



鄂志寰
中銀香港首席經濟學家
Tel:28266204
ezhihuan@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

“貨幣操縱”威脅消除 “匯率失調”（currency misalignment）風險再現

近日，美國總統特朗普表示，將放下對中國的“貨幣操縱”指控，這意味著美國財政部即將向國會提出2017年度報告，可能不會將內地列為貨幣操縱國。但是，雙邊貿易失衡及“匯率失調（currency misalignment）”仍是中美博弈的重大關注點。

一、“貨幣操縱國”威脅沒有事實依據

貨幣操縱國定義是美國評估主要貿易夥伴匯率政策的內容之一，每年由美國財政部向國會提出報告，判斷其主要貿易夥伴是否存在匯率操控行為。2016年4月，美國財政部建立了匯率政策監控名單，涵蓋內地大陸、日本、韓國、台灣、德國、瑞士等六個貿易夥伴，但並未列出匯率操控國。

按照現行評估體系，美國對匯率操控國有三個判斷標準：

(1) 與其存在顯著雙邊貿易盈餘：貿易夥伴的雙邊順差要超過200億美元（約佔美國GDP的0.1%）；

(2) 擁有相當規模的經常帳盈餘，經常帳盈餘超過該國GDP的3%；

(3) 在外匯市場持續進行單邊干預。在過去12個月中，持續購入外幣，總額超過該國GDP的2%。

在上述三個標準中，內地作為美國最大的貿易逆差國，無疑符合第一項。內地經常帳盈餘約佔GDP的2.4%，低於第二項標準。第三項則完全不相符合，目前，人民幣匯率持續面臨貶值壓力，內地外匯管理部門加大市場預期管理，力圖保持人民幣匯率的基本穩定。

從歷史情況看，美國曾經在 1992-1994 年間將內地定義為匯率操控國，但之後一直未再舊調重彈。現行人民幣匯率決定機制和市場運行架構均與 1992-1994 年代有天壤之別。如果美國財政部的匯率政策評估繼續保持其連續性而不是重新定義單邊匯率干預標準的話，指責內地為匯率操控國完全沒有事實依據。

二、貿易失衡與匯率失調息息相關

貨幣操縱國的評估主要針對貿易夥伴的匯率政策，目的在於解決貿易失衡問題。

特朗普上台後推出的美國優先和保護主義色彩的對外經貿政策，導致全球貿易戰風險上升。其中，中美雙邊貿易失衡是其格外關注的主要內容。

從 2009 年到 2015 年的六年間，中美雙邊的商品貿易逆差由 2269 億美元攀升至 3672 億美元，一度佔美國貿易逆差總額的一半以上。為此，特朗普多次提及中美貿易逆差問題，表示將中國列入匯率操縱國及研究徵收邊境稅等一系列政策。

2015 年，中美商品貿易逆差達到 3672 億美元的歷史性高點，2016 年則收窄到 3470 億美元，近期數據亦顯示中美貿易逆差收窄趨勢可能持續。習近平主席與特朗普總統在美國會面時探討通過“百日貿易計劃”來縮小中美之間的貿易不平衡。

根據美中貿易委員會統計，美中貿易支撐美國國內 260 萬個就業崗位。就目前中美商品貿易結構來看，中美貿易的互補性較大。中國更多出口輕工消費品，而進口較多科技產品及資本品。事實上，中美之間的貿易逆差巨大，有一部分原因是美國對其高科技相關領域的出口限制。

從理論上講，中美兩國經濟結構、產業競爭力和國際產業分工等因素決定了其存在商品貿易逆差和服務貿易順差的不對稱現象。2001 年到 2016 年，美國對華服務出口增長了 15 倍，服務貿易順差增長了 29 倍。

未來，中美可能在貿易上進一步協商，例如美國或考慮放寬高科技相關領域的出口限制，而中國也會擴大美國牛肉等農產品相關領域的進口。這將有助於緩解中美貿易失衡問題，降低貿易戰的機率。

貿易與投資的平衡是雙邊經貿關係的核心。兩國投資往來將從原來的被動平衡貿易差額轉向主動的全球性的資產配置，其前提是進一步相互開放投資領域。

2013 年以來，美國對中國直接投資開始下降，從 2013 年的 28.2 億美元降至 2015 年的 20.9 億美元。相反，中國對美國直接投資在近 5 年來持續攀升，並在 2015 年達歷史新高 80.29 億美元，佔我國對外直接投資流量總額的 5.5%。對美國直接投資領域結構亦呈現多元化趨勢，2015 年流量在 10 億美元以上的行業分別是：製造業投資，40.08 億美元；租賃和商務服務業，22.39 億美元；科學研究和技術服務業，12.28 億美元。

截至 2016 年底，中國企業在美累計非金融類直接投資已近 500 億美元，為美國創造近 10 萬個就業崗位。

顯然，中美之間進一步相互開放投資領域，放寬投資限制，將促進兩國的投資往來，有利於從根本上解決雙邊貿易失衡問題。

三、“匯率失調”是中美博弈的新焦點

“匯率失調”的內涵和外延並沒有一個清晰的界定。從目前中美貿易、資本及金融往來情況看，匯率失調與貿易失衡難脫關係，亦與美元匯率自身的變化密切相關。

美元作為全球主要儲備及交易貨幣，其利率和匯率的調整方向和頻率具有內在的邏輯性，一直是全球金融市場波動的重要變量。2014 年以來，美元匯率指數繼續走強，美元指數回升累計超過 20%，開始侵蝕出口企業的利潤。有分析認為，美元匯率每上漲 10%，就會拉低標普 500 盈利 3%至 5%。顯然，強勢美元對美國經濟競爭力的影響正在逐漸顯現，並在一定程度上使特朗普吸引製造業回流的努力面臨更大的困難。

因此，特朗普迫切希望減輕強勢美元的不利影響，其近期對美國貨幣政策和美元匯率的表態在全球金融市場引起了一場突如其來的異動。

從中美兩國匯率博弈的歷史看，施壓人民幣匯率仍然會是美國匯率博弈的一個重要選項。在美元貶值期間，美國政府出於阻礙人民幣分享美元貶值紅利的考慮通常會不斷施壓人民幣升值；

而在美元升值期間，其對人民幣匯率的關注程度明顯降低，選擇性無視人民幣實質性的盯住美元走勢。

四、從容應對中美貨幣博弈，保持人民幣在國際貨幣體系的穩定地位

在流動性最大的全球外匯市場，美元匯率是一個主要的外部決定變量。美元匯率的決定從屬於美國貨幣政策範疇，主要受到國內經濟增長的影響。進入 2017 年以來，美國經濟活動維持溫和擴張，2016 年美國 GDP 增長 1.6%，是金融海嘯以來的最低增速，表明美國經濟仍未走出低增長區間，但勞動力市場主要指標繼續改善，勞動參與率有所回升，失業率繼續創出新低，表明勞動力市場的改善具有堅實的基礎。同時，美國的通貨膨脹略有回升，但仍低於 2% 的目標，再度確認利率處於上升週期，漸進加息步伐持續，預計 2017 年美國將加息兩次。

美元匯率與美國的加息週期高度相關，美元匯率上升無疑會強化其國際儲備貨幣地位，可能為人民幣國際化進程帶來新的挑戰。

在全球化面臨回潮、貿易保護主義威脅加劇的大背景下，中國作為全球第二大經濟體，應該在保證經濟安全的前提下為新的全球化發展路徑提供中國方案，其中，保持人民幣在全球貨幣體系中的穩定地位成爲一個重要政策目標。

人民幣國際化的本質是市場信任度，人民幣加入 SDR 為提升人民幣的國際地位、推動人民幣的國際使用及資產配置打造了重要的制度性基礎。但是，從客觀上講，提升人民幣作為儲備貨幣的地位，必須要提供更多人民幣投資工具，需要加快國內金融市場開放。隨著中國金融市場對外開放程度的加深，市場的影響因素更趨複雜，市場波動率可能攀升，對此應有充分的估計，並採取相關措施，有效地控制風險，保持金融市場的基本穩定。

因此，在保證經濟安全的前提下，穩步推進資本市場開放，不斷完善金融市場運行機制，提升人民幣金融市場的深度和廣度，滿足全球各類投資者增持人民幣資產的長遠需求，建立人民幣國際化框架下國內貨幣金融與實體經濟的良性互動，決定著人民幣能否保持在國際貨幣體系的穩定地位。

近期報告

- | | | | |
|-----|-------------------------|---------|-------|
| 1. | 地緣政治事件對大類資產走勢影響各異 | 劉雅莹 | 04.13 |
| 2. | 聯儲局縮表乃偽命題 | 卓亮 | 04.10 |
| 3. | 特朗普兩項貿易行政命令的影響 | 黃思華 | 04.07 |
| 4. | 小型單位持續主導住宅供應 | 蔡永雄 | 04.06 |
| 5. | 提高人民幣外匯儲備占比是一場長期競爭 | 應堅 | 04.05 |
| 6. | 陰霾難消，“特朗普效應”何去何從 | 蘇傑 | 03.31 |
| 7. | 中國結構性改革有賴各項政策相配合 | 劉雅莹 | 03.29 |
| 8. | 數碼貨幣漸行漸近，香港將積極研拓 | 關振球 | 03.29 |
| 9. | 香港和中國經濟的增長差之謎 | 戴道華 | 03.29 |
| 10. | 新框架下內地A股離納入MSCI更近了嗎？ | 蘇傑 | 03.29 |
| 11. | 從貨幣政策微調看短期內人民幣匯率走勢 | 應堅 | 03.22 |
| 12. | 從統計看今年中國房地產去庫存任務 | 戴道華 | 03.20 |
| 13. | 人行上調逆回購利率，助人民幣匯率階段性企穩 | 應堅 | 03.16 |
| 14. | 聯儲局加息前景及短期影響 | 鄂志寰、卓亮 | 03.16 |
| 15. | 美國加息週期下，香港住宅樓價再創新高的前景分析 | 蔡永雄 | 03.16 |
| 16. | 債券通將為香港離岸人民幣中心注入新動力 | 張朝陽、花鋒 | 03.15 |
| 17. | 改革與監管並重，內地新三板前景可期 | 蘇傑 | 03.15 |
| 18. | 從政府工作報告看2017年去槓桿任務 | 戴道華 | 03.09 |
| 19. | 兩會聚焦：市場化債轉股料將加速推進 | 蘇傑 | 03.08 |
| 20. | 粵港澳大灣區城市群發展的優勢及路徑探討 | 鄂志寰、蔡永雄 | 03.07 |