

作者：丁安华 招商银行首席经济学家；原标题《“脱钩”：外资是否正在撤离？》

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）。

图1：疫情期间，我国FDI不降反升

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%

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。

图5：香港地区对内地的直接投资超过千亿美元

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