

证券研究报告 / 宏观专题报告

“汇率操纵国”影响不在标签本身

报告摘要:

北京时间8月5日,美元兑人民币汇率突破“7”关口。美东时间同日,美国财政部将中国列为“汇率操纵国”。在最近的《美国主要贸易伙伴的经济和汇率政策》报告中,明确表示,中国并不符合“汇率操纵国”的判定标准,而且最新数据也表明中国并未达到美国对于“汇率操纵国”的判定标准。

美国财政部给出的两点理由不基于任何数据基础,完全依靠主观判断,是特定情况下中美经贸摩擦升级的表现。按照以往经验,美国都是在每半年一次的汇率报告中判定其它国家是否为汇率操纵国,而本次则是临时公告将中国定为汇率操纵国。这个举措说明其本质并非为了缩小贸易逆差,而是在中美经贸磋商中对中国的加码施压。

历史经验来看,美国曾将韩国、中国台湾和中国列入过“汇率操纵国”。美国对被列入“汇率操纵国”的国家并未采取极端的制裁措施,基本是在法案规定的框架之内,与相关国家进行协商、推动其汇率升值或汇率改革。但中国此次有所不同。按照2015年法案规定,被列入“汇率操纵国”之后,美国将会与中国有一年的时间协商,但是对于即将面对大选的特朗普来说,显然是没有一年的耐心同中国协商的,所以特朗普并不会严格按照美国法案规定的程序来制裁中国。中国被列为“汇率操纵国”,更方便特朗普继续甚至加码关税战。未来3000亿美元关税存在落地可能,甚至不排除继续提升税率的可能性。而且鉴于此番举动的特殊性,特朗普可能提前发动对中国的“金融战”。

我们认为人民币不会迫于压力出现“广场协议”。首先,中国对美国的依赖程度远不如当年日本对美国的依赖度。有日本的前车之鉴,中国更不可能受迫大幅升值。其次,美方此前也未在汇率上施加过大的压力。人民币即使升值,回到原来6.5~7的区间已经足够,不会有过大幅度的升值。同时,中国也不会继续针锋相对,而放任人民币大幅贬值。但需警惕经贸摩擦继续升级的风险。中国被列为“汇率操纵国”之后,未来局势面临着较大的不确定性。特朗普能够使用的制裁手段更多,很可能还会出现新的“黑天鹅”事件。同时需要关注全球货币竞争性贬值的风险。不过特朗普能否“硬气到最后”还不能确定。中美冲突迅速升级也反映出特朗普过于急迫想要达成协议。随着特朗普面临的大选压力逐渐增加,在年底也有可能做出退步而选择签订一个对他来说或许不完美的协议。



相关报告

《人民币贬值趋势不会长期持续》
(20190805)

《无恃其不来,恃吾有以待也——海外宏观周度观察(2019年第31周)》(20190804)

《全球经济走弱,货币宽松,美元指数下行——2019年海外宏观中期展望》(20190624)

证券分析师: 沈新风

执业证书编号: S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理: 尤春野

执业证书编号: S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人: 曹哲亮

执业证书编号: S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. “汇率操纵国”的相关法案和标准.....	3
1.1. 《综合贸易和竞争力法案》(《OMNIBUS TRADE AND COMPETITIVENESS ACT OF 1988》)	3
1.2. 《贸易便利化和贸易执法法》(《Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015》)	3
1.3. 《美国主要贸易伙伴的经济和汇率政策》(Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States)	4
2. 中国为什么会被列入“汇率操纵国”.....	5
3. 以往被列为“汇率操纵国”有什么后果	7
4. 中国此次有何不同	10
5. 人民币汇率不会大起大落.....	11
图 1: 美国对“汇率操纵国”认定的最新标准.....	4
图 2: 中国对美国贸易顺差	5
图 3: 中国经常账户盈余占 GDP 比重低于 2%	6
图 4: 结售汇差额基本处于逆差	6
图 5: 售汇金额远远小于美国标准.....	6
图 6: 银行结售汇市场大多处于逆差状态	7
图 7: 韩元明显升值.....	8
图 8: 韩国出口及对美贸易差额下降	9
图 9: 韩国经常项目恶化.....	9
图 10: 台币明显升值.....	9
图 11: 台湾出口及对美贸易差额下降.....	9
图 12: 台湾经常账户差额下降	9
图 13: 人民币并未升值.....	10
图 14: 中国 1993 年出口及贸易下降	10
图 15: 中国 1993 年经常账户差额下降.....	10
图 16: 中国对美出口同比下降	11
图 17: 中国与“一带一路”国家贸易稳健提升	11
图 18: 市场将美联储 9 月降息预期再度打满	13
图 19: 市场对美联储全年利率预期	13
表 1: 美国对“汇率操纵国”的相应举措.....	8
表 2: 今年以来实施降息的经济体.....	12

1. “汇率操纵国”的相关法案和标准

北京时间 8 月 5 日，美元兑人民币汇率突破“7”关口。美东时间同日，美国财政部将中国列为“汇率操纵国”，并在公告中表示，美国财政部长将与 IMF 进行接触，以消除中国不公平竞争的优势。

中国为什么会被列为“汇率操纵国”？我们首先来看美国与之相关的法律规定和相关文件。

1.1. 《综合贸易和竞争力法案》（《OMNIBUS TRADE AND COMPETITIVENESS ACT OF 1988》）

1988 年的《综合贸易和竞争力法案》3004 节中要求美国财政部每半年向国会提交关于国际经济和汇率政策的报告，检查是否有国家操纵汇率来获取不公平竞争优势。美国财政部官网显示，此法案对于汇率操纵国的标准主要由两个方面：

1. 拥有实质性的全球经常账户盈余。
2. 与美国有显著的双边贸易余额。

对于被列为“汇率操纵国”的国家，美国财政部应采取行动，通过双边或者 IMF，加快与这些国家进行谈判，以确保这些国家遵循并迅速调整其货币与美元之间汇率，从而实现有效的国际收支调整并消除不公平的竞争优势。但是财政部不应要求发起会对国家经济和安全利益产生严重不利影响的协商。若要发起此类协商，财政部需告知银行监管委员会、参议院与众议院等。

1988 年法案为 80 年代末、90 年代初将韩国、中国台湾及中国列为“汇率操纵国”的依据。

1.2. 《贸易便利化和贸易执法法》（《Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015》）

2015 年的《贸易便利化和贸易执法法》明确了美国财政部长有监督贸易伙伴汇率政策的责任。其对“汇率操纵国”的判定标准与 1988 年法案相似：

1. 与美国有存在较大的双边贸易顺差。
2. 拥有显著的经常账户盈余。
3. 在外汇市场上进行持续的单边干预。

法案规定，在将相关国家列为“汇率操纵国”之后，总统应通过财政部加强与这些国家的双边协商，加强对这些国家的宏观经济和货币汇率政策的分析，以酌情：

1. 敦促实施政策，找出该国汇率低估、与美国存在重大双边贸易顺差、其实质性经常账户盈余的原因；
2. 表达美国对这种贸易逆差、汇率低估和经常账户盈余的经济影响的关注；
3. 告知该国，美国总统采取行动的能力；
4. 制定计划，采取具体行动来解决汇率低估和经常账户盈余问题。

若双边协商一年后，财政部认为该国没能采取有效措施来使汇率恢复稳定，总统有权采取相关措施：

1. 禁止海外私人投资公司在该日后批准对该国家项目的任何新融资（包括任何保险，再保险或担保）。
2. 禁止政府在该日后从该国采购或签订任何货物或服务合同。
3. 指示美国在 IMF 的执行董事，要求对该国的宏观经济和汇率政策进行额外的严格监督，并酌情就货币操纵的结果进行正式协商。
4. 指示美国贸易代表办公室，在与财政部磋商后，考虑是否与该国外签订双边或区域贸易协定，是否发起或参与与该国的双边或区域贸易谈判。

2015 年法案对于“汇率操纵国”的判定条件及相应措施规定的更加明确。

1.3. 《美国主要贸易伙伴的经济和汇率政策》(Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States)

《美国主要贸易伙伴的经济和汇率政策》即是根据美国 1988 法案和 2015 法案，美国财政部长每半年需要提交的报告，其中会对“汇率操纵国”的认定标准进行细化，并决定最终的认定结果。最新 5 月 28 日美国财政部发布的报告来看，美国对于“汇率操纵国的”认定标准为以下几点：

1. 对美国有显著的贸易顺差：200 亿美元以上。
2. 存在实质性的经常账户盈余：占 GDP 2% 以上。
3. 在外汇市场上进行持续的单边干预：近 12 个月中有 6 个月以上进行了持续购汇，金额超过 GDP 的 2%。

图 1：美国对“汇率操纵国”认定的最新标准

Criteria	Benchmark	Previous threshold	New threshold
Major Trading Partner Coverage	Total Bilateral Goods Trade (Imports plus Exports)	12 largest trading partners	\$40 billion¹
(1) Significant Bilateral Trade Surplus with the United States	Goods Surplus with the United States	\$20 billion	\$20 billion
(2) Material Current Account Surplus	Current Account Balance	3% of GDP	2% of GDP
(3) Persistent, One-Sided Intervention in Foreign Exchange Markets	Net FX Purchases Persistence of Net FX Purchases (months)	2% of GDP 8 of 12 months	2% of GDP 6 of 12 months

¹ As of 2018, 21 trading partners exceeded this threshold.

数据来源：东北证券，美国财政部

在 5 月 28 日的报告中，美国认定中方不同时满足这三个条件，也不满足 1988 法案和 2015 法案对“汇率操纵国”的判断标准，但将中国列入头号“观察国”。

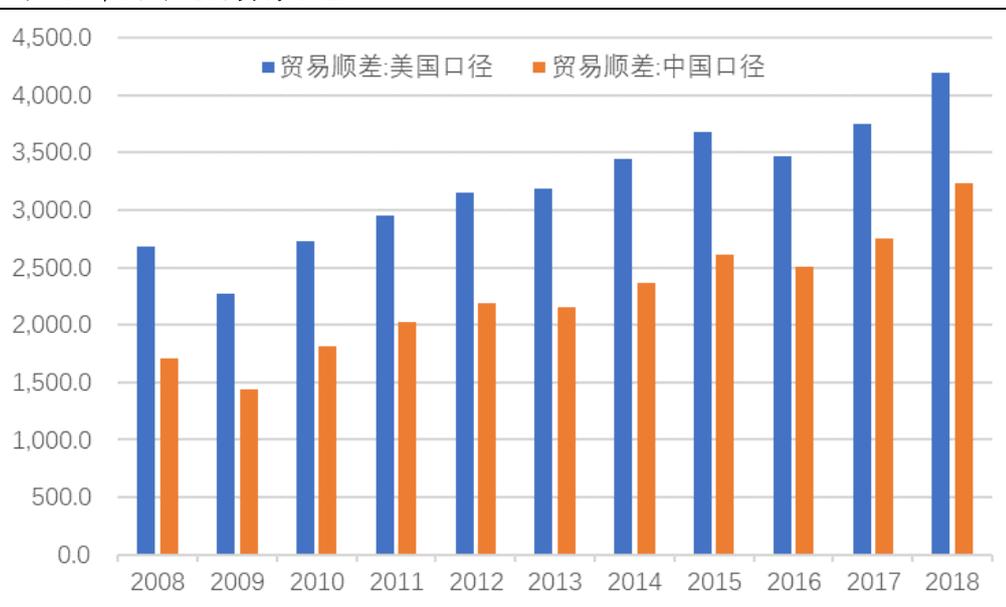
2. 中国为什么会被列入“汇率操纵国”

5 月 28 日的报告中明确表示，中国并不符合“汇率操纵国”的判定标准。对于各项标准我们逐一来看：

1. 对美国 200 亿美元以上的贸易顺差：满足。

从中国口径来看，2018 年中国对美国的贸易顺差为 3233 亿美元；以美国口径来看，2018 年中国对美国的贸易顺差为 4190 亿美元。均超过了 200 亿美元。

图 2: 中国对美国贸易顺差

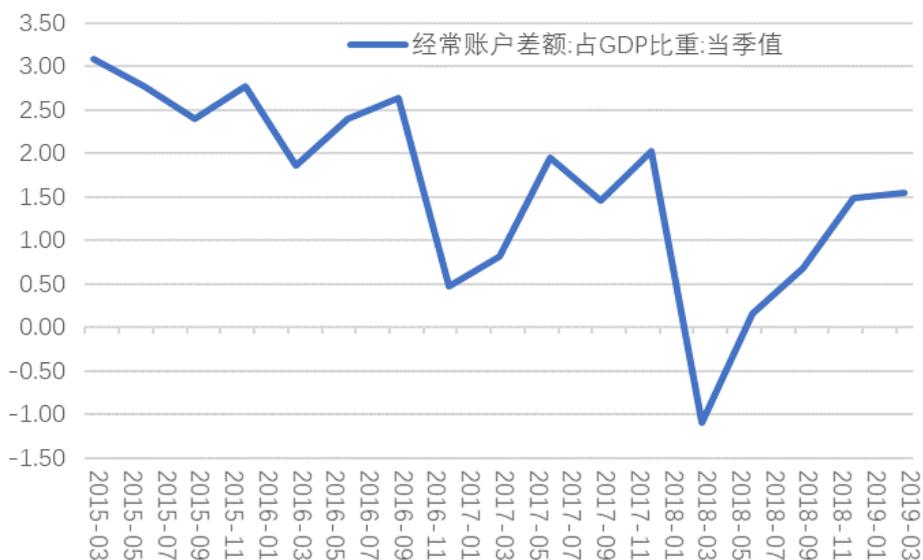


数据来源：东北证券，Wind

2. 占 GDP 2% 以上的经常账户盈余：不满足。

根据国家外汇管理局公布的数据，2018 年以来中国经常账户盈余占 GDP 的比重始终低于 2%，上一次超过 2% 是在 2017 年第四季度。所以近期中国并不满足美国这一条件。

图 3: 中国经常账户盈余占 GDP 比重低于 2%



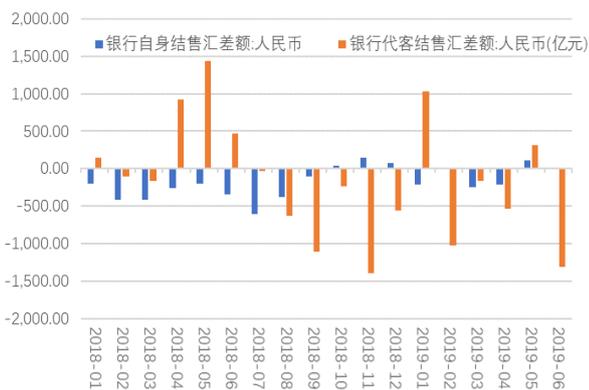
数据来源: 东北证券, Wind

3. 12 个月中有 6 个月持续购汇, 超过 GDP 的 2%: 不满足。

过去一年里, 中国银行结售汇市场基本处于逆差状态。银行结售汇中包含大量的代客结汇, 显然不属于美国“单边干预外汇市场”的范畴。从银行自身购汇情况来看, 结汇与售汇基本平稳, 近 12 个月售汇金额总和也仅为 1500 亿美元, 离 GDP 2% 的标准相去甚远。不符合美国“持续购汇”及“超过 GDP 2%”的标准。

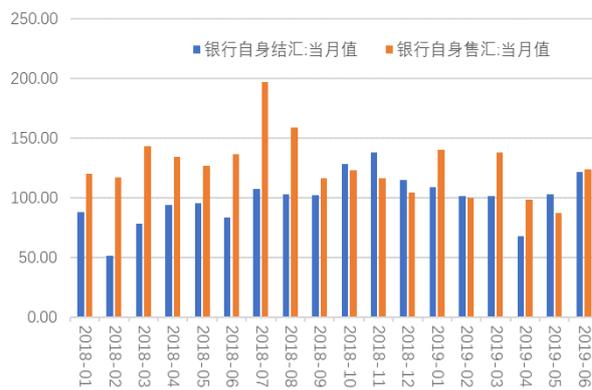
此外, 从外汇储备的角度来看, 中国外汇储备基本在 3 万亿以上波动, 一直无大涨大跌, 显然没有单边干预外汇市场的行为。

图 4: 结售汇差额基本处于逆差



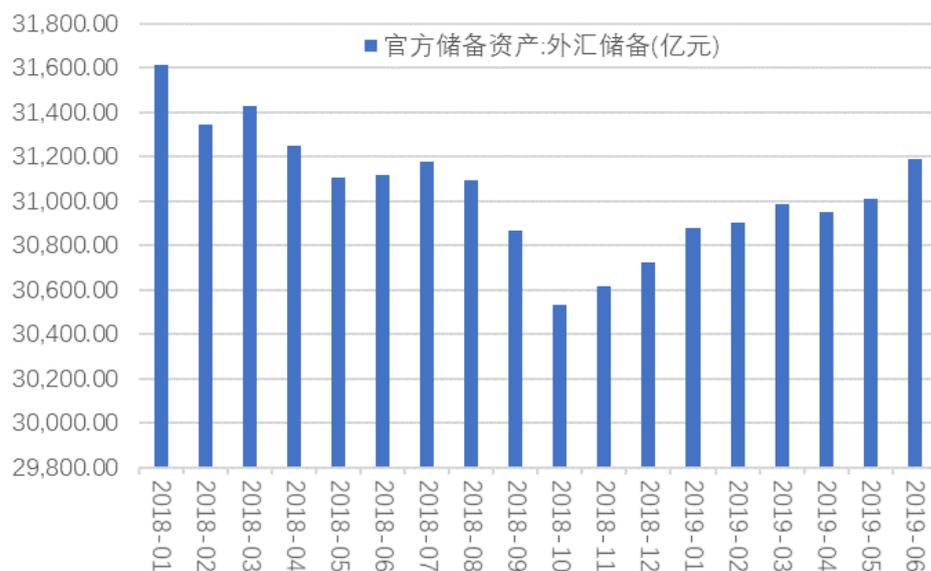
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 售汇金额远远小于美国标准



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 银行结售汇市场大多处于逆差状态



数据来源: 东北证券, Wind

所以, 从美国财政部自己制定的标准来看, 中国并不符合“汇率操纵国”的判定。美国财政部声称是依据 1988 年法案将中国判定为“汇率操纵国”, 由于 1988 年法案对具体标准的定义十分模糊, 判定的主观性极强。美国财政部给出的理由是: 第一, 中国过去经常使用大量外汇操纵汇率, 而近期人民币贬值却并未制止, 所以是主观贬值以求不公平竞争。第二, 中国央行表示有能力维持汇率稳定, 这是中国央行公开承认对汇率的操纵。

美国财政部给出的这两点理由不基于任何数据基础, 完全依靠主观判断, 是特定情况下中美经贸摩擦升级的表现。8月2日美国宣布对 3000 亿美元商品清单加征关税, 8月5日美元兑人民币汇率突破“7”关口, 同日将中国列入汇率操纵国, 中美摩擦迅速升级, 且有从关税战转向汇率战的趋势。按照以往经验, 美国都是在每半年一次的汇率报告中判定其它国家是否为汇率操纵国, 而本次则是临时公告将中国定为汇率操纵国。这个举措说明其本质并非为了缩小贸易逆差, 而是在中美经贸磋商中对中国的加码施压。

3. 以往被列为“汇率操纵国”有什么后果

历史经验来看, 美国曾将韩国、中国台湾和中国列入过“汇率操纵国”。美国在 1988 年 10 月、1989 年 4 月和 1989 年 10 月三次将韩国列为汇率操纵国, 1990 年移出。中国台湾在 1988 年 10 月、1989 年 4 月、1992 年 5 月和 12 月四次被列入“汇率操纵国”名单, 1993 年移出。中国在 1992 年 5 月、12 月, 1993 年 5 月、11 月, 1994 年 7 月共 5 次被列入汇率操纵国名单, 1994 年 12 月移出。

《美国主要贸易伙伴的经济和汇率政策》中列举了美国对相关“汇率操纵国”采取的行动。由于美国财政部官网公布的半年报是从 1989 年开始的, 所以我们列举了 1989 年之后美国对“汇率操纵国”的一些具体措施。

表 1: 美国对“汇率操纵国”的相应举措

时间	国家(地区)	内容
1989.4	中国台湾	美国财政部认为台湾汇率操纵的问题来源于其新的汇率体系, 随着新体系的全面执行, 台湾局面会扭转。因此, 美国财政部将会和台湾方面继续协商, 推动阻碍新体系有效性问题的解决, 获得足够的台湾货币。
	韩国	美国财政部与韩国保持协商, 来保证韩国的汇率政策能够明确贸易发展的方向。
1992.5	中国	继续就外汇政策与中国保持协商, 寻找市场导向的汇率决定体系, 并且于 1991 年开始调查中国贸易限制。
	中国台湾	继续仔细跟踪双边贸易平衡的调整步伐, 通过对话, 协商出抑制汇率、资本流动和外汇交易方面市场力量的措施。
1994.7	中国	美国财政部敦促中国政府消除外汇市场分割与外汇进入的限制, 在关贸总协定准入协商的背景下, 推动中国汇率体系的改革。

数据来源: 东北证券, 《美国主要贸易伙伴的经济和汇率政策》

可以看出, 历史上美国对被列入“汇率操纵国”的国家并未采取极端的制裁措施, 基本是在法案规定的框架之内, 与相关国家进行协商、推动其汇率升值或汇率改革。

在被列入“汇率操纵国”之后, 韩国对美元逐渐升值, 1988 年 11 月直至 1989 年 4 月底累计升值 5% 以上, 韩国总出口、尤其是对美国的出口增速大幅下滑。同时 1989 年的经常项目顺差同比萎缩了 68%, 并在 1990 年转为逆差。由于国际收支恶化, 韩元于 1989 年 5 月停止升值。1990 年美国将其移出“汇率操纵国”。

图 7: 韩元明显升值



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_10893

