

主權財富基金

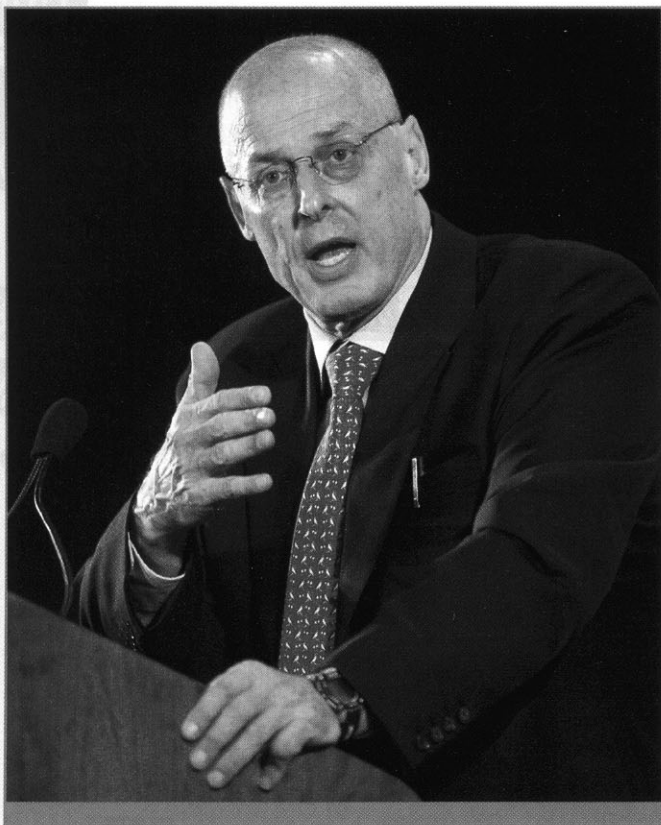
目前，國際間共有二十多個營運中的主權財富基金，總值大約三兆美元，佔全球金融市場1.5%，遠遠超越國際私募基金。主權財富基金除了賺錢盈利、保障國家儲備外，也往往與國家政策被視為一體的組織，現在則成為國與國的外交引火點。

任何財經版，除了分析次按、信貸緊縮（credit crunch）、消費者信心指數下滑等負面資料外，也要正面報道另一個財經主流——主權財富基金的運作和影響。本文正是要填補這個空缺。

主權財富基金的解釋

主權財富基金（Sovereign Wealth Funds, 簡稱SWF），是過往多年由於全球經濟出入口不平衡的急劇發展，導致某些國家擁有巨額外匯盈餘，或石油外輸所賺得的美元所成立的基金。例如中東、北歐挪威等石油國家，或亞洲如中國產品出口國。這些基金是由各國有關政府

美國財長保爾森在3月重申，美國歡迎主權財富基金的投資。（路透社圖片）



成立的投資公司所擁有，資金來源則為外匯存備及石油收入。目前，國際間共有二十多個營運中的主權財富基金，總值大約三兆美元，佔全球金融市場1.5%，遠遠超越國際私募基金的經濟影響。主權財富基金除了賺錢盈利、保障國家儲備外（由於美元在外匯市場不斷貶值），也往往與國家政策被視為一體的組織，現在則成為國與國的外交引火點。

據International Monetary Fund（IMF）於2007年10月的調查報告（Global Financial Stability Report），主權財富基金分為五大類：

一、穩定性主權財富基金（stabilization funds）——主要是保障國家經濟來年預算的穩定性，減輕期貨市場（特別是石油價高企）的衝擊，減低國家經濟短期波動的不良影響。

二、長遠性未來國民儲蓄的主權財富基金（savings funds for future generations）——主要是將不能替換（non renewable）資產透過投資，轉變為多項不同的資產財富管理，為國民未來作儲備。

三、投資性儲備主權財富基金（reserve investment corporations）——主要是增加現在國家儲備的回報。

四、發展性社會民生主權財富基金（development Funds）——主要是增進及推行社會民生政策的基金，務求增強生產率及國際市場競爭力。

五、偶發性退休養老主權財富基金（contingent pension reserve funds）——主要是為減輕政府未來對養老所承擔的壓力作保守的投資。

■ 作者為美國哈佛大學博士後研究院院士及英國孟城城市學院監督（Governor of Manchester City College）。另擔任ACCA香港分會的中小企業委員會顧問及英國特許管理會計師公會（CIMA）香港分會的傳訊委員會顧問。

不過，在2007年9月8日《中國發展觀察雜誌》於討論中國國家外匯投資公司定位時，將SWF分類多加了兩類。筆者認為這兩類的加插分析，是引起美國對中國主權財富基金導火線的原因。加插的兩類為：

六、外匯市場沖銷型主權財富基金 (sterilization-oriented fund) ——主要是減低中央銀行在外匯市場沖銷運作的壓力，幫助中央銀行作財富風險管理。雖然各國中央銀行都是這樣營運，但一旦說明了，外國國會便有機可乘，指責中國玩弄外匯市場，對它們不利；這反映部分中國忠實的經濟學家，對外國經濟的敏感性毫不知情，帶來內地的不便。

七、戰略性主權財富基金 (strategic-oriented funds) ——內容與IMF發展性社會民生主權財富基金相似，不過，一旦以戰略性為標題，務求實現中國社會發展「戰略目標」來作討論，真的嚇怕了不少歐美國家與國際團體。

國際的評論

正面的評論有2008年的*The Money Map Report*，它形容主權財富基金在金融市場為新華爾街，絕對不能忽視。更有學者以"Global Cash Barons"來解釋其運作和影響——有如十九世紀的劫富濟貧的男爵，把盈餘外匯投資於那些落後或發展中國家。

至於最強烈的批評，當然以美國為首。不過近日其態度有所改變，美國財長保爾森於今年3月與新加坡及阿聯酋投資局 (Abu Dhabi Investment Authority, ADIA) 主權財富基金工作人員會面後，感到主權財富基金實在有助平衡國際金融體系。

筆者則認為今年1月22日由Michael F. Martin所提交美國國會的文獻 (Report for Congress) *China's Sovereign Wealth Fund*，才能真正代表美國對中國主權財富基金的真面目。

雖然以2008年1月計算，中國二千億美元的主權財富基金比阿聯酋 (八千七百五十億美元)、挪威 (三千九百一十億美元) 及新加坡 (三千三百億美元) 為少，但美國對中國主權財富基金的恐懼感則遠遠超出比例。中國投資有限責任公司 (簡稱中投公司) 董事長樓繼偉最近在上海陸家嘴一個論壇上說：「提高透明度，當社會公眾對我們的目的有質疑的時候，

減少他們的質疑。」筆者希望有關人士不但要減少社會公眾的質疑，更加要減少外國對我們的質疑。

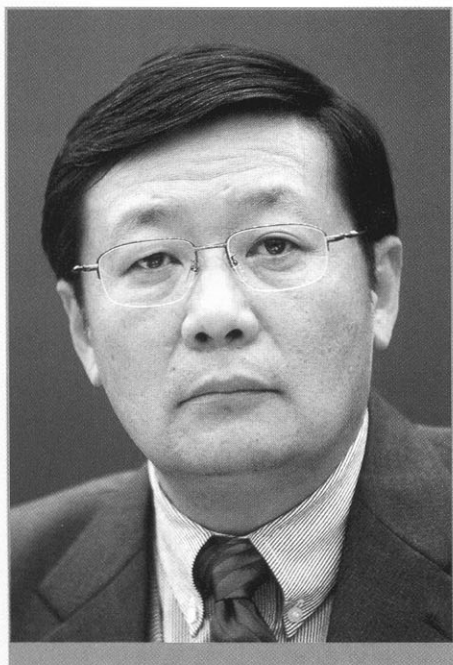
提交國會的文獻*China's Sovereign Wealth Fund*共十八頁，內容都是中國主權財富基金及中投公司公開資料：例如，中投公司經國務院批准成立的日子 (2007年9月29日) 和董事會成員十一人名稱，包括三名執行董事、五名非執行董事、一名職工董事和兩名獨立董事。董事長高西慶任總經理，胡懷邦任監事長。

至於分析，則借用國會議員、學者及企業家來反映對中國主權財富基金及中投公司投資策略的質疑。例如文獻引述財經作者James Surowiecki說：「若中投想的話，它有能力收購福特 (Ford)、通用汽車 (GM)、大眾汽車 (Volkswagen)、本田汽車 (Honda)；還有餘錢去買雪糕。」隨後更引用股神畢非德 (Warren Buffet) 的說話：「美國財政赤字使美國每年失去國家的一部分，很快美國公民會成為其他國家擁有的企業打工。」

文獻繼續辯解，剛通過的*Foreign Investment and National Security Act of 2007* PL. 110-49及美國外國投資委員會 (Committee on Foreign Investment in the United States, CFIUS) 資料，解釋設立一連串機制的目的，以及為什麼防止主權財富基金的敏感性投資。而執行組織則是CFIUS，隸屬財政部，由十二個與能源部組成，包括國家安全理事會、司法部、國防部、聯邦調查局等。詳情讀者可參考James K. Jackson的*CRS Report* RL33388。

筆者感到文獻及防止在美國敏感性投資的時間性很出奇：科威特投資局 (Kuwait Investment Authority, KIA) 是最早的主權財富基金，於1953年設立 (據Thomson Reuters 6月的資料，其總值為二千六百四十四億美元)；阿聯酋ADIA則於1976年成立 (據*The Economist* 1月的資料，其總值為八千七百五十億美元)；新加坡則於1981年成立 (據*The Economist* 1月的資料，其總值為三千三百億美元)；挪威於1990年成立 (據The Norges Bank 5月的資料，其總值為三千九百一十億美元)。為什麼在中國主權財富基金剛剛成立後，才有一連串的機制和措施？

切記：任何事情都是雙方面，我行我素的態度不能再存在。美國經濟的高傲、中國經濟



中投董事長樓繼偉強調，中投會以提高透明度來釋除外間的疑慮。(彭博圖片)

的冒起，成為雙方的經濟矛盾。主權財富基金是明日的華爾街，中國、美國、俄羅斯（普京近日也說要成立主權財富基金）、中東各擔一任。

至於文獻所提及希望IMF能夠對主權財富基金作出國際性規劃；其實，文獻提交一個月後，IMF於2008年2月29日正式宣布主權財富基金研究工作議程

(Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda)，時間是否有些巧合？

IMF研究議程

IMF研究議程內容中肯，有以下的分析：

- 主權財富基金的總額只有增大，估計十年後，總值為十三點四兆美元（故此，讀者若要了解財經、主權財富基金的研究是不能缺少）；

- 主權財富基金管理人的投資策略普遍保守（那麼，中投將會是一樣；投資態度不會像私人銀行有時被迫走高風險、希望高回報的策略）；

- 主權財富基金的管理人多投資到不同地域、不同原材料（投資態度是長線回報，不是炒股）；

- IMF認為主權財富基金是國家穩定貨幣政策的其中一個方法（所以，讀者將會見到其他主權財富基金面世，俄羅斯普京已通知美國財長保爾森有此計劃）；

- 由於主權財富基金是為了保障國家儲備，會直接或間接影響到外匯市場，那麼，IMF有責任作出平衡措施（所以，未來數月，我們會見到一連串的諮詢草議文件，筆者希望中國有關人士盡早參與，不要等待政策出台後才作對策）。

某些草議，已列入研究議程；例如：

1) 基金監管 (fund surveillance)：對於主權財富基金的監管，IMF以為已有足夠的法規；只不過以後須要有系統性地執行。監管包括了雙方面 (bilateral surveillance) 及多方面 (multilateral surveillance)。

2) 基金數據 (fund statistics)：基金數據應在國家統計處清楚申報，同時如企業年報表一樣，資產表、收支賬更要列明其擁有不同國家貨幣組合。

3) 基金營運的透明度與企業管治：IMF對基金營運的要求，可見於現有 *Manual on Fiscal Transparency* 等文獻，缺乏的是有效的執行。草議最重要是第二十九頁的 "next steps"，IMF希望今年8月完成所有諮詢文件。

主權財富基金定位

最適形容主權財富基金的定位，可說是財力與原則的永久持續鬥爭。一方面具有巨大財力，正如以上財經作者 James Surowiecki 所說，有能力收購福特 (Ford)、通用汽車 (GM) 等。另一方面是面對股東（即國家外匯儲備的交代、未來公民的長遠保障），負上作為一家企業的管治及社會責任。

有些基金的定位很清晰，例如挪威的主權財富基金，目標只是一個，是保證挪威公民的養老基金計劃。正當各歐美政府為其未來公民養老而煩惱，挪威政府早已利用主權財富基金為工具，未雨綢繆。況且，挪威政府也設立了 Ethical Council，對於那些沒有遵守社會責任的企業一律不在考慮。例如南韓的 Hanwha Corporation（由於研製軍用品彈藥）、美國波音公司 Boeing Company（由於為美國空軍維修飛彈）及沃爾瑪 Wal-Mart（由於違反人權）等等。

其他主權財富基金的定位卻並不如挪威那樣幸運，更往往與經濟醜聞連在一起。新加坡淡馬錫 (Temasek) 便是一好例子，其主權財富基金因收購被迫下台的泰國前總理他信擁有的通信網公司 Shin Corp 而引起反感。

定位在乎原則清晰，中投雖然成立了只有數個月，已投資了黑石集團 (Blackstone) 和拯救了摩根士丹利公司。但中投到目前為止並沒有說明其運作方針，中投公司董事長樓繼偉所說要落實的三個原則（解決收益壓力、不斷改善治理及提高透明度）也只是剛剛開始。

電郵：agatha@agatha.fsbusiness.co.uk