

潘圆圆

pan_yuan2@163.com

张明

zhangming@cass.org.cn

中国主权财富基金投资策略的转变及其原因

The Transition of the Investment Strategies of CIC and the Driving Factors

摘要：近年来中投公司的海外投资战略体现出一些新特征，即在资产组合、东道国、产业分布、投资期限与投资方式等方面都更为多元化。导致中投公司投资战略转变的主要原因，则包括资金来源的不确定、管理机构之争、国内外投资策略的冲突、与其他国有投资机构之间的竞争，以及外部投资环境的变动等。为进一步提高中投公司的投资绩效，中国政府、管理部门与中投公司自身都应进行一系列积极调整。

关键词：主权财富基金 中投公司 投资策略 原因

一、引言

尽管主权财富基金（Sovereign Wealth Fund, SWF）不是一个全新现象，但它在 2008 年全球金融危机爆发后成为国际金融市场中引人注目的焦点，大致是出于以下原因：第一，最近十年来全球主权财富基金数量的快速增长令人关注。目前全球范围内有 75 个主权财富基金（SWF Institute¹, 2014），其中大约 40% 建立在 1953 年至 1999 年期间，而剩下 60% 则建立于 2000 年之后；第二，近年来全球主权财富基金管理的资产规模快速攀升，截止 2014 年已达到 6.6 万亿美元，根据 IMF 的预测，到 2020 年 SWF 的资产规模将进一步上升至 22 万亿美元（IMF, 2012）；第三，全球范围内存在多种类型的主权投资工具，尽管未必被称为主权财富基金，但投资规模也在不断上升，其投资行为和 SWF 也有类似之处，因此常被市场归为一类投资者；第四（也是最重要的原因）主权财富基金游离于传统金融体系之外，其投资策略体现出与其他投资者较大的差异。特别是母国政府可以对主权财富基金的投资行为施加较大影响，这引起了发达国家的担忧和指责。

中投公司于 2007 年 9 月成立，是目前中国官方唯一承认的主权财富基金。与成立初期集中投资于发达国家金融行业不同，近年来中投公司的海外投资战略体现出一些新特征，即在资产组合、东道国、产业分布、投资期限与投资方式等方面都更为多元化。而导致中投公司投资战略转变的主要原因，则包括资金来源的不确定、管理机构之争、国内外投资策略的冲突、与其他国有投资机构之间的竞争，以及外部投资环境的变动等。

本文剩余部分的结构如下：第二部分梳理中投公司投资策略的转变，第三部分剖析影响中投公司改变投资策略的原因，第四部分给出如何进一步改善中投公司投资绩效的政策建议。

二、中投公司投资策略的转变

在中投公司建立的初期（2007 至 2008 年期间），其投资行业主要集中于金融部门，投资目的地以美国为主，投资方式大量采取了委托投资。近年来（2009

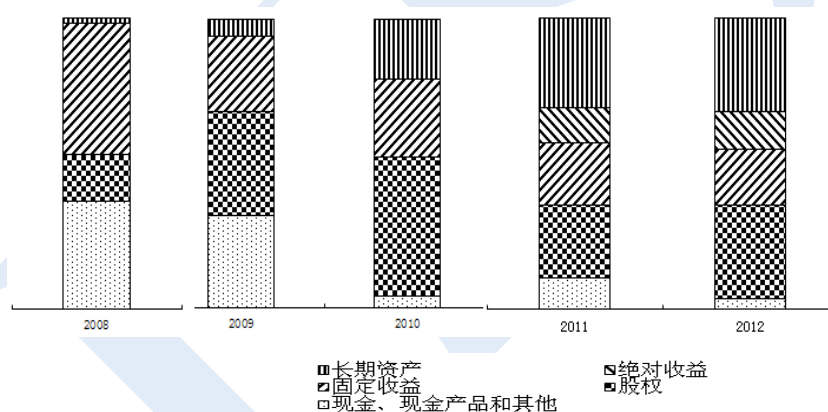
¹ SWF Institute 是研究主权财富基金、公共养老基金、央行和其他长期公共投资者的全球性机构，讨论这些投资者的投资、资产配置、风险、治理、经济、政策、贸易和其他相关问题。

年至今），中投公司的海外投资策略在多方面都表现得更加多元化。这主要表现在如下方面：

1、资产组合更趋多元化，风险偏好明显提升

近年来，中投公司转向了风险偏好更强的资产组合。如图 1 所示，中投公司对低风险资产的持有量近年来显著下降，这主要体现在两方面：一是大幅减少了持有的现金数量，现金占中投公司总资产的比重从 2008 年的 87.4% 下降到 2012 年的 32%；二是中投对固定收益类资产²的持有比重也有所下降，从 2009 年的 26% 下降到 2012 年的 19.1%，固定收益类资产中约 70% 投资于政府债券和政府机构债券。同期内，中投公司显著提高了股权投资³（约 1/3 比重的总资产配置于股权）以及另类投资⁴的总资产占比。

图 1 中投公司的资产配置结构



注：绝对收益类资产主要包括对对冲基金的投资，长期资产包括对海外公司、私募、地产和基础设施、大宗商品等非流动性资产的投资，绝对收益和长期资产都是“另类投资”资产。2008-2010 年间只有“另类投资”类别。

数据来源：历年中投公司年报。

2、投资地域与行业更趋多元化

在中投公司的投资东道国中，北美地区仍然占据最大份额。2009 年至 2011 年期间，中投公司对北美地区的股权投资占到总量的 40% 以上，远远超过对亚太、

² 固定收益类资产回报率较低，但好处是仅次于现金及类似现金资产的变现能力，且回报稳定。

³ 股权投资流动性较差而收益率较高，其中股票的回报较短期投资工具更为平稳，更适合长期投资者。

⁴ 另类资产流动性较低，出现资金短缺时按原价变现的概率较低，因而回报较高。

欧洲、拉丁美洲、非洲等地区的投资额。值得注意的是，中投公司投资的地域分布具有明显的行业特征。

中投公司成立初期，对金融业的投资基本投向美国。2010 年之后，中投公司加大了对其他国家金融业的投资，例如对英国、比利时及其他欧洲国家的投资。此外，中投公司还增加了对新兴市场国家金融业的投资，例如 2010 年 12 月参与国际财团收购巴西公司 BTG Pactual 新发行股份的权益⁵，及对俄罗斯金融业进行了数笔投资。

2009 年至 2012 年期间，中投公司对欧洲的股权投资占比分别为：20.5%、21.7%、20.6%与 27%。2012 年中投公司对欧股权投资的大幅增长，在很大程度上应归功于对英国房地产、基础设施、公用事业等行业的投资。一方面，相对于美国，欧洲对主权财富基金投资的监管相对宽松；另一方面，英国等国家基础设施建设等行业的资金缺口较大，中投公司认为这些行业能够提供稳定的长期回报率（即使剔除通胀以后）。中投公司对欧洲基础设施投资最著名的案例包括 2012 年 1 月对泰晤士水务（Thames Water）以及同年 11 月对希斯罗机场（Heathrow Airport）的投资。

中投公司对发达国家的另一个重点投资行业是房地产业。2009 年之后，中投公司开始对房地产业进行投资，这是因为当时发达国家的房地产价格在危机后跌至低位，而一旦经济复苏房地产尤其是商业地产价格可能有较快回升。因此中投公司对英国、美国、日本等地的房地产市场都进行了投资，且投资项目具有很强的“品牌效应”⁶。

与热衷于投资发达国家的房地产业不同，中投公司对能源业的投资并没有明显的国家偏好。近年发展中国家和新兴市场国家在中投能源业投资篮子中的占比不断上升。除了资源分布及地缘政治的原因之外，中投大量投资于新兴市场与发展中国家的资源能源产业，与发达国家视能源业为敏感产业，对中投公司抱有戒心有很大关系。

与此同时，中投公司对特定发达国家（如加拿大、澳大利亚等）的资源能源企业表现出明显的投资偏好，尽管这些企业的业务范围很可能不限于发达国家。对发达国家资源能源企业的投资有助于促进中国国有企业与世界大型跨国公司

⁵ <http://www.caijing.com.cn/2010-12-08/110587302.html>

⁶ 例如，中投在 2009 年支付了 1.58 亿美元获得了歌鸟地产（Songbird Estate）15%的股权，歌鸟地产是伦敦金丝雀码头的股东，而金丝雀码头办公区位于伦敦金融中心地段，是大量国际知名银行总部所处区域。

之间的竞争合作关系，便利中投公司投资于投资环境欠佳的国家，降低这些国家对中国的抵触心理。

最后，近年来中投公司对非洲地区的投资也有所增加，并主要集中在基础设施和能源两个行业。

3、投资行业由金融部门更多转为实体部门

中投公司在成立初期热衷于投资美国的金融部门，其原因可能包括：第一，由于全球金融危机的爆发，发达国家金融资产的估值普遍偏低；第二，美国拥有全球最大最完善的股权市场，对美国金融工具投资的流动性较强；第三，金融业投资具有较强的辐射效应，中投公司可以通过投资金融业间接地投资于其他行业。

这种情况在近年有所改变。中投在 2012 年报中提到，近年来，中投公司显著着重加大了对基础设施、农业等稳定收益类实体项目的投资。中投年报显示：截止 2012 年底，中投境外投资组合中股票的行业分布主要为金融业（22.3%）、信息科技（11.6%）、弹性消费品（10.7%）、非弹性消费品（10.4%）、能源（10.2%）、工业（9.1%）、医疗卫生（8.2%）、原材料（6.5%）、电信服务（3.9%）、公用事业（2.7%）与其他（4.4%）。对实体项目的投资为组合提供了更为稳定的现金流回报，也改善了过去投资组合的风险收益特性。

中投公司增加对基础设施与公用事业的投资，反映了其投资战略的一个重要转变，即由成立初期的以持有金融部门资产为主转为增持实体部门资产。这样做的原因，部分是因为成立初期的金融股权投资损失较大，中投因此承受了较大的国内压力，部分是因为实体部门投资的收益率要比金融部门投资更为稳定，对实体部门投资还具有更高的抗通胀特性。

4、投资方式更多地转向自营投资

从自营和委托投资的分配来看，2009 年中投公司委托投资的比重为 59%，2011 年这个比重下降为 57%，2012 年这个数值再次上升为 63.8%。但近年来中投公司在特定行业中显著增加了自营投资的比重。在中投公司成立初期，大量投资是通过第三方进行的，这有助于利用外部经理的经验、技能与信息，降低东道国政府的监管强度，避免投资失败后国内压力过大。近年来，随着自身投资能力的

增强，以及希望获得对投资项目更强的控制权，中投公司增加了特定行业中自营投资的比重。

中投公司对林业的投资在很大程度上体现了这种转变。在成立初期，中投公司更多通过投资于第三方基金来间接地开展海外投资。近年来，中投对林业的投资⁷都采取了与第三方基金联合投资，这意味着前者获得了对海外资产更大的控制权，因此可能获得更大的投资收益，但同时也需要面对更为严格的监管审查。

三、中投公司投资策略转变的原因分析

导致中投公司近年来投资策略转变的原因是一系列“中国特色”的因素，例如中投公司的资金来源问题、管理机构之争、国内投资与国外投资的互相影响、与其他国有投资机构的竞争关系等。当然，外部投资环境的变化也会影响中投公司的投资策略。

1、资金来源于外汇储备，决定了中投公司必须寻求流动性与高收益之间的平衡

主权财富基金的资金来源主要有两类，一类来自于大宗商品的收入（或税收），另一类来源于财政盈余或外汇储备盈余。前者以中东石油输出国为代表，后者以亚洲新兴市场国家（特别是中国）为代表。

一方面，资金来源决定了中投公司的投资目标。公司章程宣称，中投公司要“实现国家外汇资金多元化投资，努力在可接受风险范围内实现股东权益最大化，以服务于国家宏观经济发展和深化金融体制改革的需要”。其中，“外汇资金多元化投资”和“股东权益最大化”是直接的投资手段和目标，即通过外储资金的多元化投资获得足够好的收益率；而“服务于国家宏观经济发展和深化金融体制改革的需要”是更深一层的投资目标。

为了实现直接目标和深层次目标，中投首先要做的是提高储备投资的收益率。那么中投的投资是否取得了足够好的收益率？首先，我们可以将中投与外汇储备传统投资方式收益率进行比较。从成立到 2012 年底，中投累计年化收益率为 5.02%。由于中国的外汇储备主要投资于美国国债，而美国国债收益率比较低，因此中投公司的投资收益率略高于中国外汇储备的投资收益率；其次，我们可以

⁷ 中投对林业的投资案例包括 2012 年中投与加拿大 Brookfield Asset Management Inc. 展开联合投资，在美洲大陆寻找木材等资产的投资机会。以及 2012 年中投向俄罗斯政府支持的私募股权基金俄罗斯直接投资基金(Russian Direct Investment Fund) 投资 10 亿美元，该基金的首笔交易是对 Russia Forest Products 2 亿美元的投资，俄方预期还将有数个林业项目向中国合作伙伴开放。

比较中投和其他主权财富基金的投资收益率。在全球金融危机爆发的 2008 年，中投公司的境外投资回报率为-2.1%，优于韩国投资公司（-66.7%）、淡马锡持股（-31.4%）以及挪威政府养老基金（-23.3%）等⁸。2010 年至 2012 年中投公司的海外收益率分别为 11.7%、-4.3%⁹与 10.6%。2012 年淡马锡的回报率为 1.5%，挪威政府养老基金的回报率为 13.4%¹⁰，与国际同行的比较也说明中投公司近年来取得了不错的回报率。

另一方面，资金来源决定了中投公司的投资策略是在获得更高收益和保持足够的流动性之间保持平衡。中投作为储备投资型主权财富基金，其投资策略与宏观稳定型主权财富基金¹¹有明显差异。后者的投资策略与央行储备管理的目标较为接近，需要履行促进宏观稳定和应对外部不确定性的职责，非常重视资产的流动性，因此主要配置于现金与固定收益类资产。典型代表包括俄罗斯储备基金、阿塞拜疆国家石油基金等。储备投资型主权财富基金的典型代表是新加坡的淡马锡公司，淡马锡作为传统的储备投资型 SWF，持有大量流动性较差而收益率较高的资产。与传统的储备投资型 SWF 相比，中投公司仍然重视保持一定程度的资产流动性，这与其资金来源于外汇储备，不能承受过高风险，不允许出现过大损失有关。因此中投公司在成立初期的资产配置较为重视流动性，这体现在中投公司大量投资于金融企业，以及持有大量的现金和现金产品¹²。但近年来中投公司显著提高了风险偏好，试图追求风险可控前提下的高投资回报。

2、管理部门主导权之争尘埃落定推动了中投公司投资策略的多元化

主权财富基金的所有者通常是一国政府，而政府经常将对所有者责任托付给其他部门。这个部门既可能是中央银行（代表者为伊朗的外汇储备基金、博茨瓦纳的普拉基金、委内瑞拉的宏观经济稳定基金），也可能是国会（例如阿联酋的阿布扎比投资局），抑或是财政部（例如挪威政府全球养老基金、俄罗斯储备基金、淡马锡控股公司与科威特投资局）。最为普遍的则是一国财政部负责本国主权财富基金的管理。

⁸ China Daily, 8 Aug 2009, cautious stance reaps rich dividends.

⁹ 有研究认为 2010 年中投收益率的下降与全球金融市场状况的恶化直接相关，2011 年 MSCI 指数下跌 7.4%，这影响了中投的回报。

¹⁰ China Daily, 30 Sep 2013, Investing a nation's wealth wisely

¹¹ IWG(International Working Group of Sovereign Wealth Fund)根据不同目标将 SWF 分为四类：宏观稳定型基金(stabilization fund)是使得本国预算和经济不受大宗商品(主要是石油)价格、和外部冲击的影响的 SWF。储备投资基金(reserve investment fund)指为了提高储备回报率而建立的 SWF。

¹² <http://cn.reuters.com/article/currenciesNews/idCNnCN067144720090807?rpc=311>

在由谁来管理中投公司的问题上，中国财政部与央行竞争激烈。与多数国家财政部拥有对外汇储备的控制权不同，中国的外汇储备由中国人民银行（PBC）的分支机构中国外汇管理局（SAFE）管理，而中国财政部（MOF）一直试图获得部分外汇储备的控制权。这种争夺在中投成立之前达到一个高峰。

在财政部与央行争夺中投公司主导权的过程中，财政部似乎占了上风，这体现在多个方面。例如，中投公司首任董事长楼继伟在来中投公司之前，曾任职财政部常务副部长。2013 年楼继伟离开中投后，出任财政部部长。中投公司的现任董事长丁学东在上任前同样曾就职于财政部。在中投首任董事会 11 人中，5 人有在财政部的任职经历¹³，而有央行任职经历的仅为 2 人¹⁴。

财政部与央行的主导权之争直接影响了中投公司的资金注入模式。中投公司的注册资本金是财政部通过发行特别国债的方式筹集的 1.55 万亿元人民币，以此向中国人民银行购买了 2000 亿美元的外汇储备作为中投的资本金，这约占当年外汇储备总量（1.4 万亿美元）的 15%。

中投公司的法律性质是独立的国有企业，其真正股东是国务院，中国财政部代表国务院行使股东权利，中国央行在未经国务院批准情况下，不能直接向中投注入资本金。在不断增长的外汇储备与中投的资金注入之间，没有既定的注资规则。因此，迄今为止，中投公司缺乏完善的资金注入规则和提款规则，资金来源非常不稳定¹⁵，潜在的资金注入规模不确定¹⁶。资金来源的不确定使得近年来中投公司更加关注于投资回报率，以增加可供再投资的现金流量。体现在投资策略上，中投公司在 2009 年之后逐步增加了风险资产的持有量，尤其是股权资产和另类投资的比重。

由于最初的资本金是以债权形式注入中投公司，完全负债融资对后者形成了较大的经营压力。为了定期支付债券利息（约为 4.5%），再加上人民币升值的因素，中投不得不投资一些短期期望收益率较高的资产。这种追求短期回报以支付高额利息的模式不可持续，特别在全球金融危机爆发之后，中投公司提高投资

¹³ 楼继伟、张弘力、李勇、刘仲藜、俞二牛

¹⁴ 刘世余、胡晓炼

¹⁵ 2011 年曾有消息称中投与某些政府实体就建立筹资机制进行合作

（<http://blogs.wsj.com/chinarealtime/2012/03/06/qa-china-investment-corp-s-wang-jianxi/>），建议包括中国外汇管理局（SAFE）直接对中投注资并获得中投股份，以及外管局委托中投代表 SAFE 进行投资，即两者之间存在外包关系（http://news.xinhuanet.com/fortune/2011-08/10/c_121839511_2.htm），但这些建议都没有实质性进展。

¹⁶ 即使中投资金可以从外储划拨，由于中国外储的持续稳定增长并不会是常态，中投的资金注入量仍不确定。

收益率的难度更大。中投董事长楼继伟曾表示，中投需要每天赚 3 亿人民币，才能够支付资本金的利息¹⁷。2009 年 8 月，中国财政部将债权转为股权，从此中投不需要定期支付利息。债务压力的降低是中投公司投资策略多元化的重要前提。

3、海外投资与国内投资的冲突造成中投公司海外投资受阻的概率上升

中投公司的国内投资主要通过中央汇金公司（针对国有金融企业）和建银投资公司（针对国有实业的产业投资平台）进行。中央汇金公司成立于 2003 年 11 月，主要职能是对中国重点国有金融企业进行股权投资。2007 年 9 月，财政部发行特别国债，从中国人民银行手中购买中央汇金公司的全部股权，并将上述股权（约为 670 亿美元）作为对中投出资的一部分注入中投。尽管中投的国内投资与海外投资业务严格分离，但汇金控制的中国大型金融企业也已经进行了一系列海外投资，通过建立分支机构或并购国外银行等方式进军海外市场。此外，这些大型金融机构也与国内“走出去”的企业密切合作，从而间接涉足国外其他行业。

建银投资是中央汇金的全资子公司，2004 年 9 月经国务院批准成立，注册资本金为 207 亿人民币。建银成立之初的主要任务是接受、管理和处置原中国建设银行非商业银行资产和业务。2008 年，国务院划分了建投与中央汇金的职能，将中央汇金定位为政策性的金融投资机构，主要持有大型国有公司（主要是银行）的股权。目前建投的定位则是中投的产业投资平台，进行人民币投资。此外，中投公司通过建银投资对中国的国有企业（通常是非金融公司）提供支持¹⁸，从而间接地进行了海外投资。

汇金与建银对国内进行的投资与中投公司的海外投资业务，可能存在如下冲突：

第一，国内投资可能占用海外投资的资金。在中投 2000 亿美元的资本金中，有 900 亿美元通过中央汇金转移到国内金融机构，另外 1100 亿美元用于中投的海外投资¹⁹。由于汇金控股的其他商业银行在走出去的过程中对外汇资产的需求有所增长，因此中投海外投资可用的外汇储备数量可能因为国内投资的扩大而减少。事实上，经过多次大手笔投资后，2009 年底，中投公司几乎耗尽了其现金

¹⁷ http://news.xinhuanet.com/fortune/2007-11/30/content_7171702.htm

¹⁸ <http://english.caijing.com.cn/2009-02-12/110055513.html>

¹⁹ http://www.chinadaily.com.cn/china/2013-09/30/content_17003744.htm

和存款，其规模从年初的 479 亿美元减少至 186 亿美元。到 2010 年底现金和存款进一步减少到 144 亿美元。

第二，中央汇金公司的战略投资者地位将会损害中投公司作为全球财务投资人的形象。尽管中投公司严格区分了海外投资与国内投资业务，但在外国监管部门看来，中投与汇金都对国务院负责，资金都来源于中央财政，且中投是汇金 100% 的控股股东。因此，与汇金相似，中投公司通常被视为渗透了中国政府意图的国际战略投资者，这加剧了中投公司海外投资受阻的可能性。例如，2008 年中国建设银行和工商银行在美国设立分行的努力，一度因为股东是汇金（中投），美联储担心交易中存在政治影响而受到阻碍²⁰。又如，中投公司将汇金收益纳入公司整体收益的做法容易授人以柄。由于中投成立于全球金融危机不断深化时期，加上投资经验不足等多方面的原因，其 2008 年和 2011 年的海外投资回报率并不理想（分别为 -2.1% 与 -4.3%）。相对而言，汇金的收益率更高也更加稳定。由于中投对汇金拥有 100% 控股权，因此汇金收益可以显著改善中投公司的合并资产负债表。鉴于汇金本身的“金融国资委”性质，中投公司宣称“纯粹追求商业收益”的投资动机更容易遭到质疑。

第三，中投公司的海外投资策略与汇金的国内投资策略有时可能存在冲突。汇金对国内投资多为逆周期性质，即当经济下行时，汇金会增加投资，通过扩大商业银行信贷能力来对冲宏观经济下行风险。而中投对海外的投资多为顺周期性质，即当中国经济处于上行区间时，由于出口增加和国内需求上升，对资源和能源的需求会随着增长，这种情况下中投可能增加对资源能源行业的投资。

4、与其他国有投资工具的竞争加剧了中投公司的盈利压力

中投公司是中国官方承认的主权财富基金。但根据一些独立机构的标准和定义²¹，中国还有其他几个机构也可以被称为主权财富基金，例如华安投资有限公

²⁰ http://finance.ifeng.com/hkstock/html/newsinfo/2008-06-23/news_D0000000945.shtml

²¹ IWG (International Working Group of Sovereign Wealth Fund) 认为：主权财富基金是由一般性的政府所有的、具有特殊目的的投资基金或投资安排。IMF 的定义是“主权政府为了宏观目的而创立的投资基金。主权财富基金为了金融目标，使用一系列投资策略（包括投资国外金融资产）来持有、管理、运营资产”。OECD 给出的定义是：为了达到国家目的，政府直接或间接拥有和管理的资产集合。SWF Institute 则认为 SWF 是政府所有的投资基金或者实体，资金来源于经常账户盈余、官方外汇储备操作、私有化的收入、政府的转移支付、财政盈余、和（或）资源出口带来的收入。不包括货币当局为了传统的国际收支或货币政策目的而持有的外汇储备资产，不包括传统意义上的国有企业，政府雇员养老金（由雇员/雇主捐赠筹资），或者为了个人利益而进行的资产管理。美国财政部给出的定义是：官方储备中，与财政部或者中央银行所

司（SAFEIC）、全国社保基金（NSSF）与中非发展基金（CADF）等。中投公司与这些主权财富基金之间毫无疑问存在竞争关系，而竞争的目标是为了获得更多的资金来源、争取各种优惠政策以及其他方面的支持。

以中投公司的主要竞争对手，外管局的下属公司华安投资为例，华安投资的投资宗旨和目标与中投有很多相似之处，两者之间存在竞争关系也很正常。据各类报道，华安投资对外投资的规模不断上升，并进行了多项大手笔的投资。从资产类别来看，华安投资投资于股权、私募股权、房地产和基础设施²²等多种资产，与中投的投资策略颇有类似之处。从分支机构来看，华安投资已经在新加坡、香港、伦敦与纽约建立了基金管理团队。更重要的是，华安投资在资金来源方面比中投公司更有优势，而且华安投资的信息公开程度比中投公司更低，因此面临的外部压力更小。类似的情况也发生在全国社保基金理事会、中非发展基金与中投公司之间，正如 Eaton 和张明（2010）指出的，中国的主权财富基金锦标赛可能不是官僚政治有意导致的结果，但中国的领导层似乎策略性地默许这样的锦标赛，因为这使得政府能够通过“胡萝卜加大棒”机制来有效地管理各国有投资工具。中投公司在面临诸多竞争对手的背景下想要获得更多的外汇储备，借以说服国务院的主要依据仍然是之前投资取得的投资回报率。反映在投资策略上，中投公司可能因此而更加注重中短期的投资回报率。

5、相对严峻的外部投资环境推动了中投公司投资策略的多元化

投资东道国对主权财富基金的态度是中投公司很难控制的外部因素。

一方面，在外部环境的压力下，中投公司的透明度和治理结构不断提升完善。在评价主权财富基金透明度的量化指标中，最著名的是主权财富基金研究所发布的 Linaburg-Maduell 透明度指数²³。在该指数 2014 年的排名中，中投公司的透明度在全球 48 个主权财富基金中排名第 23 位，指数值为 7，是中国主权财富基金中透明度最高者，中投在 2008 年的指数值仅为 2。

管理的外汇储备所独立的，来源外汇资产所形成的政府投资工具，以追求更高的回报率为目的，并投资于比传统储备更广泛的资产类别。

²² http://www.chinadaily.com.cn/china/2013-09/30/content_17003744.htm

²³ Linaburg-Maduell 透明度指数包括十大要素：①提供了创立原因、资金来源以及治理结构等历史信息。②提供最新的独立审计年度报告。③公布公司股权结构、持股的地域分布。④公布了所有资产组合的市场价值、回报率和薪酬制度。⑤公布了有关企业伦理准则、投资政策和实施策略的主要内容。⑥披露明确的投资战略和目标。⑦在合适情况下披露附属机构及联系方式。⑧在合适情况下公布外部管理者的信息。⑨有对外公开的网站。⑩公布主要的办公地址和电话、传真等通讯方式等信息。

表 1 中国 SWFs 透明度排名

SWF 名称	LMTI 指数	排名
中投	7	23
NSSF	5	31
SAFEIC	4	34
CADF	4	38

数据来源：SWF Institute。

中投公司透明度的提高，能够为其对外投资带来多重好处：首先，这有助于降低东道国对中投公司相关投资可能存在的敌意；其次，信息披露机制有助于评估并不断改进中投公司的投资目标、期限管理、风险管理等层面；再次，在中投公司的资产配置无法充分向公众公开的情况下，让公众知晓中投公司的部分相关情况，能够让市场保持信心，从而降低中投公司面临的外部压力。反过来，过分强调透明度可能也有一些负面影响，例如资料的过度公开可能导致市场中投公司相关投资的“追涨杀跌”、影响中投公司的决策速度，从而降低某些投资的成功率。此外，由于中投公司的确肩负国家战略，过度公开信息可能会影响核心经济利益。

另一方面，东道国认为中投公司投资可能带来“国家安全”问题²⁴，是中投公司应特别关注的投资风险之一。针对中投的“国家安全”指责可能对中投的投资策略有如下影响：

首先，中投公司可能更多地避开安全审查过于严格的国家，尤其是这些国家的敏感行业或敏感地区。发达国家并不希望肩负政治意图的主权财富基金的投资对本国的国家利益产生不利影响，例如挑战发达国家的技术先进地位、控制发达国家的战略性行业、侵害发达国家的军事和国防安全等。因此，发达国家的相关策略是尽量将主权财富基金投资中的政治因素分离出来。

其次，中投公司可能选择持有少数股权，或是不向被投资企业的董事会委派代表，借此向东道国传达自己是一个消极财务投资者的形象。在定义“国家安全”时，发达国家非常重视主权财富基金的投资是否对被投资企业形成控制权。因此，主权财富投资在获得大额股权的情形下尤其容易引发东道国的担忧。例如，美国

²⁴ 各国都没有明确给出“国家安全”的定义，仅给出了界定国家安全时的“考虑因素”。

外国投资委员会（CFIUS）审查“受管辖交易”²⁵对美国国家安全的影响时，为了判断对被投资企业是否形成控制权，CFIUS 依照投资对一个实体的“重要事项”的影响力而定²⁶。相对而言，中投公司在这一点上表现良好，通常将投资股权的比重控制在 10% 以下，也较少向被投资企业董事会委派代表，但这并不意味着各国的国家安全审查机构会因此降低对中投公司的关注程度。

最后值得一提的是，由于现有国际投资规则并没有为中投公司这样的主权财富基金提供充分的保障及申诉机制，因此中投公司在海外投资的过程中通常会尽量避免与东道国政府发生冲突。

四、进一步改善中投公司投资绩效的政策建议

我们认为，要进一步改善中投公司的投资绩效，需要在中国政府、相关管理部门与中投公司本身这三个层次上进行一系列调整。

1、中国政府的调整

首先，作为一个主权财富基金大国，中国政府应考虑在国际投资法律体系的变革中扮演更加积极的角色。与各国国内针对投资的“硬法”不同，目前针对 SWF 投资的国际法具有明显的“软法”²⁷性质，这体现在 OECD，WTO，IMF 多个机构的多项政策和举措中。主权财富基金在面对发达国家的“国家安全”指责时，没有可以申诉或协调的机构，这是当前国际投资法律的一大缺失。国际投资法律体系的演变方向对主权财富基金的未来至关重要，因此，中国政府政府应该在相关国际规则谈判中发出更大的声音，提出更多保护中国主权财富基金利益的条款。

其次，中国政府需要更加充分地协调不同机构在“走出去”战略中的作用。一个国家存在多个主权财富基金的情况并不少见（新加坡就是一个很典型的例子），但该国需要明确不同主权财富基金各自的定位。中国政府既然将中投公司定位为专注于国际市场的财务投资者，就应该明确区分中投公司与中央汇金在国内市场投资的关系，尽量避免中投公司进行国内战略性投资的情况。此外，中国政府还应削弱中投公司与政策性银行之间的“战略协调”关系，例如在与这些银

²⁵ 能使得外国人控制美国企业的任何交易，且此笔交易在 1988 年 8 月 23 号之后被提出或待定。

²⁶ 2008 年美国财政部《外国人合并、并购、接管条例：最终规定》。

²⁷ “软法”的含义是：没有法律约束力的、或者约束力较传统法律较弱的准法律工具。

行在海外投资合作时遵守市场规则、取消优惠贷款条件等。中国政府不应从机制上鼓励中投公司与中国其他国有企业在海外投资过程中进行合作，更不应该扮演中间协调人的角色。

再次，中国政府应进一步理顺外储管理体制，确定中投公司的独立法律地位和具体监管主体。建议在外储管理体系中引入财政部门，实行财政部和央行共同管理的体制。建议筹建一个由国务院牵头，国家发改委、财政部、央行和商务部等部门参与的外汇储备投资战略决策委员会。该委员会负责从国家战略的高度来制定外汇储备投资的战略目标，协调各种国有主权投资机构的分工合作，并定期听取汇报和进行检查。

第四，中国政府应明确针对中投公司的资金注入规则和提款规则。中投公司的资金来源仍应是在满足流动性与安全性需求后的超额外汇储备。建议中国政府建立透明化的中投公司资金注入规则与提款规则。例如，当中投公司完成相关部门的投资收益率与投资风险考核后，可定期向中投公司注入外汇储备。又如，可将中投公司的投资收益，定期注入国家社保基金。

2、管理部门的调整

其一，管理部门应进一步改善中投公司的治理结构，例如尽量减少对投资的干预、更多地在管理层中引入专业人士、延长管理层的在任时间、保证管理层的相对稳定性、减少政府官员在高层人员中的比重、建立与投资回报率紧密联系的市场化薪酬制度等。

其二，管理部门应制定更为合理的中投公司投资绩效评价体系。这个评价体系可以参考其他主权财富基金的投资回报率，例如基准货币最好是美元，具体资产类别可以参考国际金融市场重要指数等²⁸。管理部门应更加注重衡量中投的长期投资业绩（例如以 10 年平均回报率作为评价标准），而非过度关注短期投资回报率。

其三，管理部门应仅仅决定宏观资产配置战略与整体风险容忍水平，对具体投资项目的选择和风险控制则应该交给中投公司自行负责，以提高中投公司的市场化运作程度。

²⁸ 例如对股权资产的参考指标有 Morgan Stanley capital international all country, 对债券的参考指标有 Barclays capital global aggregate, 大宗商品指数可参考 S&P GSCI light energy, 对另类投资可以 G7 国家的通胀率加上一定百分比作为参考。

3、中投公司自身的调整

第一，中投公司应不断提高自身的透明度。例如，中投公司应该更加积极地参与到国际性机构（例如 IMF、OECD、WTO 等）有关资本流动和监管规则的制定过程中去，使得这些规则能够更加充分地反映中国主权财富基金的立场和利益。又如，中投公司可以选择性地公开部分投资项目的有关细节。再如，中投公司应加强与其他主权财富基金在各种不同平台上的合作。

第二，中投公司在进行海外投资仍应尽量淡化“国有”色彩，例如避免获得对相关企业的控制权、（有必要的话）避开发达国家的敏感产业和敏感技术，或选择与东道国富有经验的机构投资者进行合作投资等。

第三，中投公司应充分了解并遵守东道国的现有投资规则。这一方面需要招聘具有丰富海外投资经验的从业者，另一方面需要在投资中借力发达国家成熟的中介机构。在进行相关投资前，中投公司应进行详尽的尽职调查，与东道国媒体建立良好的合作关系，在合同中注重防范常见的风险。在完成相关投资后，中投公司应随时跟进企业的生产经营状况，了解其财务状况的变化，一旦发生投资纠纷时应及时诉诸法律或仲裁机构。

参考文献：

- [1] Aizenman and Glick, “Sovereign wealth funds: stylized facts about their determinants and governance”, 2008, NBER Working Paper No. 14562.
- [2] Brendan J. Reed, “Sovereign wealth funds: the new barbarians at the gate? An analysis of the legal and business implications of their ascendancy”, Virginia Law & Business Review, 2009, Vol 4, 97-138.
- [3] Das, et al, “Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some policy and operational considerations”, 2009, IMF Working Paper WP/09/179.
- [4] Friedrich Wu, et al., “China Investment Corporation’s Post-Crisis Investment Strategy”, World Economics, 2011, Vol.12 No.3
- [5] IMF, Global Financial Stability Report, 2012.
- [6] Ming Zhang and Fan He, “China’s sovereign wealth fund: weakness and challenges”, China and World Economy, 2009, 17:1, 102-03.
- [7] Park, D., and Gemma Esther B. Estrada, “Developing Asia’s sovereign wealth funds and outward foreign direct investment”, 2009, ADB working papers series, No. 169.
- [8] Sarah Eaton and Zhang Ming, “A principal-agent analysis of China’s sovereign wealth system: Byzantine by design”, Review of International Political Economy, 2010, 17:3, 481.
- [9] 叶楠：《挪威主权财富基金运作模式的争议与思考》，《世界经济与政治论坛》，2012

年 1 月。

[10] 叶楠：《探析亚洲主权财富基金发展的新趋势》，《亚太经济》，2012 年第 6 期。

[11] 张明：《面对指责，中投公司的策略》，《西部论丛》，2007 年 11 月。

[12] 张明：《论次贷危机对中国主权财富基金带来的机遇与挑战》，《国际经济评论》，2008 年第 5-6 期。

IIS 简介：国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博与刘洁。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。