

贸易摩擦对中美经济及资产价格的影响

——历史比较与数据推演

◎赵建 胡晨曦

摘要: 特朗普对中美贸易所采取的某些策略, 似乎是在借鉴 20 世纪 80 年代里根政府对日本采取的措施。然而通过纵向和横向比较可以发现, 中国与 20 世纪 80 年代的日本不同。这种差异主要体现在中美贸易结构、对美出口依存度及货币政策等方面。贸易摩擦将对中美经济带来负面影响, 主要体现在引发经济增长下行及抬升通胀预期等。此外, 贸易摩擦升级还将加大美国寻找进口替代品的难度。美国内部听证会上, 各行业代表的反对声也在印证对华贸易政策正在挫伤美国的跨国公司。通过研究中美贸易摩擦对资产价格的影响, 我们得出结论: A 股短期不确定性依然较大, 但中长期有支撑, 而美股的风险压力正在变大; 债市在 2018 年下半年或将出现调整; 对大宗商品价格影响将出现分化; 人民币兑美元汇率宽幅波动或成常态, 贬值压力可控。

关键词: 贸易摩擦; 中美经济; 宏观经济; 资本市场

DOI:10.16474/j.cnki.1673-8489.2018.09.009

贸易摩擦的影响到底有多大? 对于学者而言, 不仅需要宏大的背景叙事, 还需要运用相关的经济学理论和贸易模型进行详细的数据测算。我们采用

了历史比较法, 复盘了 30 年前美日之间的贸易摩擦, 并与当前的中美贸易形势进行了比较分析。然后, 运用贸易理论和模型, 在一定的假设条件下推演贸易摩擦对中美双方造成的影响和冲击。在推演过程中, 重点抓住了四个变量: 贸易份额、进出口价格弹性、替代方案及成本、汇率变动的双向冲击。我们试图通过分析贸易摩擦与这四个变量之间的相互影响, 来计算两国之间的福利损失及后期的策略。对两个大国之间的贸易摩擦进行测算和推演是比较复杂的工作, 我们主要的研究工作是建立在他人的研究成果之上。还有一些量化测算, 需要比较苛刻和静态的假设条件, 因此得出的结论也许并不能完全反映现实。但是我们一直在努力推进。

一、当前的中美贸易摩擦不同于里根时期的日美贸易摩擦

很多研究认为, 在中美贸易摩擦中, 特朗普的很多做法借鉴了 20 世纪 80 年代的里根政府。特朗普的施政口号为“让美国再次强大起来”, 这与里根颇为相似。在具体政策实施上, 两者也存在相似性: 减税, 呼唤美国企业制造业回流, 力图减少美

作者简介: 赵建, 济南大学商学院教授, 西泽研究院院长, 山东大学经济研究院特聘导师; 胡晨曦, 西泽研究院研究员。

表1 特朗普与里根时代的比较

领域	特朗普	里根
税率	减少个人和企业所得税，废除遗产税	大幅减少个人和企业所得税
就业	主张制造业回流美国，加大基础设施建设以增加就业；提升工人基本工资	主张降低失业率，降低工人工资增长
福利	反对奥巴马医保方案	压缩社会福利
监管	放松金融监管	放松监管
货币政策	反对低利率，主张加息	收紧货币政策，控制货币量
财政政策	主张财政扩张	主张缩减政府开支，但是后期星球大战和国防开支陡升
贸易政策	反对自由贸易，贸易保护	贸易保护，美日贸易摩擦

资料来源：作者整理

国贸易赤字，企图以关税政策重构全球贸易格局等。但两者在工人工资及财政政策方面的政策却并非完全一致，这实际反映了不同的时代背景（见表1）。

在具体做法和策略风格方面，特朗普似乎企图通过借鉴里根对日本的贸易政策来遏制“中国制造2025”。其究竟是战略层面的打压，还是为赢取中期选举选票，现在还难有定论。但如果简单类比为里根时期的日本，未免过于草率。

复盘里根时期的时代背景及美日贸易摩擦：20世纪70年代，美国处于“滞胀”状态，传统产业和新兴产业在国际竞争中受到日本、西欧等国家的冲击，国内就业压力较大。在这种背景下催生了美国贸易保护主义的抬头。1980年，里根当选为第40任总统。当时美国经济面临两位数的通胀以及20%的银行利率，将近800万人处于失业状态。言语上高举自由贸易旗帜的里根，在实际经济政策上愈发趋向贸易保护主义，最终直接摒弃自由贸易，导演了美日贸易摩擦的经典历史。

冷战后，日本经济在美国扶持下得到重生，并逐步确立了“出口导向型”的经济政策，大力发展“加工-出口”贸易，实现了经济的快速增长。1950年，日本出口贸易所占比重仅为1.4%，1954年升至9.8%，1960年已位居世界第三（仅在美国、西德之后），1980年位居世界第二（仅在美国之后）。

随着日本经济的快速崛起，美国开始对其实施贸易限制措施。美日贸易摩擦最初主要集中在纺织品和服装领域，其后逐步扩展到汽车、技术尖端产业和农产品，到20世纪80年代又延伸到电子通信、医疗器械、电子工业、木材等领域。面对美国的贸易壁垒，日本也采取了一些应对措施，但美国贸易逆差格局始终难以逆转。最终在1985年，《广场协议》迫使日元升值，给了日本出口导向型经济沉重

一击。随后，日本采取了宽松货币政策予以应对，最终泡沫破灭后的日本经历了“失去的20年”。据研究，经过贸易战和汇率战，日本经济遭到较大的冲击。1985年日本实际GDP增长率为4.1%，1986年下降至3.1%，成为当年增长率下降幅度最大的国家。

回顾中国经济崛起的历程，“出口导向型”经济政策曾一度带动中国制造业的快速崛起，并且随着产业的不断升级，中国制造业逐渐从低端的“中国制造”向“中国创造”转型，出口的产品逐渐从最初的鞋帽纺织品向通信计算机、机械装备等领域深化。中国与当年的日本看起来非常相似，但是，中国却并非当年的日本，主要体现在以下几方面（见表2）。

第一，中美贸易结构存在较强的互补性。相对于美日，中美贸易结构更多的是互补共生而非竞争替代关系。根据研究，从行业结构来看，中国对美国的出口产品主要分布在机械设备仪器（家电、电子，占出口总量的47%）、纺织品（11%）、金属（8%）、鞋帽伞（5%）；美国对中国的出口产品主要分布在机械设备仪器（资本品，占出口总量的31%）、运输设备（21%）、植物产品（11%）、化工产品（8%）。也就是说，中国对美国出口主要集中在劳动密集型产业，而美国对中国出口主要集中在技术密集型产业。反观20世纪的日本，因日本在科技上的进步，其在后期的出口结构已完成向高端制造的转变：1980年日本汽车在美国汽车份额已超20%，占美国进口汽车的比重达80%；日本半导体曾一度抢占了全球70%的市场。根据WTO的统计，1980年日本高技术产品占出口的比重已达32.1%，超过当时世界上任何一个国家。因此，美日在高附加值产业领域上产生了难以避免的竞争，这是有别于当前中美

表2 中日各行业价格弹性

不同	中国 互补	日本 竞争
与美国贸易关系	对美出口：机械设备仪器（家电、电子、占出口总量47%、纺织品（11%）、金属（8%）、鞋帽伞（5%） 美对出口：机械设备仪器（资本品，31%）、运输设备（21%）、植物产品（11%）、化工产品（%）	1980年日本汽车在美国汽车份额已超20%，美国进口汽车占比的80%；日本半导体占全球70%市场； 1980年日本高技术产品占出口比重已达32.1%，超过当时世界上任何一个国家
对美国出口依存度	美仍是我国第一大出口市场，但对美出口占出口总额比重不到20%	当时日本对美国出口约占出口总额的40%，高度依赖美国市场
货币政策	“去杠杆防风险”	《广场协议》日元升值，宽松货币政策，股市、房地产大幅上涨

资料来源：杨业伟（2018），西泽研究院

贸易情况的。

第二，中国已提前进行了经济结构调整，且对美出口依存度不断降低。居安思危，实际上中国许多经济学家及学者很早就提出了对中国经济过度依赖出口的可持续性思考。王小鲁等（2009）结合2008年金融危机的背景中肯地提出，内需不足和对出口的过度依赖是当时中国面临的主要困难，并建言通过促进最终消费率回升，以内需上升替代外需下降。十年过去了，中国的经济结构已发生了很大的变化，消费对GDP的拉动作用从2011年开始逐渐加大。内需的崛起，大幅改善了我国过度依赖出口的经济结构，而且现有的统计数据表明，中国当前对美出口占出口总额的比重不到20%。反观日本，当时的日本由于过度依赖出口，内需有限，虽然在《广场协议》后开始向内需主导型经济转型，但是从战略上已落后。此外，当时日本对美国出口约占出口总额的40%，高度依赖美国市场，因此基本失去了谈判的主动权和砝码。

第三，中国已主动采取防风险措施。中国把防风险放在重要位置，采取一系列举措来防范金融风险，守住不发生系统性金融风险的底线。反观日本，当年拖累日本“失去20年”的直接导火索是《广场协议》。当时日元升值，加之日本采取宽松货币政策，导致股市、房价大幅上涨，虚假的繁荣过后是沉痛的泡沫破灭。而当时同样遭受《广场协议》汇率升值的德国，则因采取宏观审慎货币政策，在日本加杠杆之时选择了去杠杆之路，以致日德两国其后的经济发展迥异。

综上所述，中国与当年的日本相比存在诸多不同。但尽管如此，中美贸易摩擦仍会对中美经济造成一定程度的影响。

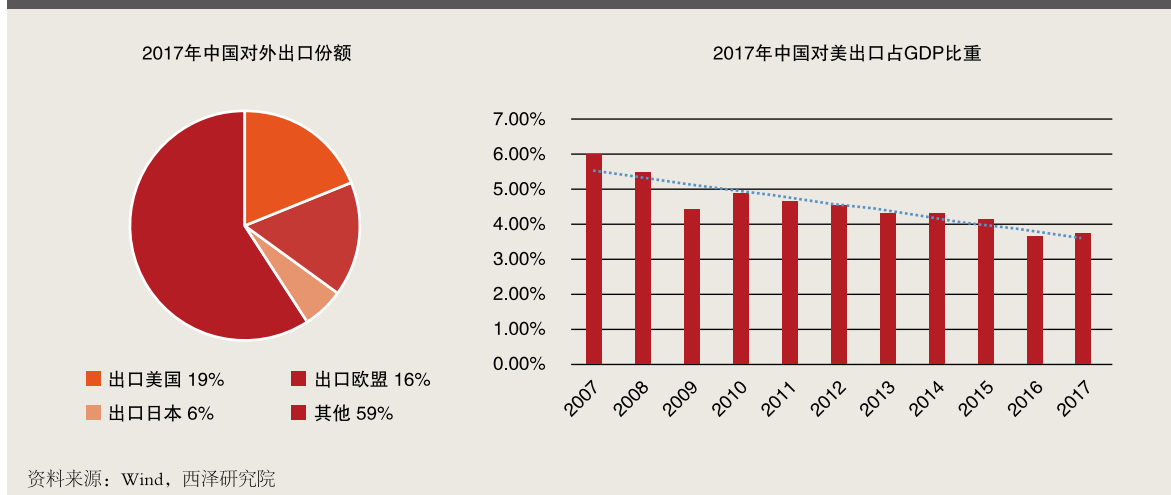
二、贸易摩擦对中国经济的影响

从对美出口份额分析贸易摩擦对经济影响。根据研究，2017年中国对美出口占出口总比重的19%左右；而2017年对美出口占GDP的比重为3.7%，且呈下滑趋势（见图1）。为了解对外出口份额加征25%的关税所带来的直接影响，可简单做个压力测试：假设美国对来自中国的全部出口商品加征25%关税，且出口需求弹性为-0.5，则在出口商品价格相应上涨25%的情况下，对美国的出口将萎缩12.5%。这部分对美国出口的下降，将直接影响总出口下滑2.38%，影响GDP下滑0.45%。

实际上，历史已给我们做了一次压力测试：2009年，受到金融危机的影响，中国对美出口下滑了13.3%。在当时的情况下，内需启动等政策利好在一定程度上对冲了出口对GDP的拖累。至于当前内需能启动多大的市场空间尚无定论，因而暂时还难以量化对冲措施的效力，进一步佐证还需密切关注接下来的宏观经济数据情况。

但可以预期的是，即使是最糟糕的情况，中国也尚有应对余地，包括通过启动内需政策、寻求新的市场以及推出反制措施进行应对。以反制措施进行应对为例。根据清华大学中国与世界经济研究中心的测算，如果美方将关税提升至25%，中国对美出口量将下降11%，将拖累中国GDP增速0.4个百分点。如果中国采取反制措施，则中国净出口直接受到的影响将下降到400亿美元，对中国GDP增速的拖累也将从不加报复性关税的0.4个百分点下降到0.34个百分点，即反制措施可直接对冲GDP增速0.06个百分点。而在寻求新的市场方面，中国对外贸易已在推进多元化。截至2017年，中国已经同东盟、澳大利亚、韩国等十余个国家签订了自由

图1 2017年中国对外出口以及对美出口占GDP比重



贸易协定。

再从细化出口价格弹性来分析贸易摩擦的影响,出口价格弹性是指市场商品出口需求量对于价格变动的敏感程度,一般用出口需求量变动幅度对价格变动幅度的比值来计算。不同商品的出口价格弹性往往不同,这是由于商品对人们生活的重要程度、商品的不可替代性以及商品的用途等方面存在不同所致。例如,生活必需品的需求弹性一般较小,而奢侈品的需求弹性往往会大一些。也就是说,对弹性较高的产品加征关税,在一定程度上会降低对该产品的需求;但对弹性较小或缺乏弹性的商品加征关税则影响有限,买方会为关税成本进行付费。一个极端的情况是对于完全缺乏弹性的商品,加征关税的成本会完全转嫁给进口者,而对于出口方而言,产量及出口量将与加征关税前无异,即加征关税对出口国并无影响。

若考虑对细分行业的价格弹性,贸易摩擦升级对出口的负面影响程度或将趋缓。在第一批贸易清单中,主要征税的商品集中在医药、通信设备、计算机、电子设备制造业,从估算的出口价格弹性来看,这类商品的弹性较高。根据测算,若这些商品的价格上涨1%,将导致其出口量下降1.56个百分点。而第二批加征关税的清单中,主要征税商品为纺织服装、塑料制品等,价格缺乏弹性,如纺织服装价格上涨1%,仅影响其出口量下降0.02个百分点,较之第一批加征关税的商品,影响有所缓解。塑料制品也如此,加征关税对其出口的影响会很有

限(见图2)。

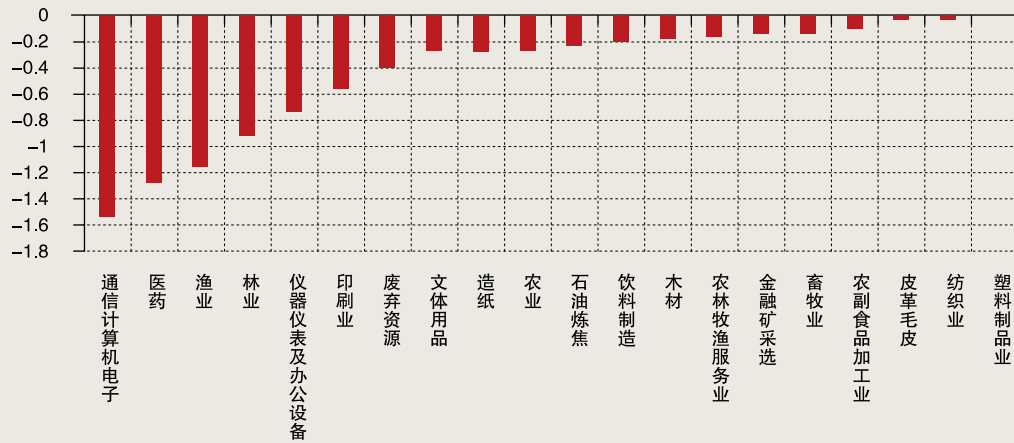
从出口弹性看,各个研究机构对出口价格弹性估算的偏差较大,区间在-0.5~-2之间。如果按平均出口弹性-1.25计算,对500亿美元的中国出口商品加征25%关税,假设加征关税引起这部分商品价格上涨25%,将使中国出口数量收缩31%,即会对美国出口减少156.25亿美元。以2017年中国对美国出口4300亿美元估计,加征关税将使中国对美国出口下滑3.63%;按近年来中国对美出口占中国总出口的19%左右计算,将使中国总出口下滑0.69%,预计拖累GDP增速0.13个百分点。

从进口弹性看,根据陈勇兵等(2014)的研究,进口产品的平均弹性为-1.0302。假设加征25%进口关税会引起价格上涨25%,根据弹性计算进口额将减少25.76%。按500亿美元总额的规模,将使进口额下滑128.78亿美元。以2017年中国对美进口1540亿美元估计,加征进口关税将使中国自美进口下滑8.36%;按近年来中国对美进口占中国总进口总额的9%计算,反制措施将使中国总进口下滑0.75%,将对冲对GDP的影响0.1个百分点。

结合出口和进口弹性的影响,美国对来自中国的500亿美元产品加征25%关税,且考虑中国采取相同反制措施的情况下,将拖累GDP增长0.03个百分点,对经济增长影响有限。

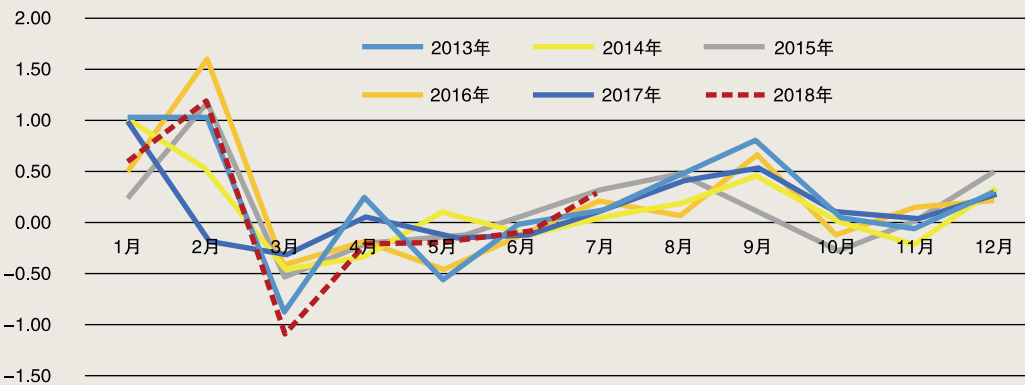
中美贸易摩擦引发的市场担忧还体现在通胀预期方面。2018年7月6日,中美开始互征关税,7月CPI同比增速为2.1%,环比上升0.3%,环比处

图2 各行业价格弹性



资料来源：杨业伟（2018）

图3 CPI环比增长变化



资料来源：Wind，西泽研究院

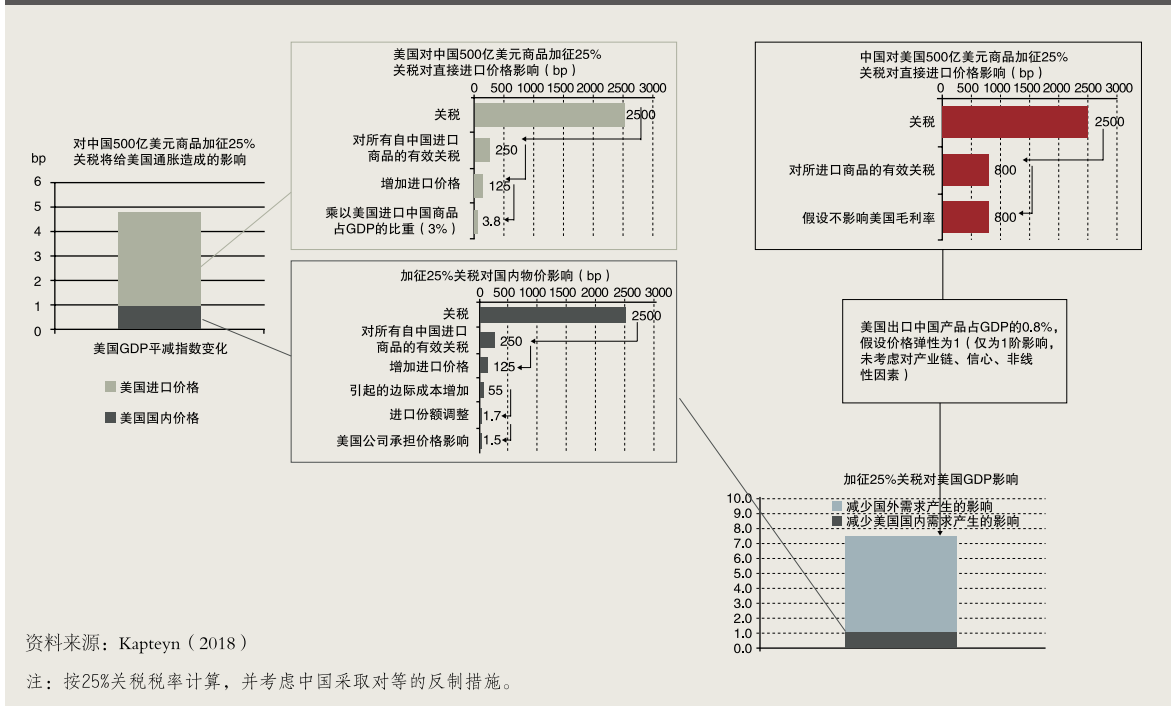
于近六年次高水平,显示7月通胀有所抬头(见图3)。这是否说明加征关税已经传导至国内物价,并将引发下半年通胀上行呢?

的确,加征关税将引起进口商品价格上涨。若进口商品主要分布在原材料和中间品,会通过产业链的上游向下游传递而推升通胀;若进口商品主要分布在消费品,则将直接提升居民购买价格。但同时需要看到的是,若贸易摩擦引起中国对美国出口下滑,将引起中国对美国贸易差额缩小,而贸易差额缩小又会引发结汇投放的基础货币减少,这在一定程度上会对冲通胀压力。总之,加征关税对物价的影响是比较复杂的,其他影响因素还有进口商品的替代性及占CPI的权重等。

商务部公布的500亿美元制裁清单中,农产品和汽车是主要制裁领域。汽车方面,欧日品牌可以形成一定进口替代。农产品方面,大豆是备受关注的对象。中国大豆消费中有85.35%来自进口,其中对美进口高达34%。大豆可通过豆制品、豆油直接传导至CPI,亦可通过豆粕影响猪周期而传导至CPI。按照大豆相关产品占CPI 7.5%的权重计算,若大豆价格上涨25%,则将影响CPI上行约0.6个百分点。但近年来,中国已逐渐降低了对美大豆的依赖,大豆进口地已逐渐转向巴西、阿根廷这些南美洲国家,因此,大豆对通胀上行的影响可能会比较有限。

从2018年7月的CPI数据看,7月CPI食品项

图4 加征关税对物价及需求的直接影响



同比上涨 0.5% ,其中 ,猪肉价格虽然同比下降 9.6% ,但环比大幅上涨了 2.9%。7 月 CPI 超预期, 主要是因为非食品同比上涨 2.4% ,其中, 交通工具用燃料同比上涨 22.2% ,而这主要是受原油价格上涨的影响。因此, 如果加征关税的影响进一步向下游传导, 而原油价格上行延续, 再叠加人民币贬值造成的输入型通胀的影响, 下半年可能会存在一定的通胀压力。

三、贸易摩擦对美国经济的影 响

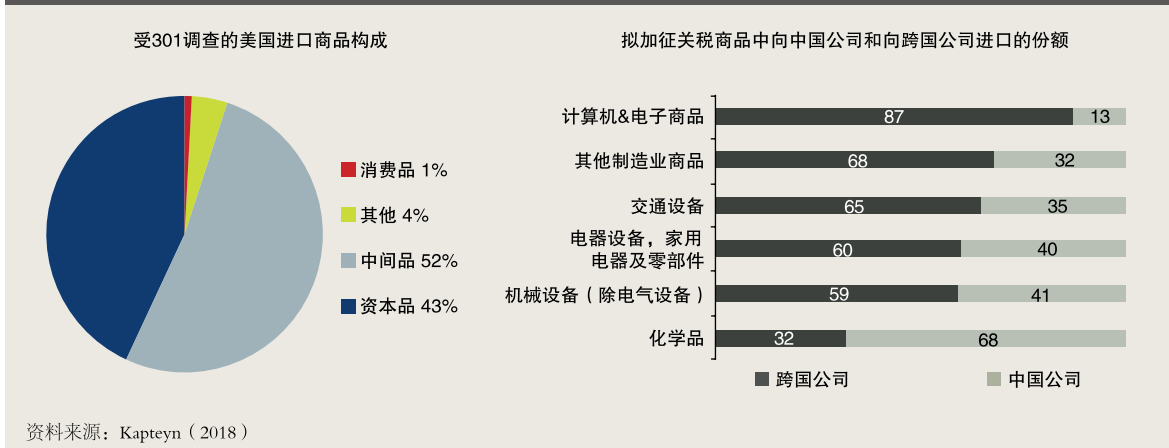
在美国内部贸易听证会上, 各种质疑特朗普贸易政策的声音此起彼伏。美国化学产品生产商代表要求将所有化学以及塑料制品从加征关税的清单上移除, 并提出贸易摩擦将有可能损害美国制造业复兴; 半导体行业代表提出征收 25% 关税对美国半导体供应链极其有害, 甚至影响到就业情况。那么加征关税又会给美国的经济增长、物价及产业链带来了怎样的影响呢?

首先, 考虑加征关税对美国经济增长及物价的直接影响 (尚未考虑因供应链中断而产生的间接影响)。根据 UBS 的测算, 若美国对自中国进口的

500 亿美元的商品加征 25% 关税, 将直接导致美国的通货膨胀率上升约 0.05 个百分点, 其中, 79% 的影响源于从中国进口商品 (约占美国 GDP 的 3%) 价格的上涨, 21% 来自美国国内商品价格的上涨。若假设需求弹性为 -1 (即如果价格上涨 5% 则需求相应减少 5%), 同时考虑中国采取相同力度的反制措施, 那么由物价上涨带来的需求下降, 将直接引起美国经济下滑 0.08 个百分点 (见图 4)。

如果考虑关税对供应链的影响, 以及被加征关税商品的 可替代性等问题, 恐怕还远非线性计算得那么简单。实际上, 在美方第一次提出对 500 亿美元来自中国进口商品加征关税时, 美国商务部就在小心翼翼地研究到底该对哪些行业加征关税。为此, 他们花费了数月的时间。毕竟, 若是对从中国进口占比较高的行业加征关税, 将使美国进口商难以寻找他国替代品。根据测算, 如果美国对从中国进口的 500 亿美元商品加征关税, 这部分商品占美国进口比重平均为 8% ,最高为 14.8% ,美国进口商寻找进口替代品或许并非难事; 但若对从中国进口的 2000 亿美元商品加征关税, 这部分商品占美国进口比重最高将达到 50.5% ,对于美国进口商而言, 寻找进口替代品就比较困难了; 若升级至对从中国进

图5 受301调查的美国进口商品构成及高达60%的中国出口品来自美国在中国的跨国公司



口的 4500 亿美元商品加征关税, 这部分商品占美国进口的比重最高将达到 67.7%, 美国进口商寻找进口替代品会更加困难。若无法在短期内开辟新的进口替代渠道, 可能会影响到美国的产业发展 (见图 5)。

除了进口替代问题, 加征关税还将通过中间品和供应链影响美国经济。在受 301 调查的美国进口商品中, 资本品和中间品合计占比高达 95%。因此, 加征关税无疑会增加美国企业的生产成本。这也是美国内部贸易听证会上主流反对声音之一。反对意见认为, 特朗普关税政策实际是在挫伤美国在中国的跨国公司, 将对美国科技竞争力造成损害。因为从中国进口的商品中绝大部分并非来自中国公司, 而是来自在中国的跨国公司。以计算机和电子产品为例, 只有 13% 是来自中国公司, 而高达 87% 的进口来自跨国公司。这些跨国公司在一定程度上是美国供应链的一部分, 且有相当一部分跨国公司还是美资控股。因此, 与其说特朗普是在对中国商品加征关税, 不如说更像是在对美国生产者加征关税。在内部贸易听证会上, Jonathan Davis (国际半导体行业协会行业倡导全球副总裁) 就指出, 加征关税将对美国半导体供应链产生极大的危害。美国从中国进口的产品中, 有超过 40% 来自总部在美国或美资公司。

如此看来, 特朗普贸易政策似乎对本国伤害更大, 但这种违背商人利润最大化原则的不合理背后, 或许是值得进一步深究的问题。特朗普发动贸易战是通过牺牲短期贸易摩擦的利益换取长期的全球产

业链重构, 呼唤制造业回流美国。

工业制造业是经济增长的核心动力, 也是经济运行和财富创造的基础; 而金融化, 即虚拟经济本身并不创造价值, 而是在分配财富。因此, 如果没有工业增长为依托, 要保持金融利润的持续增长, 就只能依靠货币投入量的持续增加。最终产业空心化将无力支撑金融资本, 并导致产业的进一步萎缩和失业问题。当人们的需求是建立在负债而非收入之上时, 过度举债的宿命只能是债务危机。从这个意义来看, 特朗普“不计成本”地挑起贸易摩擦, 是力图通过经济修复避免潜在的债务危机, 以维持美国世界中心的地位。然而, 从历史来看, 热那亚、荷兰、英国在失去生产和贸易竞争优势并进入金融化阶段之后, 终究还是难以持续下去, 最终都未能逃脱被新的中心取代的命运。

四、贸易摩擦对资产价格的影响

2018 年上半年, 中美贸易摩擦冲突叠加市场对国内经济预期较为悲观, 引发了国内股、债、汇市同时下跌, 市场避险情绪升高。随着货币政策边际改善以及贸易摩擦事件被市场不断消化, 对资产价格又会造成怎样的影响呢?

第一, 股市短期不确定性依然较大, 但中长期有较大支撑; 美股或承受压力。从股票定价模型来看, 根据 DCF 模型可知, 影响股票价格的核心因素为盈利和贴现率, 而贴现率为无风险利率加上投资者要求的风险溢价。因此, 股票价格影响因素主要

是盈利（经济基本面）、利率（流动性）以及风险偏好。根据上文分析，从经济基本面看，贸易摩擦将对中美经济产生负面影响，互征关税、原油价格上行带来的潜在通胀压力，可能会引发利率上涨预期，叠加贸易战爆发对市场情绪的扰动，综合导致了2018年上半年A股估值中枢的不断下行。展望下半年，中美贸易摩擦仍将影响A股短期风险偏好。2018年7月CPI走势预示通胀预期有所升温。短期来看，利率上行预期将导致A股出现回调；但从中长期看，根据IS-LM模型，加征关税会引起投资和消费减少，进而引发利率下降，而分子、分母的改善将对A股形成支撑。对于美股而言，中长期来看，加征关税将提升美国企业的生产成本，对美国企业盈利造成负面影响；若叠加美联储加息的冲击，可能会对美股形成压力。

第二，债市下半年或将出现调整。根据董德志（2016）的研究，对贸易战背景下债市的分析，将主要聚焦在经济增长和通货膨胀两个变量。根据前文测算，贸易战对中国GDP影响有限，且从宏观数据看，7月份进出口数据超预期，社融放缓迹象也有改善；若政策转向对冲2018年下半年经济下行压力的观点未被证伪，考虑到潜在的通胀预期抬头问题，并叠加政策可能因“稳汇率”压力回归货币政策的实质中性，那么2018年下半年债市或将出现调整。从风险偏好来看，2018年上半年，贸易战、去杠杆、信用违约及经济下行预期等因素引发市场避险情绪升温，利率债的避险属性凸显，因而在上

半年利率债表现较好；但2018年下半年，随着政策转向、信用条件好转，以及市场对贸易战负面影响的逐步消化，避险情绪可能会有所下降，风险资产走势或将好于避险资产。

第三，对大宗商品价格影响将出现分化。在流动性、情绪等变量一定的情况下，大宗商品的价格主要由需求和供给决定。一是贸易摩擦对原油价格的影响。短期来看，贸易摩擦会引发通胀预期，并且引发市场对地缘政治的担忧，因此短期对原油价格会有提振作用；但长期来看，若贸易战进一步升级，可能会造成全球经济大幅下滑，在原油产能不变的情况下，将会抑制全球原油需求的增长。因此，后续贸易摩擦的演化程度及波及范围，将成为观测原油价格能否持续上行的一个关键因素。二是贸易摩擦对钢材价格的影响。2017年，中国对美直接出口钢材占总出口的1.6%，如果考虑转口贸易，2017年中国对美出口钢材的占比在7%以内，对钢材出口的直接影响有限；但长期来看，若贸易战范围扩大化，美国采取对更多国家加征钢材关税，则将强化对中国钢材出口的抑制作用。三是贸易摩擦对大豆及豆粕的影响有限。由于中国将对自美国进口大豆加征关税，短期来看，进口成本提高可能会直接引起国内大豆及豆粕价格上升；但长期来看，由于进口多元化及可寻求替代品如菜油籽、面籽等，国内大豆及豆粕价格涨幅将有限。

第四，人民币兑美元汇率宽幅波动或成常态，人民币贬值压力可控。贸易战以来，人民币兑美

图6 2018年中美汇率走势

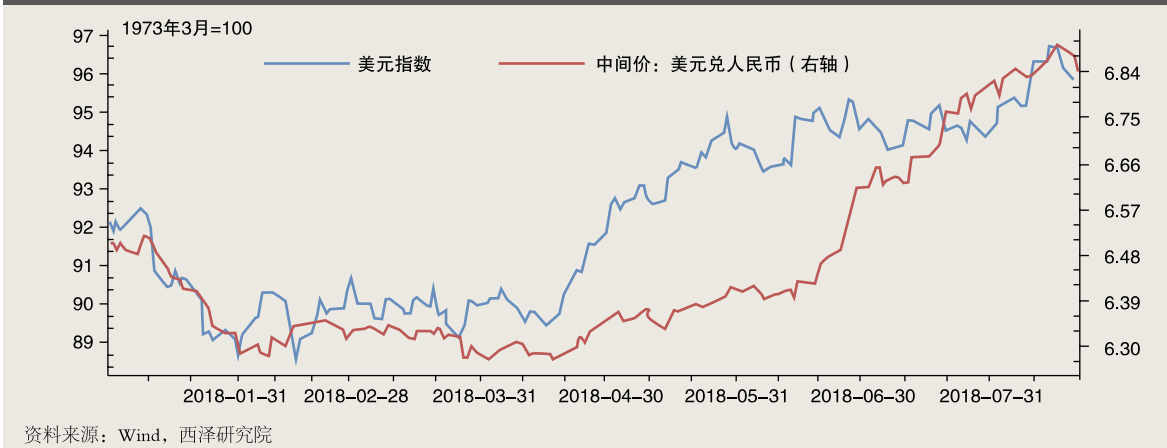
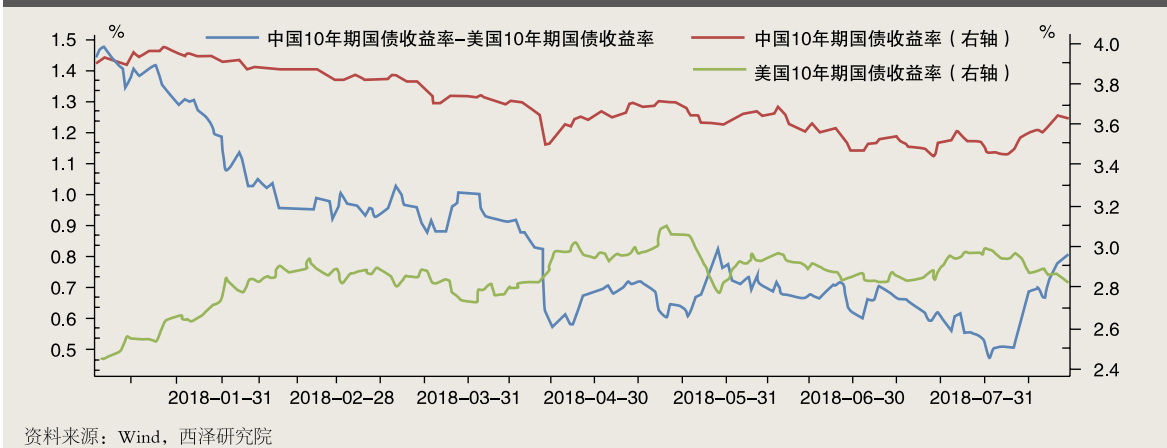


图7 2018年中美利差比较



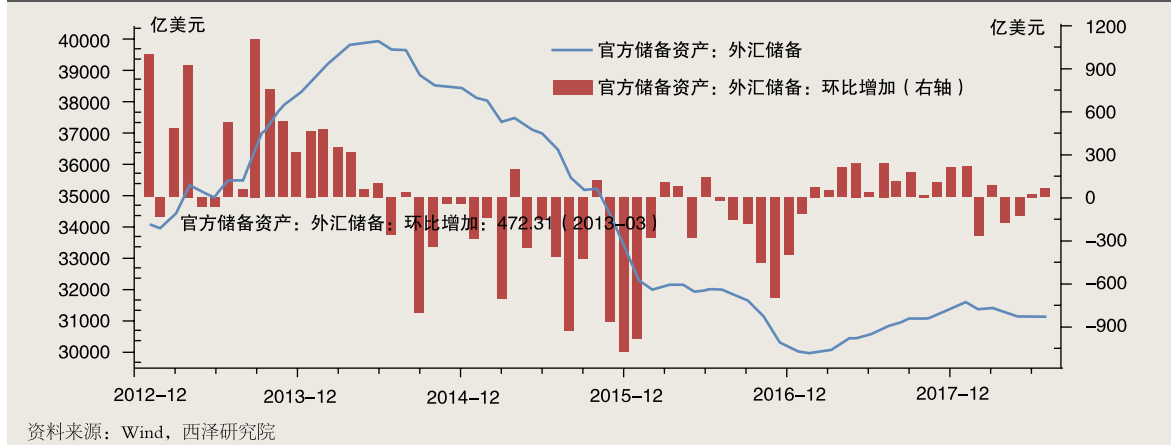
元汇率出现大幅下挫。据统计, 相较 2018 年年初, 人民币贬值幅度已超过 5%。此次人民币兑美元汇率的下跌, 曾一度被认为是美元升值所致。研究发现, 2018 年 6 月之前, 人民币兑美元汇率下跌确实是伴随美元指数的持续上升; 但是在 6 月之后, 美元指数沿 94 的中枢波动, 人民币兑美元汇率依然在持续下跌 (见图 6)。因此, 不可把人民币的大幅贬值单纯解释为美元指数上升。而如果将人民币兑美元汇率下跌简单归结为中美利差缩窄, 也不合理。2018 年上半年, 中美利差缩窄、人民币对美元贬值; 但近期中美利差扩大, 人民币依然呈贬值态势 (见图 7)。因此, 我们认为, 人民币对美元贬值主要在于预期的集中释放。从国际收支来看, 贸易战冲击可能会使中国贸易顺差减少, 引发人民币贬值的预期。

此次人民币贬值有别于 2015—2016 年人民币

对美元的大幅贬值。当时面临中国经济下行预期、企业集中偿还外债、居民恐慌购汇等问题, 人民币对美元的贬值压力集中释放出来, 外汇储备曾一度跌破 3 万亿美元; 而当前, 尽管人民币兑美元的汇率呈下跌趋势, 但 2018 年 6 月和 7 月的外汇储备已基本保持稳定。这也透露出央行可能不会大量使用外汇储备干预汇市 (见图 8)。

这种现象的背后, 一方面, 可能是央行对汇率双向波动容忍度增加; 另一方面, 相比 2015—2016 年直接用外汇储备干预汇市, 央行可能更倾向于通过宏观审慎管理引导汇市预期。例如, 将远期售汇业务的外汇风险准备金率从零调整为 20%, 或是在外汇掉期市场通过短期限回笼人民币融出美元的方式, 向市场提供美元流动性。2018 年下半年, 随着财政政策、货币政策的边际向好, 以及中美贸易摩擦负面影响的逐步消化, 加之央行已释放将通过

图8 外汇储备变化



宏观审慎管理引导预期，人民币兑美元汇率下跌的趋势或将得到控制。

参考文献：

- [1] 陈勇兵．中国进口需求弹性的估算[J]．世界经济，2014（2）
- [2] 蔡万煊．金融资本的矛盾与资本主义发展的未来[J]．政治经济学评论，2012（2）
- [3] 丁钰．特朗普效仿着里根，但中国不是80年代的日本[R]．汽车公社，2018
- [4] 董德志．投资交易笔记[M]．经济科学出版社第1版，2016
- [5] 郭美新等．特朗普贸易战对中美经济的影响[R]．北京大学中国经济研究中心讨论稿，2017
- [6] 李稻葵．乱世中的大国崛起[M]．中信出版社第1版，2012
- [7] 刘杰．应更加理性看待人民币汇率波动[R]．央行观察，2018
- [8] 马锦生．资本主义金融化与金融资本主义研究——基于美国经济实证的分析[R]．南开大学，2013
- [9] 明明等．“稳外储”7月再现，受此影响利率有底[R]．中信证券，2018
- [10] 牛播坤．除了出口，关税战潜在影响是重构全球产业链布局[R]．华创证券，2018
- [11] 潘捷等．风险偏好下行不改经济运行趋势，农副产品走俏推升通货膨胀预期——关注“贸易战”新动态[R]．东方证券，2018
- [12] 王龙．从需求到供给：特朗普和里根经济学的同与异[R]．财新网，2016
- [13] 王小鲁、樊纲、刘鹏．中国经济增长方式转换和增长可持续性[J]．经济研究，2009（1）

[14] 王胜，邹恒甫．关税、汇率与福利[J]．世界经济，2004（8）

[15] 王宇雯．输入型通货膨胀的传导及对策研究[R]．复旦大学，2011

[16] 王汉锋，李求索．中美贸易战可能性及影响[R]．中金证券，2017

[17] 杨业伟．中美贸易战第二轮开启，对经济影响几何？[R]．西南证券，2018

[18] 张红等．美耗时一天半开内部贸易听证会，企业都说了什么[R]．海外网，2018

[19] 杨业伟．中美贸易战首轮开打，应做好持久战准备[R]．西南证券，2018

[20] 张捷．中美贸易战对经济影响[R]．国泰君安证券，2018

[21] 张一品．里根时期的美日贸易摩擦研究[R]．辽宁大学，2013

[22] 周承辉．里根时期美日贸易和汇率冲突对中国的借鉴[R]．时间投资，2016

[23] 张河生．我国通胀的担忧：油价上涨、加征关税与人民币贬值[R]．太平洋证券，2018

[24] Arend Kapteyn et al. Trade Wars—What is the Impact on Growth, Inflation and Financial Markets? A Top Down View[R] UBS, 2018

（责任编辑：马曼）