

# 从经济转型升级看 国际收支变化新格局

◎纪 敏

**摘要：**本文梳理了部分高收入经济体转型过程中的国际收支变化，认为近一时期以来，我国国际收支顺差收敛，甚至经常账户一度逆差，反映了人均收入水平上升到一定阶段后，经济结构转型升级的客观变化。经常账户和非储备资本金融账户的窄幅“双顺差”或“顺逆互补”，将是今后国际收支格局的新常态。对此，一方面需理性看待，另一方面，无论是外部环境巨变，还是我国经济转型升级中要素成本上升和需求结构变化，都对加快高质量发展提出了更为迫切的要求，也是实现国际收支顺差量的合理增长和质的稳步提升的关键。

**关键词：**经济转型 国际收支

---

作者纪敏系中国人民银行参事室主任。作者感谢对外经济贸易大学博士研究生李沅的助研工作。

中国1978年实行“对内改革、对外开放”政策后，对外经济快速发展，并在2001年12月加入全球最大的多边贸易组织——世界贸易组织。2000—2008年间凭借出口贸易，经常账户盈余迅速积累，2007年一度高达GDP的10%；以FDI为主的资本项目也持续顺差。2008年国际金融危机后，经常账户顺差规模大幅下降，近年来占GDP的比重为1%~2%，2018年第一季度甚至出现-341亿美元逆差。资本项目也出现较大的变化，近年来顺逆交替，其中FDI增速显著放缓，ODI增速较快，金融项目则波动较大。

上述国际收支新格局，无论是总量还是结构，都是国际金融危机以来一个时期的现象，并非一个季度或年度变化，周期性因素显然无法完全解释。下文将从结构性因素，特别是中国经济结构转型升级的背景出发，通过国际比较，探讨经济转型中国际收支格局变化的“再平衡”。

## 一、中国国际收支结构变动分析

国际收支是一国一定时期内（通常为一年）对外经济交往中各项收入和支出的整体记录，以经常账户和资本金融账户为主。由于资本账户规模较小，本文以非储备性质金融账户替代资本金融账户来进行阐述。回顾经济发展历程，从20世纪80年代起，包括中国在内的东亚地区，先后凭借廉价劳动力和区域内完善生产流通体系的双重优势，适应发达国家产业外移需求，大力发展出口导向经济，形成“两头在外、中间加工”的产业模式（刘瑶、张明，2018），巨额贸易顺差以及外汇储备逐渐积累。2008年国际金融危机爆发导致全球性经济衰退蔓延，发达国家贸易保护主义抬头，经常账户占GDP的比重持续下降。以上变化大体可分为三个阶段：2005—2011年经常账户与非储备性质金融账户的“双顺差”时期、2012—2016年的“一顺一逆”时期和2017年起的窄幅“双顺差”时期（见表1）。

### （一）人均收入水平提高是经常账户顺差收窄的基本因素

国际收支规模及结构变动是综合性、长短期复杂因素的最终体现。关键变

表1 中国国际收支主要项目变化趋势 单位：亿美元

| 年份            | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015  | 2016  | 2017 | 2018 |
|---------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|
| 经常账户          | 1324 | 2318 | 3532 | 4206 | 2433 | 2378 | 1361 | 2154 | 1482 | 2360 | 3042  | 2022  | 1951 | 255  |
| 非储备性质<br>金融账户 | 912  | 453  | 911  | 371  | 1945 | 2822 | 2600 | -360 | 3430 | -514 | -4345 | -4161 | 1095 | 1727 |
| 投资收益          | -176 | -71  | 37   | 222  | -157 | -381 | -853 | -352 | -945 | -125 | -691  | -650  | -254 | -850 |
| 储备资产          | 2506 | 2848 | 4607 | 4795 | 4003 | 4717 | 3878 | 966  | 4314 | 1178 | -3429 | -4437 | 915  | 189  |

资料来源：国家外汇管理局。

量包括人均GDP、金融深化程度和实际有效汇率等（杨海珍等，2017）。其他经济发展驱动因素，如城镇化进程降低经常账户顺差（姚斌、李建强，2014）、产业结构失衡（宋晓东，2010）、宏观收入和功能性收入分配（江春、曹棣泉，2010）的影响等。也有从外部环境观察，认为经济全球化发展，增强了世界经济周期与我国经常账户余额的正向关系（姜凌、邱光前，2016）。其中，人均收入水平上升，既是经济发展最为综合的标志性成果，也是推动经济转型升级、从供给和需求两方面导致国际收支顺差收窄的基本因素。

### 1. 供给成本上升降低出口增速

从供给侧看，人均收入提升意味着劳动力成本上升，同时叠加劳动年龄人口下降，以及资源环境的恶化，出口绝对成本上升。如果出口结构附加值未有相应程度上升，则出口竞争力和出口份额必然下降。从数据看，城镇居民人均收入从1995年的4282.95元增加至2018年的39250.84元，增长8倍，2019年人均GDP已近1万美元，叠加劳动年龄人口加速下降，劳动力成本最近10年升幅不断扩大，一些相关调查表明，出口制造业劳动力平均工资已占出口成本近4成。出口占全球份额从2015年近14%的峰值下降为2018年的10%；2016—2018年间，货物贸易下降率依次为-15%、-3%和-17%。出口份额占比以及增长率的下降固然有外需增长放缓的影响，但劳动力等成本上升是更为重要的结构性因素。

进一步分析，不同的出口结构对生产要素要求不同。出口附加值越高，资本以及技术贡献率越大，劳动力贡献越小，即不同出口结构对应着不同的

全要素生产率。根据多个机构测算的全要素生产率数据，TFP增长率呈下降趋势。援引其中的人民银行研究局的估算结果，TFP从2007年第一季度的4.73逐步缓降至2015年第四季度的1.23，2016年下半年以来则有所反弹（徐忠、贾彦东，2019）。大致也在同一时期，2007年我国经常项目顺差占GDP的比重从10%的高点逐年下降，现已降至1%~2%。二者在数据时限上大体一致，不排除这一时期劳动力成本和全要素生产率一升一降对出口竞争力以及经常项目顺差收窄的影响。

## 2. 需求结构升级增加进口和服务贸易逆差

从需求侧看，人均收入水平上升的另一个基本影响，就是需求结构升级。近年来，我国需求结构变化显著，消费尤其是服务消费占比持续上升，带动消费品进口（包括出境游购物等服务项下的进口）快速增长。同时，消费需求升级也会改变国内产业结构，带动附加值更高的生产性进口。数据上，近几年来进口对经常项目收支的影响明显增大，尤其是服务贸易逆差增长迅速，其12个子项目中起关键作用的依次为旅行、运输和知识产权，三者在2019年第二季度对服务贸易逆差贡献度分别为80.16%、22.87%和12.09%。其中，知识产权使用费的大幅增长，也是供给结构适应国内消费升级推动产业升级带来的成本上升，是经济转型中供求结构再平衡在国际收支上的反映。

## （二）经济转型升级对资本金融账户收支的影响

实体经济转型升级过程中，一方面会带来经常项目收支的再平衡，另一方面也会对资本金融项目带来复杂影响。从数据看，1994—2011年非储备性质资本金融账户连续18年保持顺差，之后则呈现顺逆交替的格局。具体来看有以下影响路径。

### 1. FDI与ODI共同影响直接投资

从FDI看，一方面，经济发展初期由于技术、资本和设备的匮乏，将“引进来”作为一项基本国策，带动大量外资进入中国市场，FDI在2013年达到峰值2909亿美元。另一方面，随着劳动力等各类要素成本上升、制造业产能的不断累积，如果全要素生产率不能抵补要素成本上升，则投资回报率必

然趋降。根据国家统计局的数据，规模以上工业中的外商投资企业利润总额累计同比增速从2011年以来的两位数增长逐渐下降为一位数，2018年、2019年不少月数甚至为负（见图1）。与此相对应，2014—2017年FDI增速下降比率分别为-8%、-10%、-28%和-5%。近年来又有回升。

从ODI看，要素成本上升以及经济转型升级也会驱动对外直接投资，近年来ODI尤其是面向“一带一路”沿线国家的直接投资增长较快，近年来在规模上甚至超过FDI。

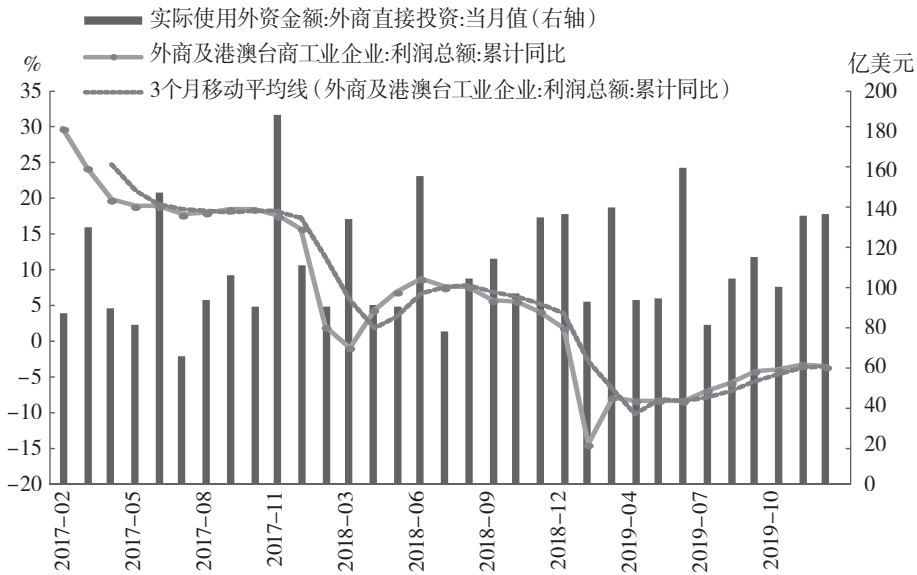


图1 外商投资企业利润累计同比增速

注：（1）外商直接投资是外国企业和经济组织或个人（包括华侨、港澳台同胞以及中国在国外注册的企业）按照我国有关政策、法规，用现汇、实物、技术等在我国境内开办外商独资企业，与我国境内的企业或经济组织共同举办中外合资经营企业、合作经营企业或合作开发资源的投资（包括外商投资收益的再投资），以及经政府有关部门批准的项目投资总额内企业从境外借入的资金。

（2）工业企业经济效益指标：按注册类型分（月）外商及港澳台工业企业利润累计同比数据中缺乏每年1月数据，外商直接投资1月数据相应剔除。

资料来源：国家统计局。

## 2. 证券项下资金净流入不断增加

近年资本金融项下的另一个重要变化是证券投资净流入快速增长，2018年为1067亿美元，比2017年295亿美元增加2.6倍，2019年证券投资顺差达600亿美元。

造成证券投资项下资本流入的因素有多种。一是我国金融市场开放力度明显增强，沪港通、深港通等投资通道逐渐打开；二是人民币加入SDR，债券股票相继纳入国际主流指数；三是全球主要经济体货币政策持续宽松，负利率资产迭创新高，而中国是所有大国经济体唯一保持常态货币政策的国家，十年期国债收益率保持在3%以上；四是中国经济增长的基本面等因素。

以上因素还可列举一些，但这里强调的，仍是中国经济转型升级这一阶段性特征的影响。近年来，证券项下跨境资金流动的快速增长，固然有汇率、利差以及经济基本面变化等周期性因素的影响，但归根到底，是人均收入水平增长包括财富存量积累带来的保值增值需求上升。随着金融市场以及资本项目开放提速，证券投资对国际收支平衡的重要性将不断上升。

## 二、不同区域经济体转型期国际收支变动

以上有关我国近一时期以来的国际收支变动特点，亦可在其他国家找到一些当年转型期的类似数据特征（见图2至图4）。

根据国际货币基金组织（IMF）对各国收入水平的划分，图2为欧元区高收入国家<sup>①</sup>。其中，德国、法国是欧元区主要经济体，图3中日本、韩国为亚洲高收入国家。回顾其经济发展历程，初期这些国家主要通过出口贸

<sup>①</sup> 欧元区共19个国家，由于数据短缺剔除比利时、卢森堡、爱尔兰、奥地利、立陶宛、拉脱维亚、爱沙尼亚、斯洛伐克、斯洛文尼亚9个国家。按条件剔除：希腊（持续逆差）、塞浦路斯（持续逆差）、荷兰（持续顺差）3个国家。由于欧元区经济发展早于东亚地区，选择欧元区观察期从1976年开始，东亚地区从1985年开始至今。

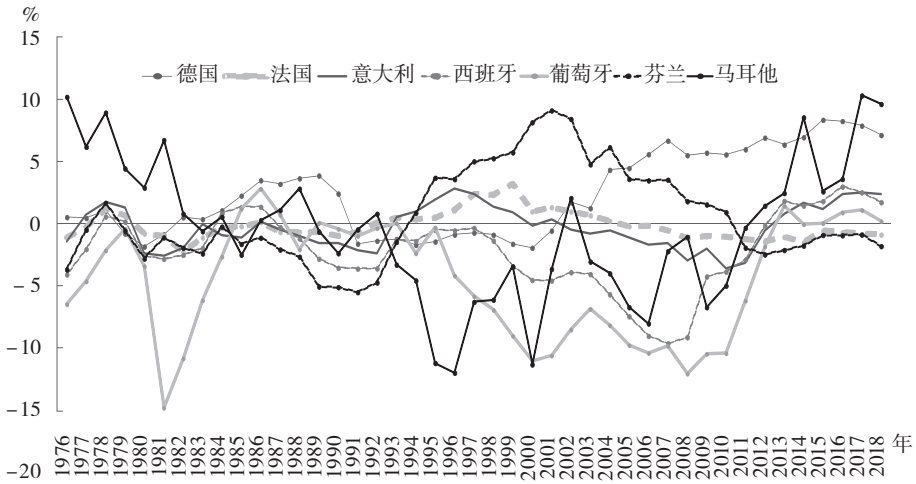


图2 欧元区主要经济体经常账户占GDP的比重

资料来源：世界银行世界发展指标与IMF世界经济展望数据库。

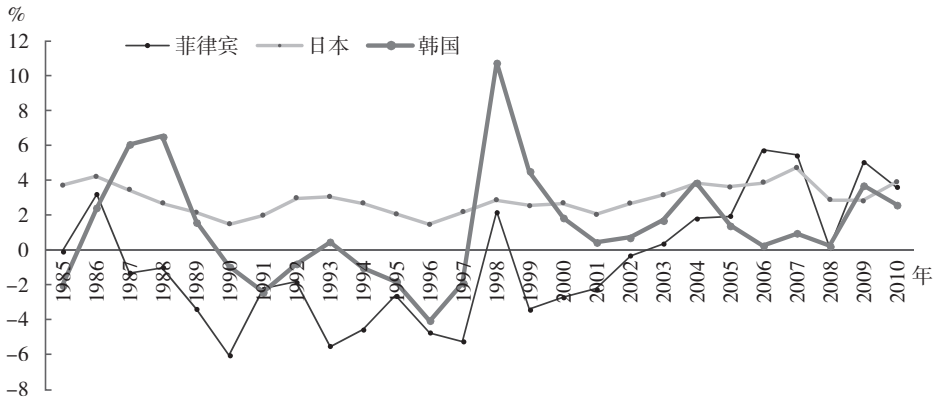


图3 东亚地区经济体经常账户占GDP的比重

资料来源：世界银行世界发展指标与IMF世界经济展望数据库。



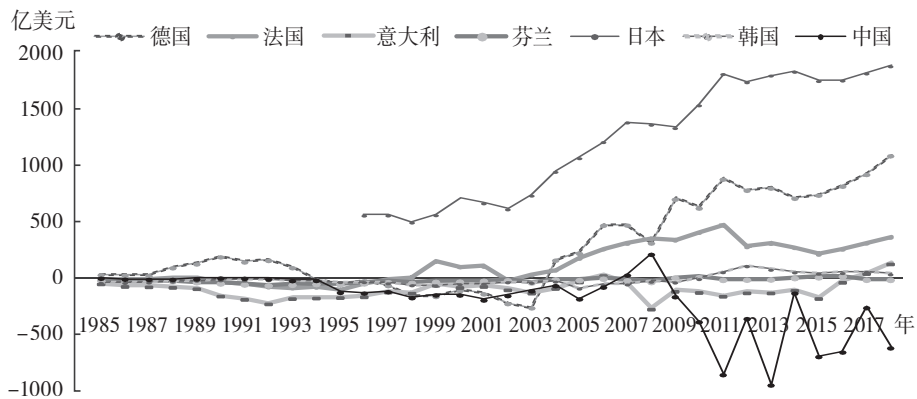


图4 主要高收入经济体和中国投资收益账户差额

资料来源：世界银行世界发展指标与IMF世界经济展望数据库。

易获取所需商品以及外汇，并不断优化产业结构，提升生产效率，经常账户顺差占其GDP的比重随经济增长不断上升。但随着人力、原材料等成本相应提高，比较优势无法继续保持，经常账户逐渐进入逆差。结合图3进一步分析，这些国家经常账户逆差时有两个共同点：一是当时的资本账户基本都是顺差，在两者共同作用下使国际收支总体均衡。同时在经历一段时期逆差后，其经常账户占GDP的比重基本维持在2%~3%的小幅波动区间，仅有个别国家超出该区间值。二是经常账户在经历“大幅顺差—小幅逆差—小幅顺差”变化中，不再单纯依靠商品贸易拉动，而是利用先进技术和优质服务实现再平衡。高收入国家中，通过货物贸易、服务贸易、提升投资收益弥补经常账户逆差的国家分别为4个、5个、7个（见表2）。其中，德国、韩国等制造业发达国家经常账户再平衡主要靠附加值更高的货物贸易，法国、西班牙、葡萄牙等则是服务贸易。从投资收益看，尽管其在经常账户中占比不高，但很大程度上反映了一国产业的投资回报率以及国际竞争力。投资收益的有效提升，既是经常账户再平衡的一个来源，也是国际收支质量的体现。



表2 不同经济体转型过程中国际收支再平衡子账户贡献

| 国家    | IMF收入水平划分    | 经常账户与金融账户交替                    | 对CA由逆差转为顺差起主要贡献的子账户 |    |      |      |
|-------|--------------|--------------------------------|---------------------|----|------|------|
|       |              |                                | 货物                  | 服务 | 初次收入 | 二次收入 |
| 德国    | High         | 1991—1998年CA逆差、FA顺差            | +                   |    | +    |      |
| 法国    | High         | 1987—1991年、2008—2018年CA逆差、FA顺差 |                     | +  | +    |      |
| 意大利   | High         | 1987—1992年、2002—2012年CA逆差、FA顺差 | +                   |    | +    |      |
| 西班牙   | High         | 1987—1994年、1998—2011年CA逆差、FA顺差 |                     | +  | +    |      |
| 葡萄牙   | High         | 1994—2011年CA逆差、FA顺差            |                     | +  |      | +    |
| 芬兰    | High         | 1985—1993年、2011—2018年CA逆差、FA顺差 | +                   |    | +    |      |
| 马耳他   | High         | 1990—2000年、2003—2010年CA逆差、FA顺差 |                     | +  |      | +    |
| 日本    | High         | 1996—2018年CA顺差、FA逆差(特例)        |                     | +  | +    |      |
| 韩国    | High         | 1990—1997年CA逆差、FA顺差            | +                   |    | +    |      |
| 印度尼西亚 | Low Middle   | 1985—1997年、2012—2018年CA逆差、FA顺差 | +                   |    |      | +    |
| 菲律宾   | Low Middle   | 1989—2002年、2016—2018年CA逆差、FA顺差 |                     | +  |      | +    |
| 泰国    | Upper Middle | 1985—1997年、2012—2013年CA逆差、FA顺差 | +                   |    |      | +    |

资料来源：IMF世界经济展望数据库。

### 三、逆全球化需加快提升国际收支质量

全球化浪潮兴起于20世纪90年代，21世纪前10年发展迅速。但2008年国际金融危机的爆发，成为全球化的转折。尽管危机至今已10多年，但逆全球化态势愈演愈烈，美国对中国全面发动贸易战，更是保护主义的集中体现。

全球化是影响国际收支最重要的外部环境。早期德国、日本等发达国家经历的国际收支再平衡，很大程度上得益于最近20年全球化的快速发展。当今国际环境的重大变化，无疑会给我国国际收支再平衡带来挑战。

无论是加征关税带来的出口成本上升，还是阻挠外资流入带来的高质量FDI增长受抑，甚至供应链遭到破坏，都会影响产业结构转型升级并增大国际收支平衡压力。但同时更需指出的是，经济转型升级中的国际收支再平衡，并非简单地由逆差重新转为顺差，更非重新追求大幅顺差，而是更侧重质的稳步提升。国际金融危机前持续大幅双顺差时期，国际收支盈余固然可观，但问题也显而易见。资源环境代价自不待言，大量盈余转换为成本（也包括资源环境成本）相对较高而收益相对较低的外汇储备，不仅增大了流动性宽松和房地产等资产价格上涨压力，弱化货币政策独立性，而且从更为根本的福利效应角度看，国际收支盈余并未最终缩小GDP与GNP的差额（见表3），国民收入水平增长与国际收支大幅盈余并不完全相称。

表3 中国GNP与GDP差额变动（1995—2018年） 单位：亿美元

| 年份   | GNP       | GDP       | 差额      |
|------|-----------|-----------|---------|
| 2007 | 35583.83  | 35503.42  | 80.41   |
| 2008 | 46228.72  | 45943.07  | 285.65  |
| 2009 | 50931.71  | 51017.02  | -85.31  |
| 2010 | 60610.92  | 60871.65  | -260.73 |
| 2011 | 74811.24  | 75515.00  | -703.77 |
| 2012 | 85124.12  | 85322.31  | -198.18 |
| 2013 | 94925.79  | 95704.06  | -778.27 |
| 2014 | 104518.28 | 104385.29 | 132.99  |
| 2015 | 109738.54 | 110155.42 | -417.89 |
| 2016 | 110929.94 | 111379.46 | -449.51 |
| 2017 | 121338.03 | 121434.91 | -96.88  |
| 2018 | 135568.53 | 136081.52 | -512.99 |

资料来源：IMF。

尽管上述状况在过去一个时期有其发展阶段上的合理性，市场换技术、劳动力换就业、资源换资金等，不能简单通过比较外储和外资收益率评判国际收支盈余的质量，但随着我国经济发展进入转型升级的新常态，以及外部环境的重大变化，经常项目顺差占GDP的比重已显著下降，资本

金融项目也进入顺逆交替时期，必须在国际收支再平衡中更加注重质的提升。如果未来经常项目顺差减少的同时，出口质量（出口附加值率）以及对外投资净收益稳步上升，不仅国内资源环境得以持续改善，GNP也会逐渐快于GDP增长，国民收入水平反而会因此提高，这也正是逆全球化背景下，倒逼经济转型化危为机的潜在机遇。从相关国际经验看，伴随经济结构转型升级的国际收支质量提升，主要有以下路径：一是制造业产业结构升级带来的出口质量提升，主要表现为出口部门结构改善及利润率的上升，比如在全球化产业链中，该国出口部门更加集中于技术密集型的高附加值环节或产品。二是服务业升级带来的质量提升。相对于货物贸易，服务贸易要素投入少收入相对较高，服务贸易顺差的增大及占比上升，既是国际收支数量平衡的重要力量，更是提升国际收支质量的有效途径，尤其是研发设计、教育、医疗等高附加值服务业更是如此。三是投资项下的收益提升。相比高安全性和流动性的外汇储备投资，对外直接投资收益率通常更高。从2004年国际投资头寸表公布至今，我国对外资产净头寸从2362亿美元增加到2018年末的21301亿美元，是不折不扣的“债权大国”，但由于资产方投资收益相对较低的外汇储备仍占较大比重，对外直接投资贡献上升但体量仍较低，与庞大的对外投资债权规模相比，我国对外净投资收益的增长潜力仍然较大。

除直接投资外，证券金融投资对平衡国际收支的影响也在增强。在资本和金融账户中，2019年证券投资顺差约600亿美元。已超过直接投资净流入的591亿美元。从趋势看，一是随着中国经济转型升级带来的投资回报率上升，人民币证券金融资产的吸引力将不断增加；二是随着全球货币政策陷入常态化宽松，作为主要经济体中仍保持正常货币政策的唯一大国，人民币资产定价优势将愈发显现；三是随着我国金融市场尤其是基础设施不断完善，对外开放的提速，证券投资项下的资金流入也会随市场国际化程度提升而增多。尽管较之直接投资，证券投资受短期因素影响大，波动性强，但得益于中国经济良好基本面，尤其是转型升级的巨大潜力，持久性值得期待。

#### 四、结论与展望

综上，近一时期以来，我国国际收支顺差的收敛，甚至经常账户一度逆差，反映了人均收入水平上升到一定阶段后，经济结构转型升级的客观变化。经常账户和非储备性质资本金融账户的窄幅“双顺差”或“顺逆互补”，将是今后国际收支格局的新常态。对此，一方面需客观理性看待；另一方面，无论是外部环境巨变，还是我国经济转型升级过程中要素成本上升和需求结构变化，都对加快高质量发展提出了更为迫切的要求，这也是实现国际收支顺差量的合理增长和质的稳步提升的关键。分结构来看，对经常项目，仍需较长时期内保持小幅顺差。尽管小幅顺差对支撑就业和增长的引擎作用有限，但在宏观储蓄和投资平衡上具有标志性意义。维持途径既要致力于发展技术密集型的高附加值贸易，也仍要发挥劳动密集型中小企业的比较优势。对于直接投资，则侧重质的提升。以制度型对外开放吸引高质量外资，聚力自由贸易区等区域开放创新，打造一批高附加值增长产业群和区域增长极。同时采取多种方式，差别对待，支持企业对外直接投资。重新审视证券金融投资对平衡国际收支和人民币国际化的积极意义，加快多层次资本市场改革发展，以金融市场开放为重点，有序推动不可兑换项目开放，提升可兑换项目便利化水平。在风险防范上，宏观审慎管理和微观行为监管两手协调配合。宏观方面，构建完备的跨境资金流动监管体系，防止发生系统性金融风险。微观方面，加强对市场主体违法违规行为的监管，引导合规理性的跨境资金流动。

参考文献

- [1] 刘瑶, 张明. 全球经常账户失衡的调整: 周期性驱动还是结构性驱动[J]. 国际金融研究, 2018 (8): 33-43.
- [2] 刘瑶, 张明. 全球经常账户再平衡: 特征事实、驱动因素与有效路径[J]. 世界经济研究, 2018 (7): 3-14+135.
- [3] 刘斌, 刘颖. 中国国际收支经常账户变动趋势研究——兼析主要发达经济体国际收支经常账户顺差持续性收窄的演化进程及应对经验[J]. 价格理论与实践, 2019 (6): 27-32.
- [4] 陈卫东, 谢峰. 高度重视中国经常账户顺差收窄的趋势和风险[J]. 国际贸易, 2019 (11): 89-96.
- [5] 杨海珍, 宓超, 刘佳佳, 李苏骁. 国际收支阶段演变的影响因素研究——基于有序的 Logistic 模型[J]. 系统工程理论与实践, 2017 (5): 1154-1162.
- [6] 姚斌, 李建强. 城镇化进程与国际收支格局的定位——以经常账户为“锚”的分析[J]. 金融研究, 2014 (3): 54-68.
- [7] 姜凌, 邱光前. 经济周期与我国国际收支经常账户失衡[J]. 世界经济研究, 2016 (2): 3-14+135.
- [8] 郑志国, 刘明珍. 从中国 GNP 与 GDP 差额看经济开放结构[J]. 中国工业经济, 2004 (3): 14-21.
- [9] 宋晓东. 中国产业结构失衡下国际收支失衡机理分析与实证检验[J]. 税务与经济, 2010 (4): 24-29.
- [10] 江春, 曹隼泉. 中国收入分配的失衡与国际收支失衡[J]. 宏观经济研究, 2010 (5): 39-43.
- [11] 徐忠, 贾彦东. 中国潜在产出的综合测算及其政策含义[J]. 金融研究, 2019 (3): 1-17.