

经济全球化逆流：挑战与应对^{*}

李稻葵 胡思佳 石锦建

内容提要：2016年三季度以来中国经济出现了稳中向好的势头，然而中国经济将面临一个乱象丛生的国际经济和金融环境。本文将当前国际经济的乱局置于经济全球化的视野之下，认为国际贸易增长放缓和世界各国经济严重分化引发了经济全球化逆流及全球化前景的不确定性。特朗普试图通过进口替代战略和有控制的双边贸易，打乱正在发展中的基于多边协议和自由贸易的全球化经济体系，以强化美国在世界经济中的主导格局。面对美国贸易保护主义的巨大挑战，中国短期内应多管齐下，务实解决资金外流与汇率贬值问题；未雨绸缪，沉着应对局部贸易战可能带来的不利局面。长期内应深化改革，打造富有活力的大国增长模式；高举多边协议和自由贸易的大旗，以“一带一路”为抓手，促进形成多元合作的全球化经济新格局。

关键词：经济全球化 进口替代 汇率 供给侧改革

2016年三季度以来，中国经济出现了缓中趋稳、稳中向好的良好势头，经济增速继续运行在合理区间。零售消费平稳增长；进出口同比趋稳；投资增速企稳迹象进一步巩固；工业企业利润继续改善。总体而言，中国经济虽仍处在下行筑底阶段，但增速下行的幅度在收窄，缓中趋稳、稳中向好的态势逐步显现。然而，从国际环境看，以特朗普当选、意大利公投、英国脱欧等为代表的民族主义、贸易保护主义抬头；欧洲频发的恐怖袭击、难民危机的挑战；日本执政联盟以多数优势在修改宪法这一议题上获胜；南海的紧张局势；等等。中国将面临一个乱象丛生的国际经济和金融环境。

正确认识国际形势乱象丛生背后的本质，有利于我们迎接挑战。本文将当前国际经济的乱局置于经济全球化的视野之下，认为目前美国主导的经济全球化正面临挑战，全球化逆流引发世界大国的路径博弈，特朗普为维护美国的主导地位，不惜采用多种贸易保护主义手段，这将对中国经济和世界带来较大冲击，中国必须做好战略应对的准备。

一、全球化贸易进展缓慢，世界各国经济严重分化

2008年全球金融危机重创了经济全球化进程，

贸易和资本的流动逐渐失去动力。全球商品、服务和金融的跨境流动在2011年占全球GDP的60%，达到峰值。^①在全球经济部分复苏后，全球贸易中商品和服务的增长下降至每年2%~3%左右，接近或低于全球经济增速，这是之前数十年从未有过的情形，在1980年到2011年间，贸易年均增速为近7%，是全球经济增速的一倍（高柏、草苍，2016）。经济全球化的前景出现众多不确定性，引发全球经济的分化和世界大国的利益博弈。

（一）分化首先发生在发达国家内部

1. 美国：经济短期向好，“特朗普冲击”来袭。从GDP增速、就业、CPI等指标来看，美国经济已经呈现出短期复苏趋稳的迹象。在增长动力改善的情况下，美联储升息步伐加快，2017年3月份议息会议后加息0.25%，这是美联储三个月来第二次加息，并预计2017年还有二次升息。

“特朗普冲击”在2017年影响美国以及全球经济。特朗普的施政原则可以凝练地概括为：（1）由宣扬自由贸易转向贸易保护主义。美国退出TPP；威胁“对所有进口货物征收5%~10%的一致性关税（Border Adjustment Tax, BAT）”，对从墨西哥和

^{*} 李稻葵、胡思佳，清华大学经济管理学院，邮政编码：100084，电子邮箱：lidk@sem.tsinghua.edu.cn, husj.09@sem.tsinghua.edu.cn；石锦建，中国证监会博士后科研工作站，邮政编码：100032，电子邮箱：meishansjj@126.com。感谢匿名审稿人提出的修改意见，文责自负。

中国进口的货物征收惩罚性关税。(2)由支持企业走向全球转向制造业回流本土。特朗普提出对于美国公司在海外子公司提取回国的累积利润一次性收取10%的税,分十年付清;同时,对美国公司在海外子公司的未来利润每年征税。(3)由货币宽松转向财政刺激。主要举措包括大幅减税(企业税从目前的35%降到15%)和运用财政支持基础设施建设。(4)加强基础设施建设。特朗普提出了5500亿美元的基建计划。如果平减分摊到四年任期,每年为1375亿美元(李巍、张玉环,2017)。

如果这些政策主张能够落实,的确会对美国短期经济增长起到提振作用。据CCWE估算^②,2017年美国实际GDP增速为2.2%,高于2016年约0.5个百分点。当然,特朗普新政能否提高美国经济的长期潜在增长速度仍有待观察。

2. 欧盟:复苏依然脆弱,英国脱欧引发政治风险。欧元区经济依然脆弱,2016年经济增速整体弱于2015年。金融环境仍然高度不稳定,尤其是意大利等国银行不良贷款率居高不下。货币政策空间受限:QE越来越面临着无债可买的窘境;负利率不仅效果存疑,而且加剧了银行业经营环境的恶化。在高债务率的限制下,财政政策和结构性改革更是捉襟见肘。据CCWE预计,2017年欧元区经济增速为1.5%上下,低于2016年0.1~0.2个百分点。

2017年是欧洲的大选年,德国、法国、意大利、荷兰等国将举行政治换届选举。在经济问题、劳工问题、反恐问题、民族问题相互交织下,不少国家已经出现了保守主义和民族主义倾向。德国是欧元区最为关键的“核心国家”,2017年9月份德国大选的结果直接关系到未来欧洲一体化的走向。另外,英国将启动复杂而充满不确定的脱欧程序,这些因素都加剧了2017年欧洲经济的风险。

3. 日本:经济低迷,难见转机。日本经济仍然深陷“通缩”和“流动性陷阱”的泥潭。人口老龄化导致消费不振,商业销售同比增速已经转为负增长。货币政策不仅对刺激经济失效,而且负利率对银行业造成了一定的负面冲击。财政政策空间被高负债限制——每年中央政府支出中有约1/4需要用来偿还存量债务本息。

整体而言,日本经济已经处于世界经济增长前沿,人均资本存量也居于世界领先水平,因而,在未出现产业革命级的技术突破之前,人口结构是决定日本经济走向的最核心因素。据CCWE预测,日本经济在2017年难以看到明显的转机,全年经济增速

将维持在0.5%,大致与2016年持平。

(二)更大的分化发生在美国和新兴市场之间

一方面,美国经济复苏和美联储政策收紧意味着全球流动性在短期出现拐点,而新兴市场国家在美元流动性拐点面前更加脆弱。大部分新兴市场国家的经济基本面需要宽松的货币政策环境,而美国利率上升又迫使这些国家调整政策以应对可能的资金外流。事实上,美元流动性拐点的冲击在2014年下半年已经预演过一轮,当时受冲击最大的是大宗商品价格和资源出口型新兴国家。考虑到大宗商品价格2017年的整体表现将优于过去两年,在2017年,墨西哥、越南等制造品出口国受到的冲击将大于俄罗斯、巴西等资源出口国。另一方面,在贸易保护主义抬头的大环境下,对出口依赖较高的新兴市场国家将面临更加严峻的外部环境,这些因素将进一步冲击那些对制造品出口依赖度较高的新兴市场国家。

新兴市场国家的经济波动,以印度最为典型。为了打击腐败和假币,同时希望将规模庞大的地下经济纳入税收来源,2016年11月印度莫迪政府宣布在年底之前废除旧版500及1000卢比纸币。被废除的现钞总额约占印度货币总流通量的80%。“废钞令”币制改革影响巨大,金融业、零售业、制造业、房地产业^③均受到一定程度的冲击。在美联储加息、美元强势周期的背景下,“废钞令”短期内削弱了印度经济的运行效率。2016年四个季度,印度GDP增速分别为8.0%、7.1%、7.4%和7%,四季度明显下降。^④CCWE预计2017年印度GDP增速将扭转前五年的上升趋势,下降至7%以下。

(三)中国经济增长缓中趋稳、稳中向好,仍然是世界经济增长的主要动力

根据《中华人民共和国2016年国民经济和社会发展统计公报》,可发现中国经济的几大特征:(1)社会消费平稳增长。2016年,社会消费品零售总额比2015年名义增长10.4%,最终消费支出对经济增长的贡献率为64.6%,高于2015年4.9个百分点,高于2014年15.8个百分点。(2)投资增速企稳迹象进一步巩固。2016年,全国固定资产投资(不含农户)比上年名义增长8.1%。特别是从环比速度看,12月份固定资产投资(不含农户)增长0.53%,投资增速企稳迹象进一步巩固。(3)进出口增速明显改善。2016年以来,我国进出口呈现前低后高、逐季回稳向好的态势。第一季度进出口总值比2015年同比为一8.2%,到第四季度回升到3.8%;更为可

喜的是,2017年1月进出口总值比2016年同比上升19.6%。(4)工业企业效益呈明显好转态势。2016年全国规模以上工业企业实现利润总额比上年增长8.5%。利润由降转增,扭转了2015年利润下降(-2.3%)的局面。总体而言,中国经济虽仍处在下行筑底阶段,但增速下行的幅度在收窄,中国经济缓中趋稳、稳中向好的态势逐步显现。

2016年中国经济增速为6.7%,中国对世界经济增长的贡献率为33.2%。2017年第一季度中国经济增长6.9%,仍是世界经济增长的主要动力^⑤。

二、美国主导的经济全球化出现逆流, 全球经济乱象丛生

自20世纪70年代晚期开始,经济全球化进程快速推进,形成跨国公司对外直接投资(FDI)和区域一体化两大全球化潮流。根据世界银行的一项统计^⑥,从1970年到2015年,全球FDI总额达2.04万亿美元;欧盟、东盟等区域一体化组织不断涌现。苏联解体之后,美国成为世界上唯一的超级大国,是经济全球化的主导者和推动者,形成了美国主导的经济全球化格局。然而随着全球化的发展,世界经济规模不断膨胀,欧盟不断壮大,中国等发展中国家迅速崛起,美国的核心地位受到削弱。随着美国对经济全球化领导力和控制力的不断弱化,经济全球化进入多拐点重叠共振的特殊节点,引发了目前世界经济的动荡。

(一)美国主导经济全球化的经济实力拐点和民众心理拐点

美国作为全球化的主导者和推动者,在经济全球化初期,形成了以美国为核心的全球产业链,美国是经济全球化的最大受益者。然而随着全球化进程的不断发展,将美国力量深入世界的各个角落,美国似乎从来没有像现在这样强大,但这种过度的扩张也极大消耗了美国的实力,在奥巴马任总统的八年里,美国国债从不到10万亿攀升至18万亿美元。随着美国经济总量在全球经济总量中份额的下降,美国霸权开始相对衰落。美国主导与全球经济多元发展的格局严重不匹配,导致全球经济发展的严重失衡和各经济体之间的激烈摩擦,美国主导的经济全球化的经济实力拐点来临。

与此同时,全球化中FDI的增长引发美国产业空心化,美国国内矛盾日益尖锐。1959年美国制造业生产总产值占国民生产总产值的份额达46.90%,而2012年下降到28.43%。制造业的就业人口从

1956年的1532.5万人,减少到2014年的1218.8万人,下降了21%(Campanella,2016)。产业空心化导致美国产业竞争力下降,制造业失业率不断上升,2015年,美国外贸逆差7500亿,美国民众对全球化不满的情绪日益高涨。

著名经济学家保罗·萨缪尔逊于2004年发表文章反思大卫·李嘉图以来的以比较优势为基础的国际贸易理论,指出在某些条件下自由贸易可能对美国不利(Samuelson,2004)。萨缪尔逊的这篇文章在美国的学术界、媒体、商界以及决策圈里挑起了一场大辩论,引起对全球化的怀疑,美国主导的经济全球化的民众心理拐点来临。

(二)欧盟区域一体化快速扩张遭遇内部各利益主体深度融合的拐点

区域一体化是本轮经济全球化的两大潮流之一,超国家的欧洲共同体——欧盟的兴起似乎显示一个传统的民族国家日渐式微的时代很快就会到来。2013年欧盟28国GDP总计达到17.36万亿美元,超过美国的16.19万亿美元成为世界最大经济体。

由于欧盟成员国在政治制度、经济发展水平、文化等方面的差异,欧盟内部分化显著。虽然欧盟有意识地培养成员国及其民众对欧盟的认同感和归属感,但是民众对欧盟的认同感和归属感并未随着一体化发展而强化,民族认同感仍然根深蒂固。根据欧盟委员会官方民意调查机构“欧洲晴雨表”2015年发布的调查结果,欧盟28国公民的欧盟认同率为60%,而英国公民的欧盟认同率只有34%。2009年爆发的希腊债务危机已演变为整个欧元区的金融危机和整个欧盟的信心危机,英国公投脱欧事件进一步暴露出欧洲认同的缺失。

在债务危机、难民危机冲击下,法国、意大利民族主义和疑欧情绪逐渐上升,极右政党迅速崛起,反对欧洲一体化的呼声渐强,欧洲认同进一步受到削弱。在区域一体化经济体内,表现为区域合并容易融合难,欧盟的快速扩张遭遇内部各利益主体深度融合的拐点。但是关键时刻,英国的公投脱欧引发了欧盟内部和全世界的强烈震荡。

(三)美国主导的经济全球化向多元主导的经济全球化过渡的拐点

经济全球化带来全球经济的快速发展,也迅速改变了全球经济格局。高盛2007年发表的一份报告反映了全球经济多元化的现状和未来,高盛在报告中预测,中国的经济规模会在2030年前超过美国,而欧盟

28 国 GDP 已在 2013 年以 17.36 万亿美元超过了美国的 16.19 万亿美元。欧盟、美国和中国三足鼎立的

世界经济多元化格局初步形成。美国主导的经济全球化向多元主导的经济全球化过渡的拐点已经来临。

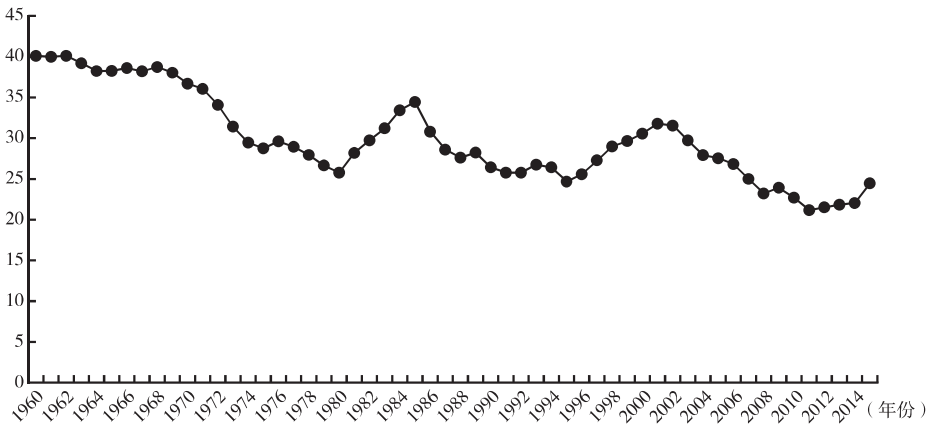


图 1 美国 GDP 占世界 GDP 的比重

数据来源：World Development Indicators。

经过几十年的快速发展,经济全球化取得了令人瞩目的成就,也带来世界经济格局的变化。目前经济全球化进入美国主导经济全球化的经济实力拐点和民众心理拐点、欧盟区域一体化内部各利益主体深度融合的拐点和美国主导的经济全球化向多元主导的经济全球化过渡的拐点等多拐点重叠共振的特殊节点,经济全球化的前景出现诸多不确定性。部分国家对目前基于多边协议和自由贸易的全球化道路的动摇和怀疑,进而引发围绕经济全球化的路径博弈。目前经济全球化的路径博弈的主要策略有:(1)以美国特朗普为代表的利己性贸易保护和双边协议策略;(2)以英国为代表力求自保的单边策略;(3)以日本为代表的力推有选择性的新多边协议(TPP)的投机策略;(4)以中国和众多新兴经济体(包括欧盟)为代表的多数国家坚持多边协议和自由贸易的合作共赢策略。

经济全球化的原主导者美国对全球化的短期走向仍然有着巨大的影响力,但以中国为代表的新兴经济体和以欧盟为代表的区域一体化经济体已经成为世界经济的重要力量。因此,虽然表面上经济全球化路径博弈乱象丛生,而实质上,经济全球化路径博弈主要表现为以美国特朗普为代表的利己性贸易保护和双边协议策略和以中国为代表的多数国家和经济体所坚持的多边协议和自由贸易的合作共赢策略之争。

三、特朗普全球化路径博弈的策略：
进口替代和双边协议

“工厂一个个关停,搬往他处,上千万的美国工

人被丢在脑后。财富从我们的中产阶级的手中流逝,却被分配到了世界各地。”“我们将夺回我们的工作。我们将夺回我们的边界。我们将夺回我们的财富。”“我们将遵循两个简单的原则:买美国货,雇美国人!”特朗普的就职演讲像一篇贸易保护主义的檄文,曾经竭力主张自由贸易的美国,现在却成了贸易保护主义的先锋。但这并不意味着美国要闭关自守,而是美国对经济全球化进程中的既得利益仍不满足,希望进一步强化美国在全球化中的主导地位,使全球化利益分配格局进一步向美国倾斜。其全球化路径博弈的策略是进口替代和双边协议。

(一)推进进口替代战略,重建美国制造业以提升美国经济的绝对实力

美国贸易保护策略的核心是通过推进进口替代,重建美国制造业以提升美国经济的绝对实力。特朗普上任后,通过对返销美国的产品征税等新政措施,促使福特汽车公司放弃了在墨西哥建立 16 亿美元厂房的计划,表示将在美国密歇根州的一家工厂投资 7 亿美元。特朗普签令重启两个争议性输油管项目,并要求修建项目所需的管道必须在美国国内生产,其中加拿大输油管项目可为美国创造 2.8 万个就业机会(李巍、张玉环,2017)。

“进口替代”战略是指一国限制某些外国工业品进口,促进本国有关工业品的生产,逐渐在本国市场上以本国产品替代进口品,为本国工业发展创造有利条件。这一战略在发展中国家的工业化进程中被认为严重降低了经济效率,抑制出口、加剧失业并导致国际收支恶化(普雷维什,1990)。因此,从 20 世

纪60年代中期开始,一些国家和地区放弃原来采用的“进口替代”转向出口导向战略。如果因此认为美国“进口替代”战略难有成效,那就错了。因为发展中国家采用“进口替代”战略的失败是由于其资本不足、技术落后和市场需求狭小等原因。相反,美国的优势就是资本充足、技术先进和消费市场巨大,而且美国在高端制造产业具有比较优势,并仍将继续实行出口导向战略,只是在中端制造产业实行“进口替代”。

特朗普推进“进口替代”战略的根本支撑点是美国的巨额外贸逆差和消费市场。如果根据李嘉图的比较优势理论,美国“进口替代”是难以形成比较优势的,但萨缪尔森(Samuelson, 2004)在李嘉图的研究模型中加入规模参数后,得出的结论却是人口大国可以拥有较宽泛的比较优势。现实中中国就从劳动密集型的玩具、资本密集型的汽车到技术密集型的智能手机等都能够拥有比较优势。所以美国除了高端产品,在中端产品同样可以形成比较优势。

有资本、技术、市场,美国的中端制造“进口替代”战略就差成本了。对此,美国动用税收手段,除了对进口商品征收关税,美国将统一对所有公司的美国销售收入进行征税,而在美国境内的生产加工的成本开支在计算纳税额的时候可以抵扣。在新税制下,对于通用汽车来说,在美国市场销售美国国内生产的汽车将明显更划算。因此美国公司也就更有动力将投资和工作岗位转移到美国国内来。

“进口替代”不但创造美国国内就业机会,提升美国经济的绝对实力,而且由于许多发展中国家的制造业都以美国巨大的进口市场作为支撑,美国进口替代战略的实施将严重打击外贸导向的发展中国家制造业,达到弱化竞争对手的目的。

(二)建立美国控制的双边贸易关系,凸显美国经济的相对实力

特朗普认为多边自由贸易体系对美国不利,所以上任第一周就宣布退出TPP,重新谈判北美自贸协定。他会见的第一个外国领导人是英国首相特雷莎·梅。特朗普表示,英国脱欧是非常好的事情。他在与英国保守党议员 Michael Gove 访谈中表示,预计其他欧盟国家也会效仿英国脱离欧盟。特朗普的外贸主张非常清晰,不喜欢区域一体化的多边协议,不喜欢区域一体化的经济体,要用双边贸易来取代区域贸易协议。

与WTO多边贸易协议的一致性和公平性不

同,美国的双边贸易协议具有可控性、选择性和破坏性特征。可控性就是一对一谈判,美国可以凭借巨大的消费市场全面碾压对手,而区域贸易多边协议需要区域全体成员进行贸易谈判,会有更多的推诿和互相制约,难以凸显美国的优势;选择性就是美国可以根据有利原则只与其需要的国家签订双边贸易协议,通过控制关键的少数、放弃次要的多数来提高其对全球经济体系的控制力;破坏性是指美国可以通过双边贸易协议来瓦解和削弱区域一体化经济体的实力。可见特朗普所谓的“公平贸易”标准就是对美国有利,这种单边主义是不得人心的。

同时,特朗普还在利用英国“脱欧”来影响欧洲的区域一体化进程,通过对英国脱欧的奖赏来诱发欧盟内部的“多米诺骨牌效应”,使欧洲变得支离破碎,瓦解和削弱欧盟,降低欧洲处理国际事务的能力,使其难以成为多极化世界中的重要一极。同时可以削弱英镑和欧元的地位。更为重要的是,欧洲一体化试验遭受重大挫折,将会严重影响其他地区建设开放的全球贸易体系的尝试动力。

四、经济全球化路径博弈与中国的战略应对

在经济全球化路径的大国博弈中,由于中国旗帜鲜明地坚持多边协议和自由贸易的共赢策略,因此必然成为美国推行贸易保护和双边协议策略、维护其全球主导格局的主要对手之一,美国中端制造的“进口替代”战略对中美贸易中处于顺差的中国是严峻挑战。同时,中国的汇率也将成为美国重点攻击的对象。对此,中国短期内的基本战略应是“汇率稳守,贸易反击”。从长期看,应对内深化改革,对外积极推动新型全球化经济格局的形成。

(一)多管齐下,务实解决资金外流及汇率贬值问题

2017年中国经济面临的第一大风险来自于汇率。首先,汇率风险来自于美国的持续加息。特朗普上任之后,着力刺激经济,使美国的货币需求上升,而且美国失业率低,财政赤字却非常高,因此,美联储将会加快加息步伐。其次,汇率风险来自于欧洲,今年是欧洲的大选年,由于欧洲右翼势力抬头,大选可能出现黑天鹅事件,导致欧元大幅贬值并波及人民币汇率。因此人民币仍存在贬值压力,一旦汇率贬值与资本外流的压力相互作用形成反馈循环,国内投资者必然将手中的人民币资产转换为美

元资产以赚取收益。到时,中国 21 万亿美元的货币存量都将成为潜在的人民币供给,3 万亿美元的外汇储备与之相比不过是杯水车薪。居民资产的外币化将剧烈地影响国内储蓄、投资平衡,对实体经济造成难以估量的打击,中国必须务实管理好汇率和资金外流的难题。

1. 2016 年中国资本外流的结构分析。2016 年 12 月 30 日,人民币兑美元汇率报 6.95,创出年内新低,较年初贬值 6.56%,其中 10—12 月贬值幅度达到 4.02%^⑦。据 CCWE 估算,2016 年全年中国的广义资本外流约为 5500 亿美元。^⑧

根据 CCWE 测算,假设低于货物贸易顺差的结汇部分以及超过服务贸易逆差的售汇部分均转化成私人部门持有的美元资产外流,那么 2016 年全年经常账户下隐藏了 3526 亿美元的资本外逃,约占总流出量的 60%。按资产类别划分,资本和金融账户流出中的存款等流动性资产在 2016 年全年贡献了 1269 亿美元的资本流出,约占总流出量的 22%;外币直接投资贡献了 306 亿美元的净资本流出,约占总流出量的 5%;美元证券(包括债券和股票)贡献 184 亿美元的净资本流出,约占总流出量的 3%。自 2015 年“8·11”汇改后人民币进入贬值区间以来,资本的外流仍然借助贸易为主要渠道,而金融项目下流动性资本的外流也是不容小觑的一部分。

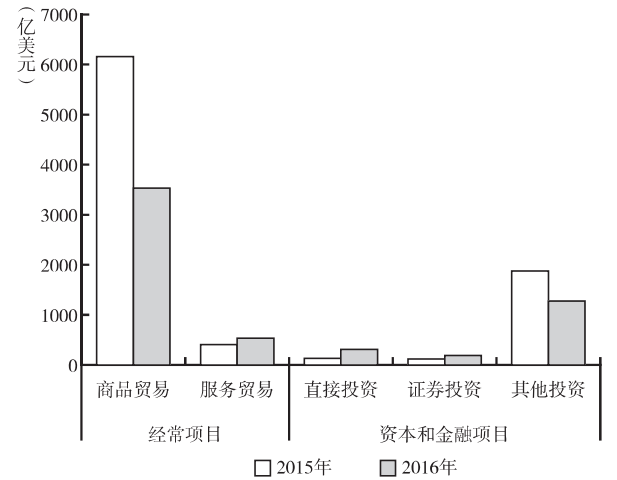


图 2 按 BOP 项目分类的资本外流

数据来源:Wind 数据库,CCWE 计算。

同样值得关注的是,将资本外流总量按照资产持有主体划分,我们发现居民部门的资本流出远低于企业部门。如图 3 所示,2016 年居民部门主导的

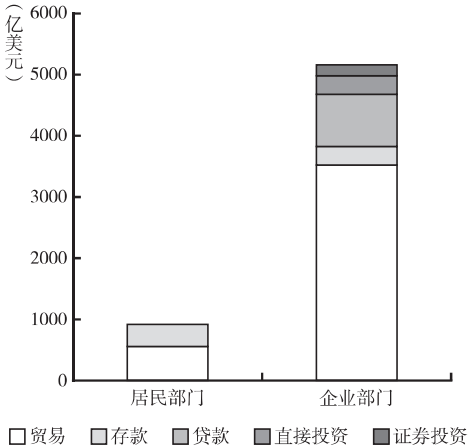


图 3 按资产持有主体划分的资本流动结构

数据来源:中国人民银行,CCWE 计算。

资本流出约为 900 亿美元,而企业部门主导的资本流出约为 5169 亿美元^⑨。这说明目前的资本外流主体仍为企业部门,其中非金融机构以进出口结算、外债偿还等名义进行的美元汇兑主导了此轮资本外流。管涛(2016)认为,境内企业加速外债偿还还是资本外流的主要渠道。他通过外汇贷存比数据发现,近年来企业部门的外债杠杆率持续下降,截至 2015 年 12 月,该比例已降至 2007 年危机前的水平。据 CCWE 估算,在人民币贬值预期下,企业部门加速了外债偿还进程,2016 年企业部门净偿还约 860 亿美元的外债。并且据 CCWE 测算,截至 2016 年底,居民部门相比于 2015 年底共增持 286 亿美元的存款,仅占总资本流出的 6%,说明绝大多数资本外流并没有转化成居民存款,而是通过企业部门的贸易及投资项向境外转移。

2. 扭转市场贬值预期,严格管理企业部门。我们认为,面对外汇市场风险,货币当局应多管齐下果断出击,坚决扭转市场贬值预期。一方面,要适当管理资本流动。具体而言,要加大经常账户尤其是贸易项目结售汇真实性审核,预防贸易项下以投机为目的资金外流。根据我们的研究,这是目前资金外流的主要通道。

要加强对外币存、贷款等流动性外汇资产的管理;要谨慎评估人民币直接投资的风险,避免因大量人民币外流而对离岸市场造成贬值压力。企业部门是资本流动管理的重点,但在操作中要抓大放小,重点审查大额资本外流。要避免在居民换汇管理上大做文章,稳定民众预期、消除恐慌。

2015 年“8·11 汇改”后,如图 4 所示,资本外流

压力开始急剧升高。如图5所示,2015年8月经常账户下的银行即期结售汇逆差达到931亿美元,比7月增长近700亿美元。短暂平静后,结汇逆差在2015年12月再次放大,规模超过400亿美元,而后平稳回落。2016年最后三个月来,经常项目结售汇逆差持续扩大,12月的经常账户净售汇高达326亿美元,接近年初水平。不难发现,经常账户和金融账户的结售汇逆差放大均与汇率市场波动有一定的同步性,但从波动幅度来看,经常账户下的银行结售汇波动远远超过资本和金融项目下的波动。因此,我们认为经常账户是跨境资本管理的重点。

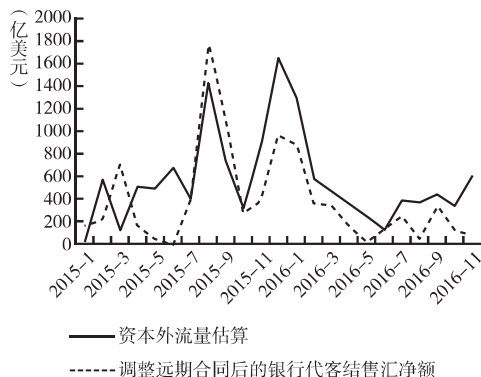


图4 广义资本外流估算

数据来源:WIND数据库,CCWE测算。

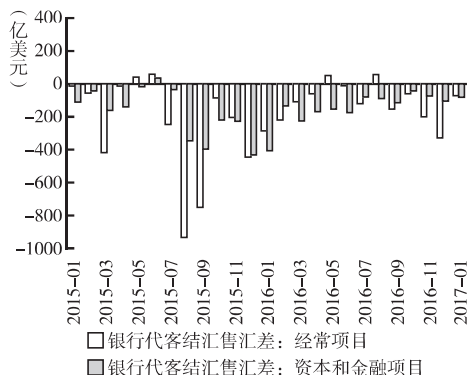


图5 银行代客即期结售汇差额

数据来源:WIND数据库。

将经常账户分解为货物贸易与服务贸易,如图6和图7所示。2015年8月,伴随货物贸易结售汇转为逆差,货物贸易售汇占比大幅增长,贸易进口换汇额超过当月进口额,贸易售汇与贸易行为脱钩,成为资本流动的重要通道。与之相对,结汇占比尽管有所下降,但降幅较小。服务贸易结售汇始终为逆差,结汇占比不断下降,售汇占比在2016年1月显

著上升,但近期趋于平稳。尽管旅游逆差占服务逆差的比例较大,但波动性很小,因此并不是上一轮资本流动的主要通道。2016年12月,经常项目结汇收汇逆差升高至326亿美元,应该予以重视。

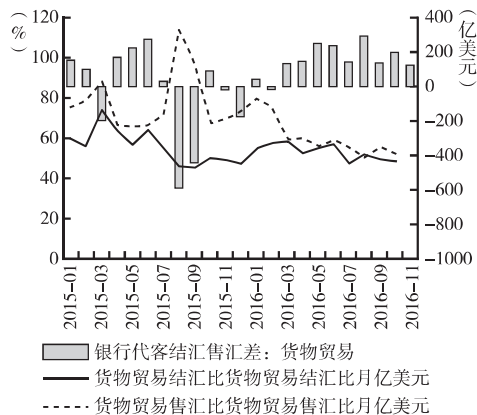


图6 银行代客即期结售汇差额:货物贸易

数据来源:WIND数据库,CCWE测算。

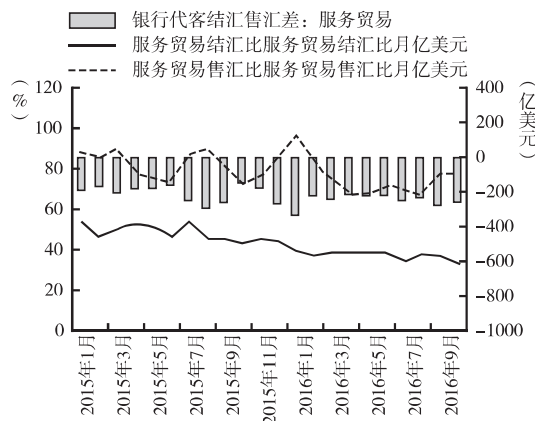


图7 银行代客即期结售汇差额:服务贸易

数据来源:WIND数据库,CCWE测算。

3. 加强高度流动性的短期资本的跨境流动监管,保证汇率稳定。要利用多种工具稳定离岸、在岸即远期市场,运用拆借利率等市场化手段加大投机成本,使得外汇储备的使用发挥四两拨千斤的作用。没有资本流动管理,外汇干预将很快耗尽储备;没有汇率市场的稳定,逆预期的资本流动管理必将是高成本低效率的。因此,只有资本流动管理和外汇市场干预双管齐下才能有效地化解本轮外汇市场风险。2017年上半年是一个关键时期,要力争避免资金外流与人民币汇率问题成为新闻焦点。只要保持战略定力,汇率与资本流动都将最终稳定下来,这将为中国的经济发展营造较好的外部环境。

将金融账户下的银行结售汇按照资本品种类细

分,如图 8 所示,我们发现直接投资和证券投资所引发的资本流动不论从规模还是从波动性来看都相对较低,这与国际收支平衡表季度数据特征相吻合。不过在国内外货币政策分化的背景下,利率平价仍会驱使流动性资本追逐境外市场的高回报。因此,监管机构需尤其关注存、贷款等具有高度流动性的短期资本的跨境流动。

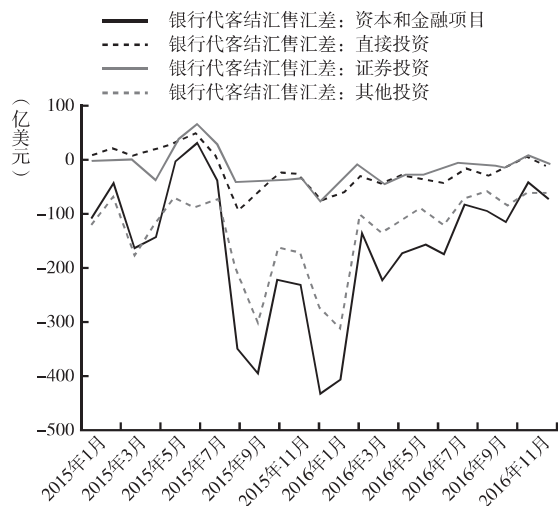


图 8 银行代客即期结汇售汇差额:资本金融项目

数据来源:WIND 数据库

4. 严控人民币流出,舒缓人民币贬值压力。除了银行结售汇中所涉及的资本外流,有大量资本直接以人民币的形式流出。如图 9 和图 10 所示,包含经常项目、资本和金融项目的境内银行代客涉外收付款差额在 2015 年 8 月以来持续为负,且在汇率剧烈贬值区间有显著扩大的趋势,这表明有大量人民币通过贸易和金融渠道向境外输出。2016 年全年,累计人民币流出额高达 3095 亿美元。^⑩人民币流出之后在离岸市场上完成汇兑,可在离岸市场上造成人民币贬值压力,也是不可忽略的一部分资本外流。

5. 银行间市场和衍生品市场是外汇干预的重点。从整个外汇交易市场来看,如图 11 所示,交易总量自 2015 年 8 月达到峰值后一度平稳回落,但 2016 年 11 月再度冲高,达到 23000 亿美元。从结构上看,银行间外汇市场交易占比持续升高,如图 12 所示,从 2015 年初的 66% 上涨到 2016 年底的 85%。在交易品种方面,即期交易占比从 55% 下降到 46%,期权交易从 3% 上升到 5.5%。结合以上分析,我们认为前期对个人及企业的资本流动管理措施是有效的,本轮贬值压力目前并未引发非金融部门的巨幅资本流动,但随着外汇市场交易额的放

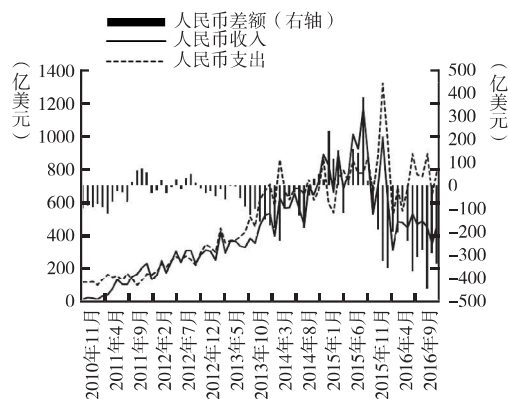


图 9 国际交易中人民币收付款额

数据来源:外汇管理局。

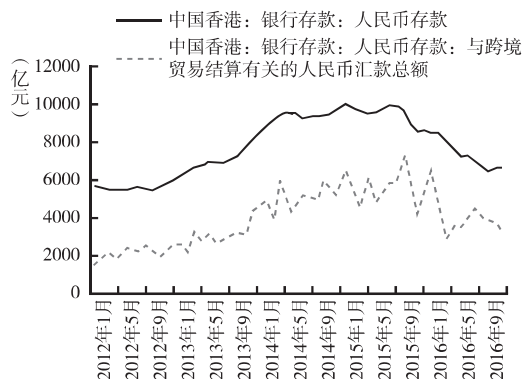


图 10 香港人民币存款

数据来源:WIND 数据库。

大,资本流动压力仍然存在。对资本流动的管理要包含银行间市场和衍生品市场。要加强对人民币远期市场的干预。在实际操作中,要重点管理企业部门的大额资本流动,谨慎处理涉及居民部门的政策调整以稳定预期。只有价格工具和数量工具相互配合,才能从根本上扭转人民币过度贬值的预期。

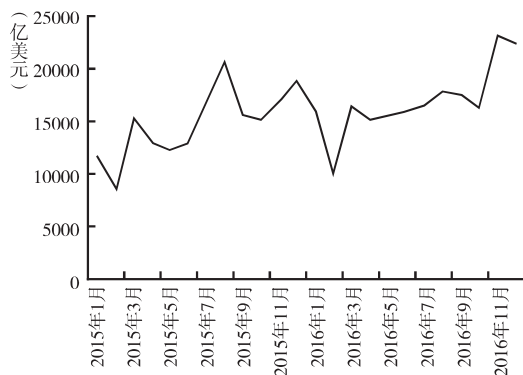


图 11 外汇市场交易量

数据来源:中国人民银行外汇管理局。

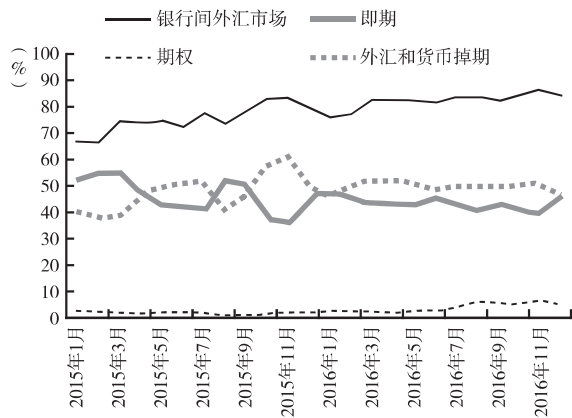


图 12 外汇市场交易占比

数据来源：中国人民银行外汇管理局。

(二)未雨绸缪,沉着冷静应对贸易战带来的不利局面

针对中美间商品贸易的不平衡,特朗普指责中国的对美贸易顺差并非是依靠自由贸易、公平竞争实现的,而是中国政府“非法操作”的政治结果。他警告称,如果中国不停止所谓的“不公平贸易”,将对美国商品征收45%的关税。所以,中美之间的贸易战是不可避免的,需要未雨绸缪,对贸易战的规模等级和贸易战的后果有一个正确的预判。

彼得森国际经济研究所(Peterson Institute for International Economics)的最新研究认为,在全面贸易战的情景下,美国对中国进口商品征收45%的关税,中国也对美国进口商品征收同样的关税,美国将会出现进出口萎缩,国内物价上升,消费、投资连续多年低于无贸易战的基准情形,经济增速不断下滑并于2019年进入经济衰退,中美贸易战还将导致美国境内480万工人失业,失业率从目前的4.9%到2020年攀升至8.6%;总而言之,在贸易战情况下,两个经济体都将受到严重影响。由于中国仍然贡献了1/3~1/4的全球经济增长,最大和第二大经济体之间的贸易战也可能让世界陷入衰退,简单地说就是,贸易战必将“小打小输,大打大输”,并且是双输。

由于特朗普在大选中并没有得到绝大多数选民的支持,其执政的民意基础非常不稳。所以在特朗普上台不久、其政策制定和实施过程极其困难的情况下,中美之间就爆发全面贸易战的可能性较小。特朗普急切需要快速见效的成果来巩固其民意基础,因此应该会采取先易后难的策略。开始阶段可能是从墨西哥、加拿大、日本等容易驯服的盟友下

手,并对美国的跨国公司进行威逼利诱,将制造业回迁美国,增加就业,减少进口。在取得一定成就之后,再来对中国发起总攻。

特朗普上台初期,对中国较多的是虚招和“挑衅”。他很可能发挥个人作用、直接面对单个产品、单个企业发动舆论上的战争。中国必须认识到这种单兵作战、舆论上赚吆喝而没有多少实际作用的做法并不会对国际贸易产生系统性的、全面的影响,只会在国际舆论场上兴风作浪而已。尽管特朗普上台初期难以承受“大输”的现实,但中国也不能一厢情愿地为了所谓“双赢”而对其妥协让步,像日本当年接受美国的“广场协议”而被美国逼入绝境。中国最佳的战略是拿出不怕“双方大输”的气概,让特朗普知道中国不会轻易让步,不敢贸然开战。由于目前的金融市场高估了特朗普新政的力度和影响力,更多的是出于对“特朗普意愿”而非“特朗普能力”的反映。之后随着其实际执政表现的不断公之于众,特朗普与华尔街的蜜月期也就结束了,市场预期会向“能力”逐渐回调,美国内部甚至可能出现内讧。“习特会”之后,中美政治气氛有所缓和,但是经济关系仍然有待观察。只要中国慎重应对,扛住特朗普的第一波冲击,就可以为中国制造业的战略调整赢得时间,保住“双方小输”的底线。

目前中国是美国最大的出口国。2015年美国从中国进口的货物总额为4820亿美元,其中,机电2370亿美元。由于美国实施的是进口替代战略,特朗普很可能对中国出口美国的2370亿美元机电产品实施进口替代,而对其他劳动密集型产品实施高额关税。^⑩但是,特朗普上台后并不会选择短兵相接方式同中国打贸易战,而是通过单个击破的方式,让国外的公司和美国的公司屈服,然后把制造业转移到美国国内,先打乱全球供应链,然后再来对付中国。所以中国应未雨绸缪,利用这段时间抓紧进行制造业的调整,及早做好进一步贸易战的应对预案。

(三)深化改革,打造富有活力的大国增长模式

以上分析,是面对美国逆全球化大潮的短期战略应对,从长期来看,中国能否有效应对来自外部的冲击,归根到底取决于中国经济改革和发展的状况,取决于中国经济的整体实力和国际竞争力。

1. 深化供给侧结构性改革,增强我国经济的内生动力。改革开放以来,我国经济持续高速增长,创造了举世瞩目的“中国奇迹”。但随着经济总量的不断扩大,我国经济结构失衡的问题逐渐显现并

加剧。一方面,我国经济在总体上表现为产能过剩;另一方面,过剩产能集中在中低端产品,而高端产品却供给不足。供给侧结构性改革,就是从提高供给质量出发,用改革的办法推进结构调整,扩大有效供给,培育新的增长点,形成新的增长动力,促进我国经济持续健康发展,有效抵御来自外部的冲击。

深化供给侧结构性改革,着力抓好“三去一降一补”,需要打破一些利益博弈困局,提高改革实效。在“去产能”改革时,由于淘汰“落后产能”所产生的“埋没成本”和留下来的“先进产能”的“机会收益”二者的利益主体不同,这就产生了“成本—收益”不对称的利益博弈困局,成为淘汰“落后产能”的阻力。一些地方的“去产能”只是暂时停产部分产能,其“落后产能”并未真正离开市场;一些“落后产能”甚至依靠地方政府“输血”在维持生存。要打破这种利益博弈困局,就需要建立更加合理的有偿淘汰“落后产能”的机制。

在“去杠杆”改革时,由于国企和地方政府享受盲目扩张的短期超额收益,而风险则是由整个经济系统来承担,这就产生了“收益—风险”不对称的利益博弈困局,降低了“去杠杆”的实效。2016年“去杠杆”的结果是民企杠杆率降低,但国企、地方政府平台负债率依然高企不下。IMF的研究发现,国有企业产出只占中国全部产出的22%,而国有企业债务却占全部企业债务的55%。在地方政府债务审计抽查中发现,浙江、四川、山东和河南四省通过违规担保、集资或承诺还款等方式,举债余额达到153.5亿元。要打破这种利益博弈困局,就需要打破金融机构的刚性兑付,需要依法问责国有企业、金融机构和地方政府违法违规的举债行为等方式,进一步强化国有企业和地方政府的自我约束。

2. 进一步优化体制机制,打造富有活力的大国增长模式。随着经济全球化和发展中国家在国际经济中比重的上升,特别是中国的和平崛起,以美国为代表的西方国家一统天下的局面已被打破,中国在全球经济和国际治理中的影响力逐步增强。2017年的达沃斯论坛以极其鲜明的方式向我们展示了这一全景。要使中国延续这种发展态势,彻底打破美国逆全球化给中国带来的挑战,必须进一步优化体制机制,打造富有活力的大国增长模式。(1)建立一套能够精准调控现代市场的经济体制,增强经济活力。(2)建立一套完善的法治系统和法律制度,保证市场经济的健康运行。(3)造就一大批有理想、受约

束、被激励的执政精英。如果中国的改革能在以上三个方面取得实质性进展,中国将没有任何悬念地实现经济社会等各个方面的现代化,中国的国际地位将会进一步上升,中美当今竞争的格局将会彻底改变。

(四)务实推进新型全球化进程,促进多元合作的全球化经济格局

自改革开放以来,中国累计吸引外资超过1.7万亿美元,中国对外直接投资超过1.2万亿美元,目前中国经济增长对世界经济增长的贡献率高达33.2%^⑧,中国是基于多边协议和自由贸易的经济全球化的受益者,更是经济全球化的贡献者。推进多元合作的全球化是全球化深入发展的客观需要,符合中国的利益,也符合世界绝大多数国家的利益。

多边贸易体制是世界各经济体广泛认可且不可替代的全球贸易协调组织。多年来,以实现世界贸易自由化为目标的世贸组织(WTO)始终坚持市场开放、非歧视和公平贸易原则,为各国经济发展做出了突出贡献。中国要坚决支持和维护以世贸组织(WTO)为核心的多边贸易体制,积极务实地在全球范围内推动国际贸易自由化,实现全球经济的包容性增长。

区域经济一体化组织是世界经济全球化和多元化的重要载体,也是削弱美国主导世界经济的重要力量。因此,美国试图利用双边贸易取代区域化多边贸易,来瓦解和削弱区域经济一体化组织。中国应该积极支持包括欧盟在内的区域化一体化组织,促进全球经济的多元化。区域全面经济伙伴关系(RCEP)是东亚地区参与成员最多、规模最大的贸易协定谈判,中国是RCEP谈判的主要推动者和协调员,考虑到RCEP谈判成员间社会经济发展水平差距较大、利益诉求难以一致等现实,应该追求最大公约数而不是完美协议,采取一种“渐进式自由化”的路径推动RCEP谈判进程。

以“一带一路”作为推进多元合作全球化进程的有效抓手。一方面,要大力宣传“一带一路”开放性原则和长期共同发展原则,突出“一带一路”旨在通过互联互通、发挥沿线地区各经济体的比较优势、实现合作共赢的目标。另一方面,努力把“一带一路”打造成为不搞排他性制度设计、任何有合作意愿的国家都可参与的一个包容性巨大的发展平台。相比起二战后美国的“马歇尔计划”,“一带一路”更为强调多赢,力求切实让全球化参与地区的人民有所收

获,而不仅仅从中国的利益出发。要紧紧抓住基础设施建设,既消化中国过剩的产能,又为沿线国家创造发展的条件,使沿线国家的人民分享到“一带一路”战略实施的成果,进一步提升中国在经济全球化进程中的影响力。

经济全球化是一把双刃剑,中国要汲取全球化过程中的国际经验和教训,积极稳妥地推进经济国际化进程。(1)对外投资要渐进,规模要适度。(2)要防止国内产业的空心化。(3)在美元本位制、人民币没有国际化的情况下,要继续加强资本跨境流动的监管,保证汇率稳定。

注:

- ①资料来源:世界贸易组织《2016年世界贸易统计评论》,第22页。
- ②本文所引用的清华大学中国与世界经济研究中心(CCWE)数据均来源于2017年第一季度CCWE宏观经济研究报告。
- ③购置房地产是印度最常见的洗钱途径之一。有报道称,“废钞令”已经对孟买等大城市的房地产交易量带来了负面影响。
- ④资料来源:印度国家统计局委员会(<http://mospi.gov.in>)。
- ⑤资料来源:中国国家统计局(http://www.stats.gov.cn/tjsj/tjsj/tjcb/dysj/201703/t20170328_1478383.htm);世界银行数据库(World Development Indicators)。
- ⑥资料来源:世界银行(<http://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD>)。
- ⑦⑩资料来源:中国外汇管理局(<http://www.safe.gov.cn/wps/portal/sy/tjsj>)。
- ⑧按照CCWE的测算方法,广义资本外流=外汇储备减少值+贸易顺差(包括商品和服务贸易)-汇率波动造成的外储贬值效应。
- ⑨在将资本流出按资产持有主体划分时,我们做了如下相关假设:(1)认为经常账户项下,隐藏在货物贸易中的资本流出为企业部门所主导,而隐藏在服务贸易中(主要为旅游)的资本流出为居民所主导。(2)认为证券投资、直接投资所涉及的资本流出的执行主体为企业部门,理由是证券投资主要为金融机构借助QDII等渠道流出,而直接投资大多为国企及民营企业行为。(3)在其他投资项中仅考虑境内存贷款,其中住户存贷款为居民部门主导,非金融企业存贷款为企业部门主导。
- ⑪资料来源:美国商务部(U.S. Department of Commerce; <https://www.commerce.gov/>)。

⑫资料来源:中国商务部第19届中国国际投资贸易洽谈会新闻发布会。

参考文献:

- 劳尔·普雷维什,1990:《外围资本主义》中译本,商务印书馆。
- 高柏 草苍,2016:《全球化 vs 逆全球化——为什么全球化会发生逆转——逆全球化现象的因果机制分析》,《文化纵横》第6期。
- 管涛,2016:《人民币汇率走势解析及展望》,《清华金融评论》第7期。
- 李稻葵 吴舒钰 石锦建 伏霖,2015:《后危机时代世界经济格局的板块化及其对中国的挑战》,《经济学动态》第5期。
- 李稻葵,2016:《中美真正的竞争在哪里》,《中国经济信息》第15期。
- 李稻葵,2017:《美国独大时代终结,中国将真正成为全球领导者》,《新财富》杂志。
- 李巍 张玉环,2017:《“特朗普经济学”与中美经贸关系》,《现代国际关系》第2期。
- 唐志良 刘建江,2012:《美国再工业化对我国制造业发展的负面影响研究》,《国际商务:对外经济贸易大学学报》第2期。
- 张宇燕等,2015:《博鳌亚洲论坛新兴经济体发展2015年度报告》,对外经济贸易大学出版社。
- Baylis, J. et al (2010), *The Globalization of World Politics: An Introduction to International Relations*, Oxford University Press.
- Campanella, E. (2016), “Global Inequality: A New Approach for the Age of Globalization by Branko Milanovic”, *International Affairs* 92(5):1269—1270.
- Harrison, A. E. & M. S. Mcmillan (2006), “Dispelling some myths about offshoring”, *Academy of Management Perspectives* 20(4):6—22.
- Opstal, D. V. (2010), “Commentary on Gregory Tasse’s *Rationales and Mechanisms for Revitalizing U. S. Manufacturing R&D Strategies*”, *Journal of Technology Transfer* 35(3):355—359.
- Pollin, R. & D. Baker (2010), “Reindustrializing America: A proposal for reviving U. S. manufacturing and creating millions of good jobs”, *New Labor Forum* 19(2):16—34.
- Porter, M (1990), *Competitive Advantage of Nations*, Free Press.
- Samuelson, P. A. (2004), “Where Ricardo and Mill rebut and confirm arguments of mainstream economists supporting globalization”, *Journal of Economic Perspectives* 18(3):135—146.

(责任编辑:李仁贵)

(校对:刘新波)