

## 探析俄罗斯主权财富基金的发展

叶 楠

**【内容提要】** 石油大国俄罗斯为避免油价波动对经济造成的影响,于 2004 年建立了石油稳定基金,标志着俄开始对国家财富进行战略管理。此后,俄主权财富基金经历了两次重大转变,首先在 2008 年将石油稳定基金一分为二,拆分为储备基金和国家福利基金;但由于上述基金投资收益不理想,2010 年俄成立直接投资基金,开启新的时代。本文着重研究俄主权财富基金的发展历程和运作模式,以期为中国主权财富基金的发展提供借鉴。

**【关键词】** 主权财富基金 俄罗斯 运作模式

**【基金项目】** 2012 年教育部人文社会科学青年项目《全球经济困局下我国主权财富基金的投资战略研究》(项目批准号:12YJC790238)。

**【作者简介】** 叶楠,湖北经济学院金融学院讲师,湖北金融发展与金融安全研究中心研究员,挪威 NHH 公派访问学者,经济学博士。

中国和俄罗斯有许多相似之处,均拥有广袤的国土、丰富的资源,也同样面临人口老龄化、物价飞涨和巨额外汇储备保值、增值的严峻挑战。中国和俄罗斯分别在 2007 年和 2004 年建立了主权财富基金(Sovereign Wealth Fund, SWF),尽管均以庞大的规模进入全球主权财富基金前 10 位<sup>①</sup>,但两国主权财富基金存在较大差异,不仅在于两者的资金来源不同,前者为贸易美元,后者为石油美元;更重要的是运作模式大为不同,如资产配置基准、风险收益权衡等。本文基于对俄主权财富基金发展历程的分析,着重研究其运作模式的独特之处,以期为中国主权财富基金的发展提供借鉴。

---

<sup>①</sup> 本文提及的中国主权财富基金特指狭义定义下的中国投资有限责任公司(CIC)。根据主权财富基金研究所(SWF Institute)的统计,截至 2012 年 7 月,中国投资有限责任公司以 4 820 亿美元居第 5 位,俄罗斯国家福利基金(NWF)以 1 497 亿美元居第 10 位。

## 一 俄主权财富基金的产生背景

国际石油价格飙升为俄罗斯创造了超过万亿美元的财富,但石油产业的繁荣也为俄经济埋下隐患,导致“俄罗斯病(Russian Disease)”<sup>①</sup>,即俄罗斯受石油价格变动摆布的资源依赖型经济,是一种“石油诅咒”综合征,致使俄经济状况与原油价格高度相关。不同于“荷兰病”的“俄罗斯病”<sup>②</sup>既在21世纪初石油价格高涨时为俄罗斯带来了“增长与革新的10年”,也带来了石油价格疲软致使经济下滑的局面。2008年下半年,国际原油价格大跌,俄罗斯经济增长率由2008年的5.6%骤降至2009年的-7.9%。

此外,正如田春生2008年撰文所说,普京执政至今,俄罗斯实行的是一种“国家资本主义”的经济发展路径,即由国家力量主导、掌握和控制的一种经济形态,当代“国家资本主义”的一个重要变化是国有资本的垄断形态逐渐变为对非国有经济和私人企业采取国家控股或者国有控股的方式,而非国家直接控制和管理企业,俄主权财富基金的设立及运作正是俄罗斯“国家资本主义”的重要表现。

## 二 俄主权财富基金的发展历程

普京在其总统第一任期就将如何管理高额的石油收入作为国家重要决策。2004年,俄罗斯效仿外汇充盈的国家建立了主权财富基金,建立后并非一成不变,而是不断调整、敢于变革。根据标志性事件,本文将其发展历程划分为建立、过渡、拆分和新建四个阶段(见表1)。

2011年11月,俄罗斯财政部顺应危机形势调整投资组合,规定储备基金和国家福利基金不再购买西班牙、爱尔兰和意大利等国的资产,旨在降低基

---

① [日]久保庭真彰、李婷、阎德学:《俄罗斯经济的转折点与“俄罗斯病”》,《俄罗斯研究》2012年第2期。

② 久保庭真彰在2012年撰文认为,俄罗斯正被“石油魔咒”全面包围。“俄罗斯病”与“荷兰病”不同,不仅有负面影响(罪),还有正面影响(功)。原因是,俄罗斯虽然也经历了石油价格高涨→实际汇率升值→进口扩大的路径,却没有出现GDP增长率递减和制造业增长低迷的情况。进口扩大与GDP高增长同时出现。制造业的增长是在油价上涨之后才出现的。之所以没有看到GDP增长率递减以及制造业的衰退,是因为俄罗斯的国内市场大于荷兰,而且制造业发展缓慢。

表 1 俄罗斯主权财富基金的发展历程简述

阶段	标志性事件
第一阶段: 建立	2003 年 12 月 23 日,俄罗斯颁布专门的《俄罗斯联邦稳定基金法》,同时将该法作为第 13.1 章并入《俄罗斯预算法典》。
	2004 年 1 月 1 日,俄罗斯建立石油稳定基金(Oil Stabilization Fund, OSF),标志着俄开始对国家财富进行战略管理,该基金的资金来源于三个方面,即出口关税、使用费(石油)和财政预算余额。
	2006 年 4 月 21 日,俄罗斯颁布第 229 号《俄罗斯联邦稳定基金管理程序》政府令,提出石油稳定基金的管理模式,即俄罗斯财政部作为基金管理人,财政部与中央银行签订合同,联邦国库在中央银行开设专门账户,由中央银行对基金进行运作,中央银行按合同规定对所使用基金支付利息。石油稳定基金向联邦政府提交季度报告和年度报告,季度报告要反映每年 4 月 1 日、7 月 1 日和 10 月 1 日石油稳定基金在中央银行账户上的币种分配、中央银行对其账户上石油稳定基金赔偿结算利息、中央银行使用稳定基金的收益额、用石油稳定基金购买的外国债券名称和收益等信息。年度报告要反映以上要求的全年总体情况。
	2006 年 7 月 24 日,石油稳定基金开始第一笔对外投资。
第二阶段: 过渡	2007 年 12 月 29 日,俄罗斯政府颁布第 995 号《储备基金管理程序》政府令后,又在 2008 年 1 月 19 日颁布第 1 号《国家福利基金管理程序》政府令,第 229 号政府令自动作废。
第三阶段: 拆分	自 2008 年 2 月起石油稳定基金一分为二,拆分为储备基金(Reserve Fund, RF)和国家福利基金(National Wealth Fund, NWF),储备基金占 80%,资金规模为 3.069 万亿卢布,用于补贴财政开支不足和偿还国家外债;国家福利基金占 20%,资金规模为 7 830 亿卢布,主要用于补贴养老金。
第四阶段: 新建	2010 年 6 月 1 日,俄罗斯成立直接投资基金(The Russian Direct Investment Fund, RDIF),直接投资基金是俄罗斯对外经济银行(即俄罗斯国家开发银行 Vnesheconombank, VEB)的全资子公司。

资料来源:笔者根据相关资料整理。

金管理过程中的风险,但仍会购买英国、荷兰、奥地利、比利时、芬兰和法国的资产。俄罗斯财政部公布的数据显示,截至 2012 年 7 月 1 日,储备基金和国家福利基金均实现小幅增长:储备基金余额为 1.985 万亿卢布(约合 605 亿美元),比上月增长约 1.6%;国家福利基金余额为 2.81 万亿卢布(约合 854.8 亿美元),比上月增长约 1.3%。2012 年 6 月底普京表示,将成立俄罗

斯金融署,负责主权财富基金和国家债务管理,并考虑将国家福利基金的部分资金用于基础设施和其他优先项目的投资。2012年8月,俄第一副总理舒瓦洛夫在亚太经合组织论坛新闻发布会上表示,俄罗斯主权财富基金的收入可用于远东发展基金<sup>①</sup>。

由于储备基金和国家福利基金的收益低迷,2010年4月,俄时任总理普京对养老基金的使用和管理模式提出批评,并委托俄政府相关部门研究扩大养老金使用的渠道。2010年6月1日,俄罗斯成立直接投资基金,成为俄主权财富基金重大变革的契机。直接投资基金已有的运作包括:2012年与中国共同设立的中俄投资基金(规模为20亿~40亿美元);收购俄罗斯电力公司(OJSC Enel OGC-5);牵头一家国际私募投资财团,其中包括一家中东机构、一支专门投资能源领域的私人股权基金和麦格理基础设施基金(a Macquarie infrastructure fund)等。

### 三 俄主权财富基金的运行模式分析

俄主权财富基金的运作模式顺应现实不断调整,有较为清晰的时间分界。建立之初,俄主权财富基金的投资十分稳健,大部分资金集中在低风险的国际债券,收益的使用也偏向于维持国内收支和财政的稳定;拆分初期,投资领域稍有拓展但改变不大;当前为变革期,原来的两支基金限制减少,直接投资基金关注赢利,未来更可能成为国际金融市场上积极的投资者。

#### (一) 拆分前:稳健投资为主,收益用途广泛

俄罗斯石油稳定基金的设立是为了缓冲石油价格波动对俄经济造成的影响。2005年以前,稳定基金完全以卢布的形式存于银行;从2005年起,财政部开始用卢布购买外汇或外国国债,投资对象仅限于信用良好的外国国债或转成外汇存入外国银行。

稳定基金所得收益大部分留在账户上,部分用于偿还国际债务和弥补养老金缺口,表2显示了俄稳定基金的使用状况。

2005年,稳定基金用于偿还外债的6431亿卢布包括提前偿还国际货币基金组织和巴黎俱乐部外债935亿卢布和4301亿卢布,以及俄罗斯国家开发银行1238亿卢布的债务;300亿卢布用于填补养老金缺口。2006年和

<sup>①</sup> 《俄拟将国家主权财富基金收入投向远东发展基金》, <http://news.hexun.com/2012-08-29/145245868.html?from=rss>

表 2 2004 ~ 2007 年俄罗斯联邦政府稳定基金动态资产状况

(单位:万亿卢布)

年份	收入使用状况							年底 余额
	总额	出口 关税	使用费 (石油)	财政预算 余额	偿还外债	为发展机 构的融资	填补俄罗斯联邦政 府养老金缺口	
2004	0.522 3	0.240 8	0.175 5	0.106 0	—	—	—	0.522 3
2005	1.387 8	0.663 4	0.507 3	0.217 1	0.643 1	—	0.030 0	1.237 0
2006	1.708 6	0.991 2	0.646 7	0.047 8	0.604 7	—	—	2.346 9
2007	1.895 9	0.918 9	0.674 7	0.156 7	0.033 7	0.300 0	—	3.849 1
总额	5.514 6	2.814 8	2.004 1	0.527 6	1.281 5	0.300 0	0.0300	

资料来源: Sergey Drobyshesky, Russian Sovereign Wealth Funds, Sovereign Wealth Funds: New challenges for the Caspian countries, Revenue Watch Institute, Baku - 2011, p. 131.

2007 年用于偿还外债的资金分别为 6 047 亿卢布和 337 亿卢布。2007 年收益中有 3 000 亿卢布为发展机构融资, 包括 300 亿卢布投入俄罗斯纳米技术集团 (Rusnano)、1 800 亿卢布用于俄罗斯国家开发银行和 900 亿卢布用于投资基金 (Investment Fund)<sup>①</sup>。截至 2007 年 4 月 1 日, 俄稳定基金共有 1 090 亿美元投资于美国 (占总规模的 45%)、欧洲大陆 (45%) 和英国的债券市场 (10%)<sup>②</sup>。

在 2008 年稳定基金被拆分前, 其总资产达到 3. 851 8 万亿卢布 (约合 1 573. 8 亿美元)。稳定基金所投资的债券发行商必须同时拥有穆迪投资服务、标准普尔或者惠誉评级三家中两家的最高 (AAA 或 Aaa) 长期信用评级; 债券的发行国必须为指定的 14 个国家之一<sup>③</sup>; 债券期限为 3 个月至 3 年, 购买债券票面额不得超过一次发行债券票面总额的 15%; 一旦出现不符合上述条件的情况, 需在 1 个月内将所购买的债券全部售出。李建民 2008 年撰文认为, 稳定基金建立之初着眼于保值而非追求投资收益, 对稳定经济也起到了积极的作用: 提前偿还外债不仅节约了大量的利息支出 (到 2009 年, 此项支出从 2005 年占 GDP 的 1% 降至 0. 5%, 到 2020 年, 应节约利息支出 120 亿

<sup>①</sup> Sergey Drobyshesky, Russian Sovereign Wealth Funds, Sovereign Wealth Funds: New challenges for the Caspian countries, Revenue Watch Institute, Baku - 2011, pp. 130 - 158, 笔者根据相关信息翻译整理。

<sup>②</sup> Stephen Jen, Russia: The Newest Member of the SWF Club, Morgan Stanley Research Global, April 27, 2007.

<sup>③</sup> 即奥地利、比利时、芬兰、法国、德国、希腊、爱尔兰、意大利、卢森堡、荷兰、葡萄牙、西班牙、英国等欧洲发达国家和美国, 不包括日本和其他亚洲国家。

美元),同时也提升了俄在国际金融组织中的地位,如从巴黎俱乐部的债务国转为纯债权国;此外,稳定基金作为蓄水池冲销了由石油美元增长带来的过多的货币供应量,缓解了通胀压力。

### (二) 拆分初期:投资领域稍有拓展

拆分后,由于俄罗斯社保体系改革悬而未决以及财政部不具备管理基金的经验,新建的两支基金依然扮演“稳定”的角色,并没有及时地调整投资策略,或采取更加积极的投资策略。储备基金和国家福利基金均存入俄中央银行,与稳定基金的投资方式类似,其变化体现在投资领域稍有拓宽。

新基金投资的资产比例为80%投资于主权债券、15%投资于外国央行和金融局发行的债券、5%投资于国际金融组织的债券。其中,允许购买的外国国债国别调整,新增丹麦、瑞典和加拿大,删除原有的希腊、意大利和葡萄牙,这样做与欧债危机不无关系;新增国际机构债券发行人8家,即亚洲开发银行(Asian Development Bank, ADB)、欧洲开发理事会(Council of Europe Development Bank, CEB)、欧洲复兴开发银行(European Bank for Reconstruction and Development, EBRD)、欧洲投资银行(European Investment Bank, EIB)、泛美发展银行(Inter-American Development Bank, IADB)、国际金融公司(International Finance Corporation, IFC)、国际复兴开发银行(International Bank for Reconstruction and Development, IBRD)和北方投资银行(Nordic Investment Bank, NIB);对上述债券长期信用评级标准降一级<sup>①</sup>;此外,出于规避风险的考虑,规定国家福利基金在一家银行或信贷机构购买的债券总额不得超过其总规模的25%。同时,由于俄罗斯物价上涨和人口老龄化问题造成养老金缺口越来越大,稳定基金改革的一个重要内容是允许动用基金弥补养老金缺口<sup>②</sup>。

### (三) 当前及未来:变革蕴含潜力

日本一桥大学俄罗斯研究中心教授久保庭真彰撰文认为,俄罗斯从一个强力的法制管制(国家管制、国有制、军事国家体制)和经济管制(外币管制、贸易管制、竞争管制)国家快速变迁为自由化国家。李峰2011年的分析认为,尽管俄主权财富基金成立不久,俄新型“国家资本主义”尚处于整合国内市场、构建大型国际投资实体的阶段;俄主权财富基金尚未大规模进军全球资本市场,但以欧盟为主的发达国家已经非常担心俄罗斯将主权财富基金用

<sup>①</sup> 即不得低于惠誉公司和标准普尔的“AA-”或穆迪的“Aa3”级别,若三个公司的评级不同,则采用最低级别。

<sup>②</sup> 熊敏:《俄罗斯主权基金转型困惑》,《21世纪经济报道》2008年5月5日,第4版。

于实现地缘政治目的,它们已经预见野心勃勃的俄罗斯人将会在全球金融市场上做一些惊天动地的投资。从目前发展趋势来看,变革将会持续,俄主权财富基金将会逐渐成为国际市场上积极的投资者。

### 1. 法律条款发生调整

俄罗斯联邦原有法律规定:“联邦预算的石油和天然气收入包括石油和天然气生产税(石油、天然气、凝析油)、原油出口关税、天然气出口关税及石油产品出口关税。每年上述收入的一部分转移到联邦预算支出,金额大小由联邦法律根据联邦预算中相应财政年度规划期内的绝对量决定,确定为相应年度 GDP 的 3.7%。剩余部分积累入储备基金。”这部分条文继续保持不变。

原条文中对于储备基金和国家福利基金的资金来源和资金规模有十分明确的规定。而根据 2010 年 9 月 30 日颁布的联邦法律 No. 245 – FZ《俄罗斯联邦财政预算案和俄罗斯联邦特别立法的修订》<sup>①</sup>,自 2010 年 1 月至 2014 年 2

表 3 俄主权财富基金相关法律条文部分变更状况

原有条款内容	修订后内容
储备基金的监管规模由相应年度联邦预算的联邦法律决定,金额等于相应财政年度和规划期间 GDP 预测值的 10%,每当储备基金达到上述数额的上限,那么剩余的石油和天然气收入将转入国家福利基金。	自 2010 年 1 月至 2014 年 1 月,储备基金的监管规模将不受限,联邦预算的石油和天然气收入将不被用于为石油和天然气转移融资,而是形成储备基金和国家福利基金,但为联邦预算支出提供资金。
国家福利基金的其他现金收入来源于其资产管理的回报。	自 2010 年 1 月至 2014 年 2 月,国家福利基金资产管理产生的回报不再重新投入该基金,而是为联邦预算支出提供资金。
联邦预算的石油和天然气收入,储备基金和国家福利基金,在联邦财政部和中央银行中是分离的预算账户。	自 2010 年 1 月至 2014 年 1 月 1 日,联邦预算中的石油和天然气收入将不执行独立账户。财政部负责联邦预算中的石油和天然气收入的积累、使用程序以及石油和天然气传输,储备基金和国家福利基金遵循俄罗斯联邦政府设立的条件和程序。

资料来源:笔者根据俄罗斯联邦财政部官方网站 <http://www1.minfin.ru/en/reservefund/accumulation> 相关信息翻译整理。

<sup>①</sup> Federal Law No. 245 – FZ dated 30 September 2010 Amendments to the Budget Code of the Russian Federation and Particular Legislative Acts of the Russian Federation, 本文出现的相关内容均为笔者翻译整理。

月,储备基金和国家福利基金的资金来源和使用有了较大的调整(见表3)。

从表3可以看出,未来将会有更多的资金流入储备基金和国家福利基金,其规模不再有严格的比例控制,而且与俄联邦预算的关系也将更为密切,但短期内大规模对境外投资的可能性较低。

## 2. 新基金重在引资

尽管储备基金和国家福利基金始终未大规模进入国际股权市场,但俄罗斯直接投资基金自诞生之时便拥有更大的自由并担负更多的责任。按照俄罗斯政府的构想,直接投资基金不动用国家福利基金,而是通过额外预算收入向直接投资基金注资,计划5年内使资金规模达到100亿美元,吸引外国共同投资者,即外资主权财富基金跟投500亿美元于俄罗斯企业,每个项目中,俄资与外资的出资比例现期预计至少为1:1,后期预计可以达到1:4,使其未来吸引900亿美元外国直接投资,同时可使俄罗斯政府与外国投资者共同承担风险。该基金目前主要投资于俄罗斯境内,需要就每个项目与共同投资者进行具体沟通,共同投资者具有选择权,可不参加不被看好或估值太高的投资。直接投资基金已建立由各国专家参与的专业管理团队,普京在2011年曾任命多位主权财富基金和私募基金负责人为直接投资基金的顾问<sup>①</sup>。

直接投资基金首席执行官基里尔·德米特里耶夫(Kirill Dmitriev)在2011年强调,俄罗斯宏观经济十分乐观,如负债仅占GDP的12%,外汇储备居世界第3位,中产阶级的数量在过去5年增长3倍,收入超过1万美元的家庭比重从2005年的10%增至目前的30%。对外国基金而言,直接投资基金相当于本土合作伙伴和投资俄罗斯的窗口,能够多帮助外国基金解决一些现实问题,如外国基金不了解俄罗斯和俄许多优秀企业、上市遇到障碍等,吸引长期投资者投资俄罗斯。俄也希望借助直接投资基金改善俄罗斯的投资环境,并将莫斯科建成一个国际金融中心<sup>②</sup>。

## 四 俄罗斯主权财富基金运作模式的反思与启示

尽管俄主权财富基金的运作时间不长,且未能获得值得骄傲的投资回报,但其早前运作中的过度谨慎值得反思,现期,俄政府不断调整改革并设立

<sup>①</sup> 《俄总理普京任命TPG、黑石及中投等公司负责人担任新基金顾问》, <http://cn.wsj.com/gh/20110916/BCHc-003880.asp?source=NewSearch>

<sup>②</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Russian\\_Direct\\_Investment\\_Fund](http://en.wikipedia.org/wiki/Russian_Direct_Investment_Fund)

目标明确的新基金的做法值得借鉴。

#### (一) 过度谨慎, 投资收益率低

表 4 展现了以月份为时间段的俄罗斯稳定基金的增长率。据统计, 2004 ~ 2005 年, 稳定基金没有进行任何交易, 2006 年 7 月 24 日 (初次投资) 至 2007 年 12 月 15 日, 投资收益达 1 748 亿卢布 (2006 年 12 月 15 日至 2007 年 12 月 15 日收益为 1 519 亿卢布)。因此, 以美元计算的投资回报率为 10.94%, 以卢布计算的回报率为 5%, 考虑到当时的通货膨胀率分别为 11.7% 和 10.9%, 投资的实际回报是负值<sup>①</sup>。

由此可见, 主权财富基金有必要承担一定的风险以提升赢利能力, 这样才更达到国家财富保值、增值的目的。较单一地集中于债券投资不仅难以获得较好的实际回报, 还无法消除全球系统性风险、汇率风险以及通胀风险, 反倒造成贬值。因而, 主权财富基金需要配置广泛的投资品种、广阔的投资领域和地域以有效分散风险。

表 4 稳定基金增长率 (%)

时间	以卢布计算的 增长率	以美元计算 的增长率	时间	以卢布计算 的增长率	以美元计算 的增长率
2006 年 9 月 1 日	-21.6	-21.2	2007 年 6 月 1 日	3.6	2.8
2006 年 10 月 1 日	9.4	9.3	2007 年 7 月 1 日	3.8	4.1
2006 年 11 月 1 日	8.2	8.3	2007 年 8 月 1 日	3.9	4.1
2006 年 12 月 1 日	6.8	8.6	2007 年 9 月 1 日	4.5	4.3
2007 年 1 月 1 日	7.2	7.1	2007 年 10 月 1 日	3.2	6.1
2007 年 2 月 1 日	12.8	11.9	2007 年 11 月 1 日	3.7	4.6
2007 年 3 月 1 日	2.3	2.8	2007 年 12 月 1 日	-3.6	-2.1
2007 年 4 月 1 日	3.8	4.4	2008 年 1 月 1 日	9.4	8.6
2007 年 5 月 1 日	3.9	5.2			

资料来源: Sergey Drobyshevsky, Russian Sovereign Wealth Funds, Sovereign Wealth Funds: New challenges for the Caspian countries, Revenue Watch Institute, Baku - 2011, p.144.

<sup>①</sup> Sergey Drobyshevsky, Russian Sovereign Wealth Funds, Sovereign Wealth Funds: New challenges for the Caspian countries, Revenue Watch Institute, Baku - 2011, P130 - 158, 笔者根据相关信息翻译整理。

**(二) 新基金的合作投资模式值得借鉴**

俄罗斯直接投资基金的首要目标是为基金和投资者创造丰厚的回报。在合作模式中,俄罗斯直接投资基金的作用是引入合格的国际投资合作者投资俄罗斯企业(见表5)。

**表5 俄罗斯直接投资基金选择的合格国际投资合作者的依据和标准**

选择依据	合格的国际投资合作者的标准
资产	投资合作者必须是管理资产超过 10 亿美元的金融投资者或年收入超过 10 亿美元的战略投资者。
双方投资额比例	外资和俄资的比例至少为 1:1,即俄罗斯投资 1 美元,外资至少 1 美元。
合作方式	直接投资基金与投资合作者可进行初始投资,然后邀请其他投资方参加。
遵循法律	交易时国际投资合作者须与俄罗斯直接投资基金签订受国际法制约的、有约束力的协议。直接投资基金理解投资合作者对于诸如投资法律架构之类的要求,并为这些类型的交易提供合适和符合国际惯例的交易结构。例如,通过特殊目的公司(SPV)的投资,同时遵守国际监管法律。

资料来源:笔者根据俄罗斯直接投资基金网站 [http://rdif.ru/Eng\\_Index](http://rdif.ru/Eng_Index) 相关资料翻译整理。

以 2012 年俄罗斯直接投资基金的合作项目为例。2012 年 6 月俄罗斯总统普京访华期间,中国投资有限责任公司与俄罗斯直接投资基金签署《中俄投资基金管理公司正式成立及其基本原则的备忘录》,标志着该基金全面启动。中俄投资基金目标募集规模为 40 亿美元,其中由中国投资有限责任公司及其相关方出资 10 亿美元,由俄罗斯直接投资基金出资 10 亿美元,剩余资金将向第三方国际投资者募集。协议明确规定,70% 的资金投向俄罗斯市场,30% 的资金投向中国。该基金第一笔投资的投资额约 2 亿美元,计划收购俄罗斯第二大林业企业俄罗斯森林产品公司(Russia Forest Products)的少数股份,该公司在西伯利亚拥有业务,预计这笔投资将创造 1 000 个工作岗位,通过出售加工木材而非原木提高俄罗斯森林产品公司的利润率。

此外,俄罗斯直接投资基金与欧洲重建和发展银行共同入股莫斯科交易所集团(Moscow Exchange Group)。在 2012 年圣彼得堡国际经济论坛上,普京宣布成立由俄罗斯直接投资基金、黑石(Black Rock)、高盛(Goldman Sachs)和邓普顿资产管理(Templeton Asset Management)组成的投资财团,为俄

罗斯在莫斯科证券交易所“MICEX - RTS”上市的公司提供首次公开募股 (IPO) 的支持,该财团至少向俄罗斯企业投资 1 亿美元,创造至少 5 亿美元的年收入,并准备在未来 6 ~ 18 个月内上市<sup>①</sup>。

本文认为这种合作模式将至少为俄罗斯带来四个方面的益处:一是引入经验丰富的合作者,特别是著名的金融机构投资者,使主权财富基金更快地提高管理能力,为未来顺利运营奠定基础;二是联合投资的模式可以降低双方的风险,减少外国投资者对俄罗斯投资环境的担忧,有助于吸引外国资金流入俄罗斯企业,促进俄经济的发展;三是起到示范作用,增强其他投资者投资俄罗斯的信心,可以推动俄罗斯与其他国家的经贸往来向更深层次发展<sup>②</sup>;四是长远看有助于改善俄罗斯投资环境的声誉,外界对俄会更加关注,若能不断积累成功合作的案例,将会形成资金不断流入俄罗斯的良好循环。因此本文认为,俄罗斯直接投资基金的合作投资模式非常值得效仿,有助于达到多赢局面。

#### 主要参考文献:

1. Sergey Drobyshevsky, Russian Sovereign Wealth Funds, Sovereign Wealth Funds: New challenges for the Caspian countries, Revenue Watch Institute, Baku - 2011, pp. 130 - 158.
2. Stephen Jen, Russia: The Newest Member of the SWF Club, Morgan Stanley Research Global, April 27, 2007.
3. [俄]B. 普雷沙耶夫斯基:《稳定基金的利用问题》,《经济问题》2006 年第 2 期。
4. 俄罗斯联邦政府财政部网站, <http://www1.minfin.ru/en/nationalwealthfund/>
5. 俄罗斯直接投资基金(RDIF)网站, [http://rdif.ru/Eng\\_Index/](http://rdif.ru/Eng_Index/)
6. [日]久保庭真彰、李婷、阎德学:《俄罗斯经济的转折点与“俄罗斯病”》,《俄罗斯研究》2012 年第 2 期。
7. 李锋:《主权财富基金的兴起:经济效应与中国的战略选择》,浙江大学出版社 2011 年版。
8. 李建民:《俄罗斯主权财富基金管理评析》,《国际经济评论》2008 年第 2 期。
9. 田春生:《关于俄罗斯经济政策与发展路径的研究》,《东北亚论坛》2012 年第 3 期。
10. 谢平、陈超:《谁在管理国家财富?》,中信出版社 2010 年版。

(责任编辑:李丹琳)

<sup>①</sup> 根据俄罗斯直接投资基金网站相关信息翻译。

<sup>②</sup> 以中俄两国经贸为例,2011 年两国经贸额已经恢复到国际金融危机之前的水平,在对俄投资的国家中,中国名列第 5 位,但 97% 是贷款等项目,直接投资仅占 3%,中俄投资基金将有助于提升直接投资的比例,也将有助于增强中国企业投资俄罗斯的信心。