

国际资本流动在我国的双向性研究

●国际资本流动具有双向性特征，而其具有的突然反转性成为上世纪70年代、80年代与90年代地区性金融危机的主推力。

●我国短期国际资本流动的波动程度较大，主要受国内物价水平、中美利差、汇率水平及预期，以及中美资产收益率之差影响。

●国际资本流动对于中国具有两个含义：第一个含义在于，与美国次级债危机有关，中国目前也存在着资金双向流动性，需重点关注因美国经济低迷与回暖带来的资金流动的波动性。第二个含义在于，即使中国外贸顺差因主要发达经济体陷于调整而下调，人民币升值步伐也会加快。

◎信达证券

一、国际资本流动的双向性

1、国际资本流动的双向性特征

国际资本流动，一方面是资金从发达国家向发展中国家流动，此与国际产业分工相关。发达国家占据产业链高端，凭借其研发优势与全球网络；发展中国家处于产业链低端，依据的是其自身资源优势与劳动成本优势。这部分的资金流动以直接投资为主。另一方面是资金从发展中国家向发达国家流动，其原理在于发展中国家的超额储蓄以及因发达国家更大的劳动生产率，由发达的金融服务业带来的更为稳定的资产收益。其中又多采用证券投资方式，因此，波动性相对更大。潜在的含义是，当以美国为代表的发达国家经济处于低迷时期，这部分资金有极强的动机从其中撤出寻找相对收益率更高的地区；而当发达国家经济反转，其又将向发达国家流动。高度流动性带来的是发展中国家资本市场的波动性。

2、国际资本向发展中国家流动趋势在持续

资金向发展中国家流动在持续扩张。一方面，全球充足的流动性、发达国家的低利率、发展中国家较高的债券利率，证券投资收益吸引了外资进入。另一方面，投资者信心稳定，发展中国家信用评级在改进。

A、股权投资成为资本流动的主要形式

在2004年到2006年全部资本流入中，70%是股票投资，股票投资在2006年达到了940亿元，而在2001年只有60亿元。2006年，股票与债券投资达到了6470亿美元，比2005年上升了17%。

2006年私人债券市场在下降，与2003年相比，2006年下降了10%，只有490亿美元。而在2005年到2003年期间该市场呈现规模扩张之势；商业银行借贷在2006年增加了260亿元，银行借贷向欧洲与中亚的流入在下降，2006年下降了100亿美元，虽然占到了全部借贷的60%，但2005年达到了90%；外国直接投资在2006年达到了3250亿元，比2005年增加了440亿元。主要集中于银行、通讯与房地产市场。

B、因次级债风波，2007年向发展中国家的资金流动具有明显的波动性与阶段性。

次级债危机爆发之前，从2007年1月到7月，债券发行、银行贷款以及股权投资总计达到了每月530亿美元，主要集中在债券与股票投资。与之相比的是，2006年只有420亿美元。但是从8月开始下降，每月只有420亿美元，虽然到了10月，债券与股票投资基本恢复，但是银

行贷款方面依然出现大规模下滑，其中商业票据下降了250亿元。银行借款下降在一定程度上反映了将要到期的资金从新型市场回流，原因在于银行紧缩信贷规避风险，用以补充在次级债市场上遭到的损失。

C、估计2008年经济着陆将影响资金向发展中国家流动

出口可能下降，同时进口成本因原油价格上涨而上升。经济放缓带来的是资金流入量的减少与波动加大，从各类资金流动规模看，名义价值有所上升，但是占GDP比重在下降。根据世界银行测算，在软着陆情况下，外国直接投资将下降0.1%分点，而在硬着陆情况下，为0.3%。软着陆情况下，名义值将从2006年的3250亿元上升到2009年的3770亿元。

证券投资的波动性大于FDI，在软着陆下，将分别下降0.1%与0.5%。软着陆情况下，名义值将从2006年的900亿元上升为2009年的1050亿元。债券投资在软着陆下将下降0.5%，名义价值从2006年的1520亿元增加为2009年的1870亿元。

3、2008年发展中国家向发达国家的资金流动将减少

流动规模以发展中国家的经常性账户余额估计，2006年达6400亿。资金来源相对集中，主要为中国、俄罗斯、石油输出国、亚洲四小龙。流动原因是，从1999年开始发展中国家经常性账户出现盈余，该盈余在2006年达到了GDP的1.3%。但这种盈余分布不具有均衡性，亚洲、石油输出国实现盈余，而一些欧洲的发展中国家依然保持了账户赤字。

盈余一方面得益于石油价格上涨，另一方面则在于发展中国家吸取金融危机教训而增加预防性储蓄。而其向外投资在一定程度上反映了对于国内投资效率的担忧，以及发展中国家本土制度的某种缺憾，因为在资金流出的同时也是国外资金的流入。

在2008年经济着陆过程中，发展国家的账户盈余来自于发达国家的顺差部分将缩小，同时美元贬值带动美国经常性账户赤字减少。日本在2008年的外贸顺差可能与2007年持平，甚至略有好转。从这个角度看，2008年发展中国家向发达国家的资金流动将减少。

二、国际资本流动的反转型

在全球流动性过剩背景下，国际流动资本对国内投资资金的补充与对社会消费的平滑不再被特别关注，关注更多的在于其流入过程中货币供应量的增加。利率下降助推资产泡沫的同时带来本币升值压

力，更多的在于流出过程中时机的顺周期性、突然性以及由此带来的经济波动与调整的成本。以史为鉴，上世纪70年代、80年代与90年代地区性的金融危机与国际资本的大规模进出有关。

1、发展中国家更容易发生资金流入的反转

A、20世纪80年代初拉美国家遭受的汇率冲击

20世纪70年代，伴随着石油美元及欧洲美元的产生与发展，在1979年到1981年间，国际间银行借贷显著增加。拉丁美洲成为主要的国际资金流向地，主要采用辛迪加贷款形式。在1981年达到了历史性峰值为462亿元，所流入资金为该地区GDP的6%。但是在1982年的时候，国际资本流入突然停止，借贷利率水平也达到了20世纪30年代以来的历史最高点。自此，新兴市场不但自愿融资存在难度，而且被迫出售经常性账户盈余以归还所借入的资金。

B、1994年墨西哥比索危机

20世纪80年代，国际资本复苏，再次流向拉丁美洲的同时向亚洲的资金流动也兴起，此次主要采用外国直接投资与证券投资的形式。外国直接投资成为资金流动的主要形式，占据一半，债券与股票投资占据了上世纪90年代中期资金流动的将近30%。银行借贷资本则从上世纪70年代最高的70%下降为90年代的20%。资金流入创造了股市繁荣，但随着资金流动的反转泡沫再次破灭。1994年墨西哥金融危机爆发，但是危机持续时间较短，也没有向亚洲地区扩散。一年后资金悉数回流，并达到历史新高。

C、1997年东亚货币危机

1997年爆发泰国金融危机，之后伴随着俄罗斯与巴西危机，资金回流规模与持续时间很长。1999年到2001年间，资金流向亚洲部分下降了10倍，在1996年资金流入规模为120亿美元，到1997年仅为120亿美元，而其中债券股票与银行借贷的回转更为剧烈，1996年为690亿美元流入，到1998年变动为1040亿美元流出。在拉丁美洲，1996年大约有300亿美元的短期资金流入，而到2001年则为310亿美元的流出。转轨经济中情况类似1995年资金流入达到历史峰值为510亿元，而在上世纪90年代后期，表现为资金的净流出。

资金流动的反转型与资金的大规模流入、资金接受国的经济基本面、资金的流入方式有关。从这个角度看，发展中国家更容易发生资金流入的反转。

2、流入反转型的影响

大规模的流入对于反转型具有影响，研究员对股票的认可程度和自信程度、目标价取自各卖方机构的研究报告数据。以上研究成果只反映卖方

研究员对股票的认可程度和自信程度，以及买方机构投资者的观点，在应用时应考虑到研究者和投资者思维的差异性，同时也需要注意区分研

究生平衡表中，非直接投资计算为证券投资加其它投资以及错误遗漏项之和；在海关统计数据中，计算为外汇储备增量与外贸顺差、外国直接投资之差，此为最常用的指标。

中国短期国际资本流动规模在提高，但总体资金规模变动很大。以2002年10月到2007年12月的月度数据为对象，其月度变动幅度的波动率为4.3%。从各个分项目看，外贸顺差变动的波动率为0.95%，外国直接投资变动的波动率为8.2%，外汇储备变动的波动率为33.6%。

2、汇率与中美收益率之差是影响我国短期国际资本流动波动程度的主要因素

我短期国际资本流动的波动程度主要受国内物价水平、中美利差、汇率水平及预期以及中美资产收益率之差影响。(1)物价因素。物价上升时名义汇率不变实际汇率下降，本币面临升值压力与预期，外资流入动力增加。中美两国物价水平的比较可知，在1982—2006年期间，美国国内物价水平较为平稳，没有明显的剧烈波动。而在前段时间内，中国零售物价指数变动十分频繁，既有高通货膨胀时期，也存在着严重的通货紧缩。物价变动带来了两者变动走势呈现出较为显著的一致性。(2)利率因素。利率上升本币与外币利差加大，本币面临升值压力与预期，外资流入动力增加。由于一国利率水平是以一国经济走势为调整依据，中美两国利率走势差异反映了两国经济周期的不一致性。(3)汇率因素。2003年开始外资流入幅度加大与预期人民币升值密切相关。(4)资产收益率。2003年以后特别是2005年下半年开始的股市新一轮牛市行情成为另一个吸引外资流入的重要因素。

以2002年10月到2007年12月的月度数据为对象，以2005年7月汇改为界，从各项参数与资金流动的相关系数可以看出，汇率与中美收益率之差是主要的影响因素。

3、中国国际资本流动概况

在过去的10年中，中国的外国直接投资占到全球流向新型市场国家的1/3以及亚洲地区的60%。一个突出的现象是，流入国内的资金主要来源于对中国呈贸易顺差的国家，亚洲经济体构成了FDI的主要来源。2007年1—11月累计数据显示，我国香港、日本、韩国以及新加坡占到了FDI的50%，这在一定程度上带来了相应的技术与经验。而来自美国的只占5%，欧洲地区居流入国家或地区的前10位之外。流入的最大部分来自于香港，在某种程度上反应了出于避税目的的资本的循环流转。但是目前比重在下降，1994年为58%，2007年前11月累计占比为36%，其比重下降意味着循环程度下降。外国直接投资主要投向的领域包括制造业、房地产业占到全部资金的10%，在制造业主要是电子以及通讯设备为方向。

对于中国的两个含义，第一个在于，与美国次级债危机有关，中国目前也存在着资金双向流动性。一方面，由于国际金融机构为弥补在次级债中的损失，将其前期在中国投资部分获利了结，此为资金流出。

另一方面，为规避美国金融市场的高度不确定性以及实体经济的低迷，而寻找收益风险更为优异的地区，此为资金流入。但是这部分资金流入与美国的经济周期息息相关，而具有较强的波动性。

第二个在于，因经济过热的可能性与通胀上升压力，利率上调压力巨大。中国基本上还是固定汇率制度，与此同时，美国尚处于降息通道，因此，即使中国外贸顺差因主要发达国家经济陷入调整而大幅下调，人民币升值步伐也将加快。

(执笔:徐佳蓉)

■信息评述

央行发布《2007年国际金融市场报告》

中国人民银行昨日发布了《2007年国际金融市场报告》。《报告》指出，将进一步加强金融市场基础设施建设，提高中国金融市场效率、联通性和安全性。

海通证券：

2007年中国金融改革开放继续深化，中国金融市场与国际金融市场联系进一步加强。外资银行法人化改制进展顺利，外资对中国金融市场参与进一步加大，中资也更加积极地参与国际金融市场，中国金融市场的全球影响继续扩大。今后中国将进一步加强金融市场基础设施建设，优化市场参与者结构，适当扩大境外对中国金融市场的参与规模。在风险可控前提下，积极创造条件推动中资参与国际市场，积极稳妥地推进资本项目有序开放，为金融市场进一步对外开放创造条件。

中国金融市场和国际金融市场的联系日益紧密。去年以来发达经济体产出增长放缓，新兴市场和发展中经济体产出保持快速增长。为应对美国次贷危机引发的金融市场波动所产生的不利影响，主要经济体中央银行不同程度地放松了货币政策。金融市场动荡、全球失衡、油价上涨等因素将构成影响未来世界经济增长的主要潜在风险。

中国汇率传导效应分析

中金公司：

近期我国通货膨胀率大幅上升，达12年新高。最近10年，中国经济对于进口的依赖程度不断上升，剔除加工贸易后，进口占GDP比重从1997年的7%上升至目前的18%。人民币升值长期来看有利于抑制通货膨胀，但是短期作用较小，国际大宗商品和农产品价格对我国消费价格的影响较人民币汇率大得多。鉴于出口增速进一步下滑，政府采取一次性升值措施可能性已降低，因此应对通胀无法依靠单一政策，而应采取“紧货币”抑制国内自身通胀因素，同时用财政政策加大补贴农业生产补贴城市低收入者。为了引导通货膨胀预期，政府应当强调我国通货膨胀的国际周期性因素，即美元和大宗商品价格的周期性变化。

香港多家银行宣布减息

包括汇丰、恒生、东亚在内的多家香港银行19日均宣布减息，将最优惠利率下调0.5个百分点，自20日起开始生效。

中投证券：

减息后，汇丰和恒生银行的最优惠利率由目前的5.75%调降至5.25%；东亚银行的最优惠利率由目前的6%调降至5.5%。此外，自今日起汇丰、恒生银行5000港元或以上港元储蓄存款利率则调低为0.01%，而5000港元以下则为零利率。对此，汇丰银行执行董事王冬胜表示，调低利率后，港元存款利率减至接近零水平。银行不希望见到负利率现象，所以如果美国再减息香港跟随减息的空间有限。

受到联系汇率牵引，香港自然会跟随美国降息，但降息幅度并没有与美国同步，原因是香港原来的利率已经很低。降息后现在银行只是象征性的给予活期存款1个点子的利息。在负利率环境下，本应是对地产市场有利的，但由于预期受到美国经济不景气影响，银行预期香港经济会转差，所以有银行提高了按揭贷款利率以减风险。在投资环境转差，再加上负利率和通胀环境，降息并不是一件好事。

基金炒股收入暂不征收企业所得税

财政部和国家税务总局日前下发《关于企业所得税若干优惠政策的通知》，其中规定基金从证券市场取得的收入暂不征收企业所得税。

齐鲁证券：

通知规定，对证券投资基金从证券市场中取得的收入，包括买卖股票、债券差价收入，股权股息、红利收入，债券利息收入及其它收入暂不征收企业所得税；对投资者从证券投资基金分配中取得的收入暂不征收企业所得税；对证券投资基金管理人运用基金买卖股票、债券的差价收入暂不征收企业所得税。我们认为，此项税收优惠政策对于证券投资基金的发展将有重要作用。

《可再生能源发展“十一五”规划》出台

国家发改委昨日公布《可再生能源发展“十一五”规划》，到2010年可再生能源在能源消费中的比重将达到10%，比2005年提高2.5个百分点；全国可再生能源利用量达到3亿吨标准煤。

中原证券：

本次《可再生能源发展“十一五”规划》是在《规划》中可以看出来，几大可再生能源将齐头并进。

(1)在水电领域，“十一五”时期全国将新增水电装机容量7300万千瓦，其中抽水蓄能电站1300万千瓦。到2010年全国水电装机容量达到1.9亿千瓦，已建常规水电装机容量占全国水电技术可开发装机容量的31%。

(2)在生物质能领域，到2010年全国生物质发电装机容量达到550万千瓦，初步实现生物质能商业化和规模化利用，培养一批生物质能利用和设备制造的骨干企业。

(3)在风电领域，“十一五”时期全国新增风电装机容量约900万千瓦，到2010年风电总装机容量达到1000万千瓦，调高了《规划》中500万千瓦的规划，国家将重点建设30个左右10万千瓦以上的大型风电场和5个百万千瓦级风电基地。

(4)在太阳能领域，到2010年太阳能热水器累计装机量达到1.5亿平方米，太阳能发电装机容量达到30万千瓦，并进行兆瓦级并网太阳能光伏发电示范工程和万千瓦级太阳能热发电试验和试点工作。

券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:3月1日至3月19日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	3月19日收盘价	目标涨幅(%)	2007报告预期		2008报告预期		2007一致预期		2008一致预期	
								EPS	PE	EPS	PE	EPS</th			