

二十一世紀評論

中國的金融改革

中國國際收支結構的深層問題

余永定

隨着在華外國投資的不斷增加，中國向外國投資者支付的利潤和利息將不斷增加。在過去多年以來，中國的貿易順差不僅抵消了中國投資收益逆差，而且有很大剩餘。但是，在未來若干年之後，如果中國貿易順差的增長速度跟不上投資收益逆差的增長速度，中國就有可能會出現經常項目逆差，中國的經濟就將出現嚴重困難。

眾所周知，中國的「雙順差」（貿易和資本項目順差）導致了中國外匯儲備的增加。中國政府將如何改革外匯儲備管理體制、提高外匯儲備收益率的問題已成為世界輿論關注的焦點。但是，除如何管好、用好中國的現有外匯儲備之外，還存在一個目前還不大令人注意、但從長期來看卻更為嚴峻的問題：隨着在華外國投資的不斷增加，中國向外國投資者支付的利潤和利息將不斷增加。在過去多年以來，中國的貿易順差不僅抵消了中國投資收益逆差，而且有很大剩餘。但是，在未來若干年之後，如果中國貿易順差的增長速度跟不上投資收益逆差的增長速度，中國就有可能會出現經常項目逆差，中國的經濟就將出現嚴重困難。

為了確保中國經濟的可持續發展，中國國際收支結構必須調整。而這種調整的實質是：如何在全球化條件下，實現資源的跨代優化配置。

讓我們來深入分析一下這個問題的來龍去脈。

一 一個分析框架

首先，我們簡要陳述一下分析這個問題的概念框架。投資、儲蓄和經常項目差額是開放條件下國民經濟中的三個最重要宏觀經濟變量，而這三個變量的不同組合便構成了一國經濟發展和相應國際收支結構變化的不同階段。將投資、儲蓄和經常項目差額這三個變量聯繫起來的分析框架是國民收入核算和國際收支平衡表。前者是一個簡單恆等式；後者則是一個國家與外國在物品和服務以及資金上的交換狀況記錄。國民收入核算恆等式可表為：

$$GDP = C + I + X - M$$

其中，GDP、C、I、X、M 分別代表國內總產值、國內消費、國內投資、出口、進口。

國際收支平衡表包括四大組成部分：(1) 經常項目；(2) 資本和金融項目；(3) 官方儲備資產；(4) 淨誤差和遺漏項目。其中，經常項目由貿易項目、投資收益和轉移支付三個子項目構成。投資收益是指因持有海外資產(直接投資、股票、債券和貸款等)所取得的報酬。按定義，國際收支平衡表中各個項目之和恆等於零。為簡化分析，可把上述四個項目中的後三項合併，將其定義為「資本項目」。於是，可得到另一個恆等式：

$$\begin{aligned} KA &= CA \\ &= X - M + IN \end{aligned}$$

其中，KA、CA、X、M、IN分別代表資本項目差額、經常項目差額、出口額、進口額和投資收益差額。這裏轉移支付被忽略不計。考慮到國內總產值(GDP)和國民總產值(GNP)之間的區別，即：我們可定義國民儲蓄(S代表國民儲蓄)為：

$$\begin{aligned} S &= GNP - C \\ &= GDP + IN - C \end{aligned}$$

這樣，我們可建立起國民儲蓄、國內投資、經常項目差額、出口、進口和投資收益之間的恆等關係：

$$\begin{aligned} S - I &= CA \\ &= X - M + IN \end{aligned}$$

即：國民儲蓄與國內投資的差額等於經常項目差額。

特別需要注意的是，在分析中國儲蓄與投資跟國際收支平衡關係的問題時，對國內總產值和國民總產值、國內儲蓄和國民儲蓄加以區分是十分重要的。上述兩對概念中的關鍵差別在於：「國內」只看地域不看歸屬；而「國民」只看歸屬不看地域。因而，國民總產值 = 國內總產值 + 投資收益。一般而言，發展中國家的投資收益項目為逆差，發達國家的投資收益項目為順差。因而，發展中國家的國內總產值大於國民總產值；發達國家的國民總產值大於國內總產值。

另一個值得強調的問題是，資本項目是經常項目的對應物。一個國家如果有經常項目順差，這個國家就是資本輸出國，其資本輸出量等於經常項目順差

資本項目是經常項目的對應物。一個國家如果有經常項目順差，這個國家就是資本輸出國，其資本輸出量等於經常項目順差量。反之，一個國家如果有經常項目逆差，這個國家就是資本輸入國，其資本輸入量等於經常項目逆差量。



中國的巨額外匯儲備究竟投向何方？

量。反之，一個國家如果有經常項目逆差，這個國家就是資本輸入國，其資本輸入量等於經常項目逆差量。經常項目逆差的累積構成了一個國家的外債存量，而經常項目順差的累積則構成了一個國家的債權存量。一般而言，如果一個國家是淨債權國，該國的投資收益應該是順差。如果一個國家是淨債務國，該國的投資收益應該是逆差。

二 國際收支發展階段論

1957年，英國經濟學家克洛舍 (Geoffrey Crowther) 提出了國際收支格局變化的六階段論假說。根據這一假說，一個國家的國際收支格局會經歷六個不同發展階段^①：

經濟的高速增長以及相伴隨的出口的高速增長，維持了外國投資者對東亞國家的信心。因此，儘管在相當長的時期內，東亞國家存在經常項目逆差，但仍能維持外資源源流入的局面。

- 1、年輕債務國：由於經濟發展水平和儲蓄水平低，必須從外國獲取商品和資本，該國經常項目中的貿易項目和投資收入項目(債務利息和FDI〔外國直接投資〕紅利)同時是逆差。經常項目逆差通過資本項目順差來彌補，因而該國是債務國。
- 2、成熟債務國：由於出口行業的發展，貿易項目由逆差轉變成順差，但貿易順差還不足以抵消投資收益逆差。該國依然有經常項目逆差和資本項目順差。
- 3、債務償還國：該國經常項目中的投資收益項目依然是逆差，但貿易順差抵消了投資收益(債務利息和FDI紅利)匯出，因此呈現經常項目順差和資本項目逆差，即該國已成為資本輸出國。
- 4、年輕債權國：經常項目順差和資本項目逆差進一步增加。此時，該國的投資收益已經由逆差轉變為順差。
- 5、成熟債權國：由於人口老齡化、競爭力下降等原因，該國將出現貿易逆差。但是，由於海外資產的積累，投資收益項目的順差大量增加，該國依然能夠保持經常項目順差。
- 6、債權減損國：由於儲蓄不足，投資收益順差不足以抵消貿易逆差，經常項目出現逆差、資本項目出現順差(海外資本回流)。該國的海外資本淨值逐漸減少。如果這種趨勢無法扭轉，該國將無可避免地陷入衰弱。

根據國際貿易理論，一國從事國際貿易的主要動機是根據比較優勢參與國家分工，從而優化資源配置並進而增加本國的國民福利。一國從事國際貿易並允許貿易出現不平衡，可以使一國突破疆界的限制、進行跨時的資源配置。否則，一個年輕的貧困國家，其投資水平將無法突破其儲蓄水平的限制，而一直保持在低水平。與此相應，一個面臨老齡化的富裕國家，將無法積累外國資產(在外國投資)，以便在老齡社會中通過較高的投資收益以維持較高的生活水平。從根本上說，在開放經濟條件下，一國的國際收支結構是由一國在全球範圍內實現資源的跨代優化配置狀況決定的。

對於一個新興的發展中國家來說，由於收入水平較低，其儲蓄率也較低，此時，該國就需要利用外國儲蓄為本國投資提供融資。經常項目逆差的存在意味着外國資金的流入彌補了國民儲蓄的不足，從而使投資率保持在較高水平。對於窮國來說，對外國負債將改善其資源的跨代配置。按照世界銀行的標準說法，東亞模式的最主要特徵是高儲蓄支持下的高投資。儘管東亞國家的儲蓄率很高，但投資率更高，因而必須有外資的流入補充國內儲蓄之不足。高投資率保證了東亞國家經濟的高速增長。而經濟的高速增長以及相伴隨的出口的高速增長，則成功維持了外國投資者對東亞國家的信心。

因此，儘管在相當長的時期內，東亞國家存在經常項目逆差，但仍能維持外資源源流入的局面。經常項目逆差被資本項目順差所抵消，使東亞國家曾經在很長一段時間內得以大致維持國際收支平衡和匯率穩定，直至1997年的金融危機暫時中斷了東亞國家的這種增長模式。亞洲金融危機前的泰國是維持貿易項目、投資收益項目和經常項目逆差而資本項目順差這種國際收支結構的典型國家。當然，如果經常項目逆差維持的時間過長，或經常項目逆差對國民總產值的比例過高，外國投資者對負債國的償債能力就會喪失信心，資本流動就會發生逆轉，從而導致國際收支危機和貨幣危機。從國際收支結構的角度來看，泰國和其他東亞新興市場經濟在亞洲金融危機之前大都處於年輕債務國或成熟債務國階段。

國民收入核算和國際收支平衡表告訴我們：在國民儲蓄水平給定的條件下，較高的投資收益意味着一國國民能夠保持較高的消費水平。或者，在消費水平給定的條件下，較高的投資收益意味着一國國民能夠保持較高的國民儲蓄水平。這個命題的一個重要含義是，有較大投資收益順差的國家可以同時維持較高投資和消費水平，而不會導致國際收支狀況的惡化。反之，有較大投資收益逆差的國家，如果不希望或不能夠進一步增加外債，就必須降低消費和投資水平。因此，一個面臨年齡老化、國內投資收益偏低的社會，為了熨平代際消費，必須通過取得外國資產的方式進行儲蓄。獲取外國資產的過程就是資本輸出的過程，而資本輸出的過程就是實現經常項目順差的過程。

例如，日本多年來的貿易順差可以看作是日本為迎接老齡社會到來所作的準備。2005年日本海外投資收益達到11.4萬億日元。與此同時，其貿易順差為10.4萬億日元。這是日本歷史上投資收益順差首次超過貿易順差。日本經濟學界把這一轉變看作是一個標誌性歷史事件。日本學者把他們的貿易項目順差和投資收入項目順差稱之為支持經常項目順差的「雙引擎」；在他們看來，法國、荷蘭、新加坡等國家處於年輕債權國階段，而日本正處於由年輕債權國向成熟債權國過渡的階段^②。

美國的國際收支結構十分獨特。拋開作為世界上最富有的國家，美國是否應該成為一個債權國而不是債務國的問題不談，作為世界上最大的債務國，二十多年來美國的投資收益竟然都是順差而不是逆差。由於美國不存在年齡老化的問題，應該看到，只要美國調整其經濟政策，提高國內儲蓄率，國際收支

儘管維持經常項目逆差二十餘年，已經成為世界上的最大淨債務國，美國的投資收益依然是正值，這不能不令經濟學家感慨不已。欠了別人大量債務，不但不需要向別人付息，反而要從別人那裏收取利息。這豈不是咄咄怪事！

危機和美元危機完全是可以避免的。儘管維持經常項目逆差二十餘年，已經成為世界上的最大淨債務國，美國的投資收益依然是正值，這不能不令經濟學家感慨不已。欠了別人大量債務，不但不需要向別人付息，反而要從別人那裏收取利息。這豈不是咄咄怪事！怪不得經濟學家要討論經濟「暗物質」的存在。在不得不對美國人的精明表示佩服之外，我們必須說，當前國際金融體系的不公正安排是造成這種現象的重要原因。

三 中國國際收支結構存在隱患

中國目前國際收支結構的基本特點是「雙順差」。在中國，「雙順差」通常理解為貿易順差和資本項目順差同時並存。嚴格地說，「雙順差」應該是指國際收支表中同時出現經常項目順差和金融項目順差。中國的情況不同於一般發展中國家。中國的儲蓄率一直較高，可以支持相當高的投資率，而無需外國資金的補充。中國之所以大量引入 FDI，其目的並不是利用外國儲蓄以彌補本國儲蓄之不足，而只是希望引進外國先進技術、管理和市場網絡。

事實上，自從改革開放以來，中國未經年輕債務國階段就直接進入了成熟債務國和年輕債權國階段。中國處於成熟債務國階段的時間也很短。由於存在經常項目順差和投資收益項目逆差，中國可以算作債務償還國。在過去十三年以來中國一直處於這一階段。但是，中國不同於典型的債務償還國。由於並未真正經歷過年輕債務國和成熟債務國階段，中國並未積累淨債務。相反，中國一直是資本淨輸出國，是淨債權國。因而，中國本來應該有投資收益順差而不是逆差。所以，可以說中國是一個擁有淨債權的「債務國」。顯然，中國的國際收支結構恰恰是美國國際收支結構的「反題」：兩者是共生物。沒有後者也就沒有前者，反之亦然。

中國國際收支結構存在着四大問題：

首先，中國是人均收入列世界第128的貧困國家，保持大量貿易順差，但是中國不把資源（外匯儲備）用於國內投資以提高生產率和生活水平，而將其用於購買美國國庫券，這至少在目前來說是不合理的。

其次，作為世界第三大 FDI 引入國，中國所出售的股權（= FDI 流入）被轉化為對美國的美元債權，並未把資本流入轉化為經常項目逆差。對應於每一筆資本項目下的流入都應該在經常項目下有一筆流出（經常項目逆差），否則就談不上對外資的利用。

再者，中國已經積累了過多的儲備資產（也就是雙順差的累積），而這些資產的價值正面臨美元下跌的威脅。自2002年以來美元已貶值23%，而且這一過程還遠未結束。這就意味着中國寶貴的資源已經貶值並且依然在貶值。

最後，儘管中國是經常項目順差國，擁有大量美元外匯儲備，我們仍不能保證中國的國際收支平衡是可持續的。隨着在華 FDI 的不斷增加，中國投資收益逆差將不斷增加，除非中國對外投資收益迅速增加。為了維持經常項目平

儘管中國是經常項目順差國，擁有大量美元外匯儲備，我們仍不能保證中國的國際收支平衡是可持續的。隨着在華 FDI 的不斷增加，中國投資收益逆差將不斷增加，除非中國對外投資收益迅速增加。為了維持經常項目平衡，中國必須維持愈來愈大的貿易順差。

衡，中國必須維持愈來愈大的貿易順差。但是，中國進一步增加貿易順差的可能性將受到世界經濟增長狀況等外部因素的限制。

到目前為止，中國已為外國投資者所持有的中國資產支付了很高的成本，但卻未能從自己所持有的外國資產中取得較高回報。美國國庫券收益率只有3-5%，而在華FDI的回報率比美國國庫券收益率要高得多。假設目前在華外資存量是5,000億美元，外資企業的利潤率是10%^③，外國投資者的投資收益就應該為500億美元。中國外匯儲備是1萬億美元，假設回報率是5%，則中國所取得的投資收益也應該為500億美元（其他投資收益略而不計）。

在這種情況下，作為世界第三大資本淨輸出國，中國的淨投資收益為零。考慮到中國外債的利息支付，中國的淨投資收益為負也就沒有甚麼可奇怪的了。這也就解釋了為甚麼儘管在十三年中，中國一直是資本淨輸出國，但除個別年份以外，其投資收益卻是負數。令人擔憂的是，目前似乎看不到隨經濟的發展，投資收益由負轉正的前景（不考慮因人民幣升值預期，而出現投資收益的暫時增加）。如果中國不能通過增加海外直接投資等方式提高其海外資產的收益率，即便中國的淨債權因外匯儲備的增加而進一步增加，中國的投資收益項目依然可能是逆差。如果這種情況不發生變化，中國就永遠無法從債務償還國過渡到年輕債權國，即進入經濟發展的第四階段。

因而，我們不能排除這樣一種可能性：由於中國海外投資進展緩慢，隨着外國股權投資的增加，中國未來投資收益項目逆差不減反增，投資收益逆差最終超過貿易順差。經常項目逆差的出現，意味着中國將會從債權國倒退回債務國。在這種情況下，外資是不會大量流入，為中國的經常項目逆差融資的。

而且，中國已進入老齡化階段。在今後十至十五年內，贍養率的上升將導致中國國民儲蓄率的下降。如果屆時中國投資收益項目逆差增加，中國的國民儲蓄率必將進一步下降。贍養率上升和投資收益逆差的增加將使中國因投資不足而陷入經濟停滯。為保持經濟的持續增長，中國必須依靠從現在開始逐年積累起來的海外資產所提供的投資收益順差，來彌補因老齡化造成的儲蓄之不足。如果中國在未來十至十五年不能實現投資收益的大量順差，中國經濟就將因資源跨代配置的失敗而陷入困境。

四 加快國內金融體制改革是走出困境的唯一出路

回顧過去二十六年以來，中國在全球範圍內實現資源的跨代優化配置進程，可以清楚地看出，由於特殊的國情，中國為維護經濟安全而對經濟效益作出了重大犧牲。中國並未像其他東亞國家那樣，經歷一個相當長的存在貿易逆差、投資收益逆差、經常項目逆差和資本項目順差的階段。在改革開放初期，中國對外開放的核心問題是如何引進外國先進技術；而外國先進技術主要是物化在外國資本品（機器、設備）上的。

我們不能排除這樣一種可能性，中國未來投資收益項目逆差不減反增，投資收益逆差最終超過貿易順差。經常項目逆差的出現，意味着中國將會從債權國倒退回債務國。在這種情況下，外資是不會大量流入，為中國的經常項目逆差融資的。

在1980年代初期，獲取外國資本品有兩種選擇：借債或引進FDI。由於當時正值拉美債務危機，中國選擇了FDI作為主要引資形式。而從長期來看，直接投資是成本最高的一種引資形式。即便如此，為了避免發生國際收支危機，中國政府進一步制訂了一系列鼓勵出口、特別是鼓勵加工貿易的政策。換言之，中國政府有意識地執行了防止外資轉化為經常項目逆差的政策。例如，中國政府要求許多外資企業必須實現外匯的「自我平衡」。這種政策在當時具有相當的合理性。但是，在以後的執行過程中，由於中國金融市場的欠發達、中國地方政府的政績觀、外資優惠政策所導致的市場扭曲，中國終於形成「雙順差」的國際收支結構。由於路徑依賴的形成，中國這種以加工貿易為主導的貿易順差格局是一時難以扭轉的。

在外資流入和外資投資收益給定的條件下，要想扭轉投資收益逆差的局面，中國必須擴大對外投資、並提高對外投資的收益率。政府必須痛下決心加速金融體制改革，否則中國將無法改善資源配置狀況，將無法實現經濟的平衡穩定增長。

可以證明，在沒有市場扭曲的情況下，外資的流入必然轉化成相應的經常項目逆差；而經常項目順差則必然轉化成相應的資本流出（而不是轉化為外匯儲備的增加）。因而，為了扭轉中國目前的雙順差局面，中國政府的首要任務是逐步消除市場扭曲。中國政府目前所推行的給予外國投資者國民待遇、取消出口優惠政策的一系列措施，正是為了實現這一目的。

中國可以是一個經常項目順差國，也可以是一個經常項目逆差國，這取決於中國國民儲蓄率和投資率的對比關係。但是，中國無論如何不應該是一個「雙順差」國。中國可以有投資收益順差也可以有投資收益逆差，但中國在成為淨債權國的同時，卻保持投資收益逆差，是不應該的。在外資流入和外資投資收益給定的條件下，要想扭轉投資收益逆差的局面，中國必須擴大對外投資、並提高對外投資的收益率。

但是，在國內金融市場不發達、產權不清、企業公司治理結構十分薄弱的情況下，中國政府又如何能放棄資本管制，放手讓企業進行對外投資，讓金融機構購買外國金融資產？中國目前面臨的兩難境地充分揭示了一個基本矛盾：改革相對於開放的嚴重滯後。改革和開放是中國經濟增長的兩個輪子，如果一快一慢會發生翻車。開放可以促進改革，但並不能代替改革。必須痛下決心加速金融體制改革，否則，中國將無法改善資源配置狀況，將無法實現經濟的平衡穩定增長。

註釋

① Geoffrey Crowther, *Balances and Imbalances of Payments* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1957).

② 參見Kojima Akira, "Balance Adjusted", *The Japan Journal* (July 2006): 10-12.

③ 由於存在各種規避的辦法與動機，外匯管理局難以獲取國際收支平衡表上外國投資收益的準確數據。此外，中國也沒有關於FDI存量的統計。同時也不存在任何關於FDI收益率的官方統計。但是，根據世界銀行駐中國代表處最近所作的一項覆蓋面很廣的調查，外國公司在華投資的平均利潤率高達22%。