

## 关于“汇率操纵国”的界定及潜在影响分析



2019年8月9日

### 联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC大厦17层

网址：www.lhratings.com

## 关于“汇率操纵国”的界定及潜在影响分析

联合资信评估有限公司 主权部

### 摘要

8月初,在美国宣布将对中国剩余 3,000 亿美元商品加征 10% 的关税后不久,人民币兑美元离岸价和在岸价双双“破七”。美国财政部长姆努钦随后发表声明称,美国政府认定中国正在操纵人民币汇率,通过人民币贬值促进出口以抵消关税带来的影响,强行将中国认定为“汇率操纵国”。然而,中国当前并不符合美方自行认定的“汇率操纵国”标准。

回顾历史,自 1988 年美国《综合贸易和竞争力法》出台后,分别有韩国、中国、中国台湾被美国列为“汇率操纵国(地区)”。被美国认定为操纵汇率后,韩国、中国及中国台湾均未受到严厉的贸易制裁,但外贸差额在短期内均受到了较为明显的影响。同时,各国(区域)均对汇率制度进行了改革,韩元和新台币兑美元汇率均出现了不同程度较为明显的升值,而人民币在实现官方汇率正式与外汇调剂价格并轨后,兑美元也出现了持续小幅升值。

今年以来,人民币汇率出现一定幅度贬值,主要是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波动的反映,是由市场力量推动和决定的。当前,中国经济基本面良好,财政状况稳健,金融风险总体可控。特别是上半年中国国际收支稳定,外汇储备充足,经常账户持续顺差,境外资本保持净流入,这些因素都为人民币汇率保持稳定提供了根本支撑,人民币不存在长期大幅贬值的基础。

从其影响来看,短时间内美国强行将中国列入“汇率操纵国”的行为很大程度上是象征性的,还有赖于美国与 IMF 协商,以消除所谓“不公平优势”,同时在美方采取所谓具体行动前会存在“一年期”这样一个过渡阶段。但另一方面,美国枉顾此前自己制定的标准,硬给中国扣上“汇率操纵国”的帽子,发生在美国宣布拟对中国 3,000 亿美元商品加征关税,并指责中国停止采购美国农产品、升级贸易争端的背景下,主要目的是想继续对中国极限施压,干扰市场预期,打压中国经济。因此不排除其在一年过渡期内即逐步实施对中国的各项限制措施。

2019 年无论是对于中国还是其他国家都是不平静的一年,“树欲静而风不止”,面对日益复杂的外部环境,迎接各种意想不到的挑战似乎成为了一项重要工作。接下来,中国将继续客观、冷静、沉着而脚踏实地地化解各种不确定性。预计中国宏观政策将适时预调微调,平滑短期波动。从中长期来看,中国将继续稳步推进国内金融与实体领域的市场化改革,提振内需,继续夯实国内宏观经济的稳健运行基础,同时进一步推动人民币汇率国际化。

## 一、人民币“破七”后，美国强行将中国认定为“汇率操纵国”

### 1. 美国对汇率操纵国的认定标准

8月初，在美国宣布将对中国剩余 3,000 亿美元商品加征 10% 的关税后不久，人民币兑美元离岸价和在岸价双双“破七”，这是自 2015 年人民币汇改以来首次，也是自 2008 年全球金融危机以来最低位。人民币兑美元汇率“破七”后不久，美国财政部长姆努钦发表声明称，美国政府认定中国正在“操纵人民币汇率”，通过人民币贬值促进出口以抵消关税带来的影响，强行给中国贴上了“汇率操纵国”的标签。

实际上，对于汇率操纵，国际上并不存在广泛接受的权威定义。国际货币基金组织(IMF)明确反对操纵汇率，但 IMF 同时允许成员国为消除外汇市场短期过度波动而进行必要的干预，只要此干预充分考虑到其他成员国的利益，而不是只顾本国不顾他国的蓄意为之。

美国财政部则自行制定了汇率操纵的认定标准，1988 年美国通过《综合贸易和竞争力法》，由美国财政部每半年会向国会提交一份汇率报告，对美国主要贸易伙伴国的经济和汇率政策进行评估。2015 年之前，美国财政部认定汇率操纵的法律依据主要是《1988 年汇率和国际经济政策协调法》，2016 年 2 月开始，美国财政部认定汇率操纵的法律依据变更为《贸易便利化和贸易执行法》(The Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015)，该法案在汇率操纵问题上对《1988 年汇率和国际经济政策协调法》进行了补充，并对汇率操纵国的认定提出了三条明确的量化指标，即：

- (1) 该经济体与美国商品贸易顺差至少达到 200 亿美元；
- (2) 该经济体经常账户顺差占 GDP 的比重至少为 3%；
- (3) 该经济体持续、单向干预外汇市场，对持续单向干预的评估标准为 12 个月内至少有 8 个月该经济体通过买入外国资产促使本国货币贬值，且 12 个月内的购买总量占该经济体 GDP 的比重达到 2%。

2019 年 5 月 28 日，美国财政部将判定汇率操纵国标准中经常账户顺差由“占 GDP 的 3%”修改至“2%”、干预外汇市场的时间由原来的“8 个月”修改为“6 个月”。而此次将中国指定为“汇率操纵国”，也是在新规定实施以后美国首次将一个国家定义为“汇率操纵国”。

### 2. 中国当前并不符合美方自行制定的“汇率操纵”认定标准

根据美国商务部统计，2018 全年，中国对美国商品贸易顺差为 4,191.6 亿美元，超过 200 亿美元的上限标准，但中国的经常账户余额与 GDP 的比值仅为 0.4%，远低于美国设定的 2% 的限制。

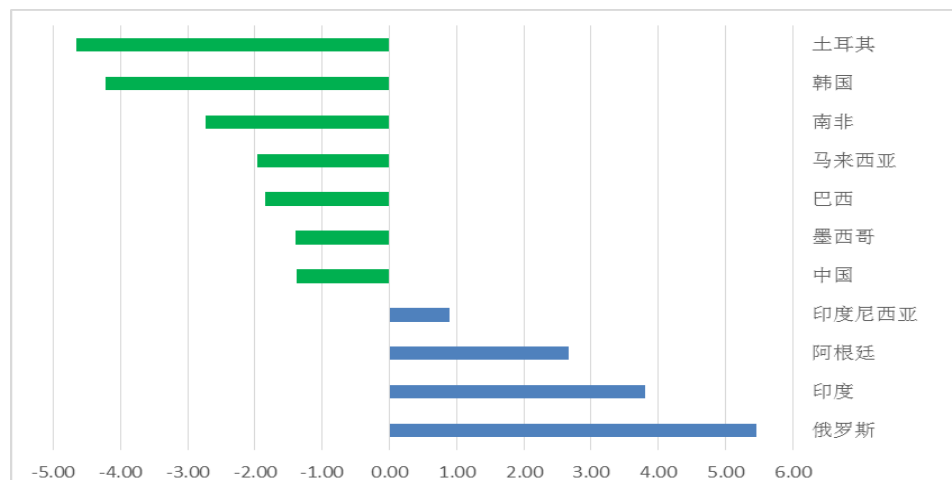
图 1 中国经常项目差额占 GDP 的比重 (%)



数据来源：IMF，联合资信整理

据国际清算银行公布的数据，2005年初至2019年6月，人民币名义有效汇率升值38%，实际有效汇率升值47%，是二十国集团经济体中最强势的货币，在全球范围内也是升值幅度最大的货币之一。2019年以来，在全球经济下行压力不断增加以及全球贸易局势持续紧张背景下，2019年初至6月底，人民币兑美元实际有效汇率仅小幅贬值了1.38%，贬值幅度小于同期韩元（4.22%）、土耳其里拉（4.65%）等新兴市场货币对美元汇率的跌幅，是新兴市场货币中较为稳定的货币（见图2）。在刚刚结束的IMF对中国的第四条磋商中，IMF也指出人民币汇率大体符合基本面。因此，美方声称的中国长期以来通过持续、大规模的外汇市场干预来促使货币被低估的说法是毫无根据的。

图 2 部分新兴市场国家实际有效汇率表现 (%)



数据来源：BIS，联合资信整理

如果一个经济体同时满足三个标准，会被认定为“汇率操纵国”；如果只满足两个指标，会被列入观察名单；如果只满足第一个标准，但该经济体对美国的贸易逆差贡献较大，也可能被列入观察名单。因此中国并不符合美国定义的“汇率操纵国”。

## 二、美国“汇率操纵国（地区）”名单梳理及回顾

自 1988 年《综合贸易和竞争力法》出台后，分别有韩国、中国、中国台湾被美国列为“汇率操纵国（地区）”。被美国认定为操纵汇率后，韩国、中国及中国台湾均未受到严厉的贸易制裁，但外贸差额在短期内均受到了较为明显的影响。同时，各国（地区）均对汇率制度进行了改革，韩元和新台币兑美元汇率均出现了不同程度较为明显的升值，而人民币在实现官方汇率正式与外汇调剂价格并轨后，兑美元也出现了持续小幅升值。

表 1 美国“汇率操纵国（地区）”名单及监测名单

全球汇率政策半年报日期	汇率操纵国（地区）名单	监测名单
1988 年 10 月	韩国、中国台湾	
1989 年 4 月	韩国、中国台湾	
1989 年 10 月	韩国	
1992 年 5 月	中国台湾、中国	
1992 年 12 月	中国台湾、中国	
1993 年 5 月	中国	
1993 年 11 月	中国	
1994 年 7 月	中国	
2016 年 4 月		中国、日本、韩国、中国台湾、德国
2016 年 10 月		中国、日本、韩国、中国台湾、德国、瑞士
2017 年 4 月		中国、日本、韩国、中国台湾、德国、瑞士
2017 年 10 月		中国、日本、韩国、德国、瑞士
2018 年 4 月		中国、日本、德国、韩国、瑞士、印度
2018 年 10 月		中国、日本、韩国、印度、德国、瑞士
2019 年 5 月		中国、日本、韩国、德国、意大利、爱尔兰、新加坡、马来西亚、越南

数据来源：美国财政部，联合资信整理

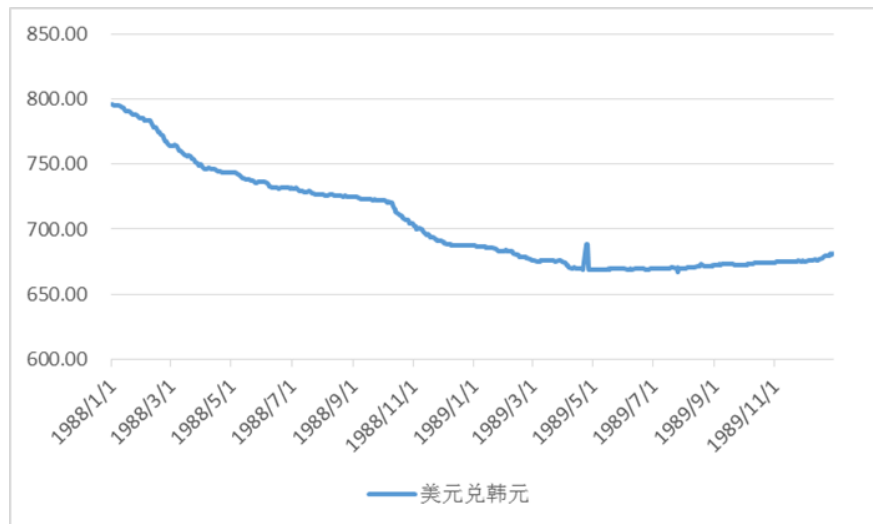
### 1. 韩国：韩美贸易顺差及韩国经常项目顺差大幅增加

韩国于 1988 年 10 月至 1989 年 10 月间共 3 次被美国定义为“汇率操纵国”。根据美国海关数据显示，1988 年韩美双边贸易顺差增加了 1% 达到 90 亿美元；韩国经常项目顺差增加 44% 达到 143 亿美元，远超政府目标的 70 亿美元，相当于 GNP<sup>1</sup> 的比值达 9.1%；符合

<sup>1</sup> 美国 1989 年 4 月财政部报告中提法即为 GNP。

美国对于“汇率操纵国”的定义。自 1988 年 10 月被美国列为“汇率操纵国”后，1988 年四季度韩元升值幅度达到 5.1%，远高于 1988 年第二季度、第三季度的 2.5% 和 1.3%，且四季度的升值大部分大发生于 10 月和 11 月，12 月升值幅度已有明显放缓。1988 年全年，韩元升值幅度达 15.8%，超过了 1988 年美国其他主要贸易伙伴货币，如日元、新台币，的升值幅度。自 1985 年 9 月至 1988 年底，韩元兑美元共计升值约 34%，但由于仍小于新台币（49%）和日元（83%）的升值幅度，美国财政部仍认定其为“汇率操纵国”。直至 1990 年 3 月，韩国政府进行汇率改革、启用“市场平均汇率制度”，韩国经常项目顺差相当于 GNP 的比值由 1988 年的 8.4% 下降至 1989 年的 2.5%，美韩贸易逆差有所收窄，且韩元在 1989 年出现小幅升值（全年升值幅度 0.9%），但其幅度远低于美国其他主要贸易伙伴，且贸易加权汇率稳定。因此，美国不再认为韩国为“汇率操纵国”。

图 3 美元兑韩元汇率



数据来源：Bloomberg

## 2. 中国台湾：美台贸易失衡、中国台湾贸易及经常项目顺差持续扩大

美国在 1988 年 10 月~1989 年 4 月及 1992 年 5 月至 1992 年 12 月两个时间段内共 4 次将中国台湾列为“汇率操纵国（地区）”。由于美国和中国台湾之间贸易不平衡问题较为严重，美国认定中国台湾对汇率进行操纵。1988 年 10 月至 1989 年 4 月，新台币升值幅度为 11.8%，但美国财政部认为新台币自 1985 年以来的升值幅度（49%）远不及美国其他主要贸易伙伴货币的升值幅度，如日元（83%），台币仍应继续升值且其新的汇率制度实行情况仍有待观察，因此直至 1989 年 10 月的报告中才取消了对中国台湾“汇率操纵”的认定。

1992年，美国认为中国台湾贸易顺差及经常项目顺差再度扩大，预计美国与其贸易逆差将会进一步走扩，且中国台湾外汇储备高位攀升，台湾央行通过政策手段缓解了新台币升值压力，新的汇率制度并未使汇率完全市场化，因此，美国再次认定中国台湾对汇率进行操纵。1993年，中国台湾贸易顺差从1992年的约82亿美元下降至58亿美元，对美贸易顺差也由1992年的约94亿美元下降至89亿美元。因此美国不再认定中国台湾为“汇率操纵国（地区）”。

图 4 美元兑新台币汇率



数据来源：Bloomberg

### 3. 中国：出口限制及外汇市场高度管制

中国在1992年5月至1994年7月之间5次被美国列为“汇率操纵国”，主要原因为我国当年外汇市场的高度管制和限制出口。1993年，我国外贸顺差大幅萎缩，由1992年的顺差43.6亿美元大幅降至逆差122.2亿美元，经常项目逆差96.0亿美元。1993年12月，国务院正式颁布了《关于进一步改革外汇管理体制的通知》，实现了人民币官方汇率和外汇价格调剂价格并轨；建立了以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制；取消了外汇留成，实行结售汇制度；建立全国统一的外汇交易市场。自1994年1月1日起，人民币官方汇率正式与外汇调剂价格并轨，人民币兑美元汇率当日大幅贬值49.7%。1994年，中国贸易顺差恢复至53.9亿美元，但美国认为，由于外企不能参与中国的外汇市场，因此在1994年7月仍认定中国为“汇率操纵国”；随后，由于外企参与中国外汇市场审批放开，汇率改革制度进展良好，对进口购汇和外资利润汇出的限制逐步放松，且人民币兑美元年内持续升值，美国于1994年12月取消了中国“汇率操纵国”的认定。

图 5 美元兑人民币汇率



数据来源：Bloomberg

### 三、中国此次被列入名单与往次有何不同？对中国经济后续影响如何？

#### 1. “这次不一样”：不同于 90 年代外汇高度管制的状态，多年来中国汇率制度市场化改革已取得长足进展

自 1992 年至 1994 年，美国在两年多的时间内曾 5 次将中国列入“汇率操纵国”的名单，主要原因是中国外汇市场高度管制和限制进口。改革开放初期，中国对外贸易并不发达，美国的主要诉求是要求中国放松购汇限制，以便于外企资金汇出。在此期间，人民币汇率管理体制逐步深入，对进口购汇和外资利润汇出的限制逐步放松，1992 年中国对外贸易顺差迅速萎缩并在 1993 年转为逆差。1994 年，随着人民币的大幅度贬值，外贸很快转为顺差，此后顺差规模不断扩张，结售汇市场持续出现较强的美元抛压，推动人民币持续升值。1994 年 12 月，美国将人民币移出了“汇率操纵国”名单。

但自 90 年代之后，中国积极主动推动汇率市场化改革，特别是近年来，汇率市场化双向波动加大，汇率弹性增加，汇率市场化改革取得了长足进展。目前，中国实施的是以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，在机制上人民币汇率就是由市场供求决定的，并不存在“汇率操纵”的问题。

今年 8 月以来，人民币汇率出现一定幅度贬值，主要是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波动的反映，是由市场力量推动和决定的。中国央行一直



致力于维护人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。根据国际清算银行公布的数据，近 15 年来，人民币名义有效汇率升值 38%，实际有效汇率升值 47%，是二十国集团经济体中最强势的货币，在全球范围内也是升值幅度最大的货币之一。当前，中国经济基本面良好，财政状况稳健，金融风险总体可控。特别是上半年中国国际收支稳定，外汇储备充足，经常账户持续顺差，境外资本保持净流入，这些因素都为人民币汇率保持稳定提供了根本支撑，人民币并不存在长期大幅贬值的基础。

## 2. 中国被强行列为“汇率操纵国”后的影响及应对

根据《2015 年贸易便利化和贸易执法法案》，一般而言，如果某一个国家被列入“汇率操纵国”，美国财政部会与该国启动谈判，敦促其改变做法。如果一年后财政部仍然认为该国未采取适当政策来纠正汇率低估和贸易顺差的问题，美国可以采取以下多项行动：

一、禁止海外私人投资公司此后为该国任何项目提供融资(包括保险、再保险、担保)；

二、禁止联邦政府此后从该国采购或签订商品和服务的采购合同；

三、指示 IMF 的美国执行董事呼吁对该国的宏观经济和汇率政策进行更严格监督，并酌情就货币操纵的结果进行正式磋商；

四、指示美国贸易代表在与财政部长协商后，在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，考虑该国未能采取适当政策纠正汇率低估和贸易盈余问题的严重程度。

根据以上条款和目前形势看，短时间内美国强行将中国列入“汇率操纵国”的行为很大程度上是象征性的，还有赖于美国与 IMF 协商，以消除所谓“不公平优势”，同时在美方采取所谓具体行动前会存在“一年期”这样一个过渡阶段。但另一方面，美国枉顾此前自己制定的标准，硬给中国扣上“汇率操纵国”的帽子，发生在美国宣布拟对中国 3,000 亿美元商品加征关税，并指责中国停止采购美国农产品、升级贸易争端的背景下，主要目的是想继续对中国极限施压，干扰市场预期，打压中国经济。因此不排除其在一年过渡期内即逐步实施对中国的各项限制措施。

被认定为“汇率操纵国”并不必然意味着人民币汇率短期内扭转目前的整体走势，中国央行将继续遵循“坚持汇率市场化改革方向，保持人民币在全球货币体系中的稳定地位”目标不做改变，中国货币政策独立腾挪的空间依然比较充分。但当前中国经济金融的风险依然较高，结合特朗普出尔反尔的个性以及此前多次极限施压的行径，美国后续可能在以下方面继续对中国采取行动：

**提高惩罚性关税税率，拖累中国整体出口。**美国可能继续限制从中国的货物和服务进口，采用提高惩罚性关税等措施对中国进行打压，拖累中国整体出口增速。从历史看，1994 年我国被列为“汇率操纵国”之后，对美出口增速放缓从 1994 年 7 月开始持续到 1996 年

1 月，持续期间约为 18 个月。1995 年中国对美出口年度增速降低 11.0%，中国总体出口年度增速降低 9.0%，而全球贸易在此区间内并未出现放缓迹象。从企业层面看，此种情形下中国出口企业及出口企业配套企业将会受到更大的冲击。

但另一方面，美国加税的压力逐步传导至美国消费者和零售商身上。由于利润受到加速挤压，截至今年 5 月，美国零售商关闭门店的数量将近 6,000 家，超过了 2018 年全年总和。根据瑞银预测，到 2026 年将有 21,000 家美国零售企业关张；按照特朗普威胁加征关税的情况，其中一半恐将于一年之内就要关门。根据美国服装和鞋类协会的预计，在不考虑供应商可能涨价的条件下，潜在的关税将使四口之家的美国家庭每年多花费 500 美元。

**投资战。**随着中国劳动力成本的提高及产业结构转型，一些外国资本本已在调整自身布局，但美国的相关制裁可能起到加速作用，可能会有部分外资企业撤出中国。但中国对外资始终持欢迎态度，加上稳定的宏观经济环境，也将迎来一批新外资的流入。同时美国还可能阻碍中资企业赴美融资，制裁中国重点发展战略项目等，同时做空中资股。此举将增加中国新经济企业的投资风险，阻碍中国企业在海外市场的拓展。

**金融制裁。**美国可能直接制裁中国金融机构、实体企业和个人，利用 SWIFT 及 CHIPS 系统切断交易、结算与支付渠道，开出巨额罚单，冻结资产。美国曾于 2018 年宣布对俄罗斯个人和公司实施制裁，冻结其在美国管辖内的所有资产。美国还对伊朗政府、企业等发起金融制裁，限制伊朗对外的金融交易，并将限制进一步扩展到参与伊朗相关商品或服务交易的第三方国家实体或个人，导致其外汇业务、汇款业务、融资业务均无法正常展开。同时，在目标国经济疲软或被金融制裁时，利用资本做空并促使非美货币大幅贬值，资金恐慌性外逃，进而引发金融市场动荡。

**下调主权信用评级。**利用三大国际评级机构的全球影响力大幅下调中国的主权和企业的信用评级，提高融资成本，甚至直接引发债务危机。

2019 年无论是对于中国还是其他国家都是不平静的一年，“树欲静而风不止”，面对日益复杂的外部环境，迎接各种意想不到的挑战似乎成为了一项重要工作。接下来，中国将继续客观、冷静、沉着而脚踏实地地化解各种不确定性。预计中国宏观政策将适时预调微调，平滑短期波动。从中长期来看，中国将继续稳步推进国内金融与实体领域的市场化改革，提振内需，继续夯实国内宏观经济的稳健运行基础，同时进一步推动人民币汇率国际化。