

【本期推荐】

王永利：2018宏观调控更需灵活性

【“中美贸易战”专题】

张 明：中美贸易战将走向何方？

曲凤杰：中美贸易战解读及中国的应对之策

袁拉生：中美贸易对美国经济贡献巨大，贸易保护不得人心

【海外之声】

Danae Kyriakopoulou：全球金融安全网的缺口——如何
扩大数额巨大但分散的储备

弗兰克·韦斯特曼：欧洲央行的货币三难困境——2011年
退出策略失败的警告

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列三十三：人民币国际信贷推动人民币国际化的路径选择

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

Edmond Alphandery	Yaseen Anwar	陈雨露	陈云贤	Steve H. Hanke
李 扬	李若谷	马德伦	Robert A. Mundell	任志刚
潘功胜	苏 宁	王兆星	吴 清	夏 斌

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

贲圣林	曹 彤	陈卫东	鄂志寰	冯 博	郭庆旺
纪志宏	焦瑾璞	刘 珺	刘青松	陆 磊	涂永红
王 毅	王永利	魏本华	向松祚	曾颂华	张 杰
张晓朴	张之骥	赵锡军	周阿定	周道许	周广文
庄毓敏					



中国人民大学国际货币研究所（IMI）成立于 2009 年 12 月 20 日，是专注于货币金融理论、政策与战略研究的非营利性学术研究机构 and 新型专业智库。研究所秉承“大金融”学科框架和思维范式，以“融贯中西、传承学脉、咨政启民、实事求是”为宗旨，走国际化、专业化和特色化发展道路，在科学研究、国际交流、科研资政以及培养“能够在中西方两个文化平台自由漫步”的国际金融人才等方面卓有成效。

主 编：曹 彤

副主编兼编辑部主任：宋 科

编辑部副主任：安 然 魏 唯

责任编辑：陈艺博

栏目编辑：叶子瑞

美术编辑：张耘峤

刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

地 址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室

邮 编：100872

网 址：www.imi.org.cn

电 话：86-10-62516755

传 真：86-10-62516725

邮 箱：imi@ruc.edu.cn

2018 宏观调控更需灵活性

王永利¹

今年全国“两会”审议通过，2018年国内生产总值增长6.5%左右，居民消费价格涨幅3%左右；城镇新增就业1100万人以上，城镇调查失业率5.5%以内，城镇登记失业率4.5%以内；居民收入增长和经济增长基本同步；进出口稳中向好，国际收支基本平衡；单位国内生产总值能耗下降3%以上，主要污染物排放量继续下降；供给侧结构性改革取得实质性进展，宏观杠杆率保持基本稳定，各类风险有序有效防控。这一目标得到全社会广泛认可，特别是经济增长从去年的6.9%下降到6.5%左右，应该是在综合各方面影响因素，推动经济从高速增长转向高质量发展的合理安排。

但是，进入2018年之后，国际国内局势发生很多新的变化，经济增长保持6.5%的增长目标面临很大挑战：

1. 从国际局势来看，美国特朗普政府已经发起了针对中国的贸易保护强硬举措，有可能带动很多西方国家跟随，这将对我国出口增长形成很大压力。主要国家财政货币政策取向调整，延续趋紧态势，对全球经济、贸易、投资、汇率和资本市场等都将产生影响。需要看到，2017年中国经济增长明显好于预期，其中一个最重要的原因就是净出口的增长超出预期。2016年我国货物与服务净出口对经济增长的贡献度为-0.4个百分点，2017年则为0.6个百分点，同比增加了1个百分点。如果扣除净出口增长的贡献，国内因素的影响反而使2017年经济增长低于2016年。2017年净出口增长好于预期，一个重要影响因素是人民币汇率。其中，人民币对美元汇率2016年4月末为6.4762，5月开始进入贬值通道，12月末为6.9370，2017年1季度略有升值、保持基本平稳，4月开始进入升值通道。由于汇率变动对净出口的一些存在滞后性，这一阶段人民币贬值对2017年净出口增长是重要利好。

但2017年4月份开始人民币对美元汇率步入升值通道，12月末为6.5342，

¹ 王永利，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国国际期货有限公司副董事长、中国银行原副行长

2018年2月末为6.3294，3月26日一度突破6.24。人民币升值将对净出口增长产生很大压力，形成与2017年有很大不同的局势，要维持“进出口稳中向好”难度大增，2018年净出口同比完全有可能再次出现负增长的结果。

2. 从国内情况看，2017年我国基建投资逆势增长，房地产投资和销售表现不错，都超出年初的预期。这一方面与政府扩大基础设施投资有关，地方政府PPP和债务发行进一步扩大。另一方面，住户部门贷款大幅度上升，主要也是投入住房领域，也使住户部门负债率急速上升（见附表）。

表 住户部门本外币存贷款（万亿元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
住户存款	41.02	46.54	50.68	55.19	60.65	65.19
住户贷款	16.13	19.86	23.15	27.03	33.37	40.51
净存款	24.88	26.68	27.53	28.16	27.27	24.68

从2012年以来住户部门本外币存贷款相抵后的“净存款余额看，2017年不仅延续了2016年开始的下降态势（同比减少0.88万亿元），而且比2016年又大幅减少了2.596万亿元，反映出住户部门的负债率增长迅猛。本人在2016年住户部门净存款出现下降后就发文指出，这是住户部门净存款若干年来首次出现负增长，而且其规模不仅比2015年缩小，甚至比2014年都小了，这一态势值得高度关注，因为住户部门代表全社会的最终需求，如果住户部门净存款下降过快过大，将引发需求不足、经济下滑甚至人口出生率下降等一系列问题。但这并没有引起宏观调控层面足够的重视，直到2017年住户部门净存款出现更大幅度减少后，这一问题才开始引起广泛而高度的重视。2018年1月末，住户部门存款余额达到66.0747万亿元，贷款余额达到41.4316万亿元，净存款余额为24.6431万亿元，比上年末进一步收缩。但2月末住户部门存款余额达到68.9638万亿元，贷款余额达到41.7077万亿元，净存款大幅反弹到27.2561万亿元，几乎追平2016年末规模。这反映出宏观层面从上年底开始严厉控制住房贷款、推动住户部门去杠杆的措施产生效果（这其中，2月份住户部门存款余额比1月增加了近3万亿元，规模非常惊人，超出一一般规律，是否存在口径调整等特殊因素尚不得而知）。数据来源于中国人民

银行官方网站。

2017年底党的十九大和经济工作会议都强调将“防范化解重大风险”作为当前工作三大攻坚战的首位，其中重点是防范化解系统性金融风险。为此，进一步强化地方政府债务控制，金融监管力度和范围进一步加大，影子银行、表外业务、资产管理、体内循环、房地产融资和住房贷款等明显收紧，推动金融机构和住户部门去杠杆。同时，伴随美元加息，人民币也存在加息的压力等。这都有可能对房地产和基建投资等产生抑制。

今年1-2月份，全国固定资产投资（不含农户）增长7.9%，增幅同比放缓1个百分点；基建投资增长16.1%，增幅同比下降11.2个百分点外商及港澳台投资同比下降超过3%。

需要看到的是，尽管2018年经济增长目标是6.5%左右，允许有一定的浮动区间，但考虑到要实现到2020年经济总量比2010年翻一番的既定目标，接下来三年的经济平均增长速度基本上需要保持6.3%，实际上2018年经济增长原则上不能低于6.3%，允许增速下降的空间是有限的。经济发展不追求高速增长，但也不能出现大幅下滑。所以必须对经济增速可能下滑的态势高度警惕，坚持稳中求进，加强宏观环境的预测分析，增强宏观政策，包括财政政策和货币政策的前瞻性、协调性和灵活性，准确把握防风险与稳增长的平衡点，防止宏观政策简单僵化和多方政策相互叠加产生严重负面影响。

其中，在货币政策上要对可能的经济增速下滑形成应对预案。

2017年初确定的货币总量增长目标为12%左右，但实际结果为增长8.2%，不仅大大低于预期目标，而且M2的增长率居然低于GDP（6.9%）与CPI（1.6%）增长率之和（8.5%），这种情况极其罕见。

历史上，我国在确定广义货币M2年度增长目标时，都是按照“GDP预期增长率+CPI预期增长率+调整系数”来计算的，其中，调整系数一般为3%，实际执行结果一般都会高于3%。

对2017年M2增速低于GDP增速和CPI增速之和的结果，权威部门的解释主要是推动金融去杠杆取得成效。也是基于这种状况的出现，2018年国家首次没有提出货币总量年度增长目标。这为货币政策运用提供了很大的空间。

从当前的情况看，一方面人民币自去年以来对美元已经有了很大升值，3月一度突破6.24，对出口将形成很大压力，因此，不宜跟随美元加息步伐同步推进人民币加息，根据需要，甚至可以扩大流动性投放，适当压低人民币利率水平，抑制经济增速下滑，也相应缓解人民币升值压力。

与此同时，扩大流动性投放也存在很大的操作空间：到2018年2月末，中央银行在冻结商业银行20万亿元左右的法定存款准备金的同时，又对存款性机构拆放资金超过10万亿元，但二者的利率水平存在很大差别：法定存款准备金年化利率为1.62%，而向央行拆借资金的年化利率可能不低于3.62%，由此就形成巨额利差，并进而抬高社会融资成本。由此，在经济增速下滑需要宏观政策刺激，而央行外汇占款的扩大空间不大的情况下，完全可以考虑适当降低法定存款准备金率，适度压缩央行拆放资金规模，推动社会融资成本降低。

必须明确，我国在冻结大规模的法定存款准备金的同时，央行又向存款性机构拆放大规模的资金，并保持很高的利差水平，是不尽合理的。在这种情况下，降低法定存款准备金率，不等于就是大水漫灌式宽松货币政策，“降准”不应该成为货币政策的禁区！



中美贸易战将走向何方？

张明¹

一、对中美贸易战的总体判断：做好打持久战的准备

近来，中美贸易战局势陡然升级，全球金融市场随之动荡加剧。应该说，中国国内政策界、学术界与市场相关人士对本轮贸易战的前景存在明显误判。就在3月中旬特朗普签署贸易战相关文件之前，大多数人还是认为本轮贸易战爆发的概率不大，全面升级的概率更低。一种代表性的观点认为，美国今年下半年面临两院中期选举，特朗普政府挑起贸易战的目的无非是政治作秀。另一种代表性的观点认为，特朗普本人背后主要代表的还是华尔街金融寡头们的利益（这是共和党的传统利益诉求），因此其启动贸易战的目的无非是促进中国政府加快国内金融市场开放的步伐。这两种观点都认为，特朗普政府将会适可而止，在得到中国政府相关让步之后就会停手，因为真正的贸易战对中美双方而言将是两败俱伤。

相反，笔者所在团队是国内最早提示贸易战加剧风险，以及认为贸易战可能是中美博弈复杂程度与对抗程度趋势性上升的开端的团队之一（具体请参见：张明、陈骁、魏伟、薛威：“美国贸易战历史回顾：多次挑起事端、擅长多维打击”，平安证券宏观报告，2018年3月6日；张明、陈骁、魏伟、薛威：“中美贸易战情景分析：美国会拿哪些行业开刀？中国如何反制防范并举？”，平安证券宏观报告，2018年3月12日）。我们认为，特朗普政府本次挑起贸易战的诉求与历史上历次中美贸易摩擦不同。如果说在历史上，美国政府挑起贸易摩擦主要是在接触（Engaging）的过程中敲打中国，而当前特朗普政府挑起贸易战则体现了以贸易为工具来系统性遏制（Containing）中国的思路。这种思路转变的一大标志，就是特朗普政府在去年底的国家安全报告中将中国列为最重要的潜在竞争对手。

¹ 张明，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任

特朗普自竞选总统起，就体现出鲜明的重商主义倾向，认为美国的贸易逆差是将国内的市场份额与就业机会拱手让于外国。而特朗普政府从 2018 年年初开始加剧贸易摩擦姿态，基本面因素之一则是 2017 年美国货物贸易逆差重新攀升至 8000 亿美元以上，几乎与 2007 年的货物贸易逆差峰值持平。根据美方的统计，在 2017 年，美国对中国的逆差占到美国商品贸易逆差的几乎一半。尽管迄今为止，中国商务部与学者们多次表示，美方的统计有失公允。如果从全球价值链的视角来看，美方的统计高估了中国的货物贸易顺差以及美国的货物贸易逆差，但是，“你永远叫不醒一个装睡的人”，既然美国政府下定决心要拿贸易逆差来向中国政府找茬，他们是断不会承认统计问题高估美中货物贸易逆差的事实。

目前，特朗普在美国国内草根阶层的支持率正在上升。对草根阶层而言，一方面失业率已经降低至历史低点，另一方面从 2017 年下半年起，工资增速已经呈现出显著上升趋势，这些都是看得见的好处。事实上，特朗普在美国国内精英阶层的支持率可能也在上升。布鲁金斯的相关报告显示，美国精英阶层已经逐渐开始形成一个共识，即使牺牲掉一些短期利益，也要遏制中国的上升势头，因为后者将会有损美国的总体利益。在这一背景下，中国政府切不可被特朗普人为制造的摇摆政策所蒙蔽。迄今为止，特朗普政府针对中国的政策应该说是“稳、准、狠”的，无论是地缘政治层面，还是经济金融层面。退一步说，即使特朗普被弹劾离任或者任期满下台，换上一个民主党的新总统，对中国而言就会更友好吗？我们应该对未来一段时间之内中美博弈的复杂性、长期性与严重性做好准备。

二、中美贸易战的三种情景：不打、小打、大打

在笔者看来，未来中美贸易战的演进大致有三种情景：一是中方主动让步（不打）；二是贸易战有限升级（但局限在贸易层面之内）（小打）；三是贸易战全面升级（冲突扩展至投资、知识产权等领域）（大打）。目前来看，前两种前景的概率更高，但我们也不能排除第三种情景的风险。

情景一：中方主动让步，继续韬光养晦（不打）

中国经济仍在快速崛起的过程中。中国政府自然不愿意让内部因素或外部冲突中断这种崛起的过程。因此，中国政府从“以时间换空间”的思路出发，在经过慎重的成本收益计算之后，存在主动做出让步来防止贸易冲突升级的可能。



在中方主动让步的情景下，中国政府可能打出两张牌。第一张牌，是中国政府主动增加对美国的进口，这既包括中国政府主动调低进口关税，也包括中国政府主动增加从美国的“定向进口”，例如农产品、飞机、汽车与液化天然气。不过，要达到美国政府日前提出的将美中贸易逆差缩减 1000 亿美元的目标，恐怕并不容易。第二张牌，是中国政府加大国内金融市场以及其他美国进口产品占比较高的商品市场（例如汽车、半导体市场）的开放力度。在这种情景下，中国政府的相关举措不仅有助于降低贸易战爆发的概率，而且可能有助于国内结构性改革的加速。不过，美方的回应态度将是这种策略是否生效的关键。基于前文中关于特朗普政府此次贸易战带有鲜明的遏制中国色彩，我们不能对这种情景变为现实的可能性过于乐观。

情景二：冲突有限升级，局限贸易领域（小打）

在这种情景下，中方将会实施“以牙还牙，以眼还眼”的对抗性博弈策略。从迄今为止中国政府的有关表态来看，这种情景变为现实的概率并不算低。美国政府将会把贸易制裁扩展到中国的更多出口产业。根据笔者研究团队的定量分析，从中国对美国分行业贸易顺差、美国该行业进口占总进口比率、该行业对美国增长与就业的贡献度、该行业中美产品关联度、历史上该行业陷入争端的次数这五个维度的分析表明，电气设备、机械、钢铁、有色金属制品、塑料橡胶与化工这六大行业遭遇美国贸易制裁的概率最高，而家电、纺织服装、家具、鞋类、皮革制品与非金属矿制品这六个行业遭遇美国贸易制裁的概率也不容低估。相反，如果美国对中国出口产品贸易制裁加剧，中国也不会袖手旁观，根据相似的逻辑，中国最可能反制美国的行业包括农产品（特别是大豆、玉米与肉制品）、运输设备（特别是飞机与汽车），以及大宗商品（石油、天然气、废旧材料与矿产品等）。此外，考虑到中国多年来一直对美国存在服务贸易逆差，中国也可以从服务贸易领域对美国进行反制。考虑到服务贸易中国对美逆差最大的项目是旅游与教育，因此中国最可能对美国出台的服务贸易反制措施将是限制中国赴美旅游的人数与团数。

情景三：冲突全面升级，中美刚性碰撞（大打）

这种情景当然是对双方而言损害程度最大的。美方存在主动把贸易摩擦扩展至其他领域的底气。在这种情景下，美方可能采取的举措至少包括：第一，将对中国的贸易制裁扩展至对中国赴美直接投资的制裁。从最近美国高管莱特纳的鹰派表态中我们可以看出，美国方面已经高度重视“中国制造 2025”这一规划，并表现出“中国想要发展的，就是我们必须遏制的”强硬态度。未来中国针对美国高科技与先进制造业的直接投资，可能受到全面的审查与限制；第二，切断从美国到中国的人力资本与技术传递，以此来限制中国的技术升级与产业升级。近期，美国政府开始调查参加中国“千人计划”与“长江学者”的美籍华人，并且已经有相关人士被美方逮捕的案例发生。如果这一趋势扩大化，那么美籍华人科学家来中国开展工作将会显著受阻；第三，美国将会大力拉拢欧盟、英国、日本等国家，试图在多边层面针对中国采取一致性措施。近期美国政府向欧盟表态，如果欧盟想获得美国的关税豁免，就需要帮助美国在多边层面上来制裁中国。针对美国把贸易与投资摩擦由双边升级为多边的可能性，中国政府千万不能低估；第四，在地缘政治方面，美国可能在朝核、台海与南海问题上大做文章。在冲突加剧的情景下，中方的反制措施则可能包括：一是对美国在华的直接投资采取差别对待；二是降低中国金融市场对美国金融机构的开放程度；三是针对美国对华出口商品的全面制裁；四是人民币兑美元汇率的显著贬值；五是中国政府可能停止购买甚至显著减持美国国债；六是在台海、南海等涉及中国核心利益的问题上予以坚决回击。

三、贸易战对中国经济的四个潜在影响

在这一部分，我们将主要讨论在中国主动让步以及贸易战有限升级两种情景下，贸易战对中国经济的潜在影响。笔者认为，贸易战对中国经济由三个短期不利影响，以及一个中期中性影响。

短期不利影响之一，是贸易战加剧将会显著降低中国贸易顺差，从而降低净出口对中国经济增长的边际贡献。无论是在中方主动让步还是贸易战有限升级的情景下，中国对美国的贸易顺差都可能显著下行，进而降低中国总体贸易顺差的规模。事实上，净出口部门对经济增长的贡献由负转正，是 2017 年中国经济触



底反弹的最重要因素。因此，如果贸易顺差显著萎缩，并与投资增速下行、金融监管趋严三者相互叠加的话，那么 2018 年下半年中国经济增长就不容乐观。

短期不利影响之二，是如果来自美国的贸易制裁扩展至更多的出口部门，可能对这些出口部门上市公司的业绩与股价产生负面影响，从而导致中国股市发生调整。例如，化工、机械、有色、电气设备、家电、钢铁等容易遭受美国制裁的行业的 A 股市值占比较高，一旦这些行业遭遇美国贸易制裁，其股价表现就可能受到影响。换言之，贸易战的后果之一可能是美国与中国股市双双下行调整，尽管美国股市下行的概率与幅度可能更大。

短期不利影响之三，是如果中国针对美国的农产品实施进口反制措施，这可能导致中国通货膨胀率出现超预期的上升，给中国经济带来滞胀压力。例如，如果中国拿美国大豆开刀，鉴于中国对进口大豆依存度很高，且全球大豆出口市场相对集中，导致中国只能加大从南美国家的进口力度。而一方面，南美大豆价格本身就高于美国大豆，另一方面，南美国家距离中国的运输距离更长，因此，针对美国大豆的贸易制裁可能显著提升中国的大豆进口价格。再考虑到大豆是我国畜牧业的主要饲料来源之一，大豆价格上升可能导致国内肉制品价格显著上升，进而推高中国 CPI 增速。

中期中性影响在于，在充分考虑了中美贸易战加剧的可能性及其潜在影响之后，中国政府可能采取若干措施来对冲贸易战在短期内对中国经济的不利影响。这既包括货币政策的姿态可能更加宽松，也包括针对金融风险的管控措施可能更加温和。事实上，本来今年二季度金融市场担忧金融控风险举措可能显著加强，由此会给金融市场带来新一轮冲击，而目前表现火爆的债市存在调整的可能性。此外，金融监管的加强也将抑制基建投资与房地产投资，给宏观经济带来下行压力。但如果中国政府充分考虑了贸易战升级的概率及其冲击之后，货币政策与金融监管的调整就可能更加温和，由此对金融市场与经济增长的负面影响就变得更加可控。

四、中国政府应该避免的三大陷阱

无论未来中美贸易战演进至何种情景，对于中国这样的大国经济而言，冲击终究是有限的，既不会改变中国经济继续增长的趋势，也不会扭转中国全面崛起的格局。然而，中国政府仍应该系统梳理总结全球历史上贸易战的经验教训，避免陷入以下三大陷阱：

陷阱之一：因为贸易战的升级而中断了国内结构性改革与系统性风险防范

在 2008 年全球金融危机爆发之后，正是由于对危机的严重程度以及危机对中国的影响估计过高，中国政府通过四万亿财政刺激与银行业开闸放水来加以应对。之后中国经济虽然很快就触底反弹，但付出的代价却是结构性改革的停滞甚至逆转，以及随之而来的资产价格飙升。我们应该避免类似的故事在未来再度上演。笔者担心的是，由于担心贸易战的升级显著影响经济增长，中国政府中断了国内结构性改革以及金融风险防控的努力，而代之以新一轮的信贷刺激，以及随之而来的基建与房地产投资浪潮。如果试图再度以旧的模式来刺激中国经济，就真的可能造成积重难返的局面。中国政府应该保持良好的定力，容忍经济增速的适度下滑（其实也滑不到哪儿去），避免重新回到通过信贷与投资来拉动经济增长的老路上去。

陷阱之二，在汇率上做出重大让步，通过人民币兑美元升值来减少双边贸易顺差

日本在 1980 年代日美贸易战中的最惨痛教训，当属 1985 年与美国签署广场协议，试图通过日元兑美元升值来降低日美贸易顺差。在 1985 年至 1988 年期间，日元兑美元汇率大幅升值，由于担心本币大幅升值影响经济增速，日本央行实施了非常宽松的货币政策，导致国内房地产泡沫与股市泡沫的膨胀。当上述泡沫在 1990 年代初期破灭之后，日本经济迎来了好几轮“失落的十年”。换言之，日本的国运变迁与其说源自 1990 年代初期的泡沫经济破灭，不如说源自 1980 年代中期日美贸易战的应对失当。中国政府应该充分吸取日本的经验教训，避免在汇率问题上做出重大让步。未来的人民币汇率应该由市场供求来决定，政府的作用只能是限制其超调，而非人为制造单边趋势。

陷阱之三，试图通过大幅减持美国国债来向美国政府施压

考虑到当前中国央行依然持有万亿美元以上的美国国债，有观点认为，中国政府可以通过大规模减持美国国债的方式来向美国政府施压，迫使美国政府在贸



易战方面进行让步。这种观点的逻辑是，大规模减持国债将会导致美国长期利率显著上升，这一方面将会显著打压美国债市与股市，并通过负向的财富效应影响美国经济，另一方面将会提升美国国内长期融资成本，通过压低投资增速来打击美国经济。然而，上述逻辑虽然“看起来很美”，却忽视了以下非常致命的风险：其一，中国央行不可能一下子卖掉手头的国债。如果我们只抛售一部分，那么手中持有剩余部分国债的市场价值将会显著缩水，导致中国外汇储备规模迅速下降。换言之，大规模出售国债将是“杀人一千、自损八百”；其二，美国政府完全可以采取特别举措来进行对冲。例如，由于判断中国央行大幅减持美国国债会对美国金融安全产生系统性影响，美国政府可以要求某家政府相关机构（例如美联储纽约分行）来直接买入中国央行在市场上出售的国债，从而对冲掉中国央行减持行为的相应冲击；其三，美国政府可以玩更阴的手法。例如，如果中国政府开始大力减持美国国债，美国政府完全可以指责中国政府在开展金融战争，从而直接冻结中国政府持有的美国国债，或者宣布针对中国投资者持有的美国国债进行“定向违约”。换言之，在中国政府借了超过万亿美元的资金给美国政府，又不能申请“强制执行”的前提下，债权人通过出售债券来威胁债务人的做法，是很难行得通的。在特朗普班子已经显著调低了美国政府行为底线的背景下，中国政府尽量不要做“授人以柄”的事情。

中美贸易战解读及中国的应对之策

曲凤杰¹

中美贸易战不是孤立存在的

中美贸易逆差由来已久，全球失衡更是老生常谈的话题，“301 调查”也是美国常用的工具，美国挑起贸易战有以下几个方面的特殊背景。

首先，从中美关系角度看，中美关系越来越被解构成全面的竞争关系，2017 年美国把中国定位于“战略上的竞争对手”，对中国“赶超”心生惧怕。近年来，无论是在国内还是国际的话语体系中，中美比较和竞争逐渐成为讨论中美关系问题的主基调。中国持续的快速增长客观上正在改变中美经济力量的对比，中国通过集成创新在一些领域处于领跑地位，十九大以来提出的宏伟发展蓝图，更加重了美国对中国实现“赶超”的恐惧和担心。

第二，从美国自身情况看，美国经济自身结构性问题仍然凸出。2008 年金融危机以来，全球失衡并未根本缓解，美国通过减税等改革争取跨国公司回流和发展制造业等措施效果不显著。美国负债消费模式内在的脆弱性和自身发展不平衡的问题使美国对自身能否持续保持优势地位心存担忧。

第三，从中国方面看，近年来中国积极参与全球治理改革，通过“一带一路”倡议、主导设立亚洲基础设施投资银行、加强与新兴经济体合作、推动石油人民币等为全球提供公共品的努力，使美国发展模式赖以继的国际体系受到不同程度的挑战和冲击，美国感到惴惴不安。

第四，中美两国在政治经济制度和文化价值观念等意识形态领域差异巨大，导致美国对中国贸易政策、产业政策、知识产权、汇率、“一带一路”、“国际产能合作”等一系列经济政策的意图产生困惑、担忧和深刻误解，造成美国国内政界和学界对中美关系的战略误判。国内一些学者对中国模式、中国故事和中国自信的过分解读也起到了推波助澜甚至误导的作用。

¹ 曲凤杰，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、国家发改委对外经济研究所室主任



最后，中美贸易战的爆发也一定程度归因于特朗普保守主义倾向及认知的局限性。特朗普将美国视为自由贸易的受害者，认为自由贸易是美国经济竞争力下滑、中产阶级萎缩、就业不充分的根源，提出“北美自由贸易协定就是美国的灾难”，在竞选期间，这一理念已经充分表现，执政后更是提出“买美国货、雇美国人”的反自由贸易主张，反应特朗普对自由贸易认知的局限。甚至让人怀疑，难道他真的不知道美国从自由贸易中获益最大吗？如果不是全球化和自由贸易美国怎么会把历次金融危机成本转嫁给别国。

中美贸易战打的不是贸易逆差，是科技和知识产权

从美国对中国加税的领域看，主要集中在《中国制造 2025》中计划主要发展的高科技产业，包括航空、新能源汽车、新材料等。这些领域并非是美中逆差的最主要来源，中国向美国出口的主要是劳动密集型产品和中端技术产品，美国向中国出口的商品则以技术和资本密集型为主。在 2016 年美国向中国出口的商品总额中，民用飞机、发动机及零部件占比 13%，乘用车 8%，半导体 5%，工业设备 4%，塑料材料、木质纸浆、医疗设备都占 3% 左右，大豆也高达 12%。

按照特朗普的说法，提高关税的目的是缩小美国贸易逆差、增加制造业的就业，但是从美国加税的领域看，贸易战的目的恐怕并不在于减逆差和增加就业，而是出于对中国科技和创新能力提升的担忧，对中国新兴产业进行遏制。至于减少顺差和增加就业等说辞更多地是选举政治下对部分选民的安抚，也为其年底的中期选举做个铺垫。

美国之所以没有痛下决心拿逆差主要来源的领域开刀，一方面说明特朗普政府十分清楚美中贸易逆差是结构性问题，美国在贸易逆差→资本流入→对外投资的国际收支循环中实际是受益的一方。而且美国逆差最主要来源的机电产品等主要是富士康在内的跨国公司在我国布点，加工贸易比重超过一半，在国际产业链中留在我国加工环节的附加值不高。另一方面，中美经贸合作发展到今天，除了高技术领域外，基本上已经形成“你中有我、我中有你”的局面，特朗普政府也担心大幅度提高关税会影响美国在华投资企业的利益，并真实地提高美国人的生活成本、减少美国居民的福利，招致企业和广大民众的反对。

从美国政府各部门对特朗普签署备忘录的反应看，大家叫好时提及最多的也是针对知识产权问题。

中美贸易战短期对双方经济影响不大

根据目前中美加税的领域和力度看，贸易战对中美双方影响并不大。按照美国公布的钢铝加税方案，美国对中国出口的钢涉及金额约 9 亿美元，加征税率 25%，铝涉及金额 18 亿美元左右，加征税率 10%。2017 年中国对美制造业出口约 5000 亿美元，约占中国出口的 20%，而按照公布的 600 亿美元高技术出口产品加税 20%的方案，对中国出口的总体影响不大。

但是，值得注意的是，美国率先发动中美贸易战的动机是针对所谓的“应对中国不公平的市场扭曲行为”“国家主导下的进攻”以及“由国家资助的知识产权盗窃”，在特朗普签署的备忘录中竟然使用了“经济侵略”一词。美国宣称此举是为维护其创新基地地位而进行的“经济自卫”和“有计划战略响应”。不仅如此，美国还将号召其盟友和合作伙伴合作来对中国的决策施压。

基于此种动机和美国国内支持特朗普的民意基础，未来除了贸易战的“明争”，还会有更多“暗斗”，美国可能将针对中国使用市场准入、投资安全审查、排“中”性区域合作等多元战略组合，对中国进行“围追堵截”和战略遏制。其中，退出 TPP 并主导“印太战略”也是美国从地缘经济、政治、军事和安全等方面全面防范中国的战略举措。未来一段时期，中美贸易投资争端不断可能成为中美关系的“新常态”，如果双方不能理性对待和化解，将不利于中美关系健康发展。

对处理中美贸易关系措施的建议

首先，就美发动贸易战向 WTO 起诉。在多边场合和机制框架下阐明中国维护多边自由贸易规则的立场和主张，谴责美国依据国内法律对他国实施单边贸易保护的错误做法，阐明这种做法极大破坏了国际贸易规则和秩序，也对两国实体经济造成冲击。

第二，制定反制清单和谈判清单。不急于采取反制行动，但要研究反制清单，评估对美国汽车、飞机、大豆等产品加征关税的影响，评估在服务贸易和投资领



域对美制裁的可行性。准备谈判清单，预估美国的要价，根据我国构建开放型经济新体制的现实需要，在扩大服务贸易开放、降低关税、加强知识产权保护和提高透明度等方面研究可行措施，争取尽快展开对话和谈判，通过协商解决问题。

第三，针对美国加税领域，分领域进行影响评估，提出化解之策。从长计议，研究自由贸易区的中国模式，为全球贸易新规则贡献中国智慧。继续完善自由贸易区网络，可以以中美谈判为契机启动中美自由贸易区可行性研究。

中美贸易对美国经济贡献巨大，贸易保护不得人心

袁拉生¹

近期，特别是自特朗普上台以来，由于各种原因反全球化的浪潮愈演愈烈，对中国贸易的扩张质疑不断，中国面临的贸易摩擦甚至贸易战的危险大幅上升。事实上，关于很多中国贸易的负面论调完全是误导。以美国为例，多数客观的经济分析显示，美国从中美的经贸交往中获益匪浅，完全不像特朗普宣称的那样，中国对美进行了经济侵略，抢了美国工人的饭碗。

一、中美贸易与美国就业现状分析

根据美国国际贸易委员会数据，2016 中美双边商品贸易总额高达6485亿美元，其中对华出口1700亿，进口4790亿，名义入超3850亿。特朗普政府非常在意的创记录的贸易赤字成为最近中美经贸关系紧张的一个重要因素。中国是美国第一大贸易伙伴，第三大出口目的地。如何客观评价规模巨大错综复杂的中美经贸现状对今后中美经贸关系的走向意义不言而喻。

表 1 美国对华商品贸易（单位：10 亿美元）

Year	出口	进口	对华贸易赤字
1980	3.8	1.1	+2.7
1990	4.8	15.2	-10.4
2000	16.3	100.1	-83.8
2010	91.9	365.0	-273.0
2011	104.1	399.4	-295.3
2012	110.5	425.6	-315.1
2013	121.7	440.4	-318.7
2014	123.7	468.5	-344.8
2015	115.9	483.2	-367.3
2016	115.6	462.6	-347.0
2017*	130.9	501.9	-371.0

注：*2017 年为估计值

资料来源：U.S. International Trade Commission (USITC) DataWeb.

国际货币网
www.imi.org.cn

¹ 袁拉生，加拿大卡尔加里大学经济系教授



牛津经济根据2015的数据测算，美国对华1700亿美元的出口直接创造了将近150万个就业。如果包括间接出口，美国对华投资收入和中国对美直接投资，中国为美创造了将近260万个高质量就业岗位，增加美国国民生产总值1.2%（2200亿美元）。奥巴马总统行政办公室2015研究发现，美国出口企业比其他企业的劳动生产率相对更高，更具竞争力，职工工资收入超出其他企业高达18%。

表 2 中美关系带给美国的利益, 2015

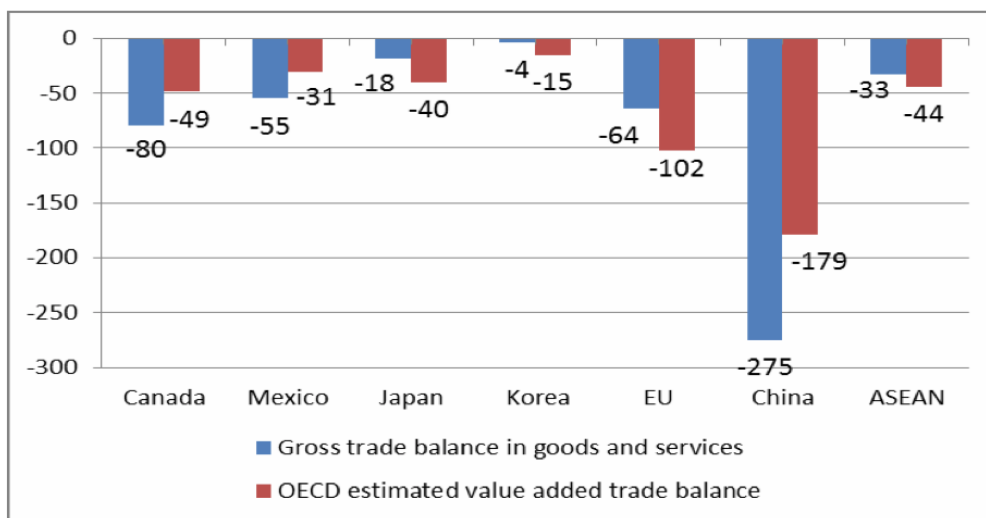
表 2 中美关系带给美国的利益, 2015		
	获得就业 (万个)	GDP 增加(%)
对华直接出口	146.7	0.7
对华间接出口*	29.6	0.2
得自 FDI 的收入	68.8	0.3
来自中国的 FDI	10.4	0.1
总计	255.5	1.2
增加的综合产出率	产出率提高 0.2 个百分点	
*对华间接出口是指美国出口至其他亚洲国家，后者再出口至中国		
资料来源: Oxford Economics calculations		
國際貨幣		

國際貨幣網
WWW.IMF.CN

二、似是而非的巨额对华贸易赤字和就业损失

1 巨额贸易赤字其实远远少于美国公布的数字

中国过去几十年逐步发展成为全球生产供应链的不可缺少的环节。许多出口产品都是来料加工或者从各国来的部件最后的组装，真正在中国的附加价值只占商品总价值的很小部分。据牛津经济估算，剔除掉进口部件和原料的价值，美国对华贸易逆差将会减半，仅占中国国民生产总值的1%左右，大致相当于美国对欧盟贸易逆差的水平。即使美国国会2016 的研究也显示，以2011为例，以更为合理的附加值计算的美对华贸易逆差比美国官方（国际贸易委员会）公布的数据少将近40%。



Source: OECD/WTO Trade in Value-Added, October 2015.

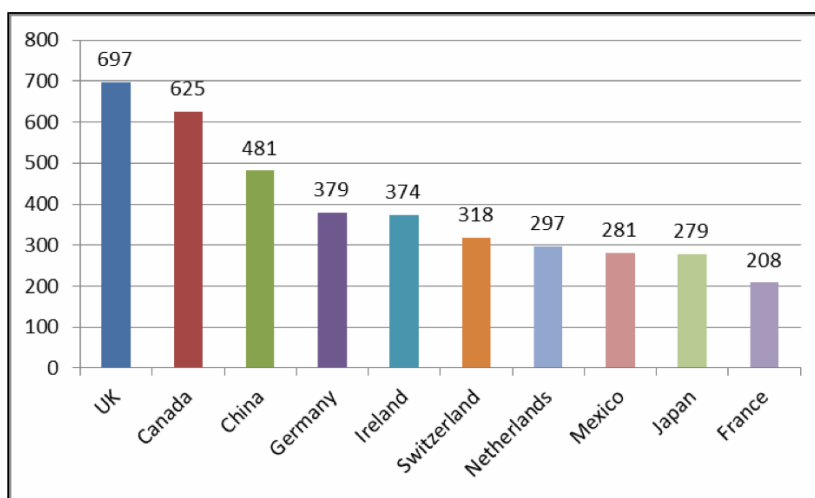
注: Gross trade balances 是美国公布的数据; OECD 数据是根据各国的贸易增加值估算出来的。

图 1 不同计算方法下的美国贸易逆差的国别构成

国际货币网
www.imi.org.cn

2 美国得自中国的利益被严重低估

进一步分析发现,即使以附加值计算的逆差也远远高估了真实的中美贸易的失衡。美国官方对华直接出口虽然只有1490亿美元,美国经济分析局数据显示但美国控制的和相关的海外大型多国企业额外对华销售高达4800多亿(见图2),为美国贡献额外巨额利润。此巨额销售量远高于美中逆差,可不在中美贸易平衡的统计之中。所以,美国官方公布的中美贸易数据产生极大误导效应,严重低估美国在中美经贸中的受益,夸大中美贸易的失衡。



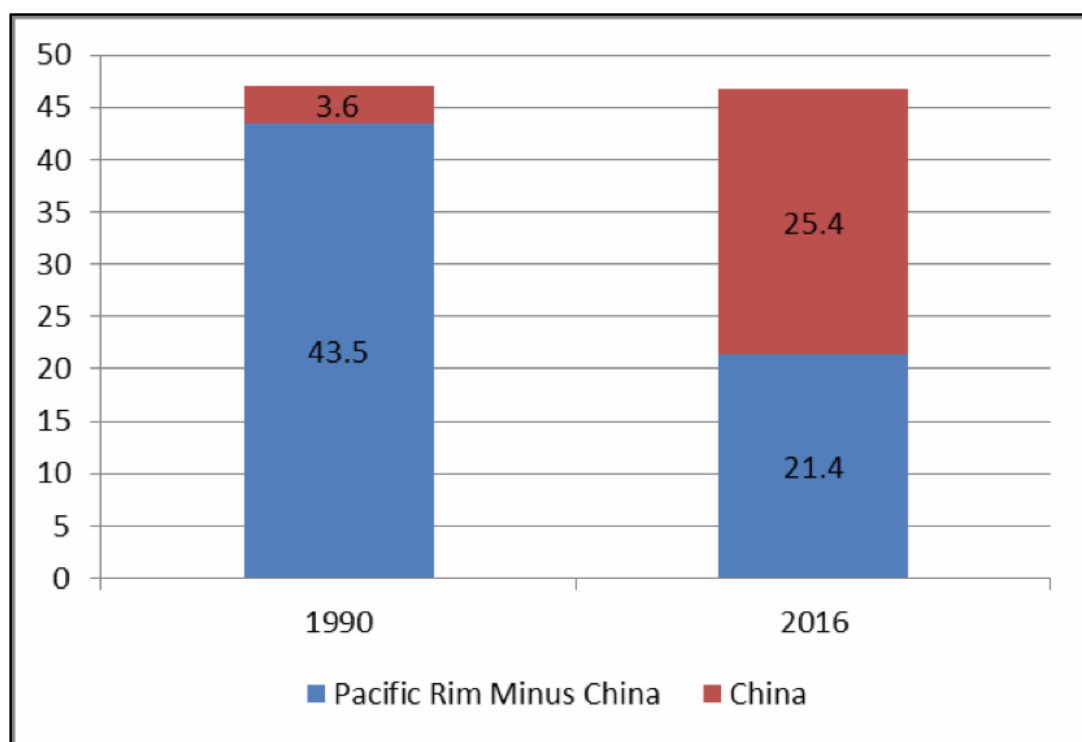
Source: BEA.

图 2 美国控制的境外跨国公司的国别贸易额 (单位: 10 亿美元)

国际货币网
www.imi.org.cn

3对华贸易逆差并没有恶化或对美国造成更大伤害

从全球和亚洲的角度看，今天美国的贸易逆差和其经济规模的相对比例几乎和中国崛起之前的历史水平相当。美国国际贸易委员会的数据显示，从1990到2016的36年来，在中国崛起之前和崛起后的今天，美国从环太平洋各国进口的工业品比例基本没变，维持在47%的工业品进口的总量附近，并且略有下降（从47.1%到46.8%）。中国出口的份额增加几乎是1：1的从其他环太平洋各国，特别是日本原有份额的转移。在此期间，日本对美工业品出口的份额从24%降低到7%，中国份额从3%增加到24%。美国对华贸易的所谓的巨额赤字不过是美国在环太平洋地区特别在东亚各国之间的传统赤字的重组，总量并未增加。造成这些逆差的主要进口产品来自美国几十年前在其产业升级时就已淘汰行业，所以，并不构成对美国经济的直接损害，因此对美国当前的就业也无特别的负面影响。



Source: USITC [DataWeb](http://dataweb.usitc.gov).

图 3 美国从环太平洋各国工业品进口工业品进口总额

國際貨市網
www.imi.org.cn

4对华贸易赤字危害论是政治家的谎言

中美贸易现状正是双方经济互补和比较优势的反映，逆差与否并不是输赢得

失的评判标准。中美两国都在中美贸易中获得巨大利益。从相对自身经济规模比例看，中国可能得益更多。然而，从绝对值上计算，由于美国经济规模巨大，在过去几十年里累计获益则远大于中国。得益于中国经济崛起，美国经济也发展迅猛。美国劳动部的数据显示，随着产业结构逐渐向服务业转移，非农特别是服务业就业增长迅速。实际上，中国制造以及对华贸易逆差并未损害美国制造。美国制造业的产值（扣除美金融危机的2008-2009）在过去25年来基本上稳定持续增长，2016年实现产值翻翻达6万亿美元。制造业劳动生产率的飞速提高，成为美国制造业就业从20世纪70年代到2009年持续下降的最大原因。美国金融危机后的2010年以来的8年里，尽管美中贸易逆差不断扩大，但是美国制造业的就业和产值保持快速增长，而且美国总体就业不断改善，美国今天失业率只有4%，创下过去20年来的最低纪录。事实胜于雄辩。美国自己的数据戳穿了一些政治家对华贸易赤字危害美国特别是美制造业就业的谎言。

三、中美贸易提升了美国消费者的购买力

美国不断扩大的中国产品的进口不仅增加美国终极消费和中间生产品的多样性和可选性，而且显著的降低了价格。美国企业的竞争力和利润率因此得以加强。美国人民购买力和生活水平得以提高。牛津经济发现（见图4），1999-2015，中国进口比例低的产品（比如食品和汽车）在美价格持续上涨；相反，中国进口比例显著上升的产品（例如服装和家具）价格明显持续下降。

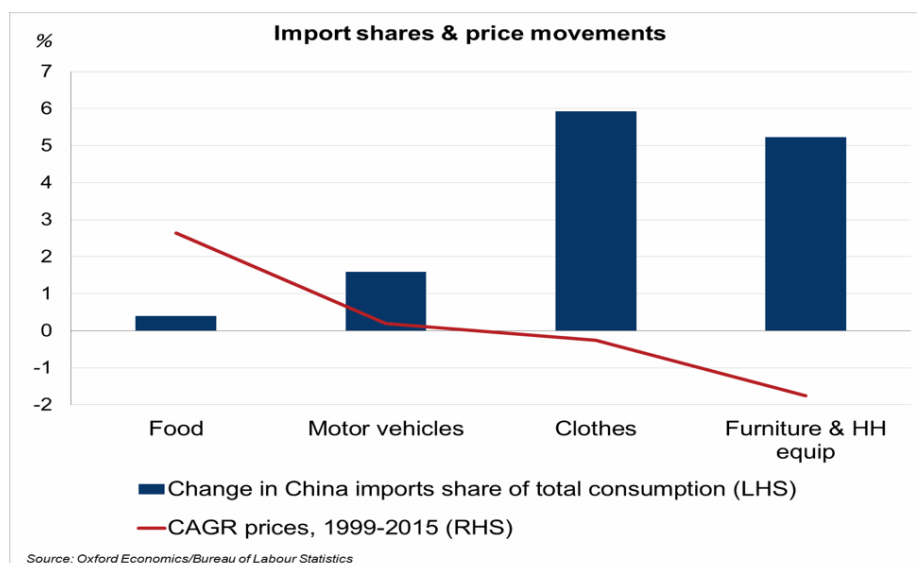


图 4 中国进口品份额与美国消费品价格变化

國際貿易網
www.imi.org.cn

奥巴马总统行政办公室的研究显示，几乎每个阶层的美国消费者都得益于进口产品低廉的价格。富裕的顶层10%人口因此购买力增加3%；中间阶层（50%-60%）购买力增加29%；最低收入阶层（低端10%）购买力增加62%。所以，有的经济学家认为，中国的迅猛增长的出口过去几十年为世界扶贫，包括发达国家的扶贫做出了不可估量的贡献。

牛津经济估计中国对美出口降低美国总价位1% 到1.5%，按美国中间家庭2015年\$56, 500收入计算，这样的家庭因为中国产品2015年节省支出\$850. Amiti et al. (2017) 研究发现，自中国2001年加入WTO以来， 因为需要降低关税和满足其他WTO的要求，不仅仅降低美国的价格水平，而且降低了美国的通货膨胀率。2001到2006，累计降低美国消费品价格7.6%，或者，通胀率1%。

四、中美贸易增强了美国企业的竞争力

不仅，美国消费者受益于中国丰富多样廉价的产品。很多美国企业，特别是最成功的跨国企业和高科技企业，也因为把中国的中间产品纳入它们控制的全球供应链，降低了成本，增加了竞争力。牛津经济发现，除了美国在产业升级中正在淘汰的夕阳产业（例如纺织服装和高污染的皮革），美国增长最快最成功的行业正好是从中国进口附加值最多的，特别是计算机，电子设备，运输设备和化工

产品。以苹果手机为例，虽然技术进步和高效能芯片是保证质量降低成本的最重要因素，但中国参与的加工组装也对降低成本作用重大。据Kraemer et al from 加州大学Berkeley 测算，假如苹果手机全部在美生产组装，成本将增加\$100。由于中国的参与，苹果手机成本显著下降，增强了苹果在全球的竞争力，扩张了市场规模。假如，特朗普政府开始转向限制阻挠中美自由贸易，不仅中国低端加工组装企业蒙受损失，美国的高科技和其他跨国企业和美国广大消费群体可能蒙受更大的损失。

五、贸易保护主义不得人心

特朗普最近刚刚宣布一些对中国进口洗衣机和钢材惩罚性的关税保护政策，美国主流知识分子和媒体几乎立即对其进行猛烈批判。哈佛大学著名经济学教授格里高利·曼昆(Gregory Mankiw)最近在《纽约时报》专栏里对特朗普总统的贸易保护主义措施进行了猛烈批判。曼昆批判特朗普总统竟然无视经济学的基本原理，肆意妄为。一贯支持特朗普为领袖的共和党的保守的《华尔街日报》(WSJ)和比较激进的《华盛顿邮报》(WP)通过社论也同时猛烈批判了特朗普总统的贸易政策。

《华尔街日报》表示，“美国钢铁工人有14万人，但消费钢铁的其他产业领域的工人比他们多16倍”。特朗普政府通过关税筑起贸易壁垒，照顾的是少数人的利益，牺牲的是大多数人的利益。贸易壁垒的确能够暂时输送利益给拥有14万工人的钢铁产业，但消费钢铁的雇工高达220万，其他产业的竞争力会付出巨大的代价和损失。美国广大消费者最终不得不负担成本上涨造成的高昂物价。

综上所述，通过深入分析中美贸易和经济发展，不难得出这样的结论：自由贸易是双方经济繁荣的源泉，不是什么零和博弈。不仅中国经济因为中美贸易得以迅速崛起，美国经济，不论企业还是个人，也因中美经贸发展而获得巨大的实际利益。合者双赢，斗者两败。贸易保护或者贸易战，不过是一些无知者或者政治人物玩的短暂的把戏，最终肯定逃避不了失败的下场，或者不了了之，或者被很快赶下历史的舞台。因为贸易保护和贸易战，只能保护极小部分人的利益，却损害绝大多数人民和企业利益，损害国家利益。

全球金融安全网的缺口

如何扩大数额巨大但分散的储备¹

Danae Kyriakopoulou²

由于全球化加剧，金融动荡的风险可能在过去数十年中上升。尽管有一系列国际措施来改善金融监管，加强对遵循不平衡政策国家的监督。“全球金融安全网”的某些要素旨在保护各国免遭危机，这些要素已经到位，但仍存在巨大的缺口。

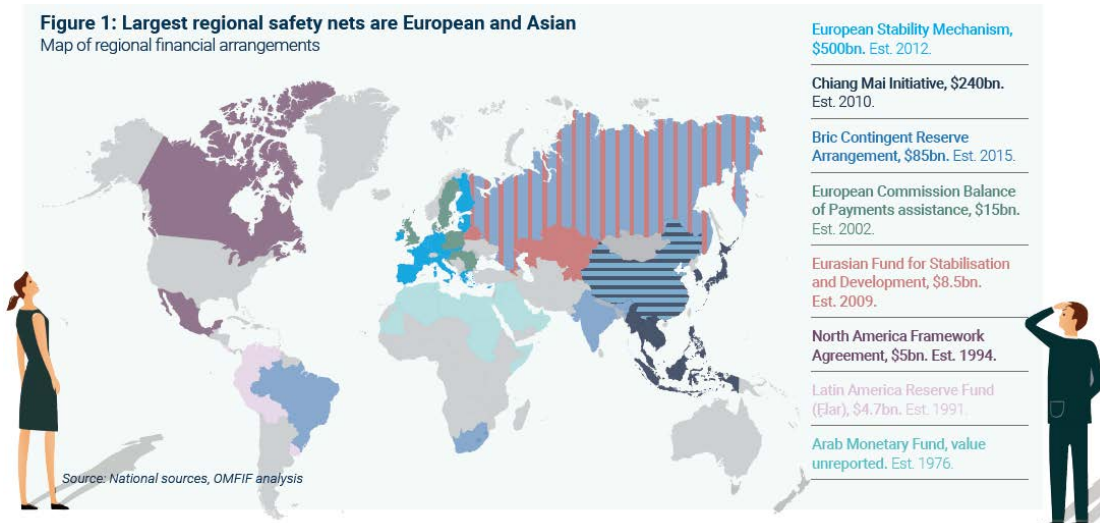
在经历 2008 年金融危机的急剧下降之后，全球资本流动开始复苏，其构成也发生了变化。正如 9 月份 Bulletin 分析，危机后的监管浪潮已经成功控制了跨境银行借贷。但是，这被不断上升的直接投资水平部分抵消了。2017 年，银行的海外债权总额为 25.8 万亿美元，比危机前的峰值低 4.6 万亿美元。

全球资本市场一体化为个别经济体提供了重要的收益，帮助其扩大投资机会，在国际上分散风险，并在面临冲击时通过借贷来平滑消费。这种国际风险分担和有效资源利用所带来的潜在收益可能很大。但资本流动也可能是不稳定和不可预测的，突然的逆转可能会对实体经济造成破坏性影响。由于发达国家央行正处于一个货币政策正常化的时期，全球经济正在进入一个可能加剧这些风险的时刻，尤其是在新兴市场国家，。

这一背景凸显了有效的全球金融安全网的重要性，该网络被定义为各国保险和融资来源的集体价值。其中包括个别国家的储备以及区域和全球层面的外部公共融资，例如中央银行双边互换协议，地区储备池等区域融资安排以及国际货币基金组织。这些措施旨在为各国提供抵御危机的保险，在遭受冲击时提供融资，并鼓励制定健全的宏观经济政策。如图 1 和图 2 所示，随着个别国家积累了更多的外汇储备并引入了 BSA 和 RFA，潜在安全网的要素在金融危机后强劲增长。

¹ 翻译：罗霄；审校：陆可凡、熊若洁，原文选自 OMFIF 出版的 The Bulletin（2018 年 2 月）

² Danae Kyriakopoulou 是货币金融机构官方论坛首席经济学家和研究主管



扩大金融安全网

但即使这样可能还不够。各国央行和主权基金的储备（包括黄金）占总数的绝大部分，约为 20 万亿美元。其中，约 12 万亿美元是中央银行持有的外汇储备（见图 2）。这呈现了几个问题。全球储备可能很规模很大，但同时也是分散的。根据 2017 年 OMFIF 全球公共投资者报告，以中国为首的亚洲和以石油出口海湾国家为首的中东共同持有全球外汇储备的 65%。这种不均匀分布很难与全球风险分布相匹配。

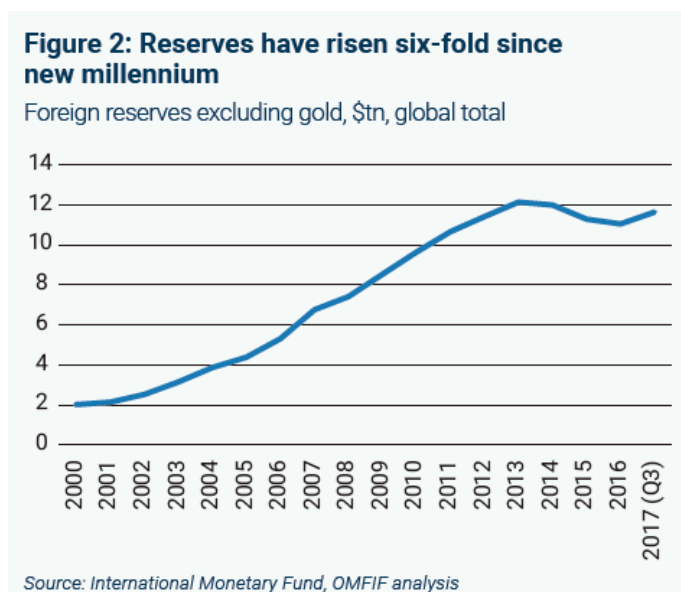
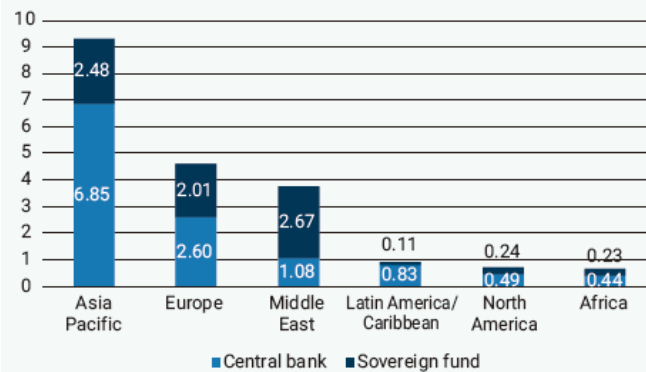


Figure 3: Asian sovereign fund and central bank assets largest in the world

Reserves by region and type of institution, \$tn



Source: OMFIF Global Public Investor 2017

而且，规模并不总是韧性的保证。在危机时期，个别国家的储备可能会很快耗尽。2014-15 年间，俄罗斯的储备在短短九个月内下降了近 30%。储备池和 RFAs，例如亚洲清迈倡议和欧洲稳定机制等等，可以通过某种方式解决这个问题，但仍然容易受到区域冲击和会产生地区影响的国内干扰。当个别国家想要同时获取储备池资源时就可能造成一些问题。区域储备池的货币选择也可能产生问题：除非储备是由该地区的一个中央银行发行的货币计价的，否则它们有可能在危机中迅速耗尽。但是替代方案只适用于货币享有储备地位的地区。RFAs 在政治上也很难实施。如果要成为有效的工具，就迫切需要更好的机制来遏制潜在的无序溢出效应。

这些限制提升了国际货币基金组织所拥有的全球资源的重要性。作为 2016 年实施的第 14 次份额一揽子改革方案的一部分，IMF 份额资源增加了一倍，现达到 4750 亿美元 sdr（合 6750 亿美元）。该基金的贷款工具包提供了多种危机预防手段，通过这些手段，其成员可以获得财政援助，如灵活信贷额度以及预防性和流动性额度。但与请求预防性融资相关的污点限制了这些措施的使用程度。作为回应，国际货币基金组织工作人员提出了一项新设施，即为“具有强大基础和政策的会员”提供的“短期流动性互换”，“为潜在的国际收支平衡提供短期，频繁和温和的流动性支持”。董事会于 2017 年 12 月拒绝了这些提案，他们提出了对“保持强硬政策激励，减少道德风险，保护基金资源和避免工具重叠和扩散的重要性”的担忧。

这些重要问题亟待解决，确实，基金组织也坚持认为该提议并非完全不予讨论，只是暂时被搁置。但是，选择尚未正式启动的全球金融安全网可能更成问题。

Gaps in global financial safety net

How to augment large but fragmented reserves

Danae Kyriakopoulou¹

This risk of financial instability may have risen over the past decades as globalisation has intensified. This is in spite of a string of international measures to improve financial regulation and tighten surveillance over countries that follow unbalanced policies. Some elements of a ‘global financial safety net’ intended to protect countries against crises are in place, but large gaps remain.

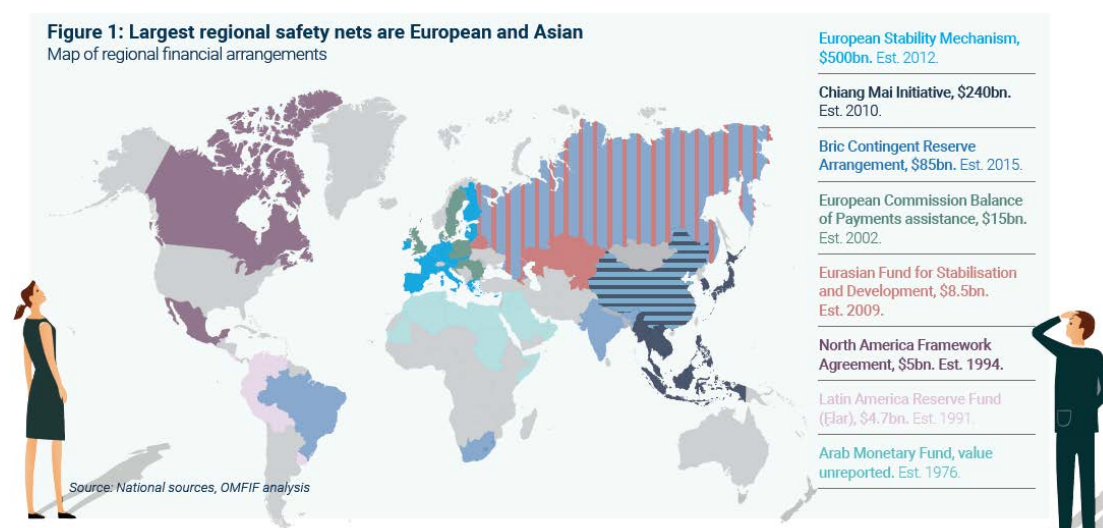
Following a sharp drop after the 2008 financial crisis, global capital flows have begun to recover. Their composition has also changed. As analysed in the September Bulletin, the post-crisis regulatory wave has succeeded in curbing cross-border bank lending. However, this has been partly offset by increasing levels of direct investments. Banks’ total foreign claims stood at \$25.8tn in 2017, \$4.6tn down from their pre-crisis peak.

Globally integrated capital markets offer important rewards to individual economies, enabling them to expand investment opportunities and diversify risk internationally, and to borrow to smooth consumption in the face of shocks. The potential gains resulting from such international risk sharing and efficient resource utilisation can be large. But capital flows can also be volatile and unpredictable, and abrupt reversals can have damaging effects on the real economy. As developed countries’ central banks navigate a period of normalising monetary policy, the global economy is entering a juncture where these risks may intensify, particularly in emerging markets.

This backdrop highlights the importance of an effective global financial safety net, defined as the collective value of countries’ sources of insurance and financing. These include individual countries’ reserves as well as external public financing at the regional and global level, such as central bank bilateral swap arrangements, regional

¹ Danae Kyriakopoulou is Chief Economist and Head of Research at OMFIF

financial arrangements such as regional reserve pooling, and the International Monetary Fund. These measures are intended to provide countries with insurance against crises, financing when shocks hit and incentives for sound macroeconomic policies. As shown in Figures 1&2, the elements of a potential safety net grew strongly following the financial crisis, as individual countries amassed more foreign reserves and BSAs and RFAs were introduced.



Expanding the net

But even this may not be enough. Reserves (including gold) of individual countries' central banks and sovereign funds make up the vast majority of the total, at around \$20tn. Out of these, around \$12tn are foreign exchange reserves held at central banks (see Figure 2). This presents several problems. Global reserves may be large, but they are also fragmented. Asia, led by China, and the Middle East, led by the oil-exporting Gulf economies, jointly hold 65% of global foreign reserves, according to the 2017 edition of OMFIF's Global Public Investor report. This uneven distribution will rarely match the global distribution of risks.

Figure 2: Reserves have risen six-fold since new millennium

Foreign reserves excluding gold, \$tn, global total

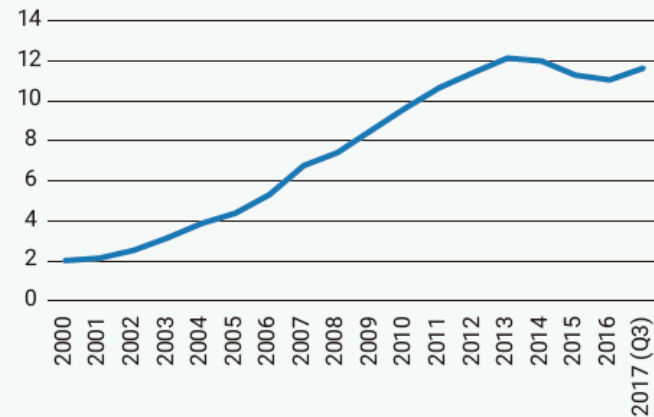
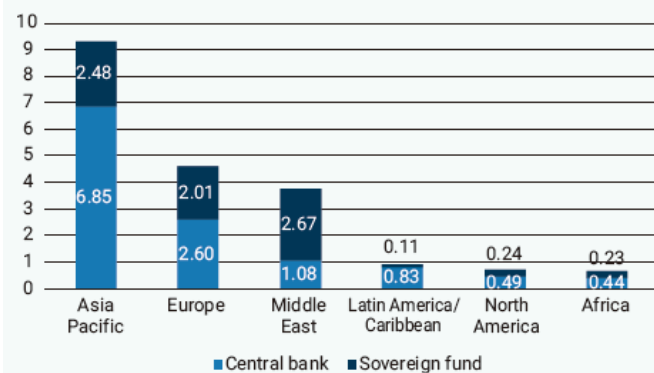


Figure 3: Asian sovereign fund and central bank assets largest in the world

Reserves by region and type of institution, \$tn



Source: OMFIF Global Public Investor 2017

Moreover, size is not always a guarantee of resilience. In times of crisis, individual countries' reserves can be depleted very quickly. Russia's reserves declined by almost 30% in just nine months in 2014-15. Reserve pooling and RFAs such as Asia's Chiang Mai Initiative and the European Stability Mechanism in the euro area can go some way to address this, but remain vulnerable to regional shocks and domestic disturbances with regional impact. These may create situations when individual countries want to access the regional pool at the same time. The choice of currency for regional reserve pools can also be problematic: Unless reserves are denominated in a currency that is issued by one of the central banks in the region, they run the risk of being depleted quickly in a crisis. But the alternative would only be feasible for regions with currencies that enjoy reserve status. RFAs are also politically difficult to implement. Better mechanisms to

contain potential disorderly spillovers are urgently needed if they are to become effective tools.

These constraints elevate the importance of global resources held at the IMF. Quota resources at the Fund doubled as part of the 14th General Review of Quotas reform package implemented in 2016, and now stand at sdr475bn (\$675bn). The Fund's lending toolkit offers multiple instruments of crisis prevention through which its members can receive financial assistance, such as the Flexible Credit Line and the Precautionary and Liquidity Line. But the stigma associated with requesting precautionary financing has constrained the extent to which the facilities have been used. In response, IMF staff proposed a new facility, the 'short-term liquidity swap' for 'members with strong fundamentals and policies', 'to provide liquidity support for potential balance of payments needs of a short-term, frequent and moderate nature'. The proposals were rejected by the Board in December 2017, who cited worries over 'the importance to maintain incentives for strong policies, minimising moral hazard, safeguarding Fund resources and avoiding overlap and proliferation of instruments'.

These important concerns need to be addressed, and indeed the Fund insists that the proposals are not completely off the table, but rather on the shelf for now. But the alternative of a global financial safety net which never took off the ground could be even more problematic.

欧洲央行的货币三难困境

2011 年退出策略失败的警告¹

弗兰克·韦斯特曼²

目前就欧洲央行扩张政策立场的辩论中，焦点主要是在量化宽松计划上。自 1 月起，月度购债规模从 600 亿欧元减少到了 300 亿欧元。有人认为这是货币紧缩的前奏，但他们忽略了决定欧元区货币基数的重要政策有两个，量化宽松只是其一。其二，对银行的全额分配政策，仍然存在。根据该政策，欧元区银行可以用合格抵押品以固定汇率向央行无限额借款。

实际操作中，两项政策非常相似。在量化宽松政策下，欧洲央行用其货币购买债券。在全额分配政策下，央行提供以债券作为抵押品的贷款。真正退出近几年的超扩张政策将减少两者的总和；成分比例倒是次要的。

然而，经验表明，在资本外逃的情况下，控制货币基数的退出战略是不可行的。上次欧洲央行试图在金融不稳定的状态下实施这样的战略时，它惨败了。2011 年春季，欧洲央行将利率从 1% 提高到 1.25%，然后再提高到 1.5%。伴随着这的是抵押品标准的收紧，以及将逐步提高利率的明确消息。

其结果就是招致一波资本外逃浪潮，这股浪潮几乎摧毁了整个欧元体系。在消息宣布之后，从 TARGET2 系统³——TARGET2 系统是欧洲央行流动性在各国以净额换算的比例——可以看到，仅在几个月内就从 3,000 亿欧元猛增至 7,500 亿欧元。这种现象很容易让人联想到在汇率钉住制破裂之前，新兴市场遭受的投机性攻击。

欧洲的这轮投机性攻击，是由于投机者选择逃向安全资产而引发的。由于受危机影响国家的央行通过购买债券或以债券作为抵押品来提供流动性，他们间接

¹ 翻译：李坤夏；审校：陆可凡、熊若洁，原文选自 OMFIF Commentary（2018 年 3 月 2 日）

² Frank Westermann 是奥斯纳布吕克经济学教授

³ TARGET2 的全称是第二代泛欧实时全额自动清算系统（Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system）

地吸收了市场的风险资产。相反，德国央行吸收了流动性，将安全资产流通了起来，这些资产是以前用于中央银行信贷抵押的。这让资本外逃变得难以抗拒，因为现在购买安全资产，不需要再因为数量固定而不可避免地承担价格的上涨。

在此期间，对货币基数的限制意味着对通过欧元体系进行的资本外逃的数额限制，以及各国央行累计的最高 TARGET2 余额。这是因为如果一国央行减少了信贷，为了保持货币基数稳定，另一国央行只能增加对银行的信贷。这种信贷减少是资本净流入国的自然反应——因为银行从国外获得大量流动资金，所以他们会向中央银行偿还贷款。但是当接收中央银行的信贷减少到零时，这种反应就达到了极限。到达这个极限时，欧洲央行便会陷入新兴市场货币政策中为人熟知的三难困境：央行无法同时做到确保共同货币的存在、允许无限制的资本外流，以及控制货币基数。三个目标必须放弃一个。

虽然在大多数新兴市场中，中央银行大多选择放弃汇率挂钩，但欧洲央行做出了不同的决定。2011 年 12 月 8 日，它放弃了第三个目标，它取消了退出战略并实施了前所未有的货币扩张“火箭筒政策”。半年后，欧洲央行行长马里奥·德拉吉（Mario Draghi）发表声明说，央行将“尽一切努力稳住欧元”，并承诺不限制资本外流，并且对 TARGET2 余额不设上限，这意味着央行失去了对货币基础的完全控制。

欧洲央行政策制定者在否认最近宣布的购债缩减是新政标志时，可能会考虑这一事件。

The ECB's monetary trilemma

Warnings from failed 2011 exit strategy

Frank Westermann¹

In the present debate on the European Central Bank's expansionary policy stance, the focus is mostly on its quantitative easing programme. In January, the monthly volume of purchases was reduced to €30bn from €60bn per month. Those who interpret this as a step towards monetary tightening forget that QE is only one of two important policies that determine the euro area's monetary base. The second, namely the full allotment policy to banks, is still in place. Under the policy, banks can borrow unlimited amounts from their central banks at a fixed rate against eligible collateral.

In practice these policies are quite similar. Under QE, the central banks buy bonds using central bank money. Under full allotment, they lend central bank money against bonds as collateral. A true exit from the ultra-expansionary policy of recent years would reduce the sum of the two; the composition would be of secondary importance.

Experience shows, however, that an exit strategy that controls the monetary base is not possible in the presence of capital flight. When the ECB last tried to implement such a strategy in a state of financial fragility, it failed spectacularly. In the spring of 2011, it raised interest rates to 1.25% from 1%, and then later to 1.5%. This was accompanied by a tightening of collateral standards and the explicit announcement of a gradual raising of interest rates.

The result was a wave of capital flight that nearly broke apart the Eurosystem. It was visible in the system of Target-2 balances, which measures the share of central bank liquidity that is wire-transferred across countries in net terms – after the announcements, they skyrocketed to €750bn from €300bn in only a few months. This

¹ Frank Westermann is Professor of Economics at Osnabrück University

pattern is highly reminiscent of speculative attacks in emerging markets just prior to the break-up of an exchange rate peg.

In Europe, the speculative attack was fuelled by investors' flight to safety. As central banks in the crisis-affected countries provided liquidity by buying bonds or by lending against bonds as collateral, they indirectly absorbed risky assets from markets. Conversely, the Bundesbank's absorption of liquidity put safe assets in circulation that previously were used to collateralise central bank credit. This made capital flight attractive, as safe assets could be bought without the price increase that would have been inevitable with fixed quantities.

A limit on the monetary base in this period would have implied a limit on the amount of capital flight through the Eurosystem, as well as a maximum of Target-2 balances that national central banks can accumulate. This follows from the fact that the national central bank of one country can only increase its credit to banks, while keeping the monetary base stable, if another country reduces its credit. This reduction is a natural reaction in the countries receiving net capital inflows – banks pay back their loans to the central banks, because they receive plenty of liquidity from abroad. But this reaction reaches a limit when the credit by the receiving central bank has fallen to zero. At this point, the ECB runs into a trilemma that is familiar from the literature on monetary policy in emerging markets: it cannot simultaneously secure the existence of a common currency, allow for unlimited capital flight, and control the monetary base. One of the three objectives must be given up.

While in most emerging markets the central banks opted to abandon their exchange rate pegs, the ECB made a different decision. On 8 December 2011, it gave up the third objective by abolishing its exit strategy and implementing an unprecedented monetary expansion, the 'big bazooka'. Half a year later, ECB President Mario Draghi's statement that the bank would do 'whatever it takes to preserve the euro', combined with the promise of unlimited capital flight, and that it would place no upper limit on Target-2 balances, implied that losing full control over the monetary base would be the consequence.



Policy-makers at the ECB are likely to have this episode in mind when refusing to interpret the latest reduction of bond purchases as a sign of a new policy stance.

系列三十三：人民币国际信贷推动人民币国际化的 路径选择¹

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所（IMI）的重点研究领域。自 2012 年研究所首次发布《人民币国际化报告 2012》并首创人民币国际化指数（RII）以来，已经连续四年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长，报告因其独立性、客观性和决策参考性，得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布，在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告 2017》主题为“强化人民币金融交易功能”。在历史经验借鉴、理论分析和实证研究基础上，本报告致力于针对“为什么要强化人民币金融交易功能”以及“如何强化人民币金融交易功能”等问题做出回答。报告不仅充分论证了强化人民币在国际市场上金融交易功能的必要性，为之提供了理论、实证以及历史经验等多方面的证据，还具体探讨了强化人民币金融交易功能的主要实现路径，并就其中存在的问题与解决方案进行了分析，为扫清制度和技术层面的障碍与制约因素提供决策参考。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2017》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2017》第六章。

国际信贷市场的发展和货币国际化之间是螺旋式上涨、相互促进、共同成长的关系。国际信贷市场的发展主要依托于贸易和投资两方面的需求，由此可以推出国际信贷推动货币国际化发展也主要有两条路径选择：贸易路径和金融市场路径。纵观主要国际货币的发展历史，德国马克的国际化进程主要是从贸易路径着眼，通过强大的工业竞争力推动马克的国际使用，从而促进马克国际化程度的提升，而美元国际化则主要是通过金融市场路径完成的，由布雷顿森林体系所奠定的美元的国际核心储备货币地位是不可动摇的，美元作为全球金融市场最主要的流动性载体，其国际化路径注定是主要依赖金融市场来完成。

满足国际贸易中的融资需求是国际信贷市场最早产生的动因，哪种货币在国际贸易结算中占据主导地位，哪种货币就会成为国际信贷市场中的核心货币。上世纪 80 年代德国出口产品的国际竞争力快速提升、产品差异化程度逐渐提高，这直接助推德国马克迅速成为了主要国际计价和结算货币。直到目前，德国的出

¹ 整理人，中国人民大学财政金融学院博士生李胜男、中国人民大学国际货币研究所研究合作部副主任安然



口商品都具有很强的竞争能力，产品差异化程度仍然保持在一个很高的水平，这保证了德国的出口企业在国际贸易市场中拥有很强的议价能力和货币选择权。

1985 年，美国对德国的进口贸易中以马克进行结算的比重达到 57.1%，美元结算只有 42.7%，同期美国对日本的进口贸易中则主要是以美元进行计价计算的，美元结算比重高达 78.8%，日元结算仅有 21.2%¹。从这些数据都可以看出德国强大的工业竞争力推动马克成为了德国进出口贸易中绝对主导的支付清算货币。

与美国依靠向全球输出大量金融产品来确保国际市场对美元长期稳定的巨额需求不同，德国在二战结束后，通过占领国际贸易链中的产业前端确保本国出口产品的主导地位从而创造了全球市场对德国马克的稳定需求。正是基于这一点，如下图所示，80 年代中期开始，马克在国际信贷市场中的占有份额逐渐上升，至欧元产生之前，马克在全球信贷市场中所占份额已经超过 25%，成为仅次于美元的国际货币。反观日元，日本和德国都是从废墟上重建的国家，货币国际化的初始条件和背景都类似，而日元在国际信贷市场中的表现却和德国马克大相径庭，从 1985 年开始，在经历了十年的快速发展之后，日元在国际信贷市场中的占比从 1995 年 6 月的接近 20% 迅速下滑至个位数，这其中的一个重要原因就是日本选错了道路。在国际市场中，谁掌控了从上游资源开发到中间品分包再到最终产品销售的产业链，谁就拥有了资源配置和利润分配的权利，当然也拥有了在这个产业链中选择结算货币的主动权，在德国默默为了获取这条产业链而不断进行产业创新时，日本却选择大规模“走出去”将巨额资金投入到金融资产和房地产交易之中，这么做的结果就是日本银行业拥有了短暂的虚假繁荣，而日本企业在全球产业链中的地位却没有得到提升，所以从日美贸易就可以看出，控制着产业链的一直是美国企业而非日本企业，日本企业在国际贸易中的议价能力可想而知，议价能力的不足注定了日元在国际信贷市场中的繁荣只能是昙花一现。

¹ 数据来源：Tavlas, G. S., The International Use of the Dollar: An Optimum Currency Area Perspective [J], The World Economy, 1997(20):709-746.

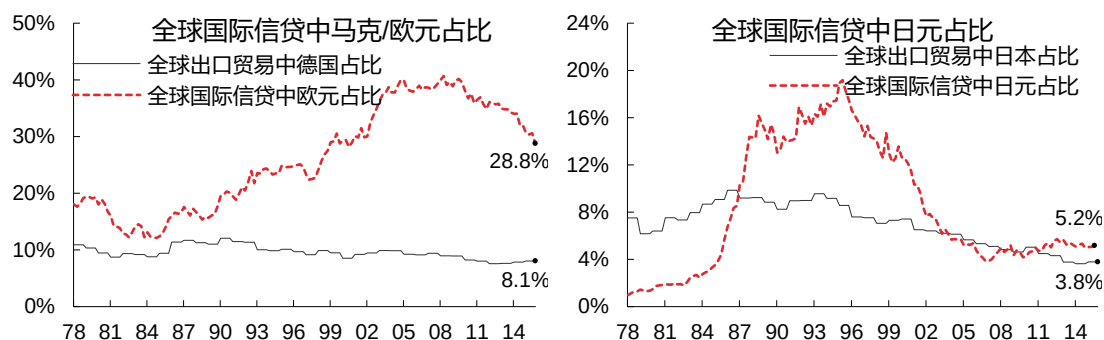


图 1 全球出口贸易结构与国际信贷货币结构对比

数据来源：BIS。

1980 年德国出口和进口中以马克进行结算的比重分别达到 82.3%和 42.8%，1995 年该数据分别为 74.7%和 51.5%，但从下图可以看出目前在中国的跨境贸易中人民币结算量占进出口贸易总额的比重不到 15%，2015 年 3 月最高时达到 37%，这说明在中国的进出口贸易中中国出口企业仍然没有在产业链中占据主导地位，中国产品差异程度仍然过低，产品差异程度低会导致出口价格弹性过大，从而降低了企业的议价能力。中国目前出现了一个类似于日本 80 年代的现象，就是大量资金涌入了国际金融市场和房地产市场，而用于提升企业在国际贸易产业链中竞争能力的资金和投入都略显不足，这是我们亟待解决的问题。

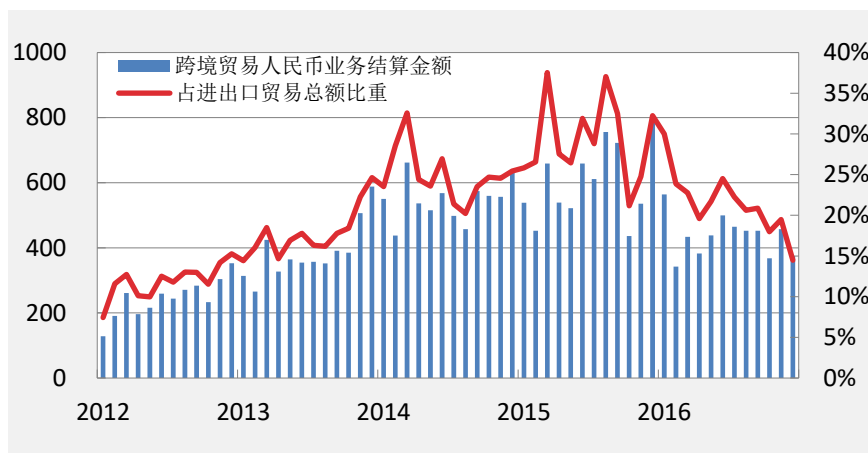


图 2 跨境贸易人民币结算

数据来源：Wind 数据库。

从国际支付货币结构与国际信贷货币结构对比图中可以看出，美元、欧元、英镑和日元在国际支付中的占比都和其国际信贷市场的发展呈现出显著的同向变化。交易媒介职能是国际货币应当具备的第一大职能，该职能最具体的体现就是在国际支付结算中的所占份额，国际信贷市场的发展可以有效推动该职能的发



2018 年第 12 期总第 255 期

展,从而促进货币国际化程度的提升。人民币国际化指数和人民币国际支付之间是高度相关的,从主要国际货币的国际化发展历程可以推出,以贸易融资为载体可以推动人民币国际信贷和国际支付职能的发展,可以提升人民币的国际化使用程度和广度,选择贸易路径发展人民币国际信贷市场是我们的最优选择。

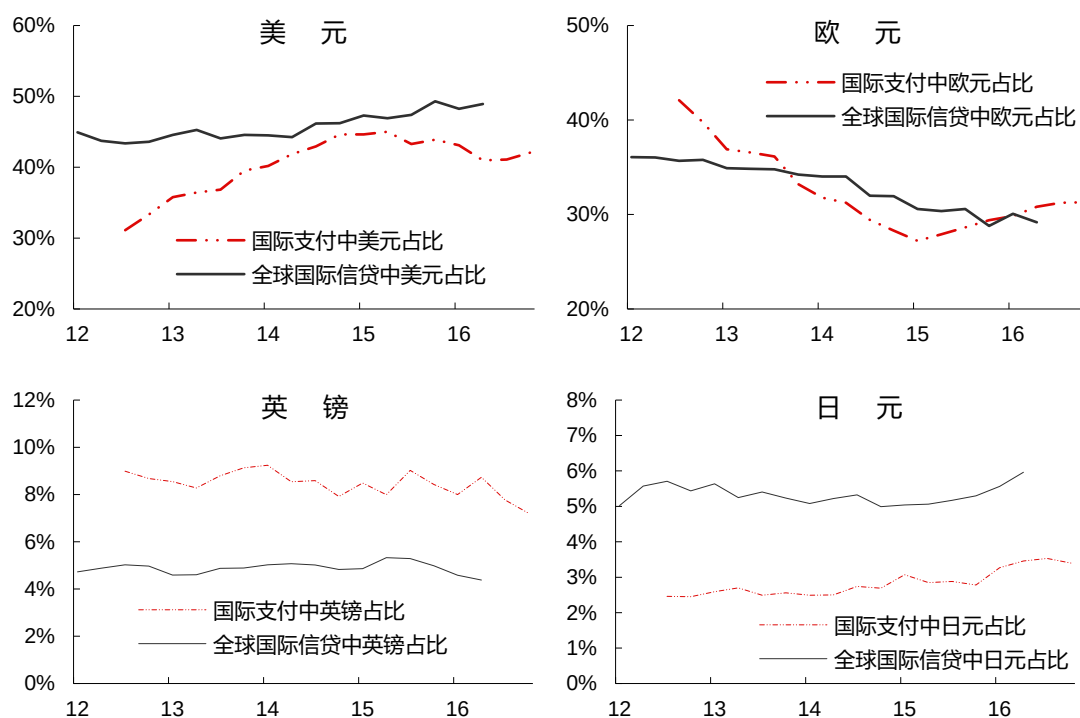


图 3 国际支付货币结构与国际信贷货币结构对比

数据来源: Wind 数据库、BIS、SWIFT。

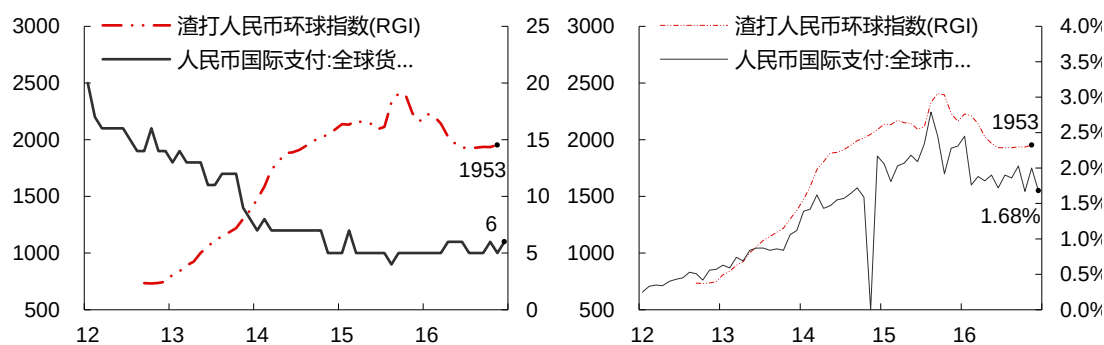


图 4 人民币国际支付与人民币国际化指数

数据来源: Wind 数据库、SWIFT。

从国际政治经济学的视角来看,货币霸权是金融霸权的最高级表现形式,而金融霸权又是货币霸权实现进程中所必不可少的坚实后盾。只有在强大的贸易和

金融市场中，才能树立起强大的货币；也只有在强大的贸易市场实现了向金融市场升级和转换的背景下，才能最终建立起强大的国际货币。

近年来很多国内外经济学家都对金融市场发展与货币国际化之间的关系进行了研究，如 Williams (1968)¹、Bergsten (1975)²、Kenen (1988)³、Tavlas (1997)⁴、Eichengreen (1998)⁵、Greenspan (2001)⁶、Mundell (2003)⁷、Chinn 和 Frankel (2005)⁸、Papaioannou 和 Portes (2008)⁹、Flandreau 和 Jobst (2009)¹⁰、Chitu 等 (2012)¹¹、Ehlers 和 Packer (2013)¹²等。Williams (1968) 提出国际货币的流动性对发行国实体经济的依赖程度较低，却对该国的金融市场和金融体制的发展高度依赖，第一次世界大战之前英镑占据国际市场中的核心地位正是得益于伦敦高度发达且紧密集中的国际银行体系。与 Williams (1968) 观点类似的还有 Kenen (1988) 和 Flandreau 和 Jobst (2009)，Kenen (1988) 认为一国（或地区）的货币要国际化，必须要有充足的货币供给，而且资本的自由流动是构建货币国际化深度和广度的必要条件，所以一国（或地区）金融市场的自由化程度以及成熟程度是决定该国（或地区）货币能否国际化的关键因素；Flandreau 和 Jobst (2009) 则通过对 Krugman (1980)¹³构建的汇率结构模型的扩展推导出流动性是决定一国（或地区）货币能否成为国际货币的首要条件。国

¹ Williams, D. Essays in Money and Banking in Honor of R. S. Sayers. In Whittlesey, C. R. and J.S.J. Wilson (Ed.). *The Evolution of the Sterling System* [M]. Oxford: Clarendon Press, 1968.

² Bergsten, C.Fred. *The Dilemma of the Dollar: the Economics and Politics of United States International Monetary Policy* [M]. New York: New York University Press, 1975.

³ Kenen, P. B., "International Money and Macroeconomics", In K.A. Elliott and J. Williamson, (ed.), *World Economic Problems*, Institute for International Economics, Washington, 1988.

⁴ Tavlas, G.S., *The International Use of the US Dollar: An Optimum Currency Area Perspective*, *The World Economy*, 6, 1997, 709-747.

⁵ Eichengreen, B., *The Euro as a Reserve Currency*, *Journal of the Japanese and International Economics*, 12, 1998, 483-506.

⁶ Greenspan, A., *The Euro as an International Currency*, Paper presented at the Euro 50 Group Roundtable, Washington, D.C., November, 2001.

⁷ Mundell, R. A., *The International Financial System and Outlook for Asian Currency Collaboration*, *The Journal of Finance*, 58, 2003, 3-7.

⁸ Chinn, M. and J. Frankel, *Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?*, NBER Working Paper, No. 11510, July, 2005.

⁹ Papaioannou, E. and R. Portes, *Costs and Benefits of Running an International Currency*, *European Commission Economic Papers*, No. 348, November, 2008.

¹⁰ Flandreau, M. and C. Jobst, *The Empirics of International Currencies: Network Externalities, History and Persistence*, *The Economic Journal*, 119, 2009, 643-664.

¹¹ Chitu, L, B. Eichengreen and A. J. Mehl, *When Did the Dollar Overtake Sterling as the Leading International Currency? Evidence from the Bond Markets*, NBER Working Paper, No. 18097, May, 2012.

¹² Ehlers, T. and F. Packer, *FX and Derivatives Markets in Emerging Economies and the Internationalisation of Their Currency*, *BIS Quarterly Review*, December, 2013, 55-67.

¹³ Krugman, P., *Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange*, *Journal of Money, Credit and Banking*, 12, 1980, 513-526.

内学者邱崇明和刘郁葱（2010）¹则提出了不同的看法，他们认为一国实体经济的产业竞争力才是支撑国际货币长久发展的决定性因素，金融市场的竞争力只是在短期内起到显著作用。此外，Chitu 等（2012）构建了 Tobit 模型对 33 个国家 1914 年至 1946 年国外公共债务货币构成的数据进行了实证分析，得出结论认为美国金融市场的深化发展是美元在债券市场所占份额超越英镑的最主要原因。

在国际信贷市场中，银行间同业拆借是主要国家对外债权的重要组成部分，金融机构之间的相互借贷是推动国际信贷市场发展的主要力量。图 5 显示，非银行私人部门是国际信贷资金的主要使用者，其次就是银行（日本除外），在 80 年代德国马克国际化程度快速发展时期，德国对外债权主要以银行拆借为主，最高点时银行拆借占德国对外债权的比重超过 73%，中国应当借鉴德国的经验，以银行间拆借市场为突破口，大力推进银行间人民币国际信贷市场的发展。

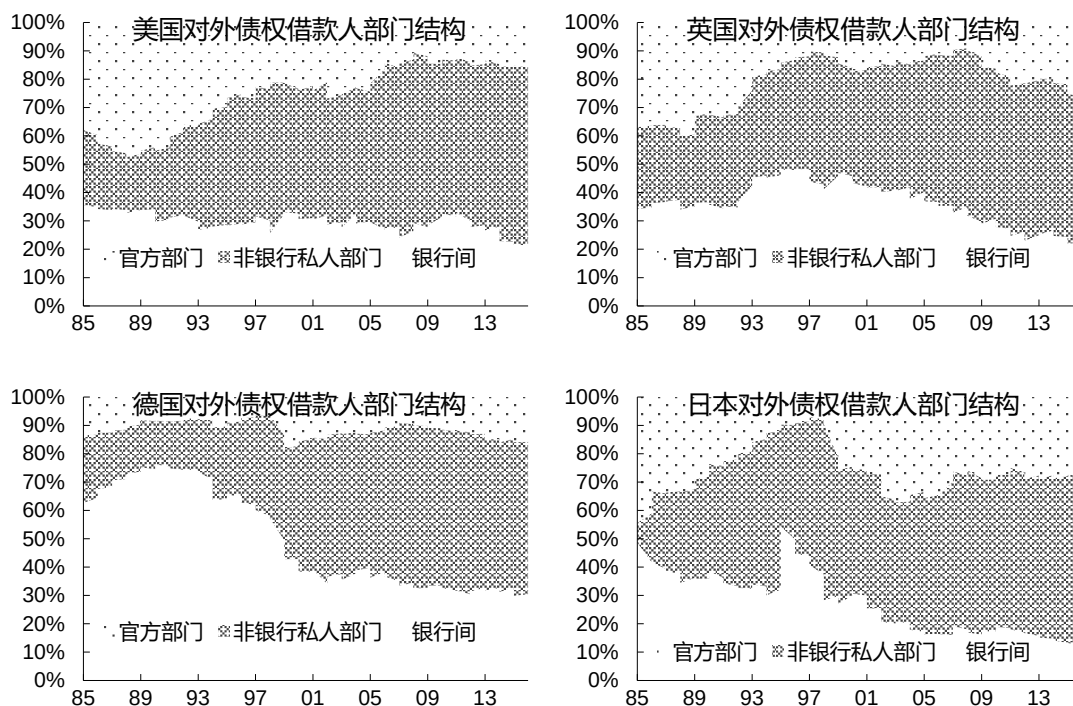


图 5 主要国家对外债权借款人部门结构

数据来源：BIS。

随着世界经济全球化进程的不断深化和国际金融市场的不断创新和发展，货币在国际金融市场中所发挥的各项职能也更加突出，金融市场的发展对一国或地

¹邱崇明、刘郁葱，产业竞争力对货币国际化的决定性作用研究，福建论坛（社会科学版），2010（6）：9-14。

区货币国际化的影响日趋显著，一国或地区国内外金融市场的发展程度和水平成为推动其货币国际化进程的一个十分关键的因素。美国发达的金融市场为美元长期保持国际货币核心地位提供了强有力的支持和保障，全球范围内各国的公共部门和私人部门对美国金融产品的巨大需求是美元能长期稳定保持其国际货币霸主地位的微观基础。对美国金融产品的需求激发了美元国际信贷市场的发展，下图中可以看出，全球外汇储备中美元占比和全球国际信贷中的美元份额变化基本保持一致，全球国际信贷市场中美元占比的上升会带动美元储备货币份额的增加，而欧元、日元和英镑也显示出了同样的趋势，国际信贷市场货币结构的变化更多的是反应出了微观经济体的需求变化，外汇储备更多的是表现出了官方宏观层面的战略布局，而微观层面的货币需求是官方储备货币布局最主要的考量因素，正是因为微观企业在经常账户和金融账户项下出现的国际收支不平衡现象才促使货币当局不得不通过外汇储备的变化来进行调节，反应微观经济体货币需求的国际信贷市场对国际货币储备职能的影响不言而喻。

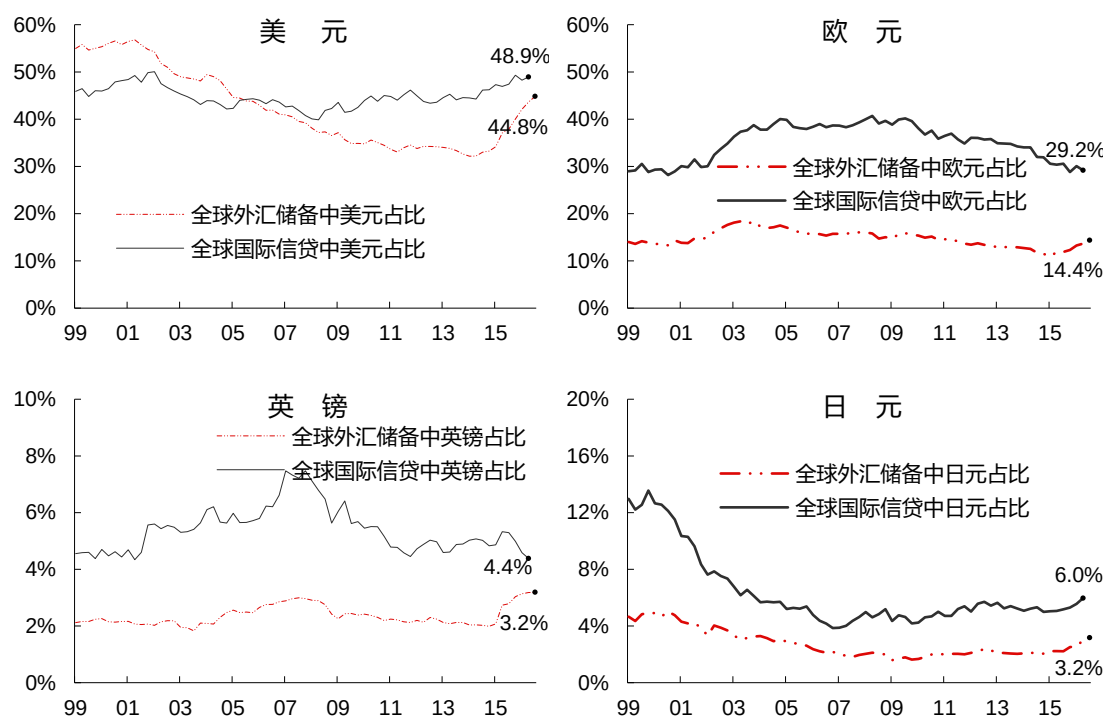
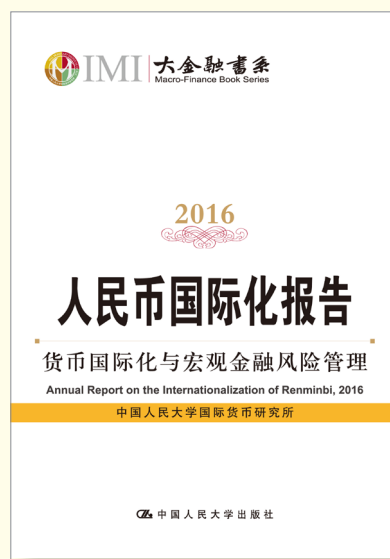


图 6 全球外汇储备与国际信贷货币结构对比

数据来源：Wind 数据库、BIS。

《人民币国际化报告 2016》

《人民币国际化报告 2016》的主题为“货币国际化与宏观金融风险管理”。报告聚焦于人民币国际化新阶段的宏观金融管理问题，对人民币加入 SDR 后的宏观金融政策调整及其可能诱发的国内宏观金融风险展开分析，包括汇率波动和汇率管理，以及跨境资本流动对国内金融市场的冲击、银行机构国际化风险和实体经济风险等重要议题。报告建议，要加强宏观审慎管理，抓住重点，推进供给侧改革，防范系统性金融风险，为实现人民币国际化最终目标夯实经济基础并提供根本保障。



具体而言，一是应当进一步推动汇率市场化改革，完善人民币汇率制度，从管理浮动逐渐过渡到自由浮动。二是资本账户开放要与汇率制度改革相互配合，坚持“渐进、可控、协调”的原则，适应中国经济金融发展和国际经济形势变化的需要。三是应充分借鉴国际经验，明确当前我国金融监管改革的原则，构建符合中国实际的宏观审慎政策框架，为加强系统性风险管理提供制度保障。

厦门 国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

深圳市福田区深南中路1001号
2468号怡化金融大厦20楼



更多精彩内容请登陆国际货币网
<http://www.imi.org.cn/>

刊发日期：2018年4月2日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载