

# 经济转型期 中国对外直接投资探析

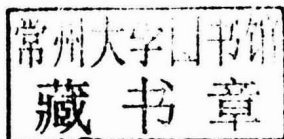
王羽涵 著



 中国时代经济出版社

# 经济转型期 中国对外直接投资探析

王羽涵 著



 中国时代经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

经济转型期中国对外直接投资探析 / 王羽涵著. —

北京: 中国时代经济出版社, 2019. 5

ISBN 978-7-5119-2865-8

I. ①经… II. ①王… III. ①对外投资—直接投资—

研究—中国 IV. ①F832.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 056838 号

书 名: 经济转型期中国对外直接投资探析

JINGJI ZHUANXINGQI ZHONGGUO DUIWAI ZHIJIE TOUZI TANXI

作 者: 王羽涵

---

出版发行: 中国时代经济出版社

社 址: 北京市丰台区玉林里 25 号楼

邮政编码: 100069

发行热线: (010) 63508271 63508273

传 真: (010) 63508274 63508284

网 址: www.icnao.cn

电子邮箱: sdjj1116@163.com

经 销: 各地新华书店

印 刷: 旭辉印务(天津)有限公司

开 本: 710 毫米×1000 毫米 1/16

字 数: 262 千字

印 张: 16

版 次: 2019 年 5 月第 1 版

印 次: 2019 年 5 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5119-2865-8

定 价: 66.00 元

---

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社发行部联系更换

版权所有 侵权必究

## | 作者简介 |

**王羽涵**，男，汉族，经济学博士，经济师。2006年7月本科毕业于北京林业大学，获工学学士学位，此后被保送北京林业大学继续深造，并于2009年7月获工学硕士学位。2009年7月起，在北京市嘉诚泰和律师事务所历任律师助理、主办律师。2012年9月，考入北京交通大学经济管理学院应用经济学专业攻读博士，获经济学博士学位。现供职于中国人民银行营业管理部。

## | 内容简介 |

随着全球市场的不断融合，中国经济的快速发展以及“走出去”战略的逐步实施，中国企业对外直接投资的需求越来越强烈，对外投资的能力也逐渐加强，但在对外投资的过程中也遇到了新的问题。本书采用科学的研究方法，全面剖析了中国对外直接投资的结构、规律，从实体投资和虚拟投资两个方面分析中国对外直接投资增长的驱动因素，探讨了中国宏观调控政策如何支持对外直接投资发展。

## | 前 言 |

伴随全球资本流动的自由化,国际直接投资已成为联结世界经济活动的重要纽带。一国通过对外直接投资可以优化生产要素,提高要素效率,促进经济发展和加强政治经济影响力。对外直接投资正逐步成为经济学研究的新热点。本书的选题系基于以下研究背景:

第一,历史背景。通常而言,开放经济的发展路径由低到高分别是商品输出、资本输出和知识产权输出。中国已经是极为成熟的商品输出大国,由商品输出大国向资本输出国转变是历史发展的必然。

第二,政策背景。中国“十二五”规划提出大跨步发展对外投资。基于中国目前仍处于政策主导下的市场经济初级阶段,为如何精准制定宏观支持政策以实现“十二五”规划胜利实施提供经济学理论支持,符合政策趋势。

第三,现实背景。根据联合国贸易和发展会议的研究成果,在中国利用的外资中有相当比例属于返程投资。这类返程投资被部分学者称为“伪外资”,而这类返程投资的来源被称为“虚拟投资”。对外虚拟投资仅是中国国内资本国际化后的“资金池”,不应与投资于G20发达国家为代表的实体投资混同。本书区分类别的对外直接投资分析是完全符合中国对外直接投资的现状,具有极强的现实意义。

现阶段中国已经具备了对外直接投资的基础条件和企业需求。要正确指导中国对外直接投资的发展需要从理论上回答一系列问题:中国对外直接投资的结构如何,分析框架应当如何建立?中国对外直接投资的规模将如何增长,是什么因素驱动了增长?宏观经济因子如何影响中国对外直接投资,中国应该制定什么样的宏观调控政策?

为了回答上述问题,本书采用了文献研究法、基本描述和统计方法、数量分析法、理论推导和逻辑推演法,从中国对外直接投资的结构分析入手,

从发展阶段定位、现状等分析中国对外资直接投资的基本规律，创新地将对外直接投资分解为实体投资和虚拟投资两部分，综合运用 GM 灰色模型分析、LMDI（对数平均迪氏指数分解法）分析、因子分析等方法分析中国对外直接投资增长的驱动因素，探讨中国宏观调控政策如何支持对外直接投资发展。

本书的主要研究结论有以下几点：

第一，中国对外直接投资的发展阶段。中国利用外资与对外直接投资在规模上存在着巨大差距。按照 IDP（投资发展周期）理论，与联合国 2004 年的划分标准相比，中国的对外直接投资发展阶段显现出外向国际化超前的迹象。中国 IDI（国际直接投资）业绩指数与潜力指数的全球排序在 2005 年之前属于吸引外资的领先国家，2006 年开始逐渐进入未发挥出潜力国家的行列。中国 ODI（对外直接投资）占 IDI 比值低于工业化经济体平均水平和新兴市场国家平均水平，说明中国对外直接投资仍然处于较低的发展水平，该比值自 2009 年起开始超过 BRICS（金砖国家）平均水平，表明中国从 2009 年起进入了对外直接投资发展第三阶段。

第二，中国对外直接投资的结构分析。中国的对外直接投资可以分为两类：一类是对外实体投资，与实体经济紧密相关，可用新古典经济学的厂商生产理论予以解释；另一类是对外虚拟投资，仅仅是资金的跨境流动或间接投资，与实体经济或厂商生产不产生直接关联，属于金融理论中的套利行为，如英属维尔京群岛、开曼群岛等国家/地区的 ODI 并不在当地产生任何实体经济活动，其实质仅仅是资金由“在岸”转为“离岸”，由“内资”转为“外资”。香港特别行政区在中国对外实体投资中扮演重要地位。香港特别行政区与美国、欧盟、东盟、金砖国家、主要资源型国家在吸收对外直接投资上表现出较高的补充（替代）性，这提醒中国政府如提高在发达经济体的投资比重，则会降低香港特别行政区在中国 ODI 中的地位，可能影响香港特别行政区的经济状况。

第三，中国对外直接投资的增长趋势与驱动因素。本书利用政策目标法和 GM 法初步预测中国对外直接投资的增长时发现，“十二五”规划制定的政策目标与 GM 的预测值基本一致，体现出政府部门所定政策目标的科学性，较符合经济实际，但两者均低于中国对外直接投资的历史年化复合增长

量，说明中国经济调控可以实现“十二五”规划中对中国对外直接投资增长的预期，但无法保证中国对外直接投资继续保持过往历史的高增长率。为继续保持或提高中国对外直接投资的增长率，有必要通过制定切实可行的宏观调控政策以促进中国的对外直接投资增长。

本书利用 LMDI 的加法分解方法将中国对外直接投资增长的驱动因素分解为经济活动效应因素、产业结构效应因素、投资效率效应因素。从分解结果看，促进中国对外直接投资增长的主要驱动因素是投资效率效应因素和经济活动效应因素。对投资效率效应因素进一步分解后可知，第三产业部门对中国对外直接投资的增长影响最大，短期促进中国对外直接投资增长更应侧重于支持第三产业的发展。

第四，中国对外直接投资的动因与宏观影响因子。中国对外直接投资的动因包括政治动因和经济动因。对外直接投资从长期看是为了获取经济利益的最大化，但从短期看可能存在较为直接的政治动因：西方国家长期存在市场主体通过提供竞选资金直接干预政治生态的问题，对外直接投资可以服务于投资国的国家战略也可以承担投资国外交功能。对外直接投资的经济动因可分为对外实体投资动因和对外虚拟投资动因。对外实体投资的本质是对生产性能力的扩大，根本动因在于追求更多利润，具体而言包括扩大市场动因，资源获取动因，提高生产、交换效率动因，技术获取动因。对外虚拟投资的具体动因大体包括享受税收减免的税务筹划动因，境外上市融资动因，规避国际经营壁垒动因，国际套利动因，转移非法收入动因。

本书采用因子分析法对中国对外直接投资的宏观影响因子进行降维分析，得出影响中国对外直接投资增长的主要因子可以降维为宏观经济因子、货币政策因子、财政政策因子，其对中国对外直接投资增长的贡献率分别是 49.163%、25.041%、8.182%。

本研究完成于 2014 年，因种种原因，成书时间有所拖延，但为保持研究内容与当时的情况一致，文中所涉及的文件并非最新版，敬请读者谅解。

# | 目 录 |

第一章 绪论	1
第一节 选题背景	1
第二节 对外直接投资的文献综述	3
第三节 研究问题的提出与意义	15
第四节 研究方法与结构安排	16
第五节 研究创新	19
第六节 对本书概念的几点说明	20
第二章 基于 IDP 理论的中国对外直接投资发展周期阶段识别	22
第一节 中国对外直接投资的经验事实	22
第二节 IDP 理论在中国的运用	27
第三节 中国所处投资发展阶段的初步分析	29
第四节 基于流入与流出平衡性的中国投资发展阶段综合判断	34
第五节 本章小结	39
第三章 中国对外直接投资的结构分析框架:虚拟投资与实体投资	41
第一节 全球主要离岸金融中心概述	41
第二节 中国对外直接投资的区位分析	43
第三节 中国对外直接投资中的虚拟投资	49
第四节 中国对外虚拟投资的特殊现象:返程投资	58
第五节 中国对外直接投资中的实体投资	66
第六节 本章小结	91

第四章 中国对外直接投资的驱动因素分析 .....	94
第一节 中国对外直接投资增长的规模预测 .....	94
第二节 基于 LMDI 的中国对外直接投资增长驱动因素分析 .....	109
第三节 本章小结 .....	116
第五章 中国对外直接投资的宏观影响因子分析 .....	118
第一节 全球经济调整与经济转型期对外直接投资新机遇 .....	118
第二节 经济转型期对外直接投资规制政策及经济调控分析 .....	123
第三节 中国对外直接投资的动因分析 .....	131
第四节 中国对外直接投资宏观影响因子分析建模 .....	145
第五节 本章小结 .....	159
第六章 研究结论 .....	161
第一节 有关政府规制的政策建议 .....	161
第二节 有关宏观调控组合的评价 .....	163
第三节 本书的主要研究结论 .....	167
第四节 进一步研究展望 .....	171
参考文献 .....	172
附录 .....	182

# 第一章 绪 论

## 第一节 选题背景

伴随全球资本流动的自由化，国际直接投资已成为联结世界经济活动的重要纽带。对外直接投资（Outward Direct Investment，简称 ODI），其特点是投资者对海外资产拥有控制权。一国通过对外直接投资可以优化生产要素，提高要素效率，促进经济发展和加强政治经济影响力。改革开放释放了市场经济的活力，现阶段中国已经进入经济增长与经济结构调整并行的经济转型期，具备了对外直接投资的基础条件和企业需求。目前适合中国国情的对外直接投资理论研究尚在起步阶段，成熟的国际直接投资理论不能满足中国的实践需要。这要求我们在借鉴国际直接投资理论的基础上，研究更加具有中国特色的理论框架，以指导中国的对外直接投资可持续发展。

本书的选题系基于以下研究背景。

**历史背景：**中国由商品输出大国向资本输出大国转变。无论是马克思还是亚当·斯密，都直接或间接承认开放型经济时代的必然性。开放经济的发展路径，通常被认为存在三个阶段，由低到高分别是商品输出、资本输出和知识产权输出，目前多数发展中国家处于第一阶段或第二阶段。劳动分工所推进的社会化、专业化大生产提高了生产效率，优化了生产资料的分配。经济全球化加速了国家主体间交易的趋势，促进了开放经济的输出。加入世界贸易组织以来，中国的进出口货物贸易额由世界第六位上升到全球第一。中国已经是极为成熟的商品输出大国，由商品输出大国向资本输出国转变是历史发展的必然，也是符合经济发展规律的。

**政策背景：**中国“十二五”规划提出大跨步发展对外投资。《中华人民

共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》提出，“十二五时期，中国要从商品输出向资本输出过渡，从资本积聚向资本辐射过渡，争取在全球价值链上获得更多竞争的优势和主动权”。中国商务部公布的“十二五”时期对外投资合作发展目标预计对外直接投资 2015 年将达到 1500 亿美元，“十二五”时期年均增长 17%。基于中国目前仍处于政策主导下的市场经济初级阶段，为如何精准制定宏观支持政策以保证“十二五”规划胜利实施提供经济学理论支持，具有极强的现实意义。

**现实背景：**中国对外直接投资流量由 2003 年的 28.5 亿美元增长至 2011 年的 746.5 亿美元，年均增长达到 26.9%。根据《2010 年中国对外直接投资统计公报》<sup>[1]</sup>显示，中国对外直接投资流量至 2010 年为 688.1 亿美元，其中，中国香港特别行政区、英属维尔京群岛、开曼群岛、卢森堡、新加坡、澳大利亚、瑞典、美国、加拿大占中国当年对外直接投资的 84%，是中国对外直接投资的主要目的地。

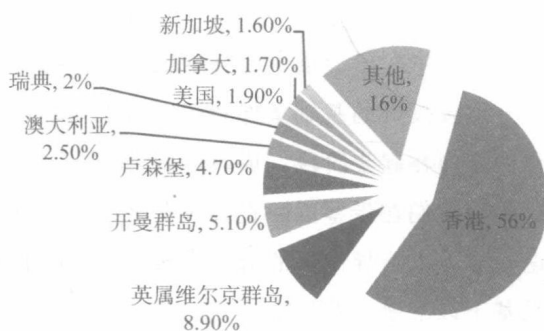


图 1-1 2010 年中国对外直接投资地区分布图

在中国的对外直接投资中，有一类投资采用返程投资的方式，以对华投资的方式投资于中国，享受外资待遇。这类返程投资被部分学者称为“伪外资”，而这类返程投资的来源被称为“虚拟投资”，本书对“虚拟投资”这一概念予以延伸，对中国对外直接投资区分为“实体投资”和“虚拟投资”加以分析。

陈杰<sup>[2]</sup>在其论文中指出：UNCTAD（联合国贸易和发展会议）在 1995 年的报告中估计，中国所利用的外商直接投资中约 20% 属于返程投资。OECD（经济合作与发展组织）估计，从 1994 年至 2001 年，离岸金融中心（包括香港和澳门）对华直接投资额占全部对华直接投资额的 55.30%；返

程投资的比重最低估计也在 25% 以上。萨瑟兰 (D. Sutherland) 和马修斯 (B. Matthews)<sup>[3]</sup> 在为全球化经济政策 (Globalization and Economic Policy, 简称 GEP) 会议准备的论文中表示, 截至 2006 年, 中国约 44% 的对外直接投资和约 20% 的海外股票 IPO 的对象均为开曼群岛这一离岸金融中心。耿晓<sup>[4]</sup> 在亚洲开发银行的报告中指出, 中国返程投资的动因主要有财务和税收动因、产权保护动因、脱离外汇控制动因、利用香港和海外财务优势动因, 在类型上主要分为寻租和寻值两种类型, 其规模占中国利用外资总额的 26% 至 54%。

以 2008 年为例, 对华投资前十位国家/地区依次为: 香港特别行政区、英属维尔京群岛、新加坡、日本、韩国、开曼群岛、萨摩亚、美国、台湾地区和毛里求斯, 合计实际投入外资金额占 2008 年中国实际使用外资金额的 87.48%, 其中香港及其他离岸中心分别占全国利用外资的 44.45% 和 24.73%, 英属维尔京群岛已连续多年成为第二大对华投资地。对外虚拟投资, 仅是中国国内资本国际化后的直接利用, 不涉及产业升级、市场拓展、技术获取、资源获取等实体投资动机, 因此不应简单地与投资于 G20 发达国家为代表的实体投资混同。鉴于虚拟投资已经在中国对外直接投资总量中具有不可忽视的地位, 本书将投资于英属维尔京群岛、开曼群岛等离岸避税港的虚拟投资独立出来, 初步建立对外直接投资的结构分析框架, 具有极强的现实意义。

## 第二节 对外直接投资的文献综述

### 一、对外直接投资的概念辨析

对外投资 (Outward Investment), 指以提高生效率和资本增值为目标的国际资本流动, 是跨国公司将其所有的产业资本或金融资本投到境外以实现价值增值的经济活动。按投资主体划分, 对外投资可分为政府投资和私人投资; 按对外投资的性质划分, 可分为对外直接投资和对外间接投资<sup>[5]</sup>, 如图 1-2。长期以来, 国际私人投资一直占据国际投资的主导地位, 越来越多的政府投资也采用国有基金或国有企业海外投资的形式进行, 传统的政府投资通常仅出现在对外间接投资领域, 因此本书所指的中国对外直接投资的外

延可以视为与中国企业对外直接投资一致。

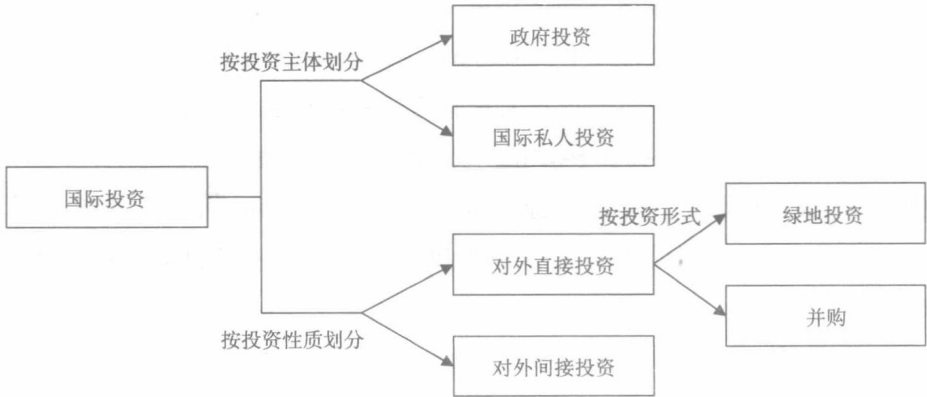


图 1-2 国际投资分类

在进行国际私人投资时，跨国公司等投资者可以采取不同的投资方式，在 OECD 的有关文件中，这些投资方式被划分为并购或绿地投资（Greenfield Investment）。并购指投资者通过购买东道国（地区）存续企业股权的方式进行对外直接投资。绿地投资指投资者以在东道国（地区）新设企业的方式进行对外直接投资。

## 二、对外直接投资理论综述

受国内经济发展水平及对外开放程度的局限，中国经济学界目前对对外直接投资问题的研究相对较弱。而发达国家的经济学界由于实践的推动，较早开始这方面的研究，研究成果较丰富，对我们的研究有重要的借鉴意义。

对外直接投资理论是国际直接投资理论的一部分。它大体上从两个维度展开：一是从国民经济角度分析的宏观国际直接投资理论；二是从企业或产业层面分析的微观国际直接投资理论。

### （一）宏观国际直接投资理论

#### 1. 社会主义视角的对外直接投资理论

资本主义的自由竞争阶段尚未形成垄断，国际经贸关系直接表现为贸易，对外直接投资更多的与殖民主义联系紧密。自工业革命起，由于生产和资本的集中造成了垄断的出现，当资本相对过剩时，为追求资本的增值，对外直接投资开始大量出现。

马克思认为,资本主义存在长期消费不足、生产过剩的矛盾,应通过资本输出吸收过剩储蓄以阻止国内利润率的下滑,利用境外市场缓和国内矛盾。他认为,因为生产的国际分工,资本必然会进行国际流动。列宁发展了马克思关于资本输出的观点,他认为生产和资本的集中必然导致垄断,加上银行和工业资本的融合必然产生国际金融寡头。金融寡头以资本输出代替商品输出。资本输入国虽然获得了一定的经济发展,但却被固定为资源产地、销售市场和附属国,其经济命脉和产业安全完全由金融寡头操控。

马克思、列宁研究的资本输出主要形式是借贷资本和证券投资,且资本流动方向是单一地从帝国主义国家向殖民地国家。第二次世界大战后,随着殖民地、半殖民地国家纷纷独立,发达国家按照自身经济需要对发展中国家进行资本输出,构建国际经济体系,同时发展中国家利用外资缓解本国经济发展的资本匮乏。

马克思、列宁的研究更多地关注对外直接投资的政治效果,且受到历史局限性影响,其理论并不能完全解释经济全球化的今天中国的对外直接投资行为。本书吸取马克思、列宁的研究,将中国对外直接投资的动因扩展到政治动因。

## 2. 投资发展周期理论<sup>[6-7]</sup>

邓宁(Dunning J. H.)经研究发现,部分国家对外直接投资流量与其经济发展水平密切相关,并据此提出了投资发展周期理论,该理论<sup>[8]</sup>认为,一国的对外直接投资流量与其人均GDP(国民生产总值)呈较强的正相关性。邓宁用人均GDP为衡量标准,把经济发展水平分为四个阶段,进而分析每一阶段对外直接投资与人均GDP之间的相关性。

邓宁的投资发展周期理论以钱纳里(H. Chenery)和斯特劳特(A. Strout)<sup>[9]</sup>的“两缺口模型”为基础,过分强调人均净对外投资额在划分投资发展阶段中的标尺作用。尽管邓宁试图通过增加第五阶段对该理论与实际的差距予以修正,但是结论仍然精度较差。客观上,一国的对外直接投资发展并不一定遵循对外直接投资净流量由负到正的过程,从近年各国对外直接投资流量的实际面数据来看,更是一个从单向吸收利用外资到利用外资与对外直接投资并行的过程<sup>[10]</sup>。

邓宁的投资发展周期理论系从英国国情出发的针对部分东道国(地区)

的研究成果，是对外直接投资研究成熟化、体系化的标志。本书认为，该理论对解释中国的对外直接投资增长虽具有指导意义，但还需进一步根据全球经济环境和中国经济情况进行修正。同时，邓宁提出的对外直接投资流量与经济发展水平（一般选取 GDP 指标）相关的结论，不能解释对外直接投资增长的全部驱动因素。本书将吸收能源经济学的研究方法，对中国对外直接投资的增长进行无残差分解，以明确各因素对中国对外直接投资增长的驱动力。

### 3. 边际产业扩张理论

小岛清 (Kiyoshi Kojima) 从劳动的国际分工出发，运用比较优势原理并实际调研了美日企业的跨国经营后，阐述了“边际产业扩张理论”<sup>[11-12]</sup>。该理论认为，对外直接投资应遵循比较优势原则，首先发生于投资国相较东道国（地区）具有比较优势的边际产业。

小岛清所谓的边际产业，第一种是不同国家间，东道国（地区）产业因比较劣势而演变为边际产业；第二种是投资国同一产业内，中小企业因劳动力劣势而演变为边际企业；第三种是投资国同一企业内，处于价值链低端的生产部门因增值能力劣势而演变成边际生产部门。同时，只有当投资国生产函数高于东道国（地区）生产函数时，边际产业的对外直接投资才可以发生。通过对外直接投资的技术溢出，东道国（地区）的生产函数得以提升，而投资国的产业结构也得以优化调整。

小岛清在边际产业扩张理论的基础上提出了推论：日本的对外直接投资和对外贸易间存有互补关系；对外直接投资首先发生于东道国（地区）与投资国技术差距最小的边际产业。边际产业扩张理论证明了比较优势而非垄断优势才是企业进行对外直接投资的条件。边际产业扩张理论可以解释 20 世纪 60 年代起日本企业对外直接投资的动因，但却难以解释 80 年代之后日本企业的对外直接投资。

### 4. 投资诱发要素组合理论

经济全球化的大背景下，生产、交易、消费模式都发生了很大的变化，企业的性质也突破了生产函数论、市场替代论等，产生了一些新型特殊目的企业或平台企业，相应产生了一些新的对外直接投资理论。其中，20 世纪 80 年代出现的“投资诱发要素组合理论” (Theory of Investment-Induced Factors Portfolio) 认为，对外直接投资在直接和间接诱发要素的共同作用下发生。

直接诱发要素是指可归为市场化的要素，主要包括资源、资本、劳动力、技术、知识产权和管理能力。直接诱发要素的存在可以直接导致对外直接投资的发生。投资国具有的直接诱发要素可以产生比较优势进而诱发对东道国（地区）的对外直接投资；东道国（地区）具有的直接诱发要素（一般为资源、劳动力等）可以诱发投资国为获取特定要素而产生的对外直接投资。

间接诱发要素是指非市场化的要素，主要包括：（1）投资国的间接诱发要素，如币值稳定、鼓励对外直接投资的政策、与东道国（地区）的国际协议等；（2）东道国（地区）的间接诱发要素，如政治稳定、优惠的税收政策、清廉高效的政府、完善的法律等；（3）全球性的间接诱发要素，如经济全球化、资本的无障碍流动、国际金融市场的稳定等。

投资诱发要素组合理论分析了对外直接投资的动因，强调了间接诱发要素的重要作用，克服了边际产业扩张理论只关注比较优势的理论局限。伴随经济全球化，国际竞争日趋激烈，各国开始重视间接诱发要素的促进作用，通过完善国内投资环境、出台优惠外资政策，以吸引更多的对外直接投资落地本国。

本书承继了投资诱发要素组合理论中各种宏观诱发要素，并扩展了其他理论中的微观诱发要素，尝试构建中国对外直接投资的经济动因体系。

## （二）微观国际直接投资理论

### 1. 垄断优势理论

垄断优势理论首先由海默（Stephen Herbert Hymer）提出<sup>[13]</sup>。海默认为，企业对外直接投资须满足两个条件：一是投资国企业必须拥有垄断优势以化解东道国（地区）企业的竞争；二是市场的不完全性使投资国企业可以保持垄断优势。海默发现，美国企业的对外直接投资主要来源于资本密集、技术领先的行业。

金德尔伯格（Charles P. Kindleberger）<sup>[14-15]</sup>将产品市场不完全性、要素市场不完全性和贸易壁垒造成的市场扭曲作为企业对外直接投资的动因，这三种市场的不完全性使得投资国企业具有垄断优势。

约翰逊（H. G. Johnson）<sup>[16]</sup>将知识资本引入垄断优势理论分析框架。他指出，知识资本导致了企业的垄断优势，企业可以通过对外直接投资降低知识资本的成本，并使知识资本以较低的成本在全球子公司间流动。

凯夫斯（Richard E. Caves）<sup>[17]</sup>认为跨国公司凭借资本、技术等优势，为不