



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

李扬

中国社会科学院学部委员

国家金融与发展实验室理

事长

李扬：图未穷而匕首见——污言别国汇率操纵的霸权本质

内容提要

- 美国对于别国是否操纵汇率的判断，依据的并非某种国际协定，而是其国内法规。循着“要把中国列为汇率操纵国”的目标，美国财政部采取了一系列措施，来提高判定标准。但国际货币基金组织并没有认同美国财政部将中国列为“汇率操纵国”的判断。
- 全球失衡的历史和美国使用汇率武器的历史完全重叠，背后演进的完整逻辑链条是：全球失衡引发经济冲突，经济冲突需要政策协调，协调过程受制于美元霸权，汇率是实现美元霸权的关键武器。事实上，在当今世界上似乎只有美国才有能力在较长的时期内有效地操纵汇率。
- 重塑国际经济金融的新格局是治本之道。既然中美摩擦已经长期化、经常化，为安全计，我们必须锻炼自己的货币国策予以应对。这显然对我国金融改革提出了更高也更为紧迫的要求。

7月30至31日，第十二轮中美经贸高级别磋商在上海举行。根据会议公布的消息，双方就经贸领域共同关心的重大问题进行了坦诚、高效、建设性的深入交流。

然而，当善良的人们正准备为中美两国贸易谈判取得良好进展额手相庆之时，8月2日，美国方面突然声明：拟对3000亿美元中国输美商品加征10%的关税。

事情并未结束。8月5日，在无任何征兆的情况下，美国财政部悍然宣布将中国列为“汇率操纵国”。事后美方给出的理由也十分奇葩：因为人民币兑美元的汇率当天“破7”，而当日中国央行的负责人则称“有能力防止汇率大幅非正常下跌”。在美方看来，这句话足以证明：中国方面对人民币兑美元的汇率进行了不利于美国的操纵。

根据这个连小学生也能看出的明显荒谬的逻辑，便给出别国操纵汇率的判词，这种污言竟然从一向标榜公平、公正、法治的世界领袖口中说出，实在令人齿冷。

一、 认定中国为“汇率操纵国”纯属霸权行径

如同其他领域一样，美国对于别国是否操纵汇率的判断，依据的并非某种国际协定，而是其国内法规。这种恶劣的先例始自1988年，当年，美国通过了《1988年汇率和国际经济政策协调法》。根据该法，美国财政部每半年要向国会提交一份汇率评估报告，一旦某国或地区被认定为汇率操纵国，国会将通过决议对该国实行惩罚性措施。

该法案中，美国对汇率操纵国的认定标准为：存在巨额对美贸易顺差且存在大量经常账户盈余，并涉及外汇覆盖度及国内货币政策等，但并未设定具体的技术性标准。

1994年GATT发展改造成为WTO后，美国曾分别两次修订认定标准，目前，财政部遵循的是《2015年贸易便捷与贸易促进法》。该法律对“不正当操纵汇率”确立了三个标准：该经济体对美国贸易盈余超过一年200亿美元；该经济体经常项目盈余占GDP比重不低于3%；该经济体持续单边干预汇率，通过汇率干预买入的外汇超过GDP的2%，等。表1记载了美国财政部历年的评估结果。

表1 历年美国认定的操纵汇率者

时间 (报告期)	汇率操纵 国家或地区	贸易余额、汇率及政策的重要调整		
		韩国	中国台湾	中国大陆
1988年秋	韩国、中国台湾			
1989年春	韩国、中国台湾	1988年韩国对美国贸易顺差上升1%； 同年韩元兑美元累计升值15.8%； 自1985年9月累计升值34%	1988年台湾对美国贸易顺差下降26%（去除自美黄金进口）； 新台币自1985年9月累计升值49%； 1989年4月引入新汇率制度	
1989年秋	韩国			
1990年春	无	1990年3月引入“市场平均汇率制”		
1990年秋	无			
1991年春	无			1991年4月，中国大陆开始实行有管理的浮动汇率制
1991年秋	无			
1992年春	中国大陆、中国台湾		1991年，台湾对美国贸易顺差下降11.9%； 自上一报告期新台币兑美元	1991年中国大陆对美国贸易顺差增长22%

			累计升值 4.2%	
1992 年秋	中国大陆、中国台湾		自 1991 年底新台币兑美元累计升值 1.9%	1992 年 10 月，中美两国签订旨在消除贸易壁垒的谅解备忘录
1993 年春	中国大陆			
1993 年秋	中国大陆			
1994 年春	中国大陆			中国政府决定在 1994 年 1 月 1 日前结束汇率双轨制
1994 年秋至今	无			

资料来源：美国财政部：历年 Report to the Congress on International Economic and Exchange Rate Policy。

1994 年以后，大约也是感觉不得人心，美国财政部基本没再将任何国家确定为“汇率操纵国”。即便已经同中国开打贸易战，2018 年 10 月 17 日美国财政部的报告依然认为，中国人民银行贬值人民币的迹象“有限”，因此，在其发布的半年度汇率政策报告中，并未如美国总统特朗普所愿，将中国列为“汇率操纵国”。

事情的诡异之处在于，由于特朗普自竞选开始就在不停地说中国是“汇率操纵国”，美国财长姆努钦不得不表示，他将确定新的标准，以满足总统将中国列为“汇率操纵国”的政治意图。其实，早在 2018 年 10 月 12 日美国财政部的评估报告出笼之前，特朗普总统就曾公开和私下向财长姆努钦施压，要求他宣布中国为汇率操纵国，但是，财政部官员挖空心思，终于还是找不到证据，只好作罢。

但是，迫于特朗普的持续压力，美国财长姆努钦于 10 月 21 日表示，财政部对修改美国对汇率操纵国的认定标准持开放的态度。他明确指出：“我们可能会在某个时候考虑是否应该改变标准，我们一直在关注这些事情。”

我们看到，循着“要把中国列为汇率操纵国”的目标，美国财政部采取了一系列措施，2019年5月，为支持特朗普政府强硬的对外贸易立场，美国财政部发布的半年期报告中，不仅将接受评估的贸易伙伴国由12个增加到21个，更进一步提高了对汇率操纵国的判定标准，其中，对经常账户盈余占GDP的判定标准由3%下降至2%；在外汇市场干预方面，现在规定：过去12个月中有6个月干预汇市记录者的国家可能有“操纵汇率”的嫌疑，而在过去这个标准是8个月。

然而，即便是在更为严格的量化标准下，2019年5月美国财政部并未将中国列为“汇率操纵国”，理由是：中国虽然对美存在4190亿美元的巨额贸易顺差，在双边贸易领域超过了美国财政部的判定门槛，但在经常账户和外汇干预领域均未超过特定门槛（表2）。所以，在5月评估报告中，仅仅将中国同日本、韩国、德国、意大利、爱尔兰、新加坡、马来西亚以及越南等一起，纳入观察国的名单（monitoring list）。

表2 美国财政部对中国汇率政策的总体评估

判定标准	具体指标	中国
双边贸易	过去4个季度与美国的货物贸易顺差	4190亿美元
经常账户	过去4个季度经常账户盈余占GDP的比重	0.4%
	经常账户盈余占GDP比重在过去3年的变化	-2.4%
	过去4个季度经常账户余额	490亿美元
外汇干预	过去4个季度外汇净购买量占GDP比重	-0.2%
	过去4个季度外汇净购买量	-320亿美元
	过去2个季度外汇净购买量	-380亿美元
	是否在12个月中有6个月进行外汇净购买	是

资料来源：美国财政部。

其实，美国财政部将中国打上“汇率操纵国”的标签，心中并不踏实，故而急于寻找其他奥援，2019年8月6日，美财长姆努钦声称，将寻求国际货币基金组织（IMF）的合作以消除中国的不正当竞争优势。然而，IMF的反应并未能如美国之意。8月10日，国际货币基金组织发布报告，公布了执董会与中国第四条磋商报告。报告称，尽管人民币对美元贬值，但中国外汇储备充足，没有迹象表明中国实施了大规模外汇干预。IMF同时呼吁推进人民币汇率形成机制，使其更加灵活和市场化。IMF声明并没有认同美国财政部本周将中国列为“汇率操纵国”的判断。

事实上，自IMF创建以来，对成员国进行汇率监测就一直是IMF的核心职责之一。目前，IMF采用外部平衡评估框架（External Balance Assessment, EBA）方法对各国实际有效汇率进行测算，并且在每年的对外部门报告（External Sector Report, ESR）中对各国的实际有效汇率（real effective exchange rate, REER）进行评估。

表 3 IMF 评估各国实际有效汇率的回归因素

	实际有效汇率（REER）的回归因素
经济的基本面	基于资本账户开放程度的生产率水平
	人口年龄结构（抚养比水平、老龄化程度、人口增速）
	未来五年的经济增速
	大宗商品的贸易条件
	贸易开放度（进出口占 GDP 比例）
	价格的行政管制
金融变量	全球资本市场情绪
	境内金融资产持有偏好
政策变量	公共医疗支出占 GDP 比例
	外汇干预

	基于资本账户开放程度的货币政策
	宏观杠杆率
	资本管制状况

资料来源：IMF。

美国财政部的框架与 IMF 的 EBA 框架显然存在着理念上的差别。美国财政部主要考察的是双边贸易的最后结果或货币当局的行为，若一国货物贸易对美大幅顺差或一国货币当局采取了过大的外汇购买行为，就会被打上“汇率操纵”的标签。IMF 的 EBA 框架则更多地考察了一个经济体的中期基本面以及结构性特征，它所衡量的各国汇率更贴近“均衡汇率”的概念。毫无疑问，对于外汇汇率这种经常变动的最活跃的对外经济变量之一，IMF 采取的中期评估方法显然更为适宜。

根据 IMF 过往几年的报告，自 2015 年起，人民币有效汇率就处于基本均衡状态。在 2017 年至 2018 年间，人民币有效汇率的区间略向低估倾斜。

表 4 IMF 对人民币实际有效汇率的判断

	IMF 工作人员判断	幅度区间
2018	基本均衡	-11.5% 至 8.5%
2017	基本均衡	-13% 至 7%
2016	基本均衡	-10% 至 10%
2015	基本均衡	-10% 至 10%

资料来源：IMF。

虽然 IMF 自成立以来就对成员国的汇率问题有监测职责，但事实上，在过去 40 多年，IMF 仅在 1982 年对瑞典以及 1987 年对韩国进行过汇率调查，并且在人民币问题上曾表态人民币汇率灵活性增加的步伐应交由北京所决定。

彼得森国际经济研究所（PIIE）曾对 IMF 在“汇率操纵”上的态度做出过总结。IMF 对“汇率操纵”的定义主要基于三条原则：1) 国家当局在市场无序时期可以进行外汇干预，然而长时期的、大规模的以及单方向的干预是不被允许的；2) 一个国家的经通胀调整的、以贸易加权的实际汇率应与其国际收支状况及经济基本面相一致；3) 对一国是否汇率操纵国的判定应脱离政治考量。

综上，无论是根据美国财政部标准还是 IMF 的评估框架，将中国列入“汇率操纵国”之列都是极端荒谬的。

二、贼喊捉贼：美国才是汇率战的老手

美国经济学家 L.兰德尔·雷在当下风靡美国的《现代货币理论》中直率指出：“整个世界被美国耍了两次：一次是美国用美元过度进口，另一次是美国用美元支付债务利息。”这就告诉我们，分析美国这种世界上唯一超级大国的金融问题，我们还须对其对应面进行考量，这就是说，我们必须联系“美国吃亏论”来评价“中国操纵汇率”论，方能全面。

我们已经看到，美国出现长期贸易逆差并导致全球经济失衡，是全球经济运行的常态，而且，调整失衡的过程也在不断进行。在纷繁复杂的调整机制中，改变汇率制度及调整汇率水平，始终居于核心地位。其作用如此之重要，以至于有学者以“武器”名之。尤其值得关注的是，汇率作为“中心国家”对付他国之武器的事实，常常被一些被装扮为公理的精致理论包裹着。这些理论被那些中心国家高擎着，作为国际“公器”来号令天下，并据以对他国的国内政策评头论足，甚至胁迫后者对其国内政策进行调整。因此，在中美贸易战持续升温的背景下，我们必须做好充分准备，防止贸易战演变成为以汇率战为中心的金融战。

2006 年，美国彼得森国际经济研究所的客座研究员 C. R. 亨宁出版了《汇率武器和宏观经济冲突》一书。该书明确指出：在全球化时代，各国之间的宏观

经济冲突是不可避免的，因此，国家间宏观经济政策协调便是关键。然而，事实证明，各国间政策协调常不可得，使用汇率武器进行金融战，却经常发生。

研究表明，美国才是经常使用汇率武器来干预市场的国家。且不论布雷顿森林体系下美国于 1971 年两次公然违反国际货币基金组织条约，不经向基金组织请示，便两次令美元大幅度贬值，就是牙买加协议之后世界进入浮动汇率制，美国也曾多次干预市场汇率。根据美国经济学家波尔多等于 2011 年所作的一项关于汇市干预效力的实证研究，1973 年 3 月 2 日到 1997 年 3 月 19 日，美国对汇率市场总共进行了 1214 次干预，其中，近 80% 针对的是德国，其他则主要针对的是日本。而且，据作者估计，美国干预汇率市场的成功率约为 60%。

亨宁直接提出汇率武器这一概念，固然使得国际协调充满了火药味，但这种直面现实的做法，一针见血地揭示出国际政策协调的本质，较之“明里一把火，暗里一把刀”，至少还要有点江湖气。

在亨宁看来，货币国策是指通过操控货币环境来影响其他国家政策的努力，这是二战后全球经济反复呈现的一个特征。在过去半个世纪里，美国利用欧洲和东亚国家的弱点，迫使其改变本国货币对美元的汇率，竭力迫使其政府和央行进行政策调整的事，是经常发生的。尽管“汇率武器”并不总是奏效，但是，它在贸易失衡调整的国际冲突中，一直都扮演着关键角色。

当经常账户失衡不可持续、各国之间出现经济冲突时，一国一般可有三种选择：其一，说服他国改变国内政策；其二，接受汇率的改变；其三，改变自身的宏观经济政策。在现实中，选择的偏好排序当然是从前到后，即，最好的情况是让别国调整自己的政策和经济结构。我们看到，这正是美国一直奉行的战略。进一步分析便可知晓：美国使用汇率武器的核心动力来自国内政治压力，贸易政策和汇率武器有着异曲同工之妙，而且常常是混合、交替使用的。

在过去的半个世纪中，国际货币关系呈现出明显的周期性。每个周期从相对和谐开始，继而进入失衡调整中的高度对抗，最终达成某种程度的和解，进入新的相对和谐阶段。如此周而复始。亨宁把这样的五十年分成五个周期，即：其一，1970年代初布雷顿森林体系崩溃；其二，1978年波恩峰会解决世界再通胀冲突；其三，1980年代中期的美日敌意和广场协议、卢浮宫协议；其四，1990年代前期和中期的衰退和复苏；其五，新世纪的纠纷。在每个周期中，美国政府总是压迫欧洲、日本和其他国家政府或央行采取扩张举措，而自己则主动实施美元贬值，享尽了所有的好处。

全球失衡的历史和美国使用汇率武器的历史完全重叠，这当然不是巧合。在这一系列事实背后演进的完整逻辑链条是：全球失衡引发经济冲突，经济冲突需要政策协调，协调过程受制于美元霸权，汇率是实现美元霸权的关键武器。换言之，作为独步天下的货币霸权国，美国对他国，特别是其所谓的“操纵者”的汇率政策，发挥着至关重要的影响。事实上，在当今世界上似乎只有美国才有能力在较长的时期内有效地操纵汇率。因此，最大汇率操纵国的桂冠也非美国莫属。其一味指责他国，无非是凭借其霸权优势，向外转嫁政策调整成本，并掩盖其运用汇率武器来打压别国的霸权行为。

亨宁的研究有四个发人深省的结论：其一，美国利用汇率武器逼迫他国改变宏观经济政策，是不争的事实；其二，汇率武器的不断使用，提供了一种刺激，促使被施用的目标国家积极采取相应对策保护自己；其三，目标国家的对策逐渐改变国际货币体系的结构，对美国使用汇率武器的范围和效力构成一定的制约；其四，在未来相当长一段时期内，美国将继续使用汇率武器来实现“美国优先”，这将迫使欧洲、日本和中国锤炼自身的“货币国策”。

引入这段以汇率武器为核心的货币国策分析，是想强烈指出：既然中美摩擦已经长期化、经常化，为安全计，我们必须锻炼自己的货币国策予以应对。这显然就对国内金融改革提出了更高，也更为紧迫的要求。