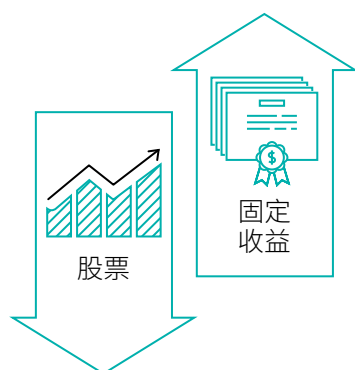
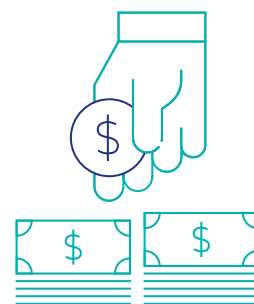


# 主权基金在 危机中寻找 机遇

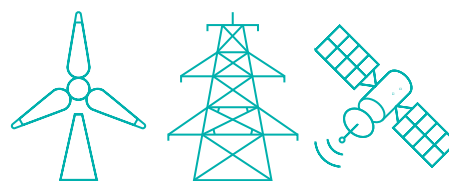


对于那些现金储备充足的主权基金来说，2020年初的市场崩溃是前所未有的买入良机。另外，作为长期资本的保管人，大部分主权基金无需急于出售来满足提取要求，因此从中受益。



即使在2019年底，新冠肺炎疫情对市场造成严重破坏之前，主权基金的平均股票配置就已降至2013年以来的最低水平。未来12个月，主权基金计划继续配置固定收益资产（尤其是另类资产）和私募市场的非流动性资产。

在基础设施领域，主权基金主要关注发电输电以及通讯行业。这些帮助各国摆脱对化石燃料依赖的电力项目，被视为实现ESG目标的一种有效方式。



一些以大宗商品为经济基础的主权基金提前做好准备，以应对来自政府的资本调用要求。不过，大部分主权基金都拥有巨大的现金储备，应该有能力应对这种情况，而无需进行重大资产配置调整或被迫出售资产。

据报道，随着新冠肺炎疫情导致资产价格暴跌，现金储备充足的主权基金面临前所未有的买入良机。

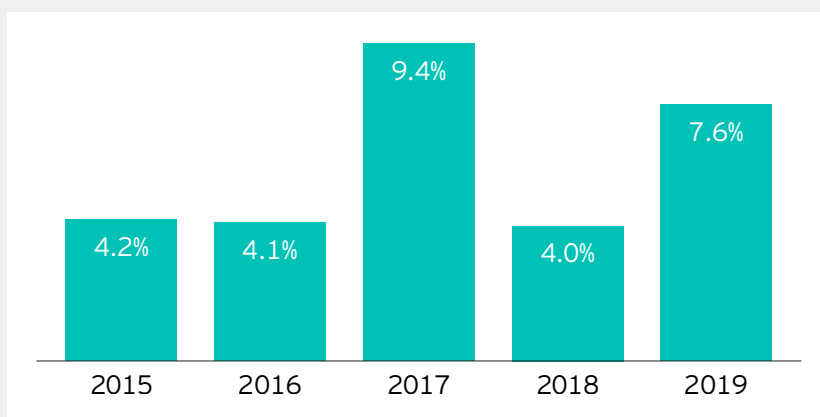
的确，今年很多受访者从严格的再平衡规则中受益，该规则要求当配置低于规定阈值时必须买入。

这场疫情为那些能够快速行动的投资者们创造了机会，正如 EMEA 地区的一位主权基金管理者所说：“我们为应对周期末而储备了大量现金；机会看似众多，但快速行动并非易事。我们的内部团队设置了触发机制，当 AAA 级债券达到特定价格时我们会买进，随着债券价格触底反弹，这为我们带来了一定收益。”

在市场崩盘时能够勇敢坚定地买入可能会获得巨大的长期回报。过去十年中，很多表现最佳的主权基金都是在 2008 年全球金融危机后进入股票市场的。作为长期资本的保管人，主权基金积极强调其于市场疲软时的投资能力和信心，他们不仅受益于其长期的投资目标，而且无需被迫出售资产来满足提取要求。

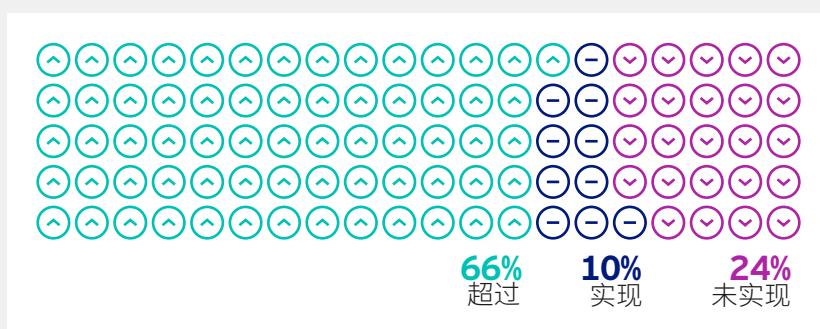
2019 年，主权基金的平均业绩创下过去五年的最高水平，其中三分之二超越了目标（图 1.1 和 1.2）。不过，即使在新冠肺炎疫情爆发前，大多数受访者已表示了对于周期末的担忧，对投资采取谨慎态度。因此，2019 年末的平均股票配置减少至 2013 年以来的最低水平，与两年

图 1.1  
年回报率（平均 %，主权基金）



过去一年，您的基金年回报率（截至 2019 年 12 月 31 日）是多少？  
样本大小：2015 = 49, 2016 = 49, 2017 = 52, 2018 = 55, 2019 = 71

图 1.2  
2019 业绩与目标相比（答题占比 %，主权基金）

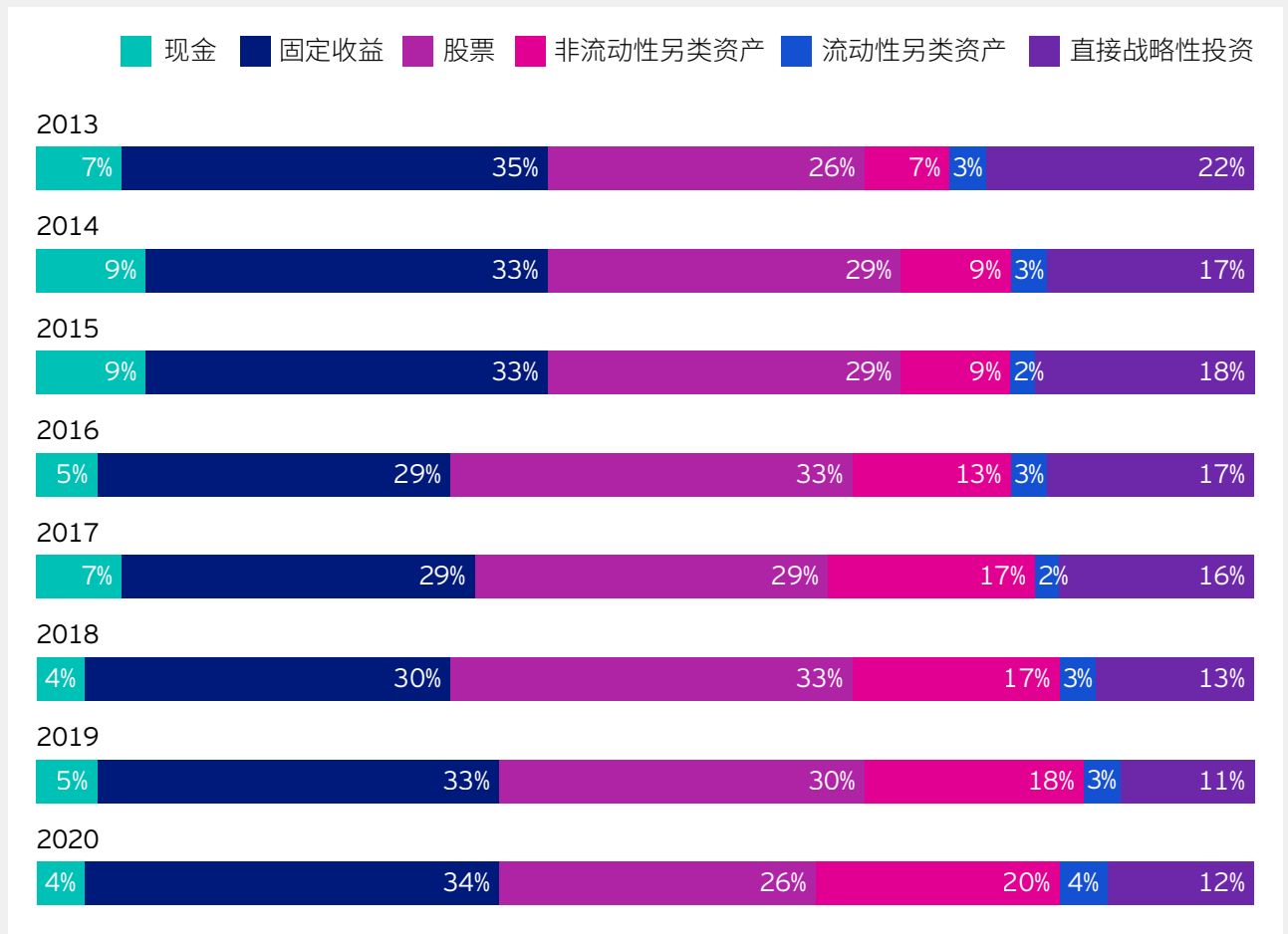


2019 年您的业绩超过、实现还是未达到回报目标？  
样本大小：59

正如 EMEA 地区的某主权基金所说：“我们为应对周期末而储备了大量现金；机会看似众多，但快速行动并非易事。我们的内部团队设置了触发机制，当 AAA 级债券达到特定价格时我们会买进，随着债券价格触底反弹，这为我们带来了一定收益。”

图 1.3

不同年份的资产配置情况（平均%，主权基金）



以下资产目前的配置情况如何？

样本大小： 2013 = 33, 2014 = 48, 2015 = 44, 2016 = 57, 2017 = 62, 2018 = 63, 2019 = 53, 2020 = 78

前同比降低了 7 个百分点。同一时期，固定收益的配置增加了 4 个百分点，而非流动性另类资产增加了 3 个百分点（图 1.3）。

尽管众多资产类别都大幅升值，但是谨慎态度依然存在。虽然有多位受访者指出，今年春天有机会以较低的价格购入一些优质公司的股

票，但是市场反弹未能抑制调查期间主权基金减持股票的总体趋势。某北美债务型主权基金表示：“在疫情爆发前，考虑到所处的周期末阶段，我们认为股价水平过高，即使全球经济停滞，失业率大幅上升，现在股价距离历史最高值仍并不远。”

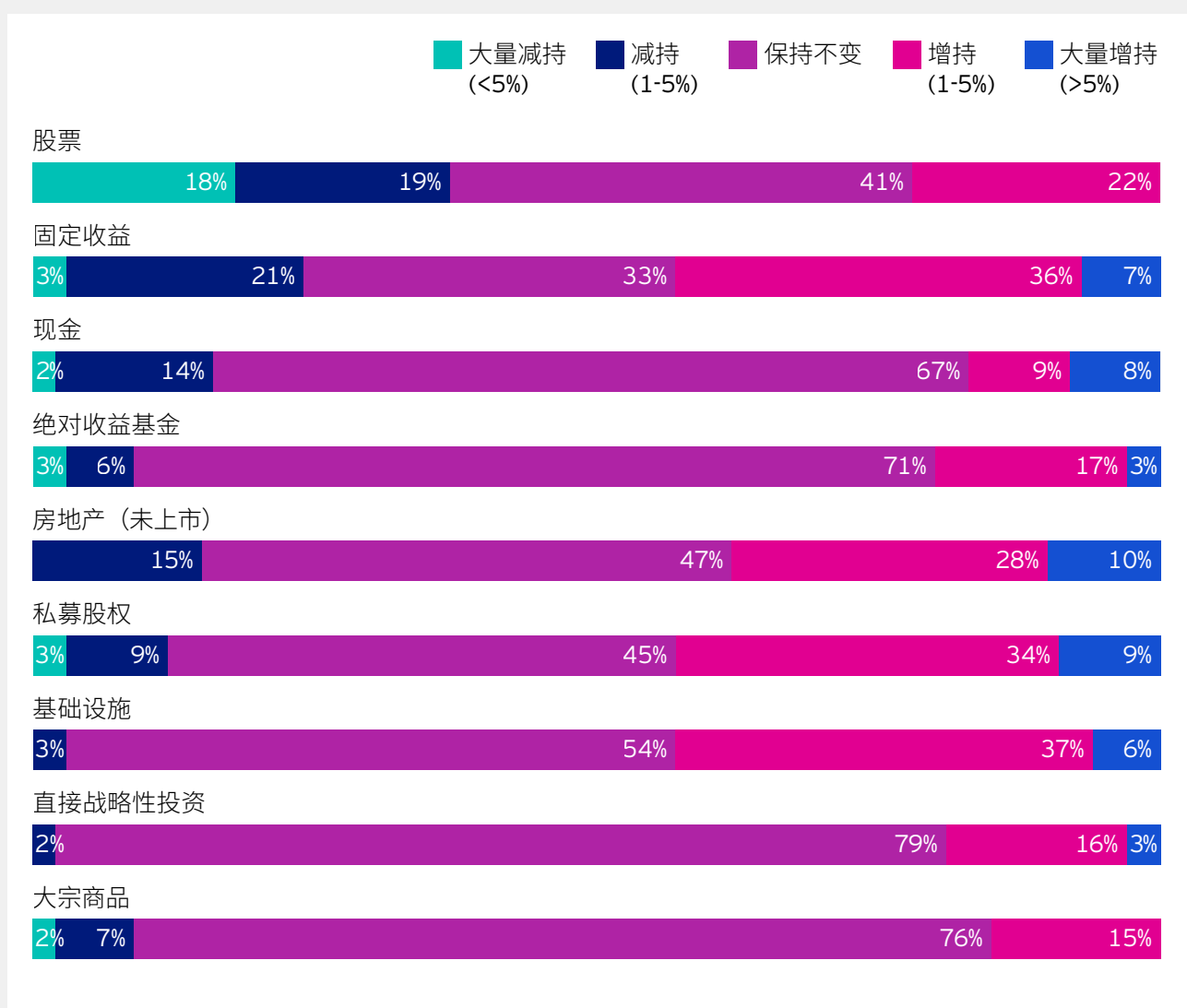
## 固定收益资产和非流动性另类资产魅力依旧

总体而言，有 43% 的主权基金计划明年增持固定收益资产（有 24% 计划减持），但仅 22% 计划增持股票（37% 计划减持）。同时，非流动性另类资产持续吸引资金流入，其中 43% 的主权基金计划同时增持私募基金和基础设施资产，还有 38% 计划增持房地产（图 1.4）。

不过，包括降低利率和新一轮全球量化宽松政策等政府干预措施，均迫使收益率下降，为固定收益资产投资组合带来了积极影响。这得益于固定收益市场中较高风险资产（包括最初曾被低价抛售的高收益债券和杠杆贷款）的强力反弹。

图 1.4

未来 12 个月的资产配置计划（答题占比 %，主权基金）



对于每一种资产类别，未来 12 个月您计划增加、保持还是减少您的战略性资产配置？

样本大小：68



图 1.5

### 另类信贷产品配置 (平均%，主权基金)

4.5%

2018 年研究

5.3%

2020 年研究

6.5%

三年时间

您目前配置了多少另类信贷产品（占投资组合的百分比）？您预计三年后会如何变化？

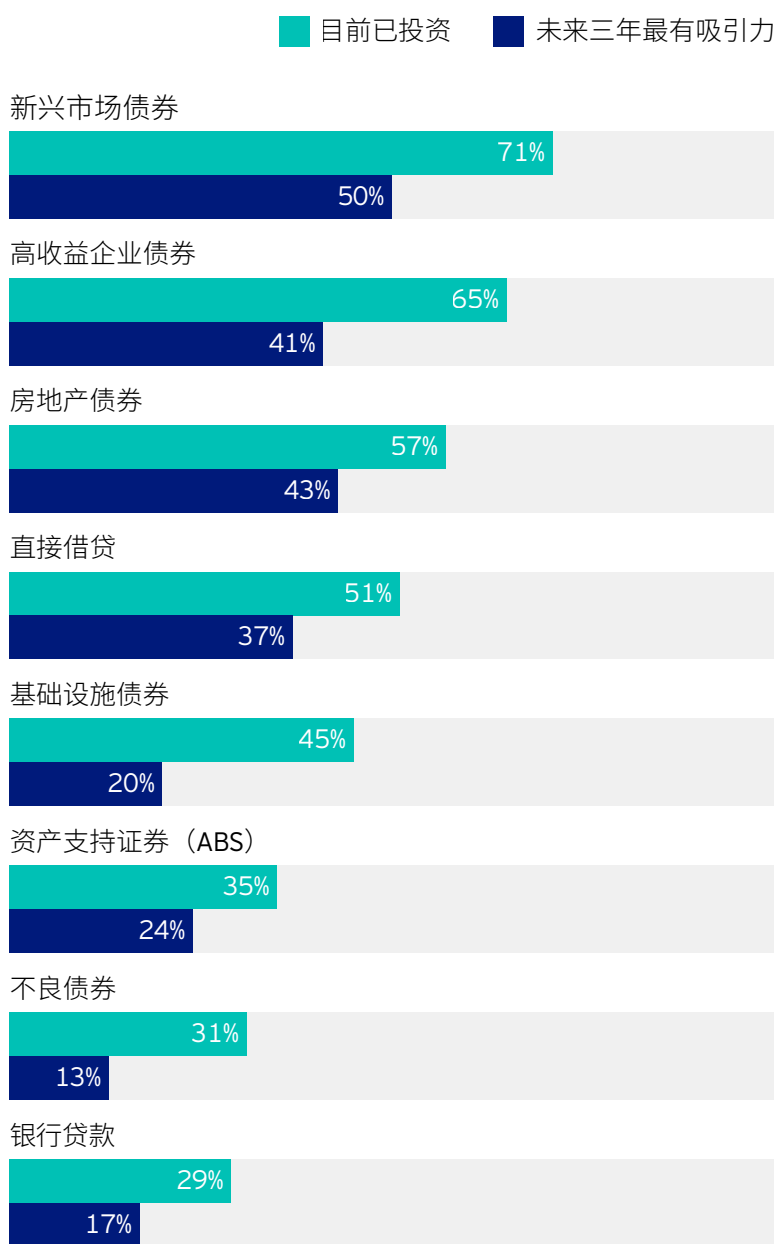
样本大小：38

主权基金持续表现出增持另类固定收益资产的兴趣，这种增长促进了固定收益资产在投资组合中地位的提升。截至 2019 年底，另类固定收益资产占投资组合的平均比例为 5.3%。该比例自 2017 年底的 4.5% 上升，并在未来三年有望达到 6.5%（图 1.5）。新兴市场债券目前吸引力最大，其次是高收益企业债券和房地产债券（图 1.6）。

随着上市资产价格回升，全球经济前景依然充满不确定性，主权基金表示很有可能在基础设施和房地产等未上市市场发现投资良机。这些领域的规模和长远投资期限可以提供显著的竞争优势。这些优势包括趁机买入其他大型投资者为了满足赎回需求而被迫卖出的资产，进而在次级市场创造机会。

图 1.6

### 偏好的另类信贷产品类型（答题占比%，主权基金）



您对以下哪种另类信贷产品感兴趣？您在未来三年内最有可能投资哪种另类信贷产品？

样本大小：51

传统上被认为是“定海神针”的固定收益资产在这场危机中首次受到考验，甚至连美国政府债券都随着投资者们竞相转投现金而遭遇了大范围抛售。

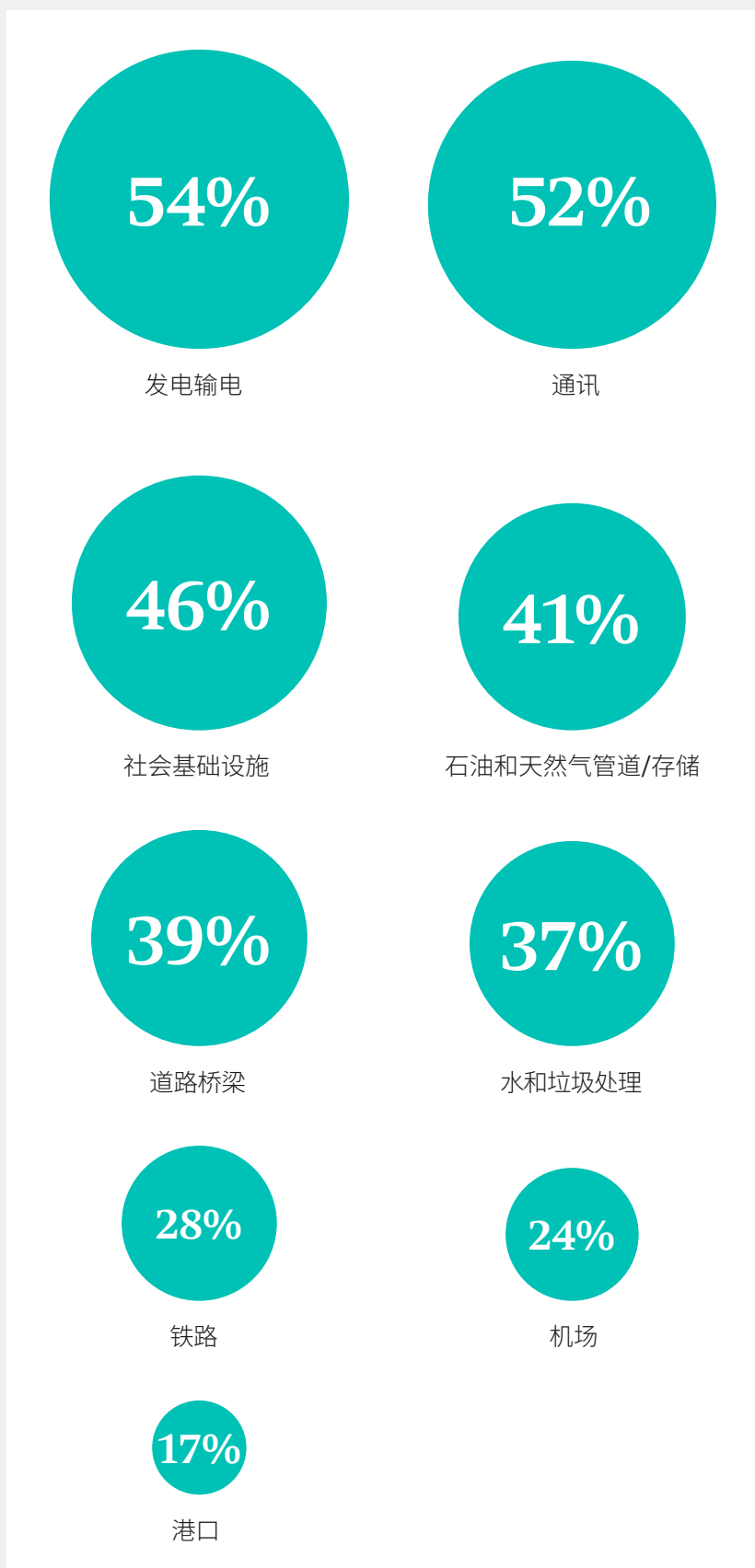
## 新冠肺炎疫情加速目前的 基础设施投资趋势，并为不良 资产创造投资机会

在基础设施资产类别中，主权基金对发电输电 (54%) 以及通讯领域 (52%) 的兴趣最高 (图 1.7)。投资于可帮助各国摆脱对化石燃料依赖的电力项目，被视为实现 ESG 目标的一种有效方式。“不过”，EMEA 地区的某债务型主权基金指出：“我想没有哪一个基金不投资于这个主题的，所以要寻得合适的投资可能是个挑战。”

同时，随着全球 5G 移动网络的推出，通讯资产在主权基金投资组合中的地位也有所上升。

主权基金普遍偏爱受到高度监管、自然垄断的基础设施资产，正如 EMEA 地区的某债务型主权基金所说：“我们选择资产的时候并不是看行业，而是看特征。我们喜欢投资政府运营、有着明确监管的项目。” APAC 地区的某债务型主权基金也表示：“我们寻求的是能带来稳定收益的成熟资产，并且愿意为此牺牲一些流动性。”新冠肺炎疫情凸显了这些特征的重要性，而多家主权基金表示有兴趣研究陷入困境的行业。

图 1.7  
基础设施投资的优先领域 (答题占比 %, 主权基金)



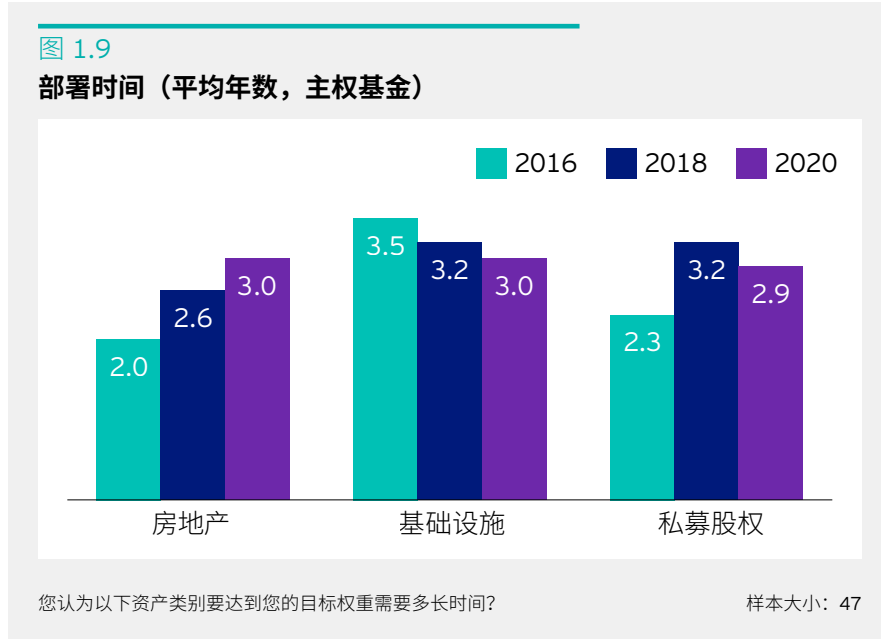
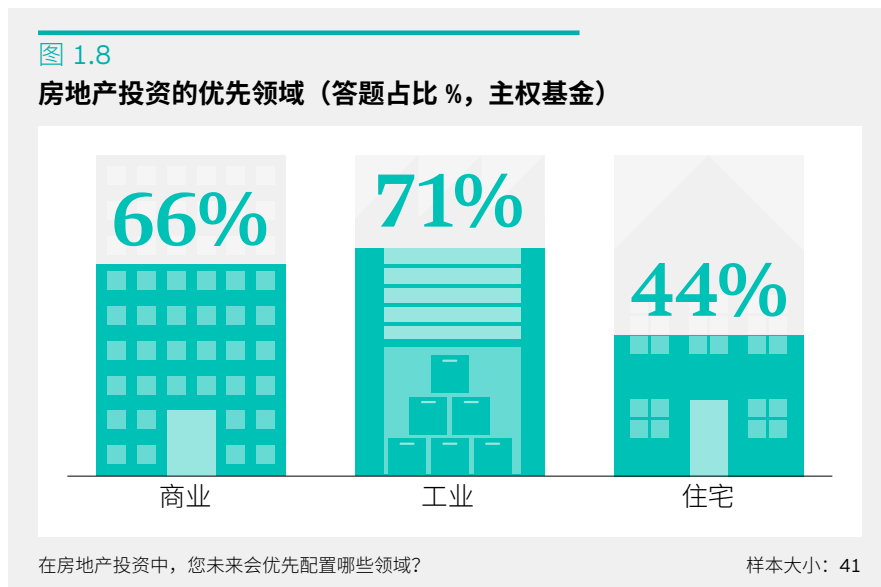
在基础设施投资中，您未来会优先配置在哪些领域？

样本大小：46

长期以来，由于资本不断流入相对较少的交易，基础设施的估值一直被认为“已经饱和”。不过，主权基金认为，那些面临经济增长风险的子行业可能会以多年来前所未有的低价出售资产，可以借机买入，例如机场经营者可能会为寻求资本注入而向投资者开出非常有利的条件。在收费公路等受影响较小的领域，新冠肺炎疫情对收入的损害被认为对项目整个生命周期现金流量预测的影响有限。相比之下，对此类资产的需求所产生的直接影响被认为要大得多，尤其是考虑到可能会出现大量被迫出售资产的情况。

在房地产相关的讨论也存在类似的机会主义意识（图 1.8），即主权基金认为旅游休闲等行业明年会有很好的机会。这些行业位于疫情影响的震中，但是受访者认为，随着新兴经济体中产阶级的壮大和发达经济体对于“体验”方面的可支配开支的增加，这些行业最终会强势复苏。

在私募市场中，不同资产类别的平均部署时间为三年（图 1.9），因此并不是所有人都能发现并抓住这样的投资机会。自 2018 年以来，房地产资产的部署时间有所增加（从 2.6 年增加至 3 年），而基础设施和私募股权则略有减少。这通常是由于房地产对市场周期的特别敏感性，在周期末期阶段价格处于顶峰时，难以发现良好的机会。



主权基金多次强调，私募市场资产的竞争水平不断地稳步提高，这与大型机构投资者之间的平均配置一致。那些拥有成熟的内部团队、能够自己产生交易流的基金，在竞争中最可能处于有利地位，而执行能力不足的基金，则会在竞争中处于

落后地位。拥有资源丰富的内部团队（将于主题 2 进行深入探讨）的优势还进一步体现在：直接投资是未上市资产的首选途径，而这种方式通常需要内部团队具备丰富的专业知识。



---

## 大宗商品基金做好准备，以应对资金提取

尽管基金均试图在当前的危机中发现机会，但其中一些在帮助减轻危机带来的影响方面扮演了重要角色。包括石油在内的众多大宗商品的价格暴跌，同时政府开支增加，竞相出台紧急预算计划，以应对新冠疫情带来的经济影响。虽然除了极少数的例外情况外，鲜有公开宣布提取基金的情况，但是未来 12 个月，随着依赖石油资金的政府预算遭受打击，石油类基金可能会面临严重的资金流出。拉美地区某发展型主权基金称：“目前的情况已经满足很多撤资的条件，因此我们可能面临严重的基金资金流出。”

自全球金融危机以来，大部分大宗商品主权基金储备了大量的现金，以应对这样的紧急资金需求，同时也对组织层面的流动性管理做出了重大改进。这些改进包括提升对流动性目标的认知度，采用更精细的风险管理模型来理解资金提取对投资策略和资产配置的影响，改进流动性标准的报告，以及制定最佳清算资产的计划。

因此，大部分主权基金都有能力应对政府提取资金的情况，而无需进行重大资产配置调整或被迫出售资产。主权基金表示，面对资金要求，他们会优先考虑现金和货币市场工具，然后是流动性高的政府证券。不过很多基金也承认，如果疫情持续，及/或石油价格保持低位，他们可能会面临资金持续外流，这时可能需要做出更加艰难的决定，出售其他资产，以及对下一个资产类别进行被动的权益分配。这种情况可能导致投资组合失衡，并对主权基金如何为支撑其投资期限和战略性资产配置的假设建模产生重大影响。

---

拉美地区某发展型主权基金称：“目前的情况已经满足很多撤资的条件，因此我们可能面临严重的基金资金流出。”

---

