

这次有何不同？

——中国被列为汇率操纵国点评

宏观简报

8月6日，美国宣布将中国列为汇率操纵国，引发市场关注。事实上，美方主要依靠主观判断认定汇率操纵，技术上争议较大，很难令人信服。中国目前实行的是大部分新兴经济体都采用的“有管理的浮动汇率制度”，而且在朝浮动加大的方向改革发展。从“破7”前后的市场表现和央行操作看，该认定同样是站不住脚的。美国财政部提出：“将与IMF磋商以消除中国近期行为带来的不公平竞争优势”。但IMF在2018年的Article IV中认为人民币汇率大致和基本面的一致，并无操纵。

按照美国2015年贸易法案的表述，针对汇率操纵国，总统可采取禁止美国投资公司向该国企业提供融资、将该国企业排除在合作清单之外等措施。但是与历史相比，这一次背景并不相同。历史上，往往是源于汇率纠纷，美国定义汇率操纵国。而这一次，贸易谈判和加征关税已经进行，定义操纵国是贸易摩擦的深化与贸易谈判的策略，未来是否会采取进一步实质性的措施，还是要看谈判的进展。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)

021-52523808

zhangwenlang@ebscn.com

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)

021-52523806

liuzn@ebscn.com

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)

010-56513039

huangwenjing@ebscn.com

联系人

郑宇驰

021-52523807

zhengyc@ebscn.com

8月6日，美国财政部发表声明，宣布将中国列为汇率操纵国。对此我们点评如下：

汇率操纵国是主观判断

美国政府对汇率操纵国的认定基于两部法律，一个是1988年的《贸易和竞争法案》，另一个是2015年的《贸易便利和贸易执行法案》。两部法案对汇率操纵国的定义有所不同，1988年的定义更为宽泛，只需该国（1）有较大的经常项目顺差；（2）对美国存在显著的双边贸易顺差，即可酌情认定为汇率操纵国。

2015年的定义包含三个量化标准：（1）该国对美国的双边贸易顺差大于200亿美元；（2）该国的经常项目顺差占GDP的2%以上；（3）该国持续地、单边地干预汇率市场，持续时间为过去一年中的6个月，干预程度为购买外汇的额度占GDP的2%以上。对于第三个标准，美国政府认为不一定要严格满足，即便干预的时间短、程度轻，也可被视作操纵汇率。

值得注意的是，在美国财政部今年4月公布的汇率评估报告中，对中国的评估使用的是1988年的宽泛标准，而非2015年制定的量化标准。这就意味着，美国对中国汇率操纵的判断基本是主观判断，在技术上有较大争议，其解释也很难令人信服。

中国目前实行的是有管理的浮动汇率制度。纵观世界各国，除了主要发达经济体实行的是自由浮动汇率制度，大部分新兴经济体都采用的是有管理的浮动汇率制度，而且从2005年汇改、2012-2014年加大双向波动幅度、2015年“8·11”中间价报价机制改革等一系列汇改进程来看，中国目前是向着汇率浮动加大的方向在发展。

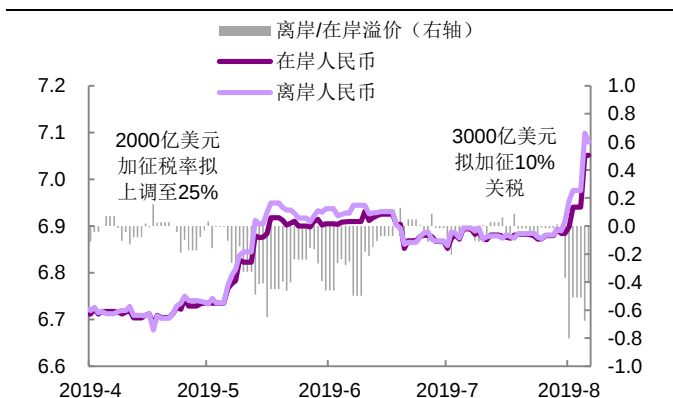
美国财政部在申明中还提到：“将与IMF磋商以消除中国近期行为带来的不公平竞争优势”。但这只是美国的申明，实际作用似乎有限。一方面，IMF并没有认定中国汇率操纵：其在2018年的Article IV中认为人民币大致保持了和基本面的一致。另一方面，从执行机制来看，IMF可以对其成员国进行监督，但不能强迫一个国家改变其汇率。它可以提供经济建议，并讨论各国改变汇率可能符合他们自己的利益，也可以提供一种磋商机制或举办论坛，使其他国家可以敦促一国改变其汇率程序，但是最终做出决定的权力仅限于这个国家。

从市场表现和机制运作看，美国将中国列为汇率操纵国的理由同样是站不住脚的。截止8月5日收盘，人民币兑美元较7月31日快速贬值2.1%：

- 1) 从触发因素看，美联储主席Powell鹰派发言后，北京时间8月1日美元走强带动人民币贬值，8月2日凌晨特朗普在推特上发布将对自中国进口3000亿美元商品加征10%关税后，人民币贬值压力进一步加大。尽管人民币兑美元贬值2.1%，但由于泰铢、澳元、新西兰元同期兑美元贬值更多，人民币兑一篮子货币仅小幅贬值0.2%。
- 2) 从离岸/在岸人民币溢价以及抛补利率平价隐含的套利空间来看，8月以来人民币汇率贬值压力加大。7月31日后，离岸/在岸人民币负向溢价大幅走阔，表明离岸市场贬值压力加大；8月1日后，抛补利率平价隐含的人民币兑美元贬值的套利空间加大。

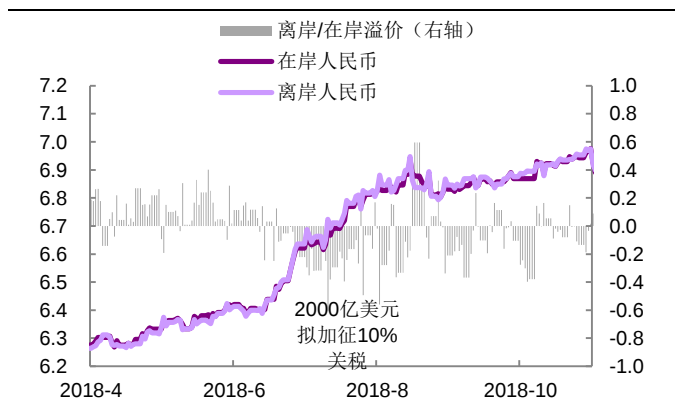
3) 从中间价的定价机制¹来看,8月1日以来,无论是逆周期调节因子,还是维持一篮子汇率稳定所做的调整,都是对冲收盘价所带来的贬值压力,而不是加剧人民币汇率贬值压力。

图 1: 美元兑人民币汇率



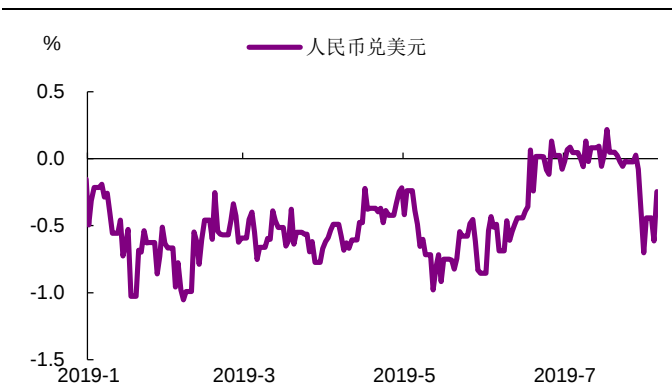
资料来源: Bloomberg, 负值代表离岸人民币弱于在岸人民币。截止 2019 年 8 月 6 日。

图 2: 美元兑人民币汇率



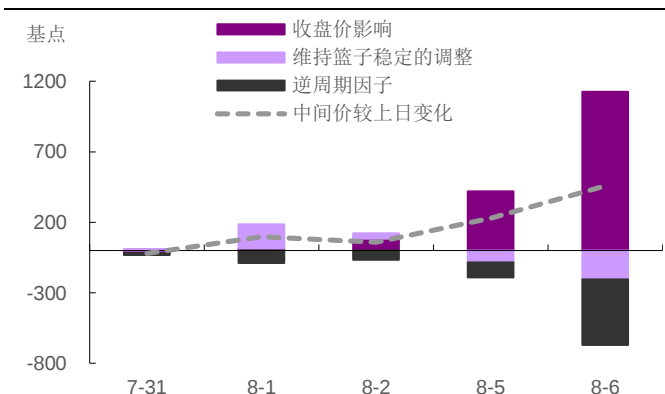
资料来源: Bloomberg, 负值代表离岸人民币弱于在岸人民币。截止 2018 年 10 月 31 日。

图 3: 抛补利率平价隐含套利空间（一年期）



资料来源: Bloomberg。抛补利率平价隐含套利空间（CIP）=中美利差-远期汇率与即期汇率价差，当 CIP 为正时，表示套利资金可能流入该国，升值压力；为负时，表示套利资金或流出该国，有贬值压力。数据截止 2019 年 8 月 6 日。

图 4: 中间价日变化构成



资料来源: Wind, 中间价调升代表贬值。

这次有何不同？

按照美国 2015 年贸易法案的表述，一旦某国被列为汇率操纵国，总统可以（1）禁止美国海外私人投资公司向该国企业提供融资；（2）将该国产品排除在政府采购清单外；（3）要求国际货币基金组织（IMF）加强对该国的宏观监控；（4）要求美国贸易谈判代表在与该国磋商或签订贸易协定时将汇率操纵考虑在内。

历史上，美国在 1988 年认定中国台湾和韩国操纵汇率后，两者与美国展开磋商，同意对汇率形成机制进行改革，同时放宽资本账户管制。美国也

¹中间价=收盘汇率+一篮子货币汇率变化+逆周期因子。其中，“收盘汇率”是指上日 16 时 30 分银行间外汇市场的人民币对美元收盘汇率。“一篮子货币汇率变化”是指为保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定所要求的人民币对美元双边汇率的调整幅度。根据已披露的中间价、收盘汇率和计算的一篮子货币汇率变化，可倒推定价机制中逆周期因子。

曾在 1994 年将中国列为汇率操纵国，之后中国进行汇率改革，允许人民币在经常账户下自由兑换，美国也未采取惩罚措施。

但是这一次，与历史相比，背景有所不同。历史上美国把一国列为汇率操纵国一般源于汇率纠纷。而这一次与历史不同，贸易谈判已经进行，加征关税已经进行了四轮，再定义汇率操纵国，更多是贸易摩擦的深化与贸易谈判的策略，未来是否会采取进一步实质性的措施、以及对经济的负面影响多大，最终还是要看贸易谈判的进展。

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_10925

