

中国能源公司的全球化：

国家融资的作用



Bo Kong

Kevin P. Gallagher



Global Economic
Governance Initiative

全球经济治理倡议项目 (GEGI) 是由美国波士顿大学 Frederick S. Pardee 全球研究学院、Frederick S. Pardee 长期远景研究中心以及金融、法律和政策中心联合开展的研究项目。GEGI 项目始于 2008 年，致力于金融稳定性、人类发展和环境保护治理方面的先进政策研究和知识开发工作。

作者简介

Bo Kong 是波士顿大学全球经济治理倡议项目客座教职研究员、康菲石油中国与亚洲研究教授，以及俄克拉何马大学国际研究学院助理教授。他也是约翰·霍普金斯大学高级国际研究学院外交政策研究所高级研究员、美国战略与国际研究中心能源和国家安全计划高级研究员、收入观察研究所 (Revenue Watch) 咨询委员会成员、马来西亚国民大学期刊——JEBAT: 马来西亚历史、政治和战略研究期刊国际编辑委员会成员，以及 ChinaFAQs 专家小组成员。

Kevin P. Gallagher 是波士顿大学弗雷德里克·帕迪全球研究学院全球发展政策教授和全球经济治理倡议项目联合主任。他最近出版的著作有：《中国三角：拉美的中国热潮以及华盛顿共识的命运》(*The China Triangle: Latin America's China Boom and the Fate of the Washington Consensus*) 以及《资本管理：新兴市场与跨境金融的重新管制》(*Ruling Capital: Emerging Markets and the Reregulation of Cross-border Finance*)。他还担任美国国务院和国家环境保护局，以及联合国贸易和发展会议的顾问。Gallagher 也是约翰·霍普金斯大学高级国际研究学院、弗莱彻法律与外交学院、墨西哥的墨西哥学院、中国清华大学，以及阿根廷国家与社会中心的客座/兼职教授。

目录

摘要	1
1. 导言	2
2. 中国能源足迹的全球化	3
3. 资本市场的作用	6
4. 国家在统一金融与能源行业方面发挥的作用	10
5. 财政预算的作用	12
6. 国有商业银行的作用	15
7. 政策性银行的作用	16
8. 案例研究：中国国家开发银行的作用	18
8.1 中国国家开发银行自何处获得资金来源？	18
8.2 中国国家开发银行如何资助中国的全球能源扩张？	21
9. 结论	23

摘要

本研究调查了中国在多大程度上推动了中国能源公司的全球化。仅十年多的时间，中国能源公司已通过贸易、对外直接投资或开发银行贷款迅速成为全球家喻户晓的名字。按出口计算，中国最大的部门是石油、光伏和煤炭，但在外国投资方面，绝大部分中国能源公司都集中在石油和天然气部门。尽管中国能源公司正越来越多地利用国内和全球资本市场，但我们发现国家融资一直是中国能源公司全球化的主要驱动力，其中中国国家开发银行和中国进出口银行在中国的全球性石油和天然气公司全球化中发挥了牵头作用。在得出这些结论的同时，我们解释了中国金融体系的动态及其如何支持中国能源公司的全球化。

1. 导言

本研究的目的是了解中国向全球能源市场的扩张。除了从全球各地进口的能源大宗商品数量不断攀升之外，过去15年在两个方面越来越多的证据表明中国的能源足迹在不断扩大。首先，与传统观念不同，中国已通过贸易日益成为全球各国的主要能源产品与服务提供商，尤其是在水电、光伏、风力涡轮机、能效技术、电池，以及热电厂方面。其次，中国正成为全球能源市场上绿地投资与并购两方面的主要资本提供者。

但与全球许多经济体不同的是，在中国能源部门中，国家仍发挥着主导作用。国家占据主导地位的结果是：中国近期在全球能源市场的扩张主要由活跃于能源领域的国有企业牵头。鉴于这一扩张的速度快、规模大（这将在本研究中有所记录），因此不出意外不仅引发了许多人的想象，还催生了对见证中国能源公司活动的国家的国家安全和治理影响的大量讨论。¹

尽管对中国成为全球能源参与者的兴趣日益浓厚，但这方面的文献却存在明显缺口。除了极少数侧重拉丁美洲和非洲等特定地区的研究之外，²迄今鲜有文献涉及中国如何为其日益全球化的能源足迹供资。在调查中国参与全球能源市场融资问题的极少数研究中，几乎没有一项研究详细分析了中国如何利用金融体系支持中国能源公司的全球扩张，什么决定了特定融资工具的选择，以及中国为其全球行动融资的方式产生的广泛的政策影响。

我们希望通过本研究填补这一空白，并初步尝试全面评估中国如何将能源体系与金融体系相结合以支持中国能源公司在全球能源市场的扩张。我们讨论了三个主要判断。第一，尽管资本市场越来越便于和有助于满足中国公司更广泛的融资需求，但在为中国能源公司的全球扩张提供融资方面仍很大程度上受到限制。这反映了中国固有的偏好，即利用国家渠道调集资金将中国的“龙头企业”变成世界的“龙头企业”。第二，中国金融市场的结构性缺陷和中国固有的偏好使国家融资成为寻求全球扩张的中国能源公司的首要选择。中国的国家融资有三件“利器”：财政预算、国有商业银行和政策性银行。其中，政策性银行，尤其是中国进出口银行和中国国家开发银行是国家融资最有力的工具。第三，中国的两家政策性银行，尤其是中国国家开发银行在为中国的全球扩张融资方面发挥了突出作用，使其和中国成为全球能源融资的领导者。

几乎可以肯定的是，随着中国加快“走出去”步伐，并在习近平的领导下执行新推出的“一带一路”倡议，我们很可能会看到中国更积极地利用国家融资。鉴于中国国家融资的很大一部分被用于能源和基础设施领域，中国提供的越来越多的开发性融资可缓和能源和基础设施供应瓶颈，帮助减少贫困，甚至促进全球的低碳发展。然而，对中国国家融资依赖性的日渐增加也带有一定风险。一个潜在的缺点就是，中国对公共融资的依赖意味着中国对全球能源融资的贡献将极易受到其国内政策周期以及金融体系的稳定和健康影响。

本研究分为9个章节。在第2节中我们将估计中国在全球能源市场扩张的规模。在第3节中我们将阐明为何资本市场在中国公司全球扩张中发挥的作用受到限制。在第4节中解释了国家如何为能源行业调集资本后，我们将在第5和第6节中分别解剖财政融资和国有商业银行的作用。在

1 这方面的例子包括：David Zweig and Bi Jianhai, “China’s Global Hunt for Energy,” *Foreign Affairs* 84, no. 5 (2005); Maite J. Iturre and Carmen Amado Mendes, “Regional Implications of China’s Quest for Energy in Latin America,” *East Asia*, no. 27 (2010); Zhongxiang Zhang, “The Overseas Acquisitions and Equity Oil Shares of Chinese National Oil Companies: A Threat to the West but a Boost to China’s Energy Security,” *Energy Policy* 48 (2012); Mahamat K. Dodo, “The Securitization of China’s Engagement with Africa: EU Energy Security Strategy,” *Journal of Alternative Perspectives in the Social Sciences* 5, no. 4 (2014).

2 Deborah Bräutigam and Kevin P. Gallagher, “Bartering Globalization: China’s Commodity-Backed Finance in Africa and Latin America,” *Global Policy* 5, no. 3 (2014): P.656; Kevin P. Gallagher and Amos Irwin, “Exporting National Champions: China’s Outward Foreign Direct Investment Finance in Comparative Perspective,” *China and World Economy* 22, no. 6 (2014); “China’s Economic Satecraft in Latin America: Evidence from China’s Policy Bank,” *Pacific Affairs* 88, no. 1 (2015).

第7节中我们将考虑政策性银行的作用。在这些抽象的讨论之后，我们将在第8节中提供一个案例研究，考察中国国家开发银行在为中国的全球能源足迹融资方面发挥的作用，并在第9节中作出总结。

2. 中国能源足迹的全球化

中国在很短的时间内就成为了全球经济中的领先能源参与者。中国的能源影响范围几乎延伸到了世界的每个角落。这一全球足迹有三个主要表现，即能源和能源技术领域的贸易³、对外直接投资和跨境并购。⁴

表1：中国——全球能源出口国

	中国			
	总出口额 (00-13年)	占全球出口额的 百分比 (2013年)	百分比变化 (00-13年)	全球百分比变 化(00-13 年)
石油和石油产品	211,017,455,356	1.2%	392%	239%
天然气	12,225,686,022	0.5%	182%	304%
煤炭和煤炭设备	39,485,226,646	4%	-46%	406%
水电设备	2,735,457,925	17%	781%	89%
光伏设备	173,724,851,858	44%	2482%	397%
核燃料和设备	390,886,822	0.8%	163094%	100%
风电设备	8,865,052,686	6%	1731%	277%
电厂	28,205,873,075	18%	2325%	151%
	美国			
	总出口额 (00-13年)	占全球出口额的 百分比 (2013年)	百分比变化 (00-13年)	全球百分比变 化(00-13 年)
石油	599,869,323,560	3%	1003%	239%
天然气	86,060,428,508	3%	815%	304%
煤炭和煤炭设备	86,436,824,196	10%	320%	406%
水电设备	674,938,575	4%	18%	89%
光伏设备	30,407,820,454	8%	59%	397%
核燃料和设备	3,736,997,858	7%	156%	100%
风电设备	19,331,255,016	14%	403%	277%
电厂	13,770,096,477	9%	5%	151%

(资料来源：作者根据从联合国商品贸易统计数据库中提取的数据计算)

3 我们感谢塔夫茨大学的Kelly Sims Gallagher提出的建议，即使用广义的“贸易”来替代出口。原因如下：第一，中国进口大量的能源相关设备，包括用于制造和直接使用的设备。第二，中国出口能源和能源技术的能力很大程度上取决于其与其他国家的互动。

4 能源全球化的方式还包括组建合资企业、许可、咨询合同，以及合作研发。Kelly Sims Gallagher, *The Globalization of Clean Energy Technology: Lessons from China* (Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2014).

如表1所示，中国已成为全球经济中最重要的能源出口国之一，自2000年以来能源出口额超过4 760亿美元。⁵在除天然气和煤炭以外的所有部门，中国的出口增速都远超过同期同部门的世界出口增速。相对而言，目前中国向全球市场的出口额占美国出口额的一半以上。但在一些部门中国已经成为全球领先的出口国。例如，在水电和光伏部门，中国的出口额比美国多4到5倍。中国出口的能源电厂技术数量也是美国的两倍，占全球市场的18%，美国出口的电厂技术占全球市场的9%。

然而，应注意的是，在某些情况下增长数大的原因是15年前中国在这些市场上几乎为零出口。一个典型的例子是，光伏电池跃居中国第二大能源出口产品。中国的光伏出口目前在全球竞争力最强，截至2013年在全球市场的渗透率达到44%。但2000年中国仅占全球光伏市场4%的市场份额。此外，中国还是电厂出口方面的全球领导者，尤其是水电大坝和先进燃煤发电设备，在全球市场的市场份额均接近20%。正如Kelly Sims Gallagher所指出的，中国成为主要的能源技术出口国，尤其是在发电和清洁能源技术领域，高度依赖于其进口、消化、吸收、改造和本地化外国技术的能力。⁶然而，值得注意的是，中国迄今还无法实现燃气轮机的本地化。⁷

中国公司的海外投资也日益增多。根据表2所示我们的计算，本世纪中国的全球能源投资累计总额为2580亿美元，包括对外直接绿地投资和并购。仔细观察可发现，中国的全球能源投资有三个突出的典型特征。第一，尽管仅占全球能源领域对外直接投资的3.54%，但从21世纪开始至今，中国显著增加了其全球能源投资。第二，中国能源公司似乎表现出相比绿地投资明显倾向于并购，前者占投资总额的18%，后者占82%。第三，尽管总体呈上升趋势，但中国的全球能源投资在2008年全球金融危机后才显著加速。举例来说，2008至2015年中国的总投资额超过2110亿美元，是2000至2007年的4.5倍。此外，2008后加速的投资仍倾向于并购。例如，2008至2015年中国的并购投资额几乎是2000至2007年的6倍，而这期间绿地投资额仅增加了一倍。这一激增现象主要是由于中国能源公司和金融机构利用2008年全球金融危机后大宗商品价格暴跌产生的投资机会，后文将对此进行讨论。

表2：中国对全球能源领域绿地投资和并购的参与情况

(百万美元)	2000-2007	2008-2015	合计	全球总额	中国占全球总额的百分比
绿地投资	\$14,556	\$31,268	\$45,824	\$1,281,730	3.57%
并购	\$31,922	\$180,220	\$212,228	\$5,999,193	3.54%
合计	\$46,478	\$211,488	\$257,966	\$7,280,923	3.54%

(资料来源：作者根据从绿地投资数据库FDintelligence和并购数据库DealLogic中提取的数据计算)

如表3所示，在部门分布方面，中国海外能源投资的绝大部分流入了化石燃料部门。就绿地投资而言，化石燃料占中国投资额的90.25%，而可再生能源仅占9.07%。水电占比仅0.68%，几乎可忽略不计。在核能部门没有交易发生。中国在能源领域的全球并购情况与此类似。例如，95%的中国并购发生在化石燃料部门，石油和天然气以及发电⁸分别占并购的五分之四和七分之一，而可再生能源占比略低于5%。水电和核能占比非常小。水电部门仅两宗交易，核能部门有一宗。

5 作者基于联合国商品贸易统计数据库计算

6 Gallagher, *The Globalization of Clean Energy Technology: Lessons from China*.

7 作者感谢 Kelly Sims Gallagher 指出这一点。

8 DealLogic 数据库将电力作为一个单独的类别。未区分电厂使用的燃料类型。

表3: 中国在全球能源领域并购的部门分布

部门	交易价值 (百万美元)	百分比	交易数量	百分比
电力	31,538.44	14.86%	95	22.25%
石油和天然气	170,675.40	80.42%	309	72.37%
太阳能、风能和可再生能源	10,013.17	4.72%	20	4.68%
水电	0.60	0.00%	2	0.47%
核能	0.00	0.00%	1	0.23%
合计	212,227.61		427	

(资料来源: 作者根据从FDIntelligence和DealLogic数据库中提取的数据计算)

从区域分布来看, 中国能源投资是真正意义上的全球投资。但中国的对外直接投资和并购有着不同的动态特征。就中国在能源领域的绿地投资而言, 如表4所示, 几乎所有投资(准确来说是99.2%)都发生在新兴国家。亚洲新兴国家是绿地投资最多的区域, 占39.30%。中东和北非紧随其后, 占36.83%。中亚占16.29%, 排名第三。所有其他区域占比均显著低于这三个区域。在欧洲工业国家没有绿地投资。⁹

表4: 中国在能源领域对外直接绿地投资的地域分布

区域	投资(百万美元)	%	
亚洲新兴国家	\$18,009.60	39.30%	新兴国家 \$45,475.55 99.24%
中东和北非	\$16,877.50	36.83%	
中亚	\$7,463.65	16.29%	
拉丁美洲	\$1,370.00	2.99%	
撒哈拉以南的非洲	\$1,301.00	2.84%	
中东欧	\$453.80	0.99%	
北美	\$200.00	0.44%	工业国家 \$348.35 0.76%
亚洲工业国家	\$148.35	0.32%	
合计	\$45,823.90	-	

(资料来源: 作者根据从FDIntelligence和DealLogic数据库中提取的数据计算)

如表5所示, 与中国的对外直接绿地投资相反, 超过一半的并购发生在工业国家。值得注意的是, 发生在欧洲工业国家和拉丁美洲的交易往往价值更高, 这体现在这两个区域以交易价值计算的份额显著高于以交易数量计算的份额。然而, 亚洲新兴国家、中东和北非以及中东欧则正好相反。换言之, 这些区域的交易数量更多, 但交易的规模较小, 这体现在以交易价值计算的份额显著低于以交易数量计算的份额。

⁹ 欧洲工业国家包括丹麦、法国、德国、希腊、爱尔兰、意大利、卢森堡、荷兰、挪威、葡萄牙、西班牙、瑞士和英国。

表5：中国能源并购的全球分布

区域	交易价值（十亿美元）	%	交易数量	%
亚洲新兴国家	19277.2	9.08%	77	18.03%
亚洲工业国家	36447.47	17.17%	88	20.61%
中东欧	6102.49	2.88%	21	4.92%
欧洲工业国家	49709.04	23.42%	50	11.71%
拉丁美洲	31027.57	14.62%	41	9.60%
中东和北非	3327.3	1.57%	17	3.98%
北美	53289.22	25.11%	105	24.59%
撒哈拉以南的非洲	13047.32	6.15%	28	6.56%
合计	212227.61		427	

（资料来源：作者根据从FDintelligence和DealLogic数据库中提取的数据计算）

3. 资本市场的作用

如上一节所示，目前中国的能源足迹几乎已延伸到世界的每个角落，并占据显著的资金比重。从资金角度看，中国的能源出口额已接近5000亿美元，以对外直接投资和并购形式的全球能源投资已超过2500亿美元。因此出现了一个重要问题：中国是如何为其在全球能源市场如此巨大规模的扩张融资的？

在西方国家，金融市场是融资的首选。中国呢？金融市场能够为中国能源公司在全球的扩张融资吗？由于过去三十年中国逐步实行金融自由化，尤其在2001年加入世界贸易组织后加深与国际金融体系的一体化，中国能源公司利用资本市场，包括国内外债务和股票市场为其全球扩张融资的能力逐步增强。

首先，中国债券市场的逐步放开不仅促进了中国的能源扩张，还帮助将债券市场转变为需要资本实现扩张的中国能源公司的真正选择。自2004年以来，中国人民银行和中国的证券监管部门一直在银行以外努力推动多元化，作为中国主要的社会融资来源，并加强了债券市场在满足中国日益增长的融资需求中发挥的作用。这一推力在2008至2009年的全球金融危机之后有所加强，原因是中国政府遏制失控的信贷扩张，并寻求一种替代方式将更多资本引入现金短缺的公司。这些步骤累计起来，不仅简化了监管审批流程，还降低了在中国发行公司债券的交易成本。一个典型的例子就是2008年以来中期票据发行日渐增多，中期票据（由于无需监管审批）相比相同期限的商业贷款成本更具吸引力。¹⁰

由于这一轮新的有计划的自由化，中国的公司债券市场在过去五年中经历了自20世纪80年代中期成立以来的最快增速。按市场价值计算，2009至2014年公司债券市场扩大了14倍以上，目前占中国债券市场的三分之一以上，¹¹中国债券市场在全球排名第三，仅次于美国和日本。在此背景下，债券发行已成为中国能源公司支持其国内外扩张的另一企业融资形式。例如，2014年上海电气集团发行60亿元人民币A股可转债，支持分别位于伊拉克、印度和越南的三个海外电力项目的建设，并为国内子公司注资。

10 Liao Shiguang, "Shangshi Gongsì Zhongqi Piaoju Rongzi De Yingxiang Yinsu Yanjiu (a Research on the Factors of Medium-Term Notes Financing of Listed Companies)," *Zhengquan Shichang Daobao (Securities Market Herald)*, no. 3 (2011).

11 Michele Leung, "The Rise of China's Corporate Bond Market," *Indexology (S&P Dow Jones Indices: McGraw Hill Financial)*, 2014).

与此同时，由于国内信贷市场收紧，国外利率水平低（尤其是美国和欧洲），且人民币坚挺，中国公司海外发债的成本低于国内发债。¹²事实上，过去几年中国积累了大量的美元债务。根据Dealogic的数据，2010至2014年中国公司新发行的美元债总额达到1350亿美元，五年来增加了五倍。¹³中国的美元公司债激增主要由中国能源公司以及房地产开发商牵头。例如，2012和2013年，中国的三大国家石油公司——中国石油天然气集团公司（中石油）、中国石油化工股份有限公司（中石化）和中国海洋石油总公司（中海油）透过其上市子公司分别合计发行76亿美元和95亿美元债券，而国家电网公司于2013和2014年通过美元债券累计筹资55亿美元。

尽管美元兑人民币升值使得成本上升，但这种债务融资依然继续。例如，中石油成为2015年最大的全球石油和天然气债券发行人，发债21亿美元，占42%的市场份额。¹⁴对于其他公司来说，欧洲量化宽松和欧元兑人民币贬值使得发行欧元债更具吸引力。¹⁵一个典型的例子是中国国家电网公司2015年通过发行两个品种的欧元债筹资10亿欧元（11.5亿美元）。可以肯定的是，这笔债务融资的一定比例用于了国际扩张。举例来说，中国海洋石油有限公司利用其在除日本外亚洲发行的40亿美元的美元债来偿还公司为以151亿美元收购尼克森而举借的60亿美元短期过桥贷款。

其次，股权融资是资本市场提供的另一种选择。股权融资包括首次公开发行、股票增发或配股发行。和债务融资一样，中国能源公司可其国际扩张进行国内外股权融资。事实上，中国三大国家石油公司——中石油、中石化和中海油旗下子公司的公开上市构成了其全球扩张的里程碑。¹⁶同样，中国可再生能源公司在国内外的公开上市直接促成了中国成为全球领先的风机、光伏电池和太阳能电池板供应商。例如，2010年是中国公司国内外首次公开发行的高峰期。截至2010年6月底，有28家中国可再生能源公司在国内股票市场上市，有31家在五个国际股票市场上市，包括香港联交所、纳斯达克证交所、纽约证交所和伦敦证交所。¹⁷同样，如图1所示，2010和2011年也是可再生能源公司在中国首次公开发行的高峰期。

12 例如，2011年中国五年期贷款的利率远高于10年期或30年期美元债券的利率。

13 Fiona Law, "Yuan Slide Takes Toll on Chinese Firms," *Wall Street Journal*, August 13 2015.

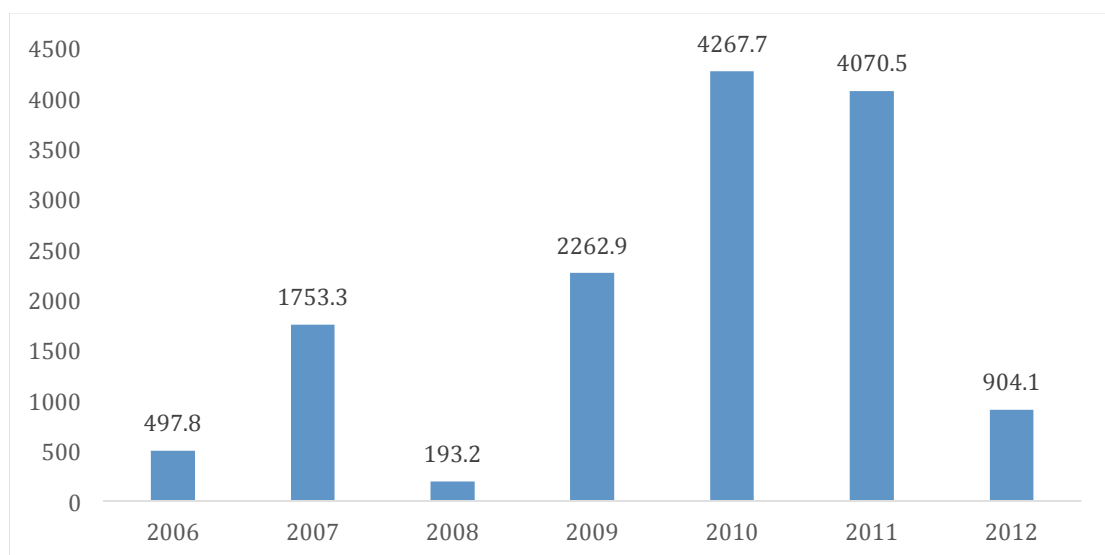
14 Hafeeza Rahman, "Global Oil and Gas Bonds Issuance at Lowest Level in Eight Years," (Dealogic, 2016).

15 Anonymous, "Chinese Firms Turn to Euro Bonds as Dollar Funding Costs Rise," Reuters, February 17 2015.

16 Bo Kong, *China's International Petroleum Policy* (Santa Barbara, California: Praeger Security International, 2010).

17 She Jian, "Haineiwai Xinnengyuan Qiye Shangshi Qingkuang Fenxi (an Analysis of the Publicly Listed Renewable Energy Companies in China and Abroad)," (Shengzhen: Shenzhen Stock Exchange Comprehensive Research Institute, 2010).

图 1：可再生能源公司通过在中国首次公开发行筹集的资金（百万美元）¹⁸



（资料来源：Zero2IPO Research Institute）

此外，中国能源公司可结合债务融资和股权融资，并利用各种形式的混合融资工具，比如可转债（一种在到期时可转换为发行公司普通股或等值现金的公司债务形式）或认股权证（一种赋予了以一定价格购买或出售股票的权利的衍生品）。例如，2004年中国海洋石油有限公司在国际资本市场上发行了8.5亿美元五年期零票息可转债，为收购印度尼西亚的Tangguh天然气项目和澳大利亚的Gorgon天然气项目供资。¹⁹

尽管随着时间的推移，中国能源公司利用资本市场的能力显著提高，但在本研究期间，由于中国资本市场发展还不成熟且存在结构性缺陷，其发挥作用受到了限制。中国资本市场表现出有利于国企但不利于私企的系统性偏差，这不仅造成国企持续主导中国能源部门，还使资本市场可利用程度的提高对于中国私企，尤其是专注于风能和太阳能的私企的总体利益遭到质疑。例如，与同行业的国企相比，电力行业的私企和可再生能源公司显然更倾向于采用包括信用债券融资和股权融资在内的直接融资。²⁰然而，可再生能源公司实际上通过直接融资筹集的总资本非常少。一些人估计，中国可再生能源部门的投资仅10%来自直接融资。²¹这一对私企的系统性区别对待在债务融资方面也是如此。就商业融资而言，国企可以7-9%的利息溢价获得贷款，而私企，尤其是中小企业需要支付远高于10%（可在18-24%的范围徘徊）的溢价。²²在中国债券市场也可看到类似的差异。事实上，在中国公司债券市场高速增长的背后是90%以上的公司债由国企发行这一令人担忧的事实。²³

18 Zero2IPO Research Institute, "2013 Nian Zhongguo Xinnengyuan Hangye Touzi Yanjiu Baogao (a Research Report on the Renewable Energy Industry Investment in China in 2013)," (Beijing: Zero2IPO Research Institute, 2013).

19 CNOOC Limited, "Cnooc Limited Raises Financing through Issue of Us\$850 Million Zero Coupon Convertible Bonds," news release, November 15, 2004, http://www.cnooltd.com/art/2004/11/25/art_8441_1130701.html.

20 Cheng Desheng and Li Hongxia. "Diangai Huo Zhi Hangye Rongzi Jiegou Bianhua" (Electric Reforms May Change the Industry's Financing Structure), November 17, 2014, *Zhongguo Nengyuan Bao (China Energy News)*, p.15.

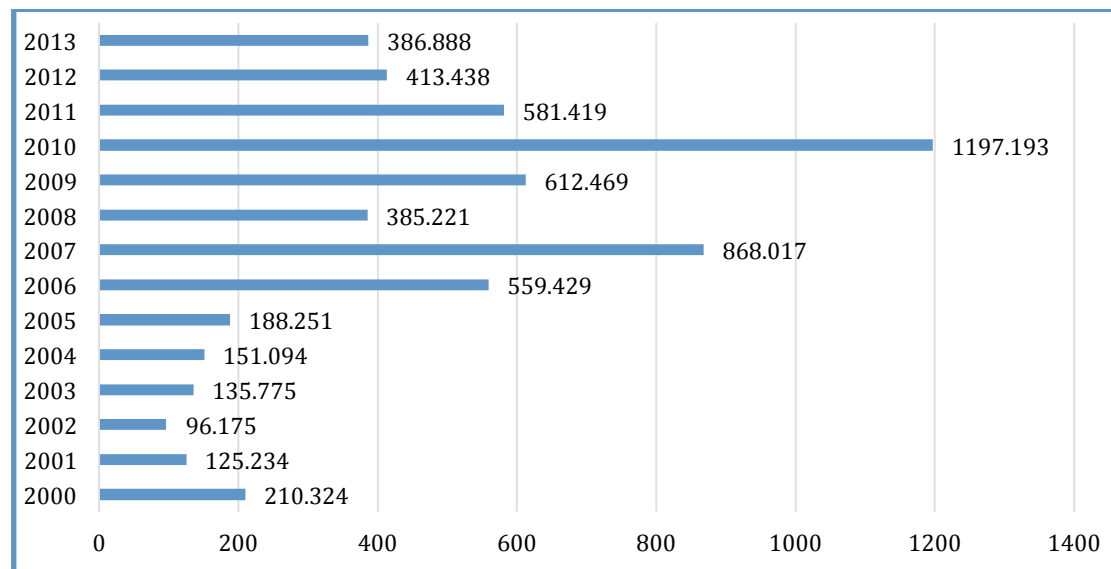
21 Zhang Wenliang, "Rongzi Kunju: Guangfu Fengdian Qiye Ruhe Yingdui" (Financing Dilemma: How Can the Wind and Solar Companies Cope?), *Zhongguo Jingmao Daokan (China Economic and Trade Herald)*, December 22, 2015.

22 Jiang Aiguo. "Jiemi Qianhuang ji Sixiang Duice" (A Decoding of the Credit Crunch and Four Recommendations), 21 Shiji Jingji Baodao (*21st Century Business Herald*), December 6, 2013, P. 11.

23 Leung, "The Rise of China's Corporate Bond Market."

此外，尽管包括债券市场和股票市场的直接融资市场有所增长，但其面临着一些严重困难。仔细观察中国直接融资的发展会发现，2002至2012年公司债券和股权融资在中国总社会融资中的合计占比增长了两倍多。²⁴然而，2007至2012年这一比例出现波动，且2013年比例有所下降，这表明中国公司普遍在国内发行公司债券或启动首次公开发行方面遭遇困难。鉴于中国努力遏制债务扩张，在信贷紧缩的环境下发行公司债券变得困难。2013年中国公司筹资总额下降20%也证明了这一点。²⁵与此同时，中国长时间的监管控制以及由此产生的IPO寻租行为，以及政府任意和频繁的干预（1994至2015年政府9次强行关闭股市）持续困扰着这一全球第二大股票市场，降低了其作为公司融资来源的可靠性。因此，自2007年以来股权融资在中国总社会融资模中所占的比例实际上在下降。²⁶中国股市的筹资总额也呈现类似趋势，如图2所示，自2010年以来筹资总额持续下降。

图 2: 中国股市年筹资额 (十亿元人民币) ²⁷



(资料来源:《中国统计年鉴—2014》)

因此，中国能源公司被迫转向海外资本市场为其国内和国际扩张筹集资本。如表6所示，由于2013年中国政府关闭国内首次公开发行市场，并随后收紧了IPO审批流程，中国公司加快了在国际资本市场的筹资活动。这也与中国公司日益依赖国际资本市场进行全球扩张相一致。根据中华人民共和国商务部的数据，2013年海外融资额达178亿美元，占中国公司当年跨境并购交易价值（513.7亿美元）的34.7%。²⁸ 然而，数据不包含部门明细，因此我们无从得知有多少海外融资进入到了能源部门。我们也不清楚有多少海外融资来自商业贷款，有多少来自资本市场。

24 The Statistics Bureau of the People's Republic of China, *China Statistical Yearbook* (Beijing: China Statistical Press, 2014).

25 同上

26 同上。

27 同上

28 Li Zhipeng and Shen Mengxi, "Zhongguo Qiye Jingwai Binggou Caiwu Anpai Xianzhuang, Wenti Ji Gaijing De Jianyi (Current Accounting Arrangement of Chinese Enterprises Engaged in Cross-Border Mergers and Aquisitions, Its Issues, and Recommended Fixes)," *Zhongguo Zhuce Kuaijishi (The Chinese Certified Public Accountant)* 4, no. 3 (2015), <http://www.cicpa.org.cn/knowledge/fzyhydzzz/201504/page09.html>.

表6: 中国公司在股票市场的筹资额 (十亿元人民币)²⁹

	国内股票市场	海外股票市场	合计	国内股票市场占比	海外股票市场占比
2007	433.929	264.965	698.894	62.1%	37.9%
2008	99.378	46.149	145.527	68.3%	31.7%
2009	183.405	180.929	364.334	50.3%	49.7%
2010	480.395	221.965	702.36	68.4%	31.6%
2011	291.463	118.753	410.216	71.1%	28.9%
2012	109.895	65.616	175.511	62.6%	37.4%
2013	0	126.752	126.752	0.0%	100.0%
2014	87.244	328.393	415.637	21.0%	79.0%
2015	158.614	195.531	354.145	44.8%	55.2%

(资料来源: Zero2IPO Research Institute)

然而, 我们有限的数据库表明, 只有一小部分能源公司能够在海外进行首次公开发行, 海外股权融资仅占中国公司海外筹资总额的很小比例。例如, 2013和2014年分别仅有两宗和四宗能源公司首次公开发行, 分别筹资2.21亿美元和约35亿美元, 分别仅占当年中国公司海外股权融资总额的1.2%和6.8%。³⁰

因此, 尽管国内外资本市场的重要性日益增加, 但就中国能源公司的全球扩张而言, 迄今其发挥的作用仍然不大。一方面, 中国国内资本市场仍然是国家创造的产物, 受国家干预影响, 且总是有利于国有企业。在这个意义上说, 中国资本市场从未有真正的机会发挥其潜力。因此, 问题不在于资本市场能否为中国能源公司的全球扩张融资, 而在于是否允许资本市场为中国能源公司的全球扩张融资。另一方面, 尽管国外资本市场是一个外部选择, 但国外资本市场往往选择标准过于苛刻, 无法满足大量中国能源公司的融资需求。因此, 国内外资本市场不足以为中国能源公司的全球扩张融资。

4. 国家在联合金融与能源行业方面发挥的作用

资本市场在为中国公司的全球扩张融资方面发挥着越来越大但仍然有限的作用, 这意味着国家需要承担调集资本的重任。在讨论国家融资的各种形式及其开展方式之前, 我们将首先说明中国如何将其金融和能源体系相结合。

从根本上说, 除了国有制, 中国通过两个渠道联合中国金融体系与能源公司。首先, 通过中国共产党人事任命这一不明显的方式。基本上, 中国共产党中央委员会中央组织部负责委任中国能源国企与大型国有金融机构, 尤其是下文将讨论的国有商业银行和政策性银行的高级管理人员, 并赋予其行政级别, 这与其任命地方和中央高级政府官员的方式类似。³¹这一人事任命权不仅构成了中国共产党引导中国能源国企与国有金融机构战略方向的一项机制, 也通过在中国政治层级中晋升这一政治奖励

²⁹ Zero2IPO Research Database

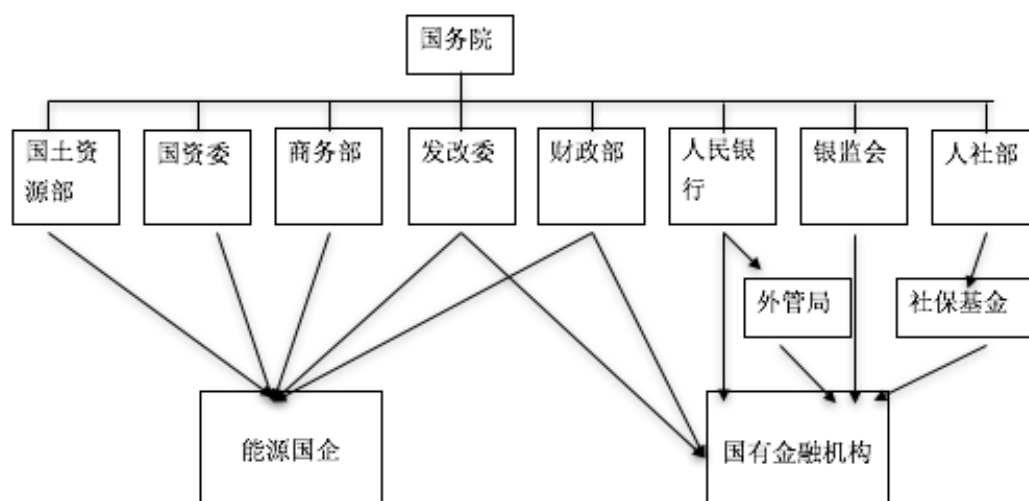
³⁰ Li Nanzhu, "Zhongguo Qiye Jingwai IPO Niandu Baogao (2013) (the Overseas IPO of Chinese Enterprises in 2013)," (Shanghai: Shanghai Stock Exchange, 2014); Li Nanzhu and Zheng Yujiang, "Zhongguo Yiqe IPO Niandu Baogao (the Annual Report of the Chinese Enterprise Ipos for 2014)," (Shanghai: Shanghai Stock Exchange, 2015).

³¹ Douglas J. Elliot and Kai Yan, "The Chinese Financial System: An Introduction and Overview," in *John L. Thornton China Center Monograph Series* (John L. Thornton China Center: Brookings Institution, 2013).

激励了国企与国有金融机构与政府优先事项保持一致。事实上，有很多能源国企高管担任中国地方或国家高级领导职务的例子；同样，退休或在任的地方和国家官员有时也成转而担任中国领先国企的高管。³²这意味着，不管是能源领域还是其他领域的国企既充当了中国官员的训练场地，又是中国政治制度的“旋转门”。因此，当中国共产党将“走出去”定为一项国家战略后，政府高级官员以及主要国有金融机构和国企的高级管理人员都知道该如何去做。过去20年中国国际石油政策的实施就是一个明证。³³

第二，中国通过协调能源相关与金融相关的组织机构建立两个行业之间的统一。如图3所示，中国政府主要依赖八个中央组织机构——一半为能源相关，一半为金融相关——来促进中国能源国企与国有金融机构，尤其是与四大国有商业银行以及两家开发银行相结合。

图3: 联合中国能源与金融的组织机构



四个能源相关的组织机构包括国土资源部、国有资产管理监督委员会（国资委）、商务部，以及国家发展和改革委员会（发改委）。³⁴他们从不同角度支持中国能源公司的全球扩张。作为中国自然资源权利的管理机构，国土资源部支持中国能源公司全球扩张主要出于两个原因。第一，其评估认为中国的资源基础不足以推动实现国家的工业化、城镇化和机动化。第二，国土资源部希望获得先进技术来解锁中国丰富的非常规石油和天然气资源。作为中国全部国企的指定所有机构，国资委是中国能源公司跨境扩张背后促进中国能源部门国有资产保值增值的手段。商务部从国际贸易和中国经济国策的角度处理这一问题。其监督可在海外进行能源商品与服务贸易或投资的中国能源公司的资质。其还协调中国的对外援助政策，从经济方略的角度支持中国能源公司的扩张。发改委是中国宏观经济规划和发展协调的“中央处理器”。其主要关注能源服务和产品的可获得性和可负担性，并保留国内外项目审批的权利。

财政部、中国人民银行（人行）、中国银行业监督管理委员会（银监会），以及较小程度上的人力资源和社会保障部（人社部）是四个金融相关的组织机构，构成了中国能源公司全球扩张的最终资金支持来源。财政部的重要性体现在三个方面。首先，作为国家预算的保管机构，财政部可利用国库来支持中国能源公司的跨境扩张。第二，财政部监督着中国金融体系的关键——中国投资有限责任公司（中投）。中投最初是一个主权财富基金，旨在推动中国不断扩大的外汇储备的多元化，其诞生于财政部与

32 Erica Downs, "Business Interest Groups in Chinese Politics: The Case of the Oil Companies," in *China's Changing Political Landscape: Prospects for Democracy*, ed. Cheng Li (Washington D.C.: Brookings Institution Press, 2008); Kong, *China's International Petroleum Policy*.

33 *China's International Petroleum Policy*.

34 "Governing China's Energy in the Context of Global Governance," *Global Policy* 2, no. Special Issue (2011).

人行就外汇储备管理权的争夺，³⁵并最终设于财政部之下，自此之后在包括能源和采矿在内的一些战略部门进行了大量股权投资。³⁶事实上，中投的重要性超出了一般的主权财富基金，它实际上构成了中国的影子“金融国资委”。这表现在2007年中投收购了中央汇金，中央汇金是大部分中国大银行的最大股东，包括“四大”国有商业银行——中国工商银行（工行）、中国建设银行（建行）、中国银行（中行）和中国农业银行（农行）。中投还通过中央汇金成为中国国家开发银行的最大股东，稍后将讨论到的中国国家开发银行是全球最大的政策性银行，也是在中国能源公司全球扩张中最重要的供资机构之一。第三，除了通过中投间接持有中国的银行之外，财政部还拥有直接所有权。例如，财政部是交通银行（交行）的最大股东，中国国家开发银行的第二大股东。因此，财政部可通过中央财政预算、中投和国有商业银行，以及中国国家开发银行为中国能源公司的全球扩张调集资金支持。

人行是一个重要机构有三个原因。首先，人行过去制定银行存款利率、银行贷款利率和中国债券市场的基准利率（尽管2015年10月人行已实现利率完全自由化）。人行制定的这些利率不仅影响融资的可获得性，还影响中国的融资成本。第二，人行通过国家外汇管理局（外管局）及其监督下的两支主权财富基金——外管局中央外汇业务中心和丝路基金来监督中国庞大的外汇储备，这两支主权财富基金肩负着中国外汇储备增值保值的任务。被视为中投竞争对手的外管局中央外汇业务中心也向包括能源在内的各种资产进行海外股权投资。例如，根据《经济学家》的报道，2011年外管局中央外汇业务中心披露持有富时100指数公司价值12亿英镑的能源资产。³⁷最后，人行通过在2015年8月注资450亿美元成为中国进出口银行的最大股东，中国进出口银行是旨在推动中国国际贸易（包括中国能源公司出口）的政策性银行。

中国银行业监督管理委员会（银监会）是一个相关机构的原因是其监管中国国有商业银行的贷款活动。具体来说，银监会制定银行能否向中国公司的海外并购贷款以及贷款多少的指标。在海外并购贷款方面，国有商业银行经历了三个演变阶段：1) 2008年以前，禁止发放此类贷款；2) 2008至2015年，贷款不得超过海外并购所需资金的50%，贷款期限不得超过5年，并有尽职调查和风险评估的专业团队；以及3) 2015年2月开始，银监会将贷款上限调整为海外并购所需资金的60%，将贷款期限延长为7年，并放宽了对借款人抵押品的要求。³⁸

最后，人力资源和社会保障部（人社部）也应被视为一个金融相关的组织机构，原因是其监督另一家主权财富基金——全国社会保障基金（社保基金）。身兼机构投资者和一些最大的国有商业银行股东的双重身份，社保基金代表国家管理中国的企业年金，管理的资产价值超过1.5万亿元人民币（2400亿美元）。³⁹例如，社保基金是中行在香港联交所发行的H股的最大股东，⁴⁰同时也是中国国家开发银行的少数股东。此外，为提高回报率，社保基金于2009年11月将可投资于包括能源部门在内的海外股票和基金的比例从6.7%提高到20%。⁴¹

35 Carl E. Water and Fraser J. T. Howie, *Red Capitalism* (Singapore: John Wiley & Sons Singapore Pte Ltd., 2012).

36 Jacob N. Koch-Weser and Owen D. Haacke, "China Investment Corporation: Recent Developments in Performance, Strategy, and Governance," (Washington D.C.: U.S.-China Economic and Security Review Commission, 2013). Xiaolei Sun et al., "China's Sovereign Fund Investments in Overseas Energy: The Energy Security Perspective," *Energy Policy*, no. 65 (2014).

37 The Economist, "China's Investment in the Ftse 100: Is It Safe?," *The Economist* (2011).

38 China Banking Regulatory Commission, "Zhongguo Zhengjianhui Guanyu Yingfa Shangye Binggou Daikuan Fengxian Gaunli Zhiying De Tongzhi (Notice of China Regulatory Commission on Issuing the Guidelines on the Risk Management of M&a Loans of Commercial Banks)," (Beijing: China Banking Regulatory Commission, 2008).

39 State Social Security Fund of the People's Republic of China, "Quanguo Shehui Baozhang Jijing Lishihui Jijing Niandu Baogao (the Annual Report of the State Social Security Fund for 2014)," (Beijing: State Social Security Fund, 2014).

40 Bank of China, "Bank of China Annual Report 2014," (Beijing Bank of China, 2014).

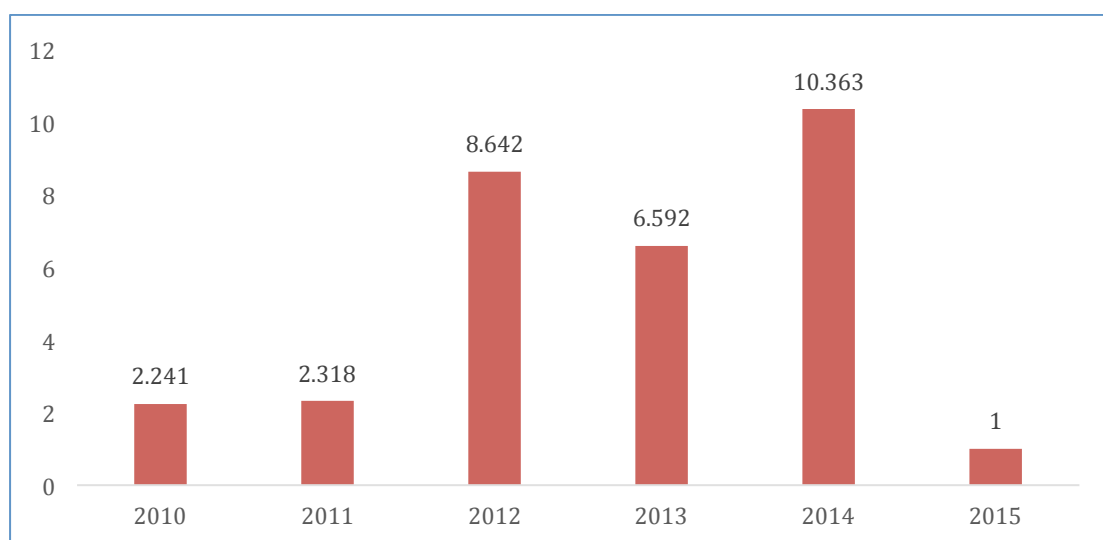
41 Liu Liqian, "Jiemi Shebao Jijin Sanci Xuanpin Jingwai Touzi "Guanjia" (Demystifying the Three Attempts of the State Social Security Fund to Hire a "Steward" to Manage Its Overseas Investment)," *Zhengquan Ribao* (Securities Daily) (2011), http://news.xinhuanet.com/fortune/2011-06/17/c_121546900.htm.

简而言之，通过人事任命权和组织机构协调，中国能够为其能源国企的国际扩张调集国家金融资源。资源的调集有三种形式——通过财政预算、国有商业银行和政策性银行调集资金，下文将分别予以讨论。

5. 财政预算的作用

尽管使用频率不如中央计划经济时代，但中国仍会直接从中央预算中调集资本用于其发展优先事项。事实上，中国为能源公司的国际扩张引入信贷的方式之一就是国家融资纳入其财政预算。例如，作为中国国企改革的一部分，2007年中国再次开始实施1994至2006年取消的央企红利上缴。如图4所示，这部分额外收入使国家在年度预算中纳入了一项可用于支持国企（在本研究期间，其中大部分侧重资源部门）国际扩张的新项目。根据2010至2015年财政部公布的年度预算，中国中央政府在过去6年为央企的国际扩张供资超过310亿元人民币，特别是在资源部门。

图 4: 用于跨境投资的国有资本业务预算 (十亿元人民币)⁴²



(资料来源: 中华人民共和国财政部)

中国已采取各种措施放开对外直接投资监管制度，并为中国公司到哪里投资、投资什么提供更多信息⁴³（均超出了本研究的研究范围）。除这些改革之外，财政融资是国家推动的、旨在实施定义广泛的“走出去”战略的活动，中国自2000年以来采取的“走出去”战略旨在推动包括能源部门在内的整个中国经济的全球化。这种类型的财政融资主要有三种表现形式。有时以直接补贴的形式。有时以贴息贷款的形式。还有些时候以直接注资的形式支持中国能源公司的跨境扩张。

具体来说，财政部（与国土资源部和商务部共同）成立了三个与中国能源部门海外扩张相关的专项资金。大体来说，这一支持集中在三个领域。第一支基金涵盖国外矿产资源的风险勘察。例如，2003年财政部和国土资源部设立了一支在国家预算内的专项基金，用于国外矿产资源的风险勘察。⁴⁴该基金

42 作者根据财政部的数据编制，<http://yss.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengshuju/>

43 Li Ping and Xu Dengfeng, ““Zouchuqu” Zhanlue: Zhidu Xingcheng Yu Gaige Zhanwang (the “Going out” Strategy: The Evolution of It Supporting Institutions and Prospects for Reform),” *Guoji Jingji Hezuo (International Economic Cooperation)*, no. 5 (2008).

44 Water and Howie, *Red Capitalism*.

主要支持中国公司在海外寻找铜、铁、铅、锌和镍等硬商品的跨境活动。尽管不涵盖石油和天然气部门，但该基金适用于煤炭和铀。例如，2012年3月河南省煤田地质局三队从该专项资金中获得180万元人民币（约285 000美元）用于勘探和评估位于澳大利亚Amadeus的区块EL27542。⁴⁵同样，2011年江西省核工业地质局二六四大队从该专项资金中获得一笔款项用于在海外寻找铀。⁴⁶根据2005和2010年财政部和国土资源部发布的通知，该专项资金对尽职调查、评估和勘探相关的前期开发成本提供不超过50%的直接补贴，并向中国公司实际跨境矿产资源开发的所需借贷提供贴息贷款。⁴⁷

第二支基金涵盖中国对资源及对外经济合作项目海外投资的前期费用，尤其是石油和天然气、金属和非金属资源相关的项目。这些费用被定义为侧重资源的中国公司在目标目的地注册或签署商业合同之前发生的成本，包括咨询服务、法律咨询、可行性研究以及竞标费用。尽管未提供该基金的规模，但2004年财政部和商务部联合发布的通知对该基金的涵盖范围设置了如下上限：1) 不超过已批准投资总额的4%；2) 不超过合同总额的4%；3) 不超过前期费用的50%；4) 每个项目不超过400万元人民币（约590 000美元）；且每家实体每年不超过800万元人民币（约118万美元）。⁴⁸

第三支基金针对被广义地界定为对外经济技术合作的各种活动。这支基金于2005年由财政部和商务部成立，经历了三次更名。最初称为对外经济技术合作专项资金，2013年更名为对外投资合作专项资金，后于2014年更名为外经贸发展专项资金。尽管两次更名，但该专项资金在其支持的跨境活动方面保持了连续性，包括1) 境外投资、2) 境外农林渔业和矿业合作、3) 对外承包工程、4) 对外劳务合作和5) 对外设计咨询相关的跨境活动。⁴⁹此外，该专项资金逐步纳入了上述专项资金所含的要素。与提供前期费用的专项资金类似，该专项资金也提供直接补助，额度不超过合格中国实体投资额或前期费用相关合同额的15%，其中前期费用包括法律、技术和商业咨询费，勘测、调查费，项目可行性研究报告、安全评估报告编制费，购买规范性文件 and 标书等资料费，以及规范性文件和标书等资料翻译费。此外，该专项资金还为以下五类费用提供补助：1) 资源回运运费，2) “走出去”人员人身意外伤害保险，3) 因恐怖事件、战争、自然灾害等不可抗力因素造成的境外突发事件处置费用，4) 外派劳务人员的适应性培训费用，以及中国企业缴纳的境外保险保费。除以上两种直接补助外，该基金还提供与中国人民银行公布的基准利率一致的贷款贴息。⁵⁰

45 Xue Shanshan, “Woju Huode Shouge Guowai Kuangchan Ziyuan Fengxian Kancha Zhuangxiang Zijing Xiangmu (Our Bureau Won the First Project Supported by the Risk Exploration Special Fund),” (The Henan Coal Mine Geological Bureau, 2013).

46 Zhu Xuefeng, Zhang Hui, and Zhang Xi, “Bajing Taixia Chunchao Ji: Jiangxi Sheng Hegongye Dizhiju 264 Dadui Zhanxing Fazhan Jujiao (Spring Tides Are in a Hurry: A Look at the Transition of the No.264 Brigade of the Nuclear Geological Bureau of Jiangxi Province),” (2015), http://www.zgkyb.com/zhuankan/20150512_16802.htm

47 The Ministry of Finance of the People’s Republic of China and The Ministry of Land and Natural Resources of the People’s Republic of China, “Caizhengbu Guotu Ziyuan Bu Guanyu Yinfa Guowai Kuangchan Ziyuan Fengxian Kancha Zhuangxiang Zijing Guanli Banfa De Tongzhi (the Notice of the Ministry of Finance and the Ministry of Land and Natural Resources on Printing and Circulating the Measures About the Overseas Mining and Resource Exploration Special Fund Administration),” news release, August 10, 2010, http://jjs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefagui/201007/t20100722_329313.html.

48 Rahman, “Global Oil and Gas Bonds Issuance at Lowest Level in Eight Years.”

49 The Ministry of Commerce of the People’s Republic of China and The Ministry of Finance of the People’s Republic of China, “The Supplementary Circular of the Ministry of Finance and the Ministry of Commerce on the Support of the Prior Period Expenses of Overseas Investment in Resource and Foreign Economic Cooperation Project in 2004,” (The official web site of Invest in China The Ministry of Commerce of the People’s Republic of China The Ministry of Finance of the People’s Republic of China, 2005).

50 The Ministry of Finance of the People’s Republic of China and The Ministry of Commerce of the People’s Republic of China, “Notice of the Ministry of Finance and the Ministry of Commerce on the Application for Special Funds for Foreign Economic and Technical Cooperation in 2012,” (Beijing: The Ministry of Finance of the People’s Republic of China and The Ministry of Commerce of the People’s Republic of China, 2012).

然而，量化中国利用财政融资支持能源公司全球扩张的规模是一项艰巨的挑战。尽管财政部、国土资源部和商务部发布了关于这些专项资金管理的通知，但就其对能源部门的支持规模却提供了很少信息。中国媒体有时会透露这些专项资金的指示性总体规模。例如，据《中国证券报》报道，截至2009年末，财政部为国外矿产资源风险勘查专项资金供资7.35亿元人民币（约1.08亿美元）。⁵¹但我们对于这些专项资金为能源部门提供了多少资助，以及这部分资助与中国能源公司通过其他渠道为其全球扩张筹集的资金相比较如何知之甚少。我们猜测，财政融资是国家融资最不锋利的一件“利器”。

6. 国有商业银行的作用

相比财政融资更为有力的国家融资平台是国有银行。国有银行分为两类——国有商业银行和股份制商业银行。前者包括上文提到的“四大”国有商业银行——工行、建行、中行、农行，以及交行（合计占中国银行业总资产的41%），后者包括12家省市级银行，占18.2%的市场份额。⁵²然而，与国有商业银行不同，股份制商业银行主要侧重于国内市场，国际业务增长很少。⁵³因此，我们将主要涉及国有商业银行在为中国的能源公司全球扩张融资中发挥的作用。

两个主要的政策变化促成了商业银行在中国能源公司全球化热潮中发挥越来越重要的作用。具体而言，2008年初国务院和中国银行业监督管理委员会（银监会）关于允许商业银行为股权投资发放贷款的决定，以及商业银行对定义广泛的“走出去”战略的实施帮助迎来了中国公司国内外并购的风潮。一位银监会高级官员透露，2008至2013年中国的银行发放的并购贷款累计总额达到5800亿元人民币（超过900亿美元），而在此之前贷款额为零；同时，2008至2013年，中国公司在国内外的并购交易数量从3568宗大幅增至4077宗。⁵⁴

处于收购贷款最前列的是中国的国有商业银行。例如，2009至2015年仅中国银行（中行）就为188个海外项目提供了总额563亿美元的收购贷款，⁵⁵其中一些贷款为中国能源公司的扩张提供了直接支持。可证明这一点的有：2013年中行为陕西延长石油以2.20亿美元收购加拿大企业Novus Energy提供了1.03亿美元贷款。同时，中国能源公司也越来越适应向国际银行借款。例如，2008年华能集团为以30.4亿美元从新加坡政府投资公司淡马锡控股手中收购Tuas Power而向包括法国农业信贷银行、法国巴黎银行、中国进出口银行、中行、星展集团和华侨银行在内的银团借款。

尽管2008年中国银行业监督管理委员会（银监会）通过《商业银行并购贷款风险管理指引》（2015年更新）取消了禁令，但仍规定并购贷款最高不得超过总并购成本的50%，并将并购贷款的期限限制为最长7年（其原因超出了本研究的研究范围）。这些要求相结合必然不利于为回报周期长的海外并购寻求大额贷款的中国能源公司。除这一法律障碍之外，中国的商业银行还倾向要求就用于海外活动的贷款提供国内信用担保和抵押品，这进一步减少了可借用商业贷款进行国际扩张的合格中国能源公司

51 Anonymous, “Haiwai Tankuang Zijing Mingnian Jijia Caizheng Zhuanxiang Zijing Jiada Touru (the Overseas Resource Exploration Fund Will Grow Next Year While the Fiscal Special Fund Will Increase Its Support),” *China Securities Daily*, December 1 2009.

52 China Banking Regulatory Commission, “CBRC Annual Report 2014,” (Beijing: China Banking Regulatory Commission, 2014).

53 Carola Saldias and Linas Grigaliunas, “Chinese Banks Going Overseas through Loans, Investment Securities and Offshore Rmb Bonds,” (Milan, Italy: Dagong Europe Credit Rating, 2014).

54 Anonymous, “Yinjianhui Guaiyuan: Xiayibu Jixu Zhichi Shangye Yinhang Binggou Daikuan (CBRC Official: To Continue Supporting Commercial Banks’ Offering of Merger and Acquisition Loans),” *Xinlang Caijing* (Sina Finance), <http://finance.sina.com.cn/hy/20141115/111020828137.shtml>.

55 Bank of China, “Zhonghang 1486 Yi Meiyuan Zhichi Qiye ‘Zouchuqu’ (Bank of China Mobilized \$148.6 Billion to Support the ‘Going out’ of Chinese Enterprises),” news release, March 21, 2016, http://www.boc.cn/aboutboc/bi1/201603/t20160321_6573591.html.

的数量。

表7: 中国社会融资规模的结构⁵⁶

	银行贷款	公司债券	股权融资	直接融资	影子银行 ⁵⁷
2002	95%	2%	3%	5%	
2003	88%	1%	2%	3%	8%
2004	84%	2%	2%	4%	10%
2005	83%	7%	1%	8%	7%
2006	77%	5%	4%	9%	12%
2007	67%	4%	7%	11%	20%
2008	73%	8%	5%	13%	12%
2009	76%	9%	2%	11%	11%
2010	60%	8%	4%	12%	26%
2011	63%	11%	3%	14%	20%
2012	58%	14%	2%	16%	23%
2013	55%	10%	0%	11%	30%

(资料来源: 中国人民共和国统计局)

此外, 过去十年银行在中国社会融资规模中的重要性持续并显著降低。⁵⁸如表7所示, 在新千年伊始, 银行几乎提供了中国的全部融资, 但到2013年银行在社会融资规模中所占的份额下降到略高于50%。将银行从社会融资中挤出的两个主要因素是中国直接融资的增长(下一节中将讨论其对中国的全球能源足迹的影响), 以及“影子银行”的兴起, 在短短十年内, 影子银行在社会融资规模中的份额增长了22%。近期来自纽约大学、上海高级金融学院和清华大学的三位学者共同发表的一份研究显示, 1) 对银行的常规约束、2) 小银行针对大银行的竞争策略, 以及3) 低存款利率构成了促成中国影子银行迅速增长的三大因素, 影子银行包括银行资产负债表以外的所有投资产品, 尤其是理财产品。⁵⁹但是, 评估影子银行对

7. 政策性银行的作用

除了从中央预算中调集财政融资和通过国有商业银行引入信贷, 中国还成立了具有明确国家担保的政策性银行, 以促进和推动在其具体领域的战略优先事项。由于这种类型的融资密切反映了中国的政策推力和发展计划, 其实际上是政策性融资的一种形式。

中国进出口银行和中国国家开发银行成立于1994年, 由中国政府全资所有, 国务院直接领导, 是中国为中国能源公司的全球扩张提供政策性融资的主要渠道。中国进出口银行成立之初即专注于海外, 其首要任务是促进中国的对外贸易和对外经济合作。因此, 作为全球最大的贸易融资机构, 其为中国

56 The Statistics Bureau of the People's Republic of China, *China Statistical Yearbook*.

57 影子银行包括信托公司贷款、委托贷款和银行承兑汇票。

58 值得注意的是, 中国人民银行直到2008年全球金融危机后影子银行已变得非常重要且央行认为需要一个更全面的统计指标时才引入社会融资规模一词。作者感谢Pieter Bottelier提醒我们社会融资规模一词在中国首次使用的历史背景。

59 Viral Acharya, Jun “QJ” Qian, and Zhishu Yang. “In the Shadow of Banks: Wealth Management Products and Bank Risk in China,” Boston University Conference on Shadow Banking, April 13, 2016.

能源公司提供的融资是从贸易的角度，通常以出口信贷、信用担保和优惠贷款的形式。相比之下，中国国家开发银行最初是一家专注于国内的类财政机构，主要旨在支持基础设施、基础产业和支柱产业相关的国内发展优先事项。过去十年左右的时间，其不仅转变为中国领先的城市发展引擎，还成为2008年全球金融危机之后全球最大的海外贷款金融机构。尽管侧重点和利用的工具不同，过去15年，中国进出口银行和中国国家开发银行在执行国家“走出去”战略，为中国能源公司的全球扩张提供支持方面是同步的。

事实上，中国进出口银行和中国国家开发银行均通过与中国的主要发展规划机构——发改委密切配合成立专项贷款而在“走出去”战略的旗帜下发展壮大。有关这些专项贷款用途的公告表明了这两家政策性银行作为国家金融机构所发挥的作用。例如，发改委于2003及2005年与中国进出口银行和中国国家开发银行分别发布联合声明，指出专项贷款主要用于以下四个重点领域：⁶⁰

- (1) 能弥补国内资源相对不足的境外资源开发类项目；
- (2) 能带动国内技术、产品、设备等出口和劳务输出的境外生产型项目和基础设施项目；
- (3) 能利用国际先进技术、管理经验和专业人才的境外研发中心项目；
- (4) 能提高企业国际竞争力、加快开拓国际市场的境外企业收购和兼并项目。

值得注意的是，这些贷款支持的重点领域与国家“走出去”战略强调的领域之间高度重合，并且每一个重点领域背后能源都具有突出性与相关性。

由于设立了这些专项贷款计划且这些计划随时准备执行中国的“走出去”战略，这两家政策性银行在过去十年左右的时间成为了中国公司全球扩张的最大出资方。根据最近的估计，2002至2012年，中国的银行为支持中国公司走出去提供的对外直接投资贷款总额超过1440亿美元，其中88%来自中国国家开发银行和中国进出口银行，仅12%来自中国的商业银行。⁶¹换言之，这两家政策性银行为中国公司海外扩张提供的对外直接投资贷款是中国商业银行的6倍多。尽管这一估计数据包括所有部门的中国公司，但两家政策性银行与商业银行在中国对外直接投资中所发挥作用的比例差异证明了我们的上述猜测：商业融资在中国能源公司全球扩张中发挥的作用非常有限。

除了为外国政府的特定能源项目提供直接贷款，这两家政策性银行也在全球提供能源抵押贷款。尽管其中大部分提供给了公路、铁路、港口、房屋和其他类型的城市基础设施等项目，仍有一些贷款提供给了能源部门。一个典型的例子是，安哥拉在2012年结束了长达27年的内战后，将借自中国的能源抵押贷款用于所急需的国家重建。这些贷款称为能源抵押贷款的原因是其贷款对象是能源丰富的国家，这些国家以其未来的能源出口额作为偿还贷款的方式。法国在内战时期的安哥拉，以及日本在20世纪90年代的中国就采用过这种做法。这两家政策性银行采用这种贷款的原因是其降低了贷款违约风险，同时使这两家银行在协助中国努力在全球获取能源的过程中发挥了突出作用，就能源部门而言，这也

60 The National Development and Reform Commission of the People's Republic of China and The China Development Bank, "Guanyu Jin Yibu Jiaqiang Dui Jingwai Touzi Zhongdian Xiangmu Rongzi Zhichi Youguan Wentid De Tongzhi (Notice of the National Development and Reform Commission and the Ministry of Finance on Further Strengthening the Support for the Financing of Key Overseas Investment Projects)," (Beijing: The National Development and Reform Commission and the China Development Bank, 2005); The National Development and Reform Commission of the People's Republic of China and The Export and Import Bank of China, "Guojia Fagaiwei Zhongguo Jinchukou Yinhang Guanyu Dui Guojia Guli De Jingwai Touzi Zhongdian Xiangmu Geiyu Xindai Zhichi Youguan Wenti De Tongzhi (Notice of the National Development and Reform Commission and the Export and Import Bank of China on Providing Credit Support for the State-Encouraged Key Overseas Investment Projects)," (Beijing: The National Development and Reform Commission The Export and Import Bank of China, 2003); "Guanyu Dui Guojia Guli De Jingwai Touzi Zhongdian Xiangmu Geiyu Xindai Zhichi De Tongzhi (Notice on Providing Credit Support for the State-Encouraged Key Overseas Investment Projects)," (Beijing: The National Development and Reform Commission and The Export and Import Bank of China, 2004).

61 Gallagher and Irwin, "Exporting National Champions: China's Outward Foreign Direct Investment Finance in Comparative Perspective."

是“走出去”战略的组成部分。

与中国国家开发银行不同，在全球能源融资方面中国进出口银行更倾向于参与涉及中国的材料、设备、服务和技术出口的能源项目。此外，由于中国进出口银行是中国唯一一家旨在基于中国的对外援助预算提供优惠贷款的银行，其贷款利率通常似乎比中国国家开发银行更加优惠。⁶²从2000至2013年中国进出口银行大力参与为撒哈拉以南非洲的水电大坝建设融资中可以看出其对贸易融资的倾向。如表例如，2003至2010年，中国进出口银行为14个撒哈拉以南的非洲国家超过4700兆瓦的水电建设提供了超过61.6亿美元的融资。⁶³值得注意的是，中国进出口银行的每笔贷款中都可以看到中国水电工程公司或电力公司作为承包商参与的身影。这既触及了中国进出口银行全球贸易融资的核心问题，也揭示了水电公司全球化背后中国进出口银行的支持这一相对不为人知的故事，⁶⁴相关文献对此涉猎不多。相比之下，尽管为非洲的化石燃料项目提供了资助，但中国国家开发银行同期未在该地区为任何水电项目提供融资。

然而，中国国家开发银行全球能源融资的总体规模远远超过中国进出口银行。例如，2000至2014年中国国家开发银行和中国进出口银行向全球各国政府提供了超过1280亿美元的能源贷款。⁶⁵其中，总额的67%来自中国国家开发银行，其余33%来自中国进出口银行，这意味着中国国家开发银行在能源领域向外国政府的直接贷款是中国进出口银行的两倍多。这两家政策性银行在能源抵押贷款方面的比较与此类似。2002至2010年，中国进出口银行发放了超过170亿美元的能源抵押贷款，略多于2008年全球金融危机后发放的能源抵押贷款的一半。⁶⁶相比之下，2008至2015年，中国国家开发银行在全球提供了超过810亿美元的能源抵押贷款。⁶⁷

此外，中国国家开发银行超过了中国任何其他海外能源融资来源。资本市场具有结构性缺陷，而商业银行面临监管约束。同时，上文提及的财政融资则规模过小，选择标准过于苛刻，难以带来真正的改变。因此，中国国家开发银行是过去15年中国全球能源扩张背后真正的推动力量。因此，试图深入了解中国如何为中国能源公司的全球扩张供资就必须从中国国家开发银行入手。因此，下文我们将通过一个详细的案例研究了解中国国家开发银行如何获得资金来源以及如何为中国能源公司的全球化融资。

62 Bräutigam and Gallagher, "Bartering Globalization: China's Commodity-Backed Finance in Africa and Latin America."

63 Deborah Brautigam, Jyhjong Hwang, and Lu Wang, "Chinese Financed Hydropower Projects in Sub-Saharan Africa," *SAIS-China Africa Research Initiative Policy Brief*, no. 8 (2015): p.7.

64 例如，可参见Kristen McDonald, Peter Bosshard, and Nicole Brewer, "Exporting Dams: China's Hydropower Industry Goes Abroad," *Journal of Environmental Management*, no. 90 (2009).

65 Kevin P. Gallagher and Rohini Kamal, "Fueling Growth and Financing Risk: The Benefits and Risks of China's overseas energy finance," (Boston University: Global Economic Governance Initiative, 2016).

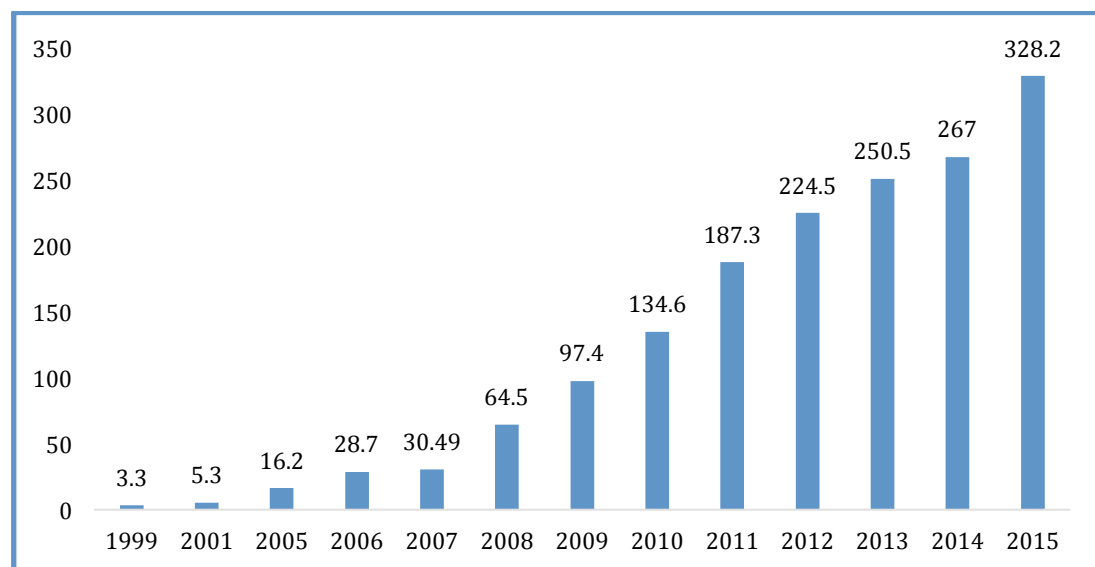
66 Bräutigam and Gallagher, "Bartering Globalization: China's Commodity-Backed Finance in Africa and Latin America," p.350; Gallagher and Irwin, "China's Economic Satecraft in Latin America: Evidence from China's Policy Bank," p.108.

67 Bräutigam and Gallagher, "Bartering Globalization: China's Commodity-Backed Finance in Africa and Latin America."

8. 案例研究：中国国家开发银行的作用

中国国家开发银行在中国银行业的市场份额仅有5.4%，⁶⁸相比上文讨论的“五大”国有商业银行相形见绌。然而，粗略看一下中国国家开发银行的境外贷款即可发现一个常常被低估的事实。如图5所示，过去10年中国国家开发银行的境外贷款增长了19倍。2015年末，中国国家开发银行贷款余额3280亿美元，占中国全部金融机构境外贷款的29%。⁶⁹这使中国国家开发银行成为迄今包括能源公司在内的中国公司全球扩张的最大融资机构。国际范围内，中国国家开发银行的资产规模及其为全球融资所做的贡献也使其同业黯然失色。中国国家开发银行行长郑之杰表示，该行总资产超过12万亿元人民币（1.88万亿美元），是包括世界银行在内的所有开发银行资产总和的两倍。⁷⁰境外贷款方面，仅2009和2010年在拉丁美洲和加勒比地区，中国国家开发银行发放的贷款就超过了世界银行、美洲开发银行和美国进出口银行的总和。⁷¹

图 5：中国国家开发银行外汇贷款余额（2005至2015年）（单位：十亿美元）⁷²



（资料来源：中国国家开发银行年报和中国国家开发银行研究院）

8.1 中国国家开发银行的资金来自何处？

中国国家开发银行为公司、尤其是能源公司的国内外扩张所调集的大量融资提出了这样一个问题：其资金来源是什么？名义上，中国国家开发银行主要有四个资金来源：金融债券、国家注资、金融机构借款和存款。

其中，金融债券是最重要的资金来源。1998至2002年，金融债券占其资金来源的90%以上。⁷³尽管由于中国国家开发银行努力推动其资金来源的多样化，金融债券所占份额已逐步下降，但如图6所示，

68 China Banking Regulatory Commission, “CBRC Annual Report 2014.”

69 Zheng Yangpeng, “China Development Bank Overseas Loan Hits \$328.2 Billion,” China Daily, December 16 2015.

70 同上。

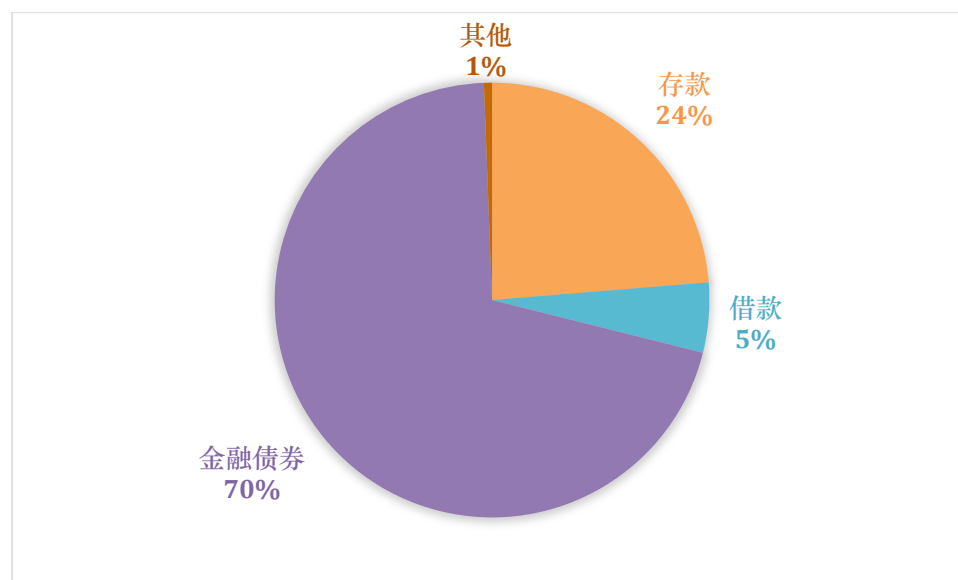
71 Kevin P. Gallagher, Amos Irwin, and Katherine Koleski, “The New Banks in Town: Chinese Finance in Latin America,” (Washington D.C.: Inter-American Dialogue, 2012).

72 CDB yearbooks 2005-2014, CDB Research Academy 2011, and Zheng Yangpeng, “China Development Bank Overseas Loan Hits \$328.2 Billion.”

73 China Development Bank, *China Development Bank Yearbook 2002* (Beijing: China Development Bank, 2002).

金融债券目前仍占其资金的70%以上。与商业银行不同，中国国家开发银行没有居民存款业务。但其从2000年开始吸收企业存款，并到2014年底开始吸收各类存款，包括企业或金融机构存款，存款占中国国家开发银行总资金的23%以上。但这些存款不同于公司储蓄，很可能是若干国企因刺激政策造成的流动性盈余而向中国国家开发银行的协商贷款。⁷⁴

图6: 2014年中国国家开发银行资金构成⁷⁵



资料来源: 2014年中国国家开发银行年报。

第三个资金来源是金融机构借款，目前占总资金的5%多一点儿。最后，以财政部或外管局转让形式的国家注资过去是一个重要的资金来源，但其重要性已迅速下降。然而，国家仍不时向中国国家开发银行注入资金以提升其资本充足率。例如，在中央政府启动中国国家开发银行商业化改革之前，中央汇金就从国家的外汇储备中向中国国家开发银行注入了200亿美元。有趣的是，由于政府决定将其再次转变为政策性银行，2015年7月中国国家开发银行又从外管局（中国外汇储备的指定管理机构）的梧桐树投资平台获得480亿美元注资；⁷⁶这扭转了中国国家开发银行自2008年以来坚持的方向。

实际上，过去15年中国国家开发银行用于支持中国能源公司全球扩张的最终资金来源分为两部分：国内外居民以及中国外汇储备。要了解居民与中国国家开发银行之间的联系就需要分析中国国家开发银行发行的债券如何成为其最有力的“利器”，以及中国国家开发银行如何热衷于发行债券并实际上成为一家以债券为基础的银行和中国最大的债券发行人（仅次于财政部）。中国国家开发银行一直以来依赖债券的根本原因是其可依靠国家的支持发行无风险债券。具体来说，国家的支持为中国国家开发银行的债券提供了主权债券的地位，这实际上意味着中国国家开发银行在发行债券时无需任何评级机构批准，因为其发行的债券被视为零风险债券。在1994至2007年中国国家开发银行具有政策性银行的明确身份期间，这种国家支持是明确的。但2008至2014年中国国家开发银行进行徒劳无功的商业化改革期间，这种国家支持不再是明确的，且需要每年审批。

此外，这种国家支持还使中国国家开发银行的债券具有了成本效益，因为其实际上拥有一个垄断市场——国有商业银行。事实上，中国的国有商业银行持有中国政策性银行发行的80%的金融债券，主要是中国国家开发银行，但也包括中国进出口银行和中国农业发展银行，国有商业银行持有的政策

74 作者感谢Pieter Bottelier指出这一点。

75 China Development Bank, *China Development Bank Yearbook 2014* (Beijing: China Development Bank, 2014).

76 Chen Jia, "Policy Banks Get \$90b Cash Infusion," *China Daily*, August 19 2015.

性银行债券几乎占了其购买的全部债券的一半。⁷⁷尽管自1998年以来人行早已停止向中国的银行业发布购买政策性银行发行的金融债券的命令，但国有商业银行仍然是这些政策性银行（尤其是中国国家开发银行）的默认客户。一方面，如果国有商业银行停止购买中国国家开发银行的债券，中国国家开发银行将会倒闭。购买中国国家开发银行的债券对国有商业银行以及中国国家开发银行均具有商业价值。⁷⁸这是由于中国国家开发银行具有明确的国家支持，相比向其他非国企贷款承担的违约风险，购买中国国家开发银行的债券对于商业银行来说风险最低。与此同时，由于国有商业银行随时准备购买中国国家开发银行发行的大部分债券，这也降低了中国国家开发银行在全国维持数千零售分行及员工的潜在负担，从而降低了其融资成本。

简单看一下中国国家开发银行的债券筹资方式并看不到居民的身影，但正是这个看不到的群体支持中国国家开发银行转变为中国最大的以债券为基础的银行，如表8所示，2009至2014年中国国家开发银行平均每年发行的债券均占在中国发行的全部债券的五分之一左右。中国国家开发银行发行的债券占在中国发行的全部债券的20%以上。国有商业银行从其垄断的客户——中国居民处吸收存款，且通常利率较低。通过控制居民存款的利息收入，国有商业银行得以通过中国国家开发银行发行的金融债券以很低的成本将资金转入中国国家开发银行。同时，由于中国国家开发银行发行的债券主要在银行间市场交易，居民无法直接投资。因此，中国居民成为了中国国家开发银行低成本资金的最终来源，然而中国居民对此知之甚少且获利甚少。

表 8: 中国国家开发银行——以债券为基础的银行⁷⁹

	中国国家开发银行债券/ 在中国发行的全部债券	通过海外债券发行筹集 的美元金额	在海外发行的人民币计价 债券
2014	17.70%		45 亿美元
2013	19.90%	8.65 亿美元	50 亿美元
2012	20.27%	15 亿美元	250 亿美元
2011	20.80%		
2010	23.33%		50 亿美元
2009	24.26%	5000 万美元	30 亿美元

(资料来源: 中国国家开发银行年报)

此外，中国日益融入全球金融市场也使中国国家开发银行得以从海外筹资。事实上，中国国家开发银行自1994年就开始发行外币计价债券。2007年，中国国家开发银行开始在全球发行人民币计价债券。其近期在海外成功发行人民币债券（如表14所示）最突出的例子可追溯到2012年，当时中国国家开发银行在香港售出5亿元人民币债券，并向非洲的央行售出200亿元人民币债券。尽管这无法与中国国家开发银行通过国内债券筹集的资金相比，但表8显示，中国国家开发银行在境外发行债券的能力已大幅提升。并且，中国国家开发银行在海外发行债券时，国际投资者同样将其视为实际上的主权债券。根据中国国家开发银行的数据，截至2015年7月底，中国国家开发银行已在海外发行280亿元人民币债券。⁸⁰这是一项重大进展，意味着中国已进入由美国等全球少数国家组成的俱乐部，这个俱乐部的成员享受在全球以低利率发行零风险债券的特权。这也意味着全球居民已成为中国国家开发银行的另一最终资金来源，因此也为中国能源公司的全球扩张提供了支持。

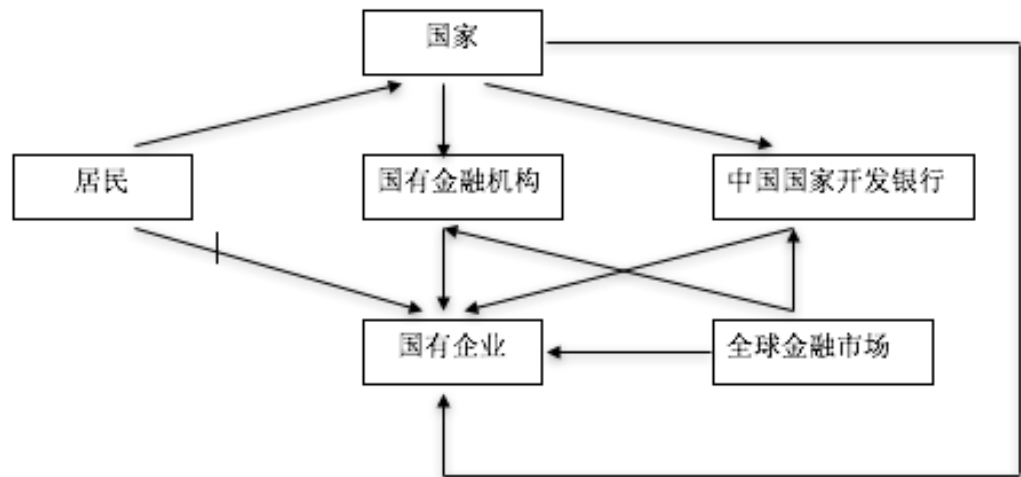
77 Xiao Huaiyang, "Zhengce Xing Jinrongzhai Dufa "Zhaiquan Jianghu" 80% Bei Yinghang Chiyou (Policy Banks Dominate in China's Bond Market and 80% of Their Bonds Are in the Hands of Banks)," China Securites Daily, June 12 2012.

78 同上，pp.69-70.

79 中国国家开发银行2009至2014年年报

80 China Development Bank, "Jinrong Zhaiquan Yewu (the Financial Bonds Businesses)," China Development Bank, <http://www.cdb.com.cn/web/NewsInfo.asp?NewsId=5541>.

表7: 中国国家开发银行的资金来源是什么?



第二, 除居民存款之外, 自2008年起中国还将其巨大外汇储备的一部分引入中国国家开发银行, 用于支持中国公司的全球扩张。这样做的原因是中国希望通过在美国国债以外推动其外汇储备的投资多样化(美国国债一直是中国外汇储备的主要投资工具), 并通过人民币国际化实现外汇储备保值增值。2008年全球金融危机之后, 随着中国外汇储备增加, 而美元因美联储采取的量化宽松政策贬值, 中国外汇储备多样化及人民币国际化的紧迫性进一步加强。据中国领先商业和金融报纸《经济观察报》报道, 中国外汇储备回报率仅3%, 而通常对外直接投资的正常回报率可达10%。⁸¹与此同时, 大宗商品价格下跌为中国提供了以低价购买资金短缺的资源公司的机会。在此背景下, 2008年5月外管局中央外汇业务中心与中国国家开发银行签署了一项协议, 根据该协议, 外管局中央外汇业务中心将以委托贷款的形式向中国国家开发银行分配资金, 以支持中国公司走出去。事实证明, 其中大部分委托贷款都已进入能源和资源部门。据中国国家开发银行的一名消息灵通人士透露, 截至2013年1月, 中国国家开发银行海外贷款的未偿余额达到2500亿美元, 其中超过三分之二实际上来自外管局的委托贷款, 中国国家开发银行随后将这些委托贷款借给了寻求国际扩张的公司。从本质上讲, 中国国家开发银行扮演了中介的作用, 促进外管局利用中国的外汇储备支持国家走出去战略的实施。作为回报,⁸²中国国家开发银行通过发挥桥梁作用收取约10个基点的佣金, 以此赚取利润。⁸³

8.2 中国国家开发银行如何为中国的全球能源扩张融资?

深入分析中国国家开发银行的历史会发现, 三个因素共同促成了2008年以后中国国家开发银行大幅增加对中国公司(尤其是能源和资源公司)全球扩张的支持: 1) 在个人层面, 陈元希望通过所谓第三条道路打造一家世界一流银行和超级投资银行, 第三条道路对中国国家开发银行尝试与其他政策性银行和商业银行区别开来的方式, 及其进行全球扩张的方式有很大影响。2) 在组织层面, 来自国有商业银行日益激烈的竞争, 中国国家开发银行寻求更高回报越来越大的压力, 以及普遍认为的国际上大宗商品价格下跌带来的机遇共同激励中国国家开发银行在国际上寻求机会。3) 最后, 在国家层面, 中国的走出去战略, 提升资源安全性的努力, 以及推动人民币国际化的动力为作为中国国家金融机构

81 Ouyang Xiaohong, "Jiekun Waichu "Gao Chengben Di Shouyi" Waiguanju Jichu "Weidai Ban" (to Solve the Challenge of "High Costs Low Returns" Confronting the Foreign Exchange Reserves the State Administration of Foreign Exchange Researves Roll out "Entrust Loans")," *Jingji Guancha Bao (The Economic Observer)*, January 19 2013.

82 Chen Xiaoyi, "Jiekai Waihui Chubei Weituo Daikuan De Shenmi Miansha (Unveil the Mysteries of the Entrust Loans of the Foreogin Exchange Researves in China)," (2014), <http://www.morningwhistle.com/website/news/9/36700.html>.

83 同上。

的中国国家开发银行提出了战略优先事项。这些因素除了影响中国国家开发银行向全球能源融资扩张的时间，还影响了中国国家开发银行开展海外投融资的方式。不过，在为中国公司的全球扩张提供融资时，中国国家开发银行需要平衡个人、组织及国家的利益。

首先，中国国家开发银行参与全球能源融资的方式反映了陈元的打造世界一流银行愿望和建成中国超级投行的梦想，陈元来自一个受人尊敬的革命家庭，1998至2013年担任中国国家开发银行董事长。在2009年8月凤凰卫视的一次采访中，陈元透露了他个人在中国国家开发银行主动接洽巴西国家石油公司的行动中发挥的作用，这次行动很快在卢拉总统访华期间吸引了两国政府的注意，最终演变成涉及中国能源公司的政府间项目。⁸⁴2009年中国国家开发银行对俄罗斯和委内瑞拉的贷款也是这种情况。几乎在每一种情况下，中国国家开发银行都不仅仅主动为中国能源公司的海外扩张探索融资或中介机会，而是实际上亲自担任了所涉中国能源公司的“首席财务顾问”。对于能源抵押贷款，中国国家开发银行不仅参与设计了贷款结构和利率安排，还协助中国政府和相关中国能源公司进行谈判和风险评估。⁸⁵

第二，作为为组织利益寻求更高回报的表现，中国国家开发银行提供的贷款实际上条件很高。一方面，其往往提供高于金融机构同业的商业利率，例如世界银行和国际复兴开发银行。观察这段时间内中国国家开发银行一些能源抵押贷款的利率安排即可印证这一点。例如，2009年中国国家开发银行为巴西提供的100亿美元贷款较伦敦银行同业拆借利率高280个基点，而2000年国际复兴开发银行为巴西提供的4.34亿美元的贷款可变利差为30-50个基点。⁸⁶2010和2011年向厄瓜多尔提供的10亿美元和20亿美元贷款则分别达到了高达6%和6.9%的溢价。如前所述，中国国家开发银行向中国能源公司，尤其是可再生能源公司提供贷款时，利率处于区间高端，并要求提供以土地、营业执照和股东或中国出口信用保险公司担保形式的抵押品。此外，中国国家开发银行倾向建立各种机制来确保还款和降低违约风险。例如，对厄瓜多尔的贷款，中国国家开发银行除了收取较高溢价外，还要求以该国向中国基于市场价格的石油出口作为贷款抵押。⁸⁷事实上，2009年中国国家开发银行向俄罗斯、巴西、委内瑞拉和土库曼斯坦的贷款均采取了这种模式。

最后，中国国家开发银行表现出对国家主要优先事项的支持。一个典型的例子是，尽管倾向提供商业利率，但其也提供贴息贷款。但这些贷款中的大部分提供给了中国能源国企。例如，2009年9月中国国家开发银行与中国最大的国家石油公司中石油签订了一项有关长期合作的战略协议，根据该协议，中国国家开发银行在未来五年以贴现率向中石油提供300亿美元的信贷额度，用于其海外扩张。⁸⁸同样，在设计能源抵押贷款结构时，中国国家开发银行表现出对国家促进出口和加快人民币国际化这一目标的敏感度。举例说，2010年中国国家开发银行向委内瑞拉提供的200亿美元贷款中的一半多为人民币贷款，并涉及中国出口产品的采购。

但在个人、组织和国家利益的三重影响下，能否预测中国国家开发银行向全球能源融资扩张的表现、影响和轨迹？答案很可能是不能。事实上，对此必须采取逐案分析的方法，原因是根据在某个时间点这三种影响错开的情况，可能存在显著变量。尽管就海外贷款、对全球能源融资的参与度，以及发行的债券量而言，中国国家开发银行显然已经成为了世界一流银行，但在其海外贷款，尤其是全球能源融资以及债务的质量与表现方面还远未确定。尽管进行这样的评估超出了本研究的研究范围，但我们发现，中国国家开发银行一定程度促成了中国失控的信贷扩张，其支持的一些领先太阳能和风能

84 Chen Yuan, *Zhengfu Yu Shichang Zhijian: Kaifa Xing Jinrong De Zhongguo Tansuo (between the Government and the Market: The Exploration of Development Finance in China)* (Beijing: China CITIC Press, 2012), p.267.

85 Huang He, Zhang Yue, and Xue Tingfang, "Haiwai Shengyi: Guojia Kaifa Yinhang Ruhe Chengwei Kaifa Guojia Yinhang (Overseas Businesses: How China Development Bank Turns into a Country Market Opening-up Bank)," *Nanfang Zhoumo (Southern Weekend)*, April 17 2015.

86 Gallagher, Irwin, and Koleski, "The New Banks in Town: Chinese Finance in Latin America," p.11.

87 同上，pp.15-16.

88 Zhang Ye, "Guokaihang 2049 Yi Zhu Zhongshiyou Haiwai Tuozhan (China Development Bank Lends 204.9 Billion Yuan to Assist Cnpc with Its Overseas Expansion)," *Jinghua Shibao (The Beijing Times)*, September 10 2009.

公司倒闭（因其大量放贷造成产能过剩），且其向委内瑞拉借出的500多亿美元贷款的违约风险提高（随着石油价格大跌，委内瑞拉的经济陷入困境），从中我们已经看到了不好的兆头。然而，2015年4月国务院决定将中国国家开发银行重新转变为一家政策性银行，且中国国家开发银行在国内城镇化进程，尤其是棚户区改造，以及国外“一带一路”倡议的实施中发挥了越来越大的作用，这为中国国家开发银行在国内外进一步扩张（而非收缩）提供了基础。

9. 结论

过去15年，中国在出口、绿地投资、并购以及向各国政府直接贷款领域的全球能源足迹迅速扩张。本研究显示，这种扩张是中国精心策划的结果。国家在推动和牵头执行扩张以及提供必要的融资方面一直保持着主导地位。一方面，能源国企凭借在国内能源部门的主导地位在开展扩张方面发挥了牵头作用，尽管近期能源私企已开始迎头赶上，尤其是在可再生能源领域。另一方面，国家为中国能源公司全球扩张提供的资金远超过资本市场。

在为中国能源公司的全球扩张供资时，尽管国家利用财政预算，并有时利用国有商业银行来调集资金，但迄今为止这两种渠道发挥的作用非常有限。相反，中国很大程度上依赖两家政策性银行承担融资的重担，尤其是在2008年全球金融危机之后。中国国家开发银行向中国海外能源投资、并购以及全球各国政府开展的能源项目的供资规模使其成为了中国以及全球能源项目最大的供资机构。

鉴于中国越来越依赖外国能源，因此不足为奇的是中国国家开发银行供资的许多能源项目目的都是增加中国的能源获取途径和投资机会，并使中国能源公司引入更多国外技术解锁中国蕴藏的资源。此外，通过促进中国能源公司的全球扩张，中国国家开发银行也推动了这些公司产品、设备、服务和技术的出口。最后，为中国能源公司的全球扩张供资，尤其是在国家巨额外汇储备的帮助下，也符合中国推动外汇储备多元化和人民币国际化的努力。因此，过去15年中国国家开发银行通过为中国能源公司的全球扩张提供大量资金支持，为国家的三个优先事项做出了贡献，包括：走出去战略、能源安全的目标，以及推动人民币国际化的努力。随着中国在习近平的领导下推动“一带一路”倡议，中国国家开发银行的国际扩张必将推向一个新的高度。

尽管本研究揭示了为中国全球能源足迹提供的国家融资的规模、模式与动机，但无法回答与此相关的一些问题。这包括但不限于以下三个问题。第一，中国经济增速放缓将对中国国家开发银行继续参与全球能源融资的意愿和能力产生什么影响？迄今掌握的情况仍然是支离破碎的：尽管过去两年左右的时间中国能源公司减少了对直接投资和跨境并购活动，但这些公司已经表明，在“一带一路”倡议下，一旦机会出现，他们就会开始扩张活动。第二，将中国国家开发银行重新转变为一家政策性银行的决定对其全球扩张有何影响？理论上，今后上升势头将更加明显，但有迹象表明，中国国家开发银行供资的一些交易可能会产生适得其反的效果，例如向委内瑞拉的贷款，并且令人质疑中国国家开发银行全球能源融资的表现与效率，特别是其对国家能源安全所做的贡献。最后，2013年陈元离开中国国家开发银行也引发了有关中国国家开发银行在参与全球能源融资时将如何平衡其组织利益与国家利益的问题。陈元离开是否意味着没有了一个强大的领导者掌舵，将中国国家开发银行建成一个在很多方面反映其意愿的金融王国，中国国家开发银行将更加受国家操纵？亦或通过参与新成立的亚洲基础设施投资银行和“金砖四国”（巴西、俄罗斯、印度和中国）建立的新开发银行，中国国家开发银行将有更大自由成为一家独立的实体？在本研究的最后我们得出结论，我们对这个在国际融资中越来越重要全球银行仍然知之甚少，我们怀疑，正是我们所不知道的对中国的金融国策有最重要的影响。

参考文献

- Annoymous. "Chinese Firms Turn to Euro Bonds as Dollar Funding Costs Rise." *Reuters*, February 17 2015.
- Anonymous. "Haiwai Tankuang Zijing Mingnian Jiama Caizheng Zhuanxiang Zijing Jiada Touru (the Overseas Resource Exploration Fund Will Grow Next Year While the Fiscal Special Fund Will Increase Its Support)." *China Securities Daily*, December 1 2009.
- Anoymous. "Yinjianhui Guaiyuan: Xiayibu Jixu Zhichi Shangye Yinhang Binggou Daikuan (CBRC Official: To Continue Supporting Commercial Banks' Offering of Merger and Acquisition Loans)." Xinlang Caijing (Sina Finance), <http://finance.sina.com.cn/hy/20141115/111020828137.shtml>.
- Bank of China. "Bank of China Annual Report 2014." Beijing Bank of China, 2014.
- . "Zhonghang 1486 Yi Meiyuan Zhichi Qiye 'Zouchuqu' (Bank of China Mobilized \$148.6 Billion to Support the 'Going out' of Chinese Enterprises)." news release, March 21, 2016, http://www.boc.cn/aboutboc/bi1/201603/t20160321_6573591.html.
- Bräutigam, Deborah, and Kevin P. Gallagher. "Bartering Globalization: China's Commodity-Backed Finance in Africa and Latin America." *Global Policy* 5, no. 3 (2014): 346-52.
- Brautigam, Deborah, Jyhjong Hwang, and Lu Wang. "Chinese Financed Hydropower Projects in Sub-Saharan Africa." *SAIS-China Africa Research Initiative Policy Brief*, no. 8 (April 2015): 1-8.
- Chen Jia. "Policy Banks Get \$90b Cash Infusion." *China Daily*, August 19 2015.
- Chen Xiaoyi. "Jiekai Waihui Chubei Weituo Daikuan De Shenmi Miansha (Unveil the Mysteries of the Entrust Loans of the Foreogin Exchange Researves in China)." (2014). Published electronically August 16. <http://www.morningwhistle.com/website/news/9/36700.html>.
- Chen Yuan. *Zhengfu Yu Shichang Zhijian: Kaifa Xing Jinrong De Zhongguo Tansuo (between the Government and the Market: The Exploration of Development Finance in China)*. Beijing: China CITIC Press, 2012.
- China Banking Regulatory Commission. "CBRC Annual Report 2014." Beijing: China Banking Regulatory Commission, 2014.
- . "Zhongguo Zhengjianhui Guanyu Yingfa Shangye Binggou Daikuan Fengxian Gaunli Zhiying De Tongzhi (Notice of China Regulatory Commission on Issuing the Guidelines on the Risk Management of M&a Loans of Commercial Banks)." Beijing: China Banking Regulatory Commission, 2008.
- China Development Bank. *China Development Bank Yearbook 2002*. Beijing: China Development Bank, 2002.
- . *China Development Bank Yearbook 2014*. Beijing: China Development Bank, 2014.
- . "Jinrong Zhaiquan Yewu (the Finanical Bonds Businesses)." China Development Bank, <http://www.cdb.com.cn/web/NewsInfo.asp?NewsId=5541>.
- China, The Ministry of Finance of the People's Republic of China and The Ministry of Commerce of the People's Republic of. "Notice of the Ministry of Finance and the Ministry of Commerce on the Application for Special Funds for Foreign Economic and Technical Cooperation in 2012." Beijing: The

- Ministry of Finance of the People's Republic of China and The Ministry of Commerce of the People's Republic of China, 2012.
- CNOOC Limited. "Cnooc Limited Raises Financing through Issue of Us\$850 Million Zero Coupon Convertible Bonds." news release, November 15, 2004, http://www.cnoocld.com/art/2004/11/25/art_8441_1130701.html.
- Dodo, Mahamat K. "The Securitization of China's Engagement with Africa: EU Energy Security Strategy." *Journal of Alternative Perspectives in the Social Sciences* 5, no. 4 (2014): 744-74.
- Downs, Erica. "Business Interest Groups in Chinese Politics: The Case of the Oil Companies." Chap. 7 In *China's Changing Political Landscape: Prospects for Democracy*, edited by Cheng Li, 121-41. Washington D.C.: Brookings Institution Press, 2008.
- Elliot, Douglas J., and Kai Yan. "The Chinese Financial System: An Introduction and Overview." In *John L. Thornton China Center Monograph Series*, 1-39. John L. Thornton China Center: Brookings Institution, 2013.
- Gallagher, Kelly Sims. *The Globalization of Clean Energy Technology: Lessons from China*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2014.
- Gallagher, Kevin P., and Amos Irwin. "China's Economic Satecraft in Latin America: Evidence from China's Policy Bank." *Pacific Affairs* 88, no. 1 (2015): 98-121.
- . "Exporting National Champions: China's Outward Foreign Direct Investment Finance in Comparative Perspective." *China and World Economy* 22, no. 6 (2014): 1-21.
- Gallagher, Kevin P., Amos Irwin, and Katherine Koleski. "The New Banks in Town: Chinese Finance in Latin America." 1-37. Washington D.C.: Inter-American Dialogue, 2012.
- Gallagher, Kevin P., and Rohini Kamal. "Chinese Development Finance in Comparative Perspective: The Case of Energy Finance in Developing Countries." Boston University: Global Economic Governance Initiative, 2016.
- Huang He, Zhang Yue, and Xue Tingfang. "Haiwai Shengyi: Guojia Kaifa Yinhang Ruhe Chengwei Kaifa Guojia Yinhang (Overseas Businesses: How China Development Bank Turns into a Country Market Opening-up Bank)." *Nanfang Zhoumo (Southern Weekend)*, April 17 2015.
- Iturre, Maite J., and Carmen Amado Mendes. "Regional Implications of China's Quest for Energy in Latin America." *East Asia*, no. 27 (2010): 127-43.
- Koch-Weser, Jacob N., and Owen D. Haacke. "China Investment Corporation: Recent Developments in Performance, Strategy, and Governance." 1-65. Washington D.C. : U.S.-China Economic and Security Review Commission, 2013.
- Kong, Bo. *China's International Petroleum Policy*. Santa Barbara, California: Praeger Security International, 2010.
- . "Governing China's Energy in the Context of Global Governance." *Global Policy* 2, no. Special Issue (September 2011): 51-65.
- Law, Fiona. "Yuan Slide Takes Toll on Chinese Firms." *Wall Street Journal*, August 13 2015.
- Leung, Michele. "The Rise of China's Corporate Bond Market." 1-6. S&P Dow Jones Indices: McGraw

Hill Financial, 2014.

Li Nanzhu. "Zhongguo Qiye Jingwai IPO Niandu Baogao (2013) (the Overseas IPO of Chinese Enterprises in 2013)." 36. Shanghai: Shanghai Stock Exchange, 2014.

Li Nanzhu, and Zheng Yujiang. "Zhongguo Yiqe IPO Niandu Baogao (the Annual Report of the Chinese Enterprise Ipos for 2014)." 36. Shanghai: Shanghai Stock Exchange, 2015.

Li Ping, and Xu Dengfeng. ""Zouchuqu" Zhanlue: Zhidu Xingcheng Yu Gaige Zhanwang (the "Going out" Strategy: The Evolution of It Supporting Institutions and Prospects for Reform)." *Guoji Jingji Hezuo (International Economic Cooperation)*, no. 5 (2008): 4-8.

Li Zhipeng, and Shen Mengxi. "Zhongguo Qiye Jingwai Binggou Caiwu Anpai Xianzhuang, Wenti Ji Gaijing De Jianyi (Current Accounting Arrangement of Chinese Enterprises Engaged in Cross-Border Mergers and Aquisitions, Its Issues, and Recommended Fixes)." *Zhongguo Zhuce Kuaijishi (The Chinese Certified Public Accountant)* 4, no. 3 (2015). <http://www.cicpa.org.cn/knowledge/fzyhydzzz/201504/page09.html>.

Liao Shiguang. "Shangshi Gongsu Zhongqi Piaoju Rongzi De Yingxiang Yinsu Yanjiu (a Research on the Factors of Medium-Term Notes Financing of Listed Companies)." *Zhengquan Shichang Daobao (Securities Market Herald)*, no. 3 (2011): 57-62.

Liu Liqian. "Jiemi Shebao Jijin Sanci Xuanpin Jingwai Touzi "Guanjia" (Demystifying the Three Attempts of the State Social Security Fund to Hire a "Steward" to Manage Its Overseas Investment)." *Zhengquan Ribao (Securities Daily)* (2011). http://news.xinhuanet.com/fortune/2011-06/17/c_121546900.htm.

McDonald, Kristen, Peter Bosshard, and Nicole Brewer. "Exporting Dams: China's Hydropower Industry Goes Abroad." *Journal of Environmental Management*, no. 90 (2009): 5294-302.

Ouyang Xiaohong. "Jiekun Waichu "Gao Chengben Di Shouyi" Waiguanju Jichu "Weidai Ban" (to Solve the Challenge of "High Costs Low Returns" Confronting the Foreign Exchange Reserves the State Administration of Foreign Exchange Researves Roll out "Entrust Loans")." *Jingji GuanCha Bao (The Economic Observer)*, January 19 2013.

Rahman, Hafeeza. "Global Oil and Gas Bonds Issuance at Lowest Level in Eight Years." Dealogic, 2016.

Saldias, Carola, and Linas Grigaliunas. "Chinese Banks Going Overseas through Loans, Investment Securities and Offshore Rmb Bonds." Milan, Italy: Dagong Europe Credit Rating, 2014.

Sanderson, Henry, and Michael Forsythe. *China's Superbank: Debt, Oil, and Influence-How China Development Bank Is Rewriting the Rules of Finance*. Singapore: Bloomberg Press, 2013.

She Jian. "Haineiwai Xinnengyuan Qiye Shangshi Qingkuang Fenxi (an Analysis of the Publicly Listed Renewable Energy Companies in China and Abroad)." 1-88. Shengzhen: Shenzhen Stock Exchange Comprehensive Research Institute, 2010.

State Social Security Fund of the People's Republic of China. "Quanguo Shehui Baozhang Jijing Lishihui Jijing Niandu Baogao (the Annual Report of the State Social Security Fund for 2014)." Beijing: State Social Security Fund, 2014.

Sun, Xiaolei, Jianping Li, Yongfeng Wang, and Woodrow W. Clark. "China's Sovereign Fund

Investments in Overseas Energy: The Energy Security Perspective." *Energy Policy*, no. 65 (2014): 654-61.

The Economist. "China's Investment in the Ftse 100: Is It Safe?" The Economist (2011). Published electronically March 14.

The Ministry of Commerce of the People's Republic of China, and The Ministry of Finance of the People's Republic of China. "The Supplementary Circular of the Ministry of Finance and the Ministry of Commerce on the Support of the Prior Period Expenses of Overseas Investment in Resource and Foreign Economic Cooperation Project in 2004." The official web site of Invest in China The Ministry of Commerce of the People's Republic of China

The Ministry of Finance of the People's Republic of China, 2005.

The Ministry of Finance of the People's Republic of China, and The Ministry of Land and Natural Resources of the People's Republic of China. "Caizhengbu Guotu Ziyuan Bu Guanyu Yinfa Guowai Kuangchan Ziyuan Fengxian Kancha Zhuangxiang Zijing Guanli Banfa De Tongzhi (the Notice of the Ministry of Finance and the Ministry of Land and Natural Resources on Printing and Circulating the Measures About the Overseas Mining and Resource Exploration Special Fund Administration)." news release, August 10, 2010, http://jjs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefagui/201007/t20100722_329313.html.

The National Development and Reform Commission of the People's Republic of China, and The China Development Bank. "Guanyu Jin Yibu Jiaqiang Dui Jingwai Touzi Zhongdian Xiangmu Rongzi Zhichi Youguan Wentid De Tongzhi (Notice of the National Development and Reform Commission and the Ministry of Finance on Further Strengthening the Support for the Financing of Key Overseas Investment Projects)." Beijing: The National Development and Reform Commission and the China Development Bank, 2005.

The National Development and Reform Commission of the People's Republic of China, and The Export and Import Bank of China. "Guanyu Dui Guojia Guli De Jingwai Touzi Zhongdian Xiangmu Geiyu Xindai Zhichi De Tongzhi (Notice on Providing Credit Support for the State-Encouraged Key Overseas Investment Projects)." Beijing: The National Development and Reform Commission and The Export and Import Bank of China, 2004.

———. "Guojia Fagaiwei Zhongguo Jinchukou Yinhang Guanyu Dui Guojia Guli De Jingwai Touzi Zhongdian Xiangmu Geiyu Xindai Zhichi Youguan Wenti De Tongzhi (Notice of the National Development and Reform Commission and the Export and Import Bank of China on Providing Credit Support for the State-Encouraged Key Overseas Investment Projects)." Beijing: The National Development and Reform Commission

The Export and Import Bank of China, 2003.

The Statistics Bureau of the People's Republic of China. *China Statistical Yearbook*. Beijing: China Statistical Press, 2014.

Water, Carl E., and Fraser J. T. Howie. *Red Capitalism*. Singapore: John Wiley & Sons Singapore Pte Ltd., 2012.

Xiao Huaiyang. "Zhengce Xing Jinrongzhai Duba "Zhaiquan Jianghu" 80% Bei Yinghang Chiyou (Policy Banks Dominate in China's Bond Market and 80% of Their Bonds Are in the Hands of Banks)." *China Securites Daily*, June 12 2012.

Xue Shanshan. "Woju Huode Shouge Guowai Kuangchan Ziyuan Fengxian Kancha Zhuanxiang Zijing Xiangmu (Our Bureau Won the First Project Supported by the Risk Exploration Special Fund)." The Henan Coal Mine Geological Bureau, 2013.

Zero2IPO Research Institute. "2013 Nian Zhongguo Xinnengyuan Hangye Touzi Yanjiu Baogao (a Research Report on the Renewable Energy Industry Investment in China in 2013)." Beijing: Zero2IPO Research Institute, 2013.

Zhang Ye. "Guokaihang 2049 Yi Zhu Zhongshiyou Haiwai Tuozhan (China Development Bank Lends 204.9 Billion Yuan to Assist Cnpc with Its Overseas Expansion)." *Jinghua Shibao (The Beijing Times)*, September 10 2009.

Zhang, Zhongxiang. "The Overseas Aquisitions and Equity Oil Shares of Chinese National Oil Companies: A Threat to the West but a Boost to China's Energy Security." *Energy Policy* 48 (2012): 698-701.

Zheng Yangpeng. "China Development Bank Overseas Loan Hits \$328.2 Billion." *China Daily*, December 16 2015.

Zhu Xuefeng, Zhang Hui, and Zhang Xi. "Bajing Taixia Chunchao Ji: Jiangxi Sheng Hegongye Dizhiju 264 Dadui Zhanxing Fazhan Jujiao (Spring Tides Are in a Hurry: A Look at the Transition of the No.264 Brigade of the Nuclear Geological Bureau of Jiangxi Province)." (2015). Published electronically May 12. http://www.zgkyb.com/zhuanke/20150512_16802.htm

Zweig, David, and Bi Jianhai. "China's Global Hunt for Energy." *Foreign Affairs* 84, no. 5 (2005): 25-38.

鸣谢

作者要感谢约翰·霍普金斯大学高级国际研究学院的Pieter Bottelier、Carla Freeman和David M. Lampton，塔夫茨大学弗莱彻法律与外交学院的Kelly Sims Gallagher，以及世界银行的Jonathan Sinton分享他们的专业知识，并对本报告的较早版本提供意见建议。本报告采纳了他们的意见建议，但我们对任何可能仍存在的疏忽的行为、解释或遗漏错误承担全部责任。此外，作者还要感谢俄克拉何马大学的Lucy Mahaffey和约翰·霍普金斯大学高级国际研究学院的Xuowen Luo提供出色的研究协助。作者还要感谢查尔斯·斯图尔特·莫特基金会对本研究的支持



Global Economic Governance Initiative

The Frederick S. Pardee
School of Global Studies
at Boston University

121 Bay State Road,
Boston, MA 02215

+1 (617) 358-0988
bu.edu/gegi
gegi@bu.edu