

专题报告

钱从何处来-“一带一路”战略资金来源分析

2015 年 1 月 10 日

- “一带一路” 战略专题研究报告一

主要预测

%	13	14E
GDP	7.7	7.4
CPI	2.6	2.2
PPI	-1.9	-0.9
社会消费品零售	13.1	12.6
工业增加值	9.7	9.1
出口	7.9	7.2
进口	7.3	8.3
固定资产投资	19.6	18.1
M2	13.6	12.8
人民币贷款余额	14.1	13.2
1 年期存款利率	3.00	3.00
1 年期贷款利率	6.00	6.00
人民币汇率	6.05	6.00

最新数据 (12 月)

工业	N/A
城镇投资	N/A
零售额	N/A
CPI	1.5
PPI	-3.3

资料来源: CEIC、招商证券

核心观点:

从中国自身视角出发, 我国的外汇储备保值、增值的目标意味着外汇储备多元化运用, 同时, 中国对外投资规模庞大, 但结构不合理导致投资收益较低, 难以有效发挥对中国的产业转移和过剩产能消化的促进作用; 从海外环境而言, “一带一路” 沿线国家强烈的基础设施建设需求存在巨大的资金缺口, 资金成为了制约其基础设施建设和经济增长的瓶颈。因此, “一带一路” 战略的提出有其历史必然性和宏观必要性。

资本先行, 当前同 “一带一路” 密切关联的四大资金池为丝路基金、亚洲基础设施投资银行、金砖组织开发银行和上合组织开发银行, 四个平台筹备工作自 2014 年起加速推进, 有望在 2015 年为相应项目提供资金支持。而初始运作框架建立后, 外汇储备、地方政府及其他基金的建立、银行等社会资本的融入、人民币国际化的推进都将为 “一带一路” 这一长远战略输送源源不断的资金。

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

刘亚欣 (研究助理)

86-755-83584672
liuyaxin@cmschina.com.cn

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn
S1090513080007

闫 玲

86-755-83896863
yanling@cmschina.com.cn
S1090513080004

赵 可

86-755-82943231
zhaoke@cmschina.com.cn
S1090513110001

一、从资金角度看“一带一路”战略的宏观必要性

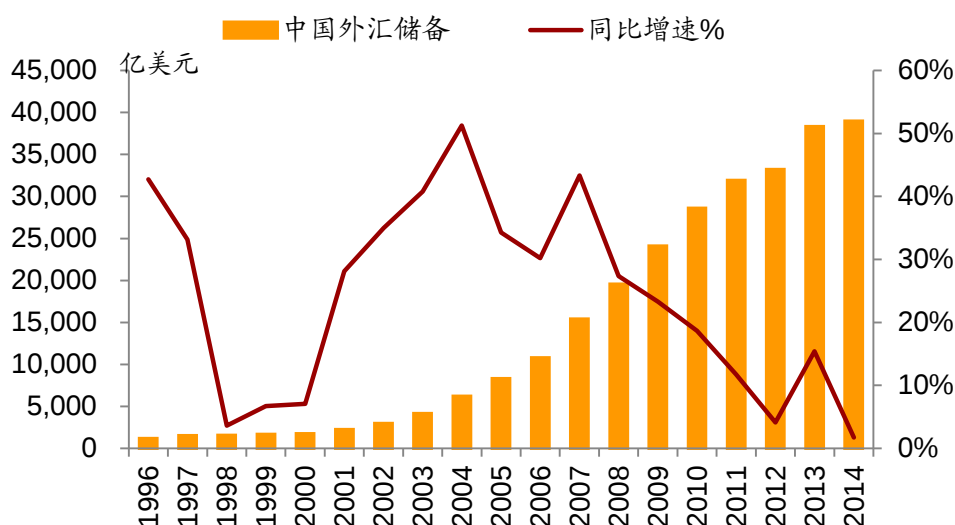
1. 多元化运用外汇储备是中国从自身利益出发的客观需求

根据国际货币基金组织的定义,外汇储备是货币当局控制并随时可利用的对外资产,其形式包括货币、银行存款、有价证券、股本证券等,主要用于直接弥补国际收支失衡,或通过干预外汇市场间接调节国际收支失衡等用途。

长期以来,我国由于国际收支双顺差所积累的巨额外汇储备备受瞩目,截至 2014 年三季度,我国外汇储备规模已达到 3.88 万亿美元,占 GDP 比重超过 50%。如此大规模的外汇储备,如何合理、有效地运用是无法回避的问题。

一方面,出于保证国际支付、维护汇率稳定、防范金融风险的需求,外汇储备必须体现其“随时可利用”的特点,因而理应具有一定的**安全性和流动性**,这就需要持有大量的国债、银行存款等高流动性资产。截至 2014 年 9 月,我国持有美国国债规模达 1.27 万亿,在我国外汇储备中占比 32.6%。而另一方面,站在宏观经济金融运行全局的高度统筹考虑,外汇储备也肩负支持国家经济发展战略、提升本币国际地位、促进国际金融合作的责任,这就要求外汇储备应在安全性和流动性的前提下实现收益的最大化,即**实现外汇储备保值、增值的目标**。

图 1: 我国积累了大量外汇储备



资料来源: WIND, 招商证券

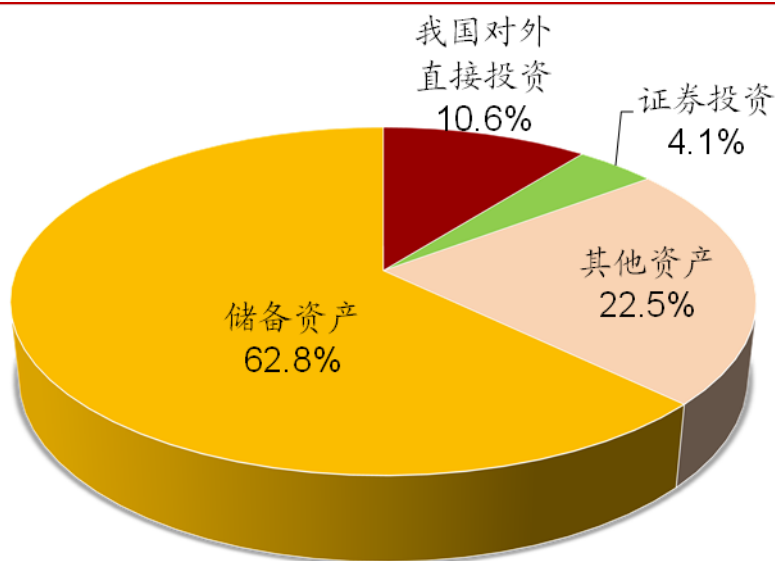
而随着我国外汇储备的不断累积,流动性、安全性得到了较好的保障,外汇储备保值、增值的重要性便日益凸显,对于超出流动性需要的外汇储备进行多元化运用。只有以长期债权和股权等方式重新投入资本市场和实体经济,外汇储备才能实现保值增值,这也是外汇储备合理有效运用和全球经济及资本循环的必然要求。近年来,国家也一直在积极探索和拓展外汇储备使用渠道和方式,例如 2003 年利用外汇储备通过汇金公司向进行股份制改革的试点国有商业银行注资,2007 年积极参与清迈倡议多边化合作、同贸易伙伴国签订双边货币互换协定、参与基金组织等国际金融组织对危机国家的救助和支持、参与国际货币体系改革和重建,由外汇储备出资成立主权财富基金等,这些方式都丰富了外汇储备的应用渠道,有力支持了人民币国际化进程,并对国家宏观经济运行起到了支撑、推动作用,但从规模上而言,我国外汇储备仍需寻找具备持续性、

有益国家经济利益的投向。

2. 我国对外投资结构不合理导致回报率较低

受高额的外汇储备影响，我国的海外资产规模格外庞大，但资产结构却非常畸形。从对外资产结构来看，截至 2014 年三季度，我国对外投资所形成的海外资产总额达 6.29 万亿美元，储备资产达 3.95 万亿美元，占比高达 62.8%（其中外汇资产为 3.88 万亿美元，占据了储备资产的 98.5%），证券投资占比 4.1%，对外直接投资 10.6%，两者均占比较低。从对外负债结构看，截至 2014 年三季度，外国来华直接投资占对外负债比例高达 56.7%，证券投资（以 QFII 为主）占比 10.2%。

图 2：我国对外直接投资占比较低

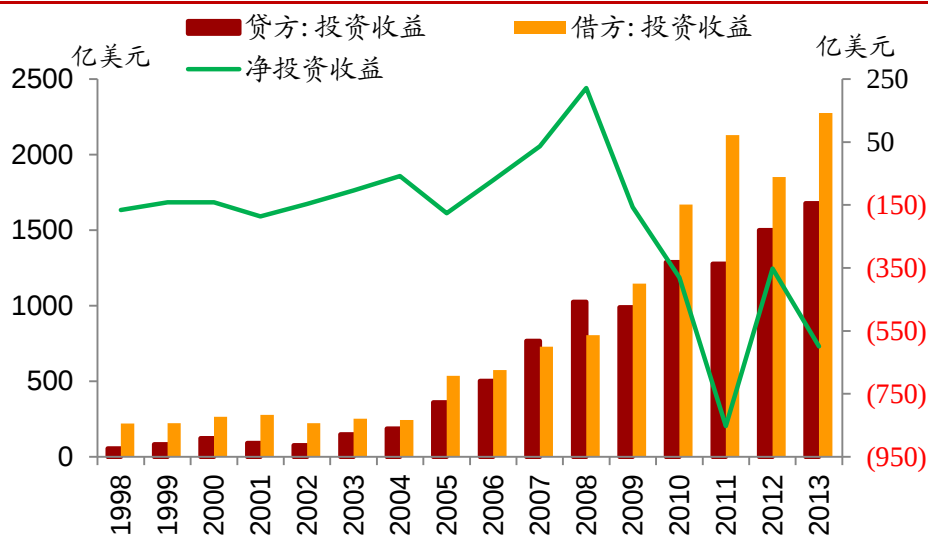


资料来源：WIND，招商证券

不对称的对外资产负债结构使我国净投资收益常年为负，更凸显了我国对外投资回报率较低的问题。以储备资产为主的对外资产结构决定了资产回报率只能处于相对低位，因为储备资产对于流动性的要求制约了它的投向。我国外汇储备中持有美国国债 1.27 亿美元，而当前的美国 10 年期国债收益率始终徘徊于 2.0%-3.0% 的水平。相反，对外负债中由于包含了外资在中国的大量直接投资，投资回报率显著高于中国（世界银行 2005 年的调查显示外资企业在中国投资回报率高达 22%），这就决定了我国对外资产回报率大大低于对外债务的成本，

对比发达国家情况来看，截至 2013 年，美国 22 万亿美元的海外资产中，持有储备资产占比只有 2.4%，对外直接投资占比高达 28.9%，证券投资占 39.7%；日本是外汇储备大国，其海外投资结构更具可比性：在日本 791.7 万亿日元的对外债权中，储备资产占比 16.8%，直接投资占比 14.8%，证券投资占比 45.1%。可见，虽然我国海外资产庞大，但中国企业没有真正“走出去”，仍停留在“请进来”的阶段，中国的跨国公司无法形成全球布局，无法为中国的产业转移和过剩产能的消化提供可能。

图 3: 我国净投资收益常年为负



资料来源: WIND, 招商证券

3. “一带一路”沿线国家在基础设施投资上存在巨大资金缺口

“一带一路”沿线区域主要是新兴经济体和发展中国家，涵盖中亚、南亚、西亚、东南亚和中东欧等国家和地区，这些地区总人口约 44 亿，经济总量约 21 万亿美元，分别约占全球的 63% 和 29%，是目前全球贸易和跨境投资增长最快的地区之一，并且其经济增长对跨境贸易和投资增长的依赖性较强。

随着这些发展中国家工业化和城市化进程加快，基础设施投资需求愈发旺盛。据亚洲开发银行测算，2020 年前亚洲地区每年基础设施投资需求将高达 7300 亿美元。然而，现有的多边机构，如亚洲开发银行、世界银行、国际货币基金组织等，无论出于机构设立的目的、宗旨及对象的考虑，还是基于资本金对其出资能力的限制，都不可能提供给这些发展中国家如此巨额的资金，换言之，“一带一路”沿线国家强烈的基础设施建设需求难以满足成为制约其经济增长动能的瓶颈，而资金正是制约它们的基础设施建设的瓶颈。

正是在如此的国内外形势下，中国提出“一带一路”战略构想，以图加强对于外汇储备的运用，推动中国对外直接投资，消化过剩国内产能，并带动区域的整体发展。“一带一路”战略的提出有其历史必然性和宏观必要性，这是中国站在新旧经济增长模式转换的十字路口，一方面放眼未来，一方面把握当下，既着眼中国经济结构性改革和进一步对外开放的需要，又契合国际环境的需求所做出的重要抉择。

二、资金从哪里来？

资本走出去，是产能“走出去”的先决条件，项目的推进与区域间合作的巩固需要依靠运转良好的投融资机构和机制来保证源源不断的资金输送。当前同“一带一路”密切关联的资金池主要为丝路基金、亚洲基础设施投资银行、金砖组织开发银行和上合组织开发银行。

1. 丝路基金

2014 年 11 月 4 日,习近平在中央财经领导小组第八次会议上提出设立丝路基金,明确指出将藉此利用我国资金实力直接支持“一带一路”建设,此举旨在以建设融资平台为抓手、打破亚洲互联互通的瓶颈,为“一带一路”沿线国家基础设施、资源开发、产业合作和金融合作等与互联互通有关的项目提供投融资支持。

丝路基金总规模为 400 亿美元,首期资本金 100 亿美元中,目前初定该基金的资金来源于外汇储备以及中国进出口银行、中国投资有限责任公司、国家开发银行三家机构,其中外汇储备出资占比 65%,中国进出口银行和中投公司各出资占比 15%,国家开发银行出资占比 5%。

从模式来说,丝路基金更接近于主权投资基金,与多边合作机构相比,中国具有决策权,因而具备效率上的优势,但仍需面临法律环境、税收政策等国别风险。基金先期将以交通、电力、通信等基础设施规划投资为主,起点为国内相关省份,项目也以铁路、公路、管道等基础设施的新建和扩建为主,后期或将在文化、旅游、贸易方面有更多进展。

2. 亚洲基础设施投资银行

亚洲基础设施投资银行的最初设想由中国财政部于 2013 年年初提出,筹备工作在 2014 年骤然提速,2014 年 10 月 24 日,中国、印度、新加坡等 21 个首批意向创始成员共同签署了《筹建亚投行备忘录》,自此,亚投行作为一个专为亚洲量身打造的基础设施开发机构正式登上了国际舞台。

中国财政部 1 月 4 日对外宣布,新西兰决定加入由中国主导的亚投行,至此,包括中国在内,亚投行参加国将增至 24 个,包括:孟加拉国、文莱、柬埔寨、中国、印度、印度尼西亚、哈萨克斯坦、科威特、老挝、马尔代夫、马来西亚、蒙古国、缅甸、尼泊尔、新西兰、阿曼、巴基斯坦、菲律宾、卡塔尔、新加坡、斯里兰卡、泰国、乌兹别克斯坦和越南。预计各国将在 2015 年 6 月底之前完成章程谈判和签署工作,明确各国在亚投行的股权分配比例,并在 2015 年底前投入运作,总部将落户于北京。

亚投行的法定资本为 1000 亿美元,中国从外汇储备出资 50%,即 500 亿美元。注册资本金由成员分期缴纳,一期实缴资本金为初始认缴目标的 10%,即 50 亿美元,其中中国出资 25 亿美元,其他创始成员共同筹集一期资本金的其余 25 亿美元,其中部分国家或由中国提供的贷款出资。

就资金管理方式而言,亚投行是一个政府间的金融开发机构,要按照多边开发银行的模式和原则运营,是迄今为止中国规模最大、规格最高的政府多边合作基金,并且中国已表明将持开放的态度,不追求亚投行的绝对主导地位,因此其他国家的资本投入仍存在进一步增加的空间。

首批推进的项目或将集中于与中国基本没有领土纠纷、没有历史问题的传统友好国家,而在中长期,亚投行牵头提供融资方案能够被更多的区域内国家所接受,便于推进更大规模的基建项目,也便于建立起更具普遍适用性的融资模式。

3. 金砖国家开发银行

2014 年 7 月 15 日,金砖五国在巴西福塔莱萨宣布成立“金砖国家开发银行”,宗旨是对成员国、新兴市场国家和其他发展中国家提供基础设施和项目建设融资,在不到两年的时间内,金砖国家开发银行完成了从概念提出到签署建立协议,且将于 2016

年成立，总部设于上海。

金砖国家新开发银行法定资本金 1000 亿美元，首批到位资金 500 亿美元，金砖五国平分金砖发展银行的股权，这意味着中国出资额将达 100 亿。金砖国家成员将就治理结构进行讨论，关键战略决策由理事会做出。首任理事会主席将由俄罗斯提名，首任董事会主席将由巴西提名，首任行长将由印度提名，另于南非设立非洲区域办事处。五个成员国商定将事先选定各自的基础设施项目，确保金砖国家开发银行一旦投入运作，便能快速在首批的项目实施上取得成功。

4. 上海合作组织开发银行

上海合作组织成员国元首理事会第十四次会议于 2014 年 9 月 11 日至 12 日在杜尚别举行。与会元首共同签署并发表了《上海合作组织成员国元首杜尚别宣言》。李克强总理 12 月 15 日在上海合作组织成员国政府首脑理事会第十三次会议上表示，将稳妥推进组建上合组织开发银行进程。上合组织成员国为中国、俄罗斯联邦、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、乌兹别克斯坦。

表 1: “一带一路”四大资金池

	性质	投向	定位	初始投入	时间表
丝路基金	主权投资基金	“一带一路”沿线国家、地区	基础设施、资源开发、产业合作和金融合作等	总规模 400 亿美元，首期资本金 100 亿美元中，初定由外汇储备出资占比 65%，中国进出口银行和中投公司各出资占比 15%，国家开发银行出资占比 5%。	--
亚洲基础设施投资银行	区域多边金融开发机构	签署《筹建亚投行备忘录》的 24 个成员国	基础设施建设	法定资本为 1000 亿美元，中国初始认缴资本为 500 亿美元左右，中国出资 50%，明年试运营的一期实缴资本为 50 亿美元，其中中国出资 25 亿美元。	预计将在 2015 年 6 月底之前完成章程谈判和签署工作，并于 2015 年底前投入运作。
金砖国家开发银行	区域多边金融开发机构	5 个金砖国家：巴西、俄罗斯、印度、中国、南非	基础设施建设	初始资本为 1000 亿美元，由 5 个创始成员平均出资	将于 2016 年成立
上合组织开发银行	区域多边金融开发机构	6 个上合组织成员国：中国、俄罗斯联邦、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、乌兹别克斯坦	上合组织间能源、交通和现代信息技术领域示范性项目	--	--

资料来源：招商证券

总之，上述四个资金池几乎覆盖了“一带一路”沿线的国家和地区，其逐步筹建和投入运营将为这些地域的基础设施建设、资源开发、产业合作等有关项目提供投融资支持，有助中国消化过剩产能，弥补亚洲发展中国家在基础设施建设等领域存在的巨大资金缺口，促进区域乃至全球经济增长。四个平台筹备工作自 2014 年起便加速推进，相

信在 2015 年就能够初步对“一带一路”形成资金支持。

静态地看，丝路基金、亚投行等机构目前的累积投入不过千亿规模，初始投入相对于巨大的基建项目投资需求而言固然是杯水车薪，而真正值得期待的是，这些机构并非是规模固定的资金池，而是作为资金流转的平台，一旦初始的投资生效，平台便可以为“一带一路”规划撬动源源不断的资金：

(1) 巨额的外汇储备是“一带一路”战略背后的坚实基础；

(2) “一带一路”沿线省份或将推出地方版丝路基金及其他类型基金。据媒体称，福州市政府日前和国开行福建分行、中非发展基金携手合作，推动设立预计总规模 100 亿元人民币的基金，广东省政府也正酝酿设立“21 世纪海上丝绸之路建设基金”。

(3) 12 月 24 日的国务院常务会议已明确指出，“一带一路”战略将吸收社会资本参与，采取债权、基金等形式，为“走出去”企业提供长期外汇资金支持。随着规划的落地和资金池的发展，商业银行、保险等多类商业机构都将积极合作投资、融资。以中国银行为例，预计中行 2015 年对“一带一路”建设相关的授信将不低于 200 亿美元，未来三年授信金额达到 1000 亿美元。同时平台也将采取金融创新的方式来带动民间资本（如 PPP 模式等），使资金链更能满足大型基建的需求。

(4) 12 月 24 日召开的国务院常务会议提出，中国将取消境内企业、商业银行在境外发行人民币债券的地域限制，扩大了境内企业的融资渠道。人民币国际化与“一带一路”之间的相辅相成将使这一战略的推进与实施将获得更多资金保障。

不过，要吸引各方参与、撬动社会资本也并非易事。“一带一路”战略的长期性是普遍的共识，目前，社会各方对于这一战略更多存在的是一种愿景，社会资本必然不会贸然参与，“好的开始是成功的一半”，若要保证资金的持续性，自初始阶段起投融资平台的长远布局，资金运营方面的谨慎设计，合作建设基本框架的确立便成为了“一带一路”长久、稳步推进的重中之重。

参考报告:

1. 《看到了结局，你有没有猜中开头》 2014/12/22
2. 《俄卢布贬值升级到全面危机的可能性不大》 2014/12/18
3. 《市场供求主导近期人民币贬值》 2014/12/14
4. 《应关注美债收益率上行的负面影响》 2014/12/07
5. 《原油价格大幅下跌抑制通胀预期》 2014/11/30
6. 《央行通过不对称降息传递强烈政策信号》 2014/11/23
7. 《取消香港居民人民币兑换限制不会造成国内流动性紧张》 2014/11/16
8. 《央行大幅调低人民币中间价》 2014/11/9
9. 《美联储如期结束QE》 2014/11/2
10. 《汇差扩大引发内地香港市场连锁反应》 2014/10/26
11. 《外围动荡愈演愈烈》 2014/10/19
12. 《美联储加息预期加剧外围动荡》 2014/10/07
13. 《港元汇率上周明显走弱》 2014/09/28
14. 《货币政策的就业逻辑未变》 2014/09/21
15. 《需密切关注美债和美元走势对国内的影响》 2014/09/14
16. 《8 月境外机构在国内购债规模明显上升》 2014/09/07
17. 《美元指数与美债价格比翼双飞》 2014/08/31
18. 《香港利差收窄或预示资本外流》 2014/08/25
19. 《金融数据引发经济下行担忧》 2014/08/18
20. 《避险情绪主导上周国际资本流向》 2014/08/11

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（董事），负责宏观经济研究。获第十一届（2013 年）新财富最佳分析师宏观经济第六名和第七届（2013 年）卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

闫 玲：北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士。两年汇丰银行工作经验，现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

赵 可：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观研究。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士。

刘亚欣：美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。