

海合会

海湾国家石油美元投资模式*

姜 英 梅

摘 要：本文阐述了 20 世纪七八十年代和 21 世纪初的石油美元回流和投资机制及途径，认为第一次石油美元回流促进了国际资本大流动和国际债务激增；21 世纪新石油美元回流与第一次石油美元回流不同，有助于全球金融体系稳定，但也可能助长资产泡沫。目前，海湾国家石油美元出现“向东看”趋势，但中国吸引海湾石油美元仍存在许多问题。

关 键 词：石油美元；石油美元回流；投资模式

作者简介：姜英梅，博士，中国社会科学院西亚非洲研究所副研究员（北京 100007）。

文章编号：1673-5161（2013）01-0010-13 **中图分类号：**F830.59 **文献标识码：**A

* 本文属中国社会科学院西亚非洲研究所重点课题“中东金融体系发展研究”的阶段性成果。

石油美元是一种流动性的资金，其投资模式即石油美元回流途径。石油美元回流，指石油输出国的石油收入重新流回石油进口国的现象。石油美元的巨额增加始于 1973 年的第四次中东战争。20 世纪七八十年代的石油美元回流，主要是流向国际收支赤字国家：一是通过投资或贷款实现石油美元从石油出口国向石油消费国的资金回流；二是通过金融市场（如欧洲货币市场）或国际金融机构（如国际货币基金组织）在各个逆差国家之间进行适当的再分配，使逆差国所获得的贷款与它们的国际收支赤字大体相等，也就是按各国的需要回流。石油美元大量投放在欧洲货币市场，成为欧洲美元的组成部分，在美国纽约市场上也十分活跃。经过 20 世纪九十年代的油价低迷，1999 年油价开始反弹，并随着世界经济飞速发展和石油需求大幅上升，石油美元

迅速增加。20 世纪九十年代以来，除投向美国和欧洲的货币市场和债券市场外，石油美元还流入东京市场和新加坡亚洲美元市场进行各种存放和投资。目前石油美元是国际金融市场上一支举足轻重的力量，对当前国际经济、国际金融市场的影响不容小觑。投资的安全性、流动性、收益率和对资产的可控性，决定了石油美元的投资模式。

一、20 世纪七十和八十年代的石油美元回流

20 世纪七十年代，两次石油危机使石油价格翻了 10 多倍。^①据统计，欧佩克国家（OPEC）1973~1981 年的石油收入总额为 12748.2 亿美元，其中石油美元占 36.76%，为 4686.4 亿美元，主要集中在沙特阿拉伯、科威特、伊拉克和阿联酋等少数海湾产油国。到 1980 年底，上述四国拥有 OPEC 石油美元总额的 80%，其中沙特占 38.6%（1406.9 亿美元）、科威特占 18.9%（690 亿美元）、伊拉克占 11.3%（412.5 亿美元），阿联酋占 10.7%（391.5 亿美元）。^②20 世纪七八十年代，OPEC 国家积累了巨额石油美元，尽管石油输出国实施了规模庞大的经济发展计划，大幅提高商品和劳务进口，但由于国内市场狭小、吸收资金有限，一些主要阿拉伯石油输出国石油出口收入的增加与国内资金吸收能力之间的矛盾开始出现，表现为国际收支经常项目盈余快速增长。这些石油美元在石油输出国内无法发挥效益，只能通过国际金融市场渠道寻找出路，生息获利，即回流到那些资金吸收能力较强、投资效益较高的市场上去。与此同时，由于进口石油支出大幅增加，石油进口国出现了巨额国际收支逆差，其中发展中国家需要借入大量资金以弥补逆差，发展经济；西方发达国家陷入严重经济危机，同样渴求石油输出国的石油美元能够回流到当地货币市场。这种张力和引力的相互作用，构成了石油美元回流机制，这段时期也是石油美元回流的高峰期，并主要通过以下四个渠道展开：

1. 通过进口商品和劳务，回到石油消费国（主要是欧美发达国家）

1982 年 OPEC 进口支出达到顶峰，为 1624.57 亿美元，是 1973 年的 8 倍，而石油出口收入同比增长仅为 5.56 倍。1973~1987 年 OPEC 进口支出占石油出口收入的比例为 68%，1986 年和 1987 年进口支出一度超过石油出口收入。^③

① Venugopal K. Rajuk, *Petrodollar and Its Impact on the World Economy*, New Delhi: Indus Publishing Company, 1990, p.303.

② 马秀卿：《石油·发展·挑战》，北京：石油工业出版社，1995 年版，第 102 页。

③ Venugopal K. Rajuk, pp.395-398.

2. 对非洲和亚洲发展中友好国家的援助

伴随石油收入滚滚而来，阿拉伯国家（主要是海合会国家）对外援助也日益增多，并随着油价的波动而起伏。就援助方式来看，分为赠与和贷款两种方式，1970~1990年以赠与为主，占对外援助的67%；2000~2008年正好相反，贷款占对外援助的64%。^①

3. 通过欧洲货币市场和美国货币市场在发达国家进行投资

1973~1987年，OPEC对外投资总额为4732亿美元，主要流入发达国家金融市场，达3601亿美元，其中投入美国、英国的石油美元约为651亿美元和677亿美元，投入其他发达国家约为1804亿美元。^②这一时期，银行存款占OPEC对外投资的比重逐年下降，与此同时，OPEC对英美两国的投资比例逐年下降，而对其他发达国家的投资则上升较快。这一方面反映了新兴发达国家对资金的强劲需求，另一方面也说明20世纪七十年代后期，OPEC国家尤其是阿拉伯国家银行迅速发展，已有能力绕开欧美货币市场和资本市场对其他国家进行直接贷款。

4. 在国际货币和金融中心的存款，以规避汇率变动和通货膨胀损失

OPEC对国际货币基金组织(IMF)和世界银行的存款(包括IBRD债券)从1973年的22亿美元，逐年上升到1987年的409亿美元，占OPEC对外投资比例的8.8%。^③

从全球视野来看，20世纪七十年代，西方发达国家经济出现“滞涨”局面，以凯恩斯主义为主要内容的国家干预政策失灵，新保守主义取而代之，并在经济上倡导新自由主义，主张资本国际化，并将其作为复苏经济的重要战略。因此，七十至八十年代的石油美元回流并不是一个单纯的经济现象，而是与当时西方发达国家新自由主义的国际战略相吻合。石油资金的绝大部分都通过各种渠道用于国外投资和贷款，这不仅使石油输出国避免大量积压外汇资金，为本国带来利息和利润收入，而且对于稳定国际经济联系和国际金融秩序起着重要作用：国际金融市场可贷资金增加，国际资本流动也随之兴旺。可以说，国际资本大规模流向发展中国家就始于20世纪七十年代石油危机之后，客观上解决了借款国的进口和偿债需求，并因此降低了石油价格上涨造成的全球紧缩性影响。然而，新自由主义资本国际化的一个重要后果就是全球债务的增加和借款国债务风险的增加。由于西方国家货币市场和金

① World Bank, *Arab Development Assistance*, November, 2010.

② Venugopal K. Rajuk, pp.318-319.

③ Ibid, p.320.

融中心的石油美元主要是银行存款和政府债券短期资金的形式，金融资产多而生产资本少，在性质上大多是国际短期资金，借贷期限短而流动性大。这在一方面导致了银团贷款^①的迅速发展，另一方面，在浮动汇率的条件下，石油美元在国际间的大量流动，又使外汇市场、信贷市场和黄金市场剧烈波动，加剧了国际金融市场的动荡。1986年爆发第三次石油危机，油价暴跌到每桶10美元以下，此后油价一直徘徊在每桶十几美元的低水平，直到1999年油价再度上扬。随着石油产量和价格下跌，1982年后，OPEC成员国开始出现经常项目逆差，1986年的第三次石油危机（反向石油危机）进一步恶化了国际收支状况。由于之前的进口支出和经济开发计划耗资庞大，加上两伊战争的影响，中东石油出口国积累了大量赤字，海湾国家变成资本净进口国，大部分的资本来自外国银行贷款和借债，由于债券市场不发达，尚没有发行国际债券。因此，石油出口国的石油美元累积过程被迫中断，石油美元回流的规模和速度也大打折扣。与此同时，国际石油市场形成供大于求的买方市场，石油输出国之间为获取市场份额展开激烈竞争。OPEC国家在1982年也出现了经常项目逆差，并在第三次石油危机、西方发达国家经济危机的冲击下，和拉美国家一样陷入严重的经济衰退期。

二、新石油美元回流渠道及其投资结构

从1999年起，OPEC国家的石油出口收入随着油价攀升再次呈现强劲的增势，2008年，OPEC国家的年石油收入高达1万亿美元，2009年受国际金融危机的影响，油价下跌的影响，缩减到5753亿美元。^②自2003年以来，拥有最大经常帐户盈余的国家，亚洲新兴国家（OPEC加上俄罗斯、挪威等其他非OPEC石油出口国），高企的油价让它们大发横财。据全球著名咨询公司麦肯锡研究院2007年的报告，全球资本市场正在发生深刻变化，一直集中在发达经济体的金融权力正在分散，石油美元、亚洲中央银行、对冲基金和私募股权基金发展迅速，成为新的世界金融权力经纪^③，石油美元位居榜首。2010年海合会国家的海外

① 银团贷款又称为辛迪加贷款（Syndicated Loan），是由获准经营贷款业务的一家或数家银行牵头，多家银行与非银行金融机构参加而组成的银行集团（Banking Group）采用同一贷款协议，按商定的期限和条件向同一借款人提供融资的贷款方式。国际银团是由不同国家的多家银行组成的银行集团。

② OPEC, *Annual Statistical Bulletin*, 2009.

③ 英文原意 broker，经纪是经济活动中的一种中介服务活动，具体是指自然人、法人和其他经济组织以收取佣金为目的，通过居间、代理、行纪等服务方式，促成他人交易的经济活

资产约在 2 万亿~2.4 万亿美元。其中政府拥有的石油美元资产（央行和主权财富基金）占 65%，其余石油美元资产由政府投资公司、高资产净值的个人、国有企业和私营企业拥有。^①

2000 年以来的高油价给石油输出国带来巨额石油收入，其中大部分又循环流入全球金融市场，使石油美元投资者成为越来越强大的参与者。然而，即使是 IMF 和国际清算银行（BIS）的专家也很难追踪中东资金的流向，因为大量盈余不是作为官方储备持有的，而是表现为政府的石油稳定与投资基金和国家石油公司的对外投资。在油价达到顶峰的 2008 年，GCC 官方储备增加了约 921 亿美元，仅是其经常帐户盈余的 35.8%。^②据国际清算银行的数据，其无法掌握石油出口国自 1999 年以来积累起来的 70% 的石油美元的去向，而 1978~1982 年这一比例是 51%。^③那么这些“失踪”的石油美元躲在世界的哪个角落？产油国本身不希望被统计机构跟踪调查，而且产油国国内管理石油美元的机构发展壮大，海合会国家发达的银行体系和主权财富基金已熟悉国际金融市场规则，有能力直接参与石油美元投资，从而绕过欧洲和美国货币市场和国际金融机构。这也说明银行存款在石油美元投资结构的比重逐步下降，更多地流向了对冲基金、私募股权基金等离岸金融机构，或被用于偿还债务，以及投资房地产和对外投资。也有大量石油美元变成了海外私人资产，世界主要石油出口国私人资本流出占 GDP 比例为 20%，其中沙特私人资本流出占 GDP 比例高达 36%，科威特为 30%，卡塔尔为 40%。^④对于产油国来说，尽管美元持续贬值，美元资产仍是石油美元的最佳选择，不仅是其收入获利途径，更有利于其在政治上密切与美国的联系，为此中东各国均持有 500 亿~800 亿美元规模不等的美国国债。

据国际金融协会（Institute of International Finance-IIF）（目前唯一和最具影响力的全球性金融业协会，总部设在美国华盛顿）2007 年数据，2002~2006 年 GCC 国家 55% 的资本流向美国，其次是欧洲。海湾石油美元在美国多以证券和私人投资的形式，在欧洲则主要以股票和房地产形式投资。值得注意的是，

动。2007 年麦肯锡研究院将石油输出国、亚洲主权投资者、对冲基金和私募基金公司这 4 大投资群体称为“新型权力经纪”。

① Kito de Boer, Diana Farrell, Susan Lund: “Investing the Gulf’s Oil Profits Windfall,” *The McKinsey Quarterly*, May 2008.

② IMF: *Regional Economic Outlook-Middle East and Central Asia*, October 2010.

③ BIS: *Quarterly Review*, December 2005.

④ Adam Hanieh. *Khaleeji Capital: Class Formation and the Gulf Cooperation Council*, Graduate Program in Political Science York University, Toronto, Ontario, Library and Archives Canada, Published Heritage Branch, p.203.

“9·11”事件是石油资本流向的一个重要转折点，此后，中东投资者意识到需要将投资更加多元化。石油美元有东移的趋势，投往亚洲、非洲的比例逐步上升（见表1）。

表1 2006年GCC（按地区分）国际资本流向^① （单位：10亿美元）

国家与地区	金额	%
美国	300	55.3
欧洲	100	18.4
中东北非	60	11.1
亚洲	60	11.1
其他	22	4.1
总计	542	100

GCC与中东地区其他国家有着宗教、民族等千丝万缕的联系。自2001年以来，GCC区域内投资迅速上升，累计达到41.8亿美元，主要投向黎巴嫩、埃及和突尼斯，并集中在服务业（66%）和工业（32%）。沙特、阿联酋和科威特三国的投资占区域内投资总额的69%。^②此外，亚洲经济增长迅速，地缘上与中东更为接近；新一代的基金经理对在新兴市场投资更有经验，他们善于在尚未充分发展的亚洲市场发现机会。因此，亚洲逐渐成为中东投资的选择之一。从地域来划分的话，海湾地区的公司及主权投资基金是中国股市中增长最快的一个投资者群体。

三、石油美元回流的实质

如此多的石油收入及随之而来的全球贸易不平衡问题不能不引起世界各国的关注。以美元为计价机制的石油美元加剧了全球经济失衡，而美元未来走势、流动性过剩下的投机资本盛行又给石油市场的未来增加了不确定性。^③新石油美

① 资料来源：Institute of International Finance (2007). The data combines FDI and portfolio flows, including asset classes such as bank deposits and real estate purchases.

② John Nugee and Paola Subacchi, *The Gulf Region — A New Hub of Global Financial Power*, Great Britain: Chatham House, 2008, p.72.

③ 参见管清友：《流动性过剩与石油市场风险》，载《国际石油经济》，2007年第10期。

元出现之后，对世界经济和国际金融产生了巨大影响^①：第一，确立了对世界石油产业的综合支配力，为产油国提供了丰富资金，改变了长期存在的单一经济结构，逐步建立起独立、自主的国民经济体系；第二，使不同类型国家的国际收支发生了新的不平衡，国际储备力量对比发生了结构性变化，如中东、俄罗斯由于油价上涨，赚到了更多的石油美元，中东欧、美国、欧盟等发达经济体的经常项目逆差进一步加大；第三，提高金融市场流动性，巨大的石油美元使利率保持低水平并支持了金融资产，新的流动性正在对资产价格产生通膨效应，助长泡沫的产生，如在股票市场和房地产市场，从而加剧了国际金融市场震荡；第四，石油美元和其他三大金融权力经纪正重构全球资本市场格局，欧洲和美国以外的投资者越来越多地决定着金融市场趋势，因此全球经济失衡不单是贸易顺逆差关系，隐含其后的是现存的金融秩序和手段；第五，石油美元所带来的全球失衡问题深刻改变了国际货币体系，欧元、美元和亚洲货币未来将共同构建世界货币体系的新格局。值得注意的是，这种新的全球不平衡并非源于石油出口国的巨额石油收入，而是石油美元计价机制所支撑的美元霸权，“石油美元体制为美国实现在中东乃至全球的利益提供了极为有效的金融支持”^②。石油美元定价机制以及石油美元回流从根本上来说是由美国主导，并为其国家利益服务的，美国开动印钞机就能生产出千万亿美钞。20世纪七十年代的石油美元极大地推动了欧洲美元市场发展，美国还通过开放金融市场和扩大对中东的技术、军事贸易，吸纳美元最终回流至美国。对其他国家而言，石油美元回流使之陷入被动，不得不通过出口实实在在的商品和劳务，部分用来建立巨额美元外汇储备，部分又以回流方式变成美国的股票、国债等有偿证券，繁荣了美国证券市场，填补了美国的贸易与财政双赤字，从而支撑美国经济。美国还使用战争和金融手段加强对石油资源的控制，并调控油价，许多石油进口国大受其害。建立和维持牢不可破的石油美元联姻，确保石油美元体制带来的巨大政治经济利益，是实现美国石油霸权和货币霸权，维护其国际领导地位的基础。进入21世纪以来，美元走弱而欧元走强，“石油美元机制”的根基有所动摇，但美国绝对不会轻易放弃支撑其经济霸权基础的石油美元计价机制。因此，有中国学者指出，石油交易计价货币的选择从根本上而言是个政治问题，但又被国际投机集团所利用来制造石油危机、美元危机和发展中国家货币危机，为改善

① 参见刘华、卢孔标：《石油美元对全球国际收支平衡的影响》，载《银行家》，2006年第6期；覃东海：《新石油美元与全球收支失衡》，载《中国外汇》，2006年第9期。

② 参见杨力：《试论“石油美元体制”对美国在中东利益中的作用》，载《阿拉伯世界》，2005年第4期。

全球治理机构，一个可行的做法是切断石油美元计价机制，这需要一次深重的美元危机来完成救赎。^①

四、海湾国家主权财富基金的多元化投资策略

1953年，科威特在英国伦敦开设科威特投资局，就此揭开了主权财富基金序幕。此后几十年中，尤其是20世纪七十年代的石油危机以后，石油美元源源不断地涌入中东国家，使这些国家的经济实力和政治影响力不断提高，也给它们的长期发展埋下了隐患。中东国家经济发展与石油价格相关性过高，而且除石油工业外没有建立起成套的工业体系，现代服务业也非常薄弱，是一种畸形的发展模式。1985年的“反向石油危机”以及非OPEC产油国的迅速发展使以中东产油国为主的OPEC遭到严重冲击。为了降低对石油资源的依赖，这些国家纷纷成立了主权财富基金，一方面大举收购海外资产，另一方面对本地的基础设施、工业及服务业进行投资，以加强经济体系的稳定性。过去几十年，中东地区以石油美元作为资本，通过在欧美市场上购买股票和债券，已积累出超出石油收入的财富。2000年以来，石油价格飙升带来滚滚石油美元，再次令产油国“钱袋鼓了起来”，主权财富基金也随着石油收入增加而水涨船高。2007年开始的美国次贷危机使它们在国际金融市场上崭露头角。一向低调的中东产油国主权财富基金也因“财大气粗”、纷纷向欧美金融机构出击而受世人瞩目。

海合会成员国均根据自身石油美元和经济发展程度设立了不同规模的主权财富基金，阿联酋、沙特、科威特主权财富基金占全球总额的比例分别为18%、11%和5%，排名第二、第四和第六位。海合会国家主权财富基金在本质上也是专业化的商业机构，为实现良好投资回报率的核心使命，尽量避免行政机关的管理模式。中东国家主权财富基金都属于资源型（石油），这些国家设置主权财富基金的目的是在非再生资源（石油）枯竭之前，为国家和民族可持续发展思考，实现财富在代际之间的转换，因此它们往往是资本市场上的长期投资者，投资于收益率较高的外国资产。阿联酋是中东重要的港口国家和金融中心，主权财富基金为全球之首，通过投资国外战略行业如银行来实现其国家战略，因而具有新型“国家资本主义”的特征。^②除海合会国家外，中东地区其他产油国

^① 参见管清友、张明：《国际石油交易的计价货币为什么是美元？》，载《国际经济评论》，2006年第4期。

^② 参见宋玉华、李锋：《主权财富基金的新型“国家资本主义”性质探析》，载《世界经济研究》，2009年第4期。

也建立了自己的主权财富基金（见表 2）。这些主权财富基金在促进国内经济建设、积累海外资产等方面发挥了应有的作用，尽管它们在国际金融市场上的“风头”远不如海合会国家。

表 2 中东产油国主权财富基金^① （单位：亿美元）

国别	资产
阿联酋	6,739
沙特	4,444
科威特	2,028
卡塔尔	850
巴林	91
阿曼	82
海合会总计	14,246
其他中东国家	
利比亚	700
阿尔及利亚	567
伊朗	230

全球主权财富基金投资策略一向比较保守，主要投向欧美地区的国债和指数基金（以美国为主）。近年来，随着美元贬值以及欧元、日元和其他新兴国家经济快速发展，主权财富基金投资日益多元化，欧美次贷危机和国际金融危机则加速了这一进程。海合会国家主权财富基金也不例外，呈现多元化的投资策略。设立主权财富基金进行海外投资是海湾国家石油美元回流的一个重要途径。海合会国家 85% 的主权财富基金用于海外投资，每年约 2000 亿美元。投资于股票、债券、生产或金融类企业、房地产等。据摩根士丹利首席经济学家任永力预测，到 2015 年海合会国家主权财富基金将增加到 5 万亿~6 万亿美元，接近全球主权财富基金的一半。^②IFSL 报告也显示，未来海湾国家主权财富基金的全球份额将超过 40%。^③除了欧美发达国家，以海合会为主的中东主权财富

① 资料来源：USA, Sovereign Wealth Funds Institute, December 31, 2010.

② Stephen Jen: “How Big Cloud Sovereign Wealth Funds Be by 2015 ?”

③ International Financial Services London-IFSL: *Sovereign Wealth Funds 2009*, March 2009.

基金也将在非洲、亚洲等地“四处开花”。埃及开罗大学经济系教授萨希尔对《环球时报》记者说，中东国家在改变全球投资格局，推动世界经济发展上发挥了重要作用，已成为世界资本市场的新生力量。^①

首先，由被动型投资转向主动型投资。投资对象从低风险低收益的资产(如债券和指数基金)转向兼顾盈利性的目标。阿布扎比投资局、科威特投资局和卡塔尔投资局变化最为明显，投资对象从低风险低收益的资产转向高风险、高收益的资产，加大了股票、基础设施、私募股权、房地产、商品和对冲基金等领域的投资力度，如阿布扎比投资局 75 亿美元注资花旗银行，科威特投资局购买戴姆勒-奔驰公司的股份，卡塔尔投资局购得巴克莱银行 7% 的股份。海合会国家新设立的主权财富基金投资战略更为多样化，如迪拜国际资本购得汇丰控股 10 亿美元股份，迪拜投资 (Istithmar) 将其 60% 的资产投资于世界各主要城市的地产。而这也是迪拜债务危机爆发的诱因之一，这说明新的投资方式在带来高收益的同时，也带来高风险。

其次，海合会主权财富基金投资领域由金融和房地产转向高科技企业，如阿布扎比主权财富基金购买奥地利石油天然气公司 (OMV AG Group)，收购挪威的北欧化工 (Borealis)，以满足国内化工企业博禄公司 (Borouge Co.) 的技术需要；巴林主权财富基金收购英国迈坎伦集团 (MClaren Group) 30% 的股份来促进本国铝业发展，并借助该公司的专业技术发展本国汽车配件制造业。这进一步提高了海湾各国自身的生产和管理技术水平，有利于发展本国经济并改变本国单一、脆弱的资源经济。^②

第三，货币构成多元化。为稳定收益，海合会国家中央银行储备资产仍将以美元为主，美元资产比例至少达到 70%，阿联酋的比例最高，超过 95%。2006 年以来，阿布扎比投资局开始“向东看（主要是亚洲新兴市场国家）”，但其管理的资产中仍有一半属于美元资产。沙特货币局持有的美元资产比例最高，约 70%~80%，这和它一贯保守的管理方式以及其坚决维持盯住美元的汇率政策是分不开的。^③

第四，投资区域多元化。海合会主权财富基金一直是投资亚洲股市大户，

① 《主权基金，全球经济新力量》，2008 年 2 月 5 日，<http://news.zwsky.com/n/200802/04/203819.shtml>。

② 参见张瑾：《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。

③ Brad Setser, Rachel Ziemba, “Understanding the New Financial Superpower—the Management of GCC Official Foreign Assets,” *Council on Foreign Relations, RGE Monitor*, December 2007.

尤其是印尼、马来西亚和中国股市。此外还投资房地产、基础建设，尤其是石油和天然气领域。海合会国家纷纷将其原先集中于西方市场的投资向亚洲地区分流，一方面是因为亚洲地区经济依然保持强劲增长势头，另一方面是因为其在亚洲会受到更加热烈的欢迎。与海合会国家有着宗教和政治联系的巴基斯坦、马来西亚和印尼等国经济深度和广度难以消化它们希望投资出去的资金，这意味着主权财富基金将转向中国、印度和韩国等亚洲新兴市场国家。

为改变本国石油经济发展模式，海合会各国主权财富基金发挥了重要作用，实现了从石油资本到金融资本的“华丽转身”，使各国成为资本净输出国家。然而，与海合会 70 万亿美元的“地下”石油财富相比，1.5 万亿美元的主权财富基金仅仅是“九牛一毛”。因此，海合会国家从石油财富演变到金融财富还有很长的路要走。然而，主权财富基金的政府背景及其在信贷危机期间的频频出击，令西方国家疑虑重重，认为其投资隐含政治目的，危害西方国家经济安全。许多国家修改外资监管法律制度，对海合会国家主权财富基金的发展造成负面影响。为抑制西方国家的金融保护主义，海合会国家在对外投资方面更加低调谨慎，积极参与国际货币基金组织主权财富基金工作组有关主权财富基金指导原则的研究和制定。一些主权财富基金或就投资事宜与资本接受国政府进行会谈以打消其疑虑，或提升本国基金透明度，如阿联酋的穆巴达拉开发公司开始接受信用评级。因此，海合会国家主权财富基金在基金管理、信息披露和风险控制上尚有待提高，但多年积累的专业化管理、投资途径、投资区域、投资战略的多元化方面的经验和教训使得这一地区的基金运作日益成熟。^①主权财富基金管理正逐渐从传统的以规避风险为目的的流动性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，而且这种管理模式的转变，也为经济和货币政策制定者们提供了一种全新的、更加有效的政策工具。

五、石油美元在中国的投资模式

目前，海湾石油美元对华投资，无论是与该地区国家实际对外投资能力还是与中国吸引外资的总量都不成比例，海湾资本进军中国市场才刚开始。2006 年是中海金融合作的一个里程碑，当年中国银行和中国工商银行首次公开募股，

^① 张瑾：《海合会国家主权财富基金的发展及其影响》。

海湾资本高调竞购。这一年正值海湾股市大跳水。股市的不稳定性,使得海湾投资者意识到改变投资策略,分散投资的重要性。许多人将目光投向了中国和印度等国。英国经济学家情报部(Economist Intelligence Unit, 简称EIU)报告称,从全球范围看,目前流向中国的资本在中东资本的全球投资组合中还比较小,但成长很快。近几年,海湾国家的对华投资规模迅速上扬,投资领域也从原先的基础设施建设扩展到金融、地产、酒店等,能源领域的合作进一步加强。中国逐渐成为海湾国家在合适时机的合适市场。美国马萨诸塞州的咨询公司摩立特集团(RGE Monitor Group)估计海合会国家在中国、日本、印度等亚洲国家的投资比例将由目前的10%增至15%~30%,而在欧美地区的比例将由现在的75%降到50%左右。^①中国已经成为海合会主权财富基金的重要投资区域,已购得四川久大盐业、工商银行、农业银行等中国企业股份,迪拜投资收购了汉思能源有限公司9.91%的股份,并在上海设立代表处,这是迪拜投资首次在阿联酋以外的地区设立海外代表处,中国市场影响力可见一斑。

“9·11”事件之后,以沙特、埃及等国为主的中东国家开始实施“向东看”政策。2010年底中东动荡以来,伊斯兰势力抬头,美国在该地区的掌控能力下降。国际金融危机、欧债危机导致西方资金链收缩,海湾石油美元投资西方受损,迫使各国重新思考其投资战略。受益于高油价、石油增产及相对稳定的政治局面,海合会国家资金流动性充足,正努力扩展新的增长渠道。因此,中东动乱并未改变中东国家“向东看”的趋势,也未影响中国企业投资中东的热情。华盛顿的国际金融协会报告指出,受益于高油价及石油增产,2012年海合会境外资产总额将达1.9万亿美元,相当于其GDP的127%,至2013年底更是有望增至2.1万亿美元,其中境外资产的60%由主权财富基金管理。^②从海合会对外投资的发展趋势看,2010~2015年,海合会对外直接投资将继续增加。海合会关注的是其主权财富基金和石油美元的流向。从海合会对外直接投资的流向趋势看,中国是一个重要的流入地,中国对海合会的战略地位将日趋重要。

然而,中国吸引海湾石油美元仍存在以下问题:石油美元回流中国继续增长,但投资量依然有待大幅提升;石油美元在中国主要流向石油石化行业及服务行业如金融、房地产及基本建设等方面,几乎没有农业投资,投资结构有待优化。因此,未来中国应适度引进“石油美元”:在石油天然气工业下游领域吸引

^① Brad Setser, Rachel Ziemba, “Understanding the New Financial Superpower—the Management of GCC Official Foreign Assets”.

^② 中国驻阿联酋大使馆经济商务参赞处:“IIF: 2013年海合会境外资产将达2.1万亿美元”, <http://ae.mofcom.gov.cn/aarticle/jmxw/201204/20120408078613.html>。

海合会直接投资，应同时注意以三方合作模式弥补“石油美元”缺乏技术含量和市场效应的劣势；加强对伊斯兰融资方式的研究，探索利用伊斯兰融资的形式，以支持穆斯林聚居区的发展，为西部大开发战略服务；考虑到海合会国家自然资源禀赋结构单一、市场比较狭小、不适合发展劳动密集型产业、石油美元偏好金融投资等问题，我国应注重把建筑工程承包与投资相结合，利用 BOT^①等形式，扩大投资规模；利用石油美元，在我国建立面向海合会的出口农业基地，或与海合会国家合作，在第三方国家的农业等领域开展共同投资。

Petro-dollar Investment Patterns of Gulf Countries

JIANG Yingmei

Abstract This article elaborates the petro-dollar recycling and investment mechanism and channels in the 1970s-1980s and 2000s, and indicates that the first petro-dollar recycling promote large flows of international capital and surging of international debts, while the second recycling in the 21st century is different from the former, which is helpful to global financial stability but also conducive to assets bubble. Currently, the Gulf countries' petro-dollars appears "Looking East" trend, but there are still many problems for China's absorbing Gulf Petro-dollars.

Key Words Petro-dollar; Petro-dollar Recycling; Investment Patterns

（责任编辑：余泳）

① BOT 是私人资本参与基础设施建设，向社会提供公共服务的一种特殊的投资方式，包括建设（Build）、经营（Operate）、转让（Transfer）三个过程。