

新常态下主权财富基金的投资战略研究

叶楠 著

WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

2012年国家教育部人文社科基金青年项目《全球经济困局下我国主权财富基金的投资战略研究》（12YJC790238）成果

碳排放交易湖北省协同创新中心项目《中国绿色气候基金的筹建、功能与模式研究》（批准号：15YZTB05）成果

新常态下主权财富基金的投资战略研究

叶楠 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

新常态下主权财富基金的投资战略研究/叶楠著. —武汉: 武汉大学出版社, 2015. 12

ISBN 978-7-307-17387-3

I. 新… II. 叶… III. 投资基金—对外投资—投资战略—研究
IV. F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 302861 号

责任编辑:王智梅

责任校对:汪欣怡

版式设计:韩闻锦

出版发行: 武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: cbs22@whu.edu.cn 网址: www.wdp.com.cn)

印刷: 湖北金海印务有限公司

开本: 720 × 1000 1/16 印张: 18.25 字数: 262 千字 插页: 2

版次: 2015 年 12 月第 1 版 2015 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-307-17387-3 定价: 39.00 元

版权所有, 不得翻印; 凡购我社的图书, 如有质量问题, 请与当地图书销售部门联系调换。

献给我的家人！

目 录

第一篇 研究背景以及文献综述

第一章 导论	3
第一节 主权财富基金所处的时代背景	4
第二节 我国主权财富基金概况	8
第二章 主权财富基金投资战略的理论框架：文献综述	31
第一节 主权财富基金概述	31
第二节 主权财富基金投资战略的相关文献综述	47
第二篇 主权财富基金的发展现状与投资趋势研究	
第三章 主权财富基金的发展现状概述	63
第一节 主权财富基金的规模	63
第二节 主权财富基金的主体阵容	67
第四章 主权财富基金的投资现状与发展趋势	77
第一节 投资资产类别分布与趋势	78
第二节 投资领域分布现状与趋势	80
第三节 投资地域分布现状与趋势	94
第四节 直接投资	110
第五节 联合投资	111

第三篇 主权财富基金投资战略的案例分析

第五章 挪威主权财富基金	117
第一节 挪威主权财富基金概况	118
第二节 挪威主权财富基金的投资战略研究	124
第六章 新加坡主权财富基金	144
第一节 新加坡政府投资体系	144
第二节 淡马锡运作模式研究	145
第三节 新加坡政府投资公司	161
第七章 俄罗斯主权财富基金	173
第一节 俄罗斯主权财富基金概况	173
第二节 俄罗斯主权财富基金的投资战略分析	179
第三节 俄主权财富基金投资策略选择的动因与局限性 分析	190
第八章 海合会主权财富基金	196
第一节 海合会主权财富基金概况	196
第二节 海合会主权财富基金的发展现状	198
第三节 海合会主权财富基金的投资模式研究	201

第四篇 主权财富基金与绿色投资

第九章 时代趋势与必然抉择	219
第一节 低碳转型大势所趋	219
第二节 我国低碳经济转型的必要性分析	227
第十章 主权财富基金进行绿色投资的可行性分析	236
第一节 相关文献综述	236
第二节 绿色投资目标产品的类别及风险	240

第三节 挪威主权财富基金进行绿色投资的案例分析.....	254
参考文献.....	263
附录1 全球主要主权财富基金名单	269
附录2 南南合作基金的构建与运行模式的思考	275
后记.....	287

第一篇 研究背景以及文献综述

第一章 导 论

截至 2014 年年底,我国外汇储备余额累积至 3.84 万亿美元(中国外汇管理局, 2015), 约占全球外储总量的 1/3, 连续 9 年位居第一 (IMF, 2014)。庞大的外汇储备是一把“双刃剑”, 在带来诸多益处的同时也造成了一系列的问题。2014 年国务院总理李克强曾两度公开表示“巨额外汇储备是沉重的负担”。国际经验证明, 成立主权财富基金 (Sovereign Wealth Funds, 简称 SWFs) 积极管理外汇储备是有效保值增值国家财富的重要手段。

2008 年全球金融危机之后, 主权财富基金因其雄厚的实力、神秘的政府背景、积极的投资行为使政府部门成为重要的国际投资集团, 故而备受关注, 许多未设立主权财富基金的国家也从诸多实例中看到基金的设立对于保值增值国家财富意义重大, 一时间许多新基金的筹建提上议程。Megginson & Fotak (2014) 通过研究发现, 2008 年 1 月到 2014 年 4 月间, 有多达 26 个国家计划新设主权财富基金, 部分主权财富基金由于议会未通过或者资金未到位等原因并未真正成立 (如印度、日本、利比里亚等国); 另一些主权财富基金则因资金未到位, 目前尚未开始运作 (如以色列、苏格兰等国)。除此之外, 主权财富基金运作的宏观环境也发生了巨大的变化, 需应对全球经济进入增长速度放缓的“新常态”。但可以预见主权财富基金未来将会被继续冠以“神秘而排外” (Preqin, 2014) 之名, 这类特殊的机构投资者将会继续以庞大的资产规模和活跃的表现抢占媒体、财经、政界和研究者的关注。在经历了次贷危机、全球金融危机和欧债危机的洗礼后, 主权财富基金正从颓败和争议中重振。

第一节 主权财富基金所处的时代背景

一、全球化 4.0 时代来临

(一) 全球化 4.0 的诠释

托马斯·弗里德曼 (Thomas L. Friedman) 在其畅销书《世界是平的：一部二十一世纪简史》(*The World Is Flat: A Brief History of the Twenty-first Century*) 中指出，全球化的过程就是国家到企业再到个人主导全球化融合的过程，并将全球化分为三个阶段：

第一阶段：“全球化 1.0”始于 1492 年哥伦布发现“新大陆”之时，持续到 1800 年前后，主要特征是国家间的融合，劳动力是这一阶段全球化进程的推动力，动因是个别国家如西班牙去美洲新大陆，葡萄牙去东亚，英国去印度和北美等掠夺自然资源。此时，世界从地理上的大尺寸缩至中等尺寸。

第二阶段：“全球化 2.0”从 1800 年延续到 2000 年（期间因为 1929—1933 年的经济大萧条和两次世界大战而被迫中断），特征是公司之间的融合，各种技术的发明和革新（从蒸汽船、铁路到电话和计算机的普及）和跨国公司成为这次全球化的主要推动力。这一时代的全球化把世界从中型压缩到小型。

第三阶段：“全球化 3.0”始于 2000 年之后，信息革命实现全球性流动和配置，个人在全球范围内的合作和竞争是这一阶段的动力，小企业能够快节奏地与全球各地的大公司展开竞争，世界从小型缩成微型，同时夷平了全球的经济舞台。

东方证券首席经济学家邵宇 (2015)^① 在托马斯·弗里德曼 (2008) 观点的基础上进行简化并进一步深化，提出：从近代历史来看，全球化已经经历了三波浪潮，分别是全球化 1.0 即大航海时代，全球化 2.0 即英国和英镑时代，全球化 3.0 即美国和美元时

① 邵宇.“一带一路”开启全球化 4.0 时代[EB/OL]. <http://shaoyu.blog.cnstock.com/2797478.html>.

代。在已然升级的全球化 4.0 版本中,中国必然会有全新的对外利益交换格局和策略。

(二) 全球化 4.0 下的主权财富基金

美国是世界银行、国际货币基金组织和亚洲开发银行的最大股东,分别占有 15.85%、17.69%以及 12.76%的份额^①,意味着这三大机构的投票权无可置疑地掌握在美国手中,但这些仅是全球化 3.0 时代——“美国和美元时代”的“霸权机构”的代表,是难以从根本上优化和进化的旧有全球治理机构的展现。而今天,伴随着发展中国家的崛起,全球化 4.0 时代正在开启,方兴未艾的主权财富基金展现了发展中国家雄厚的资金实力以及积极保值增值国家财富的“新型国家资本主义”。而“绿色”也将成为全球化 4.0 时代的重要特征,2014 年成立的亚投行三大目标为机构精简、廉洁和绿色;2015 年成立的金砖国家新开发银行宗旨为高效、专业、透明、绿色;南南合作基金作为应对气候变化专业机构必将在“绿色”领域大有作为,为全球化 4.0 时代画上浓墨重彩的一笔。在此背景下,“绿色”也有望成为主权财富基金投资的主题之一,本书将在第四篇重点阐述该重要的发展趋势。

二、全球经济进入“新常态”

(一) 新常态的诠释

“新常态”(New Normal)无疑是近年来最热门的词汇之一,被广泛用于社会生活的方方面面,以强调现今与以往的不同,似乎所有事物在这种描述之下均由“旧常态”迈入了“新常态”。李扬等(2015)认为“新常态”一词应该主要限于在经济领域使用,并非可以泛用于任何问题,并在其论文《“新常态”:经济发展的逻辑与前景》中详细阐述了“新常态”的国际国内概念溯源与比较、从全球长周期视角深入探讨旧常态向新常态的嬗变、我国经济进入“新常态”所面临的挑战,以及如何让中国经济引领“新常

^① 争坐亚投行“末班车”,各国究竟都看中了什么? [EB/OL]. <http://business.sohu.com/20150330/n410523794.shtml>.

态”。主权财富基金需要在全球资本市场配置资产，世界经济所显现的“新常态”为其带来诸多挑战的同时也蕴含着颇多机遇。

“新常态”最早出现在 2002 年，主要指的是无就业增长的经济复苏（Pash, 2011）。El-Erian（2010）正式用该词来诠释危机后世界经济的新特征，即“低增长、高失业以及投资的低回报”^①。之后，“新常态”广泛出现在媒体和研究界，主要用来描述危机之后全球进入长期深度调整时期。El-Erian（2014）再次深入阐述，认为新常态主要指的是：西方发达经济体（高收入国家或工业化国家）在危机过后将陷入长期疲弱、失业率高的泥沼。造成这一状况的直接原因是超高的杠杆比率、过度负债、不负责任地承担高风险和信贷扩张等。发达经济体要消化这些负面冲击需要较长时期。更有甚者，决策当局因循旧制的经济政策，也会使得这种新常态长期化。而后，IMF 总裁克里斯蒂娜·拉加德（Christine Lagarde）用“新平庸”（New Mediocre）^②和“新现实”^③来表达对全球经济的忧虑。

IMF 于 2015 年 4 月发布的《世界经济展望：不均衡的增长，长期和短期因素》指出，当前影响全球宏观经济演变的力量错综复杂，两股深层力量影响着全球经济的中期演变：金融危机和欧元区危机的遗留影响在许多国家依然清晰可见；潜在产出增长速度已经减慢；此外还有重要分配效应的两个因素也主导了当前的形势，即油价下跌和汇率大幅变动。报告强调，与 6 个月前相比，影响全球经济增长的宏观经济风险，如欧元区经济衰退和通货紧缩虽略有下降，但金融和地缘政治风险加重，总体而言主要表现在四个方面：一是美元继续大幅升值将加剧世界其他地区特别是新兴市场的

① 太平洋投资管理公司 CEO 默罕默德·埃里安（El-Erian, 2010）在其题为《驾驭工业化国家的新常态》的报告中正式使用该词。

② “新平庸”（New Mediocre）的基本表现是：主要国家的经济呈现弱复苏、慢增长、低就业、高风险特征。

③ 2015 年 4 月 10 日，拉加德在华盛顿智库大西洋理事会发表演讲时进一步指出：当前全球经济仍陷在低增长、低通胀、高失业和高负债的泥沼中，各国应采取措施，以防“新平庸”变为“新现实”。

金融紧张状态；二是在债券市场期限和风险溢价低的情况下，资产价格变化的破坏性作用仍令人担忧，随着资产价格走势所处的环境发生变化，可能出现意外情况和剧烈市场反应；三是乌克兰、中东和西非地区当前冲突事件造成的地缘政治紧张局面可能产生区域和全球性溢出效应；四是发达经济体经济停滞和低通胀的风险依然存在。报告建议，在全球经济增长温和且不均衡的环境下，无论是发达经济体，还是新兴市场和发展中经济体，都急需立刻采取果断政策，加快结构调整，提高实际和潜在产出。在许多发达经济体，宽松的货币政策仍是支撑经济活动和提高通胀预期的关键。许多国家有充分的理由扩大基础设施投资，推行结构性改革，以消除危机所暴露出来的薄弱环节，促进投资并提高潜在产出。新兴市场和发展中经济体应加快结构改革，通过放松贸易和投资限制、消除基础设施瓶颈以及改善商业条件提高生产率，促进经济增长。萨默斯、克鲁格曼等著名经济学家也纷纷发文支持“世界经济新常态”的提法，赞同世界经济已积重难返高增长的“旧常态”。

（二）新常态下的主权财富基金

位于意大利米兰的博科尼大学（Università Bocconi）的主权基金实验室（Sovereign Investment Lab）自2008年起与不同的研究机构合作每年发布一份《主权财富基金年报》，并赋予年报特殊的标题（见表1-1），这七年七份标题从一个方面反映了客观环境不断改变下主权财富基金的应对重点。

Sovereign Investment Lab（2014）的研究指出，新常态下全球经济从根本上改变了增长模式，主权财富基金增长的两个主要引擎——新兴市场出口和高能源价格，已经成为强弩之末，在可预见的未来，外汇储备流入出口国将继续变慢；而这会导致政治家来自国内的压力增加，需要主权财富基金作为“雨天基金”来支持国内经济。这两个因素均会导致主权财富基金需要权衡财务回报和财政稳定两大难题，导致资产配置发生变化：前者使得主权财富基金更加偏好高风险资产以平滑下降的收入；后者则致使主权财富基金配置更低风险、更流动的资产以充当“雨天基金”来支持国内经济。在上述问题中，主权财富基金的内部治理非常重要，当潮水高

涨时，模糊、矛盾的任务和规则很容易调和，但当潮水退去，人们会发现主权财富基金一直在“裸泳”。本书的后半部分将会重点阐述主权财富基金在新常态下的投资战略的变化。

表 1-1 Sovereign Investment Lab 年报标题回顾

年份	标 题	中文翻译
2008	Weather the Storm	渡过难关
2009	Back on Course	回到正轨
2010	Braving the New World	勇闯新世界
2011	Follow the Money	逐利
2012	Cautious Change	谨慎改变
2013	The Great Reallocation	伟大的再配置
2014	Sovereign Wealth Funds in the New Normal—Reassessing Risks, Redefining Strategies	新常态下的主权财富基金——重新评估风险、重新定义战略

资料来源：Sovereign Investment Lab，www.baffi.unibocconi.it

第二节 我国主权财富基金概况

我国共有 5 支主权财富基金，分别是中国投资公司、国家外管局投资公司、香港金融管理局投资组合、全国社会保障基金和中非发展基金。概况详见表 1-2。由于主权财富基金的定义存在一定的争议以及大部分基金透明度偏低^①，本书将重点探讨中国投资公司，对其他 4 支基金仅作简要介绍。

^① 资料来源为 SWF institute（主权财富基金研究所），使用的是该研究所创立的 Linaburg—Maduell 透明度指数。

表 1-2 中国主权财富基金（广义）

主权财富基金 的名称	创立 时间	资产规模 (亿美元)	资金 来源	透明度 评级
中国投资公司	2007	7467	非商品	8
国家外汇管理局投资公司	1997	5470	非商品	4
香港金融管理局投资组合	1993	4002	非商品	8
全国社会保障基金	2000	2360	非商品	5
中非发展基金	2007	50	非商品	5

说明：规模数据截至 2015 年 8 月底。

资料来源：笔者根据 SWF institute 以及各基金网站相关资料整理

一、中国投资公司

中国投资公司（China Investment Corporation，简称中投）即使在最狭义的关于主权财富基金的界定中，也毋庸置疑是我国的主权财富基金。按照中投官方网站的介绍，中投公司成立于 2007 年 9 月 29 日，是依照《中华人民共和国公司法》设立的国有独资公司，组建宗旨是实现国家外汇资金多元化投资，在可接受风险范围内实现股东权益最大化。公司总部设在北京，注册资本金为 2000 亿美元。表 1-3 显示的是中投公司自 2007 年成立到 2015 年重要事件一览表，从中可以看到中投组织结构的不断完善和扩充、发生多次重大人事变动及其投资的重要项目。

表 1-3 中国投资公司发展历程一览表

年份	月份	重 要 事 件
2007 年	9 月	中投公司在北京成立，并组建了第一届董事会、监事会和执行委员会
	12 月	对美国摩根士丹利公司投资 56 亿美元

续表

年份	月份	重 要 事 件
2008 年	1 月	成立投资决策委员会和风险管理委员会
	4—10 月	加入主权财富基金国际工作组, 签署《圣地亚哥原则》
	9 月	开通中投公司官方网站
2009 年	7 月	对加拿大泰克资源有限公司投资 15 亿美元
	7 月	成立国际咨询委员会
2010 年	3 月	对美国爱依斯电力公司投资 16 亿美元
	11 月	成立中投国际(香港)有限公司
2011 年	1 月	董事会批准将投资审核周期延长 10 年
	1 月	成立中投公司多伦多代表处
	3 月	组建中投公司第二届董事会
	5 月	在北京承办“主权财富基金国际论坛”第三次会议
	7 月	组建中投公司第二届监事会
	9 月	成立中投国际有限责任公司
	12 月	对法国苏伊士石油天然气开发生产有限公司投资 31.5 亿美元
2012 年	2 月	董事会批准《中投国际 2012—2016 年战略规划》
	6 月	与俄罗斯直接投资基金成立中俄投资基金
	7 月	发布《中投文化共识》
2013 年	3 月	楼继伟卸任中投公司董事长兼首席执行官
	5 月	李晓鹏任中投公司监事长
	7 月	丁学东任中投公司董事长
	1 月	中投公司丰业系统正式投入使用
2014 年	2 月	李克平任中投公司副董事长兼总经理
	7 月	组建中投公司第三届董事会
	12 月	中投公司发起成立中墨基金
2015 年	1 月	成立中投海外直接投资有限责任公司

资料来源:中国投资公司官方网站, <http://www.china-inv.cn>。