

【产业经济】

# 我国主权财富基金的投资方向选择问题

## ——基于国家利益原则的战略视角

张世贤<sup>1</sup>, 徐雪<sup>2</sup>

(1. 中国社会科学院工业经济研究所, 北京 100836;

2. 中国社会科学院研究生院, 北京 100102)

**[摘要]** 我国主权财富基金的成立引起了全世界的关注, 而事实上的投资实践并不成功。有关主权财富基金的投资一般仅仅被理解为化解巨额外汇储备风险, 在世界范围内(特别是美国等发达国家)寻求具有稳妥收益的债券投资, 而实际上美元贬值及国际金融危机等金融波动却造成巨额亏损。主权财富基金投资方向选择越来越成为重要的战略问题。本文从现阶段我国的国家利益原则出发, 提出主权财富基金的投资方向主要是对外直接投资。通过对外直接投资为我国工业化发展提供稳定的基础资源(特别是能源)和技术供应, 为国内企业走出去提供资金支持, 从而获得国内产业升级和结构优化, 实现国民经济的可持续发展和福利最大化。本文对直接投资的可行性进行了动态博弈分析, 提出了主权财富基金参与对外直接投资的可行性由东道国对其收益与风险的衡量决定的观点。

**[关键词]** 主权财富基金; 国家利益原则; 投资方向; 对外直接投资

**[中图分类号]**F014.9 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2009)07-0076-11

### 一、引言

当前, 主权财富基金(Sovereign Wealth Fund)的研究已成为一个全球热门话题。这当然与中投公司的成立和国际运作有关。国际上, 但凡涉及中国的事情, 至少可以使对该问题的讨论大大升温, 主权财富基金亦复如此。其实从1953年以来的半个多世纪, 主权财富基金一直存在, 并没有引起足够的注意, 然而2007年9月29日, 我国第一支主权财富基金成立以后, 中投公司和主权财富基金成为了世界金融经济、甚至是国际政治经济领域的一个热门话题, 对于它的讨论和争鸣、激动和担忧铺天盖地。然而, 主权财富基金毕竟是一个经济学和金融学现象, 鉴于该问题对我国的经济和产业发展都十分重要, 我们应该对其做冷静的理论思考。

有关主权财富基金问题的研究主要基于三个比较大的背景: 即全球经济失衡、国际产业转移、国际金融危机。全球经济失衡是指美国的经常性项目逆差持续膨胀, 积累了巨额债务, 而中国、日本、俄罗斯和其他石油生产国家持有大量贸易盈余, 相应地积累了大量的外汇储备, 进入21世纪以来, 全球经济不平衡的持续扩大导致了国际外汇资产规模迅速扩大, 石油国家和以出口导向为发展

**[收稿日期]** 2009-06-01

**[作者简介]** 张世贤(1956—), 男, 河南南阳人, 中国社会科学院工业经济研究所研究员, 博士生导师; 徐雪(1982—), 女, 河南安阳人, 中国社会科学院研究生院硕士研究生。

战略的国家积累了大量的外汇资源。其中,仅全球外汇资源一项就从 2001 年的 2 万亿美元上升到了 2008 年的 7.2 万亿美元(Stephen Jen,2007)。高额的外汇储备对我国经济发展带来了一系列风险和成本。一是机会成本的增加。持有外汇储备的机会成本等于国内资本生产率减去持有外汇储备的收益率。我国投资美国国债的总体收益率约为 3%,而国内投资收益率估计为 12%,据此推断,我国外汇储备的机会成本应占外汇储备总额的 9%。二是外汇储备风险。在保证进口用汇、偿付外债需求、干预外汇市场和外资利润汇出的前提下,如何通过将外汇储备多样化配置,降低我国外汇储备的风险,并且使其在国家长远的发展规划中发挥更加积极的作用,对我国政府来说具有重要的战略意义。进入 21 世纪以后,国际产业转移成为影响世界经济发展的一个重要因素。通过国际技术转移或国际资本转移,接受国原本没有或者原来技术基础明显低下的产业,可以建立起新的产业或实现产业升级。资本始终是国际产业转移的主导因素。我国的经济发展,包括装备制造业的产业整合、产业升级、设备更新以及企业“走出去”等,都需要巨额资金注入。此外,在当前国际金融危机的冲击下,金融市场剧烈动荡,许多大型金融机构和投资机构出现了巨额亏损。各国政府都选择了大幅降低利率水平,以激励消费和投资来刺激经济,各国央行持续使用这一政策手段,使得各国的基准利率都降低到了历史最低水平之下。基准利率的降低基本接近于零利率水平,导致债券市场的收益率同时下降。在这种情况下,如何使外汇储备在促进产业升级和经济发展中发挥更大作用,主权财富基金就成为备受关注的问题。

根据 JPMorgan 的统计数据,目前,全世界的私募股权基金和对冲基金的总量估算约为 2.8 万亿美元,世界官方储备在 7.2 万亿美元的规模,主权财富基金已接近官方外汇储备的一半。由此看来,主权财富基金的规模已经超过了对冲基金和私募股权基金的总和,因此,规模巨大是其重要特征之一。那么如何运用这么一笔巨大资产呢?目前,最现实的问题是我国主权财富基金应该投资什么?应该怎么投资才是可行的,合意的?

主权财富基金的核心问题应该是如何运用好“超额外汇储备”。外汇储备毕竟是一种国家资本资源,其管理和运用本质上是一种国家行为,对主权财富基金的投资亦复如此。因此,投资对利益的追求,在这一语境下应指对“国家利益”的追求。那么,我国主权财富基金的核心目标应该是在国际国内的经济、政治环境约束下,综合运用各种投资手段,通过主权财富基金使超额外汇储备最大限度地获取国家的战略利益。

## 二、文献回顾

主权财富基金问题受到了国内外学者越来越多的关注<sup>①</sup>。Andrew Rozanov(2005)对主权财富基金的概念进行了界定,将其与中央银行进行了比较和区分,按照资金来源对其进行了分类,整理和总结了其投资行为,并提出了一国的主权财富到底应该由谁来管理的问题。Stephen Kern(2007)则认为主权财富基金是国家持有并管理的金融工具,资金来源于公共部门多余的流动性,即政府财政盈余和中央银行官方储备,具有投资多元化的特点。OECD(2007)和美国财政部(2007)则认为,主权财富基金与央行储备、外汇干预基金、政府养老基金、跨国国有企业等政府投资工具同属政府投资工具。国际货币基金组织认为,主权财富基金是具有特定目的政府投资工具,根本上是为了国家的宏观经济目的,其投资目的具有两重性:一是商业回报目的;二是国家战略目的。以 Stephen Jen(2007)为代表的观点则认为,主权财富基金对投资领域具有明显的偏好,并越来越倾向于进行战略性投资,高科技公司、外国银行,以及资源丰富国家的资源公司等战略性部门成为主权财富基金的投资目标。

有关主权财富基金的功能和风险,各种观点迥异。Lowery Clay(2007) and John Gieve(2008)认

<sup>①</sup> 这些研究的最主要来源是各国政府和国际组织的研究机构,其次是世界著名的私人研究机构,再次是国内外学者,同时还有许多媒体的报道和评论。

为主权财富基金作为长期投资者,有稳定金融市场的作用;Danielle Markheim(2007) and Anthony B. Kim(2007)认为,主权财富基金的进入有利于东道国的经济发展。Lowery Clay(2007)和 Edwin M.Truman(2007)都认为,主权财富基金由于其不透明性,会导致其投资的随意性较强,对其投资的猜测或谣言将引发“羊群效应”从而加剧市场波动,并引发保护主义浪潮。Simon Johnson(2007)也指出,主权基金带来的最大威胁是可能被激起的保护主义浪潮。由于一些主权财富基金的公开信息非常有限,所以很难深入地评估其投资活动对资本市场的影响。Edwin M.Truman(2007)认为,大部分的主权财富基金透明度低,信息公开有限,以致很难评估其资产管理活动及其对于资本市场的影响。Nicholas Brooks(2007)分析了中国主权财富基金对市场价格的影响,认为中国主权财富基金的投资会导致市场价格的上升。此外,Stephen Kern(2007) and Lawrence Summers(2007)甚至认为资本主义世界的逻辑正受到主权财富基金的挑战,私有化进程可能被国有化终结。Ronald J.Gilson(2008) and Curtis J.Milhaupt(2008)认为主权财富基金引发的争论体现了国家资本主义和市场资本主义的矛盾,认为应该通过最小干预主义原则,即限制主权财富基金的投票权来解决这一问题。

国内学者谢平(2009)利用“国家经济人投资行为”的模型来分析主权财富基金的投资行为,认为国家的财富会经历高增长阶段到稳定阶段的一个周期,而其对风险资产的偏好是随着时间的推移降低的。并提出了各国设立主权财富基金的目标主要包括:①跨期平滑国家收入;②协助中央银行分流外汇储备;③跨期平滑国家财富;④预防国家社会经济危机;⑤支持国家发展战略。张明(2007)认为中投公司“一拖三”的架构使其背负了多重目标和任务,应该学习新加坡主权财富基金,设立两个互相独立的分别负责海外组合投资和国内战略投资的主权财富基金。张明(2009)认为,我国主权财富基金应该抓住金融危机这个机遇,扩大对发达国家金融机构的投资。

主权财富基金究竟投资到哪些领域才能使其风险最小,收益最大?如何在国家利益原则的指引下,实现主权财富基金投资的利益最大化?这需要联系我国经济发展的历史进程和阶段性特征进行分析论证。

### 三、主权财富基金的投资实践与我国的选择

#### 1. 国际上主权财富基金的投资回顾

最早的主权财富基金可以追溯到1953年成立的科威特投资委员会。截至目前,主权财富基金大致经历了三次快速发展:第一次始于20世纪70年代,以1974年新加坡淡马锡控股和1976年阿联酋投资局的成立为代表;第二次出现在20世纪90年代,以1990年挪威政府石油基金的设立和1998年挪威银行资产管理部成立为代表;第三次快速发展始于21世纪初,以一大批石油出口国家和新兴经济国家主权财富基金的设立为代表。主权财富基金为什么“沉默”了50多年之后骤然引起关注和争议呢?原因在于近年来主权财富基金的规模和投资策略发生了一系列巨大的变化。一是数量和规模激增,据IMF估计大约从1990年5000亿美元增长到2008年的2.5万亿—3万亿美元;二是流动性需求趋低,更追求长期投资,且投资方向也越来越积极;三是西方国家对主权财富基金投资的国家战略意图担忧升级。

无论如何,盈利是主权财富基金投资的确定性目标。在金融高度发达的现代经济中,主权财富基金的投资方式日益多元化,理论上其投资方式无所不包,根本目的在于保值和增值,为全体国民积累财富、增加福利。主权财富基金的主要投资方向包括:①国际债券投资。其优点是本金安全,收入稳定,流动性强,期限灵活,缺点在于收益率较低。②国际股票投资。其优点在于收益较高,除了股息和红利之外,还包括股价差额收益;缺点是风险较大,往往面临企业经营破产、股价波动、利率波动、汇率波动等各种难以预测的风险。③大宗商品采购。这可以把国家主权财富基金与关系国家安全的实物储备——大宗商品结合起来,为主权财富基金的多元化运用提供了一个新方向。④对外直接投资。与其他投资相比,对外直接投资具有实体性、控制性、渗透性和跨国性的重要特点。

主权财富基金在创立之初主要投资于较高等级的固定收益类产品,较少涉及股票投资。近年来在经济全球化的驱使下,资源实现了全球配置,主权财富基金在资产类型选择上越来越广泛,其投资活动日趋活跃,投资组合也更为进取和多元化。外国直接投资越来越成为主权财富基金的首选。外国直接投资主要包括跨国并购和绿地投资,其中尤以跨国并购最为活跃。1987年,主权财富基金的跨国并购活动仅为1宗,到2007年增加到30宗(Arne Miroux, 2008)。《2008年世界投资报告》称,虽然主权财富基金以外国直接投资形式的投资不多(2007年仅占其总资产的0.2%),但近年增长较快,20年来主权财富基金在海外的390亿美元的直接投资中,310亿美元是过去3年所为。从图1中,我们可以清楚地看到主权财富基金从事外国直接投资的趋势,从2005年起主权财富基金的外国直接投资流量急剧上升,2006年达到最高,2007年有所下降,但是仍然保持较高的水平。

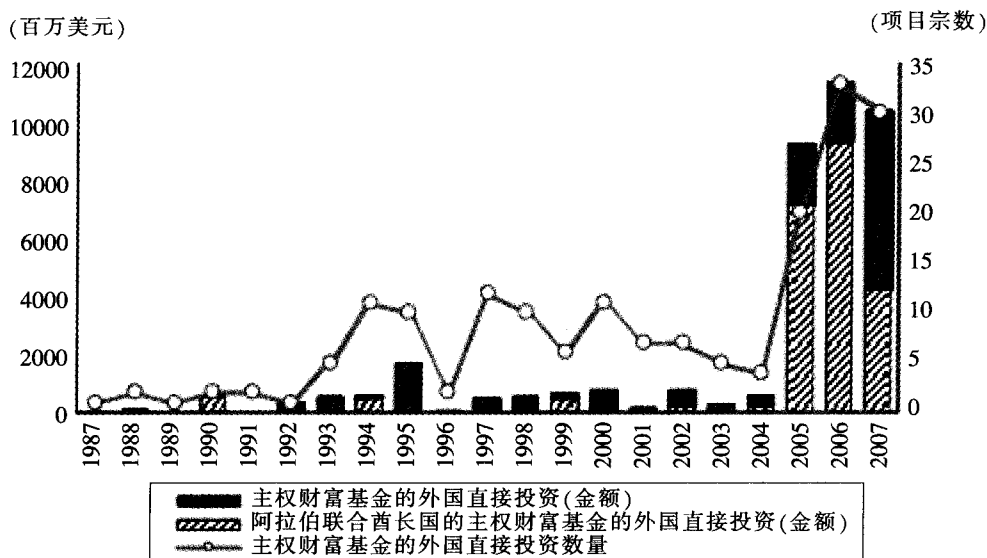


图1 1987—2007年主权财富基金的外国直接投资流量

资料来源:贸发会议《2008年世界投资报告:跨国公司与基础设施的挑战》(仅含跨国并购;推定主权财富基金绿地投资极为有限)。

## 2. 我国主权财富基金投资实践的反思

我国的主权财富基金是由中投公司具体进行投资操作的。中投公司有三次投资实践,其中规模较大的投资有两次:第一次是2007年5月末,正在筹备中的中投公司以30亿美元投资美国黑石集团(BlackStone)IPO,以每股29.605美元的价格购买了黑石集团9.7%股份,并承诺4年内不予出售。2007年6月22日黑石集团在纽约证券交易所上市,初始发行价为每股31美元。黑石集团是美国第二大私募基金公司,管理的资产高达884亿美元,2001年以来的年资金平均增长率达41.1%。但截至2009年2月6日,黑石股价已跌至每股5.37美元,以此报价计算,中投亏损额已达24.6亿美元,损失超过80%。第二次是2007年12月19日,中投公司通过以50亿美元购买摩根士丹利公司发行的一种到期后须转为普通股的可转换股权单位入股摩根士丹利公司,购买合约规定,转换价格最高不超过参考价格的120%;股权单位全部转换后,中投持有摩根士丹利公司的股份将不超过9.9%;而且承诺不进入摩根士丹利董事会。2009年4月7日,摩根士丹利股价已缩水至23.32美元/股。根据协议,中投公司将于2010年8月以不超过参考价120%的转换价格,即48—57美元每股购入摩根士丹利的股权。

从目前看,中投公司的两笔投资都出现了巨额亏损。当然,金融危机导致全球股价波动这一系统性风险是亏损的主要原因,在资本市场中股市下跌也是正常现象,尤其是对于仍然持股在手的中

投资公司来说,以某一时点的股价计算盈亏并不能显示真实和最终的结果。因此,当前中投公司出现投资的亏损,只是账面亏损,并未形成最终的损失。但是,无论将来结果怎样,中投公司都应从这两笔投资中汲取教训。

一是需要反省投资的时机选择是否恰当。2007年5月美国次贷危机已初见端倪,美国股市已经开始波动下滑,欧洲、日本以及中国香港资本市场也深受美国市场影响,开始进入下行轨道。在这种美国经济下滑,以及不确定性加剧情况下投资美国企业,存在非常大的风险。二是这两笔投资的投资条件都不利于我方。中投公司对于黑石的投资股份锁定期为何定为4年,摩根士丹利公司可转换股权单位的转换期是否应定为3年,都非常值得商榷。当前,世界经济特别是美国经济不确定性越来越大,我们无法得知3—4年之后美国经济是否会复苏,美国股价是否会上扬,即使美国经济走出了低谷,我们也不敢肯定黑石集团和摩根士丹利公司能够取得较好的业绩。尤其是在黑石投资案中,中投公司以放弃10%股份的投票权以及长达4年锁定期的代价,仅仅换来4.5%的IPO价格折扣,这有悖于PreIPO投资的市场行情,更不能算是一笔“划算”的生意,而为何在中投公司尚未成立之时就匆匆出手投资黑石,则是需要我們认真反思的。

成立主权财富基金的目的何在?我们主要是基于过多外汇储备的压力。外汇储备主要以美国债券的形式存放在中国人民银行账户下。利用超额外汇储备进行投资不能面向国内市场,而只能面向国外市场。目前中投公司主要投向国际资本市场,即使投资收益很好,其结果得到的仍然是美元“账单”。我国的外汇储备是利用廉价的劳动力和自然资源的过度开采消耗,以及环境污染赚回来的,是中国的劳动人民辛辛苦苦赚来的血汗钱。而换回来的却是一堆美国对我国的美元债务“借条”。我们拿着外汇去资本市场投资,赚回来的也无非是更多的“借条”而已,因此,当前的投资方向似乎有些偏差。

外汇投资的利益诉求究竟在何处?对我国这样处于工业化发展中期后半段的发展中大国,外汇储备的首要用途应是在国际市场上购买所需的实物和技术,才能有效支持我国的经济发展和产业升级。如此看来,国内急需的资源和技术采购或许是一个出路。另外一个途径当是产业的对外直接投资。在“人口红利”期,我国比较优势主要集中在劳动密集型产业。而据蔡昉(2008)预测,我国人口红利在2017年左右即将结束。当我国的要素禀赋结构发生变化时,劳动密集型产业必将逐步移出我国,而我国的产业结构也将实现优化升级。但是国内对于劳动密集型商品的消费需求是比较稳定的。我国需要通过海外投资来保障相应劳动密集型商品的进口途径和稳定价格。通过主权财富基金支持企业到劳动力资源相对丰富的海外地区,以加工贸易的方式投资建厂,既实现了国内产业升级,又保障了国内廉价商品的进口途径。

问题在于,一方面中国现在对于国际市场上的商品价格具有相当的影响程度。我们买什么,什么就涨价;卖什么,什么就跌价。近来国际油价已表现出V型反转,国际铁矿石长期协议价格谈判也陷入僵局。不少国家对于我们所需要的资源型商品、技术商品等的出口是限制的,我国往往无法购买到需要的商品。另一方面,由于中投公司具有浓厚的政府背景以及各国的产业保护政策,其投资运作,尤其在产业投资过程中会遇到很多政治性的障碍,遭到无形的阻力甚至公开的敌意。总之,中投公司如何选择投资方向,如何投资,如何破除政治上的阻力,是一个值得我们深入思考的问题。

#### 四、国家利益原则与我国主权财富基金的投资选择

##### 1. 国家利益原则

从理论上讲,国家利益是能够满足国家效用或需要的能力。从主体的角度看,国家利益就是本国所有人的利益;从具体内容看,国家利益表现为安全利益、经济利益、文化利益和政治利益等多个方面(张宇燕,2008)。因此,国家利益是一个合成的概念,可以用公式表示为:

$$NI=f(a_1,a_2,\cdots,a_n)$$

按照前面的分析,对这个表达式可以有两种解释:① $\alpha_i$ 可以表示国家的安全利益、文化利益、经济利益、政治利益等<sup>①</sup>;② $\alpha_i$ 表示不同主体拥有的利益,例如:统治者的利益、官僚利益、地区利益、行业利益、企业利益、个人利益,等等。那么,这些利益如何合成为国家利益?借鉴福利经济学通过个人效用合成社会福利的方法,有几种不同的方式:<sup>②</sup>

(1)功利主义社会福利函数。该福利函数采用个人福利的简单加总来定义社会福利函数。其更一般的形式就是对每个个人福利加一个权数。如果采用该形式来分析国家利益,那么:

$$NI = \sum_{i=1}^n \alpha_i a_i$$

(2)贝努利—纳什社会福利函数。该福利函数通过个人效用的连乘定义社会福利函数,同样也可以增加一个权数。如果采用这种形式来分析国家利益,那么:

$$NI = \prod_{i=1}^n (\alpha_i)^{a_i}$$

(3)罗尔斯社会福利函数。罗尔斯社会福利函数仅用境况恶化的个人效用来测量社会福利,具有更强的平均主义倾向。所采用的形式是最小个人效用。如果用来分析国家利益,那么国家利益就可以表示为:

$$NI = \min(\alpha_i) \quad i=1, 2, 3, \dots$$

(4)伯格森—萨缪尔森社会福利函数。这种社会福利函数就是简单的一般形式,把社会福利表示为个人效用的函数,但是满足凸性假设,即社会福利函数曲线是凸向原点的。

国家利益由于是一个宏观的概念,表述起来往往需要一个合成的过程。这种合成的过程可以表现对所有个体利益的合成,也可以是对各个方面利益的合成。当然也可以表现为几种合成的综合形态。至于国家利益到底如何合成,有诸多说法。换言之,是国家内部通过公共选择过程或精英政治或朕即国家由国内导出的,还是由外部世界决定或在与外部世界互动过程中形成的?对于这一问题的讨论超越了本文的范围,但需要说明的是,无论如何,国家利益是涉及全体民众的福利的利益组合,它抽象掉了具体的个人利益,而且与国家的发展阶段紧密相关。

## 2. “经济发展阶段—国家利益—投资行为”模型

谢平(2009)在 Cocco et al.(1998)的基础上进行了修正,建立“国家经济人投资行为”的模型。模型中国家同 Cocco et al.(1998)中的假设一样,也会经历收入从低到高再归零的一个阶段。国家的收入主要来自于储备盈余,对于那些建立主权财富基金的国家来说,其收入主要来自于出口自然资源的收入或者贸易盈余。如果某一时期该国的资源将耗尽或者不再有盈余,那么国家在此时期后不再有收入的假设便是合理的。此外我们假设国家每期都会有一定的几率遭受流动性冲击(例如金融危机等),如果国家所积累的财富足够大,便可以安全度过危机,否则国家便会崩溃。而国家的动机在于尽量避免崩溃,维持自身的正常运转。在这样的一个模型中,国家的财富会经历高速增长阶段到稳定阶段的一个周期,而其投资行为也会随之变化。过多地投资于风险资产,可以扩大潜在的投资回报,但是也使国家面临更大的流动性冲击风险。谢平在此基础上提出了国家利益的最优化问题,并得出结论:国家对风险资产的偏好是随着时间的推移降低的。在国家经济起飞的早期,收入上升很快,国家对流动性冲击的顾虑较小,因此偏好于投资风险资产。国家积累的财富,随着国家收入水平的上升而上升。国家进入低增长时期,即不再有外汇收入。这时国家的财富水平趋向稳定,谨慎的储蓄动机决定了国家将会逐渐由风险资产转向无风险资产,以确保国家的正常运转。

谢平为我们提供了国家投资行为的微观模型,是我国这一领域理论研究的一大进步。但该模型

① 在国际政治或国际关系文献中,许多学者都是从这个角度来分析国家利益的,特别是在分析具体的国家利益的内容时。例如,阎学通(1996)在《中国国家利益分析》中就是从这四个方面来分析中国国家利益的。

② 几种不同的社会福利函数形式参见尼古拉·阿克塞拉(2001)。

在与实际情况的相符程度上还存在一定的改进空间。

(1)关于国家利益最优化问题的选择。国家利益最优化问题本质上应该是全体国民福利的提高。国家并不是不消费,而且恰恰应该以全体国民收入或者消费最大化作为最优化的基础。因此最优化问题的选择,不应该是全体国民财富在无风险资产和风险资产之间的配置,而是:

$$\text{MAX: } NI = \sum_{i=1}^n \alpha_i a_i$$

或者,

$$\text{MAX: } \sum_{i=1}^n \alpha_i \int C_i e^{-\delta t} dt$$

将当期的国民生产总值以及黄金律下的资本增长路径作为约束条件。

(2)关于经济发展阶段如何在模型中体现的问题。经济发展阶段融入国家利益最优化问题是一件比较困难的事情。但至少不能使用生命周期理论中的旨在维持国家永续存在为目标。国家经济增长的确会存在高增长阶段和低增长阶段,但是,如果将其简单地分为高增长阶段和零增长阶段,是基于技术恒定不变的前提之下的一种悲观主义的假设。随着经济发展阶段的不断演进,技术也不断地进步,经济增长会出现高低之间的波动,这取决于技术进步的速度以及对经济社会影响的程度。而且更关键的问题是,针对我国这样一个发展中国家,与发达国家相比,仍然具有极大的发展潜力。考虑我国的国家投资行为与经济发展阶段之间的关联机制,可以务实地借鉴发达国家的基本经验。按照产业结构、人均收入水平、工业化水平等因素所标志的经济发展阶段,按照每一阶段中我国的比较优势状况,选择符合自身国家利益的投资战略,才是根本出路。

从国家利益的内容看,财富和权力是国家利益的根本所在。权力是获得财富的手段,财富是获得权力的保障。财富和权力这对范畴构成了在国际视角下一国的国家利益。两者互为条件,又相互促进。一方面为了提高自身在国际上的地位和话语权,必须承担提供国际公共物品的责任;另一方面,一旦形成在国际上的有利地位,又会在国际利益分配上更好地争取利益。国家利益突出的是国家经济利益和安全利益,具体讲是国家的产业安全和产业发展。在保障国家经济安全和产业健康发展的前提下,满足现阶段以及未来中国经济社会发展需要的利益诉求是本文中国家利益的具体所指。在经济社会的一定发展阶段,一国发展战略与目标整合了各个方面的利益,强调了全体民众的福利,统筹了长期与短期利益,在保证经济安全和产业健康的前提下,突出国家经济和社会的可持续发展。

### 3. 国家利益原则的解释框架

主权财富基金投资战略是基于利益而制定的,但由于主权财富基金的特殊性,其追求的利益与普通的投资公司不同,是国家利益,而非具体部门或者个人的利益;是一种符合国家战略发展目标,促进可持续发展的利益,而不是在年度内报表最优化条件下而追求的利益。这一点是基于主权财富基金的所有权角度,来讨论其所追求的利益目标。因此必须从经济发展内生的角度,为主权财富基金追求国家利益原则提供一个解释框架。

我国正处在工业化中期的后半段,产业结构有待进一步升级。在现阶段,我国的核心利益是:保持经济平稳较快发展、提高国民收入水平、促进产业结构升级和经济发展方式转变,走一条新型的工业化道路。当前,我国工业化存在着一系列亟待解决的问题:一是人均资源占有量较少;二是支撑工业化的科技水平和较发达国家仍有较大差距;三是产业结构协调性较差;四是比较优势的新变化与国际产业转移使国内产业结构面临着新挑战。随着我国产业结构的升级,作为原材料的初级产品进口需求也越来越大。我们在国际市场的购买却因国际商品价格影响而受到阻碍,这使得我们必须设法保障相应的初级产品和能源、原材料的稳定进口途径,这也成为我国当前经济发展的一个核心战略利益。这些核心国家利益原则对我国主权财富基金的投资战略不仅提出了新的要求,而且提供了新的目标。

如果基于国家利益原则,产业投资就成为我国主权财富基金投资的重要战略选择。前文中我们的分析,资源(特别是能源)、高新技术成为我国工业化发展过程中的瓶颈,正因如此,这些要素成为了我国产业发展的战略核心利益。主权财富基金的来源是超额外汇储备,超额外汇储备主要源于出口收益,而这些收益恰恰本应用于进口我国需要的初级产品和原材料。只有通过主权财富基金的海外投资战略布局的运作,加大进口国内产业发展长期所需要的资源类产品、能源、高新技术,才能确保我国的战略产业健康和可持续发展。

从发达国家的实践来看,产业外移对于一国的国内产业结构调整和企业利润提高都具有积极意义。尽管我国长期以来而且今后还将在很长时期内在国际产业转移浪潮中主要扮演产业转移承接者的角色,但由于我国比较优势的变化,随着中国企业实力的增强和经济可持续发展的需要,推动中国产业适度外移已经越来越必要了。产业外移是我国分享经济全球化成果的需要;到贸易摩擦对象国去投资和就地生产是规避贸易摩擦的有效途径;产业外移能够帮助解决国内部分行业生产能力结构性过剩、资源配置效率低下的问题;产业外移同时也是适应我国比较优势变化的必然选择,促进资源优化配置,为承接发达国家产业转移提供了空间,促进产业结构升级,同时能够为我国在国外提供原材料和初级制造品来源的有力保障;产业外移同时也是建设资源节约型和环境友好型社会,走新型工业化道路,实现可持续发展的需要。

主权财富基金在产业外移的过程中能够发挥重要的作用。主权财富基金通过对走出去的企业提供金融支持或者直接绿地投资的方式参与到产业外移趋势和“走出去”战略之中,既可实现国家的战略利益,又能够在那些具有比较优势的国家和地区创造较高的价值。正像我国经济发展早期,承接国际低端产业链条和生产环节一样,正是这些产业与我国的比较优势相结合支持了经济长期的高增长。主权财富基金的投资也同样能够分享东道国经济增长的成果。

## 五、主权财富基金参与对外直接投资可行性分析

我国主权财富基金能否参与对外直接投资,关键取决于能否与东道国获得“双赢”的利益格局。这又要区分发展中东道国和发达东道国。接受主权财富基金的发展中东道国能够从主权财富基金参与的直接投资中获得的收益主要包括:资本积累、技术提高、就业率提高以及产业结构升级;其潜在的风险主要包括:一些关键行业的控制权可能受损。接受主权财富基金的发达国家能够从主权财富基金的直接投资中取得的效用主要包括:流动性的注入,借此可以缓解金融危机的影响,增加就业,提升国内居民投资和消费的信心;其潜在的风险主要包括:主权财富基金与其国内资本争夺战略资产和市场,某些关键技术的外泄,一些关键产业可能被控制。

本文建立一个简单的动态博弈模型来分析东道国对主权财富基金参与对外直接投资的反应(见图2)。在这个博弈过程中,主权财富基金首先决定是否参与对外直接投资进入东道国市场,在决定后,东道国决定是否准许主权财富基金参与的对外直接投资进入本国市场。主权财富基金可以有两种选择:进入和不进入。东道国也有两种选择:准入和不准入。如果主权财富基金选择进入后而东道国准入,那么主权财富基金将从对外直接投资中得到收益。这里,我们忽略风险,将主权财富基金得到的收益设为一个固定值(1),而东道国所获得的净收益为 $a$ 。

我们设定: $a$ =东道国从主权财富基金参与的对外直接投资中取得的收益—潜在风险。

如果主权财富基金进入而东道国不准入,那么对双方都没有直接影响(这里忽略了东道国不准入对两国关系带来的损害,以及主权财富基金前期投资的沉没成本等),获得的支付都为0;如果博弈如此支付,那么东道国是否准许主权财富基金进入就要取决于 $a$ 是否大于0。

对于发展中东道国来说: $a=f(K,T,L,I)-g(S)$

式中, $K$ -资本, $T$ -技术, $L$ -就业, $I$ -产业结构, $S$ -产业安全。

其中 $f(K,T,L,I)$ 代表主权财富基金参与对发展中东道国直接投资的资本积累、技术提高、就业



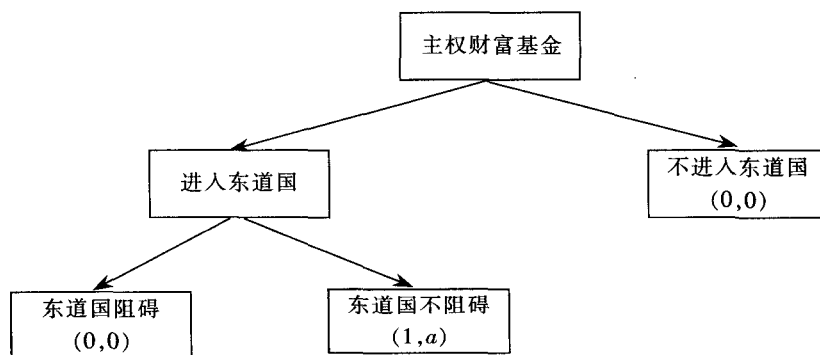


图2 主权财富基金投资东道国博弈过程

率提高以及产业结构升级效应, $g(S)$ 代表发展中东道国的一些关键产业可能被控制的风险。对于主权财富基金而言,发展中国家具有丰裕的资源、丰富的劳动力和广阔的市场,可以作为主权财富基金参与对外直接投资的长期、重点发展区域。可以看出,主权财富基金和发展中国家具有很大的合作可能性。

对于发达国家来说: $a=f(F,L,D)-g(S,R,M,T)$

式中, $F$ -流动性, $L$ -就业, $D$ -消费, $S$ -产业安全, $R$ -战略资源, $M$ -市场, $T$ -技术。

其中 $f(F,L,D)$ 代表代表主权财富基金参与对发达东道国直接投资流动性注入效应、就业增加、消费增长, $g(S,R,M,T)$ 代表主权财富基金参与对外直接投资对发达国家的潜在风险;主权财富基金对外直接投资与其争夺战略资产和市场,取得某些关键技术,一些关键产业可能受主权财富基金控制。如此,可以清楚地看到发达国家在金融危机前后态度迅速转变的原因:金融危机以前,主权财富基金参与对外直接投资与发达国家的利益相悖,对其带来了很大风险,而并无收益;金融危机之后,由于发达国家对流动性的渴求,所以对主权财富基金敞开了“时间之窗”,我们可以预测到,在危机过后,这扇“时间之窗”可能就会很快关闭。因此,我国主权财富基金应该把握住此次全球金融危机的机会,在发达国家对主权财富基金的态度再次发生改变之前尽可能拓展对发达国家的直接投资。

## 六、结论与建议

在我国主权财富基金可能的众多投资方向中,只有参与对外直接投资能够从最大范围上涵盖和实现我国现阶段的核心利益。因此,这是我国主权财富基金投资的战略重点。对于发展中东道国来说,我国主权财富基金参与对其直接投资能够促进其资本积累、技术提高、就业率提高以及产业结构升级;在全球金融危机条件下,对于发达东道国来说,我国主权财富基金参与对其直接投资能够为其注入流动性,有助于发达国家走出经济低谷。因而,我国主权财富基金具有参与对外投资的可行性。但是同时也具有被东道国拒入的风险,这是因为,对于发展中东道国来说,一些关键行业可能被主权财富基金控制;对发达国家来说,主权财富基金参与对外直接投资会与之争夺战略资产和市场,取得其关键技术,并具有控制其某些关键产业的可能性。通过动态博弈分析,我们认为,主权财富基金参与对外直接投资的可行性由东道国对其收益与风险的衡量决定。针对这些风险,本文有以下几点建议:

### 1. 通过外交渠道构建与世界各国的友好合作关系

从宏观方面与世界各国构建一个良好的国际经济合作关系可以为我国主权财富基金参与对外直接投资提供一个良好的制度环境、政治环境和舆论环境。比如,随着中国企业进入非洲开展生产经营活动和经济合作规模扩大和不断深入,西方舆论提出了所谓的“新殖民主义”的担忧,但是这种

别有用心的说法甚至遭到了非洲国家的批评,这与中国政府与非洲国家保持长期友好合作关系,建立了可靠的相互密切信任有关。因此,积极主动地有针对性地在政府层面与相关国家和地区构建双赢的经济合作关系,有助于使我国主权财富基金参与的对外直接投资被越来越多的国家所接受。

## 2. 在投资中尊重东道国的国家利益,实现我国和东道国的双赢发展

东道国接受我国主权财富基金对外直接投资的可能性取决于它们对其风险和收益的评价,我国作为一个发展中国家,走的是一条和平的新型工业化道路,没有也不会像西方发达国家那样利用其对世界金融、经济、军事的优势控制东道国某个产业甚至整个经济,谋求垄断利润。为了通过主权财富基金参与对外直接投资实现我国的核心利益,我国需要东道国的合作,这就要求我们在谋求本国利益的同时尊重东道国的利益,实现两国的互利共赢。

## 3. 全球金融危机下的价值发现与风险防范

全球金融危机为我国主权财富基金参与对外直接投资,尤其是对发达国家的直接投资,提供了一个“时间窗口”,这对我国主权财富基金来说是一个难得的机遇。①大量资产在国际金融危机条件下被低估,有利于我国主权财富基金在全球“去杠杆化”、“挤泡沫”之后,以一个比较合适的价格持有国际资产。②国际大宗商品价格下跌,为我国能源等各种资源储备提供了机会,一定程度上可以抑制主权财富基金国际购买行为导致的国际价格上涨。③在百年罕见的金融危机下,无论是我国“走出去”企业的还是国外企业,均存在着大量的资金缺口。此时一方面对于我国走出去企业的金融支持显得尤为必要,另一方面对国外企业的并购也相对容易。此外,发展中国家对我国直接绿地投资的排斥也会由于经济衰退大大降低。当然,这一切同样存在着风险。发现价值和机遇的同时,必须对风险保持高度的警惕。

## 〔参考文献〕

- [1]Christopher Balding. A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds [R]. University of California, Irvine, 2008.
- [2]Edwin M. Truman. A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds: Presented at the Conference on China's Exchange Rate Policy[R]. The Peterson Institute, Washington, DC. 2007.
- [3]Nicholas Brooks. China's New Sovereign Wealth Fund: Implications for Global Asset Markets [R]. Henderson Global Investors, 2007.
- [4]Aaditya Mattoo, and Arvind Subramanian. Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization[R]. JANUARY, Peterson Institute for International Economics, 2008.
- [5]Y. V. Reddy. Forex Reserves, Stabilization Funds and Sovereign Wealth Funds: Indian Perspective [R]. RBI Monthly Bulletin, November, 2007.
- [6]Roland Beck, and Michael Fedora. The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets [R]. Occasional Paper Series of European Central Bank, 2008.
- [7]Edin M. Truman. Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability [R]. Peterson Institute for International Economics, 2007.
- [8]John Grieve. Sovereign Wealth Funds and Global Imbalances: A Speech to Sovereign Wealth Management Conference [R]. London, 2008.
- [9]Danielle Markheim, Ambassador Terry Miller, and Anthony B. Kim. Sovereign Wealth Funds No Cause for Panic[EB/OL]. Web Memo Published by The Heritage Foundation, 2007.
- [10]Stephen Jen. How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015 [R]. Morgan Stanley Research Global, 2007.
- [11]Stephen Kern. Sovereign Wealth Funds—State Investments on the Rise Deutsche Bank Research [R]. Deutsche Bank Research, 2007.
- [12]Simon Johnson. The Rise of Sovereign Wealth Funds [J]. Finance & Development, 2007, 44(3).
- [13]Andrew Rozanov. Who Holds the Wealth of Nations[R]. State Street Global Advisor, 2005.
- [14]OECD Investment Committee. Consultation on Sovereign Wealth Funds[R]. Comments by the TUAC, 2007.
- [15]Lowery Clay. Sovereign Wealth Funds and the International Financial System [R]. Remarks at the Federal

- Reserve Bank of San Francisco's Conference on the Asian Financial Crisis Revisited, Washington: US Treasury, 2007.
- [16] Ronald J. Gilson & Curtis J. Milhaupt. Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism [EB/OL]. Electronic Copy Available at: <http://ssrn.com/abstract=1095023>
- [17] Lawrence Summers. Funds That Shake Capitalist Logic[J]. Financial Times, 2007, (29).
- [18] 谢平. 论主权财富基金的理论逻辑[J]. 经济研究, 2009, (2).
- [19] 对外经贸大学金融学院主权财富基金研究课题组. 主权财富基金透明度的选择[J]. 国际商务——对外经贸大学学报, 2008, (4).
- [20] 张宇燕. 国际政治经济学[M]. 上海: 上海人民出版社, 2008.
- [21] 张为付. 国际直接投资(FDI)比较研究[M]. 北京: 人民出版社, 2008.
- [22] 李欣广. 国际产业转移与中国工业化新路[M]. 北京: 中国时代经济出版社, 2007.
- [23] Anne Miroux. 2008 世界投资报告跨国公司与基础设施的挑战[R]. 联合国贸易和发展会议, 2008.
- [24] 联合国贸发会议. 2000 年世界投资报告(中译本)[R]. 北京: 中国财政经济出版社, 2001.
- [25] 陈佳贵. 中国工业化进程报告——1995—2005 年中国省域工业化水平评价与研究[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2007.
- [26] 蔡昉. 刘易斯转折点——中国经济发展新阶段[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2008.
- [27] 国家发展改革委投资司, 国家发改委投资研究所, 国家统计局投资统计司. 中国投资报告 2007[R]. 北京: 中国计划出版社, 2007.
- [28] 萨米尔·阿明. 不平等的发展[M]. 北京: 商务印书馆, 1990.
- [29] 张明. 主权财富基金与中投公司[R]. 中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心, Working Paper No.0706, 2007.
- [30] 张明. 中国: 投资海外资源机不可失[R]. 中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心, 2009.
- [31] 阎学通. 中国国家利益分析[M]. 天津: 天津人民出版社, 1996.
- [32] 尼古拉·阿克塞拉. 经济政策原理: 价值与技术(中译本)[M]. 郭庆旺等. 北京: 中国人民大学出版社, 2001.

## Research on the Investment Direction Choice of China's Sovereign Wealth Fund——Strategic Perspective Based on the Principle of National Interests

ZHANG Shi-xian<sup>1</sup>, XU Xue<sup>2</sup>

(1. Institute of Industrial Economics CASS, Beijing 100836, China;

2. Graduate School CASS, Beijing 100102, China)

**Abstract:** The set up of China's sovereign wealth fund has caused aroused wide concern, but its investment practices were not successful. The investment of sovereign wealth funds was only regarded as an investment tool to defuse of the risk of huge foreign exchange reserve, and look for stability bond investment in the world (especially in the United States and other developed countries). Nevertheless, due to US dollar depreciation and the international financial crisis, China's sovereign wealth fund is suffering huge losses. Sovereign wealth fund investment direction choice has increasingly become an important strategic issue. This paper, starting from the principle of China's state interest, proposes that foreign direct investment should be the main direction of sovereign wealth fund. Through foreign direct investment, China's sovereign wealth fund can provide basic resources (especially energy) and technology supply for the development of China's industrialization, support the overseas investing of Chinese enterprises, thereby upgrading domestic industries, optimizing the economic structure, and achieving the sustained development of national economy and the maximization of public welfare. This paper also does a feasibility analysis of sovereign wealth funds participating in direct investment within a dynamic game model, and proposes that the feasibility depends on the host country's trade off between earnings and risks.

**Key Words:** sovereign wealth funds; principle of state interest; investment direction; FDI

[责任编辑:高粮]