



经常账户顺差下降亟待增强人民币汇率的弹性

分析师:

2019 年 05 月 28 日

王鹏

执业证书编号: S1380516030001

联系电话: 010-88300851

邮箱: wangpeng@gkzq.com.cn

2007 年,我国经常账户余额占 GDP 的比重最高达 10% 以上,而在 2018 年 3 季度,我国经常账户余额占 GDP 的比重甚至降为-1.1%。中国经常账户的持续下降甚至为负究竟会对我国国际收支产生什么样的影响?

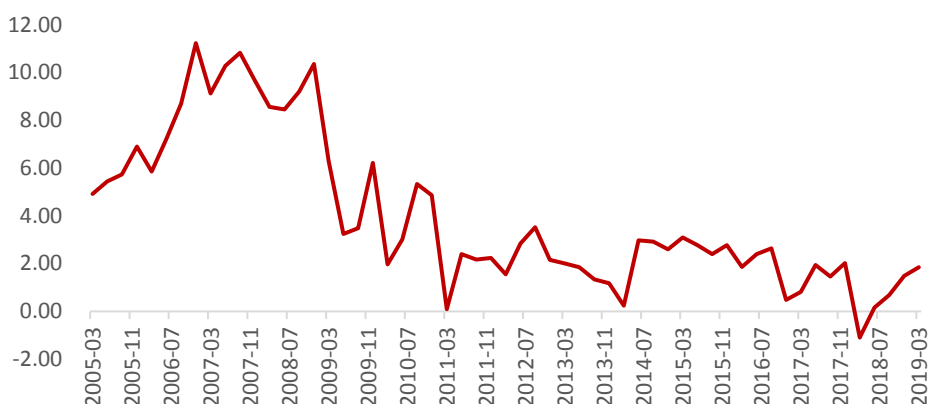
一般而言,一国经常账户持续缩小是其利用国外商品资源能力增强的体现。但从一国国际收支出发,如果经常账户顺差持续减少,则要么在保持金融账户稳定的情况下,外汇储备持续减少,要么在保证外汇储备相对稳定的情况下,国际资本在金融账户项持续流入。而金融账户持续流入的一个现实条件就是人民币需要具备一定的吸引力。人民币具备吸引力的条件主要有二:价格有弹性和进出要自由。但汇率的过度波动则会造成国际收支风险。这需要一定的外汇储备来干预汇率过度贬值带来的风险,但是,一味靠外汇储备的干预稳定汇率并不是一个健康的汇率形成机制。基于经济基本面良好、经济结构相对合理以及各类价格体系(比如利率体系、资源价格体系)弹性充分的市场化汇率才是汇率形成机制的“正确姿态”。除了发生极端情况之外,汇率的弹性主要应由市场决定。增强汇率弹性与汇率的健康稳定并不矛盾,而且是汇率健康稳定的长效解决机制。增强人民币的汇率弹性需要从两个方面入手。第一,坚持建设既有深度又有广度的人民币外汇市场。第二,在汇率形成机制改革过程中需要一定的智慧和勇气。

风险提示:全球经济波动导致人民币汇率贬值预期压力增加。

经常账户下降趋势渐明

自 2005 年以来，我国经常账户余额持续保持较大顺差，至 2007 年美国金融危机爆发前，我国经常账户余额占 GDP 的比重最高达 10% 以上，但是 2008 年之后，经常账户余额占 GDP 比重持续下降，2010 年 4 季度以及 2014 年 3 季度占比接近 0，而在 2018 年 3 季度，我国经常账户余额占 GDP 的比重甚至降为 -1.1%。据国际货币基金组织预计，2019 年中国经常账户余额将占 GDP 的 0.5% 左右，2022 年将持续进入负增长区间，到 2024 年将达到 -0.2%。

图1：经常账户余额占GDP比重(%)



资料来源：国家外汇管理局、国开证券研究部

中国经常账户的持续下降甚至为负究竟会对我国国际收支产生什么样的影响？按道理来讲，一国经常账户持续缩小说明本国利用国外商品资源的能力增强，是一国获取国际商品资源能力的体现。但从一国国际收支出发，如果经常账户顺差持续减少，作为平衡的国际收支账户而言，要么在保持金融账户稳定的情况下，外汇储备持续减少，要么在保证外汇储备相对稳定的情况下，国际资本在金融账户项持续流入。比如，2015-2016 年，我国出现了经常账户顺差减少和金融账户逆差双重因素导致的外汇储备大幅减少的情形。可见，为了维持国际收支平衡，降低国际收支风险，需要在经常账户顺差持续减少的情况下，保证金融账户持续流入的稳定，而金融账户持续流入的一个现实条件就是人民币需要具备一定的吸引力。众所周知，人民币具备吸引力的条件主要有二：

- 价格有弹性：没有弹性的汇率或者说受控制的汇率因为不具有适当波动的资产属性而不具有吸引力。

- 进出要自由: 只有进出自由才能体现出供求关系充分的价格水平, 否则由于进出不自由所形成的两个相对独立的市场所反映出来的汇率水平是不真实的。

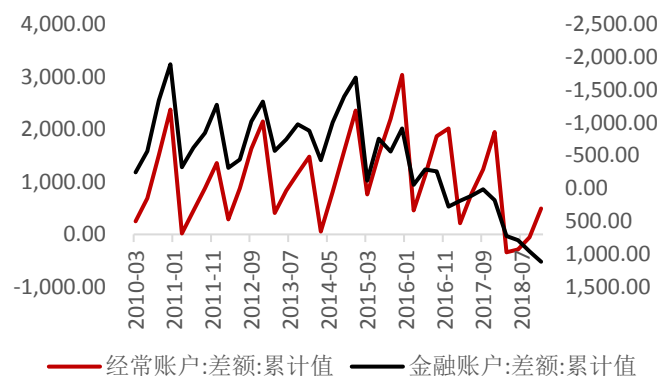
但汇率的波动也不是没有边界的。因为汇率一旦过度波动会造成国际收支风险。比如, 2015-2016 年, 在人民币持续大幅贬值的情况下, 我国国际收支账户出现了经常账户顺差减少和金融账户逆差的情况, 这种由汇率巨幅波动造成的双逆差使得我国国际收支出现了一定程度的风险。

图 1: 2015-2016 年美元兑人民币双边汇率加速上升



资料来源: Wind, 国开证券研究部

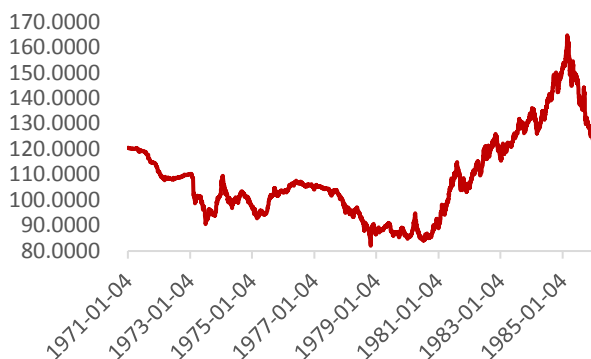
图 2: 2015-2016 年经常账户顺差减少与金融账户逆差趋势明显 (亿美元)



资料来源: Wind, 国开证券研究部 (金融账户由右轴表示, 负号代表资本流入, 正号表示资本流出)

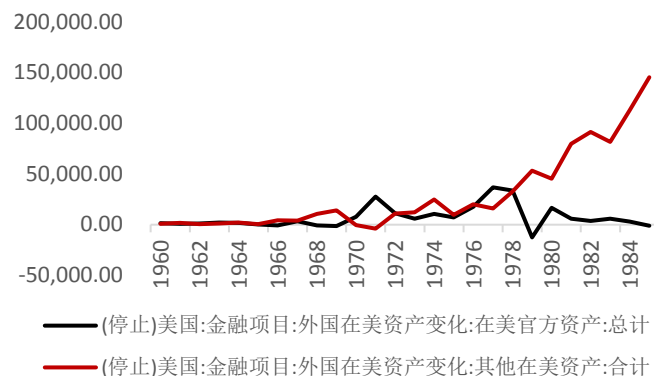
同样, 汇率的过度升值也会造成国际收支风险。比如, 美元在上世纪 70 年代末的持续升值令美国金融账户流入过度, 使得时任美国总统里根对国际资金的流入头疼不已。

图 3: 1981-1985 年美元指数加速上涨



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 4: 1978—1985 年跨国资本加速流入美国 (亿美元)



资料来源: Wind, 国开证券研究部

基于此，我们就需要一定的外汇储备来干预汇率过度贬值带来的风险，可以说，外汇储备是不使人民币汇率过度波动的“量”的保证，从这个意义上看，足量的外汇储备具有一定的合理性。但是，一味靠外汇储备的干预来稳定一国汇率水平并不是一个健康良好的汇率形成机制。

怎样的汇率形成机制才是健康合理的呢？基于经济基本面良好、经济结构相对合理以及各类价格体系（比如利率体系、资源价格体系）弹性充分的市场化汇率才是汇率形成机制的“正确姿态”。可见，要想使汇率长期健康稳定就需要汇率弹性伸缩自如，除了发生极端情况之外，汇率的弹性主要应由市场决定。增强汇率弹性与汇率的健康稳定不仅不矛盾，而且是汇率健康稳定的长效解决机制。

如何才能增强人民币的汇率弹性？主要应从两个方面入手。第一，坚持建设一个既有深度又有广度的人民币外汇市场及其相关市场。为了形成具有充分弹性的人民币汇率，人民币外汇以及相关市场建设的“筑巢引凤”之举永远没有终点。近年来，在金融市场开放方面，我国按照国际标准，持续推动外汇市场、债券市场、股票市场、金融衍生品市场对外开放，扩大跨境投融资渠道，完善相关制度安排。2018年，境外投资者投资中国债券市场增加近6000亿元，总量达到约1.8万亿元。虽然绝对额增加较快，但是从相对数看，市场建设的空间仍然较大，在债券市场上，境外投资者占比仅为2.3%，在股票市场上，境外投资者占比也仅为2.7%。随着外汇及其衍生品市场、国内各类资产市场开放程度的不断提升，我国外汇市场的品种不断扩充，市场规模不断扩大，进而使得人民币汇率定价充分，人民币汇率的弹性才能真正增强。第二，在汇率形成机制改革过程中需要一定的智慧和勇气。汇率改革过程中，过度干预或者缺乏干预均易造成汇率的剧烈波动，因此，增强人民币汇率弹性更多地需要改革调控的智慧和勇气。汇改的智慧主要体现在增强汇率弹性众多条件成熟度的时机判断上以及其他宏观条件的配合是否适宜等。汇改的勇气体现在付诸改革政策实施过程中面对超出预期的外部环境变化以及面临的困难后能够继续坚持市场化改革方向的毅力。2015年“8.11”汇改后，美联储紧缩周期导致的美元指数持续上升给人民币造成了巨大的贬值压力，我国动用外汇储备以及其他外汇措施为稳定人民币汇率做出了巨大努力，但这种努力在没有史无前例的人民币贬值压力面前，极易造成人民币汇率波动预期的紊乱，吸取本次经验教训，在2018年6月开始的人民币快速贬值状况面前，我国决策层保持定力，始终对人民币汇

率的贬值保持相对中性政策，由市场决定人民币汇率走势，体现出了较高的智慧和勇气。

总之，在当前以及未来一段时期经常账户占 GDP 比重持续下降的背景下，需要金融账户资金的持续流入来维护我国国际收支平衡，而维持国际资金的持续流入，增强人民币汇率弹性势在必行。

风险提示：全球经济波动导致人民币汇率贬值预期压力增加。

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_12307

