



中國國際收支再平衡的前景

高級經濟研究員 蔡永雄

經過過去 40 年的改革開放，內地經濟不單取得了驚人成就，躍升為全球第二大經濟體，同時亦由 1970 年代一個相對封閉的經濟體，逐漸成為一個與世界有更多聯繫較為開放的經濟體。內地與世界經濟聯繫日益加深，有關經濟活動亦反映在內地的經常賬戶，以及國際收支平衡之上。展望未來，內地正加快其金融市場和服務業的對外開放，預期會對未來的經常賬戶和國際收支平衡帶來深刻的變化。

一、2015 年後，內地經常賬盈餘顯著收窄

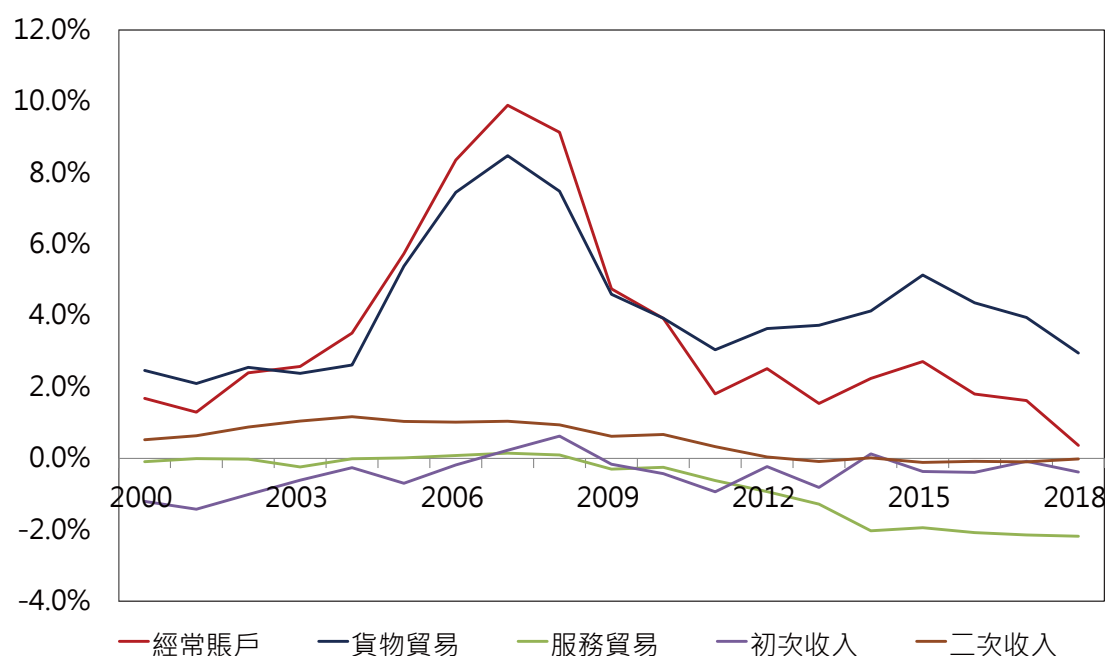
自 1994 年以來，內地持續 20 多年錄得經常賬盈餘。該經常賬盈餘於本世紀初一直穩定於本地生產總值約 2%。在內地加入世界貿易組織後，其出口表現獲得大幅提升，經常賬盈餘亦因而大幅增加至 2007 年相當本地生產總值 9.9% 的高峰。然而，在 2007 年過後，內地經常賬盈餘以本地生產總值比例計算則持續錄得收縮，至 2018 年跌至只有本地生產總值的 0.4%。內地經常賬盈餘收縮主要是由於環球金融海嘯過後，貨物貿易增長明顯放緩，以及服務進口持續增長所致。

經常賬戶是量度居民與非居民之間關於貨物、服務、初次收入和二次收入的流量。在內地經濟的發展歷程中，其經常賬戶主要受貨物貿易活動所推動，惟近年服務貿易對經常賬戶的影響也變得越來越重要。此外，初次收入主要包括僱員報酬及投資收益，而二次收入則記錄居民與非居民之間的經常轉移，包括職工匯款、捐款、官方援助及退休金。然而，初次收入和二次收入的淨流出或淨流入對內地經常賬戶的影響相對較少，一般不多於本地生產總值的 1%。

與經常賬戶的趨勢一致，貨物貿易於 1994 年起也是每年錄得盈餘的，其佔本地生產總值的比例於本世紀初維持於 2.5% 左右，並於 2007 年達到 8.5% 高峰。隨後則逐漸下降到 2018 年佔本地生產總值的 2.9%。2001 年底，內地

正式加入世貿組織，貨物出口急劇增加，推動了貨物貿易順差的快速增長。於2002年至2007年期間，內地貨物出口連續6年錄得超過20%的增幅。2008年，內地貨物出口總額達1.43萬億美元，較2001年增加438%。貨物出口快速增長導致貿易順差的增加。貨物貿易順差亦由2001年225億美元大幅增加至2008年2,981億美元，成為經常賬戶盈餘持續增加的一大動力。然而，在全球金融危機（並在2010年和2011年的復甦過後）後，貨物出口的增速大幅放緩，2012年至2018年的年均增長率只有3.9%，低於同一時期名義經濟年均增長9.1%的表現。另一方面，內地經濟規模日漸龐大，並逐漸向內需的方向轉型，經濟增長動力也較多受到內部因素所驅動。2017年和2018年，貨物進口增長加速至15%以上，超過貨物出口增幅，貨物貿易順差因而逐漸減少。

內地經常賬戶 (佔本地生產總值的百分比)



資料來源：國家外匯管理局、中銀香港經濟研究

至於服務貿易方面，國家外匯管理局提供了12個服務業分項數據，包括加工服務、維護和維修服務、運輸、旅行、建設、保險和養老金服務、金融服務、知識財產權使用費、電信、電腦和資訊服務、其他商業服務、個人、文化和娛樂服務、別處未提及的政府服務。2009年以前，服務貿易並不是推動經常賬戶的主要項目，僅佔本地生產總值約0.1%，主要是由於當時中國經濟並沒有現在開放，居民出國旅行和留學人數較少，惟近年服務貿易對經常賬戶的影響變得越來越重要。在各類服務貿易中，2018年旅遊服務赤字達2,370億美元，佔服務貿易赤字總額80%以上。事實上，近年旅遊服務赤字持續增長，從2009年的40億美元，增加到2018年的2,370億美元，儘管其過去4年的年均增長率已放緩至6.6%。旅遊服務赤字急速增長與內地居民的經濟條件顯著改

善，特別是數以億計的中產家庭對境外旅遊需求增加，且多個國家放寬了對居民的旅遊簽證。2017年，內地出境旅遊人次高達1.31億，大大高於1978年的800萬人次，最受歡迎的旅遊目的地包括中國香港、中國澳門、泰國、日本、越南、韓國和美國等。因此，繼旅遊服務以外，運輸服務亦是服務貿易賬戶的第二大組成部分。2018年運輸服務赤字達669億美元，佔服務貿易逆差總額的23%。

現時中國已是世界第二大經濟體，並正朝高品質方向發展，創新和科技將是未來經濟發展重點。知識產權使用費是其服務貿易賬戶中的第三大組成部分。過去十年，知識產權使用費的赤字從97億美元逐漸增加到2018年的302億美元，佔服務貿易逆差的10%。另一方面，儘管內地經濟正向高品質發展，但其在部分製造業和加工貿易方面仍具一定競爭優勢。加工服務和其他商業服務是內地錄得服務貿易順差的兩大組成部分，2018年前者的總額為172億美元，後者為191億美元，分別佔服務貿易盈餘的6%和7%。然而，必須指出的是加工服務盈餘已於2011年達到高峰263億美元，相信是與不少加工製造活動逐漸從內地轉移到其他成本較低的東南亞國家有關。

除了貨物和服務貿易外，自2000年至今的19年間，初次收入共錄得16年赤字，反映外國居民於內地的就業和投資收入超出內地居民於海外的就業和投資收入，這或與內地對外投資的存量相對較少有關。儘管如此，初次收入和二次收入的淨流量相對較小，通常不超過其本地生產總值的1%。

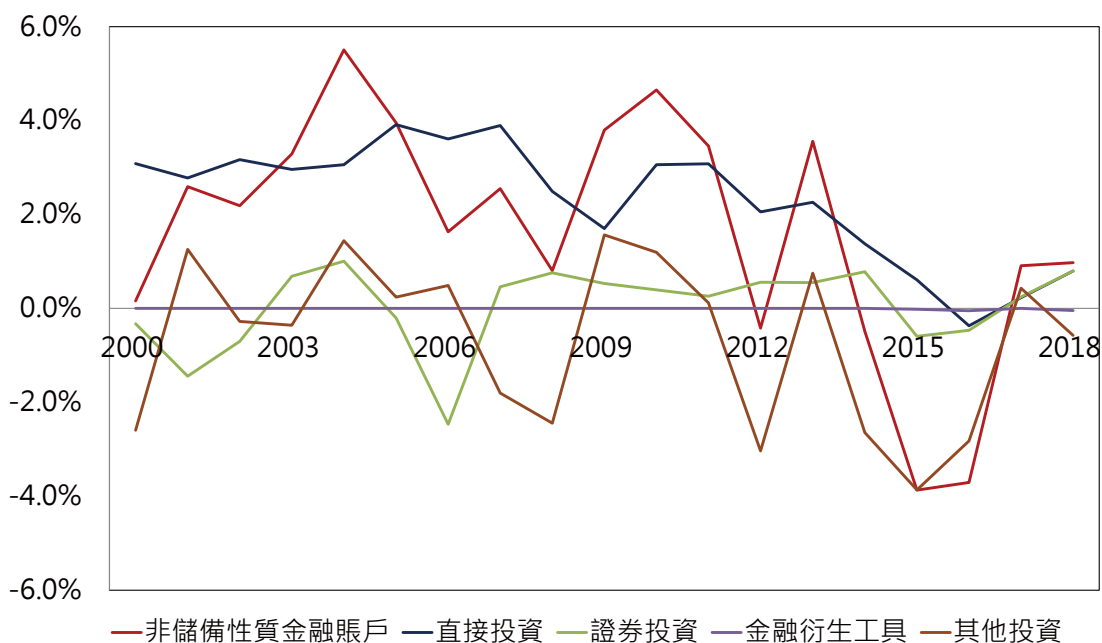
二、非儲備性質金融賬戶的雙向流動日漸顯著

過去十多年間，內地經濟和金融市場開放日漸擴大，從早期的合資格境外機構投資者、合資格境內機構投資者、至近期的滬港通、深港通、債券通和基金互認等。此外，內地經濟的國際地位也越趨受到重視，如人民幣被納入國際貨幣基金組織的特別提款權、內地A股加入MSCI新興市場指數、內地債券也加入彭博巴克萊全球債券指數，這些發展均反映在其非儲備金融賬戶之上，由以往主要受到直接投資所推動，至目前更多受到證券投資和其他投資（包括貸款和存款）所帶動。

隨著內地金融市場進一步開放，其非儲備金融賬戶難免會更多受到市場對內地經濟前景和金融市場情緒的影響，令雙向流動有所增加。於2012年至2018年期間，非儲備金融賬戶錄得介乎本地生產總值的-3.9%至3.6%資金流動，而2000年至2011年期間則持續錄得淨流入，規模達到本地生產總值的

0.2% 至 5.5%。在本世紀初，直接投資一直主導內地非儲備金融賬戶的流動，淨流入規模維持於本地生產總值 2% 至 3%，因為當時內地從世界各地吸收的直接投資遠超其作出的海外投資。可是，近年內地企業對海外投資變得更加活躍，直接投資的淨流量從 2013 年佔本地生產總值 2.3% 縮小至 2016 年 -0.4%，至 2018 年則略為回升至 0.8%。

內地非儲備性質金融賬戶 (佔本地生產總值的百分比)



資料來源：國家外匯管理局、中銀香港經濟研究

在內地金融市場進一步開放下，證券投資和其他投資的淨流量也錄得了雙向流動。於 2015 年及 2016 年內地經濟下行壓力及其金融市場大幅波動時，證券投資和其他投資均會錄得淨流出，並於 2017 年有所改善，至 2018 年其他投資再次錄得淨流出，而證券投資則錄得淨流入，部分料與貿易保護主義升溫和金融市場波動有關。

三、吸引金融賬戶資金流入，以抵銷經常賬戶盈餘逐步收縮

如上所述，內地經常賬戶盈餘自 2015 年逐漸減少，預期這一趨勢將會持續，特別是內地增加進口將是未來的趨勢。2018 年，根據中國海關總署的統計，內地共錄得 3,518 億美元的貨物貿易順差，其中對美國的貨物貿易順差達 3,233 億美元，故即使未來內地或會調整對其他國家的貨物進口需求，以抵銷向美國增加進口的影響，但相信其貨物貿易順差仍不可避免錄得收縮。

服務貿易方面，預料其赤字將維持於較高水平，甚至進一步擴大。首先，

內地中產家庭的崛起料會持續增加對境外旅遊和運輸服務需求。其次，中美可能達成的貿易協議將加強對外國投資者的保護，特別是知識產權，也會增加內地對知識產權使用和其他商業服務的需求，導致服務貿易逆差擴大。因此，在貨物貿易順差縮小，以及服務貿易逆差擴大下，預計未來數年內地經常賬盈餘將會持續縮減，甚至變為赤字。

非儲備性質金融賬戶方面，預期未來內地將進一步擴大其金融市場和服務業開放的力度，有助吸引更多資金流入，於內地進行投資。首先，2018年在博鰲論壇提出的11項金融開放措施已大致完成，未來內地將通過統一國內外金融業參與者的監管規則，以及提升資本市場的互聯互通，加大金融開放。另外，銀保監近期擬推出12項對外開放新措施，包括放寬外資銀行業務限制，例如取消外資銀行開辦人民幣業務審批、允許經營代理收付款項、開放外資持股、取消單家中外資銀行持有中資商業銀行比例上限、放寬合資銀行的中方主要股東必須是金融機構的要求、放寬中外金融機構投資設立消費金融公司准入等。措施同時包括保險企業，允許境外金融機構入股在華外資保險公司、允許外國保險集團公司投資設立保險類機構、允許境內外資保險參照中資保險公司要求設立保險類機構、取消外國保險經紀公司在華經營需滿30年經驗、鼓勵和支持境外金融機構與民營銀行業保險業機構就股權、業務等合作。另外，外資來華設立銀行的總資產要求亦有所放寬。

其次，《外商投資法》已正式通過，並於2020年1月1日起施行。以往沿用的《中外合資經營企業法》、《外資企業法》、《中外合作經營企業法》同時廢止。《外商投資法》規定對外商投資實行准入前國民待遇加負面清單管理制度（新清單料於6月份出台），國家對負面清單之外的外商投資，給予國民待遇，依法保護外國投資者在中國境內的投資、收益和其他合法權益，如資金自由匯入和匯出、技術合作以自願原則和商業規則開展、並加強對外國投資者知識產權及商業機密的保護，行政機關及其工作人員對外商的商業秘密須依法予以保密等。外商投資法料將有助於外資在內地可以更公平地開展業務，權益也更受保障，料可吸引新一輪外資流入內地。

總括而言，《外商投資法》和金融市場進一步開放的措施料可吸引更多直接投資，證券投資以及其他投資（包括貸款和存款）的資金流入。縱使這些資金較多是雙向流動的，但在內地經濟、金融市場和服務業持續開放下，料資金流入的規模將會多於資金流出，這將有助抵銷經常賬戶盈餘的減縮，並維持國際收支平衡總體穩定。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

	2017	2018	2018/Q4	2019/Q1
一. 本地生產總值 GDP				
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	25,432	26,644	7,743	N.A.
升幅 (%) Change(%)	3.8	3.0	1.2	0.5
二. 對外貿易 External Trade			2019/3	2019/1-3
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
總出口 Total exports	38,759	41,581	3,436	9,204
進口 Total imports	43,570	47,214	4,029	10,391
貿易差額 Trade balance	-4,811	-5,633	-592	-1,187
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
總出口 Total exports	8	7.3	-1.2	-2.4
進口 Imports	8.7	8.4	-0.1	-3.2
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	1.5	2.4	2.1	2.2
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units			2019/4	2019/1-4
合約宗數 (宗) No. of agreements	83,815	79,193	9,911	26,927
年升幅 (%) Change(%)	14.8	-5.5	13.4	-9.7
五. 勞動就業 Employment			2018/12-2019/2	2019/1-2019/3
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	11	10.5	10.3	11
失業率 (%) Unemployment rate(%)	2.9	2.8	2.8	2.8
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.1	1.1	1.0	1.0
六. 零售市場 Retail Market			2019/3	2019/1-3
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	2.2	8.8	-0.2	-1.2
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	1.9	7.6	-0.8	-1.6
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,847	6,515	586.0	1,823.0
年升幅 (%) Change(%)	3.2	11.4	17.3	16.8
八. 金融市場 Financial Market			2019/2	2019/3
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	781.4	783.6	785	784.9
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	9.8	-0.4	-1.8	-2.2
M2	10	4.3	3.2	3.9
M3	10	4.3	3.3	4.0
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	8.7	5.0	4.1	5.0
港元存款 In HK\$	11.6	3.6	1.2	3.0
外幣存款 In foreign currency	5.9	6.4	7.2	7.2
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	16.1	4.4	3.0	3.1
當地放款 use in HK	15.5	4.0	2.6	2.6
海外放款 use outside HK	17.4	5.3	4.0	4.2
貿易有關放款 Trade financing	8.7	-7.7	-7.4	-6.7
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.1250	5.1250	5.1250
恆生指數 Hang Seng index	29,919	25,846	28,633	29,051