

智利的资源稳定型基金： 经验、教训及对中国的启示

· 李志传

内容提要 自20世纪80年代以来，智利先后建立了铜稳定基金和燃油价格稳定基金。这些资源稳定型基金在多年运行中积累了一些经验和教训。智利资源稳定型基金的重要借鉴意义在于及时将不可再生资源转化为不断增长的财政资产，并通过有效的管理使社会财富保值增值，推动宏观经济持续稳定增长和提高民众的福利水平。中国应借鉴智利的做法，尽快建立资源稳定型基金，主动将过度积累的外汇储备转化为资源储备，保证经济增长的长期需求。

关键词 智利 铜稳定基金 燃油价格稳定基金 资源稳定型基金

当一个国家通过出口不可再生的资源（石油、天然气或一些矿产资源）获得巨额的收益或通过其他对外贸易出现财政盈余和外贸盈余时，决策者就面临两个问题：一是权衡多少应在当前支出、多少应为后代储蓄；二是如何调整政府支出，以缓解资源价格波动对国内宏观经济造成的冲击。基于这种考虑，一些国家就通过储蓄或成立稳定基金来实现长期的均衡^①。自20世纪80年代以来，智利建立了自己的资源稳定型基金，包括铜稳定基金和燃油价格稳定基金。经过多年的运行，取得了一定成效，也积累了一些基金管理的经验和教训。中国正面临外汇储备过度积累的问题并积极寻求外汇储备转化途径，智利这种居安思危、主动建立资源稳定型基金的做法对于中国具有重要的借鉴意义。

一 铜稳定基金

智利是世界上铜矿资源最丰富的国家，已探明的铜蕴藏量超过2亿吨，约占世界储藏量的1/3。智利属于比较典型的资源型财政国家，其铜矿生产和出口位居世界前列，铜业出口和税收在智利经济中占有重要的地位，铜出口占智利出口产品总额的一半以上。20世纪六七十年代，智利铜业及相关产业的产值占GDP的比重接近7%，80年代平均达到7.7%，90年代有所下降，但近年来这一比重又再度上升到8%。长期以来，铜出口收入是智利政府预算收入的重要来源，如2006年来自铜业的

税收占政府财政收入的22.1%。^②正因为经济对铜业高度依赖，国际铜价的波动经常对智利的通货稳定、财政收入乃至宏观经济造成冲击。为了减轻经济的不稳定性，智利政府作出了种种努力，建立铜稳定基金就是重要政策之一。

智利的铜稳定基金建立于1985年，属于利用商品出口收入创建的主权财富基金。建立铜稳定基金有两个目的：一是为了稳定汇率和财政收入，减少铜价波动对宏观经济的冲击；二是为了摆脱“荷兰病”的困扰。与其他资源出口国家一样，资源出口价格的上涨导致智利外汇储备过快增长，给本币带来了升值压力，影响了其他产品的出口和整个经济增长。从智利的国情来看，铜稳定基金建立的主要目的是稳定财政收入和宏观经济。

智利铜稳定基金由中央银行管理，基金的来源主要是国有铜业公司的出口收入，这也是智利国际储备的主要来源。铜稳定基金的存储和支出基于一个预估的长期铜价，这个基准价格每年由政府部门制定。基准铜价的计算方式和决定程序都不公开透明。基金的存储数量取决于基准价格和实际价格的差额。具体缴存额度如下：国有铜业公司的实际价格高于基准价格的范围在0.04美元/磅之内，不必缴存基金；如果价格超过的范围在0.04~0.1美元/磅之内，则超出0.04美元的部分按照50%的标

^① Ugo Fasano, "Review of Experience with Oil Stabilization and Savings Funds in Selected Countries", *IMF Working Paper*, No. WP/00/12, June, 2000.

^② Jose de Gregorio, "Copper Price and the Chilean Economy", Central Bank of Chile, March 26, 2007. <http://www.bcentral.cl/jdegrego/pdf/jdg26032007.pdf>

收稿日期：2009-09-17

作者简介：李志传，男，2006年在山东大学获经济学硕士学位。现为中国社会科学院研究生院世界经济与政治系博士研究生。（中国社会科学院研究生院，北京 100102）

准缴纳；如果超过的范围高于0.1美元/磅，则在前缴存的基础上，超出0.1美元的部分再按照100%的额度缴存。这样，实际价格高于基准价格的差额越大，缴存的数量越多。当实际价格低于基准价格时，由政府从基金中支出，基金支出与缴存的规则相反^①。

铜稳定基金建立以来，在合理的财政政策运行下取得了较好的效果。从1988年到1997年近10年间，智利中央政府财政一直保持盈余。不但预算支出不再过多地受财政收入的约束，而且基金迅速积累，尤其是在80年代后半期以后铜价大幅上涨阶段。1997年基金积累达到39亿美元，相当于智利GDP的5%。此后数年，智利政府从中支出9亿美元来补贴铜业预算的下降和其他的目的。近年来，在全球经济增长和美元走软的影响下，资源类原料和产品价格大幅上升，给以矿产品出口为主的智利带来了丰厚的收入。随着规模的扩大，基金在宏观经济领域所发挥的作用也越来越大。早在20世纪80年代后期，铜稳定基金就曾代为清偿外国政府对智利中央银行的债务；2000年前后又给燃油价格稳定基金提供贷款以帮助稳定国内油价。

在基金收益提高和管理经验积累的基础上，智利成功地将铜稳定基金转化为社会福利基金。2006年9月27日，巴切莱特总统签署了《财政责任法》。根据这一法令，智利又建立了两只新的主权财富基金。一是养老储备基金（PRF）。智利政府一次性注入6亿美元作为启动资金，并根据每年的预算盈余情况将GDP的0.2%~0.5%注入这一基金。养老储备基金属于储蓄型基金，其主要目的是为不断增加的养老金债务提供储备资金，实现社会财富的代际转移。二是经济和社会稳定基金（ESSF）。这一基金建立于2007年，它取代了铜稳定基金。智利政府一次性注入约50亿美元作为启动资金，并每年将相当于GDP1%的预算盈余注入这一基金。经济和社会稳定基金不仅具有原来铜稳定基金的功能，而且更注重宏观经济稳定的目标，主要用来补偿由于铜价下跌或经济增长放慢而造成的财政亏空，并为教育、公共卫生、养老保障、住房等社会支出计划提供储备资金。《财政责任法》规定，在政府财政出现亏空时，由经济和社会稳定基金向养老储备基金注资。

二 燃油价格稳定基金

智利虽然矿产资源丰富，但能源却非常匮乏，

是拉美地区的能源净进口国。智利对进口石油依赖程度很高，原油进口比重高达90%以上，石油进口额超过GDP的5%。国家石油公司（ENAP）是智利国内唯一的石油提炼企业。

2005年8~9月，一系列飓风摧毁了墨西哥湾沿岸的大量油井，国际原油价格在此后一年中上涨了约30%。为应对国际市场油价上涨，减轻对国内消费者产生的不利影响，智利政府建立了燃油价格稳定基金。基金初期启动资金为1000万美元，全部来自铜稳定基金的预算，半年内基金规模增加到2180万美元。智利的燃油价格稳定基金实质上是一种价格干预基金，其设计初衷就是稳定市场价格，减少价格波动对消费和宏观经济的不利冲击。

与铜稳定基金不同，智利的燃油价格稳定基金主要来自国家石油公司的特别税收。在实际操作中，该基金首先确定一个参考价格，参考价格根据西德克萨斯原油基准价加上提炼成本和必要的税收来确定，并允许国内的价格与参考价格有5%的偏离。一旦价格偏离超过5%，政府就将通过税收或补贴进行干预。如果国内的燃油价格超过参考价格5%，该基金将补贴国有石油公司，以缓解油价上涨；如果燃油价格低于参考价格5%，该基金将通过向消费者征税的方式回笼资金。如果国际原油价格上涨或下跌幅度过大，则相应调整参考价格。^②

燃油价格稳定基金的运行和增长基于这样一种假设：进口平价保持在基准价格以下并在设定的区间内波动，而不能超过设定区间的上限。在这种情况下，政府就可以通过不断增加的税收充实基金。但燃油价格稳定基金建立以来，国际原油价格始终在高位运行，该基金也因此一直处于入不敷出的状态。2008年初以来，智利财政部已先后两次紧急注资，第一次注资金额为2亿美元，第二次注资达10亿美元。

铜稳定基金和燃油价格稳定基金都属于资源稳定基金，采取财政部和中央银行相结合的管理模式。财政部代表政府享有基金的所有权，但将全部或部分的基金运作委托给中央银行负责实施，以此保证国家对主权财富的绝对控制。铜稳定基金和燃油价格稳定基金的投资决策都由财政部下属的“金融咨询委员会”负责。投资方向主要是信用等

^① Ugo Fasano, "Review of Experience with Oil Stabilization and Savings Funds in Selected Countries", *IMF Working Paper*, No. WP/00/12, June 2000.

^② "How an Oil Stabilization Fund Becomes a Tax?" *Temas Publicos*, No. 763, March 24, 2006.

级较高的固定收益类投资工具，包括以本币和外币计价的银行存款、政府债券以及金融机构债券，此外基金还少量地投资权益类资产，包括境内外公司发行的债券、投资基金以及国外股权类投资工具，但并不涉及国内股权类投资产品。^①

三 基金运行效果评价

从运行效果来看，铜稳定基金的运行和管理基本上是成功的。据智利财政部提交的一份报告，尽管2008年金融危机引起了全球经济的巨大波动，但由铜稳定基金转化而来的经济和社会稳定基金以及养老储备基金都取得了最好收益。至2008年底，经济和社会稳定基金总额已达202.11亿美元，比2007年建立时增加了61.78亿美元，其中投资所得11.78亿美元，增资50亿美元。至2008年底养老储备基金总值达到25.07亿美元，比2007年底的市值增加了10.4亿美元。^②

铜稳定基金取得成功的原因主要有以下4点。一是以“金砖四国”为代表的新兴市场国家经济持续高速增长，国际市场的需求结构发生了根本性变化，这种变化使得以出口矿产品为主的智利获得了巨大的收益。例如，中国已经成为智利在全球的第二大贸易伙伴和最大的铜进口国，每年从智利进口额的90%都是铜和矿石。二是近几年来美元疲软，以美元计价的能源、矿产资源价格大幅上涨。受以上两个因素的影响，从2003年到2008年上半年铜价大幅度上升。需求增加和价格上涨不仅使智利铜出口企业获得了丰厚的利润，而且为铜稳定基金提供了充足的资金来源。三是智利铜产量占世界铜产量的1/3以上，在一定程度上具有影响国际铜价的能力。四是经济和社会稳定基金和养老储备基金的建立，将资源出口收益转化为社会福利基金，使得民众能够从中获益，因而获得了广泛的支持。

燃油价格稳定基金的运行效果不如铜稳定基金，其原因有3个方面。一是设立基金控制燃油价格的出发点不符合实际。智利是一个小国，并没有影响国际石油市场的能力，只能是市场价格的被动接受者。智利作为能源进口国，石油价格较低时容易操作，一旦价格连续上涨，基金运行便难以为继。二是智利国内的石油市场结构也不利于基金的运行。由于国内成品油市场高度垄断，最终的销售价格是进口成本的2倍多（还不包括燃油价格稳定基金税），原油进口后增加的可变税收、不变税收和企业利润，全部转嫁到消费者身上。前些年国

际市场油价上涨，燃油价格稳定基金事实上已成为政府对国有企业的一种补贴。以这种形式发放补贴既不能保证受油价上涨影响最严重的人从中获益，也不利于抑制燃油消费的过快增长。2008年6月，柴油价格的上涨和政府拒绝降低柴油税还引发了全国卡车司机的罢工。三是基金的规模比较小，在市场行情发生较大变化时便捉襟见肘，难以操作。

虽然智利资源稳定型基金的建立极大地改善了智利的财政状况，但是并没有改变财政收入对矿产资源的出口依赖和对能源的进口依赖，这是智利经济所存在的主要问题。2008年，矿产出口额占出口总额的比重将近60%，铜出口额占出口总额将近50%。由于对外依存度高，国际市场的波动经常对智利宏观经济造成冲击，例如次贷危机导致2009年上半年智利铜出口额同比下降50.5%。

四 对中国建立资源稳定型基金的启示

智利等国的资源稳定型基金大多是这些国家将自然资源出口收入通过特定税收与预算分配机制，将部分公共财富由政府控制与支配所形成的。从已有的资源稳定型基金的运行效果看，既有成功的经验，也有失败的教训。尤其是在金融危机中，即使是投资低风险资产的资源稳定型基金也受到了较大的损失。尽管资源稳定型基金并不能完全规避系统风险，但如果管理得当，资源稳定型基金能够在一定程度上减轻国际市场波动的冲击和维持宏观经济的稳定。智利资源稳定型基金的重要借鉴意义不在于收益的多少，而在于及时将不可再生资源转化为不断增长的财政资产，使社会财富保值增值，推动宏观经济持续稳定增长，提高民众的福利水平。

智利建立资源稳定型基金的做法无疑具有一定的积极意义。尽管中国和智利国情不同，但中国经济也面临着外汇储备过度积累、资源和能源安全日益突出的问题。一方面，外汇储备过快增长带来了一系列问题。2009年上半年，中国外汇储备突破2万亿美元，而美国财政赤字和国债的膨胀导致美元贬值的风险加大，中国的外汇储备面临缩水的危险。另一方面，在中国经济高速增长的同时，资源安全问题也日渐突出，中国对石油和铁矿石进口的依存

^① 房连泉：《建立国家主权养老基金——来自智利的经验启示》，载《拉丁美洲研究》，2008年，第5期。

^② 《2008年智利主权基金利润良好》。http://finance.sina.com.cn/roll/20090207/14442661709.shtml

度已超过50%。国际资源价格波动经常对国内价格和宏观经济造成冲击,因此中国必须加快外汇储备的转化,突破资源约束,保持宏观经济稳定增长。

(一) 尽快建立中国的资源稳定型基金

设立资源稳定型基金,意味着中国不必集中地长期持有处于贬值趋势的美元资产,可以主动将部分外汇储备转换成资源储备,规避汇率波动的风险。对外,中国可以集中力量主动地影响和适应国际市场的变化,减少企业在国际市场行情波动时的盲目行为;对内,可以在继续推进市场体制改革的基础上,稳定资源供应,降低国际市场波动对实体经济的冲击。从目前的情况看,石油稳定基金的建立最为迫切。作为一个石油消费大国,中国必须根据本国的国情和所要追求的短期和长期目标,尽快建立石油稳定基金。但由于国情不同,国际上已经建立的石油稳定基金的经验并不适用于中国。虽然智利也是一个高度依赖国际市场的石油进口国,但其经济规模、在国际石油市场上的影响远不能与中国相比。因此,中国要建立石油稳定基金,必须根据本国的国情进行合理设计。石油稳定基金建立并取得管理经验后,可以根据需要,陆续建立其他类型的资源稳定型基金,将更多的外汇储备转化为资源储备,保证经济发展的长期需求。

(二) 资源稳定型基金的目标和资金来源

智利的燃油价格稳定基金之所以一直处于入不敷出的状态,主要原因在于该基金所确定的干预市场价格的目标超出其能力。因此,中国建立资源稳定型基金的短期目标应当是主动调整外汇储备结构,将部分外汇储备尽快转化为资源储备;长期目标是在追求投资收益的同时,通过扶持国内的企业控制国外的资源或资产以保证国内的资源供应,提高在国际市场上的影响力。为便于管理,中国的资源稳定型基金可先由外汇储备出资,或由外汇储备和相关企业共同出资。尽管中国的外汇储备规模庞大,但去掉其中的中长期国债和机构债、部分实物资产和满足正常支付所需要的储备,现金和能够即时变现的资产并不多。因此,资源稳定型基金的规模须适度。运行一段时间后,根据运行效果再决定是否扩大规模。如果增资,可以借鉴智利的经验从两个渠道筹集资金:一是相关企业的部分超额利润;二是资源稳定型基金本身的投资收益。

(三) 相应推进国内的市场化改革

智利的资源稳定型基金在有些方面运行效果不很理想,其原因除了近年来国际铜价和石油价格波

动以外,还与国内高度垄断的市场结构密切相关。智利铜矿出口和石油进口都掌握在少数几个大的国有企业手里,垄断的初衷本来是保证资源安全,但在国际市场价格剧烈波动时,这种市场结构的弊端便暴露出来。由于垄断利润丰厚,垄断企业缺乏主动适应国际市场变化和推动国内市场结构改革的动力,国际市场价格的大幅波动经常对其造成巨大损失,而这些损失往往被转移给消费者。因此,中国在建资源稳定型基金的同时,应积极推进相关行业的市场化改革,通过促进竞争改变扭曲的价格形成机制,使价格正确反映资源的稀缺程度、国内国际市场的供求关系和环境污染的成本,优化资源配置。

(四) 资源稳定型基金的投资方向

智利的资源稳定型基金与其他国家的主权财富基金一样,主要投资国外低风险的资产和债券。中国的资源稳定型基金建立后,既可以参股国外的资源和能源公司,也可以投资国外优质的资产,还可以投资收益比较稳定的股票和债券。为控制风险,应尽量避免金融投机领域。尽管一些发达国家对来自其他国家的主权财富基金十分警觉,并为其并购或参股国内战略性行业设置了重重障碍,但在经济危机的冲击下这些限制已有所松动,而且在经济危机中,有的国家股票和一些优质资产出现超跌,也为中国的资源稳定型基金提供了入市的良机。此外,资源稳定型基金还可以通过贷款换资源等方式,为一些在经济危机中陷入困境的国家和企业提供贷款,稳定资源供应。

主要参考文献

1. "Fuel Price Stabilization Fund: A Wrong Solution", *Public Affairs*, No. 872, June 6, 2008.
2. "How an Oil Stabilization Fund Becomes a Tax?" *Temas Publicos*, No. 763, March 24, 2006.
3. Jose de Gregorio, *Copper Price and the Chilean Economy*, Central Bank of Chile, March 26, 2007.
4. Ugo Fasano, "Review of Experience with Oil Stabilization and Savings Funds in Selected Countries", *IMF Working Paper*, No. WP/00/12, June 2000.
5. 房连泉:《建立国家主权养老金——来自智利的经验启示》,载《拉丁美洲研究》,2008年第5期。
6. 傅志华:《资源型财政及其预算稳定基金:国际经验与启示》,载《财政研究》,2005年第9期。
7. 叶文雄:《外汇储备转化的国际经验》,载《中国经贸导刊》,2007年第13期。

(责任编辑 黄念)