



## 第一章

# 为何选择美股进行对比

## 第一节 美股为全球最成熟股票市场之一

美股从 1792 年，24 个股票经纪人在纽约华尔街的一颗梧桐树下开始，到目前为止已经经历了 230 多年，几乎与美国的历史一样长。虽然就国家历史来讲，美国远不及中国历史悠久，但美国股市的百年历史，与我国证券市场 30 年历史相比，已经大为成熟，值得我们借鉴与学习，并从中找到我国 A 股市场的发展方向。美股作为全球最成熟的股票市场之一，已经在市值规模、流动性环境、投资者结构、行业结构、交易机制、监管体系等多个方面建立优势。美股通过提供完善的法律体系、透明且公平的监管机制、灵活高效的交易制度，以及品种丰富的投资工具，吸引着来自全球的投资者，并培育出了一批全球最大市值公司，引领着全球产业升级。

### 市值

从市值来看，美股为全球最大股票市场。所谓美股市场，其实是由多间交易所共同构成的。美国主要交易市场共有 3 个，分别是纽约证券交易所（New York Stock Exchange, NYSE, 简称纽交所）、纳斯达克证券交易所（National Association of Securities Dealers Automated Quotation, NASDAQ, 简称纳斯达克）、美国证券交易所（American Stock Exchange, AMEX, 简称美交所）。截至 2021 年底，美国三大证券交易所合计有超 6 000 只股票，累计市值达到 69 万亿美元，为全球最大股票市场。相比之下，我国 A 股市场共有约 4 700 只股票，累计市值约 90 万亿人民币，约 14 万亿美元，仅占美股市值的 20%，为全球第二大股票市场。另外，我国还有港股市场，共有约 2 500 只股票，累计市值约 5.4 万亿美元。若将 A 股与港股合并计算，我国股市规模约占美股的 30%。

美国三大交易市场中，纽约证券交易所是美国历史最悠久、规模最大也

最为成熟的证券市场，至今已有 200 多年的历史，上市股票超过 3 000 只。作为美股的主板市场，纽约证券交易所上市条件也较为严格，多为业绩优异、盈利稳定的企业。世界 500 强等著名的大企业多在纽交所上市。纳斯达克成立于 1971 年，历史不长，却是成长速度最快的市场之一。纳斯达克目前是美国上市公司最多、交易最为活跃的交易所。纳斯达克的上市公司大多处在新经济行业，包括所有高新技术行业，如软件互联网、硬件科技、通信、生物技术、新能源、现代零售等。美股目前市值最大的股票，也都集中在纳斯达克。截至 2021 年 3 月 1 日，标普 500 指数成分中，前五大公司分别为苹果（APPLE）、微软（MICROSOFT）、谷歌（ALPHABET）-A、亚马逊（AMAZON）、特斯拉（TESLA），合计市值占比达到 23.6%，均为纳斯达克上市公司。纳斯达克也是我们相对较为熟悉的交易所。我国的互联网龙头，包括阿里巴巴、百度、京东，以及早期的新浪、网易、搜狐等，都选择在纳斯达克上市。美国证券交易所现在为美国第三大股票交易所，是唯一能同时进行股票、期权和衍生产品交易的交易所，其关注中小型企业，成为中小市值公司的最佳交易所。

我国多层次的资本市场内部各板块定位、功能均有侧重。沪深主板主要为大型成熟企业服务，可对标美股的纽交所。创业板聚焦高成长性的中小企业，功能上类似于美股的美交所。科创板聚焦成长型、创新型科技企业，主要对标美股的纳斯达克。新三板则主要服务于创新型、创业型、成长型中小微企业，可对标美股的 OTC（Over the counter）市场（指场外交易市场）。但与美股等发达国家股市相比，我国多层次资本市场仍处于建设完善阶段。在交易时间、交易制度、盘中稳价机制、做空机制、投资品种等方面还存在一些不同。

## 投资者结构

美股投资者结构更为成熟，以机构投资者为主。美国养老金规模的扩大以及直接入市，为美股市场带来持续、稳定的基本盘，极大地改善了美股作为一种可中长期持有的资产类别的投资环境，同时也促进了其他各类机构投资者的发展。20 世纪 70 年代，在美国养老金体系的一系列改革以及税收优惠的刺激下，美股养老金持股占比进入加速上行时期。截至 1985 年，养老金直接持股占比达到最高的 27%。在美国养老金开始通过共同基金间接持有美股之后，美

股市场的共同基金也开始迎来大发展时期。随着各类基金产品的层出不穷以及专业化、差异化的资产管理策略，共同基金持股占比在 2008 年之后一直维持在 20% 以上。养老金通过投资共同基金间接持有美股的比例逐渐增加，是共同基金持股占比快速上升的重要原因之一。养老金持有共同基金的占比在 2000 年后一直稳定在 20% 左右的水平。养老金在发展到一定规模后，更倾向于选择通过投资共同基金间接持股，主要是由于过于庞大的资产管理规模不利于进行差异化的投资来分散风险，而市场上各种专业化的共同基金产品，则恰恰能够满足养老金这方面的不足。另外，美国对于雇员退休保障的相关政策也提出，企业在为雇员提供养老计划时，需要提供多种不同风险等级的投资工具以供雇员选择。而多数缺乏投资能力的普通雇员会选择更加容易的共同基金。

随着技术的进步，交易所交易基金（Exchange Traded Fund, ETF）以更低的风险、更低的成本、更高的透明度，使得个人投资者也能够像基金一样，参与到投资一篮子股票当中。同时，ETF 也可以像普通股票一样，在被拆分成更小交易单位后，在交易所二级市场进行买卖。因此，ETF 兼具了投资股票和基金的特点，为许多个人以及机构投资者所青睐。另外，2000 年后高频交易的兴起，也使一大批基于模型算法的量化基金大行其道。由于高频交易需要运用昂贵的计算工具以及高速的网络传输，以保证市场信息的快速获取以及订单的成交效率，参与高频量化交易就需要通过能够负担相应成本的机构来进行。如此一来，又进一步增加了机构投资者在美股的占比，挤压了个人投资者的份额。

随着“二战”之后美元全球霸主地位的奠定，持有美元的全球各类投资者，包括各种对美出口较大国家的主权基金，将美股作为其持有的主要资产类别之一。外资的持续涌入，也是美股较为持续稳定的资金来源之一。即使美元的流动性持续泛滥，但在找到更好的替代品之前，全球投资者不得不继续持有美元资产。美股的外资直接持股占比在 2010 年后一直稳定在 15% 左右。

中国内地目前的投资者结构，与美国最大的差别在于 A 股机构投资者占比仍然较低。A 股中，境内机构占比约 15%，外资占比约 5%，合计约 20%。而美股中养老金（10%）、共同基金（20%）、外资（15%）等机构投资者合计约占 45%。个人投资者占比方面，A 股约为 30%，美股约为 35%，两者差别不大。因此，A 股机构占比较低并非因为个人投资者占比高。最主要的原因，还是一般法人占据了近 50% 的 A 股流通份额。

## 市场行业结构

美股自 19 世纪末推出以来，经历了百余年的变迁，其行业结构已经发生了翻天覆地的变化，也基本准确反映了美国经济结构的变迁。20 世纪初，美国仍处在以基础设施为支柱产业的阶段，因此美股最先发展起来的也是以铁路为主的交通运输行业。在成熟的基础设施完成后，美国就迅速进入了**早期工业化**。此时，美股中以农产品加工、自然资源加工等劳动密集型企业为主。之后，随着“一战”结束，电气时代到来，美国的工业化也从劳动密集型向资本密集型转变，此时美股出现了一批汽车制造、机械制造、电气、钢铁、石油等重工行业股票，并且在“二战”的过程中，美国的工业化得到了进一步的发展，走向**成熟工业化**。“二战”后，美元霸权地位形成，美国经济进入高速增长期，美国居民购买力提升，美股消费行业的占比也开始逐渐增加。但美国的工业化开始遭遇发展瓶颈。工业化推动生产要素价格上涨，结合 20 世纪 70 年代两次能源危机的爆发，能源价格暴涨，导致美国高能耗的工业体系难以为继。美国开始进行**去工业化**，将一些低端制造业外移，仅在本国保留高端制造及核心研发部门。同时，冷战期间的军备竞赛，使美国持续攀升科技树，并将一批军事科技成果转向民用，形成了一轮以科技为核心的**产业结构升级**。进入 20 世纪 90 年代，美股中以信息技术、生物医药为代表的新兴产业迅速崛起，而以工业、能源、原材料为代表的旧经济行业占比迅速下降。进入 21 世纪，伴随着科网危机及次贷危机的相继发生，美国政府为应对危机而采取连续降息及量化宽松政策，为美股的金融及房地产业发展提供了极为宽松的货币环境，导致美股的金融板块迎来了大发展。互联网业从危机中恢复，美股中信息技术业占比也开始逐渐回升。

标普 500 指数具有成分股众多、采样面较广、筛选标准明确、连续性好等优点，因此，能平衡反映美股全貌以及行业变化。截至 2021 年底，标普 500 指数中信息技术业占比达到 29.2%，接近了互联网泡沫破裂前的高点。医疗保健继续占据美股第二大行业的位置，占比 13.3%。必需消费则上升至第三位，占比 12.5%。此时的旧经济行业占比已经大幅萎缩。能源、原材料、工业合计占比仅不到 15%。

与美股行业结构相比，A 股的行业结构仍然集中在传统周期行业。截至

2021 年底，A 股中工业、原材料、可选消费、金融、能源、房地产合计占比为 61.4%，远高于美股中该六类周期行业仅 32.3% 的占比。但 A 股中典型的成长股，同样属于我国产业结构升级期间发展起来的新兴行业，占比却普遍低于美股。A 股的信息技术、医疗保健占比分别为 16.0%、8.2%，低于美股的 29.2%、13.3%。由于我国产业结构升级本身落后于美国，以及推行 A 股上市核准制度，A 股的周期行业占比偏高，成长行业占比偏低，与美股的行业结构形成较大差异。

## 交易规则

A 股与美股交易时间相比，最大的区别在于 A 股交易时间偏短。以正常交易时间来算，A 股每个交易日仅有 4 个小时交易时间，而美股则有 7.5 个小时，并且美股中午不休市。若考虑盘前及盘后交易时段，美股交易时间达到了 16 个小时，为 A 股交易时间的 4 倍。交易时间延长以及没有午休，意味着每个交易日之间的间断时间缩短，交易日内没有间断，有利于提高交易的连续性。一个能够连续交易的市场，可以更好地避免因交易时间限制导致的交易拥挤，尤其是在有重大突发事件时，除了事件本身对股价的影响之外，市场行为因素有可能造成股价过度波动。延长交易时间，能够将在非交易时间发生的事件影响，通过盘前、盘后交易部分释放，并在更长的交易时间段内充分反应，加快市场对事件的定价过程，降低股价在正常交易时段的波动。因此，美股更长的交易时间，导致交易连续性更好，美股风险更低。A 股则可以进一步延长交易时间。

美股市场及全球其他主要股票市场，均采用 T+0 交易制度，即允许完整的日内回转交易。T+0 交易制度对投资者日内交易行为不施加额外限制，因此将释放此类交易需求，有助于活跃市场，增加股票成交量，提高股市流动性。从我国 1992—1995 年期间短暂实施 T+0 的情况来看，T+0 让交易量有明显提升。在国际主要证券市场，日内交易占市场总交易量的比重通常在 15% 以上。除了增加交易活跃度，被解除当日卖出交易限制的股票也能够立刻参与到市场定价的过程中，从而加速价格发现，使得市场价格能够真正反映市场供需。

采用 T+0 交易制度，同样也增加了投资者获利的手段。资金可以灵活地

进出，使得高频量化交易能够得到发展空间。在美股，量化投资经过数十年发展，已经成为一种成熟的投资手段。目前美国量化交易规模占比达到约 10%，成交额占比达到 70% 以上。而量化交易中，高频交易又是主流。目前，美股机构投资者中高频量化基金的交易已经超过了低频量化基金的两倍。因为计算机算法、算力等量化交易的优势能够在高频交易中发挥到最大。多数高频交易策略的特点之一就是持仓过夜。如果在采用 T+1 交易制度的 A 股市场，典型的高频交易就难以展开。

采用 T+0 制度是成熟股票市场的标志之一。我国若要与国际市场进一步接轨，吸引外资投资 A 股，实行 T+0 也将是大势所趋。但在 A 股个人投资者仍然占比较大的情况下，在主板推行 T+0 制度存在较大系统性风险。作为改革试验田的科创板可开始率先推行 T+0 配套制度改革，待成熟后再全面推广至主板市场。

美股与 A 股同样采用个股涨跌幅限制与指数熔断结合使用，但美股是典型的以机构投资者为主的成熟市场，在面对恐慌性抛售时相对较为理性，不容易加剧流动性枯竭。另外，美股的个股涨跌幅限制是基于动态的参考价格，不单只看波动的幅度，同时还考虑波动的速度，而美股指数熔断机制则仅考虑价格较前收盘价的涨跌幅。这样就使两种机制的触发阈值不容易重合。同时，美股三级熔断阈值分别为 7%、13%、20%，相隔较远，即使考虑市场的基础波幅，每级之间的界限也比较清晰，分别对应不同等级的市场波动，不容易在两级之间形成虹吸。

因此，我国如要再次实行指数熔断机制，需要等待市场投资者构成以机构为主导时，投资者行为才能更加趋于理性。

此外，在设计熔断机制时，要充分考虑各级阈值之间的距离，以及与其他盘中稳价机制之间的差异性、互补性。否则，机制内、机制间的各种阈值叠加，容易形成虹吸效应，反而放大了波动。当然，当市场发生由重大事件，如战争、疫情等驱动的暴涨暴跌时，由于这些是因巨大的基本面或者流动性预期变化而导致的波动，所以涨跌幅限制、指数熔断机制的作用都相对有限。

从金融衍生品丰富程度来看，A 股市场与美股还存在较大差距。由于中美股市在投资者构成、融资成本、产品成熟度等方面的差异，我国对于衍生品交易的监管整体上要更加严格。但衍生品工具是金融市场发展到成熟阶段的必然

产物，也是 A 股进一步国际化的必要条件。因此，在制度完善、监管到位的基础上，A 股需要继续丰富衍生品种类，扩大标的资产容量，尽可能为市场提供多空双向交易途径，提高市场价格发现效率。

## 流动性

一般来说，一个国家的股票市场走势，在初期，可以被称为经济“晴雨表”，也就是股价走势的主要驱动因素为基本面因素。但像美股这样，在中后期，也就是“二战”之后，经济周期可能反映了美股市场的波动情况。但作为美股长期的走势，经济层面或者说基本面并不能解释其长牛的原因。或者用美股危机派的言论来说，美股早已脱离了基本面，一直在天上飞。这也就是过去十年每年都有人要喊一遍“美股危机”的原因。但美股更多的时候，是随着经济周期波动的，或者说美联储政策的变化，呈现小跌大涨，快跌慢涨，并没有形成真正的危机。即使 2020 年新冠疫情爆发，美股大幅下跌，美国经济亦出现衰退，美股也在一个月后“满血复活”。这时候，就不能通过经济“晴雨表”的理论来解释。股票往往从两方面来进行解释：基本面以及流动性。流动性应该是在近十年影响美股最主要的因素。对美股来说，美国在“二战”之后建立的霸权地位，美元取代黄金形成的世界货币地位，可以通通转化为美股独特的优势，但这种优势并非体现在基本面上，我们可以将其归类为流动性方面的优势。而这种流动性优势，就转化为美股的估值溢价。从全球主要股市的估值来看，可以看到，美股长期处于领先地位。

美联储货币政策在紧缩与宽松之间反复转变，是引起美股流动性周期变化的主要原因。但如果我们跳出一个个具体的加息以及降息周期，可以清楚地看到，自 20 世纪 80 年代以来，美国实际上处在一个大的降息周期中。而所谓的加息周期，只是这个长期降息趋势中的几段波动。因此，从长期来看，美股所处的流动性环境一直都是宽松的，这也是美股能够呈现长牛的重要原因之一。换作世界上其他任何一个国家，都没有能力主动实行这种长期的宽松政策，只能跟随美联储的脚步，被动地接受全球货币超发的现实。由于美股享有独特的美元宽松流动性环境，美股的长牛走势也是独一无二的，至少在目前阶段，难以被其他国家股市所复制。

## 监管

美国股市真正进入以注册制为基础的监管，始于美国国会在 1933 年通过的《证券法》。1933 年《证券法》的诞生，正值美国经历了“大萧条”的摧残，市场信心严重不足。与早期更为严格的以《蓝天法》为基础的审核式监管不同，1933 年《证券法》以加强信息披露以及政府监督为主，通过恢复证券市场本身的资产定价功能，逐步建立投资者对资本市场的信心。证券法的主要目标有两个：确保投资者得到有关公开发售证券的财务及其他重要资料；禁止在发售证券过程中有欺骗、失实陈述及其他欺诈行为。自此，在 1933 年《证券法》的框架下，美股在上市前，只需要建立一个注册登记表，向 SEC（Securities and Exchange Commission，证券交易委员会）披露公司的资产以及营利情况，并提供经独立审计师核算的财务报表。同时，1933 年《证券法》确立了反欺诈原则。任何在注册登记表上签字的法人、主要承销商和其他相关人员，对文件中所陈述的任何内容都负有保证其真实性的责任。任何做出错误披露的人都要承担相应的法律责任。

如果说 1933 年的《证券法》是美股新阶段世界观的确立，那美国国会于 1934 年通过的《证券交易法》则可以被认为是新阶段方法论的形成。这其中，最重要的就是赋予了 SEC 广泛的权力，来处理证券经纪、交易结算以及自我监管机构等证券展业过程中各方面的监管。在 1934 年《证券交易法》的规定下，SEC 成为美国证券相关法律的主要执行机构，也成为美股的主要监管机构，以保障投资者利益，维持证券市场正常运作。它同 1933 年的《证券法》一起，共同形成了美国以注册制为主的证券法律体系，成为证券法律体系的奠基石之一。此后，美国又相继通过了 1939 年的《信托契约条例》、1940 年的《投资公司法》等一系列法案，形成了美国资本市场监管多层次的法律体系，几乎覆盖了股票市场的各个方面。

SEC 于 1934 年根据《证券交易法》设立，集准立法权、独立执法和准司法权于一身，权限广泛，可以独立行使职权，为负责监管证券市场各方面最主要的机构。SEC 的监管宗旨为寻求最大的投资者保护和最小的证券市场干预，其主要职能为加强证券市场的信息披露，保证证券市场信息的真实性、准确性，打击虚假信息、欺诈、股价操纵、过度投机和内幕交易等行为，维护证券

市场参与者的正当权益，通过构建一个公开、公平、透明的证券市场环境，达到有效配置资源的目的。

SEC 在原则上寻求最小的市场干预，因此也会将部分监管的权力下放给证券行业的自我规管机构。自我规管机构为会员制组织，是负责监管的前线机构，但仍然需要接受 SEC 的监管。这些机构需要根据各自的业务特点制定规则，以确保市场稳健运营，保障投资者利益。但相关规则的制定及修改仍需提交 SEC 审批。SEC 也可在有需要或适当的时候，修订自我规管机构的规则。

在美股上市，证券发行人须首先向 SEC 递交注册文件，同时向交易所递交上市申请。值得注意的是，在整个企业上市以及持续交易的过程中，SEC 不会为每个交易所制定上市以及持续交易的标准。虽然 SEC 并没有直接参与到交易所上市标准制定以及执行的过程中，但并不意味着没有监管。SEC 仍然可以通过多种方式在后台进行监管。SEC 对于上市及退市的监管，并不在于对上市企业的价值判断，而在于充分的信息披露。因此，股票上市的定价完全由市场决定。

与美国 SEC 独立于其他行政部门之外，拥有准司法权、准立法权以及独立执法权不同，我国证券监管机构的核心——证监会属于政府部门，代表政府的意志，在执行监管责任时，又要兼顾多种行政目标。美国除了 SEC 之外，还有各类自律监管机构行使各自的监管职责，能够根据各自的业务特点制定规则，具有较高的权威性。

## 第二节 中美经济互为依托

自中国改革开放以来，中美经济的发展就开始被深度绑定。中国是美国全球产业链布局的重要一环，也是美国许多产品的重要海外市场。美国则为中国对外开放过程中重要的外资来源地，为中国的工业化体系建设提供了技术以及管理经验，是中国重要的出口市场。2022 年第一季度，以单个国家来看，中国是美国第一大贸易伙伴，美国是中国第二大贸易伙伴。

## 贸易额

自 1972 年尼克松访华，中美关系开始走向正常化的道路，两国之间的双边贸易额开始逐渐增加。但由于这一时期，中国的工业基础还比较薄弱，难以立刻投入贸易生产，整体的贸易规模还是保持在较低水平。在 1978 年十一届三中全会上，我国确定了改革开放的发展道路。随后于 1979 年与美国正式建交。这也正式开启了两国双边贸易关系的大门。之后的 20 世纪 80 年代，中国内地承接了以港澳地区为主的劳动密集型轻工业，中美贸易额迅速提高。进入 90 年代后，伴随着发达国家的产业升级以及对新兴市场国家进行的以资本密集型为主的产业转移，中美货物贸易的种类又逐渐拓宽至电机设备、机械等重工业产品，尤其是 2001 年中国加入 WTO（世界贸易组织）后，中美之间的贸易额开始突飞猛进。如图 1-1 所示，2002—2008 年，中美货物贸易规模持续增长，平均涨幅达到 22.8%。2008 年金融危机后，伴随着美国经济的持续疲弱，中美双边货物贸易增速开始波动下滑。2018 年，中美之间爆发了贸易摩擦，中美贸易额开始出现负增长，但这并不能改变中美这两大经济体之间相互依赖的关系。

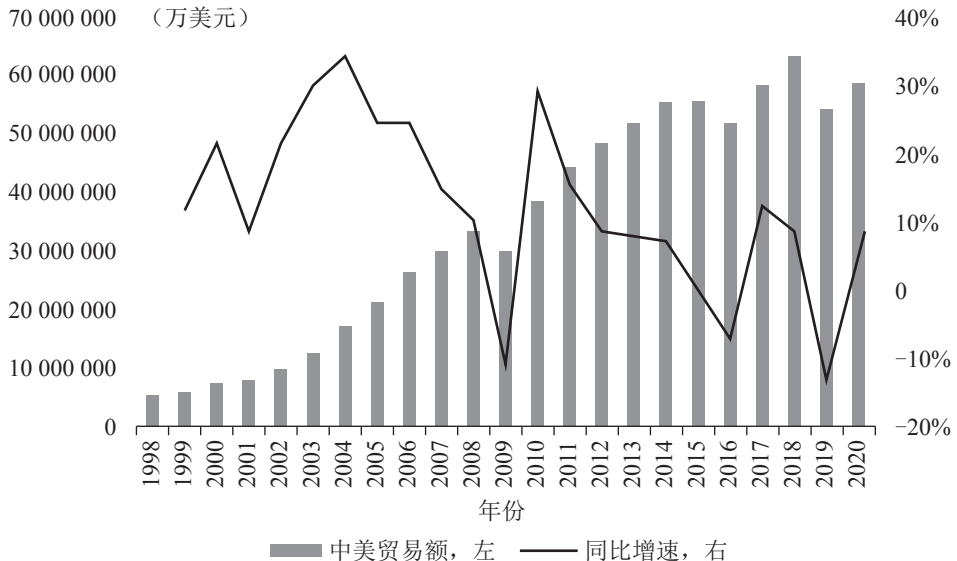


图 1-1 中美贸易额（1998—2020 年）

（数据来源：Wind）

## 中国对美国出口

中美贸易中，美国为中国产品提供了巨大的消费需求，是中国最大的出口市场。同时，中国也是美国最大的进口来源地。从 1998 年至 2020 年，中国对美国出口额已经增长近 12 倍。由于中美产业结构的互补，中美贸易中长期存在中国对美国贸易顺差情况。2020 年，中国对美国贸易顺差为 3 164 亿美元，较 1998 年增长近 15 倍。中国对美国的贸易顺差，实际上符合两国的比较优势。中国凭借在改革开放过程中释放的大量低成本生产要素，以及在发展中国家优势明显的基础设施，迅速形成了全球规模最大、产业分布全面的制造业，为中国在全球产业链重新布局中占据了一席之地。在全球供应链体系中，中国过去采取了“两头在外、大进大出”的对外贸易发展战略，从美国进口核心零部件，在我国进行加工组装后，再出口美国进行销售。这使得中国对美国出口中有一大部分为加工贸易。在这一模式下，中国处于价值链的低端。而美国在全球贸易中的优势，主要体现为其领先的科技实力。这就使美国掌握了研发、设计等高附加值环节，处于价值链的高端，并且获得了价值链的绝大多数利润。在全球化的产业链布局中，美国高附加值的研发设计环节正好与中国的低成本加工贸易形成优势互补，美国为中国提供资本品和技术，中国为美国提供制成品，导致中美两国在双边贸易中的关系越来越紧密。

## 美国对中国出口

2021 年，中国是美国出口的第三大市场，也是除北美地区外最大的出口市场。自 1998 年至 2020 年，美国对中国出口已经增长近 8 倍，大幅超过同期美国整体出口增速。目前，中国主要从美国大量进口农产品及高科技产品，包括大豆、飞机、汽车、集成电路等，中国是美国的主要出口市场。

中国对美国的贸易顺差，主要是由货物贸易导致。而美国对中国的顺差，主要体现在服务贸易上。中国的服务贸易起步相对较晚，并且增速远低于货物贸易。随着中国加入 WTO，中美双边服务贸易也出现快速增长，尤其是从 2006 年开始，由于不再钉住单一美元，人民币开始了其升值阶段。中国对美国服务贸易进口额迅速增加，但出口额变化不大，这导致中国对美国服务贸易

逆差扩大。目前，中美双方对两国之间服务贸易依赖程度都比较大。2020年，美国是中国最大的服务贸易逆差来源国，中国则是美国最大的服务贸易顺差来源国。中美双方在旅游、教育、文化产业、技术贸易上，都有着深入的合作。

中国对美国的货物贸易顺差以及服务贸易逆差，实际上有利于双边的贸易优势互补，共同发展，形成相互依赖的利益共同体。中国制造的低成本商品使美国的通货膨胀保持在较低水平，美国的跨国公司通过中国的制造业体系完善其全球供应链的构建。与此同时，中国通过出口创汇解决了经济发展的资金问题，也在接收美国产业转移的同时完善了自己的工业体系，引进先进技术，助力产业升级。

## 贸易依存度

近年来，美国对中国的贸易依存度在不断上升，而中国对美国的贸易依存度在持续下降。从中美贸易额占美国全部对外贸易的比重来看，如图 1-2 所示，美国对中国的贸易依存度从 1998 年的 2.7% 上升至 2020 年的 11.9%。其中，美国对中国的进口依存度从 4.1% 升至 21.2%，出口依存度从 1.5% 上升

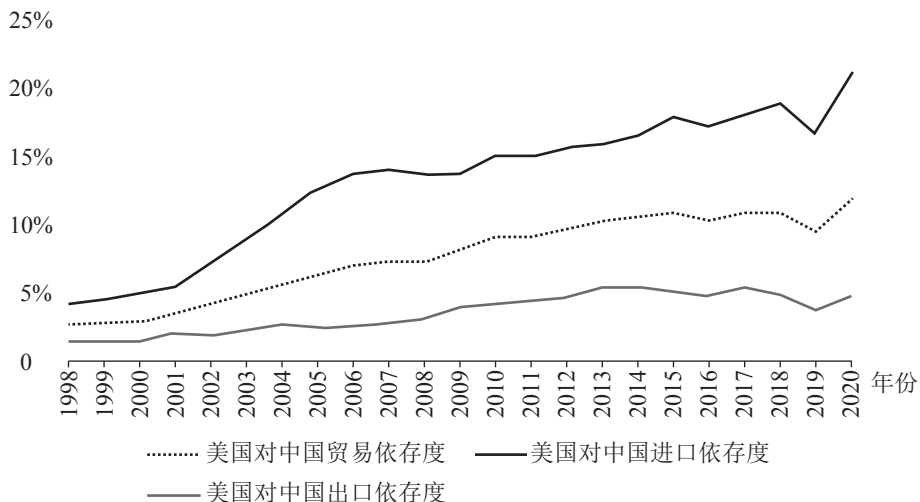


图 1-2 美国对中国贸易依存度（1998—2020 年）

（数据来源：Wind）

至 4.5%。相对进口而言，美国对中国的出口依赖程度较低，但中国已是美国出口的第三大市场。从中美贸易额占中国全部对外贸易的比重可以看出，如图 1-3 所示，中国对美国的贸易依存度已从 1998 年的 16.9% 下降至 2020 年的 12.6%。其中，中国对美国的出口依存度从 20.7% 下降至 17.4%，进口依存度从 12.0% 下降至 6.5%。相对来说，中国对美国的出口依存度仍然较高，进口依存度偏低。从中美对比来看，美国对中国的进口依存度要明显高于中国对美国的出口依存度。

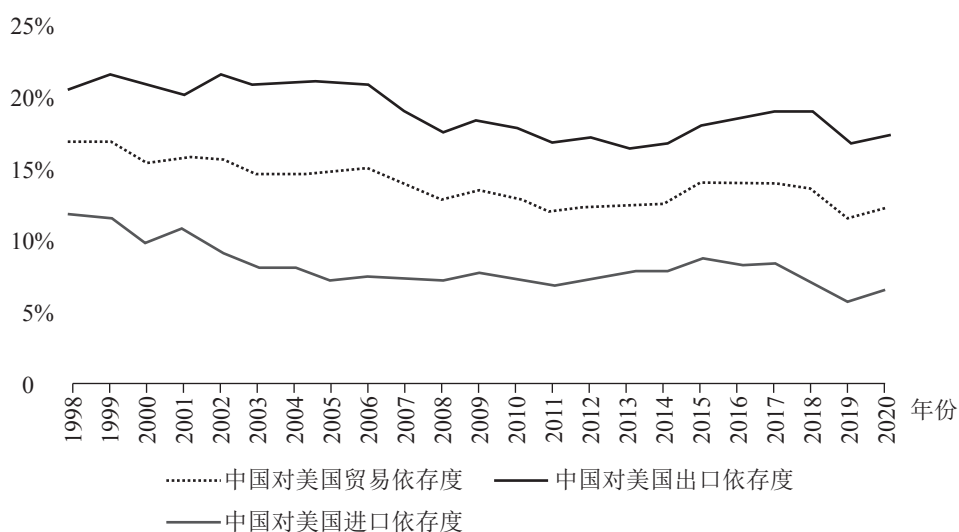


图 1-3 中国对美国贸易依存度（1998—2020 年）

（数据来源：Wind）

## 直接投资

中国改革开放之后，美国对中国直接投资增长一直比较缓慢。如图 1-4 所示，进入 20 世纪 90 年代后，随着市场经济体制的进一步建立，美国对中国投资开始加速。在 2008 年金融危机时，美国对华投资出现一段时间的波动，之后又继续快速上升。但从美国整体对外投资的规模来看，对中国投资的占比并不高，整体占 1% ~ 2%。相对于美国对中国投资，中国对美国直接投资起步更晚，并且在 2008 年之前，投资规模几乎为零。伴随着中国进一步开放资本

账户，以及从资本短缺阶段进入资本过剩阶段，如图 1-5 所示，中国从 2008 年之后的对美投资开始逐渐增加。同时，伴随着强制结售汇制度的取消，人民币汇改进一步推进，2015 年后中国对美投资的规模激增。近年来，中国企业在

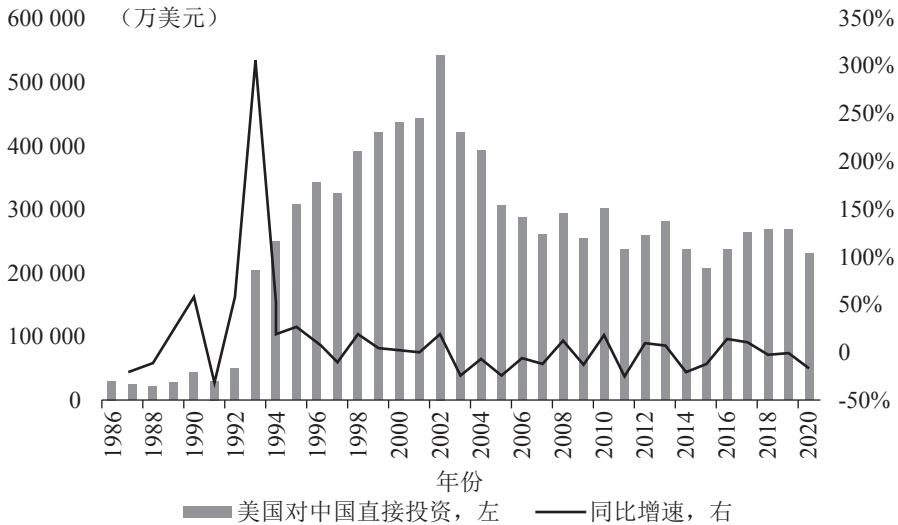


图 1-4 美国对中国直接投资 (1986—2020 年)

(数据来源: Wind)

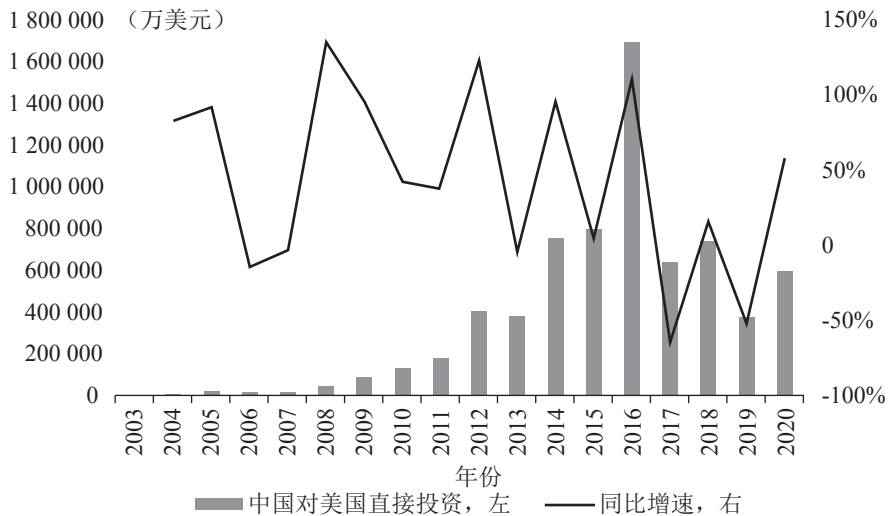


图 1-5 中国对美国直接投资 (2003—2020 年)

(数据来源: Wind)

美国的投资迅猛增长，为当地经济发展、就业和税收的增加做出了积极贡献。但随着中美贸易战的爆发，美国开始加大对华投资审查力度，中国对美直接投资存量出现了下降。从总量来看，中国对美投资的规模快速上升，但占全球对美投资的比重仍然较低，仅在 1% 左右。

## 国债投资

中国从 20 世纪 90 年代开始出口导向型的发展，持有外汇水平快速上升，导致中国对美国国债购买额开始加大。加入 WTO 之后，我国外汇持有量加速上升。2008 年开始，中国成为美国国债的第一大海外持有国。2014 年之后，随着中国经济结构转型，国际收支趋于平衡，中国持有美国国债水平开始下降。2019 年时，日本超过中国成为美国国债的第一大海外持有国。

美国和中国的深度经贸合作，是建立在两国充分发挥各自在成本、技术、市场、资金等方面的比较优势后，为了双方共同利益最大化的自主选择。中美双方都在推动双边经贸合作上发挥了积极作用。虽然中美经贸关系的发展也经历起伏，但总体上能够保持相互依存、互利共赢的合作关系，并持续扩大经贸合作范围，通过更深度的合作来化解矛盾，最大限度地提高经济效益，实现两国共同利益。