

中国制造业产业链转移观察（上）

直接投资嬗变下的产业迁移线索

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
chenxiaoxiao397@pingan.com.cn

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
weiwei170@pingan.com.cn

郝博韬 投资咨询资格编号
S1060521110001
haobotao973@pingan.com.cn



平安观点：

- 近年来，国内外政治经济局势发生的变化，驱动全球制造业产业链出现了新的转移趋势。一是国内劳动力成本上升，导致部分劳动密集型产业向外迁移；二是国内优势产业的竞争带来产能过剩，企业呈现出出海寻找市场和利润增长的倾向，甚至令 2023 年被称为“中国企业新出海元年”；三是以美国为首的西方经济体实施“制造业回流”等计划，部分产业向发达经济体回流，新冠疫情的爆发又助推了这种趋势。多重因素叠加，让本轮制造业产业链的转移变得更为复杂。
- “产业转移”对于中国来说，由于动因和主体的不同存在差异。从动因来看分为两种行业类型，一是中国已丧失比较优势的低端制造业，存在向人口红利地区转移的必要；二是中国已具备竞争优势的制造业，存在出海拓展市场和绕开管制的需求。从主体来看，分为两种企业类型：一是外资企业回撤，这将体现为外商直接投资（FDI）的减少；二是中资企业出海，这体现为我国对外直接投资（ODI）的增加。区分清楚产业转移和直接投资资金流动的动因和资金源头，有助于厘清中国制造业产业链转移背后所代表的经济意义，分析其对中国经济造成的影响。
- 因此，本篇报告首先在分析中国制造业产业链转移的宏观背景基础上，通过我国外商直接投资 FDI 和对外直接投资 ODI 数据的变化，观察“产业转移”在直接投资层面的线索。主要结论如下：
- 第一，中国 ODI 的规模在 2023 年收缩较为显著。2023 年商务部与国际收支口径的外商直接投资规模双双回落，后者收缩较为明显，这可能存在短期经济、疫情等因素的影响，需审慎观察后续趋势。但中美竞争博弈复杂化的背景下，逆全球化与贸易保护主义的倾向正在抬头，中国未来将面临更加严峻的外部环境，FDI 的不确定性可能进一步增大。
- 第二，中国 FDI 当中亚洲的重要性在逐渐提升，欧美的占比在持续下降。除中国香港之外，来自亚洲的 FDI 规模及占比有所上升，其中新加坡持续提升，而日韩和中国台湾则表现低迷；欧洲 FDI 近年来整体比重走低，以德国、荷兰和英国规模为主；美国则早在 08 年就开始减少对华 FDI 投入，这意味着发达经济体在逐渐选择中国之外的地区作为直接投资目的地。这可能有短期的疫情、经济增长波动等因素的影响，也可能存在长期基于地缘政治不确定性、供应链安全稳定等因素的考量。
- 第三，FDI 行业结构的变迁是中国产业结构转型的映射。一方面，制造业 FDI 规模及占比的持续下降意味着中国的部分制造业（尤其是劳动密集型制造业）在全球产业链当中已不具备比较优势，因而制造业 FDI 随着中国人口红利的下降而逐渐减少；另一方面，在 FDI 整体规模并未发生明显下降的情况下，部分外商的制造业投资转向了租赁和商务服务、批发零售等服务业，以及科研技术服务、信息计算机和软件等技术密集型行业，这从一个侧面反映了中国产业结构转型的成果。

- **第四，中国 ODI 规模近年来呈波动态势，投资意愿边际减弱。**中国对外直接投资流量近年来呈现波动态势，且以当期利润再投资形式为主，民间资本对外直接投资意愿边际减弱的迹象，中央企业则 ODI 有所回升，这可能与近年来疫情冲击与经济基本面疲弱的态势有关。
- **第五，ODI 投向东南亚与欧洲占比增加，制造业重要性提升。**在国别结构上，中国 ODI 主要去向欧美和东南亚；从趋势变化看，2017 年之后中国 ODI 比重显著增加的地区是东南亚（印度尼西亚、马来西亚、越南）、欧洲（卢森堡、英国、德国、瑞典、匈牙利、土耳其），对中亚、中东、非洲和拉美部分国家的投资也有所增加；ODI 比重显著减少的地区是美国、俄罗斯和澳大利亚。在行业结构上，制造业在我国对外直接投资当中占据了重要地位，其 ODI 规模和占比近年来均保持了较高水平；并且，在除中国香港之外的其他主要地区，制造业是中国 ODI 最主要投向的行业。
- **总体而言，中国 FDI 规模的收缩在一定程度上表征了外资回撤的步伐有所加快，但 ODI 总量的波动态势则尚未显示出中资出海的显著趋势，这可能是由于本轮龙头企业带动的产业外迁尚未扩散形成更大的规模，也可能由于微观企业动作的相互抵消（既有企业外迁，也有流入）。但在结构上，可以观察到近年来直接投资国别和行业侧重点的变化：国别层面，中国与东南亚的关系在加深，与欧洲若即若离，与美国之间的“脱钩”正在演进；行业层面，FDI 行业由单一到多样化，映射了国内产业结构转型的现状；而 ODI 的重点则仍在制造业，显示了制造业在我国对外直接投资当中的重要地位。**
- **风险提示：1）全球经济超预期下行。**海外经济的超预期下行，一方面可能影响外商直接投资的积极性，FDI 的收缩可能更加剧烈，部分受外资影响较大的行业可能面临波动；另一方面这可能影响我国对外直接投资相关企业的经营效益，进而拖累中国对外直接投资的收益。**2）投资与出海目的国的政策环境变化。**中国对外直接投资和企业出海可能面临较大的政策不确定性。若投资和出海目的国收紧外资政策，甚至有针对性地对中国资本收紧（例如印度 2020 年以来就收紧了对中国投资的审查），则可能对直接投资与企业出海造成较大的负面影响。**3）地缘政治冲突恶化。**投资目的国及周边地缘政治环境恶化，甚至爆发地缘政治冲突；可能影响当地的经济增长，造成企业经营环境的恶化，对直接投资与企业出海造成较大的负面影响。

正文目录

一、 中国制造业产业链转移的背景	6
1.1 全球四次大规模产业转移回顾	6
1.2 中国制造业的全球竞争力有所增强	7
1.3 中国产业链转移的三大动因	8
二、 FDI：外资回撤与企业迁出中国	10
2.1 FDI 总量变化：外商直接投资规模下滑	10
2.2 FDI 国别结构：亚洲重要性攀升，欧美投资占比下降	11
2.3 FDI 行业结构：从单一到多样化，高技术占比提升	15
三、 ODI：中资出海与企业海外竞争	16
3.1 ODI 总量：流量有波动，结构有转移	16
3.2 ODI 国别结构：对东南亚投资增加	18
3.3 ODI 行业结构：制造业重要性提升	22
四、 结论：直接投资反映的产业迁移特征	24
五、 风险提示	25

图表目录

图表 1	全球制造业产业链的五次转移	6
图表 2	中国制造业总产出全球占比第一（2023 更新）	7
图表 3	中国制造业增加值全球占比第一（2023 更新）	7
图表 4	制造业产业链“微笑曲线”示意图	8
图表 5	中国老龄化程度高于印度及大部分东南亚国家	8
图表 6	中国人均收入高于印度及东南亚国家	8
图表 7	中国工业产能利用率 2021 年后再度下滑	9
图表 8	以汽车制造业为例，生产增速高于利润增速	9
图表 9	近 5 年美国对华制裁法案一览	9
图表 10	中国外商直接投资额 2023 年显著下滑	11
图表 11	商务部及外管局口径的 FDI 都趋于回落	11
图表 12	中国外商直接投资的国别结构	11
图表 13	中国香港：FDI 规模及占比上升	12
图表 14	中国香港：直接投资净额有所上升	12
图表 15	维尔京群岛：直接投资净额 2016 年以来为负	12
图表 16	开曼群岛：直接投资净额 2020 年以来为负	12
图表 17	新加坡：2017 年以来 FDI 规模显著增加	13
图表 18	韩国：FDI 规模震荡抬升，占比总体偏低	13
图表 19	日本：FDI 规模平稳略略升，占比处于低位	13
图表 20	中国台湾：FDI 规模及占比均持续下滑	13
图表 21	中国外商直接投资的国别结构：欧洲	14
图表 22	中国外商直接投资的国别结构：欧洲主要国家（各国 FDI / 中国 FDI 总量）	14
图表 23	美国：2008 年金融危机后对华 FDI 低位震荡	15
图表 24	中国外商直接投资的行业结构（1997-2022）	15
图表 25	制造业 FDI：规模与占比有所下降	16
图表 26	房地产 FDI：2014 年见顶回落	16
图表 27	科研技术服务 FDI：规模与占比持续提升	16
图表 28	信息计算机软件 FDI：规模与占比提升	16
图表 29	中国 ODI 流量变化（亿美元）	17
图表 30	中国对一带一路沿线国家 ODI 持续增加	17
图表 31	中国 ODI 投资形式结构变化	17
图表 32	近年来地方企业 ODI 规模持平（亿美元）	17
图表 33	中国对外直接投资（ODI）的国别结构	18

图表 34	中国对东南亚各国的 ODI 规模及总量占比（规模：亿美元）	19
图表 35	中国对东南亚各国的 ODI 占比及其变化（2003-2022）	19
图表 36	亚洲发达经济体：对新加坡 ODI 占比最高	20
图表 37	中亚：哈萨克斯坦为主要目的地	20
图表 38	南亚：巴基斯坦为主，印度&孟加拉国提升	20
图表 39	中东：整体 ODI 重视程度提升	20
图表 40	中国对欧洲各国的 ODI 近年来有所提升（规模：亿美元）	21
图表 41	中国对欧洲各国的 ODI 占比趋势变化	21
图表 42	中国对美国的 ODI 占比下行	22
图表 43	中国对澳大利亚和俄罗斯 ODI 占比下行	22
图表 44	中国对非洲经济体 ODI 占比有所提升	22
图表 45	中国对拉美经济体 ODI 占比有所提升	22
图表 46	中国对外直接投资的行业结构变化（2003-2022）	23
图表 47	中国对制造业 ODI 保持较高水平	23
图表 48	中国对四个主要地区 ODI 行业结构	23

21世纪以来，全球化的深入发展一直伴随着制造业产业链的动态调整，产业转移是这种调整的重要表现之一。中国在2001年加入WTO之后，曾经深度受益于全球产业链价值链的分工与转移，并且在融入全球产业链后，逐渐起了较为完整的、有较强竞争力的制造业体系。

近年来，国内外政治经济局势发生的变化，驱动全球制造业产业链出现了新的趋势：一是国内本身劳动力成本上升，导致中国在全球贸易中的比较优势出现了结构性的变化，部分劳动密集型产业开始向外迁移；二是国内优势产业快速发展，竞争激烈带来了产能过剩的问题，企业呈现加速“出海”寻找市场和利润增长倾向，甚至令2023年被称为“中国企业新出海元年”；三是中美竞争和博弈复杂化背景下，以美国为首的西方经济体实施“制造业回流”等计划，部分产业体现出向发达经济体回流的迹象。此外，新冠疫情的爆发导致主要发达经济体开始重视制造业产业链的安全性，助推了产业链向西方回流的趋势。上述因素叠加，让本轮制造业产业链的转移趋势变得更为复杂。中国身处其中，也在不断调整自身在全球产业链当中的定位，以期在适应国内外形势变化的同时，推动自身实现产业转型升级。

总体而言，“产业转移”对于中国来说，由于动因和主体的不同存在较大差异。从动因来看，“产业转移”的行业分为两种类型，一是对于中国已经丧失比较优势的低端制造业，存在向东南亚等仍然具备人口红利地区转移的必要；二是对于中国已经具备技术优势和全球竞争力的制造业，由于西方经济体的贸易壁垒，存在出海绕开管制的需求。从主体来看，“产业转移”的企业也有两种类型，一是外资企业的回撤，这在宏观数据上会体现为外商直接投资（FDI）的减少；二是中资企业的出海，这会体现为我国对外直接投资（ODI）的增加。我们在研究的时候需要分清楚产业转移和直接投资资金流动的动因和资金源头，这有助于清晰判断中国制造业发展与产业链转移背后所代表的经济意义，以及对中国经济造成的影响。

因此，本篇报告我们将首先在分析中国制造业产业链转移的宏观背景基础上，通过我国外商直接投资 FDI 和对外直接投资 ODI 数据的变化，观察“产业转移”在直接投资层面的线索。

一、中国制造业产业链转移的背景

1.1 全球四次大规模产业转移回顾

自第一次工业革命至今，全球范围内共完成了四次大规模的国际产业转移。第一次是19世纪下半叶从英国到法国、德国、美国等，主要涉及纺织、煤炭等劳动密集型产业；第二次是20世纪50-60年代从美国到日本、德国，主要涉及钢铁、纺织、日化和普通工业机械等低技术密集度的制造业；第三次是20世纪70年代从日本到亚洲四小龙，包括部分劳动密集型产业，钢铁、造船和化工等资本密集型行业以及汽车和电子元件等技术密集型产业；第四次是20世纪80年代从亚洲四小龙到中国和部分东南亚国家，主要是劳动密集型和资本密集型产业，也包括少量技术密集型产业。

中国在改革开放及加入WTO之后，一方面利用人口红利带来的廉价劳动力优势，承接了大量劳动密集型产业；另一方面“以市场换技术”，大力吸引外资来华投资，极大地提升了工业技术水平。中国是第四次产业转移的主要受惠国之一，在此轮产业链转移的过程中，中国逐渐建立其完整的工业体系，制造业的全球竞争力也不断增强，同时带动了其他相关产业的发展。可以说，中国深度地融入全球产业链体系、充分发挥自身比较优势、并利用外资推动技术水平的发展，是过去二三十年中国经济快速增长的重要推动力之一。

而近年来，随着中国劳动力等生产要素成本的提升，以及部分产业技术水平提升并逐步具备更强的国际竞争力，国内以制造业为主的部分企业逐步将产能转移至生产成本更具优势的东南亚国家，由此开启了第五次国际产业转移的序幕。

图表1 全球制造业产业链的五次转移

	发生时间	产能输出方	产能承接方	主要转移产业
第一次	19世纪下半叶	英国	法国、德国等欧洲国家，以美国为代表的美洲国家	纺织、煤炭等劳动密集型产业
第二次	20世纪50-60年代	美国	日本、联邦德国	钢铁、纺织、日化和普通工业机械为代表的低技术密度制造业

第三次	20 世纪 70 年代	日本	韩国、新加坡、中国香港和中国台湾	部分劳动密集型产业，钢铁、造船和化工等资本密集型行业以及汽车和电子元件等技术密集型产业
第四次	20 世纪 80 年代	日本、韩国、新加坡	中国及部分东南亚国家	劳动密集型产业、资本密集型产业，少量技术密集型产业
第五次	2008 年金融危机之后	中国	东南亚、南亚国家	劳动、技术密集型制造业

资料来源：岳圣淞.第五次国际产业转移中的中国与东南亚:比较优势与政策选择[J].东南亚研究, 2021(4):28, 平安证券研究所

1.2 中国制造业的全球竞争力有所增强

如上所述，中国在承接第四次产业转移的过程中，经过数十年的发展建立起较为完整的现代工业体系，制造业产业链已相对完整。近年来工业和经济领域一个普遍流传的说法是：“中国是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家”。尽管实际情况与统计口径可能存在出入——根据联合国经济和社会事务部统计司的《所有经济活动的国际标准行业分类》来看，制造业门类下设 33 个大类，70 个大组，140 个小组；而中国政府参照联合国分类标准制定的《国民经济分行业分类》中，制造业共有 31 个大类，179 个中类，613 个小类；联合国产业分类与中国国民经济行业分类存在口径上的差异，但从细分类别的数量上看，中国制造业门类的丰富程度和完整性都是较高的。

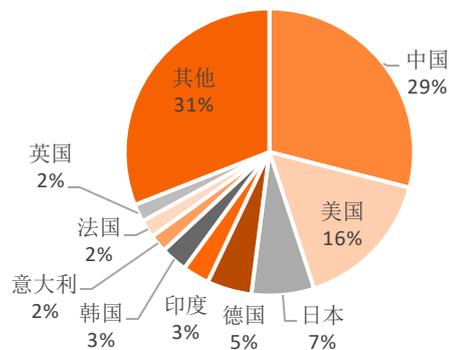
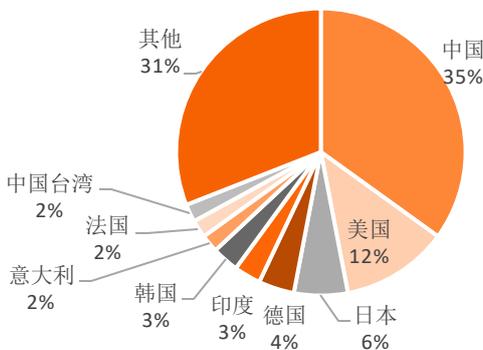
而从制造业的体量上看，根据 OECD 的 TiVA 数据库 2023 年更新的数据显示，中国制造业总产出与增加值的规模目前均排名全球第一。其中，总产出占比约 35% 左右，高出排名第二的美国 23 个百分点；增加值也接近 30%，高出排名第二的美国约 13 个百分点。

图表2 中国制造业总产出全球占比第一（2023 更新）

图表3 中国制造业增加值全球占比第一（2023 更新）

制造业总产出（占全球比重%）

制造业增加值（占全球比重%）

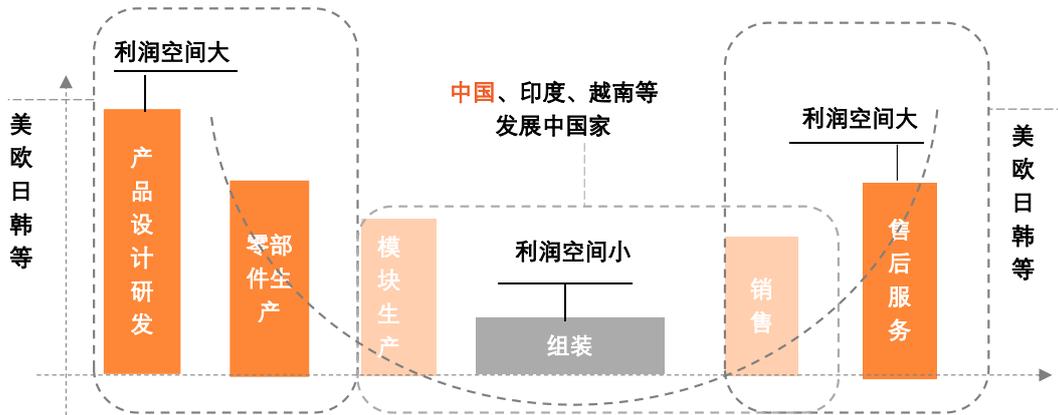


资料来源：OECD TiVA database，平安证券研究所

资料来源：OECD TiVA database，平安证券研究所

但从产业链位置来看，中国目前仍然处于从“微笑曲线”底部向两端过渡的阶段，部分产业已具备全球竞争力，但高端细分领域仍有欠缺。具体来看，其一，产业链低端、以成本取胜的部分一直是中国的强项，如服装、鞋帽、玩具等劳动密集型产业；其二，中端部分近年来也开始逐步具备较强的竞争能力和地位，如机电、汽车、船舶等技术密集型产业，近年来在全球的出口份额持续攀升，具备明显竞争优势；其三，高端部分依旧偏弱，对外依赖度较高，尤其一些细分市场的高端技术方面存在众多“卡脖子”的环节，例如新材料、高端制造工艺/设备、核心零部件等，也印证了中国制造业仍然存在“大而不强”的问题。

图表4 制造业产业链“微笑曲线”示意图



资料来源：自行绘制，平安证券研究所

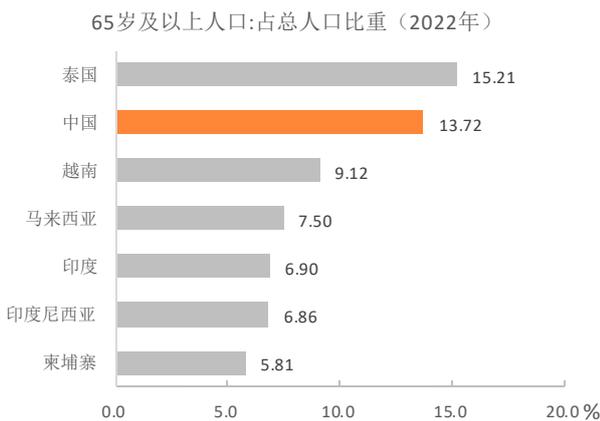
1.3 中国产业链转移的三大动因

1. 国内人口增长拐点，劳动力成本上升

中国在加入 WTO 之后，凭借丰富且低成本的劳动力为世界贡献了物美价廉的商品，也推动了自身的劳动密集型产业快速增长。但时至今日，随着中国人口结构的变迁，劳动密集型产业的竞争优势正在丧失：

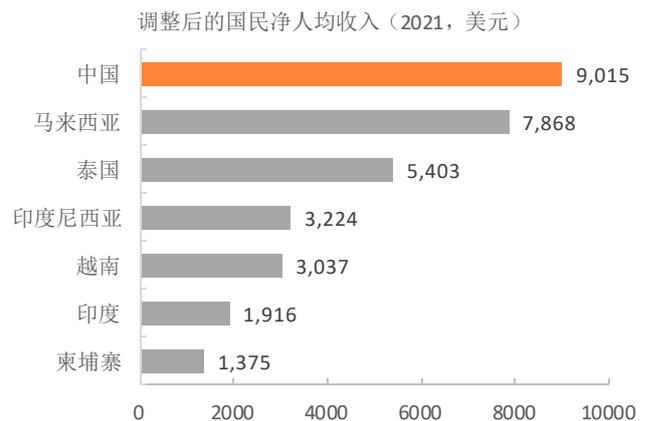
从劳动力数量来看，中国 15-64 岁劳动年龄人口占比在 2010 年前后拐点向下，呈现逐年回落的态势；同时 65 岁以上老年人口占比逐年上升，人口老龄化程度迅速加深；截止到 2022 年，中国 65 岁及以上人口比重 13.72%，远高于越南、马来西亚、印度、印尼等国。而从劳动力成本来看，中国调整后的国民人均净收入随着经济的发展逐渐攀升，目前已经显著高于印度、越南、印尼等国，中国的劳动力已不再“廉价”。因此，中国的部分劳动密集型产业开始率先向印度及东南亚部分仍然具备人口红利的国家转移。

图表5 中国老龄化程度高于印度及部分东南亚国家



资料来源：世界银行，平安证券研究所

图表6 中国人均收入高于印度及东南亚国家



资料来源：世界银行，平安证券研究所

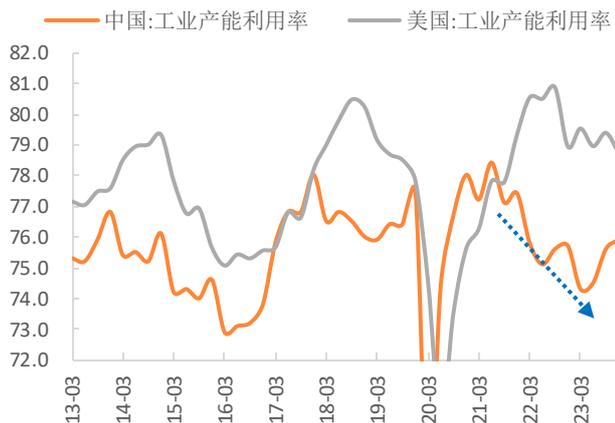
2. 优势产业内部竞争激烈，产能过剩利润压缩

近年来，国内制造业部门出现了较为明显的产能过剩现象。2020 年新冠疫情爆发之初，中国疫情控制较好、产业链供应链

完善叠加新能源等新兴产业进入爆发期；而海外供应链断裂叠加发达国家刺激政策，需求大幅增加，带动中国制造业的繁荣并带来了产能投资的快速扩张。但随着海外通胀大幅攀升、央行持续加息后，经济进入去库存周期，国内此前增加的产能出现了严重过剩的现象。

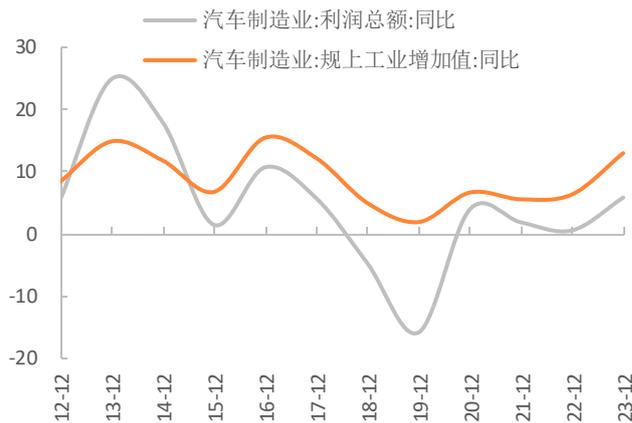
中国的工业产能利用率从自 2021 年中开始持续下降至 2023 年中，部分竞争激烈的行业只能通过降价抢占市场份额，出现了“行业产销两旺，但企业不赚钱”的状况，例如汽车制造业的生产增速持续高于利润增速（图表 8）。过度“内卷”的国内市场促使企业“出海”寻找新的利润空间。

图表7 中国工业产能利用率 2021 年后再度下滑



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表8 以汽车制造业为例，生产增速高于利润增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

3. 大国博弈复杂化，贸易壁垒是制裁的主要手段

始于 2018 年的中美贸易战，昭示了中美两个大国关系转向更为复杂的博弈和竞争。美国除了贸易战期间加征的四轮关税之外，还逐步将制裁蔓延到科技、外交、金融、教育等贸易之外的诸多领域。就产业发展来看，近五年来美国政府出台了一系列法案、通过多种措施对中国进行制裁（图表 9），主要涉及两类产业：一是人工智能、半导体、先进计算和超级计算机、量子计算等高新技术产业，二是军工、5G 通信、生物等关系着国家安全的产业。到 2023 年，美国仍在持续出台出口管制措施以阻止中国获取先进技术和设备，不断将特定中国实体加入管制与制裁名单，还与其盟友合力对中国展开“俱乐部式制裁”措施。

在这样的背景下，部分企业选择以“产能出海”的模式绕开限制。以光伏行业为例，美国自 2012 年就开始对中国出口的光伏产品征收关税，2012 年的“双反税”、2018 年的“201 关税”和 2018 年的“301 关税”共同构成了美国对中国光伏行业的贸易壁垒。2022 年 6 月，美国进一步对“双反税”和《涉疆法案》进行调整：一方面，确定对东南亚四国（柬埔寨、马来西亚、泰国和越南）出口到美国的电池组件两年不征收反倾销反补贴税（有效期为 2022 年 11 月 15 日至 2024 年 6 月 6 日）；另一方面，禁止从中国新疆地区进口太阳能电池板的关键原材料多晶硅。在这样的背景下，中国直接出口美国的光伏产品需加征高额关税，而短期内以东南亚地区作为“跳板”出口光伏产品至美国则具有较大成本优势。因此，我国光伏企业近年来大多选择在东南亚地区布置产能，以减轻产品的实际税负。

图表9 近 5 年美国对华制裁法案一览

时间	法案名称	制裁实施部门	涉及产业
2018 年	《出口管制条例》（EAR）	美国商务部工业安全局（BIS）	军工
2018/8/13	《外国投资风险评估现代化法案》	美国外国投资审查委员会（CFIUS）	高新技术
2018/8/13	《出口管制改革法案》（ECRA）	美国商务部工业安全局（BIS）	出口贸易

2020/6/24	《2020年保护我们的天空不受中国技术影响法案》	美国国务院国防贸易控制局 (DDTC)	无人机制造
2020/8/1	“清洁网络”计划		通信
2020/11/12	第 13959 号行政命令	美国财政部外国资产控制办公室 (OFAC)	军工
2020/12/2	《外国公司问责法案》	美国公众公司会计监督委员会 (PCAOB)	金融
2020/12/17	美国能源部禁令	美国能源部	电力
2021/4/8	《2021年战略竞争法案》		人工智能、5G 通信、生物技术、量子计算
2021/6/3	关于应对为中国特定公司提供资金的证券投资所带来的威胁的行政命令	美国财政部外国资产控制办公室 (OFAC)	军工、监控
2021/11/11	《安全设备法》	美国联邦通信委员会 (FCC)	电子信息
2021/12/23	《维吾尔强迫劳动预防法》	美国海关和边境保护局 (CBP)	农业、光伏
2022/2/4	《2022年美国竞争法案》	美国商务部工业安全局 (BIS)	半导体
2022/8/9	《2022芯片与科学法案》	美国商务部工业安全局 (BIS)	半导体
2022/9/12	《推动生物技术和生物制造创新以实现可持续、安全和可靠的美国生物经济》	美国总统拜登	生物医药、生物能源、生物化学和生物农业
2022/10/7	出口管制新规	美国商务部工业安全局 (BIS)	半导体、先进计算和超级计算机、人工智能
2023/2/28	《海底电缆管制法案》		海底电缆 (通信)
2023/4/17	《维护领空主权法案》	美国商务部工业安全局 (BIS)	航空航天
2023/4/19	《反制不可信海外电信法案》	美国联邦通信委员会 (FCC)	电子信息、通信
2023/12/23	2023年国防授权法案 (NDAA)		半导体

资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、FDI：外资回撤与企业迁出中国

中国外商直接投资 (FDI) 的变化, 刻画了中国利用外资的情况, 在一定程度上反映了境外资本的注入与回撤、在华利润汇出等动态, 能够表征外资及相关企业投资变化带来的产业链转移动向。

2.1 FDI 总量变化：外商直接投资规模下滑

上世纪 90 年代以来, 中国外商直接投资规模大体呈现持续上升的态势, 外资的持续流入为中国产业发展尤其是制造业的快速增长做出了重要贡献。但自 2022 年中至今, 商务部与外管局口径的 FDI 数据均呈现持续下滑的态势, 引发了市场对于中国吸引外资情况的担忧。

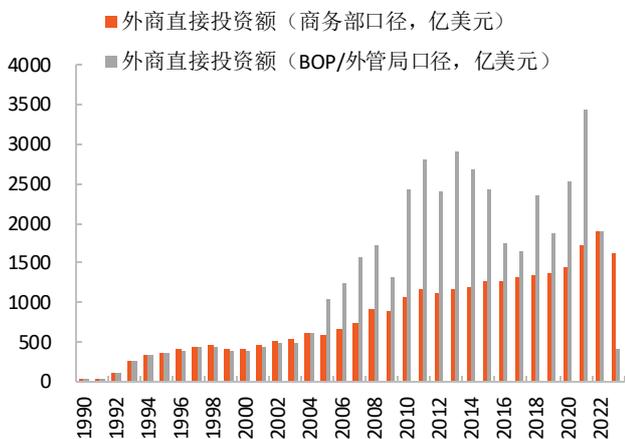
其中, 外管局公布的国际收支口径下 FDI (即非储备性质金融账户的直接投资负债方) 在 2023 年三季度出现了 120.62 亿美元的净流出, 是自 1998 年外管局发布该数据以来季度 FDI 首次为负。而由于 2023 年四季度 FDI 净流入 176.68 亿美元, 扭转了三季度净流出的局面, 全年 FDI 实现了 427.28 亿美元的净流入, 但此规模为 1994 年以来的新低。此外, 从商务部最新公布的 FDI 年度数据来看, 2023 年全年外商直接投资 1632.5 亿美元, 较上年减少 258.3 亿美元, 降幅也创历史新高。

值得一提的是, 上述两套口径当中, 国际收支口径的 FDI 由股权投资 (包括新增股本投资和利润再投资) 和关联企业债务 (即外商投资企业的外方股东贷款) 两个部分组成, 而商务部口径的 FDI 则不含外方股东贷款 (即关联企业债务) 和外方撤资, 金融部门 FDI 和外商投资企业外方股东利润再投资的数据也不够完整。换句话说, 商务部口径的数据更接近于国际收支口径的外来股权投资净额¹。这也是国际收支口径 FDI 数据波动较大的原因。

¹ 管涛: 解码来华直接投资净额波动, 经济观察报, 2024.2.27

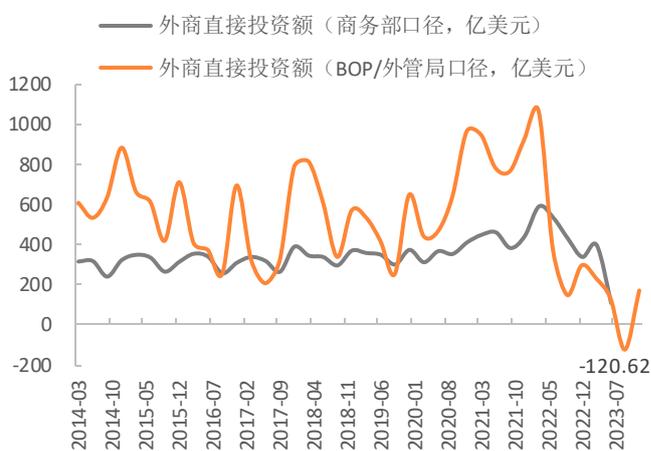
2023 年外商直接投资的回落存在多重因素的影响，包括三年疫情期间透支了项目储备、关联企业债务受全球金融条件的影响而大幅回落等。但无论如何，两个口径数据的双双回落，确实一定程度上反映了目前外资在华投资收缩的状态，需继续审慎观察后续的趋势性变化。

图表10 中国外商直接投资额 2023 年显著下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 商务部及外管局口径的 FDI 都趋于回落



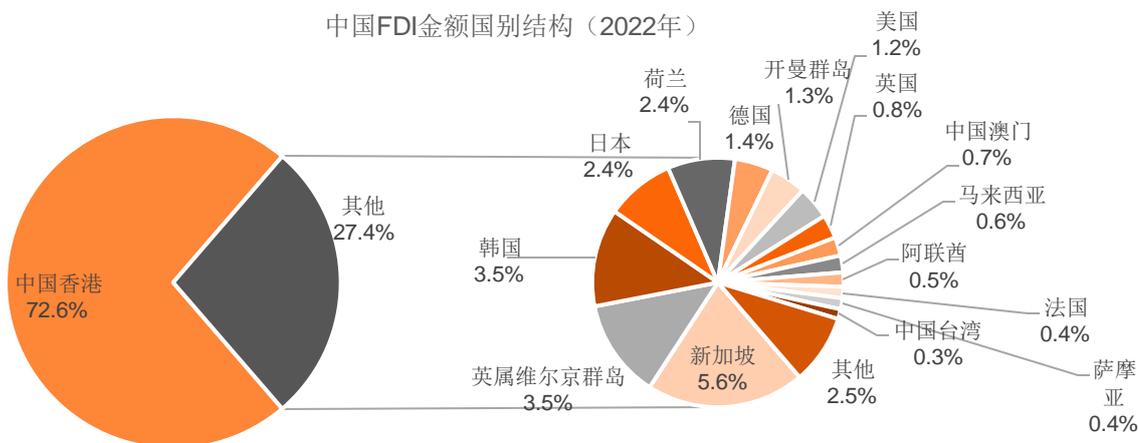
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 FDI 国别结构：亚洲重要性攀升，欧美投资占比下降

从 2022 年的数据来看，中国外商直接投资的第一大来源地是中国香港，占比高达 72.6%；除了英属维尔京群岛、开曼群岛这类离岸投资中心之外，FDI 主要来源于亚洲和欧洲的部分发达经济体，排名靠前的包括：新加坡、韩国、日本、荷兰、德国，而美国对华直接投资仅占 1.2%。

为观察各国对华直接投资的转移和变化情况，本节将分国别进一步观察 FDI 两个维度的结构数据：一是各国家地区的 FDI 规模变化，二是在中国 FDI 当中的占比变化。前者可以直接衡量该国对华直接投资的强度变化，而后者则可以表示该国在中国 FDI 当中的重要程度变化。为便于进行国际比较，我们使用商务部口径的 FDI 数据进行分析。

图表12 中国外商直接投资的国别结构



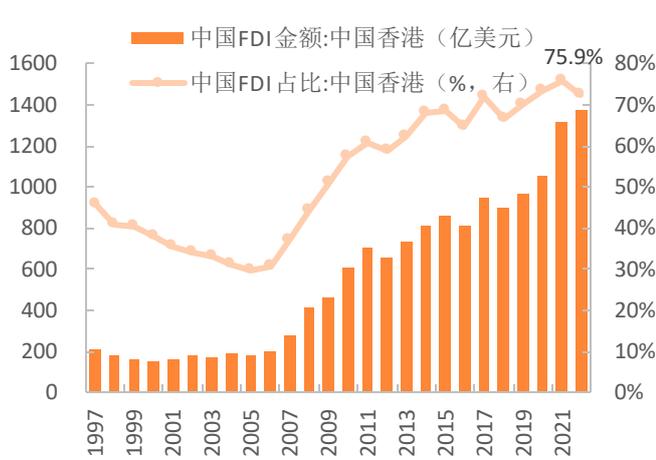
资料来源: CEIC, 平安证券研究所

1. 离岸投资中心：中国香港 FDI 占据主导地位

中国香港是我国 FDI 第一大来源地，其规模大体呈现 2021-2022 年有显著提升，占比则大致在 70% 以上的高位。

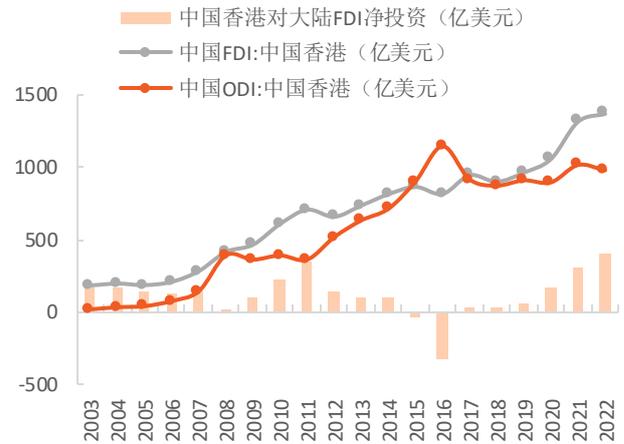
但值得注意的是，中国香港、维尔京群岛、开曼群岛是我国 FDI 来源排名靠前的地区，但同时也是中国对外直接投资（ODI）规模排名靠前的地区。上述三个地区作为中国重要的离岸投资中心，其资金来源复杂（离岸投资中心通常存在较多大陆公司为了在境外或中国香港上市而搭建的 VIE 交易架构，也即是说，可能存在很多大陆来源的资金通过 ODI 投出，再通过 FDI 投回）。因此，若我们简单将上述三地 FDI 和 ODI 的流量之差定义为“直接投资净流入”，则可以看到，2017 年以来，通过中国香港进入内地的外商直接投资实际上呈现净流入的态势，而维尔京群岛、开曼群岛的波动较大，分别从 2016 和 2020 年以来呈现直接投资净流出的态势。

图表 13 中国香港：FDI 规模及占比上升



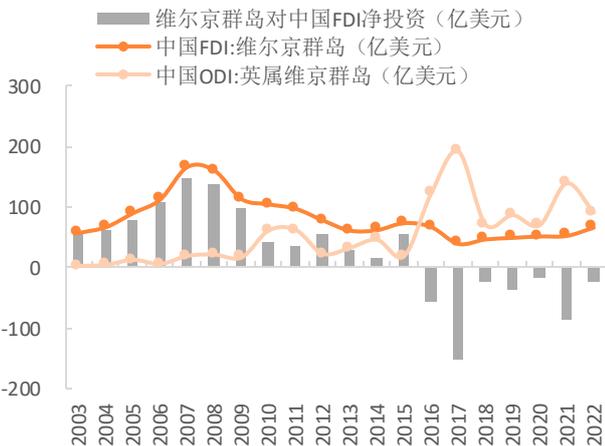
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 14 中国香港：直接投资净额有所上升



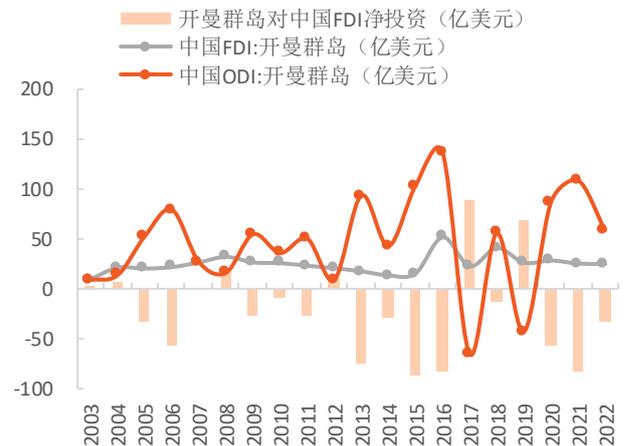
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 15 维尔京群岛：直接投资净额 2016 年以来为负



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 16 开曼群岛：直接投资净额 2020 年以来为负



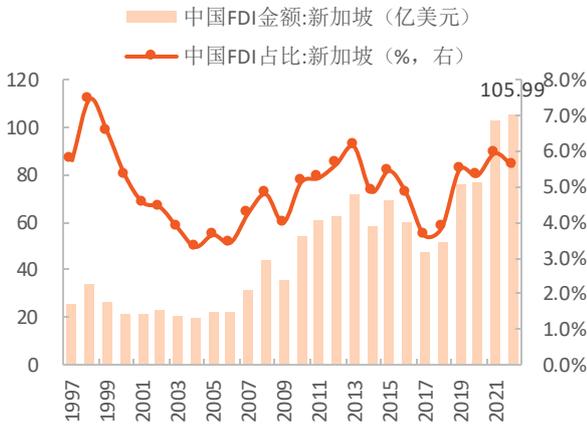
资料来源：Wind，平安证券研究所

2. 亚洲发达经济体：新加坡 FDI 持续提升，中国台湾持续下降

从 FDI 流量金额来看，亚洲主要发达经济体当中，新加坡对华直接投资规模近年来有显著增加，日本和韩国对华 FDI 呈现震荡走势，而中国台湾对大陆 FDI 规模持续下降。2022 年，新加坡对华 FDI 为 106 亿美元左右，是仅次于中国香港的第二大外商直接投资来源地；日本和韩国对华 FDI 分别 46 亿美元和 66 亿美元，规模大大低于新加坡。

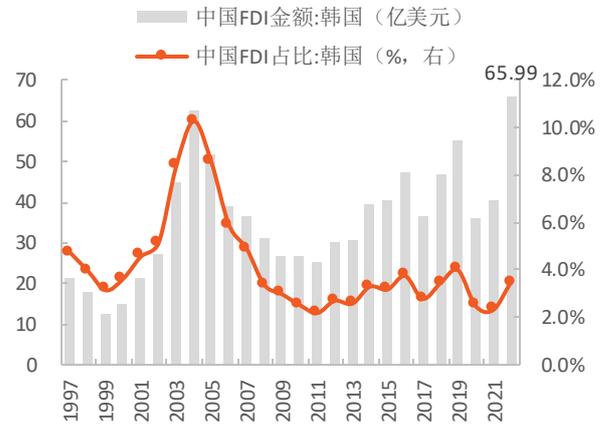
但从 FDI 占比来看，上述四个经济体在中国 FDI 当中的份额都有所下降。其中，日韩 FDI 占比的峰值在 2005 年前后，中国台湾 FDI 占比的峰值在 2002 年前后；此后三者的 FDI 占比均呈现震荡下降的态势。仅新加坡对华投资份额相对稳定，但也仍然低于 90 年代末的水平。截至 2022 年，新加坡、韩国、日本、中国台湾对华 FDI 占中国 FDI 总额的比例分别为 5.6%、3.5%、2.4% 和 0.3%。

图表 17 新加坡：2017 年以来 FDI 规模显著增加



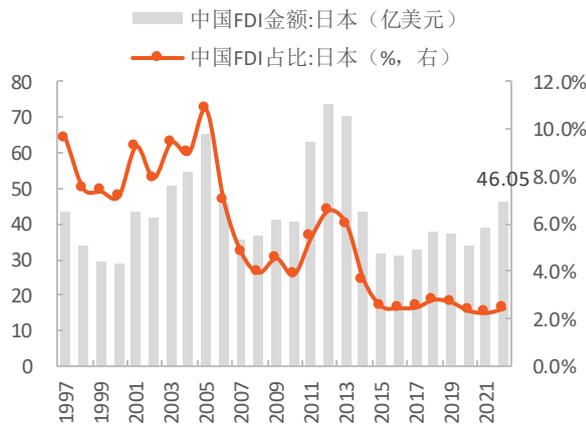
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 18 韩国：FDI 规模震荡抬升，占比总体偏低



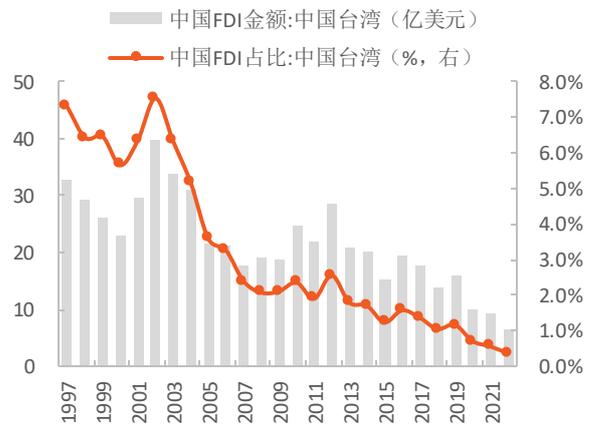
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 19 日本：FDI 规模平稳略略升，占比处于低位



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 20 中国台湾：FDI 规模及占比均持续下滑



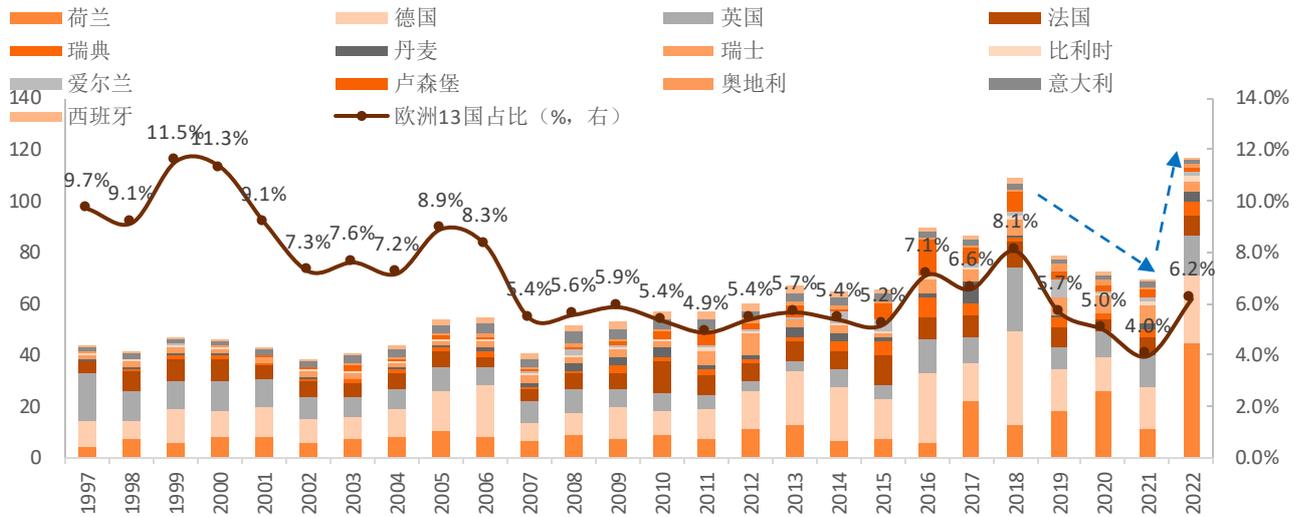
资料来源：Wind，平安证券研究所

3. 欧洲：德国、荷兰和英国三国投资为主

从较长历史区间来看，欧洲在中国 FDI 当中的重要性整体呈下降态势：欧洲 13 国对华 FDI 占比在 1999 年曾达到 11.5%，但此后（2007-2015）就持续下降并长期维持在 5% 左右的水平；2016-2018 年，欧洲对华 FDI 曾有明显回升，但 2018 年之后又连续三年回落并降至 4.0% 的低位，可能在一定程度上仍然受到了中美贸易战的影响。2022 年，荷兰和德国对华 FDI 的增加又带动欧洲整体 FDI 出现了较大幅度的反弹。总体而言，近年来欧洲对华 FDI 主要是来自德国、荷兰和英国三个国家，欧洲整体 FDI 受到上述三国规模变化的影响。

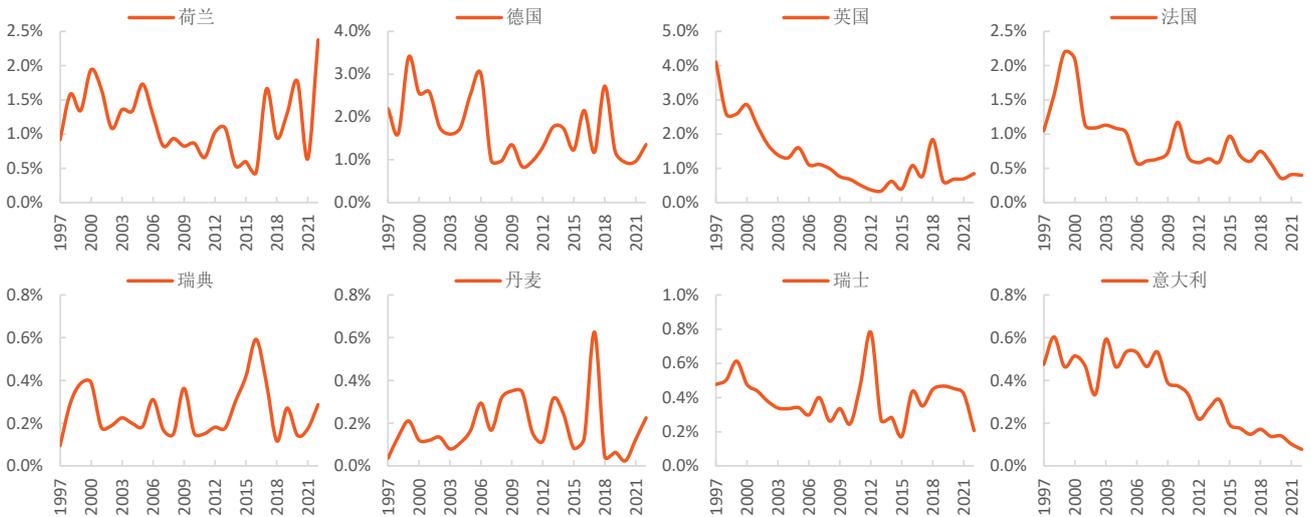
从各国 FDI 在中国 FDI 总量中的占比变化（图表 22），可以看到近年来荷兰对华 FDI 的重要性在提升，此外，德国、英国占比也有从低位反弹的态势，但法国、意大利对华 FDI 占比则呈现持续下滑的态势。

图表21 中国外商直接投资的国别结构：欧洲（规模：亿美元，占比：%）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表22 中国外商直接投资的国别结构：欧洲主要国家（各国 FDI / 中国 FDI 总量）

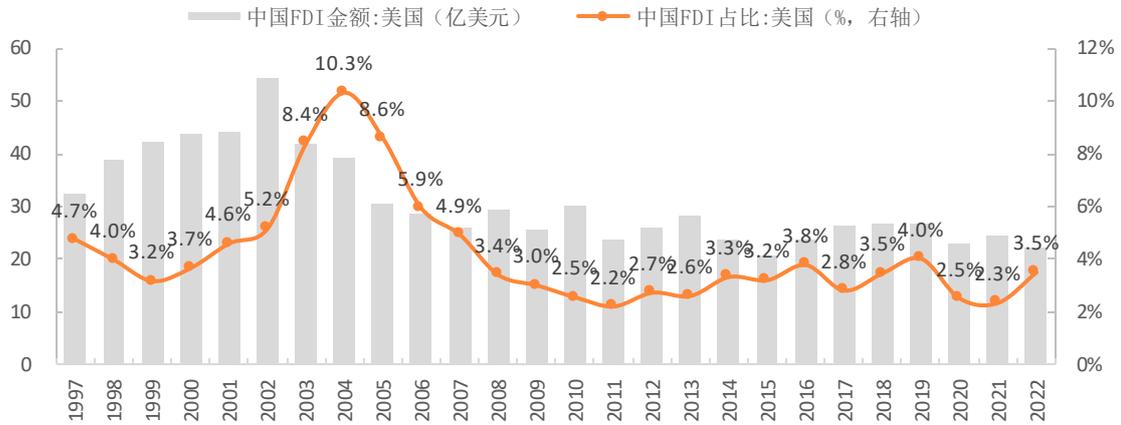


资料来源：Wind，平安证券研究所

4.美国：对华 FDI 已呈现长期低位震荡

美国对华投资峰值在 2002 年，此后则逐年下降；2008 年金融危机后至今，美国对华直接投资的规模一直在 20-30 亿美元左右震荡，并没有出现趋势性的增减；即便在 2018 年中美贸易战后，美国对华 FDI 也没有出现明显下降，FDI 占比也在 2%-4% 之间的区间震荡。这或许意味着，中美在直接投资领域的“脱钩”，两国在直接投资领域的相关性已经不强。

图表23 美国：2008年金融危机后对华FDI低位震荡

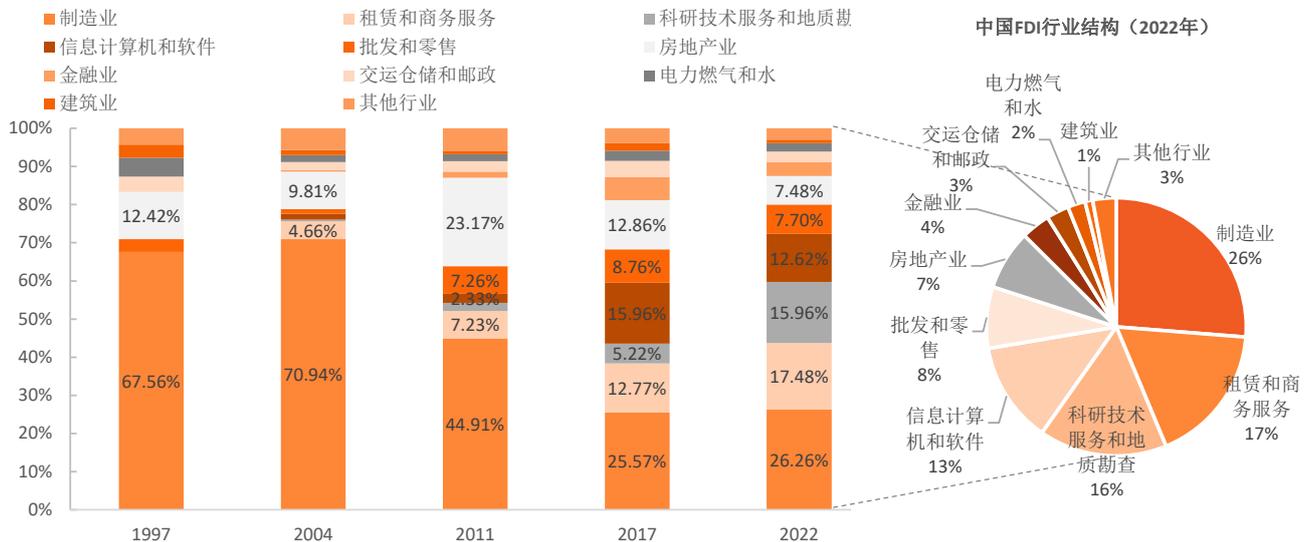


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 FDI 行业结构：从单一到多样化，高技术占比提升

中国外商直接投资的行业结构经历了从相对单一到多样化的变化趋势。2011年之前，中国 FDI 主要以制造业为主，其次为房地产、电力燃气和水、交运仓储、建筑业等；其中，2003年制造业 FDI 的占比的峰值曾高达 77.3%，此后便持续降低。到 2022 年，FDI 行业结构变得更加分散和均衡，制造业仍排名第一，但占比已下降至 26.3%，除此之外排名靠前的行业分别为：租赁和商务服务（17.5%）、科研技术服务和地质勘察（16.0%）、信息计算机和软件业（12.6%）、批发零售（7.7%）、房地产（7.5%）等。

图表24 中国外商直接投资的行业结构（1997-2022）



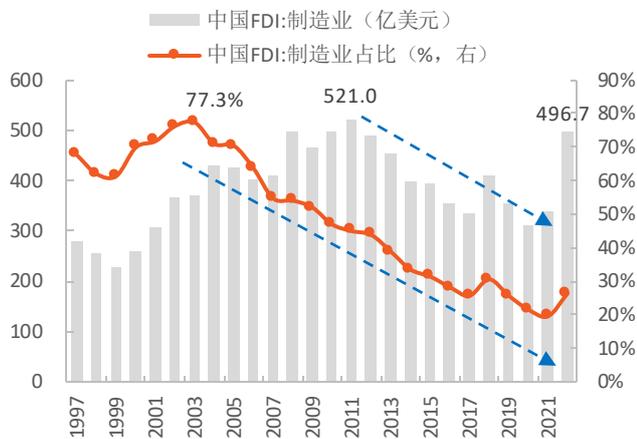
资料来源: CEIC, 平安证券研究所

进一步观察 2001 年之后 FDI 行业结构的变化趋势，可以得出主要结论如下：

其一，制造业 FDI 规模在中国加入 WTO 之后持续增加，一定程度上反映了中国产业链深度融入全球产业链、承接海外制造业产能的过程。制造业 FDI 规模在 2011 年左右达到单年峰值（521 亿美元），与中国劳动力人口占比拐点发生的时间相一致；而制造业 FDI 占比则呈现持续下降的态势，到 2022 年制造业仍然是中国 FDI 中占比排名第一的行业，但份额已经下降

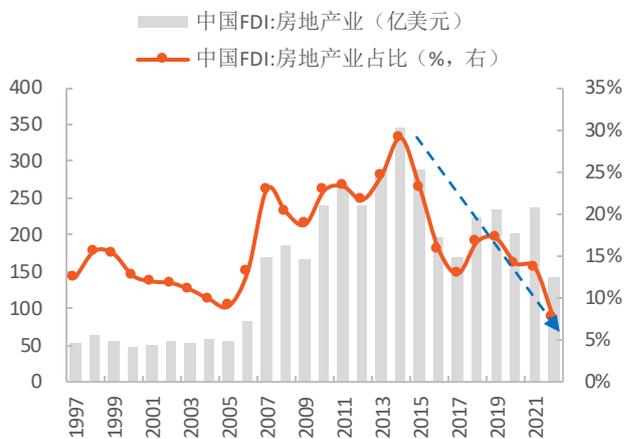
至 26.3%。其二，房地产 FDI 占比先升后降，在 2014 年左右达到峰值（29.0%）后，震荡回落至 2022 年 7.5% 的低点。外资对房地产市场的参与热情在 2014 年达到顶峰。其三，科研技术服务、信息计算机软件等技术密集型行业的 FDI 规模与占比都有明显提升，体现了利用外资行业的结构优化，高技术领域的重要性在提升。

图表 25 制造业 FDI：规模与占比有所下降



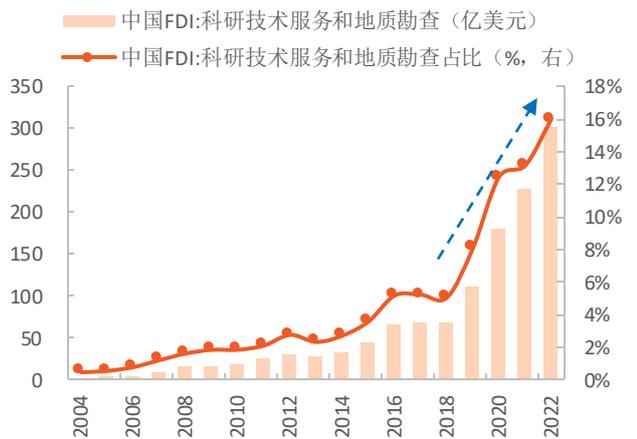
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 26 房地产 FDI：2014 年见顶回落



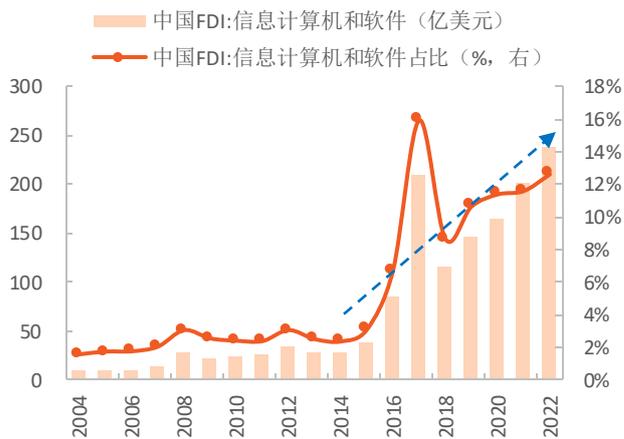
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 27 科研技术服务 FDI：规模与占比持续提升



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 28 信息计算机软件 FDI：规模与占比提升



资料来源：Wind，平安证券研究所

三、ODI：中资出海与企业海外竞争

中国的对外直接投资（ODI），能够在一定程度上表征国内产业链向外转移的情况。企业出海设立分公司、建厂、投资或并购海外企业的活动，都将体现在 ODI 数据当中。

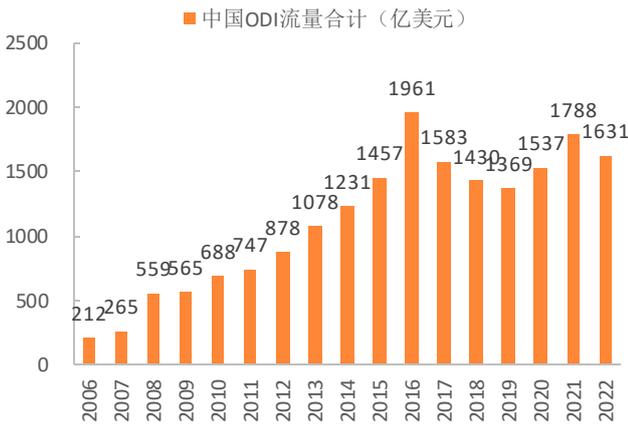
3.1 ODI 总量：流量有波动，结构有转移

中国 ODI 流量近年来有所波动，但并未形成明显趋势。近年来 ODI 的变化大体与中国经济基本面和宏观调控政策的变化相一致。经济基本面向好、企业利润有增长，才有余力考虑对外投资。中国的 ODI 流量在 2016 年达到峰值，随后持续回落到 2018 年，2019-2021 年有所回升，2022 年小幅回落，大体与宏观经济增长的状况相一致。尤其是 2016 年前后，中美

经贸关系的发展、国内宽松货币政策及一系列支持投资的政策措施，为国内企业的海外并购创造了稳定的外部环境和有利的融资条件，中国企业掀起“海外并购潮”，带动 ODI 明显增加。

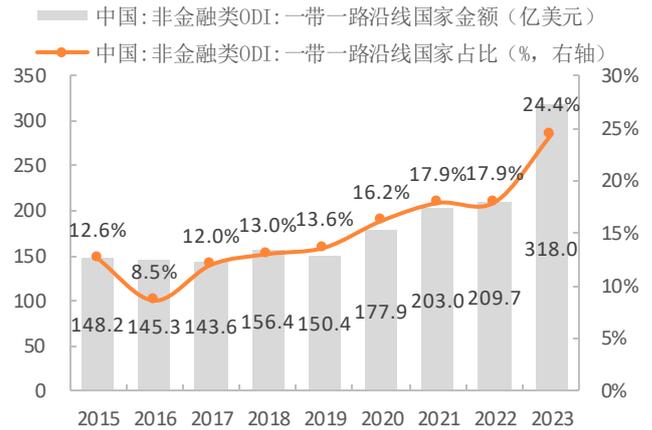
此外，“一带一路”国家战略也对 ODI 起到了推动作用。2013 年国家提出“一带一路”倡议，2017 年发布《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》，重点推进有利于“一带一路”建设和周边基础设施互联互通的基础设施境外投资，此后中国对“一带一路”沿线国家 ODI 规模和占比持续上升。2023 年“一带一路”沿线国家非金融类 ODI 流量升至 318 亿美元，占比升至 24.4%。

图表29 中国 ODI 流量变化 (亿美元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表30 中国对一带一路沿线国家 ODI 持续增加

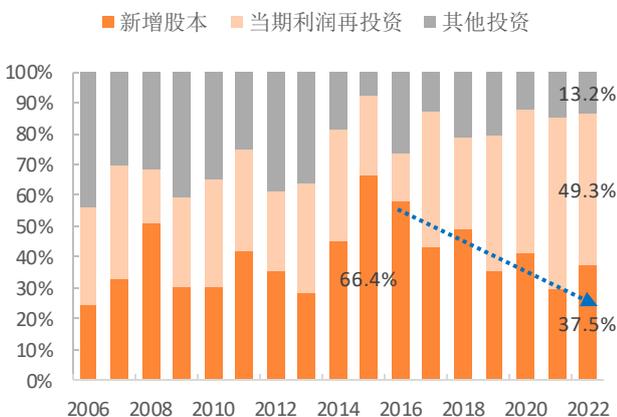


资料来源: Wind, 平安证券研究所

中国 ODI 近年来以“当期利润再投资”的形式为主。从投资形式来看，新增股本投资占比在 2015 年达到顶峰 (66.4%)，说明这是企业出海“开疆拓土”的主要时期，这也与 2016 年前后企业出海并购潮的时间相一致。此后，当期利润再投资占比上升，这表明企业更倾向于用利润进行扩大再生产，而非新增投入。截止到 2022 年，ODI 流量当中的当期利润再投资比例已升至 49.3%，高于新增股本投资 37.5%。

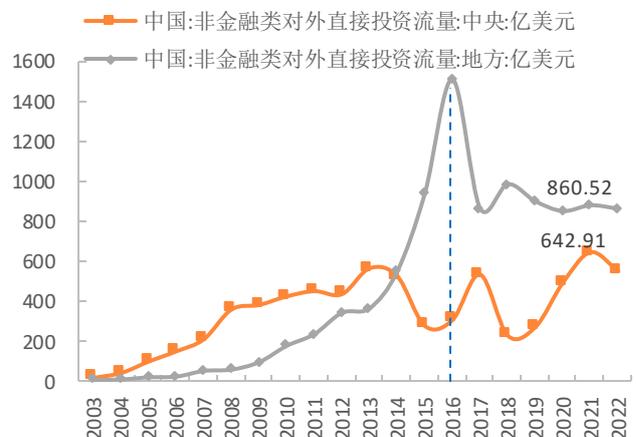
近年来中央企业 ODI 占比有所回升。从 ODI 的央地结构来看，以 2014 年为界，此前中央企业的 ODI 高于地方企业，主要是由国企主导对外的能源和矿产投资；此后中央企业 ODI 则低于地方企业，尤其 2016 年前后企业出海并购潮则主要是由地方企业主导。但从趋势上看，2016 年之后，中央企业 ODI 的规模和占比均有所提升，而地方企业 ODI 维持在 900 亿美元左右的平台，显示其“出海”对外投资的意愿有所转弱。

图表31 中国 ODI 投资形式结构变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表32 近年来地方企业 ODI 规模持平 (亿美元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

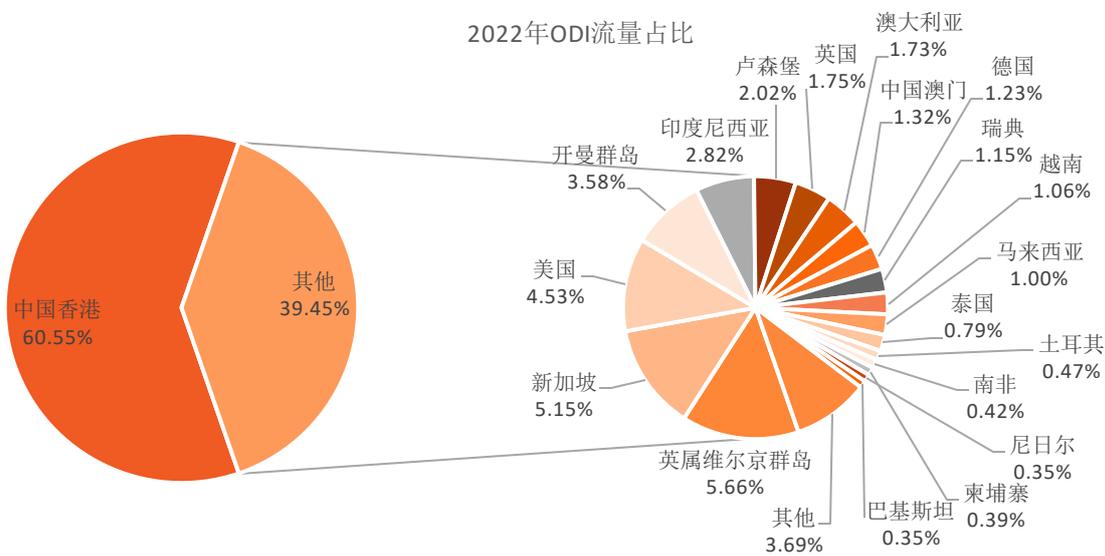
3.2 ODI 国别结构：对东南亚投资增加

观察中国对主要国家的 ODI 规模占 ODI 总规模的比重变化，可以一定程度上看出中国产业转移和出海的国别趋势。

从大洲及主要区域的结构来看，亚洲是我国 ODI 最主要的区域。2008 年金融危机之后，中国对亚洲的 ODI 一直在 60-80% 的比例，远高于其他区域，主要原因是中国香港（占 60%）；其次是拉丁美洲，主要是有开曼群岛和英属维尔京群岛两大海外离岸投资中心。不过，2008 年金融危机之后，有大量开曼群岛的 ODI 转移到中国香港，两者占比呈现明显的此消彼长。

从 ODI 的国家/地区结构来看，目前对外直接投资主要去向欧美和东南亚。除去中国香港、中国澳门、开曼群岛、英属维尔京群岛，目前中国对外直接投资排名前十的国家/地区分别为：新加坡、美国、卢森堡、英国、澳大利亚、德国、瑞典、越南、马来西亚、泰国。

图表33 中国对外直接投资（ODI）的国别结构



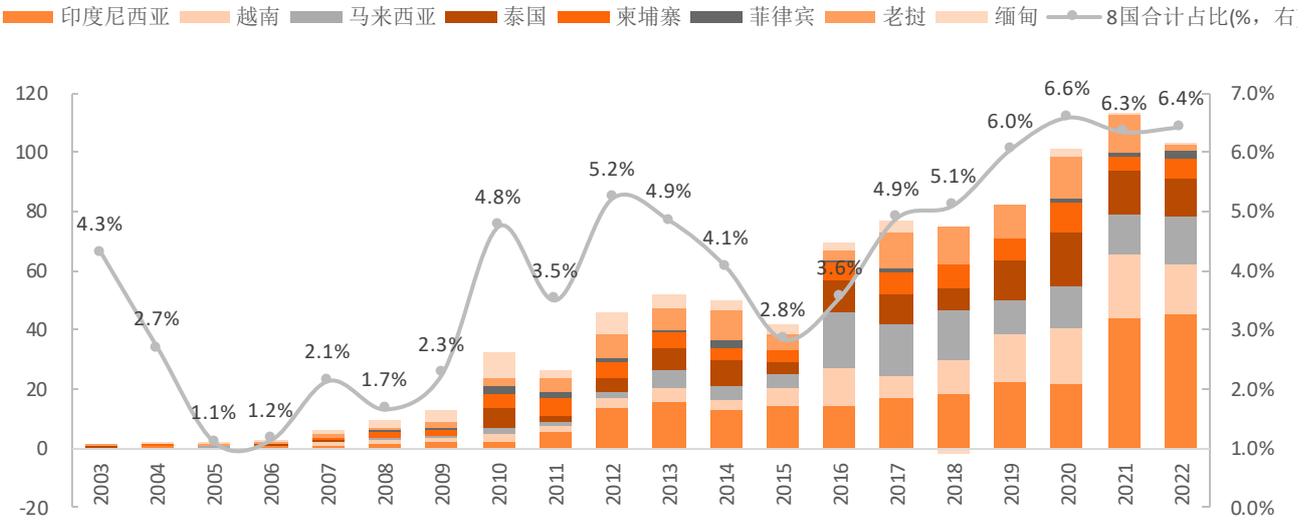
资料来源：Wind，平安证券研究所

1. 东南亚：整体 ODI 占比显著提升，印尼、马来和越南为主

中国对东南亚 ODI 的规模和比重近年来持续攀升，东南亚 8 国²的 ODI 近 3 年来均在 100 亿美元以上，占中国 ODI 总量的比重在 6% 左右。其中，印度尼西亚、马来西亚、越南 ODI 规模较大且近年来占比也有明显提升，是国内企业出海进行直接投资的主要目的地。此外，泰国、柬埔寨的 ODI 规模也较大。而菲律宾、缅甸、老挝的 ODI 规模与占比则较低，后者 ODI 占比近年来还有明显下降，可能与地缘摩擦或其国内局势动荡有关。

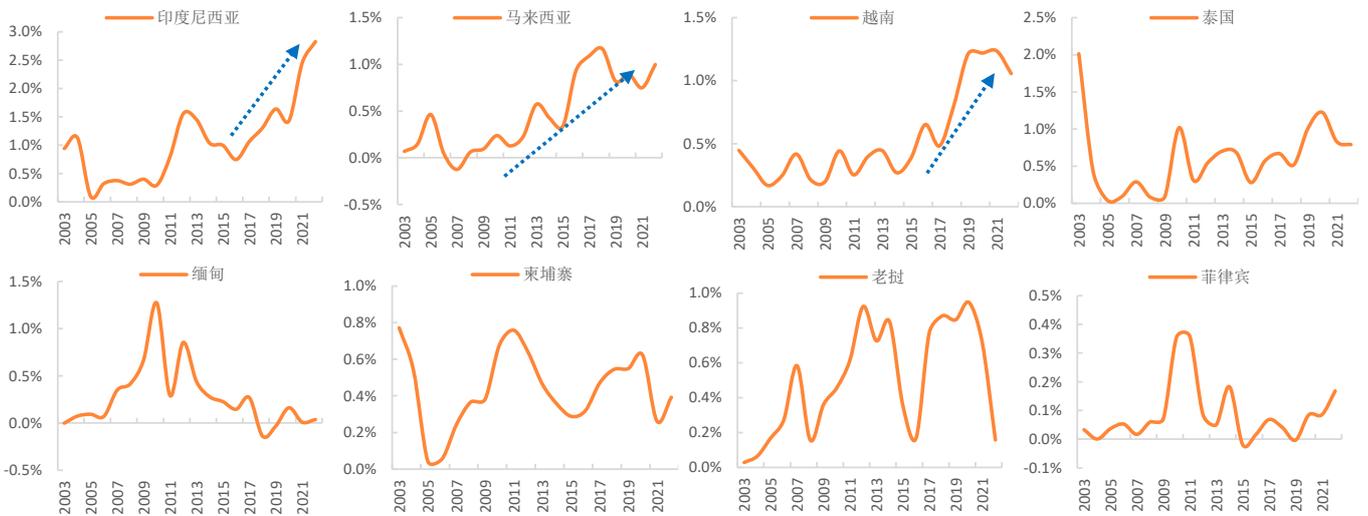
² 此处“东南亚 8 国”指印度尼西亚、越南、马来西亚、泰国、柬埔寨、菲律宾、老挝、缅甸。新加坡为发达经济体单独讨论，文莱和东帝汶 ODI 规模较小，不予讨论。

图表34 中国对东南亚各国的ODI规模及总量占比（规模：亿美元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表35 中国对东南亚各国的ODI占比及其变化（2003-2022）



资料来源：Wind，平安证券研究所

2. 亚洲其他地区：新加坡重要性提升，中亚中东波动较大

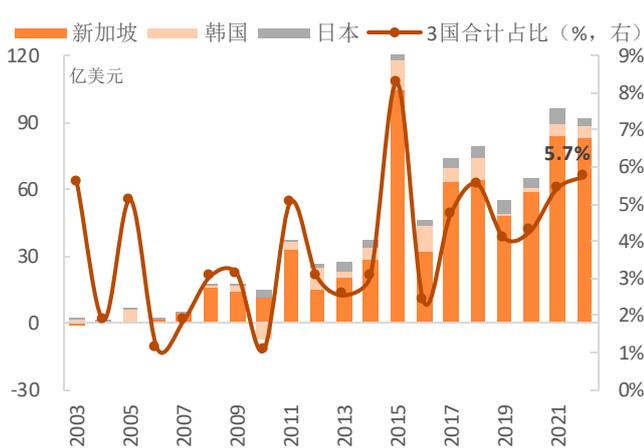
①发达经济体：在亚洲主要发达经济体中，中国对新加坡的 ODI 规模较大且占比近年来也在持续提升，是除中国香港之外，国内最重要的对外直接投资目的地。2022 年，中国对新加坡 ODI 规模 82.95 亿美元，占全部 ODI 规模的 5.2%，仅次于中国香港和英属维尔京群岛。中国对日韩 ODI 则偏低，其中，对韩国 ODI 波动相对较大，并且曾在 2003 和 2005 年有大规模的 ODI，但此后一直在 1% 以下波动；而对日本的 ODI 则一直较低，在 0.5% 以下波动。

②中亚：哈萨克斯坦为主要对外直接投资国。此外，对塔吉克斯坦、乌兹别克斯坦的 ODI 近两年也有所提升。由于投资规模较小、项目数量不多，随着项目的投资和回撤变化，中亚地区 ODI 的波动较大。

③南亞：中国对巴基斯坦和印度有持续的直接投资注入，但巴基斯坦规模较大且更为稳定，对印度投资则波动较大；近年来，对孟加拉国的投资也有所增加。对上述三国的 ODI 占比基本在 1% 以下，规模不大；从边际变化看，2017 年之后对孟加拉国的 ODI 有较为明显的增加。

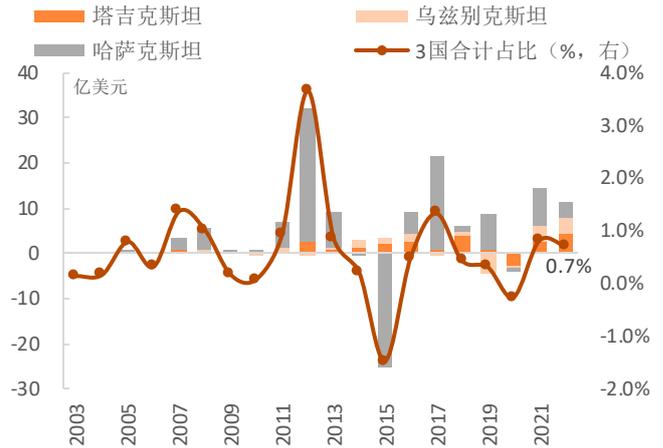
④中东：阿联酋是中国在中东地区的主要 ODI 目的地，其次为沙特阿拉伯。而近年来我国对伊朗、伊拉克、以色列的 ODI 波动较大，这源于中东本身体缘政治环境较为动荡；2015 年之前，我国对伊朗、阿联酋的金额较高；而 2015 年之后，对以色列、伊拉克的 ODI 流量有所增加。

图表36 亚洲发达经济体：对新加坡 ODI 占比最高



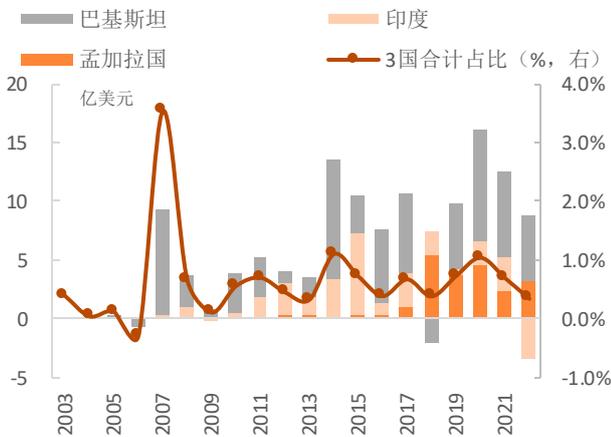
资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表37 中亚：哈萨克斯坦为主要目的地



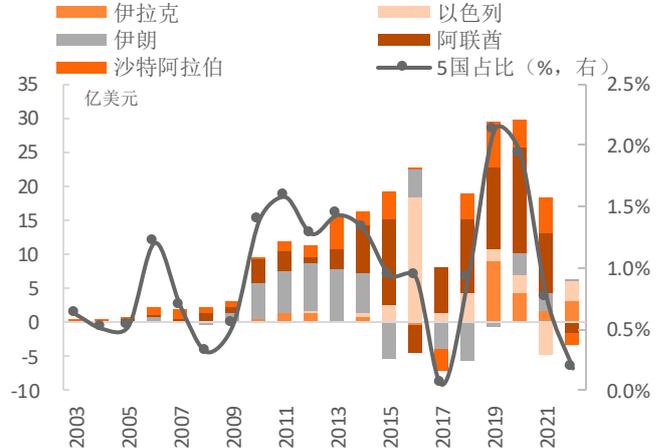
资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表38 南亞：巴基斯坦为主，印度&孟加拉国提升



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表39 中东：整体 ODI 重视程度提升



资料来源：CEIC，平安证券研究所

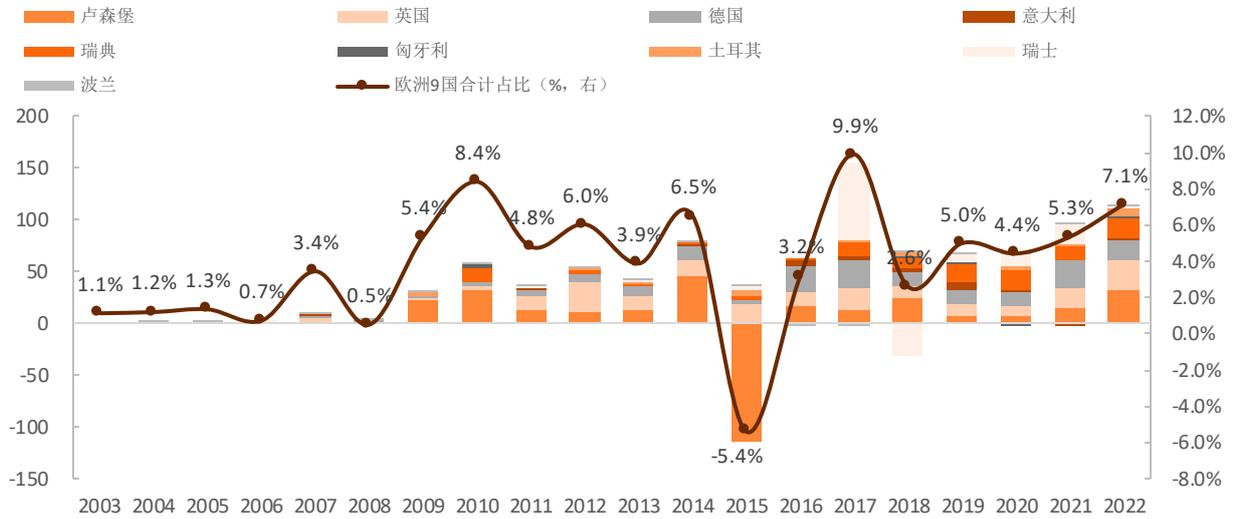
3. 欧洲：近年来规模缓慢提升

中国对欧洲 ODI 占比近年来呈现波动态势，尤其对个别国家单年 ODI 的大幅度变化可能影响整体趋势，例如 2015 年对卢森堡 ODI 的大幅减少，以及 2017 年对瑞士 ODI 的大幅增加。除个别波动年份之外，中国对欧洲 9 个主要经济体³的直接投资规模整体在 50-100 亿美元左右的水平波动。而 2020-2022 疫情三年期间，中国对欧洲 ODI 流量整体有所提升；到 2022 年，中国对欧洲 9 国的 ODI 比重已经从 2018 年 2.6% 的阶段低点升至 7.1%，欧洲在我国 ODI 当中的重要性在逐渐提升。

³ 选取中国 ODI 排名靠前的 9 个欧洲经济体进行分析：卢森堡、英国、德国、意大利、瑞典、匈牙利、土耳其、瑞士、波兰。

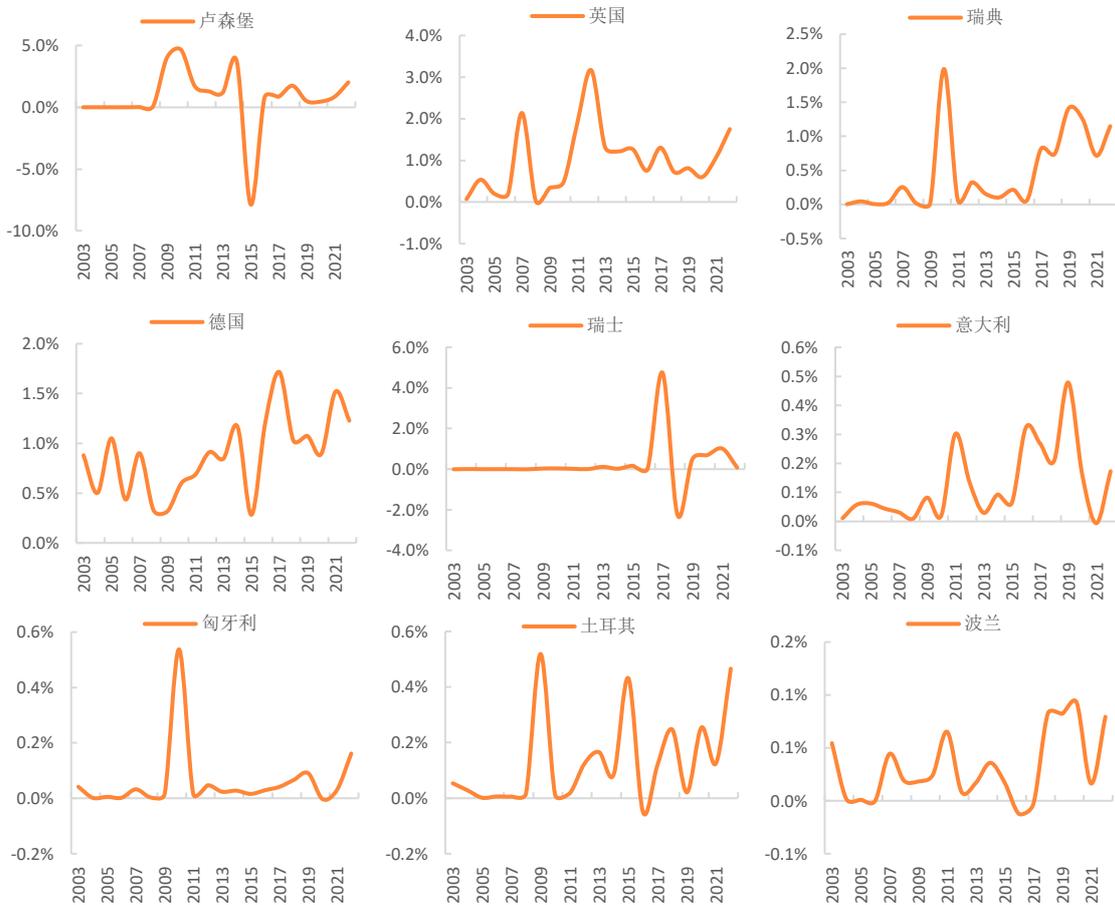
分国别来看，卢森堡、英国、德国、瑞典是中国直接投资主要目的国，ODI 流量占比较高；对瑞士 ODI 波动较大，在个别年份有 ODI 流量峰值，但大部分年份处于低位；对匈牙利、土耳其的占比较低，但近年来有明显上升态势。

图表40 中国对欧洲各国的 ODI 近年来有所提升（规模：亿美元）



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表41 中国对欧洲各国的 ODI 占比趋势变化



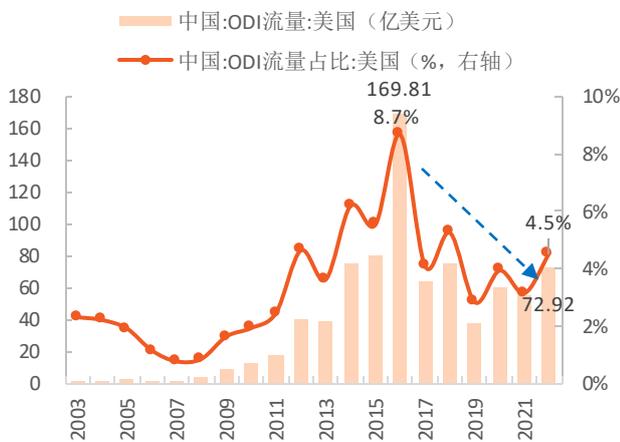
资料来源：CEIC，平安证券研究所

4. 其他地区：对美俄澳 ODI 占比下降

其他主要地区当中，中国对美国、俄罗斯、澳大利亚的 ODI 震荡走低，对非洲和拉丁美洲部分国家的投资有所提升。其中：
对美国 ODI 高位回落后反弹，规模仍大。中国对美直接投资规模在 2016 年达到 169.8 亿美元的高位，此后便震荡回落并于 2019 年降至阶段性低点，2016 年的峰值显然受到我国企业对外并购潮的推动，而 2019 年的谷底则可能一定程度上受到中美贸易战的影响。此后，2020-2022 三年疫情期间，中国对美 ODI 规模及占比有所反弹，但并未形成趋势。2022 年，中国对美 ODI 流量规模 72.92 亿元，占中国 ODI 总量的 4.5%，在所有国家和地区当中排名第 4。到目前为止，美国仍然是我国重要的对外直接投资目的地。

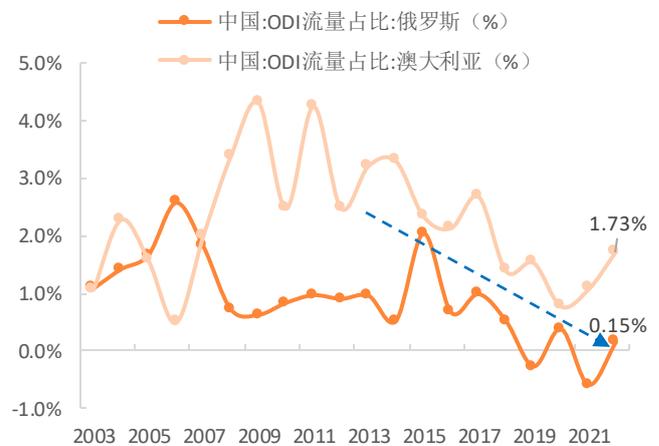
对**澳大利亚、俄罗斯** ODI 占比震荡回落，中国对上述两国的 ODI 流量峰值分别大致出现在 2011 年和 2015 年，此后对两国投资占比呈现震荡下行的态势（近两年有所反弹，但未形成趋势）。对非洲 ODI 中，对**南非、尼日尔、刚果金**的投资占比均有所抬升；对拉丁美洲 ODI 中，对**巴西**有持续的投资，对**智利和墨西哥**的 ODI 流量占比近年来有增加的趋势。

图表 42 中国对美国的 ODI 占比下行



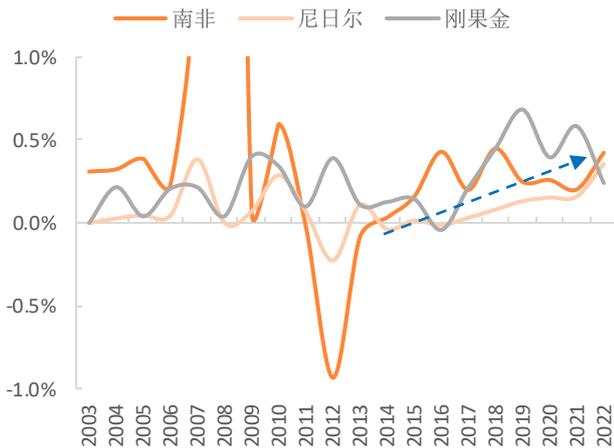
资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表 43 中国对澳大利亚和俄罗斯 ODI 占比下行



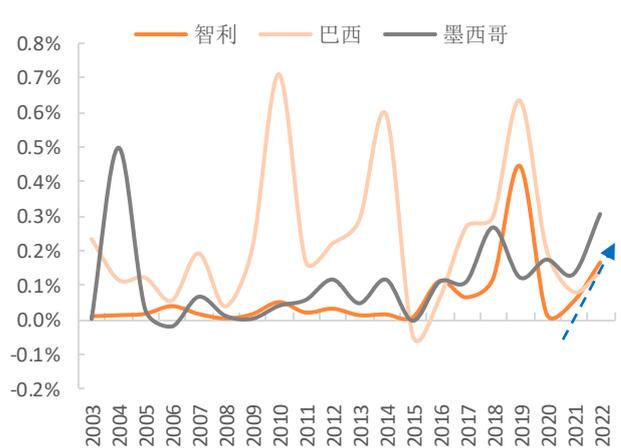
资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表 44 中国对非洲经济体 ODI 占比有所提升



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表 45 中国对拉美经济体 ODI 占比有所提升



资料来源：CEIC，平安证券研究所

3.3 ODI 行业结构：制造业重要性提升

分行业看，中国对外投资的重点行业在过去二十年发生了较大变化。早期（2003-2006 年）的对外直接投资以国企主导矿产、能源领域的对外直接投资为主，采矿业在 ODI 当中的占比较高；而 2007 年以来，**租赁和商务服务业、批发和零售业、**

制造业的占比逐步提升，成为对外直接投资的主要行业。2022年，中国对外直接投资排名前5的行业分别是：租赁和商务服务业（26.7%）、制造业（16.6%）、批发和零售业（13.0%）、交运仓储（9.2%）、采矿业（9.3%）。其中，制造业ODI流量自2016年之后一直保持较高水平，在总ODI当中的比重也较高。

结合国别来看，中国ODI行业当中租赁和商务服务业、批发和零售业占比较高，主要是由于中国对中国香港ODI以这两个行业为主，这与中国香港本身的行业优势有关，也与离岸投资中心大部分VIE架构的设计有关；而除此之外，中国对美国、欧盟和东盟三个主要地区的ODI行业均以制造业为主。若观察中国对上述四个地区过去十年（2013-2022年）ODI累计流量的行业结构（各行业ODI/总ODI），可以发现，除中国香港之外，中国对美国、欧盟和东盟的ODI当中，制造业占比分别为40.4%、42.0%和34.1%，均排名各行业第一位，这已充分说明了制造业在我国对外直接投资当中的重要地位。

图表46 中国对外直接投资的行业结构变化（2003-2022）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	趋势
采矿业	48.30%	32.74%	13.66%	48.43%	16.36%	13.91%	23.60%	8.31%	19.35%	15.43%	23.00%	13.44%	7.72%	0.98%	-2.34%	3.24%	3.75%	3.99%	4.71%	9.26%	
电力、燃气及水的生产和供应业	0.77%	1.43%	0.06%	0.67%	0.61%	3.14%	0.83%	1.46%	2.51%	2.20%	0.63%	1.43%	1.47%	1.80%	1.48%	3.29%	2.83%	3.75%	2.45%	3.34%	
房地产业	-0.45%	0.15%	0.94%	2.18%	3.66%	0.81%	1.66%	2.34%	2.64%	2.30%	3.67%	5.36%	5.35%	7.77%	4.29%	2.14%	2.50%	3.37%	2.29%	1.35%	
建筑业	0.80%	0.87%	0.67%	0.19%	1.33%	1.75%	0.64%	2.37%	2.21%	3.70%	4.05%	2.76%	2.56%	2.24%	4.12%	2.53%	2.76%	5.27%	2.58%	0.89%	
交通运输、仓储和邮政业	2.71%	15.07%	4.70%	7.81%	16.37%	6.34%	3.66%	8.22%	3.43%	3.40%	3.07%	3.39%	1.87%	0.86%	3.45%	3.61%	2.83%	4.06%	6.84%	9.22%	
教育	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.03%	0.12%	0.03%	0.01%	0.04%	0.15%	0.08%	0.40%	0.47%	0.08%	0.02%	0.15%	
居民服务和其他服务业	0.07%	1.60%	0.51%	0.63%	0.31%	0.40%	0.47%	0.47%	0.44%	1.01%	1.05%	1.34%	1.10%	2.77%	1.18%	1.56%	1.22%	1.41%	1.01%	0.42%	
科学研究、技术服务和地质勘查业	0.23%	0.33%	1.06%	1.60%	1.22%	0.40%	1.37%	1.48%	0.95%	1.68%	1.66%	1.36%	2.30%	2.16%	1.51%	2.66%	2.51%	2.43%	2.84%	2.95%	
农、林、牧、渔业	2.85%	5.25%	0.86%	1.05%	1.09%	0.41%	0.61%	0.78%	1.07%	1.66%	1.68%	1.65%	1.77%	1.68%	1.58%	1.79%	1.78%	0.70%	0.52%	0.31%	
批发和零售业	12.51%	14.55%	18.43%	6.32%	26.59%	15.56%	10.85%	9.78%	13.83%	14.86%	13.58%	14.86%	13.19%	10.65%	16.62%	8.56%	14.22%	14.96%	15.74%	12.98%	
水利、环境和公共设施管理业	0.22%	0.02%	0.00%	0.05%	0.01%	0.34%	0.01%	0.10%	0.34%	0.04%	0.13%	0.45%	0.94%	0.43%	0.14%	0.12%	0.20%	0.10%	0.13%	0.11%	
卫生、社会保障和社会福利业	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.05%	0.01%	0.01%	0.02%	0.12%	0.06%	0.25%	0.22%	0.37%	0.17%	0.41%	0.19%	0.18%	
文化、体育和娱乐业	0.04%	0.02%	0.00%	0.02%	0.05%	0.03%	0.27%	0.14%	0.22%	0.29%	0.42%	1.20%	1.97%	0.17%	0.82%	0.38%	-1.39%	0.05%	0.94%	0.94%	
信息传输、计算机服务和软件业	0.31%	0.55%	0.12%	0.27%	1.22%	0.71%	0.49%	0.74%	1.04%	1.41%	1.30%	2.57%	4.68%	9.51%	2.80%	3.94%	4.00%	5.98%	2.87%	1.04%	
制造业	21.86%	13.74%	18.60%	5.14%	8.56%	4.22%	3.96%	6.78%	9.43%	9.87%	6.67%	7.78%	13.72%	14.81%	18.64%	13.36%	14.79%	16.81%	15.02%	16.64%	
住宿和餐饮业	0.03%	0.04%	0.06%	0.01%	0.04%	0.07%	0.13%	0.32%	0.16%	0.16%	0.08%	0.20%	0.50%	0.83%	-0.12%	0.95%	0.44%	0.08%	0.15%	0.01%	
租赁和商务服务业	9.77%	13.63%	40.30%	25.64%	22.58%	51.88%	36.22%	44.01%	34.29%	30.46%	25.09%	29.91%	24.89%	33.54%	34.29%	35.50%	30.59%	25.19%	27.60%	26.66%	

资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表47 中国对制造业 ODI 保持较高水平



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表48 中国对四个主要地区 ODI 行业结构

中国ODI行业	香港	美国	东盟	欧盟
租赁和商务服务业	38.83%	8.85%	14.42%	0.58%
金融业	15.72%	4.02%	5.41%	12.25%
批发和零售业	15.07%	10.69%	17.45%	8.06%
制造业	6.14%	40.44%	34.12%	41.99%
采矿业	5.08%	4.76%	2.20%	16.09%
交通运输、仓储和邮政业	4.75%	1.41%	2.75%	1.09%
房地产业	4.49%	7.53%	2.09%	1.92%
信息传输、软件和信息技术服务业	3.40%	7.73%	1.53%	4.20%
电力/热力/燃气及水生产和供应业	1.45%	-0.38%	6.99%	2.60%
科学研究和技术服务业	1.06%	7.99%	0.75%	5.19%
建筑业	0.99%	3.01%	5.87%	0.54%
其他行业	3.03%	3.95%	6.42%	5.50%

资料来源：CEIC，平安证券研究所

四、结论：直接投资反映的产业迁移特征

人口老龄化和劳动力成本的上升，国内部分产业的产能过剩，以及绕开国际制裁和贸易壁垒的需要，共同推动了中国部分产业向外转移。根据产业转移主体的不同可以将其分为外资回撤和中资出海两类，分别对应外商直接投资（FDI）的减少和对外直接投资（ODI）的增加。本篇报告在分析中国制造业产业链转移的宏观背景基础上，通过我国外商直接投资 FDI 和对外直接投资 ODI 数据的变化，观察“产业转移”在直接投资层面的线索。主要结论如下：

第一，中国利用外资的规模在 2023 年收缩较为显著。2023 年商务部与国际收支口径的外商直接投资数据有不同程度的回落，后者的收缩较为明显，这可能存在短期经济、疫情等因素的影响，需要审慎观察后续趋势。但中美竞争博弈复杂化的背景下，逆全球化与贸易保护主义的倾向正在抬头，中国未来将面临更加严峻的外部环境，外商直接投资的不确定性可能进一步增大。

第二，在国别结构上，中国 FDI 当中亚洲的重要性在逐渐提升，欧美的占比在持续下降。除中国香港之外，来自亚洲的 FDI 规模及占比有所上升，其中新加坡持续提升，而日韩和中国台湾则表现低迷；欧洲 FDI 近年来整体比重走低，以德国、荷兰和英国规模为主；美国则早在 08 年就开始减少对华 FDI 投入，这都意味着发达经济体在逐渐选择中国之外的地区作为直接投资目的地。这可能有短期的疫情、经济增长波动等因素的影响，也可能存在长期基于地缘政治不确定性、供应链安全稳定等因素的考量。

第三，在行业结构上，FDI 行业的变迁映射出中国产业结构转型的成果。一方面，制造业 FDI 规模及占比的持续下降意味着中国的部分制造业（尤其是劳动密集型制造业）在全球产业链当中已不具备比较优势，因而制造业整体 FDI 随着中国人口红利的下降而逐渐减少；另一方面，在 FDI 整体规模并未发生明显下降的情况下，部分制造业投资转向了租赁和商务服务、批发零售等服务业，以及科研技术服务、信息计算机和软件等技术密集型行业，这从一个侧面反映了中国产业结构转型的成果。

第四，中国对外直接投资规模近年来呈波动态势。中国对外直接投资流量近年来呈现波动态势，且以当期利润再投资形式为主，民间资本对外直接投资意愿边际减弱的迹象，中央企业则 ODI 有所回升，这可能与近年来疫情冲击与经济基本面疲弱的态势有关。

第五，ODI 投向东南亚与欧洲占比增加，制造业重要性提升。在国别结构上，中国 ODI 主要去向欧美和东南亚；从趋势变化看，2017 年之后中国 ODI 比重显著增加的地区是东南亚（印度尼西亚、马来西亚、越南）、欧洲（卢森堡、英国、德国、瑞典、匈牙利、土耳其），对中亚、中东、非洲和拉美部分国家的投资也有所增加；ODI 比重显著减少的地区是美国、俄罗斯和澳大利亚。在行业结构上，制造业在我国对外直接投资当中占据了重要地位，其 ODI 规模和占比近年来均保持了较高水平；并且，在除中国香港之外的其他主要地区，制造业是中国 ODI 最主要投向的行业。

总体而言，中国 FDI 规模的收缩在一定程度上表征了外资回撤的步伐有所加快，但 ODI 总量的波动态势则尚未显示出中资出海的显著趋势，这可能是由于本轮龙头企业带动的产业外迁尚未扩散形成更大的规模，也可能由于微观企业动作的相互抵消（既有企业外迁，也有流入）。但在结构上，可以观察到近年来直接投资国别和行业侧重点的变化：国别层面，中国与东南亚的关系在加深，与欧洲若即若离，与美国之间的“脱钩”正在演进；行业层面，FDI 行业由单一到多样化，映射了国内产业结构转型的现状；而 ODI 的重点则仍在制造业，显示了制造业在我国对外直接投资当中的重要地位。

五、 风险提示

1.全球经济超预期下行。海外经济的超预期下行，一方面可能影响外商直接投资的积极性，FDI的收缩可能更加剧烈，部分受外资影响较大的行业可能面临波动；另一方面这可能影响我国对外直接投资相关企业的经营效益，进而拖累中国对外直接投资的收益。

2.出海目的国的政策环境变化。中国对外直接投资和企业出海可能面临较大的政策不确定性。若投资和出海目的国收紧外资政策，甚至有针对性地对中国资本收紧（例如印度2020年以来就收紧了对中国投资的审查），则可能对直接投资与企业出海造成较大的负面影响。

3.地缘政治冲突恶化。投资目的国及周边地缘政治环境恶化，甚至爆发地缘政治冲突；可能影响当地的经济增长，造成企业经营环境的恶化，对直接投资与企业出海造成较大的负面影响。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层
邮编：100033