

宏观深度报告

中国外商直接投资的新特征与新趋向

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- 本文重点从增长趋势、资金来源、投资方式和行业分布四个角度，梳理近年来（尤其新冠疫情后）中国外商直接投资（FDI）的重要变化。
- **增长趋势：高位回落。**2024 年 1-5 月中国 FDI 累计同比降幅扩大至 28.2%，受一定基数影响，相较 2019 年同期仍增长 11.8%。外管局口径也反映出 2022-2023 年外商投资下滑的压力，2023 年四季度以来压力有所缓和。与全球比较，2023 年中国 FDI 同比跌幅高于其他发展中经济体，但 2020-2023 年综合表现仍好于其他发展中经济体、更优于全球。
- **资金来源：离岸金融中心为主。**中国 FDI 资金来源中，中国香港占比超过七成，“离岸金融中心”更超过八成。2020-2022 年，中国 FDI 增量基本全部来自离岸金融中心，其他来源增长仍在修复。值得关注的是，来自离岸金融中心的 FDI 可能包括“返程投资”。参考现有文献，考虑到离岸金融中心资金占比上升，我们估计 2020-2022 年中国 FDI 中“返程投资”占比约四成，平均每年约 600-700 亿美元。
- **投资方式：绿地投资强势复苏。**新冠疫情以后，全球绿地投资活动一度受阻，但 2021-2023 年连续三年增长；相较之下，跨国并购活动在疫情初期呈现韧性，但此后增长乏力，2022-2023 年连续两年下滑。全球绿地投资先走弱、后复苏背后有多条线索，包括疫情冲击、制造业投资的下滑与复苏、以及全球税收改革的影响等。2020-2023 年中国绿地投资下滑压力高于全球，不过 2023 年压力有所缓解。2020-2023 年，中国跨国并购 FDI 金额整体较快增长，但项目数量却明显减少。这可能反映活跃外资主体的集中度上升、绝对数量减少。值得关注的是，近年来 UNCATAD 统计的中国绿地投资与跨国并购加总，远低于 FDI 总流量水平。
- **行业分布：服务和高技术占比续升。**2023 年以来，中国制造业 FDI 同比降幅小于服务业，高技术产业是主要驱动。近年来，外商投资重心由制造业和房地产，持续转移至服务业和高技术产业。服务业和高技术产业 FDI 占比稳步提升，其中交运、金融、批发零售、TMT、科研、商业服务等六类行业 FDI 合计占比，由 2010 年之前的 20% 以下，逐步提升至 2020-2022 年的 58-60%。在此过程中，服务业 FDI 增长完全抵消了制造业 FDI 的下降，使 FDI 总体保持增长。这一转变的背景是，国内产业结构变化、服务业开放程度提升以及外资对于投资海外制造业的顾虑增多等。外商投资布局由服务“外循环”更转向参与中国的“内循环”。
- **风险提示：**部分 FDI 数据未公布；不同机构 FDI 数据口径有别；“返程投资”估算或存偏差；存在其他因素影响中国及全球 FDI 趋势等。

正文目录

| | | |
|----|----------------------|----|
| 一、 | 增长趋势：高位回落..... | 4 |
| 二、 | 资金来源：离岸金融中心为主..... | 7 |
| 三、 | 投资方式：绿地投资强势复苏..... | 9 |
| 四、 | 行业分布：服务和高技术占比续升..... | 12 |

图表目录

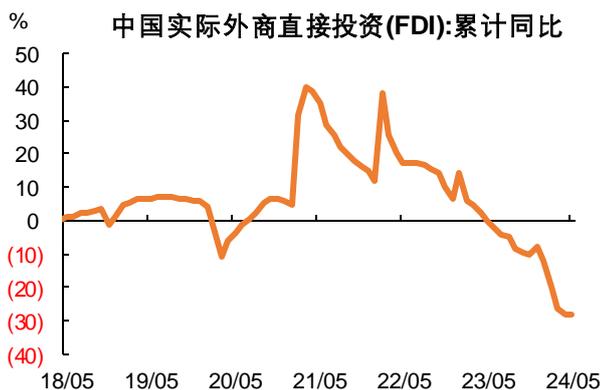
| | | |
|-------|---|----|
| 图表 1 | 中国 FDI 累计同比跌幅扩大 | 4 |
| 图表 2 | 中国 FDI 当月值同比跌幅较深、但有所收窄 | 4 |
| 图表 3 | 中国金融账户中直接投资差额连续六个季度为负，其中净负债曾于 2023Q3 罕见转负 | 5 |
| 图表 4 | 2020-2022 年中国 FDI 大幅增长 | 5 |
| 图表 5 | 2020-2022 年发展中经济体 FDI 表现好于发达经济体，中国 FDI 表现更优 | 6 |
| 图表 6 | 综合 2020-2023 年平均表现，中国大陆和中国香港 FDI 增长优于其他发展中经济体，更优于全球 | 6 |
| 图表 7 | 中国 FDI 资金来源主要包括中国香港、新加坡、维尔京群岛等地区 | 7 |
| 图表 8 | 中国 FDI 资金来源中，中国香港占比超过七成，“离岸金融中心”更超过八成 | 7 |
| 图表 9 | 2020-2022 年，来自中国香港等离岸金融中心的资金较快增长，其他来源增长仍在修复 | 8 |
| 图表 10 | 2020-2022 年中国香港 OFDI 也明显上升 | 9 |
| 图表 11 | 来自中国香港的 FDI 与中资港股市值同步增长 | 9 |
| 图表 12 | 2020-2022 年中国 FDI 中估算的“返程投资”规模上升 | 9 |
| 图表 13 | 2020-2023 年全球绿地投资下滑后强势复苏，跨国并购活动呈现韧性但增长乏力 | 10 |
| 图表 14 | 2020-2023 年全球绿地投资项目数量均有承压 | 11 |
| 图表 15 | 近年来制造业投资主要依赖绿地投资方式 | 11 |
| 图表 16 | 2020-2023 年中国绿地投资金额和项目数量较疫情前明显下滑 | 11 |
| 图表 17 | 2020-2023 年中国跨国并购 FDI 大幅波动 | 12 |
| 图表 18 | 中国跨国并购金额增长，但项目数减少 | 12 |
| 图表 19 | 中国 FDI 流量明显低于两种投资方式加总 | 12 |
| 图表 20 | 全球 FDI 流量与两种投资方式加总差别不大 | 12 |
| 图表 21 | 近年来，外商投资重心由制造业和房地产，持续转移至服务业和高技术产业 | 13 |
| 图表 22 | 2020-2022 年地产 FDI 继续下滑，制造业修复 | 13 |
| 图表 23 | 2020-2022 年服务业和高技术行业 FDI 高增 | 13 |
| 图表 24 | 我国制造业 FDI 占比与制造业 GDP 占比同步 | 14 |
| 图表 25 | 2017 年以后我国对外商投资行业限制明显下降 | 14 |
| 图表 26 | 外资企业参与外贸的程度下降 | 15 |
| 图表 27 | 外资企业在中国贸易中的角色下降 | 15 |

本文重点从增长趋势、资金来源、投资方式和行业分布四个角度，梳理近年来（尤其新冠疫情后）中国外商直接投资（FDI）的重要变化。增长趋势方面，中国 FDI 从疫情前的平稳小幅增长，转变为疫情后大幅流入，目前处于高位回落的过程，增速表现面临一定压力。资金来源方面，以中国香港为代表的“离岸金融中心”资金占比进一步上升，与之相关的“返程投资”现象更受关注。投资方式方面，中国绿地投资相较跨国并购渠道明显承压，全球投资方式的转变提供部分线索，由此反映出的外资集中度提升问题亦值得关注。行业分布方面，尽管近两年制造业 FDI 有所修复，但多年来服务业和高技术产业占比保持趋势性上升，与中国产业结构变化、政策开放程度以及制造业“逆全球化”趋势有关。

一、增长趋势：高位回落

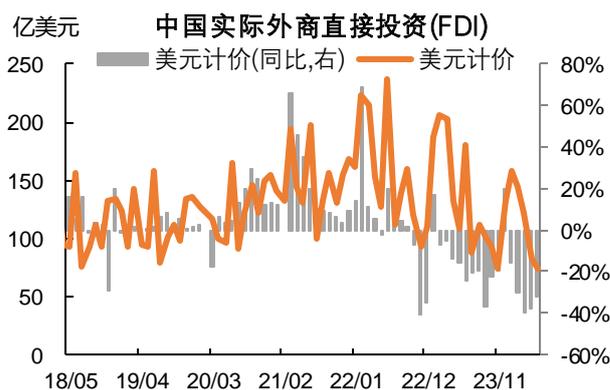
2024 年 1-5 月中国 FDI 同比降幅扩大，受一定基数影响。据商务部数据，2024 年 1-5 月，我国外商直接投资实际使用金额（FDI）累计录得 4125.1 亿元，同比下降 28.2%。同比下降反映一定基数原因，去年 1-5 月 FDI 累计录得 5748.1 亿元、创历史最高水平。今年 1-5 月 FDI 累计值相较 2019 年同期仍有 11.8% 的增长。仅看今年 5 月，FDI 录得 523.1 亿元，创 2018 年 7 月以来新低，同比下降 30.6%，不过跌幅较 3、4 月有所收窄。注意到，2023 年 8 月后，商务部不再公布 FDI 美元计价的月度数据。我们根据美元兑人民币月度平均汇率估算，今年 5 月 FDI 约为 73.6 亿美元，同比下降 31.7%，降幅扩大主要反映美元升值的影响。

图表1 中国 FDI 累计同比跌幅扩大



资料来源：Wind,商务部,平安证券研究所

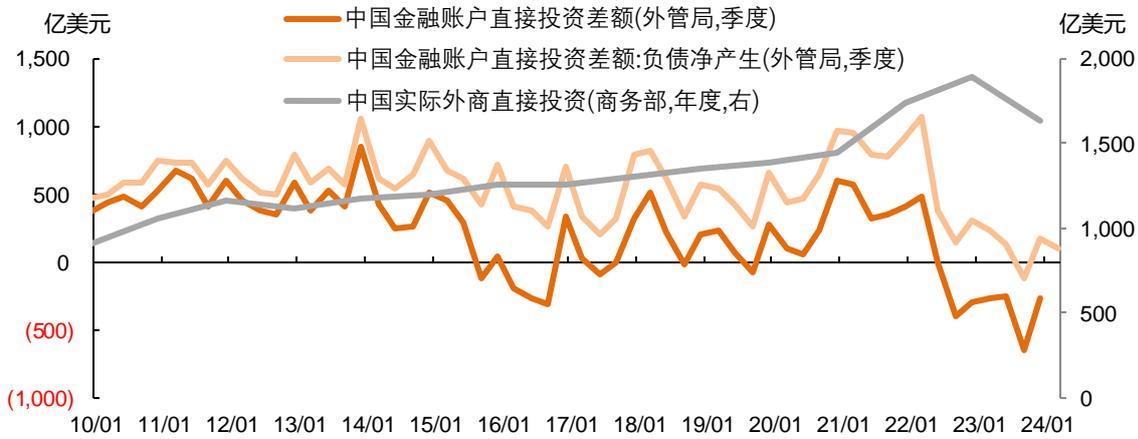
图表2 中国 FDI 当月值同比跌幅较深、但有所收窄



资料来源：Wind,商务部,平安证券研究所

外管局口径也反映出 2022-2023 年外商投资下滑的压力，不过 2023 年四季度以来压力有所缓和。由于数据口径、统计周期、数据处理方式等不同，外管局与商务部 FDI 数据存在一定偏差，但呈现相似趋势。外管局从国际收支角度统计的金融账户数据显示，中国金融账户下的直接投资在 2020 下半年至 2022 年一季度保持较高水平，但 2022 年二季度基本归零，2022 年三季度开始转负并持续至 2023 年四季度，连续六个季度负增，直接投资下降压力可能高于 2015-2016 年。其中，“直接投资负债方或贷方”净额在 2023 年三季度转负，是有统计以来首次录得负值，一度备受关注；不过，该指标在 2023 年四季度和 2024 年一季度重新录得正值。

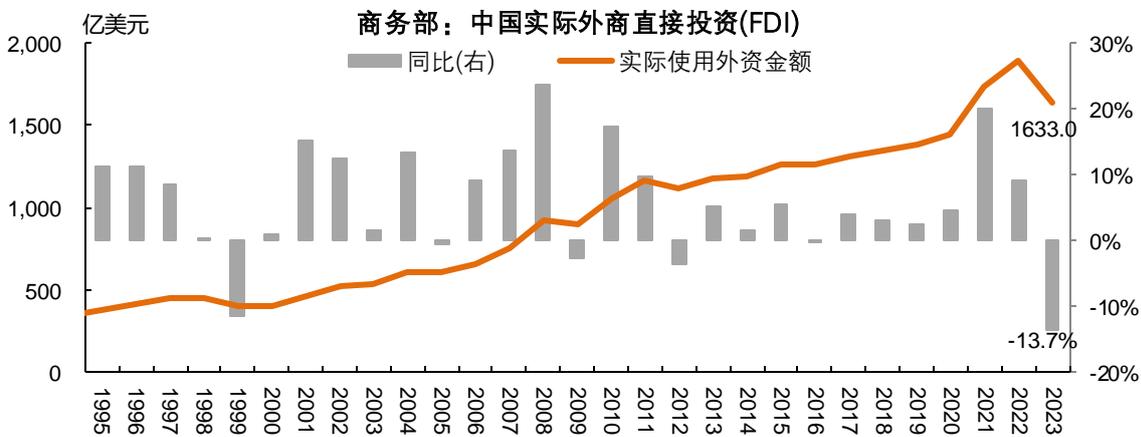
图表3 中国金融账户中直接投资差额连续六个季度为负，其中净负债曾于 2023Q3 罕见转负



资料来源: Wind,外管局,商务部,平安证券研究所

放眼近年走势，中国 FDI 总量自新冠疫情后一度大幅增长。据商务部数据，2013-2019 年，中国 FDI 保持平稳、小幅增长，平均年增长 3% 左右。新冠疫情以后，中国 FDI 大幅增长。2020-2022 年，中国 FDI 分别录得 1443.7、1734.8 和 1891.3 亿美元，分别同比增长 4.5%、20.2% 和 9.0%，连续三年刷新历史新高，三年均值较 2019 年高出 22.3%。

图表4 2020-2022 年中国 FDI 大幅增长

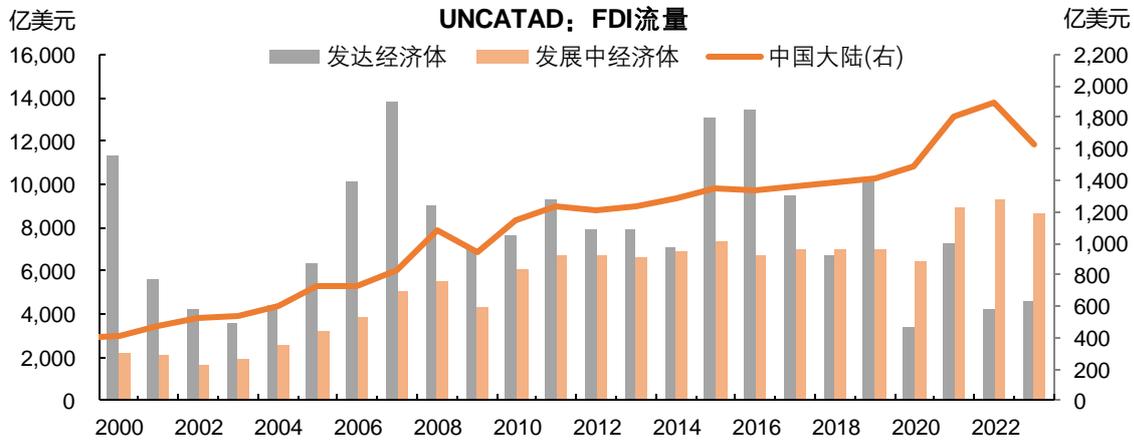


资料来源: Wind,商务部,平安证券研究所

与全球比较，2023 年中国 FDI 同比跌幅高于其他发展中经济体，但 2020-2023 年综合表现仍好于其他发展中经济体、更优于全球。2020 年，全球新冠疫情爆发较一定程度上阻碍了外商投资活动，全球 FDI 流量大幅收缩，而中国在全球率先控制住疫情，产业链完备畅通，阶段性吸引外资较快流入。根据联合国贸易和发展会议（UNCTAD）口径，2020 年，中国 FDI 流量同比增长 6%，同期全球 FDI 流量大幅萎缩 35%。2021-2022 年，随着全球大部分地区经济逐步解封，外商投资出现修复性增长。在此过程中，发展中经济体 FDI 增长明显优于发达经济体。2023 年，全球 FDI 表现进一步迈向“常态化”，发展中经济体前期修复性增长有所消退，发达经济体表现则优于发展中经济体，多数经济体 FDI 同比萎缩。不过，综合

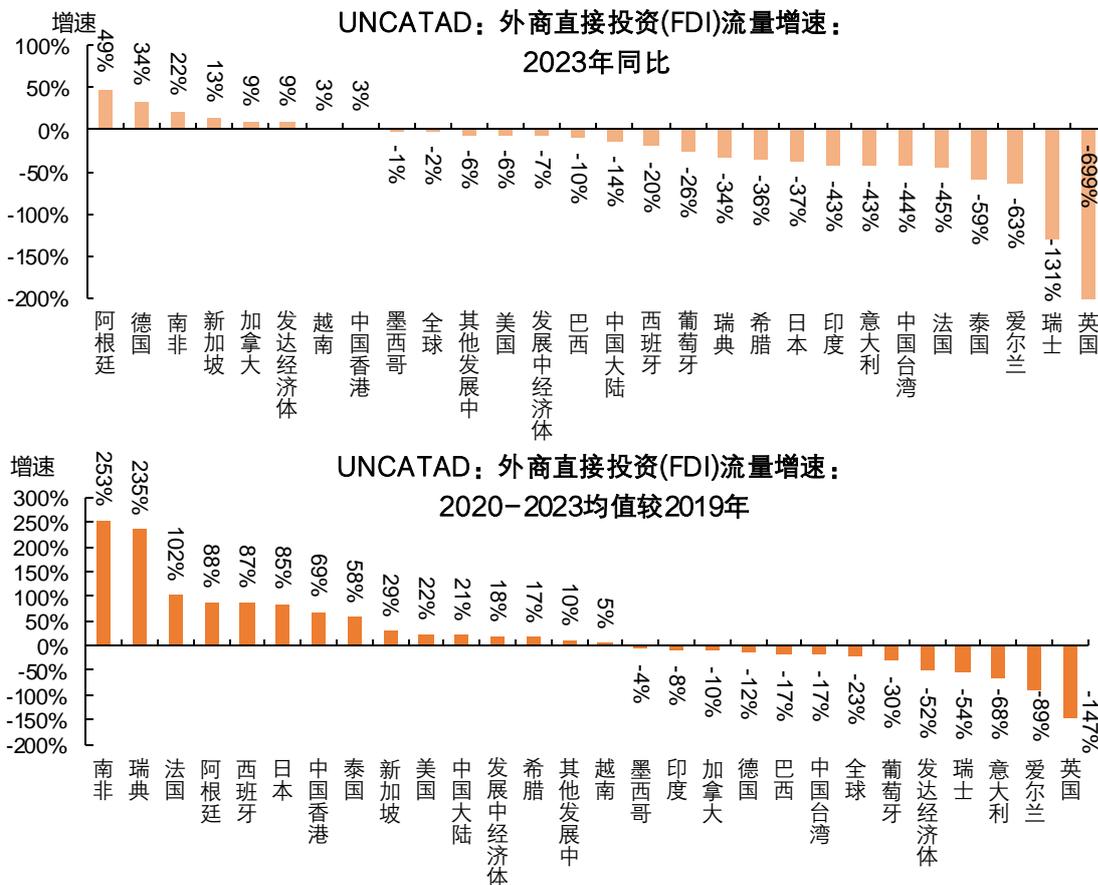
2020-2023 年来看，全球 FDI 年均水平较 2019 年下降了 23%，其中发达经济体大幅下降 52%，发展中经济体则逆势增长 18%。中国大陆和中国香港分别增长 21%和 69%，排除二者后的其他发展中经济体增长 10%。

图表5 2020-2022 年发展中经济体 FDI 表现好于发达经济体，中国 FDI 表现更优



资料来源: Wind, UNCATAD, 平安证券研究所

图表6 综合 2020-2023 年平均表现，中国大陆和中国香港 FDI 增长优于其他发展中经济体，更优于全球

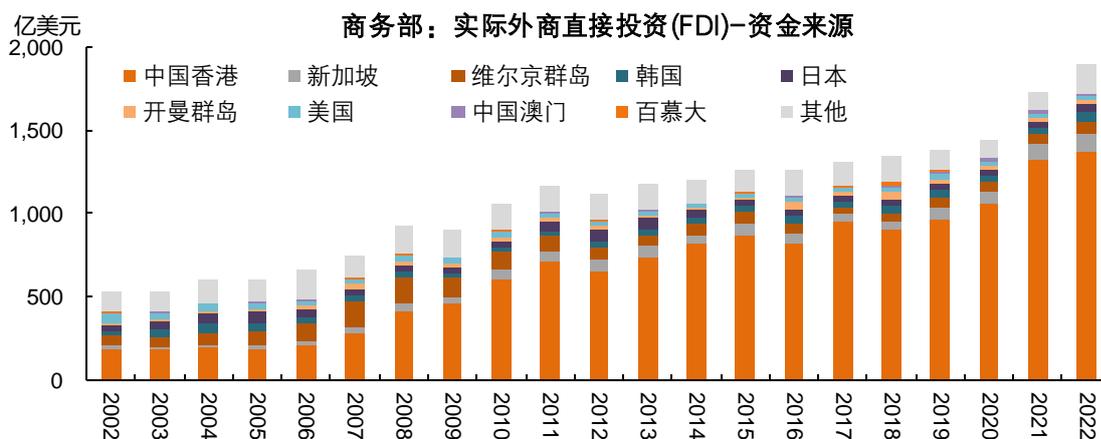


资料来源: Wind, UNCATAD, 平安证券研究所。注: “其他发展中” = 发展中经济体-中国大陆-中国香港

二、资金来源：离岸金融中心为主

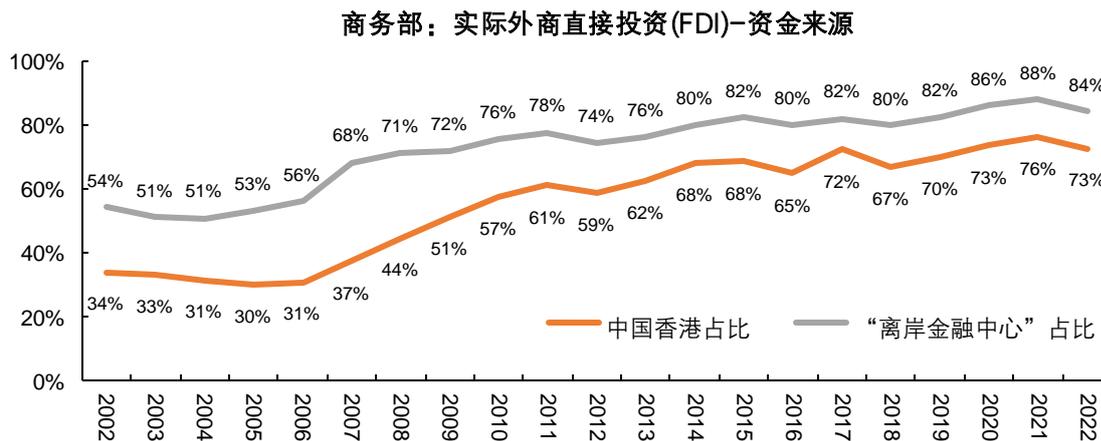
中国 FDI 资金来源中，中国香港占比超过七成，“离岸金融中心”更超过八成。据商务部数据，截至 2022 年，中国 FDI 资金来源主要来自中国香港（73%）、新加坡（6%）、维尔京群岛（4%）、韩国（3%）和日本（2%）。2014-2022 年，中国大陆 FDI 总额中，平均有 70%（波动区间为 65-76%）的资金来源于中国香港，2020-2022 年，中国香港资金占比分别达 73%、76%和 73%，高于疫情前水平。2014-2022 年，中国大陆 FDI 资金直接来源于六大“离岸金融中心”（中国香港、新加坡、维尔京群岛、开曼群岛、中国澳门和百慕大）合计占比平均为 83%，2020-2022 年，这一数字分别达 86%、88%和 84%，亦高于疫情前水平。

图表7 中国 FDI 资金来源主要包括中国香港、新加坡、维尔京群岛等地区



资料来源：Wind,商务部,平安证券研究所

图表8 中国 FDI 资金来源中，中国香港占比超过七成，“离岸金融中心”更超过八成

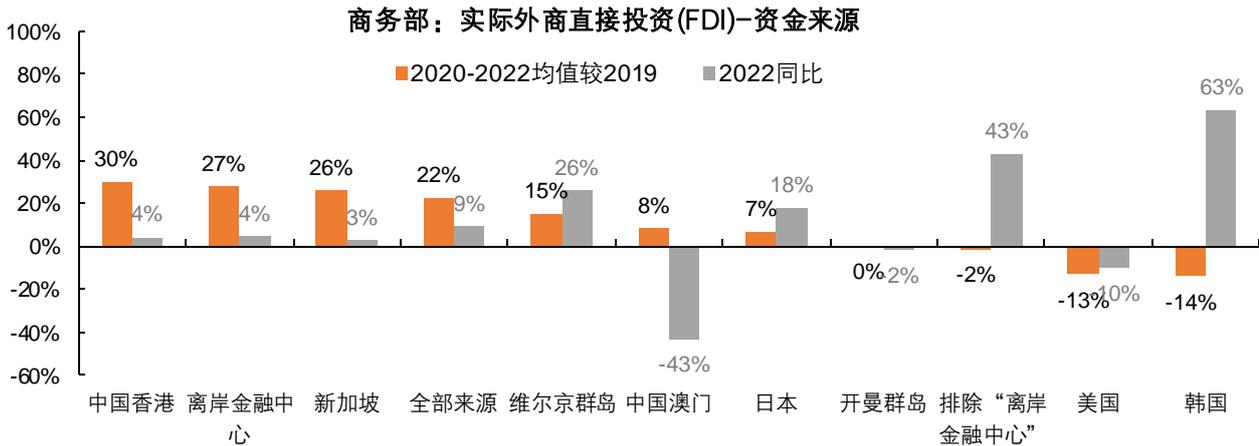


资料来源：Wind,商务部,平安证券研究所。注：“离岸金融中心”=中国香港、新加坡、维尔京群岛、开曼群岛、中国澳门和百慕大

2020-2022 年，中国 FDI 增量基本全部来自离岸金融中心，其他来源增长仍在修复。据商务部数据，2021 年，来源于中国香港的 FDI 金额达 1318 亿美元，同比增加了 260 亿美元（增长 25%），同期，中国大陆 FDI 总额增加了 291 亿美元（增长

20%)。2020-2022年,中国FDI总量年均均为1690亿美元,较2019年增加了309亿美元(增长22%),其中来自中国香港的资金年均均为1249亿美元,较2019年增加了286亿美元(增长30%),来自包括中国香港在内的六大离岸金融中心的资金年均均为1449亿美元,较2019年增加了312亿美元(增长27%),而排除离岸金融中心后的资金年均仅241亿美元,较2019年小幅减少了4亿美元(下降2%)。仅看2022年,来自中国香港以及六大离岸金融中心的资金同比增速均回落至4%,非离岸金融中心的资金则同比大幅增长43%,处于修复态势。

图表9 2020-2022年,来自中国香港等离岸金融中心的资金较快增长,其他来源增长仍在修复



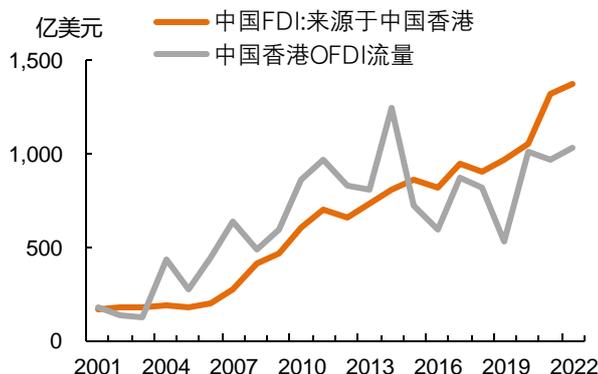
资料来源: Wind,商务部,平安证券研究所

值得关注的是,来自离岸金融中心的FDI可能包括“返程投资”。全球范围看,FDI资金经过“离岸金融中心”流入各国的情况并不少见。通常认为,这些离岸金融中心凭借较低的税率和融资成本,在全球FDI中充当桥梁作用,实际资金来源地及投资地往往是具有实体业务的国家或地区。如果流入中国的FDI最终来源是欧美日韩等海外经济体,只是经过“离岸金融中心”流入大陆,那么这部分资金仍有“含金量”。然而,来自“离岸金融中心”的FDI可能部分来自中国大陆本土的“返程投资”。据国家外管局定义,“返程投资”指的是“境内居民直接或间接通过特殊目的公司(SPE)对境内开展的直接投资活动,即通过新设、并购等方式在境内设立外商投资企业或项目,并取得所有权、控制权、经营管理权等权益的行为”。在这种投资形式下,资金将以OFDI(对外外商直接投资)形式从中国大陆流出,再以IFDI(对内外商直接投资)形式回流到中国大陆,继而被统计为FDI的一部分。

中国大陆企业借助离岸金融中心“返程投资”的主要目的有二:一是避税。一些中国大陆企业通过离岸金融中心降低税负、转移利润,再以IFDI形式返回中国大陆,可享受大陆对“外国资本”的优惠待遇。譬如,中国大陆与中国香港的双方优惠税率为5%,低于中国大陆对其他地区税率的10%¹。二是资本增值。中国大陆企业在离岸金融中心设立特殊目的公司,享受便于海外上市这一额外红利。数据显示,2008年以来,每年来自中国香港的FDI金额,与香港主板上市的中资企业总市值,基本保持同步增长。在中国香港上市的子公司可能将所融资金通过IFDI形式输送回母公司,实现“资本增值”。当前中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(可变利益实体, Variable Interest Entities)架构进行。

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

图表10 2020-2022年中国香港 OFDI 也明显上升



资料来源: Wind,商务部, UNCATAD,平安证券研究所

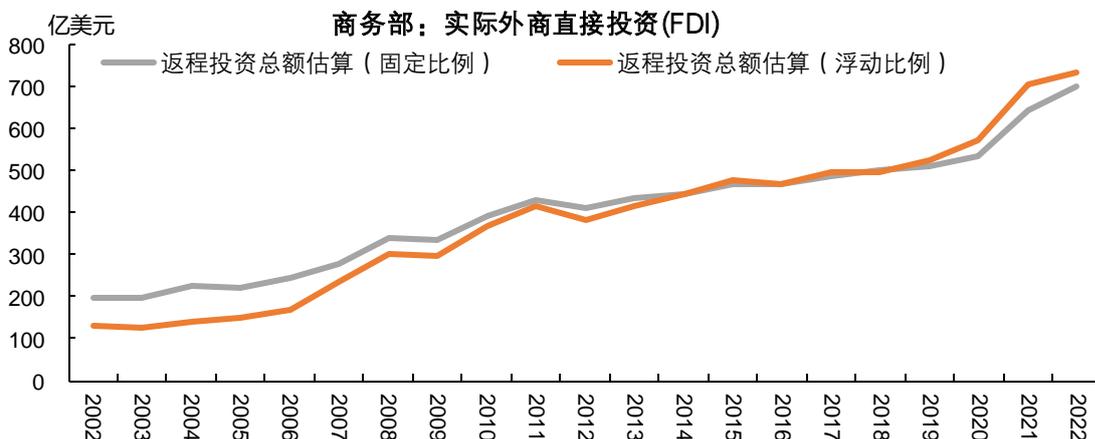
图表11 来自中国香港的 FDI 与中资港股市值同步增长



资料来源: Wind,商务部,平安证券研究所

我们估计 2020-2022 年中国 FDI 中“返程投资”占比约四成，平均每年约 600-700 亿美元。中国官方数据缺乏对 FDI “最终来源”的统计，继而“返程投资”的体量估算主要参考学术研究。肖立晟等（2022）研究指出²，截至 2018 年，在中国大陆 FDI 存量中，“返程投资”规模约 1 万亿美元，占比达 37%，其中，出于避税目的的返程投资贡献了 21%，通过 VIE 架构境外上市企业实现的资本增值贡献了 16%。参考上述占比，我们用两种方法估算“返程投资”规模：方法一（固定比例），假设 2020-2022 年中国 FDI 中有 37% 为返程投资，则平均每年为 625 亿美元，剔除返程投资后的“实际投资”年均均为 1065 亿美元；方法二（浮动比例），假设在来自六大离岸金融中心的资金中，“返程投资”占比保持固定，即“返程投资”约占离岸金融中心资金的 46%。由于离岸金融中心的资金来源占比上升，2020-2022 年“返程投资”在全部 FDI 中的占比将相应提升至 40% 左右，平均每年约 670 亿美元，剔除返程投资后的“实际投资”年均约 1020 亿美元。

图表12 2020-2022年中国 FDI 中估算的“返程投资”规模上升



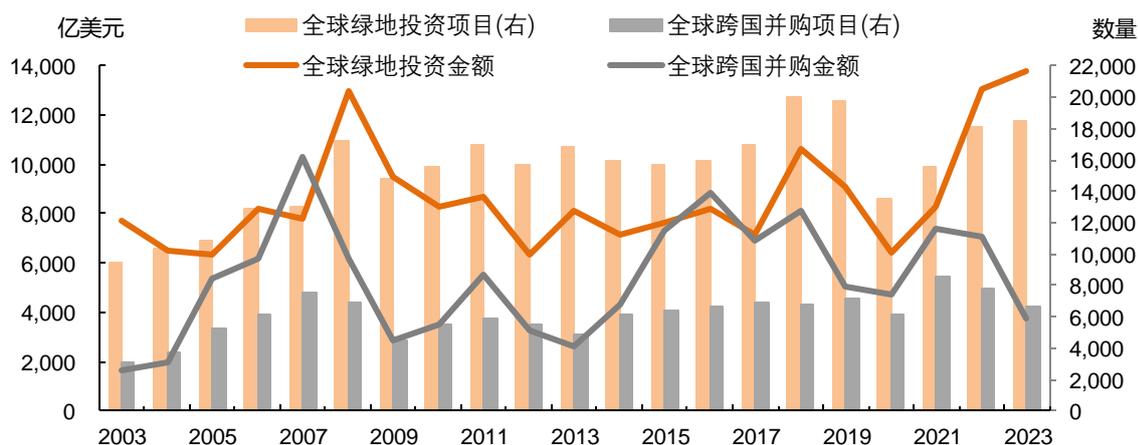
资料来源: Wind,商务部,平安证券研究所。注：“固定比例”假设返程投资占 FDI 总量比重保持 37%；“浮动比例”假设返程投资占“离岸金融中心”资金比重的 46%

三、 投资方式：绿地投资强势复苏

² 肖立晟、徐子桐、范小云，2022：《估算中国的 IFDI 和 OFDI——来自“避税天堂”与返程投资的证据》，《金融研究》第 2 期

新冠疫情后，全球绿地投资活动一度受阻，但 2021-2023 年连续三年增长；相较之下，跨国并购活动在疫情初期呈现韧性，但此后增长乏力，2022-2023 年连续两年下滑。FDI 进入方式最主要分为绿地投资（Greenfield Investments）和跨国并购（M&A）两类，前者指的是从零开始建立一个新的子公司，后者指的是购买现有公司的部分或全部股权。此外，也可能包括跨国公司国际融资、利润再投资等其他形式。UNCTAD 分别统计了全球各地区绿地投资和跨国并购的分项数据，从数据上看，2020-2022 年，全球绿地投资活动一度承压，金额和项目数量平均水平较 2019 年分别下降 6% 和 22%；跨国并购活动保持韧性，金额和案例数量平均水平较 2019 年分别增长 9% 和 6%。2023 年，全球绿地投资进一步增长，金额和项目数量分别同比增长 5% 和 2%；而跨国并购明显下滑，金额和案例数量分别同比下滑 46% 和 13%。

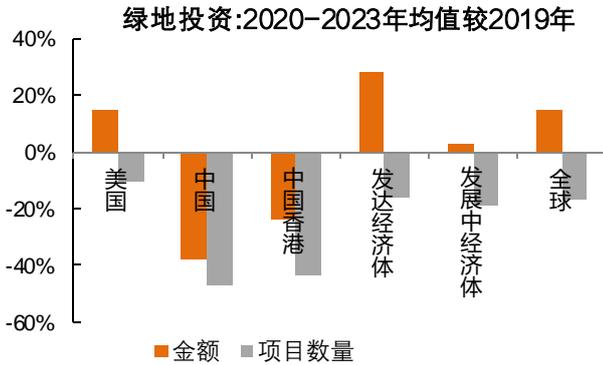
图表 13 2020-2023 年全球绿地投资下滑后强势复苏，跨国并购活动呈现韧性但增长乏力



资料来源：Wind, UNCTAD, 平安证券研究所

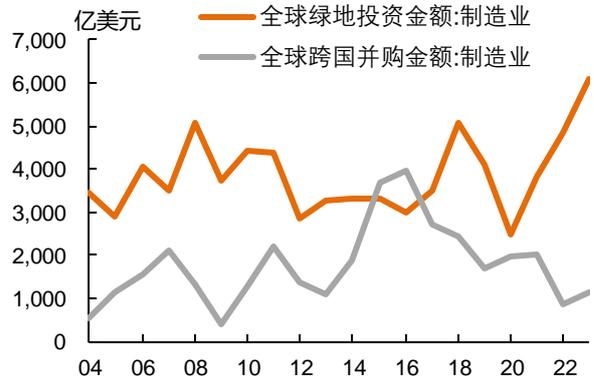
2020 年疫情冲击后，全球绿地投资先走弱、后复苏背后有多条线索。首先，绿地投资受疫情冲击较大。主要考虑到新建投资项目通常较为复杂，往往需要实地考察，并且涉及人员和设备的跨境流动。其次，新冠疫情前，全球绿地投资活跃度已经处于下降趋势。UNCTAD 早在 2017 年的《全球投资趋势监测报告》指出，2016 年绿地投资金额仅增长 5%，而且上涨主要来自位于少数国家的几个超大型项目，绝大多数国家绿地投资类 FDI 流入量有所下滑，这可能反映投资者对工业和全球价值链的信心不足。再者，制造业投资表现较大程度上影响绿地投资表现。据 UNCTAD 数据，2020-2023 年，绿地投资中的制造业占比平均高达 42%，而跨国并购中制造业占比平均仅 28%；从绝对水平看，2017 年以后，制造业的绿地投资金额持续高于跨国并购，并且 2021-2023 年差距逐年扩大。2019-2022 年，全球制造业投资趋于下滑，通过上述两种方式的制造业 FDI 总额平均每年萎缩 4%，不过 2023 年这一数字同比大幅增长 27%。全球制造业 FDI 一度萎缩，可能既反映发展中经济体投资吸引力下降，也与发达经济体加大贸易和投资限制、力推“制造业回流”有关；而全球制造业投资的复苏，可能与全球积极推动产业链重塑，以及“再工业化”战略的实施有关。最后，全球税收改革可能影响绿地投资意愿。近年来，跨国投资过程中的税基侵蚀和利润转移问题持续受到全球关注。2020 年以来，“全球最低税率”计划加速推进。全球税改即将实施，形成了跨国投资成本上升的预期，进一步限制了 2020 年以后的绿地投资意愿。

图表14 2020-2023年全球绿地投资项目数量均有承压



资料来源: Wind, UNCATAD, 平安证券研究所

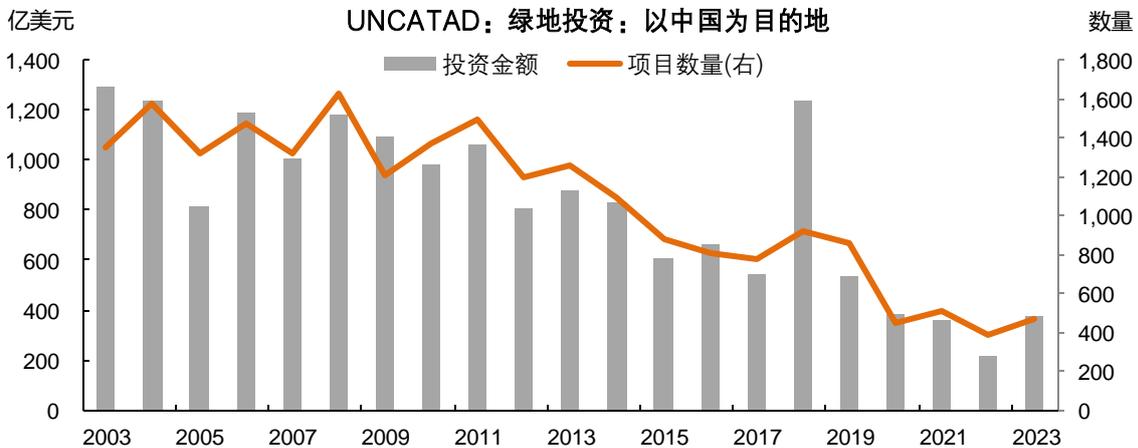
图表15 近年来制造业投资主要依赖绿地投资方式



资料来源: Wind, UNCATAD, 平安证券研究所

2020-2023年中国绿地投资下滑压力高于全球, 不过2023年压力有所缓解。据 UNCATAD 数据, 2020-2023年, 中国绿地投资金额年均均为 334 亿美元, 较 2019 年下降 38%; 绿地投资项目数年均 455 个, 较 2019 年下降 47%。对比来看, 同期全球、发展中经济体和发达经济体年均绿地投资金额较 2019 年分别增长 15%、3%和增长 28%, 项目数量分别下降 17%、19%和 16%。不过, 2023 年中国绿地投资出现修复, 金额和项目数量同比分别增长 72%和 22%, 表现明显优于全球。对比来看, 2023 年全球、发展中经济体和发达经济体年均绿地投资金额同比分别增长 5%、增长 20%和下滑 8%; 项目数量同比分别增长 2%、增长 15%和下滑 6%。

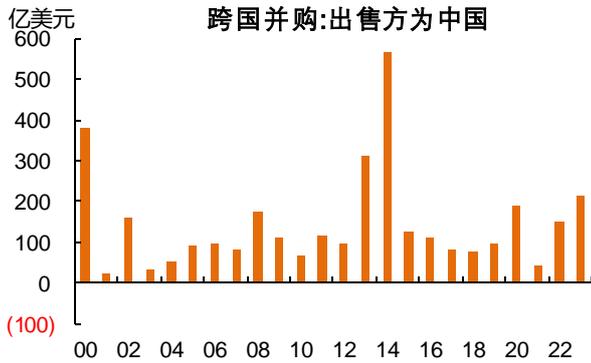
图表16 2020-2023年中国绿地投资金额和项目数量较疫情前明显下滑



资料来源: Wind, UNCATAD, 平安证券研究所

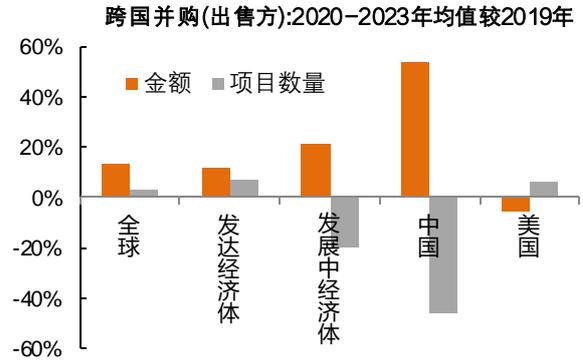
2020-2023年中国跨国并购 FDI 金额整体较快增长, 但项目数量却明显减少。据 UNCATAD 数据, 2020-2023 年, 通过跨国并购方式流入中国的 FDI 金额出现较大波动, 表现为 2020、2022 和 2023 年大幅增长、绝对水平均是 2014 年以来新高, 而 2021 年曾明显回落且绝对水平创 2001 年以来新低。综合四年表现, 2020-2023 年中国跨国并购 FDI 金额较 2019 年增长了 54%, 好于全球平均水平的 13%。但同期中国作为出售方的跨国并购项目数量连续四年下滑, 年均仅 62.5 个, 较 2019 年大幅下降 46%。对比来看, 同期全球跨国并购数量平均水平较 2019 年增长 3%。中国跨国并购项目数量减少, 可能反映活跃外资主体的集中度上升、绝对数量减少。

图表17 2020-2023年中国跨国并购FDI大幅波动



资料来源: Wind, UNCATAD, 平安证券研究所

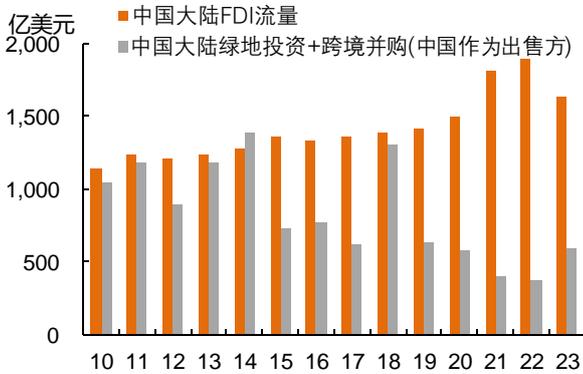
图表18 中国跨国并购金额增长,但项目数减少



资料来源: Wind, UNCATAD, 平安证券研究所

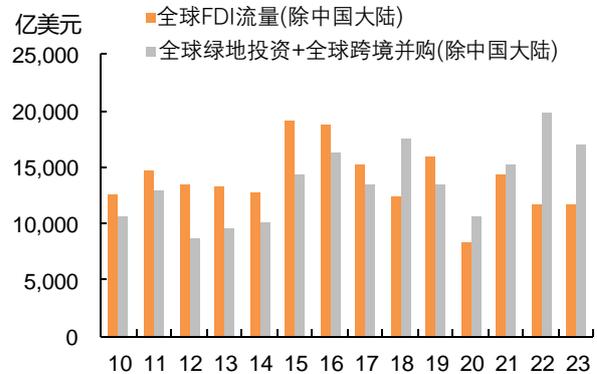
值得关注的是,近年来 UNCATAD 统计的中国绿地投资与跨国并购加总,远低于 FDI 总流量水平。UNCATAD 统计的 2008 年以来的 FDI 总流量数据,以 2008 年商务部数据为基数,用累计流量进行估计,与商务部公布的“外商直接投资实际使用金额”偏差不大。然而,将 UNCATAD 口径下中国大陆的“绿地投资”和“跨国并购(出售方)”加总,并与其公布的“FDI 流量”比较,可以发现 2015 年以来前者显著低于后者,且 2020-2023 年二者的差距进一步扩大,平均相差 2.7 倍之多。对比来看,除中国大陆外的地区,其绿地投资和跨国并购合计值与公布的 FDI 总流量较为相近。我国 FDI 流量与两种投资方式规模的差值,可能反映跨国公司国际融资、利润再投资等其他投资形式的变化。

图表19 中国 FDI 流量明显低于两种投资方式加总



资料来源: Wind, UNCATAD, 平安证券研究所

图表20 全球 FDI 流量与两种投资方式加总差别不大



资料来源: Wind, UNCATAD, 平安证券研究所

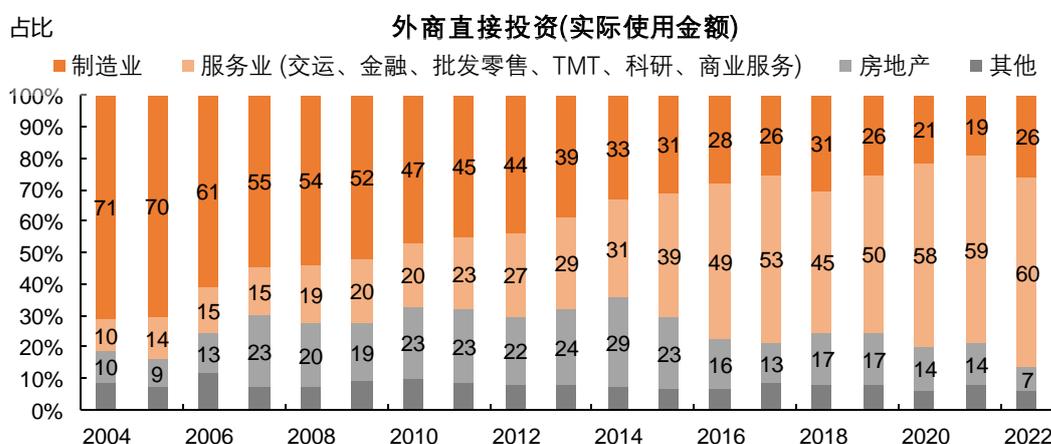
四、 行业分布：服务和高技术占比续升

2023 年以来,中国制造业 FDI 同比降幅小于服务业,高技术产业是主要驱动。据商务部数据,2023 年,中国制造业 FDI 录得 3179.2 亿元,同比下降 1.8%,占 FDI 比重为 28.0%;其中高技术制造业 FDI 增长 6.5%,医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业分别增长 32.1%、12.2%。2023 年,服务业 FDI 录得 7760.8 亿元,同比下降 13.4%,占 FDI 比重为 68.4%。2023 年,高技术产业(包括高技术制造业和高技术服务业) FDI 合计 4233.4 亿元,占 FDI 比重为 37.3%,较 2022 年全年提升 1.2 个百分点,创历史新高。今年 1-5 月,中国制造业 FDI 累计录得 1171.1 亿元,占 FDI 比重为 28.4%,

其中高技术制造业 504.1 亿元，占 FDI 比重为 12.2%，制造业和高技术制造业占 FDI 比重较上年同期分别提升了 2.8 个和 2.7 个百分点。

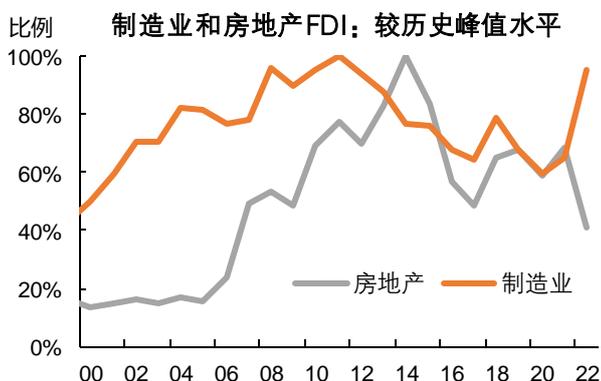
从近年来的趋势看，外商投资重心由制造业和房地产，整体转移至服务业和高技术产业。据商务部数据，中国的 FDI 曾经主要流向制造业和房地产，制造业 FDI 于 2011 年达到峰值的 521 亿美元，房地产 FDI 于 2014 年达到峰值 346 亿美元，但 2019 年两个行业 FDI 均下降至历史峰值的 68%。2020-2022 年，房地产 FDI 年均值进一步下降至峰值的 56%，制造业 FDI 年均值修复至峰值的 73%。制造业和房地产 FDI 合计占比，由 2010 年之前的 70% 以上，逐步回落至 2020-2022 年的 33-36%。与此同时，服务业和高技术产业 FDI 占比稳步提升，其中交运、金融、批发零售、TMT、科研、商业服务等六类行业 FDI 合计占比，由 2010 年之前的 20% 以下，逐步提升至 2020-2022 年的 58-60%。可见，服务业 FDI 增长完全抵消了制造业 FDI 的下降，使我国 FDI 总体保持增长。2020-2022 年，房地产和制造业 FDI 年均值合计下降 2%，而上述服务业和高技术产业 FDI 年均值合计较 2019 年大幅增长 46%，使得 FDI 总量同期增长 22%。

图表 21 近年来，外商投资重心由制造业和房地产，持续转移至服务业和高技术产业



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 22 2020-2022 年地产 FDI 继续下滑，制造业修复



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 23 2020-2022 年服务业和高技术行业 FDI 高增



资料来源: Wind, 平安证券研究所

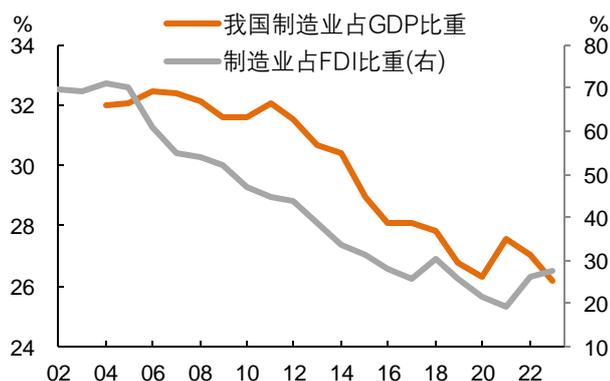
如何理解 FDI 行业重心由制造业向服务业的转变？首先，FDI 行业分布客观上顺应了国内产业结构变化。从合理性的角度来看，制造业 FDI 下行与国内产业结构的变化基本一致，实际上是制造业产业升级、制造业服务化的结果。2004-2011 年，中

国制造业增加值占 GDP 比重进入平台期, 2011-2020 年该占比呈现持续下降趋势。随着中国产业结构调整, 制造业领域 FDI 投资增速也相应下滑。根据商务部数据, 2011 年, 制造业 FDI 达到 521 亿美元的峰值、在总体 FDI 中的占比达到 45%, 此后开始呈现下降趋势。2011-2021 年, 中国制造业增加值占 GDP 比重下降了 4.5 个百分点, 至 27.5%, 制造业在 FDI 中的占比下降了 25.5 个百分点, 至 19.4%; 2022-2023, 制造业占 GDP 比重在 2021 年的短暂走高后出现回落, 制造业占 FDI 比重出现一定回升, 但二者仍处历史较低水平。

其次, 服务业 FDI 加快流入受益于我国开放程度的提升。2017 年以来, 中国不断扩大服务业领域的对外开放程度, 服务业的外资限制指数开始有序下降。OECD 统计, 中国服务业(第三产业)的外资限制指数(FDI Regulatory Restrictiveness Index), 在 2011-2016 年期间仅由 0.506 下降至 0.421, 但在 2017-2020 年里明显下降, 2020 年降至 0.254。其中, 金融服务、交通运输和批发零售分项指数, 在 2017-2020 年里分别下降了 0.513、0.162 和 0.048, 降幅最为明显。

再者, 全球产业链重构背景下, 外资对于投资海外制造业的顾虑增多。一方面, 随着中国经济不断发展, 以及人口增速放缓, 劳动力成本的比较优势逐步丧失。此外, 工业机器人、工业互联网等新型信息技术的深度应用, 大大降低劳动力成本的比较优势, 相反靠近终端市场会成为跨国公司的重要考量。另一方面, “逆全球化”背景下, 发达经济体制造业回流意愿增强。2018 年中美贸易摩擦以来, 在全球经济走弱和跨境直接投资规模大幅下滑的背景下, 中国制造业 FDI 投资增速以及制造业占比, 自 2019 年以后也出现明显回落。

图表 24 我国制造业 FDI 占比与制造业 GDP 占比同步



资料来源: Wind, 平安证券研究所。注: 2023 年制造业 FDI (美元计) 数据为人民币计价估算值

图表 25 2017 年以后我国对外商投资行业限制明显下降

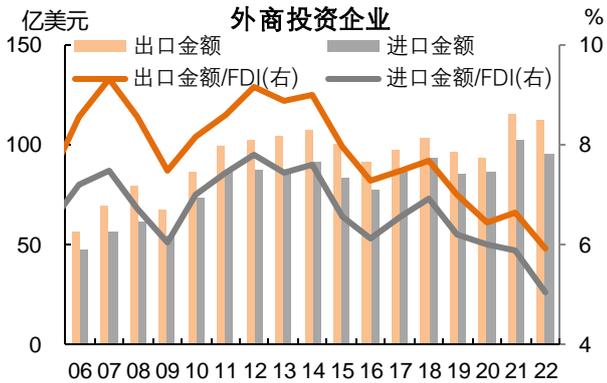
| OECD:中国外商投资限制指数 | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 产业/行业 | 2011 | 2016 | 2017 | 2020 |
| 第一产业 | 0.495 | 0.385 | 0.376 | 0.342 |
| 第二产业 | 0.293 | 0.203 | 0.166 | 0.077 |
| 第三产业 | 0.506 | 0.421 | 0.413 | 0.254 |
| 批发与零售 | 0.280 | 0.123 | 0.103 | 0.075 |
| 交通运输 | 0.625 | 0.557 | 0.540 | 0.395 |
| 金融服务 | 0.495 | 0.385 | 0.376 | 0.342 |

资料来源: OECD, 平安证券研究所

同样值得关注的是, 外商投资布局由服务“外循环”更转向参与中国的“内循环”。徐奇渊(2022)指出³, 从空间布局来看, 在华外资企业的战略已经从“in China for world”转向了更多的“in China for China”, 越来越多的外资企业将中国国内市场业务作为主轴。一方面, 外资企业参与中国国内市场的程度不断深化。据徐奇渊(2022), 2006 年, 外资企业的出口商品销售额达到 5638 亿美元, 是其在中国国内销售额的 7 倍。此后外销与内销的缺口不断缩小, 到 2016 年, 外资企业的内销金额达到 9267 亿美元, 第一次超过出口金额。2020 年, 外资企业的国内销售已经达到 1.45 万亿美元, 是出口金额的 1.5 倍。另一方面, 外资企业参与的出口活动占比不断下降。我们测算, 2008 年外资企业在中国的全部出口中占比接近 60%, 2022 年末该占比则降至 32%。同时, 2022 年外资企业进出口金额与全部 FDI 的比值也下降至历史最低水平。

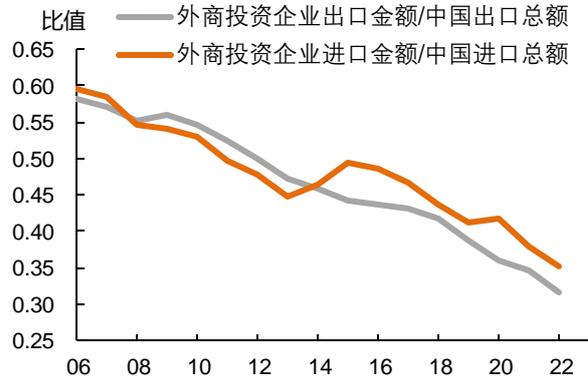
³ 徐奇渊, 2022:《外企在华战略的三个重要变化》, 金融四十人论坛 2022-01-15

图表26 外资企业参与外贸的程度下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表27 外资企业在中国贸易中的角色下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示:

- 1) 部分 FDI 数据未公布, 估算数据时或与实际存在偏差, 如商务部口径下人民币和美元计价的数据估算等;
- 2) 不同机构 FDI 数据口径有别, 如商务部与联合国数据口径可能存在偏差;
- 3) “返程投资”估算或存偏差, 因缺乏最新数据, 本文仅依据截至 2018 年的占比估算。
- 4) 存在其他因素影响中国及全球 FDI 数据趋势, 如各国数据统计问题、行业和企业层面的中微观因素等。

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

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

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