

经济学原理

NSD经济学双学位2020年秋季学期

第19讲、国际收支

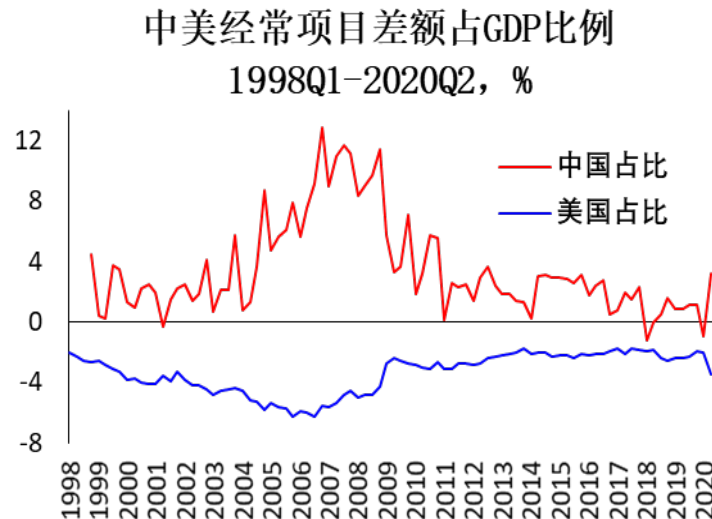
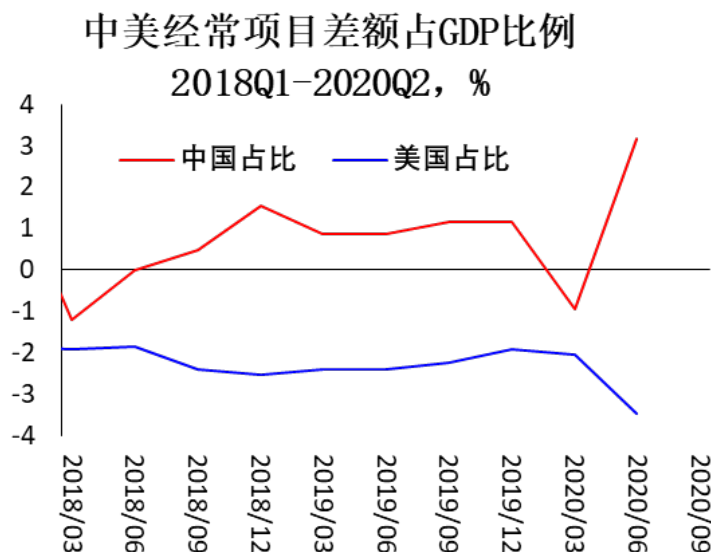
卢锋

主要内容

- 1) 国际收支经常账户
- 2) 国际收支资本账户
- 3) 国际收支失衡定义
- 4) 外部不平衡与调节
 - 案例：2018年阿根廷金融波动

2020年中美经常账户变动对比

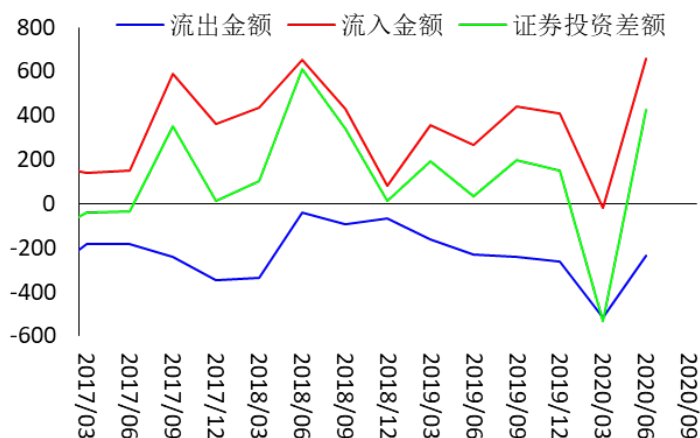
- 大疫之年中国对美国出口激增，伴随美国经常账户逆差上升与中国经常账户顺差上升，被评论为早先两国经常账户镜像关系的短期再现！



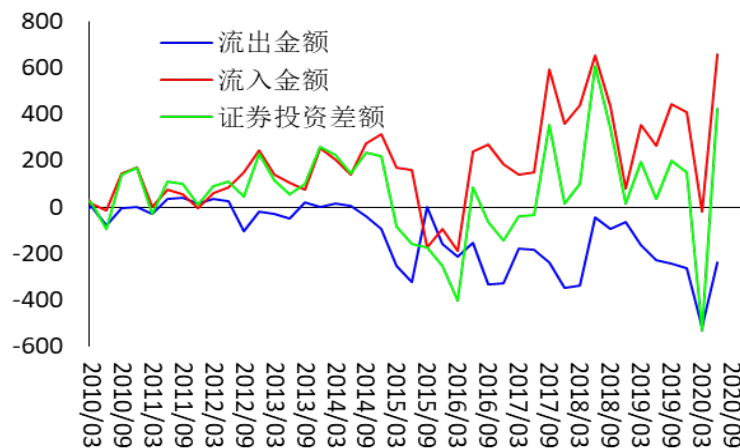
大疫之年我国证券投资变动

- 年初我国较早爆发大规模疫情，同时证券投资逆差急剧上升；然而随着疫情较早得到控制，2季度证券投资快速回升。今年1-2季度证券投资起落，代表该指标多年来季度间最大幅波动！

我国证券投资流入与流出量季度数
2017Q1-2020Q2, 亿美元



我国证券投资流入与流出量季度数
2010Q1-2020Q2, 亿美元



国际收支帐户

- 记录开放环境中特定时期一国与别国交易活动的统计账户称作国际收支帐户（balance of payments accounts）。
- 1) 记录商品劳务进出口和收入转移等活动的经常帐户（current account）。
- 2) 记录资产（股票、债券、外汇、厂房）交易活动的资本和金融帐户，简称资本帐户（capital account）。

经常帐户分类（1）

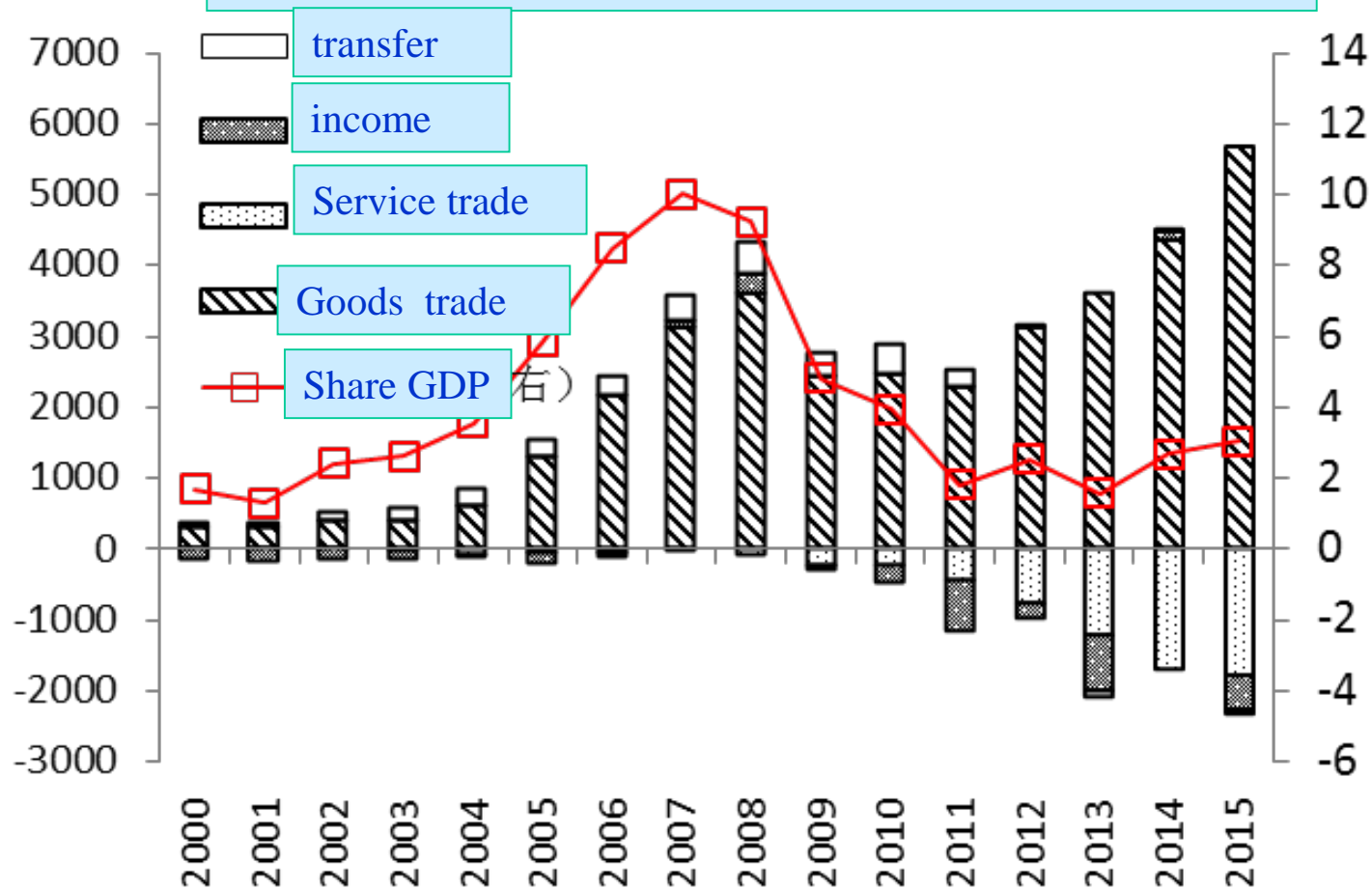
- 1) 商品贸易或有形贸易 (Tangible)。中国从加拿大进口小麦，向欧洲出口纺织品等。是经常帐户中最重要项目。
- 2) 服务贸易，包括运输、旅游、通讯服务、建筑服务、保险服务，以及咨询、广告等商业服务等等。又称无形贸易(Intangible)。

经常帐户分类（2）

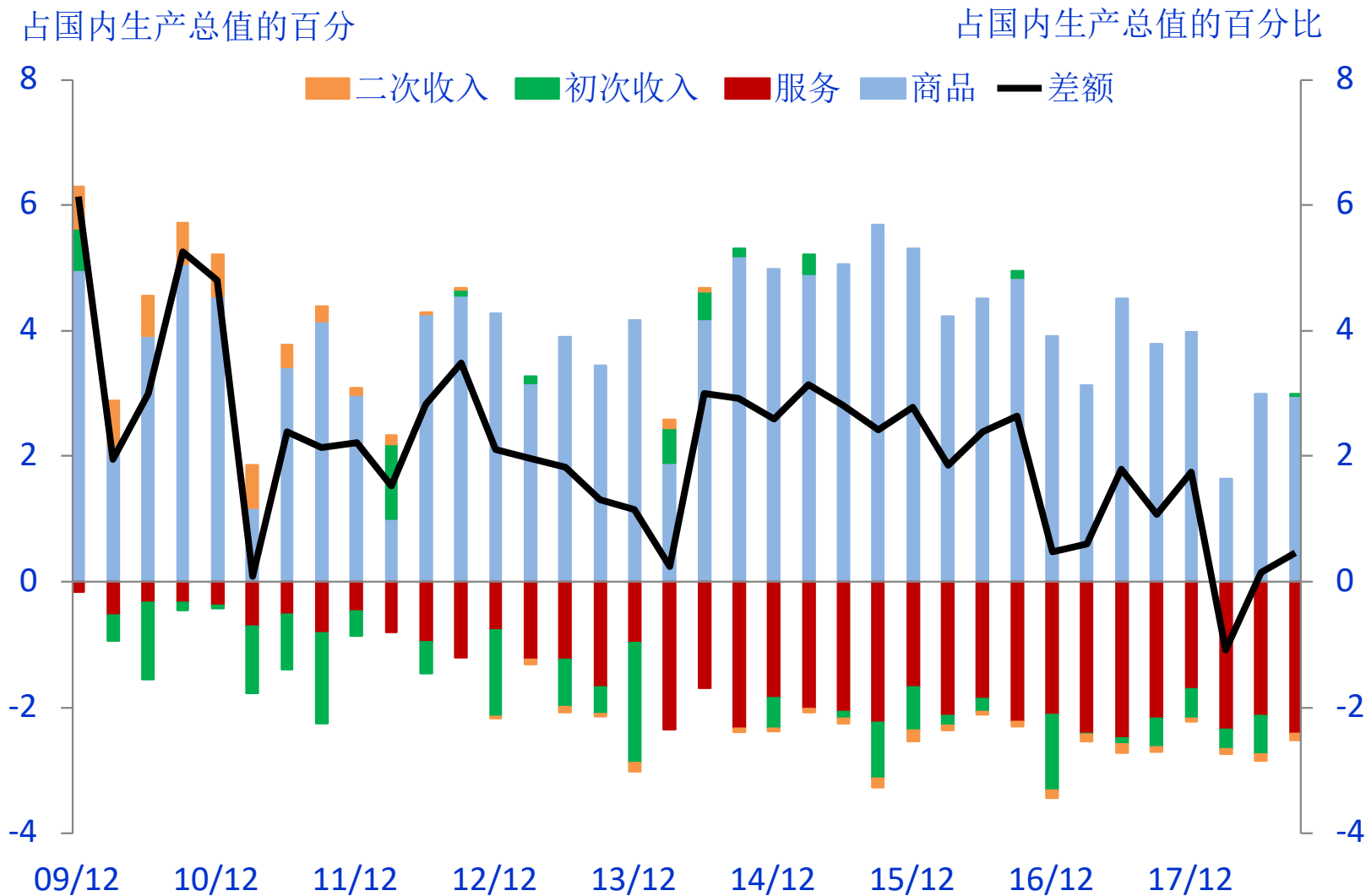
- 3) 收益包括职工报酬和投资收益两类。中国人在国外获得的工资，奖金，股票红利，债券利息等；外国人在中国获得工资、奖金、红利、利息等。
- 4) 经常转移包括政府与民间相互捐赠等发生的收入转移。

中国经常账户

China's current account structure and its balance as share of GDP (2000-2015, \$ 00 million, %)

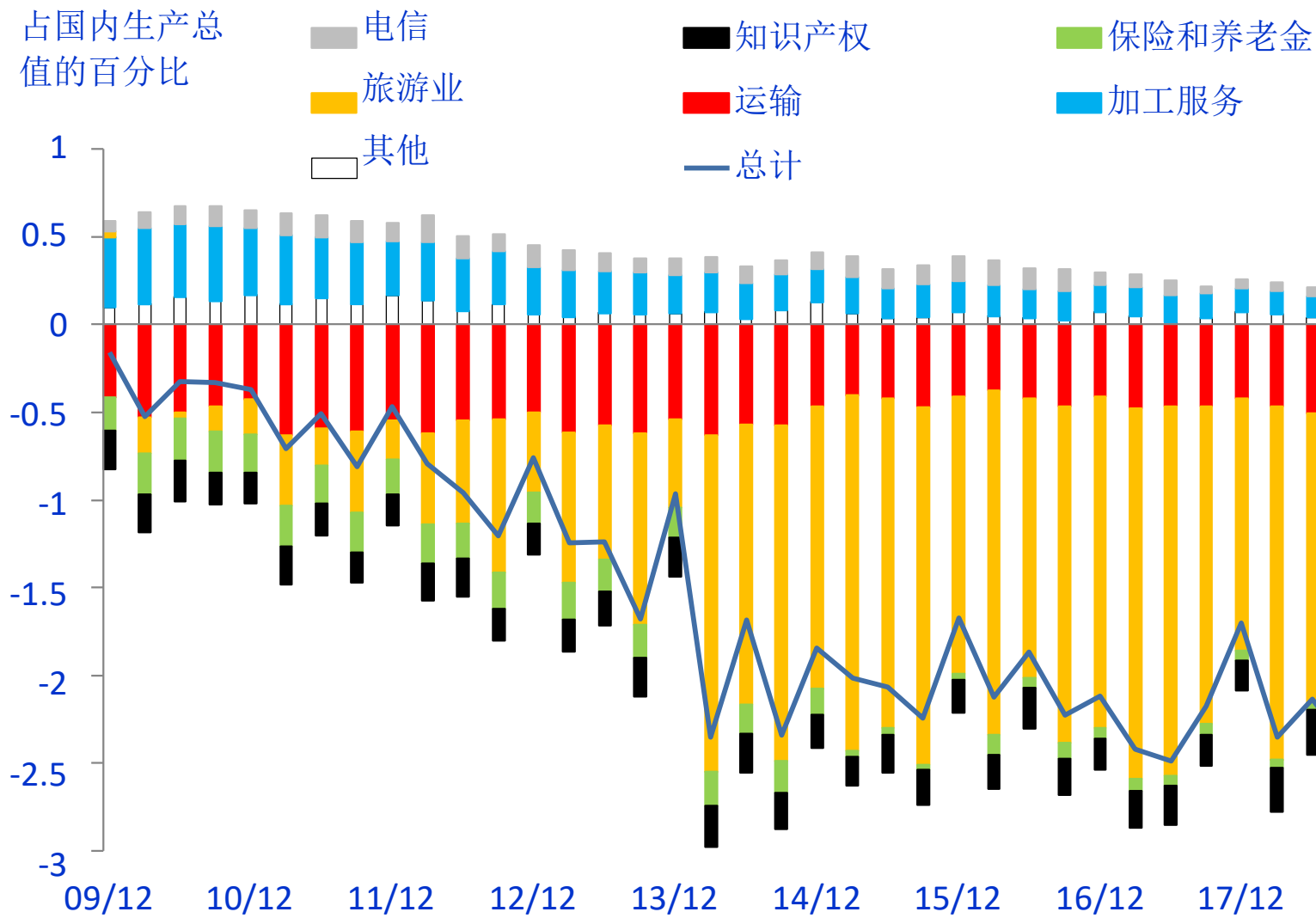


经常账户余额



资料来源：国家外汇管理局

服务账户余额



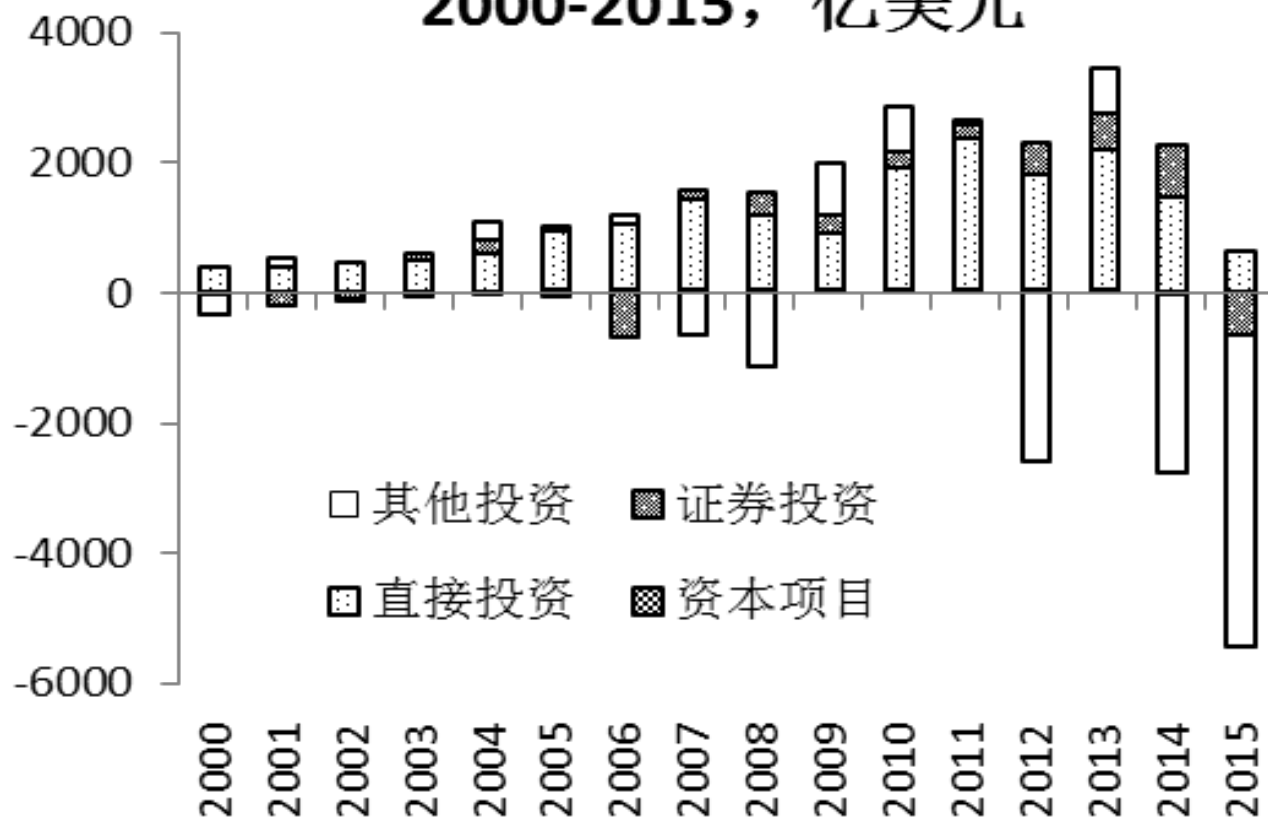
资料来源：国家外汇管理局

资本帐户分类

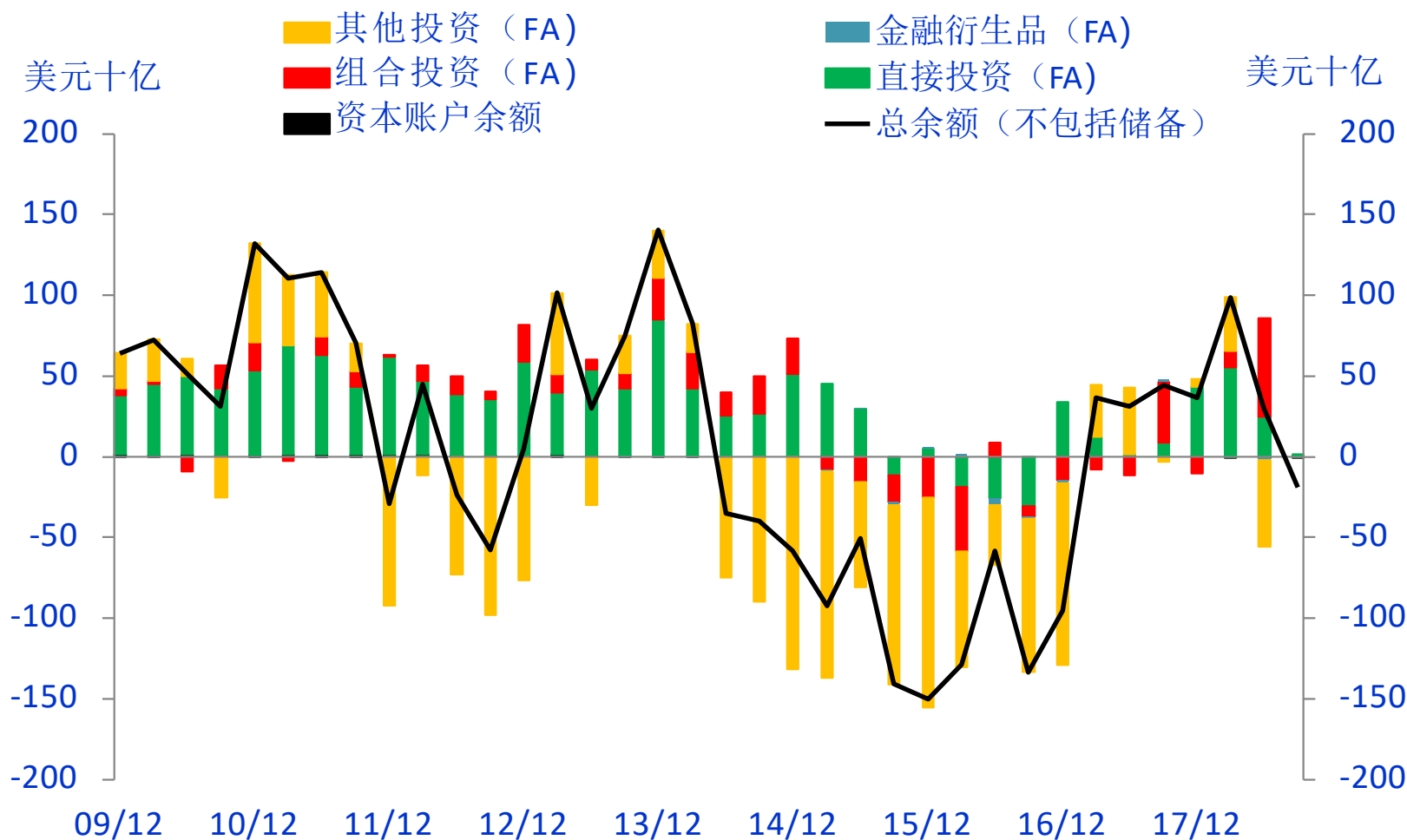
- 1. 资本项目：固定资产所有权国际间转移，债权人不索取任何回报而取消债务等资本转移，非生产和非金融性资产如专利、版权、商标权收买或放弃。
- 2. 金融项目：“直接投资”“证券投资”与“其它投资（如贸易信贷）”等三个子项目。
- 3. 储备资产：一国货币当局拥有的可用于国际支付的外国资产，包括货币黄金、外汇、在国际货币基金组织（IMF）储备头寸等。

中国资本和金融账户

我国资本与金融账户主要分项
2000-2015，亿美元



金融账户余额（不包括储备）



资料来源：国家外汇管理局

差错与遗漏

- 国际收支账户理论上应满足定义关系：
- “经常项差额+资本项差额+储备变动=0”
- 然而由于统计过程误差、资本非法抽逃等因素，实际数据不一定满足上述定义式。
- 设立“差错和遗漏（errors & omission）”项，以保证国际收支帐户形式上平衡：
- “经常项+资本项+储备变动+差错遗漏= 0”

资本流动与资本帐户开放

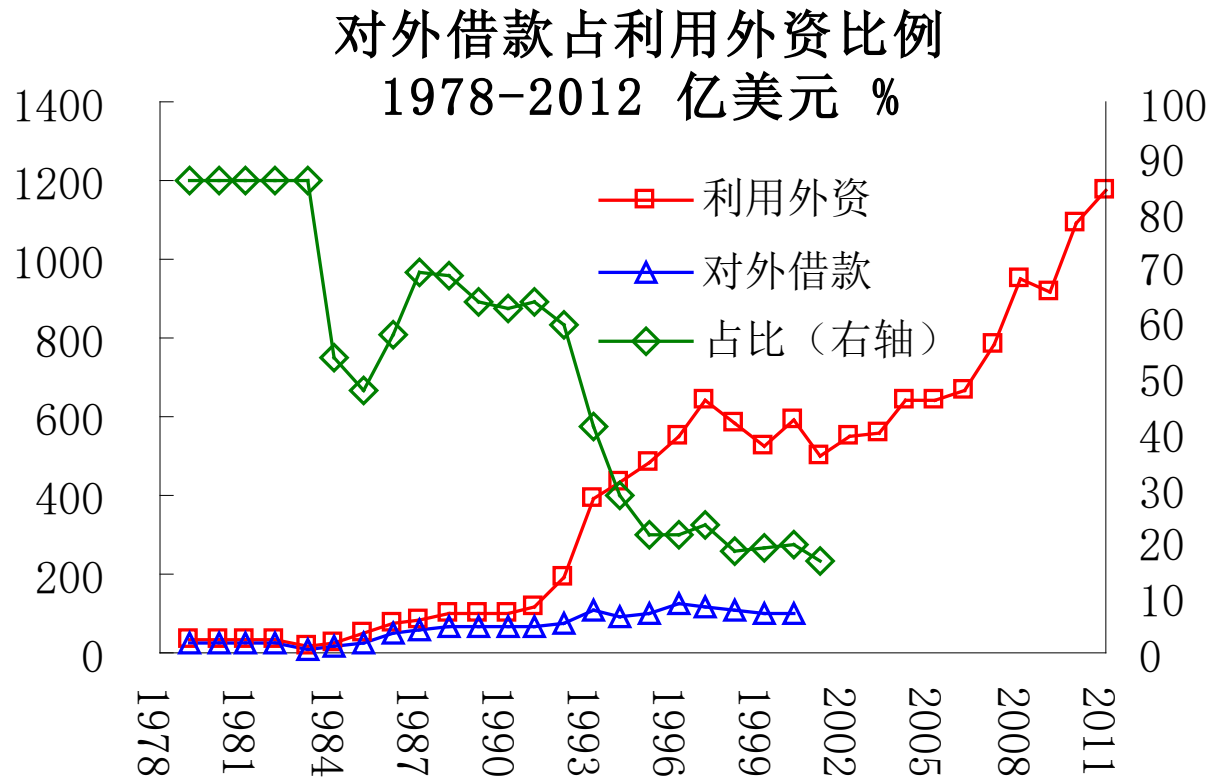
- 资本流动三种形式：
 - 1) 国际信贷 (International loans)
 - 2) 直接投资 (Foreign direct investment)
 - 3) 证券投资 (Portfolio investment)
- 资本账户开放指一国从对资本流动高度管制和完全禁止状态，转向允许资本相对自由流动状态。从发展中国家外部融资角度看，表现为利用外资及相关战略选择过程。

国际信贷

- 与国内居民、企业、政府之间借贷关系具有类似原理：
- 对于放贷国 (**lender country**)，国际信贷意味着储蓄和富余资金获得较高收益。
- 对于借入国 (**debtor country**)，国际信贷有助于克服储蓄不足和资金缺口，通过投资和跨期消费安排促进经济增长和提高福利水平。

中国国外借款

- 历史上从国外银团专项借款；
- 粮食危机期间短期贸易信贷；

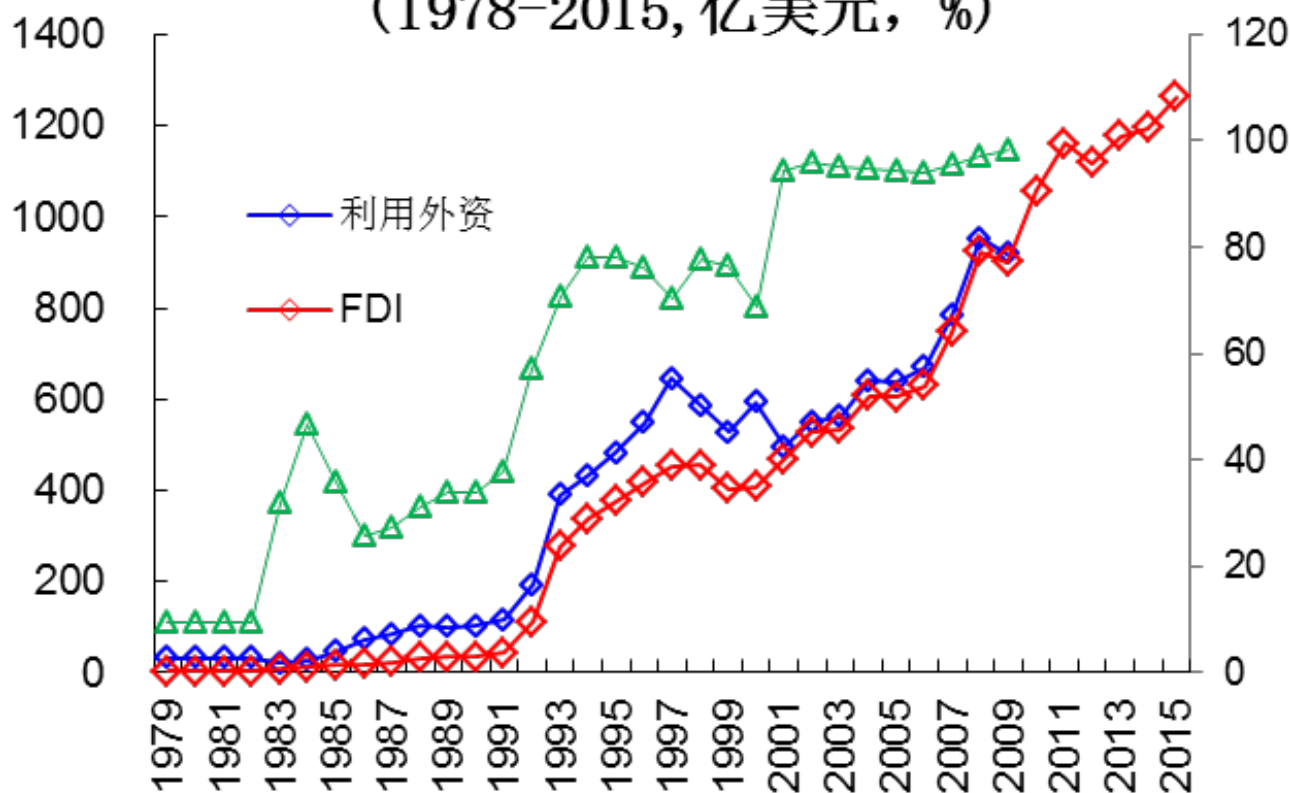


外商直接投资

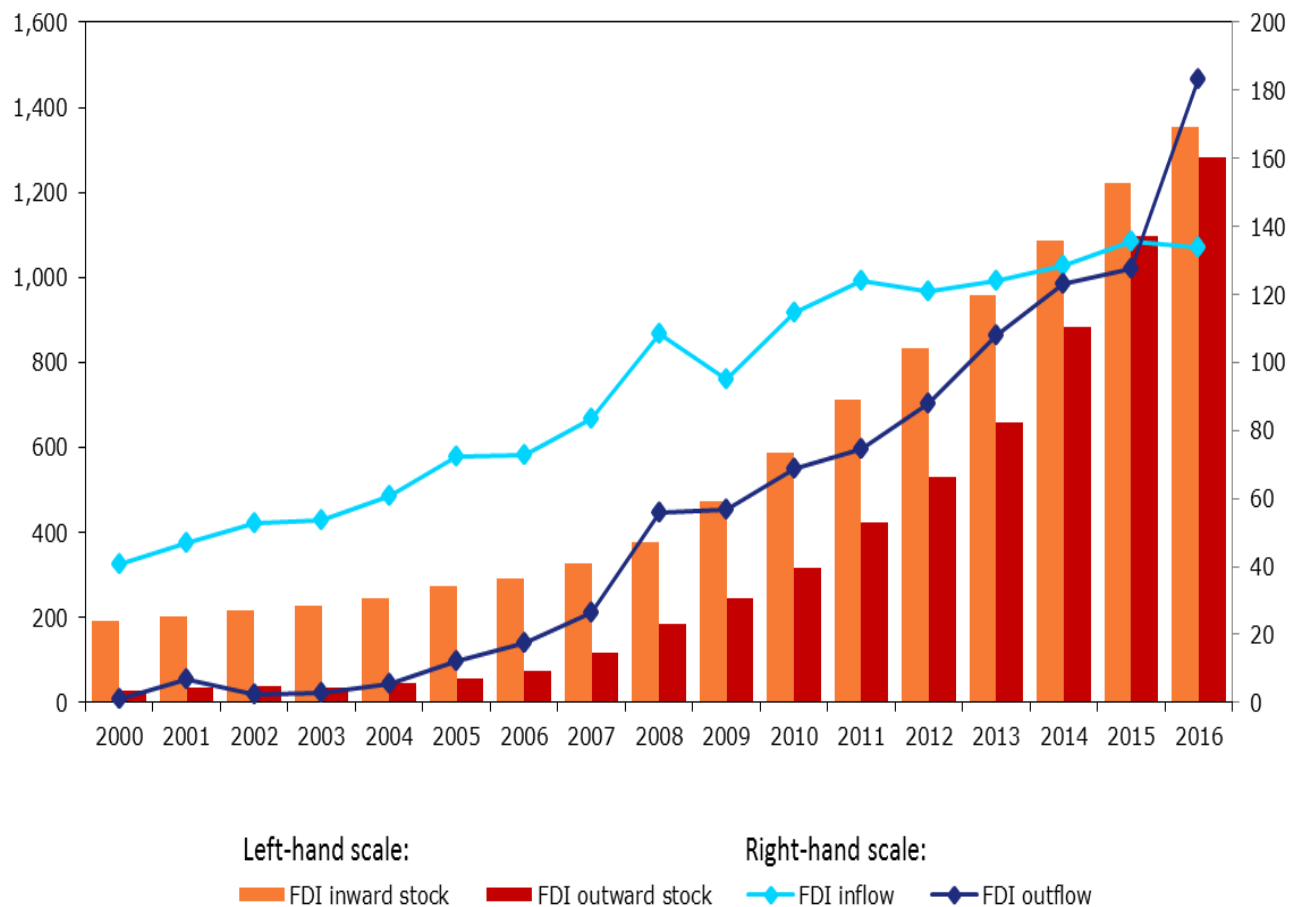
- 外商直接投资（FDI）一国企业通过投资或并购方式在外国建立或拥有工厂和企业进行生产并参与管理的投资行为。
- 对资本输入国企业来说，FDI有可能实现利用对象国要素比较优势和国内市场两大利益！
- 对于资本接受国来说，FDI有助于得到发挥劳动力等要素比较优势、吸收国外先进技术和管理经验、克服储蓄不足和资金短缺困难，促进本国经济较快增长！

我国利用FDI

中国利用外资及FDI占比
(1978-2015, 亿美元, %)



中国FDI和ODI流量和存量 2000-16 (US\$ billion)



资料来源：2018年6月WTO对中国第7次审议报告，第30页

证券投资

- 从接受国角度看，证券资产比较容易在资本市场上变现，其流动性远远高于厂房，设备这类实物资产，比较容易从投资国抽逃。
- 出于短期动机大进大出的投资称为“热钱”或“燕子资本”。东南亚金融危机直接导因于短期资本密集抽逃有关！

中国审慎开放证券投资市场

- **B股**正式名称是人民币特种股票。**B股**是以人民币标明面值、以外币认购和交易币种、以我国建立的股份有限公司为投资对象、在境内（上海、深圳）证券交易所上市交易。
- 最初**B股**只对国外投资者开放，限于外国的自然人、法人和其他组织，香港、澳门、台湾地区的自然人、法人和其他组织，定居在国外的中国公民。后来国内投资者只要有美元就可以开户投资。

审慎开放证券市场： QFII & RQFII

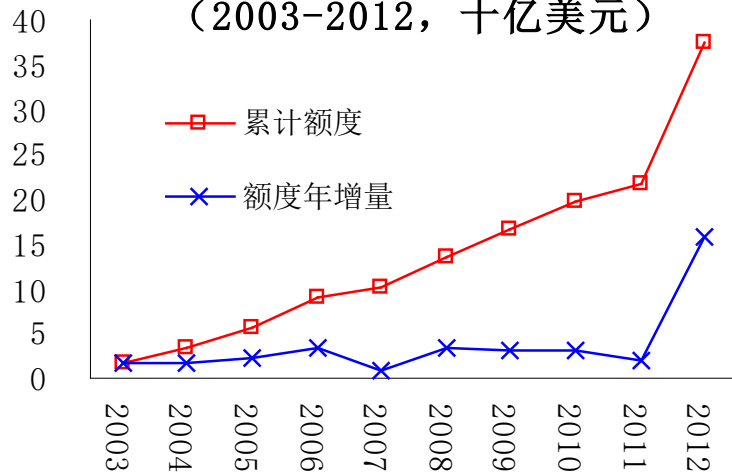
- **QFII (Qualified Foreign Institutional Investors)** 是经核准的合格境外机构投资者，在一定管制下汇入一定额度外汇资金并转换为当地货币，通过专门账户投资国内证券市场，其资本利得、股息等经审核后可转为外汇汇出。
- 2002年11月我国《QFII境内证券投资管理暂行办法》出台。2006年5月瑞士银行、野村证券、摩根士丹利、花旗、高盛等获得投资资格和额度。瑞士银行2006年7月9日率先试水A股。
- **RQFII**指拥有人民币的合格境外机构投资者，在一定规定和限制下汇入人民币投资国内证券市场，2013年开始实施。

审慎开放证券市场：QDII

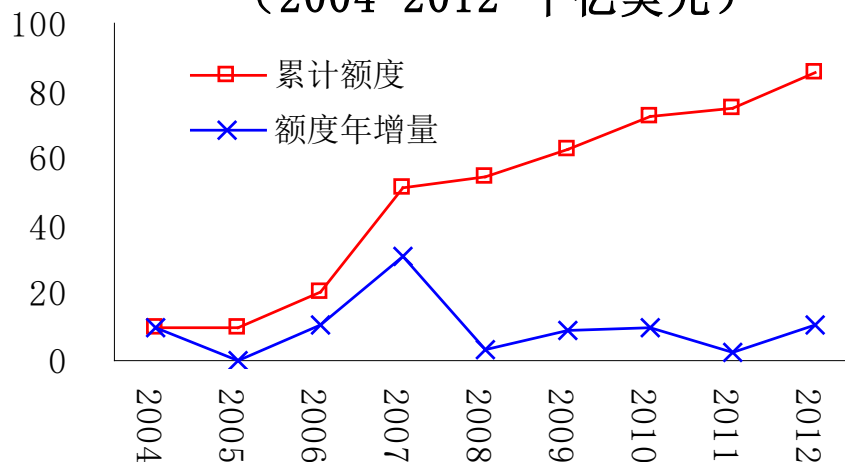
- **Qualified Domestic Institutional Investors**（合格境内机构投资者）的缩写：在本币资本项不可兑换、资本市场未完全开放条件下，在一国境内设立、经该国有关部门批准、允许境内机构投资者投资境外资本市场的股票、债券等有价值证券的一项投资制度。
- 动因之一来源于世纪初香港金融局为解决“北水南调”、引内地资金活跃香港证券市场、重振香港经济的设想。2003年我国筹办QDII，历经筹划阶段、试点扩大阶段、加速发展阶段。

QFII和QDII批准额度增长

QFII批准投资额度规模
(2003-2012, 十亿美元)



QDII批准投资额度规模
(2004-2012 十亿美元)



QFII与QDII最近情况

- 截至2019年8月末，QFII投资总额度3000亿美元，共计292家合格境外机构投资者获批投资额度1113.76亿美元。
- RQFII从香港扩大到20个国家和地区，投资总额度为19900亿元人民币，共计222家RQFII机构获批6933.02亿元人民币投资额度。
- 2019年9月10日取消QFII和RQFII投资额度限制，RQFII试点国家和地区限制一并取消。
- 截止2019年5月31日，QDII共152家，累计批准额度为1039.83亿美元。

沪港通： Shanghai-Hong Kong Stock Connect

- 是上海和香港股票市场交易互联互通机制的简称：上海证券交易所和香港联合交易所允许两地投资者通过当地证券公司或经纪商买卖规定范围内的对方交易所上市的股票。
- 李克强总理2014年4月10日宣布这一政策，中国证监会与香港证监会同年11月10日联合公告，沪港通下的股票交易将于2014年11月17日开始。同年11月17日该项目正式启动。

沪港通的运作

- 是两地投资者可以直接投资对方机构交易股票的互联互通机制。
- 沪港通对北向和南向交易(northbound and southbound trading)实施不同额度管制：
 - 北向交易总额度为**3000**亿元人民币，南向交易总额度为**2500**亿元。
 - 北向交易的每日额度上限为**130**亿元，南向交易的每日额度上限为**105**亿元。
- 所有交易以人民币结算交收。

深港通：Shenzhen-Hong Kong Stock Connect

- 2016年12月5日启动深港通，进一步扩大国际投资者参与A股买卖的投资对象范围。
- 股票范围是市值60亿元及以上深证成份指数和深证中小创新指数成份股、深交所上市A+H股。
- 与沪股通投资标的偏重大型蓝筹股相比，深股通标的展现深交所新兴行业集中和成长性特征。



外部不平衡概念

- 外部不平衡指进出口贸易和经常账户出现较长时期过高逆差和顺差情况，对于大国而言一般认为不平衡超过4%意味着难以持续因而需要调整。
- 根据定义性推导，贸易平衡（很大程度上决定经常账户平衡）状态取决于国内储蓄与投资关系：储蓄大于投资 ($S < I$) 入出有余意味着外部顺差，储蓄小于投资 ($S > I$) 入不敷出意味着外部逆差。

储蓄-投资与贸易平衡的关系

- 支出法**GDP**定义：
 - $Y = C + I + G + NX$
 - $NX = Y - (C + I + G)$
 - $NX = (Y - C - G) - I$
- 收入法**GDP**与支出法**GDP**内涵一致，**Y**衡量总收入， $(Y - C - G)$ 是国民总储蓄**S**。
 - $NX = S - I$
- 外部平衡与储蓄-投资缺口存在定义性关系！

外部不平衡问题何在（1）

- 外部失衡表现为顺差和逆差，二者在宏观经济分析上都有问题。不过逆差问题发生频率更高影响更为突出，逆差失衡讨论较多。
- 依据国际收支广义约束条件，可以把逆差失衡问题归结为“欠账还钱原则”（“The bills-must-be-paid principle”）。

外部不平衡问题何在（2）

- 按照国际收支“经常项目逆差与资本项目顺差相等”的广义约束条件，一国进口商品和劳务超过出口，则必然或者要增加广义债务（借债或者出售资产），或者要减少国外净资产（包括出售国外资产或者减少外汇储备）。
- 如果外国投资者到本国投资意愿不足，加上缺少足够可以出售的国外净资产和外汇储备，该国就不得不减少国内投资、或者减少消费（增加储蓄），通常伴随调整阵痛、经济衰退、甚至政治危机。

当代外部不平衡特点

- 外部不平衡可追溯到英国崛起的早期全球化时代。上世纪90年代特别是进入21世纪后，全球外部不平衡总体加深同时，出现多方面前所未有特点：
 - 1) 中国国际收支双顺差现象
 - 2) 中美外部不平衡“镜像关系”
 - 2) 欧元区内部外部失衡快速扩大
 - 3) 大宗商品出口国顺差飙升
- 着重看前两点……

如何调整外部失衡？

- “物价-铸币流动的自动调节机制
(the price specie-flow mechanism)”
- “汇率调节的弹性分析方法 (The Elasticity Approach)”
- “重视内需调整的国内吸收方法
(The Absorption Approach)”

物价-铸币流动自动调节机制

- 早年货币以黄金等贵金属作为本位的货币体系，形成各国货币之间黄金挂钩，因而具有固定汇率特点。
- 18世纪英国经济学家休谟（David Hume 1711-1776）提出“物价-铸币流动机制”，揭示金本位和名义汇率固定的国际货币体系环境下对外部失衡的一种自动调节机制。

物价-铸币流动自动调节机制

- 某国发生外部逆差：
 - 金银等贵金属货币流出；
 - 货币紧缩导致国内商品和工资下降；
 - 固定汇率制下物价上升使实际汇率贬值；
 - 汇率贬值使进口下降和出口增加；
 - 外部逆差减少使失衡得到调节；
- 对外部顺差国，贵金属流入通过物价上涨、实际汇率升值，发生反向调整过程。

外部失衡的汇率调节原理

- 一国净出口或贸易顺差取决于三个因素：
 - 1) 本国收入增长影响进口需求增长；
 - 2) 外国收入增长影响出口需求增长；
 - 3) 实际汇率影响国内商品相对国外商品价格；
- $NX = EX(Y_f, R) - IM(Y_d, R) = NX(Y_d, Y_f, R)$
- 这里的实际汇率是经过相对物价调整的市场汇率，基本思路认为汇率是调节国际收支以至内外经济关系的基本相对价格。

弹性模型与人民币汇率争论……

- 弹性模型揭示某一国货币贬值与该国贸易收支改善程度之间关系。有观点依据“弹性模型无效论”否定人民币汇率升值必要性。
- 什么意义上有效无效？真实净出口数量调节？贸易顺差金额调节？还是对宏观经济其他真实变量调节？还是对美国某种调节？……
- 最简单（从弹性模型逻辑）也是最复杂（从实际争论内容）问题是：如何看待人民币是否应升值？推而广之是如何看待人民币历史走势？下一讲将讨论这些问题……

重视内需的“国内吸收方法” (Absorption Approach)”

- “国内吸收”指国内消费与投资。用类似推导外部失衡与国内储蓄-投资缺口关系方法，可推导外部失衡与国内供给减去支出之间定义关系。
- 基本含义是“贸易平衡等于国内产出减去国内吸收”：逆差表示国内产出小于国内吸收，顺差则是国内产出大于国内吸收。调控国内吸收可调控外部失衡。

“吸收方法”的推导（1）

- 在国民经济核算体系中，总产出等于总支出。总产出或总收入 (Y) 包含四类支出项：
- $Y = C + I + G + (X - M)$
 - C ---- 消费，
 - I ---- 投资，
 - G ---- 政府消费，
 - X-M --- 净出口，

“吸收方法”的推导 (2)

-  $Y + M = C + I + G + X$



总供给



总支出

- $X - M = Y - (C + I + G)$

-  $B = Y - A$

-  $A = C + I + G$ 国内吸收

- $B = X - M$ 贸易盈余

吸收方法的政策含义

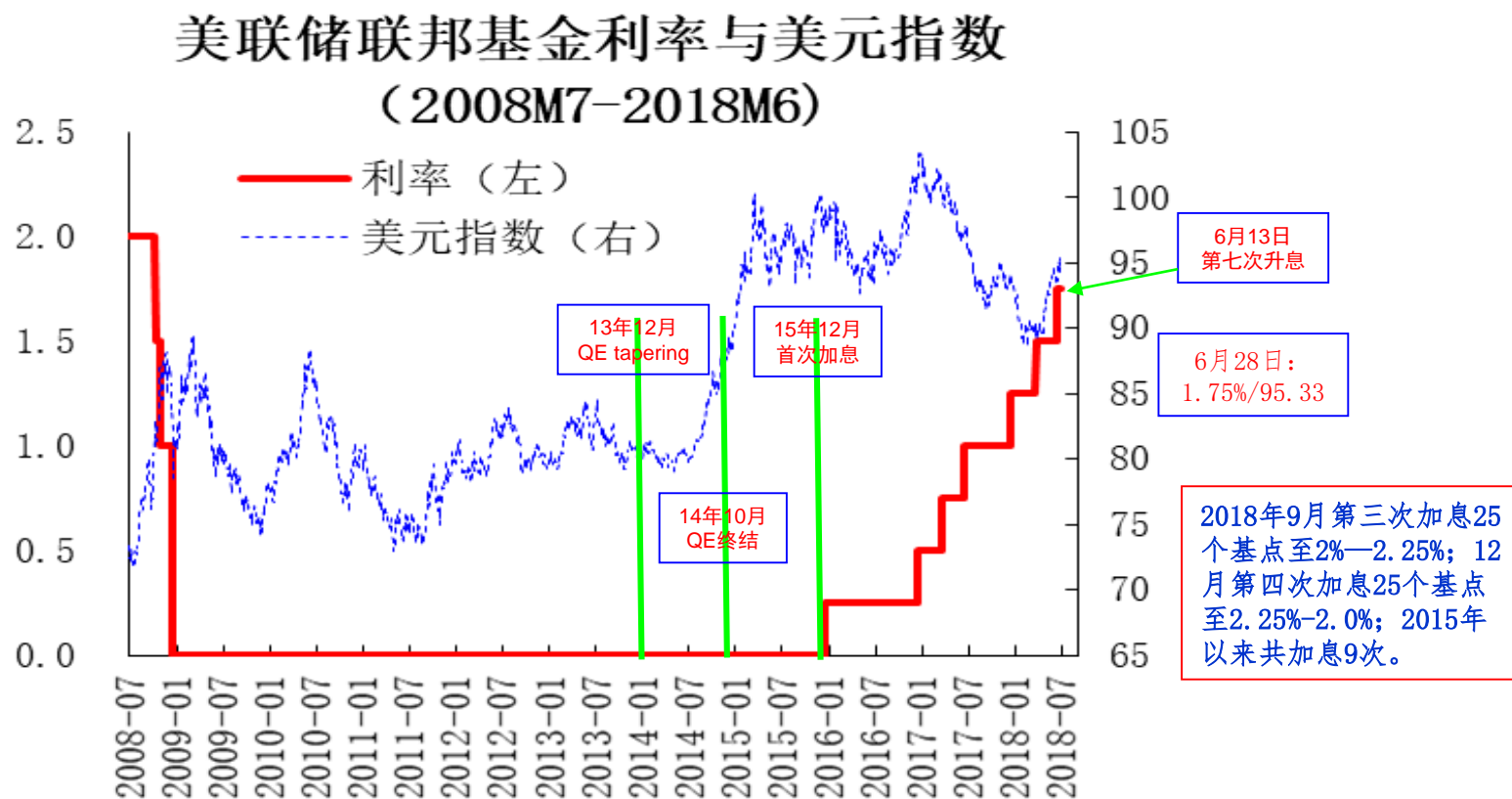
- 逆差（顺差）国需实施紧缩（扩大）内需政策：
 - 货币政策：紧缩（放松）银根减少（扩大）投资和消费内需；
 - 财政政策：通过税收和财政支出政策手段，控制（扩大）私营部门和公共部门支出；
- 汇率价格调节与内需吸收调节需要相互配合运用。否则用贬值方法应对逆差，可能会传导为进口价格和一般物价上涨，导致实际汇率被动升值和逆差调节失效。

中国开放宏观政策实践

- 上世纪80-90年代，中国宏观经济运行面临的主要失衡特点，表现为间歇性的国内经济过热和外部逆差压力。
 - 政策应对表现为人民币名义汇率间歇性贬值，同时通过中国式宏观调控手段，限制公共和私营部门的投资和消费支出。
- 21世纪第一个十年，中国经济面临国际收支双顺差和外汇储备飙升的顺差失衡压力。
 - 此期中国宏观调控政策有为特殊：一是总体迟缓温和的汇率升值政策，二是多方面实施扩大内需政策，三是鼓励企业走出去的国际收支调节政策。

美国利率汇率变化

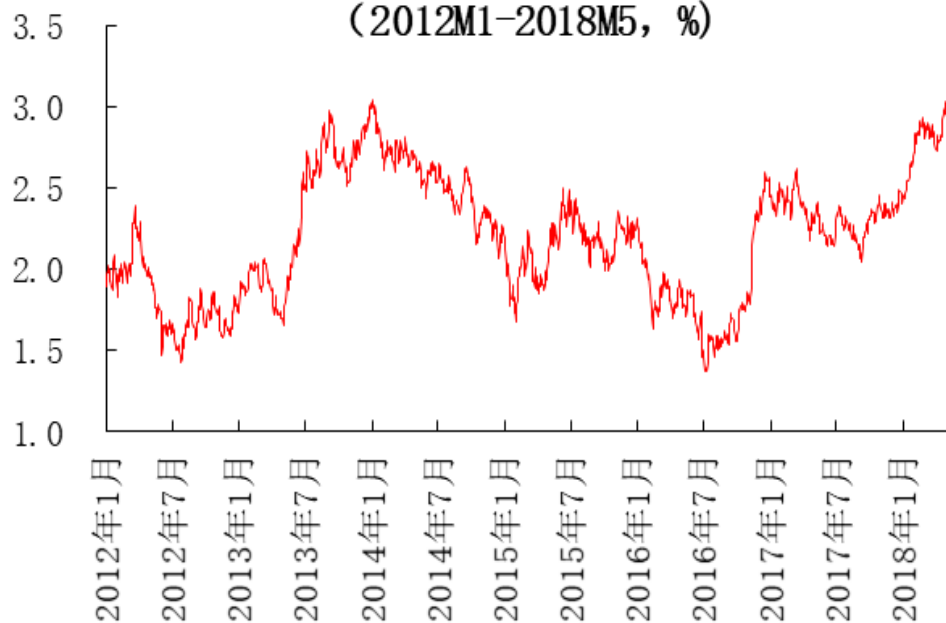
- 14年10月终结QE，15年12月首次加息。美元目前比QE时期升值20%-25%。作为主要国际货币发行国，其货币政策与汇率调整具有外溢效用。



美国长期国债收益率上升

- 美国10年期国债收益率5月初在过去七年内第一次达到3%心理敏感水平！

美国10年期国债收益率
(2012M1-2018M5, %)



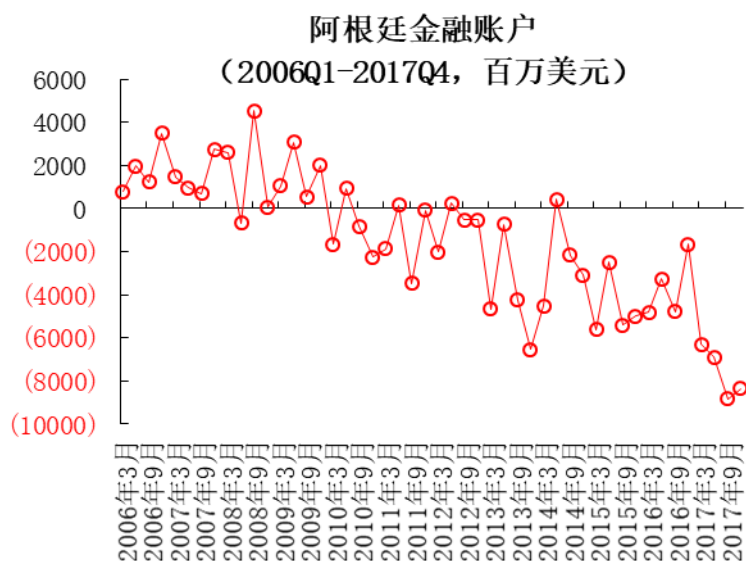
5月1日	2.970
5月2日	2.970
5月3日	2.940
5月4日	2.950
5月7日	2.950
5月8日	2.970
5月9日	3.000
5月10日	2.970

新兴经济体货币金融市场波动

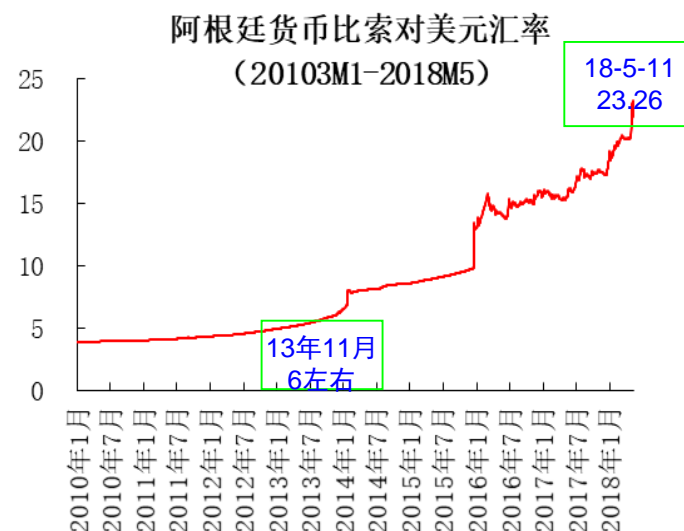
- 从历史经验看，美元进入加息周期和汇率走强，会推动资本从新兴经济体流出从而引发货币贬值，还会抑制大宗商品价格使商品输出国国际收支恶化，增加债务违约和金融危机风险。
- 美联储主席鲍威尔2018年5月8日讲话指出，不应夸大美联储对全球金融状况的影响反而是美国作为全球第一大经济体，美元是最主要国际货币，美联储政策变化客观上产生溢出效应。
- 去年阿根廷货币贬值和某些新兴国汇市波动，引发对美国货币政策带来全球金融风险的担忧。

阿根廷资本外流比索告急

- 资本账户逆差大幅飙升，意味着资本外流加剧。



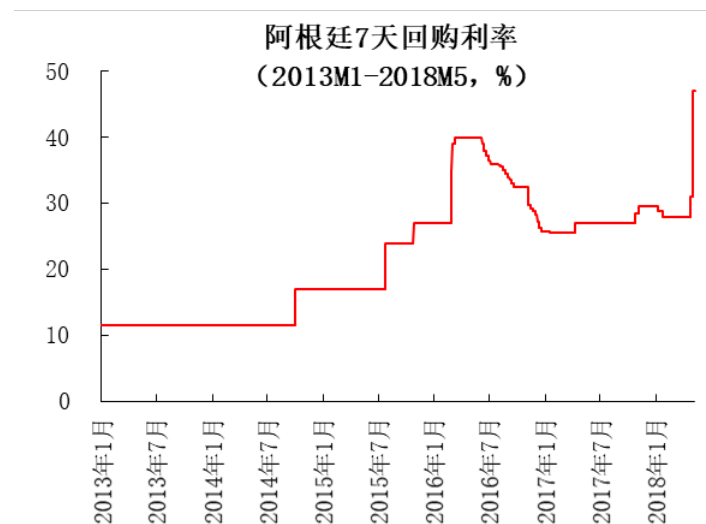
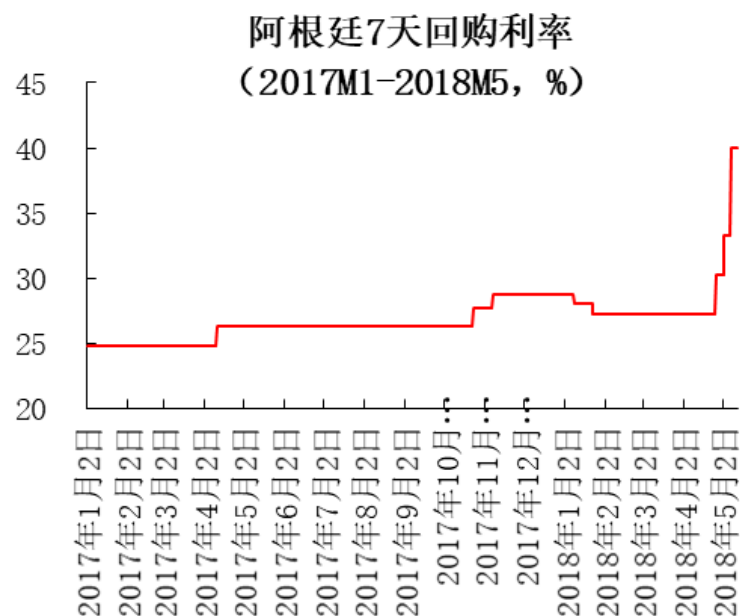
- 2017年底到2018年5月阿根廷比索对美元汇率贬值超过35%，4月底和4月初不到半个月贬值超过11%。



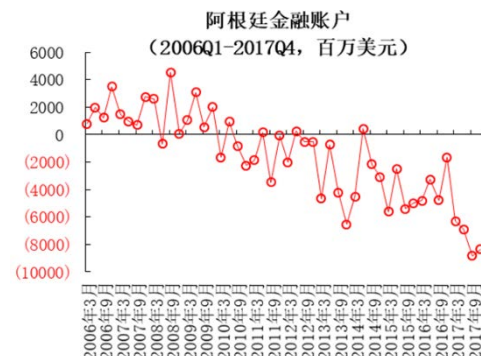
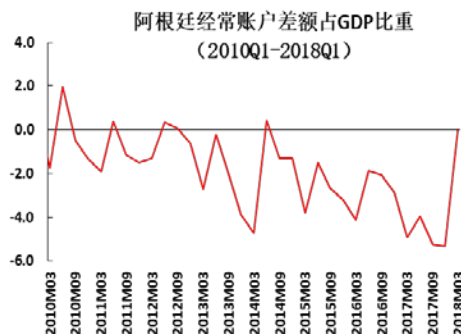
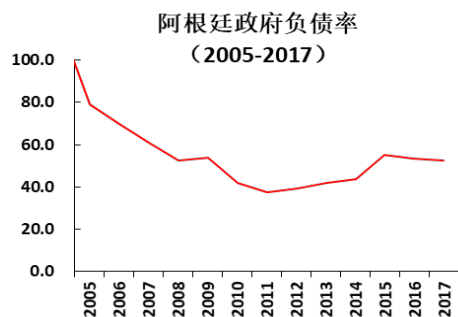
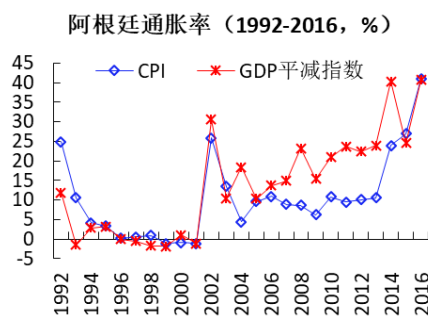
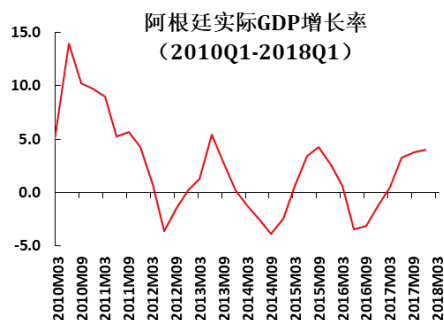
阿根廷基准利率飙升到40%

- 阿根廷央行从4月27日到5月4日8天内三次加息，将基准利率由此前的27.25%升至40%。

- 成交利率甚至达到47%!



阿根廷：开放宏观“体检单”



■ 经济低增长，严重高通胀，过高财政赤字，实际汇率升值，经常项目逆差，资本账户失血——国内宏观基本面困难是首要因素。（结构性问题：税负过重，劳工法改革与投资环境改革推进缓慢。）

阿根廷考虑求助IMF……

- 阿根廷总统马克里5月8日宣布，启动与国际货币基金组织的谈判，寻求其金融支持以缓解阿根廷比索对美元持续贬值的压力。
- IMF总裁拉加德8日在华盛顿发表公开声明表示，已经着手与阿根廷政府合作。据报道，阿根廷向IMF申请的援助金额可能约为300亿美元。

