

王永中

wangyzcass@163.com

徐沛原

xupy.14@sem.tsinghua.edu.cn

中国对拉美直接投资的特征与风险^①

【内容提要】为弥补官方对外直接数据存在的国别和行业信息部分失真、过于宏观和简略等缺陷，本文根据 Dealogic、FDI Intelligence 和传统基金会的微观项目数据，分析中国对拉美投资的规模、进入模式、行业结构和国别布局，评估中国在拉美的投资风险。2016 年，中国对拉美投资存量为 1070.5 亿美元，占中国对外投资的比重为 8.8%，是中国对外投资第四大目的地。全球金融危机以来，中国对拉美投资总体上实现了跨越式增长，但波动幅度较大。金融危机前中国资本偏好绿地投资，金融危机后则偏好并购。投资动机由以资源获取为核心，向以资源获取为主、市场寻求为辅过渡。投资行业由以资源能源行业为基础，向公用事业和制造业快速扩展。从中国企业的角度看，拉美地区总体投资风险较低。2005-2017 年，按金额和项目数量度量的中国在拉美投资失利指数的均值分别为 0.82、0.88，均小于 1，说明拉美的投资风险低于中国对外投资平均风险水平。中国在拉美投资风险较高的行业是旅游、交通、企业管理（控股公司）、农林牧渔、金属矿产和建筑；投资风险较低的行业有高科技、地产和物流。分国别来看，阿根廷的能源、巴西和智利的金属矿石、墨西哥的交通运输业的投资风险较高，而拉美各国的农业、化工、金融、地产、高科技和公用事业的投资风险均较低。

^① 本文发表于《拉丁美洲研究》，2018 年第 3 期。

一、引言

拉丁美洲和加勒比海地区（下文简称为“拉美”）^①，是中国对外投资的一个重要目的地。中国和拉美经济互补性强，双方经贸合作具有较大的发展空间。中国在制造业、基础设施等领域竞争力较强，外汇资金较为充裕，但能源、资源和农产品的供给相对不足，而拉美经济体的开放程度较高，能源、矿石资源和农产品等大宗商品资源丰富，但经济结构单一化特征明显，经济增长动能不足，长期处于“中等收入陷阱”。近年来，中拉经贸合作发展势头良好，双边贸易、投资和融资合作进一步拓展，重点涵盖能源资源、基础设施建设、农业、制造业、科技创新、信息技术等领域。2015年1月，习近平主席在中国-拉共体论坛首届部长级会议上宣布，2015-2025年期间，中国将向拉美地区投资2500亿美元。若这一投资设想能够实现，中拉经贸合作将会跃上新的台阶。

但与此同时，中国企业在拉美的投资并非一帆风顺，而是经常遭遇失利和挫折。一些典型失利案例有：墨西哥政府无限期搁置高铁招标计划，勒令中资坎昆龙城项目停工；委内瑞拉的经济、社会和政治危机致使国开行向其发放的数百亿美元的石油担保贷款面临着突出的违约风险；厄瓜多尔以总统令的形式向外国石油公司征收99%的额外收入税，致使中石油和中石化联合收购后的安第斯石油公司损失惨重；玻利维亚新宣布的石油天然气国有化政策迫使中国石油公司不得不改变原有的开发计划，与玻政府达成新的协议，否则中石油的资产可能会被没收，甚至被驱逐出境。

为促进中国对拉美投资的稳定、快速和可持续发展，降低中资企业的投资风险，提高投资效益，有必要对中国在拉美的投资状况作全面而客观的梳理，概括投资特征，评估投资风险，提出针对性的政策建议。然而，商务部、国家外汇管理局和国家统计局联合发布的对外投资数据，失之于宏观和简略，难以有效满足分析需求。具体而言，在反映中国对拉美投资的特征和风险方面，官方数据的缺陷主要体现在：

首先，官方数据仅显示了中国对外投资资金的最初投放地，没有提供最终目的地，在反映投资的国别分布方面存在明显的偏差和失真。根据中国官方的统计数据，2016年，中国对拉美地区的直接投资存量达2071.5亿美元，占中国对外投资存量的15.3%，是仅次于亚洲的中国对外投资的第二大目的地。而中国在开曼群岛和英属维尔京群岛这两个避税天堂的投资存量高达1929.7亿美元，占中国对拉美投资的93.2%。显然，开曼群岛和维尔京群岛仅是中国资本的国际中转地，不是最终目的地，从而不能完全将中国对其投资计入中国对拉美的投资。同时，中国对香港、新加坡等其他国际投资平台的投资资金也有可能实际流向拉美地区。

其次，行业投资数据存在一定程度的失真，对各国的行业投资数据基本不公布。官方仅公布了中国对拉美主要行业的投资数据，如租赁和商务服务业、信息传输/软件和信息技术服务业、批发和零售业、金融业、采矿业等。众所周知，中国对拉美的投资绝大多数流向英属维尔京群岛和开曼群岛，且投资的行业主要为租赁和商务服务业、信息传输/软件和信息技术服务业，如新浪、腾讯、百度等企业。^②鉴于中国投向避税港的资金有多种可能流向，如“返程投资”（流回中国）、流向非拉美地区和流向拉美国家，因此，官方的行业投资数据难以真实准确地反映中国在拉美投资的行业结构。

最后，缺乏国别层面的进入模式数据信息。从投资方式看，对外直接投资可分为绿地投

^① 根据世界银行数据库的定义，拉丁美洲和加勒比海地区共计有42个国家或地区。

^② 刘晨阳、田华：《避税港型离岸金融中心对我国跨境资本流动的影响及监管建议》，载《财政研究》，2011年第9期，第38-41页。

资和并购投资。从东道国角度看，绿地投资可带来新增的投资和就业机会，提高国内产能，而并购通常导致本国重要的自然资源（油气、矿藏）或战略资源（品牌、专利、技术）的产权向国外所有人转移，通常不产生较大的新增投资，就业创造效应也不明显，从而使得绿地投资比并购更受青睐，投资成功的概率也更高。^①因此，对于“走出去”的中国企业而言，绿地投资和并购所面临的行业壁垒和投资风险是存在差异的，若对二者不加区分，显然不能准确地反映中国企业在拉美投资的特征和风险。

尽管官方数据存在诸多缺陷，但学者们采取了一些补救方法，尝试从不同视角来分析中国在拉美投资的实际状况。主要集中在两方面：一是真实的投资规模。考虑到中国对开曼、维尔京群岛的投资仅有很小的部分能最终留在拉美当地，学者们通常做法是将中国对避税岛投资从中国对拉美投资中剔除^{②③}，但这可能低估中国对拉美的真实投资。二是行业投资结构。由于数据可获得性问题，学者们对中国在拉美投资的定性分析多，定量分析少。吕洋、^④赵雪梅^⑤等学者注意到中国在拉美投资行业分布的多样性，但缺乏系统性定量描述。林越^⑥根据投资项目数据，分析了中国对拉美投资的行业结构，但缺乏投资金额数据。李紫莹^⑦、吕洋^⑧、吴撼地^⑨等学者分析了中国对拉美能源资源行业的投资偏好，但尚未注意到中国对拉美制造业(如一汽投资墨西哥、比亚迪投资巴西、奇瑞投资阿根廷)、公用事业(如国网投资巴西电力)投资的强劲动能。

为弥补官方数据的缺陷和学界研究的不足，本文利用 Dealogic、FDI Intelligence 和美国传统基金会（The Heritage Foundation）发布的微观项目数据，系统分析中国对拉美投资的规模、投资方式、行业结构和国别布局，识别和评估中国在拉美的投资风险。当然，商业机构和智库发布的数据也存在一些根本性缺陷：一是数据主要来源于新闻和媒体，准确性和权威性存疑；二是绿地投资是合同投资数据，不是实际投资数据；三是传统基金会数据仅考察投资额在一亿美元以上的大项目，不能反映全貌。然而，这些微观项目数据的价值在于，有效弥补了官方数据的宏观和简略的缺陷，能反映资本的最终目的地。本文其余部分结构安排如下：第一节从投资规模、进入模式、行业结构、国别分布等视角，分析中国在拉美直接投资的特征；第二节利用传统基金会和 Dealogic 的投资失利数据、国别风险指南（International Country Risk Guide, 下文简称“ICRG”）发布的国别风险数据，揭示和评估中国在拉美投资的总体风险和行业风险；最后总结全文并针对国别行业风险提出针对性的政策建议。

二、中国对拉美直接投资的特征

^①Nocke, V., &Yeaple, S. R., “Cross-border mergers and acquisitions vs. greenfield foreign direct investment: The role of firm heterogeneity”, in *Journal of International Economics*, Vol. 72, No. 2, 2007, pp. 336-365.

^②刘晨阳、田华：《避税港型离岸金融中心对我国跨境资本流动的影响及监管建议》，载《财政研究》，2011年第9期，第38-41页。

^③吴国平：《后危机时期中国企业投资拉美和加勒比地区的机遇与挑战》，载《中国社会科学院研究生院学报》，2011年第2期，第126-133页。

^④吕洋：《中国对拉美投资的现状及问题》，载《国际研究参考》，2016年第11期，第7-13页。

^⑤赵雪梅：《中国企业在拉美投资的产业分布及动因分析》，载《拉丁美洲研究》，2009年第31期(增刊2)，第38-42页。

^⑥林越：《中国企业在拉美投资的风险偏好与展望》，2016年3月11日。http://www.ccpit.org/Contents/Channel_3926/2016/0311/593417/content_593417.htm. [2018-04-16]

^⑦李紫莹：《中国企业在拉美投资的政治风险及其对策》，载《国际经济合作》，2011年第3期，第20-24页。

^⑧吕洋：《中国对拉美投资的现状及问题》，载《国际研究参考》，2016年第11期，第7-13页。

^⑨吴撼地：《新世纪以来中国对拉美地区的直接投资研究》，载《中国社会科学院研究生院学报》，2011年第02期，第134-139页。

本文将利用 Dealogic 和 FDI Intelligence 数据库，从投资规模、进入模式、行业结构、国别分布等视角，对中国在拉美的直接投资作全面的梳理和测算，揭示和概括中国对拉美投资的特征事实。

（一）投资规模

中国对拉美投资的起步较晚，增长速度快，但波动性较大。中国直到 1999 年才出现第一笔对拉丁美洲的投资，而同为发展中国家聚集的非洲于 1997 年便有中国资本流入的记录。2000-2002 年期间，中国没有对拉美进行投资。2003 年以来，中国对拉美的投资增长迅速，投资存量由 2003 年 20.2 亿美元急剧升至 2016 年的 1070.5 亿美元，增长了 52 倍，年均增长率达 35.7%。虽然中国对拉美投资存量年均增速保持高位，但不同年份的投资流量差异较大。增长较高的年份是 2010、2011、2014 和 2016 年，其中前三个年份的投资流量均超过 150 亿美元，而 2012 年、2013 年的流量仅分别为 44.4 亿美元、70.1 亿美元，不到 2011 年峰值水平（215.5 亿美元）的三分之一。

2016 年，拉美是中国对外投资的第四大目的地，投资存量为 1070.5 亿美元，占中国对外投资的比重为 8.8%。拉美吸引的中国资本规模相比较于亚洲（4029.9 亿美元）、欧洲（2948.9 亿美元）和北美洲（2171.4 亿美元）的差距较大，具有一定的增长空间。2003-2009 年期间，中国对拉美的投资份额持续下降，价值份额和项目数量份额分别由 2003 年的 12.9%、6.6% 降至 2009 年的 5.3%、3.9%。2010、2011 和 2014 年是比较特殊的三年，中国对拉美投资价值份额分别达 31.0%、17.2% 和 13.2%，但是项目数量占比依然为 6.1%、7.2% 和 6.2%，这说明我国对拉美直接投资的增长点主要集中在少数投资单价高的大型项目上，如能源、资源等。在缺少大项目的年份，中国对拉美投资价值份额迅速回落到 10% 以下，比如 2015 年为 5.84%，2016 年更是进一步降至 4.56%（见图 1）。在可并购的大型资产数量有限且受东道国政府较强管制的情况下，未来拉美对中国投资的吸引力很难再现金融危机后的辉煌。总体上看，拉美地区近年来对于中国资本的吸引力有所下降。

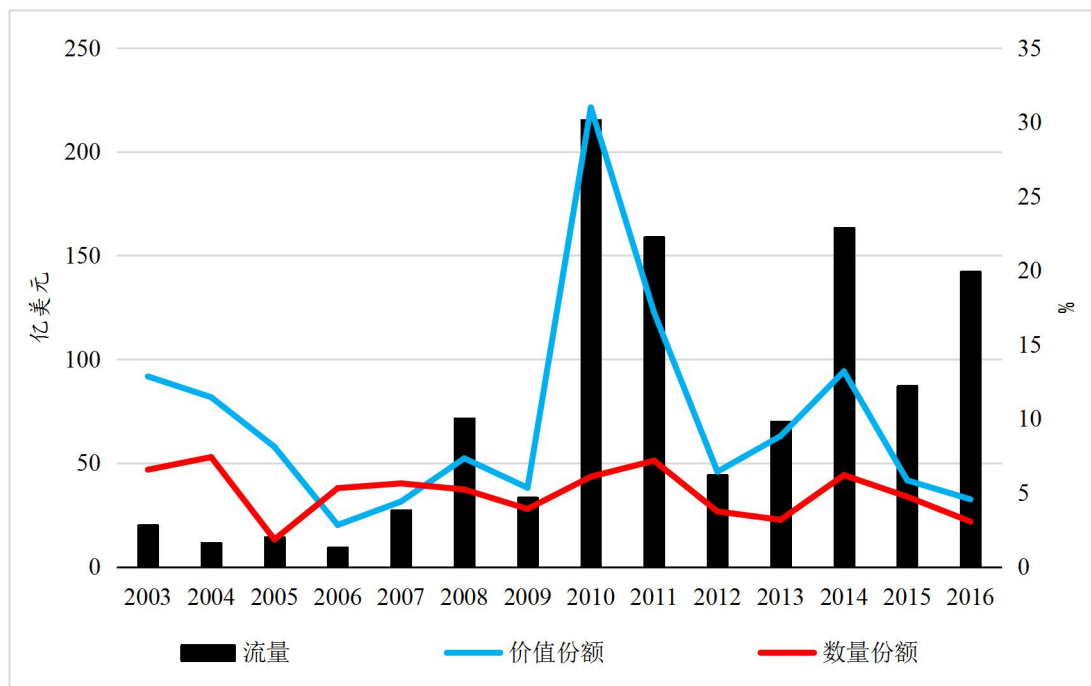


图 1 中国对拉美直接投资的流量及其份额

资料来源：FDI intelligence 和 Dealogic

（二） 进入模式

对外投资的投资方式一般分为绿地投资和并购投资，绿地投资要求对外投资企业在境外新增固定资产投资、新建销售渠道、雇用人员，而并购投资是完全或部分兼并外国公司股权和资产，从而获得后者的厂房、人员、品牌和销售渠道等。从投资价值角度看，2016年，中国对拉美的绿地、并购投资存量分别为468.9亿美元、601.5亿美元，份额依次为43.8%、56.2%；从投资项目数量看，中国对拉美的绿地、并购投资项目的总数量分别为246起、100起，份额依次为71.1%、28.9%。

在全球金融危机之前，绿地投资是中国对拉美直接投资的主要方式。2009年以前，绿地投资在中国对拉美投资中的份额较大，特别是2008年并购投资仅占绿地投资的3%。2005年，并购投资额远大于绿地投资额是受到单笔大额并购投资的影响。当年，中石油和中石化联合以14.2亿美元的价格，并购加拿大石油公司在厄瓜多尔的石油资产和管道资产，该笔交易占当年中国对拉投资的97.6%。金融危机对中国对拉美绿地投资造成了一定的负面影响，绿地投资额从2008年的69.8亿美元急剧跌至2009年的26.6亿美元，跌幅超过50%。不过，绿地投资在2010、2011年很快恢复至2008年金融危机前的水平。

全球金融危机以来，并购投资成为中国对拉美投资的主要方式，且优势地位日益巩固。金融危机导致拉美的资产泡沫破裂和当地企业的流动性需求急剧上升，这为资金实力较强的中国企业在拉美的并购投资提供了难得的机遇。2009年及以前，中国对拉美并购投资流量从未超过15亿美元。此后，中国企业在拉美并购投资额出现了井喷式增长，投资流量自2009年的6.9亿美元迅速增长至2010年的185.3亿美元，增长了26倍。2014年以来，中国对拉美并购投资依然保持了高速增长，2015年、2016年的并购投资额分别达87.6亿美元、116.6亿美元。这说明，中国在拉美地区的并购投资相当活跃。

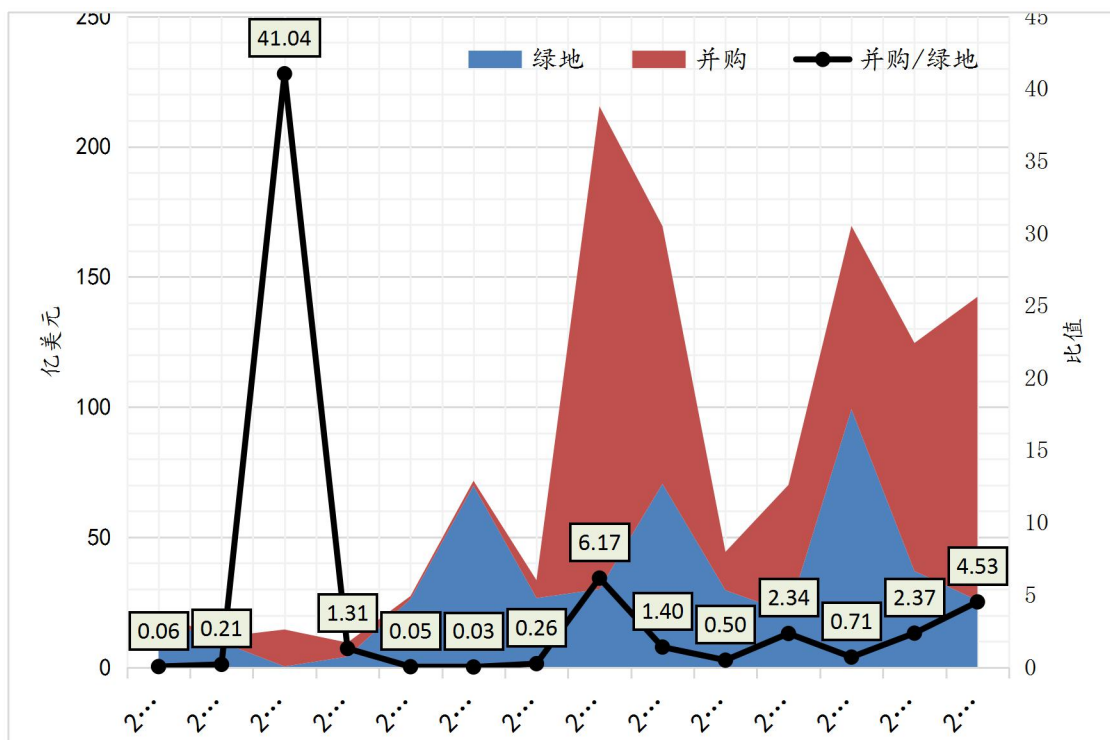


图 2 中国对拉美直接投资的投资方式

资料来源：FDI Intelligence 和 Dealogic

（三） 行业结构

2016 年，中国对拉美投资涉及 17 个行业门类，行业覆盖率为 81%，低于中国对外投资的总体行业覆盖率（95%）^①，对拉美尚未开展投资的行业包括教育服务、酒店餐饮、公共服务和其他服务，而中国尚未开展对外投资的行业仅为公共服务。2003-2007 年期间，自然资源行业占据了我国对拉美投资的多数份额，比重达 40%，2008-2012 年间进一步升至 49%，但与此同时，中国对拉美投资行业多样性有了明显改善，制造业的投资份额显著上升，由 2003-2007 年的 16% 升至 2008-2012 年间的 32%。2013-2016 年间，投资行业多元化程度继续深化，油气行业投资占比降至 12%，公用事业、制造业的投资份额分别达 41%、15%。总体上看，中国对拉美投资的行业多元化趋势显著，行业结构趋于优化。

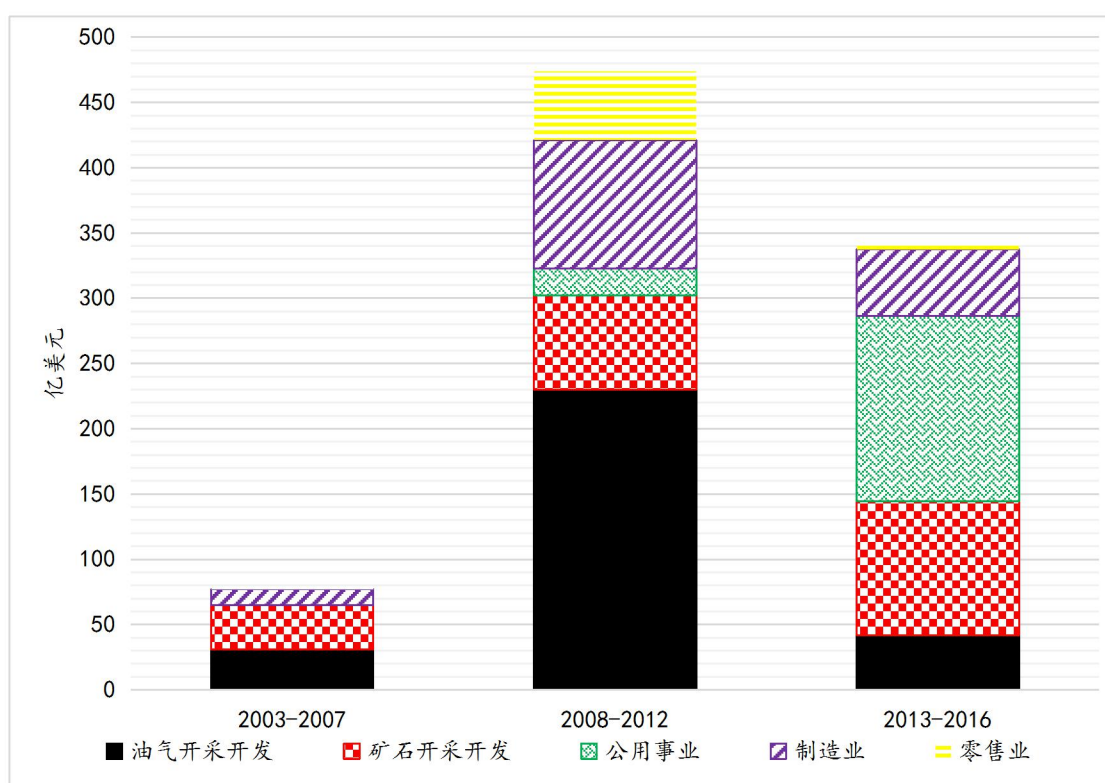


图 3 中国对拉美直接投资行业分布流量

资料来源：FDI Intelligence、Dealogic 和作者的计算。

中国对拉美矿石开采开发、制造业、零售业、信息业、金融保险业、地产业、建筑业、

^①本文采用北美行业分类标准 (NAICS, 2012 年)。NAICS 共有 24 个门类，其中油气和矿石门类代码均为 21 开头，鉴于金属矿藏、油气资源是我国对拉美直接投资的重要目标行业，比重较大，放在一起不利于清晰分析投资的行业分布，因此，本文将“油气资源及其开采支持行业”从“采矿、采石、油气资源开采”中单独分离出来，并标记为“油气开采开发”，而将其他非油气类、金属或非金属矿藏的开采和支持行业划分为“矿石开采开发”。此外，NAICS (2012) 门类代码开头为 31-33 的均为制造业，44-45 的均为零售业，48-49 的均为运输仓储行业，本文将上述行业门类各视为一个门类。经过上述增加和删减步骤，行业门类数量变为 21 个，行业覆盖率依据 21 个计算。

批发销售等劳动力密集型行业和服务业的投资偏好绿地投资（见表 1）。制造业是拉美吸引中国绿地投资最有活力的产业。中国对拉美制造业投资 133 起，其中绿地投资 107 起。信息业、零售业、金融保险业也多偏好绿地投资，绿地投资的份额分别为 99.2%、100%和 57.63%。制造业、信息行业是中国制造和技术走出去的先进行业代表，奇瑞、比亚迪、华为、中兴等公司在拉美多年的成功经营已为中国企业建立了良好的口碑，体现了中国制造的经验与优势。除生产工业制成品满足拉美本地市场需求外，中国企业还有利用墨西哥将产品销往北美市场的动机，如墨西哥制造业吸引了 29 项中国投资，占中国对拉美制造业投资数量份额的 21.8%。

中国对拉美油气开采开发、公用事业、农林牧渔、运输仓储等行业的投资更偏好并购。并购投资不仅有助于节省中资企业了解东道国市场、法律、文化环境的时间和经济成本，也是其进入拉美国家受保护行业的唯一途径。而且，中资企业与当地企业的联合还可以降低风险，这适合保护门槛高、政治风险大的行业，比如油气和基建领域。拉美地区的产油国家以发展中国家为主，经济发展相对滞后，对能源工业的依赖度高，能源产业既是财政收入的主要来源，也是实现社会保障、维持福利开支的重要工具。因此，绝大多数拉美国家对外资进入本国的资源行业作了严格的限制。例如，巴西、阿根廷、厄瓜多尔、委内瑞拉、哥伦比亚、秘鲁等拉美六个主要产油国大多采取产品分成合同、矿税合同两类模式。这两类合同模式的主要特点是，油气资源国政府或者代表政府的国有油气公司与外国公司实行收入或者利润分成，外国企业与东道国企业成立合资公司进行开采，油气资源的产权一般不发生变化，比如巴西的三种油气开发模式均不涉及油气资产所有权的变更，外国企业只能通过租让制合同或产品分成合同模式进入巴西的油气开发领域。公用事业多为特许经营行业，电力为国家战略重点行业，这两个行业一般不允许外国企业进行独资绿地投资。因此，中国企业在拉美并购投资的主要模式，是与当地企业合资或收购第三国企业在拉美企业股份。这既体现了中国企业资金雄厚、抗风险能力强等可转移优势，又反映出当地油气、基建等行业的技术要求高、施工难度大和投资壁垒高等特点。

表 1 中国对拉美绿地和并购投资的行业结构 单位：亿美元

行业	绿地			并购			合计	
	金额	数量	占比	金额	数量	占比	金额	占比
油气开采开发	46.44	10	15.35%	256.10	16	84.65%	302.54	28.26%
矿石开采开发	127.92	25	61.21%	81.08	18	38.79%	209.00	19.52%
公用事业	0.00	0	0.00%	162.69	9	100%	162.69	15.20%
制造业	101.26	107	62.62%	60.44	26	37.38%	161.69	15.10%
零售业	58.07	12	100%	0.00	0	0.00%	58.07	5.43%
信息	43.26	43	99.22%	0.34	3	0.78%	43.60	4.07%
金融保险	24.11	19	57.63%	17.73	4	42.37%	41.84	3.91%
地产和租赁	38.71	5	99.92%	0.03	1	0.08%	38.74	3.62%
建筑业	18.08	10	89.15%	2.20	1	10.85%	20.28	1.89%
农林牧渔	0.00	0	0.00%	11.12	9	100%	11.12	1.04%
运输仓储	3.85	4	40.53%	5.65	2	59.47%	9.50	0.89%
批发销售	7.19	9	76.65%	2.19	3	23.35%	9.38	0.88%
教学科研技术服务	0.00	0	0.00%	1.04	2	100%	1.04	0.10%
行政支持与废物处理	0.00	0	0.00%	0.74	3	100%	0.74	0.07%
文化	0.00	0	0.00%	0.18	2	100%	0.18	0.02%
企业管理	0.00	0	0.00%	0.07	1	100%	0.07	0.01%
医疗保障和社会援助	0.03	2	100%	0.00	0	0.00%	0.03	0.00%

资料来源：FDI Intelligence 和 Dealogic 数据库

综上所述，中国对拉美直接投资主要集中于自然资源领域，行业分散化有一定进展，但在 2014-2016 年间有所退化。从行业结构看，自然资源、公用事业和制造业呈现三足鼎立的局面，自然资源行业投资量最大，公用事业投资近两年增长迅猛，制造业投资最具活力。

（四）国别分布

中国对拉美直接投资主要集中于经济总量大、人口众多、市场广阔的大国，超过一半的投资存量集中在巴西，约三分之一的投资存量集中在秘鲁、阿根廷、墨西哥和厄瓜多尔。中国对拉美投资分布在 26 个国家和地区，覆盖率达到 61.9%。^①投资存量最高的国家是巴西，合计 566.3 亿美元 139 个项目，占中国对拉美投资的份额为 52.9%；其次是秘鲁，共计 191.5 亿美元 31 个项目，投资份额为 17.9%；第三是阿根廷，合计 98.5 亿美元 15 个项目，投资份额为 9.2%；第四是墨西哥，计 58.5 亿美元 58 个项目，投资份额为 5.5%；第五是厄瓜多尔，计 23.7 亿美元 9 个项目，占中国对拉美直接投资的 2.21%；投资份额超过 1% 的国家还有安提瓜和巴布达、委内瑞拉、牙买加、圭亚那、特立尼达和多巴哥和古巴。

^① 中国没有投资的拉美国家有：阿鲁巴岛、巴巴多斯、伯利兹、库拉索岛、多米尼克、多米尼加共和国、格林纳达、危地马拉、波多黎各、荷属圣马丁、圣基茨和尼维斯、圣卢西亚、法属圣马丁、苏里南、特克斯、特克斯和凯科斯群岛、维尔京群岛(美国)。

表 2 中国对拉美投资存量的国别分布 单位：亿美元

	投资金额	投资份额	项目数量 (个)
巴西	566.32	52.90%	139
秘鲁	191.52	17.89%	31
阿根廷	98.53	9.20%	15
墨西哥	58.53	5.47%	58
厄瓜多尔	23.69	2.21%	9
安提瓜和巴布达	20.00	1.87%	1
委内瑞拉	18.98	1.77%	22
牙买加	17.92	1.67%	5
圭亚那	14.31	1.34%	7
特立尼达和多巴哥	13.83	1.29%	4
古巴	13.60	1.27%	2
其他	33.28	3.11%	53

资料来源：FDI Intelligence 和 Dealogic 数据库

巴西是拉美吸引中国投资最多的国家，共计 139 起，566.32 亿美元，分布在 14 个行业，占中国对拉美投资的 52.90%（按金额，下同），主要分布在公用事业、油气开采开发、制造业等行业，投资规模分别为 162.29 亿美元、152.97 亿美元和 105.48 亿美元。制造业投资项目最多，计 69 起；信息行业其次，计 18 起；公用事业 9 起。投资项目数排名第 4 至第 14 位的行业依次为矿石开采开发、金融保险、零售业、信息、运输仓储、批发销售、建筑业、教学科研技术服务、行政支持与废物处理、地产租赁、医疗保障和社会援助。

秘鲁是拉美吸引中国投资第二的国家，合计 31 起，191.52 亿美元，分布在 6 个行业，占中国对拉美投资的 17.89%，主要分布在矿石开采开发、油气开采开发和农林牧渔等行业，投资规模依次为 143.82 亿美元、34.53 亿美元和 11.09 亿美元。矿石开采开发项目最多，计 12 起；农林牧渔其次，计 8 起；油气开采开发、制造业和金融保险为 3 起；排名第 4 至第 6 位依次是制造业、金融保险、信息。

阿根廷是拉美吸引中国投资第三的国家，共计 15 起，98.53 亿美元，分布在 6 个行业，占中国对拉美投资的 9.20%，主要分布在油气开采开发、零售业和制造业，投资规模分别为 56.00 亿美元、27.00 亿美元和 7.29 亿美元。制造业投资项目最多，计 5 个；零售业其次，计 3 个；油气开采开发、矿石开采开发和信息均为 2 起；排名第 4 到第 6 位依次是金融保险、矿石开采开发、信息。

墨西哥是拉美吸引中国投资第四的国家，共计 58 起，58.53 亿美元，分布在 10 个行业，占中国对拉美投资的 5.47%，主要分布在制造业、信息和建筑业，投资规模分别为 26.80 亿美元、15.88 亿美元和 6.49 亿美元。制造业投资项目最多，计 29 个；信息业其次，计 8 个；矿石开采开发 5 起；排名第 4 到第 10 位依次是地产租赁、批发销售、矿石开采开发、金融保险、零售业、运输仓储、医疗保障和社会援助。

三、中国对拉美投资的风险评估

拉美国家的经济发展程度虽在发展中国家中处于较高的水平，但也存在一系列明显的问

题，如经济结构较为单一、过度依赖大宗商品、资源民族主义情绪较强（国有化风险较高）、政府信誉较差（主权债务违约率较高）、政策稳定性较差、投资环境不够完善等。因此，我们需要对中国对拉美的投资风险进行全面而审慎的评估，以保障中国海外资产的安全。本文借助美国传统基金会、Dealogic 和 ICRG 的数据，对中国在拉美投资的总体风险和行业风险作深入的分析。

（一）总体投资风险

1. 投资与风险的相关性

为直观观测中国对拉美投资与东道国国别风险之间的关系，我们利用 ICRG 发布的国家总体风险、国际政治风险、国家经济风险、国家金融风险等四大指标，分析中国在拉美的投资与东道国风险的相关性。根据 ICRG 的设定，各风险指标的得分越高，风险越低。为了避免歧义，本文将原始数据中的风险得分标记为“安全性”，从而，风险越小，得分越高。图 4 显示了 2016 年中国的投资存量与东道国风险之间的相关关系。如图 4 所示，中国在拉美的直接投资与东道国总体安全性呈负相关关系，其中与经济稳定性的负相关关系最为显著，与总体稳定性、政治稳定性的负相关性较为显著，与金融稳定性的相关性较为微弱。这表明，中国投资与东道国的国家风险、经济风险和政治风险呈明显的正相关关系。这一结果初步显示，中国在拉美的投资偏好风险较高的国家，与 Buckley^①、王永中等^②人的结论基本一致。原因可能在于：一是中国是国际投资领域的后来者，优质市场已被发达国家抢占，中国被迫将资本配置于风险较高的国家和地区；二是中国在拉美投资的一个重要动机是获取能源资源，而资源能源丰富的国家的投资风险相对较高。

^① Buckley, P. J., Clegg, L. J., Cross, A. R., Liu, X., Voss, H., & Zheng, P., “The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment”, *Journal of International Business Studies*, Vol.38, No.4, 2007, pp.499-518.

^②王永中、赵奇锋：《风险偏好、投资动机与中国对外直接投资：基于面板数据的分析》，载《金融评论》，2016 年第 4 期，第 1-17 页。

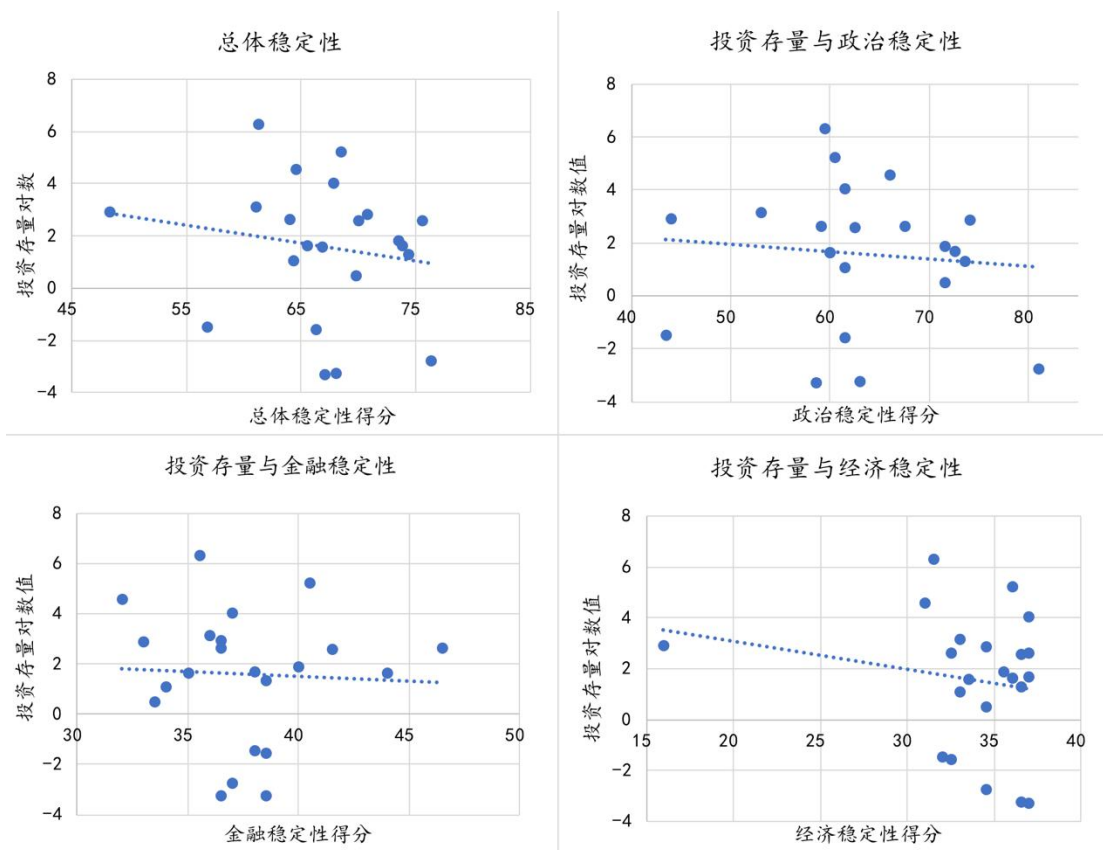


图4 中国对拉美投资存量与东道国风险（安全性）的相关性
资料来源：基于 ICRG 的数据制作。

2. 相对投资失利状况

投资失利状况是衡量中国在拉美投资风险水平的一个较好指标。我们根据美国传统基金会发布的大投资项目（投资额1亿美元以上）投资失利（进入壁垒）和经营失败的数据，评估中国在拉美的投资风险。根据其定义，投资失利包括两种类型：一是投资项目未能获得东道国政府的许可；二是投资项目在东道国经营失败。为分析拉美国家相对于其他经济体的投资风险，我们选择用下述两个衡量指标：一是中国在拉美投资失利的大型项目价值份额与中国对外大型项目投资失利的价值份额之间的比率，称为价值失利指数；二是中国在拉美投资失利的大型项目数量份额与中国对外大型项目投资失利的项目数量份额之间的比率，称为数量失利指数。现将这两个指标分别表示如下

$$\text{价值失利指数} = \frac{\text{中国对拉美投资失利项目的金额} / \text{中国对拉美投资金额}}{\text{中国对外投资失利项目的金额} / \text{中国对外投资金额}}$$

$$\text{数量失利指数} = \frac{\text{中国对拉美投资失利项目的数量} / \text{中国对拉美投资的项目数量}}{\text{中国对外投资失利项目的数量} / \text{中国对外投资项目的数量}}$$

若上述两个指标值大于1，说明中国在拉美地区的投资失利率要高于其他国家，其投资风险较高；若指标值小于1，说明中国在拉美的投资风险低于其他国家；若指标值等于1，表明中国对拉美投资面临的风险与其他国家相等。

从中国投资者的角度看，拉美地区的投资风险低于其他国家，2005-2017年中国在拉美投资的价值失利指数和数量失利指数的均值分别为0.82、0.88，均小于1，说明拉美的投资

风险属于较低的地区。投资失利指数值较低的年份主要有 2005 年、2006 年、2010 年、2013 年、2016 年和 2017，中国这些年份在拉美投资没有出现大型项目失利的情况，而失利指数较高的年份主要有 2007-2009 年和 2015 年。2015 年是投资风险最高的一年，价值失利指数值高达 3.64，主要原因是当年有 3 笔大投资项目遭遇挫折，分别是中国中铁在委内瑞拉 75 亿美元的铁路运输项目、中铁建在墨西哥 37 亿美元的高铁项目、中国建筑在巴哈马群岛 35 亿美元的旅游项目。

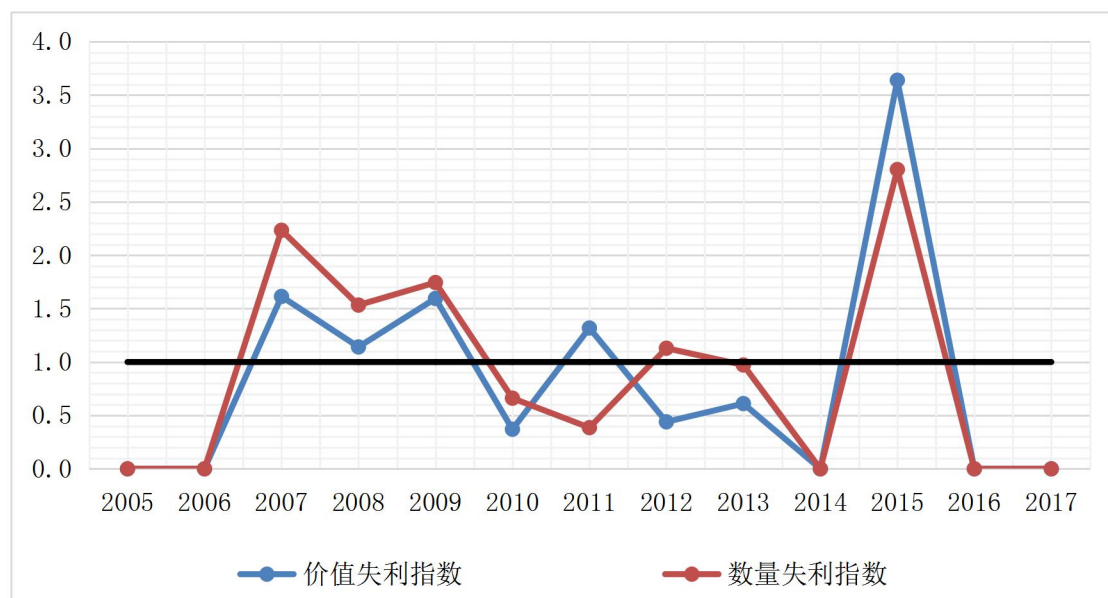


图 5 中国对拉美投资的失利指数

资料来源：Heritage Foundation 和作者的计算。

（二）行业投资风险

1. 总体行业投资风险

中国企业在拉美的投资风险受行业因素影响大，不同行业的投资风险存在明显差异。从投资金额看，中国在拉美的旅游、交通行业的投资失利率偏高，分别达 70.56%、40.33%，显著高于该行业中国对外投资的总体失利率；在金属、能源行业的投资失利率较低，分别为 20.39%、7.04%，明显低于该行业中国对外投资失利率。从投资项目数量看，中国在拉美旅游、交通行业的投资失利率偏高，分别达 16.67%、12.50%，显著高于中国对外投资失利率；在金属行业的投资失利率达 16.67%，与该行业中国对外投资失利率持平；在能源行业的投资失利率为 2.25%，明显低于对外投资失利水平。同时，中国在拉美的农业、化工、金融、物流、地产、高科技、公用事业等行业的大型项目投资失利率为 0，明显低于相关行业中国对外投资的总体风险水平。

表 3 中国对外大型项目投资的失利状况

	按投资金额		按项目数量	
	拉美	总体	拉美	总体
旅游	70.56%	14.65%	16.67%	8.97%
交通	40.33%	12.03%	12.50%	6.68%
金属	20.39%	32.39%	16.67%	16.73%
能源	7.04%	15.06%	2.25%	7.89%
农业	0%	10.15%	0%	6.03%
化工	0%	6.63%	0%	2.27%
金融	0%	32.69%	0%	20.18%
物流	0%	2.60%	0%	2.56%
地产	0%	10.17%	0%	2.93%
高科技	0%	29.39%	0%	17.74%
公用事业	0%	0.00%	0%	0.00%
其他	52.91%	8.09%	25.00%	4.40%

资料来源：Heritage Foundation

传统基金会数据的一个明显缺陷是仅考察投资额 1 亿美元以上的大项目，对中小投资项目未予关注。为弥补这一不足，本文利用 Dealogic 并购数据信息来分析中国对拉美并购投资的失利状况。在 Dealogic 数据库，并购项目的状况通常有“已完成”、“被拒绝”、“撤回”、“未追踪”、“前期谈判”、“招标”和“招标过期”等类型。为简单起见，我们视“已完成”项目为收购成功的项目，而“被拒绝”和“撤回”的项目为并购失利的项目。表 4 汇报了按行业划分的中国在拉美并购失利率。从投资金额看，中国在拉美并购失利风险偏高的行业是企业管理（收购控股公司）、农林牧渔、金属矿产，失利率分别为 69.59%、45.27%、39.92%，显著高于该行业中国对外投资总体风险；油气行业的并购失利率为 6.25%，明显低于中国对外油气并购的总体风险水平。从项目数量看，中国在拉美并购失利风险偏高的行业是建筑业、企业管理行业，并购失利率均为 50.0%，大幅超过该行业中国对外投资的平均风险值；金属矿产、油气、农林牧渔的投资风险相对较高，并购失利率分别为 21.7%、11.1%、10.0%，低于中国对外并购的平均水平。总体上看，中国在拉美并购风险较高的行业有：旅游业、交通行业、企业管理、农林牧渔、金属矿产和建筑业；风险较低的行业包括：公用事业、高科技、地产、金融、油气、信息、制造、批发销售、科教、文化、废物处理等。

表 4 中国对外并购投资的失利率

	按投资金额			按项目数量		
	拉美	总体	拉美/总体	拉美	总体	拉美/总体
农林牧渔	45.27%	32.48%	1.39	10.00%	11.48%	0.87
企业管理	69.59%	51.96%	1.34	50.00%	18.42%	2.71
矿产开采	39.92%	33.90%	1.18	21.74%	22.36%	0.97
油气开采	6.25%	19.08%	0.33	11.11%	12.74%	0.87
建筑业	0.07%	21.25%	0	50.00%	11.32%	4.42
信息	0	10.05%	0	0	8.97%	0
公用事业	0	1.65%	0	0	4.59%	0
制造业	0	17.03%	0	0	7.05%	0
地产租赁	0	9.63%	0	0	4.05%	0
批发销售	0	4.36%	0	0	6.90%	0
科教	0	8.94%	0	0	7.39%	0
文化	0	3.08%	0	0	12.77%	0
废物处理	0	0.15%	0	0	3.85%	0
运输仓储	0	4.23%	0	0	7.22%	0
金融保险	0	22.62%	0	0	8.60%	0

资料来源：Dealogic 和作者的计算。

2. 主要东道国的行业投资风险

拉美各国虽然有相同的被殖民历史而在政治、文化上有相似之处，甚至同属某一区域组织，但经过独立后近两百年的分化发展，其行业投资环境已经呈现出明显的差异，需要区别分析。基于传统基金会的大项目投资失利数据，本文按照国别对主要东道国的行业投资风险进行评估。具体结果见表 5。

巴西总体风险水平中等，投资失利率约 5%，失利项目分布在 10 个行业，行业风险差距较小。其中，农业、化工、能源、金融、物流、地产、高科技和公用事业等行业的投资风险小，金属、交通运输等行业的投资风险较高。2009 年，宝钢欲出资 28.8 亿美元与淡水河谷公司共同投资安奇艾达地区的钢铁项目，受价格低迷、国际经验不足和巴西政策不稳定等因素的制约，被迫放弃。中信集团 2009 年欲以 1.4 亿美元收购 ThyssenKrupp 的尝试也失利。

阿根廷总体风险水平偏高，按价值衡量的投资失利率为 20.27%，失利项目分布在 9 个行业，行业的投资风险差异较大。能源行业投资风险高，受 2011 年中海油放弃以 71 亿美元收购 BP 公司在阿根廷的油气资产（泛美能源）的影响较大。中海油对此次交易失败原因的官方解释是“先决条件尚未达成”。根据业界的分析，未达成的先决条件有两个：一是交易对手 BP 的态度变化；二是阿根廷政府对于资源行业的兼并案审核标准严苛。若剔除这笔交易，阿根廷的投资风险将处于较低的水平。

智利总体风险水平偏高，按价值衡量的投资失利率为 48.09%，失利项目分布在 2 个行业，行业风险差异明显。2008 年，中国五矿集团以 14.5 亿美元收购智利国家铜业公司 Codelco 25% 的股份失利，原因在于：一是铜矿是智利的经济命脉，Codelco 是智利最大的国有铜企，对外出售不利于智利经济的安全和稳定；二是铜价上涨导致签署的收购价偏低，智利方面利益受损。2010 年，国家电网以 12 亿美元收购加拿大 Quadra Mining 公司在智利的 10% 铜矿资产也遭遇失败。中国在智利投资存在着后发劣势的问题。智利经济私有化程度高，大量可

兼并的优质资产早已被发达国家公司收购，留给中国企业的是收购阻力大、难度高的项目。同时，智利的经济开放高，发达国家跨国公司已在智利深耕多年，市场竞争激烈，这对中国企业的国际经营能力提出了更高要求。

墨西哥总体风险水平高，按项目数量衡量的投资失利率超过 20%，按价值度量的失利率超过 50%，失利项目分布在 6 个行业，行业风险差异较大。交通运输业的风险最高，达 97.32%，主要源自中铁建 2015 年 37 亿美元投资墨西哥铁路的失败和 2007 年田野汽车 3 亿美元投资汽车产业的失利。中国在墨西哥汽车行业唯一成功的一笔投资，是江淮汽车 2017 年在墨西哥东北部城市 Sahagun 投资 1.1 亿美元建厂生产旗下 SUV 车型的项目。不过，墨西哥的能源、物流和金属开采行业的投资风险较低。

秘鲁总体风险较低，约为 6.5%，失利项目分布在 3 个行业。能源和公用事业的行业风险低，无失败的项目；金属行业投资失利率约为 8%-10%，失败项目是 2009 年紫金矿业在秘鲁投资的铜钼矿曾遭遇武装袭击，但该项目当时处于前期准备阶段，实际影响不大。2014 年，以五矿为首的中国企业联合体投资 Las Bambas 铜矿虽然遭遇了挫折，但最终凭借前期积累的处理社区问题经验和雄厚的财力，成功化解了危机，这也使得秘鲁金属行业的总体失利率不高。

综上，中国对拉美投资的行业风险因国家和具体行业不同而有所差异，在能源、金属和基建等重要行业存在显著差异。投资风险较低的行业有农业、化工、金融、地产、高科技和公用事业等。投资风险差异较大的行业有能源、金属、交通运输等行业，其中能源投资风险低的国家是巴西、智利、哥伦比亚、厄瓜多尔和墨西哥，而风险高的国家是阿根廷。金属行业投资风险低的国家有阿根廷、厄瓜多尔、墨西哥和秘鲁，风险高的国家是巴西、智利。交通运输行业投资风险低的国家有巴西、阿根廷、哥伦比亚、厄瓜多尔，风险高的国家是墨西哥。

中国企业除了需要对东道国的传统的风险指标（国别风险、政治风险、经济风险和金融风险等等）保持警惕之外，还需要关注风险背后的成因。中国对巴西、智利和阿根廷的资源行业投资失利率均较高，但成因不尽相同：一是大宗商品价格低迷导致项目预期现金流下降，中资企业主动放弃了对巴西铁矿的投资；二是铜业在智利的经济命脉地位和铜价的上涨，导致中资企业收购智利铜矿资产失利；三中国对阿根廷油气投资失利可归因于交易对手风险和阿根廷政府潜在的国有化风险；四是五矿在秘鲁投资自然资源虽最终成功，但一度因为东道国境内强大的工会势力而受阻。

表 5 按行业划分的中国在拉美主要国家大型投资项目的失利率

		农业	化工	能源	金融	物流	金属	地产	高科技	旅游	交通运输	公用事业	其他	综合
巴西	金额	0%	0%	0%	0%	0%	39.48%	0%	0%		11.08%	0%		5.28%
	数量	0%	0%	0%	0%	0%	25.00%	0%	0%		9.09%	0%		4.23%
阿根廷	金额	0%	0%	30.99%	0%		0%	0%	0%		0%	0%		20.27%
	数量	0%	0%	8.33%	0%		0%	0%	0%		0%	0%		3.85%
智利	金额			0%			49.81%							48.09%
	数量			0%			40.00%							33.33%
哥伦比亚	金额			0%							0%			0%
	数量			0%							0%			0%
厄瓜多尔	金额			0%			0%	0%			0%		0%	0%
	数量			0%			0%	0%			0%		0%	0%
墨西哥	金额			0%		0%	0%				97.32%		100%	58.48%
	数量			0%		0%	0%				66.67%		100%	20.00%
秘鲁	金额			0%			8.20%					0%		6.14%
	数量			0%			10.00%					0%		6.67%
合计	金额	0%	0%	7.04%	0%	0%	20.39%	0%	0%	70.56%	40.33%	0%	52.91%	11.32%
	数量	0%	0%	2.25%	0%	0%	16.67%	0%	0%	16.67%	12.50%	0%	25.00%	4.60%

资料来源：Heritage Foundation

注：0%表示有投资且均成功；无数据表明没有超过 1 亿美元的投资项目。

四、结论与政策建议

本文根据 Dealogic、FDI Intelligence 和传统基金会的微观项目数据，全面分析中国对拉美投资的规模、进入模式、行业结构和国别布局，客观评估中国在拉美的投资风险。拉美是中国对外投资的第四大目的地，具有较强的投资发展潜力。2016 年，中国对拉美投资存量为 1070.5 亿美元，占中国对外投资的比重为 8.8%。其中，绿地投资、并购的价值存量分别为 468.9 亿美元、601.5 亿美元，份额依次为 43.8%、56.2%；绿地投资、并购的项目数量分别为 246 起、100 起，份额依次为 71.1%、28.9%。

从投资方式看，金融危机以前中国对拉美投资以绿地投资为主，并购投资为辅；全球金融危机以后绿地投资比重下降，并购投资成为绝对主力。从行业结构看，中国对拉美直接投资呈现自然资源、公用事业和制造业呈现三足鼎立的局面，自然资源行业投资量最大，公用事业投资近年来增长迅猛，制造业投资最具活力，行业结构多元化趋势明显。从国别分布看，中国对拉美投资主要分布在经济总量高、市场广阔、人口众多的国家，依次是巴西、秘鲁、阿根廷、墨西哥和厄瓜多尔，并主要集中在巴西，份额超过 50%。中国对拉美投资动机在以资源寻求为主的基础上，逐步显现出市场寻求的特征，如中国对墨西哥制造业投资具有拓展北美大市场的考虑。

中国对拉美投资存量与东道国的国家风险水平总体上呈正相关关系，其中经济风险的正相关关系最为显著，总体风险、政治风险的正相关性较为明显，金融风险的相关性较为微弱。这一结果初步显示，中国在拉美的投资偏好风险较高的国家。原因可能在于：一是中国是国际投资领域的后来者，被迫将资本配置于风险较高的国家和地区；二是中国在拉美投资的一个重要的动机是获取能源资源，而资源能源丰富国家的投资风险通常较高。

拉美国家虽然存在较强的资源民族主义情绪和较差的政府偿债记录，但总体投资风险较低。2005-2017 年中国在拉美投资的金额、数量失利指数的均值分别为 0.82、0.88，均小于 1，说明拉美地区的投资风险低于中国对外投资平均风险水平。从区域整体角度看，投资风险较高的行业有旅游业、交通、企业管理（控股公司）、农林牧渔、金属矿产和建筑业；风险较低的行业有公用事业、高科技、地产、金融、油气、信息、制造、批发销售、科教、文化、废物处理等。从主要投资目的国角度看，能源行业投资风险低的国家有巴西、智利、哥伦比亚、厄瓜多尔和墨西哥，风险大的国家是阿根廷。金属行业投资风险低的国家有阿根廷、厄瓜多尔和墨西哥，风险高的有巴西、智利和秘鲁。交通运输行业投资风险低的国家有巴西、阿根廷、哥伦比亚、厄瓜多尔，风险高的国家是墨西哥。农业、化工、金融、地产、高科技和公用事业等行业的投资风险较低且在不同国家间差异较小。

本文的结论蕴含着重要的政策含义。为降低中国对拉美国家投资的风险，促进中国对拉美投资的可持续发展，中国政府应积极与拉美国家修改和签订双边投资协定，充分调动全方位经济外交的力量，支持中国企业在海外依法维权，要求所在国的政府和法律公正、透明的保护中国企业的合法权益，并规范企业海外经营行为，提高企业的合规守法意识，完善政府对外投资促进体系。科研院所和行业中介机构，要加大海外投资风险研究的投入力度，健全海外投资风险评估体系和预警机制。中资企业应完善投资策略，不要盲目追求大规模的投资项目，适当克制对能源资源、基础设施等敏感行业的投资，减少投资项目的受关注度和政治风险，同时要做好项目投资前的尽职调查和投资风险研究，以及项目运营期间投资风险的动态监测和应急预案，积极通过法律手段在东道国或国际组织的司法机构解决正常的经济纠纷。

IIS 简介：国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博、刘浩、黄瑞云与赵奇锋。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。