

亦泛其流：从国际资本流动看我国经济和政策

摘要

- **对比的角度看中国持有美债规模变化。**近7个月，中国持有美国国债规模降幅较大，且近十年中国持有美国国债整体呈下降趋势。日本虽然与中国相似点在于近期持有美债规模有所降低，但在疫情之前持有美国国债规模呈上升趋势。日本持有美国国债规模与外国投资者持有美国国债规模走势变化方基本一致，但我国则在很多时间段背离外国投资者持有美国国债规模走势变化。分别从短期和长期分析我国持有美债规模变化：短期主要受疫情及美联储紧缩政策影响，总体可以分为两个阶段：受疫情影响避险情绪驱动期（2019年12月至），及后疫情美联储紧缩政策驱动期（2021年11月至今）；长期看，中国、日本持有美国国债规模变化与多重因素有关，如国家关系、相对经济实力等。
- **从两个方面看我国对外投资变化。**直接投资方面，更侧重地域和领域选择。在政策的加持下，2000年至今我国整体处于对外直接投资的高速发展期。疫情也给我对外直接投资带来机会，从国别看向“一带一路”沿线国家投资占比增多，从近几年的政策看，更多向双碳及高科技等方向倾斜。间接投资方面，更侧重资产选择。短期从美联储政策节奏及美债收益情况考虑，我国或仍有继续减持美债的可能，但降幅较之前放缓。从近期我国对外投资看，对两类资产可能有增持的线索，分别是原油等能源类战略储备资产以及黄金。
- **海外来华投资对国内经济发展的意义。**中国外商直接投资（FDI）政策较复杂，相关政策涉及必须满足多个目标，其中促进进出口和技术转移是FDI政策的两个最重要目标。政策引领近二十年中国利用外资逐步增多，2011年后，随着自贸区试点以及多项来华投资的政策发布、部分监管的放松，我国进入利用外资进一步加快。从近几年的政策看，顶层设计文件多发，且进一步向高技术产业倾斜。疫情后我国相对其他主要国家复苏较快，拉动FDI增长，流向我国资本市场的资金也增加，但未来外商直接投资或有放缓趋势。当前国内货币政策对FDI阻力较小，海外来华投资对国内的意义主要体现在贸易促进、带动投资方面，东盟和一带一路沿线国家的增长较快。
- **我国资本流动对国内政策及产业的指导。**通过梳理我国对外投资与海外对华投资，有三个共同方面分别是：规模趋势方面，两者都呈上升态势；产业投资方面，都向高技术产业、制造业引导，预计未来高技术产业及绿色发展相关行业将更有受益；区域方面，东盟、一带一路沿线国家与我国的交流更加频繁。国际资本参与投资需要大量资金参与，这要求金融市场进一步开放，货币政策对于对外直接投资（OFDI）及外商直接投资（FDI）都有影响。后续有针对性的结构性货币政策工具发力，绿色投资、“两新一重”等新动能相关的国内投资与海外交流预计都将增加。
- **风险提示：**海外疫情控制不及预期，国内复苏不及预期等。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：王润梦
电话：010-57631299
邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

1. 政策卯足力气扩内需，美联储纪要提示节奏（2022-08-19）
2. 原油的价格趋势、周期影响与传导效应——穿透宏观与微观视角下的解析（2022-08-17）
3. 数据伴随降息，以我为主促复苏——7月经济数据点评（2022-08-16）
4. 不及预期下反映偏弱的需求——7月社融数据点评（2022-08-13）
5. 国内支持投资多管齐下，美国通胀增速放缓（2022-08-12）
6. 温和的CPI，超预期回落的PPI——7月通胀数据点评（2022-08-11）
7. 在彼河侧：全球视角下我国货币政策的方向（2022-08-08）
8. 三重因素下超预期增长，可否持续？——7月贸易数据点评（2022-08-08）
9. 国内经济回升需巩固，欧美衰退风险再升温（2022-08-05）
10. PMI转“冷”，复苏后劲如何看？——7月PMI数据点评（2022-08-01）

目 录

1 对比的角度看中国持有美债规模变化.....	1
2 从两个方面看我国对外投资变化.....	4
2.1 直接投资之地域和领域选择	4
2.2 间接投资之资产选择.....	7
3 海外来华投资对国内经济发展的意义.....	8
4 我国资本流动对国内政策及产业的指导	10

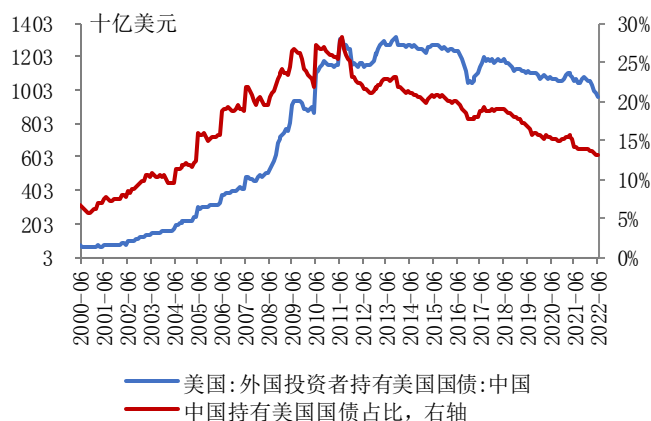
2022年8月15日，据美国财政部发布的数据，中国已连续第七个月减持美国国债，目前持仓量降至2010年5月以来最低水平。在上一篇专题《在彼河侧：全球视角下我国货币政策的方向》中，我们提到海外货币政策主要通过资本流动及汇率两个方面对我国货币政策产生影响，本篇专题聚焦国际资本流动，深究其变化规律以及对国内政策的指引意义。

1 对比的角度看中国持有美债规模变化

近7个月，中国持有美国国债规模降幅较大，且近十年中国持有美国国债整体呈下降趋势。根据美国财政部最新公布的国际资本流动报告（TIC），截止到2022年6月，外国投资者持有美国国债7.43万亿美元，其中，中国持有的规模为9677.8亿美元，占比从2011年6月的峰值28%降至目前13%的水平，近十年来中国持有美债规模占比大致呈波动下行状态。并且，从绝对规模看，长期来说，中国持有美国国债从2011年6月后也大致呈下行趋势，从2011年7月13149亿美元降至2021年11月10808.2亿美元，十年间降幅为17.80%；而短期看，从2021年11月至2022年6月，中国持有美国国债规模又继续下降了10.46%，也是连续7个月减持美国国债。从国际收支头寸看，2021年，我国对外证券投资资产合计9796.81亿美元，其中对外债券投资3312.73亿美元，对外股本证券投资6484.08亿美元，对美国股票和债券投资分别为1368.12亿美元和676.5亿美元，分别占同期对外股票和债券投资的21.1%和20.4%，分国别和地区看，除中国香港外，美国是我国对外证券投资占比最高的地区。从资产类别看，2022年6月，中国大陆投资美国国债、美国机构债券、美国公司债券以及美国公司股票分别同比降低67.42%、66.35%、79.10%和增长0.47%，相较股票，中国投资美国债券资产降低明显，尤其是公司债券。

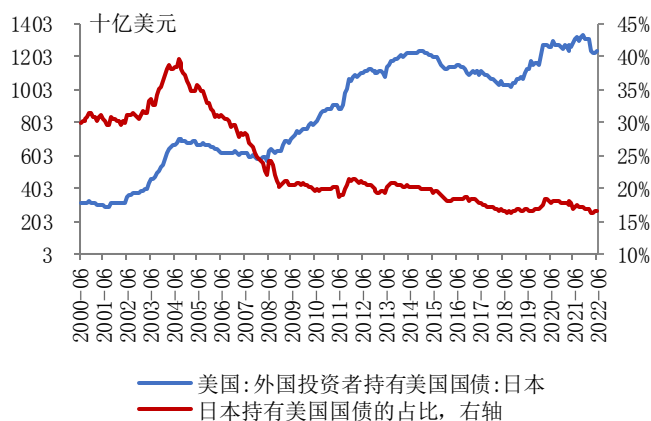
反观日本，虽然与中国相似点在于近期持有美债规模有所降低，但在疫情之前持有美国国债规模呈上升趋势。从最近TIC报告可看出，2022年6月，外国投资者增持美国长期证券，净买入额为712亿美元，其中外国私人投资者的净买入量为668亿美元，而外国官方机构的净买入量为44亿美元，但外国投资者持有的以美元计价的短期美国证券和其他托管资产减少了211亿美元。截至2022年6月，日本持有美国国债的规模为12362.9亿美元，占外国投资美国国债的比例从2004年8月的峰值40%降至目前17%的水平。从占比来看，日本持有美国国债占比从2004年8月后大致为波动下行状态。然而，绝对规模上，长期看，日本持有美国国债规模自2001年2021年11月整体呈波动上升趋势，且分别在2004年8月、2014年11月和2021年11月达到阶段高峰；短期从近几个月的趋势看，日本持有美国国债规模自2021年11月至2022年5月连续6个月下降，期间降幅达到7.90%，2022年6月略有反弹，较5月持有规模上升126.3亿元。作为持有美国国债规模最大的两个国家——日本和中国，中日两国持有美国国债规模在近7个月都整体下降，但拉长周期看，两国持有美债规模的趋势不同，日本持有美国国债规模与外国投资者持有美国国债规模走势变化方向基本大致，但我国则在很多时间段背离外国投资者持有美国国债规模走势变化，所以我们要分别从长期和短期分析其持有美债规模变化的原因。

图 1：中国持有美国国债规模及占比变化



数据来源：wind、西南证券整理

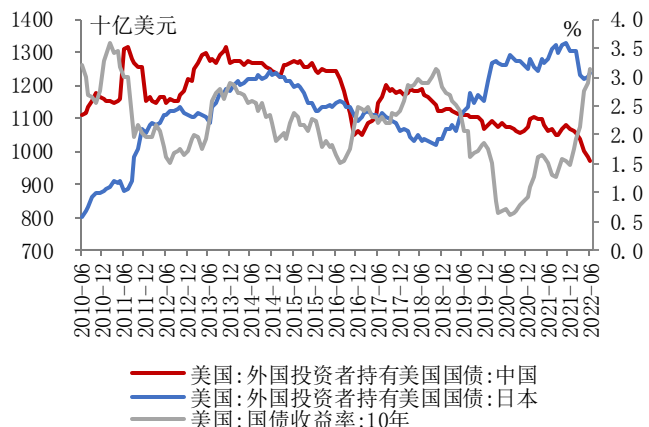
图 2：日本持有美国国债规模及占比变化



数据来源：wind、西南证券整理

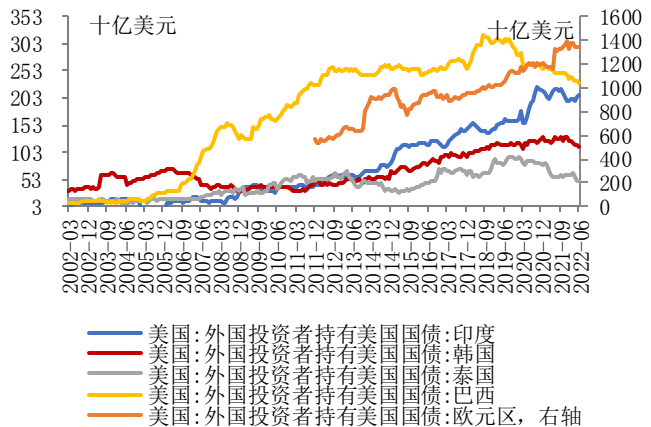
短期主要受疫情及美联储紧缩政策影响，总体可以分为两个阶段。从近两年的情况看，疫情之后，可以大致分为受疫情影响避险情绪驱动时期（2019 年 12 月至 2021 年 10 月），以及后疫情时期美联储紧缩政策驱动时期（2021 年 11 月至今）。从 2019 年 12 月末，受疫情暴发影响，外国投资者持有美债规模迅速拉升，从 68442 亿美元上行至 2020 年 2 月末 72260.5 亿美元，增加 3818.5 亿美元，其中中国和日本持有美国国债规模在同期分别增加 223.5 亿美元和 1134.1 亿美元；之后，随着美联储无限量放水，美元资产贬值预期加强，加大美国国债抛售热潮，再加上美国财政部出台三轮供给 2.2 万亿美元的纾困政策，美国国债供给激增，此因素也减弱了美债的吸引力，集中表现在 2020 年 2 月末至 2020 年 4 月末期间，在 2019 年 12 月至 2020 年 4 月，10 年期美债收益率整体下行。2020 年 4 月末至 2021 年 3 月末，受美国经济逐渐修复及交易因素的影响，10 年期美债收益率整体呈上行趋势，期间中国和日本持有美国国债的规模未见明显大涨大跌趋势。2021 年 3 月后，美国疫情边际好转，2021 年 11 月美联储开启 Taper，2022 年 3 月开启加息，并于 5 月、6 月及 7 月加快加息步伐，自 2021 年 11 月至 2022 年 6 月，受美联储政策的影响，10 年美债收益率大致呈波动上行趋势，中国、日本持有美国国债的规模也有所走低。

图 3：持有美债规模与 10 年期美债收益率有关



数据来源：wind、西南证券整理

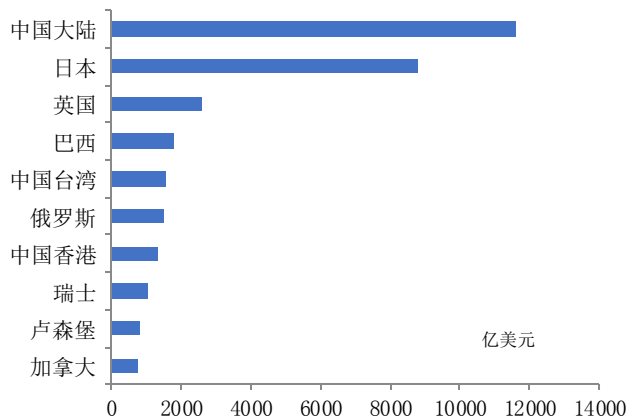
图 4：其他国家持有美债规模的变化



数据来源：wind、西南证券整理

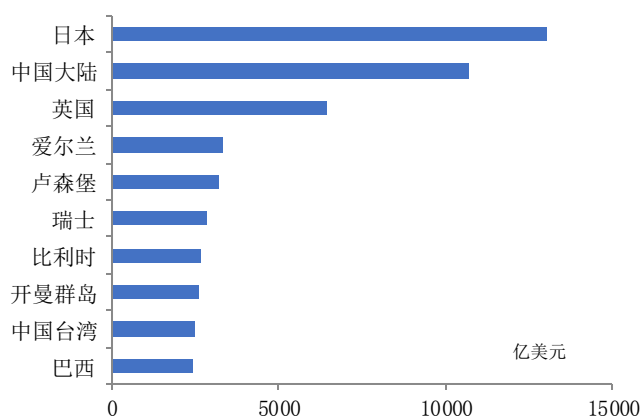
长期看，中国、日本持有美国国债规模变化与多重因素有关。2000年至2011年间，中国和日本持有美债规模明显上升，两国有相似点，此外我国也有自身独特因素使得持有美债规模上升。2000年至今，日本对美国国债持有量规模最多的是在2021年11月，持有1.327万亿美元，占比的最高值在2004年8月。经济因素方面，日本持有美债规模较大的主要原因在于出口在日本经济中拉动占比较大，而对外贸易清算有相当一部分使用美元清算，这就需要较大量的外汇储备。且美国国债的安全性、流动性较好，同时兼具一定收益性，在外汇储备资产中美国国债占比较大。回归我国，也有相似的考虑，中国对美国国债持有规模的最高点在2013年11月，规模达到1.317万亿美元，且我国在2008年9月首次超过日本成为美国国债第一大持有国，占比的最高值在2011年7月。2001年12月，我国加入WTO，之后十年因为人口红利及产业链优势，净出口对经济的贡献程度明显升高，出口金额从2001年2661.55亿美元上升至2011年18983.81亿美元，期间（除金融危机影响较严重的2009年），出口同比增速基本在20%以上的高位区间。对于我国来说，进出口贸易对经济贡献程度的不断加深，也使得我国对于外汇储备的需求加大，美债持有规模逐渐升高。除外贸，稳定汇率水平也是中国、日本长期持有美债规模升高的主要因素。除经济因素外，还有其他因素考量，如国家关系因素、国家相对经济实力强弱等。以俄罗斯为例，其持有的美国国债金额和占外国投资者持有美国国债的比重，从2007年初到2009年3月快速攀升，持有量从85亿美元上升到1384亿美元，占比从0.4%提高到4.24%，此后下降到2010年4月的2.86%，又于2010年7月回升到4.26%（占比的历史最高点，持有规模的最高点是2010年10月的1763亿美元），此后金额和占比持续下降，2021年末占比为0.5%，又回到低于2007年初的水平。拉长时间看，俄罗斯在2014年和2018年后大幅减持美国国债，2014年3月由于克里米亚事件，美国等西方国家对俄罗斯采取了制裁措施，加上2014年原油价格大幅下跌，俄罗斯卢布对美元大幅贬值。2013年末俄罗斯持有美国国债1386亿美元，而2014年末持有860亿美元，同比下降38%。2018年4月，美国宣布新一轮对俄罗斯制裁，包括对7名俄罗斯商业领导人及其拥有或控制的12家企业、17名俄高级官员等实施制裁，卢布兑美元再一次大跌，2018年末俄罗斯持有美国国债规模为132亿美元，比上年末下降87%。从排名可以清楚看出，2010-2018年末俄罗斯持有的美国国债，分别在各国家和地区中位列第6、5、6、11、14、15、16、15、41名，2021年末为50名。我国在2013年后持有美债规模有所回落，一方面主要目的在于调控外汇市场，稳定人民币汇率，另一方面或与国家关系有关。2013年，随着中美、中俄、中欧、俄美、俄欧等世界主要力量之间的互动，新型大国关系正悄然成为构建国际新秩序的新理念，调整、碰撞、依存成为大国相处之道（摘自新华社《调整·碰撞·依存——2013年大国关系素描》）。2018年，中美贸易摩擦也对两国之间贸易有所影响。所以长期来看，我国与日本在持有美债规模上表现不同。

图 5：2010 年美国国债十大外国持有者



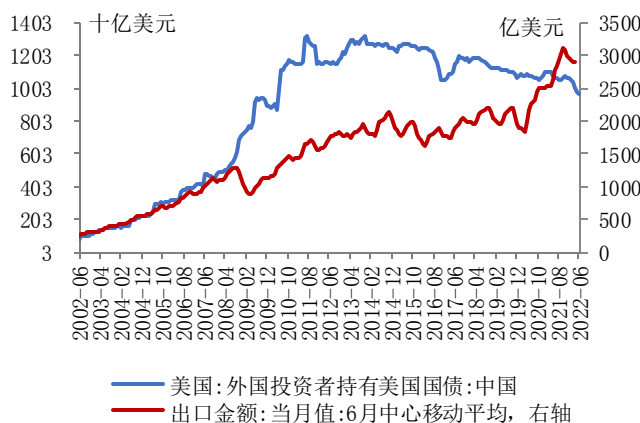
数据来源：wind、西南证券整理

图 6：2021 年美国国债十大外国持有者



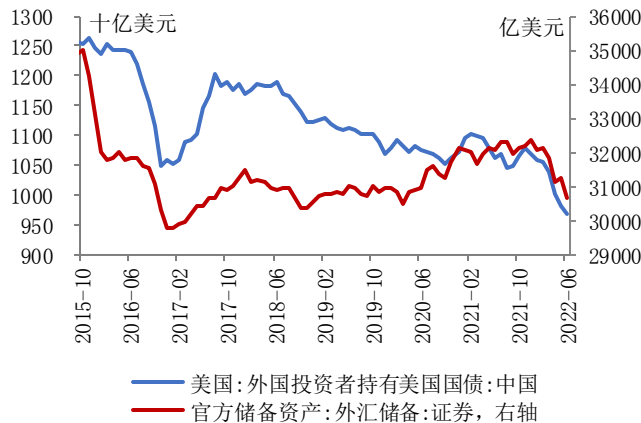
数据来源：wind、西南证券整理

图 7：中国持有美债与出口有一定相关关系



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：我国持有美国国债与外汇储备呈正相关



数据来源：wind、西南证券整理

2 从两个方面看我国对外投资变化

截至 2022 年 7 月末，我国外汇储备规模为 31041 亿美元，较 6 月末上升 328 亿美元，升幅为 1.07%。2022 年上半年，直接投资净流入 749 亿美元。其中，来华直接投资净流入 1496 亿美元，我国市场对外资仍保持吸引力；对外直接投资净流出 747 亿美元，总体较为平稳。本部分我们分别从对外直接投资及对外间接投资来看其变化规律。

2.1 直接投资之地域和领域选择

在政策的加持下，2000 年至今我国整体处于对外直接投资的高速发展期。2001 年开始，受益于我国加入 WTO，且当年“走出去”战略被写入《国民经济和社会发展第十个五年规划纲要》，成为我国开放型经济发展的三大支柱之一，我国对外直接投资的规模和领域都逐渐增多。2001 年，我国对外直接投资流量为 69 亿美元，到 2016 年，此规模增加至 1961.49 亿美元（非金融类对外直接投资 1701.1 亿美元），此间每年同比增速都处于正值区间，对外投资存量从 272 亿美元积累至 2016 年底的 1.36 万亿美元，对外投资存量的全球排名也从

2002 年的第 25 位跃升至 2016 年的第 6 位。2001 年至 2016 年间，关于我国对外直接投资及“走出去”战略相关的支持政策发布的较为密集。管理体制方面，经历了从审批制到核准制，再到备案制的变迁。2003 年，我国开启了简化对外投资管理程序的试点工作，依据《关于做好境外投资审批试点工作有关问题的通知》，在北京、天津和上海等 12 个省市地区开展下放审批权限的改革试点工作；2004 年，国务院发布《关于投资体制改革的决定》，国家发改委发布《境外投资项目核准暂行管理办法》（21 号令），将以往对外投资管理的审批制改为核准制，并开始引入备案制管理办法；2009 年商务部颁布的《境外投资管理办法》进一步放开了核准权限。出于对便利化的要求，2014 年，国家发改委出台《境外投资项目核准和备案管理办法》（9 号令），对一般境外投资项目普遍施行备案制管理，核准范围及程序大幅缩小和简化。但从 2017 年来，对外投资监管有所加强。2017 年 6 月，在中央全面深化改革领导小组的第 36 次会议中，将海外投资安全上升至国家安全高度，会议审议通过《关于改进境外企业和对外投资安全工作的若干意见》；同年年底，国家发改委发布《企业境外投资管理办法》；2018 年，商务部联合多个部门发布《对外投资备案（核准）报告暂行办法》，在原有管理体制基础上进一步提升了对外投资便利程度及对其的监管力度。2017-2019 年，我国对外直接投资增速同比均为负值，至 2019 年，我国对外直接投资流量下滑至 1368.08 亿美元，2017-19 三年同比增速分别为-19.30%、-9.63%和-4.29%。

表 1：1998 年后，针对我国对外投资的政策

时间	政策出台会议/文件	政策内容
1998 年	中共十五届二中全会	鼓励支持中国有实力有优势的国有企业“走出去”，“走出去”战略基本确定
1999 年	《关于鼓励企业开展境外带料加工装配业务意见的通知》	提出鼓励中国具有比较优势的轻工、服装加工等企业到境外开展带料加工装配业务
2000 年	全国人大九届三次会议	把“走出去”战略提高到国家层面上
2001 年	《国民经济和社会发展第十个五年计划纲要》	鼓励能够发挥中国比较优势的对外投资，扩大国际经济技术合作的领域、途径和方式
2002 年	中共十六大会议	明确提出坚持“引进来”和“走出去”相结合，全面提高对外开放水平
2004 年	《关于境外投资开办企业核准事项的规定》	支持和鼓励有比较优势的各种所有制企业赴境外投资开办企业，金融机构安排“境外投资专项贷款”
2005 年	《关于推进信息产业企业“走出去”的若干意见》	支持和鼓励中国信息产业“走出去”
2007 年	中共十七大会议	把“引进来”和“走出去”更好地结合起来，我国对外直接投资进入新阶段
2007 年	《关于鼓励支持和引导非公有制企业对外投资合作的意见》	鼓励和支持中国轻工业、纺织服装业等非公有制企业进行境外投资合作
2013 年	中共十八届三中全会	提出“一带一路”倡议，为“走出去”提供战略支撑
2015 年	《关于推进国际产能和装备制造合作的指导意见》	充分体现立足国内优势和市场需求，推动铁路、电力、航空航天装备等国际产能和装备制造业大力度“走出去”
2016 年	国家“十三五”规划纲要	坚持“引进来”和“走出去”并重，发展更高层次的开放型经济，积极参与全球经济治理和公共产品供给
2016 年	《促进中小企业国际化发展五年行动计划（2016-2020 年）》	大力支持中小企业积极融入全球价值链和产业链，努力加强对外经济合作
2018 年	全国商务工作会议	加强规划，鼓励并引导有能力、有实力的民营企业积极“走出去”参与全球市场的竞争
2019 年	商务部印发《对外投资备案（核准）报告实施规程》	加强对外投资事中事后监管，推动对外投资健康有序发展
2021 年	商务部、生态环境部关于印发《对外投资合作绿色发展工作指引》的通知	推动对外投资合作绿色发展，打造绿色境外经贸合作区，推进绿色技术创新，推动企业主体绿色转型
2021 年	商务部、中央网信办、工信部印发《数字经济对外投资合作工作指引》	加快推动数字经济对外投资合作，推动实现更高水平的国内国际双循环

资料来源：央行官网、西南证券整理

疫情也给我国对外直接投资带来机会，从国别看向“一带一路”沿线国家投资占比增多，从近几年的政策看，更多向双碳及高科技等方向倾斜。政策变化对 2000-2019 年间我国对外直接投资影响明显，2019 年底疫情爆发，多国减少了对外投资，但我国对外直接投资流量在 2020 年逆势上升。根据联合国贸发会议最新发布的《2021 年世界投资报告》，2020 年受疫情影响，全球对外直接投资出现大幅下降，发达国家平均下降 56%，发展中国家下降 7%，转型经济体下降了 76%，但是中国对外直接投资却保持韧性，逆势首次成为全球对外直接投资的第一大国家。这主要由于，中国很多跨境并购合同在疫情期间得到了延续，尤其是大部分中国大陆地区企业在中国香港地区的金融活动持续扩张；同时，在海外企业同样受到疫情影响下，出于对资金压力和发展方向等的考虑，相较之前接受中国投资更顺畅。从海外投资的区域分布看，2000 年后，我国对亚洲直接投资规模最大且增长最快，其次是拉丁美洲和北美洲，最后大洋洲和非洲占比相对较小。2003 年，按投向地区分，我国对亚洲、欧洲、北美洲、拉丁美洲、非洲和大洋洲直接投资流量的占比分别为 30.98%、44.21%、1.19%、21.37%、1.54%和 0.70%，而 2016 年，对应比例分别为 66.41%、5.45%、10.38%、13.88%、1.22%、2.66%，通过对比可发现，我国对亚洲、欧洲、拉丁美洲和大洋洲的直接投资占比有所上升，从绝对规模看，投资规模最大的为亚洲，其次是拉丁美洲、北美洲及欧洲。2020 年，我国对亚洲、欧洲、拉丁美洲和大洋洲的直接投资占比分别为 73.09%、8.26%、4.13%、10.84%、2.75%和 0.94%。分国别来看，我国对美直接投资流量从 2003 至 2016 年呈逐年上升态势，由 0.65 亿美元上升至 2016 年的峰值 169.8 亿美元，后呈下降趋势，2017 年降至 64.25 亿美元，同比降幅达到 62.2%，2018 年后受中美贸易摩擦的影响，中国对美直接投资进一步下降，2019 年降至 38.07 亿美元，2020 年疫情下回升至 60.19 亿美元；从对美直接投资的行业看，制造业，批发和零售业，信息传输、计算机服务和软件业占大头。疫情后，中国对“一带一路”沿线地区投资也有所增加，2020 年，我国企业在“一带一路”沿线对 58 个国家非金融类直接投资 177.9 亿美元，同比增长 18.3%，占同期总额的 16.2%，较上年同期提升 2.6 个百分点，主要投向新加坡、印尼、越南、老挝、马来西亚、柬埔寨、泰国、阿联酋、哈萨克斯坦和以色列等国家；2021 年，我国企业在“一带一路”沿线对 57 个国家非金融类直接投资 203 亿美元，同比增长 14.1%，占同期总额的 17.9%，较上年同期上升 1.7 个百分点。2022 年 1-7 月，我国对外非金融类直接投资 650.6 亿美元，同比增长 3.6%。其中，流向租赁和商务服务业 223.8 亿美元，同比增长 24.5%；流向批发和零售业、制造业、建筑业等领域的投资也均呈增长态势；对“一带一路”沿线国家非金融类直接投资 118.7 亿美元，同比增长 5.1%，占同期总额的 18.2%，占比较去年继续增长。

图 9：中美货币政策在金融危机后疫情前主要有 2 次背离

图 10：我国对不同地区直接投资变化

125 % 亿美元 2000

14000000 万美元

万美元 600000

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45426

