

# 俄罗斯主权财富基金面临的 制裁考验、对策及启示

李 婧 胡晨晨

**【内容提要】** 主权财富基金作为顺差国家重要的财富管理方式,因其经济和政治双重属性深受国际环境变化的影响,特别是来自地缘政治风险的冲击。俄乌冲突刚刚爆发,美国就对俄罗斯主权财富基金发起直接制裁,其他西方国家也陆续追随,掀起制裁的浪潮,堵塞主权财富基金的理财之路。这一事件引起了国际社会对主权财富基金安全的高度关切,文章从主权财富基金的双重属性切入,以俄罗斯为研究对象,探究主权财富基金面临的挑战、应对措施及反制效果。具体分析俄罗斯主权财富基金的功能、遭受美西方制裁的原因及造成的多重经济后果。俄罗斯采取基金再配置、能源反制、替代支付体系建设以及贸易和投资伙伴多元化等应对措施,短期内保证了基金来源、交易和收益的安全。该文提出,主权财富基金是外汇储备保值增值的次优方式,制裁带来的经济损害和安全威胁可能导致国际货币体系重塑。为保证经济安全,中国等顺差国家应考虑基金本质,采取多元化财富管理方式,促进多层次合作,深化金融发展和提高货币实力应对外部风险。

**【关键词】** 主权财富基金 地缘政治风险 “替国理财” 制裁与反制裁 经济安全

**【基金项目】** 国家社会科学基金重点项目“国际发展共同体视域下中国产业链安全保障机制构建研究”(项目编号:21AGJ008);北京市国际金融学会重点课题“新国际背景下人民币汇率制度对跨境资本流动的减震器作用研究”(课题编号:BIFS241005);上海交通大学现代金融研究基金项目“国际体系分化中的人民币国际化”(项目编号:202211)。

**【作者简介】** 李婧,首都经济贸易大学经济学院教授、博士生导师;胡晨晨,首都经济贸易大学经济学院硕士研究生。

2022年2月24日俄乌冲突爆发,2月28日美国财政部即宣布冻结俄罗斯直接投资基金<sup>①</sup>,直接投资基金是俄罗斯重要的主权财富基金,这一事件引起各界对主权财富基金安全的高度关切,俄罗斯主权财富基金面临前所未有的制裁考验。

主权财富基金始于20世纪50年代,一些顺差国家积累了大量的外汇储备,外汇储备的保值增值成为核心问题。为保证官方储备资产的安全性、收益性和稳定性,顺差国家通常持有美国或其他发达经济体的长期政府债券。主权债券收益率波动性较低、稳定性较高,然而,这种传统方式的投资回报率低且易受国际金融市场汇率波动的影响,因此,官方储备累积较大的国家开始探求更理想的财富管理方式。1953年科威特投资局成立了主权财富基金(Sovereign Wealth Fund, SWF),外汇储备以一种新的资产管理形式出现,旨在追求更高的回报率,由此,主权财富基金作为一国管理财富的创新方式成为实现外汇保值增值的重要载体。

20世纪90年代以来,得益于国际贸易的迅速增长和国际油价的上涨,石油出口国外汇储备也进一步增长,成为主权财富基金资产的源头。截至2023年,全球主权财富基金的规模已经超过了11.6万亿美元<sup>②</sup>,并且仍然保持上升趋势,成为当代全球金融市场资产规模最大、最具影响力的金融机构之一(见图1),其投资组合和目的地选择对全球资本市场稳定举足轻重。

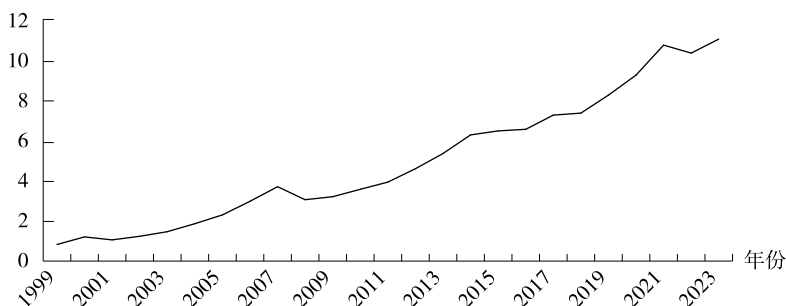


图1 1999~2023年全球主权财富基金的资产规模变化(单位:万亿美元)

资料来源:全球主权财富基金, <https://globalswf.com>

<sup>①</sup> Treasury Prohibits Transactions with Central Bank of Russia and Imposes Sanctions on Key Sources of Russia's Wealth, <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy0612>

<sup>②</sup> 2023 Sovereign Wealth Funds Report, <https://www.investinspain.org/content/icex-invest/en/publicaciones/swf-report-2023.html>

主权财富基金建立以来,地域分布由高到低依次为中东、亚洲和欧洲地区;根据主权财富基金交易数据库 1974 ~ 2015 年的数据,主权财富基金投资目的地聚焦外国市场,外国投资占投资总额约 80%;投资领域主要分布在金融、房地产、能源和基础设施等高回报行业<sup>①</sup>。可见主权财富基金投资具有全球性,国际局势的任何变动都会牵连其投资偏好与决策。近年来,地缘政治风险的显著上升迫使主权财富基金调整其投资策略,投资布局更加均衡与多元化,为分散风险和保证收益,医疗保健、绿色环保和科技等新兴行业的投资规模扩大<sup>②</sup>。

主权财富基金的特质是双重属性。首先是私人属性和公共属性。私人属性就是其“投资人”的身份,主权财富基金按照市场交易原则,在国际金融市场上选择投资组合,使投资回报率最大化;公共属性即“替国理财”。其次是政治属性和经济属性。作为主权基金,它的资金来源、投资目的以及运营方式通常与国家的政治、经济政策和战略利益紧密相关,服务于国家战略目标,担当各国主权之代表,体现国家之意志,实现经济安全之目的。由于“替国理财”的政治属性,主权财富基金对外部环境变化更具有敏感性,在地缘政治风险增大、外部环境不确定时,也容易成为被冲击对象。

主权财富基金的理念和实践对中国也有特别的意义。20 世纪 90 年代以后,中国外汇储备规模不断增大,面临保值增值之困,为了更好管理国家储备资产,中国于 2007 年成立了主权财富基金,由专门的投资机构——中国投资有限责任公司(China Investment Corporation, CIC, 以下简称“中投公司”)管理,当时注册资本金 2 000 亿美元。“中投公司”的建立标志着中国外汇储备管理方式实现了新突破。在“一带一路”倡议下,2014 年中国出资 400 亿美元成立了丝路基金,该基金为共建“一带一路”国家基础建设、资源开发、产业合作等有关项目提供融资支持。“中投公司”是丝路基金的出资方之一,其出资占比为 15%。截至 2024 年 6 月,中国外汇储备规模达到 3.2 万亿美元,成为全球外汇储备规模最大的国家<sup>③</sup>,因此,研究当前复杂环境下主权财富基金的安全性问题,不仅关乎全球资本市场稳定,也对中国外汇储备保值增值具有重要战略意义。

---

① 张红霞:《主权财富基金外国投资偏好研究》,中国社会科学出版社 2020 年版,第 35 ~ 42 页。

② 2023 Sovereign Wealth Funds Report, <https://www.investinspain.org/content/icex-invest/en/publicaciones/swf-report-2023.html>

③ 国家外汇管理局, <https://www.safe.gov.cn/safe/whcb/index.html>

## 一 文献综述

当前国内外研究者对主权财富基金的概念、来源、投资目的以及基金对主权国和全球经济的影响进行了较充分的研究。

2000年以后,主权财富基金引起学术界的关注。安德鲁·罗扎诺夫(Andrew Rozanov)最早提出了主权财富基金的概念。他认为主权财富基金是专门成立用来管理和运作一国外汇储备累积和财政收入的国家投资机构<sup>①</sup>,体现主权财富基金的主权性和目标。2001年中国加入世界贸易组织后,外贸和外资增长迅速,外汇储备规模不断扩大,最优外汇储备和管理问题成为各界讨论热点。2007年“中投公司”成立,开始按照市场化原则进行外汇投资,国内陆续开展对主权财富基金的研究。中国人民银行将中国主权财富基金定义为“与私人财富相对应,通常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,一般以外币形式持有的公共财富”,提出了与私人财富相对应的公共财富这一概念<sup>②</sup>。官方的定义强调了财富的概念,阐释了基金来源和主体。李婧提出了主权财富基金代表主权国家对于财富理念的变化,具有“国家经济人”角色。赵晓玲则提出主权财富基金主要是由专业化的团队面向国际市场进行投资运作,投资目标是为获得长期稳定的回报,而对于短期的投资损失并不在意,且一般会设立专门机构进行管理<sup>③</sup>。可见主权财富基金的市场运作和顺周期特点。随着主权财富基金不断发展,它被视为新兴市场国家金融崛起的一个标志,成为影响全球金融市场及金融秩序不可忽视的重要力量<sup>④</sup>。

主权财富基金的主体是国家,天生具有主权性质,其资金来源、投资目的以及运营方式与国家的政治、经济政策和战略利益紧密相关,在投资过程中,主权财富基金不仅要追求稳定的回报率,还要考虑为国家战略服务。因此,有学者开始关注主权财富基金的政治和经济双重角色,特别是其新型“国家

---

<sup>①</sup> Andrew Rozanov, Who Holds the Wealth of Nations? Central Banking Journal, Vol. 15, No. 4, 2005, pp. 52 - 57.

<sup>②</sup> 《2007年国际金融市场报告》, <http://www.pbc.gov.cn/jinrongshichangsi/147160/147242/2818772/index.html>

<sup>③</sup> 赵晓玲:《主权财富基金投资运营研究》,辽宁大学2011年博士学位论文。

<sup>④</sup> 李婧:《主权财富基金,为谁保驾护航?》,《世界知识》2011年第11期。

资本主义”性质,强调主权财富基金必须在国家的意志和利益指引下,遵从进入市场实现利益的最大化原则,属于新形态的“国家资本主义”,并从基金所有权归属、设立方式与规模、投资领域以及透明度等方面具体论证了这一特质,认为主权财富基金服务于特定的主权国家,投资战略必然体现国家期望<sup>①</sup>。由此,学术界进一步指出主权财富基金投资战略定位的二重性,对主权财富基金的投资动机到底是来自商业利益还是受政治、国防或外交政策考虑驱动提出疑问<sup>②</sup>。可见,不同研究者虽然侧重点不同,但一致认同主权财富基金的双重角色。

主权财富基金按照市场规则管理财富,必然为一国发展提供重要的资金支持,在国家动荡、外部风险增大时,担负稳定国家经济的重任。谢平、陈超和柳子君就提出,主权财富基金可成为有效的财政政策工具,与货币政策进行协调,成为宏观经济政策的左右手,稳定汇率和国家资产负债表,对本国以及投资国的经常账户和资本与金融账户意义非凡<sup>③</sup>。戴利研、杨孟霞验证了在金融危机期间,俄罗斯主权财富基金对稳定社会 and 经济发展起到了重要的作用<sup>④</sup>。许多共建“一带一路”国家皆拥有相当大体量的主权财富基金,如阿联酋、沙特阿拉伯等,并且愿意与中国进行融资合作,为“一带一路”建设提供了重要的资金保障<sup>⑤</sup>。

在考量主权财富基金对全球经济的重要性方面,研究者们分为积极派和消极派。积极派认为,主权财富基金的投资行为有利于国际金融市场的稳定。谢平、陈超和柳子君验证了主权财富基金对世界金融市场带来的负面影响有限,它既有助于实现本国宏观经济政策协调,又有利于全球市场的稳定<sup>⑥</sup>。与其他国际典型基金相比,主权财富基金具有主权性、高外币持有、高风险承受能力和长期投资等特征,并且在全球范围内配置资产的流动性压力

---

① 宋玉华、李锋:《主权财富基金的新型“国家资本主义”性质探析》,《世界经济研究》2009年第4期。

② 衣长军、胡婷婷:《中国主权财富基金对外投资的新特点及发展对策》,《经济纵横》2014年第1期。

③ 谢平、陈超、柳子君:《主权财富基金、宏观经济政策协调与金融稳定》,《金融研究》2009年第2期。

④ 戴利研、杨孟霞:《俄罗斯主权财富基金:投资与社会绩效评价》,《俄罗斯东欧中亚研究》2018年第4期。

⑤ 宋微:《开展“一带一路”主权财富基金合作的实施路径分析》,《国际贸易》2019年第4期。

⑥ 同③。

较小,有利于降低金融市场的短期波动性和流动性风险<sup>①</sup>。作为长期投资者,主权财富基金投资行为具有逆周期特征,有助于改善市场资源配置效率,减少金融市场的波动性,成为金融市场的“稳定器”<sup>②</sup>。陈媛和陈殿友提出,作为具有长期目标的特殊理性投资者,主权财富基金通过调整投资地域、部门和产品种类引导过剩资金向资金稀缺领域流动,平抑外生风险造成的市场价格波动,对增强国际金融市场的稳定性起到了积极的作用<sup>③</sup>。戴利研还论证了东亚各国主权财富基金对促进本地区金融合作以及各国间投融资提供了新的解决路径<sup>④</sup>。不仅如此,主权财富基金对全球制度建设有重要意义。杨力和虞琤也提出,作为国家公共部门投资主体,主权财富基金是国际金融体系中重要的市场参与者,将对资本流动、监管协调、货币体系等广泛的国际制度领域产生影响,并可能推动国际金融制度演进和全球金融治理革新<sup>⑤</sup>。并且,有相当一部分研究者已经证实了主权财富基金稳定全球金融市场的重要作用,主权财富基金有利于“一带一路”建设<sup>⑥</sup>,在次贷危机中助力欧美金融市场稳定<sup>⑦</sup>,是全球金融稳定的重要载体。

消极派则认为,主权财富基金的投资行为不利于国际市场的稳定。李俊江和范硕从八个方面<sup>⑧</sup>论述了主权财富基金对国际金融体系的负面影响<sup>⑨</sup>。刘新英也认为,如果资金被配置到高风险、高回报的资产中,会对国际金融格

---

① 周超、刘云:《主权财富基金类型及与国际典型基金的比较》,《北京理工大学学报(社会科学版)》2011年第2期。

② 王世华:《主权财富基金的作用与发展趋势》,《中国金融》2010年第13期。

③ 陈媛、陈殿友:《主权财富基金的现状及其对全球金融市场的影响》,《社会科学战线》2012年第4期。

④ 戴利研:《东亚地区主权财富基金发展现状与投资特点》,《社会科学战线》2017年第12期。

⑤ 杨力、虞琤:《中国与中东主权财富基金合作探析》,《国际展望》2018年第4期。

⑥ 马放、陈伟忠:《主权财富基金的规模预测及对国际金融市场的影响》,《管理评论》2016年第10期。

⑦ 朱孟楠、林鹏轩:《试论主权财富基金的金融稳定机制》,《现代管理科学》2011年第8期。

⑧ 即加剧国际金融市场的的不稳定性、导致金融保护主义抬头、削弱美元的霸权地位、加剧新兴市场泡沫、改变全球外国直接投资的格局、引发全球资本市场的“再国有化”现象、对国际资产价格产生影响和改变全球经济秩序等。

⑨ 李俊江、范硕:《论主权财富基金的兴起及其对国际金融体系的影响》,《当代亚太》2008年第4期。



局的稳定产生负面影响<sup>①</sup>。针对这些影响,西方国家尤为担心主权财富基金缺乏透明性及可能含有政治目的,会扭曲资本市场<sup>②</sup>。针对此,张海亮、周卫江、吴冲锋认为,在采取自愿披露信息机制下,主权财富基金适度提升自身透明度,减少产生负外部性的可能性,有助于降低东道国政治偏见,获得更多的投资机会<sup>③</sup>。因此,2008 年国际货币与金融委员会(IMFC)通过了一项自愿性指导原则——圣地亚哥原则(Santiago Principles),它是全球公认的主权财富基金治理、投资和风险管理实践标准,旨在促进良好的治理、问责制、透明度和审慎的投资实践。

主权财富基金的双重属性已经成为学术界共同认知,因其规模巨大成为国际投资市场的“劲旅”,正因如此,学术界对其功能褒贬不一。2022 年 2 月 28 日,美国财政部宣布冻结俄罗斯直接投资基金,可见地缘政治风险自然会冲击到主权财富基金“替国理财”使命。2023 年达沃斯世界经济论坛发布的《全球风险报告》(Global Risks Report)认为,地缘经济对抗被认为是未来两年的第三大威胁,其中制裁就在威胁列表中。制裁已经成为以美国为代表的发达国家的主要经济对抗手段。徐以升和马鑫指出,美国在金融领域具备明显的优势,以至于任何国家都无法抛开美国来发动一场完全的金融制裁,而这种优势来源于美元的霸权地位。美国利用货币优势,对各国包括主权财富基金在内的资产出台了各项制裁,即美元“武器化”。尤其是 2022 年俄乌冲突爆发后美国针对俄罗斯主权财富基金的特定制裁,严重影响了俄罗斯主权财富基金的投资和安全,也为其他主权财富基金带来不安,产生威慑<sup>④</sup>。

综上所述,已有研究主要关注了主权财富基金的本质、内外经济功能以及对国际金融市场和国际金融治理的意义,尚未更深入探究基金本身的风险和安全问题。在全球化退潮和美元“武器化”的新形势下,国际贸易和投融资环境恶化,国际收支盈余国投资于非美债资产面临新挑战,同时具有融资缺口的国家面临资金饥渴。各国的安全意识普遍提升,“稳”字当头。对制裁的恐惧和美元资产安全性的担忧迫使央行对官方储备资产进行多元化配置,增

---

① 刘新英:《主权财富基金的兴起及对我国的启示》,《宏观经济研究》2008 年第 8 期。

② 李雪莲、孟祥怡、刘梅:《主权财富基金新的发展及对金融市场稳定性的影响分析》,《现代财经(天津财经大学学报)》2009 年第 10 期。

③ 张海亮、周卫江、吴冲锋:《主权财富基金区域投资偏好及均衡投资量决定》,《系统工程学报》2015 年第 1 期。

④ 徐以升、马鑫:《金融制裁的手段及金融制裁核心特征》,《国际融资》2020 年第 11 期。

持黄金,减持美债或增加其他资产,避险情绪和投资行为带来全球金融市场的波动。

全球主权财富基金已有 300 多只,规模达 11.6 万亿美元。中国是全球最大的债权国和外汇储备最多的国家,保持外汇储备安全性将提上新日程,主权财富基金安全也面临新考验。在全球环境恶化的背景下很难寻找更优质的资产,这给中国经济结构转型和国家财富配置提出新的任务和要求。

本文旨在已有研究基础上,强调主权财富基金的双重属性,探讨地缘政治风险对主权财富基金的冲击方式,以俄罗斯主权财富基金为案例,分析其面临的制裁考验及其应对措施,为如何更好保障一国主权财富基金安全、构建全球和谐稳定的政治经济环境提出建议。

## 二 俄罗斯主权财富基金的起源、发展与使命

俄罗斯主权财富基金相对起步较晚。2000 年以后,得益于全球化带来的市场开放,全球贸易和投资迎来暖春,俄罗斯主权财富基金迎来了快速发展时期,十年间新成立了近 30 只主权财富基金。

### (一) 俄罗斯主权财富基金的起源

俄罗斯是能源大国,在全球关键资源供给上举足轻重。截至 2023 年,俄罗斯是全球第六大石油储备国,是仅次于美国的全球第二大天然气储备国。2022 年俄罗斯石油产量占全球石油总产量的 12.4%,天然气产量占全球天然气总产量的 20%,是世界上最大的石油和天然气生产国之一<sup>①</sup>。俄罗斯依靠资源出口积累了大量收入,为更好地管理资源收入建立了主权财富基金,成为全球资源型主权财富基金的典型代表。

油气收入和财政盈余是主权财富基金的源头。依靠石油和天然气出口,俄罗斯的贸易增长超过了 GDP 的增长,积累了大量外汇资产。如图 2 所示,2000~2005 年,俄罗斯外汇储备和政府收入皆呈明显增长趋势。2000 年年初,俄罗斯外汇储备达 243 亿美元,政府收入 1.132 1 万亿卢布;而到 2004 年年底,俄罗斯外汇储备已增至 1 208 亿美元,增幅近 1 000 亿美元,政府收入也高达 3.426 8 万亿卢布,是 2000 年年初的 3 倍之多。高油气收入成为俄罗

<sup>①</sup> The Energy Institute, Statistical Review of World Energy 2023, BP p. l. c., June 26, 2023, [https://www.bp.com/en/global/corporate/energy-economics/statistical-review-ofworld-energy.html#tab\\_sr-2017](https://www.bp.com/en/global/corporate/energy-economics/statistical-review-ofworld-energy.html#tab_sr-2017)



斯顺差之源,同时也使其宏观经济与大宗商品高度绑定,国内经济结构过度依赖能源部门,易受汇率波动影响。在大宗商品牛市期间,卢布会升值,本国制造业的出口竞争力下降,引发“荷兰病”。

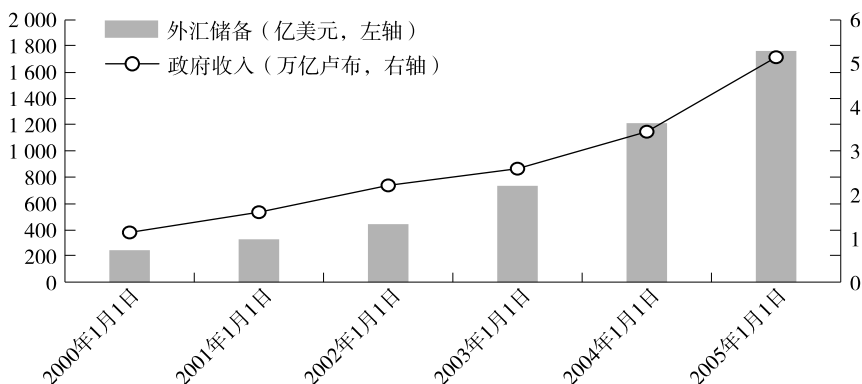


图2 2000~2005年俄罗斯外汇储备和政府收入变化

资料来源:彭博数据库, <https://www.bloomberchina.com/solution/data-content/>

因此,俄罗斯需要更好地管理油气收入,保证顺差积累的国家财富的安全性、收益性和稳定性。同时,也需要改善国内经济结构,提高经济应对外部冲击的韧性。2004年1月,俄罗斯决定建立俄联邦稳定基金,正式开启俄罗斯主权财富基金的“替国理财”之路。

## (二) 俄罗斯主权财富基金的发展

虽然2004年俄罗斯才建立主权财富基金,但是已经经历了起伏的发展历程。作为典型的资源型主权财富基金,其发展经历了建立、拆分和新建三个阶段。

俄联邦稳定基金的来源包括油气税收收入、上一年联邦预算资金的剩余部分和基金运营收益。稳定基金主要投资于低风险高信用的资产,基金运营以求稳为主。为了精确管理不断壮大的资产规模,发挥基金的不同功能,2008年2月,俄政府将稳定基金拆分为储备基金(Reserve Fund)和国家福利基金(National Wealth Fund, NWF)。储备基金的基准额度为GDP的10%,当储备基金收入超过GDP的10%时,超出部分划入国家福利基金。同时,为了更好参与国际分工,获得全球化收益,俄罗斯积极引进外资。为此,2011年成立了俄罗斯直接投资基金(Russian Direct Investment Fund, RDIF),2016年该基金正式由俄联邦法律确定为主权财富基金。与国外领先的金融和战略投资者共同投资于俄罗斯本土行业。该基金并不向国家福利基金伸手要钱,而

是通过额外预算收入向俄罗斯直接投资基金注资,其投资不仅包括传统行业,还包括医疗、能源等快速成长的行业<sup>①</sup>。可见,主权财富基金承担多项重任,对俄罗斯产业发展和宏观经济运行有重要意义。

### (三) 俄罗斯主权财富基金的使命

俄罗斯主权财富基金的建立和拆分过程部分地体现了俄罗斯建立基金的初衷和战略目标。下文将详细阐述俄罗斯主权财富基金承担的财政功能,作为逆周期调节工具的作用,以及在俄罗斯开放经济体制建设中的担当。

#### 1. 更好地管理油气收入,发挥财政功能

俄罗斯经济体系高度倚重能源部门,经济结构单一,为了改善这一情况,俄罗斯建立了主权财富基金,将短期收入转化为国家长期财富,支持国内养老体系,更好地管理油气收入,发挥国家财政功能,2004年建立的俄联邦稳定基金资产规模为180亿美元,仅占联邦GDP的0.8%,而到2007年,稳定基金的资产规模已经达到1568亿美元,占联邦GDP的8.8%。稳定基金资产实力的增强在很大程度上降低了俄罗斯的外债比重,仅仅4年的时间,俄罗斯外债占GDP的比重由16.7%降至4.6%,体现了稳定基金偿还国家外债<sup>②</sup>、调节国家资产结构的重要作用,可见这只稳定基金建立的重要性与必要性。

随着稳定基金资产规模成倍数增长,更精确的管理成为必须。2008年稳定基金拆分为储备基金和国家福利基金,分别承担稳定国内经济和补充国内养老体系、应对老龄化问题等任务,二者皆发挥财政政策功能<sup>③</sup>。

具体地,储备基金的天职是保障俄国内经济稳定,平衡预算开支,对宏观经济进行逆周期调节,偿还外债。2008年美国次贷危机演变成全球性金融危机,2014年乌克兰危机爆发,这两次重大事件使俄罗斯经历了油价和其他大宗商品价格的暴跌,来自美西方的多领域、多层次制裁使俄罗斯经济雪上加霜,陷入了严重的货币危机和经济衰退。为救急,俄罗斯使用大量储备基金补贴巨额财政赤字以稳定国民经济,但储备基金消耗严重,到2017年年底储备基金已消耗殆尽,资产清零(见图3)。

---

<sup>①</sup> 俄罗斯直接投资基金设立之初,俄资与外资出资比例为1:1,截至2024年5月俄资与外资比例上升为1:9, [https://www.rdif.ru/Eng\\_Index/](https://www.rdif.ru/Eng_Index/)

<sup>②</sup> 殷红:《俄罗斯“国家福利基金”的建立及意义》,《俄罗斯东欧中亚研究》2008年第3期。

<sup>③</sup> 美国财政部在2022年2月28日宣布的是冻结俄罗斯直接投资基金,不是国家福利基金,这是因为国家福利基金是补充俄罗斯国内养老体系的,如被冻结,则违反人道主义原则,美国将犯天下之大忌。

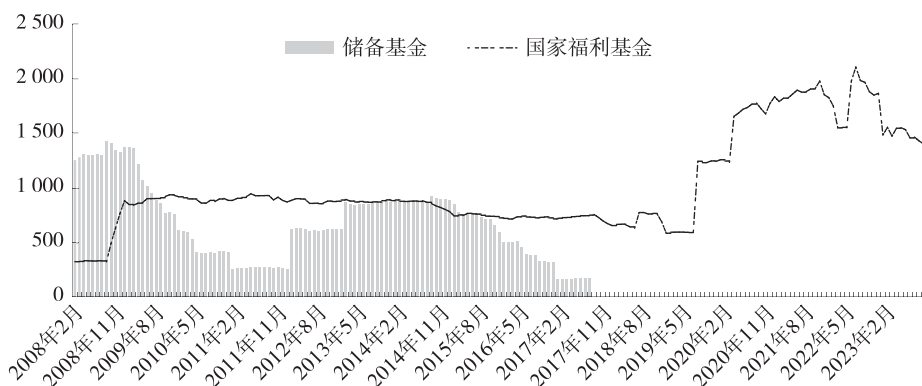


图3 2008 ~ 2023 年俄罗斯主权财富基金资产变化 (单位:亿美元)

资料来源:俄罗斯财政部, <https://minfin.gov.ru/en/>

从俄联邦稳定基金拆分以来储备基金和国家福利基金的资产规模变化可以观察到,2008 年和 2014 年两次事件发生后,储备基金资产都呈现明显的下降,这是因为储备基金大量支出用于保障联邦经济稳定。国家福利基金是宏观经济的非常规工具,2008 年,为了支持俄罗斯股市,每天都在俄罗斯市场购买股票,为俄罗斯金融体系提供及时的流动性支持,同时,为了保证俄罗斯外汇流动资产的可用性,国家福利基金拨出约 500 亿美元用于外部贷款再融资。2014 年乌克兰危机发生后,为了提高俄罗斯信贷机构的韧性,国家福利基金向主要银行提供了 1 380 亿卢布作为次级存款,弥补了银行部分实际损失,缓解银行因资本短缺而贷款无力的困境。2017 年储备基金资产清零,只能与国家福利基金合并,国家福利基金也被重新指定为普通基金,承担传统功能,即用于补充国家预算。可见,在经济危急时刻,两只基金不再有明确分工,只体现公共基金的性质履行宏观经济调控职责。2019 年新冠疫情暴发,全球油价急剧下滑,2020 年 3 ~ 6 月,乌拉尔原油的价格跌破预算规则的基准(每桶 42.4 美元),由此预算中油气收入不足由国家福利基金提供<sup>①</sup>。2022 年俄乌冲突爆发,国家福利基金支出 17 万亿卢布稳定联邦经济,其中仅在 2023 年用于补充财政预算的资金就有 1 万亿卢布<sup>②</sup>,造成其资产规模的短期下降<sup>③</sup>。

① Report on the Bank of Russia's Anti - crisis Measures, [https://www.cbr.ru/content/document/file/165290/report\\_on\\_anti - crisis\\_measures\\_e.pdf](https://www.cbr.ru/content/document/file/165290/report_on_anti - crisis_measures_e.pdf)

② Monetary Policy Guidelines for 2025 - 2027, [https://www.cbr.ru/content/document/file/165597/on\\_eng\\_2025\(2026 - 2027\).pdf](https://www.cbr.ru/content/document/file/165597/on_eng_2025(2026 - 2027).pdf)

③ 俄罗斯财政部, <https://minfin.gov.ru/en/>

再者,国家福利基金还负责为实体经济注资、改善产业结构,促进宏观经济稳步发展。2023年,国家福利基金拨出2 833亿卢布用于支持俄罗斯航空客运,将资金用于升级工厂、建立物流中心、制造飞机零部件和购买软件等<sup>①</sup>。

由此可以看到,虽然国家福利基金的建立主要是为了民生,但是在俄罗斯经济起伏跌宕中,对国家支持的“跷跷板”只能倾向宏观调控一侧。

## 2. 促进俄罗斯经济参与全球化,助力“引进来”和“走出去”

2011年成立的俄罗斯直接投资基金承担吸引外资,促进联邦经济现代化的战略功能。

2008年国际金融危机之后,俄罗斯经济复苏缓慢,通货膨胀严重,为了改善投资环境,更好地吸引外国直接投资、人才和技术,促进经济增长和现代化,俄罗斯直接投资基金应运而生,促进俄罗斯经济“引进来”和“走出去”,在俄罗斯吸引外资、参与全球分工中起到重要作用。2020年,俄罗斯直接投资基金所投资的公司年收入占俄罗斯GDP的6%,与来自18个国家的主要国际共同投资人建立了战略伙伴关系,总投资额超过400亿美元。截至2022年年底,俄罗斯直接投资基金已经成功地与外国合作伙伴联合实施了90多个项目,总金额超过2.1万亿卢布,覆盖俄罗斯95%的地区。俄罗斯直接投资基金极大地促进了本土企业与外资的合作,提升投资环境,促进了俄罗斯经济增长和现代化<sup>②</sup>。

## 3. 代表主权国家行使公共外交功能

主权财富基金不是跨国公司,但是与跨国公司类似,代表主权国家,体现母国意志,是国家意志和形象“代言人”,履行公共外交职能。

2008年国际金融危机爆发后,G20(二十国集团)峰会成为发达国家和新兴市场国家共同促进经济复苏、加强全球经济治理与协调的首要论坛,在G20背景下又陆续成立了T20(二十国集团智库峰会)、B20(二十国集团工商峰会)等重要交流平台。俄罗斯是G20的重要新兴经济体,也是金砖国家创始国之一,作为参与国际经济和全球治理的重要国家,俄罗斯直接投资基金在其中承担了俄罗斯重要的公共外交功能。2013年俄罗斯直接投资基金代表俄罗斯领导了B20“投资和基础设施”工作组,9月在圣彼得堡举行的G20峰会上,该工作组的建议被提交给俄罗斯总统普京和其他G20领导人。俄罗

<sup>①</sup> Financial Stability Review, <https://www.cbr.ru/>

<sup>②</sup> 俄罗斯直接投资基金, [https://www.rdif.ru/Eng\\_About/](https://www.rdif.ru/Eng_About/)

斯直接投资基金首席执行官也曾代表俄罗斯参加金砖国家工商理事会和亚太经合组织工商咨询理事会(APEC Business Advisory Council, ABAC),在促进金砖国家之间多边投资、促进世界经济增长和亚太经合组织各经济体稳定方面起到了重要作用。同时,作为圣彼得堡国际经济论坛的重要部分,俄罗斯直接投资基金每年都会组织俄罗斯总统与全球投资界领导人之间的会议,成为俄罗斯重要的公共外交使者。

### 三 俄罗斯主权财富基金遭受制裁的原因、方式和后果

俄罗斯主权财富基金的发展历程体现了国际环境变化和外汇储备累积下“替国理财”的使命。俄乌冲突之后,美西方陆续发动上万次对俄罗斯的制裁,明确出台措施禁止俄主权财富基金的交易,震惊全球,其他主权财富基金也开始对自身的资产安全性表示担忧。美国对俄罗斯的极端制裁行动严重破坏了美国的国际信誉<sup>①</sup>,加拿大、澳大利亚、韩国等国家陆续切断与俄罗斯金融系统的联系,也影响了全球货币和金融秩序,这种将金融“武器化”的方式,引起了全球对国家外汇储备安全性的重视。

#### (一) 制裁的原因

美西方对俄罗斯主权财富基金的制裁史无前例,是全球重大意外事件。事后来看,美西方之所以采取联合行动主要有以下两方面原因。

第一,制裁俄罗斯主权财富基金对美西方来说简便易行,制裁成本极低。在现代国际交易系统下,只需一键就在本国金融市场冻结俄罗斯国家主权财富基金资产,同时禁止其交易,令俄罗斯措手不及。

第二,俄罗斯主权财富基金资产规模庞大,具备政治和经济双重角色,制裁对俄罗斯产生切肤之痛。俄罗斯主权财富基金发挥财政功能,是俄罗斯宏观调控的一只手,也是俄罗斯内引外联的重要工具。所以,制裁俄罗斯主权财富基金,特别是俄罗斯直接投资基金会让俄罗斯失去宏观调控的一只手,切断俄罗斯与外界联系的渠道。

#### (二) 制裁方式与经济后果

##### 1. 制裁的主要方式

美西方对俄罗斯主权财富基金的制裁方式包括直接制裁和间接制裁。

---

<sup>①</sup> 余永定:《中国外汇储备的前世今生和当前面临的安全挑战》,《中国改革》2022 年第 4 期。



其中,禁止交易和冻结属于直接制裁,通过制裁俄罗斯能源贸易从而切断主权财富基金的来源和交易系统属于间接制裁(见表1)。

表1 美西方制裁俄罗斯主权财富基金的时间和主要方式

类型	制裁时间	制裁措施
直接制裁	2022年2月28日	美国财政部外国资产控制办公室(OFAC)禁止与俄罗斯联邦中央银行、俄罗斯国家福利基金和俄罗斯联邦财政部进行交易 <sup>①</sup> ,冻结俄罗斯直接投资基金并对其首席执行官进行制裁 <sup>②</sup>
	2022年2月28日	加拿大禁止金融机构与俄罗斯联邦中央银行进行交易 <sup>③</sup>
	2022年3月8日	韩国暂停与俄罗斯联邦中央银行、俄罗斯直接投资基金、俄罗斯国家福利基金的交易 <sup>④</sup>
	2022年3月18日	澳大利亚对11家俄罗斯银行和政府实体实施制裁,制裁主体包括俄罗斯国家福利基金、俄罗斯联邦财政部和银行,这些银行合计资产约占俄罗斯所有银行资产的80% <sup>⑤</sup>
	2022年4月19日	新西兰对包括俄罗斯联邦中央银行、主权财富基金在内的18家俄罗斯金融机构实施制裁 <sup>⑥</sup>
间接制裁	2022年2月26日	七国集团将俄罗斯部分银行从SWIFT剔除 <sup>⑦</sup>
	2022年2月23日	时任美国总统拜登宣布对“北溪-2号”管道实施制裁 <sup>⑧</sup>

① 这一行动实际上冻结了俄罗斯联邦中央银行在美国或美国人持有的任何资产,无论其位于何处。

② Treasury Prohibits Transactions with Central Bank of Russia and Imposes Sanctions on Key Sources of Russia's Wealth, <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy0612>

③ Канада запретила финансовым институтам проводить транзакции с ЦБ России. 28 февраля 2022 года. <https://ria.ru/20220228/sanktsii-1775638288.html>

④ Южная Корея приостановит транзакции с Центробанком России. <https://tass.ru/ekonomika/13990083>

⑤ Австралия вводит санкции против Вексельберга, Дерипаски и 11 банков и госструктур России. 18 марта 2022 года. <https://tass.ru/ekonomika/14110203>

⑥ New Zealand Introduces Sanctions against 18 Russian Financial Institutions — Top Diplomat, <https://tass.com/economy/1439465>

⑦ 《金融研究|美国等西方国家对俄罗斯的SWIFT禁令及其影响》, [https://www.thepaper.cn/newsDetail\\_forward\\_17495253](https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_17495253)

⑧ 《美国总统拜登宣布针对“北溪-2”天然气管道项目实施制裁》, [https://www.thepaper.cn/newsDetail\\_forward\\_16830528](https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_16830528)

(续表 1)

类型	制裁时间	制裁措施
间接制裁	2022 年 3 月 8 日	时任美国总统拜登签署 E. O. 14066 总统令, 禁止美国进口原产于俄罗斯的油气产品 <sup>①</sup>
	2022 年 12 月 2 日	七国集团和澳大利亚宣布对俄罗斯海运出口原油的价格上限设定为每桶 60 美元 <sup>②</sup>
	2022 年 12 月 5 日	欧盟宣布禁止进口俄罗斯海运原油, 七国集团、欧盟等对俄罗斯海运出口的原油实施最高限价 <sup>③</sup>
	2023 年 2 月 3 日	七国集团对俄罗斯海运出口成品油实施最高限价, 根据俄罗斯成品油品质不同, 将其分别定价为每桶 45 美元和 100 美元 <sup>④</sup>
	2023 年 2 月 5 日	欧盟宣布禁止进口俄罗斯的海运成品油, 七国集团、欧盟等对俄罗斯海运出口的成品油实施最高限价 <sup>⑤</sup>
	2024 年 6 月 28 日	欧盟禁止运营商与在俄罗斯境外使用俄罗斯金融信息传输系统(SPFS)的实体进行交易; 欧盟禁止为俄罗斯液化天然气项目、北极液化天然气 2 号项目和摩尔曼斯克液化天然气项目进行新的投资或提供货物、技术和服 <sup>⑥</sup>

资料来源: 作者根据相关网站信息整理。

可见, 俄乌冲突爆发之后, 美国、加拿大和韩国等陆续出台了针对俄罗斯主权财富基金的专项制裁, 通过冻结俄罗斯主权财富基金的资产并禁止其在本国金融系统交易, 切断了俄罗斯政府通过主权财富基金在国际金融市场筹资和运作的途径, 破坏偿债计划。同时, 对俄罗斯能源的运输、进出口、价格和技术服务等方面实施制裁, 在很大程度上限制了俄罗斯资源出口甚至开采, 也间接导致俄主权财富基金断流。

① 《简报: 美国禁止进口俄罗斯的石油、液化天然气和煤炭》, <https://china.usembassy-china.org.cn/zh/fact-sheet-united-states-bans-imports-of-russian-oil-liquefied-natural-gas-and-coal/>

② 《欧洲对俄石油产品禁运正式生效, 真实影响如何?》, [https://www.thepaper.cn/newsDetail\\_forward\\_21818482](https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_21818482)

③ 同②。

④ 《G7 和欧盟正式敲定对俄罗斯柴油价格上限: 100 美元》, <https://finance.sina.com.cn/jjxw/2023-02-04/doc-imyenvrz3522646.shtml#:~:text=G7>

⑤ 同②。

⑥ 《欧盟通过第 14 轮制裁措施》, <https://www.gheron.com/blog/eu-adopts-14th-sanctions-package/?lang=zh-hans>

## 2. 制裁的经济后果

美西方对俄罗斯主权财富基金的制裁重创了俄罗斯内外经济,对俄罗斯的投融资能力、能源部门、资本市场带来巨大冲击。

史无前例的直接制裁约束了俄罗斯投融资能力,加重债务负担。以美国为代表的集体直接制裁限制了俄罗斯的外联通道。俄罗斯主权财富基金在外资产被冻结,其中仅俄罗斯直接投资基金被冻结的交易量就超过了两万亿卢布<sup>①</sup>,同时,美西方国家禁止金融机构和个人参与俄罗斯主权财富基金相关的资产投资,俄罗斯无法通过正常的金融渠道在各国金融市场上投资。在制裁前,俄罗斯在全球范围内每天 80% 以上的外汇交易都是以美元进行<sup>②</sup>,国际贸易的一半交易都离不开美元。金融制裁提高了俄罗斯主权财富基金投融资的成本和难度,限制甚至堵塞了俄罗斯的外联通道。

制裁浪潮给俄罗斯带来了严重的债务危机。俄罗斯国际债务负担达 4.039 万亿卢布<sup>③</sup>,制裁导致俄罗斯主权债务违约,违约引发了评级机构对俄罗斯主权信用评级下调。2022 年 6 月 26 日,俄罗斯未能在宽限期到期时支付两笔外币债券利息,被视为主权债务违约,这是俄罗斯自 1918 年以来的首次外币债务违约,此次违约不是因为缺乏资金,而是美西方制裁切断了俄罗斯向海外债权人的支付通道<sup>④</sup>。

美西方国家也通过制裁方式打击俄罗斯能源部门和资本市场,间接威慑和冲击主权财富基金。能源和贸易制裁直接影响俄罗斯油气收入,导致主权财富基金资金来源减少。俄罗斯是典型的资源型经济国家,其主权财富基金的主要源头就是油气出口收入,能源收入的下降会减少主权财富基金的资金来源,造成规模下降,财政功能萎缩。

不仅如此,制裁也直接影响主权财富基金的支出去向。主权财富基金收益率与支出方向直接关联;在经济稳定时,俄罗斯主权财富基金“投资人”身

---

<sup>①</sup> РФПИ стал лауреатом премии Russia IPO Awards. 5 марта 2022 года. <https://ria.ru/20220305/rfpi-1776791178.html?ysclid=m39f0zz189155309051>

<sup>②</sup> 《简报:美国对俄罗斯实施首轮迅速严厉制裁》, <https://china.usembassy-china.org.cn/zh/fact-sheet-united-states-imposes-first-tranche-of-swift-and-severe-costs-on-russia/>

<sup>③</sup> 《俄罗斯 2022 年外债规模三年来首次下降》, <https://sputniknews.cn/20230302/1048336320.html>

<sup>④</sup> 《有钱却无法支付,俄罗斯上演 105 年来首次外币主权债务违约》, [https://www.thepaper.cn/newsDetail\\_forward\\_18757025](https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_18757025)

份旨在追求更高的收益率;在宏观经济波动、外部风险增大时,俄罗斯主权财富基金更加侧重稳定国家经济,而通过提取主权财富基金来稳定国家经济,其收益率会下降。制裁伤及俄罗斯宏观经济,造成俄罗斯股市暴跌,卢布贬值,大量资本外逃,外债也面临违约风险。当油气收入减少、国家储备不足时,俄罗斯主权财富基金资金支出更加侧重稳定经济而非追求更高收益率。

## 四 俄罗斯采取的反制裁措施及效果

面对美西方制裁的威胁,为维护国家经济利益,俄罗斯采取了相应的反制措施。自 2014 年乌克兰危机发生后,俄罗斯就已经推出了一系列反制裁措施,以尽量降低风险和减少俄罗斯的潜在经济损失。2022 年美国直接冻结俄罗斯主权财富基金,迫使俄罗斯把“去美元化”等反制措施上升到经济安全高度。

### (一) 主权财富基金再配置,官方储备资产多元化

基金配置形式直接影响基金收益安全。主权财富基金作为国家经济人,它和理性经济人一样,追求利润的最大化。其经营的直接目的是实现外汇储备这一公共财富的保值和增值,追求稳定的长期回报。在稳定性、收益性和安全性的三极追求中,稳定性和安全性是核心,其次才是收益性。截至 2021 年 7 月,俄罗斯已经完成了国家福利基金的资产结构调整,旨在确保主权财富基金的安全。主权财富基金以外币为主,为此,遭到制裁后,国家福利基金将美元占比从此前的 35% 降至零,完全剔除美元,英镑的占比也下调至 5%,人民币份额上升至 30.4%,欧元份额上升至 39.7%,日元占比维持在 4.7%,黄金占比为 20.2%<sup>①</sup>。根据俄罗斯财政部的报告,2023 年俄罗斯继续重置国家福利基金中的资产配置,清空其主权财富基金所有欧元份额,仅保留黄金、卢布和人民币,将人民币和黄金的投资上限分别上调至 30%~60% 和 20%~40%。截至 2023 年 2 月,国家福利基金中有 104.6 亿欧元、3 074.4 亿元人民币、551.27 吨黄金和 5.301 亿卢布<sup>②</sup>。

---

<sup>①</sup> 《数说世界 | 俄罗斯“去美元化”进程加快,人民币吸引力不断上升》, [https://www.thepaper.cn/newsDetail\\_forward\\_17123033](https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_17123033)

<sup>②</sup> 《俄罗斯决定清空财富基金中的欧元 人民币将成为唯一外汇储备》, [https://finance.sina.com.cn/jjxw/2023-02-09/doc-imyfcpa h6256448.shtml#:~:text =](https://finance.sina.com.cn/jjxw/2023-02-09/doc-imyfcpa h6256448.shtml#:~:text=)

## (二) 发起能源反制,保障基金来源安全

美西方对俄罗斯的数次制裁中有多项针对能源,直击俄罗斯经济命脉。俄罗斯是全球能源供应链博弈一方,能源实力自然成为其反制手段。例如,为对抗石油限价机制,俄罗斯建立新的石油定价基准,拒绝向“不友好”国家以及在合同中直接或间接使用“石油价格上限机制”的外国法人和个人供应俄罗斯的石油及石油产品。

此轮能源博弈造成了全球石油价格的反弹,从2023年7月开始,俄罗斯出口原油的价格就高过七国集团等设定的每桶60美元的水平,8月乌拉尔原油的平均价格已达到每桶74美元。能源价格的上涨代表了俄罗斯能源反击的成效,是对能源部门的有力救济。俄乌冲突期间,为支撑国防支出,筹集资金,俄罗斯从2022年开始从国家福利基金中提取卢布。

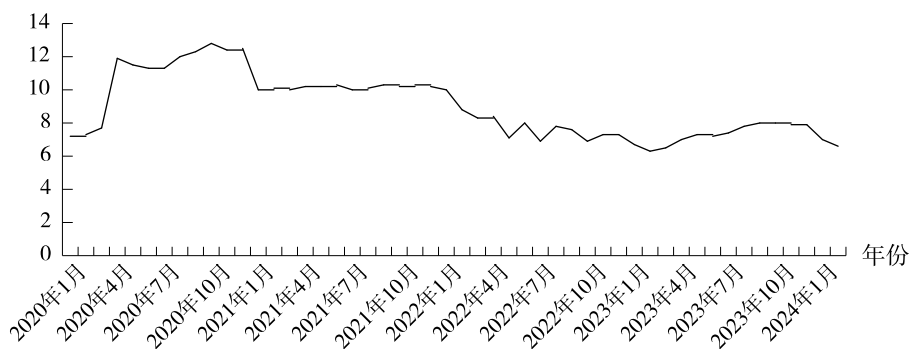


图4 俄乌冲突爆发前后国家福利基金资产占GDP比重(%)

资料来源:俄罗斯财政部, <https://minfin.gov.ru/en/>

2022年2月,国家福利基金的资产规模为13.6103万亿卢布,2024年2月存量还有11.9224万亿卢布,其间支出近17万亿卢布<sup>①</sup>用于稳定国内经济和支出,国家福利基金占GDP的比重虽然有所下降(见图4),但是整体规模较为稳定<sup>②</sup>,这也应得益于油价的上升。

## (三) 建立替代美元的支付结算体系,保证交易安全

俄罗斯的对外贸易和投资高度依赖美元和全球结算与支付体系。2014年,面对制裁封锁,俄罗斯建立了本土版SWIFT——俄罗斯金融信息传输系统(Financial messaging System of the Bank of Russia, SPFS),尝试在贸易中减

<sup>①</sup> 俄罗斯财政部, <https://minfin.gov.ru/en/>

<sup>②</sup> 同<sup>①</sup>。



少美元的使用。截至 2023 年 12 月初,已有来自 16 个国家的 150 个国外法人成为俄罗斯金融信息传输系统的用户<sup>①</sup>。2018 年,俄罗斯尝试打造“金砖支付”(BRICS Pay)系统<sup>②</sup>,呼吁金砖国家团结一致加入新的支付系统,实现不同国家之间的数字支付。

俄罗斯大胆尝试在双边贸易中积极推进本币结算和逐步放弃美元。通过推动使用本国货币进行交易,减轻对外部金融体系的依赖,截至 2024 年 9 月,卢布在俄外贸交易结算中的份额已接近 40%,在过去几年中显著增长<sup>③</sup>。在遭受美西方制裁后,俄罗斯与伊朗“同病相连”。2022 年 7 月 19 日,普京在与时任伊朗总统莱西会谈时商定双边合作构想,当天两国央行达成协议,在伊朗外汇市场启动伊朗里亚尔和俄罗斯卢布之间的货币交易。2024 年 11 月 11 日,伊朗和俄罗斯两国银行支付系统正式连接,两国通过分三步走逐步减少对美元依赖,这意味着两国向加强经济合作和“去美元化”迈出重要一步<sup>④</sup>。同时,俄罗斯与印度也加强了本国货币贸易支付体系的建设。2022 年 4 月,俄印两国开始建立使用本国货币进行交易的系统,两国使用本国货币进行石油、军事装备和其他商品的贸易,摆脱以美元为基础的支付系统。但因为俄印贸易存在巨大的不平衡,双方于 2023 年 5 月暂停了本币结算谈判,随着俄印贸易额的进一步扩大,俄罗斯已成为印度第二大进口来源国,双方于 2024 年 8 月进行谈判,重启扩大本币结算机制,旨在解决近些年来双边贸易激增后的支付问题,谈判涉及双方贸易结算采用直接汇率,再无需将本币与包括美元在内的任何货币挂钩,但受到卢比和卢布在兑换数量和时间上的限制,双方未达成最后合作。推进双边本币结算,这是俄罗斯配合能源反制的重要战术。

#### (四) 寻求和发展多元贸易投资伙伴,扩大交易网络

为了降低国家财富的投资风险,更好地吸引外资,俄罗斯主权财富基金一直在寻找新的可靠合作伙伴,其中主要以东盟和中国为代表。俄罗斯直接投资基金自建立以来,加强了与新加坡、越南、泰国等东盟国家之间的合作,

---

① 《俄央行:已有 20 个国家接入俄罗斯的 Swift 替代系统》, <https://sputniknews.cn/20240117/1056395863.html>

② “金砖支付”旨在实现金砖成员国之间的数字支付,降低国际支付的成本和复杂性。

③ 《俄罗斯正扩大能源合作规模》, <http://www.news.cn/20240927/d3baa62ca5254c5fa05f0b717a29c6cf/c.html>

④ 《伊朗媒体:伊朗和俄罗斯银行支付系统正式连接》, <http://www.news.cn/20241113/1654dd849b1841718d9d009faeea7a9d/c.html>

十多年以来吸引了大量东盟资金对俄投资,投资领域包括能源业、建筑业、农业、畜牧业和乳制品在内的日常消费品等多个行业(见表2)。俄乌冲突及其导致的俄罗斯与西方对抗也促使俄转向中国,柳丰华在俄罗斯外交战略转变的分析中提出中国已经成为俄最大贸易伙伴和能源市场,人民币成为俄主要外汇储备货币、国际结算货币和外汇交易货币,中俄的经济依存与政治信任进一步加强<sup>①</sup>。

表2 俄罗斯直接投资基金与东盟及其他国家的项目与产业合作概况

合作对象	合作内容
越南	2017年9月,越南“TH”集团在俄滨海边疆区建设奶牛场,预计10年内对俄罗斯投资27亿美元 <sup>②</sup>
新加坡	2016年11月,新加坡樟宜国际机场集团与俄罗斯直接投资基金、俄罗斯基础元素投资集团联合收购了俄符拉迪沃斯托克(海参崴)国际机场;2018年11月,普京访问新加坡期间,俄罗斯直接投资基金与新加坡公司签署多项在俄投资项目,协议总金额超过10亿美元 <sup>③</sup>
泰国	2015年,在圣彼得堡国际经济论坛上,泰国最大的企业集团正大集团(Charoen Pokphand Group)和俄罗斯直接投资基金设立10亿美元的基金,用于投资俄罗斯农业;2016年,正大集团、旗帜婴儿乳品股份有限公司(Banner Infant Dairy Products)的合资企业和俄罗斯直接投资基金投资约10亿美元,在梁赞地区建设乳品厂;截至2020年,泰国对俄罗斯投资总额为20亿美元,主要投资领域在农业和畜牧业 <sup>④</sup>
卡塔尔	2023年8月,卡塔尔投资局与俄罗斯直接投资基金签署投资总额超过1600亿卢布的联合项目,主要投资于俄罗斯重点企业 <sup>⑤</sup>
伊朗	2024年1月,俄罗斯和伊朗国家财富基金计划成立联合投资委员会,以实施油气、石化、制药等领域的各种项目 <sup>⑥</sup>

① 柳丰华:《俄乌冲突促使俄罗斯转向中国》,《俄罗斯学刊》2024年第5期。

② Вьетнамская компания TH Group будет строить молочные фермы в Приморье. 5 сентября 2017 года. <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2017/09/06/732511-vietnamskaya-kompaniya>

③ 《新加坡与俄方签署收购符拉迪沃斯托克机场协议》, <https://sputniknews.cn/20161125/1021252679.html>

④ Тайская CP Group инвестирует в Россию \$1 млрд. 18 мая 2016 года. <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/05/18/641405-cp-group-investiruet>

⑤ 《俄大使:俄罗斯和卡塔尔正研究总额超过1600亿卢布的联合项目》, <https://sputniknews.cn/20230807/1052323620.html>

⑥ 《伊朗央行:伊朗和俄罗斯间交易不再需要SWIFT》, <https://sputniknews.cn/20240108/1056193749.html>

(续表 2)

合作对象	合作内容
印度	2024 年 7 月,俄罗斯直接投资基金及其合作伙伴将向进入印度市场和在印度实施项目的俄公司投资达 1 000 亿卢布,并和印度国家投资促进局达成协议 <sup>①</sup>
中国	2012 年,“中投公司”和俄罗斯直接投资基金共同出资 20 亿美元设立中俄投资基金,投资物流基础设施 <sup>②</sup> ;2023 年 10 月,俄罗斯直接投资基金表达了与佳沃北大荒农业控股有限公司联合出资 60 亿卢布,对在俄罗斯实施的油菜籽深加工、粮食港口等一系列项目进行共同投资的意愿 <sup>③</sup> ;2024 年 5 月,俄罗斯直接投资基金与中国海伟石油化工有限公司为建设位于苏维埃湾港口的远东首座海上液化石油气转运站项目投资 70 亿卢布,项目总价值约 300 亿卢布 <sup>④</sup>

其实,2015 年以来,俄罗斯就积极扩大“朋友圈”并取得了部分成果。俄罗斯直接投资基金作为母国代言人与东盟、印度和中国等展开了进一步的经贸投资合作,为俄罗斯吸引了大量外资,投资领域涉及畜牧业、农业、物流、能源等多个领域。随着各国与俄罗斯投资合作的加深,彼此贸易合作也进一步扩大。2023 年第一季度,俄罗斯与卡塔尔的贸易额约 7 000 万卡塔尔里亚尔<sup>⑤</sup>;而与伊朗国家财富基金的合作也意味着伊朗和俄罗斯之间的交易不再依赖 SWIFT,两国的贸易合作更加便利;在这些国家中,印度市场具有巨大的增长潜力,两国主权财富基金的合作促进了各行业的双边投资项目、双边贸易和经济的迅速发展,贸易额在 2023 年年底达创纪录水平,俄罗斯已经成为印度的五大贸易伙伴之一,也是印度第二大货物进口国<sup>⑥</sup>。

乘“一带一路”东风,中俄之间建立了更紧密的经济合作关系。早在

① 《俄直接投资基金会和印度国家投资促进局将为进入印度市场的俄罗斯公司投入 1000 亿卢布》, <https://sputniknews.cn/20240709/1060324640.html>

② 《中俄投资基金再投四项目总投资规模接近 10 亿美元》, [https://ceb.com/chn/2023-01/13/article\\_2023011316313281082.shtml](https://ceb.com/chn/2023-01/13/article_2023011316313281082.shtml)

③ 《第三届“一带一路”国际合作高峰论坛期间,俄罗斯日宣布,将投资佳北农业》, [https://www.sohu.com/a/736201042\\_120847737](https://www.sohu.com/a/736201042_120847737)

④ 《俄直投基金和中国海伟公司投资高达 70 亿卢布建设远东首座液化石油气转运站》, <https://sputniknews.cn/20240515/1059043689.html>

⑤ 《伊朗央行:伊朗和俄罗斯间交易不再需要 SWIFT》, <https://sputniknews.cn/20240108/1056193749.html>

⑥ 《俄直接投资基金会和印度国家投资促进局将为进入印度市场的俄罗斯公司投入 1000 亿卢布》, <https://sputniknews.cn/20240709/1060324640.html>

2012年6月,两国成立中俄投资基金,采取联合投资的方式对两国及第三方市场进行投资,目标募集规模为20亿美元,其中10亿美元由“中投公司”和其相关方出资,10亿美元由俄罗斯直接投资基金出资,剩余资金则向第三方国际投资者募集。过去10年来,中俄主权财富基金的合作进一步增强,俄罗斯直接投资基金与中国合作实施了40多项联合倡议,合作涵盖汽车制造、采矿和天然气化工等多个领域<sup>①</sup>。中俄合作的加深也使人民币成为俄罗斯对外贸易活动最重要的外币,在俄罗斯的国际贸易结算、储备货币和主权财富基金的投资资产中发挥关键作用。

为了进一步吸引外资,扩大多边合作,2024年6月,俄罗斯直接投资基金在圣彼得堡国际经济论坛上与来自不同国家的合作伙伴举行了二十多次会面,其中包括与俄罗斯开展合作的“全球南方”国家<sup>②</sup>。

由于俄罗斯成功地扩大了经贸“朋友圈”,在全球形成了更大的贸易投资网络,2023~2024年,俄罗斯直接投资基金资产规模非但没有因制裁而萎缩,反而实现了逆势增长:从原先的168.7亿美元飙升至280亿美元,增幅接近100亿美元,呈现逆势上扬的态势<sup>③</sup>。

## 结语与启示

### (一) 结语

主权财富基金是顺差国经过多年探索创造的更安全、效率更高的“替国理财”方式,结果在地缘风险下变成最不确定、最不安全的选择。俄罗斯主权财富基金遭到美西方史无前例的联合制裁,地缘政治冲突成为全球投资最大的不安,美元“武器化”进一步恶化了全球贸易和投资环境。

制裁伤及俄罗斯经济命脉,冻结和禁止主权财富基金与国际金融系统的连接,破坏了其财政功能和国际功能,俄罗斯无法动用基金弥补预算支出和及时偿还债务,外引内连的通道被堵塞,甚至导致外资断流。不仅如此,俄罗斯的国内金融体系也受到冲击,金融市场出现巨大颠簸。

面对制裁的风浪,俄罗斯被迫采取反制措施以保护其经济安全,能源反

<sup>①</sup> 中国投资有限责任公司, <http://www.china-inv.cn/>

<sup>②</sup> 《俄直投基金看到外国投资者对俄经济兴趣日增,将在圣彼得堡国际经济论坛上举行20多次会面》, <https://sputniknews.cn/20240606/1059579930.html>

<sup>③</sup> 全球主权财富基金, <https://globalswf.com>

制、替代支付体系建设、储备资产多元化配置和发展多元伙伴关系等措施暂时缓解了俄罗斯的经济困境,但未来,俄经济结构的转型、内外经济的平衡将面临更大的挑战。

美西方对俄罗斯的制裁引起全球政治经济环境的不安,俄罗斯的反制则加剧了全球能源市场和小麦等大宗商品市场的波动,全球供应链的连续和安全性遭到破坏,经济问题愈加政治化。对主权财富基金的制裁伤及全球对美元的信心,破坏国际货币秩序。俄罗斯及其他国家“去美元化”的举动和措施使央行和商业银行采取更多的防御措施,与世界经济的联通减少,金融开放可能走回头路。此外,俄罗斯寻求多元伙伴的行动也给区域和国家关系带来新的不安。

## (二) 启示

俄罗斯主权财富基金所经历的冲击更是凸显了风险的全球性。制裁带来的冲击超越了俄美之间的双边关系,波及全球。在全球经济密不可分的网络格局下,任何经济的波动都可能引发连锁反应,伤及全球产业链和供应链。俄罗斯主权财富基金所遭遇的困境,实际上是国际经济体系脆弱性的一个缩影。

美国对俄罗斯主权财富基金的制裁破坏了全球经济秩序,损害了美元信誉,加大了其他国家对于对外净资产的担忧。无论是传统的购买美国国债的方式,还是主权财富基金的方式都不能完全保证外汇储备的安全。

在地缘政治冲突频发和升级的情况下,承担为国理财使命的主权财富基金需要采取措施对冲风险,减少经济损失,作为主权国家需要积极行动稳定国际经济秩序,促进全球贸易和投资回暖。

1. 主权财富基金需要综合评估政治、经济、社会、气候等风险,使投资部门和目的地分散化

影响全球投资环境的因素出现新变化,不仅要考虑经济因素,还要考虑非经济因素,甚至非经济因素更重要,包括社会结构和气候变化等多重风险要素。2022 年俄乌冲突之前,国家福利基金的资产分配主要集中在技术部门,而在冲突之后,则更平衡分布在技术、工业、房地产、金融和医疗保健部门。在目的地选择方面,主权财富基金也要进行综合考量,关注关联国家国别风险,冲突之后主权财富基金流向的变化体现了安全第一、收益第二的权衡原则。

2. 分散主权财富基金风险,进行多样化投资

主权财富基金作为国家财富的理财方式仍是次优选择,多样化投资成为



必须。主权财富基金与外汇储备等理财方式相比旨在追求更高、更稳的长期收益率,因此应该采取更为积极的投资方式,降低基金搁置的机会成本和冻结风险。在国内为国家基础设施建设增砖添瓦,在国际上促进投资多元化,以更高的回报率更好地服务国家战略。在愈发复杂的国际政治经济环境下,主权财富基金管理方式多样化应是主要关切,应从资产组合多样化拓展到投资市场、地区、行业的多样化,科学对冲外部风险。

3. 主权国家要统筹发展与安全,降低对发达国家金融渠道的过度依赖,提高本国货币金融实力

俄罗斯的“去美元化”行动对发展中经济体有借鉴意义。美国是全球资本投资的乐土,但是美国把制裁作为经济对抗工具,冻结主权财富基金,违背国际信用。可见,代表主权的理财方式仍然不能摆脱外部不确定风险。中国3.2万亿美元的外汇储备仍然是国家财富的核心部分,对稳定汇率、维持经济和金融稳定,保持国际清偿能力至关重要。因此,中国应从风险预警的角度,权衡成本与收益,有必要有序减持美国国债,调整海外资产与负债结构<sup>①</sup>。在总体发展战略上,统筹安全与发展,走金融强国之路,减少对发达国家金融渠道和金融机构的过度依赖,提升人民币国际化水平,进一步提升本国的金融实力和货币实力。

4. 以开放思维促进发展共同体建设,对标国际,合规经营,促进多维合作

主权财富基金面临的不安不仅仅是对某个国家的挑战,而是整体国际金融秩序面临的问题。因此,不安会促使国际社会以开放思维面对新考验与新挑战,促进合作共赢。一方面,各国政府需要加强对主权财富基金的监管和透明度要求,确保其运作符合国际规范和标准;另一方面,国际社会也需要加强沟通和合作,共同维护和促进国际金融体系的稳定和发展。中国应在清迈倡议多边化、在共建“一带一路”高质量发展中尝试建立稳定的金融交易渠道,建设并完善交易体系和秩序,发挥在区域金融安全网络建设中的积极作用。

(责任编辑:李丹琳)

<sup>①</sup> 余永定:《“双循环”和中国海外资产的安全性》,《国际金融》2020年第2期。