



国家出版基金项目
NATIONAL PUBLICATION FOUNDATION

“十二五”国家重点图书
后危机时代经济研究

何 帆
姚枝仲 著
等

中国对外投资： 理论与问题

 上海财经大学出版社

013047644

F832.6
111



国家出版基金项目
NATIONAL PUBLICATION FOUNDATION

“十二五”国家重点图书
后危机时代经济研究



何帆
姚枝仲等 著

中国对外投资： 理论与问题



北航

C1654739

上海财经大学出版社

F832.6/111

本书由上海文化发展基金会图书出版专项基金资助出版

图书在版编目(CIP)数据

中国对外投资:理论与问题/何帆,姚枝仲等著. —上海:上海财经大学出版社,2013.5

(“十二五”国家重点图书 后危机时代经济研究)

ISBN 978-7-5642-1575-0/F·1575

I. ①中… II. ①何…②姚… III. ①对外投资-研究-中国
IV. ①F832.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 033303 号

- ☐ 责任编辑 张小忠
- ☐ 封面设计 钱宇辰
- ☐ 责任校对 卓妍 胡芸

ZHONGGUO DUIWAI TOUZI: LILUN YU WENTI

中国对外投资:理论与问题

何帆 姚枝仲等著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路321号乙 邮编200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海叶大印务发展有限公司印刷装订

2013年5月第1版 2013年5月第1次印刷

787mm×1092mm 1/16 20.25印张 384千字

定价:59.00元

《后危机时代经济研究》编委会

主 编

巴曙松

副主编

(按姓氏笔画)

何 帆 钟 伟 张燕生

编委会成员

(按姓氏笔画)

王永中	巴曙松	牛播坤	华中炜
朱元倩	刘 睿	杨现领	李众敏
吴 庆	何 帆	李国学	张 明
张金杰	张燕生	郑 英	钟 伟
姚枝仲	殷 铭	雷 薇	潘圆圆

丛书策划

王永长

前言

中国对外投资的特征与风险*

一、中国对外投资的特征

中国在较短的时间内变成了一个越来越重要的对外投资大国。从国际投资头寸表可以看出,近年来,中国对外资产的增长速度超过了对外负债的增长速度,逐渐积累了越来越多的对外投资净头寸。2004~2010年,中国的对外资产从9 291亿美元上升到41 260亿美元,年均增长 28.2%;中国的对外负债从6 527亿美元上升到23 354亿美元,年均增长 23.7%;中国的对外净头寸从2 764亿美元上升到17 907亿美元,年均增长 36.5%。

在中国对外资产的结构分布中,外汇储备仍然占据绝对优势,而且其占中国对外资产总额的比例在全球金融危机之后还在进一步加强。在美国金融危机爆发之前的2006年,外汇储备占对外资产的比例一度下降到63.9%,但到2010年,已经上升到70.6%。尽管近年来中国的对外直接投资发展势头迅猛,受到国际上的普遍关注,但仍然存在较大规模的顺差。2002年,中国对外直接投资存量只有299亿美元,到2010年已经达到3 172.1亿美元,在过去8年内年均增长34.3%。但直到2011年,中国吸引的外资流入仍然远远高于其对外直接投资。2011年中国非金融类对外直接投资为600.7亿美元,而当年流入中国的外国直接投资高达1 160.1亿美元,净流入达到559.4亿美元。由于中国的对外资产主要由政府部门的外汇储备投资构成,这也形成了中国对外投资结构中私人部门净流入、政府部门净流出格局。2010年,粗略匡算,中国私人部门的净头寸为-13 642亿美元,而政府部门的净头寸为30 872亿美元。从另一个角度来看,由于政府的外汇储备投资大部分以固定收益的外国政府债券为主,而流入中国的资本主要是直接投资,因此,外国在中国的投资主要集中于股权投资,而中国在海外的投资主要表现为债权投资。

* 此文系中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室“中国的对外投资:理论与问题”的总报告。总报告与分报告汇总出版。总报告执笔人何帆;分报告执笔人分别为:姚枝仲、张金杰、李众敏、王永中、李国学、潘月圆。



造成中国对外投资现存格局的主要原因是,中国国内的储蓄率高于投资率,造成“过剩储蓄”,必然会形成经常账户顺差。从邓宁的投资发展周期理论来看,中国作为发展中国家,仍然处于以吸引对外投资为主的阶段。一些政策上的诱导和失误,也进一步刺激了中国的贸易顺差和资本流入,同时限制了其对外投资。一方面,贸易政策过分强调出口拉动经济增长、地方官员将引进外资的数量作为考核的主要标准之一。国内企业缺乏自主研发能力,不得不通过引进外资的方式借用外国企业的先进技术和管理能力。中国实施的外汇管制政策限制了一批企业到境外投资的能力。

中国对外投资的现存特征,预示着巨大的效率损失。中国对外资产面临着越来越大的潜在风险。

从效率损失的角度来看。先说直接损失,即投资收益率的损失。中国的对外资产结构中固定收益产品投资所占的比重畸高。如果将储备资产和债务证券投资都视为固定收益产品投资的话,2010年中国的固定收益产品投资比例高达75.3%,而直接投资及股本证券投资比例加起来也不过9%。日本的对外投资也一贯保守,但其固定收益产品投资比例为56.4%,大大低于中国。美国的对外直接投资占比为21.8%,股本证券投资占比为22.1%,但固定收益产品投资占比仅为11%。这一投资结构决定了中国的对外投资整体收益率极低。粗略估算,2004年以来中国的对外投资收益率仅为3%左右,不仅低于美国长期国债的收益率(5%左右),也低于国内5年期贷款利率(6%左右)。这意味着中国的对外投资规模越大,发展速度越快,效率损失也越大。根据日本银行公布的数据测算,日本的对外投资收益率为11%~13%,大大高于中国。再换一个角度来看,中国的对外投资多为债权投资,而外国在中国的投资多为股权投资。较为保守的估算,国外在中国的投资收益率大约在4%左右,但考虑到中国的外资企业有大量的利润留存,这一估计显然过低。如果按照美国和日本自己的数据,则其对外直接投资的收益率均在10%以上。这意味着中国在海外的投资收益率与外国在中国的投资收益率相比,存在大约7%的利差。外国在中国投资1美元,中国再把这1美元拿到国外投资,两者收益率互相抵消之后,中国每对外投资1美元,就要付出7美分的成本。2010年,中国的FDI存量为8764亿美元,每年为这8764亿美元所要支付的利差达到613.5亿美元。中国为外商直接投资支付的成本甚至高于国际金融机构长期贷款的利率。

从间接的效率损失来看,中国要付出的代价更大。出口导向的经济发展战略使得国内的需求在一定程度上受到抑制,而且使得中国经济更多地受到外部需求震荡的影响,加剧了国内经济的波动性。引进外资的经济发展战略在初期促进了国内技术水平的迅速提高、创造了大量的就业岗位,但随着中国国内技术水平的迅速赶超,引进外资政策的边际收益迅速递减。过度依赖引



进国外技术,在一定程度上损害到国内的自主创新能力。“以市场换技术”的做法,至少在中国的实践中并不成功。

中国对外净头寸的不断扩大,也带来了潜在的资产损失问题。由于中国的外汇储备投资过分集中于美元资产,在美国金融危机爆发之后,这部分美元资产的潜在风险频频暴露。比如,中国大量持有房利美和房地美的公司债,是“两房”的最大债权人,但到现在为止,中国拥有的“两房”的公司债还没有得到美国政府的任何保障。在美国财政赤字不断扩大、货币政策继续宽松、美国经济复苏前景不明朗的情况下,美元贬值的风险增加,中国持有的美元资产将会遇到更大的贬值压力。尤其考虑到人民币仍然处于升值通道,如果以人民币来计算,对外投资的汇率损失就更大了。

因此,当务之急,一是要提高对外投资的收益率,如改革当前外汇储备的管理方式和投资思路,优化投资结构,扩大中国的对外直接投资和股权证券投资规模;二是要加快经济发展战略的转型,减少“双顺差”,寻求外部平衡,扩大国内需求,提高国内的创新和研发能力,加快国内的资本市场、社会保障体系建设。

二、国际资本流动悖论

中国对外投资中存在的问题,也是国际经济学近年来面临的困惑之一。按照主流经济学理论的说法,资本应该从富国流向穷国,但国际资本流动的现实却恰恰相反,资本正在从穷国流向富国。何以像中国这样一个人均资本远低于美国的“穷国”,却要不断地把资本投向美国,去补贴“富国”呢?

主流经济学理论之所以认为资本应该从富裕国家流向贫穷国家,是因为富裕国家人均资本存量较多,资本边际生产力相应较低;贫穷国家人均资本存量较少,资本边际生产力相应较高。如果资本从富国流入穷国,富国会获得更高的资本收益,而穷国则得到更多的资本,可用于物质资本投资,如机器设备、基础设施等,可提高穷国的就业和收入水平。然而,国际资本流动的现实情况却是,资本不是从发达国家流向发展中国家,而是从发展中国家向发达国家倒流,尤其是一些资本边际报酬高、经济增长速度快的发展中国家经历了持续的资本流出而非资本流入,这被称为“国际资本流动悖论”。

这一悖论首先是由卢卡斯在1990年的一篇著名论文中提出来的。“卢卡斯悖论”一经提出,引起了学术界的普遍关注。从数据来看,1980~1998年,资本输出国的人均相对收入水平高于资本输入国,这表明资本的确是从富国流向穷国,但其规模大大低于新古典增长理论的预期。1999~2008年,资本输出国的人均相对收入水平持续低于资本输入国,这说明资本出现了从穷国向富国的“倒流”。美国持续的经常账户逆差和中国持续的经常账户顺差是造成国际资本逆流的一个原因,但这一现象并非只发生在中美两国。即使剔除中、美、日等国的数据,从1999年开始,经常账户逆差国(资本流入国)的人均



收入水平确实持续、稳定地高于经常账户顺差国(资本流出国)。何以会出现这种现象呢?

按照卢卡斯的解释,要考虑到发达国家和发展中国家人力资本的差异。他以美国和印度为例指出,如果不考虑人力资本差异,印度的资本边际产出将是美国的 58 倍,但考虑到人力资本的差异之后,印度的人均产出就没有那么高了,印度和美国的资本边际报酬之比大约为 1.04,所以就能够说明为什么穷国相比富国而言,对资本的吸引力并不是那么大。后来,更多的学者将制度的差异纳入分析框架,提出政府违约、产权保护程度不足、官员贪污腐败等因素,都制约了发展中国家吸引外资的能力。另一种解释是,发达国家的金融体系相对发达,能够提供更具安全性和流动性的金融产品,而发展中国家的金融体系往往较为落后,普遍存在金融抑制,这导致其国内储蓄率过高,出现经常账户顺差,而资本更愿意到发达国家投资,以期得到更稳定的回报。

尽管经济学家已经提出了诸多解释,但国际资本流动之谜仍然未揭开谜底。如果人力资本差异、制度质量差异是解释富国的资本不愿流入穷国的原因,那么,在穷国,那些人力资本质量相对较高、制度质量相对较好、经济增长速度相对较快的国家应该得到更多的外国投资。Gourinchas 和 Jeanne 在 2007 年的研究中指出,在发展中国家的分组中,经济增长速度较快的国家的外国资本净流入量反而小于增长速度中等和较低的国家。如果穷国投资富国是为了得到更加安全的投资回报,那么在 2007 年美国金融危机爆发之后,发达国家的金融体系遭受重创,潜在风险不断上升,按道理,发展中国家向发达国家的投资应该减少,但恰恰相反,危机之后大量资本反而如过江之鲫,纷纷逃往美国。已有的各种研究大多关注的是解释为什么富国不愿意到穷国投资,但为什么最近几年,包括中国在内的新兴市场,开始大规模向国外投资了呢?

国际资本流动之谜,在很大程度上就是中国之谜。中国长期存在的“双顺差”是极其独特的。中国的外汇储备规模之大是史无前例的。中国经济存在的独特的结构性失衡是影响其国际失衡的重要因素。中国极其复杂而繁琐的金融、外汇管理体制使得中国之谜显得更加扑朔迷离。中国的对外直接投资发展迅猛乍看起来毫无章法。研究中国的对外投资,不仅对未来中国自己的政策制定具有重要的现实意义,而且对理解未来的国际经济格局也有着重大的理论启发。

三、中国的外汇储备投资

中国的对外投资主要体现在外汇储备投资和对外直接投资两个方面。外汇储备投资的规模大,而对外直接投资的发展速度快。我们将首先简要介绍中国外汇储备投资中遇到的问题和挑战,然后更为具体地分析中国的对外直接投资。



前 言

中国的外汇储备从 20 世纪 90 年代中期开始逐渐增加,尤其是在 2001 年加入 WTO 之后,外汇储备的增长速度更加迅猛。2000 年中国的外汇储备规模还仅为 1 650 亿美元,占全球外汇储备规模的 8.6%,到 2011 年已经达到 3.18 万亿美元,占全球外汇储备规模的 31.2%。在过去十年的时间里,中国外汇储备的规模增长了 18 倍。

中国外汇储备的主要来源是经常账户顺差和 FDI 流入。由于中国对短期资本流动实行严格的管制,所以境外资本通过证券投资等账户流入中国的规模较小。但是,在经常账户已经开放、而资本账户中相当一部分项目也已经开放的情况下,很多投机资本也可能通过出口企业的转移定价策略、外商企业投资收益的推迟汇出和个人汇入款等形式迂回进入中国。尽管亚洲金融危机之后,各国均认识到持有较多的外汇储备可以提高抵御外部金融冲击的能力,但无论从哪个角度来看,中国目前的外汇储备都已经大大超过了最优规模,这使得外汇储备管理的难度和风险不断提高。

中国的外汇储备中,有 60%~70%持有的是美元资产,而在美元资产中,又以美国国债和机构债为主要投资产品,股票和公司债比例相对较低。截至 2010 年 6 月,长期国债和长期机构债所占比重为 91.2%,股票、公司债所占比重为 8.6%。随着中国外汇储备的不断增长,中国把美国长期国债当做主要的投资品种。在 2002~2007 年,由于美国房地产市场一片繁荣,房利美和房地美发行的机构债券利率明显高于美国国债,所以中国也大量增持了“两房”的机构债。2008 年美国金融危机全面恶化之后,中国才开始调整其美元资产的结构,一是逐渐减持对“两房”机构债的投资,2008 年 7 月~2010 年 6 月,中国持有的“两房”机构债从峰值时的 5 440 亿美元下降到 3 600 亿美元,月均减持 76.6 亿美元。但是,中国直到目前仍然持有大量的“两房”机构债。二是在 2008~2009 年中国大量抛售长期国债,增持短期国债,主要是出于对美国财政状况恶化的担忧,试图转为持有短期国债,增加流动性。但是,由于美国长期实行零利率政策,短期国债的收益率极低,2009~2010 年,中国又几乎全面减持了所持有的短期国债,增持长期国债。三是中国适度减少了美元资产的比例,增加了欧元和日元资产的比例。2001~2006 年,美元、欧元和日元在中国外汇储备中所占的比例大体为 80%、15%和 5%;2007~2010 年,美元、欧元和日元的比例已经调整为 75%、20%和 5%。

中国已经成为美国国债和机构债券的最大外国投资者。美国财政部的国际资本报告系统(Treasury International Capital, TIC)定期公布外国投资者持有的美国证券资产。根据 TIC 的数据,到 2010 年 6 月,中国持有的美国长期国债、长期机构债的规模占外国持有总量的份额均为 33.1%,而持有的美国公司股票、公司债的规模仅占外国投资总量的 4.5%和 0.4%。假定中国所投资的美国证券资产中有 80%归属中国官方,则截至 2010 年 6 月,中国官方





持有的长期机构债已经占外国官方机构持有量的 39.9%,ABS 机构债占外国官方机构持有量的 50% 以上,美国长期国债占外国官方机构持有量的 33.9%。中国官方机构已经成为美国国债和机构债的最为重要的外国官方投资者。事实上,TIC 系统可能还是低估了中国持有的美国证券资产规模。其一,中国的官方机构和企业可能将其持有的美国证券委托给一些国际金融机构代管,美国难以区分谁是最终的购买者。其二,外汇管理局可以在美国以外的国际外汇市场购买美国国债,而这一交易是不属于 TIC 的调查系统范围的。

持有如此巨大的美国国债和机构债,并未使中国得到更多的优势(如利息优惠、安全保证);相反,由于中国持有的美国国债规模巨大,如果调整其仓位,势必会对美国国债的供需和价格带来巨大的冲击,中国可能不得不付出较大的价格折扣,这会带来巨大的资本损失。美国国债市场一向被视为流动性最强的市场,但对中国这个大买家来说,美国国债已经不再是一个流动性市场了。我们已经深深地陷入了一个美元陷阱。

不妨粗略地估计一下中国外汇储备投资的收益率。首先,我们根据 TIC 及其他公开信息,推测中国外汇资产的币种结构和品种结构;其次,我们可大致估算中国人民银行持有的外汇储备的成本,即货币冲销成本;再次,我们可测算出中国外汇储备投资于各种证券资产的收益率;最后,可大致估算出中国持有外汇储备的净收益率。

假设中国持有的外汇储备中,美元、欧元和日元资产所占比重大致为 75%、20%和 5%。TIC 数据显示,中国持有的美国证券占外汇储备的份额已由 2002 年的 74.6%下降到了 2010 年的 65.6%。保守估计,中国实际持有的美元证券资产应比公布数据高出 5%左右,因此,中国实际持有美元证券资产占外汇储备的比例很可能为 70%左右。假设中国持有的各类美国证券资产的比例大致和 TIC 数据一致。

当央行卖出本币买入美元的时候,不可避免地会对本国的基础货币和货币供给总量带来冲击,因此需要通过发行央票、提高商业银行的法定存款准备金率等措施进行冲销。发行央票需要支付利息,对商业银行的法定存款准备金存款也需要支付利息,这就构成了央行持有外汇储备的直接财务成本。中国人民银行于 2002 年 6 月开始发行央票,自 2003 年 9 月之后开始频繁地提高法定准备金率。由于央票发行的规模不断上升且期限趋于长期化,商业银行法定存款准备金率持续上升(从 6%提高到 20%以上),央行持有外汇储备的成本也不断上升,从 2002 年的 0.97%提高到了 2008 年的 2.57%。

2000~2010 年,国际金融市场经历急剧的震荡。在这一期间,以美元计价的欧元资产的平均收益率最高(7.31%),美元资产居中(4.66%),日元资产最低(3.64%)。这主要是因为欧元问世之后经历了一段时期的大幅度升值,





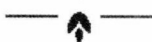
而日元利率一直处于很低水平。2000~2010年,以美元计价的中国外汇储备的平均收益率为5.21%。但如果以实际美元,比如以年均美元指数,衡量中国外汇储备的投资收益率,则2000~2010年这一收益率为3.51%。如果以人民币衡量,这一收益率将进一步下降为3.23%。尤其需要注意的是,人民币汇率改革对外汇储备收益率产生了显著影响。汇率改革之前,中国外汇储备的收益率为5.54%,汇率改革之后仅为1%。计入冲销成本之后,以人民币计价,中国外汇储备已经出现了严重亏损。2008年外汇储备的收益率一度跌至-4.95%,2010年之后,由于欧元、日元相对于美元大幅度升值,而人民币汇率相对稳定,导致外汇储备的收益率略有改善,回升至1.49%。

为了摆脱美元陷阱的困境,中国对外汇储备的管理体制也进行了一些改革。其中最为引人注目的就是成立了中国投资有限公司(CIC)。成立CIC的主要目的是为了能够进行更为积极的外汇储备管理,在留足应对不时之需的外汇储备之后,将剩余的部分外汇储备投资更有战略性的资产,提高投资收益率。CIC的资产配置比例,大约是现金、股权、固定收益类和另类各占3%、49%、22%和26%。然而,由于CIC所管理的外汇储备规模仍相当有限,国际上对类似CIC这样的主权财富基金的监管越来越严格,随着各个国家纷纷组建主权财富基金,CIC的竞争对手会越来越多,再加上CIC内部的公司治理结构、投资策略亦存在一些内在的缺陷,究竟在多大程度上能扭转中国外汇储备管理面临的困境,尚需进一步观察。

四、中国的对外直接投资

2007年美国金融危机爆发之后,发展中国家和转型经济体对外直接投资的速度明显加快。联合国贸发会议的2011~2013年世界投资前景报告认为,发展中国家和转型经济体已经成为重要的投资者,而且今后其地位将变得越来越重要。2010年,发展中国家和转型经济体对外直接投资额高达3880亿美元,在全球对外直接投资中的份额从2007年的16%上升到2010年的29%。

在这一时期,中国的对外直接投资发展更为迅猛。2002年,中国对外直接投资额仅为25亿美元,2000~2011年,中国的对外投资年均增长48%,尤其在增长最快的2003~2010年,年均增长速度为57%。2011年,中国对外直接投资额已经达到671亿美元。相对于当年全球1.7万亿美元的对外直接投资额而言,这一数字看似不大,但中国已经成为全球第六大对外直接投资国和对外直接投资额最大的发展中国家。尤其是,中国如此大规模的对外直接投资,是在本国经济发展水平还比较低的阶段实现的。1993年,美国的对外直接投资额超过500亿美元,当时,其人均GDP为2.6万美元。1990年,日本的对外直接投资额第一次超过500亿美元,当时,其人均GDP为2.5万美元,当其2006年第二次超过500亿美元时,其人均GDP为3.4万美元。中国在





2008 年对外直接投资额超过 500 亿美元,其人均 GDP 仅为 3 400 美元。

中国为什么会有如此大规模和快速增长的对外直接投资?尤其是,中国为什么在经济发展水平还比较低的时候就出现了如此大规模的对外直接投资?

传统的对外直接投资主体主要是发达国家。发达国家企业的对外直接投资行为大体可分为水平投资和垂直投资。水平投资的主要动机是规避出口的高成本,并用较高的生产效率或某种垄断利益获得更高的利润,比如日本的汽车企业选择到美国国内生产汽车。垂直投资的动机是为了利用各国的资源禀赋差异和要素价格差异,将同一产品的不同生产阶段按其要素使用状况分散到相应的国家,以降低生产成本,获得更大的利润,比如很多发达国家的跨国公司选择在中国投资,将组装装配环节放在劳动力成本相对较低的中国。

传统的水平投资和垂直投资都不能较好地描述中国当前对外投资的特征。中国的对外直接投资主要集中在国外资源能源、市场服务和先进制造业三个领域,这既不是为了规避出口成本上升的水平投资,也不是为了分散生产的垂直投资。中国的对外投资也不像日本在其发展过程中出现的产业转移模式,即将其过去具有比较优势,而逐渐失去比较优势的产业陆续转移到国外。中国不是将过去具有比较优势的产业转移到国外,而是直接投资到自己并不具有比较优势的领域,这一对外投资模式可称为“价值链延伸型”投资。

中国主要是在 20 世纪 90 年代之后,通过参与加工制造业,逐渐融入全球生产网络和国际分工体系的。在国际贸易格局由传统的产业间贸易、产品间贸易逐渐转变为产业内贸易、产品内贸易的背景下,中国的企业先是参与制造业中的低附加值环节,即组装和装配,从而得到了广阔的发展机会。由于中国企业的学习能力较强,创新水平不断提高,中国制造业的发展是从“微笑曲线”最为低端的组装装配环节逐渐向附加值更高的两端扩展的,向上游的扩展是为了稳定能源和原材料的供应、取得核心技术,向下游的扩展是为了建立销售、配送网络,建立自己的品牌。这一扩展过程在过去主要发生在国内,即逐渐实现更多进口部件的国内替代生产,从而在整个国际生产链条中变被动为主动。进入 21 世纪,尤其是美国金融危机爆发之后,中国企业开始通过对外直接投资的方式,进一步巩固其在全球生产链中的优势地位。

中国企业在对外直接投资中,面临着绿地投资和跨国并购两种选择。企业选择何种投资模式,受到本国企业经营优势、东道国制度环境等多重因素的影响。在资产专用性程度较高且与国内经济联系较为紧密的产业,或是制度质量相对较低的国家,中国企业的对外直接投资往往选择绿地投资;而在投资规模较大的能源和资源类产业,或在制度质量较高的国家,中国企业的对外投资更多地选择跨国并购。中国政府与许多发展中国家合作开办海外工业园区,就是为了便利中国企业通过绿地投资到海外建厂,比如在埃及、中亚国家





前 言

等建立的工业园区。一些中国企业,如海尔,也较早地开始了在海外的绿地投资。海尔 1999 年就在美国南卡罗来纳州建立了生产基地,2001 年又在巴基斯坦建立了第二个海外工业园区。实施“走出去”战略之后,中国的对外投资大幅度增长,尤其是在能源和资源领域。在这一领域的中国对外投资,受到东道国有关政策的制约,主要以跨国并购和合资经营为主,如:宝钢 2007 年和巴西合资兴建宝钢—维多利亚钢铁公司,中石油在印度尼西亚、苏丹、哈萨克斯坦、委内瑞拉等国收购油田或合资经营。全球金融危机之后,一些制造业企业利用机会,加快了海外并购的步伐,如吉利通过与福特汽车公司签署跨国并购协议,获得了其旗下豪华车品牌沃尔沃。除了实体企业的对外直接投资之外,近年来,中国的金融机构也开始尝试“走出去”。尤其是在全球金融危机之后,一些中国金融机构趁机完成了全球布局的关键步骤。金融机构的对外投资,也较多地采用了并购的形式。

中国企业在能源和资源领域的对外投资,引起了国际上的广泛关注。中国能源资源的海外投资始于 20 世纪 90 年代,但在 21 世纪之后才引起国际上的注意。尤其是 2005 年之后,中国能源资源类海外投资增长速度较快,而且规模越来越大。比如,中海油 2005 年曾计划斥资 185 亿美元收购美国优尼科公司,2009 年中铝曾计划以 195 亿美元入股力拓公司,但都未能如愿。目前,中国能源资源的海外投资已经遍及西亚、北非、南美、东南亚和中亚。海外石油投资每年可获取 2 000 万吨的权益油产量。石油海外投资在北非以苏丹为中心,并向阿尔及利亚、尼日利亚扩展;在中东以伊朗、也门为主,同时开始增加对科威特、卡塔尔和沙特阿拉伯的投资;在中亚以哈萨克斯坦和俄罗斯为主,也涉及乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦和阿塞拜疆;在拉丁美洲则集中在委内瑞拉、秘鲁、厄瓜多尔和哥伦比亚。中国钢铁海外铁矿石权益资源约为 8 000 万吨,约占铁矿石总进口量的 20% 左右。中国的能源资源海外投资不仅关注获得海外权益储量,也积极地向上下游配套产业发展,比如,石油投资逐渐涵盖了勘探开发、管道运输、炼油化工和油品销售等各个环节。然而,在中国的能源资源海外投资中,由于以国有企业为主,因此遇到了较大的阻力。各国对涉及能源行业的并购审批都非常严格,中国企业的能源资源海外投资更是经常被染上政治化的色彩,被国际媒体大肆渲染。能源资源类海外投资遇到的政治风险也明显高于其他领域。中国能源资源类企业本身也存在着国际化程度较低、国际化人才匮乏、部分企业社会责任感缺失等问题。

中国的对外直接投资遍及全球,但对非洲的投资尤为受到国际关注。其实,在中国对外投资的地区分布中,非洲所占的比例仅为 4.1%,远远低于亚洲(71.9%)、拉丁美洲(13.8%)和欧洲(5%)。由于中国对非洲的投资增长速度较快,而且发生在欧美国家对非洲的援助和投资增长停滞的时期,因此格外引人注目。西方国家基于自己的历史传统,认为中国在非洲的援助和投资是





“新殖民主义”。非洲对中国的投资亦存在喜忧参半的复杂心理。从中国未来发展的战略布局来看,包括非洲国家在内的发展中国家,拥有巨大的经济增长前景,不仅是能源资源的供给地,而且是潜在的市场,加强和非洲国家的合作,无论在经济上还是政治上都非常重要。但是,当前中国对非洲的投资仍然缺乏规划:一是援助和对外投资之间没有相互配套,二是在基础设施、农业等有助于改善非洲国计民生的投资领域重视不够,三是部分中小企业在非洲的经营无序、混乱,带来了不良的影响。

毋庸讳言,中国的对外直接投资才刚刚起步,尽管已经有很多成功的经验,但也有很多沉痛的教训。以资源企业为例,一个成功的经典案例是2008年中铝联合美国铝业以140.5亿美元收购力拓12%的股份,事后美国铝业退出,将其所购股份转让给中铝,被称为“黎明前的突袭”。五矿收购加拿大诺兰达公司,在进入最终阶段、获得了独家谈判权之后却功败垂成。以制造业企业为例,联想并购IBM个人电脑事业部,尽管争议较大,但总的来看是较为成功的,联想不仅从财务上扭转了IBM个人电脑事业部的亏损局面,而且获得了Thinkpad这一品牌,并在此基础上形成了新的子品牌(Ideal系列)。但是,TCL收购法国汤姆逊彩电业务,不仅没有成功,反而成为TCL发展历史上的“滑铁卢”。由于连年亏损,TCL最终不得不彻底结束其在欧洲的业务。格力电器在巴西投资设厂、上汽收购双龙汽车,也均未达到预期的目的,陷入了意想不到的困境。总结这些成功和失败的案例,有助于中国企业在今后的海外投资中更加清醒和谨慎,成长得更为稳健。

五、中国对外投资管理体制的改革

中国的对外投资管理体制主要涉及外汇管理体制、行政审批体制、融资体制和政策支持体系。

(一) 外汇管理体制

1978年前,中国实行严格的外汇管制,改革开放之后,开始逐渐启动外汇管理体制的改革。直到20世纪90年代末期,中国主要关心的是如何更好地吸引外资,因此在外汇管理方面也体现出“宽进严出”的特征。1996年12月,中国宣布接受国际货币基金组织第八条款,实现人民币经常账户可兑换。1997~1998年爆发的亚洲金融危机,使得中国强化了资本管制,尤其是对资本流出的管制。直到经济形势好转、企业对外投资的意愿增强,中国才逐渐放松并完善了外汇管理体制。尤其是2005年实行了人民币汇率形成机制的改革,实行以市场供求为基础,参照一篮子货币进行调节的有管理的浮动汇率制度,人民币汇率的弹性和灵活性显著增强,外汇市场加快发展,对外汇资金实行流入流出均衡管理的原则和制度逐步确立,资本项目可兑换进程稳步推进,贸易投资外汇管理不断便利化。2009年之后中国推动人民币国际化,鼓励企业在贸易和投资中采用人民币进行结算。





前 言

关于对外投资的外汇管理,主管部门主要关注以下几个方面的问题:

(1)资金来源审查。20 世纪 90 年代,对企业境外投资资金来源的审查较为严格,主要鼓励有创汇能力的境内投资者,且规定其当年用于境外投资的外汇资金总额不超过其前 3 年创汇总额平均数的 1%,才能直接办理核批手续。到 21 世纪之后,对资金来源的审查逐步放松,在 2009 年外汇管理局出台的《境内机构境外直接投资外汇管理规定》中,只是说明“境内机构可以使用自有外汇资金、符合规定的国内外汇贷款、人民币购汇或实物、无形资产及经外汇局核准的其他外汇资金来源等进行境外投资。境内机构境外直接投资所得利润也可留存境外用于其境外直接投资”。对资金来源审核权限也逐渐放宽。目前,1 000 万美元以下的投资项目可由外汇管理局各地分局审批,1 000 万美元以上的项目则由国家外汇管理局审批。

(2)利润汇回保证金与利润缴存制度。2002 年之前,为了确保境外投资企业将利润汇回,曾要求境外投资企业按汇出外汇金额的 5%缴存保证金。这一制度在 2002 年被废止。2007 年之前,还实行过创汇留成制度,即境内投资者从境外投资企业分得的利润或者其他外汇收益,自该境外投资企业设立之日起 5 年之内全额留成,5 年之后 20%上缴国家,80%留给境内投资者。这一制度在 2007 年被废止。

(3)境外非直接投资。在 20 世纪 90 年代,中国逐步开放了即期外汇投资、远期外汇投资、证券投资,但对衍生品投资仍然实行较为严格的监管。2007 年中国一度鼓励国内资本流出,开放了基金管理公司和证券公司对境外证券的投资,即 QDII。但 QDII 的发展始终较为缓慢。

(4)前期报告和年检制度。商务部和外汇管理局 2005 年联合发文,要求企业在确定境外并购意向之后,需向商务部及地方省级商务主管部门和国家外汇管理局及地方省级外汇管理部门报告。2002 年起还实行了由商务部和国家外汇管理局一起对有境外投资活动的境内投资者进行年检的制度,年检之后对有关企业进行评级。评级较高的可享受优惠政策。评级较差的在一年之内不能从事新的境外投资活动。

(二)行政审批体制

境外投资项目还需要得到有关主管部门的审批。企业进行境外投资,需经商务部及省级商务部门审批。境外投资的经济技术可行性由企业自行负责,商务部在特定情况,如危害国家主权、安全和社会公共利益、损害我国与有关国家(地区)关系、可能违反我国对外缔结的国际条约或涉及我国禁止出口的技术和货物时,会不予核准企业境外投资行为。涉及资源开发类和大额用汇项目需经发展改革部门审批。国家发改委还在 2006 年发布了《境外投资产业指导政策》、《境外投资产业指导目录》。涉及境外国有资产产权管理的投资项目需经财政部门 and 国有资产管理部门审批。金融机构对外投资需经保监



会、银监会和证监会审批。

(三)融资体制

对于国家鼓励的境外投资,可以使用自有资金,也可以采取贷款等融资方式。2008年国务院办公厅发布了《关于当前金融促进经济发展的若干意见》,其中就指出,要创新融资方式,允许商业银行对境内外企业发放并购贷款。2009年国家外汇管理局规定,符合条件的境内企业可对其境外机构进行放款。2012年,外管局进一步放松了对境外放款的审批。

(四)政策支持体系

“走出去”战略出台以来,中国对企业境外投资,尤其是对外直接投资提供了多层次的政策支持。“走出去”战略萌芽于20世纪90年代中期,2000年3月在九届人大三次会议上作为国家战略正式提出。各部委按照“走出去”战略的指导思想,出台了多个方面的政策支持。

政府推出了四项涉及促进境外投资的专项资金扶持。一是针对中小企业的“市场开拓专项资金”,二是可用于支持企业境外投资中的法律、技术、商务咨询费,可行性项目研究报告编制费、翻译费和资料费等对外经济技术合作专项资金,三是针对资源类境外投资的矿产资源风险勘查专项资金,四是针对纺织业出台的“走出去”专项资金。

除了财政安排的各项资金支持之外,国家开发银行自1998年以来,与其他国内外机构合资设立了3只产业投资基金,即中瑞合作基金、中国—东盟中小企业投资基金和中国—比利时直接股权投资基金。2006年中方论坛北京峰会之后,国家开发银行还成立了中非发展基金,首期10亿美元,逐步达到50亿美元。国家发改委、中国进出口银行颁布了对国家鼓励的境外投资重点项目给予支持的通知,每年安排“境外投资专项贷款”,享受出口信贷优惠政策。

尽管在过去20多年,尤其是最近5年来,中国的对外投资管理体制有了较大的改革,逐渐放权、减少管制、缩减审批期限等,但在某些方面,对外投资管理体制仍然存在较为严重的缺陷,制约了中国对外投资的进一步发展。

首先,行政审批体制过于复杂,缺乏效率和透明度。根据2006年世界银行旗下的国际金融投资公司、外国投资咨询服务机构(FIAS)和多边投资担保机构(MIGA)联合发布的《中国对外投资公司调查报告》,被调查企业认为对获得外汇的限制、行政程序数量、办理程序所需的时间、有限的资金来源和合规成本,是阻碍对外投资的主要原因。企业对外投资,至少要经过3个部门的审批,如果是国有企业、保险公司,需要审批的部门更多。除商务部明确提出3~40日的审批期限之外,其他部门均未明确审批的期限。审批的标准也不明确、不透明,很多法规中都出现了相当模糊的“其他不予审批的情况”。对未能通过审批的原因和结果都不予公开,使得很多企业无法了解具体的政策要



求。

其次,缺乏足够的资金支持成为制约很多企业对外投资的瓶颈。尽管外汇管理体制日益完善,但如何通过市场化途径获得对外投资所需的资金,仍然是困扰企业的难题。大部分企业在对外投资中只能主要依赖自有资金。在对外投资中出现了一定程度的两极分化:资金雄厚的央企反而更容易获得银行贷款,地方企业、民营企业最需要资金支持,却告贷无门。

再次,对外投资的服务功能不完善。现有的体系难以满足企业对外投资过程中需要的大量服务需求。尽管商务部成立了驻各地的经济商务室,但这些机构仍然主要承担行政职能,服务功能不强,无法满足企业多样化、专业化的需求。

最后,国际协调不畅,无法有效维护企业在外的利益。企业在对外投资过程中往往在国外政府审批环节遇到阻力,在经营环节还需要应对来自当地社区、民众和公司经营层面的各种问题。中国初步建立了应对贸易争端的解决机制,但应对对外投资争端的机制却付之阙如。

六、中国对外投资的国际环境与国际合作

由于中国对外投资的快速增长,引发了国际社会的普遍关注。各国部分出于对中国对外投资的疑虑,纷纷调整了有关的政策,加紧了对外国投资的审查和监管。这在当前给中国的对外投资带来了一定的困扰。造成这种局面的原因,一是国外政府和公众认为中国对外投资增长速度过快,而且对中国企业的投资动机、经营理念存在着误解,二是由于中国企业缺乏“走出去”的经验,不善于和国外的政府、媒体及公众打交道,造成了一些负面影响。

首先,对中国企业对外投资影响最大的是各国的安全审查政策。看到中国企业大规模地增加对外投资,包括美国、澳大利亚,以及一些发展中国家,都纷纷强化了其对外国投资者的安全审查政策。

在正常情况下,外国在美国的投资仅仅需要常规的审批,不会引起安全审查。如果引起了有关利益集团的关注,可能就会激活美国的安全审查政策。美国外国投资委员会(CFIUS)将对收购方和被收购方的资产、融资和收购方式、是否涉及敏感技术、对美国国家安全及其他美国公司利益的影响等内容进行审查。一旦进入安全审查程序,往往意味着已经出现了政治上的反应,相关的利益集团会提出激烈的反对意见,甚至国会、媒体、公众都会介入相关的争论。这时,本属商业行为的中国对外投资很容易被政治化,且遭到否决。事实上,美国的安全审查对中国在美国的投资造成的负面影响是巨大的,导致很多中国企业在美国的大规模投资均以失败告终。从中海油并购优尼科,到海尔并购 Maytag,从西北有色并购 Firstgold,到最近沸沸扬扬的华为案,概莫能外。

澳大利亚对外国投资者的态度相对开放,但最近也收紧了对矿业投资的

