



English

下载中心

首页

网站地图

关于 IWEP

研究课题

研究人员

研究成果

数据库

出版物

媒体报道

研讨会/讲座

热点研究

[HTTP://WWW.IWEP.ORG.CN](http://www.iwep.org.cn)

《第一财经日报》2007年6月1日

国家外汇投资公司入股黑石：一次惊险的跳跃

何帆 郑联盛

成立国家外汇投资公司的初衷是多种渠道投资外汇资产，同时缓解央行冲销政策的压力，但是如果黑石集团利用国家外汇投资公司的投资杀回中国，则不仅不能减轻央行压力，反而可能使得央行的操作更加被动。

中国即将成立的国家外汇投资公司近日同意投资30亿美元购买美国知名私人股权投资（PE）公司黑石集团（Blackstone Group）部分无投票权的股权。这是正在筹备中的国家外汇投资公司进行的第一笔投资，这笔交易也在境内外金融市场引起了巨大的反响。

根据黑石集团网站发布的新闻稿显示，双方签订的协议条款规定，中国即将成立的国家外汇投资公司将利用其所管理的外汇储备中的30亿美元购买黑石集团无投票权的股份。国家外汇投资公司为这些无投票权股票的出价将为黑石首次公开募股价格的95.5%，在黑石的持股比例不超过10%，且承诺四年内不出售黑石集团的股份。

国家外汇投资公司仍然在筹建过程中，据传要到今年下半年才会挂牌成立。之所以在正式成立之前就试水黑石集团，主要是因为黑石集团即将上市，国家外汇投资公司希望能够抢在黑石上市之前购买其股份，以便获得更多的投资回报。

根据境外媒体报道，在向美国证券交易委员会（SEC）递交的文件中，黑石集团计划以每股29~31美元的价格发行1.333亿单位普通股，筹资38.7亿至41.3亿美元。若需要可再额外发行2000万单位股票，因此IPO的规模可能扩大至47.5亿美元。加上出售给中国外汇投资公司的股份价值30亿美元，则总规模可能超过77亿美元。黑石上市很可能会跻身美国今年十大IPO，并成为规模最大的私人股权投资公司的IPO。现有股东将持有78.1%的股份，中国外汇投资公司和新股东持有的股权比重分别为9.7%和12.2%。若超额认购选择权生效，新股东持有的股份将达到14.1%。

根据《华尔街日报》的报道，国家外汇投资公司还同意，在一年之内不会投资于与黑石集团有竞争关系的私人资本运营公司。四年的禁售期结束后，国家外汇投资公司可以每年出售三分之一的股份。

说到黑石，在国际金融界可谓赫赫有名。黑石集团是全球最大私人股权投资机构之一，其业务包括股权基金、房地产基金、对冲基金的基金、夹层基金、高级债券基金、私人对冲基金和封闭式基金等。黑石集团还提供各种金融咨询服务，包括并购咨询、重建和重组咨询以及基金募集服务等。

1 从保守到激进的跨越

在经常项目和资本金融项目持续双顺差的推动下，外汇储备急剧增长。截至2007年一季度末，中国外汇储备已经高达

1.2万亿美元，到2010年中国的外汇储备预计将超过2万亿美元。尽管持有一定规模的外汇储备可以有助于一国抵御外部的投机，提高对本国货币的信心，但是如果外汇储备的规模过大，则意味着中国必须支付很高的机会成本，可能恶化中国人民银行的资产负债表。

在外汇储备持续增长的情况下，中国的宏观政策还面临着三难选择：外汇储备大幅积累将导致以外汇占款形式发放的基础货币余额急剧增加，可能会导致信贷扩张和通货膨胀；如果以发行央行票据的方式对冲新增加的外汇储备，尽管可以控制货币供应量的扩张，但是大量发行央行票据会导致央行票据的利率提高，增加付息的成本；如果通过行政性的措施鼓励商业银行持有大量收益较低的央行票据，那么又会影响到商业银行的可盈利性，妨碍商业银行的市场化改革。

因此，借鉴国际经验，在留足因流动性和安全性需要的外汇储备之后，将剩余的外汇储备交由专门机构进行积极性管理，提高外汇资产的收益性，是符合中国根本利益的。

外汇管理局目前管理的外汇储备的资产结构中以美国国库券为主要投资品种。美国国库券尽管非常安全，且流动性强，但是其收益率很低，且美元面临持续贬值的压力，过分依赖对美国国库券的投资会使得中国的外汇储备面临贬值的潜在风险。但是，对黑石集团的投资意味着，从投资美国国库券这样一种最为保守的投资策略，一步跨越到投资风险程度较高的私人股权资产，这一大幅度的跨越蕴涵着不容忽视的风险。

黑石集团属于私人股权投资机构，这一行业近年来发展迅猛，备受关注。所谓股权投资是将资金从机构投资者和富裕的个人投资者手中筹集起来，依靠低价进入合适的公司，并适时退出而实现增值的资本运营方式。私人股权投资一般是投资非上市的公司，这是相对于证券市场的上市“公共”公司而言的。私人股权投资基金一般可以分为风险投资基金、收购基金、夹层投资基金和直接投资基金。其中，收购基金现在是占统治地位的，通过募集的投资资本进行杠杆操作，投资于存在某些问题或者潜力巨大的企业，通过企业重组、业务重组和改善管理，待业绩改善或企业壮大之后进行公开发行或出售该企业，最后获得回报。私人股权投资基金主要集中在美国和英国。以英国为例，2006年上半年私人股权投资基金共募集到112亿英镑，这个数字已经超过了在伦敦证券交易所进行首次公开发行所募集的104亿英镑。

当前私人股权投资基金之所以蓬勃发展，一是由于全球流动性过剩，过多的资金都在追逐潜在的盈利机会。私人股权基金只有在英国超过了GDP的1%，如果其他OECD（经济合作与发展组织）国家的私人股权基金都能够达到这个规模，那么将会有大约2000亿美元的资本流入这个行业。二是各国宏观经济形势相对稳定，世界范围内通货膨胀受到抑制、经济增长较为强劲。但是，一旦世界经济增长陷于停滞，或是出现了金融危机，金融市场的投资情绪发生逆转，则私人股权基金可能会表现得更为脆弱，更容易受到冲击。首先，投资所在地宏观经济状况的恶化，将冲击公司的经营和赢利能力，直接影响私人股权投资基金的回报率。其次，货币政策紧缩会影响到私人股权投资基金的信贷可获得性、提高其融资成本，基金的杠杆作用由此可能失去支点。再次，如果股票市场出现逆转，可能截断私人股权投资资金的退出通道。最后，私人股权投资资本在全球范围内四面出击，更容易遇到汇率风险、税收政策变化的风险和政治风险。

私人股权投资基金这个行业内部的变化也孕育着新的风险。随着私人股权资本入股目标从小公司变为大公司，“杠杆率”不断提高。如果杠杆效应过大，可能造成杠杆“折断”，即中间环节的断裂会影响整个资本运作。现在由几个资本大鳄组成的“俱乐部交易”（club deals）盛行，一个基金的崩溃，可能带来几个基金的连锁反应，与此同时，由于杠杆率太高，使得各个基金无法获得后续救援。

从私人股权投资基金本身的资本结构和治理结构来看，也有潜在的风险。其资本主要来自养老金、保险基金、个人资本和其他投资基金，各个不同的投资者可能会遇到利益的冲突。当投资出现问题的时候，各个出资人之间的利益冲突加剧，可能很难获得承诺资金的到位，更不用说追加投资，甚至出现撤资情况。

值得指出的是，我们所分析的是私人股权投资基金整个行业的风险，而非黑石公司本身的风险。我们分析的是潜在的风险，而非已经暴露的风险。从目前情况来看，私人股权投资基金仍然方兴未艾，但是作为国家外汇投资公司，追求的不

是短期投资，而是长期投资，因此在晴时需防雨天，对未来较长时期之内世界经济格局的变化和潜在风险要有足够的警惕和准备。

2 如果黑石进入中国

沸沸扬扬的凯雷收购徐工事件，使得国人认识了私人股权投资基金。实际上，从2004年6月美国新桥资本(New Bridge Capital)收购深圳发展银行的17.89%的控股股权、2004年末美国华平投资集团等机构联手收购哈药集团55%股权，到摩根士丹利旗下的私人股权投资基金等投资蒙牛等案例，我们都可以看到私人股权投资基金在中国活跃的身影。据国内私人股权投资基金咨询研究机构清科集团发布的中国私人股权投资研究报告显示，截至2006年11月，私人股权投资机构在中国内地投资规模达117.73亿美元，高居亚洲之冠。

如果国家外汇投资公司将30亿美元交给黑石之后，黑石会不会再用这笔钱回到中国投资呢？

假设黑石旗下的基金进入中国，那就相当于拿着国家外汇投资公司的钱来投资中国市场。中国的外汇资产出了一趟国“镀镀金”，还是以外币资产的形式回来了，央行为了防止其对基础货币的影响，不得不再次进行对冲，这相当于对一笔钱冲销两次。

根据一般操作规律，私人股权投资中国的方式一般是首先收购境内企业资产，同时，投资资本会在境外设立离岸公司或购买壳公司，接着将其投资的境内企业资产注入境外公司，将境内企业变为由境外离岸金融中心壳公司持有100%权益的外商独资企业，最后，境内企业成为境外壳公司的下属子公司，而境外壳公司成为拥有境内企业全部资产和实业的投资型公司，可以直接在境外上市，这在业内被称为“曲线上市”。如果遵循这个路径，当中国企业通过私人股权投资基金的运作实现境外上市之后，其在境外证券市场上筹集的外汇资金还会汇回国内，央行将不得不对这笔流入的资金进行对冲。

由此看来，成立国家外汇投资公司的初衷是多种渠道投资外汇资产，同时缓解央行冲销政策的压力，但是如果黑石集团利用国家外汇投资公司的投资杀回中国，则不仅不能减轻央行压力，反而可能使得央行的操作更加被动。

那么，黑石会返回中国吗？到目前为止，黑石集团还没有正式进入中国。不过，黑石已经聘请了香港前财政司司长梁锦松为其董事总经理，全权负责中华区事务。实际上，根据《纽约时报》的报道，黑石在中国已经有一个目标，就是安徽国风集团，中国最大的塑料生产基地之一。黑石对中国的兴趣是可以理解的，新兴市场国家是全球最热门的投资地点之一，新兴市场经济体中，“金砖四国”（巴西、俄罗斯、印度和中国）尤其受到追捧，而中国和印度更是热点中的热点。

但是，正如以上所分析的，黑石返回中国会带来各种弊端。进一步说，如果黑石返回中国，会作为一个政策信号强烈地鼓励其他海外私人股权投资基金涌入中国。私人股权投资基金进入中国可以为中国的企业提供更多的融资渠道和在管理、技术、市场网络等方面的支持，但是其负面影响也不容忽视：一是具有极大发展潜力的民营企业、部分国有企业和资源性企业将被私人股权投资基金收入囊中，这对中国经济的健康发展未必有利。二是私人股权投资基金通过海外曲线上市，规避了中国的资本和外汇管制，有可能会带来潜在的金融风险。

尽管国家外汇投资公司所拥有的近10%的股份是没有投票权的，但是我们估计，黑石所感兴趣的远远不只是这一笔30亿美元的交易，因为国家外汇投资公司的规模估计将达到2000亿美元，而且以后新增的外汇储备可能会继续注入这个公司，所以国家外汇投资公司是黑石的一个潜在的巨大主顾，如果中国政府不同意其到中国投资，它决不会一意孤行。因此，黑石是否会返回中国，起到决定性作用的是中国的态度。

3 寻找稳健的投资策略

为什么国家外汇投资公司会采取如此激进的举措？这从一个侧面反映出来政府对提高外汇资产投资收益率的急迫心理。目前，美国国库券的收益率大约为4.7%，国家外汇投资公司的投资收益率理应高于这一标准。另外，据传国家外汇投

资公司会通过发行债券筹集资金，向中央银行购买外汇储备，那么，如果考虑到发债的筹资成本，再考虑到人民币升值的因素，则其外汇投资的收益率应该在10%以上。

若论投资的高收益，则私人股权投资基金可谓独执牛耳。在过去10年，美国表现最好的前25%的并购私人股权基金取得了24%的年回报率，远超过同期标准普尔500指数股票获得的7.2%的年回报率。

但是，高收益率不应该成为国家外汇投资公司追求的首要目标。安全性仍然应该是国家外汇资产投资最重要的指标。国家外汇投资公司应该在满足安全性的条件下进行资产多元化投资，并实现资产的保值增值。私人股权投资可以是中国外汇资产多元化投资的试金石，但不应该成为中国外汇资产对外投资的主要对象。

在各种投资对象之中，按照风险高低来排列，美国国库券是一端，私人股权投资则比较接近另外一端。在这两个极端之间，实际上有很多可以选择的中间产品。根据其他国家的经验，外汇储备基金管理的合理投资对象可以是：外国政府债券、机构债券和企业债；外国公司股票；外国直接投资；购买能源和初级产品等。比如，新加坡政府投资公司投资的领域有固定收益证券、股票、初级产品、货币市场工具、房地产、衍生品和私人股权等。

如果采取比较稳健的投资策略，中国可以考虑选择美国的机构债和企业债，一方面资本还是流入美国，美元汇率不会受大的影响，另一方面是收益比美国国债要高。如果从战略性投资的角度来看，也可以进行股权投资，比如新加坡就进行了大规模的股票投资。中国外汇投资公司进行此类股权投资也是非常必要的。持有股权投资可以帮助中国对冲很多风险。比如，购买大石油公司的股票，尤其是开采型石油公司，有助于对冲国际原油价格上涨带来的风险；购买美国向中国出口产品的公司股票，有利于对冲人民币升值的风险。购买供应链企业的股票，可以有助于克服中国物流和服务方面落后的瓶颈，也有助于分享这些企业从中国获得的丰厚利润。通过购买金融机构的股票，可以加快中国金融业的发展，同样也有助于分享这些企业现在和今后在中国获得的巨额收益。

风险程度较高的衍生品和私人股权投资，无论是在现在还是将来，都不应该成为国家外汇投资公司大规模投资的对象。

4 不必和PE绑在同一战车

虽然有其他国家的积极外汇储备管理经验可以借鉴，但是中国的经济规模、经济影响力和投资额度等远远大于这个领域的领先者，如新加坡、韩国、挪威和科威特等国家。即将成立的国家外汇投资公司可能会汇合财政部、发改委、央行、外管局和汇金公司等各个部门和单位的人才，但是，对于所有的人来，如何更加积极地管理中国庞大的外汇储备都是一个挑战。

国家外汇投资公司之所以和黑石合作，一个重要的考虑可能就是借用黑石丰富的资产管理和金融咨询经验。据黑石集团董事长兼CEO史蒂夫·斯瓦茨曼(Stephen A. Schwarzman)接受媒体采访时讲，包括新加坡政府投资公司(GIC)及阿布扎比投资(Abu Dhabi Investment Authority, ADIA)都有资金委托黑石代为管理。黑石集团网站发布的新闻稿显示，中国建银投资有限责任公司董事长汪建熙是中国投资黑石这笔交易在中国的联系人。而按照汪建熙的话称，国家外汇投资公司成立后，不排除请国际资产管理公司以委托托管方式运营外汇资金。这无疑是一个前景良好的合作。

但是，和诸如私人股权投资基金等金融机构的合作，并不代表着要和它们绑在一个战车上。尽管新加坡政府投资公司和阿布扎比投资都委托黑石为其理财，但是它们并没有购买黑石的股份。相比来说，通过委托托管而非参股的方式，可能更符合中国的利益。单纯从财务的角度来看，在黑石IPO之前购买其股票当然获利前景更好。但是，委托托管的方式却更加清晰，也可以更好地隔断黑石集团自身可能遇到的风险。

相关文章

- ▶ 何帆 不以险棋争胜负 2008年5月6日 (2008-5-14)
- ▶ 书评：评《寻找内外平衡的发展战略》 郭强 (2007-10-17)
- ▶ 何帆 对中国能源政策的几点建议 《国际经济评论》2007年7-8 (2007-10-10)
- ▶ 张燕生、张岸元、姚淑梅 现阶段外汇储备的转化与投资策略研究 《世界经济》2007年第7 (2007-10-10)
- ▶ 王世华、何帆 中国的短期国际资本流动：现状、流动途径和影响因素 《世界经济》2007年 (2007-10-10)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

院首页

网站声明

会员登录

联系我们

下载中心

院图书馆

中国社会科学院世界经济与政治研究所 Copyright (C) 2002-2008 中企动力提供技术支持 请使用 1024*768分辨率

地址:北京建国门内大街5号 邮编:100732 电话:010-85196063 传真:010-85126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号:京ICP备06059776号