

专题研究

2011 年 12 月 8 日

FDI 中的“热钱”研究

——“热钱”专题研究第四篇

相关研究

《我国利用投资历史、现状和趋势研究》——“热钱”专题研究第三篇
2011 年 12 月 7 日

《从国际收支平衡表看“热钱”在我国
的跨境流动——“热钱”专题研究
第一篇》
2011 年 10 月 14 日

《真正的“热钱”有多少？——基于
国际收支平衡表评估“热钱”》
2011 年 10 月 27 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

研究支持

徐有俊

xuyj@swsresearch.com

联系人

陈果

(8621)23297818-7336

chenquo@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621)23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

内容摘要：

- I 2005 年-2010 年，我国吸引外商直接投资显著，年均增长率为 9.2%，但外商对我国投资项目却逐年递减，外商对我国的投资项目年均减少 7.6%。期间，除了外商投资企业增加原有项目投资，国家鼓励减少劳动密集型、低附加值企业的设立外，另一个可能的重要原因是，“热钱”借助外商直接投资这个合法渠道进入我国进行投机炒作。
- I 2004 年-2010 年，我国外商直接投资企业平均收益汇出与其利润之比为 55%，低于 1997 年-2003 年的 213%。2004 年-2010 年的人民币升值预期增强、我国与发达经济体利差不断扩大等因素，是促使外资企业控制的相当部分资金不愿离开我国，并造成我国经常项目大量盈余，导致双顺差不断扩大的最主要原因。
- I 2007 年后，外商直接投资企业利润增速下降显著，2007 年-2010 年利润增长率分别为 47%、20%、24%和 11%，企业利润增长速度较慢的原因可能是，新增投资企业和已有获利企业未将其资金足额地投入到实业生产中去，实际用于生产性资金比例下降，部分资金短期逐利倾向增强。
- I 2010 年 6 月后，香港每月新增人民币存款大幅增加，平均每月新增 355 亿人民币左右，截止 9 月末，香港人民币存款达 6222 亿人民币。香港人民币存款持牌银行由 2009 年 7 月的 40 家，上升到 2011 年 9 月底的 131 家，平均每月增加 3.5 家持牌银行。人民币直接投资的正式实施拓宽了境外人民币投资渠道，通过引导境外人民币合理回流国内，有助于化解我国外汇储备过高所带来一系列问题。
- I 人民币 FDI 的实施不会创造新的货币供给，但大量内地企业在香港融资将资金注入内地，将增大内地基础货币的供应量，影响我国货币政策，进一步对我国当前的产业转型、中小企业发展等诸多问题产生影响。
- I 港股 ETF 和人民币 QFII 的推出在即，人民币直接投资可以与它们相结合，一方面降低了“热钱”进入我国的成本，另一方面港股 ETF 为“热钱”顺利退出我国提供了合法途径，增大“热钱”跨境进出我国便利性的同时，也加大了“热钱”流入、流出我国的波动性。

目 录

1. 外商投资金额递增、投资项目数量递减趋势显著	2
2. 外商留存利润增加、收益汇出减少	4
3. FDI 中的“热钱”	5
4. 人民币 FDI 拓宽了“热钱”的跨境流动渠道	7

图表目录

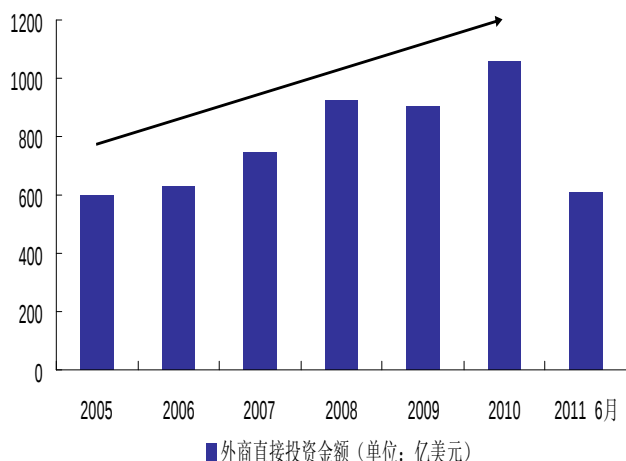
图 1: 实际利用外商直接投资金额	2
图 2: 月度外商直接投资金额	2
图 3: 外商直接投资项目数量	3
图 4: 外商利润和收益汇出	4
图 5: 外商收益汇出减少	4
图 6: FDI 与外汇占款	6
图 7: 外商直接投资企业利润增长率	6
图 8: 外商企业利润、折旧和收益汇出	7
图 9: FDI 中的“热钱”和长期投机资金	7
图 10: 人民币对美元、港元汇率	8
图 11: 人民币与港元存款利率	8
图 12: 人民币存款持牌银行	8
图 13: 新增人民币存款	8
表 1 外商投资企业经营利润与收益汇出直接关系（单位：亿美元）	4
表 2: FDI 中的“热钱”和长期投机资金（单位：亿美元）	7
表 3: 人民币直接投资进程时间表	9

追逐高额收益是“热钱”的本质，收益率的变化驱动着“热钱”的流向。2005 年汇率改革后，市场对人民币升值预期的增大，中国和发达经济体利差的持续扩大，诱发了“热钱”在我国的跨境投机行为。资金的虚假流入不仅给我国税收造成巨大损失，增大了监管和抑制外商直接投资中“热钱”流入我国的成本，还改变了国内资本的投资流向和投资效率，同时还影响我国货币政策的实施。

1. 外商投资金额递增、投资项目数量递减趋势显著

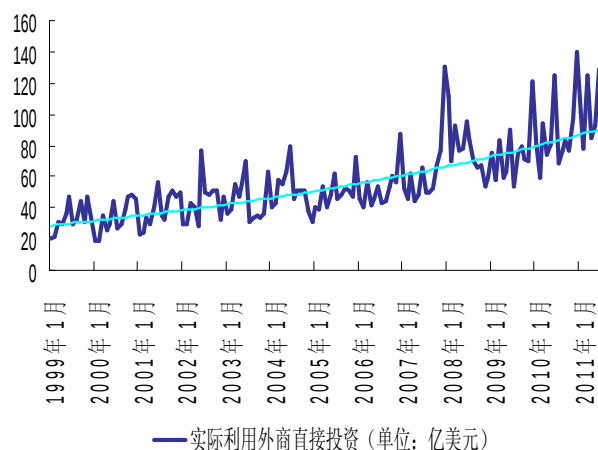
我们在“热钱”系列的第三篇报告，《我国利用外资历史、现状和趋势研究》中的发现，我国在吸引外商直接投资过程中，存在着外商对我国直接投资金额逐年递增，投资项目却逐年递减的显著现象。

图 1：实际利用外商直接投资金额



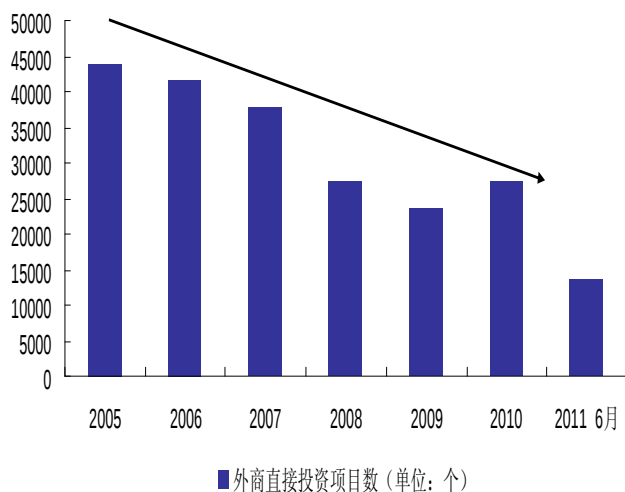
资料来源：CEIC，申万研究

图 2：月度外商直接投资金额



资料来源：CEIC，申万研究

图 3：外商直接投资项目数量



资料来源：CEIC，申万研究

2005 年后，外商对我国的直接投资金额逐年递增，从 2005 年的 724.06 亿美元上升至 2010 年的 1057.35 亿美元，增加了 46%，年均增长 9.2%。而外商对我国直接投资的项目却逐年递减，则从 2005 年的 44019 个下降到 2010 年的 27406 个，5 年降低了 38%，投资项目年均减少 7.6%。

如果外商直接投资资金是长期性投资的话，外商直接投资的金额和项目数量是应该服从相近的概率分布，即随着投资资金金额的逐年增加，每年的投资项目数量增长率也相应地增加，满足投资项目数量增长和投资资金金额增长相匹配的统计原则。但是现实的外商投资项目数量却是不断递减的，违背了它们应该服从近似概率分布的原则。造成这种现象主要的原因可能有以下几个方面。

1、我国在吸引外商直接投资时，鼓励减少劳动密集型、低附加值投资项目的设立，而鼓励对技术密集、高附加值相关项目的投资，这样减少了部分投资项目的设立。

2、外商投资者增大了对我国原有项目的投资金额，从而使得新设投资项目数量被动减少。

3、境外资金借助外商直接投资渠道进入我国后，并没有被投入到实体经济的生产中去，而是利用我国和发达经济体的利差扩大、人民币对美元汇率升值以及我国国内资产价格上升等机会进行套利，项目投资只是这些投机资金得以“合法”进入我国的“幌子”。“热钱”只是借助外商直接投资项目的“壳”进行短期逐利的。

2. 外商留存利润增加、收益汇出减少

从外商直接投资企业的利润和外商收益汇出我国的情况来看，2003 年是一个显著的转折点。2003 年之前，外资对我国的投资虽然活跃，但是它们却不想将资金留在我国国内，而是急于收回投资，将投资折旧和利润快速汇出我国。1997 年亚洲爆发金融危机时，我国外商投资企业利润总额为 59.17 亿美元，同年外商投资企业收益汇出为 167.1 亿美元，收益汇出是外商企业利润的 2.82 倍。由于外商投资出于亚洲金融危机后，对我国经济发展的担心，1998 年外商投资企业利润总额为 50.56 亿美元，比 1997 年略有下降，但当年外商投资企业收益汇出却达到了 223.3 亿美元，收益汇出与外商企业利润之比提高到 4.42 倍，收益汇出超出利润的部分主要是投资折旧。数据表明，2003 年之前的外商直接投资具有短期效应，更加关注于对我国国家风险、汇率风险以及投资风险等因素。

图 4：外商利润和收益汇出

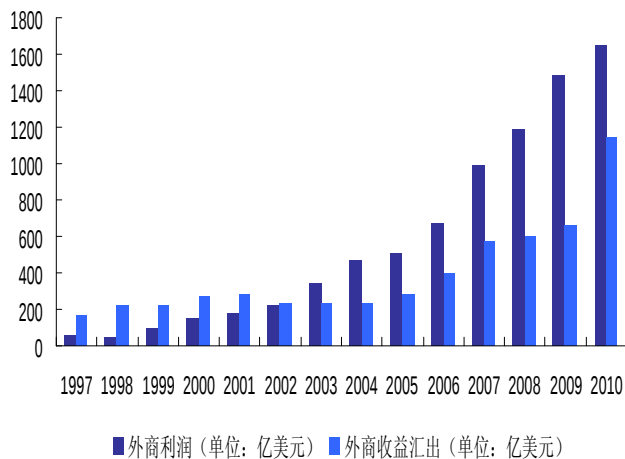
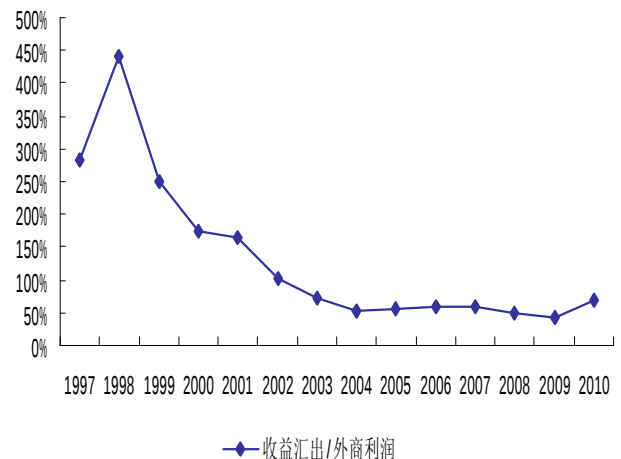


图 5：外商收益汇出减少



资料来源：国家统计局，外汇管理局，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

表 1 外商投资企业经营利润与收益汇出直接关系（单位：亿美元）

年份	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
外商利润	59.17	50.56	91.08	154.93	174.33	226.8	335.56
收益汇出	167.1	223.3	228	272.2	285.6	232.9	239.3
收益汇出/外商利润	282.41%	441.65%	250.33%	175.69%	163.83%	102.69%	71.31%
年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
外商利润	468.28	505.35	676.22	992.67	1189.76	1479.59	1645.38
收益汇出	240.7	283.2	394.9	573	602	653	1142
收益汇出/外商利润	51.40%	56.04%	58.40%	57.72%	50.60%	44.13%	69.41%

资料来源：国家统计局，外汇管理局，申万研究

直到 2002 年之前，由于亚洲金融危机和人民币贬值预期的存在，使得外商投资企业将所得利润急于汇出至其国外的母公司；2002 年当年，外商投资企业利润所得和收益汇出基本持平；2002 年后，外商投资企业却不愿将折旧和所得利润汇出我国，演变为长期性的投机资金留在我国。外商直接投资成了“热钱”进入我国金融市场的重要渠道。尤其是我国 2005 年实施人民币汇率改革后，2005 年-2010 年，外商投资企业的收益汇出与其利润之比平均为 56%，而 1997 年-2003 年，该比值平均为 236%。说明随着人民币升值预期不断增强，我国与发达经济体利率差的不断扩大等因素的持续存在，推动了外商直接投资企业控制的相当部分资金不愿意离开我国。理论上讲，这部分资金是应该通过经常账户项目下的收益账户汇出我国的，但是它们没有被汇出，却滞留我国国内了。最终导致我国经常项目大量盈余，外汇储备快速增加，反映在我国国际收支平衡表上，表现为外汇储备资产的逐年递增。

3. FDI 中的“热钱”

中国外汇管理局直接投资管理信息系统数据显示，2003 年-2010 年间，外商直接投资中的现汇出资办理外汇资本金结汇的平均占比为 77%。在国际收支平衡表记账时，将外商直接投资的数额贷记在资本与金融账户下的外商直接投资项目下；对于外商直接投资中包含实物和技术的部分，则被相应地借记在经常账户项目下。

过去几年中，我国实际利用外商直接投资金额、外商企业折旧、企业利润以及企业收益汇回发生了很大的变化。

2007 年-2010 年我国实际利用外商直接投资比 2000 年分别增加了 340.53 亿美元、516.80 亿美元、493.18 亿美元和 650.20 亿美元，增长率分别达到了 83.64%、126.93%、121.13%和 159.70%。外商企业的每年折旧也表现出增长显著的趋势，从 2001 年的 393.54 亿美元增加到 2010 年的 815.24 亿美元，十年间增加了 1.1 倍。2001 年-2010 年，外商企业利润和收益汇回分别从 174.33 亿美元和 285.6 亿美元上升到了 1645.3 亿美元和 1142 亿美元，分别增加了 8.44 倍和 3 倍。

外商直接投资的外汇既可以在银行开立现汇保留，也可以通过银行卖出，这就便利了“热钱”通过资本与金融项目，以外商直接投资的名义流入我国，给“热钱”在我国非法跨境流动披上了“合法”外衣。“热钱”进入我国后，就可以通过银行兑换成人民币，再借助其他方式投资于我国的资本市场、房地产市场及敏感性商品市场以投机形式获取高额收益。

2008 年以来随着我国外汇占款的平稳增长，外商直接投资平均占外汇占款比保持在 24%左右。1999 年以来，我国外商直接投资企业的利润总量递增，但增速递减，2000 年、2007 年和 2010 年同比上年分别增加 70.1%、46.8%和 11.2%。尤其是 2007 年后外商直接投资企业利润增长率下降幅度显著，2007