



中投公司: 前景并非坦途

RCIF Policy Brief No. 07004

2007年9月29日, 中投公司正式启航。中投公司的成立, 是在中国超过1.4万亿美元的外汇储备所面临的机会成本和汇率风险不断上升, 亟需开展积极管理的背景下启动的, 肩负着重要的意义和巨大的压力。鉴于中投公司是一个不断崛起中的、处于转轨过程中的发展中大国所成立的规模庞大的主权财富基金, 它尚未正式成立就引发了全球金融市场的热烈关注。

目前中投公司的资本金为2000亿美元, 来源是由财政部发行特别国债后, 借道农行与央行进行资产置换后所得。在当前全球的主权财富基金中, 中投公司按投资规模而言排名第五, 位居阿布扎比的ADIA基金(6250亿美元)、挪威的政府全球养老基金(3220亿美元)、新加坡的GIC(2150亿美元)、科威特的KIA(2130亿美元)之后。但是由于中国的外汇储备高达1.4万亿美元, 并继续处于高速增长之中, 大多数经济学家和分析师认为, 中国政府将不断把部分新增外汇储备注入中投公司, 因此中投公司未来有望成为全球规模最大的主权财富基金。渣打银行的数据显示, 当前全球主权财富基金的总体规模约为2.2万亿美元, 而10年后总规模将上升到13万亿美元, 而中投公司的资金规模两年后可能增加至6000亿美元。

鉴于在全球排名靠前的主权财富基金, 基本上来自经济规模和政治影响力都微不足道的小国(除排名第六位的俄罗斯稳定基金外), 因此虽然中投公司当前的资本金规模并非全球最大, 但是自传闻成立以来就引发了全球范围内普遍关注, 发达国家政府担心中投公司对本国战略性行业的企业并购会危害国家安全, 机构投资者则关注中投公司的组合投资策略将对资本市场产生何种影响。美国、欧盟和德国的领导人和政府官员都纷纷表示了对来自中国的主权财富基金的不安。

我们认为, 国际社会对中投公司的忧虑和担心是正常的, 这是因为中投公司在投资策略、治理结构、评价机制等方面均存在大量的不确定性。这种不确定性如果不能得到宣示或改善, 那么中投公司的海外投资前景绝非坦途。

从主权财富基金的投资策略而言, 可以分为战略性投资(Strategic Investment)和组合型投资(Portfolio Investment)。战略性投资是指对目标企业实施相对或绝对控股的投资(例如新加坡的淡马锡), 而组合型投资是指持股比例较低的参股型投资(例如挪威的政府养老基金)。一般而言, 主权财富基金的战略性投资将对所投资行业产生显著影响, 从而容易被东道国政府认为其投资背后渗透了基金所在国政府的目的和利益。这种投资容易引起东道国政府的反感, 除非主权财富基金源自影响力不大的小国(例如新加坡)。相比之下, 组合型投资由于不涉及目标企业控制权的转移, 因此往往被界定为市场化行为, 容易得到东道国政府的认可(例如中投公司投资黑石)。

而中投公司的投资策略显得过于多元化。中投公司控股的汇金公司负责对国有商业银行注资并取得控股权, 汇金公司旗下的建银投资负责对问题券商的注资和改造, 以上两种投资属于典型的战略性投资, 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。而中投公司母公司将负责进行海外金融资产投资, 根据目前的披露, 中投公司的海外投资将以组合型投资为主。换句话说, 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, 这种定位上的模糊难免不引起海外东道国的疑虑。这方面新加坡为我们提供了很好的例子, GIC主要负责组合型投资, 而淡马锡主要负责战略性投资。如果中投公司不将汇金公司合并进来, 而是形成两个平行的实体, 由汇金负责国内战略性投资, 由中投公司

专司海外组合型投资的话，这种构架将更容易让东道国相信，中投公司的投资行为是纯粹的市场化行为，那么中投公司在海外投资面临的阻力将会更低。

从主权财富基金的治理结构而言，海外经验显示，虽然政府是主权财富基金100%的出资人，但是主权财富基金本身却是一个私人类型的公司。公司治理结构与私人公司相似：管理层通过招聘产生，而政府股东通过董事会进行重大事项的决策。而中投公司目前的治理结构并不像一个私人公司，而是一个典型的国有独资公司：公司的管理机构包括董事会、监事会、党委和管理委员会。这种治理结构的最大不确定性在于，外界不明确董事会和党委各自的职能和角色分工。例如，如果涉及到基金高管人员的更换，那么是董事会说了算还是党委说了算？此外，董事会和党委的成员并不完全一致，且各自来自不同的部委。那么一旦董事会和党委在关键问题上存在分歧时，这是否会体现为部委之间的利益冲突？因此，中投公司要使得治理结构更透明，就必须向外界公布董事会和党委之间的职能分工、以及重大问题的决策程序和决策权分布。

从主权财富基金的评价机制而言，一个基金的绩效评价机制最好是单一的。然而对于肩负多重任务的中投公司而言，它不可能用单一的评价机制对所有业务进行评估。例如，对国内商业银行的投资具有垄断性，这在国有商业银行上市后注定会带来高收益；而对海外的金融资产投资则是竞争性的，收益如何取决于中投公司的专业化程度和市场行情，波动必然较大。此外，由于人民币升值趋势的存在，造成中投公司海外投资的盈利压力较大。目前人民币对美元的升值幅度至少年均均在5%作用，而央行票据的收益率在4%左右，这表明，如果中投公司海外投资折算成人民币的收益率要高于购买央行票据，那么其美元收益率必须高于9%。对于缺乏海外投资经验的中投公司而言，这绝非易事。我们的建议是，首先，对于国内战略投资业务和海外组合投资业务，必须建立不同的绩效评价机制；其次，对于海外组合投资业务，最好以美元计价的基准（Benchmark）为评价标准，例如标普500指数或者摩根士丹利MSCI指数等，这样可以排除汇率升值的影响，更加客观地评价海外投资的业绩。