

中俄主权财富基金投资合作 现状与合作战略分析

戴利研

【内容提要】 本文对中俄两国的主权财富基金以及中俄联合建立的中俄投资基金成立背景、资金来源、治理结构和资产配置策略等运营模式进行了分析，并在分析两国基金现有投资合作局限性的基础上，对中俄主权财富基金未来可投资的领域和方式进行了深入的研究。中俄两国的投资领域具有较强的互补性，两国在金融、能源、高科技和服务业等领域不但可以相互投资，还可以采取联合投资的方式向其他经济体投资，在实现国家战略的同时获得更高的投资收益。

【关键词】 中国 俄罗斯 主权财富基金 战略合作

【基金项目】 国家社会科学基金项目《新一轮世界经济结构调整期中国主权财富基金发展战略研究》（项目编号：13CJL031）。

【作者简介】 戴利研，辽宁大学转型国家经济政治研究中心、国际关系学院副教授、硕士生导师。

2004年和2007年，俄罗斯和中国这两个最具代表性的发展中大国相继建立主权财富基金，引起了国际社会的广泛关注。2012年，中俄成立合作基金——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，中俄两国战略性经济合作又提升到了一个新的高度。2017年7月4日，在习近平主席和普京总统的见证下，中国投资有限责任公司（以下简称中投公司）与俄罗斯直接投资基金交换了《中俄投资基金第二期注资的谅解备忘录》，双方向中俄投资基金分别认购了5亿美元的承诺投资金额，该基金将继续专注于投资中俄经贸等合作类项目，促进两国相关产业发展。2017年11月9日，在习近平主席和特朗普总统的见证下，中投公司与美国高盛集团在北京签署了合作谅解备忘录，成立中美制造业合作基金，该基

金承诺将投资美国制造业、工业、消费、医疗等行业企业，通过开拓中国市场，进一步深化中美经贸投资合作。时至今日，大国强强联手建立合作基金已经成为新的趋势，新型的合作投资形式使主权财富基金再一次得到了世人的关注。

一 相关研究综述

主权财富基金是在宏观经济状况、贸易条件和财政收支改善以及政府长期预算与财政支出限制政策的实施下，一国利用超额的财政盈余和外汇储备盈余建立的专门投资机构^①。国内外学者对以中国和俄罗斯为代表的发展中国家建立主权财富基金的经济和政治动因进行了深入分析。

E. 特鲁曼 (A. Truman) 从发展中国家的政治诉求角度分析认为，部分石油输出国和新兴工业化国家在具备了一定的经济实力后，试图改变其在世界市场中的从属地位^②。S. 约翰逊 (S. Johnson) 等人分析认为，一些发展中国家通过组建规模巨大的主权财富基金，代替发展不成熟的私人机构对发达国家的关键行业进行大规模的投资，这将对世界经济产生重要影响^③。S. 科恩 (S. Kern) 分析认为，主权财富基金可以作为对其他主权机构，包括中央银行、开发银行、养老金、国有企业及其他公共投资实体的补充 (如图 1)^④。谢平和陈超分析认为，在经济发展的初始阶段和高增长阶段，一国的外汇储备迅速增加，此时政府会选择建立专门的投资机构进行海外投资，这是符合一国经济发展阶段的理性选择^⑤。由此可见，以中国和俄罗斯为代表的发展中国家建立主权财富基金，是在现行的国际货币体系下处于从属地位的国家的理性选择。

① A. Rozanov, Who Holds Wealth of Nations, *Central Banking Journal*, 5, 1 - 4, 2005.

② E. Truman, *Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability*, Peterson Institute for International Economics, Washington DC., Policy Brief No. PB07 - 6, 1 - 5, 2007.

③ S. Johnson, *The Rise of Sovereign Wealth Funds*, *Finance and Development*, 2007. S. Kambayashi, *The World's Most Expensive Club*, *The Economist*, 2007 - 5 - 24.

④ S. Kern, *SWFs and Foreign Investment Policies*, *Deutsche Bank Research*, 2008.

⑤ 谢平、陈超：《论主权财富基金的理论逻辑》，《经济研究》2009年第2期。

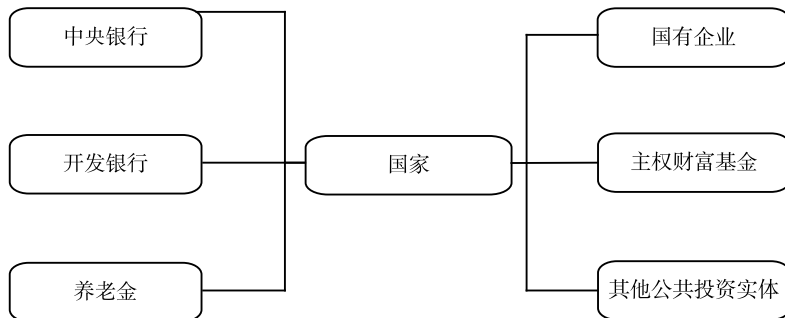


图1 主权投资机构

在中国主权财富基金成立背景、运行模式和发展现状的研究方面，黎兵、李运达和洪功翔以及 M. F. 马丁（M. F. Martin）等学者对中国主权财富基金的发展现状和运行模式进行了分析^①。何帆、张明对中投公司的海外投资对于国际金融市场的影响进行了探讨^②。戴利研从中投公司建立的背景与职能、资金来源与对外储备的影响、海外所遇到的阻力以及收益分配与监管方面分析了中投公司与国内其他国有企业在海外投资方面存在明显差异^③。潘圆圆、张明对后金融危机时代中国主权财富基金投资策略的转变及原因进行了分析^④。

在俄罗斯主权财富基金成立背景、运行模式和发展现状研究方面，李建民、殷红介绍了俄罗斯主权财富基金的成立背景和运作模式，并对俄罗斯稳定基金的拆分进行了深入的分析^⑤。郭晓琼、潘广云等学者对俄罗斯石油稳定基金的建立背景、资金来源、战略意图、管理和使用情况以及基

① 黎兵：《试析中国主权财富基金》，《上海金融》2007年第10期；李运达、洪功翔：《1.55万亿特别国债的宏观经济效应简论》，《长江论坛》2008年第1期；Michael F. Martin, China's Sovereign Wealth Fund: Developments and Policy Implications, Congressional Research Service Report for Congress, 2010 (9)。

② 何帆、张明：《中国的外汇投资公司会冲击国际金融市场吗》，《国际经济评论》2007年第3期。

③ 戴利研：《中投与其他国有企业在海外投资差异分析》，《沈阳师范大学学报》2012年第1期。

④ 潘圆圆、张明：《中国主权财富基金投资策略的转变及其原因》，《上海金融》2014年第9期。

⑤ 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；殷红：《俄罗斯“国家福利基金”的建立及意义》，《俄罗斯中亚东欧研究》2008年第3期。

金改组的特点进行了评价,指出稳定基金起着熨平价格波动的负面影响和抑制通货膨胀的作用,同时它的投资还为俄罗斯带来了收益^①。S. 德罗贝舍夫斯基(S. Drobyshevsky)等人分析了以俄罗斯为代表的石油输出国主权财富基金的运营情况,并对次贷危机期间基金投资对资本市场、大宗商品价格等领域的影响进行了探讨^②。叶楠对俄罗斯主权财富基金的投资策略进行了介绍,并且分析了以俄罗斯直接投资基金为主体的联合投资模式^③。王志远分析认为,俄罗斯主权财富基金在抵御经济波动方面起到了“安全气囊”的作用,有效地发挥了平抑经济波动、减缓经济衰退、保障国家预算平衡和防范财政危机的作用,并从“弱可持续发展”视角指出,建立主权财富基金符合能源出口国的利益^④。

在对中俄主权财富基金战略合作分析方面,钱晓英和王阳对中俄主权财富基金的合作进程做了梳理,分析了当前中俄主权财富基金合作的现实条件和存在的制约因素^⑤。D. 帕克(D. Park)和G. B. 埃斯特拉达(G. B. Estrada)对包括中国、俄罗斯等发展中国家主权财富基金对外直接投资的发展情况进行了分析^⑥。高洁、许琛分析了在“一带一路”倡议下中俄主权财富基金合作的新机遇,指出作为政府背景的机构投资者,主权财富基金参与了本国政府许多重要决策,由于了解本国国家战略和企业实际发展需求,因此,中俄两国主权财富基金可以加强合作,成为连接两国企业合作的纽带^⑦。张海亮指出,主权财富基金应自发地进行合作,以联盟的形式构建规制,提供可信承诺,向东道国发出积极的信号。以合作的

① 郭晓琼:《俄罗斯联邦稳定基金的发展》,《俄罗斯中亚东欧市场》2008年第1期;潘广云:《俄罗斯主权财富基金改组及其国际比较》,《国际论坛》2008年第5期。

② Sergey Drobyshevsky, etc., *Sovereign Wealth Funds: New Challenges for the Caspian Countries*. Revenue Watch Institute, 2011.

③ 叶楠:《探析俄罗斯主权财富基金的变革与投资策略选择》,《俄罗斯研究》2013年第4期。

④ 王志远:《主权财富基金——中国与俄罗斯的不同》,《俄罗斯中亚东欧市场》2013年第4期。

⑤ 钱晓英、王阳:《中俄主权财富基金合作分析》,《商业研究》2015年第11期。

⑥ Donghyun Park and Gemma B. Estrada, *Developing Asia's Sovereign Wealth Funds and Outward Foreign Direct Investment*, ADB Economics Working Paper Series No. 169, 2009 (8).

⑦ 高洁、许琛:《“一带一路”战略下中俄主权财富基金合作新机遇》,《中国联合商报》2015年5月18日。

方式用集体声誉代替个人声誉，将使得主权财富基金的投资更加可信^①。

综上所述，对中俄主权财富基金合作投资的研究仍处于起步阶段，以往的研究主要集中于介绍中俄两国基金的建立背景和运营模式，对两国基金的区域战略合作研究较少。

二 中俄主权财富基金合作的背景

新加坡、挪威等国的主权财富基金建立了较为成熟的运营模式，通过多年的经营不但获得了高额的投资收益，而且为本国的经济发展和产业升级作出了重大贡献。新加坡、挪威等国的成功经验引起了以中国和俄罗斯为代表的东亚各国的广泛关注。中国和俄罗斯先后模仿新加坡、挪威主权财富基金的运营模式，建立了本国的主权财富基金。

（一）中国主权财富基金的成立背景与运营模式

2003年12月，中国政府效仿新加坡淡马锡控股公司的运营模式，成立了中央汇金投资有限责任公司（以下简称汇金公司）。汇金公司的初始资金为3 724.65亿元人民币，成立的目的是负责利用外汇储备对国有商业银行和证券公司等国有重点金融机构进行股权投资，实现国有金融资产的保值增值^②。2007年9月，中国政府效仿挪威政府全球养老基金（GPF）和新加坡政府投资公司（GIC）的运作模式，成立了中国第一支主权财富基金——中投公司（China Investment Corporation, CIC），中投公司的初始资金为2 000亿美元，成立的目的是通过海外多元化投资提高外汇储备的收益率。汇金公司原本属于外汇管理局，中投公司成立以后将汇金公司整体购入，成为其全资子公司。

2011年9月，中投公司的业务被拆分为两个部分，分别由汇金公司和中投国际有限责任公司（以下简称中投国际）负责运营。中投国际专门负责开展境外投资和管理业务，而汇金公司肩负着中国政府进行商业银行改革和券商改革的政策性任务，属于典型的战略投资。中投公司同时肩负着国内政策性投资和海外市场化投资两种角色。2015年1月，中投公司借鉴

^① 张海亮、郭明：《可信承诺、合作联盟与主权财富基金对外投资》，《经济研究参考》2013年第62期。

^② 戴利研、赵磊：《中韩主权财富基金发展现状与合作前景研究》，《海南大学学报（人文社会科学版）》2014年第4期。

国际同业机构经验，成立了专注于开展境外直接投资活动的直投公司——中投海外直接投资有限责任公司（以下简称中投海外）。中投海外主要负责开展直接投资，侧重基础设施、农林牧渔等长期资产投资，而中投国际则侧重股票、债券、对冲基金和房地产等少数股权投资。这种对境外投资业务的细致划分，是中投公司对其他主权财富基金和机构投资者运营模式的借鉴，如新加坡政府投资公司就下设了资产管理、房地产和直接投资三个子公司。截至2017年10月，中投公司的资产总值增至8138亿美元^①。

（二）俄罗斯主权财富基金的成立背景与运营模式

1997年亚洲金融危机后，俄罗斯开始注重外汇储备资产的积累。得益于国际石油价格上涨的大环境，俄政府不断积累石油美元，外汇储备资产显著增长。2004年1月1日，俄政府根据《俄罗斯联邦稳定基金法》成立了第一支主权财富基金——俄罗斯联邦稳定基金（Stabilization Fund of the Russian Federation，以下简称稳定基金）。稳定基金的资金主要来源于两部分，一部分是政府上一年度的财政预算结余；另一部分是对石油出口价格与基准价格之间差额所征收的超额出口税和超额开采税^②。其中，资金主要来源于所征收的超额出口和开采税。2008年2月1日，稳定基金被正式拆分为储备基金（Reserve Fund）和国家福利基金（National Wealth Fund）。在稳定基金拆分之后，储备基金和国家福利基金分别从稳定基金继承80%和20%的资产，约合3.069万亿卢布和7830亿卢布^③。截至2017年10月，国家福利基金和储备基金所持有的资产分别为722亿美元和162亿美元^④。

2011年，俄罗斯直接投资基金（Russian Direct Investment Fund，RDIF）成立。俄罗斯直接投资基金的注册资本金为3亿卢布，管理权归俄对外经济银行所有。与中国主权财富基金的设立机制相似，国家福利基金、储备基金和直接投资基金的目标和运营策略各不相同。储备基金主要延续稳定基金的功能，用来抵御石油价格波动可能对财政预算造成的冲击，作为预防经济危机、战争等灾难的储备资金；国家福利基金则主要负责在海外市场进行战略性的投资，实现储备资产的保值升值，其收益将主

① <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>

② 根据规定，以乌拉尔原油每桶20美元的价格为基准（2006年调整为27美元），当油价超过基准价格时，超额部分缴纳的税收收入将被划入石油稳定基金。

③ 戴利研：《资源型主权财富基金运营模式研究——以挪威和俄罗斯主权财富基金为例》，《世界经济与政治论坛》2012年第6期。

④ <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>

要用于补充由于人口老龄化而不断扩大的养老金收支缺口。俄罗斯直接投资基金与其他国家主权财富基金、私募股权基金等机构投资者合作，主要投资于实体经济。

主权财富基金的建立对俄罗斯的经济发展起到了重要的作用。在对外经济方面，俄政府利用主权财富基金所积累的资金提前偿清了多年累积的外债，提升了俄罗斯的国际信誉，基金的海外投资提高了储备资产的收益，其战略性投资成为俄罗斯海外战略部署的重要铺垫，为俄罗斯重振经济铺平了道路；在对内经济方面，主权财富基金作为养老金预算支出的补充，为国家的社会保障系统提供了坚实的保障。此外，主权财富基金作为政府强有力的财政政策工具，使政府宏观调控能力得到了加强，为金融机构注资增强了金融体系的竞争力，主权财富基金在调整国内经济结构方面将发挥更加重要的作用。

（三）中俄主权财富基金合作具有必要性和可行性

后危机时代，新兴经济体面临一般商业周期、信贷周期、初级产品周期和投资周期同时结束的局面^①，作为新兴市场经济体代表性大国的中国和俄罗斯也不例外，以往支持经济快速增长的有利因素正在消退，美国退出量化宽松货币政策后直接导致全球资金从新兴市场经济体流向发达经济体。金融危机频繁爆发让世界各国清楚地认识到，在现行的不合理的国际货币体系下，美元的霸权地位不断得到强化，原本属于一国主权范畴的金融权利将会遭受侵蚀。

目前，中国面临改革的历史新时期，中国经济的“新常态”强调经济结构的对称态以及在此基础之上的可持续发展，与单纯强调政府周期性的刺激经济不同，在世界经济波动频繁的现实情况下，在合理、对称、稳定的经济结构中促进经济发展才是未来中国经济的发展方向。与此同时，俄罗斯的经济改革因其严重依赖石油面临两难境地，而石油价格的持续上涨则会导致精英阶层不思进取，拖延经济结构转型进程；石油价格下跌时，由于资金限制，经济结构改革无从推进^②。中国和俄罗斯制造业的总量和规模都已位居世界前列，但大部分产业仍处于国际产业链的低端，产业技术含量和附加值偏低，后危机时代，美欧“再工业化”战略必将加大中俄

^① 李建民：《卢布暴跌成因、影响及中俄合作机遇》，《经济社会体制比较》2015年第1期。

^② 同^①。

两国产业转型升级的难度。新时期，中国和俄罗斯作为新兴市场大国，国内经济发展都面临调结构、促增长的压力，而外部则面临资金向美国等发达经济体回流的压力，因此，中国和俄罗斯这两个“金砖国家”在未来十年任重道远。

中俄双方需要在政治和经济领域加强合作，一方面缘于两国相邻，具有重要的地缘政治关系；另一方面，中俄都是处于转型期的新兴市场大国，俄罗斯和中国的国内需求市场规模巨大，并且处于不断增长的上升期，这为不同行业提供了丰富的投资机会。从地缘政治重要性和经济基本面指标的角度考量，目前，俄罗斯是中国较为理想的合作伙伴。俄罗斯是外债总额最低的欧洲国家之一，截至2017年12月数据，俄外债总额约5291亿美元，同时还清所有苏联时期欠下的债务；2018年1月，俄罗斯黄金储备为1857吨，超过中国，位居世界第5位；俄罗斯是全球最大的国内市场之一，在144个国家中排名第7位。根据国际货币基金组织最新的预测，2020年俄罗斯的经济总量有望增至4万亿美元。俄罗斯中产阶级在过去的5年里增长了3倍。除石油、天然气、煤炭和金属等知名大宗商品外，俄罗斯拥有世界上最大的木材、淡水、农用地、化肥等多种资源。

目前，中俄正积极促进两国全面战略协作伙伴关系的发展，中国和俄罗斯为两国合作的第一阶段制定了宏大的目标。为了完成双边共同发展战略等宏伟目标，中俄双方达成共识，可以采用一切有效的经济交流工具，其中最重要的就是双方主权财富基金的投资合作。中俄之前的合作重点是资源开采领域，但是，中国正逐步将重心转移至高科技行业，包括基础设施与交通、民航、机械与轮船制造、融资、航天技术等，能够帮助中国获得管理经验和先进技术的项目尤其受到重视，与此同时，矿产开采、能源、林业以及民用住宅建设仍然是中国对俄投资的主要领域，中国的投资能够促进俄罗斯进行经济改革，并提升其经济等级。俄罗斯对中国投资的主要方向为农产品、矿产加工、化工生产、建筑、交通设备和服务业。

由此可见，中俄双方可以合作的项目非常广泛，但目前来看，与欧美国家投资规模相比，中国对俄罗斯的投资规模并不大。中国企业进入俄罗斯市场投资时仍有顾虑，一方面，俄方对一部分高科技行业设置投资限制，民营资本碍于政治方面的担忧不愿介入；另一方面，虽然很多大型项目对中俄双方都有利，但往往因为投资规模巨大导致大多数企业

望而却步。因此，中俄双方萌生了运用两国主权财富基金的资金建立合作基金，借助强有力的政府支持和广泛的业务关系带动两国企业一起投资的想法。

与一般的投资基金不同，主权财富基金有其特有的“双重属性”。一方面，基金是市场化的主体，其建立的初衷是通过多元化的投资获取收益；另一方面，主权财富基金在制定投资战略时会考虑国家利益，为本国经济发展战略目标服务。目前，国际形势复杂多变，与中美经济合作相比，中俄两国民间合作较为薄弱，两国想要建立丰富的区域经贸联系，仍须从国家层面的合作入手。因此，中俄主权财富基金的合作投资对于两国而言不仅仅是对企业项目融资方面的支持，在此基础上，中俄主权财富基金更应该在合作战略框架制定、合作领域引导以及合作项目示范等方面发挥重要的作用。

在国际上，主权财富基金合作投资已经成为主流趋势，中国的主权财富基金从组建伊始就注重与国外基金的合作。2003 年，汇金公司就与比利时国家投资公司合作组建了比利时—中国并行基金。2015 年，中国提出“一带一路”倡议，中投公司在此之后采取了一系列重大举措，包括参股丝路基金 15% 股权，参与中欧合作基金的磋商工作，对接中国“一带一路”合作倡议和欧洲投资计划，参与中法第三方市场合作共同基金的建立工作等（见表 1）。

表 1 中投公司参与建立的合作基金

序号	合作国家	基金名称	成立时间	金额	投资方	合作领域
1	中国、俄罗斯	中俄投资基金	2012 年 6 月 5 日	募集规模为 40 亿美元	中投公司及其相关方、俄罗斯直接投资基金和第三方国际投资者	大型基础设施和物流领域、具有高附加值的自然资源开发和加工领域，具有行业领先地位的制造业和服务业企业
2	中国、墨西哥	中墨投资基金	2014 年 11 月 13 日	目标规模为 24 亿美元	中国国开金融、中投公司和墨西哥国有开发银行及基金	基础设施、工业、旅游和能源等领域的投资合作

3	中国、法国	中法第三方市场合作共同基金	2015年	筹建中	法国“CDC”银行和中投公司	为中、法、非三方合作提供资金支持
4	中国、比利时	比利时—中国并行基金	2003年2月20日	1亿欧元	比利时国家投资公司 and 汇金公司	主要投资于中国境内具有一定规模和科技内涵的、进入成长期的中小企业
5	中国、比利时	比利时—中国并行基金(II)	2011年10月24日	约1亿欧元	比利时国家投资公司 and 中投公司—亚欧联合资本	用于指引和帮助那些通过欧洲中心——布鲁塞尔投资欧洲市场的中国公司
6	中国、美国	中美制造业合作基金	2017年11月9日	50亿美元	美国高盛集团、中投公司	主要投资于美国制造业、工业、消费、医疗等行业企业

资料来源：根据公开媒体报道及中投公司官网信息整理。

俄罗斯方面，俄罗斯直接投资基金设立的初衷就是与其他国家主权财富基金、私募股权基金等机构投资者合作。目前，俄罗斯直接投资基金已经与众多机构投资者进行了投资合作，如其与“Cartesian Capital”、“One Equity Partners”、“Black Rock”和“Cap Man”等私募基金共同投资了一些项目。自成立以来，俄罗斯直接投资基金已经完成的投资项目金额为38亿美元，其中超过9亿美元的资金来自俄罗斯直接投资基金自有资金，其余约28亿美元来自合作投资者。目前，俄罗斯直接投资基金已经与中国、日本、韩国、阿布扎比、科威特、法国和意大利等国家的主权财富基金和银行等机构投资者签署了12项投资协议，并启动了总预算超过100亿美元的国际合作项目。

2017年12月25日，俄罗斯国际事务委员会发布了《俄罗斯对外政策展望：2018》报告。其中，在俄罗斯亚太政策领域特别提到了要提高俄中两国在经济、科技和人文领域的合作质量，最大限度地实现俄罗斯在亚太地区的政治和经济联系。2017年12月31日，中俄两国元首互致新年贺电。习近平主席和普京总统共同肯定了中俄全面战略协作伙伴关系取得的新发

展。双方在“一带一路”倡议同欧亚经济联盟对接合作中取得了重要成果，两国大型战略大项目合作稳中有进，双边贸易额显著增长，科技、文化、人文领域交流蓬勃开展，在国际和地区事务中保持密切有效的协调配合，为维护世界和平稳定作出了重大贡献^①。

三 中俄投资基金的合作机制和投资现状

(一) 中俄投资基金的合作机制

2012年6月5日，在时任中国国家主席胡锦涛和俄罗斯总统普京的见证下，中投公司与俄罗斯直接投资基金联合成立中俄投资基金（Russia - China Investment Fund, RCIF）。中国与俄罗斯正在积极促进两国全面战略协作伙伴关系的形成和发展，中俄双方为合作的第一阶段制定了宏大的目标，基金合作是战略合作的关键一步。在北京的签字仪式上，中投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基本原则备忘录》。中俄投资基金的初始募集资金目标为40亿美元，其中，中投公司及其相关方出资10亿美元，俄罗斯直接投资基金出资10亿美元，其余资金向第三方投资者募集。中俄投资基金计划将募集资金的70%投资于俄罗斯、白俄罗斯和哈萨克斯坦等独联体国家，30%投资于中国。

中俄投资基金的投资重点主要围绕推进中俄双边经贸投资关系，为投资方获取最大的投资回报。2013年3月22日，在俄罗斯总统普京和中国国家主席习近平的见证下，中投公司、俄罗斯直接投资基金、中俄投资基金和俄罗斯对外经济银行联合签署了《关于促进基础设施投资和俄远东开发的合作备忘录》，旨在加强在远东地区及基础设施建设领域的投资。投资项目主要定位于具有高附加值的能源开发及加工、基础设施及物流、具有行业领先地位的制造业与服务业^②。两个合作备忘录的签署体现了中俄两国主权财富基金合作达到了一个新高度。

(二) 中俄投资基金的投资现状

依据中俄投资基金设立的初衷，其70%的资金将投资于俄罗斯、白俄罗

^① 《中俄两国元首互致新年贺电》，<http://www.fmprc.gov.cn/web/zyxw/t1522972.shtml>

^② Vnesheconombank, RDIF, CIC and RCIF to Promote Investment into Infrastructure and Russian Far East Projects, http://www.rcif.com/articles_4.htm

斯和哈萨克斯坦等独联体国家。中俄投资基金将投资目标集中于三个主题，包括中俄两国快速增长的贸易、不断加强的双边经济合作以及中产阶级不断增长的购买力。三大主题在未来将具有较强的潜在增长率，可以为基金提供更多的投资项目，在风险可控的条件下获取更高的投资收益。在中俄两国经济合作领域不断加深，层次不断深入的趋势下，基金将在传统合作项目的基础上，不断开发新的投资领域。中俄投资基金规划围绕以下四个领域对俄罗斯等独联体市场进行更加广泛的投资：一是消费领域，包括医疗、视频和零售行业；二是基础设施建设领域，包括建材、房地产、物流等；三是高附加值工业领域，包括替代能源、矿产、自然资源加工等；四是创新产业，包括生物技术、互联网等^①。

合作过程中也必然会出现各种需要协商的问题，如在合作领域方面，中俄两国的战略投资倾向不尽相同，俄罗斯直接投资基金首席执行官德米特里耶夫表示，基金首先将重点关注农业、消费品和绿色能源领域^②，而中方代表则表示在俄罗斯的投资将更多关注金融、能源和房地产领域^③。因此，双方在合作的过程中需要不断地协调，对可能合作的领域要尽早规划。道路并不总是平坦的，但出现了问题总能找到解决的办法。最终，俄罗斯直接投资基金和中投公司表示将尝试首先在农业、物流、林业、能源和机械制造等领域进行合作^④。这几个领域的合作符合中俄目前经济发展阶段的共同利益。以林业为例，俄罗斯要实现木材加工的国产化，需要大量资金投入的支持，而中国方面参与投资项目可以获得稳定的木材供应，对于基金来说，这类投资项目可以带来稳定的投资收益，因此，这是一项对两国经济都有促进作用，各方都能获益的投资项目。

2013年10月，中俄投资基金斥资约2亿美元收购了俄罗斯森林产品公司42%的股份，完成了第一笔投资项目。俄罗斯森林产品公司出口产品的九成销往中国，中国的合作伙伴可以帮助俄方公司与亚洲客户保持更高效的业务往来。与此同时，获得融资后的俄罗斯森林产品公司的生产将进一

① 王肖邦：《俄主权财富基金 CEO 德米特里耶夫：投资俄罗斯不可错过的四大领域》，《第一财经日报》2014年4月14日。

② Beijing and Moscow Put US \$ 1 Billion Each in Fund, http://www.rcif.com/news_6.htm

③ China and Russia Plan US \$ 4 Billion Fund for Investing, http://www.rcif.com/news_3.htm

④ Chinese – Russian Joint Investments Beneficial, http://www.rcif.com/news_1.htm

步扩大，可以为远东地区创造更多的工作岗位。在 2014 年索契国际投资论坛上，俄罗斯直接投资基金首席执行官德米特里耶夫称，中俄投资基金已经建立了中国和俄罗斯团队，双方围绕金额高达 1 000 亿美元的 30 个合作项目进行了探讨。2014 年 5 月，中俄投资基金集中宣布了三项重要投资，包括投资中俄同江铁路大桥、投资物流基础设施提供商普洛斯的业务以及和天津永泰红磡集团（Vcanland）合资建立旅游和养老产业人民币基金。2015 年年初，中投公司专项投资部原总监胡冰成为中俄投资基金的联席首席执行官。2016 年 1 月，中俄投资基金以 97.5 亿卢布（约合 1.34 亿美元）的价格收购俄儿童世界集团 23.1% 的股份（见表 2）。

表 2 2013 ~ 2017 年中俄投资基金投资项目一览表

时间	项目内容	行业	投资/拟募资金额	项目其他合作方
2013 年 10 月	收购俄罗斯第二大林业企业俄罗斯森林产品公司（RFP）42% 的股份	林业	2 亿美元	—
2014 年 5 月	投资物流基础设施提供商普洛斯的业务	物流	—	厚朴（HOPU）投资管理公司
2014 年 5 月	旅游和养老产业人民币基金	旅游、高端生活社区基础设施	50 亿元人民币	天津永泰红磡集团（Vcanland）
2014 年 5 月	中俄同江铁路大桥（黑龙江铁路桥）	基础设施	4 亿美元	“OJSC” 远东与贝加尔湖区域发展基金
2014 年	收购大型油籽加工商和交易商“Sodrugestvo” 股权	农业	2 亿美元	中东地区主权财富基金
2014 年 10 月	投资建设中俄高科技园区	科技	—	俄罗斯直接投资基金、俄罗斯斯科尔科沃创新中心和陕西省政府
2015 年 1 月	共同开发俄罗斯“Noyon - Tologoy” 多金属矿床	矿业	—	中亚银矿公司
2015 年 3 月	投资俄罗斯“Lenta” 零售连锁集团	零售	2.25 亿美元	俄罗斯直接投资基金、阿联酋、卡塔尔、科威特和巴林的主权财富基金以及部分欧洲投资者

2015年 5月	投资中俄边境地区农业项目	农业	设立20亿美元专项基金	俄罗斯直接投资基金、黑龙江省政府
2015年 5月	投资“SSJ100”客机租赁项目	客机租赁平台	—	苏霍伊民用飞机公司、联合飞机公司、陕西省西咸新区管理委员会和新世纪国际租赁公司
2016年 1月	收购俄罗斯最大的儿童用品零售商儿童世界集团（JSC Detsky Mir）23.1%的股份	零售	97.5亿卢布	—
2017年 2月	投资俄罗斯矿物肥料生产商“PhosAgro”公司	化工	—	中东地区部分基金
2017年 4月	签订战略合作协议	旅游		金泰旅游公司
2017年 4月	入股中国一站式出行平台“滴滴”	互联网、客运	55亿美元	招商银行、软银中国、高达投资、银湖投资、交通银行
2017年 7月	共同投资运营“Dakaitaowa”品牌食品	食品	—	俄罗斯直接投资基金、俄罗斯出口公司、“FRC”国际
2017年 7月	围绕旅游、基础设施建设、医疗服务、文化等领域展开合作	—	5亿美元	海南省政府
2017年 7月	入股中国钢铁电商平台“找钢网”	互联网、钢铁	5亿元人民币	东华兴私募股权基金、京西创投领投

资料来源：笔者根据中俄投资基金官方网站和公开媒体资料搜集整理。

中俄投资基金最新的一次投资是2017年7月入股中国钢铁电商平台“找钢网”。“找钢网”是近年来较为流行的“互联网+”企业，这次引入中俄投资基金对其投资，意味着中国企业进入俄罗斯钢铁市场可以从政策层面上获得更多支持，也意味着未来拓展“一带一路”沿线国家和地区的市场可以获得更多助力。“一带一路”沿线国家和地区都需要大量的基础设施建设项目，而中国又是世界上最大的钢铁生产国，这表明未来具有巨大的市场机会。

在基金成立初期，寻找合适的投资项目非常关键，随着基金运营不断

成熟，在适宜的时候出售股权从而获得投资回报同样至关重要。2017年2月8日，中俄投资基金首次出售了俄罗斯主要儿童用品零售商儿童世界集团（Detsky Mir）的部分股份。在出售股份之前，中俄投资基金帮助儿童世界集团扩大了股东基础，吸引了众多优秀的投资合作者，包括美国、欧洲、亚洲、中东等国家和地区的投资基金。中俄投资基金出售部分股份后，协助儿童世界集团成功进行了首次公开募股，双方实现了合作共赢。

四 中俄主权财富基金战略合作构想

（一）进一步加强能源领域合作

能源领域一直是中国关注的重点，但从表3中的资料可以发现，中投公司成立初期的众多能源领域投资项目里，作为能源大国的邻国俄罗斯只出现了一次，而且与中投公司同其他国家合作的能源项目比较而言，中投公司与俄罗斯的合作项目资金规模并不大。

表3 中投公司成立初期对能源领域的投资

目标公司	东道国	行业	投资时间	股权 (%)	资金
Penn West Energy Trust	加拿大	采矿和采石	2010年5月13日	—	—
AES Corporation	美国	能源	2010年3月15日	—	15.81亿美元
JSCKazMunaiGas Exploration Production	哈萨克斯坦	采矿和采石	2009年9月30日	11.00	9.39亿美元
Teck Resources Ltd.	加拿大	采矿和采石	2009年7月3日	17.20	15亿美元
AES Corp.	美国	电、煤气、蒸汽和空调供应	2009年11月6日	15.00	15.8亿美元
Noble Group Ltd.	新加坡	农业、工业及能源	2009年11月5日	14.91	8.58亿美元
PT. Bumi Resources Tbk	印度尼西亚	采矿和采石	2009年11月5日	—	19亿美元
保利协鑫能源控股有限公司	中国香港地区	采矿和采石	2009年11月19日	20.00	55亿港元

SouthGobi Energy Resources Ltd.	加拿大	采矿和采石	2009年 10月26日	—	5亿 美元
Fortescue Metals Group Ltd.	澳大利亚	采矿和采石	2008年 2月4日	—	—
Nobel Oil Group	俄罗斯	能源	2009年 10月15日	45.00	3亿 美元

资料来源：笔者根据基金年报以及公开市场信息整理。

俄罗斯是世界第二大石油生产国，仅次于沙特阿拉伯，此外，俄罗斯的林业、矿产资源也较为丰富，中俄两国的经济结构具有很强的互补性。中俄有着较为优越的地理位置，能源运输方面非常便利，可以为两国节约大量管道建设成本。近年来，中国将俄罗斯视为非常有潜力的市场，但是中国对俄罗斯的投资仍然非常有限。当前，中国对外投资的优先领域仍然是自然资源开采、油气和大型基建项目。中国对能源有需求，而俄罗斯在能源开发方面缺少资金，与以往基于贷款换石油的协议相比，基金合作投资对中国和俄罗斯来说是一个“新鲜而有效的尝试”，因此，中俄主权财富基金应该加强在能源领域的投资。

在中俄两国合作的历程中，资金投入一直是制约项目落实的重要因素。中俄能源项目合作不仅需要大型企业参与，更需要融资方面的支持，跨境金融服务的滞后性会严重影响合作项目落实。近两年，中俄两国政府的一系列举措显示了官方对两国能源领域合作的关注。2014年5月，中俄签署了《中俄东线天然气合作项目备忘录》，为天然气领域的开发提供了便利。2015年1月，俄罗斯直接投资基金首席执行官德米特里耶夫宣布俄罗斯直接投资基金与中投公司将合作投资开发远东地区的“*Noion – Tologoiskoye*”锌矿区，此外，中俄投资基金已与中亚银矿公司达成协议，共同开发俄罗斯“*Noyon – Tologoy*”多金属矿床。该矿床富含锌、铅和银，位于中俄边境约120公里处，拥有完备的矿石加工基地，并保证向中国企业提供矿石。2015年9月，俄罗斯直接投资基金携手俄罗斯对外经济银行与中国的丝路基金达成投资合作协议，将在基础设施、产业合作、电力和能源等领域共同投资。2015年12月，丝路基金与俄罗斯诺瓦泰克公司签署协议，由丝路基金提供为期15年、总额约7.3亿欧元的贷款，支持亚马尔液化天然气一体化项目建设。备忘录和合作协议的签署标志着中俄国际能源合作向前迈出了坚实的一步，这为两国主权财富基金在能源领域的合作提供了国家保障。

（二）拓展服务业领域合作

根据赫克歇尔—俄林的资源禀赋学说，中俄互补型经济合作应该主要围绕资源开采和低端劳动密集型产业。但是，中俄互补型经济合作有其特殊性，主要表现为中俄互补型经济投资合作的稳定性较差，即中国的低端劳动密集型产品（如鞋帽、服装等）对俄罗斯而言具有高度可替代性，而俄罗斯的自然资源对于中国而言则替代性较低，因此，中国在合作方面处于比较被动的地位，双方依赖程度的不对等将导致合作的不稳定。此外，合作空间的局限将会抑制双方贸易和投资规模的发展。

中俄如果仅仅基于资源开采和劳动密集型产业进行合作将不符合两国的长远利益，中俄两国都致力于经济结构转型升级，突破以往的合作思维定式、拓展新的合作领域如服务业合作将成为一个可行的尝试。中俄经济合作可以超越互补性分工，构建战略性合作模式，合作的领域可以更加广泛，如旅游产业、教育产业、文化产业等^①。中俄投资基金对俄罗斯的儿童世界集团、旅游和养老产业人民币基金的投资就是非常有益的尝试。

2014年5月，中俄投资基金与中国的旅游基础设施和高级生活社区开发商天津永泰红磡集团签署了谅解备忘录，双方共同建立50亿元人民币（约合8亿美元）的旅游和养老产业人民币基金。合作基金投资的重点区域包括中国海南省，俄罗斯的贝加尔湖、符拉迪沃斯托克和索契地区在内的旅游胜地。近年来，俄罗斯和中国的旅游业增长加快，中国是俄罗斯游客第二大旅游目的地，俄罗斯是中国游客第三大旅游目的地。双边客流量的强劲增长和老年住房需求为相关行业带来了巨大的投资机会，同时为投资者带来可观的回报。

此外，在服务业的多个领域，如批发和零售行业，中国对俄投资明显处于落后的境地。目前，中国还缺乏像家乐福、宜家这样的大型零售贸易企业。如果依照传统的零售营销方式，中国企业与已经拥有成熟模式的发达国家企业竞争将步履维艰，但是，“互联网+”为这一领域打开了新的机会窗口。其实，平台企业并不是新生事物，中国的阿里巴巴就是非常成功的案例。平台改变了单个企业产生规模经济的条件，消除了传统商业模式

^① 曲文轶：《中俄经济合作须超越互补性分工局限：以辽宁省与俄罗斯投资合作为例》，《俄罗斯中亚东欧市场》2006年第11期。

存在的多层营销体系，显著降低了交易费用^①。中俄投资基金在基于投资多元化、分摊风险的原则下，可以关注此类在启动阶段缺乏资金、而后续发展前途广阔的“互联网+”平台企业。

（三）加快高科技产业的战略合作

近年来，以民用飞机现代化管理体系、重型直升机、卫星系统接入互联网等项目为代表，中俄在高科技产业领域合作日益密切。俄罗斯驻华商务副代表、俄罗斯国家技术集团驻华总代表阿列克谢·格利申就指出，俄中两国未来合作将是在高科技领域，如航空航天、信息技术、微电子、机械工程、通信系统、汽车制造等，以往中国更多的是作为高科技的引进者，现在联合两国的力量将被提上日程，中俄投资基金可以在其中提供强大的融资支持^②。

此外，根据产业技术关联的原则，将俄罗斯高科技领域成果引入中国相关行业，在提升高端制造业技术水平的同时，通过 FDI 的技术溢出效应，可以将高科技渗透至垂直相关的企业，最终实现中国产业上下游相关领域技术水平的提高。

（四）加强基础设施建设领域的合作

目前，中国对俄西伯利亚和远东地区的投资主要是为了获得自然资源，而对俄西部地区的投资主要是基础设施建设^③。基础设施是典型的公共物品，建设过程需要大量的资金投入，因此，无法依靠两国企业自发依据需求进行建设。中俄投资基金在选择投资项目时不仅考虑投资收益，同时关注国家战略目标，因此，可以在两国基础设施建设方面发挥更加重要的作用。

2014 年 5 月，中俄投资基金宣布同俄罗斯远东与贝加尔湖区域发展基金共同投资中俄同江铁路大桥。中俄同江铁路大桥是中俄界江黑龙江上首座跨江铁路大桥，大桥主桥长 2 215.02 米，中国境内长 1 886.45 米，俄方境内长 328.57 米，与现有的运输线路相比，从生产商到最终消费者的运输距离将减少约 700 公里。在建立连接两国的基础设施建设方面，中方表现得更为积极，目前，中方承建部分已经基本完工，俄方承建部分正逐步开展，

^① 江小涓：《高度联通社会中的资源重组与服务业增长》，《经济研究》2017 年第 3 期。

^② 凌弘毅：《中俄高科技领域合作相得益彰》，<http://www.fx361.com/page/2016/1123/337298.shtml>

^③ [俄] A. H. 诺沃帕申娜，刘润南译：《中俄投资合作发展面临的问题》，《黑河学院学报》2015 年第 2 期。

大桥预计于2018年6月整体完工。

中俄作为紧密相邻的发展中大国，双边进出口贸易总额却与两国的经济规模不相匹配。2016年，中俄双边贸易额只有695亿美元，而中美双边贸易额则达到了5786亿美元。中俄双边贸易额较低受多种因素影响，交通不便、运输成本高是其中的制约因素。未来10年，俄罗斯远东地区新自然资源矿床的开发与出口将对边境地区货运能力提出更高的要求，大桥的建成将有效提高区域运输网络的货运能力。中俄同江铁路大桥建成后，其年过货能力可以达到2100万吨，将显著推动中俄双边贸易的发展。“逢山开路，遇水架桥”，中俄同江铁路大桥的建成将为中国和俄罗斯建立一个新的出口走廊，中国东北地区的铁路网将直接与俄罗斯西伯利亚铁路相连通，同时缓解俄罗斯东西伯利亚和远东地区的运输限制。

(五) 加强地方性对口合作

在合作的过程中，中俄应积极发挥地方政府的协调作用。环顾与中国合作较为紧密的东北亚地区可以发现，俄、蒙、朝、韩、日与中国的关系都较为复杂和敏感，因此，要求各国中央政府层面缓和国家关系，再向下推进次区域的经济合作将较为缓慢。地方政府之间往往具有共同利益，而这些利益有时不是中央政府优先考虑的问题，因此，地方政府要充分发挥自身的作用，以类似“乒乓外交”的形式，推动更深层次的合作。在2017年12月31日中俄两国元首互致新年贺电中，习近平主席特别提及2018年和2019年即将举办的中俄地方合作交流年活动，认为系列活动必将全面扩大和深化两国地方交往，促进中俄更深层次合作。

因此，在基金运营的过程中，中俄投资基金不仅要关注在机构投资者层面的合作，同时应注重在具体省份层面巩固中俄经济新的增长点。

2014年10月13日，俄罗斯直接投资基金、中俄投资基金、俄罗斯斯科尔科沃创新中心和陕西省人民政府共同签署了《关于合作开发建设中俄丝绸之路高科技产业园的合作备忘录》。陕西省西咸新区与中俄投资基金按照“一园两地、两地并重”的原则，成立合资企业共同开发建设创新园区。其中，中方园区位于西咸新区沣东新城，规划面积为4平方公里，俄方园区将建在俄罗斯斯科尔科沃创新中心地区，规划面积达到20万平方米。未来，中方园区将在北京、上海、广东、黑龙江等省市设立办事处，俄方园区在加里宁格勒、符拉迪沃斯托克和鞑靼斯坦共和国设立办事处，双方还计划未来在“金砖国家”开设办事处。

2017年7月4日，中俄投资基金与中国海南省签订协议，将围绕旅

游、文化、创新、医疗服务以及艺术设施建设等领域进行合作，计划项目规模将超过5亿美元。海南省是中国“海上丝绸之路”的重要门户，被认为是中俄合作的“新型南方桥头堡”。海南省具有优越的旅游资源，而俄罗斯是海南省游客最大的来源地之一，中俄投资基金与海南省地方政府的协议项目将会促进两国在旅游服务、养老医疗、文化教育等行业更深层次的合作。

(六) 联合向第三方市场投资

中俄投资基金的投资地域可以不局限于中俄两国和东亚地区，合作的地域可以向更广泛的地区扩展，如拉丁美洲和非洲地区。在出访拉美期间，中国国务院总理李克强提出了“南南合作的新前景、南北合作的新途径”的合作理念，并系统阐释了国际产能合作和第三方合作的内涵。中投公司原总经理高西庆也曾表示，非洲近年来强劲的发展势头吸引中国投资者走进并了解这一大陆，中投公司愿意增加在非洲的投资，尤其是在基础设施建设方面^①。

国际金融危机后，世界经济复苏缓慢，经济低迷导致部分地区形势紧张。国际关系的紧张在一定程度上源于经济的不景气，从目前的形势来看，经济合作是打破僵局的突破口。近年来，主权财富基金作为新兴的国际金融合作手段，越来越被发展中国家政府所倚重。与发达国家的金融机构和国际金融组织相比，主权财富基金的资金充足，且没有附加的政治条件，因此，可以更好地促进国家之间的合作。

(责任编辑：李丹琳)

^① 《我们愿意走进非洲、投资非洲》，http://www.gov.cn/jrzq/2012-05/11/content_2135095.htm