

基于主权国利益视角下我国主权财富基金的发展问题探讨*

邱杨茜

内容提要:本文站在主权国利益的角度以国际政治经济学理论为基础,提出管理国家财富、推动本国经济发展以及扩大国际政治经济影响力是主权财富基金发展的内在动因与根本诉求。在此基础上,本文深入分析了我国主权财富基金的发展情况以及存在问题,并提出了通过组织管理模式重构解决我国主权财富基金发展问题的系列对策建议。

关键词:国际政治经济学理论 主权国利益 主权财富基金 中投公司 组织管理模式

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。2007年9月中国投资有限责任公司(简称“中投公司”)的设立,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。本文在分析时融入了国际政治经济学理论(International Political Economy,简称IPE理论),回顾分析了全球主权财富基金的发展进程,并以主权国的利益诉求作为理论研究的重点,进而探讨我国主权财富基金发展存在问题并提出对策建议。

一、全球主权财富基金发展回顾与分析

纵观全球主权财富基金的发展历程可以发现,主权财富基金最初兴起于上世纪50年代,但是其真正开始发展却始于70年代至80年代初期,而2000年以来尤其是金融危机爆发之后是主权财富基金设立的高峰期(如图1所示)。下面将对这两个时期进

行重点回顾与分析。

1. 20世纪70—80年代初的发展初期。20世纪70—80年代爆发的石油危机、资本主义工业国的全面经济“滞胀”以及美元与黄金挂钩的固定汇率制度结束等因素均直接导致了二战以后美国霸权的衰落。在该时期成立的主权财富基金中,除了新加坡的两只基金以外,其余基金均来自于资源国(主要是产油国),表明美国经济增长强烈依靠着产油国的原料供应,而国际货币体系制度和美元的中心货币地位导致了产油国因此积累了大量的美元外汇储备,这些储备中很大一部分成为了石油美元^①。石油美元的产生以及不断增长的规模,为主权财富基金的发展创造了基础条件,而70年代布雷顿森林体系的瓦解,以及美国经济不景气导致的美元衰落而引发的外汇储备贬值,又进一步推动了以石油美元为主要资金来源的主权财富基金发展。

2. 2000年以来的发展高潮。2000年以来成立的主权财富基金除了来自资源国以外,很大一部分是来自于积累了大量美元外汇储备的商品出口国。一方面,OPEC国家的石油出口收入随着油价攀升再次呈现强烈的增势,2005年OPEC国家的年石油收入突破了5000亿美元,目前石油美元年新增规模在万亿美元左右;另一方面,国际生产要素转移、国际分工格局的变化、国际贸易与国际收支失衡,则是

* 邱杨茜,厦门大学经济学院,邮政编码:361005,电子邮箱:qiu.yangqian@gmail.com。本文受到中央高校基本科研业务费专项资金资助(项目编号:T2013221014)。感谢匿名审稿人的宝贵意见,文责自负。

导致新兴市场国家(尤其是亚洲国家)建立主权财富基金的重要原因。此外,这一时期国际经济局势非常动荡,先是亚洲金融危机冲击的后遗症,接着是美国新经济泡沫的破灭,最后是迄今为止尚未结束的2008年金融危机。从投资统计数据来看,2005年以来主权财富基金的投资活动日益频繁,尤其是金融危机之后,主权财富基金更是保持着较高的交易数量和交易金额(如图2所示)。

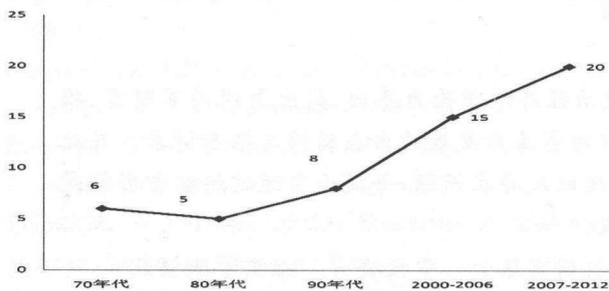


图1 各时期主权财富基金成立数量

数据来源:整理自 <http://www.swfinstitute.org> 上统计的主权财富基金数据。

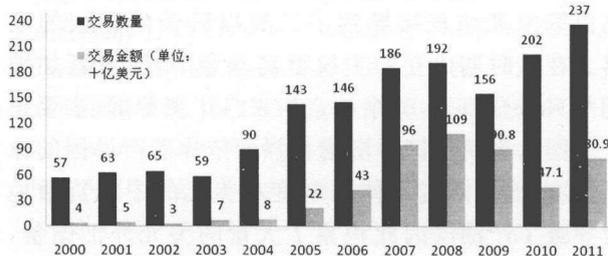


图2 2000~2011年主权财富基金投资数据统计

数据来源:2000—2008年数据来源于 Monitor Group:“Sovereign Wealth Fund Investment Behavior: Semi-Annual Report”,2010年11月;2009—2011年数据来自于 Sovereign Investment Lab, University Bocconi。

回顾主权财富基金发展的上述两个重要历史时期,可以看出推动主权财富基金发展的直接因素为持续增长的外汇储备以及由于各种经济冲击引发的储备贬值风险,同时主权财富基金的发起人(即主权国)多为资源国和出口导向型国家,并且集中分布在亚洲和中东地区(如图3所示)。结合国际政治经济学(IPE)理论,从更为深层次的角度看,笔者认为,主权财富基金的发展是伴随着经济、金融全球化进程,核心区霸权衰弱以及边缘区经济崛起双重因素共同影响的结果,具体解释如下:

从核心区霸权衰弱的角度来看,根据 IPE 理论

中的“霸权稳定论”^②,由于国际竞争、提供公共产品获得的边际收益递减和边际成本递增等因素,霸权必然会经历周期性衰落。主权财富基金发展的两个重要历史时期,均与美国霸权特别是美元地位的变化密切相关。自布雷顿森林体系瓦解后,美元持续贬值,而此轮金融危机下美国经济的低迷和不断放出的量化宽松政策更是引发了美元的长期贬值趋势。在此情况下,势必造成美元资产的相对价值下降,而占世界官方外汇储备的70%左右的资产是美元资产,各国庞大外汇储备资产面临缩水的危险。此外,与70年代美国霸权衰落不同的是,此次金融危机也严重冲击了欧洲、日本等国家的经济,造成了核心区整体经济衰落的局面。从上述分析来看,不论是在70—80年代,还是金融危机爆发以来,随着核心区霸权的衰落,来自边缘区域国家纷纷设立主权财富基金追求更高的外汇储备投资回报率,是其自身经济实力的增长下保护已有经济成果的必然选择。

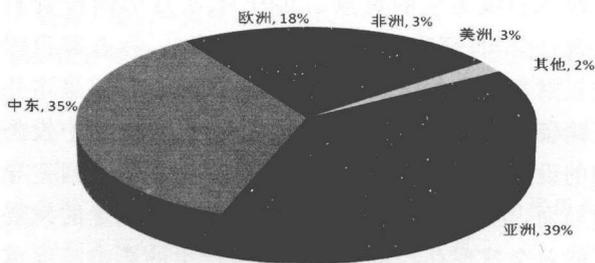


图3 2012年全球主权财富基金管理资产总额比例分布

数据来源: TheCityUK Sovereign Wealth Fund (2013)。

从边缘区经济崛起的角度来看,经济、金融全球化使得各种要素资源更为广泛的流动,尤其是资本的流动,在很大程度上推动了发展中国家即边缘区的经济增长,但是这种增长的代价是对核心区经济的高度依赖性,最终使得边缘区常常被迫成为全球经济风险转嫁的场所。因此,边缘区国家必然在当前全球化的既定背景下,试图最大限度地摆脱经济受制他国局面,进而防止自身成为全球经济波动的受害者。主权财富基金不同于一般的跨国公司或者私人投资组织,其与国家利益之间存在高度一致性,这使得主权财富基金能够更好地成为边缘区国家应对全球化的经济工具:一方面,主权财富基金对通过模仿核心区国家投资逻辑,以向其他发展中国家输出资本的方式获得资本性收益;另一方面,主权财富

基金则是通过将积累的国民财富投资于发达国家,来对冲本国经济风险。不论如何,主权财富基金所引发的新一轮跨国资本流动,真实体现了边缘区国家经济实力的上升以及对国家财富实施分散化管理的需要。

二、主权国利益视角下的 主权财富基金发展思考

主权国作为主权财富基金的发起设立者,意在通过主权财富基金的投资行为对国家财富进行管理,同时达到各种经济或非经济的目的,而这一切行为的理论基础来自于 IPE 理论体系中的国家主义理论^①。为此,笔者以为,主权财富基金的设立、定位、运作等一系列发展问题应服从于实现国家利益最大化这一目标,而这其中,又尤以“国家财富管理”、“推动本国经济发展”和“扩大国际经济政治影响力”三个方面的利益诉求为首要。

1. 对国家财富管理的需求。笔者以为,主权财富基金通过独立投资基金的运作方式管理部分国家财富,这种与传统不同的管理方式,将对国家财富管理产生以下两方面的影响:

(1) 有利于实现国家财富的代际转移。在宏观经济理论中,生命周期—持久收入理论认为家庭(或个人)可以通过储蓄和借贷手段进行跨期的消费平滑;预防性储蓄假说则认为,与确定性情况相比,在未来收入不确定^②的情况下,家庭(或个人)倾向于增加当期储蓄。对于国家财富管理而言,上述两类学说提供了很好的借鉴意义:首先,国家作为社会计划者必须考虑在不同时期的消费平滑,这与生命周期—持久收入理论所阐述的核心理念一致;其次,在全球化的不确定性经济政治环境下,特别是出口型国家或资源型国家倾向于在当期保留财富以备不时之需,这与预防性储蓄假说所描述的消费者行为动机吻合。但是,国家财富相比于个人储蓄而言,其所考虑的“消费平滑”周期更长,是一种财富的代际转移。

实现财富的代际转移其核心问题在于如何应对未来的不确定性,特别是对于高度依赖资源和对外贸易的经济增长方式的国家,短期来看面临由于资源价格波动和国际贸易变化导致的不确定性风险,长期来看面临着转变增长方式下国家内外经济稳定性问题。根据迈克尔·波特在《国家竞争优势》一书中提出的国家经济发展四个阶段:生产要素导向阶

段、投资导向阶段、创新导向阶段和富裕导向阶段,如何从生产要素导向阶段向更高级的经济发展阶段跃升,国家财富长期的管理与使用将起到重要作用。一般而言,国家在经济发展的初期和高增长阶段,外汇储备迅速增加,将逐步把盈余财富用于投资(谢平和陈超,2009),而这正是主权财富基金投资行为作为国家经济可持续发展战略延伸的题中之义。

(2) 有益于提高国家财富的管理水平。目前主权财富基金的资金来源主要是外汇盈余和财政盈余两项,传统上,这些盈余通常是以专项账户的形式由财政当局或者货币当局的外汇储备部门兼行管理,而所进行的投资通常也以高流动性、低收益、低风险的外国政府债券为主,属于被动保守型的管理方式。Caballero & Panageas(2008)认为新兴市场的央行很容易面临资金突然逆转流出的问题,持有的储备可以用来平滑这种冲击,但这些储备的持有成本很高。Aizenman & Summers(2007)认为新兴市场国家的外汇储备已经是他们 GDP 的 4 倍以上,这已经是对于经常项目和资本项目冲击的过度保护了,并提出超额的储备应该作为国家主权财富基金的一部分,充分投资并分散于全球金融市场。

如前文对全球主权财富基金发展回顾分析,美元中长期贬值的预期而带来的外汇储备缩水压力较大,被动保守策略下投资于发达国家政府债券不仅从长期来看收益平平,在金融危机中更是积聚大量风险。笔者以为,当前各国所能够做的就是调整自己的管理策略,由被动保守转向积极主动,设立主权财富基金,通过国际化和多样化的资产组合投资,投资债券、股票、私人股权、不动产以及一些风险不大的衍生产品等,在一定程度上分享世界经济增长的成果,从而能够使国家财富风险调整后收益最大化。

2. 推动本国经济发展的需求。经济利益是国家利益的核心组成,而一国经济管理能力强弱决定了该国的经济安全和稳定。对于主权财富基金而言,基金运作与国家主权结合的二重性特征,使其某种程度上类似于国有企业,是运用国家的力量借用市场的手段来促进国家经济发展的政府投资工具,具体来看包括以下两个方面内容:

(1) 保护和促进本国产业发展。目前来看大部分主权财富基金都是执行积极的对外投资策略,并在追求商业利润的同时,执行国家经济发展战略,这其中既包括了国内投资与国际投资,也包括间接投资与跨国直接投资。笔者以为,主权财富基金现有的投资模式反映出其一方面通过国内投资保护和促

进本国产业发展,另一方面则是利用国际投资配置本国稀缺的战略性资源,这正符合了动态比较优势理论,即跨国投资模式必须同本国的工业化战略相结合,将经济发展、比较优势和跨国直接投资三者结合在一起进行考虑。

从国内投资方面看,主权财富基金作为长期投资者为本国产业注入长期稳定的金融支持,同时可通过直接绿地投资的方式参与到产业外移和国家“走出去”战略之中,既保障了产业安全,又能够在那些具有比较优势的国家和地区创造较高的投资价值。

从国际投资方面看,主权财富基金的国际战略性资产投资多以直接投资方式进行,而且对于投资领域具有明显的偏好,金融部门、房地产项目、能源公司、基础建设四大板块一直以来都是主权财富基金战略性投资主要目标(如图4)。这主要是由于对于大多数主权国而言,上述产业不仅符合长期投资增值的目标,且亦在某种程度上属于本国的稀缺战略性资源。

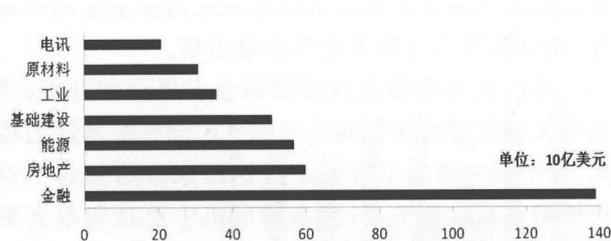


图4 主权财富基金战略性(直接)投资分领域统计数据(2005—2012年)

数据来源: TheCityUK Sovereign Wealth Fund (2013)。

(2)影响国家宏观经济调控。国家宏观调控的主要工具就是货币政策和财政政策,而主权财富基金取自外汇盈余或者财政盈余,其投资行为将产生类似宏观调控的效果,或影响宏观政策的调控效果,本部分将以典型主权财富基金运作框架,对不同资金来源的基金投资行为所造成的影响做出分析(如图5):

首先,本币基金执行国内投资。以财政收入(盈余)为资金来源的主权财富基金,单纯就国家财富的代际转移来看,实质上可认为是一种预防性储蓄,既可用于长期财富转移和平滑消费,也可在短期内服务于财政政策的实施需要。比如,俄罗斯的稳定基金是俄罗斯联邦预算资金的组成部分,其基本功能就是在石油价格低于其基础价格时保证联邦预算平

衡,对经济起到保险作用。在2009年,俄罗斯的联邦储备基金由年初的1200亿美元降至年末的600亿美元,总资产规模缩水将近50%,就是因为其基金资产被俄罗斯政府提走,以解决财政赤字问题^⑤。

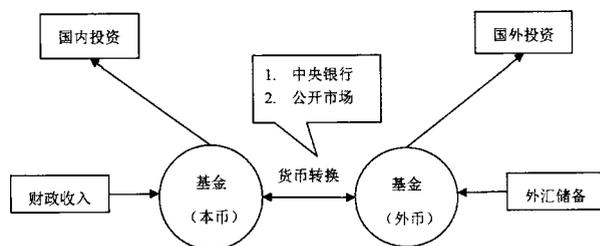


图5 主权财富基金运作框架图

此外,这类资金还可以直接对本国进行投资,如上文所述,保护和扶植本国战略性产业及资源以及用于重点的基础设施和国民福利项目建设。这种投资方式相当于实行扩张型财政政策,对于引导产业发展、挽救危机经济等方面起到正面作用,但同时也存在对私人投资的挤出效应。特别地,主权财富基金在国内投资金融业时具有信用扩张作用:在经济萧条时期,主权财富基金的这种投资行为将是扩张性货币政策的有益补充;如果是在经济扩张时期,主权财富基金的国内投资,特别是对金融机构的投资,就可能加剧金融机构的信贷扩张,并与紧缩的货币政策相违背。

其次,外币基金执行国外投资。目前大部分主权财富基金都是外币基金,由于投资国内需要进行货币转换,会造成大量外汇占款的出现,同时增加本国货币升值压力,对国家出口经济产生不良影响,因此这类基金一般专门投资国外。这种对外模式主要是出于防止“荷兰病”^⑥的考量,同时利用外汇收入进行国外投资,实际上是对外汇储备的分流。根据IMF的统计口径,主权财富基金管理的的外汇储备并不算在一国外汇储备之内,因此,当一国运用部分外汇储备设立主权财富基金时,即减少了外汇储备总量。但是由于主权财富基金是独立于一般性外汇储备管理的,需要向中央银行通过购汇方式获得外币(类似于实施扩张性的财政政策),将有利于增加外汇需求、缩小国际收支顺差、缓解货币政策压力。当然,在形成外汇储备之前,这部分资本金已经以冲销的方式影响到了投资利率,即利率上升减少了私人投资,同样将引起“挤出效应”,而挤出效应的大小则取决于投资的利率弹性(巴曙松等,2010)。

最后,本币基金与外币基金的货币转换。除了

上述两种情况以外,许多资源国的基金来源即包含了国内财政收入部分,也包含了外汇收入部分,当要运用本币资金对外投资时,就存在着货币转换的问题。这种货币转换渠道,可以是直接向中央银行购汇,还可以是向公开市场购汇。向央行购汇,类似从央行剥离部分外汇储备的做法,会直接减少本国的外汇储备,而向公开市场购汇,会产生两个作用:一方面,以本币计算的现金流入资金可以通过灵活的方式调整本国外汇储备的增减;另一方面,公开市场交易可以通过在外汇市场上增加本币供给,对本币升值起到抑制作用。在这种情况下,主权财富基金可以成为一种适当有效地与货币政策相协调的冲销工具,同时减小国内市场可能的通货膨胀压力和货币市场的流动性过剩压力。

3. 对扩大国际经济政治影响力的需求。随着越来越多主权财富基金的设立和全球范围内的频繁投资,主权国逐步开始熟悉和掌握国际投资规则,这体现出主权国从被动接受到主动融入全球化进程的转变,从而开始重视发展其国际政治经济影响力,具体表现在以下三个方面:

(1)在全球生产体系重构中获得主动权。全球生产体系是在国际分工的基础上,通过各类要素资源的全球配置而形成的各国商品和服务的生产联系和组织关系。20世纪80年代以来,跨国公司作为国际化生产的主体一直是推动全球生产体系重构的重要力量。但是目前情况来看,全球产业整合以及生产体系的重构主导权都掌握在发达国家体系内部,面对后危机时代全球新兴产业的发展、原有产业的重组和转移,主权国家迫切需要变被动应对为主动调整。在这个过程当中,笔者以为,主权财富基金从两个方面发挥积极作用:

首先,应当意识到跨国公司仍然是推动全球生产体系变革的最主要推动力量。主权财富基金通过支持本国的跨国公司对外扩张,或者是支持本国战略性新兴产业的发展,可以获得在全新的产业竞争领域的相对优势。以阿联酋的穆巴达拉开发公司为核心所执行的“马斯达尔计划”为例,该计划就是旨在扶持对有效的石油替代能源和可再生能源的研究开发与核心技术的投资。可以说作为主要的石油出产国,阿联酋利用主权财富基金促进可再生能源的技术革新是为后石油时代的能源技术开发作铺垫,也表现出了其引领未来能源供应的雄心。

其次,区域性生产、贸易合作是未来全球生产体系变革的方向。以亚洲为例,新加坡的GIC和淡马

锡正积极在东亚地区寻找生产企业和银行等信贷机构,试图为东亚生产体系注入来自东亚国家内部的资金。这种通过本区域内部所设立的主权财富基金牵头集聚资本的方式,将减少对区域外资金的依赖性,引发原本区域外FDI主导的贸易模式逐渐向由区域内FDI主导的贸易模式的过渡。最终促使整个区域内国家和地区的紧密联系与合作,并形成一个集投资、生产和贸易于一体的完整且极具竞争力的生产体系。

(2)主动融入全球化并积极参与国际事务。大部分主权财富基金的投资标的均在海外市场,这是原本被动参与到经济金融全球化中的主权国,转变了策略开始主动的融入其中的重要表现。特别是主权财富基金所具备的低杠杆以及长期投资策略,使得其作为全球金融投资参与者时,往往有提供市场流动性与稳定金融资产价格的积极作用,这一点在2008年金融危机中主权财富基金为欧美危机金融机构注入流动性之举可以看出。但是,国际社会在看到主权财富基金的这一积极影响的同时,也开始关注主权财富基金的“主权”特性所带来的负面影响。这其中讨论的焦点主要集中在对持有非经济目的的主权财富基金投资行为的隐忧,然而现实投资中的证据表明由于被投资国的限制,主权财富基金实际上很难通过投资他国的国计民生重要产业实现对他的政治影响。在这种情况下,大部分主权国采取了更为开放和合作的态度,积极参与到相关国际机制的制定中,例如著名的圣地亚哥准则就是由主要的主权国在IMF的协调下所签订的自愿性投资行为规范。这种积极的态度,使得主权国一方面可以更有效地保障自身的投资权益,另一方面也增强了主权国参与国际事务、与国际社会对话的机会和能力。

(3)推动本国新兴国际金融中心发展。由于主权财富基金越来越多切入非传统的投资领域,如房地产、另类投资等,并且更多的投资是通过委托外部管理完成的,这将极大促进围绕主权财富基金的国际性专业金融服务的开展。为了更好地服务于主权财富基金,各类金融机构也纷纷在主权国设立业务机构,而这些客观上成为国际上新的区域金融中心崛起的重要因素。根据2013年最新发布的全球金融中心指数(GFCI 13)^①,亚洲和中东的主要城市,如新加坡、上海、首尔、多哈、迪拜正在逐渐发展成为新的全球金融中心。这些新的金融中心的发展,正在逐步挑战原有的西方金融中心,不少西方研究者

对此展开探讨, Helleiner(2009)认为主权财富基金实际上是西方金融服务体系的盟友, 而 Faulconbridge(2010)认为现有中心和新兴中心是一种互补性共存, 尽管现有中心的金融权力可能削弱, 但是其依然有可能不断受益于主权财富基金的发展。但不论如何, 笔者以为, 主权财富基金所代表的金融影响力对于本国的金融中心发展和建设起到了积极的作用, 这对于主权国而言是符合其利益的。

三、我国主权财富基金发展逻辑分析

我国主权财富基金被外界正式认知是以 2007 年中国投资有限责任公司(以下简称“中投公司”)设立开始。但早在 2003 年末, 因承担国有银行改革应运而生的中央汇金投资有限责任公司(以下简称“汇金公司”)本质上已经是动用外汇储备进行国内投资的主权财富基金。目前为止, 中投公司的内部架构包含汇金公司(及其全资子公司建银投资)和中投国际有限责任公司(以下简称“中投国际”)两个独立的子公司。

结合前文分析, 笔者认为我国主权财富基金的发展符合“管理国家财富”、“推动本国经济发展”和“扩大国际经济政治影响力”三个主权国的基本利益诉求, 其中“管理国家财富”集中体现为积极管理过量外汇储备, “推动本国经济发展”集中体现为围绕着国家经济可持续发展战略, 对内促进本国经济金融改革, 对外积极配置本国稀缺资源, 而“扩大国际政治影响力”则体现为香港、上海、北京作为亚洲乃至全球金融中心地位的抬升, 以及作为主权财富基金论坛的发起人及主要成员国之一, 我国联合其他主权国正以更加积极开放的姿态融入到国际金融投资领域的事务之中。本部分将重点分析前两个利益诉求在我国主权财富基金运作过程中的具体体现。

1. 积极管理过量外汇储备。我国主权财富基金的主要资金来源是外汇储备, 因而设立主权财富基金的最直接动因来自于对不断增长的外汇储备的管理需求。自加入 WTO 以来, 在国际收支双顺差和集中结售汇制度的作用下, 我国的外汇储备规模迅速扩张(如图 6 所示), 2000—2012 我国外汇储备规模共计增长了 19 倍。特别是在 2005 年人民银行启动第二次汇率改革之后, 每年流入的外汇规模更是惊人, 2006 年开始我国的外汇储备规模已经位居全球首位。至 2013 年 6 月, 我国的外汇储备规模已达 34,966.86 亿美元。

外汇储备最主要的用途是防御和保险, 用于应

付国际收支的不时之需, 特别是抵御金融危机的重要工具。但外汇储备并不是越多越好, 而是应当“适度”, 过量外汇储备则可能通过影响我国中央银行资产负债结构、货币供应和金融市场等影响宏观经济的基本面, 是目前国内出现流动性过剩和资产价格泡沫的重要因素, 不仅给人民币升值和通货膨胀带来压力, 也增加了储备资产管理的难度和风险。依据 IMF 常用的参考指标进行计算, 适度的外汇储备至少相当于 3 个月进口值、100% 的短期外债、或是相当于广义货币的 20% 三个条件。以 2011 年为例, 我国的月平均进口值为 1452.88 亿美元^⑧, 2011 年末的短期外债余额为 5009 亿美元^⑨, 2011 年末人民币广义货币 M2 为 85.16 万亿元人民币^⑩。那么按照 2011 年底 3.18 万亿美元外汇储备计算, 无论用哪个指标, 我国官方外汇储备都超过传统安全线指标。

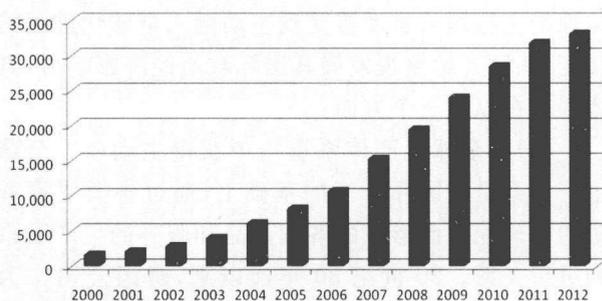


图 6 2000—2012 年我国外汇储备增长情况(单位: 亿美元)

数据来源: 国家外汇管理局历年数据。

外汇储备结构可以分为货币结构和资产结构, 在这两个方面, 我国一直是以美元为中心。在外汇储备货币结构上, 采取的是“以美元为主体, 适度分散化”的货币配置, 美元在我国外储货币结构中的比重处于首要位置, 大大超过欧元、日元和其他新兴市场国家货币。在外汇资产结构上, 我国大部分外汇储备也是以美国国债以及联邦机构债等美元资产的方式存在。倪权生、潘英丽(2010)的研究发现, 1999—2009 年间美国在华直接投资的经营性净收益率为 15%, 加上资产升值和人民币升值因素, 收益率为 18%, 张斌、王勋、华秀萍(2010)年的研究发现, 2002—2009 年期间, 中国外汇储备投资的平均名义收益率 5.72%, 对比上述两组研究数据不难看出, 我国对外负债的回报率远高于对外资产的收益率。

因此, 成立主权财富基金, 从外汇储备中分离出一部分进行积极管理, 既有助于提高外汇储备资产

的收益率、降低汇率风险,又有助于降低外汇储备的存量和增长速度、缓解国内流动性过剩和资产价格泡沫,因此我国推出主权财富基金是势在必行、水到渠成的制度创新,也是符合前文所述的国家财富管理目标即实现财富的代际转移与提高国家财富管理水平的制度安排。

2. 推动本国金融改革。近些年来,随着国际经济和金融局势的动荡变化,对于金融在国家经济安全与发展中的重要地位已经取得了各方高度共识。就我国目前的情况而言,最为重要的问题仍然是如何保障本国金融稳定地朝着市场化道路发展,其中由于国有金融资产占比最大,因此如何做好国有金融资产的经营管理是重要问题。笔者认为,我国设立主权财富基金除了解决外汇储备管理多元化这一直接问题以外,从国家金融战略的高度来看,本身也是推进国内金融体制改革特别是国有金融资产经营管理的重要载体。

汇金公司成立以前,国有银行因为历史性债务

问题一直没有得到很好的解决,所以在实现机制转变之前必须首先对不良债务进行剥离和对资本金进行补充。其中资本金来源成为焦点问题,在考虑了多种方案之后,选择了外汇储备,为保证国有金融资产不至于流失,设立了国有独资控股的汇金公司作为外汇储备资产的持有者对国有银行进行注资。尽管当时的焦点是集中在如何完成国有银行的改制重组上而选择成立汇金公司,但却在不自觉当中组建了专司投资和管理国内金融机构的主权财富基金。

此后,汇金公司在国有银行、证券行业以及保险业的资本注入和重组改制过程中始终扮演着非常重要的角色(汇金公司投资持股情况具体见表1)。迄今为止,汇金公司所引导的国有金融企业改革工作进展顺利,并且始终以积极股东身份参与金融机构的重大经营决策,理顺了我国金融机构的管理体制、提升了国有金融机构的管理效率。因此,笔者认为汇金公司作为我国主权财富基金的雏形,其发展恰好解释了主权财富基金对于推动本国经济发展的重要作用。

表1 汇金公司的投资持股情况列表

公司名称	初始投资时间	持股数/出资额	占股比例	主营业务
中国建设银行	2003	1430.35亿股	57.21%	商业银行
建银投资	2003	206.92亿元	100%	投资业务
中国银行	2003	1890.52亿股	67.72%	商业银行
交通银行	2004	30亿元	—(已退出)	商业银行
工商银行	2005	1239.65亿股	35.46%	商业银行
银河金融控股	2005	55亿元	78.57%	金融投资
申银万国	2005	37.19亿股	55.38%	证券业务
国泰君安	2005	10亿股	21.28%(已退出)	证券业务
中国光大银行	2007	195.58亿股	48.37%	商业银行
中国再保险集团	2007	309.13亿股	84.91%	保险业务
国家开发银行	2007	1460.92亿股	47.63%	商业银行
光大实业	2007	44亿元	100%	投资业务
中国农业银行	2008	1306.12亿股	40.21%	商业银行
中投证券	2009	50亿元	100%	证券业务
中金公司	2010	0.54亿美元	43.35%	证券业务
新华人寿	2010	9.74亿股	31.26%	保险业务
中信建投	2010	24.40亿股	40.00%	证券业务
瑞银证券	2011	2.09亿元	14.01%	证券业务
中国出口信用保险公司	2012	200亿元	73.63%	保险业务
建投中信	不详	13.30亿元	70%	资产管理
国泰君安投资管理公司	不详	2亿股	14.54%	资产管理

数据来源:中央汇金公司网站及各交易所网站(数据截止2012年12月)。

3. 配置本国稀缺资源。2008年金融危机,暴露出我国凭借供给弹性巨大的劳动力资源和廉价土地

资源而发展起来的“出口导向型”经济模式的巨大问题:不仅大部分产业在全球产业分工中处于低端水

平且对欧美等发达市场需求高度依赖,同时在大力发展制造业的过程中又致使能源需求不断增加,使得经济增长与能源制约的矛盾日益严重。国际能源机构(IEA)发布的《世界能源展望 2010》(World Energy Outlook 2010)报告中称^⑥,2008年至2035年期间,中国能源需求将飙升75%,占世界能源需求的比重达到22%。鉴于我国在能源需求方面的快速增长,使得我国整体经济对能源价格和供给反应敏感,而不断增长的能源对外依存度,是我国在能源安全问题方面的重大隐患。由此可见,能源乃是我国的稀缺性战略资源,中投公司自成立以来便对能源矿产类海外项目颇为青睐,而且多以直接投资方式介入(如表2所示),尽管中投公司的投资并不

能直接带来国家能源供给的增长,但是其战略布局却显示出国家在能源海外投资中实行的财务性投资与战略性投资并行的多元化策略,具体表现如下:

首先,由于主权财富基金的资金规模较大,而且始终保持着财务投资者的角色,这使得其所进行的海外能源投资可与现有投资形成互补。现有海外能源投资是直接的、积极的,而主权财富基金则是间接的、隐蔽的投资。现有海外投资可能因为战略意图过于明显而引起投资成本过高、东道国拒绝等问题,而主权财富基金的投资是通过资本市场进行的,除股权外还有多种投资方式,其在一定投资比例内遭到的阻力较小。

表2 中投公司对能源矿产类企业重要直接投资概况

企业名称	投资时间	投资概况	行业类型	初始持股
泰克资源有限公司 (加拿大)	2009.7	15亿美元 B类次级投票权股票	采矿和矿产资源开发	17.2%
哈萨克斯坦石油天然气勘探开发股份有限公司	2009.7	9.4亿美元 全球存托凭证	油气	10.6%
来宝集团 (新加坡)	2009.9	8.58亿美元 普通股	资源	14.9%
南戈壁能源资源 (加拿大)	2009.11	5亿美元 30年期有抵押可转债	煤炭开采与勘探	—
保利协鑫能源控股有限公司 (香港)	2009.11	7.17亿美元 普通股	可再生能源	20.1%
爱依斯电力公司 (美国)	2010.3	15.8亿美元 普通股	发电	15%
畔西能源与 畔西合资	2010.6	7.45亿美元 股权投资	油气	5%畔西能源 45%畔西合资
美国切萨皮克	2010.6	2亿美元 可转换优先股	油气	—
南非山杜卡集团	2011.12	20亿兰特 股权投资	矿业	25.8%
亚特兰大液化 天然气公司	2011.12	8.5亿美元 股权投资	天然气	10%
苏伊士石油天然气开发生产有限公司	2011.12	31.5亿美元 股权投资	油气	30%
加拿大阳光油砂 有限公司	2012.2	1.5亿加元 股权投资	油气上游	7.43%
美国 EP Energy	2012.5	3亿美元 股权投资	能源	9.9%
俄罗斯极地黄金公司	2012.5	4.25亿美元 股权投资	矿产	5%

数据来源:中投公司各年报及相关公开资料。

其次,在海外投资过程中,利用主权财富基金的资金优势和投资方式的灵活多变,在可能的情况下中投公司也可以与国内企业成为海外项目的联合投资者。例如,在2010年10月中海油用11亿美元购

买了位于德克萨斯州的切萨皮克(Chesapeake Energy)能源(美国第二大天然气生产商)天然气业务33%的股权,就是紧跟2010年夏季中投公司购买该公司的一小部分股权之后。

除了对海外能源投资的有效推动以外,关于通过外汇储备建立石油储备的讨论在我国就一直没有停止过,尽管目前中投公司并没有表现出正在建立石油储备的动作,但是不排除未来会通过组建国家能源基金的方式专门针对石油储备进行专项化运作。

四、我国主权财富基金的发展问题分析

如果从汇金公司成立算起,我国主权财富基金的运作已十年有余,而期间经历了有史以来最为严重的一次全球性金融危机。目前来看,我国主权财富基金作为国有独资公司肩负着国内战略投资与海外财务投资的双重职能,并已形成中投公司两个子公司汇金公司与中投国际之间在业务上独立操作,财务上合并计算的组织管理模式。然而,从中投公司实际运作情况来看,笔者认为目前的制度设计暴露出了不少问题,并阻碍着我国主权财富基金的长期发展,具体分析如下:

1. 立法缺失影响持续稳定发展。不同于一般的国有资本运营方式,主权财富基金不论是在资金来源还是投资目的方面均具有较强的特殊性。因此为了保证这一特殊的国有投资平台能够持续稳定发展,许多国家均通过立法方式来赋予主权财富基金应有的法律地位,一方面保证了主权财富基金能够独立于其他政府组织或投资机构进行运作,另一方面保证了主权财富基金资产管理行为的合法性和资金来源的稳定性。中投公司作为我国的主权财富基金,是以国有独资公司的身份存在,并且在行政上直属于国务院管理,同时根据国务院的授权进行外汇资产的管理。因此,目前的组织模式,基本上可以保证中投公司的合法地位和独立运营。但是,在资金来源问题上,中投公司存在着两个困扰:

首先,资金来源合理性的问题。中投公司管理资产来自于外汇储备剥离,但由于中投公司因不直属于央行,其初始资本金 2000 亿美元,是由财政部发行 1.55 万亿元人民币特别国债置换而来。这种来源方式,一方面使得中投公司从成立之日起就背负了沉重的债务利息,债务带来的还本付息压力本身就会影响到其投资经营决策;另一方面,中投公司要为 1.55 万亿人民币的特别国债偿还利息,那么这 2000 亿美元就只能是中投公司的负债而非资本金,这样似乎中投公司是在进行负债经营而非一般主权财富基金对国家财富进行管理。尽管迫于还本付息的压力,财政部最终同意承担中投公司的部分利息,

但是中投公司上缴的利润仍然是利息的主要来源,只是现在这种支付方式将中投公司每半年付息一次的压力平均分摊到其长期投资回报当中。

其次,资产来源稳定性的问题。除了初始资本来源所引发的问题之外,2010 年起中投公司手上可利用的海外投资资金已经捉襟见肘。2011 年中投国际成立,国家外汇管理局先后向其注资 490 亿美元,对于当时急缺资金的海外投资领域提供了流动性。然而,根据中投公司 2012 年年报显示,公司海外投资组合中现金仅为 3.8%,这意味着若无后续注资,那么中投公司只能通过在旧投资项目中腾挪资金来实现其投资目标。与世界上其他成熟的主权财富基金相比,目前我国还未形成主权财富基金资产来源的相关长效机制,从而使得每一轮中投公司的注资都需要通过各国家有关部门的协调研究,这无形中耗费了大量协调成本和时间成本,不利于中投公司的持续运作管理。

2. 混合职能定位遭受外界质疑。我国的主权财富基金所管理的资产来源于外汇资产,因而其本身也是外汇资产多元化管理体系中的重要组成部分;同时除了实现外汇资产的保值增值之外,基于我国目前的发展现状,主权财富基金还应当服从于国家发展战略。目前,汇金公司肩负着我国金融机构改革和运作管理的政策性任务,其投资行为属于典型的战略性投资;而中投国际则是定位于通过广泛分散的金融资产组合实现特定收益目标,其投资行为更偏向于财务性投资。

尽管中投公司执行战略性投资和财务性投资的混合职能本身是符合我国利益的行为,但是在具体的投资实践中,正如前文所述,中投公司在海外投资的过程中重点配置了某些战略性资源。根据对中投公司的投资数据统计显示,在分散投资方面,金融领域投资占比始终居于领先地位,配置资产比例在 15%—20% 之间,而在集中投资(或称直接投资)方面,金融与能源矿产领域配置资产比例则接近 90%。笔者认为,中投公司海外投资部分在金融和能源领域的投资偏好,以及自身兼具战略性与财务性投资的混合职能,使得国际社会对其投资目的持有怀疑和审慎态度,而当前许多发达国家和地区纷纷出台了关于外国投资的相关管制规定,这将给中投公司的海外资产配置带来显性的阻力和潜在的政治法律风险。

3. 财务合并带来的问题。中投公司及其下属的汇金公司尽管设有业务“防火墙”,其投资和资产

管理均为独立运作,但是从财务结果上看目前汇金公司国内收益部分发挥着稳定中投公司总体投资收益水平的重要作用,这从中投公司的总资产收益率持续高于海外投资收益率的数据比对中不难看出。如表3所示,2008年中投公司海外投资回报率为-2.1%,得益于汇金公司的国内投资股权分红等收益的高增长,其总体收益率相较其他主权财富基金而言表现不俗^⑧。在2009—2010年,中投公司进行了大规模的海外投资,投资回报率也上升至11.7%,而在这两年全球主权财富基金也相继打了翻身战,其中挪威政府全球养老基金2009年回报率达到创纪录的25.6%,淡马锡2009年投资组合价值增长43%,达到1860亿新元,创下历史新高。在2011年随着金融危机带来全球经济普遍性的二次探底,主权财富基金的投资业绩再次出现大幅波动,相比之下国内市场反而成为避风港,从而使得中投公司在海外投资收益率最低的年份里,却实现了在全球范围内最高的整体资产回报率。

表3 2008—2012中投公司收益业绩比较

	2008	2009	2010	2011	2012
资产回报率	6.8%	12.5%	12.6%	10.0%	13.5%
海外投资收益率	-2.1%	11.7%	11.7%	-4.3%	10.6%

数据来源:中国投资有限责任公司2008—2012年报。

考虑到中投公司特殊的资本来源,其所承担的资金成本较高,汇金公司的稳定收益对覆盖资金成本和提供必要的股东回报有积极的影响作用,也使得海外投资可以更多地关注长期价值增长而非短期流动性。但是对于汇金公司而言,其所履行的职能也要求其满足相关新增资本投入需求,显然这将受到两个公司财务合并的影响。除此之外,财务合并促使海外投资更多地向流动性较弱的资产进行配置,促使中投公司采取更为激进的投资策略,在一定程度上增加了总体投资风险。

4. 多元主体海外投资形成的干扰。早在中投公司挂牌成立之前,我国外汇管理局储备管理司就已经具有从事外汇储备海外投资的职能,并下设香港、新加坡、伦敦和纽约的四个海外机构,其中成立于1997年的香港中国华安投资有限公司最为引人注目。部分研究机构也将华安投资视为我国的离岸主权财富基金,根据主权财富基金研究所(Sover-

eign Wealth Fund Institute) 2013年6月的排名,华安投资所管理的资产约为5679亿美元,居第五位,而中投公司以管理资产5752亿美元居第四位。

尽管在中投公司成立的早期,关于已经设立的包含华安投资在内的离岸机构的投资问题就引起过关注,但是2007年以前这些机构主要从事的都是债券投资。至2007年底华安投资仅拥有189亿美元的国外股权和2206亿美元的国外债权^⑨,可见其属于典型的保守型投资者,从投资目标上来说也以追求安全性和流动性为主,与中投公司股权投资、追求收益性的运作模式存在差异。然而2007年起,外管局通过华安投资购买澳大利亚国民银行、澳新银行和澳联邦银行总额约1.76亿美元的股权,共耗资18亿欧元(约合28亿美元)购买2008年世界第四大石油公司法国道达尔(Total)公司1.6%的股份。而华安投资还广泛投资英国公司,其中包括在英国伦敦交易所同时挂牌的澳大利亚铁矿公司力拓、必和必拓两家公司0.52%和0.5%的股份,以及英国石油公司(BP)1%的股权^⑩。

尽管我国自身并未将华安投资及其他外管局下属海外机构当作主权财富基金,然而国际上已经对以华安投资为代表的我国外管局投资行为高度重视。近年来,外管局对外汇储备的管理更是不断表现出积极的姿态:2012年底,外管局成立了“外汇储备委托贷款办公室”,该机构的职能是“创新外汇储备运用”,为央行和外管局“支持金融机构服务实体经济发展”提供支持;2013年6月,外管局又在纽约第五大道设立了专门的投资部,目的是在美国市场进行包括私募股权、房地产和其他另类资产类别在内的投资业务。

从目前外管局海外投资与主权财富基金运作独立并存的情况来看,一方面,中投公司背负了巨大的债务压力和国民关注,尽管其投资可能造成损失,但至少是可见的,而外管局的外汇投资操作则更令人担忧。如2008年初,外管局投资约25亿美元交与TPG管理,其中投资华盛顿互惠银行的资金已经血本无归;另一方面,国际社会难免会因为外管局的低透明度运作和从不公开的身份质疑我国的主权财富基金,而这种质疑将影响到包括外管局在内的我国海外投资。因此,笔者认为,多元化的外汇储备管理策略,也意味着多元当中可能存在着投资冲突,需要相互管理机构之间的协调,现在的发展模式显然缺乏这种协调性,是不利于我国主权财富基金的发展以及外汇储备积极管理的。

五、我国主权财富基金发展对策建议

目前我国主权财富基金主要指中投公司,包含下属的汇金公司与中投国际两个全资子公司。根据上文所述,中投公司背负着沉重的债务利息负担且持续资本来源悬而未决,同时其兼具战略目的与财务目的的投资行为容易引发外界的质疑与东道国抵制,而中投公司的主要利润来自于汇金公司的贡献也不利于其实现长期稳定业绩回报目标。加上目前我国外汇管理局及其海外子公司(如华安投资)近些年来加大了股权投资力度,已经被国际社会认为是我国另一只主权财富基金,从而放大了我国主权财富基金跨国投资的影响力。上述问题归结起来,是我国主权财富基金的组织管理模式尚未成熟,因此,笔者提出为了推动我国主权财富基金的可持续发展,非常有必要探索符合我国实际情况的组织管理模式,协调有关国家机构实行协同管理,解决主权财富基金发展的长期性与稳定性问题。具体而言,调整我国主权财富基金的组织管理模式,可分两步走:

1. 确立我国主权财富基金对超额外汇储备实施积极管理的权力。按照我国的情况,虽然主权财富基金的资金来源是超额外汇储备,但是从其所面临的注资困境可以看出,外汇储备的管理权仍然集中在外管局内部。这使得中投公司虽然作为我国唯一承认的主权财富基金,其法律地位独立于中央银行、财政部等其他国家部委,却不得不因没有外汇储备管理权限而受制于其他国家机构。解决上述矛盾的主要途径是,通过赋予主权财富基金积极管理超额外汇储备的权限,继而形成主权财富基金资本来源的稳定机制。

首先,考虑到我国外汇储备资金庞大,全部由中央银行及外管局进行保守管理,虽然短期内对于资金安全性和稳定性方面有益,但长期来看却不利于国家财富的保值与增值。因此,笔者认为,有必要将外汇储备分成两个部分,即基本外汇储备与超额外汇储备,同时对两部分外汇储备分别实施不同的管理策略。这种分离管理模式在世界上已有成功先例,如挪威主权财富基金(实质隶属于挪威中央银行)就是通过设立货币政策部(NBMP)和投资管理部(NBIM)分别对不同需求动机的外汇储备进行管理。在此模式下,基础外汇储备仍然由中央银行及

外汇管理局负责管理,主要目的是为了调节汇率和必要的时候干预外汇市场,这也要求外管局的海外子公司投资范围主要应以货币组合以及高流动性的债券为主,而不应过多涉足股权投资领域。超额外汇储备主要实施积极管理策略,而主权财富基金理应成为超额外汇储备管理的主体机构,当然由于主权财富基金的管理水平需要检验与提高,因此可以从小规模的超额外汇储备管理开始,逐步扩大其超额外汇储备管理权限。

其次,一旦确立了主权财富基金对于外汇储备的管理地位,那么就必须要解决其资本金来源的长效机制。目前最大困难在于主权财富基金所管理的资产如果要从外汇储备中进行剥离,为保持货币当局资产负债表的平衡,购汇是绕不过去的必要步骤,按照我国目前的财政情况来看,发行债券也是无可避免的。但发行债券耗费时间长,而债券方式的注资所引发的利息负担以及债务偿还等问题更是加大了主权财富基金的负担。因此,笔者认为,主权财富基金的资本金来源长效机制应当是外汇储备的直接划拨,外管局作外汇资产的持有和管理机构通过直接向主权财富基金或其子公司注资的方式,在不干预其具体投资运作的前提下行使股东权利,这样即实现了外汇资产的多元化管理又使得外汇资产仍然在货币当局的总体控制之下。

2. 建立“一体多翼”的我国主权财富基金组织架构。如前文所述,站在主权国利益角度上看,我国主权财富基金目前也正朝着实现“管理国家财富”、“推动本国经济发展”以及“扩大国际政治经济影响力”的三大利益诉求方向发展。但从目前中投公司的运营情况来看,组织架构的单一化与职能定位的多元化形成了矛盾,这不仅导致了运营管理上的困难,更不利于我国主权财富基金的长远发展。因此,笔者提出,需要改造我国目前的主权财富基金单一组织架构,形成“一体多翼”的新模式:“一体”指的是赋予主权财富基金统一的法律地位,“多翼”指的是通过设立多个组织实体对不同职能定位的主权财富基金实施独立运营管理,具体改革思路如下:

首先,必须将汇金公司从中投公司中分离出来。根据国际主权财富基金的圣地亚哥指导准则以及世界各国的发展经验,主权财富基金一般采取的是市场化、企业化的运作思路,这便要求主权财富基金在

其自身运营管理上能够保持较高的独立性。从我国的情况来看,中投公司虽然已获得独立的法律地位,理论上可以满足政企分离的运营要求,但反观其下辖的两家子公司汇金公司和中投国际,显然作为国有金融控股公司的汇金公司,是国家实现对国有金融机构市场化重要载体,在我国目前金融体制改革中不可避免地承担更多的行政化职能。在世界范围内,金融控股公司一般都是作为中央银行或者财政部间接控制国有金融企业的单位,而目前我国将汇金公司放在作为国家外汇资产管理者中投公司内部,实质上就是等于将国有金融机构也交予中投公司代为管理。因此,笔者认为,应当及早将汇金公司分离出来,构建“财政部——金融控股公司(汇金公司)——国有金融机构”这样的管理架构,一方面汇金公司的分离可以使得中投公司更加符合国际主权财富基金的一般性运营规则,另一方面通过向财政部受让汇金公司的股权可以将中投公司背负的绝大部分债务进行转移,从而使得中投公司可以轻装上阵。

其次,给予主权财富基金合理化的法律定位,并在其内部实施去行政化的管理方式。由于确立了主权财富基金对于超额外汇储备行使积极管理的权力,因此人民银行及外汇管理当局将成为主权财富基金的资本金供给方,即实际出资人。但从目前我国主权财富基金的行政地位来看,是直属于国务院管理的国有独资机构,而国务院在层级上远高于人民银行及外管局,这将导致主权财富基金法律地位上的矛盾处境。因此,笔者建议,虽然主权财富基金是国家财富管理的重要机构,但更应当遵循企业化的运营管理模式,即确立主权财富基金直接向其实际出资人(或控股股东)负责的管理体制。另外,目前中投公司内部特别是高管层大多是政府官员背景,这对于一个追求商业化利益的投资机构而言,行政色彩过于浓厚,而且还需要面临政府官员调任、高管层缺乏相关投资管理经验等问题。因此,笔者建议在赋予主权财富基金合理化法律定位的同时,在内部管理上需要同时进行去行政化的改革,摆正行政管理与商业运作的地位,强化投资团队的管理能力与绩效意识,推动基金管理向国际先进水平靠拢。

最后,积极整合现有的超额外汇储备管理机构,

并将其作为与中投公司并立的我国主权财富基金的一部分。在整合的过程中,并非是简单的将包括中投公司在内的所有超额外汇储备管理机构组合在一起,而是需要更巧妙地将主要从事战略性投资和从事财务性投资的机构分离运作。从世界上其他国家的主权财富基金来看,有纯粹从事商业性投资的,如挪威政府全球养老基金,更多的是兼而有之。但是一般而言,对于资产规模较大的基金,各国都会为了避免两种投资职能的互相干扰,而将其进行分离,如新加坡和阿联酋两个国家都是通过分设不同主权财富基金的方式,将主要负责保护和推动本国产业发展的基金和专司对外投资战略的基金独立运作,如表4所示。因此,笔者认为我国的主权财富基金规模较大,分设出不同投资目的基金组织,有利于单只基金根据所追求的目标确定其投资策略以及业绩考核标准,也有利于分解基金规模规避单一基金运作风险。

表4 新加坡和阿联酋的主权财富基金

名称	投资特征	成立时间
阿布扎比投资局(ADIA)	资金来源于石油收入,投资于国外股票、房地产、金融机构、另类投资(私募基金、对冲基金等)	1976
阿布达比投资委员会(ADIC)	管理来源于从ADIA中分割出来的本国资产和MENA区域资产	2006
新加坡投资公司	资金来源于外汇储备,专司海外投资	1981
淡马锡控股(新加坡)	作为拥有政府所有的国营企业的股票机构,资金来源于企业资本,并以亚洲区域为非本国投资扩展区域	1974

资料来源:(日)前田匡史著《国家基金》,由笔者整理而成。

综上所述,经改造后的主权财富基金“一体多翼”组织架构,实质上淡化了我国主权财富基金的行政色彩,尤其对于动用外汇储备从事国内金融改革的汇金公司,将其排除在标准意义上的主权财富基金之外。当然,未来也不排除包括汇金公司在内的国有金融或非金融控股公司学习新加坡的淡马锡模式,逐步走向对外投资并发展成为真正意义上的主权财富基金的可能性。同时,将主权财富基金的控股关系置于人民银行及外管局之下,有利于整合现有超额外汇储备管理机构,赋予这些机构统一的法律地位,在整合过程中逐步实现不同投资目标基金

的独立运营管理,则能有效隔离各个基金的风险,也有利于单只基金投资策略的稳定、管理职能的实施以及业绩考核。上述一系列的改革建议,既能够有效解决目前我国主权财富基金所遇到的发展问题,从长期来看也是有利于我国主权财富基金稳定发展的。

注:

- ①石油美元通常是指70年代中期石油提价后出现的一种金融力量,是石油输出国由于石油价格大幅提高后增加的石油收入,在扣除用于发展本国经济和国内其他支出后的盈余资金。
- ②霸权稳定论是20世纪70年代兴起的IPE主流理论之一,其代表性学者包括查尔斯·金德尔伯格(Charles Kindleberger)、罗伯特·吉尔平(Robert Gilpin)等,该理论认为霸权是自由的国际经济稳定发展的必要非充分条件,霸权是通过提供世界需要的“公共物品”来维持稳定的,而霸权必然会面临周期性衰落。
- ③国家主义理论是沿袭重商主义经济思想传统并与国际关系领域中的现实主义结合的突出理论代表,该理论的代表人物有罗伯特·吉尔平(Robert Gilpin)、彼得·卡赞斯坦(Peter Katzenstein)以及斯蒂芬·克拉斯纳(Stephen D. Krasner),该理论的核心思想是经济活动要为且也应该为国家建设的大目标(或国家的整体利益)服务。
- ④不确定既可以来自个人风险也可以来自系统性风险。
- ⑤数据来源:《2009年全球主权财富基金规模增至3.15万亿美元》,《中国证券报》2010年3月12日。
- ⑥所谓“荷兰病”,指一些国家由于初级产品出口收入剧增,导致本国出现货币升值、非初级产品出口竞争力下降、失业率上升等一系列宏观经济问题。由于这一问题最早出现在19世纪60年代的荷兰,故而被学术界称作“荷兰病”。有关“荷兰病”的研究,参见W. M. Corden(1984)。
- ⑦全球金融中心指数(GFCI)是Z/Yen集团于2007年3月正式对外发布的考察全球主要金融中心(约为75个城市)的竞争力的重要指标。
- ⑧数据来源:商务部,根据2011年全年进口总额平均计算所得。
- ⑨数据来源:国家外汇管理局。
- ⑩2011年我国的人民币兑美元汇率中间价在1美元兑6.3—6.5元人民币之间波动,按照1美元兑6.4元人民币的汇率计算,2011年我国广义货币M2值相当于13.31万亿

美元。

- ⑪IEA. 世界能源展望2010(www.worldenergyoutlook.org/docs/weo2010/weo2010_es_chinese.pdf)。
- ⑫2008年是全球主权财富基金受到巨大损失打击的时期,海湾国家的外汇储备基金和主权财富基金共损失约3500亿美元,为总资产价值的27%,一向稳健、专业的新加坡财政部全资子公司淡马锡公司在2008年3月31日至11月30日的8个月内,共亏损约390亿美元,资产价值缩水达31%,而挪威政府全球养老基金投资价值缩水23.3%,损失达到创纪录的905亿美元。
- ⑬数据来源:<http://www.swfinstitute.org/swfs/safe-investment-company>。
- ⑭数据来源:<http://magazine.caijing.com.cn>。

参考文献:

- 谢平 陈超,2009:《论主权财富基金的理论逻辑》,《经济研究》第2期。
- 巴曙松等,2010:《主权财富基金:金融危机后的国际监管与协作新框架》,《世界经济与政治》第7期。
- 倪权生 潘英丽,2010:《中美相互投资收益率差异及其蕴含的政策启示》,《上海金融》第12期。
- 张斌 王勋 华秀萍,2010:《中国外汇储备的名义与真实收益率》,《经济研究》第10期。
- [日]前田匡史,2010:《国家基金》,姜忠莲等译,中国环境科学出版社。
- Aizenman, J. J. & L. H. Summers (2007), "International reserves in emerging market countries", *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 1-79.
- Corden, W. M. (1984), "Booming sector and Dutch disease economics: Survey and consolidation", *Oxford Economic Papers* 36: 359-380.
- Faulconbridge, J. (2010), "Rebalancing the geographies of financial services power: The role of Sovereign Wealth Funds", *Environment and Planning A*. 42: 2280-2283.
- Helleiner, E. (2008), "The geopolitics of Sovereign Wealth Funds: An introduction", *Geopolitics* 14: 300-304.
- Panageas, C. S. (2008), "Hedging sudden stops and precautionary contractions", *Journal of Development Economics* 85(1-2): 28-57.

(责任编辑:钟培华)