

中东剧变与经贸合作

沙特建立主权财富基金的政治经济学分析*

杨 力 张 瑾

摘 要：中东国家的主权财富基金在世界资本市场上都占有重要的地位，作为地区大国的沙特在这类基金的建立和运营方面却显得较为保守。就设立主权财富基金的一般条件而言，沙特的货币供应、外汇储备、外债规模以及国内经济发展等经济指标在本世纪初有了较大改善。但即使在此前提下，与海合会其他成员国相比，沙特主权财富基金发展仍相对滞后。本文在剖析了美元储备对美沙关系的特别意义、海外投资环境的恶化以及沙特国内所有权制度的特殊性等发展主权财富基金的政治局限性后，文章最后展望了沙特主权财富基金未来发展趋势以及中沙合作的新契机。

关 键 词：沙特；主权财富基金；外汇储备；政治环境；中阿合作

作者简介：杨力，博士，上海外国语大学教授（上海 200083）；

张瑾，博士，上海外国语大学国际金融贸易学院副教授（上海 200083）。

文章编号：1673-5161（2012）06-0003-16 中图分类号：F831.6 文献标识码：A

*本文为上海外国语大学重大科研项目“中外金融风险管理研究”（KX161022）的成果。

自 21 世纪以来，主权财富基金（sovereign wealth funds，下文简称 SWFs）对国际政治经济领域产生了深远的影响和变化。海合会成员国的 SWFs 无论是规模、还是活跃程度来看都在世界上占有重要地位。但一个较为有趣的现象是：海合会中的大国沙特在 SWFs 方面却显得较为保守。沙特的 SWFs 发展与其他

M. Sornarajah, "Sovereign Wealth Funds and the Existing Structure of the Regulation of Investments," *Asian Journal of International Law*, June 14, 2011, pp.267-288. *本文所研究的主权财富基金主要是指由国家政府创立并所有的基金，资金主要来源于由财政盈余、外汇盈余和自然资源的出口收入盈余，并由专门性机构进行日常管理，其金融资产主要是债券、股票、房地产或其它由外汇资产组成的金融工具，并在全球范围内进行投资。

沙特在 2008 年成立了该国第一个专门的 SWF，规模在 53 亿美元，而其投资的目标主要

海合会成员国极为不同，尤其是与阿联酋、卡特尔、科威特等国相比。本文从 SWFs 建立条件入手，分析沙特独特的政治、经济和社会环境，剖析沙特建立 SWFs 较为保守的原因，并展望沙特建设 SWFs 的发展趋势。

一、设立主权财富基金的一般条件

随着 SWFs 在此次金融危机中的活跃表现，学术界开始重视对 SWFs 设立条件和原因的研究。已有的研究表明：一般建立和运作 SWFs 的国家都有代际财富转移和多元化投资的战略目标且又具备相应的客观经济条件，这主要取决于外汇储备、国内经济稳定性及一国经济发展的战略目标等三大方面，一国需综合这些条件来考虑兴建 SWFs 在经济方面的可行性。兴建主权财富基金的前提条件是外汇储备（FOREX）。“只有拥有充足的外汇储备才有可能考虑选择怎样的投资工具保持所持外汇的利益最大化”。而选择采取 SWFs 的这种方式可以使得基金设立国受益于全球经济的增长并减少因过多持有单一外汇如美元等所引起的外汇风险。一国外汇储备应结合其他宏观经济条件，综合确定其是否充足，且通常需考虑一国的国际收支平衡、国民生产总值、外债和货币供应量的状况等。

首先，就国际收支平衡而言，设立国一般都会有顺差。据 SWFI 统计，全球所有 SWFs 设立国经常项目顺差都有相当规模。即使有些国家可能有贸易赤字存在，但通常因服务贸易存在较大逆差而导致。实际上，商品贸易也存在顺差，但其顺差不足以弥补服务贸易的逆差而已。其次，设立 SWFs 国家的外汇储备

是技术和石油化工方面的增值项目。

如 Simon Johnson, “The Rise of Sovereign Wealth Funds,” *Finance & Development*, Vol.44, No.3, September, 2007; Julien Chaisse, “Emerging Sovereign Wealth Funds in the Making: Assessing the Economic Feasibility and Regulatory Strategies,” *Journal of World Trade*, Vol.45, No.4, 2011, pp.837-875; D. Park, G. Estrada, “Developing Asia’s Sovereign Wealth Funds and Outward Foreign Direct Investment,” *Asian Development Review*, Vol.26, No.2, 2009, pp.57-85. 戴利研：《主权财富基金建立的宏观经济影响因素研究》，载《社会科学辑刊》，2012 年 1 月。

指一国政府所持有的国际储备资产中的外汇部分，包括现钞、国外银行存款、国外有价证券等。

B.J. Reed, “Sovereign Wealth Funds: The New Barbarians at the Gate? An Analysis of the Legal and Business Implications of Their Ascendancy,” *Virginia Law & Business Review*, No.4, 2009, pp.110-112.

Julien Chaisse, “Emerging Sovereign Wealth Funds in the Making: Assessing the Economic Feasibility and Regulatory Strategies”.

指一国国际收支净额即净出口与净资本流出的差额为零，一国国际收支的状况主要取决于该国进出口贸易和资本流入流出状况。

www.swfinstitute.org.

Julien Chaisse, “Emerging Sovereign Wealth Funds in the Making: Assessing the Economic

占GDP的比例应较高，且具增长趋势。据SWFI统计，全球所有SWFs设立国，无论发达国家还是新兴国家，当前几乎都有相当可观的外汇盈余。惟此，这些国家才有条件建立本国的SWFs；这些国家在建立SWFs时，外汇储备占GDP比例都有增加趋势。另据一项对241个国家外汇储备与SWFs设立相关性的研究表明：外汇储备占GDP的百分比越高、能源出口额占商品出口总额百分比越高的国家越倾向于建立主权财富基金。

此外，外汇储备应结合外债规模和货币供应量来考量其是否充足。对设立SWFs所需经济条件研究较有影响的帕克（D. Park）和艾斯特拉达（G. Estrada）认为：一国有条件设立SWFs时，外汇储备与短期外债的比例应高于1；若低于此比例，其宏观经济条件则不适于建立SWFs。此观点的背后逻辑在于：一国应当拥有足够的外汇储备应对因短期外国资本在某一时间内的大量撤出；分析外汇储备的充足与否还应分析该国货币供应量。据货币理论，广义的货币供应量调节一国经济体内的消费及资产价格并影响着投资。考虑外汇储备与M3的比例，据一些学者的实证研究，设立SWFs各国的这一比例约在5%~20%之间。该比例越高，社会公众对于该货币的信心指数会相应增加，资本流出风险就越小。除有充足的外汇储备条件外，稳定的国内经济状况也是应否建立SWFs的必要条件。一般认为：总储蓄额较高的国家更倾向于建立主权财富基金对外进行投资。因为大额储蓄和国内投资间的缺口为发展主权财富基金提供了资金，国家可利用此种方式，在世界范围内进行资金的最优化配置，这有助于打破发展中国家和发达国家间不平衡的融资循环方式。不过，除高储蓄外，还应考虑国内政府借款。国内宏观经济稳定性对于建立和维持SWFs的发展至关重要。根据宏观经济理论的分析：政府在国内市场上的借款增大就会减少可提供给私营经济的储蓄额。从这个意义上的政府支出就会相应减少私人投资支出，产生所谓的“挤出效应”，那么经济扩展能力就会大大小于政府的预期目标。不仅如此，政府的持续借贷通常需要保持利率的增长，这又会导致外国资本的流入、本币的升值、本国出口竞争力的下降、贸易逆差加剧，并影响国际收支平

Feasibility and Regulatory Strategies”.

Z. Yang, “Issues in the Long-Term Development of Sovereign Wealth Funds,” *Asia-Pacific Trade and Investment Review*, No.4, 2008, pp.158-180.

戴利研：《主权财富基金建立的宏观经济影响因素研究》。

D. Park & G. Estrada. 他们设计了研究一国是否具有足够多外汇储备设立SWFs的衡量公式Green-span-Guidotti公式。

M3为货币供应指标，是一个衡量货币供应的主要指标，它主要包括钞票，硬币，活期存款和4年期的定期存款等。欧洲央行用货币供应量的增长幅度来衡量通胀的压力，通过考察不同层次的货币对经济的影响。

Z. Yang, “Issues in the Long-Term Development of Sovereign Wealth Funds”.

戴利研：《主权财富基金建立的宏观经济影响因素研究》。

衡。因此，政府借款规模也是 SWFs 建立的重要影响因子。

假如在私有经济中储蓄等于投资，政府的财政赤字所反映的就是贸易赤字。如果国家所有的储蓄不能支持所有的国内投资，那么就需从国外借款。这将导致净收益下降，外债增加。财政赤字的增加（除非私营经济中有储蓄）就会导致国内私人投资的减少。如果出现国内储蓄小于国内投资，即国内出现较大财政赤字，就需外部资本的流入或用外汇储备来弥补赤字。换言之，经常项目下的顺差是其重要保障。如无顺差或者出现逆差，那么外汇储备资产中的官方储备净增额只能被视作流入资本，成为“外汇借款”。由此可见，政府借款冲抵外汇储备和国内总储蓄，财政赤字会减损建立 SWFs 的可能性。当然，建立 SWFs 除前述客观经济条件外，还需考虑一国经济发展的战略目标。一般而言，SWFs 建立的战略目标大致有五类：一是保护和稳定设立国财政和经济，避免受到出口或外汇收入变动造成的风险；二是为不可再生资源出口收益建立多元化基金；三是为获得比外汇储备更大的收益；四是为后代储备财富；五是为社会和经济发展积累资金。

综上所述，充足的外汇储备是 SWFs 设立的前提条件。一国国际收支状况、外汇储备占 GDP 的比例、外债和货币供应量情况、财政赤字等国内经济稳定性等经济条件，以及一国利用外汇的战略目标等均是非常重要的影响因素。一国在进行建立 SWFs 决策时需综合考量上述经济条件。

二、沙特主权财富基金的特点

在有关 SWFs 建立和运作的实证研究中，海合会的 SWFs 常被当作典范。每一次石油价格的提升都会带来海湾国家设立 SWFs 的高潮。不过，仔细比较海湾六国的 SWFs 可以发现，沙特在 SWFs 建立时间、资金规模和投资策略上与其他 SWFs 迥然相异，与其他五国相比，沙特在发展 SWFs 方面相对保守。科威特在 20 世纪五十年代就建立了世界第一支 SWF，七十年代末到八十年代中期有阿联酋和阿曼，九十年代末到 21 世纪初有卡塔尔和巴林。沙特直至 2008 年才建立了专门的 SWF——Sanabil-al-saudia。设立该基金的宗旨主要为改变投资分散的状况，旨在形成统一的公共投资机构。该策略虽符合当今阿卜杜拉国王经济改革的整体构想，但有别于一般建立 SWFs 的宗旨。Sanabil-al saudia 的

S. Griffith-Jones, J. Antonio Ocampo, *Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective 2008*, www.g24.org/sowf0308.pdf.

J. Slawotsky, "Sovereign Wealth Funds as Emerging Financial Superpowers: How US Regulations Should Respond," *Georgetown Journal of International Law*, No.40, 2009, p.1239.

张瑾：《海合会国家主权财富基金的发展及其影响》，载《阿拉伯世界研究》，2010 年第 1 期。

成立是改善沙特外资管理水平的一次尝试和金融体系改革的一项举措。

在基金的性质、规模和投资策略上沙特这类基金与其他海合会国家的 SWFs 也很不同：阿曼的稳定基金是典型的投资基金；阿联酋和科威特则倾向于建立多个小型基金，更多投资于上市和私人企业的股权交易；而卡塔尔的 QIA、DIC、Istithar 和 Mubalaba 等基金传统上与各自国家的央行一起实施较为保守的策略，但从 21 世纪以来，一些新设的 SWFs 开始更为积极地参与资本市场的股权交易，其基金资本中的 15%~20%用于固定收益投资，50%~60%用于企业股权投资，15%~20%投于私人企业的股权和对冲基金。

在此次金融危机中，资金融通困难使许多中小企业举步维艰。而海湾地区的 SWFs 所受影响甚小，反而在世界经济还未完全恢复的时候就在世界资本市场上显示着其份量。2007~2009 年，海合会国家 SWFs 参与了许多重要的股权交易。阿联酋和卡塔尔的 SWFs 在世界范围内的股权交易方面有较为活跃的表现，但拥有最多外汇储备的沙特，只有 SAMA 参与了 UBS 股权交易，无论在参与控股公司的数量和控股比例、投资规模上均远落后于上述两国，其积极程度甚至不及小国阿曼。在 2008 年以前，沙特外汇管理机构 SAMA 主要管理非储备的外汇资本，同时也与其他公共投资机构（如 PIF、GIOG 等）一起承担公共资本的投资。如从广义标准讲，可将 SAMA 视为 SWF，那么沙特的 SWFs 资产规模是巨大的，2009 年，其规模仅位于阿联酋之后（见表 1）。

表 1：GCC 成员国内资产规模前十位主权财富基金（单位：百万美元）

SWF	国家	本国市场资本量	比例%
沙特政府	沙特	132,005	45.1
工业与金融部	阿联酋	23,447	8.0
迪拜投资公司	阿联酋	20,643	7.1
KIA	科威特	16,385	5.6
卡塔尔石油	卡塔尔	15,692	5.4
ADIC	阿联酋	13,535	4.6
GOSC	沙特	11,761	4.0

<http://www.ft.com/cms/s/0/15285a98-5299-11dd-9ba7-000077b07658.html#axzz1z5YlgBLf>.
Rachel Ziembra, “What are GCC Funds Buying,” *RGE Monitor*, June 2008.
Challenging times for Gulf, [http://www.thefreelibrary.com/Challenging times for Gulf SWFs.-a0256603118](http://www.thefreelibrary.com/Challenging+times+for+Gulf+SWFs.-a0256603118).

Asutay, *GCC SWFs and Their Role in the European and American Markets*, Equilibrium, 2008, p335.

资料来源：Brad Setser, Rachel Ziembra, *WORKING PAPER : GCC Sovereign Funds*, January 2009, <http://www.cfr.org/economics/gcc-sovereign-funds-reversal-fortune/p18017>.

QIA	卡塔尔	10,085	3.4
SBIC	沙特	8,957	3.1
PIF	沙特	8,533	2.9
总计		261,074	

如以 IMF、世界银行等国际组织对 SWFs 的定义来看，作为央行的 SAMA 并不符合狭义的 SWFs 标准，其投资并非在海外市场。SAMA 投资策略相当保守，且投资主要面向国内市场，本国市场资本量占 45%，而在其他国家则不超过 10%。如果将 SAMA、PIF 等广义 SWFs 也算在内的话，沙特共有 5 家 SWFs，控制了 27 家股份公司。据 2009 年相关统计显示，它们在本国市场投资额为 1667135 亿元，海外投资额只为 1010 亿美元，且投资区域很大部分集中于海合会资本市场，达 57%；反观其他五国，投资中心皆非本地区，而主要在北美和欧洲市场，其 SWFs 投资在海合会区域的比例，除阿联酋为 27%外，一般均在 10%以下（见表 2）。

表 2：GCC 国家 SWFs 的国内市场控股比较

国家	SWFs 数目	控股公司数	世界范围投资资本 (十亿美元)	本国市场投资资本 (十亿美元)	在 GCC 资本市场比例 (%)
沙特	5	27	101	166,713	57
阿联酋	7	27	102	61,002	21
卡塔尔	6	9	40	28,744	10
科威特	5	33	180	25,054	9
阿曼	9	21	128	5,998	2
巴林	4	14	43	5,045	2
总计	36	131	594	292,557	100

从其投资结构来看，沙特 SWFs 投资构成中 55%为固定收益投资，3%为对冲基金。SAMA 的资产中，现金存款为 20%，股权资产为 25%，固定收益资产为 55%。沙特的低收益投资和高风险高收益投资比例为 3:1，与其他国家 2:8 的比例很是不同。而且 SAMA 的组合投资都由外部资产管理公司负责投资，不参与直接投资，也未较多涉足新兴市场。

总而言之，沙特的情况与海合会其他五国有很较大区别，沙特 SWFs 的建

Brad Setser, Rachel Ziemba, *WORKING PAPER: GCC Sovereign Funds*.
 Kristin Smith Diwan, "Sovereign Dilemmas: Saudi Arabia and Sovereign Wealth Funds,"
Geopolitics, Vol.14, No.2, 2009, pp.345-359.

设相当保守。2008 年，沙特设立的 SWF，规模小且活跃程度远不及其他海湾国家 SWFs，这与沙特的海湾大国和巨额外汇储备状况极不相称。究其原因，还在于沙特的经济和政治等诸因素所致。

三、沙特建立主权财富基金的经济条件

沙特以其丰富的能源和重要的地理和宗教位置，自 20 世纪七十年代以来成为海湾乃至中东地区大国。但大国并非强国，分析沙特宏观经济条件，特别是 2000～2009 年间具体的外汇条件和国内经济环境，有助于了解沙特 SWFs 的独特之处。沙特因能源出口拥有巨额外汇储备。沙特已探明的石油储量约为 260 万亿桶，占全球的 25%。近年其石油出口量占 OPEC 产量的 1/4 和世界产量的 1/10。沙特还是世界第四大天然气储备国和最大的出口国。沙特能源出口收入远超海合会其他五国，为该国带来丰厚的外汇储备。2011 年 9 月，据沙特中央银行统计，其外汇储备达 2 万亿里亚尔（SAR），约合 5200 亿美元。据 IMF 的报告，沙特外汇储备 2010 年底为 4562 亿美元，位居中、日、俄之后列世界第四。沙特与其他海合会成员国一样，以其能源出口积累大量外汇储备。沙特拥有巨额主权财富，主要由 SAMA 和 PIF 等机构管理。

就海合会各国经济发展指标而言，沙特虽为海湾大国，但非强国。至 2008 年底，沙特的名义 GDP（4688 亿美元）是海合会国家的第一位；其净外汇资产也是六国中最多的，为 3088 亿美元，大大超过其后的阿联酋（2720 亿美元）和科威特（1000 亿美元）。但从另一反映宏观经济状况的人均 GDP 来看，沙特仅为 18700 美元，远低于卡塔尔的 65060 美元，甚至低于巴林，为六国中倒数第一。而影响融资成本的主权评级，沙特为 AA⁺级，而阿联酋则为 AA 级（见表 3）。由此可见，沙特整体经济实力在海湾地区并不能算强国。

表 3：GCC 国家经济数据比较

	巴林	科威特	阿曼	卡塔尔	沙特	阿联酋
名义 GDP（十亿美元）	18.5	148.8	53.1	104.6	468.8	239.5
实际 GDP 增长率 %	6.1	6.3	6.2	16.4	4.4	7.4

Mohamed A. Ramady, *The Saudi Arabian Economy Policies, Achievements, and Challenges* (2nd Ed), Springer, 2010, p.7.

Mohamed A. Ramady, *The Saudi Arabian Economy*, Springer, 2004, pp.23-34.

《利雅得报》网站，2011 年 11 月 1 日。

CIA, *The World Fact Book, Reserves of Foreign Exchange and Gold*, December 31, 2010.

根据 2009 年世界银行相关数据整理，<http://data.worldbank.org.cn/indicator>。

人均 GDP (美元)	18810	35930	19480	65060	18700	43350
通胀率 (%)	7.0	10.8	12.5	15.1	9.9	14.0
进口 (十亿美元)	14.6	26.1	16.7	21.2	100.6	116.6
出口 (十亿美元)	16.9	88.8	33.3	53.2	313.3	180.9
政府财政支出占 GDP 比例 (%)	2.7	30.8	4.2	9.6	33.6	12.2
油气收入 (十亿 boe)	1.6	112.7	11.8	174.7	308.8	135.9
石油收入占名义 GDP 比例 (%)	33	55.8	47.2	62.1	56	34.4
净外汇资产	3	295	23	100	403	272
外债占 GDP 的比例 (%)	157	25	16	87	23	76
标普评级	A	AA ⁻	A	AA ⁻	AA ⁻	AA

沙特非但不是强国，在历史上还有较长时间是债务国。虽然 20 世纪七十年代，石油价格飞涨，沙特出现了长达十年的“石油繁荣”，但就在科威特和阿联酋建立 SWFs 的时候，沙特却处于石油经济转型的热潮中。该国前四个“五年计划”中财政支出逐年增多，且经济发展的策略上推行罗森斯坦—罗丹的“大推进”战略，国内经济发展显示出突发性和跳跃性特征。随着沙特国内经济冲刺式发展，巨额石油美元投资于国内基础设施、工农业、教育、卫生事业的发展上。1975~1978 年，沙特建筑业投资就从最初的 5.5% 增至 14.3%，政府服务业从 3.6% 增至 6.8%，交通仓储业也从 1.7% 增至 4.5%。此外，沙特人口结构和高福利的社会制度都使该国政府支出惊人。最后，七十年代又是沙特通胀频繁的一个时期。据 IMF 统计，1975 和 1976 年沙特的通货膨胀率分别高达 35.4% 和 41.3%。沙特缺乏有效的财政金融体制。尽管三十年代沙特成立了财政部、五十年代设立货币署，但实物交易和各种货币混乱。七十年代，沙特仍听任里亚尔和美元 3.75 : 1 的外汇比价，从而造成八十年代初经济衰退，进口增多，财政收入仅能维持国内高福利制度运转。因此，当时沙特政府无需也没有

Ragaei El Mallakh, *Saudi Arabia Rush to Development*, Croom Helm London & Canberra, 1982, p.427.

其核心是通过优先发展基础设施以及协调发展相关经济部门，是落后国家迅速实现工业化。

Ragaei El Mallakh, *Saudi Arabia Rush to Development*, p.427.
SAMA. *Statistical Summary*, No.1 & No.2, 1977; SAMA, *Annual Report 1977*, pp.146-149, pp.165-168.

Alexei Vassiliev, *The History Of Saudi Arabia*, New York University Press, 2000, p.403.

确立石油美元代际转移或者通过 SWFs 进行多元化投资的战略目标。进入九十年代，特别是海湾战争后，沙特已从债权国变成了债务国。1998 年法赫德国王执政之初，本已捉襟见肘的沙特财政因遭遇石油暴跌而雪上加霜。当年沙特政府的债务是当时 GDP 的 100%，沙特甚至没有能力支付雇员的工资，多亏当时从阿布扎比国王谢赫扎耶得那里借款成功度过危机。直至 2003 年的石油价格上升，沙特才从赤字财政中走出来。这成为在 20 世纪后半期两次建立 SWFs 的高潮中，沙特未有建树的原因。

近年来，沙特政府一直严格执行优先偿还债务的发展战略。随着最近一轮石油价格高企，2004 年沙特债务减少了 9%，2005 年则大幅减少了 29%。国家能源出口收入用于债务偿还占据了很大份额。至 2006 年，沙特政府才有外汇结余，其外汇储备条件方面有了较大程度改善。2000~2009 年，沙特设立主权财富基金的外汇储备条件越来越成熟。如选取 2000~2009 年间沙特的外汇储备、GDP、外债和 M3 的数据，根据前文研究外汇条件的指标方法，分析外汇储备占 GDP 比例、外汇储备与外债和 M3 数据的关系，可以显示沙特在这一时间段内是否具备了建立 SWFs 经济条件。

表 4：FOREX 占 GDP 的值

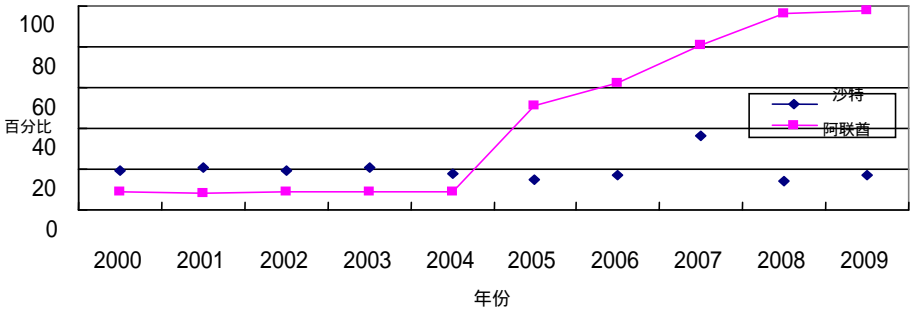


表 4 显示了沙特在这一时间段中 FOREX 占 GDP 的比值变化，2000~2003 年其外汇储备占 GDP 比值基本没有上升，一直处于 20% 以下，但从 2004 年开始有快速上升。即使与阿联酋相比，沙特这一指标也远超过阿联酋，这显示了 2004 年以后沙特在这一指标方面具备了建立 SWFs 的良好条件。

Asutay, *GCC SWFs and Their Role in the European and American Markets*.
Rachel Ziemba, "Petrodollars: How to Spend It," *RGE Monitor*, March 20, 2008.
根据 2000~2010 年世界银行相关数据整理而成，<http://data.worldbank.org.cn/indicator>。

表5：FOREX与外债之比值

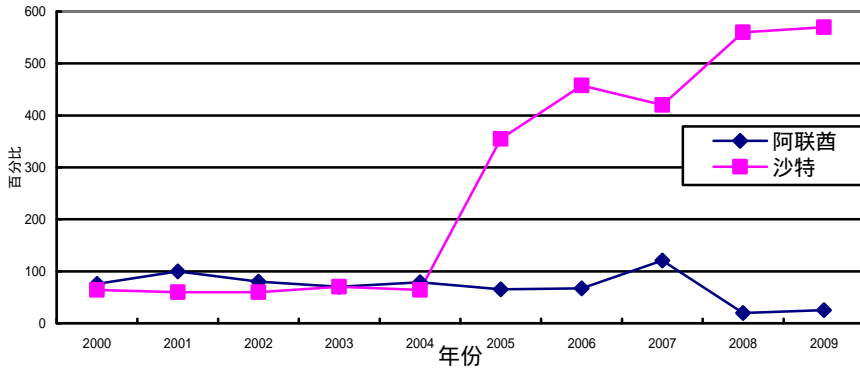


表 5 显示的是同一时间段内外汇储备与外债的比值。2004 年之前，沙特的比值一直处于指标值 1 之下，不符合建立 SWFs 的债务条件。但 2005 年以后，此比值大为改善，超过了 1。虽然 2007 年有金融危机所引起的波动，但 2008 年已超过了 5，这也是远远好于阿联酋的条件。

表6：FOREX与M3之比值

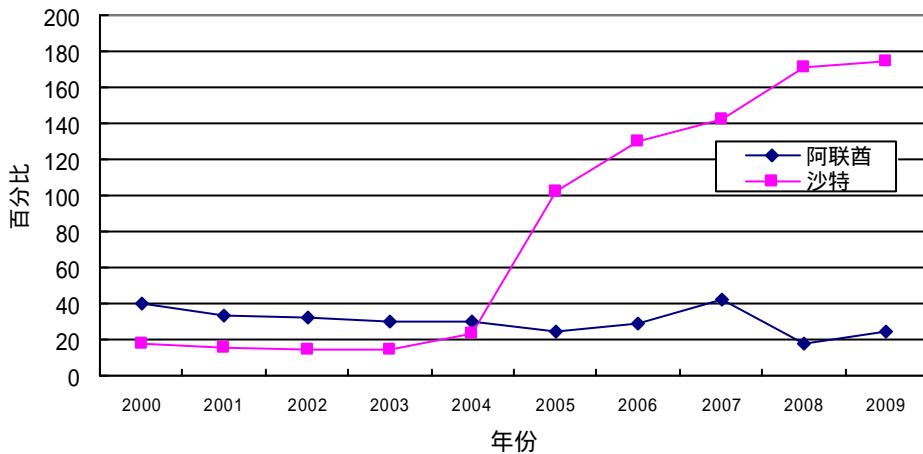


表 6 是 FOREX 与 M3 的比值。沙特从 2000 ~ 2003 年基本上处在 10% ~ 20% 左右，位于建立条件的临界。但 2004 年后这一指标已超过 100%，显示出良好的建立条件。由此可见，依据现有关于建立 SWFs 的研究理论，2004 年以后沙特在外汇储备、外债和 M3 指标方面已完全具备建立 SWFs 的条件。

而在国内储蓄方面，沙特一直是世界上储蓄率最高的国家之一。据统计，低等收入和中等收入水平经济体的总储蓄(GNS)占 GDP 的百分比达 29%。2003 ~ 2010 年，除去受金融危机影响的 2009 年，沙特总储蓄额占 GDP 的比例基本高于这一水平（见表 7）。

表 7：2000 年至 2010 年沙特的 GNS 占 GDP 的比例

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GNS/ GDP	29%	26%	28%	34%	41%	48%	48%	46%	51%	-17%	38%

沙特高储蓄率与政府财政赤字并存。高储蓄率并未带来投融资的宽松环境，沙特国内融资一直较为紧张。由于优先偿还债务的发展战略，债务偿还占据国家能源出口收入的很大份额。虽然 2006 年沙特政府开始有外汇结余，但国内支出也开始增长，资本性支出从 2000 年的 10%增至 2006 年的 32%。这些资本支出主要为沙特雄心勃勃的工业化项目服务。20 世纪八九十年代，沙特政府为调整石油经济结构性缺陷制定了一系列经济改革计划，其能源收入完全不能适应这个世界上人口增长最快国家的福利和公共服务领域的社会需求。近年来，沙特出现大量失业现象，失业率达 15%甚至更高。人均 GDP 急速下降，最差时只达到八十年代最好时期的 1/3。

经济多元化和增加就业这两大命题要求立志改革的沙特国王采取了新政，包括鼓励私人资本发展，任用受过西方教育的资本管理人才，拓展外部市场，开放新兴行业部门。沙特投资总局（SAGIA）负责投资政策实施。其最大规模的项目就是建立 6 个大工业城市。沙特投资总局的投资计划约为 600 亿美元，未来二十年将在五个不同行业内为大量新增的年轻人口创造就业机会。沙特国内经济建设的投入大大减少了外汇积累规模。这种“借款挤压投资”的溢出效应大大减弱了该国建立 SWFs 的驱动力。

从上文分析可知，2000 ~ 2004 年沙特外汇储备与外债和 M3 的比值处于符合 SWFs 建立条件的临界点，当然这对政府建立 SWFs 的驱动力尚不强，这也是 2000 ~ 2003 年沙特仍未设立专门 SWFs、SAMA 等机构的海外投资和多元化

http://intl.ce.cn/sjjj/qy/201203/27/t20120327_23193244.shtml.
数据来源：《2011 年世界发展指标》，<http://data.worldbank.org.cn/indicator>.
数据来源：<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GNS.ICTR.ZS>.
Ahmed Saeed, *The New Rules of the Game: Gulf Wealth and the Global Economy*, CSIS Gulf Roundtable Series, January 31, 2008.
Jean Francois Seznec, *Industrialization in Saudi Arabia: A New Paradigm*, www.bitterleons.org
Asutay, *GCC SWFs and Their Role in the European and American Markets*.

投资并不积极的原因之一。不过，若单从 2004 年以后的外汇条件而言，无论是国际收支和外汇储备占 GDP 的比重，还是外债和 M3 的比值，均显示出强有力的建立倾向。即使与阿联酋相比，其建立 SWFs 的外汇条件也更为合适。但考虑国内经济的稳定性，国内众多在建投资项目吸收了政府大量的外汇资本，所谓挤出效应侵蚀了其设立 SWFs 的条件。沙特政府的注意力集中在国内经济建设或许限制了该国 SWFs 的发展。不过石油经济的多元化转型在海湾国家并非沙特独有，阿联酋、卡塔尔等国都有类似经济策略，沙特在 SWFs 方面的保守还与其国内外政治环境变化有关。

四、沙特建立主权财富基金的政治局限性

首先，近年海湾国家 SWFs 的投资政治环境相对有所恶化。“9·11”事件中 19 名劫机者中有 15 人是沙特人。在美国政府发动的“反恐金融战”中，中东地区的金融从业者受到不小限制。很多沙特人在美资产遭冻结，其原因有时仅因为姓名相同。这种负面影响使大量沙特企业担忧在西方资产会遭冻结，而纷纷将海外资产回流或寻求其他市场。而且，SWFs 海外投资的法律环境也发生了变化，主要为中东石油输出国和亚洲新兴市场国家政府所有的 SWFs 在次贷危机期间的活跃表现引发了美、德、法等国的强烈忧虑，担心中东国家、俄罗斯和中国会利用这种投资工具控制其能源、国防和战略产业。因此，它们以国家安全名义修改“外资法”，一改西方发达国家一直秉承的开放和无歧视待遇原则，援用其新修“外资法”中的“国家安全”审查制度，对 SWFs 投资进行严格限制。2005~2010 年，法国、美国、澳大利亚、加拿大和德国等国先后修订投资法，授权相关法律审查部门阻止外国投资者“危及国家安全”的行为。对 SWFs 投资审查已成为一种潮流，这些国家的外资限制立法势必会对沙特等国的 SWFs 海外直接投资带来消极影响。困扰沙特海外投资的另一原因是美国民众反沙反高油价情绪的高涨。沙特政府无意在海外进行投资，不愿显示其出口石油所积累的外汇资本，如迪拜港事件，由于美国民众的愤怒，沙特政府控制的迪拜港口公司卖掉了其对这个美国公司的控制权。对于 SWFs 政治目的的担忧，使得美国人将此类基金称为“中国和中东的圣战者”。在是否建立 SWFs 的问题上，沙特政府显然需将“金融反恐”和“国家安全”审查的投资差别待遇等政治风险考虑进来。

其次，持有美元的外交意义也是影响沙特建设 SWFs 的一个重要因素。海湾国家建立 SWFs 的主要目标是减少所持美元储备的外汇风险，SWFs 可进行

张瑾：《海合会国家主权财富基金的发展及其影响》。

Charles Alexander, “Squirreling Away \$100 Billion,” *Time*, July 13, 1981.

多元化战略投资。但基于美元储备对沙美外交关系的意义，沙特非常谨慎。作为美国在中东地区的忠实盟友之一，沙特的投资策略体现了政治外交的姿态，尤其是与美国的关系。有充分理由需要保守的 SAMA 控制对外投资，以保证美沙联盟的稳固。许多学者研究认为，美国的盟国往往会将持有美国国债作为一种政治支持的表示。这就不难理解沙特拥有的外汇资本中 84% 是美元资本。而海合会其他国家都将本国石油收入多元化。据 IMF 统计，沙特是继中、日两国外持有美国国债最多的国家。利雅得盯住美元的货币政策实施多年，为捍卫这一政策，SAMA 选择购买美国国债等保守的投资策略。另一方面，石油以美元计价，沙特政府也不敢让美元失去世界货币的强势地位，为此沙特付出高昂代价。据有关金融机构测算，沙特维持美元计价制度的成本，不考虑通胀和进口价格因素，约占其经济发展成果的 30%。但为保证与华盛顿联盟的稳固，即使沙特国内政治出现强烈的反美情绪也没有影响美元计价这一政策。

再次，石油收入分配机制也是一个因素。混沌不清的国家与王室财富的分配机制是沙特经济发展的障碍之一。在沙特，王室先于国家财政预算之前领取年金，剩下的资金才在各政府部门分配。虽然 SAMA 是该国外汇资本投资的官方机构，但实际上国内还有五六十家政府机构参与这类投资，它们以各自不同的投资方式设立投资基金，有些个人也可以参股其中。在这种投资方式下，私人资本与国家资本混合，其中营私舞弊不可避免，而公共投资机构并非完全保护公共利益。这种公私所有权混合的投资方式反映了沙特的政治特性，这是沙特王国的历史遗留问题。在 20 世纪五十年代沙特国家行政管理体系成立之初，石油乃是该国政府主要的财政来源，如何划分政府部门的职权范围成为当时统治家族间争斗的目标。早年该国机构设置时的统治家族利益之争造成当今沙特“国中有国”的现状。统治家族将政府管理体系看成其用以建立利益交易的“圈地运动”，以石油为源的官僚机构是权力交易的场所。沙特王国分裂的政治生态阻碍了当今沙特经济改革。这种体制上的系统性障碍导致了国家财富的分散，各自为政的投资状况无法在国内形成统一的投资策略。

王室成员在国家财富分配中所占高比例也是沙特不太对 SWFs 感兴趣的一个原因。因为没有 SWFs，沙特也可通过拥有巨额石油收入的王室成员的私人投资实体实现多元化对外投资。分析沙特海外投资应考虑沙特私人外汇资本的重要性。2006 年麦肯锡关于一项全球石油美元资本流动的投资报告显示：沙

David Spiro, *The Hidden Hand of American Hegemony*, Cornell University Press, 1999; Eric Helleiner, "Political Determinants of International Currencies: What Future for the US Dollar?," *Review of International Political Economy*, 5/1, 2008, pp. 92-121.

Kristin Smith Diwan, "Sovereign Dilemmas: Saudi Arabia and Sovereign Wealth Funds".

Institute of International Finance, *Economic Report: Gulf Cooperation Council Countries*, January 2008.

特持有石油美元的 41%为私人所有，海合会其他五国的相应比例则为 33%，而 2006 年之前，沙特的相应比例则是 62%。沙特王子 Walid bin Talal 是沙特国内最大的石油收入受益者，他在全球控制着 500 亿美元价值的股本，包括国内外各类私人 and 上市公司。许多人怀疑个人是否能够坐拥如此巨额之财富，有人相信他仅是王室的代表。但无论如何，沙特王室拥有大量外汇资本是毫无疑问的。

因此，传统的美沙同盟决定了沙特将继续保持大量的美元资本。沙特政府仍将主要通过持有美元资本而非采用 SWFs 进行多元化投资。这既能避免引起西方国家对沙特的政治担忧，又能宣示沙美联盟的重要性。通过这种方式使沙特避免受欧美政治上的疑虑和金融体系上的责难。而且从国内分配制度来看，沙特政府的决策——让 SAMA 持有美元资产，而让私人企业进行多元化对外投资。如果将 SAMA 和王室成员投资考虑在一起的话，就减少了沙特与海合会其他五国在 SWFs 投资方面的差异性。沙特的这种安排既向美国暗示其对美元稳定的支持姿态，又能获取国际资本市场上组合投资的优势。

五、沙特主权财富基金的发展展望

由于中东地区仍是当今世界最不稳定的地区之一，沙特在安全上主要依赖美国。沙特发展 SWFs 必须考虑对强势货币美元的影响。作为支持“沙美联盟”的一种表现，沙特不会在短时间内积极发展 SWFs。不过，美沙两国在意识形态、国家政治制度、根本利益和对地区问题看法上差异巨大，从长远角度看存在着一定的不稳定性。事实上，作为石油进口国的美国近年来在石油政策已表现出对进口石油安全程度的不信任，在石油产量和价格上的分歧限制了美沙间政治、经济关系的深入发展，沙美关系并不牢固。

“9·11”事件后，沙美盟友关系出现裂痕。其后，美国推进所谓的“大中东”民主改造计划，这与沙特现行的政教联盟的统治模式格格不入，显然构成对沙特政权的威胁，影响到沙特的国家体制、政治制度、当权者的统治基础和地位。而西方在突尼斯、埃及、利比亚、也门等国的干涉也引起了包括沙特在内的阿拉伯国家领导人对美国及欧洲的不信任。海合会曾于 2011 年 5 月在利雅得召开首脑会议，宣布吸收摩洛哥和约旦为新成员，表明该组织已打破地域界限，扩充势力范围，成为阿拉伯世界的中坚力量，阿拉伯世界的重心明显东移。在此背景下，沙特对外战略进行重大调整，推行多元外交战略，加强与欧盟、

McKinsey Global Institute, “The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity are Shaping,” *Global Capital Markets*, October 2007, p.45.

樊为之：《石油因素对美国 and 沙特阿拉伯关系的作用和影响》，载《中国石油大学学报》，2007 年第 1 期。

姚匡乙：《西亚北非动荡与中国的政策》，载《国际问题研究》，2012 年第 3 期。

俄罗斯以及包括中国、印度和日本在内的亚洲国家的关系，以减轻对美依赖。由此可以预见，拥有大量外汇储备的沙特，未来很有可能采取更灵活多元的投资方式管理其石油美元。对美依赖程度的降低会促进沙特的SWFs更有作为，沙特2008年新设的SWFs将会发挥更大作用。在阿拉伯国家实施“向东看”的政策背景下，沙特SWFs的发展将更为积极。

不过，这样的发展将不会非常迅速。因为，无论美国对沙特的能源依赖还是美沙间安全相互需要等均并不强烈。就近期中东剧变而言，虽然这一社会动荡加大了阿拉伯国家整体向东重心迁移的变化，但美国对沙特仍十分倚重，沙特是美国在中东战略中最重要的一环。就沙特与伊拉克、伊朗的地缘政治关系而言，在很长时间内仍将需要美国的安全保障。2011年12月，美沙达成300亿美元、包含F-15战斗机的军售协议，就是沙美关系强化的表现。因此，积极发展SWFs，将石油美元从美国市场转移到其他市场应是沙特未来处理国家财富的趋势，但这种转变不会在短期内完成。沙特的多元发展战略和“向东看”趋势，会改变沙特现有外汇储备的投资结构和投资区域，而在此次金融危机中仍能保持良好经济发展态势的亚洲将是沙特未来对外发展的重要区域，在其“东向”之策中，与中国的关系则是重中之重，中沙合作将出现新契机。在经济上，中国和沙特具有很强的互补性，合作领域宽。如上文提及的经济城和工业城建设是沙特2010~2014年“五年规划”中的主要内容之一。中国企业在基础设施建设方面能与沙特合作，参与其经济建设。目前，中沙在水泥、铝、交通、建筑等许多行业均有合作，对SWFs此类基金都具有战略投资价值。如沙特SWFs有进一步的发展，无论从投资地域还是投资行业，都具极高的吸引力。

作为海湾区域大国与OPEC主要成员，沙特在地区和国际舞台上的影响力不断扩大，尤其是沙所拥有庞大的石油美元和主权财富基金使其在国际金融界的地位日益上升，如2008年阿卜杜拉国王作为阿拉伯世界唯一代表参加世界金融峰会即为明证。美国举行G20峰会时，阿卜杜拉国王代表22个阿拉伯国家与会，显示沙特在国际金融领域的地位。沙特以及整个海合会国家的SWFs占全球主权财富基金的一半，同样拥有巨大对外储备的中国和沙特都购买了大量的美国国债，都有大量的主权财富基金，而如何面对次贷危机后引发的全球金融贸易保护主义，如何改革国际金融体系，中沙在这些领域中拥有相似的利益诉求，可以产生非常重要的影响力。因此，中沙将在金融领域迎来新的合作契机。

《外媒：美向海湾盟国卖武器威慑伊朗》，载《新华国际》，2011年12月31日。
http://intl.ce.cn/right/jcbzh/201104/19/t20110419_22372741.shtml。
http://www.ce.cn/ztpd/xwzt/guonei/2009/hjtc/fxpl/200902/09/t20090209_18153565.shtml。

结语

虽然具有建立SWFs的良好外汇储备条件,但就国内外的政治环境而言,沙特仍将继续保持大量美元资本,在建设SWFs方面仍持谨慎态度。而另一方面,沙特王室成员的海外投资,大大减少了沙特与海合会其他五国在主权财富海外投资方面的差异性。这种安排既向美国暗示其对美元稳定的支持姿态,又能参与国际资本市场上组合投资的优势。沙特在建立SWFs方面是慎行者,但绝非拒绝者。2008年,沙特设立了专门的SWF,开始海外投资的运作,这与阿拉伯世界政治重心东移的趋势相匹配。因此,我们有理由相信沙特在利用SWFs进行外汇风险转移、多元化投资等方面也会向东走得更远。而具有良好外交关系且经济优势互补的中沙两国在金融方面的合作将有待进一步拓展与深化。

Political and Economic Analysis on SWFs of Saudi Arabia

YANG Li & ZHANG Jin

Abstract Sovereign Wealth Funds established by Middle-East countries in terms of size or activity occupy an important position in world capital market. But regarding the establishment and operation of the funds, Saudi Arabia as a regional power takes a conservative investment strategy, which is quite different from what other Gulf countries take. It is found that the economic conditions of Saudi Arabia, such as money supply, foreign exchange reserves, external debt and domestic economic development, which are generally considered to be the determining factors of the establishment of SWFs, have been improved after the beginning of this century. A conclusion that Saudi Arabia is a conservative investor on SWFs is stated in this article with a political analysis in the perspectives of the significance of US dollar reserve for Saudi-US diplomatic relations, deterioration of political environment of FDI in western countries after 9/11 and a mix of public and private ownership system brought by the royal family.

Key Words Saudi Arabia; Sovereign Wealth Funds; Foreign Exchange Reserves; Political Environment; Sino-Arabian Cooperation

(责任编辑:钮松)