

学校编码：10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号：15720071150758

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

中国主权财富基金的运营管理研究

A Research on the Operation and Management of  
China Sovereign Wealth Funds

李 昆 鹏

指导教师姓名： 黄 梅 波 教授

专业名称： 世 界 经 济

论文提交日期： 2010 年 4 月

论文答辩日期： 2010 年 月

学位授予日期： 2010 年 月

答辩委员会主席：

评 阅 人：

2010 年 4 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（）课题（组）的研究成果，获得（）课题（组）经费或实验室的资助，在（）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘要

主权财富基金是以外汇资产为资金，由股票、债券、房地产和其他金融工具等金融资产组成的国有投资基金。世界上一些著名的主权财富基金如新加坡淡马锡控股、新加坡政府投资公司、阿联酋阿布扎比投资局和挪威政府全球养老基金等都取得了出色的投资业绩。而中国的主权财富基金——中投公司成立以来的投资效果并不令人满意，其运营管理也暴露出很多问题。在这样的背景下，系统化的分析中国主权财富基金面临的问题，总结成熟模式和国际经验，并提出行之有效的完善中国主权财富基金运营管理的建议具有现实意义。

中投公司目前主要在自身治理结构、投资策略与透明度和风险控制等方面存在着较为突出的问题。通过解释结构模型（Interpretation Structure Modeling, ISM）对中投公司的运营管理进行分析之后，本文认为政府层面的因素是引致中国主权财富基金运营管理水平低下的最深层次的根本原因；而国际金融保护主义和风险管理机制的缺乏是中国主权财富基金运营管理水平低下的直接原因。而国际著名主权财富基金在其投资过程中也积累了丰富的运营管理经验，非常值得借鉴。

通过对国际著名主权财富基金的治理结构、投资策略与透明度以及风险控制方面的经验研究，结合 ISM 模型所揭示的中投公司三个层面的问题，本文最后提出了相应的政策建议。主要包括：明确自身定位、引进专业人才、增加外部治理、执行单一投资策略、加强资金的第三方管理、适当增加透明度以促进国际协调、建立合理的绩效评估体系、借鉴先进的风险评估模型、促进海外事业投资、建立海外投资保险机构以及建立“储备性”主权养老基金等。

**关键词：**主权财富基金；中投公司；运营管理

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## ABSTRACT

Sovereign wealth funds (SWFs) are state-owned investment funds, which are consisted with equity capital, bond, real estate and other financial capitals. The capitals of SWFs come from one country's foreign currency reserves. Some famous SWFs, such as Temasek Holdings, GIC, ADIA and GPF, have got excellent investment performance. But the performance of China's SWF, China Investment Corporation, is not so good until now. Furthermore, it has exposed some operation and management problems. In this context, analyzing the problems of China's SWF, summarizing the mature experiences and pattern of SWF, and making suggestions of the operation and management of China Investment Corporation are significant.

There are some outstanding problems, such as Corporate Governance Structure, investment strategies and risk management, on China Investment Corporation. This thesis uses ISM to analyze the amounts of problems which incurs the low level of the operation and management of China's SWF.

Therefore, graduation thesis researches the experiences of the world famous SWFs to find out the reform proposal of China Investment corporation, which includes: clearing self-positioning, introducing professional persons, increasing external governance, implementing a single investment strategy, improving the third-party management of funds, increasing transparency properly to coordinate the international resistance, establishing a rational performance-evaluation system, drawing on sophisticated risk assessment model, promoting oversea industrial investment, establishing oversea investment insurance agencies, and establishing a "reserve" sovereign pension funds.

**Key Words:** Sovereign Wealth Fund; China Investment Corporation; Operation and Management

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 目 录

中文摘要.....	I
英文摘要.....	III
<b>第一章 导论 .....</b>	<b>1</b>
<b>第一节 选题的背景与意义 .....</b>	<b>1</b>
<b>第二节 文献综述 .....</b>	<b>2</b>
一、对主权财富基金的一般研究.....	2
二、对中国主权财富基金的研究.....	4
三、文献评述.....	6
<b>第三节 理论基础与研究框架 .....</b>	<b>7</b>
一、理论基础.....	7
二、研究思路与研究框架.....	8
三、论文创新点、不足之处及后续研究方向.....	9
<b>第二章 主权财富基金概述 .....</b>	<b>11</b>
<b>第一节 全球主权财富基金概述 .....</b>	<b>11</b>
一、主权财富基金的形成与发展.....	11
二、主权财富基金的分类.....	14
<b>第二节 中国主权财富基金概况 .....</b>	<b>18</b>
一、中国现有主权财富基金简介.....	18
二、中国主权财富基金面临的挑战与机遇.....	22
三、中投公司的重要投资.....	25
<b>第三章 基于 ISM 模型的中国主权财富基金运营管理分析 .....</b>	<b>31</b>
<b>第一节 解释结构模型（ISM）的方法.....</b>	<b>32</b>
<b>第二节 中国主权财富基金运营管理问题的 ISM 模型分析.....</b>	<b>33</b>
一、设定关键问题，抽出引致因素.....	33

二、建立邻接矩阵 A 和可达矩阵 M .....	34
三、划分可达矩阵, 得到骨架矩阵 A' .....	35
四、建立并解释多级递阶结构模型 .....	38
<b>第四章 主权财富基金运营管理的国际经验 .....</b>	<b>44</b>
<b>第一节 新加坡主权财富基金运营管理的经验 .....</b>	<b>44</b>
一、治理结构 .....	44
二、投资策略 .....	46
三、风险控制 .....	50
<b>第二节 挪威主权财富基金运营管理的经验 .....</b>	<b>51</b>
一、治理结构 .....	51
二、投资策略 .....	52
三、风险控制 .....	55
<b>第五章 完善中国主权财富基金运营管理的建议 .....</b>	<b>57</b>
<b>第一节 基于政府层面的建议 .....</b>	<b>57</b>
一、进一步转变政府职能, 真正做到政企分开 .....	57
二、引入竞争机制, 引导主权财富基金健康发展 .....	57
<b>第二节 基于中投公司的建议 .....</b>	<b>58</b>
一、完善治理结构 .....	58
二、选择适当的投资策略 .....	59
三、制定合理的风险控制机制 .....	62
<b>附    录 .....</b>	<b>65</b>
<b>参考文献 .....</b>	<b>68</b>
<b>致    谢 .....</b>	<b>71</b>

## TABLE OF CONTENTS

<b>ABSTRACT IN CHINESE .....</b>	<b>I</b>
<b>ABSTRACT IN ENGLISH.....</b>	<b>III</b>
<b>CHAPTER 1 INTRODUCTION.....</b>	<b>1</b>
<b>Section 1 Research Background and Significance.....</b>	<b>1</b>
<b>Section 2 Literature Review.....</b>	<b>2</b>
1. General Research on SWFs .....	2
2. Research on China's SWF .....	4
3. Literature Observation .....	6
<b>Section 3 Theory Foundation and Research Structure .....</b>	<b>7</b>
1. Theory Foundation.....	7
2. Research Structure .....	8
3. Contribution and Further Research Topics .....	9
<b>CHAPTER 2 SUMMARY OF SWFS.....</b>	<b>11</b>
<b>Section 1 Summary of Global SWFs.....</b>	<b>11</b>
1. Birth and Development of SWFs.....	11
2. Classification of SWFs .....	14
<b>Section 2 Summary of Chinese SWFs.....</b>	<b>18</b>
1. Synopsis of Chinese SWFs .....	18
2. Challenge and Opportunity of Chinese SWFs.....	22
3. Important Investments from CIC.....	25
<b>CHAPTER 3 ANALYZING CHINESE SWFS BY ISM.....</b>	<b>31</b>
<b>Section 1 ISM Method .....</b>	<b>32</b>
<b>Section 2 ISM Analyzing .....</b>	<b>33</b>
1. Set Key Issue and Factors .....	33
2. Set Matrix A and M .....	34
3. Set Matrix A' .....	35
4. Set and Explain ISM Model.....	38
<b>CHAPTER 4 INTERNATIONAL EXPERIENCES.....</b>	<b>44</b>

<b>Section 1 Experiences from Singapore.....</b>	<b>44</b>
1. Governance Structure.....	44
2. Investment Strategy .....	46
3. Risk Management .....	50
<b>Section 2 Experiences from Norway .....</b>	<b>51</b>
1. Governance Structure.....	51
2. Investment Strategy .....	52
3. Risk Management .....	55
<b>CHAPTER 5 REFORMING SUGGESTIONS.....</b>	<b>57</b>
<b>Section 1 Suggestions for Government .....</b>	<b>57</b>
1. Detaching From Enterprise .....	57
2. Introducing Competitive Mechanism .....	57
<b>Section 2 Suggestions for CIC.....</b>	<b>58</b>
1. Improving Governing Structure.....	58
2. Choosing Proper Investment Strategy .....	59
3. Establishing Proper Risk Management.....	62
<b>APPENDIX.....</b>	<b>65</b>
<b>REFERENCES.....</b>	<b>68</b>
<b>ACKNOWLEDGEMENT.....</b>	<b>71</b>

## 第一章 导论

### 第一节 选题的背景与意义

2005年3月，道富环球投资管理有限公司（State Street Global Advisors, SSGA）的高级经济学家 Andrew Rozanov 在《中央银行期刊》（Central Banking Journal）上撰写了一篇名为“谁拥有国家财富？”的文章。文章描述了一种出现在国际市场上的新现象：代表国家主权利益的新型政府投资机构在世界范围内不断增加。这些机构具有两个明显特点：第一，与传统的私人投资机构不同，它们所管理的都是国家财富；第二，它们投资的资产类别多样，风险承受力强，追求的回报更高，这又与追求安全性和流动性的各国中央银行不同。他将这些新型的机构命名为主权财富基金<sup>①</sup>（Sovereign Wealth Fund, SWFs）（Rozanov, 2005）。

近年来，国际上一些著名的主权财富基金如新加坡淡马锡控股、新加坡政府投资公司、阿联酋阿布扎比投资局和挪威政府全球养老基金等在全球金融市场特别是欧美金融市场进行了一系列投资，普遍取得了出色的业绩。而对于中国第一支主权财富基金——中投公司来说，其成立以来的几次重要投资的业绩均差强人意，从中暴露出中投公司在自身治理结构、投资策略、风险控制等方面存在诸多问题，与国际著名主权财富基金存在不小差距。因此着眼于系统化分析中投公司所面临的问题，借鉴成功的国际经验，并提出完善中国主权财富基金运营与管理建议的选题具有很强的现实意义。

---

<sup>①</sup>迄今为止，国际社会对主权财富基金并没有一致的定义。不同的文献鉴于不同的写作目的，给出的定义都不完全相同。在本文中，主权财富基金（Sovereign Wealth Funds, SWF）定义为，以外汇资产为资金，由股票、债券、房地产和其他金融工具等金融资产组成的国有投资基金。主权财富基金可以采用基金、联营和公司等组织形式。一些基金也直接投资于国内的国有企业。相对于流动性，主权财富基金更偏好于收益。

## 第二节 文献综述

围绕主权财富基金及其发展这一命题而展开的讨论，是世界各国经济学家近年来所关注的热点问题之一。许多文献从不同角度对主权财富基金的定义、规模和对世界经济的影响等方面进行了论述。随着 2007 年中国投资有限公司的成立，一些国内学者对中国主权财富基金成立的必要性、存在的问题及发展战略等方面也做了相应的研究。

### 一、对主权财富基金的一般研究

#### (一) 主权财富基金的定义和规模估计

##### 1. 主权财富基金的定义

Andrew Rozanov (Rozanov, 2005) 对于当时出现的由主权国家政府所主导的国际投资行为进行了研究，探讨了作为国家财富的外国资产到底是由谁在管理的问题，并第一次提出了主权财富基金的概念。文章认为，“主权财富基金是国家财政盈余的产物，资金大多来源于自然资源出口，还有少部分来自于央行储备。” Will Devlin 和 Bill Brummitt (Devlin, 2007) 指出，从广义上说，只要是政府控制的对政府储蓄进行管理与投资的基金都属于主权财富基金的范畴；从狭义上看，主权财富基金可以看作是政府投资的一种工具，其资金主要来源于外汇储备资产，且基金的出资方与管理方相分离。Simon Johnson (Simon, 2007) 从主权财富基金的特征角度提出主权财富基金需具备以下四个特征：负责管理政府金融资产的工具；主要从事海外投资；投资倾向于获得更高的收益而非追求短期无风险；通常与国家外汇流入密切相关，形成依存关系。

##### 2. 主权财富基金的规模估计

学者们根据各自设立的假设条件，采取不同的方法估计主权财富基金的规模。Simon Johnson (Johnson, 2007) 估计为 2 万亿美元~3 万亿美元。Steffen Kern (Kern, 2007) 研究结论为 3 万多亿美元。而伦敦国际金融服务 (International Financial Services London) 的估算表明，全球主权财富基金管理资产的规模约

为 3.3 万亿美元。这一规模超过了全球对冲基金<sup>①</sup>与私人证券投资基金管理资产的规模，不过仍低于全球 20 家最大企业的市值总和。摩根斯坦利首席外汇经济学家 Stephen Jen (Jen, 2007) 的估计值为 2.5 万亿美元，目前这一估计数值被全球学者和媒体广泛引用<sup>②</sup>。巴曙松 (巴曙松, 2009) 则认为随着金融危机冲击的逐步平息，主权财富基金可能会继续活跃，预计 2015 年全球主权财富基金管理资产规模可能超过 10 万亿美元。

## (二) 主权财富基金对世界经济的影响

关于主权财富基金对世界经济影响方面的文章，大多数集中于资本市场和金融体系角度，而对主权财富基金对世界经济失衡的影响方面的研究很少。

### 1. 对全球资本市场体系的影响

Lawrence Summers (Summers, 2007) 认为主权财富基金将会导致国有经济的崛起，进而冲击现有的资本市场体系。他在文中写到：“主权财富基金撼动着资本主义体系，国有经济将在 20 世纪最后 25 年的私有化浪潮之后重新崛起。” Satoshi Kambayashi (Kambayashi, 2007) 也持类似观点，他认为在不久的将来主权财富基金将变成全球资本市场上最大最主要的购买者，到时候全球最大的私人公司都将被政府所拥有。主权财富基金在全球资本市场地位的上升，代表着全球资本市场的“再国有化”趋势。

### 2. 对全球金融市场稳定的影响

大多数学者认为主权财富基金将不利于全球金融市场稳定。Richard Portes (Portes, 2007) 认为，由于主权财富基金的庞大规模，它们毫无先兆地突然转移将破坏金融市场的稳定性。关雪凌和刘西 (关雪凌等, 2008) 指出，单个主权财富基金的投资行为将引起投资者的“羊群效应”和潜在风险传递。Clay Lowery

<sup>①</sup> 对冲基金 (Hedge Fund)，也称避险基金或套利基金，是指由金融期货 (financial futures) 和金融期权 (financial option) 等金融衍生工具 (financial derivatives) 与金融组织结合后以高风险投机为手段并以盈利为目的的金融基金。它是投资基金的一种形式，属于免责市场 (exempt market) 产品。意为“风险对冲过的基金”，对冲基金名为基金，实际与互惠基金安全、收益、增值的投资理念有本质区别。

<sup>②</sup> 统计结果出现差别一方面是由于各机构对于主权财富基金的定义不同。另一方面则是由于大多数主权财富基金并不向外公布自身的经营状况，许多计算只能基于推测。

(Lowery, 2007) 等人则认为主权财富基金将会增加金融体系的稳定, 由于主权财富基金往往是金融市场上的长期投资者, 它们往往采取“购买并持有”的策略, 在资产价格下降的时候进入, 因此它们会增强全球金融系统的稳定性。

还有人认为, 主权财富基金对金融市场既可能带来风险, 也可能增加金融市场的稳定, 其影响具有双重性。如 Kenneth Rogoff (Rogoff, 2007) 认为主权财富基金不可能引起全球经济中金融敏感部门的剧烈价格波动, 因为价格剧烈波动的最大受害者恰恰是这些基金所属的国家。

## 二、对中国主权财富基金的研究

### (一) 关于中国成立主权财富基金的必要性研究

何帆和陈平(何帆等, 2006) 通过借鉴新加坡和挪威等国的经验, 提出建立主权财富基金, 对外汇储备进行积极管理可以提高本国储备资产的长期购买力、提升本国的国际竞争力并消除外汇储备增加对宏观政策自主性的影响。

钟伟(钟伟, 2007) 指出, 投资的战略性是非常值得关注的问题。外汇投资是否具有战略性, 是决定国家外汇投资公司是否具有存在的必要性的前提。

巴曙松和刘先丰(巴曙松, 2007) 研究了挪威和新加坡外汇储备管理的经验并指出, 对于中国来说, 外汇储备持续增长的趋势可能在短期内还会持续下去。持续增加的巨额外汇储备不仅加剧了国内金融市场流动性过剩的局面, 制约了央行货币政策的独立性, 加大了宏观经济政策内外平衡的压力, 而且也对外汇储备存量的管理和运用提出了更高的要求。因此, 我国应该在保证流动性和安全性的前提下, 满足各项需求, 实现本币汇率的稳定、外汇储备规模的平稳增长、外汇储备风险的分散和收益的提高。在满足自身的发展性需求方面, 应积极借鉴国际成功主权财富基金的运作经验。

### (二) 关于中国主权财富基金运营管理的不足的研究

张明(张明, 2008) 认为中投公司实施了兼顾国内战略投资与海外组合投资相的混合型投资策略。中投公司的混合型投资策略使得用单一的评价标准对中投公司进行整体评价。同时, 中投公司在治理结构上最大的不确定性是董事会和党委会之间的权责分工并不明确。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库