

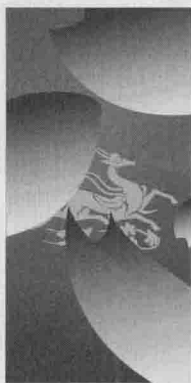


中国主权财富基金 发展论

*The Development of
Sovereign Wealth Fund in China*

邱杨茜 著





中国主权财富基金 发展论

*The Development of
Sovereign Wealth Fund in China*

邱杨茜 著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press
大连

© 邱杨茜 2014

图书在版编目 (CIP) 数据

中国主权财富基金发展论 / 邱杨茜著. —大连: 东北财经大学出版社, 2014. 5

ISBN 978-7-5654-1495-4

I. 中… II. 邱… III. 主权基金—研究—中国 IV. F832.21

中国版本图书馆CIP数据核字 (2014) 第066187号



东北财经大学出版社出版发行

大连市黑石礁尖山街217号 邮政编码 116025

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 168千字 印张: 13 3/4 插页: 1

2014年5月第1版 2014年5月第1次印刷

责任编辑: 郭 洁 孙冰洁

责任校对: 刘咏宁 刘 洋

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

定价: 36.00元

2008 年世界金融危机爆发以来，主权财富基金作为一支特殊的国际投资势力成为了全世界经济乃至政治领域关注的焦点。

这之前的 2007 年 9 月，中国投资有限责任公司（简称“中投公司”）设立，标志着我国主权财富基金的正式组建。作为拥有全世界最多外汇储备的地缘政治大国，从某种程度上来说，中投公司的设立打破了此前主权财富基金主要由小国主导的局面，与此同时，国际社会对主权财富基金的发展可能对全球现存经济政治格局所产生的影响高度重视。因此，全面深入分析主权财富基金发展的理论和实践问题，对于构建符合我国实际与国际规则的主权财富基金运行体系具有至关重要的理论与现实意义。

基于上述背景，本书在笔者博士论文的基础上经反复修改而成，从理论结合现实的角度对我国主权财富基金的发展问题进行全面系统的分析，并且前瞻性地对我国主权财富基金未来的发展模式进行了有益的探讨。

具体而言，本书的研究价值包括以下几点：

第一，首次将主权财富基金的发展理论分别从宏观和微观两个层面上进行研究，弥补了以往研究中过于零碎和不成体系的缺陷，构建了关于主权财

富基金发展问题的较为全面的理论框架和体系，为后续研究提供支持。

第二，在宏观层面上突破了一般经济学的研究范畴，引入国际政治经济学理论对主权财富基金发展问题进行分析，拓展了研究视野，强化了理论对现实问题的解释。

第三，不同于以往对我国主权财富基金发展历史的研究，本书对我国主权财富基金的发展历程追溯到 2003 年底中央汇金投资有限责任公司成立之时，更有利于对其发展动因和所暴露出来的问题进行深入透彻的分析。

第四，本书首次明确提出在结合我国未来发展战略基础上构建我国主权财富基金的发展模式，并且在现有的发展模式下，全面而系统地提出了从宏观层面到微观层面的一系列配套政策建议。

第五，本书结合了国内外最新的研究成果和相关数据，并且累积了大量历史性研究资料，对于其他研究者和后续研究而言，具有较高的参考价值。

当然，由于笔者自身的研究水平所限，本书还存在诸多不足之处，欢迎读者与同行批评指导。

本书得以最终付梓，与来自导师、家人以及朋友的帮助和关心密不可分。在此，衷心地感谢笔者的博士生导师何孝星教授，正是导师的悉心指导与不断鼓励，令笔者顺利渡过了写作难关并实现专著出版；衷心地感谢笔者的家人，正是他们一路走来默默无闻的关心和支持，令笔者可以专心地投入到研究工作中去。同时，特别感谢东北财经大学出版社对本书的出版所表现出来的魄力与热诚，才使得本书得以与读者见面。

邱杨茜

2014 年 1 月

目 录

第 1 章	导 论 / 1
	1.1 研究问题的提出 / 1
	1.2 主权财富基金概述 / 4
	1.3 已有相关研究的文献综述 / 12
	1.4 本书的研究框架与内容 / 20
第 2 章	主权财富基金宏观发展论 / 23
	2.1 宏观发展研究理论基础与框架 / 23
	2.2 主权财富基金的发展与主权国 / 29
	2.3 主权财富基金的发展与东道国 / 43
	2.4 主权财富基金的发展与国际社会 / 51
第 3 章	主权财富基金微观发展论 / 71
	3.1 微观发展理论研究基础与框架 / 71
	3.2 主权财富基金的治理机制研究 / 77

	3.3 主权财富基金的投资策略研究/83
	3.4 主权财富基金的风险控制研究/92
第 4 章	中国主权财富基金的发展与反思/105
	4.1 发展轨迹分析/105
	4.2 发展动因分析/119
	4.3 暴露的问题及反思/129
第 5 章	新加坡主权财富基金的案例研究与经验借鉴/141
	5.1 发展动因与发展轨迹/142
	5.2 组织架构与公司治理/146
	5.3 投资策略与风险控制/154
	5.4 对于我国主权财富基金发展的借鉴意义/161
第 6 章	中国主权财富基金的发展对策研究/165
	6.1 中国主权财富基金的职能定位研究/166
	6.2 中国主权财富基金的组织管理模式重构/173
	6.3 中国主权财富基金的治理改进与对外关系处理/179
	6.4 中国主权财富基金的投资策略与风险管理改进/189
第 7 章	全书总结和未来展望/197
	7.1 主要结论/197
	7.2 未来展望/200
	参考文献/202
	索引/213

1.1 研究问题的提出

世界上第一只主权财富基金（Sovereign Wealth Fund, SWF）是 1953 年为了降低对石油资源过度依赖而成立的科威特投资委员会（Kuwait Investment Board），也就是现在科威特投资局（Kuwait Investment Authority, KIA）的前身^①。在 2000 年以前，主权财富基金的发展比较缓慢，主要是由石油输出国以及其他资源出口国所设立。然而，在上世纪末和本世纪初，随着 1997 年亚洲金融危机、2001 年互联网泡沫的破灭等一系列危机事件的爆发，众多新兴市场国家深刻体会到，在融入全球经济体系的过程中，经济安全问题也变得前所未有的重要。与此同时，为了走出互联网泡沫破灭和“9·11”恐怖袭击事件双重打击下的经济低谷，美国实行了庞大的财政扩张政策和长期的低利率货币政策，使得美元从 2002 年初起便走上了长期贬值之路。经济环境上的内忧外患，迫使

^① 科威特投资委员会改组为科威特投资局是在 1982 年。

累积了大量美元外汇的出口导向型新兴经济体，开始重新思考国家财富的管理与使用问题，于是相继成立了以主权财富基金为代表的国家财富管理机构。

2008 年金融危机爆发之后，主权财富基金管理资产规模迅速增长（如图 1-1 所示），成为了金融危机时期国际市场上最为亮眼的投资机构。截至 2013 年底，全球主权财富基金的资产规模约为 5.38 万亿美元。主权财富基金的活跃与全球经济的阴霾形成了强烈的对比，尽管金融危机爆发之初，主权财富基金成为了拯救陷入困境的欧美金融机构的重要力量，但是其持续扩大的资产规模和大规模跨国投资行为，却引发了国际社会对于主权财富基金发展问题的广泛关注，其中不乏对主权财富基金利用国家资本进行投资的真实用意所抱持的怀疑态度。主权财富基金是服务于主权国的发展战略，还是仅仅出于对国家资产保值增值的目的？主权财富基金的快速发展是否会改变现在世界的经济格局？作为东道国，对于主权财富基金的投资又应该抱持怎样的态度？……大量的类似问题不断涌现，也使得在后危机时代，主权财富基金发展问题不仅在经济学者、各国政府以及国际组织中间成为最为热门的研究议题，也是当今国际金融和国际政治经济领域中不可避免的现实问题。

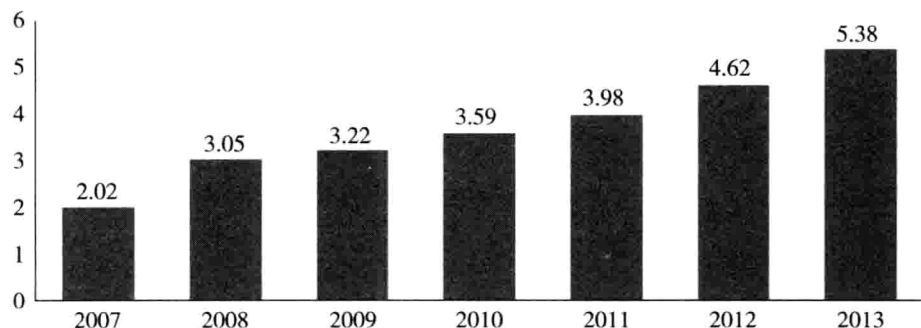


图 1-1 主权财富基金管理资产规模增长情况(2007—2013 年,单位:万亿美元)

资料来源 Prequin.The 2014 Prequin sovereign wealth fund review[R].Prequin,2014.

我国的主权财富基金的发展起步于 2003 年底成立的中央汇金投资有限责任公司（简称“汇金公司”），但是正式组建却是在 2007 年 9 月中国投资有限责任公司（简称“中投公司”）成立时。作为拥有全世界最多外汇储备的地缘政治大国，从某种程度上来说，中投公司的设立打破了此前主权财富基金主要由小国控制的局面，这使得国际社会对主权财富基金的投资行为对全球经济政治可能产生的全局性影响高度重视。2008 年国际货币基金组织（IMF）和经济合作与发展组织（OECD）相继制定有关主权财富基金的行为准则和投资规定，而主要的发达国家也纷纷修订了各自关于外来投资的有关法规来加强对主权财富基金的监管。然而，中投公司成立之时恰逢金融危机全面爆发前夕，其初期的几笔投资因急于出手而遭受了较大的损失。尽管随着 2009 年全球经济的反弹，中投公司的投资收益出现了明显的增长，但是难掩其职能定位不清、内部结构不合理以及监督管理不到位等问题。从全球后危机时期的经济走势来看，主要发达国家经济走向复苏仍需一段较长的恢复期，随着美国不断采取量化宽松的货币政策的影响，美元长期贬值之势已成定局。于我国而言，除了应对上述严峻的外部经济形势之外，“十二五”期间还将面临来自经济结构调整、物价水平的上涨、能源和资源对外依赖程度不断增加所带来的内部挑战。基于上述国内外经济形势，我们不禁要问，以外汇储备为主要资金来源的主权财富基金，其积极的资产管理策略能否为降低我国外汇储备的资产贬值风险做出贡献，而作为国家投资机构，主权财富基金的对外投资是否应当起到对我经济发展更为积极的作用，同时对于以往发展中所暴露出来的问题，我国主权财富基金未来路在何方？

综上所述，主权财富基金这一特殊的国际投资势力已经成为后危机时代国内外经济政治研究中的重要命题。作为一个发展中大国，我国将如何面对他国主权财富基金的投资行为和合理运作自身的主权财富基金，这势必需要对主权

财富基金的相关发展问题进行深入的研究。这不仅有利于合理利用我国的外汇储备资产，同时有利于引入资本推动国内社会经济发展，更为重要的是形成一套符合国家利益的积极资产管理模式，并且进一步在制定国际主权财富基金监管规则时享有更高的话语权。但是，现有国外研究主要来自作为东道国的发达国家学者，其研究视角决定了对于主权国而言其适用性较低；而国内研究较为零散，还难以形成支持我国主权财富基金发展的完整理论体系，在政策建议方面也欠缺全盘统筹考虑。因此，本书正是试图弥补现有国内外研究的不足之处，通过全面、系统地构建主权财富基金发展的理论框架，重点对后危机时代我国主权财富基金的发展战略和职能定位、相应的组织模式和治理结构的建设，以及面对复杂多变的国际经济和金融市场，我国主权财富基金应对海外投资种种约束下的投资管理和风险管理的策略等重要问题进行兼具理论和现实意义的探讨，为我国政府运作主权财富基金和后续研究者提供重要的建议和参考。

1.2 主权财富基金概述

1.2.1 主权财富基金的概念

尽管全球已经就主权财富基金问题展开了多年的探讨和研究，但是关于主权财富基金的概念却没有得到统一。例如美国财政部对主权财富基金的定义是“来源于外汇储备资产，与财政部当局或者中央银行所管理的外汇储备分开管理的政府投资工具，通常依据外汇储备资产的来源不同分为商品和非商品主权财富基金。一般而言，主权财富基金经理比传统的官方储备管理人

员有更高的风险承受能力和更高的预期收益”。^①这里美国财政部将主权财富基金看成是一种特殊的政府投资工具，同时强调了其资产管理的独立性和风险性。根据国际货币基金组织的定义，主权财富基金是指“由政府设立并拥有的特殊目的投资基金，并通过持有国外资产以取得长期（投资）目标”。^②可以看出，国际货币基金组织的定义较为宽泛，其认为主权财富基金的最重要特性在于持有国外资产。中国人民银行对于主权财富基金的定义是“主权财富与私人财富相对应，通常指一国政府通过特定税收与预算分配、可再生自然资源收入和国际收支盈余等方式积累形成的，由政府控制与支配的，一般以外币形式持有的公共财富，主权财富基金是为管理主权财富而由政府设立的专业资产管理机构”。^③与美国财政部的定义不同的是，中国人民银行明确地指出主权财富基金是政府设立的专业资产管理机构，与IMF的定义相比较，中国人民银行的定义则更加详细地对主权财富基金的资金来源进行描述。

随着主权财富基金的发展和国家财富管理手段的创新，上述定义在遇到具体实例时往往难以进行有效的界定。因此，由IMF牵头组成的国际主权财富基金工作组（International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG-SWF)，后转变为“主权财富基金论坛”组织）所制定的圣地亚哥原则，给出了最为完整和详细的定义，即主权财富基金是指“中央政府（含地方政府）出于宏观经济目的建立的一种具有特殊用途的投资基金或机构设置，其拥有、管理和支配一部分国民资产，并运用一套包括投资外国金融资产在内的投资战略来实现财务目标。一般而言，主权财富基金（管理资产）

① Department of the Treasury. Sovereign wealth funds[R]. Washington, D.C.: Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies, 2007.

② IMF. Financial market turbulence: causes, consequences and policies[R]. Washington D.C.:IMF Global Financial Stability Report, 2007.

③ 中国人民银行. 2007年国际金融市场报告[R]. 上海：中国人民银行上海总部，2008.

通常来源于国际收支的结余、官方外汇操作、私有化过程、财政盈余或商品出口收入”。^①同时圣地亚哥原则强调其所指的主权财富基金所管理资产不包括以传统的货币政策或平衡贸易支付差额为目的的外汇储备资产、传统意义上的国企、政府养老基金，或以个人营利为目的的资产。圣地亚哥原则的定义更加详细地划分了主权财富基金与其他国家机构之间的界限，这种划分有利于将来对于主权财富基金监管规则的制定与实施，更为重要的是该准则提出了判定主权财富基金的三个基本方面：

第一，权力归属。主权财富基金是归属于政府的，其中包括了中央政府和地方政府，但是中东地区普遍存在的统治者拥有的投资基金则被视为个人财富而非国家财富，从而被排除在主权财富基金之外。

第二，投资策略。强调主权财富基金主要投资于国外金融资产，从而排除了那些专注于本国投资的国家投资基金。当然，现实中许多原本专注于对国内投资的基金可能会逐步转换投资策略而实行对外投资，那么此时就应当归属于主权财富基金的范畴之内。

第三，目标目的。指出主权财富基金是出于宏观经济考量而设立，并且为了达到其财务目标而以中长期投资为主。这里主要是为了区分在中央银行或者货币当局直接控制下的以进行流动性平衡和货币干预为目的的那部分外汇储备。

综上所述，圣地亚哥原则对主权财富基金的定义不仅较为详尽，而且也适当地考虑了未来主权财富基金的发展变化，也同时受到了各主要发达国家和主权财富基金的发起国（亦称“主权国”）的共同认可。尽管该定义在对于某些个别主权财富基金的判定中还存在比较模糊的边界，但是本书认为该定义能够为全球的主权财富基金的监管和研究提供一个较为统一的标准，有

^① International Working Group of Sovereign Wealth Funds. Sovereign wealth funds generally accepted principles and practices — “Santiago Principles” [S]. IMF, October 2008, Annex I.

利于在国际社会以及国内外研究者之间的相互交流，因而本书的研究也将采用圣地亚哥原则的相关定义。

1.2.2 主权财富基金的分类

主权财富基金的分类方式众多，本书主要是依据资金来源和投资目的的不同对主权财富基金进行分类。

(1) 按资金来源分类

由于目前大多数主权财富基金都是以商品出口收入为主要的资金来源，因此按照不同的商品可以将主权财富基金分为资源性商品基金 (Commodity Funds) 和非资源性商品基金 (Non-commodity Funds) 两大类 (Lowery, 2007)。这种分类方法下，资源性商品基金主要是由自然资源（如石油、天然气、铁矿石等）出口形成的，其中以石油输出国组织 (OPEC) 的石油出口国所设立的基金规模最大、成立时间最早，例如阿联酋 1976 年成立的阿布扎比投资局的基金规模为 6 270 亿美元^①，居全球主权财富基金的榜首。此外，美国阿拉斯加州、加拿大阿尔伯特省、挪威、俄罗斯、文莱、智利、阿曼、哈萨克斯坦及其他非 OPEC 成员国或地区创建的基金也属于此类。非资源性商品基金则是由非资源类商品净出口国通过经常性项目贸易顺差积累形成的。这类主权财富基金典型代表是中国、新加坡和韩国等实施出口导向型发展战略的国家。但是上述分类并不完全，还有少部分的主权财富基金的资金来源于其财政盈余或公共储蓄，如新加坡的淡马锡控股、马来西亚的国家基金和澳大利亚的未来基金。按照上述三种分类，全球主要主权财富基金的概况见表 1-1。

① 数据来源于 The City UK 发布的“2013 年主权财富基金年报”（数据时间截至 2012 年 12 月）。

表 1-1

全球主要主权财富基金概况

	国家 (地区)	公司名称	成立 时间	资金来源
中东和 非洲	阿联酋	Abu Dhabi Investment Authority	1976	石油
	沙特阿 拉伯	Public Investment Fund	1971	石油
	科威特	Future Generations Fund, General Reserve Fund	1976	石油
	卡塔尔	Qatar Investment Authority	2005	石油
	阿尔及 利亚	Revenue Regulation Fund	2000	石油
	利比亚	Libyan Investment Authority	2007	石油
	哈萨克 斯坦	National Oil Fund	2000	石油
	伊朗	Oil Stabilization Fund	2000	石油
东南亚	新加坡	Government of Singapore Investment Corpora- tion	1981	外汇储备
		Temasek Holdings	1974	财政盈余
	中国	China Investment Corporation	2007	外汇储备
	文莱	Brunei Investment Agency	1983	石油
	韩国	Korea Investment Corporation	2005	外汇储备
	马来西亚	Khazanah Nasional Berhad	1993	财政盈余
发达 国家	俄罗斯	Reserve Fund	2004	石油
		National Welfare Fund	2008	石油
	挪威	Government Pension Fund Global	1990	石油
	澳大利亚	Future Fund	1983	财政盈余
	美国	Alaska Permanent Fund	2005	石油
	加拿大	Alberta Heritage Savings Trust Fund	1993	石油
	新西兰	Superannuation Fund	2001	财政盈余

注：表中所列多只基金，如沙特阿拉伯的公共投资基金(Public Investment Fund)、新加坡淡马锡控股(Temasek Holdings)等，最初设立都是专注于国内投资，后逐步发展为对外投资。

资料来源 主权财富基金研究院(<http://www.swfinstitute.org>)2012年的数据。

（2）按投资目的分类

虽然国家财政盈余和外汇储备盈余等国家财富的增加是设立主权财富基金的重要起因，但是各主权国通过主权财富基金进行投资却往往出于不同的目的。根据 IMF（2007）^①提供的分类标准，按照投资目的的不同，主权财富基金可以划分为五类：第一类是平准基金（**Stabilization Fund**），这类基金大多由自然资源丰富的国家设立，用于防止财政预算和宏观经济受到初级产品（通常是石油）的价格波动、国际需求变化和自然资源枯竭等因素的影响；第二类是储蓄基金（**Savings Fund**），这类基金也是由资源国设立，主要是实现将稀缺资产转入多样化国际金融资产投资组合中进行财富的代际转移或追求其他长期目标；第三类是储备投资公司（**Reserve Investment Corporation**），指的是通过成立一个独立的实体运作机构一方面减少持有外汇储备的负面影响，另一方面也用于追求更高的投资收益；第四类是发展基金（**Development Fund**），指的是合理运用国民储蓄支持国家发展战略，如为重点社会经济项目（如基础设施项目）融资等；第五类是养老储备基金（**Pension Reserve Fund**），主要是为了实现预防国家社会经济运行中可能出现的危机、支付政府资产负债表上的养老金以及或有负债等目标。

值得注意的是，主权财富基金的投资目的往往不是单一的，同时也可能随着其资产规模、国内外经济形势而产生改变。以科威特为例，科威特投资局（**KIA**）管理两只主权财富基金——一般储备基金（**General Reserve Fund, GRF**）和未来基金（**Future Generations Fund, FGF**）。其中 GRF 成立时间较早，按照上述分类应当属于平准基金和养老储备基金；而 FGF 是利用来自于 GRF 的转移资金而设立的标准储蓄基金。但是在伊拉克战争结束后，GRF 又转向支持国家重建，成为了一只发展基金。

^① IMF. Financial market turbulence: causes, consequences and policies[R]. Washington D.C.:IMF Global Financial Stability Report, 2007.

1.2.3 主权财富基金发展现状

从发端于少数国家，到现在成为国际市场上重要的投资力量，2009 年底全球主权财富基金规模已超过私募股权基金和对冲基金，仅次于共同基金、保险基金以及养老基金，在其快速发展的过程中，越来越明显地表现出如下特点。

(1) 主权财富基金的分布和规模不均衡

从区域分布来看，主权财富基金所在国（地区）的分布区域主要集中在亚洲新兴市场国家或地区，以及中东和俄罗斯等主要石油出口国。截至 2012 年底，全球主权财富基金管理的资产总规模约为 5.2 万亿美元，其中亚洲地区主权财富基金管理资产占比为 39%，中东地区占比为 35%。^①

从主权财富基金的规模来看，单只主权财富基金的规模从最小不超过十亿美元到上千亿美元不等，此外按照国家来进行统计，见表 1-2，阿联酋、挪威、沙特阿拉伯等 7 个国家的管理资产规模占据了全球 60%以上的份额。

表 1-2 2012 年按规模计算的主权财富基金国家分布表

国家	规模（亿美元）	市场份额（%）
阿联酋	7 620	15
挪威	6 640	13
沙特阿拉伯	5 330	10
中国	4 820	9
新加坡	4 060	8
科威特	2 960	6
俄罗斯	1 500	3
总计	52 000	100

资料来源 SWF Institute、TheCityUK 的数据。

注：这里本书按照主权财富基金的概念界定，对我国主权财富基金的规模只计算了中国投资有限责任公司的管理资产规模，阿联酋主权财富基金管理资产规模的计算包括 Abu Dhabi Investment Authority、International Petroleum Investment Company 以及 Investment Corporation of Dubai，新加坡主权财富基金管理资产规模的计算包括 Government of Singapore Investment Corporation 和 Temasek Holdings。

^① 此为主权财富基金研究所（SWF Institute）公布的数据。