

新金融评论

New Finance Review

2017年第3期（总第29期）

新全球化时代的中美经济关系——2017·CF40-PIIE联合报告

政策影响

- 美国财政政策变化及其对美国的影响 Karen Dynan
- 美国经济的潜在增长率及政策如何对其产生影响 Jason Furman
- 美国政策调整的影响 哈继铭

汇率政策

- 汇率与国际货币体系：并非替罪羊 管涛 鲁政委 郭嘉沂
- 以稳定为导向的中国汇率政策 Joseph E. Gagnon
- 二十国集团合作与国际金融架构：站在十字路口的美国 Nathan Sheets

双边投资

- 论美中双边投资协定的重要性：潜在经济效益 Lee Branstetter Britta Glennon J. Bradford Jensen
- 中美双边投资 郭凯 王碧珺 杨元辰

贸易展望

- 中美贸易争端及世贸组织 Chad Bown
- 贸易战的风险与成本 Marcus Noland

新金融评论

New Finance Review

2017年第3期（总第29期）

 **上海新金融研究院**
SHANGHAI FINANCE INSTITUTE

 **中国金融出版社**

责任编辑：丁 芊

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目（CIP）数据

新金融评论（Xinjinrong Pinglun）. 2017年. 第3期：总第29期/上海新金融研究院编. —北京：中国金融出版社，2017. 8

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9151 - 5

I. ①新… II. ①上… III. ①金融—文集 IV. ①F83-53

中国版本图书馆CIP数据核字（2017）第199713号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 （010）63266347，63805472，63439533（传真）

网上书店 <http://www.chinafph.com>

（010）63286832，63365686（传真）

读者服务部 （010）66070833，62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 175毫米×250毫米

印张 12.25

字数 180千

版次 2017年8月第1版

印次 2017年8月第1次印刷

定价 40.00元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9151 - 5

如出现印装错误本社负责调换 联系电话（010）63263947

新金融评论

New Finance Review

顾问：(按姓氏拼音排序)

陈雨露 方星海 胡怀邦 胡晓炼 黄奇帆 蒋超良 姜 洋 李剑阁
林毅夫 秦 晓 沈联涛 屠光绍 万建华 王 江 吴敬琏 吴晓灵
谢 平 易 纲 余永定 朱 民

编辑委员会主任：钱颖一

编 委：(按姓氏拼音排序)

管 涛 黄益平 李迅雷 连 平 廖 岷 缪建民 王 庆 阎庆民
袁 力 张 春 郑 杨 钟 伟

主 编：钱颖一

执行主编：王海明

特邀编辑：郭 凯

编 辑：王乾箏

《新金融评论》是上海新金融研究院主办的经济金融类学术刊物,致力于发表权威、严谨、高标准的政策研究和基础研究成果,强调学术性和政策性的完美结合。中国金融四十人论坛为本刊提供学术支持。

“中国金融四十人论坛”(CF40)是中国最具影响力的非官方、非营利性金融专业智库平台,专注于经济金融领域的政策研究与交流。上海新金融研究院(SFI)是由中国金融四十人论坛举办的非官方、非营利性的专业智库,与上海市黄浦区人民政府战略合作。

联系电话：021-33023256

联系地址：上海市北京东路280号7层《新金融评论》编辑部

投稿邮箱：cfr@sfi.org.cn

目 录

2017年第3期

总第29期

综 述

- (1) 为美国新政府下的中美经济合作创建坚实基础 哈继铭 Adam Posen

政策影响

- (10) 美国财政政策变化及其对美国的影响 Karen Dynan
(25) 美国经济的潜在增长率及政策如何对其产生影响 Jason Furman
(39) 美国政策调整的影响 哈继铭

汇率政策

- (58) 汇率与国际货币体系:并非替罪羊 管涛 鲁政委 郭嘉沂
(73) 以稳定为导向的中国汇率政策 Joseph E. Gagnon
(83) 二十国集团合作与国际金融架构:站在十字路口的美国
Nathan Sheets

双边投资

- (97) 论美中双边投资协定的重要性:潜在经济效益
Lee Branstetter Britta Glennon J. Bradford Jensen
(113) 中美双边投资 郭凯 王碧珺 杨元辰

贸易展望

- (130) 中美贸易争端及世贸组织 Chad Bown
(146) 贸易战的风险与成本 Marcus Noland
(156) TPP之后的亚太区域主义 Jeffrey Schott 陆之瑶
(173) 美中贸易合作与冲突:风险与现实 翟凡

为美国新政府下的中美经济合作 创建坚实基础

◎ 哈继铭 Adam Posen

摘要：中美贸易关系不断增强，是由两国经济体量和结构上的互补性以及宏观经济政策决定的。中国目前处于经济再平衡状态，改善国内投资和消费结构将有助于减少双边贸易失衡。同理，特朗普政府当前的预算提案带来财政赤字增加，并对美元估值产生影响，进而扩大美国的整体和双边贸易赤字。尽管平衡的双边贸易对于产业竞争力抑或家庭在贸易中的得失没有任何意义，但是美国新一届政府对双边贸易赤字仍深表担忧。美国政府给中国强加的这些贸易壁垒只会将其与中国的贸易逆差转移到其他国家，造成效益和福利的损失。中美贸易战爆发不仅会造成两败俱伤的结局，而且会影响全球经济，并进一步在金融和需求方面对中美造成影响。

关键词：中美贸易失衡 结构性因素 双边贸易赤字 贸易战

作者哈继铭系高盛投资管理部中国区副主席，Adam Posen系彼得森国际经济研究所（PIIE）所长。

一、中美经济结构性因素是双边贸易失衡的原因

中美贸易关系不断增强，是由两国经济体量和结构上的互补性以及宏观经济政策决定的。中国在劳动密集产业中具有比较优势，美国则在资本密集产业包括高产农业上具有比较优势，但这种情形正随着中国工资和资本存量的上涨而变化。中美贸易关系的深化使两国人民受益，但双边贸易却存在着不平衡。作为美国最大的进口来源国，2016年中国在美国货物贸易赤字中占比为46%（从附加值的角度看为33%）。但是，对大多数经济学家来说，比份额更加重要的是，在一些时期（包括21世纪头十年的中期），中国对汇率的干预和其他政策导致中国相对于自身和世界的GDP而言，存在较大的整体贸易盈余。

但近年来，情况有所变化。因此，当前美中贸易摩擦应该只限于市场经济地位、知识产权、国有企业及外国企业收购障碍等问题。这些问题都很重要，但并非宏观经济结果的决定因素。中国目前处于经济再平衡状态，改善国内投资和消费结构将有助于减少双边贸易失衡。同理，特朗普政府当前的预算提案带来财政赤字增加，并对美元估值产生影响，进而扩大美国的整体和双边贸易赤字。

相反，尽管平衡的双边贸易对于产业竞争力抑或家庭在贸易中的得失并没有任何意义，但是美国新一届政府对双边贸易赤字仍深表担忧。对于特朗普政府可能会越过贸易执法机制甚至绕过世贸组织规则，单方面使美国公司比中国公司更具优势的担忧是合理的。美国政府给中国强加的这些贸易壁垒只会将其与中国的贸易逆差转移到其他国家，造成效益和福利的损失。中美贸易战爆发不仅会造成两败俱伤的局势，而且会影响全球经济，并进一步在金融和需求方面对中美造成影响。

这就是为什么美国政府建立了基于多边规则的贸易体系并在过去七十年中支持这一体系。这也是为什么围绕汇率操纵的外交诉诸操纵者的自身利益寻求解决方案，并在国际货币基金组织和二十国集团内建立相关标准，而不

是采取报复措施。同时，这也是为什么自邓小平以来的中国领导人均表达了希望遵循开放国际经济体系规则的强烈愿望，例如接受不利于自身的世贸组织裁判，支持美国建立的国际治理架构，尽管这一架构没有及时给予中国与其自身经济规模相符的发言权和投票权。习近平主席在2017年1月达沃斯会议上力挺全球化，而特朗普政府却关注毫无意义的经济议题（如双边贸易赤字），这非常具有讽刺意义并令人担忧。

二、经济互补性决定了中美双边投资带来互利双赢的结果

中美经济的互补性和中国经济的转型升级是中美双边投资增长的主要动力。美国对中国直接投资（FDI）增速很快，投资的行业分布较均匀，且投资的回报率较高。中国对美国直接投资（ODI）的增速更快，官方统计数据显示2004—2015年中国对美国ODI年均增幅为58%，远高于同期中国ODI的整体增幅，反映出中国企业具有很强的在美国投资的动机。同时，中国企业对美国投资的行业更多转向先进制造业、消费和高技术产业，显示中国企业寻求技术等战略资产以及进入美国消费市场的需求。

或许令人充满希望的一点是，特朗普政府官员和特朗普本人表示有兴趣增加在美国的新外商投资，尤其是那些能明显创造生产就业的外商投资。如果其他条件不变，资本流入会扩大美国的贸易逆差，导致经济上的紧张局势。但实际上，即使外商直接投资流入增加，仍将只是总资本流动或贸易赤字的一小部分，所以不应该让这种矛盾打消美国更加欢迎外部投资的念头。

这更是一个公平问题，因为美方认为，对美国和其他外国公司在中国投资的限制，比对中国企业在美国投资的限制要严得多。中国的很多行业在很大程度上不对外国投资开放，阻止外资企业持有多数股权并真正接管。这在具有大规模双赢可能的服务业方面尤为令人不安。中国服务业不断增长，但其效率低下，在国际上缺乏竞争力；美国最大的比较优势在于商业、金融和软件服务的出口；能够购买这些服务，将是中国企业和家庭的最大获益。由于美国政界人士和部分公众不可避免地出于国家安全和知识产权的考虑怀疑

中国投资的意图，中国不愿意在投资上实施互惠则给了美国反对中国直接投资一个合理的理由。当然，对美国在华直接投资的一些限制来自中国官员对国家安全的担忧。

这就是为什么双边协议对两国会大有裨益。中国企业希望美国外资投资委员会（CFIUS）减少以国家安全为由设置各种保护性和歧视性的投资壁垒。美国对中国的关切集中在中国的营商环境、外国企业的公平竞争和准入限制、知识产权保护等方面。一些关切是近期变化所导致的，例如更多外资企业从开放程度高的制造业进入开放程度低的服务业，以及地方政府招商引资的规范化和法制化。在充分认识两国国情的基础上，中美双方应该致力于达成高标准、现实的中美投资协定，充分发挥中美双边投资的潜力。

三、近年来的汇率政策符合两国利益

在市场对美国将实施财政刺激措施和美联储加息的预期下，一般来说美元应继续走强。这一趋势、资本外流管制的不可预测以及中国储户希望资产多样化的愿望，使得2015年中期至2016年末人民币贬值压力上升。这种基本面驱动的人民币兑美元贬值必须同21世纪头十年中期中国的重商主义汇率政策区分开来。中国2015年启动的“8·11”汇率改革也并非旨在通过汇率贬值寻求贸易优势。汇率改革是为了满足国际货币基金组织对于SDR篮子货币“可自由兑换”的操作性要求，消除中间价与市场价的价差。因此，避免美元兑人民币大幅升值是中美双方中期的共同利益。

这些进展是在七国集团协议的多边背景下取得的。七国集团成员同意自2012年12月起，不单方面干预其他成员国货币。美国政府一直积极推动二十国集团接受这一协议，特别是将中国纳入其中。美国财政部对于判断各国政府是否针对美元操纵本国货币的定义现已包含客观标准，例如干预方向以及该国经常项目顺差（幸亏不是双边差额）收窄还是扩大，这更加符合国际规范。根据这些标准，美国财政部在2017年4月没有将中国判定为货币操纵国，尽管特朗普在竞选期间曾经威胁将中国判定为汇率操纵国。这一裁定是

正确且合法的。因此，近年来出现的这些制度安排维持了货币和平，是双赢多边主义的另一个例子。

中国将继续完善中间价的形成机制，提高汇率政策的透明度。2016年2月，央行在中间价定价机制中引入了一篮子汇率的变动，后续又对人民币指数篮子权重以及篮子汇率变动计算时段进行调整，以使得中间价更贴近市场行为。目前中国外汇储备的下降正好表明中国不希望人民币贬值。这符合中国本身的利益，不应该在国内外被描述为“美国的胜利”。

美方建议，通过实行以稳定经常项目余额为导向的汇率政策而不是最大化顺差。中国由此会获得三个好处：货币政策可以侧重稳定就业与通货膨胀；避免与美国不必要的冲突；通过再次将人民币作为稳定的基础，推动区域一体化，正如在1997—1998年的亚洲金融危机期间所做的那样，尽管当时规模较小。美国政府应该支持中国的这一转变，并在汇率报告和外交中予以承认。

四、美国政策调整对中国经济的影响可控

美国新一届政府在税收政策、基建投资、金融监管等方面都可能作出重要政策调整，美联储的货币政策也将相应调整。对中国经济的影响体现在以下几个方面。

第一，减少个人和企业所得税短期内对美国经济有刺激作用，但长期将导致政府债务上升和财政赤字增大。这将加剧中国向美国资本外流的压力。部分中国企业可能把投资转移到美国（如果特朗普政府允许的话），美国的税收改革可能对中国税收改革造成一定的压力或者激励。

第二，如果美国国会确实通过了大幅增加基础建设投资的计划，那么中国钢铁、混凝土和其他供给过剩材料的出口和全球价格将会得到改善。另外，中国的基础设施建设专业水平较高，中国企业可以在资金和技术层面加强与美国的合作，实现双赢。

第三，在金融监管层面，美国政府可能简化和放松《多德—弗兰克法

案》的部分条例，但不大可能全面废除，对中国的直接影响有限。然而，如果美国更进一步实施国会和新政府中一些人的威胁，退出金融稳定理事会（FSB）和国际监管合作，那么新一轮金融不稳定或各国竞相放松金融监管的可能性将加大，从而给所有国家带来损失。

第四，美国新政府的经济政策将提升经济增长和通货膨胀，在其他条件不变的情况下，意味着美联储也会加快加息节奏。美国利率升高和美元指数走强对人民币汇率带来了调整的压力。但由于中国资本管制较强，外部因素变化对汇率走势和国内金融市场的影响相对有限。

当然，中国任何国内政策的调整对美国经济的直接冲击都是次要的，并且在可预见的将来仍然如此——除了金融管制放松可能导致中国居民减少储蓄或并在境内寻求更高投资回报。在这一关系层面上，两国之间没有简单的对等。

五、加快结构改革和市场开放，避免与美国产生冲突，是符合中国自身利益的最佳战略

两国经济学家都不应该认同特朗普政府对双边贸易差额的痴迷。将双边贸易差额作为政策目标并不会提升任何公共利益，而且可能激发不必要的冲突并带来伤害。如果特朗普政府仍然决定要针对与中国和其他贸易伙伴的双边失衡采取措施，中国需要两个层面上的战略：一个是在短期缓和紧张局势的战略，另一个是在短期战略失效时的中期战略。独立经济学家和更加开明的美国政治家应该在美国的公开辩论中支持中国的这些努力。

在短期内，中国应该作出表面上温和的回应，调整自身行为或法律结构，而不是政策目标和经济结果。这样做可以肯定美国政府过去在国际商业中所倡导的原则，它们仍是世贸组织和体系其他方面的基础。例如，中国政府在短期内可以通过官方或国有企业购买更多的美国商品，同时扩大金融、旅游等服务业的开放程度。这些服务业都是美国能够出口的。这一切将与特朗普政府的破坏性“购买美国货”运动和政府采购限制形成鲜明对比，并在

获得新机会的美国企业中制造出明显的“赢家”。

另一个例子就是中国从美国进口更多的能源：天然气和石油。尽管这会取代部分从俄罗斯等其他国家的进口，但其根本上是使美国继续放松能源政策管制。此外，中国可以要求特朗普政府减少对高科技产品出口到中国的限制，这也使美国更加接近自由市场，促进对中国出口的大幅上升。

中国也可以加快国有企业改革。这将符合中国的自身利益，同时也会给美国带来很大利益，并在整体上缓解市场经济地位问题。“国家资本主义”是美方对中美贸易环境的重要关切，这有一定的正当性。尽管过去四十年来国有经济的市场份额已经大幅下降，但国有企业在金融、电信等服务行业仍然占主导地位，政府通过不透明的形式为企业提供补贴、优惠贷款的现象仍然存在。加快国有企业改革和市场化进程可以削弱贸易伙伴对中国的指责。如果中国能够以更快的速度减少钢铁和铝业的产能过剩，这将会适时地给特朗普政府制造一个“胜利”（尽管中国钢铁生产商的真正竞争对手是印度、韩国和土耳其），并且这将改善中国的生产率。

当然，这些措施不会使中美的双边贸易赤字大幅下降，至少短期内肯定不会（长期影响及对中国或美国的整体贸易平衡的影响都很小）。基于汇率及美国与其他地区增长率上的差异，在特朗普2020年第一届任期结束前，美国经常项目赤字将比现在更多。类似20世纪80年代中期的情形，财政宽松加货币紧缩的政策组合只会增加美国的经常项目逆差，而中国对美国的双边贸易顺差可能会上升。所以如果特朗普政府在2018年国会选举和2020年总统选举期间，仍然承诺减少与中国及其他经济体的双边贸易赤字，则很可能会有令其沮丧和尴尬的结果。80年代中期的情形很可能重演，但更糟糕的是，特朗普团队对贸易和全球化的敌对意识形态，意味着美国政府将对中国和其他主要贸易伙伴采取单方面的保护主义政策。

这就是为什么中国也需要对特朗普政府可能的施压作出中期回应。这个计划应该主要是多边的。首先，利用国际体系中的现有手段，从法律上挑战并在适当情况下报复美国的保护主义和欺凌行为。中国应该尽可能地抑制单方面报复打击的冲动，因为其结果虽然会损害美国但仍是双输的。相反地，

中国应通过世贸组织等途径去尽可能地打击美国的坏政策。其次，中国应与其他经济体一起，联合抵制特朗普政府违反以前美国政府常规做法或规则的行为。这就意味着中国与欧盟和日本、韩国一起抵制美国，维护现有制度。这也意味着中国可以通过《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）等协议，积极推动区域和其他自由贸易协定，但最好是以开放的区域主义为原则。这将导致可见且合法的贸易转移和美国企业机会的丧失，让美国看到其做法的错误。

人们仍然希望，这样一个联合全球特朗普政府反对者的中期计划是不必要的。中美经济的共同利益当然足以为其在贸易、投资、汇率等问题上的合作提供依据。此外，中国也可通过改变政策，给特朗普总统所谓的胜利，而这些改变最终服务于中国自身的经济改革目标。但鉴于美国经常项目赤字和中美双边贸易赤字几乎肯定会扩大，以及特朗普政府愚蠢但确凿的减少赤字的承诺，贸易冲突几乎不可避免。在这种情况下，根据习近平主席2017年1月在达沃斯论坛阐述的精神，中国领导人必须抵制特朗普总统的破坏行为，保护以规则为基础的开放的国际经济秩序。

Creating a Basis for China-US Economic Cooperation under the New US Administration

HA Jiming

(Goldman Sachs Private Wealth Management China)

Adam Posen

(Peterson Institute for International Economics)

Abstract: Their economic size and structural complementarity determines the still growing trade relationship between China and the United States, along with their macroeconomic policies. China is in a state of economic rebalancing. Improved domestic investment and consumption structure will help reduce the bilateral trade imbalances. By the same token, increased fiscal deficits in the US and their potential effect on the dollar's valuation, as current Trump budget proposals would create, would widen the US' overall and bilateral trade deficits. Although the bilateral trade balances have no meaning in terms of industrial competitiveness, or households winning versus losing from trade, the new US government is deeply concerned about the bilateral trade deficit. The imposition by the US government of such trade barriers on China would only shift its trade deficit with China to other countries and result in the loss of efficiency and welfare. If a Sino-US trade war breaks out, it will not only cause a lose-lose scenario for both two countries but also affect the global economy, with financial and demand feedback on the US as well as China.

Keywords: Sino-US Trade Imbalance, Structural Factors, Bilateral Trade Deficit, Sino-US Trade War

美国财政政策变化及其 对美国经济的影响

◎ Karen Dynan

摘要：2016年美国大选后，居民和企业信心上升，显示出美国人民期待新总统的政策能够提升短期和更长期的美国经济表现。不幸的是，这些期望有可能落空，原因是政策变化的范围可能有限，而且程度可能不及预期。按照历史标准，美国国内生产总值（GDP）近年来表现不佳。经济供给方面的趋势是导致产出增长放缓的主要力量。潜在产出增长放缓的另一个原因是生产率（每小时产出）增长趋势的放缓。当然，经济增长并不仅仅是由供给侧的因素决定的，对于货物和服务的需求也起着重要的作用。虽然扩张性财政政策可能会通过增加需求在短期内提振国内生产总值，但是面临财政刺激措施，美联储可能会更快地提高联邦基金利率，因而对短期经济增长的净影响将会有限。美国经济似乎正在以大致2%的速度稳定增长，与大多数预测者认可的目前可持续的实际GDP长期增长率相似。这一步步伐远低于20世纪后半叶的平均每年超过3%的增长率，主要是因为人口因素导致劳动力增长放缓。

关键词：美国经济 潜在产出增长 财政政策 人口因素

作者 Karen Dynan 系美国财政部前助理部长、首席经济学家。

一、对美国经济的乐观情绪上升

近几个月来，对美国经济增长的乐观情绪显著上升。如图1所示，消费者对未来经济状况的预期在2017年底显著好转。如图2所示，对小型和大型企业主的调查也显示出乐观情绪急剧增长。甚至对专业人士预测的调查也显示如此，如图3所示，在经过了数年的不断下调后，专业人士预测调查显示，对未来十年实际GDP增长的中位数预测于2017年初上升。



图1 美国消费者期望

数据来源：世界大型企业联合会；最后数据时点为2017年3月。



图2 美国商业信心指数

数据来源：商业圆桌（最后数据时点为2017年2月），全美独立企业联盟（最后数据时点为2017年3月）。

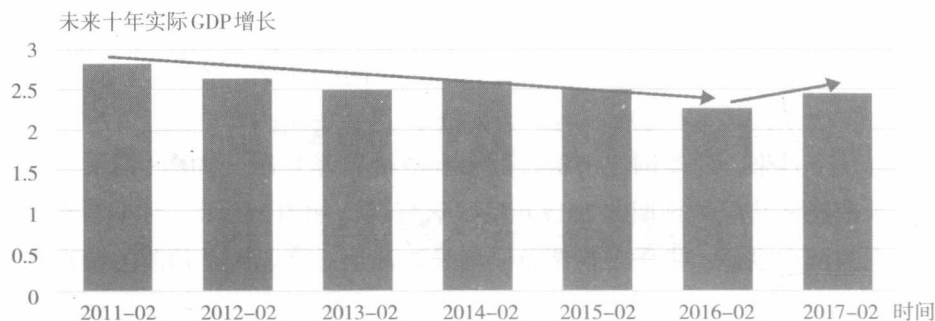


图3 美国经济长期增长前景预测

数据来源：专业预测人士调查。

自从选举以来美国股票价格大幅上涨也证明了对经济的乐观情绪。截至4月中旬，标准普尔500指数比选举当天高出9%。自选举以来，在利率变高的同时，股票价格的上涨似乎反映了预期资本收入的上升，而不是折现率的变化（当然，这种预期可能不仅仅是对未来GDP看涨，也可能是认为税后利润占GDP的份额会上升）。

关于这种乐观态度提升的原因，最流行的解释来源于华盛顿的政治变化。不论在候选期间还是在上任后，特朗普总统都一再强调提高美国经济增长的重要性，并特别谈到使用财政政策来帮助实现这一目标。考虑到总统所在的共和党也控制了国会，实施总统期望的财政变革的预期也进一步加强。当然，由于共和党人在参议院通常仍需要60票才能通过立法（在“预算调整程序”之外），所以他们需要至少得到6位民主党或独立人士的支持。^①尽管如此，总的情况大大增强了总统期望的政策变化将会得到实施，并将从根本上改变美国经济趋势的预期。事实上，如图4所示，自选举以来，相信政府正在经济政策上“做得不错”的家庭比例急剧上升。

^① 预算调整程序允许某些类型的立法快速通过。作为每年预算过程的一部分，国会领导人通过的预算决议可以包括某些指示，例如通过税务改革降低预算赤字。调整法案不能在参议院遭遇议事阻挠，这意味着可以由简单多数通过（需要60票来阻止议事阻挠）。一个关键的限制是，根据伯德规则，调整法案不能提高10年或更长期的赤字。