

# 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投资也增加，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

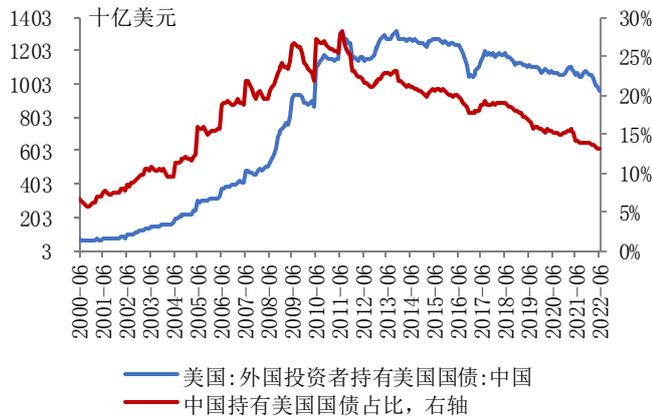
2022年8月15日，据美国财政部发布的数据，中国已连续第七个月减持美国国债，目前持仓量降至2010年5月以来最低水平。在是上一篇专题《在彼河侧：全球视角下我国货币政策的方向》中，我们提到海外货币政策主要通过资本流动及汇率两个方面对我国货币政策产生影响，本篇专题聚焦国际资本流动，深究其变化规律以及对国内政策的指引意义。

## 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。

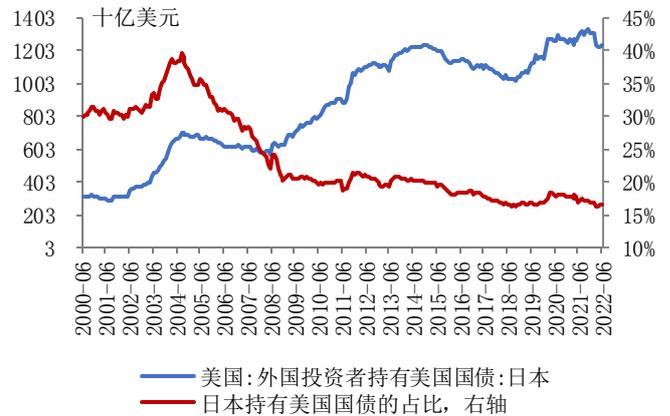
反观日本，虽然与中国相似点在于近期持有美债规模有所降低，但在疫情之前持有美国国债规模呈上升趋势。从最近TIC报告可看出，2022年6月，外国投资者增持美国长期证券，净买入额为712亿美元，其中外国私人投资者的净买入量为668亿美元，而外国官方机构的净买入量为44亿美元，但外国投资者持有的以美元计价的短期美国证券和其他托管资产减少了211亿美元。截至2022年6月，日本持有美国国债的规模为12362.9亿美元，占外国投资美国国债的比例从2004年8月的峰值40%降至目前17%的水平。从占比来看，日本持有美国国债占比从2004年8月后大致为波动下行状态。然而，绝对规模上，长期看，日本持有美国国债规模自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

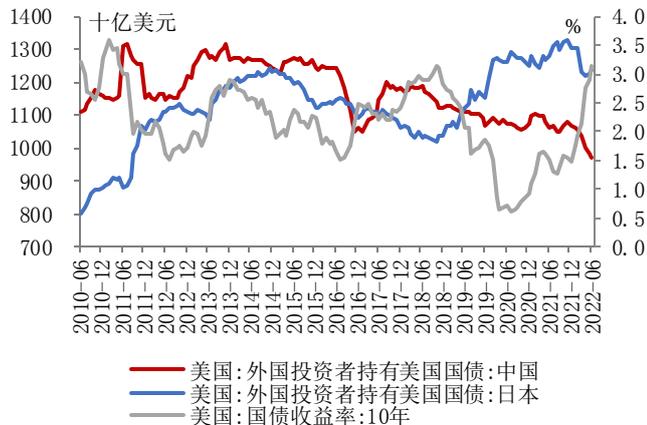
图 2：日本持有美国国债规模及占比变化



数据来源：wind、西南证券整理

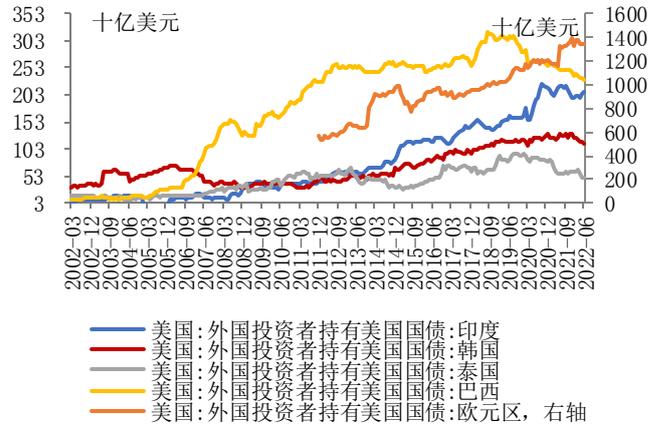
短期主要受疫情及美联储紧缩政策影响，总体可以分为两个阶段。从近两年的情况看，疫情之后，可以大致分为受疫情影响避险情绪驱动时期（2019年12月至2021年10月），以及后疫情时期美联储紧缩政策驱动时期（2021年11月至今）。从2019年12月末，受疫情暴发影响，外国投资者持有美债规模迅速拉升，从68442亿美元上行至2020年2月末72260.5亿美元，增加3818.5亿美元，其中中国和日本持有美国国债规模在同期分别增加223.5亿美元和1134.1亿美元；之后，随着美联储无限量放水，美元资产贬值预期加强，加大美国国债抛售热潮，再加上美国财政部出台三轮供给2.2万亿美元的纾困政策，美国国债供给激增，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

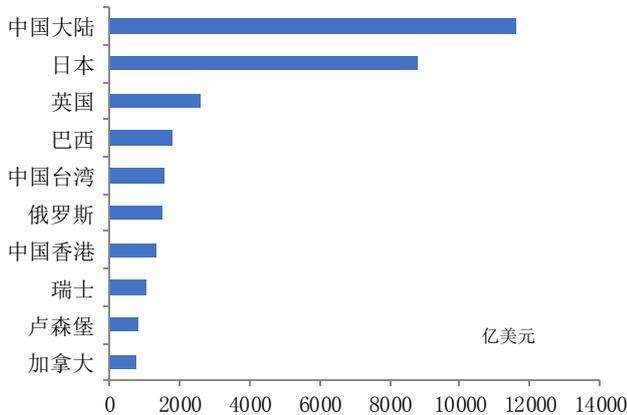
图 4：其他国家持有美债规模的变化



数据来源：wind、西南证券整理

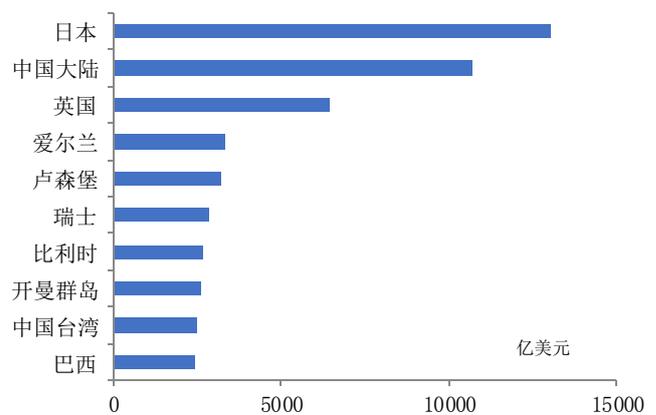
长期看，中国、日本持有美国国债规模变化与多重因素有关。2000年至2011年间，中国和日本持有美债规模明显上升，两国有相似点，此外我国也有自身独特因素使得持有美债规模上升。2000年至今，日本对美国国债持有量规模最多的是在2021年11月，持有1.327万亿美元，占比的最高值在2004年8月。经济因素方面，日本持有美债规模较大的主要原因在于出口在日本经济中拉动占比较大，而对外贸易清算有相当一部分使用美元清算，这就需要较大量的外汇储备。且美国国债的安全性、流动性较好，同时兼具一定收益性，在外汇储备资产中美国国债占比较大。回归我国，也有相似的考虑，我国对美国国债持有规模的最高点在2013年11月，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



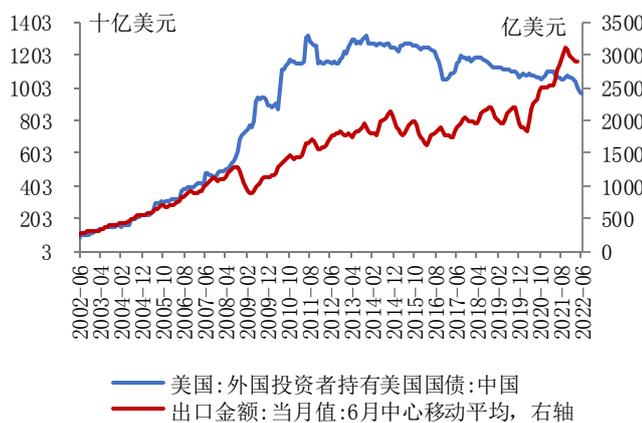
数据来源：wind、西南证券整理

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

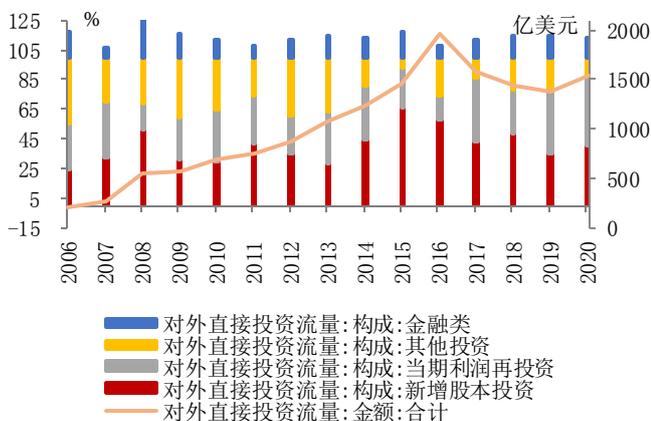
2002年的第25位跃升至2016年的第6位。2001年至2016年间,关于我国对外直接投资及“走出去”战略相关的支持政策发布的较为密集。管理体制方面,经历了从审批制到核准制,再到备案制的变迁。2003年,我国开启了简化对外投资管理程序的试点工作,依据《关于做好境外投资审批试点工作有关问题的通知》,在北京、天津和上海等12个省市地区开展下放审批权限的改革试点工作;2004年,国务院发布《关于投资体制改革的决定》,国家发改委发布《境外投资项目核准暂行管理办法》(21号令),将以往对外投资管理的审批制改为核准制,并开始引入备案制管理办法;2009年商务部颁布的《境外投资管理办法》进一步放开了核准权限。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**

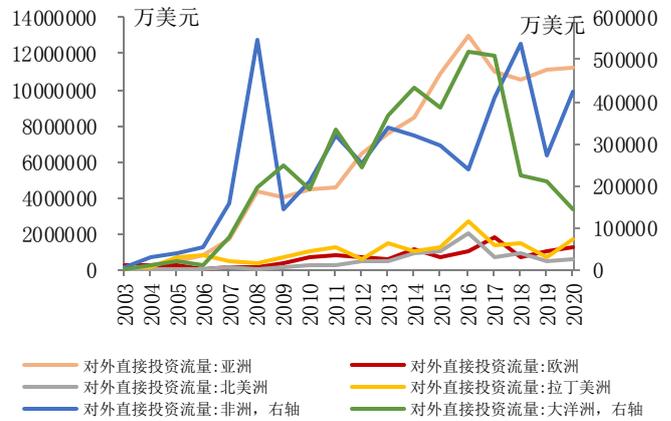
时间	政策出台会议/文件	政策内容
1998年	中共十五届二中全会	鼓励支持中国有实力有优势的国有企业“走出去”,“走出去”战略基本确定
1999年	《关于鼓励企业开展境外带料加工装配业务意见的通知》	提出鼓励中国具有比较优势的轻工.服装加工等企业到境外开展带料加工装配业务
2000年	全国人大九届三次会议	把“走出去”战略提高到国家层面上
2001年	《国民经济和社会发展第十个五年规划纲要》	鼓励能够发挥中国比较优势的对外投资,扩大国际经济技术合作的领域.途径和方式
2002年	中共十六大会议	明确提出坚持“引进来”和“走出去”相结合,全面提高对外开放水平
2004年	《关于境外投资开办企业核准事项的规定》	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

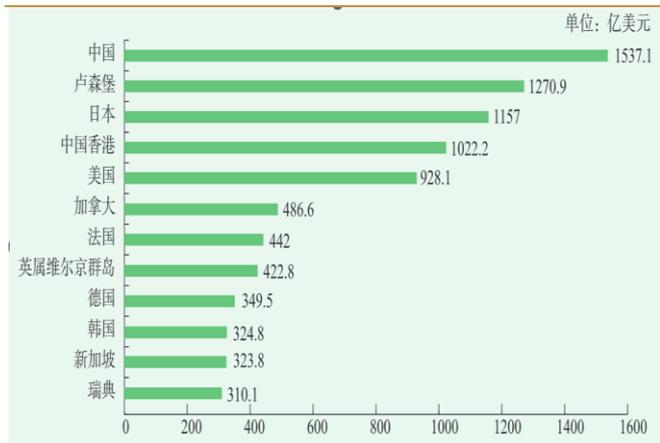
疫情也给我国对外直接投资带来机会，从国别看向“一带一路”沿线国家投资占比增多，从近几年的政策看，更多向双碳及高科技等方向倾斜。政策变化对 2000-2019 年间我国对外直接投资影响明显，2019 年底疫情爆发，多国减少了对外投资，但我国对外直接投资流量在 2020 年逆势上升。根据联合国贸发会议最新发布的《2021 年世界投资报告》，2020 年受疫情影响，全球对外直接投资出现大幅下降，发达国家平均下降 56%，发展中国家下降 7%，转型经济体下降了 76%，但是中国对外直接投资却保持韧性，逆势首次成为全球对外直接投资的第一大国家。这主要由于，中国很多跨境并购合同在疫情期间得到了延续，尤其是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**


数据来源：wind、西南证券整理

**图 10：我国对不同地区直接投资变化**


数据来源：wind、西南证券整理

**图 11：2020 年中国与全球主要国家（地区）流量对比**


数据来源：UNCTAD、西南证券整理

**图 12：2020 年，中国对外制造业投资流向的主要二级类别**


数据来源：UNCTAD、西南证券整理

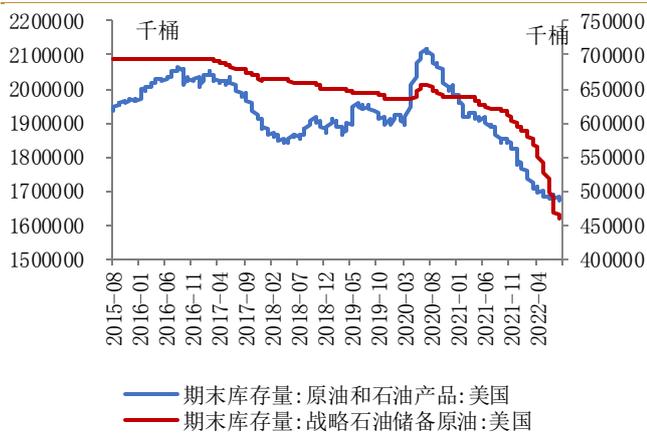
## 2.2 间接投资之资产选择

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。我们在专题《在彼河侧：全球视角下我国货币政策的方向》中，分析了海外主要发达国家的政策节奏。当地时间 8 月 17 日，美联储公布 7 月货币政策会议纪要，会议纪要显示 7 月美联储重申未来继续加息，直到通胀明显加快回落，但首次承认有加息过度的风险，未来某个时候放缓加息或较合适。目前美联储货币政策工具仍是以抗击通胀为首要目的，9 月加息 50 个基点的概率仍大。短期，在美联储加息及经济增长放缓的相互博弈作用下，美债收益率仍延续震荡态势，受此影响，考虑持有美债收益性可能继续减弱，我国对美债的持有规模或有继续回落的可能性。但考虑到目前美国的经济增长情况以及通胀回落的速度，美联储超预期加息的难度加大，10 年期美债收益率大概率不会出现 2022 年 3 月至 6 月大幅上升的情况（从 3 月低值 1.78% 上涨到 6 月峰值 3.49%），所以我国减持美债的速度和规模或将放缓。再者，出于调控人民币汇率稳定的角度，下半年随着疫情的边际好转，我国经济仍呈现稳健复苏态势，人民币大幅贬值的压力较小，再加上出口韧性较强，若海外主要经济体经济增长下行压力较大，不排除人民币汇率有升值的可能性，这也将构成我国可能不会大幅减持美债的因素。

从近期我国对外投资看，减持美债的同时，对两类资产可能有增持的线索。上文我们分析了近 7 个月中国持有美债规模一直呈减少态势，从资产选择的角度，我们发现，对于原油等能源类战略储备资产以及黄金，在近期有增持的趋势。我国石油储备起步较晚，直到 2001 年，我国才首次提出石油资源战略；2003 年，我国正式启动国家石油储备基地计划，决定用 15 年时间分三期完成石油储备基地的硬件设施建设，三期工程全部投入使用后将使中国战略总库存提升至 5 亿桶；2016 年年中，中国建成舟山、舟山扩建、镇海等 9 个国家石油储备基地；2020 年，随着一批新的石油储备基地的投入使用和我国大量进口国际原油，我国的石油储备能力达到将近 6 亿桶。根据彭博社的消息，截至 2022 年 5 月，估计中国拥有的石油储备总体库存为 9.26 亿桶，并且还呈现出继续增加的趋势，而美国战略石油储备库的容量为 7.14 亿桶，美国拥有约 5.38 亿桶的石油储备，现阶段中国战略石油储备超过了美国。2022 年 1 月，国家发改委、国家能源局印发《“十四五”现代能源体系规划》的通知；3 月，国家能源局印发《2022 年能源工作指导意见》，指出保障供应，增强储备，统筹国内

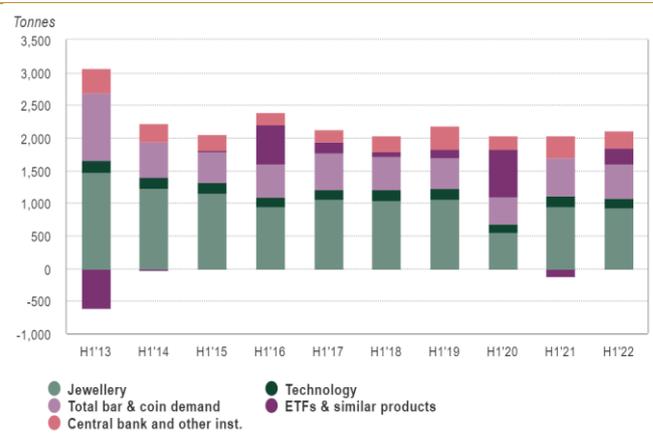
外能源资源，适应能源市场变化，充分考虑可能面临的~~风险和极端天气~~，适度超前布局能源基础设施，加大储备力度，保持合理裕度，化解影响能源安全的各种风险挑战。近期的变化符合对于能源安全、能源储备的部署，预计未来趋势将有所延续。此外，黄金方面，世界黄金协会（WGC）7月发布的2022年第二季度《全球黄金需求趋势报告》显示，二季度全球官方黄金储备增加180吨，上半年净购金总量达270吨。从国家分布来看，上半年购金最为活跃的央行来自于土耳其、埃及和伊拉克，有25%的受访央行计划在未来12个月当中增加黄金储备，全球央行黄金储备总量已达到近30年来的最高水平。截至2022年7月末，中国外汇储备规模为31041亿美元，较6月末上升328亿美元，升幅为1.07%，中国黄金储备为6264万盎司，与上月持平；按SDR(特别提款权)计，中国外汇储备为23451.75亿SDR。

图 13：美国原油储备变化



数据来源：wind、西南证券整理

图 14：各国央行对于黄金的储备在疫后提升



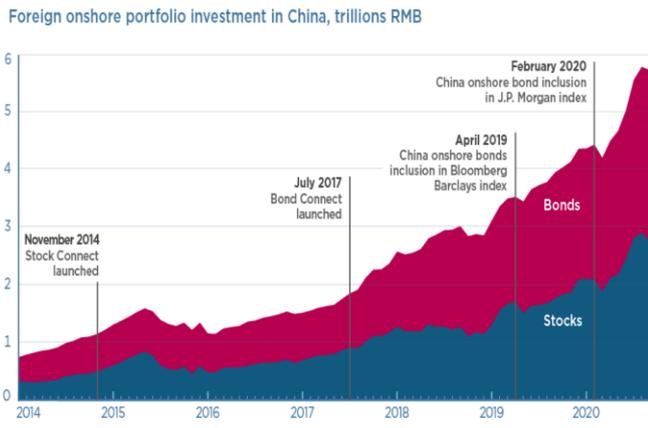
数据来源：世界黄金协会、西南证券整理

### 3 海外来华投资对国内经济发展的意义

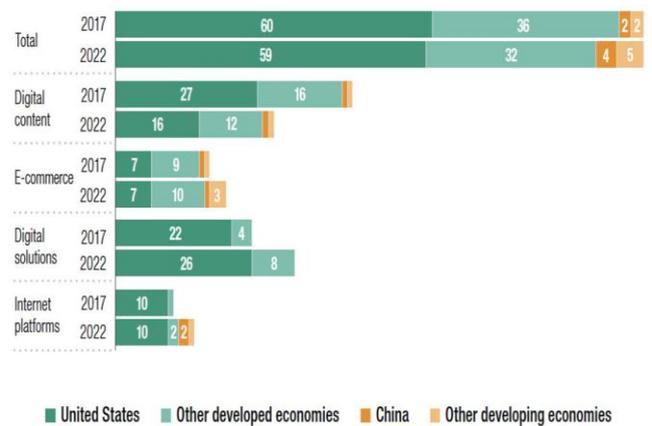
政策引领近二十年中国利用外资逐步增多，从近期政策看更鼓励向高技术产业倾斜。中国外商直接投资（FDI）政策较复杂，相关政策涉及必须满足多个目标，包括巩固工业基础、提高国内增加值、促进中外联系、创造和提高出口水平、平衡贸易、促进区域发展和技术转移等。其中，促进出口和技术转移是 FDI 政策的两个最重要目标。1995 年，中国发布《外商投资产业指导目录》和《指导外商投资方向暂行规定》，将属于高新技术、先进技术的投资项目列为鼓励类投资；1999 年 8 月国家经贸委颁布了《外商收购国有企业的暂行规定》，明确了外商可以参与并购国有企业；2001 年 12 月，中国正式加入 WTO，这要求中国进一步开放市场，不断扩大外资的准入领域；2002 年 11 月，中国证监会和央行联合下发《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》，QFII 制度开始实施；2003 年 1 月，证监会、财政部和国家经贸委联合发布《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》，同年，《外资并购境内企业暂行规定》颁布，对外资并购中国企业进行了初步规范。但根据联合国贸发会议（UNCTAD）《世界投资报告》统计，2000 年外资并购中国企业金额为 22.5 亿美元，占当年外商直接投资额的 5.5%，而 2010 年，外资并购金额 32.5 亿美元，也仅占我国利用外资的 3.1%，以并购方式实现直接投资的比重并不高。2011 年后，随着自贸区试点以及多项这对外资投资的政策发布、部分监管的放松，我国利用外资进一步加快。2011 年人民币合格境外机构投资者（RQFII）开启；2012 年，QFII 额度从最初的 300 亿元提高到 800 亿元，且同年 7 月，QFII 被允许进入中国银行间债市场；2015 年，CIBM

向各国央行、国际金融机构和主权财富基金开放；2017年，债券通开启，此外MSCI将中国A股纳入MSCI新兴市场指数和MSCI全球指数（ACWI），至2021年，我国A股又加入标普道琼斯指数、富时罗素等主要全球股指，中国债券市场被全球三大主要债券指数纳入，分别是彭博巴克莱全球综合指数、摩根大通旗舰指数和富时罗素世界国债指数；2019年9月，国家外管局取消QFII和RQFII额度。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。2019年3月15日，十三届全国人大二次会议表决通过了《中华人民共和国外商投资法》。自2020年1月1日起施行，取代之前的“外资三法”，成为外商投资领域的基础性法律；2021年11月，商务部印发《“十四五”利用外资发展规划》，明确“十四五”时期利用外资的指导思想和发展目标，提出系列预期性量化指标，包括累计实际吸收外商直接投资7000亿美元、到2025年高技术产业吸收外资占比达30%等；2022年8月，央行发布二季度中国货币政策执行报告，表示要进一步简化境外投资者进入中国市场投资的程序，丰富可投资的资产种类。从近期政策看，建议关注高新技术、双碳等领域。

**疫情我国复苏较快，拉动FDI增长，流动我国资本市场的外资也增加。**根据UNCTAD公布的2020年世界投资报告显示，服务业投资引领我国FDI增长，占流入量的70%以上；此外，外国直接投资加速高技术相关行业增长。中国主要投资者总体保持稳定，美国和欧洲的流入量有所下降，但自东盟投资流入量有所增加。行业上，投资主要面向制造业、房地产、租赁业务和服务、计算机服务、批发和零售贸易、金融中介、科学研究、交通运输、能源和建筑。商务部数据显示，2021年，中国实际利用外资以人民币计首次突破万亿元，达到11493.6亿元，增长14.9%；以美元计，达到1734.8亿美元，同比增长20.2%，和2019年相比，两年平均增长12.1%，高于全球平均水平6.4个百分点。海外持有中国资产方面，根据彼得森研究所统计，2011年，外国持有的中国流动性组合资产仅为中国储备资产规模的14%，但到2021年6月约占储备资产规模的三分之二。截至2020年9月，外资持有的在岸（不包括香港）中国股票和债券达到5.7万亿元人民币（8370亿美元），比2014年1月增长近8倍；截至2022年6月末，境外主体持有境内人民币金融资产余额为10.1万亿元，其中持有股票、债券规模均为3.6万亿元，分别是2016年末的5.5倍和4.3倍。海外投资中国资产的原因有多方面，首先也是最根本的是我国经济增速较快，吸引海外投资者；其次，随着中国资本市场的逐渐开放，以及市场规模的增长，全球投资者可以多种方式进入中国市场；再者，我国国债与美债之间有一定利差，外国投资者可以通过投资中国债市获得更高回报，且也符合多元投资的理念。但今年的表现较2021年有所减弱，2022年第二季度，境外机构持有人民币债券的规模持续减少。截至2022年6月末，境外机构持有的人民币债券规模总计3.57万亿元，较2022年第一季度末减少了8%，在4月和5月分别净减持1085亿元、1094亿元，接近3月创下的历史最大净减持规模1125亿元，6月，境外机构净减持933亿元，规模明显收窄。一方面由于今年国内部分地区散点疫情拖累二季度经济增长，部分资产回撤明显，一定程度上对外国投资者的信心造成短期冲击；另一方面，中美货币政策背离，中美利差缩窄，再加上人民币贬值、美元升值等因素，海外投资者收益率有所降低。但我们预计，海外投资中国资本市场产品未来将有所恢复，仍将呈增长态势，而外商直接投资可能有放缓趋势。随着疫情的影响减弱，国内经济逐渐复苏，资本市场对于海外投资者的吸引力回升，人民币贬值压力小，这些因素都将主导海外资金流入中国资本市场。然而，FDI方面，中美贸易摩擦后，美国采取系列措施限制对中国投资，尤其涉及技术转移的领域；其次，受紧缩政策及高通胀影响，下半年海外经济增长或逐渐放缓，对于我国FDI也有负面影响。

**图 15：海外投资中国资本市场的规模逐渐增多**


数据来源：PIIE、西南证券整理

**图 16：对比 2017、2022 年，对主要科技领域投资的数量变化**


数据来源：UNCTAD、西南证券整理

当前国内货币政策对 FDI 阻力较小，海外对中国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。根据世界银行对于多国的测算，以及参考美联储对美国 and 加拿大 FDI 的影响因素研究，货币政策冲击对美国 and 加拿大的 FDI 收入流动总额和净额在统计上和经济上都有显著影响，且不同资产类别的影响差异很大。短期，货币政策对于利率以及汇率的影响更多渗透到 FDI 方面，而在中期，货币政策对股息收入的影响是主要驱动 FDI 变化的因素。一般来说，收缩性的货币政策使得本币有升值趋势，对国内总需求也有抑制作用，传导给 FDI 也有负面影响。对于我国来说，目前货币政策坚持稳健基调，以我为主，对于 FDI 来说，阻力较小。从贸易促进效应来看，外资对中国出口的带动作用较为显著，到 2001 年，外资企业出口已达全部出口额的 50%，2011 年后，外资企业净出口贡献率下降，主要由于劳动密集型加工贸易比重下降，外商投资向服务业转移。且从外商区域看，东盟和一带一路国家的重要性逐渐升高。2020 年，东盟在华实际投资 79.5 亿美元，同比增长 1%。2021 年 1—9 月，东盟新增来华实际投资 76.1 亿美元，同比增长 39%。2022 年上半年，我国与“一带一路”沿线国家货物贸易额达 6.3 万亿元，同比增长 17.8%，占比提高至 31.9%，同期沿线国家对华实际投资达 452.5 亿元，增长 10.6%。

## 4 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，有三个共同方向。

其一，在规模趋势上，两者都呈上升态势，且自 2001 年加入 WTO 后发展较快。近二十年可以分别从 2001 至 2011，及 2012 至今两个阶段去看，在前一个阶段以快速发展为导向，而后一个阶段更注重发展平衡，并把高质量发展纳入考虑，相应的政策加持较密集。

其二，在产业投资上，无论是我国参与海外市场，还是外商来华投资，都向高技术产业、制造业引导，近几年更明显，预计未来高技术产业及绿色发展相关行业将更有受益。通过政策梳理克制，近几年对于创新及双碳领域的倾斜明显。

其三，在区域方面，近几年美欧的参与度有所降低，东盟、一带一路沿线国家与我国的交流更加频繁。受区域政策及国家博弈、各自国家的政策影响，我国与东盟、一带一路沿线国家的相互投资占比提升，这也带动了我国与相关主体的贸易往来。

三个共同方向对国内的投资也有一定指导意义，此外由于国际资本参与投资需要大量资金参与，这也就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。从理论上讲，货币政策通过改变银行流动性水平，从而影响企业投资情绪，作用于 OFDI，且货币政策对利率和汇率产生影响，这也将作用于 FDI 的变化。OFDI 与 FDI 在起到平衡汇率、拉动投资的作用的同时，对国内企业的行为将形成引导作用，从而也会反过来影响国内的政策变化。下半年，货币政策维持稳中偏松基调，主要发力点仍为结构性货币政策工具。2022 年 6 月 24 日，央行货币政策委员会举行二季度例会会议强调强化跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，结构性货币政策工具要积极做好“加法”，精准发力，深化金融供给侧结构性改革；7 月末，中央政治局会议指出货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。8 月 19 日，央行介绍结构性货币政策工具：我国结构性货币政策工具是人民银行引导金融机构信贷投向，发挥精准滴灌、杠杆撬动作用的工具，通过提供再贷款或资金激励的方式，支持金融机构加大对特定领域和行业的信贷投放，降低企业融资成本，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。

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn