

# 全球经济失衡与新兴市场经济体 主权财富基金的崛起

李石凯

内容提要：全球储备失衡和全球债务失衡导致新兴市场经济体持有庞大的对外净债权，新兴市场经济体对外净债权的扩张导致主权财富基金的崛起，这就是当代全球新兴市场经济体主权财富基金崛起的基本逻辑。我们有理由预期，随着全球经济失衡状况的进一步加剧，新兴市场经济体的主权财富基金规模还会持续增长。

关键词：全球经济失衡 主权财富基金 新兴市场经济体对外净债权

中图分类号：F831

文献标识码：A

## 一、引言

自 2007 年年末以来，全球政界和学界在国际经济和国际金融方面非常关注两个问题：一是美国的次贷危机问题，二是新兴市场经济体主权财富基金问题。这两个问题同时成为全球特别是美欧国家广泛讨论的热点，有着内在的联系：美国次贷危机对全球经济金融产生了巨大冲击，成为热点理所当然，而正是因为美国次贷危机爆发后来自沙特、阿联酋、科威特、新加坡和中国等新兴市场经济体的主权财富基金对花旗集团、美林证券、摩根士丹利和瑞银集团等美国和欧洲的大型金融机构注资，使得实际上已经存在了半个世纪但过去几乎从未引人注目主权财富基金也成为热点。但是，迄今为止，就主权财富基金问题的讨论过多地集中在两个方面：其一是主权财富基金对全球经济金融的影响；其二是是否应该为主权财富基金制定行为准则。很显然，这些讨论都忽略了一个基本问题，即主权财富基金的成因问题。我们认为，厘清主权财富基金的成因是分析主权财富基金的基础，脱离主权财富基金的成因讨论主权财富基金问题，可能的结果是使经济问题政治化，目前欧美国家有关主权财富基金问题的讨论就是如此。

本文根据国际货币基金组织和国际清算银行的有关数据，分析新兴市场经济体主权财富基金生成和崛起的原因。数据显示，新兴市场经济体主权财富基金直接来源于设立主权财富基金的经济体持有的超大规模的对外净债权，而对外净债权在新兴市场经济体的累积又直接来源于全球经济的失衡。因此，如果要治理主权财富基金问题，就必须首先治理全球经济失衡问题，如果全球经济失衡继续恶化，新兴市场经济体持有的主权财富基金无疑会进一步增长。

## 二、主权财富基金的历史与现状

主权财富基金 (Sovereign Wealth Funds, SWFs) 是指由各经济体中央政府或相对独立的地方政府行政当局设立并管理的投资基金。主权财富基金的资金，来源于各经济体持有的外汇储备或由外汇储备转化的财政盈余，也有的来自政府持有的养老基金或者类似基金。主权财富基金的资金虽然主要是政府持有的外汇储备，但主权财富基金的投资模式和投资目标与外汇储备投资有重大区别。就投资模式而言，传统的外汇储备基本上仅仅投资外国政府债券，而主权财富基金则利用全球各类金融市场进行资产配置与运作；就投资目标而言，传统的外汇储备投资只考虑资产

作者简介：李石凯，广东金融学院华南金融研究所教授。

的安全性和流动性，而主权财富基金则以盈利性作为投资品种选择的最主要目标。所以，主权财富基金的投资类似于各类私人基金和对冲基金，与私人基金和对冲基金不同的是，它的持有人和管理者都是各种行政当局，所以主权财富基金往往容易被人与政治拉上关系。

根据国际货币基金组织的研究，主权财富基金最早出现在 20 世纪 50 年代。1956 年，基里巴斯行政当局设立过一只政府持有的收入均衡基金，管理鸟粪出口带来的外汇收入，以期与后代分享前人留下的财富，其性质类似于现在的主权财富基金，被认为是主权财富基金的滥觞。20 世纪 70-80 年代，即第一次和第二次石油冲击时期，由于石油开采权收归国有和石油价格快速上涨，大量的石油美元流入海湾石油输出国，形成庞大的外汇储备。面对不断膨胀的外汇储备，阿联酋、沙特阿拉伯、科威特和卡塔尔等国家为了实现“代际收入均衡分配”，从石油出口所得中拨出部分资金，设立了专门的石油美元经营管理机构——投资局，如阿联酋阿布扎比投资局、科威特投资局、沙特阿拉伯中央政府和地方政府的三只基金。同样受惠于石油价格的上涨，文莱和美国阿拉斯加州政府也利用石油收入设立了自己的主权财富基金。这一时期设立的主权财富基金的资金来源，还有一部分是贸易盈余，如新加坡政府分别在 1974 年和 1981 年设立的淡马锡控股和新加坡投资公司，其资金就来源于多年贸易盈余累积的外汇储备。这是主权财富基金历史上的第一次高潮。到目前为止，全球金融市场上最活跃的主权财富基金仍然是这一时期设立的，如阿联酋阿布扎比投资局现在仍然是全球规模最大的主权财富基金，而新加坡的新加坡投资公司和淡马锡控股则已经成为持有超额外汇储备的新兴市场经济体管理外汇储备时学习的榜样。

20 世纪 90 年代，虽然也有一些主权财富基金设立，如挪威政府利用石油收入设立的政府养老基金、马来西亚政府利用贸易盈余设立

的国库控股、加拿大政府利用石油收入设立的加拿大养老基金和伊朗政府利用石油收入设立的石油稳定基金，但这些基金当时在国际金融市场并没有太大的作为，所以并没有引起全球金融市场太大的反响。

进入 21 世纪，主权财富基金进入又一波高速发展时期，设立主权财富基金的国家快速增加，基金总规模高速扩张，对全球经济金融的影响显著增强。即使不考虑一些规模较小的主权财富基金，近几年设立的规模在 100 亿美元以上的主权财富基金就包括：2000 年中国台湾行政当局设立的国民稳定基金，2003 年阿联酋迪拜酋长国设立的 Asitithmar 投资公司，2004 年俄罗斯设立的联邦稳定基金、哈萨克斯坦设立的国家基金和澳大利亚政府设立的未来基金，2005 年韩国政府设立的韩国投资公司，2007 年卡塔尔政府设立的卡塔尔投资局和中国政府设立的中国投资公司。<sup>②</sup>

据 2007 年 9 月国际货币基金组织《国际金融稳定报告》统计，目前全球已有至少 36 个国家设立了主权财富基金，总规模在 3.5 万亿美元左右。就规模而言，主权财富基金已经超过对冲基金和私募基金，是国际金融市场上重要的投资力量。表 1 是 2007 年国际货币基金组织《国际金融稳定报告》公布的当代全球主要主权财富基金的基本情况。国际货币基金组织还根据各国的人口规模计算了有关国家人均持有的主权财富基金份额，阿联酋以人均 100 万美元名列第一，卡塔尔以人均 25 万美元名列第二，新加坡以人均 13 万美元名列第三，文莱以人均 9 万美元名列第四，科威特以人均 8 万美元名列第五。中国投资公司在基金规模排行榜上虽然名列第六，但我国人均基金份额只有 150 美元，在已经设立主权财富基金的经济体中人均最少。

从表 1 的资料可以看出，目前，全球的主权财富基金具有下列显著特点：从地理分布来

基里巴斯位于密克罗尼西亚，当时尚未独立，是英国的殖民地。英国管理当局考虑到资源不可再生，对出口的磷酸盐（鸟粪）征收一种特别税，并以这一税源为基础建立了一笔预留基金。这就是现在的基里巴斯收益平衡储备基金（Kiribati Revenue Equalization Reserve Fund）。现在，基里巴斯的鸟粪资源早已枯竭，但这一基金却保留了下来并不断扩大，截至 2006 年其资产已经超过 5.54 亿美元。

<sup>②</sup>实际上，没有一只基金叫做“主权财富基金”。在现实生活中，这类基金的名称差异很大，有的叫做国家投资基金，有的叫做石油平衡基金，有的叫做政府基金，有的叫做稳定基金，有的叫做储备基金，挪威和加拿大还叫做养老基金。

看，亚洲、欧洲、北美洲、大洋洲和非洲都有经济体设立了主权财富基金，分布相当广，但主要集中在亚洲特别是东亚、东南亚和海湾国家；从设立主权财富基金的经济体性质来看，既有发达经济体也有新兴市场经济体，但以新兴市场经济体居多；从设立主权财富基金的主体来看，既有各国的中央政府也有一些相对独立的地方政府，但以中央政府居多；从主权财富基金的资金来源来看，无论是来源于石油收入还是来源于贸易盈余，新兴市场经济体设立主权财富基金的资金都是外汇储备。

那么，新兴市场经济体为什么会有这么多外汇储备来设立主权财富基金呢？主权财富基金为什么在新世纪会迅速崛起呢？这些问题的答案，是全球经济不断加剧的失衡。

## 三、当代全球经济失衡

当代全球经济严重失衡已经成为理论界的共识。但现有研究文献对全球经济失衡的表现形式却有不同的看法。傅瑜等（2006）认为，全球经济的失衡主要表现为国际收支的失衡；周宇（2006）认为，全球经济的失衡主要表现为汇率波动的失控；翁东玲（2007）认为，全球经济的失衡主要表现为资本倒流；杨帆（2007）认为，全球经济的失衡主要表现为美国经济的失衡。本文认为，虽然全球经济失衡有多种表现形式，但终结性表现是全球储备和全球债务在发达经济体和新兴市场经济体之间分布的失衡，具体而言，就是发达经济体累积了过多的对外债务，而新兴

市场经济体则累积了过多的外汇储备。

表 1 当代全球主要主权财富基金的基本情况

单位：亿美元

| 序号 | 基金持有人        | 基金名称                      | 基金规模 | 成立时间    | 资金来源 |
|----|--------------|---------------------------|------|---------|------|
| 1  | 阿联酋阿布扎比酋长国政府 | ADIA·阿布扎比投资局              | 8750 | 1976    | 石油收入 |
| 2  | 挪威政府         | GDF·挪威政府养老基金              | 3500 | 1990    | 石油收入 |
| 3  | 新加坡政府        | GIC·新加坡政府投资公司             | 3330 | 1981    | 贸易盈余 |
| 4  | 沙特阿拉伯政府      | 沙特政府持有的多只基金               | 3000 | 70-80年代 | 石油收入 |
| 5  | 科威特政府        | KIA·科威特投资局                | 2500 | 1983    | 石油收入 |
| 6  | 中国政府         | CIC·中国投资有限公司              | 2000 | 2007    | 贸易盈余 |
| 7  | 新加坡政府        | Temasek Holdings·淡马锡控股    | 1592 | 1974    | 贸易盈余 |
| 8  | 俄罗斯联邦政府      | SFRF·俄罗斯联邦稳定基金            | 1570 | 2004    | 石油收入 |
| 9  | 加拿大政府        | CPP·加拿大政府养老基金投资局          | 1194 | 1999    | 石油收入 |
| 10 | 澳大利亚政府       | FFMA·澳大利亚政府未来基金           | 613  | 2004    | 贸易盈余 |
| 11 | 卡塔尔政府        | QIA·卡塔尔投资局                | 500  | 2000    | 石油收入 |
| 12 | 美国阿拉斯加州政府    | APEC·阿拉斯加永久基金             | 401  | 1976    | 石油收入 |
| 13 | 利比亚政府        | LIA·利比亚投资局                | 400  | 2007    | 石油收入 |
| 14 | 文莱政府         | BIA·文莱投资机构                | 300  | 1983    | 石油收入 |
| 15 | 韩国政府         | KIC·韩国投资公司                | 200  | 2005    | 贸易盈余 |
| 16 | 马来西亚政府       | KN·马来西亚国库控股               | 183  | 1995    | 贸易盈余 |
| 17 | 哈萨克斯坦政府      | KNE·哈萨克斯坦国家基金             | 178  | 2004    | 石油收入 |
| 18 | 中国台湾省行政当局    | NSE·台湾国民稳定基金              | 150  | 2000    | 贸易盈余 |
| 19 | 伊朗政府         | OSE·伊朗石油稳定基金              | 126  | 1999    | 石油收入 |
| 20 | 阿联酋迪拜酋长国政府   | Istithmar·迪拜 Istithmar 公司 | 100  | 2003    | 石油收入 |

资料来源：国际货币基金组织 2007《国际金融稳定报告》。

### （一）全球储备失衡

布雷顿森林体系建立了美元的全球霸权地位，这一国际货币体系虽然在 20 世纪 70 年代崩溃，但美元全球第一储备货币的地位并没有根本性变化，它一直占有全球储备货币 2/3 以上的份额。

虽然全球储备的币种结构没有显著变化，但持有储备的主体却出现了根本性的逆转。20 世纪 80 年代之前，全球储备主要集中在发达经济体尤其是日本、德国和法国，而在广大发展中

在 1999 年欧元鼎盛的时候，很多分析家都预期欧元对美元的国际地位会形成强烈挑战。但是，根据近几年实际运行的结果，虽然欧元对美元的国际地位也形成了一定的冲击，但远远没有达到人们预期的程度。比如，在 2000 年的全球储备币种结构中，美元占 70.9%，欧元占 17.9%，到 2006 年，美元仍然占全球储备货币的 65.7%，欧元占全球储备货币的 25.2%，美元的全球霸权地位仍然十分显著。

国家，外汇储备几乎都不足以支撑外债负担，所以爆发了全球性的债务危机。但是，20世纪90年代之后，特别是进入21世纪以后，全球储备的份额越来越多地集中于新兴市场经济体。而在发达国家中，除日本外仍然是全球储备大国外，其他国家持有的储备都极少，与它们的全球经济地位极不相称。这就是当代全球储备失衡的基本现实，2007年度全球储备的统计数据可以清楚地描述这种失衡（见表2）。

表 2 2007 年度全球储备的分布

| 新兴市场经济体       |       |               |             | 发达经济体 |     |               |             |
|---------------|-------|---------------|-------------|-------|-----|---------------|-------------|
| 全球排名          | 经济体   | 外汇储备<br>(亿美元) | 全球份额<br>(%) | 全球排名  | 经济体 | 外汇储备<br>(亿美元) | 全球份额<br>(%) |
| 1             | 中国    | 15,282        | 22.19       | 2     | 日本  | 9,960         | 14.46       |
| 3             | 俄罗斯   | 4,813         | 6.99        | 10    | 德国  | 1,473         | 2.14        |
| 4             | 印度    | 2,908         | 4.22        | 11    | 法国  | 1,157         | 1.68        |
| 5             | 中国台湾  | 2,728         | 3.96        | 14    | 英国  | 991           | 1.44        |
| 6             | 韩国    | 2,619         | 3.80        | 16    | 意大利 | 943           | 1.37        |
| 7             | 巴西    | 1,894         | 2.75        | 20    | 瑞士  | 754           | 1.09        |
| 8             | 新加坡   | 1,677         | 2.44        | 21    | 美国  | 716           | 1.03        |
| 9             | 中国香港  | 1,599         | 2.32        | 24    | 挪威  | 627           | 0.91        |
| 12            | 阿尔及利亚 | 1,190         | 2.13        | 28    | 加拿大 | 423           | 0.61        |
| 13            | 马来西亚  | 1,090         | 1.58        | 32    | 丹麦  | 343           | 0.50        |
| 全球储备总值 68,872 |       |               |             |       |     |               |             |

数据来源：国际货币基金组织（IMF）统计数据。

表2数据显示，2007年度全球外汇储备总值达到68,873亿美元，前10大储备经济体依次是中国、日本、俄罗斯、印度、中国台湾、韩国、巴西、新加坡、中国香港和德国。对表2进行分析，全球排名和全球份额都强烈地显示出当代全球储备的失衡。

从排名来看，全球前10大储备经济体中，有8个是新兴市场经济体，只有2个是发达经济体。实际上，在前20大储备经济体中，也有14个是新兴市场经济体，只有6个是发达经济体。2007年度，全球有14个经济体的外汇储备超过1000亿美元，其中的11个是新兴市场经济体，只有3个是发达经济体。因此，在全球储备排行榜中，新兴市场经济体显示出显著的优势，而发达经济体显示出相对的劣势。

全球储备份额的分布更能够说明全球储备的失衡。在新兴市场经济体中，中国的外汇储备占全球储备的份额高达22.19%，即全球有超过1/5的储备集中在中国。俄罗斯的外汇储备全

球份额也接近7%，印度、中国台湾和韩国的外汇储备全球份额也超过或者接近4%，巴西、新加坡、中国香港和阿尔及利亚的外汇储备全球份额都在2%以上，再加上在新兴市场经济体中排名第10的马来西亚的全球份额1.58%，这10个新兴市场经济体的全球储备份额总和已经远远超过50%。与新兴市场国家持有的储备份额相比，发达经济体中只有日本的全球份额较大，占全球储备的14.46%。而发达经济体中排名第2的德国，全球储备份额就只有2.14%。排名第3的法国，全球份额连2%都不到，只有1.68%。而英国、意大利、瑞士和美国的全球储备份额均为1%多一点。尤其是全球第一大经济强国美国，2007年度的外汇储备只有716亿美元，比新兴市场经济体中的泰国、阿尔及利亚、马来西亚、墨西哥、土耳其和伊朗都少，仅与利比亚和波兰相当，全球排名低至第21，占全球储备的份额仅仅1.03%。

进一步的比较是，排名前10的发达经济体的外汇储备总和，也只相当于中国一国的储备规模，如果扣除日本，则其他9个发达经济体“储备大国”的外汇储备总和则只有中国的50%，全球所有发达经济体的外汇储备总和，也没有中国和俄罗斯两国外汇储备的规模大。这就是当代全球储备失衡的基本现实。

全球储备失衡的成因主要有以下几点：1. 国际货币制度的缺陷。在当代国际货币体系中，没有一种统一的货币本位，美元、欧元、日元、英镑、瑞士法郎等货币成为全球主要的清算工具和储备货币，即由这些货币的发行国供应全球流动性，弱化了这些国家持有储备的必要性和积极性；2. 以中国、印度、俄罗斯和巴西（即所谓“金砖四国，BRICs”）为代表的新兴市场经济体的强劲增长，形成巨大的贸易顺差，贸易顺差再累积成庞大的外汇储备；3. 国际石油价格的快速提高，使得石油美元源源不断流入海湾国家及其他石油输出国，使这些国家本来就已经高企

的外汇储备更加庞大；4. 发达经济体经济的外部失衡。长期以来，美国、英国等发达经济体的经济一直在贸易逆差下运转，没有能力形成外汇储备。

## (二) 全球债务失衡

按照传统的国际经济或国际投资理论，国际资本应该“垂直流动”，即由资本富余的发达国家流向资本短缺的发展中国家。按照这一理论，全球债务就应该主要集中在发展中国家。而且，这种理论能够解释 20 世纪 90 年代之前的全球债务结构，比如，20 世纪 80 年代的全球债务危机，就是发展中国家累积了过多的国际债务所致。

然而，20 世纪 90 年代之后，资本在国际间倒流，许多发展中经济体成为净资本流出国，而绝大部分发达经济体成为净资本流入国。其结果是，发达经济体累积了越来越多的外债，而新兴市场经济体持有的外债份额不断收缩，出现显著的全球债务失衡。2007 年度的全球债务数据是当代全球债务失衡的一个缩影（见表 3）。

根据国际清算银行的统计，2007 年度全球外债余额总值 543,100 亿美元，美国、英国、德国、法国、意大利、荷兰、西班牙、爱尔兰、日本和瑞士分列全球债务排行榜前 10 名。对 2007 年度的全球债务排名和全球债务结构进行分析，我们能够发现当代全球债务失衡的基本现实。

从全球债务排名来看，前 10 大债务经济体全部是发达国家，不仅如此，在全球前 20 大债务经济体中，还有比利时、加拿大、澳大利亚、奥地利、丹麦、瑞典、挪威和葡萄牙。也就是

说，发达经济体占全球前 20 大债务经济体的 90%，这一债务排行榜几乎囊括了所有当代经济强国。另外，全球有 11 个经济体的债务余额超过 1 万亿美元，这些经济体全部是发达国家。相比之下，在新兴市场经济体中，只有中国香港和俄罗斯进入全球前 20 大债务经济体之列。中国是全球最大的新兴市场经济体，但中国的外债只有 3,630 亿美元，比发达国家中的希腊都少，全球排名低至第 22。

全球债务结构更加能够描述当代全球债务失衡的程度。在 2007 年的全球债务余额中，仅美国一家就占有 23.71% 的份额，接近全球外债总规模的 1/4。全球排名第二的英国也持有全球外债的 21.18%。也就是说，美、英两个债务大国的外债总和已经达到全球总债务的 45%。德国和法国的外债全球份额都超过 8%，意大利、荷兰两国的全球债务份额也超过 4%，西班牙、爱尔兰两国的全球债务份额超过 3%，日本和瑞士的全球债务份额超过 2%。经过简单的加总可以发现，排名全球外债前 10 的发达国家的外债总和，已经占到全球债务份额的 82%。再加上排名前 20 的其余 8 个发达国家的外债份额，这 18 个发达国家的外债占全球总债务的份额已经接近 90%。

相比之下，在新兴市场经济体中，债务规模最大的中国香港也只有 5,880 亿美元，全球外债份额只有 1%。其余所有新兴市场经济体，包括中国、俄罗斯、韩国、巴西、印度等新兴市场大国，全球外债份额都在 1% 以下，前 10 大新兴市场经济体的外债份额总和只有 5%，即不到美国和英国的 1/9，这就是当代全球债务严重失衡的基本现实。

当代全球债务失衡的成因相当复杂，可以从不同的视角进行分析。新兴市场经济体全球债务份额的下降，一方面是因为新兴市场经济体经济实力的增强，对外债的需求和依赖减少，另一方面是国际金融机构和发达国家对新兴市场经济体经济援助的减少。发达经济体全球外债份额的扩张主要是

表 3 2007 年度全球债务的分布

| 新兴市场经济体         |      |               |             | 发达经济体 |     |               |             |
|-----------------|------|---------------|-------------|-------|-----|---------------|-------------|
| 全球排名            | 经济体  | 外债余额<br>(亿美元) | 全球份额<br>(%) | 全球排名  | 经济体 | 外债余额<br>(亿美元) | 全球份额<br>(%) |
| 16              | 中国香港 | 5880          | 1.08        | 1     | 美国  | 128779        | 23.71       |
| 20              | 俄罗斯  | 3848          | 0.71        | 2     | 英国  | 115028        | 21.18       |
| 22              | 中国   | 3630          | 0.67        | 3     | 德国  | 44890         | 8.27        |
| 23              | 韩国   | 3427          | 0.63        | 4     | 法国  | 43960         | 8.09        |
| 25              | 巴西   | 2303          | 0.42        | 5     | 意大利 | 23460         | 4.32        |
| 26              | 土耳其  | 2256          | 0.41        | 6     | 荷兰  | 22770         | 4.19        |
| 27              | 波兰   | 1878          | 0.35        | 7     | 西班牙 | 20470         | 3.77        |
| 28              | 墨西哥  | 1820          | 0.29        | 8     | 爱尔兰 | 18410         | 3.39        |
| 29              | 印度   | 1564          | 0.27        | 9     | 日本  | 14920         | 2.75        |
| 30              | 匈牙利  | 1429          | 0.26        | 10    | 瑞士  | 13400         | 2.47        |
| 全球外债余额总值 543100 |      |               |             |       |     |               |             |

数据来源：国际货币基金组织（IMF）统计数据。

因为这些国家中的大部分同时存在政府部门财政赤字和私人部门储蓄-投资缺口，必须依赖外债流入来维持经济的运转。比如 2007 年度，美国的联邦政府预算赤字 4,200 亿美元，私人部门储蓄-投资缺口 2,820 亿美元，总缺口达到 7,000 亿美元以上。如果没有同等规模的外资流入，美国的经济将无法持续。

#### 四、新兴市场经济体的对外净债权

由全球储备失衡和全球债务失衡构成的全球经济失衡，造成的实质性影响是外汇储备在新兴市场经济体累积和对外债务在发达经济体的累积，最终，新兴市场经济体的对外资产余额超过对外债务余额，成为对外净债权国，发达经济体的对外债务余额超过对外资产余额，成为对外净债务国。

根据国际货币基金组织公布的 2007 年度全球及各国外汇储备数据和国际清算银行公布的 2007 年度全球及各国外债余额数据，我们对全球各国的对外净债权和对外净债务进行了测算。测算结果显示，由于外汇储备小于外债余额，全球所有发达经济体均持有对外净债务，即使是发达国家中最大的储备国日本也是如此。当然，以美国和英国的对外净债务最多。2007 年，美国持有的 716 亿美元外汇储备只相当于其持有的 128,779 亿美元对外债务的 0.55%，对外净债务 128,068 亿美元，与美国 2007 年的 GDP138,438 亿美元几乎相当，也就是说，即使美国人不吃不喝，也得拿出一年的 GDP 来偿还对外净债务。英国的状况更为严峻，其持有的 991 亿美元外汇储备只相当于其持有的 115,028 亿美元外债余额的 0.89%，虽然比美国略高，但其对外净债务余额达到 113,037 亿美元，是其 2007 年 GDP27,726 亿美元的四倍，如果要还清对外净债务，须拿出四年的 GDP 才行。我们可以设想一

下，如果美国和英国也要像新兴市场经济体一样利用外汇储备来维持外债偿付能力的话，按照现在美国和英国的外汇储备/外债余额比率，美国和英国都早就应该陷入债务危机。当然，美国和英国的情况与新兴市场经济体不同，最大的不同就在于货币的国际化程度，美元在当代国际货币体系中拥有霸权地位，英镑也是主要的国际货币。正是由于美元的全球霸权地位和英镑高度的国际化，使得美国和英国能够持有庞大的对外净债务而不致陷入债务危机。

在新兴市场经济体中，虽然也有埃塞俄比亚、肯尼亚等部分非洲重债穷国，波兰、保加利亚等部分中东欧转型经济体和墨西哥、阿根廷等部分拉丁美洲债务大国仍然持有有一定规模的对外净债务，但其余大部分新兴市场经济体都持有对外净债权，也就是说，发达经济体的对外净债务实际上的债权人就是新兴市场经济体。这是当代全球经济运行中一种特殊的现实：从全球视角来看，应该资本过剩的发达经济体持有全球主要的对外债务，成为资本净流入国，而应该资本短缺的新兴市场经济体则持有全球主要的对外债权，成为资本净流出国。

对外净债权高度集中于部分新兴市场经济体也是当代全球经济失衡的一个重要特征。按照 2007 年度的数据，对外净债权中的绝大部分集中在少数新兴市场经济体，尤其是“金砖四国”、部分东南亚经济体和主要石油输出国，这些新兴市场经济体持有全球 90%以上的对外净债权，这些经济体对外净债权的绝对和相对规模见表 4。

表 4 通过外汇储备和外债余额的对比，显示出部分新兴市场经济体对外净债权的状况。分析显示，在当代全球经济中成长速度最快、最具活力的四大新兴市场经济大国——中国、俄罗斯、印度和巴西，无一例外都持有庞大的对外净债权，其中，中国的外汇储备是外债余额的 4.21 倍，对外净债权高达 11652 亿美元，

美国和英国对外净债务的币种结构与新兴市场经济体也完全不同：由于本币的国际化程度低，新兴市场经济体持有的外债多为美元、欧元和英镑外债，其偿付能力也需要它们持有美元、欧元和英镑总储备来维持；由于美元和英镑的国际化程度高，美国持有的外债几乎全部是美元外债，英国持有的外债也大部分是英镑外债，而美元和英镑就是它们自己发行的货币，它们可以通过调节货币发行规模来维持对外债务的偿付能力，它们几乎不存在所谓的外债偿付压力，这就是货币的全球霸权给它们带来的利益之一。货币的全球霸权给它们带来的最大好处是，随着美元和英镑的贬值，它们持有的外债的购买力会下降，也就是说，它们可以通过货币的对内贬值向持有债权的国家征收“通货膨胀税”。

表 4 2007 年度新兴市场经济体中  
主要持有对外净债权的经济体

| 经济体   | 外汇储备<br>(亿美元) | 外债余额<br>(亿美元) | 外汇储备/外债<br>余额比率 (%) | 对外净债权<br>(亿美元) |
|-------|---------------|---------------|---------------------|----------------|
| 中国    | 15282         | 3630          | 420.99              | 11652          |
| 俄罗斯   | 4813          | 3848          | 125.08              | 965            |
| 印度    | 2908          | 2303          | 126.27              | 605            |
| 巴西    | 2875          | 1654          | 173.82              | 1221           |
| 新加坡   | 1677          | 255           | 657.65              | 1422           |
| 马来西亚  | 1199          | 578           | 207.44              | 621            |
| 泰国    | 947           | 586           | 161.70              | 361            |
| 阿联酋   | 255           | 191           | 133.51              | 64             |
| 沙特阿拉伯 | 733           | 528           | 138.53              | 205            |
| 科威特   | 336           | 197           | 170.56              | 139            |
| 伊朗    | 761           | 310           | 245.58              | 451            |
| 利比亚   | 695           | 45            | 1544.44             | 650            |
| 阿尔及利亚 | 1100          | 50            | 2200.00             | 1050           |

数据来源：同表 3。

巴西和俄罗斯的对外净债权也超过或接近 1000 亿美元，印度的对外净债权也有几百亿美元。东南亚国家中新加坡、泰国、马来西亚三个国家也都持有规模不小的对外净债权，其中的新加坡尤其突出，尽管已经利用外汇储备设立了两只大规模的主权财富基金，其剩余对外净债权仍然超过了 1000 亿美元。以海湾国家为主的石油输出国，由于有石油美元源源不断地流入，第一次石油冲击后就从来不为外汇储备短缺而发愁，相反，怎样使持有的石油美元既安全又增值才是它们最大的难题。但是，从 2007 年的数据来看，它们都仍然持有有一定规模的对外净债权。传统的石油输出大国阿联酋、沙特阿拉伯、科威特和卡塔尔都持有规模不等的对外净债权。非洲的产油国利比亚和阿尔及利亚的对外净债权虽然绝对规模不大，但它们的外汇储备/外债余额比率却很高。利比亚的外汇储备是外债余额的 15 倍，阿尔及利亚的外汇储备是外债余额的 22 倍。

对比表 4 和表 1，我们能够发现，表 4 中持有对外净债权的新兴市场经济体与表 1 中设立主权财富基金的新兴市场经济体大多重叠，这绝对不是偶而是必然。因为新兴市场经济体基本上都是利用对外净债权来设立主权财富基金的。所以，对外净债权是新兴市场经济体设立主权财富基金的共同资金来源。

理论和实践都告诉我们，新兴市场经济体必

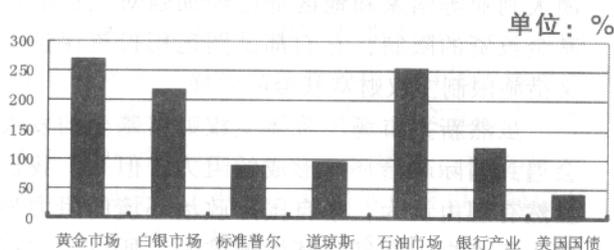
须持有有一定规模的外汇储备，以维持外债偿付能力。如果新兴市场经济体的储备超过维持偿付能力所需，那么这些储备资产就只能选择诸如外国国债这类金融产品进行投资，以保证储备资产的安全性和流动性。但是，这类投资产品显然盈利性过低，而且，随着通货膨胀和货币贬值，这类资产的收益率还可能是负数。因此，持有大规模对外净债权的新兴市场经济体不愿意也不应该将对外净债权仅仅只投资于外国国债，设立主权财富基金进行全方位、多元化投资，以保证储备资产的盈利性，就是这些持有对外净债权的新兴市场经济体普遍采取的应对策略。

对比 2000~2007 年间全球金融市场和商品市场主要产品投资收益率，我们能够看出对外净债权投资不同市场的收益率差异，也就是对外净债权仅仅投资美国国债的机会成本。首先，我们可以分析国际贵金属市场。2000 年年底，国际黄金市场黄金的价格为每盎司 272 美元，到 2007 年年底，每盎司黄金的价格接近 1000 美元，即黄金投资的收益率可以达到 270%。2000 年年底，国际白银市场每盎司白银的价格为 4.60 美元，到 2007 年年底，每盎司白银的价格达到 14.65 美元，即白银投资的收益率能够达到 218%。其次，我们可以分析美国的股票市场。进入新世纪以来，美国的股市并不算太景气，但是，根据标准普尔的统计，如果 2000 年投资标准普尔 500 股票 (S&P500)，总回报率 (包括股票溢价和红利分配) 能够达到 82%，其中仅 2003 年的总回报率就达到 29%，2006 年也有 16%。按照与标准普尔同样的方法计算总收益率，投资道琼斯指数 (Dow Jones Index) 股票的总收益率达到 87%。第三，我们可以再分析国际石油市场。2000 年年底，美国纽约商品交易所轻质原油期货每桶只有 32 美元，到 2007 年年底，每桶石油期货价格接近 100 美元，如果投资石油，收益率将达到 206%。目前，新兴市场国家的主权财富基金主要进行股权投资，而且大部分投资金融企业。根据美国联邦存款保险公司 (FDIC) 的数据，2000 年以来，美国银行产业的资本回报率 (ROE) 平均都在 20% 以上，大银行的资本回报率比平均资本回报率更高，比如 2006 年度，美国前五大银行中，美国银行的

资本回报率为 38.7%，花旗集团为 34.8%，摩根大通为 24.9%，富国银行为 33.7%，美联银行为 38.2%，即使受到次贷危机的巨大冲击，美国银行产业的平均资本回报率仍然有 7.83%。按照这些收益率计算，如果 2000 年对美国的银行产业进行股权投资，收益率平均也会在 120% 以上。然而，美国国债的利率长期在相对低的水平徘徊，投资美国国债的收益很少，以 10 年期美国国债为例，2000 年以来，其利率长期在 4.5% 上下，2003 年甚至跌破 4%，虽然 2006 年之后有所回升，也只在 5% 左右，总体而言，年收益率不足 5%，也就是说，如果 2000 年投资美国 10 年期国债，到 2007 年，其总收益率也不到 40%。

通过上述分析，我们可以发现，如果新兴市场经济体的对外净债权仅仅只投资美国国债，其收益率最低。这种收益只有黄金和石油投资的 1/6，白银投资的 1/5，银行产业股权投资的 1/3，股票投资的 1/2。图 1 对这种收益率的差异进行了形象的描述（见图 1）。

图 1 2000~2007 年不同投资品种的总收益率比较



资料来源：根据 Yahoo Financial、FDIC、The Banker 等相关数据整理。

由于不同市场投资的收益率差异较大，而美国国债的收益率又最低，所以，持有对外净债权的新兴市场经济体为对外净债权寻求多元化市场进行资产配置，以期保证储备资产的盈利性，是符合经济学基本原理的理性选择。由于全球经济严重失衡，导致部分新兴市场经济体持有越来越多的对外净债权，主权财富基金的崛起就成为必然。

## 五、新兴市场经济体主权财富基金的未来走势

2007 年以来，新兴市场经济体主权财富基

金问题已经成为全球关注的热点，部分研究机构对主权财富基金的未来走势进行了分析与预测。根据国际货币基金组织 2007 年 7 月的发布的《世界经济展望》的估计，全球已经有 36 个国家设立了主权财富基金，全球主权财富基金持有的资产约为 3.5 万亿美元。并且正在以每年 9 千亿美元的速度快速增长。根据全球著名的投资银行摩根士丹利 2007 年 12 月的一项专门研究报告预测，到 2011 年，全球主权财富基金规模将达到 6.5 万亿美元，2015 年可能进一步增至 12 万亿美元，占全球金融资产的比重将由现在的 2.5% 增至 9% 以上。2008 年 7 月，英国著名的研究咨询机构伦敦金融国际服务协会 (IFSL) 出版了题为《2008 主权财富基金》的研究报告，首次在其金融城商业系列报告中专题研究主权财富基金问题。IFSL 估计，2007 年，主权财富基金掌握管理的资产共计 3.3 万亿美元，年增长 18%，主要增长来源于一些亚洲国家外汇储备以及石油输出国石油美元收入的增加。同时，政府养老基金、发展基金和国有公司等其他主权投资亦增加 6.1 万亿美元；未投入到主权财富基金的官方外汇储备共计 5.3 万亿美元。目前，主权财富基金的资产总额超过对冲基金，相当于传统基金（养老金、保险基金、共同基金）管理的财富的 10%。但主权财富基金发展速度已远远超过其他投资基金。2000 年以后成立的主权财富基金目前在全球 40 大主权财富基金中约占 50%。IFSL 预测，2010 年，主权财富基金将达到 5 万亿美元，2015 年增至 10 万亿美元。

以上是一些国际研究机构对未来主权财富基金发展趋势的预测，虽然也存在一些分歧，但无疑都对主权财富基金的未来发展持乐观态度。笔者认为，只要国际经济和国际金融环境不发生根本性逆转，国际政治环境也相对宽松，新兴市场经济体主权财富基金的发展也许会比上述预测来得更加快速。

要分析和判断新兴市场经济体主权财富基金的未来走势，我们还必须研究两大关键性问题：一是主权财富基金面临的国际经济环境，二是主权财富基金面临的国际政治环境。整体而言，国际经济环境对新兴市场经济体主权财

富基金的未来发展将形成巨大推力，但国际政治环境却会对新兴市场经济体主权财富基金的未来发展形成一定的阻力。

在国际经济环境层面，无论是供给因素还是需求因素，都有利于新兴市场经济体主权财富基金的发展。供给方面的有利因素包括：1. 新兴市场经济体的外汇储备目前仍然在继续快速增长，给主权财富基金提供流量补充。以2007年度的数据为例，虽然中国的外汇储备有44.3%的增速，但这一增速在新兴市场经济体中仍然不是最快的：同期，俄罗斯的外汇储备增长了59.4%，印度的外汇储备增长了64.4%，巴西的外汇储备增长了105.9%；2. 已经设立主权财富基金的新兴市场经济体仍然持有大规模的剩余对外净债权，能够为主权财富基金的未来发展提供存量支持。已经设立主权财富基金的新兴市场经济体，基本上都没有将所有外汇储备投入主权财富基金，也就是说，在这些经济体中，还存在大规模的剩余对外净债权。如果条件成熟，这些剩余对外净债权随时可以转换成主权财富基金。比如，中国的剩余对外净债权仍然超过1万亿美元，俄罗斯、新加坡、中国台湾都持有超过1000亿美元的剩余对外净债权；3. 还有许多持有对外净债权但尚未设立主权财富基金的新兴市场经济体正在计划设立主权财富基金。数据显示，印度、巴西、泰国、阿尔及利亚、尼日利亚等国都持有几百亿甚至超千亿美元的对外净债权，它们完全有能力也有可能在未来设立一些规模不小的主权财富基金；4. 国际石油价格的快速增长，使得石油美元比过去更快的速度流入石油输出国，

有着长期主权财富基金营运经验的海湾国家会进一步扩大它们持有的主权财富基金规模。影响主权财富基金发展的需求方面的因素包括：1. 由于发达国家特别是美国政府部门财政赤字和私人部门储蓄-投资缺口的扩张，利用海外资金进行缺口弥补是必然的选择。比如美国，每年接近5,000亿美元的财政赤字和3,000亿美元的储蓄-投资缺口，如果没有同等规模的海外资金的注入，美国经济就无法运转；2. 美国次贷危机对全球经济的冲击尚未结束，美国的金融市场和金融机构都没有完全走出困境。虽然来自中国、新加坡、沙特、科威特的主权财富基金对花旗集团、摩根士丹利、美林证券、瑞银集团和瑞信集团的资金注入已经为稳定全球金融市场作出了显著贡献，但全球金融市场仍然没有完全稳定，仍然需要新兴市场经济体主权财富基金的支持。

从目前的情况来看，国际政治环境对新兴市场经济体主权财富基金的未来发展并不利。出于政治的而不是经济的原因，美国、欧盟和澳大利亚等国家和地区都已经加强对主权财富基金投资的限制，它们都试图运用投资保护主义措施限制主权财富基金的发展。

虽然新兴市场经济体主权财富基金的发展会遇到国际政治环境形成的阻力，但是，我们显然有理由认为，来自国际政治环境的阻力显著小于来自国际经济环境的推力。所以，主权财富基金在未来若干年将会以更快的速度增长。

(责任编辑：刘墨海)

## 参考文献：

- [1] 傅瑜，徐艳，何泽荣. 论全球经济失衡 [J]. 经济学家，2006 (06)：p103-109.
- [2] 周宇. 人民币升值加剧全球经济失衡的风险 [J]. 世界经济研究，2006 (11)：p52-29
- [3] 翁东玲. 全球经济失衡态势下的东亚国家资本流动 [J]. 亚太经济，2007 (03)：p64-68
- [4] 杨帆. 从不均衡走向均衡——兼论中国应对美国经济衰退 [J]. 广东金融学院学报，2007 (03)：p8-11
- [5] 者贵昌. 中国国际储备的分析与评论 [J]. 国际金融研究，2005 (05)：p56-61

Abstract: The disequilibrium of global reserves and global debt led to a huge net external claims in emerging market economies, and the expansion of latter led to the rise of sovereign wealth funds, which is the basic logic of the rise of contemporary global sovereign wealth funds in emerging economies. So, it is reasonable to expect that, as the global economic disequilibrium is further deteriorating, the scale of sovereign wealth funds in emerging economies will continue to grow.

Keywords: Global Economic Disequilibrium; Sovereign Wealth Funds; Net External Claims in Emerging Economies.