

中东主权财富基金

中东主权财富基金风险管理研究*

任 嘉

摘 要: 中东国家是以主权财富基金方式运营储备资产最早的实践者。近年来,中东主权财富基金对外投资主动性增强,资产配置中风险资产占比呈上升趋势,在国际社会对其投资引致风险担忧日益加深的同时,其内部风险管理也面临诸多挑战。本文探讨中东主权财富基金对外投资中面临的政治风险、市场风险与操作风险,研究中东主权财富基金的风险管理机制。

关 键 词: 主权财富基金; 中东; 风险管理

作者简介: 任嘉,博士,上海外国语大学国际金融贸易学院讲师(上海 200083)。

文章编号: 1673-5161(2015)03-0031-12 中图分类号: F8 文献标识码: A

* 本文为教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“中东地区主权财富基金研究”(No. 13JJD810009)的阶段性成果。

主权财富基金(Sovereign Wealth Funds, SWFs)的概念最早由美国经济学家安德鲁·罗扎诺夫(Andrew Rozanov)提出。^① 根据IMF的定义,SWFs是指一国政府所持有或控制的,具有特殊目的的投资基金或安排,主要资金来源为国际收支盈余、官方外汇交易收入、私有化收益、财政盈余和(或)大宗商品出口收入,一般以财政稳定基金、储蓄基金、储备投资公司、发展基金或养老储备基金等形式存在。^② 二十世纪九十年代以来,SWFs在全球范围内资产配置日趋活跃,成为国际资本市场举足轻重的投资力量。尤其自全球金融危机爆发后,中

① Andrew Rozanov, “Who Holds Wealth of Nations”, *Central Banking Journal*, May 2005.

② International Working Group of Sovereign Wealth Funds, *Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices (GAPP): Santiago Principles*, Washington, October 2008, <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>.

东及亚洲新兴经济体 SWFs 海外投资力度加大,投资领域及资产类别均大为拓展。一方面,SWFs 的跨境投资为深陷困境的主要发达国家市场注入活力;另一方面,SWFs 有别于一般机构投资者的主权性质,又引发国际社会对其战略意图、投资风险与治理结构的瞩目与担忧。

中东地区油气储备丰富,能源出口创造的财富规模庞大,是以主权财富基金方式运营储备资产最早的实践者。自 1953 年科威特政府设立第一家以石油美元资产为基础的主权投资机构——科威特投资委员会(Kuwait Investment Board)以来,中东 SWFs 长期活跃于国际资本市场。中东 SWFs 早期的行事风格较为隐秘,投资倾向也比较保守被动。近年来,中东主要 SWFs 投资风格渐趋主动积极,投资组合愈加灵活多样,资产配置中风险资产占比呈现上升趋势。本文探讨中东 SWFs 的对外投资风险,研究中东 SWFs 风险管理实践,旨在理解中东 SWFs 的风险控制及治理机制。

一、主权财富基金风险的理论研究与国际监管

有关主权财富基金风险的理论研究多集中于 SWFs 对全球金融市场以及东道国国家安全的威胁上,反映出国际社会对海湾及新兴市场国家 SWFs 的不安。这种不安主要体现在:认为 SWFs 非透明化的投资运作加大了金融监管的难度,并可能增加国际金融市场的系统性风险^①;忧虑 SWFs 依托巨额外汇储备操纵市场价格,其资金投向的突然调转可能导致资本市场的剧烈波动,削弱全球经济运行的稳定性^②;质疑主权背景下 SWFs 投资决策的意图动机,担心 SWFs 设立国以政治利益驱动商业行为,对东道国国家安全及社会秩序构成威胁。^③

尽管对主权财富基金的研究不乏积极或中性观点,如认为 SWFs 的规模及

① Edwin Truman, "Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability", *Peterson Institute for International Economics Policy Brief*, August 2007.

② Richard Portes, "Sovereign Wealth Funds: A Threat to Financial Stability?", *Real IR*, September 2007. 或 David Miles, "Sovereign Wealth Funds and Bond and Equity Prices", *Morgan Stanley Research*, June 2007.

③ Gerard Lyons, "State Capitalism: The Rise of SWF", *Journal of Management Research*, October 2007. 或 Daniel W. Drezner, "Sovereign Wealth Funds and the (in) Security of Global Finance", *Journal of International Affairs*, October 2008. 或 Bruce W. Bean, "Attack of the Sovereign Wealth Funds: Defending the Republic from the Threat of Sovereign Wealth Funds?", *Legal Research Paper Series*, Michigan State University, 2010.

其对全球市场的影响被过度夸大^①;SWFs 对外股权投资对金融稳定的负面影响尚未得到充分证实^②;短期内亚洲及中东国家 SWFs 对稳定全球股票及信贷市场起到积极作用,在国际金融市场中具备风险分担的功能^③;SWFs 对外投资行为主要由商业利益而非政治利益主导等。^④但是,主要来源于中东及亚洲地区的 SWFs 在全球范围内的资产布局,尤其是对主要发达国家的风险注资已然日益引起国际社会对其投资风险的高度关注,推动国际经济领域及各国政府相继出台监管举措。2008 年,国际货币基金组织中 26 个 SWFs 设立国共同签署的《圣地亚哥原则》与 OECD 发表的《关于 SWFs 及其接受国方针的宣言》(以下简称“OECD 宣言”)构成目前国际 SWFs 治理监管的基本框架。^⑤其中,《OECD 宣言》要求各国在对外投资时应采用严格的风险评估程序。《圣地亚哥原则》则对 SWFs 的风险管理提出明确指导意见,要求主权财富基金必须具备识别、评估和管理操作风险的治理框架,确保对相关风险进行适当监测和管理,使之保持在可接受的参数及水平内,并公开披露风险管理框架的一般方法。在督促主权财富基金提高资产结构与运营管理透明度的同时,《圣地亚哥原则》也要求东道国对投资者给予公平待遇,提高 SWFs 投资审查过程的透明度。此外,美国还与阿联酋、新加坡签订了规范 SWFs 治理与投资行为的《华盛顿协定》,要求阿、新两国 SWFs 建立完善的风险管理机制,充分披露投资交易信息。《华盛顿协定》同时规定,投资接受国只有在出现“真实的”国家安全风险时,才能对 SWFs 的交易设置限制。

从主权财富基金设立国视角对 SWFs 风险管理的研究,目前仍相当缺乏。有关 SWFs 的资产配置及风险管理的研究表明,多数 SWFs 在总体运营目标下设有特定的风险管理目标,资产配置基于资产均值方差法确定,信用评级、VAR

① Jean-Francois Seznec, “The Gulf Sovereign Wealth Funds: Myths and Realty”, *Middle East Policy*, 2008.

② Steffen Kern, “SWFs and Foreign Investment Policies — An Update”, *Current Issues*, Deutsche Bank Research, October 2008. 或 Jason Kotter, Ugur Lel, “Friends or Foes? Target Selection Decisions of Sovereign Wealth Funds and Their Consequences”, *Journal of Financial Economics*, March 2011.

③ International Monetary Fund, “Box 1.2. Do Sovereign Wealth Funds Have a Volatility-Absorbing Market Impact?”, *Global Financial Stability Report*, Washington, April 2008.

④ Javier Santiso, “Sovereign wealth funds: Key Financial Actors of the Shifting Wealth Funds”, *OECD Emerging Markets Network Working Paper Series*, October 2008.

⑤ International Working Group of Sovereign Wealth Funds, *Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices (GAPP): Santiago Principles*, Washington, October 2008, <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>. 或 Organization for Economic Co-operation and Development, *OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, Paris, April 2008, www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/40408735.pdf.

风险估值模型、误差追踪、久期分析、币种权重设定是普遍采用的风险管理措施。此外,压力测试也经常运用于对投资风险的监测中。^①另外,通过对不同类型 SWFs 风险收益水平的比较研究发现,SWFs 的风险偏好与资金来源相关,以石油美元组建的 SWFs 由于基本不存在显著负债,风险容忍度最高;资金来源于贸易盈余的 SWFs 风险容忍水平次之;由资本流入形成的 SWFs 则通常较为保守。^②2014 年,主权财富基金国际论坛(The International Forum of Sovereign Wealth Funds)发布各国实施《圣地亚哥原则》的研究报告,对科威特等 15 国 SWFs 的投资运营实践进行个案研究。报告指出,SWFs 的收益目标一般与其政策功能相关。^③近年来,SWFs 对外投资风险与相应风险管理的研究开始受到更多关注,但现有的理论研究基本围绕 SWFs 风险资产的管理原则与配置战略展开,鲜有对 SWFs 投资风险的系统识别,也缺少对 SWFs 风险管理机制的政治经济学分析。

二、风险视角下中东主权财富基金的对外投资

中东地区拥有全球规模最大的主权财富基金,主要以平滑资源出口价格、调整收益波动为目的的平准基金和寻求财富代际分享的储蓄基金为主。^④目前,中东 SWFs 约占全球主权财富基金总额的 35%。其中,阿联酋最大的主权财富基金——阿布扎比投资局(Abu Dhabi Investment Authority,以下简称 ADIA)管理资产规模为 7 730 亿美元;沙特阿拉伯货币局(Saudi Arabian Monetary Authority,以下简称 SAMA)资产总额为 7 572 亿美元;科威特投资局(Kuwait Investment Authority,以下简称 KIA)资产规模为 5 480 亿美元。^⑤2005 年后,中东地区 SWFs 数量日益增多,卡塔尔、伊朗等国都相继组建 SWFs,力图实现从“地下”油气财富到“地面”金融资产的有效转换。中东 SWFs 在全球范围内资产配置活跃,尤其是近年来投资逐渐趋向主动多元,在加深国际市场对其

① Hammer, Cornelia, Peter Kunzel, and Iva Petrova, “Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices”, *International Monetary Fund Working Paper*, Washington, 2008.

② Stephen L. Jen, “Sovereign Wealth Fund Investment Strategies: Complementing Central Bank Investment Strategies”, *Economics of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymakers*, International Monetary Fund, December 2010.

③ International Working Group of Sovereign Wealth Funds, *Santiago Principles: 15 Case Studies*, November 2014. <http://www.ifswf.org/pst/SantiagoP15CaseStudies1.pdf>.

④ IMF 根据主权财富基金的设立动因与政策目标,将 SWFs 划分为平准基金、储蓄基金、冲销基金、发展基金与养老金储备基金四种类型。

⑤ 资料来源:SWFI <http://www.swfinstitute.org>.

海外投资引致风险担忧的同时,自身的对外投资也面临诸多风险。

政治风险是中东 SWFs 对外投资面临的首要风险。政治风险主要指因主权国家行为而产生的投资不确定性,是东道国政府或社会行动、政策、制度等因素对跨国投资产生的负面影响。对政治风险的关注起始于第三世界或发展中国家经济环境中存在罚没、国有化等政府行为对商业投资的干扰,以往研究大量集中在东道国内部政治动荡、战争、恐怖主义、政策调整等因素构成的投资运营威胁。有别于传统的跨境经营企业,主权财富基金兼具普通市场参与者与国家利益载体的“二重性”,在所有权归属、设立方式等方面体现“国家资本主义”的性质。^①特殊的主权背景往往导致东道国政府及民众对 SWFs 投资战略性意图的猜忌。中东及亚洲地区 SWFs 近年来在全球资本市场投资的日趋活跃,引发国际社会对 SWFs 海外投资的高度警惕。这种关注主要来自美欧等发达国家。尤其中东地区长期以来地缘政治冲突不断,又是恐怖主义的频发地,西方国家对源自于中东地区的资本始终怀有戒心。“9·11”事件以后,美国等发达国家全方位加强对恐怖主义的防备,视中东为反恐的主要阵地,不仅在军事上加强武装戒备,还密切监控中东国家海外投资动向与资金往来,对中东 SWFs 的投资愈加持防备态度。西方国家既严防中东国家以 SWFs 为载体布局战略性投资,为本国政治利益或伊斯兰反美势力服务;又将 SWFs 作为对中东国家实施经济制裁的有力手段,如 2011 年利比亚冲突爆发后,发达国家即冻结了利比亚 SWFs 在美欧市场的资产账户。此外,主权财富基金不健全的公司治理机制以及长期资产运作的非透明化也导致其海外投资备受争议。SWFs 作为特殊的国有资产运作机构,在治理及监督方面较一般机构投资者更加复杂,国际层面的监管规则尚无法有效约束其商业行为。中东地区尽管早已开始主权财富基金的实践,但在投资透明化方面的进展仍相当缓慢,外界对其 SWFs 的资金规模、配置组合和投资组合等信息均知之有限,更添国际社会及东道国政府对其投资目的的各种猜忌。全球金融危机之后,美欧等国一方面在匮乏流动性时依赖中东国家 SWFs 注资以支持本国在金融危机中受损的金融体系;另一方面出于对 SWFs 以金融实力谋求政治权力的担忧,又对 SWFs 在本国的投资相当警惕,在交易中频设投资壁垒,保护主义势力日渐抬头。即使是美国在海湾地区的传统盟友,其 SWFs 的海外投资也常常遭遇各种政治壁垒。最典型的例子就是 2006 年阿联酋控股的迪拜港口世界公司在并购拥有 6 个美国港口经营权的英国铁行轮船公司(P&O)后,因美国国会及民众反对由阿拉伯人运营美国港务,最终

^① 宋玉华、李锋《主权财富基金的新型“国家资本主义”性质探析》,载《世界经济研究》2009 年第 4 期,第 52 页。

被迫向美国公司转让管理经营权。ADIA 在新西兰的另一桩机场收购计划也因政治原因而搁浅。2007 年, 布什政府签署生效的美国《外国投资与国家安全法案修正案》, 加强了政府对国外资本在美国直接投资的审查力度, 被普遍认为是针对 SWFs 设定的监管约束。同年, 美国财政部发布的《国际经济和汇率政策报告》又进一步对主权财富基金的治理及内控机制提出要求。欧盟内部近年也频频发出强化对 SWFs 监管的声音, 密切关注 SWFs 的投资动向。默克尔在不同场合表达过对 SWFs 投资威胁国家安全的关注。德国已经开始立法监控主权基金行为尤其是股权投资比例, 严格限制主权基金在能源等敏感领域的投资。澳大利亚等国也制定了外资审查的相应原则。虽然在协调 SWFs 母国与东道国行为的各项国际规则与多边协定中, 都存在“承诺不专门针对 SWF 设置保护主义壁垒或其他限制措施”以及“公平待遇”的协议, 但在西方主要国家强烈的国家利益考量面前, 上述承诺往往形同虚设。

市场风险是中东 SWFs 对外投资面临的另一重大风险, 主要反映外部环境不稳定而造成投资损失的可能。中东 SWFs 资产配置跨及北美、欧洲及亚洲新兴市场地区, 全球及东道国宏观经济环境的波动都可能导致其对外投资的资产损失。近年, 中东主要 SWFs 投资风格渐趋进取, 对外风险敞口均有所扩大, 也增加了其投资收益的不确定性。美欧市场是中东 SWFs 长期青睐的传统投资区域。然而西方发达国家在 2007 年后相继陷入危机困境, 市场中各类风险因素积聚。金融危机爆发初期, 中东 SWFs 积极介入对西方金融及房地产领域的风险投资: ADIA 向美国花旗集团注资; 同样来自阿联酋的穆巴拉拉集团购入凯雷集团股份; 卡塔尔投资局 (Qatar Investment Authority, 以下简称 QIA) 投资欧洲证券交易所; KIA 入股戴姆勒—克莱斯勒公司。在美欧危机中的“抄底”投资导致中东 SWFs 账面资产价值严重缩水。2008 年, 海合会国家 SWFs 据估账面损失 3 500 亿美元, 资产价值折损 27%, 其中阿联酋 ADIA 损失高达 1 830 亿美元。^① 在美欧市场的投资受挫, 直接导致中东 SWFs 资产规模增长速度下滑, 亦使其在国内饱受诟病。2009 年后, 为规避市场风险, 中东主要 SWFs 一方面加大了在亚洲及其他新兴市场地区的投资比重; 另一方面适当收缩海外投资比例, 将部分资金撤回本国资本市场。资产配置区域分布的调整, 在分散投资风险的同时, 又为中东 SWFs 增添新的潜在风险。尚未成熟的新兴市场投资暗藏各种不稳定因素, 而资金回流入单一产业结构的本国市场中, 既无法实现主权基金平滑收益波动、分散风险的设立初衷, 还可能触发其他国内经济问题。

^① 资料来源: UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development), *World Investment Report 2009*, New York and Geneva: United Nations, September 2009.

此外,主权财富基金与一般机构投资者同样面临资产运营中的投资操作风险。操作风险主要反映由于内部风险因素而引致经济损失的可能性,是由不完善的内部监控程序、人员、系统及其他事件所造成的资产损失风险。基金公司内部资产管理过程中的任何差错均有可能导致操作失败或价值折损。中东主要 SWFs 运营资产规模庞大,内控机制的不健全、资产运作过程中的失误都将使其蒙受重大的经济损失。因此,中东主要 SWFs 在投资运营管理中都相当重视将操作风险纳入监控范畴。

三、中东主权财富基金投资的谨慎性原则

尽管中东 SWFs 近年风险投资进取性有所加强,但总体而言,大多数主权基金仍秉承相对谨慎的投资原则。这种保守谨慎的资产管理原则首先根植于伊斯兰金融的传统。《古兰经》、《圣训》等基本教义法训指引下的伊斯兰金融,鼓励通过合法公平交易获取利润,不鼓励非确定性的商业活动,不支持高风险交易,禁止投机行为。从早期的伊斯兰银行到各类投资基金的发展,伊斯兰金融在业务开展中始终恪守伊斯兰传统商业规范,金融产品创新也均建立在伊斯兰教义的基础之上。迪拜金融管理局执行董事就曾指出,伊斯兰金融要求“涉及实体的经济生产活动”,产品服务应“以实实在在的资产为基础”。^①体现在中东 SWFs 的投资原则上,主要 SWFs 都坚称是“保守的机构投资者”,对风险基本持保守态度,资产投资上也多侧重于实际资产。最为突出的是中东最大的主权基金 SAMA,长期坚持保守投资的管理原则,资产基本配置于固定收益领域。事实上,这种谨慎保守的资产管理风格也与中东 SWFs 的基本宗旨相符。对于中东国家而言,对冲油气资产风险、实现跨期收益平滑是主权基金设立的主要目的,保障资产的安全性应该是中东 SWFs 的首要考虑因素。尤其是大宗商品价格与全球经济景气程度密切相关,为规避系统性风险,中东 SWFs 本身也不宜持有过多风险资产。远离高杠杆风险资产的投资原则,使伊斯兰金融体系在全球金融海啸中得以幸免陷入深度危机,SAMA 更是因其高度稳健的资产配置原则在全球金融危机中相对独善其身。

同时,中东 SWFs 对外非常强调资产运营的商业目标,明确机构投资者身份,强调长期价值投资,不谋求企业控制权,股权投资比例一般设定在 10% 以内,并确定预期收益率以及风险容忍度等投资参数。顺应国际加强 SWFs 资产管理透明度的要求,中东国家也在逐步去除 SWFs 的神秘面纱,开始定期发布年

^① 洪其华、王琳《破解伊斯兰金融逆势增长之谜》,载《第一财经日报》2010年7月6日。

报或披露投资信息,如 KIA 对不同投资分布及资产配置均设有明确的投资基准及投资目标。KIA 在美国市场的权益投资以“标准普尔指数(S&P500)”为基准指数,在加拿大市场则以“S&P/TSX 封顶式综合指数”为投资基准;国债投资强调资产的保值性与流动性,要求投资回报达到 1 个月 LIB;对私募股权投资,要求年收益率应超过 S&P1200 全球指数滚动十年回报的 500bps;对冲基金投资目标设为 HFRT1 对冲基金综合指数的 100bps;对房地产领域的投资,要求达到瑞银全球房地产指数的 125bps 以上。^①而中东 SWFs 中的新晋成员伊朗国家发展基金(National Development Fund of Iran,以下简称 NDFI)则相当保守,投资最低回报要求以中央银行存款利率为基准,4%的目标收益率低于大多数 SWFs 的预期回报要求。明晰投资参数,表明市场机构参与者角色,既可尽量避免国际社会及投资目标国对中东地区主权财富基金政治意图的猜忌,也有助于保证资产的投资回报。

四、中东主权财富基金投资布局渐向东移

中东地区凭借油气出口积累了巨额石油美元。由于国内经济结构单一,市场容量有限,资金大量进入国际资本市场,尤其是回流美欧发达国家市场。中东主要国家 SWFs 成立后,也将美欧作为海外资产的主要投资场所。“9·11”事件后,受美国全球反恐政策的影响,美国与中东国家关系紧张,与中东传统盟国关系亦出现裂痕。中东资本在西方的投资受到严格监管,被认为与恐怖主义有关联的“可疑”金融资产遭到冻结,部分石油美元开始从美国市场撤资。全球金融危机中,中东及亚洲新兴市场国家主权基金投资活跃,在为全球经济注入活力的同时又进一步引发西方经济安全的担忧。虽然中东主要国家一直积极参与国际社会关于主权财富基金治理监管方面的议程,与海外投资目标国政府协调投资事宜,并采取相关举措回应政治安全疑虑。但在西方主要大国金融保护主义升温、对主权基金投资立法审查趋紧的国际环境下,石油美元投资发达国家资本市场的政治风险积聚。危机中“抄底”美欧市场的投资受损也促使中东资本重新审视其资产布局战略。“阿拉伯之春”运动后,中东地缘政治格局变化,海湾国家与美国政治分歧加大,传统盟友对美国的中东政策亦感到不满,渐现离心倾向。而亚洲等新兴市场国家由于经济强劲增长,孕育更多潜在投资机会,对中东石油资本的引力增强。中东国家不仅在政治上“向东”调整,金融资本投向也开始“向东”倾斜。尽管目前对发达国家成熟市场的投资依然占据中

^① 资料来源:科威特投资局网站, <http://www.kia.gov.kw>。

东 SWFs 的主要比重,但资产布局已悄然分流,亚洲及其他新兴市场获得更多青睐。2008 年后,伊斯兰金融机构纷纷加强了同中国、俄罗斯、印度等国家的合作,主权基金在新兴市场的风险敞口也相应扩大。目前,中东 SWFs 在新兴市场投资份额约占总资产规模的 15%~20%。其中,成熟亚洲市场约占 10%~20%。近年来,ADIA 等中东主要 SWFs 都适当调高了在中国市场的资产配置比重。此外,中东 SWFs 在金融危机后还加大了对本国市场的支持力度,在境内基础设施、工业及服务业领域的投资比重均有所提升。

在资产配置方面,中东 SWFs 近年来亦有所调整,主要体现在投资组合多样化、地域分布分散化以及产业领域多元化,并相应适当提高风险容忍水平。目前,中东主权基金的资产配置已经由传统的固定收益领域发展至制造业、房地产、基础建设、食品、能源等多个领域的另类资产。例如,ADIA 的资产池中包括了股权、固定收益、房地产、私募股权基金以及对冲基金、CTA 等多种资产,其中权益性投资占 50% 以上;其次是固定收益投资,主要包括全球政府债券、信贷、新兴市场及全球通胀债券,约占总资产比重的 20%~25% 左右。ADIA 的资产投资中 55% 采用指数跟踪策略,由投资委员会负责确定资产组合的配置。KIA 成立时间最早,但投资领域自 2005 年起才开始由传统的美国债券投资拓展至更加多元化的资产组合,以求获得更高的投资回报。目前,KIA 的资产中股权投资约占 50% 左右,不同收益率的另类资产投资份额正逐年提高。另外,KIA 还适当放宽了固定收益的投资级别,积极探索超出市场基准回报的风险资产投资渠道,布局亚洲及拉美新兴市场投资,在私募股权、房产投资等领域均有所涉足。相比而言,卡塔尔成立的主权财富基金虽然时间不长,且卡塔尔投资局(QIA)管理资产规模相对较小,但其投资风格却最为激进,是国际市场中积极的战略投资者。由于对投资的预期收益要求较高,QIA 愿意承担的风险水平也更高。欧洲债务危机爆发后,大部分 SWFs 撤离欧洲市场,但 QIA 仍持续对瑞信信贷、巴克莱银行等欧洲金融机构投资。此外,QIA 在欧洲市场的风险投资还包括在英国的商业地产投资以及对德国大众的股权收购。除北美及欧洲市场外,QIA 还相当重视在全球市场范围内的多元投资,在南非、印尼、越南等地均有投资,遍及金融、房地产、农业、旅游、奢侈品、资源与基础设施建设等多个领域。2008 年后,QIA 同样加大了国内市场的风险敞口。2009~2011 年期间,QIA 向卡塔尔国内银行体系注资 280 亿美元;2009 年,QIA 斥资 170 亿欧元与德国联邦铁路公司合资成立卡塔尔铁路发展公司。同时,QIA 也是中东国家中少数在资产投资中运用杠杆工具的 SWFs 之一。

五、中东主权财富基金风险监督机制日趋成熟

尽管中东主权基金目前尚缺乏统一的监管体系,但主要中东 SWFs 在多年的运营实践中均对主权财富基金的风险治理进行了有益的探索,从资产管理原则、投资策略以及机制设置等方面初步建立起一套相对完善的风险控制体系。以 ADIA 为例,ADIA 的风险管理模式与耶鲁和哈佛大学的捐赠基金类似,风险管理由常务董事负责,下设投资委员会、管理委员会、战略委员会、评估跟踪部、投资服务部、内部审计及法务部,共同实施对资产的风险控制。设有专门的风险管理委员会制定风险管理准则框架,监督投资运营风险。风险管理委员会由 11 名成员组成,对资产配置与运营风险实施严格监管。风险管理委员会的主要职责是与各基金经理间进行积极对话,以避免产生意外的资产损失、流动性风险、声誉损害及操作失误。此外,风险管理委员会的职责还包括保证各投资部门的风险资产运作与 ADIA 总体风险偏好的一致。投资服务部主要负责识别潜在风险,及时上报董事会,是执行风险监管的主要职能部门。投资服务部与各投资团队保持密切联系,协调关系,推进基金的风险意识管理,并负责设定风险控制的相关议程,监督风险管理行动的执行状况。另外,ADIA 还引入外部经理人制度,一方面弥补国内在国际资本市场领域投资经验的人才欠缺,另一方面也保证了专业团队的投资独立。目前,ADIA 75% 的风险资产由外部基金经理管理,对基金经理负责的各资产类别分别设置相应的投资组合基准与规则。KIA 的资产运作也同样具有较强的独立性。风险控制由董事会、执行委员会和总经理共同负责,并聘请两家独立外部审计机构对主权基金的投资表现及风险管理体系进行审计。2008 年,KIA 改进了内部治理结构,设置专门的风险管理与业绩评估部门,承担投资风险评估职能,直接向常务董事汇报工作。为降低投资的市场风险与操作风险,中东主要 SWFs 都建立了较为完善的事前、事中与事后风险稽核制度,设置相应的管理部门,制定风险监控的行动准则,定期开展风险的识别、计量与合规审查。但是,中东地区部分规模较小的 SWFs 在治理结构与风险管理机制设计上仍有待改善。如阿曼的阿曼投资基金(Oman Investment Fund)其资产投资由财政部负责,既没有独立的资产运营部门,亦没有严谨的投资战略决策过程,也尚未建立风险的内外外部约束监督机制。

六、结 论

主权财富基金的投资风险业已受到各国的广泛关注。主权财富基金的主

权特质,使其在现实上难以完全实现“政治绝缘”,对外投资的政治风险较一般机构投资者更甚。此外,海外投资的市场风险与操作风险也是摆在主权财富基金面前的严峻问题。中东 SWFs 近年在内部治理、风控建设、信息披露等方面均有所作为,将伊斯兰传统商业原则与时代结合,健全基金的风险管理体系,显示出较强的灵活性。在治理结构上,注重资产运作管理的独立性,从机制设置上保证运营围绕商业目标展开,同时增强主权财富基金的透明度建设;在资产管理原则上,强调价值投资,不积极参与被投资公司的内部治理,明确投资基准与风险参数;在投资组合上,尽管传统固定收益资产仍然是中东 SWFs 的投资重点,但战略性资产配置以及另类资产投资都开始受到相当重视;在风险投资的过程管理上,中东主要 SWFs 也取得了相当的成效。未来,中东地区主权基金对外投资仍然面临多重不确定性。虽然近年中东主要 SWFs 资产已经开始悄然“向东”分流,但新兴市场投资环境的完全成熟尚需时日,美欧市场在未来相当长一段时间内仍将是全球 SWFs 的主要投资区域。包括中国、俄罗斯在内的新兴市场国家 SWFs 在全球范围内的积极投资已经引起西方国家对主权基金的戒备和对国际货币权力转移的担忧,可以预见,今后西方各国针对主权财富基金还会陆续出台更加审慎的投资监督政策。另外,主权基金承担风险的能力与其资金来源的稳定性密切相关。中东地区国家经济结构单一、地缘政治以及美国页岩气革命等因素对国际原油市场的影响,都将直接或间接制约主权财富基金的资产配置与风险承受能力。

Risk Management of the Middle East Sovereign Wealth Funds

REN Jia

(Ren Jia , Ph. D , Lecturer , School of Economics and Finance ,
Shanghai International Studies University)

Abstract Benefited from large inflow driven by oil revenues , sovereign wealth funds from the Middle East have become an important investors in global financial market. Recently , they show stronger endurance to risk. An increasing share of risky asset holdings can be seen in their asset portfolio. Meanwhile , concerns also have arisen about their risk governance. Based on an analysis of their risk factors , this paper discusses their practices and implications for SWFs risk governance.

Key Words Sovereign Wealth Funds; Middle East; Risk Management

(责任编辑: 李 意)