

【本期推荐】

IMI锐评 | 中国步入“再通胀”了吗？

【“贸易战”专题】

周颖刚：强美元与贸易战下人民币汇率国际影响力受压

王 彬：货币政策、贸易争端如何影响全球经济

张岸元：中美经济基本面对贸易冲突的支撑

许宪春等：从统计视角对中美贸易不平衡问题的再理解

【海外之声】

John Glaser：美国和中国：冲突还是合作？

Marcello Minenna, Edoardo Reviglio：TARGET-2困境亟待解决方案——德国债券使EMU团结一致

**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	张之骧	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：**李虹含

**编委：**安 然 朱霜霜 魏 唯

**责任编辑：**陈艺博

**栏目编辑：**杨章轶

**美术编辑：**张耘峒

**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



## IMI 锐评 | 中国步入“再通胀”了吗？

近期，国家统计局公布了 8 月通货膨胀数据，显示出通货膨胀继续升温的迹象。其中，8 月 CPI 同比增长 2.3%，较上月爬升 0.2 个百分点，连续两个月处于 2% 以上；而全国工业生产者出厂价格同比上涨 4.1%，较上月回落 0.5 个百分点，工业生产者购进价格同比上涨 4.8%，比上月回落 0.4 个百分点。尽管工业生产者价格涨幅出现一定程度回落，但由于受国际原油价格今年上半年攀升、北方生猪疫情、山东寿光水灾、一线城市房租价格上涨等事件影响，加之人们对消费者物价指数（CPI）的感受更直接，因而许多人表现出对我国出现“再通胀”甚至陷入“滞胀”的忧虑。那么，我国是否真的正步入“再通胀”进程？通胀持续上升的原因在哪里？货币政策会对此作出调整吗？就上述问题，本文特将 IMI 研究员的观点整理如下。

### “食品价格对 CPI 上涨贡献度最大”

IMI 研究员孙超表示，8 月 CPI 上涨主因是食品价格环比大幅上涨 2.4%（上月为 0.1%）。从同比角度看，非食品项涨幅为 2.5%，较上月微增 0.1 个百分点；食品项涨幅为 1.7%，较上月上升 1.2 个百分点。可见，同比环比两方面，食品项作用都是最大的。

其中，食品项下，受高温多雨天气和部分地区台风降雨影响，鲜菜环比上涨 9.0%，略超季节性（近 3 年同期分别为 8.52%、7.93% 和 6.82%），影响 CPI 上涨约 0.21 个百分点；鲜果环比上涨 0.8%（往年同期一般为负值）；猪肉市场供应偏紧，环比上涨 6.5%，影响 CPI 上涨 0.14 个百分点；开学在即且中秋临近，鸡蛋价格明显上涨，抬升 CPI 环比涨幅 0.1 个百分点。

非食品分项涨跌互现：衣着环比跌幅收窄，交通通信、教育文化娱乐涨幅回落，医疗保健涨幅回升，房租上涨拉动居住价格上涨 0.5%。房租涨幅略超季节性（近 2 年同期分别为 0.38%、0.2%），我们认为或与租房价格上行有一定关系，但目前仍处于可控范围。成品油调价影响汽油和柴油价格，暑期出行人数较多，

带动旅游和宾馆住宿价格上涨 0.12 个百分点。

8 月 CPI 翘尾效应为 1%，新涨价因素为 1.3%，新涨价因素较上月提高，显示价格确有回升趋势。从同比角度来看，CPI 分项中食品分项收于 1.7%，较 7 月大幅提高 1.2 个百分点。因此，食品项上涨为推动 8 月 CPI 上涨主因。

### “PPI 翘尾大降，但传导增强”

财新智库莫尼塔研究董事长钟正生表示，8 月 PPI 同比降至 4.1%，主要因为翘尾大降，而环比涨幅增强。8 月翘尾因素由 3.9% 降至 3.0%，新涨价因素由 0.6% 升至 1.1%。其中，生产资料与生活资料价格环比均有增强。

生产资料环比升至 0.5%，主要是因为原材料工业止跌回升、加工工业涨幅扩大，而采掘工业涨幅持平高位。黑色金属冶炼和压延加工业、石油煤炭及其他燃料加工业的涨幅扩大，化学原料和化学制品制造业止跌回升、有色金属冶炼和压延加工业跌幅收窄，可能与 7 月下旬政策积极发力、信贷放款提速及旺季来临、限产提前等因素有关，工业品量价增长呈现出复苏态势。

生活资料环比升至 0.3%，主要是因为食品、一般日用品的环比涨幅增强，除了食品季节性涨价因素外，可能还与涨价传导增强有关。分大类行业看，上游价格拉动继续下降，中下游价格拉动继续小幅增强。工业品需求虽然整体仍弱，但政策托底与价格复苏的预期有所增强。当然，环保限产政策趋严，对于工业品涨价及其传导的有利因素也在发酵。

### “国际因素对国内通胀的影响有限或不确定”

贸易摩擦与原油价格有可能对国内通胀具有影响，但目前来看影响均不大。IMI 研究员张瑜认为，贸易摩擦所引发的进口替代及市场供需的自动调节，对通胀影响较为有限，预计两轮关税对中国 CPI 影响介于 0.16%-0.28%。具体测算中采用了拆分匹配法和模型法。根据拆分匹配法，第一轮对美 500 亿美元商品征收 25% 关税对 CPI 影响 0.1%，第二轮对美 600 亿美元进口商品征收 5%-25% 的四档关税，由于征收商品 CPI 权重及美国进口占比不高，冲击亦有限，极值或为 0.19%。而模型法下，两轮关税影响的极值为 0.13% 和 0.16%。



孙超表示，目前来看，原油价格对我国通货膨胀的影响具有不确定性。油价的利多因素是伊朗局势的演变，特朗普在 5 月份退出伊朗核协议，并要求所有国家将伊朗石油进口降为零。若伊朗受制裁，其可能封锁霍尔木兹海峡，导致供给减少。而利空因素是美俄及 OPEC 可能在伊朗断供后增加产能和出口以增加供给。同时全球贸易摩擦、经济下行等因素也会对原油需求带来较大不确定性。

### “短期内不必担心滞胀”

IMI 特约研究员、中国社会科学院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究室主任张明认为，短期内（2018 年下半年、甚至 2019 年上半年）不必过分担心通胀，原因有以下四点。其一，目前导致通胀预期上行的事件，都属于供给侧冲击，并没有得到需求方的支持。而如果缺乏需求方支持，“胀”的可持续性就值得怀疑。原因之二，是目前这些供给侧冲击中，油价、蔬菜、猪肉的价格能否持续上涨，存在不确定性。全球油价的走向取决于中东地区地缘政治冲突是否会继续加剧。蔬菜的生长周期通常在一个季度以内，寿光水灾的影响很可能难以持续。至于生猪疫情，一方面，疫情目前影响的存栏数量非常有限；另一方面，由于有疫情扩大的预期，农户可能让生猪提前出栏，这可能会放大而非缩小短期内生猪供给。原因之三，虽然一线城市房租的上涨是真实的、而且可能持续较长时间，但遗憾的是，这对 CPI 中房租部分的影响微乎其微。首先，房租在 CPI 篮子中的占比相当有限，约在 15% 左右。其次，CPI 篮子中的房租有很大一部分是所谓虚拟租金，是统计局根据固定系数测算的自住房的成本，这几乎是固定不变的。再次，即使 CPI 篮子中房租部分会影响市场租金变动，一线城市在其中的占比也是非常有限的。因此，即使一线城市房租继续上升，CPI 篮子中的租金也可能岿然不动。原因之四，是目前货币因素是在持续压制 CPI 走势。从历史上来看，中国 M1 同比增速与 CPI 同比增速存在显著正相关，且前者变动要领先后者一年左右。今年年初至今，M1 同比增速不断下行。今年 2 月至今，M1 同比增速已经连续多个月低于 M2 增速。从历史经验来看，这意味着总需求未来将会继续下行，而通胀也会相应的面临下调压力。

## “通货膨胀走势预测”

张瑜认为，长期通胀走势或分为三个阶段——第一阶段即短期内小幅走高但整体平稳，压力可控。第二阶段，明年春节后 3-6 月份通胀冲高，结合经济数据或给市场以“复苏”错觉。通胀明年二季度冲高，主要是基数原因下的上行，通胀压力届时显现。而经济数据则由于“春节后开工+今年环保限产提前造成抢工效应更强+今年下半年专项债落地逐步形成投资”三因素时点共振而短暂走强。第三阶段即明年下半年通胀回落与否，则需关注 3 个变量：其一，猪瘟今年后续影响是否会提前开启猪周期；其二，扩信用是否能够真正渗透进实体层面起效从而拉动 PPI 并向下游传导，其三，货币政策边际宽松而严控地产的大环境下，流动性会否外溢进一步助推通胀。

IMI 研究员谢亚轩也表示，年内温和通胀格局并未发生改变。客观来说，目前仍不能排除 9 月 CPI 同比继续出现小幅抬升的可能性，但从环比的角度来看食品项的涨幅预计将收窄，展望四季度，CPI 同比大概率仍将重回下行，全年温和通胀的格局并未改变，市场中较强的通胀预期可能将被逐步证伪，货币政策也不会针对通胀进行调整。明年一季度可能才将面临一定的通胀压力，猪价与菜价均可能是潜在的风险点，但目前仍未看到推动明年 CPI 同比破 3 的动力。

（观点整理：罗琦）

## 强美元与贸易战下人民币汇率国际影响力受压

周颖刚<sup>1</sup>

2018 年上半年以来，美元加息以及中美贸易摩擦不断升级等事件使美元持续走强，人民币兑美元汇率自第二季度开始进入贬值通道，双向波动不断加强。厦门大学经济学科编制的人民币汇率国际影响力指数显示，强美元与贸易战下人民币汇率的国际影响有所下降，如图 1 示。

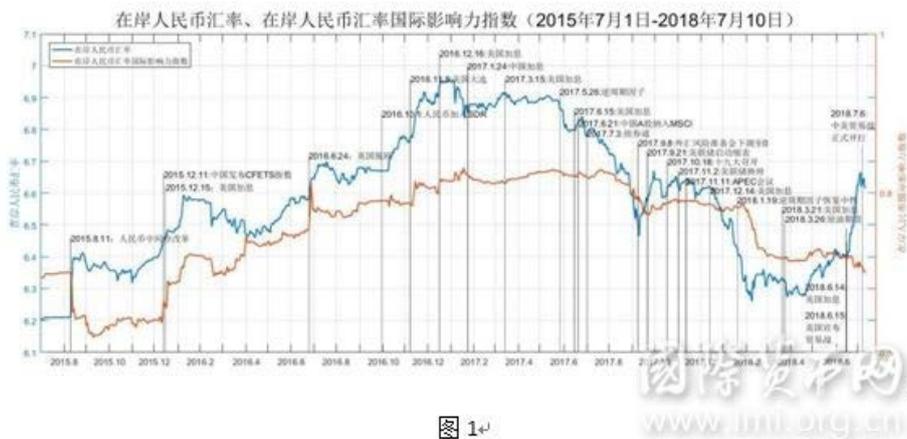


图 1<sup>1</sup>

### 一、美联储加息与中美贸易战交织使人民币兑美元汇率持续走弱

目前，全球主要经济体货币政策正面临转向，自 2015 年 12 月启动本轮加息周期以来，美联储已加息 7 次并开启缩表进程，欧洲央行、日本央行等退出极度宽松货币政策的预期上升，引发套利资本流出新兴市场，流向美国等发达国家；同时，全球贸易摩擦加剧、地缘冲突等使国际资本流动的不确定性和金融市场的避险情绪上升，这对汇率、利率以及资产价格产生较大影响，美元等避险货币持续升值。

<sup>1</sup> 周颖刚，中国人民大学国际货币研究所特约研究员，厦门大学王亚南经济研究院副院长、经济学院金融系教授

3月21日和6月14日，美联储连续二次加息，将联邦基金利率目标区间上调到1.75%至2%的水平。有独无偶，在每次加息的次日，特朗普政府都宣布了使中美贸易摩擦升级的措施，3月22日特朗普政府表示将对500亿美元中国商品征收惩罚性关税，几经谈判未果，6月15日白宫对中美贸易发表声明，对1102种产品总额500亿美元商品征收25%关税，并于7月6日正式实施。

从图1可以看出，美联储两次加息与中美贸易战交织使人民币兑美元的汇率持续走弱。进一步得，图2显示从3月美元加息和中美贸易摩擦开始，人民币对美元贬值，但人民币对一篮子货币汇率保持基本稳定，上半年CEFTS人民币汇率指数和参考BIS货币篮子和SDR篮子货币的人民币汇率指数却有升值。到了6月份，人民币汇率受中美贸易战影响持续贬值，且人民币对一篮子货币汇率也有下跌趋势。

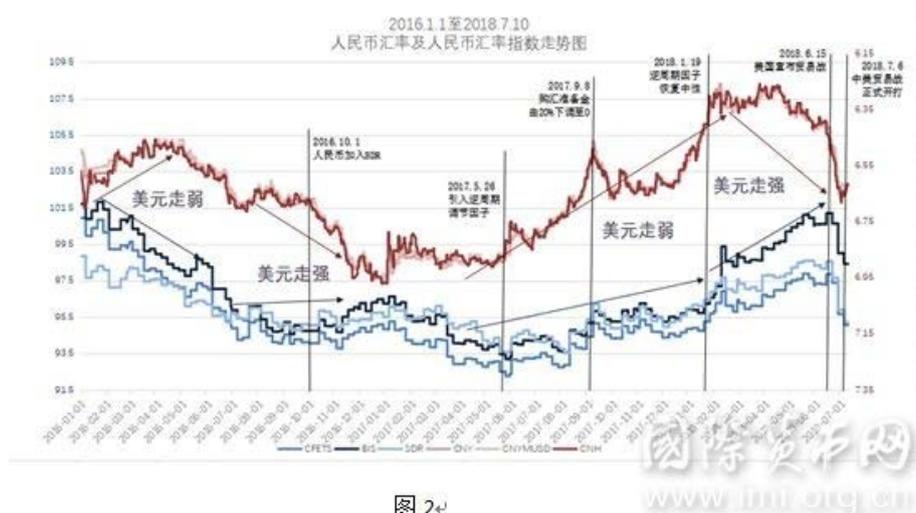


图 2

## 二、人民币汇率国际影响力有所下降

图3绘制了从2005年1月3日到2018年7月10日在岸人民币汇率(CNY)国际影响力的走势。图中的五条指数分别是：人民币汇率国际影响力指数(红色)衡量人民币汇率对G20经济体货币汇率的平均净影响力；人民币汇率对发达经济体货币的影响力指数(绿色)，衡量CNY对7种发达经济体货币(美元，欧元、英镑、澳元、加元、日元、韩元)的平均净影响力；人民币汇率对发展中国家货币影响力指数(蓝色)衡量了CNY对9种发展中国家货币(阿根廷比索、巴西雷亚尔、印度卢比、印尼卢比、墨西哥元、俄罗斯卢布、沙特里亚尔、南非



兰特、土耳其里拉)的平均净影响力;人民币汇率对亚洲国家货币影响力指数(黄色)衡量 CNY 对 G20 中五个亚洲国家货币的平均净影响力;人民币汇率对金砖国家货币影响力指数(紫色)衡量了 CNY 对金砖五国中其它四国货币的平均净影响力。

图 3 显示,自 2018 年 1 月 19 日逆周期因子恢复中性后,人民币汇率对 G20 经济体货币及其不同组合的影响总体均出现下跌;强美元与贸易战下人民币汇率对发达国家货币的影响有所下降,而对发展中国家和金砖国家货币的影响则保持相对稳定。



图 3+

图 4 和图 5 分别为 2018 年 1 月 19 日和 2018 年 7 月 10 日人民币对 G20 国家中各国货币净影响力,从图中可以看出,人民币汇率对 G20 经济体各种货币的影响均有所下跌,其中人民币对美元的净影响力从 0.70 下降至 0.60,降幅达 14.28%。



图 4+

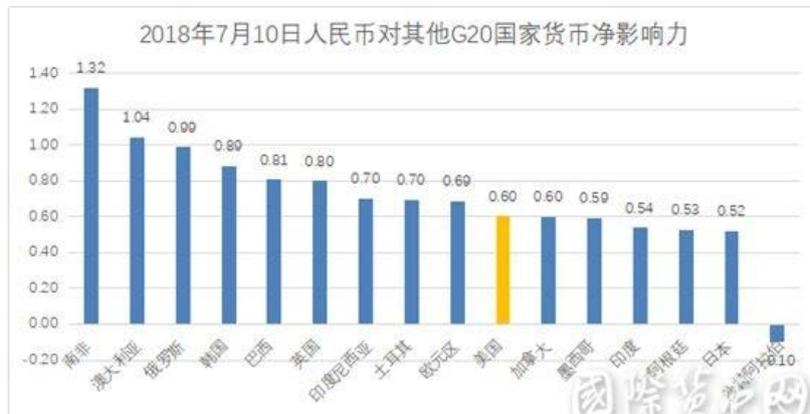


图 5

展望 2018 年下半年，尽管贸易摩擦升温，美联储继续加息，外部环境复杂多变，但中国经济基本面稳中向好，人民币汇率保持基本平稳，为人民币国际化的进一步推进奠定了良好的经济基础。德国、法国以及越来越多的新兴市场经济体将人民币纳入外汇储备，对人民币国际化投下信任票。人民币计价原油期货在上海国际能源交易中心挂牌交易，A 股纳入 MSCI、CIPS 二期正式运行，积极迹象不断展现，人民币国际化将逐渐回升。



## 货币政策、贸易争端如何影响全球经济

王彬<sup>1</sup>

### 货币政策取向有所微调

货币政策取向有所调整，短期内紧信用仍会持续。我国货币金融条件边际收紧开始于 2016 年下半年，首先是作为总量型调控的货币政策逐渐回归稳健中性的状态，随后是以金融风险防范为导向的金融体系结构重塑与金融强监管周期到来，金融领域的去产能、供给侧改革拉开序幕。2017 年以来的一系列金融强监管政策从根本上改变了金融机构表内外资产负债扩张的模式，通过金融杠杆做大表内外资产、配置非标资产与债券等有价值证券以增厚收益的盈利模式已经基本结束。货币金融条件的转换成为当前货币市场流动性结构分化、社会融资成本上行的主导因素。首先，中小银行、非银行金融机构面临的流动性压力持续加大，但货币市场流动性分层没有影响央行货币政策调控，从利率走廊区间看，DR007、SHIBOR1W 是央行公开市场操作关注的重要利率，表明了货币政策作为总量政策保持稳健中性、管好流动性总闸门的政策导向。其次，受到金融去杠杆的影响，影子银行规模下降，同业业务扩张受到抑制，银行业表内外资产规模与结构调整明显。

从以往经验来看，过度收紧货币无益于去杠杆，相反可能导致推升杠杆率或者导致债务风险暴露与债务危机的集中爆发。美国在金融危机后的实体、金融部门出清与去杠杆过程中，先后开展了三次量化宽松货币政策，保持了市场流动性与金融体系的稳定。货币政策是管总量的，控制杠杆是结构性的问题，去杠杆应该更多地依赖金融监管等结构性政策。低效率的僵尸企业、地方融资平台是去杠杆的主要对象。年初以来央行先后开展三次定向降准，货币政策出现了微调，这表明作为总量型的货币政策在去杠杆过程中应该提供一个相对稳健中性的货币条件。未来一段时期内，在经济放缓可以接受的范围内，央行将保持宽货币防范

<sup>1</sup> 王彬，中国人民大学国际货币研究所研究员

系统性债务风险爆发、紧信用收缩融资严控杠杆反弹的政策基调，短期内宽货币对社会融资成本改善的作用有限。

### 人民币汇率未来双向波动将更为显著

美元指数主导人民币兑美元汇率中间价调整。“8•11”汇改以后，人民币兑美元汇率走势出现了较大调整。2015 年末人民币汇率中间价形成机制公布以后，人民币中间价参考昨日收盘价 + 对一篮子货币汇率变化的形成机制被推广和认可。从人民币汇率中间价形成机制来看，当美元出现调整，非美元货币与人民币之间的汇率关系随着发生改变，人民币兑美元汇率就需要调整达到一个合意的隐含中间价来保持对一篮子货币相对稳定或者有限幅度的调整，因此人民币兑美元即期汇率和人民币对一篮子货币的汇率变化共同构成了人民币兑美元汇率中间价调整的两大要素。而如果考虑到修正市场预期、更好反映经济基本面影响，则又引入了逆周期因子的调节。总的来看，美元走势无疑成为主导人民币兑美元汇率中间价调整的关键因素。

美元、美债走势与中美货币政策的分化。近期，美元指数持续上行，同时美债期限利差持续下行。美元走强主要因素包括三个方面，一是美国自身经济基本面仍保持强劲态势，对

欧盟、日本经济的相对优势扩大。美国就业市场进一步走强，支持薪资增长，通胀接近美联储 2% 的目标。二是欧美货币政策继续分化，美联储渐进加息，市场预期欧央行加息最早可能在明年第二季度以后。三是地缘政治、贸易争端升级等因素进一步支持美元指数上升。本轮美联储加息进程仍在进行，预计未来 10 年期国债收益率仍有上行空间，但短期利率上行幅度将更大，美国期限利差将会继续收窄。值得注意的是，未来有三个因素可能对当前美元、美债走势的逻辑构成挑战：首先是美国自身债务尤其是短期政府债务持续扩张与高利率条件是否具有可持续性；其次，如果期限利率倒挂至零或者负利率区间，意味着流动性长期资产配置的边际增量可能达到极限，这对金融市场稳定性形成压力；最后是贸易争端加剧对美国经济复苏进程的影响值得关注。



2018 年以来，美国先后在 3 月和 6 月进行了两次加息，我国先后面向普惠金融、MLF 到期置换和支持债转股与小微企业融资开展了三次降准。随着美国经济表现强劲，2018 年以来美国加息进程持续。我国 2016 年经济企稳后，宏观政策更多侧重于对结构性的问题，这其中主要是对实体与金融部门的债务风险、高杠杆的治理。我国货币政策也转向从紧，公开市场操作等政策工具利率上调、期限拉长，MPA 考核压缩广义信贷增速，资管新规等强化了影子银行监管。在这一时期，我国与美国货币货币政策总体来看是同向的，都处在收缩从紧的方向。当前中美货币政策正在从同向从紧逐渐分化，考虑到国内经济稳中有降，实体部门融资难融资贵问题仍然突出，未来国内货币边际上有继续趋向宽松的空间，中美货币政策走向分化的趋势将会持续。

经济基本面决定人民币均衡汇率长期趋势。近期人民币对 CFETS 篮子指数出现大幅下降，人民币兑汇率调整幅度有所超调，这与贸易争端加剧、国内货币政策出现微调以及中美货币持续分化有很大关系。从货币政策来看，中美货币政策正呈现分化趋势。这些都成为触发人民币对一篮子货币汇率出现下调的因素。从技术上看，美元走势决定人民币兑美元汇率的调整，但人民币均衡汇率长期趋势则取决于国内经济基本面。当前，尽管我国经济增长出现一定的放缓，但增速仍处于稳定区间，金融风险防范、去杠杆正在持续推进，系统性金融风险爆发的可能性不大，我国经济基本面、对资本外流的有效管理和外汇储备规模能够支持人民币均衡汇率长期内保持稳定。

### 货币金融条件过快收紧与贸易争端加剧影响全球经济复苏

货币金融条件收紧会最终影响到全球经济基本面。从经济基本面来看，当前主要经济体表现均处于金融危机以来的高点，同时全球货币金融条件正在持续收紧，这可能成为导致未来金融市场动荡进而经济复苏受阻的诱因。值得关注的是，货币金融政策紧缩超预期正在成为全球面临的重要风险因素，其对未来全球经济的影响与后果可能没有得到充分地评估。

中央银行线性收紧货币政策对金融市场的边际影响可能是非线性的，在最初的收紧阶段不构成对经济的直接影响，但随着收紧力度持续增加与对经济影响的时滞效应逐渐展现，货币金融条件变化会最终影响到经济基本面。

贸易争端给全球经济复苏带来不确定性。特朗普政府对外政治、经济和外交政策中，贸易武器正在越来越多被使用。贸易问题已经不仅是美国在经济层面意图重振制造业的重要关注领域，美国开始借贸易问题实现政治、外交等层面的利益交换、地缘关系整合。特朗普政府重要组成人员轮番更替，不少新任者在贸易问题上持极端立场，整个团队的新保守主义色彩正在不断加深，这是值得关注和警惕的。

从博弈的角度看，贸易逆差国作为贸易争端的发起国，虽然会受到贸易顺差国的后续反制，但由于贸易关系上的不对等和贸易顺差国更倾向于维护当前贸易关系，因此反制力度一般不会强于逆差国，贸易保护与反制的力度是不对称的，这就会造成短期内贸易顺差国更容易受到贸易争端的影响。从历史经验看，贸易争端都无益于全球经济复苏与增长。囚徒困境的思维、以邻为壑的政策最终会伤及全球经济复苏进程。贸易争端持续升级会对当前全球经济的复苏带来负面影响。

事实上，我国无意追求庞大的货物贸易顺差，但贸易不平衡的结构性因素在短期内又难以改变。值得注意的是，与我国货物贸易的巨大发展规模相比，服务贸易显然是个短板，因此，我国未来实现贸易结构优化、应对潜在的贸易争端，应当以提升服务贸易竞争力作为贸易转型升级的突破口。从我国经济增长更加注重高质量发展和我国服务业在经济中整体占比持续提高的趋势看，未来我国经济高质量发展不仅靠制造业，还包括服务业的跨越式发展。我国消费、制造业、流通业等基础设施服务体系的升级都与服务贸易有密切关系，我国未来贸易竞争力提升、摆脱服务贸易逆差需要服务业竞争力的加强。未来我国在贸易领域的发展方向应当是出口以货物、服务、技术、资本输出相结合，加强技术、标准、品牌、质量、服务为核心的综合竞争优势，以创新驱动贸易增长，营商环境逐步向制度规范和法制化国际化过度，我国在全球经济治理的地位也应由遵守、跟随国际经贸规则为主转向主动参与国际经贸规则制订。



## 中美经济基本面对贸易冲突的支撑

张岸元<sup>1</sup>

中美贸易冲突的演进不取决于我们，也不取决于白宫当局，最终还是要看经济基本面。

### 一、两国经济运行处于周期的不同位置

美国二季度 GDP 环比年化增速达到 4.1%，创 2014 年以来新高，经济处于繁荣期。次贷危机后，美国多次出现季度 GDP 环比年化增速超过 4% 的情况（2009 年 Q4、2011 年 Q4、2014 年 Q2）。美国百年以来的平均实际增速（年度）在 2-2.5% 左右，二季度实际 GDP 同比增速为 2.8%，超出平均增速。

经济数据有季节因素，通常美国二、三季度 GDP 表现相对较好。下半年，预计美国经济仍将处于历史均值上方运行，环比年化增速仍可能超过 4%。

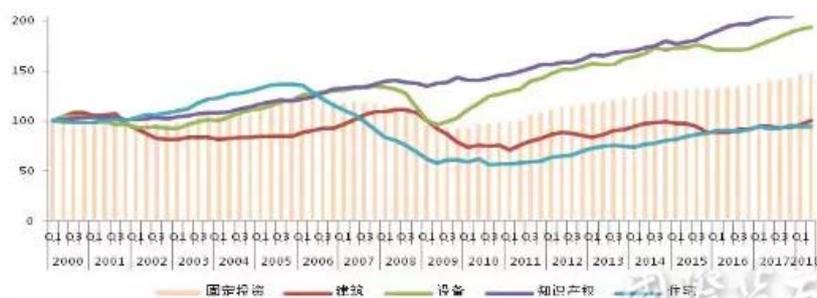
中长期看，中国经济增速处于下行通道，近年经济运行仍高于实现“十三五”目标所需的水平。下半年虽面临下行压力，但诸多研究表明，增速仍可能保持在 6.5 以上。因此从短期增长看，两国都具有相当大的承压能力。

### 二、美国固定资产投资状况优于中国

美国二季度私人总投资环比增速为 -0.6%，这主要受一季度环比增速过高（9.6%）及存货下降的影响，其同比增速仍在 4.5% 左右。如果不考虑存货因素，固定投资仍然保持上行态势，同比 5.5%（高于一季度的 5.2%）。值得注意的是，本轮投资主要由设备和知识产权类投资拉动，实际住宅投资显著低于次贷危机之前的水平，地产市场距离泡沫有相当距离。如果下半年或明年，美国基建计划提上日程，投资数据还将进一步改善。

<sup>1</sup> 张岸元，发改委经济研究所财政金融室主任

图一：美国实际固投及其分项（2000Q1=100）

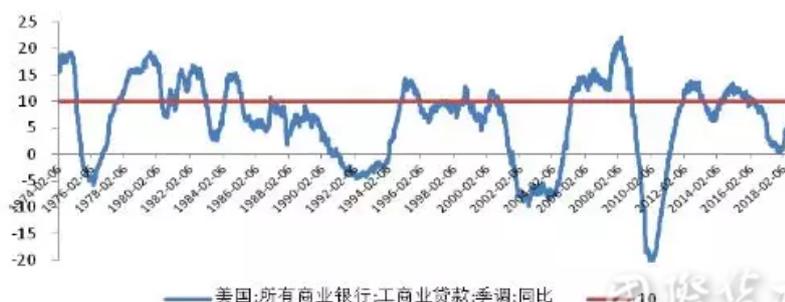


数据来源:wind; 制图: 东兴证券研究所。

中国当前固定资产投资存在诸多问题, 基建投资持续下行, 制造业投资不振, 对房地产投资依赖过重, 与美国形成明显对比。即便如此, 形势逼人, 恐怕也没有多少存量调整的空间。出台新的地方融资平台政策稳基建, 维持现有地产政策稳定避免房地产投资大起大落, 仍是不得已的选择。

### 三、减税提振了美国企业投资意愿

图二：美国工商业贷款增速同比（周度，%）



数据来源:wind; 制图: 东兴证券研究所。

减税政策刺激了美国大型企业投资。税改前, 企业所得税有 8 档, 5 万以上的税前利润的边际税率至少为 25%。税改后, 新增投资产生的税前利润边际税率统一为 21%。2018 年 3 月, 美国商业银行的工商业贷款出现了 2016 年 11 月以来的首次扩张。虽然美国非金融企业仅有 1/3 从银行融资, 但该指标仍有参考意义。一般而言, 贷款增速高于 10% 是值得注意的水平。目前, 美国贷款增速在 7 月刚刚达到 6% 以上, 整体属于健康状态

无论当局做出怎样的解释，中国企业税负显著高于美国都是基本事实。年初政府工作报告提出三挡变两档推进增值税改革，目前仅将17%、11%两档税率各降低一个百分点应付了事。其他涉及企业的税负减免，其影响也都远低于加强征管。着眼于中美贸易冲突长期化的可能性，必须正心诚意、大规模降低企业税负。

#### 四、中国扩大消费的潜力强于美国

靠消费增量拉动经济，实现未来几年美国GDP增速超过3%的目标，是不太现实的。一则，消费本身比较稳定，已占GDP70%左右，没有合理的增量空间。二则，目前美国消费贷款的债务偿还占比处于历史高位，消费者的负债消费已经到达自然上限，难以支撑消费提速。

图三：美国家庭债务偿还负担（债务偿还/可支配收入%）



数据来源:wind; 制图: 东兴证券研究所。

國際貨幣網  
www.imf.org.cn

目前美国房贷偿还压力处于低位，家庭的总债务偿还负担水平仅有10.3%，处于80年代以来的最低水平，似乎家庭负债能力还有很大的上升空间。但是必须注意到，消费信用偿还负担（5.8%）已处于历史高位。家庭消费行为一般比较稳定，除非有超预期的薪资增长，否则消费扩张空间并不大。

近年来，中国消费对GDP增长的拉动作用稳步增强，未来进一步提升仍有可能。个人所得税改革无论是着眼于提高起征点，还是降低边际税率，都有着相当大的空间。居民房贷负担方面，虽然住房抵押贷款规模上升较快，但抵押贷款合同参照的是央行同期贷款基准利率。目前该利率低于市场长期利率水平，与一些理财产品相比，利率甚至存在倒挂。下一步，应加快推进个税改革，提高起征

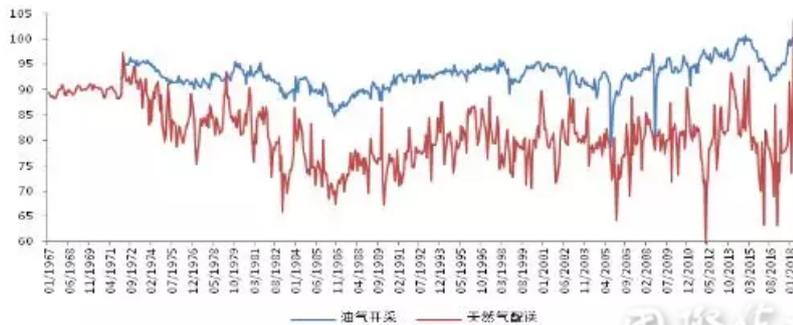
点,降低边际税率,实质性让利于中产阶级工薪阶层;应维持贷款基准利率水平,稳定居民房贷利息支出,为居民消费增长留出空间。

## 五、油气或成为影响双方博弈的新因素

美国当前出口占 GDP 的比重为 12%,进口占 15%,净出口占 GDP 比重为-2.7%。出口的基础主要是制造业,从产能利用率的角度,目前美国制造业整体并未有明显的变化。制造业中非耐用品有所上升,耐用品温和。其中汽车处于低迷状态,化工、运输设备和计算机等处于较为明显的扩张状态。

最引人注目的是石油和天然气行业。数据显示,当前相关的开采行业产能利用率创 1970 年以来的历史新高。4、5 月份美国油气出口占总出口的比重,比 2017 年提高 2.2 个百分点,相关的油气船出口也出现随之增长的迹象。

图四：油气产能利用率显著提高



数据来源:wind; 制图: 东兴证券研究所。

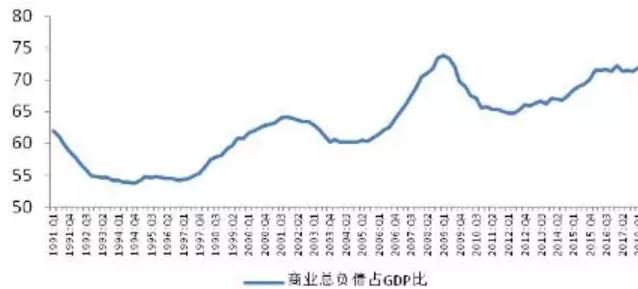
國際货币网  
www.imi.org.cn

美国大规模重返国际能源市场影响深远,国际能源版图、地缘政治结构、全球通胀都可能因此发生重大变化。价格决定油气出口国与进口国之间的收入分配,出口国总有动力将国际油气价格保持在一个稳定的高位。如果现有关税措施被证明无助于美国逆差的改善,不能压服中国做出重大让步,不排除美方在油气领域采取新的战略性举措的可能。目前伊核问题前景不明,如果四季度伊朗被赶出国际能源市场,现有国际油气贸易的紧平衡被打破,国际油价可能大幅上升,中美分别作为油气进出口国,国际收支、收入分配状况会进一步改变。

## 六、两国商业杠杆率都处于较高水平

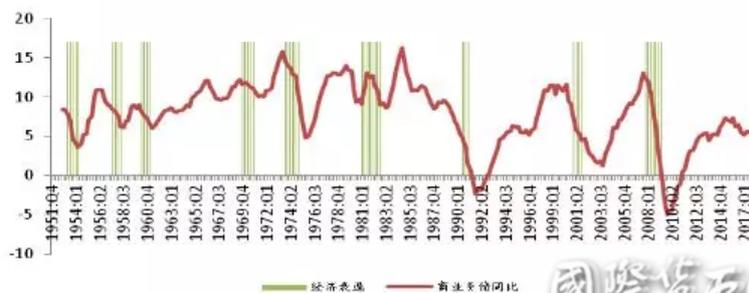
美国目前商业负债杠杆率处于历史较高水平，这主要是由于近十年以来 GDP 增速低迷引起，商业总负债的绝对水平并没有快速提升。2017 年尽管加息数次，商业总负债水平仍保持匀速增长。而实际 GDP 和通胀上行，使得杠杆率在 2016 年以后没有加速，商业负债不存在系统性庞氏特征。

图五：美国商业部门总杠杆率（季度，%）



数据来源:wind; 制图: 东兴证券研究所。

图六：美国商业负债未显著提速



数据来源:wind; 制图: 东兴证券研究所。

国际货币网  
www.imf.org.cn

去杠杆政策执行以来，部门杠杆率轮番上涨态势得到遏制，总体杠杆率水平稳中有降，但企业杠杆率方面存在的结构性矛盾突出，深层次矛盾难以解决。在外部压力面前，暂缓推出新的去杠杆政策，保持社融、尤其是信贷正常增长，容忍杠杆率继续在现有水平运行，维系债务链条，是政策不得已的选择。

## 七、货币政策决策环境明显不同

美国 FFR 利率低于实际 GDP 增速水平，资金成本相对于实体经济的表现仍相对便宜，货币政策处于偏宽松的状态，存在合理的加息空间。

美联储货币政策主要是针对当下经济运行表现的果，而不是因。数据上表现为 FFR（约等于 3 个月国债利率）的变化滞后于实际 GDP 增速，而领先于通胀水平。即，经济处于周期底部时，FFR 的变化侧重于参考实际经济运行的表现；在周期顶部时兼顾通胀。本轮加息幅度仍会受到高水平杠杆率的影响而不会迅速恢复正常化水平。在 FFR 逐渐逼近实际 GDP 增速的情况下，若 CPI 上行速度仍旧温和，则明年加息节奏将会趋缓。

图七：美国利率走势与实体经济运行



中国货币政策面临的环境比美联储复杂得多。外部关键参数是汇率。经济下行背景下，中国央行似乎在避免跟随美联储被动加息，而这势必加大贬值压力。目前采取的措施是通过资本管制抑制外汇需求，通过影响远期汇率稳定当期汇率预期，藉此减少储备消耗。对内方面，流动性规模仍比利率水平更加重要。去杠杆大的基调不变前提下，货币政策要求精准化操作，避免大水漫灌冲击去杠杆既有成果。用总量工具解决结构性矛盾，严重考验货币当局管理能力。

## 结语

在经济运行方面，中美双方对贸易冲突都具有较强的承压能力。中方有后发优势、内需腾挪空间、更加稳健的中央财政；美方处于较好的经济周期位置，推出了大规模减税措施，下一步还可凭借基建、油气资源发力。

在货币金融领域，美方处于从容有利的位置。相比之下，中方货币政策徘徊在各种各样“既要、又要”之间，房股债汇各大金融市场的局面诡异凶险，一言难尽。即便有行政管制，即便对外有储备、对内可降准，恐怕也走不了太远。关



键还是要扭转市场预期。稳预期说难也难，说容易也容易：政府与市场彼此不把对方作为交易对手，恐怕是第一步。

## 从统计视角对中美贸易不平衡问题的再理解

许宪春等<sup>1</sup>

作为全球最大的发展中国家和最大的发达国家与最重要的贸易伙伴国，中美两国之间的贸易关系不仅影响两国自身的发展，还对全球经济发展产生重要影响。中美贸易领域的争议和摩擦牵动着两国经济政策和经济运行，影响着世界经济复苏形势与世界贸易格局。美国多次以贸易失衡为由挑起针对中国的贸易调查和不合理制裁，直接加剧了贸易保护主义抬头和逆经济全球化趋势，对世界的健康发展和互惠的国际贸易关系形成了挑战。但是，中美贸易不平衡程度从不同的角度看是不一样的，从贸易增加值统计角度与从贸易总值统计角度看差异非常大，即使从贸易总值统计角度看，中美双方统计结果的差异也很大。从中美贸易不平衡的贡献者角度看，不仅包括中国本土企业，还包括广大的在华外商投资企业，尤其是美国在华投资企业。从跨国利润转移角度看，外商投资企业，特别是美国在华投资企业在创造了很大一部分中国对美国的贸易顺差的同时，还获得了丰厚的利润，增加了美国的国民总收入和国民财富。我们需要从多个角度全面客观地观察中美之间的贸易不平衡问题。

### 一、从贸易总值统计角度观察中美贸易不平衡问题

#### （一）中美贸易总值统计的基本方法

目前，中美货物贸易数据均依据国际海关组织编制的分类标准（《商品名称及编码协调制度》（HS）），采用联合国统计司制定的《国际商品贸易统计：概念和定义（2010）》（IMTS2010）所规定的“总贸易制”统计，并按各自国情适当加以调整。中国货物贸易数据由中国海关总署统计并发布，美国货物贸易数据由美国商务部依照海关数据编制并发布。总贸易制是一种针对贸易总值的统计框架，要求对进入或离开国（地区）境或特定关税区的所有货物进行全额统计。在这一统计制度下，只要货物进入一国（地区）境内进行生产、消费、加工，即使

<sup>1</sup> 许宪春，中国经济社会数据研究中心主任



所有权仍属于国（地区）外企业，或停留在自贸区、保税区等并未通过海关，都将其统计为该国（地区）进口总值，相应地，出口总值采用同样的口径。贸易总值统计不能客观地反映全球经济一体化条件下，许多产品的生产由多个国家（地区）共同参与完成、产品价值由各参与生产国（地区）共同创造的实际情况。

服务贸易包括运输服务、旅行服务、金融服务、保险服务、知识产权使用费等项目。中美服务贸易数据都是依据国际货币基金组织制定的国际标准，《国际收支和国际投资头寸手册》第六版（BPM6）统计的。中国数据由中国国家外汇管理局基于行政记录数据和部分调查数据编制并发布，美国数据由美国商务部编制并发布。随着服务贸易在国际贸易中的占比不断上升，全面考虑货物贸易和服务贸易对正确认识中美双边贸易形势十分必要。

## （二）中美双方统计的货物贸易状况

根据中国海关总署统计数据，近年来中国对美国的货物出口、货物进口、货物贸易顺差均呈稳定上升态势。2017 年，中国对美国货物出口为 4298 亿美元，货物进口为 1539 亿美元，货物贸易顺差为 2759 亿美元。根据美国商务部统计数据，近年来美国对中国货物出口、货物进口、货物贸易逆差也均呈稳定上升态势。2017 年，美国对中国的货物出口为 1304 亿美元，货物进口为 5056 亿美元，货物贸易逆差为 3752 亿美元。美国统计的货物贸易逆差比中国统计的货物贸易顺差多出近 1000 亿美元。从上述统计数据可以看出，中美双方统计的货物贸易差额数据之间的差异主要缘于中国统计的对美国的货物出口数据和美国统计的从中国的货物进口数据之间的差异，这一差异占到了双边货物贸易差额统计数据差异的 76%。2000 年以来，中国统计的对美国的货物出口数据和美国统计的从中国的货物进口数据之间的差异从 2000 年的 480 亿美元逐步上升至 2017 年的 758 亿美元左右，但是这一差异占美国自中国货物进口额的比重已经从 48% 逐步下降至 15% 左右，且这一比例近年来基本保持稳定。

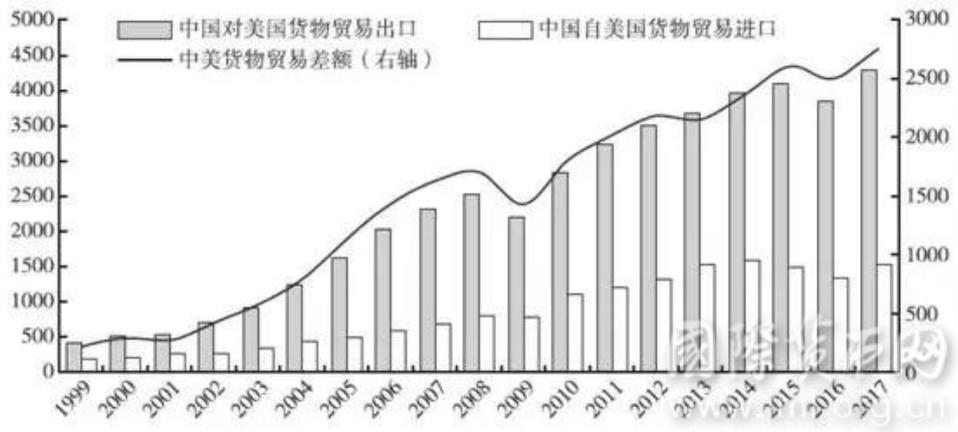


图 1 1999-2017 年中国对美国货物出口、货物进口与货物贸易差额（亿美元）

数据来源：中国海关总署

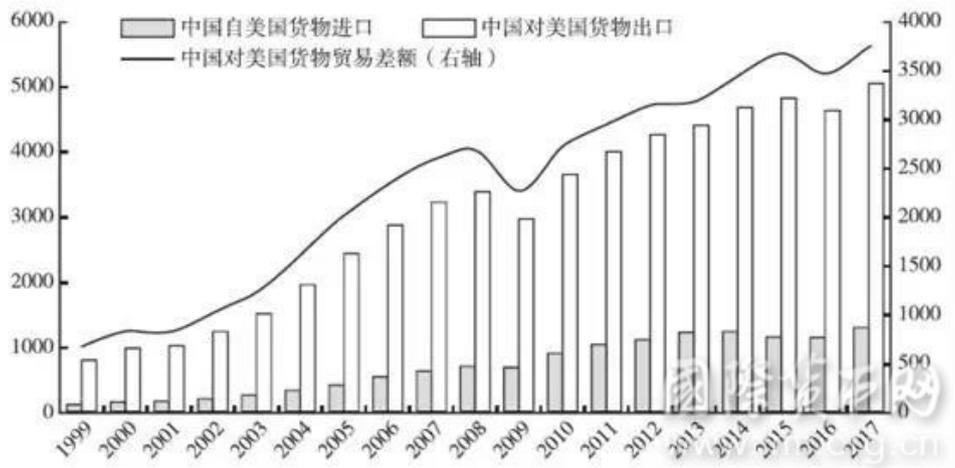


图 2 1999-2017 年中国对美国货物出口、货物进口与货物贸易差额（亿美元）

数据来源：美国商务部

### （三）美国货物贸易统计高估了美国对中国的货物贸易逆差

如上所述，中美双方统计的货物贸易差额数据之间的差异主要缘于中国统计的对美国的货物出口数据和美国统计的从中国的货物进口数据之间的差异，这一差异占到了双边货物贸易差额统计数据差异的 76%。导致这一差异的因素有多种，例如计价方式、转口贸易、贸易加成、旅行项目中包含货物等。

从计价方式看，中国货物出口统计采用的是离岸价（FOB），美国货物进口统计采用的是船边交货价（FAS）和到岸价（CIF）两种价格。美国按到岸价计算从中国进口的货物价值中包含了从中国口岸到美国口岸所发生的国际运费、保费等，中国按离岸价格计算对美国的货物出口不包括上述费用。考虑到中美之间货



物贸易的庞大体量和中国的贸易顺差，这一价格差异不会在双方进出口中抵消，而会扩大美国货物进口与中国货物出口间的统计差异。

从转口贸易和贸易加价看，中美货物进出口统计均包含了原产国（地区）和最终目的国（地区）信息，均将原产地作为进口统计的依据，把出口所指的目的地作为出口统计的依据。但在统计实践中，如果发生转口贸易，尤其是途经中国香港、新加坡等地的转口贸易，中国方面获知的出口目的地通常被登记为中国香港、新加坡等。但当中间商再次将货物出口到美国时，美国根据原产地规则将其统计为从中国大陆的进口。转口贸易中会发生两种加价行为。一种是通常针对加工贸易货物，这些货物在离开中国关境后被中间商购买，随后以更高价格转卖给美国买家，中国出口至美国的商品价格出现加成。另一种是经中国香港转运至美国的加价行为。这是因为货物在香港被进一步简单加工后产生了增加值，或由于逐利而抬价。但即使这些商品经过了加工，只要其商品性质没有发生实质性改变，美国依旧视其为中国大陆对美出口的一部分，且统计加工后货物的进口总值。这部分增加值或抬价没有被中国统计为对美国的货物出口，但被美国统计为从中国的货物进口，这是导致中美货物贸易统计差异的另一个重要因素。关于这一问题的详细数据分解可参见杨汝岱（2008）基于香港统计数据的研究。据中美商务部联合发布的《中美货物贸易统计差异研究》，这两个因素是中美货物贸易统计差异的主因。转口贸易中发生的上述两种加价行为，抬高了美国从中国进口货物的价值，扩大了统计差异，但这些增加的价值为中国大陆以外的企业获得。此外，美国通过中国香港出口至大陆的货物同样存在系统性的低报总值、改变分类等避税行为，导致中国统计的来自美国的进口总额被进一步低估（Fisman & Wei, 2004）。

从旅行项目中包含货物看。中国服务贸易进口中的旅行项目包括了大量的货物，而这部分货物本应计入货物贸易进口却被计入了服务贸易进口，这导致了中国货物进口在一定程度上被低估，加大了中国对外，尤其是对美的货物贸易顺差。这一点需要特别注意。近年来，中美之间人员流动愈发频繁，经贸往来日益加深。随着中国人的购买力不断增强，对高质量生活的诉求愈发强烈，中国人员外出旅行时往往大量购买商品，或通过行邮等方式将小件商品寄往国内。继高端奢侈品

以后，化妆品、高档餐具、甚至智能马桶盖等新型产品都成为了中国人海外抢购的商品，并随着人员跨境流动回到国内。由于这些境外购买行为通常单次通关金额较小，且跨境过程不存在商品所有权的转移，因此这部分商品流通被计入了旅行项目下，作为中国公民在境外购买服务的一部分，体现在中国对外服务贸易逆差中。而美国作为中国公民外出购物、旅游、留学的重要目的地，隐藏在服务贸易背后的商品流动低估了中国从美国的货物进口。考虑到中国对外服务贸易逆差主要来自于旅行，近些年其对服务贸易逆差的贡献度接近 90%（图 3），因此，这部分货物进口导致的美国对中国的货物贸易逆差的高估也是不可忽略的。

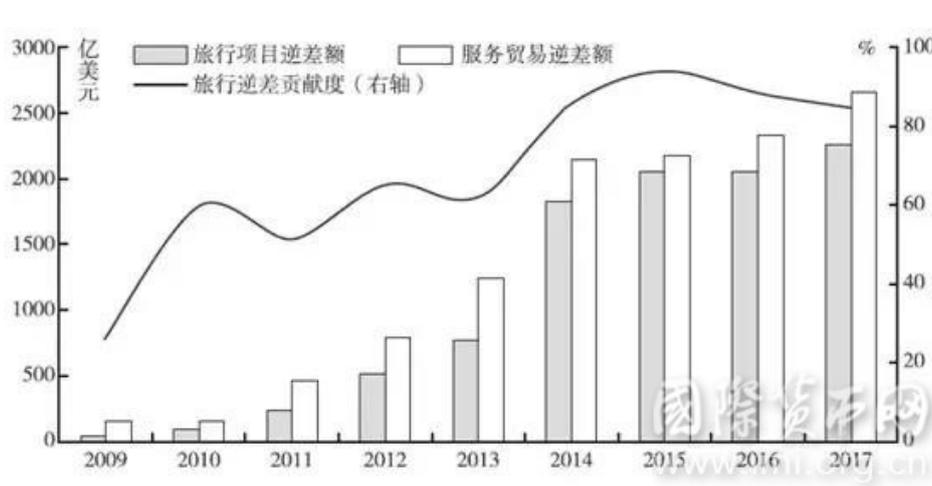


图 3 2009-2017 年旅行项目逆差对服务贸易逆差的贡献

数据来源：国家外汇管理局中国国际收支平衡表

#### （四）仅考虑美国对中国的货物贸易逆差是不全面不客观的

近年来，中国对外服务贸易逆差迅速扩大，其中对美服务贸易逆差快速增长。据中国统计，2006 年至 2016 年，中国来自美国的服务进口额由 144 亿美元扩大到 869 亿美元，增长了 5 倍。2016 年，中国对美国服务贸易逆差高达 557 亿美元，占中国服务贸易逆差总额的 23%，占美国服务贸易顺差总额的 22%。其中主要包含两大类内容：第一大类是旅行，包括旅游、留学、医疗等；第二大类是运输服务和知识产权使用费等生产性服务业。据美国统计，2006 年至 2016 年，美国对中国服务贸易出口增长了 4 倍多。2016 年，美国对中国服务贸易出口为 542 亿美元，进口为 161 亿美元，顺差为 381 亿美元。这一结果与中国统计结果虽有出入，但是并不影响对中美服务贸易的总体判断。所以，仅考虑美国对中国的货

物贸易逆差而忽视高附加值的服务贸易顺差，高估了中美双边贸易差额，是不全面不客观的。

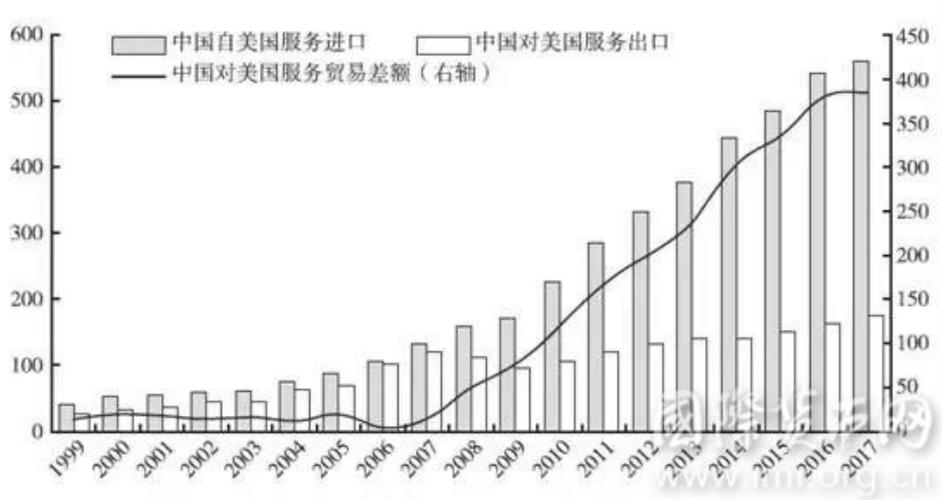


图4 1999-2017年中国对美国服务出口、服务进口、服务贸易差额(亿美元)

数据来源: 美国商务部

## 二、从中美贸易不平衡的贡献者角度观察中美贸易不平衡问题

随着经济全球化不断深化,跨国企业在国际经济贸易中的作用愈发重要,跨境资本流动和投资行为深刻地影响着国家之间的经贸关系。各国在华拥有大量直接投资,外商投资企业与中国本土企业共同参与中国对外贸易活动,助推了中国过去四十年来的高速增长。相应地,中美贸易不平衡的贡献者并不只是中国本土企业,还包括广大的在华外商投资企业,尤其是在华美国投资企业。

中美两国都是开放的大国,中国长期鼓励并欢迎外国投资者在华以直接投资等形式参与全球经济分工,充分发挥中国的比较优势。美国有大量企业在中国投资,其中不乏有宝洁、通用等世界级企业。美国在华投资企业贡献了大量的中国货物出口,尤其是对美货物出口。例如,历数近年中国对美出口大户,戴尔(DEL)、美光半导体(Micron)、英特尔(Intel)、希捷(Seagate)等美国高科技企业都位居前列,其中还包括一系列美国持股的产业链上下游企业。这些企业利用中国大陆的成本优势生产产品,再将其返售给美国,在为中国创造了就业机会和税收的同时,

让美国消费者享受到物美价廉的产品。若将这一互惠的贸易结果简单归纳为中美贸易失衡，并将失衡的成因全部归于中国本土企业是很不切实际的。

从数据上，我们可以获得更为清晰的结论。表 1 列示了中国全部货物进出口差额、外商投资企业货物进出口差额以及后者所占的比重情况。2008 年国际金融危机爆发以后，中国货物贸易顺差经历了明显下滑到逐步复苏的过程，2015 年逼近 6000 亿美元大关，2016 年稍有回落。外商投资企业货物进出口差额数据是将外商投资企业的货物出口和进口相减后的差额。相对于中国货物贸易顺差的波动幅度，各国在中国投资、参股、控股的外商投资企业创造的货物贸易顺差大体稳定，保持在 1200 亿~1800 亿美元范围内。2007-2013 年，外商投资企业货物进出口差额占中国全部货物进出口差额的比例超过 50%，占到了中国货物贸易顺差的半壁江山，并一度占到了中国货物贸易顺差的 80% 以上。直到近几年，外商投资企业对中国货物贸易顺差的贡献才降低到了三成以下。

指标	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
货物进出口差额 (出口—进口)	263944	298131	195689	181507	154897	230309	259015	383058	593920	509705
外商投资企业 货物进出口差额	135578	171064	126670	123842	130555	151120	159164	242682	175745	119997
外商投资企业货物进出口差额/货物进出口差额(%)	51.37	57.38	64.73	68.23	84.29	65.62	65.30	43.25	29.59	23.64

表 1 中国货物进出口差额与外商投资企业贡献（百万美元）

数据来源：中国国家统计局、中国海关总署

我们进一步分析外商投资企业对中国货物贸易顺差的贡献趋势和内部结构。图 5 给出了外商投资企业货物出口总额、进口总额以及进出口差额分别占中国货物出口总额、进口总额以及进出口差额的比重变动情况。2007 年以后，外商投资企业货物出口总额占比持续高于其进口总额占比，为中国带来了长时间货物贸易顺差。2014 年以来外商投资企业货物贸易顺差占比下降，更多的是由于其进口总额占比的迅速上升所致。2016 年，外商投资企业货物出口总额 9168 亿美元，依旧占到中国货物出口总额的 43.70%；其进口总额 7700 亿美元，占进口总额的 48.54%；货物贸易顺差 1460 亿美元，占到中国货物贸易顺差的三成。

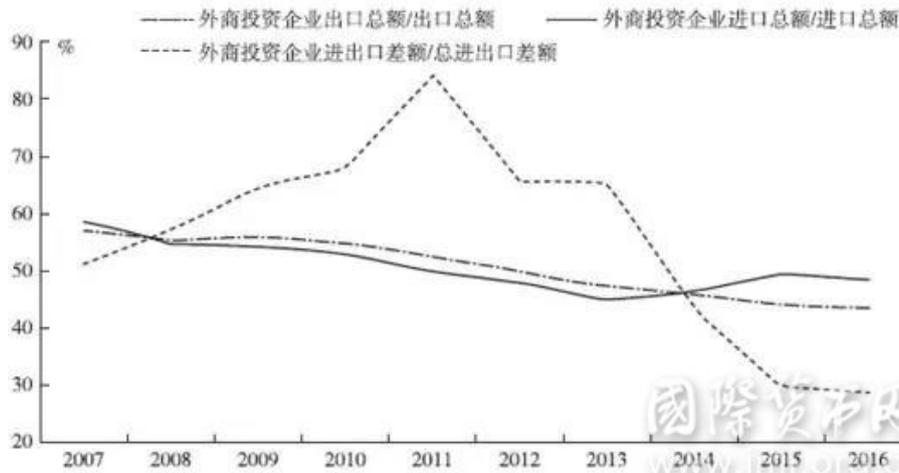


图5 2007—2016年外商投资企业对中国货物贸易顺差贡献率变动趋势

数据来源：国家统计局

因此，中国的货物贸易顺差很大程度上是由外商投资企业的跨国生产、经营、销售行为导致的。美国是中国最大的贸易伙伴和主要商品出口国，外商投资企业作为中国出口的重要推手，在中美贸易不平衡问题中起到了相当重要的作用，中美货物贸易顺差不仅仅是中国本土企业对美国的货物贸易顺差，也包含外商投资企业，其中包括美国在华投资企业对美国的货物贸易顺差。已有研究结果也证实了这一观点。例如，Ma et al(2015)利用投入产出数据和微观数据将中国出口分解为中国企业出口和外商投资企业出口，其同样证明了外商投资企业贡献了我国出口创造增加值中的45%，而我国出口收入的52.6%被境外所有者获得。

这一结论反映了经济全球化背景下各国经济的相互联系，双边贸易不是你死我活的零和博弈，而是企业、资本充分分工和选择的产物。因此，简单地将中美双边货物贸易顺差理解为中国本土企业对美国的货物销售失衡，既忽视了经济全球化以来资本跨国境流动、跨地区经营的新形势，也人为地将双边贸易互利关系与某方的经济利得对立起来，更忽视了中美双边贸易的重要推手是外商投资企业，包括美国投资企业这一重要事实。中美贸易摩擦以来，美国商界的表态与反馈已经深刻反映了任何对华的不实攻击与人为制裁，都会率先冲击美国在华投资企业的正常经营和运转，都会冲击双方密切合作形成的产业分工和布局，进而危害到双方长期利益。

### 三、从跨国利润转移的角度观察中美贸易不平衡问题

在讨论了外商投资企业，包括美国在华投资企业对中美贸易不平衡贡献的基础上，本文进一步从跨国利润转移角度审视中美贸易不平衡问题。外商投资企业，特别是美国在华投资企业不仅仅创造了很大一部分中国对美国的贸易顺差，还通过加工贸易和转移定价等方式获得了丰厚的利润，增加了美国的国民总收入和国民财富。因此，仅考虑美国对中国的货物贸易逆差，却不考虑美国在华投资企业获得的投资收益，亦是不全面和不客观的。

国际贸易实际上包含了两个过程：一是货物和服务的跨境流动；二是出售货物和服务后的资金分配。当外商投资企业成为中国对外贸易的重要参与者时，跨国利润转移回母国就成为了双边贸易的必然结果。举个简单的例子，某美国公司在华投资并注册一家制造业企业从事加工贸易，承接了美国电子产品组装订单，其从美国进口 500 美元原材料，对美国出口 600 美元制成品，支出的工资、材料、税费等 50 美元，获利 50 美元。此时，中国经常项目应计对美货物贸易顺差 100 美元，而货物贸易顺差中包含了美国企业获得的 50 美元利润，这部分利润作为美国的投资收益成为美国国民总收入的构成部分，如果这部分投资收益没有回流美国，它将作为投资收益的再投资增加美国的国外金融资产。中国从双边贸易中获得的工资、利税等仅为 50 美元，仅仅是贸易顺差的一部分。图 6 是这一过程的简单示意。

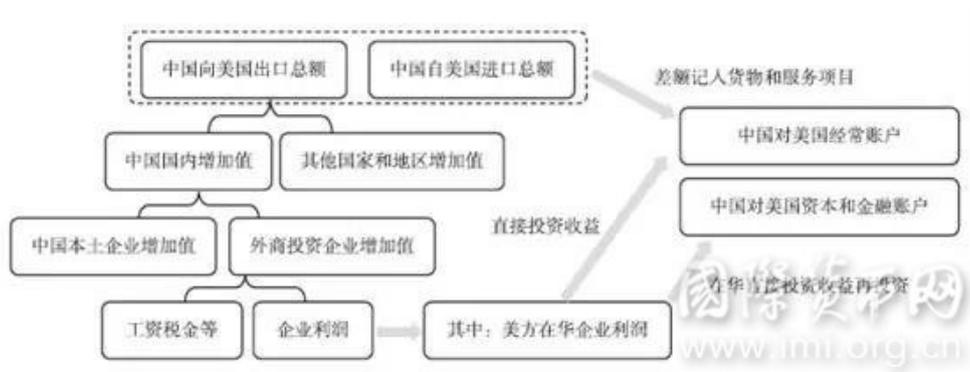


图 6 考虑跨国利润转移的中美贸易关系示意图

注：外商投资企业的投资收益并不会全部回流母国，许多会被企业留存用于再投资，但不改变利润分布和转移格局

因此，分析中美双边贸易关系不能只关注货物贸易差额，却忽视货物贸易背后对应的跨国企业的获利与资本和金融账户变化。忽视这一点就会低估货物贸易对双边经济的互利关系，也会低估美国企业从中美互惠贸易中的得利。

我们利用中国国际收支平衡表讨论中国在外投资收益和外方在华投资收益。自2007年以来，外方在华投资收益连年上升，累积增长近4倍，2017年外方在华投资收益更是超过2800亿美元。目前，在中国5.1万亿美元对外负债中，有2.9万亿美元为直接投资，占比超过一半，其中绝大部分为非金融企业股权。外方在华投资收益中很大一部分来自于经营实体企业所得。与此不同，中国在外投资收益往往来自于美国国债等相对安全的证券资产，收益相对偏低。

	2007	2010	2013	2016	2017
投资收益差额	37	-381	-945	-145	40
中国在外投资收益	766	1288	1662	1934	2347
外方在华投资收益	-729	-1669	-2607	-2634	-2645

表2 中国在外投资收益和外方在华投资收益(亿美元)

数据来源：国家外汇管理局中国国际收支平衡表（BMP6）

概览中外贸易往来情况，2017年中国货物贸易顺差为5097亿美元，其中中美货物贸易顺差为2759亿美元，同期外方在华投资收益达到了2634亿美元。据中国商务部发布的《关于中美经贸关系的研究报告》显示，截至2015年，美国在华投资企业业绩良好、利润丰厚，当年利润达到362亿美元。需要说明的是，由于大量的美国资金通过中国香港进入大陆，并被认定为港资企业或合资企业等，因此这一数据应当低估了美国企业从中国获得的利润。不过，这依旧可以说明美国企业在双边贸易往来中的巨大收益。

因此，在观察中美双边贸易差额时，有必要充分考虑跨国企业在贸易中的利润情况，并将跨国利润转移纳入到双边贸易关系的观察视角中来，否则将大大低估美国在中美贸易中获得的真金白银，也将影响对中美双边贸易形势的准确判断。

#### 四、用贸易增加值统计衡量中美贸易

##### （一）贸易增加值统计的必要性

随着经济全球化和跨国企业直接投资的发展,生产链条呈现出国际化的特征,许多产品的生产由多个国家(地区)共同参与完成,每个国家(地区)专业化于产品的某一工序或零部件的生产,最终产品的价值实际上被多个国家(地区)共同创造和分享,而不是由最终产品的出口国家(地区)创造和享有。贸易总值统计只能从交易总值的角度测度各国(地区)参与国际贸易的程度,却难以反映商品生产过程中价值增值的过程。这一缺陷使得基于贸易总值统计的贸易差额已不能准确地反映一国(地区)从贸易过程中的利得,更不能准确判断双边贸易关系。

贸易总值统计在新型国际分工体系下的不适用性导致了“统计假象”,扭曲了双边贸易不平衡状况。以来料加工贸易为例,中国企业出口额的很大一部分价值是购自其他国家(地区)的原材料价值,只附加很少一部分加工价值,这种“两头在外”的模式在统计上表现为对原材料来源国家(地区),如日本、韩国等的贸易逆差和对制成品去向国家(地区),如美国等的贸易顺差。例如,中国在保持对美欧货物贸易顺差的同时保持对韩国货物贸易逆差,2016年对韩国货物贸易逆差达722亿美元。我国自韩进口的产品以机械和电子产品为主,很大一部分经过组装、加工之后销往美欧。中国只是处于生产过程中的一个阶段。不考虑国际贸易过程中各国的实际利得,简单以贸易总值统计下的“顺差有利,逆差有弊”的逻辑分析双边贸易关系显然是不全面不客观的。

有鉴于此,国际社会已经意识到贸易总值统计的缺陷,提出了“贸易增加值统计”这一新统计方法。世界贸易组织前总干事帕斯卡尔·拉米(Pascal Lamy)认为,现行的贸易总值统计方法扭曲了贸易的实际情况,他提倡改革贸易统计方法,推进全球价值链研究,以贸易增加值统计弥补传统贸易统计体系的缺陷,合理还原事实真相。经济合作与发展组织(OECD)和WTO联合建设了全球价值链与贸易增加值数据库(TiVA),将国家(地区)投入产出表和双边贸易数据联系起来,形成国家(地区)间投入产出表。OECD和WTO基于TiVA数据库,用贸易增加值指标对国际贸易和全球价值链进行了核算,并于2013年1月发布了初步成果。目前,除了OECD和WTO外,还有联合国贸发会议、亚洲开发银行、联合国统计司,欧盟统计局等都开展了全球价值链与贸易增加值的相关研究。

同时,许多学术研究机构也在开展全球价值链与贸易增加值测算的相关工作。例如,Koopman et al(2012, 2014)建立了行业层面贸易增加值统计的研究范式,



并在此基础上利用投入产出表和跨国数据分析中国在进出口中实际获得的增加值。随后，王直等（2015）在传统国际贸易统计和国民经济核算体系之间建立了一个系统性对应框架。Kee & Tang（2017）和 Tang et al（2016）逐步将贸易增加值研究从行业层级推广到企业层级，能够从出口的所有制结构等角度分析各种因素对贸易增加值的影响，并解释中国企业在全球价值链上的提升。可以说，从贸易增加值角度测度双边或多边经贸往来的理论基础已经成熟，数据基础已经相对完备。

当前，从贸易增加值统计角度分析中美贸易不平衡问题十分必要，能够更客观地反映中美双边贸易关系。中美两国在全球分工中的特殊地位使得贸易增加值统计与贸易总值统计的差异尤为突出。究其原因，中国一方面发挥着“世界工厂”的特殊地位，以完整的产业链和高素质的劳动力队伍成为全球价值链中的重要一环，进口大量原材料并向美国等发达国家（地区）持续输出制成品。贸易总值统计将中国对美输出的制成品的全部价值都计入了中国对美国的出口，其中包括其他国家（地区）交付中国企业加工、组装、再出口美国的制成品价值，忽视了中国仅仅是全球价值链上的一环，高估了中国对美国货物贸易顺差，扭曲了中美双边贸易关系。以苹果手机为例，中国从日、韩等国（地区）进口屏幕等重要零部件，通过来料加工等方式在中国大陆组装后向美欧等国家（地区）出口。据中国商务部报告，一部在中国组装制造的苹果手机批发价为 178.96 美元，其中仅有 6.5 美元的价值是在中国产生的，其余的价值都由美国设计商和韩国、日本等零部件供应商获得。依据亚洲开发银行研究所（ADBI）测算结果，如果将这一过程中其他国家和地区创造的增加值剔除，当年美国对中国在苹果手机上的贸易赤字将从 19 亿美元减少到 7300 万美元。因此，使用贸易增加值统计数据有利于客观地分析中美双边贸易关系，有利于理性地看待中美贸易不平衡问题。

## （二）贸易增加值统计下的中美贸易差额

在生产全球化和产业分工日益深化的背景下，利用全球价值链视角的贸易增加值统计方法重新核算中美贸易差额是客观描述现阶段两国经济互补关系的新要求，是正确认识双边乃至多边贸易关系的重要基础。

在全球价值链视角下，中美贸易顺差记录在中国，但贸易背后的利益顺差多在美国，总体上双方均实现了互利共赢。根据商务部委托中国全球价值链课题组所做的《2010-2016 年中美贸易增加值核算报告》，如果 2017 年有关参数保持不变，则 2017 年中国向美国出口每 1000 美元货物所拉动的中国国内增加值为 646 美元，中国从美国进口每 1000 美元货物所拉动的美国增加值为 814 美元。这意味着，中国向美国出口的 1000 美元货物中，有 354 美元用于购买位于产业链上游国家（地区）的原材料或服务，646 美元形成中国居民的工资、企业的利润和政府的税收等项目。而这一数值在美国则为 814 美元，远高于中国，同样的出口额中美国居民、企业和政府实际获得的利益更大。

若将基于贸易总值统计的中美贸易差额调整为基于贸易增加值统计的中美贸易差额，则中美贸易严重失衡的结论明显变化。2017 年，中国向美国出口货物拉动的中国国内增加值为 2776 亿美元，中国从美国进口货物拉动的美国国内增加值为 1253 亿美元，基于贸易增加值统计的中美货物贸易顺差仅为 1523 亿美元，比基于贸易总值统计的中美货物贸易顺差 2759 亿美元降低了 44.77%。因此，基于贸易总值统计的中美贸易顺差被严重高估，中美贸易不平衡程度被严重夸大。

从细分项目上可以看出中美在全球价值链中的相对位置。目前，中国对美国货物贸易顺差的 61% 来自附加值很低的加工贸易，这些产品生产所需的高附加值核心零部件多数来自于包括美国在内的其他国家（地区），使得美国等发达国家（地区）从设计、零部件供应、营销等环节获取较高利润；而加工贸易出口产品仅在中国进行简单的组装加工，所使用的国内原材料较少，中国只赚取了少量加工费，对应的国内增加值较少，中国从对美国单位出口中获得的增加值远低于美国对中国单位出口的增加值。例如，海关数据显示，中国目前加工贸易主要出口品为通讯设备及电子产品，中国一边从美国进口电子元器件等配件（如集成电路、存储器等），一边将电子元器件制成品（如电脑整机等）出口美国，而中国从加工贸易中仅能留下出口总额 20%~30% 的增加值。因此，虽然基于贸易总值统计的中美间的贸易不平衡矛盾依然突出，但是在中美之间巨大的货物贸易差额背后，中国所获得的增加值并不高，特别是考虑到中国货物贸易出口中加工贸易占比偏高的情况。



现阶段，美国主要从事产品设计和出口零部件生产，在全球价值链中处于上游位置；相反，中国更多从事加工组装生产，处于价值链的下游。中美贸易在价值链上呈现出较强的互补性而非竞争性，因此，中美贸易关系本质上是利益交融、互利共赢的。

### （三）用贸易增加值统计衡量中美贸易

2013 年，亚太经合组织领导人同意，在亚太经合组织范围内推进全球价值链的开发与合作。2014 年 5 月，在中国青岛举行的亚太经合组织贸易部长会议上，各经济体通过了亚太经合组织全球价值链贸易增加值核算战略框架。2014 年 8 月在中国北京举行的亚太经合组织第三次高官会议上，各经济体又通过了由中国、美国共同倡议的亚太经合组织全球价值链贸易增加值核算战略框架行动计划。鉴于项目的技术难度较大，该行动计划建议，建立一个由中国和美国共同主持的技术团队，亚太经合组织各成员经济体学术界专家以及有意参与的国际组织，如世界贸易组织、经济合作与发展组织、亚洲开发银行、世界银行和联合国的专家参加，实施这一项目。2014 年 11 月，在北京峰会上，亚太经合组织 21 个经济体领导人批准了亚太经合组织贸易增加值核算战略框架和亚太经合组织贸易增加值核算战略框架行动计划。并指示技术团队与 WTO、OECD、世界银行、联合国及其他国际组织密切合作，在 2018 年底前完成亚太经合组织经济体间供给使用表的编制和贸易增加值数据库建设，实现亚太经合组织贸易增加值数据库与 OECD 和 WTO 联合建设的全球价值链与贸易增加值数据库之间的整合。

在中美双方共同努力下，在各经济体的支持下，APEC 技术团队已经完成亚太经合组织 21 个经济体中 20 个经济体的基准年度（2005 年和 2012 年）供给使用表和双边贸易数据的收集、加工、整理和编制工作，正在进行经济体间供给使用表的连接工作，预期按时完成项目的目标任务。这项工作完成之后，就可以计算亚太经合组织各经济体之间以及与其他经济体之间，特别是中美之间的贸易增加值数据。建议中美双方继续牵头，组织亚太经合组织各经济体继续开展经济体间供给使用表的编制和全球价值链贸易增加值核算工作，及时更新数据，为今后客观判断亚太经合组织各经济体之间以及与其他经济体之间，特别是中美之间的贸易关系提供数据依据。

## 五、对当前中美贸易摩擦成因的讨论

既然中美货物贸易顺差记录在中国，而货物贸易背后的利益顺差多在美国，总体上双方均实现了互利共赢，那么为何美国会发动刻意针对中国的双边贸易摩擦，并不惜威胁国际多边贸易格局的稳定？客观地回答这一问题，有利于正确看待和妥善应对中美贸易冲突。

虽然货物贸易背后的利益顺差多在美国，但现有的统计数据没有完全反映美国从双边贸易中获得的利益。例如，20世纪末以来，跨国公司的快速扩张加速了国际分工和利润转移，境外投资通过第三方避税地流入中国国境，利用中国的廉价资源、劳动力和招商优惠获得利润。但是中美双方统计都无法完全识别资金的来源地和最终投向，不仅导致中国统计数据低估了美国企业利润，也导致美国统计数据低估了其在华企业的经济利益。而离岸外包、转移定价的迅速发展也使得GDP等指标的统计数据没有充分反映贸易分工给美国带来的经济繁荣。例如，苹果等高科技公司通过研发设计创造了知识产权产品，并利用中韩等国完成低附加值的生产过程，获取“微笑曲线”两端的高额利润。但是，这些公司通过转移定价等方式将部分知识产权产品价值和相应的利润留存在避税地的下属离岸公司，这部分产值没有体现在美国国内生产总值数据中，相应的利润也没有体现在美国国际收支统计数据中，从而没有体现在美国国民总收入和美国国民财富中。事实上，美国官方和研究机构也开始高度关注美国企业在外的投资利润转移带来的数据表现问题。例如，美国经济分析局（Bureau of Economic Analysis）和高校的四位学者（Güvenen et al., 2017）发表论文认为，美国跨国企业尤其是高科技企业在全世界范围内获得了超额利润，但其跨国利润转移行为导致企业总部的研发产出价值被低估，部分统计指标（如美国国内生产总值）数据低估了美国经济的实际发展成果。这导致美国统计数据低估了跨国分工和互惠贸易对美国经济的拉动作用和美国获得的利益。

中国在全球价值链位置的不断上升引发了美国商界的复杂情绪，对维持双边健康的经贸关系带来了一定负面影响。中国拥有世界上最多的人口和增长最快的市场，改革开放以来，在中国市场潜力的吸引下，美国商界致力于增进双方经贸合作，降低双边贸易壁垒，并避免中美双边关系朝着不利方向变动。这一直是双



边合作的重要稳定器。历史上，美国的财团多次参与中美经济乃至政治层面的谈判和博弈。例如，波音公司作为美国军工巨头和航空业巨头，始终希望打开对华市场，也多次为中国赢得平等的国际商贸环境提供了一些有益帮助。本次贸易摩擦升级以来，受益于中国市场的美国农业协会等团体就多次向美国当局表示不满，要求继续保持中美平等互惠的贸易关系。但随着中国企业在全球价值链位置的上升（Tang et al, 2016），并逐步进入美国占有传统优势的精密制造、创新研发等高附加值环节，对美国企业竞争力构成了一定冲击。这一担忧削弱了美国商界对中国正当诉求的支持力度，加剧了双边贸易摩擦。

美国贸易利得并不代表美国普通居民的贸易利得。而美国居民的利益诉求直接影响到美国政治周期，从而对双边经贸往来带来影响。例如，已有研究（Che et al, 2016）分析了在贸易壁垒逐步消除之后，美国自中国进口增速保持高位，来自中国的产业竞争冲击了美国各县（county）的生产和就业，改变了当地的政治选举情况。“铁锈带”的高失业率的蓝领工人就成功影响了美国的大选结果，不论这些选民的需求是否合理，都将使得未来很长一段时间内美国政府高度关注中美贸易不平衡问题，并采取一定政策措施。

因此，在全面客观理解中美贸易不平衡问题的基础上，中国也必须正视贸易摩擦背后的结构性原因，既要有理有据地对美国不当观点予以澄清和反驳，也需要进一步分析其背后的利益诉求和结构原因，才能实现双边经贸往来的可持续发展。

## 美国和中国：冲突还是合作？<sup>1</sup>

John Glaser<sup>2</sup>

未来的中美关系高度不确定

尽管我们可以预见，美国将仍保持国际领先的地位，但美国的地位无疑会相对下滑，而中国的地位正无可争辩地提高。这两个 21 世纪的大国维持着并不稳定的和睦关系，对彼此的实力都了然在胸，互相怀疑彼此的意图，垂涎会带来国际支配地位的大国身份。

在过去几十年间，美国对中国的政策在轻蔑傲慢、真诚合作和无所顾忌的竞争中摇摆不定。

克林顿政府意外轰炸中国驻贝尔格莱德使馆；布什政府时期，美国间谍飞机与中国战斗机空中相撞，以上这些悲惨的混乱在中国政府眼中是恃强凌弱者傲慢的错误。直至今日，美国仍对中国蓄意嘲讽，例如奥巴马政府无谓地反对中国像亚洲基础设施投资银行这样并无恶意的各项倡议，对一带一路倡议紧张过度，以及特朗普专横的贸易战最后通牒。

然而，在关键的外交和安全问题上，美国则充分利用重叠利益：六方会谈、巴黎气候协定，及 911 之后的反恐合作、伊朗核协议；同时，美国也尊重中国作为全球一股重要力量的地位。虽然中美双边经济关系不尽完美，但它一直给两国带来巨大好处。

尽管如此，美国有时似乎简直就是在遏制中国，这一名为“亚洲轴心”残酷的地缘政治全世界都心知肚明。华盛顿意图反对北京对南中国海的所有权，这无疑会使中国的立场更加坚定。特朗普政府贸然采取敌对态度似乎使太平洋两岸愈加难以相互信任。

这股正在崛起的力量须小心应对：中国的实力正不断增强，中国的外交政策也无疑会变的更加雄心勃勃，但如何处理与中国的关系却取决于我们。

---

<sup>1</sup> 翻译：刘雨晴

<sup>2</sup> John Glaser，卡托研究所外交政策研究主任



迄今为止，中国并未表现出激进的领土征服倾向，中国主导的国际秩序也未与美国定下的秩序有本质差别。事实上，与其说中国给美国的国家安全造成威胁，不如说中国威胁了美国超然的国际地位。

纵观历史，许多伟大的强国都曾因捍卫国家地位走向毁灭性的战争。如果中美之间想要保持和平，我们必须学会摒弃肤浅的自命不凡，而需关注实实在在的安全和经济利益。如果美国做不到这一点，就可能会让自己陷入一场代价高昂的冷战，且在这场战争中，没有谁会是赢家。

## America and China: Destined for Conflict or Cooperation?

John Glaser<sup>1</sup>

Though the United States will remain at the top of the international hierarchy for the foreseeable future, it is undoubtedly experiencing relative decline, while China is indisputably on the rise. The two titans of the 21st century maintain an uneasy rapport, conscious of each other's power, suspicious of each other's intentions, and covetous of the stature that accompanies global supremacy.

In its approach to China over the past few decades, U.S. leadership has oscillated between dismissive arrogance, sincere cooperation and brazen competition.

Tragic foul-ups, like the Clinton administration's accidental bombing of the Chinese embassy in Belgrade and the in-air collision of a U.S. spy plane with a Chinese fighter jet early in the Bush administration, are seen in Beijing as the hubristic blunders of an intemperate bully. More deliberate taunts continue to this day, exemplified by the Obama administration's pointless opposition to innocuous Chinese initiatives like the Asian Infrastructure Investment Bank, overwrought anxiety toward the Belt and Road Initiative and President Trump's imperious trade war ultimatums.

Yet, on crucial diplomatic and security efforts, from the Six Party Talks and the Paris climate accord to post-9/11 counterterrorism cooperation and the Iran nuclear deal, the United States capitalized on overlapping interests while respecting China's position as a vital global player. Though less than perfect, the bilateral economic relationship has been immensely beneficial to both sides.

However, the U.S. approach at times appears to resemble outright containment. The cutthroat geopolitical undertones of the so-called Pivot to Asia were lost on no one. Washington's attempts to counter Beijing's claims in the South China Sea have, if

---

<sup>1</sup> John Glaser is director of foreign policy studies at the Cato Institute



anything, hardened China's posture. And the Trump administration's blunt confrontational approach seems to have provoked even greater distrust across the Pacific.

Rising powers must be managed carefully. China's growing strength will surely translate into a more ambitious foreign policy, but how we deal with it is up to us.

So far, China shows no inclination toward aggressive territorial conquest. Nor is it clear that a Chinese-led order would differ much on the essentials than the U.S.-led order. Indeed, China's rise is more a threat to America's status as the indispensable nation than any tangible threat to national security.

Many great powers throughout history have let fixations about national prestige thrust them into destructive wars. If the Sino-American relationship is to remain peaceful, we must learn to forfeit such superficial pretensions and focus on narrow, concrete security and economic interests. Failure to do so may lock us into a costly cold war that neither country can win.

## TARGET-2 困境亟待解决方案

### 德国债券使 EMU 团结一致<sup>1</sup>

Marcello Minenna, Edoardo Reviglio<sup>2</sup>

欧洲货币联盟（EMU）的规则导致德国央行对欧洲中央银行的 Target2 索赔大幅增加，因此德国为保障自身信用情况会尽力维持欧元区成员国的身份。

只有广泛的政治协议才能彻底改变经济条约固有的联合融资。德国目前持有 9750 亿欧元的巨额 Target2 债券，货币联盟为其在六月底前收回部分债券提供了空间。

慕尼黑 Ifo 经济研究所所长克雷门斯·福斯特（Clemens Fuest）教授建议应当改变法律框架，提供退出机制，使德国得到他们想要的“逃避”条款，即在退出 EMU 的同时并不危及自身信用情况。

然而，考虑到 EMU 债务国投票权受限，该提案似乎并不能在政治上奏效。合理的替代方案是创建一个风险共担的框架，消除会员国退出的风险。这就需要引入银行联盟和财政转移支付体系，加大欧洲预算。

米兰意大利中央银行风险管理部高级主管罗伯托·维奥力（Roberto Violi），比萨圣安娜大学（是一所享有盛誉的精英学院，位于意大利比萨市）的乔瓦尼·多西（Giovanni Dosi）和安德里亚·罗文蒂尼（Andrea Roventini）教授，以及经济学家马塞罗·米恩纳（Marcello Minenna）提出了新的技术性框架，从市场角度逐步分担欧元区共同债务的风险。不幸的是，这样的计划实施起来不容易。

德国央行对其他 EMU 央行的风险敞口达到德国国际净投资的 50%。一些德国经济学家认为这些资产基本上是不可挽回的。意大利和西班牙的 Target-2 余额在五月也达到历史新高，分别为 4650 亿欧元和 3930 亿欧元。而到六月，这些数据可能会更糟糕。

---

<sup>1</sup> 来程颖译，熊若洁审校

<sup>2</sup> Marcello Minenna，意大利证券监管机构定量分析和金融创新主管，伦敦数学金融研究所博士生讲师，博科尼大学数量金融学兼职教授； Edoardo Reviglio，意大利国有银行首席经济学家，国际社会科学自由大学经济学教授



Target-2 已经演变为一个复杂的中央银行间债务和债券核算体系，为私人银行间 90% 的跨境交易提供了媒介。它具有以下优点：交易对手风险最低，结算时间快，成本低。

Target-2 的增长反映了贸易和资本流动的失衡。德国在过去的两年间经常账户年均盈余占 GDP 的 7%（尽管并非所有盈余都来自于欧元区内部交易），而德国银行对欧元区其他国家的信贷情况却相应发生了增长，两者并不相符。鉴于 2008 年金融危机后风险意识变高，德国银行减少了对欧元区的贷款。

南欧国家近期 Target2 债务增长源于欧洲央行自 2015 年 3 月开始的超过 2 万亿欧元的量化宽松政策。意大利和西班牙的私人投资者已经逐步将其持有的超过一半政府债券出售给央行，并将收益投资到北部国家，如英国和美国。

过去的三年间，南欧经济体资本外逃高达 5000 亿欧元。欧洲央行将此视为投资者逐利和分散风险的健康做法。一大原因是投资者为对冲成员国退出可能带来的货币单位重定风险。

重新出现的 Target-2 分歧其实早有征兆。早在 2015 年，著名意大利经济学家保罗·萨沃纳(Paolo Savona)，如今出任意大利政府欧洲事务部长，就曾警告欧洲央行量化宽松的政策会引发弱势国家的资本出逃，并助长德国债券国的地位。

如果欧元区保持稳定不变，Target-2 余额不可收回，没有期限和利息（即目前状态）是完全合理的。在任何标准场景中，这些账目都不会承担任何风险。

但现状是政治纷争频发，意大利政府对欧元持怀疑态度，德国联邦政府权力削弱。尽管会员国退出欧元区并非众人所望，但如果发生，退出的中央银行将恢复其独立地位。欧洲央行的股东米兰意大利中央银行将分割所有权。在正常交易中，退出股东将偿还（以欧元计算）来自其他会员国的实际贷款。

欧洲央行在过去的官方声明中似乎支持这一立场。但根据现行法规，没有任何法律手段可以迫使退出的国家以欧元结算债务。如果债务国离开，德国央行将很难收回其 Target-2 债券，哪怕只是一小部分。德国单方面退出 EMU 意味着它将丧失全部债券。而如果欧元区完全解体，也会发生同样的情况。

这个无法妥协的等式是将 EMU 紧密捆绑的一部分理由。面对持续存在的各种道德风险，德国经济学家发现这种立场越来越难以接受。德国政府和德国央行

在缓解 Target-2 困境上可能会面临越来越大的压力。

## **Finding solutions to Target-2 dilemma**

### **Bundesbank credit holds EMU together**

**Marcello Minenna and Edoardo Reviglio<sup>1</sup>**

Europe's monetary union rules that have generated a sharp increase in the Bundesbank's Target-2 claims on the European Central Bank provide a strong incentive for Germany to remain a euro member to safeguard its credit position.

Only a broad political agreement to change radically the mutual financing inherent in the treaties on economic and monetary union would give Germany room to reclaim part of its enormous Target-2 credit of €75bn at end-June.

Prof. Clemens Fuest, head of the Munich Ifo economic research institute, has proposed changing the legal framework with an exit mechanism that would supply the 'get-out' clause some Germans apparently desire – allowing the country's possible EMU escape with its credit intact.

However, considering that EMU debtor countries have a blocking share of votes, that proposal appears a political non-starter. The reasonable alternative would be to set up a risk-sharing framework to eliminate the risk of a country leaving. This would entail the completion of banking union, a sizeable European budget and a system of fiscal transfers.

Roberto Violi, senior director in the Banca d'Italia's risk management department, Giovanni Dosi and Andrea Roventini of the Sant'Anna School of Advanced Studies (a university centre of worldwide renown based in Pisa) and Marcello Minenna have proposed a technical mechanism to share gradually the risks of euro area public debt in a market perspective. Unfortunately, implementing such a plan will not be easy.

---

<sup>1</sup> Marcello Minenna is Head of Quants at Consob, PhD Lecturer at the London Graduate School in Mathematical Finance and Adjunct Professor of Quantitative Finance at Bocconi University. Edoardo Reviglio is Chief Economist at Cassa Depositi e Prestiti and Professor of economics at LUISS Guido Carli in Rome

The Bundesbank's exposure towards other EMU central banks represents 50% of Germany's net international investment position. Some German economists believe these assets may be substantially irredeemable. The Target-2 balances of Italy and Spain reached record heights of €465bn and €393bn respectively in May. The June data will probably be even worse.

Target-2 has grown into a complex accounting system of debts and credits between national central banks that intermediate 90% of cross-border transactions between private banks. It has several advantages: minimum counterparty risk, quick settlement times and reduced costs.

Target-2 growth reflects imbalances in trade and capital flows Germany's average annual current account surplus of 7% of GDP over the past decade (although not all of this from intra-euro area transactions) has not been matched by a corresponding increase of banks' credits towards the rest of the euro area. Owing to higher post-2008 financial crisis risk perceptions, German banks' lending towards the euro area has declined.

The more recent build-up of southern European countries' Target-2 debts has stemmed from the ECB's €2tn-plus quantitative easing that started in March 2015. Italian and Spanish private investors have progressively sold more than half their government bond holdings to their national central banks and invested the proceeds in financial assets in northern countries, the UK and US.

The last three years have seen over €500bn in capital flight from southern economies. The ECB has played this down as healthy behaviour of investors seeking to improve returns and diversify risks. A less benevolent reason could be investors' search for a hedge against the redenomination risk that would arise from a member state's exit.

Renewed Target-2 divergence was not completely unexpected. Already in 2015 Paolo Savona, the renowned Italian economist who is now Europe minister in the Rome government, warned that the ECB's QE would drive capital flight from weaker countries and increase the German credit position.

In an eternally immutable euro area, it would be perfectly reasonable for Target-2 balances to be non-collectable, without expiry and without interest (as they are currently). In any standard scenario, these accounting entries would bear no risk at all.

But the scenario now – increasing political discord, with a eurosceptic government in Rome and a weakened administration in Berlin – is not standard. In the hopefully unlikely event of a euro exit, the departing national central bank would regain independent status. The Banca d'Italia, an ECB shareholder, would separate itself from ownership. In a normal transaction, the exiting shareholder would pay back (in euros) what is effectively an intra-group loan from the subsidiary.

The ECB has seemed to support this position in past official declarations. But, under current regulations, there is no legal tool that could force an exiting country to settle its debts in euros. If a debtor country departed, the Bundesbank would find it very difficult to collect even a small fraction of its Target-2 credit. A unilateral German exit would imply total loss of the credit. The same would happen if the euro area broke up entirely.

This uncompromising equation is part of the cement holding EMU together. Perpetually alive to any form of moral hazard, German economists find this position increasingly unpalatable. Pressure on the German government and the Bundesbank to mitigate the Target-2 dilemma may increase.

## 《人民币国际化报告 2018》

《人民币国际化报告2018》主题为“结构变迁中的宏观政策国际协调”。在历史经验借鉴和理论研究的基础上，集中探讨了人民币国际化进入发展新阶段后加强宏观政策国际协调的必要性与紧迫性，围绕协调内容、突破口、主要矛盾、实现机制等方面展开了深入分析。报告认为：全面高效的国际协调是人民币国际化的必然要求；要将贸易、货币政策作为短期协调的重点内容，将结构改革、宏观审慎政策纳入协调范畴，从而完善国际政策协调框架；要重视多层次国际组织在协调中所体现的平台功能，积极寻求在新兴国际协调平台上发挥引领作用。



报告强调：要在“一带一路”上开展内容丰富的区域合作机制创新，为国际协调理论和实践提供新样本、新模式；要妥善处理中美贸易摩擦和政策分歧，这是实现无危机可持续发展和人民币国际化的关键，也是当前我国进行国际政策协调需要解决的主要矛盾。

# 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

  
厦门市南山区高新科技园软件园二期  
2968号怡化金融科技大厦2015

