

中国经济专题——2021春北大国发院双学位课程

第6讲 内部失衡、外部失衡和经济危机

《宏观经济学二十五讲：中国视角》第10讲、第11讲

徐高

2021年4月17日



北京大学国家发展研究院
National School of Development

议程

- ◆ 内部失衡与外部失衡的联系
- ◆ 国际收支危机之亚洲金融危机
- ◆ 国际收支危机之欧债危机
- ◆ 为什么中国不会重蹈巴西阿根廷的覆辙

中国2020年国际收支平衡表（BOP）

	差额 (亿美元)	差额与 GDP之比 (%)
经常账户 (Current Account)	2,740	1.9
货物贸易	5,150	3.5
服务贸易	-1,453	-1.0
初次收入（雇员报酬、投资收益）	-1,052	-0.7
二次收入（转移支付）	95	0.1
资本和金融账户	-1,058	-0.7
资本账户 (Capital Account)	-1	0.0
金融账户 (Financial Account)	-1,058	-0.7
非储备性质的金融账户	-778	-0.5
直接投资	1,026	0.7
证券投资	873	0.6
其他投资（货币、存贷款、应收款）	-2,562	-1.7
储备资产净获得变化	-280	-0.2
净误差与遗漏	-1,681	-1.1

数据来源：万得

国际收支平衡表说明

◆ 国际收支平衡表记账原则

- 复式记账——有借必有贷
- 贷方业务：导致资源从本国流出；使得本国资产减少（或负债增加）
- 借方业务：导致资源流入本国；使得本国资产增加（或负债减少）
- 差额：贷方减去借方所得之差

◆ 国际收支平衡表账户

- 经常账户（**current account**）：因贸易、收入和转移所导致的资源流动
- 资本账户（**capital account**）：非金融的资本流动业务（如不动产买卖）
- 金融账户（**financial account**）：金融交易带来的资本流动
 - 非储备性质的金融账户
 - 储备资产净获得（外汇储备、黄金、IMF储备头寸、SDR）
- 净误差与遗漏

中国2020年国际投资头寸表（IIP）

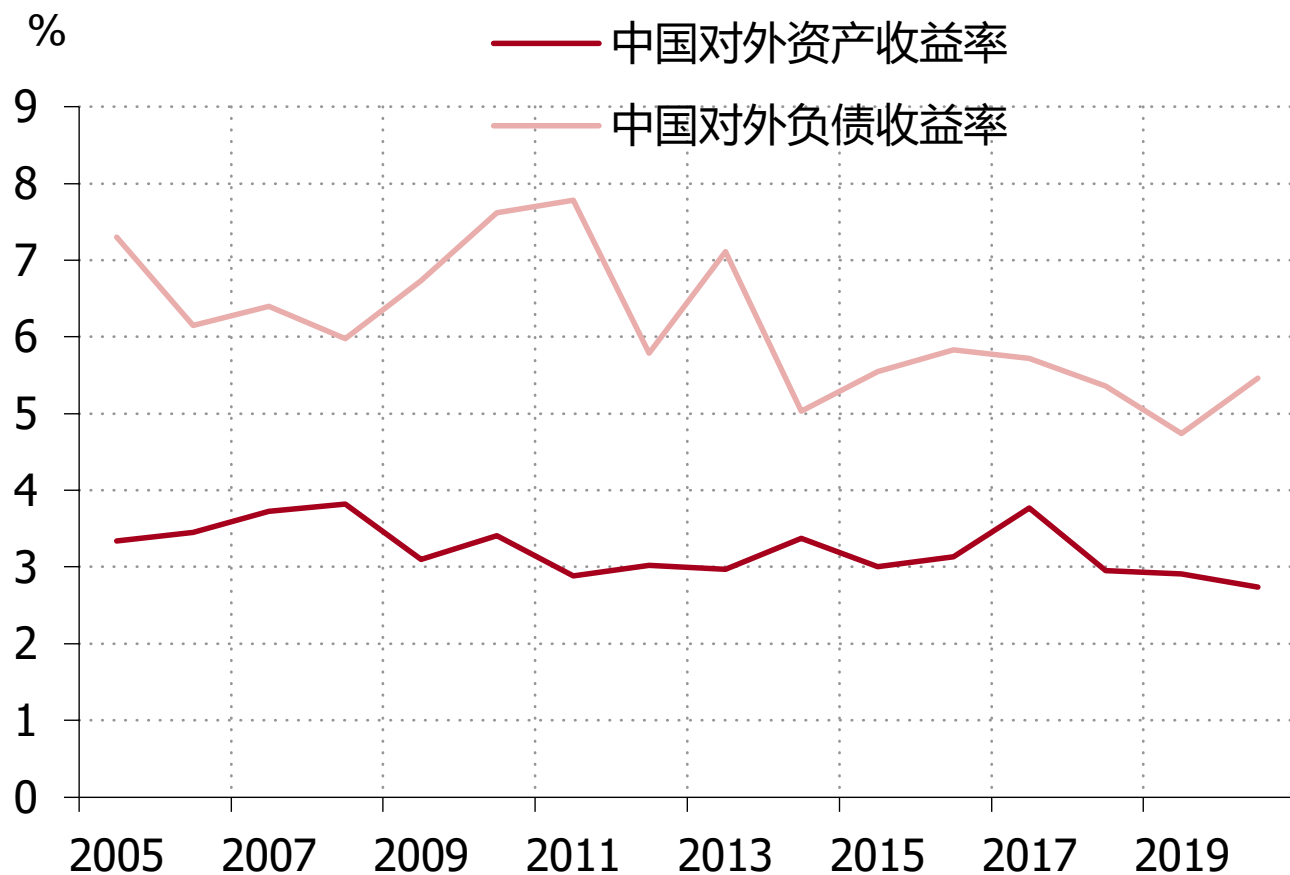
	存量(亿美 元)	占GDP比 重(%)
净头寸	21,503	14.6
资产	87,039	59.1
直接投资	24,134	16.4
证券投资（股权、债券）	8,999	6.1
其他投资（货币、存款、贷款等）	20,149	13.7
储备资产（外储、黄金、SDR等）	33,565	22.8
负债	65,536	44.5
直接投资	31,793	21.6
证券投资（股权、债券）	19,545	13.3
其他投资（货币、存款、贷款等）	14,076	9.6

数据来源：万得

数据来源：万得



中国对外资产的收益率明显低于中国对外负债的收益率



数据来源：万得

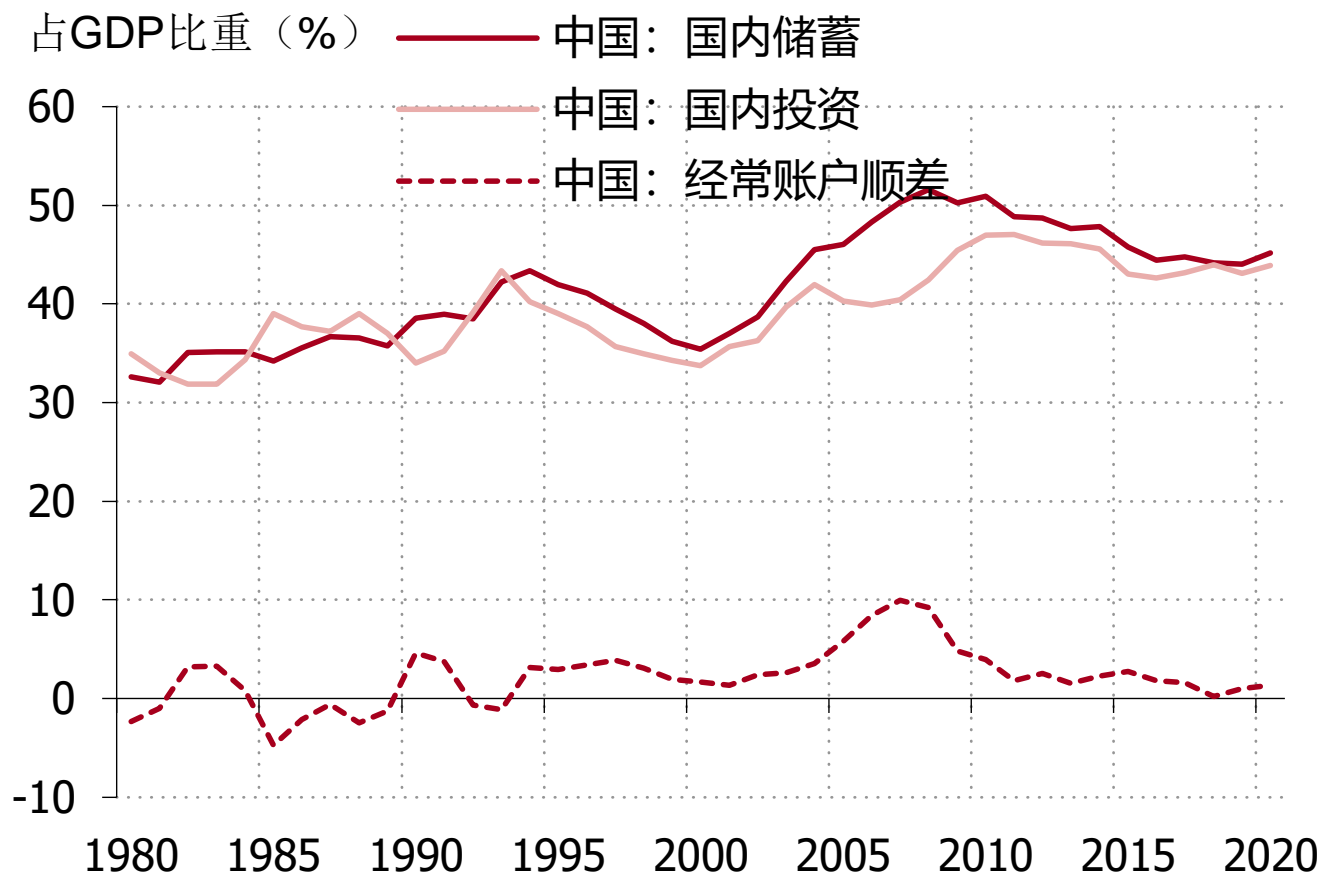


经常账户的两种解读

$$CA = \underbrace{Y}_{\text{产出}} - \underbrace{(C + I)}_{\text{内需}}$$

$$CA = \underbrace{S}_{\text{储蓄}} - \underbrace{I}_{\text{投资}}$$

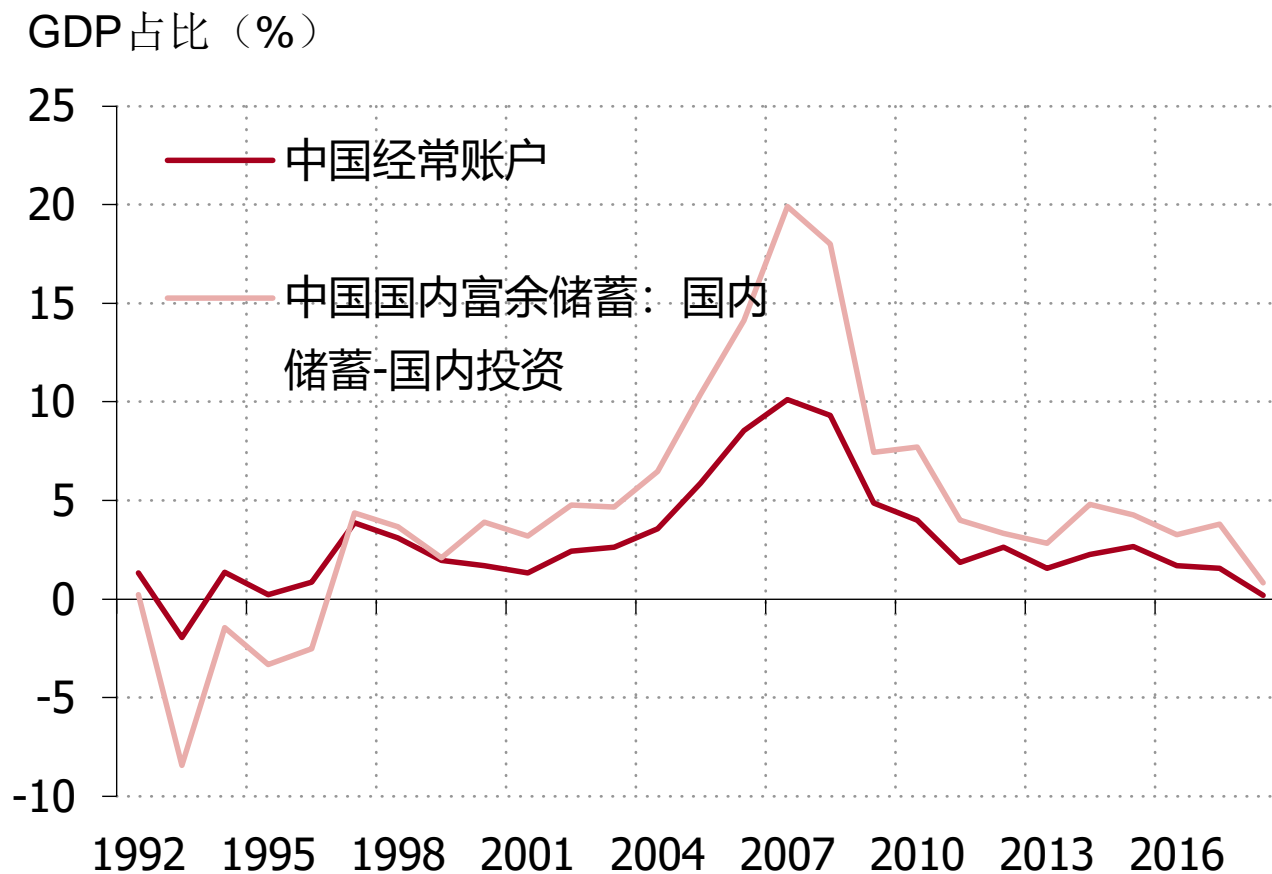
中国国内储蓄长期多于国内投资



数据来源：IMF



中国国内的富余储蓄转变成了经常账户顺差



数据来源：CEIC



议程

- ◆ 内部失衡与外部失衡的联系

- ◆ 国际收支危机之亚洲金融危机

- ◆ 国际收支危机之欧债危机

- ◆ 为什么中国不会重蹈巴西阿根廷的覆辙

国际收支危机

- ◆ 国际收支危机（**Balance of Payment Crisis**）：经济体因无法偿付其外债而产生的经济和金融危机
 - 产生于持续的经常账户逆差而带来的大量外债
 - 资本流入的“突然终止”（**Sudden Stop**）让国内债务资金链断裂，国内爆发经济危机
 - 本币会因国际收支危机的爆发而快速大幅贬值——国际收支危机因而又被称为“货币危机”（**Currency Crisis**）
 - 国际收支危机的爆发会让本国投资大幅萎缩，经济增长大幅下滑
 - 除美国之外，经常账户逆差国都面临着国际收支危机的约束

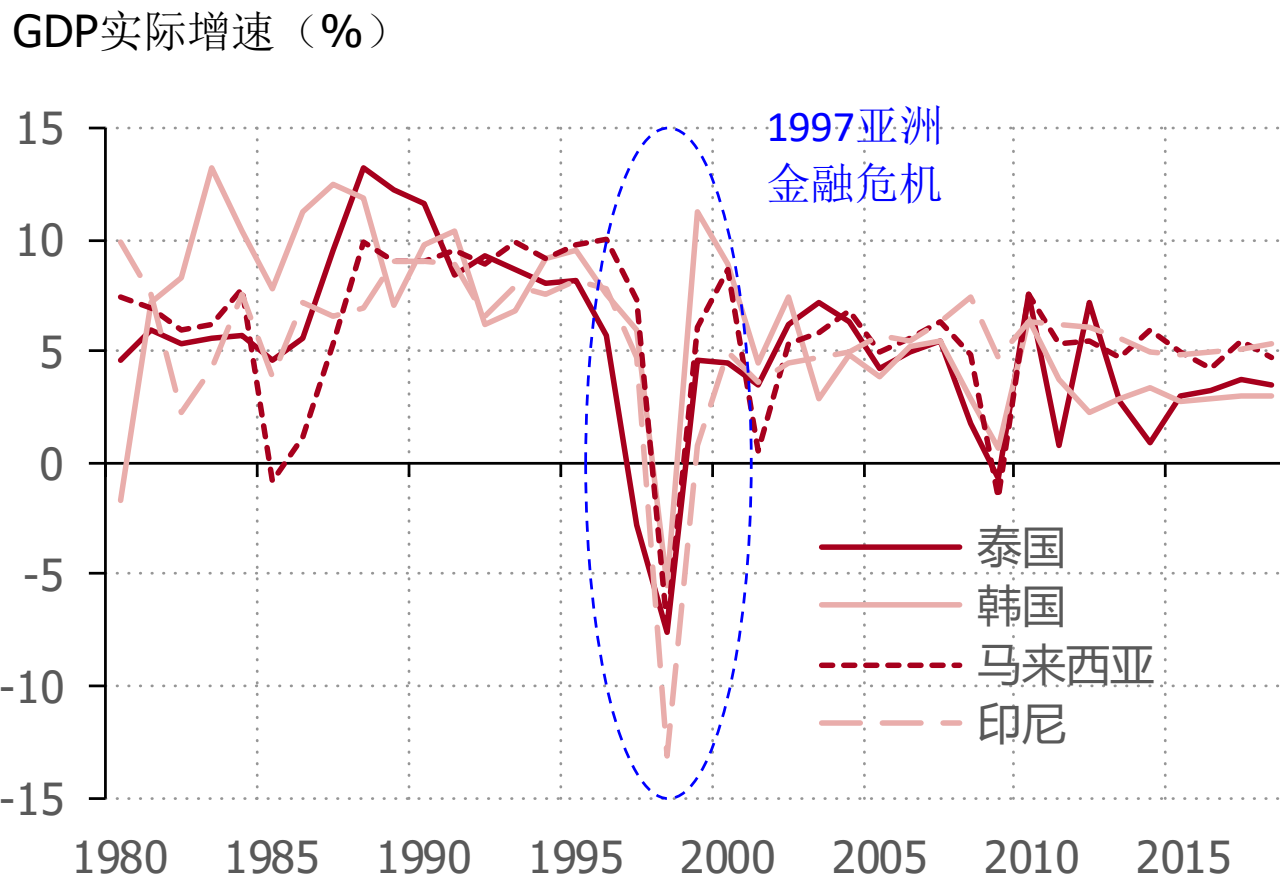
1997年7月2日，泰铢对美元大幅贬值，揭开了亚洲金融危机的序幕



数据来源: Wind



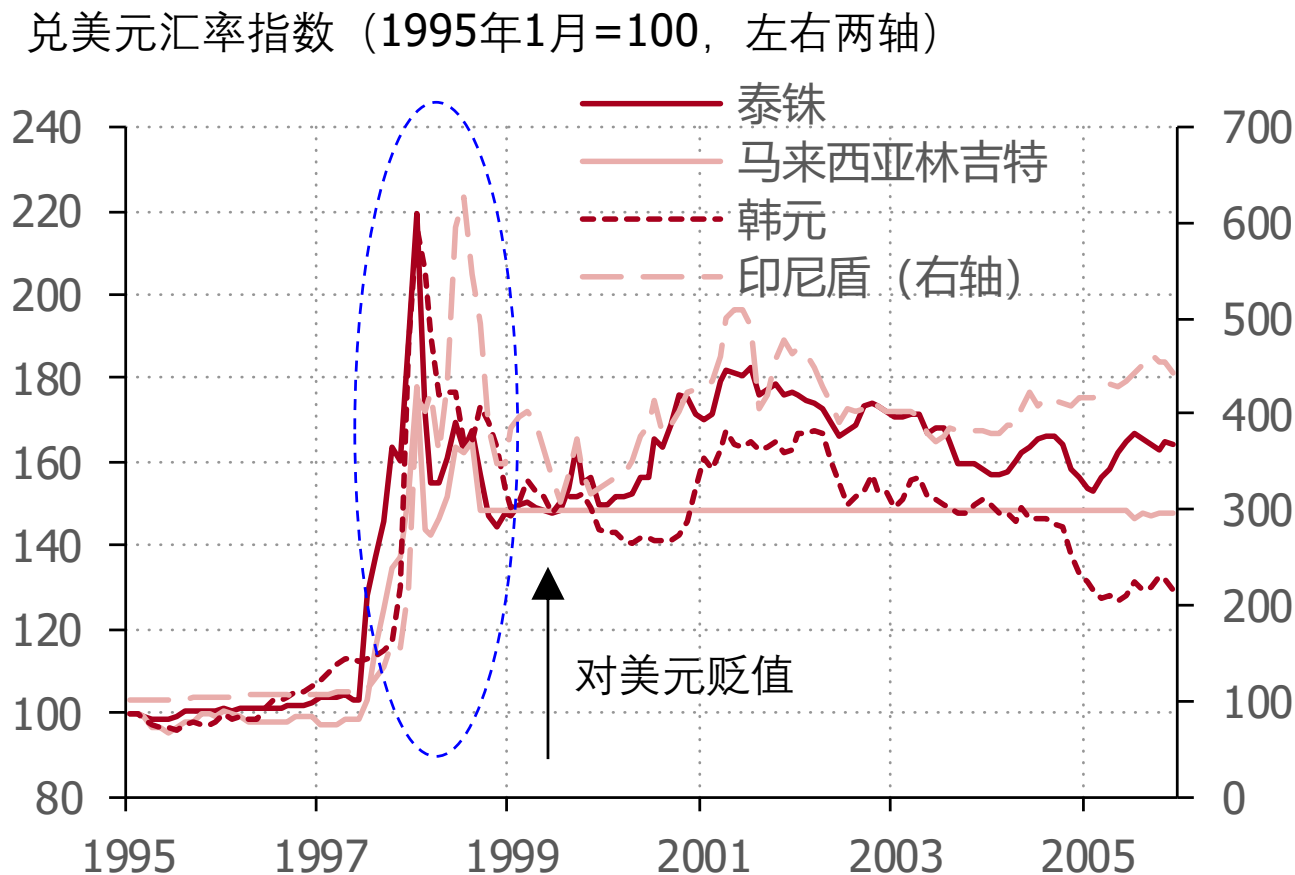
1997年的亚洲金融危机重创了东亚经济体



数据来源：IMF



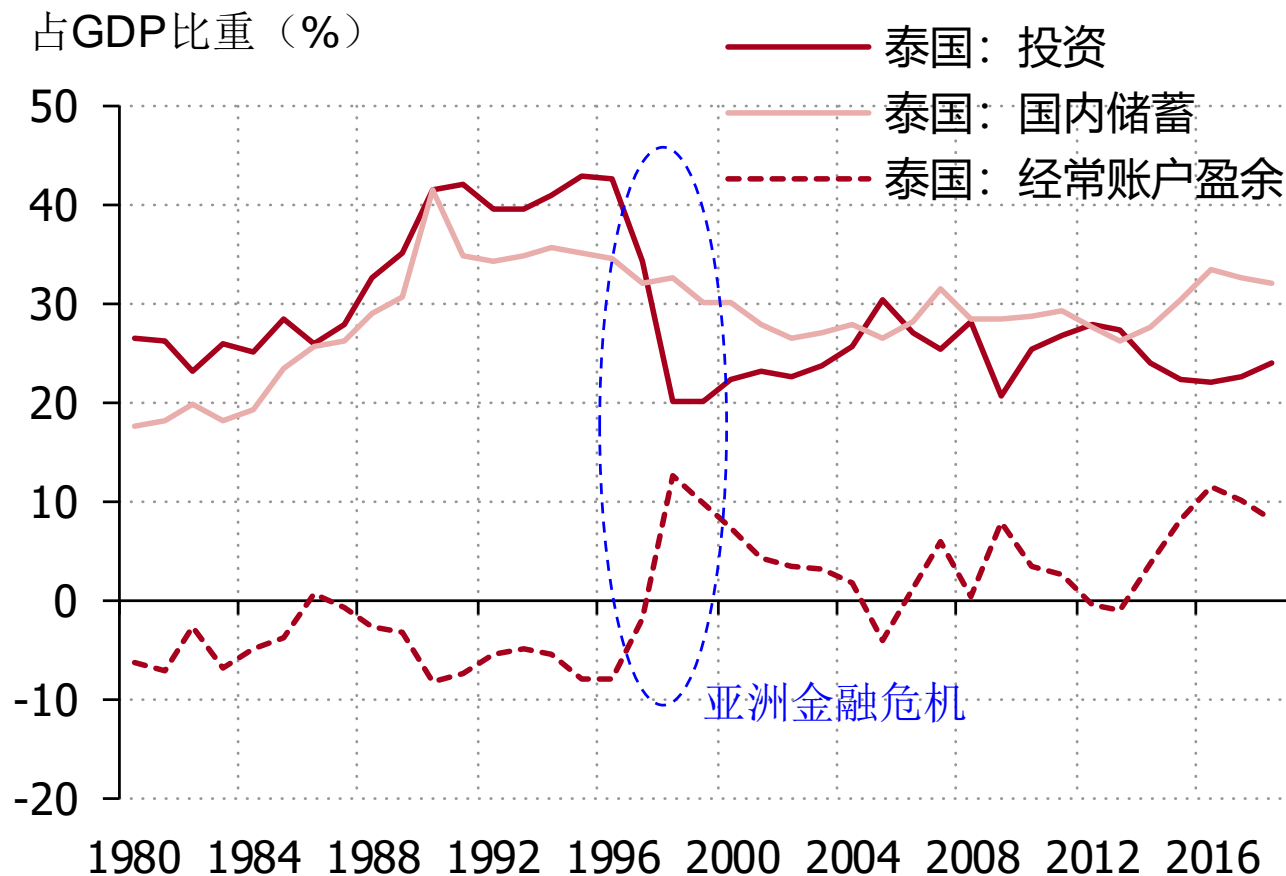
1997年亚洲金融危机爆发后，大部分亚洲经济体的货币都相对美元大幅贬值



数据来源：IMF



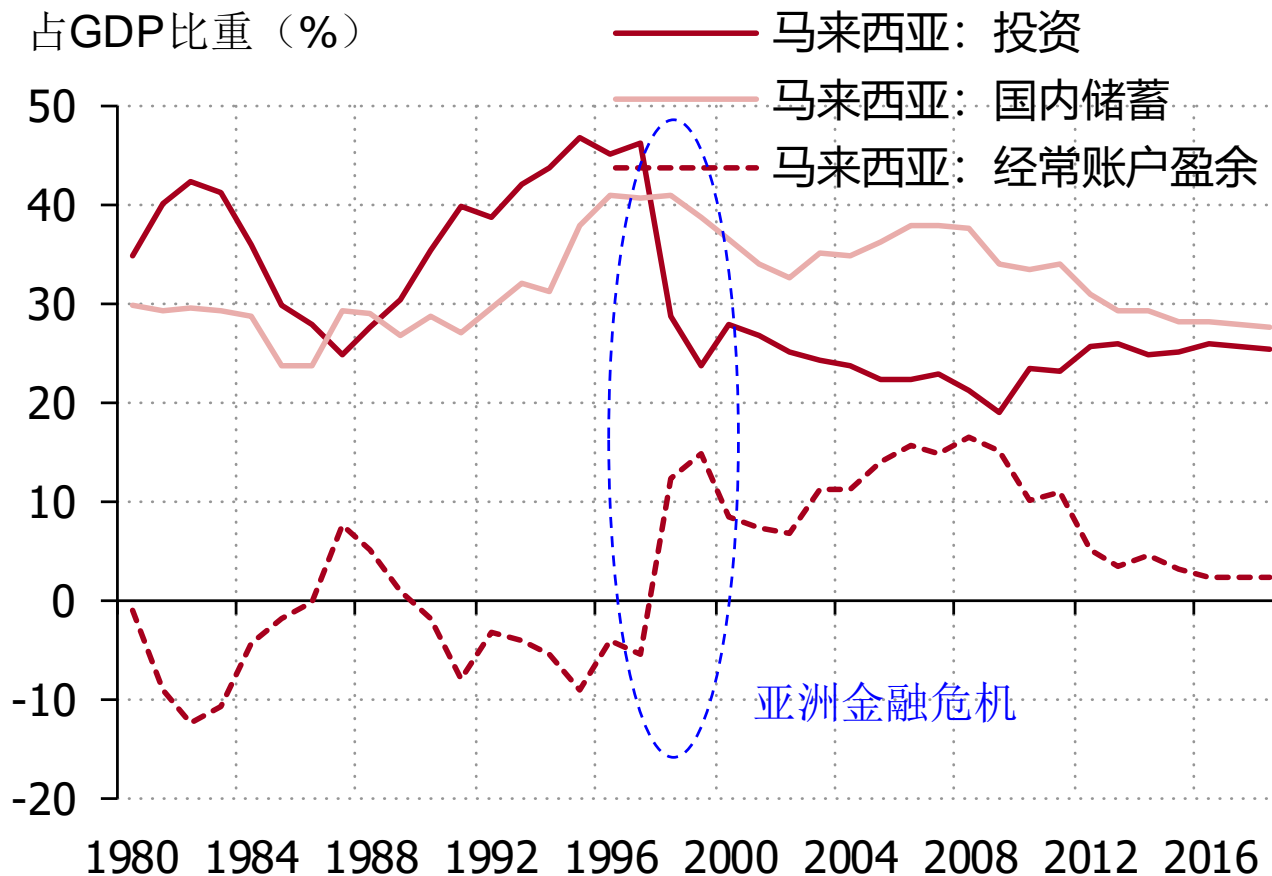
亚洲金融危机：泰国



数据来源：IMF



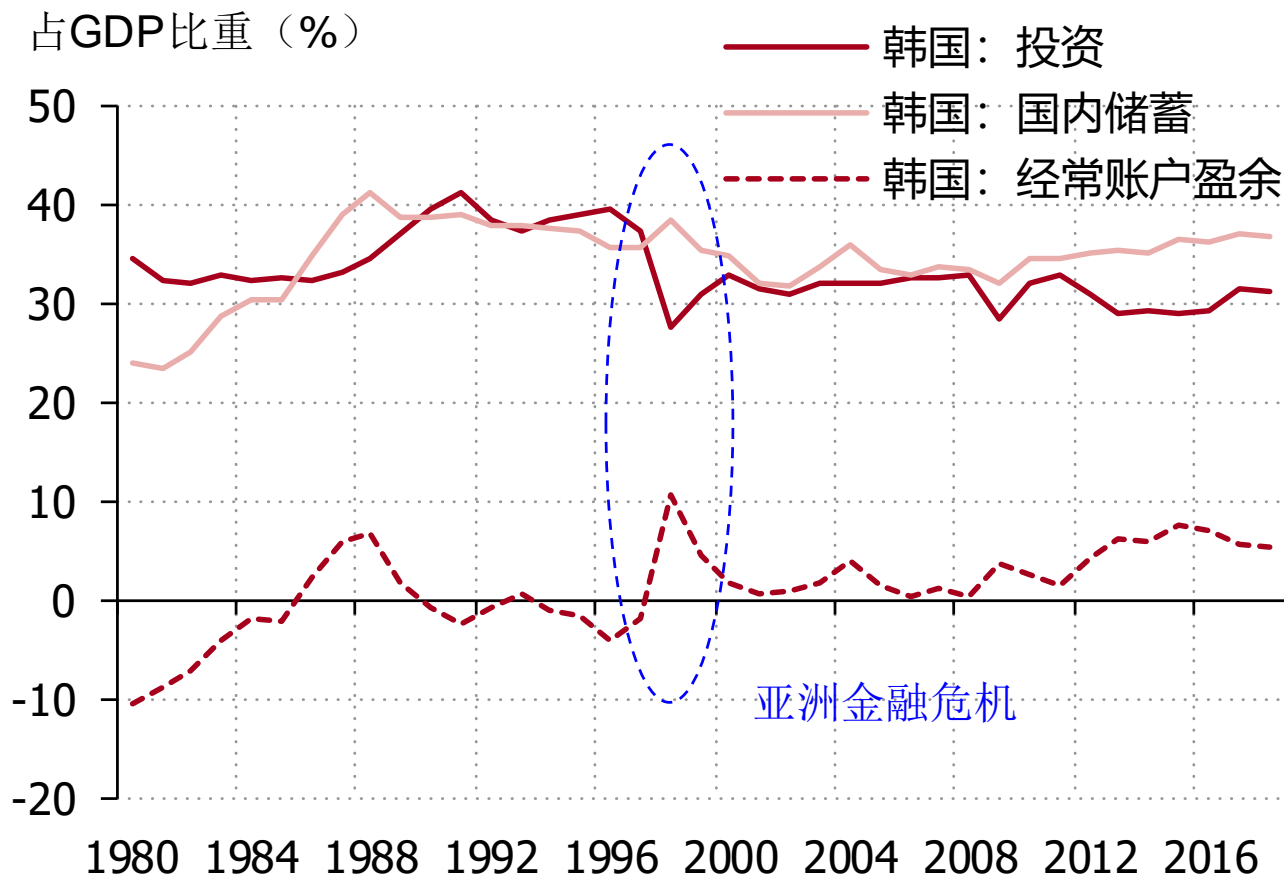
亚洲金融危机：马来西亚



数据来源：Wind



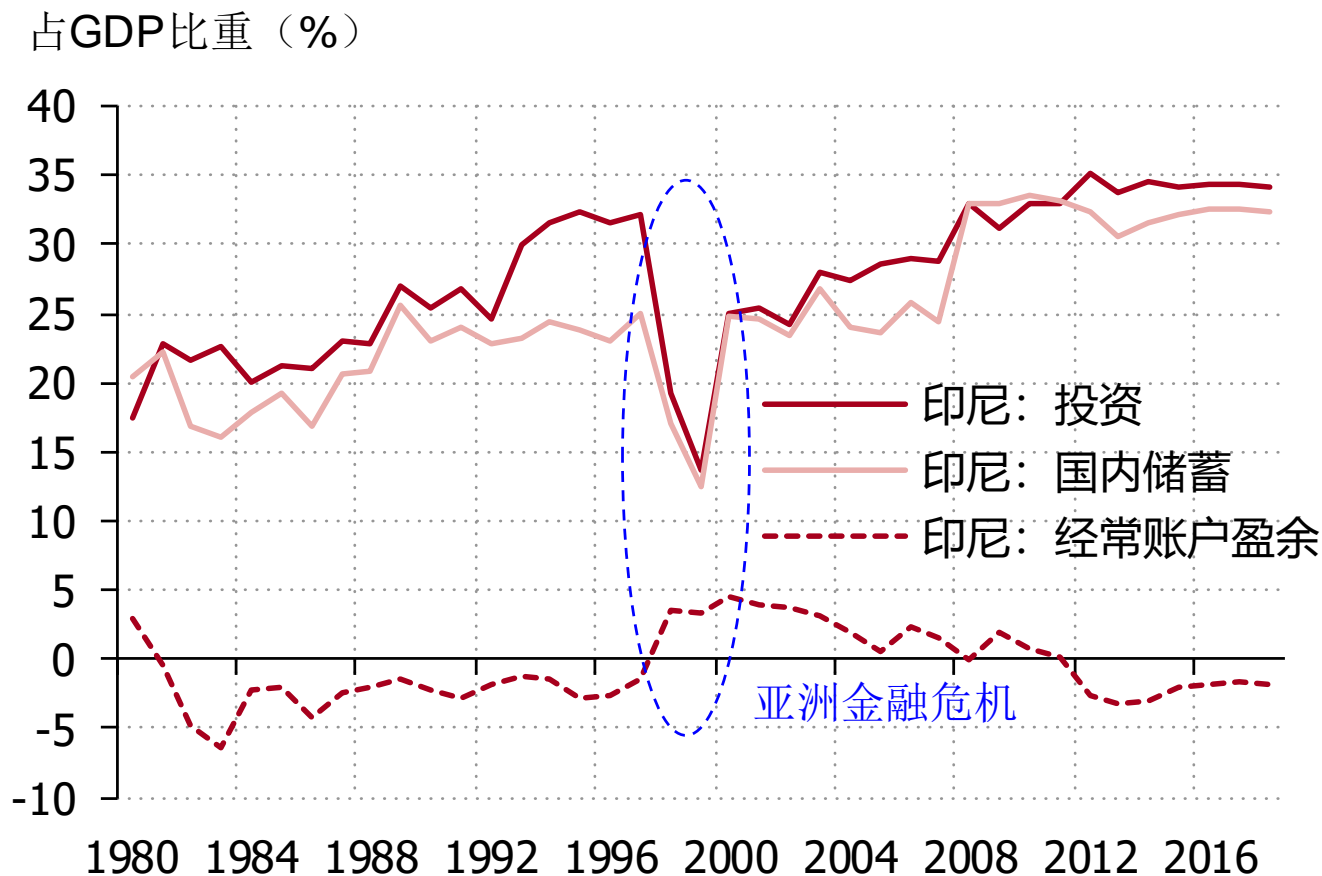
亚洲金融危机：韩国



数据来源：Wind



亚洲金融危机：印度尼西亚



数据来源：Wind



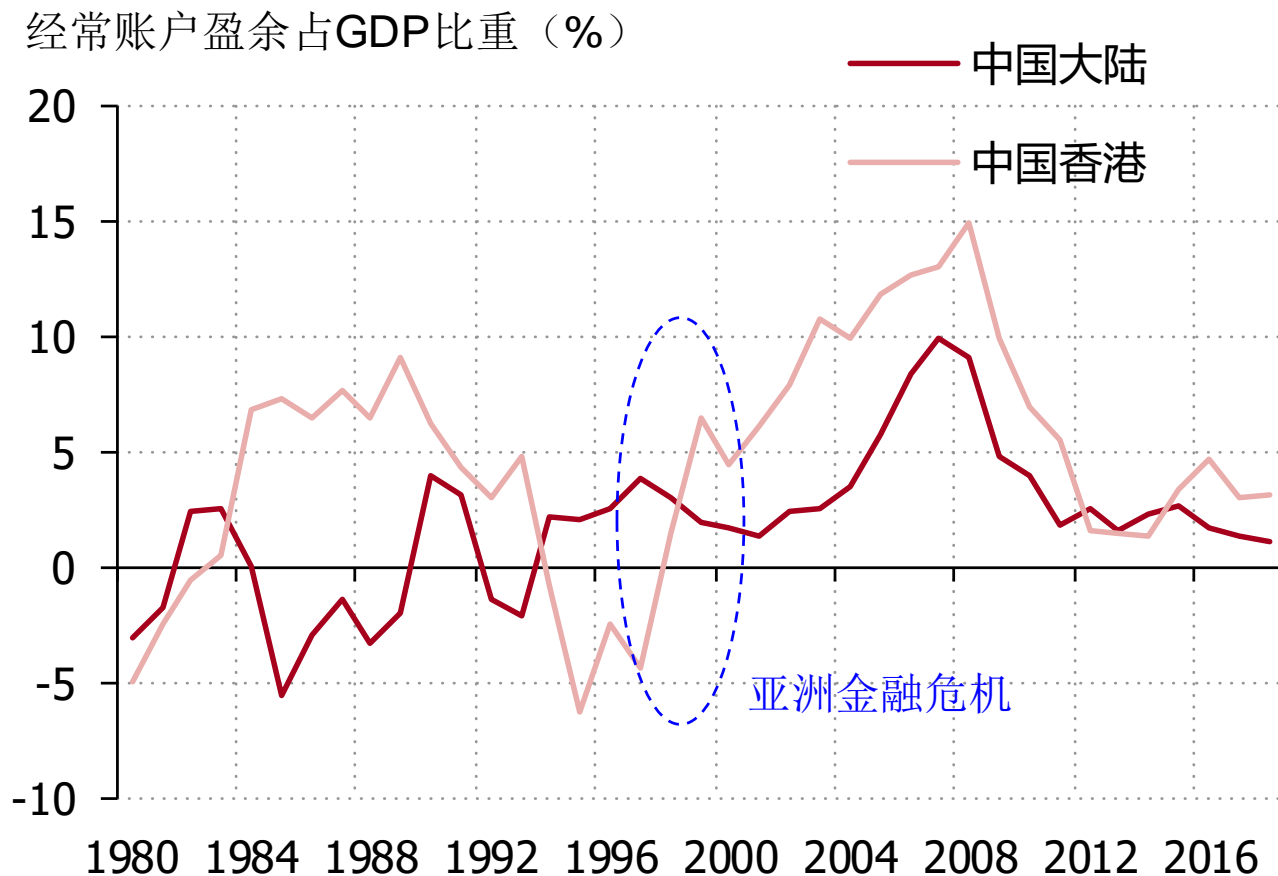
中国大陆与中国香港的汇率在亚洲金融危机中保持稳定



数据来源: Wind



亚洲金融危机前中国大陆的经常账户盈余是大陆和香港应对亚洲金融危机冲击的后盾



数据来源: Wind



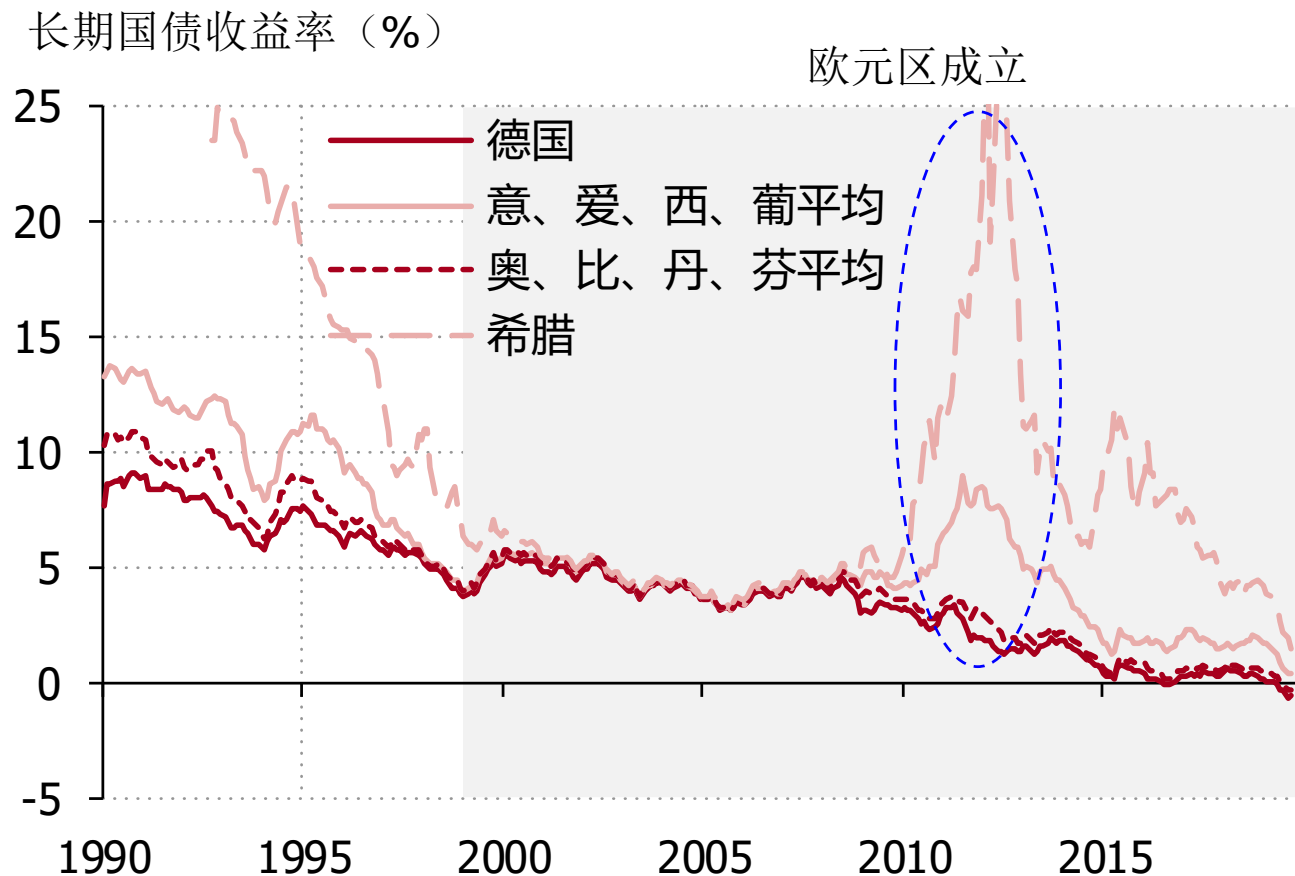
议程

- ◆ 内部失衡与外部失衡的联系
- ◆ 国际收支危机之亚洲金融危机
- ◆ 国际收支危机之欧债危机
- ◆ 为什么中国不会重蹈巴西阿根廷的覆辙

在国家间失衡的框架下才能透彻理解“欧债危机”

- ◆ “欧债危机”在“欧洲边缘国家”爆发是因为它们危机前债台高筑吗？
 - 不是，爱尔兰和西班牙的国债水平在次贷危机前并不高
 - 将“欧洲边缘国家”与其他欧元区国家区分开来的，是它们在次贷危机前累积的经常账户赤字
- ◆ 为什么说“欧债危机”实质上是“国际收支危机”？
 - 欧元区成立后，区内逐渐形成了国家间的不平衡问题
 - “欧洲边缘国家”国内需求大于国内产出，因而持续累积外债，直至难以偿还，而导致危机
- ◆ 欧元区的根本出路何在？
 - 不平衡的增长：德国等顺差国持续向逆差国融资。但这只有在一个统一的国家内部才能持续。因此需要成立欧洲国。
 - 平衡的衰退：欧洲边缘国家需要做痛苦的经济调整，降低其生活和福利水平，重建国家的外部平衡，但这意味着欧元区内各国（包括顺差国）经济增长的大幅减速

2011年欧元区爆发了“欧债危机”，“欧洲边缘国家”国债收益率大幅飙升



数据来源: Wind

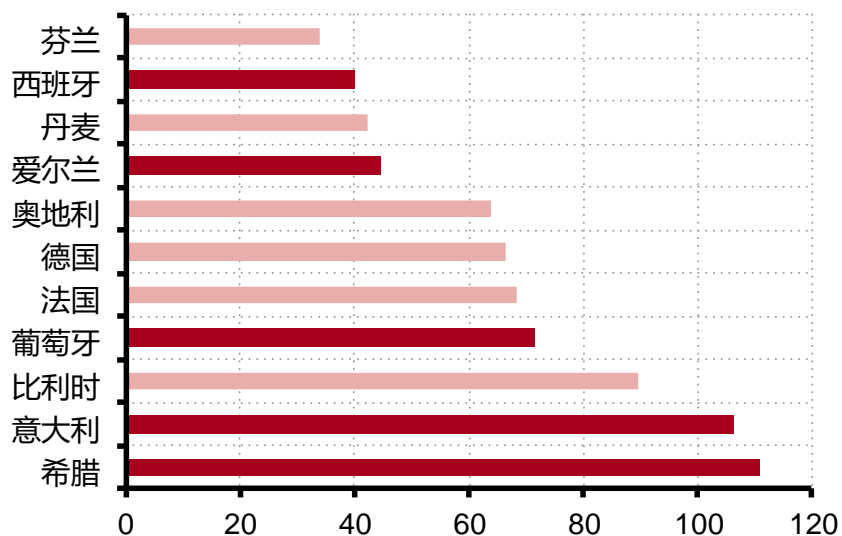


什么让“欧洲边缘国家”如此特殊？不是国债的数量

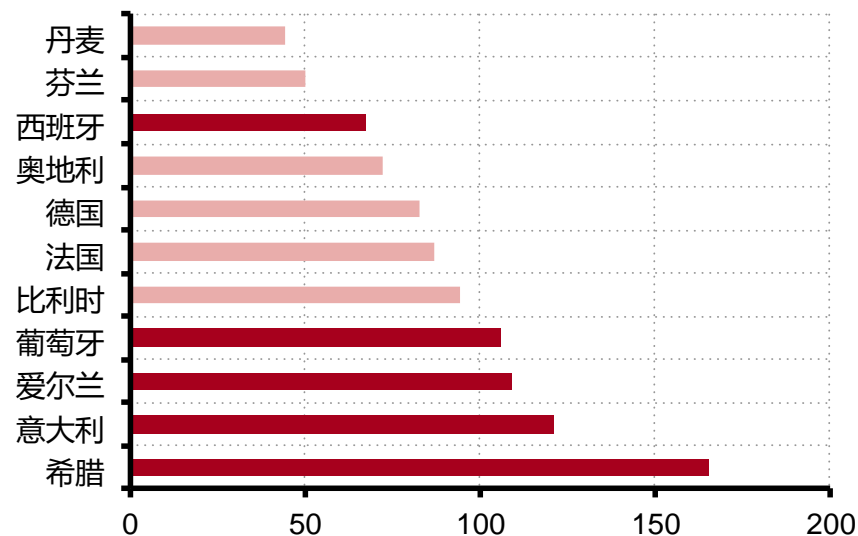
次贷危机前，西班牙、爱尔兰国债水平低于德国

“欧洲边缘国家”国债的膨胀是次贷危机的结果，而非原因

国债占GDP比重（2008年，%）



国债占GDP比重（2011年，%）

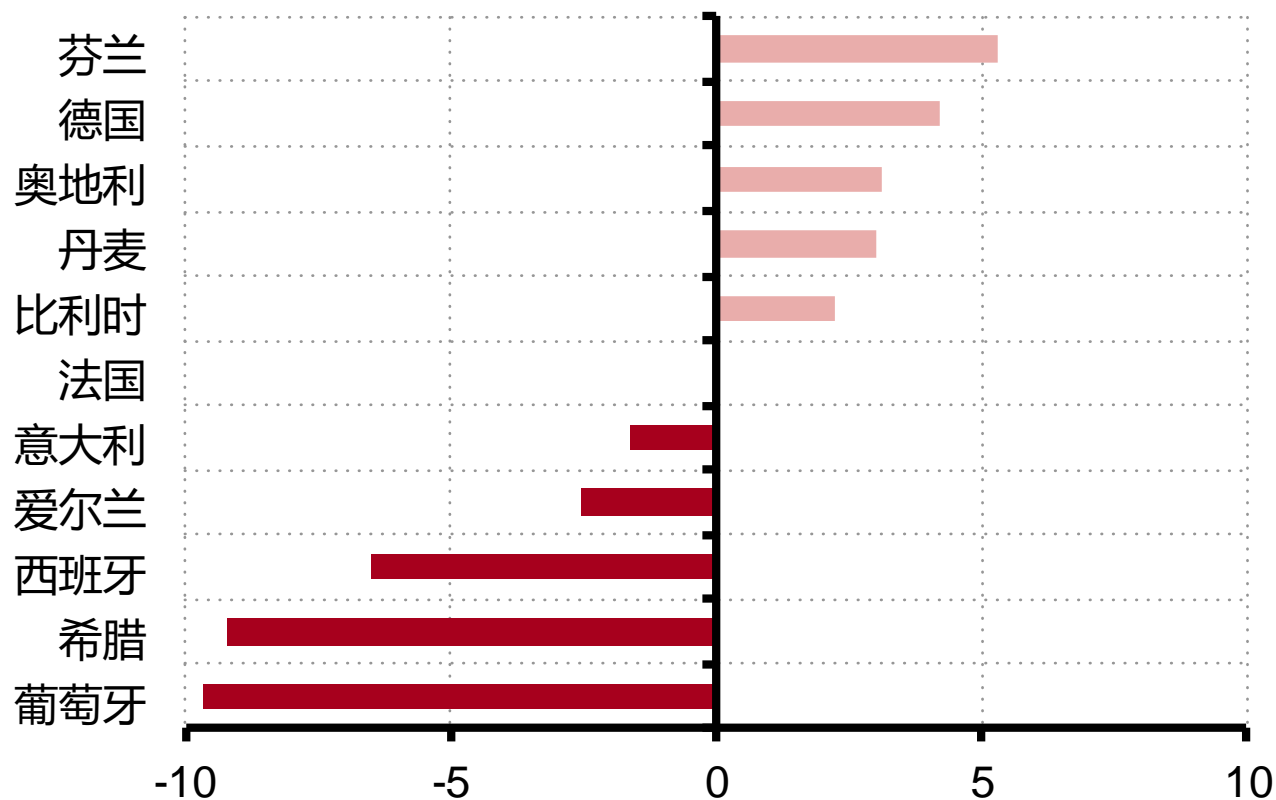


数据来源：IMF



经常账户的赤字才是“欧洲边缘国家”的共性

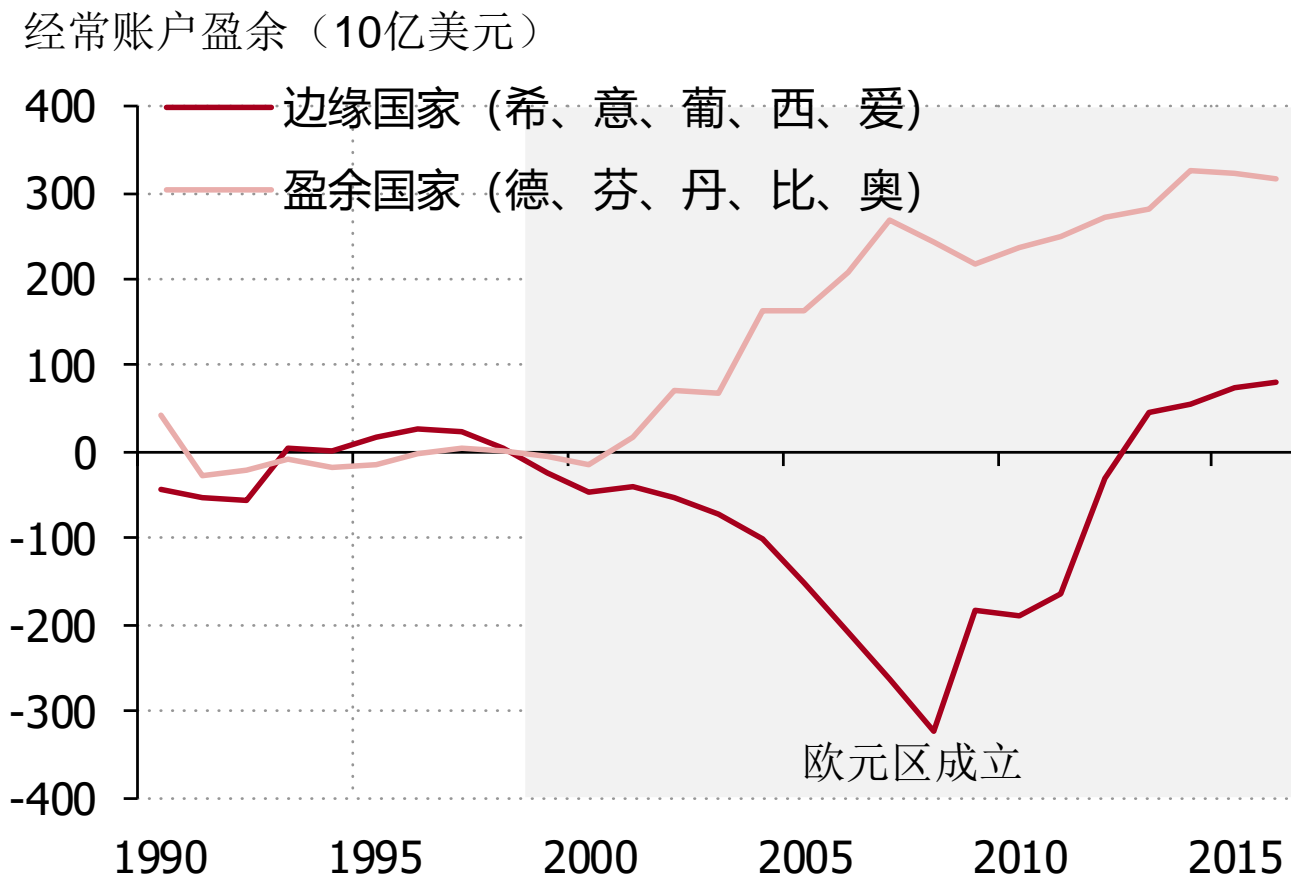
经常账户盈余占GDP比例（2001-08年均值，%）



数据来源：IMF



欧元区成立之后，欧元区内部呈现出了愈演愈烈的失衡格局

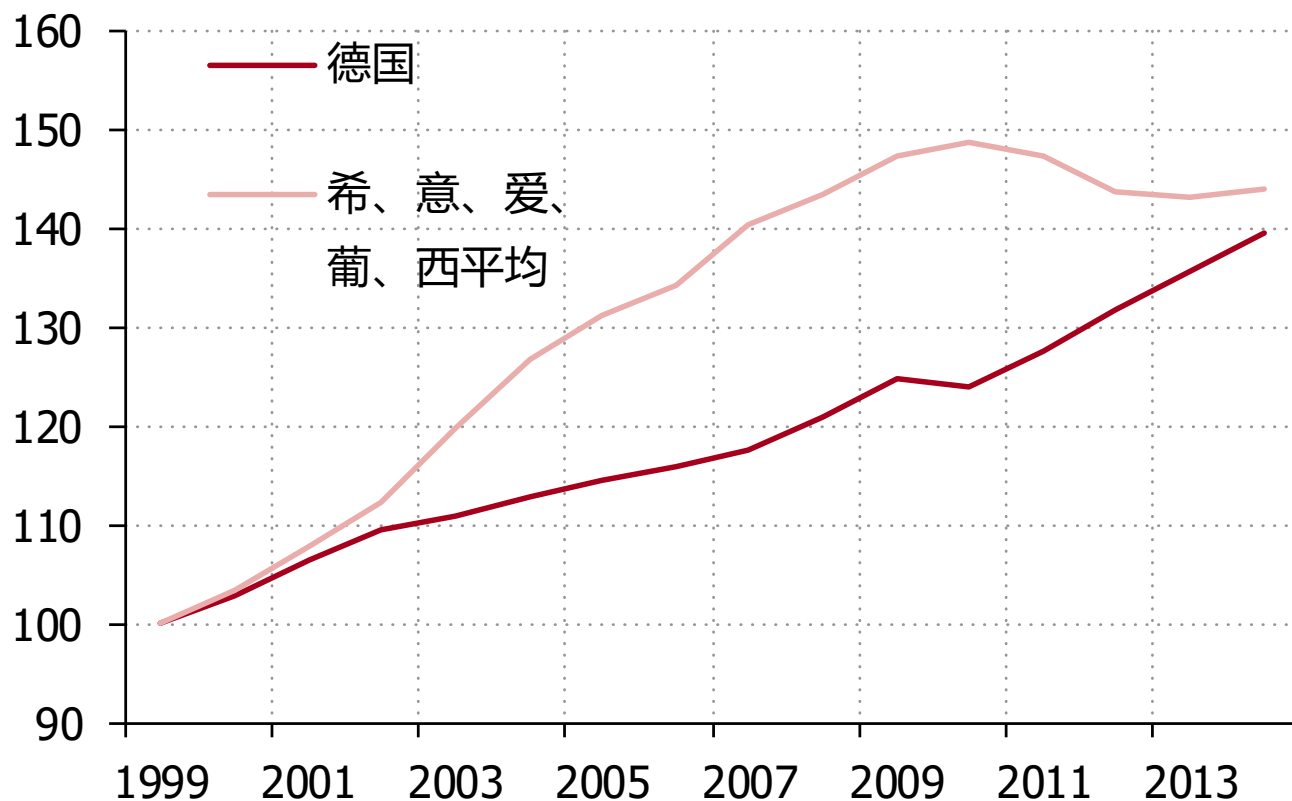


数据来源：IMF



从欧元区成立到次贷危机，德国相对欧元区边缘国家的劳动力成本优势日渐明显

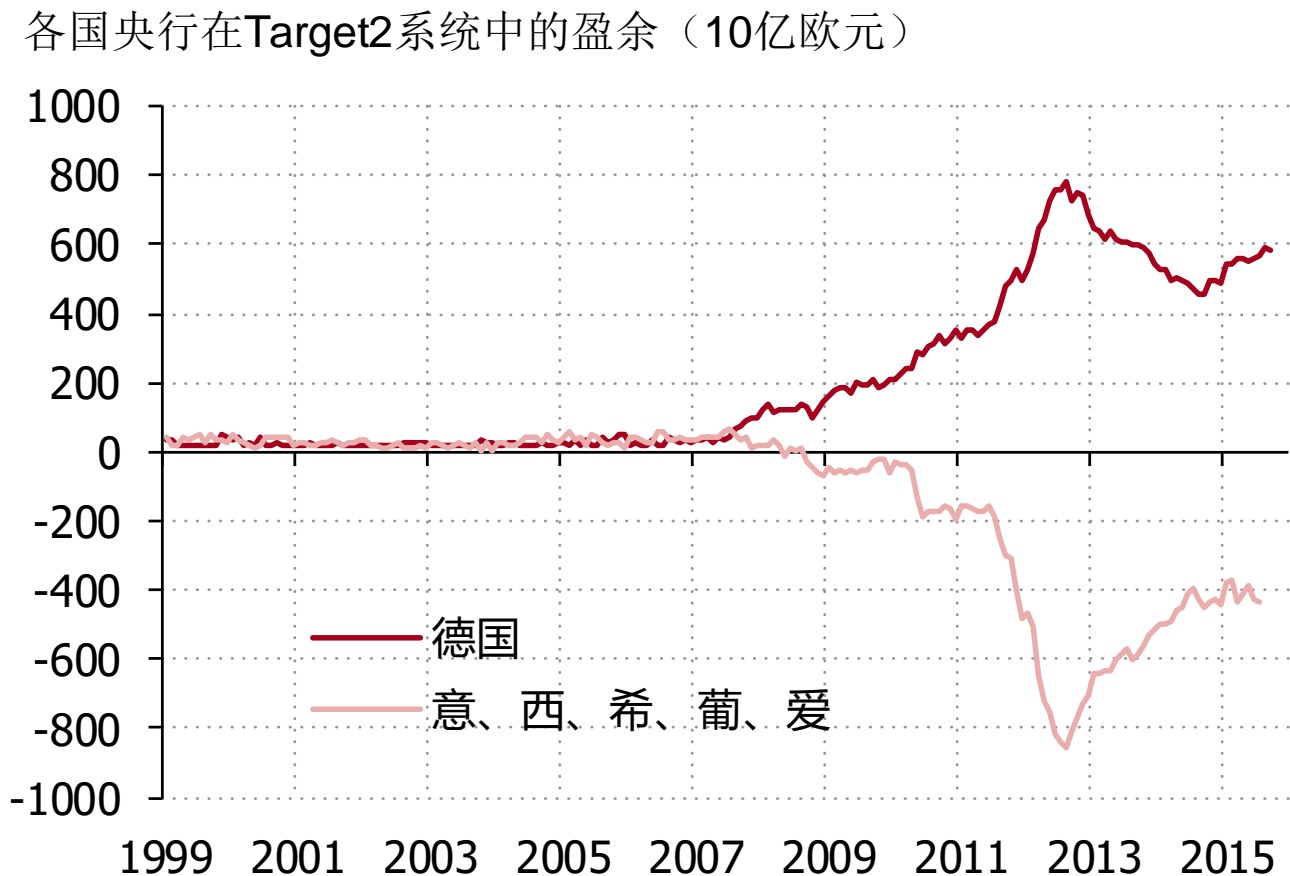
工资指数（1999年=100）



数据来源：CEIC



欧央行为什么这么重要?欧央行结算账户下隐藏了欧元区内部跨境转移支付



注：TARGET2 是Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System的缩写

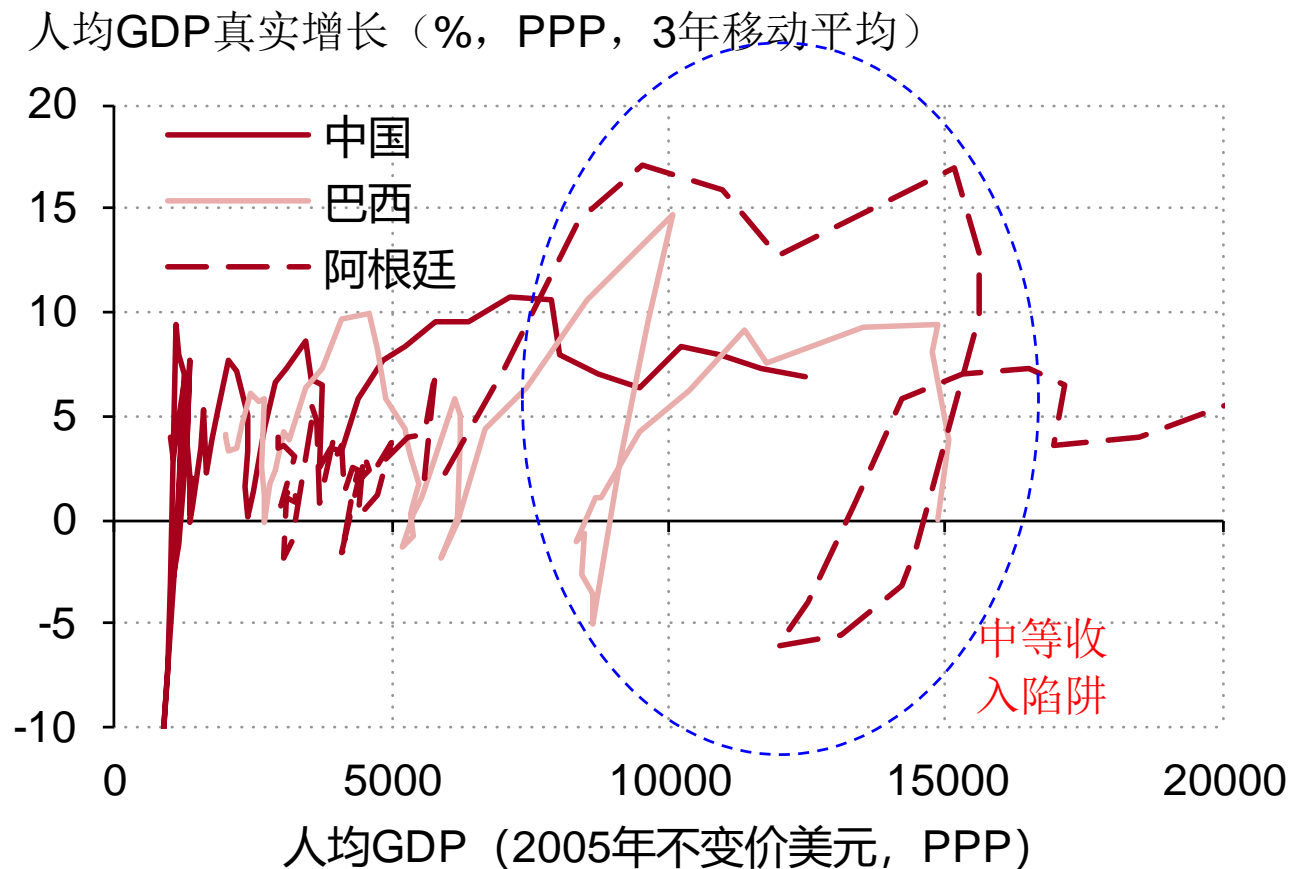
资料来源：CEIC



议程

- ◆ 内部失衡与外部失衡的联系
- ◆ 国际收支危机之亚洲金融危机
- ◆ 国际收支危机之欧债危机
- ◆ 为什么中国不会重蹈巴西阿根廷的覆辙

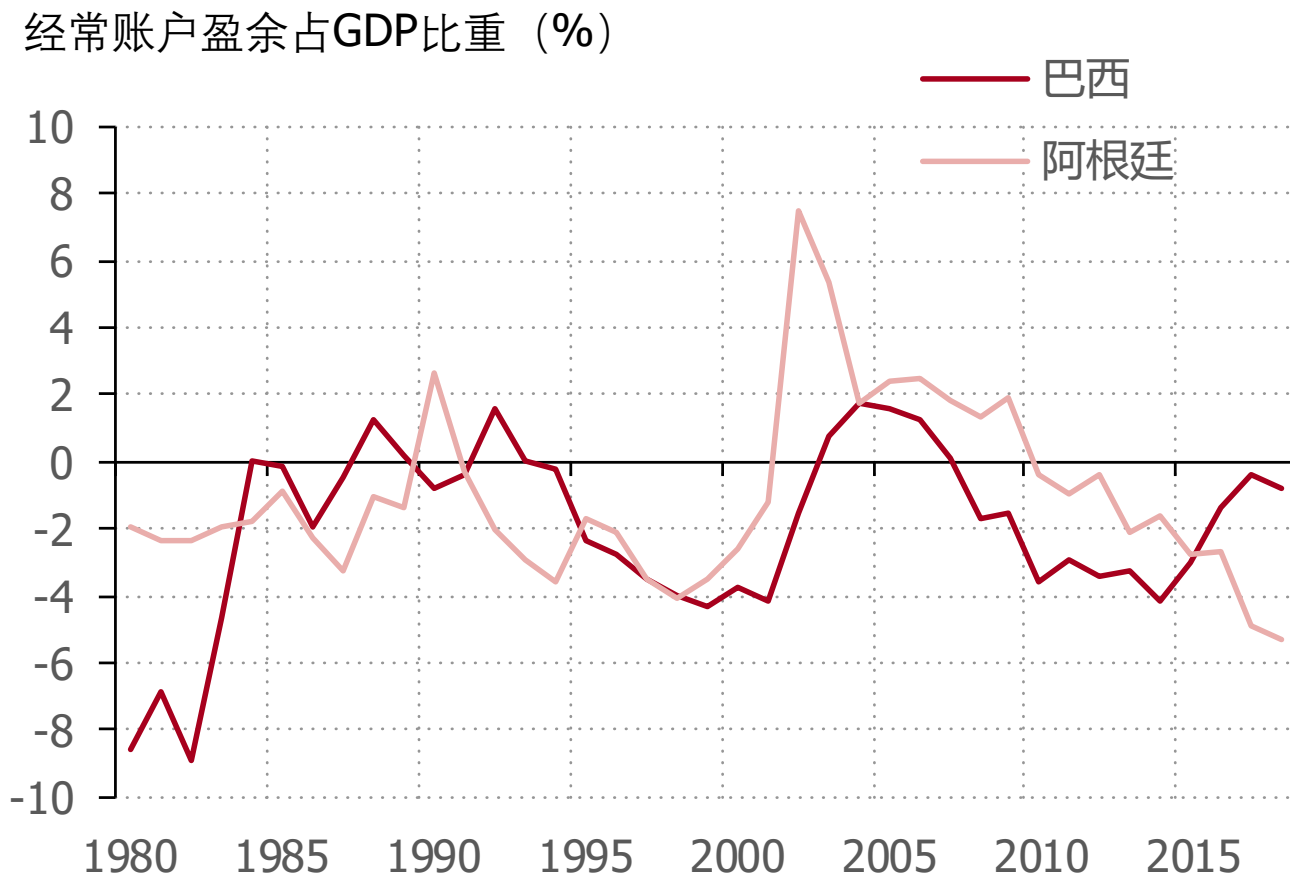
中国会像巴西和阿根廷那样落入“中等收入陷阱”吗？



数据来源：PWT



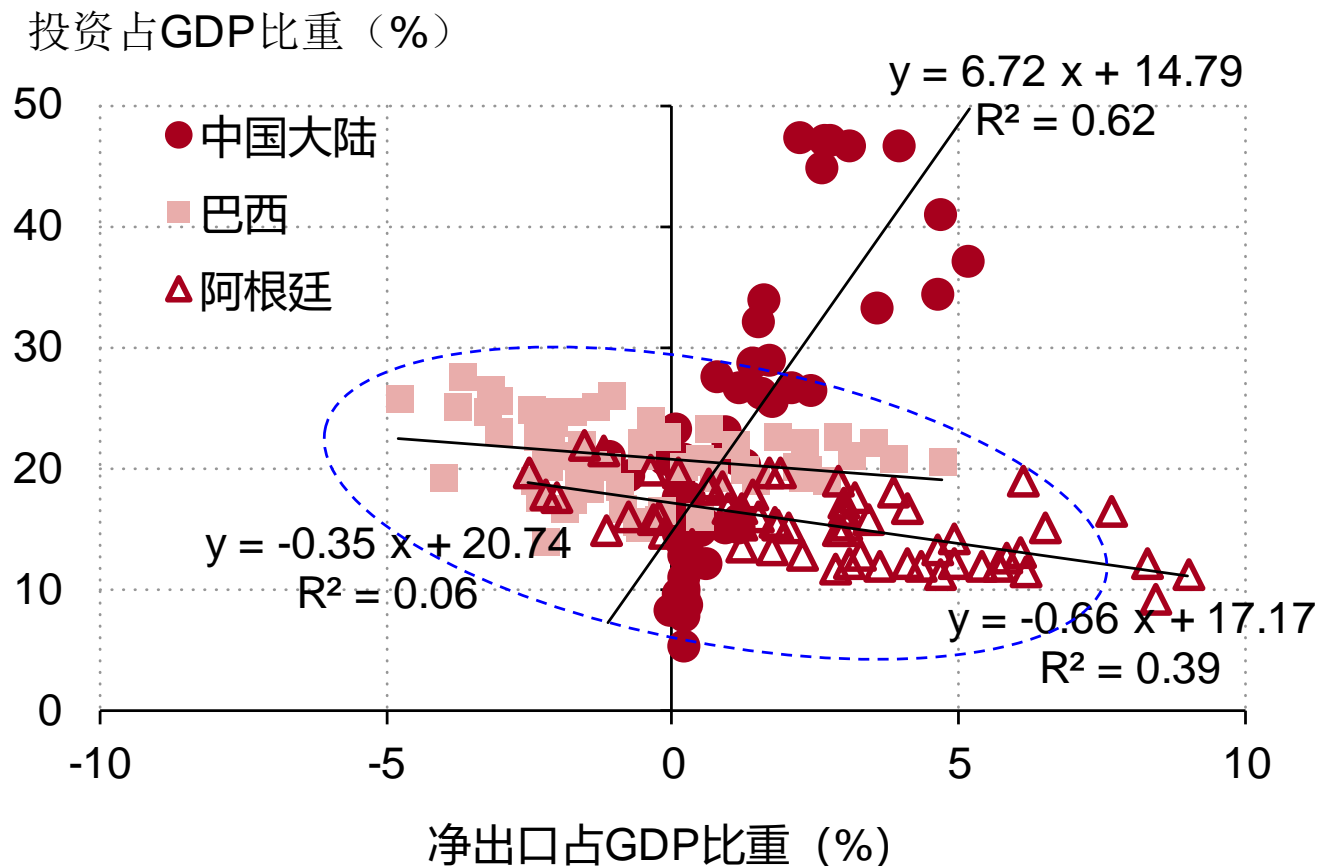
巴西与阿根廷经常性地会出现经常账户逆差，以及经常账户逆差带来的国际收支危机



数据来源: Wind



巴西、阿根廷落入“中等收入陷阱”的核心原因是它们国内的储蓄不足；中国不会重蹈其覆辙



数据来源：PWT



谢 谢

授课教师简介

徐高博士是中银证券总裁助理兼首席经济学家，分管公司的研究部和机构业务部。他还是北京大学国家发展研究院兼职教授，在北京大学给研究生和本科生开设宏观经济学、金融经济学和投资研究等课程。他目前还是中国首席经济学家论坛理事，中国证券业协会证券分析师、投资顾问与首席经济学家委员会委员。之前，徐高曾历任光证资管首席经济学家、光大证券首席经济学家、瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家等职。徐高毕业于北京大学国家发展研究院（原中国经济研究中心），获经济学博士学位。徐高出版了《宏观经济学二十五讲：中国视角》和《金融经济学二十五讲》两本畅销的经济学教科书。

