

国际投资规制下的中国主权财富基金
对外投资：现状、争议与未来

王璐瑶

东亚论文 第 92 期

ISSN 0219-1415
ISBN 978-981-07-1548-9

版权所有 · 未经同意 · 不得转载

出版日期：2012 年 2 月 9 日

国际投资规制下的中国主权财富基金对外投资： 现状、争议与未来

王璐瑶*

[摘要] 近年来，各国主权财富基金（SWFs）对外投资不断增长。“战略性投资”与“国家资本主义”引发了资本接受国的担忧并促使其启动“国家安全审查”程序。平衡“国家安全”与“投资自由化”的关键在于坚持“非歧视性”原则。中国应在其签订的双边投资协议中明确 SWFs 的性质与权限，在提高自身 SWFs 透明性的同时，积极参与国际社会制定 SWFs 对外投资的各项准则，呼吁国际组织并与其他国家一道制定详细的 SWFs 综合评价体系，确保 SWFs 对外投资的“非政治性”。

[关键词] 主权财富基金 国家安全审查 国际投资规制 中国

一、导言

近年来，主权财富基金（Sovereign Wealth Fund, SWFs）作为由广义政府所拥有的具有特殊目的的投资基金或安排，¹ 其增长速度与对外投资规模引起国际社会广泛关注。据国际货币基金组织（International Monetary Fund, IMF）估计，1990 年 SWFs 的规模只有约 5 亿美元，但在最近 10-15 年间发展迅速。² 仅 2010 年就有近 20 个国家的政府考虑或决定建立 SWFs，而这些国家大部分属于新兴市场经济体。³ 截止 2011 年 9 月，全球 SWFs 的项下资产总额已高达 4.7 万亿美元，比上年同期增长近 7000 亿美元。⁴ 伦敦国际金融服务机构（International Financial Services London, IFSL）预测，在石油价格飙升与亚洲国家出口盈余持

* 王璐瑶在 2011 年 9 月至 2012 年 9 月期间是新加坡国立大学东亚研究所访问学者，同时也是南开大学国际经济研究所世界经济专业在读博士，研究方向是跨国公司与国际投资。

¹ 参见主权财富基金国际工作组（International Working Group of Sovereign Wealth Funds, IWG-SWF）在 2008 年向国际货币与金融委员会（IMFC）提交的《圣地亚哥原则》中对主权财富基金的定义。

² International Monetary Fund, Sovereign Wealth Funds-A Work Agenda, 29 February 2008.

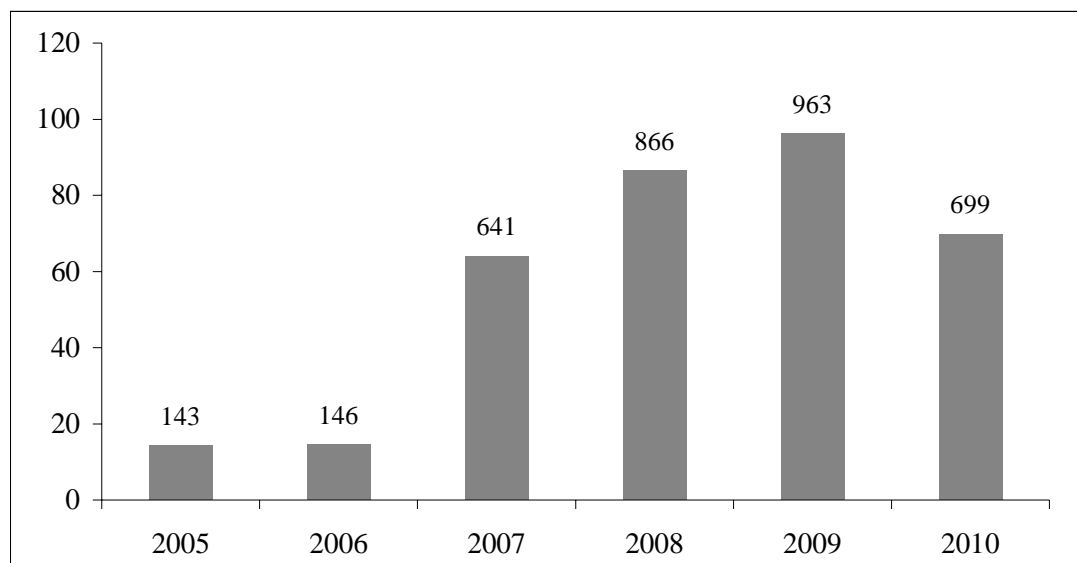
³ World Investment Report 2011: Non-equity Modes of International Production and Development. UNCTAD.

⁴ Sovereign Wealth Fund Direct Transactions Update September 2011. <http://www.swfinstitute.org/swf-news/sovereign-wealth-fund-direct-transactions-update-september-2011/>

续增长的推动下，全球 SWFs 规模有望在 2015 年达到 10 万亿美元。⁵

SWFs 在规模扩张的同时，也成为国际资本市场不可忽视的强大投资力量。2005 年以来，全球 SWFs 参与的直接投资流量总体上升迅速（图 1）。金融行业、公共事业与能源领域成为全球 SWFs 投资交易的主要场所。2011 年 1-6 月，全球 SWFs 向金融行业与公共事业分别投资 70.9 亿美元与 31.3 亿美元。2011 年 1-9 月，全球 SWFs 在能源领域的直接交易额高达 34.1 亿美元。⁶

图 1：2005-2010 年全球 SWFs 直接投资流量（亿美元）



数据来源：Sovereign Wealth Fund Direct Transactions Update September 2011. SWFs Institute.

尽管受全球金融危机影响，海湾地区⁷的 SWFs 直接投资大幅减少从而使全球 SWFs 直接投资流量在 2010 年扭转了 2005 以来的持续上升势头，但有利驱动因素仍然存在。⁸ 一是 2010 年以铜、原油等为代表的大宗商品的强劲价格为 SWFs 营造了良好的融资环境，多国 SWFs 得到新的注资，实力犹存；二是有关国家政府采取了积极的政策措施鼓励本国 SWFs 的对外投资，如挪威政府在 2009 年底将该国国家养老基金投资上市公司的持股比例放宽至 10%。

⁵ Sovereign funds to reach \$10 trillion by 2015 –IFSL. <http://www.reuters.com/article/2008/03/31/swf-ifsl-idUSL3161637720080331>

⁶ Sovereign Wealth Fund Direct Transactions Update September 2011. <http://www.swfinstitute.org/swf-news/sovereign-wealth-fund-direct-transactions-update-september-2011/>

⁷ 海湾地区，位于亚洲西南部，因其拥有的巨大石油带而具有重要的经济意义与战略意义。该地区的国家主要包括阿联酋、阿曼、巴林、卡塔尔、科威特和沙特阿拉伯等。

⁸ World Investment Report 2011: Non-equity Modes of International Production and Development. UNCTAD.

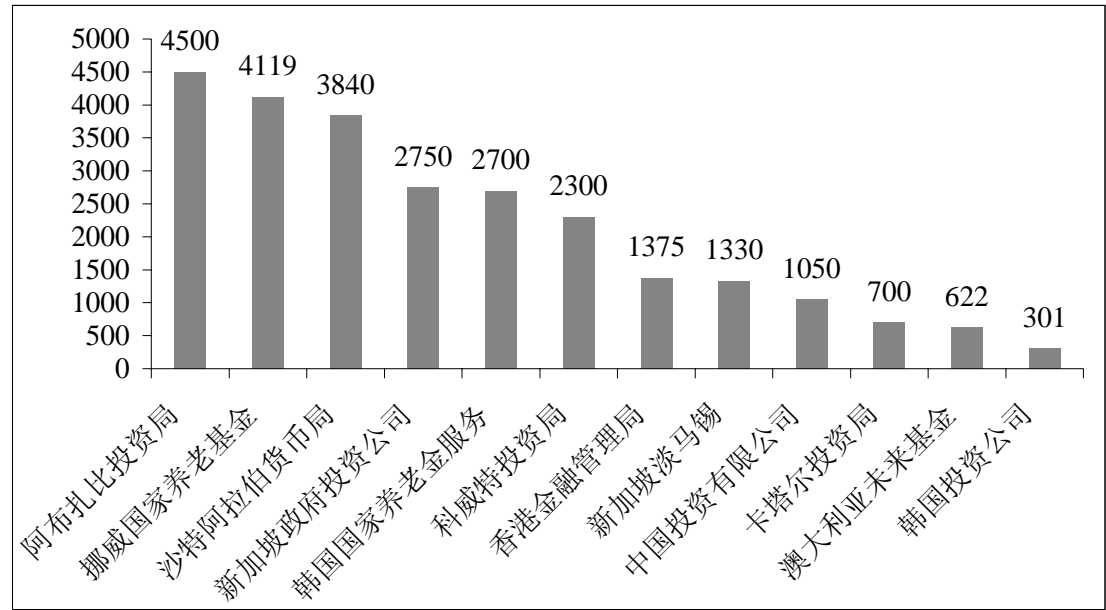
据美国 SWFs 研究所统计，迄今为止全球范围内已有 22 个国家和地区设立 SWFs。外界认为中国外汇管理局下的华安投资有限公司、全国社会保障基金以及中国投资有限责任公司（China Investment Corporation, CIC，以下简称“中国投资公司”）均代表中国从事对外投资业务，其中中国投资公司是经国务院批准设立的从事外汇资金投资管理业务的专门机构，其投资行为最具代表性与研究价值。本文将围绕中国投资公司从事的主权财富基金对外投资活动展开分析。

二、中国 SWFs 发展历程与投资现状

2007 年 1 月召开的全国金融工作会议针对国家外汇持续上升的态势，提议成立专门机构以经营管理部分外汇储备。2007 年 9 月，中国投资公司得以成立，旨在“实现国家外汇资金多元化投资，获取风险调整后较高的长期投资回报，以服务于国家宏观经济发展和深化金融体制改革的需要”。

主权财富基金的资金来源有四类：一是外汇储备盈余，以新加坡、马来西亚、韩国、台湾等亚洲国家与地区为代表；二是自然资源的出口顺差，以出口石油、天然气和矿产资源的中东与拉美国家为代表；三是依靠国际援助基金，以乌干达的贫困援助基金为代表；四是发行特别国债，以中国为代表。中国投资公司的注册资本金为 2000 亿美元，来源于中国财政部通过发行特别国债的方式筹集的 15500 亿元人民币。中国投资公司目前已成为全球项下资产达到 1000 亿美元的 SWFs 之一（图 2）。

图 2：全球主要 SWFs 项下资产（亿美元）



数据来源：Cerulli Associate. Updated by March 2010.

中国投资公司成立之初，实行偏重北美与欧洲金融市场的投资策略（表 1），2007 年 5 月末，还在筹备中的中国投资公司就与黑石集团 (Black Stone) 达成 30 亿美元的投资意向，并在同年 12 月斥资 50 亿美元投资摩根斯坦利。受全球金融危机影响，中国投资公司遭遇巨大账面亏损。2008 年公司年报显示，中国投资公司在 2007 年 9 月至 2008 年 12 月末的全球投资组合收益率为-2.1%。

公司设立初始便遭遇的巨额亏损在一定程度上影响了中国投资公司此后投资金融类资产的信心。同时，出于抵抗通货膨胀的考虑，以及与中国实行的能源安全与储备多样化策略保持一致，中国投资公司从 2009 年初开始将投资重点转向新兴市场，投资对象以资源、地产等非金融资产为主，将现金及现金产品占全球投资组合的比例从 2009 年的 32%降至 2010 年的 4%；同时将股权与另类投资（含私募股权基金与对冲基金）占全球投资组合的比例分别从 2009 年的 36%与 6%升至 2010 年的 48%与 21%。

截止 2010 年 12 月 31 日，中国投资公司的全球投资组合资产（含现金及现金产品）已达 1351 亿美元，自成立以来的累积年化收益率为 6.4%，2010 年当年的全球投资组合收益率达到 11.7%。⁹

表 1：中国投资公司（CIC）部分重点直接投资项目汇总（2007-2010）

公司名称	所属国家	合同签署时间	投资额 (百万美元)	所属行业
布玛 (BUMA)	印度尼西亚	2010.12	73	矿产服务
巴西百达	巴西	2010.12	300	金融
切撒皮克	美国	2010.06	200	油气
畔西合资	加拿大	2010.06	329	油气
畔西能源	加拿大	2010.06	416	油气
爱依斯	美国	2010.03	1581	电力与公共事业
保利协鑫	香港	2009.11	717	可再生能源
爱依斯	美国	2009.11	1581	发电
南戈壁	加拿大	2009.11	500	煤炭开采与勘探
来宝	新加坡	2009.09	858	资源
布密	印度尼西亚	2009.09	1900	煤炭开采
诺贝鲁	加拿大	2009.09	270	油气
油气勘探开发	哈萨克斯坦	2009.07	940	油气
泰克	加拿大	2009.07	1500	采矿与矿产资源开发
威士卡 VISA	美国	2008.01	330	金融
摩根斯坦利	美国	2007.12	5000	金融
黑石	美国	2007.05	3000	金融

资料来源：中国投资有限责任公司年度报告(2008)、(2009)、(2010)。

⁹ 中国投资有限责任公司 2010 年年度报告。

三、SWFs 对外投资引发的争议： “战略性投资”与“国家资本主义”

随着全球 SWFs 的对外投资扩张，来自资本接受国的担忧逐渐呈现，甚至出现保护主义反弹，部分主权国家开始设置外资流入“门槛”。资本接受国认为这些由主权国家政府拥有的基金会进行与国家政治利益紧密相连的非商业化投资，进入电信、能源、金融等关键行业攫取战略性资源，即“战略性投资”。

渣打银行在一份名为《国家资本主义：主权财富基金的崛起》的报告中将 SWFs 对金融市场的影响归为四类：一是对新兴市场经济体的股票与债券市场进行更多金融投资；二是将更多的资金注入对冲基金与私募股权等另类投资；三是与还未完全融入全球化的国家建立战略联系；四是对发达国家的敏感行业进行战略性投资。而报告认为后面两类影响很可能导致“国家资本主义”。¹⁰

全球 SWFs 对外投资的低透明度无疑加重了资本接受国对“战略性投资”与“国家资本主义”的警惕。目前透明度较高的 SWFs 仅包括挪威国家养老基金（Government Pension Fund - Global）、新加坡淡马锡控股（Temasek Holdings）、美国阿拉斯加永久基金（Alaska Permanent Fund）、马来西亚国库有限公司（Khazanah Nasional）、加拿大阿尔伯塔传统储蓄信托基金（Alberta Heritage Fund）与阿塞拜疆共和国国家石油基金会（State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan）等少数 SWFs。包括中国投资公司在内的大部分 SWFs 都未能提供完整的诸如基金规模、资产配置、全球投资组合收益、投资策略等相关明细。

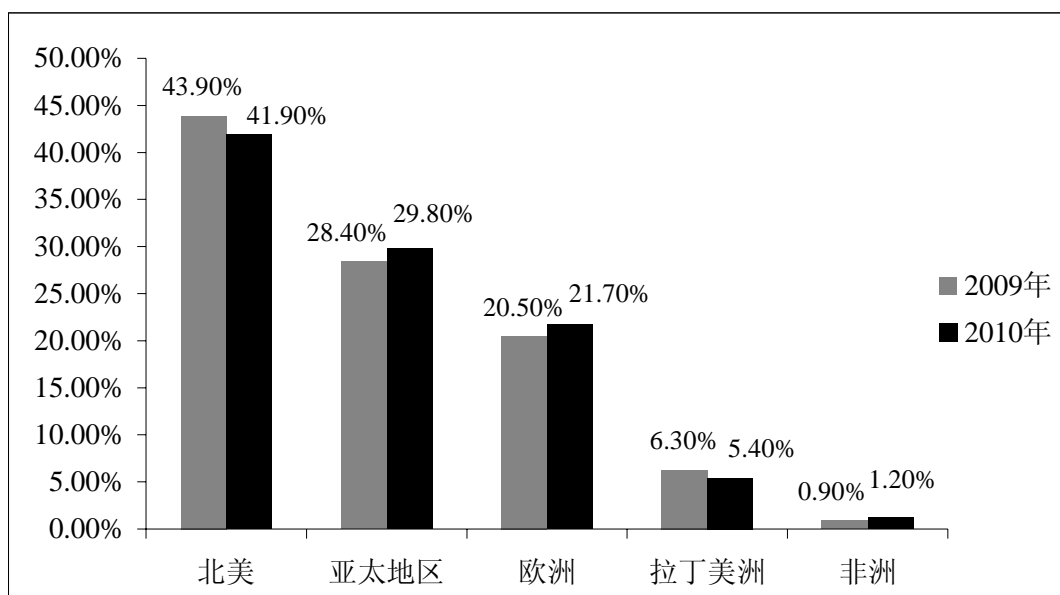
中国投资公司利用其所掌握的巨额国家主权财富基金进行的一系列海外投资同样引起广泛的争议与讨论。世界银行统计数据表明，2008 年我国钢铁、铜、镍、铝消费量分别占世界总消费量的 48%、33%、28% 和 24%；石油消费量占世界总消费量的 10%。¹¹ 尽管较高的需求比例可能来自中国巨大的人口基数以及维持经济高速发展所进行的基础投资，但外界认为这体现了中国对于战略性资源的青睐。

观察中国投资公司 2009 年与 2010 年对外投资的地域分布（图 3），其大部分股权分布于北美、亚太地区与欧洲，2010 年对以上地区的投资分别占总额的 41.9%、29.8% 与 21.70%，而拉丁美洲与非洲只占 5.40% 与 1.20% 的比例。在中国投资公司股权分布的重点区域，亚太地区占比略有上升，而北美地区占比小幅下降。

¹⁰ State Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds. Gerard Lyons. 13th November 2007.

¹¹ World Development Indicators. <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>

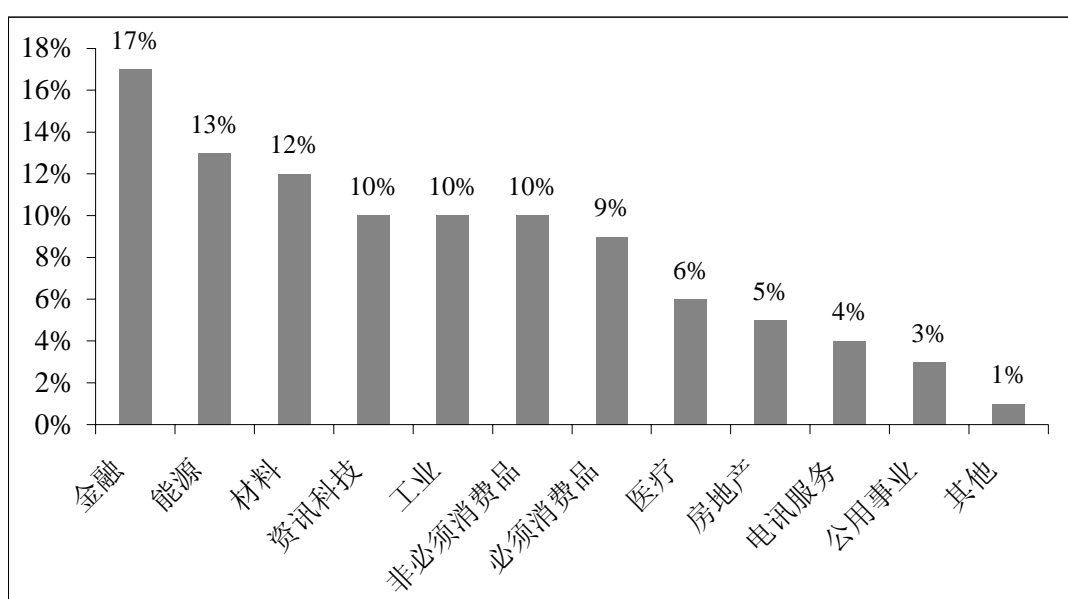
图 3：中国投资公司全球组合分散投资中股权部分的地域分布



资料来源：中国投资有限责任公司年度报告(2010)。

同时，中国投资公司对外投资的行业分布显示（图 4），位列对外投资前五位的目标行业分别为金融（17%）、能源（13%）、材料（12%）、资讯科技（10%）与工业（10%）。综合前文列出的中国投资公司部分重点直接投资项目（表 1），中国 SWFs 对外投资的重点为美国、加拿大等北美国家的金融与能源领域以及哈萨克斯坦、印度尼西亚等亚洲国家的能源领域，确实均属于较为敏感的战略行业。

图 4：中国投资公司全球组合分散投资中股权部分的行业分布



资料来源：中国投资有限责任公司年度报告(2010)。

牛津分析¹² 曾在 2007 年 11 月将 22 个主要的 SWFs 按照投资方式(“传统性的”或“战略性的”)与透明度水平(“高透明度的”或“低透明度的”)两项维度分为四个组合,位列“战略性投资”且“低透明度”组合内的 SWFs 包括卡塔尔、迪拜与中国。美国国会研究服务机构(Congressional Research Service, CRS)曾在 2008 年 9 月提交给国会的名为《主权财富基金:背景与政策问题》的报告中引用此分类,以提醒美国政府警惕中国 SWFs 的涉美投资活动。¹³

美国 SWFs 研究所则通过计算透明度指数(Linaburg-Maduell Transparency Index)来衡量与 SWFs 投资活动相关的数据可获得程度。该指数对 SWFs 披露信息所涉十个指标的表现¹⁴ 进行赋值并加总,数据范围在 1(低透明度)到 10(高透明度)之间,8 以及 8 以上的赋值意味着该国 SWFs 具有充足的透明性。根据美国 SWFs 研究所公布的透明度指数评级,中国投资公司在 2008 年第 2 季度的透明度指数仅为 1,2009 年第 2 季度大幅提升至 6。¹⁵ 最新公布的 2011 年第 2 季度透明度指数评级显示,中国投资公司的透明度指数是 7,较此前有所上升,但距离“充足的透明性”尚有差距。

四、SWFs 对外投资面临的挑战:“国家安全审查”

鉴于涉嫌“战略性投资”与“国家资本主义”的 SWFs 对外投资行为与资本流入国的保护主义倾向之间的紧张关系,国际社会开始广泛关注 SWFs 对外投资活动并致力于提高其投资行为的透明度,同时也为避免 SWFs 在投资过程中遭受来自资本接受国的歧视待遇而营造更为公平的国际投资环境。G7 会议¹⁶、IMF 与 OECD 等国际组织自 2007 年下半年开始进行了诸多尝试与实践(表 2)。

¹² Oxford Analytica. <http://www.oxan.com/Default.aspx>

¹³ Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress.CRS. Sep 3, 2008.

¹⁴ 透明度指数评价的 SWFs 的十个指标包括基金基本情况(资金来源、所有权结构等)、实时更新的独立审计年度报告、公司控股的所有者比例及所在地理位置、组合投资的市值与收益以及管理人员报酬、道德标准与投资政策等指导原则、清晰的战略目标、确定的子公司信息及合同信息、确定的外聘管理人员信息、基金公司自行管理的网站以及基金公司主要工作地点与联络信息。

¹⁵ 透明度指数大幅上升的主要原因是中国投资公司在 2009 年初公布了其自 2007 年 9 月成立以来至 2008 年底的第一份年度报告,披露了部分重点直接投资项目细节、对外投资股权分布与行业分布等重要信息。

¹⁶ G7 会议是七大工业国财长会议的简称,七大工业国包括美国、日本、德国、法国、英国、加拿大与意大利。多年的运行已让 G7 会议成为西方主要发达工业国的首脑会议,多项国际行动计划均在这一框架内达成。

表 2：国际社会涉及 SWFs 对外投资监管的各项实践

时间	国际组织	主要内容与成果
2007 年 10 月	G7 会议	G7 会议发表联合声明，将就国家主权基金制定《最佳行为准则》（Code of Best Practice）以确保主权基金对外投资的“非政治性”。
2007 年 10 月	IMF	IMF 年会代表提出 IMF 在制定主权财富基金基本规则（ground rules）与行为准则（code of practice）方面的努力方向。
2008 年 1 月	达沃斯世界经济论坛	IMF 重申 1999 年制定的《货币金融政策透明度的最佳实践》与 2001 年公布的《外汇储备管理指南》。
2008 年 5 月	IMF	IMF 成立主权财富基金国际工作组（International Working Group on SWFs）制定 SWFs《最佳行为准则》。
2008 年 6 月	OECD	OECD 成员国部长会议达成《主权财富基金与接受国政策宣言》，并开始制定“接受国的最佳行为准则”，为 SWFs 投资营造良好的国际环境。
2008 年 10 月	主权财富基金国际工作组	通过《主权财富基金的通用准则与实践》（Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principals and Practices, GAPP），即“圣地亚哥原则”。
2009 年 4 月	主权财富基金国际工作组	发表《科威特宣言》（Kuwait Declaration），宣布成立主权财富基金国际论坛（International Forum of Sovereign Wealth Funds）以取代国际工作组。

资料来源：根据 IMF、OECD 官方网站信息及媒体披露信息整理。

需要指出的是，以上国际组织分别从资本投资国与资本接受国角度出发制定的各项“准则”与“宣言”仅仅是框架性原则，并基于自愿原则呼吁各国遵守，因而不具备任何法律上的强制约束力。同时，这些框架性原则并没有对“国家安全审查”的标准进行细化与区分，资本接受国仍然可以凭借 WTO 规定的“安全例外原则”¹⁷ 对 SWFs 的相关投资项目进行“国家安全审查”。

¹⁷ 《世贸组织总协议》（GATT）第 21 条对安全例外原则进行了阐述，该原则允许 WTO 成员国在不特别歧视具体国家的前提下对涉外经济活动做出特殊限制。WTO 规定的“安全例外原则”虽然传统上限于国家的国防安全与国际和平，但 UNCTAD 最近出版物已将“国家安全”予以重新定义。可以合理推定，对国家安全构成威胁的因素还将包括对该国一般政治、经济、金融制度以及国内基础设施和文化传统的威胁。参见余劲松：国际投资条约仲裁中投资者与东道国权益保护平衡问题研究，《中国法学》，2011 年第 2 期。

事实上，在中国投资公司对外投资比较集中的区域如北美、欧洲与亚洲，众多国家仍然通过进行“国家安全审查”以确保外国投资行为符合商业标准，金融危机后更有强化此类做法的趋势。部分案例虽然并不是严格意义上的 SWFs 对外投资，但涉及中国政府背景的中央企业与国有大型企业尚且遭遇严格的“国家安全审查”，具有完全主权国家性质的 SWFs 必然会面临更为苛刻的挑战。以下列举北美、欧洲、亚洲主要国家的外资审查标准进行说明：

（一）美国

美国在 1992 年颁布实施的《拜德修正案》中首次提出，在具有外国政府背景的企业并购美国基础企业或敏感企业时，需接受安全审查。

2007 年 3 月，美国众议院全数通过的修改海外投资监管的新法律草案严格规定：凡被认为涉嫌受海外政府“控制”的企业，都必须接受美国政府外资审查委员会（CFIUS）为期 45 天的调查。2008 年，美国财政部提议将启动国家安全调查的外国投资项目所涉“控股权变更”门槛降至 10% 以下。同年，美国制定并公布了《外国人合并、收购和接管条例》（Regulations Pertaining to Mergers, Acquisitions and Takeovers by Foreign Persons）以细化其安全审查实施方案。但是，以上法案均未明确界定“国家安全”、“外国政府控制的交易”等核心概念，这一做法扩大了 CFIUS 在处理国外投资项目时的审核权限与解释空间。

近年来遭遇美国“国家安全审查”的中国案例有中海油收购尤尼科（2005 年 1 月）、联想收购 IBM（2005 年 5 月）以及华为收购 3Leaf（2010 年 5 月）。

（二）加拿大

加拿大早在 1973 年与 1985 年分别制定的《加拿大外资审查法》与《加拿大投资法》中就明确规定，严格限制外资进入金融、能源、交通及文化通讯等四大重点敏感领域，并为此设立专门的外国投资审查局。¹⁸ 2005 年 7 月，加拿大对《投资法》提出修正议案，在保持原有经济量化标准即“净利益标准”¹⁹ 的同时，增加对外国投资的“政治性”审查。促使此修正案出台的正是 2004 年中国五矿集团公司并购诺兰达公司交易失败。尽管该修正案由于超过立法程序期限而暂未生效，但此前严格的审核标准仍然存在并继续得以执行。

¹⁸ 外资并购中“国家安全”审查制度之比较。中国并购交易网。
<http://www.mergers-china.com/guwen/fysjdetail.asp?id=2121>

¹⁹ 净利益标准是加拿大审查外资并购的主要依据，只有对加拿大有净利益的并购才会得到批准。具体的评估标准涉及并购对加拿大经济、法律、文化政策、企业与市场竞争力等诸多方面的影响。

（三）德国

德国实行“国家安全审查”时依据的法律主要是其 1961 年生效的《对外贸易和支付法实施条例》（Regulation Implementing the Foreign Trade and Payments Act）。

出于维护国家安全利益考虑，德国政府在 2008 年 8 月对上述条例提出修订建议，拟加强对特定产业的外资收购行为进行审查。2009 年 4 月，修订案正式生效。欧盟与欧洲自由贸易区外的投资者试图对能源、电信与金融等处于德国特殊保护行业的企业进行直接或间接的收购，并且股权达到或超过 25% 时，将受到来自德国经济技术部门的审查，可能面临投资行为被限制甚至被禁止的决议。²⁰

（四）法国

2005 年 8 月，法国财政部长宣布，部分非常敏感的部门或行业（very sensitive sectors）将得到特别保护以避免被外资收购。这些部门或行业涉及国防、生物技术、空间技术、电信、博彩、加密、IT 安全与解毒剂生产等领域。²¹

2005 年 12 月，法国通过修改《外资法》对“欧盟投资者”（EU investors）与“非欧盟投资者”（non-EU investors）进行区分，并且扩大了“国家安全审查”的范围，即对处于敏感性行业的企业（包括总部设在法国的任何企业分支机构或部门）而言，任何外资企图控制该企业或控股超过 33% 的门槛，都将面临安全审查。²²

2006 年，法国政府又将家乐福等 20 家大公司列为特别保护企业，反对外国资本对其进行并购。

（五）日本

日本的《外汇与外贸实施条例》（Foreign Exchange and Foreign Trade Act）经 1991 年修订后，成为该国目前与对外投资相关的最主要法律依据。根据规定，

²⁰ Restrictions on Foreign Investment Proposed. International Law Office. <http://www.internationallawoffice.com/newsletters/detail.aspx?g=7ad1e575-ab02-458d-8a19-0f36d1ba6334>

²¹ Economic Brief: French Protectionism. http://www.analyst-network.com/article.php?art_id=913

²² France Investment Climate 2009. <http://www.eubusiness.com/europe/france/invest>

外资对日本敏感行业进行投资需要进行“事前通知”（Prior Notification）与“政府审批”（Government Approval），而对其他领域的投资只需要对政府进行事后通知。未经通知即进行的不合理投资行为将导致高额罚金。

2007 年 9 月，一项日本内阁条例生效。条例新增规定称，涉及军民两用行业与国防领域的投资行为也需进行“事前通知”。同时，该条例还扩大了《外汇与外贸实施条例》中实施“国家安全审查”的范围，即当子公司所处行业或者子公司的外国所有权所占百分比符合条例中应被审批的标准，那么涉及对其母公司进行投资的行为也需进行“事先通知”与“政府审批”程序。²³

事实上，中国在今年 8 月也公布了《商务部实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》，并于 2011 年 9 月 1 日起实施。根据该规定，外国投资者并购境内企业属于并购安全审查范围的，应向商务部提出并购安全审查申请。²⁴

五、SWFs 对外投资与国际投资规制有关的问题与判断

面对 SWFs 对外投资不断增长的趋势，各国出于国家安全利益考虑而制定的各类投资门槛与审查程序存在一定的合理性，但同时也对目前国际投资规制所倡导的“投资自由化”与“投资便利化”原则形成挑战。SWFs 是否构成国际投资规制中的“投资者”从而接受国际投资规制的约束？更进一步，如果 SWFs 进行对外投资确实受到国际投资规制一般性原则的指引，那么其所面临的“国家安全审查”是否违反了“投资自由化”原则以及“非歧视性”待遇？

国际组织倾向于将 SWFs 置于国际投资规制之下，与一般私人投资者平等对待。OECD 金融与企业事务司司长 Carolyn Ervin 在 2008 年专门撰文指出，SWFs 在平滑世界经济波动方面做出积极贡献，并且大多数 SWFs 在对外投资方面均保持良好记录。参与 OECD 制定《主权财富基金与接受国政策宣言》的各成员国均在“非歧视性”（Non-discrimination）、“透明性与可预见性”（Transparency/Predictability）、“监管相称”（Regulatory proportionality）与“问责制”（Accountability）等一般原则上达成一致，并且这些原则彼此之间可以并行不悖。

²³ Laws and Policies Regulating Foreign Investment in 10 Countries. United States Government Accountability Office. February 2008.

²⁴ 《商务部实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》。中华人民共和国中央人民政府。

OECD 承认各国运用“国家安全审查”这一工具维护国家利益的权利，但该程序的启动应有严格的限制。对于类似情形的投资行为应采取一致的政策措施，“国家安全审查”只有在已有政策或其他工具不足以维护国家利益的情况下方可使用。在启动审查程序的同时，被授权实施该程序的有关单位应当严格遵守问责制度，接受议会监督、司法复核与定期监管。

另一方面，OECD 同样强调各国遵守透明性原则。尽管 SWFs 倾向于对涉及国家利益的敏感信息进行保密，但其仍然需要披露投资目标与具体实施计划等“充分及时的信息”（adequate and timely information）以保证投资行为的可预见性。²⁵

作为 G20 咨询小组的国际商会（International Chamber of Commerce, ICC）也曾在其发布的政策声明中强调“维护投资自由”。²⁶ 该商会认为政府对投资的监管应处于“最低投资约束”（least investment-restrictive）水平，任何审核过程都应当“基于事实”（fact-based）、“严谨分析”（analytically rigorous）并“针对个别交易本身”（directed to individual transactions）。针对 SWFs 对外投资的上升趋势与资本接受国的保护主义反弹，国际商会认为在促进跨国投资的可预见性、透明性与问责制的同时，仍然应当保持开放、稳定且非歧视性的国际投资环境。

针对不同国家对 SWFs 性质与地位的不同理解，也有学者认为可以通过资本输出国与资本接受国之间签订的双边投资协议（BITs）对“投资者”的定义与范围界定来判断。²⁷ 例如，近年来中国签订的 BITs 对“投资者”的定义通常以“包括但不限于”的句式进行表述，只要是根据缔约国法律设立且住所在缔约一方境内的公司、协会、合伙及其他组织，均可以构成 BITs 中的合格“投资者”，而对其是否具有盈利性、企业责任分担等具体细节不予区别对待。据此，与中国签订含有此类“投资者”定义与条款的 BITs 缔约国原则上均可对中国进行 SWFs 对外投资。

综上所述，SWFs 对外投资原则上接受当前国际投资规制的约束，除非主权国家在 BITs 中明确规定 SWFs 不构成协议项下的合格“投资者”并与另一缔约国达成一致。国际社会普遍认为以 WTO “安全例外原则”为依据的“国家安

²⁵ Carolyn Ervin. Should sovereign wealth funds be treated differently than other investors? An OECD project has set out to answer this question. OECD Observer. No. 267 May-June.2008.

²⁶ International Chamber of Commerce. ICC recommendations to safeguard freedom of investment. 12 June 2008.

²⁷ Walid Ben Hamida. Sovereign FDI and International Investment Agreements: Questions Relating to the Qualification of Sovereign Entities and the Admission of their Investments under Investment Agreements. *The Law and Practice of International Courts and Tribunals* 9 (2010) 17-36.

全审查”与现有国际投资规制倡导的“投资自由化”原则可以并存，而严格遵守“非歧视性”原则是维护公平投资环境以及减少跨国投资摩擦的有效途径。

六、对中国主权财富基金对外投资的启示

伴随中国外汇储备的急剧增长，国际金融市场越发重视并关注中国 SWFs 的对外投资行为。如何更好的应对“国家安全审查”以减少 SWFs 对外投资的制度障碍，在保证本国 SWFs 规范运作的同时推进“投资自由化”，中国可从以下几方面努力：

首先，提高中国 SWFs 对外投资“透明度”。资本接受国启动“国家安全审查”程序源于其对 SWFs 对外投资行为带有“政治性”目的的担忧。因此，资本输出国可以通过充分及时的披露与投资行为有关的各类数据与信息，以证明该投资行为完全符合商业标准。保证 SWFs 对外投资“透明度”也有利于 SWFs 本身建立良好的行为记录，从而在以后的对外投资过程中赢得资本接受国的信任与青睐。

其次，关注国际投资规制下有关 SWFs 行为规范的最新发展，积极参与国际社会制定 SWFs 对外投资的各项准则。中国作为全球重要的资本输出国与接受国，同时又是世界上最大的发展中国家，其在 SWFs 对外投资过程中面临的问题与挑战具有一定的代表性，可以为国际社会制定 SWFs 相关准则提供有价值的意见与建议。同时，这也可以被视为向其他国家释放积极“信号”，表明中国 SWFs 愿意接受现有国际投资规制的约束，严格遵守包括“透明性”、“审慎监管”、“问责制”等在内的各项行为准则，为促进跨国投资“自由化”与“便利化”做出应有的贡献。

再次，中国可以通过在其签订的 BITs 中明确 SWFs 的性质与权限，从而减少投资摩擦，避免发生争议。尽管目前国际社会倾向于将 SWFs 作为一般“投资者”对待并呼吁各国按照“非歧视性”原则的要求对外资进行监督与管理，但这些原则与呼吁并不具备任何法律上的强制意义，且个别国家在 SWFs 的性质与行为权限方面可能仍然存在争议。避免双方国家认知偏差的有效途径即是在具有国际法层面约束性的 BITs 中对 SWFs 进行严格的界定，达成“事前一致”。

最后，中国应呼吁国际社会并与其他国一道制定详细的 SWFs 综合评价体系，避免资本接受国凭借“国家安全审查”这一工具开展保护主义活动。国际组织此前制定的“准则”与“宣言”仅仅是框架性文件，缺少具体指标作为支撑。

通过对核心概念赋予量化标准与具体解释，例如，SWFs 投资者为满足“透明性”要求需要公布的最少信息量、对何种行业以何种比例或方式控股构成“战略性投资”、在何种程度的国家安全威胁下可以启动“国家安全审查”等，可以提高资本接受国的审查“透明度”并避免过度的保护主义反弹，从而有利于跨国投资自由流动。

参考文献:

- [1] 《商务部实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》. 中华人民共和国中央人民政府。
- [2] 余劲松: 国际投资条约仲裁中投资者与东道国权益保护平衡问题研究.《中国法学》.2011 年第 2 期。
- [3] 中国投资有限责任公司年度报告 (2008)、(2009)、(2010)。
- [4] Carolyn Ervin. Should sovereign wealth funds be treated differently than other investors? An OECD project has set out to answer this question. OECD Observer. No. 267 May-June.2008.
- [5] International Chamber of Commerce. ICC recommendations to safeguard freedom of investment. 12 June 2008.
- [6] International Monetary Fund, Sovereign Wealth Funds-A Work Agenda, 29 February 2008.
- [7] Laws and Policies Regulating Foreign Investment in 10 Countries. United States Government Accountability Office. February 2008.
- [8] Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress. CRS. Sep 3, 2008.
- [9] State Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds. Gerard Lyons. 13th November 2007.
- [10] The Cerulli Report Release, Global Sovereign Wealth Funds. July 2010.
- [11] Walid Ben Hamida. Sovereign FDI and International Investment Agreements: Questions Relating to the Qualification of Sovereign Entities and the Admission of their Investments under Investment Agreements. The Law and Practice of International Courts and Tribunals 9 (2010) 17-36.
- [12] World Investment Report 2011: Non-equity Modes of International Production and Development. UNCTAD.
- [13] 外资并购中“国家安全”审查制度之比较. 中国并购交易网。
<http://www.mergers-china.com/guwen/fysjdetail.asp?id=2121>
- [14] Economic Brief: French Protectionism.
http://www.analyst-network.com/article.php?art_id=913

- [15] France Investment Climate 2009.
<http://www.eubusiness.com/europe/france/invest>
- [16] Oxford Analytica.
<http://www.oxan.com/Default.aspx>
- [17] Restrictions on Foreign Investment Proposed. International Law Office.
<http://www.internationallawoffice.com/newsletters/detail.aspx?g=7ad1e575-ab02-458d-8a19-0f36d1ba6334>
- [18] Sovereign Wealth Fund Direct Transactions Update September 2011.
<http://www.swfinstitute.org/swf-news/sovereign-wealth-fund-direct-transactions-update-september-2011/>
- [19] Sovereign funds to reach \$10 trillion by 2015 –IFSL.
<http://www.reuters.com/article/2008/03/31/swf-ifsl-idUSL3161637720080331>
- [20] World Development Indicators.
<http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>