

# 中国金融安全问题研究

## (2019)

金融安全协同创新中心 著  
西南财经大学中国金融研究中心



中国金融出版社

---



# 中国金融安全问题研究

## (2019)

---



金融安全协同创新中心 著  
西南财经大学中国金融研究中心

 中国金融出版社

责任编辑：王效端 张菊香

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

## 图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融安全问题研究. 2019/金融安全协同创新中心, 西南财经大学中国金融研究中心著. —北京: 中国金融出版社, 2019. 10

ISBN 978 - 7 - 5220 - 0193 - 7

I. ①中… II. ①金…②西… III. ①金融风险—风险管理—研究—中国—2019  
IV. ①F832. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 152509 号

中国金融安全问题研究. 2019

Zhongguo Jinrong Anquan Wenti Yanjiu. 2019

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 保利达印务有限公司

尺寸 185 毫米 × 260 毫米

印张 11

字数 240 千

版次 2019 年 10 月第 1 版

印次 2019 年 10 月第 1 次印刷

定价 42.00 元

ISBN 978 - 7 - 5220 - 0193 - 7

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

编辑部邮箱: [jiaocaiyibu@126.com](mailto:jiaocaiyibu@126.com)

# 编 委 会

学术委员（按姓氏笔画排序）：

叶永刚（武汉大学）

吕劲松（审计署）

刘锡良（西南财经大学）

张 杰（中国人民大学）

张晓朴（中共中央财经工作领导小组办公室）

陆 磊（国家外汇管理局） 卓 志（西南财经大学）

# 序

金融安全是金融学研究的基本问题，也是现代国家安全的重要组成部分。2017年4月25日，中共中央总书记习近平在主持中央政治局第四十次集体学习时强调，金融安全是国家安全的重要组成部分，是经济平稳健康发展的重要基础，维护金融安全是关系我国经济社会发展全局的一件带有战略性、根本性的大事。金融活，经济活；金融稳，经济稳。必须充分认识金融在经济发展和社会生活中的重要地位和作用，切实把维护金融安全作为治国理政的一件大事，扎扎实实把金融工作做好。

自2000年成立并获批教育部人文社会科学重点研究基地以来，西南财经大学中国金融研究中心一直致力于金融安全领域的研究。经过长期的培育与探索，2012年8月25日，由西南财经大学倡议并牵头，以西南财经大学中国金融研究中心为工作主体，联合中国人民大学、武汉大学、国家审计署、原中国银行业监督管理委员会等发起成立了“金融安全协同创新中心”（以下简称“中心”）。本着“深度融合、动态开放、优势互补、资源共享、持续发展”的建设原则，中心紧密结合国家金融安全领域的重大战略需求和学术前沿发展，提供高水平研究成果，推动高层次拔尖创新人才培养，提升国内金融学科实力，为中国金融业的科学发展及风险防范提供智力支持。

自成立以来，中心在不断建设高水平人才队伍的基础上，搭建了五大研究平台，每年编制《中国金融安全报告》，完成了若干重大科研成果。其中，中心每年都会就中国金融安全领域的热点问题和重大事件进行课题招标，展开专题研究，以期对涉及我国金融安全的重大及热点问题保持及时、深度的跟踪与分析。相关课题结项后，中心将研究成果结集出版，形成系列专著，并统一命名为《中国金融安全问题研究》。

值此《中国金融安全问题研究（2019）》出版之际，是以为序，与读者共绘。

# 目 录

## 中美贸易冲突及对中国金融的影响

..... 姜 凌 余 啸 晏 辉 刘 赛	( 1 )
摘要 .....	( 1 )
1 中美贸易冲突及其原因分析 .....	( 1 )
2 中美贸易冲突下我国经济基本面的情况 .....	( 7 )
3 中美贸易冲突下的人民币汇率 .....	( 9 )
4 中美贸易冲突下我国的跨境资本流动 .....	( 17 )
5 结论与政策建议 .....	( 28 )
参考文献 .....	( 31 )

## 僵尸企业金融错配的效应研究

..... 李长青 吕小锋 周 静	( 34 )
摘要 .....	( 34 )
1 引言 .....	( 34 )
2 文献回顾 .....	( 35 )
3 僵尸企业的识别 .....	( 36 )
4 僵尸企业的金融错配效应 .....	( 39 )
5 研究结论 .....	( 48 )
参考文献 .....	( 48 )

## 中国债权型货币错配与金融安全

..... 李雪莲 董建明 刘 盈 马 驰	( 52 )
摘要 .....	( 52 )
1 绪论 .....	( 53 )
2 货币错配风险的界定及其对金融安全的影响机制 .....	( 60 )

3 货币错配风险的度量 .....	( 66 )
4 汇率等因素对债权型货币错配的传导机制以及协同效应 .....	( 84 )
5 研究结论与政策建议 .....	( 96 )
参考文献 .....	( 101 )

### 中国房地产调控的金融安全分析

——基于房地产价格泡沫空间传染模型

张 翔 (104)

1 引言 .....	( 104 )
2 我国房地产市场的价格泡沫测度及空间计量 .....	( 109 )
3 中国房地产价格泡沫定性测度实证研究 .....	( 111 )
4 房地产价格泡沫的空间传染实证分析 .....	( 114 )
5 事件分析框架下对城市间泡沫传染的分析 .....	( 120 )
6 泡沫原因分析及政策建议 .....	( 124 )
7 本文小结 .....	( 128 )
附录一 LPPL 模型 .....	( 129 )
附录二 空间误差模型与空间滞后模型 .....	( 130 )
附录三 引入交叉变量的 SDM 模型 .....	( 131 )
附录四 .....	( 131 )
参考文献 .....	( 132 )

### 西部地区乡村振兴战略中的农村金融支持研究

赵爱清 邢 岩 陈琼蓉 雷 磊 (141)

摘要 .....	( 141 )
1 文献述评 .....	( 142 )
2 乡村振兴战略中的金融需求——政策层面 .....	( 146 )
3 微观金融需求——来自四川省农村的抽样调查 .....	( 151 )
4 金融供给——来自金融机构的实践和案例 .....	( 155 )
5 金融有效支持乡村振兴战略的路径 .....	( 161 )
参考文献 .....	( 166 )
附件 农户家庭金融需求调查问卷 .....	( 167 )

# 中美贸易冲突及对中国金融的影响<sup>①</sup>

姜凌 余啸 晏辉 刘赛

**【摘要】**本报告从美国对华贸易保护的原因入手，分别从经济基本面、汇率波动、资本流动等方面，分析了中美贸易冲突对中国经济特别是金融的影响。本报告认为新一轮中美贸易冲突的本质是新兴崛起大国与在位霸权国家的博弈关系，这一矛盾具有长期性和曲折性。受中美贸易争端影响，2018年中国经济增速放缓。就目前情况观察，虽然贸易冲突对市场的直接影响总体趋于消化，但应当看到未来可能存在的风险。本报告着重从我国的跨境资本流动和人民币汇率等不同视角，分析了中美贸易冲突对我国金融安全可能带来的冲击，并就当前及今后一段时期，为应对中美贸易冲突带来的金融风险，我们应从稳阵脚，扩内需，把夯实宏观经济基本面作为保持我国在世界经济大潮中定力的基石；加大产业升级力度，优化我国参与全球化分工的模式；加大全方位经济开放力度，拓展我国对外经济贸易的渠道完善收入分配机制；深化金融和人民币汇率改革，坚持发展、改革和风险防范并重；关注资本流动和市场监管的有效性等不同方面，做好金融风险防控。

2018年3月26日，美国根据“301”调查结果，宣布对中国实施单方面贸易保护措施。在双方多轮协商和博弈的背景下，中美新一轮贸易摩擦升级并加剧。美国贸易保护是特朗普政府的非理性行为，还是深思熟虑的结果？美国对华贸易保护对中国的经济及金融将会产生怎样的影响？本文试图从中美贸易冲突的原因入手，并基于2018年3月至11月的相关数据，从经济基本面、汇率和资本流动等方面进行分析，阐述可能存在的风险，并提出相应的建议。

## 1 中美贸易冲突及其原因分析

### 1.1 中美贸易现状

美国和中国是世界上最大的两个经济体，根据国际货币基金组织（IMF）公布的数据，2018年美国和中国GDP分别为20.5万亿美元和13.6万亿美元，两国的经济总量合计接近世界的40%，对世界经济发展有着广泛的影响。

美国是世界上最大的经济强国，经济增速快于其他主要发达经济体，拥有世界上最大

<sup>①</sup> 本研究报告乃西南财经大学金融安全协同创新中心2018年度课题研究成果。

的资本市场，美元是世界上最主要的国际货币。由于中美双边巨大且密切的经济联系，美国对华经济政策对中国有着较大的影响。目前，美国是中国最主要的贸易伙伴之一，据美国商务部统计，2017年全年，美国与中国双边货物进出口额为6359.7亿美元，增长10.0%。其中，美国对中国出口1303.7亿美元，增长12.8%，占美国出口总额的8.4%；美国自中国进口5056.0亿美元，增长9.3%，占美国进口总额的21.6%。美国对华出口的主要商品为运输设备（包括航空航天器、车辆等）、机电产品、植物产品和化工产品，2017年其出口额分别为295.1亿美元、250.0亿美元、149.3亿美元和111.9亿美元。中国对美出口以机电产品为主，2017年其出口额为2566.3亿美元，占中国对美出口总额的50.8%，较2016年增长13.4%。美方认为，美中贸易逆差3752.3亿美元，增长8.1%。

## 1.2 中美贸易冲突的发展及演进

2008年国际金融危机以后，在经济增长乏力、需求萎缩、失业率上升等情况下，美国新贸易保护主义抬头。由于中美两国间巨大的贸易量，以及美国对华贸易逆差问题，美国对华贸易保护政策明显增多。2017年1月20日，特朗普就任美国总统后，中美两国的贸易摩擦进一步加剧。

2018年1月23日，美国宣布对进口太阳能电池和太阳能板以及大型家用洗衣机征收临时性关税，2018年3月8日宣布对进口钢铁和铝分别课以25%和10%重税。在此基础上，2018年3月26日，美国依据“301”调查结果，升级中美贸易摩擦。2018年6月15日，白宫对1102种产品合计500亿美元商品分两批次征收25%关税；中国当即发布对美出口来华同等数额的商品加征关税。从2018年5月3日至9月，中美双方先后三次磋商沟通，向着解决问题的方向迈进。但美国政府置中美双方多次磋商达成的共识于不顾，出尔反尔，使得中美贸易冲突愈演愈烈、不断升级。2018年9月18日，美国政府再度宣布实施对从中国进口的约2000亿美元商品自2018年9月24日起加征关税税率10%，2019年1月1日起加征关税税率提高到25%。还称如果中国针对美国农民或其他行业采取报复措施，将对约2670亿美元的中国产品加征关税。为捍卫自由贸易和多边体制，捍卫自身合法权益，中方不得不对已公布的约600亿美元清单商品实施加征10%或5%关税的措施。尽管2018年12月1日在阿根廷G20峰会期间，中美就经贸冲突达成共识，双方决定停止升级关税等贸易限制措施，着手解决双方的经贸问题，对缓解贸易摩擦带来的冲击，增强市场对未来经济转好的预期带来契机，但中美贸易冲突的迅速扩展和升级，以及由此产生的两国乃至全球经济的影响，依然成为2018年中美经济关系乃至世界经济中举世瞩目的焦点。

## 1.3 美国对华贸易保护原因的相关文献分析

针对美国对华贸易保护的动机，国内外部分观点认为主要源于美国由公平贸易取代自由贸易、偏重双重标准和单边标准主义，且利益集团对贸易政策的重要影响。同时由于美

国国会的代言制度，其对政府的巨大影响，造成美国对华贸易保护的原因错综复杂，交织着经济、政治等多种因素。通过梳理相关文献我们发现美国对华贸易保护的原因，既有贸易保护主义的一般性，也有其特殊性。

1. 世界经济增长乏力引起反全球化。唐宜红、符大海（2017）认为，2008年国际金融危机后，全球经济复苏乏力、高收入国家经济疲软、不平等加剧，引发了贸易、投资、金融等方面的保护主义。<sup>①</sup>

2. 美国财政赤字诱发贸易保护政策。持此观点者认为财政问题是美国经济政策的根源，而贸易赤字是新一轮美国贸易保护的诱因。黄建忠（2018）提出，由于美国政府面临大规模减税后的税基问题，因此美国贸易保护的短期目标是促使美国资本和制造业回流，通过对华贸易保护政策迫使在华美资企业回流，并制造中国后续发展不安全、不稳定的预期，短期使中国资本流向美国，以形成新的税基和税收，弥补联邦政府财政赤字。<sup>②</sup>

3. 美国国内利益集团博弈。这种观点认为，美国的贸易保护主义是由于之前的美国经济政策使国内利益分配失衡引起。根据斯托尔帕—萨缪尔森定理（Stolper - Samuelson Theorem, SS定理, 1941），自由贸易仅有利于要素充裕并密集使用该要素的所有者，而不利于要素稀缺并密集使用该要素的所有者。而美国利益集团对政府的游说，导致自由贸易与保护贸易的交替出现。于春海、刘成豪（2018）提出，离岸外包使美国的资本在全球范围内获取高额利润，制造业部门却出现劳动需求下降和工资水平增长停滞的情况，美国国内贫富差距因此迅速扩大。美国通过贸易保护限制制成品进口，同时用减税鼓励制造业回流，以此达到增加就业的目的。因此，短期中，美国贸易政策是资本利益与劳动利益的博弈。但在长期中，这种措施不可持续。<sup>③</sup>同时，林斐婷、张伟（2017）也提出，美国的贸易保护政策目的是提升就业率。

但梁碧波（2009）通过对美国制造业贸易保护的实证分析，提出美国的核心利益是决定贸易保护程度的主要变量，利益集团对美国贸易政策的影响为边际性的，没有证据显示利益集团左右了美国对外贸易政策。<sup>④</sup>

4. 通过贸易保护重构经济规制。持有这种观点的学者于春海、刘成豪、张帆（2018）提出，美国进行贸易保护措施是美方施压的手段，利用贸易保护主义措施或相关威胁来积累谈判筹码，并以此来试探规制的界限和贸易伙伴的底线，从中获利或按美国利益重构国际经济规制。

5. 中美产业技术竞争理论。这种观点认为美国对华贸易保护是因为中国对美国高新技术产业的潜在竞争力所引起。通过这种技术竞争，引起国家福利与未来产业制高点的争

<sup>①</sup> 唐宜红, 符大海. 经济全球化变局、经贸规则重构和中国对策——“全球贸易治理与中国角色”圆桌论坛综述 [J]. 经济研究, 2017 (5).

<sup>②</sup> 刘建丰. 加快经济转型和改革开放应对中美贸易争端——2018年第二次“经济学人上海圆桌会议”专家观点 [J]. 上海交通大学学报 (哲学社会科学版), 2018 (5).

<sup>③</sup> 于春海, 刘成豪. 对美国贸易政策调整性质的思考 [J]. 国际贸易, 2018 (1).

<sup>④</sup> 梁碧波. 美国贸易保护：“国家利益”决定抑或“利益集团”导向——基于美国制造业的实证分析 [J]. 国际贸易问题, 2009 (9).

夺。在国家技术竞争力与福利水平研究方面, Hayato Kato 和 Toshihiro Okubo (2018) 通过构建不同市场规模和非固定工资 (non - constant wage rates) 的三国贸易与地理模型, 研究发现如果大国 (市场规模较大) 与中等国家 (中等市场规模) 签订自由贸易协议后, 会出现其国内制造业的完全聚集 (full agglomeration) 的崩溃, 以及离岸外包 (offshoring), 从而引起福利损失。并且, 中等国家的规模与大国越接近, 大国的制造业外包效应越明显, 并建议大国应当与小国而不是中等规模国家签订自由协议。<sup>①</sup>

而在国家技术竞争方面, Brezis、Krugman 和 Tsiddon (1993) 提出“国家间技术领导地位的周期理论”(A Theory of Cycles in National Technological Leadership), 认为在重大技术创新的冲击下, 原技术落后国家由于较低的工资水平, 采用新技术的动机将大于原技术领导国家, 久而久之就会实现对原技术领导国家的超越。<sup>②</sup>美国经济学家 David Autor 认为, 自 2001 年中国加入 WTO 开始, 代表美国前沿技术的美国企业的专利就开始下降, 在此方面受到中国的竞争压力。张军生、李俊、王颖 (2009) 也认为, 中国作为后起追赶型国家, 未来将在多种产业与美国形成竞争关系。黄建忠、钟宁华、向明勋 (2018) 提出, 依靠中国财政支持的产业政策, 短期内使部分高科技行业对美国形成竞争。因此, 美国政府试图通过对华贸易保护政策减少从中国的进口, 遏制中国的国际竞争力。<sup>③</sup>

通过对中美两国近年来的产业政策“中国制造 2025”与“美国先进制造战略计划”涉及的主要行业进行梳理, 其中信息技术、机器人技术、材料技术等行业均为中美产业政策涉及的重叠行业。而通讯、互联网、机器人技术等产业正是美国“301”调查的重点行业。而限制我国企业在美投资尤其是并购高技术企业, 也会抑制我国战略性新兴产业的成长速度, 并抑制我国企业利用“走出去”的契机提升本土企业的生产率进而实现整体产业的升级。

6. 中美金融博弈引起贸易争端。根据中美贸易谈判美方提出的要求, 美方要求我国开放金融业, 并对大宗商品的人民币交易持有强烈质疑。钟宁华、周振华、丁剑平 (2018) 认为由于中国部分挑战了美国及美元的金融地位, 美国因此试图通过贸易摩擦促使中国开放产业、开放金融。而在日美贸易摩擦中, 美国正是通过逼迫日元升值及金融开放来解决贸易逆差及自身经济困局。美国贸易保护主义也反映出一种事实, 即国际金融危机以后, 全球新的经济增长点动力不足, 世界经济增长乏力。现有贸易保护主义既是对利润的重新分配, 也是为新一轮技术革命创造条件, 同时也包含中美在科技与金融上的博弈因素。

#### 1.4 我们对中美贸易冲突起因的认知

上述文献从不同视角分析了美国对华挑起贸易冲突的原因, 有其合理性。基于这些分

① Hayato Kato, and Toshihiro Okubo. Market size in globalization [J]. Journal of International Economics, 2018 (111): 34 - 60.

② Brezis, Krugman, and Tsiddon. Leapfrogging in International Competition: A Theory of Cycles in National Technological Leadership [J]. American Economic Review, 1993: 1210 - 1219.

③ 刘建丰. 加快经济转型和改革开放应对中美贸易争端——2018 年第二次“经济学人上海圆桌会议”专家观点 [J]. 上海交通大学学报 (哲学社会科学版), 2018 (5).

析,我们认为中美贸易冲突的起因可从以下几个方面加以认知。

(一) 经济全球化进程中的国际收支失衡,是导致中美贸易冲突的国际背景或直接原因

经济全球化在带来国际分工深化发展及资源优化配置的同时,亦带来了全球经济在不同国家和地区发展不平衡的加剧。起自20世纪90年代的全球经济失衡主要表现为:以美国、欧洲为代表的部分国家经常账户赤字庞大,债务增长迅速;而中国、日本和亚洲一些主要新兴市场国家对美欧国家持有大量贸易盈余。据美国商务部数据,作为全球收支失衡中主要逆差国的美国,2017年商品和服务贸易进口额为28 953亿美元,出口额为23 293亿美元,全年贸易逆差5 660亿美元,创2008年以来新高。而据国家外汇管理局2018年3月公布的数据,自1993年以来作为全球国际收支失衡中主要顺差国的中国,2017年经常账户顺差(1 649亿美元)与非储备性质金融账户顺差(1 486亿美元)。

特朗普把中美贸易失衡归咎于中国,并恶意挑起贸易摩擦。但是中美贸易严重失衡责任并不在中国,究其原因主要在于:

1. 全球化时代的全球价值链分工决定中美贸易格局。在全球化时代的全球价值链分工背景下,中国逐渐成为世界工厂,以加工组装方式向全球输出商品。但中国在跨国公司国际分工中主要居于其全球价值链的中低端,而产品的创新研发和国际市场销售等获利丰厚的价值链高端,却主要被以美国为代表的发达国家掌控。据中国商务部2017年5月《关于中美经贸关系的研究报告》,中国货物贸易顺差59%来自外资企业,61%来自加工贸易。中国从加工贸易中只赚取少量加工费,而美国从设计、零部件供应、营销等环节中获益巨大。在全球价值链中,贸易顺差反映在中国,但利益顺差在美国,总体上双方互利共赢应当是不争的事实。

2. 美国过度消费的低储蓄模式与中国过高的储蓄率是导致双边贸易失衡的另一个原因<sup>①</sup>。储蓄率与贸易顺差具有比较强的相关性,二者呈现出同向变化的关系。当储蓄率下降时,贸易逆差也随之增加。美国的消费意愿始终大于储蓄意愿,在世界范围内的贸易赤字已成为常态。而中国的储蓄率常年处于较高水平,导致国内消费需求不足,经济快速增长形成所谓的“过度生产”,并引致中国制造的产品对国际市场的严重依赖,使得出口大于进口成为常态。高储蓄成为中国经济呈现“内需不足、高顺差”的一个重要原因。国际货币基金组织关于全球经济失衡问题的一项研究(IMF, 2005)认为,20世纪末以来,中国、日本和其他亚洲国家的净储蓄弥补了美国的储蓄不足,支撑了美国的国内需求和经济增长;相应地,美国作为世界上最富有的国家,因而成为世界上最大的资本输入国和债务国。相反,像中国这种发展中国家,却不断地向外输出资本,同时积累起大量的对外债权。显然,所谓全球经济失衡,在现象上指的是各国间经常项目的不平衡,在更深刻的意义上,它指的是世界各国国内的储蓄和投资的失衡;而储蓄与投资的失衡,显然根源于各

<sup>①</sup> 姜凌. 经济全球化条件下的中国国际收支失衡及其应对研究 [M]. 成都:西南财经大学出版社, 2013.

国国民经济的总体失衡。

3. 与黄金脱钩后的美元仍保持主要国际货币地位,是美国长期贸易失衡得以延续的条件。第二次世界大战后确立了以美元为中心的布雷顿森林体系,即美元与黄金挂钩、各国货币与美元挂钩。在美元与黄金挂钩时,美国经常账户失衡具有自我纠正机制,即逆差导致美元发行收缩,降低国内总需求和物价,增加出口减少进口。而在美元与黄金脱钩后的1976年,美国对外贸易开始持续逆差,且逆差规模越来越大。在20世纪80年代,美国贸易逆差主要是对日贸易逆差;到20世纪90年代后,则主要是对中国的贸易逆差。尽管与黄金挂钩已不复存在,但作为迄今世界最主要贸易结算、投资和储备货币的美元,利用其在当代国际货币体系中的霸主地位,成为美国获取世界其他国家资源和物质财富的源泉,亦成为美国长期贸易逆差得以存在的原因。

4. 美国对华高新技术出口等限制亦抑制了其对华出口的扩大。高新技术行业是美国最具出口竞争力的行业,但是美国长期以来对军工产品和可能转为军事用途的高科技民用产品对华出口,有专门的法令予以限制。这些举措无疑抑制了其对华出口的扩大。有美国研究机构发现,如果美国放宽上述领域对华出口管制,对华贸易逆差可减少35%左右。

(二) 美国巨额财政赤字和政府债务的非可持续性,是美国挑起中美贸易摩擦的另一重要原因

2008年以后,美国银行业率先降低了银行杠杆率;美国房地产市场经过多年调整,风险得到较大释放;美国企业创新能力明显优于欧洲和日本;且相对于欧洲央行而言,美联储更有可能采取力度较大的货币政策来应对经济与金融风险。从这些角度看,美国经济形势中长期内可能继续好于欧洲和日本。未来数年美国经济增长有加速可能。

但在过去的45年当中,美国有41年出现财政赤字。截至2018年初,美国国债累计超过21万亿美元,人均负债约7万美元。用美国前财长盖特纳的话来说,美国花费的每1美元,有43美分是负债而来的。二战后所确立的以美元为中心的国际货币金融体系的运行机制,使得这种状况得以维持。随着美国金融危机的发展和美国经济地位的相对下降,美元在当代国际货币金融体系中的霸权地位削弱,这种潜在的危险或威胁存在向现实性转化的可能。来自潜在金融风险的压力,使得通过发行美元获取其他国家资源和商品的模式难以长期维系。追求国际收支贸易平衡,开始得到美国的重视。

(三) 除了上述经济方面的因素,打压中国的崛起及对美国世界地位的潜在威胁,则是美国挑起中美贸易摩擦的另一个根本性原因

作为按GDP总量衡量的当今世界第二大经济体,2017年中国GDP达12万亿美元,相当于美国的63%。按照目前中国6.5%的经济增长率,远高于美国不到3%的潜在经济增长率。如此再有十年左右,即大约在2027年前后,中国有望取代美国成为世界以GDP衡量的第一大经济体,重回世界之巅。在此背景下,试图重演20世纪80年代美日贸易摩擦对日本赶超的成功遏制,以遏制崛起的中国对美国世界头号经济大国地位的超越,自然成为美国主流社会的代表性共识。

此外，在美国 2018 年国会中期选举前，特朗普也意图通过打“贸易保护牌”这种方式，转移国内矛盾视线，拉取选票，以继续维持共和党在参众两院的优势地位并争取未来连任。

由此可见，中美冲突的本质是新兴崛起大国与在位霸权国家的博弈关系问题。这一矛盾具有长期性和曲折性。全球化时代当代国际经济联系的密切交融，又使得彼此的依赖不可或缺，在矛盾中前进、在博弈中发展，是中美经贸关系的长期态势。

## 2 中美贸易冲突下我国经济基本面的情况

2018 年 3 月 26 日，新一轮中美贸易摩擦开始升温，在过去的近 10 个月，这场冲突对中国经济基本面特别是包括汇率、资本流动和人民币国际化等在内的金融方面有什么样的影响，是本报告探讨的重点所在。

根据国家统计局公布的最新统计数据，2018 年前三季度 GDP 为 650 899 亿元，同比增长 6.7%。其中，第一季度 GDP 为 198 783.1 亿元，同比增长 6.8%，第二季度 GDP 为 220 178.0 亿元，同比增长 6.7%，第三季度 GDP 为 231 937.7 亿元，同比增长 6.5%，经济增速放缓。从三大产业的前三季度数据来看，第一产业增加值 42 173 亿元，同比增长 3.4%；第二产业增加值 262 953 亿元，同比增长 5.8%；第三产业增加值 345 773 亿元，同比增长 7.7%。

根据 2018 年 10 月 12 日海关总署发布的我国前三季度进出口数据，2018 年前三季度进出口总额为 34 319.3 亿美元，同比增长 15.7%；其中出口总额为 18 266.5 亿美元，同比增长 12.2%；进口总额为 16 052.8 亿美元，同比增长 20.0%。进口增速快于出口增速，贸易差额相比 2017 年同期下降 690 亿美元。2018 年前三季度，我国对欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.3%、6.5% 和 12.6%，三者合计占我国进出口总值的 41.2%。

2018 年前三季度，我国经常账户逆差 743 亿元，资本和金融账户顺差 3 911 亿元，其中，非储备性质的金融账户顺差 6 924 亿元，储备资产增加 2 990 亿元。2018 年第三季度我国经常账户顺差 1 087 亿元，资本和金融账户（含当季净误差与遗漏，下同）逆差 1 087 亿元，其中，非储备性质的金融账户（含当季净误差与遗漏）逆差 1 278 亿元，储备资产减少 203 亿元。对比 2018 年 9 月 28 日国家外汇管理局发布的《2018 年上半年中国国际收支报告》，2018 年我国经常账户第一季度逆差，第二季度转为顺差，第三季度为顺差，总体为逆差；非储备性质的金融账户持续顺差。

### 2.1 2018 年前三季度，我国国际收支情况呈现的特点

1. 经常账户顺差继续回升。2018 年第三季度，经常账户顺差 160 亿美元，较第二季度增长 200%。分项目看，货物和服务贸易顺差 186 亿美元，其中，国际收支口径的货物贸易顺差 1 008 亿美元，服务贸易逆差 822 亿美元。初次收入由第二季度逆差 207 亿美元转为顺差 11 亿美元，主要是第三季度我国对外各类投资收益增加较快。二次收入呈现逆

差 37 亿美元，略有下降。

2. 非储备性质的金融账户呈现逆差。2018 年第三季度，非储备性质的金融账户逆差 188 亿美元。其中，直接投资净流入 13 亿美元，具体看，对外直接投资净流出 230 亿美元，外国来华直接投资净流入 243 亿美元。另外，据不完全统计，第三季度证券投资呈现近 500 亿美元净流入，存贷款等其他投资呈现 100 亿美元左右净流出。

3. 储备资产略降。2018 年第三季度，我国储备资产因国际收支交易（不含汇率、价格等非交易因素影响）减少 30 亿美元，其中，外汇储备减少 31 亿美元。

总体来看，2018 年第三季度我国国际收支继续保持平衡。在我国经济运行延续稳中有进态势、转型升级深化发展以及质量效益稳步提升的背景下，未来我国经常账户差额将保持在合理区间，跨境资金也仍将保持双向流动、总体平衡的局面。

我国经常账户趋向平衡，说明我国内需对拉动经济增长的作用显著增加，也反映出我国产业结构的调整，有利于提高我国宏观调控的主动性。随着服务业等领域对外开放逐步深化，资本市场的国际投资者参与度也会继续提升，我国经常账户差额将继续保持在合理区间。而中国经常项目的失衡，下一步也会进行结构调整。宏观经济政策提供了有利条件，从经济基本面来看，中美贸易摩擦迄今尚未对中国经济产生显著的影响，反而会迫使我国加大经济改革开放的力度，寻求更加平衡稳健的经济发展。

## 2.2 中美贸易冲突对中国经济基本层面的影响

当前我国经济呈现稳中向好的态势，供给侧结构性改革深入推进，内需稳步扩张，为应对中美贸易争端奠定坚实的物质基础。2018 年 10 月 14 日，中国人民银行行长易纲在 2018 年 G20 国际银行业研讨会上发言指出，预计 2018 年中国能够实现 6.5% 的经济增长目标。<sup>①</sup> 中国经济增长已主要由国内需求推动，消费和服务业成为主要驱动因素，对外盈余不断缩小。但中美贸易摩擦将造成的负面预期和不确定性，会在今后反映出来，贸易摩擦给经济带来的下行风险巨大。IMF 通过相关模型，预测了贸易摩擦对主要经济体和全球的负面影响。贸易冲突导致的负面预期和不确定性，使市场产生紧张情绪。中美贸易冲突将会对中国经济的结构性产生影响。尽管就目前情况而言，由中美贸易摩擦直接带来的就业岗位净减少的规模及经济增长速度的阻碍还比较有限，风险在可控之中。但也要看到：

1. 中美贸易冲突及磋商谈判，缩小中美贸易逆差成为必然。这虽然有助于缓解中美贸易摩擦冲突，但对我国相关产业势必造成较大冲击。我国将进一步放宽市场准入，为外资进入中国提供便利的同时，国内相关行业企业的市场竞争势必更加激烈。

2. 美方对我国上千种、金额分别为 500 亿美元和 2 000 亿美元的商品加征 25% 和 10% 的关税<sup>②</sup>，将实质性改变这些商品的对美贸易条件，影响这些商品的生产企业和贸易企业

<sup>①</sup> 2018 年中国 GDP 增速为 6.6%。

<sup>②</sup> 2018 年 11 月加征关税情况。

及其上下游关联企业的生产和经营，并推升国内物价的上涨。

3. 对中国的科技进步和产业提升，乃至中国的崛起，客观上会带来消极影响。

### 2.3 中美贸易冲突关系的展望

1. 影响我国高端制造业同时推升中美两国的通胀。中美贸易摩擦全面升级，对中国高端制造业发展及经济增长将产生不利影响；但同时也将势必增加中美两国的生产和生活成本，推升通胀，制约消费，给全球经济复苏带来阴影。从中美的贸易结构看，中国主要对美出口电机电气音像设备（包括家电、电子）、纺织服装、家具灯具、玩具鞋帽等；中国从美国进口的主要为中间产品和零部件，以大豆、飞机、汽车、集成电路和塑料制品为主。中国贸易顺差较大的行业主要是机电音像设备（包括家电、手机等）、杂项制品（家具玩具运动用品等）、纺织鞋帽；中国贸易逆差较大的行业主要是大豆等农产品、汽车飞机等运输设备、矿产品等。两国贸易冲突中关税水平的提高，实际上等同于向两国的生产者和消费者加征关税，势必增加厂商的生产成本或民众的生活成本，推升通胀水平，制约生产和消费。

2. 显然，当今世界最大的两个经济体的博弈将会是长期的，两国的贸易摩擦、冲突是难免的，且具有长期性和波折性。特朗普“商人”总统的特质，无非加剧了这场“世纪对决”中的反复性和不确定性。展现在我们面前的不仅是贸易摩擦，还是经济、政治、文化、科技、网络、意识形态等领域的全方位综合实力较量。我国的手是有着贸易摩擦（对世界诸多国家）、货币金融（汇率）战（对日本）、资源战（对欧洲）的多维打击经验和手段的头号超级大国，因而必须要有充分的思想准备和完备的政策应对。

3. 中美的贸易冲突存在进一步升级的可能。中美贸易摩擦目前主要限于经贸投资领域，但已由刚开始只限于局部行业（美国贸易制裁中国高端制造业，中国贸易制裁美国部分农产品），逐步升级波及科技等更多的行业。中美贸易冲突如果管控失当全面升级，不排除后续扩大到金融、资源和地缘等不同领域。尤其是货币金融领域的冲突，很可能是继贸易冲突、高科技冲突之后，中美大国博弈新的焦点。动用二战以来建立的世界霸权体系从贸易、科技、金融、汇率、地缘军事等方面全方位遏制中国崛起，是中美贸易摩擦发展演绎的可能逻辑。

## 3 中美贸易冲突下的人民币汇率

### 3.1 人民币汇率总体波动情况

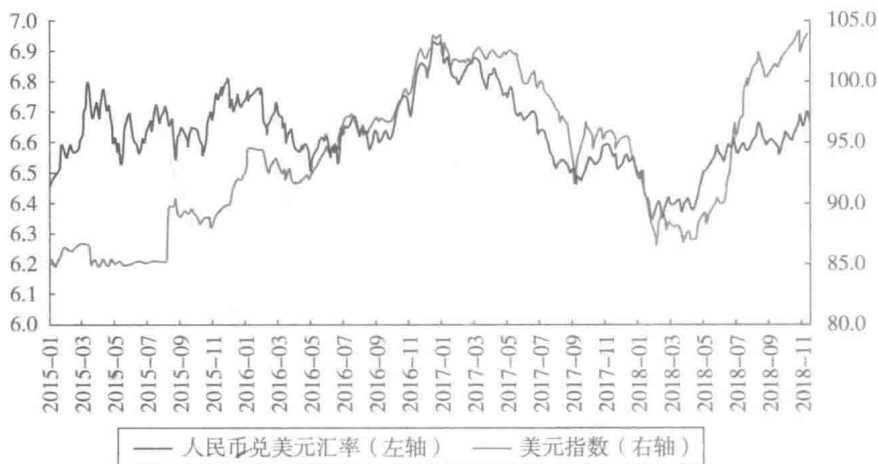
2018年初至12月，人民币兑美元汇率呈现出三阶段走势。2018年初至2018年2月初，人民币兑美元汇率由6.5左右升值至6.3左右；2018年2月中旬至2018年4月中旬，人民币兑美元汇率在6.3上下盘整；2018年4月下旬至2018年12月，人民币兑美元汇率

迅速贬值，由 6.3 左右贬值至目前的 6.95 左右，贬值幅度超过 10%。同期内，人民币兑 CFETS 货币篮子指数则呈现两阶段走势。2018 年初至 2018 年 5 月中旬，该指数由不到 95 上升至接近 98；2018 年 5 月下旬至 12 月，该指数由接近 98 下降至 92 上下。2018 年，人民币兑美元与兑篮子汇率呈现出“双贬”态势，而这一局面我们仅在 2016 年曾经面对过。



图 3-1 人民币兑美元汇率与人民币兑 CFETS 篮子指数走势

2018 年初，美元指数延续上年跌势，但第二季度以来强势反弹，主要经济体对美元普遍贬值。贸易摩擦、主要经济体货币正常化等因素引发全球金融市场动荡，部分新兴市场经济体出现股市、债市、汇市联动下跌，发达经济体股指也出现一定波动。当前的人民币兑美元汇率形成机制是“昨日收盘价 + 盯住一篮子汇率 + 逆周期调节因子”的三因子模型。在一定程度上，人民币兑美元汇率的走势也会受到美元自身强弱的影响。2018 年 4 月以来人民币兑美元汇率的显著贬值，与 2018 年 4 月以来美元指数的显著升值密切相关。



数据来源：Wind 资讯、平安证券研究所。

图 3-2 人民币兑美元汇率与美元指数走势