

国际直接投资与中国经济增长

中国社会科学院工业经济研究所博士后 沈坤荣

将近 20 年的改革开放，中国已成为国际投资的热点。国际资本大量流入，不仅缓解了经济发展进程中的资本短缺，促进了外向型经济的迅猛增长，从而使国民经济走上了工业化、市场化、国际化三位一体发展的道路。而且，由于国际资本流入，尤其是外国直接投资通过“外溢效应”(Spillover effect)与“学习效应”(Learning by doing)，使中国经济的技术水平、组织效率不断提高，从而提高了国民经济的综合要素生产率(Total Factor Productivity, 即 TFP)。进入 90 年代，随着国际资本流入规模的不断扩大，中国经济国际化呈现出新的特点，由贸易导向逐步转向资本导向。一方面，外商投资企业数量增多，生产规模扩大，带动了投入品的进口和制成品的出口，在中国进出口贸易中的地位明显提高。另一方面，国际资本流入增加，直接引起中国国际收支流量的增加和结构的变化，成为决定储备资产增减的主要因素。中国的外商直接投资，不仅决定了将近一半的进出口贸易总额，而且直接决定储备资产的增减和国际收支的平衡，对国民经济快速稳定增长发挥着越来越重要的作用。如何看待国际资本流动中的中国经济，如何评价过去 20 年中国利用外资的政策，如何适应发展的国际经济形势，尤其针对东南亚金融危机后的新形势、新特点，及时调整我国利用外资的政策，已成为理论界和政府部门关注的热点。本文在现有理论文献的基础上，考察外国直接投资的全球趋势；从中国国际资本流入的结构与特征入手，分析国际资本流入对中国宏观经济增长效应；在实证分析与计量检验的基础上，探讨国际收支新格局下中国国民经济快速健康稳定增长的战略与策略。

一、基本理论与文献概览

国际直接投资或外国直接投资(Foreign Direct Investment, 简称 FDI)¹，是指取得或拥有国外企业经营管理权和控制权的投资。国际直接投资是国际资本流动的基本形式之一。二战以后，由于生产的国际化趋势日益加强，跨国公司迅速发展，国际直接投资已成为最引人注目的现代国际经济关系。一般来说，国际直接投资主要包括以下几种形式：(1) 在国外创办新的企业，包括开办新工厂或设立分公司、子公司等，即所谓独资经营；(2) 与当地东道国创办合资或合作经营的企业；(3) 参与和控制外国企业的股权，即购买外国企业的股票并达到一定的比例；(4) 单独以股金参与东道国资源的开发，如合作开发等。

随着国际直接投资活动的产生与发展，经济学家们对其形成的动因和行为、作用的探讨与研究也渐趋活跃。学者们从各自的研究方向和角度对国际直接投资活动这一现象作出各自的解释。总体来说，经济学理论研究 FDI 对东道国影响传统上有两条思路，一条思路从国际贸易的标准理论推演而来(MacDougall, 1960)，侧重于用局部均衡的比较静态方法检验外国直接投资边际增量的分配。这类模型的重要假定是外国投资，无论是直接投资还是证券投资，

¹ 文中“国际直接投资”与“外国直接投资”含义相同，为了行文方便，有时使用“国际直接投资”，有

都将是提高东道国的劳动边际产出而减少资本边际产出。此外，Mac Dougal 认为 FDI 还能给东道国家带来额外的利益，比如通过规模经济和知识技术的外部性让东道国的收入增加、本国企业取得技术进步。另一条思路从产业理论中分离出来，首创者是 Hymer (1960)，其他重要的代表人物有 Buckley、Casson(1976)，Caves(1971)，Dunning(1973)，Kindleberger(1969)和 Veron(1966)。这条思路发端于一个问题：为什么企业要到国外生产它们在国内也可以生产的产品。研究得到的结论是：跨国公司所拥有的多种垄断优势决定了它们能够在外国进行直接投资(Kindleberger, 1969)，垄断优势分为三类：一是来自于产品市场不完全的优势，如产品差别、商标、销售技术与操纵价格等；二是来自于生产要素市场不完全的优势，包括专利与工业秘诀、资金获得条件的优惠、管理技能等；三是企业拥有的内部规模经济与外部规模经济。投资者的垄断优势决定了它们进入的方式和在东道国的行为方式，也决定了用传统贸易理论模型处理它们的方式，因此在分析直接投资对东道国影响时特别重要。

80 年代以来，随着世界经济一体化、全球化趋势的不断增强，全球国际直接投资迅速增长，对国际直接投资的理论研究也日趋活跃。从理论发展方面来看，主要有市场内部化理论、市场交易成本理论和邓宁(J·H·Dunning)的折衷理论。

另外，发展经济学家在研究发展中国家如何实现经济发展，针对发展中国家如何有效利用国际直接投资提出了许多理论。较为著名的有“双缺口模型”，它由经济学家钱纳里(H·B·Chenery)和斯特劳斯(A·M·Sturout)提出。该理论认为，发展中国家在储蓄、外汇吸收能力等方面的国内有效供给与实现经济发展目标所必需的资源计划要求量之间存在着缺口，即储蓄缺口和外汇缺口。利用外资既能解决国内资源不足，促进经济增长，又能减轻因加紧动员国内资源以满足投资需求和动员国内资源以冲销进口而出现的双重压力。

在 80 年代中期，以罗默(P·Romer)、卢卡斯(R·Lucas)等人为代表的新增长理论认为，对外开放和参与国际贸易可以产生一种外溢效应，加速世界先进科学技术、知识和人力资本(Human Capital)在世界范围内的传递。而且，在新增长理论家们看来，国际投资和国际贸易不再是一方受益一方受损的“零和博弈”(Zero-Sum game)，而是双方获益的“正和博弈”(Positive-Sum game)。就世界上总体资源使用效率来看，生产从发达国家向不发达国家转移为发达国家节约了大量资源，有利于新产品的开发活动。就发展中国家而言，它们可以学习和吸收发达国家的先进技术，形成一各“赶超效应”。当然，经济学家们认为，技术从发达国家流向不发达国家决不是自发进行的，而是有赖于提高跨国公司的作用以及这些国家或地区对技术转移的反向。

二、国际直接投资的全球趋势

理论分析表明，一个国家或一个地区吸收外国直接投资的规模不仅取决于国内储蓄与投资的平衡状况及进出口增长，也取决于国际资本流动的规模和方式。因此在研究中国吸收外国直接投资的状况与特点时，应该首先考察一下国际资本流动的 global 趋势。

80 年代以来，国际资本流动日趋活跃，而且，直接投资成为主要的资本流动方式，对世界经济发展产生重要的作用。全球外国直接投资额在 80 年代末达到 15000 亿美元的水平。进入 90 年代，随着世界经济的发展，国际直接投资规模不断扩大，1990 年全球国际直接投资达到 2038 亿平均。虽然 1991 年由于主要发达国家经济衰退，国际直接投资规模有所下降。但随着世界经济的逐渐复苏，1993 年国际直接投资开始回升，达到 2079 亿美元，1995 年为 3149 亿美元(见表 1)。根据联合国贸易与发展会议《1998 年世界投资报告》的资料，全球国际直接投资继 1996 年增长 10%以后，1997 年又增长 27%，达到 4240 亿美元。全球国际直

时使用“外国直接投资”，特此说明。

接投资的发展速度已超过国际贸易，成为各国经济联系在一起的重要机制。

表 1 1983 - 1998 年全球国际直接投资流量 10 亿美元

年份	发达国家		发展中国家		所有国家	
	流进	流出	流进	流出	流进	流出
1983 - 87	58.7	72.6	18.3	4.2	77.1	76.8
1988 - 92	139.1	193.3	36.8	15.2	177.3	208.5
1990	169.8	222.5	33.7	17.8	203.8	204.3
1991	114.0	201.9	41.3	8.9	157.8	210.8
1992	114.0	181.4	50.4	21.0	168.1	203.1
1993	129.3	192.4	73.1	33.0	207.9	225.5
1994	132.8	190.9	87.0	38.6	225.7	230.5
1995	203.2	270.5	99.7	47.0	314.9	317.8
1996	208.0	295.0	134.4	51.4	349.0	347.0
1997	246.8	339.2	149.0	57.6	424.0	400.0
1998a					430.0	440.0

注：a 为预测值

资料来源：联合国《世界投资报告》1996，1997，1998。

表 2 全球国际直接投资流量的地区分布 (1994 - 1997) %

地区/国家	流入				流出			
	1994	1995	1996	1997	1994	1995	1996	1997
发达国家	58.2	63.9	57.9	58.2	85.0	86.9	85.1	84.8
西欧	32.3	37.1	29.6	28.7	47.0	49.4	50.6	46.2
欧盟	29.5	35.3	27.4	27.0	42.4	45.2	45.3	42.4
其他国家	2.8	1.8	2.2	1.7	4.6	4.3	5.3	3.7
美国	18.6	17.7	22.6	22.7	25.8	26.1	22.5	27.0
日本	0.4	-	0.1	0.8	6.4	6.4	7.0	6.1
发展中国家	39.3	31.9	38.5	37.2	15.0	12.9	14.8	14.4
非洲	2.3	1.6	1.4	1.2	0.2	0.2	0.1	0.3
拉美	11.8	9.6	13.0	14.0	1.8	0.7	0.7	2.1
欧洲发展中国家	0.2	0.1	0.3	0.2	-	-	-	0.1
亚洲	25.0	20.3	23.7	21.7	12.9	12.1	14.0	12.0
西亚	0.6	-0.2	0.1	0.5	0.4	0.2	-0.3	0.1
中亚	0.4	0.5	0.6	0.7	-	-	-	-
南亚、东亚和东南亚	24.0	20.1	23.0	20.6	12.5	11.9	14.2	11.8
太平洋	-	0.2	0.1	0.1	-	-	-	-
中东欧	2.4	4.3	3.7	4.6	0.1	0.1	0.2	0.8
全世界	100	100	100	100	100	100	100	100

联合国：《世界投资报告 1998》(英文版)，第 9 页。

近年来，全球国际直接投资呈现出以下特点：

1、投资流量主要集中在发达国家

以美国、日本和欧盟为主的发达国家吸收了全球直接投资的大部分。发达国家通过其在各国设立的跨国公司从事对外直接投资。1997 年全球 53000 多家跨国公司绝大多数分布在发达国家，成为国际直接投资的主要力量。《1998 年世界投资报告》显示，1997 年全球直接投资流量增长的约 70%都发生在发达国家。鉴于此，发达国家在世界吸收外国直接投资流量中的份额从 1996 年的 57.9%增加到 1997 年的 58.2%，而对外直接投资流量则从 85.1%减少到 84.8%。从吸收投资角度看，其排列顺序为美国、英国和法国。1997 年，美国吸收投资和对外投资均有了很大的增长，从而进一步增强了其最大东道国和最大母国的地位。1997 年美国吸收国际直接投资总流量 765 亿美元，为英国的 3 倍。与此同时，美国的对外直接投资也占有主导地位，1997 年美国对外直接投资总额为 748 亿美元。

2、流向发展中国家的投资明显增长

进入 90 年代，全球直接投资出现的一个显著特点是，流向发达国家的投资相对减少，而流向发展中国家的投资日趋增加，1997 年流向发展中国家的国际直接投资达到 1490 亿美元。全球对发展中国家投资再掀高潮的原因在于这些国家经济持续增长，这些国家日益被纳入跨国公司一体化投资计划中。1997 年全球对发展中国家的投资比 1996 年增长了 34%。在流入发展中国家的资本流量中，有 58.35%即 920 亿美元流入了亚洲，比 1996 年增长了 11.2%。而中国以 453 亿美元的资本流入量成为仅次于美国的第二个资本流入国。

联合国贸发会议投资报告认为，不断扩大的市场是促进直接投资的动力，而国际直接投资是推动经济全球化的主要力量。

3、兼并与收购日益成为跨国公司对外直接投资的主要手段

进入 90 年代以来，越来越多的跨国投资企业以兼并与收购作为自己的核心经营战略，在国外建立起自己的生产设施，以保护、巩固和增强自己的国际竞争力。1990 - 1996 年，世界跨国兼并与收购总额（包括证券投资进行的兼并与收购）增加了 72%，达到 2746 亿美元。西欧的跨境企业销售额达到 1298 亿美元，其跨境企业收购额达到 818 亿美元。1996 年美国的企业兼并与收购达到了最高水平，其企业销售额为 709.2 亿美元，企业收购额为 653 亿美元（见附表 1）。跨国兼并与收购活动最为活跃的行业为能源、电讯、医药和金融服务。中小型企业和服务相关型企业也积极参与了兼并与收购活动。总之，兼并与收购高潮的到来，使全球直接投资的流量大幅增长，达到了创纪录的水平。

4、投资重点日益转向服务业、技术密集型制造业和基础设施建设

随着全球外国直接投资总量的增长，投资的部门结构也发生了从初级产业和资源加工型产业向服务业和技术密集型产业投资的变化。发达国家相互投资的重点已明显地集中在资本、技术密集型产业，而流向发展中国家的投资仍偏向劳动密集型产业。流向新兴工业化国家的外资已从劳动密集型产业向某些资本、技术密集型产业倾斜。随着信息技术的发展，服务业外商投资增长最快，现已占全球外商直接投资额的一半以上，而服务业的 70%以上投向金融、保险和销售业。另外，根据《1997 年世界投资报告》的资料，90 年代初，基础设施、尤其是电讯行业每年吸收的国际直接投资平均为 70 亿美元。这还只是其中的一部分，大量的基础设施投资需求远未得到满足。1996 年，主要投资母国对国外基础设施的投资约占其对外直接投资总量的 5%。因此，随着投资自由化和简政放权，全球直接投资的重点将日益转向服务业、技术密集型产业和基础设施建设。（见附表 2）

三、中国国际资本流入的结构与特征

随着开放政策的不断深入，国际资本大量流入中国的同时，其资本结构也不断变化，呈现出新的特征。在整个 80 年代，流入中国的外国资本中，对外借款所占的比重较大，1979 - 1982 年为 86.2%，1983 - 1985 年虽然有所下降，但也分别达到 54%、47.6%和 57.8%，1986 - 1987 年更是高达 69%和 68.8%(表 3)。这说明，从 80 年代开始，虽然中国开始间接地开放资本市场，发行政府债券，并允许外国投资者进入中国市场。但是，在整个 80 年代，中国的国际资本流入仍然建立在政府信用基础之上，以对外借款为主要特征。进入 90 年代，特别是 1992 年以来，中国资本国际化进程明显回快，流入中国的外国资本年均增长速度为 28.9%。而且，从外资结构上看，国际直接投资和其他外资占全部实际利用外资的比重为 58.8%，之后逐年增长，一直保持在 70%以上。截至 1997 年底，中国累计实际利用外资总额达到 3479.4 亿美元，其中，FDI (国际直接投资) 为 2201.8 亿美元，占 63.3%，而对外借款所占比重降到 26%左右。

表 3 中国实际利用外资的总量与结构 亿美元，%

年份	实际利用外资		对外借款		国际直接投资		其他外资	
	绝对值	比重	绝对值	比重	绝对值	比重	绝对值	比重
1979 - 82	124.0	100.0	106.9	86.2	11.6	10.9	5.5	4.4
1983	19.8	100.0	10.7	54.0	6.4	32.4	2.7	13.6
1984	27.1	100.0	12.9	47.6	12.6	46.5	1.6	5.9
1985	46.5	100.0	26.9	57.8	16.6	35.7	3.0	6.5
1986	72.6	100.0	50.1	69.0	18.7	25.8	3.8	5.2
1987	84.5	100.0	58.1	68.8	23.1	27.3	3.3	3.9
1988	102.3	100.0	64.9	63.4	31.9	31.2	5.5	5.4
1989	100.6	100.0	62.9	62.5	33.9	33.7	3.8	3.8
1990	102.9	100.0	65.3	63.5	34.9	33.9	2.7	2.6
1991	115.5	100.0	68.9	59.7	43.7	37.8	2.9	2.5
1992	192.0	100.0	79.1	41.2	110.1	57.3	2.8	1.5
1993	398.6	100.0	111.9	28.1	275.2	69.0	11.5	2.9
1994	432.1	100.0	92.7	21.5	337.7	78.2	1.7	0.4
1995	481.3	100.0	103.3	21.5	375.2	78.0	2.8	0.6
1996	548.0	100.0	126.7	23.1	417.3	76.1	4.0	0.7
1997	644.1	100.0	120.2	18.7	453.0	70.8	71.3	11.1

资料来源：《中国统计年鉴》1997 年、1998 年；

表 4 我国资本往来规模与结构 单位：亿美元

年份	长期资本	短期资本	资本往来总额	国际收支总额
1985	123.6	204.2	327.8	1039.7
1986	145.5	209.8	355.3	1046.9
1987	136.9	210.6	347.5	1152.4
1988	151.7	182.2	333.9	1328.0

1989	190.3	142.1	332.4	1378.0
1990	167.7	207.3	375.0	1468.3
1991	180.5	145.7	326.2	1552.4
1992	546.3	60.7	607.0	2254.3
1993	733.0	42.9	775.9	2737.3
1994	858.2	51.2	909.4	3333.5
1995	938.2	29.0	1071.8	4029.8
1996	978.9	41.0	1019.9	4659.8

资料来源：国家计委课题组，我国经济的国际化程度，《经济研究参考》，1998年第19期。

另外，从流入我国资本的期限结构来看，长期资本流入比重不断增大(表4)。1985 - 1996年我国国际资本流动总额由327.8亿美元，增加到1019.9亿美元，其中长期资本流动总额由123.6亿美元增加到978.9亿美元，年均增长22.2%，占资本流动总额和国际收支总额的比重分别由37.7%和11.9%，提高到95.9%和21%。由于长期资本流动额的增长明显高于国内生产总值的增长，因此，我国的资本依存度(即资本流动额与国内生产总值的比重)也明显增长。而且，由于我国国际资本流动以流入为主要特征，1995年顺差386.7亿美元，其中长期资本顺差382.5亿美元，占资本流动额和国际收支总额的比重分别为40.8%和9.5%。因此，我国现阶段的资本国际化仍然以资本流入为主要特征²，处于邓宁(Dunning)分析的第二阶段。³

国际直接投资的增长表明，中国国际资本流入开始发生实质性的转变，从以政府信用为基础开始转向以企业信用为基础，从间接融资转向直接融资，特别是B股、H股和N股的建立，更表明中国开始直接参与国际资本市场的操作，并向更广泛范围的直接资本市场融资(陈东琪、秦海，1997)。截至1997年，中国已连续五年成为吸收国际直接投资最多的发展中国家，并成为仅次于美国的世界第二外商投资对象。

1997年下半年以来，我国政府为了应对亚洲金融危机给我国吸收国际直接投资带来的不利影响，采取了一些新的措施：(1)从1997年10月1日起再次大幅度自主降低进口关税。降幅达到26%，关税的算术平均税率从23%降至17%，这不仅有利于外国商品进口，也有利于外商进口资本货物；(2)1997年12月我国公布了新的《外商投资产业指导目录》；(3)1997年12月国务调整了进口设备的税收政策。规定外商投资项目，只要属于《外商投资产业指导目录》中鼓励类和限制乙类的项目，其在投资总额内进口的自用设备，除《外商投资项目不予免税的进口商品目录》所列商品外，均免征关税和进口环节税。(4)对1996年3月31日前依法批准设立的外商投资企业，投资总额内进口自用的设备和原材料免征进口关税和进口环节税，直到进口完毕，这项政策在1998年继续执行。

除了上述政策之外，我国还陆续出台了一系列扩大利用外资的措施。这些政策措施主要

² 国家计委课题组，我国经济的国际化程度研究，《经济研究参考》，1998年第19期。

³ 邓宁在对67个发达国家和发展中国家投资输出输入的流量关系研究后发现，当人均国民生产总值达到一定水平后，就与投资的输出与输入有关，他把这种关系称为投资与发展周期。根据人均国民生产总值，可把周期分为四个阶段：

第一阶段：人均国民收入400美元以下，这一阶段的国家对外投资输出和输入都很少；

第二阶段：人均国民收入400美元 - 1500美元，处于这一阶段的国家，投资输入直线上升，但输出很少，因此净输入额较大；

第三阶段：人均国民收入2000美元 - 4000美元，这一阶段的国家，其对外投资开始增加，其速度可能超过输入，因此净输入额减少，如新兴工业化国家和若干发达国家；

第四阶段：人均国民收入5600美元 - 8600美元，处于这一阶段基本属于工业发达国家，投资净输出为正值，而且会不断增加，其中以美国为首。

参见：邓宁与G·诺曼：《行业内生产：国际经济介入的一项形式》，载A·厄迪莱特编：《相互渗透的跨国公司》，1985年。

包括以下几个方面：(1)继续扩大投资领域，进一步开放竞争性产业；(2)积极进行旅游资源开发、水上运输等领域利用外资的试点；(3)扩大国内商业、外贸、旅行社开放的试点范围；(4)有步骤、有控制地开放金融和通信等领域的试点；(5)鼓励多种所有制，多种企业形式共同吸引外资，允许私营企业吸收外资发展经济。

一系列政策措施的出台，在一定程度上缓解了亚洲金融危机对我国吸收利用外资的不利影响。根据外经贸部的统计资料⁴，1998年1-10月，全国新批外商投资企业16168家，同比下降4.19%，新批合同外资金额394.11亿美元，同比下降1.46%，实际使用外资金额359.07亿美元，同比增长0.87%。在1998年亚洲主要资本输出国或地区经济普遍不景气的情况下，中国能够保持上述资本流入规模实属不易。这从一个方面支持了我国的投资需求，进而总需求水平的提高，从而为确保我国经济的较快增长作出了贡献。

四、国际直接投资的来源、方式与企业规模

从国际直接投资的来源分析，中国吸收外国直接投资的主要来源地是港澳台地区，但随着改革开放程度的不断深入，外国直接投资的来源地结构不断改变，来自发达国家包括美国、日本、英国和德国等国家的外国直接投资不断增加。如果按实际投入外资金额排序，截至1997年对华投资最大的前十位国家或地区是：香港、日本、台湾省、美国、新加坡、韩国、英国、澳门、维尔京群岛和德国（见表5）。在实际吸收的国际直接投资总额中，来源于香港、台湾省、日本、韩国和东南亚等亚洲国家或地区的投资约占80%以上。

表5 截至1997年对华投资前十五位国家/地区情况 金额单位：亿美元

国别/地区	项目数	比重%	合同外资金额	比 重 %	实际使用外资金额	比重%
总计	304821	100	5203.93	100	2218.52	100
香港	171117	56.14	2800.15	53.81	1199.26	54.06
日本	46404	5.38	297.94	5.73	185.12	8.34
台湾省	38047	12.48	374.18	7.19	183.50	8.27
美国	24436	8.02	401.10	7.71	175.34	7.90
新加坡	7431	2.44	280.89	5.40	87.73	3.95
韩国	9870	3.24	131.96	2.54	57.59	2.60
英国	2104	0.69	133.74	2.57	53.65	2.42
澳门	5900	1.94	85.76	1.65	29.06	1.31
维尔京群岛	914	0.30	107.81	2.07	27.05	1.22
德国	1724	0.57	60.22	1.16	27.01	1.22
法国	1272	0.42	41.54	0.80	19.83	0.89
泰国	2495	0.82	42.74	0.82	14.36	0.65
马来西亚	1636	0.54	39.55	0.76	14.24	0.64
加拿大	3568	1.17	54.19	1.04	14.18	0.64
澳大利亚	3016	.99	45.08	0.87	12.68	0.57
其他	14887	4.88	307.08	5.90	117.93	5.32

注：按实际使用外资金额排序。

数据来源：外经贸部，《外资统计》1998。

⁴ 外经贸部：《外资快讯》1998年，第10期。

由于受亚洲金融危机的影响，我国吸收外国直接投资的来源地结构有所变化，来自亚洲国家或地区的比重有所下降，而来自欧盟和北美地区的投资比重有所上升。1998年1-10月，来自亚洲十国或地区的外商直接投资的项目数、合同金额、和实际使用额分别比1997年下降了3.41个百分点、8.22个百分点和5.72个百分点；而来自欧盟的外商直接投资的项目数、合同金额和实际使用额分别比1997年上升了0.07个百分点、4.467个百分点和0.48个百分点；来自北美地区的上述比重也有数增加（具体见表6）。

表6 1998年1-10月外国直接投资主要来源地情况

国别/地区	项目数(个)	占比重(%)	97年比重(%)	合同外资(万美元)	占比重(%)	97年比重(%)	实际使用(万美元)	占比重(%)	97年比重(%)
总计	16168	100	100	3941100	100	100	3590700	100	100
亚洲十国/地区合计	11832	73.18	76.59	2189069	55.54	63.76	2508083	69.85	75.57
香港	6469	40.01	40.02	1227681	31.15	35.73	1530452	42.62	45.59
澳门	229	1.42	1.27	22643	0.57	0.70	32002	0.89	0.87
台湾省	2357	14.58	14.35	302112	7.67	5.52	248198	6.91	7.27
日本	946	5.85	6.68	220604	5.60	6.67	249994	6.96	9.56
菲律宾	77	0.48	0.49	10525	0.27	0.36	12025	0.33	0.34
泰国	107	0.66	0.75	22886	0.58	0.62	18698	0.52	0.43
马来西亚	112	0.69	0.91	27515	0.71	0.96	23217	0.65	0.84
新加坡	454	2.81	3.50	227638	5.78	8.76	276093	7.69	5.76
印尼	28	0.17	0.28	5214	0.13	0.17	1815	0.05	0.18
韩国	1053	6.51	8.35	122251	3.10	4.28	115589	3.22	4.73
欧盟合计	811	5.02	4.95	502431	12.75	8.29	348439	9.70	9.22
德国	168	1.04	1.05	2.7982	5.28	1.20	65823	1.83	2.19
法国	159	0.98	0.69	36703	0.93	2.12	51019	1.42	1.05
意大利	109	0.67	0.57	12719	0.32	0.43	21569	0.60	0.48
荷兰	73	0.45	0.38	38544	0.98	1.11	63766	1.78	0.91
比利时	15	0.09	0.10	1902	0.05	0.04	2518	0.07	0.07
卢森堡	6	0.04	0.05	1466	0.04	0.06	912	0.03	0.002
英国	182	1.13	1.45	155855	3.95	2.83	115369	3.21	4.10
爱尔兰	5	0.03	0.01	836	0.02				
丹麦	10	0.06	0.10	2522	0.06	0.13	5260	0.15	0.04
芬兰	7	0.04	0.07	16783	0.43	0.05	2676	0.07	0.01
瑞典	28	0.17	0.13	10697	0.27	0.12	12036	0.34	0.09
奥地利	14	0.09	0.13	2229	0.06	0.11	1967	0.05	0.16
希腊	2	0.01		50	0.001		30	0.001	
西班牙	28	0.17	0.18	13816	0.35	0.04	4650	0.13	0.09
葡萄牙	5	0.03	0.03	327	0.01	0.05	844	0.02	0.01
北美合计	2140	13.24	12.32	572394	14.52	11.46	332186	9.25	7.92
加拿大	329	2.03	1.90	70230	1.78	1.78	26988	0.75	0.76

美国	1811	11.20	10.42	205164	12.74	9.68	305198	8.50	7.16
部分 自由港 合计	611	3.78	2.20	625351	15.87	11.14	317968	8.86	4.55
维尔京 群岛	528	3.27	1.98	527646	13.39	10.11	283838	7.90	3.79
凯曼群 岛	32	0.20	0.14	58752	1.49	0.60	19960	0.56	0.35
西萨摩 亚	51	0.32	0.08	38953	0.99	0.43	14170	0.39	0.41
其他	774	4.79	3.94	51855	1.32	5.35	84024	2.34	2.74

资料来源：外经贸部，《外资快讯》1998年11月10日。

从国际直接投资的方式来看，我国吸引直接投资的方式主要有合资经营、合作经营、外商独资经营（外资企业）、外商投资股份制和合作开发等类型。在各种外国直接投资方式中，中外合资经营的比重最大，同时外商独资所占的比重呈逐年上升趋势。根据外经贸部《中国外资统计》（1998）的数据，在1997年新批外商投资企业中，中外合资经营企业9001家，合作经营企业2373家，外资企业（独资企业）9602家。外商投资股份制企业6家，中外合作发企业19家，分别占新批企业数的42.86%、11.30%、45.72%、0.03%和0.09%；中外合资经营企业合同外资金额207.26亿美元，合作经营企业120.66亿美元，外资企业（独资业）176.58亿美元，外商投资股份制企业1.51亿美元，中外合作开发企业4.02亿美元，分别占合同外资金额的40.63%、23.66%、34.62%、0.30%和0.79%；中外合资经营企业实际使用外资金额194.95亿美元，合作经营企业89.30亿美元，外资企业（独资企业）161.88亿美元，外商投资股份制企业2.88亿美元，中外合作开发企业3.56亿美元，分别占实际使用外资金额的43.07%、19.73%、35.77%、0.64%和0.79%。1997年新批外资企业数首次超过中外合资企业，但中外合资企业的合同外资金额的实际使用外资金额在其总量中仍居首位。

截止1998年10月底，我国共批准外商投资企业321034个，合同外资金额5605.75亿美元，实际使用外资金额2577.78亿美元。⁵其中截止1997年底的外国直接投资方式统计及其比重见表7。

表7 中国吸收国际直接投资的方式统计（截至1997年）

投资方式	项目数		合同外资金额		实际使用外资金额	
	绝对数 (亿美元)	比重(%)	绝对数 (亿美元)	比重(%)	绝对数 (亿美元)	比重(%)
总计	304821	100	5203.92	100	2218.49	100
合资经营企业	183021	60.04	2383.19	45.80	1105.09	49.81
合作经营企业	44365	14.55	1222.26	23.49	469.64	21.17
外资企业	77279	25.35	1555.16	29.88	587.39	26.48
合作开发	156	0.05	43.31	0.83	56.37	2.54

资料来源：外经贸部《中国外资统计》1998年。

从国际直接投资的企业规模分析，我国外商投资企业的平均规模，在最近10年呈不断

⁵ 外经贸部《外资快讯》1998年第10期。

扩大的势头。从全部来华投资项目的平均规模来看,由 1988 年的 89.1 万美元增加到 1997 年的 242.9 万美元,1998 年 1 - 10 月,我国吸收外国直接投资的平均合同金额仍有所增加,达到 257.1 万美元。然而需要指出,我国来自港澳台地区的投资尽管在总量上占有绝对优势,但就平均规模而言,远不及欧美国家,表 8 的数据显示,1979 - 1997 年,来自港澳投资项目的平均规模为 163 万美元,来自台湾省投资项目的平均规模为 98.3 万美元。而来自日本和美国的平均规模分别为 181.6 万美元和 164.1 万美元。当然,外国直接投资一般会考虑到东道国的投资环境,特别是所谓国家风险和市场风险。在改革开放的初期,无论就国家风险还是市场风险而言都很大;因而以小公司为主,港澳台投资居多,因为这些企业更熟悉中国的市场环境,也更容易撤回资金。进入 90 年代,特别是 1992 年之后,中国决定建立市场经济体制,政治不确定性风险降低,而且由于中国大陆巨大的市场潜力,全球大公司纷纷来华投资,特别是欧美著名的大型跨国公司,例通用汽车、通用电气和杜邦等公司以较大的规模在华投资,从而扩大了我国外商投资的总体规模。美国来华投资的平均规模由 1990 年的 100.2 万美元,扩大到 1998 年的 277.3 万美元,增加了 2.7 倍;欧盟来华投资的平均规模也由 1988 年的 327.9 万美元扩大到 1998 年的 619.5 万美元,增加近 1 倍(见表 8)。

表 8 中国吸收国际直接投资项目的平均规模 (万美元)

年份	合计	港澳	台湾省	日本	美国	欧盟
1988	89.1	75.1	-	116.4	137.7	327.9
1989	96.9	76.4	80.1	149.2	232.1	426.8
1990	90.7	78.9	80.7	134.0	100.2	273.4
1991	92.3	84.6	80.0	135.6	79.0	465.9
1992	119.2	130.2	86.2	120.4	95.6	126.3
1993	133.6	150.9	91.0	84.9	100.9	184.3
1994	173.3	190.7	86.4	147.1	142.3	384.5
1995	246.6	237.7	120.7	257.8	215.1	469.0
1996	298.4	266.3	161.5	294.5	274.8	579.2
1997	242.9	214.3	93.4	242.6	225.6	406.6
1998(1-10月)	257.1	186.7	128.2	233.2	277.3	619.5
1979-1997	170.7	163.0	98.3	181.6	164.1	-

注:本表按每个项目的合同金额计算。

资料来源:根据外经贸部《中国外资统计》1998;《外资快讯》1998 年第 10 期的有关数据整理。

五、国际直接投资的产业分布与市场导向

从国际直接投资的产业分布来看,中国吸收的外资投资于第二产业的比重较大,投资于第三产业的比重次之,投资于第一产业的比重较小。截至 1996 年底,全部外商投资企业中,第一产业累计共有 5748 户,占 2.39%;第二产业 18.25 万户,占 75.9%;第三产业 5.22 万户,占 21.72%。但是,1997 年全国外商投资企业的产业结构却有所变动,第二产业所占比重下降,第一产业和第三产业所占比重上升。根据统计资料,1997 年全国新批外商投资企业中生产型企业 16295 个,合同外资金额 358.50 亿美元,分别占总数的 77.59%和 69.84%;非生产型企业 4706 个,合同外资金额 151.54 亿美元,分别占的 22.41%和 30.16%。其中主要结构比例为:工业企业 14716 个,合同外资金额 270.65 亿美元,分别占总数的 70.07%和 53.06%;房地产企业 862 个合同外资金额 62.22 亿美元,分别占总数的 4.10%和 12.20%;批发和零售贸易、饮食企业 1198 个,合同外资金额 18.39 亿美元,分别占总数的 5.70%和 3.61%;建筑企业 455 个,合同外资金额 31.20 亿美元,分别占总数的 2.17%和 6.12%;农、林、牧、渔企业 814 个,合同外资金额 10.65 亿美元,分别占总数的 3.88%和 2.09%;交通运输、

仓储及邮电通信企业 279 个，合同外资金额 26.22 亿美元，分别占总数的 1.33%和 5.14%。⁶

从国际比较来看，全球直接投资的产业结构分布呈现出不断变化的态势。50 - 60 年代，全球直接投资主要集中于以初级产品为主的第一产业；70 - 80 年代则主要集中于以制造业为主的第二产业；80 年代末 90 年代初，国际直接投资的产业构成又发生了一次重大变化，以服务业为主的第三产业成为主要投资领域。根据统计资料，全球第三产业国际直接投资的比重已占全部投资的 55% - 60%。

就发展中国家或地区而言，第一产业 FDI 的比重基本稳定在 20%左右；第二产业 FDI 的比重呈下降趋势，由 70 年代的 55%下降到 1990 年的 48%左右；而第三产业 FDI 所占份额不断上升，即由 1975 年的 23.5%上升到 1985 年的 26.4%，1990 年则进一步提高到 29.5%。而且第三产业 FDI 增长速度最快，据统计，1981 - 1990 年间，在发展中国家或地区 FDI 的年增长率中，第三产业为 13.8%，第二产业为 9.5%，第一产业为 10.5%。

而我国吸收外国直接投资的产业分布，目前以第二产业为最多。截止 1997 年底，合同利用外资金额 5203.93 亿美元，其中农、林、牧、渔业为 81.51 亿美元，占 1.57%；而第二产业为 3205.7 亿美元，占 61.6%，其中工业为 3045.56 亿美元，占 58.52%；第三产业占全部外资的比重为 36.83%，其中房地产公用服务业累计吸收 1330.86 亿美元，占 25.57%。外国直接投资的合同金额在年度间也有波动，如在 90 年代初期外商曾掀起投资房地产的高潮，1993 年时，比重高达 39.3%，而同年工业吸收的外资比重仅占 45.92%。随着我国宏观调控政策的实施，房地产业投资比重逐步下降，1997 年已降至 15.81%，而工业部门吸收外国直接投资比重逐年上升，1997 年达到 68.82%（见表 9）。

表 9 中国国际直接投资的产业分布（按合同外资金额计算）

产业分类	1979-1990	1979-1995	1979-1997	1992	1993	1994	1995	1996	1997
总计	100	100	100	100	100	100	100	100	100
农、林、牧、渔业	2.85	1.50	1.57	1.17	1.07	1.18	1.90	1.55	1.39
工业	58.52	56.24	58.52	56.20	45.92	53.10	67.54	68.90	68.82
建筑业	1.81	2.75	3.08	3.16	3.48	2.89	2.10	2.73	3.18
交通、运输、邮电力	1.18	1.85	2.22	2.66	1.34	2.46	1.86	2.18	3.66
商业、饮食服务业	4.17	3.85	3.74	2.48	4.13	4.74	3.75	3.20	3.10
房地产公用服务业	22.20	28.80	25.57	31.11	39.28	28.86	19.54	17.54	15.81
卫生体育福利业	0.40	0.99	0.85	0.68	0.43	2.39	0.92	0.48	0.43
教育、文化、艺术业	0.36	0.43	0.37	0.17	0.41	0.74	0.38	0.23	0.16
科研、技术服务业	0.13	0.32	0.30	0.11	0.53	0.33	0.30	0.24	0.04
其他行业	8.38	3.26	3.78	2.27	3.41	3.31	1.71	2.94	3.41

资料来源：根据《中国工业发展报告》（1998）《中国外资统计》（1998）的有关资料计算整理。

与其他发展中国家相比，我国外商投资的产业分布有很大差异。

首先，在三次产业分布中，外商在我国第一产业的投资比重偏低。产生这种差异的原因

⁶ 外经贸部《中国外资统计》1998。

除了统计口径存在差异外,主要有农业体制方面,我国以家庭联产承包制为主体的农业经营体制,使外资产业与经营需要的规模经济难以体现;从投资来源看,由于我国外商投资的主要来源地为港澳台地区,他们主要从事制造业,经营第一产业的企业很少;另外,由于在我国目前投资于第一产业没有明显的比较优势,这也是外商投资企业在第一产业比重偏低的一个原因。

其次,我国制造业吸收外商直接投资的比重,高于发展中国家的平均水平,内部结构趋同。到90年代中期,发展中国家制造业中外商直接投资的存量,占全部外商投资存量的比重略高于45%,而我国这一比例约为58%。在90年代以前,我国吸收外商投资的主要领域是纺织、服装、电子元器件、轻工业等劳动密集型产业。就外资存量看,它们至今仍然是吸收外商较多的行业,进入90年代以来,外商在技术、资金密集行业的投资增长很快,这种趋势符合当今世界资金与技术跨国转移的总体趋势。

第三、外商在我国第三产业中的投资比例,高于发展中国家的平均水平,内部结构有很大不同。我国FDI总额中,第三产业所占比重约为40%,而发展中国家平均约占30%。从第三产业内部看,外商投资的分布有很大差异,我国的特点是,房地产业是第三产业中吸收外商投资最多的行业,约占2/3,而金融、保险、商业、外贸、信息服务等其他发展中国家吸收外资较多的行业,我国由于刚刚开始试点,吸收外商投资的数额还十分有限。

从工业行业结构看,我国外商投资企业的分布是不均衡的。笔者采用全部独立核算“三资”工业企业的企业单位数、工业增加值、资产总计、产品销售收入和利税总额占全部独立核算工业企业相应指标的比重来反映外国直接投资的行业结构。从全国总计来看,企业单位数占9.15%,工业增加值占17.86%,资产总计占17.53%,产品销售收入占20.52%,利税总额占17.28%。如果按轻重工业划分,那么轻工业外资企业的参与程度大于重工业。在轻工业中,三资企业的单位数占12.71%,工业增加值占24.79%,资产总计占25.37%,产品销售收入占28.15%,利税总额占18.89%,而重工业的上述四项指标分别仅占5.81%、13.20%、13.45%、15.10%和16.16%,明显低于轻工业。而且在轻工业和重工业内部,外资企业的参与度也是不同的,这表明以非农产品为原料的轻工业,其“三资”企业的参与度大于以农产品为原料的轻工业;而在重工业内部,加工工业三资的比重远远高于采掘工业和原料工业(参见表10)。

在细分的工业行业中,我国以下行业中三资企业的单位数比重较高:食品制造业(11.78%)、纺织业(14.82%)、服装及其他纤维品制造业(28.39%)、皮革毛皮羽绒及其制品业(23.45%)、文教体育用品制造业(22.19%)、医药制造业(14.72%)、化学纤维制造业(23.76%)、塑料制品业(15.02%)、电气机械及器材制造业(11.49%)、电子及通信设备制造业(34.99%)、仪器仪表文化办公用机械(17.6%)、其他制造业(15.89%)。按工业增加值计算,三资企业比重较高的行业有食品制造(35.54%)、饮料制造业(24.42%)、服装及其他纤维品制造业(43.73%)、皮革毛皮羽绒及其制品业(47.35%)、家具制造业(35.54%)、文教体育用品制造业(42.12%)、塑料制品业(31.56%)、电子及通信设备制造业(高达61.33%)、仪器仪表文化办公用机械制造业(39.30%)。如果按资产总计计算,三资企业比重较大的行业有食品制造业(37.44%)、服装及其他纤维品制造业(44.09%)、皮革毛皮羽绒及其制品业(45.79%)、文教体育用品制造业(43.49%)、塑料制品业(36.53%)、电子及通信设备制造业(47.25%)(具体的数据见表10)

表10 我国“三资”工业企业的行业分布(1997) %

产业/行业	企业单位数	工业增加值	资产总计	产品销售收入	利税总额
全国总计	9.15	17.86	17.53	20.52	17.28

轻工业	12.71	24.79	25.37	28.15	18.89
以农产品为原料	12.29	22.11	24.23	25.32	16.10
以非农产品为原料	13.57	30.44	27.22	33.32	26.76
重工业	5.81	13.20	13.45	15.10	16.16
采掘工业	0.99	2.13	1.26	2.16	5.55
原料工业	5.03	9.37	10.57	8.21	9.54
加工工业	0.69	21.81	20.16	24.20	30.20
按工业行业分					
煤炭采选业	0.15	0.10	0.18	0.18	0.06
石油和天然气开采	3.61	3.49	1.95	3.73	8.82
黑色金属矿采选业	0.56	0.83	0.31	1.19	0.07
有色金属矿采选业	0.97	1.46	0.59	0.73	0.54
非金属矿采选业	2.07	2.34	3.84	3.15	1.69
其他矿采选业	0.81	0.52	0.33	0.21	0.00
木材及竹采运业	0.42	0.05	0.05	0.05	0.00
食品加工业	6.18	19.04	20.50	23.16	31.79
食品制造业	11.78	35.54	37.44	35.04	33.81
饮料制造业	7.31	24.42	26.91	25.54	20.36
烟草加工业	2.01	0.62	1.13	0.94	0.48
纺织业	14.82	18.00	18.35	18.66	18.10
服装及其他纤维品制造	28.39	43.73	44.09	44.87	33.01
皮革毛皮羽绒及其制品业	23.45	47.35	45.79	50.09	33.71
木材加工及竹藤棕草制品业	8.27	23.16	32.42	27.14	13.81
家具制造业	9.19	35.54	34.92	29.77	18.66
造纸及纸制品业	7.67	17.86	23.95	19.63	20.76
印刷业记录媒介的复制	5.44	17.24	21.56	20.76	26.06
文教体育用品制造业	22.19	42.12	43.49	49.31	31.24
石油加工及炼焦业	5.31	3.08	5.04	4.12	2.40
化学原料及制品制造业	8.44	14.89	12.76	14.18	24.97
医药制造业	14.72	24.74	19.41	20.33	29.64
化学纤维制造业	23.76	15.77	14.77	17.46	15.59
橡胶制造业	8.94	20.14	23.87	23.11	19.40
塑料制品业	15.02	31.56	36.53	33.00	5.80
非金属矿物制品业	3.98	10.72	16.59	11.54	5.80
黑色金属冶炼及压延加工业	4.49	2.91	3.42	3.99	0.90
有色金属冶炼及压延加工业	8.01	9.90	10.38	11.77	1.77
金属制品业	7.84	22.93	31.65	29.95	18.58
普通机械制造业	4.72	13.69	14.81	16.14	21.24
专用设备制造业	6.30	10.41	8.68	10.50	16.89
交通运输设备制造业	7.05	23.93	18.46	22.79	33.70
电气机械及器材制造业	11.49	23.20	26.28	27.21	14.72
电子及通信设备制造业	34.99	61.33	47.25	62.50	63.39
仪器仪表文化办公用机械	17.60	39.30	29.40	50.74	54.76
其他制造业	15.89	33.88	36.18	33.81	29.36
电力蒸汽水生产供应业	2.40	15.24	15.69	10.40	16.97
煤气的生产和供应业	4.43	22.82	2.87	5.48	36.29
自来水的生产和供应业	0.77	0.27	0.63	0.45	0.51

注：本表根据全部独立核算“三资”企业有关经济指标占全部独立核算工业企业的相关指标

的比重计算所得。

资料来源：根据《中国统计年鉴》1998年，第444，448，456页的数据计算。

事实上，上述指标在某种程度上反映出三资企业在我国市场中的份额。从1997年的数据可看出，三资企业产品销售收入占全部工业品销售收入的比重，在某些行业中已达相当比重。例如，电子及通信设备制造业占62.5%，仪器仪表文化办公用机械占50.74%，皮革毛皮羽绒及其制品业占50.09%，文教体育用品制造业占49.31%，服装及其他纤维品制造业占44.87%，食品制造业占35.04%，塑料制品业占33%。这些数据表明，有些行业在工业品销售收入中的份额已超过三分之一，甚至高达近三分之二，这从一个侧面反映出“三资”企业在我国的一些产业，特别是新兴产业和高技术领域占据市场的相对优势或绝对优势地位。而且，由于“三资”企业的外销比例在实际执行过程中没有真正得严格贯彻，有相当比重以内销为主，这就对我国国内市场构成冲击。为此，有些学者提出要限制外商投资，保护民族工业，从而引发了一场激烈的争论。但必须指出，仅仅从狭义的民族主义观点出发去保护民族工业，这只能是保护落后，问题的关键在于在有效的产业政策。税收政策引导下，通过制度创新和技术创新，从而提高本国企业的国际竞争力，进而盈得市场，才是根本之举。

六、国际直接投资的增长效应

(一) 增长效应的时序分析

我国FDI占全社会固定资产投资的比重在80年代逐年上升，1994年达到17.08%，之后三年虽然有所回落，但也保持在15%左右（见表12）。国际资本的大量流入已成为我国经济增长和保持繁荣的重要源泉。

事实上，国际资本流入作为我国投资资金来源的重要部分，对国内生产总值的增长既有短期的需求拉动效应，又有长期供给效应。如果以历年国内生产总值（GDP）作为被解释变量，以历年的实际利用国际直接投资额（FDI）作为解释变量，采用多元滞后分布模型进行经济计量检验，则可以得到有关OLS估计的结果（见表11）。

表11 中国吸收国际直接投资与GDP增长的滞后分布模型

模型 I：被解释变量为 GDP			模型 II：被解释变量为 Ln(GDP)		
解释变量	系数	T 检验值	解释变量	系数	T 检验值
常数项	1373.1	10.11	常数项	7.90	12.99
FDI	60.06	3.22	Ln(FDI)	0.23	8.73
FDI(-1)	20.89	0.61	Ln(FDI(-2))	0.21	4.82
FDI(-2)	45.69	1.23	Ln(FDI(-3))	0.04	0.92
FDI(-3)	19.88	0.66	Ln(FDI(-5))	0.08	1.70
FDI(-5)	15.66	0.27			
R ²	0.995		R ²	0.998	
AdR ²	0.989		AdR ²	0.997	
DW 值	1.328		DW 值	2.30	
F 值	166.46		F 值	706.1	
样本区间	1983-1997 年		样本区间	1983-1997 年	

注：本表的OLS估计由TSP软件包完成，本文以下各项OLS估计均由TSP软件包完成，不再另外说明。样本资料：见表12。

表11的经济计量分析从多元滞后分析模型的角度检验了中国利用国际直接投资对经济增长的影响程度。从模型I的OLS结果看，虽然R²，AdR²和F值均已达到显著性水平，模型I在整体上是有效的。但是，由于变量FDI(-1)、FDI(-3)和FDI(-5)的T检验值没有显著性，因此这三个变量没有解释功能。另外，从模型II的OLS结果看，由于采用对数型式，各解

释变量的 T 检验值均有所提高。但是，除 FDI 和 FDI(-2) 之外，其他变量的 T 检验值均未达到显著性水平。因此，本文选择当年的国际直接投资(FDI)和滞后变量(FDI(-2))作为解释变量，利用表 12 的样本数据(样本区间 1983 - 1997 年)分别就线性型式和对数型式建立回归分析模型，结果如下：

$$\begin{aligned} \text{GDP} &= 11255 + 78.8\text{FDI} + 72.19\text{FDI}(-2) \\ &\quad (7.16) \quad (5.02) \\ R^2 &= 0.968 \quad \text{Ad}R^2 = 0.983 \quad \text{D} \text{W} = 0.79 \quad \text{F} = 355.35 \\ \text{LnGDP} &= 7.76 + 0.286\text{LnFDI} + 0.287\text{LnFDI}(-2) \\ &\quad (6.39) \quad (6.20) \\ R^2 &= 0.99 \quad \text{Ad}R^2 = 0.98 \quad \text{DW} = 0.59 \quad \text{F} = 524.4 \end{aligned}$$

上述经济计量分析的统计检验基本符合要求，因此是有效的。它表明每增加 1 亿美元的国际直接投资可以在当年带来 78.8 亿元人民币的 GDP 增长。即使从对数模型来分析，也可以看出，每增加 1% 的国际直接投资，可以带来 0.286% 的国内生产总值增长。经济计量检验的结果说明，国际直接投资对经济增长的需求效应十分明显。

如果从供给效应分析，本文仅就滞后 2 年的国际直接投资进行分析，进而近似地替代多元滞后分布模型。从计量分析结果看，国际直接投资每增加 1 亿美元可以带来 72.19 亿元人民币的供给效应。从弹性分析看，国际直接投资每增加 1% 可以带来 0.287% 的供给效应。

表 12 中国 FDI、FGI 与 GDP 增长状况

年份	FDI	FGI	GDP	汇率	FDI/FGI	FDI/GDP
1983	9.16	1430.10	5787.00	1.98	1.27	0.31
1984	12.58	1832.90	7171.00	2.32	1.59	0.41
1985	16.16	2543.20	8964.40	2.94	1.87	0.53
1986	18.74	3120.60	10202.20	3.45	2.07	0.63
1987	23.14	3971.70	11962.50	3.72	2.17	0.72
1988	31.94	4753.80	14928.30	3.72	2.50	0.8
1989	33.92	4410.40	16909.20	3.77	2.90	0.76
1990	34.87	4517.00	18530.70	4.78	3.69	0.90
1991	43.66	5594.50	21617.80	5.43	4.24	1.10
1992	110.07	8080.10	26635.40	5.75	7.83	2.38
1993	275.15	13072.30	34515.10	5.75	12.10	4.58
1994	337.67	17042.10	46759.40	8.62	17.08	6.22
1995	375.21	20019.30	58478.10	8.35	15.65	5.36
1996	417.26	22947.00	68593.80	8.31	15.09	5.06
1997	453.00	25300.00	74773.00	8.31	14.88	5.03

注：FDI 为国际直接投资，单位为亿美元；FGI 为固定资产投资，单位为亿元；GDP 单位为亿元；比值为%。

资料来源：《中国统计年鉴》1994，1995，1996，1997，1998 年。

(二) 地区增长效应分析

上述时间序列分析从动态的角度检验了我国国际资本流入的增长效应。为了更为深入地考察我国资本国际化进程对地区经济增长的影响，下面从省际截面数据的角度进行经济计量分析。

事实上我国国际资本流入具有明显的梯度推移特征，即首先由东南沿海开始，逐步向内陆地区延伸。从现有投资结构看，我国吸收的外国直投资主要集中在东部沿海地区，中西部

地区吸收的外国直接投资非常有限。1997 年中西部地区吸收外资在部量中所占比重有所增加。东部沿海 12 个省、市、自治区新批准外商投资企业数、合同外资金额和实际使用外资金额在全国总量中的比重分别为 81.33%、87.04%和 85.99%；中部 9 个省、自治区新批外商投资企业数、合同外资金额、实际使用外资金额在全国总量中的比重分别为 13.78%、9.10%和 10.58%；西部 10 省、市、自治区新批外商投资企业数、合同外资金额、实际使用外资金额在全国总量中的比重分别为 4.90%、3.86%、3.43%。与 1996 年同期相比，中西部地区利用外资在全国总量中的比重：合同外资金额和实际使用外资金额分别上升 1.85 个百分点和 2.19 个百分点。1997 年广东省实际使用外资金额 117.11 亿美元，占全国实际使用外资总额的 25.88%，仍居全国榜首。从全国各地吸收外资情况看，位于全国吸收外资前十位的广东、江苏、上海、福建、天津、山东、辽宁、北京、浙江和河北实际使用外资金额 369.74 亿美元，占全国实际使用外资金额的 81.70%。截止 1997 年底我国吸收外国直接投资的三大地区构成参见表 13。

表 13 中国东部、中部、西部地区利用外资情况（截止 1997 年）

金额单位：亿美元；比重：%

地方名称	项目数	占全国 比重	合同外资 比重	占全国 比重	实际使用 外资金额	占全国 比重
全国总计	304821	100.00	5203.93	100.00	2218.52	100.00
东部	250218	82.09	4605.03	88.49	1951.26	87.95
中部	39377	12.92	405.97	7.80	193.35	8.72
西部	15226	5.00	192.93	3.71	73.91	3.33

东部地区：北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南、广西

中部地区：山西、内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、江西、河南、湖北、湖南

西部地区：四川、重庆、贵州、云南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、西藏

资料来源：表 5

如果以分省的国内生产总值（FGDP）为被解释变量，以分省的外商直接投资额（FFDI）为解释变量。以全国（除西藏、重庆、台湾、香港以外）的 29 个省市自治区 1996 年的数据为样本分析数据（见表 14），建立线性回归模型，其结果如下：

$$FGDP=1645.55+0.00499FDI$$

(5.86) (4.91)

$$R^2=0.47 \quad AdR^2=0.45 \quad DW=1.71 \quad F=24.11$$

上述回归模型的判定系数为 0.47，虽然不是很高，但基本能说明两者的关系，而且由于 DW=1.71，T 检验值为 4.91，F=24.11，均符合大样本统计检验值，因此这个模型是有效的。从模型的数据看，每 1 万美元的外商直接投资可以带来 49.9 亿元的国内生产总值。

如果采用双对数模型，那么回归结果为：

$$\ln GDP=3.516+0.369\ln FDI$$

(6.491) (7.38)

$$R^2=0.69 \quad AdR^2=0.66 \quad Dw=2.1006 \quad F=54.42$$

上述模型说明，分省的外商直接投资额每增长 1%，可以带来国内生产总值 0.369% 的增长。

需要指出，由于我国经济国际化（包括吸收资本国际）的梯度推移政策，对外开放的程度和深度在地区间存在着差异，因此外商投资企业的地域分布一开始就存在着不平衡。而且，由于国际直接投资高度集中于沿海地区，为了与外资进行配套投入，国内资金也大量投向沿海地区，这是导致近些年中国沿海与内地增长速度与收水平差距拉大的主要原因。不仅如此，

为了改善投资环境而向沿海地区基础设施投入大量资金,使内地与沿海的投资环境和“潜在增长能力”也呈现出差距拉大的趋势。因此,随着开放程度的深入,开放经验的积累,投资环境的改善,国际投资数量的增加,在沿海地区改善投资结构,提高投资水平的同时,努力使国际投资向我国内陆地区推进已势在必行。

表 14 1996 年分省国内生产总值、外商直接投资及其增长率

省份	FGDP (亿元)	FFDI (万美元)	GFGDP (%)	GFFDI (%)
北京	1615.73	155290	9.20	43.79
天津	1102.40	215273	14.3	41.59
河北	3452.97	83022	13.5	51.86
山西	1305.50	13808	11.0	116.3
内蒙古	984.78	7186	12.7	24.30
辽宁	3157.69	137782	8.60	21.99
吉林	1337.16	45155	13.7	10.67
黑龙江	2402.58	56691	10.5	9.683
上海	2902.20	394094	13.0	36.24
江苏	6004.21	521009	12.2	0.371
浙江	4146.06	152050	12.7	20.86
安徽	2339.25	50661	14.4	4.984
福建	2606.92	408455	15.4	1.005
江西	1517.26	30126	13.4	4.28
山东	5960.42	263355	12.2	-2.061
河南	3683.41	52356	13.9	9.405
湖北	2970.00	68079	13.2	8.905
湖南	2647.00	74530	12.6	46.79
广东	6519.00	1175407	10.7	14.56
广西	1869.60	66131	10.3	-1.412
海南	389.53	78908	4.80	-25.70
四川	4215.00	44090	9.80	-18.59
贵州	719.83	3138	8.90	-44.98
云南	1491.62	6537	10.4	-33.08
陕西	1175.38	32609	10.2	0.623
甘肃	714.18	9002	11.5	40.83
青海	183.57	32609	10.2	-39.02
宁夏	193.62	55	10.5	42.3
新疆	912.15	6390	6.40	16.39

其中 :FGDP 为国内生产总值 ;FFDI 为外商直接投资额 ;GFGDP 为国内生产总值增长率 ;GFFDI 为外商直接投资额增长率 ;

资料来源 :《中国统计年鉴》1997 年。

(三) 贸易增长效应分析

一般来说,国际直接投资的贸易效应体现在如下四个方面:其一是贸易替代效应,即从静态角度,一种商品可以通过贸易或投资方式进入一国市场,选择了投资,便会替代贸易。其二是贸易创造效应,即国际直接投资可以在母国和东道国之间创造新贸易机会,使贸易在更大的规模上进行。其三是贸易补充效应,国际直接投资往往带来维修等后续的支持性活动的发展,从而促进和增加贸易机会。其四是市场扩张效应,国际直接投资实现的生产扩大,

既会加深对东道国的市场渗透,也会进一步拓展新的第三国市场,从而使贸易导向的生产带来总贸易量的净增(刘恩专,1998)。随着经济全球化进程的加快,外国直接投资与贸易的联系将更加紧密。

如前文所述,近年来随着国际资本流入规模的不断扩大,中国经济国际化已由贸易导向逐步转向资本导向,大规模的外资流入推动了中国对外贸易的增长。以市场为导向的外商投资企业带来其熟悉的销售和采购渠道,这对于发展中国家打破国际市场的进入壁垒是十分有利的。外商投资企业数量增多,生产规模扩大,带动了投入品的进口和制成品的出口,在我国进出口贸易中的地位明显提高。外商投资企业进出口额在全国进出口额中的比重由1986年的4.04%增加到1997年的46.95%,1998年1至10月,这一比重又增加到48.86%。外商投资企业几乎占据了我国进出口贸易的半壁江山(见表15)。

表15 1986-1998年外商投资企业进出口商品总值统计

年度	进出口			进口			出口		
	全国	外商投资企业	占比	全国	外商投资企业	占比	全国	外商投资企业	占比
1986	738.46	29.85	4.04	429.04	24.03	5.60	309.42	5.82	1.88
1987	826.53	45.84	5.55	432.16	33.74	7.81	394.37	12.10	3.07
1988	1027.84	83.43	5.55	552.68	58.82	10.64	475.16	24.61	5.18
1989	1116.78	137.10	8.12	591.40	87.96	14.87	525.38	49.14	9.35
1990	1154.36	201.15	12.28	533.45	123.02	23.06	620.91	78.13	12.58
1991	1357.01	289.55	17.43	637.90	169.08	26.51	719.10	120.47	16.75
1992	1655.25	437.47	21.34	805.85	263.87	32.74	849.40	173.60	20.44
1993	1957.03	670.70	26.43	1039.59	418.33	40.24	917.44	252.37	27.51
1994	2366.21	876.47	34.27	1156.15	529.34	45.78	1210.06	347.13	28.69
1995	2808.48	1098.19	37.04	1320.78	629.43	47.66	1487.70	468.76	31.51
1996	2899.04	1371.10	39.10	1388.38	756.04	54.45	1510.66	615.06	40.71
1997	3250.60	1526.20	46.95	1423.60	777.20	54.59	1827.00	749.00	41.00
1998 (1-10月)	2591.11	1265.95	48.86	1103.37	618.48	56.09	1487.75	647.47	43.52

资料来源:1986-1997年数据自外经贸部:《中国外资统计》1998;1998年1-10月数据取自海关统计资料:1998年10月投资企业进出口总表。

从出口方面来看,外商投资企业的出口额占全国出口总额的比重也是逐年上升,由1996年的1.88%增加到1997年41%和1998年1-10月的43.52%。另外,根据我国第三次工业普查资料,截止到1995年底,我国“三资”工业企业产品的平均出口率已达到38.1%的水平,在其涉足的39个大类行业中,产品出口比重达到或接近一半的行业已有十个,足以见其极强的外向拓展能力。从某种意义上说,没有外资企业惊人的出口绩效,我国就难以实现对外贸易的平衡和高速增长,外商投资企业已成为我国出口贸易数量增长的中坚力量。特别在亚洲金融危机后,我国出口贸易中,国有企业出现了负增长,1998年1-10月,国有企业出口金额790.3亿美元,与去年同期相比,减少了4.8%,而外商投资企业实现出口额647.5亿美元,与去年同期相比增长了8.4%,这在很大程度上抵消了危机对我国出口贸易的影响。

外商投资企业不仅对我国出口问题增长作出了贡献,而且也改变了我国出口商品的结构。外商投资企业的出口结构基本实现了从以初级产品为主向以制成品为主的根本性转变,在“七五”和“八五”期间制成品出口所占比重的增加幅度均超过了30%,从而使我国目前

制成品出口的比重达到了 85%以上。⁷在这一结构转变中,机电产品、服装纺织和皮革、文体用品、家用电器、塑料及金属制品和电子通讯设备等行业出口的迅速增长发挥了重要作用,而这些行业也正是外资进入比较密集,且外资企业出口比重高、增长快、贡献率大的行业。(见表 10)。

从进口方面来看,近十几年来,我国外商投资企业进口额占全国进口总额的比值不断增大,由 1986 年的 5.6%增加到 1998 年的 56.05%。事实上,十几年来,外资企业进口额占全国进口总额的比重一直明显其出口额占全国出口总额的比重(见表 15)。出现这一现象的主要原因是外商投资企业的加工贸易比重较高。仔细分析主要有以下几个方面:一是大量外资企业具有“三来一补”的特点,对进口依赖过重,而同时有相当一部分进口料件转为内销,而不是用作出口;二是非工业外资企业进口增长过快,因为从总体看,“三资”工业企业的外汇收支状况是良好的;三是个别行业(如小轿车制造、空调器制造、食品植物油加工、摩托车制造、风力发电、电真空器件制造等)的“三资”企业的进口成本过高,外汇逆差明显;四是国家对外资企业作为实物投资的二手设备进口管理有漏洞,既增加了低效进口,又不利于高附加值产品的出口(刘恩专,1998 年)。因此必须加强对外资企业进口的管理,对其实物投资进行较为严格的监管,从而实现以先进的资本货物进口促进产业结构升级,进而带动出口结构优化的良性循环。

(四) 国际资本流入与经济效率的相关性分析

国际资本流入不仅对国民经济具有增长效应,而且对经济效率提高作用显著。80 年代以来,中国经济快速增长的同时,综合要素生产率提高也十分明显(沈坤荣,1998)。综合要素生产率(TFP)提高除了制度创新,非国有经济不断壮大等因素外,一个重要的因素就是开放政策。新增长理论认为,发展对外贸易,引进国际投资,通过“技术外溢”、“学习效应”,可以使一国经济的技术水平、组织效率不断提高,从而提高综合要素生产率(R.Lucas,1988;P.Romer,1986)。我国是一个发展中大国,经济学家关于经济增长的最新理论,同样可以用来解释我国的经济现实。

如果以分省的综合要素生产率增长率(TFP)为被解释变量,以分省的国际直接投资占国内生产总值(GDP)比重(BFDI)为解释变量,进行经济计量检验(样本数据见 16),则得:

$$\begin{aligned} \text{TFP} &= 3.3808 + 0.3662 \text{ BFDI} \\ &\quad (8.651) \quad (6.135) \\ R^2 &= 0.582 \quad \text{Adj}R^2 = 0.566 \quad F = 37.64 \end{aligned}$$

表 16 我国各省国内生产总值、国际直接投资额与 TFP 数据

省份	GDP (95 年)(亿元)	FDI (95 年)(万美元)	BFDI (%)	TFP (%)
北京	1394.89	107999	6.44	3.36
天津	920.11	152093	13.74	5.63
河北	2849.55	54668	1.60	5.32
山西	1092.48	5383	0.49	2.61
内蒙古	823.88	5781	0.58	3.37
辽宁	1793.37	142416	6.61	4.08
吉林	1129.20	40802	3.00	4.00

⁷ 刘恩专,‘外国直接投资的贸易效应分析’98 中国国际贸易学会学术年会论文。

黑龙江	2014.53	51686	2.13	2.94
上海	2462.57	289261	9.77	4.90
江苏	5155.25	519082	8.37	8.08
浙江	3524.79	125806	2.97	7.51
安徽	2003.58	48256	2.00	7.28
福建	2160.52	404390	15.56	12.1
江西	1245.11	28888	1.93	5.50
山东	5002.35	268898	4.47	7.86
河南	3002.74	47855	1.33	3.98
湖北	2391.42	62512	2.17	4.06
湖南	2195.70	50773	1.92	3.28
广东	5733.97	1026011	14.88	11.92
广西	1606.15	67263	3.48	6.35
海南	364.17	106207	24.25	12.19
四川	3534.00	54159	1.27	4.42
贵州	610.00	5703	0.78	5.35
云南	1206.68	9796	0.67	7.01
陕西	994.65	32407	2.71	4.78
甘肃	553.35	6392	0.96	3.23
青海	165.31	164	0.08	2.27
宁夏	169.75	390	0.19	2.49
新疆	852.11	5490	0.55	3.97

注：BFDI = (FDI × ER) / GDP × 100%，其中 ER 为官方汇率；TFP 的资料取自：施建军《地区工业技术进步贡献率的测定研究》，中国数量经济学会第三届年会论文。

资料来源：《中国统计年鉴》1997 年。

虽然经济计量的大样本统计检验值并不十分理想，但上述模型能粗略地说明国际直接投资与综合要素生产率之间的相关关系，即国际直接投资占国内生产总值的比重增加 1 个单位，可以带来 0.37 个单位的综合要素生产率的增长。这从一个侧面说明了开放政策的经济增长效应，也说明了开放的程度不同，改革的深度不同，给我国经济增长的地区差异带来的影响。

事实上，国际直接投资带来了一批先进适用的技术，填补了我国许多产品技术空白，使许多行业的大批产品更新换代，一大批老企业得到技术设备改造。而且还带动了相关产业的技术进步，很多配套企业的产品已进入国际市场。例如，通过给上海桑塔纳等引进车型配套，我国汽车工业的零部件生产技术水平得到了整体上的提高，桑塔纳国产化率已达到 85% 以上。技术先进的外商投资企业通过市场竞争、商业往来和人员交流，还对国内其他企业提高技术产生示范效应和扩散效应，推动了国内工业的技术进步，缩小了国内技术与国际先进水平之间的差距。

另外，外商投资企业先进的管理方法，为国内其他企业提高了可供借鉴的范例，一些地区积极推广外商投资企业管理方法，以探索国有和集体企业改革的新途径，从而为我国企业效率的提高起了促进作用，进而提高了我国国民经济的整体效率。

七、基本结论与政策含义

实证分析与经济计量检验的结果表明，从总体来看我国仍属于资本短缺的国家要保持经济的快速稳定增长，一个重要的因素就是积极地利用外资以加速资本形式。当然，外资引入在弥补资本不足、促进产业升级、增加就业、引进先进技术管理经验、开拓国际市场、促进

经济增长方面起着不可替代的作用。但也必须同时看到,引进外资并非只是引进一种可以为我所用的资源,而实际上同时也引进了国际竞争的一种最激烈的方式,存在着一定的风险。对于国际直接投资,也应该把握住产业的控制权,最大限度地避免风险。尤其是随着世界经济一体化趋势不断增强的形势下,如何根据变化了的国际国内条件,制定出合适的外资战略的外资政策,是我国经济在未来几年能否持续快速健康发展的重大课题。

制定一国的外资战略及其政策框架的首要前提之一,是必须明确该国所处的经济发展阶段及其国际资本流动的存在形态或基本特征,从而确定该国利用外资的战略目标。英国经济学家邓宁(J.H.Dunning)根据对67个国家1967-1978年间国际直接投资和经济发展阶段之间关系的统计分析,提出了有关国际资本流动的“投资周期论”。该理论大致概括了处于不同发展阶段国家在国际资本跨国流动中的地位特征。根据邓宁的分析,经济最不发达国家通常处于第一、第二等级(人均GNP400美元以下)。这些国家储蓄能力有限,经济发展中存在着严重的“储蓄、外汇双缺口”,经济的国际竞争力较弱。而处于另一则是以最发达国家构成的第四等级。第二等级(人均GNP400-1500美元),和第三等级(人均GNP2000-4750美元)是过渡阶段。一个国家的发展进程,从实现工业化意义来看,必须完成从第一等级向第四等级方向的转化。处于不同发展阶段的国家,其利用国际资本目标的侧重点肯定会不同,进而决定了政府战略与政策框架方面的差异。

一般来说,处于第二等级阶段的国家所要重点考虑的是如何更好地吸引外资以解决资本投资不足和就业问题。处于第三等级阶段的国家更多地要考虑引进先进技术与管理,提高国际竞争力问题。处于第四等级阶段的国家则应考虑如果有效地利用剩余资金,保持技术上的垄断地位,利用受资国低廉的土地、劳动力资源以及打开受资国国内市场等问题。

中国经济在工业化过程中已迈过几个关键阶段。统计资料显示,1997年我国国内生产总值为74772亿元,全国人均国内生产总值6079元,按官方汇率计算,人均GDP已达到730美元。1997年实际利用外资644亿美元,而对外投资(这里是指对外经济技术合作完成的营业额)仅为83.83亿元。因此,无论是从人均国内生产总值水平,还是利用外资的基本特征上看,我国目前仍然处于邓宁模型的第二等级阶段,即人均国民生产总值400美元-1500美元阶段上。依据我国经济所处的发展阶段,考虑到我国和发展环境和发展趋势,未来几年我国利用外资的战略定位应该侧重在以下两个方面:

1. 继续积极引进外资,并完善各项规章和管理体制,使之向国际惯例靠拢。

2. 引进外资应有利于提高我国产业的国际竞争力。积极鼓励对先进技术、管理方式的引进,促进产业升级。

上述两点是我国经济利用外资战略的核心内容,为了确保上述战略目标的实现,就有必要在外资的产业投向、来源地结构、国内区域投向等相关政策方面进行调整。调整的重点是:

(1) 积极支持外资与中小型国有企业、私营企业、个体经济的资产融合,从而加快经济结构调整的步伐;

(2) 鼓励外资投向农业、高新技术产业、基础产业和基础设施。有步骤地开放服务业利用外资,促进外商投资的产业协调,使之有利于我国产业结构的合理化和高度化。

(3) 注重外商投资区域政策调整,鼓励外资投向中西部地区。国家应对上述地区投资的外商企业,按国际惯例,继续给予税收等方面的优惠,由沿海向内陆地区呈梯度分布,越靠近内陆中心地区,优惠程度应该越大。

东南亚发生金融危机后,我国吸收外资面临新的挑战。亚洲是我国吸收外资的主要地区,占我国利用外资总额的80%以上。金融危机使东南亚国家的经济实力受到较大的影响,对外投资必然削弱,相应投资我国的资金明显缩减。而且,由于东南亚国家货币贬值,将有利于

吸收国际长期资本的流入，同时这些国家又相继出台了吸收外资的新政策，且重点又放在吸收国际直接投资上，这必然使我国吸收国际资本的竞争加剧，因此，必须进一步改善投资环境，尤其是投资的软环境，加强法制建设，依法保护外商投资企业的权益，使外商投资保持一定的规模，以适应国民经济总体发展的要求，并随着我国经济规模的扩大而稳步增长。

另外，针对经济全球化趋势，和国际经济环境的变化，我国必须认真研究资本市场的开放问题，妥善处理外贸、外资、外债之间的关系，加强对外商投资企业的监督管理，维护中方合法权益，并且注意发展和保护自己，在政策上应支持我国幼稚产业的发展，建立健全反垄断、反补贴、反倾销等法规法律。避免过度竞争，使外商投资企业在未来我国经济发展进程发挥更大的作用。

本文主要参考文献

- Barro, R. J. and X. Sala-i-Martin, 1995, *Economic Growth* Hill, New York.
- Dunning, J. H., 1993, "The Theory of Transnational Corporations", Routledge.
- Lucas R. E., 1988, On the Mechanics of Economic Development, *Journal Monetary Economics*, 22, pp. 3-42.
- Romer P. M., 1986, "Increasing Returns and Long-Run Growth", *Journal of Political Economy*, 99, pp. 1002-1037.
- Maxwell J. Fry, 《Foreign Direct Investment in Southeast Asia - Differential Impacts》, ASEAN Economic Research Unit, Institute of Southeast Asian Studies, 1995.
- Larry E. Jones, Rodolfo E. Manuelli, "Endogenous Growth Theory: An Introduction", *Journal of Dynamics and Control* 21 (1997) 1-22.
- Richard E. Caves, "International Corporations: The Industrial Economics of Foreign Investment", *Economica*, vol. 38, 1971, pp. 1-27.
- 赵晋平, 中国的国际资本流入分析与展望, 《管理世界》, 1997. 3。
- 陈东琪、秦海, 中国资本市场的渐进式国际化分析, 《经济研究》, 1997. 7。
- 王洛林主编, 《中国外商投资报告》, 经济管理出版社, 1997年。
- 王健主编, 《跨世纪发展中的利用外资战略》, 中国经济出版社, 1996年。
- 牛南洁, 中国利用外资的经济效果分析, 国民经济研究所工作论文, 98.003。
- 刘恩专, 外国直接投资的贸易效应分析, '98中国国际贸易学会年会论文, 1998年。
- 裴长洪, 对外商来华投资增长潜力的分析, 载《1999年中国经济形势分析与预测》, 社会科学文献出版社, 1998年。
- 沈坤荣, 中国经济增长绩效分析, 《经济理论与经济管理》, 1998. 1。
- 国家计委课题组, 我国中长期利用外资的战略选择, 《战略与管理》, 1997. 2。
- 国家计委课题, 我国经济的国际化程度研究, 《经济研究参考》, 1998. 19。
- 中国社科院工业经济研究所, 《中国工业发展报告》(1998), 经济管理出版社, 1998年。
- 国际货币基金组织: 《国际资本市场: 发展、前景和政策》, 中国金融出版社, 1995年。
- 国际货币基金组织, 《中国在市场经济的门槛上》, 中国金融出版社, 1994年。
- 联合国贸易与发展委员会: 《1996年世界投资报告》, 《1998年世界投资报告》(英文版)。
- 《1997中国经济年鉴》, 中国经济年鉴出版社, 1997年。
- 《中国统计年鉴》1998年, 中国统计出版社, 1998年。

附表1 全球跨国购并现状

单位：亿美元

国家或地区	购并销售值		购并购买值	
	1990	1996	1990	1996
地区总计	1,599.59	2,746.11	1,599.59	2,746.11
发达国家	1,522.01	2,391.39	1,327.62	1,864.11
西欧	974.36	1,298.46	656.88	818.22
欧盟	909.67	1,143.16	603.20	767.72
比利时—卢森堡	14.25	14.30	10.95	20.68
丹麦	6.42	38.46	-	-
法国	223.12	115.14	62.68	114.14
德国	159.75	273.80	79.20	65.50
爱尔兰	8.61	38.69	-	-
意大利	36.01	30.46	47.31	52.06
荷兰	11.66	199.87	20.29	36.47
西班牙	26.08	62.73	62.41	17.86
瑞典	98.42	14.55	15.09	26.30
英国	255.66	348.22	250.05	392.26
北美	262.34	874.96	600.42	813.58
加拿大	45.44	221.50	57.46	104.37
美国	216.91	653.46	542.97	709.21
其他发达国家	285.31	217.97	70.33	232.31
澳大利亚	20.84	54.37	34.99	100.43
日本	251.33	125.73	1.02	47.80
南非	2.98	14.91	0.17	31.79
发展中国家	75.48	328.27	181.77	833.96
非洲	1.40	7.08	2.54	12.8827.84
拉美和加勒比	3.83	52.04	84.26	222.57
阿根廷	...	4.14	55.41	39.07
智利	...	22.10	4.67	21.35
委内瑞拉	...	3.88	0.45	41.61
墨西哥	...	7.33	16.81	28.47
亚洲	70.24	269.15	93.86	555.38
沙特阿拉伯	3.11	5.85	-	-
土耳其	0.18	6.22	-	-
阿联酋	0.51	1.58	-	-
中国	13.36	14.16	19.38	37.68155.33
香港特区	11.32	36.42	18.56	28.866
印度尼西亚	1.87	6.14	7.92	26.54
韩国	4.75	31.58	-	7.16
马来西亚	1.60	54.13	8.42	44.97
新加坡	2.43	40.06	6.33	16.92
斯里兰卡	...	21.16	-	-
中国台湾	12.59	13.46	0.93	24.10
中东欧	...	15.79	83.55	41.47
罗马尼亚	...	8.36	-	-
乌克兰	...	9.76	-	-

资料来源：《世界投资报告》（1997年），转引自：《世界经济》，1998年第5期。

附表2 世界生产要产业部门跨国购并 单位：亿美元

产业部门	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
全部产业部门	1,599.5	852.79	1,218.9	1,623.4	1,963.6	2,371.8	2,746.11
	9		4	4	7	4	
第一产业部门	95.55	29.94	32.46	243.08	95.88	222.15	234.08
农业、林业、渔业	15.04	3.02	2.66	2.94	19.20	7.96	4.71
石油矿产开采	80.50	26.92	29.81	240.14	76.68	214.19	229.37
其中：原油、天然气	74.93	22.67	27.63	237.63	75.25	204.13	220.64
第二产业部门	848.43	470.11	640.26	637.58	1,091.6	1,056.6	961.28
					4	4	
食品、饮料、烟草	135.28	51.57	135.61	95.48	160.92	163.63	101.51
纺织、皮革和服装	10.23	20.91	6.12	14.10	17.48	11.41	4.86
焦炭、石油的生产 和核燃料	48.43	58.80	41.87	50.48	91.91	12.12	50.15
其中：矿物油加工	34.20	48.98	38.72	18.62	85.54	10.13	47.83
化学及化工产品	155.24	78.73	78.79	212.40	236.31	263.88	211.82
其中：化工制品	154.76	75.61	77.89	210.38	234.64	261.67	204.22
非金属制品	55.57	14.53	63.93	22.51	92.35	57.06	35.55
基本金属和 金属制品	46.41	32.75	71.95	69.28	107.11	143.28	87.73
机械和设备	35.15	14.22	25.14	29.34	46.02	55.20	58.48
电器及电器设备	86.19	73.02	98.72	61.10	94.07	115.95	101.86
汽车及其他运输 设备	129.93	27.90	48.79	26.10	69.72	78.10	130.58
第三产业部门	655.61	352.73	544.86	742.79	776.15	1,093.0	1,550.75
						5	
电力和自业水供应	16.39	3.50	88.48	103.20	105.41	174.90	254.19
建筑业	4.09	5.03	47.20	11.22	28.54	20.84	71.89
运输与仓储业	38.69	23.32	43.17	41.46	78.88	45.71	105.40
邮政服务与电信	106.45	34.00	25.72	170.62	89.58	179.21	155.29
银行与金融业	91.14	60.73	134.32	101.34	69.91	168.05	213.03
社会保险业	99.08	100.24	35.25	58.51	99.58	30.25	131.28
不动产	28.32	10.05	31.66	81.81	45.96	64.38	115.79
商业服务为	30.54	33.53	19.14	4.54	48.95	131.85	149.14

注：本文选择主要行业列表。

资料来源：《世界投资报告》(1997)，转引自《世界经济》1998年第5期。

附录 1、国际资本流动与经济稳定 东南亚国家的经验教训

本文前面的分析主要是从国际直接投资角度分析资本流入对我国经济发展的积极效应。由于我国在资本项下没有实行自由化，因此我国的国际资本流动以流入为主要特征，而且主要是国际直接投资。但是，随着世界资本市场一体化进程的加快和我国对外开放程度的不断深入，国际资本流动我国经济增长的影响也必将更为深远。一方面要研究国际资本流动（包括直接投资、长期银行贷款、证券投资和银行短期拆借）对经济增长的积极作用。另一方面要研究国际资本流动对一国经济稳定的影响。本节以东南亚国家为对象，分析国际资本流动对国际收支与国内经济的影响，以期从中对我国未来的资本市场开放得到一些启发。

九十年代东南亚地区国际资本流动的重要特点是证券资本和银行贷款的流动量急剧增加，到金融危机爆发前夕，甚至大有超过外国直接投资的趋势，证券资本在弥补东南亚发展中国家资金不足方面起到的一定作用，但是危机的突然爆发和持续深入的后果使这两种期限短、流动性大、投机性高的国际资本的供应方和需求方都开始采取谨慎的态度，在危机之前并伴随着危机的首先是资本供应方的撤出，巨额资本在短期内从泰国、马来西亚、印度尼西亚和韩国流出，使这些国家陷入更深的经济危机，迫使政府重新估价本国的资本市场开放政策。下面从资本的需求方，即东南亚的发展中国家的角度，研究国际证券资本和外国银行贷款对本国经济稳定性的影响。

（一）对汇率和经常项目收支的影响

汇率是用一种货币表示的另一种货币的价格。传统理论强调国际贸易流量是汇率的主要决定因素，重视汇率变化对消除国际贸易不平衡所起的作用。因此，一般认为国际贸易顺差的国家货币会升值，而逆差的国家货币会贬值，进而引起贸易品相对价格的变化，使贸易恢复平衡。但是近年来的现实表明，国际资本市场上的金融资产交易及其引起的一系列连锁反应，使汇率的变动与贸易收支的情况不尽一致，对汇率决定因素的研究也更多地转移到资本市场上来。

当东南亚经济繁荣时，外国投资者希望持有该地区的资产，于是在东南亚的新兴市场上大量购买该地区国家用本币发行的股票和债券，同时国内的投资者也纷纷将手中的外国资产转换为本国资产，从而促使这些国家的货币需求量增加，造成升值的压力；在金融危机期间，由于投资者要将资产变现以及共同基金的经理要筹措现金来满足客户兑换现款的要求，因此人们大量抛售股票和债券，国内的投资者也不想持有本国的金融资产，加剧了资本的外逃，而且在资本大量流入时期，本币的供应量也相应增加，在危机中逆转为本币的过量供应，形成贬值的压力。

当资本可以充分自由流动时，有如下的平价定律： $(i - i_f) / (1 + i_f) = (F - E) / E^8$ ，其中 i 是国内利率， i_f 是外国利率， F 是远期汇率， E 是即期汇率。当资本大量流入时，各国为了限制资本的流入和控制国内的信贷扩张而提高国内利率，根据上面的方程式， i 增加时，若远期汇率不变，金融市场的调整使 E 减小。即货币升值。但是有关统计资料显示⁹，危机之前，只有马来西亚林吉特经历了较大幅度的升值，韩国和菲律宾仅在个别年份出现了轻微的

⁸ 迈克尔·梅尔文《国际货币与金融》，上海三联书店，上海人民出版社，1996年，p213。

升值，泰国的汇率一直保持稳定，而印尼盾则持续贬值。事实上，上述国家情况与平价定律不一致可以由通货膨胀和汇率政策来解释。

泰国保持汇率稳定是主要的原因是实行钉住汇率制，政府为维持钉住汇率所进行的各种干预转嫁了资本流入对汇率的影响。从 90 年开始，泰国的对外贸易持续逆差，1994 年逆差占国内生产总值的比例达到 8%，大量流入的国际资本不仅保证了钉住汇率，还让泰国的外汇储备在贸易赤字严重的 1994 - 1996 年保持增长。政府通过中和干预将多余的外资转化为储备，这一方面阻止了货币的升值和贸易赤字的进一步扩大，但另一方面让政府和投资者放松了对巨额贸易赤字的警惕，一旦实力雄厚的对冲基金开始对泰铢进行投机性攻击，外汇市场上就出现了抛售泰铢的风潮，政府对市场抛售的拦截迅速耗尽国内的外汇储备，迫使泰国放弃钉住汇率制，允许汇率浮动，让其贬值，于是 97 年第三季度泰铢贬值 27%。贬值反过来进一步加剧资本外逃，泰国的资本帐户余额由 96 年的近 200 亿美元跌落到 97 年的负 150 亿美元。

印尼和韩国都是吸收国际资本的大国，但是前者在整个 90 年代都保持了货币贬值的趋势，后者只是 1995 年有轻微升值。观察印尼和韩国的实际有效汇率发现，从 1990 年直至危机爆发前的 1996 年，实际有效汇率都在升值，这说明名义汇率的贬值很大程度上是由通货膨胀引起的，资本流入引起了实际汇率的升值，它的国际贸易和外汇储备的变化情况与泰国相似，都是同时出现贸易赤字和储备的增加很明显，国际收支的平衡依赖于资本项目的盈余，资本的流入增加了汇率实际升值的压力，而实际汇率的升值进一步恶化了贸易收支。

(二) 对外汇储备的影响

国际收支平衡的统计方程为： $CA+KA+E0=R$ ，中 CA 是经常项目余额，KA 是资本项目余额，E0 是错误与遗漏，R 是储备的变化。为了研究方便，将其变形为： $KA=CA+E0+R$ ，这个方程说明，资本帐户的盈余有三个用途：(1) 弥补经常项目赤字；(2) 从官方统计中消失，成为“地下”的资金流动；(3) 增加国家的外汇储备。如果资本帐户的盈余不足以补偿经常项目的逆差和地下资金的净流出，储备就会减少。

90 年代在危机发生之前，东南亚“四小”和韩国都有大量的资本净流入，在大多数的年份里，资本帐户的盈余不仅足以弥补经常项目的赤字，而且还同时增加外汇储备，为了减小外资流入对汇率升值的压力，亚洲的政府一般都采取了中和干预和措施，通过公开市场操作、提高对外资的税收等政策，将一部分外汇转化为储备，因此储备的增加是中和干预的结果。储备增加对提高一国的国际信用、加强国家应付突发事件的经济能力等有益处。但另一方面，储备积累增加了国内通货膨胀的压力，进一步刺激利率提高；更重要的是，储备的不断制造了一个幻觉，让政府和投资者都相信钉住汇率是可持续的，于是政府继续执行鼓励资本流入的政策，银行和国内投资者继续大量借贷外债，国外的投资者也继续向该地区投入资金。但是泰铢贬值的事实提供了一个教训：面对可以调动上百亿美元资金的机构投机者，面对数目众多的望风险而逃的中小投资者，几百亿美元的外汇储备只能产生及其有限的作用。当投机攻击开始后，市场的过度反应加剧了资本外流，为了阻止货币的过度贬值，政府抛出储备，致使储备以极快的迅速减少（见表 1）。

表 1 九十年代外汇储备的变化情况（单位：百万美元）

	韩国	印度尼西亚	马来西亚	菲律宾	泰国
90-96 年储备增加总量	14746	12661	#	11059	28010
97 年储备减少量	22979	7189	#	3094	18251

⁹ IMF 金融统计，1998 年 9 月（IMF, Financial Statistics, Sep. 1998）。

数据来源：IMF 金融统计（IMF, Financial Sep.1998）/

危机所反映的问题不仅涉及外汇储备的数量，还有储备的可用性，即在储备总量中，有多少是可以随时使用的。中央银行的外汇储备不会全部存在自己的保险库里，而是把相当一部分以存款形式存于国外的银行或购买外国政府债券，其风险大小取决于储备的投资形式。韩国在危机中出现了较为严重的储备不可用问题。为了鼓励国内银行的国际化发展，韩国的中央银行将一部分外汇储备存在这些银行的海外分行，银行又把这些外汇贷给国内企业或国外的韩资企业。接受贷款的企业受到国内财团风波影响发生经营困难时，银行也发生流动性困难。为了支持银行，韩国中央银行在 1997 年 1 月将存款从储备的 10%（约 35 亿美元）增加到 80 亿美元，然后继增加到 12 月的 100 亿美元。韩国面临大幅度贬值时，中央银行要提出这些存款干预外汇市场，发现存款银行把一部分外汇贷给失去偿还能力的企业或投资于新兴市场，一时无法收回，使中央银行能够随时支配的储备额比帐面上的数额少。韩国的例子说明，货币当局应该充分注意到流动性风险和市场风险对现有外汇储备的影响，注意储备的保值和增值。

（三）对国内金融体系的影响

金融体系的发展在发展中国家的经济增长中能够发挥重要作用，斯蒂格利兹在题为“亚洲的金融与持续发展”的演讲中说，有良好的金融体系，就会有良好的经济增长；金融体系发展不好，就容易发生危机或延缓经济增长的进程¹⁰。金融体系对经济增长的作用在于实现社会资金的再分配，提高资金的使用效率。运行良好的金融体系能够找到效率最高的资金使用者，相反，自身缺乏效率的金融体系会把资金借给低效的使用者。确定资金由谁使用之后，更重要的是监督资金的使用，保证效率、降低风险、增加流动性和掌握信息。

东南亚的危机从根本上说，是一场金融体系的危机：私人金融机构借入大量没有进行套期保值的短期外债，因为缺乏谨慎的评估和监督，资金被过度地用于房地产投机，银行体系承担了很高的风险，容易受到市场信心的突然滑坡的影响。这里有两个问题，一个是资本大量流入对银行体系产生的直接影响，二是对银行运行的监管问题，这里重点讨论这一个问题。

如前所述，韩国、泰国、印尼和马来西亚的资本流入是以国内银行为主渠道引进的。当国外资本以增加国内银行对外负债的形式流入一国时，会对银行体系产生直接的影响：本地银行外币负债增加，并获得外币资产，通常以该银行在其它国家注册的银行的存款或持有外币债券的形式存在。如果本国的中央银行没有针对流动性的增加而中和其基础货币，银行就能使用超额准备金钱为增加贷款。因此，国外负债的增加将导致银行资产负债表的扩张（IMF, 1995）。通过非银行金融市场流入的资本也能给银行体系带来类似的影响。当非居民进行直接投资或购买用本国发行的股票和债券时，需要把外币存款兑换成本币存款，使国内银行的存款和准备金得以增加。因此，无论国外资本的流入是直接投资、股票投资、债券发行，还是银行拆借，相应的银行存款和准备金的增加都可能导致银行贷款的增加。如前所述，为了阻止货币升值影响贸易，也为了减少资本流入对国内经济的影响，东南亚国家一般采取中和和干预的措施，把流入的外汇转换为官方储备。中央银行从商业银行手中购买外汇，导致商业银行在中央银行的存款准备金增加，通过货币的乘数作用增加了货币流量。

表 2 国内信用的增长率（1990 - 97）， %

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
韩国	24.8	22.4	11.6	12.7	18.4	14.7	19.4	23.3
印尼	58.3	18.9	14.0	21.0	22.9	21.6	22.7	25.7
马来西亚	18.0	18.5	16.6	12.3	14.8	29.5	27.4	29.2
菲律宾	3.08	-2.6	17.6	131.2	19.0	31.3	40.3	30.2
泰国	23.7	20.0	21.9	42.1	23.8	23.7	24.5	19.7

资料来源；IMF 金融统计（IMF, Financial Statistics, Sep. 1998）。

九十年代，东南亚国家都积累了资本项目的顺差，同时信用扩张的幅度也比较大（见表 2）。银行贷款的增加有利鼓励投资，对管理严格的银行体系来说，投资通过银行来安排，有利提高资金的使用效率、降低风险；如果银行体系自身存在管理上的问题，对借款者缺乏科学严格的审核、不严格监督资金的使用，大规模资本流入造成贷款的快速增加会导致信贷状况放松，银行贷款给“有关系”而信用不好或利润较低的企业和个人。

银行在引进外资中所起的直接作用可以从银行净外债的增加中看出来。东南亚国家在资本大量流入的年代，银行的对外负债也大幅度增加。但是由于债务的期限结构不合理，短期债务比重很大，所以这些国家的银行一出现流动性困难，这些外资就迅速抽走，使银行加速陷入困境。

韩国和泰国是最大的借款者，1997 年银行贷款减少的数量也是最大。印尼和马来西亚限制银行借外债，所以资金从银行流出的相对较少。虽然金融危机大规模的爆发是从 7 月开始，但韩国和泰国的银行在一季度就已经出现了外国银行大量抽回资金的情况，但第二季度由于获得政府的支持，情况有所好转，第三季度在市场信心受到严重冲击以后，银行资金就开始大量外流，并波及到印尼、马来西亚和菲律宾。

对发展中国家来说，现在关键的问题不是如何引进外资，而是资金引进后应该如何有效地加以利用。东南亚 80 年代以来的增长肯定了外资对发展中国家经济增长的积极作用，另一方面，1997 年的金融危机暴露出使用资金方面存在的问题。如前所述，资本的大规模流入将扩张国内银行的信贷，信贷资金的去向在很大程度上决定了资本流入的总效应是促进经济增长还是加剧不稳定。如果大部分贷款用于生产性投资，或进口国外先进的技术，资本的流入就有利于经济的长期增长。与此相反，东南亚国家尽管吸收了数量庞大的国际资本，但大量资金被投入股票市场。在印尼、马来西亚、泰国和韩国，银行持有大量私人部门证券，不仅增加了银行的资产风险，使证券价格的波动会影响到银行的收益和资本金，而且会抬高股票价格，形成股市“泡沫”，从而危及金融体系的稳定。

¹⁰ Joseph Stiglitz, “Sound Finance and Sustainable Development in Asia”, World Bank, 1998.

附录 2：东南亚的资本市场开放与国际资本流入的总量、来源与结构

一、资本市场的开放过程

八十年代末九十年代初,东南亚国家为了促进经济的国际化,纷纷开放国内的资本市场,在自由化的大趋势下,各国资本市场经历了不同的开放过程。为了吸引直接投资,印尼很早就解除了对资本汇出的管制,但它对资本流入采取了渐进的开放措施。印尼于 1989 年解除了银行对外借款的限制,但为了防止过度借款,又在 1991 年恢复了这项限制,同时,对企业借外债的管制趋于放宽,允许企业对外进行进口融资以及向非居民出售债券和股票,还允许外国投资者在本国的股票市场上进行直接投资。

从 60 年代到 80 年代,韩国对外资的控制一直比较严格,九十年代才逐渐开放资本市场。与印尼相同,韩国也首先解除了对资本流出的限制,但直到 90 年代中期才对外国投资者开放了证券市场。1992 年,非居民可以在一定的控制下进入韩国的股票市场,同时,本国企业可以在国外证券市场上发行的股票种类也有所增加。外汇银行可以向外借款,但企业直接的向外借款仍然受到限制。

相对而言,泰国的开放力度最大。为了吸引外资,泰国向外国投资者提供包括税收的各种优惠。对间接投资的引进主要通过银行这个渠道。泰国允许外国投资者在其证券市场上直接投资。但另一方面,它对资本外流的放松管理是渐进的。

二、证券投资和国际银行贷款的总量趋势

1、证券投资

国际证券投资有两种主要方式,一种是国际债券投资,另一种是国际股票投资。国际债券投资可通过发展中国家的公司在国际市场上发行债券,或者外国投资者到发展中国家的证券市场上直接购买发展中国家用本币发行的债券。大部分国际债券是在欧洲市场,特别是欧洲美元市场发行的。股票投资的增长速度很快,90 年代随着发达国家放松管制,发展中国家的筹资者可以在发达国家进行股票融资,发达国家的投资者也可以在发展中国家的股票市场上直接购买股票,但后者具有极大的不稳定性。九十年代以来,随着金融管制的逐渐放开,东亚(包括东南亚)地区作为新兴的资本市场,以其高速的经济增长和高资本收益率,吸收了世界上最多的证券资本。国际证券资本在该地区频繁流动,成为这一地区增长速度最快的国际资本。(见表 1)。

表 1 东南亚部分国家外国证券投资、股票和债券投资 (1991 - 1997) 百万美元

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
印尼	- 12	- 88	1805	3877	4100	5005	- 2637
	0	0	1805	1900	1493	1819	- 4992
	- 12	- 88	0	1977	2607	3186	2355
韩国	2338	4953	10533	8149	13875	21183	12287
	200	2482	6615	3614	4219	5954	2525
	2138	2471	3938	4534	9656	15229	9762
马来西亚	170	- 1122	- 709	- 1649	- 440	NA	NA
	0	0	0	9	-		

	170	- 1122	- 709	- 1649	- 440		
菲律宾	125	155	897	901	2619	5126	555
	0	0	0	0	0	2101	- 406
	125	155	897	901	2619	3025	961
泰国	- 81	924	5456	2487	4084	3586	4302
	37	455	2679	- 389	2124	1164	3441
	- 118	469	2777	2875	1960	2421	861

资料来源：IMF 金融统计，1998 年 9 月（IMF Financial Statistics, Sep. 1998）

注：每格中第一行是外国证券投资额，第二行是其中的股票投资，第三行是其中的债券投资。

表 1 提供了处于危机中心的五个国家在九十年代吸收外国股票投资和债券投资的详细数据，从中可以明显观察到，1995 年东南亚各国的外国证券投资都有较大幅度的增长，估计原因可能是 94 年墨西哥金融危机中大量外逃的国际游资转而大举涌入东亚。从资本的构成来看，债券是韩国、马来西亚和菲律宾外国证券投资的主要方式。除马来西亚外，其它各国的债券融资在 1997 年以前保持大幅度增长的势头，即使在危机之中，也保持了正的数值。相对于债券，股票的波动更大些，印度尼西亚和菲律宾 1997 年外国股票投资净减少，泰国在 1994 年受墨西哥危机的波及，股票融资也经历了较大的波动。

90 年代以前，发展中国家在国际市场上发行债券主要是为了偿还外债，因此以官方发行行为主。90 年代以后，由于发展中国家信用评级普遍提高，国际债券市场逐渐向发展中国家，尤其是信用良好的东亚发展中国家开放；另外，随着国内股票市场的发展，越来越多的公司发现，它们可以通过发行可转换债券来增加融资；再者，由于发展中国家的高利率政策，外国投资者在 90 年代上半期购买了大量发展中国家用本币发行的债券（值得注意的是，外国投资者持有的政府债券大多是中短期债券），债券成为东南亚吸收国际资本的重要方式。

与外国直接投资主要向增长率高而人均收入仍然较低的国家流动不同，东亚地区的国际股票资本更多地投向人均收入更高的国家，如韩国、马来西亚、泰国等。在发行方式上，尽管发展中国家可以在国际证券市场上用外币发行股票，其实主要的还是由国际投资者到发展中国家的证券市场上直接通过“对象国存款单”直接购买股票。根据世界银行的统计，1993 年发展中国家接收了 470 亿美元的股票融资，其中 350 亿美元是在本国的证券市场上进行的，剩余的 110 亿美元通过国际资本市场完成。¹¹不过对中国这样还没有开放本国资本市场的国家来说，外国投资者购买其股票主要通过国际市场，例如中国一些公司在香港股票市场上市交易。

表 2 发生危机的国家九十年代在国际市场发行股票、债券的情况（百万美元）

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
债券发行	3160	4013	11039	15908	19253	31472	20779
股票发行	485	991	1478	4233	5133	3061	1701

数据来源：IMF，《国际资本市场：发展、前景和政策，1998》第二部分“亚洲危机：资本市场的机理和溢出” P.26. (International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues, part two, “The Asian Crisis: Capital Dynamics and Spillover”)

¹¹ James Riedel, “Capital Market Integration in Developing Asia”, World Economics, Jan. 1997.

2、银行贷款

从九十年代初到目前为止，大部分对发展中国家的中长期银行贷款承诺集中在亚洲，因为这些国家没有发生过偿债困难¹²。虽然在整个发展中世界，国际银行贷款只是融资的一个较小的来源，但在东亚，它在外资中的比重甚至超过了 FDI 和证券投资（见表 3）。

表 3 发生金融危机的国家*九十年代获得的贷款承诺（百万美元）

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
亚洲	15688	15097	26984	38118	46707	56200	58933
危机国	8504	7050	13196	16183	25396	27986	25675
其他国	7184	8047	13788	21936	21311	28215	33258

数据来源：同表 2。

*指韩国、印尼、马来西亚、菲律宾、泰国

从表 3 可以看出，在这些卷入金融危机的国家中，银行贷款一直是主要的融资手段。对亚洲的贷款承诺仅在 1992 年稍有下降，随后便持续增加，直至 1997 年危机爆发，这在很大程度上是由私人机构的借款推动的，其中商业银行的对外借款占较大比重。印尼、韩国和泰国都允许银行直接向外借款，外国资本通过以银行为主的渠道进入这些国家，但危机一旦发生，这些以短期为主的贷款又迅速逃离。1997 年第三季度泰铢被迫浮动以后，从泰国银行外流的资本高达 99 亿美元；韩国被卷入危机之后，银行贷款抽走 8 亿美元；从菲律宾银行外流的 30 亿美元；第四季度香港金融市场受到冲击后，对该地区几乎所有国家的银行贷款都大幅度收缩，韩国的损失最大，达 180 亿美元；泰国有 77 亿美元的银行贷款被抽走，使第三、四季度的银行资本外流总额也达到 180 亿美元；印尼、马来西亚和菲律宾受的损失相对较轻。到了 1997 年底，亚洲新兴市场的主要国家，除印度外都成了国家清算银行的报告银行的债务人。

三、资本来源

机构投资者的成长

近年来越来越多的个人投资者将证券投资委托给专业基金管理人，机构投资者成为世界证券市场特别是新兴证券市场上不可忽视的力量。从广义上讲，机构投资者包括公共和私人养老基金、人寿和其它保险公司、共同（开放型）基金、封闭型基金、对冲基金、信托基金，以及进行投资交易的投资银行、商业银行和证券公司。自 1980 年以来，五个主要工业国的机构投资者所管理的资产增长超过 400%，占 GDP 的比例翻了一倍以上。¹³

在上述机构投资者中，养老基金和保险公司倾向于进行长期稳定的投资，传统上是发达国家金融市场的主要投资者，它们对新兴市场的投资近年来显示出缓慢增长，但它在亚洲的增长比在拉丁美洲快。共同基金和封闭投资公司迅速成长，这一方面是因为信息传递和证券清算交割的技术提高，以及各国资本市场的一体化，另一方面是由于个人投资者也越来越成熟。对冲基金是重要的机构投资者，在席卷东南亚的危机中起导火索作用的就是著名的对

¹² 国际货币基金组织，《国际资本市场：发展、前景和政策》。1995 年 8 月，中国金融出版社。

¹³ 国际货币基金组织《国际资本市场：发展、前景和政策》，中国金融出版社，1995 年 8 月，P161。

对冲基金“量子基金”。对冲基金有两个重要特点，一是不受管理，二是经常有较高的资产抵押。绝大多数的对冲基金都是在美国。对冲基金的资产总量虽然不及养老基金，但它们不受美国 1940 年投资公司法关于所有投资企业长期债务与资产比例的限制，头寸可能很高，有些对冲基金对某个投资机会的承诺可能高于资本的 5 到 20 倍。

由于机构投资者的力量不断增加，有效投资者的基数正从为数众多的小投资者转向数量较少的大投资家。随着财富更加集中于专业基金管理者手中，他们对金融市场的影响力不断增加，容易造成市场流动性的突然变化。

亚洲的资本来源

东亚地区的国际证券资本与 FDI 来源不尽相同。东亚地区 FDI 的主要来源是香港、日本、韩国等区域内部投资，而证券投资者则更多的来自美国和欧洲。包括投资银行、养老基金、保险公司在内的机构投资者是重要的投资来源。由于亚洲国家的信用评级较高，所以以长期稳定投资为主的养老基金在亚洲市场上的投入近年来有所增加。九十年代初，机构投资者（主要是美国和英国的养老基金和保险公司）开始对经济繁荣的亚洲发展中国家投入资金，作为分散资产风险的一种手段。与此同时，越来越多的新兴市场共同基金成立了，这些基金对全球的投资者开放，投资方向是那些对外国投资者开放不久的亚洲和拉丁美洲的证券市场。

对东南亚的国际银行贷款过去主要来自银行辛迪加，近年来，在亚洲增加的外债中，银行同业拆借的比重不断增大，国内的外资有相当大的一部分是通过银行作为借款中介引入的（表 4）。

表 4 国际清算银行的报告银行（BIS - Reporting Banks）在危机发生国银行的资产（1994 - 1997） 单位：百万美元

	1994	1995	1996	1997	1997 各季度			
					一季度	二季度	三季度	四季度
印尼	3443	2920	162	3187	1112	2699	3056	- 3680
韩国	8287	14899	15722	-19585	-1653	399	-838	-17493
马来西亚	8363	208	975	8061	4531	2282	3244	-1996
菲律宾	- 90	681	3605	- 970	260	2229	- 2941	- 518
泰国	17188	31705	10244	- 16377	- 240	1473	- 9944	- 7666

资料来源：IMF，《国际资本市场，1998》第二部分“亚洲危机：资本市场的动态和溢出”（The Asian Crisis: Capital Market Dynamics and Spillover”。