

俄罗斯主权财富基金管理评析

李建民 来源：《国际经济评论》2008年第2期

近年来，全球范围内主权财富基金规模迅速扩大。目前，在美国次贷危机的大背景下，主权基金在金融领域的重要性更是日益提高。随着经济快速发展和外汇储备的不断增加，中俄两国都面对如何管理多余的外汇储备问题，同时考虑到未来在新一轮国际投资热潮中，中国面临着巨大的投资机遇、可能的风险以及合作的空间，因此本文拟对俄罗斯主权基金建立以来的发展进程及管理情况作出评介，以期对主权基金的管理运作提供参考借鉴，并为以后两国开展金融合作做一基础研究。

近年来，主权财富基金的兴起引起了国际金融界的高度关注，在2008年度的达沃斯经济论坛上，主权财富基金也成为热点议题。据货币基金组织的统计，目前已正式设立主权财富基金的国家或地区共有36个，2004年以后设立的主权财富基金有5个，其中包括中国和俄罗斯。俄罗斯于2004年1月1日建立了自己的主权财富基金——稳定基金，从2008年2月1日起，稳定基金拆分为储备基金和国家福利基金，基金被赋予不同的功能。本文拟对俄罗斯的主权财富基金管理做一评析，以期能对中国主权基金运作提供参考。

一、主权基金界定

所谓主权基金既不同于传统的政府养老基金，也不同于那些简单持有储备资产以维护本币稳定的政府机构，而是一种全新的专业化场化的积极投资机构。国际货币基金组织的经济顾问兼研究部主任约翰逊认为，主权财富基金是政府所持外汇资产的新名字。当一个国常项目盈余的积累超过它所需外汇的数量时，它就可以成立一个主权基金来管理这些剩余的资产。

根据汇金公司的研究归纳，主权财富基金主要来源于外汇储备盈余、自然资源出口盈余和国际援助基金，但通常是和如何管理多余外汇储备联系在一起；从设立动因看，主要包括稳定型、冲销型、储蓄型、预防型和战略型五类主权财富基金；管理模式上分中央银行直理和专门投资机构管理两个阶段。

从主权财富基金发展趋势看，具有三个特点：全球主权财富基金数量快速增长，资产规模急剧膨胀，市场影响力也不断增加；主权基金规模庞大，投资领域广泛，不少主权财富基金已和政府养老基金或者央行储备资产管理机构规模不相上下；主权财富基金普遍采取化、市场化运作手段和多元化投资经营策略，谋求长远投资，获得较高收益。现阶段，主权财富管理正逐渐从传统的以规避风险为目的的被动管理模式，向更加多元化和具有更强风险承受能力的资产管理模式转变。这种转变，使主权财富基金能够积极拓展储备资产的投资渠道，在有效风险控制条件下构造更加有效的投资组合，进而获取更高的投资回报。

二、俄罗斯的主权基金——稳定基金

1. 法律基础

进入21世纪，随着国际油价不断飙升，作为石油出口大国的俄罗斯获得了大量石油美元。据估计，普京执政8年，俄罗斯仅石油出口就超过万亿美元。怎样管好用好这笔巨大的财富，在普京第一任期内就作为国家重要决策被提出。

2003年12月23日，俄颁布了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》。俄于2004年1月1日设立了稳定基金。之后在2003—2007年各年的年度预算法、2005—2007年俄罗斯总统年度预算咨文中都专门对稳定基金的形成和使用作出明确规定。

根据上述法律法规的界定，稳定基金是俄联邦预算基金的组成部分，其基本功能是在石油价格低于其基础价格时用于保证联邦预算平衡，对经济起到保险作用。同时该基金还被赋予保证国内经济的稳定发展，消除流动过剩，降低通货膨胀压力，降低国内经济对原材料收入波动的依赖的功能，这意味着稳定基金不仅要发挥货币蓄水池效应，还应成为结构调整的有效工具之一。

2. 资金来源

稳定基金主要由两部分构成：一是石油出口现实价格与基础价格之间的差额，以超额出口税和超额资源（石油）开采税两种方式收取，二是上一财政年联邦预算资金的剩余部分及稳定基金运作收益，其中超额税收收入是稳定基金的主要来源。

稳定基金建立之初，俄产乌拉尔牌石油基础价格定为20美元/桶，自2006年1月1日起提高至27美元/桶。

超额出口税和超额资源开采税按以下公式计算自动提取：

$$\text{当月实际计入联邦预算的原油出口关税数额} = \frac{\text{当月实际原油出口关税税率} - \text{按基准价格计算的原油出口关税税率}}{\text{当月实际原油出口关税税率}} \times \text{当月实际计入联邦预算的原油出口关税数额}$$

$$\text{矿产(石油)开采税数额} = \frac{\text{当月实际矿产(石油)开采税率} - \text{按基准价格计算的矿产(石油)开采税率}}{\text{当月实际矿产(石油)开采税率}} \times \text{当月实际矿产(石油)开采税数额}$$

3. 基金的管理

稳定基金法规定，基金的主要功能是弥补油价下跌低于所定基础价格时出现的联邦预算赤字。稳定基金总额的最低门槛为5000亿卢布（按当时汇率折算约合18亿美元），当累积基金总额超过5000亿卢布时可用于其他目的。基金的使用额由相应预算年度的联邦预算法规

稳定基金自2004年建立以来，由于实际油价远远高于预期基础价格，加上俄国内多次上调石油出口关税和资源开采税率，基金总额早已超出预期，至2007年1月1日已达893.1亿美元。最初这笔巨大资金存入中央银行的卢布账户，在通胀率提高的条件下，基金面临贬值压力，对此俄国内引起激烈争论。有观点认为，油价上涨已成为长期趋势，在实际油价大大高于预期基础价格的情况下，俄预算暂不存不抵支的可能，任其贬值不如向国内经济投资。参考国际上一些资源国的做法，俄罗斯政府于2006年4月21日颁布了N229号《俄罗斯联邦稳定基金管理程序》政府令，提出基金的管理模式。

管理程序规定，俄罗斯财政部为基金管理人。财政部与中央银行签订合同，联邦国库在俄联邦中央银行开设专门账户，由中央银行金进行运作，央行按合同规定对所使用基金支付利息。

作为国家的战略储备，规定稳定基金的资产币种构成为：美元45%、欧元45%和英镑10%。实际外汇币种构成与规定币种构成的偏离率为：美元±5%、欧元±5%、英镑±2%。

稳定基金可以用来购买外国债券，但为规避风险，所购债券的种类、购买额度、偿还期限等均由俄联邦政府根据国际评级机构的风级规定。具体为：1) 基金可用来购买奥地利、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、英国和美国等14个国家政府发行的有价证券。2) 以上债券长期信贷能力评级水平不得低于惠誉公司和标准普尔公司的“AAA”级、或穆迪的“Aaa”级。最低必须同时符合两家公司的相应评级。3) 所购债券的偿还期限最短为3个月，最长为3年。4) 所购债券票面额不得超过该次发行债券票面总额的15%。5) 一旦出现不符合上述要求的任何情况，必须在一个月内在将所购债券卖出。

作为基金主要管理人的俄罗斯财政部还必须履行以下义务：1) 稳定基金的资金业务的核算须按照联邦预算资金业务核算的程序进行。2) 将稳定基金分配使用情况作为联邦预算执行情况的一部分向联邦政府提交季度报告和年度报告。3) 季度报告要反映每年4月1日、7月和10月1日稳定基金在央行账户上的币种分配、央行对其账户上稳定基金偿付结算利息、央行使用稳定基金的收益额、用稳定基金购买的国债券名称和收益等信息。4) 年度报告要反映以上要求的全年总体情况。

4. 基金的使用

稳定基金建立之初主要着眼于保值而非追求投资收益，总体来看，其对稳定经济起到了积极的作用。从实际运作情况看，稳定基金4年来，其支出主要用于偿还苏联解体前后欠国际金融组织、巴黎俱乐部成员国外债、俄财政部在1998—1999年用于偿还和重组国家外债、俄罗斯对外经济银行的借款、弥补联邦养老金赤字、为组建发展银行和对外经济银行注资、为增加联邦投资基金拨款等用途（详见下表），其中偿还外债为最大支出项目，三年共13277亿卢布（约合520亿美元）。提前偿还外债不仅为俄节约了偿付外债利息的支出（到2005年，此项支出应从2005年的占GDP的1%下降到占GDP的0.5%，到2020年，应节约利息支出120亿美元），同时提升了俄在国际金融组织中地位，目前俄已从巴黎俱乐部的债务国转为纯债权国。

2006年7月24日，稳定基金开始第一笔对外投资。俄根据财政部数据，稳定基金自使用以来，其年结算收益率按美元计算为10.75%。行外汇账户的稳定基金使用年收益率为：美元6.23%、欧元3.62%、英镑5.52%。投资净收益为62亿美元，仅2007年12月15日—2008年1月半个月净收益就达11.7亿美元。俄财政部长库德林认为“，与其他国家类似基金相比这已是最高的创纪录收益”。目前的资产组合起到金资产保值升值的作用。

稳定基金的建立不仅发挥了使国家财富保值增值的功能，同时对稳定国内宏观经济也起到了一定作用，由于基金的蓄水池功能，冲由石油美元增长带来的过多的货币供应量。据俄财政部数据，2006年8月—2007年8月，国内货币供应量增长了51%，如果没有稳定基金，制通胀将会面临更大的压力。

表1 俄罗斯稳定基金使用情况(亿卢布)

	2004年	2005年	2006年	2007年
期初余额	1063	5223	12370	23469
实际计入额	4159	13921.1	17266	18960

支出:	0	-6773	-6167	
提前偿还外债	0	-6474	-6167	-337
弥补俄罗斯联邦养老金赤字	0	-300	0	0
为发展银行和对外经济银行注资 为联邦投资基金拨款				-3000
期末余额	5223	12370	23469	39092

资料来源：根据俄罗斯联邦财政部2004—2007年公布的稳定基金收支状况整理。

三、稳定基金的拆分

2007年12月29日，俄罗斯颁布了N955号《储备基金管理程序》政府令，2008年1月19日，俄罗斯颁布了N18号《国家福利基金管理程序》政府令。随着这两个政府令的生效，2006年4月21日颁布的N229号《俄罗斯联邦稳定基金管理程序》政府令自动作废。自2008年2月1日起俄罗斯稳定基金一分为二，拆分为储备基金和国家福利基金，两种基金的资金来源和功能定位均有所不同。从法律规定看，两种基金的模式与稳定基金相比没有大的变化，但根据需要也进行了相应的调整。

1. 拆分比例分配

对储备基金额度的要求是要相当于GDP的10%。截至2008年1月30日，俄稳定基金总额约为3.852万亿卢布(合1573.8亿美元)。拆分后基金比例安排为：储备基金3.069万亿卢布(合1254亿美元)，占原稳定基金的80%；国家福利基金7830亿卢布(合320亿美元)，占原基金的20%。

储备基金和国家福利基金资产的币种构成仍规定为美元45%、欧亚45%、英镑10%。按2008年1月30日的汇率，储备基金构成为564.34亿美元、382.1亿欧元、63.1亿英镑；国家财富基金构成为104.2亿美元、127.3亿欧元、13.9亿英镑。

2. 基金形成机制和功能定位

石油天然气开采和出口收入仍是两种基金的基本资金来源。

俄的出发点是，未来3年世界能源价格将会下降，如果油价跌至27美元/桶以下，储备基金应能保证连续3年弥补俄政府预算收入因下跌而蒙受的损失。其测算依据为：2008—2010年俄产乌拉尔牌石油平均价格将从51.7美元/桶降至29.4美元/桶(为1997—2006年平均价格)。按照2008年的标准，石油价格每桶下降1美元，联邦预算中石油收入的下降就相当于GDP的0.15%，因此储备基金总额必须达到占GDP 10%的水平。从俄财政部的设计看，来自石油和天然气开采出口的收入首先要上缴预算。当上缴预算的石油收入达到GDP的6.1%(2008年批准)后，这些收入将转入储备基金，当储备基金总额达到GDP的10%后，剩余的石油天然气收入再注入国家财富基金。与稳定基金不同的是，石油天然气收入由原每月一次改为年末统一划拨注入储备基金和国家福利基金。

此次拆分稳定基金的目的是使不同的基金具有不同的目的和不同的长期投资战略。储备基金的主要功能是为缓冲国际石油价格下跌俄罗斯可能造成的预算冲击，其作用实际上等同于稳定基金，是稳定基金的延续。国家财富基金则将对风险资产进行增长型的投资，主要对公民的养老积累拨款。

3. 基金管理

与稳定基金相比，拆分后的两种基金的使用管理有所松动，不仅可以购买外国债券，还可购买外国央行和金融局发行的公债，国际组织的债券，以及在外国银行和信贷组织存款。其安排比例为：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%投资实际金融组织的债券。

与稳定基金不同，新的基金管理程序规定购买外国国债的国别调整为：奥地利、比利时、英国、德国、丹麦、爱尔兰、西班牙、加拿大、卢森堡、荷兰、美国、芬兰、法国和瑞典14国。

新管理程序规定可购买其债券的国际金融组织共8家：亚洲发展银行(Asian Development Bank, ADB)、欧洲委员会发展银行(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 Financial Corporation, IFC)、国际复兴开发银行(International Bank for Reconstruction and Development, IBRD)、北方投资银行(Nordic Investment Bank, NIB)。

对以上债券长期信贷能力主权评级也比原稳定基金要求降低一级，即：不得低于惠誉公司和标准普尔公司的“AA-”级、或穆迪公司的“Aa3”级。如果上述公司给出的长期信贷评级不同，则采用最低评级水平。

尽管新管理程序已经对购买外国银行债券作出了具体规定，但俄财政部暂时不打算进行这方面的投资。

此外，为规避风险，管理程序还要求基金在做投资安排时自行限制在一家公司的持股上限比例。如规定国家福利基金在一家外国银行信贷机构购买的债券总额不得超过外汇账户上国家福利基金总额的25%。

四、几点看法

1. 俄财政部已经完成石油稳定基金转型的任务

多年来，石油价格已成为政府制定财政预算和社会经济发展规划的主要依据。从长期看，为保证预算稳定和使经济增长摆脱对能源依赖，就要改革预算制度，研究新的预算形成模式，其核心为预算形成的基础不再依靠油气价格，同时确定每年油气收入划拨转移的最高度，使国家所有的能源收入纳入新的油气基金，再返还部分资金用以弥补预算。此次拆分稳定基金是预算改革的一部分，从预算改革的看，俄已完成石油稳定基金转型的任务。

2. 短期内俄主权财富基金仍将奉行保守的投资战略

稳定基金建立4年来一直奉行稳健保守的投资战略，投资品种设计按照风险从低到高顺序逐步扩展，主要投资对象是有固定收益的低风险资产，特别是投资于那些获得“AAA”评级的外国国债。可以看出，尽管保守谨慎，但俄稳定基金的投资思路是明晰的，这种投资设计