



张明

平安证券首席经济学家、
中国社会科学院世经政所研究员

中国国际收支改善的结构与原因

2017年，中国国际收支得到显著改善，但同时也存在隐忧。2018年，中国的国际收支状况仍面临不确定性。

|||||||

2018年3月底，国家外汇管理局公布了2017年第四季度以及全年的国际收支数据。从数据看，2017年的国际收支相较于2015年、2016年有了明显改善。其中，变化最明显的是用来刻画资本流动的非储备性质金融账户。该账户从2014年第二季度至2016年第四季度，曾连续11个季度逆差，而在2017年的四个季度则全部为正，资本持续净流出的局面基本扭转。

2017年，中国重新出现了经常账户顺差（1649亿美元）与非储备性质金融账户顺差（1486亿美元）的双顺差格局。其直接结果是国际储备重新上升。国际收支表口径的外汇储备在2015年与2016年分别减少了3423亿美元与4487亿美元，而在2017年则增加了930亿美元（除第一季度缩水外，后三个季度均持续增长）。

2016年，中国非储备性质金融账户的三个分项——直接投资、证券投资与其他投资均出现逆差（分别为-417亿美元、-523亿美元与-3167亿美元），而2017年均实现顺差（分别为663亿美元、74亿美元与744亿美元）。从规模看，中国国际收支改善的关键首先是其他投资项的由负转正，其次是直接投资。

2017年，其他投资项的资产方由2016年的-3499亿美元下降至-769亿美元，表明中国对外提供的跨境信贷在明显收缩。其中收缩最大的三个子项按照重要性排序分别为其他应收款（收缩935亿美元）、贸易信贷（收缩814亿美元）与贷款（收缩705亿美元）。同时，其他投资项的负债方余额则由2016年的332亿美元上升至1513亿美元，表明外国对中国提供的跨境信贷显著增加。其中，上升得最快的两个子项分别为货币与存款（964亿美元）以及贷款（669亿美元）。

直接投资的资产方由2016年的-2164亿美元下降至-1019亿美元，表明中国对外直接投资规模出现明显收缩；直接投资的负债方则由2016年的1747亿美元微降至1682亿美元。直接投资项由负转正的主要原因在于中国政府明显加强了对对外直接投资的管理。

证券投资的资产方由2016年的-1028亿美元微增至-1094亿美元，而证券投资的负债方则由2016年的505亿美元显著上升至1168亿美元。进一步分析发现，与2016年相比，2017年负债方的股权投资仅仅增长了105亿美元，而债权投资却增长了558亿美元，说明证券投资项由负转正的主要原因是外国投资者显著增加了对中国债券市场的投资。

尽管2017年中国国际收支整体上有显著改善，但依然存在两个隐忧：第一，2017年误差与遗漏项的净流出依然高达2219亿美元，显著高于同年的非储备性质金融账户顺差。除去统计因素所致，需警惕资本通过地下渠道流出的风险。第二，2017年经常账户下的服务贸易逆差创出2654亿美元的历史新高，显著高于2015年的2183亿美元以及2016年的2331亿美元。服务贸易逆差的不断攀升，同样存在资本隐蔽外流的可能。

笔者认为，2017年中国国际收支显著改善的主要原因有五：第一，央行加强了资本外流的管理措施，有效推动了对外跨境借贷规模的收缩及对外直接投资规模的下降。第二，对人民币兑美元汇率的预期由单向下跌转为双向波动。尤其是2017年5月引入逆周期调节因子后，人民币对美元和CFETS篮子货币均呈现出升值态势，从而打消了市场上本币单边贬值的预期，改善了跨境资本流动状况。第三，中国一行三会自2016年年底启动的以金融业去杠杆、控风险为目的的新一轮强化监管行动，显著提升了中国国内货币市场与债券市场利率，扩大了境内外利差，吸引了资本流入。第四，2017年中国经济触底反弹（由2016年的6.7%上升至2017年的6.9%），使国内外投资者对中国经济增长更加看好。第五，中国债券市场的开放程度有所上升，尤其是“债券通”北向的开通，吸引了更多外国机构投资者投资国内债券市场。

考虑到近期中美贸易战有进一步加剧的风险、全球金融市场波动性上升、国际地缘政治冲突激化的可能性犹存、中国经济增长在2018年或温和下行、人民币兑美元汇率或双向波动等因素，2018年，中国的国际收支状况仍面临不确定性，短期内对资本外流的管理不会显著放松。■