

# 国际收支变局

——中国资本账户逆差和经常账户已酿潜在压力,将进入经常账顺差与资本项逆差的平衡状态



中国经历近 20 年的双顺差,当双顺差存在的一系列条件逐步逝去后,中国将进入经常账顺差与资本项逆差的平衡状态,资本项流出的压力甚至有可能超过经常账顺差,特别是 2009 年以来资本项顺差迅猛上升与经常账盈余萎缩形成反差之后,意味着修正不平衡的力量或比预期的大。这一切是怎么来的呢?

刘焯辉

## 资本项逆差背后

2012年,中国已经连续两个季度录得显著的资本项目逆差。过去 20 年中,中国仅有 1998 年年度录得资本项小额逆差-67 亿美元,其他时间都保持着双顺差。

去年二季度资本项逆差主要贡献发生在其他投资的资产项,共计-944 亿美元。其中,贸易信贷导致海外资产增加 336 亿美元;贷款导致海外资产增加 251 亿美元;货币和存款项逆差最大,达-639 亿美元,表明金融机构存放境外资金显著增加,这反映了二季度人民币贬值预期增强,致使国内贸易商囤积行为和私人部门美元需求上升。

三季度资本项逆差的主要贡献发生在其他投资的负债项。一是短期贷款项逆差-469 亿美元,反映了国内机构短期负债偿付上升;二是货币和存款项逆差-322 亿美元,反映的主要是私人借款的偿付。三季度其他投资的资产项也导致-284 亿美元逆差。其中贸易信贷导致海外资产增加 131 亿美元;贷款导致海外资产增加 192 亿美元。

有三点值得关注:一,人民币贬值预期导致私人部门由人民币资产向外汇资产进行转移与平衡,从而引起资本流出的扩大。

因为中国的对外资产负债结构存在严重货币错配。中国私人部门因此累计了约 1.5 万亿美元的对外净债务,这只是国际投资头寸表会计记账科目的概念,某种程度上,这些负债对应都是优质人民币资产,且在过去十年人民币资产繁荣期累积溢价巨大。当市场预期发生变化时,企业与家庭部门自身资产负债表的结构调整,将导致资本流出扩大,中央银行调控国内流动性的压力陡增。

二,外债清偿所导致的资本项逆差尤其值得关注。统计内的中国短期外债存量 5800 亿美元,企业私底下借入的外债量可能也不小,从三季度资本项逆差结构看,这部分或构成未来一段时间资本流出的重要因素。

在过去人民币渐进升值的路径中(特别是最近三年),由于美元的利率水平较低,其贷款利率甚至低于人民币的存款利率,因此如果负债外币化,企业可以轻易地从中获得显著收益。而更重要的是,人民币兑美元存在着长期升值趋势,以一年期贷款为例,在合同初期,企业可以以 6.50 的价格获得美元贷款,到期时只需要支付 6.30 甚至更低的购汇价格,来实现向银行的还款。在这个过程中,企业不仅获得了利息,也获得了汇率,而且几乎无风险。当然,企业可以通过在远期市场上购买美元来提前锁定汇率,减少风险敞口。但至少 2011 年四

季度前,人民币兑美元存在着长期升值趋势的预期如此强大,估计进行了这样操作的企业可能并不多,原因是,跟每年大约 5% 的人民币兑美元的升值幅度比,远期市场上最多能够获得 2%~3% 的锁定收益。

以目前中国经济减速和生产率衰退之势,人民币升值的逻辑发生了显著动摇,这类“存人民币贷美元”的交易所形成债务的成本未来面临显著上升的风险。

三,从国际收支平衡表观察,是否存在长期资金流出,不好判断,一是经常账项目是否都有真实贸易背景,是否存在通过转移定价等方式实现的跨境资本流动,特别是服务贸易;二是净误差与遗漏项前三季度累计达到-487 亿美元,今年很可能超过 2010 年的峰值-529 亿美元。

## 升值并未改变资金流出

我们计算了 8 至 11 月所谓残差,分别为-2383 亿、-972 亿、-2332 亿、-2475 亿;外管局认为 8 月份之前的残差中相当部分是反映为金融机构外汇存款的上升,大致能解释 60%~70% 的残差。

但 8 月份之后,外汇存款基本仅增长了 33 亿美元,1-7 月份增长 1374 亿美元,残差剔除掉外币存款上升和我国的对外直接投资,该指标累计值近-6700 亿元,而该指标 1 月-7 月份累计值近+4200 亿元。

而 8 月-11 月,央行通过管理人民币中间价格,形成了人民币即期汇率的强势。

我们认为,升值并没有改变资本流出,甚至显著放大,政府对汇率的支持或已经成为资本外流的加速器,因为这可能越来越被视作是对趁早离开者的补贴。

## 美德冲突

中国经历近 20 年的双顺差,当双顺差存在的一系列条件逐步逝去后,中国将进入经常账顺差与资本项逆差的平衡状态,资本项流出的压力甚至有可能超过经常账顺差,特别是 2009 年以来资本项顺差迅猛上升与经常账盈余萎缩形成反差之后,意味着修正不平衡的力量或比预期的大。

未来一段时间,中国宏观经济的稳定对于经常账强健要求可能会更高,即若经常账萎缩至无法支撑资本项逆差的时候,这时候本币贬值预期有可能急剧上升。

2012 年中国是靠“衰退性顺差”稳住了经常账,如果再采用扩张性需求政策,中国可能又进入了新一轮“美德冲突”的政策状态。即当经济体处于经常账顺差疲弱和经济衰退时,扩张性政策往往导致贸易顺差进一步变差,因为出口短线依然弱势,但投资扩张将导致进口增加;同时投资收益项会扩大负项,因此经常账会进一步恶化,人民币贬值压力上升将导致资本流出

扩大,国际收支顺差进一步收窄,翻转过来会加剧国内经济的收缩。

经济减速不可怕,但经常账的衰退会严重制约逆周期宏观政策的空间。

## 日元或是中国今年最大外部风险

从这个角度看,我们认为,日本若推进激进的量化宽松政策,由此而推动的日元贬值,或构成 2013 年中国最大外部风险。特别需要密切关注最近日元的贬值对中国经常账户的直接冲击,日元走弱可能会波及整个亚洲。和过去几十年不一样的是,现在日本的高端电子产品、汽车和工业产品是跟韩国、台湾和中国大陆等邻近经济体直接竞争。这种情势有可能逼迫东亚其他经济体压低本币汇率。

目前缺乏弹性的人民币将显著地放大这种风险,从而对 2013 年的经常账户构成显著压力。

中国人民银行货币政策委员会 2012 年年末强调,密切关注国际国内经济金融最新动向和国际资本流动的变化,我们推断,宏观当局可能已经意识到这种风险,适当松动人民币对于美元或一篮子货币的盯住、对美元政策的软盯住,甚至扩大人民币汇率中间价浮动区间,都可能成为未来考虑的政策选项。

(作者系华泰证券首席经济学家)

# 中国经济长期“双顺差”之谜

刘焯辉

历史上,世界上没有一个国家像中国这样在长达 20 年的时间里一直是双顺差。双顺差很大程度上反映了中国经济结构的不平衡,而结构性不平衡是很难在短期得到调整的。

按发展经济学理论,发展中国家应保持经常项目赤字和资本项目盈余,通过利用国外储蓄实现比单纯利用国内储蓄更高的投资水平。尽管中国是一个发展中国家,但上世纪 80 年代和 90 年代的大多数年份,在保持显著的资本项目盈余的同时一直有一些经常项目盈余,入世后的 2002 年至 2008 年期间,经常账盈余迅猛增长,2008 年经常账盈余占 GDP 比重上升至 10%。但 2009 年以后,经常账盈余占 GDP 比重显著又回落至 3% 以下。

双顺差表明,中国没有像一个发展中国家通常所做的——将外商直接投资(FDI)转换成经常项目赤字。尽管中国通过 FDI 获得了外国资金,但这些资金并没有用于购买外国资本品、技术和管理经验。由于国内储蓄

充分充足,这些资金通过种种渠道又回到美国的公债市场。不仅如此,相当于经常账盈余的国内储蓄也被用于购买美国国债。

持续的双顺差造成了外汇储备的持续增长。中国外汇储备的积累过去主要来自资本项目盈余,或者更准确地说,来自 FDI。但是,从 2005 年开始至 2008 年,经常账盈余显著超过 FDI 成为外汇储备增长中最主要的贡献力量。2009 年以后,资本项盈余又重新超过了经常账盈余成为外汇储备增长的重要贡献因素。

一般而言,双顺差的国际收支格局是不合理的,也难以长期维系。余永定教授曾撰文全面分析中国产生长期双顺差的原因。2008 年以前形成资本项盈余最主要依靠 FDI,他分析了中国这样一个有着丰富储蓄资源的国家,吸引了大量的 FDI 的原因。

由于金融市场发展不完善,对于潜在的进口者来说,与其通过银行借款或其他举债的方式筹措资金用于进口资本品,不如通过 FDI 筹集资金更有吸引力。简言之,就是中国国内储蓄不得不通过国外的资本市场转化为国内的投

资。此外,资本项目管制、外来资本的超国民待遇、地方政府政绩函数包含 FDI 等等,使得 FDI 迅速增长成为资本项盈余的主要贡献者。

2009 年以来资本项盈余迅速扩大的同时,经常账盈余却出现了明显萎缩。2009 年资本项盈余从 2008 年的 401 亿迅速上升至 1984 亿,2010 年又进一步上升至 2868 亿,而经常账盈余从 2008 年峰值 4205 亿快速下滑至 2009 年的 2432 亿,2011 年跌至 2017 亿。

2009 年以来的这种反差的变化,反映了经常账与资本项之间的不平衡进一步显著地扩大。这是国内经济结构不平衡进一步恶化的表现。

经常账快速收窄反映的并不是国内储蓄率的下降,而是投资率上升,2011 年投资率比 2008 年上升了 454 个百分点。

由于国内投资的扩张,引致境外资本流入的扩大,特别是国内机构外债借入规模快速上升,外债从 2008 年 3900 亿美元上升至 2011 年的 7000 亿美元,有多方面信息显示,2009 年以来私人部门通过非正规渠道借入的外债头寸可能数量庞大。

(作者系华泰证券首席经济学家)

# 日本的“安倍经济学”

徐高

再次当选日本首相的安倍晋三给日本宏观经济政策带来了巨大转变。在安倍的压力之下,日本央行已经正式宣布将 2% 作为通胀目标,并为此会



“

安倍经济学也并非拯救日本经济的万灵药。要消除日本复苏的障碍,深层次的结构改革比简单的财政和货币政策刺激更重要。日本复苏的真正障碍并非人口老龄化,而是其民间部门长时间修复资产负债表所带来的去杠杆压力。

”

采取更加激进的货币政策。今年 1 月初,安倍也抛出了规模达 1168 亿美元的财政刺激计划,数额占日本一年国内生产总值(GDP)的 2.2%。同时,因为安倍“弱日元”的政策取向,日元兑美元汇率在过去两个月中已贬值超过 10%。按照日本的标准,安倍的经济政策是如此激进,以至于国际观察家甚至生造出了“安倍经济学”

(Abenomics)一词来概括他搞通胀、搞赤字、搞贬值的核心理论主张。

能够将自己的名字与经济学联系在一起的国家领导人还是 1980 年代的美国总统里根。当时,里根通过削减财政开支、减税、放松管制、控制货

称,当一个国家陷入通缩时,货币政策可以通过四步来加大放松,结束通缩:第一、下调基准利率。第二、当基准利率碰到 0 这个下限之后,央行直接购买长期国债,把长期利率也给压下来。第三、央行直接购买信用债券,将信用利率也给买下来。如果这些都还不够,那么还有终极的第四步,财政部大搞赤字,而央行直接货币化这些赤字。按照伯南克的说法,第四步实际上等价于弗里德曼提出的“直升机撒钱”,没有理由搞不出通胀。伯南克也因此得到了“直升机本”的诨号。伯南克当年给日本开出的药方,最后变成了次贷危机后美国货币政策放松的路线图。目前,美联储已经将其宽松政策推进到了第三步,通过直接购买抵押支持债券(MBS)将美国的按揭贷款利率压到了 40 年来的新低。美国也确实避免了陷入日本式通缩的局面。相比之下,日本央行过去的货币政策放松力度就远远不足,现在也就停留在第一步和第二步之间。日本央行虽然已经连续搞了多年的量化宽松,但它所购买的都只是短期国债,对金融市场的影响很小,更别提将实体经济拖出通缩了。从这个角度来说,安倍经济学将让日本的货币政策沿着伯南克路线图进一步推进。这对已经失去了二十年的日本经济来说无疑是

个利好。

但安倍经济学也并非拯救日本经济的万灵药。要消除日本复苏的障碍,深层次的结构改革比简单的财政和货币政策刺激更重要。日本复苏的真正障碍并非人口老龄化,而是其民间部门长时间修复资产负债表所带来的去杠杆压力。要让日本彻底摆脱目前的困局,对于僵尸企业和银行的清算,让它们能够放下包袱,轻装前进更为必要。从这个角度来说,日本非常需要调整金融体系和企业部门的结构,并通过投资收益率减税、加速折旧等措施刺激投资,以便对冲去杠杆的压力。

当然,结构调整将是缓慢而漫长的。对一些陈年老账的清算甚至有可能挫伤短期经济增长。因此,安倍经济学中的短期刺激政策也十分必要,并因此得到了市场的正面回应。不过,安倍经济学对日本经济增长的影响估计不会太大。根据国际货币基金组织(IMF)近日预测,即使考虑到这些已经或正在出台的刺激政策,日本 GDP 增长在未来两年仍将下滑,预计会从 2012 年的 2% 下降到 2013 与 2014 年的 1.2% 与 0.7%。由于日本经济对中国经济的拉动力本来就不强,我们应该很难从中国经济增长中看到安倍经济学带来的积极效应。

(作者系光大证券首席经济学家)