

肖立晟

xiaols@cass.org.cn

徐子桐

xu.zitong@outlook.com

范小云

fanxiaoyun@vip.sina.com

估算中国真实的 IFDI 和 OFDI

——来自避税天堂与返程投资的证据¹

[摘要] 本文梳理了现有文献对离岸金融中心导致的直接投资头寸统计偏差进行修正的方法，详细比较了直接投资头寸数据集的优劣差异，并以 CDIS 宏观数据集为基础，引入 Orbis 微观企业数据库作为重要补充，对直接投资的动机按避税目的和境外上市目的进行区分，以此估算我国真实的 IFDI 和 OFDI 存量。结果表明：（1）估算后来自离岸金融中心的 IFDI 调减 1.1 万亿美元，其中超过 80% 是出于避税目的进行的返程投资。（2）考虑 VIE 架构境外上市企业的影响后，返程投资占比增长至近 37%，规模约 1 万亿美元，其中 VIE 架构境外上市企业贡献了 16%。（3）我国对外投资存在经过避税天堂进行中转的现象，其中最终投向英属维尔京群岛的 OFDI 存量约占 1/4，是我国实际 OFDI 的最主要投向地。

¹ 作者简介：肖立晟，经济学博士，副研究员，中国社科院世界经济与政治研究所，Email: xiaols@cass.org.cn.

徐子桐（通讯作者），博士研究生，南开大学金融学院，Email: xu.zitong@outlook.com.

范小云，经济学博士，教授，南开大学金融学院，Email: fanxiaoyun@vip.sina.com.

原文刊载于《金融研究》2022 年第 2 期。

* 本文感谢国家社科基金重大项目（16ZDA031、17ZDA074），国家社科基金重点项目（14AZD032），国家自然科学基金青年科学基金项目（71703173），金融四十人论坛（CF40）重点课题的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

[关键词] IFDI 存量; OFDI 存量; 避税天堂; 返程投资

一、引言

近年来,我国直接投资规模迅速增长,根据国家外汇管理局公布的数据,我国 IFDI、OFDI 存量在海外负债和资产中的占比分别达到 50%和 25%以上¹。然而,现行统计只涵盖统计机构公布的双边直接交易,并没有包含通过离岸金融中心中转,或以未统计的返程投资形式回流的直接投资。在国际投资头寸表中,这部分与离岸市场相关的直接投资会对经常账户统计造成扭曲(Avdjiev et al., 2018)。正确统计和测算我国海外 IFDI、OFDI 的真实存量有助于厘清我国资本外流、财富不平等问题,进一步深入考察我国经常账户失衡和跨期优化问题。

国家外汇管理局数据显示,截至 2018 年,我国吸引外商来华直接投资(Inward Foreign Direct Investment, IFDI)头寸 2.8 万亿美元,对外直接投资(Outward Foreign Direct Investment, OFDI)头寸为 2.0 万亿美元,均位居全球前列。从增速上看,两者较 2008 年分别增长了 2.1 倍和 9.7 倍,高于全球主要发达经济体。在庞大的体量和快速增长的趋势背后,有两个值得关注的特点。

一是我国的 IFDI 和 OFDI 头寸,有超过 70%来自或流向中国香港、开曼群岛和英属维尔京群岛等避税天堂²(图 1)。这些离岸金融中心通常并没有实体经济产业,却以低税率优势吸引了大量海外企业迁册(Zucman, 2014; Avdjiev et al., 2018)。以开曼群岛为例,2018 年,开曼群岛 GDP 为 54.9 亿美元,但年末 IFDI 存量达到 416.4 亿美元,在册的存续企业数量在 2019 年末已接近 11 万家,包括可口可乐、宝洁、英特尔等境外企业,以及腾讯、新浪、恒大地产等中国大陆企业³。通常认为,这些离岸金融中心在直接投

1 国家外汇管理局使用“FDI(来华直接投资)”表示国际直接投资流入、使用“ODI(对外直接投资)”表示对外直接投资。为了避免双向直接投资中流向指代不清的问题,本文参考部分学者使用的“IFDI”和“OFDI”表述。按照国家商务部及国家外汇管理局的定义,对外直接投资是以境内角度,控制国(境)外企业的经营管理权为核心的经济活动,因此中国大陆对中国香港、中国台湾等境外地区的直接投资纳入对外直接投资统计中。

2 本文的避税天堂划分标准参照 Damgaard and Elkjaer(2017),以离岸金融中心为主,见附件表 1。

3 GDP 数据来源为世界银行,IFDI 存量及在册的存续企业数量数据来源为开曼群岛经济与统计办公室(Economic and Statistic Office, ESO)发布的《开曼群岛 2019 年统计纲要》(The Cayman Islands' Compendium of Statistics 2019)。

资中充当桥梁作用，实际资金来源地及投资地往往是其他具有实体业务的国家或地区。

中国大陆IFDI来源地										中国大陆OFDI投向地											
离岸金融中心					非离岸金融中心					离岸金融中心					非离岸金融中心						
中国香港					其他					中国香港					其他						
49.0%					11.4%					58.0%					7.0%						
英属维尔京群岛		新加坡		开曼群岛		荷兰		韩国		中国台湾		法国		开曼群岛		美国		澳大利亚		荷兰	
10.8%		4.1%		2.2%		1.2%		2.7%		1.2%		0.9%		12.6%		3.3%		1.7%		1.1%	
毛里求斯		伊斯坦布尔		美国		中国		日本		德国		英属维尔京群岛		英国		印尼		德国		加拿大	
1.1%		1.1%		2.0%		0.9%		5.9%		2.8%		6.3%		0.8%		0.7%		0.7%		0.6%	
俄罗斯		瑞典		中国香港		新加坡		美国		中国		新加坡		加拿大		俄罗斯		瑞典		中国香港	
0.6%		0.6%		58.0%		2.4%		0.6%		0.6%		2.4%		0.6%		0.6%		0.6%		0.6%	

数据来源：中国商务部《对外投资公报 2018》、CDIS，总量与国家外汇管理局数据一致。

图 1 中国大陆 IFDI 与 OFDI 对手方比重（政府机构数据）

二是来自离岸金融中心的直接投资资金最终来源地除了欧美日韩等发达经济体外，还有一部分是来自中国大陆本土的“返程投资”，即资金以 OFDI 形式从中国大陆流出，最终以 IFDI 形式回流到中国大陆(Xiao, 2004)，而非实际投资海外(Sutherland and Anderson, 2015; Casanova et al., 2015)。企业采用这种方式，不仅出于减轻税负、享受优惠的考虑，还能够在离岸金融中心设立特殊目的公司(SPE)，享受便于海外上市这一额外的红利(Sutherland and Matthews, 2009)¹。当前我国境外上市返程投资以互联网行业的民营企业为主，通常通过搭建 VIE 架构进行，这类企业已成为当前我国境外上市的主体，因而是本文关注的重点。

上述两个结构特点引发两个问题：一方面，当前的统计原则基于“居住地(Residence)”视角而非实际资金流向的“最终来源(Domicile)”视角²，二者对我国直接投资资产和负债的统计存在较大差异。虽然前者便于经济体统计直接的跨境往来，已作为国际惯例沿用多年，但随着离岸金融中心在海外投资中的作用日益突出，这一统计视角无法准确反映投资的真实流向。

1 返程投资是指境内居民通过境外特殊目的公司对境内开展的直接投资活动。我国过去为吸引外商投资而出台许多优惠政策，部分企业采取资金先流出再流入的方式以享受政策优惠。2008 年税率改革后，内外资企业所得税率统一后，税收红利消失，但企业出于便利海外上市的目的，仍然进行返程投资操作。

2 Avdjiev et al.(2018)使用 Domicile 表示永久居住地的概念，通常指的是集团总部的实际经营地。但 Domicile 也有注册地的含义，而注册地在实际统计中往往被视为居住地的替代，因此为了避免混淆，本文使用“最终来源”视角这一表述。

例如，在“居住地”原则下，A国成立了一家跨国公司集团母公司，在B国设立了境外控股子公司，该境外子公司与C国发生了直接投资交易，则C国在对该项交易进行国际收支统计时，其交易对手方为B国。但从“最终来源”的视角来考虑，该项业务的发生与A国的集团公司密切相关，是A国母公司B国与C国进行的间接交易，应当出于合并视角的考虑，将经济主体进一步分配到集团总部的业务经营地A国。这样一来，相对于“居住地”视角而言，基于“最终来源”视角对C国进行直接投资存量统计时，来自B国的IFDI应当调减，来自A国的IFDI应当调增；而A国对B国的返程投资流出和回流则分别计入A国的OFDI和IFDI。“居住地”视角下A国经B国的返程投资分别计入IFDI和OFDI，而在“最终投资”视角下调减并单独记为A国的“返程投资”。

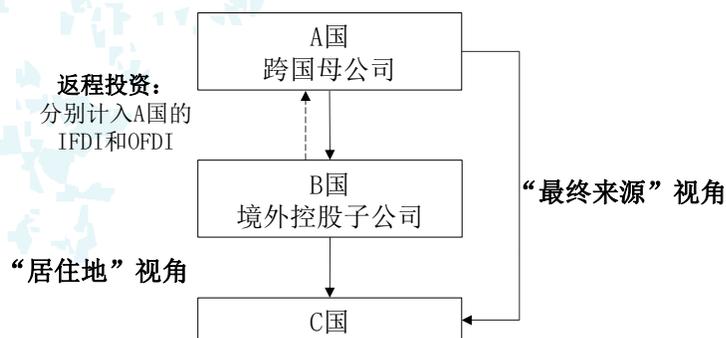


图2 “居住地”视角与“最终来源”视角差异

另一方面，通过离岸金融中心的直接投资并不直接服务于当地的实体经济，而是企业逃避税收、谋求境外融资甚至向海外转移资产的手段，容易造成国家税收流失、国内资本外逃(Tørsløv et al., 2018)。并且，离岸资产积累代表的是上层财富的迅速扩张和转移，也是财富不平等问题的表现(Alstadsæter et al., 2018)。而互联网龙头企业集中于传媒、商业服务、计算机软件等轻资产行业，普遍借助离岸金融中心设立特殊目的实体(SPE)谋求境外上市，实现快速造富，若能穿透至“最终来源”视角厘清，将有助于理解我国直接投资存量偏差及其引致的相关问题。

然而，虽然使用“最终来源”视角进行统计有利于剥离离岸金融中心的影响，但由于统计的局限，目前并没有有力的数据可供参考。这些统计局限包括：一是不同机构统计的IFDI和OFDI数据存在出入，缺乏统一的

参照标准。二是包括我国在内的许多国家或地区并不提供穿透至最终投资来源地的权威统计数据，目前仅有美国和欧盟等少数经济合作与发展组织(OECD)经济体提供该类数据。三是我国大型互联网企业通常使用 VIE 架构进行境外上市，在对外投资中普遍存在“返程投资”或者“资本增值”的现象(Sutherland et al., 2019)，但现有的统计无法涵盖，也尚未有学者对其进行详细分析。因此，本文对统计中国大陆 IFDI 和 OFDI 的现有数据集进行梳理和比较，尝试使用 Orbis 微观企业数据库进行调整和补充，对中国大陆对外资产和负债的直接投资部分，按照“最终来源”视角进行还原，并试图量化通过搭建 VIE 架构谋求境外上市的企业群体对中国大陆真实直接投资存量的影响。

从理论角度来看，本文一方面补充和丰富了跨国企业将资产转移至离岸金融中心的研究，对直接投资的动因理论提供了数据支撑，对研究资本外逃及财富不平等问题提供了中国案例；另一方面关注我国对外资产负债的真实情况，有助于重新理解我国债权国地位和结构，对我国国际金融调整渠道和汇率变化的研究有重要影响。从政策角度来看，本文通过对中国大陆直接投资存量的估算，具体化了“居住地”视角和“最终来源”视角两种原则下的统计差异，按照“最终来源”视角识别出我国 IFDI 和 OFDI 通过避税天堂中转的部分以及返程投资的规模，发现我国的 IFDI 存量因为忽略返程投资的影响而被高估、OFDI 存量被低估，佐证了企业通过直接投资的境外配置逃避税收、转移资产的猜测，为政策制定者重新评估我国引进 IFDI 的结构和质量，以及完善跨境投资头寸统计制度、规范跨境资金税收行为提供依据。

本文以下部分的结构安排如下：第二部分是相关文献综述；第三部分对直接投资统计的各类数据集进行比较；第四部分是我国真实 IFDI 和 OFDI 存量的数据测算与分析；第五部分是结论。

二、文献综述

关于离岸金融中心在对外直接投资活动中的作用，当前主要有两支文献。一支主要关注跨国企业通过离岸金融中心进行对外直接投资的动因

(Ning and Sutherland, 2012; Buckley et al., 2015; Haberly and Wójcik, 2015)。另一支主要考察离岸金融中心引发的直接投资头寸统计偏差，并通过构建数据库测算真实的对外直接投资(Sutherland and Anderson, 2015; Garcia-Bernardo et al., 2017; Damgaard et al., 2019)。除上述关注直接投资头寸的两支文献外，也有学者使用国际收支和国民账户数据(Alstadsæter et al., 2018; Tørslov et al., 2018)和企业层面的数据(Vicard, 2019; Bouvatier et al., 2019)，研究直接投资利润转移对资本外逃及财富不平等的影响(Howlader et al., 2020; Alstadsæter et al., 2019)。

(一) 通过离岸金融中心进行对外直接投资配置的动因

主流理论通常认为一国企业进行对外直接投资的动因包括寻求自然资源、寻求市场、追求效率或者获取战略性资产(Dunning and Lundan 2008; Child and Rodrigues, 2005; Rui and Yip, 2008)，但现在越来越多跨国企业对外直接投资中的很大一部分是通过少数离岸金融中心进行的，而离岸金融中心通常不从事实际的“生产性活动”，也没有经营实际业务的法人实体，有些甚至位于资源、市场相对贫乏的小岛上，因此上述传统理论并不能很好地解释对外直接投资集中于离岸金融中心这一现象(Beugelsdijk et al., 2010)。为此，有学者逐渐将研究视角落在通过离岸金融中心进行的对外直接投资的动因上。

一是寻求避税。离岸金融中心通常是避税天堂，相对于投资母国而言享有税收优势，允许跨国公司利用通过转移定价的方式将利润从高税收地区转移到低税收地区，以减少纳税义务(Eden, 2009)。Jones and Temouri(2016)使用 12 个经合组织国家 14,209 个跨国公司的大型面板数据，衡量企业利用避税天堂进行对外直接投资的可能性，发现避税天堂的低税率、宽监管和保密性是其吸引直接投资的主要因素。就中国大陆而言，这一现象同样存在，例如刘志阔等(2019)发现部分中国大陆跨国公司通过避税天堂降低税负、转移利润。中国大陆通过离岸金融中心进行的对外直接投资有一部分被认定为返程投资，再以 IFDI 形式返回中国大陆，以实现对外国资本的优惠待遇(Luo and Tung, 2007; Huang, 2003; Vlcek, 2014)。2008 年修订的企业所得税法对外资企业和中国大陆企业的税率进行了统一，设立离岸控股公

公司的税收优惠被取消，但 Buckley et al.(2015)根据在美国上市的中国大陆企业提交的 20-F 表格发现，上市的中国大陆企业仍然选择在开曼群岛和英属维尔京群岛注册，只是越来越多地加入了中国香港持股公司¹，表明避税是但并非唯一原因。

二是制度套利。Boisot and Meyer(2008)针对中国大陆企业，提出了对外直接投资的“制度套利”(Institutional Arbitrage)动因，而前文提到的我国“返程投资”也是制度套利的一个例子(Huang, 2003)。中国大陆对避税天堂的对外直接投资依赖于母国的制度、法律和金融结构，因此在很大程度上取决于政府政策的变化(Witt and Levin, 2007)。Buckley et al.(2015)认为制度套利吸引了中国大陆企业在离岸金融中心进行直接投资是因为这些地方法律制度优越，与欧美金融市场的联系更为密切，也能够规避国内对对外投资的限制。

三是国内资本市场不完善(Capital Market Imperfection)。上述制度套利针对的是产品市场，主要考虑的是制度错配增加的物流成本、税收成本等，但资本市场的错位逐渐凸显。例如，受制于国内上市满足一定盈利要求的规定，许多国内企业为筹集资金，选择借道离岸金融中心搭建 VIE 架构的形式，在第三国或地区（通常是美国、中国香港、新加坡等）谋求境外上市，创造比境内上市更大的资本价值(Wójcik and Burger, 2010)。Sutherland et al.(2019)将之总结为制度套利理论在资本市场的拓展，并提出国内资本市场不完善这一动因。本文对直接投资的还原估算按照配置的动因分为两部分，一部分针对基于避税目的的直接投资，另一部分则重点关注通过 VIE 架构谋求境外上市的企业，并对它们通过离岸金融中心的直接投资进行调整。

（二）离岸金融中心导致的直接投资头寸统计偏差

目前，IFDI 和 OFDI 的流量和存量统计只包括直接的第一目的地，而不包括最终目的地。Sutherland et al. (2019)及 Anderson et al. (2021)分析了使用商务部等统计数据衡量中国大陆直接投资的文献(Buckley et al., 2007; Hurst, 2011)、UNCTAD(Kolstad and Wiig, 2012)，指出了它们因为忽略离岸

¹ 中国香港企业与中国大陆签署税收协定，根据中国大陆的税收优惠安排，区别于其他国家（或地区）10%的税率，中国大陆与中国香港双方的税率为 5%。

金融中心而导致的偏差。而这种偏差一定程度上揭示了一国隐含的利润转移、资本外逃的情形，以及资产藏匿海外导致的国家税收流失、财富不平等等问题。

由于离岸金融中心对理解真实的直接投资头寸起到至关重要的作用，政策界和学术界试图识别离岸金融中心的影响程度，并对数据集进行完善。一方面统计机构致力于统计更完善的直接投资数据，例如 OECD 要求成员国同时报送该国吸收的直接投资数据和最终投资数据(OECD, 2015)，BEA 在统计美国 IFDI 时同时编制基于最终受益人国别的最终投资数据(BEA, 2015)，但显然提供最终投资双边数据的国家和地区仍然有限。另一方面，许多学者利用各类数据集和方法，试图测算真实的直接投资头寸。例如，Haberly and Wójcik(2015)从经济地理的角度，利用 IMF 的 CDIS 双边国家数据构建 IFDI 矩阵，并用主成分分析的方法识别出 30%~50%的 IFDI 与离岸金融中心壳公司有关。Delatte et al.(2020)使用引力模型量化 2009-2017 年 236 个经济体 IFDI、证券组合及债务的存量，发现全球有 40%的资产是被离岸金融中心扭曲的“异常”存量。一些学者对具体国家的直接投资统计偏差进行识别。Beugelsdijk et al.(2010)使用美国经济分析局(BEA)的跨国公司运营数据集估计美国与其他主要国家或地区间的 IFDI 头寸偏离度。De Jong et al. (2017)使用 Orbis/Amadeus 企业数据库对中国在荷兰的直接投资进行了调整。Anderson et al. (2021)使用 Thomson ONE Banker 数据库的并购数据和 IFDI Markets 数据库的绿地投资数据构建了 GUO 数据，对以往使用政府数据进行测算的文章重新复现，衡量了中国 OFDI 的真实情况。此外，Casella (2019)提出了完全不同的测算方法，利用吸收马尔可夫链计算最终投资者的真实分布，构建了 100 余个国家或地区的双边直接投资网络。但这种概率估计的方法在估算返程投资时会产生系统性偏误，也会忽略税收倒置下企业迁册的现实情况，最终导致估算结果偏离最终投资报告值。

因此，本文仍然采用传统的测算方法，借鉴 Damgaard et al. (2019)的方法，使用 Orbis 企业数据库对 OECD 的外国直接投资数据与 IMF 的 CDIS 数据进行重新调整，将宏观统计数据与微观数据进行结合。本文在 Damgaard et al. (2019)基础上，补充测算了 VIE 架构境外上市企业对我国对

外直接投资存量的影响，这一现象是 Damgaard et al. (2019)在对全球网络进行测算时忽略的，但在我国却较为普遍，是解释我国区别于其他国家或地区的大规模“返程投资”的一大重要因素，应当予以重视并进行单独估算。Coppola et al. (2021)也关注了中国大陆企业通过 VIE 架构谋求境外上市的行为，但区别于其以证券投资的视角使用累计流量进行估算的做法，本文基于 VIE 架构中的公司层面资产负债表直接进行存量调整，避免了累计流量调头寸造成的偏差，同时还弥补了 Coppola et al (2021)仅考虑已上市企业而未涉及已搭建 VIE 架构的大型拟上市企业的局限。

三、现有数据集比较

首先，本文对现有的数据集进行梳理，描述现有统计数据在衡量中国大陆对外直接投资方面的不足和差异。目前公布我国 IFDI 和 OFDI 数据的国内外统计机构包括中国商务部、国家外汇管理局、IMF（提供 CDIS 数据集）、OECD 及 UNCTAD。部分智库公布我国与其他国家或地区的 OFDI 数据，但通常为中国大陆对特定国家或地区的外国直接投资数据库，如美国企业研究所 (American Enterprise Institute, AEI)关于中国对美国直接投资的数据库、阿尔伯塔大学关于中国在加拿大投资的数据库、悉尼大学关于中国在澳大利亚投资的数据库。不同数据集的差异如下，汇总于表 1。

1. 中国商务部：（1）IFDI 方面，商务部提供吸收合同外资及实际利用外资数据，分别为登记金额和使用金额，后者相对合适。实际利用外资是中国大陆统计部门公布的时间区间最长的数据集，以流量形式统计，但忽略了存量数据反映的估值效应变动。（2）OFDI 方面，每年 9 月 30 日前，商务部会同统计局、外汇局公布前一年度《中国对外直接投资统计公报》，其中商务部对外投资与经济合作司根据公司调查和行政记录收集非金融企业对外直接投资流量和存量数据，外汇局收集金融机构对外直接投资数据，汇总后纳入统计公报中公布。

2. 国家外汇管理局：提供国际收支头寸(International Investment Position, IIP)数据，该数据是基于国际收支手册第六版(BPM6)原则编制的、以资产/负债角度报告的存量数据。该数据集仅提供总量数据，不公布双边数据，

但国家外汇管理局每年向 IMF 协调直接投资调查(Coordinate Direct Investment Surveys, CDIS)数据集报告双边 IFDI 数据，并由 IMF 统一对外公布，2018 年新增报送我国对其他国家或地区的双边 OFDI 数据。

3. IMF 协调直接投资调查(CDIS): IMF 目前已完成 2018 年直接投资双边国家或地区数据的统计工作，全球有 111 个经济体报送 IFDI 数据，85 个经济体报送 OFDI 数据¹。此外，CDIS 同时公布镜像(Derived)数据，A 国吸收来自 B 国的 IFDI 与 B 国投向 A 国的 OFDI 是一组镜像数据，例如中国大陆 IFDI 头寸的镜像数据即为全球其他地区对中国大陆的 OFDI 头寸之和。但镜像数据通常小于报告主体的报告数据，主要原因在于，一是数据的统计缺漏，例如一些国家或地区可能并非 CDIS 报告主体²，或是报告主体但并未自愿报告 OFDI 数据（仅针对 OFDI 数据），另一方面，数据中除了具体的国家和地区外，还有一类是未分类地区(Not Specified)，类似于统计的误差项，这类地区针对特定经济体的镜像数据是无法获得的(Damgaard et al., 2019); 二是部分跨国企业存在联属企业间借贷行为(Angulo and Hierro, 2017)，计入负向 IFDI，而非 OFDI。虽然该数据集存在不足，但其以双边镜像数据作为缺失数据的补充，具有相对丰富的样本容量，为本文的估算提供了值得借鉴的思路和调整依据，因此本文将该数据集作为后续调整的统计数据基础。

4. 经合组织(OECD): 报告 36 个成员地和部分非成员地的全球投资信息，包括总量数据和双边数据。成员地须按照 OECD 指定的外国直接投资基准定义第四版(BD4)标准，同时提供基于资产/负债原则(Asset/Liability Principle)和方向原则(Directional Principle)³统计的双边国家数据，还须额外提供穿透至最终受益人国别(Ultimate Beneficial Owner, UBO，即最终投资

1 对于 CDIS 成员，需按期报送 IFDI 数据，但 OFDI 数据为自愿报送。中国大陆自 2009 年 CDIS 开始统计时就是报告主体，但仅在 2018 年报送 OFDI 数据。

2 大多数离岸金融中心都不是 CDIS 成员，无需以经济主体名义报送直接投资数据，导致中国大陆 OFDI 镜像数据被漏记。

3 在资产/负债基础上，直接投资统计基于投资是否与报告主体的资产或负债有关；在方向原则下，直接投资统计基于报告主体的投资方向（流入或流出）。二者的差异在于对反向投资（附属公司向其母公司提供贷款）的处理不同，在方向原则下，需扣减反向投资，IFDI 头寸低于在资产/负债基础上统计的规模。一般而言，如要分析总量数字，应参考按资产/负债原则编制的直接投资头寸，如要按不同国家或地区的主要经济活动分析双边直接投资，应参考按方向原则编制的直接投资头寸（中国香港对外直接投资统计，2019）。

来源地)的数据;对非成员地,则仅公布其政府部门统计的总量数据,例如,中国大陆并非 OECD 成员,该组织提供的中国大陆对外投资数据直接使用中国国家外汇管理局公布的国际收支头寸总量数据,该数据与 CDIS 报告的数据较为接近。

5. 联合国贸易和发展会议(UNCTAD):公布的总量数据是当前学者衡量中国大陆对外投资情况最常使用的国外统计数据。(1) IFDI 方面,UNCTAD 对中国大陆 IFDI 头寸数据的处理方式:1994 年以前数据按照 1979 年以来的累计流量计算;1994-2008 年数据来自中国商务部;2009-2018 年数据以 2008 年为基数,用累计流量进行估计。该数据总体上和商务部数据较为一致,与 CDIS 镜像数据高度重合。双边 IFDI 数据仅更新至 2012 年,数据时效性稍欠。(2) OFDI 方面,对中国大陆 OFDI 头寸数据的处理方式:2003 年前数据以 1982 年为基数,用累计流量进行估计;2003-2017 年数据来自中国商务部,2018 年数据根据 2016 年存量数据加上新增 OFDI 流量估计。该数据与商务部数据以及 OECD 援引的国家外汇管理局数据较为一致,但缺乏双边 OFDI 数据。

6. 美国企业研究所(American Enterprise Institute, AEI):为民间智库,公布中国对美 OFDI 流量数据,优势在于提供逐笔交易的具体信息、考虑投资活动的最终目的地、仅考虑实际发生的交易。但类似的数据库通常无法与使用传统国际收支标准编制的外国直接投资数据进行比较,因为它们在很大程度上忽略了外国直接投资的非股权成分,如公司间贷款或再投资收益¹,并且累计流量只能作为存量的粗略替代。

上述数据集在统计原则(资产/负债原则及方向原则)、数据形态(流量及存量,双边及总量)、时间长度等方面存在差异,虽然总体均呈现稳步提升的态势,但最终表现出来的中国大陆 IFDI、OFDI 头寸在不同数据集中有较大不同。以数据最全的 2018 年来看,IFDI 存量规模最大的是国家外汇局统计的国际投资头寸数据及其向 IMF 报送的 CDIS 数据,两者数据约为 2.9 万亿美元;最小的是 UNCTAD 及 CDIS 的镜像数据,约为 1.5 万亿美元,约为统计规模最大的数据集的一半(图 3)。而 OFDI 存量规模在

1 外国直接投资通常分为三类:股权投资、收益再投资以及关联公司借贷。

UNCTAD、CDIS 及中国商务部数据集中表现一致，但以镜像方式或累计流量统计的数据则仅达到其他数据集的三分之一左右（图 4）。如此差异增加了了解我国对外投资真实情况的难度，加之这些数据集大多以“居住地”视角进行统计，无法追溯到最终投资者国别，因此，探索构建一个基于“最终来源”视角统计的数据集自然成为本文研究的重点。囿于统计局限，上述数据大多由政府或国际机构公布，双边国家或地区数据为最小维度，部分数据集甚至只提供总量数据，普遍缺乏企业层面的微观数据支撑，而要想将“居住地”视角下统计的“直接直接投资”(Immediate Direct Investment)数据还原至“最终来源”视角下统计的“最终来源的直接投资”(Ultimate Direct Investment)¹，现有的统计数据较难实现，因此需借助微观企业数据，建立宏微观结合的估算方法。

表 1 各数据集 IFDI、OFDI 统计比较

数据集类型	数据集名称	统计依据	IFDI 统计优点	IFDI 统计缺点	OFDI 统计优点	OFDI 统计缺点
中国国内统计数据集	中国商务部数据	《外商投资企业年度投资经营信息联合报告》及《对外直接投资统计制度》。对企业进行全面调查。	公布 1984 年开始的实际利用外资数据，数据时间维度长。	只有流量数据，而累计流量并不能准确反映存量情况。	同时公布存量数据和流量数据。	2018 年存量和累计流量数据的偏差率达到 53%（分别为 19,822.70 亿美元和 12,887.90 亿美元）。
	国家外汇管理局国际投资头寸数据 (IIP)	IMF 公布的 BPM6。使用资产负债原则编制。	存量数据考虑了价格调整、估值效应等因素的影响。是 OECD 公布的中国大陆对外投资数据来源。	仅公布总量数据，缺乏国家或地区间的双边数据。	与 IFDI 情况一致。	
国际机构统计数据	IMF 协调直接投资调查 (CDIS)	总体标准是 BPM6，双边数据基于方向原则编制。上市股权类 IFDI 使用市值法计	公布双边国家或地区的镜像存量数据。	镜像数据与标准数据存在普遍性差异。	镜像数据能够为借道离岸中心进行海外投资的佐证。	许多国家或地区并不报送对外直接投资 (OFDI) 数据。中国大陆仅在 2018 年公布 OFDI 双边数

1 “直接直接投资”与“最终来源的直接投资”表述参考《国际收支和国际投资头寸手册第六版(BPM6)》中文版末尾的中英索引。二者的差异在于统计视角，分别对应于“居住地”视角和“最终来源”视角。

		价，关联方借贷使用名义价值计价，未上市股权使用自有资金账面价值 (Own Funds At Book Value)计价			据。
	UNCTAD 数据集	根据中国商务部数据调整。	UNCTAD 数据是学者更倾向于使用的总量数据集。数据最早可追溯至 1982 年。	1、本质上还是累计流量数据，但和商务部数据有差异。 2、中国大陆与其他国家或地区的双边 IFDI 数据最后仅更新至 2012 年。	UNCTAD、中国商务部、国家外汇管理局在对外投资存量方面规模基本一致。 只提供各国的总量 OFDI 数据，并未提供国家或地区间的双边数据。
	OECD 数据集	OECD 公布的 BD4 标准。计价方式主要基于市值法。	1、同时提供基于资产/负债原则和方向原则的数据。 2、区别于上述几种仅按直接投资者国别统计的数据集，OECD 成员还需报送最终投资地的数据。	中国大陆并非 OECD 成员，OECD 的中国数据来源实际上是中国大陆政府。	与 IFDI 情况一致。
	智库 AEI: China Investment Tracker	企业对外投资交易数据。	无 IFDI 数据。	1、包括交易双方企业名称、行业、金额等逐笔明细数据。 2、公布具体的持股比例。	1、仅公布流量数据。 2、部分交易股权比例缺失，无法判断是否应纳入对外直接投资。

数据来源：作者整理。

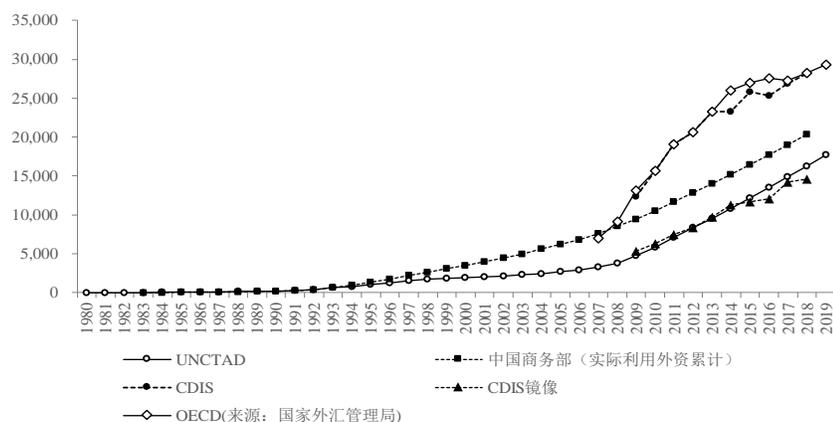


图3 不同数据集的中国大陆 IFDI 数据比较 (单位: 亿美元)

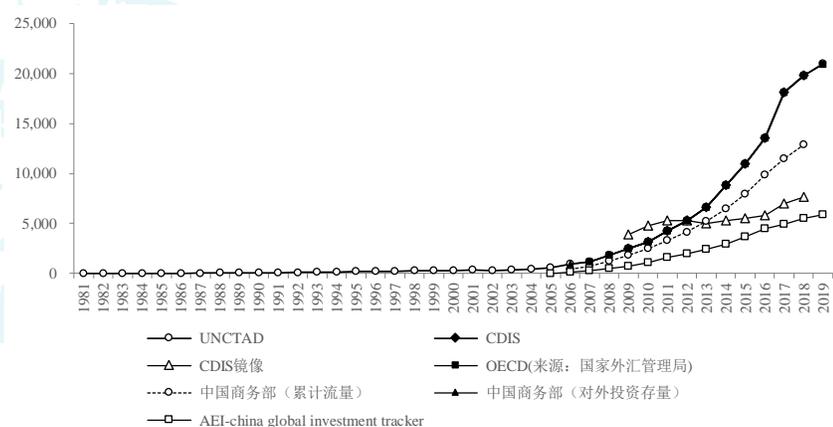


图4 不同数据集的中国大陆 OFDI 数据比较 (单位: 亿美元)

四、数据估算与分析

(一) 基于避税目的最终来源的直接投资估算

1. 数据来源及估算方法

本文参照 Damgaard et al.(2019)的调整思路,对中国大陆真实 IFDI 和 OFDI 存量进行估算。本文假定估算前后中国大陆吸收的全球各国 IFDI 头寸总量维持不变¹,只是在不同国家或地区之间的分配进行了调整。本文以 IFDI 为主要调整方向²,将微观数据集中双边国家或地区最终来源的直接投资与直接的直接投资比例作为现有国内宏观数据集中双边国家或地区最终投资的调整系数,进而估算出中国大陆吸收其他各国的最终投资数据。公

1 这里的全球各国包括中国大陆本身,衡量的是“返程投资”,但基于“居住地”原则编制的 IFDI 数据未统计返程投资规模。

2 根据前文对镜像数据的分析,其他国家或地区对中国大陆的 OFDI 理论上可以视为中国大陆吸收其他国家或地区的 IFDI,考虑到各国对于吸收和使用 IFDI 的统计相对于 OFDI 而言更为谨慎、数据质量更高,因此主要估计 IFDI 方向,OFDI 则使用镜像数据作为代理。

式表示如下：

$$Real_FDI_{h,i}^{UIE} = \delta_{h,i} Real_FDI_{h,i}^{IIE} \quad (1)$$

其中， $Real_FDI$ 为实体经济领域的 IFDI 投资，与特殊目的实体领域的 IFDI 投资相区别； h 为东道国，即中国大陆； i 为投资主体，即中国大陆吸收 IFDI 的来源地； UIE 和 IIE 分别代表“最终来源”视角下统计的“最终来源的直接投资”以及“居住地”视角下统计的“直接的直接投资”。“直接的直接投资”定义与国际标准保持一致，即以直接或间接方式，拥有另一经济体的居民公司至少 10% 的股权；“最终来源的直接投资”定义为本国企业所有权结构中，第一家不受其他国家或地区企业控制（拥有 50% 以上股权）的境外企业对该本国企业的直接投资。 δ 表示调整系数，是微观数据集中双边国家或地区最终来源的直接投资与直接的直接投资之比。

本文使用的微观数据库为 BvD 公司旗下的 Orbis 数据库，涵盖全球 3.7 亿家上市公司及非上市公司，包括各类企业财务及运营指标，是目前涵盖企业数量最多、样本信息最全的微观企业数据库。本文使用的数据集包括：一是 IMF 公布的以“居住地”视角统计的双边 CDIS 数据集，2018 年共有 111 个成员国（或地区）报送 IFDI 数据，其中 85 个经济体自愿报送 OFDI 数据，中国大陆为其中之一；二是 OECD 公布的由 35 个成员地报送的以“居住地”视角统计的直接投资双边数据，其中 17 个国家或地区同时提供“最终来源”视角统计的最终投资数据¹。

主要指标的估算方法如下：

(1) 各机构统计的“直接的直接投资”头寸。

对于 CDIS 报告主体，本文直接使用其报告的双边投资数据。自 2009 年起，中国大陆成为 CDIS 报告主体的一员，每年向 IMF 报告与其他国家或地区的双边 IFDI 数据，本文直接使用该数据作为调整基础。2018 年，中国大陆向 CDIS 报告吸收来自全球 246 个国家或地区的 IFDI 存量数据总计 2.8 万亿美元，其中离岸金融中心贡献了 72%。

(2) Orbis 中的直接投资头寸。

¹ 中国大陆虽然不是 OECD 成员，但是主要交易对手方，由 OECD 成员报送其与中国大陆的双边 IFDI 头寸。

首先，对跨国企业“直接的直接投资”存量和“最终来源的直接投资”存量进行筛选。筛选原则包括：一是将中国大陆企业视为境外母公司的子公司，以企业财务数据作为直接投资头寸的计算依据。二是根据直接投资的比例标准，将持股比例不低于 10% 作为纳入直接投资的门槛，并剔除直接投资地与东道国一致¹以及存在空值的企业。三是选择这些公司直接投资母公司和最终来源的直接投资母公司所在的国家或地区，以便根据投资的直接来源地和最终来源地调整原始数据的最终来源直接投资头寸。

其次，对 Orbis 数据进行处理。一是明确直接投资头寸的计算依据。根据 IFDI 的划分标准，IFDI 的融资来源包括股权资本、利润再投资以及关联公司借贷。但是按照惯例，这里主要统计股权类 IFDI 及关联公司借贷，其中关联公司借贷仅为关联公司间的内源借贷，而不包括外部借贷²。由于 Orbis 无法区分外部负债和内部负债，而根据 CDIS 数据，近年我国关联公司借贷占总 IFDI 的比重接近 10%，以此倒推后将非金融企业内源借贷占总债务的比重设定为 10%，考虑全球其他国家或地区时，则用同样的方法按均值设定为 15%；而金融机构的关联方借贷计入其他投资，不纳入 IFDI 统计，故金融机构的直接投资只包含股权类 IFDI。二是剔除流入特殊目的实体的 IFDI。由于我们需要考察的是中国大陆真实的海外资产与负债，而特殊目的实体的核心业务是在其设立地所在国以外的实体之间输送资金，在对外直接投资中只起到中介作用(OECD, 2009)，因此予以剔除。根据 IMF(2018)的定义，SPE 为雇员人数小于 5 人、缺乏实物资产、在东道国不从事物生产，并由非居民直接或间接控制的法人实体。因此，本文剔除雇员人数小于 5 人、劳均资产规模小于 1000 万美元的企业，最终仅保留流入实体经济的 IFDI。

最后，计算最终来源的直接投资调整系数和返程投资系数。加总计算出中国大陆与其他国家或地区“最终来源的直接投资”和“直接的直接投资”双边数据，仅保留规模在 100 万美元以上的国家或地区数据，并进一

1 相当于投资仍在境内范围进行，并不涉及跨境交易，应当剔除。

2 企业内源借贷指的是关联方借贷，外部借贷主要来自银行及其他投资者。

步计算“最终来源的直接投资”与“直接的直接投资”之比，作为中国大陆吸收其他国家或地区最终来源的直接投资调整系数。将最终来源的直接投资地为中国大陆的直接投资头寸视为中国大陆的返程投资规模，与中国大陆吸收其他国家或地区的“直接的直接投资”头寸相除，计算出返程投资系数。由 Orbis 数据库计算出的我国返程投资系数接近 0.3，该数值与以往学者估计的均值相当，而对于其他一些国家或地区，为剔除极端值的影响，将返程投资系数的上下限限定在 0 至 0.25 之间。

(3) 调整后的“最终来源的直接投资”头寸。

由于中国大陆通常为设立特殊目的实体的母国而非东道国，本文假定中国大陆吸收的 IFDI 存量均流向实体经济领域，即为实际投资，而不存在流入国内特殊目的实体的情形，由此根据式(1)，计算出调整后的中国大陆“最终来源的直接投资”头寸。值得说明的是，IFDI 存量和 OFDI 存量是理解中国大陆海外负债与资产的两个完整方面，本文的数据测算以前者为基础，而后者则以其他国家或地区吸收来自中国大陆的 IFDI 头寸进行镜像代理。对 OFDI 存量的调整思路总体与 IFDI 存量的调整一致，但在以下三方面存在差异。

第一，对于中国大陆 OFDI 存量而言，在将进入实体经济领域的实际投资还原至最终投资国家或地区之前，需要先估算对外投资中进入对方国家或地区的实体经济领域及特殊目的实体领域的规模。首先，有 93 个 CDIS 报告主体公布了吸收来自中国大陆的 IFDI 存量数据，其余国家或地区中有 82 个为中国大陆向 CDIS 报告 OFDI 双边数据的手方，对于这些国家或地区的数据，直接引作调整的基础，即基于“居住地”视角的 OFDI 存量。其次，OECD 成员中，有 11 个成员公布来自中国大陆的实体经济领域 IFDI，这些数据可直接作为中国大陆 OFDI 存量的双边规模。对于其他交易对手方，则按照 OECD 报告主体数据进行调整。根据 Damgaard et al. (2019)的发现，IFDI 中投向特殊目的实体领域占比较高的国家或地区往往具有较高的 IFDI 总量/GDP 比值，而 IFDI 中投向实体经济领域占比较高的国家或地区则拥有较低的 IFDI 总量/GDP 比值，因此，本文沿用其做法，对同时公布实体经济领域 IFDI 及特殊目的实体领域 IFDI 的 17 个 OECD 国家或地区

做实际 IFDI 与 IFDI 总量之比关于 IFDI 总量与 GDP 之比的回归，表示为式(2)。其中 IFDI 存量均为该国吸收来自其他国家或地区的合计数，GDP 来源为世界银行 WDI 数据库，比值均乘 100 后取自然对数，回归数据使用的时间区间受 OECD 报告限制，为 2013-2018 年。据此计算的 β 系数为 -0.51， R^2 为 0.82。最后，假定此回归系数在其他非 OECD 成员地中保持一致，并且一国实际 IFDI 占 IFDI 总量之比在其各个对手方中保持一致。以中国大陆对开曼群岛的 OFDI 为例，2018 年 CDIS 公布的中国大陆对开曼群岛的 OFDI 存量约为 2300 亿美元，以此作为镜像数据计算的 IFDI 总量与 GDP 之比为 42.26，代入回归结果后，来自中国大陆的 IFDI 中实际投资占比为 4.5%，相应的实际 IFDI 存量为 106.83 亿美元。

$$\log\left(\frac{\text{Real_FDI}_{h,t}}{\text{Total_FDI}_{h,t}}\right) = \alpha + \beta \log\left(\frac{\text{Total_FDI}_{h,t}}{\text{GDP}_{h,t}}\right) + \varepsilon_{h,t} \quad (2)$$

第二，将进入实体经济领域的实际投资还原至“最终来源的直接投资”国家或地区时，个别国家或地区的 Orbis 直接投资双边数据偏离现有统计机构公布的“直接直接投资”双边数据，对于偏离程度超过 ± 0.5 倍的东道国，在估算调整系数之前，先假定同一来源地在不同年份对不同东道国吸收 IFDI 头寸的影响保持一致，据此计算各来源地的全球加总 IFDI 头寸，并得到最终来源的直接投资调整系数，替代该投资东道国的双边调整系数。

第三，各 OECD 报告主体的返程投资系数由 OECD 报告主体返程投资总量与最终来源的直接投资总量的比值代理。对于 Orbis 未提供返程投资数据的国家或地区，以全球总体返程投资系数作为该国返程投资系数的代理。

本文按照上述方法对基于避税目的的直接投资按“国籍”视角进行了还原，为验证这一做法是否偏离正常值，本文将估算的双边国家结果与官方机构公布的最终投资数据进行比对。目前，公布最终投资数据的官方机构仅有美国经济分析局（BEA）和 OECD，其中 OECD 仅要求其成员国报送最终来源的直接投资数据，而对非成员国不做要求。考虑到数据可得性和直接投资体量的可比性，我们以中美双边头寸为例进行比较。该数据的编制主体为美国经济分析局，它负责统计和编制美国的直接投资头寸数据

(Direct Investment Position & Transaction Data) 以及美国跨国企业的海外经营数据(US Affiliate Operating Data), 并以强制性公司调查制度为数据的全面性和准确性提供支撑。其中, 跨国企业海外经营数据统计口径更为全面, 包括外国母公司集团持有的美国子公司及美国合资企业所有者股权以及负债的总量信息, 并且数据按照较宽口径的“资产/负债原则”统计, 有高估存量之嫌; 而直接投资头寸数据为根据外国母公司持股比例计算的股权类 IFDI, 与母公司未偿贷款的加总, 数据按照“方向原则”统计, 并根据最终受益人所在国(UBO)原则编制, 这与本文的估计原则一致, 也更符合常规做法, 因此本文以直接投资头寸数据作为参照。但该数据集并未统计美国的 OFDI 头寸, 只能以美国吸收中国的 IFDI 存量进行单向比较。

本文以美国吸收中国大陆 IFDI 头寸作为中国大陆对美 OFDI 头寸的代理, 估算的结果与 OECD 和 BEA 公布的最终投资头寸数据差异不大(图 5)。这三组数据中, BEA 公布的投资头寸相对较小, 可能的原因在于 BEA 的资产价值按照历史成本计算, 而其他三组数据基于 BOP6 和 BD4 标准, 以市值法为主要计价方式, 按照公允价值或者现值对资产价值进行调整, 但 BEA(2015)认为以历史成本统计的头寸仍是准确和一致的。相对于三组基于“最终来源”视角统计或估算的最终来源的直接投资头寸而言, 基于“居住地”视角统计的 BEA 直接投资头寸明显更小, 规模大概仅有前者的一半, 表明中国大陆存在通过中国香港及其他离岸金融中心最终投向美国或其他地区的投资行为。

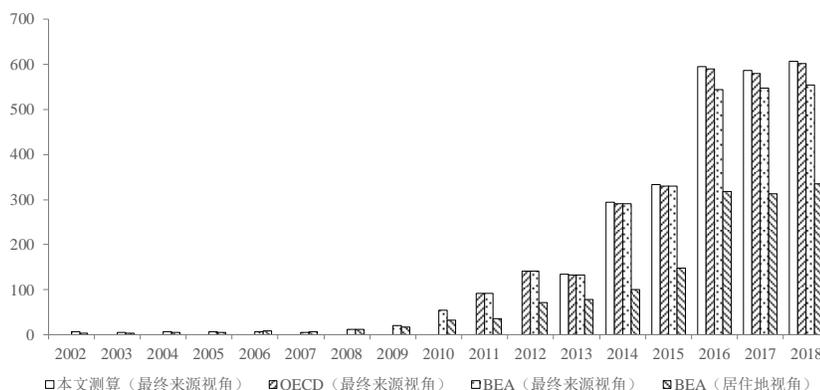


图 5 中国大陆对美国最终 OFDI 头寸 (单位: 亿美元)

2. 我国 IFDI 和 OFDI 存量的国别情况

(1) “最终来源”视角下我国 IFDI 存量。

考虑到离岸金融中心并非 CDIS 报告主体，不具有直接投资统计数据的报送义务，而中国大陆仅在 2018 年开始向 CDIS 报告双边国家或地区的 OFDI 存量数据，因此本文主要关注 2018 年的估算结果。在调整前后中国大陆 IFDI 头寸总量不变的假设下，原本来自避税天堂的 IFDI 调减，而相应地其他国家或地区通过避税天堂继续投向中国大陆的部分调增，或者通过避税天堂返回到中国大陆的部分则因为不属于真实的直接投资而从 IFDI 中移除。由此估算出 2018 年中国大陆返程投资为 0.9 万亿美元，而从原来根据“居住地”原则统计的中国大陆 IFDI 头寸 2.8 万亿美元中剔除掉这一部分后，当年还原至最终来源的直接投资地的 IFDI 头寸为 1.9 万亿美元。这意味着，在现有的统计制度下，我国的 IFDI 头寸至少被高估了 30%。这是出于避税目的进行返程投资的部分，考虑到搭建 VIE 架构谋求境外上市的情形，还会有一部分归属于返程投资，将在下一节说明。

具体到国别，调整后的前五大 IFDI 来源地依次是中国香港、日本、美国、德国和韩国，此外还有相当一部分无法归属于特定的来源地，这一部分约占最终投资总额的 8%，这主要因为 CDIS 数据集存在非报告主体数据缺失。来自中国香港、英属维尔京群岛、新加坡、荷兰等避税天堂的最终投资有明显下降，其中，中国大陆吸收来自中国香港的 IFDI 头寸调减近 60% 至 0.6 万亿美元（图 6）。避税天堂中，来自开曼群岛的 IFDI 头寸基本不变，主要的原因在于，根据前文对最终投资的定义，许多通过搭建 VIE 架构实现境外上市目的的企业，其最终投资母公司为开曼群岛注册成立的境外 SPE，相应地，其最终股权穿透至开曼群岛设立的上市主体，同样留在下节说明。来自避税天堂的 IFDI 调减，带动具有实体经济基础的国家或地区对华投资头寸相应调增，表明这些国家或地区的确存在通过避税天堂对中国大陆进行直接投资的行为，但返程投资对调减的这部分 IFDI 的解释力超过 80%，意味着绝大多数来自避税天堂的 IFDI 其实本身就来源于中国大陆境内。

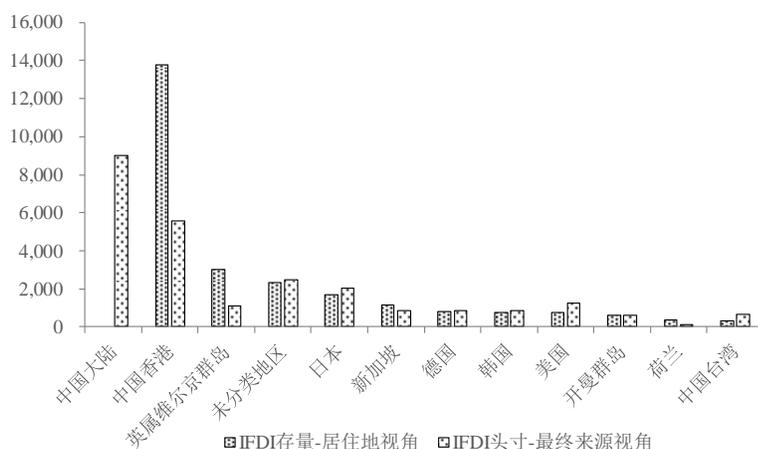


图 6 中国大陆 OFDI 头寸的来源地情况 (单位: 亿美元)

(2) “最终来源”视角下我国 OFDI 存量。

在商业登记中，居民企业的信息较非居民企业信息更易获得，因此经济体的 IFDI 统计相对于 OFDI 统计质量更高，并且 CDIS 中的 OFDI 报送通常出于自愿，国家和地区样本缺失较为普遍，而我国也仅在 2018 年才自愿报送 OFDI 数据，因此为了数据的纵向一致和横向可比，在估算“国籍”视角下我国 OFDI 存量时，首选其他国家吸收的我国 IFDI 存量作为代理。51 个避税天堂中，有 16 个并非 CDIS 成员国，这部分国家根据我国报送的双边 OFDI 存量填列，作为替代，规模合计约 0.4 万亿美元，汇总后以“居住地”视角统计的其他国家吸收我国 IFDI 存量数据约 1.2 万亿美元，较外汇局公布的我国 OFDI 存量数据少 0.8 万亿美元，主要由中国大陆与香港地区之间的统计差异解释，其中，我国官方统计的对香港地区 OFDI 头寸接近 1 万亿美元，较香港地区统计的镜像数据高出约一倍。将数据调整为“国籍”视角后，我国流向其他国家的 OFDI 头寸镜像总量增长至 1.4 万亿美元，高于“居住地”视角统计的镜像规模。

总体看，与 IFDI 类似，中国大陆 OFDI 存量也存在流向避税天堂的规模调减、流向实体经济国家或地区的规模调增的特征。其中离岸金融中心中国香港、新加坡，以及低税地区荷兰调整后的规模均有大幅下降，意味着中国大陆对外投资也常常将这些地区作为避税或避险的中转地（图 7）。但不同的是，最终投向开曼群岛的 OFDI 头寸在调整后大幅下降，而投向英属维尔京群岛的 OFDI 头寸却不降反升，这意味着出于避税目的转移的

资本大多集中在英属维尔京群岛，以自然人股东设立的离岸公司或离岸信托形式留存，相较而言，实际上流向非避税天堂用于实体经济发展的部分则增长不多。

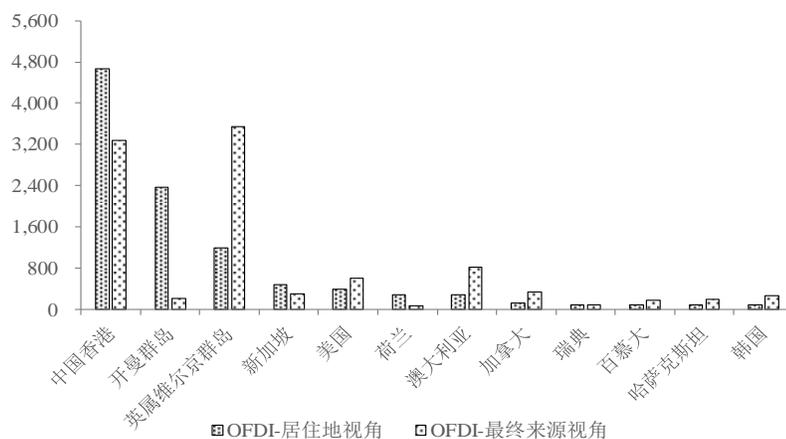


图 7 中国大陆 OFDI 头寸的投向地情况 (单位: 亿美元)

3. 我国与其他主要国家或地区的“最终来源”视角 IFDI 和 OFDI 存量对比

进一步，本文将基于“最终来源”视角估算后的我国 IFDI 和 OFDI 存量数据与日本、韩国、美国、德国四个全球主要经济体进行对比。从 IFDI 存量来看，我国与其他四大经济体类似，均为流向实体经济的实际 IFDI，而不存在流向 SPE 的影子 IFDI，并且，前十大对手方贡献了 IFDI 头寸总量的 80% 以上。但以居住地视角衡量的中国大陆 IFDI 存量中，来自避税天堂的规模远超非避税天堂，这一点明显区别于其他四国，尤其是另两个亚洲国家以吸收实体经济国家或地区的 IFDI 为主。将直接投资调整为以“最终来源”视角衡量的最终来源的直接投资后，四大经济体吸收的 IFDI 中，来自避税天堂的比重均有不同程度下降，以我国最为明显，而我国下降的部分中超过 80% 被重新划分为返程投资，其规模之大（9 千亿美元）、占 IFDI 比重之高（32%），已成为我国 IFDI 区别于其他国家的显著特征（图 8）。

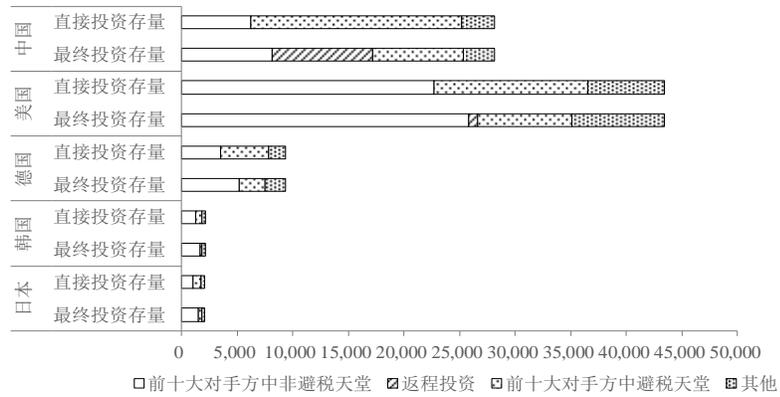


图 8 主要经济体吸收前十大对手方的 IFDI 存量对比 (单位: 亿美元)

与 IFDI 存量类似，OFDI 存量也存在明显的由避税天堂调整至非避税天堂的现象（图 9）。从前十大对手方中的避税天堂来看，不同国家 OFDI 存量的流向具有明显的国别特征，美国、德国等欧美国家倾向于投资的避税天堂为荷兰、卢森堡，日本、韩国等亚洲国家倾向于投向新加坡，但均低于 10%，这主要受地理区位的便利性和法律文化的相似性影响。中国大陆主要投向英属维尔京群岛、中国香港和开曼群岛，并且 OFDI 总量中最终投向英属维尔京群岛的比重超过 25%，一定程度上反映了我国通过直接投资逃避税收、转移资产的程度相对其他主要经济体更为明显。也就是说，部分 OFDI 虽然已经进入离岸金融中心，但该离岸中心并不是最终目的地。英属维尔京群岛以其对股东信息的严格保密和对资产安全的严格保护成为境外资金的“安全港”，所以大量进入其他离岸金融中心的 OFDI，最终可能会进入英属维尔京群岛的离岸公司或者离岸信托，起到保护财产的作用。这种情况尤其常见于境外上市企业搭建的 VIE 架构中，本文接下来探讨境外上市企业的最终投资估算。

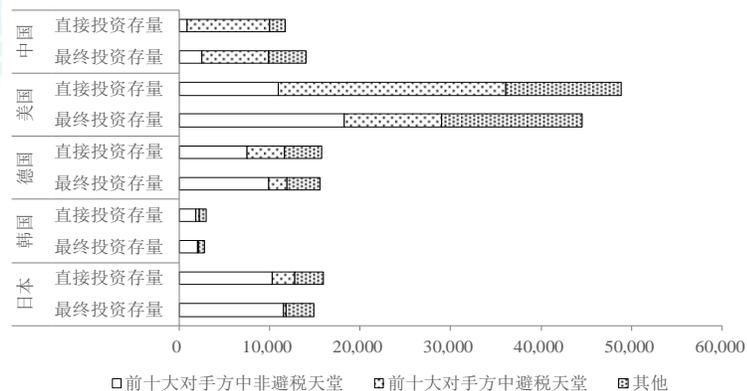


图9 主要经济体流向前十大对手方的 OFDI 存量对比（单位：亿美元）

（二）基于境外上市的最终来源的直接投资估算

1. 估算方法

本文进一步探讨出于境外上市目的借道离岸金融中心进行直接投资的企业情况。根据最终投资定义，前文测算的最终投资还原至企业股权结构最上层的母公司所在国，并验证了我国直接投资大量借道离岸金融中心回流中国大陆的发现，但事实上，在这种定义下，穿透的最终投资地并不严格意味着境外上市企业的最终受益人所在的国家或地区，因为大量境外上市中资企业通过搭建 VIE 股权架构的方式，将最终投资定义下的母公司设立于离岸金融中心（图 10）。

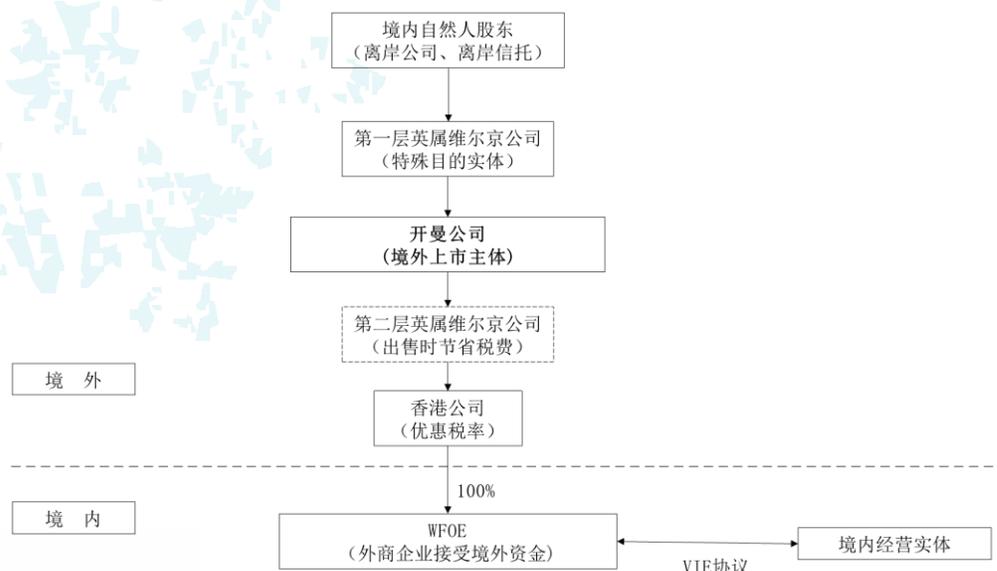


图 10 VIE 股权架构图

由于开曼群岛能同时满足美国、中国香港等地对红筹企业拟上市主体设立地区的限制要求，相对于其他离岸金融中心更容易被知名交易所接受，因此在该架构下，境内企业倾向于将注册地迁至开曼群岛，在此设立境外上市主体，作为集团的母公司。开曼公司的上层，是境内自然人股东在英属维尔京群岛设立的离岸公司，方便规避在该地以外地区产生的所得税、利得税、财产税等各类税收，并享受严格的信息保密、宽松的外汇管制以及低价的注册费用等优待。企业在开曼公司下层设立中国香港壳公司，并由该中国香港壳公司在境内设立全资子公司，以便享受股息所得的优惠税率安排。境内的外商全资企业负责接收境外资金，通过签订一系列 VIE 协

议实现对境内经营实体的控制，包括分配、转移利润。通常，企业还会在开曼公司和中国香港壳公司之间再设立一家公司，位于英属维尔京群岛，以便在资产重组时规避出售股权产生的税费。

以阿里巴巴为例，该企业的母公司为设立在开曼群岛的境外上市主体，按照现行标准，直接投资统计只涵盖中国大陆与中国香港壳公司之间的往来；根据“最终来源的直接投资”定义，该企业最终股权被穿透至开曼群岛。而事实上，该企业作为中资企业，其境内子公司的资金中应至少部分归属为中国大陆的返程投资，并且阿里巴巴并非孤例，利用 VIE 架构谋求境外上市的是当前大型民营企业普遍存在的现象，这反倒为我们研究境外上市企业的返程投资情况提供了新的支持。

基于“最终来源”视角考虑境外上市企业最终来源的直接投资时，测算方法与前一部分基于避减税目的的最穿透方法一致，使用 Orbis 数据库中企业的实际返程投资头寸与名义最终来源的直接投资头寸之比，作为实际返程投资头寸的调整系数。其中，关键在于正确甄别实际返程投资头寸。首先，区别于 VIE 架构境外上市民营企业，另一类返程投资企业“大红筹”企业多为国有企业，受政策指引，该类企业境外上市在 1997 年之后受到抑制，随后也陆续回归 A 股，而搭建 VIE 股权结构是当前境外上市企业的核心主体，也是导致最上层母公司国别与实际受益人国别不匹配的最主要原因，是现阶段我们防止国家财富流失、合理估计返程投资规模的主要关注对象，因此本文认定未正确归类的实际返程投资归属于 VIE 架构境外上市企业。按行业统计，Orbis 数据库将企业划分为 29 个行业类型¹，通过 VIE 架构境外上市的民营企业主要体现在传媒（Media and Broadcasting，如阿里巴巴）、批发（Wholesale，如小米）、计算机软件（Computer Software，如腾讯）、商业服务（Business Services，如网易）以及物业服务（Property

1 包括物业服务，传媒，商业服务，批发，计算机软件，农业、园艺和畜牧业，银行、保险和金融服务，生物技术与生命科学，化工、石油、橡胶和塑料，通信，计算机硬件，建筑业，食品烟草制造业，工业、电气及电子机械，信息服务，皮革、石头、粘土和玻璃制品，金属及金属制品，采矿业，其他制造业，印刷和出版，公共行政、教育、卫生和社会服务，零售，纺织及服装制造业，运输制造，运输、货运和仓储，旅行和休闲，公共事业，再生利用，木材、家具和纸张制造。

Services，如恒大物业）五行业¹。其次，在这五大行业中的 1000 余家企业中，根据公开信息手动筛选出集团在境外上市或拟在境外上市的实际返程投资企业²，共计 33 家，这些企业所属的境内集团均以互联网巨头为主，返程投资规模占五大行业中最终来源地为离岸金融中心的企业 IFDI 存量的 2/3，占有行业 IFDI 总量的 10%，一定程度上说明这些境外上市企业的返程投资不容忽视。这些境外上市企业的母公司主要集中在中国香港、开曼群岛、英属维尔京群岛等离岸金融中心，本文按照这些最上层母公司所在国汇总计算 Orbis 数据库中的实际投资调整系数，基于全球 IFDI 头寸总量不变的假定，重新调整初次估算后的最终来源的直接投资存量。

2. 考虑境外上市企业的返程投资情况

考虑境外上市后，返程投资总头寸达到 1.0 万亿美元，占我国名义 IFDI 存量的 37%。进一步地，我们估算返程投资中由境外上市或计划在海外上市的互联网企业形成的规模。根据梳理和估算，返程投资中 VIE 架构境外上市企业贡献了 1677 亿美元，约占 IFDI 存量统计值的 16%（表 2）。

最后，本文将基于避税目的和境外上市目的综合考虑后的我国 IFDI 和 OFDI 最终投资存量与文章开头援引的国内外机构数据进行对比。IFDI 中，37%的存量被纳入返程投资，前 20 大对手方中离岸金融中心的 IFDI 占比由 70%大幅下降至 27%。OFDI 中，前 20 大对手方中离岸金融中心的 OFDI 占比由 80%大幅下降至 55%，最终投向英属维尔京群岛的 OFDI 存量约占 1/4，为最主要的最终投向地（图 11）。

表 2 估算前后中国大陆 IFDI 存量对手方（单位：亿美元）

序号	国家（或地区）	居住地视角的 IFDI 存量	考虑避税目的后的		考虑境外上市后的	
			最终投资地 IFDI 存量	排序	最终投资地 IFDI 存量	排序
返程投资	中国大陆	/	9,023.24	/	10,326.04	/
1	中国香港	13,783.80	5,560.35	1	4,900.33	1
2	英属维尔京群岛	3,025.53	1,094.29	5	994.90	5
3	未分类地区	2,313.79	2,473.04	2	2,473.04	2

1 其余行业的返程投资企业数量少，绝大多数是外资企业或港澳台资企业对中国大陆进行的直接投资，并且行业加总的返程投资规模小，大多不到 1 千万美元，而选取的五类 VIE 架构境外上市企业的行业加总规模则均在 10 亿美元以上。

2 这些境外上市民营企业常用办公地在中国大陆境内，另外包含尚未上市，但已有明确的境外上市计划，并搭建了 VIE 架构的企业（如城云科技、网易云音乐）。

4	日本	1,668.17	2,040.82	3	2,040.82	3
5	新加坡	1,150.35	844.02	7	756.13	8
6	德国	783.94	836.19	8	836.19	7
7	韩国	765.91	880.05	6	880.05	6
8	美国	740.02	1,253.02	4	1,253.02	4
9	开曼群岛	614.11	625.49	10	181.31	15
10	荷兰	346.86	140.36	16	140.36	16
11	中国台湾	328.08	680.55	9	680.55	9
全球		28140.63				

中国大陆IFDI来源地

非离岸金融中心				返程投资			
其他 11.4%		未分类地区 8.8%		中国大陆 36.7%			
离岸金融中心				中国香港 17.4%			
日本 7.3%	美国 4.5%		中国台湾 2.4%	法国 1.1%	英国维尔京群岛 3.5%	新加坡 2.7%	开曼群岛 0.6%
韩国 3.1%	德国 3.0%	文莱 0.9%	美国 0.8%	中国香港 17.4%	伊斯坦布尔 0.9%	毛里求斯 0.8%	开曼群岛 0.6%

中国大陆OFDI投向地

离岸金融中心		非离岸金融中心					
英属维尔京群岛 25.3%		其他 18.3%					
中国香港 23.3%		澳大利亚 5.8%		美国 4.3%		法国 1.2%	
新加坡 2.1%	开曼群岛 1.5%	加拿大 2.5%	南非 1.7%	印尼 1.7%	泰国 1.4%	阿联酋 1.1%	马来西亚 1.1%
中国澳门 1.1%	韩国 1.9%	哈萨克斯担 1.4%	缅甸 1.0%	越南 1.0%	美国 1.0%		

数据来源：作者测算。

图 11 中国大陆 IFDI 与 OFDI 对手方比重（作者测算）

五、结论

本文梳理了现有文献对离岸金融中心导致的直接投资头寸统计偏差进行修正的方法，详细比较了国内外各机构直接投资头寸统计数据集的优劣差异，并以 CDIS 宏观数据集为基础，引入了 Orbis 微观企业数据库作为重要补充，对直接投资的动机按避税目的和 VIE 架构境外上市目的进行区分，按“最终来源”视角最终来源估算我国的 IFDI 和 OFDI 存量。结论如下：

(1) 通过调整考虑避税目的的对外直接投资，以及调减来自离岸金融中心的 IFDI，发现其中返程投资对调减部分的解释力超过 80%，相比之下，其他主要经济体并不存在明显的返程投资现象。

(2) 进一步考虑 VIE 架构境外上市企业对返程投资的影响，调整后，返程投资占比增长至近 37%，规模约 1 万亿美元，其中 VIE 架构境外上市

企业贡献了 1677 亿美元。前 20 大对手方中离岸金融中心的 IFDI 占比由 70% 大幅下降至 27%。

(3) 我国 OFDI 存量的调整基础为镜像数据，按“最终来源”视角进行调整后，为 1.4 万亿美元，较以“居住地”视角统计的 CDIS 镜像规模高出 10%。总体看，流向避税天堂的规模调减，流向实体经济国家或地区的规模调增，存在对外投资经过避税天堂进行中转的现象，并且这一特点较其他主要经济体更为明显。特别地，最终投向英属维尔京群岛的 OFDI 头寸不降反升，约占 1/4，主要因为该地是自然人股东以离岸公司或离岸信托形式留存资本的最主要地区。

本文的结论印证了我国部分企业出于避税、寻租、境外融资等目的借道避税天堂再返程投资或向境外转移资产的现象，对该规模的估算有助于量化我国资本外流、财富不平等的程度，也对重新理解我国经常账户失衡和跨期优化产生影响。有鉴于此，本文有以下政策启示：

第一，我国未公开返程投资规模，而是依照“居住地”视角并入 IFDI 统计中，但本文测算的结果显示，现有的 IFDI 存量中返程投资占比近 40%，并且通过离岸金融中心作为中转，如此大规模的返程投资容易成为企业进行短期资本跨境套利的外衣，需进一步规范涉外企业返程投资的申报和监管，合理引导返程投资企业的跨境资金运作。

第二，本文估算结果显示，VIE 架构境外上市企业的返程投资占 IFDI 存量的比重约 16%，这部分企业大多通过境外上市实现快速造富，利用了境内外税收差异尤其是离岸金融中心的低税率政策，重新分配税基，加剧了财富不平等趋势。2021 年 7 月，二十国集团（G20）财长和央行行长会议达成了将大型跨国企业部分征税权从企业注册地重新分配至企业经营与盈利地的协议，我国政府部门也应当在此基础上，完善子公司层面的涉外企业登记制度，加强该类境外上市企业跨境资本的转移路径追踪和高净值人群离岸信托的业务监管，尤其避免本国资产大规模顺周期外流。

参考文献

- [1] 刘志阔、陈钊、吴辉航和张瑶，2019，《中国企业的税基侵蚀和利润转移——国际税收治理体系重构下的中国经验》，《经济研究》第2期，第21~35页。
- [2] Alstadsæter, A., N. Johannesen, and G. Zucman, 2018. “Who Owns the Wealth in Tax Havens? Macro Evidence and Implications for Global Inequality”, *Journal of Public Economics*, 162(C):89~100.
- [3] Alstadsæter, A., N. Johannesen, and G. Zucman, 2019. “Tax Evasion and Inequality”, *American Economic Review*, 109(6):2073~2103.
- [4] Anderson, J., D. Sutherland, F. Zhang, and Y. Zan, 2021. “Analyzing the Reliability of Chinese Outward IFDI Studies: A Replication Approach”, *Critical Perspectives on International Business*, 17(4):546~571.
- [5] Angulo, E., and A. Hierro. 2017. “Asymmetries in the Coordinated Direct Investment Survey: What Lies Behind?” IMF WP/17/261.
- [6] Avdjiev, S., M. Everett, P. R. Lane, and H. S. Shin, 2018. “Tracking the international footprints of global firms”, *BIS Quarterly Review*, March 2018:47~66.
- [7] BEA, 2015. “Foreign Direct Investment in the United States: Final Results From the 2012 Benchmark Survey”, <https://www.bea.gov/resources/methodologies/IFDIus-2012-benchmark>.
- [8] Beugelsdijk, S., J. F. Hennart, A. Slangen, and R. Smeets, 2010. “Why and how IFDI stocks are a biased measure of MNE affiliate activity,” *Journal of International Business Studies*, 41(9):1444~1459.
- [9] Boisot, M., and M. W. Meyer, 2008. “Which Way through the Open Door? Reflections on the Internationalization of Chinese Firms”, *Management and Organization Review*, 4(3):349~365.
- [10] Bouvatier, V., G. Capelle-Blancard, and A. L. Delatte, 2019. “Banks and Tax Havens: First Evidence Based on Country-by-Country Reporting”, In *After the Crash*.
- [11] Buckley, P. J., D. Sutherland, H. Voss, and A. El-Gohari, 2015. “The Economic Geography of Offshore Incorporation in Tax Havens and Offshore Financial Centres: The Case of Chinese MNEs”, *Journal of Economic Geography*, 15(1):103~128.
- [12] Buckley, P. J., L. J. Clegg, A. Cross, X. Liu, H. Voss, and P. Zheng, 2007. “The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment.” *Journal of International Business Studies*, 38(4):499~518.
- [13] Casanova, C., A. Garcia-Herrero, and L. Xia, 2015. “Chinese Outbound Foreign Direct Investment: How Much Goes Where after Roundtripping and Offshoring?” BBVA WP15/17.
- [14] Casella B., 2019. “Looking through Conduit IFDI in Search of Ultimate Investors - A Probabilistic Approach”, *Transnational Corporations*, 26(1):109~146.

- [15] Child, J., and S. B. Rodrigues, 2005. "The Internationalization of Chinese Firms: A Case for Theoretical Extension?" *Management and Organization Review*, 1(3):381~410.
- [16] Coppola, A., M. Maggiori., B. Neiman., and J. Schreger, 2021. "Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens", *The Quarterly Journal of Economics*, 136(3):1499~1556.
- [17] Damgaard, J., and T. Elkjaer, 2017. "The Global IFDI Network: Searching for Ultimate Investors", IMF WP/17/258.
- [18] Damgaard, J., T. Elkjaer, and N. Johannesen, 2019. "What is Real and What is not in the Global IFDI Network?" IMF WP/19/274.
- [19] De Jong, P., M. J. Greeven, H. Ebbers, 2017. "Getting the Numbers Right on China's Actual Overseas Investment: The Case of the Netherlands", *Journal of Current Chinese Affairs*, 46(1):187~209.
- [20] Delatte A. L., V. Vicard, A. Guillin, 2020. "Grey Zones in Global Finance: The Distorted Geography of Cross-Border Investments", Working Papers 2020-07, CEPII research center.
- [21] Dunning, J. H., S. M. Lundan, 2008. "Multinational Enterprises and the Global Economy, Second Edition", Books, Edward Elgar Publishing, No 3215.
- [22] Eden, L., 2009. "Taxes, Transfer Pricing and the Multinational Enterprise", In *The Oxford Handbook of International Business* (2nd ed., 557~590). Oxford: Oxford University Press.
- [23] Garcia-Bernardo, J., J. Fichtner, F. W. Takes, and E. M. Heemskerk, 2017. "Uncovering Offshore Financial Centers: Conduits and Sinks in the Global Corporate Ownership Network", *Scientific Reports* 7, Papers 6246.
- [24] Haberly, D., and D. Wójcik, 2015. "Regional Blocks and Imperial Legacies: Mapping the Global Offshore FDI Network", *Economic Geography*, 91(3): 251~280.
- [25] Howlader, A. A., C. Jones, and Y. Temouri, 2020. "The Relationship between MNE Tax Haven Use and IFDI into developing Economies Characterized by Capital Flight", *Transnational Corporations*, 27(2):1~30.
- [26] Huang, Y., 2003. "Selling China", Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- [27] Hurst, L., 2011. "Comparative Analysis of the Determinants of China's State-Owned Outward Direct Investment in OECD and Non-OECD Countries." *China and World Economy*, 19(17):74~91.
- [28] IMF, 2018. "Final Report of the Task Force on Special Purpose Entities", IMF Committee on Balance of Payments Statistics, BOPCOM-18/03.
- [29] Jones, C., and Y. Temouri, 2016. "The Determinants of Tax Haven IFDI", *Journal of World Business*, 51:237~250.
- [30] Kolstad, I., and A. Wiig, 2012. "What Determines Chinese Outward IFDI." *Journal of*

World Business, 47(8):26~38.

[31] Luo, Y., and R. L. Tung, 2007. “International Expansion of Emerging Market Enterprises: A Springboard Perspective”, *Journal of International Business Studies*, 38(4):481~498.

[32] Ning, L., and D. Sutherland, 2012. “Internationalization of China’s Private-Sector MNEs: An Analysis of the Motivations for Foreign Affiliate Formation”, *Thunderbird International Business Review*, 54(2):169~182.

[33] OECD, 2009. “OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment 2008 (4th Edition)”,

https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-benchmark-definition-of-foreign-direct-investment-2008_9789264045743-en.

[34] OECD, 2015. “Implementing the Latest International Standards for Compiling Foreign Direct Investment Statistics: IFDI Statistics by the Ultimate Investing Country”, <http://www.oecd.org/daf/inv/IFDI-statistics-by-ultimate-investing-country.pdf>.

[35] Rui, H., and G. S. Yip, 2008. “Foreign Acquisitions by Chinese Firms: A Strategic Intent Perspective”, *Journal of World Business*, 43:213~226.

[36] Sutherland, D., and B. Matthews, 2009. “Round Tripping or Capital Augmenting OFDI? Chinese Outward Investment and the Caribbean Tax Havens”, Paper prepared for Leverhulme Centre for Research on Globalisation and Economic Policy (GEP), University of Nottingham 14th and 15th January.

[37] Sutherland, D., and J. Anderson, 2015. “The Pitfalls of Using Foreign Direct Investment Data to Measure Chinese Multinational Enterprise Activity”, *China Quarterly*, 221:21~48.

[38] Sutherland, D., J. F. Hennart, and J. R. Anderson, 2019. “How Does the Routing of IFDI to and via Tax Havens Confound Our Understanding of Chinese MNE Identity? A Critical Review of the Empirical Literature on Chinese MNEs”, *Asian Business and Management*, 18(5):337~359.

[39] Tørsløv, T. R., L.S. Wier, and G. Zucman, 2018. “The Missing Profits of Nations”, NBER WP24701.

[40] Vicard, V., 2019. “The Exorbitant Privilege of High Tax Countries”. Working Papers 2019-06, CEPII research center.

[41] Vlcek, W., 2014. “From Road Town to Shanghai: Situating the Caribbean in Global Capital Flows to China”, *British Journal of Politics and International Relations*, 16:534~553.

[42] Witt, M. A., and A. Y. Lewin, 2007. “Outward Foreign Direct Investment as Escape Response to Home Country Institutional Constraints”, *Journal of International Business Studies*, 38(4):579~594.

[43] Wójcik, D., and C. Burger, 2010. “Listing BRICs: Stock Issuers from Brazil, Russia, India, and China in New York, London, and Luxembourg”, *Economic Geography*, 86(3):275~296.

[44] Xiao, G., 2004. “People's Republic of China's round-tripping IFDI: Scale, causes and implications”, *ADB Discussion Paper*, No.7.

[45] Zucman, G., 2014. “Taxing across Borders: Tracking Personal Wealth and Corporate Profits”, *Journal of Economic Perspectives*, 28(4):121~148.

附件:

附表 1 避税天堂列表

CDIS 报告主体 (使用报告数据)					
巴林	中国香港	中国澳门	哥斯达黎加	爱尔兰	拉脱维亚
塞浦路斯	毛里求斯	荷兰	新加坡	瑞士	
黎巴嫩	卢森堡	马耳他	巴拿马	塞舌尔	
非 CDIS 报告主体 (使用镜像数据)					
安道尔	安圭拉岛	安提瓜岛	蒙特赛拉特岛	巴哈马群岛	巴巴多斯
多米尼加	直布罗陀	格林纳达	圣基茨和尼维斯	马恩岛	泽西岛
摩纳哥	阿鲁巴岛	瑙鲁	荷属安的列斯群岛	纽埃	萨摩亚
伯利兹城	百慕大	英属维尔京群岛	圣马力诺共和国	库克群岛	美属维尔京群岛
约旦	利比亚	列支敦士登	特克斯和凯科斯群岛	马绍尔群岛	瓦努阿图
开曼群岛	根西岛	圣卢西亚	圣文森特和格林纳丁斯	马尔代夫	

Mainland China's Real Inward and Outward Foreign Direct Investment Stock

—Evidence from Tax Havens and Round-Tripping

XIAO Lisheng, XU Zitong, FAN Xiaoyun

(Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social
Sciences;
School of Finance, Nankai University)

Summary: Foreign direct investment (FDI) in mainland China has grown rapidly in recent years. According to data released by the State Administration of Foreign Exchange, mainland China's inward (IFDI) and outward FDI (OFDI) stocks comprised more than 50% and 25% of mainland China's overseas liabilities and assets, respectively. However, the current statistics only cover the bilateral direct investment announced by statistical agencies and do not include direct investments transshipped through offshore financial centers or returned as round-tripping investments. Direct investments related to the offshore market will distort the current account statistics in international investment positions. Accurate accounting and measurement of mainland China's overseas IFDI and OFDI will help to study issues such as capital outflows and wealth inequality, in addition to investigating mainland China's current account imbalances and intertemporal optimization.

We infer two characteristics of rapid investment growth. First, more than 70% of mainland China's IFDI and OFDI positions come from or flow to tax havens, such as Hong Kong, the Cayman Islands, and the British Virgin Islands. Second, the ultimate source of FDI funds from some offshore financial centers, in addition to developed economies such as Europe, the United States, Japan, and South Korea, are round-tripping investments from mainland China. That is,

funds flow out of mainland China as OFDI and finally return to mainland China instead of actual international investments.

These two structural characteristics lead to two issues. On the one hand, the current statistical principles are based on a “residence” perspective rather than the “domicile” perspective¹ of actual capital flows, and show differences in their direct investment statistics. While the former facilitates the measurement of direct cross-border transactions between economies and has been used as an international practice for many years, this measurement is unable to reflect the true flow of investments because the role of offshore financial centers in overseas investment has become increasingly prominent.

On the other hand, direct investment transshipped through offshore financial centers does not directly serve the local real economy. It is a means for companies to evade taxation, seek overseas financing, and even transfer assets overseas, which can easily cause national tax losses and capital flight. Moreover, the accumulation of offshore assets represents the rapid expansion of upper-level wealth, and it is also a major manifestation of the problem of wealth inequality.

However, while the domicile perspective in censuses helps correctly understand the actual stock of IFDI and OFDI in mainland China, valid data for reference are lacking because of statistical limitations. First, we find discrepancies between the IFDI and OFDI data collected by different agencies with no unified benchmark. Second, many economies, including mainland China, do not provide statistical data for the ultimate investment sources. Only a

¹ Avdjiev et al. (2018) denote "Domicile" as a permanent residence in consolidate group-level, usually the place of ultimate origin and permanent place where a corporate group's headquarters is located.

few OECD economies provide such data, such as the United States and the European Union. Third, large mainland Chinese internet companies usually use a variable interest entity (VIE) structure for overseas listing, which facilitates the common phenomenon of round-tripping investments or capital appreciation in FDI. However, the available data cannot measure this phenomenon, which has not yet been analyzed in detail. Therefore, we review the literature on the methods for correcting the statistical bias from direct investment positions caused by offshore financial centers and compare different official statistical data sets for direct investment positions in detail. We then introduce the Orbis database as an important supplement based on the Coordinated Direct Investment Survey (CDIS) data set from the International Monetary Fund to measure mainland China's real IFDI and OFDI stock from the domicile perspective. Considering the motives for direct investment according to the tax avoidance and overseas listing via VIE structure, respectively, we find that: (1) By adjusting foreign direct investment for tax avoidance purposes, IFDI from offshore financial centers was reduced, but more than 80% were round-tripping investments. In contrast, other major economies do not experience this obvious round-tripping investment phenomenon. (2) After considering the impact of overseas listed via VIE structure, the proportion of round-tripping investment increased to nearly 37%, with a magnitude of about US \$1 trillion, of which US \$167.7 billion was contributed by overseas listed companies with a VIE structure. Among the top 20 counterparties of mainland China's IFDI, the proportion of offshore financial centers dropped sharply from 70% to 27%. (3) The adjustment of mainland China's OFDI stock is based on mirror data. After adopting the domicile perspective, mainland China's OFDI stock is US \$1.4

trillion, which is 10% higher than the CDIS value from the residence perspective.

In general, we find that investment flows to tax havens are reduced, while the flows to real economies increase, which reveals that foreign investments are transferred through tax havens. This is more obvious in mainland China than in other major economies. In particular, among the tax havens, the British Virgin Islands is the most important destination of mainland China's OFDI, accounting for about a quarter of ultimate OFDI stock. This is mainly because the British Virgin Islands is the most important place for natural person shareholders to retain capital in offshore companies or trusts.

Key Words: IFDI Stock; OFDI Stock; Tax Haven; Round-Tripping Investment

JEL: F21; F23; F30

声明：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金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。