

DOI:10.16474/j.cnki.1673-8489.2025.01.009

稳外资：现状、挑战及应对^{*}

◎ 潘圆圆

摘要：2024 年前三季度我国直接投资、证券投资、其他投资三项均出现净流出。外商对华直接投资放缓，我国对外直接投资加速，直接投资净流出幅度有所扩大。此外，虽然外商对华证券投资状况趋好，但我国的短期资本净流出仍在扩大。对直接投资进行分析，可以认为此轮流入下降更多由短期因素驱动，对华长期投资降幅较小，外资下降是从前期高位的回归，要应对外资下降需要综合手段。在复杂的外部环境下，为实现稳外资，我国需要多管齐下，通过综合施策和精准施策，增强对长期资本的吸引力，同时关注影响短期资本流动的因素。

关键词：稳外资；长短期因素；直接投资

分类号：F125；F831 **文献标识码：**A

2024 年中央经济工作会议于当年 12 月 11 日至 12 日在北京举行，会议部署了 2025 年经济的九大重点任务，其中之一即扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。在过去的四十余年中，外贸外资对我国经济非常重要，近年来外贸外资的新变化也广受

关注。“稳外资”的提法考虑了外资流入我国的现状，提示了引资面对的新约束条件，其中包含的政策逻辑值得拆解。近两年我国外资流入出现波动是多重因素共同作用的结果，因此，分析当前我国引资所面临的挑战对保障外资的持续流入非常重要。

本文分为三个部分，第一部分从我国国际收支的整体情况入手，说明了资本和金融项下三类投资，即直接投资、证券投资、其他投资的流入、流出趋势，分析国际投资头寸的资产负债结构，总结跨境资本流动的现状。第二部分分析我国引资中面临的挑战：一是外资在中国获得的收益率变化可能成为影响经常项目余额的重要因素；二是从长期、短期因素分别看对直接投资流入下降的影响；三是证券投资的流入状况趋好，但短期资本整体仍为净流出。本文第三部分基于上述分析对稳外资提出思考和建议。

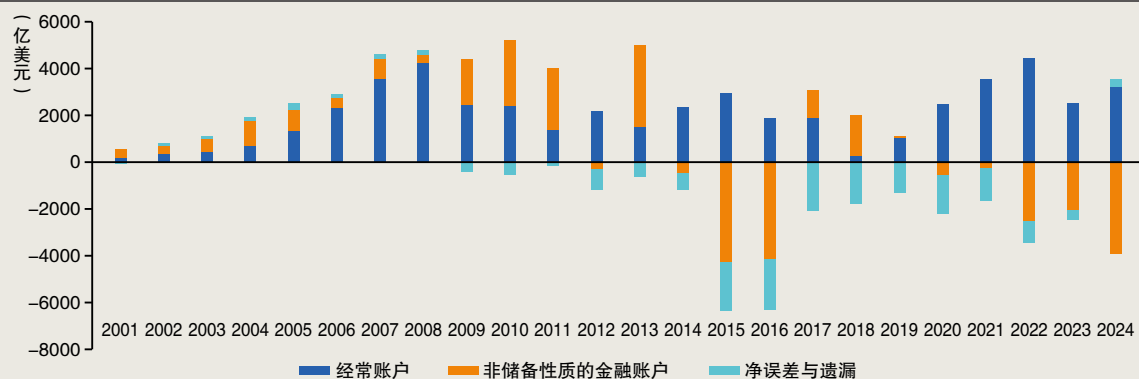
一、我国跨境资本流动的现状

根据国家外汇管理局数据，2024 年前三季度，

作者简介：潘圆圆，中国社科院世界经济与政治研究所副研究员，国家全球战略智库研究员。

* 基金项目：本研究受教育部人文社会科学重点研究基地重大项目（项目编号：22JJD790009），国家社科基金哲学社会科学领军人才项目（项目编号：22VRC086）资助。

图1 我国的国际收支状况



资料来源：国家外汇管理局

注：2024年数据为根据前三季度数据推算得到。

我国国际收支口径非储备性质的金融项目净流出2928亿美元，同比增长66.5%。其中，直接投资净流出1563亿美元，同比增长34%；包括证券投资、金融衍生品、其他投资在内的短期资本净流出1364亿美元，同比增长130%。虽然直接投资和短期资本均呈现净流出态势，但由于2024年前三季度经常项目顺差同比增长较快，我国国际收支总体基本平衡。

（一）国际收支总体情况

近两年我国的国际收支数据呈现出几个特点^①。

第一，经常账户持续顺差（见图1）。2023年我国经常账户顺差2530亿美元，2024年前三季度顺差2413亿美元。2018年我国的经常账户顺差曾下降至241亿美元，2024年年再次回升至2000亿美元以上。从全球范围看，2010年后我国出口占全球出口的比重约为10%，这个数值较为稳定，没有大的变化，2023年为10.9%。具体到子项^②，货物贸易顺差较为稳定，2020年后年度货物贸易顺差均超过5000亿美元。我国经常项目顺差的波动来自服务贸易和初次收入。2014—2019年我国年度服务贸易逆差均超过2000亿美元，逆差的快速增加主要是由于旅游细项逆差增长。但由于服务贸易逆差与人民币汇率的走势高度相关，服务贸易项目可能

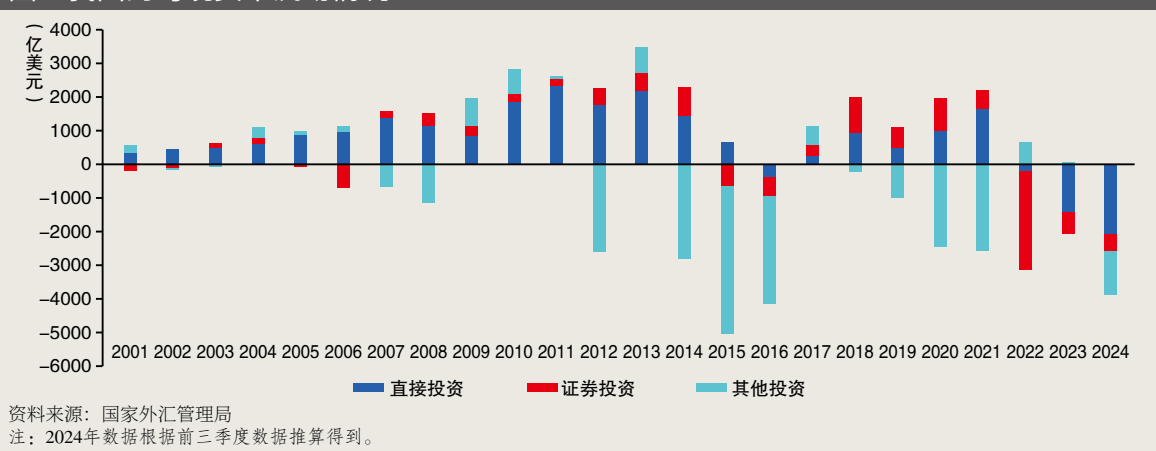
是资金外流的重要渠道。数十年来，我国初次收入项基本维持逆差。2020年后我国初次收入项下的逆差增加。2022和2023年我国初次收入的逆差分别为1544亿美元和1482亿美元，最主要的原因在于外资在华投资收益高于中国对外投资收益。2024年该情况仍然延续。初次收入和服务贸易项目差额的变动共同导致经常项目顺差波动。

第二，我国非储备性质金融账户为逆差（净流出），且逆差数量持续扩大。2023年我国非储备性质金融账户逆差2099亿美元，2024年前三季度的逆差为2928亿美元，金融账户逆差是近年来国际收支结构变化的重要特点。在较长时间里，我国非储备性质金融账户都是顺差。例如，1991—2013年顺差的平均值为740亿美元，多年来金融账户顺差是中国外汇储备积累的重要来源。2014年情况发生变化。2014年后我国金融账户频繁出现逆差，2015—2016年、2022—2024年两个阶段中逆差规模较大。2015年和2016年非储备性质金融账户的逆差分别为4345亿美元和4161亿美元。其主要原因是人民币贬值预期导致的资金外流。2022年后我国非储备性质金融账户逆差再次扩大，其主要原因是外商在华直接投资下降，而我国对外直接投资则维持了较高水平，并叠加了证券投资项的逆差。2022年后的情况与2015—2016年的情况不同，

① 一国的国际收支可以分为三项：经常账户、资本和金融账户（包含储备资产）、错误和遗漏。

② 经常账户可以分为四个子项：货物贸易、服务贸易、初次收入，二次收入。

图2 我国的跨境资本流动情况



2015—2016年的逆差主要是其他投资和证券投资项逆差导致的。

第三，错误与遗漏项下逆差收窄。2023年我国错误与遗漏项逆差（净流出）379亿美元，2024年前三季度顺差196亿美元。这也是一个明显的变化。2009—2023年，我国国际收支表的误差与遗漏项连续15年维持逆差，误差与遗漏项下逆差年均1119亿美元，累计超过1.68万亿美元。在2023年逆差收窄的基础上，误差与遗漏项2024前三季度转为顺差。误差与遗漏项下逆差规模与资本外流关系密切。

（二）跨境资本流动的变化趋势

2024年前三季度直接投资、证券投资、其他投资三项同时出现净流出^①。直接投资净流出幅度显著扩大，证券投资净流出幅度收窄。如图2所示，2021年之前直接投资是我国非储备性质金融账户下资本流入的主要项目，2022年后这个状况发生了变化，直接投资项首次出现净流出，在此之后净流出幅度有所扩大。2022年、2023年直接投资净流出的数量分别为198亿美元、1426亿美元，2024年前三季度净流出为1563亿美元。净流出增加的原因是外商对华直接投资即资金流入放缓，而我国对外直接投资即资金流出加速。2021年之前证券投资

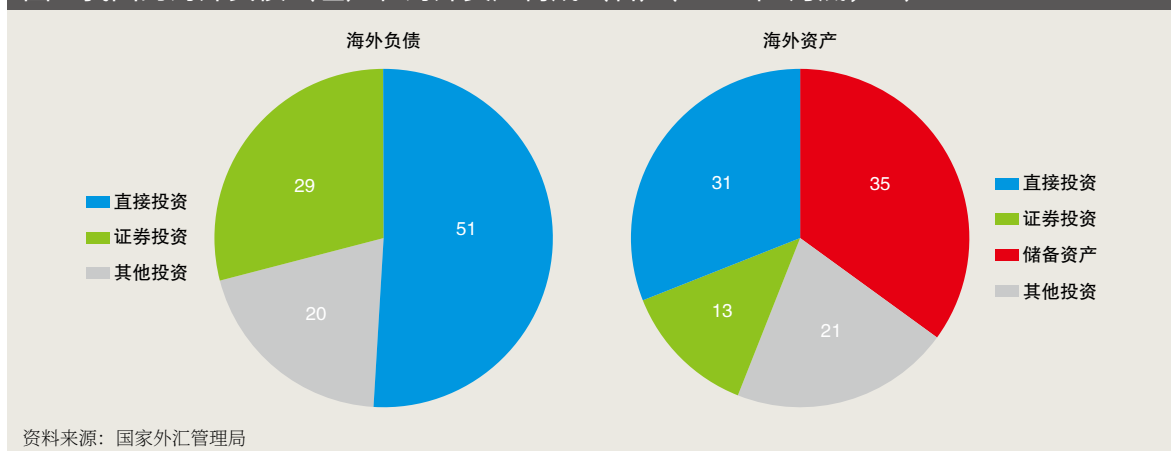
项对我国整体资本流动的影响相对小，但2022年后情况发生变化。2022年、2023年证券投资净流出的数量分别为2891亿美元、632亿美元，2024年前三季度净流出为396亿美元。2024年前三季度证券投资仍为净流出，但净流出的幅度收窄，其原因主要在于证券投资流入即外商对华证券投资状况趋向好转。2014年后其他投资项下净流出的情况较为常见。2024年前三季度其他投资项为净流出934亿美元。其他投资项下的存款、贷款、贸易信贷三大分项均受到短期因素的影响，是非储备性质金融账户大幅波动的主要来源。例如，在汇率贬值预期时期，存款的跨境转移、境内企业提前偿还外币贷款、延迟美元应收款等行为都会导致其他投资分项的资本外流。

（三）我国国际投资头寸（IIP）的资产 - 负债结构

从存量看，外资流入的积累形成了我国的海外负债。其中，外商对华直接投资是最重要的组成部分，证券投资的占比显著上升。国际投资头寸数据显示（见图3左），截至2024年9月底外商在华直接投资存量3.59万亿美元，占我国海外负债（7万亿美元）的51%。2004—2023年，外商在华直接投资占中国海外负债的比重平均为55%，直接投资是

^① 非储备性质的金融账户可以区分为直接投资、证券投资、金融衍生品、其他投资四项。金融衍生品由于数额较小，在本文的分析中略过。

图3 我国的海外负债（左）和海外资产构成（右）（2024年9月底，%）



我国海外负债的最主要形式，这一状况较为稳定。直接投资向我国提供了外部资金，也带来了相关的技术、销售网络、管理经验等，同时我国对外资支付了较高的资金成本，可以使用外商在华直接投资获得的收益率来衡量。

2024年9月末数据显示，证券投资占我国海外负债的比重为29%，较2004年有显著上升（14.3%），反映了我国资本市场尤其是债券市场的开放对外资的吸引力。2024年9月底其他投资占我国海外负债的比重为20%，而2004年这一项的占比为32.6%。

我国的海外资产中，直接投资的重要性上升较快，储备资产的占比有所下降。截至2024年9月底我国对外直接投资存量3.13万亿美元，占我国海外资产（10.2万亿美元）的比重为31%（见图3右）。2004年对外直接投资占海外资产的比重为6.4%，2012年该比重首次超过10%，2016年超过20%，对外直接投资日益成为我国海外资产的重要组成部分。对外直接投资占比上升的宏观原因包括多元化海外资产、改善资产收益状况、对冲地缘政治风险等。微观上，我国部分行业企业具有竞争优势，对外直接投资的动力增强。

2004—2023年，储备资产占我国海外资产的比重有所下降：2004年储备资产占海外资产的比重为66%，2016年该比重首次低于50%，2020年该比重低于40%，2024年9月底该比重为35%。2004—2023年，证券投资、其他投资占我国海外资产比重的平均值分别为8.1%和20.2%，这两项投资的比重

相对稳定。

二、引资面临的挑战

（一）经常账户：外资对华投资收益高，外资流入放缓或影响经常项目余额

在讨论稳外资问题时应该考虑我国海外资产和负债收益的差异。尽管我国拥有3.2万亿美元的海外净资产，投资收益项目却一直是逆差。外资流入在我国获得的收益高，可能成为影响经常项目余额的重要因素。2023年中国投资收益项目为逆差，数量是1590亿美元，2024年上半年的逆差824亿美元（见图4）。我国投资收益项目为逆差，这个情况持续了30余年，而且逆差数量还在持续扩大。1993年后除了个别年份，我国的投资收益均为逆差，即外资流入（外国在华直接投资+外国在华证券投资+外国在华其他投资）获得的收益，持续地高于资本流出（中国对外直接投资+中国对外证券投资+中国对外其他投资）获得的收益。由于经常项目包括货物和服务、初次收入（主要为投资收益）、两次收入（此项较小可以忽略）共三部分，当我国的投资收益持续为负，抵消了货物和服务贸易项下的顺差，使得我国经常项目顺差出现波动（见图5）。这一趋势如果继续甚至扩大，可能导致我国经常项目顺差增速放慢，甚至导致顺差数量下降。投资收益持续为负有资产和负债两方面的原因：负债方外商在华直接投资获得了高于全球平均水平的收益率，外商在华直接投资是中国海外负债最主要的部

图4 我国在海外投资收益及外商在华投资收益数据

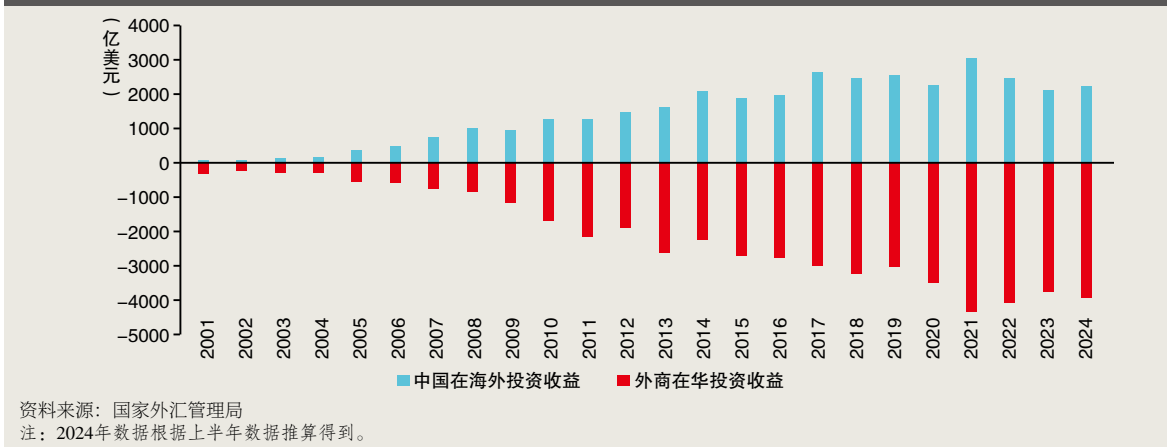
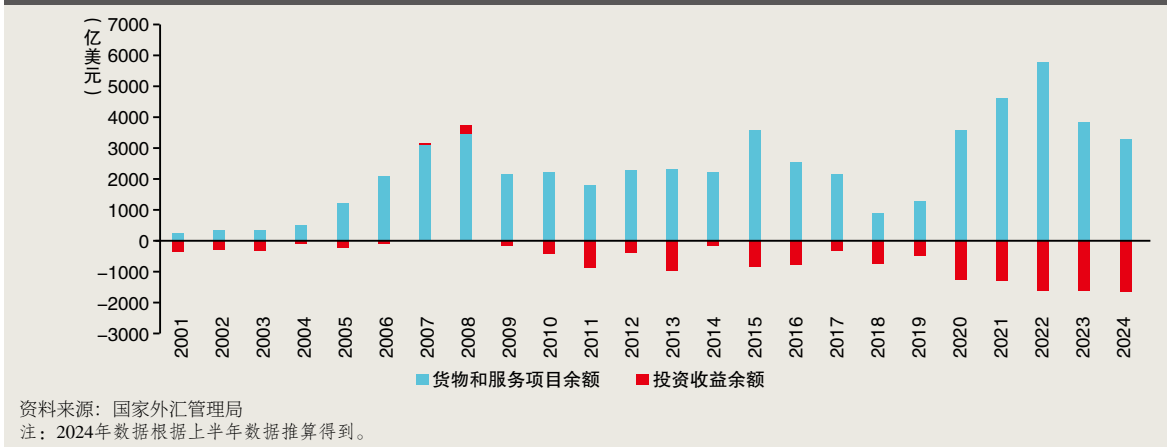


图5 我国货物和服务项目余额与投资收益余额



分，这两者共同导致中国对外支付高的收益，而且预期这一现象将维持一段时间。改善投资收益的关键在于提高中国对外投资，即资产方的收入，这同样需要对外投资数量的增加，以及对外投资收益率的上升。不少经济大国如美国、日本的对外直接投资取得了较好收益率。以美国为例，1982年以来美国对外直接投资的收益率平均超过7%。由于我国对外投资数量已经显著增加，中国对外投资收益率的提升，有助于改善投资收益为逆差的情况。

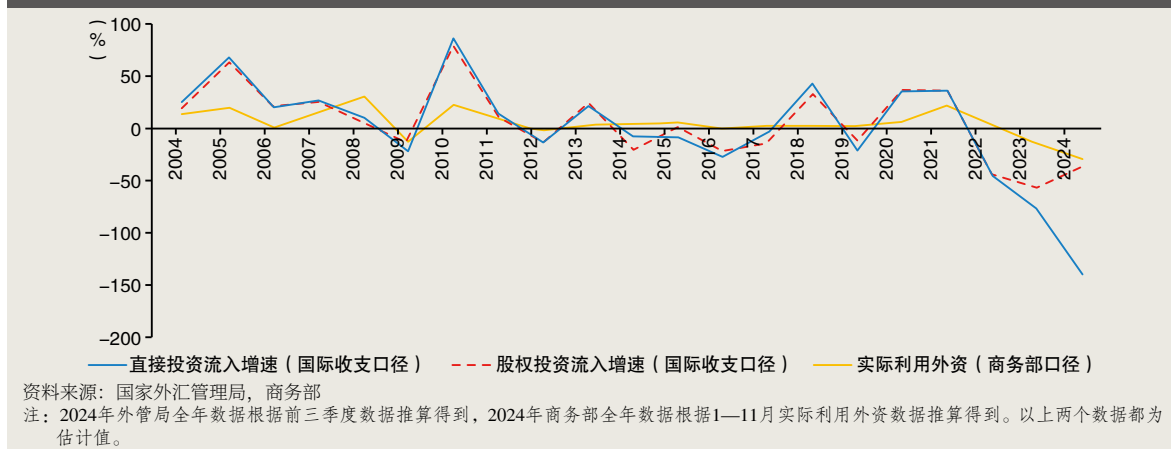
与稳外贸相关的另一个挑战是，外资流入的变化可能导致经常项目余额波动。外资流入放慢可能减少我国经常项目的顺差。以中国与美国的贸易为例，2023年中国对美出口数量约5003亿美元（中国口径），美国从中国进口数量4272亿美元（美国口径），中国占美国进口总量（3.1万亿美元）的比重为13.9%。这个数值的最高点出现在2017年，当

年的数值为21.6%。与此形成对比，2017年后其他经济体包括东盟十国、欧盟等占美进口总量的比重上升。其它经济体占比上升的原因部分在于，一些此前在中国经营的外资企业选择将生产地点布局到中国之外的经济体。

（二）直接投资流入下降：主因为短期因素导致，长期投资的降幅较小，受国际形势影响，数量从高位回归

稳外资的一个挑战是直接投资流入的下降。改革开放以来外商对华直接投资持续净流入，但2023年中国直接投资流入数量为427亿美元（国际收支口径），较之前的净流入数量大幅下降，2010—2022年净流入的平均值为2398亿美元。而2024年前三季度外商对华直接投资净流出为130亿美元。如果以前三季度数据来推测全年，有可能首次出现

图6 我国直接投资流入增速比较



年度外商对华直接投资净流出的情况，这是目前我国外资流入中的重要挑战。

可以从三个角度理解直接投资流入下降的情况。

理解直接投资流入下降的第一个角度，如果区分影响直接投资流入中的长短期因素，可以认为此次直接投资流入的下降更多是由短期因素驱动的。国际收支口径的直接投资数据，其性质更多的是对金融交易进行描述，该数据包括“股权投资”和“关联企业债务”两部分。直接投资数据中的第一部分为“股权投资”，说明的是外资基于一国经济基本面的判断而进行的实体投资，是偏长期的投资，投资者更可能参与被投企业的经营管理，因此在描述实质性投资活动时是更有意义的指标。国际收支口径的“股权投资流入”相对于“直接投资流入”指标的降幅相对小（见图6）。此外，除了国际收支口径，我国商务部也发布直接投资流入数据，商务部以“实际利用外资”指标来说明直接投资流入情况。“实际利用外资”指标的含义接近“新增股权投资”的概念。商务部数据显示，2023年我国实际利用外资同比下降8%，2024年1—11月份同比下降30%。

对于如何看待30%的同比下降幅度这一数据，本文认为，该降幅属于高位回调，在回调时间与幅度上存在大的不确定性。一方面，从宏观管理上，利用外资水平已经是长期增长下的回调局面。这是考虑了中国实际利用外资已稳定增长了四十余年，以及2020—2022年疫情期间我国引资逆势增长，外资项目储备被开发利用的因素。加之实际利

用外资水平容易受到大项目影响，价值几十亿甚至上百亿美元的大型并购或绿地项目会带来数量的波动；我国已尽力对波动进行平滑。从这几个因素来看，可以说本轮下降属于高位回调。另一方面，在当前国际形势下，我国实际利用外资同比降幅较大，同时，未来引资的外部环境存在较大不确定性，包括政治和经济环境。一是政治环境，未来一段时间政治考量对跨境投资的重要性甚至可能超过经济上的计算。其中，美国的政策变化较有代表性，体现在对华加征关税、出台对外投资审查新规则、推动本国和盟国企业调整经营战略、鼓励“友岸”“近岸”国家发展制造业等方面，我国引资的外部环境明显恶化。二是经济环境，我国经济增长和资本市场的复苏是外资最为看重的因素。我国不仅要促进增长，还要让外资了解我国经济和增长的实际情况，而“被真实地看见”目前仍有较大的改善空间。总体而言，考虑到地缘政治纷繁多变、全球吸引外资已处于停滞期，我国国内市场竞争激烈，发达国家货币政策不确定性增加等因素，存在未来我国引资数量位于低谷的可能性，延续时间取决于我国的应对。

国际收支口径的直接投资流入数据中的另外一部分为“关联企业债务”，从性质上来说这部分记录的是纯粹的金融交易，与实质性的投资活动关联较弱。受包括利差、汇差、通胀等短期变量的影响，“关联企业债务”数据的波动性大，且其波动的成因复杂，这一点在各国都有类似的情况。2023年后我国“关联企业债务”流入放慢到净流出，直接导

图7 欧盟和美国的外资流入量情况

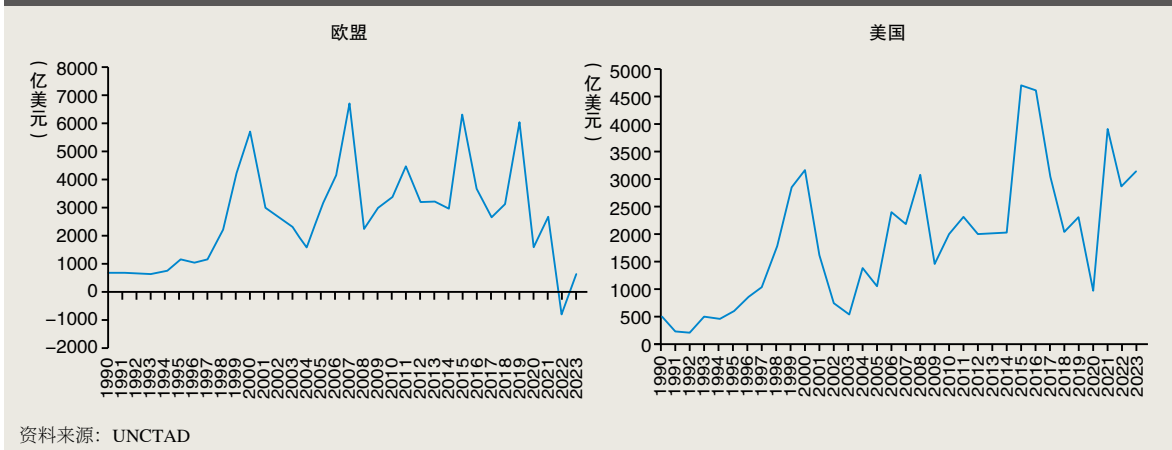
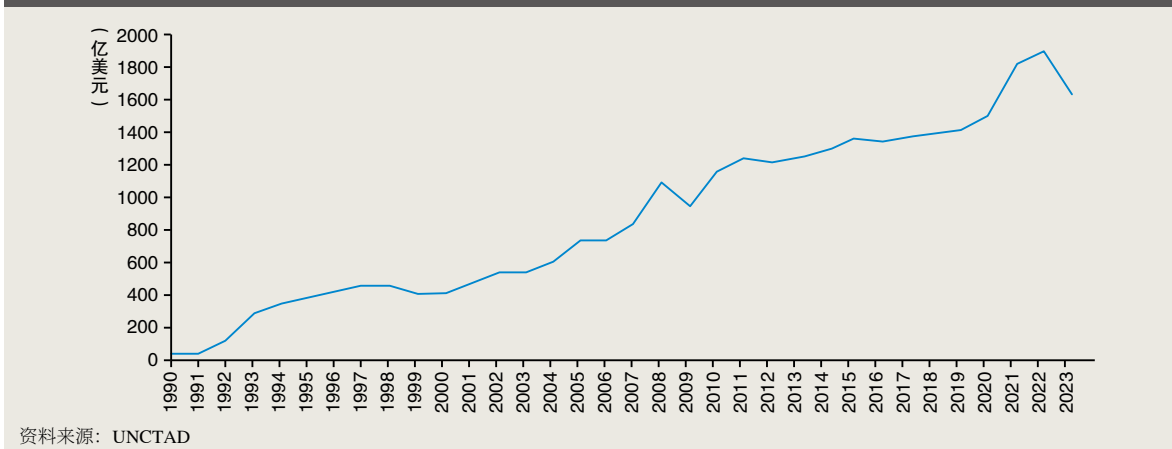


图8 我国的外资流入量情况



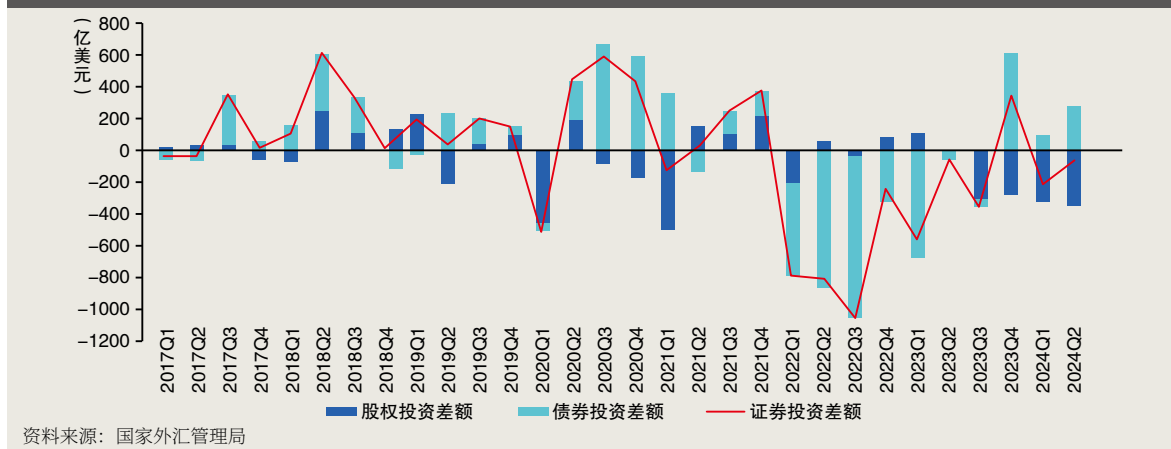
致了中国直接投资流入下降。2023 年中国关联企业债务为净流出 289 亿美元，2024 年前三季度数据为净流出 461 亿美元。具体来看，美国的高利息降低了外商对华投资的动力，因为我国提供给外资的超额回报率即外国直接投资回报率减去无风险利率大幅下降，短期资金更倾向于流向美国等发达国家市场。当中美间的利差缩小，资金回流我国动力将加大。另外，美国的高利息使得我国的海外融资的成本上升、规模减少，这减少了返程投资的数量。总体来看，2023 年后我国“关联企业债务”流出更多是由短期因素驱动。

另外需要说明，国际投资头寸表中的外资对华直接投资存量的变动，除了体现由于交易导致的数据变化，还体现因为资产价格和汇率变动导致的估值效应，因此不适合直接用来描述对华直接投资流入量的变化。

理解直接投资流入下降的第二个角度，从国际经验看，直接投资流入有较大波动是常见的现象。图 7、图 8 给出了 1990—2023 年直接投资流入数据，分别区分了欧盟、美国和中国的情况。在近四十余年的时间中，欧盟和美国的直接投资流入波动频繁，出现了三次从高点回调，时间分别是 2000—2003 年、2007—2009 年和 2017 至今，且一年内同比降幅超过 35% 的情况时有发生。相比之下，1990—2023 年我国的直接投资流入量稳定增长。虽然 2009 年和 2017 年我国直接投资的流入同比下降，但直接投资流入整体是增长向上的趋势。

2023 年后我国的直接投资流入下降，也受到全球直接投资形势的影响。2017 年以来全球直接投资陷入停滞，停滞时间较长延续至今。联合国贸发会议估计，2024 年上半年全球直接投资流入的初步数据同比增长 1%（不包含投资中转经济体的数据）。

图9 证券投资流量月度值



由于融资成本高，部分国家通胀压力大，新的项目融资数量明显下降，贸发会议估计2025年全球直接投资形势仍然严峻。在这样的背景下，2022年及之前我国的直接投资流入持续位于高位，应属于超常发挥。

理解直接投资流入下降的第三个角度，此次直接投资流入的下降是多方面因素叠加的结果，包括政治因素、税收和统计因素等。政治上，中美贸易摩擦、地缘政治冲突增加了外企的不确定性，例如特朗普拟对华出口征收高关税，部分外企被迫在中国之外重新布局以维持订单和销售。统计上，跨国企业的公司间债务数量的波动通常是税收规划的结果。最常见的情况是，企业为了减少应税收入，改变公司注册地和母公司，以及出于其他原因选择在不同国家重新注册，企业的这些行为会影响一国外资流入的数量。一个例子是，2018年美国外资流入大幅下降，当年外资流入量为2684亿美元，而2015和2016年的外资数量都超过了4800亿美元。有研究认为，博通（Broadcom Corporation）这一家企业的重组交易导致2018年美国外资流入下降了近1000亿美元。

（三）证券投资流入：状况趋好，但短期资本仍为净流出

2024年上半年我国证券投资流入的状况趋好，证券投资净流出的幅度收窄（见图9）。2022年、2023年和2024年前三季度中国证券投资净流出分别为2891亿美元、632亿美元、396亿美元，净流

出的幅度收窄。证券投资包括“债券投资”和“股权投资”两部分，债券投资净流入趋好是证券投资净流出收窄的主要原因：2023年外资对华债券投资为净流入66亿美元，改变了2022年对华债券投资净流出1474亿美元的情况；2024年上半年对华债券投资净流入继续扩大到721亿美元。除了债券投资，2000—2023年外资对华年度股权投资也持续为净流入。对华股权和债券净流入说明了外资对人民币资产的兴趣增加。

虽然2024年前三季度我国证券投资净流出收窄，但仍为净流出。加上同期其他投资净流出934亿美元，前三季度我国短期资本净流出数量为1364亿美元。更重要的是，短期资本和直接投资同时出现了净流出，2024年前三季度直接投资净流出1563亿美元，短期资本和直接投资净流出数量接近3000亿美元，我国资本流出的压力较大。考虑到我国增长面对的外部风险加大，包括部分发达国家货币政策有不确定性，美国债市和股市可能波动，且不排除发生地缘政治冲突可能性，有必要进一步优化跨境资本管理。

三、思考与建议

综上所述，影响外资流入的因素既包括外部环境也包括内部条件，有政治考量也有经济动力，有宏观政策也有微观选择，这些影响因素还随着时间的推移而发生变化。体现在外资流入的分析数据上，外商对华直接投资放缓，直接投资净流出幅度扩大，

是目前外资流入中的重要挑战。虽然外商对华证券投资状况有所改善，但我国的短期资本净流出仍在扩大。为了稳外资，我国应多管齐下，通过综合施策和精准施策，增强对长期资本的吸引力，同时关注影响短期资本流动的因素。

第一，增强我国对长期资本的吸引力。对长期直接投资的吸引力来自于中国经济的基本面，又可以分为现有的基础与未来的预期两部分。外企看重的现有基础包括稳定的劳动力市场、高质量的教育、优秀的软硬件基础设施、稳健的经济和汇率等。未来的预期则包括经济增长的空间、现有“软硬件”改善的可能性、政策的稳定性等。

第二，改善营商环境提升外资信心。首先我国采取了一揽子政策来促进经济增长和资本市场复苏，有助于提升外资对我国的信心。具体而言，这包括加快国债发行速度、增加国债发行规模等财政扩张政策，综合运用货币政策工具，采取稳定房地产市场的措施，加大基础设施投资力度等。另外，我国也通过了一系列相关法律以提高确定性，稳定外资预期并增强外资信心。这包括通过《外商投资法》、缩减外资准入负面清单，实现制造业外资准入限制“清零”，扩展鼓励外商投资产业目录，积极对接国际经贸规则等措施。

第三，助力外资实现良好的风险调整后回报。目前外商在华投资收益率从“高”转向“中高”，与我国投资环境更确定有一定的相关性。对大量资金持有者来说，为了获得预期收益，会将绝大部分资金配置在低风险同时有稳定的中低回报的资产上。随着我国经济日益成熟，投资我国的外企看重的是市场化、法治化、国际化的营商环境，和略高于平均水平的收益率，当更多这种类型的外企决定投资中国，外资流入还能在较长时间内维持稳定。

第四，优化对短期资本流入和流出的管理。优化短期资本监管包括对流入和流出的管理。一方面，加强对短期资本流入的监测和管理。短期资金数量大，对资本接受国的冲击影响大。短期资本流动的监管应该随着接受国国内宏观经济的变化、风险的波动而进行调整，资本接受国通过逆周期的管理来降低国际资本流动的负外部性。另一方面，提升对国内经济的信心是改善净流出的核心。此轮短期资

本净流出是由证券投资和其他投资导致，有国内外多方面的原因。应避免资本大规模外流的情况，有必要通过刺激措施进一步提振国内经济主体信心。

第五，完善资本流动配套改革。我国还需完善人民币利率与汇率形成机制改革，保持适度的资本流动管制，避免出现外部不利冲击导致国内系统性风险上升的情况。面对特定的负面冲击时，可以调整资本流动管制措施，增强资本项目开放的弹性。关注外资流动中隐含的国家安全风险，并为不同类型的风险给出应对措施。

第六，关注“预期”对短期资本流动的影响。在短期资本流动的过程中，容易出现“预言自我实现”的情况，市场风向也会影响短期资金的流动，羊群效应会放大资金流动的规模。有必要对我国经济情况进行说明，对我国政策展开介绍，帮助推广我国营商环境，第三方机构如智库、行业协会、商会、媒体可积极提供这些内容和信息，发挥加强对外沟通的作用，减少外资的误解。

参考文献：

[1] 管涛、刘立品·揭秘“消失”的万亿美元顺差[J]. 国际金融, 2023 (4) : 3-9

[2] 管涛·解码来华直接投资净额波动[EB/OL].<https://www.yicai.com/news/102003019.html>

[3] 江小涓、孟丽君、魏必·以高水平分工和制度型开放提升跨境资源配置效率[J]. 经济研究, 2023 (58) : 15-31

[4] 潘圆圆·从欧洲看中国对发达经济体投资的优势[J]. 清华金融评论, 2024 (5) : 110-112

[5] 余永定·国际货币体系碎片化和全球贸易保护主义[J]. 国际金融, 2024 (12) : 6-9

[6] 张明·中国海外资产配置: 特征事实、问题挑战与应对策略[J]. 国际金融, 2023 (7) : 48-56

[7] Douglas Holtz-Eakin. Why Does U.S. Investment Abroad Earn Higher Returns Than Foreign Investment in the United States? Nov 30, 2005, Congressional Budget Office

[8] Gourinchas, Pierre-Olivier and Helene Rey. From World Banker to World Venture Capitalist: The U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege[C]. in R. Clarida, ed. G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, Chicago, University of Chicago Press, 11-55

(责任编辑: 冯天真)