



## 当前我国经常账户顺差减少必然导致对外净债权相应减少吗？

分析师：

2019 年 08 月 26 日

王鹏

执业证书编号：S1380516030001

联系电话：010-88300851

邮箱：wangpeng@gkzq.com.cn

近期，以阿根廷为代表的新兴市场国家金融市场出现大幅波动，其根源在于国内储蓄率低下与外贸出口不利导致财政赤字率高企，而财政赤字率高企只能依靠举借外债勉强度日。目前，其国内政治选举的结果致市场怀疑阿根廷无法满足 IMF 紧缩财政的要求，因此出现了股债汇市场“三杀”的波动局面。由此可见，一国外债负担的规模对其市场的影响至关重要。

2018 年以来，我国经常项目顺差逐步减少，这不禁会引发对我国对外净债权将持续减少的疑问。从理论上讲，国际收支平衡表的经常账户顺差应等于国际投资头寸表的对外净债权增加额，但是，实际中两者却不一定相等。为什么会出现不一致？主要是因为国际收支交易是流量概念，而国际投资头寸是存量概念，流量与存量的差异要受汇率和价格波动等估值因素的影响。自 2018 年以来，我国经常账户顺差规模持续减少，那么，经常账户逆差一定会带来我国对外净债权的下降吗？由于对外净债权受统计误差与遗漏、统计期间价值重估等因素以及对外负债额度增加的影响，只有在统计误差与遗漏变化以及价值重估变化不大的情况下，经常账户差额与对外净债权趋向一致。而同时，统计误差与遗漏也受到金融账户项下金融交易额的影响，而这类价值重估则会受到美元兑人民币汇率和人民币汇率指数变化的影响。因此，虽然近两年我国经常账户顺差规模在减少，但也并不能说明我国对外净债权一定会减少。由此，从当前经常项目顺差减少得出我国对外净债权减少的疑问也就不能成立了。

风险提示：因人民币兑美元双边汇率变化引致误判对外净债权的变化。

近日，以阿根廷为代表的新兴市场国家金融市场出现大幅波动，其根源在于国内储蓄率低下与外贸出口不利导致财政赤字率高企，而财政赤字率高企只能依靠举借外债勉强度日。阿根廷外债规模从 2008 年的 1400 亿美元增长至 2018 年的 2700 亿美元，十年外债规模几近翻番，但其目前国内政治选举的结果致市场怀疑阿根廷无法满足 IMF 紧缩财政的要求，因此出现了股债汇市场“三杀”的波动局面。由此可见，一国外债负担的规模对其市场的影响至关重要。

2018 年以来，我国经常项目顺差逐步减少，这不禁会引发对我国对外净债权将持续减少的疑问，而对外净债权的减少并不利于我国外债规模的减少。那么，是否经常账户顺差减少一定会导致对外净债权的减少呢？一般而言，经常账户顺差的减少或者逆差将会导致一国对外净资产（也就是对外净债权）的减少。通俗地讲，就是净出口所得外汇资产的减少将形成一国对外净债权的减少。

自 2001 年加入 WTO 以来，我国经常账户顺差持续增加。尤其是 2005 年以来，经常账户顺差加速上升，2008 年更是创下 4200 亿美元的顺差规模，虽然之后回落至 2011 年 1360 亿的低点，但始终也没有低于 1300 亿美元的水平，至 2017 年，我国经常账户顺差达到了 1648 亿美元的规模，即便是经常账户顺差大大降低的 2018 年，经常账户也有 491 亿美元的顺差进账。与此对应，经常账户顺差积累了我国对外净债权头寸。自 2004 年以来，我国对外资产净头寸从 2700 亿美元上升至 2018 年末的 21301 亿美元的规模。

虽然从理论上讲，国际收支平衡表的经常账户顺差应等于国际投资头寸表的对外净债权增加额，但是，实际中两者却不一定相等。自 1982—2003 年，经常账户顺差额累计值为 2278 亿美元，可以说与 2004 年为起始点的对外资产净头寸 2763 亿美元的数额相差不大。在此基础上，对比 2018 年经常账户顺差的累计值 33227 亿美元和对外净债权的 21301 亿美元，则数额差距较大。这说明在统计两者的过程中，出现了较大的缺口。为什么会出现缺口？这就需要从国际收支平衡表与国际投资头寸表的主要区别入手进行分析。国际收支平衡表是一段时期国际收支交易的流量，反映的是交易发生时的市场价值，而国际投资头寸表是金融资产负债在某个时点的存量余额，它随统计期间金融资产负债交易而增加或减少，或价格变化而变化，反映不同时点的重估价值。

从上述区别可以看出，国际收支交易是一个流量概念，而国际投资头寸

却是一个存量概念，国际收支交易反映交易发生时的市场价值，而国际投资头寸反映的是不同时点的重估价值。如果进一步细化两者之间缺口的话，则主要可以分解为两个方面：一个方面是经常账户与对外净资产流量的差异，即平衡表中的“净误差与遗漏”；另一个方面则是对外净资产自身流量与存量的差异，这种差异主要受汇率和价格波动等估值因素的影响。具体分析：

首先，“净误差与遗漏”的本质是统计残差项。根据国际标准，国际收支平衡表的编制采取复式记账法，遵循“有借必有贷，借贷必相等”的会计原则。但在实际编制国际收支平衡表时，由于中国国际收支平衡表的数据源来自海关、商务部、统计局等部门，这些数据的统计时点、统计口径存在差异，不同数据源的折算汇率也有不同，这导致净误差与遗漏不可避免。为此，按国际标准，国际收支平衡表中设立了一个统计平衡项目，即“净误差与遗漏”，各国国际收支平衡表都有净误差与遗漏项目。

其次，对外净债权变动受汇率和价格等估值因素影响。以 2014 年末国际投资头寸表为例，我国按照最新国际标准，使用市值法重估了境外上市企业市值，而之前使用的是成本法。两者的差异可以用一个例子说明：数年前，我国企业境外上市股票发行价是每股 1 港币，数年后这些股票每股价值 3 港币，那么其中的 2 港币就是市值重估。由于我国境外上市企业的股票属于我国对外股权类负债，2014 年末相关统计从成本法转向市值法，一次性地释放了我国企业境外上市多年的价值重估影响，我国对外负债因此增加了约 3000 亿美元。这 3000 亿美元股票市值的上升同时反映了境内被投资企业价值的增长。

因此，如果将国际收支账户与国际收支头寸表对比，既需要考虑经常账户形成的统计误差与遗漏，也要考虑在统计期间形成对外资产的过程中发生的价值重估因素。可以说，由于统计误差与遗漏以及统计期间的价值重估，经常账户的顺差不一定会带来对外金融资产相应的增加，以此类推，经常账户顺差的减少也未必会引起对外金融资产相应的减少。

据国家外汇管理局数据显示，自 2018 年以来，我国经常账户顺差规模持续减少，2018-2019 年一季度，我国经常账户顺差规模（按季度）统计分别为-341、53、233、546、490 亿美元，2018 年一季度出现 341 亿美元的逆差，是自 2001 年近 17 年以来的首次季度逆差。那么，依据上述经验分析，经常账户逆差一定会带来我国对外净债权的下降吗？根据上述分析，由于对外净债权受统计误差与遗漏、统计期间价值重估等因素以

及对外负债增加额度的影响，只有在统计误差与遗漏变化以及价值重估变化不大的情况下，经常账户差额与对外净债权趋向一致。而同时，统计误差与遗漏也受到金融账户项下金融交易额的影响，而这类价值重估则会受到美元兑人民币汇率和人民币汇率指数变化的影响。因此，虽然近两年我国经常账户顺差规模在减少，但也并不能说明我国对外净债权一定会减少。由此，从当前经常项目顺差减少得出我国对外净债权减少的疑问也就不能成立了。

风险提示：因人民币兑美元双边汇率变化引致误判对外净债权的变化。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_10503](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10503)

