

首席宏评（第63期）

中国国际收支结构可能反转及潜在影响

■ 核心摘要

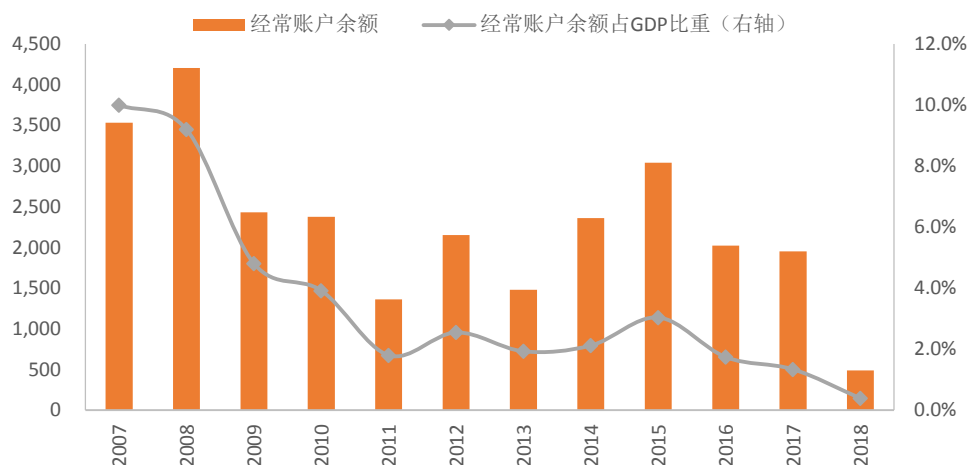
- 1) 2015 年至今，中国的经常账户顺差无论是绝对规模还是相对占比均呈现出持续下降趋势，并可能在 2019 年转为全年逆差；
- 2) 2015 年至今，中国非储备性质金融账户呈现出由较大规模逆差转为较小规模顺差的特点，且证券投资项下净流入所扮演的角色日益重要。展望未来，直接投资项与其他投资项下的资本流动可能呈现出双向波动特征，而受到中国政府加快开放国内金融市场与金融机构影响，证券投资项下的资本净流入则可能呈现出持续上升特征；
- 3) 从 2019 年起，中国国际收支结构将发生重要反转，可能出现经常账户逆差与非储备性质金融账户顺差的全新“一逆一顺”新组合；
- 4) 在未来，中国国际收支可能在“一逆一顺”与“双逆差”之间交替，这将加剧中国央行货币政策操作的难度，也将进一步提高人民币汇率与国内资产价格的波动性。适度的资本账户管制将是稳定中国国际收支状况、捍卫国内金融市场开放成果、避免系统性金融危机爆发的最后防火墙，中国政府应该在相当长的时间内保留这一重要的政策工具。

2019 年 3 月底，国家外汇管理局公布了 2018 年全年的国际收支数据。2018 年延续了 2017 年的国际收支双顺差格局，全年经常账户与非储备性质金融账户的顺差分别达到 491 与 1306 亿美元。从季度数据来看，2018 年经常账户与非储备性质金融账户出现了有趣的此消彼长型对称性格局：2018 年第一季度至第四季度，中国的经常账户余额逐季上升，分别为-341、53、233 与 546 亿美元，中国的非储备性质金融账户余额逐季下降，分别为 989、300、140 与-123 亿美元。2018 年四个季度的误差与遗漏项均出现资本净流出，全年累计规模达到 1602 亿美元，且下半年净流出规模（1104 亿美元）显著高于上半年（498 亿美元）。国际储备在 2018 年上半年累计增长了 501 亿美元，而在 2018 年下半年累计下降了 312 亿美元。与 2018 年上半年相比，2018 年下半年呈现出非储备性质金融账户顺差下降甚至逆转、错误与遗漏项净流出加大、国际储备由升转降等特征，这均与 2018 年下半年人民币兑美元汇率显著贬值有关。

回顾多年以来中国国际收支数据的演变，我们可以发现，从 2015 年起至今，中国国际收支结构似乎正在发生如下重要的结构性变化：

第一，2015 年至今，中国的经常账户顺差无论是绝对规模还是相对占比均呈现出持续下降趋势，并可能在 2019 年转为全年逆差。2015 年至 2018 年，中国经常账户顺差分别为 3042、2022、1951 与 491 亿美元，经常账户占 GDP 比率分别为 2.8%、1.8%、1.6%与 0.4%。在 2018 年第 1 季度，中国更是在 2001 年第 2 季度以来首次出现了经常账户逆差。

图表1 中国经常账户的绝对额与相对值均显著下降（亿美元）



资料来源：WIND, 平安证券研究所

我们可以从经常账户细项结构、国内储蓄投资缺口与实际有效汇率升值这三个视角来分析中国经常账户顺差的趋势性下降。

从经常账户细项结构来看，经常账户顺差下降的主要原因是货物贸易顺差的下降与服务贸易逆差的上升。中国货物贸易顺差绝对额在 2015 年达到过 5762 亿美元的顶峰，但到 2018 年已经回落至 3952 亿美元。中国服务贸易逆差在 2007 年至 2012 年这六年间年均仅为 313 亿美元，但在 2013 年至 2018 年这六年间年均高达 2233 亿美元。在 2018 年，中国服务贸易逆差更是达到 2922 亿美元的历史性高点。

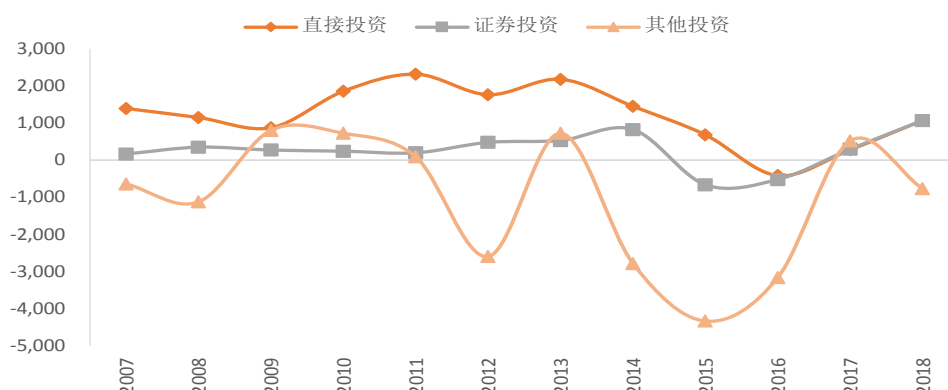
从国内储蓄投资缺口来看，中国储蓄率由 2008 年的 50.8% 逐渐下降至 2017 年的 46.4%，而投资率则由 2008 年的 43.2% 微升至 2017 年的 44.4%，国内储蓄投资缺口占 GDP 的比率则由 2008 年的 7.6% 下降至 2017 年的 2.0%。不难看出，中国国内储蓄投资缺口的缩小主要源自储蓄率的下降，而非投资率的上升。

从实际有效汇率升值来看，根据 BIS 的测算，人民币实际有效汇率指数由 2007 年 12 月的 90.19 上升至 2018 年 12 月的 122.89，累计升值幅度达到 36%。本币实际有效汇率的显著升值自然会导致经常账户顺差缩小。

我们也可以从上述三个视角来分析未来一段时间中国经常账户余额的变动。从经常账户细项来看，短期内中美贸易谈判的进展（中国将会显著增加从美国的商品进口）将会造成货物贸易顺差显著下降，而人均收入的提高与国内服务品市场的落后造成服务贸易逆差继续增长，这意味着经常账户余额可能继续下降。从国内储蓄投资缺口来看，人口老龄化与居民部门杠杆率上升过快，将会造成居民部门储蓄显著下降。从实际有效汇率来看，尽管近期人民币兑美元名义汇率呈现双边波动格局，但未来只要中国经济增速继续持续高于全球，人民币实际有效汇率整体上仍将呈现升值格局。综上所述，未来一段时间内中国的经常账户余额将会继续下降，甚至不排除从持续顺差转变为持续逆差的可能。而在 2019 年，受中美贸易谈判导致的中国显著增加从美进口影响，中国可能继 1993 年之后首次出现年度经常账户逆差。

第二，2015 年至今，中国非储备性质金融账户呈现出由较大规模逆差转为较小规模顺差的特点，且证券投资项下净流入所扮演的角色日益重要。2015 年至 2018 年，中国非储备性质金融账户余额分别为 -4345、-4161、1095 与 1306 亿美元，非储备性质金融账户占 GDP 比率分别为 -3.9%、-3.7%、0.9% 与 0.9%。2018 年与 2015 年相比，在非储备性质金融账户之下，直接投资、证券投资与其他投资的净流入分别增长了 389、1732 与 3570 亿美元。换言之，中国非储备性质金融账户余额之所以能够由 2015 年 -4345 亿美元的历史性流出峰值回升至 2018 年的 1306 亿美元，最重要的因素是其他投资项的变动，但证券投资项的变动也扮演了较为重要的角色。

图2 中国非储备性质金融账户的结构（亿美元）



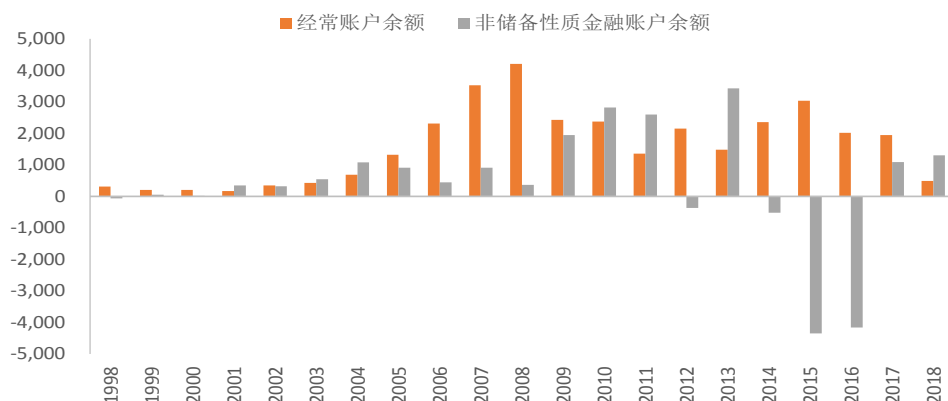
资料来源：WIND, 平安证券研究所

2018 年，在非储备性质金融账户下，直接投资与证券投资净流入分别达到 1070 与 1067 亿美元（事实上，2016 年至 2018 年这三年，中国直接投资与证券投资这两项的余额都相当接近）。在过去相当长时间内，直接投资项净流入一直是中国非储备性质金融账户顺差的主要来源。而在最近几年内，受中国对外直接投资增长强劲、国内要素成本上升、针对外商投资企业的优惠政策弱化等因素影响，中国直接投资净流入一度由 2011 年 2317 亿美元的年度峰值下降至 2016 年的-417 亿美元。近两年直接投资项的净流入回升，主要原因其实是中国政府显著加强了对直接投资的管制所致。与之相对应的则是，最近一段时间以来，中国政府显著加大了国内银行间债券市场与股票市场对外国投资者的开放力度，这造成证券投资项下净流入的显著增长，由 2015 年的-665 亿美元上升至 2018 年 1067 亿美元的历史性峰值。

展望未来，直接投资项与其他投资项下的资本流动可能呈现出双向波动特征，而受到中国政府加快开放国内金融市场与金融机构影响，证券投资项下的资本净流入则可能呈现出持续上升特征。综上所述，在未来几年，中国可能面临由证券投资项净流入所主导的非储备性质金融账户顺差格局。

上述分析，意味着可能从 2019 年起，中国国际收支结构将发生重要反转。在 1999 年至 2011 年期间，中国出现了连续 13 年的经常账户与非储备性质金融账户双顺差格局。此外在 2013、2017 与 2018 年，双顺差格局再次出现。而在 2012 年以及 2014 年至 2016 年期间，中国则出现了经常账户顺差与非储备性质金融账户逆差的“一顺一逆”格局。而从 2019 年起，中国国际收支则可能出现经常账户逆差与非储备性质金融账户顺差的全新“一逆一顺”新组合。

图3 中国国际收支结构的转变（亿美元）



资料来源：WIND, 平安证券研究所

国际收支的不同结构，对宏观金融稳定有着不同的影响。

例如，在国际收支双顺差阶段，中国经济面临持续的外部流动性流入，这至少将会造成如下三种结果：一是外汇占款成为中国央行投放基础货币的主要渠道，央行还不得不通过特定手段（例如发行央票与提高法定存款准备金率）来冲销过剩的外汇占款；二是人民币整体上面临升值压力；三是国内资产价格整体上面临上涨压力。

又如，在经常账户顺差与非储备性质金融账户逆差阶段，中国经济面临着国际资本净流入与净流出相互交替的局面。在这种局面下，宏观金融稳定问题发生了深刻变化：其一，外汇占款不再是稳定的基础货币发行渠道，中国央行开始通过频繁的公开市场操作与降低存款准备金率来发放基础货币；其二，人民币兑美元汇率由单边升值状态转变为双向波动状态；其三，国内资产价格不再因为流动性过剩的推动而面临单边上涨压力，故而波动性显著上升。

然而，随着中国国际收支进入经常账户逆差与非储备性质金融账户顺差的“新常态”，中国经济将在宏观金融稳定问题上面临更为严峻的挑战。这是因为，相对于更加稳定的经常账户顺差，非储备性质金融账户余额的波动性更强，完全可能因为短期资本流动的变化而在顺差与逆差之间相互转换。这就意味着，在未来，中国国际收支可能在“一逆一顺”（经常账户逆差+非储备性质金融账户顺差）与“双逆差”（经常账户逆差+非储备性质金融账户逆差）之间交替，这将加剧中国央行货币政策操作的难度，也将进一步提高人民币汇率与国内资产价格的波动性。

目前市场上开始流行这样一种说法，随着中国经济开始面临持续的经常账户逆差，中国政府将不得不加大国内金融市场的开放力度，因为中国经济越来越需要外国资金来平衡国际收支。从理论上或者表面上来看，这一点似乎是事实，也即经常账户逆差需要非储备性质金融账户顺差来加以平衡。然而事实上，无论是本国投资者还是外国投资者所主导的短期资本流动，都具有很强的顺周期特征。换言之，本国资金与外国资金在金融账户下很可能会同时流入或同时流出，而不会像很多人所认为的那样一正一反相互抵消。这就意味着，随着经常账户由持续顺差转为持续逆差，未来短期资本流动变动对中国货币政策、国内资产价格与人民币汇率的冲击将会变得更加剧烈，这无疑会加大中国央行与金融监管当局的管理难度。

这也意味着，中国政府不要轻易放弃资本账户管制。未来，在中国经济面临经常账户逆差与非储备性质金融账户逆差的“双赤字”冲击之时，如果使用外汇储备来稳定汇率，外汇储备可能消耗得更快。因此，通过资本流动管制来抑制短期资本持续大幅外流，有助于帮助有关部门更好地稳定汇率与国内资产价格。简言之，未来我们可以加快国内金融市场的开放程度，但不要轻易开放资本账户。适度的资本账户管制将是稳定中国国际收支状况、捍卫国内金融市场开放成果、避免系统性金融危机爆发的最后防火墙，中国政府应该在相当长的时间内保留这一重要的政策工具。

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_12957

