

《2013 年第 4 季度中国跨境资本流动报告》之 IIP 部分*

最近中国国家外汇管理局发布了中国 2013 年全年及第四季度的国际收支头寸表。我们将梳理最新国际投资头寸表的主要特征，分析其变动背后的主要原因，并对未来的趋势进行预测。

一、2013 全年及第四季度 IIP 特征

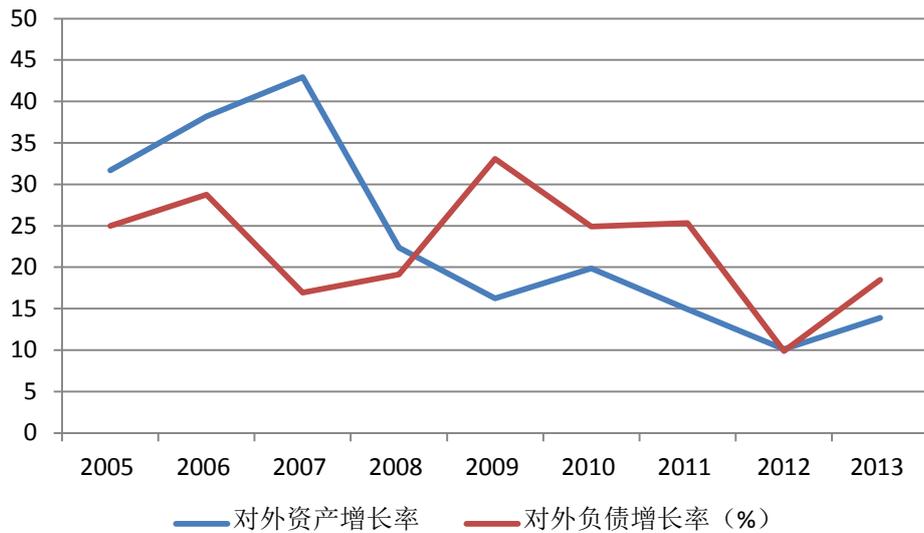
1. 2013 年中国继续保持净债权国的地位，对外净资产规模小幅增长

2013 年中国对外净资产达到 19716 亿美元，比上年增加 1051 亿美元，仍然是全球范围内仅次于日本的第二大债权国。2013 年中国对外资产为 59368 亿美元，比上年增长 7237 亿美元；对外负债为 39652 亿美元，比上年增长 6185 亿美元。

2013 年中国对外净资产增长速度较全球金融危机前明显放缓。以 2008 年金融危机为界，中国对外负债增长迅速，这是中国对外净资产增长放缓的主要原因。

* 本报告是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的集体研究成果之一。执笔人为潘圆圆。参加讨论的人员包括姚枝仲、张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰、王碧珺、陈博、刘洁等。

图 1

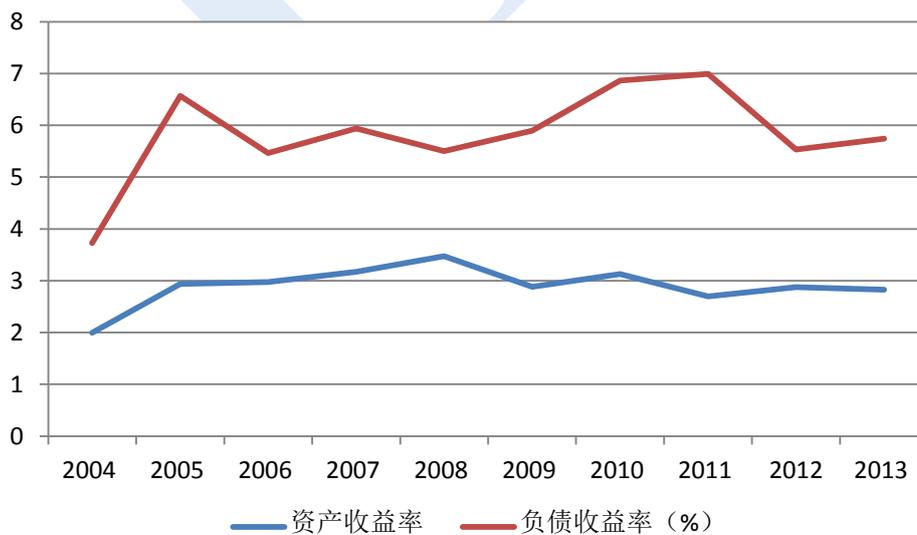


数据来源：外管局与 IIS。

2. 2013 年中国对外资产收益率与上年持平，资产结构没有显著变化

2013 年中国对外资产收益率为 2.85%，与上年的 2.88% 相比基本持平，仍然属于较低水平，尤其是和中国对外负债收益率相比（2013 年为 5.7%）对外资产的收益率较低。中国对外净债权大国的地位没有带来令人满意的投资收益，这凸显了改变中国对外资产负债结构的必要性。

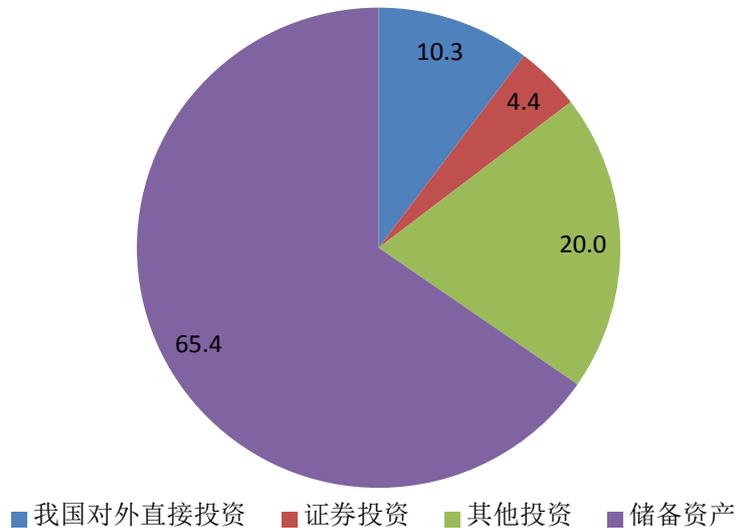
图 2 资产负债收益率



数据来源：外管局与 IIS。

2013 年中国对外金融资产结构中除了储备资产比重小幅上升，对外直接投资、其他投资、证券投资的占比都没有显著变化。

图 3 2013 年底对外金融资产构成

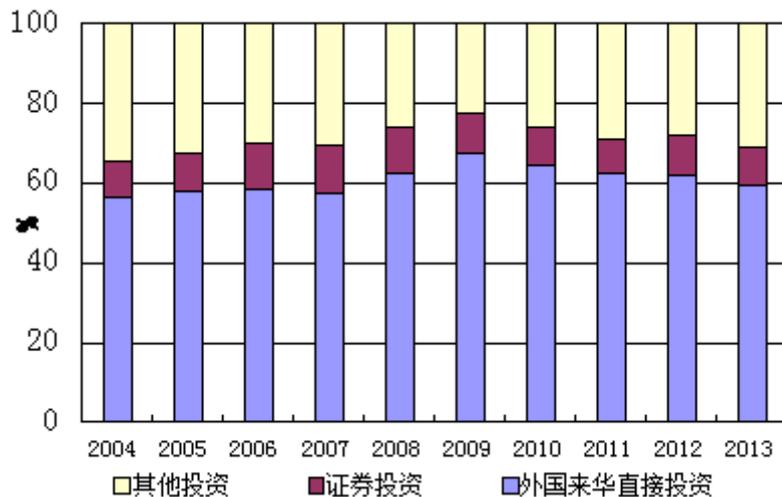


数据来源：外管局与 IIS。

3. 中国对外负债存量快速增长

2013 年中国对外负债存量为 39652 亿美元，比上年增长的数量是过去十年间最大的（6185 亿美元），同比增长率为 18%。2013 年中国对外负债流量再次出现大额的顺差，即存在资本账户净流入，外商来华直接投资与其他投资都有大幅增长，这是负债存量增加的重要原因。

图 4



数据来源：外管局与 IIS。

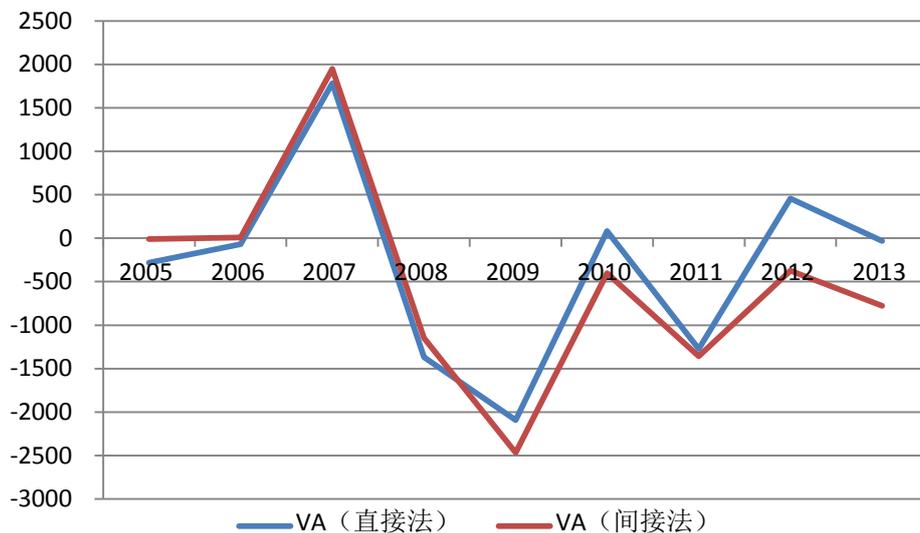
从负债结构来看，2013 年底外商直接投资占中国对外负债存量的比重仍然较高但有下降趋势，数量为 59.2%，该比重在 2009 年为最高，数值是 67.5%。

外国对华其他投资占中国对外负债存量的比重小幅上升。2013 年外国对华其他投资存量为 12309 亿美元，比上年增长 15.1%，占中国金融负债比重从上年的 28.2% 上升到 31%，其中最主要的原因是外国对华贷款存量大幅增长。

4. 估值效应持续为负

估值效应的变化是影响中国对外净资产的重要因素。以直接方法¹来计算 2013 年的估值效应为-31 亿美元，2013 年第四季度估值效应为 1626 亿美元；以间接法计算 2013 年估值效应为-777 亿美元，2013 年第四季度估值效应为 1224 亿美元²。

图 5 年度估值效应



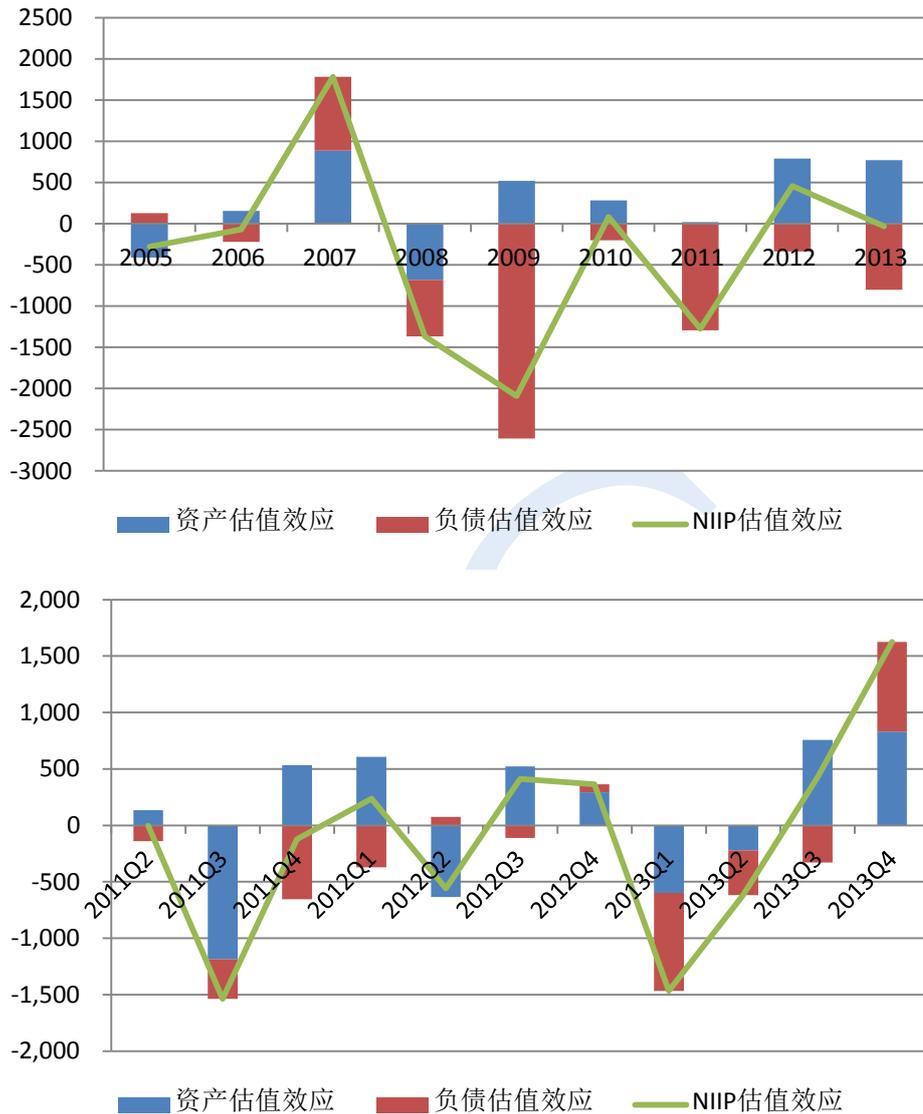
来源：外管局与 IIS。

根据间接法衡量的资产与负债方的估值效应显示：2013 年中国对外金融资产的估值效应为正值（771 亿美元），而对外负债的估值效应为负（-802 亿美元）。2013 年第四季度的对外金融资产和负债的估值效应都为正值，分别是 830 亿美元和 796 亿美元。

¹ 目前测算国际投资净头寸的方式有两种，第一种是将不同资本项目(包括净国外直接投资存量、净股本证券投资存量、净债务性资产存量、净其他投资资产存量、储备资产)相加，称为直接法；第二种方法是将历年经常项目差额相加，称为间接法，其中假设资本项目转移（债务豁免，和私人的转移包括移民和债务豁免）累计为零。

² 通过两种不同方法计算的估值效应出现了较大的差异，这是因为两种方法分别是根据金融账户（直接法）和经常账户（间接法）来进行的，两者的差异在数量上等于“错误和遗漏”项和“资本账户”之和。

图6 年度与月度资产负债估值效应



来源：外管局与 IIS。

从资产细项来看，2013 年除了其他投资资产有数额较小的负值估值效应（-4 亿美元），中国对外直接投资（40 亿美元），证券投资（125 亿美元）、储备（611 亿美元）三类资产都存在正数的估值效应，2013 年第四季度中所有资产的估值效应均为正。从负债细项来看，2013 年证券投资估值效应为正（152 亿美元），外商对华直接投资（-213 亿美元）和其他投资（-741 亿美元）的估值效应为负。

表 1 2013 全年及第四季度估值效应（单位：亿美元）

	2013 存量	2012 存量	2013 年 BOP 流 量	2013 估值 效应	2013Q4 存量	2013Q3 存量	2013Q4 BOP 流 量	2013Q4 估值效 应
中国对外直接投资	6091	5319	-732	40	6091	5590	-204	297
证券投资资产	2585	2406	-54	125	2585	2470	2	117
其他投资资产	11888	10527	-1,365	-4	11888	11190	-518	180
储备	38804	33879	-4,314	611	38804	37260	-1,308	236
资产总量	59368	52132	-6,465	771	59368	56510	-2028	830
外商对华直接投资	-23475	-20680	2,582	-213	-23475	-23232	937	694
证券投资负债	-3868	-3361	659	152	-3868	-3744	263	139
其他投资负债	-12309	-9426	2,142	-741	-12309	-11483	789	-37
负债总量	-39652	-33467	5383	-802	-39652	-38459	1989	796
NIIP	19716	18665	-6815	-31	19716	18052	-39	1625

注：正值的估值效应表明中国资产升值（或负债贬值），负值的估值效应表明中国资产贬值（或负债升值）。

来源：外管局与 IIS

二、原因分析

2012 年中国金融账户余额为-318 亿美元逆差，2013 年这个数值重新转为正值 3232 亿美元，顺差数量之大超过了之前任何一年，资本继续大量流入中国。资本大量流入在很大程度上是由于 2013 年中国宏观形势稳定性较高，中国资本账户的进一步开放，中国利率水平较高，人民币汇率在 2013 年继续升值等原因。

1. 直接投资： ODI 稳步增长， FDI 巅峰不再

从流量看，2013 年外商直接投资余额为 1850 亿美元净流入，与上年基本持平。其中外商对华直接投资 2582 亿美元，中国对外直接投资（ODI）732 亿美元。

从存量看，对外直接投资仍然不是中国对外资产的主要部分，约占总量的 10.3%。ODI 存量从 2012 年的 5319 亿美元增长到 6091 亿美元，增加了 772 亿美元；而 2013 年的 ODI 流量为 732 亿美元，估值效应为 40 亿美元。

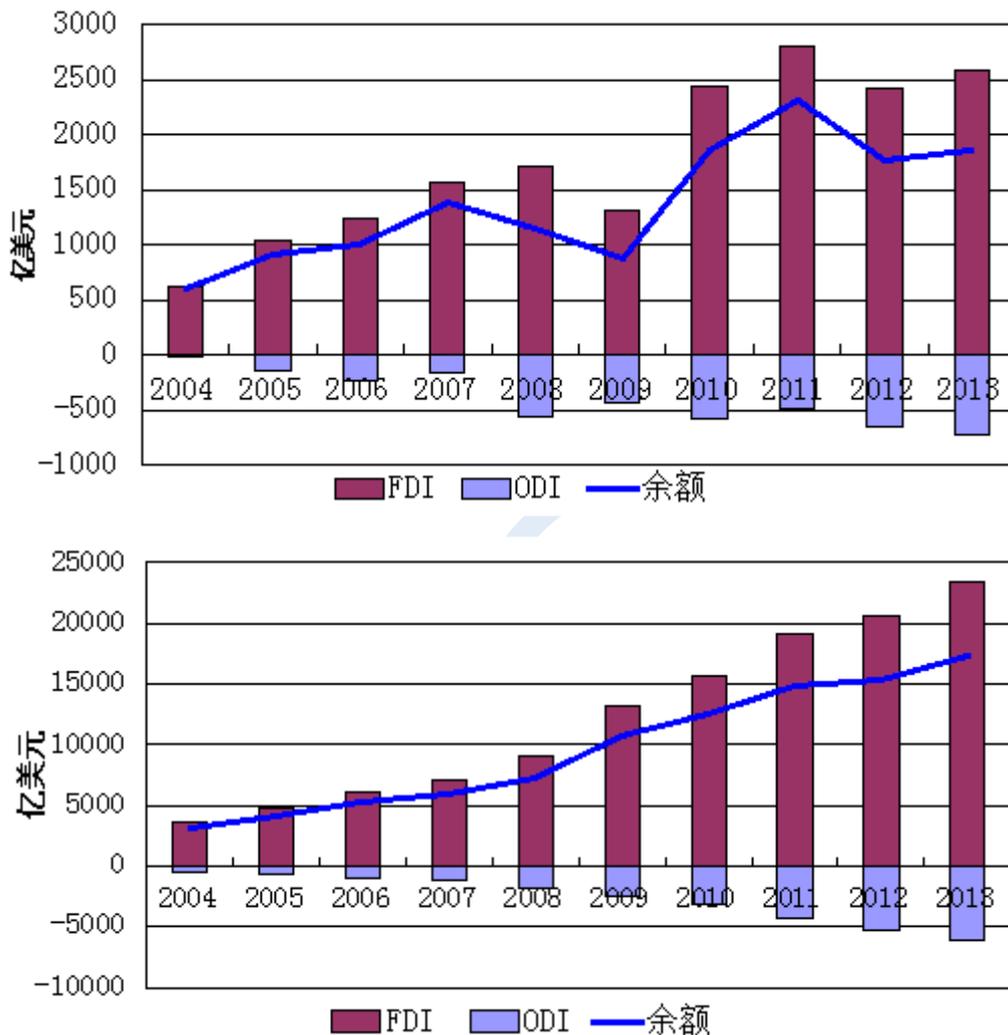
2013 年中国对外直接投资的增长有如下原因：首先，中国保障粮食安全的需求不断上升，国内食品安全问题频发使得对健康食品和技术品牌的需求也有所上升，这都促使中国第一产业加快了对外直接投资的步伐。代表性案例有伊利与 Dairy Farmers of America 的战略合作。其次，中国经济在结构调整的同时保持了持续稳定的增长，对资源的需求较为旺盛，资源价格处于相对低谷，这都使得中国对采矿业的直接投资保持了较高的水平，2013 年中国在石油、天然气、金属与非金属等行业均有大额的海外投资项目。另外，2013 年发达市场的资产价格虽然有所上升，但仍然存在较大的盈利空间。上述原因促使了中国 ODI 稳定增长。

与此同时，外国直接投资者对中国的热情似乎难以恢复至 2011 年前的水平。BOP 表显示，2012 年对华 FDI 同比仅增长 7%，为 2582 亿美元，低于 2011 年的水平。2013 年外商对华 FDI 存量比上年增长 2794 亿美元，达到 23475 亿美元，FDI 同比增长率为 13.5%，低于 2005-2011 年中任何一年的同比增长率。

对华 FDI 的增速下降有如下原因：中国劳动力成本上升提高了外商企业的运营成本；人民币由升转贬降低了中国对外资的吸引力；中日关系持续降温使得部分日本企业减少了对华投资；政府部门的审批程序简化还在进行中等等。

但总体来看，外商对华投资的信心仍然较强，2013 年中国政权平稳过渡，新一届政府在推进工业化和城镇化方面的决心为外国投资者提供了更多保障。此外从国别来看，第五轮中美战略与经济对话、中美双边投资协定谈判的深入有利于美国在华投资的长期增长；中国与东盟投资协定的谈判也已经启动，中澳完成自由贸易区谈判，预期这些国家在中国投资的水平和质量将继续提高。上海自贸区的成立也让跨国公司有更多的期待。

图7 直接投资流量（上图）与存量（下图）



来源：外管局与 IIS。

2. 证券投资：中国对外股本投资增长，国外对华债券投资攀升

2013 年中国证券投资资产存量为 2585 亿美元，比上年增加 179 亿美元，而 2013 年证券投资流量为 54 亿美元，这意味着存在 125 亿美元的估值效应。正面估值效应是资产价格变动和人民币汇率变动共同作用的结果。

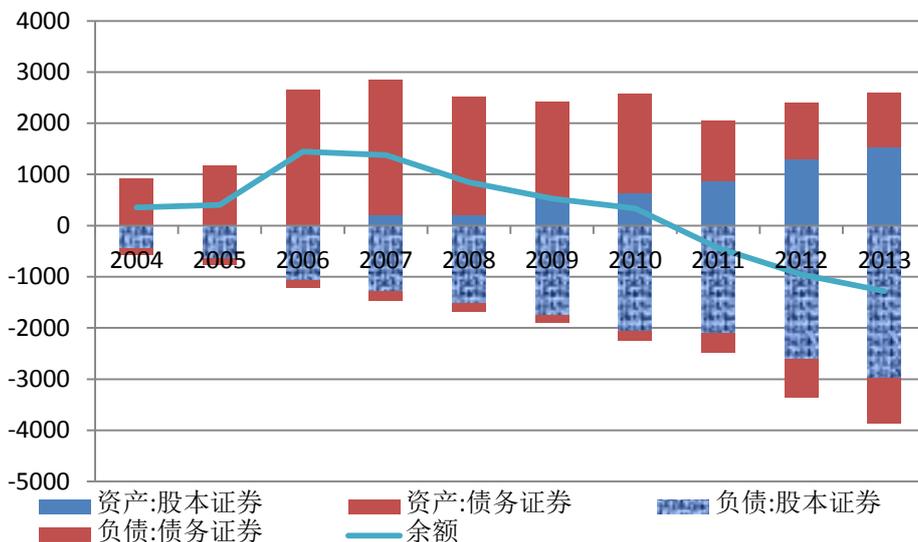
对外股本证券投资的增长是证券资产存量增长的重要原因。中国对外股本证券投资存量在 2006 年仅为 15 亿美元，2013 年已经达到 1530 亿美元，所占比重超过债券投资在证券投资中的占比。从国际收支平衡表来看，2013 年对外股本证券投资量为 25 亿美元，2013 年股本证券投资存量的增长主要归功于正值的估值效应。

中国对外股本证券投资有正数估值效应的原因包括：中国资本项目的进一步放开，QDII

额度进一步扩大便利了中国对外股本投资；2013 年美股大涨、欧洲股市表现良好也是一方面的原因。随着 QDII2（合格境内个人投资者的资格认定制度）³的落地，以及沪股通正式实施，预期 2014 年股本证券投资将持续增长。中国对外债券投资数量在 2007 年达到最高值 2650 亿美元，之后逐年下降，2013 年仅为 1055 亿美元。

对华证券投资有较大幅度的增长，2013 年的流入量是 659 亿美元，加上 152 亿美元的估值效应（对负债来说，正值的估值效应相当于贬值），使得 2013 年负债存量比上年增加了 507 亿美元。中国资本市场持续开放，QFII 及 RQFII 不断扩容，以及中国债券市场规模不断扩大和逐步放开，都促进了对华证券投资的增长。从证券结构来看，债券占证券投资总量的比重持续攀升。

图 8 证券投资存量



来源：外管局与 IIS。

3. 其他投资：资本净流入

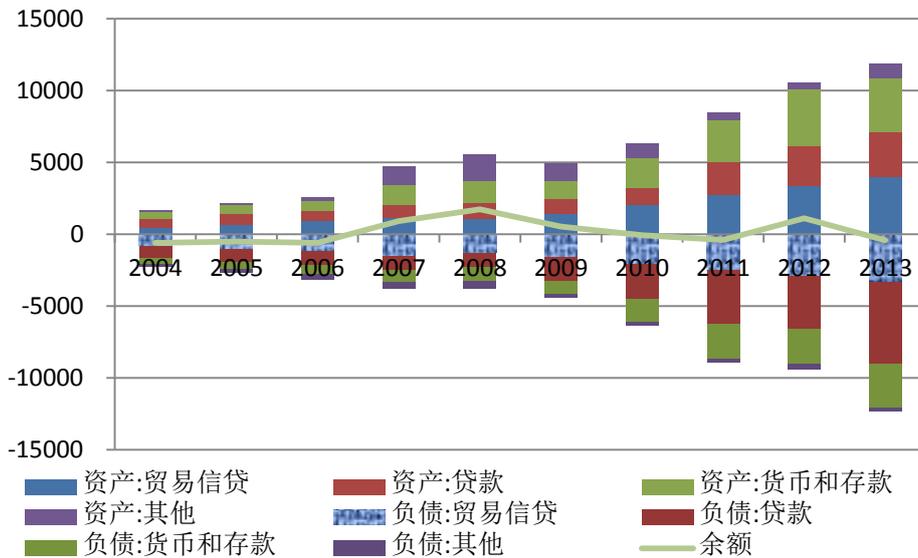
2013 年中国对外其他投资存量为 11888 亿美元，比上年增长 1361 亿美元，估值效应为 -4 亿美元。对华其他投资存量为 12309 亿美元，比上年增长 2884 亿美元，估值效应为 -742 亿美元。

BOP 的数据表明中国的其他投资项下再次出现净流入的状况。2013 年美联储退出量化宽松政策的预期不断增强，发达国家利率呈上升趋势，引发了部分资金从新兴市场的流出，

³ 即在人民币资本项下不可兑换条件下，有控制地允许境内个人投资境外资本市场的股票、债券等证券投资业务的一项制度安排。

但欧洲央行和日本央行依旧宽松的货币政策减缓了这一趋势。对中国来说，人民币升值预期被双向波动预期所替代，这在一定程度上改变了之前资本流入套汇的动机；对中国债务风险、房地产风险和经济增长减缓的担心也可能带来部分资本的流出，但总的来说以贷款为主要内容的资本流入，反映了中国利率水平较高对短期资本具有的吸引力。

图9 其他投资类别存量



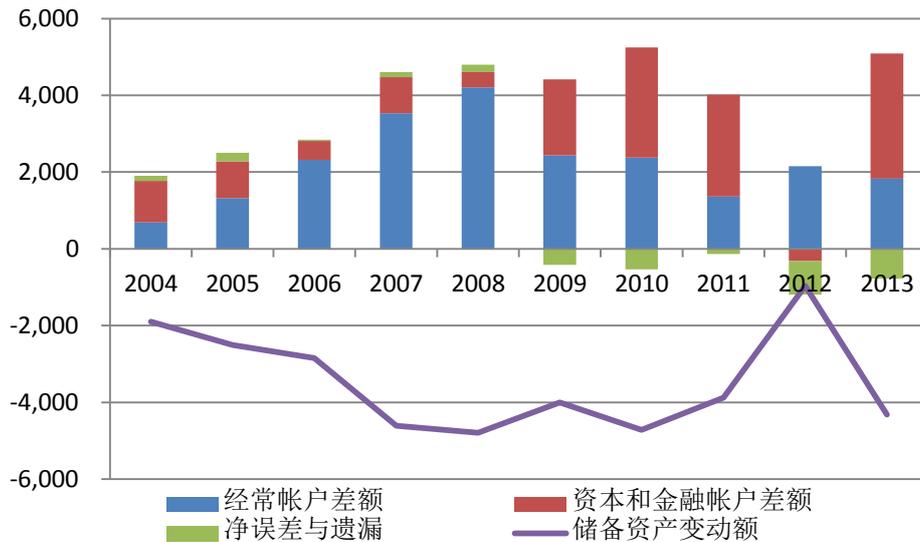
来源：外管局与 IIS。

4. 外汇储备：双顺差带来快速增长

外汇储备仍然是中国对外资产的主要部分。2013年中国外储存量达到了38804亿美元，比上年增长4925亿美元，同比增长率为14.5%。2013年外储流量为4314亿美元，几乎回到2007-2011年间外储增长最快几年间的增长水平。再次出现双顺差尤其是金融账户大额顺差是外汇储备快速增长的主要原因，因此外储的增长仍然是一种被动积累。

由于储备对外投资的对象仍然以发达国家（主要是美国）国债为主，外汇储备的进一步增长使得投资渠道狭窄，中国对外资产收益率较低的问题更加严重。外储数量增长过快的问题可以通过增加对外直接投资或是其他投资的方式来解决，但这有待于对现有的外汇使用方式进行创新。

图 10 外汇储备来源（亿美元）



来源：外管局与 IIS。

三、形势展望与预测

我们预期 2014 年第一季度中国对外净资产头寸增长缓慢。第一季度中国经常账户顺差为 72 亿美元，虽然没有出现市场预测中的逆差但顺差数量较小。同时中国的外汇占款虽然有增加但资本流入速度放缓。经常账户小幅顺差与资本账户顺差的共同作用将使得中国对外净资产头寸增长缓慢。

2014 年中国对外直接投资与证券投资步伐将继续加快。前者受益于中美、中欧 BIT 谈判的深入，上海自贸区负面清单的推出；后者则归功于资本账户的进一步放开，沪港通等促进跨境资本流动措施的实施。

2014 年第一季度中国对外净资产的估值效应为正值的可能性较大。人民币对美元进入贬值轨道，这将带来美元资产价值的上升并降低以人民币计价的负债的价值，并可能导致 2014 年第一季度的估值效应为正。