

海外净资产难获益之谜

文 | 余永定



余永定

中国社会科学院
学部委员、中国
人民银行货币政
策委员会前委员

中国的国际收支和海外资产负债结构未来的走向，是攸关未来的大问题。从1991年算起（扣除1993年），我国维持经常项目和资本项目“双顺差”已经15年。到2014年年中，我国积累了近5万亿美元的外国资产和近3万亿美元的外国债务，这意味着，我们拥有近2万亿美元的外国净资产。不可思议的是，我们的美元对外净资产投资收益已经连续十年为负。这种与理论相悖的情况，被美国著名学者豪斯曼称为美国出口“暗物质”，中国进口“暗物质”。

深究其原因就在于，几十年来中国一直在积累大量的低收益的资产（美国财政部债券），同时又在积累高成本的负债（FDI），由于海外资产同海外负债的收益率差异悬殊，导致中国投资收入长期处于逆差状态。例如，在2008年前后美国国债收益率仅为2%~3%，而与此同时，根据世界银行统计，外国跨国公司在华的投资回报率达到22%。这样造成的后果就是，尽管拥有巨额净资产，中国在理论上实际是个债务国。

近年来，我国已经开始结构调整，并且已经取得重要进展。比如，经常项目顺差占GDP之比在下降，但是令人遗憾的是，投资收益逆差的现象并未改变，在收支账户上，我们正由“双顺差”变为“一顺一逆”（经常账户黑字和资本账户赤字）。

需要强调的是，我国国际收支结构和海外资产负债结构的不合理，同金融体制、发展战略、外贸政策、引资政策等等因素密切相关，但人民币“升值恐惧症”也起到重要作用，因为人民币汇率缺乏足够的弹性，由于升值预期，自2003年以来，就出现了人民币的升值压力。在人民币处于缓慢升值的过程中，大量旨在套利、套汇的热钱穿透资本管制的屏障源源流入中国。国外投行把这个时期的“套息交易”称之为“套息交易的世纪盛宴”。

在干预外汇市场的过程中，“饱食远飏”的热钱越多，中国净资产的损失就越大。比如，今年1月，我国外汇储备降至2.99万亿美元，跌破3万亿外大关。在两年多时间，外汇储备总量减少近1万亿美元，降幅达到25%。但目前的外汇储备下降不是我们主动改善资源配置的结果，相反，在很大程度上是“套息交易”平仓、做空获利平仓和资本外逃的结果。

未来，中国经济迟早要受到老龄化的严重影响，出口能力必然要下降，也不可能永远保持贸易顺差，届时如果不能从海外净投资中获取收益，就会出现经常项目逆差。这样，中国就成了一个货真价实的债务国，而且是一个经济体在进入老龄化阶段的同时成为债务国，要想避免这种结果，必须要尽早调整相关政策。☐