

宏观经济

从汇率稳定的角度看中美经贸协议的意义

2020 年 01 月 16 日

—— 宏观经济与政策研究系列（4）

分析师：冯乐宁

执业证书号：S1030511010001

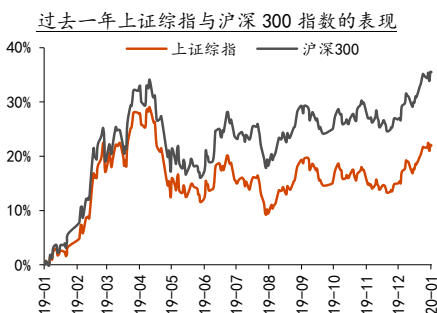
电话：0755-83199599

邮箱：fengln@cscs.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告：

- ◇ 宏观专题 3：春节因素将推动本轮通胀坚定 01-10
- ◇ 宏观专题 2：降准是灵活适度政策的开启 01-02
- ◇ 宏观专题 1：从价格的视角关注企业利润及政策导向 12-19



经济预测（一致预期）

单位%	19E	20E
GDP	6.1	5.9
CPI	2.9	3.4
PPI	-0.3	0.1
工业增加值	5.5	5.0
固定资产投资	5.1	5.3
出口增速	-0.5	0.5
进口增速	-5.1	-2.0
社消增速	8.1	8.2
M2 增速	8.5	8.5
人民币汇率	7.00	6.90

数据来源：Wind 资讯

请务必阅读文末重要声明及免责条款

核心观点：

- 1) **签署经贸协议表明中美在关税及汇率分歧上达成初步共识。**美东时间 1 月 15 日上午，中美第一阶段经贸协议正式签署，为中美贸易的稳定发展及下阶段中美第二阶段的经贸谈判奠定了好的基础。协议的达成更意味着中美就汇率问题上存在的分歧达成了初步共识，包括尊重各自的货币政策主权、坚持汇率由市场决定、不搞竞争性贬值、并就外汇市场保持密切沟通，及按照国际组织的透明度标准披露数据等。
- 2) **人民币汇率短期将回归合意波动区间。**过去一个月在中美经贸协议事件驱动下，人民币涨了逾 2000 个基点，随着汇率的升值，人民币资产低估值及低风险的优势越发凸显，对外资颇具吸引力，外资加快流入速度。随着中美第一阶段经贸协议的签署，人民币短期升值空间将暂时受限。下阶段来看，在中美第二阶段谈判前，人民币或将回归 6.75-6.95 的合意区间。从长期的演化分析，还需观察第二轮中美谈判进展及双方态度及分歧点，及全球经济的表现，美元走势的变化。
- 3) **经济基本面韧性特征是人民币不会持续贬值的基础。**人民币汇率依然主要取决于经济的基本面，而我国经济发展仍具备较强的韧性，因此人民币并不存在持续贬值的基础，从人民币汇率短期改革的方向而言，形成市场供求为基础，双向波动，有弹性的汇率运行制度，使我国的汇率政策能更好的承担起提高货币政策自主性、发挥国际收支自动调节机制的作用。也使宏观政策部门在汇率政策的支持下，加大对外开放，积极引入外资、提升跨境贸易和投资便利化等措施。
- 4) **预期人民币汇率政策逐步转向自由浮动将是顺势所趋。**从中长期改革方向看，随着我国金融市场扩大和开放，我国汇率市场化程度有望继续提高，汇率资本管制的程度也将逐步的减少，以便更好的发挥汇率自动平衡国际收支稳定器的作用，更好的缓解资本流动的压力，更好的平衡跨境资本的流动。在政策改革方面需要更加灵活和富有弹性的汇率，提高对人民币汇率波动的容忍度，并保持货币政策的独立性，预期未来人民币从管理浮动转向自由浮动的转变是顺势所趋。
- 5) **风险提示：**经济超预期下行；通胀预期扩散加剧；地缘局势恶化，中美贸易谈判分歧加剧，及货币政策不达预期等。

正文目录

一、中美顺利签署第一阶段经贸协议	2
1.1、签署经贸协议表明双方在关税及汇率问题上达成初步共识	2
1.2、美方的表态有利于两国经贸关系，并促进两国的经贸合作	3
1.3、预期下阶段在岸人民币汇率的合意波动区间有望在 6.75-6.95	4
二、美国反复改变中国“汇率操纵国”标签的原因	5
2.1、特朗普对中国贸易存在长期偏见	5
2.2、美国对贸易对手惯用“极限施压”的策略	6
2.3、美国运用国内法律对国际贸易标准做出有利于其自身的解释	7
三、保持汇率的稳定仍是货币政策的重要目标	7
3.1、中美贸易格局将稳定增长	7
3.2、我国“811”汇改后以市场为基础推进汇率制度改革	9
3.3、国内经济基本面并不支持人民币持续贬值	9
3.4、我国外汇储备保持相对的稳定	10
3.5、新增外汇占款规模保持小幅回升	11
四、我国汇率制度的改革仍在路上	12
4.1、对我国汇率制度改革的展望	12
五、风险提示	13

图表目录

Figure 1 美国时间 1 月 15 日上午中美正式签署第一阶段经贸协议	2
Figure 2 美国财政部最新发布的半年度汇率政策报告认定中国不是汇率操纵国	3
Figure 3 美元兑人民币中间价的表现：过去一个月以来升值 2000 个 BP	4
Figure 4 美国 2015 年《贸易便捷与贸易促进法》对汇率操纵国的认定标准	7
Figure 5 中美进出口表现及贸易顺差（%，亿美元）	8
Figure 6 我国外贸货物吞吐量及累计同比 %	8
Figure 7 我国外贸进出口的整体表现稳定（季度，%）	9
Figure 8 全球摩根大通全球制造业 PMI 指数的表现（%）	9
Figure 9 官方 PMI 及财新 PMI 数据（每月，%）	10
Figure 10 人民币与美元有效汇率指数一致性较高	10
Figure 11 人民币与美元有效汇率指数一致性较高	11
Figure 12 国家外汇储备及新增外汇储备（每月，亿美元）	11
Figure 13 我国新增外汇占款及贸易顺差的表现（每月）	11

一、中美顺利签署第一阶段经贸协议

1.1、签署经贸协议表明双方在关税及汇率问题上达成初步共识

当地时间 1 月 15 日上午，中美第一阶段经贸协议签署仪式在美国白宫东厅举行。中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美国总统特朗普共同签署协议文本，协议推动美方实现对华加征关税由升到降的转折，包括暂停原定去年 12 月 15 日要加征的关税，并将去年 9 月 1 日生效的对华加征关税税率从 15% 降至 7.5%。为中美贸易的稳定发展及下阶段中美第二阶段的谈判奠定了好的基础。

Figure 1 美国时间 1 月 15 日上午中美正式签署第一阶段经贸协议



资料来源：新华社

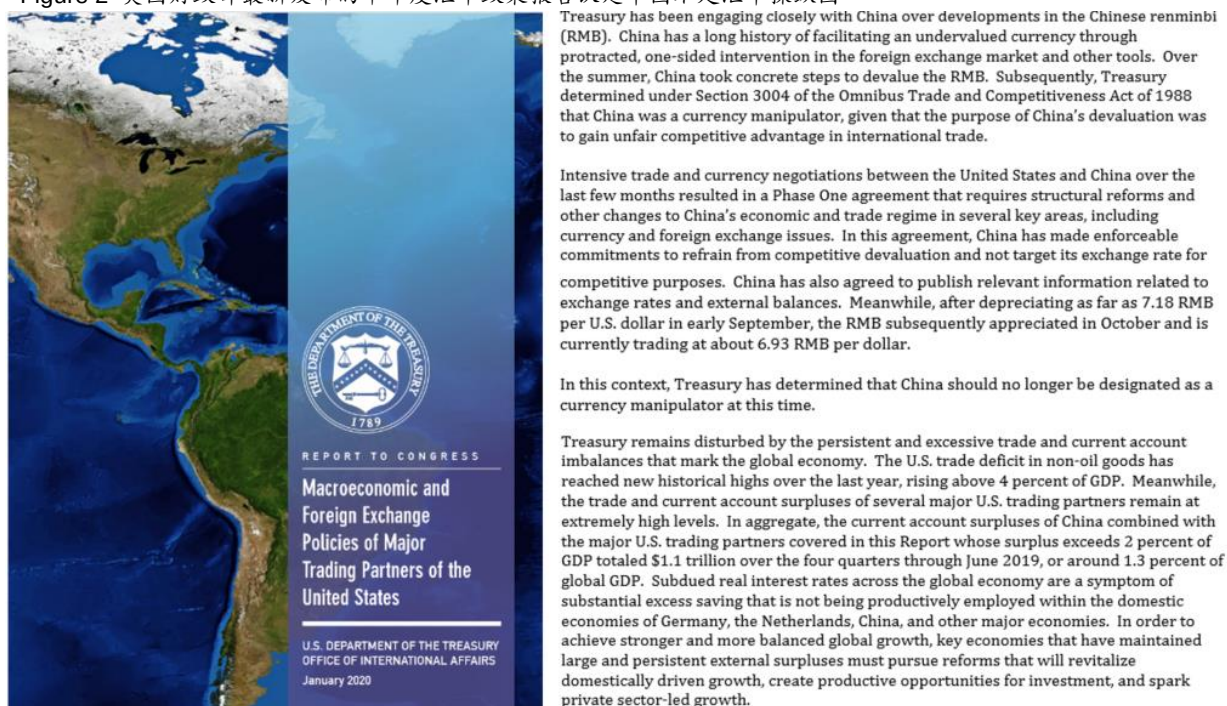
就协议内容而言，中方坚持的三个核心关切（取消全部加征关税、贸易采购数字要符合实际、改善文本平衡性）以及两项原则（WTO 规则与市场原则）在协议中都得到了体现，同时美方的核心诉求也得到了正面回应。实际上在一个月前，中美两国已经就第一阶段经贸协议文本达成一致，双方公告协议文本的结构包括：序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九个章节。双方达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变。其中“汇率和透明度”表明双方需要在汇率问题上有一致的共识和认定。

而两国顺利的签署第一阶段经贸协议，也意味着在汇率问题的分歧上，两国已有了一定的共识，包括：尊重各自的货币政策主权、坚持汇率由市场决定、不搞竞争性贬值并就外汇市场保持密切沟通，以及按照国际组织的透明度标准披露数据等。因而我们认为，中美两国在汇率的基本原则下，将保持自主、公平、市场化及坦诚相待。

中美作为世界上两个最大的经济体和 SDR 篮子货币国家，就汇率问题达成平等互利的共识，既有利于两国增进互信、协商解决分歧，也有利于全球外汇市场的有序运行，此次协议中有关汇率的内容，体现出平等互利和尊重对方货币政策自主权的原则，包括不搞竞争性贬值、不将汇率用于竞争性目的，这从根本上保障了我国汇率政策自主权，有助于妥善解决美方一些人对中国乱扣“汇率操纵国”的帽子等，减少中美在汇率问题上的争议和分歧，保持外汇市场和金融市场的稳定运行。

1.2、美方的表态有利于两国经贸关系，并促进两国的经贸合作

Figure 2 美国财政部最新发布的半年度汇率政策报告认定中国不是汇率操纵国



资料来源：美国财政部、美国财政部汇率报告截图、世纪证券研究所

我们注意到，在本次经贸会议之前，为了推动经贸协议的达成，美国财政部本月 13 日公布其半年度的汇率政策报告，宣布取消对中国“汇率操纵国”的认定，我国外交部表示符合事实，也并不认可之前美国给中国贴的所谓“汇率操纵国”的标签。这次取消标签我们认为美国对之前任性的“单边主义”

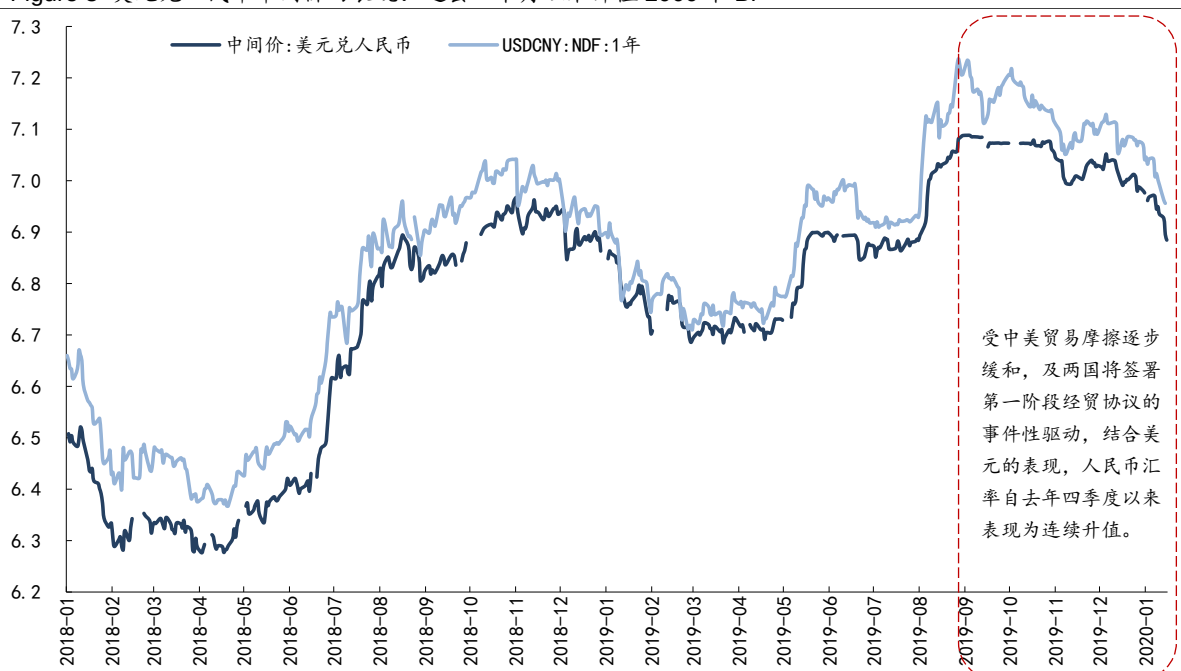
和“保护主义”行为的修正，为的是能与中国尽快签署第一阶段贸易协定消除障碍，而这个障碍本身就是美国无理设立的，以此来倒逼中国汇率升值，抑制美国对中国的贸易差额，给中国贸易谈判及外交制造更大压力。

美方这次对中国“汇率操纵国”标签去除的最新表态，我们认为并不是表面意义上的美国向中国的让步，而是还原事实的本源，还中国的清白并以示正听。当然美方的表态将有利于稳定两国长期的经贸关系，有利于促进两国的经贸合作，体现了两国从大局出发达到了互信。

1.3、预期下阶段在岸人民币汇率的合意波动区间有望在 6.75-6.95

虽然人民币汇率短期经常会受市场供求和情绪的影响，长期仍取决于美元指数和基本面因素。随着中美贸易谈判的推进，第一阶段贸易协定的完成，我们注意到1月15日，在岸人民币兑美元16:30收盘报6.8854，创2019年6月21日以来最大升幅，也创2019年8月1日以来的新高。过去的一个月里，人民币汇率从最低点7.0733一路飙涨，涨了逾2000个基点。其中的驱动因素很大程度上是中美贸易谈判的事件。因而随着中美第一阶段谈判的完成，未来人民币升值空间将暂时受限，下阶段来看，6.75-6.95的区间，有望是在中美下阶段谈判前，较为合意的波动区间，未来更长期的演化还需要看谈判的进展及中美双方的态度变化，以及全球经济的波动及美元走势。

Figure 3 美元兑人民币中间价的表现：过去一个月以来升值2000个BP



资料来源：美国财政部、美国财政部汇率报告截图、世纪证券研究所

1.4、人民币资产优势凸显，对外资仍颇具吸引力

当全球经济景气改善、金融市场风险偏好提升时，资金通常会从发达经济体重新流向新兴经济体，尤其是那些能够提供更高回报而又更具安全性的经济体。2019 年 12 月摩根大通全球制造业 PMI 为 50.1，已连续两个月位于扩张区间，2020 年全球经济有望小幅回稳。随着人民币汇率的稳定及小幅的升值，人民币资产兼具低估值与低风险的优势越发凸显，对外资颇具吸引力，而在过去一段时间外资持续买入中国债券和股票资产上已有所体现，如 2020 年元旦以来，北向资金加速流入，9 个交易日共计净流入 454.4 亿元。其中，1 月 2 日，北上资金净流入超百亿，1 月 9 日与 1 月 13 日资金也是大幅净流入。人民币汇率的稳健表现及积极的变化，有望进一步提升人民币资产吸引力，促使外资加快流入。不过我们也应注意的是，2019 年人民币的贬值基本上对冲了关税税率的上升，反之人民币升值也不能低估对于出口及相关产业链的负面影响。

二、美国反复改变中国“汇率操纵国”标签的原因

中美两国在进行贸易谈判过程中，美国去年 8 月对中国认定“汇率操纵国”，仅过去短短的 5 个月后，美国又匆匆取消了中国“汇率操纵国”的标签，表现的反复无常，虽然最终从结果上看，是有利于中美两国共同发展的，但它体现了特朗普在中美贸易争端中的策略手段。实际上早在 90 年代初，我国就先后 5 次被美国列入“汇率操纵国”名单，分别是 1992 年 5 月、1992 年 12 月、1993 年 5 月、1993 年 11 月，1994 年 7 月。最近这次是在时隔 25 年后，美国给中国贴上的“汇率操纵国”标签，体现了特朗普对中国贸易及汇率制度存在的偏见，及其在贸易谈判中不断玩弄“极限施压”的手段。

2.1、特朗普对中国贸易存在长期偏见

实际上特朗普对中国对美国贸易一直存在着巨大的偏见，他早在 2016 年竞选总统时就曾宣称，中国在贸易上占了美国的便宜，他上任后要进行改变，并要让美国财政部长将中国列为汇率操纵国。事实也表明，在其上任美国总统后不久，就针对中国外贸采取了一系列的对抗性措施，如提升中国进口关税、对中兴和华为进行限制或制裁、对中国向美国的技术投资设置障碍，以及将中国列为汇率操纵国等。

从这次美国对中国汇率操纵认定触发因素看，去年5-7月人民币汇率出现一定幅度的贬值，主要是由于全球经济形势变化和贸易摩擦加剧背景下，市场供求和国际汇市出现波动，人民币贬值也是由市场力量推动的，尤其是在特朗普宣布将对3000亿商品加税后，加剧市场对国内经济下行风险的担忧情绪，导致人民币加速贬值并在8月5日跌破“7”，但是在美国总统特朗普的支持下，美国财政部长打破多年来每半年度发布一次汇率政策报告的惯例，不惜推倒自己不久之前还曾表示中国不符合“汇率操纵国”条件的结论，认为中国在保持了大量外汇储备的情况下，采取了具体措施使人民币汇率贬值，并宣称中国如此做的目的就是为了获得不公平的竞争优势，属于汇率操纵国，其自说自话的观点和做法令各国为之哗然。

2.2、美国对贸易对手惯用“极限施压”的策略

从法律依据上看，美国这次参考的法律是该国1988年的《综合贸易和竞争力法》第3004条的规则“美财政部长须考虑各国是否操纵本国货币与美元之间的汇率，以防止有效的国际收支平衡调整或在国际贸易中获得不公平的竞争优势”，此外，美国并未依据2015年新法案的标准，仅仅因为人民币汇率波动突破了“7”，就把中国草率的列为了“汇率操纵国”。明确的说，美国为了达到政治目的或经济利益，随意的选择及其对国内法律规则进行有利于其本身的解释，可谓是“欲加之罪，何患无辞”。因而美国本身对中国汇率操控的指控本身就不符合事实的，而现在虽然解除，表面上为两国签署贸易协定创造了和谐的环境，给了中国好处，实际上凸显了美国在经济贸易领域及国际金融市场中的霸权主义，是为了达到贸易谈判条件所采取的极限施压的另一种形式而已。

美国对国际贸易伙伴利用其国内法的解释，挥舞对所谓“汇率操纵国”的制裁大棒，因为如果中国被列为“汇率操控国”并最终通过后，美国可以顺理成章的推出更多的制裁性措施，除了限制美国公司对中国的投资外，还可能以此为依据，推出包括惩罚性关税在内的其他更多举措。美国政府可以让其竞争对手面对比较高的经济成本及一系列的法律后果，比如：

- (1) 禁止该国任何项目获取美国海外私人投资公司融资；
- (2) 将该国排除在美国政府采购供应地之外；
- (3) 呼吁国际货币基金组织（IMF）加强对该国的监督；
- (4) 指示美国贸易代表评估是否与该国签订贸易协定，或启动、参与贸易协定谈判时须考虑该国操控汇率的行为。

2.3、美国运用国内法律对国际贸易标准做出有利于其自身的解释

美国对贸易伙伴汇率操纵国的认定，依据的是其国内法律，解释权和修改规则完全跟随其国家利益而改变。美国法律上对汇率操纵国的认定是基于两部法案，一部是 1988 年的《综合贸易与竞争力法》，另一部是 2015 年的《贸易便利化和贸易执行法》。这两部法案对定义汇率操纵国的范围有所不同。目前对于汇率操纵国如何认定，美国依据的是其在 2015 年颁布的《贸易便捷与贸易促进法》规定，及 2018 年修改的标准，认定的量化标准是以下三点有两个及以上符合。

Figure 4 美国 2015 年《贸易便捷与贸易促进法》对汇率操纵国的认定标准

(1)	大量的对美贸易顺差：对美贸易顺差超过 200 亿美元。
(2)	巨额的经常账户盈余：经常账户盈余超过 GDP 的 2%。
(3)	对外汇市场的持续单向干预：对外汇进行多次重复的净购入，并且在 12 个月内的净购买额超过 GDP 的 2%。

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

如果按以上认定规则标准来看，中国并未达到美国法律所定义的“汇率操纵国”标准。因为中国仅有对美国有大量贸易顺差一项满足标准，而其他两项中，中国 2019 年经常项目顺差占 GDP 的比重不足 1%，最近三年更是持续低于 2%，此外央行自 2015 年以来更是外汇市场的主要稳定力量，并采取了大量措施应对人民币贬值预期，并不存在抑制人民币升值的情况。

不过美财政部去年 8 月 5 日的声明中，对其最新法规的三条具体认定标准竟然只字不提，而是选择参考《1988 年汇率和国际经济政策协调法》，该法案对汇率操纵的定义范围是较为宽泛的，只需要贸易国有较大的经常项目顺差和对美国存在显著的双边贸易顺差，即可认定为汇率操纵国，并考虑其他国家是否存在竞争性货币贬值等标准。这给美国政府留出很大的自由发挥空间

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_7754

