

典型主权财富基金资产配置研究及对我国的启示

刘云,安菁,陈健

(北京理工大学管理与经济学院,北京 100081)

摘要:从资产配置的角度,研究探讨了世界上比较成熟的三只基金,即挪威全球养老基金、新加坡政府投资公司和淡马锡控股的资产配置模式,归纳总结出主权财富基金资产配置的一般性经验,对我国主权财富基金中投公司的发展具有一定的借鉴意义。

关键词:主权财富基金;资产配置;中投公司

中图分类号:F83221 文献标识码:A 文章编号:2012(S)007

Research on Asset Allocation of Sovereign Wealth Funds and Its Implications to China

LIU Yun, AN Jing, CHEN Jian

(School of Management and Economics of Beijing Institute of Technology, Beijing 100081, China)

Abstract: This paper focuses on analysis of asset allocation on international mature SWF – Government Pension Fund Global, Government Investment Corporation and Temasek Holdings, and summarizes the general experience of asset allocation pattern. According to these experience, this paper gives some advice to China Investment Corporation.

Key words: Sovereign Wealth Funds; asset allocation; China Investment Corporation

一、引言

资产配置是以马可维茨和威廉夏普的投资组合理论为基础,在投资者特定的风险偏好和考虑因素下,通过有效的资产组合,实现资产投资的收益目标。主权财富基金通过其不同的类别配置、国别配置和投资策略等,形成不同风格的资产组合类型,从而将投资的整体风险进一步分散,提高投资的收益水平。资产配置在投资决策中占有极其重要的地位,也是决定投资收益的根本因素。

在近半个世纪的发展过程中,主权财富基金的运作日益成熟,一些国家在基金的投资管理上积累了丰富的经验,这其中以挪威政府全球养老

基金、新加坡政府投资公司和淡马锡控股最为典型。通过对国外典型主权财富基金资产配置策略的研究,将会对我国主权财富基金的发展具有一定的启示和借鉴作用。

二、典型主权财富基金资产配置研究

(一)挪威政府全球养老基金

挪威政府全球养老基金(Government Pension Fund Global,简称GPF),是挪威央行投资管理机构管理的最大一只基金,基金的资金来源主要包括挪威石油领域产生的盈余和央行的大部分外汇储备。GPF管理的目标是要获取较高的投资回报,以保证储备资产购买力的稳定,这与传统外汇

收稿日期:2012-08-28 修回日期:2012-09-30

基金项目:国家自然科学基金重点项目(71033001);国家国际科技合作专项项目(2012DFG11750)

作者简介:刘云(1963-),男,安徽合肥人,北京理工大学管理与经济学院教授,博士生导师,主要研究方向:科技评价、科技政策、技术创新管理。

储备管理的流动性、安全性目标有着本质的区别。外汇储备的管理主要考虑资产的长期投资价值,对短期波动并不过分关注,对投资组合的资产配置、风险控制等都有着很高的要求。

(1) 资金投向

GPIFG 主要投资于金融市场,同时出于安全性的考虑,倾向于投资于成熟市场的成熟公司的股票或者债券。虽然自从次贷危机以来,全球金融市场遭受重创,但是相对来讲,成熟金融市场是全球经济中相对比较安全的市场,其股票或者债券信用等级较高,违约风险也相对较小。GPIFG 的投资领域相对比较分散,资金主要投资于低风险、不具有战略性的行业。配置资产类别包括股票、股权和金融衍生产品等。截至 2009 年 9 月 30 日,GPIFG 投资于 42 个发达国家和新兴市场的股票以及 32 种外币的固定收益工具,2009 年 GPIFG 的整个资产组合中股票配置为 49.6%。

在国别配置方面,GPIFG 对不同资产类别内部的投资市场选择有不同的基准。无论是哪种资产,欧洲市场都是其投资组合中的重点。目前,GPIFG 投资地域主要集中在欧洲,占基金总量的 50%;其次是美国和非洲,占基金总量的 35%;剩余的资金投资于亚洲。近年来,随着亚洲经济体的快速发展,GPIFG 提高了在亚洲的投资比例。2009 年,GPIFG 固定收益类投资的 60% 集中于欧洲,美洲占 34%,亚洲的占 6%;欧洲交易所上市的股票占据了组合中股票投资的接近一半份额为 49%,剩余的股票投资 35% 在美洲和非洲,亚洲和大洋洲占 16% (图 1)。

(2) 投资策略

一般认为,占有股权 5% ~ 10% 所有权的投资者被认为是财务投资者。GPIFG 每一笔投资都有一个最大上限,所有权不得超过 10%,这种限度考虑的关键是确保 GPIFG 是一个财务投资者而不

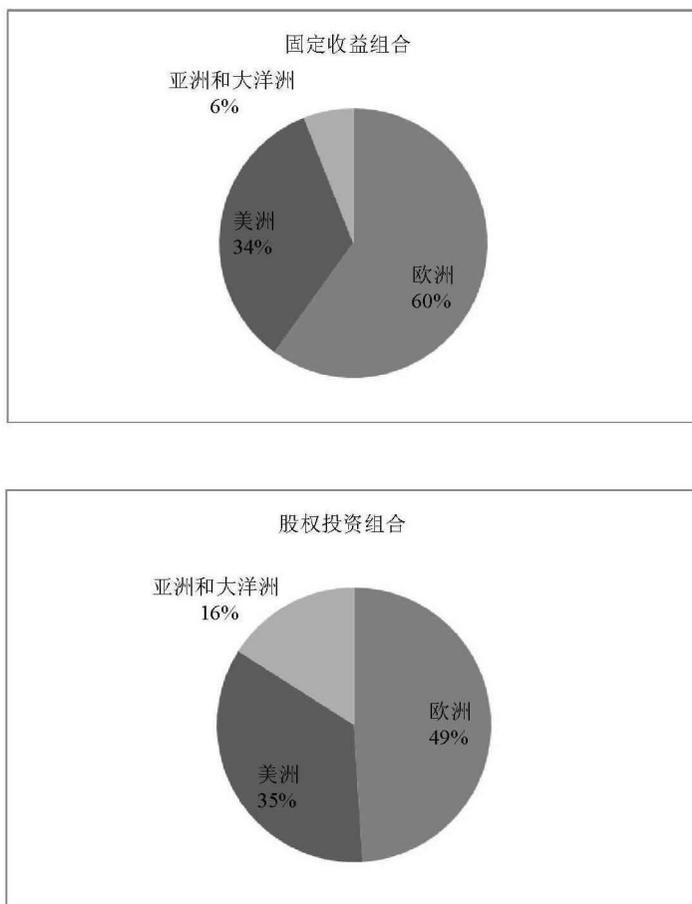


图 1 GPIFG 固定收益组合和股权投资组合国别配置,2009 年
数据来源:NBIM 年报,2009 年

是一个战略控股投资者。财务投资者的优势在于,不涉及目标企业的控制权的转移,对所投资行业的影响较小,被认为是一种更加市场化的行为,更容易得到东道国的认可。

GPFG 的成功很大程度上归功于其基准投资组合策略。GPFG 按照挪威财政部为其设定的投资战略基准进行投资,投资基准以公认的市场指数为基础编制,投资基准确定了实际投资组合应参照的资产种类、资产结构和投资期限等,该组合中的股票与债券以不同国家和不同货币的指数来代替,这些指数包括了不同的

股票和债券以反映股票市场或债券市场的动态特征。GPFG 在整个投资过程中,会严格参考基准投资组合,实际的投资组合不能过大的偏离基准投资组合。如果在投资过程中,GPFG 的投资过大的偏离了基准投资组合,挪威议会有权要求挪威央行修正投资策略。事实上,自 1998 年到 2010 年间,GPFG 制定的基准投资组合的年复合净收益率是 3.42%,而实际投资年复合净收益率是 3.55%。可以看到,GPFG 在“有限积极”的投资策略下,较好的跑赢了基准投资组合(表 1)。

表 1 GPFG 基准投资组合

资产配置	股权投资 60%、固定收益投资 35%、其它投资 5%			
地区分布		欧洲	美洲/非洲	亚洲/大洋洲
	固定收益投资	60%	35%	5%
	股权投资	50%	35%	15%
修正久期	3% ~ 7%			
持有公司股份最大占比	10%			

资料来源:挪威央行网站。

(二)新加坡政府投资公司

新加坡政府投资公司(Government Investment Corporation,简称 GIC),是新加坡对外汇储备进行积极管理的主要机构。新加坡政府成立 GIC 的目的就是为了提高外汇储备的投资收益,保持外汇储备长期的保值增值,追求外汇储备的长期回报。GIC 投资的总体目标是增加新加坡政府储备的国际购买力,中短期实现资产的优化配置,长期实现资产的高收益率。目前,GIC 管理的储备资金已超过 3000 亿美元,大约占新加坡外汇储备总额的 80%,是新加坡外汇储备管理的主体。截至 2011 年 3 月 31 日,过去 20 年中,GIC 以美元计算的年名义回报率为 7.2%,过去 5 年 GIC 年名义回报率为 6.3%,过去 10 年名义回报率为 7.4%。

(1)资金投向

GIC 的投资品种主要包括固定收益证券、货币市场工具、私人证券基金、股票等多种投资组合,几乎覆盖了所有的金融产品。不同资产对应着不同的收益率与风险,GIC 并不是一味地追求资产的高收益,它更为重视一个组合的整

体收益,当前资产配置中有一半投资于证券,20%~30%投资于债券,其余分散在房地产、私募基金等领域。2010 年,GIC 对股票的投资占总投资额的 49%,其中对新兴市场股票投资占比为 15%,对发达经济体的股票投资占比为 34%;债券投资占比下降至 22%,其它投资占比为 26%,现金持有量为 3%(表 2)。

表 2 GIC 资产类别配置(单位%)

资产类别		2009	2010
公开市场股权投资	发达市场	28	34
	新兴市场	10	15
固定收益投资	名义债券	19	18
	与通胀挂钩债券	5	4
另类投资	房地产	12	8
	私募股权	11	10
	风险投资	3	3
	自然资源	4	5
现金和其他		8	3
总计		100	100

资料来源:GIC Report on Management of the Government's portfolio, 2010.

目前,GIC持有的资产只允许投资于国际市场,其投资覆盖于40多个国家的2000多家公司。GIC的投资区域主要是欧洲、美洲、亚洲和大洋洲,并且集中于这些地区经济发达或经济快速增长的国家。GIC的投资主要集中在发达国家的成熟市场的成熟公司,在这些市场的投资份额达到了80%。近年来,随着亚洲经济的

快速发展,亚洲特别是我国和印度开始成为投资的热点,而在俄罗斯、墨西哥、巴西及南非等新兴市场,GIC也加大了投资的比例。截至2010年3月,GIC在欧洲的投资占整体比例从30%下降至28%,在美国的投资占比从43%下降至42%,对亚洲的投资占比从24%增长至27%(图2)。

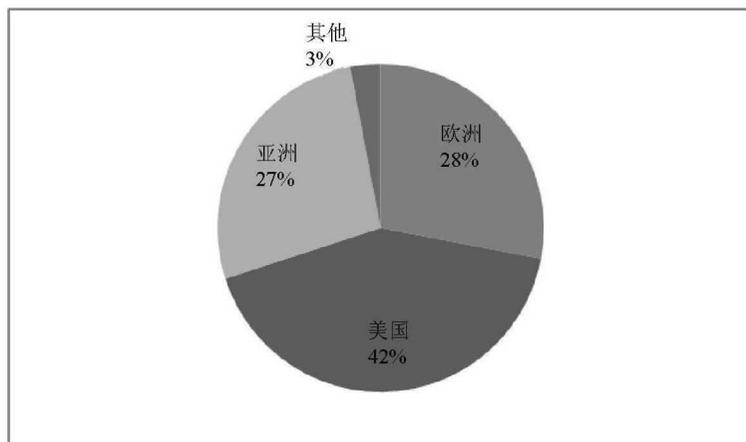


图2 GIC投资组合国别配置

资料来源: GIC Report on Management of the Government's portfolio, 2010。

(2) 投资策略

GIC董事会根据预期收益的不同设定相应的资产组合。为了获得高于投资基准的回报,在允许的范围内,GIC投资经理有时会被授权可以适度地偏离政策组合,但这往往意味着较高的股票权重以及随之而来的回报的波动性,因此为了提高回报的稳定性,GIC强调降低所投资股票之间的关联性,分散投资风险。

从近几年看,GIC采用了多元化的投资策略,逐渐加大了对房地产和私人股权的投资力度,并将投资领域延伸到新兴市场、自然资源和基础设施建设等。GIC的投资重点从固定收益工具向股票工具和可置换资产转移。由于GIC成立之初的目的就是通过多元化的资产组合,追求所管理储备的保值增值和长期回报。所以,GIC成立之初的投资策略是相对保守的,其成立之初,固定收益的投资占到了总投资额度的3/4,但是得益于全球经济20多年的持续增长和低通货膨胀率,GIC的投资策略也逐渐变的积极。目前,固定收益投资占总资产

的总额已经降低到所有投资总额的四分之一。

(三) 淡马锡控股

新加坡淡马锡控股公司成立于1974年,是新加坡财政部的全资注册公司,直接向财政部负责。淡马锡控股的投资目标是在对本国战略性产业进行控股管理的同时,提升新加坡企业的盈利水平和长期竞争力,把外汇储备管理与国有资产管理、国家竞争力结合起来。淡马锡公司直接参股的国有企业有23家,业务涉及电力、电信、传媒、交通等各类基础设施,其中14家企业是淡马锡公司的全资子公司,7家是上市公司。这些公司又分别通过投资建立各自的子公司,总体来看,淡马锡直接间接参与投资的企业共有2000多家。截止到2010年,淡马锡过去20年和30年的年复合股东总回报率分别是15%和14%。

(1) 资金投向

淡马锡控股投资专注于亚洲市场,尤其是东南亚国家,同时对亚洲以外市场持开放态度。在2009年,淡马锡控股70%以上的投资集中在亚洲市场,

而在亚洲市场,又主要集中在本国和我国这两个市场,淡马锡控股从亚洲经济的高速增长中获得了可观的回报。自2002年3月31日,将投资组合重心转移到亚洲之后,淡马锡在过去九年取得了21%的年回报率。2010年,淡马锡的投资组合77%在亚

洲,其中32%在新加坡。拉美和其它地区增加至投资组合的5%,成熟经济体如澳大利亚、新西兰、北美和欧洲稳定占投资组合的20%。淡马锡目前的投资组合保持了新兴发展地区和成熟经济体的平衡,比例约为45:55(图3)。

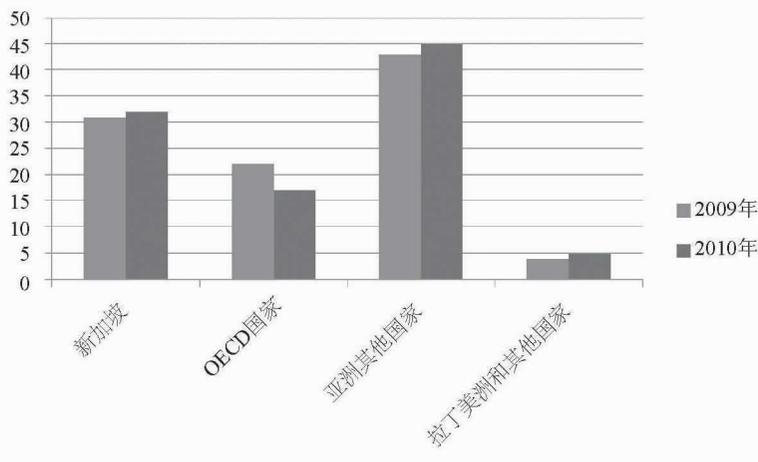


图3 淡马锡投资组合国别配置

资料来源: Temasek review, 2010

淡马锡公司在成立之初的业务仅限于新加坡本土,自上世纪90年代后期,淡马锡开始调整投资布局,大规模投资于国际市场,在金融、电信、工程、运输、物流等领域都有较大的发展。淡马锡控股倾向于以战略投资者身份入住,并广泛投资于金融服务、交通与物流、基础设施建设、房地产、消费、能源等行业。金融服务、电信与传媒、交通物流和房地产占据了淡马锡控股的绝大部分投资。淡马锡控股以战略投资者的身份投资并不只是为了控股权,而是会着力培养完善的公司治理体系,并最终是为了实现股东回报的最大化。从行业配置的具体比例来看,2009年,其资产组合中33%配置于金融服务领域,26%配置于电信与传媒,交通物流及房地产投资也分别占到13%和9%(表3)。

(2) 投资策略

在投资运作上,淡马锡特别注重对风险的控制,对于不同的风险来源,淡马锡制定了不同的风险控制策略。淡马锡主张调整投资组合,采取多地区、多产业的投资组合策略,投资的地区包括新加坡本国、亚洲等地区,投资的产业涉及金融服务、通信媒体、

表3 淡马锡投资行业配置 单位%

行业	2007	2008	2009
金融服务	38	40	33
电信与传媒	23	24	26
交通与物流	12	10	13
基础设施	6	6	6
能源与资源	6	5	5
房地产	9	7	9
科技	3	4	2
其他	3	4	6

资料来源: Temasek review, 2009.

基础设施、房地产、能源产品等多个领域,使之在地区、行业上更加平衡。

与GIC不同,淡马锡控股的投资仅限于股权直接投资。淡马锡作为战略投资者,积极争取大股东地位,持股时间较长,当投资收益率降低时,便出售持有的股份。淡马锡的投资组合始终围绕四个主轴,即经济转型(包括对当地经济转型密切相关的行业 and 部门),快速发展的中产阶级(有中产阶级购买力带动增长的公司和行业),深化比较优势(具有比较优势和潜在竞争力的公司),和崛起中的优胜者

(新兴的国家地区)。企业这四个主轴是相互关联的,淡马锡的投资项目至少会符合这四个主轴的其中一个方向。从地理上划分,重点投资的是新兴经济市场;从市场区分来看,淡马锡专注于服务于有竞争优势的产业和中产阶级;从企业来看,淡马锡一般倾向于投资行业内的龙头企业。

三、国外主权财富基金经验总结

(一) 资产类别配置

通过对挪威政府全球养老基金、新加坡政府投资基金和淡马锡控股等典型主权财富基金的投资管理模式研究,可以看出,大多数主权财富基金资产配置中股权和固定收益产品比例较大,大约在 60% ~ 80% 左右,而其余的资金则广泛投资于自然资源、房地产、私募基金等。

根据马可维茨的资产组合理论,对于拥有丰富石油资源的国家,其主权财富基金在进行资产配置时,应重点持有与石油价格相关性小或负相关的资

产,少量持有与石油价格正相关的资产,以减少资产组合的整体风险。对于石油输出国,由于石油易受世界经济环境的影响,因此石油输出国的主权财富基金应多配置长期资产,特别是拥有较稳定收益的长期债券;对于石油进口国,其主权财富基金应偏向于配置股票、私人基金等与石油价格联动的资产,以对冲未来价格的波动所带来的风险。

(二) 资产国别配置

从投资国家或地区来看,不同的主权财富基金会因为政策目标的不同而存在差异,典型的是淡马锡控股,投资重点放在国内的发展和建设上,所以其投资主要集中于国内。通过对上述一些先进的主权财富基金投资分析可知,世界上的大部分主权财富基金海外投资主要集中于美国、欧洲等发达国家,对亚洲及其它处于发展中的新兴经济体的投资快速增长是主权财富基金发展的发展趋势(图 4)。

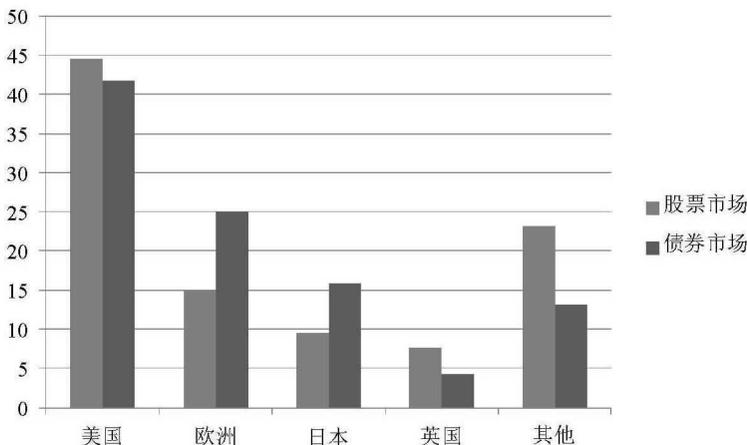


图 4 全球主权财富基金财产国别配置(单位%)

资料来源:IMF,主权财富基金对资本市场影响报告,2009 年。

(三) 资产行业配置

多样化的投资领域是积极资产配置的重要内容。通过对典型主权财富基金的研究,可以看出,主流的主权财富基金多采用多元化的投资策略,大多数主权财富基金集中对金融领域和战略性资源进行投资,同时也广泛投资于房地产、私募基金等其他领域。

(1) 对金融领域的投资

国外典型的主权财富基金非常重视对金融服

务行业的投资。这是因为在所有可投资的领域中,金融领域的资金需求庞大,金融市场的广度和深度符合主权财富基金的投资要求。另一方面,主权财富基金在进行海外投资时,选择投资金融类公司不仅可以在一定程度上分散国内经济收益的风险,而且有利于学习国外先进金融管理经验,促进本国金融业的产业升级。

(2) 对战略性资源的投资

随着全球经济的发展,全球资源短缺状况也

越来越严重,资源需求的快速增长不可避免,大多数国家对境外资源的依赖程度将越来越高。战略性资源是主权财富基金特别是资源进口依赖程度较高的国家主权财富基金必不可少的海外投资目标之一。对战略性资源的投资,能够在一定程度上可以缓解本国资源短缺的问题,为子孙后代积累可使用的资源。另外,对战略性资源的投资,也有利于对冲资源价格上涨的风险,平滑本国的资源进口成本,从而有助于本国经济的持续发展。因此,主权财富基金增加对战略性资源的投资,有着非常重要的战略意义。

(3) 对其他行业的投资

随着主权财富基金投资多元化的趋势日益明显,主权财富基金在投资领域具有多样化的特征(图5)。目前,大多数主权财富基金除投资于上述的金融领域和资源领域,对其它资产,例如房地产、私募基金、对冲基金等领域的投资力度也正在加大。以新加坡淡马锡控股为例目前,虽然金融服务业占淡马锡投资组合的38%,是淡马锡最重要的投资领域,但近年来淡马锡对房地产、工业、通讯业及传媒业等领域的投资占比逐渐加大,投资多元化已成为其投资策略的重要组成部分。

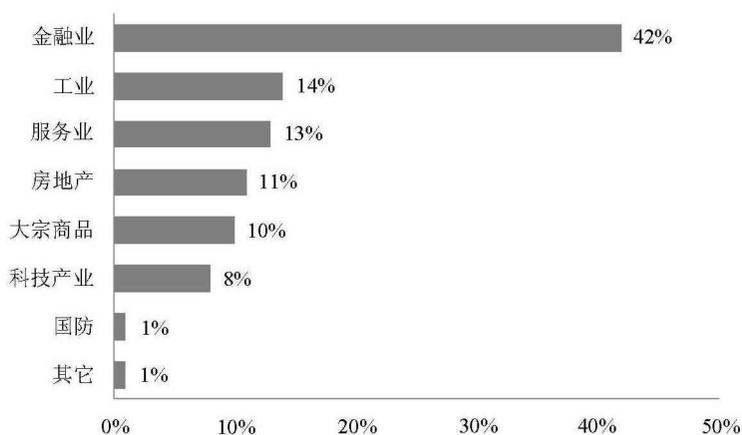


图5 全球主权财富基金行业分布(1995-2009)

资料来源:德意志银行研究部

(四) 投资策略

GPIF 采取的是组合型的投资策略,即持股比例较低的参股性投资。GPIF 对单一公司总股本的最高持股比例限额为10%,对单一公司内有投票权的股份持有比例也不能超过10%,在此规定下,GPIF 对其所投资的约3500家公司的平均持有股权的比例都低于10%。财务型投资策略的优势在于不涉及目标企业的控制权的问题,对所投资行业的影响相对有限,被认为是更加市场化的行为,比较容易得到东道国的认可。

自淡马锡成立以来,其在新加坡国内的投资逐渐减少。国内投资的比例由2000年以前的78%减少到2008年的44%。而淡马锡的长期目标是所谓的“三分之一计划”,即1/3投资在新加坡本国、1/3投资在OECD、1/3投资在亚洲,这样的投资策略能

够最大限度地防范地域风险。淡马锡在行业投资方面追求分散的原则,在金融产业、电信、交通运输等多个方面都有投资,这样的投资方式也有利于从各个高成长行业获取较大的利润。

这三大基金都会根据风险收益目标和资产配置影响因素来设定比较基准组合,以确定实际投资组合中应配置的资产种类、资产投向和投资策略。通过明确规定各资产类型和资产配置的比例,使投资回报目标与其风险承受能力相一致,从而规范了主权财富基金的资产配置行为。另外,在遇到中短期市场波动或出于其它技术原因需要调整配置时,三大基金都允许在一定范围内偏离参照基准组合,这样既能符合长期风险收益目标又做到了灵活机动,从而使它们获得了很好的投资回报。

四、国外主权财富基金资产配置对中投公司的启示

作为我国的主权财富基金,中投公司的投资运营关系到国家外汇储备的保值增值和国家经济安全的重大问题。中投公司迫切需要借鉴国际主权财富基金在资产配置方面的成功经验,提升自身的公司治理水平和资产配置效益,探索出一条适合自身发展的道路。

(一)明确我国主权财富基金风险收益目标

主权财富基金在设立初期,需要明确功能定位,根据功能定位确立投资目标,投资目标以效用最大化来设定,即在既定的收益水平下,风险最小化;或者在既定的风险水平下,收益最大化。而明确主权财富基金投资的风险收益目标是建立合理资产配置的前提。国外主权财富基金的成功实践表明,这种风险收益目标由政府来决定的方式不但不会导致行政干预,而且能够让所有者、管理者各司其职,更有效地进行商业化的运作,并最终有助于投资收益目标的实现。鉴于当前中投公司运作的特殊性,国家有必要为此专门制定法律法规,规范我国主权财富基金在投资管理方面的权利和职责,合理的风险投资目标是确保中投公司稳健发展的基本前提。

(二)采用多元化的资产配置策略

在资产类别配置方面,我国的海外投资才刚刚起步,缺乏全球金融市场的经验,我国主权财富基金的类别配置可以分阶段循序渐进。在发展初期,中投公司可以考虑重点配置于世界性的指数基金,其本身是一种分散化投资基金,可以使我国主权财富基金避免境外投资的市场风险以及因经验不足引起的投资失误。当投资经验积累到一定程度时,中投公司可以考虑采取更积极的投资策略,采用更激进的资产配置比例,建立更多元化的投资组合,从而获取更大的投资回报。国际上较为成功的主权财富基金的投资领域均具有多元化特征,淡马锡海外投资组合,38%投资于金融服务领域,其他广泛分布在房地产、自然资源等领域,而挪威主权财富基金海外投资于3500家公司,多元化的投资策略使得风险得到了充分的分散。当前中投公司海外投资的行业领域还相对有限,将来中投公司应进一步开展多元化投资。在具体投资对象的选择上,不仅要依据资产的风险收益关

系,还要看其是否具有良好的基本面,是否具备长期的增长潜力和独特的比较优势,并寻求建立长期的互惠关系和战略合作伙伴关系。

(三)加快对全球市场的布局

在投资区域上,中投公司将资产的67%投资于美国市场,而忽视了对欧盟和亚洲新兴市场国家的投资,对新兴市场国家的关注度不足。而从国际经验上看,新兴国家一直是投资的热点,例如,淡马锡海外投资区域选择中,将2/3的资产投资于亚洲。在资产国别配置方面,中投公司资产应专注于构建一个高度分散的广泛投资于全球市场的资产配置组合,通过区域和货币多元化投资,建立起动态的国别结构体系。目前美国依然拥有强大的经济实力、全球最大的股票债券市场和世界上最成功的跨国企业,美国应当成为中投公司投资的重点区域;为了进一步分散投资风险,中投公司应将资金投向更广泛的国际市场,而资产市场规模庞大、法律制度完善的欧洲、日本等发达国家市场也应是中投公司重点考虑的投资市场;经济快速增长的国家俄罗斯、印度和巴西等新兴市场也非常值得关注。所以,中投公司应综合考虑未来全球经济增长态势以及可投资国家和地区的市场收益情况、汇率变化等因素,确定一个合理的境外投资国别配置比例。

参考文献:

- [1] Andrew Rozanov. Who Holds the Wealth of Nations [J]. State Street Global Advisor, 2005 (August).
- [2] 钟伟. 主权财富基金的兴起及对我国的启示 [J]. 宏观经济研究, 2008 (8): 75 - 79.
- [3] 卢岚, 邓雄. 全球主权财富基金的发展动向及启示 [J]. 中国软科学, 2008 (11).
- [4] 黄梅波, 熊爱宗. 全球主权财富基金的发展经验与启示 [J]. 国际论坛, 2008 (6).
- [5] 巴曙松. 挪威: 全球配置组合管理模式 [J]. 中国外汇, 2007 (5).
- [6] 何帆, 陈平. 外汇储备的积极管理新加坡、挪威的经验与启示 [J]. 国际金融研究, 2006 (6): 4 - 13.
- [7] 胡祖六. 什么是主权财富基金如何进行管理 [N]. 财经, 2007 - 08 - 07.
- [8] 刘吴虹. 我国主权财富基金投资的发展对策 [J]. 经济导刊 [J], 2008 (4): 40 - 43.