

专访政治经济学者刘宗媛：中国万亿主权基金，分别发挥著什么样的作用？

人们觉得海外资产布局数量大、范围广，体现中国的影响力，但地缘政治紧张时，也会暴露战略上的脆弱性。



2024年8月5日，中国北京，一名女士抱著孩子望住公牛的雕象。摄：Ng Han Guan/AP/达志影像

这一年来，中国股票市场低迷且动荡，近日沪指更失守2800点，再创阶段新低。外界关注，“国家队”是否出手增持股票，稳定金融市场。

随著财报公开，其中一家名为“中央汇金”的国有独资公司的操作浮出水面，尤其引人注目：在2023年第四季度，中央汇金斥资近50亿人民币，增持四大国有银行；在2024年上半年，中央汇金预计耗资2330亿人民币，购入四只宽基ETF（交易所指数基金）。一连串的出手，既显示国内市场动荡之剧烈，同时揭示政府有形之手遏制的力度。

根据政治经济学者刘宗媛的研究，“中央汇金”可以被归类为中国的主权财富基金，亦是中国政府最早成立的主权财富基金；在国内外的不同领域，中央汇金投资有限责任公司（中央汇金）、中国投资有限责任公司（中投公司），以及中国人民银行（中国的央行）管理的国家外汇管理局辖下的主权基金持有万亿美元资产，一方面稳定国内股市，推动金融改革，另一方面多元化配置国家外汇，投资全球的自然资源、战略行业，同时助力中国企业走出去，布局海外。

中国的主权财富基金，是一个金额庞大、影响力巨大却未必为人熟知的政策工具。究竟何为主权财富基金？中国政府为何建立主权财富基金？近年又有什么新动向、新挑战？就此，端传媒专访美国外交关系委员会研究员刘宗媛，她是约翰·霍普金斯大学的国际关系博士，去年6月在哈佛大学出版社出版《主权基金：中国共产党如何资助其全球野心》（Sovereign Funds: How the Communist Party of China Finances Its Global Ambitions）一书。在访问中，刘宗媛带我们“跟著钱走找政治”（follow the money, find the politics），探问国家级投资机构背后的历史脉络、政治动机与战略脆弱性。

Sovereign Funds: How the Communist Party of China Finances Its Global Ambitions

作者：Zongyuan Zoe Liu

出版社：Belknap Press

出版日期：2023年6月

Sovereign Funds



How the Communist Party of China
Finances Its Global Ambitions

ZONGYUAN ZOE LIU

钱从何来：中国老百姓的辛苦钱

端传媒：我们先从一个简单的问题开始：什么是主权基金？为什么主权基金这么重要，值得我们关注？











刘宗媛：目前学术界对主权基金的定义并不是那么清楚。在英文用的词是sovereign wealth fund（主权财富基金），最早在2000年代由Andrew Rozanov提出，但主权财富基金作为一个现象可以追溯到1950年代。

这里涉及概念界定的模糊性，但大致上学者没有争议的地方是，主权财富基金是一个国家或者政府所拥有的投资机构。目前资产规模大型的主权基金一般是产油国、能源资源出口国，比如说中东的沙特、阿联酋，还有挪威，这些基金的资金来源是资源输出。（注：大宗商品型的主权财富基金的资金来源于货币化的自然资源，充当国家的储蓄账户；它们的投资收益用作缓和商品价格波动的影响，并稳定国家财政预算。）

但中国是一个特例。从1994年开始，中国就变成一个石油进口国，随着中国经济的快速发展，21世纪之后中国对资源的需求增加，实际上是世界上很多资源的最大进口国。这就形成了一个疑问，为什么作为一个能源和资源的进口国，中国也能成立主权基金？

那回答第二个问题，主权基金的重要性有两方面的原因。一方面是主权的性质，在金融危机之后，不管是财政政策和货币政策，政府在国际经济和金融事务当中所发挥的作用越来越大，而主权基金在海外进行投资的过程中，会推进国家利益，为国家利益而服务。另外一点是，主权基金的的资产管理规模很大，以中国投资公司为例，在2023年管理的资产已经超过[1.35万亿美元](#)。也就是说，它一旦在国际市场操作，造成的影响很大。

全球十大主權基金

基金	國家	成立年份	總資產	單位：萬
挪威央行投資管理公司	 挪威	1997		
中國投資公司	 中國	2007		
中國華安投資 外管局子公司	 中國	1997		1.03
阿布扎比投資局	 阿聯酋	1967		0.83
科威特投資局	 科威特	1953		0.77
新加坡政府投資公司	 新加坡	1981		0.69
公共投資基金會	 沙烏地阿拉伯	1971		0.62
卡塔爾投資局	 卡塔爾	2005		0.43
淡馬錫控股	 新加坡	1974		0.30
穆巴達拉投資公司	 阿聯酋	1984		0.28

資料來源：Thinking Ahead Institute (2023)

端傳媒：那中国的主权基金是从什么时候开始建立？有什么特点？

刘宗媛：首先，中国主权基金成立的背景和很多资源能源相关的主权财富基金不太一样，它不是为了管理能源财富，也不是为了推行政府的地缘政治目标，在国际舞台发挥更大的作用。

中国政府第一次成立主权基金是2003年的汇金公司，主要的目标是解决国内银行体系的不良资产，当时四大行（中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行）长期积累不良资产，面临很严重的危机。所以中国第一次尝试成立主权财富基金，实际上解决一个国内所面临的困境，而并不像很多人所说的是在国际舞台上推行自己的地缘政治。

另外一方面，中国主权基金的钱不是来自资源能源财富，那钱从哪里来呢？实际上是外汇储备。那中国的外汇储备哪里来？那是来自中国老百姓辛辛苦苦进行生产，然后从国际市场上出口换来的外汇。

端傳媒：换句话说，是中国人、中国企业赚了外汇，放在中国人民银行那里，然后国家就把这些钱拿出来，用来救银行，做战略性投资，是这样的一个过程吗？

刘宗媛：是这个样子的。中国大陆一直有外汇管制，在改革开放初期，1979年就已经出台外汇管理的规定，对出口的结汇进行了详细的规定。

在1990年代人民银行改革之后，对于外汇如何管理也有详细的说明：外汇储备是由中国人民银行下属的外汇管理局进行管理，而外汇管理的目的是保持增值，在90年代一直强调如何更好更快地积累更多的外汇储备，尤其是在亚洲金融危机之后。

中国在早年并没有很多外汇储备，尤其是文革，在50年代至70年代这30年经济发展并不好，甚至还出现了负额的情况，所以一直在强调如何通过出口来增加外汇储备。

外汇储备相当于国家的财富，那外汇储备是如何来的呢？当然是通过这个出口换汇。在国际贸易中，目前为止最常用的结算手段还是美元，而中国大陆是一元货币体系而不是两元货币体系，就是说拿回来的美元在国内市场上不能用，要通过银行换到人民币才行。

这个换的过程就是把外汇换回人民币，然后外汇由中国人民银行来管。如果企业想要用外汇结算，需要到人民银行申请配额。



2023年7月12日，中国江苏，一名银行职员正在点算人民币。摄：Costfoto/NurPhoto via Getty Images

端传媒：一般投资者选基金，会看基金经理的背景，那么管理中国主权基金的人是谁？他们是中国干部体制里的哪一类官员？有什么特别的知识背景和职业经历吗？

刘宗媛：刚成立的时候，尤其是中投公司和外管局基金，大背景是更好更多元化地管理外汇，这种情况下基金的管理者有很高的业务素质。有很多人都是有华尔街从业经验，像高西庆（注：前中投公司副董事长、总经理兼首席投资官，1986年获美国杜克大学法学博士学位，其后在华尔街从事律师工作）、朱长虹（注：前国家外汇管理局储备管理司首席投资长，2010年从全球最大的债券基金太平洋投资管理公司PIMCO 辞职，加入外汇管理局）这些人，他们都有国际金融的经验。

但成立之初，这样背景的人实际上是稀缺资源，毕竟刚成立时要管理大概2000亿美元。中投公司早期只有很少人，但过去这些年队伍不断壮大，然后他们招聘的人员很多都是一方面是有留学经验，另外一方面在外国投资机构有相当的工作经验。

最近可能有一定的变化，中投公司最新一任的领导彭纯，他的经验来自于国内四大行的管理经验，而不是海外的投资经验。

投资目标：金融稳定、走出去、战略行业

端传媒：中国的主权基金一开始是没有地缘政治的目标，但后来发展下去，是不是要实现越来越多的政策目标？

刘宗媛：我觉得你说的对。一开始主权财富基金是临危受命，汇金公司成立于国家有金融风险的时候，整个国内银行的改组、四大行上市的过程特别成功。后来又兼顾了改组国内券商、保险公司，这个经验实际上很成功。

另外，随著中国加入WTO，出口迅速增长，外汇储备迅速增长，在21世纪前五年左右，国内的学者甚至是决策制定者出现一个辩论：是不是应该用另外的、积极的方法管理外汇储备，而不是把外汇储备被动地净投入到比较安全的、低风险的、投资收益率不高的美国政府债券。

在这个情况下，正好在金融危机爆发前，2007年中投公司成立了。同样地，中投公司最早也不是为了推行地缘政治的利益，实现地缘政治的目标，更多的是为了更好地管理国家的外汇储备。



2024年8月5日，中国北京，骑自行车的人们在等待过马路。摄：Ng Han Guan/AP/达志影像

在中投公司成立了之后，对于如何管理外汇储备实际上是一个问题。既然对外汇管理进行多元化的投资，追求更高的回报，那所谓的“高回报”要怎么来衡量？仅仅是从金融投资的数值而言，还是从更广义的宏观经济发展、宏观经济的稳定，甚至是为中国经济的长期稳定发展来做保障呢？

如果是后者的话，那就需要在海外投资布局的时候进行战略布局，就涉及帮助政府的宏观政策，比如说“走出去”。这里包括帮助国有企业进行海外并购（mergers and acquisitions），帮助他们在海外购买战略资源、能源、矿产业等。

当外汇储备在国际市场上的布局需要为国民经济发展服务，甚至是为国民经济的长期发展，就带有越来越多的战略性质。那所谓的地缘政治，帮助中国政府实现更多的地缘政治的目标，这在2013年中国政府提出“一带一路”的发展政策之后，可能更明显一些。因为提出了“一带一路”之后，不光是中国投资公司，外管局旗下的一些投资公司也进行了相关的布局，政府还专门成立了为“一带一路”服务的机构，叫丝路基金。

这个过程当中，中投公司也成立了对外进行直接投资的中投海外，主要的目的是进行海外直接投资的项目。当时中国投资公司有高管说，要成立专门为一带一路服务的“一带一路投资合作基金”，所以为一带一路服务的投入越来越多。

另外近几年，尤其是2013年之后，主权财富基金在推动双边关系也起到一定的作用，像中国和俄罗斯成立了中俄投资基金、中俄人民币投资基金、中俄联合科技创新基金等。

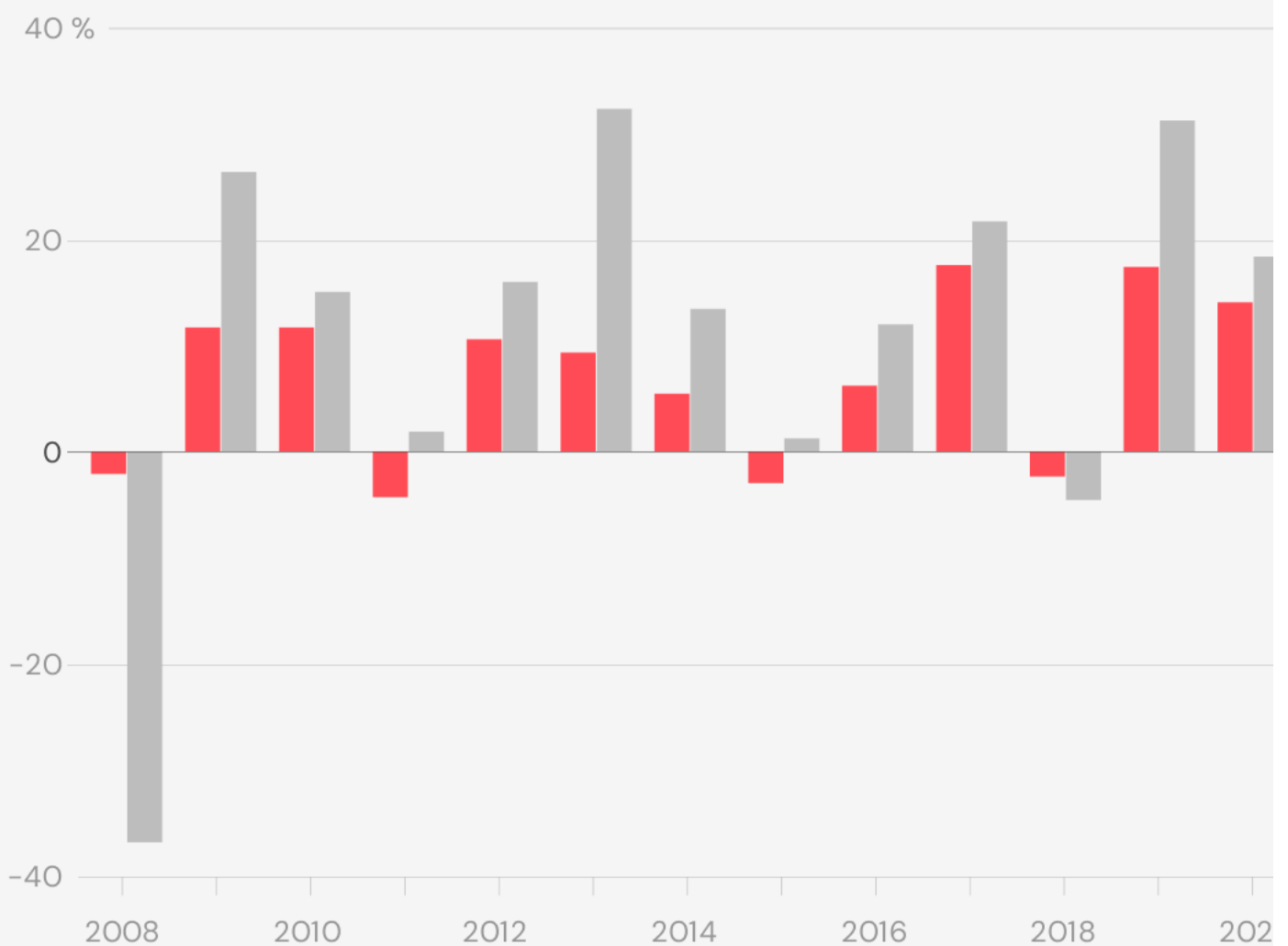
端传媒：中国主权财富基金已经发展了一段时间，你如何评估这些主权财富基金的成效？他们投的聪明吗？

刘宗媛：我觉得不能够只以一般的数字投资收益回报来看，不能仅仅把他们的投资收益和市场中 Vanguard S&P 500 ETF 这些指数进行简单比较。

因为不管是中国的主权财富基金，还是像挪威主权财富基金这种公认管理比较好的主权财富基金，哪怕把所有的主权财富基金跟市场指数比较，主权财富基金很可能存在underperform（表现平平）的情况。

中投公司境外投資收益率 與標普 500 指數的比較

● 中投 ● 標普 500



資料來源：劉宗媛、中投公司年報、Yahoo財經

端傳媒 Init

我觉得这很好理解，因为主权财富基金一方面有社会责任，另外一方面有政府倾向的因素，比方说不投所谓的罪恶行业，像挪威主权基金不投烟草、煤炭这些罪恶行业。也就是说，主权基金是主动不投某些有收益的行业。

我觉得可以用类似的逻辑来理解中国的主权财富基金。因为中国主权财富基金可能考虑为中国企业“走出去”服务，要帮助中国企业在海外的并购，或者是（投资）矿产，甚至投资有潜力的初创企业，这种情况下都是高风险的，所以我们不能仅仅看它的财务回报。

但如果从整体宏观来看，它有没有这种成功的例子呢？有呀，比如阿里巴巴和滴滴出行，他们在成长很关键的时候都收到中国主权财富基金的投资。另外主权基金也为中国的战略行业发展做出很大的贡献，比方说中国的半导体行业投资基金，最早的时候也都由中国主权财富基金注资成立的。所以我觉得对它的评价，要综合来看。

端传媒：无论是“走出去”的战略，还是中国对外投射影响力，中国有不同的行动者，比如说国企、政策性银行（如国家开发银行、中国进出口银行）和主权财富基金，它们的互动是怎么样子的？

刘宗媛：这是一个很好的问题。中国的政策型银行之所以有今天的成就，之所以影响这么大，我觉得是因为政策型银行在改组的过程中是收到汇金公司的注资。外管局一方面成立了丝路基金，另一方面也成立专门的投资机构，对改组中国进出口银行的做出了很大的贡献。也就是说，中国的主权财富基金对政策型银行起到注资的作用，帮助它们充实资产负债表的资产端。

无论是中国进出口银行也好，或是中国发展银行也好，这些政策性银行在一带一路推广的过程起到很大的作用，是直接地起到了很大的作用，尤其是进行放债。

对于主权财富基金而言，一般情况下它们投资的主要对象并不是发展中国家，而是发达国家市场。除了金融、房地产和公开股票市场，还有一部分是以股权投资的方式投到了初创企业，或者是大公司。所以它们的资产布局还是有很大的不同。

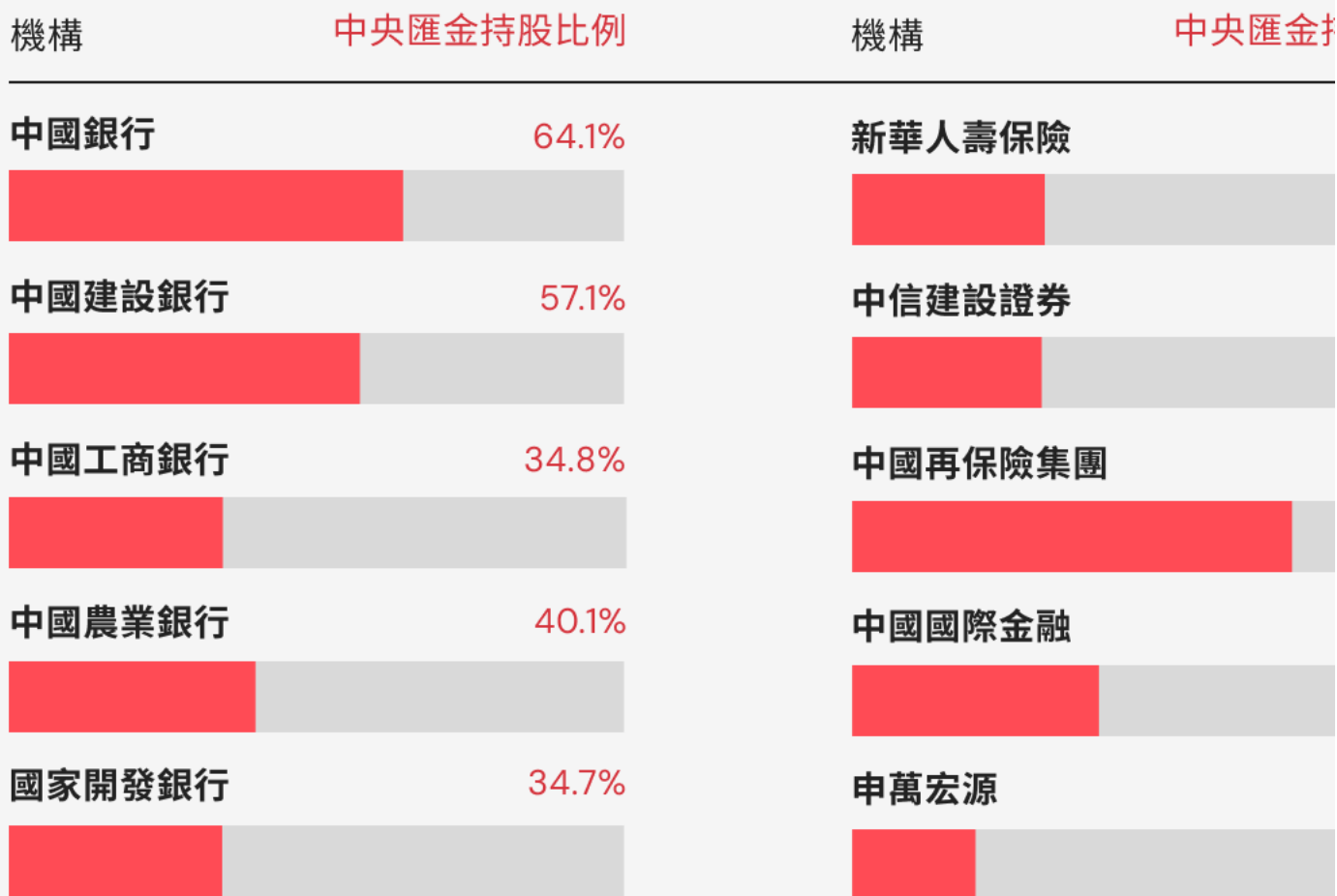
端传媒：现在中国经济面对多重的内外挑战，中国主权财富基金有新的发展、新的角色吗？在现在的经济困境下还可发挥什么作用？

刘宗媛：汇金公司成立的背景就是临危受命，成立于银行系统面临不良贷款危机，后来在2015年之后，也是近几年中国的中小银行出现问题，实际上汇金公司再次扮演了相同的角色，就是帮助中小银行进行改造。

最近这段时间，中小银行可能面临的问题越来越多，再加上国家可能也会鼓励中小银行进行合并，所以我觉得汇金公司发挥的作用可能会更大。


中央匯金公司 在中國大陸金融機構的持股

代表國家對國有重點金融企業行使出資人權利和履行出資人義務，實現融資產保值增值。



註：數據截止 2023 年 12 月 31 日

資料來源：中央匯金 2023 年年報

 端傳媒 Init

另外就是股市，疫情开始股市出现动荡，大家就在说中国政府成立“国家队”来挽救股市，实际上这并不是第一次。无论是汇金公司也好，还是外管局专门对国内投资的梧桐树投资，实际上都是专门对国内进行投资的机构投资者，他们对于维护政策市场的稳定起到了很大的作用，就是所谓的“国家队”。

端传媒：那你有留意到今年年初以来，中央汇金或者梧桐树基金，有发挥类似“平准基金”的作用？

刘宗媛：有的，最近一次股灾、股票大动荡的时候，实际上汇金公司起到很大的作用。一般情况下，他们通过证券市场购买上市国企股票，除此之外也会购买一部分重点的新兴企业，比方说比亚迪。



2024年7月30日，中国北京，人们站在商业中心的LED显示器前。摄：Vincent Thian/AP/达志影像

战略脆弱：俄罗斯经验与人民币国际化

端传媒：在书中你提到，近年中国主权财富基金在西方投资面对很大的阻力，你觉得中国有没有办法克服这些困难？

刘宗媛：在目前这种地缘政治情况下，我觉得不太可能。对于中国的投资，尤其是投资欧美市场实际上已经受到了很大的冲击。

像中投公司成立了对海外直接投资的子公司，在2022年的时候已经受到投资审查（investment screening），项目没有办法做，所以作为子公司就相当于解散了。

一方面中国的所谓战略性投资，如高科技企业，西方发达国家会存在很大的顾虑。另一方面经济政策和投资政策都在“泛安全化”，对投资带来的国家安全有顾虑，所以这种情况下直接投资不太行。

但是通过成立合作基金（joint venture）投资，这也许是另辟一条路。比方说中投公司和高盛集团成立的基金（中美产业合作基金）就有成功的案例，但是我觉得阻力还是挺大的。

端传媒：我们知道，这些主权财富基金是在美国主导的国际金融秩序下操作，那中国的主权基金是在延续美元霸权，还是在美元霸权下抗衡美元霸权呢？

刘宗媛：现在的国际资产布局，尤其是国际金融市场、西方发达国家市场，很多都是美元资产，比方说公开股票或者美国初创公司的投资。但是在俄乌战争之后，西方国家冻结俄罗斯在欧洲的资产，对中国来说是一个提醒。

在很长时间，人们觉得海外资产布局数量大、范围广，是体现了中国的影响，但从另外一方面来讲，在地缘政治紧张的情况下，这也会成为一种战略的脆弱性。已经出现的情况是，加拿大要求中国投资者主动放弃在加拿大的矿产投资，存在强制撤资（forced divestment）的情况。当然强制撤资要比冻结要好很多。

我觉得不是霸权延续与否的问题，我觉得你的说法很有意思，我的想法是国际市场既然这么大，那主权财富基金想要为中国的利益进服务，自然而然要在现有的体系和规则下进行资产配置。

只是随著地缘政治的风险增加，出现了这样一个问题。那么如何应对这样一个问题，国内有人说要减少中国被制裁的风险，推动人民币的在国际贸易和投资当中的作用；在海外资产布局的过程当中，要把抗风险作为首要的考虑。另外一方面，是投资海外还是把钱用作支持国内的企业，这也是一个需要好好斟酌的事情。



2023年10月1日，中国北京，天安门广场举行升旗仪式。摄：Andrea Verdelli/Bloomberg via Getty Images

所以我觉得在海外资产进行的配置，一方面是要遵守规则（play by the rules），进行资产布局分散化，获得更多的收益，另外一方面是为国家的经济长期稳定发展进行战略投资。但是随着地缘政治风险越来越大，也不得不考虑被冻结的风险。

端传媒：主权基金服务于一带一路，这里面也有人民币国际化这个政策目标，那现在人民币的国际化、去美元化的情况是怎么样？

刘宗媛：很多人都说人民币国际化在加入SDR（special Drawing Right Basket，特殊提款权）之后止步不前，我认为不是这样子的。现在人民币国际化更多的是在一带一路的大框架之下，一方面是贸易，另一方面是投资。

在中美贸易战之前，人民币国际化更多的是降低中国外贸的交易成本，但随着地缘政治风险的因素增加，就不光是交易成本的问题。推行人民币更广泛的使用，建立人民币跨境交易和清算体系CIPS（Cross-Border Inter-Bank Payments System），在一定的情况下也是为了降低地缘政治的风险。

去美元化和挑战美元霸权并不是中国决策者的最终目的，中国决策者到现在为止都没有明确说要挑战美元的霸权地位，甚至用人民币取代美元地位，更多的是为了规避风险。

端传媒：因为中国也有很多美元资产。

刘宗媛：对的，美元资产和美元债券。

端传媒：读这本书的时候，我发现“香港”会意想不到地出现，比如说中投公司早期入股私募基金巨头黑石，关键的人物是香港前财政司司长梁锦松（注：梁2007年曾任黑石集团大中华区主席）；然后中投或是外管局下面的基金公司也会在香港设立分公司或者办公室。香港作为中国的离岸国际金融中心，它在服务中国的主权基金上扮演了什么角色？这个角色未来还会怎样发展下去？

刘宗媛：举个简单的例子，外管局在香港实际上是有办公室，一方面进行海外布局，因为香港是一个很重要的市场、很重要的国际金融中心，另外一方面通过在香港的运作，长远来说对推行人民币在国际金融的使用起到很大的作用，尤其是人民币的熊猫债券、点心债券（注：境外机构或企业，在中国内地以人民币发行的债券统称为“熊猫债”；“点心债”则是在香港发行、以人民币计价的离岸人民币债券）。通过香港，能推行人民币债券，以及把人民币推行成可投资的资产——只有大家愿意购买人民币资产，才能对人民币的国际化起到直接的推动作用。

我觉得自从改革开放以来，香港对于中国大陆经济的发展实际上是起了很大的作用，包括中国大陆获得海外投资方面，很多人以为外商直接投资（Foreign Direct Investment）都是从外国人来，实际上有很多港商对大陆进行投资，而且很多外国的资本也是通过香港来进入中国大陆。

2023年5月9日，香港，人们在观看维多利亚港的风景。摄：Tyrone Siu/Reuters/达志影像

香港本身有很完善的法律体系、仲裁体系、金融监管体系，只是随着政策摇摆、不确定性的增加，现在海外投资者、外国公司想要进大陆投资存在观望的态度，大家不知道政策的走向是不是仍以经济发展为中心。这在一定程度上给香港造成了一定的影响，但这并不是说香港本身的制度体系是有问题的。

另外一方面，疫情之后大家都在强调供应链的韧性。以前讲效率，现在强调韧性，所以自然而然考虑到降低对中国的过度依赖，所以我觉得这是大环境。但是就香港本身而言，对于中国的发展是有很大的作用，包括中国大陆的公司要在香港上市，实际上也是出海的第一步。

端传媒：现在西方国家对主权财富基金的认识是怎么样？即将到来的美国大选，你觉得新一任的美国政府会对中国主权财富基金采取怎样的态度？

刘宗媛：现在这个大环境，不管是民主党还是共和党上台，对华盛顿来说短时间不会有很大幅度的缓和，加大投资审查的趋势是一定的。这涉及到的不光是主权财富基金的问题，很有可能在泛安全化的影响下要更多的审查，对投资美国企业的资金来源的披露程度要求可能要更大。因为它的目的是为了降低国家安全风险，所以不光是主权财富基金的问题，但凡是涉华企业可能都会有一定的影响。

端传媒：你的书中提到西方国家构想成立自己的主权基金，你觉得西方国家会考虑这个政策工具吗？

刘宗媛：我觉得现在已经在考虑。欧盟已经说要成立一个自己的主权基金，荷兰也有。实际上美国有一个汇率稳定基金（Exchange Stabilization Fund），另外还有一个美国国际开发金融公司（Development Finance Corporation）是通过国会拨款的。我觉得类似的这种政策工具会有的，也已经有了。

[#金融#地缘政治#中国经济](#)

本刊载内容版权为端传媒或相关单位所有，未经[端传媒编辑部](#)授权，请勿转载或复制，否则即为侵权。