市场; 该季度, SWFs国内经济部门也成为其重要投资目标, 因为SWFs要寻求加强本国抵抗全球经济衰退的能力, 并落实各项救助和经济刺激计划。43%的交易(23笔)发生在本国市场; 在交易价值方面, 96%投资于新兴市场的资金投向了国内市场(256亿美元); 也就是说, 第四季度SWFs只在非本国的新兴市场投资了10亿美元。

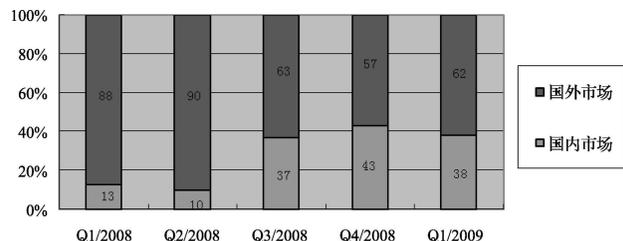


图4 2008-2009年各季度SWFs投资交易数量：国内和国外占比

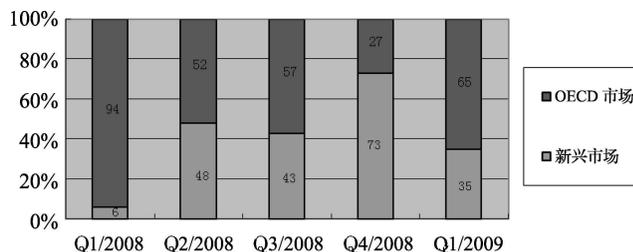


图5 2000-2008年各季度SWFs投资交易价值：OECD和新兴市场占比

与2008年下半年投资热点转向国内市场相比, 2009年第一季度, SWFs的投资兴趣又开始回到国外市场寻找投资机会; 将近2/3的交易(16笔), 88%的交易价值(309亿美元), 是在国外市场进行的。

同时，与2008年下半年不同的是，SWFs向新兴市场倾斜的趋势又发生了改变，2009年第一季度，2/3的投资资金（256亿美元）投向了OECD市场。

从区域分布看（如图6、7），2008年，在交易数量上，SWFs在亚洲进行了最多的主权投资交易（67笔），其次是中东及北非、欧洲（38笔），而金融危机重灾区的北美，只获得了26笔交易；但从交易价值上看，SWFs向欧洲和北美分别投入了487亿美元和336亿美元的资金，向亚洲投入317亿美元，而中东及北非仅获得135亿美元的资金。

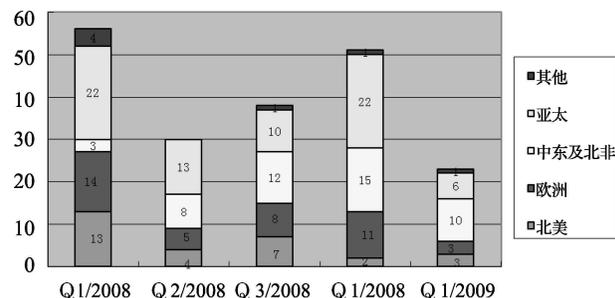


图6 2008-2009年各季度按区域划分的SWFs投资数量

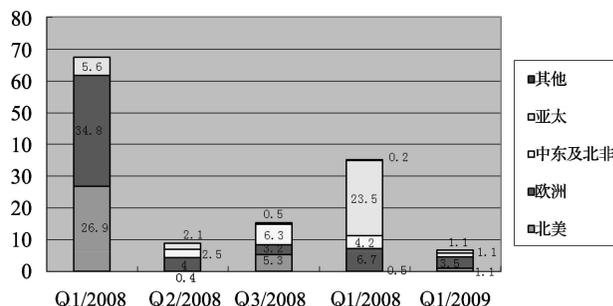


图7 2008-2009年各季度按区域划分的SWFs投资价值

其中，欧洲和北美在2008年第一季度获得了全年71%和80%的主权投资资金，因为大都是金额巨大的金融机构投资，所以虽然交易数量比亚洲（22笔）的少，但交易价值要远远超过亚洲（56亿美元）；表现了该季度SWFs对金融服务业的投资过热。第二季度SWFs在美国和欧洲的投资萎缩最大，只有2笔价值约为4亿美元的交易在美国进行，欧洲仅有4笔价值约40亿美元的交易；而在第一季度，SWFs分别在这些地区投资了价值为264亿美元（12笔）和333亿美元（13笔）的交易；该季度SWFs对亚太地区进行了最多的交易（13笔），但投资金额萎缩了一半（21亿美元）；中东及北非（MENA）共发生8笔交易（第一季度仅有3笔），交易价值达到25亿美元，主要是MENA在本区域的投资，反映了MENA退回本国市场的投资动向。第三季度，SWFs从巨大的损失中恢复了一些投资势头，除亚太地区外，SWFs对各区域的投资数量均有所增加，其中对中东及北非投资最多（12笔），交易价值最大（63亿美元）；其次是北美（7笔交易，53亿美元），其中贡献最大的是淡马锡在美林证券的投资（30亿美元）。第四季度，SWFs43%的投资发生在亚太地区（22笔），该地区获得了67%的主权资金（235亿美元）；SWFs并未完全远离西方市场，虽然该季度仅在北美投资了价值7亿美元的2笔交易，它们在欧洲却进行了11笔总价值为67亿美元的投资。

2009年第一季度，SWFs继续在各地区分散投资，但始终对北美市场保持审慎态度，仅进行了3笔交易；SWFs在MENA市场投资数量最多（10笔），但从交易价值上看，欧洲获得了35亿美元的主权财富资金（3笔交易），交易价值超过了该季度总交易价值的一半，而中东只获得了8.64亿美元的资金，占该季度总交易价值的13%。

### 三、结论

全球金融危机对SWFs的投资策略产生了深远的影响。SWFs由2008年第一季度的投资过热转向投资萎缩，2009年第一季度甚至出现了自2005年以来投资支出最少的现象。虽然SWFs在金融服务业遭受了巨大的损失，部分主权资金从该部门分移出去，该部门依旧是SWFs最主要的投资目标；新兴市场的房地产业在2008年也受到SWFs的重点关注；受巨大投资损失和国内经济的恶化影响，部分主权资金退回国内市场。但是，新的交易似乎表明，SWFs已再次开始把目光投向海外寻找赚钱的投资机会。事实上，后退不能成为SWFs的长期战略，当拥有现金却放弃投资机会将是非常短视的。目前的环境为有耐心的投资者提供了丰富的机会，此时的投资时机恰好遵循了古老的投资真理“低卖高买”，这点应该尤为SWFs所重视，它们应该开始寻找战略性投资以进一步实现其盈利目的或国内长期经济发展目标。

## 参考文献:

- [1] Bank of England “Sovereign wealth funds and global imbalances”, Quarterly Bulletin 2008 Q2
- [2] European Central Bank, “The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets”, by R. Beck and M. Filomena Occasional Paper n. 91/2008, p. 11;
- [3] FSL, (2008), “Sovereign Wealth Funds 2008”.
- [4] FSL, (2009), “Sovereign Wealth Funds 2009”.
- [5] W.G. (2008), Generally Accepted Principles and Practices (GAPP) “Santiago Principles”
- [6] Monitor Group, Paths to Prosperity: Promoting Entrepreneurship in the 21st Century (Cambridge, MA, 2009), and <http://www.competemonitor.com> for longer versions of this argument
- [7] Sester Brian and Rachel Zimba 2009 GCC Sovereign Funds Reversal of fortune Council on Foreign Relations Center for Geoeconomic Studies
- [8] Truman A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices APRIL 2008
- [9] U. S. Government Accountability Office, (2008), “Sovereign Wealth Funds Publicly Available Data on Sizes and Investments for Some Funds are Limited”, Report to the Committee on Banking Housing and Urban Affairs U. S. Senate, GAO-08-946 September 2008 pp. 44-45
- [10] Veljko Fotak, Bill Megginson, Hui Li “Sovereign Wealth Fund Losses in Listed Firm Stock Investment”, William Mackay and Bernardo Bortolotti (eds.), “Weathering the Storm: Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008”, (Monitor Group, Cambridge, MA.: 2009)

(责任编辑: 韩元)

(上接第 26 页)

数反映的是全国各行业所组成经济实体的综合表现情况, 为了方便说明或理解问题, 我们可以将该指数理解为其为全国所有行业的景气度指数的加权平均值, 当然包括银行业景气度指数。最基本的数学原理告诉我们, 加权平均值的变化幅度一般要小于构成该加权平均值个体的变化幅度。因而, 这就不难理解 CBI 与宏观经济景气度指数上升或下降的幅度有所差异。另外,  $M_1$  是由央行直接控制的变量, 对于商业银行而言, 该指标可以看作外生变量, 因而其每月的变化量往往具有独立性。当然  $M_1$  一旦确定, 其必然是影响我国银行业发展的重要变量之一, 而且为正相关的关系。因而, 我国银行业景气度指数一般而言要与  $M_1$  的变化相一致, 但是银行业景气度指数的决定性变量除了  $M_1$  外, 还有一系列其他变量, 故而 CBI 趋势图与  $M_1$  有所差异。

总之, 我们分析认为 CBI 的实际运行效果良好。中国银行业景气指数的构建和发布可以从景气分析的角度为政府、银行及相关部门准确判断我国银行业发展形势, 有效预测我国银行业的未来发展动向, 从而为制定正确的宏观经济调控和货币政策提供科学的依据。但是由于我国正处于深化金融改革与开放阶段, 银行业结构变化较大, 加之统计数据的不健全, 所以, 我国银行业景气度指数的研制和引用还处在尝试阶段, 仍然需要在实践中不断改进和完善, 需要社会各界的关注与支持。

## 参考文献:

- [1] 陈迪红, 李华中, 杨湘豫. 行业景气指数建立的方法选择及实证分析 [J]. 系统工程, 2003, (4).
- [2] 德军黄. 用主成分分析法编制综合景气指数 [J]. 统计教育, 2005, (2).
- [3] 高铁梅, 孔宪丽, 刘玉. 中国钢铁工业景气指数的开发与应用研究 [J]. 中国工业经济, 2003, (11).
- [4] 何诚颖, 卢宗辉. 寻找价值投资板块——行业景气和股市运行趋势的相关性分析 [J]. 证券导刊, 2004, (1).
- [5] 孔宪丽, 何光剑. 中国汽车工业景气指数的开发与应用 [J]. 统计与决策, 2007, (5).
- [6] 刘爽. 人民银行企业景气监测存在的问题及对策 [J]. 黑龙江金融, 2009, (6).
- [7] 易红兵. 我国商业银行绩效评价的实证分析 [M]. 北方经济, 2006, (10).
- [8] 中华人民共和国国家统计局. 中国统计年鉴 [M]. 北京: 中国统计出版社, 2008
- [9] 中国人民银行货币政策分析小组. 中国货币执行报告 (2009年 1-2-3季度) 中国人民银行网站, 2009.

(责任编辑: 韩元)