

首席观点

2022年9月23日

# “脱钩”： 外资是否正在撤离？

丁安华 招商银行首席经济学家

☎ 0755-83146635    ✉ [dinganhua@cmbchina.com](mailto:dinganhua@cmbchina.com)



## 一、从何谈起：宏观数据与微观现象的背离

尽管各种“脱钩”的言论甚嚣尘上，宏观数据显示，中国吸引外资的势头仍然十分强劲。根据商务部统计，今年1-8月我国实际利用外商直接投资（Foreign Direct Investment, FDI）累计1,384亿美元，同比增长20.2%。

从更长的时间序列观察，进入二十一世纪，我国迅速融入全球产业链，FDI快速增长；2008年全球金融危机之后，FDI的增长速度有所放缓。2013-2021年间，FDI金额由1,176亿美元增长至1,735亿美元，占名义GDP比重由1.2%下降0.2个百分点至1.0%，年复合增速约5.0%。值得注意的是，新冠大流行期间我国的FDI增长速度不降反升（图1）。

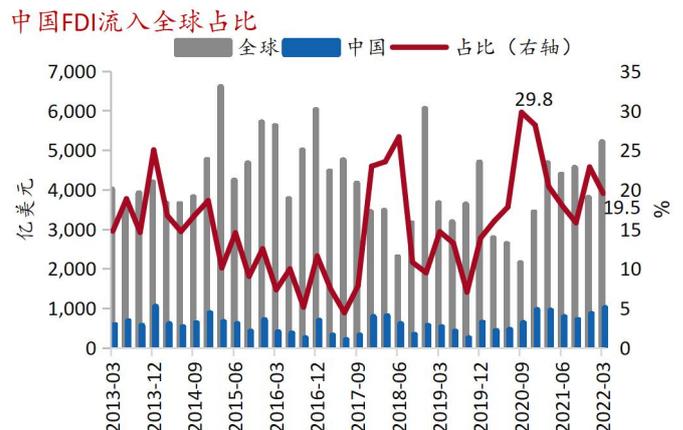
从全球来看，中国吸引外来直接投资的规模与增幅，都处于领先地位。根据OECD数据，2022年第一季度全球FDI最大的流入国是中国（1,010亿美元）、美国（670亿美元）和澳大利亚（590亿美元）。其中，中国占全球FDI的份额为19.5%（图2）。可见，不论从我国的FDI数据，还是从OECD的全球FDI数据观察，外资目前并没有“脱钩”的迹象，反而呈现出稳步增加的势头。这无疑令人惊喜的。

图1：疫情期间，我国FDI不降反升



资料来源：Wind，招商银行研究院

图2：2022年第一季度中国吸引的FDI全球占比近20%

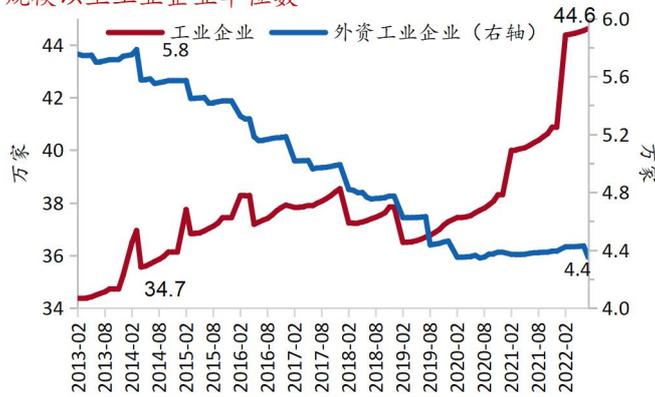


资料来源：OECD，招商银行研究院

然而，若从中观数据观察，情况明显不同。以全国规模以上工业企业数据来看，远不如宏观数据那么靓丽。规模以上外商工业企业数目，从2013年的5.8万家，下降至2022年7月的4.3万家，减少了26%。而同期我国规上工业企业总数从34.4万家增加至44.6万家，增长了30%（图3）。结合微观的企业调研，某种程度的“脱钩”似乎已初现端倪，至少对工业企业特别是制造业而言是如此。

**图3：过去十年，规上外资工业企业数量减少了26%**

规模以上工业企业单位数



资料来源：Wind，招商银行研究院

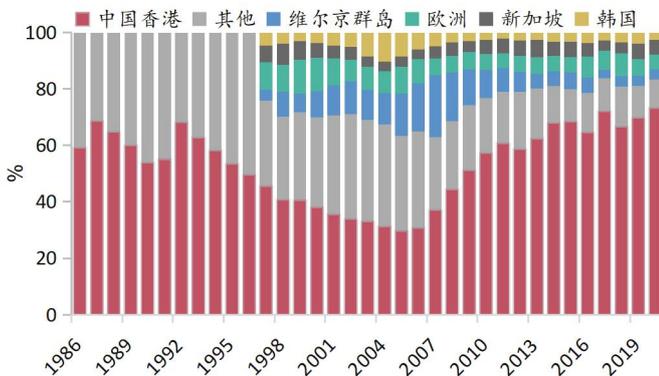
真相究竟是怎样的？我们应该如何看待宏观数据与微观现实的背离？我们应该怎样理解外资企业的全球供应链的重整？这是一个重要的问题。

## 二、破解 FDI 数据黑箱：“返程投资”

我国 FDI 的来源地中，中国香港地区举足轻重。也正是因为如此，对我们理解外商投资的构成造成一定的困扰。改革开放早期，来源于香港地区的投资占 FDI 的比重曾高达三分之二左右，最早进入内地的投资者主要是爱国港商。小平同志南巡之后，来源于欧美跨国公司的直接投资迅速上升，特别是中国加入 WTO 之后，国际资本直接投资中国的趋势迅猛。而早期以“三来一补”为主的港商投资在成本上升、产业升级和环保压力下，逐渐退出内地市场。到了 2005 年，来源于香港的 FDI 投资占比降至 30% 左右的低点。在此之后，香港对内地的直接投资占比出现大幅反弹，至 2011 年升至超过 60%，原因可能与 2008 年全球金融危机导致国际资本收缩相关。2013 年之后，来源于香港的直接投资占比进一步上升，突破前期的历史高点，2020 年已达 73.3%（图 4）。

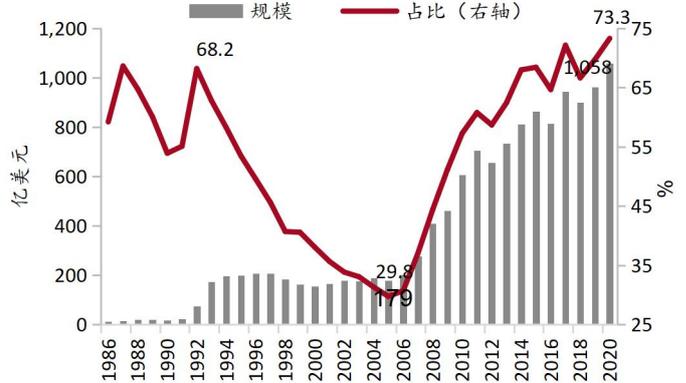
**图4：来源于香港地区的 FDI 占比超过 70%**

外商直接投资来源占比



**图5：香港地区对内地的直接投资超过千亿美元**

来源于香港地区的 FDI 规模及占比



资料来源：Wind，招商银行研究院

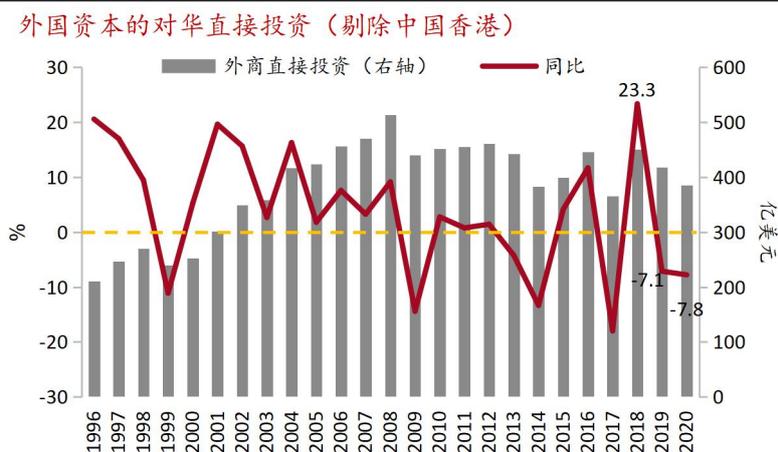
注：1999 年前维尔京群岛、欧洲、韩国和新加坡数据缺失。

资料来源：Wind，招商银行研究院

来源于香港的直接投资，对内地经济建设起到了积极作用。不过，由于香港的特殊地位，也对我们理解外商投资的真实情况，造成了分析上的困难（图 5）。近十年来，香港对内地的新一轮投资扩张，并非早期的简单重复。改革开放之初，港商回内地投资的主要形态是办厂，多为“三来一补”的劳动密集型生产企业。而这一轮的投资扩张，不再是早期的港商办厂形态。资本的来源和构成更加复杂多元，有必要穿透至最终所有者，探寻隐藏在背后的真相。

香港作为国际性金融中心，其资本来源是全球性的。细分来看，真实的来源可分为三部分，一是国际资本，二是内地资本，三是本地港资。这一轮香港对内地投资的增长，一个合理的判断是，随着香港与内地经济的进一步融合，内地企业在香港融资之后，再返回内地的投资非常进取。而香港本地华资的投资减少，随着香港制造业的衰落，这一轮的港商投资主要集中在房地产行业。国际资本的构成复杂，不好简单判定。一种方法是，假定国际资本对内地的直接投资与通过香港对内地中转投资的比例不变，我们可以将我国的 FDI 减去来源于香港地区的部分，作为替代的观察指标（图 6）。剔除中国香港影响之后的国际资本，从 2008 年开始明显放缓了对华直接投资，部分原因在于全球金融危机。这一趋势很可能也会反映在通过香港进入内地的国际直接投资之上。换言之，来源于香港地区的 FDI 之中，真实的国际资本的占比和增速可能都是下降的。

**图 6：金融危机以来，剔除中国香港的 FDI 下行**



资料来源：Wind，招商银行研究院

内地企业，在香港融资进而再返回内地投资，应该引起更多的研究关注。事实上，过去几年内地企业在香港市场上的融资，无论是 IPO 上市集资，还是发行中资美元债融资，都曾大幅增长。例如，2019 年内地房地产开发企业在香港发行的中资美元债净融资规模高达 519.6 亿美元，若加上内地企业在香港的 IPO 融资，以及其它形式多样的借贷、股权和债券融资，规模远超千亿美元。其中相当部分可能以“返程投资”的方式回流内地，是香港对内地直接投资迅速增多、占比回升的主要原因。

内地企业“返程投资”的情况，不但发生在香港地区，很可能也发生在新加坡以及英属维京群岛、开曼群岛等离岸金融中心。在我国的 FDI 统计中，来源于离岸金融中心的直接投资，若穿透背后的最终所有者，相当部分是内地企业或内地居民。“返程投资”成为 FDI 的最主要构成部分，

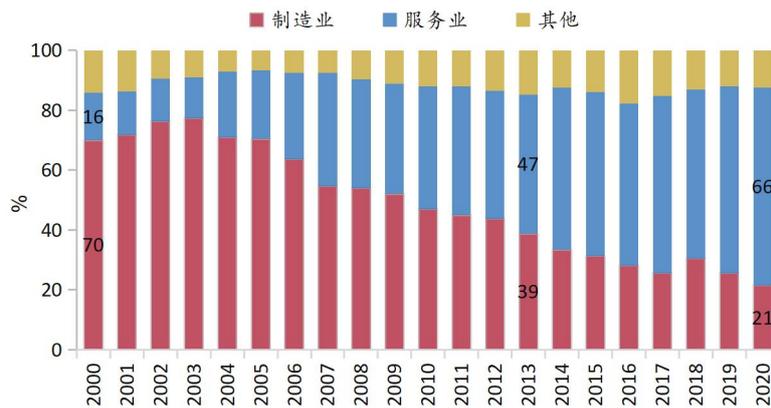
扭曲了宏观数据的经济意义。所以，仅仅从直接投资数据来判断外资“脱钩”和供应链重组是否正在发生，都得不到正确的答案。

### 三、FDI 行业结构：制造业占比显著下降

全球供应链中，生产布局至关重要，制造业始终处于核心地位。外资在中国垂直一体化的生产布局，可以通过 FDI 的结构数据来观察。一个突出的事实是，外商的制造业投资占比明显下降，服务业投资占比大幅上升。2020 年，FDI 中制造业投资占比 21%，相较 2013 年下降 18 个百分点；服务业投资占比 66%，相较 2013 年上升 19 个百分点（图 7）。事实上，FDI 中制造业投资规模已于 2011 年见顶（521 亿美元），之后趋势性下行至 2020 年的 310 亿美元，绝对金额减少 40%。在此期间，我国制造业投资由 10.3 万亿元翻番至 21.4 万亿元，在固定资产投资中的占比上升 17 个百分点至 41%。此消彼长之间，外资在我国制造业投资中的占比急剧下降。

图 7：外商在制造业领域的直接投资占比明显萎缩

制造业投资占比萎缩



资料来源：Wind，招商银行研究院

观察外资供应链的组织模式，内部垂直一体化已经不是主流形态，更多是与中国内资制造业企业形成合约式的供应链关系。部分内资企业成为外资供应链生态圈中的一员。这一现象，与前文提到的外商规模以上工业企业数量的下行，可以互相验证。从总量上看，中国作为全球制造中心的地位并没有下降，但结构上呈现外资供应链的纷纷离去，正从内部垂直一体化向外部企业

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\\_46426](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46426)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn