



## 中国巨额外储投资困局求解

“中国巨额外储投资困局求解”问题，要从中国的整个国际收支结构来考虑。通过出口顺差，中国积累了近 5 万亿美元的对外资产（其中外汇储备近 4 万亿美元）；通过引资中国积累近 3 万亿美元的对外负债务。中国拥有近 2 万亿美元的对外净债权。如果收益率为 3%，中国应该有投资收入近 600 亿美元。但尽管中国长期以来就是净债权国，在过去 10 年的大部分年份中，中国的投资收入都是负值。2011 年中国投资收入逆差达到 853 亿美元，出现跳跃性增长。这是一个不祥的征兆。这种趋势如不逆转，可能在未来 10 年中，中国将成为“国际打工仔”。换言之，届时中国必须维持贸易顺差，而贸易顺差所得到的收入将完全用于支付外国投资者在中国的投资收益，而不是用于输入产品、资源和技术。一旦出现这种局面，中国的经济增长将告终结。遗憾的是，这个问题直到今天还未得到公众的足够关注。

中国的净投资收入为负的直接原因非常简单：以 2008 年为例，美国在华投资的回报率为 33%，一般跨国公司在华投资回报率为 22%，而中国海外投资—以美国国库券为主—只有 2% 到 3%。投资回报率的巨大差异必然导致中国投资收入逆差，尽管中国是净债权国。这种现象是正常的吗？否。拥有巨额净债权但却长期维持投资收入逆差的国家在世界上大概只有中国一家。例如，日本是净债权国，因而有大量投资收入顺差；韩国有投资收入逆差，因为它长期以来一直是净债务国。顺便指出，看一个国家是资本输入国还是输出国，只有一个标准：该国是经常项目顺差国还是逆差

国。中国自 1993 年以来一直维持经常项目顺差，因而中国是资本输出国。而中国成为资本输出国之时，其人均收入仅 400 美元。而此时美国的人均收入为 25,000 美元。

有不少人认为，由于中国的海外资产是“安全性很高”（真的高吗？）的美国国库券，而中国的负债主要是 FDI，中外资产投资收益率差别巨大是自然的和合理的。这种“解释”是同义反复。真正的问题是，中国为什么一方面要大量引进 FDI，另一方面却要大量购买美国国库券？这里就涉及中国长期执行的引资政策、外贸政策和汇率政策，以及由于长期执行这些政策（还有其他一些因素）而造成的中国经济结构失衡。如果中国的经济政策和增长模式不做重大调整，中国投资收入逆差的问题将无法解决，而且会愈来愈严重。

2013 年中国外汇储备增加 5000 亿美美元；2014 年第一季度外汇储备增加 1300 亿美元，以此速度，2014 年中国外汇储备又会增加 5000 亿美元。事实证明，如果不先解决流量问题，即减少贸易项目顺差和外资（特别是短缺跨境资本的流入），外汇储备不断增加的局面无法扭转。中国持有全球 1 / 3 的外汇储备，是仅次于美联储的美国国债的最大持有者，已经被美国债市深度套牢。对外储存量进行调整已十分困难，更令人头痛的则是新增外储（流量）。即便你能卖掉一些美国国债，用于其他资产的投资；你马上又要买进更多的美国国债。因而，首先应该解决的问题是停止进一步增加外汇储备。而解决这个问题的最简单办法是央行停止对外汇市场的干预。央行一旦停止干预，市场将自动作出调整，中国的贸易顺差和资本项目顺差都将会减少，直至两者都为零或一正一负。这种调整对经济会有较大冲击。政府和企业必须做好相应准备。但这种准备我们已经做了 10 年。还没准备好吗？另外一种办法是通过工资和物价上涨实现实际汇率的升值。例如，近年来工资的上涨可能是导致中国贸易顺差减少的一个重要因素。但是，如果经济本来就处于通货膨胀压力下，这种方法的副作用可能太大。

而问题的根本解决则是：无需借助汇率升值，国际收支的基本平衡就可以保持。要实现这一目标，就必须对中国的引资政策和贸易政策进行调整。中国长期保持贸易顺差与中国外贸政策中的重商主义倾向有关。中国为什么长期保持资本项目顺差与中国的引资政策有关。FDI 变成了中国地方政府政绩工程的重要组成部分，现在中国 FDI 的累计存量已经占到 GDP 的很大比例。而形形色色的优惠政策并未成为历史。只要你能进入中国，不赚钱都难。中国的汽车产业就是一例。而中国的本土资金则被大量挤出（中国是个储蓄大于投资的国家），最后变为收益率极低的美国国库券。

最近几年的新变化则是，通过人民币国际化打开的资本管制缺口，短期跨境资本大量流入（2012年除外），为了维持人民币汇率稳定，央行不得不大量买入美元，将流入的套汇、套利资金转化为美国国库券。现在，短期跨境资本流入大有取代长期资本流入、成为决定中国资本项目差额主要因素的趋势。套汇、套利资本的流入，对中国经济如果不是有百弊而无一利，也是弊大于利。因而应该遏制这种短缺跨境资本的流入。汇率市场化则是解决此问题最简单最直接的办法。

由于资本管制的放松，如果出现某种外部冲击（如在2012年），或投资者看衰中国经济，大量短缺跨境资本就会逃离中国。这种资本外逃，会导致人民币的贬值，而中央银行为了稳定汇率，就需要抛售美元，从而减少中国的外汇储备。我们是否应该欢迎这种现象的出现呢？如果是一般的资本外流，我们可以不必过于担心。但投资者总是在贪婪和恐慌两极摇摆，一旦出现恐慌，“羊群效应”将使局面变得难以控制。因而，最好不要让资本外逃的局面出现。

中国外汇储备的超常存量可以说是中国资源错配的指示剂。遗憾的是，尽管我们谈论这个问题已经超过10年，形势不但并未得到扭转，反而有越演越烈之势。而且问题的焦点开始向资本项目转移。

在强调中国解决国际收支不平衡中诸多问题的关键是改变增长方式的同时，我并不否定“治标”的意义。例如，中国政府应该为中国企业走出去提供更多的便利。把审批制变为备案制就是一项很好的措施。金融机构应该为中国企业走出去提供更多的便利。

但是，对通过进一步开放资本项目、通过“金融投资”来解决不平衡问题我不抱希望。短缺跨境资本的流动一定是顺周期的。你想让它流入，它一定流出；你想让它流出，它一定流入。当市场机制步完善时，投资者想的一定是投机、套利、套汇。这不能怪投资者，这是制度缺陷和政策缺陷之使然。事实上，很难区别什么是“金融投资”“金融套利”和“金融投机”。中国的股市是世界上最失败的股市之一。中国居民“全民炒股”的结果如何大家都心知肚明。当年如果香港“直通车”开通，中国股民会遭遇什么命运也不难想见。中国关起门来时没做好的事情，通过开放资本市场和货币市场就能做好吗？我甚是怀疑。如果有谁还想通过在海外炒股发财，我祝他好运。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。