

主权财富基金与世界经济失衡的互动关系探析

宋玉华, 李 锋

(浙江大学经济学院, 杭州 310027)

[摘要] 主权财富基金与世界经济失衡之间存在复杂的互动关系, 世界经济失衡的加剧为主权财富基金提供了巨额的剩余外汇储备, 因此主权财富基金的兴起是世界经济失衡的产物。稳定型主权财富基金将新兴经济体大量的剩余外汇储备主要以购买国债的形式流回了美国, 对增强世界经济失衡的持续性发挥了重要作用; “高收益、高风险”的战略型主权财富基金将使得那些原本流入美国国债市场的外汇储备转向日本、欧洲、新兴国家等风险资产市场, 从多种途径对世界经济失衡的调整做出贡献。

[关键词] 主权财富基金; 世界经济失衡; 外汇储备; 经常账户盈余

[中图分类号] F014.9 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1000-596X(2009)06-0005-06

世界经济失衡作为当前世界经济发展的重要特征, 其发展与演化将极大地影响世界主要经济体的发展。21世纪初主权财富基金 (sovereign wealth funds, SWF) 的蓬勃兴起, 与世界经济失衡之间存在复杂的互动关系。世界经济失衡的加剧使得东亚出口国、石油输出国和某些发达国家外汇储备急剧增加, 为主权财富基金提供了大量资金, 因此主权财富基金的兴起是世界经济失衡加剧的产物。稳定型主权财富基金 (stabilization-oriented SWF) 主要以投资低风险的美国国债为主要目标, 因此在维持美国双赤字和提高世界经济失衡的持续性中发

挥了重要作用。战略型主权财富基金 (strategy-oriented SWF) 主要投资于股票等高风险资产, 同时投资范围也涉及包括新兴市场在内的众多国家, 将极大地影响美国与东亚出口国和石油输出国之间的资金回流, 对世界经济失衡的持续性给予沉重打击, 从而对世界经济失衡的调整做出贡献。

一、主权财富基金是世界经济失衡的产物: 特征事实

21世纪初主权财富基金的蓬勃兴起, 具有非

[收稿日期] 2009-03-16

[基金项目] 国家社会科学基金重点资助项目“世界经济结构变化与世界经济失衡对中国的影响及对策研究”(07AG002)

[作者简介] 宋玉华 (1944—), 女, 上海市人, 浙江大学经济学院教授, 国际商务研究所所长; 李 锋 (1983—), 男, 浙江上虞人, 浙江大学经济学院博士研究生。

感谢匿名评审人提出的修改意见, 笔者已做了相应的修改, 本文文责自负。

常特殊的历史和经济背景。以石油、铁矿石为代表的全球资源性商品价格高涨,以美国双赤字、石油输出国和东亚出口国巨额盈余为代表的世界经济失衡,以及新兴经济体的整体崛起和新型“国家资本主义”(New State Capitalism)的兴起等,这些21世纪初世界经济的重要特征,都为主权财富基金的兴起做了铺垫。^[1]

1. 全球资源性商品价格的高涨。进入21世纪以来,全球资源性商品(尤其是石油)价格的高涨,使得资源性商品出口国获得了大量的额外收益,迅速积累了大量的外汇储备。同时,这些资源出口国也改变了20世纪70年代因油价飙升而胡乱增加公共开支的短视行为,开始为后代的发展和福利着想,那些原本为了稳定石油价格的基金,都转变成为石油投资基金或者后代发展基金,投资于高收益高风险的长期资产。^[2]

2. 世界经济失衡进一步加剧。据IMF预测,尽管2007年美国经常账户赤字规模有所下降,但其他国家的赤字规模仍在扩大,且增长速度快于GDP的增长。西班牙和英国的赤字规模将分别增加320亿美元和200亿美元,占GDP的比重将上升1.2个百分点和0.3个百分点。盈余国的盈余规模也在扩大,尤其是中国2007年的盈余规模达3791.62亿美元,较2006年增长51.74%,占GDP的比重上升了2.2个百分点,达到9.7%,日本和德国的盈余也在继续提高。^[3]

3. 新型“国家资本主义”经济的兴起。新型“国家资本主义”概念的提出,来源于美国《新闻周刊》记者韦尔弗里茨(Wehrfritz)^[4]、英国渣打银行首席经济学家莱恩斯(Lyons)^[5]、耶鲁大学管理学院教授加藤(Garten)^[6]、英国《金融时报》首席经济评论员沃尔夫(Wolf)^[7]等学者对21世纪初新兴经济体和转型经济体的整体崛起以及来自发展中国家跨国公司积极的全球投资行为的关注。对大型的新兴经济体和转型经济体来说,它们的经济要重建,国家要复兴,国力要提高,国际地位及影响力要增强,必然要运用国家的力量,通过市场手段,来控制一些对国计民生具有战略意义的行业和企业,而主权财富基金则是新型“国家资本主义”经济的最新发展形式。

根据以上分析,新兴经济体、资源丰裕国家和某些发达国家设立主权财富基金的动因主要有以下三种:一是以资源性商品的出口收入来实现代际福利的平衡,为后代的发展积累财富,提高国家的可持续竞争力。二是将多余的官方外汇储备进行长期投资,实现国家财富的保值增值。三是以主权财富基金作为新型“国家资本主义”的代表,通过主权财富基金的全球投资来获得战略利益。而这三种设立动因的直接原因便是外汇储备的大量过剩,不论是非石油出口的发展中国家、新兴工业化国家,还是石油输出国,在2004年之后的经常账户盈余迅速增加,已经远远超出了稳定本国货币、防止投机资金进攻所需要的数量^[8],而将每年的大部分新增经常账户盈余转移到主权财富基金,不仅可以缓解外汇储备增长过快、超过紧急需求的状况,也能通过主权财富基金的投资实现国家财富的保值增值,获取全球战略利益。因此,21世纪初主权财富基金兴起的直接原因,是世界经济失衡的加剧导致新兴经济体、资源丰裕国家和某些发达国家经常账户盈余的急剧膨胀,因而主权财富基金是世界经济失衡的直接产物。

同时,根据资金渠道和性质的不同,主权财富基金的资金来源包括三类:(1)非资源出口的外汇储备,主要以东亚地区的中国(大陆)、新加坡、马来西亚、韩国、中国台湾、中国香港等国家和地区为代表。(2)自然资源出口的外汇储备,包括石油、天然气、铜和钻石等自然资源的经常账户盈余,主要以中东、拉美国家为代表。(3)依靠国际援助基金,以乌干达的贫困援助基金为代表。^[9]除了援助基金这一数量极少的资金来源之外,主权财富基金的资金主要来源于官方外汇储备。21世纪初的世界经济失衡,尤其是国际收支经常账户的结构失衡,其主要特征便是美国成为全球最主要的赤字国,而东亚出口国(地区)和资源丰富国家(主要是石油输出国)的外汇储备迅速增加,成为全球外汇盈余最多的国家和地区,因此,世界经济失衡为新兴经济体和某些发达国家提供了大量的外汇储备,这是主权财富基金的主要资金来源,可以说,主权财富基金又是世界经济失衡的间接产物。

二、稳定型主权财富基金与世界 经济失衡的持续性

根据主权财富基金名称、职能、设立动机和投资领域的不同,我们可以大致将其分为两类:一类是稳定型主权财富基金,主要是那些旨在跨期平滑国家收入、减少国家意外收入波动对经济和财政预算的影响、协助中央银行分流外汇储备、干预外汇市场、冲销市场过剩的流动性、预防国家社会经济危机、促进经济和社会的平稳发展的主权财富基金,因此,将主要投资于低收益、低风险的安全资产市场。另一类是战略型主权财富基金,主要是指那些旨在支持国家发展战略、在全球范围内优化配置资源、培育世界一流的企业、更好地体现国家在国际经济活动中的利益、跨代平滑国家财富、为子孙后代积蓄财富的主权财富基金,它将主要投资于高收益、高风险的风险资产市场。^[10] 全球的稳定型主权财富基金成为美国双赤字的资金提供者之一,它们将资金大量投资于美国等赤字国家的国债市场,为维持美国的双赤字、增强世界经济失衡的持续性发挥了重要作用。

稳定型主权财富基金是主权财富基金的最初发展形式。^[11] 最初的主权财富基金是以石油价格(或其他资源性商品价格)稳定基金的形式存在的,以帮助控制不稳定的石油价格对预算、货币政策和整体经济运行的干扰,因此,从这一点来看,最初的主权财富基金和官方外汇储备的功能非常相似。正是由于这种处于官方外汇储备和战略型主权财富基金之间的功能定位,稳定型主权财富基金的队伍并不庞大,其资金规模也要远远小于前两者。如果我们将名字中包含“稳定基金”(stabilization fund)和“储备基金”(reserve fund)的主权财富基金都归入稳定型主权财富基金的范畴,那么当前全球稳定型主权财富基金的总体规模约为2472亿美元(见表1)。

当前世界经济失衡的状况得以维持的原因,很大程度上是由于新兴经济体、资源丰裕国家和某些发达国家等国际收支失衡的盈余方,与美国等国际收支失衡的赤字方之间存在的资金回流。一方面,

表1 全球主要的稳定型主权财富基金

国家或地区	稳定型主权财富基金	基金规模(亿美元)	设立年份	资金来源
俄罗斯	俄罗斯联邦稳定基金	1 270	2003	石油
利比亚	储备基金	500	na	石油
阿尔及利亚	储备基金	250	na	石油
伊朗	外汇储备基金	150	1999	石油
中国台湾	台湾稳定基金	150	2000	非自愿性商品
阿曼	国家一般稳定基金	82	1980	石油、天然气
智利	经济和社会稳定基金	60	2000	铜
委内瑞拉	整体经济稳定投资基金	8	1998	石油
巴布亚新几内亚	矿产资源稳定基金	2	1974	矿产

资料来源:Steffen Kern. Sovereign Wealth Funds-state Investments on the Rise [J]. Deutsche Bank Research, 2007, (10)。

由于美国是世界上最大的商品进口国,消耗了国际贸易中主要的石油、矿产品和工业制成品,因此资源丰裕国家通过向美国出口资源性商品,东亚出口国(地区)和德国、日本等发达国家通过向美国出口工业制成品,积累了大量的以美元计价的外汇储备,成为国际收支失衡的盈余方。另一方面,由于东亚出口国(地区)和资源丰裕国家内部金融体系不完善,融资工具缺乏,造成了其区域内的融资困难,同时,也由于美国等发达的金融市场、美元的国际霸权地位等原因,盈余国家积累的巨额外汇储备通过投资美国国债等无风险资产流回了美国,弥补了美国的财政赤字和经常账户赤字,在支持美国继续大量进口商品的同时使美国积累了大量的对外净债务。

因此,积累了巨额外汇储备的东亚出口国(地区)和石油输出国,成为美国长期国债的主要购买者。据美国财政部的调查统计,亚洲地区已经成为美国国债最大的境外买家,截至2007年6月30日,亚洲国家和地区持有美国长期国债共13493亿美元,占美国长期国债境外持有量的68.67%。其中东亚出口国(地区)是最主要的亚洲投资者,

仅日本、中国内地、中国台湾、韩国、中国香港、新加坡、马来西亚、泰国和菲律宾所购买的美国长期国债就达到 12 316 亿美元，占美国长期国债境外持有量的 62.68%。石油输出国家的比重也比较大，俄罗斯、沙特、阿联酋、科威特、卡塔尔、阿曼、伊朗、伊拉克和也门等 9 个国家共购买了 1 125 亿美元的美国长期国债，占美国长期国债境外持有量的 5.73%。^[12]

同时，央行、稳定型主权财富基金以及外汇储备管理局等外国官方机构成为购买美国国债的主要境外投资者，在这一资金回流过程中扮演了极为重要的角色，对美国国债利率具有重要的影响。与股票和公司债券等高风险资产相比，外国官方机构更加偏向于投资国债和机构债券等安全资产。在外国官方机构持有美国长期证券占境外持有量的比较中，外国官方机构持有美国国债的比例最高，并且处于逐年增加的趋势，2007 年中期已经超过了 70%；持有机构债券的比例也较高，已经接近于境外持有总量的 60%；持有股票和公司债券的比例均较小，都没有超过 10%，可见美国股票和公司债券的境外投资者主要是私人投资者（见图 1）。

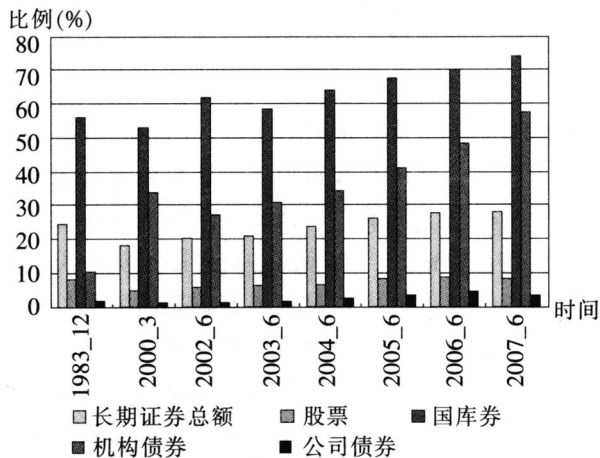


图 1 境外官方机构持有美国长期证券占境外总持有的比例

数据来源：美国财政部国际资本系统（Treasury International Capital System）。

稳定型主权财富基金是这些外国官方投资机构中最具有代表性且迅速崛起的投资力量，它们的资金在美国双赤字和世界经济失衡的持续中扮演了极为重要的角色。2006 年 6 月—2007 年 6 月，外国

官方机构持有美国长期债券的数量增加了 2 380 亿美元，俄罗斯等石油输出国的稳定型主权财富基金在其中发挥了重要作用。俄罗斯联邦稳定基金（也称为俄罗斯石油稳定基金）是目前世界上最大的稳定型主权财富基金，是为了稳定石油价格波动对俄罗斯货币市场的影响而设立的，其资金主要来源于俄罗斯庞大的外汇储备。截至 2007 年 4 月 1 日，俄罗斯联邦稳定基金共有 1 090 亿美元投资于美国（占总数的 45%）、欧洲大陆（占总数的 45%）和英国的国债市场（占总数的 10%）。^[13]

三、战略型主权财富基金与世界经济失衡的调整

由于战略型主权财富基金主要投资于股票等高风险资产，同时其投资范围也从美国等少数国家扩展到包括新兴市场国家在内的众多国家，因此，战略型主权财富基金在全球范围内的投资行为，将在全球生产体系中扮演重要的角色，有助于改善以美元为主的全球储备货币结构，并帮助欧盟和日本提高内需。同时，随着各国经常账户盈余的持续增加，稳定型主权财富基金的职能将被进一步淡化，战略型主权财富基金的地位将迅速提高，那些原本可以流入美国国债市场的大量外汇储备将被战略型主权财富基金所控制，这将极大地影响美国与东亚出口国（地区）和石油输出国之间的资金回流，对世界经济失衡的持续性给予沉重打击，美国将不得不主动调整其内外失衡。

（一）帮助改善全球储备货币结构

由于外汇储备或者稳定型主权财富基金的主要职责在于保持本国货币政策和汇率水平的稳定性，或维持石油等出口价格的稳定，加上美元在当今世界经济中的重要地位，各国央行往往采取钉住或事实上钉住美元的汇率政策，石油、铁矿石、铜等全球资源性商品的价格往往都是以美元计价的，因此各国的外汇储备或者稳定型主权财富基金的资产主要是以美元资产为主。

而战略型主权财富基金则不同，其美元资产的比例要远远小于外汇储备和稳定型主权财富基金。由于战略型主权财富基金以高收益为首要目标，因

此其投资目标更为广泛，投资地也涉及全球许多国家，尤其是倡导贸易投资自由化的欧盟和亚洲新兴市场。全球的战略型主权财富基金对欧盟、日本以及亚洲新兴市场国家（地区）的投资，将会显著提高全球对欧元、日元、人民币等的储备需求，从而相对降低美元在国际储备体系中的地位，直接影响美国双赤字的可持续性。

（二）迫使美国主动调整内外失衡

美国和欧洲对于全球主权财富基金的恐惧是有不同原因的。德国、法国等欧盟国家主要担心本国的战略性产业被俄罗斯、中国等主权国家的政府所控制，而美国则主要担心这些国家外汇储备投资方向的变化对美国债券市场和经济发展将产生长期不利的影响。

由于美国政府债券属于风险较小、收益率较低的投资项目，因此不可能成为战略型主权财富基金的投资重点，这就意味着中国、日本、俄罗斯等目前美国政府债券的几大外国购买者，可能通过设立战略型主权财富基金将部分外汇储备撤离美国国债市场，美国巨额的财政赤字将难以长期维持。而如果这些资金被战略型主权财富基金投入到欧盟、日本、亚洲新兴市场等资本市场，那么美国吸引的国际资本将大大减少，美国利用资金回流维持其内外失衡的状况将难以持续。美国必然会主动调整其国内消费和进口战略，重新调整财政纪律和提高国民的储蓄水平，这将对世界经济失衡的调整起到关键作用。

（三）在全球生产体系中扮演重要角色

由于战略型主权财富基金主要投资于公司股票、公司债券等私人生产部门，因此东亚国家和地区设立和运作战略型主权财富基金，将可能成为东亚生产体系的重要资金来源，从而减少美国资金在东亚生产体系中扮演的源头作用。如新加坡的 GIC 和 Temasek 积极在东亚地区寻找生产企业和银行等信贷机构，将为东亚生产体系注入来自东亚国家内部的资金。^[14]如果中国、日本、韩国以及马来西亚等设立的战略型主权财富基金都能够将资金投入东亚地区的生产企业或信贷机构，那么原本区域外 FDI 所引致的贸易模式将逐渐向由东亚区域内 FDI 引致的区域内贸易模式过渡，东亚生产体系将真正

成为一个集投资、生产和贸易于一体的非常完整和极具竞争力的生产体系。东亚的区域消费水平将得到很大的提升，有助于减少东亚生产体系对美国等发达市场国家的依赖，对调整由生产体系和贸易模式引致的世界经济失衡产生积极作用。

目前，日本、韩国、中国台湾等东亚国家（地区）的跨国公司已经在东亚地区建立了生产网络，因此它们设立的战略型主权财富基金也很有可能沿着其跨国公司的步伐而投资于中国、东盟等地的生产企业和信贷机构；日本即将建立的主权财富基金很可能投资于中国、东盟等地的生产型企业；新加坡旨在建设国际金融中心，因此其主权财富基金将会对东亚地区的银行等信贷机构很有兴趣；中国作为目前东亚生产体系中最重要生产、组装和出口地，为了更好地控制技术、生产与贸易，以获取更高的利润，其设立的主权财富基金将很好地为其投资东盟等生产基地服务。

（四）对欧盟、日本内需增长的作用

欧盟和日本是除了美国之外的世界主要发达国家和地区，从美国的角度分析，欧盟和日本在世界经济失衡中不仅没有为美国双赤字分担压力，反而通过积极地向美出口而成为美国贸易赤字的主要来源，因此 IMF 才会将欧盟和日本“扩大内需、促进经济发展”列入世界经济失衡调整的策略之中。但是，目前日本和欧盟整体缓慢的经济增长速度决定了其内需的增长速度，因此欧盟和日本的内需增长需要外力推动，而战略型主权财富基金正是这一强大的外力。欧盟和日本发达的银行系统、领先世界的高科技产业以及在全球股票、债券等金融市场中的地位，都是强烈吸引各国战略型主权财富基金的关键因素。

战略型主权财富基金对欧盟和日本资本市场的投资，有助于促进主权财富基金的母国与它们之间的贸易，如欧盟与中国之间的技术和货物贸易、俄罗斯与欧盟之间的能源贸易、中国与日本之间的技术和货物贸易、俄罗斯与日本之间的能源贸易等，都将帮助欧盟和日本加快结构调整，促进市场竞争，增加劳动市场弹性，从而刺激它们的经济增长和内需的扩大，使得欧盟和日本成为继美国之后世界主要贸易逆差的来源地，减弱美国在贸易逆差来

源和世界经济失衡中的地位, 这将对全球参与世界经济失衡的调整具有显著的推动作用。

参考文献

- [1] 宋玉华, 李锋. 主权财富基金的发展及对 21 世纪初世界经济的影响 [J]. 经济理论与经济管理, 2008, (1).
- [2] Brad Setser, Rachel Ziemba. What Do We Know about the Size and Composition of Oil Investment Funds? [R]. RGE Monitor, April, 2007.
- [3] IMF. World Economic Outlook: Spillovers and Cycles in the Global Economy [Z]. January, 2007.
- [4] George Wehrfritz. The New State Capitalists [N]. Newsweek International, 2006-05-01.
- [5] Gerard Lyons. How State Capitalism Could Change the World [N]. The Financial Times, 2007-06-08.
- [6] Jeffrey Garten. The Unsettling Zeitgeist of State Capitalism [N]. The Financial Times, 2008-01-14.
- [7] Martin Wolf. We are Living in a Brave New World of State Capitalism [N]. The Financial Times, 2007-10-22.
- [8] IMF. Global Financial Stability Report (GFSR) [R]. April, 2007.
- [9] Steffen Kern. Sovereign Wealth Funds-state Investments on the Rise [J]. Deutsche Bank Research, 2007, (10).
- [10] 陈超. 主权财富基金全球兴起 [J]. 当代金融家, 2006, (10).
- [11] Stephen Jen. Sovereign Wealth Funds and Official FX Reserves [J]. Morgan Stanley Research Global, 2006, (15).
- [12] United States Department of the Treasury. Report on Foreign Portfolio Holdings of U. S. Securities as of June 30 2007 [R]. April, 2008.
- [13] Stephen Jen. Russia: The Newest Member of the "SWF Club" [J]. Morgan Stanley Research Global, 2007, (27).
- [14] Nicholas Brooks. China's New Sovereign Wealth Fund: Implications for Global Asset Markets [J]. Henderson Global Investors, 2007, (7).

(责任编辑: 杨万东)

THE INTERACTION BETWEEN SOVEREIGN WEALTH FUNDS AND GLOBAL ECONOMIC IMBALANCE

SONG Yu-hua, LI Feng

(College of Economics, Zhejiang University, Hangzhou 310027, China)

Abstract: There are complex interaction between Sovereign wealth funds and global economic imbalances. The deprivation of global economic imbalance provides substantive foreign exchange reserves for SWFs' development, so the emergence of SWFs is the production of global economic imbalance. Stabilization-oriented SWFs regurgitate a mass of foreign exchange reserves to US financial market by buying US treasure bonds, so they play an important role in extending the durative of global economic imbalance. Contrarily, strategy-oriented SWFs invest foreign exchange reserves to the risky capital markets in Japan, Europe and emerging markets, which will contribute to the adjustment of global economic imbalance through several ways

Key words: sovereign wealth funds; global economic imbalance; foreign exchange reserves; current account surplus