国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

对外部门资产负债表

张　莹

2021 年 5 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

摘 要

当前中国的对外资产负债表呈现出四个主要特征：（1）对外资产和负债进入低速增长期。2016～2019 年间我国对外总资产和总负债的年平均增速分别为 6.0%和 6.5%，远低于 2006～2013 年间的 22.4 和 22.1%。（2）官方储备资产规模保持稳定，但外储充足性持续下滑。截至 2020 年第三季度，外储充足性比 2016 年末下滑了约 20 个百分点。（3）对外资产的主要持有者由政府部门转变为非政府部门。非政府部门持有的对外资产在总资产中的占比于 2017 年首次达到 50%，2020 年进一步提升至 58%，这表明尽管有着严格的资本流出管制，非政府部门配置国外资产的需求仍在增长。（4）对外负债来源有短期化的趋势。外国在华证券投资在总负债中的占比由 2016 年底的 17.8%上升至 2020 年的 29.8%，在 2019 和 2020 年的资本流入中的占比也在 50%左右，这意味着资本流动波动性和汇率超调可能性在上升，是一种潜在的风险。

同时，中国的国际收支呈现出三点特征：经常账户趋于收窄，资本账户净流出，对外投资收益率下滑。2018 年开启的中美贸易摩擦和 2020 年新冠疫情的爆发，使中国的外部环境快速恶化，加之人口老龄化等问题，未来中国将面临全球供应链重塑、外部融资能力受限、国际收支恶化的挑战。有关部门应管理好金融开放的节奏，健全跨境资本流动管理框架，密切关注外储充足性和外债风险的动态变化，加强人民币汇率弹性，并稳慎推进人民币国际化。

本报告负责人：张莹

本报告执笔人：

- 张莹

中国社会科学院经济研究所副研究员、国家金融与发展实验室高级研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

中国宏观金融

地方区域财政

宏观杠杆率

对外部门资产负债表

中国财政运行

中国金融监管

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

特殊资产行业运行

目 录

一、对外部门资产负债表的主要特征 1

二、国际收支形势与经济外循环 4

（一）经常账户顺差趋于收窄 4

（二）资本账户持续净流出 5

（三）对外投资收益率下降 7

（四）外储充足性持续下降 10

（五）对外债务风险可控 12

三、稳定外循环，积极应对全球化逆潮 13

对外部门资产负债表是国民经济账户不可分割的一部分，主要描述一国居民与非居民之间的经济关系。2018 年以来的中美贸易摩擦和 2020 年全球新冠疫情的爆发，使得中国面临的外部环境进一步恶化。未来中国可能会遇到全球产业链和供应链重塑、外部融资能力受限、国际收支恶化等问题的挑战，同时国内经济正处于迈向高质量发展的关键转型时期，从而呈现出以内循环为主，国内国际双循环互相促进的新发展格局。在这一背景下，我国的对外资产与负债的存量状况和持有结构、流量变动和趋势特征不仅是我国对外经济政策的反映，还是衡量我国经济外循环发展健康程度的重要指征，对构建开放型经济新体制的政策选择十分重要。

一国对外部门的资产负债存量和流量状况分别在《国际投资头寸表》（International Investment Position，IIP）和《国际收支平衡表》（Balance of Payments，BOP）中得以反映。国际收支头寸表是特定时点一国居民对非居民的债权或作为储备资产持有的黄金等金融资产，以及一国居民对非居民的负债价值的统计表，而国际收支平衡表是特定时期内居民与非居民之间的交易汇总统计表。国际收支平衡表所反映的资本流动情况是对外资产负债变化最重要的驱动因素之一，是制定货币政策和贸易政策的重要基础，因此在分析时需要给予重点关注。

在分析《国际投资头寸表》和《国际收支平衡表》时应注意，近年来我国的统计方法和统计框架有过若干次重要调整，包括（但不限于）以下几点：（1）扩大外商在华直接投资收益的统计口径；（2）人民币外债纳入负债统计；（3）中资企业境外上市融资计入负债，计值方式由成本法改为市值法；（4）自 2015 年起采用新的 BPM6 编制方法；（5）加工贸易由货物贸易调整计入服务贸易；（6）2017 年后贸易信贷调查统计的更新等。由此造成 2005、2014、2017 年三个数据断点，导致这些年份前后的数据不可比。

一、对外部门资产负债表的主要特征

在经历了 2015 年的短暂收缩后，我国对外部门资产负债表保持了温和扩张的态势，并且负债增速快于资产增速[1]。如表 1 所示，我国的对外资产从 2012 年末约 5.2 万亿美元增至 2020 年末的约 8.7 万亿美元，年平均增长率为 6.6%；同

[1] 本文讨论的对外资产和负债均不包括香港特区、澳门特区和台湾地区的对外资产和负债。

期的对外负债则从约 3.6 万亿美元增至约 6.6 万亿美元，年平均增长率为 7.9%。我国对外净资产从 2012 年的约 1.7 万亿美元增加至 2020 年的约 2.2 万亿美元，年平均增长率为 3.2%。由于净资产增速显著低于同时期的 GDP 增速，净资产与 GDP 之比也从 2012 年的 19.8%下降至 2020 年的 14.6%[2]。

当前我国对外部门资产负债表呈现出以下四个主要特征: 一是对外资产和负债进入低速增长期。2016 ~ 2019 年间我国对外总资产和总负债的年平均增速分别为 6.0%和 6.5%，远低于 2006 ~ 2013 年间的 22.4 和 22.1%。不过 2020 年受新冠疫情影响，对外负债快速上升，增加了 18.2%，比对外资产的增速高 7.3 个百分点，从而导致净资产有所下降。未来，受外部环境影响，我国企业的海外投融资能力会受到更多限制，而外商在华投资也会受到全球产业链重调的干扰，因此我国对外资产负债表的扩张速度可能将更加缓慢。

二是官方储备资产规模保持稳定。尽管近两年受到中美贸易摩擦引致的资本流出冲击，我国的官方储备资产依然保持在 3.2 万亿美元之上，2020 年剔除汇率和估值因素进一步增加了 280 亿美元，可以说十分稳定。

三是对外资产的主要持有者由政府部门转变为非政府部门[3]。非政府部门持有的对外资产在总资产中的占比自 2017 年首次达到 50%后，2020 年进一步提升至 58%，这表明尽管有着严格的资本流出管制，非政府部门配置国外资产的需求仍在持续增长。

四是对外负债来源有短期化的趋势。近年来我国大力推动金融开放，吸引国外投资者增持以人民币计价的股票、债券等资产，对我国对外负债的来源结构产生了较为深远的影响。外国在华证券投资在总负债中的占比由 2016 年底的 17.8%上升至 2019 年的 24.4%，2020 年进一步上升至 29.8%。由于证券投资有顺周期特征，外国在华证券投资占比的提高意味着资本流动波动性和汇率超调可能性的上升，是一种潜在的风险因素。

---

[2] 2014 年净资产骤降的主要原因是统计口径调整造成的负债上升，主要为调整境外上市企业估值和补计人民币外债。

[3] 本文讨论的政府部门为中央银行和主权财富基金（中投公司），不包含国有企业。非政府部门为居民部门和企业部门，包含国有企业。

表 1　2012～2020 年中国国际投资头寸表（单位：亿美元）

项目	2012	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
净头寸	16781	16103	16989	19849	20652	21075	22996	21503
A.资产	52353	64839	62232	65788	71915	74327	78464	87039
1 直接投资	5519	9225	11560	14237	18450	20015	22366	24134
1.1 股权	4117	7807	9725	11938	15949	17023	19341	20844
1.2 关联企业债务	1402	1418	1836	2300	2501	2993	3026	3290
2 证券投资	2428	2683	2685	3724	4992	5065	6575	8999
2.1 股权	1320	1670	1692	2207	3044	2786	3853	6043
2.2 债券	1108	1012	993	1518	1948	2279	2722	2955
3 金融衍生工具	0	0	36	52	59	62	67	191
4 其他投资	10527	13938	13889	16797	16055	17505	17226	20149
4.1 其他股权	0	0	1	1	54	69	84	89
4.2 货币和存款	3906	4453	3598	3653	3611	3896	3962	4865
4.3 贷款	2778	3747	4569	5768	6373	7097	6963	8389
4.4 保险和养老金	0	0	172	123	101	106	135	166
4.5 贸易信贷	3387	4677	5137	6145	5319	5972	5604	5972
4.6 其他	457	1061	412	1107	597	364	479	668
5 储备资产	33879	38993	34061	30978	32359	31680	32229	33565
5.1 货币黄金	567	401	602	679	765	763	954	1182
5.2 特别提款权	114	105	103	97	110	107	111	115
5.3 在国际货币基金组织的储备头寸	82	57	45	96	79	85	84	108
5.4 外汇储备	33116	38430	33304	30105	31399	30727	31079	32165
5.5 其他储备资产	0	0	7	2	5	-2	0	-5
B.负债	35572	48735	45243	45940	51263	53252	55468	65536
1 直接投资	20680	25991	26963	27551	27257	28271	27964	31793
1.1 股权	19425	24076	24962	25370	25150	25858	25296	28814
1.2 关联企业债务	1255	1915	2002	2181	2107	2413	2668	2979
2 证券投资	5466	8343	8583	8483	11775	11628	14526	19545
2.1 股权	4724	6893	6384	6168	8405	7506	9497	12543
2.2 债券	742	1449	2200	2316	3272	4122	5029	7002
3 金融衍生工具	0	0	53	60	34	60	65	122
4 其他投资	9426	14402	9643	9844	12197	13294	12913	14076
4.1 其他股权	0	0	0	0	0	0	0	0

4.2 货币和存款	2446	5030	3267	3166	4365	4833	4245	5266
4.3 贷款	3680	5720	3293	3205	3922	4169	4605	4555
4.4 保险和养老金	0	0	93	88	100	109	135	167
4.5 贸易信贷	2915	3344	2721	2883	3523	3931	3644	3719
4.6 其他	278	207	172	408	188	154	189	267
4.7 特别提款权	107	101	97	94	100	97	97	101

资料来源：国家外汇管理局。

注：从 2015 年一季度开始，我国按照国际货币基金组织 BPM6 标准进行编制和列示。除 2014 年末外，往期数据未进行追溯调整。表中各项均为当年年末的数值。

二、国际收支形势与经济外循环

（一）经常账户顺差趋于收窄

我国经常账户常年保持顺差，而 2018 年以来愈演愈烈的中美贸易摩擦和 2020 年的新冠疫情触发的全球供应链重塑，使得我国的经贸形势发生了快速且复杂的变化，也引发了对我国能否持续保持经常账户顺差的担忧。

如图 1 所示，我国的经常账户顺差由 2001 年的 174 亿美元快速上升至 2008 年的 4200 亿美元，经常账户顺差与 GDP 之比也从 2001 年的 0.7%上升至 2007 年的峰值 9%。但 2008 年全球金融危机之后，美国、欧盟等着力推动外部再平衡，我国的经济发展模式转为投资和内需驱动，在人民币汇率升值、服务贸易逆差上升、储蓄率下降等多重因素的共同作用下，我国的经常账户顺差趋于收窄。

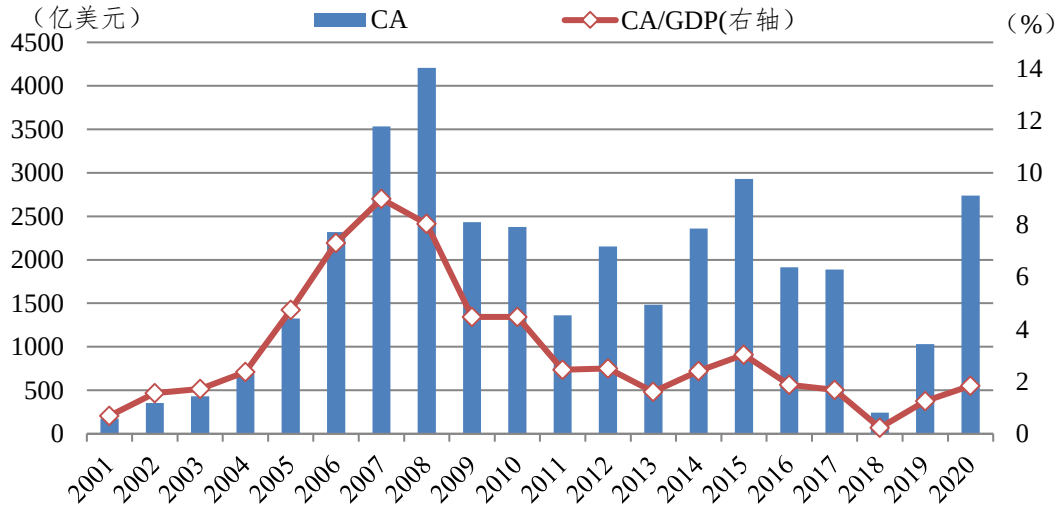

图 1　中国经常账户顺差变动

资料来源：国家外汇管理局。

具体而言，我国的储蓄率由 2010 年的最高点 52.8%逐年下降至 2018 年的 44.4%，下降了 7.6 个百分点，而同期我国的投资率由 48.4%下降至 44.2%，下降了 4.2 个百分点，这使得 2018 年我国的经常账户顺差降至 GDP 的 0.2%。

2020 年在新冠疫情的冲击下，我国的对外贸易经历了先抑后扬，表现出经济内在的巨大韧性。不过 2020 年出口的回暖主要是受到外围疫情的影响，可持续性仍有待观察。因为我国疫情控制措施得当，复工复产情况良好，而美国、印度、欧洲、南美等地区受到疫情的持续袭扰，经济封锁时断时续，生产生活难以恢复正常，导致大量订单流向我国，大大提升了外贸部门的景气程度。这一情况会否持续，最终还是取决于此次疫情在全球范围持续的时间和程度。

一个较为现实的前景是，疫情将绵延往复持续数年。虽然目前各国都在大力推广疫苗接种，但由于疫苗的生产分配不均、安全性和保护率参差不齐、病毒变异迅速等问题，全球疫情仍然此起彼伏，在达成全民免疫或特效药研发取得突破之前，疫情的阴影都将难以驱散。而随着时间推移，依靠政府财政救助和宽松的流动性支持的企业和居民资产负债表将会承受更大的压力。而当疫情最终得到控制、各国的经济刺激政策退潮，低迷的外需、订单分流和产业链转移一同袭来，届时我国的外贸前景就难言乐观了。

展望未来，中美经贸关系走向和全球供应链重塑的进程将是我国外贸形势的重要影响因素。受这两个因素的影响，未来我国出口部门可能会出现萎缩，特别是加工贸易的出口规模将显著下降。与此同时，由于内需不振叠加人口老龄化等因素，我国的投资、消费增速也将趋于放缓，进口也可能出现萎缩，从而导致经常账户变动方向不明。经常账户既可能表现为衰退式顺差（即进口收缩幅度大于出口，顺差扩大），也可能出现顺差收窄的情况，需视国内经济政策对总需求的拉动效果而定。总之，产业链外移和实行进口替代都需要时间，十四五期间我国经常账户应能继续维持顺差。

（二）资本账户持续净流出

若将国际收支平衡表上净误差与遗漏项计为本国资本流出，中国近年来存在资本持续净流出的情况[4]。如表 2 所示，2017～2020 年非政府部门本国资本以年

[4] 此处资本流出不是指资本物理上流出国境，而是资本的所有权在居民和非居民间发生转换。

平均 5603 亿美元的规模持续流出，比 2016 年的峰值收窄 38.1%；外国资本以年平均 4414 亿美元的规模持续流入，比 2016 年扩大 70.0%。这表明“宽进严出”的管制措施有效促进了双向资本流动的平衡，取得了一定的政策效果。

表 2　中国非政府部门跨境资本流动估算

	外国资本净流入	本国资本净流出	净值	NEO	本国资本净流出（修正）[1]	净值（修正）[2]
2012	2670	-3030	-360	-871	-3901	-1231
2013	5633	-2203	3430	-629	-2832	2801
2014	4115	-4629	-514	-669	-5298	-1182
2015	-1010	-3335	-4345	-2018	-5353	-6363
2016	2596	-6756	-4161	-2186	-8942	-6347
2017	4419	-3324	1095	-2066	-5390	-971
2018	5158	-3432	1727	-1774	-5205	-47
2019	2871	-2798	73	-1292	-4090	-1219
2020	5206	-5983	-778	-1681	-7665	-2459

资料来源：国家外汇管理局，作者估算。

注：1. 根据国际收支恒等式，$CA=-KA=\Delta R-NFI=\Delta R-(FI_{inward}-FI_{outward})$，其中 CA 为经常账户余额，KA 为资本和金融账户余额；ΔR 为官方储备资产变动，这里同国际收支平衡表中的记账处理不同，储备资产增加为“+”，减少为“－”；NFI 为非政府部门资本净流入，FI_{inward} 为资本流入，$FI_{outward}$ 为资本流出，则 $FI_{outward}=CA+FI_{inward}-\Delta R$。

2. 净值为等式中的 NFI，即非政府部门资本净流入，此处非政府部门指企业与居民部门。

经误差项调整后，2015～2016 年每年的净流出规模均超过 6300 亿美元，而 2017～2018 年虽仍为净流出，但已经大幅收窄，可以说我国的跨境资本流动已经逐步恢复平衡。然而受中美贸易摩擦的影响，2019 年全年净流出为 1219 亿美元，有再次扩大的趋势。

2020 年在疫情冲击之下国内外利差扩大，外国证券投资资本流入显著增加，人民币汇率也随之升值，一度引发国内关于“人民币进入升值周期”的讨论，但事实上我国资本流出的形势却正在变得更为复杂和严峻。

根据外汇管理局公布的最新数据，2020 年我国的经常账户顺差为 2740 亿美元，官方储备资产却仅增加了 280 亿美元，这表明我国非政府部门的资本净流出在扩大。由于外国资本流入（特别是证券投资）较去年同期显著上升，则本国资本流出应为主要驱动因素。

疫情过后，若全球经济能够稳步复苏，美联储和其他主要经济体的央行将会逐步推动货币政策正常化，我国的货币政策也将逐步收紧，短期资本流入和汇率升值态势可能会出现逆转，有触发系统性金融风险的可能，需密切关注跨境资本流动的动态发展。

（三）对外投资收益率下降

我国对外投资净收益常年为负，是经常账户中的一个重要逆差项。其原因是过去我国对外资产主要由政府部门持有，长期存在资产端收益低、负债端成本高的问题。随着非政府部门对外投资的快速发展，这一状况有所改善，然而近年来非平衡的资本管制政策限制了其发展和活力，副作用之一便是对外投资收益率的下降。

如图 2 所示，2005 年以来我国对外投资收益和外国对华投资收益均显著增长。一方面，我国对外投资收益由 2005 年的 359 亿美元上升至 2017 年的高点 2673 亿美元，年平均增长率为 18.2%。不过，2018~2020 年在对外资产增长 21% 的情况下，对外收益却下降至 2244 亿美元，降幅为 16.1%，这表明收益率下降较为显著。反观外国在华投资收益，总体上保持了上升的态势，由 2005 年的 536 亿美元上升至 2020 年的高点 3315 亿美元，年平均增长率为 14.1%。

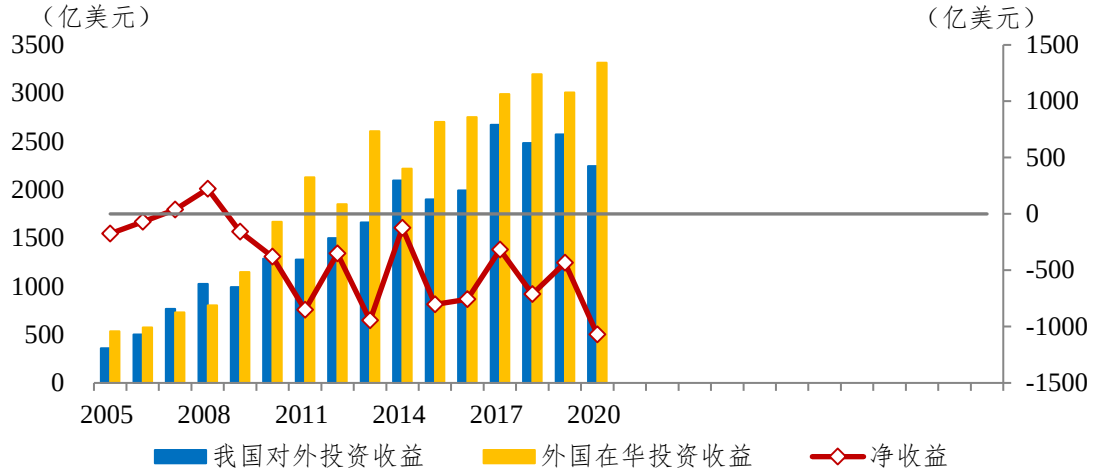

图 2　中国对外投资收益与外国在华投资收益

资料来源：国家外汇管理局。

当前我国政府部门持有的资产主要为外汇储备、货币黄金和主权基金，分别占比 89.2%、2.7%和 7.5%。外汇储备的投资对象主要为安全性高、流动性好但收益率低的外国长期国债，其中约有三分之一为美国国债。如图 3 所示，近十五年

来，主要经济体国债收益率总体呈下降趋势，这主导了我国政府部门对外投资收益率的走势，外储收益率由 2007 年的高点 3.7%降至 2020 年的 0.3%。而随着外储多元化的发展，美元资产占比下降，也使得近年来外储收益率与美国国债收益率之差呈现扩大之势。故不难理解，尽管 2020 年我国对外资产为负债的 1.33 倍，净资产也上升至 2.15 万亿美元，但净收益却依然为负。

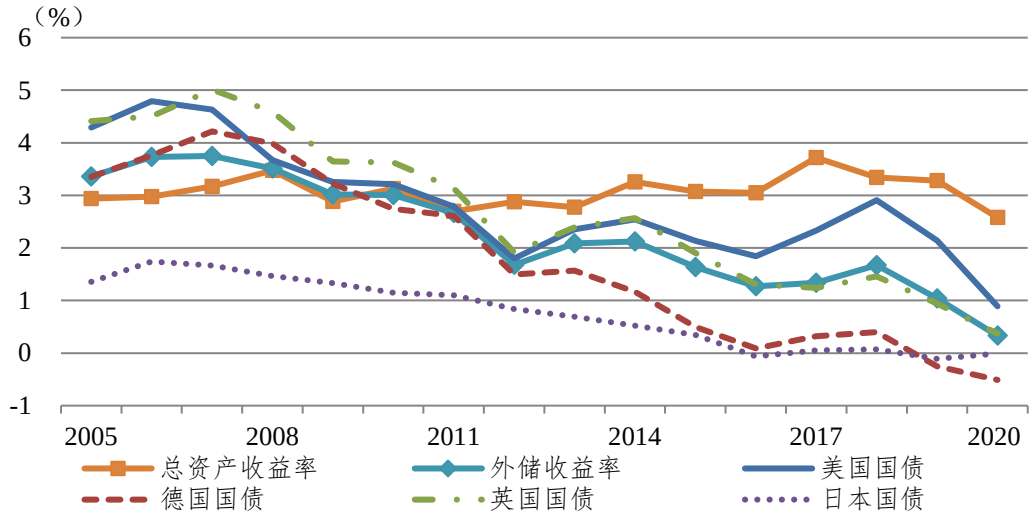

图 3　我国对外投资资产收益率

资料来源：国家外汇管理局，OECD，作者估算。

注：1. 总资产收益率=我国对外投资总收益/对外总资产×100%；

2. 各国国债收益率来自 OECD 数据库中的长期国债收益率。

作为政府部门对外投资的主体之一，我国的主权基金对外投资表现良好，但由于占比不高，对总资产收益率的贡献仍然较小。如表 3 所示，我国主权基金的资产规模实现了快速增长。总资产规模由 2007 年初的 2000 亿美元上升至 2019 年的 10457 亿美元，年平均增长率为 14.8%。但是，国内资产增值部分贡献了绝大部分的增长。国内资产规模由 2007 年的 1000 亿美元上升至 2019 年的 7854 亿美元，年平均增长率为 18.7%，占比约为四分之三。与此同时，国外资产由 1300 亿美元上升至 2603 亿美元[5]，占比不到四分之一。其对外投资的累计年化净收益率为 6.1%，显著高于外储收益率和总资产收益率，不过因其易受国际资产价格变动的影响，表现并不稳定。其中，2008、2011、2015、2018 年收益率为负，而 2017、2019 年收益率则超过 17%。

[5] 此处 1300 亿美元国外资产的构成为 2007 年的初始资产 1000 亿美元与 2011 年新注资的 300 亿美元之和。

表 3　我国主权基金的资产结构和收益率

	总资产（亿美元）	增长率（%）	国外资产（亿美元）	国内资产（亿美元）	国外资产（%）				
					现金	股票	固定收益	另类资产	年收益率
2007	2000	-	1000	1000	-	-	-	-	-
2008	2975	48.77	979	1996	87.4	3.2	9	0.4	-2.1
2009	3324	11.71	1094	2230	32.0	36.0	26.0	6.0	11.7
2010	4096	23.22	1221	2874	4.0	48.0	27.0	21.0	11.7
2011	4822	17.72	1469	3353	11.0	31.0	21.0	37.0	-4.3
2012	5750	19.25	1625	4125	3.8	32.4	19.1	44.7	10.6
2013	6527	13.52	1776	4751	2.6	40.4	17.0	40.0	9.3
2014	7467	14.40	1873	5594	3.6	44.1	14.6	37.7	5.5
2015	8138	8.98	1818	6320	3.3	47.5	14.4	34.8	-3.0
2016	8135	-0.03	1931	6204	1.9	45.9	15.0	37.2	6.2
2017	9414	15.72	2271	7143	1.2	43.6	15.9	39.3	17.6
2018	9406	-0.08	2217	7189	2.4	38.3	15.2	44.1	-2.4
2019	10457	11.17	2603	7854	1.2	38.9	17.7	42.2	17.4

资料来源：中国投资公司（CIC）年报。

注：2011 年成立中投国际公司，专门从事境外投资和管理业务，同年增资约 300 亿美元，使得当年国外资产规模上升，但实际该年境外投资收益率为－4.3%。

总体来看，我国对外投资总资产收益率常年在 3%上下波动。2017 年一度升至 3.7%，但这一势头未能持续，2018 年便回落至 3.3%，2020 年进一步下滑至 2.6%，比当年外国在华投资总资产收益率低了 248 个基点。

若将对外投资主体划分为政府部门和非政府部门，分别估算投资收益并计算收益率，估算结果表明，随着我国对外资产持有主体结构的变化，非政府部门对外投资收益已经成为主要的收益来源，收益率也显著高于政府部门[6]。

如图 4 所示，自 2011 年以来我国非政府部门对外投资收益率比政府部门平均高出约 270 个基点。但非政府部门收益率自 2016 年重启资本管制以后便呈下降态势[7]。2019 年非政府部门投资收益率降为 4.0%，只比政府部门高出 200 个基点，与同期外国在华投资收益率（5.1%）的差距已经显著缩小。投资收益率与

[6] 政府部门投资收益由外汇储备投资收益和主权基金投资收益两部分构成，非政府部门投资收益为总对外投资收益与政府部门投资收益之差。部门对外投资收益和收益率的计算参见李扬，张晓晶和常欣等：《中国国家资产负债表 2018》，中国社会科学出版社 2018 年版。

[7] 这里对政府部门的收益率可能有所低估。因为外汇储备中配置了一定比例的证券资产，但因数据的不可获得性，在我们的估算中这部分资产的收益率以美国国债收益率计。

外国在华投资收益率的趋同，表明非政府部门对外投资正在走向成熟，但作为现行微观监管的主要对象，非政府部门对外投资的发展受到了一定制约。

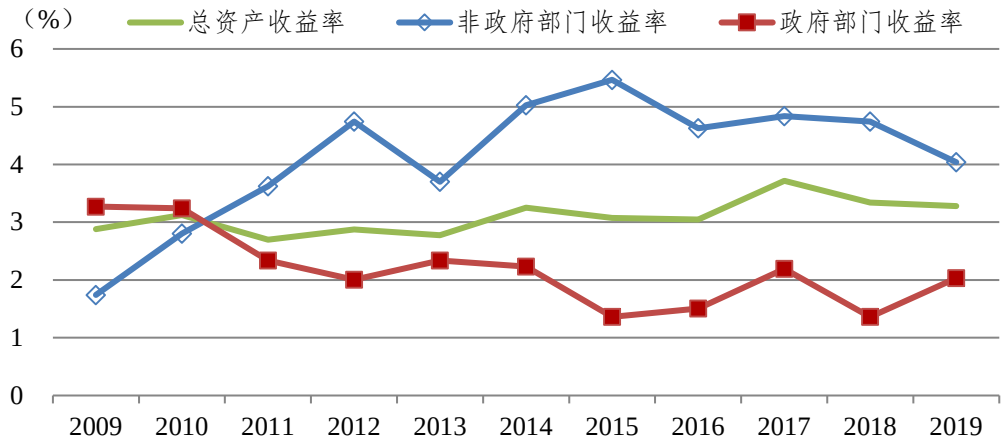

图 4　政府部门和非政府部门对外投资收益率

资料来源：国家外汇管理局，美国财政部，OECD，作者估算。

随着我国老龄化社会的加速到来，储蓄率的下降将难以避免，因此我国的经常账户在远期存在转负的可能，届时将需要依靠对外投资收益和资本账户流入来维持国际收支的平衡。由于非政府部门是我国对外投资收益的主要来源，也是扭转对外投资收益长年逆差的发展方向，持续限制非政府部门的对外投资在远期将对保持我国国际收支的动态平衡十分不利，需要适时予以调整。

（四）外储充足性持续下降

我国自 2016 年出现一定规模的资本外流以来，尽管外汇储备的总体规模变动不大，也仍然处于安全区间，但外储充足性在持续下降。

依据国际货币基金组织“外汇储备充足性”的标准，考察外储充足性涉及四个核心指标，分别为：（1）满足偿还 30%的短期外债需求；（2）新兴市场国家需要满足 20%其他资产组合负债流出需求；（3）满足 5%□10%的国内居民资产流出需求，目前较为通行的是以广义货币 M2 来衡量国内居民资产的规模；（4）满足 3 个月的进口贸易支付需求[8]。

在这里需要注意的是对储备资产的定义，并非一国外汇储备中的所有资产在面临危机时都具备流动性，同时也还可能有其他资产和信用能够被用于应对国际

[8] 由于中国是新兴市场国家，但不是大宗商品出口国，外汇储备需要满足 3 个月的进口需求。若为新兴市场国家，且为大宗商品出口国，则外汇储备需要超过年出口额的 10%。

收支危机。不过就我国的情况来说，外汇储备的流动性较好，而且官方储备资产中的货币黄金和特别提款权等也可用于应对外部冲击，因此我们采用比外汇储备更广义的官方储备资产来衡量我国的外储充足性。

截至 2020 年三季度末，我国的官方储备资产为 32812 亿美元，在无资本管制、固定汇率的条件下，我国需要约 4.2 万亿美元的储备，已经超出目前的储备水平 29 个百分点。而在较为严格的资本管制、固定汇率的条件下，只需要约 2.6 万亿美元的储备，约为当期储备水平的 80%，可以说是基本无虞。若实行浮动汇率制度，则安全阈值进一步下降至约 1.9 万亿美元，目前的储备规模将更显充足。

从趋势看，我国的外储充足性（即安全阈值与当期外储的比率）在 2009 年时情况最为良好，随后便持续下滑，特别是 2015～2018 年间降幅十分显著。如图 5 所示，同资本流出最为严重的 2016 年相比，2019 年在有资本管制、固定汇率条件下的外储充足性下降了 17 个百分点，而在疫情冲击下 2020 年前三季度又进一步下降了 4 个百分点。

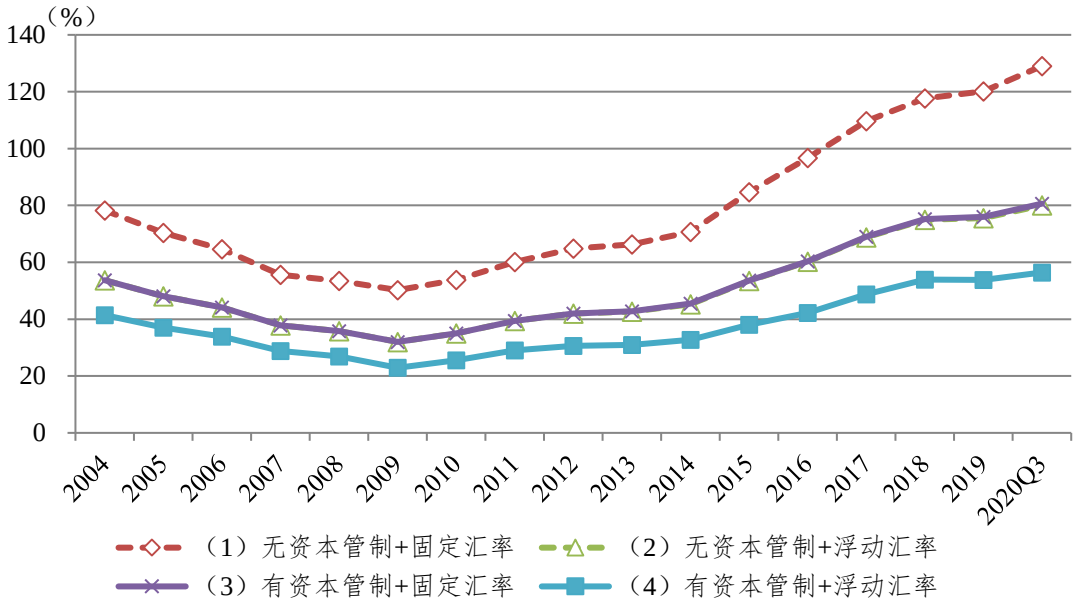

图 5　中国外储充足性变动趋势

资料来源：国家外汇管理局，中国人民银行和作者估算。

注：外储充足性是指在四种政策组合条件下，外汇储备的安全阈值与当期外储规模之比。数值越大则安全性越低，数值>100%时为存在风险。

总之，一国需要保有与其经济规模和特征相适应的外汇储备，以防范、调和金融风险和外部冲击，稳定国际金融市场对本国偿债能力和对本币汇率的信心，因此我国外储充足性的变化趋势值得持续跟踪。

（五）对外债务风险可控

根据国家外汇管理局公布的全口径外债表和《中国国际收支报告》[9]，2019年底我国外债（含人民币外债）余额为20573亿美元，较上年增长3.8%，外债余额居世界第13位，美国、日本的外债规模分别是我国外债规模的10倍和2倍左右。因此从绝对值来看，我国的外债规模与经济规模相适应，但考虑到经济发展阶段、老龄化问题、海外融资前景，外债规模也已经不低。

对外部门的债务风险主要包括三种：期限错配、货币错配和资本结构错配。

期限错配风险主要指对外部门的资金来源和运用在期限上不匹配，因缺乏流动性而导致债务违约的风险。从期限结构来看，我国外债一直是以短期外债为主，近年来短期外债占比一直在下降。2020年底短期外债余额为13164亿美元，占比下降至54.8%，短期外债与外汇储备之比为40.9%，比2016年末上升了12个百分点，但与国际警戒线（100%）仍有较大距离，故目前我国面对的期限错配风险较低。

货币错配风险主要是指由于货物和资本流动采用不同货币计价，使得一国资产和负债、进出口贸易的收入和支出易受汇率变动的影响，出现支付困难的可能。在由美元和欧元主导的国际货币体系中，除美国和欧元区国家以外，所有国家都面临着货币错配的风险。根据外汇管理局公布的数据，2020年底我国外币外债占比约为58%，共计13998亿美元，其中美元债务占84%，约为11758亿美元；欧元债务占8%，约为1120亿美元；日元债务占2%，约为280亿美元；此外还有港币债务约占4%。若沿用李扬等（2018）对我国外汇储备币种构成的估计[10]，则2020年底我国拥有美元储备约为11476万亿，欧元储备约合5402亿美元，日元储备约合1200亿美元，均可完全覆盖。考虑到中美关系趋紧，未来获取美元资产的难度可能会上升，由于我国外债和外储规模较大，面临的货币错配风险会逐渐升高。

---

[9] 全口径外债统计的外债金额显著低于IIP表中的对外负债，估计主要是因为全口径外债中不包含直接投资和证券投资中的“股权”投资。

[10] 估计2015～2016年我国外汇储备的平均构成约为美元资产（47.8%）、欧元资产（22.5%）、英镑资产（13.8%）、日元资产（5%）和其他货币资产（10.9%）。参见李扬等：《中国国家资产负债表2018》，中国社会科学出版社，2018年12月版：北京。

资本结构错配风险主要是指权益实体过分依赖负债融资，而资本金或所有者权益在融资中的比例过低而带来的风险。我国长期以来是以直接投资为主要融资方式，而不是发展中国家常见的负债融资，因此我国的资本结构错配风险较低。但是随着金融开放的不断深化，近年来流入我国的证券投资快速增加，2020 年末证券投资在外商对华投资存量中的占比已经接近 30%，而在 2019 年和 2020 年的资本流入中，证券投资占比均为 50%左右，由于证券投资具有短期化和顺周期特征，其占比的不断上升会造成我国资本结构错配风险上升。

此外，从国际通用的衡量外债风险的三大指标来看，我国的负债率、债务率和偿债率均低于国际警戒线。根据外管局公布的数据，2020 年末我国负债率为 16.3%，债务率为 87.9%，偿债率为 6.5%，虽然各项指标均较 2016 年末有所上升（分别为 13%、65%、6%）但均在国际公认的安全线（分别为 25%、100%、25%）以下，故目前我国的外债风险总体可控。

未来，我国企业的海外融资可能会受到更多限制，在有序开放国内金融市场的过程中，应继续加强对企业和金融机构的对外债务，特别是短期外债和外币外债的统计和风险监控。

三、稳定外循环，积极应对全球化逆潮

当今世界正处于一场深刻的变革之中，英国脱欧、特朗普当选、法国黄马甲等一系列事件，标志着许多国家在向以国家为中心的现实主义回归，这些无一不在向全球化的未来发出警告，而新冠疫情在全球的蔓延更是促使逆全球化这只灰犀牛发起了最后的冲锋。

早在六年前 Golding（2014）便预言了下一场经济危机将以全球疫情的方式引发，他认为这是全球化发展所带来的系统复杂性和连接即时性的一个不可避免的结果。尽管全球化给一些国家和地区带来了经济繁荣和生活水平的提高，但各国政府低估了与全球化相伴相生的系统性风险，对全球化给社会、经济、环境造成的不良后果管控不足 [11]。而即便是像 Stiglitz 这样坚定的全球化支持者，也承认全球化没有为大多数国家的穷人服务，没有为环境服务，更没有为全球经济稳

[11] Ian Golding and Mike Mariathasan. The Butterfly Defect: How Globalization Creates Systemic Risks and What to Do about It. Princeton University Press. 2014.

定服务，而所谓的贸易创造就业机会更是一个善意的谎言，发达国家制造业岗位的流失很可能是永久性的[12]。

随着病毒的自然演化、疫苗和治疗药物的研发和普及，新冠疫情终会平息，但它留给我们的除了全球性的经济衰退、各国政府财政状况的恶化、高企的债务，还有许多深远的影响。

首先，疫情令各国深刻认识到全球供应链的脆弱性。当前的国际分工已经深入到产品内分工的层面，全球化的蓬勃发展导致供应链集中分布在少数低成本的国家，及时交货和严控库存的管理模式盛行，这些做法的弊端在这场全球化的疫情中被充分暴露。因此，疫情过后各国政府和企业都会更加注重产业和供应链安全，并推动战略性产业和供应链的本土化、区域化，这将会使全球化出现一定程度的倒退。

其次，此次疫情或将深刻改变世界政治经济格局。各国面对疫情都采取了不同的抗疫措施和经济政策，同时，疫情对不同族群和社会阶层造成的不平衡冲击，在全社会范围引发了激烈的争论和严重的社会撕裂，这些价值观和意识形态层面的分歧导致“利益相关者资本主义”的兴起，这将深刻影响各国的对外政策和企业的决策。吉尔平曾指出，尽管跨国公司、国际组织在国际事务中扮演着越来越重要的角色，但是国家才是决定性力量和首要行为者，国家安全永远是各国主要关心的问题，并强调权力、国家政治利益和国家间竞争在一体化进程中的重要性[13]。美国政府是否会继续采取以国家为中心的现实主义立场，将决定中美关系的未来走向[14]。而疫情在多国引发的不满情绪倘若最终使得中国和西方在政治、经济、外交等方面陷入僵局，那么全球化将不可避免地出现割裂，这也是此次疫情带来的最为深远的影响。

然而，我们依然有理由对全球化保持乐观。疫情期间中美之间的贸易规模不仅没有萎缩，反而有所回升。而疫情对全球消费者的消费方式和消费结构的影响，

---

[12] Joseph E. Stiglitz. Globalization and Its Discontents revisited：Anti-Globalization in the Era of Trump. New York: W.W. Norton & Company, 2018.

[13] 参见罗伯特·吉尔平：《全球政治经济学：解读国际经济秩序》，上海人民出版社，2006年版，上海。

[14] 这一主义的主要倡导者有修昔底德（Thucydides）、马基雅维利（Machiavelli）、摩根索等人，也是特朗普政府“美国优先”的外交政策的基础。

更多的是来自于封锁式的抗疫政策和收入下降，这些影响在疫情消退后可能会逐步消失。此外，数字经济在全世界范围蓬勃且深入的发展也很可能在疫情后成为加速全球化进程的推进器。

未来，国际地缘政治不稳定因素较多，各国经济政策的不确定性也在上升，这些都对我国参与全球治理、发挥区域影响力、实现更高水平和更深层次对外开放的能力提出了挑战。面对这一形势，有关部门应管理好金融开放的节奏，稳定外循环，更好地服务于国内宏观经济和金融稳定的大局，健全跨境资本流动宏观审慎和微观监管“两位一体”的管理框架，从根本上加强管理波动的能力，并稳慎推进人民币国际化，建立人民币国际金融基础设施，为人民币的跨境循环建立一套符合国际规范的金融骨干网络。

版权公告：【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。