

2025春季学期金融学本科选修课程

国际投资

第4讲 汇率危机与国际经贸体系

陈方豪 助理教授

经济学院 特区港澳经济研究所

2025年3月26日

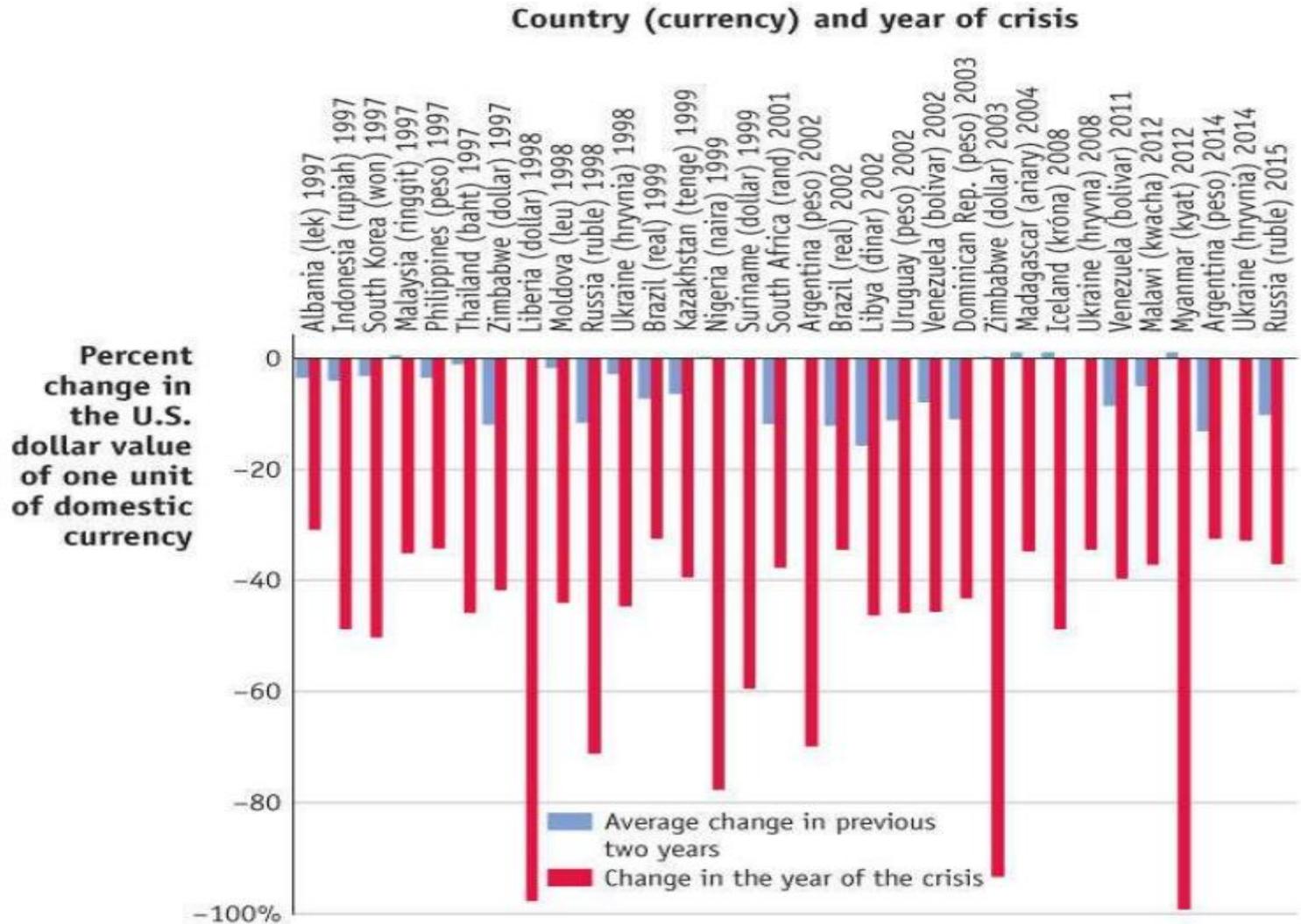


暨南大学
JINAN UNIVERSITY

回顾与展望

- ◆ 上一节课：各类型汇率制度的利和弊
- ◆ 这一节课：汇率制度带来的风险因素——汇率危机及其启示

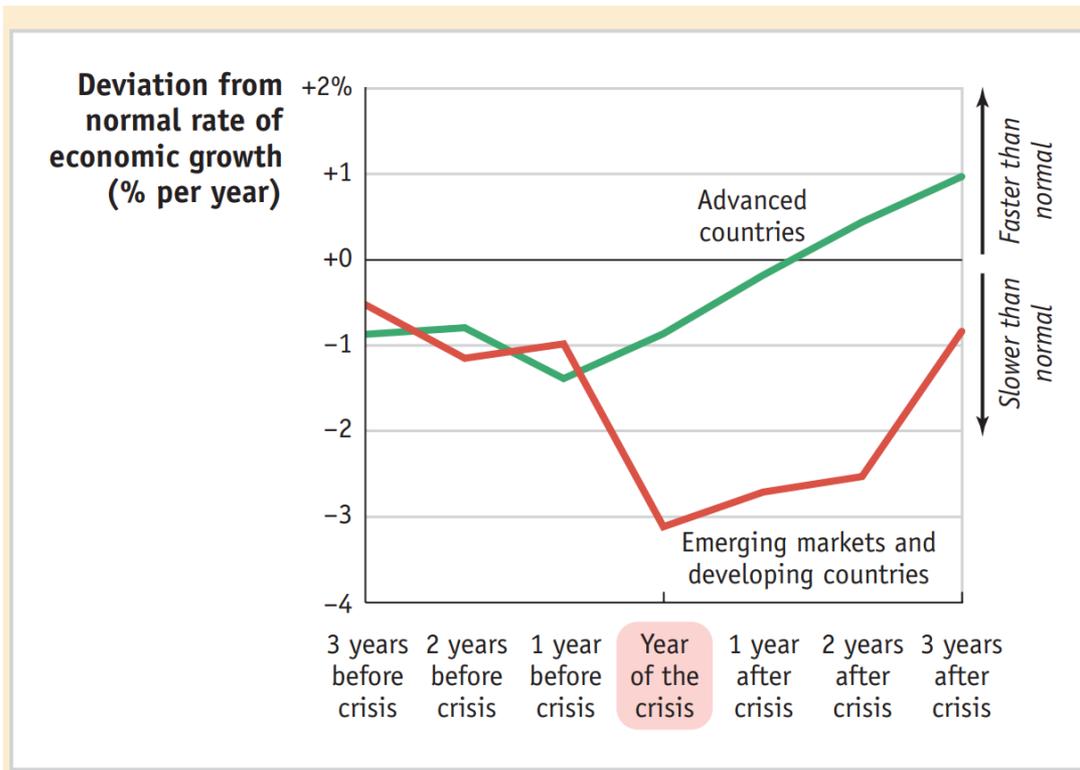
汇率危机的定义： 本币短期大幅度贬值，及其引发的后续一系列冲击



爆发汇率危机国家的几种类型

- ◆ 常客：阿根廷、巴西
- ◆ 战争阴影：俄罗斯、乌克兰、利比亚
- ◆ 滥发货币：津巴布韦
- ◆ 热钱炒作：亚洲金融危机

汇率危机对一国的经济增长带来长期的负面影响



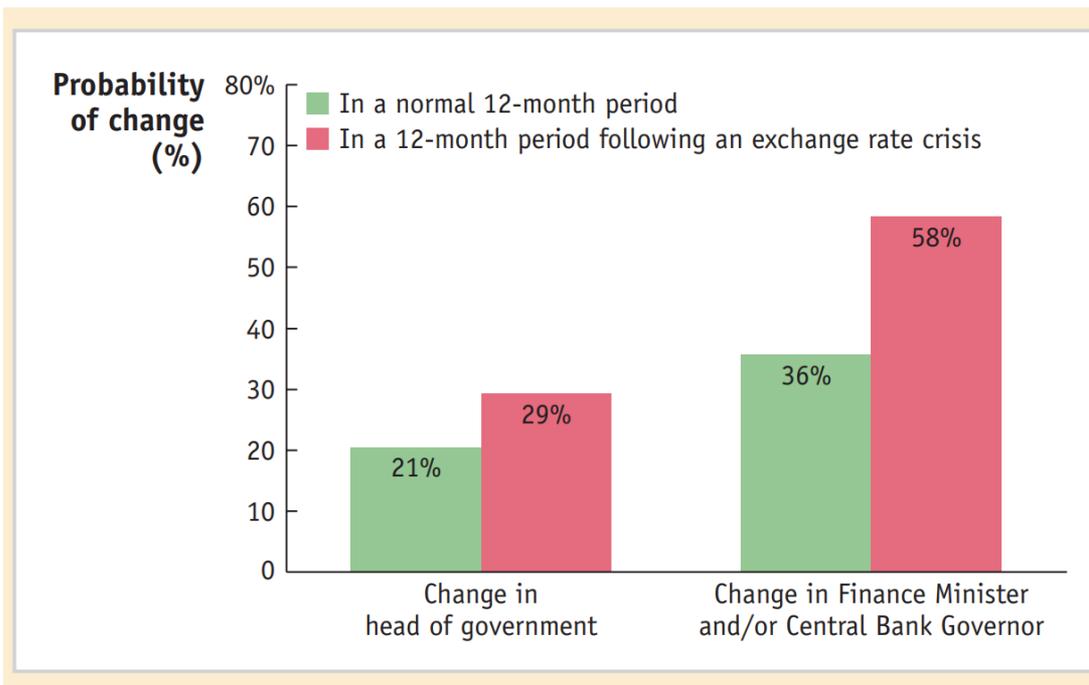
The Economic Costs of Crises

Exchange rate crises can impose large economic costs on a country. After a crisis, growth rates in emerging markets and developing countries are, on average, two to three percentage points lower than normal, an effect that persists for about three years. In advanced countries, a depreciation is typically expansionary, and growth is, on average, faster just after the crisis than it was just before.

Source: Maurice Obstfeld and Alan M. Taylor, 2004, *Global Capital Markets: Integration, Crisis and Growth* (New York: Cambridge University Press).



汇率危机会引发政治生态的洗牌，诱发政治风险



The Political Costs of Crises

Exchange rate crises usually impose large political costs on those in power. Compared with what is likely to happen during normal, noncrisis times, it is 22% more likely that one of the two main officials with economic responsibilities (the finance minister and the central bank governor) will be out of a job the year following a crisis. It is also 9% more likely that the head of government (such as a president, prime minister, or premier) will have to depart for one reason or another.

Note: Data on heads of government are from 1971 to 2003, and data on finance ministers and central bank governors are from 1995 to 1999.

Source: Jeffrey A. Frankel, 2005, "Mundell-Fleming Lecture: Contractionary Currency Crashes in Developing Countries," IMF Staff Papers, 52(2), 149-192.

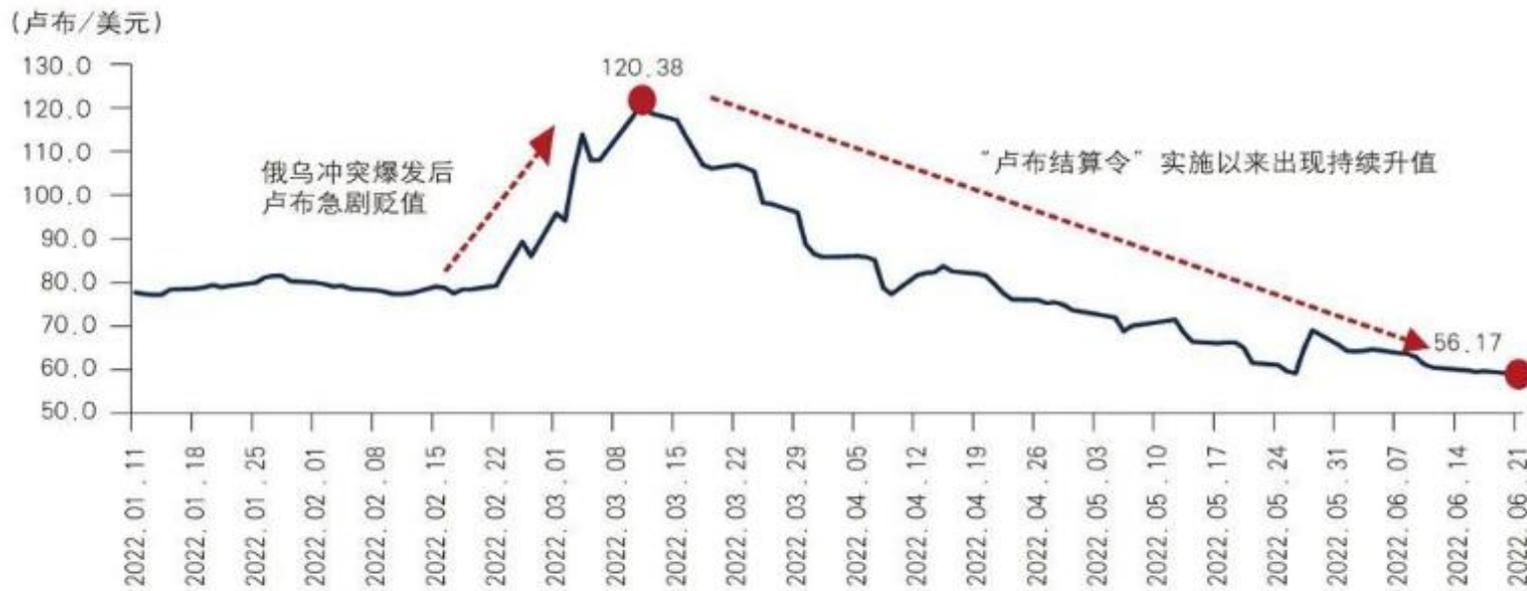


作为国际投资者， 需要特别注重评估一个投资国发生汇率危机风险

- ◆ 汇率危机短期内使一国货币大幅贬值，严重影响投资收益
- ◆ 汇率危机会给一个国家的经济增长带来持续性的负面影响
- ◆ 汇率危机会引发政治生态的洗牌，诱发政治风险

俄乌冲突与卢布汇率

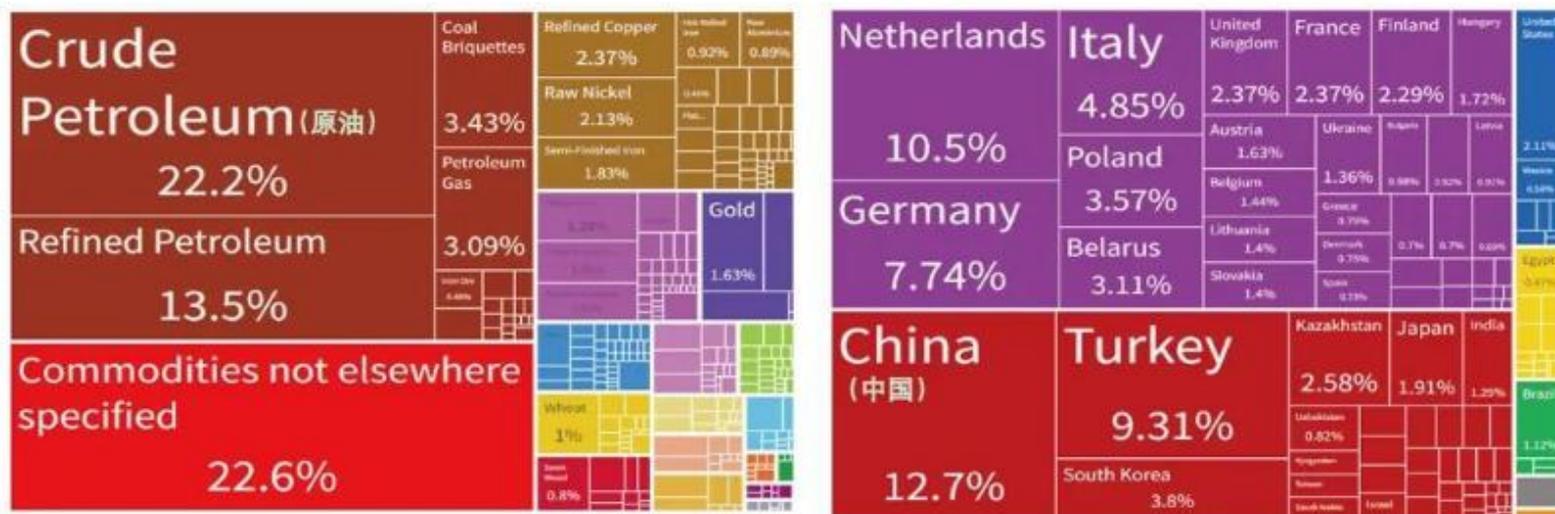
图3 2022年以来俄罗斯卢布汇率走势



数据来源：Wind。

俄罗斯的出口结构

图2 2022年1月俄罗斯出口商品占比和出口目的国总量占比



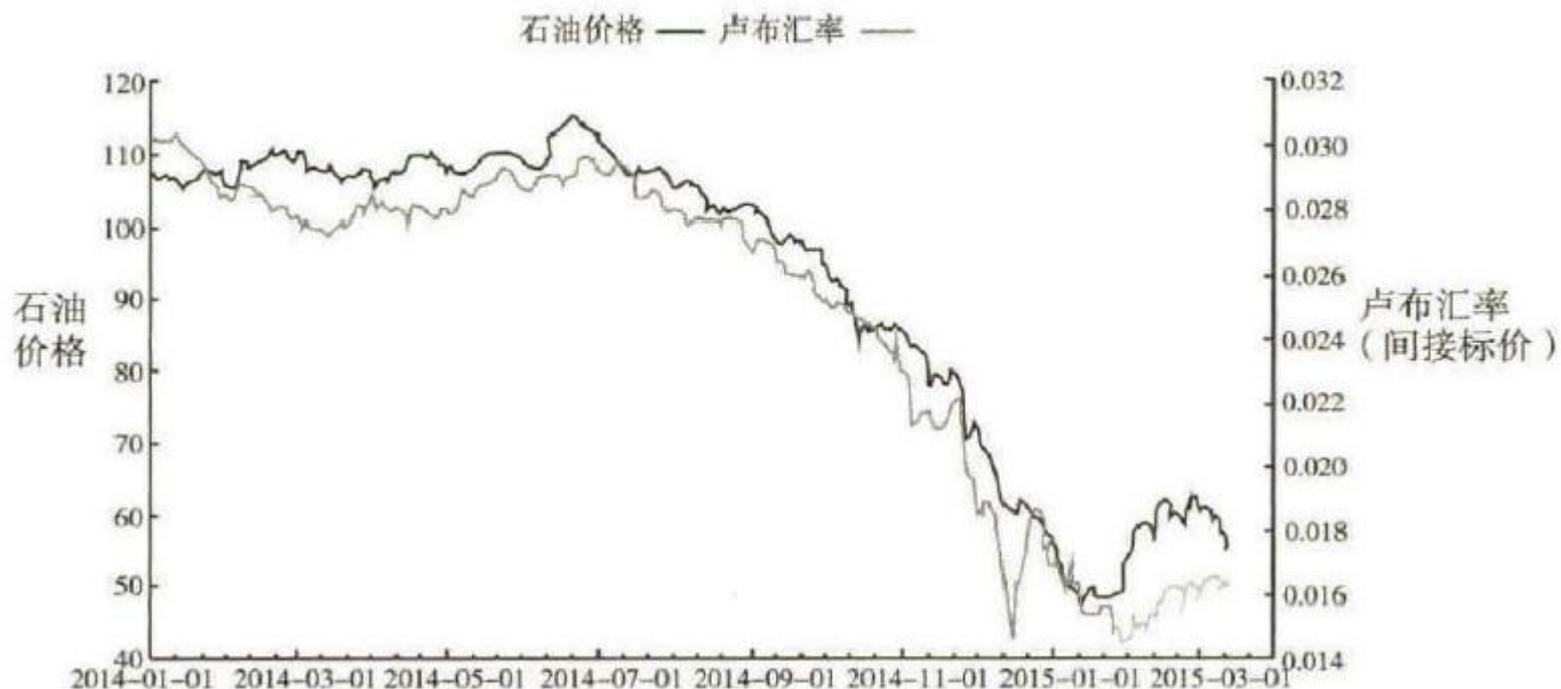
数据来源: GEC



卢布汇率与石油价格密切相关

图 1

卢布汇率与石油价格



图片来源：俄罗斯汇率制度的演进与卢布汇率危机，《欧亚经济》



恶性通货膨胀： 1948年上海发薪日



恶性通货膨胀： 21世纪，津巴布韦100万亿面额的纸币



议程

◆ 开放经济体的国民经济账户



两个恒等式

◆ 国民收入恒等式： $Y = C + I + G + CA$

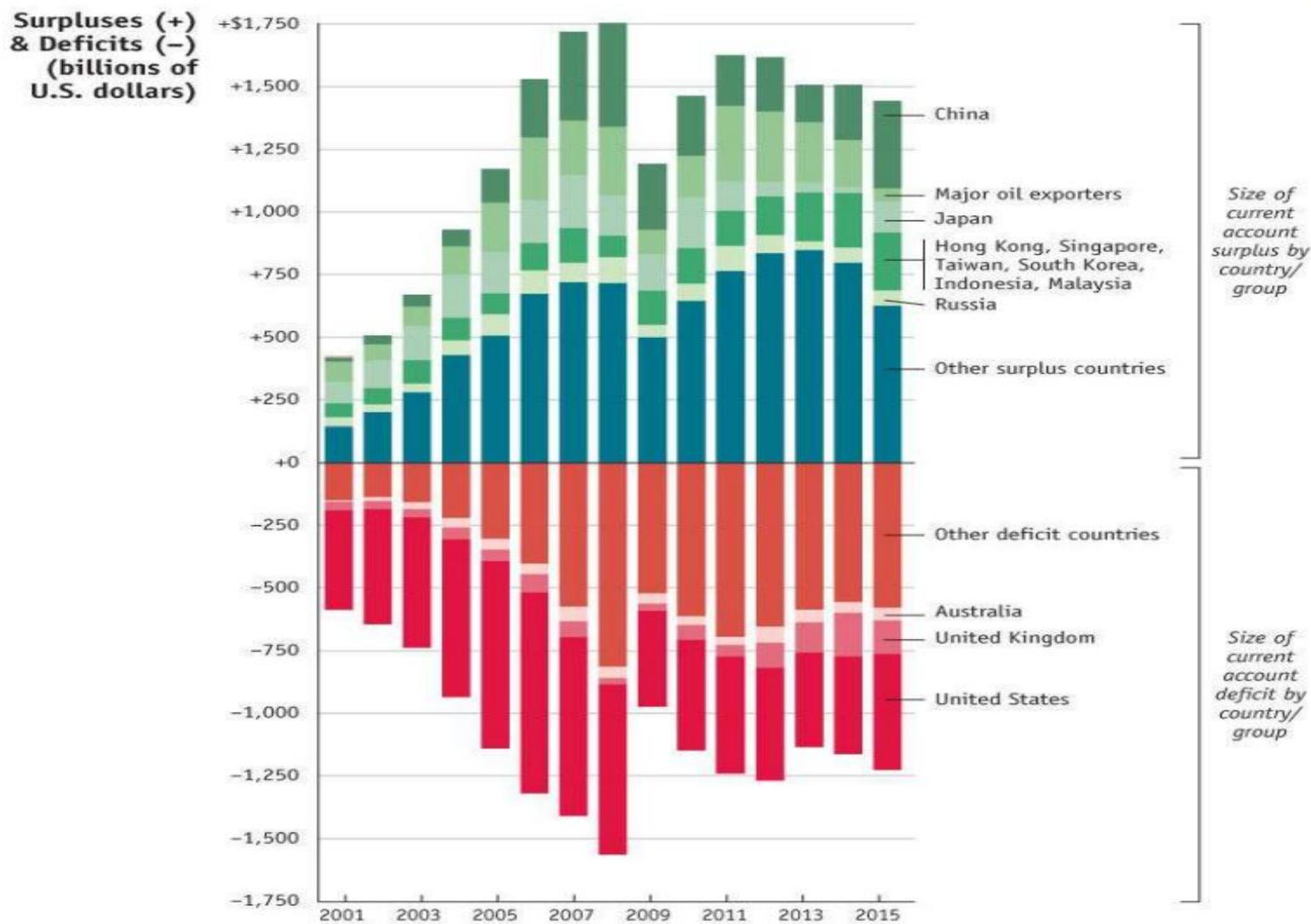
- Y: 收入/产出
- C: 消费
- I: 投资
- G: 政府购买
- $CA = EX - IM$, 经常账户 (Current Account)
 - EX: 出口; IM: 进口
 - $EX > IM \Leftrightarrow CA > 0 \Leftrightarrow$ 顺差/经常账户盈余
 - $EX < IM \Leftrightarrow CA < 0 \Leftrightarrow$ 逆差/经常账户赤字

◆ 国际收支恒等式： $CA + FA + KA = 0$

- FA (Financial Account, 金融账户): 金融交易带来的资本流动
 - 非储备性质的金融账户
 - 储备资产净获得 (外汇储备、黄金、IMF储备头寸、SDR)
- KA (Capital Account, 资本账户): 非金融的资本流动业务 (如不动产买卖、赠予、债务豁免等等)
- 净误差与遗漏



经常账户的盈余国和赤字国



经常账户的两种解读

$$Y = C + I + G + CA$$

$$CA = Y - (C + I + G)$$



$$CA = S - I$$



经常账户和金融账户：一体两面

- ◆ 在现实中，与CA和FA的规模相比， $KA \approx 0$
- ◆ 这意味着： $FA = -CA = -(S-I) = I-S$
- ◆ 经常账户的赤字和金融账户的盈余是一体两面的
- ◆ 当一个国家长期处于逆差（内需过于强）时，本土储蓄的不足导致需要引入外部资本（外债）来满足本土的投资需求
- ◆ 这给一个国家的汇率水平带来了不稳定因素



议程

◆ 开放经济体的国民经济账户

◆ 亚洲金融危机



亚洲金融危机

- ◆ 视频（8'13"开始）：

[https://www.bilibili.com/video/BV1pJ411R7KZ/?spm id from=333.337
.search-
card.all.click&vd source=2fc9771984678a6c06e224706c2c231b](https://www.bilibili.com/video/BV1pJ411R7KZ/?spm%20id%20from%3D333.337%20.search-card.all.click&vd_source=2fc9771984678a6c06e224706c2c231b)



国际收支危机

- ◆ 亚洲金融危机本质上是一次国际收支危机（**Balance of Payment Crisis**）
- ◆ 国际收支危机：经济体因无法偿付其外债而产生的经济和金融危机
 - 产生于持续的经常账户逆差而带来的大量外债
 - 资本流入的“突然终止”（**Sudden Stop**）让国内债务资金链断裂，国内爆发经济危机
 - 本币会因国际收支危机的爆发而快速大幅贬值——国际收支危机因而又被称为“货币危机”
 - 国际收支危机的爆发会让本国投资大幅萎缩，经济增长大幅下滑
 - 除美国之外，经常账户逆差国都面临着国际收支危机的约束



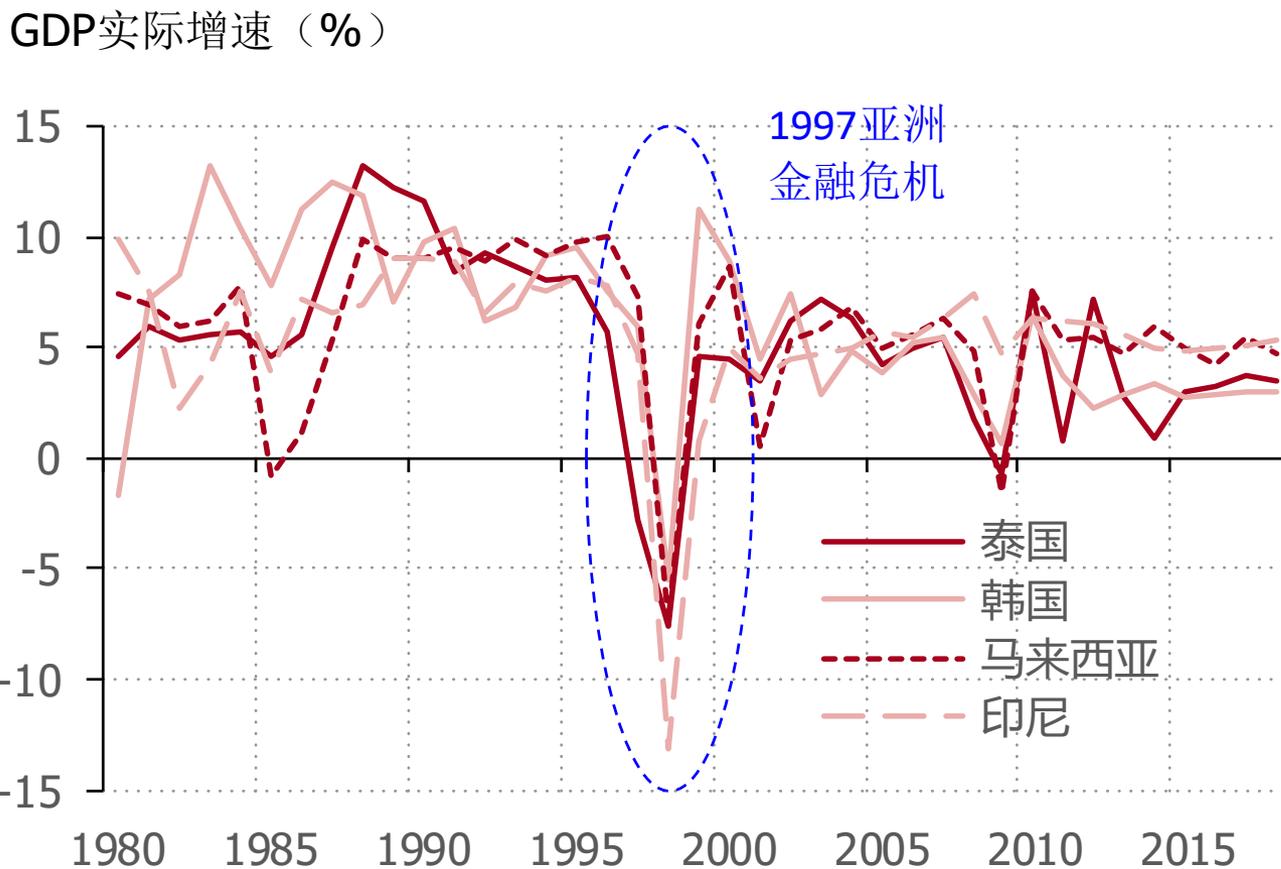
泰铢对美元大幅贬值，揭开了亚洲金融危机的序幕



数据来源: Wind



1997年的亚洲金融危机重创了东亚经济体



数据来源：IMF

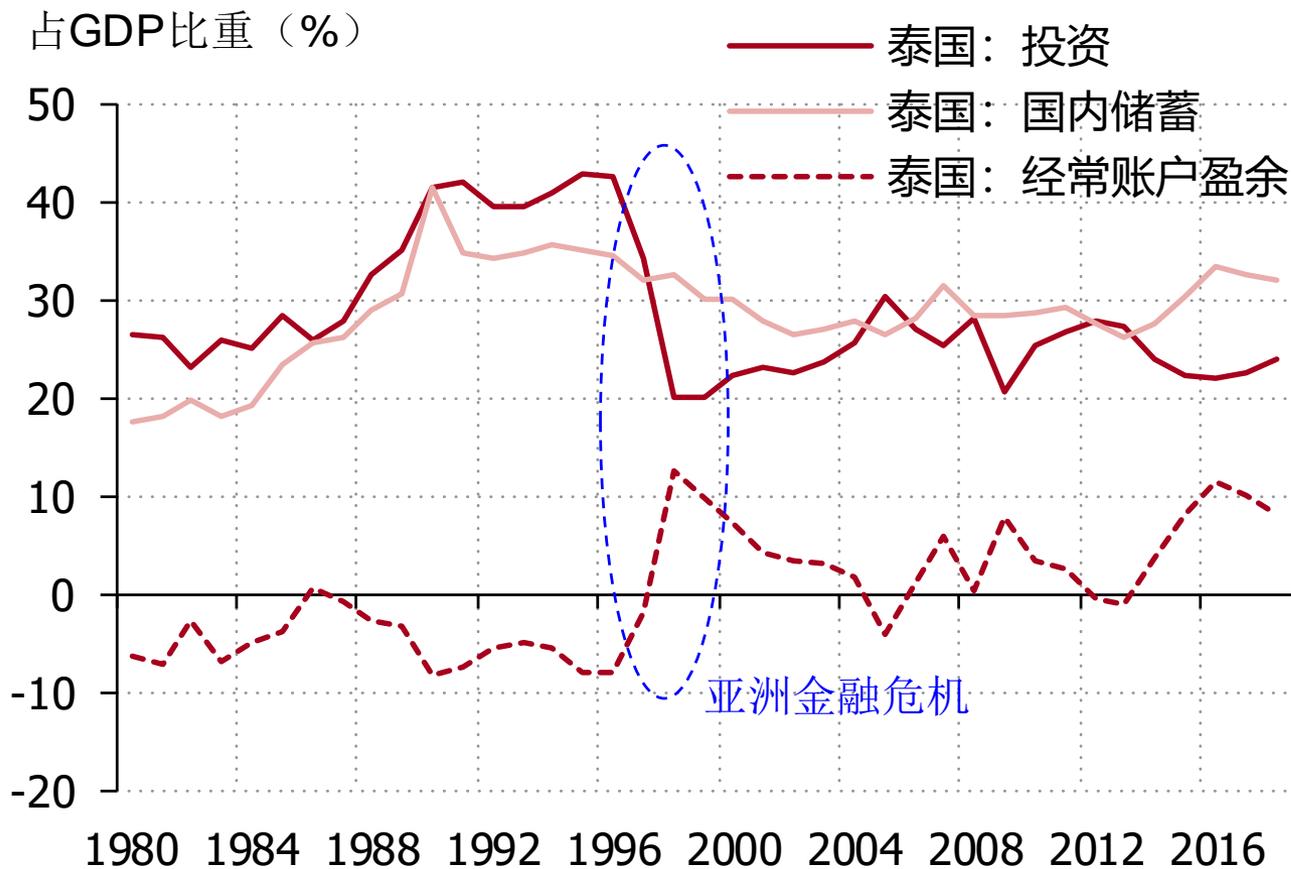


1997年亚洲金融危机爆发后，大部分亚洲经济体的货币都相对美元大幅贬值



数据来源：IMF

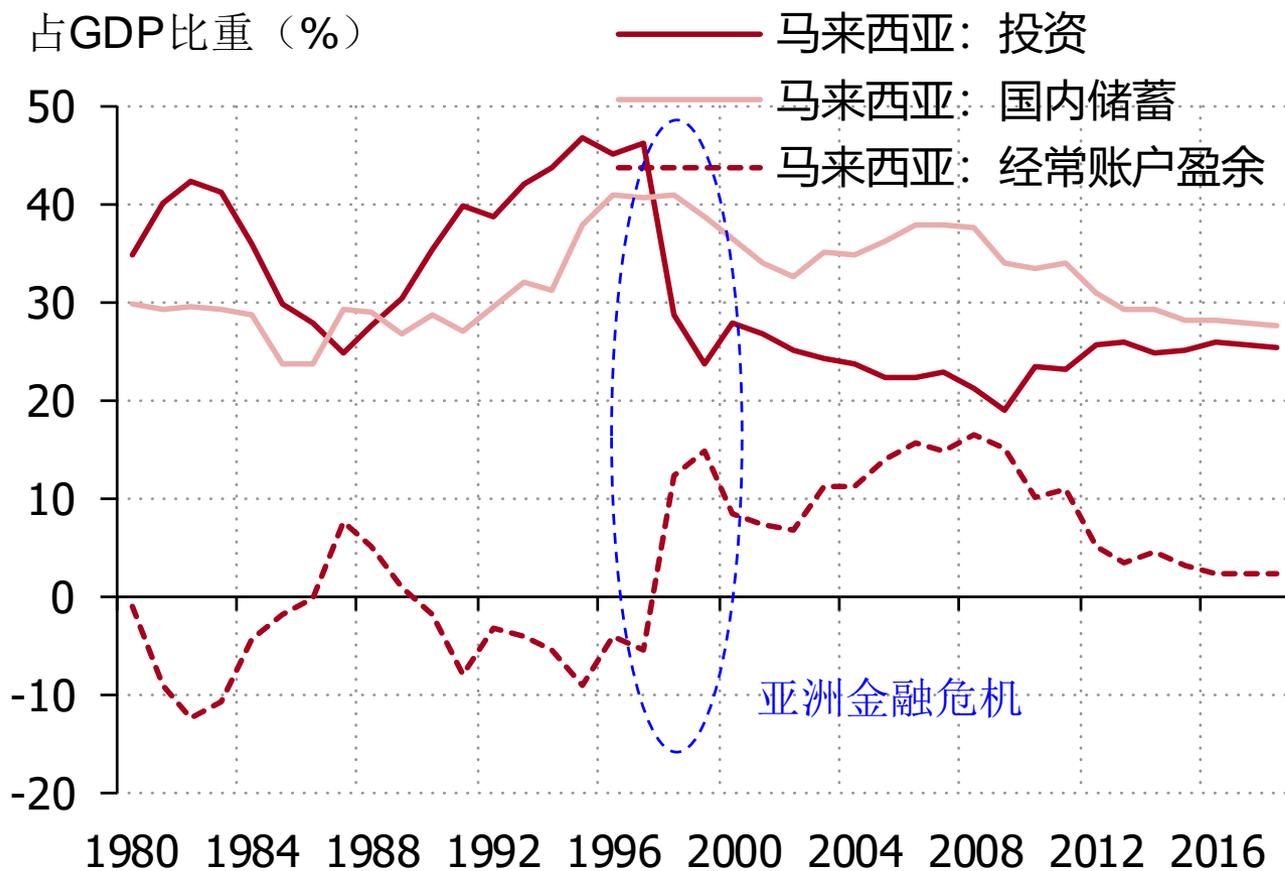
亚洲金融危机：泰国



数据来源：IMF



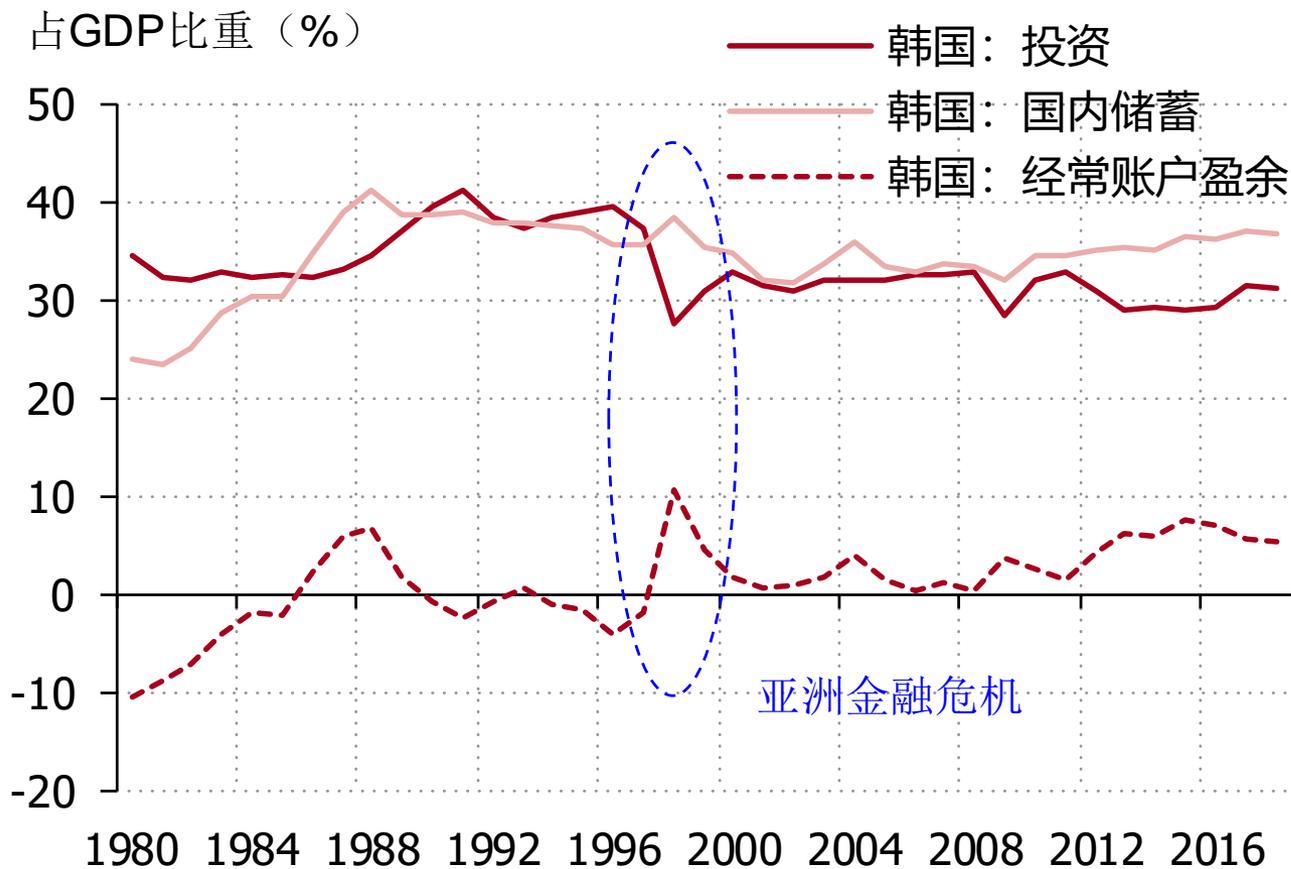
亚洲金融危机：马来西亚



数据来源：Wind



亚洲金融危机：韩国

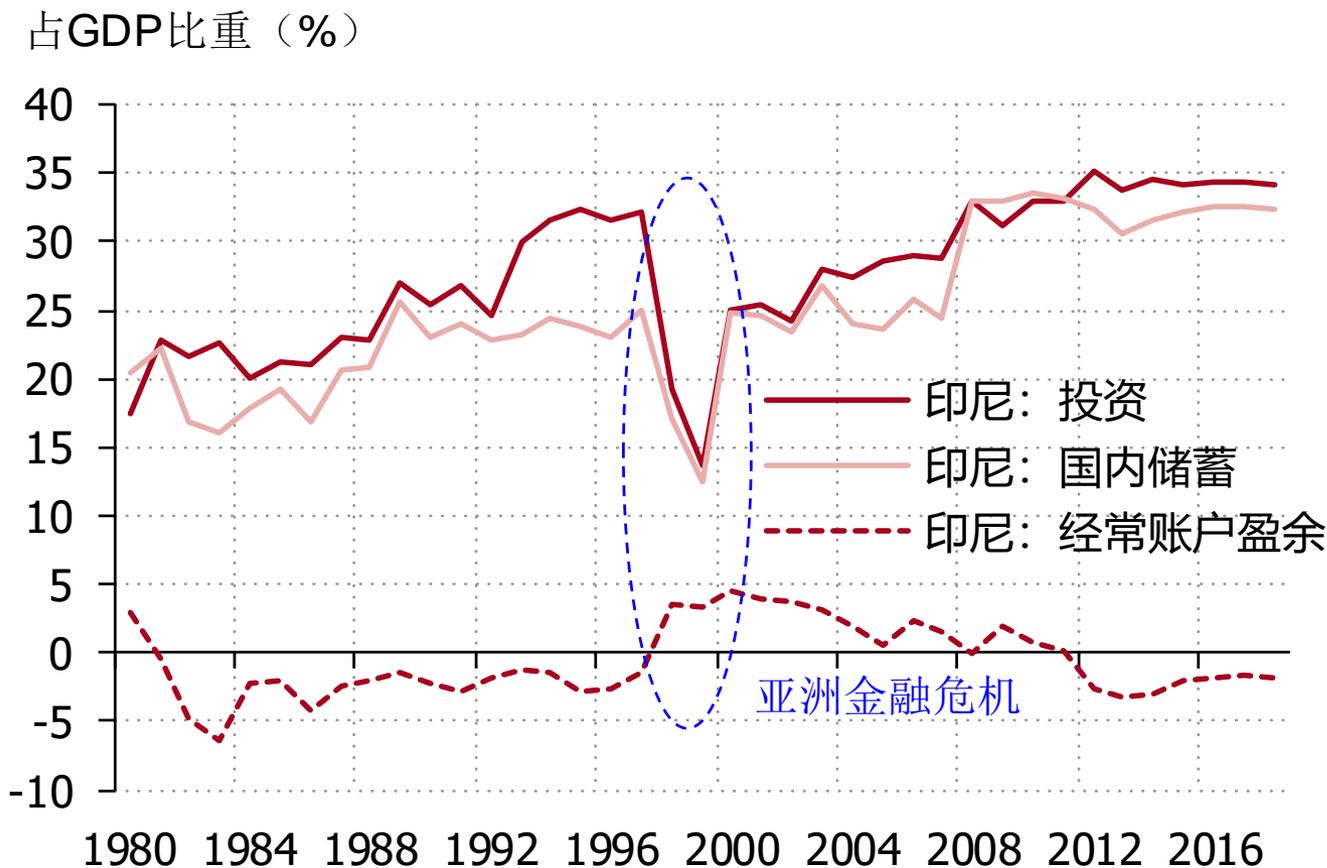


数据来源：Wind



暨南大学
JINAN UNIVERSITY

亚洲金融危机：印度尼西亚



数据来源：Wind



国际收支危机的一般模式： 总结自《疯狂、惊恐和崩溃：金融危机史》

- ◆ 经济繁荣
- ◆ 外资涌入，银行宽松信贷
- ◆ 汇率飙升、资产价格飙升
- ◆ 大量资金被挤占用于投机，汇率升值导致贸易逆差，需要外债来维持资金不足
- ◆ 债务增加
- ◆ 一个负面的外生冲击导致预期改变
- ◆ 外资撤出，银行收紧信贷
- ◆ 汇率暴跌，外债价值升高；为了偿还债务（内债和外债）债务人变卖资产，资产价格暴跌，引发资不抵债的连环被迫交易乃至挤兑
- ◆ 银行倒闭
- ◆ 经济衰退

为什么中国能够幸免于亚洲金融危机？



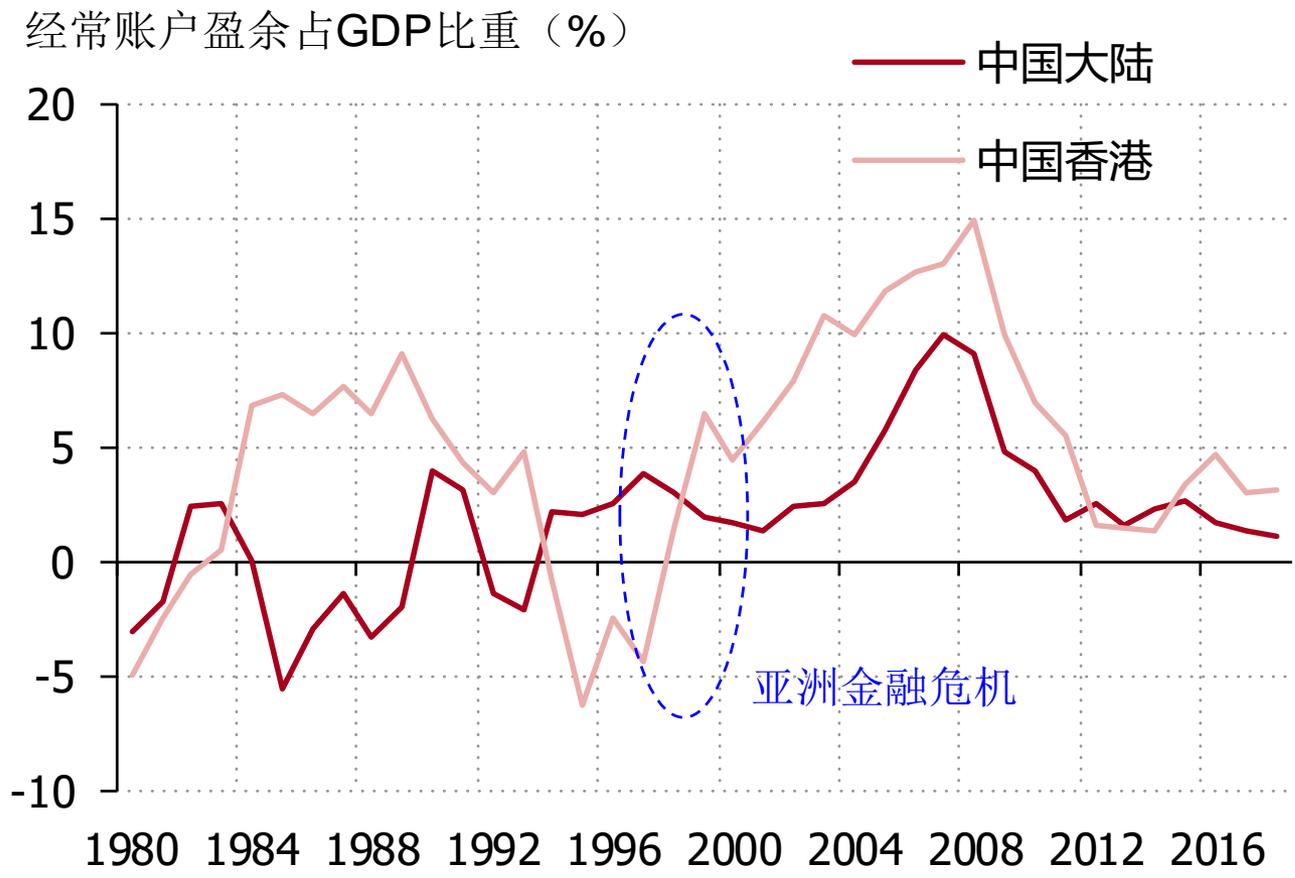
中国大陆与中国香港的汇率在亚洲金融危机中保持稳定



数据来源: Wind



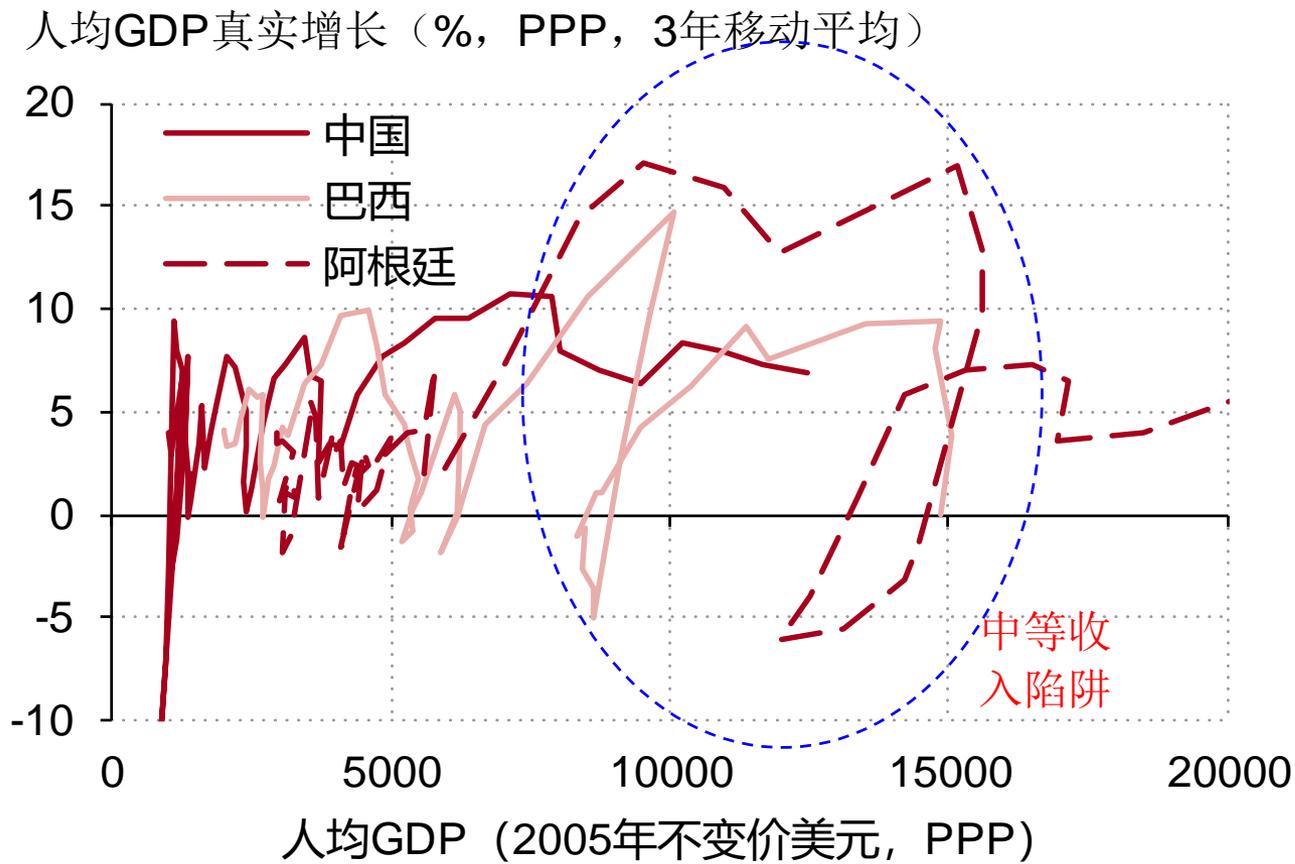
亚洲金融危机前中国大陆的经常账户盈余是大陆和香港应对亚洲金融危机冲击的后盾



数据来源: Wind



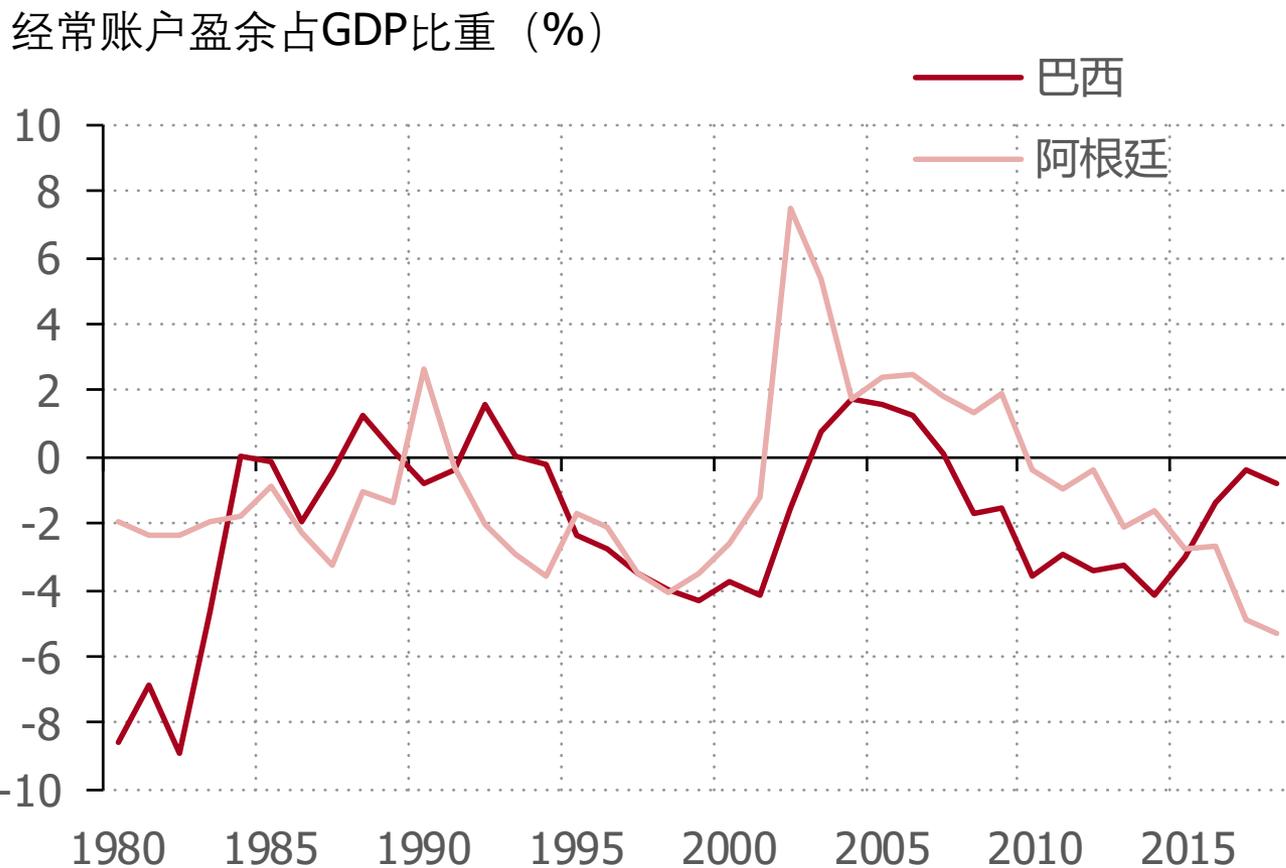
中国会像巴西和阿根廷那样落入“中等收入陷阱”吗？



数据来源：PWT



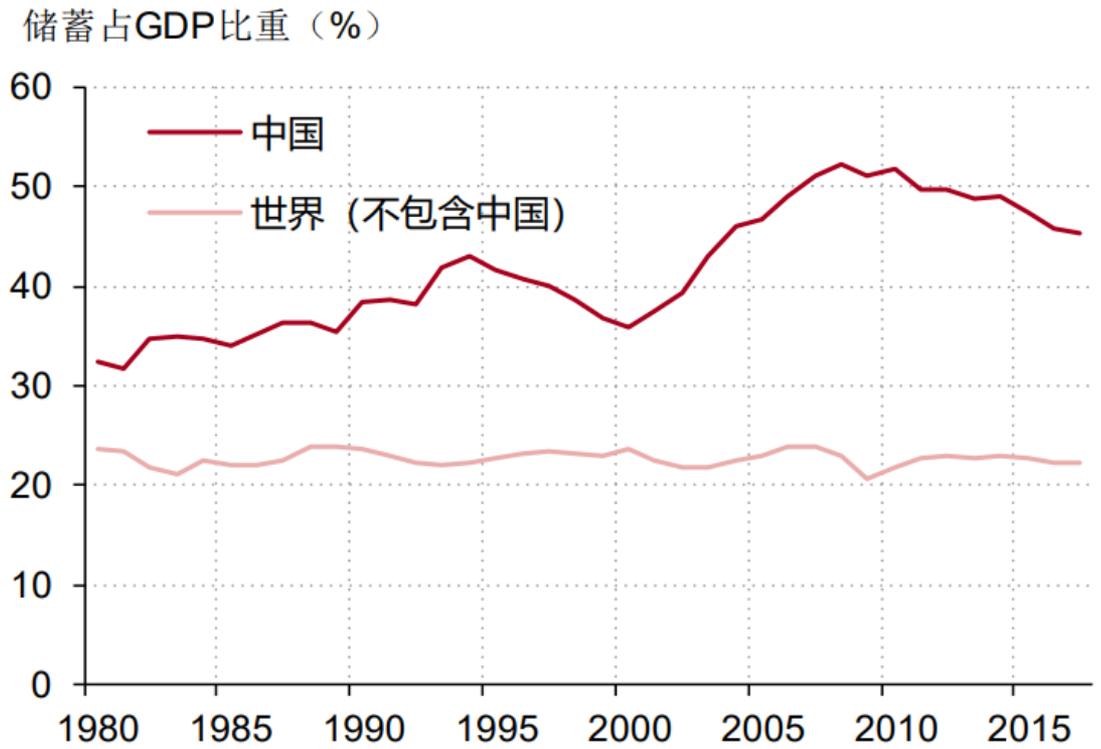
巴西与阿根廷经常性地会出现经常账户逆差，以及经常账户逆差带来的国际收支危机



数据来源: Wind



巴西、阿根廷落入“中等收入陷阱”的核心原因是它们国内的储蓄不足；中国不会重蹈其覆辙



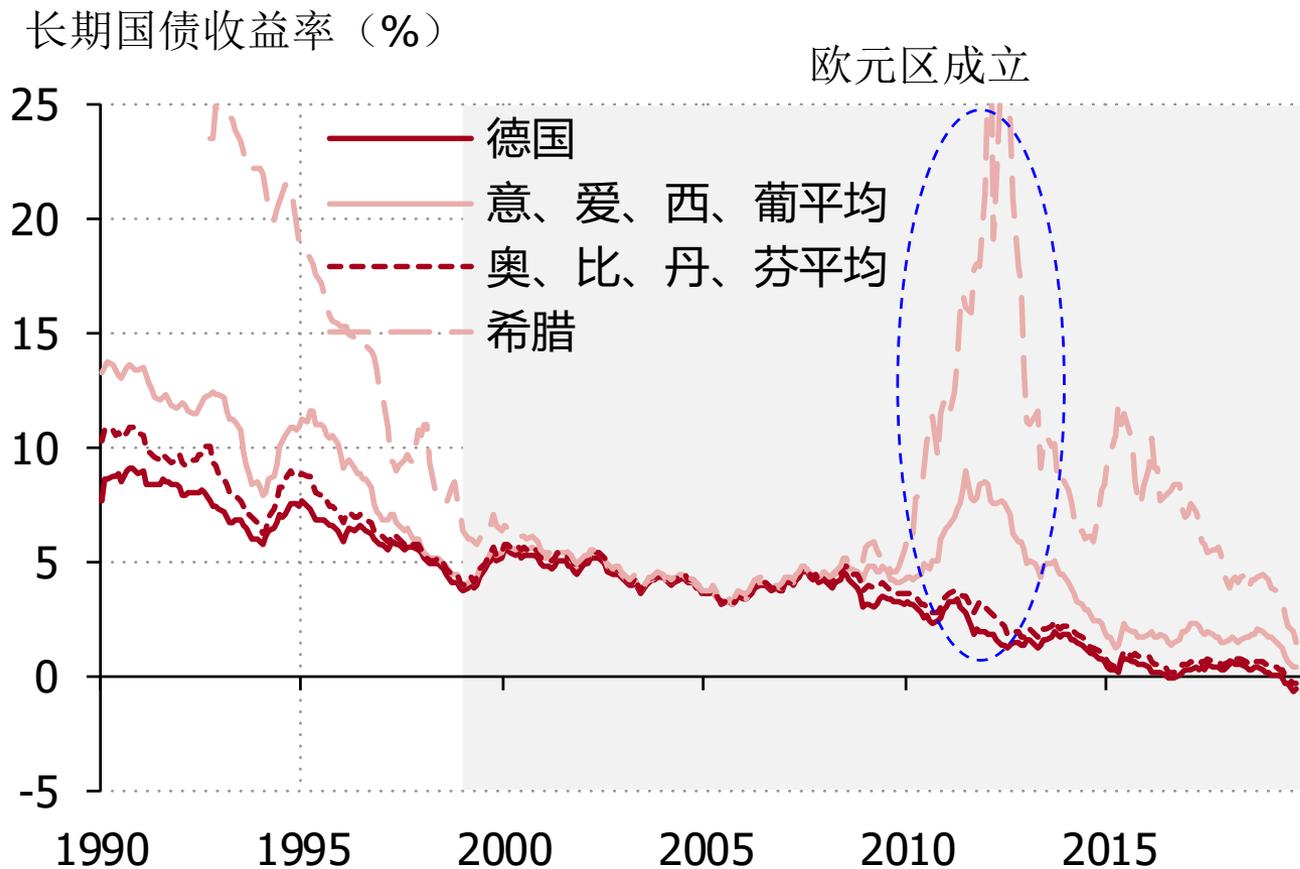
数据来源：PWT



议程

- ◆ 开放经济体的国民经济账户
- ◆ 亚洲金融危机
- ◆ 欧债危机

2011年欧元区爆发了“欧债危机”，“欧洲边缘国家”国债收益率大幅飙升



数据来源: Wind

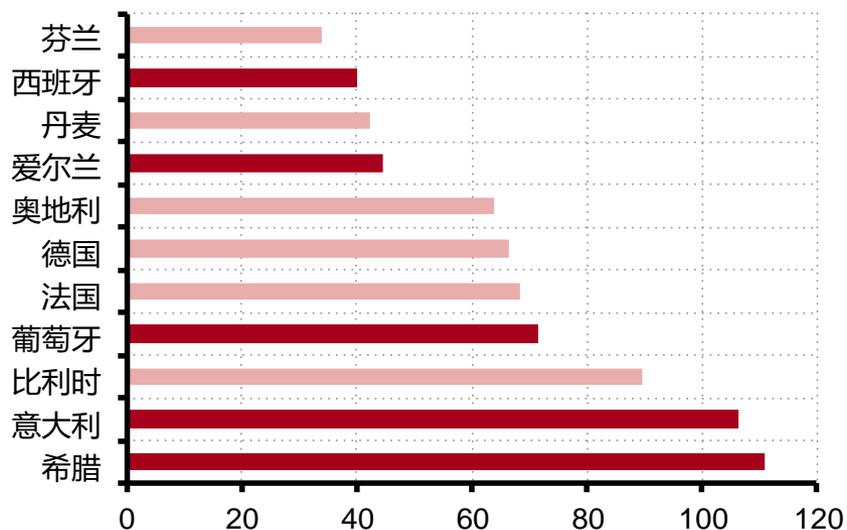


什么让“欧洲边缘国家”如此特殊？

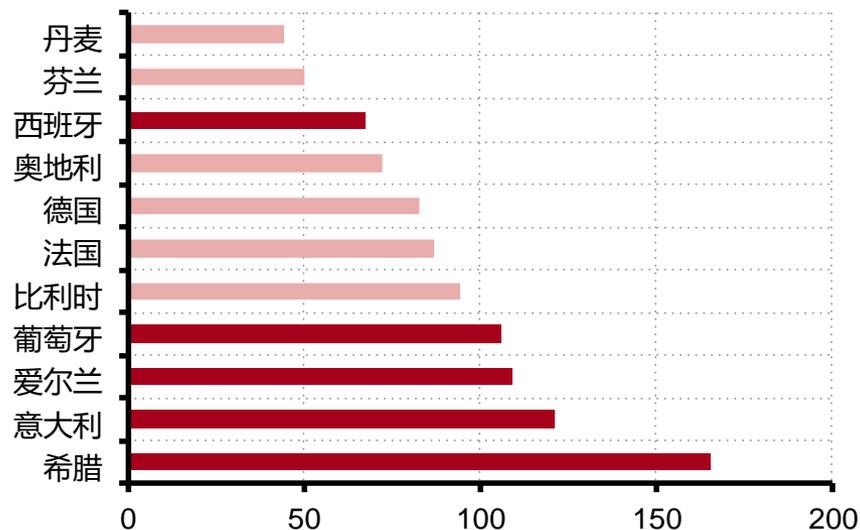
次贷危机前，西班牙、爱尔兰国债水平低于德国

“欧洲边缘国家”国债的膨胀是次贷危机的结果，而非原因

国债占GDP比重（2008年，%）



国债占GDP比重（2011年，%）

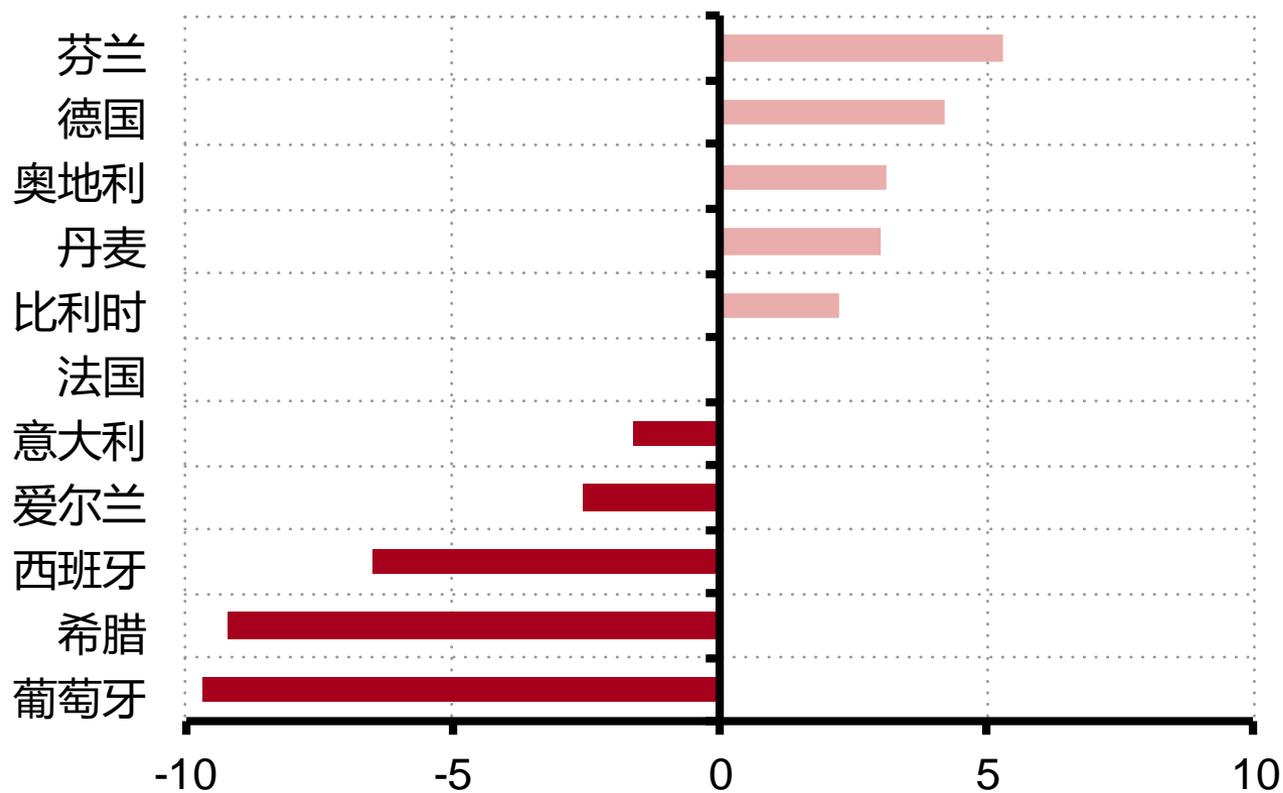


数据来源：IMF



经常账户的赤字才是“欧洲边缘国家”的共性

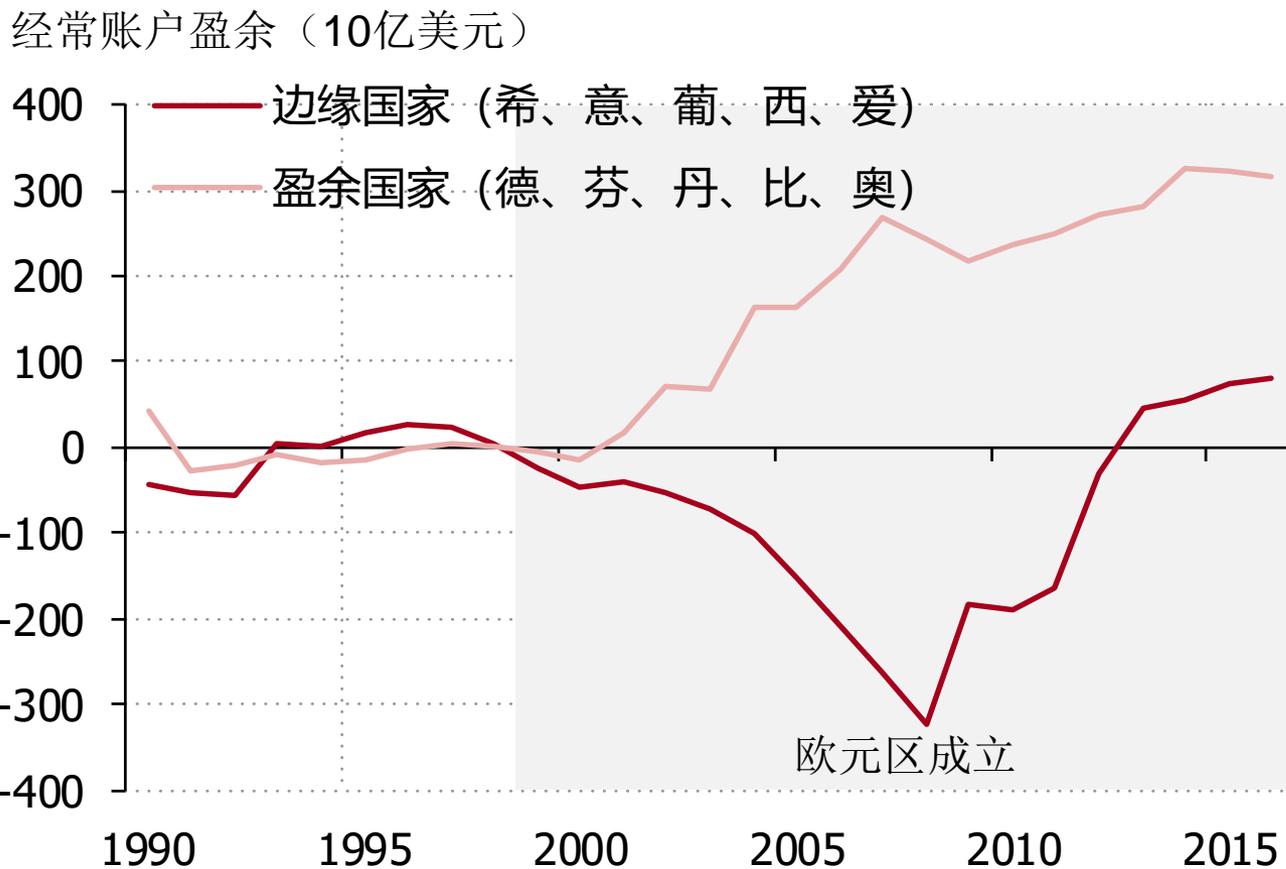
经常账户盈余占GDP比例（2001-08年均值，%）



数据来源：IMF



欧元区成立之后，欧元区内部呈现出了愈演愈烈的失衡格局

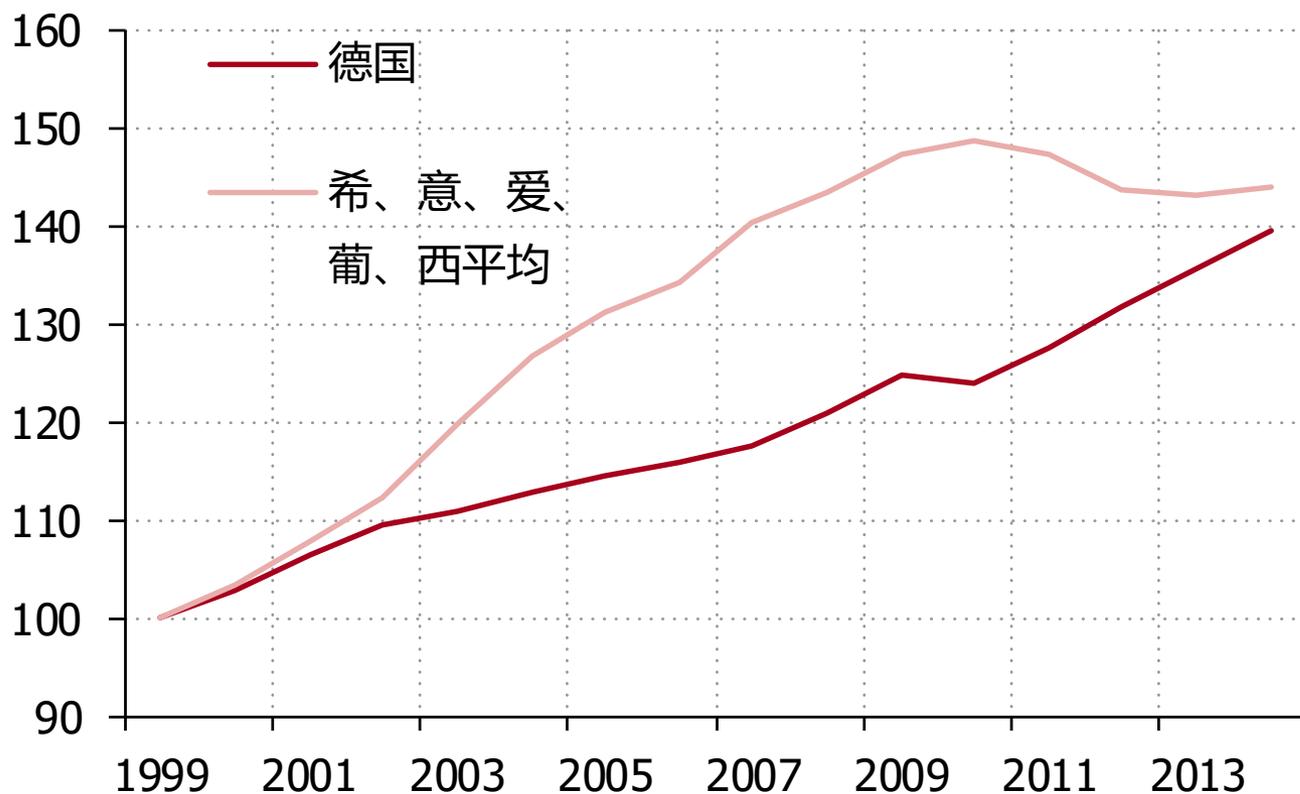


数据来源：IMF



从欧元区成立到次贷危机，德国相对欧元区边缘国家的劳动力成本优势日渐明显

工资指数（1999年=100）



数据来源：CEIC



暨南大学
JINAN UNIVERSITY

欧央行为什么这么重要？

欧央行结算账户下隐藏了欧元区内部跨境转移支付

各国央行在Target2系统中的盈余（10亿欧元）



注：TARGET2 是Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System的缩写

资料来源：CEIC

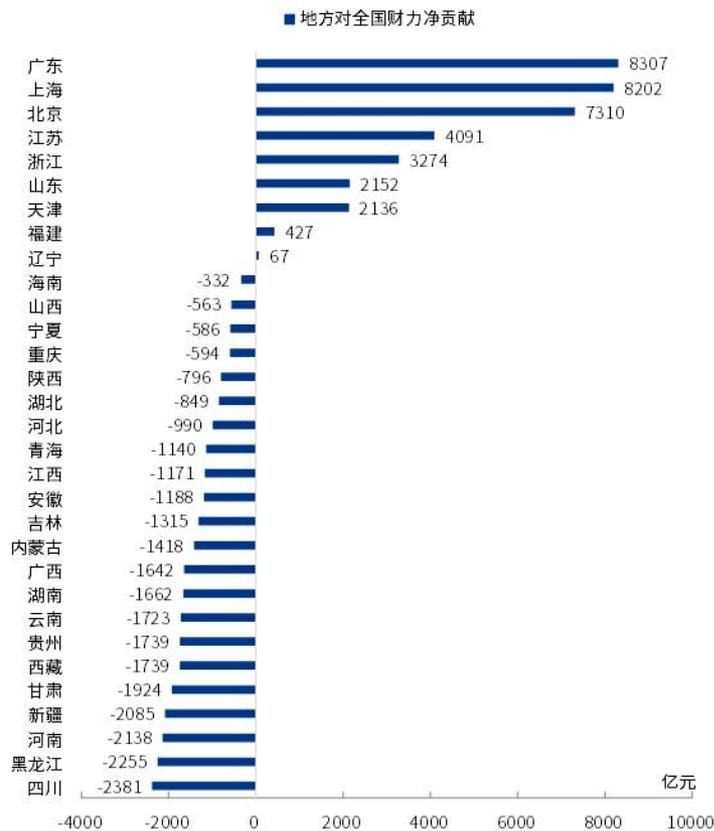


小结： 在国家间失衡的框架下才能透彻理解“欧债危机”

- ◆ “欧债危机”在“欧洲边缘国家”爆发是因为它们危机前债台高筑吗？
 - 不是，爱尔兰和西班牙的国债水平在次贷危机前并不高
 - 将“欧洲边缘国家”与其他欧元区国家区分开来的，是它们在次贷危机前累积的经常账户赤字
- ◆ 为什么说“欧债危机”实质上是“国际收支危机”？
 - 欧元区成立后，区内逐渐形成了国家间的不平衡问题
 - “欧洲边缘国家”国内需求大于国内产出，因而持续累积外债，直至难以偿还，而导致危机
- ◆ 欧元区的根本出路何在？
 - 不平衡的增长：德国等顺差国持续向逆差国融资。但这只有在一个统一的国家内部才能持续。因此需要成立欧洲国
 - 平衡的衰退：欧洲边缘国家需要做痛苦的经济调整，降低其生活和福利水平，重建国家的外部平衡，但这意味着欧元区内各国（包括顺差国）经济增长的大幅减速

中国省份间的“欧元区化”（陆铭）

图表：2019年六省三市对全国财力有净贡献



资料来源：《中国财政年鉴2020》，《中国税务年鉴2020》，粤开证券研究院罗志恒、贺晨等

粤开志恒宏观



议程

- ◆ 开放经济体的国民经济账户
- ◆ 亚洲金融危机
- ◆ 欧债危机
- ◆ 美元霸权与中美共生

美元霸权的建立

- ◆ 视频（8'29"-15'16"）：

[https://www.bilibili.com/video/BV1XV411B7tX/?spm id from=333.1007.top right bar window history.content.click](https://www.bilibili.com/video/BV1XV411B7tX/?spm%20id%20from%3D333.1007.top%20right%20bar%20window%20history.content.click)



美元周期与发展中国家经济危机

- ◆ 在美元与黄金脱钩后，美国在历史上用相同的“宽松-加息”手法，炒作并亲手毁掉了好多个“经济奇迹”
 - 规律是十年走弱，六年走强
- ◆ 1971-1979：拉丁美洲和日本的黄金发展期
- ◆ 1980-1986：为应对“石油危机”疯狂加息，拉丁美洲受害；为“减轻财政赤字”与日本广场协定升值，日本陷入“失去的X十年”
- ◆ 1987-1997，亚洲四小龙金融繁荣，1997年，加息周期重启，爆发亚洲金融危机
- ◆ 1998-2008，中国经济繁荣，美国内部爆发危机，开启量化宽松

次贷危机之后的量化宽松以邻为壑

- ◆ 美元国际货币地位，使得美国的量化宽松可以获得“铸币税”收入。一手印钱，一手举债。其他国家投资美国的国债全部贬值，减轻外债压力
- ◆ 没有实质性引发通货膨胀
 1. 由于资本的自由流动，美国国内除了部分资产价格上升外，热钱并没有大量停留在美国炒作，而是流向了新兴国家(emerging market)——与之相对的是中国，缺乏资本的自由流动，而使得热钱无处释放，商品金融化趋势愈演愈烈，一定程度助长了中国的通货膨胀——而当QE停止，大量泡沫破灭
 2. 商业银行顺周期特性，使得在经济不好的时期审慎贷款。使得即使美联储投放了大量基础货币，银行系统的货币创造机制弱（货币乘数小）
- ◆ 货币贬值，促进美国本身的出口，带动制造业、降低失业率

“我们的美元，你们的难题”

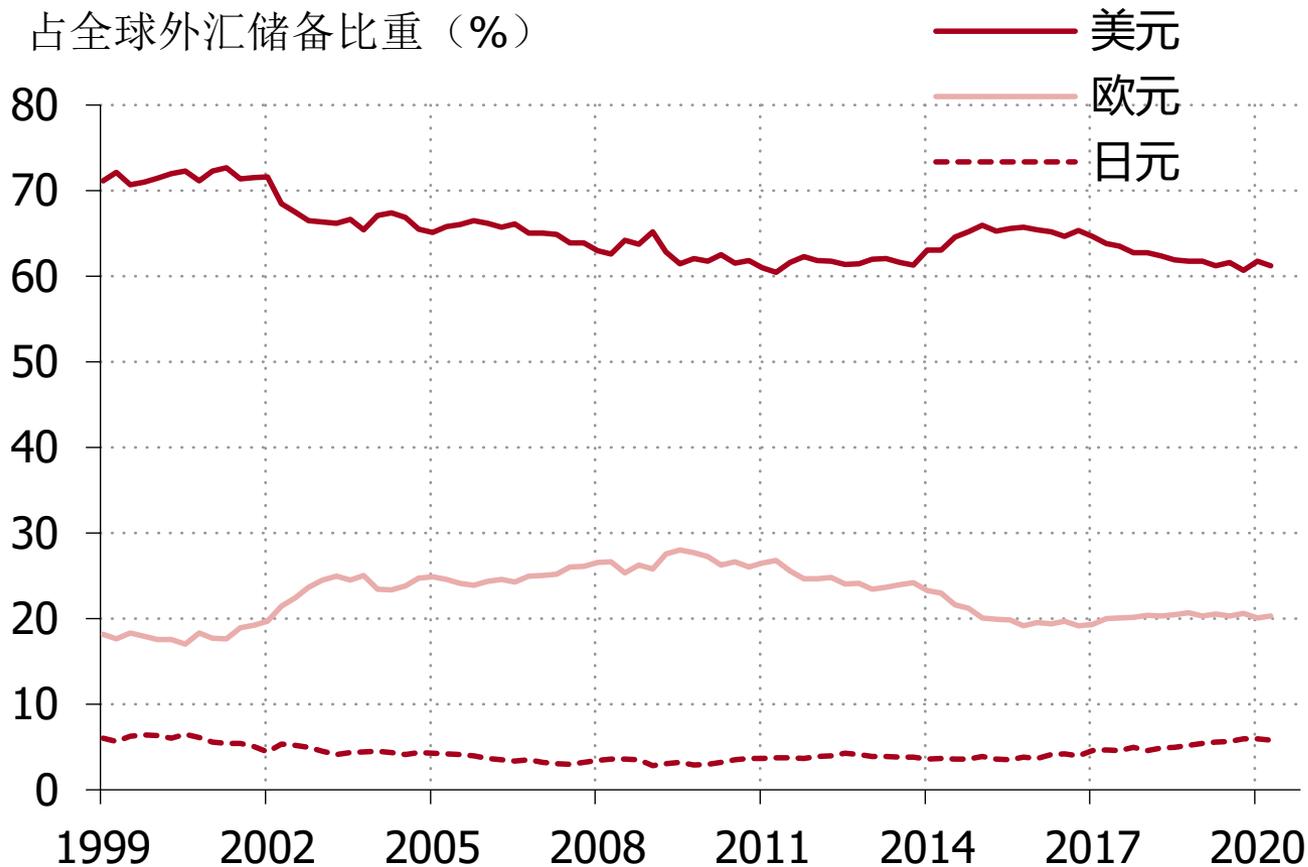
- ◆ “The dollar is our currency, but your problem.”

——John Connally, 美国前财长，
1971年11月，G10财长会议



全球外汇储备的绝大部分是美元资产

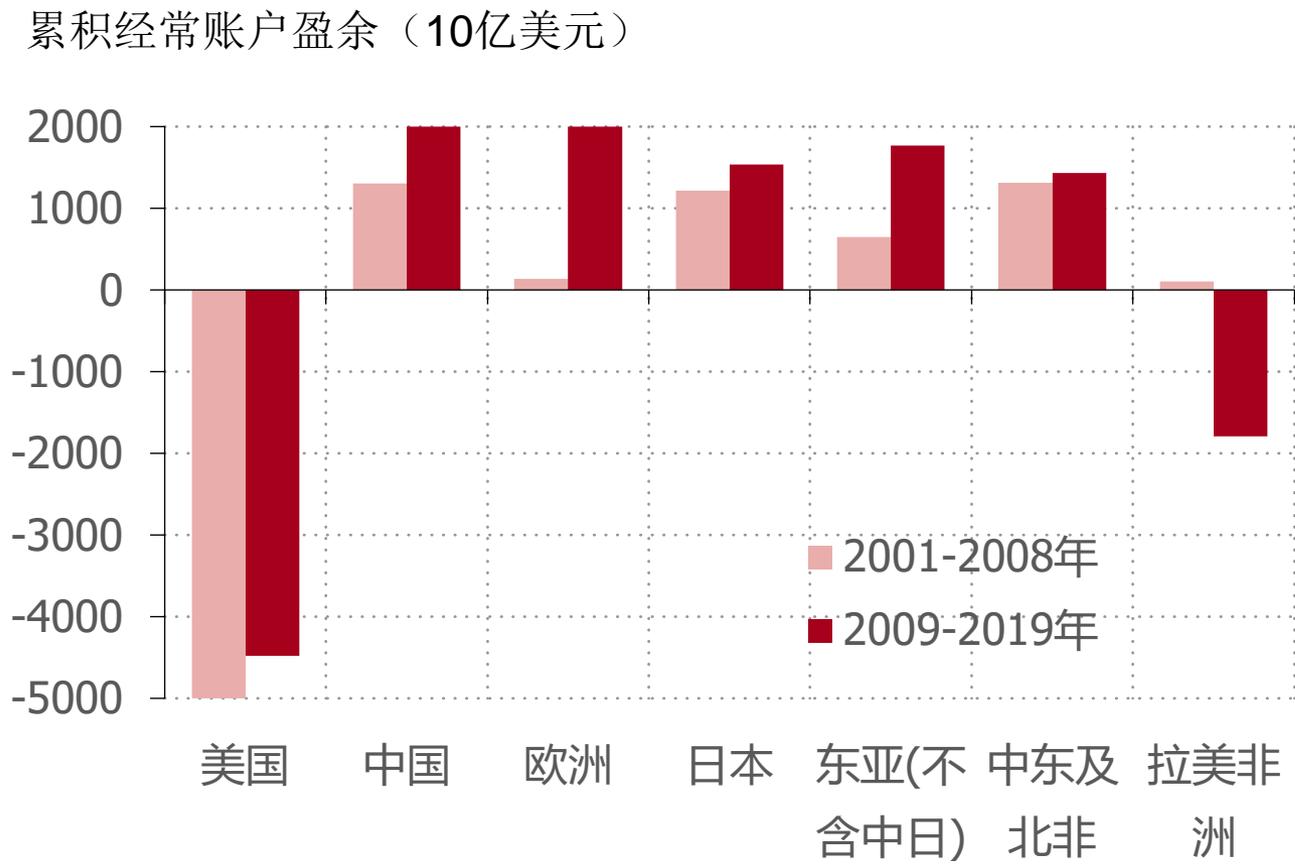
——美元是美国自己低成本印制的国际支付工具



资料来源: Wind

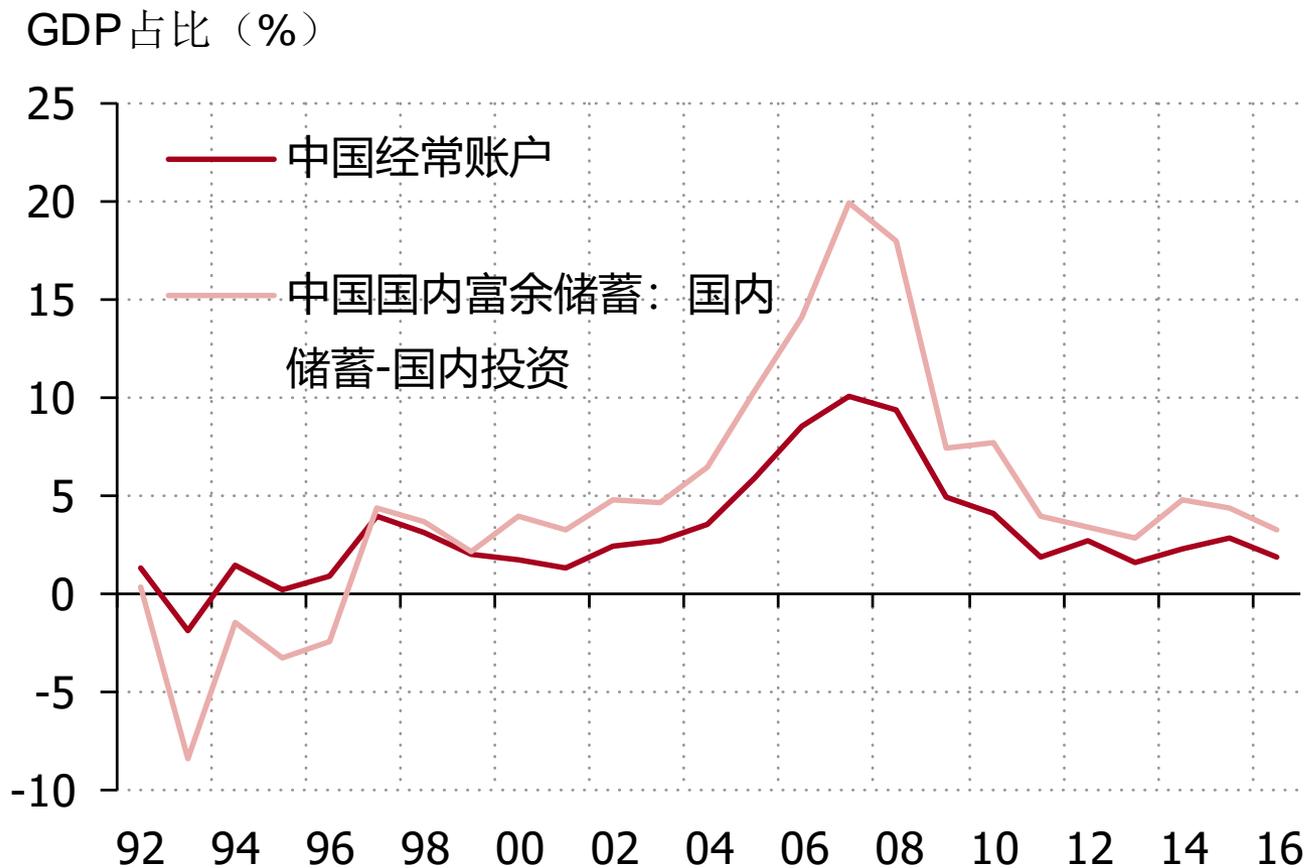


因为美国是世界主要储备货币发行国，所以过去十几年只有美国持续大量积累经常账户逆差



资料来源：IMF

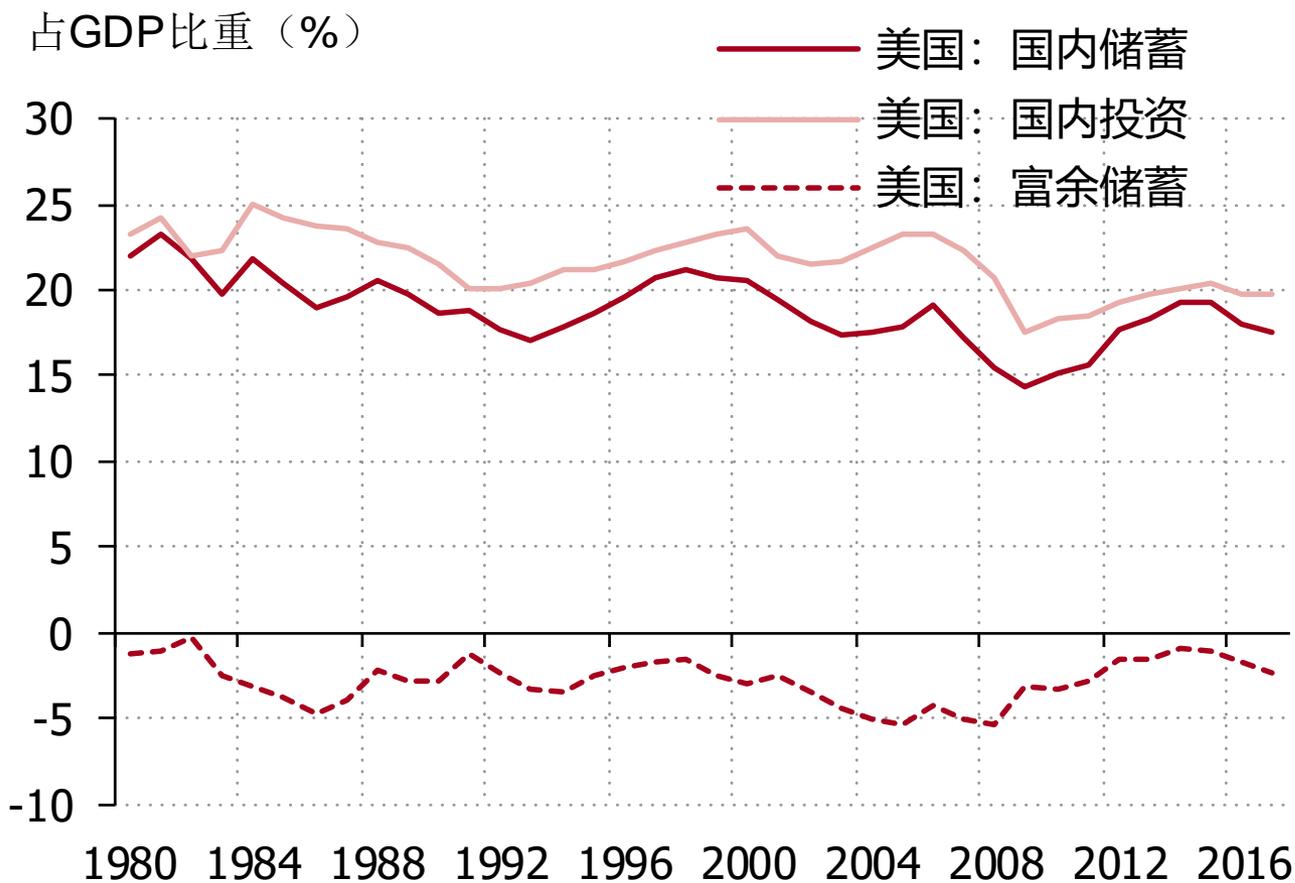
中国国内的富余储蓄转变成了经常账户顺差



数据来源: CEIC



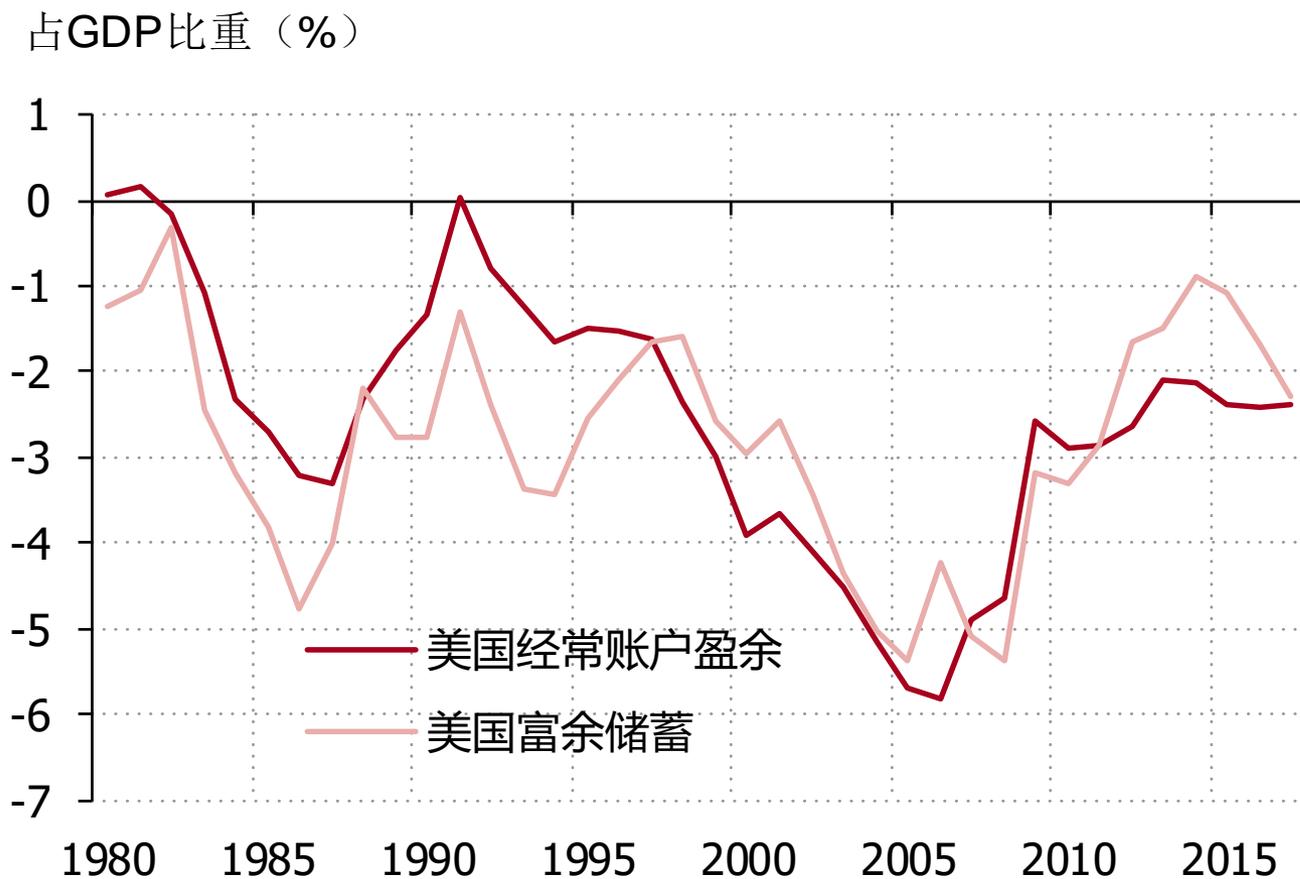
美国国内储蓄长期少于其国内投资



数据来源：IMF



美国国内储蓄的缺口由其经常账户逆差所弥补

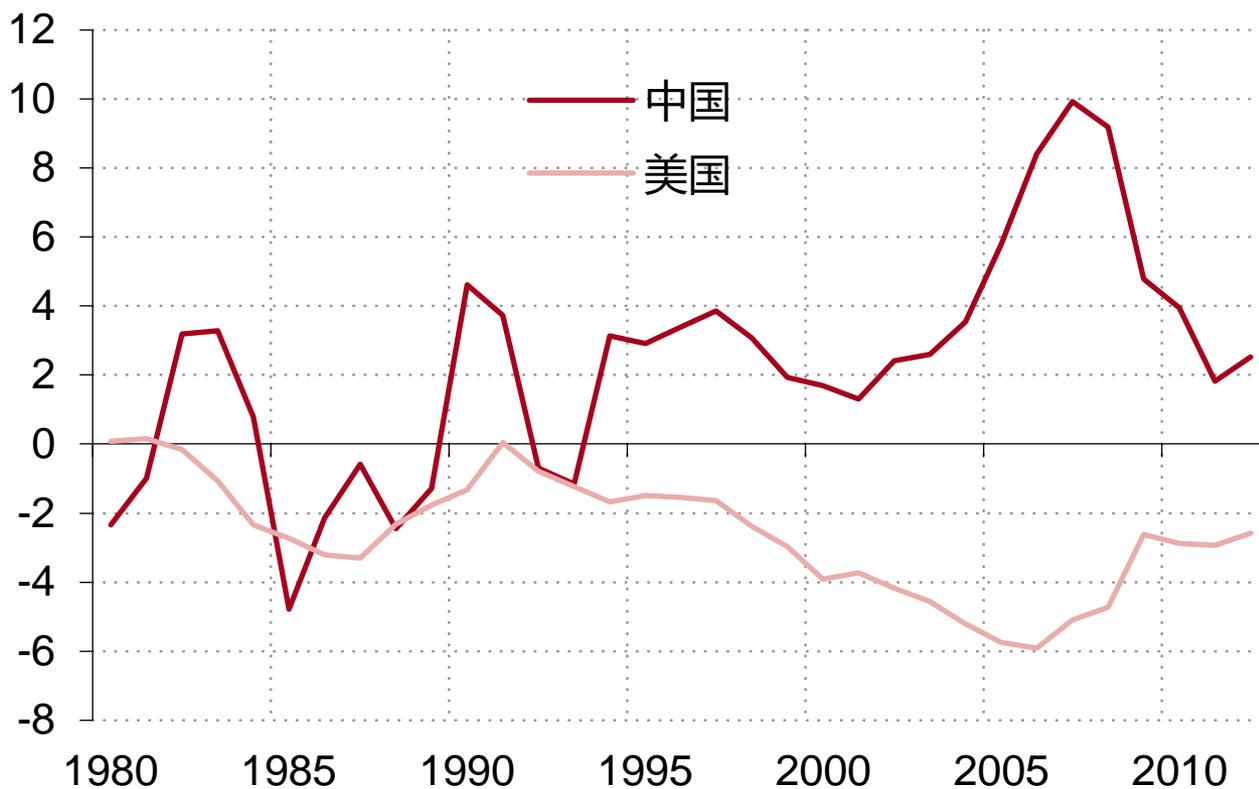


数据来源：IMF



近30年来中美经常账户的镜像走势，反映了“中国生产—美国消费”（中国储蓄—美国借债）的国际大循环机制

经常账户盈余占各自国家GDP比重（%）



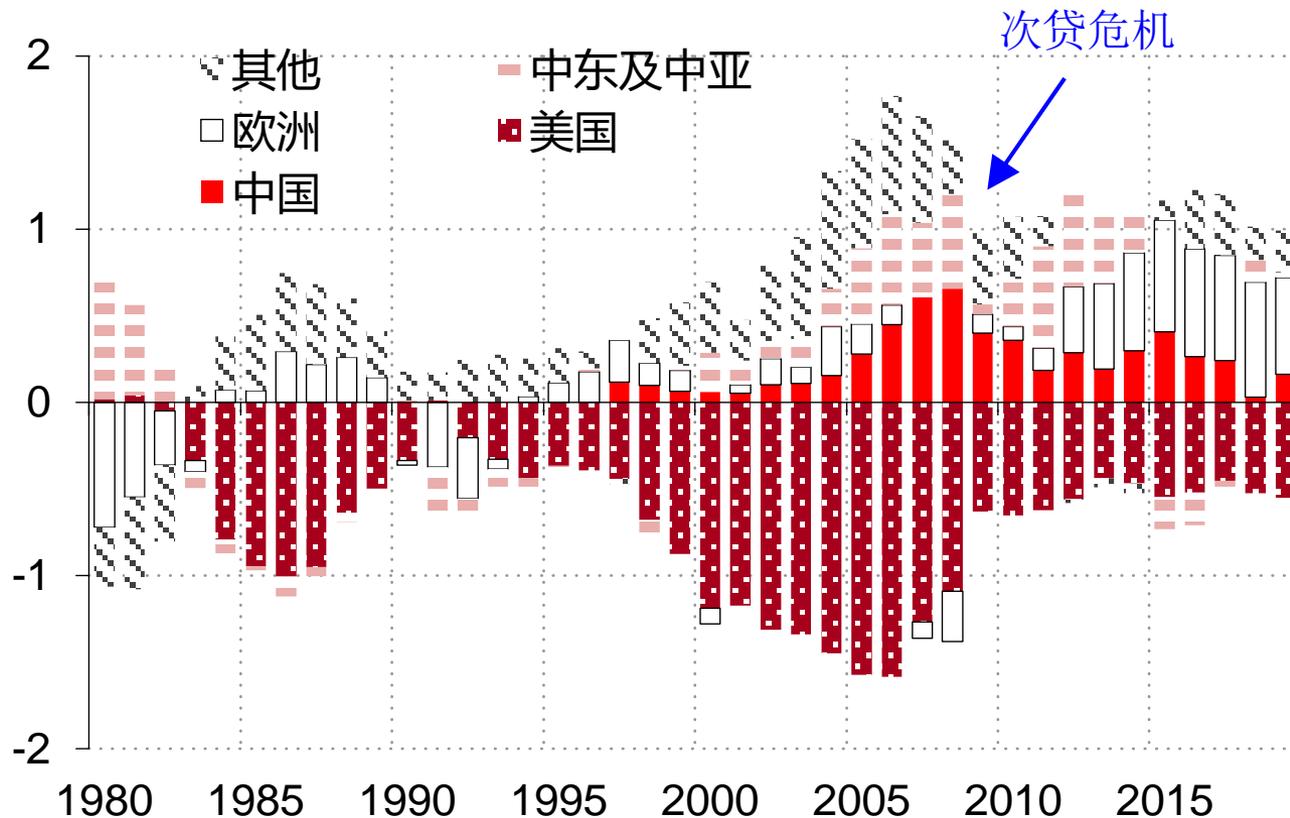
资料来源：IMF



暨南大学
JINAN UNIVERSITY

中国的富余储蓄（对应我国的贸易顺差）在次贷危机前明显推升了全球失衡的水平

经常账户盈余（%，占世界GDP比重）



数据来源：IMF

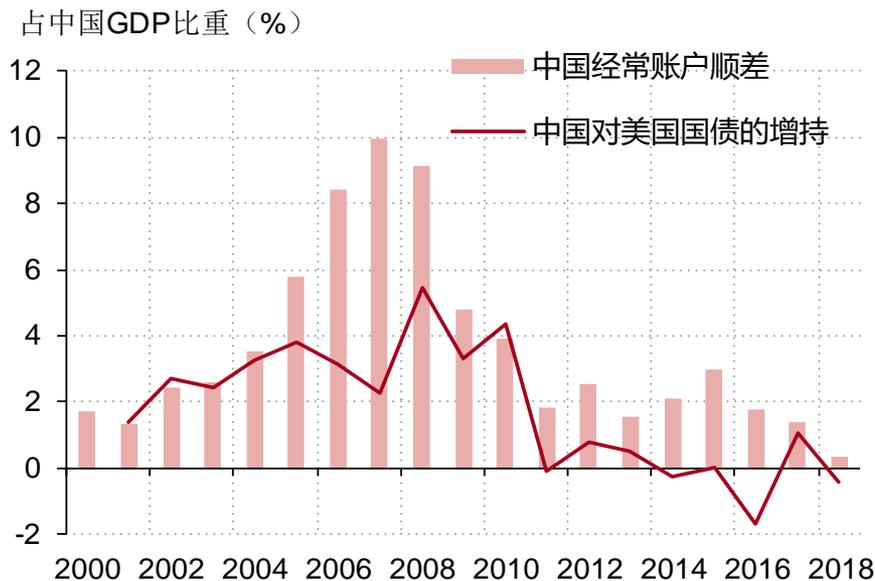


暨南大学
JINAN UNIVERSITY

全球失衡背后是全球资本流动的链条： 顺差国的储蓄流向逆差国（主要是美国）

中国的经常账户顺差大部分变成了对
美国金融资产的增持

美国的经常账户逆差对应其国内杠杆
率的上升



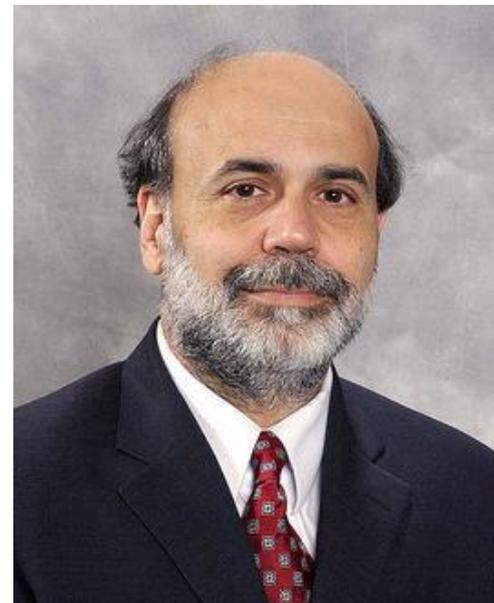
资料来源：万得



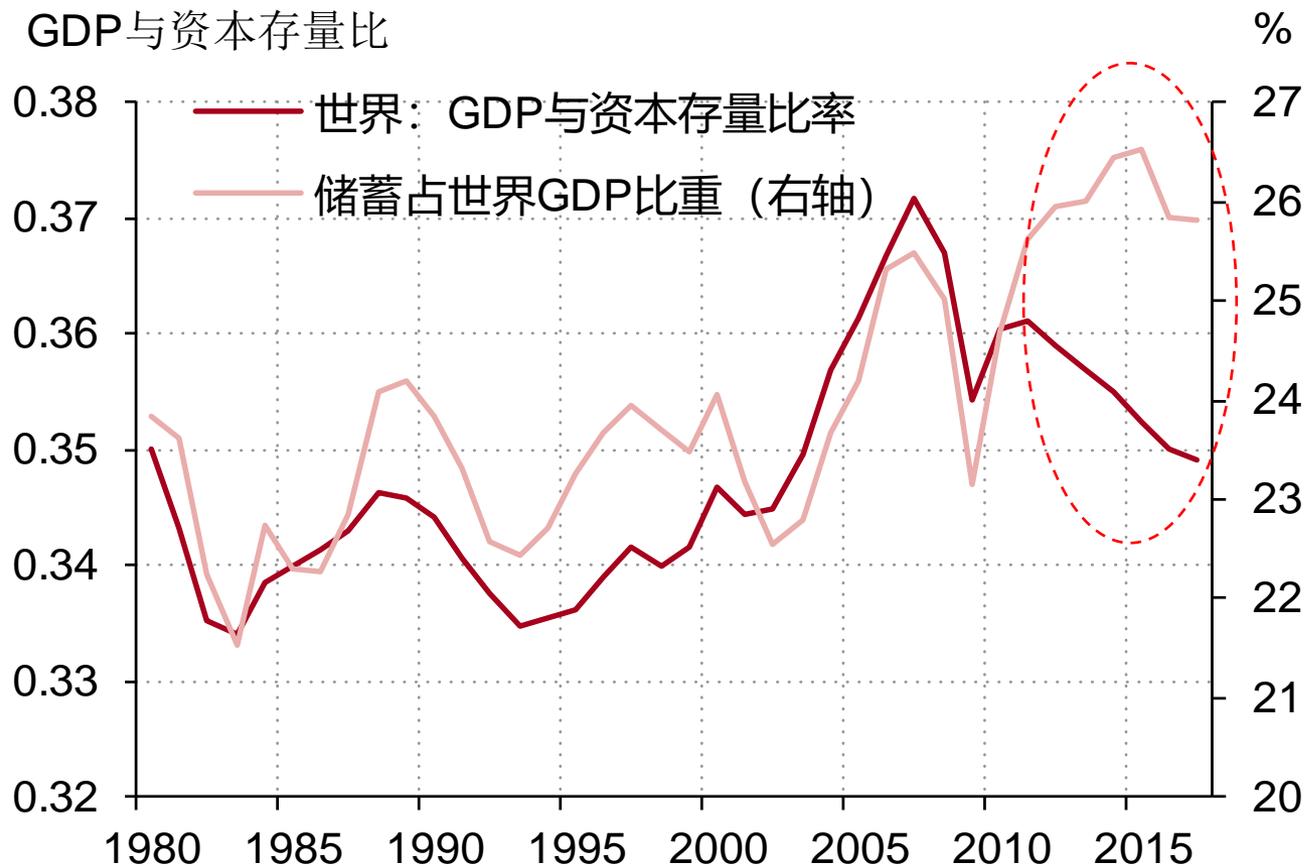
全球储蓄过剩（saving glut）

“在过去的十年中，几种不同力量合起来造成了全球储蓄供给的显著增加——全球储蓄过剩——可以解释美国经常账户赤字的增大，以及全球较低的长期利率水平……全球储蓄过剩的一个特别有趣的方面是之前流向发展和新兴市场经济体的信贷流动发生的逆转，让这些国家从之前的国际资本市场的借款人变成了净借出者。”

——伯南克（Ben S. Bernanke），2005年



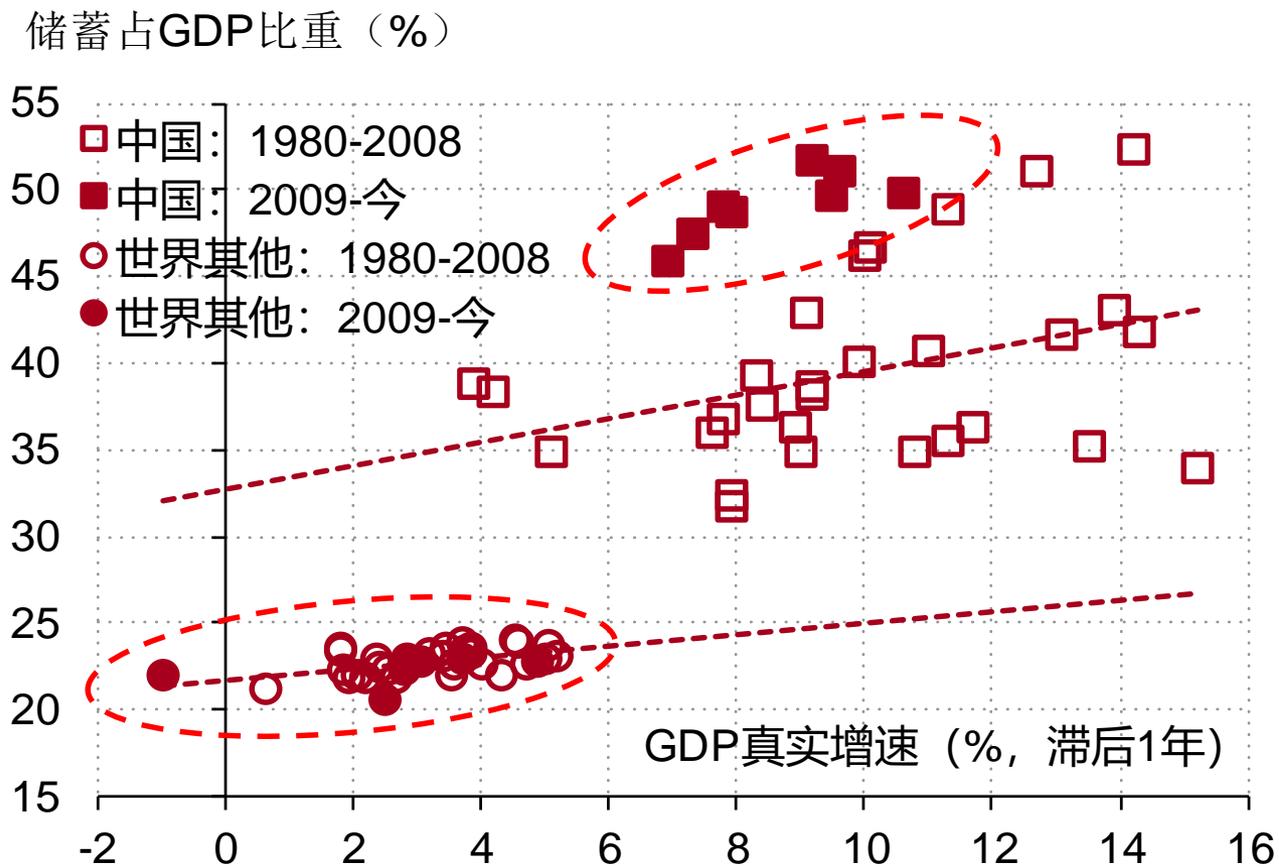
次贷危机后全球资本回报率大不如前，但全球储蓄率仍然处在高位——全球储蓄过剩



资料来源：IMF



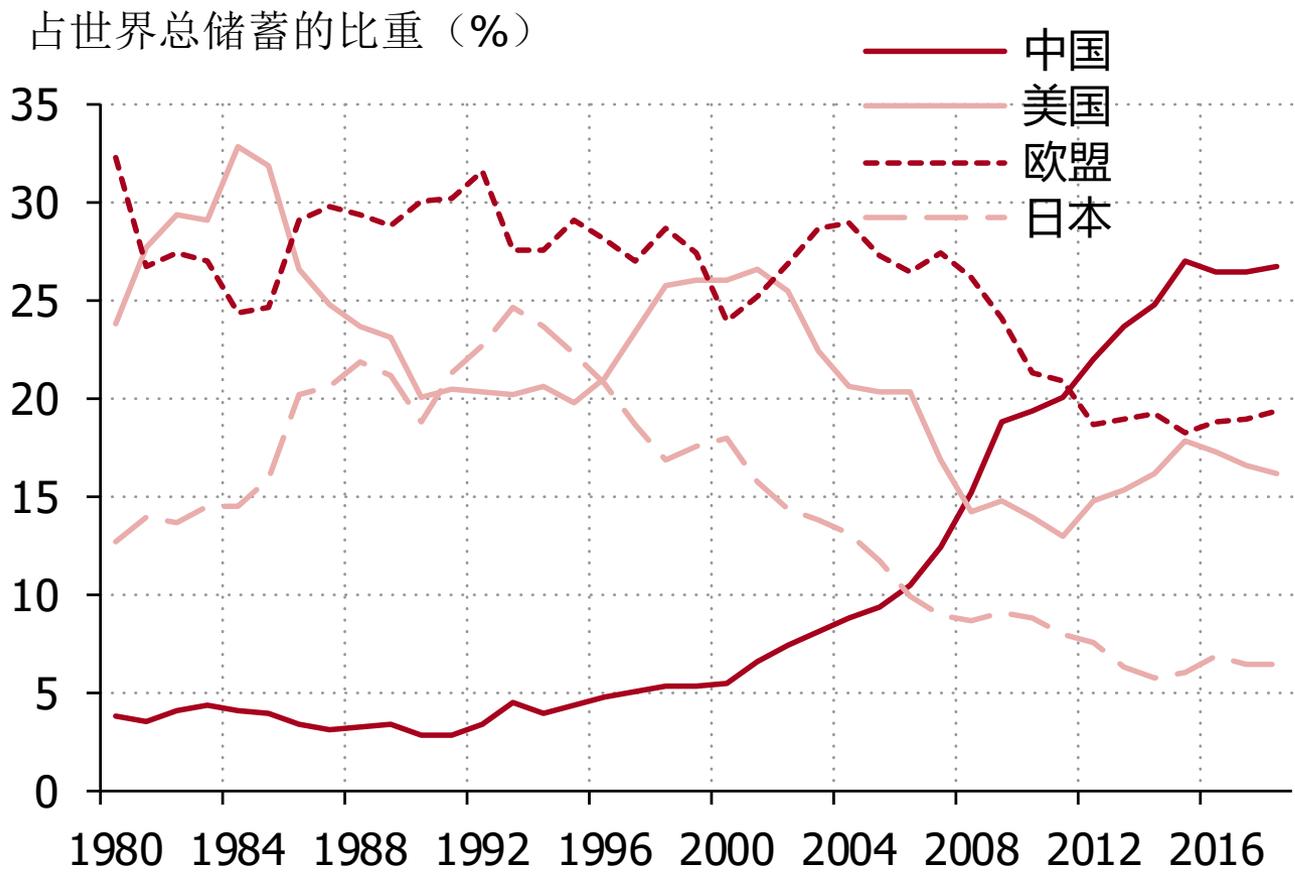
全球储蓄过剩的主要原因在于中国的高储蓄



资料来源：IMF



中国的储蓄超过了美国、欧盟和日本，中国的储蓄过剩就是全球的储蓄过剩



资料来源：IMF

小结：中美共生

- ◆ 在过去20年间
 - 中国是世界上最大生产国，美国是世界最大的消费国
 - 中国是世界上最大的顺差国，美国是世界上最大的逆差国
 - 没有中国，美国无法廉价地消费如此大量的商品
 - 没有美国，中国无法消化如此大规模的产能，短时间内实现工业快速发展
- ◆ 从这个意义上，中美是共生的关系，一体两面，相互成就
- ◆ 美元的货币霸权体系使得这样一种不健康的共生关系得以维持

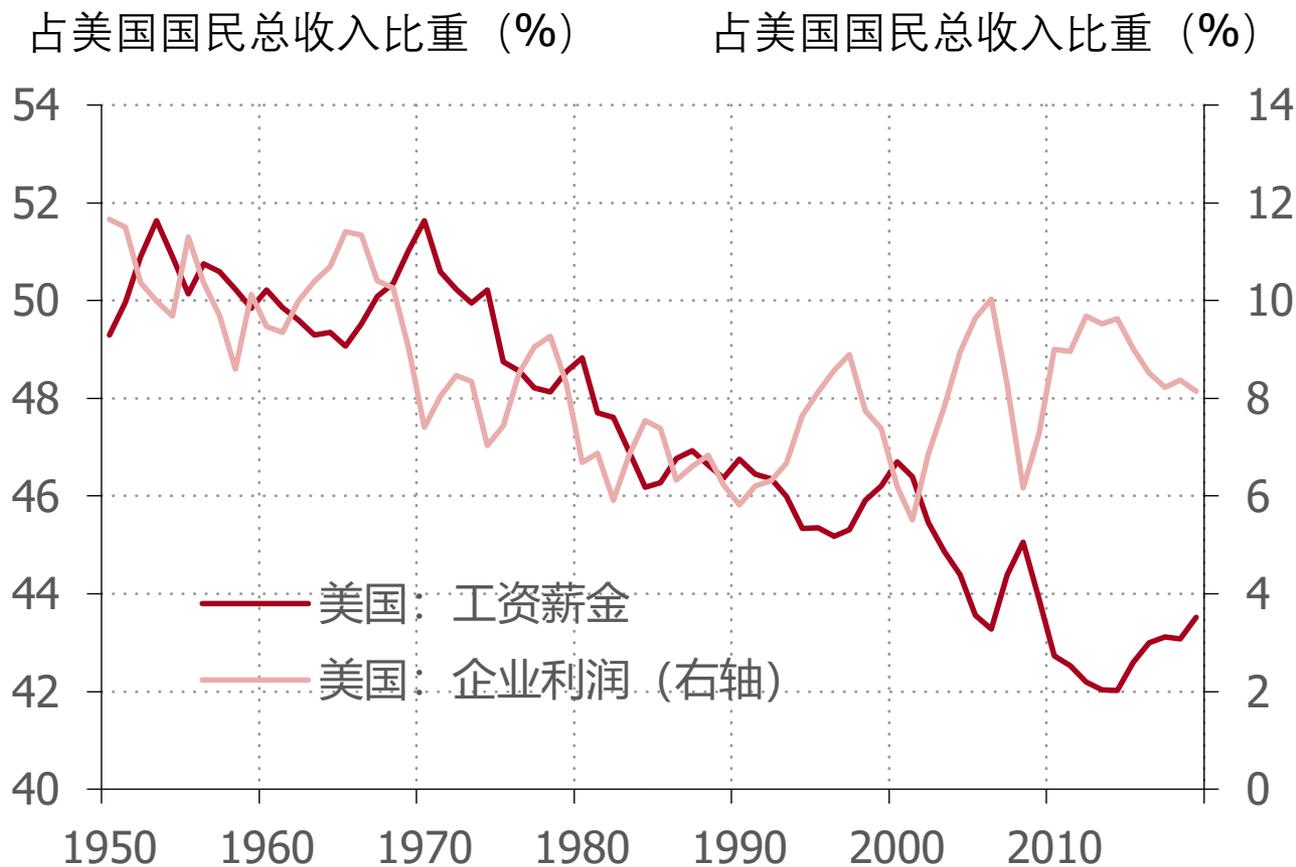
议程

- ◆ 开放经济体的国民经济账户
- ◆ 亚洲金融危机
- ◆ 欧债危机
- ◆ 美元霸权与中美共生
- ◆ 启示与人民币的未来

“中美共生”模式已不可持续：中美贸易战的背景

- ◆ 中国的失衡经济结构已经对美国产生了难以忽视的负面外溢效应
 - 中国的储蓄过剩催生了美国资产价格泡沫，引发了次贷危机
 - 中国产能的快速扩张挤压了美国产能的空间（表现为美国企业因来自中国企业的竞争而倒闭）
- ◆ 美国国内收入不平等拉大，美国社会被撕裂
 - 全球化配置的资本与本土劳动者这二者间的收入差距拉大
 - 资本回报与工资收入差距的拉大（《21世纪资本论》的核心观察）
 - 高收入阶层（拥有资本和全球化能力）和低收入阶层（仅拥有低水平劳动力技能）间收入差距的拉大
- ◆ 中美贸易战的经济源头
 - 全球失衡令美国（资本家与劳工间）的阶级矛盾加剧
 - 资本主义的制度难以从内部调和资本及与劳工间加剧的矛盾
 - 减轻外部压力（贸易保护主义、逆全球化、中美脱钩）是美国的一个选择

在最近30年的全球化中，美国工资与企业利润的走势背离，反映了美国居民与企业家之间收入差距的拉大

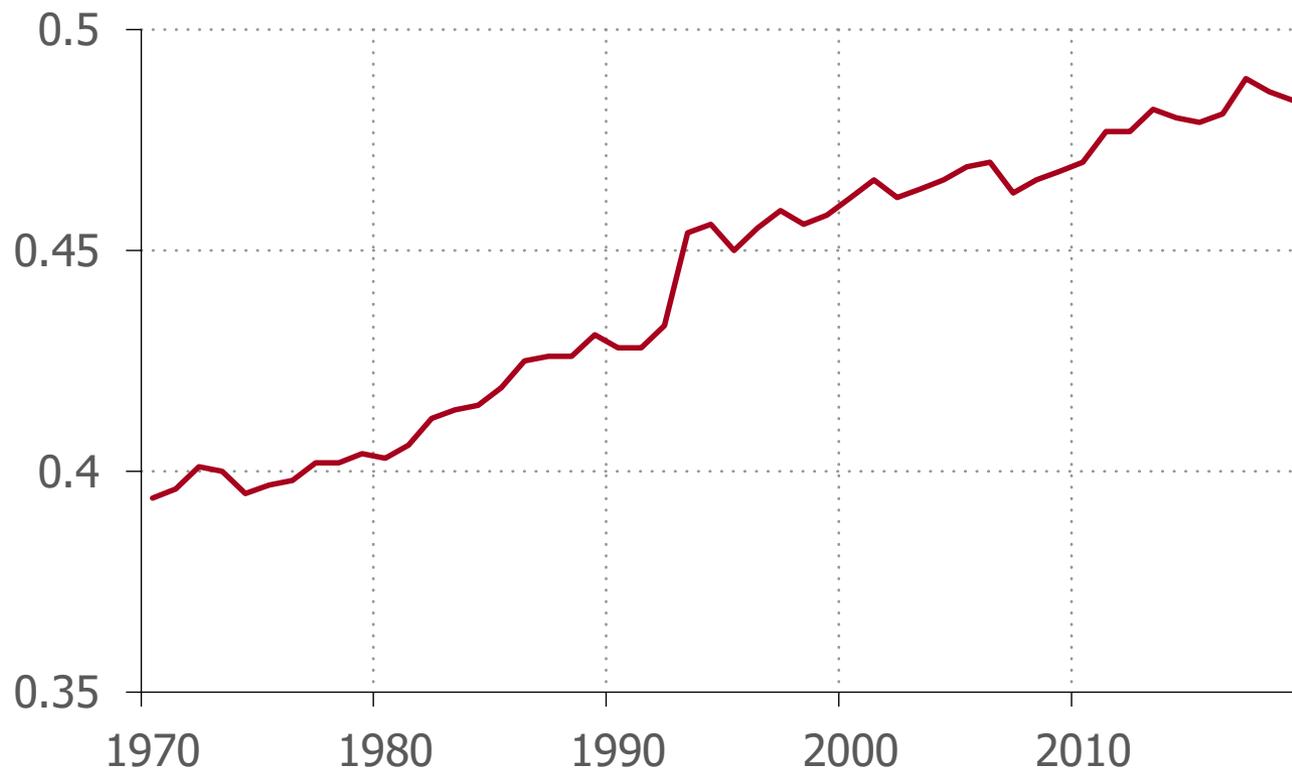


资料来源：Wind



美国居民的收入不平等情况（基尼系数）持续攀升

美国居民收入基尼系数



资料来源: Wind



暨南大学
JINAN UNIVERSITY

中国应该推动人民币国际化，建立自己的小共生体系

- ◆ 世界的产业分工模式（周金涛）：
 - 消费（货币）核心国：赤字、负债
 - 制造核心国：盈余、债权
 - 资源核心国：石油、天然气、矿产
- ◆ 消费（货币）国主导分工体系，而不是制造国
- ◆ 更加平衡的贸易关系有利于国际关系的稳定
 - “相互卡脖子”
 - 在全球地缘政治风险分析中我们会着重分析这一命题

顺差→逆差

俄罗斯央行报告显示：人民币在俄罗斯对外贸易结算中所占份额飙升

— 2023 —
03/11
18.03

华尔街见闻快讯
企鹅号

发布于
上海

— 分享 —



据今日俄罗斯电视台网站11日报道，俄罗斯央行最新发布的报告显示，人民币在俄罗斯对外贸易结算中所占的份额飙升，已经成为一个“主要玩家”；与此同时，美元和欧元在俄罗斯外贸结算中的使用比例大幅下降，占比已经不到一半。报告显示，人民币在俄罗斯进口结算中的份额从2022年1月的4%跃升至2022年底的23%，人民币在俄罗斯出口结算中的份额也从0.5%飙升至16%。（环球时报）



🔍 举报



顺差→逆差

伊朗石油用人民币结算！中国加速去美元，会被美国踢出SWIFT吗？

2021-04-29 13:01:32 来源: 金十新媒体

举报



本文为「金十数据」原创文章，未经许可，禁止转载，违者必究。

102

分享至



美国著名学者布热津斯基在其出版的《大棋局》一书中，曾提出了三个对美国霸权最大的潜在挑战，其中一个挑战便是中国、俄罗斯和伊朗的“联合”，如今这个“挑战”正在浮出水面。

都知道，美元、美军和科技是支撑美国霸权的三根支柱，美国在国际上动辄挥舞大



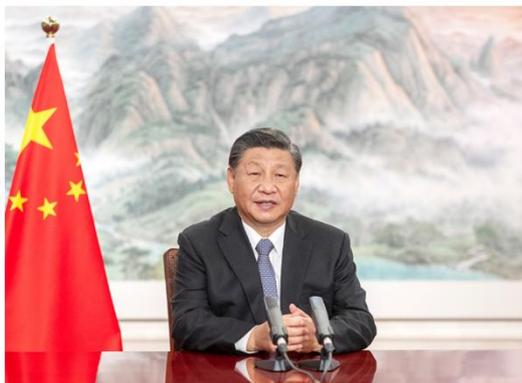
顺差→逆差

习近平在第五届中国国际进口博览会开幕式发表致辞

2022-11-04 20:17 来源：新华社

【字体：大 中 小】 打印 分享

习近平在第五届中国国际进口博览会开幕式上发表致辞



11月4日晚，国家主席习近平以视频方式出席在上海举行的第五届中国国际进口博览会开幕式并发表题为《共创开放繁荣的美好未来》的致辞。新华社记者 李学仁 摄

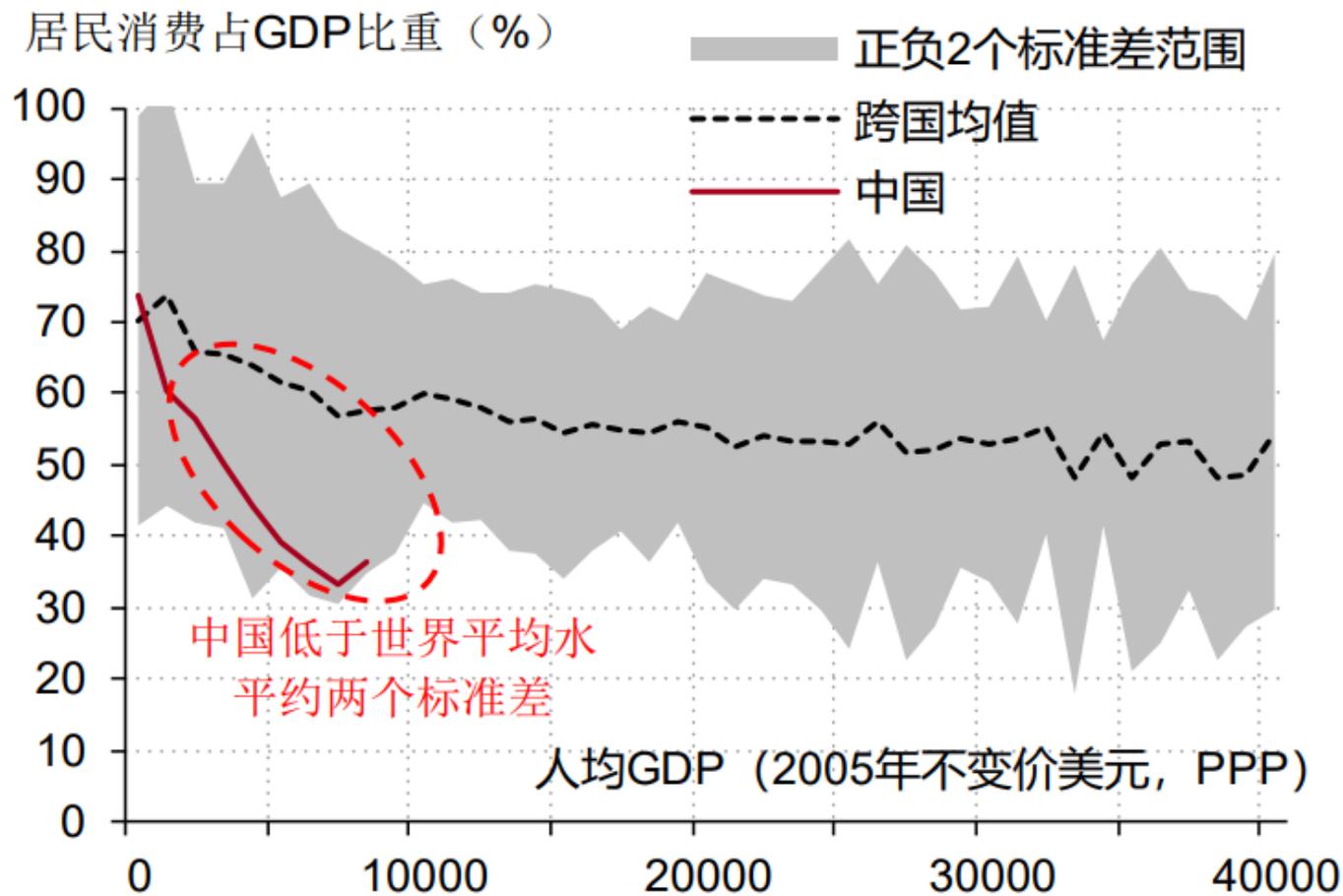
新华社北京11月4日电 11月4日晚，国家主席习近平以视频方式出席在上海举行的第五届中国国际进口博览会开幕式并发表题为《共创开放繁荣的美好未来》的致辞。

习近平指出，5年前，我宣布举办进博会，就是要扩大开放，让中国市场成为世界大机遇。现在，进博会已经成为中国构建新发展格局的窗口、推动高水平开放的平台、全球共享的国际公共产品。

习近平强调，开放是人类文明进步的重要动力，是世界繁荣发展的必由之路。当前，世界百年未有之大变局加速演进，世界经济复苏动力不足，我们要以开放纾解发展之困、以开放汇合作之力、以开放聚创新之势、以开放谋共享之福，推动经济全球化不断向前，增进各国发展动能，让发展成果更多更公平惠及各国人民。



储蓄→消费



外需→内需

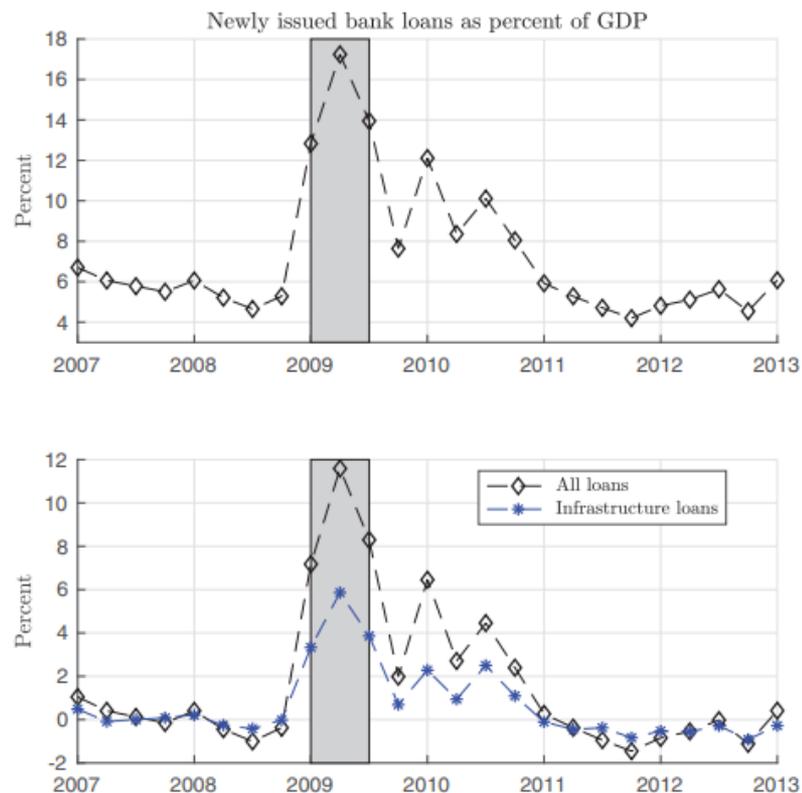


Figure 3. Newly originated bank loans as a percent of GDP. The top panel depicts all newly issued loans as a percent of GDP. The bottom panel displays the increase of loan volumes (as a percent of GDP) from the average level over 2007Q1 to 2008Q4. Each time series is aggregated up from the loan-level data. The shaded bars indicate the monetary stimulus period of 2009Q1 to 2009Q3. (Color figure can be viewed at wileyonlinelibrary.com)

来源: Kaiji Chen, Haoyu Gao, Patrick Higgins, Daniel F. Waggoner, and Tao Zha, "Monetary Stimulus amidst the Infrastructure Investment Spree: Evidence from China's Loan-Level Data", *Journal of Finance*, 2023



外需→内需

图 1: 家电下乡时代三大政策内容及推行情况一览



资料来源：公开资料整理，wind，东兴证券研究所

中国企业“走出去”：一举多得

- ◆ 当前，中国产业具备“走出去”的能力和契机
 - [出口增加值世界第一](#)、[产业升级加快](#)、[产业链门类齐全](#)
 - RCEP经济圈与海外华人华侨经济圈高度重叠

	现在	未来
政策思路	最大化GDP	最大化GNP
国家定位	制造大国	制造大国+货币大国
贸易平衡	顺差	平衡
世界经贸格局	中国制造（made in China） +世界（美国）消费	由中国制造（made by Chinese） +中国消费
世界货币体系	美元霸权	人民币国际化

- ◆ [海南自贸区的战略构想](#)

华人华侨与中华民族的伟大复兴

- ◆ “巩固和发展最广泛的爱国统一战线”、“动员全体中华儿女围绕实现中华民族伟大复兴中国梦一起来想、一起来干。” “加强和改进侨务工作，形成共同致力民族复兴的强大力量”

——习近平，《高举中国特色社会主义伟大旗帜，为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告》

- ◆ “东渐于海，西被于流沙，朔南暨，声教讫于四海。”

——《尚书·禹贡》



谢 谢

- ◆ 陈方豪 助理教授
- ◆ 经济学院 特区港澳经济研究所
- ◆ 2022年毕业于北京大学国家发展研究院，获经济学博士学位，多伦多大学访问学者；主要研究领域为发展经济学、城市经济学与国际经济学；研究主线是中国的区域产业发展与全球市场的关系，中国在全球价值链中的位置，以及中国企业的国际化进程。当前的研究重心为华侨华人与中国产业发展之间的联系。
- ◆ 邮箱：fhchen2017@nsd.pku.edu.cn
- ◆ 个人网页：<https://fanghaochen.github.io/homepage/>



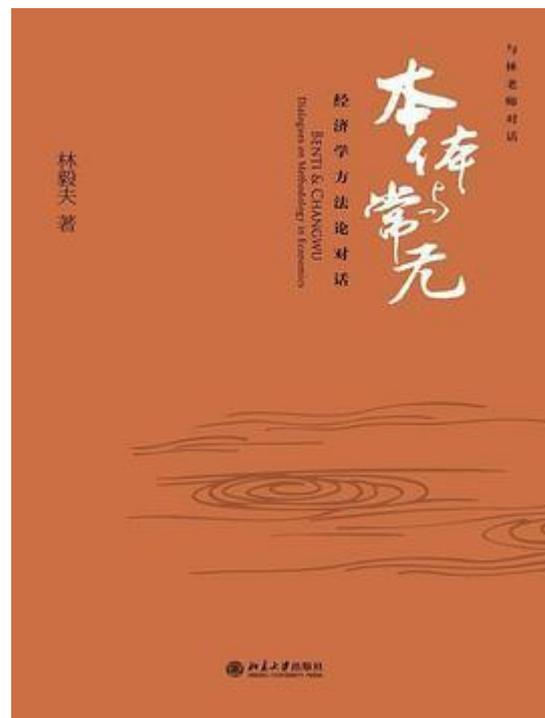
中国的高储蓄之谜

- ◆ 预防性储蓄？
- ◆ 缺乏投资渠道？
- ◆ 儒家文化？



思考方法：三归纳法（林毅夫，2012）

- ◆ 当代的横向归纳
- ◆ 历史的纵向归纳
- ◆ 多因素多现象归纳



中国高储蓄的解释

- ◆ 需求端：竞争性储蓄
- ◆ 供给端：国有经济
- ◆ 连接供给与需求：土地财政

性别比失衡→储蓄率上升？

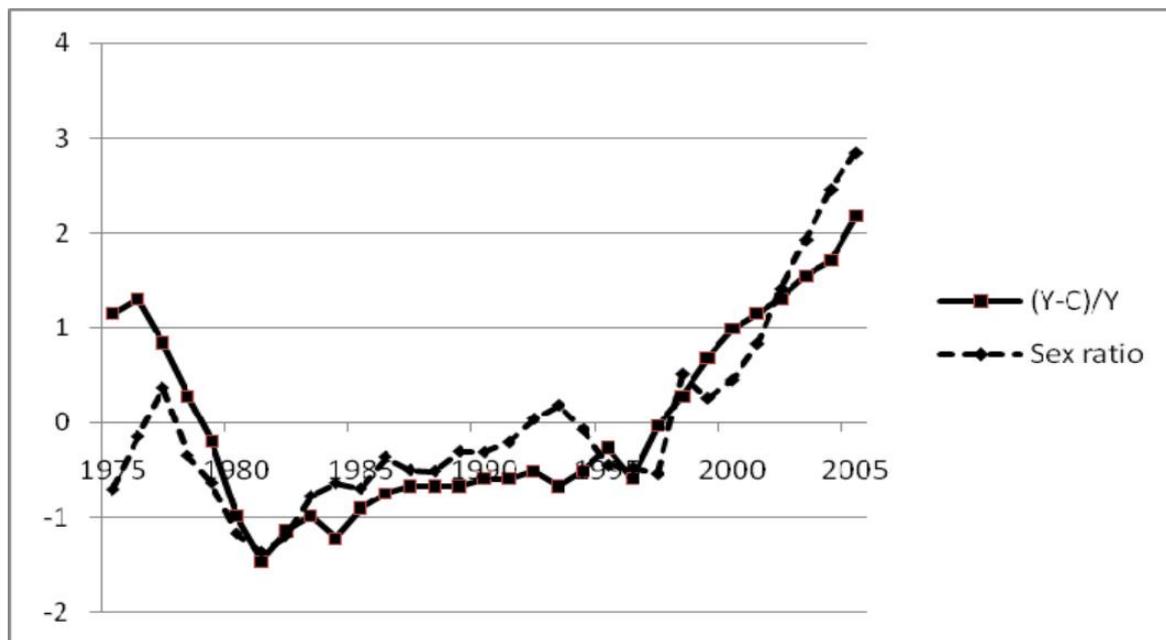


Figure 1: Sex Ratios and Saving Rates

Note: The sex ratio is defined as the ratio at birth 20 years earlier; see the footnote to Table 12 for data source. The saving rate is defined as the ratio of (GDP-private and government consumptions) to total GDP, which is available from China Statistical Yearbook 2007. Both variables have been rescaled by subtracting the mean and dividing by the standard deviation.

性别比失衡→储蓄率上升？

Table 1: Why Do People Save? Self-Reported the Most or the Second Most Important Reason for Savings (% of Respondents)

	Three-person households		Four-person households			All households
	Girl	Boy	Only girls	Boy and girl	Only boys	
<i>Total sample</i>						
Directly related to children	86.4	92.2	86.4	94.0	96.1	78.2
Children's wedding	18.3	29.8	22.0	34.0	37.4	33.0
Children's education	75.9	79.2	75.7	82.1	80.4	52.0
Bequest to children	12.5	11.9	10.2	8.9	6.8	13.8
Not directly related to children	69.6	59.2	72.3	56.0	55.9	69.5
To build a house	19.7	20.2	20.3	24.3	26.7	18.3
Retirement	45.5	37.3	45.8	27.9	22.8	47
Medical expenses	14.2	6.1	14.7	7.5	8.5	18.9
Others	8.7	7.1	2.3	8.2	11.7	9.5

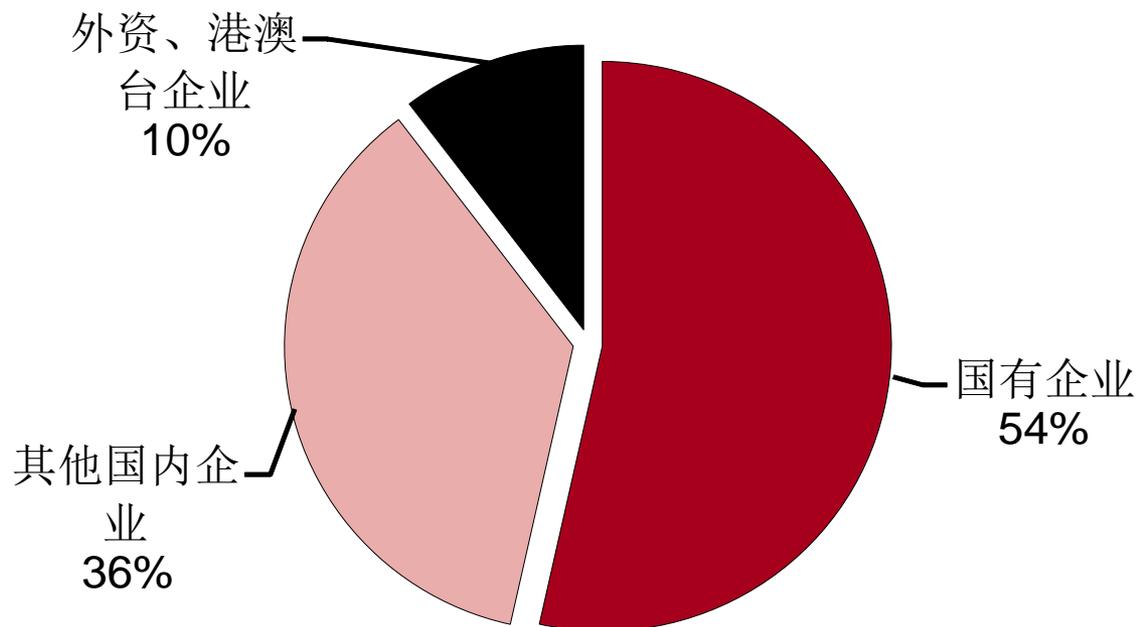
Source: Authors' tabulation based on the Chinese Household Income Project (2002), available from <http://www.icpsr.umich.edu/cocoon/ICPSR/STUDY/21741.xml>.

资料来源：Shang-Jin Wei & Xiaobo Zhang, 2011. "The Competitive Saving Motive: Evidence from Rising Sex Ratios and Savings Rates in China," *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 119(3), pages 511 - 564.



国有经济资产规模巨大

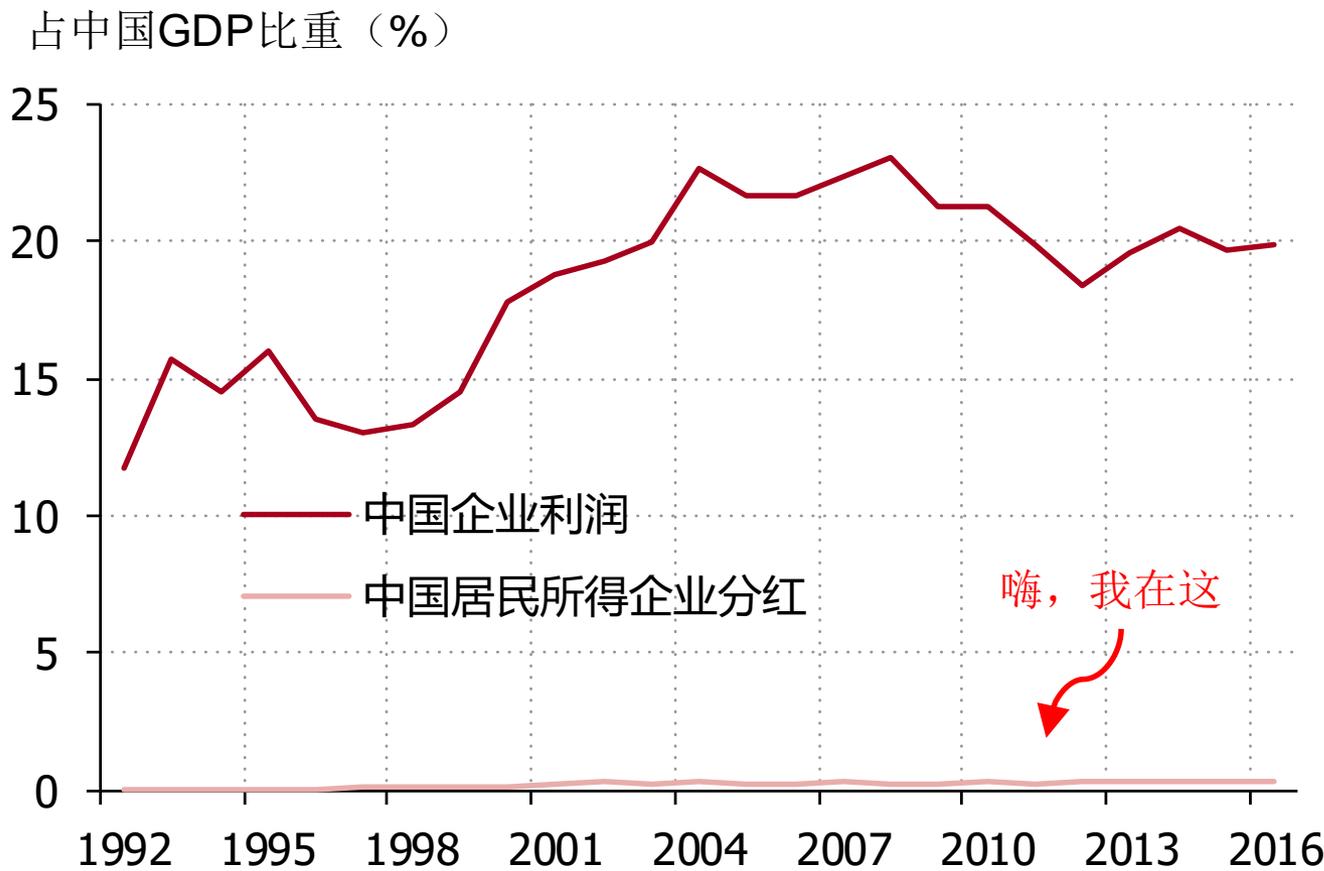
企业部门资产构成（2011年）



数据来源：国家统计局



中国居民部门从企业部门获得的分红收入几乎为零



数据来源：CEIC



国有经济：最终所有者缺失

- ◆ 中国存在消费不足、储蓄过剩的经济结构失衡——企业行为与消费者时间偏好之间缺乏市场化的匹配机制
- ◆ 微观层面：企业的投资行为缺乏来自消费者部门的约束
 - 国资委给国企设定的最重要考核指标“国有资产保值增值率”是规模指标
 - 因而存在过度投资行为
- ◆ 宏观层面：国民收入没有充分地流向消费者部门，消费者的消费因而偏低
 - 资本与劳动作为两个投入要素而瓜分总产出
 - 资本回报流向了资本的所有者，其中大部分并未直接流向消费者部门
- ◆ 中国缺乏调节消费与储蓄的市场调节机制

过度投资的后果：资本回报率低

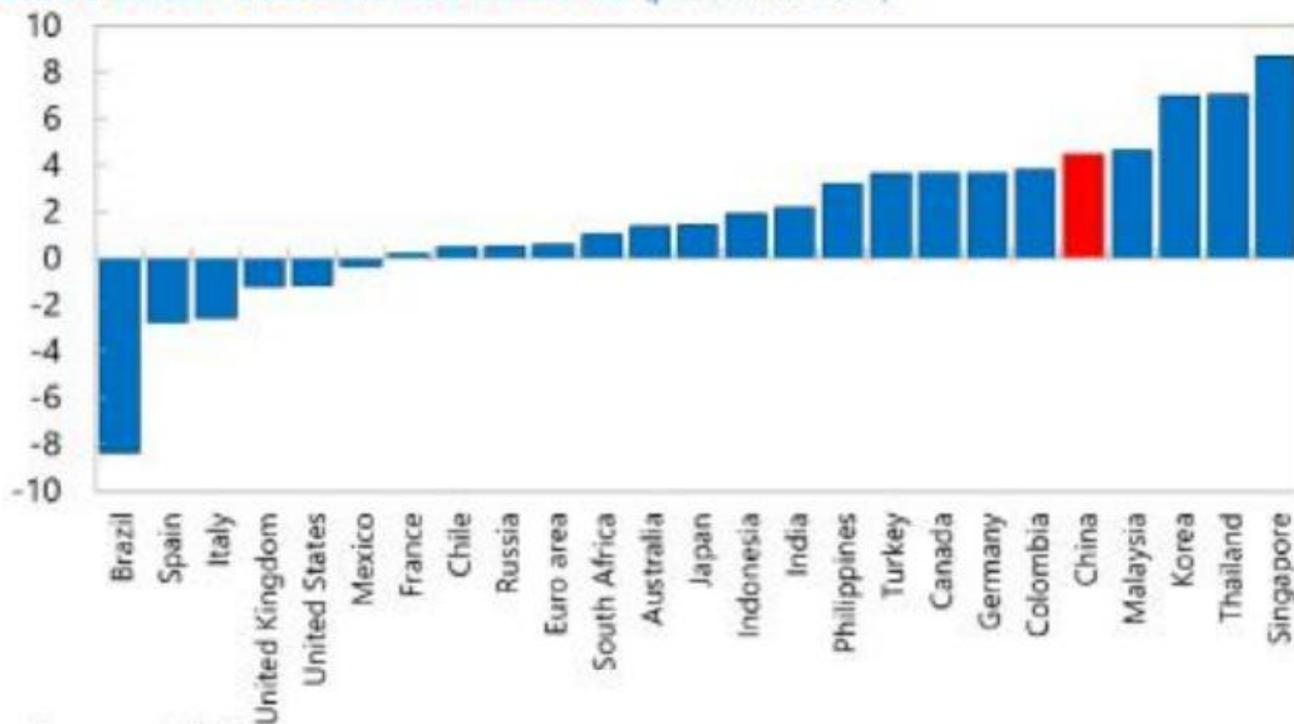
排名	企业名称	营业收入	利润	来源国	利润率
1	沃尔玛 (WALMART)	572754	13673	美国	0.02387238
2	亚马逊 (AMAZON.COM)	469822	33364	美国	0.07101413
3	国家电网有限公司 (STATE GRID)	460616.9	7137.8	中国	0.01549617
4	中国石油天然气集团有限公司 (CHINA NATIONAL PETROLEUM)	411692.9	9637.5	中国	0.02340944
5	中国石油化工集团有限公司 (SINOPEC GROUP)	401313.5	8316.1	中国	0.0207222
6	沙特阿美公司 (SAUDI ARAMCO)	400399.1	105369.1	沙特阿拉伯	0.26316018
7	苹果公司 (APPLE)	365817	94680	美国	0.25881793
8	大众公司 (VOLKSWAGEN)	295819.8	18186.6	德国	0.06147864
9	中国建筑集团有限公司 (CHINA STATE CONSTRUCTION ENGINEERING)	293712.4	4443.8	中国	0.01512977
10	CVS Health公司 (CVS HEALTH)	292111	7910	美国	0.02707875
11	联合健康集团 (UNITEDHEALTH GROUP)	287597	17285	美国	0.06010146
12	埃克森美孚 (EXXON MOBIL)	285640	23040	美国	0.08066097
13	丰田汽车公司 (TOYOTA MOTOR)	279337.7	25371.4	日本	0.09082698
14	伯克希尔-哈撒韦公司 (BERKSHIRE HATHAWAY)	276094	89795	美国	0.32523343
15	壳牌公司 (SHELL)	272657	20101	英国	0.07372266

数据来源：2022年《财富》世界500强排行榜



政府高储蓄与高赤字并存

Government gross savings: major economies and other select asian economies in 2015 (percent of GDP)



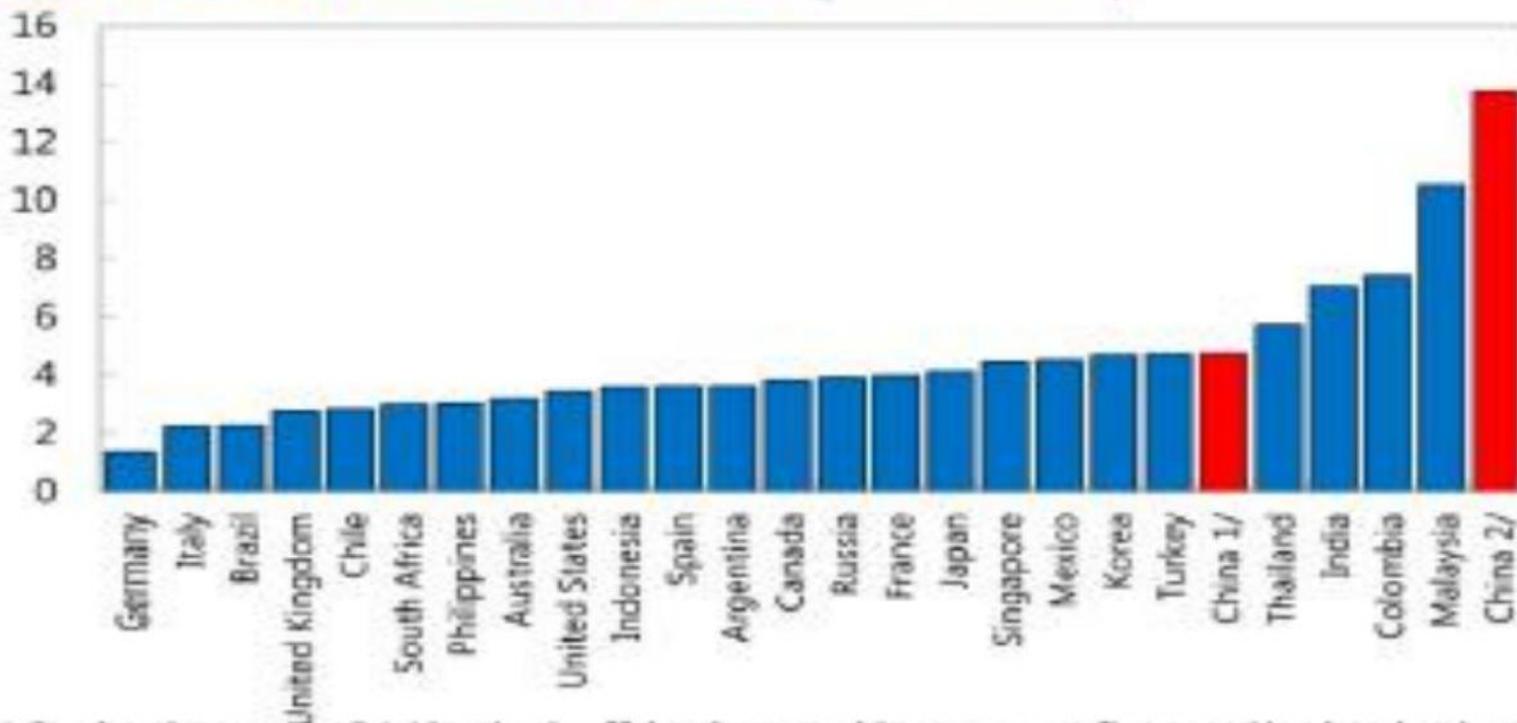
Sources: WEO.

来源: Zhang, Longmei, Ray Brooks, Ding Ding, Haiyan Ding, Hui He, Jing Lu, and Rui Mano (2018), "China's High Savings: Drivers, Prospects, and Policies," IMF Working Papers



政府投资支出高，民生支出不足

Government investment for major economies and other select asian economies in 2013 (percent of GDP)



1/ On-budget only. 2/ Also incl. off-budget and investment financed by land sales.
Source: WEO, "Estimating Public, Private, and PPP Capital Stocks", staff estimates.

来源: Zhang, Longmei, Ray Brooks, Ding Ding, Haiyan Ding, Hui He, Jing Lu, and Rui Mano (2018), "China's High Savings: Drivers, Prospects, and Policies," IMF Working Papers

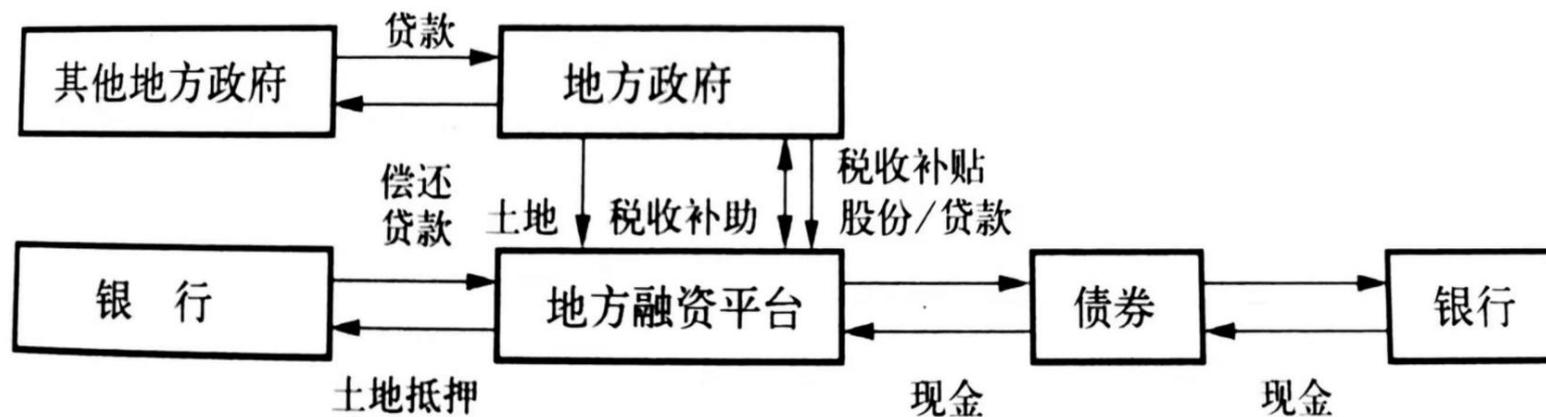


将农户储蓄和国家投资联结起来的制度安排：土地财政

- ◆ 1979年《中外合资经营企业法》：有偿使用土地
- ◆ 1982年《宪法》：土地二元所有制起点
 - 城市土地属于国家所有，农村土地由集体所有
 - 唯有国有土地才可合法出让
 - 政府有征地权
 - 集体成员对于集体土地有索取权
- ◆ 所有权与使用权的分离，为土地使用权的交易设置市场以提高使用的效率（1979-1984农村改革的经验+香港的经验）
- ◆ 1988年：国有土地使用权可依法转让
- ◆ 1994年：分税制改革，国有土地转让的决定权和利益都留给了地方政府
 - 1994年《预算法》、1995年《担保法》
- ◆ 1998年：住房分配货币化 + 农转非必须经国家征地（《土地管理法》）
- ◆ 2001年：土地招拍挂



将农户储蓄和国家投资联结起来的制度安排：土地财政



来源：兰小欢教授个人网页，<https://econ.fudan.edu.cn/lecture3.pdf>



土地财政：中国快速崛起的秘密？

1. 没有“土地财政”，今天中国经济的很多问题不会出现，但同样，也不会有今天中国的城市化的高速发展。中国城市伟大成就背后的真正秘密，就是创造性地发展出一套将土地作为信用基础的制度——“土地财政”。可以说，没有这一伟大的制度创新，中国特色的城市化道路就是一句空话。

2. 为何中国能走这条路？这是因为计划经济所建立的城市土地国有化和农村土地集体化，为政府垄断土地一级市场创造条件。“土地财政”的作用，就利用市场机制，将这笔隐匿的财富，转化成为启动中国城市化的巨大资本。

——赵燕菁，《城市化、信用与土地财政》



2008年中国超过美国成为世界第一出口大国

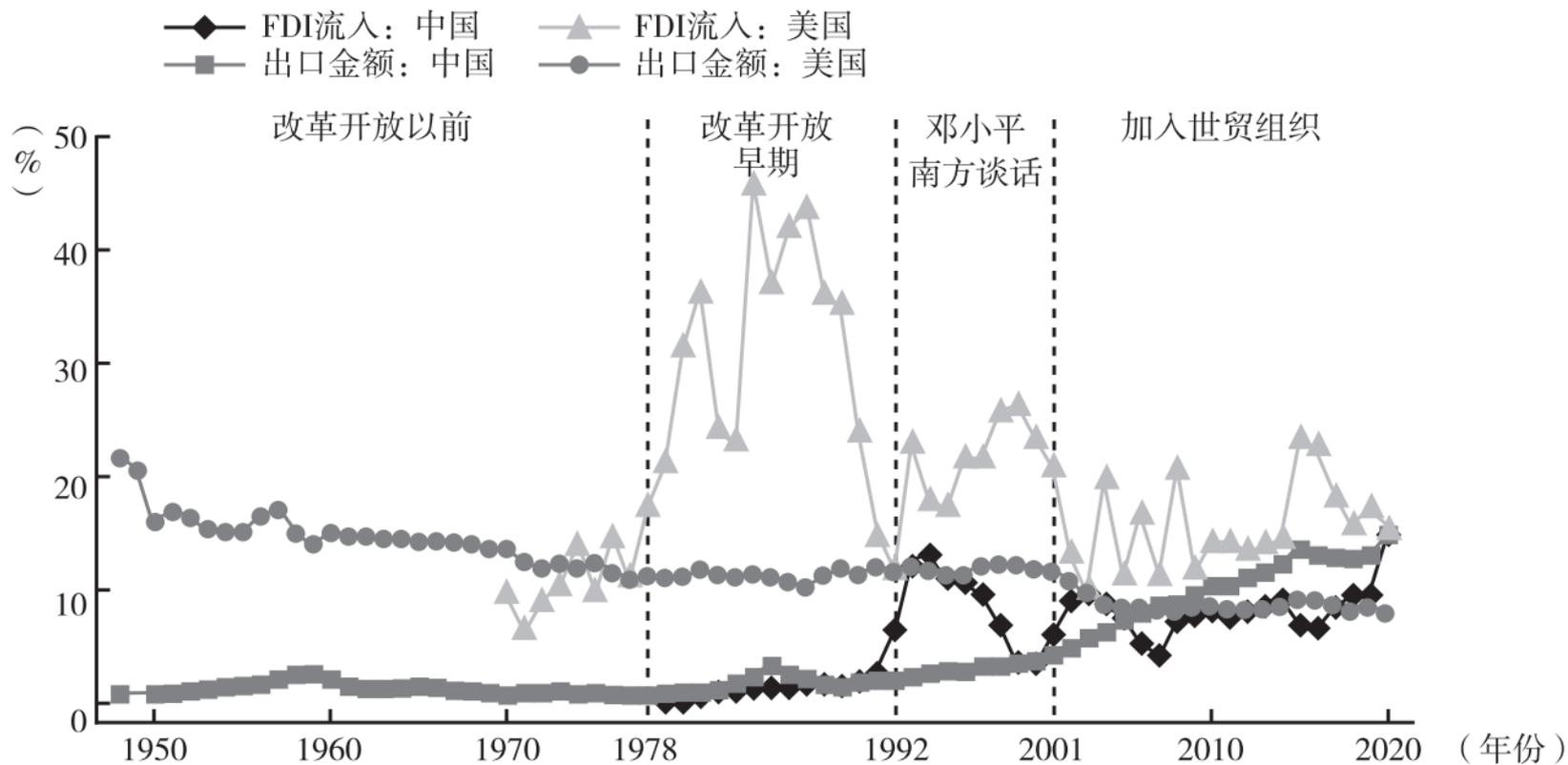


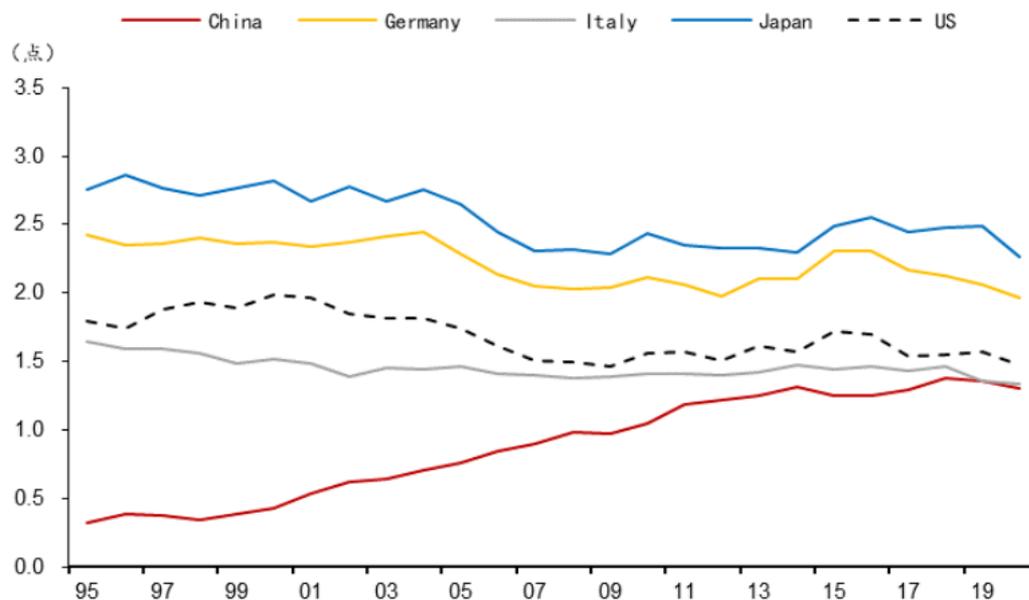
图1 FDI流入与出口额占世界整体的百分比：中美比较

来源：陈方豪、熊瑞驰，2022，以侨为桥——侨资企业与中国的外向型发展



中国出口产品不断升级

图表20：中国出口复杂程度指数持续提升

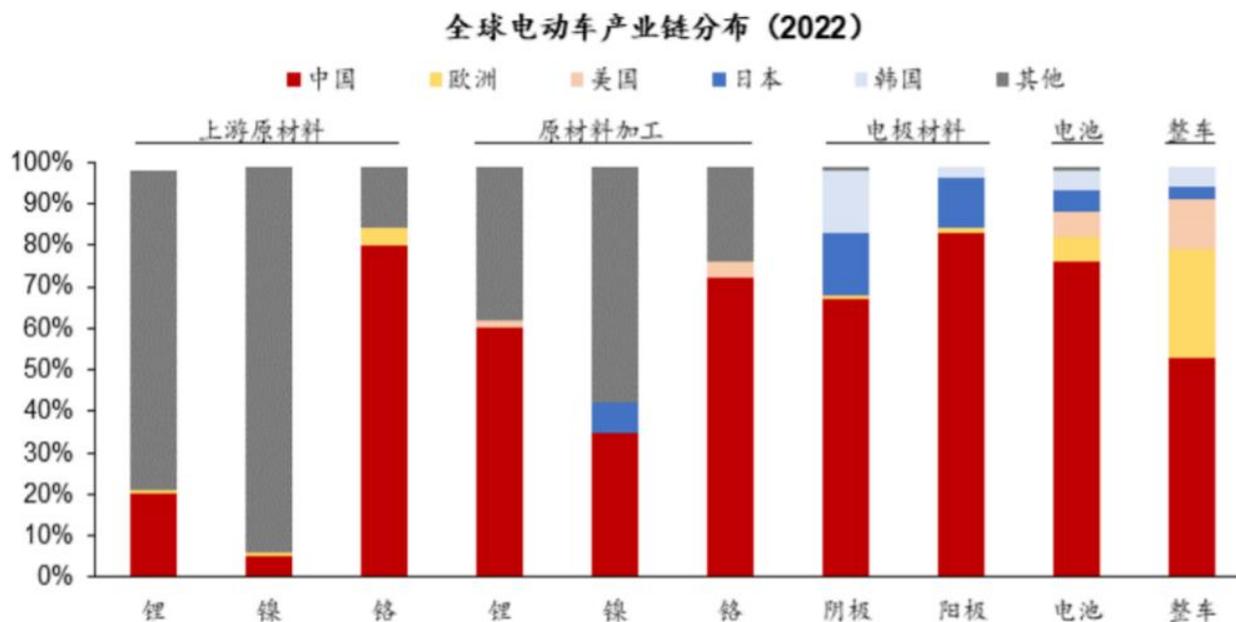


资料来源：Haver，华泰研究



甚至在一些新兴领域占据领导地位

图表28： 中国在全球新能源汽车产业链生产环节中占据重要地位



资料来源：IEA，华泰研究

从工业化国家的一般性规律来看，中国来到产业结构由多样化向专业化的转型期

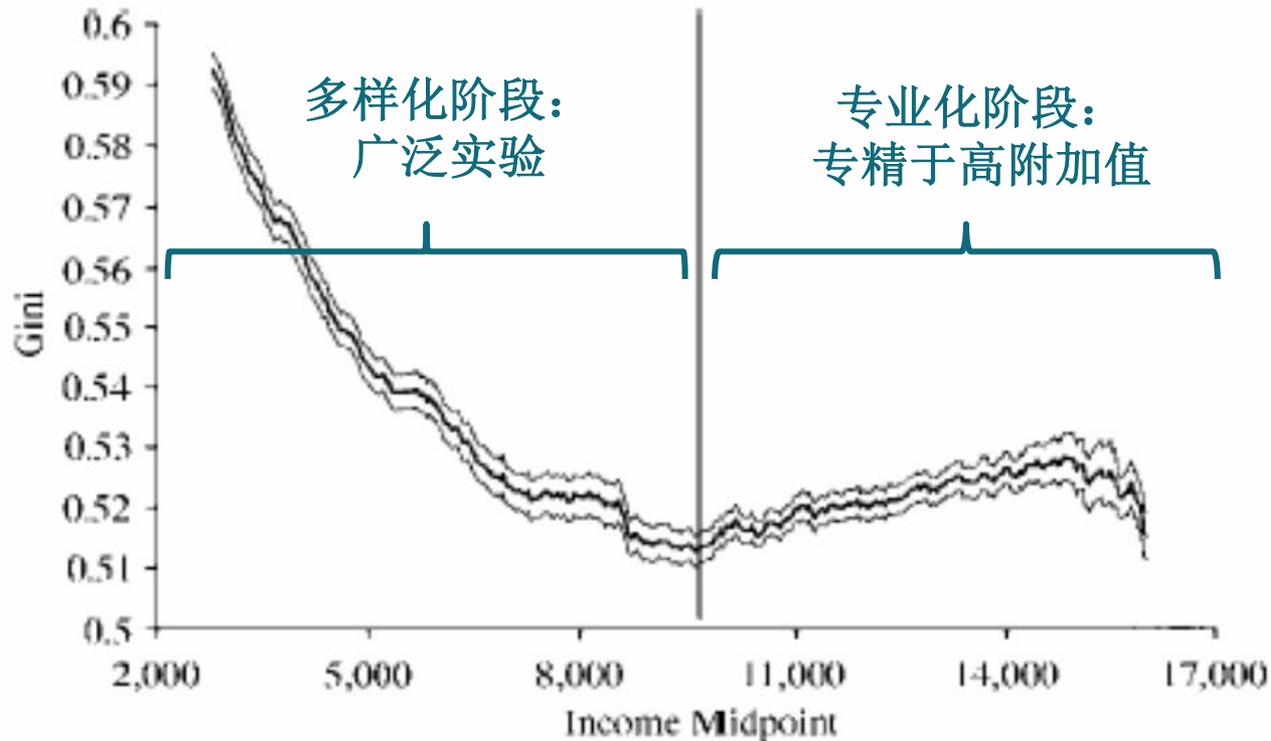
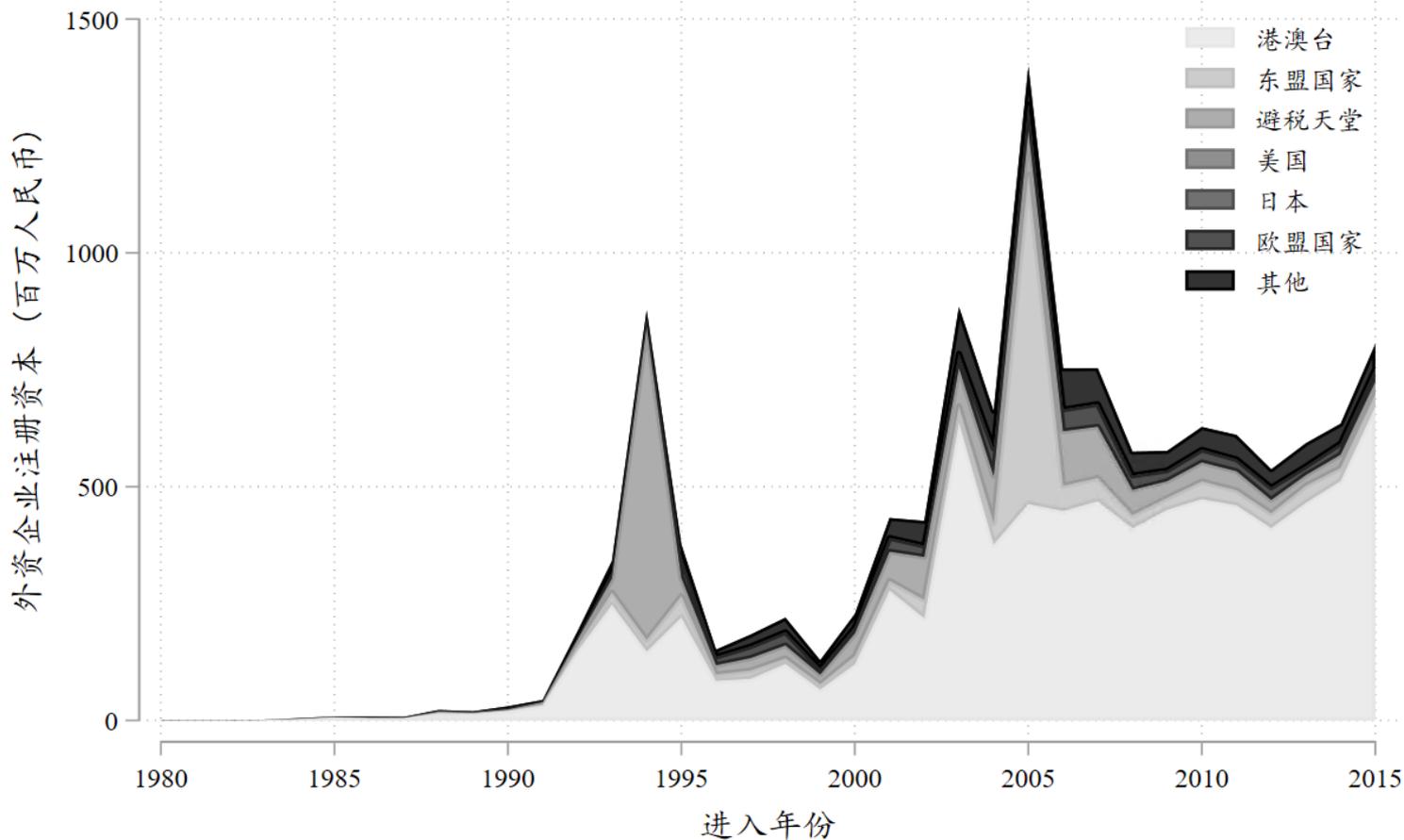


FIGURE 3. ESTIMATED CURVE (NONPARAMETRIC)—GINI INDEX—UNIDO 3-DIGIT VALUE-ADDED DATA

来源：Imbs and Wacziarg (2003)



海南自贸区发展的模板： 香港——资本与贸易的通道



来源：工商注册数据

来源：陈方豪，以侨为桥：侨商投资与中国外向型经济发展，北京大学博士毕业论文



海南自贸区发展的模板： 香港——资本与贸易的通道

TABLE IV.
DIRECT EXPORTS AND RE-EXPORTS OF CHINESE
GOODS BY REGION*

Region	Region Share of Direct Exports (1) ^a	Region Share of Re-Exports (2) ^b	Re-Export Share of Total Exports (3) ^c
Africa	3.2	2.6	49.9
East Asia	36.8	18.0	35.6
Eastern Europe	4.2	0.9	24.8
Latin America	2.5	4.2	65.0
Middle East	4.0	2.6	42.8
North America	16.7	37.3	71.4
Oceania	1.7	2.4	61.2
South Asia	2.7	1.0	30.6
Southeast Asia	11.2	6.0	37.8
Western Europe	16.9	24.9	62.1

* All figures are averages over the period 1988–1998.

^a Shows each region's share of Chinese direct exports.

^b Shows each region's share of Hong Kong's total re-exports of Chinese goods.

^c Shows the share of re-exports in Chinese exports to each region.

来源：Robert C. Feenstra, Gordon H. Hanson, Intermediaries in Entrepot Trade: Hong Kong Re-Exports of Chinese Goods



以海南自贸区打造新“双循环”系统枢纽： 从美元结算体系到人民币结算体系

