



《外商投资法》点评

稳定信心，护航开放

《外商投资法》是2018年以来扩大开放政策的延续。对于稳定外资信心，护航开放有正面影响。从宏观经济角度，不必对资本外流过于担忧，人民币弹性将有所增强，长远看，有助于中国经济进一步转型升级。

- 《外商投资法》的颁布，结束了此前外资领域三法并立的状况，也意味着外商投资领域基础性法律的正式确立。从法律内容看，最为值得关注的有以下两点：（1）准入前国民待遇加负面清单管理制度。（2）明确强调对外商投资的保护，包括收益所得的自由汇入汇出以及知识产权保护等。
- 尽管《外商投资法》出台后，外资所得汇入汇出更加自由，但对国际收支未必就是负面影响，不必担心增加国内资本外流的压力。资本流动根本上仍取决于中国经济自身的基本面表现。
- 《外商投资法》出台后，伴随着资本流动的更加自由，人民币汇率弹性将继续增强。
- 从中国改革开放的历史经验看，FDI对全要素生产率的影响整体偏正面，《外商投资法》的实施落实，将吸引外资更多进入中国，客观上有助于中国经济进一步转型升级。

相关研究报告

《大类资产配置周报(2019.3.17)》 20190317

《宏观经济周报(3.11-3.17)》 20190316

《3月海外宏观动态点评》 20190316

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

3月15日，十三届全国人大第二次会议通过《外商投资法》，自2020年1月1日起施行，《中外合资经营企业法》、《外资企业法》、《中外合作经营企业法》同时废止。

外商投资基础性法律确立，扩大开放的态度延续

《外商投资法》的颁布，结束了此前外资领域三法并立的状况，也意味着外商投资领域基础性法律的正式确立。

从法律内容看，我们认为，最为值得关注的有以下两点：

(1) 准入前国民待遇加负面清单管理制度。

法律第四条明确规定：“国家对外商投资实行准入前国民待遇加负面清单管理制度”。同时，在多处强调了外商投资企业享有的平等待遇和公平竞争环境。2018年6月，发改委、商务部已经颁布了《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018年版）》，大幅放宽市场准入。此次以法律的形式对此再度强调，进一步明确了中国的开放态度。

(2) 明确强调对外商投资的保护，包括收益所得的自由汇入汇出以及知识产权保护等。

法律第二十一条规定：“外国投资者在中国境内的出资、利润、资本收益、资产处置所得、知识产权许可使用费、依法获得的补偿或者赔偿、清算所得等，可以依法以人民币或者外汇自由汇入、汇出。”第二十二条规定：“国家保护外国投资者和外商投资企业的知识产权，保护知识产权权利人和相关权利人的合法权益；对知识产权侵权行为，严格依法追究法律责任。国家鼓励在外商投资过程中基于自愿原则和商业规则开展技术合作。技术合作的条件由投资各方遵循公平原则平等协商确定。行政机关及其工作人员不得利用行政手段强制转让技术。”

上述内容，明显有助于稳定外资信心，也进一步彰显了中国吸引外资的诚意。

2018年以来，在中美贸易问题逐步发酵的同时，中国秉持了一贯以来的开放态度，继续强调扩大开放，并先后颁布实施了关税减让，发布新版负面清单大幅放宽市场准入，举办首届进口博览会等一系列措施。本次《外商投资法》的正式颁布，以法律的形式明确了对外商投资的管理以及合法权益的保护，可谓前述扩大开放政策的延续，也为中国营造国际一流营商环境提供了保障。

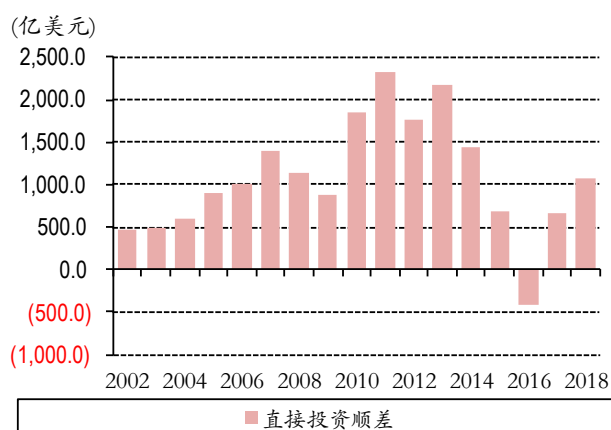
对宏观经济的可能影响

不必担忧资本外流

那么，在《外商投资法》外资所得可以自由汇入汇出的背景下，是否会增加国内资本外流的压力？

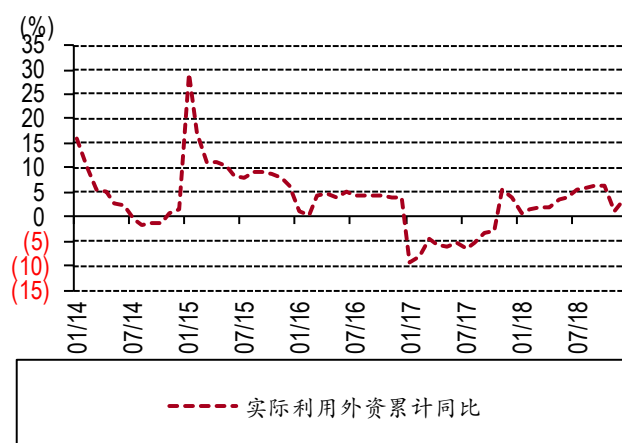
我们认为，这一担心没有必要。国际资本流动根本取决于对某国经济前景基本面的预期。其次才是利差、资本流动本身难易等问题。目前，在全球主要经济体中，中国相对表现良好。而中国所秉持的扩大开放态度也为国际资本认可。因此，我们看到，在2018年中国扩大开放背景下，国际资本更多是流入中国，体现为国际收支中资本项目下“直接投资”顺差扩大。2018年，直接投资顺差为1074亿美元，较2017年增长超过60%。而中国2018年实际利用外资亦维持平稳增长。因此尽管《外商投资法》出台后，外资所得汇入汇出更加自由，但对国际收支未必就是负面影响。资本流动根本上仍取决于中国经济自身的基本面表现。

图表 1. 2018 年中国直接投资顺差扩大



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 2018 年中国 FDI 增长平稳



资料来源：万得，中银国际证券

人民币汇率弹性增强

进一步考虑，我们认为，《外商投资法》出台后，伴随着资本流动的更加自由，人民币汇率弹性将继续增强。蒙代尔不可能三角认为，货币政策独立、固定汇率和资本自由流动三者不可得兼。而作为全球第二大经济体，中国选择货币政策独立性是理所当然的。在央行近年来的操作中，我们也可以明显看到央行的操作更多取决于国内货币金融环境的客观需求。例如，在 2018 年美联储加息进程中，考虑到国内稳增长和降低实体经济融资成本的需要，央行多次选择了不跟随上调利率。如果说央行选择货币政策独立性并无疑问，那么，资本自由流动程度的增强也意味着汇率将更具弹性。另一方面，随着人民币加入 SDR，人民币国际化程度的增强客观上也要求汇率更具弹性，正如央行在货币政策执行报告以及其他场合多次强调的，央行已经基本退出对外汇市场的常态式干预，不会将人民币汇率作为工具来应对贸易摩擦等外部扰动，仅在必要时通过宏观审慎政策对外汇供求进行逆周期调节，维护外汇市场平稳运行。这也是全球各主要央行共有的态度。

从经济基本面看，我们认为，2019 年，经常项目仍有压力，从而对人民币汇率构成压制，但资本项目预计仍以顺差为主，对人民币汇率构成支撑。考虑到中美贸易问题短期缓和，以及美联储加息缩表进程面临放缓甚至可能停止，美元指数下半年趋弱可能性较大。因此人民币汇率预计仍以双向波动为主，总体上较 2018 年将有所升值。

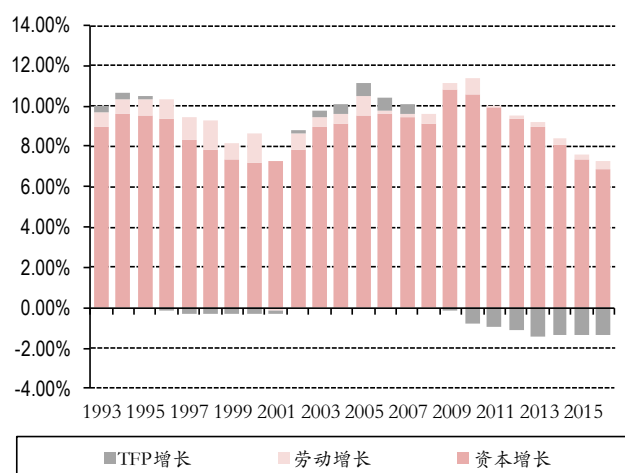
助推国内转型升级

《外商投资法》对外商投资的开放和保护有助于吸引外资进一步进入中国，而从更长远的角度看，这将助推中国经济的转型升级以及中长期增长路径的重塑。

从供给端看，经济中长期增长动力来自资本、劳动力投入的增长和全要素生产率的改善，后者可以理解为经济效率的提升。而从中国经济的现实看，劳动力数量短期内难有增长，可以期待的只有劳动力质量的改善；资本投入仍然面临宏观杠杆率的约束，因此全要素生产率的改善则成为从供给端提升经济增长动力的关键。

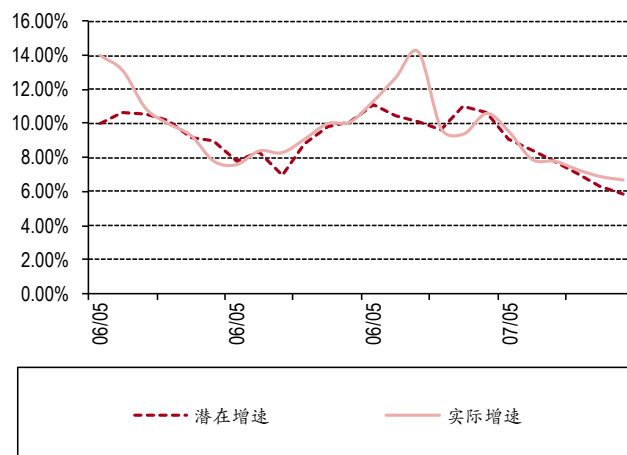
根据我们的测算，2008 年以来，全要素生产率改善在潜在增速中的贡献转为负值，直接导致了中国经济潜在增速的下行，这也是中国经济实际增速从 2011 年以后长期处于下行通道的关键。而从中国改革开放的历史经验看，全要素生产率的改善一方面来自改革开放过程中技术水平的提升，另一方面则来自制度变革所激发的微观主体活力。而在中国技术水平提升过程中，FDI 的影响整体偏正面，这已为众多学术研究证明。因此，《外商投资法》的实施落实，将吸引外资更多进入中国，客观上有助于中国经济进一步转型升级。

图表 3. 2008 年以来全要素生产率贡献为负



资料来源：万得，中银国际证券测算

图表 4. 2008 年以来潜在增速下行



资料来源：万得，中银国际证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13650

