

Zhongguo Zhuquan Caifu Jijin Duiwai Touzi Zhanlue Yanjiu

中国主权财富基金 对外投资战略研究

张海亮 著

中国社会科学出版社

Zhongguo Zhuquan Caifu Jijin Duiwai To

中国主权财富基金 对外投资战略研究

张海亮 著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国主权财富基金对外投资战略研究/张海亮著.

—北京: 中国社会科学出版社, 2014. 11

ISBN 978 - 7 - 5161 - 5038 - 2

I. ①中… II. ①张… III. ①投资基金—对外投资—投资战略—研究—中国 IV. ①F832. 21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 247447 号



出版社 中国社会科学出版社

社址 北京鼓楼西大街甲 158 号 (邮编 100720)

网址 <http://www.csspw.cn>

中文域名: 中国社科网 010 - 64070619

发行部 010 - 84083635

门市部 010 - 84029450

经销 新华书店及其他书店

印刷 北京市大兴区新魏印刷厂

装订 廊坊市广阳区广增装订厂

版次 2014 年 11 月第 1 版

印次 2014 年 11 月第 1 次印刷

开本 880 × 1230 1/32

印张 8.5

插页 2

字数 212 千字

定价 28.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换

电话: 010 - 64009791

版权所有 侵权必究

摘 要

近年来，中国外汇储备不断攀升，保值增值压力不断增大。2007年，中国主权财富基金——中投公司成立。然而，作为国际投资中的重要参与者之一，主权财富基金的潜在规模和市场效应决定了，要想得到一个最优的资产配置“结果”，不仅取决于自己的行为，且与投资东道国的行为有关。即并不是我们战略配置需要的、想要的，就能够进行投资，还受制于东道国的需求和环境。在当前外围国际市场的波动加剧、不确定性增强，各种金融保护主义、金融壁垒和管制并无弱化趋势的背景下，中国主权财富基金面临着较大的管理压力与挑战。因此，在实现中国梦的征途中，中国主权财富基金如何冲破各种壁垒，基于东道国投资环境与东道国实现投资共赢，是实现投资多元化、提高投资收益的战略关键。同时，中国参与国际经济的动力、信心在增强，如何在主权财富基金对外投资过程中传递中国梦的正能量，在共赢中投资，在包容中增长，共享经济发展的红利，为世界经济和平发展、为全球化做出应有贡献显得尤为迫切。

本书认为，中国主权财富基金在对外投资中应该有所担当，应该以负责任的姿态和自信的战略眼光进行战略投资。要以构建和谐共赢、包容增长的机制为导向，在关注自身利益的同时，关注东道国的需求。向东道国让渡价值和投资更多正外部性的领域，发挥资金的正向推动作用，利用各种机构的多边协调机制，优化投资环境，提高双方的和谐相容性。同时，注重维系中国主

权财富基金负责任、讲声誉的大型投资机构的良好形象，发挥自身战略模式和范式的导向作用，以提升投资合作的深度和广度。

本书总体上分为战略背景与现状、战略要素、战略内容、战略实施与对策四大模块。第一模块主要通过对全球主权财富基金发展现状、战略及趋势和中国主权财富基金发展现状进行研究，分析战略背景与现状。第二模块围绕影响多元化投资的战略要素进行深入剖析，主要分析东道国设置的各种投资壁垒和国际投资环境的不确定性。第三模块基于国际经济环境以及中国中投公司的投资经验，在战略要素分析的基础上，归纳提炼出了中国主权财富基金对外投资的核心战略——兼容性投资战略。第四模块围绕中国主权财富基金兼容性投资战略给出相应的支撑体系和辅助战略。主要从东道国投资壁垒和国际经济环境不确定两方面给出透明度选择、构建合作联盟、兼容性投资信号发送与投资约束、基于经济周期的发达市场行业投资、基于新兴市场经济发展需求的投资选择等战略。

关键词：主权财富基金；投资战略；兼容性投资

Abstract

In recent years, as Chinese foreign exchange reserve rapidly rising, the preservation and appreciation of assets facing great pressure. In 2007, the Chinese government set up Sovereign Wealth Fund named China Investment Corporation (CIC) . As an important participants in the international investment, in order to get the optimal asset allocation, it is not only rely on their own behavior, but also is associated with the behavior of investment in the host country due to the potential size and the market effect of Sovereign wealth funds. Specifically, the investment is not only subject to the needs of our strategic configuration, also subject to the demand of the host country and the environment. Various financial protectionism, investment barriers and control are strengthened under the background of international market volatility and the uncertainty enhanced. It makes China's Sovereign Wealth Fund face the huge pressures and challenges. Therefore, the key of strategies to achieve investment diversification and improve investment returns is to implement the "China dream", to break through all kinds of barriers, to invest based on the host country environment, and to realize win - win investment in host countries. Meanwhile, the impetus and confidence of China to participate in the international economy are enhanced. In the outward investment process of sovereign wealth funds, it is particularly urgent to transmit the positive energy of

“China dream”, invest in the win – win situation, grow in the inclusivity, and share the dividend of the economic development, in order to make efforts to peaceful development of the world economy and the globalization.

This book argues that China’s Sovereign Wealth Fund should always keep its words in the foreign investment, and keep responsible attitude and self – confidence vision to make strategic investment. China’s Sovereign Wealth Fund should focus on its interests, at the same time pay close attention to the demand of the host country, under the guidance of harmonious win – win and inclusive growth mechanism strategies. China should give more delivery value to the host country and invests in more positive externalities in order to play a positive role in promoting capital. It also should use multilateral coordination mechanism of institutions to optimize the investment environment, improve the harmony of both sides. At the same time, China’s Sovereign Wealth Fund should pay attention to sustain its good image of the large investment institution and guiding role of its own strategic model, in order to extend the depth and scope of investment cooperation.

This book is divided into four parts: strategy background and status quo, strategic elements, strategy content, strategy implementation and countermeasure. The first part mainly analyzes the strategy background and status quo, through the analysis on status quo, strategy and trend of global Sovereign Wealth Funds and status quo, opportunities and challenges of China’s Sovereign Wealth Fund. The second part deeply analyzes the affect around the diversification strategy elements, mainly including various barriers to investment of host countries and the uncertainty of international investment environment. In the third chapter, the core strategy — “harmonious investment” strat-

egy—is extracted based on the international economic environment, CIC's investment experience and the strategic factor analysis. The last part presents the corresponding support system and auxiliary strategies of China's Sovereign Wealth Fund "harmonious investment" strategy. It mainly includes strategies of transparency selection, establishing co-operation alliance, signal transmission and investment constraint for "harmonious investment", on the economic cycle basis of industry choice in developed markets and on the basis of investment choice of economic development demand in the emerging markets.

Key words: Sovereign Wealth Funds; Investment Strategy; Harmonious Investment

目 录

第一章 绪论	1
第一节 引言	1
一 研究背景及意义	1
二 研究思路与技术路线	4
三 研究内容	7
四 研究方法 with 理论支撑	11
五 研究对象界定与数据获取	12
第二节 文献综述及评述	14
一 主权财富基金投资影响因素	14
二 主权财富基金投资产生的影响	17
三 主权财富基金投资战略	22
四 文献评述	26
第三节 本书特色与创新之处	27

战略背景与现状篇

第二章 全球主权财富基金发展现状、战略与趋势	31
第一节 全球主权财富基金基本情况	31
一 主权财富基金的内涵	31

二	主权财富基金发展历程	32
三	主权财富基金的类型	35
四	主权财富基金投资收益表现	36
第二节	全球主要主权财富基金投资战略	39
一	淡马锡控股公司	39
二	挪威政府全球养老基金	41
三	阿布扎比投资局	43
四	俄罗斯国家福利基金	44
五	卡塔尔投资局	45
第三节	全球主权财富基金投资发展趋势	45
一	多元化投资进程加快	45
二	积极投资趋势更加明显	47
三	多边协调更加频繁	49
第三章	中国主权财富基金现状、机遇与挑战	50
第一节	中国主权财富基金发展现状	50
一	成立及其目标与原则	50
二	投资收益表现	53
第二节	中国主权财富基金投资战略及其定位变化	55
一	投资试水阶段	56
二	投资多元化阶段	58
三	快速成长阶段	59
四	相对稳定阶段	60
第三节	中国主权财富基金面临的挑战与机遇	61
一	投资面临的挑战	61
二	投资存在的机遇	65

战略要素篇

第四章 信息不对称	75
第一节 信息不对称与信息披露	75
第二节 透明度对主权财富基金投资收益影响分析	77
一 主权财富基金透明度指数	77
二 主权财富基金投资收益影响要素识别	80
三 透明度对投资收益影响的实证分析	87
第五章 投资外部性	91
第一节 主权财富基金外部性分析	91
一 主权财富基金投资外部性内涵	91
二 外部性产生的效应	92
第二节 投资带来负外部性的成本	94
一 效用函数	95
二 收益函数	95
三 违背承诺的机会成本	96
第三节 负外部性下中国主权财富基金的战略启示	97
第六章 政治偏好	103
第一节 政治偏见与主权财富基金投资	103
第二节 基于政治偏好的主权财富基金投资模型 构建	105
一 利益集团	105
二 社会总体福利	107
三 政府目标函数	107

四	均衡优化问题·····	108
第三节	基于政治偏好的理论模型的经验分析·····	112
一	计量模型设定·····	112
二	变量选取以及数据来源·····	113
三	回归结果分析·····	114
第四节	政治偏好下中国主权财富基金的战略启示·····	118
一	选择基础设施、社会责任等正外部性比较大的 领域进行投资·····	118
二	适当让渡投资价值以降低政治偏见·····	119
三	选择合适的进入时机·····	119
第七章	投资区域与行业分布·····	121
第一节	全球主权财富基金投资空间分布状况·····	121
一	区域投资分布特征·····	121
二	投资区域关联性分析·····	122
第二节	主权财富基金行业投资分布状况·····	126
一	全球主权财富基金行业分布特征·····	126
二	中国主权财富基金行业投资现状·····	128

战略内容篇

第八章	相容性投资战略·····	133
第一节	战略制定的重要作用和意义·····	133
第二节	战略目标与指导思想·····	134
一	战略目标·····	134
二	指导思想或原则·····	135
第三节	战略定位·····	136

一	总体战略	136
二	核心战略——相容性投资战略	136
第四节	相容性投资战略特点与价值	137
一	战略提出的基本逻辑	137
二	战略特点	137
三	战略实施的基础与条件	138
四	战略价值——一个例证	140
第五节	相容性投资战略内容	145
第六节	相容性投资战略任务	148
一	选择合理的透明度	148
二	构建合作联盟	149
三	相容性投资约束与信号传递	149
四	抓住发达市场经济复苏中的投资机会	149
五	共享新兴市场经济增长红利	150

战略实施与对策篇

第九章	透明度选择	153
第一节	透明度博弈问题	153
第二节	透明度博弈模型构建	154
一	收益函数	154
二	成本函数	156
第三节	透明度选择战略	158
一	模型结果分析	158
二	战略启示	160

第十章 构建合作联盟	162
第一节 构建合作联盟的内涵与价值	162
一 合作联盟与可信承诺	163
二 合作联盟与主权财富基金投资收益	164
第二节 与东道国政府构建合作联盟战略	174
一 与东道国政府合作的思路	174
二 与东道国政府合作模型的构建	175
三 与东道国政府合作战略与对策	184
第三节 与其他主权财富基金构建合作联盟战略	186
一 主权财富基金与可信承诺	186
二 可信承诺的规章制度	187
三 基于可信承诺制度设计的合作联盟构建	189
第十一章 相容性投资信号发送与投资约束	196
第一节 相容性投资信号传递	197
一 信号传递基本假设	197
二 信号传递模型构建	198
三 中国主权财富基金相容性投资与东道国 均衡	200
第二节 纳入相容性的中国主权财富基金投资分析	203
一 投资组合模型	203
二 相容性投资分析	204
第十二章 基于经济周期的发达市场行业选择	210
第一节 不同经济周期下的行业特征	211
一 经济周期的划分	211
二 不同经济周期下的行业特征	211

第二节 中国主权财富基金的行业选择·····	215
一 相同风险偏好系数的行业选择·····	216
二 不同风险偏好系数的行业选择·····	217
第三节 基于经济周期的行业投资·····	219
 第十三章 基于新兴市场经济发展需求的投资选择·····	 221
第一节 主权财富基金与新兴市场投资·····	221
一 新兴市场投资·····	221
二 新兴市场的经济基础和投资环境·····	222
第二节 新兴市场投资选择·····	224
一 基于 TC 和 RCA 指数的产业选择 ·····	225
二 基于引擎经济发展的投资选择·····	229
三 基于经济转型与调整的投资选择·····	230
 参考文献·····	 234
 后记·····	 249

表目录

表 2-1	全球主要 SWFs 的基本情况	34
表 2-2	2008—2011 年全球主要 SWFs 平均收益 情况	37
表 3-1	中投公司投资组合目标与基本原则	51
表 3-2	中投公司境外投资组合分布及其收益率	54
表 3-3	中投公司 2008—2012 年财务报表	55
表 3-4	2000—2011 年国家安保规制调整	65
表 3-5	部分发达国家对于外资投资的限制	66
表 3-6	OECD 制定的接受国行为准则	71
表 4-1	当前全球主要 SWFs Linaburg - Maduell 透明度指数	78
表 4-2	本研究选取的主要 SWFs 概况	84
表 4-3	主要 SWFs 投资基本统计描述	85
表 4-4	回归结果	88
表 5-1	SWFs 投资外部性事例	92
表 6-1	投资比例影响分析结果	115
表 7-1	空间关联性检验结果	123
表 7-2	SWFs 投资回归结果	124
表 7-3	行业投资额统计描述	126
表 7-4	中国 SWF 的行业配置	128
表 8-1	1995—2012 年考虑环境—社会—政府	

要素的基金数量	142
表 8-2 1995—2012 年美国社会责任投资发展概况	142
表 8-3 指数风险与回报特征	144
表 10-1 不同 α 、 β 和 γ 取值下的最优资产配置比例	172
表 11-1 相容性投资与一般投资收益率基本统计分析	205
表 11-2 不同品类相容性投资收益率基本统计分析	206
表 11-3 ESG、EM、DM 间相关关系	207
表 11-4 不同种类相容性投资间的相关关系	207
表 11-5 资产配置比例	208
表 12-1 经济周期下的行业特征	213
表 12-2 2008—2011 年中投公司投资于各类资产的比例	216
表 12-3 中国 SWF 基于经济周期的相同风险偏好行业选择	216
表 12-4 中国 SWF 基于经济周期的动态风险偏好行业选择	218
表 13-1 各市场年平均经济增长率	224
表 13-2 TC 指数和 RCA 指数	226
表 13-3 金砖国家主要行业的 TC 指数	227
表 13-4 金砖国家主要行业的 RCA 值	228