

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: X2007144001

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

# 主权财富基金管理问题研究

A Study on the Issues of the SWFs' Management

周 长 利

指导教师姓名: 戴淑庚 教授

专业名称: 金 融 学

论文提交日期: 2011 年 10 月

论文答辩时间: 2011 年 11 月

学位授予日期: 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2011 年 10 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

## 内容摘要

近年来，在庞大的外汇储备压力下，成立主权财富基金成为众多国家或地区寻求积极管理外汇的一种重要方式。尤其是在美国次贷危机的影响尚未消除而欧洲部分国家主权债务危机又频发的时期，主权财富基金在国际金融领域的活跃表现更是引起了国际社会的广泛关注。面对当前国际经济中蕴含的机遇和风险，加强对主权财富基金管理的研究具有现实意义。

本文首先对主权财富基金的相关概念进行界定，同时引述相关理论对主权财富基金管理的相关问题进行解释。其次，系统地总结了主权财富基金的兴起原因、发展历程和现状，分析了它对国际经济的影响，简述国际监管规范的制定过程及其对主权财富基金的管理所提出的要求，并对我国主权财富基金所面临的问题进行研究。然后，在主权财富基金管理的国际经验借鉴方面，以挪威、俄罗斯和新加坡三个国家为例，从治理结构、投资策略、风险控制、信息披露等方面对主权财富基金的管理进行较为深入地探讨，指出各自的特色并总结出可借鉴的管理经验。最后，介绍我国主权财富基金的管理概况，并基于上述对主权财富基金管理的研究，从治理结构、投资策略及风险监控三个方面对我国主权财富基金的管理提出相应对策。

**关键词：**主权财富基金；管理；中投

## Abstract

Recently, with the heavy pressure of foreign exchange reserve, the establishment of the Sovereign Wealth Funds is the important manner to many countries' positive management of foreign exchange. The active performance of the SWFs in the field of international finance has aroused a greater concern of international societies especially during the period featured by high frequency in the number of outbreak of American sub-prime crisis and sovereign debt crisis of some European countries. It is meaningful to strengthen the study of the SWFs' management when facing the opportunities and risks in the international economy.

Initially, the thesis defines the relative concepts of the SWFs, and advances the relative theories to explain the issues of SWFs' management. Then, the thesis systematically analyzes the development of the SWFs and its influences on the international economy. The thesis also sums up the making process of international regulations and its requirements on the SWFs' management, and makes a research on the management of Chinese Sovereign Wealth Funds. Moreover, in terms of the international experiences of the SWFs' management, the thesis explores different modes of the SWFs by citing examples of Norway, Russia and Singapore, and summarizes their respective features from the angle of administration structure, investment strategy, risk control, information disclosure and so on. Finally, based on the above studies on the management of the SWFs, the thesis introduces the general situations of the managements of Chinese SWFs and puts forward some relative suggestion from the perspective of administration structure, investment strategy and risk control.

**Key words:** SWFs; Management; CIC

## 目 录

导论.....	1
第一节 选题的背景与意义.....	1
第二节 国内外研究现状评述.....	1
第三节 本文的结构和主要内容.....	4
第四节 本文的创新与不足.....	6
第一章 主权财富基金管理的理论基础.....	7
第一节 相关概念的界定.....	7
第二节 主权财富基金管理的相关理论.....	10
第二章 主权财富基金的发展及管理面临的问题.....	13
第一节 主权财富基金的发展及现状.....	13
第二节 主权财富基金对经济的影响.....	17
第三节 主权财富基金管理面临的问题分析.....	20
第三章 主权财富基金管理的国际经验.....	25
第一节 挪威主权财富基金的管理经验.....	25
第二节 俄罗斯主权财富基金的管理经验.....	29
第三节 新加坡主权财富基金的管理经验.....	32
第四节 主权财富基金管理国际经验借鉴.....	36
第四章 我国主权财富基金的管理.....	40
第一节 我国主权财富基金的管理概况.....	40
第二节 我国主权财富基金管理对策.....	43
结 束 语.....	47
参 考 文 献:.....	48
致 谢.....	53

## Table of Contents

<b>Introduction</b> .....	<b>1</b>
Section 1 Research Background and Meaning .....	1
Section 2 Comments on the Current Status of Internal and External Studies ..	1
Section 3 Study Frames and Main Contents .....	4
Section 4 Innovations and Limitations .....	6
<b>Chapter 1 Basic Theories of the SWFs' Management</b> .....	<b>7</b>
Section 1 Relative Definitions .....	7
Section 2 Relative Theories of the SWFs' Management .....	10
<b>Chapter 2 Problems of the SWFs' Development and Management</b> ..	<b>13</b>
Section 1 The SWFs' Development and Current Status .....	13
Section 2 The SWFs' Influences on Economy .....	17
Section 3 The Analyzes on the Problems of the SWFs' Management .....	20
<b>Chapter 3 International Experiences of the SWFs' Management</b> .....	<b>25</b>
Section 1 Experiences of Norwegian SWF s' Management .....	25
Section 2 Experiences of Russian SWFs' Management .....	29
Section 3 Experiences of Singaporean SWFs' Management .....	32
Section 4 References on the International Experiences of the SWFs' Management .....	36
<b>Chapter 4 The Management of Chinese SWFs</b> .....	<b>40</b>
Section 1 The General Situation of Chinese SWFs' Management .....	40
Section 2 Strategies of the Management of Chinese SWFs .....	43
<b>Conclusion</b> .....	<b>47</b>
<b>References</b> .....	<b>48</b>
<b>Acknowledgements</b> .....	<b>53</b>

## 图表目录

表 1-1 主权财富基金与其他机构比较结果 .....	8
图 2-1 主权财富基金的地区分布 .....	15
表 2-1 全球主要的主权财富基金情况 .....	16
图 2-2 中投全球组合分散投资中股权部分的地域分布 .....	23
图 3-1 1998-2010 年 GPF 外部托管资产组合及比重 .....	26
表 3-1 2009-2010 年 GPF 投资地域分布对比 .....	27
图 3-2 1998-2010 年 GPF 投资组合分类曲线 .....	27
表 3-2 2004~2007 年俄罗斯联邦稳定基金的相关指标对比 .....	30
表 3-3 淡马锡控股投资组合的地域分布 .....	33
表 3-4 淡马锡控股投资组合的行业分布 .....	34
表 3-5 GIC 投资组合资产分布 .....	34
表 3-6 GIC 投资组合的地区分布 .....	35
图 3-3 全球主权财富基金：投资策略、透明度和资金来源 .....	38
图 4-1 中投组织结构 .....	41
表 4-1 中投全球投资组合的资产分布 .....	42
图 4-2 中投全球组合分散投资中股权部分的行业分布 .....	42



## 导 论

### 第一节 选题的背景与意义

面对外汇储备规模大幅度地增加,许多国家的央行或储备管理机构在确保储备安全的情况下更加注重提高收益。他们将储备投资从传统的国债市场向更广泛的领域拓展,并透过建立基金或公司运作管理外汇储备以争取更大的收益。因此,各国主权财富基金纷纷建立并且发展迅猛。

在美国次贷危机影响尚未消除以及欧洲部分国家主权危机又频发的时期,主权财富基金在国际金融领域的活跃表现引起了国际社会的广泛关注。由于它具有庞大的规模、浓厚的政治背景和缺乏足够的透明度等典型特点,并且能够对世界经济产生巨大的影响,因此专家和学者们加强了对其发展、管理等相关专题的研究和探讨。近期,主权财富基金已成为各大国际机构、经济会议和论坛的重要议题。

2008年10月,国际货币基金组织主权财富基金国际工作小组公布了普遍接受的原则和做法(GAPP)即“圣地亚哥原则”,从治理结构、投资和风险控制等方面对主权财富基金的管理提出了要求。挪威、俄罗斯和新加坡主权财富基金成熟的管理经验,对我国主权财富基金(中国投资有限责任公司,以下简称“中投公司”)的治理结构、投资策略的制定以及风险监控等方面具有一定的启示和借鉴意义,有助于我国主权财富基金未来的发展。因此,加强对主权财富基金管理问题的研究具有理论价值和实践意义。

### 第二节 国内外研究现状评述

#### 一、国外相关文献回顾

对主权财富基金持有反对意见的观点有:Lawrence Summers(2007)认为外国主权财富基金将从地缘政治关系和市场有效性两方面动摇资本主义运营逻辑。即主权财富基金在成为所投资的东道国公司股东后并不完全追求盈利,而是有着政治和其他动机,由外国政府控制的主权财富基金将利用其自身的特殊地位危害

到东道国政府的主权。

持中性意见的观点有：Stephen Jen（2007）认为主权财富基金对投资领域具有明显的偏好，且越来越偏向于进行战略投资。高科技公司、外国银行以及资源性部门将成为主权财富基金的投资目标。耶鲁大学教授 Jeffrey Garten（2007）认为主权财富基金仅仅是全球金融“暗箱”的一部分，因此透明度不是主要问题，引起金融保护主义的根本原因是其政府背景。Johnson（2007）等人认为金融保护是灾难性退步，这将很快导致其他形式保护主义的泛滥，严重的金融保护意味着全球金融发展有可能回到金融封闭的状态中。

正面观点有：Knut N. Kjaer（2008）在养老金国际研讨会上，总结了挪威央行投资管理部（挪威主权财富基金的实际管理者）十年投资原则：在可接受的风险水平下实现最高的财务收益，所有的投资均在挪威以外；基金在任一企业的股权上限为 5%，且均为财务投资者；并提出主权财富基金需要一个支持专业化管理的公司治理结构，以保障基金的长期财务利益。Nuno Fernandes（2009）构建了托宾 Q 效应评价模型以及全球工业 Q 效应指数，运用多元回归分析的方法，研究了 2002-2007 年 58 个国家的主权财富基金所持有的 21426 项投资项目的数据，发现现存的主权财富基金并没有明显的政治目的，相反的只是追求长期投资增值，主权财富基金对所投资的公司也具有积极的稳定作用。Clay Lowery 也曾公开表示：“主权财富基金将会给那些被投资的国家带来收益，从美国的角度讲，我们毫不迟疑地支持对美投资，包括债券投资和直接投资，我们将致力于确保美国能成为世界上最具吸引力的投资场所。”

## 二、国内文献回顾

国内研究文献也从不同角度对主权财富基金管理的相关问题进行分析研究。在兴起原因方面，刘新英（2008）从主权财富基金成立的需求和供给两个方面进行分析，指出外汇顺差和要求国际话语权是主权财富基金发展的需求性原因，而美国贸易赤字以及国债收益率过低是主权财富基金发展的供给原因。宋玉华（2008）等从主观和客观两方面分析，认为全球主权财富基金兴起的主观原因是一些国家的经常账户长期盈余，外汇储备的积累超过了应急需要，政府希望通过设立主权财富基金以赚取高额的投资回报；而资源性商品价格的高涨和世界贸易失衡的加剧则是客观原因。谢平（2009）则认为能源价格的上涨是主权财富基金

规模迅速扩张的直接原因,而资源性诅咒理论却催生其膨胀,建立主权财富基金、投资海外是成本最低的避免落入资源诅咒怪圈的方法。

监管方面,以巴曙松(2009)为代表的一些学者认为主权财富基金是国际资本市场的重要参与者,由于其主权特性和对国际金融市场的重要影响,其监管事宜被提到议事日程上。主权财富基金监管是相关各方面博弈的结果,主要集中在两个核心问题:透明度和金融保护主义。李红(2009)等人则认为主权财富基金的治理机制应当实现从政治风险到财务风险的转向,相应的监管措施则应实现两个转变:监管主导者从东道国向母国的转变,在监管重心上从投资者身份向投资行为的转变。占云生(2008)等认为主权财富基金监管体系应包含公开市场和市场准入的相互性、保持行政干扰的必要限度和透明度。

治理结构方面,巴曙松(2007)分析了挪威和新加坡主权财富基金的多层次外汇储备管理特点,提出应确立专业化运作主体、建立严格的管理体系并对全球配置的外汇资产进行投资组合管理。张毅等(2008)重点分析了国外主权财富基金的做法,并归纳出三个特点:实行商业化的治理模式,建立有效的监督机制,确立明确的投资规则。宋纪宁、李生昭(2009)认为主权财富基金的成因和现状是由复杂的国际经济社会活动所决定的。在主权财富基金的影响力不断增强的时候,对其透明度、公司化、监管制度和社会投资责任管理的方式有了更高的要求。罗勇(2009)指出应根据多元化目标建立多元化结构的主权财富基金,以满足国家战略需求和商业保值增值需求,在基金的运作和管理方式上应该严格区分国家战略型基金和商业型基金,以确保商业目的基金的正常投资活动不受到接受国政府的干预。

在投资策略方面,彭建安(2008)指出持有大规模超额储备的国家应突破传统外汇储备理论的束缚和追求高收益,而主权财富基金是对外汇储备的更积极的管理,其投资更具有主动性和进取性。张明(2009)分析了CIC的不足,建议其明确定位,实施单一的投资策略,应加大专业人才在高管中的比重,并积极参与主权财富基金国际行为准则的制定。王应贵、甘当善(2010)以淡马锡控股的投资策略为切入点,探讨其区域投资和金融资产选择上的失误,从决策透明度原则出发讨论主权财富投资公司的社会责任心、公司治理及相关信息披露。

在风险控制方面,中国银行江苏分行课题组(2008)则通过分析世界上较为

成熟的主权财富基金管理模式以及中投公司与他们之间的差距，提出一些改进的策略，比如加强人才的培训和国际化交流，引入风险监控体系与评估机制，适当提高主权财富基金的透明度等。何小锋（2009）认为主权财富基金主要承担着市场风险、法律风险、操作风险、政策风险和国家风险，应有效地控制风险，在承担高风险和寻求高回报之间应取得最优平衡，这样不仅可以将风险确定在可承受的水平，也可以使投资组合潜在的回报达到最大化。

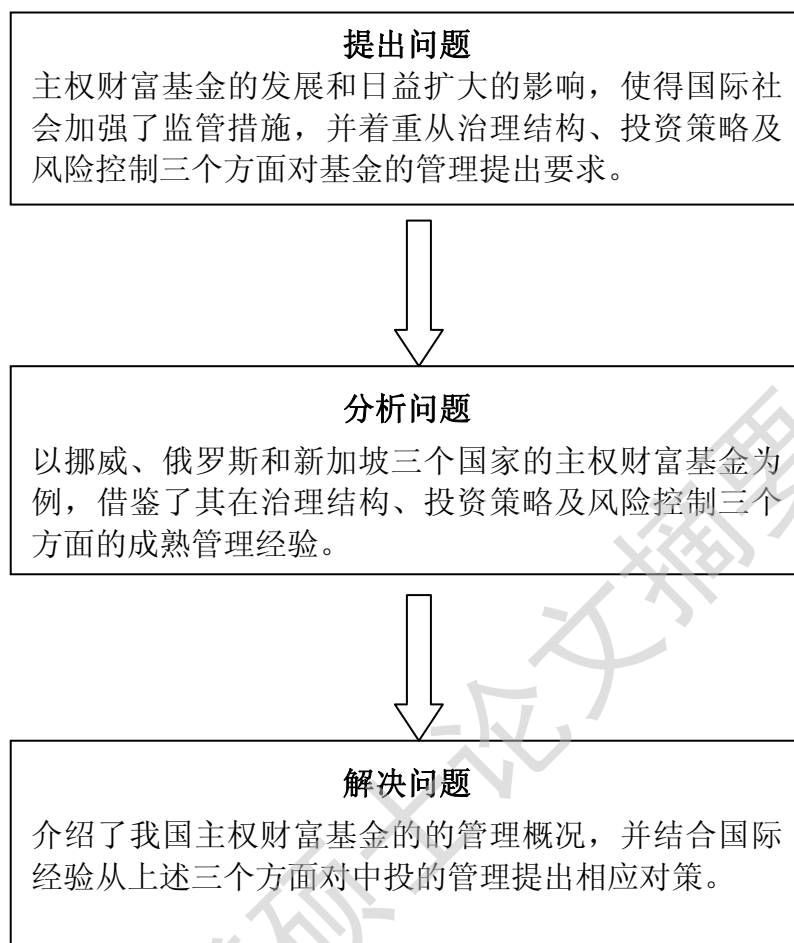
其他相关研究包括，朱颖等（2008）阐述了西方主要国家对主权财富基金的反应，即主权财富基金向遭受美国次贷危机的金融市场注入资金，帮助了西方国家克服经济困难，这虽使美国等西方国家喜不胜收，但同时他们却又指责主权财富基金带有政治意图，对本国的投资会威胁自身安全。宋玉华（2009）认为主权财富基金具有“国家资本主义”二重性投资的特点，即它在商业化运作驱动下偏好高风险高回报的投资目标，但在国家利益层面上，会倾向与配合国家经济发展战略的要求。

### 三、对国内外研究文献的评述

从研究现状看，尽管国内外对主权财富基金的研究几乎随着其在全球范围内的兴起而同时出现，并且很快成为理论界和实务界关注的热点，但国内外对主权财富基金的研究仍然侧重于概念介绍、性质研究、产生的时代背景、对全球资产价格及国际金融市场稳定的影响，以及中国投资有限责任公司的不足之处等方面。由于大部分主权财富基金的透明度较低，鲜少有学者对主权财富基金的管理进行系统性地分析，关于主权财富基金的投资策略、风险监控及其治理结构等方面的研究文献也较少。

## 第三节 本文的结构和主要内容

论文的研究思路见下图：



本文以金融学、经济学相关内容为理论基础，遵循从理论分析出发，注重实际应用，从抽象到具体，切实寻找理论与实际融合点的研究思路，采取案例分析法，阐述了四个典型主权财富基金的特点及其管理可取之处，用实际数据及图、表等对主权财富基金管理的相关问题进行分析。

本文一共分为四章：

第一章界定主权财富基金的相关定义、特征及类型，并引述了相关理论依据对主权财富基金的管理进行解释。

第二章总结了主权财富基金的兴起原因、发展历程及现状。在分析了主权财富基金对国际经济的影响后简述了国际监管协议的制定，对主权财富基金的管理提出要求，并对我国主权财富基金管理所面临的问题进行研究。

第三章以挪威、俄罗斯和新加坡三个国家的主权财富基金为例，分别从治理结构、投资策略、风险监控等方面对四个基金的管理进行研究，分析了它们各自的特色并指出中投公司可借鉴的成熟管理经验。

第四章介绍了我国主权财富基金的管理概况，从治理结构、投资策略及风险控制三方面对我国主权财富基金管理提出应对策略。

#### 第四节 本文的创新与不足

本文可能的创新点在于：从治理结构、投资策略和风险控制等方面分析国际监管规范对主权财富基金管理的要求；以官方可收集到的实际数据为佐证，研究了当前国际上三个典型代表：挪威、俄罗斯和新加坡的主权财富基金在治理结构、投资策略和风险监控等方面的措施，较为系统地总结了主权财富基金的管理经验；从东、西方文化差异的角度解释了中投公司管理结构的不同。

不足之处在于对国外研究文献和主权财富基金实际运行数据等资料的收集上存在着局限性。由于各国主权财富基金的投资操作大多采取隐蔽的方式进行，并不对外进行详细的信息披露，现今的多数资料都是投资银行、咨询公司等金融中介机构的预测和统计，因此，本文没有进行实证研究。

## 第一章 主权财富基金管理的理论基础

1953年，科威特投资委员会成立，这标志着主权财富基金踏上了国际金融的大舞台。目前，主权财富基金作为外汇保值增值、促进经济发展的有效工具，正在得到越来越多国家的认可。然而，国际社会对它的认知仍存在一定的误区，因此本文在此对其基本概念进行界定，并引述相关的理论依据对主权财富基金管理进行解释。

### 第一节 相关概念的界定

#### 一、定义

虽然主权财富基金已发展了近半个世纪，但国际社会对其定义尚未统一，对部分基金的定性仍存有一些疑议。主权财富基金这一术语最早由美国道富银行经济学家 adrew Rozanov (2005) 提出。

中国人民银行在《2007年国际金融市场报告》中认为，所谓主权财富 (Sovereign Wealth)，与私人财富相对应，是指一国政府通过特定税收与预算分配、可再生自然资源收入和国际收支盈余等方式积累形成的，由政府控制与支配的，通常以外币形式持有的公共财富。

IMF (2008) 在“圣地亚哥原则”中将主权财富基金定义为：是由中央或地方政府所有的、具有特殊目的的投资基金或机构。它是由政府为实现宏观经济目的而设立的，通常由国际收支盈余、官方外汇交易、私有化收益、财政盈余或商品出口收入等资产构成。其持有或管理资产以达成金融上的目标并采取一系列投资策略，包括投资外国金融资产，但并不包括例如由货币当局为传统的国际收支或货币政策目的而持有的外汇储备资产，即传统意义上的国有企业、政府雇员养老基金或为个人利益而管理的资产。

为了更清晰地对其定义有进一步认识，现将主权财富基金归纳为以下几个关键要素，如所有权、资金来源、政府角色、投资风格、目标及信息披露，并用表格将其与其他机构等进行对比 (表 1-1)。

表 1-1 主权财富基金与其他机构比较结果

	所有权	资金来源	政府角色	投资风格	投资目标	信息披露
主权财富基金	中央政府	经常账户盈余	控制，不参与管理	在既定的风险条件下，追求高收益	多元化，长期投资为主，以增值为主要目的	大部分基金的信息披露较少
国有企业	中央或地方政府	政府拨款、企业盈利	股东	多长期投资实业、持续经营	企业利润最大化	上市公司按规定披露信息
传统政府养老基金	养老金成员	成员缴纳	独立的机构运作管理	多元化，保守投资	保值或增值	披露程度高
对冲基金	基金公司或持有人	私募或公司资本金	监管者	高收益、高风险	对冲或套利组合	公募定期披露，私募不透明
货币当局	中央政府	外汇储备、财政盈余	管理者	较单一、多为外国国债	稳定币值、保值	央行按年度披露

资料来源：相关资料整理

## 二、特征

按照以上对主权财富基金的定义和比较结果，其应该具有以下五点特征：一是具有与生俱来的“主权”烙印，其多受政府拥有或非私人的投资银行金融机构所控制；二是二重性，主权财富基金是国家所有的投资机构，管理国家储备资产并参与海外市场投资，因此它既是国家利益的载体，同时也是独立的市场主体；三是资金来源特定、多为外币资产且无负债，其资产规模快速增长，影响力不断增强；四是风险较高，投资领域多元化，投资限制较少，追求长期性、战略性投资并寻求高额回报；五是出于国际市场或投资环境中的多种陷阱，出于本身利益的保护，其大多透明度较差。

随着中投公司的成立，中国主权财富基金开始走上国际舞台。与此同时，也出现了对中国主权财富基金误解的声音。比如，总部设在美国加利福尼亚州的主权财富基金研究所基于宽泛认定的原则，将中国投资有限责任公司、全国社保基金、中国外管局、中非发展基金统一归类为中国已有的四只主权财富基金。但是，依据前面论述的主权财富基金的定义及特征进行判断，除中投公司属于主权财富



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.

厦门大学博硕士学位论文摘要库