

## 最近几年中国国际收支的新变化及其应对

✍ 闻岳春

☎ 021-64716089

✉ wenyuechun@stocke.com.cn

执业证书编号: S1230511010018

### 本报告导读:

- 我国国际收支长期以来处于“双顺差”的失衡状态，本报告先对相关文献进行了回顾与综述
- 金融危机之后，特别是近两年，我国国际收支出现了一些结构性变化，关注的人比较少。
- 本报告将着重分析金融危机后直至2011年前三个季度的国际收支平衡表，指出这个变化并解释变化出现的原因。在此基础上结合当前宏观经济形势对我国未来几年国际收支的变化趋势作一个简单的分析；最后，提出应对方法

### 投资要点:

- 我国国际收支长期以来处于“双顺差”的失衡状态，国内学者对此有很多研究，也提出许多建议与对策；本报告先对相关文献进行了回顾与综述
- 金融危机之后，特别是近两年，我国国际收支出现了一些结构性变化，却很少有人关注。
- 本报告将着重分析金融危机后直至2011年前三个季度的国际收支平衡表，指出这个变化并解释变化出现的原因。在此基础上结合当前宏观经济形势对我国未来几年国际收支的变化趋势作一个简单的分析；最后，本报告还将提出我国国际收支失衡的应对方法，以便深刻的理解目前宏观调控政策的选择及调控方向。

### 相关报告

- 1 《美元指数今年迄今 73—81 之间震荡走势类 W 预计 2012 年核心波动区间在 75-90 之间》2011. 12. 18
- 2 《欧元财长就 EFSF 扩容、放行 80 亿欧元援希款、尽快扩大 IMF 资金援助欧债达成一致，但作用可能有限》2011. 11. 30
- 3 《欧债仍主导全球风险资产市场，欧元债券设想短期难以实现、但进程有望加快、时间有望提前》2011. 11. 27
- 4 《意大利成欧债危机“新风暴眼”：信心缺失、过度担忧或有望改善》2011. 11. 14
- 5 《欧洲央行降息“保增长”虽属意外但又合情理：经济增速放缓将大于物价上涨风险》2011. 11. 06
- 6 《欧债危机解决三大共识基本达成 美经济仍很缓慢复苏、3 季 GDP 增长 2.5% 为 1 年来最高》2011. 10. 30
- 7 《民间借贷健康发展的根本之道：金融深化、创新、放松管制与加强金融监管、防范风险结合》2011. 10. 23
- 8 《美联储短期不可能升息：什么条件下可能会利用升息打破资产泡沫》2011. 10. 19
- 9 《欧债如果解救：危机持续发酵而应对不力、叠加经济下滑》2011. 10. 12
- 10 《欧债救助或再加码需过欧元区 17 国同意关》2011. 09. 29

报告撰写人： 闻岳春

数据支持人： 闻岳春





## 正文目录

|                           |   |
|---------------------------|---|
| 最近几年中国国际收支的新变化及其应对 .....  | 3 |
| 1. 引言 .....               | 3 |
| 2. 文献回顾与综述 .....          | 3 |
| 3. 国际收支平衡表的分析 .....       | 4 |
| 3.1 后危机时期我国国家收支的新变化 ..... | 4 |
| 3.2 新变化出现的原因 .....        | 6 |
| 3.3 趋势展望 .....            | 7 |
| 4. 应对与解决方案 .....          | 8 |

## 图表目录

|                                          |   |
|------------------------------------------|---|
| 图 1：2005 年以来经常项目与资本金融项目变化 .....          | 5 |
| 图 2：我国资本金融项目账户及其子科目 .....                | 6 |
| 表 1：我国 2005 年以来的国际收支简表      单位：亿美元 ..... | 4 |
| 表 2：我国其他投资账户子科目      单位：亿美元 .....        | 6 |





# 最近几年中国国际收支的新变化及其应对

## 1. 引言

我国国际收支连续十几年出现“双顺差”，即经常项目与资本金融项目同时出现顺差，这种反常的现象已经引起了很多学者的关注并，他们根据自己的研究分析了“双顺差”持续存在的原因、影响以及解决方案。时至 2011 年，我国的国际收支状况是否有所改变，以及在未来是否仍然会出现类似的情况，国家有没有采取一些实质性的政策去解决这种国际收支不平衡的问题，这些都还有待研究。当然，很多学者也对我国的宏观政策提出了自己的意见，以解决“双顺差”实现国际收支均衡。

## 2. 文献回顾与综述

李娜（2010）对 2003-2008 年我国的国际收支平衡表进行了动态分析，指出我国目前国际收支的现状与特点。其中对我国货物和服务贸易差额的变化情况进行了历史比较分析；对经常项目差额、外国在华投资额、我国在外投资额的变化情况进行了分析；对储备资产增加额与经常项目差额和资本及金融项目差额之间的关系及其变化情况进行了分析并提出了自己的一些建议。滕云静（2007）分析了我国国际收支不平衡的现状，并且通过分析影响我国未来国际收支的主要因素，对我国国际收支不平衡的未来发展趋势给出了判断和预测，进而对我国国际收支不平衡的综合影响进行了评估，最后提出我国国际收支调整的模式选择和目标方向，并就实现这一模式和目标提出了对策思考。

张少华（2005）从金融抑制与金融发展的视角解释了我国双顺差形成的原因，文章首先指出我国出现持续的国际收支“双顺差”是一个极不合理的现象，然后说明“双顺差”与我国金融抑制环境下产生的融资约束有关，最后提出我国必须借助于金融发展来化解国际收支“双顺差”格局，进而形成一个合理的国际收支结构。

陈小蕴（2008）则从更宏观的层次上分析其原因，考察外贸战略与外资战略对我国国际收支结构的影响。他首先考察贸易与外资战略目标的演变，指出其在相当长的时期内的“强制性出口”以及外资多重性特征。其次，研究在既定的战略目标指导下的进出口政策对贸易的影响，其中外资政策包括我国利用外资形式的演变、以及外资优惠政策中体现的政策导向。最后，讨论外资政策的主要推动者或执行者——地方政府的扭曲行为，以及它们对国际收支结构的扭曲作用。

江春、滕芸（2010）则从企业家精神的全新视角来看“双顺差”形成的原因，他们认为现行的制度压抑了国内的企业家精神，对外开放过度，对内开放严重不足，因而中国不得不依靠外商投资来弥补国内企业家资源的缺乏，结果导致中国经常账户和资本账户的“双顺差”。因此，他们提出要想彻底改变目前的状况，必须从制度上彻底打破对国内企业家精神的各种束缚。

范德胜（2011）运用我国 1997-2010 年的国际收支平衡表，论证了我国外汇储备的形成和运用情况。以安全性为主导原则的外汇储备管理导致很多问题：对外间接投资渠道单一，外汇储备收益率低；对外直接投资严重不足；进口结构有待改善，外汇储备的消费作用难以发挥。基于上述问题，他进一步提出了一些有效运用我国外汇储备的对策和思路。





梅新育（2010）指出了当前我国国际收支的潜在脆弱性，即贸易顺差主要来自外资企业的加工贸易而不是内资企业的一般贸易，这种外资企业和加工贸易主导的对外贸易特征因为人民币升值导致的外资撤退还会对资本金融项目产生影响。但本文分析的国际收支的脆弱性对当今的中美汇率之争的解决给出了一些启示。

以上文献分析了我国国际收支的基本现状，概括了各个项目的特征，并大胆的预测了未来我国国际收支的可能状况。不同的学者从不同的角度对“双顺差”形成的原因进行了分析，但得出的结论基本一致，而且这些角度都有一个共同的实质，只是表现形式不一样。那就是地方政府对外资的积极引进与重视无意中压制了民营资本，造成国内高储蓄无法转化为投资。国外直接投资成为主体，但是以低附加值的加工贸易为主。民营资本甚至需要到海外包装回流国内以外资形式出现才能获得政策的支持。外资的积极引进与加工贸易的蓬勃发展，让我国的经常项目与资本金融项目均持续产生顺差。有的学者针对性的提出了一些解决方案，对国家政策的制定提出建议。

### 3. 国际收支平衡表的分析

为了观察后危机时期的新变化，我们从国际收支平衡表入手，用实际的数据说明问题。但是为了更好的说明这个变化，我们将前危机时期部分年份（2005 至 2007 年）的数据和金融危机以后的数据比较。

#### 3.1 后危机时期我国国家收支的新变化

我们先对 2005 年以来我国国际收支平衡表的变化进行了分析，得出我国国际收支变化的特点。

**表 1：我国 2005 年以来的国际收支简表** 单位：亿美元

| 年份         | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| I. 经常账户    | 1,341  | 2,327  | 3,540  | 4,124  | 2,611  | 3,054  | 2034  |
| A. 商品服务    | 1,248  | 2,089  | 3,075  | 3,489  | 2,201  | 2,321  | 1981  |
| 1. 商品      | 1,342  | 2,177  | 3,154  | 3,607  | 2,495  | 2,542  | 2582  |
| II. 资本金融账户 | 1,010  | 526    | 951    | 463    | 1,808  | 2,260  | 2757  |
| B. 金融账户    | 969    | 486    | 920    | 433    | 1,769  | 2,214  | 3620  |
| 1. 外国直接投资  | 1,059  | 1,029  | 1,431  | 1,217  | 703    | 1,249  | 1645  |
| 3. 其他投资    | -40    | 133    | -697   | -1,211 | 679    | 724    | 1500  |
| III. 官方储备  | -2,506 | -2,848 | -4,607 | -4,795 | -3,984 | -4,717 | -4671 |
| 3.4 外汇储备   | -2,526 | -2,853 | -4,609 | -4,783 | -3,821 | -4,696 | -4652 |

资料来源：国家外汇管理局网站<sup>[1]</sup>

由表 1 可以看出，我国经常项目顺差主要来自于商品出口顺差这一项，历史上其对经常项目顺差的贡献度高达 90%。但是要注意到这里的商品出口主要指的是加工贸易商品出口，一般贸易商品出口顺差只占很少的一部分。同时资本项目也长年保持顺差，形成罕见的“双顺差”，这样就导致了我国近几年官方储备持续高速增长，而且增速呈加快趋势。这些都是在金融危机以

<sup>[1]</sup> 2011 年的数据是根据已经公布的 2011 年半年数据及前三季度的数据估计所得。

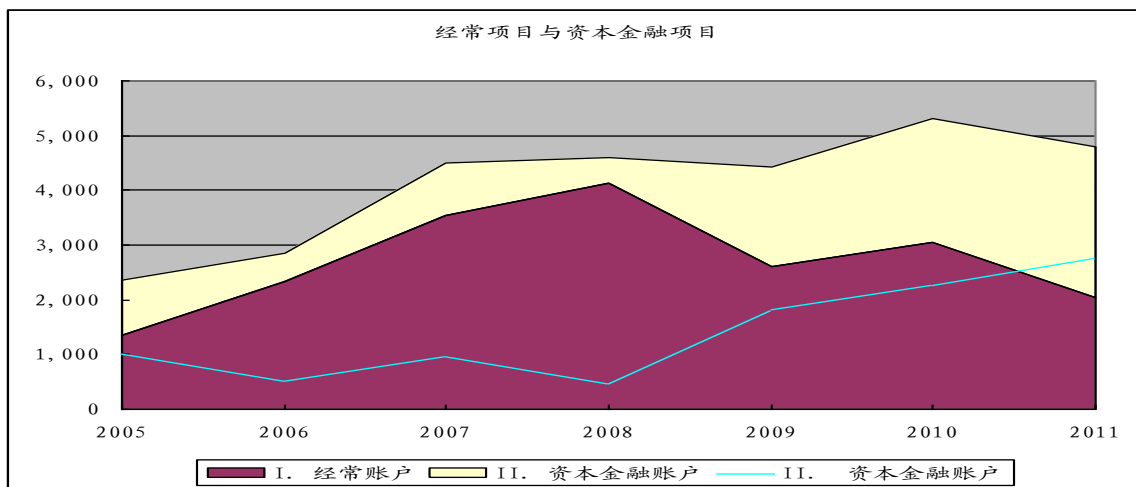




前就已经达成的共识，本文将不再赘述，本文主要研究金融危机之后我国国际收支出现的一些新的变化。

受全球金融危机的影响，在 2009 年，我国经常项目账户余额迅速下降，2010 年虽然有所恢复，但只是接近 2007 年的水平。根据 2011 年的前三个季度数据显示，我国经常项目余额又一次骤然下降，到年末可能只有 2006 年的水平。与此相反，自 2009 年开始，我国资本金融项目余额连续大幅增加，2011 年可能达到史无前例的 2600 亿美元，在数额上首次超过经常项目余额。因此，官方储备增加额即使在金融危机期间仍然保持高速的增长，且增速呈加快趋势。我们取经常项目与资本金融项目两项的数据，制成 2005 年以来我国经常项目与资本金融项目变化图，如图 1。

图 1：2005 年以来经常项目与资本金融项目变化



资料来源：国家外汇管理局网站<sup>[3]</sup>

图 1 表明，自 2009 年开始，我国资本金融项目顺差在“双顺差”中的比重突然加大，并持续下去。2011 年，资本金融项目顺差首次超过经常项目顺差，成为外汇储备高速增长的主要原因。如图，两者的共同面积等于官方储备增加额，可见其在金融危机期间也保持高速的增长，并在后危机时期增速加快。

是什么原因导致我国的资本金融项目顺差在金融危机以来如此高速的增长呢？本文进一步观察了金融项目账户下的子科目。我们发现在 2008 年金融危机以前，其子科目外国直接投资余额一直高于整个资本金融项目账户，也就是说，除去外国直接投资账户，我国的资本金融项目就为逆差。但在 2009 年，外国直接投资账户余额开始低于金融项目账户，即除去外国直接投资，我国的资本金融项目仍为顺差，这与 2009 年之前完全相反。（见图 2）

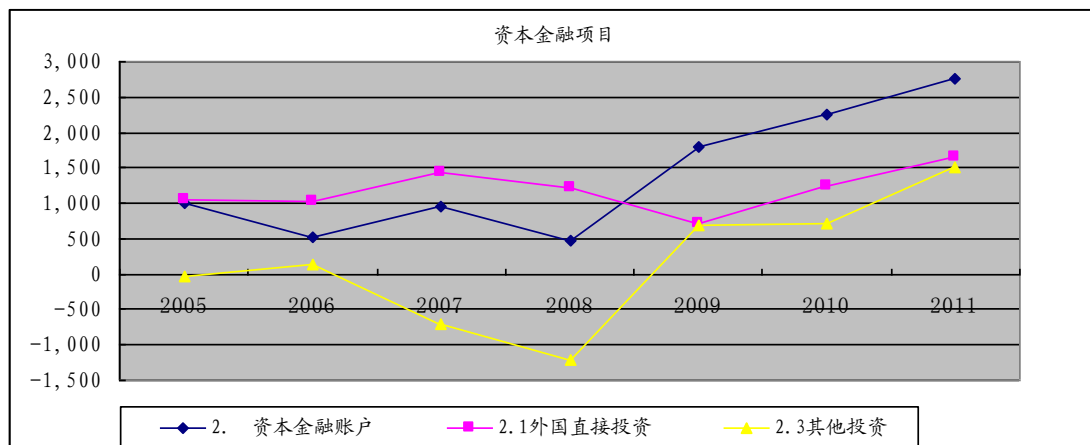
<sup>[3]</sup>为了更清楚的显示资本金融项目的变化，专门为之作了一个折线图。







图 2：我国资本金融项目账户及其子科目



资料来源：国家外汇管理局网站

同时，发现其他投资账户余额从 2009 年起持续大幅增加，成为推动整个资本金融项目余额增长的另一大推动力，截至 2011 年，其对资本金融项目账户的贡献度为 43%，略低于外国直接投资账户的 50%。

表 2：我国其他投资账户子科目 单位：亿美元

|             | 2009 年 | 2010 年 | 2011 上半年 |
|-------------|--------|--------|----------|
| 3. 其他投资     | 679    | 724    | 798      |
| 3.1 资产      | 94     | -1163  | -778     |
| 3.1.1 贸易信贷  | -544   | -616   | -254     |
| 3.1.2 贷款    | 130    | -210   | -33      |
| 3.1.3 货币与存款 | 52     | -580   | -572     |
| 3.2 负债      | 585    | 1887   | 1577     |
| 3.2.1 贸易信贷  | 321    | 495    | 285      |
| 3.2.2 贷款    | 37     | 791    | 643      |
| 3.2.3 货币与存款 | 116    | 603    | 607      |

资料来源：国家外汇管理局网站

现在我们进一步观察其他投资账户的子科目，寻找其他投资账户贷方余额 2009 年以来迅速增加的原因，见表 2。

从表 2 可以看出，其他投资账户贷方余额的增长并不是由于国外企业对国内企业的贸易信贷，因为我国企业对外的贸易信贷数额也很大，贸易信贷贷方余额并不高。整个其他投资账户贷方净差额主要来自贷款项，即外国对国内的放贷远远大于国内对国外的放贷，2009 年这种趋势不明显，但从 2010 年开始就逐步趋于明显了。需要强调的是这其中短期贷款又占主体地位，达到 87%左右。因此可以说，后金融危机时期，国外对国内的净贷款额的增加成为了资本金融项目顺差的另一主要原因。

### 3.2 新变化出现的原因

以上说明了金融危机以来我国国际收支状况的变化，现在我们来逐一探寻它们形成的原因。在





2008 年以前,我国的对外贸易的顺差主要来自于加工贸易产品的出口而不是内资企业的一般贸易,国内企业往往只赚取微薄的加工费用,缺少核心竞争力,这种世界工厂的地位其实是很不稳定的,因为一旦我国廉价劳动力的优势失去,制造厂商就会转移工厂至中国的竞争国如印度、越南等。这样中国就会失去世界工厂的地位并会出现经常项目逆差。事实上,从 2010 年开始,内资企业的一般贸易处于逆差状态。经常项目顺差潜在的脆弱性无法抵御人民币升值的冲击。2010 年 9 月重启人民币汇改以来,人民币总体上处于缓慢升值的状态,截至 2011 年 11 月,人民币兑美元汇率为 6.35,相对于 2010 年 9 月的 6.83 升值了约 7%。这样我国的商品出口顺差就从 2011 年开始迅速下降,逆转了 2010 年经济复苏的态势,年末预计只能达到 2006 年的水平。

再来看看资本金融项目,外国直接投资在 2009 年受危机影响有所下降,但随着中国经济的复苏,投资机会的增加以及地方政府的积极吸引,2010 年、2011 年连续两年大幅上涨,目前已恢复到危机前期的高位水平。

最有戏剧性变化的是金融项目账户下的其他投资账户贷方余额,在 2009 年危机期间突然急剧上涨,而且其中的债务方贷款项是其主要增加的来源,从直观上可理解为外国对我国的放贷净额的急剧增加。是什么原因让我国的外国对内贷款净额在 2009 年开始急剧上涨呢?首先,发达经济体经济比较低迷,但中国经济增长相对比较高速,国际上愿意把资金借贷给国内寻找投资机会;其次,我国 2011 年来实施稳健(实际偏紧)的货币政策,一年期整存整取存款利率从 2010 年 12 月 26 日的 2.75%提高到 2011 年 7 月 7 日的 3.5%,利差套利机会也促使国外的短期资金涌入国内;最后,2010 年中国重启汇改,人民币实质上的单边升值的状态及升值预期让国外企业更愿意对国内放贷,而国内企业也更愿意利用国外融资以减少成本。需要注意,这部分因人民币升值而增加的短期贷款有很多是带有投机性质的,属于典型的国际游资!

金融危机的冲击下,受出口下降影响,经常项目顺差大幅下降,但我国仍能维持外汇储备高速增长最主要的原因是国外对国内贷款尤其是短期贷款的增加导致资本项目顺差的骤然增长,而这些对资本项目顺差产生影响的巨幅增加的短期贷款主要是由人民币升值预期而涌入的国际游资,这些投机性质的巨额资金对实体经济具有潜在的威胁,一旦人民币汇率达到其均衡水平或者我国经济出现波动,它们会迅速撤离,将对我国经济形成很大的负面冲击!

### 3.3 趋势展望

欧美发达经济体受债务问题困扰,经济可能面临二次探底,短期内难以得到缓解。国际货币基金组织(IMF)2011 年 9 月份也预测 2011 年和 2012 年全球经济增速为 4.0%和 4.0%,较 6 月份预测分别下调 0.3 和 0.5 个百分点。为刺激经济复苏,美国等主要发达经济体继续维持宽松货币政策,全球流动性将增加。

在这种全球经济形势下,我国经常项目顺差在未来几年仍会存在;外国直接投资将保持之前的势头继续上涨,同时总体而言,短期国际游资仍将涌入,我国资本金融项目的顺差会在全球经济不景气的情况下继续保持高速增长。这样,我国国际收支“双顺差”现象一段时间内仍会继续存在,外汇储备也将保持高速增长,国内货币供给仍将被被动增加,这不利于我国货币政策的独立性。国际收支的不平衡也不会得到解决,如果继续恶性循环,对我国的经济长远发展产生





不利影响。同时需要注意，国际游资比重的加大加剧了我国国际收支平衡的潜在风险与脆弱性。国家必须加强对这些跨境资本的有效监控，继续保持对“热钱”的高压打击态势，积极采取措施抑制套利资金流入。

## 4.应对与解决方案

遗憾的是，这种趋势走向与我国理想的国际收支平衡背道而驰。作为一个崛起的大国，我国理想的国际收支状况应该是，以内资企业的一般贸易出口顺差为主体的经常项目顺差，产品占据海外市场并获得高额利润；同时资本金融项目逆差，国内资本走出去，在海外广泛投资，推广本国的文化与品牌，增进与世界的交流。但现实情况却与之大相径庭，“双顺差”给我们带来巨幅官方储备的增长，表面上对我国有利，实质上是把国内的资源低廉的用于外国人消费，同时让外国的品牌与文化在国内得到推广，打压民营资本的发展空间，国民的福利没有得到与“经济奇迹”相配的提高！

国家现有的政策正在朝这方面努力，如“十二五”规划里就强调进行产业结构升级，提高核心竞争力，此举可以让经常项目顺差更多的来自内资的一般贸易，并可能让内资的一般贸易成为贸易顺差的主要来源。但规划里实质上的依靠主体是国有企业，在2010年内资一般贸易出现逆差，这是备受支持的国有企业以及被冷落的民营企业共同的成绩单。我们对“十二五”规划时期国企能否完成产业结构升级拭目以待！同时，国家也借助这次金融危机大胆实施海外战略，真正实践“走出去”战略，但目前相比国外对内直接投资来说，其金额与规模还差得很远，但我们看好这一趋势！

我们认为，民营企业对我国经济的发展不可被忽视，我们要充分发挥好它们的作用。首先，应减少对外资的超国民待遇优惠，加大对民营资本的优惠与支持，并为民间资本提供很好的融资环境，让我国的产业结构升级同时依靠民营企业来完成，这样我国的内资一般贸易才能创造更多的出口顺差，成为经常项目顺差的主体！其次，地方政府在引资方面应更多的向民营资本或国有资本倾斜，减少对外资的依赖程度，同时对民营企业的走出去提供帮助和引导！

### 参考文献

- [1] Imad A. Moosa. International finance: an analytical approach[M]. 北京：人民大学出版社，2004.
- [2] 李娜. 近六年中国国际收支平衡表的动态分析[J]. 世界华商经济年鉴：理论版，2010-9(9)：18、33.
- [3] 张少华. 中国国际收支“双顺差”的形成原因与化解之道——一个基于金融抑制和金融发展的视角[J]. 甘肃社会科学，2005(5).
- [4] 陈小蕴. 中国国际收支结构——基于对外经济发展战略的研究[D]. 华东师范大学博士学位论文，2008.
- [5] 江春、滕芸. 试析中国国际收支的双顺差——基于企业家精神的新视角[J]. 华中科技大学学报：社会科学版，2011(1)：66-71.
- [6] 滕云静. 中国国际收支不平衡的影响及对策研究[D]. 中国海洋大学硕士学位论文，2010.







- [7] 梅新育. 中国国际收支潜在脆弱性与汇率之争[J]. 商业周刊中文版, 2010(7): 8-10.
- [8] 王玥. 人民币升值对我国借用外债的影响——基于湖南省外债业务状况的分析[J]. 金融博览, 2008(1): 24.
- [9] 国家外汇管理局国际收支分析小组. 2011 年上半年中国国际收支报告[R]. 国家外汇管理局, 2011.





## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

