

中国宏观专题报告

“汇率操纵”的历史和中国面临的挑战

美国候任总统特朗普曾表示，上任后将正式把中国列为“汇率操纵国”。特朗普的指称是否成立？如果特朗普把中国列为“汇率操纵国”，会有哪些相应的后果？我们有必要回顾一下历史，以便找寻线索。

中国目前满足美国财政部制定的“汇率操纵”的三大标准之一，在其监测名单上。今年起，美国财政部开始使用下列量化标准来判断一个国家或地区是否“操纵汇率”：

- ▶ 巨额对美贸易顺差：超过 200 亿美元；
- ▶ 大量经常账户盈余：超过 GDP 的 3%；
- ▶ 持续、单向的外汇干预：反复净买入外汇，12 月内总量超过 GDP 的 2%。

在最近一次评审中，中国对美贸易顺差在之前 12 个月中（截至 2016 年 6 月）高达 3,561 亿美元，大幅超过门槛值。因此，美国财政部将中国与日本、韩国、台湾、德国和瑞士等一起列入了监测名单。

历史上，所谓的“汇率操纵国（地区）”通常都会采取行动让本国（地）货币升值或缩小对美贸易顺差。1988 年起，美国财政部开始每半年对美国主要贸易伙伴的国际经济和汇率政策进行一次评估，韩国和台湾成为首批被列为“汇率操纵国（地区）”的国家和地区。美国财政部与它们发起了双边谈判。随后，韩国和台湾不仅显著升值了本土货币，还同意改革汇率制度和减少资本管制。在汇率大幅升值和/或对美贸易顺差显著下降之后，韩国和台湾“操纵汇率”的指控被撤销。

美国财政部在 1992~94 年也曾把中国列为“汇率操纵国”。尽管人民币仍继续贬值，中国对美贸易顺差进一步扩大，但作为回应，中国改革了外汇管理规定，放开了贸易相关的外汇交易。1994 年美国加入世贸组织，同意通过世贸机制解决贸易争端。从那时起，美国没有认定任何国家（地区）“操纵汇率”，但美国从未停止过对中国汇率政策发表意见。

从技术角度来看，中国并不满足美国现行“汇率操纵”标准，但可能会继续留在美国财政部的监测名单上。通过将中国列为“汇率操纵国”，特朗普可更方便对中国进口商品征收关税。但是，这种将中国单列为“汇率操纵国”的做法等于推翻既定的评估框架以及通过双边互动解决汇率争端的传统，也可能招致中国的贸易报复。

面对外部压力，中国要更加依靠内需以实现经济平稳增长。不论特朗普是否将中国列为“汇率操纵国”，中美贸易不平衡显然已是美国新政府的重要关注点。这突显了中国推进结构性改革和扩大内需的重要性。

联系人

余向荣

SAC 执证编号：S0080115020007
SFC CE Ref: BFA907
xiangrong.yu@cicc.com.cn

联系人

常慧丽

SAC 执证编号：S0080115120029
huili.chang@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号：S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 内需增速提升；债市震荡加剧 (2016.12.19)
- 宏观经济 | “特朗普新政”或将进一步抬高中国明年的通胀与经济增长 (2016.12.19)
- 宏观经济 | 12月日本央行议息会议预览：按兵不动 (2016.12.18)
- 宏观经济 | 宏观政策更加审慎 (2016.12.16)
- 宏观经济 | 对近期债市震荡的一些思考 (2016.12.15)
- 宏观经济 | 加息靴子落地，关注明年下半年更快加息的风险 (2016.12.15)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



“汇率操纵”的历史和中国面临的挑战

美国候任总统特朗普曾多次表示，上任后就会正式将中国列为“汇率操纵国”。中国近期所做的努力是在避免人民币过快贬值，而特朗普的指称是中国蓄意压低汇率。特朗普的指称是否成立？如果特朗普把中国列为“汇率操纵国”，会有哪些相应的后果？我们有必要回顾一下历史，以便找寻线索。

中国目前满足美国财政部制定的“汇率操纵”的三大标准之一，在其监测名单上。今年起，美国财政部开始采用下列量化指标来判断一个国家（地区）是否操纵汇率（图表1和2）¹：

- ▶ 巨额对美贸易顺差：超过200亿美元；
- ▶ 大量经常账户盈余：超过GDP的3%；
- ▶ 持续、单向的外汇干预：反复净买入外汇，12个月内总量超过GDP的2%。

在最近一次评审中，中国对美贸易顺差在之前的12个月中（截至2016年6月）累计高达3,561亿美元，但中国经常账户盈余占GDP的比重从2015年的3%降至此前4个季度内的2.4%，低于门槛值（图表3和4）。中国对外汇市场的干预是为了防止人民币快速贬值，而非蓄意压低汇率以获得对美国不公平的贸易优势（图表5）。因此，美国财政部在此次评审中，仅将中国与日本、韩国、台湾、德国和瑞士等一起列入了监测名单。

图表1：美国财政部判断“汇率操纵”的标准

时间	法律	标准	门槛
1988-2015年	《1988年综合贸易和竞争力法案》	巨额对美贸易顺差	-
		大量经常账户盈余	-
2016年起	《2015年贸易便捷与贸易促进法》	巨额对美贸易顺差	200亿美元
		大量经常账户盈余	占GDP的3%
		在外汇市场持续进行单向干预	12个月内购买总量占GDP的2%

资料来源：美国财政部，中金公司研究部

图表2：美国财政部对美国主要贸易伙伴的10月评估结果

	对美货物贸易顺差（十亿美元，过去4季度）	经常账户			外汇干预		
		差额占GDP的比例（%，过去4季度）	差额占GDP的比例过去3年内的变化（%）	差额（十亿美元，过去4季度）	外汇净买入占GDP的比例	外汇净买入（十亿美元）	持续的外汇净买入？
中国	356.1	2.4	0.0	260.9	-5.1%	-566	否
德国	71.1	9.1	2.3	312.3	-	-	否
日本	67.6	3.7	2.6	158.3	0.0%	0	否
墨西哥	62.6	-2.9	-0.8	-31.7	-2.2%	-24	否
韩国	30.2	7.9	2.0	107.1	-1.8%	-24	否
意大利	28.3	2.3	1.9	42.5	-	-	否
印度	24.0	-0.8	4.2	-16.0	0.3%	5	否
法国	18.0	-0.5	0.4	-12.8	-	-	否
台湾	13.6	14.8	5.2	75.8	2.5%	13	是
瑞士	12.9	10.0	-1.6	66.2	9.1%	60	是
加拿大	11.2	-3.4	0.1	-51.1	0.0%	0	否
英国	-0.3	-5.7	-2.0	-161.2	0.0%	0	否
欧元区	130.5	3.2	1.3	380.4	0.0%	0	否

资料来源：美国财政部，中金公司研究部

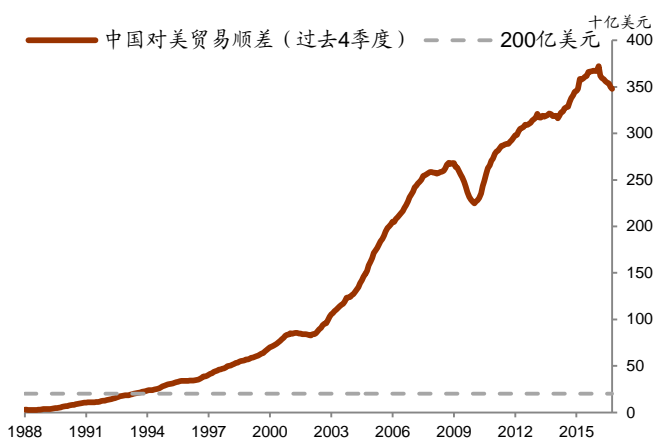
¹ 今年2月起，定义“汇率操纵”的法律已经从《1988年综合贸易和竞争力法案》变为《2015年贸易便捷与贸易促进法》。根据2015年法案，美国财政部基于经济研究和数据分析确定了“汇率操纵”三个标准的门槛值。



事实上，监测名单中的其他国家或地区都满足上述标准中的两条（图表2）。日本、韩国和德国不仅对美国拥有巨额贸易顺差，而且有着规模庞大的经常账户盈余。台湾和瑞士则是经常账户盈余超标，而且持续净买入外汇以压低汇率。

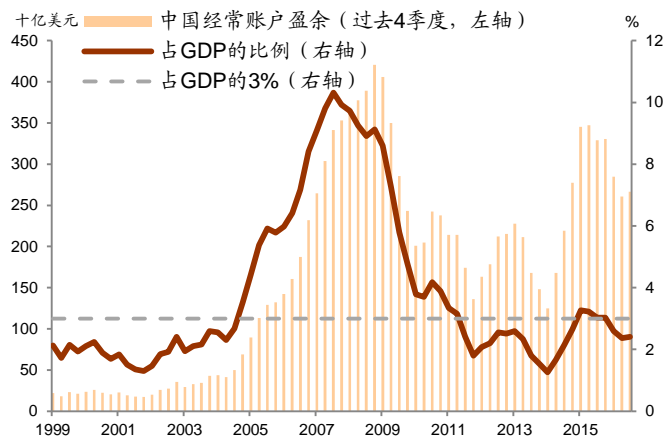
历史上，所谓的“汇率操纵国（地区）”通常都会采取行动让本国（地）货币升值或缩小对美贸易顺差。1988年贸易法案通过后，美国财政部开始每半年对美国主要贸易伙伴的国际经济和汇率政策进行一次评估。根据该法案，一旦认定“汇率操纵国（地区）”，美国财政部需要与该国（地区）进行谈判，敦促其解决币值低估的问题，并告知对方美国总统有权利对其采取行动。如果一年后该国（地区）继续“操纵”汇率，美国则可能会采取惩罚措施，并将争端提请国际货币基金组织裁决。1988年10月韩国和台湾成为首批被列为“汇率操纵国（地区）”的国家和地区（图表6）。美国财政部将美国与它们之间的贸易不平衡归因于直接外汇干预或外汇交易管制等造成的货币低估，并发起了双边谈判。随后，韩国和台湾不仅显著升值了本土货币，还同意改革汇率制度和减少资本管制（图表7）。在汇率大幅升值和/或对美贸易顺差显著下降之后，韩国和台湾“操纵汇率”的指控被撤销（韩国于1990年4月，台湾于1989年10月）²。

图表3：中国对美贸易顺差远超200亿美元



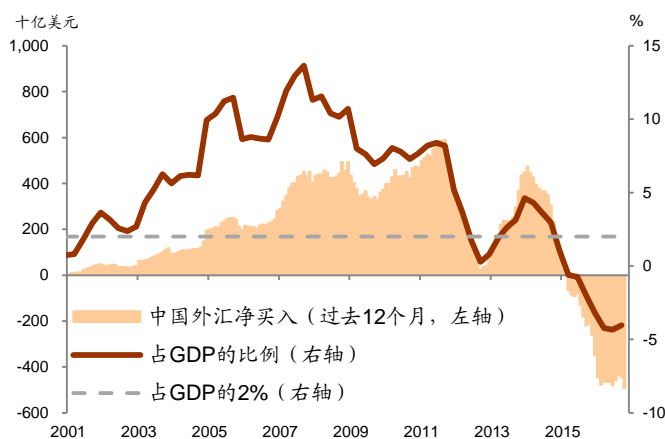
资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

图表4：中国经常账户盈余占GDP比重最近降至3%以下



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

图表5：中国近期对外汇市场的干预是为了防止人民币快速贬值



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表6：历史上的“汇率操纵国（地区）”与列入监测名单的国家和地区

报告日期	汇率操纵国（地区）	监测名单
10/1988	韩国和台湾	-
04/1989	韩国和台湾	-
10/1989	韩国	-
05/1992	台湾和中国	-
12/1992	台湾和中国	-
05/1993	中国	-
11/1993	中国	-
07/1994	中国	-
04/2016		中国、日本、韩国、台湾和德国
10/2016		中国、日本、韩国、台湾、德国和瑞士

资料来源：美国财政部，中金公司研究部

² 1992年美国财政部再度将台湾列为“汇率操纵国（地区）”，指出台湾持续的外部盈余缺乏明显调整。它敦促台湾减少资本管制和解除对银行业外汇活动的限制，并在台湾采取了一些放松资本和外汇管制的措施后，于1993年5月撤销了对台湾“操纵汇率”的指控。



美国财政部在1992~94年也曾把中国列为“汇率操纵国”。美国从1991年开始与中国就中国外汇政策进行双边谈判，并发起针对中国贸易政策的调查，最终在1992年5月将中国列为“汇率操纵国”。但是，截至1993年12月，人民币仍继续贬值了5.0%，中国对美贸易顺差进一步扩大了84亿美元。1994年1月，中国取消了双重汇率制度，人民币官方汇率与外汇调剂价格并轨，人民币一次性贬值33%。虽然汇率未见升值，但中国改革了外汇管理规定，放开了贸易和贸易相关的外汇交易，并最终在1996年允许人民币在经常账户下实现完全可兑换。1994年美国加入世贸组织，同意通过世贸组织机制解决贸易争端。从那时起，美国没有认定任何一个“汇率操纵国（地区）”。进入21世纪、尤其中国加入世贸组织之后，中美贸易不平衡进一步恶化。美国敦促中国改革汇率制度，中国在2005年改变了其盯住美元的汇率制度，开启了人民币漫长而渐进的升值之路。两国建立了中美战略经济对话（2006年开始）等双边机制来处理一系列争端，包括汇率争端。美国从未停止过对中国汇率政策发表意见，但在过去二十年中不曾再将中国列为“汇率操纵国”。

从技术角度来看，中国并不满足美国现行“汇率操纵”标准，但可能会继续留在美国财政部的监测名单上。通过将中国列为“汇率操纵国”，特朗普可更方便对中国进口商品征收关税。但是，这种将中国单列出来定为“汇率操纵国”的做法等于推翻既定的评估框架以及通过双边互动解决汇率争端的长期传统，也可能招致来自中国的贸易报复。虽然我们不排除这种可能性，但推翻既定标准、把中国列为“汇率操纵国”将无疑会加剧中美之间的贸易摩擦。

面对外部压力，中国要更加依靠内需以实现经济平稳增长。不论特朗普是否将中国列为“汇率操纵国”，中美贸易不平衡显然是美国新政府的重要关注点。这将限制人民币进一步贬值的空间，尤其是特朗普就职之后。更重要的是，外部压力的增加突显了中国推进结构性改革和扩大内需的重要性。

图表7：韩国和台湾在被列为“汇率操纵国（地区）”之后采取的措施

“操纵国（地区）”	美国列出的问题	“操纵国（地区）”采取的行动	6个月后的变化	12个月后的变化
韩国 (1988年10月)	<ul style="list-style-type: none"> 巨额对美贸易顺差 大量经常账户盈余 	自1988年4季度，加速韩元升值	<ul style="list-style-type: none"> 对美贸易差额：-4亿美元 经常账户盈余：-2亿美元 汇率：+7.0% 	<ul style="list-style-type: none"> 对美贸易差额：-18亿美元 经常账户盈余：-42亿美元 汇率：+7.3%
韩国 (1989年4月)	<ul style="list-style-type: none"> 汇率升值不够 无意转向市场化汇率机制 不愿放开金融市场 	当月升值韩元0.9%	<ul style="list-style-type: none"> 对美贸易差额：-14亿美元 经常账户盈余：-40亿美元 汇率：+0.3% 	<ul style="list-style-type: none"> 对美贸易差额：-30亿美元 经常账户盈余：-96亿美元 汇率：-4.1%
韩国 (1989年10月)	<ul style="list-style-type: none"> 汇率调整滞后 普遍的外汇和资本管制 	<ul style="list-style-type: none"> 放松部分外汇和资本管制 1990年3月推出市场化的汇率决定机制，“市场平均汇率”制度 	<ul style="list-style-type: none"> 对美贸易差额：-16亿美元 经常账户盈余：-55亿美元 汇率：-4.4% 	<ul style="list-style-type: none"> 对美贸易差额：-21亿美元 经常账户盈余：-75亿美元 汇率：-6.0%
台湾 (1988年10月)	<ul style="list-style-type: none"> 巨额对美贸易顺差 大量经常账户盈余 	<ul style="list-style-type: none"> 升值新台币 大规模外汇交易实行市场化汇率决定机制 	<ul style="list-style-type: none"> 对美贸易差额：+2亿美元 经常账户盈余：+17亿美元 汇率：+6.0% 	<ul style="list-style-type: none"> 对美贸易差额：+8亿美元 经常账户盈余：+18亿美元 汇率：+13.2%
台湾 (1989年4月)	<ul style="list-style-type: none"> 央行外汇干预和其他操作问题 新台币升值不够 	<ul style="list-style-type: none"> 当月升值新台币7% 进一步放开外汇交易系统，减少资本管制 	<ul style="list-style-type: none"> 对美贸易差额：+6亿美元 经常账户盈余：+2亿美元 汇率：+6.8% 	<ul style="list-style-type: none"> 对美贸易差额：-4亿美元 经常账户盈余：-13亿美元 汇率：+3.6%
台湾 (1992年5月)	<ul style="list-style-type: none"> 持续性的外部盈余未有明显调整 资本和外汇管制及央行干预阻碍汇率调整 	采取措施放开汇率和减少资本管制	<ul style="list-style-type: none"> 对美贸易差额：-1亿美元 经常账户盈余：-24亿美元 汇率：-0.6% 	<ul style="list-style-type: none"> 对美贸易差额：-9亿美元 经常账户盈余：-48亿美元 汇率：-2.5%
台湾 (1992年12月)	<ul style="list-style-type: none"> 对美贸易顺差扩大 资本和外汇管制继续阻碍汇率调整 	进一步放松资本和外汇交易管制	<ul style="list-style-type: none"> 对美贸易差额：-6亿美元 经常账户盈余：-24亿美元 汇率：-2.3% 	<ul style="list-style-type: none"> 对美贸易差额：-6亿美元 经常账户盈余：-24亿美元 汇率：-5.5%

资料来源：彭博资讯，美国财政部，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908

翻译：黄金城

编辑：江薇、张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

