

为了实现经常项目基本平衡和不再进一步增加外汇储备，让市场决定汇率是无法回避的关键一步。同时应加强对跨境短期资本流动的监管

国际收支平衡与汇率市场化

□ 余永定 / 文

2014年注定是中国决策者面临诸多挑战的一年。

在宏观经济领域，防止经济出现硬着陆和发生金融危机可能是决策者关注的两大焦点。我以为，除宏观经济稳定之外，中国还应该关注国际收支的再平衡问题。2012年中国国际收支不平衡状况进一步好转：经常项目顺差对GDP比低于3%，资本项目出现逆差，外汇储备增幅大幅下降。然而，2013年中国国际收支不平衡状况却明显恶化，中国再次出现大量双顺差，美元外汇储备再次大幅增加。2014年尽管宏观调控任务繁重，中国决策者不应因可能在短期付出经济增长速度有所下降的代价而放弃再平衡的努力。否则，外汇储备突破4万亿美元指日可待。

好的不平衡 VS 坏的不平衡

中国国际收支（不）平衡有四个不同的定义：其一，贸易平衡；其二，经常项目平衡；其三，经常项目加上资本项目中长期资本流动等于零的平衡；其四，经常项目加资本项目之和等于零的平衡（外汇储备变动为零）。所谓平衡还可以指某种既定状态可以长期维持下去（“稳定平衡”）。在这个意义上，第四种平衡只能算恒等式意义上的平衡。事实上，有些不平衡的国际收支项目可以持续相当长时间，这种状况可以称为

“不平衡的平衡”。例如，贸易不平衡可以通过经常项目平衡维持；经常项目不平衡可以通过长期资本流入维持，等等。西方学者所说的“全球不平衡”主要指的是经常项目不平衡，特别是指美国的经常项目逆差和中国的经常项目顺差长期共存这种状况。

经常项目状况是由一系列复杂因素造成的：既涉及宏观经济政策也涉及贸易政策；既涉及国内制度也涉及国际体系；既涉及政府政策也涉及居民和企业行为。是否存在一种规范性理论，说明经常项目平衡意义上的国际收支平衡是一项应该追求的政策目标？这样一种理论似乎并不存在。但是，这并不意味着在特定条件下的经常项目状况（顺差或逆差）并不存在好坏之分。恰恰相反，政府政策应该对不同条件下的不同国际收支平衡状况做出反应。

国际收支平衡问题既是一个宏观经济问题，也是一个经济发展问题或资源跨境配置问题。

在19世纪美国刚刚崛起，在几十年里基本都是贸易逆差。英国在19世纪末、20世纪初的长时间内保持经常项目顺差。作为当时世界上最富有的国家，英国大量输出资本是很自然的事情。二次世界大战之后，东亚国家国际收支状况无论是“四小龙”还是“四小虎”在起飞的很长一段时期内都保持贸易逆差、

经常项目逆差。进入21世纪以来，日本贸易顺差越来越小，最近几年已经出现贸易逆差。但由于经常项目中的投资收入项目顺差很高，日本依然保持着经常项目顺差。

发展中国家在起飞后的相当长一段时间内会保持经常项目逆差，且主要由贸易项目逆差所致。这种状况，是由有关政府为实现资源的跨期优化配置所推行的一系列政策（如较低利息率—鼓励投资、较坚挺的货币或多重汇率制度—鼓励借贷和资本品进口等）所决定的。从理论上讲，在人均收入还很低的一段时期，发展中国家维持一定的经常项目逆差，并用资本项目顺差使经常项目逆差得以持续，是一种比较合理的国际收支状况。

但发展中国家的这种国际收支状况，在亚洲金融危机后发生了急剧变化：几乎东亚所有国家都从经常项目逆差国变成经常项目顺差国。不仅如此，一些国家在保持经常项目顺差的同时，还保持资本项目顺差。为什么东亚国家国际收支平衡会发生这种变化呢？

在亚洲金融危机之前，发展中国家的基本发展战略是在鼓励出口的同时大力吸引外资。值得注意的是，尽管东亚国家执行出口导向政策，但它们并未以贸易顺差为从事国际贸易的目标。事实上，外资的源源流入使这些国家得以长



本资... 期保持经常项目顺差；也可以说，外资的流入必然通过某种途径使资本项目顺差国成为经常项目顺差国。

1998年亚洲金融危机爆发之前，东亚国家的宏观经济政策同它们的发展战略是一致的。但是，危机爆发后，这些国家的宏观经济政策同其发展战略已经无法保持一致。在危机和后危机时期，东亚发展中国家的宏观经济政策目标是变经常项目逆差为经常项目顺差，而不是利用外资加速经济增长。它们不仅要纠正国际收支不平衡，而且要“矫枉过正”，以便积累足够的外汇储备，防止金融危机再次发生。

在很大程度上，发展中国家维持适度经常项目逆差，是有利于发展中国家经济增长的好的不平衡。亚洲金融危机后的不平衡，是在现存国际经济、金融体系下，发展中国家为了维持广义国际收支平衡、国内金融和经济稳定而不得不牺牲发展目标来保持的一种坏的不平衡。

无论是“好”的平衡还是“坏”的平衡，从全球的角度看，平衡（这里是指可持续的而不是短暂的平衡）必须以顺差集团和逆差集团的对称性为条件的。换言之，只有当顺差集团想维持的经常项目顺差恰好等于逆差集团想维持的经常项目逆差时，全球不平衡的“平衡”才可以维持。在相当一段时间内，这种情况也确实存在。例如，在相当一段时间内，发达国家作为一个整体所保持的经常项目顺差，恰好为发展中国家利用外资（即维持经常项目逆差）、加速经济发展提供了可能性。

1998年之后，以中国为代表的发展中国家（穷国）经常项目顺差急剧增加；美国的经常项目逆差急剧增加。人均收入很低的国家长期向人均收入比它们高出数十倍的国家输出资本（穷人把钱借给富人），是全球范围内资源的严重错配。无可争议的是，最严重的资源错配

发生在中国：1993年以来，中国一直保持经常项目顺差，不仅如此，除极少年份外，中国还保持了资本项目顺差。“双顺差”说明，中国不但是净资本输出国（把钱借给富国），而且还以高代价引入外国资金，转手又以低代价把借来的外国资金借回给外国。2005年，中国成为世界最大经常项目顺差国和世界最大资本净输出国。事实上，在2008年，中国资本净输出额占全球资本输出额的四分之一左右；是居第二位的德国的2倍左右。

尽管穷国经常项目顺差、富国经常项目逆差（穷国向富国输出资本）这种状况反映了全球资源的不合理配置，对于发展中国家十分不利，只要“两厢情愿”，全球国际收支不平衡依然可以在第四种意义（有资本流入为经常项目逆差融资）上加以维持。对于这种状况，真正的问题不仅是“不平衡”是否可以维持，而是这种不平衡应不应该维持。中国长期保持经常项目顺差，美国保持经常项目逆差是一种“坏”平衡，中国应该尽可能打破这种已经持续近20年的“坏”平衡。

中国现在大致有2万亿美元净资产，但投资收入在过去十年的大部分年份中是负的。其他一些国家之所以出现这种状况是因为这些国家在过去积累了大量（净）外债。而中国却一直是债权国。造成这种反常的原因，我们早已有很多分析，这里不再赘述。

问题是，有如此巨量的净海外资产，投资收入竟然是逆差；以后会不会出现这种情况：尽管存在大量贸易项目顺差，但因投资收入逆差越来越大并最终超过贸易顺差，结果使经常项目变成逆差。这种情况很有可能发生。在最近几年，这种情况在巴西已经发生。如果不能及时纠正目前悖理的国际收支状况，中国将来可能不得不维持贸易顺差以抵消投资收入逆差，从而保持经常项目平

衡。这样，中国就会变成了不折不扣的国际“打工仔”！

传统的宏观经济政策有四大目标：经济增长、充分就业、价格稳定、外部平衡。有些国家将经济增长和充分就业作为一个目标处理。外部平衡在各个国家的含义并不相同。从教科书的角度来讲，应该是指经常项目平衡。经常项目平衡是某些国家在某些时期的重要政策目标。

但是上世纪90年代以来，情况发生了变化。大部分的发达国家实行了有灵活性的通货膨胀盯住制度。虽然在某种情况下央行也要考虑经常项目平衡，但它已经不是国家的政策目标，大多数国家政府在一般情况下追求的是广义的国际收支平衡，即经常项目差额=长期资本项目差额（甚至仅仅是=资本项目差额）。除非经常项目逆差过大，可能出现外资流入突然停止的可能性（sudden stop），央行不会为了追求国际收支平衡而牺牲通货膨胀目标。一般而言，保持物价稳定的政策目标对实际汇率、实际利率等变量所造成的影响，同改善国际收支平衡的目标也不相冲突。

中国目前的货币政策处于多重目标的“多难”状态：实现7%—7.5%的经济增长速度、保持3.5%左右的通货膨胀率、金融稳定、减少国际收支不平衡。上述四个目标的实现有时是存在冲突的。

中国目前的突出问题是产能过剩，其次是存在严重金融风险（有多大很难事先判断）。经济增长和金融稳定两个目标之间就存在矛盾，如果再加入经常项目平衡这一目标，矛盾和冲突就会进一步复杂化。例如，为了在产能过剩情况下，保持经济增长势头，央行势必对汇率升值多有顾忌。但如果继续干预外汇市场，则经常项目顺差恐难减少，而外汇储备必然增加。又如，为了维护金融稳定，央行势必对货币宽松有所顾

忌,国内利率水平还将继续高于国际水平。此时,套利(套戥)资金流入难以避免,而这也必将加大人民币升值压力,不利于国际收支不平衡的纠正。

国际收支的基本等式是:储蓄-投资=出口-进口。这个等式两端的每个变量都会影响国际收支平衡状态,因此我们的政策应该是针对所有变量进行调整。而货币政策只能影响某些变量的某些方面,所以仅靠货币政策来纠正国际收支不平衡是远远不够的。

汇率市场化无法回避

实现经常项目平衡虽然有必要,但在短期内实现这一目标似乎并不现实。在这种情况下,至少应该把停止增加外汇储备作为近期必须实现的目标。在现有国际收支状况下,停止增加外汇储备意味着央行停止干预外汇市场。其结果很可能是汇率的升值。而后者必然对经济增长造成不利影响。如何在汇率升值条件下刺激消费(甚至容忍投资一定程度的进一步增加),以抵消出口减少对经济增长的抑制作用是当前实现再平衡的主要挑战。

2013年中国贸易顺差大致为2500亿美元,假设投资收入与过去两年大致相当,为-800亿美元。这样,中国的经常项目顺差就为1700亿美元。2012年中国资本项目逆差为1173亿美元。但2013年前三个季度中国资本项目顺差就达到805亿美元。因而可以假设2013年中国的资本项目顺差为1000亿美元。

如果停止对外汇市场的干预,必须考虑的问题是:中国贸易项目顺差必须下降多少,才能实现经常项目差额+资本项目差额=0。如果2014年重新出现2012年的形势,中国贸易顺差并不需要有多大变化,即可实现国际收支平衡(第四种意义上的平衡)。相反,如果2014年资本项目顺差保持2013年的势头,则中国必须使贸易项目出现相当数量的逆差才能实现在外汇储备不增加条件下的汇率稳定。

在确定不干涉外汇市场这一目标后,为了减少实现这一目标的贸易顺差的减少量,从而减少国际收支不平衡的调整对经济增长的冲击,中国必须减少资本项目顺差。为此,中国必须加强对跨境短期资本流动的监管,以抑制热钱的流入、必须防止2013年一季度贸易顺差的重现。当然,更好的办法是让汇率一步升值到位。此时,热钱流入将自动得到抑制。

中国是资本输出国,国内储蓄完全可以满足企业的投资需求。中国政府必须通过政治体制、金融体制和财政体制改革等措施,抑制地方政府的引资热。需要资金的企业也应该尽可能在国内筹资。一方面,有关当局则应为这种国内融资活动创造便利;另一方面,中国还应发挥资本管制的作用。否则,由于海外资金成本较低,中国企业一定会从海外融资,从而导致资本的大量流入。如果没有资本管制,除非汇率调整“到位”,即汇率大幅度提高,直至汇率贬值预期和其他因素(外国人的“国内偏好”等)与利差相等,否则此类资本的流入无法抑制。如果不希望看到汇率“超调”,则唯一的选择就是限制中国企业的海外融资活动。

中国政府也可以通过鼓励资本流出来减轻压缩贸易顺差的压力。资本外流可以分为直接投资和间接投资两种类型来讨论。中国企业对海外直接投资的兴趣可能来自比较优势的转移、国内产能过剩和国家出于战略考虑所提供的支持等。对于这类资本的外流,政府应该通过简化审批程序等方式予以支持。但是,当资本(特别是国有资本)流出国外之后,政府仍有检查监督之责。

对于非直接投资的资本外流,则必须具体问题具体分析。非居民从中国的借贷活动,特别是通过发售人民币债券(熊猫债)筹款的活动应该得到鼓励。此外,中国也可以增加对国际,特别是区域经济组织(如“金砖发展银行”)的资本贡献。另外,也应该看到,由于中国

经济的一系列不确定性,不能排除资本突然大量外逃的可能性。因而,中国政府还不能放弃资本管制,居民的海外投资,还应该通过QDII等渠道疏导,从而有序流出。

人民币升值对中国经济增长的负面影响不应被低估但也不应被高估,实现贸易平衡或变贸易顺差为逆差(取决于资本项目顺差减少程度)并不一定意味着出口的大幅度减少,平衡可以通过增加进口而不是减少出口实现。如果能够有效刺激消费需求,进口的增加并不会抑制经济增长。例如,国际旅游的增加、同国内生产不存在竞争关系的机器设备进口的增加在减少贸易顺差的同时,应该不会对经济增长产生大的抑制作用。中国的贸易可分为一般贸易、出口加工贸易和服务贸易。理论上说,汇率变化对一般贸易影响较大,应该做好相应预案。

这里,需要强调汇率决定市场化和资本跨境流动管理之间的配合。除限制资本流入鼓励资本的适度合理流出,从而减轻汇率上升的压力外,必须考虑汇率超调的影响。

一般而言,在存在双顺差的条件下,实现一步到位的汇率市场化,汇率超调难以避免。换言之,汇率一定会从升值预期变为贬值预期。此时,中国面临的危险将是贬值预期导致的资本急剧、大量外流。而外流反过来又会加大汇率贬值的压力。贬值和资本外流的恶性循环是一步到位汇率市场化的最大风险。因此,必须事先堵塞资本外流或外逃的各种途径。一旦大规模外流出现就启动各种资本跨境流动管理手段以抑制资本外流。最后,鉴于汇率市场化的敏感性,实现战略目标的行动计划(action plans)也同样重要。

总之,为了实现经常项目基本平衡和不再进一步增加外汇储备,让市场决定汇率是无法回避的关键一步。我们已经拖延太久,不该继续拖延下去了。

作者为中国社会科学院学部委员