



►疫情爆發後，來華股權投資淨流入總體仍高於疫情前四年的水平，近兩年的回落或是一種均值回歸。

無論從商務部還是國際收支口徑看，2023年，中國利用外商直接投資（FDI）減少是客觀現實，但也要警惕在預期偏弱的背景下，對一些相關負面信息過度解讀甚至誤讀，遏制預期自我強化、自我實現的惡性循環。

外商在華投資高於疫前

集思廣益 管濤

中銀證券
全球首席經濟學家

國家外匯管理局發布的最新數據顯示，2023年中國外來直接投資淨流入330億美元，同比下降81.7%，淨流入規模降至1994年以來最低。數據發布後，「外資撤資」話題再度被市場熱議。過去幾天，筆者也反覆被問及此事。儘管此前已陸續對此做了一些評論，但為了給朋友們一個全面的交代，擬再次系統地就此事談幾點個人看法。

國際收支口徑的外來直接投資包括兩個組成部分：股權投資（包括新增股本投資和利潤再投資）和關聯企業債務（即外商投資企業外方股東貸款）。2023年，來華直接投資項下的外來股權投資淨流入621億美元，繼2022年萎縮47%後再降61%，年度淨流入規模降至2005年以來新低；關聯企業債務由上年淨流入205億轉為淨流出291億美元，為1982年有數據以來首次年度淨流出。正是因為這兩個巨大變化，才導致全年來華直接投資淨流入規模創近三十年新低。

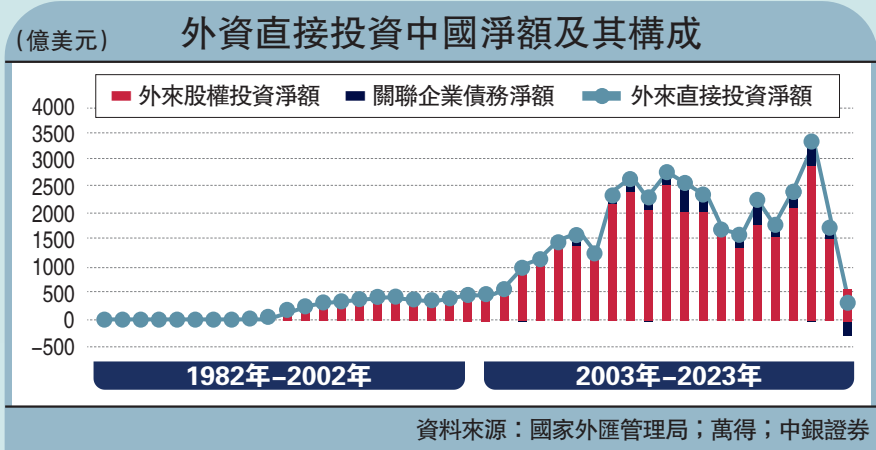
對於來華直接投資淨額的大幅波動，我們應該站在歷史角度看待。2020和2021年，來華直接投資流入的逆勢超常增長可以看作是前期外商投資項目儲備的透支。2022和2023年，來華直接投資增長放緩甚至負增長，則部分反映了三年疫情期間，跨境人員往來受阻，外商來華投資盡職調查不便，相關項目儲備不足形成的拖累。即便如此，2020至2023年，可比的商務部口徑來華直接投資平均為1672億美元，較疫情前四年（2016至2019年）均值高出26.2%；國際收支口徑的來華直接投資淨流入平均為2026億美元，高出6.2%。

中國現行利用外商直接投資統計有商務部和國際收支兩套口徑。聯合國貿發會負責全球外國直接投資的統計和數據發布，據了解採取了兩套標準。如對中國、美國和印度，聯合國貿發會發布的數據不同於其國際收支口徑的數據，而對歐盟、越南和韓國，則二者完全相同。造成今天這種局面，或與歷史淵源有關。如由於歷史的原因，中國一直是由商務部門歸口統一向國際機構報送跨境直接投資數據。

利潤匯出未見異常增長

從商務部門的角度看，商務部口徑與國際收支口徑的來華直接投資差別主要在於，前者不含外方股東貸款（即關聯企業債務）和外方撤資，以及金融部門利用外商直接投資和外商投資企業外方股東利潤再投資數據不完整。所以，商務部口徑的數據更接近於國際收支口徑的外來股權投資淨額，主要差別在於撤資和利潤再投資。

兩套口徑各有優劣，服務於不同



的統計目的。國際收支口徑數據較商務部口徑更加全面，有助於更好把握與跨境直接投資有關的資本流動對國際收支平衡和宏觀經濟的影響。但是，國際收支口徑的部分數據是基於估算而非逐筆採集獲得，在做國別／地區和行業分析時，就不如商務部口徑的數據方便了。

2023年，國際收支口徑來華直接投資淨流入較上年減少1472億美元，是關聯企業債務和外來股權投資淨流入同比雙降所致。其中，關聯企業債務由上年淨流入轉為淨流出，減少496億美元，貢獻了34%；外來股權投資淨流入較上年減少975億美元，貢獻了66%，是來華直接投資淨流入銳減的主要貢獻項。

關聯企業債務受全球金融條件的影響且波動性較大，其減少不宜簡單視為外方撤資。至於外來股權投資驟減是不是外方大規模撤資和利潤匯出，還要進一步分析。需要指出的是，關於前述兩套統計口徑的差異，國際收支統計部門或有細項數據可以說明二者之間的數據缺口，這有助於相關方面了解具體情形。外人缺乏公開信息，各種猜測只能是盲人摸象。

不同於國際收支統計的權責發生制，若外方發生撤資或利潤匯出行為，會產生現金流，相關信息會被基於現金收付制的銀行代客涉外收付統計捕捉到。其中，撤資應屬於資本和金融項下的「直接投資」支出，利潤匯出屬於經常項下的「初次收入和二次收入」支出。用銀行代客涉外收付數據，可以推測外方撤資和利潤匯出的蛛絲馬跡。

數據回落實屬均值回歸

據外匯局統計，2023年，銀行代客「直接投資」支出增長15%，增速較上年提高5.5個百分點，但是2022和2023年兩年複合平均增長12%，較2020和2021年均速低了16.7個百分點。而且，銀行代客「直接投資」支出還包含了對外直接投資的資本金匯出。同期，商務部口徑的對外直接投資增長11%，國際收支口徑的對外直接投資淨流出增長24%，其中對外股權投資淨流出增長35%。2023年，銀行代客「初次收入和二次收入」支出增長10%，增速較上年提高1.1個百分點，但是2022和2023年兩年複合平均增長10%，較2020和2021年均速低了3.2個百分點。由此可見，即便近兩年有外方撤資和利潤匯出，卻並未出現異常增長。

優化平衡形成合力 釋放強勁動能

實話世經 程實

工銀國際首席經濟學家
董事總經理

「物勝權而衡殆，形過鏡則照窮。」去年12月11日至12日，中央經濟工作會議在北京舉行。本次會議對於當前的全球經濟形勢與中國經濟發展進行了深刻剖析，為未來經濟工作勾勒出了清晰圖景，並為推進中國式現代化提供了行動指南。在全球經濟風高浪急之中，中國經濟正邁着堅實的步伐走向未來，以優化平衡形成合力，不斷釋放強勁的發展動能，高聲唱響中國經濟光明論。

一是優化質升與量增的平衡。中央經濟工作會議明確提出，「把堅持高品質發展作為新時代的硬道理」，不僅是對中國經濟發展方向的明確指引，也是對國際經濟發展趨勢的深刻洞察。優化品質提升與數量增長的平衡，反映了從「追求速度和規模」向「追求效率和品質」的轉變，這也是基於對國內外經濟發展規律的深刻理解和前瞻判斷。

具體而言，優化質升與量增的平衡意味着更多關注於結構優化、創新驅動和可持續發展。首先，產業結構調整需要提高中高端產業的比重，提升整體經濟的技術含量和附加值。其次，科技創新是驅動經濟發展的核心動力。創新驅動發展戰略的實施，將有助於突破核心技術的瓶頸，提升國家競爭力。最後，綠色發展理念的深入人心，不僅是對可持續發展的追求，也是對全球生態責任的承擔。

二是優化先立與後破的平衡。「先立後破」強調了宏觀經濟內生辯證關係矛盾統一的本質，不僅是對中國特色社會主義經濟發展的一種實踐，也是對歷史經驗的一種總結。同時，「先立後破」也體現了一種動態的平衡觀念。它強調在改革的過程中，既要有推陳出新的勇氣，也要有保持社會穩定和經濟持續健康發展的智慧。只有更高效地處理好它們之間相生共隨、互為表裏的關係，才能實現高品質發展的共同目標。「先立後破」強調了順序、強調了重點，在打破舊的思維範式、突破舊的發展瓶頸、破除落後生產方式之前，要充分考慮、審慎評估「破」的短期成本和經濟代價，要通過先「立」來有效緩解陣痛、抵補可能的成本。

庫存高企 一手貨尾料割價

樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

龍年來臨，祝願大家龍年行運一條龍，股樓投資均可以虎躍龍門，事事順景。在此再次代表世紀21Q動力祝願大家萬事勝意，財富源源不斷，人人安居置業。

隨着疫後經濟逐步回穩，特別是旅遊業、農曆新年訪港旅客已幾乎達到疫情前水平，零售消費市道回升，本港經濟亦可望逐步好轉，期望龍年樓市「運轉乾坤」，走出逆境。

兔年的香港經濟復甦未如預期，股市持續低迷，樓市亦未能一如所願「兔」氣揚眉。繼虎年樓價回落后，兔年樓市更加不景氣，樓價連跌八個月。踏入龍年，自然無人希望樓價會連跌三年，始終樓市興旺對整體經濟亦有提振作用。

目前樓價已跌至近七年的新低，換言之近七年入市買家，手頭上物業已經見紅，如果今年股市、樓市繼續減值，相信大家消費心態會變得審慎，整體經濟復甦自然受拖累。

隨着一手貨尾量急升，發展商積極賣樓套現，新盤減價浪接浪，「今月減一成、下月割兩成」。奈何即使發展商相繼「割價求售」，但銷情亦未見回

三是優化硬實力與軟實力的平衡。在全球化時代，國家的綜合競爭力依賴於硬實力和軟實力的協調發展。硬實力的增強以全要素生產率的提升為內核，而軟實力的增加則是以制度支持為關鍵，培育硬實力與提升軟實力缺一不可。這樣的雙軌平衡、雙管齊下，才能實現更加持續、全面的經濟發展。培育硬實力要以科技創新為引領，催生新產業、新模式、新動能，從而發展新質生產力，打造戰略新興產業、開闢新賽道，並助力傳統產業轉型升級。

四是優化消費與投資的平衡。消費和投資是驅動經濟增長的主要引擎，它們之間的平衡關係直接影響到經濟的穩定性和持續增長的潛力，不僅需要政策制定者精確把握宏觀經濟調控的力度和方向，還需要市場參與者靈活應對經濟環境的變化。在此過程中，發揮消費的基礎作用與投資的關鍵作用，促進消費和投資之間形成良性迴圈，以內迴圈合力有效對沖潛在的外需收縮壓力。從歷史的視角來看，過去中國經濟的高速發展很大程度上得益於投資的快速增長，但隨着經濟的不斷發展和市場的日益成熟，消費的作用逐漸增強，消費和投資之間的協調關係也愈發重要。

加強宏觀政策協調性

五是優化財政與貨幣的平衡。今年的政策基調更加注重宏觀政策之間的協調性、一致性，着力提升宏觀政策支持高品質發展的效果，發揮穩定市場預期、提振主體信心的積極作用。在經濟學理中，財政和貨幣政策的平衡是維護經濟穩定和防範金融風險的關鍵，兩者相互作用，共同影響經濟健康。只有通過系統性的政策搭配，才能有效地應對多重經濟挑戰，實現經濟金融增長穩定。

六是優化宏觀與微觀的平衡。在當前形勢下，宏觀發展與微觀感受存在溫差。優化宏觀與微觀的平衡，既要深入理解微觀經濟主體的行為和需求，又要為微觀主體提供必要的支援和引導。經濟學歷史上，各學派間也一直存在探索宏觀和微觀之間的最佳平衡。凱恩斯主義強調宏觀政策在經濟調節中的重要性，而新古典經濟學則強調市場機制和微觀經濟主體的效率。唯有把握和處理好宏觀資料與微觀感受，才能將宏觀發展滲透到微觀主體，實現社會發展的帕累托改善。



◀展望龍年，相信新盤焦點會重返九龍區及香港區。