中银研究

宏观观察

中国银行 BANK OF CHINA 研究院

2020 年 12 月 11 日　　2020 年第 48 期（总第 317 期）

我国跨境资本流动的特征与潜在风险

——基于国际比较视角*

2020 年以来，在新冠肺炎疫情暴发的大背景下，全球跨境资本流动急剧波动，外商直接投资整体萎靡，由于新兴经济体与发达国家的利差增大，大量债券发行带动了短期资本流入。我国经济基本面良好，跨境资本呈现净流入态势，外商直接投资规模持续增长，人民币债券备受境外投资者青睐。鉴于全球经济和金融走势不确定性加大，我国更应在加快对外开放稳健步伐不变的基础上，防范跨境资本流动的潜在风险。

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- **《宏观观察》**
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作　者：蒋效辰　中国银行研究院
电　话：010 - 6659 2419

签发人：陈卫东
审稿人：钟　红
联系人：叶银丹
电　话：010 - 6659 6874

*　　对外公开
**　　全辖传阅
***　　内参材料

我国跨境资本流动的特征与潜在风险——基于国际比较视角

2020 年以来，在新冠肺炎疫情暴发的大背景下，全球跨境资本流动急剧波动，外商直接投资整体萎靡，由于新兴经济体与发达国家的利差增大，大量债券发行带动了短期资本流入。我国经济基本面良好，跨境资本呈现净流入态势，外商直接投资规模持续增长，人民币债券备受境外投资者青睐。鉴于全球经济和金融走势不确定性加大，我国更应在加快对外开放稳健步伐不变的基础上，防范跨境资本流动的潜在风险。

一、发达经济体直接投资普遍锐减，新兴经济体证券投资波动复苏

（一）发达经济体外商直接投资规模锐减

2020 年上半年，全球外商直接投资（FDI）规模共计 3990 亿美元，相比 2019 年下半年下降 50%，其下降幅度大于 OECD 在疫情初期预测的 40%下降率，创 2013 年以来半年 FDI 规模最低纪录。受新冠肺炎疫情影响，投资环境不确定性加剧是 2020 年 FDI 下降的主要因素。

美国在 2020 年上半年 FDI 净流入较 2019 年下半年减少一半。欧盟国家 FDI 流入惨淡，由于瑞士、荷兰和英国出现了外商大量撤资，流入欧洲国家的 FDI 较 2019 年下半年减少 51%。

对外直接投资（ODI）方面，美国在 2020 年第一季度 ODI 出现负值，第二季度由负转正，是全球 ODI 的主要输出国之一。2020 年上半年，日本、加拿大和意大利 ODI 下降最为明显。因为奥地利和比利时的大规模撤资，导致欧盟国家 ODI 下降 33%。

（二）部分新兴经济体 FDI 规模回暖，面临诸多不确定因素

由于低附加值产业向部分东盟国家的转移，FDI 是亚洲新兴经济体的主要经济来源。2020 年以来，印度和印度尼西亚是 FDI 主要流入国。第二季度，中欧、东欧、中东和非洲地区（CEEMEA）的 FDI 回暖成为其资本流入的主要动力，波兰、捷克、俄罗

斯和南非的 FDI 表现相对乐观。然而，IIF 指出，如果国内债务或地缘政治危机等问题变得严峻，土耳其、南非、乌克兰和俄罗斯将是受影响最严重的国家。阿联酋和埃及的 FDI 呈现流入态势，均集中在传统的石油和天然气行业。

从新兴经济体 FDI 的特征来看，其主要集中在传统行业，并且，未来投资环境具有较大不确定性。绿地投资方面，相比发达国家 2020 年受疫情影响只降低 9%，而新兴经济体骤降了 46%。地缘政治危机、监管不利、政府治理问题是这些国家跨境投资的主要障碍，未来投资环境仍将面临较大不确定性。

（三）新兴经济体证券投资流入波动复苏，美元债券投资流入为主要动力

新兴经济体在 3 月的大规模资本外流高达 832 亿美元，自 4 月起，部分新兴经济体证券投资流入出现缓慢复苏，随后流入态势波动较大，且不同地区表现存在明显分化，其中，亚洲和拉丁美洲国家的证券投资流入最为显著。

新兴经济体债券投资流入方面，继 2020 年 3 月债券投资流出新兴经济体近 300 亿美元后，4 月债券投资流入突增至 151 亿美元，而股权投资依然流出 63 亿美元。4 月以来，除 8 月债券投资出现少量流出外，其余月份均显示净流入态势。总体来看，新兴经济体 2020 年主权外币债券发行达到历史高峰，相比，其国内债券市场表现疲软。

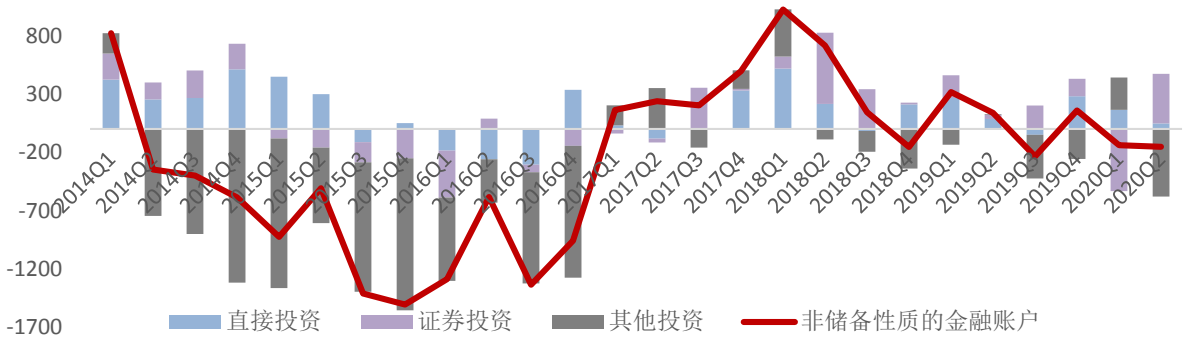
从新兴经济体债券投资流入的特征来看，一方面，由于与发达经济体的利差增大，新兴经济体实现了债券投资净流入。新冠疫情以来，全球处于低利率、高风险环境，美联储基准利率保持在 0-0.25 浮动区间，欧元区和日本已实施零利率或负利率，无风险利率债吸引力下降，市场风险偏好转向新兴经济体的债券投资。另一方面，新兴经济体通过发行外币债券以获取外部融资，为缓解财政赤字起到了关键作用。然而，由于新兴经济体金融脆弱性自疫情以来再次暴露，发行外币债券会挤占本国债券市场。同时，由于大量美元债的发行，一些国家会失去货币政策和汇率政策的自主性。

二、我国跨境资本持续流入，FDI 和证券投资流入势头强劲

（一）跨境资本总体流入

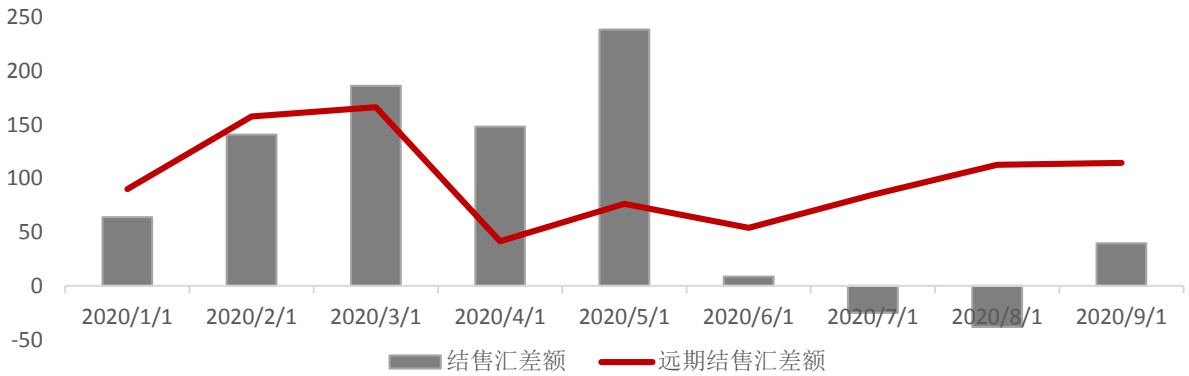
2020 年以来，我国资本项目波动不大。从国际收支平衡表来看，非储备性质金融账户第一季度和第二季度分别呈现逆差 139 亿美元和 153 亿美元，2020 年虽有疫情影响，总体未出现大幅震荡（图 1）。从银行结售汇差额来看，2020 年 1-9 月我国累计银行结售汇顺差 762 亿美元，由于季节性分红派息，7 月和 8 月分别出现银行结售汇逆差 25 亿美元和 38 亿美元，9 月小幅回升至顺差 39 亿美元。远期结售汇差额在 2020 年下半年相对平稳，体现了人民币汇率稳中有升的预期（图 2）。

图 1：我国非储备性质的金融账户（亿美元）



资料来源：国家外汇管理局，中国银行研究院

图 2：我国银行结售汇差额和远期结售汇差额（亿美元）



资料来源：国家外汇管理局，中国银行研究院

（二）外商直接投资规模持续增长

2020 年以来，我国 FDI 规模持续增长。截至 2020 年 10 月份，我国 FDI 已连续增长 7 个月，第一、二季度分别呈现 163 亿美元和 47 亿美元顺差，第三季度攀升至 239 亿美元顺差，其中，FDI 规模达到 571 亿美元，ODI 为 332 亿美元。

从 FDI 特征来看，首先，大部分外商投资于我国的高科技行业。2020 年 1-10 月外商直接投资服务行业同比增长 16.2%，高科技行业增长 27.8%，跨国并购以信息服务业和电子商务行业为主。其次，从区域来看，在上半年反全球化逆流涌动时期，美国对华直接投资同比增长 6%，荷兰和英国对华投资分别增长 73.6%和 17.2%，“一带一路”沿线国家投入我国同比增长 2.9%。

（三）陆股通波动较大，美元与人民币债券投资流入双双走高

我国跨境证券投资流入的增长是 2020 年第二季度资本恢复流入的主要动力。2020 年以来，跨境证券投资从第一季度的 532 亿美元逆差升至第二季度 424 亿美元顺差，在 6 月出现迅速攀升后，第三季度保持在 400 亿美元顺差。前三季度，境外投资者增持境内债券和股票增长 47%。其中，股票投资流入波动较大，而本外币债券投资流入规模双双走高。

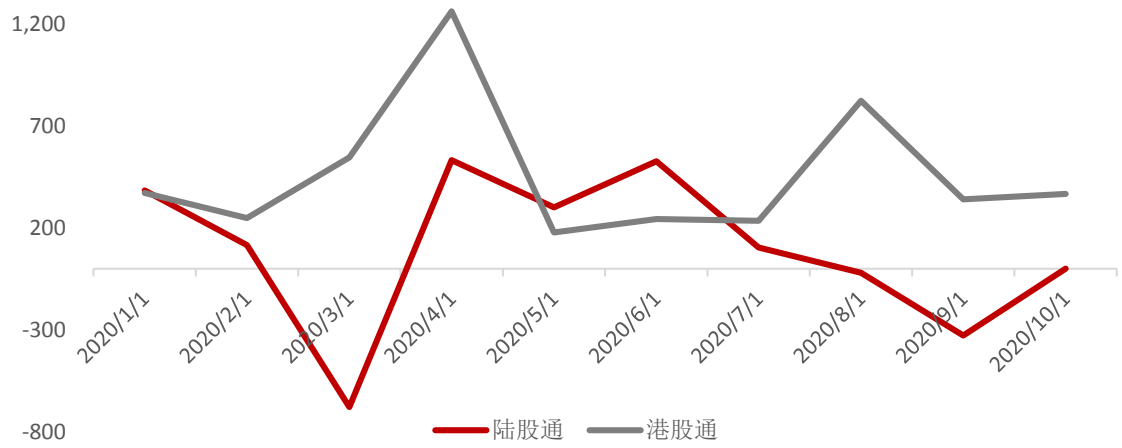
首先，在股票投资方面，北向资金第三季度出现大进大出。陆股通经历了 3 月的下滑后，在 4 月开始出现回升，之后又在 8 月和 9 月跌至负值。南向资金表现更为可观，2020 年下半年港股通由上半年的大幅波动转为平稳流动态势（图 3）。截至 2020 年 9 月，陆股通和港股通分别累计净买入 10872.18 亿元和 13307.61 亿元人民币。

其次，中资机构海外发债方面，中资企业美元债发行金额持续增加。2020 年第一、二季度中资企业美元债发行规模分别为 566 亿美元和 523.8 亿美元，而第三季度攀升至 715 亿美元，创历史新高。从发行结构来看，房地产行业和金融行业外部融资需求较高，为发债主体，分别占总发债金额的 27%和 40%。

境外机构投资人民币债券方面，在人民币持续升值的背景下，境外持有人民币债券显著飙升。第一、二季度人民币外来债券投资净流入分别为 89 亿美元和 387 亿美

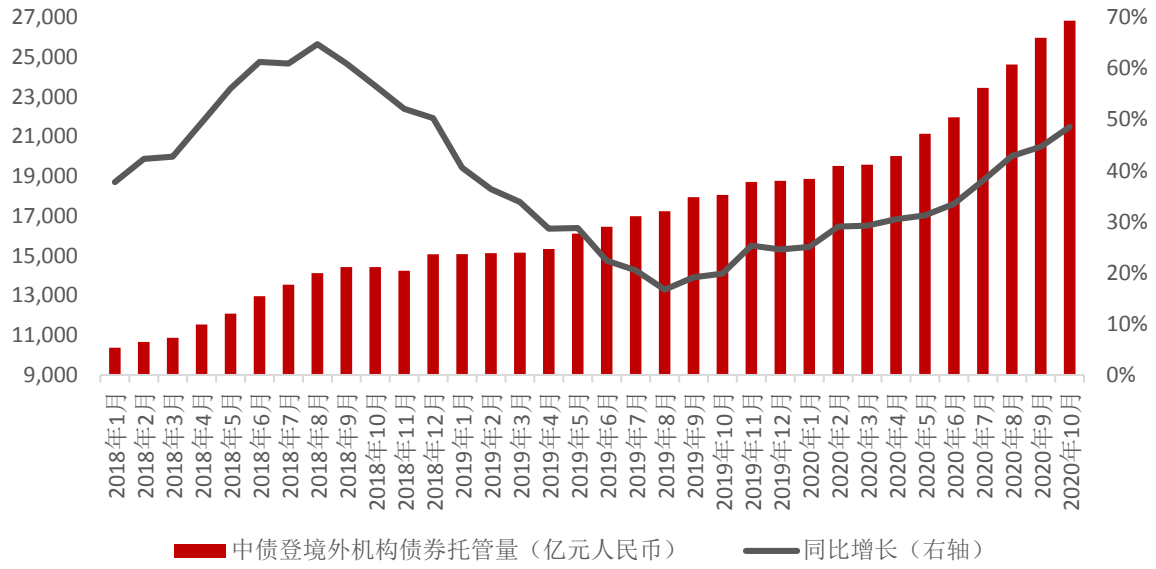
元。据中债登和上清所统计，前三季度境外增持人民币债券达 1056 亿美元，同比增长 63%，境外债券托管量增速从 2019 年 8 月已开始加快（图 4）。

图 3：我国陆股通与港股通累计买入成交额（亿元人民币）



资料来源：WIND，中国银行研究院

图 4：我国中债登统计境外债券托管量



资料来源：中国债券信息网，中国银行研究院

对比债券投资流入特征，其他新兴经济体主要得益于全球风险偏好的转移带动债券投资流入。我国由于经济基本面良好，人民币债券，如国债、政策债、银行同业存

单等凸显了避险资产的角色，又由于中外利差加大，人民币安全资产受到国际投资者青睐。另外，我国金融市场对外开放政策有效降低了跨境资本流动的交易成本，进一步满足了境外投资者的投资需求。9 月 2 日，中国人民银行、中国证监会、国家外汇管理局共同起草了《关于境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜的公告》，我国债券市场有望进一步对外开放，吸引更多海外投资者。

三、跨境资本集中流入与金融风险传染的国际案例

（一）墨西哥国际收支失衡、资本流动突变与金融风险

1993 年开始，墨西哥大量吸引投机性较强的短期跨境资本流入，以平衡经常项目赤字。1989 年，为恢复国际收支平衡，墨西哥过快开放金融市场，吸引短期资本流入。墨西哥实行了比索盯住美元的方式降低通货膨胀，造成了本币币值高估，经常账户赤字，短期资本大规模涌入，1993 年外资净流入量约为 300 亿美元。1994 年，比索汇率大跌，短期资本大规模流出。为吸引美元外资流入，政府将与比索挂钩的短期债券替换成了与美元挂钩的短期债券，又由于 1994 年起美联储连续加息，外国投资者大量卖出比索债券，造成短期资本撤离，引发金融危机。

（二）巴西雷亚尔高估、资本流入不可持续与金融风险

1995-1998 年间巴西出现雷亚尔高估，证券投资流入激增。上世纪 90 年代，“雷亚尔计划”抑制了通货膨胀，然而，巴西实行“爬行盯住美元”的汇率制度，造成了严重的雷亚尔升值预期。由此，在 1995-1998 年间经历了汇率高估、资本流入激增、经常账户逆差、经济增长预期，以及内债偿还高峰。1996-1997 年，巴西主要依靠跨境股票投资和债券投资大规模流入平衡经常项目逆差，外商直接投资在后期才体现出重要性。1999 年，巴西短期资本流入不可持续，政府再度大幅提高利率也未能阻止资本外流和汇率贬值。亚洲、墨西哥和俄罗斯爆发金融危机后，巴西国际收支恶化，雷亚尔大幅贬值，国外资本大量逃离巴西市场，外汇储备骤减。

（三）东南亚受国际游资攻击、资本大量外流与风险传染

东南亚地区实行与美元高度挂钩的固定汇率制度，资本账户快速开放，高利率环境下，1997 年前引进了大量国际资本。1996 年净流入亚洲的私人资本达到 1104 亿美元，造成虚假繁荣景象。因此，资本流入股市和楼市催生了资产泡沫，流入房地产和股市的银行贷款也迅速攀升。亚洲地区短期债务流入激增，短期外债过多，而外汇储备不足，造成了巨大流动性风险，固定汇率制度吸引索罗斯为首的国际游资做空泰铢等亚洲货币。1997 年 7 月，由于大量资本外流，爆发亚洲金融危机。

综上所述，三次典型新兴经济体资本激增引发风险的案例具有共性。

第一，为吸引外资流入，资本账户过快开放。新兴经济体金融市场发展尚不成熟，对国际资本流动缺乏有效管理，金融自由化速度过快只会带来短暂的繁荣假象。

第二，新兴经济体实行固定汇率制度，汇率估值高带来出口成本劣势和短期资本流入优势。政府企图运用证券投资流入平衡国际收支，然而，若外资未被用于国内生产和扩大出口，经常账户赤字无法得到改善，同时加重了国内金融市场泡沫。一旦汇率贬值，市场恐慌情绪将导致外资大量撤出。

第三，依靠利差增大带动债券资本流入，短期外债过多，不仅冲击国内债券市场，还将在外汇储备不足的情况下引发流动性风险。

第四，由于新兴经济体金融市场内部脆弱性凸显，本国金融危机均因外部冲击而爆发，由于短期资本流入的主要项目是债券流入，最终导致债务崩盘。

四、我国跨境资本流动潜在风险

（一）外商在华投资利润汇出导致资本流出

积极引进 FDI 可助力国内实体经济发展，然而，FDI 的流入所产生的利润汇出将直接影响我国国际收支。2020 年上半年，我国外商直接投资利润汇出较去年呈增加态势，其主要目的是疫情期间支持境外母公司经营。目前，由于我国经济基本面良好，投资者倾向于将利润收入用于再投资生产，而汇出部分占较少份额。从长期趋势来看，

我国外商来华投资规模占总跨境资本流入比重较高，国外资本在我国创收会不断增加，而历史性的收益堆积将导致未来外商来华投资利润汇出激增，对国际收支带来负面影响。

（二）短期资本大量流入催生资产价格走高

一方面，短期资本大量流入可能引发资产泡沫。通常，短期资本流入的主要目标是国内房地产市场、股票市场、债券市场和期货市场等。参考以往案例，短期跨境资本流入在同期内会带来金融风险下降，流动性增加的良好态势。然而，经过一段时间后可能会引发金融风险上升，刺激房价或股价攀升，最终导致通货膨胀上涨和央行宏观调控难度增大等问题。另一方面，短期资本流入与人民币升值互为因果，进一步加大人民币升值压力，为资本双向流动带来困难。目前，人民币在离岸汇率创历史新高，人民币升值和跨境资本流入同时发生，容易引发国际游资投机套利。此现象虽在短期内助推资本项目持续流入，对冲贸易顺差收窄，但长期汇率走高会导致出口竞争力下降，对短期资本流入过度依赖，造成银行短存长贷，期限错配等问题。

（三）债券投资活跃导致外债增加

近几年，我国加速开放债券市场，中资企业海外发债和境外持有人民币债券双双走高，拓宽了我国企业融资渠道，增加了外资流入。但是存在的风险为，第一，私有部门增加美元负债，汇率风险首当其冲。由于汇率市场化改革，境内外不确定因素导致汇率波动幅度明显增大，人民币汇率已达到历史高位，若未来人民币出现贬值，将增加企业外币债务的偿还负担。例如，我国房地产行业海外债务增长快，但收益率低，进入偿债高峰期将带来违约风险。第二，我国债券市场利率走高是带动境外投资者持续青睐人民币债券的主要动力，然而，债券市场利率过高将抬高政府和社会融资成本，不利于实体经济发展，依靠利率走高的短期资本流入不可持续，可能引发信用风险。

（四）境外资本流入目的和渠道不明暗藏风险

跨境资本大规模涌入时期，我国应特别注意一些没有真实贸易背景的虚假贸易。一方面，我国 FDI 表现强劲的背后，可能存在国际资本通过 FDI 方式入境却并未直接

进入实体投资领域的现象。外商企业内部有些闲置大量资金没有进行投资，或境内外关联企业相互配合将境外资金暂时引进国内。另一方面，净误差与遗漏项 2020 年第一季度流入 226 亿美元，而第二季度流出 757 亿美元，不容忽视。

五、政策建议

2020 年以来，全球跨境资本流动经历了骤然流出和波动中复苏，相比，我国在跨境直接投资、证券投资方面均呈现了良好的流入态势。未来，我国应更加警惕因资本流入引发的风险，进一步加强监测，助力资本双向流动。

第一，推进金融基础设施建设，鼓励资本市场双向开放。首先，在我国现有国际收支的状况下，应支持高水平对外投资，有效疏解资本流入压力，完善金融基础设施建设，发挥上海国际金融中心职能，持续发展离岸人民币金融中心。其次，建设深圳先行示范区，有助于优化粤港澳大湾区经济职能，扩大资本市场双向开放新格局。借鉴香港经验，强化人才培养机制，支持公平竞争制度，优化跨境资本流动和司法仲裁环境。

第二，助力对外投资创收，加强外商投资我国利润汇出的监测。首先，我国 ODI 收益远小于 FDI 的创收。对外投资规模方面，我国应继续鼓励开放，推进人民币国际化，加强在离岸人民币市场联动性，服务“一带一路”优秀项目对外直接投资，继续鼓励绿色项目、高技术行业投资。对外投资创收方面，我国资本市场应增加金融供给，扶持成长性好、投资收益率高的中小型企业，优化其自身服务创新能力，提升核心竞争力。其次，在引进外资的同时应提前将利润预测纳入国家外债监控范围，避免出现无准备情况下资本大规模流出。持续坚持“双循环”新发展格局，借助引进外资提高国内企业国际竞争力，允许外资企业在合法合规的情况下汇出利润。

第三，持续完善债券市场建设。综合来看，中外利差短时间内难以缩小，境外机构将持续投资我国债券市场，在保持货币市场利率平稳的基础上，应进一步完善债券市场建设。首先，要按照国际准则规范信息披露质量，改革税收政策，完善相关法律法规，为境外投资者制定严谨、统一、稳定的债券市场所涉及的各项政策。其次，应

加强评级机构管理，将债券风险完全体现在收益率中，监测和警惕债券违约风险。目前，在新冠肺炎疫情导致经济萧条的大背景下，我国债券违约率在可控范围内，而存在的主要问题是评级高的债券违约率反而高。因此，要规范评级机构，根据国际市场规则提升评级机制的权威性，为境外投资者提供公平的债券市场，避免因投资者信心不足导致撤资。

第四，加紧对境外资本流入目的和渠道的监管。首先，应杜绝假借实体投资名义将境外资金转移至境内，加强对境外投资机构的审查工作，限制外商直接投资期限，对境外放款实施主体资格或直接数量限制。其次，重点监测短期资本流入容易冲击的行业，防止因境外资金流入引发资产泡沫，杠杆率增长。最后，应进一步加紧资本流动监测，清晰把握境外资本流入境内后的资金去向。