



MILKEN
INSTITUTE

中国的全球投资战略

PERRY WONG, JAKOB WILHELMUS,
MICHAEL JARAND AND JOSIE LUI

米尔肯研究院简介

米尔肯研究院是一家无党派的非营利性经济智库机构。

在过去30年里，米尔肯研究院一直在促进人力、财力和教育资源，在为全球性问题提供实用、可推广解决方案方面起到催化作用。我们坚信，如果资源匮乏，再好的想法也无法付诸现实，因此我们开展研究和分析，并召集来自不同背景的顶级专家、投资者，创新人才和有影响力人士各抒己见。我们利用这类专业知识和独到见解构建项目和政策方案。

这些活动旨在帮助人们过上有意义的生活，使人们享有健康和福祉，争取有效教育以及更高的和更好的就业机会，以及获取资源为自己及其所在的广大社区争取更多机会。

©2020 米尔肯研究院

本研究报告根据Creative Commons

AttributionNonCommercialNoDerivs 3.0 Unported License许可（可在creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/查阅）的条款提供。



目录

1	引言
3	资本流动的重要性
3	中国的“走出去”战略
4	区域投资趋势
7	外部因素：全球节流与阻力
7	全球外国直接投资面临的不确定因素
9	投资审查趋严和中美贸易摩擦
13	内部因素：中国的再平衡与改革
13	中国经济再平衡
16	中国政府近期的外国直接投资政策：更有力 的外国直接投资指导
19	外国直接投资经验有限
20	“非理性”以及欺诈性投资交易
22	总结
24	参考文献
26	作者简介





引言

中国迈向经济大国之路始于40年前，期间虽偶尔调整发展步伐，但从此经济发展不再倒退。在2010年，中国成为世界第二大经济体，而且目前正在赶超美国，预计于2030年成为世界第一大经济体¹。随着经济增长，中国的行为和政策决定对全球经济具有深远的影响，相应地，外来因素也同时会影响中国国内的政治和经济环境²。中国充当全球资本流动源头这个新角色，这虽给企业提供了巨大的机遇，但却同时给国内外环境带来了不稳定因素。

有关中国的经济成就以及中国如何以惊人的速度从主要资本输入国转变为全球性资本输出大国的文献不胜枚举³。然而，与中国在许多国家（尤其是美国）的投资增长的迅猛之势一样的是，其投资骤减之速也让人猝不及防。因此，这再次引发市场及观察者关于中等收入陷阱、中国实行计划经济以及投资主导型经济增长等问题的讨论。

近年来，中美贸易摩擦和“一带一路”倡议、亚洲基础设施投资银行等备受公众瞩目的投资项目令中国对外投资成为焦点⁴。此外，中国的民营企业一直在不断创造巨额财富。纵观全球，五分之一以上的亿万富翁是中国人，而且不少作为其财富基石的私人企业已颇具国际规模⁵。

- 1 《国际货币基金组织国别报告第19/266号》（国际货币基金组织，2019年8月9日）<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/08/08/Peoples-Republic-of-China-2019-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-Staff-48576>。
- 2 其庞大的贸易顺差和海外投资皆引起与贸易伙伴的政治问题，导致世界经济不稳并波及中国自身经济。
- 3 “跨境资本流动、波动和增长”(Cross-Border Capital Flows, Fluctuations and Growth), 《NBER Reporter 2012年第4期：研究综述》（美国国家经济研究局，2019年11月14日），<https://www.nber.org/reporter/2012number4/Kalemli-Ozcan.html>。这是“卢卡斯悖论”（Lucas paradox）之精髓，即基于投资回报率差异，一般认为资本会从资本充裕的国家和地区流向资本短缺的国家和地区，但是我们发现，成长迅速的发展中国家（例如中国）投资于更富裕但却发展较慢的国家（例如美国）。
- 4 “跨境资本流动、波动和增长”(Cross-Border Capital Flows, Fluctuations and Growth), 《NBER Reporter 2012年第4期：研究综述》（美国国家经济研究局，2019年11月14日），<https://www.nber.org/reporter/2012number4/Kalemli-Ozcan.html>。这是“卢卡斯悖论”（Lucas paradox）之精髓，即基于投资回报率差异，一般认为资本会从资本充裕的国家和地区流向资本短缺的国家和地区，但是我们发现，成长迅速的发展中国家（例如中国）投资于更富裕但却发展较慢的国家（例如美国）。
- 5 Chris Flood, “中国迎来亿万富翁的爆炸式增长”(China Sees Explosive Growth of Billionaires)（《金融时报》, 2018年10月26日）<https://www.ft.com/content/32e24663-a160-32ce-b748-1d005804f073>。



就中国的情况而言，我们有必要将民营企业主导型投资与政府、国运的运作区分开来。因为促成投资决策的经济因素对后者来说激励作用或许不大。本文的重点是外国直接投资，其中包括利用在另一经济体中注册成立的企业进行投资，以获得持久利益⁶。一般而言，当一家企业建立海外业务（绿地投资）或获得海外资产（合并与收购）时，会吸引外国直接投资。

本报告旨在扼要概述中国资金和投资上流出流入的近期趋势，并提供有关这些趋势背后的相关（主要是国内）问题的深入见解。观察人士往往会忽略的一点是，中国的对外开放是有计划的，而且明确倾向于在经济转型过快或者过慢时调整改革步伐。目前，中国政府决定暂时转换策略，采用较有利经济增长，和更加务实的方法。随着围绕在贸易保护主义和贸易摩擦上不确定性的增加，审慎的做法是，谨记中国政府“摸着石头过河”的做法⁷。

最后，了解中国过去的改革及其当前做法，可为未来的改革提供富有洞察力的见解，从而将为中国乃至全世界的发展指明方向。本报告由以下内容构成：

- 有关中国投资战略和数据趋势的分析
- 外部环境以及世界各地对中国投资的反应
- 中国投资改革的政策和动机
- 总结与结束语

6 Maitena Duce, 《外国直接投资的定义：方法说明》（Definitions of Foreign Direct Investment (FDI): A Methodological Note）（国际清算银行，2003年7月31日）<https://www.bis.org/publ/cgfs22bde3.pdf>。“持久利益”是指直接投资者与直接投资企业之间存在的长期关系，以及对后者的管理的重大影响，这有别于股权投资，股权投资往往是“被动的”，而且不施加任何影响力或控制力。定义来源：国际清算银行。

7 邓小平的名言。



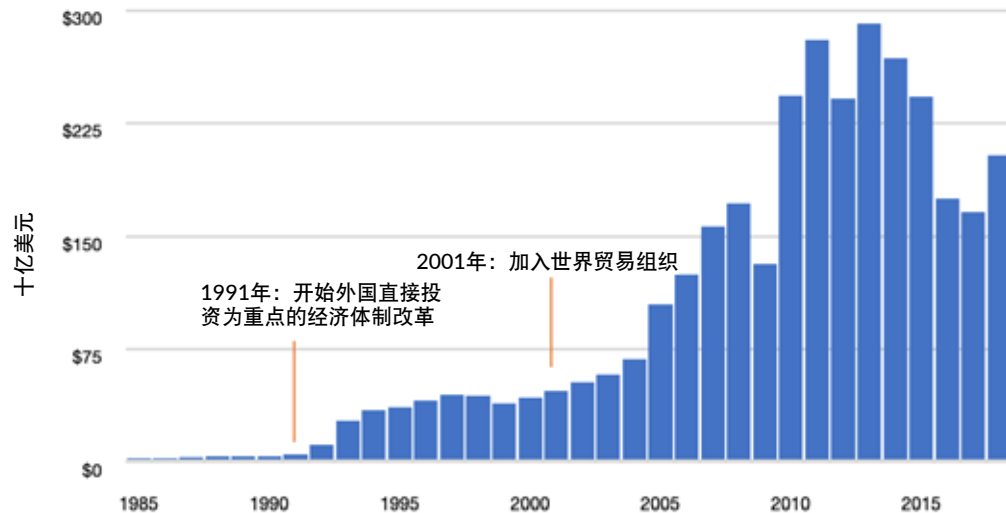
资本流动的重要性

中国的“走出去”战略

外国直接投资一直是中国在全球经济中崛起的主要动力。虽然中国早在1979年就已经实施对外开放政策，包括设立四个经济特区，但直到1992年才开始鼓励除沿海地区以外的省市吸引外国直接投资。而1998年开始实施的西部大开发战略和2001年中国加入世界贸易组织的机会使中国的对外开放程度达到高峰⁸。

这些变化对外国投资产生直接影响，1991年至1993年流入中国的外资总额每年翻一番，达到330亿美元，这一水平一直保持到2001年，当年外国直接投资再次实现两位数增长，2007年流入外资总额超过1500亿美元。中国改革方式的关键之一就是，在逐步开放的同时，仍保持控制。针对外资流入和后来的对外投资来说，这种控制归结在所颁布的投资方向指导中，即将其分为“鼓励”、“允许”、“限制”和“禁止”四类。

图1：年度外国直接投资流入情况



资料来源：世界银行

注：联合国贸易和发展会议、世界银行以及中国国家外汇管理局提供的外国直接投资数据有出入，但走势大致相似。

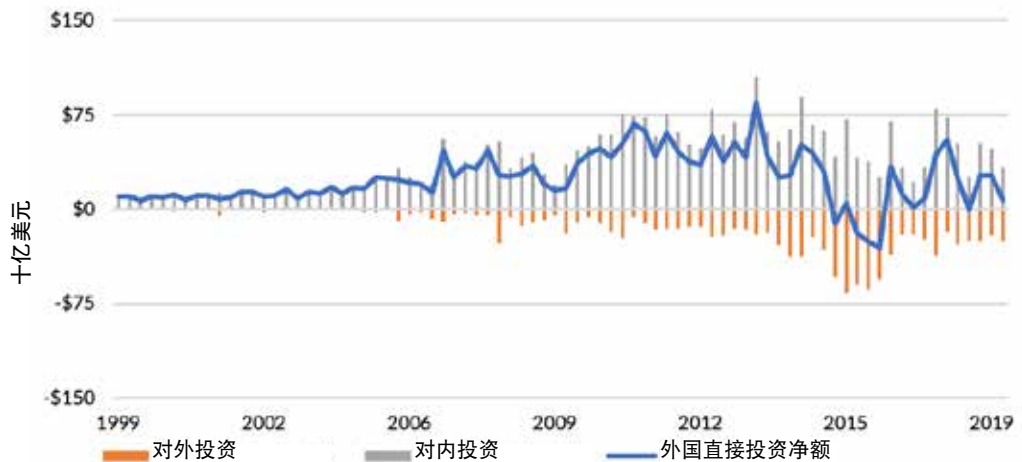
8 陈春来，“外国直接投资政策的自由化和外国直接投资对中国经济发展的影响”（The Liberalization of FDI Policies and the Impacts of FDI on China's Economic Development），《中国改革与发展40年》（China's 40 Years of Reform and Development）第29章（澳大利亚国立大学出版社，2018年），<http://press-files.anu.edu.au/downloads/press/n4267/pdf/ch29.pdf>。



全世界正密切关注中国企业在全球范围内日益频繁的投资活动。与资本流入自由化不同，资金的相对短缺以及对资本外逃的担忧曾一度限制中国的海外投资活动，直到2016年“走出去”战略写入“十五”计划纲要后才成为基本国策。

2005年中国的战略转变促成了一轮大规模海外投资。在2007年金融危机过后，由于中国继续实施“走出去”战略以及估值下降带来投资机会，海外投资呈指数级增长。然而，随着中国成为第二大对外投资国以及资本净输出国，对投资决策问题的担忧导致相关政策的重新评估。中国政府主要担心的是，中国企业积极收购美国酒店和房地产的举动始终缺乏慎重分析，可能导致国家在海外的形象造成负面影响。在2016年对外投资创下2160亿美元的纪录后，中国政府调整了政策，其态度渐趋谨慎。

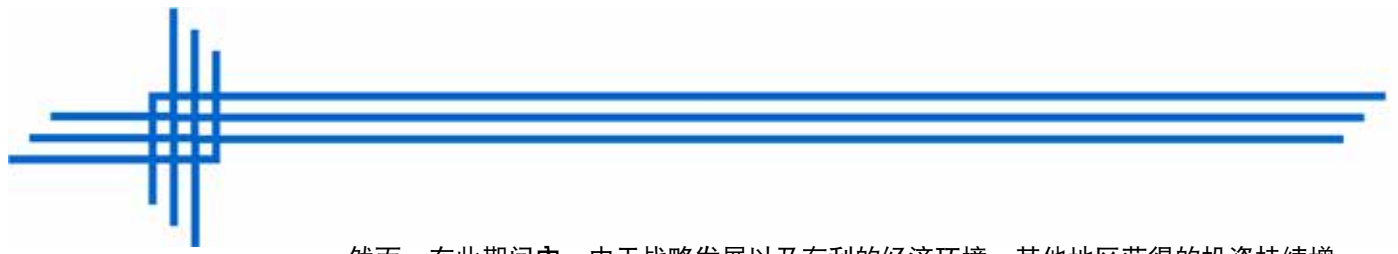
图2：季度外国直接投资情况



资料来源：汤森路透和中国国家外汇管理局

区域投资趋势

虽然政策调整导致中国对外投资从2016年的高位大幅回落，但是区域投资趋势显示，政策转变只针对特定交易，并没有实施整体限制。在2017年和2018年，三大主要投资（过度投资）地区——亚洲（尤其是香港）、北美和拉丁美洲——投资额均有所下降。其中，以美国投资下降的幅度最大，超过50%。这是因为新实行的对外直接投资制度有权利对疑似定价不合理的大额交易进行审查。

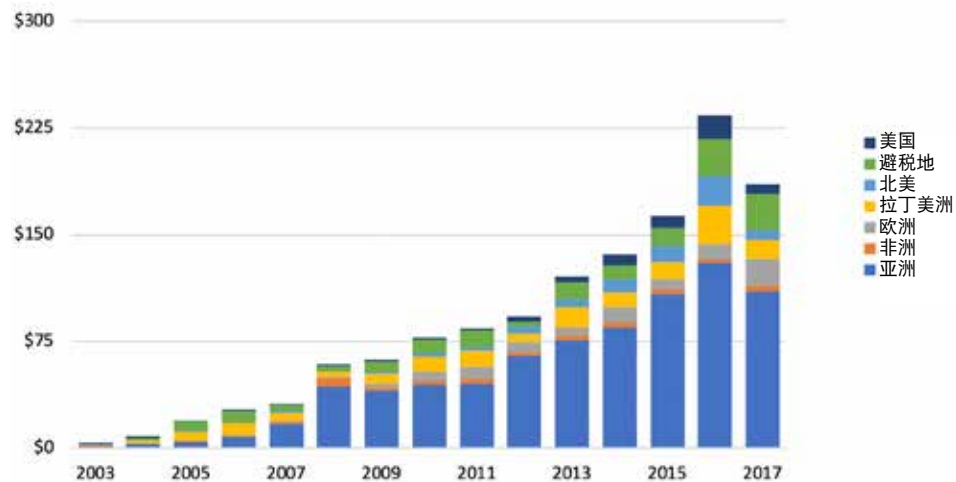


然而，在此期间内，由于战略发展以及有利的经济环境，其他地区获得的投资持续增长。中国对非洲和欧洲的投资几乎翻一番，分别从24亿美元和107亿美元增加到41亿美元和185亿美元。这是自大衰退以来，中国对欧洲投资首次大幅超过中国对拉丁美洲投资。这一趋势出现的主要原因是欧洲经济疲软，以及中国对利用投资来获取专业技术的关注⁹。

“一带一路”倡议下开展的投资也未间断，此倡议有着经济和政治的双重意义。当中国在亚洲地区的投资整体上大幅减少的同时，他们在68个“一带一路”相关国家的收购总额却相对的高了近10%¹⁰。这一上升趋势从另一方面反映出中国对其企业的海外投资的限制只针对特定的方面，而不是全面限制。

通常情况下，国际资本流动的最终目的地是几乎无法查证的。而这种情况在中国尤为明显。大规模的中国资金流入百慕大群岛、开曼群岛以及英属维尔京群岛（在图3中标示为避税地），约占中国对外投资额的15%，而且是这几个国家或地区各自GDP的数倍之多。这与流经香港的资本类似的是，大多数资本通过投资工具进行配置。不过，部分资本将以“返程投资”的方式返回中国内地，在这种情况下资本流经其他国家，从而获得优惠待遇（这些国家通过税收减免及其他优惠鼓励外国投资）。这样一来返回中国时变成“外国”直接投资¹¹。

图3：各区域的年度外国直接投资情况



资料来源：汤森路透和中国国家外汇管理局

9 例如2017年美的集团收购机器人制造公司库卡。

10 《中国对“一带一路”沿线国家投资快速增长》(China's Investments in Countries Along its 'Belt and Road' Project Are Soaring) (汤森路透, 2017年8月15日), <https://fortune.com/2017/08/15/china-one-belt-one-road-obor-investments/>。

11 肖耿,《中国对外直接投资中的返程投资: 规模、成因及影响》(People's Republic of China's Round-Tripping FDI: Scale, Causes and Implications), 亚洲开发银行讨论文件第7号(亚洲开发银行, 2004年)。



但是在国内外经济发展因数的影响下，中国的外国投资流出量和流入量均有下滑。在中国国内，中国政府担心突发性的资本突然外流，企业扩张在财务方面缺乏谨慎态度，以及存在高杠杆以及存在高杠杆海外投资等等可能给国内金融系统带来风险。国际方面遇到的困难是，越来越多人认为中国正通过经济实力扩大其政治影响力，并企图利用有“计划性”的手段在经济增长方面超越其他国家。这种观点导致在关键海域控制权（例如中国南海）以及全球贸易逆差（尤其是美国的贸易逆差）问题上引发争议¹²。

总体上看，虽然近期政府的指导政策抑制了对外投资，但整体上来说“走出去”的战略并未改变。中国企业将继续扩张，因为这不仅能促进国家经济发展，还能通过经济实力形成对所投资的国家政治影响力。然而，决策失误和庞大的债务问题可能带来沉重的财务压力，令中国国内所面临的过度投资与对外贸易顺差之间的不平衡问题雪上加霜。

12 参见Wilhelmus等（2016）。



外部因素：全球节流与阻力

中国在全球投资中担当怎样的角色，并不完全是自身行为和政策的结果。全球性因素也扮演着至关重要的角色。

全球外国直接投资面临的不确定因素

中国的双轨制

在过去40年里，中国采用了邓小平形容为“摸着石头过河”的双轨制改革发展，一方面保护国有企业（计划经济），一方面促进中小型企业快速发展（市场经济）。中国经济学家黄益平和王勋认为，回顾过去，中国经历过三项双轨制改革。第一项是国有企业与非国有企业之间的改革。其特征是推行责任制等多项改革措施，以提高国企生产力。随着国企经营状况不断恶化，开始进行第二项双轨制改革。这是产品和生产要素市场之间的改革，其特征是政府干预生产要素市场，从而为经营状况恶化的国企提供支持。其措施包括针对市场进行打压和扭曲的干预手段，引起了正规金融部门与非正规金融部门之间的第三项双轨制改革。由于国企享受正规金融部门所提供的优惠待遇，多数中小型企业的资金融通只能求助于非正规金融部门，非正规金融部门虽然对中国经济作出巨大贡献，但通常不受监管且状况不稳定¹³。

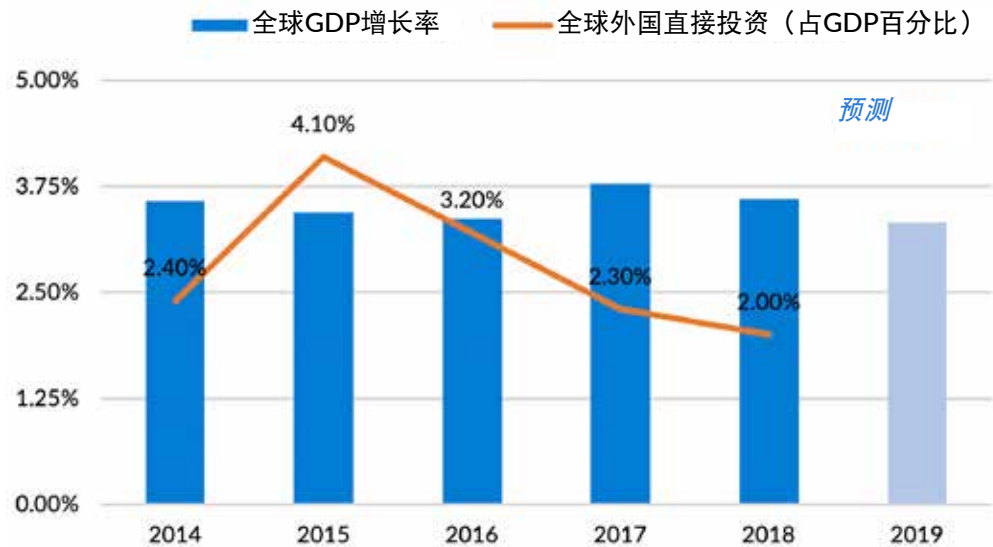
全球经济增长势头强劲的时期内，跨境投资资金流动会加速，而在经济增长放缓以及全球经济充斥着不确定性的时期内，资金流动会减速，不过，最近的情况并非全然如此。全球经济自2012年以来一直在温和的增长中，但贸易和跨境投资在GDP中的比重下降，引起了人们对全球化放缓的担忧¹⁴。

13 Ross Garnaut (编), Ligang Song (编) 和 Cai Fang (编), 《中国改革与发展40年：1978-2018》(China's 40 Years of Reform and Development: 1978-2018), 中国经济前沿丛书 (澳大利亚国立大学出版社, 2018年)。

14 Jaime Malet, 《国际贸易放缓。对全球化意味着什么?》(International Trade is Slowing. What Does this Mean for Globalization?) (世界经济论坛, 2017年11月17日), <https://www.weforum.org/agenda/2017/11/international-trade-is-slowing-what-does-this-mean-for-globalization/>。



图4：全球经济增长与外国直接投资趋势



资料来源：《世界经济展望》数据库，贸发会议《世界投资报告》

过去两年，全球经济增长率从3.8%下降至3.2%。这样看来，全球外国直接投资增长率似乎不大可能在短期内上升。

据联合国贸易和发展会议（UNCTAD，简称“贸发会议”）数据显示，2018年全球外国直接投资下滑13%；美国跨国企业借2017年推行的税制改革之机将海外盈利汇回国内，是导致外国直接投资减少的主要原因。其他因素包括全球经济增长高于预期，英国脱欧、美国总统特朗普宣布多项贸易政策变化等事件引起的政治不确定性。美国政策变化包括退出跨太平洋伙伴关系协定以及针对北美自由贸易协定和美韩自由贸易协定进行重新谈判。这些变动将要给公司的选址决策带来巨大的不确定性。

这种不稳定因素能被区分为几个数据强劲类别：例如，贸发会议报告显示，2018年绿地投资项目数量比2017年的低迷水平提高了41%。而另一个数据库fDi Markets显示，在2017年已确认绿地投资项目数量减少后，2018年上升7%，新增资本投资增长42%，规模达到9173亿美元。这显示对跨境投资来说，2017年是个充满不确定性因素的年份。

15 国际货币基金组织《世界经济展望》（2019年7月）预测，国际货币基金组织，2019年。

16 《世界投资报告2019》（联合国贸易和发展会议，2019年），https://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=2460&fbclid=IwAR1cDvNrfXOZ8um9oM0a6mipfelxWKdXpZZ1oYws9-C4RB_g1OEZwgk2gWk。

17 fDi Intelligence，“fDi报告2019：全球绿地投资趋势”（The fDi Report 2019: Global Greenfield Investment Trends），（《金融时报》，2019年），<http://report.fdiintelligence.com/>。

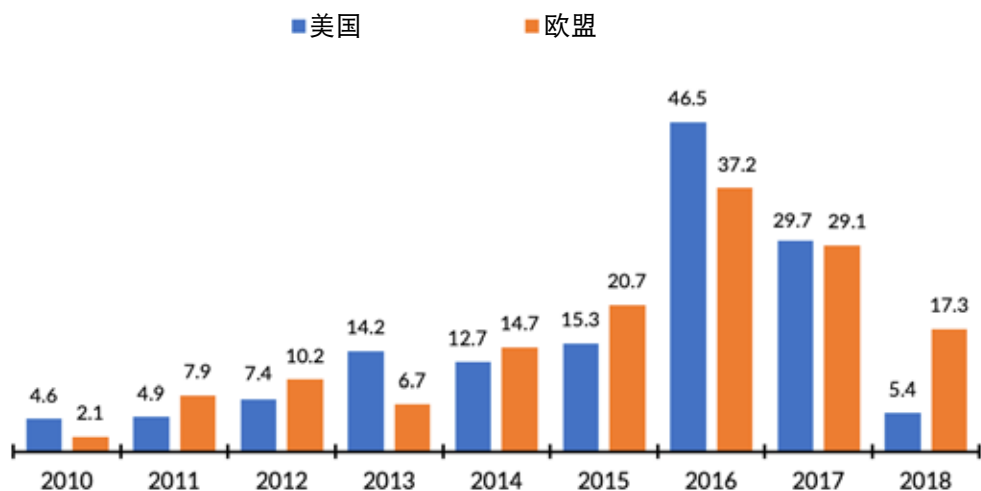


虽然近期跨境投资数量小有增加，但是相关增长趋势仍不容乐观。贸发会议报告显示，如果剔除税制改革、巨额交易和不稳定资金流动等一次性因素，过去10年外国直接投资平均年增长率仅为1%，与之对比，2000年至2007年期间的增长率为8%，2000年以前则高达20%以上。因此在全球经济增长和跨境投资增长疲软的情况下，中国的投资规模下降不足为奇。然而，中国也在许多方面显示出足以应对全球趋势的规模及活力。

投资审查趋严和中美贸易摩擦

除了全球宏观经济因素外，中国投资放缓的主要政策原因是国家安全审查趋严。虽然中国投资迅速增长，但在某些情况下，增长过快非但不是一件好事，还会引起恐慌和不安。

图5：中国在美国和欧盟进行的外国直接投资，十亿美元



资料来源：荣鼎咨询 (Rhodium Group)、China Investment Monitor

投资增长和收紧的模式在美国明显体现出来。中国投资——尤其是绿地外国直接投资——一度被人们寄予成为中美经贸关系重新取得平衡契机的厚望。2016年，米尔肯研究院发布了一份名为《中国带来的黄金机会：加州如何才能成为中国对外投资的主要目的地》(A Golden Opportunity with China: How California Can Become an Even Bigger Destination for Chinese Foreign Investment)，该报告反映了这种投资者情绪，并深入探讨了加强中国与加州关系的机会。



经过多年的中国对美国贸易顺差后，许多人将中国投资者和企业再投资美国视为深化经济关系的必然之举。许多州和地方政府开始吸引中国投资。截至2014年，美国已有29个州在中国设立州贸易和投资办事处或代表¹⁸。

如今，这样的乐观情绪已经大多消退。2016年似乎是中国在美投资的分水岭。自此以后，两国经济增长放缓，对中美之间政治经济的紧张局势带来了巨大的不确定性。与中美贸易摩擦导致的不确定性相伴相随的是政府对投资审查力度加大，投资审查力度更大。中美政府官员在中国经济乃至投资在多大程度上被自由市场所操控或者被国家主导的看法各持己见，这是贸易摩擦的根源。然而此事对错难辨。因为中国制度与西方不同，中国公司包括投资在内在很多方面能仍然存在相当的不透明度，所以详细情况需视个案而定，不能概括而论。因此，细节问题留待投资审查程序处理。

美国出于安全考虑对外国直接投资进行审查而设立的机制是美国外国投资委员会（CFIUS）。这是一个跨部门委员会，旨在审核被涵盖交易对国家安全的影响。美国外国投资委员会已存在数十年，在上世纪80年代因出于对日本在美投资的担忧，该委员会被赋予了否决交易的权力。过去几年，美国外国投资委员会在中美投资交易中也扮演了重要角色。

美国国会2018年通过的《外国投资风险评估现代化法案》（FIRRMA）的主要动机是应付中国投资日益增多带来的担忧。这项法案意义重大，因为它扩大了美国外国投资委员会的权力，使其能够审查此前不在其权力范围内的交易。例如，新审查制度涵盖“关键行业或关键技术领域的非被动投资”以及“外国政府持有大量直接或间接权益的交易”¹⁹，也包括数据隐私和安全方面的新规定。

虽然美国外国投资委员会审查制度甚少使用，但其存在已足以对中国在美国的投资产生降温作用，尤其是半导体、制药、机器人和自动驾驶/电动汽车等高科技行业，这些全部都是《中国制造2025》的一部分。美国贸易代表办公室已经作出决定，对这些行业的投资进行审核。即使是由民营企业主导的行业，只要属于中国政府计划范畴，都值得审核。即使交易成功的可能性仍存在，但接受美国外国投资委员会审查意味着交易延迟，法律费用和监管备案的成本更高，以及不确定性增加。美国外国投资委员会的职责范围扩大是个新问题，投资者仍在学习如何适应。据《华盛顿邮报》报道，2005年至2007年期间，向该机构备案的交易中，接受正式调查以核实是否存在问题的交易占比低于5%。然而，在2014年至2016年期间，超过42%的被涵盖的被涵盖交易接受了调查²⁰。

18 《促进出口：贸易机构应加强与州和当地伙伴的合作》（Export Promotion: Trade Agencies Should Enhance Collaboration with State and Local Partners), GAO-14-393 (美国政府责任署, 2014年5月)。

19 James K. Jackson, 《美国外国投资委员会 (CFIUS)》(国会研究服务处, 2019年8月6日), <https://fas.org/sgp/crs/natsec/RL33388.pdf>。

20 Sarah Bauerle Danzman和Geoffrey Gertz, “美国为何强制中国公司出售同性交友APP Grindr?” (“Why is the US Forcing a Chinese Company to Sell the Gay Dating App Grindr?”) (《华盛顿邮报》, 2019年4月3日), <https://www.washingtonpost.com/politics/2019/04/03/why-is-us-is-forcing-chinese-company-sell-gay-dating-app-grindr/>。



表1：2012—2019年备受瞩目的美国外国投资委员会审查案例

2012年：奥巴马总统阻止中国民企旗下公司Ralls Corporation收购俄勒冈州位于国防部设施附近的四座风电场。

2016年：奥巴马总统阻止中国福建宏芯投资基金收购在美国拥有资产的德国半导体公司爱思强（Aixtron）。

2017年：特朗普总统以半导体知识产权和供应链安全问题为由阻止中国投资公司凯桥资本收购莱迪思半导体公司（Lattice Semiconductor Corp.）。

2018年：特朗普总统以担忧美国5G技术领先地位为由阻止新加坡跨国公司博通收购高通。

2019年：以国家安全为由要求昆仑万维出售同性交友APPGrindr。委员会担心境外访问美国公民的个人身份信息并利用信息进行敲诈勒索。

2019年：中国公司碳云智能被要求出售其在PatientsLikeMe中持有的多数股权，PatientsLikeMe是帮助患者寻找病症相似的患者的在线服务平台，当局对境外能接近美国公民医疗信息感到担忧。



虽然美国外国投资委员对中国投资构成一定的阻力，但是涉及面更广的贸易战也是带来不确定性的另一个负面因素之一。中美贸易摩擦的正式开端是美国在2017年启动针对中国的技术转让、知识产权和创新相关“行为、政策及做法”的“301条款调查”²¹。这份调查报告及其建议的行动在2018年以加征关税的形式成为现实。此后，加征关税的规模持续扩大，到2019年年底将会扩展至几乎所有从中国进口的商品。

在贸易和外国直接投资服务于海外市场，可予以替代的前提下，美国方面最初寄望关税可刺激在美投资，并将促进国内生产替代进口。然而，现代投资决策并非如此简单。大多企业身处于错综复杂的全球供应链内，因此在选择其产品生产地和生产方式上，企业拥有众多备选方案。

如上所述，中国投资的首选目的地是亚洲：面对因贸易战而加征的关税，将生产转移到亚洲邻国以避免相关成本是可能性最大的方法。部分生产，尤其是对劳工技术要求较低的行业，早已在加征关税之前就开始向越南和孟加拉国等地转移。现在，加征的关税更加快了该项转移的步伐，目前，加征关税已经导致生产加速转移。

事实上，贸易摩擦已经对中美投资模式造成了负面影响。安永2018年研究显示，多数中国企业认为贸易摩擦不会影响其投资决策（61%的受访者）²²。而在表示将减少在美投资的受访者（27%的受访者）当中，许多企业表示会将投资转向欧盟。现有数据证实了这种投资者情绪：与中国对欧盟投资额相比，2018年中国对美国投资额下降，但此前多年中国对两地的投资额难分伯仲（见图5）。

安永研究报告还显示，海外投资的主要外部风险是全球经济形势疲软（53%）、国外政策调整（市场准入壁垒、投资审查）（52%）以及金融市场不稳定（49%）。这份报告中提到的各种前述风险，对于私企投资决策来说都至关重要，而且全部都产生了负面影响。在中国“走出去”战略持续促进对外国直接投资的情况下，全球大趋势皆背道而驰。

21 《调查：技术转让、知识产权与创新》（Investigation: Technology Transfer, Intellectual Property, and Innovation）（美国贸易代表办公室），访问时间2019年8月20日，<https://ustr.gov/issue-areas/enforcement/section-301-investigations/section-301-china/investigation>。

22 《中国走出去》第八期 地缘局势风云变幻，中企如何审慎前行？（安永，2018年），[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-china-overseas-investment-report-issue-8-en/\\$FILE/ey-china-overseas-investment-report-issue-8-en.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-china-overseas-investment-report-issue-8-en/$FILE/ey-china-overseas-investment-report-issue-8-en.pdf)。



内部因素：中国的再平衡与改革

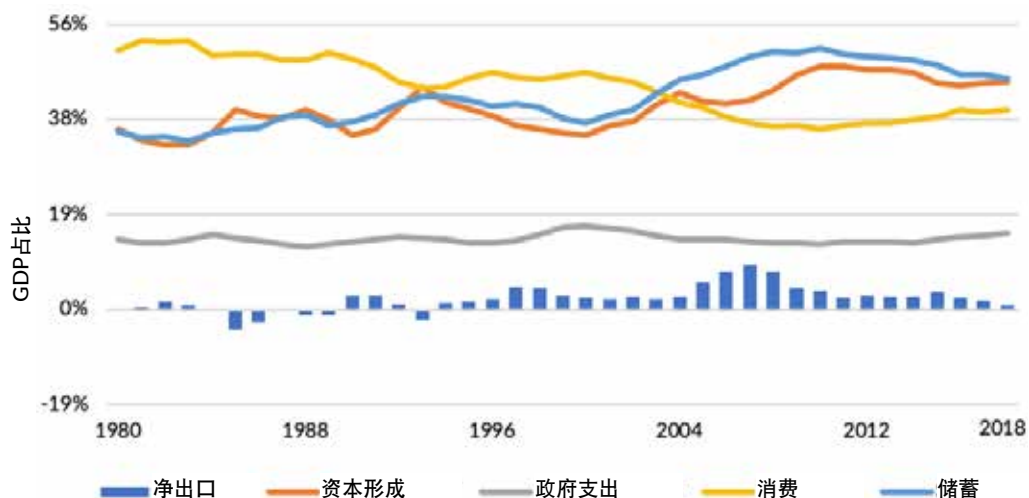
促进对外国直接投资是中国供给侧结构性改革的一项关键策略，但解决宏观经济不平衡与现有对外国直接投资交易弊端也是当务之急。

中国经济再平衡

自大衰退以来，许多观察人士都认同全球储蓄过剩的说法²³。中国往往被指为“储蓄过剩”的主要来源国，因为2008年其消费的GDP占比从50%以上下跌至35%的低位，储蓄则上升至50%以上（见图6）。储蓄增加，为互联网泡沫和大衰退过后的投资增长以及经常账户盈余提供资金，2007年经常账户盈余接近10%。

金融危机清楚地说明，经常账户盈余无法永远持续下去，需要大规模投资以避免进一步的经济下滑。此后，不可持续的经常账户盈余的转变和向消费驱动型经济增长的转型一直在有序进行，这一点从图6中储蓄和消费差距不断缩小上略见一斑。然而，大衰退后出现的大量投资项目带来了新的问题。

图6：按支出划分的中国GDP



资料来源：汤森路透和中国国家统计局
注：为作者计算所得；储蓄基于宏观经济恒等式 $Y-C=S=I+X-M$

23 本·伯南克在桑德里奇讲座上的演讲：《全球储蓄过剩与美国经常账户赤字》（The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit）（2005年3月10日），<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>。



中国和美国一样，为应对金融危机而实施了大量财政刺激措施，此举造成2005年到2009年资本形成翻了一番。信贷增长主要来自地方政府，资金则由国有银行提供。反过来，这些银行收紧对民营企业的信贷，同时排挤了对经济增长最至关重要的投资²⁴。事实上，2006年至2013年地方政府债务猛增10倍以上，接近2万亿美元（约合12.5万亿元人民币）。

因此，由于出现投资过热迹象，自2015年起来去杠杆成为中国政府的重中之重。然而，信贷扩张并未从此放缓。荣鼎咨询的一份报告显示，2018年7月，地方政府融资平台未偿债务增至6.4万亿美元（约合418万亿元人民币）²⁵。中国经济增长放缓之际，债务却不断增加，这不仅使当前债务水平难以维持，更是在实施持续支持经济增长战略的情况下，令去杠杆和经济增长的平衡变得复杂化。

非金融企业债务占GDP的百分比从140%上升至接近260%，处于非常高水平，这不仅对企业构成风险，在最坏的情况下，甚至会威胁到国家金融系统。中国金融市场采用特殊的双轨制，令这一风险更加复杂化。国有企业享受正规银行业的优惠待遇，而多数民营企业则要靠非银行金融机构。通过“影子银行”²⁶积累的表外债务的规模在2017年飙升至9.4万亿美元，反映出高风险投资产品和不受监管借贷的复杂情况（见图7.a）。

24 Yi Huang、Marco Pagano和Ugo Panizza, 《中国本土排挤效应》（Local Crowding Out in China），EIEF 工作文件系列第1707号（埃诺迪经济金融研究所（Einaudi Institute for Economics and Finance），发布于2017年，修订于2019年2月）。

25 Bart Carfagno和Allen Fang, 《信贷风险向地方政府融资平台转移》（Credit Risk Shifts to LGFVs），研究报告（荣鼎咨询，2018年9月19日），<https://rhg.com/research/credit-risk-shifts-to-lgfv/>。

26 这些金融机构开展与银行类似的活动（准银行），但不属于传统银行系统的范畴。



图7.a: 影子银行活动持续增长

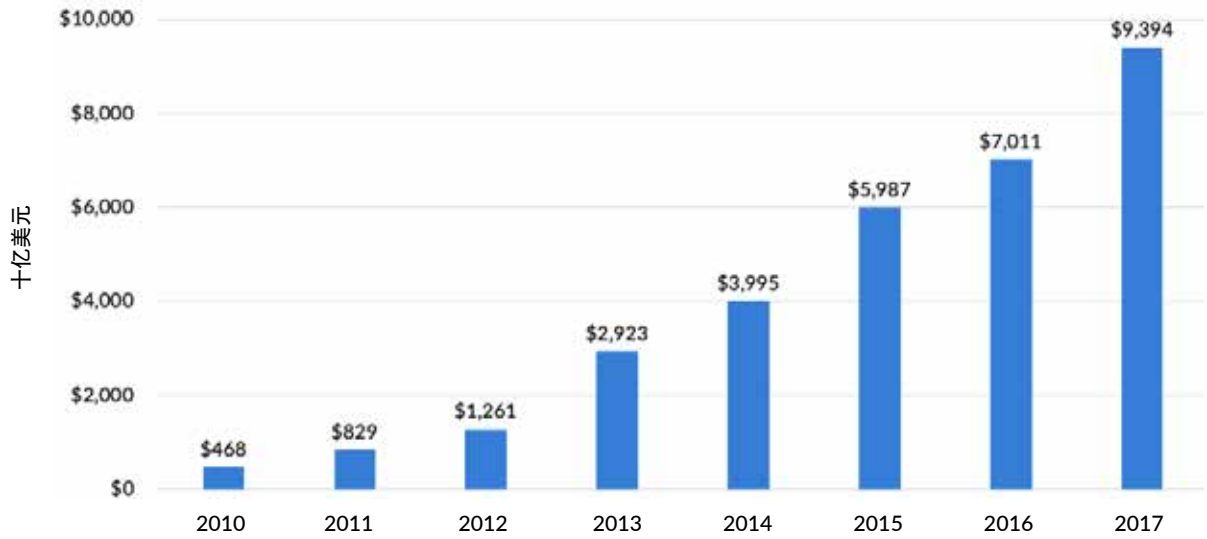
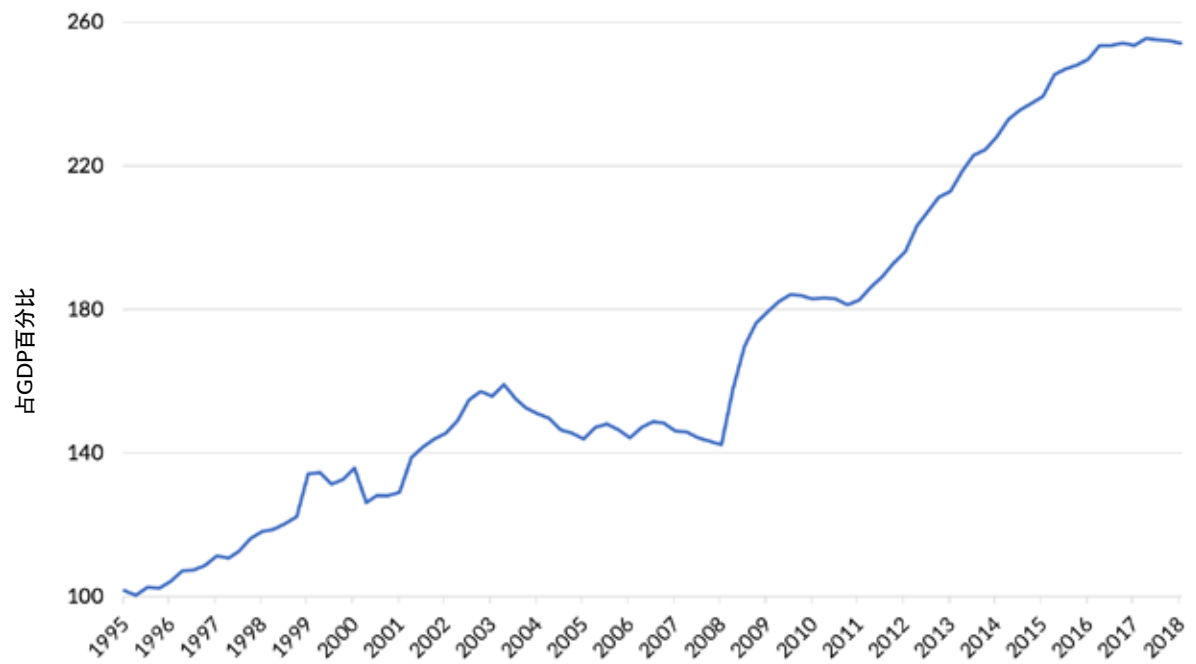


图7.b: 非金融企业债务



资料来源: 汤森路透、金融稳定委员会、Sun (2018年)



自政府采取行动后，2018年末偿债务略有减少，为9.3万亿美元（约合人民币613万亿元）²⁷。许多民营企业靠从不受监管的来源获得的大笔贷款为给海外投资项目融资，靠的是从不受监管的来源获得的大笔贷款。高水平的不受监管借贷以及不断飙升的债务对中国金融系统构成严重威胁，增加资金链断裂的风险。为了减轻信贷快速增长以及非正规金融部门风险贷款带来的威胁，中国政府近年来实施了大量措施。2018年3月5日李克强总理在全国人民代表大会所作的政府工作报告中提到，防范系统性金融风险是重中之重²⁸。虽然中国银行业监管机构在断绝许多影子资金来源中取得胜利，但这也意味着作为影子银行主要贷款对象的民企在运营中将面临现金短缺，更不用说对外投资的问题了。

中国政府近期的外国直接投资政策：更有力的外国直接投资指导

中国促进或禁止对外直接投资的政策可在决定中国投资模式方面发挥作用，不仅仅影响投资规模，也影响投资方向。因此，虽然经济再平衡导致贷款政策收紧，然而自2016年起采用多个由官方指导的投资政策仍是备受鼓励的（见表2）。

供给侧结构性改革于2015年起实施，是中国经济政策框架的重要组成部分²⁹。其目标是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，统称为“三去一降一补”³⁰。正如十三五计划所强调的，实现这些目标的主要方法之一，就是通过外国直接投资将中国过剩的产能和库存转移到其他国家。例如，从2008年到2017年，中国制造业对外国直接投资迅速增加，从17亿美元提高到295亿美元，占当年中国对外国直接投资总额的18.6%³¹。中国制造业对外国直接投资是由制造业工资快速上涨所引起的，这一点不足为奇，过去20年中制造业工资估计年增长率为15%。从2009年到2017年，中国制造业平均年薪从26,810元增至64,452元，在不到10年间上涨了2.4倍³²。

27 Don Weinland, “中国影子银行十年来首次降温” (China Shadow Banking Cools for First Time in a Decade) (《金融时报》, 2019年3月19日), <https://www.ft.com/content/fa026b16-492f-11e9-bbc9-6917dce3dc62>。

28 《深化基础性关键领域改革》(中华人民共和国国务院, 2018年3月5日), http://english.www.gov.cn/premier/news/2018/03/05/content_281476067241603.htm。

29 John Boulter, 《中国的供给侧结构性改革》(China's Supply-side Structural Reform), 公告(澳大利亚联邦储备银行, 2018年12月)。

30 《三去一降一补》(中国共产党新闻网), <http://theory.people.com.cn/n1/2017/0906/c413700-29519361.html>。

31 《中国对外投资发展报告》(中华人民共和国商务部, 2018年)。

32 《中国统计年鉴2018》(中国国家统计局)



制造业对外投资符合国内减少过剩工业产能的目标，这是通过中国与其供应链中的国家合作，在全球范围内分配工业产能才能实现的。将部分对技能要求较低的制造业转移到海外的决策，不仅能让中国企业从全球化中受惠，也可以让中国的经济体系更集中于创造更高附加值的就业机会。自2017年起，这些举措不再集中于此前增长快速的美国等投资目的地，而是集中于越南和印度（通过“一带一路”倡议等项目），以及巴西、俄罗斯和南非（见表1）。中国鼓励对外国直接投资的做法是一种再平衡供给侧结构的方式，符合“走出去”战略，该战略自2000年起一直是中国制定对外经济政策的主导思想，使得10年内中国对外国直接投资水平提高到原来的三倍以上。



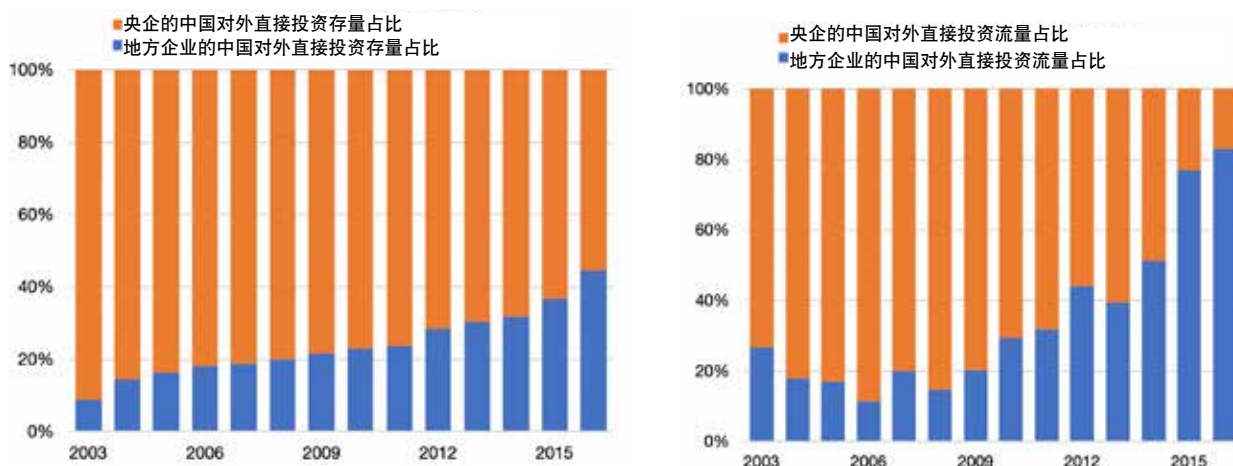
表2：2017年和2018年中国主要改革与政策

政策文件	发布者	日期	概要
携手推进“一带一路”建设	中共中央委员会	2017年5月14日	演讲介绍“一带一路”的价值基础（例如和平共处）。阐述中国对全球经济的展望，列举目前取得的成就，并表示中国将履行一系列承诺。例如：向“一带一路”沿线发展中国家提供20亿元人民币紧急粮食援助。
国务院办公厅转发国家发展改革委商务部人民银行外交部关于进一步引导和规范境外投资方向指导意见的通知	中华人民共和国国务院	2017年8月4日	将境外投资分为鼓励、限制和禁止三类。就区域投资而言，《指导意见》规定，限制在与我国未建交、发生战乱或者我国缔结的双多边条约或协议规定需要限制的敏感国家和地区开展境外投资。
《约翰内斯堡宣言》	巴西、俄罗斯、印度、中国和南非（金砖国家）	2018年7月27日	宣言重申金砖国家强化多边机构和金砖国家内部贸易的承诺，强调民主包容原则，旗帜鲜明地反对单边主义和保护主义。
中非合作论坛北京峰会“八大行动”内容解读	中共中央委员会	2018年9月19日	习近平主席宣布，中国将和非洲共同实施产业促进、设施联通、贸易便利、绿色发展、产能建设、健康卫生、人文交流、和平安全“八大行动”，绘就了新时代中非关系的发展蓝图，开启了新时代中非合作的宏伟篇章。
关于中美经贸摩擦的事实与中方立场	中华人民共和国国务院	2018年9月24日	该白皮书旨在澄清中美经贸关系的事实，阐明中国对中美经贸摩擦的政策立场，推动问题合理解决。至于对外直接投资问题，白皮书强调贸易摩擦将降低投资者对美国投资环境的信心。



然而，随着中国对外直接投资增长，各类问题开始浮现。过去20年，尽管中国央企享受优惠待遇，但民营企业依然一直在快速发展，生产力和投资水平已超越前者。中国非金融对外直接投资中民营企业比例增加，反映了国内情况的转变（见图8）。虽然民营企业带动经济发展的趋势整体向好，再加上因影子银行的兴起而起到推波助澜的作用，主要原因有三。如上所述，部分投资者杠杆过高，影子银行的兴起起到推波助澜的作用，这对金融稳定构成威胁。根据Wang和Gao的研究，中国私营部门投资者的对外直接投资经验有限，存在进行非理性或欺诈性投资的倾向³³。

图8：本地企业在中国海外投资中发挥越来越重要的作用



资料来源：Garnaut等（2018年）

对外直接投资经验有限

鉴于大多数民营企业海外投资经验相对较少，而且能接触的准确信息有限，作出错误决策的情况频频发生。除了缺乏经验，投资者对当地合规意识往往也比较薄弱。随着对外直接投资的增长，令中国企业对当地社区的影响力越来越大。然而，某些企业过分强调追求利润，因而公然忽视社会责任、环境保护和劳动安全标准。中国发改委表示，这些做法“违反国际公约、联合国决议，扰乱对外经济合作秩序……危害我国国家声誉利益”³⁴。在对外投资热潮的初期，负责监督投资者的正式机构为数不多。

33 Garnaut等，《中国40年》(China's 40 Years), 第629-630页。

34 《中国将建立制度规范企业海外经营》(China To Set Up System To Monitor Its Firms Overseas) (2017年11月27日), <https://www.reuters.com/article/us-china-investment-overseas/china-to-set-up-system-to-monitor-its-firms-overseas-idUSKBN1D50NR>。



为解决这类问题，中国国家发展和改革委员会、商务部和中国人民银行于2017年12月联合发布两项法规。第一份文件是《民营企业境外投资经营行为规范》³⁵，要求民营企业完善经营管理体系、切实履行社会责任、注重资源环境保护、依法合规诚信经营并加强境外风险防控³⁶。第二份文件是《企业境外投资管理办法》，旨在建立新的监管机制，以加强协作监督，并改善现有处罚措施³⁷。第一份文件阐述的是指导原则，而第二份文件则是惩处条规，列明对不正当竞争、非法融资、虚假申报等不当行为的一般警告和处罚措施。境外投资违法违规行为记录将纳入政府设立的信息共享平台，便于联合执法和惩戒³⁸。

“非理性”以及欺诈性投资交易

民营企业中存在中国政府所说的“盲目非理性对外投资”倾向³⁹。包括在酒店/房地产、体育俱乐部、博彩业和娱乐业等领域出现的大额对外投资。这类投资项目缺乏与实体经济的生产性联系；与供应链或知识产权领域的投资相比，对中国国内经济几乎没有价值可言。因为资本外流可轻易地伪装成海外投资，这类大型投资项目也给中国监管资本外流带来挑战。

此外，部分民营企业利用欺诈性海外交易获取外汇，将贪污所得资产汇往国外，参与洗钱行动。2017年全国金融工作会议期间，习近平主席申明非理性和欺诈性投资交易应被视为“国家安全问题”⁴⁰。这是中国领导人首次将对外国直接投资与国家安全挂钩。

2017年12月，国家发展改革委发布新规，要求所有中国企业及其海外附属公司将其交易在新的网上政府信息系统中备案⁴¹。据香港上市公司中原银行首席经济学家王军所说，新规实施旨在维护企业海外投资秩序，而不只是为了“阻止某些交易”。中国国务院也发布《国务院办公厅转发国家发展改革委商务部人民银行外交部关于进一步引导和规范境外投资方向指导意见的通知》，将境外投资方向分为鼓励、限制和禁止三类⁴²。效果立竿见影：2017年房地产、体育、娱乐业对外投资新增项目为零⁴³。

35 国家发展和改革委员会，《行为规范》。

36 Garnaut等，《中国40年》。

37 同上。

38 同上。

39 Keith Bradsher, “中国释放严控海外收购的强烈信号” (After \$225 Billion in Deals Last Year, China Reins in Overseas Investment) (2017年3月12日), https://www.nytimes.com/2017/03/12/business/dealbook/china-deals-capital-controls-hollywood.html?_ga=2.121231752.1855700606.1567101336-352873601.1567101336。

40 Frank Tang, “习近平表示海外交易涉国家安全问题” (Overseas Deals a National Security Matter for China, Xi Says) (《南华早报》，2017年6月27日), <https://www.scmp.com/news/china/economy/article/2100066/overseas-deals-national-security-matter-china-xi-says>。

41 Frank Tang, “中国针对从事大规模海外投资的企业制定新规” (China Sets New Rules on Overseas Investment for Its Biggest Deal Makers) (《南华早报》，2017年12月27日), <https://www.scmp.com/news/china/economy/article/2125725/china-sets-new-rules-overseas-investment-its-biggest-deal-makers>。

42 “限制类”境外投资包括房地产、酒店、影城、娱乐业和体育俱乐部。

43 商务部合作司负责人谈2017年全年对外投资合作情况 (商务部，2018年1月18日)。



在习近平主席将大量盲目的投资形容为“国家安全问题”后，银行监管机构开始审查中国大型民营企业，例如2014年以来掀起中国对外直接投资热潮的海航集团、安邦保险和万达集团等。监管机构将这些民营企业列为非常活跃的海外投资者，并敦促银行核查其融资情况。此举造成，其中几家积极从事海外交易的民营企业，非但得停止在美国等国家进行的新投资项目，而且还不得不出售此前收购的大部分资产⁴⁴。

一系列临时措施实施后，中国2017年对外直接投资出现14年来的首次下降，同比下降19.3%。据中国商务部所说，这一数据下降并非不好的预兆，而是积极的信号，说明中国对外投资项目持续改善⁴⁵。换句话说，中国对外直接投资已经从以资产收购为主、旨在逃避资本管控的投资转变为跨国公司价值链中的生产性投资。在我们看来，这些改革措施以及中国经济去杠杆和再平衡是中国投资规模下降的主要推动因素。全球跨境投资放缓和中美贸易摩擦也构成负面因素，但主要的推动因素依然是中国国内政策。

44 Hanemann等，《双行道》（Two-Way Street）。

45 商务部合作司负责人谈2017年全年对外投资合作情况。



总结

金融是中国经济体系中最后仍受政府严格监管控制的市场，目前正加快对外开放的步伐。外国直接投资，无论是资本输入还是输出，都比以前更加开放。然而，我们不能因此总结金融市场的自由化将会平稳和直线式的发展下去。回顾过去，无论是上世纪80年代的农业改革、90年代的住房和企业所有制改革还是本世纪初加入世贸，中国都无一例外，与其他国家一样在曲折中经历了发展。“走出去”政策是对外开放的标志，令中国企业成为全球化的参与者。此外，未来中国政府改变其国家建设的长期战略规划和治理方法的可能性不大。毕竟，到目前为止，既定政策并灵活实施已经在短短40年内将中国经济提升到了前所未有的高度。

另外，中国一直以来都在全球投资领域发挥着重要作用，并将继续如此。目前，针对民营企业和不受监管融资等相关问题实施的多项措施和指导意义并不意味着国家减少对外国直接投资的支持。相反，部分法规（例如《企业境外投资管理办法》）包含多种促进境外投资的做法⁴⁶。这些新颁布的措施和法规为中国企业“走出去”提出了清晰的规定和指导方针，旨在鼓励企业进行境外投资，同时也是对缺少细节规定的早期“走出去”政策的补充。强化后的指导原则可被视为中国政府为了提高境外投资透明度的承诺，至少是尝试。另外，中国政府和金融市场监管机构通过限制措施运用更多实用工具监控投资风险，防范可能对发展中的中国金融市场造成损害的投资风险。最后，这非但不会遏制，反而有助于促进更加理性、可持续的境外投资趋势的形成。

中国去杠杆在2016年到2018年期间尤其对中国民营企业带来伤害。随着上述打击影子银行和欺诈贷款举措取得成效，中国政府不仅遏制国内企业非理性海外扩张的势头，还迫使许多企业出售资产以解决他们在国内的债务问题。然而，去杠杆的目的不在于遏制中国企业在海外市场扩张的雄心壮志，而是中国政府确保国内金融稳定的监管和防范措施。可以这样说，中国金融市场或企业或许需要一个更完善的融资机制，以满足海外投资需求。

中国政府承认，外国直接投资不仅在供给侧结构性改革过程中具有重要意义，而且是提高中国作为全球参与者国际影响力的重要渠道。面对产能过剩、生产成本迅速上升以及普通劳动力短缺日趋严峻的国内问题，中国私营部门在采购和生产方面必须要更加依赖国际市场。随着中国在监管影子银行融资和改善海外投资项目情况方面取得进展，中国民营企业——国民经济中最活跃的部分——是否真的能够发掘自身长处以及实现与投资目的地的共同发展，还有待观察。虽然国内竞争激烈且成本迅速上升，但要参与国际投资和生产是民营企业的必然出路，仍为时尚早。

持续的贸易争端挫伤中国在美投资的积极性，但欧洲仍然是中国对外投资的热门目的地。中国政府在欧洲积极推广“一带一路”倡议，表明了中国企业参与欧洲私营部门的愿景和期望。欧洲的一大主要优势是交通便利性，陆路相连更便于从中国到多数欧洲国家的运输顺畅。

⁴⁶ Garnaut等，《中国40年》。



亚洲过去10年一直是中国对外投资的主要目的地，将来也是如此。如果中美贸易战持续，而且地缘政治冲突加剧，那么亚洲将继续是中国对外投资的安全目的地。新加坡总理李显龙在2019年亚洲安全峰会做主题演讲时表示，不应迫使成员国在中美之间“选边站”⁴⁷。东南亚国家联盟成员国接受华为及其技术，或许表明尽管地缘政治关系紧张，但是国家间经济合作仍在继续。

尽管中国国企可能会继续参与政治领导人承诺的大型基建项目，但将中国对外国直接投资多样化并吸引其他国家参与中国的经济生态系统和供应链这项任务还需依赖民营企业实现。鉴于当前中美贸易关系紧张以及供给侧结构性改革的紧迫性，中国必须巩固和扩大其对外国直接投资，以应对全球动荡和国内经济下滑。如我们所见，民营企业对政府改革和政策实施的反应向来迅速。因此，人民币国际化等新一轮改革近在眼前时，中国对外国直接投资可能迎来更大的发展。

47 新加坡总理李显龙在新加坡第18届亚洲安全峰会上的主题演讲（2019年5月31日）。



参考文献

本·伯南克在弗吉尼亚州桑德里奇讲座上的演讲：《全球储蓄过剩与美国经常账户赤字》（The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit），2005年3月10日，<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>。

Boulter, John, 《中国的供给侧结构性改革》（China's Supply-side Structural Reform），澳大利亚联邦储备银行公告，2018年12月。

Bart Carfagno和Allen Fang, 《信贷风险向地方政府融资平台转移》（Credit Risk Shifts to LGFVs），研究报告，荣鼎咨询，2018年9月19日，<https://rhg.com/research/credit-risk-shifts-to-lgfv/>。

陈春来，“对外直接投资政策的自由化和对外直接投资对中国经济发展的影响”（The Liberalization of FDI Policies and the Impacts of FDI on China's Economic Development），《中国改革与发展40年》（China's 40 Years of Reform and Development）第29章，澳大利亚国立大学出版社，2018年，<http://press-files.anu.edu.au/downloads/press/n4267/pdf/ch29.pdf>。

安永，《中国走出去》第八期：地缘局势风云变幻，中企如何审慎前行？2018年11月，[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-china-overseas-investment-report-issue-8-en-new/\\$File/ey-china-overseas-investment-report-issue-8-en.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-china-overseas-investment-report-issue-8-en-new/$File/ey-china-overseas-investment-report-issue-8-en.pdf)。

fDi Intelligence, 《fDi报告2019：全球绿地投资趋势》（The fDi Report 2019: Global Greenfield Investment Trends），2019年，<http://report.fdiintelligence.com/>。

Ross Garnaut（编）、Ligang Song（编）和Cai Fang（编），《中国改革与发展40年：1978-2018》（China's 40 Years of Reform and Development: 1978-2018），中国经济前沿丛书（澳大利亚国立大学出版社，2018年）。

Thilo Hanemann、Daniel H. Rosen、Cassie Gao和Adam Lysenko, 《双行道：中美双边投资趋势2019年报告》（Two-Way Street: 2019 Update US-China Direct Investment Trends），荣鼎咨询，2019年5月8日，<https://rhg.com/research/two-way-street-2019-update-us-china-direct-investment-trends/>。

Yi Huang、Marco Pagano和Ugo Panizza, 《中国本土排挤效应》（Local Crowding Out in China），EIEF工作文件系列第1707号，埃诺迪经济金融研究院（Einaudi Institute for Economics and Finance），发布于2017年，修订于2019年2月。

James K. Jackson, 《美国外国投资委员会（CFIUS）》，国会研究服务处，2019年8月6日。<https://fas.org/sgp/crs/natsec/RL33388.pdf>。

中华人民共和国商务部，《中国对外投资发展报告》，2018年。



国家发展和改革委员会（2017年）、商务部、中国人民银行等，国家发展改革委、商务部、人民银行等关于发布《民营企业境外投资经营行为规范》的通知，2017年12月6日。

Ronald O'Rourke, 《中美在中国南海和东海的战略竞争》（U.S.-China Strategic Competition in South and East China Seas），国会研究服务处，2019年，<https://fas.org/sgp/crs/row/R42784.pdf>。

中华人民共和国，《2018年第四条磋商工作人员报告》，国际货币基金组织，2018年，<https://www.imf.org/en/News/Articles/2018/07/25/na072618-chinas-economic-outlook-in-six-charts>。

孙国锋，《中国影子银行界定：银行影子和传统影子银行》（Measuring Chinese Shadow Banking: Banks' Shadow and Traditional Shadow Banking），VoxChina，2018年2月7日，<http://www.voxchina.org/show-3-65.html>。

联合国，《世界投资报告2019》，联合国贸易和发展会议，2019年，https://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=2460&fbclid=IwAR1cDvNrfX0Z8um9oM0a6mipfelxWKdXpZZ1oYws9-C4RB_g1OEZwgk2gWk。

美国政府责任署，《促进出口：贸易机构应加强与州和当地伙伴的合作》（Export Promotion: Trade Agencies Should Enhance Collaboration with State and Local Partners），GAO-14-393，2014年5月。

美国贸易代表办公室，《调查：技术转让、知识产权和创新》（Investigation: Technology Transfer, Intellectual Property, and Innovation），访问时间2019年8月20日，<https://ustr.gov/issue-areas/enforcement/section-301-investigations/section-301-china/investigation>。

Jakob Wilhelmus、Perry Wong、Keith Savard和Cindy Li，《中国全球一体化与资本流动》（China's Global Integration and Capital Flows），米尔肯研究院，2016年，<https://www.milkeninstitute.org/sites/default/files/reports-pdf/China-Capital-Flws-2016.pdf>。

Jakob Wilhelmus、Matt Horton和Kevin Klowden，《中国带来的黄金机会：加州如何才能成为中国对外投资的主要目的地》（A Golden Opportunity with China: How California Can Become an Even Bigger Destination for Chinese Foreign Investment），米尔肯研究院，2016年，<https://www.milkeninstitute.org/reports/golden-opportunity-china-how-california-can-become-even-bigger-destination-chinese-foreign>。

肖耿，《中国外国直接投资中的返程投资：规模、成因及影响》（People's Republic of China's Round-Tripping FDI: Scale, Causes and Implications），亚洲开发银行研究院讨论文件第7号，亚洲开发银行研究院，2004年。



作者简介

PERRY WONG，米尔肯研究院研究部董事总经理，是区域经济、发展和计量经济学预测领域的专家，擅长分析区域经济的构造、产业结构、发展和公共政策。他负责针对就业和劳动力问题、技术和经济发展之间的关系、贸易和产业等领域设计、管理并实施各项研究，重点关注领先和弱势地区的政策发展和经济政策的实施。Wong积极参与加利福尼亚州和美国其他地区的项目，以增加促进技术和区域经济发展。此外，他的工作延伸至国际舞台，参与大中华和亚洲其他国家的区域经济发展的研究。在加入研究院之前，Wong曾是环球透视(Global Insight Inc.)，前沃顿计量经济学预测协会(Wharton Econometric Forecasting Associates, Inc.)的高级经济分析师兼区域预测总监，负责每季度的地区进展和大都市地区的预测并提供咨询意见。Wong主持设计了区域建模系统，并对区域性经济影响研究如削减预算和医疗改革等课题做出了积极贡献。他曾从事大量有关区域经济发展和政策对公共及私人领域影响的研究，包括美国预算和贸易政策对美国主要产业和地区的影响；医疗改革及其对联邦预算的潜在影响；《京都议定书》及其对美国区域经济利益的影响；以及药品行业对宾夕法尼亚州经济的贡献等等。

JAKOB WILHELMUS，米尔肯研究院金融和经济项目主管。Wilhelmus所属的重要团队负责在世界各地组织本院峰会和会议，身为团队成员，Wilhelmus邀请监管机构、思想领袖和市场参与者就重大事件交流意见。除了组织活动外，Wilhelmus还在重大研究方面成绩斐然。其研究重点是发掘和分析经济数据，以更好地了解市场及其参与者的行为和相关结构。Wilhelmus撰写过的多份报告、政策分析以及论文，经常被新闻报道和政策讨论会引用。他拥有柏林自由大学经济学硕士学位，是全球风险管理专业人士协会(GARP)认证的金融风险管理者。



MICHAEL JARAND，米尔肯研究院区域经济研究中心高级分析师。Jarand专门研究国际贸易、外国直接投资和区域经济发展政策的交集。此前他在美国联邦外国直接投资项目“选择美国”（SelectUSA）投资分析团队中担任经济学家，该项目隶属于美国国际贸易署，当时以总统管理幕僚（Presidential Management Fellow）的身份加入该部门。在此之前，他在彼得森国际经济研究所（Peterson Institute for International Economics）担任研究分析师。Jarand拥有乔治城大学外交学院学士学位以及加州大学圣迭戈分校国际政策与战略学院硕士学位。

JOSIE (WAI LAAM) LUI，米尔肯研究院区域经济研究中心实习生。Josie是芝加哥大学大三学生，主修政治学，辅修数据科学和统计学。

