



# 重塑国际经济金融新格局

国家金融与发展实验室

2019年8月5日

# 重塑国际经济金融新格局

胡志浩

国家金融与发展实验室副  
主任

胡志浩：将挑战变为深化外汇体制改革的新机遇

## 内容提要

- 当前中美经贸摩擦已呈现由贸易、科技向金融领域纵深发展的态势。中美经贸投资往来密切，价值链咬合紧密，美国无法在短期内迅速斩断与中国的联系而实施全面的金融战。高精度、有针对性的金融制裁，极有可能成为下一阶段中美金融对抗的主要形式。
- 8月13日晚，美国宣布对部分中国进口商品加征关税生效时间推迟到12月15日，表明美国对中国实施的全面对抗封锁也会涉及到其自身利益，遏制而非毁灭中国，才是美国当前最急迫的愿望。
- 美国此次将中国列入“汇率操纵国”名单，意图为其自身捞取更多压制中国的“筹码”，如果美方就此采取无理举动，中国应及时坚决进行反制。同时，在总体把控好资本项目管理的局面下，我们可以抓紧推进汇率市场化相关建设，尽快培育好市场主体汇率风险管理的意识和能力，再次将挑战转变为深化外汇体制改革的新机遇。

特朗普政府在中美两国元首 G20 大阪峰会达成共识后不久，悍然威胁再次对华出口商品加征关税，并于 8 月 6 日将中国列入“汇率操纵国”名单，中美经贸摩擦已呈现由贸易、科技向金融领域纵深发展的态势。

美国 1988 年通过立法授权财政部评估贸易伙伴国的汇率政策，当时的评估标准并没有明确的量化指标，财政部在评估时具有充分的自主裁量权。《2015 年贸易便利与强化法案》明确提出了三条量化指标：双边贸易差额、经常账户顺差占 GDP 比重和一段时期内实施外汇净买入占 GDP 比重，并且这三项指标在 2018 年 5 月得到进一步收紧。即使面对收紧后的指标，中国也只触发了其第一条标准，但美国却贸然将中国列入“汇率操纵国”。而就在今年 7 月份，IMF 的评估报告认为人民币汇率与经济基本面总体一致，这是当今最权威最专业的国际组织做出的判断。这次美方再次搬出 1988 年的法案来指认中国，足见美国事实上仍在运用自由裁量权，将汇率作为打压他国的工具。

按照既有的流程，美国财政部仍需要与被指认经济体经过一年的谈判和磋商来解决所谓的“汇率低估”问题。随后可以就投融资限制、联邦政府采购限制、通过 IMF 执董发起审查和经贸谈判等手段进一步打压被指认经济体。目前看，这些手段有可能成为下一步美方继续要挟中国的“筹码”。如果美方就此采取无理举动，中国应及时坚决进行反制，并同时向国际组织进行申述，要求对美国的有关行为进行严格审查。

虽然当前局势十分复杂，但中国和美国并不会就此陷入全面金融战。中美当前经贸投资往来密切，价值链条咬合紧密，美国无法在短期内迅速斩断与中国的联系而实施全面金融战。8 月 13 日晚，美国贸易代表办公室宣布将部分中国商品加征关税的时间推迟到 12 月 15 日，也表明美国对中国实施的全面对抗封锁也会伤及其自身的利益。遏制而非毁灭中国，才是美国当前最急迫的愿望。近年来，美国对中国金融机构和企业发起的金融制裁，应当引起我们的高

度重视，高精度、有针对性的金融制裁，极有可能成为下一阶段中美金融对抗的主要形式。

回顾历史，1992~1994年期间，中国曾五次被美国指认为“汇率操纵国”。这期间，中国顶住了压力，坚持实施以我为主的战略调整，最终于1994年推出改革开放以来非常重要的一次汇改，实现了人民币汇率并轨，实行了以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度，并建立了全国统一规范的外汇市场，同时建立了银行结售汇制度。随后，中国审时度势持续推进外汇体制改革，于2005年和2015年又进行了两次重大汇改，从而使中国具备了相对完善的外汇管理体制。

从1994年汇改至今，人民币名义有效汇率指数上升57%，实际有效汇率指数上升83%，如果从2005年汇改算起，这两个指数也分别上升了37%与45%，远超全球其他主要经济体。说中国通过压低汇率谋求了贸易优势，纯属无稽之谈。汇率的调整由不同经济体之间经济金融形势相对变化所引发。这次人民币汇率兑美元破7是受到中美贸易战骤然升级带来的短期冲击，也是前期中国内外多重压力的集中释放，但人民币汇率并不存在大幅贬值的基础。当前，主要发达经济体收益率曲线出现期限倒挂，美国收益率水平值快速下降，欧元区、日本收益率水平值已位于负利率区间，主要发达经济体增长预期悲观；美国股市估值处于历史高位，但企业盈利增速已呈现明显放缓趋势，权益资产估值压力较大；而中国顶住三期叠加的压力，将经济增长保持在一个相对稳定的水平，稳步化解债务风险，积极为高质量发展创造条件。

多年来，人民币汇率总体保持强劲的同时，也维持了汇率波动的相对平稳。数据表明，2005年至今，人民币兑美元汇率日均波动的标准差为0.18%，大约为同期欧元、日元标准差的五分之一，相当于同期巴西雷亚尔、俄罗斯卢布和南非兰特标准差的八分之一。如果从2015年汇改至今，人民币兑美元日均波动标准差将提升至0.27%，但仍然远低于其他货币。这一方面表明人民币有

管理的浮动汇率制度管理有效，从而为中国经济的平稳健康发展提供了良好的外部环境，但另一方面，长期的汇率低波动也使经济主体容易缺乏管理汇率风险意识和能力。

虽然当前中美的对抗和冲突可能还会升级，但两国不会完全脱钩，中国不会脱离于世界，中国开放的大门不会关上。近些年来，中国多次成为全球最大直接投资目的地国，即使面临贸易战压力，到2019年1季度末，中国吸收对外直接投资存量已逾2.86万亿美元，同时对外直接投资存量也达到1.92万亿美元；并且随着资本项目的不断开放，金融市场的双向投资活动也在不断增长，到2019年1季度末，中国证券投资中吸收股权类资金存量达到8258亿美元，吸收债券类资金存量为4298亿美元，对外投资股权类资金存量为2969亿美元，对外投资债券类存量资金2487亿美元。金融体系的不断开放，广大参与主体必然会需要一个能更有效管理汇率风险的市场，这也是人民币成为国际货币的前提条件之一。

对此，我们可以树立通过外汇衍生品进行套保的“汇率中性”风险管理意识，改变当前国内企业仅通过变化收付币种或者延缓收付时间的传统汇率风险管理模式。2019年以来，银行机构对客户的月均外汇交易额将近3千亿美元，但通过衍生品进行风险管理的外汇交易水平大约是五六百亿美元左右，可见以企业为主的各类经济主体通过工具来管理汇率风险的程度还十分有限。

同时，我们可以推动企业运用财务套保会计制度，加强汇率风险管理能力；加快构建场内外汇衍生品，尽快实现场内外汇衍生产品的零突破，促进场内场外外汇衍生品协调发展；扩大外汇衍生品市场参与主体，让更多市场主体能够直接运用外汇衍生品进行风险管理，并促进汇率价格有效形成。有人担心在当前这种情况下推出外汇衍生品会不会引起市场波动？其实不然。目前人民币汇率总体处于相对均衡的水平，而培育、完善一个市场需要较长的时间，尽快推动外汇衍生品市场发展符合中国金融深化与开放的需要。在总体把控好资

本项目管理的局面下，我们可以抓紧推进上述相关建设，尽快培育好市场主体汇率风险管理的意识和能力，再次将挑战转变为深化外汇体制改革的新机遇。