

俄罗斯主权财富基金： 投资与社会绩效评价

戴利研 杨孟霞

【内容提要】 本文在回顾俄罗斯主权财富基金成立背景、功能定位和发展历程的背景下，对俄罗斯联邦稳定基金、储备基金和国家福利基金的投资标准及运营模式进行了分析，在此基础上，从投资绩效和社会绩效两个方面对俄罗斯主权财富基金进行了评价。金融危机期间，俄罗斯主权财富基金对稳定社会 and 经济发展起到了重要的作用。但是，目前大宗商品价格低迷，俄罗斯财政面临缺口，主权财富基金如何在资金投入受限的情况下量入为出、回馈社会，是基金下一阶段亟须解决的问题。

【关键词】 俄罗斯 主权财富基金 投资绩效 社会绩效

【作者简介】 戴利研，辽宁大学转型国家经济政治研究中心、国际关系学院副教授；杨孟霞，辽宁大学国际关系学院世界经济系硕士研究生。

21 世纪以来，世界经济不平衡态势加剧，各国贸易账户失衡成为常态，其中，以挪威、俄罗斯为代表的资源出口国，与以中国、马来西亚为代表的加工贸易出口国积累了超额的外汇储备资产。在如何有效利用外汇储备资产方面，部分国家选择建立主权财富基金对外投资实现资产的保值增值，因此，全球主权财富基金规模不断扩大。俄罗斯于 2004 年 1 月 1 日建立了第一支主权财富基金——俄罗斯联邦稳定基金，并于 2008 年将基金拆分为储备基金和国家福利基金，两种基金被赋予不同的功能。时至今日，俄罗斯主权财富基金已成立 13 年，在此期间，对其运营绩效的争论从未间断。一方面，近期俄罗斯经济发展部预测俄罗斯主权财富基金只能维持到 2019 年，批评者因此质疑基金的投资和社会绩效；另一方面，基金在俄金融危机期间对相关领域进行了大规模注资，避免了经济危机的恶化，为稳定俄罗斯社会经济发展做出了贡献。对于基金运营的评价，不应该只注重账面金额的下降，而应更多关注在国家发展的关键时期，基金是否发挥

了预期的作用。因此，面对质疑，考证基金相关数据，客观地评价俄罗斯主权财富基金的运营情况具有一定的理论和现实意义。

一 相关研究综述

国内外学者对俄罗斯主权财富基金的研究大致可以划分为三个方面：一是对俄罗斯联邦稳定基金的成立背景和改组前发展的概括介绍；二是对基金改组目的和过程的分析；三是对基金投资的社会影响进行评价。

俄罗斯对能源的过度依赖会导致“荷兰病”，劳动力等资源集中于能源部门，制造业吸引劳动力等资源的成本将被迫提升，与此同时，能源出口导致大量顺差，迫使本币升值，也降低了制造业的出口竞争力，能源产业带来的经济增长在一定程度上是以牺牲其他产业为代价的^①。在一定时期内，资源的存量不会增加，资源存量的减少速度是资源使用速度的单调递增函数^②。俄罗斯经济状况与原油价格息息相关，建立主权财富基金能够缓冲石油价格波动对俄罗斯经济造成的影响，因此，有必要建立主权财富基金进行长期投资来实现国民财富的跨期分配^③。以挪威和俄罗斯为代表的资源型基金的资产配置战略都经历了从保守管理到积极投资的过程，俄罗斯在利用主权财富基金加大对外投资，提高在国际经济体系中的地位以及应对即将到来的老龄化社会方面有很多成功的经验，基金作为政府强有力的财政政策工具，在调整国内经济结构方面将发挥更加重要的作用^④。

在基金改组方面，俄罗斯联邦稳定基金的拆分有效规避了西方国家的抵制，而且有利于基金的有效管理和投资运作^⑤。拆分稳定基金是预算改革的一部分，从预算改革的角度来说，俄罗斯已经完成稳定基金转型的任务^⑥。基金改组的根本目的是降低预算体系对外部行情的依赖，最终使预算支出稳定且可预测。具体而言，建立储备基金旨在石油价格下跌时将俄罗斯经济风险最小化，发挥财政的“安全气囊”作用；建立国家福利基金的目的是为子孙后代留下更多的财富，以

① 郭晓琼：《俄罗斯联邦稳定基金的发展》，载《俄罗斯中亚东欧市场》2008年第1期。

② Reisen, Helmut, “How to spend it: Commodity and non-commodity sovereign wealth funds”, Deutsche Bank Research, Research notes working paper series No. 28, 2008, <http://hdl.handle.net/10419/40631>

③ 叶楠：《探析俄罗斯主权财富基金的发展》，载《俄罗斯中亚东欧市场》2013年第4期。

④ 戴利研：《资源型主权财富基金运营模式研究——以挪威和俄罗斯主权财富基金为例》，载《世界经济与政治论坛》2012年第6期。

⑤ 殷红：《俄罗斯“国家福利基金”的建立及意义》，载《俄罗斯中亚东欧研究》2008年第3期。

⑥ 李建民：《俄罗斯主权财富基金管理评析》，载《国际经济评论》2008年第2期。

实现当代与后代之间的公平分配^①。基金拆分为储备基金和国家福利基金能够更好地发挥俄罗斯的资源禀赋优势，从单纯地实现保值功能跨越到获得投资收益，扩大基金规模，促进俄罗斯经济稳定发展^②。

在基金绩效评价方面，由于国际原油价格持续上涨，稳定基金防止能源价格大幅下跌对经济造成负面冲击的功能表现并不显著，但是稳定基金的确在一定程度上抑制了通货膨胀^③。俄罗斯主权财富基金在以下三个方面发挥了重要作用：一是协助财政提前偿还外债，减轻了政府预算的利息支出压力；二是弥补养老金缺口，改善社会福利；三是向国内金融机构提供融资，助力本国金融体系发展^④。

二 俄罗斯主权财富基金的建立背景和发展历程

主权财富基金不同于传统的政府养老基金，也不同于简单持有储备资产以维护本币稳定的政府机构，是一种专业化、市场化的机构投资者。IMF 研究部主任约翰逊指出，当累积的经常项目盈余超过所需外汇储备资产时，一国就可以成立主权财富基金来管理超额的外汇储备资产。主权财富基金的资金来源主要有外汇储备盈余和财政盈余。根据资金来源不同，主权财富基金可分为资源型商品出口国主权财富基金（简称资源型基金）和非资源型商品出口国主权财富基金（简称非资源型基金）。资源型基金的资金主要来源于石油、天然气等非再生资源的出口及相关税收收入，非资源型基金的资金主要来源于加工贸易商品的出口收入。因此，俄罗斯主权财富基金属于资源型基金。

（一）俄罗斯联邦稳定基金

2003 年 12 月 23 日，俄罗斯政府颁布《俄罗斯联邦稳定基金法》（以下简称《稳定基金法》），计划成立一只主权财富基金，同时将该法作为第 13.1 章并入《俄罗斯预算法典》。2004 年 1 月，俄罗斯联邦稳定基金（以下简称稳定基金）建立。依据《稳定基金法》的规定，基金建立目的是在石油价格低于基础价格时用于保证联邦预算平衡。除维持联邦预算平衡外，基金的设立还源于以下三点原因：第一，俄罗斯是石油出口大国，对能源出口的过度依赖将导致“荷兰病”，即能源

① 潘广云：《俄罗斯主权财富基金改组及其国际比较》，载《国际论坛》2008 年第 5 期。

② Clélia Chevrier, “Sovereign Wealth Funds in Russia”, *Revue d'économie financière*, 2009, pp. 73–81.

③ 郭晓琼：《俄罗斯联邦稳定基金的发展》，载《俄罗斯中亚东欧市场》2008 年第 1 期。

④ 潘广云：《俄罗斯主权财富基金改组及其国际比较》，载《国际论坛》2008 年第 5 期。

产业的繁荣将以牺牲其他产业为代价；第二，政府为防止本币过度升值而进行的对冲操作使货币量超过实体经济发展需求，将会引起通货膨胀，对经济发展造成负面冲击；第三，石油是不可再生资源，建立主权财富基金进行长期投资，可以延长储备资产投资期限，提高外汇储备投资收益水平，平衡石油收入，为子孙后代积累财富。

稳定基金的资金来源主要有两部分：一是石油出口实际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；二是上一年联邦预算资金的剩余部分及基金运营收益计入稳定基金，其中，超额税收收入是稳定基金的主要资金来源。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。稳定基金设立目的是弥补油价低于所定基础价格时出现的联邦预算赤字，但是自 2004 年建立以来，石油实际价格不降反升，远高于预期基础价格，再加上俄国内多次上调石油出口关税和资源开采税率，基金总额增长远远超过预期（如图 1 所示）。

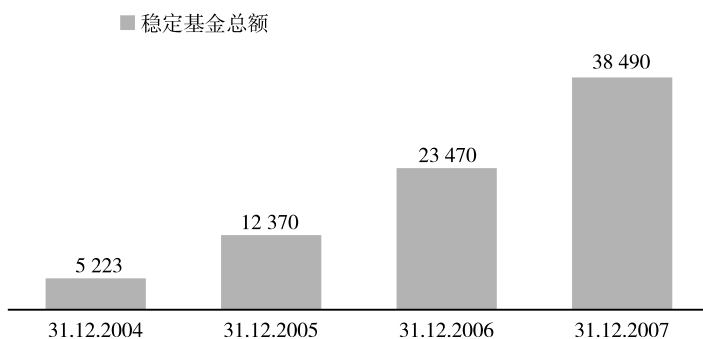


图 1 稳定基金规模（2004~2007，单位：亿卢布）

数据来源：俄罗斯财政部稳定基金，<http://old.minfin.ru/en/stabfund/>

如图 1 所示，得益于国际市场原油价格攀升，稳定基金规模呈逐年增长的趋势，有效发挥了熨平价格波动的负面影响和抑制通货膨胀的作用，也为基金改组奠定了基础。

（二）储备基金和国家福利基金

2007 年 12 月 29 日，俄罗斯政府颁布 N955 号《储备基金管理程序》政府令，2008 年 1 月 19 日，政府又颁布了 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，至此，稳定基金一分为二，拆分为储备基金和国家福

利基金。截至2008年1月30日，稳定基金总额达到38 520亿卢布（约合1 573.8亿美元）。拆分后，储备基金总额达30 690亿卢布（约合1 254亿美元），占比约80%；国家福利基金总额为7 830亿卢布（约合320亿美元），占比约20%。

俄罗斯主权财富基金改组基于以下两点原因：第一，俄罗斯人口老龄化的压力越来越大，普京此前拒绝了世界银行提出的提高退休年龄的办法来提高未来养老保险支付能力的建议^①，而是选择建立国家福利基金用以弥补可能出现的养老金缺口。第二，储备基金和国家福利基金各自定位不同，两个基金将发挥不同的功能，做到“专款专用”，有利于基金的有效管理和投资运作。储备基金是联邦预算资产的一部分，致力于为联邦预算融资以及确保维持联邦预算平衡，以避免因石油和天然气收入下降对经济造成的负面冲击，有助于维持国民经济发展的稳定，减少通货膨胀的压力。由此来看，储备基金的实际功能与稳定基金有一致的地方，不同点是储备基金的资金来源不仅包括来自生产和出口石油的联邦预算收入，还包括生产和出口天然气和石油产品的收入，其最大规模仅限于相应财政年度预测的俄罗斯国内生产总值的10%^②。国家福利基金也是联邦预算资产的一部分，致力于维持俄罗斯联邦养老保险制度长期正常运行，其设定功能是共同资助俄罗斯公民的自愿养老金积累^③，平衡俄罗斯联邦养老金的预算。自2008年储备基金和国家福利基金建立以来，发展趋势如图2所示。

综上所述，俄罗斯主权财富基金自成立以来，并不是一成不变的，而是经过不断发展、变革，来顺应俄罗斯发展的需求。2014年以来，受国际油价长期低迷和西方对俄罗斯制裁影响，俄罗斯经济运行面临很大困难，西方评级机构曾多次下调俄罗斯信用评级，这将提高俄罗斯主权债务和国内非主权债务的融资成本。然而，国际信用评级机构穆迪于2017年2月18日将俄罗斯主权信用评级展望由负面上调为稳定，原因是俄罗斯政府在制定中期财政政策时降低了对油气资源类收入的依赖，并且不断充实主权准备金^④。这将有利于俄罗斯改善国内投资环境，降低融资成本，推动经济走出衰退，渐趋稳定。

① 一直到2016年5月，俄罗斯总统普京才签署了名为《关于对俄联邦某些法律中特定类别公民退休年龄的修改》的法案。

② 数据来源：俄罗斯财政部，<http://old.minfin.ru/en/>

③ 卫生与社会发展部则提出了更为革命性的建议——逐渐将养老金积累部分由强制缴纳转变为自愿缴纳。<http://sputniknews.cn/russia/2007020841696559/>

④ 《穆迪上调俄罗斯主权信用评级展望》，新华网，2017-02-18，http://news.xinhuanet.com/fortune/2017-02/18/c_1120488755.htm

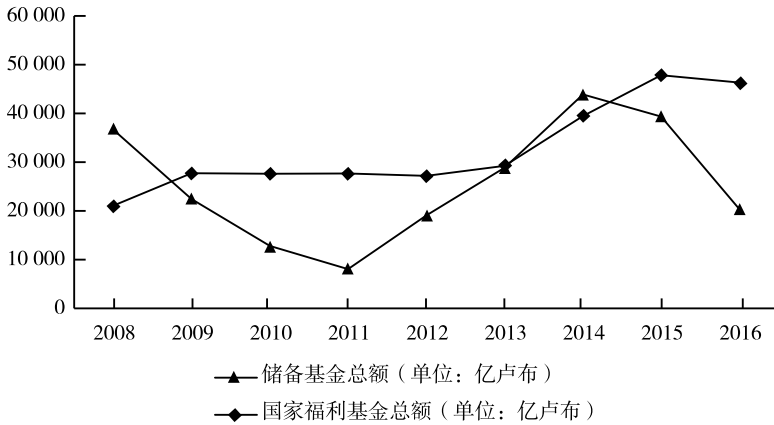


图2 储备基金和国家福利基金发展趋势 (2008~2016)

数据来源: 俄罗斯财政部, <http://old.minfin.ru/en/>

注: 数据是以卢布计价的每年12月1日的数额。

三 俄罗斯主权财富基金绩效评价

俄罗斯主权财富基金在运营过程中,一方面致力于对外投资,提高外汇资产的收益率;另一方面致力于平衡国内的财政预算,维持国内经济的正常运行。

(一) 投资绩效评价

1. 稳定基金投资绩效评价

根据稳定基金的设定目标,其资本将投资于经由政府批准的外国主权债券,主要有两种投资方式:一是直接投资合格的外国固定收入证券;二是以外币形式将资金存放在俄罗斯银行的账户中。政府确定基金投资的合格证券要符合六点要求^①:第一,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、英国以及美国的固定收益证券,以美元、欧元、英镑计价的主权债务证券;第二,发行人应在穆迪投资服务、标准普尔、惠誉评级三个评级机构中的至少两个的长期信用评级为AAA/Aaa级别;第三,候选证券的最低余额为:10亿美元、10亿欧元、5亿英镑;第四,证券无任何看跌期权;第五,如

^① 俄罗斯财政部: <http://old.minfin.ru/en/stabfund/>

果有优惠，应为固定收益证券类型；第六，不可用于私人配售。此外，稳定基金资产的货币组成结构为：美元占比45%，欧元占比45%，英镑占比10%。

2006年7月24日，稳定基金开始为俄罗斯国库带来第一笔投资收益^①，如表1所示，稳定基金的投资收益较为可观，基金规模也逐年增长。2006年9月21日，俄罗斯财政部部长阿列克谢·库德林表示在半年内力争将稳定基金的全部资产以美元、欧元和英镑三种货币形式从卢布账户转存到央行的外汇账户上，央行将这些资金用于购买合格的有价证券，存在央行外汇账户内的稳定基金的年收益率大约为3%~4%^②。此外，2007年，稳定基金分别向俄罗斯发展银行、纳米技术集团公司、国家投资基金注资1800、300、900亿卢布^③。

稳定基金的投资策略相对保守，稳定基金的初衷是当油价下跌以及政府收入缩减时以备不时之需。随着国际石油价格节节攀升，俄罗斯因出口石油天然气所获得的收入也开始不断提高，闲置资金增多。但是，俄罗斯财政部关于基金投资的规定仍比较保守，不允许稳定基金进行收益高而风险大的股权投资，倾向于投资收益率稳定的发达国家债券，这使得稳定基金虽然达到了外汇储备资产保值增值的初衷，增加了俄罗斯的财政收入，但在投资绩效方面效果欠佳。

表1 稳定基金购买外国国债的收益（单位：亿卢布）

	期末基金规模	投资收益
2006年	23 469	229
2007年	38 391	1 518
2008年	38 518	286

数据来源：俄罗斯财政部稳定基金 <http://old.minfin.ru/en/>

2. 储备基金投资绩效评价

2008年，拆分后的储备基金资产管理由财政部按照政府制定的程序和条件执行，主要用两种方法管理资金：一是购买外币（美元、欧元、英镑），并将外币分配给俄罗斯银行，由银行根据银行账户协议支付利息；二是购买外币和以外币计价的金融资产。在政府的授权下，财政部在确定的范围内设立战略资产配置比例^④（如表2所示）。

① 殷红：《俄罗斯“国家福利基金”的建立及意义》，载《俄罗斯中亚东欧研究》2008年第3期。

② 数据来源：<http://sptnkne.ws/dKms>

③ 数据来源：<http://sputniknews.cn/russia/2007112941975276/>

④ 俄罗斯财政部，<http://old.minfin.ru/en/reservefund/index.php>

表 2 储备基金战略资产配置

俄罗斯联邦预算法颁布的合格金融资产类别	俄罗斯政府规定的限制比例	财政部确定的战略资产配置比例
外国政府债券	50% ~ 100%	100%
外国国家机构与中央银行的债券	0% ~ 30%	0%
国际金融组织债券	0% ~ 15%	0%
存在外国银行与信贷机构中的存款	0% ~ 30%	0%

数据来源：俄罗斯财政部储备基金，<http://old.minfin.ru/en/reservefund/management/>

俄罗斯政府规定储备基金继续沿用稳定基金的货币组成结构，并对其金融资产进一步做了五点要求。

第一，储备基金资产可投资于以下外国、外国政府机构以及外国中央银行的债务证券：奥地利、比利时、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、卢森堡、荷兰、瑞典、英国、美国。

第二，债券应符合以下条件：

(1) 根据评级机构惠誉和标准普尔的评级，债务发行人应该具有长期信用评级 AA - 或者更高，或根据评级机构穆迪投资服务的分类，Aa3 或者更高。如果上述评级机构对发行人有不同的评级，则应采用最低的。(2) 债券应具有固定到期日，不得赎回或可赎回，无任何认沽期权。(3) 财政部设定的与债券到期有关的要求是强制性的。(4) 债券的票面利率和面值应该是固定的。(5) 债券的面值应以美元、欧元或英镑计算，与债券相关的付款应以面值货币计算。(6) 未偿还债券额不得低于 10 亿美元，以美元计价的债券不少于 1 亿美元，以欧元计价的债券不少于 0.5 亿欧元，以英镑计价的债券取决于英镑的币值。(7) 不适用于私人配售。

第三，储备基金资产可投资于发行国际金融组织债券的机构有：亚洲开发银行、欧洲开发银行、欧洲复兴开发银行、欧洲投资银行、美洲开发银行、国际复兴开发银行、国际金融公司、国际货币基金组织、北欧投资银行。

第四，将储备基金资产存入外国银行和存款机构应符合以下要求：

(1) 外国银行或存款机构应根据惠誉评级和标准普尔评级机构，具有不低于 AA 级的长期信用评级，或根据穆迪服务投资服务评级机构的规模不低于 Aa3 级；(2) 财政部规定的外国银行和存款机构最低和最高存款期限的要求是强制性的；(3) 存入一家外国银行或存款机构的储备基金资产总额不得超过存于外

国银行和存款机构的储备基金总资产的 25%。

第五，财政部有权在俄罗斯政府规定的限期内，对外国银行和存款机构设立债券和存款的附加要求。

事实上，储备基金的资金置于中央银行账户上，投资也由中央银行完成，类似于中央银行的外汇储备资产。储备基金自建立以来，主要用于购买外币和俄罗斯联邦货币来进行投资，实现天然气和石油的出口收入积累。

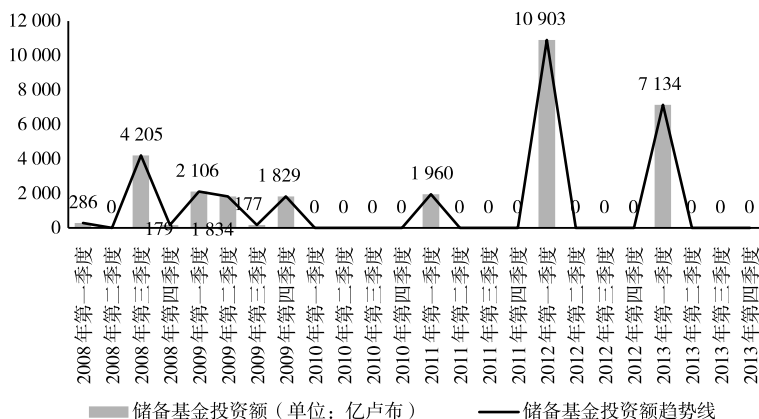


图3 储备基金投资额 (2008~2013)

数据来源：俄罗斯财政部储备基金，<http://old.minfin.ru/en/reservfund/statistics/balances/>

如图3所示，储备基金的投资主要集中在2012年，投资金额较其他年份高，这是因为储备基金的资金从2011年开始大幅增加（如图2所示），且2012年增长速度较快，基金规模呈现良好的增长态势，因此用于投资的额度也较大。与稳定基金的投资标准相比，储备基金的投资范围更广泛，说明储备基金除了完成其设定的基本功能外，积极利用闲置资金进行投资，与保守、消极的投资策略相比，在整体上优化了基金的资产配置。

3. 国家福利基金投资绩效评价

俄罗斯财政部负责管理国家福利基金，俄罗斯银行担任运营职责^①。财政部在政府的授权范围内设定了国家福利基金的战略资产配置比例^②（见表3）。

① 国家福利基金的资产配置规则与储备基金一致，在此不再赘述。

② 俄罗斯财政部，<http://old.minfin.ru/en/nationalwealthfund/index.php>

表 3 国家福利基金战略资产配置

俄罗斯联邦预算法颁布的合格金融资产	俄罗斯政府规定的限制比例	财政部确定的合格金融资产配置比例	
		以外币计价	以卢比计价
外国政府债券	0% ~ 100%	90%	0%
外国国家机构与中央银行的债券	0% ~ 30%	0%	0%
国际金融组织债券	0% ~ 15%	0%	0%
存在银行、信贷机构和国企“外经银行”中的存款	0% ~ 40%	10%	100%
俄罗斯银行的存款	0% ~ 100%	0%	0%
法人实体的债券	0% ~ 30%	0%	0%
法人股票与投资基金股份	0% ~ 50%	0%	0%

数据来源：俄罗斯财政部国家福利基金，<http://old.minfin.ru/en/nationalwealthfund/management/>

比较表 3 和表 2 可以看出，国家福利基金与储备基金相比，基金的投资范围更广，可以将资金置于俄罗斯银行，还可以投资于法人实体的债券、法人股票与投资基金，多种资产组合更有利于规避风险。国家福利基金可以投资于外币，但大多数用于投资外国债券、股票，投资额度如图 4 所示。

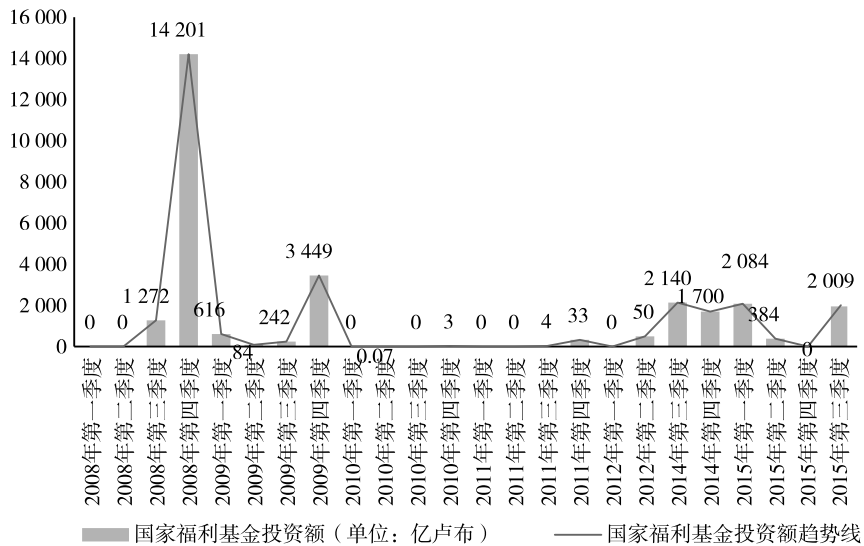


图 4 国家福利基金投资额 (2008 ~ 2015)

数据来源：俄罗斯财政部国家福利基金，<http://old.minfin.ru/en/nationalwealthfund/statistics/balances/>

注：2012 年第三季度至 2014 年第二季度投资额为 0，因此在图中略去。

如图4所示,国家福利基金的投资主要集中于2008年,这是因为国家福利基金的资金从2008年至2009年增长迅速(如图2所示)。储备基金从2013年第二季度开始便没有用于投资,而国家福利基金于2014年、2015年都进行了投资,部分原因是这两年国家福利基金的总额高于储备基金,有更多的闲置基金用于投资进而获取收益。

(二) 社会绩效评价

从基金的使用情况来看,俄罗斯主权财富基金对俄罗斯经济的平稳发展起到了积极作用。从2004年到2008年,稳定基金的支出主要用于偿还国际货币基金组织债务以及巴黎俱乐部债权国外债,此外,基金的一部分还用于为组建发展银行和对外经济银行注资、弥补联邦养老基金赤字等。提前偿还外债不仅为俄罗斯节约了偿付外债利息的额度支出(到2009年,此项支出从2005年占GDP的1%下降到占GDP的0.5%,到2020年,可以节约利息支出约120亿美元)^①,而且提升了俄罗斯在国际金融组织中的地位。

1. 对冲过剩的流动性

1994年以前,俄罗斯倾向于运用发行货币的方式解决资金不足的问题,但是,货币发行量过大以及实行价格自由化改革,导致了通货膨胀的恶性发展,1992年上半年,通货膨胀率已经高达245.3%^②。2000年以来,俄罗斯通胀率逐年下降,但是,直到2008年金融危机前,由于国际油价高涨,石油美元大量流入,经常账户国际收支快速增长,俄罗斯通货膨胀率基本维持在两位数的水平(2006年除外)。近两年,通胀率虽然下降到一位数,但这是在金融危机背景下,即总需求下降的背景下实现的^③。以克里米亚事件为由,以美国为首的西方国家对俄罗斯实施了多轮次多领域的制裁,恰逢国际油价暴跌引发卢布急剧贬值,俄罗斯国内通货膨胀高企,2015年俄罗斯通货膨胀率为12.91%,为2008年通货膨胀率13.3%之后的最高水平^④。

控制通胀水平也一直是俄罗斯政府关注的重要问题。2004年俄罗斯主权财富基金建立以来,基金规模不断扩大,增强了其帮助政府抵御经济风险的能力,基金为对冲过剩的流动性、控制通货膨胀发挥了独特的作用。一是为控制通胀和

① 数据来源:国家商务部网站, <http://www.mofcom.gov.cn/>

② 李中海:《俄罗斯外债:经济增长背景下的隐忧》,载《东欧中亚研究》2002年第4期。

③ 李中海:《俄罗斯通货膨胀及通胀目标制实施前景分析》,载《俄罗斯学刊》2012年第1期。

④ 张红侠:《制裁与反制裁:俄罗斯经济困局及脱困之路》,载《俄罗斯东欧中亚研究》2016年第6期。

调控卢布汇率，财政部规定基金由多种货币组成，多元化的币种构成及比例与俄罗斯外贸收入币种构成及比例相似，有利于央行操作外汇业务；二是基金通过吸收超额外汇资产的方式，使部分俄出口外汇进入基金账户，没有进入到货币流通领域，起到了消化货币过剩流动性的作用^①。

2. 弥补养老金缺口

俄罗斯主权财富基金主要目的是避免石油价格下跌带来的负面冲击，有效地发挥平抑经济波动、减缓经济衰退、加速经济复苏、保障国家预算平衡和防范财政危机的积极作用，履行“安全气囊”的设立初衷。在基金总额大于所需时，俄罗斯政府将基金用于弥补养老金缺口。

苏联解体后，俄罗斯开始全面私有化，卢布汇率急剧下跌，通胀严重，百姓生活苦不堪言。由于政治、经济制度的变化，俄罗斯养老金制度经历了三个阶段的变革^②：第一，1992年，俄罗斯政府建立了非国家退休养老基金制度，形成了除国家退休养老基金外的第二形式退休养老基金，即储蓄式养老基金的基础；第二，2002年，俄罗斯退休养老基金体制改革进入第二阶段，形成了俄罗斯储蓄式退休养老基金制度，并通过了劳动退休养老基金法、强制退休养老基金保险法等四部法律；第三，从2010年1月1日起，俄罗斯对养老金保障制度又进行了新一轮的改革，使养老金收入由依靠税收收入向依靠保险收入转变。

虽然俄罗斯在转型过程中比较重视养老保险制度的改革，并不断提高养老金水平，但是俄罗斯养老保障制度仍存在不少的问题，主要有以下几方面：一是俄罗斯联邦财政面临巨大压力，采取诸如提高养老保险费率等政策来减轻国家负担无济于事；二是在相当一个时期内难以解决国内一些矛盾，如一方面养老基金占GDP的比重日益提高，另一方面平均退休金占平均工资的比率不高，使得国家财政压力增大，同时使得退休人员因养老金低对政府不满；三是俄罗斯面临严重的社会老龄化问题。据俄罗斯养老基金会数据^③，2011年俄罗斯退休人员首次突破4000万，2012年年底退休人数在原有基础上又增加了50万，这不仅加大了俄罗斯完善养老保障制度的难度，亦是俄罗斯经济与社会发展面临的一大挑战。

^① 李中海：《论俄罗斯货币信贷政策及影响》，载《俄罗斯中亚东欧研究》2007年第4期。

^② 苏联解体后，俄罗斯因政治、经济制度的变化，最终形成了现行的俄罗斯三位一体养老基金的基本架构，即国家退休养老基金制度、劳动退休养老基金制度和非国家退休养老基金制度。

^③ 数据来源：俄罗斯养老基金会，<http://www.rfbr.ru/rffi/ru/>

表 4 俄罗斯主权财富基金补贴养老金支出 (单位: 亿卢布)

日期	支出总额
2010. 04. 29	25
2011. 04. 27	34
2012. 04. 25	38
2013. 04. 18	57
2013. 07. 08	2
2014. 04. 25	93
2014. 07. 24	30
2015. 04. 24	94
2016. 04. 22	67

数据来源: 俄罗斯财政部, <http://old.minfin.ru/en/>

俄罗斯人口普查数据显示, 2002 年俄罗斯超过劳动适龄阶段的人口占国民总数的比例为 21%, 2010 年上升到 22%, 2013 年已经接近 28%, 俄罗斯 27% 的人口是靠养老金来养活的^①。2016 年 5 月下旬, 俄罗斯总统普京签署了名为《关于对俄联邦某些法律中特定类别公民退休年龄的修改》的法案, 计划在一定时期内将男性退休年龄推迟到 65 岁, 女性退休年龄推迟到 63 岁。虽然延迟退休年龄可以节省俄罗斯联邦预算, 但可能需要一个较长的过渡时间才能使这项措施发挥效用。因此, 政府考虑使用主权财富基金用于弥补养老金收支缺口。2005 年 12 月 22 日, 稳定基金拿出 300 亿卢布用于补贴养老金赤字。2008 年基金拆分后, 俄罗斯主权财富基金用于补贴养老金缺口的作用更加凸显。如表 4 所示, 近年来, 俄罗斯主权财富基金用于补贴养老金的额度呈增长趋势。俄罗斯主权财富基金用于养老金的金额逐年增加, 主权财富基金在弥补养老金缺口, 实现国民财富的代际转移方面做出了突出贡献。

3. 协助财政提前偿还外债

外债作为资本原始积累强有力的手段, 对弥补投融资缺口, 打破因资本不足造成的经济发展中的恶性循环具有不可否认的积极意义。但是, 外债作为一种生息资本, 到期还本付息是借入外债的基本条件, 俄罗斯由于举债过多, 管理不

^① 数据来源: 俄罗斯国家统计局, <http://www.gks.ru/>

当，尤其是投资去向不合理，使外债沉淀成了总成本的一部分^①。1991 年苏联解体后，俄罗斯政府继承了苏联的政治遗产，同时承担了偿还苏联遗留债务的义务。截至 1991 年 12 月，俄罗斯需偿还苏联遗留债务总计为 649 亿美元，大约三分之二的份额需要在 1992 ~ 1995 年间偿还。后因俄罗斯经济形势恶化，无力偿还，俄罗斯暂时停止偿还苏联外债。独立后，俄罗斯又举借了大笔新债。俄罗斯新借外债余额从 1993 年的 9 亿美元激增到 1998 年的 550 亿美元，增加了 60 多倍，特别是 1998 年，一年内增长了 66%^②。随着经济复苏、国际原油价格上涨，俄罗斯开始利用主权财富基金来偿还巨额的外债，不仅降低了俄罗斯的外债负担，还节省了巨额的利息支出（如表 5 所示）。

从表 5 可看出，俄罗斯利用主权财富基金偿还外债主要集中在 2008 年金融危机爆发前期，通过有序的债务偿还，俄罗斯主权债务规模不断缩小。值得注意的是，危机前，俄罗斯总体债务额并没有显著减少，而是呈现出主权债务占比不断下降，公司债务占比上升的趋势。

表 5 俄罗斯主权财富基金用于偿还外债支出（单位：亿卢布）

日期	支出总额
2005. 01. 31	934
2005. 06. 30	4 300
2005. 12. 30	1 238
2006. 08. 15	6 167
2007. 02. 16	120
2007. 08. 16	0
2007. 08. 17	21
2007. 10. 03	88
2007. 10. 31	115

数据来源：俄罗斯财政部，<http://old.minfin.ru/en/>。

2017 年 2 月 17 日，据俄罗斯《消息报》援引俄罗斯财政部的消息称，2017

① 李中海：《俄罗斯外债：经济增长背景下的隐忧》。

② 同上。

年年底前，俄罗斯将彻底偿还苏联时期遗留的最后一笔数额为 5 123 亿卢布的债务^①。虽然苏联时期的旧债即将偿还完成，但是，由于乌克兰危机和克里米亚问题，西方在经济上制裁俄罗斯给卢布汇率带来了沉重打击，也给俄罗斯带来了新的外债负担。2015 年和 2016 年俄罗斯需要偿还外债的金额为 2 277 亿美元，俄官方媒体报道主权财富基金于 2019 年年底即将用完，这一预测也是基于基金将用于偿还债务和补贴财政赤字。

4. 弥补财政赤字

2009 年，俄罗斯面临油价低位徘徊、资本外流、工业产值大减、投资出现两位数降幅，这表明俄罗斯经济陷入十年来最为严重的危机中，使得政府面临着严重的财政赤字。

如图 5 所示，俄罗斯主权财富基金于 2009 年和 2010 年弥补财政赤字的支出金额较大，这是因为受到 2008 年国际金融危机的影响。俄罗斯政府积极救市，支持实体经济，向银行和企业注资，帮助其渡过难关。俄罗斯采取反危机的种种措施虽然有利于俄罗斯渡过危机，但是却增加了俄罗斯政府的财政负担，财政赤字加剧。因此，俄罗斯于 2009 年和 2010 年将大笔的主权财富基金用于弥补财政赤字，稳定了国内经济形势，减小由于财政赤字带来的“挤出效应”的影响，降低通货膨胀的压力，有利于俄罗斯更好地走出国际金融危机的负面影响。

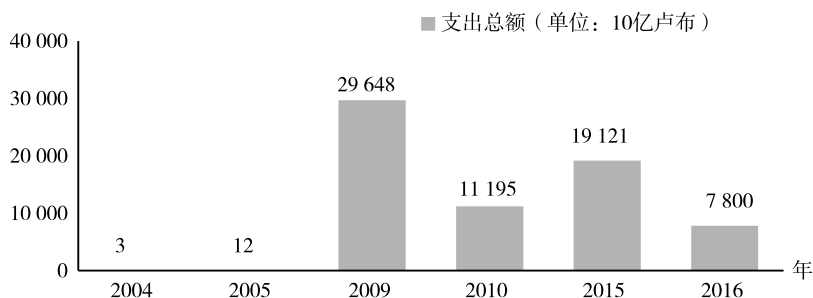


图 5 主权财富基金弥补财政赤字支出额 (2004 ~ 2016)

数据来源：俄罗斯财政部，<http://old.minfin.ru/en/>

注：2006 年至 2008 年、2011 年至 2014 年支出总额为 0，因此在图中略去。

^① 崔铮：《俄罗斯清偿苏联债务的警示》，和讯财经，2017-02-22，<http://news.hexun.com/2017-02-22/188242301.html>

四 西方经济制裁带来的挑战

2016 年 5 月 6 日，俄罗斯经济发展部发布宏观经济预测，预计到 2019 年年底俄罗斯最主要的主权财富基金——国家福利基金和储备基金或将用完。报告称，由于石油出口收入锐减，俄罗斯于 2016 年动用大量基金资产补贴财政赤字，并从 2017 年开始，将动用国家福利基金平衡联邦预算，这一现象说明俄罗斯财政将面临巨大缺口。

俄罗斯经济发展部宏观经济预测报告指出，俄罗斯主权财富基金消耗殆尽的前提是美国和欧盟继续对俄罗斯实施制裁，俄罗斯仍然在地缘政治不稳定的情况下发展，由此俄罗斯企业从世界市场获取资金将受到严格限制。自稳定基金成立以来，随着俄罗斯出口的原油及其他原材料价格飙升，俄罗斯经济强劲复苏，不仅偿还了外债，还利用储备资产进行对外投资，以期实现更高收益。欧美领导人也越来越担心俄罗斯政府可能会利用市场力量，发挥金融杠杆的作用来实现政治目的。如 2006 年 1 月，当时俄罗斯政府掌控的天然气巨头俄罗斯天然气工业公司与乌克兰新上台的亲西方政府在价格上产生争端，因此暂时缩减了对乌克兰的天然气供应。这一举措令隆冬之际对欧洲的天然气出口陷入中断，令人们更加担忧俄罗斯政府是在利用其庞大的能源资源作为政治杠杆。

西方经济制裁对俄罗斯经济造成了巨大的影响：一是制裁改变了俄罗斯企业和投资者的中期风险评估，使得大部分俄罗斯企业难以获得中期贷款，企业融资压力变大，俄罗斯央行不得不出手救助，导致贷款利率上升，融资成本提高；二是西方国家采取金融手段打击卢布汇率，影响了俄罗斯企业以及在俄罗斯投资的外资企业，导致俄罗斯境内的跨境资本外流，经济失去活力；三是随着金融制裁时间延长，轻工业产品进口短缺，导致俄罗斯国内通货膨胀率不断提高，从而影响到民生，进而可能引发社会动荡，使民众对普京的执政能力产生怀疑，这可能是西方国家制裁俄罗斯的终极目标^①；四是在收回克里米亚后，俄罗斯为了进一步稳固克里米亚大多数居民对俄罗斯的归属感，普京宣布给入俄后的克里米亚居民大幅提高工资和退休金，并许诺进行大量的基础建设投资来改善环境，这将给俄罗斯的财政和经济带来巨大的压力。

^① 张红侠：《制裁与反制裁：俄罗斯经济困局及脱困之路》。

主权财富基金有其特有的“双重属性”：一方面，基金是市场化的主体，建立的初衷是使外汇储备资产多元化，获取投资收益；另一方面，各国主权财富基金在制定投资目标时，都会受到国家战略政策的影响，为实现国内经济发展战略目标服务。《圣地亚哥原则》要求各基金提高透明度，但完全的信息公开还需要一个过程，要求主权财富基金完全透明化是不合理的，但是，把信息披露控制在一定的“度”内对消除关于主权财富基金运作的误解具有非常重要的作用。俄罗斯主权财富基金的透明度还不高，因此，欧美国家有理由认为俄罗斯主权基金对外投资活动有一定的政治目的，从而对其实施经济制裁。目前，俄罗斯主权财富基金明智的做法是效仿全球最大的主权财富基金挪威政府养老基金的模式，提高基金的透明度，减少西方国家对俄实施经济制裁的理由。

结 论

在不同的历史时期，俄罗斯主权财富基金对稳定社会 and 经济发展都起到了重要的作用。设立之初，稳定基金主要用于平衡财政预算，另一部分资产用于偿还外债以及对外投资，避免了巨额的债务利息支出。2008年，稳定基金一拆为二，储备基金履行稳定基金平衡财政预算的职责，国家福利基金主要用于弥补养老金赤字，二者各司其职，有效地促进了俄罗斯经济发展。自建立以来，俄罗斯主权财富基金不仅在投资领域取得了较好的收益，还发挥了其社会功能，如对冲过剩的流动性、弥补养老金缺口、抵制西方经济制裁的影响以及弥补财政赤字，推动俄罗斯走出国际金融危机，促使经济稳定向上发展，并提高了俄罗斯在国际金融组织中的地位。因此，俄罗斯主权财富基金的社会绩效是值得肯定的。但是，目前俄罗斯财政面临巨大缺口，俄罗斯主权财富基金在积极补贴财政赤字的同时也面临资金来源枯竭的问题。如何通过多元化的投资提高基金收益，如何通过提高透明度降低西方国家的猜疑，俄罗斯主权财富基金任重道远。

(责任编辑 张红侠)