

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。

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。

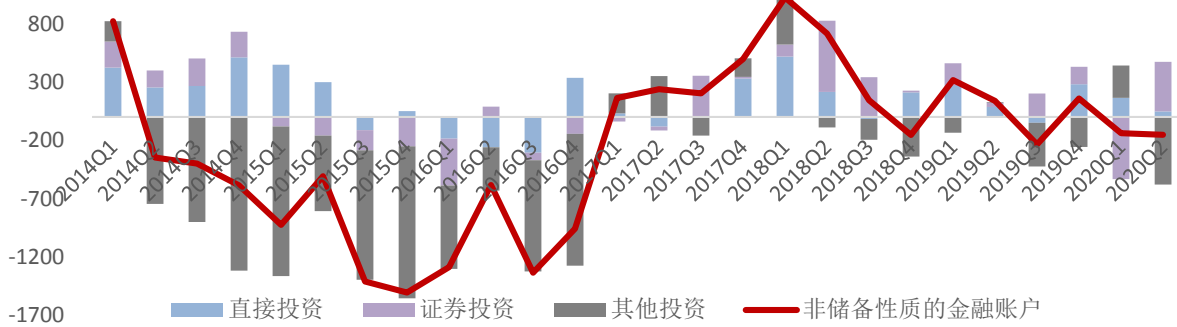
从新兴经济体债券投资流入的特征来看, 一方面, 由于与发达经济体的利差增大, 新兴经济体实现了债券投资净流入。新冠疫情以来, 全球处于低利率、高风险环境, 美联储基准利率保持在 0-0.25 浮动区间, 欧元区和日本已实施零利率或负利率, 无风险利率吸引力下降, 市场风险偏好转向新兴经济体的债券投资。另一方面, 新兴经济体通过发行外币债券以获取外部融资, 为缓解财政赤字起到了关键作用。然而, 由于新兴经济体金融脆弱性自疫情以来再次暴露, 发行外币债券会挤占本国债券市场。同时, 由于大量美元债的发行, 一些国家会失去货币政策和汇率政策的自主性。

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

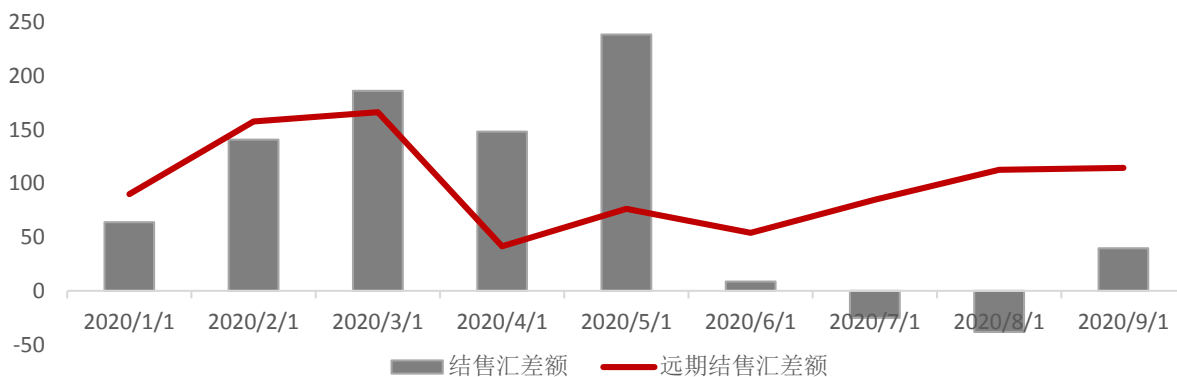
2020年以来，我国资本项目波动不大。从国际收支平衡表来看，非储备性质金融账户第一季度和第二季度分别呈现逆差139亿美元和153亿美元，2020年虽有疫情影响，总体未出现大幅震荡（图1）。从银行结售汇差额来看，2020年1-9月我国累计银行结售汇顺差762亿美元，由于季节性分红派息，7月和8月分别出现银行结售汇逆差25亿美元和38亿美元，9月小幅回升至顺差39亿美元。远期结售汇差额在2020年下半年相对平稳，体现了人民币汇率稳中有升的预期（图2）。

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,在上半年来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。

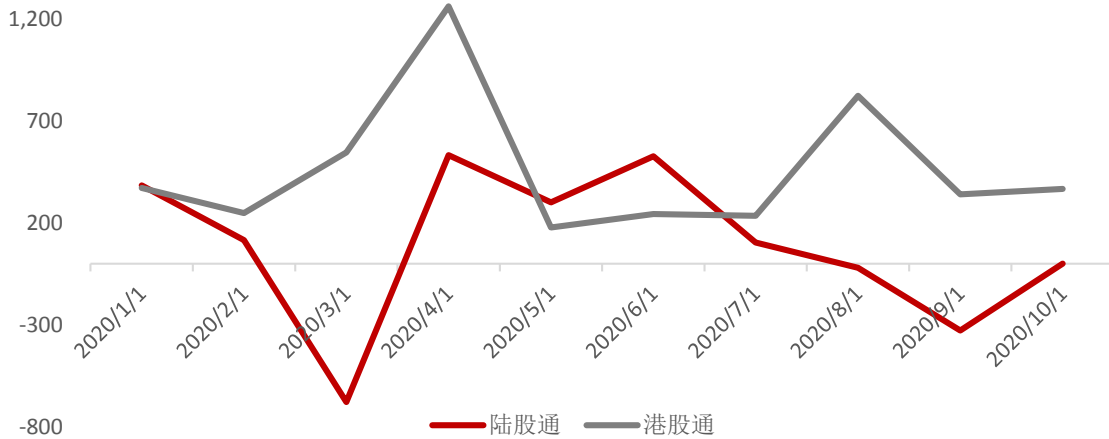
首先,在股票投资方面,北向资金第三季度出现大进大出。陆股通经历了3月的下滑后,在4月开始出现回升,之后又在8月和9月跌至负值。南向资金表现更为可观,2020年下半年港股通由上半年的大幅波动转为平稳流动态势(图3)。截至2020年9月,陆股通和港股通分别累计净买入10872.18亿元和13307.61亿元人民币。

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

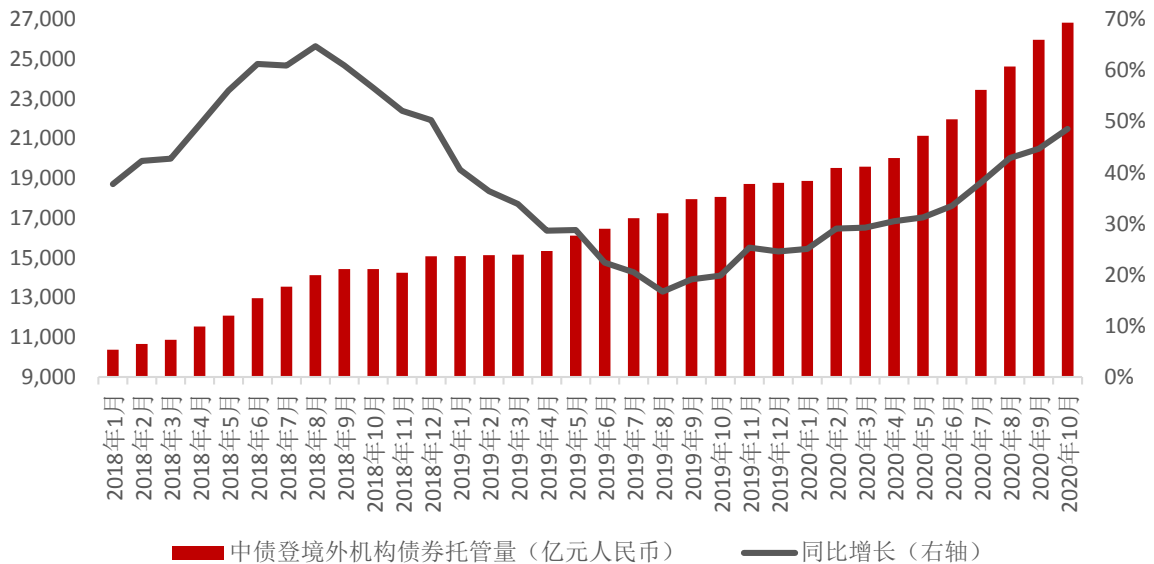
元。据中债登和上清所统计，前三季度境外增持人民币债券达1056亿美元，同比增长63%，境外债券托管量增速从2019年8月已开始加快（图4）。

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、

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_913

