

# 改革开放四十年来中国国际收支的演变历程、 发展趋势与政策涵义\*

张明

从2012年起，中国的国际收支双顺差格局已经逐渐消失。在未来，随着经常账户内部货物贸易顺差继续下降以及服务贸易逆差继续上升、人口老龄化以及高杠杆导致国内储蓄投资缺口收窄甚至倒挂，中国的经常账户可能呈现出短期顺逆差交替、中期转为持续逆差的格局；随着中国产业结构的升级转型、金融市场的双向开放以及资本管制程度的下降，中国的非储备性质金融账户可能呈现出余额变动不居的特点；随着人民币汇率市场化程度的提高、经常账户余额最终由正转负、“一带一路”倡议的推进以及藏汇于民格局的形成，中国的外汇储备存量中期内有望逐渐下降。中国国际收支格局变化导致的政策涵义至少包括：第一，无论是人民币汇率的波动性，还是中国国内资产价格的波动性，在未来均会显著增强；第二，中国央行的货币政策操作框架将会发生深刻改变；第三，各种资金频繁的大进大出将会增加中国金融体系面临的内外部冲击；第四，中国投资者对美国国债的投资需求将会发生趋势性下降，中期内美国国债市场存在显著调整的风险。

关键词：改革开放四十周年 国际收支 国际投资头寸 演变 政策涵义

2018年是中国改革开放四十周年。在这四十年间，中国经济保持了持续快速增长，1978—2017年这40年的年均国内生产总值（GDP）增速高达9.6%，无论经济总量还是人均收入的累积增幅都是非常惊人的。例如，1994—2017年，中国GDP规模由5737亿美元上升至12.66万亿美元，增长了21倍，中国GDP与美国

张明系中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员。

\* 作者感谢匿名审稿人提出的宝贵意见，作者文责自负。

GDP的比率由1994年的7.9%上升至2017年的65.0%。又如，同期内，中国人均GDP由481美元上升至9130美元，增长了18倍，中国人均GDP与美国人均GDP的比率由1994年的1.7%上升至2017年的15.3%。<sup>[1]</sup>

最近，国内外有很多论文和报告从不同角度回顾中国改革开放四十年发展历程与经验教训。本文则试图从中国国际收支（Balance of Payments）演变的视角来回顾改革开放以来中国经济的结构性变迁，从中可以清晰地看到中国经济与全球经济在发展中互动特征与阶段的变化，以及中国经济转型升级的过程。

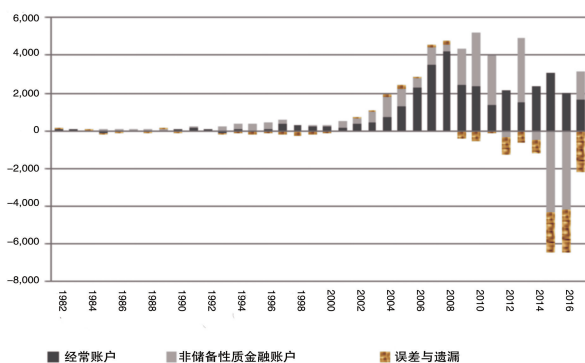


图1 国际收支持续双顺差的消失（单位：亿美元）

数据来源：Wind。

如图1所示，首先，自中国政府开始发布年度国际收支数据的1982—2017年这36年间，中国仅有五年出现过经常账户逆差，且均发生在1994年之前。1994—2017年，中国经济出现了持续24年的经常账户顺差。中国经常账户顺差余额在2008年达到4206亿美元的历史性峰值，到2017年下降至1649亿美元；其次，在1982—2017年这36年间，中国有10年出现过非储备性质金融账户逆差。在1982—1984年以及2014—2016年期间，中国经济出现了两次持续数年的非储备性质金融账户逆差。有趣的是，迄今为止，中国还没有任何年份出现过经常账户逆差与非储备性质金融账户逆差并存的双逆差局面。相反，在1999—2011年期间，中国曾经连续13年出现过经常账户顺差与非储备性质金融账户顺差并存的双顺差格局。再次，在1982—2017年这36年间，中国有26年都出现了错误与遗漏项的逆差。中国的错误与遗漏项余额存在明显的持续性特征，而非围绕零值

[1] 以上数据为笔者根据Wind相关数据计算得到。

上下做正态分布，这说明错误与遗漏项在较大程度上反映了地下渠道的资本流动。例如，在2002—2008年期间，出现了持续7年的错误与遗漏项净流入。而在2009—2017年期间，则出现了持续9年的错误与遗漏项净流出。值得关注的是，错误与遗漏项净流出规模在2015—2017年显著上升（年均2214亿美元），显著高于之前三年年均723亿美元的水平，这意味着地下渠道的资本流出压力自2015年以来显著放大。

本文将详细分析中国国际收支账户的变化，并探讨其背后的成因。本文剩余部分的结构安排如下：首先分析中国经常账户的结构性变化，其次讨论中国非储备性质金融账户的结构性变化，再次分析中国国际储备账户的结构性变化，之后梳理2004年以来中国国际投资头寸的结构性变化，最后为结论。

### 经常账户：顺差出现趋势性下降，未来将会顺逆差交替

经常账户分为货物贸易、服务贸易、初次收入与二次收入四个子项。如图2所示，不难看出，货物贸易一直是中国经常账户顺差的最重要来源，在近年来甚至成为经常账户顺差的唯一来源。

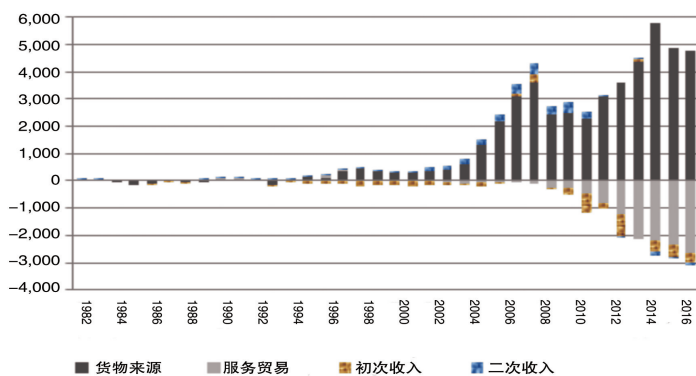


图2 经常账户细则（单位：亿美元）

数据来源：Wind。

在1994年初的人民币汇率并轨之后，中国在1994—2017年实现了连续24年的货物贸易顺差。在中国加入世界贸易组织（WTO）之后，中国货物贸易顺差迅速增长，由2001年的282亿美元一度上升至2015年的5762亿美元。在1998年东南亚金融危机与2008年美国次贷危机爆发之后，中国货物贸易顺差均出现了显

著下降趋势。虽然2016年与2017年期间没有国际金融危机爆发，但中国货物贸易顺差也出现了持续下降。随着2018年中美贸易摩擦开始激化，未来几年中国货物贸易顺差规模可能还会出现进一步下降。

1998—2017年，中国出现了持续20年的服务贸易逆差，这说明在中国服务业的发展相对于发达国家而言整体是较为落后的。服务贸易逆差的规模则由1998年的18亿美元上升至2017年的2654亿美元。值得注意的是，过去10年以来，中国服务贸易逆差的增长速度相当之快，这背后可能与中国人均收入到达一定门槛之后，对服务品的消费需求显著增强有关。在2014—2017年期间，中国服务贸易逆差已经达到货物贸易顺差的一半左右。

初次收入项又可以分为雇员报酬与投资收益两个细项。2003—2017年这15年间，中国的雇员报酬一直为正，这意味着中国公民的海外劳务收入持续高于外国公民的中国劳务收入。然而，除2007年与2008年这两年之外，中国的投资收益细项在1993—2017年这25年期间持续为负，这说明中国的海外投资收益持续低于外国的中国投资收益。考虑到这一期间中国一直是全球债权人（也即海外资产规模显著高于海外负债规模），这一点令人费解。笔者将在本文后面部分对这一现象进行解释。

二次收入项主要反映了中国与全球之间的转移支付。中国的二次收入项在2013年之前一直为正。而在2013—2017年这四年间，二次收入项有三年为负。背后的原因是，随着中国综合国力的增强，中国接受外部援助的规模下降，而中国对外援助的规模上升。

如图3所示，中国的经常账户顺差占GDP比率在中国加入WTO之后一度显著上升，由2001年的1.3%攀升至2007年的10.0%。也正是在2008年全球金融危机爆发之前，全球范围内流行过一阵关于全球经常账户失衡（Global Imbalance）的讨论。<sup>[1]</sup>美国指责中国通过操纵人民币汇率来实现过高的经常账户顺差，并认为如果经常账户顺差占GDP比率超过3%~4%，就说明一国存在经常账户失衡。不过，也正如图3所示，中国的经常账户顺差占GDP比率从2009年起显著下滑，并在2011—2017年期间连续七年低于3%。这说明，即使按照美国的标准来衡量，中国的经常账户失衡已经不复存在。

[1] 张明：“全球国际收支失衡的调整及对中国经济的影响”，《世界经济与政治》，2007年第7期，第75~80页。

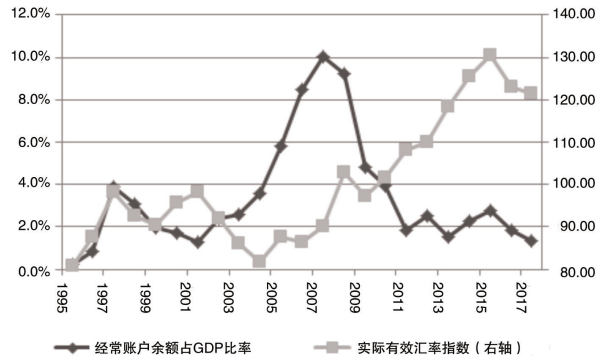


图3 经常账户余额与实际有效汇率

数据来源：Wind。

导致中国经常账户失衡缓解的原因，可以从以下三个角度来解释。<sup>[1]</sup>其一，从经常账户的结构来看，导致中国经常账户顺差规模下降的原因，一方面是服务贸易逆差的不断扩大，另一方面则是货物贸易顺差从2016年起的回落。此外，持续的初次收入逆差与二次收入逆差也扮演了一定角色。其二，中国经常账户顺差的下降也与人民币升值有关。如图3所示，2004年年底至2015年年底，人民币实际有效指数由81.87上升至130.35，升值幅度高达59%。人民币实际有效汇率升值降低了中国出口商品的竞争力，并提高了中国企业与居民对外国商品的购买力，因此是导致经常账户顺差下降的重要原因。其三，根据国民收入恒等式，一国的净出口也等于国内储蓄减去国内投资。从这一视角来看，中国近年来经常账户顺差的下降，也与国内储蓄投资缺口收窄有关。<sup>[2]</sup>如图4所示，在21世纪的第一个十年，中国的储蓄率与投资率均处于上升通道，但由于储蓄率上升得比投资率更快，导致储蓄率与投资率的差距在2007年达到占GDP 8.6%的高位。从2010年起至今，尽管储蓄率与投资率均处于下行通道，但由于储蓄率下降得比投资率更快，导致两者的差距在2017年仅为GDP的2.0%。

[1] 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”，《世界经济研究》，2018年第7期，第3~14页。

[2] 殷剑峰：“储蓄不足、全球失衡与‘中心—外围’模式”，《经济研究》，2013年第6期，第33~44页；张明：“全球经济再平衡：美国和中国的角色”，《世界经济与政治》，2010年第9期，第132~148页；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”，《国际金融研究》，2018年第8期，第33~43页。

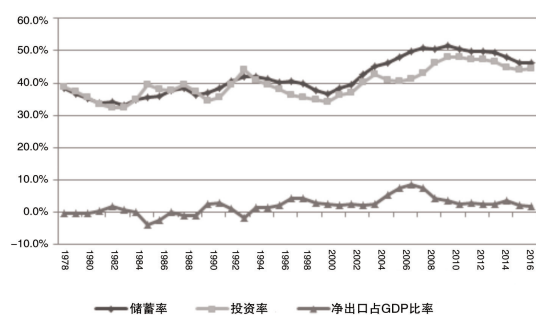


图4 国内储蓄、投资与贸易余额

数据来源：Wind。

我们也可以从上述视角来判断未来中国经常账户余额的变化：第一，从经常账户的内部结构来看，2018年以来中美贸易摩擦的爆发与加剧意味着未来中国的货物贸易顺差可能以更快的速度下降（2017年中国对美国的货物贸易顺差占到中国货物贸易整体顺差的一半以上），而中国居民的收入上升与消费升级带来中国的服务贸易逆差可能会持续上升，这意味着中国的经常账户顺差将会进一步缩小，甚至转为经常账户逆差。第二，从经常账户余额与人民币汇率的关系来看，当前无论是人民币兑美元汇率，还是人民币兑一篮子货币的汇率，均呈现出双向波动趋势，这一趋势可能延续较长的时间，这意味着汇率因素可能不会再对经常账户余额产生持续性的单边冲击。第三，从国内储蓄投资缺口来看，中国人口年龄结构的老化，以及近年来中国居民部门负债率的快速上升，都意味着未来中国储蓄率可能以较快的速度下降，其速度很可能超过投资率的下降速度，这也意味着中国的经常账户顺差可能进一步缩小，甚至出现经常账户逆差。综上所述，从中长期来看，未来中国经常账户由持续顺差转为持续逆差的概率较大。2018年第1季度，中国经常账户在近二十年来首次出现季度逆差。这可能是未来一段时间内中国经常账户出现交替性顺差逆差格局的开始。

### 非储备性质金融账户：持续性顺差已经消失，未来将会变动不居

如前所述，在1982—2017年这36年间，中国有10年出现过非储备性质金融账户逆差。非储备性质金融账户可以分为直接投资、证券投资与其他投资三个子项。如图5所示，在1982—2017年这36年间，中国有35年存在直接投资顺差（仅在2016年出现过直接投资逆差），23年存在证券投资顺差，15年存在其他投



资顺差。值得一提的是，在中国出现非储备性质金融账户逆差的10年内，中国都存在其他投资逆差，但这10年内有3年中国面临证券投资顺差。笔者的计算表明，1982—2017年这36年间，直接投资、证券投资与其他投资余额的变异系数分别为1.15、8.23与-3.26。虽然其他投资的波动性低于证券投资，但从图5中不难看出，其他投资变动的幅度远高于证券投资。从上述分析中不难得出这一结论，在过去30多年时间内，其他投资项的变化在较大程度上主导了中国非储备性质金融账户余额的变化。

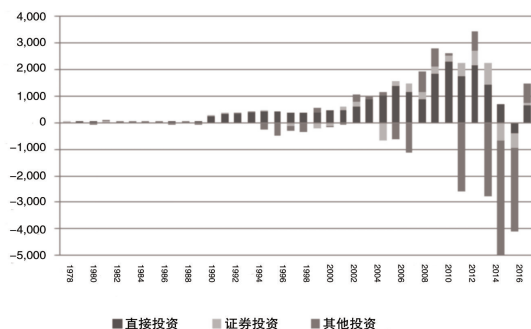


图5 非储备性质金融账户的细项（单位：亿美元）

数据来源：Wind。

中国政府从1990年代起开始实施针对外商直接投资的优惠政策。中国的外商直接投资流量在1990年代与2000年代快速增长，由1990年的35亿美元上升至2013年的2909亿美元。在此期间，外商直接投资流量仅在1998年东南亚金融危机、2008年全球金融危机与2012年欧洲主权债危机爆发后曾经短暂下降。然而，受到优惠政策减弱甚至取消、中国国内劳动力成本上升、人民币汇率持续升值等因素影响，中国吸收的外商直接投资流量在2014—2017年期间出现了连续四年下降，在2017年降至1682亿美元。2008年美国次贷危机爆发之后，中国政府开始鼓励中国企业“走出去”，到海外进行直接投资。2007—2016年，中国的对外直接投资流量从172亿美元攀升至2164亿美元。在2016年，中国的外商直接投资与对外直接投资流量分别为1747亿与2164亿美元，中国在改革开放之后第一次成为直接投资的净输出国。然而，在中国对外直接投资激增背后，出现了中国国有企业在境外非理性的并购、假借对外直接投资之名的资本外逃等现象，这一现象在2015年“811汇改”之后变得尤其突出。因此，中国政府从2016年下半年起开始收紧对对外直接投资的管理，此举导致中国对外直接投资流量在2017年锐减至1019亿美元。

中国政府长期以来对跨境证券投资保持着较为严格的管制。在相当长的时期内，中国投资者与外国投资者只能分别通过合格境内机构投资者（QDII，2007年出台）与合格境外机构投资者（QFII，2002年出台）的管道投资于境外与境内证券市场。随着央行从2009年起开始推进人民币国际化，为了促进境外人民币资金回流，中国政府增设了人民币合格境外机构投资者（RQFII）的管道（2011年出台）。为了促进中国内地与中国香港股票市场的互联互通，中国政府先后在2014年与2016年分别开通了沪港通与深港通。2017年，中国内地与中国香港之间的债券通正式上线，但目前仅开放了“北向通”（也即境外投资者投资内地银行间债券市场）。在2007—2017年这11年期间，除2015年与2016年外，中国均面临证券投资顺差，也即外国投资者的对内投资额超过了中国投资者的对外投资额。如图6所示，一方面，最近几年来，外国投资者显著增持了对中国债券的投资。在2015年之前，外国投资者对中国的股票投资显著高于债券投资。但在2016—2017年，外国投资者对中国的债券投资则超过了股票投资。2017年，外国投资者对中国股票与债券的投资额分别为340亿与829亿美元；另一方面，2015—2017年这3年间，中国投资者对外国证券投资规模呈现稳定增长态势，且在2016年与2017年，中国投资者对外国债券的投资规模也超过了股票投资。

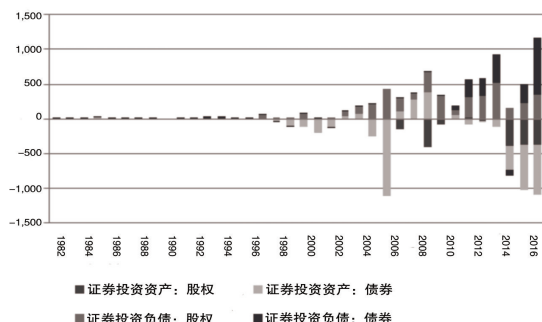


图6 证券投资明细（单位：亿美元）

数据来源：Wind。

与证券投资余额存在鲜明的反差，在2007—2017年这11年间，中国有6年面临其他投资逆差。由于其他投资项主要反映跨境企业与金融机构借贷，其他投资逆差表明中国对外贷款规模超过了外国对中国的贷款规模。如前所述，其他投资项的变动在较大程度上主导了中国非储备性质金融账户的变动。例如，在2014—2016年，中国连续3年出现非储备性质金融账户逆差。这3年间中国的其他投资逆差规模也是历史上最高的。其他投资余额的变动，在较大程度上受到人



民币汇率变化预期、中国资本账户管制严厉程度等因素的影响。例如，在2014—2016年，中国的其他投资逆差在很大程度上是由人民币兑美元贬值预期加剧所导致的。而在2017年，其他投资余额由负转正，一方面与中国央行加强了资本外流的管制程度有关，另一方面则与逆周期因子的引入消除了持续的人民币兑美元贬值预期有关。此外值得一提的是，由外国投资者提供的其他投资，在特定年份可能由流入逆转为流出，例如在2008年、2012年与2015年。2008年与2012年分别爆发了美国次贷危机与欧洲主权债危机，而2015年则是人民币贬值预期显著加剧的一年。外国投资者提供的其他投资流量由正转负，既可能是境外机构抽回借贷资金（例如2008年与2012年），也可能是中国企业提前偿还外国贷款（例如2015年）。

在1999—2011年（中国经济高速增长时期），中国曾经出现了连续13年的非储备性质金融账户顺差。而在2012—2017年这6年间，中国出现了4年的非储备性质金融账户逆差。我们可以从如下几个角度来预测未来中国非储备性质金融账户余额的走势：首先，随着中国人均收入的上升与产业结构的升级转型，中国对外直接投资的增长速度可能持续超过外商直接投资的增长速度，这意味着未来中国在直接投资子项方面可能出现持续逆差。其次，随着中国政府逐渐放松对国内机构投资者与外国机构投资者的跨境投资限制，未来中国证券投资资产与负债均会显著增长，而证券投资余额则可能时正时负。不过，由于短期内人民币仍面临贬值压力，因此中国政府对外国投资者对内证券投资的开放速度，要显著超过对本国投资者对外证券投资的开放速度。这意味着中国的证券投资余额短期可能是顺差，而中期可能是逆差。最后，随着人民币兑美元汇率进一步呈现双向波动特征，以及中国政府逐渐放松资本管制，其他投资项余额未来也会呈现出时正时负的特征。综上所述，未来相当长时间内，中国可能面临非储备性质金融账户余额交替出现正负的格局。

当然，从统计上来讲，如果中期内人民币汇率制度转为自由浮动（free floating），那么经常账户与资本账户（包含储备资产变动和净误差与遗漏）必然是互为镜像的自主平衡格局，不会出现持续的双顺差或双逆差。然而，一方面，笔者这里讨论的是非储备性质金融账户余额（也即扣除了外汇储备与净误差与遗漏项的资本账户余额），另一方面，在国内外市场波动性增强的背景下，即使一国存在经常账户逆差，该国也同样可能因为资本外流出现非储备性质金融账户逆差（尤其是考虑到当前中国政府对居民部门海外投资实施了非常严格的管制，一

且管制放松，很可能会引发持续的私人部门资本外流)。换言之，即使未来中期内中国经常账户余额持续为负，也未必能够保证非储备性质金融账户余额持续为正。

### 国际储备：短期有望维持稳定，中长期将会逐渐下降

从国际收支表角度来看，国际储备项是一个平衡项目，它等于经常账户余额、非储备性质金融账户余额与误差与遗漏项余额之和。如图7所示，外汇储备是中国国际储备最主要的构成部分，也主导了国际储备项的变动。在1999—2011年的国际收支双顺差时期，也是中国外汇储备急剧增加的时期。外汇储备增量由1999年的97亿美元激增至2010年的4696亿美元。尤其值得注意的是，在2007—2011年这5年期间，以及2013年，中国年均外汇储备增量超过了4300亿美元。虽然人民币兑美元升值预期逆转为贬值预期，以及非储备性质金融账户余额由顺差转为逆差，中国的外汇储备增量从2014年起显著下降，并在2015年与2016年出现了负增长。中国的外汇储备存量在2014年6月底达到4万亿美元峰值。在2014年下半年至2015年年底这一年半时间内，中国外汇储备下降了大约1万亿美元。导致外汇储备缩水的最重要原因，是中国央行为了抑制人民币兑美元的贬值，在外汇市场上出售美元买入本币所致。自2016年年初以来，中国外汇储备存量一直稳定在3.0万亿~3.2万亿美元的区间内。说明中国央行从2016年起已经不再将出售外汇储备作为维持人民币汇率稳定的主要政策工具。

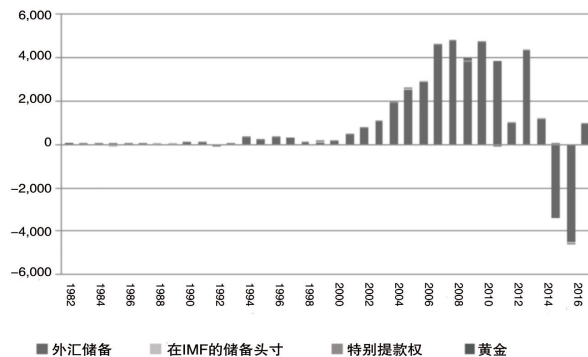


图7 国际储备细项 (单位: 亿美元)

数据来源: Wind。

可以从短期与中长期两个角度来展望未来的外汇储备项变化。从短期来看，

中国央行有较强的动力将外汇储备稳定在3万亿美元上下，这是因为3万亿美元被市场视为一个重要的心理阈值。如果外汇储备跌破3万亿美元，可能对市场预期产生很重要影响。从中长期来看，由于非储备性质金融账户余额是变动不居的，外汇储备增量在很大程度上取决于经常账户余额。随着未来中国经常账户余额最终可能由正转负，这意味着中国外汇储备增量未来也会大概率由正转负，中国外汇储备增量将会趋向于消失。当然，如果中国央行实施自由浮动的汇率制度，不再使用外汇储备来干预外汇市场，从理论上而言，外汇储备存量将会趋于稳定（或者说外汇储备的变动在剔除估值效应后将会主要取决于投资收益）。然而，考虑到中国政府正在大力推进“一带一路”倡议（这意味着要在中国境外使用外汇资金），以及未来中国政府将会逐渐放开资本账户（也即放宽居民部门购汇的限制），这意味着，中期内中国的外汇储备存量很可能会逐渐下降。

## 2004年以来中国国际投资头寸的变动：消失的顺差与收益率错配

如果说国际收支平衡表反映了一段时期内中国对外各种资金流动的话，那么国际投资头寸表就反映了特定时点中国对外的资产与负债存量的分布。自2004年起，中国政府开始公布中国的国际投资头寸表。如图8所示，2004—2017年，中国的海外资产与海外负债总体上呈现不断上升趋势，分别由2004年年底的9291亿与6537亿美元上升至2017年年底的6.93万亿与5.11万亿美元。中国的海外净资产在2013年年底达到2.0万亿美元的峰值，到2017年年底下降至1.81万亿美元，这意味着中国一直是一个海外净债权人。不过，如果剔除官方储备资产的话，中国私人部门的海外净资产持续为负，在2014年年底达到-2.12万亿美元的峰值，到2017年年底回落至-1.42万亿美元。

从统计上来看，海外净资产的增量等于一国累积的经常账户余额。在2014—2017年期间，中国的经常账户顺差累计为9073亿美元，但在2013年年底至2017年年底期间，中国的海外净资产却下降了1819亿美元。这超过了1万亿美元的资金缺口如何解释呢？余永定与肖立晟认为，这背后反映了两种形式的资本外逃。一种形式反映在国际收支表中的错误与遗漏项中，而另一种形式根本没有反映在国际收支表中。<sup>[1]</sup>

[1] 余永定、肖立晟：“解读中国的资本外逃”，《国际经济评论》，2017年第5期，第97~115页。

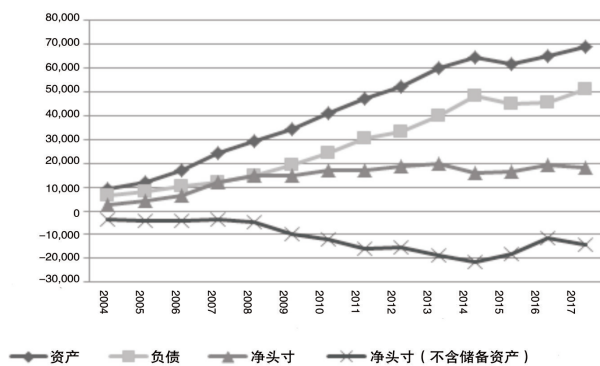


图8 国际投资头寸表 (单位: 亿美元)

数据来源: Wind。

从国际投资头寸表的资产方来看 (图9), 在2017年年底, 直接投资、证券投资、其他投资与储备资产占中国海外总资产的比重分别为21%、7%、25%与47%。不难看出, 官方储备资产是目前中国海外总资产最重要的组成部分。2004—2017年, 直接投资、证券投资、其他投资与储备资产的增幅分别为26.9、4.4、9.3与4.2倍。直接投资的增幅要显著高于其他三类资产。

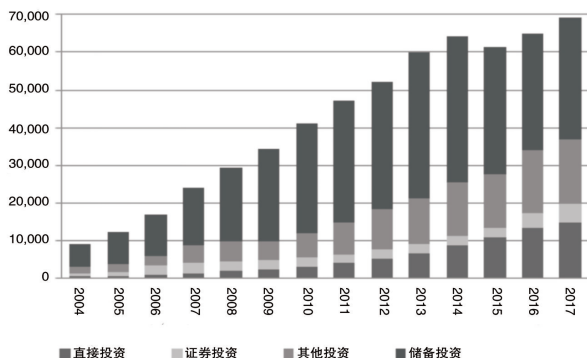


图9 国际投资头寸表资产方明细 (单位: 亿美元)

数据来源: Wind。

从国际投资头寸表的负债方来看 (图10), 在2017年年底, 直接投资、证券投资与其他投资占中国海外总负债的比重分别为57%、20%与23%。不难看出, 直接投资是目前中国海外总负债最重要的组成部分。2004—2017年, 直接投资、证券投资与其他投资的增幅分别为6.9、17.4与4.1倍。证券投资的增幅要显著高于其他两类负债。

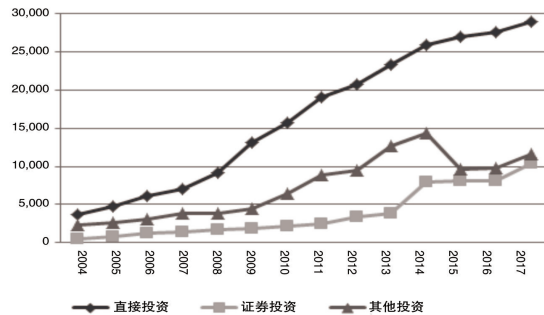


图10 国际投资头寸表负债方明细（单位：亿美元）

数据来源：Wind。

在2017年年底，中国的海外债券资产（1896亿美元）与海外股权资产（3075亿美元）均显著低于中国的海外债券负债（3272亿美元）与海外股权负债（7166亿美元）。中国的海外证券资产存量仅为海外证券负债存量的一半左右，一方面的原因是中国资本市场的发展程度依然显著低于发达国家，另一方面的原因则是中国对本国居民与企业的海外证券投资实行着更为严格的管制。

众所周知，外汇储备投资集中于发达国家国债与机构债，流动性与安全性很强，但收益率很低，尤其是远低于直接投资。如前所述，中国海外资产中接近50%是储备资产，而中国海外负债中超过50%是直接投资，这就意味着，中国海外资产的投资回报率将会显著低于中国海外负债的投资回报率。正是海外资产与负债的这种结构性差异，才造就了尽管中国是一个坐拥接近两万亿美元净资产的海外净债权人，但中国每年的海外投资净收益（这会反映在国际收支表经常账户的初次收入项中）持续为负的不利格局。<sup>[1]</sup>

## 结论与政策涵义

在1999—2011年期间曾经持续了13年的国际收支持续双顺差格局已经消失。<sup>[2]</sup>尽管双顺差在2013年与2017年曾经两度重现，但在2012、2014、2015、

[1] 张明：“中国国际收支双顺差：演进前景及政策涵义”，《上海金融》，2012年第6期，第3~9页。

[2] 余永定、覃东海：“中国的双顺差：性质、根源和解决办法”，《世界经济》，2006年第3期，第31~41页；Zhang, Ming and Xiaofen Tan, “The Vanishing of China’s Twin Surpluses and Its Policy Implications”, *China & World Economy*, Vol.23, No.1, 2015, pp.101-120；余永定：“见证失衡——双顺差、人民币汇率和美元陷阱”，《国际经济评论》，2010年第3期，第7~44页。

2016年，中国均出现了经常账户顺差与非储备性质金融账户逆差并存的格局。在未来，随着经常账户内部货物贸易顺差继续下降以及服务贸易逆差继续上升、人口老龄化以及高杠杆导致国内储蓄投资缺口收窄甚至倒挂，中国的经常账户可能呈现出短期顺逆差交替、中期转为持续逆差的格局；随着中国产业结构的升级转型、金融市场的双向开放以及资本管制程度的下降，中国的非储备性质金融账户可能呈现出余额变动不居的特点；随着人民币汇率市场化程度的提高、经常账户余额最终由正转负、“一带一路”倡议的推进以及藏汇于民格局的形成，中国的外汇储备存量中期内有望逐渐下降。中国国际投资头寸目前存在持续经常账户顺差不能顺利转化为净资产的增加，以及资产负债结构错配造成海外投资净收益为负等问题，这些问题也将随着中国资本管制程度的放松而得到缓解。

中国国际收支格局发生的上述显著变化，至少将会产生如下政策涵义：第一，无论是人民币汇率的波动性，还是中国国内资产价格的波动性，在未来均会显著增强。随着中国经常账户余额由顺差转为逆差，未来中国需要借助外部资金才能完成国际收支平衡，而外部资金的波动性要显著强于国内资金，这就意味着，未来中国各类资产价格的波动性将会显著增强。第二，中国央行的货币政策操作框架将会发生深刻改变。在国际收支双顺差格局下，外汇占款成为中国央行发行基础货币的唯一渠道。为了避免外汇占款过快增长导致国内流动性过剩，中国央行曾经不得不借助发行央票与提高法定存款准备金率的方式来进行冲销。而随着国际收支双顺差格局的消失，在过去几年内，中国央行不得不探寻新的基础货币发行方式，例如公开市场流动性操作与降低法定存款准备金率等。第三，各种资金频繁的大进大出将会增加中国金融体系面临的内外部冲击。随着中国央行进一步放松资本流动管制，未来各种内外冲击都可能放大中国面临的跨境资本流动，从而给国内金融市场稳定带来更大程度的挑战，中国央行因此也不得不保留针对资本跨境流动的宏观审慎管理手段。第四，随着中国外汇储备规模的下降以及海外资产结构的完善，中国投资者对美国国债的投资需求将会发生趋势性下降，未来美国国债市场的外部需求可能下降，这与特朗普政府当前的赤字财政政策相结合，可能使得中期内美国国债市场存在显著调整的风险。