仅供内部参考，请勿外传！

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·宏观深度

资本流动转型升级与人民币国际化新机遇

宏观经济

核心观点

1. 中国正从商品输出大国迈向资本输出大国，持续对外投资具有长期经济基础。
2. 非储备投资成为对外资产扩张主力，持续顺差为对外资产积累提供资金，企业竞争力提升推动全球经营。
3. 资本输出与人民币输出加快结合，汇率预期稳定有助于境外配置，温和升值可提高企业海外购买力。人民币国际化迎来从贸易结算向投融资深化的新机遇。

资本流动转型升级与人民币国际化机遇

资本流动结构升级，经营和投资属性增强

2014—2025 年，非储备资产占对外资产的比重由 39.9%升至 68.2%，2025 年非储备净头寸转正。制造业出海扩大直接投资，全球资产配置推升证券投资，金融机构境外展业也成为重要力量。资本输出的经营和投资属性日益增强。

产业竞争力和资产配置需求支撑长期资本输出

持续顺差为对外资产积累提供资金，企业竞争力提升推动全球经营。海外布局有助于开拓市场，并带动境内设备和中间品出口。中国正从商品输出大国迈向资本输出大国。下一阶段应更加重视海外经营回报，让对外资产扩张转化为国民收入的持续增长。

美日经验表明，本币使用和金融市场是国际货币的关键条件

美国对外投资和跨境信贷扩大了美元使用，发达的金融市场为境外资金提供了投资渠道。日本通过企业出海积累海外收益，但资本输出规模并未充分转化为日元的国际地位。海外经验表明，资本输出能否带动货币国际化，取决于本币融资的参与程度，也需要资产市场和金融服务配合。当前中国宏观基本面正处于关键切换期。推动实体企业高质量出海，以本币资本输出替代单纯的外币贸易顺差，不仅是产能周期的自然溢出，更是向成熟债权国演进、促进人民币国际化的百年历史必然。

资本输出与本币使用结合，拓宽人民币国际化空间

境外人民币贷款由 2021 年末的 0.70 万亿元增至 2026 年 8 月的 3.17 万亿元。本币融资若与设备采购、人民币经营收入衔接，可形成持续的结算和偿债需求。汇率预期稳定有助于境外配置，温和升值可提高企业海外购买力。香港离岸市场连接融资与投资需求，完善人民币资产供给和避险工具，有助于将资本输出转化为更稳定的本币使用。

黄文涛
huangwentao@csc.com.cn
010-56135177
SAC 编号:S1440510120015
SFC 编号:BEO134
刘天宇
liutianyu@csc.com.cn
010-56135236
SAC 编号:S1440524010003

发布日期： 2026 年 10 月 15 日

相关研究报告

25.08.31	【中信建投宏观研究】:如何理解中国资产和经济不一致——全球大类资产周观点（71）
25.08.29	【中信建投宏观固收及政策研究】:稳扎稳打，步步为营 ——绝对收益月报 2025 年 9 月
25.08.27	【中信建投海外经济与大类资产】:助攻 or 拖累：几个海外因素
25.08.25	【中信建投宏观研究】:风偏继续——全球大类资产周观点（70）
25.08.25	【中信建投政策研究】:财政部发布《关于规范政府和社会资本合作存量项目建设和运营的指导意见》；美联储主席鲍威尔讲话为最快 9 月降息铺路（2025 年 8 月 18 日-8 月 24 日）

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传！

目录

核心观点.....1
资本流动转型升级与人民币国际化机遇.....1
一、中国的资本流动结构正在变化.....1
（一）对外资产扩张加速，重心转向非储备对外投资.....1
（二）产业出海推动资本输出.....2
（三）金融资产配置和金融机构海外展业成为资本输出重要力量.....3
二、持续资本输出具备长期经济基础.....4
（一）持续顺差为对外资产积累提供资金来源.....5
（二）企业竞争力提升使全球经营成为自然选择.....5
（三）海外收益将成为资本输出质量的重要检验.....5
三、历史经验：资本输出与货币国际化的联系.....6
（一）美国经验：资本输出与本币金融市场的相互促进.....6
（1）资本输出的内生必然性：经济发展阶段与投资生命周期.....6
（2）战略性资本输出与“世界银行家”假说.....7
（3）从“世界银行家”到“世界风险投资家”.....8
（二）日本经验：企业出海浪潮中的日元国际化.....9
（1）资本输出的起点（1970-1985 年）：贸易积累和放松管制.....9
（2）第二阶段（1985-2025 年）：国内衰退与海外再造.....10
（3）货币错配的“原罪”：日元国际化进程的最大缺陷.....11
四、资本流动转型升级为人民币国际化创造机遇.....12
（一）资本输出有助于人民币使用从结算延伸至经营.....12
（二）跨境融资与资产配置共同拓宽人民币需求.....13
（三）汇率企稳或温和升值有利于扩大人民币资产需求.....13
（四）香港作为人民币资本输出的超级蓄水池与金融防火墙.....13
（五）避免“原罪”，推动本币输出.....14
风险分析.....15

仅供内部参考，请勿外传！

图目录

图 1:中国对外投资头寸（亿美元）..... 1
图 2:对外净头寸（不含储备）由负转正（亿美元）..... 1
图 3: 中国国际投资净头寸结构（亿美元）..... 2
图 4:中国实际利用外资增速（FDI，%）..... 2
图 5: 中国国际投资头寸：直接投资（亿美元）..... 2
图 6: 近年来，中国对外直接投资持续高增（%）..... 3
图 7: 对一带一路国家的投资增速较快..... 3
图 8: 中国国际投资头寸：证券投资（亿美元）..... 3
图 9: 中国对外证券资产的地区构成（亿美元）..... 3
图 10: 中国国际投资头寸：其他投资（亿美元）..... 4
图 11: 金融机构境外人民币贷款大幅攀升..... 4
图 12:美国资本输出阶段 1：1869-1940 从资本流入走向资本输出（十亿美元）..... 6
图 13:美国资本流动阶段 2:1945-1985 美元霸权确立与全球资本输出黄金期（十亿美元）..... 7
图 14:美国资本流动阶段 3:1985-2025 全球资本回流..... 9
图 15:日本的资本流动阶段 1：1970-1985 年，资金净流入国向净流出国转变（十亿美元）.....10
图 16:日本的资本流动阶段 2：1985-2025 年，民间对外投资大幅扩张（万亿美元）.....11



仅供内部参考，请勿外传！

一、中国的资本流动结构正在变化

中国已具备资本输出大国的基础，当前正在经历对外资产结构的转型升级。近年来，企业出海和金融资产配置共同推动对外资产扩张。储备资产占比下降，非储备净头寸转正，反映了境内主体参与全球经营和投资的能力增强。这一变化具有经济上的合理性，也为人民币国际化提供了新的业务基础。

判断资本外流，需要区分对外投资增加与外资撤出，也需要区分年度流量与资产存量。前者对应的经济含义不同，后者还受到汇率和资产价格变化的影响。持续的经常账户顺差，为中国对外净资产积累提供了基础。对外资产总额还受到跨境融资等因素影响。因此，应重点关注资本输出的结构、收益和币种。

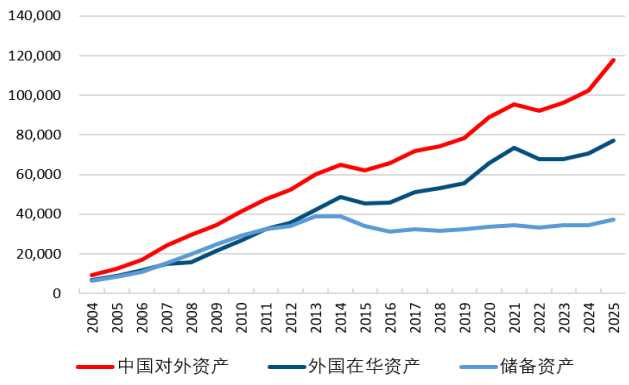
（一）对外资产扩张加速，重心转向非储备对外投资

中国的净债权地位进一步巩固。从国际投资头寸来看，2025 年末，我国对外净资产由上年末的 3.18 万亿美元增至 4.07 万亿美元，增长 28.1%。超过日本，居全球第二，仅次于德国。其中，对外资产为 11.79 万亿美元，对外负债为 7.71 万亿美元。对外资产增长快于负债，是净资产扩张的直接原因。

私人部门对外净头寸（非官方储备投资）首次转正， 对外资产扩张已更多体现企业和金融机构的海外经营与配置需求。2025 年末，非储备性质净头寸达到 3270 亿美元，在 2004 年以来的年末数据中首次转正。这里的非储备净头寸，指对外净资产扣除储备资产，仍包含国有企业和政府相关机构的资产负债。其转正表明，中国的净债权地位开始获得储备之外的支撑。

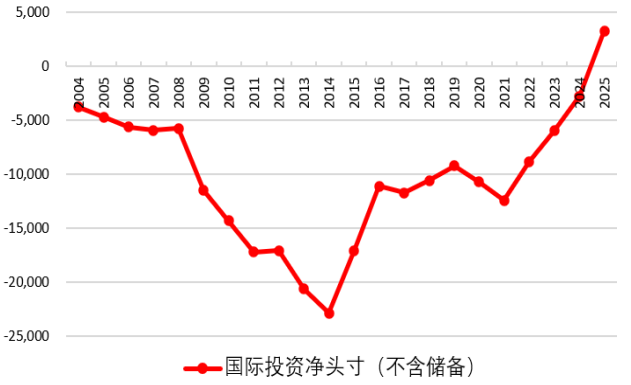
具体来看，2014-2025 年，非储备对外资产由 2.58 万亿美元增至 8.04 万亿美元，扩大至原来的 3.1 倍，占全部对外资产的比重由 39.9%升至 68.2%。储备资产占对外资产的比重从 2014 年的 60% 降至 2025 年 32%。2025 年，非储备资产贡献了对外资产增量的 81.5%。其中，证券投资资产增加 5757 亿美元，直接投资资产增加 4387 亿美元，分别占全部对外资产增量的 36.9%和 28.1%。进一步说明，对外资产增长的来源正在多元化。

图 1:中国对外投资头寸（亿美元）



数据来源：wind，中信建投证券

图 2:对外净头寸（不含储备）由负转正（亿美元）



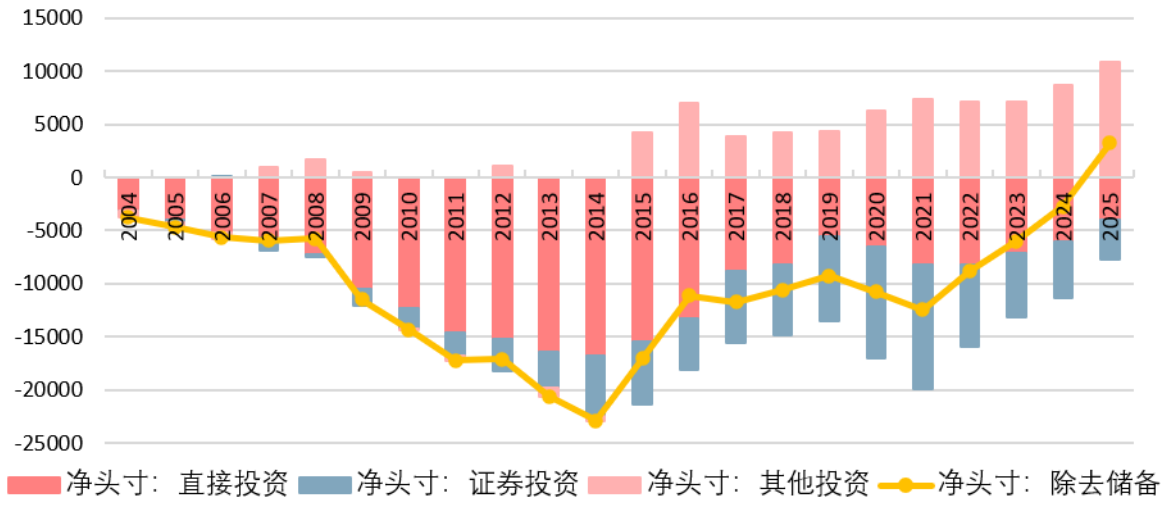
数据来源：wind，中信建投证券

非储备净头寸转正，也有较为明确的结构特征。2025 年末，其他投资净资产为 1.09 万亿美元，直接投资和证券投资仍分别为净负债 4032 亿和 3632 亿美元。直接投资资产相当于负债的比例，已从 2014 年

仅供内部参考，请勿外传！

的 35.5%升至 2025 年的 89.9%。中国对外直接投资正在追赶外资在华投资积累的存量。

图 3: 中国国际投资净头寸结构（亿美元）

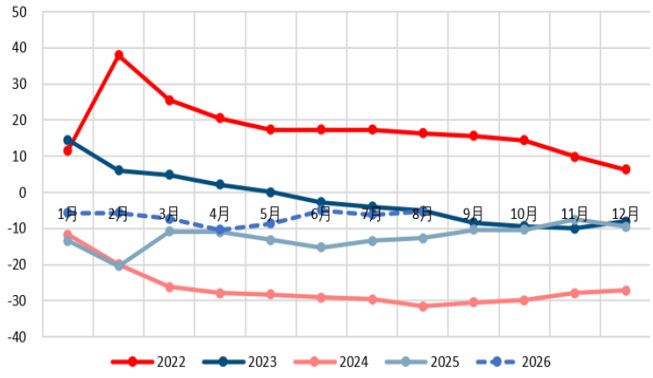


数据来源：wind，中信建投证券

（二）产业出海推动资本输出

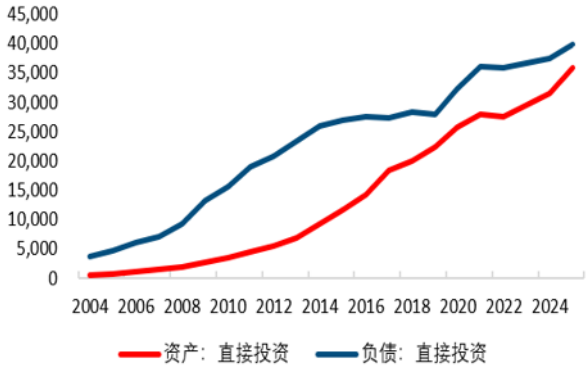
长期以来，中国在直接投资项下保持顺差状态，但近年来这一趋势出现边际变化。跨国企业重构在华投资节奏，与此同时，中国企业对外直接投资逆势保持强劲增长，年均规模稳居 1300 亿至 1400 亿美元高位，导致直接投资项下出现阶段性逆差。新能源车企、电池巨头以及跨境电商在内的领军企业，正加速在东南亚、欧洲、拉美甚至北美进行绿地投资与产能布局。这种以重资产、实体工厂为特征的资本外流，本质上是高质量的产业资本溢出。

图 4:中国实际利用外资增速（FDI，%）



数据来源：wind，中信建投证券

图 5: 中国国际投资头寸：直接投资（亿美元）



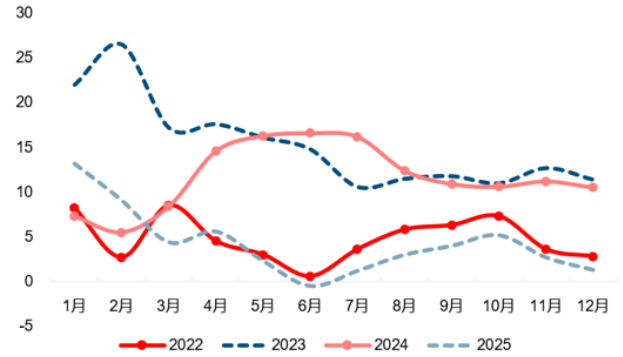
数据来源：wind，中信建投证券

产业资本出海已有较强的持续性。商务部等部门发布的统计公报显示，2024 年中国全行业对外直接投资流量为 1922 亿美元，增长 8.4%，连续 13 年位居全球前三。制造业投资 375.4 亿美元，增长 37.3%，占

仅供内部参考，请勿外传！

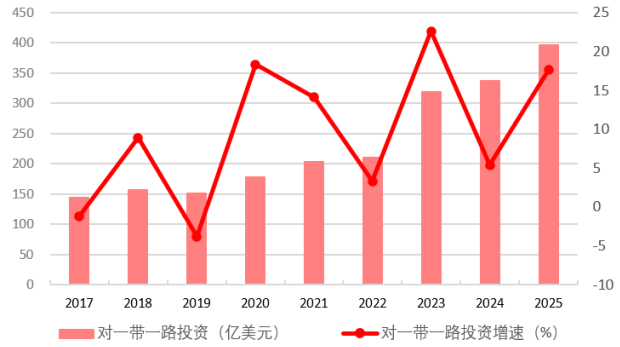
总流量的 19.5%。企业出海正从贸易渠道建设延伸至本地生产和经营，更有利于形成长期海外收益。

图 6：近年来，中国对外直接投资持续高增（%）



数据来源：wind，中信建投证券

图 7：对一带一路国家的投资增速较快



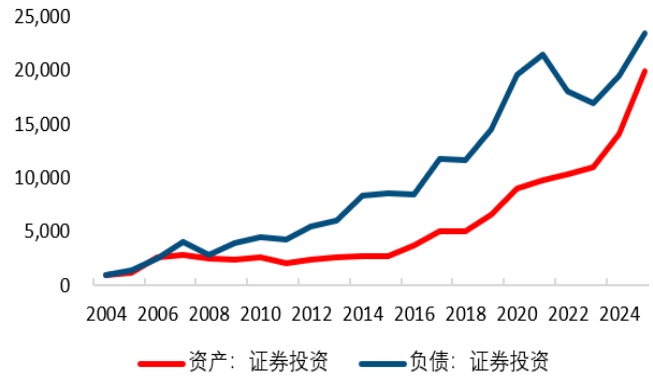
数据来源：wind，中信建投证券

投资主体也在扩大。2024 年境内对外直接投资者达 3.41 万家，较 2014 年增加 84.0%。制造业企业家数占比由 28.6%升至 33.3%，信息服务业由 2.1%升至 10.2%。2024 年对外投资中，建筑业增长 80.5%、信息传输和软件业增长 205.5%；对共建“一带一路”国家投资 509.9 亿美元，增长 22.9%，占 26.5%，对东盟投资 343.6 亿美元，增长 36.8%。非公有控股主体占非金融类对外直接投资的 54.3%，地方企业增速高于总体 8.4 个百分点。**对外投资已具备更广泛的企业基础，产业能力的积累是其重要支撑。**

（三）金融资产配置和金融机构海外展业成为资本输出重要力量

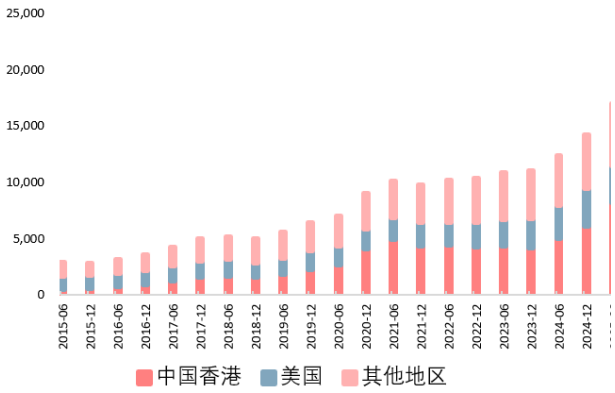
金融资产配置成为另一项重要增量。随着国内居民财富积累和机构投资者的成熟，单一持有人民币资产已难以满足分散风险和追求绝对收益的诉求。2025 年末，对外证券投资资产达到 1.99 万亿美元，较上年增长 40.8%。随着居民财富积累和机构投资者发展，分散资产风险的需求上升。港股通、合格境内机构投资者等渠道，为境内资金参与境外市场提供了合规路径。

图 8：中国国际投资头寸：证券投资（亿美元）



数据来源：wind，中信建投证券

图 9：中国对外证券资产的地区构成（亿美元）



数据来源：wind，中信建投证券

中国资本输出与人民币输出正加快结合，金融机构境外人民币贷款快速扩容。2025 年，国际投资头寸

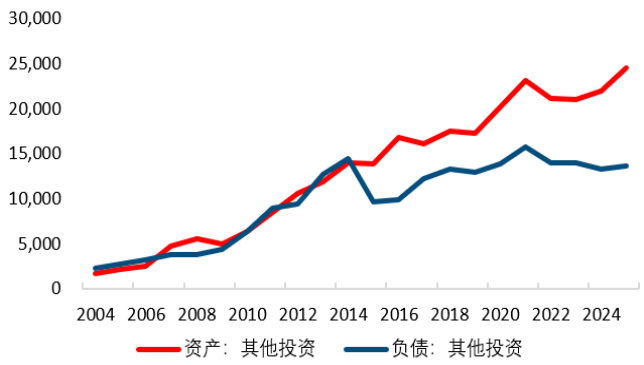
仅供内部参考，请勿外传！

表中，其他投资项下资产存量增加 2565 亿美元，其中贷款增加 1324 亿美元，贡献 51.6%；货币和存款增加 948 亿美元，贸易信贷小幅下降，贷款成为当年扩张的主要来源。金融机构境外人民币贷款由 2021 年末的 0.70 万亿元增至 2025 年末的 2.52 万亿元，2026 年 8 月进一步达到 3.17 万亿元；同期外汇贷款由 5575 亿美元降至 3760 亿美元，对外信贷的本币化特征增强。以人民币发放境外贷款，在形成中国对外债权的同时，也向境外提供人民币资金，并产生后续偿债需求。若融资进一步衔接设备采购和人民币经营收入，资本输出便有望转化为持续的本币融资与结算需求，为人民币国际化提供更稳定的支撑。

需求侧有三重力量叠加。最基础的是跨境贸易融资的币种转换，企业主动把贸易融资货币从美元换成人民币；二是企业出海建厂带来的项目与营运资金需求，境外子公司以人民币融资采购境内零部件与设备；三是东盟、非洲等地的当地企业开始把中长期人民币贷款作为流动性管理工具，借款人主体从中国企业的境外子公司扩展到非中资企业。渣打银行 2026 年 3 月对全球十九个行业近三百家大型企业的调研显示，受访企业 23% 的收入和 25% 的成本涉及人民币敞口，而仅有 14% 的债务以人民币计价，这一缺口就是需求空间的度量。

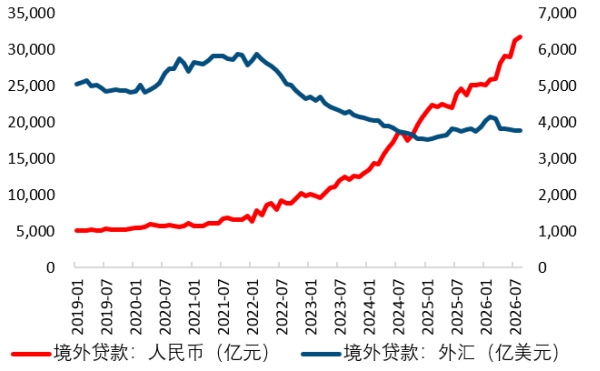
供给侧的支撑来自利率。2026 年以来，三个月 Shibor 持续低于联邦基金利率逾 200bp，这一价差在债券市场上同样成立，美元债与点心债的票面利差约 180 个基点，中资美元债 2026 年上半年发行 816.8 亿美元，同比下降 33.1%，而点心债上半年发行超过 5700 亿元，同比增长超三成，存量约 2.4 万亿元。

图 10：中国国际投资头寸：其他投资（亿美元）



数据来源：wind，中信建投证券

图 11：金融机构境外人民币贷款大幅攀升



数据来源：wind，中信建投证券

近年来的政策改革也为境外本币贷款的大幅上升提供了制度基础。2022 年的 27 号文建立了本外币一体化、本币优先的境外贷款政策框架，把业务范围从“走出去”项目扩展到所有境外非金融企业。2026 年 2 月规范人民币跨境同业融资，为离岸市场补充流动性；4 月发布 72 号文，把境内外资银行的境外贷款杠杆率由 0.5 上调至 1.5、进出口银行由 3 上调至 3.5、保底余额上限由 20 亿元提高到 100 亿元，并放宽间接方式贷款的管理要求，允许境外银行按其所在国家或地区法律办理。7 月起施行的《国务院关于对外投资的规定》首次确立境外投资安全审查制度，并把“提供融资、担保”明确纳入对外投资的方式。

二、持续资本输出具备长期经济基础

中国正处于从商品输出大国向资本输出大国的演进过程中。未来的主要变化，将体现在对外资产规模继续积累、投资主体更加广泛，以及经营收益的重要性提高。其长期基础来自储蓄积累和企业竞争力，财

仅供内部参考，请勿外传！

富配置需求则进一步拓宽资本输出的形式。

（一）持续顺差为对外资产积累提供资金来源

经常账户顺差，反映一国储蓄超过国内投资的部分。2025 年中国经常账户顺差 7350 亿美元，顺差形成的资金需要获得对应的金融安排，可以体现为增加对外资产，也可以体现为偿还对外负债。储备积累、企业对外投资和银行对外贷款，均是对外资金运用的形式。

随着国内资本存量增加，部分行业新增投资的回报趋于下降。企业将资金投向需求增长较快、要素条件更适合的市场，具有商业合理性。海外产能还能带动境内设备和中间品出口，为国内产业升级拓展市场空间。对外投资与国内投资之间，存在相互促进的条件。

这一过程仍取决于储蓄与投资的相对变化。扩大内需可能收窄经常账户顺差，人口老龄化也会影响储蓄率。中国持续资本输出的判断，应立足产业竞争力和现有资产积累。资本输出可以在顺差收窄的同时继续扩大，其资金来源还包括海外利润再投资及跨境融资。

（二）企业竞争力提升使全球经营成为自然选择

企业具备跨国经营能力，是资本输出从资金配置走向产业布局的基础。投资发展路径理论指出，随着企业技术和管理能力提高，对外直接投资通常会加快。中国部分制造业企业已在国内形成较强的成本、产品和供应链优势，向海外延伸生产与服务网络，有利于扩大这些优势的应用范围。

贸易环境变化进一步提高了本地化经营的必要性。靠近海外客户，可以缩短交付周期，并提高售后服务能力。合理布局生产环节，也有助于适应当地市场准入要求。对外投资能否提升回报，最终仍取决于当地需求、经营效率和合规成本。

国际比较也显示，中国对外直接投资仍有拓展空间。按 EWN 数据库同一版本的 2024 年数据，对外直接投资存量与 GDP 之比，中国为 16.7%，韩国为 40.7%，日本为 55.9%。这一差距可作为企业全球经营程度的参照。

（三）海外收益将成为资本输出质量的重要检验

对外资产增长，应逐步转化为可持续的投资收益。2025 年，中国投资收益仍为逆差 1284 亿美元。中国持有的储备及其他债权资产占比较高，来华投资中直接投资等权益资产比重较大，资产负债结构差异是收益逆差的重要背景。

改善这一结构，需要提高海外资产的经营效率，并逐步增加具有长期回报的投资。企业全球经营能力提升，有望扩大收益来源。金融机构则需要兼顾回报与流动性，控制期限和币种错配。对外资产规模与收益能力同步提高，才能为国民收入提供更稳定的支撑。

因此，中国下一阶段的资本输出，更值得关注质量和结构。产业投资扩大经营范围，证券投资满足财富配置需求，本币融资提高跨境资金运用的自主性。这些变化共同构成中国由商品输出大国向资本输出大国演进的经济基础。

仅供内部参考，请勿外传！

三、历史经验：资本输出与货币国际化的联系

（一）美国经验：资本输出与本币金融市场的相互促进

（1）资本输出的内生必然性：经济发展阶段与投资生命周期

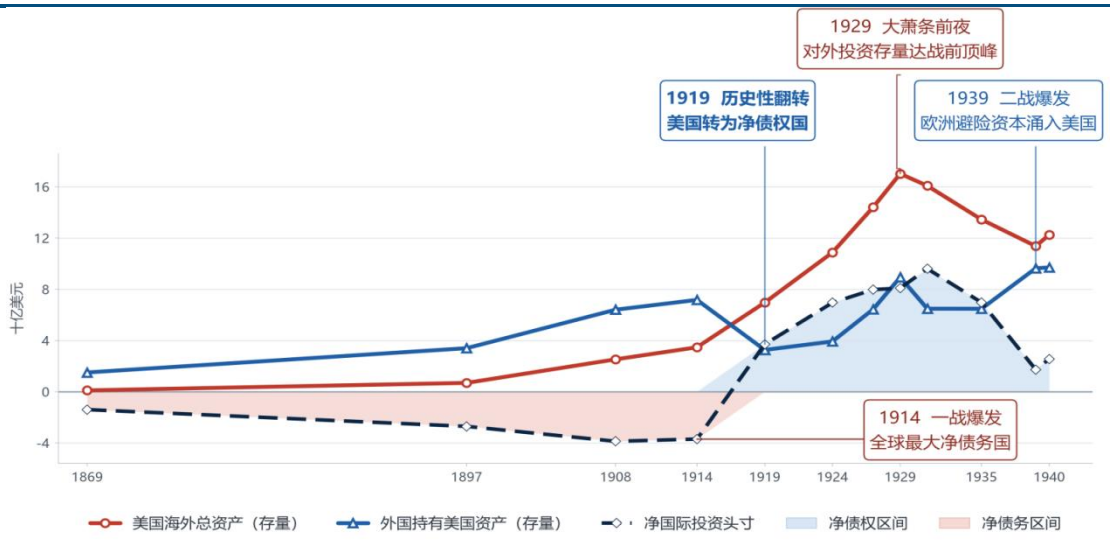
美国由资本输入国转向资本输出国，是长期产业发展和财富积累带来的历史必然。一战前，美国借助欧洲资本推进国内建设。一战期间及战后，对外债权增加，美元贸易融资同步发展。资本地位与货币地位的变化，均以经济实力和金融服务能力提升为基础。具体来看：

1914 年之前，美国具备典型的外资依赖型新兴市场特征，契合投资发展路径理论的早期阶段。1869 年海外资产仅 1 亿美元，外资在美 15 亿，净债务 14 亿，占双边总规模的 87.5%。美国通过吸收欧洲剩余资本，完成了国内铁路与重工业的原始积累。

第一次世界大战构成本阶段的分水岭。欧洲为筹措军费大举抛售美国资产，美国首次成为净债权国。1914 年至 1919 年间，美国海外资产由 34.65 亿美元增至 69.56 亿美元，增幅 101%；同期外国在美资产由 71.65 亿美元降至 32.59 亿美元，降幅 55%。美国不仅扩大了对外债权，同时回购了此前由欧洲持有的美国资产，净头寸在 5 年之内由−37 亿美元转为 36.97 亿美元。

在随后的“咆哮二十年代”，随着福特、标准石油等实体产业开启出海浪潮，美国出现第一轮资本输出高潮。早期实业资本输出将美国生产力延伸至海外，为二战后美元本位的确立提供了强大的底层资产背书。海外资产由 1919 年的 69.56 亿美元增至 1929 年的 170.15 亿美元，年均增速 9.4%，同期，外国在美资产由 32.59 亿美元增至 89.31 亿美元，美国净债权国地位得到巩固。反映在相对指标上，净头寸占双边总规模之比于 1924 年达到 47.0%，华尔街的角色亦由筹资场所转向放贷中心。

图 12:美国资本输出阶段 1：1869-1940 从资本流入走向资本输出（十亿美元）



数据来源：Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传！

（2）战略性资本输出与“世界银行家”假说

二战后，美国对外直接投资和跨境信贷扩大，为美元在贸易及融资中的使用创造了条件。布雷顿森林体系提供制度支撑，美国企业全球经营拓展了美元的使用范围。随后发展的欧洲美元市场，通过境外银行信用进一步扩大美元流动性。资本输出与金融市场发展共同推动了美元国际使用。

美国在二战后之所以成为全球最大的资本输出国，其根本动力源于本土实体经济与资本积累演进的历史规律：

国际收支发展阶段假说指出，随着一国从“年轻的债务国”走向“成熟的债权国”，国内储蓄必然超过国内投资。为了避免国内资本边际收益率递减和产能过剩，资本输出不再是可有可无的选择，而是维持国民财富持续增长的自然需求。

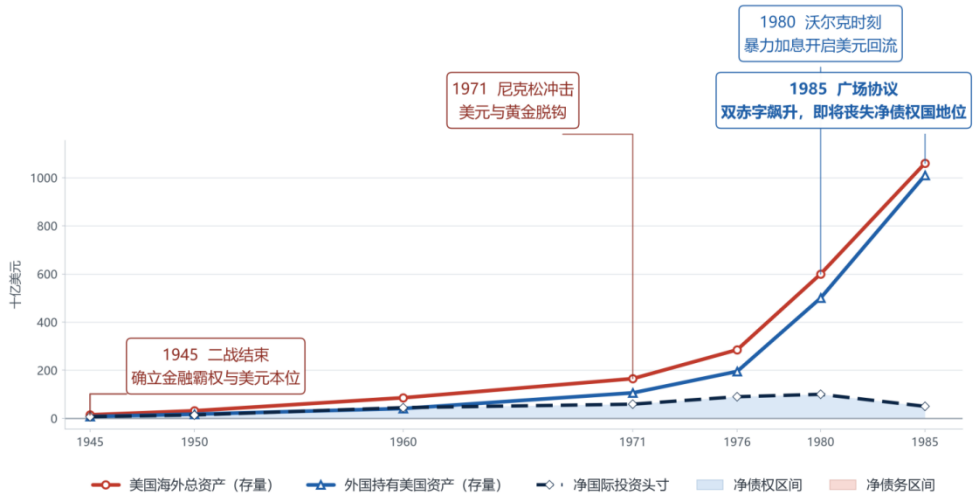
投资发展路径理论也表明，一国的净对外直接投资地位是其经济发展阶段（人均 GDP）的函数。当一国经济高度发达、跨国企业拥有强大的所有权优势时，资本必然跨越国界寻找更优的要素配置。

在顺应了资本输出的自然需求后，美国通过制度设计，将这种经济上的必然性转化为了建立美元霸权的战略工具。

1945-1985 年，成为美国资本输出与货币国际化正循环的最关键阶段。这一时期，美国对外资产稳步拉升，净投资头寸始终保持在正值区间。美国实质性扮演了向全球提供流动性的“世界银行”角色。

为了解决战后欧洲的“美元荒”并消化本土过剩产能，1948-1952 年，美国通过“马歇尔计划”进行了总计约 131.5 亿美元的政府级资本输出。此后，以通用、福特、IBM 为代表的美国跨国公司开始大规模对外直接投资（FDI），将美元注入全球产业链。马歇尔计划的实施使美国海外资产在五年之内由 146 亿美元升至 315 亿美元以上，而外国在美资产同期仅由 76.55 亿美元增至 175 亿美元，属于典型的援助型资本输出。1960 年代私人渠道接替官方渠道，跨国公司对外直接投资与欧洲美元信贷成为主要形式，美国海外资产达 856 亿美元，净头寸占比 35.3%，为战后最高水平。

图 13:美国资本流动阶段 2:1945-1985 美元霸权确立与全球资本输出黄金期（十亿美元）



数据来源：BEA，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传！

美国在此阶段扮演“世界银行家”的角色。美国对外输出长期资本，外国人赚取美元后存回美国形成短期负债。这一过程中的资本外流，本质上是美国在为全球提供流动性，是构建美元国际计价与结算网络必不可少的基建投资。

主动资本输出是货币国际化的直接载体。正是这种大规模的本币输出，在海外沉淀了庞大的资金池，直接催生了欧洲美元市场。脱离了资本流出，美元难以渗透进全球贸易的方方面面。

制度层面，1944 年建立的布雷顿森林体系将美元与黄金挂钩、其他国家货币与美元挂钩，使美国输出资本的行为同时构成美元的投放过程，马歇尔计划提供的美元直接转化为欧洲国家的储备与结算货币；资本输出成为美元国际化的投放机制，而美元的特殊地位又构成资本输出的制度前提，即美国可以用本币对外负债，无须先行获取外汇。

市场层面，1950 至 1960 年代兴起的欧洲美元市场使美元得以在境外自我循环并脱离美联储的直接管辖，这既标志着美元国际化程度的深化，也构成布雷顿森林体系必然失控的开端。

（3）从“世界银行家”到“世界风险投资家”

进入 20 世纪 70 年代后，随着布雷顿森林体系解体和全球化加速，美国资本外流的结构发生了深刻演变，其追求高收益的资本性进一步显现。

通过华尔街建立美元资本回流的闭环。资本外流若无回流机制，将引发外汇市场供需失衡，引发单边贬值和货币崩盘。而美元之所以能够形成全球范围内的大循环，其回流机制深刻得益于华尔街在全球的金融中心地位。

美国大规模对外输出高风险、高收益的资本，包括股权投资和 FDI，同时向全球发行美国国债等低风险、低收益的负债。以亚洲和中东地区为代表的新兴市场国家，在全球化过程中获得了大量美元，巨额的离岸美元最终通过购买美国国债、机构抵押贷款支持证券甚至美股，重新流回美国本土，从而形成了购买全球、融资美国的全球闭环。

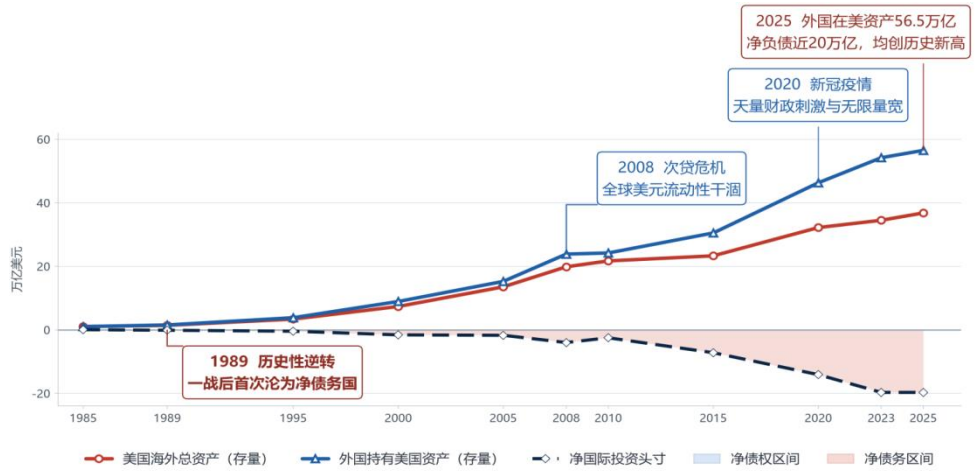
由于这种资产负债结构的差异，美国对外投资的收益率远高于支付给外资的利息。美国凭借资本输出，用印钞机买下了全球的优质实体资产，形成了巨大的估值红利。

1985-2025 年，外资在美资产的飙升速度超过美国对外资产。美国重返全球最大净债务国，现代特里芬难题全面爆发。此时的美国演变为“世界风险投资家”。凭借极度开放的本土金融市场，美国通过发行低息国债吸收全球过剩储蓄，反向进行高风险的海外股权与产业投资。

资本输出机制发生异化。美国不再依靠真实储蓄输出美元，而是利用借入低息负债、输出高风险资本的资产负债表错配，叠加美债回流闭环，维持着国际流动性总闸门的地位。这种机制彻底重塑了美国的资产负债表。美国必须无限制地发行债务，提供安全资产，才能吸收全球过剩储蓄并维持美元循环。这直接导致外资买入美国资产的快速上升。1989 年美国净投资头寸转负仅仅是开始，此后数十万亿美元的外部资金持续涌入，让美国的净负债敞口如滚雪球般扩大至 2025 年的负 19.7 万亿美元，形成了不断吸收全球储蓄的“债务黑洞”。

仅供内部参考，请勿外传！

图 14:美国资本流动阶段 3:1985-2025 全球资本回流



数据来源：BEA,中信建投证券

美国经验表明，大国货币的跃升，必然伴随宏观资产负债表向“资本输出型”的战略切换。

美国前两段历史验证了，主动输出高质量实体资本是货币国际化的必由之路。而第三段历史则警示，脱离实体的纯金融负债扩张，终将反噬主权信用。

现代特里芬难题在于，全球越是依赖美元体系，美国就越需要扩大债务规模；但美国国家债务的无限膨胀，最终必将动摇全球投资者对美元主权信用的根本信任。这也是当前中国推动本币实质性出海、重构全球资本循环逻辑的历史窗口期所在。

当前中国宏观基本面正处于关键切换期。推动实体企业高质量出海，以本币资本输出替代单纯的外币贸易顺差，不仅是产能周期的自然溢出，更是向成熟债权国演进、化解人民币国际化破局的百年历史必然。

（二）日本经验：企业出海浪潮中的日元国际化

日本资本输出的形态在 1985 年前后发生机制转变，其标志是私人部门对外净头寸由负转正。此前是以官方储备和贸易顺差为依托的有限输出，此后是私人部门主导、以收益和全球布局为目标的资产经营。

（1）资本输出的起点（1970-1985 年）：贸易积累和放松管制

日本的资本输出，同样建立在贸易积累和企业竞争力提高的基础上。1970 年代至 1980 年代初，日本虽然依靠强劲的出口导向战略积累了贸易顺差。1970 年代，日本赚取的外汇绝大多数转化为官方外汇储备，剔除储备后的“民间净头寸”长期处于零轴以下的负值区间，私人部门对外主动投资规模有限。日本民间企业与金融机构在海外实为净债务人，国家债权高度依赖主权信用被动吸纳外汇。

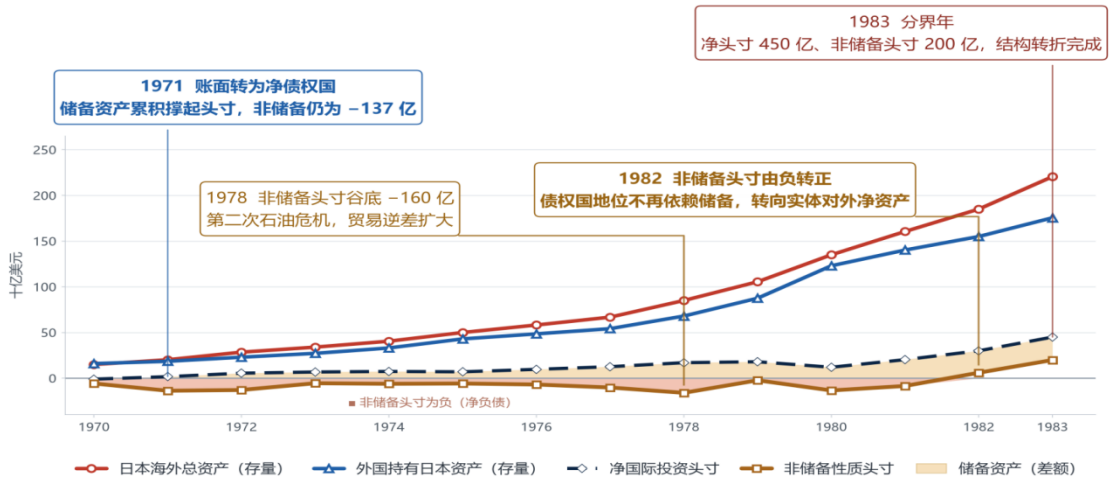
随着外汇管制的渐进松绑和海外投资额度的提升，日本开始了第一次海外投资的热潮。投资以资源开发和加工贸易为主，多采用“融资买矿”的方式，集中于东南亚和拉美，服务于能源保障与绕开贸易壁垒，属于“贸易立国”的延伸。1970 年至 1983 年，对外资产从 150 亿美元增至 2205 亿美元，净头寸从负 1 亿美

仅供内部参考，请勿外传！

元转为 450 亿美元，账面在 1971 年转为净债权国。剔除储备后的净头寸于 1982 年转正。此后企业和金融机构的海外配置扩大，资本输出逐步转向经营收益和全球布局。

制度上的准备是外汇管制的渐进松绑。1949 年《外汇及外贸管理法》确立个别许可制，1969 年起银行可自动许可的额度由 30 万美元提高到 100 万美元，1971 年至 1973 年出现第一次海外投资高潮，年流量从 8.6 亿美元升至 35 亿美元。1980 年该法修订，资本交易由原则禁止转为原则自由。

图 15:日本的资本流动阶段 1：1970-1985 年，资金净流入国向净流出国转变（十亿美元）



数据来源：IMF，中信建投证券

（2）第二阶段（1985-2025 年）：国内衰退与海外再造

进入 20 世纪 80 年代，日本同样步入了投资发展路径理论的成熟债权国阶段，经常账户积累了巨额顺差，资本输出具备了内生必然性。与此同时，在外部地缘政治压力下，日元加速了资本外流。

1983 年以后，对外资产七年间扩大约七倍，1985 年为 4380 亿美元，1987 年为 1.05 万亿美元，1990 年为 1.858 万亿美元；非储备性质头寸从 199 亿美元升至 2510 亿美元，取代储备成为净头寸的主体。

1985 年《广场协议》后，日元升值提高了日本企业的海外购买力，也增加了出口生产的成本压力，企业据此调整生产布局，扩大海外直接投资。金融自由化为这一过程提供了条件。汇率变化、产业转移和制度调整共同推动了日本资本输出。日本的对外直接投资从 1985 年的 122 亿美元上升至 1989 年的 675 亿美元，短短四年增长超 4 倍，日本非储备民间净头寸在 1985 年历史性突破千亿美元，开启了大规模的日本资产出海浪潮。

官方渠道的安排是“黑字环流”计划，即把顺差的一部分以贷款和援助形式回流发展中国家。1986 年 9 月第一期约 100 亿美元，1987 年 5 月第二期约 200 亿美元，1989 年 7 月第三期约 350 亿美元，三期合计约 650 亿美元，通过官方开发援助、进出口银行信贷以及向多边金融机构注资等多元渠道，将日本的剩余资本定向输送至拉美及亚洲等面临资金短缺的发展中国家。

日元国际化承担同一链条上的货币职能。1984 年《日元美元委员会报告书》推动金融自由化，1986 年 12 月东京离岸市场设立，1989 年日元在全球外汇市场交易中的占比升至 28%。

仅供内部参考，请勿外传！

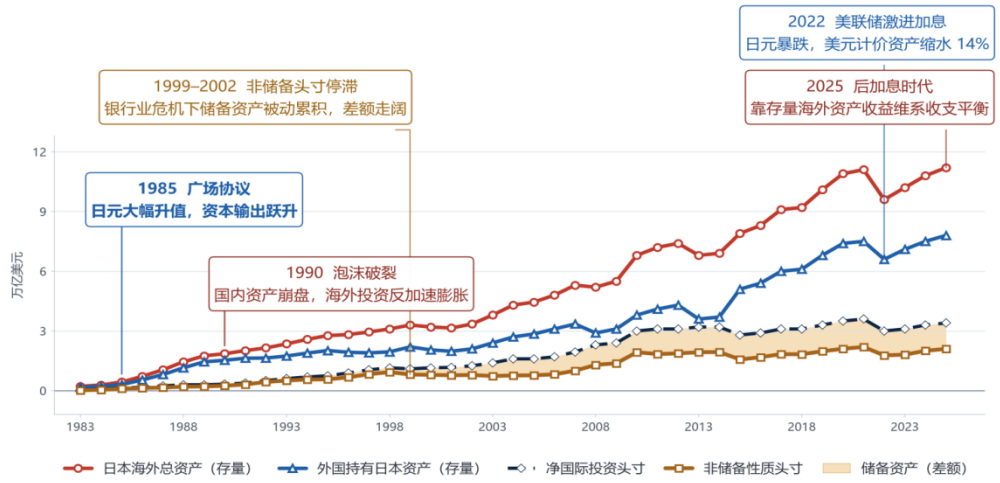
企业出海同步升级。对外直接投资 1989 年达到 675 亿美元的历史峰值，日本成为全球最大的对外直接投资来源国，1986 年至 1991 年累计约 4000 亿美元，三菱收购洛克菲勒中心、索尼收购哥伦比亚影业是标志性案例。

泡沫破裂后，海外的金融与地产投资降温，年流量 1992 年回落至 341 亿美元，但制造业的产业转移并未停止，重心转向亚洲新兴经济体以及中国和东盟，制造业海外生产比率从 1980 年代前期的 3%左右提高到 2002 年的 17.1%，其中运输机械达 47.6%。

进入 21 世纪，海外投资的收益属性进一步明确。2005 年日本提出“投资立国”战略，对外直接投资存量从 2005 年末的 45.6 万亿日元增至 2024 年末的 351.8 万亿日元，2018 年直接投资收益首次超过证券投资收益，2024 年达 24.7 万亿日元的历史高位，海外收益取代贸易顺差成为经常账户盈余的主体。

2000 年以后，存量扩张与汇率波动高度绑定。储备资产从 2002 年的 4610 亿美元升至 2021 年的 1.405 万亿美元，属于被动累积；2021 年对外资产达到 11.1 万亿美元的峰值，2022 年美联储加息与日元贬值使其以美元计降至 9.6 万亿美元，降幅 13.5%，净头寸从 3.6 万亿美元降至 3.0 万亿美元。

图 16:日本的资本流动阶段 2：1985-2025 年，民间对外投资大幅扩张（万亿美元）



数据来源：日本内阁府网站，中信建投证券

这一阶段对应了日本“失去的三十年”。国内宏观环境长期受困于通缩、零利率乃至负利率，但这却倒逼日本在海外成功再造了一个体量庞大、收益丰厚的“金融与产业日本”。

日本的经验证明，当面临国内产能过剩、资产泡沫破裂与人口老龄化等多重“明斯基时刻”，通过具备战略纵深的实体与金融资本双向出海，是跨越衰退周期、维系国家总资产负债表韧性的重要宏观政策手段。

（3）货币错配的“原罪”：日元国际化进程的最大缺陷

上世纪 80-90 年代，面临庞大的顺差积累以及日趋白热化的日美贸易摩擦，日本政府开始从国家战略层面推行顺差资本的结构性输出，中曾根内阁与竹下登内阁相继推出了史称“黑字还流”的经常账户顺差

仅供内部参考，请勿外传！

再循环计划。从宏观逻辑来看，这是化解国内流动性过剩，并对冲汇率升值压力的内生性战略选择。

然而，这一前瞻性的宏观战略在执行层面却留下了遗憾，其核心症结在于币种错配。尽管日本在总量上实现了资本的大规模输出，但在当时日元金融市场尚未充分自由化的背景下，这批庞大的对外战略信贷绝大多数仍以美元作为计价与结算货币。

这种路径依赖导致流出的资本未能转化为国际市场对日元资产的真实需求，不仅错失了扩大日元全球使用份额的战略窗口，更使得日本金融机构在后续日元剧烈升值周期中承担了巨大的汇率敞口损失。日元在全球官方外汇储备中的占比 1999 年为 6.4%，2009 年降至 3.2%；在全球外汇市场交易中的占比 2007 年回落至 17%。资本输出规模因而没有完全转化为相应的货币地位。

四、资本流动转型升级为人民币国际化创造机遇

从国际宏观金融演变规律来看，主权货币的国际化本质上是本国资产负债表向全球扩张的过程。健康的资本输出是突破人民币国际化流动性瓶颈的关键先决条件。

人民币国际化的机遇，来自中国对外经营规模扩大与本币金融服务能力提升。中国已拥有较大的贸易和产业基础，资本输出进一步拓宽了人民币的境外使用场景。下一阶段的重点，是让跨境支付形成后续融资和经营需求，并使境外主体具备持有人民币的条件。

“十五五”规划纲要提出，推进人民币国际化，拓展人民币在国际贸易和投融资中的使用，提升资本项目开放水平，建设自主可控的人民币跨境支付体系，发展人民币离岸市场。与“十四五”规划的表述“稳慎推进人民币国际化，坚持市场驱动和企业自主选择，营造以人民币自由使用为基础的新型互利合作关系”相比，对人民币国际化的推进更加鲜明，企业境外投资和人民币贷款有望成为扩大本币使用的重要渠道，资本项目开放、跨境支付体系和离岸市场建设，则为人民币资金在境外持续使用和配置提供配套支持。上述安排，与当下的新形势与机遇形成明显呼应。

（一）资本输出有助于人民币使用从结算延伸至经营

从货币供给机制来看，资本输出直接为离岸人民币市场注入源头活水。长期以来，中国对外经济交往以货物贸易顺差为主，如果主要以美元结算贸易并换回外币资产，海外市场就无法实质性积累人民币流动性。企业对外直接投资与跨境证券投资，客观上扮演了向全球输出人民币的渠道角色。

伴随境内资本走向海外，离岸中心的人民币存款规模与资金池得以快速扩容，从而激活了离岸人民币在贸易拆借、跨境发债以及资产管理中的应用生态，有效破除了过去离岸市场规模受限的结构性难题。

以产业出海为载体的资本输出为人民币构筑了深厚的资产锚。单纯依赖金融投机输出的货币往往脆弱易逝，但以重资产布局为代表的实体投资能够将本币与全球生产力深度捆绑。产业投资能够形成持续的跨境交易。海外工厂建设通常伴随设备采购，投产后还会产生中间品采购和集团资金管理需求。中资企业在产业链中的参与程度提高，有助于推动相关交易采用人民币计价和结算。相比单次贸易支付，这类经营联系能够提供更稳定的人民币使用场景。

仅供内部参考，请勿外传！

对共建“一带一路”国家的投资，为这一过程提供了较多业务机会。2025 年相关非金融类对外直接投资为 396.7 亿美元，占中国非金融类对外直接投资的 27.2%，较 2024 年提高 3.8 个百分点。投资布局的扩大，有利于中资银行跟随企业提供人民币融资和结算服务。投资目的地数据本身尚不能说明人民币的实际使用比例。

人民币资本金和跨境贷款，可以增加境外主体的人民币资金来源。若这些资金继续用于采购中国设备，后续经营收入也采用人民币，便可进一步支持偿债和再投资。稳定的收入来源，有助于降低企业反复换汇的成本，并使人民币使用从初次支付延伸至日常经营。

（二）跨境融资与资产配置共同拓宽人民币需求

人民币跨境使用规模不断扩容。2025 年人民币跨境收付合计 70.6 万亿元，其中收入 34.0 万亿元、支出 36.6 万亿元，净支出约 2.6 万亿元。直接投资项下人民币收付合计 8.5 万亿元。这说明人民币跨境投融资已具备业务基础，但收付总额包含资金周转，净支出也不能直接等同于离岸存款增加。

相对较低的人民币融资成本，有助于境外主体扩大人民币借款。对有人民币采购支出或收入的企业而言，本币融资更容易与经营现金流衔接。其实际吸引力仍取决于包含套期保值费用在内的综合成本。只有利差优势转化为可持续的融资需求，人民币作为融资货币的作用才能稳步增强。

境外主体持有人民币后，还需要流动性较好、期限适配的资产。发展人民币存款和债券市场，完善进入境内市场的投资渠道，有利于提高持币意愿。货币国际化由结算向投融资延伸，既需要对外提供资金，也需要为境外资金提供投资选择。

（三）汇率企稳或温和升值有利于扩大人民币资产需求

资本输出与人民币升值可以同时发生。经常账户顺差形成外汇供给，对外投资增加外汇需求，二者共同影响汇率。适度资本输出有助于缓和顺差带来的升值压力，其规模和节奏需要与市场承受能力相适应。资本外流本身，不能作为人民币必然升值的依据。

人民币汇率企稳，有助于企业安排海外投资预算。对境外投资者而言，稳定的汇率预期有助于提高持有人民币资产的意愿。温和升值预期还可能改善人民币资产的预期回报，为投资货币功能提供支持。

升值对融资需求的影响有所不同。境外企业借入人民币、以其他货币取得收入时，人民币升值会提高偿债成本。境内企业持有外币资产，其收益折算为人民币后也可能减少。因此，对人民币国际化更有利的环境，是汇率预期稳定、双向波动可管理，并有较为便利的避险工具。

（四）香港作为人民币资本输出的超级蓄水池与金融防火墙

香港能够承接人民币对外融资、离岸交易和资产配置需求。离岸市场实行市场化定价，境外机构可结合自身经营选择融资工具。内地与香港的互联互通机制则为合资格投资者提供双向配置渠道，有助于人民币资金在境内外有序流动。

仅供内部参考，请勿外传！

离岸人民币流动性支持正在加强。香港金管局宣布，自 2026 年 7 月 10 日起，人民币业务资金安排额度由 2000 亿元增至 5000 亿元，并增加 9 个月、2 年和 3 年期限，更稳定且期限更丰富的资金来源，有利于银行服务企业贸易与投资需求。

香港的价值在于连接境内资金与境外需求，并提供融资、投资和风险管理服务。跨境流动仍需遵守相应规则，离岸市场波动也可能向境内传导。通过完善流动性安排和互联互通机制，可以提高开放条件下的资金配置效率，同时保留必要的宏观审慎管理。

这种机制设计的精妙之处在于“交易自由、资金闭环”。外流的人民币资本在香港完成初次沉淀与全球化配置后，能够通过上述机制以合规形式平稳重返内地金融体系。资金在过境时实现了跨市场的资源最优配置，但从根本上并未打破内地资本账户的管束底线。这种在岸适度流出、香港完全兑换、闭环合规回流的结构，是化解特里芬难题的重要途径。

（五）避免“原罪”，推动本币输出

资本出海不能仅仅是抛售人民币换取美元去投资，必须大力推动以人民币计价和结算的直接投资。只有输出人民币，并在海外形成人民币沉淀，才是真正的货币国际化。

人民币本币输出正在成为中国对外融资扩张的重要组成部分。根据人民银行数据，金融机构人民币境外贷款余额由 2023 年末的 1.30 万亿元增至 2025 年末的 2.52 万亿元，2026 年 8 月末进一步达到 3.17 万亿元，同比增长 28.9%。人民币占本外币境外贷款的比重，也由 2023 年末的 30.9%升至 55.4%，表明对外信贷供给的本币化程度明显提高。

从机制看，产业升级和企业国际化为人民币对外融资创造了更多应用场景。境外客户获得人民币融资后，可用于采购中国设备，并通过人民币经营收入偿债，使融资、贸易与资金回流相衔接。这为中国在保持贸易顺差的同时扩大本币对外债权提供了条件，也说明经济发展阶段的变化会影响资本输出的币种和方式。

在实体经济出海层面，本币输出的资产锚定效应正在急剧强化。在这一波以高端制造为代表的出海浪潮中，中资企业通过本币资本金汇出与人民币境外贷款，直接以人民币在东南亚、中东乃至欧洲进行海外布局，流出的资本不仅没有消耗外汇储备，反而将人民币深植于海外实体资产与全球供应链的网络之中。

新一轮科技革命也为本币对外投资创造了新的窗口。以新推出的“数字人民币新型跨境贸易结算和投融资体系”为例，该体系以数字人民币跨境支付系统，也就是数币达平台（CBETS），为支付结算和投融资业务底座，协同联动各地区生态场景侧数字贸易平台作为企业服务窗口，打通跨境贸易、航运货运、投融资等各业务环节。同时，在业务运行中引入智能体与数字人民币智能合约等前沿技术。该体系将为区域经贸往来提供高效、安全、包容、闭环的数字人民币贸易结算和投融资服务新通道。

本币输出的加速持续巩固了人民币的全球活跃度。这种以本币为主导的资本输出，从根本上破解了新兴市场国家资本外流时的货币错配风险。当中国企业直接用人民币进行海外投资时，汇率波动的风险被实质性地内部化，这恰恰是人民币迈向国际储备与投资货币的必由之路。

仅供内部参考，请勿外传！

风险分析

海外需求走弱或贸易壁垒抬升，可能拖累企业出海进度和经营回报。投资审查趋严、当地政策变化，也可能增加项目成本，延长投资回收期。人民币利差优势收窄、套期保值成本上升，可能抑制境外融资需求。若借款人缺乏人民币收入，人民币升值还会增加其偿债负担，并向银行传导信用风险。资本输出转化为本币使用也存在不确定性。香港离岸人民币流动性收紧，可能扩大境内外融资价差，提高企业续贷成本。海外资产价格下跌及汇率折算损失，可能削弱对外净资产和投资收益。若海外项目回报持续偏低，企业后续投资及利润再投资能力将受到约束。

仅供内部参考，请勿外传！

分析师介绍

黄文涛

黄文涛，经济学博士，纽约州立大学访问学者。现任中信建投证券首席经济学家、研究发展部联席负责人、中信建投机构委、投委会委员，董事总经理。兼任南开大学硕士导师、中信改革发展研究基金会咨询委员、中国首席经济学家论坛理事、中国证券业协会首席经济学家委员会委员等职务。多次参与国务院部委等机构形势分析研讨及课题研究。多年荣获新财富、水晶球、金牛奖、保险资管协会等最佳分析师，2016 年新财富最佳分析师评比荣获固定收益第一名。2024 年荣获服务高质量发展最佳首席经济学家。

刘天宇

中信建投宏观分析师，中国人民大学经济学博士，覆盖国际经济、国际关系与政治、全球化研究。

仅供内部参考，请勿外传！

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15％以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk