

An Analysis about the Structural Risks of China's Foreign

Exchange Reserves and Balance of Payments

Des risques organisationnels de la réserve de devises et le problème

des recettes et dépenses internationales de la Chine

也論我國的外匯儲備的結構性風險和國際收支問題

Feng Xianzhong

馮憲中

Received 23 July 2006 ; accepted 1 September 2006

Abstract Firstly, this paper designs several Balance of Payments in light of its principle on each case to prove that there are no structural risks in China's foreign exchange reserves when FDI inflow has been increased greatly. Then, through the analysis of China's real Balance of Payments, the author finds out that the ratio of manufacturing commodities is low and that of processing goods is high in our country's foreign trade and advocates there are the risks according to the fact which means the trade is controlled by FDI on some degrees. Finally, because so much short run capital is flowing into our country due to the expectation of RMB appreciation which increased the China's foreign exchange reserves enormously, the paper takes its uncertainty for the risks too. Needless to say, the only way to get rid of these risks is to strengthen our contrary's economic power which can protect our economic sovereignty and match the value of RMB.

Keywords: Balance of Payments, Foreign Exchange Reserves, FDI (Foreign Direct Investment) , Structural Risks

Résumé cet essai élabore d'abord, d'après le principe d'élaboration du balance des paiements international, des balances dans toutes les situations pour argumenter le fait que l'augmentation des investissements directs des étrangers ne constituent pas de risques organisationnels pour la réserve de devises de notre pays. Ensuite selon l'analyse des balances internationaux des dernières années, il révèle que dans le commerce international de notre pays les produits finis occupent un petit pourcentage alors que le commerce pratiqué par les étrangers prend une bonne part. Ainsi l'auteur pense que le commerce international chinois- locomotive de la croissance économique- est limité et que cela constitue un danger latent pour les recettes de devises. Enfin, l'article argumente le point de vue que dans le contexte de la revalorisation de RMB depuis les dernières années, l'augmentation forte de la réserve de devises à cause de l'entrée dans notre pays un grand nombre de capitaux instables à court terme est aussi un facteur de non-sécurité pour la réserve de devises. Sans aucun doute, afin d'éliminer ces dangers, on doit renforcer sans cesse la puissance économique de notre pays, assurer notre souveraineté économique et faire égaliser notre puissance économique et la valeur de RMB.

Mots-clés: recettes et dépenses internationales, réserve de devises, investissements directs des étrangers, risques organisationnels

摘要 本文首先根據國際收支平衡表的編制原理，設計了各種情況下的國際收支平衡表，以論證流入我國的外商直接投資的增加不會構成我國外匯儲備的結構性風險。然後根據對我國近年的國際收支平衡表的分析，本文揭示了在我國的國際貿易中製成品比重小和外商從事的貿易比重大的事實，認為我國的國際貿易這

一經濟增長的火車頭的駕駛權受到了控制，這是我國外匯收入的一種隱患。最後本文又論證了近年來在人民幣升值的預期下，有大量的不穩定的短期資本流入我國而使我國的外匯儲備劇增，這也是我國的外匯儲備的不安全因素的觀點。毫無疑問，要消除這樣的風險，只有依靠不斷地增強我國的經濟實力，確保我國的經濟主權，並使我國的經濟實力與人民幣幣值相匹配。

關鍵詞：國際收支；外匯儲備；外商直接投資；結構性風險

1. Investment), Structural Risks

引言

自從 1996 年我國的外匯儲備突破一千億美元大關之後，一路攀升，去年底已經超過八千億美元。這標誌著我國的經濟實力有了巨大的提高。但是，由於同期流入我國的外商直接投資也以同樣的勢頭增長，所以許多人很自然地把這兩者聯繫了起來，產生了對我國外匯儲備安全性的擔心。因為通常認為，安全的外匯儲備¹主要應該來自於國際收支的經常項目順差（特別是貿易順差），而外商直接投資是我國最終要償還的，來源於這樣的投資的儲備屬於負債性儲備，它的比重越大，外匯儲備的結構性風險就越大。所以，多年來我國學者一直在探討這個問題，比如，張幼文（1999）、夏京文（2001）、鄒昭晞（2002），鄧敏（2004），以及黃澤民（2005）等。毫無疑問，這樣的擔心是有一定的道理的。因為外匯儲備本來就被稱為“儲備資產”，不應成為負債。但是，筆者注意到了在對這個問題的探討中有一些情況未被論及，所以擬在此作一些補充，並對我國近年的國際收支進行分析，以便我們能更全面地看待這個問題。這就是本文的主旨。

2. 問題的提出

上述的擔心來自於如表 1 所概括的國際收支模式（為了簡潔，表中省略了“誤差與遺漏”項目以及其他帳戶的記錄）。這種模式的特點可以概括為兩點：①經常項目、資本和金融項目雙順

差；②資本和金融項目的差額大於經常項目的差額。

表 1 上述風險在國際收支平衡表中的表現

	貸方	借方	差額
經常項目	100		100
資本和金融項目	200		200
官方儲備		300	300

從表 1 可知，這裏假設的數據表示官方儲備增加的 300 單位外匯儲備（如果不考慮其他儲備的話），其中三分之二來自於資本和金融項目，只有三分之一來自於經常項目。如果我們假定該資本和金融項目中只有直接投資（即忽略證券投資和其他投資），這就意味著外匯儲備的增加大部分來自於以外商直接投資的形式而流入的外匯。這就是上述的擔心在國際收支平衡表中的表現形式。事實上我國的國際收支長期以來也有類似的特點。如表 2 所示，除了 1998 年，近十年來我國的國際收支都呈現為雙順差；另外，除了 97 年、98 年、99 年、2000 年和 2002 年之外，另外一半的年份我國國際收支中的資本和金融項目的差額都大於經常項目的差額。資本和金融項目的差額大於經常項目的差額這個現象，是我國學者用以證明我國的外匯儲備中存在著結構性風險的一個主要依據。

為了對上述問題有一個更準確的判斷，我們再來觀察一下發達國家的國際收支模式。同樣為了簡潔，表 3 只記錄了 2000 年各發達國家的國際收支各項目的差額。如表所示，該年沒有一個發達國家的國際收支為雙順差。詳細論述留待第五節，這裏先指出：近年來還在不斷擴大的我國國際收支的雙順差才是我國外匯儲備的結構性風險的根源。

表 3 中除了日本、法國和加拿大的資本和金融項目的差額為負數（表示資本流出），從收入的角度看，可以認為它們都小於各自相對應的經常項目的差額，但其他四個發達國家與表 2 所示的我國的一半年份一樣，它們的國際收支中的資本

¹ 外匯儲備本來是存量，而國際收支平衡表記錄的官方儲備是流量，但因為存量無非是流量的累積，所以，可以通過國際收支平衡表中外匯儲備這個流量來推斷它的存量。下面的分析都基於這樣的考慮，而不再強調存量的概念。

和金融項目的差額也大於各自的經常項目的差額。於是，我們自然地會產生一個疑問：國際收支平衡表中的資本和金融項目的差額大於經常項

目的差額，是否可以作為該國的外匯儲備中存在著結構性風險的依據呢？

表 2 近十年我國國際收支各項目的差額（單位：10 億美元）

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
經常專案	7.658	1.618	7.242	36.963	31.471	15.667	20.519	17.405	35.421	45.874
資本和金融項目	32.644	38.675	39.967	21.015	-6.321	7.642	1.922	34.775	32.290	52.725
官方儲備	-30.527	-22.463	-31.662	-35.724	-6.426	-8.505	-10.549	-47.325	-75.507	-117.023
誤差與遺漏	-9.775	-17.830	-15.547	-22.254	-18.724	-14.804	-11.892	-4.855	7.794	18.422

資料來源：各年的《中國對外經濟統計年鑒》國家統計局貿易外經統計司編，中國統計出版社。

表 3 2000 年西方七國的國際收支差額結構（單位：10 億美元）

	美國	日本	德國	法國	義大利	英國	加拿大
經常項目	-444.69	116.88	-18.71	20.47	-5.67	-24.46	12.67
資本和金融項目	444.2	-84.8	27.05	-28.89	10.39	34.14	-7.58
官方儲備	-0.3	-48.95	5.22	2.43	-3.25	-5.30	-3.72
誤差與遺漏	0.73	16.87	-13.56	5.99	-1.47	-4.38	-1.37

資料來源：國際貨幣基金組織《國際收支統計年鑒 2001》。

3. 關於外匯儲備的結構性風險問題

為了回答上述的問題，筆者根據國際貨幣基金組織（1993）所介紹的國際收支平衡表的編制原理設計了一種儲備結構（見表 4），為了簡潔，表中省略了誤差和遺漏項目。我們可以確認該表符合國際收支平衡表的編制原理：貸方總額等於借方總額，差額總額等於零。現在對表中的數據作簡要說明。

①表示出口貨物時，它的金額被記錄在經常項目的貸方和官方儲備的借方。這裏假定了出口商將外匯收入全額出售給了我國的外匯管理部門。②表示外商直接投資的流入（這裏忽略其他形式的收支），其中一半是以機器設備等形式進入我國的（即我國的進口），一半在我國兌換成了人民幣（比如用於租地建房、僱傭勞動力）而進入了我國的外匯儲備。③表示我國自行的進口，它在資本和金融項目的貸方記錄表示我國的支出或債務（如果沒有馬上支付貨款即為貿易信貸）。④為經常轉移的流入（這裏假定了該收入都用於在我國的購買，比如置地購房）。表中的官方儲備的負數差額，表示我國外匯儲備的增加（假如其他儲備沒有變化）。

表 4 一種官方儲備結構

	貸方	借方	差額
經常項目	①100 ④30	②40 ③50	40
資本和金融項目	②80 ③50		130
官方儲備		①100 ②40 ④30	-170
總計	260	260	0

很顯然，表 4 的資本和金融項目的差額也大於經常項目的差額。但是，只要觀察一下其官方儲備的構成，我們就可以發現 170 單位的新增外匯儲備中只有 40 單位來自於資本和金融項目，其他都來自於經常項目。將表 1 與表 4 進行比較，可知當國際收支平衡表的經常項目、資本和金融項目的借方完全沒有交易記錄時，它們的差額就全額反映在官方儲備中（如表 1），但如果它們的借方也有交易記錄（如表 4），就不能簡單地把經常項目、資本和金融項目的差額看作為官方儲備的構成要素。毫無疑問，表 4 比表 1 更接近現實，而它的經常項目、資本和金融項目的順差額並不完全等同於官方儲備的構成要素。

的確，在開放宏觀經濟學理論中有以下公式，它可反映新增儲備的構成。

經常收支變動額+資本(可包括金融)收支變動額=官方儲備變動額 (1)

這在表 4 中表現為:

來自於經常項目的 130 (=100+30) +來自於資本和金融項目的 40 (=80-40)
=新增儲備 170

而不是指如下的差額平衡:

經常項目差額 40+資本和金融項目差額 130=
新增儲備 170 (2)

(2) 式的恒等關係是複式簿記的結果,² 並不反映(1)式的含義, 也不表示新增儲備的構成。所以, 我們不能完全根據國際收支平衡表中的經常項目、資本和金融項目的差額的大小, 來判斷我國官方儲備中是否存在結構性風險。這還可以通過以下的分析來說明。

從表 4 可知, 資本和金融項目的差額 130 中包含了由③表示的因進口商品而支付或應該支付的 50 單位的貨款, 它表示本國的外匯支出(資產減少)或貿易信貸(負債增加), 而並不增加本國的外匯儲備。我們可以想像, 即便如果假定表 4 中的資本和金融項目的差額本來小於經常項目的差額, 但如果其他因素不變, ③的數額逐步增大時就會使資本和金融項目的差額超過經常項目的差額, 而外匯儲備不會變化, 因此也不會增加上述的外匯儲備的結構性風險。相反, 我們還可以想像, 如果表中的由④所表示的經常轉移的數額逐步增大, 經常項目的差額就會超過資本和金融項目的差額, 新增外匯儲備也會同步增加, 但這時我們卻不能認為由此而決定的儲備結構就是安全的。因為經常轉移具有很大的不確定性, 它如果向相反的方向變化, 就會減少外匯儲備。如後所述, 近年來由於人民幣升值的預期, 有大量的這樣的資金流入了我國, 一旦它們從人民幣匯率的變動中獲得了足夠的收益, 就有可能迅速地流出。³

4. 關於我國的外匯儲備可能流失的問題

² 由於在國際收支平衡表中官方儲備、誤差與遺漏是平衡項目(後者在經濟理論中是不予考慮的), 它們的差額與經常項目專案、資本和金融項目的差額取相反的符號表示相同方向的變化。

³ 我國國際收支的經常項目已經開放, 在這個項目下可

應該說我國現有的外匯儲備流失的可能性是存在的, 但其原因主要是穩定性較差的資金流動, 比如上述的經常轉移收支, 以及後述的非直接投資, 而不是具有較大的穩定性的外商直接投資。因為即便像表 4 所假定的那樣, 外商直接投資構成了我國外匯儲備的一部分, 但筆者認為在無特殊的情況下(比如政治動盪), 這樣的外匯儲備構成也不存在風險。這可以從以下兩點進行說明。

4.1 像表 4 所假設的那樣, 其中的②的一部分(那裏假設為百分之五十, 實際上在我國大約為百分之三十幾)是以機器設備等我國的進口這種形式發生的, 但它們的所有權並不因為地理位置的改變而改變, 因此外商的這一部分投資並不構成我國的債務。表 4 中的②的另一部分確進入了我國的外匯儲備, 但需要強調, 我國是以等價的人民幣的支付來吸收這些外匯的, 而不是無償得到的, 所以它不是嚴格意義上的債務。這就是直接投資與外債的區別所在, 也是對引資國來說直接投資比外債安全的原因。⁴ 所以, 如果說風險, 那首先應該考慮的是我國在支付等價的人民幣吸收這些外匯時, 所引起的貨幣供給的增加是否會對我國經濟產生衝擊, 而不是對直觀上所感到的來自於這樣的途徑的外匯儲備也會失之於這樣的途徑的擔心, 比如擔心外商撤資會使我國的外匯儲備等額地流失。直接投資通常都簽有較長期間的合同,⁵ 並不是隨意可以撤資的。所以最近有人把具有較長的合同期限, 因此就具有較大的穩定性的外商直接投資在我國的國際收支的資本和金融項目中的比重的減少反倒認為是

以自由兌換。

⁴ 這裏說的安全或不安全, 主要是指金融上的, 而不包括外商直接投資的增加使我國產業受到控制這種不安全因素, 因為上述的結構性風險主要是指金融上的。但本文在後面會涉及到產業安全的問題。另外, 上個世紀 80 年代, 南美的一些國家因為主要一直是以外債的形式引進外資的, 因而發生了債務危機, 而我國則引進了大量的直接投資(當然也有外債), 所以二十多年來沒有出現這樣的問題。這說明兩者的金融風險是不同的。

⁵ 從[11]可知, 我國規定一般的合資合作企業以 10 年到 30 年為限, 但對提供先進技術和產品具有國際競爭力的投資, 合資合作期限可以延長到 50 年。事實上這樣的合同還可以續簽, 比如我國與德國合資的大眾汽車公司 25 年後又與德國續簽了 25 年的合同。

風險（參見[6]），而不是它的增加。⁶ 另外，外商直接投資正是由於在我國可以獲得豐厚的收益才大量流入我國的，撤資並非明智。事實上許多來我國的外商直接投資經過了不很長的時期（有的文章說僅五至十年）就能收回投資、進入淨獲利的階段，因此沒有撤資的理由。

4.2 隨著外商直接投資在我國的存量的增加，以及它具有很高的收益率（據說在 16% 以上），有人根據其存量和收益率推算得知外商每年從我國匯出的投資收益巨大，⁷ 因此認為我國的外匯儲備要給予外商外匯兌換（不應像有些文章那樣稱之為返還，否則容易引起誤解）而會大量流失。上面的表 1 只描述了上述的結構性風險在國際收支平衡表中的表現形式，這裏所擔心的我國外匯儲備的流失才反映上述風險的真正含義。但是，只要注意一下以下的事實，我們就可以知道這樣的擔心是杞人憂天。

在樊勇明(1991)中關於我國對三資企業向國外匯寄本金和利潤的政策中有這樣的記載：完稅後的利潤在企業留成外匯範圍內的可以匯出，但中國禁止人民幣攜出境外，而實際上（在中國）難以將人民幣兌換成外匯；對於三資企業現地資金籌措，法律上沒有明確的規定，但三資企業有保持外匯平衡的義務，在當地籌措外匯資金非常困難；對於三資企業，沒有出口義務制，但原則上要求三資企業自身實現外匯平衡，因此實際上存在著出口義務。所以，從我國這樣的外資政策中可知，外商要自行籌措撤資或向母國匯寄利潤所需要的外匯。所謂外匯平衡，就是指外匯的收支平衡。外商向母國匯回本金或利潤，就是它們的外匯支出，需要它們比如通過出口創匯來實行自身平衡⁸，而不會成為我國的外匯儲備的換匯壓

力。我過在制定引進外資政策時已經設置了這樣的安全屏障，所以我國自從實行引進外商直接投資的政策以來，從沒有出現過這種不安全的情況。只要堅持這樣的政策，今後也無須擔心這種安全問題。當然，也有不少的外商直接投資是投向我國的不創匯的如基礎設施、基礎產業或零售業等行業的。但是，即便是這樣，也可以通過在我國的外國金融機構向新流入我國的外商直接投資兌換匯回收益所需的外匯。只要這種流入不止，這樣的兌換就能實現，不會成為我國外匯儲備的壓力。從這一點上看，也可以認為外商直接投資的減少反而會形成上述的風險，而不是增加。

當然，我們不能完全排除我國的外匯管理部門也有一定的伴隨于外商直接投資的增加而產生的向外商換匯的責任，從而會使我國的外匯儲備減少，但根據上述的情況，我們可以判斷其壓力沒有有些人所擔心的那麼大。

5. 雙順差與外匯儲備的結構性風險

上面指出了我國國際收支的雙順差才是我國的外匯儲備的結構性風險的根源。為說明這個問題，筆者又設計了一張國際收支平衡表（見表 5）。

與表 1 和表 4 一樣，表 5 也表現為雙順差，資本和金融項目的差額也大於經常項目的差額，也省略了誤差與遺漏項目。表中的數據是如下假定的：

①出口 100：收入中的 35 由外商匯出，65 由我國外匯管理部門收購；②外商直接投資 90；③政府借款 30：20 來自於外國政府，10 來自於國際金融機構和外國商業銀行；④外商向我國非直接投資或我國民間企業在海外籌資 36。

表中假定了資本和金融項目下只有負債（其借方無記錄），並全額用於在我國的支付，所以都被我國官方儲備吸收。從表中可知，該年的官方儲備中除①之外，其他都來自於資本和經常項目，其中除了外商直接投資，還有相當比例的由政府借款和非直接投資所構成的真正意義上的債務（即外債）。這就是典型的被稱作為負債性的儲備結構。但是，如果表 5 中的③和④不是用於在我國國內的支付，而是全額用於對外支付（比如進口機器設備），那麼，經常項目的差額就會減少 66（=30+36）單位而成為逆差 1 單位，來自於

⁶ 因此，可以認為如後所述的近年來我國的外匯儲備中來源於短期的非直接投資的增加（稱“短期化”）才是我國外匯儲備的結構性風險。

⁷ 也有人就是因為考慮到外商從我國獲得了豐厚的收益，感到了不安全。但是，我國能夠允許這樣的狀況持續（並且還在鼓勵），我們可以認為我國從中也獲益豐厚；如果我國突然失去了這些利益（比如技術上的或產品生產能力上的），反倒會產生經濟安全問題。所以筆者認為問題的關鍵在於我國應如何去獲取現在只能拱手相讓的利益。當然，一旦這成為可能，外商直接投資肯定會減少，但我國獲得了獲取安全的外匯儲備的手段，因此不會因為外商直接投資的減少而蒙受外匯儲備的風險。

⁸ 下面的表 5 中假定的第①筆交易就描述了外商通過出口創匯匯回收益的一種模式。

這種負債的官方儲備也會等額地減少。這時，在雙順差變為單順差的同時，上述的外匯儲備的結構性風險也會迅速地減少。從中可知，只要以債務的形式獲得的外匯不是用於對外支付，而是用於對內支付時，就會使國際收支向雙順差以及向負債性儲備增加的方向發展。同樣可以想像，當資本和金融項目的數額逐漸從貸方記錄轉向為借方記錄時（即由資本流入變為資本流出），這或者會增加出口（比如向國外輸出機器設備），或者會減少外匯儲備（比如對外投資）。所以，我國為了緩解國際收支的雙順差，早就提出了“走出去”戰略。這在或者是增加經常項目的順差，或者是減少官方儲備的同時，會使資本和金融項目向逆差的方向變化，並減少來自於這種負債性外匯收入的外匯儲備而使上述的結構性風險減少。所以，還遠未解決的我國國際收支雙順差的問題，才是產生我國的外匯儲備的結構性風險的根源。⁹

表 5 一種負債結構決定的儲備結構

	貸方	借方	差額
經常項目	①100	①35	65
資本和金融項目	②90		156
直接投資			
證券投資	④36		
民間	③20		
政府（外債）			
其他投資			
民間	③10		
政府（外債）			
官方儲備		①65 ②90 ③30 ④36	-221
總計	256	256	0

但是，從上述的推理中我們會發現一個問題。那就是當這種負債性外匯如果都被用於對外支付而進不了外匯儲備時，便可以使外匯儲備減少結構性風險；而不被用於對外支付而被吸收進外匯儲備（即如表 5 所示的那樣），反倒會被認為會增加外匯儲備的結構性風險。這樣的結論是否有些奇怪？這就好像某人借了錢不用而把它與自己本來就擁有的其他金融資產保存在一起，構成了自己的儲蓄，則他的儲蓄就會被認為具有風險，因為其中有一部分是借來的；而如果他借來的錢都消費掉，則他的儲蓄中因為沒有借來的

部分而反倒被認為是安全的。那麼，究竟應該怎樣看待這個問題呢？

這實際上是一個外債與外匯儲備的關係問題。因為負債性的外匯收入被用於對外支付時，它不增加外匯儲備，但構成了外債，這最終是需要動用外匯儲備償還的。所以，一定時期的外債的增加超過非負債性外匯儲備（比如來自於本國的出口）的增加，才應該被認為是不安全或具有風險的。所以，在沒有對外債的規模與非負債性外匯儲備的規模進行比較的情況下，是無法說明外匯儲備的結構性風險或安全性問題的。這才是問題的本質，其他只是現象。如果外匯儲備扣除如表 5 所示的負債性外匯儲備後還大於外債餘額（如注 1 所指出的那樣，這裏都是指存量），即便我國的外匯儲備中存在較多的負債性儲備，也不能說這樣的外匯儲備就是不安全的。但這樣的問題要從外匯儲備餘額、外債餘額這些存量的角度來考慮，而本文只是根據記錄流量的國際收支平衡表的分析，只能根據流量的變化來推斷存量的變化，無法對這些存量進行直接的比較。¹⁰

6. 我國的國際收支及其外匯儲備中的不安全因素

在上一節的分析中我國的國際收支模式中存在的風險已露端倪，本節根據我國的統計年鑒中的最新的國際收支平衡表（見表 6）對此作進一步的說明。為了突出重點，表 6 省略了部分內容，但又補充了部分內容（以外加括弧標記）。現先將該表中所包含的重要資訊整理如下：

6.1 雖然 02 年和 03 年兩年都為雙順差，但 02 年的經常項目差額大於資本和金融項目的差額，03 年則相反。

6.2 在貨物貿易中，加工貿易的進口占百分之四十幾，出口占一半以上，超過一般貿易（它們的比重表示在其借貸方的數據之下，下同）；而不管是進口還是出口，由外商承擔的比重兩年都超過了 50%。

6.3 兩年的服務貿易都是逆差，單位比貨物貿易的順差只小一位數，以十億單位計。

⁹ 關於我國國際收支的雙順差，常常被指出的問題還有它會增加人民幣升值和通脹的壓力，增加我國外匯儲備的機會成本和與其他國家的貿易摩擦。參見[10]。

¹⁰ 雖然，我國的官方統計資料中有每年的外債餘額的記錄，但這裏所說的負債性外匯儲備的變動額，卻是融合在各年的國際收支平衡表的官方儲備記錄中的，而難以將它分離出來並累計成餘額。

6.4 兩年的投資收益都為逆差，但後年比前年匯出外匯的單位小一位數，由百億減為十億。

6.5 兩年的經常轉移都為順差，單位卻與通常被認為是國際貿易的核心內容的貨物貿易相同，也達百億單位，後年還比前年增加了三分之一以上。

6.6 在金融帳戶的差額中，後年的直接投資略有增加，但比重從 144%¹¹ 減少為 89%；證券投資的差額從 2002 年到 2003 年由負數變為正數，單位都達百億之巨；其他投資方向沒有變化。

6.7 外匯儲備的增加額前年還以百億計，後年竟達千億。即 2003 年新增外匯儲備額就與 1996 年我國首次突破外匯儲備千億大關時的累計額相仿。

6.8 兩年的誤差與遺漏都是逆差，並且，後年從前年的十億單位躍升到百億單位。

在上面的對這兩年的我國的國際收支的主要特徵的描述中，筆者突出了變化方向和規模（單位），這將為後面的論述提供依據。現在對這些特點進行分析。

對於第 1 點，筆者的觀點已經在對表 2 的說明中提及。也就是說，我們不能簡單地根據“經常項目”差額與“資本和金融項目”差額的大小來判斷是否存在外匯儲備的結構性風險，否則，我們就會得出 02 年不存在風險、03 年存在風險的結論。但是，如第四節所指出的那樣，如果 02 年的資本和金融項目中也存在著“短期化”的現象，我們就不能否定這種風險的存在。然而，從第 6 點可知，該項目中的證券投資兩年之間由正數變為負數，其變化之大和速度之快，說明其中包含了大量的短期投資。¹²

從第 2 點中，我們可以看到我國的貿易總結構的脆弱性。加工貿易的比重如此之大，說明我國自己生產的產品的出口能力還不夠強；而貨物貿易中的一半以上是由外商直接投資承擔的，說明我國從中獲利的自主權有限。¹³ 所以，即便我

國從這樣的國際貿易中獲得了較大的順差，增加了我國的外匯儲備，但並不能認為這樣的外匯儲備就是安全的，因為它在很大的程度上依靠了外商直接投資。¹⁴ 通常，國際貿易被認為是經濟增長的火車頭。所以，這個火車頭的駕駛權對一國的經濟安全至關重要。只有當自己有了強有力的創匯能力時，這樣的外匯來源才是安全、可靠的。

從第 3 點可知，我國是服務貿易的逆差國。服務貿易包括運輸、旅遊、建築服務、保險服務、金融服務、專利權使用費和特許費等等。表中省略了具體的記錄。我國在旅遊、建築服務等方面的貿易通常都是順差，是具有優勢的。由此可知我國的服務貿易的逆差主要是發生在其他方面，它們將我國有優勢的這些服務貿易的順差沖抵了。比如金融、保險服務和技術專利等等，是我國還難以獨自承擔的，因此不得不向國外購買而發生逆差。這是我國亟需發展壯大的。這裏強調單位，是要說明相對於百億單位的貨物貿易的順差，我國的服務貿易逆差達十億單位，規模不小。

從以上幾點中，反映了我國經濟上的體質還不很強，這不能不被認為是一種風險。因為風險無非反映在抗突發事件的能力上，而這種能力的基礎在於“體質”。

下面要論述的風險，則反映在對某種“突發”事件的變化上。這就是我國的國際收支對人民幣升值預期所發生的變化，其中也隱藏著風險。

觀察一下上述第 4 點之後的各點，在我們的腦海中就會呈現出這兩年我國的外匯收支的重要景象：由 4 可知外商在暫緩匯回部分投資收益，所以會出現了這種外流的減少；由 5 可知經常轉移大量流入我國，增勢迅猛。這表明有國際資本正在通過捐贈等經常轉移途徑流入我國進行套利活動（參見[6]）；由 6 可知更具有穩定性的外商直接投資在金融帳戶中的比重銳減；證券投資從流出變為流入；其他投資雖然兩年仍然都是流出

提供的原料、輔料、零部件、元器件等等，有時還利用對方提供的設備來加工產品交付對方銷售，加工方只收取約定的工繳費，而一般貿易則以自主生產的產品出口為主。這兩種貿易方式反映了生產、銷售以及經營能力上的差異。

¹⁴ [4]中也有類似的觀點。另外，實際上在我國國際貿易中加工貿易和外商從事的貿易的比重大，兩者有密切的關係。因為外商把本國生產的中間產品轉移到我國，利用我國的廉價勞動力再把它們加工成最終產品後銷售，可以既快又容易地獲得收益，所以外商才願意在我國大力發展這種加工貿易。

¹¹ 由於 2002 年的金融帳戶中只有直接投資是淨流入的，而證券投資和其他投資都是淨流出的，所以這個比率超過了 100%。

¹² [6]和[8]也論證了這樣的觀點。另外，根據與表 6 相同的統計資料可知，2002 年我國長期外債與短期外債的構成為 67%/33%，但 2003 年為 60%/40%，也出現了“短期化”現象。自從我國改革開放後，這個比率最好的年份是 1999 年，為 90%/10%，最差的年份是 1985 年，為 60%/40%，與 2003 年一樣。

¹³ 加工貿易的特點是按委託方的設計、要求，使用對方

的，但將表 6 與下面的表 7 比較可知，其流出規模從以前的百億單位銳減為十億單位；由 7 可知外匯儲備劇增；由 8 可知不合規的資金流出（該記錄除了真正的誤差與遺漏之外就意味著資金外逃）竟然從十億單位躍升到與貨物貿易相同的百

億單位。綜合 6、7 和 8，可知從 2002 年到 2003 年，我國的對外負債和外匯儲備結構正在向表 5 所描述的模式發展。需要指出，這個現象出現在人民幣升值預期形成之際，從中可以得到解釋。

表 6 2002 年和 2003 年我國的國際收支平衡表（單位：百萬美元）

	02 年差	02 年貸	02 年借	03 年差	03 年貸	03 年借
經常項目	35421	387534	352113	45874	519580	473705
A·貨物貿易	44166	325650	281484	44651	438269	393617
(一般貿易)		(136186)	(129110)		(182006)	(187650)
(加工貿易)		(41%)	(45%)		(41%)	(47%)
(外商承擔)		(179927)	(122200)		(241731)	(162904)
		(55%)	(44%)		(55%)	(41%)
		(169985)	(160254)		(240305)	(231863)
		(52%)	(57%)		(55%)	(58%)
B·服務貿易	-6783	39744	46528	-8572	46733	55306
C·投資收益	-14945	8344	23289	-7838	16094	23933
D·經常轉移	12984	13795	810	17634	18482	848
資本和金融項目	32290	128321	96030	52725	219630	166904
A·資本帳戶	-49		49	-48		48
B·金融帳戶	32340	128321	95980	52774	219630	166856
直接投資	46789	53073	6284	47228	55507	8278
(144%)				(89%)		
證券投資	-10342	2286	12629	11426	12306	879
其他投資	-4106	72961	77067	-5881	151816	157698
官方儲備	-75507		75507	-117023		117023
A·外匯儲備	-74242		74242	-116844		116844
B·其他儲備	-1264		1264	-179		179
誤差與遺漏	7794	7794	18422	18422		
總計	0	523650	523650	0	757633	757633

(注) ①資料來源：《中國對外經濟統計年鑒 2004》國家統計局貿易外經統計司編，中國統計出版社。

②表中追加的外加括弧的數據取自於與上相同年鑒的其他統計，百分數由筆者計算得到。

③表中資料的單位由原來的“萬美元”被擴大到了“百萬美元”。

根據[6]的觀點，1997 年和 1998 年是人民幣貶值預期最強的年份，而如表 7 所示，除直接投資未受影響、一直是流入我國的（這也可以證明它具有較大的穩定性），但證券投資和其他投資基本上都表現為流出（僅 97 年的證券投資為流入，這可認為是時滯所致），直至表 6 所示的 2002 年為止。2003 年人民幣升值預期抬頭（[8]認為這兩年是人民幣升值預期最強的年份），所以經過一定的時滯，證券投資由以前的負數變為正數，開始大量流入我國，說明這與人民幣升值預期密切相關。在表 6 中，除了誤差與遺漏項目中有資本外逃之外，其他的可以暫時留在或流入我國的資金都盡可能地留在（比如像投資收益流出減少）

或流入了我國（比如經常轉移流入增加）。所以我們不能對由此而引起的我國的外匯儲備劇增感到樂觀，因為它具有很大的被動性。可以想像，如果人民幣真的有了較大幅度的升值，各種短期投資套利成功後就有可能向相反方向流動，這對我國來說無疑是一個很大的風險！

表 7 前數年的金融各帳戶的差額（單位：百萬美元）

	1997	1998	1999	2000	2001
直接投資	41674	41118	36978	37483	37356
證券投資	6942	-3733	-11234	-3991	-19406
其他投資	-27580	-43660	-18077	-31535	-16879

7. 結語

行文至此，應該結尾了，因為本文要論述的觀點，即什麼不是和什麼才是我國的國際收支中的風險已經論述清楚，由此涉及到的其他問題，比如如何應對人民幣升值所引起的資金流動，由於其問題之大，需要專題另文論述。所以，這裏僅概括一下本文的主要結論：

7.1 我國國際收支中的資本和金融項目的差額大於經常項目的差額不能作為我國外匯儲備中存在著結構性風險的依據；

7.2 如果不考慮經濟上的自主權，而僅從金融角度考慮，外商直接投資的增加不會增加我國外匯儲備的風險；

7.3 我國的國際收支中的經常項目即便為順差，但由於我國的國際貿易對外商直接投資的依賴，說明我國經濟上的體質還不強，由這樣的國際貿易而實現的外匯儲備的增加並不能說其中不存在風險；

7.4 在人民幣升值的預期下，短期資本大量流入我國，使我國的外匯儲備劇增，但這些資本的不穩定性對我國的金融安全具有很大的威脅。

最後還要指出，本文雖然論證了外商直接投資的增加不會危及我國的外匯儲備、不會構成金融上的風險（至少這種可能性不大），但這並不意味著就沒有經濟主權上的風險，因為這是不同的概念。所以本文並沒有認為外商直接投資多多益善，而與本文的引文中所提到的張幼文（1999）、夏京文（2001）等文獻所主張的觀點類似，認為積極的引進外商直接投資的方法應該是逐步地實現我國自行的生產、國際貿易的替代，從而使外商直接投資逐漸地減少，而不是增加。筆者在注釋 7 中表達了這樣的意思：只有通過不斷地提高我國的經濟實力去獲取現在只能拱手相讓給外商的利益，才能確保安全的外匯來源，從根本上消除我國外匯儲備的結構性風險。

參考文獻

- [1] 張幼文. 經濟安全——金融全球化的挑戰. 上海社會科學出版社, 1999.
- [2] 夏京文. 我國外資利用及其金融風險分析. 稅務與經濟, 2001 年第 5 期.
- [3] 鄒昭晞. 中國利用外資規模研究. 首都經濟貿易大學出版社, 2002.
- [4] 鄧敏. 我國當前外匯儲備形勢下的外資政策目標調整. 國際貿易問題, 2004 年第 9 期, PP.60-63.
- [5] 黃澤民. 中國外匯儲備增長的結構性風險及對策. 上海金融, 2005 年第 4 期, PP.4-7 轉 P.47.
- [6] 解讀國際收支平衡表：尋找“熱錢”與國際收支短期化預警. 第一財經日報, 2006 年 3 月 6 日.
- [7] 國際貨幣基金組織. 國際收支手冊（第五版）. 中國金融出版社, 1993.
- [8] 金犖, 李子奈. 中國資本管制有效性分析. 世界經濟, 2005 年第 8 期, PP.22-31.
- [9] 楊柳勇. 國際收支結構分析. 中國金融出版社, 2003
- [10] 李鴻飛. 我國國際收支“雙順差”現象思考. 國際貿易問題, 2004 年第 6 期, PP.77-80.
- [11] 樊勇明. 中國的外資政策. 日本的投資與亞洲的崛起. 上海三聯書店, 1991 年 PP.141-154.

作者簡介: Feng Xianzhong (馮憲中), 中國同濟大學經濟與管理學院.School of Economics and Management, Tongji University.
通信地址: 馮憲中, 中國上海市鎮寧路 465 弄 80 號 602 室, 200050.
Feng Xianzhong, 465-80-602, Zhenning Rd., Shanghai, 200050, P.R. China.
E-mail: xzfang126@126.com