



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2019.8.1(Y-Research RN073)

整理：何啸 吴越/第一财经研究院研究员

maxin@yicai.com

www.cbnri.org

研究简报

宏观与央行

IMF：中国外部头寸符合基本面，需逐步控制货币财政政策

2018 年中国外部头寸基本符合中期经济基本面以及政策预期，这表明中国经济增长不再依赖出口拉动，而是转向内需驱动。

7 月 17 日，国际货币基金组织（IMF）发布《2019 年度对外部门报告》（2019 External Sector Report）。报告对中国对外部门整体状况进行了评估，主要包括中国国际投资净头寸、经常账户余额、实际汇率、外部资产负债表和资本流动与外汇储备等方面。评估结果显示，2018 年中国外部头寸基本符合中期经济基本面以及政策预期，这表明中国经济增长不再依赖出口拉动，而是转向内需驱动。经常账户盈余自 2007 年峰值以来出现趋势性下降，这主要是因为中国经济外部再平衡仍在继续，部分是因为大宗商品和半导体价格的上涨。2018 年人民币实际汇率与基本面和理想政策所隐含的汇率基本一致。未来，放松资本管制与增加汇率弹

性应在确保国内金融稳定的基础之上同时进行。鉴于资本账户没有完全开放，IMF 认为中国外汇储备充足。IMF 表示，实现持久的外部平衡需要在逐步控制扩张性宏观经济政策的同时进行结构性改革（例如，改善社会保障体系、进行国有企业改革、开放市场），这将使中国走上高消费、低储蓄的可持续道路。

一、中国对外部门整体状况评估

1、中国国际投资净头寸

2018 年末，中国国际投资净头寸占 GDP 的比例从 2007 年的 33% 降至 15.9%，这主要是因为经常账户顺差减少，外汇估值变化以及 GDP 的持续高速增长。2018 年底，以外汇储备为主的海外总资产占 GDP 的比例

为 55%，总负债占 GDP 的比例为 40%。外汇储备保持稳定，2018 年底时为 3.1 万亿美元，约占 GDP 的 24%。

IMF 预计，未来中国国际投资净头寸与 GDP 之比将维持正值，中期内可能会略有下降，预计将与经常账户顺差的变化趋势一致。由于中国外汇储备充足，且负债主要与外商直接投资有关，因此目前国际投资净头寸不会给中国带来较大风险。尽管 2018 年下半年美元对人民币双边汇率承压，但资本外流压力依然可控。目前中国没有实质性的资本净流出压力，但由于私营部门投资方向的改变，未来资本外流压力可能会增大。

2、经常账户余额

2018 年中国经常账户余额进一步下降，2018 年末仅占 GDP 的 0.4%，比 2017 年下降约 1 个百分点，主要原因是进口增速上升导致贸易顺差减少，境外旅游大量增加导致服务贸易逆差持续增加，以及大宗商品与半导体价格上升。经常项目余额与 GDP 之比由 2007 年超过 10% 持续大幅下降，这是投资增长强劲、人民币实际有效汇率升值、主要发达经济体需求疲软、制造业技术升级以及服务贸易逆差扩大等因素共同作用的结果。随着中国经济外部再平衡继续推进，经常账户余额预计将在未来几年进一步下降。

在外部平衡评估框架（External Balance Assessment，简称 EBA 框架）下，IMF 认为当中国经济外部平衡时，经常项目余额占 GDP 之比应为 -0.4%，当经常项目余额占 GDP 之比实际数据与均衡时的数值差距（简称 CA 缺口）为 -0.7 至 +2.3% 时，可以认为经常账户余额与中期基本面和理想政策的水平基本相符。目前，中国经周期性调整后的 CA 缺口为 0.8%，因此，IMF 认为经常账户顺差占 GDP 之比与中期基本面和理想政策的水平基本相符。

同时，EBA 测算的政策缺口降低了 CA 缺口 0.3 个百分点，这主要是因为宽松的财政政策和快速增长的信贷抵消了医疗支出不足的影响，医疗支出不足通常会导致经常账户顺差增加。整体缺口主要受政策缺口以外的因素影响，包括鼓励过度储蓄带来的扭曲。

3、实际汇率

2018 年，在人民币 NEER（nominal effective exchange rate，名义有效汇率，简称 NEER）升值 1.5% 的推动下，人民币 REER（real effective exchange rate，真实有效汇率，简称 REER）相对 2017 年升值约 1.4%。截至 2019 年 5 月，REER 相对于 2018 年均值贬值约 0.2%。

IMF 认为 2018 年人民币 REER 与基本面和理想政策所隐含的汇率基本一致。不过，IMF 也表示，由于投资前景和投资组合的预期偏好会不断变化，这一评估结果存在着不确定性。

4、外部资产负债表

2018 年，中国跨境资本小幅净流入约 300 亿美元，相比之下，2017 年资本净流出 1030 亿美元，2015 年、2016 年净流出量则达到了 6470 亿美元和 6660 亿美元的历史高点。中国资本账户仍然受到管制，为了调节汇率，2018 年 8 月，中国央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 调整为 20%。

IMF 认为，从中期来看，放松资本管制与增加汇率弹性应在确保国内金融稳定的基础上进行。具体而言，资本账户的进一步开放可能会带来双向资金流量的大幅增加，资产负债表调整和市场情绪的变化随之而来，因此在实现汇率有效浮动、资本账户进一步大幅开放之前必须首先确保国内金融稳定。中国应加大鼓励外国直接投资，以便带来积极的溢出效应，改善公司治理。

5、资本流动和外汇储备

外汇储备在 2017 年增加 1290 亿美元后，2018 年减少了 670 亿美元。IMF 认为，在调整估值变动和资金回报后，这一变化的主要原因是市场压力带来的少量资本流出。

2018 年末，根据 IMF 未经资本管控调节的综合指标，中国外汇储备充足率为 90%，低于 2016 年和 2017 年的 106% 和 97%；根据 IMF 经过资本管制调节后的综合指标，外汇储备充足率为 143%，低于 2017 年的 156%，这一比率的下降主要是由广义货币（M2）增速较高，外债增加以及推动该指标上升的其他负债所致。鉴于资本账户并没有完全开放，因此在调整后和未经调整的指标范围内，IMF 均认为中国外汇储备充足。IMF 表示，随着汇率灵活性增加，政府的干预应仅限于在平滑过度波动时使用。

二、中国经常账户变化详解

与全球金融危机前的峰值相比，目前中国经常账户盈余大幅下降并伴随着重大的结构性转变。2007 年至 2018 年间，中国服务贸易余额占国内生产总值的比重从顺差 0.1% 变为逆差 2.2%，主要是由于中国出境旅游大幅增长了 4 倍。尽管中国仍拥有净债权国地位，但同期收入余额也由正转负，这反映了全球利率不断下降，而股本回报率不断上升的现状。最后，受大宗商品价格变化和国内宏观经济政策的支持，中国货物贸易盈余波动较大，但从总体看，盈余也是下降的。从货物贸易构成看，原材料进口有所增加，制造业比重虽大，但已趋于平稳，这与贸易一体化步伐相适应。从贸易国的角度来看，趋势是朝着更加平衡的方向发展，与欧盟和美国的货物贸易顺差减少，与日本和韩国间存在适度的货物贸易逆差。（图 1）

图 1 中国经常账户盈余下降并伴随着结构性转变（2008-2018）

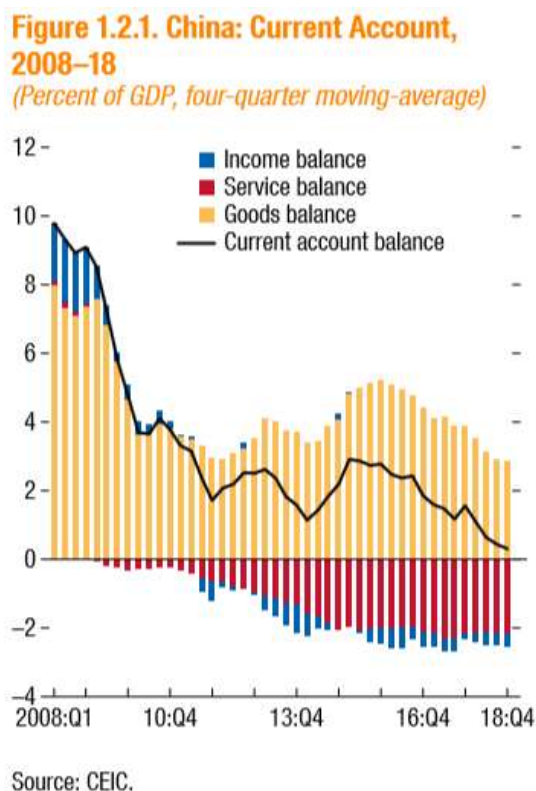


图 2 各国储蓄和投资占 GDP 比（2017）

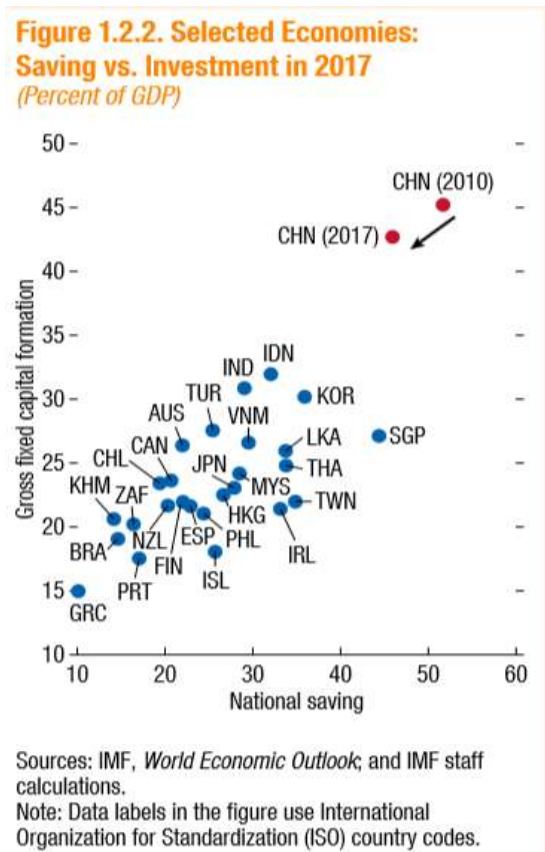
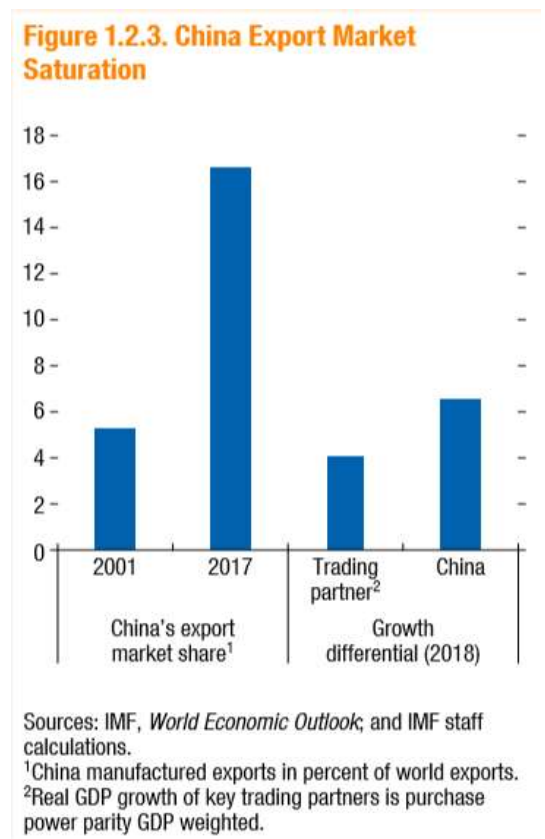


图 3 中国贸易出口达到市场饱和



中国经常账户盈余的下降，是由储蓄水平温和下降以及贸易出口达到市场饱和共同推动的。中国较高的储蓄水平主要由家庭储蓄推动，中国的储蓄率已从峰值水平下降，而再平衡导致了投资向消费的缓慢转变。（图 2）

展望未来，中国与贸易伙伴之间的增长差异表明，进口增长将超过出口增长，尤其是考虑到中国已成为全球最大的商品出口国，在进一步扩大市场份额方面存在困难。（图 3）

中国的国内政策支持了经常账户盈余的下降，但代价是国内失衡。相对于 2008 年，中国的结构性财政余额（占 GDP 的比

例）下降了 4.5 个百分点，私人信贷（占 GDP 的比例）增长了 85 个百分点（这导致企业净储蓄的下降，和外汇储备（占 GDP 的比例）下降了 10.3 个百分点，所有这一切导致了经常账户盈余的收缩。货币升值也助推了盈余的减少。（图 4）

然而，这种扩张性的信贷和财政政策助长了杠杆和脆弱性的累积。实现持久的外部平衡需要在逐步控制扩张性宏观经济政策的同时进行结构性改革（例如，改善社会保障体系、进行国有企业改革、开放市场），这将使中国走上高消费、低储蓄的可持续道路。

图 4 中国主要指标的变化（2008-2018）

