

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：钟红 中国银行研究院

电话：010-6659 4075

签发人：陈卫东

审稿：钟红 廖淑萍

联系人：赵雪情

电话：010-6659 4065

* 对外公开

** 全辖传阅

*** 内参材料

中美双向投资的发展现状与前景*

中美建交 40 年来，双向投资经历了从无到有、从小到大、从单一到多元的发展历程，为两国创造了广泛的经济效益和社会效益，成为双边关系的重要组成部分。2017 年以来，受贸易保护主义、中美贸易摩擦、美国以安全审查为由设置投资壁垒等因素影响，中美双向直接投资大幅下降，双向金融投资亦面临新的挑战。2020 年 1 月，中美签署第一阶段经贸协议，对改善双边经贸关系具有积极作用。展望未来，中美双向投资仍然具有广阔的发展空间，同时对于可能发生的风险，应积极防范并及早制定前瞻性应对政策。

中美双向投资的发展现状与前景

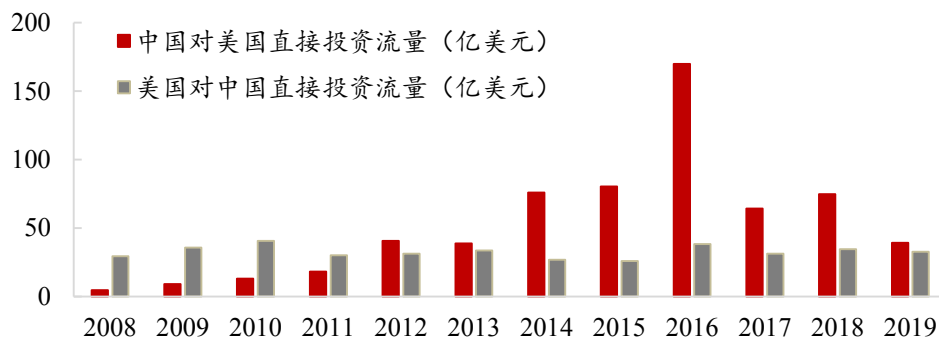
中美建交40年来，双向投资经历了从无到有、从小到大、从单一到多元的发展历程，为两国创造了广泛的经济效益和社会效益，成为双边关系的重要组成部分。2017年以来，受贸易保护主义、中美贸易摩擦、美国以安全审查为由设置投资壁垒等因素影响，中美双向直接投资大幅下降，双向金融投资亦面临新的挑战。2020年1月中旬中美签署第一阶段经贸协议，对改善双边经贸关系具有积极作用。展望未来，中美双向投资仍然具有广阔的发展空间，同时对于可能发生的风险，应积极防范，及早制定前瞻性应对政策。

一、中美双向投资发展现状

（一）中美直接投资情况

中美直接投资最近10年呈现先升后降的态势。美国作为发达经济体，全球资本输出较早，对中国的直接投资始于1979年，在2010年达到顶峰后开始回落。中国对美国直接投资起步晚但增长迅速，2012年中国对美国直接投资流量首次超过美国对中国直接投资，于2016年达到169.8亿美元峰值。2017年后受内外部因素影响，中国对美直接投资出现大幅缩减（图1）。

图1：近10年中美双向直接投资



注：2019年数据为估算。

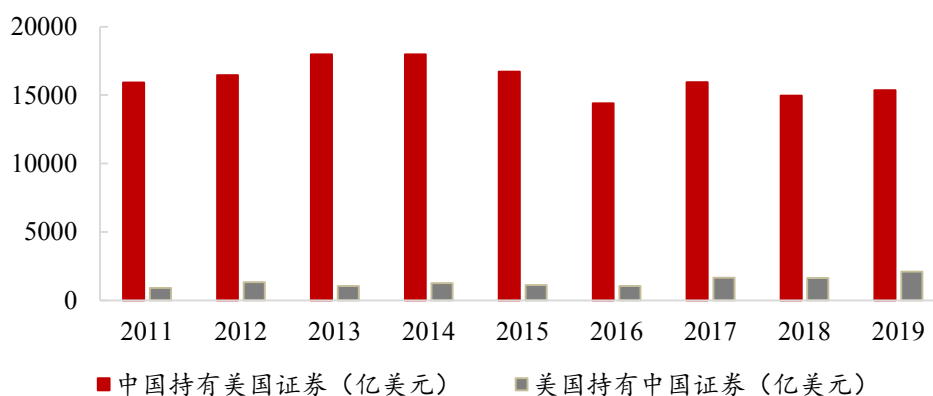
资料来源：中国国家统计局，中国商务部

2019年中国企业海外投资延续下降趋势，对外直接投资及海外并购分别下降10%及31%。根据中国商务部数据，2019年上半年中国对美国非金融类直接投资额为19.6亿美元，同比下降约20%，同期美国对中国直接投资金额为16.3亿美元，全年表现大概率不及2018年。美国盈利性智库荣鼎咨询的中美双向直接投资数据虽比中国官方口径偏高，但也呈现出类似表现，即2019年中美双向直接投资乏力，为近几年最低。从投资结构上看，双边投资主要集中于汽车和运输设备、消费产品和服务、信息和通讯技术等领域。以往中国对美国投资规模较大的不动产和酒店、基础设施行业，最近两年对美投资大幅下滑，2018年对美直接投资规模分别较2017年减少169.5亿美元和103.1亿美元，同比降幅高达90%以上，2019年依然维持低迷态势。

（二）中美证券投资情况

中美双向证券投资近年变化幅度不大，中国投资头寸总额远高于美国，美国对中国证券投资总额呈逐年上升趋势（图2）。随着中国跨境贸易投资便利化水平提升和更高水平对外开放，中国金融市场正持续释放强大的吸引力。2019年外资流入中国金融市场显著增加，境外投资者净增持中国境内债券和上市公司股票合计1280亿美元，其中美国投资者净增持中国境内债券和股票约462亿美元，占外资净增持中国境内债券和股票总额的40%。

图2：近10年中美双向证券投资

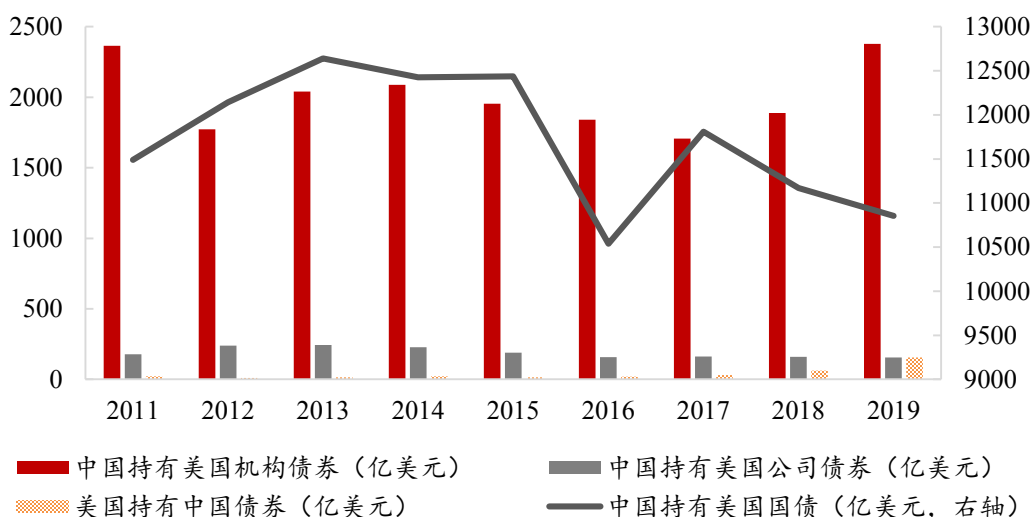


注：2019年为截至11月数据。

资料来源：美国财政部

进一步细分可以看出，中美双向证券投资差额集中体现在债券投资上，中国持有美国债券总量约为美国持有中国债券的10倍。具体从债券结构看，中国持有美国债券以国债居多，约占债券投资总量的80%，其次是机构债券，约占18%。2019年外资对美国国债增持金额创近7年新高，但中国持有美国国债金额有所减少，全年减持近540亿美元，目前中国持有美国国债量为2017年2月以来新低。美国持有中国债券总量相对较少，但增长势头明显，2018年为62.4亿美元，2019年11月达154.3亿美元（图3）。2019年，中国国家外汇管理局取消了QFII和RQFII投资额度限制，债券市场开放政策红利逐步显现，全年境外投资者净增持中国境内债券总额达866亿美元，其中美国净增持中国境内债券约92亿美元，占外资净增持中国境内债券总额的10%。

图3：中美双向债券投资



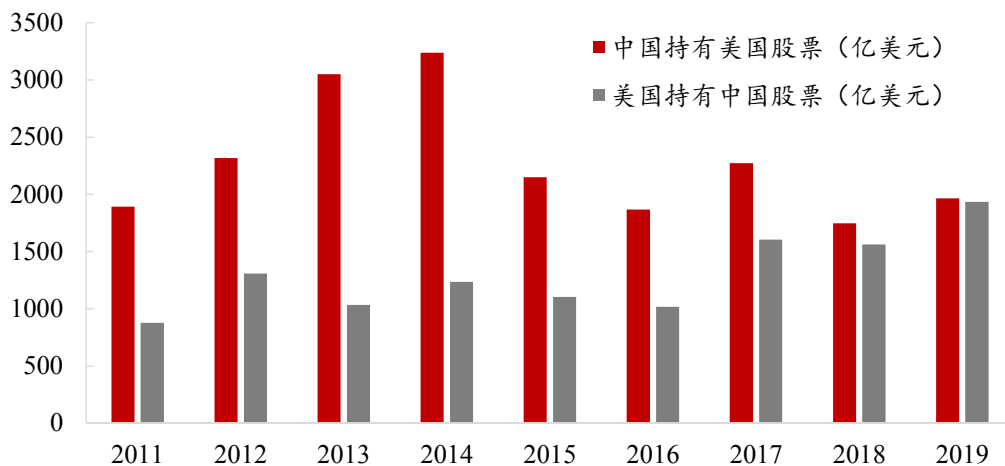
注：2019年为截至11月数据。

资料来源：美国财政部

中美双向股票投资差额逐渐缩减，2019年基本持平。中国2011年开始逐年增持美国股票，2014年达到3237亿美元的峰值，但随后回落趋于稳定，2015年后基本维持在2000亿美元左右。随着MSCI等国际指数A股纳入因子不断提高，美国对中国股票投资呈现增长态势，2016年至今增加近1000亿美元（图4）。2019年，境外投资者净增持中国境内上市股票413亿美元，其中美国净增持中国境内上市股票约370亿美

元，占外资净增持中国境内股票总额的 90%。总体而言，当前美国对中国境内股票持有额仅占国内股市市值约 3%，显示中国资本市场仍有较大的开放空间。

图 4：中美双向股票投资



注：2019 年为截至 11 月数据

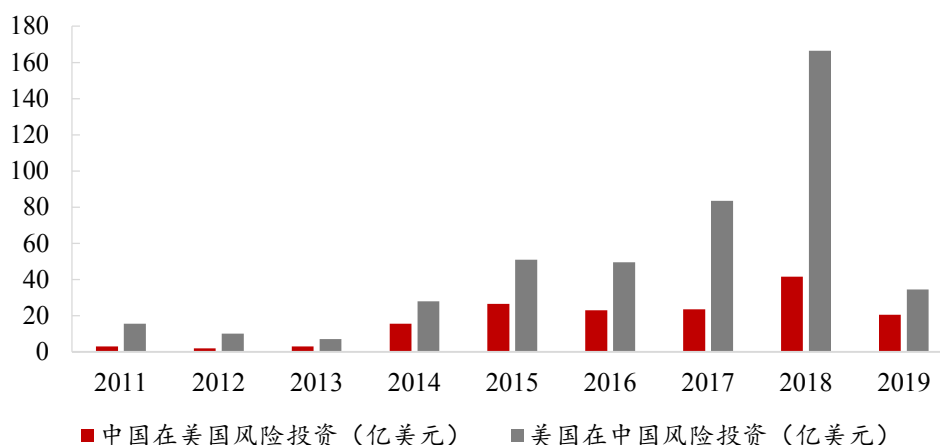
资料来源：美国财政部

（三）中美风险投资情况

风险投资在中美科技合作中占据重要位置。荣鼎咨询提供了有关中美风险投资领域的细分数据：2000 年至 2019 年 1 月，美国投资者共进行了 2600 多轮对中国的风险投资，涉及资金 470 亿美元，占中国初创公司筹资总额的 16%，主要涉及电子商务、工业制造、大数据和人工智能等领域。中国在美国技术融资中的作用相对较小，2014 年起中国对美国风险投资从低基数迅速增加，2018 年后投资额停滞不前，近三年主要投资于生命科学、区块链、金融科技和人工智能行业。

2019 年中美双向风险投资保持低迷，较 2018 年投资额明显下降。根据荣鼎数据，中美双向风险投资于 2018 年达到 207.9 亿美元顶峰，在美国开始对外资风险资本进行更为严格审查后，双向风险投资额快速下滑。预计 2019 年美国对中国风险投资降至 34.5 亿美元，为 2014 年以来最低水平；中国在美国的风险投资下滑至 20.5 亿美元，为 2015 年以来最低水平（图 5）。

图 5：近 10 年中美双向风险投资



资料来源：荣鼎咨询，《新战略竞争时代下的中美双边风险投资》2020年1月

二、影响中美双向投资的主要因素

（一）国内外宏观经济形势

从国际宏观经济看，2008年国际金融危机爆发后，经济全球化进入调整期，呈现出速度放缓、结构变化、规则重构等特点，部分国家单边主义和保护主义抬头。2017年美国特朗普总统执政，崇尚“美国优先”并推行贸易保护主义和“制造业回流”政策，中美贸易形势严峻。2018-2019年美国发起对华贸易摩擦，并对华为、中兴等公司实施禁售、停供、禁止合作等制裁措施，不仅导致中国对美国贸易发展受阻，也伤害了中国企业对美投资的信心。中美两国达成第一阶段经贸协议，有利于稳定预期，增强信心，为中美正常的经贸往来创造良好环境，稳定和发展双边投资。从国内宏观经济看，随着近年来经济结构的调整和“一带一路”倡议的推进，中国收紧了对“非理性”海外投资的管控，对美国直接投资的减少在一定程度上也是中国主动调整投资结构和海外投资布局的结果。

（二）投资安全审查政策

2018年美国颁布了旨在扩大美国外商投资委员会（CFIUS）权力的新投资法案《外国投资风险评估现代化法案 2018》（FIRRMA），涉及更为严格的关键技术外商

投资审查，并增加了针对中国投资者的内容，对中美双向投资产生极大影响，尤其是进一步增加了中资企业在美国海外并购及投资高新技术等新兴产业的难度。一方面，美国对其认为可能威胁核心技术的投资项目进行打压，采取严格的审查政策阻止并购实现。例如，美国加强了对虚拟货币、区块链技术、对外贸易等专项领域的监管；CFIUS 以维护美国国家安全为由，多方面介入、审查和阻止部分海外并购投资。另一方面，美国政府对待高新知识产权的保护愈加严格，不希望其核心知识产权通过外商投资并购等方式流入其他国家。据统计，自 2017 年特朗普上任至 2018 年 7 月底，CFIUS 频繁以国家安全为由阻碍中国企业并购美国企业，共有十多项投资交易失败，主要集中在半导体、信息通讯、金融服务、大数据、新材料等新兴高科技领域。

（三）营商环境与金融对外开放

营商环境改善对一国吸引外资具有积极作用，近年来中国改善营商环境的各项政策措施取得了明显成效，对稳定中美双向投资具有促进作用。与此同时，中国金融业对外开放的大门进一步打开，有助于美国对中国直接投资及金融投资的恢复和增长。例如，债券市场对外开放，支持外资评级机构进入中国债券市场开展评级业务，允许外资获得主承销牌照，进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场，并为美资评级公司扩大在中国业务创造有利条件；银行保险业鼓励境外机构参与设立、投资、入股理财子公司等，可提高外资在中国资本市场的参与程度，为包括美国在内的国际资本提供更多投资机会。

（四）全球价值链地位

一般而言，对外投资国倾向于与地缘关系较近、语言文化障碍较小的国家和地区建立更为广泛的经济合作，对外投资也需要考虑成本和收益，如原材料及劳动力价格、税收及利润等，其中在全球制造业价值链中的地位尤其重要。长期以来，美国对外投资主要投向欧洲、加拿大和拉美等地区，行业集中于金融、保险、房地产等高收益领域，美国对中国直接投资更多是因为看好中国的廉价劳动力和新兴市场潜力。中国在美国投资的生产体系中处于“微笑曲线”中游，制造组装附加值低，获得技术和信息等无形资源的渠道不畅通，多数利润由美国获取。近年来，随着中国人口红利下降，

劳动力成本优势不再明显，美国对中国要素市场的依赖程度有所下降，部分制造业投资转移至东南亚等成本更低的地区。中国对美国的直接投资大多停留在生产和销售环节，很少触及深层次研发和设计，在这种情况下，美国对中国的投资供给依赖也相对较低。

三、中美双向投资的发展前景

（一）直接投资有望企稳回升

中美两国作为全球前两大经济体和对外直接投资大国，两国双边直接投资与经济体量、双边贸易总额相比很不匹配。根据联合国贸发会（UNCTAD）预测，2019年美国共吸引外国直接投资2510亿美元，中国吸引外国直接投资1400亿美元。荣鼎咨询预估2019年中国对美国直接投资为31亿美元，美国对中国直接投资为68亿美元，此数据不到两国所获直接投资总额的2%和5%，也与每年高达6000亿美元的双边贸易规模形成巨大反差。在中国对外直接投资区域中，亚洲和“一带一路”沿线国家的重要性逐年增加，中国对拉美和非洲的投资也呈稳中向好的态势，唯独对北美洲国家的投资份额有所减少，这与前述各因素的影响是密不可分的。2020年是美国总统选举年，短期内难以期待美国在推动对中国投资方面做出大幅改进，但中美间第一阶段经贸协议的签署对于稳定双边投资关系创造了积极条件，相信两国企业将会挖掘更多投资机会，朝着直接投资早日企稳回升的方向努力。

（二）金融投资重要性日益突显

在中美双向投资中，直接投资是基础，金融投资则发挥着越来越重要的作用。一方面，随着中国金融市场开放措施的逐步落地，一些主要国际投资指数如MSCI、富时罗素、标普道琼斯指数先后将中国A股纳入其中，彭博也将中国债券纳入彭博巴克莱债券指数，吸引了包括美资在内的大量金融外资流入中国资本市场。另一方面，金融资本波动性较强，在中美经贸摩擦形势严峻的某些时期，市场曾传言美国可能出台限制中国金融投资的措施，这些一旦发生，必将加剧中美两国资本市场波动，引发市场恐慌。因此，无论是从促进相互投资的角度，还是从稳定金融市场的角度，中美间

金融投资的稳定发展，对于两国双向投资乃至经济金融发展，都将发挥越来越重要的作用。

（三）避免投资审查泛化将是主要着力点

目前美国对中国投资审查泛化，审查界限模糊，对涉及关键技术类公司、基础设施建设和金融业等并购投资实施日益严苛的审查，导致投资成本上升或投资失败。此情况类似日本企业上世纪80年代在美国面临的困境，当时日本政府和企业并没有因此放弃投资步伐，而是继续加大对美开放力度，推进双边开放协议实施，使越来越多的本国企业与美国当地经济社会深度融合，结果使得美国不得不逐步放松对日企的严查。我国也可以借鉴类似经验，积极推动中美双向投资实现双赢，使美国政府在处理中资企业投资问题时有所顾虑，从而尽可能降低美国投资审查趋严带来的不利影响。

四、未来中美双向投资的风险防范与政策建议

（一）潜在风险

在直接投资领域，需重点应对中美双向直接投资进一步下降带来的风险。中美双向直接投资不仅可促进两国经济增长，增加就业，还可以缓解贸易失衡，创造良好的双边商业和政治关系。美国对中国实施严苛的投资并购审核和管制措施，对跨国并购交易的审核严于绿地投资，未来并购项目成交额可能进一步缩减，而绿地项目通常需要投入大量资金，回收期长，成本高，风险大，对技术的促进作用不明显。如果中美间直接投资长期增长疲乏，将非常不利于两国经贸合作和经济发展。

在金融投资领域，需重点防范发生新的经贸摩擦情况下美国可能从贸易战、科技战升级为金融战的风险。一方面，美国可能采取直接金融制裁、货币汇率竞争、做空金融市场等手段挑起金融争端，比如限制美国养老金对中国的投资、限制主要股指纳入中国市场指数、从中国股市或债市突然撤资等，打击中国金融体系并冲击实体经济。另一方面，跨境资本流动会放大顺周期波动，推高国内股票和债券等资产价格，吸引大量国际游资及热钱流入，而境内资本市场开放程度提高，境外投机力量就可能利用各市场间联动机制发起冲击，放大国内金融市场和汇率波动的风险。

（二）政策建议

在直接投资方面，一是以合作共赢为原则，为两国企业提供更多市场机遇，稳定外资规模，优化外资结构。二是降低资金跨境使用成本，支持外商投资企业扩大人民币跨境使用。三是加强投资项目的行业和前景筛选，尽量规避美方投资审查，提高跨国投资收益率。四是积极参与国际经贸规则制定，加强与“一带一路”沿线国家合作及多边外交关系，推动世界经济秩序向更加公正合理的方向发展。

在金融投资方面，一是扩大金融高水平开放，建设与国际接轨的、有活力有韧性、有深度有广度的资本市场，提高金融业竞争力，更好地发挥金融支持实体经济的作用。二是提升开放条件下经济金融管理、国际金融治理能力，加强跨境资本流动监测预警，防范化解内外部市场风险。三是持续深化利率汇率市场化改革，疏通货币政策传导机制，提高宏观调控的自主性和有效性，稳妥有序推进资本账户开放，积极推进人民币国际化。

在营商环境方面，一是以激发市场活力、提振投资者信心为出发点，进一步构建和维护良好的外商投资环境，保障外商投资企业待遇和权利，尊重企业家精神，使外资企业能够公平参与竞争。二是加大知识产权保护力度，鼓励基于自愿和市场条件的技术合作，更好地激发市场主体的创新与活力。三是加强对外商投资企业的引导与服务，鼓励外资更多投向高新技术产业，推动技术发展进步。

如何突破美国针对中国企业赴美投资安全审查泛化的壁垒，推动中美双向投资健康发展，是当前急需解决的问题。一方面，我们应充分认识到中美经贸摩擦的长期性和复杂性，无论是关税壁垒还是投资壁垒，都是美国限制中国经济崛起的手段，我们应保持战略定力，坚持既有的改革开放方向不动摇，同时需要适当降低以并购等方式来获取国外高新技术的期望，致力于核心技术的自主创新和研发，加强知识产权法律保护，在更大程度上为自主创新提供法律保障和政策激励。另一方面，可适当采取灵活的、有针对性的措施，充分利用美国各州政府从税收与就业贡献角度出发更欢迎中国企业赴美投资的现实情况，积极巩固与美国各地方国会议员的关系，合法利用美国国内的游说制度，缓解中国企业赴美投资的人为障碍。此外，中美双边投资协定谈判

（BIT）自特朗普上任以来被搁置至今，中国可考虑在适当时机与美国讨论重启谈判，争取在 BIT 框架下缓解美国外资审查制度对中国企业的限制，解决双方利益分歧，以达到在国际法层面为双边投资关系的良性发展开拓新的渠道。