

假如人民币升值压力再次来临：没有无痛的选择

目前境内外市场人民币汇率升值趋势尚未确立。但在新一轮全球大放水背景下，不排除中国会重现 2008 年国际金融危机之后的情景，即可能面临新一轮资本流入以及由此带来的人民币升值压力。对我们而言，如果出现此种情形，将是老问题、新挑战，需要未雨绸缪。

- 2008 年金融危机之后，全球主要经济体采取了大规模刺激政策，中国遭遇了大量资本流入和人民币升值压力。自今年初疫情暴发以来，全球主要经济体不得不重启大规模刺激政策。虽然人民币升值趋势尚未确立，但不排除重现上次金融危机之后的情景，即人民币再次面临升值压力。
- 与十多年前相比，中国最大的变化之一是汇率机制的灵活性明显提高。如果新一轮资本流入中国，人民币汇率有可能出现较快升值。但从 1980 年代美国和日本的经验来看，在灵活汇率制度下，缓解汇率升值压力没有好的答案。
- 应对人民币可能再次面临的升值压力，我们需要采取一揽子措施，包括坚持制度型对外开放，深化汇率市场化改革，推进金融双向开放，加快国内资本市场建设，健全宏观调控机制，以及加快经济转型升级。虽然上述举措不一定能够完全消除汇率升值带来的冲击，但有助于增强中国经济和金融体系韧性，延长我们的战略机遇期。

风险提示：海外疫情超预期，经济恢复不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

联系人：管涛

tao.guan@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300120030020

联系人：刘立品

lipin.liu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300119080013

目录

一、本轮全球大放水可能导致人民币再次面临升值压力	4
二、灵活汇率机制下经济内外均衡协调发展面临的挑战	6
三、坚持制度型对外开放	9
具体举措	9
四、深化汇率市场化改革	10
具体举措	10
五、有序推进金融双向开放	11
具体举措	11
六、加快国内资本市场建设	13
具体举措	13
七、健全宏观调控机制	14
具体举措	14
八、加快经济转型升级	15
具体举措	15
九、主要结论	16

图表目录

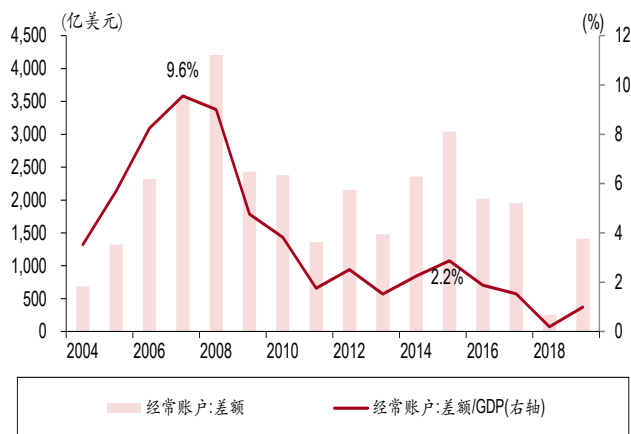
图表 1. 经常项目顺差占 GDP 比重从 2007 年见顶回落.....	4
图表 2. “8.11” 汇改前民间货币错配严重.....	4
图表 3. 2020 年 IMF 对全球经济的预测情况 (%)	5
图表 4. 1970 年度美国经济陷入滞胀泥潭.....	6
图表 5. 1980 年代上半期美元指数持续上升	7
图表 6. 同期美国贸易赤字规模不断扩大.....	7
图表 7. 《广场协议》签署后日元兑美元大幅升值	7
图表 8. 自 1986 年起日本不断调低官方贴现率.....	7
图表 9. 港股通和陆股通累计买入成交净额	11

一、本轮全球大放水可能导致人民币再次面临升值压力

2008 年国际金融危机暴发后，以美国为代表的主要经济体采取了大规模刺激政策，导致全球流动性泛滥。包括中国在内的新兴经济体遭遇了大规模资本流入和本币升值压力。当时，我们一方面以增加外汇储备的方式阻止人民币过快升值，辅之以控流入、扩流出措施，促进国际收支、外汇收支总体平衡。另一方面提出扩内需、调结构、减顺差、促平衡的经济再平衡目标，从恢复经济对内平衡入手解决经济对外失衡问题。“稳出口、扩进口、减顺差”是当时外贸总的政策导向。

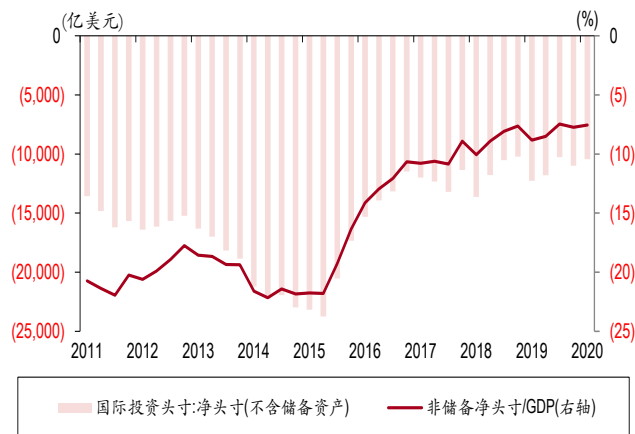
事后来看，以经常项目差额与 GDP 之比衡量的经济再平衡目标取得了预期效果。中国经常项目顺差与 GDP 之比由 2007 年的 9.9% 降至 2014 年的 2.2%，位于 $\pm 4\%$ 的国际警戒线以内（见图表 1）。但国际收支持续“双顺差”、外汇储备大幅增加，外汇储备余额从 2006 年底接近 1 万亿美元增加到 2014 年 6 月底的 4 万亿美元，给宏观调控带来了一系列挑战。尤其是 2005 年“7.21”汇改以来，人民币兑美元汇率（以下如非特指，人民币汇率均指人民币兑美元的双边汇率）长期单边升值、缺乏弹性，导致民间部门积累了较为严重的货币错配问题。2015 年 6 月底，以非储备性质国际净头寸衡量的民间对外净负债达到 2.37 万亿美元，相当于年化名义 GDP 的 22%（见图表 2）。以致于 2015 年“8.11”汇改后，经历了一年多时间集中的资产多元化和债务去杠杆的剧烈调整，人民币汇率持续下跌，外汇储备较多减少。

图表 1. 经常项目顺差占 GDP 比重从 2007 年见顶回落



资料来源：万得，中银证券

图表 2. “8.11”汇改前民间货币错配严重



资料来源：万得，中银证券

注：GDP 为往前四个季度滚动合计年化名义 GDP。

今年以来，受新冠疫情全球大流行影响，全球经济一度陷入大停摆、大衰退状态，全球股市也经历了大熔断、大动荡。为应对新冠疫情冲击，全球主要经济体不得不重启大规模的刺激政策。以美国为例，美联储实施了零利率加无限量宽的政策组合，美国财政赤字规模也大幅增加，9 月 2 日美国国会预算办公室发布报告显示，联邦预算赤字预计将达到创纪录的 3.3 万亿美元，相当于美国 GDP 的 16%。

相反，新冠疫情在国内暴发后，中国抗疫措施出手快且有效性高，使国内疫情很快得到控制。得益于此，国内生产经营活动率先重启，经济复苏领先优势明显。IMF 最新预测结果显示，中国是今年唯一预计能够实现正增长的主要经济体（见图表 3）。今年 6 月份以来，厚积薄发的基本面利多战胜层出不穷的消息面利空，支持人民币汇率走强。截至 8 月底，人民币兑美元汇率中间价较 5 月底升值了 4.0%，CFETS 口径的人民币汇率指数升值 0.6%。

目前，境内外市场人民币汇率升值趋势尚未确立。而且，未来即便出现升值，空间有多大也不确定。但在新一轮全球大放水背景下，对我们而言，如何应对未来可能出现的新一轮资本流入，以及由此带来的人民币升值压力，将会是老问题、新挑战，需要未雨绸缪。

图表 3. 2020 年 IMF 对全球经济的预测情况 (%)

	2020.04		2020.06		预测值调整	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
世界产出	(3.0)	5.8	(4.9)	5.4	(1.9)	(0.4)
发达经济体	(6.1)	4.5	(8.0)	4.8	(1.9)	0.3
美国	(5.9)	4.7	(8.0)	4.5	(2.1)	(0.2)
欧元区	(7.5)	4.7	(10.2)	6.0	(2.7)	1.3
日本	(5.2)	3.0	(5.8)	2.4	(0.6)	(0.6)
英国	(6.5)	4.0	(10.2)	6.3	(3.7)	2.3
加拿大	(6.2)	4.2	(8.4)	4.9	(2.2)	0.7
新兴市场和发展中经济体	(1.0)	6.6	(3.0)	5.9	(2.0)	(0.7)
中国	1.2	9.2	1.0	8.2	(0.2)	(1.0)
印度	1.9	7.4	(4.5)	6.0	(6.4)	(1.4)
东盟	(0.6)	7.8	(2.0)	6.2	(1.4)	(1.6)
俄罗斯	(5.5)	4.7	(6.6)	4.1	(1.1)	(0.6)
巴西	(5.3)	2.9	(9.1)	3.6	(3.8)	0.7
墨西哥	(6.6)	3.0	(10.5)	3.3	(3.9)	0.3
南非	(5.8)	4.0	(8.0)	3.5	(2.2)	(0.5)

资料来源：IMF，中银证券

二、灵活汇率机制下经济内外均衡协调发展面临的挑战

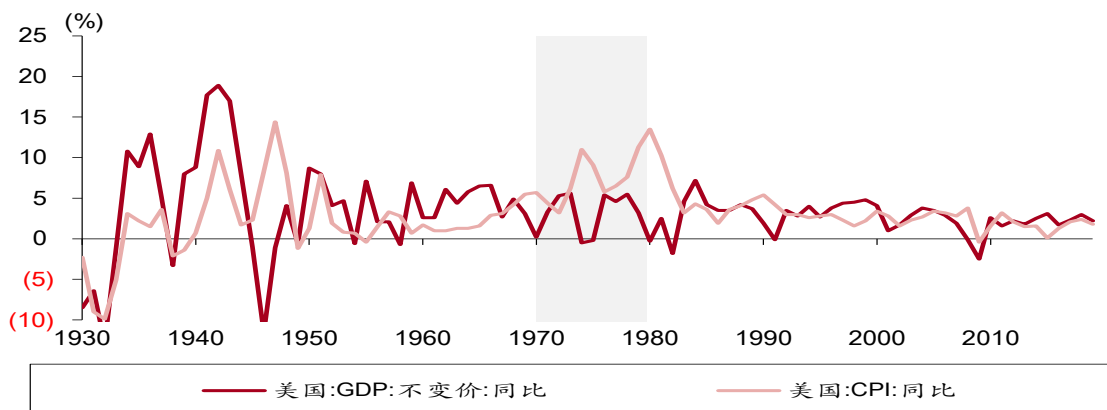
显然，面对全球低利率、宽流动性可能再度引发的热钱流入，我们两次不可能踏入同一条河流。这主要是因为与十多年前相比，人民币汇率机制的灵活性明显提高。2017 年人民币汇率止跌回升，打破了“8.11”汇改后人民币汇率单边下跌走势。此后，汇率双向波动、市场预期分化。特别是 2019 年 8 月人民币汇率破 7，打开了汇率可上可下的双向浮动空间，汇率弹性增加，汇率杠杆调节作用进一步发挥。2020 年以来，人民币有管理的浮动汇率制度经历了全球疫情大流行、经济大衰退、金融大动荡等极端市场情形的考验，汇率围绕 7 上下波动，成为吸收内外部冲击的减震器。因此，2019 年人民币汇率破 7，被称之为“不叫改革的改革”，是汇率市场化改革的进一步深化。

2020 年初中美达成第一阶段经贸协议之后，进一步确立了中国央行基本退出外汇市场常态化干预的政策立场，也就意味着我们不可能再像上次危机那样，以增加外汇储备的方式阻止人民币汇率升值。况且，上次资本大量流入时期，我们在有管理的浮动汇率制度下，以小步快走、渐进升值的方式来化解人民币的长期升值压力，其结果是，一方面导致了全球对中国货币操纵的指责，并集体施压人民币汇率重估，使我们在对外经贸交往中处于被动；另一方面令人民币成为全球利差交易的主要货币，吸引了套利资本流入，埋下了货币错配、资本流向逆转的隐患。

然而，关于最优汇率选择（包括汇率制度和汇率政策）的国际共识是，没有一种汇率选择适合所有国家以及一个国家的所有时期。上次金融危机，我们见证了人民币汇率缺乏弹性造成的一系列问题，之后也为其付出了一些代价。这次我们却可能要经受汇率弹性增加带来的一系列挑战。

在灵活汇率机制下，如果容忍汇率升值，可能会出现汇率超调风险，1980 年代上半期的美元泡沫就是前车之鉴。1970 年代，两次石油危机冲击，令美国深陷“低增长、高通胀”经济滞胀的泥潭（见图表 4）。1980 年代初，沃尔克领导的美联储为反通胀而采取高利率政策，引起美元汇率升值。联邦基金利率最高升至 1981 年 7 月的 22.36%，美元指数从 1980 年 7 月的 84.12 升至 1985 年 2 月的 164.72，上涨了近一倍（见图表 5）。美元高估削弱了美国商品出口竞争力，同时促使美国消费者从买本国产品转为买外国产品，美国贸易赤字规模增大。货物贸易赤字规模从 1980 年第三季度的 31.8 亿美元扩大至 1985 年一季度的 285.46 亿美元，经常项目差额占 GDP 比重由 1980 年第三季度的 +0.61% 下降至 1986 年四季度的 -3.37%（见图表 6）。在此背景下，1985 年 9 月西方五国签署《广场协议》，同意联合干预实现美元贬值之后，美元飞涨态势才最终停止。这也是 1970 年代布雷顿森林体系解体，国际货币体系进入固定与浮动汇率并行的无体系时代后，汇率政策首次再度纳入国际经济政策协调的范畴。沃尔克反通胀时期的强美元被视为一次典型的美元泡沫。

图表 4. 1970 年度美国经济陷入滞胀泥潭



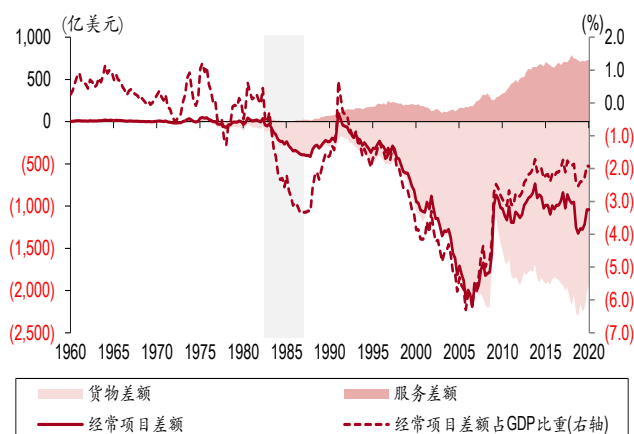
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 1980 年代上半期美元指数持续上升



资料来源：万得，中银证券

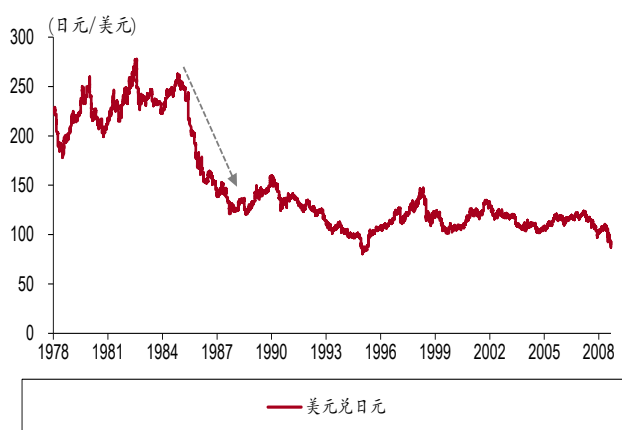
图表 6. 同期美国贸易赤字规模不断扩大



资料来源：万得，中银证券

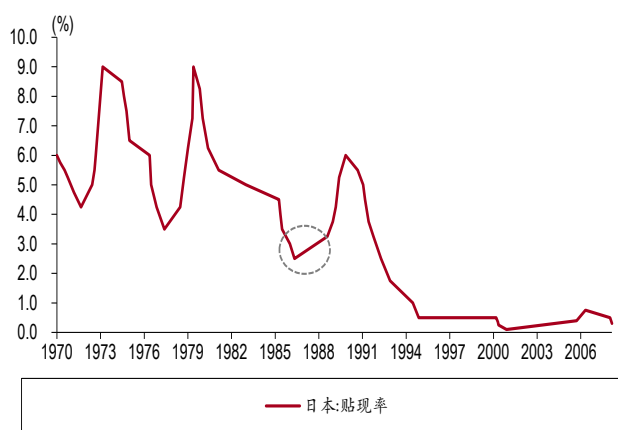
在灵活汇率机制下，如果阻止汇率升值，则又可能会出现资产泡沫风险，1990 年代以来日本经济停滞殷鉴不远。1980 年代上半期，美元泡沫是美国经济的烦恼，而《广场协议》之后日元飙升则又成为了日本经济的梦魇。《广场协议》签署之前，日本经济快速增长加大日元升值压力，但日本银行一直通过频繁的市场买入阻止日元升值。《广场协议》的签署迫使日元兑美元汇率大幅升值。截至 1986 年底，日元升值了 52.5%（见图表 7）。1986 年日本经济增长率出现大幅下滑，由上年的 6.2% 下降至 3.2%。由于忽视了潜在经济增长下台阶的事实，而过度担心贸易摩擦、日元升值对经济增长的负面影响，日本采取了如下应对措施：一是以大规模基础设施建设和生活质量提高为政策主要切入点来扩大内需，以降低对海外市场的依赖，减少日美贸易失衡；二是自 1986 年开始接连调低官方贴现率，以支持扩大内需，并降低日元资产的国际吸引力。在 1987 年 2 月《卢浮宫协议》签署后，日本进一步下调贴现率至 2.5% 的低位，一直持续到 1989 年 5 月（见图表 8）。但是，低利率环境导致了日本股票和房地产市场价格飞涨，资产泡沫进一步膨胀。直到 1989 年起日本银行连续加息，先后刺破了股市和房地产泡沫，日本经济骤然减速并自此陷入长期停滞。

图表 7. 《广场协议》签署后日元兑美元大幅升值



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 自 1986 年起日本不断调低官方贴现率



资料来源：万得，中银证券

注：横坐标为贴现率变动日期。

由此可见，在灵活汇率机制下，缓解汇率升值压力没有好的答案。特别是在中国资本市场开放程度不断扩大的背景下，国际短期资本流动日益频繁。这种顺周期的短期资本流动会加剧人民币汇率波动。如果坚持正常的货币政策空间，维持高利率，容忍汇率过快升值，可能会打击中国出口，促使国内需求向外转换，并加速国内产业转移；如果随大流采取低利率政策，阻止汇率过快升值，又可能会带来信贷膨胀、资产泡沫甚至通货膨胀的风险。这些都是本轮全球大放水可能对中国带来的挑战。为应对这些挑战，我们认为可以从以下六方面着手采取相关措施。

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_2535

