

专题报告系列
Special Report Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

财富东进： 中东主权财富基金对华投资 动因、策略与展望

2025年1月

摘要

中东主权财富基金是全球最重要的主权投资者之一，虽然该地区占主要地位的海湾国家主权财富基金对华投资规模占其总投资规模比重仅为 2%-5%，但投资增长势头已显。立足于中东主权财富基金对华投资扩大这一背景，本报告回答三个问题：中东主权财富基金为什么对华投资？现在如何对华投资？还将如何对华投资？研究结果表明：

第一，对华投资的主因是想吸收中国企业的先进技术、经验等来助力地区经济结构转型。此外，持续的地缘政治冲突和复杂的国际投资环境不仅凸显多元化配置储备资产的必要性，而且也促使中东主权财富基金审慎评估新兴市场的投资机会，以平衡其在全球范围内的资产配置和寻求战略平衡。中国资产的相对低估值优势则蕴藏长期配置潜力。

第二，对华投资方式以股票投资、股权投资、房地产与基础设施投资为主。股票投资方面，偏好与本国经济结构转型相关的产业比如加工工业、非能源矿产加工与开发等，重点关注业内成熟、业务稳健的优质企业；股权投资方面，倾向于项目直接投资以提高股权投资成功率；房地产与基础设施投资方面，偏好具有创收潜力的商业地产、物流地产。

第三，将来投资与自身经济结构转型相匹配的产业的力度必将增大，如信息科技、清洁能源等。对华策略将持续优化，具体表现为：持有权益资产比重将上升，倾向于指数化配置策略；一级市场的直接投资将增加，向主动型投资者转变；使用人民币对华开展股权投资的现象或将会增加；增加对中国一线城市的商业地产、物流地产、养老地产、旅游地产等以及契合可持续发展理念的基础设施的关注。

Capital Flowing Eastward: Motivations, Strategies, and Prospects for Middle Eastern Sovereign Wealth Funds to Invest in China

Middle Eastern Sovereign Wealth Funds (Middle Eastern SWFs) are one of the most important sovereign investors in the world. The dominant Gulf SWFs within the region have invested US\$7 billion in China from June 2022 to June 2023, a five-fold increase over the previous 12 months. Against the above background, this report intends to answer three questions: Why do Middle Eastern SWFs invest in China? How are they investing in China now? How will they invest in China? The results indicate that:

First, the main motivation for them to invest in China is to absorb advanced technology, experience, etc. from Chinese companies to the Middle East to assist in regional economic structural transformation. In addition, the ongoing geopolitical conflicts and complex international investment environment not only highlight the necessity of diversified allocation of reserve assets, but also prompt Middle Eastern SWFs to judiciously evaluate investment opportunities in emerging markets to balance their global asset allocation and seek strategic balance. The relative undervaluation advantage of Chinese assets holds the potential for long-term holding.

Second, the ways Middle Eastern SWFs invest in China mainly include stock investment, private equity investment, real estate and infrastructure investment. For stock investment, their preference is given to industries related to the transformation of the domestic economic structure, such as process industries, non-energy minerals, with a focus on mature and stable high-quality enterprises. For private equity investment, they gradually attach importance to direct investment to improve the success rate of equity investment. For real estate and infrastructure investment, their preference is given to commercial real estate and logistics real estate with revenue generating potential.

Third, in the future, the investment in industries that match their regional economic structural transformation will inevitably increase, such as information technology and clean energy. Their strategies towards China will continue to be optimized, as evidenced by an increase in the proportion of equity assets held and a tendency towards stock index based holding strategies; an increase in direct investment in the primary market, thus facilitating them to be active investors; a potential increase in utilizing Renminbi (RMB) for private equity investment; more attention paid to commercial real estate, logistics real estate, elderly care real estate, tourism real estate, and infrastructure that aligns with the concept of sustainable development in China's first tier cities.

一、中东主权财富基金资金雄厚，对华投资意愿增强

1. 中东主权财富基金的资管规模在全球位列第一

国有投资者（State-Owned Investors）在全球资本市场上扮演着举足轻重的角色，这不仅体现在它们在 2024 年的资产管理规模超 54 万亿美元，而且体现在它们遍布于世界各地。国有投资者包括中央银行（Central Banks, CBs）、主权财富基金（Sovereign Wealth Funds, SWFs）、公共养老基金（Public Pension Funds, PPFs），其中主权财富基金是由主权国家或地区政府所设立并拥有的用于购买、持有和出售金融资产以追求财务或经济回报的投资平台，同样遍布于世界各地。根据全球主权财富基金数据平台 Global SWF 的统计，2024 年 12 月，来自中东与北非、亚洲、欧洲、大洋洲的主权财富基金的资产管理规模分别为 5.4 万亿美元、4.4 万亿美元、2.3 万亿美元、0.5 万亿美元，占全球前 100 家主权财富基金资产管理总额比重分别为 41.2%、33.7%、17.7%、3.6%，位列全球各地区前四（见图 1）。

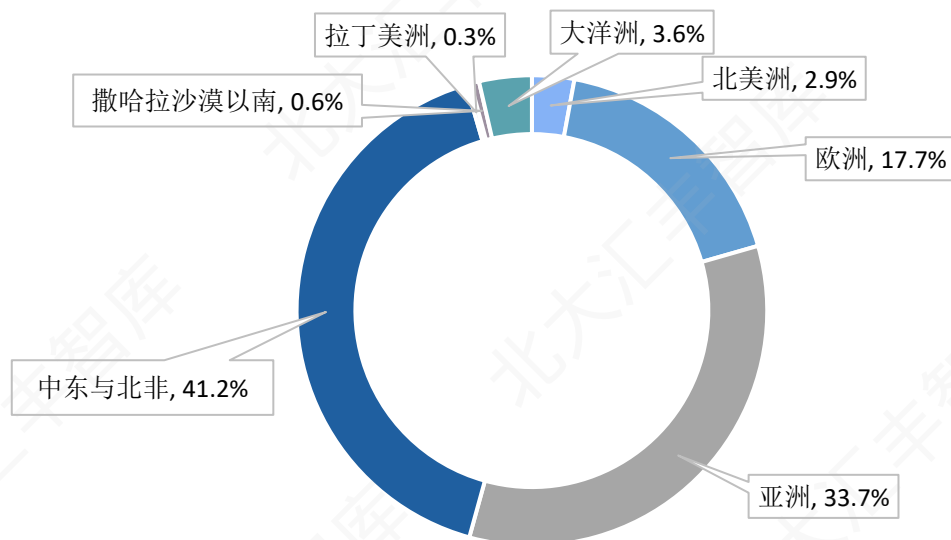


图 1：2024 年 12 月全球各地区主权财富基金资产管理规模的全球占比

数据来源：Global SWF，北大汇丰智库

中东与北非地区的主权财富基金在全球范围内拥有最大份额的资产管理规模很大程度上得益于该地区以“贫水富油”为特征的资源禀赋。该地区部分国家在 20 世纪 50 年代通过出口油气与矿产资源积累了大量外汇储备，之后便设立了主权财富基金来管理外汇储备。在 1953 年成立于英国伦敦的科威特投资委员会（科威特

投资局的前身)则是该地区同时也是全球第一家主权财富基金。在科威特投资委员会成立后尤其是在 20 世纪 70 年代第一次石油危机后,该地区许多国家纷纷设立了主权财富基金。这些主权财富基金的设立体现了该地区国家对石油收入的长期管理意识和对外投资远见,此后这些主权财富基金便活跃在国际金融市场。

当前中东与北非地区已诞生不少具有全球知名度的主权财富基金,且全部位于中东地区。2024 年 12 月,资产管理规模全球排名前 20 的主权财富基金中有 11 家来自中东地区,其中 9 家来自海湾阿拉伯国家合作委员会国家(即“海合会”国家:沙特阿拉伯、阿联酋、卡塔尔、科威特、阿曼、巴林,此六国是海湾地区主要国家)(见表 1)。这 11 家主权财富基金的资产管理规模合计占全球前 20 家主权财富基金资产管理规模比重高达 45.1%,占全球前 100 家主权财富基金资产管理规模比重亦高达 39.4%,这表明中东主权财富基金对全球资本流动和主权投资格局的影响举足轻重。

表 1: 2024 年 12 月资产管理规模全球排名前 20 的主权财富基金

排名	主权财富基金名称	英文简称	所属国家	资产管理规模 (万亿美元)
1	挪威央行投资管理公司	NBIM	挪威	1.800
2	中国投资有限责任公司	CIC	中国	1.332
3	中国华安投资有限公司	SAFE IC	中国	1.235
4	阿布扎比投资局	ADIA	阿联酋	1.109
5	科威特投资局	KIA	科威特	0.969
6	沙特公共投资基金	PIF	沙特阿拉伯	0.925
7	新加坡政府投资有限公司	GIC	新加坡	0.847
8	卡塔尔投资局	QIA	卡塔尔	0.510
9	迪拜投资公司	ICD	阿联酋	0.360
10	穆巴达拉投资公司	Mubadala	阿联酋	0.330
11	淡马锡控股私人有限公司	Temasek	新加坡	0.287
12	阿布扎比发展控股公司	ADQ	阿联酋	0.248
13	澳大利亚未来基金	Future Fund	澳大利亚	0.204
14	土耳其财富基金	TVF	土耳其	0.190
15	韩国国家投资公司	KIC	韩国	0.189
16	伊朗国家发展基金	NDFI	伊朗	0.162
17	俄罗斯国家财富基金	NWF RU	俄罗斯	0.135
18	沙特国家发展基金	NDF	沙特阿拉伯	0.132
19	阿联酋投资局	EIA	阿联酋	0.090
20	“萨姆鲁克-卡泽纳”国家基金	Samruk Kazyna	哈萨克斯坦	0.081

资料来源: Global SWF, 北大汇丰智库整理

2. 海湾国家主权财富基金对华投资增速高达 400%

关于投资规模,2023 年全球主权财富基金的投资规模为 1247 亿美元(见图 2),其中投资规模全球排名前 10 的主权财富基金中有 5 家来自中东地区,依次为沙特公共投资基金、穆巴达拉投资公司、阿布扎比投资局、卡塔尔投资局、阿布扎比发展控股公司。上述 5 家主权财富基金的投资规模合计为 740 亿美元,占全球主权财富基金投资规模比重高达 59.3%。2023 年“海合会”国家的主权财富基金的投资规模为 823 亿美元,且由上述 5 家主权财富基金领衔¹。

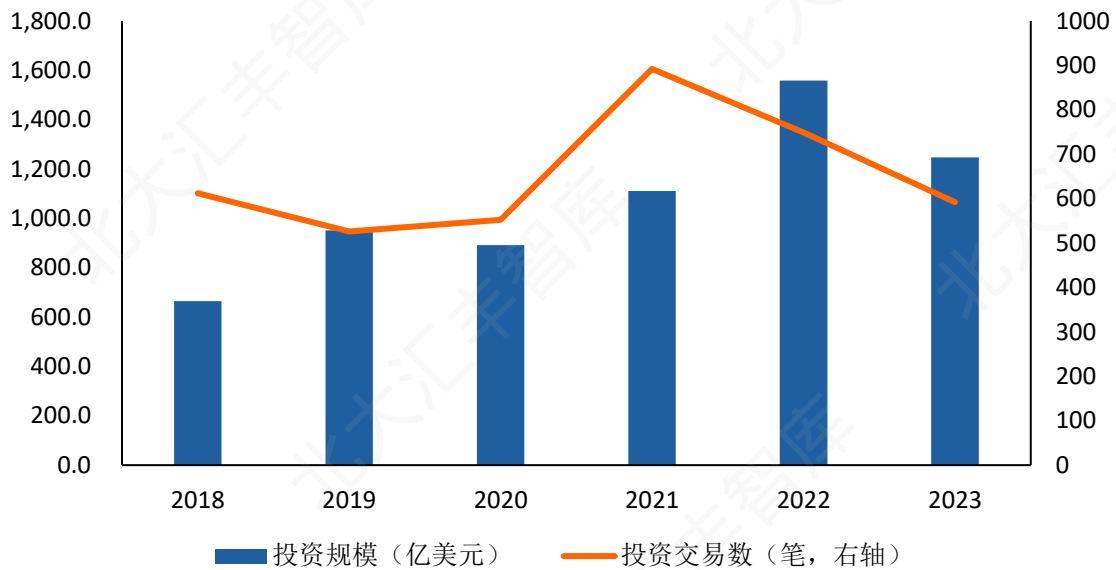


图 2：2018–2023 年全球主权财富基金的投资规模和投资交易数

数据来源：Global SWF，北大汇丰智库

关于投资地域,许多中东主权财富基金比如阿布扎比投资局、穆巴达拉投资公司、迪拜投资公司等在全球各大洲都有投资,其中对北美洲、欧洲的资产配置比重要大于其他洲;对发达市场的投资规模要大于对新兴市场的投资规模(见图 3)。

从 2023 年 6 月至 2024 年 6 月,海湾国家主权财富基金已在中国投资 70 亿美元,是此前 12 个月的 5 倍²,增幅高达 400%,如果算上所有中东地区的主权财富基金,那么对华投资规模将更大。在 2023 年里,包括欧盟、东盟、“金砖国家”、

¹ Global SWF. 2024 Annual Report: State-Owned Investors Powering Through Crises[EB/OL]. <https://globalswf.com/reports/2024annual>

² Reuters. China securities regulator says it welcomes Middle East investment[EB/OL]. <https://www.reuters.com/markets/asia/china-securities-regulator-says-it-welcomes-middle-east-investment-2024-06-12/>
Global SWF. Bahrain and Qatar SWFs Foster Closer China Links as Gulf Replaces Western Capital[EB/OL]. <https://globalswf.com/news/bahrain-and-qatar-swfs-foster-closer-china-links-as-gulf-replaces-western-capital>

“一带一路”共建国家、日本、韩国、中国香港等在内的国家和地区实际对华投资增速均出现不同程度的放缓（见图 4）。上述现象表明在外资流入中国放缓的背景下，中东地区的主权财富基金正在评估中国的投资机会，对同中国开展投资合作的重视程度在这 2-3 年快速上升。沙特公共投资基金在 2024 年 7 月已与中国农业银行、中国银行、中国建设银行、中国出口信用保险公司、中国进出口银行和中国工商银行等 6 家金融机构签署了价值 500 亿美元的谅解备忘录，该谅解备忘录囊括了人民币跨境使用、人民币跨境结算、人民币存款、债券发行、外汇交易等多方面。卡塔尔投资局在 2024 年 6 月同意经由全球性的专业投资机构——春华资本方面购买中国知名的全国性基金管理公司——华夏基金 10% 的股份。穆巴达拉投资公司在 2023 年 9 月正式在北京开设办事处，主要负责对华直接投资。阿布扎比投资局在 2023 年 8 月通过旗下机构买入在中国香港上市的中国最大的肉鸡生产加工出口企业之一——山东凤祥股份有限公司的股份超 1.5 亿股，每股约 1.5 港元。

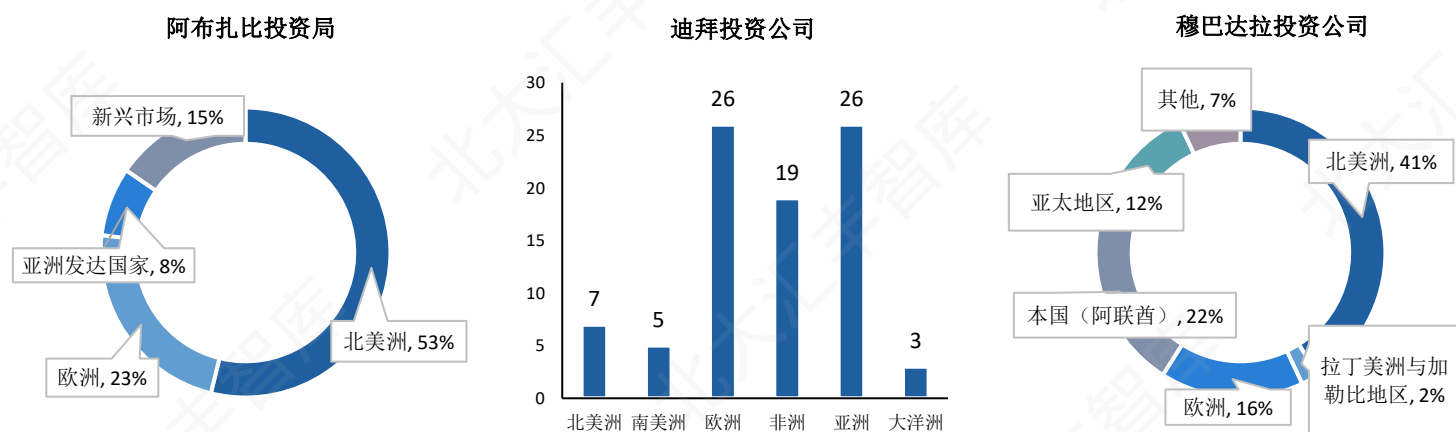


图 3：部分中东主权财富基金投资的地域分布

图注：迪拜投资公司的数据为其投资该大洲的国家数量，其他两家的数据则为投资规模占比

数据来源：主权财富基金的官方网站及其 2023 年报，北大汇丰智库

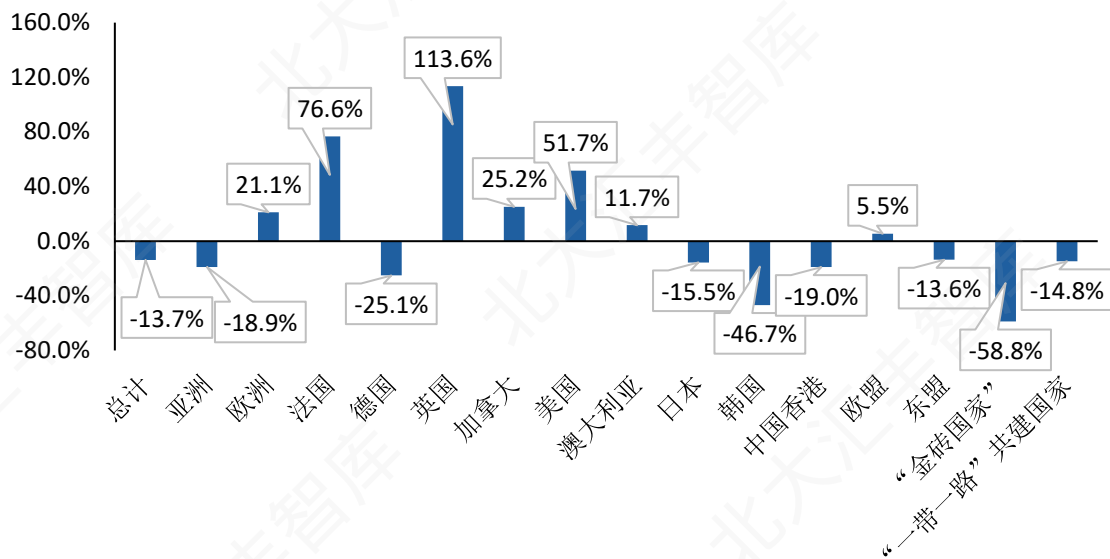


图 4：2023 年世界部分国家和地区实际对华投资同比增速

数据来源：中华人民共和国商务部《中国外资统计公报 2024》，CEIC，北大汇丰智库

二、对华投资动因：自身经济转型需求与国际环境共振

1. 地区经济结构转型是主要内在动因

中东地区是目前世界上石油储量最大、生产石油最多的地区。鉴于石油资源不可再生，外加全球各国正为减缓气候变化、减少碳排放而做出努力，因此中东国家难以始终依赖油气与矿产资源来推动经济增长，必须降低对油气与矿产资源的依赖程度，在方兴未艾的科技革命与产业变革中推动经济结构多元化转型，引进能够助力本国经济结构转型的新兴科学技术、先进管理经验、出色的生产与研发团队等等。近年来，中东国家已经纷纷制定了国家发展远景与经济转型规划，明确了未来重点发展的非石油产业（见表 2）。

主权财富基金是中东国家经济结构转型的重要抓手。以沙特公共投资基金为例，沙特公共投资基金在 2023 年累计为本国的非石油国内生产总值（Non-oil GDP）贡献了高达 1.2 万亿沙特里亚尔（相当于 3200 亿美元）。此外，沙特公共投资基金约 76% 的资金都被用于本地投资以助力实现“2030 愿景”，仅 20% 的资金被用于海外投资³。科威特投资局同样致力于收入来源多样化，提供石油储备的替代方案，以确保本国财政可持续、拥有长期的投资回报以及安全的未来，这将使“科威特的

³ Public Investment Fund. *PIF Annual Report 2023*[EB/OL]. <https://www.pif.gov.sa/en/investors/annual-reports/>

子孙后代能够更有信心地面对未来的不确定性”。卡塔尔投资局在 2020 年采取了可持续和负责任的投资策略，并宣布不再对碳氢化合物相关业务开展新的投资。穆巴达拉投资公司在 2021 年成立了负责任投资部门，并发布了负责任投资政策，将环境、社会和治理（ESG）纳入投资生命周期。由此可见，作为“国家财富的管理者”的中东主权财富基金为实现投资组合多元化所付出的努力很大程度上是由国家发展远景以及经济结构转型迫切的现实需要所驱动的。

表 2：部分中东国家的发展规划/远景中关于经济结构转型的内容

发展规划/远景名称	提出年份	重要目标/举措
沙特阿拉伯“2030 愿景”	2016 年	到 2030 年，非石油政府财政收入将从 1630 亿沙特里亚尔增加到 10000 亿沙特里亚尔，外国直接投资占国内生产总值比重将从 3.8% 上升到 5.7%，非石油出口占非石油国内生产总值的比重将从 16% 上升到 50%，油气行业本地化水平将从 40% 上升到 75%。
阿联酋“2071 百年规划”	2021 年	百年规划基于四个支柱：以未来为导向的政府；关注先进科学技术、空间科学、工程、创新和健康科学等领域的卓越教育；能够提高国民经济生产率、支持本国公司、投资科学研究和有前景的领域、聚焦创新创业和先进产业的多元知识型经济；一个安全、宽容、有凝聚力和道德的社会。百年规划强调投资于注重先进技术的教育、通过减少对石油的依赖来实现进出口多样化。
阿联酋阿布扎比“2030 年经济远景规划”	2007 年	减少对不稳定石油收入的依赖，计划到 2030 年非石油部门对 GDP 的贡献率达到 64%。继续投资油气领域，包括勘探、生产、炼油和运输等环节，拓展海外油气资源开发以增强在全球油气市场的竞争力。重点发展航空航天、制药、旅游、医疗保健、金融服务、教育、媒体和电信等高端制造业与服务业。
科威特“2035 国家愿景”	2017 年	旨在将科威特转变为一个对投资者更具吸引力的区域和国际金融与贸易中心。到 2035 年要实现的发展目标之一是提高当地生产力和促进非石油经济部门的发展。
卡塔尔“2030 国家愿景”	2008 年	到 2030 年“将卡塔尔转变为能够可持续发展的先进社会”。该愿景的经济发展方面强调减少对石油和天然气的依赖以及发展多元化的经济部门，如金融、科技、教育、旅游和医疗等。通过扩大天然气产量和加速与经济多元化有关活动的增长，以 4% 的年均增长率加快经济增长步伐，卡塔尔在 2030 年将成为世界十大投资者和公司目的地之一。

阿曼“2040 愿景”	2016 年	到 2040 年，人均实际 GDP 提高 90%，实现 GDP 年增长率达 5%，外国直接投资对 GDP 的贡献达到 10%，非油气产业产值占 GDP 比重达到 90%以上，私营部门对创造就业机会的贡献达到 40%。在 2030 年之前，阿曼将至少有 20%的电能来自可再生能源，在 2040 年之前则升至 35-39%。
巴林“2030 经济愿景”	2008 年	重点建设发展基础设施，致力于减少对石油经济的依赖和实现经济多元化发展。通过发展金融服务、制造业、工业服务、教育培训、信息及通讯产业，让经济多元化。

资料来源：中东国家的政府官方网站，公开资料，北大汇丰智库整理

中国作为全球最大的新兴市场经济体具有齐全的产业门类、完善的基础设施、庞大的市场规模和广阔的投资空间，这让中东国家的主权投资者尤其是中东主权财富基金捕捉到了同中国深化双边关系、增进经贸联系的机会。更为重要的是，中国的新能源、数字经济、人工智能、高端制造、医疗健康等先进制造业和现代服务业不仅已经具备国际竞争力而且还是中东国家为实现经济结构多元化转型而有意发展的产业或行业。中东主权财富基金通过扩大同中国的投资合作，能有力推动本国传统产业转型升级，进而为本国经济持续增长提供坚实支持。

聚焦于双边投资合作，要想让本国传统产业更具优势、让本国经济结构多元化转型所急需发展的非石油产业得到长足发展，寻求中国企业的技术转让和再投资是不可或缺的重要一环。如同当年在美国硅谷寻找技术投资机会，中东主权财富基金同样在挖掘中国向其转让技术和再投资的机会，即便中国企业成功吸引到中东资金，也可能需要将部分资金以合资建厂形式再投资于中东地区并在此过程中将先进的科学技术等带入到当地。阿布扎比投资局代表阿联酋首府阿布扎比审慎地使用资金，一直在全球范围内投资，明确希望将具有国际视野的人才和专业知识引入阿布扎比。无独有偶，沙特阿拉伯在依托沙特公共投资基金与外界建立战略经济伙伴关系之余，还明确希望其能助力新兴产业的发展、推动尖端科学技术和专业知识“本土化”。目前全球领先的科技公司 Microsoft、Google 和 Cisco 等已经在中东地区具有强大的影响力，中东国家同样对中国采取相似策略，即在投资于具有核心竞争力的龙头企业、隐形冠军的同时也会期望它们赴中东地区投资建厂，给中东地区带来新兴科学技术、先进管理经验、出色的生产与研发团队等等。上述策略在

清洁能源、信息科技、医疗健康等领域表现得尤为明显，这凸显了中国在上述领域的强劲实力和中东国家发展非石油产业的雄心壮志（见表 3）。

表 3：近年来中东主权财富基金在清洁能源、信息科技、医疗健康领域与华投资合作的重要事件

领域	时间	投资主体	(拟) 投资内容
清洁能源	2024 年 8 月	沙特公共投资基金	中能建国际建设集团有限公司、中国能源建设集团广东火电工程有限公司及中国电力工程顾问集团西北电力设计院有限公司的联营体，与沙特国际电力和水务公司、沙特公共投资基金及沙特阿美电力公司共同合作的项目公司——布瑞克可再生能源公司，正式签署了沙特 PIF 四期 Haden 2GW 光伏项目的 EPC 合同。项目位于沙特阿拉伯。
	2024 年 7 月	沙特公共投资基金	与全球领先的新型能源系统企业——远景科技集团、沙特阿拉伯能源设备公司 Vision Industries 共同宣布将在沙特阿拉伯成立风电装备合资公司，帮助当地风电价值链到 2030 年实现 75%本地化生产的目标。
	2024 年 7 月	沙特公共投资基金全资子公司 Renewable Energy Localization Company	与全球领先的光伏组件供应商——晶科能源控股有限公司的全资子公司 JinkoSolar Middle East DMCC（“晶科中东”）以及 Vision Industries 共同宣布将在沙特阿拉伯成立合资公司来建设 10GW 高效电池及组件项目。
	2024 年 7 月	沙特公共投资基金全资子公司 Renewable Energy Localization Company	与全球知名的新能源科技公司——TCL 中环新能源科技股份有限公司签署股东协议，将投资成立合资公司，推进光伏晶体晶片在沙特阿拉伯本土生产，总投资金额约为 20.8 亿美元。
	2023 年 5 月	沙特公共投资基金	与中国最大、最现代化的钢铁联合企业——宝山钢铁股份有限公司、沙特阿拉伯国家石油公司共同投资设立了沙特厚板公司（暂定名），拟在沙特阿拉伯投资建设全球最具竞争力的绿色低碳厚板工厂以主要服务于中东北非地区的油气、造船、海工和建筑行业。
信息科技	2024 年 5 月	沙特公共投资基金全资子公司 Alat	向联想集团提供 20 亿美元的无息可换股债券投资以支持其全球业务发展和创新战略。联想集团将在沙特阿拉伯首都利雅得建立新的中东和非洲市场地区总部，并计划新建一座专注于个人电脑与服务器的制造基地。
	2024 年 2 月	沙特公共投资基金全资子公司 Alat	与全球领先的智慧物联解决方案提供商和运营服务商——浙江大华技术股份有限公司共同宣布成立合资公司——Alat AlVisio，在沙特阿拉伯设立全自动化、先进的全球智能制造中心，共同探索智慧城市、智能交通、智慧建筑、智慧教育等城市基础设施领域的合作。
	2023 年 10 月	沙特新未来城旗下战略投资基金 NIF	向自动驾驶解决方案提供商——北京小马智行科技有限公司投资 1 亿美元以支持其自动驾驶技术全球化研发和运营。同时，北京小马智行科技有限公司与 NEOM 计划

			在沙特阿拉伯成立合资公司，为该地提供自动驾驶技术解决方案。
	2023年 12月	阿布扎比投资局旗下 投资机构 CYVN Holdings	向中国高端智能电动汽车市场的先驱者——上海蔚来汽车有限公司提供了 22 亿美元的战略股权投资。在 2023 年 7 月，蔚来汽车还曾获得来自 CYVN 的 7.385 亿美元的战略股权投资。
	2023年 12月	卡塔尔投资局子公司 Al-Rayyan Holding LLC	认购了全球知名的企业管理云 SaaS 公司——金蝶国际软件集团有限公司约 1.55 亿股新股，约占扩大后股本的 4.26%，金蝶国际所获款项净额约 15.6 亿港元，将被用于支持公司的国际化战略和优化公司的资本结构。
	2023年 6月	穆巴达拉投资公司全 资子公司 MIC Capital Management	全国信息基础设施综合服务商——国动网络通信集团股份有限公司完成了穆巴达拉投资公司的全资子公司 MIC Capital Management 1.5 亿美元的股权融资。
	2023年 2月	卡塔尔投资局	与全球知名产业投资机构——RTW Investments“联合领投”了专注于创新细胞药物开发，处于临床阶段的生物技术公司——原启生物科技(上海)有限责任公司高达 4500 万美元的 B1 轮融资。
医疗健康	2022年 8月	阿布扎比投资局全 资子公司	参与完成了全球性的专注于研发一流新药的生物技术公司——维泰瑞隆(北京)生物科技有限公司 2 亿美元的 B 轮融资。
	2022年 8月	阿布扎比投资局全 资子公司 Platinum Orchid	综合性血液制品和生物医药企业——泰邦生物集团有限公司与多家投资人达成融资协议，正式签署交易文件。本轮融资总额为 3 亿美元，由阿布扎比投资局全资子公司 Platinum Orchid、新加坡政府投资公司领投。

资料来源：Wind, FactSet, 公开资料，北大汇丰智库整理

2. 全球地缘政治风险是关键外部动因

为了应对地缘政治的不确定性，全球主权投资者倾向于在快速增长的新兴市场中探索资产配置机会，中东主权财富基金也不例外。全球领先的资产管理机构——景顺投资管理有限公司（Invesco Hong Kong Limited）曾在 2024 年第一季度对来自 83 家主权财富基金和 57 家中央银行的投资总监、资产类别主管、高级投资组合策略师共 140 人开展调查，他们管理的资产总额达 22 万亿美元。83% 的受访者认为地缘政治紧张局势是 2025 年全球增长的主要风险；67% 的主权财富基金预期在未来 3 年内新兴市场的表现将与发达市场看齐，甚至超越后者⁴。

⁴ Invesco. *Invesco Global Sovereign Asset Management Study*[EB/OL].
<https://www.invesco.com/content/dam/invesco/apac/en/pdf/insights/2024/july/invesco-global-sovereign-asset-management-study-2024.pdf>

“俄乌冲突”是当前全球最大的地缘政治风险之一，客观上推动中东国家主动多元化地配置储备资产。美国特朗普政府曾在 2017 年 12 月发布了《国家安全战略报告》(National Security Strategy of the United States of America)，该报告公开将中国、俄罗斯确定为美国的战略竞争对手⁵。自此之后，美国的大国竞争战略逐渐成形，美国将该战略重心聚焦于中国与俄罗斯，对中东地区的关注有所减弱。2022 年“俄乌冲突”爆发后，美国及其盟友对俄罗斯实施制裁，对作为全球主要油气出口国的俄罗斯的能源贸易造成冲击，致使全球能源供应紧张和能源价格上涨。鉴于由石油、天然气等大宗商品销售收入形成的外汇储备是中东主权财富基金的重要资金来源，油气价格上涨增加了中东主权财富基金的资金流动性，从而为其在全球范围内多元化投资创造了条件。同时，俄罗斯约 3000 亿美元的黄金和外汇储备被美国及其盟友冻结，约占俄罗斯国际储备总额的 50%⁶，外加美元依旧是众多中东国家油气贸易的唯一结算货币，因此中东国家在“俄乌冲突”后出于对其储备资产安全性的担忧，逐步考虑降低储备资产对美元的依赖程度，比如 2023 年 3 月中国第一笔以人民币结算的液化天然气采购交易达成，而液化天然气则来自阿联酋。

“俄乌冲突”深刻影响了全球油气贸易格局，促使中东国家寻求对华关系的战略平衡。同样是在 2022 年“俄乌冲突”爆发后，俄罗斯同欧洲的油气贸易受到限制，对此俄罗斯采取“以价换量”策略增加对华的油气供应，促使中国从俄罗斯进口的油气商品金额与从沙特阿拉伯进口的油气商品金额的差距在 2022 年和 2023 年较早些年份明显加大，俄罗斯作为中国最大的油气供应国的地位得以巩固（见图 5）。对于中东国家而言，中国是它们极其重要的油气出口目的国，油气向来也是中国从中东地区进口金额最大的商品。2019-2023 年中国从中东地区进口的“矿物燃料、矿物油及其蒸馏产品；沥青物质、矿物蜡”商品金额占中国从中东地区进口商品金额比重从 76.6% 上升到 82.7%（见表 4）。中国几乎所有从中东地区进口的石油都要经过霍尔木兹海峡，但是在该海峡能否安全航行与中东地区的地缘政治紧密

⁵ The White House. *The National Security Strategy of the United States of America*[EB/OL]. <https://history.defense.gov/Portals/70/Documents/nss/NSS2017.pdf?ver=CnFwURrw09pJ0q5EogFpwg%3d%3d>

⁶ Information Telegraphic Agency of Russia-TASS Half of Russia's foreign exchange reserves frozen due to sanctions - Finance Minister[EB/OL]. <https://tass.com/economy/1421403>

相关。对此，中国一直致力于寻求油气供应来源多元化以确保能源安全。俄罗斯油气供应稳定且与中国大陆毗邻，中国从俄罗斯进口油气不存在能源运输通道安全问题。俄罗斯成为中国最大的油气供应国意味着中东国家尤其是沙特阿拉伯、伊拉克、阿联酋等在中国市场的份额受到了挑战，外加中国在中东地区的经济事务上产生愈发重要的影响，这促使中东国家需要进一步深化与中国的油气合作，增强与华的经贸联系和投资往来以巩固其在双边关系中的地位和提升其在双边关系中的影响力，进而在复杂的国际紧张局势下达成对华关系的战略平衡。

与之相呼应，2022年12月，国家主席习近平在首届中国—海湾阿拉伯国家合作委员会峰会上就表示未来3-5年中国将继续从海湾阿拉伯国家合作委员会国家扩大进口原油、液化天然气，加强油气开发、清洁低碳能源技术合作，开展油气贸易人民币结算⁷。随后在2023年3月，中国北方工业集团所属北方华锦化学工业集团有限公司、“沙特阿美”与盘锦鑫诚实业集团有限责任公司三方共同出资成立的华锦阿美石油化工有限公司所负责建设的精细化工及原料工程项目正式开工，该项目总投资837亿元并且预计在2025年9月竣工。2023年10月，“沙特阿美”又与山东能源集团有限公司、山东裕龙石化有限公司等签署了谅解备忘录，计划收购山东裕龙石化有限公司10%的战略股权并向山东裕龙石化有限公司提供原油以及其他潜在原料。国家主席习近平在峰会上还表示“中国愿同海合会国家开展金融监管合作，便利海合会国家企业进入中国资本市场。同海方成立共同投资联合会，支持双方主权财富基金以多种方式开展合作”

⁷ 新华社. 习近平在中国—海湾阿拉伯国家合作委员会峰会上的主旨讲话[EB/OL] https://www.gov.cn/xinwen/2022-12/10/content_5731130.htm

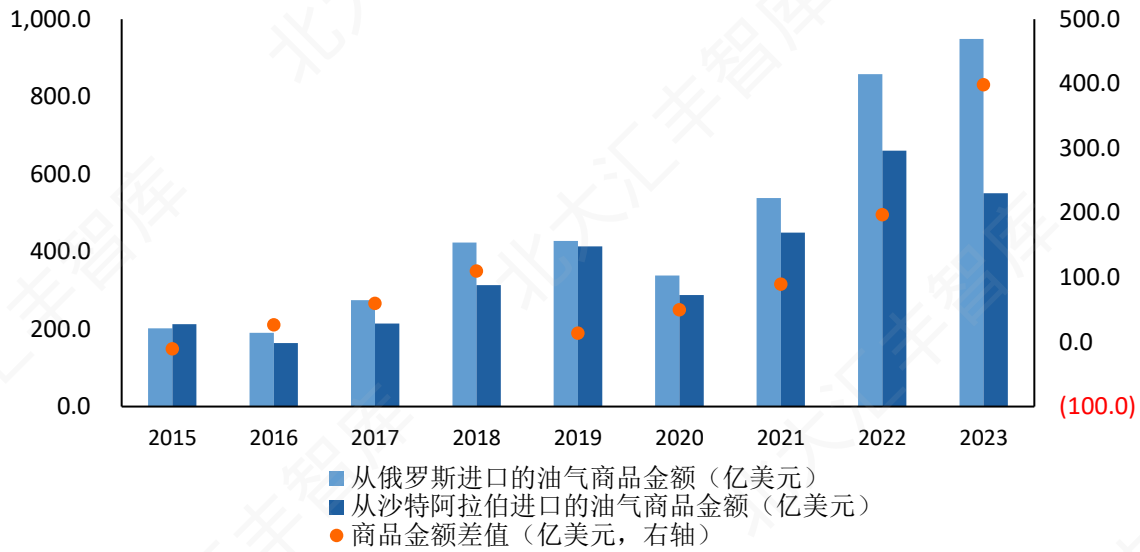


图 5：2015–2023 年中国从俄罗斯和从沙特阿拉伯进口的油气商品金额

图注：图中油气商品主要指海关总署《商品名称及编码协调制度》中的“第五类：矿产品”里的“第 27 章：矿物燃料、矿物油及其蒸馏产品；沥青物质；矿物蜡”

数据来源：海关总署，北大汇丰智库

表 4：2019–2023 年中国从中东地区进口的前 10 种商品占从该地区进口金额比重 (%)

商品名称	2019	2020	2021	2022	2023
第 27 章 矿物燃料、矿物油及其蒸馏产品；沥青物质；矿物蜡	76.6	72.8	76.3	83.6	82.7
第 39 章 塑料及其制品	7.0	8.0	6.0	4.1	3.4
第 29 章 有机化学品	6.4	6.4	5.5	3.6	3.3
第 85 章 电机、电气设备及其零件；录音机及放声机、电视图像、声音的录制和重放设备及其零件、附件	1.5	3.0	2.4	2.2	2.5
第 26 章 矿砂、矿渣及矿灰	1.8	1.2	1.3	0.9	1.8
第 74 章 铜及其制品	0.5	0.6	0.8	0.8	0.9
第 25 章 盐；硫磺；泥土及石料；石膏料、石灰及水泥	1.2	1.1	1.2	0.8	0.9
第 90 章 光学、照相、电影、计量、检验、医疗或外科用仪器及设备、精密仪器及设备；上述物品的零件、附件	0.8	1.2	1.0	0.7	0.7
第 28 章 无机化学品；贵金属、稀土金属、放射性元素及其同位素的有机及无机化合物	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6
第 72 章 钢铁	0.3	1.0	1.4	0.4	0.4
合计	96.6	95.8	96.5	97.7	97.2

表注：表中中东地区包含巴林、伊朗、伊拉克、以色列、约旦、科威特、黎巴嫩、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯、叙利亚、阿联酋、也门、巴勒斯坦、塞浦路斯、土耳其、埃及、阿尔及利亚、吉布提、利比亚、马耳他、摩洛哥、突尼斯，共 23 个国家或地区

资料来源：海关总署，北大汇丰智库整理

3. 国际投资环境复杂是重要外部动因

联合国贸易和发展会议的数据显示，由于世界经济增长乏力、地缘政治冲突增加，全球外国直接投资流量表现不佳，在 2023 年下降 1.8% 至 1.3 万亿美元，如果剔除爱尔兰、卢森堡、荷兰、瑞士和英国等少数欧洲“管道经济体”⁸对资金流动造成的影响，那么全球外国直接投资流量比 2022 年下降超 10.0%。具体地：流向发达国家（含欧洲“管道经济体”）的外国直接投资上升了 9.0%，流向北美洲的外国直接投资下降了 4.6%，流向除欧洲“管道经济体”外的欧洲国家的外国直接投资下降了 14%，流向其它地区发达国家的外国直接投资几乎没有起色；流向发展中国家的外国直接投资下降 6.7% 至 8674.2 亿美元，其中流向亚洲发展中经济体的外国直接投资下降 8.4% 至 6211.4 亿美元，流向中国的外国直接投资更是下滑明显⁹（见图 6）。

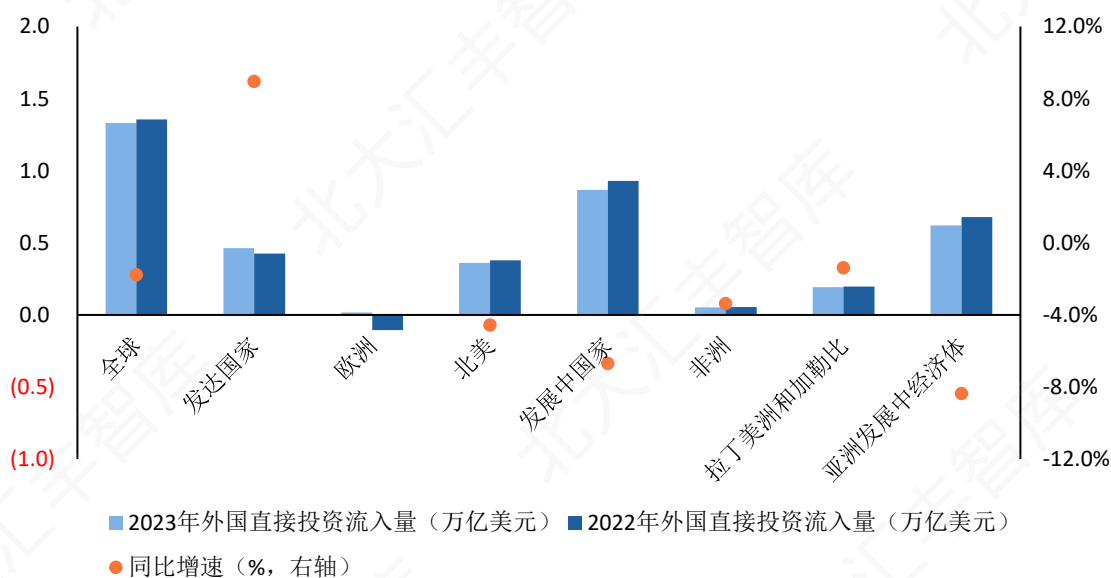


图 6：2023 年全球各地区外国直接投资流入量变动

图注：图中发达国家和欧洲均包含“管道经济体”，外国直接投资流入量增速分别为 9.0%、115.6%
数据来源：UNCTAD，北大汇丰智库

疲软的经济与贸易增长前景、地缘政治的紧张局势致使全球贸易网络和供应链碎片化，破坏了全球投资流动的稳定性和预见性，国际投资环境充满挑战和变数。受益于因“俄乌冲突”而上升的油气价格并以此增强对外投资实力的中东主权财

⁸ “管道经济体”通常指的是那些对跨国企业的投资活动提供便利，通过减少或免除资本转移的税收，从而吸引大量外资流入的国家。

⁹ UNCTAD. *World Investment Report 2024*[EB/OL]. <https://unctad.org/publication/world-investment-report-2024>

富基金有必要审慎地评估投资机会，重视投资组合多元化，审慎选择那些即使在全球跨国投资充满不确定性的环境中仍然具有稳健回报潜力和安全性的投资项目。在美联储加息等因素导致发达国家市场波动加剧、投资风险上升的情形下，增加对新兴市场的投资可以在一定程度上对冲投资发达市场的风险。更为重要的是，随着美国在中东地区的影响力趋弱，中国同中东国家在政治上互信、在经济上往来密切，出于战略平衡的需要，中东国家需要逐步改变以西方为主的投资版图，以平衡其在全球范围内的资产配置。中国资产因具有稳健回报潜力和安全性而吸引中东主权财富基金的关注。具体地：自新冠肺炎疫情在全球大流行后，世界经济陷入深度衰退，全球地缘政治风险加剧，国际投资环境恶化，叠加美联储于 2022 年 3 月开启的长达两年半的加息周期导致全球资本流向美国，新兴市场资产的配置与估值受到明显不利冲击。受到国内经济结构转型升级存在压力、房地产等行业面临严格监管、市场主体对经济恢复信心不足造成股票市场情绪反复波动等因素的影响，中国股票市场的估值水平相较其他新兴市场经济体仍处于相对低位（见图 7），这凸显了股票市场的估值优势和低购入成本优势，从而为希望持有具有长期配置潜力的资产的外国投资者比如中东主权财富基金提供了具有吸引力的选择。

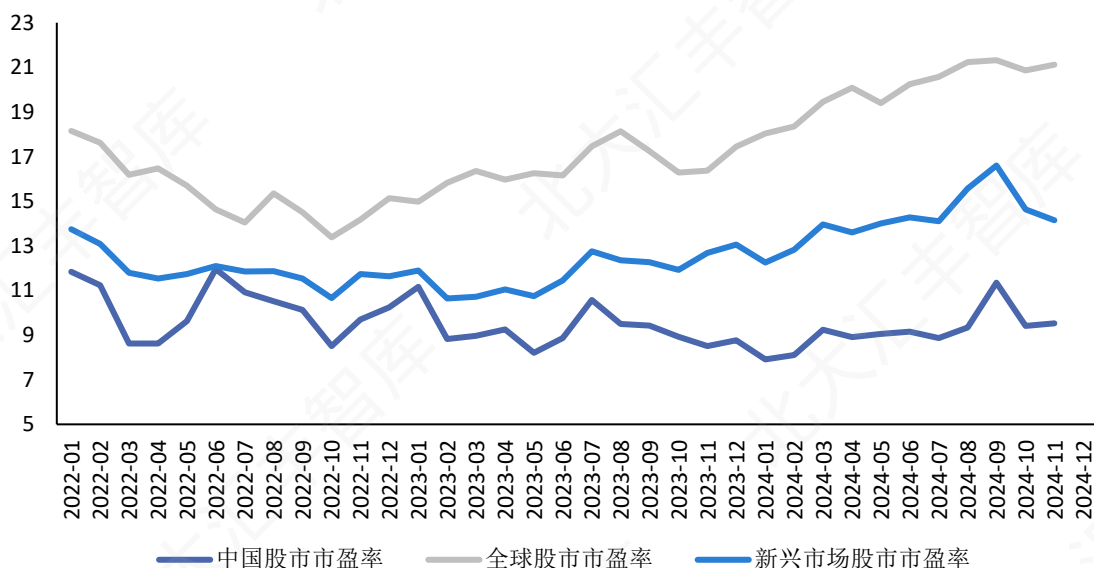


图 7：中国股票市场市盈率同其他新兴市场的比较

数据来源：World PE Ratio, 北大汇丰智库

当然，中国资产的相对低估值优势构成资金实力雄厚的主权投资者投资中国的必要条件而非充分条件，这是因为主权投资者在对外投资时赋予投资组合的权重

不尽相同，呈现出的投资偏好各异。在当前欧美国家对华投资放缓甚至将资金撤出中国以及中东主权财富基金在欧洲股市和美国股市“深耕”已久的背景下，中东国家将投资目光向东方倾斜侧面反映了该地区国家的主权投资者不仅仅在乎短期的财务回报而更在乎本国经济结构多元化转型和未来发展的长远布局。中东主权财富基金已经在中国的二级市场寻找投资机会，它们相当关注具有核心竞争力的行业龙头、隐形冠军。随着美联储于 2024 年 9 月开启降息周期，全球资产估值重整的机会已经显现，中国资产的估值水平有望回调。就在 2024 年 11 月 1 日，中国商务部、中国证监会等六部门修订发布了《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》，将从允许外国自然人实施战略投资、放宽外国投资者的资产要求、增加要约收购这一战略投资方式等五个方面降低投资门槛，以进一步拓宽外资投资证券市场渠道、发挥战略投资渠道引资潜力、鼓励外资开展长期投资和价值投资。

三、对华投资策略：“股票投资+股权投资+另类投资”

1. 投资规模持续扩大，投资方式多元化

近年来，中东主权财富基金对华投资活动频繁。通过梳理中东主权财富基金同中国的投资合作事件，可以发现：

投资主体方面，同中国投资合作的中东主权财富基金主要来自“海合会”国家，比如阿联酋的阿布扎比投资局和穆巴达拉投资公司、沙特阿拉伯的沙特公共投资基金、科威特的科威特投资局、卡塔尔的卡塔尔投资局。“海合会”国家的主权财富基金的资金实力雄厚、对外投资活跃，在很大程度上代表了中东地区的主权投资者在海外的投资力量。

投资时间方面，2023-2024 年中东主权财富基金同中国的投资合作愈发频繁，仅 2024 年 7 月就有至少 9 起受到广泛关注的投资合作事件，这表明中东主权财富基金对中国市场的重视程度在上升，投资中国资产的意愿在增强。

投资规模方面，目前中东主权财富基金对华单笔投资规模从数千万美元到数十亿美元不等，沙特公共投资基金更是在 2024 年 7 月与中国 6 家国有金融机构签署了价值 500 亿美元的谅解备忘录，这表明中东主权财富基金会针对不同的投资项目采取差异化的投资策略。

投资场景方面，中东主权财富基金对华投资场景包括但不限于：智慧城市和智能物联、自动驾驶、生物制药、虚拟现实等，投资标的多是行业龙头企业、隐形冠军或具有可观发展前景的企业，比如：2024年2月，全球领先的智慧物联解决方案提供商和运营服务商——浙江大华技术股份有限公司与沙特公共投资基金全资子公司 Alat 达成战略合作，共同成立合资公司以探索智慧城市、智能交通、智慧建筑、智慧教育等方面的合作。2023年12月，阿布扎比投资局通过旗下投资机构 CYVN Holdings 向中国高端智能电动汽车市场的先驱者——上海蔚来汽车有限公司提供了22亿美元的战略股权投资；在2023年7月，上海蔚来汽车有限公司还曾获得 CYVN Holdings 约7.4亿美元的战略股权投资。2023年2月，全球知名的产业投资机构 RTW Investments 与卡塔尔投资局“联合领投”了专注于创新细胞药物开发，处于临床阶段的生物技术公司——原启生物科技（上海）有限责任公司高达4500万美元的B1轮融资。2023年2月，全球领先的电子竞技企业——英雄体育 VSPO（现为英雄体育管理有限公司）获得了沙特公共投资基金旗下游戏公司 Savvy Games Group 约2.65亿美元现金投资。

资产配置组合方面，中东主权财富基金在全球范围内持有的资产配置组合涵盖股票、私募股权、债券、房地产与基础设施、现金、固定收益产品、对冲基金等。以阿布扎比投资局为例，阿布扎比投资局设定的股票投资和股权投资的下限就高达50.0%（包含发达国家股票、新兴市场股票、小盘股、私募股权），设定的另类投资的下限为22.0%（包含房地产、基础设施、私募股权、对冲基金等），但是对低收益低风险产品比如政府债券、信用产品等设定的配置比重较低（见图8）。在中国市场上，股票投资和股权投资是发生次数最多、投资规模最大、参与主体最多的投资方式；房地产与基础设施投资作为一种另类投资早在2013年便出现，同样不可忽视；新近一笔债券投资则是在2024年5月沙特公共投资基金全资子公司 Alat 明确向联想集团提供20亿美元的无息可换股债券投资以支持其全球业务发展和创新战略。

投资合作方式方面，中东主权财富基金对华投资合作方式包括但不限于：第一，联合投资，即与中国企业开展投资合作、设立合资企业并共享风险与收益。第二，战略性投资合作，即强调长期合作以促进本国经济结构多元化而非完全为了赚取

高额投资回报。第三，开设办事处，即注重直接的商业联系和对华直接投资的便利性。2023年9月，穆巴达拉投资公司正式在北京开设办事处；2024年7月，中国证监会主席吴清在京会见了沙特公共投资基金总裁 Yasir Al-Rumayyan，双方就中沙双边关系及资本市场合作等议题进行了交流，市场传言沙特公共投资基金有意在北京开设办事处。第四，成立合作投资基金，甚至是与地方政府合作设立投资基金以提升投资决策效率和项目直投成功率。

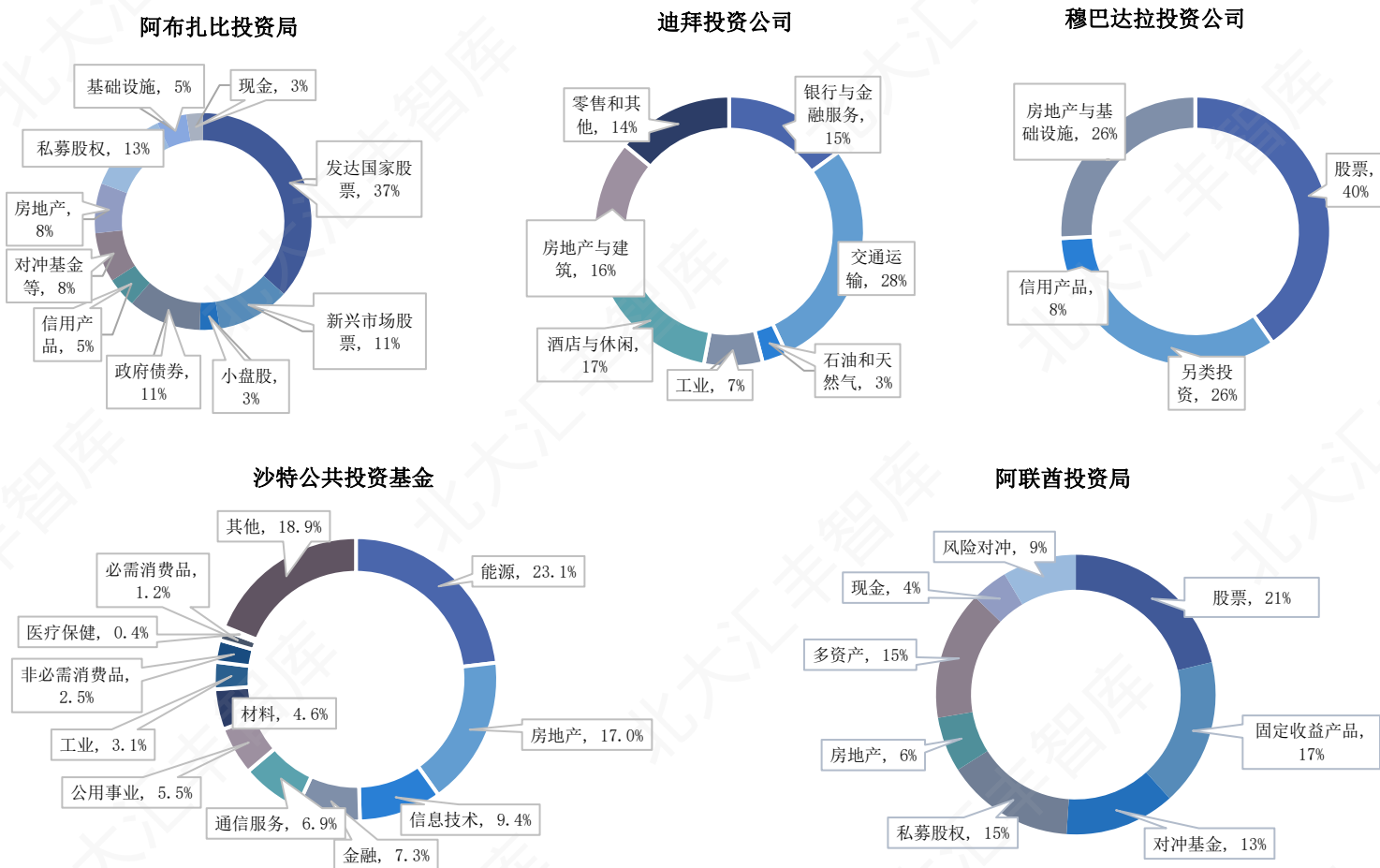


图 8：部分中东主权财富基金在全球范围内的资产配置与投资组合分布

图注：阿布扎比投资局、阿联酋投资局披露各项投资组合占比的最值，图中数据取中值
数据来源：主权财富基金的官方网站及其 2023 年报，北大汇丰智库

中东主权财富基金以追求稳健投资回报和本国经济结构转型作为资产配置出发点。鉴于股票、私募股权、房地产与基础设施是众多中东主权财富基金对外投资时最重要的资产配置组合（见图 8），外加不少中东主权财富基金的领导团队、基层人员甚至是背后的王室成员都或多或少与欧美金融市场有联系，这就促成中东主权财富基金在中国的资产配置组合与其在欧美市场的资产配置组合有所相似。

为此，接下来将主要探讨中东主权财富基金对华开展股票投资、股权投资、房地产与基础设施投资的策略。

2. 股票投资策略：偏好加工工业、非能源矿产等

作为中东地区资产管理规模排名前 5 的主权财富基金，阿布扎比投资局、科威特投资局、沙特公共投资基金、卡塔尔投资局、迪拜投资公司也是在中国二级市场上最为活跃的中东主权财富基金。对中东主权财富基金对华股票投资策略的探讨将围绕上述 5 家展开，同时考虑到数据获取的可得性以及数据披露的有限性，呈现以下结果。

持仓产业方面，2024 年 12 月，前五大中东主权财富基金在中国多个产业持有权益资产，符合其投资组合多元化的理念，其中持仓市值排名前 5 的产业依次是金融业、加工工业、非能源矿产、医疗技术、生产性制造业，这 5 个产业占前五大中东主权财富基金在中国持仓市值比重分别为 49.9%、14.2%、13.0%、5.7%、5.4%（见图 9）。具体地：金融业的持仓市值占比最大的原因是卡塔尔投资局持有的中国农业银行股票（H 股）市值相当大。早在中国工商银行于 2006 年首次公开募股以及中国农业银行于 2010 年首次公开募股时，卡塔尔投资局便参与其中，斥巨资认购股票，这是因为：在“9·11”恐怖袭击事件发生后，伊斯兰国家开始意识到在美国配置资产存在风险，外加当时美元走弱，于是便将投资目光向亚洲倾斜。时值中国经济快速增长，持有中国大型商业银行股票的回报潜力高。卡塔尔投资局很是青睐 H 股市场，除了中国农业银行外，其还持有医疗技术企业比如无锡药明康德新药开发股份有限公司、上海复宏汉霖生物技术股份有限公司的股票，这体现了卡塔尔投资局投资处于研发前沿的医疗健康业务的投资理念。

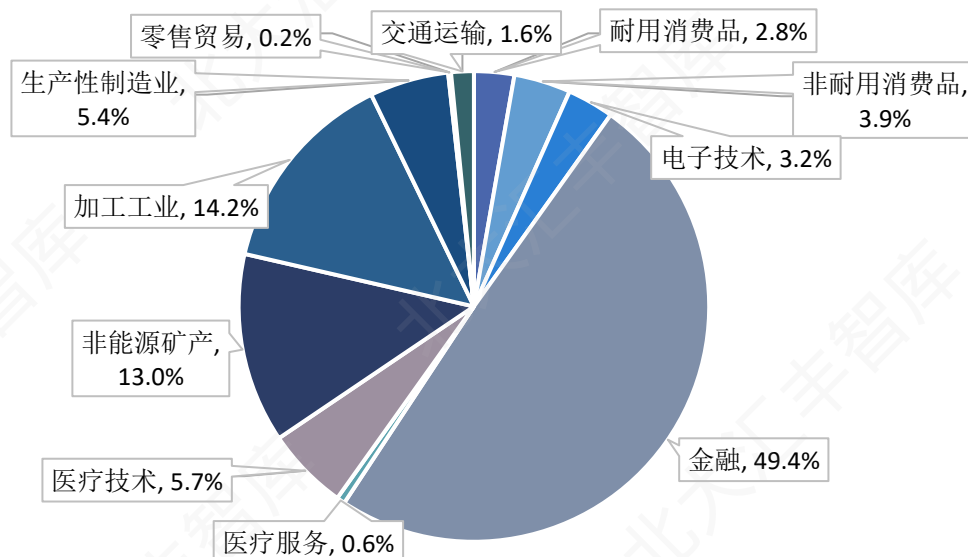


图 9：2024 年 12 月前五大中东主权财富基金持有中国权益资产（A 股与 H 股）的产业分布
 数据来源：FactSet，北大汇丰智库

如果不纳入 H 股的话，前五大中东主权财富基金在中国 A 股持仓市值排名前 5 的产业依次是加工工业、非能源矿产、金融业、生产性制造业、非耐用消费品（见图 10），其中：加工工业包含农产品和工业品加工与包装等；非能源矿产包含制铝业、建筑材料等；金融业包含投资银行/经纪商、大型银行、房地产开发等；生产性制造业包含汽车零部件的制造与装配、电子产品、工业机械等；非耐用消费品包含食品饮料、家庭/个人护理等。对于加工工业而言，农产品和工业品加工与包装等活动是制造业中实现产品增值的关键步骤。对于非能源矿产而言，非能源矿产是制造业的重要物质基础，比如：黑色金属矿产中的铁矿石是钢铁制造业的核心原料，经过冶炼加工成钢材后可以为机械制造、汽车制造、建筑等众多制造业行业提供基础材料；有色金属矿产中的铜、铝等是电气、电子等制造业的关键原材料，用于生产电线电缆、电子元件等。中东主权财富基金对加工工业和非能源矿产持仓最多可以从侧面反映该地区国家对经济结构转型的急迫性和对发展制造业的重视。

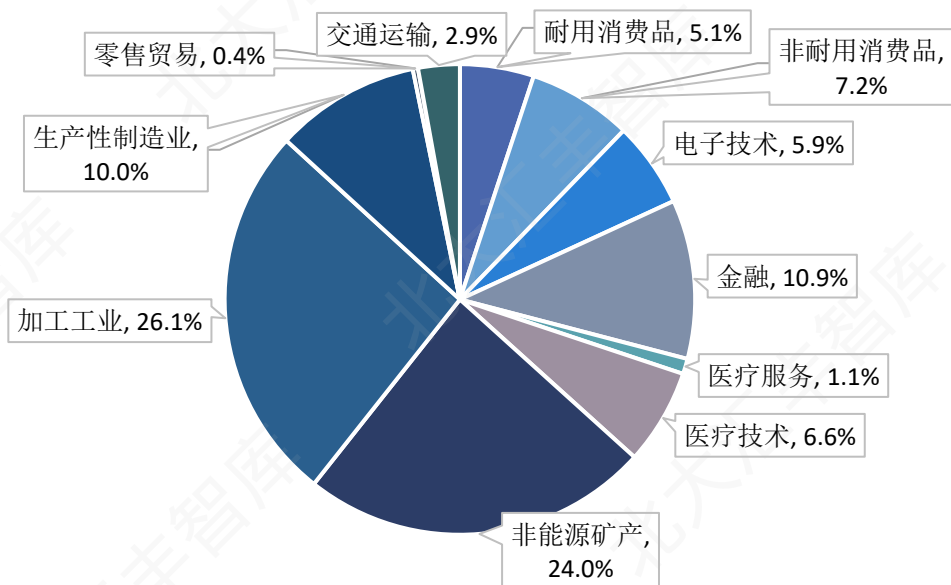


图 10：2024 年 12 月前五大中东主权财富基金持有中国权益资产（A 股）的产业分布

数据来源：FactSet，北大汇丰智库

持仓风格方面，2024 年 12 月，前五大中东主权财富基金持仓大盘股和中盘股的规模最大，占在中国持仓市值比重分别为 66.1%、25.1%，之后依次是小盘股、超大盘股、微型盘股（见图 11）。超大盘股指发行在外的流通股份数额较大的上市公司股票，流通盘往往超上百亿；大盘股可以提供相对稳定的收益，而中盘股可以提供相对可观的发展潜力。

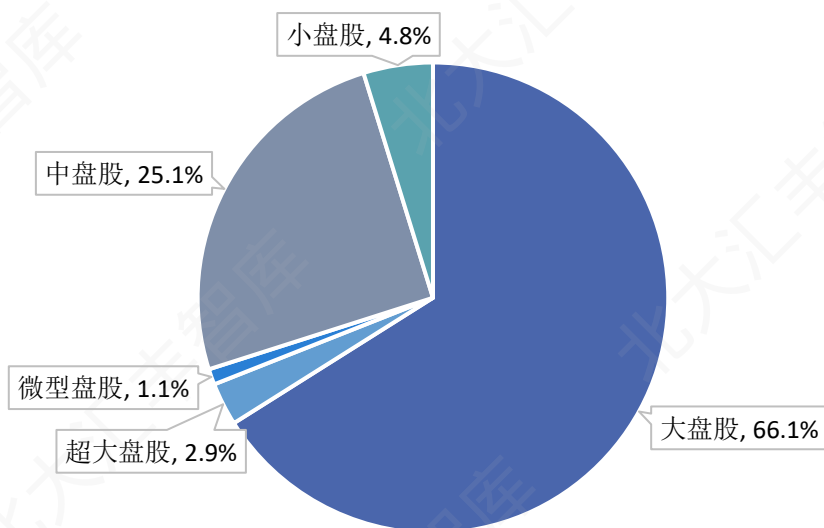


图 11：2024 年 12 月前五大中东主权财富基金持有中国权益资产（A 股与 H 股）的规模分布

数据来源：FactSet，北大汇丰智库

如果不纳入 H 股的话，前五大中东主权财富基金在中国 A 股持仓中盘股和大盘

股的规模最大，占在中国 A 股持仓市值比重分别为 42.6%、41.5%，之后依次是小盘股、超大盘股、微型盘股（见图 12）。偏好大盘股和中盘股的持仓风格表明前五大中东主权财富基金倾向于投资在业内成熟、业务稳健的中国企业，注重股票投资能在收益和风险之间平衡。

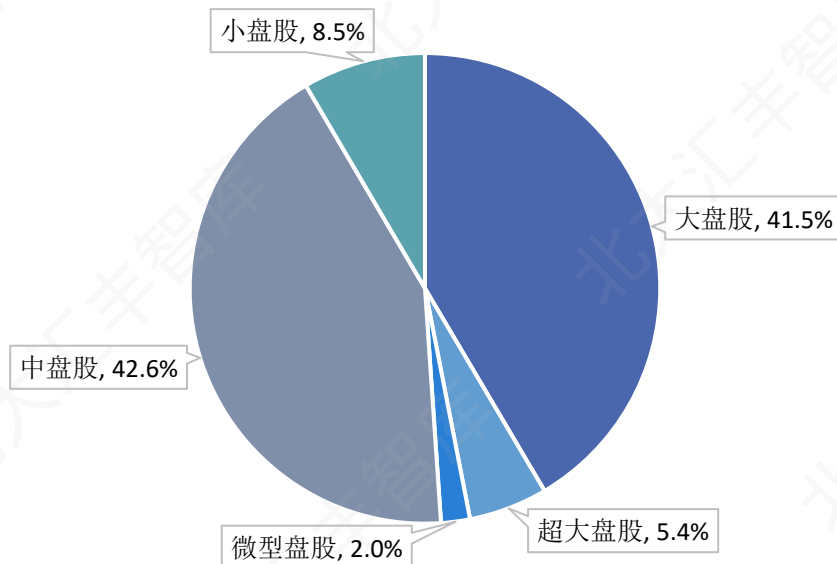


图 12：2024 年 12 月前五大中东主权财富基金持有中国权益资产（A 股）的规模分布
数据来源：FactSet，北大汇丰智库

市场准入方面，合格境外机构投资者（Qualified Foreign Institutional Investor, QFII）计划等已经为境外机构投资者进入中国市场创造了条件。中国证监会公布的合格境外机构投资者名录中就有中东主权财富基金比如阿布扎比投资局、科威特投资局、沙特公共投资基金、卡塔尔投资局等的身影。除此之外，伴随着中国资本市场的开放，沪港通、深港通、债券通、跨境互挂 ETF¹⁰等互联互通机制纷纷建立，这为外资从中国香港进入内地股票市场提供了便捷通道。2023 年 11 月 29 日，南方东英资产管理有限公司在中国香港推出了南方东英沙特阿拉伯 ETF，这是亚太首只沙特阿拉伯 ETF，也是目前全球规模最大的沙特阿拉伯 ETF，资产管理规模约 100 亿港元。2024 年 7 月 16 日，该只 ETF 又通过中国内地与中国香港的 ETF 互挂机制成功进入中国内地市场。2024 年 10 月 30 日，沙特阿拉伯证券交易所首次推出投资中国市场的 ETF——Albilad 南方东英 MSCI 香港中国股票 ETF

¹⁰ 互挂 ETF 是两地证券交易所之间建立的一种机制，这一机制使得一方交易所上市的交易型开放式指数基金（ETF）能够在另一方交易所挂牌交易。

(Albilad CSOP MSCI Hong Kong China Equity ETF)，这只 ETF 是沙特阿拉伯首只投资于中国资产的 ETF，初始规模超过 12 亿美元，上市后即成为中东地区规模最大的 ETF。跨境互挂 ETF 可以为外国投资者提供直接接触目标市场的机会，从而降低了跨市场交易成本、提高了资金流动性。Albilad 南方东英 MSCI 香港中国股票 ETF 上市不仅可以为中国香港市场引入来自中东地区的资金，而且还可以发挥中国香港作为连接中国内地市场与海外市场的“超级联系人”角色作用，为中东主权财富基金投资中国内地股票市场开拓新的渠道。

通过分析前五大中东主权财富基金当前持有中国权益资产的情况，可以发现：第一，虽然中东主权财富基金持仓中国的股票市值不如持仓欧美国家的股票市值，但是随着全球政治经济形势的持续演进以及中国同中东国家的经贸联系和投资往来日益密切，中东主权财富基金将会越发重视中国权益资产。第二，中东主权财富基金偏好与本国经济结构转型相关的领域产业，比如非能源矿产加工与开发、原材料加工、生产性制造、生物医药、信息技术、金融、清洁能源等。第三，中东主权财富基金偏好大盘股和中盘股，反映出中东主权财富基金采取的是长期投资策略，由此对中国企业的市场地位和长期发展潜力表示重视。第四，中东主权财富基金既可以以合格境外机构投资者身份进入内地股票市场，又可以借助各种互联互通机制深度参与港股市场或间接参与内地股票市场。

3. 股权投资策略：倾向于项目的前期阶段和直接投资

中东主权财富基金青睐中国的一级市场，这不仅出于股权投资可能带来可观的财务回报，还在于中东主权财富基金通过股权投资可以吸引中国众多高新技术企业前往中东地区发展业务、投资建厂，从而推动中东国家经济结构转型与传统产业升级。以频繁活跃于中国一级市场的沙特公共投资基金为例，中东主权财富基金对华开展股权投资主要有以下四种方式（见图 13），具体地：

通过旗下子公司或区域投资。这一投资方式允许主权财富基金通过其直接控制的子公司进行投资，从而直接参与管理投资项目。虽然这一方式能让主权财富基金更加深入地了解投资项目，但是需要承担更多的风险管理责任。2022 年 9 月，领先的人工智能软件公司——商汤科技宣布与沙特公共投资基金全资子公司——沙特人工智能公司 SCAI 达成合作协议，SCAI 将为商汤科技与沙特公共投资基金于

2021 年末成立的合资公司 SenseTime MEA 投资约 7.8 亿沙特里亚尔（约 14.3 亿元人民币），并以此为主体在当地建设高端人工智能实验室，为沙特阿拉伯的优秀人才创造高端就业机会。

通过旗下投资机构投资。中东主权财富基金将其全资拥有或控股持有的投资机构作为投资载体来开展各类投资活动。鉴于旗下众多投资机构关注的投资场景不尽相同，它们会将资金分散到不同行业、不同地域。即便某一投资项目表现不佳，其他投资项目可能会正常增值或损失较小。2023 年 10 月，由沙特公共投资基金负责的沙特阿拉伯王国新未来城（NEOM）及其旗下的战略投资基金 NIF（NEOM Investment Fund）向致力于提供安全、先进、可靠的全栈式自动驾驶技术的自动驾驶出行服务提供商——北京小马智行科技有限公司投资了 1 亿美元，以支持其自动驾驶技术的研发。

成立合作投资基金。中东主权财富基金与地方政府、政府部门、国有金融机构等共同出资成立基金，可以充分发挥双方的优势来实现共同目标。这一方式使得中东主权财富基金可以分享合作伙伴的专业知识和市场洞见，与这一方式相对应的收益与风险则由大家共同承担，具体为根据各自的出资比例来分配收益与风险。2024 年 10 月，沙特公共投资基金与香港金融管理局签署谅解备忘录，共同出资设立一项目标规模达 10 亿美元的新投资基金。该基金将探索在制造业、可再生能源、金融科技、医疗保健等领域的投资机会，促进与粤港澳大湾区有联系的企业在沙特阿拉伯当地发展。

LP 出资。中东主权财富基金可以作为有限合伙人（Limited Partner, LP）参与到由其他股权投资机构管理的基金中，利用后者的专业知识和渠道去开展投资活动。中东主权财富基金的风险分摊取决于基金的结构和条款，通常 LP 们会根据出资比例来分担风险而基金管理人则负责日常投资决策和风险管理。2016 年 9 月，沙特公共投资基金向由全球知名的风险投资公司——软银集团发起设立和管理的软银愿景一期基金注资 450 亿美元，随后通过软银愿景一期基金间接投资了许多中国企业，比如众安在线财产保险股份有限公司（众安保险）、上海拉扎斯信息科技有限公司（饿了么）等。

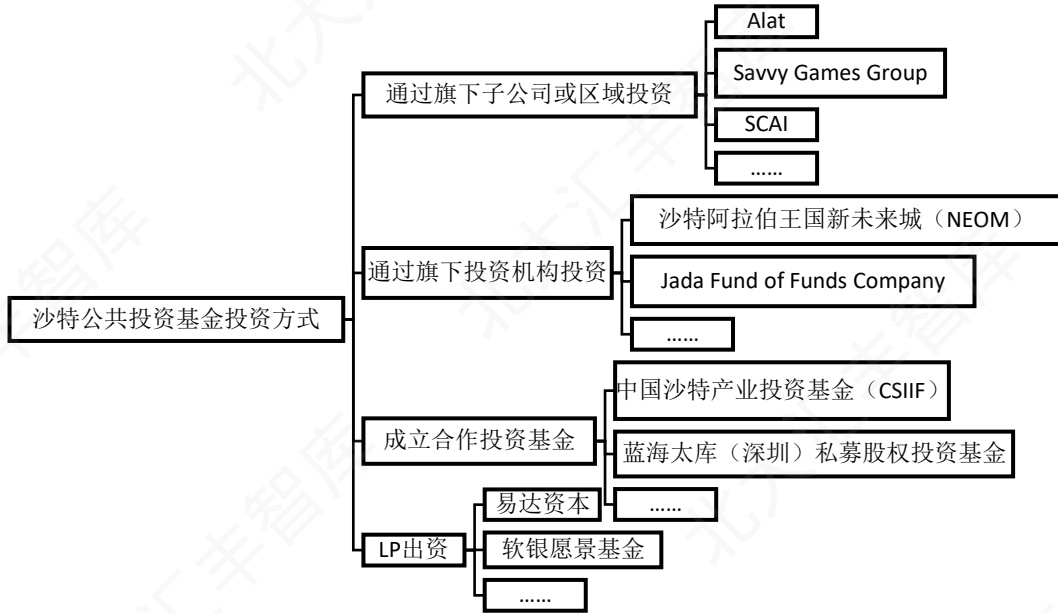


图 13：沙特公共投资基金投资中国一级市场的方式

数据来源：沙特公共投资基金官方网站，北大汇丰智库

中东主权财富基金在选择股权投资项目时会考虑业务模式与本国经济转型规划的契合度、业务模式的可持续性、行业发展前景、投资交易过程的透明度、投资风险控制水平、项目管理团队素质等等。除了依托驻扎在中国本地的投资团队自主挖掘与筛选潜在的投资项目外，中东主权财富基金还会与中国本地的行业协会、投资银行、咨询公司等建立合作关系并由它们推介投资项目，从而确定项目清单。随着对华直接投资意愿的增强，实地走访会逐渐成为中东主权财富基金投资决策过程中的重要一环。以穆巴达拉投资公司为例，穆巴达拉投资公司对中国生物医药领域的发展前景抱有信心，与专注于医疗健康领域投资的股权投资机构——康桥资本合作，依托后者的资源和渠道了解到一些优质的生物医药投资项目并纳入项目清单，比如海森生物医药有限公司——一家创新型生物医药企业。2023年4月，穆巴达拉投资公司和康桥资本“联合领投”了海森生物的约3.2亿美元融资。投资完成后，穆巴达拉投资公司积极对海森生物开展投后管理，为海森生物在引进先进制药技术、拓展海外市场等方面提供帮助，助力其成为中国领先的创新型生物医药企业以及为中国急重症患者提供优质、值得信赖和可及性强的医疗健康产品。

通过回顾近年来中东主权财富基金对华开展股权投资的重要事件，可以发现两大鲜明特点：

一是中东主权财富基金对中国一级市场的间接投资持续时间长。早在10年前，卡塔尔投资局、穆巴达拉投资公司、沙特公共投资基金等就与中国大型中央金融企业合作设立投资基金来间接投资中国一级市场，其中合作对象包括国家开发银行、国家外汇管理局、中国投资有限责任公司、中国中信集团有限公司等。而2023年1月，沙特公共投资基金与深圳市福田区合作成立了蓝海太库（深圳）私募股权投资基金有限公司，首只基金规模超10亿美元，这表明中东主权财富基金不局限于与国有金融机构合作设立投资基金，与地方政府合作是其在华投资的重要尝试。除了合作设立投资基金外，中东主权财富基金也通过出资担任有限合伙人的方式间接投资于中国一级市场。具体地，中东主权财富基金青睐中国的中小型科技企业，而投资这些企业的单笔金额相对较低，为此中东主权财富基金则先投资于中国当地的创业投资基金/产业投资集团旗下的投资公司/受委托的全资子公司/自己设立的投资机构，由后者直接对中国的中小型科技企业开展股权投资。待被投的企业经孵化而发展壮大后，中东主权财富基金便择优开展直接投资。不过，近年来中东主权财富基金对股权投资项目的前期阶段有所关注，对股权投资项目的种子轮投资金额甚至能达到数千万美元，因此逐渐偏好于选择资产管理规模庞大、具有“双币”（人民币和外币）基金管理经验的股权投资机构担任基金管理人，比如易达资本、食芯资本等。

二是中东主权财富基金对中国一级市场的直接投资意愿增强。得益于早年作为有限合伙人积累的投资经验，以及吸收了因基金管理人投资不当造成投资回报不理想的教训（比如软银愿景基金投资失利导致沙特公共投资基金和穆巴达拉投资公司亏损），外加部分私募股权投资基金因存续期短而有时只能要求被投资企业“流血上市”以实现项目退出与资金到期清算进而导致项目投资回报率下降，中东主权财富基金对中国一级市场的直接投资重视程度上升。近年来，中东主权财富基金在中国设立办公室或办事处，表现出越来越强的项目直投意愿，以期能更近距离地考察中国的私募股权投资基金的项目管理能力，在中国的领先企业中产生更大的影响力以及突破既有的基金投资存续期约束以长期获得更加丰厚的投资回报（见表5）。穆巴达拉投资公司在中国的股权投资策略便体现了高度的灵活性：2015-2018年，其与国家开发银行和国家外汇管理局共同出资100亿美元设立中国-阿联酋共

同投资基金，借此进入中国市场。2019-2020年，其在中国一级市场开展直接投资的同时还持续深化与头部基金管理人的战略合作。2021-2023年，其在中国一级市场扮演“领投”或“联合领投”角色，以把握独特的市场机遇。2024年以来，其专注于直接投资，重点关注项目投资后期的机会以及并购型投资机会。

表 5：中东主权财富基金已经或即将在中国开设的办事处

时间	开设主体	开设内容
2024年 7月	沙特公共投资基金	沙特公共投资基金有意在2025年初于北京开设办事处，愿进一步加大对华投资力度。
2023年 9月	穆巴达拉投资公司	穆巴达拉投资公司正式在北京开设办事处，其驻北京的团队约有10人，主要负责中国的直接投资和基金投资。该团队中有投资总监3人、高级投资副总裁4人、投资副总裁3人。
2022年 2月	沙特公共投资基金	沙特公共投资基金在中国香港开设办公室，主要负责管理和推动沙特公共投资基金在亚洲的投资活动。
2021年 1月	阿布扎比投资局	阿布扎比投资局在北京设立了办事处，旨在促进中国与阿布扎比之间的企业联系，充分利用本地资源满足中国投资者的需求。
2014年	卡塔尔投资局	卡塔尔投资局在北京设立了中国的办公室，以近距离了解在华投资项目。
2011年 5月	科威特投资局	科威特投资在北京设立办事处，办事处后于2018年10月迁至上海并进一步升级为科威特（上海）投资办公室（即科威特投资管理（上海）有限公司）。该办公室是继1953年以来科威特投资局在海外成立的第二个投资办公室，旨在进一步拓展其在中国及亚太地区投资的广度及深度。截至2024年12月，办公室有4名主要人员，其中董事长兼总经理1人、董事2人、监事1人。

资料来源：Wind, FactSet, 公开资料，北大汇丰智库整理

尽管中东主权财富基金对华开展直接股权投资的意愿有所增强，但是要想赢得中东主权财富基金的青睐，中国企业需要具备出众的技术研发能力、乐观的盈利能力、良好的发展前景以及在中东地区开展业务、与当地投资者建立长期关系的意愿。

4. 房地产与基础设施投资策略：偏好商业和物流地产

主权财富基金国际论坛 (IFSWF) 数据显示：2023年全球主权财富基金在房地产领域的投资增长了近50%，投资交易额创下了2017年以来的最高纪录。这些投资

主要集中在工业地产、物流地产和旅游地产等¹¹。房地产向来是中东主权财富基金青睐的另类资产之一，穆巴达拉投资公司就认为在全球范围内投资实体资产是跨越商业周期、创造稳定的财务回报的重要策略。房地产与股票、债券等金融资产的相关程度较低，对于长期投资者而言，持有房地产可以较好地分散投资风险、实现资产配置组合多元化。卡塔尔投资局的房地产投资团队就在全世界范围内积极寻找投资机会，聚焦于房地产领域能产生收益的直接所有权、合资企业、房地产投资信托基金等。阿布扎比投资局拥有投资耐心和内部专业知识来承保复杂的投资项目，相信随着时间的推移房地产项目通常会带来最高的投资回报。基础设施作为实体资产同样具有较好的抗风险能力，而且由于基础设施投资具有周期长、波动少、盈利明确的特点，持有基础设施可以为中东主权财富基金提供可预测的长期现金流和流动性溢价。

当前中东主权财富基金会通过成立合作投资基金、战略投资、联合投资等方式投资中国的房地产与基础设施，如下表所示（见表 6）。

表 6：中东主权财富基金投资中国房地产与基础设施的重要事件

时间	投资主体	(拟) 投资内容	资产类型
2024 年 3 月	阿布扎比投资局全资子公司 Platinum Peony、穆巴达拉投资公司	与专注于亚太地区的投资管理机构太盟投资集团、主攻另类投资的投资管理及顾问公司中信资本、全球领先的另类资产管理公司 Ares Management 旗下基金于大连签署投资协议，联合向大连新达盟商业管理有限公司投资约 600 亿元，合计持股 60%。	商业地产
2019 年 12 月	阿布扎比投资局子公司 HIP Company Limited	与物流基础设施投资商和运营商安博（中国）管理有限公司合作启动了价值 52 亿美元的中国物流支持计划，安博为该新计划筹集了 31 亿元并设立了为普洛斯中国核心物流基金，阿布扎比投资局旗下子公司 HIP Company Limited 参与设立该基金。	物流地产
2019 年 10 月	科威特投资局	出资 2 亿美元入股济青高速铁路有限公司，系首个投资中国高铁的外资机构。	基础设施

¹¹ IFSWF. IFSWF Annual Review 2023-Inflation Proofing: Sovereign Wealth Funds Buy Tangible Assets[EB/OL]. <https://www.ifswf.org/ifswf-annual-review-2023-inflation-proofing-sovereign-wealth-funds-buy-tangible-assets>

2013年	阿布扎比投资局	在2013年参与投资了位于上海市静安区的博华广场，该广场是上海首个荣获LEED“铂金级认证”的办公楼之一，于2019年9月正式开业。	商业地产
-------	---------	--	------

资料来源：Wind，FactSet，公开资料，北大汇丰智库整理

由此可见，房地产与基础设施投资是中东主权财富基金对华开展另类投资的重要内容，亦是最具代表性的另类投资之一。中东主权财富基金对华房地产与基础设施投资的交易活动变化不大，资产配置重点还是大城市里的能够带来可观现金流的商业地产、物流地产。

四、对华投资展望：规模增长、方式多元、策略优化

1. 投资信息科技、清洁能源等产业的力度继续增大

中东主权财富基金肩负着助力实现本国发展远景和本国经济结构转型的重任，随着地区经济转型的深入推进，中东主权财富基金仍将会以股票投资、股权投资等方式对中国的先进制造业和现代服务业开展投资，涵盖新能源、生物医药、清洁能源、信息科技、加工制造等各领域，这不仅出于追求稳健投资回报的目的，而且更是为了依托中国在上述领域的显著优势来推动自身经济结构转型。

通过与上述先进制造业和现代服务业里的中国企业开展投资合作，中东主权财富基金有机会引进中国企业的先进科学技术和管理经验，能够捕捉到中国市场的投资机会，从而为其投资组合带来可观的增值，为地区可持续发展做出贡献。鉴于此，中东主权财富基金投资与自身经济结构转型高度匹配的产业的力度必将继续增大，给予中国企业入驻中东地区的待遇有望改善。借助中东主权财富基金的全球化网络和国际资源，中国企业将有机会提升自身的国际知名度，接触到更多外国客户和投资项目，从而促进自身国际化发展。

2. 持有权益资产的比重将上升，倾向于指数化配置

中东主权财富基金持有中国权益资产的比重将呈现上升趋势，这是因为：第一，包括“俄乌冲突”“巴以冲突”在内的地缘政治冲突增加了中东主权财富基金对其储备资产安全性的担忧，促使其将投资焦点“向东移”，关注中国、印度、日本、韩国等国家。第二，2024年美国大选“尘埃落定”，特朗普再次当选美国总统，这

虽然减少了地缘政治的不确定性但是却增加了美国政府政策的不确定性，以至于全球投资者的信心可能会受到影响，进而美元价值亦会受到影响。对此，中东主权财富基金需要调整股票市场的投资组合，对具有安全性和长期配置潜力的中国权益资产的关注程度上升。第三，中国的权益资产相对于其他新兴市场的权益资产具有低估值优势，适合坚守长期投资理念的中东主权财富基金持有。第四，随着中国内地股票市场与中国香港股票市场的互联互通机制逐渐优化健全，中东主权财富基金将有更多机会“借道”中国香港进入内地股票市场。

不同于欧美国家的资产管理机构在中国市场所采取的择股交易策略，中东主权财富基金拥有庞大的资产管理规模，其对华单笔投资规模不低，采用指数化配置策略可以降低主动选股和择时压力，减少投资决策失误带来的风险的同时还降低交易成本、提高投资效率。为此，指数化配置将是其在中国股票市场上设计投资组合的合适策略。

3. 增加一级市场的直接投资，向主动型投资者转变

中东主权财富基金向来与私募股权投资基金保持密切的“LP-GP”关系，但是随着对外投资规模的扩大，中东主权财富基金不得不面临同步增大的代理成本，由此促成其倾向于对合适的投资项目开展直接投资，在投资地开设办事处以近距离了解被投资企业便是鲜明体现。此外，基于早些年因对被投资企业估值偏差而造成项目投资回报率下滑以及因中国行业监管政策变动造成基金亏损的经验教训，中东主权财富基金将凭借其专业的投资团队和丰富的投资经验直接在华开展股权投资，推动自身向主动型直接投资者转变，而且对股权投资项目的前期阶段的关注将有所增加。

4. 使用人民币对华开展股权投资的现象或将会增加

中东国家同中国持续增强的投资联系可能会催生使用人民币对华开展股权投资的现象。中国一直在积极推动人民币国际化，出台了一系列跨境投融资便利化政策，简化了使用人民币进行投资的手续和流程。中国还在不断完善金融基础设施，提高人民币跨境结算和清算的效率，为中东主权财富基金使用人民币对华投资创造了良好的政策环境和操作条件。当前中东国家和中国在政治上互信、在经济上往

来密切，良好的双边关系使得中东主权财富基金使用人民币对华投资时更具安全感，所面临的政治风险和政策不确定性更低。

据悉，中东地区最大的另类资产管理公司 Investcorp Holdings 曾于 2023 年计划发起一只规模 20-40 亿元人民币的股权投资基金以挖掘中国市场的投资机会。在此之前，Investcorp Holdings 已经斥资约 1 亿美元收购了集多功能软磁材料研发、生产、销售、服务于一体化的专业化高新技术企业——山东嘉诺电子有限公司；Investcorp Holdings 还与华润资本、全球知名的供应链管理企业——冯氏集团签订合作协议，共同发起了亚洲食品基金。如果中东主权财富基金对华股权投资模式从美元基金拓展到人民币基金的话，这表明中东主权财富基金更倾向于直接投资，更愿意与被投资企业建立紧密联系。同时，使用人民币直接投资可以减少货币兑换的环节、降低汇率风险、提高资金的使用效率。人民币的来源既可以是外汇储备转换，又可以是金融市场操作，比如购买人民币债券获得相应的人民币资产后再将人民币用于股权投资，在中国香港、新加坡等离岸市场上进行人民币的买卖、拆借等操作以获取人民币资金。

5. 增加房地产与基础设施投资，丰富另类投资内容

中东主权财富基金在全球范围内配置房地产与基础设施，已经积累了丰富的房地产与基础设施投资经验。鉴于中东主权财富基金配置中国的房地产与基础设施比重不高，其过往投资发达国家市场房地产与基础设施所锤炼出的偏好与成熟经验很有可能在中国市场上得到较好应用。结合投资现状和中国持续升级的产业发展诉求，未来中东主权财富基金将会重点关注中国一线城市的商业地产、物流地产、养老地产、旅游地产等，具体表现为购物中心、写字楼、物流园区、养老社区、旅游度假区等。于基础设施范畴而言，中东主权财富基金将会重点关注新型基础设施比如 5G 基站、数据中心等，而限于交通基础设施。由于中东主权财富基金愈发重视投资项目的环境、社会和治理（ESG）成效，契合可持续发展理念的绿色建筑、可再生能源基础设施、环保型城市基础设施等也将会是它们未来关注的投资项目。

五、风险提示与应对策略

中东主权财富基金对华投资存在投资风险甚至可能是阻碍因素，对此需要防范，具体地：

一是地缘政治风险。美国正在审查中东主权财富基金在美国的商业交易，美国外国投资委员会（CFIUS）在 2023 年就对涉及阿布扎比投资局、穆巴达拉投资公司 and 沙特公共投资基金等的几笔数十亿美元的交易进行审查，这使得中东主权财富基金对华投资时可能有所顾虑。2024 年 2 月，得到穆巴达拉投资公司强力支持的人工智能技术企业 Group 42 Holding Ltd.宣布削减其在中国的业务，转而专注于美国市场。实际上，中东国家与中国日益增强的投资联系不应被视为中东国家正在远离欧美国，而应被视为其正在加强对亚太地区的关注，毕竟并非所有的中东国家都认为与中国的关系同与欧美国的关系是相互排斥的。国家之间的高层交往可以直接影响中东主权财富基金的投资偏好，对此，中国可以通过定期的领导人会晤、政府间战略对话等方式继续深化同中东国家的政治外交关系。中国的地方政府可以根据自身的产业发展优势和中东国家经济转型规划需求，为中东主权财富基金在华投资的清洁能源、信息科技、生物医药等领域项目提供优惠政策，比如调降所得税税率、放宽准入限制等。

二是商业文化与投资理念差异风险。中东国家的商业文化往往受到家族、部落等的影响，其主权财富基金在投资决策上更注重战略布局和长期投资回报，而部分中国企业可能更关注短期财务收益和业绩增长，这可能会在双方投资合作中引发利益分配冲突。对此，合作双方需要围绕投资项目共同协商确定一个能够兼顾双方利益的战略目标。此外，明确双方在投资过程中的风险承担比例和利益分配方式，根据双方的投资贡献比如资金、技术、渠道等来确定合理的风险分摊比例和利益分配系数。

三是产业政策变动风险。中国为了维护国家经济安全和推动高质量发展，可能会对部分传统行业进行升级或者是限制部分产能过剩行业的扩张。如果中东主权财富基金所投项目不符合政策要求，恐将面临政策支持减少、市场竞争加剧等问题。对此，中国政府可以通过举办政策吹风会、新闻发布会、搭建具有阿拉伯语的线上政策信息平台等方式，让中东主权财富基金了解政策变动的背景、目标和具体时间

表。此外，中国的地方政府可组织专家团队协助中东主权财富基金进行投资项目的规划调整，根据政策变动和市场需求帮助它们制定项目调整方案，比如：中东主权财富基金如果投资了传统化工产业，可帮助其规划如何在化工新材料研发、化工园区循环经济建设等方面布局，以符合中国传统产业升级的要求。

四是双向投资期望不匹配风险。目前许多前往中东地区的中国企业希望找到当地实力雄厚的主权财富基金来填补因欧美国家减少投资而导致的资金缺口，但是经常“空手而归”，一大重要原因是中东主权财富基金对华投资时有时会附带“返投”要求，即便中国企业成功吸引到来自中东地区的资金，也可能需要将部分资金再投资于中东地区，由此或将造成部分双边投资合作事项难以开展、双向投资期望可能存在一定程度的不匹配。对此，中国可充分发挥行业协会在双边投资中的沟通协调作用，引导行业协会收集中国企业对中东主权财富基金“返投”要求的意见和建议并反馈给中东国家的行业协会或主权财富基金，共同寻找平衡双方投资期望的解决方案。同时，中国企业可通过参加国际投资展会、举办项目路演、委托投资中介机构推介等多种方式主动向中东主权财富基金展示自身核心竞争力、业务模式可持续性，以提升对中东主权财富基金的吸引力。



PHBS 智库

北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库 (The PHBS Think Tank) 成立于 2020 年 7 月，旨在整合北京大学汇丰商学院各院属研究中心，统筹协调资源，重点从事有关宏观经济、国际贸易与投资、金融改革与发展、粤港澳大湾区可持续发展、城市与乡村发展、海上丝路沿线国家经济贸易与合作等领域的实证分析与政策研究，打造专业化、国际化的新型智库平台。北大汇丰智库由北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授兼任主任，智库副主任为王鹏飞、任颀、魏炜、林双林。



北大汇丰智库微信公众号



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

深圳市南山区丽水路2199号北京大学汇丰商学院 518055

Peking University HSBC Business School, Xili University Town, Shenzhen, China

TEL: (+86)755 2603 2270 EMAIL: thinktank@phbs.pku.edu.cn

<http://thinktank.phbs.pku.edu.cn>