

2005 年中国金融国际年会论文

FDI 投资收益汇出与潜在国际收支危机的

理论及经验分析

段军山¹ 毛中根

上海财大金融学院

南京大学商学院

通讯地址：上海中山北一路 369 号 334 号信箱

邮编：200083

电话：021-65608905

电子邮箱：sheyuedongting@126.com

¹段军山：1971 年生，上海财经大学金融学院博士生，研究方向：国际金融；

毛中根：1975 年生，南京大学商学院博士生，研究方向：汇率理论及国际投资。

FDI 投资收益汇出与潜在国际收支危机的理论及经验分析 *

[摘要]：人们普遍认为外商直接投资是一种优质的外资，对东道国经济发展很有帮助，提倡外商直接投资多多益善。然而，研究发现由于投资收益的汇出外商直接投资将导致东道国经常项目逆差，进而可能诱发国际收支危机。几次金融危机的经验也佐证了这一观点。中国的现实情况潜藏着这种风险，值得引起警惕。

[关键词]：外商投资收益；经常项目逆差；国际收支危机

中图分类号：F832

文献标识码：A

引言

在 20 世纪 70 年代，在“国家不会破产”思想指导下，大量资金流入了发展中国家。然而，80 年代拉美国家发生了债务危机，国家“破产”了，整个 80 年代也成为发展中国家“失去的 10 年”。进入 90 年代后，发达国家又极力鼓励发展中国家大力吸引外商直接投资(FDI)。他们认为 FDI 具有很好的稳定性：一旦投资下去就不会轻易改变和流出。改革开放以来，进出口和 FDI 成为中国经济多年高速增长的重要驱动力，这是一个共识。外资对中国进出口规模、国内产业结构调整、国际市场开拓和经济融入全球化，以及对企业管理和市场观念的改变等，都发挥了巨大作用。FDI 从资本形成、技术溢出和有效地促进产业竞争等方面对我国经济增长产生了深远的影响。但“资本的灵魂”在于追求利润，如果管理不好就有可能出现不利局面。如日益扩大的 FDI 对我国的外汇储备和国际收支的影响。其实就我国的情况分析，在 1991 年，FDI 利润回流占当年外商对华直接投资的比例仅为 0.2%，但在 2002 年，已经占到外商对华直接投资总额的 33.8%。按照如此趋势，FDI 投资收益超过其当年在华投资额并非不现实。另外，联合国贸易与发展会议在《2002 贸易和发展报告》中也提到，FDI 在中国得到的利润大大超过其净出口得到的贸易顺差。这意味着 FDI 对我国的国际收支已经存在着负面影响。

本文从投资收益角度来阐述 FDI 对东道国国际收支的危险性，认为由于投资收益的汇出，FDI 将导致东道国经常项目逆差从而诱发国际收支危机。全文安排如下：第一部分为文献概述；第二部分为外商投资收益汇出导致经常项目逆差的理论；第三部分结合分析了 20 世纪 90 年代国际上三次金融危机的经验情况；第四部分具体分析中国的实际情况；最后提出建议。

一、文献概述

20 世纪 90 年代世界几次金融危机特别是 1997 年亚洲金融危机之后，越来越多的人（包括国际货币基金组织和世界银行）认识到对短期资本的国际流动加以某种限制的必要性。也有人指出 FDI 同样可能给东道国的国际收支平衡带来风险。这里首先对 FDI 影响国际收支的文献进行简单回顾和梳理。

早期关于外资流入的国际收支效应分析最著名的是 H.Chenery 和 A.M.Strout（1966）提出的“双缺口”模型，模型认为，发展中国家存在国内储蓄不足和贸易逆差连个缺口，而外资流入正好可以弥补这两个缺口。外资流入可以实现国际收支平衡。但“双缺口”模型只考虑了外资流入对当期国际收支的影响，没有考虑 FDI 流入造成的利润和特许专利费的流出。

在后来的文献中，学界关于 FDI 对发展中国家国际收支的影响观点有很多，也多有分歧。Baran

(1973)认为, FDI 是从发展中国家榨取剩余, 因为利润和特许费等的流出占外汇收入的比例越来越大, 使得发展中国家更加依赖传统出口部门和外资流入, 也就是说外资流入会增加发展中国家的外部脆弱性。May 和 Arena (1970) 研究表明, 尽管 FDI 流入会导致利润流出, 但 FDI 有“进口替代”作用, 因此总体上看 FDI 有利于东道国实现国际收支均衡。后来 Rhee、Belot (1990) 和 Lipsey (2002) 研究认为, FDI 具有促进出口的作用, FDI 更倾向于面向出口的生产, 而不是面向东道国市场的生产。

弗兰克和罗斯(Frankel and Rose, 1996)研究表明, FDI 在国际资本流入中所占的比重与货币危机之间存在着强负相关关系, 认为 FDI 所占的比重降低一个百分点, 发生货币危机的概率会增加 0.3 个百分点。李普西(Lipsey, 1999; 2001)更是具体研究了 90 年代三次金融危机中的 FDI。他认为由于 FDI 是一种长期投资, 牵系到具体的生产设备等设施, 一旦投资完成, 实物资产不可能轻易移动, 它会较深的融入到东道国的社会经济中, 从而被“锁定”了。因此相对于其它形式的外来资金而言, 它更具有稳定性。也就是说, FDI 在危机中具有缓解的作用, 而非破坏作用。

相反, 卡莱斯基(Kalecki, 1966)对 FDI 的利润汇出会影响东道国国际收支平衡问题进行了开创性研究, 认为随着新增外资和原来利润的再投资所产生的利润不断的汇出, 会使经常项目的顺差缩小, 甚至转为逆差, 从而使国际收支情况恶化, 进而发生危机。多里等人(Dooley et. al, 1994)研究认为, 在危机发生的时候, 更高比重的 FDI 意味着更大的波动性, 而不是更小的波动, 这可能反映了跨国公司通过子公司和母公司的内部通道比外部交易市场更容易便捷地实现资金的流进和流出东道国。里斯(Reis, 2001)从东道国经济福利角度研究认为, 从静态角度来看, FDI 意味着投资和资本的增加, 但从动态角度来讲, FDI 意味着更好的资本、技术和管理, 而这会在东道国产生两方面“创造性破坏”: 一是使东道国国内现有的投资不再具有盈利能力; 二是使东道国自身的投资者不再进行未来的投资, 这两种形式的“创造性破坏”使利润由东道国流向母国。从而损害东道国的国际收支平衡。沃德华德(Woodward, 2003)认为外来 FDI 与其它形式流入资本的本质是一样的——获得利润, 而这些资本产生的利润的汇出会对东道国的国际收支带来不利的影响, 有可能导致金融危机的发生。他还以东南亚金融危机佐证了这一观点。

根据世界银行的估计, 在 20 世纪 90 年代后期, 流入发展中国家的 FDI 所获得的平均利润率为 16%—18%。为了防止外汇的净流出, 发展中国家每年所吸引的 FDI 流入也必须以 16%—18% 的速度增长。但是这会使得一国的 FDI 存量得以膨胀, 其增长速度也大大超过发展中国家的 GDP 增长速度和出口增长速度, 这就意味着 FDI 给发展中国家带来的债务负担迟早将超过其偿还能力。因此 Woodward (2001) 预计认为, FDI 将给发展中国家带来一场国际收支危机。

国内一些学者也对此问题进行了研究。余永定 (1997, 2003) 认为 FDI 对中国国际收支潜在着巨大的风险。他认为面对滚滚而来的 FDI 和持续的经常项目顺差, 中国必须调整今后的发展战略, 并做出两难选择: 让资本项目顺差导致经常项目逆差, 或是保持经常项目的顺差 (或基本平衡) 但限制 FDI 的流入和鼓励资本流出。否则, 中国就会陷入一种为支付投资收益而出口的尴尬局面, 继续下去, 就可能发生金融危机。林佳洁 (1998) 认为 FDI 对我国总体国际收支存在许多消极影响, 需加以防范。刘红忠 (2001) 从静态和动态效应综合分析了 FDI 对母国国际收支的影响, 认为发达国家的对外直接投资有利于改善母国的国际收支; 对于发展中国家, 已有的理论和资料同样表明对外直接投资对母国的国际收支产生了积极的影响。换言之, FDI 对东道国的国际收支可能会产生不利影响。郑志国等 (2004) 从 GNP 与 GDP 差额的角度分析了中国的经济开放情况, 中国 GNP 小于 GDP 意味着在中国范围内生产的财富并没有完全为中国国民所分享; 并认

为来自国外的投资收益大大低于支付给国外的投资收益是造成两者差额存在并且扩大的主要原因，而国内外投资收益逆差又是由中国对外投资与引进外资极不对称导致的，因此，提倡要加大中国的对外直接投资。姚枝仲、何帆（2004）通过构建一个差分系统，考察了 FDI 通过九种渠道影响东道国国际收支的长期动态效应。结果发现，FDI 的利润回流虽然最终会超过 FDI 的净流入，但是，由于存在 FDI 的进出口行为，FDI 对国际收支的净效应并不一定为逆差。他们还从理论上分析了 FDI 对东道国国际收支的净效应在长期内为逆差还是顺差的条件。他们也分析了中国的情况，认为在过去和目前看来，中国没有出现和可能不会出现 FDI 的净效应为逆差的情况，关键是因为外资企业主要是出口导向型的。但他们也承认，这种状况正在发生变化，越来越多的大型跨国公司因为中国有巨大的潜在市场，这些投资不再是出口导向型的，而是面向中国国内市场的。基于此，他们认为在未来的时间里要判断 FDI 对中国国际收支的长期效应，需要更多地关注未来外商投资企业的进出口行为。

二、外商投资收益汇出与国际收支危机

纵观历史可以发现，经常账户持续逆差的出现是一国国际收支发生危机的前兆。而发展中国家的经常项目赤字意味着积累了净负的国际投资头寸，即债务国，这会导致资本利润的流出，进一步加深经常项目的逆差（因为资本收益的流出记录在经常项目下的借方）。国际货币基金组织经济学家莫里斯·戈尔茨坦于亚洲金融危机发生前曾在《经济学家》上预言：如果东亚国家的经常项目逆差继续保持在相当于国民生产总值 5% 以上的水平，那么他们就是在玩火。

FDI 是一种拥有一定控制权的长期投资行为，具有相对稳定性，因此，它本身不会触发金融危机。但由于投资收益的汇回，它会对东道国的经常项目产生赤字压力，从而可能诱发国际收支危机。事实上，在许多危机发生中它都扮演了一个重要的角色。比如，在 1994 年的墨西哥经常项目赤字中 FDI 的收益外流额占 30% 多；1996 年的泰国和菲律宾也是如此，印度尼西亚的这一比例为 40% 多；在马来西亚，收益外流额大幅度的超过了贸易顺差（是它的近两倍），从而使得整个经常项目变为巨额逆差；而在 1992 年的意大利，这一比例则更是大的惊人，它不仅加剧了经常项目的逆差，更是大大超过资本项目的顺差，也就是说，它使得总体国际收支变为逆差！

FDI 虽不用付息，但要允许投资方汇回利润，因此 FDI 与对外举债无本质区别，它是一种典型的准债务。实际上，FDI 的投资收益率比一般的商业贷款利息率高的多，根据世界银行的估算 90 年代在发展中国家的 FDI 的年平均投资收益率为 16~18%，而在非洲的亚撒哈拉沙漠贫穷国家 FDI 的年均收益率更是高达 24~30%。

表 1 莱斯基模型 1：每年净投资不变情况下总投资数量的变化

每年	总投资	年初投资	年底投资	利润汇出	净投资
1	111.1	111.1	116.7	11.1	100
2	124.1	240.8	252.8	24.1	100
3	139.2	392.0	411.6	39.2	100
4	156.9	568.5	596.9	56.9	100
5	177.4	774.3	813.0	77.4	100
6	201.4	1014.4	1065.1	101.4	100
累计	910.1			310.1	600

说明：（1）次年年初投资 = 上年年底投资 + 次年总投资；（2）年底投资 = 年初投资 × (1 +

5%) ; (3) 总投资=100 + 利润汇出额。资料来源 : Osiatynski, J. . The Collective Works of Michal Kalecki Volume V: Developing Economics[M]. Ox-ford, 1993, P82.

由于投资收益的汇出, FDI 将给东道国的经常项目平衡进而总体国际收支平衡带来风险。波兰经济学家卡莱斯基曾对此进行了开创性和经典的论述。在卡莱斯基模型中, 假定某国每年需要 100 单位的净 FDI, 年投资收益率为 15%, 其中 10% 汇出国外, 另 5% 用于再投资。那么, 六年后的总 FDI 必须是净 FDI 的两倍, 才能维持 100 单位的净 FDI (见表 1)。

卡莱斯基模型说明 FDI 只有源源不断并且日益增加, 才能弥补投资收益的汇出。从引进外资的实际情况来看, 对每一个国家而言这几乎都是不可能的。如果今后几年引进 FDI 总额不变, 则投资收益的汇出将超过流入的新资本, 因而 FDI 会对东道国的国际收支平衡产生压力。进一步地, 卡莱斯基证明了, 若投资收益中汇出的比率为 p , 再投资的比率为 q , 那么, N 年之后, FDI 的净流入将变为零, 其中 $N = \log(p+q)/p / \log(1+q)$ 。沿用表 1 的假设, 即 $p=10\%$, $q=5\%$, 则 $N = \log 1.5 / \log 1.05 = 8.31$, 也就是说到第八年末当年流入的外资仅能抵补收益的汇出, 而到了第九年末, 投资收益汇出则已经超过外资流入, 净投资量变为负数 (见表 2)。如果再继续下去, 即使进出口贸易项目是顺差, 若干年后投资收益汇出额终将超过它, 经常项目便会出现逆差。当经常项目逆差不能被资本项目下流入的资本所弥补, 并累积到一定程度时, 就有可能诱发国际收支危机。

表 2 卡莱斯基模型 2: 每年总投资不变情况下净投资数量的变化

年	总投资	年初投资	年底投资	利润汇出	净投资
1	111.1	111.1	116.7	11.1	100
2	111.1	227.8	239.2	22.8	88.3
3	111.1	350.3	367.8	35.0	76.1
4	111.1	478.9	502.8	47.9	63.2
5	111.1	613.9	644.6	61.4	49.7
6	111.1	755.7	793.5	75.6	35.5
7	111.1	904.6	949.8	90.5	20.6
8	111.1	1060.9	1113.9	106.1	5.0
9	111.1	1225.0	1286.3	122.5	-11.4
累计	999.9			572.9	427.0

说明:(1) (2) 同表 1 ; (3) 净投资 = 111.1 - 年初投资 x 10%。资料来源: 同表 1。

三、国际经验

从国际经验来看, 1992 年意大利货币危机、1994 年墨西哥金融危机以及 1997 年马来西亚金融危机等等, 它们无一例外都发生了经常账户的逆差, 而且逆差产生的主要原因正是因为资本大量流入引起利润大量汇出使得投资收益项目逆差所致, 而非贸易逆差。也就是说, 大量资本流入是这些国家引发国际收支危机的重要原因。

从意大利来看, 1989 年至危机发生的 1992 年其经常账户逆差不断扩大, 且每年都创下历史记录, 经常账户逆差扩大的主要原因是收入逆差的扩大。数据表明, 收入差额占经常账户差额的比重很高, 1989~1992 年每年都占到 71% 以上, 1990 年更是占到 90%, 收入差额逆差很好的解释了经常账户逆差。而收入逆差主要是收入借方的扩大所致, 1989 年收入借方为 219 亿美元, 1991 和 1992 年分别增至 395 和 506 亿美元。同时, 国际投资头寸净额表明, 1989~1992 年意大利对外

净负债急剧上升，这意味着外资收益的流出。换言之，国外资本从意大利获得的投资收入成为意大利经常账户赤字的最主要原因。

从墨西哥来看，1991年至危机发生的1994年其经常账户逆差不断扩大，1992年和1993年经常账户逆差占GDP的比重超过了5%的国际警戒线，分别为6.78%和5.79%，到1994年这一比例竟高达11%。与意大利相类似，大量资本流入是造成经常账户逆差扩大的一个重要因素，因为不断增加的资本累计净流入导致支付国外的投资收益不断增加。1991~1995年间墨西哥收入账户的逆差额从绝对额来看一直在扩大，从1991年的-82.65扩大到1995年的-126.89亿美元；从其占经常账户差额比重的相对额来看，也占到一个很高份额（徘徊在45%上下）。

从马来西亚来看，投资收益的汇出更是在危机中扮演了一个相当重要的角色。马来西亚因外资和债务所需偿付的投资收益一直在上升，1990~1995年平均达30.7亿美元，占同期年平均融资额59.4亿美元的51.7%，1995年竟高达56.8%。1992~1997年它的收入账户和经常账户均一直为逆差，收入逆差额占经常账户逆差额的比重非常高，其中1994年为79.54%，1997年为90.41%，而1992、1993和1996年收入逆差额竟然超过了经常账户逆差额。此外，尽管在马来西亚的FDI型企业有很强的出口倾向，但在90年代前期，这些企业的进出口贸易仅仅实现了基本平衡，而在危机发生前的1994~1996年间，它们的贸易更是持续逆差。当用FDI企业的进出口贸易差额与利润收益的汇出之和来描述FDI企业在整个经常账户赤字中的情况时，我们发现在1990~1996年期间，FDI企业对国际收支有着明显的且日益严重的负面作用。在危机发生的前两年即1995~1996年，占GDP的比重高达11~13%。

四、中国的情况

（一）中国引进FDI和对外FDI比较

20世纪80年代末以来，FDI大量流入发展中国家。对发展中国家来说，FDI的引进首先是弥补了国内资本的不足，但更为重要的是由于“溢出效应”它的载体跨国公司为东道国带来了更好的制度、技术和管理从而促进了经济的增长，这也是广大发展中国家引进外资的初衷。事实上，FDI对发展中国家（包括中国）经济增长的贡献是有目共睹的。

表3 1992~2003年中国国际收支平衡表上引进FDI和对外FDI比较 单位：亿美元

年份	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	合计
外国在华FDI	111.6	275.2	337.9	377.4	423.5	452.8	454.6	404.1	407.7	468.5	527.4	535.1	4775.8
中国在外FDI	40.0	44.0	20.0	20.0	21.1	27.2	28.2	23.8	22.4	70.9	28.5	18.5	364.6

说明：外国在华FDI指贷方数据，中国在外FDI指借方数据。资料来源：国家外汇管理局网站 [www.safe.gov.cn/Statistics/BOP_\(1992-2003\).htm](http://www.safe.gov.cn/Statistics/BOP_(1992-2003).htm)。

中国从1993年以来引进FDI的数量已连续11年居发展中国家之首，联合国贸发会议（UNCTAD）发布的《2004年世界投资报告》指出，2003年中国超过美国蝉联世界第一大FDI引进国。截止到2004年7月底，外商在华投资累计设立企业49万余家，实际投入的金额近5400亿美元。相比之下，中国对外直接投资的数目很小，中国商务部与国家统计局2004年9月7日正式发布的《2003年度中国对外直接投资统计公报》（非金融部分）显示，截至2003年，中国3439家中国对外直接投资企业累计对外直接投资总净额为334亿美元。即使按联合国贸发会议统计的中国累计海外投资达350亿美元计算，也只相当于日本的1%，美国的0.5%，占世界对外直接投

资总量的 0.15%。统计显示，发达国家吸收外资与对外直接投资比较均衡，吸引外资与对外投资的比例为 1 : 1.14，而发展中国家为 1 : 0.13。国际收支平衡表显示，1992~2003 年间外商在华 FDI 总额为 4776 亿美元，中国对外 FDI 总额为 365 亿美元（见表 3），两者的比例仅为 1 : 0.08。

（二）FDI 与中国经济发展：国际收支视角

1. FDI 在中国的发展模式。通过考察不同时期代表性地区的实际情况我们可以从中找出回答。中国引进 FDI 大体上可分为两个阶段：（1）改革开放初期至 80 年代末；（2）90 年代以来至今。不同阶段的代表地区分别为珠江三角洲地区和长江三角洲地区，也有的称之为“广东模式”和“上海模式”（卢荻，2003）。广东模式结合中国的资源禀赋优势以出口导向和劳动密集型为特征，符合中国的比较优势，因而改善了资源配置效率，比如外商投资企业的净出口在 90 年代中期以来成功的实现并保持了顺差（见表 4），但是劳动生产率很低，并可能创造出“低技术陷阱”。上海模式以进口替代和资本深化为特征，一定程度违背了中国的比较优势，从而恶化了资源配置但是它提高了劳动生产率。比较两种模式，从促进区域发展和全国经济发展的场层面来讲，上海模式更具优越性。问题是这两种模式的贸易条件都出现了持续恶化。资料显示，1993~2000 年中国整体贸易条件下降了 13%。而且上海模式还存在着严重的可持续性问题，因为有关外商投资企业 90 年代初以来持续出现了巨额的外贸逆差（见表 4），这种持续性意味着逆差可能是结构性而非过渡性的，对国际收支平衡不利，也有可能掉进“外债陷阱”使经济遭受重大打击。

2. FDI 与国内资本被挤出。我们知道中国并不缺乏资金，中国的银行里有巨额的存款，但是外资却源源不断的流进来。为什么会出现这样的现象呢？许多人认为，由于 FDI 有政策、技术和管理等有利因素，在与国内资本竞争过程中处于有利位置，因此把国内资本“挤出”和“边缘化”了，从而出现了外资持续流入、内资不见动静的局面。如果真像里斯(Reis, 2001)所言产生了“创造性破坏”，FDI 挤出了国内资本，控制了本国市场，抑制了本国企业和产业的成长，则无疑会对我国的贸易项目和投资收益项目带来直接的负面影响，进而威胁到中国国际收支的整体平衡。值得注意的是，这种情况在中国市场上还真有点迹象，表现在国有企业因机制障碍越来越难以适应竞争加剧的形势而日趋萎缩，以及“国退洋进”的盛行。

表 4 1992~2003 年中国外商投资企业的净出口情况 单位：亿美元

年份	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	合计
广东模式差额	-32	-54	-55	-17	4	41	75	55	70	101	97	161	446
上海模式差额	-21	-38	-37	-51	-60	-34	-24	-19	-62	-58	-81	-141	-626

说明：广东模式为广东省数据；上海模式为上海市加上江苏省数据。资料来源：《中国统计年鉴》相关年份。

3. FDI 企业里中外方的利润分配。长期以来，中国为了引进 FDI，实行了种种优惠政策，包括减免税等，不少地方为吸引外商到本地投资竞相降低土地等要素价格。相反，外商普遍掌握着技术设备和原材料进口权，并控制了关键技术、品牌和产品在国外销售网络，以较高的价格大量进口国外要素，以较低的价格出口产品，从而将一部分增加值转移到资本输出国。特别是一些跨国公司，通过境内外子公司之间的内部定价，达到转移收益的目的。从 1993~2001 年中国工业部门规模以上外商投资企业增加值分配情况来看，平均起来外方所得（占 50.7%）超过了中方所得（占 49.3%）。拿中国汽车工业来看，业内人士估算，从车型引进、生产设备采购到零部件采购，

合资外方往往能赚取全部利润的 80%还多。这种有利于外资的利润分配无疑会给我国国际收支带来负面影响。

(三) FDI 对中国国际收支的潜在危险

中国对外直接投资与吸引外国直接投资之间长期严重失衡，吸引外资的规模远远超过对外投资的规模（见表 3）。中国输出资本的主要方式是购买美国国库券。美国国库券虽然安全但收益率低，只为 3%左右，而国际货币基金组织认为跨国公司在华投资的投资回报率为 13~14%左右。这两者收益的差距很大。这些都使得投资利润流出大于投资利润流入进而导致国际收支平衡表中投资收益项目出现逆差。1993 年以来我国投资收益账户一直都为逆差，且逆差数额在迅速增大，1995 年以来每年已达 100 多亿美元，2001 年竟高达约 200 亿美元。由于外资企业投资收益的支出越来越大，很大程度上抵消了贸易顺差的增量，使得中国经常项目的顺差比贸易项目顺差要少得多。投资收益逆差占贸易账户顺差的比重很高，大多在 30%以上，其中 1995 年和 1996 年更是超过了 60%，1993~2003 年间投资收益账户逆差总共冲抵了 42%的贸易顺差（见表 5）。换言之，我们用贸易净收入的近一半支付了外国投资者在中国的投资净收益。

表 5 中国 1993~2003 年投资收益、贸易收支和经常项目概况 单位：亿美元

年份	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	合计
经常项目	-119.0	76.6	16.2	72.4	297.2	293.2	156.7	205.2	174.1	354.2	458.7	1985.5
贸易差额(B)	-106.5	72.9	180.5	195.4	462.2	466.1	362.1	344.7	340.2	441.7	446.5	3205.8
投资收益差(A)	-12.8	-10.4	-117.7	-124.4	-159.2	-166.4	-179.7	-146.7	-191.7	-149.5	-78.4	1331.9
A/B(%)	-	14.27	65.21	63.66	34.44	35.7	49.63	42.56	56.35	33.85	17.56	41.55

说明：正数为顺差，负数为逆差。 资料来源：同表 3。

国际货币基金组织认为跨国公司在华的投资回报率为 13~14%左右。目前我国境内 FDI 总规模已达 5000 亿美元，即使按 10%的年回报率来计算，那么外商在我国的年投资收益约为 500 多亿美元，如果外国投资者每年把利润收入汇回去，中国为了保持经常项目平衡就必须每年有约 500 亿美元的贸易顺差，近两年贸易顺差往往只为 300~400 亿美元（见表 5）。仅凭借贸易出口赚回的外汇去满足外商汇出利润的要求已经办不到了，只能依靠资本账户下的资本流入才能解决外商利润汇出的需要已成为不争的事实。值得“安慰”的是，外国投资者目前把大部分利润留在了中国用于再投资（记在资本项目的直接投资下的贷方）。也就是说，近年来 FDI 持续增长的一个重要来源是利润再投资，且其所占比重呈上升趋势（比如 2002 年投资收益汇出为 150 亿，而 2003 年收益汇出仅为 79 亿美元，这意味着更多的被用于再投资）。但是，资本的根本目的在于赚取利润，利润的汇出是必然的，FDI 肯定有一个先期资本流入和后期资本流出的问题。利润再投资并没有改变这一问题的实质，只是推迟了利润汇出的时间而已，这可能使利润的汇出越来越集中，数额越来越大。当积累到一定规模时，如果受国内外的政治、经济或外部突然冲击，外商投资收益集中汇出，出现国际收支严重失衡，从而导致危机。

如果贸易差额能够弥补投资收益逆差，如卡莱斯模型所描述的，将不会产生对新流入资本的需求。反之，就有可能出现经常账户的逆差，从而导致对资本与金融项目更多的资本流入的需求。事实上，我国的经常账户面临着许多困难，随着进口自由化的实现以及国内经济高速增长对能源、原材料和投资设备的进口需求将日趋旺盛。2004 年第一季度全国进出口逆差 84.4 亿美元，1~6 月全国进出口逆差 68.2 亿美元，2004 年 1~7 月全国进出口累计逆差 48.8 亿美元。由此可见，

用贸易顺差为投资收益融资，从而保持经常账户顺差的格局存在很大的困难。因此，在中国实现贸易自由化后进口激增、出口因部分国内企业破产而增长放慢，以及大量外资持续涌入的情况下，经常项目转为逆差很可能成为现实，到那时只能用资本项目的顺差、甚至外汇储备来加以弥补。拉美国家的经验教训表明，当全国一切生产劳动的果实都被迫用于偿还外资外债的利润收益时，经济依附的格局也就形成了。

五、建议

从数量关系上来看，如果我国进出口贸易的顺差能够弥补外资在华收益的汇出，那么就如卡莱斯基模型所描述的不会发生国际收支危机；或者，如果我国在国外的投资收益有很大，以至能抵消在华外资收益的汇出，那也就不会发生收支危机。因此，我们一方面要提升贸易项目以改善经常项目，另一方面要坚持“走出去”战略，适当加大对外直接投资。

1. 引进 FDI 要以增强我国产业竞争力改善未来经常项目平衡为出发点。虽然有人认为，赤字对于中国来说是合适的，在引进足够多的资本来为经常账户逆差融资没有困难的情况下，中国应该追求一个占 GDP 的 1% 经常账户逆差的目标，从而使中国达到国际收支的总体平衡。我们应该清楚，尽管当前世界资本交易额远超过实体经济的需要，但是经常账户在金融危机防范过程中仍起着非常重要的作用。良好的经常账户状况不仅可以对外国资本的信心产生正面作用，而且也是防范危机的最后保障。东南亚国家尽管保持了多年的高速增长，仍不可避免地出现金融危机，其原因就在于这些国家的经济增长是建立在要素投入的基础之上的，技术创新几乎没有，而要素的使用效率低下，是不可持续的发展模式¹¹。因此，需要注意如何通过资本引进来提高产业和国家的竞争力，从根本上改善国家未来的经常账户平衡，而非仅仅考虑数量上引进了多少外资。应该着重研究如何促进外资与中国企业的融合，加强外资企业与我国企业的后向联系，扩大其产业关联效应，在合作与竞争中推动我国企业的发展和壮大。

2. 以我为主，加强对 FDI 企业发展的导向和管理。东南亚金融危机引起人们反思外资和外贸在经济增长中的重要性，一致认为，一国经济的长期稳定增长离不开国内企业和产业的强大¹²。因此，引进 FDI 要以我国自身的经济发展、经济结构升级为基点来考虑，按照国际市场需求和国内经济发展需要来引导外资的投向。注意借助外资来推动国内企业改善治理结构、增加透明度、提高国际竞争力以及推动国内市场的发展等。对外商投资企业实行国民待遇，减少并逐步取消各种政策优惠，让内外资企业得到同等待遇，鼓励国内私人资本在同样的舞台上与外资实行公平竞争。

3. 以外债对待 FDI 并将其纳入国家外债监控范围。FDI 与对外举债无本质区别，虽不用付息，但要允许投资方汇回利润。换言之，今天中国 GDP 的高速增长要以未来中国 GNP 的低速增长作代价的。盲目的不计成本的引进 FDI 将给中国经济的未来发展带来许多负面影响。FDI 绝不是越多越好，因为是外债就有一个债务承受范围，并需要对它加以监控。此外，要设法解决外商投资企业向外转移收益的行为，提高外商投资企业利润分配中的中方收益份额。

4. 坚持“走出去”战略，加大对外直接投资。中国对外直接投资大大小于引进外商直接投资是造成投资收益巨额逆差的主要原因，相应地，扩大中国的对外直接投资就是减少这一差额的有效办法之一。前已述及，我国对外直接投资规模太小，即使按联合国贸发会议统计的中国累计海外投资达 350 亿美元计算，也只相当于美国的 0.5%，占世界对外直接投资总量的 0.15%。这与我国的综合国力不相称。在国际经济日益一体化的背景下，企业亟需利用全球各种有利的资源和市场，开展国际分工与合作，即在“请进来”的同时，要加快“走出去”的步伐。

注释：

* 本文对货币危机、金融危机与国际收支危机不作严格区分，统称为国际收支危机。

此处数据和本节中有关马来西亚国家的数据均来源于：David Woodward (2001)。

本节中意大利和墨西哥的数据均来源于：IMF: International Financial Statistics Yearbook 1999。

数据来源：国务院副总理吴仪 2004 年 9 月 8 日在厦门第八届中国投资贸易洽谈会上国际投资论坛午餐会上的演讲词。

广东地区的外资企业主要从事的是一些加工生产和加工贸易，少有创新技术和创新产品。而且，由于广东地区的农民工劳动力过于廉价，外资企业宁愿通过降低自己生产体系中的技术含量来追求效益，这就创造了“低技术陷阱”。

数据来源：国际贸易经济合作院课题组. 1993-2000 年中国贸易条件研究. 经济参考资料[J], 2002, (69).

所谓“外债陷阱”是指一些发展中国家引进外资或向外借债不仅没有促进国内经济增长，反而导致了国内经济结构失调，国际收支逆差，国内金融市场动荡，本币贬值以及外债累累等情况的出现。

数据来源：郑志国等. 从中国 GNP 与 GDP 差额看经济开放结构. 中国工业经济[J], 2004, (3), 第 19 页的表 7.

数据来源：谭浩等. 中国汽车工业 18 年交了一张创新“白卷”. 经济参考报[N], 2004-4-1.

数据来源：国家商务部网站 http://gcs.mofcom.gov.cn/article/200408/20040800265180_1.xml.

威廉姆森. 人民币汇率与全球货币体系. 国际金融研究[J], 2003, (12).

¹¹ Krugman, Paul. The Myth of Asia's Miracle. Foreign Affairs[J], 1994, 73(6), November/December, pp62-78.

¹² 详见世界银行(斯蒂格利茨和尤素福编). 东亚奇迹的反思(中文版)[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2003.

参考文献：

- [1] 刘红忠：中国对外直接投资的实证研究及国际比较[M]，复旦大学出版社；2001；
- [2] 林佳洁：FDI 对我国国际收支的影响及对策分析[J]，中央财经大学学报，1998，(3)：43-47；
- [3] 卢荻：外商投资与中国经济发展——产业和区域分析证据[J]，经济研究，2003，(9)：40-48；
- [4] 余永定：关于外汇储备和国际收支结构的几个问题[J]，世界经济与政治，1997，(10)：18-23；
- [5] 余永定：消除人民币升值恐惧症，实现向经济平衡发展的过渡[J]，国际经济评论，2003，(9-10)：5-11；
- [6] 郑志国，刘明珍：从中国 GNP 与 GDP 差额看经济开放结构[J]，中国工业经济，2004，(3)：14-21.
- [7] 姚枝仲，何帆：外国直接投资是否会带来国际收支危机？[J]，经济研究，2004，(11)：37-46

-
- [8] Kalecki, Michal and Sachs, I., 1966: Forms of Foreign Aid: An Economic Analysis, Reprinted in Collected Works of Michal Kalecki. Vol. V. Developing economies. Ed. By Jerzy Osiatynski. Transl. by Chester Adam Kisiel. Oxford: Clarendon Press, 1993, pp. 61-91.
- [9] Dooley, Michael, Eduardo Fernandez-Arias, and Kenneth Kletzer. Recent Private Capital Inflows to Developing Countries: Is the Debt Crisis History?[R]. NBER Working Paper, 1994. No.4792
- [10] Frankel, J. A. and Rose, A. K. . Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators[R]. NBER Working Paper, 1996. No. 5437.
- [11] Lipsey, R. E. . Foreign Direct Investment in Three Financial Crises[R]. NBER Working Paper, 2001. No. 8084.
- [12] Osiatynski, J. . The Collective Works of Michal Kalecki Volume V: Developing Economics[M], Oxford, 1993.
- [13] Reis, A. B. . On the Welfare Effects of Foreign Investment[J]. Journal of International Economics, 2001, (54), pp. 411-427.
- [14] Woodward, D. . The Next Crisis? Direct and Equity Investment in Developing Countries[M]. Zed Books, New York, 2001.

Theoretic and Empirical Analysis on the FDI Profits remitting and Potent Balance of Payments Crisis

DUAN -Junshan MAO -Zhonggen

School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200083
School of business, Nanjing University, Nanjing 210093

Abstract: It is generally to be thought that the foreign direct investment (FDI) is a kind of high-quality foreign capital, and it does much good to the host country economy developing, so promoting FDI the more the better. However, the research discovers the remittance of FDI income would bring much pressure to the current account balance in the host country, then may result in balance of payments crisis. The experience of the several financial crisis also confirmed this standpoint. There is potent risk in the current situation of China, so need to pay attention to it.

Keywords: Foreign Direct Investment Income; Current Account Deficit; Balance of Payments Crisis