

2025年4月

关税、美元及美国经济

让-皮埃尔·兰道

巴黎政治学院

引言

分析师和政策制定者与新的美国政府一致，提议对全球贸易和金融系统进行根本性的“重新配置”，以更好地与美国的经济发展利益相协调。

他们的方法与传统保护主义不同。他们支持和倡导关税的密集使用，但将其视为一种增加收入和分担负担的工具。他们并不否认主流论点，即贸易逆差反映了宏观经济失衡。相反，他们接受这一观点。他们认为美国贸易和货币制度之间存在着密切的联系。在他们分析的核心是这样一个论点：持续的资本流入美国导致了美元的长期高估，削弱了美国工业的竞争力，并导致了经常账户赤字。

在他们看来，这些流入主要受两个主要因素驱动。首先，它们反映了过剩经济体（最明显的是中国）的国内扭曲，这产生了过剩储蓄并溢出到美国经济中。其次，它们源于美元作为主导全球储备货币的地位，这创造了对美元计价资产的结构性的需求。

他们的政策建议并不常规。最值得注意的是，他们提议美国实施处罚——或使用者费用——以阻止外国政府积累以美元计价的外汇储备。尽管其他人将美元的地位视为“特权”，但这些经济学家则认为它是负担。在他们看来，美元国际角色的削弱是实现其主要目标的可接受的代价：重振美国工业和平衡经常账户。

该政策洞察主要涉及两篇论文（Miran, 2024；Pettis and Hogan 2024），为简便起见，它们共同被表征为代表“新安排”。第一部分讨论了它们分析和建议的技术方面。在第二部分，从长期美国经济利益的角度评估了它们的提案。

关于主要论点和提议的讨论

三个主要论据支撑这一推理：(1) 中国的国内政策是导致全球失衡和美国经常账户赤字的主要原因；(2) 通过与外国人更好地分担财政负担，关税可以提高美国的福利；(3) 美元作为储备货币的作用直接导致了美国的去工业化。

中国和美国当前账户赤字

本分析始于两个基本真理：首先，经常账户是国内储蓄-投资平衡的镜像；其次，这种平衡不仅反映私营部门的决策，而且直接或间接地受到国内公共政策的扭曲。

一个有力的论据可以提出，中国经常账户受到政策的影响非常显著。中国整体储蓄率异常高并且持续如此。家庭由于缺乏 comprehensive social safety net 并且金融与储蓄渠道的开发不足，被激发，在某些情况下甚至是被要求储蓄。此外，中国国民收入中劳动所占比率相对较低，过去十年中有所降低。这一对等现象是公司的高收益率，对总体储蓄的重要贡献。论点认为，收入分配政策对公司和出口商产生了“间接转账”的效益。从这个意义上讲，所有国内政策都“作为一种贸易政策的手段”（Pettis & Hogan, 2024）。最终，通过国有企业（SOE）和公共补助，中国政府在资金分配和补贴上施加了重大影响力。

然而，这并非全部故事。中国还受益于更深层次、更结构性优势：其经济规模和多样性。中国的当前GDP与20世纪80年代全球经济规模相当，那时正值全球化高峰。规模自然产生规模经济和学习效应——这两者都通过国家支持得到进一步加强。

规模效应和产业政策相结合产生经济动力和市场扭曲。识别和解构这些扭曲对于有效的政策反应是必不可少的，这应为中国的经济竞争对手优先考虑。

紧密相关的是另一个更具争议性的说法，即中国的超额储蓄“迫使”美国进行消费（Pettis和Hogan，2024）。这一论点认为，中国的顺差不可避免地导致美国家庭和企业的储蓄减少。它暗示，与中国的贸易和金融关系剥夺了美国的“经济代理权”，并且实际上美国政策制定者对国内宏观经济结果的控制力很小。

这种观点是错误的。即使资本流动“被迫”流入美国经济，它们也只会导致净储蓄（ $S - I$ ）减少，而不是总储蓄的减少。简单的数学计算表明， $(S - I)$ 的下降可以通过两种方式之一实现：

1. 美国储蓄的减少，或者

美国投资增加。

这两个渠道的相对重要性仍然是持续争论的话题。在关于“全球储蓄过剩”假说的开创性论文中，本·伯南克认为第二种机制占主导地位：资本流入和净储蓄的增长是由美国增加的投资机会驱动的。

其他经济学家有不同的观点，但所有人都认同，实际结果不仅取决于中国的行为，还取决于美国的国内政策。美国财政政策直接影响消费-储蓄平衡。金融政策和法规也通过信贷条件和分配来塑造储蓄和投资行为。

关税、互惠和财政收入

贸易理论将关税视为促进竞争力、投资和长期增长的工具——通过将资源从消费者重新分配到生产者。它们应该得到调节并精心定位。相比之下，新安排的支持者认为

关税作为纯粹的增收工具。其理由是对外国出口商征税，从而可能减轻国内税收负担。关税应不分青红皂白，全面实施。

这引发了发生率的问题：最终，谁承担了成本？答案关键取决于进口价格弹性。当需求缺乏弹性时，外国生产商通过提高价格将成本转嫁给美国消费者。如果需求具有弹性，出口商必须通过降价来吸收关税，从而改善美国的贸易条件。

但是弹性在不同商品和行业中存在差异。其含义是明显的。首先，统一的关税很可能会造成显著的扭曲和福利损失——通过提高进口国的消费者价格。其次，最优关税是针对特定产品的。关税政策必须与一个国家的经济特征相一致。不存在“一刀切”的关税表。每个国家都有其独特的最优关税配置，这取决于其生产结构。

与美国相比，目前美国的贸易政策受到“互惠原则”的指导。美国关税双边调整，以密切反映其贸易伙伴的关税。可以肯定的是，此类关税将影响到低弹性的产品，并导致进口价格的显著上升。

“因此，互惠性具有双重效果：一方面提高贸易壁垒，另一方面同时推动该国远离其最优关税结构。相比之下，多边贸易谈判，例如在WTO框架内，基于不同的原则：互惠（以及互利）的让步。多边方法的美妙之处在于，它允许每个国家达到其最优关税，同时降低壁垒。考虑两个开始时关税较高且最优关税差异很大的国家。在第一阶段，它们都可以降低其最优关税较低的产品关税——根据假设，这些产品并不相同。然后，一旦这样做，它们可以相应地调整其高额关税，再次降低壁垒，同时保持其相对保护结构的稳定性。谈判过程适应了不对称的偏好和比较优势。”

相互贸易自由化并非关乎对称，而是关乎互利共赢。谈判允许每个国家在其最需要的地方保留保护措施，同时为所有国家实现净福利提升。

美元、外汇储备及去工业化

关于美元和外汇储备的争论最为关键。其论点如下：

美国资本流入导致美元实际升值和经常账户赤字。它们对经济的负面影响，而非（如传统假设）资源从国外向美国居民的有益转移。

- 这也适用于由外汇储备积累引起的流入。这些是美元高估的主要原因——并且间接地，也是美国去工业化的原因。

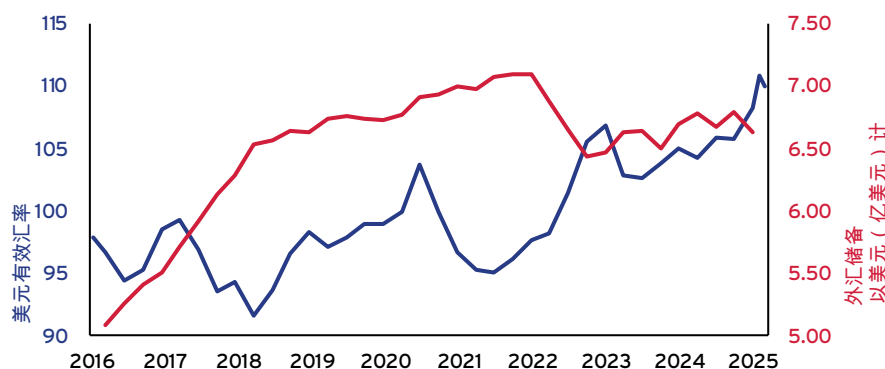
- 储备资金流入将持续并放大。这一推理引用了“特里芬困境”的现代版，即美国提供的全球流动性导致不可持续的失衡。今天，根据这一说法，外汇储备的需求与世界经济规模的增长成正比。但这一需求必须由美国经济吸收，而美国在世界GDP中的份额正在下降或保持不变。因此，美国经常账户赤字必须不断以美国GDP的百分比增加，以维持平衡。

再次，这种推理是基于对总资本流动和净资本流动的混淆。美国经常账户赤字的对立面是净资本流入。这些净流入是所有总流入和总流出的代数和。美国资本的总流入和总流出都驱动着汇率变动。

储备流入仅代表总储备的一部分（相对较小且不规则）。

毛收入流入。无法明确断言它们，而不是其他资本流动，是汇率波动和经常账户的主要驱动因素。实际上，储备流入可能对汇率波动反应最不敏感，因为它们是由外国政府的预防性决策驱动的，而不是市场力量的作用。如果确实储备积累是推动美国贸易赤字的主要因素，我们预期随着时间的推移，储备流入和贸易失衡之间存在强烈的关联。然而，如图1所示，这种关系并没有持续观察到。

图1 美元有效汇率（左侧坐标轴）与美元外汇储备（右侧坐标轴），2016年及以后



来源：作者计算。

误诊非常重要且严重，因为它推动了新安排中最激进的提议，即外国持有的美国国债应支付“用户费”（基于未偿还金额或收入），从而将外国国家从其获得美国金融市场准入中获得的利益内部化。

新安排的精髓

支持新安排的各方旨在实现两个目标：他们希望贬值美元以振兴美国工业；同时，他们寻求更好的财政通过增加其他国家的资金和贡献，包括通过关税，来为美国分担负担。

实现这两个目标需要精心平衡。必须抑制美国的外资流入，因为它们推动美元升值，但必须鼓励外国购买美国国债以资助美国的赤字。

存在明显的紧张关系，仅凭经济力量很难实现这一结果。该安排的本质是强烈激励——或潜在地强制——其他国家继续将美元作为主要的储备货币使用，即使其吸引力被故意降低。

评估这一方法的政治可行性超出了本政策洞察的范围。尽管如此，在国际货币关系中使用吸引力取代强制力将带来重大挑战。在自由市场环境中强制使用国际货币是困难的。在其最极端的形式中，这仅在像经互会这样的地区集团中实施过，在这些集团中，国家间关系不由市场力量支配，并且受到一个国家的军事主导。还可以提出这样的观点，在布雷顿森林体系和冷战初期，美国盟友——特别是在欧洲——避免采取被视为对美元稳定性构成敌意的政策。

但是今天的背景从根本上来说是不同的。它使得任何形式的“全球金融压制”都更加难以实施和维持。世界是多极化的。至少从长远来看，存在替代美元的潜在选择。货币的数字化将改变竞争环境。美国对美元角色及其地位的态度改变几乎肯定将为其他货币，尤其是那些长期以来一直对美元的霸权地位和统治地位表示不满的区域和国家，打开竞争的大门。

新的安排与我国的长期经济利益

支持新安排的人认识到其固有的权衡。他们准备接受美元在国际上的作用有所减弱，以便复兴美国工业和纠正其经常账户赤字。

核心问题是这一策略的潜在效益是否超过其成本。

关于新安排对美国经济的益处

那些益处仅通过两个狭窄的衡量标准来衡量：国内生产总值中行业的份额和经常账户余额。这些标准本身可能不足以充分衡量美国的基本利益。

它很容易也很诱人将当前账户赤字呈现为对经济的拖累。减少赤字（增加净外部需求）似乎是一个提升经济活动并创造就业的良好方式。

然而，这可能是误导性的（Obstfeld，2024）。考虑以下两种假设情况：

- 一个生产量高，但国内需求更高，且经常账户出现赤字的环境；以及
- 另一种情况是，经常账户处于顺差，但国内需求低迷，产出远低于潜在水平。

当然，第一种情景更可取——前提是外部赤字保持可控并且易于融资。因此，从政策角度来看，经常账户应被视为一种约束，而非政策目标。实际上，由于其储备货币地位和深度的金融市场，美国可能是受此约束最少的经济体。

考虑到将产业作为增长动力的优先性。即使在经济学家之间，认为产业是“特殊”的观点也十分普遍。但为何如此？隐含的假设是产业为整个经济带来了特定的外部性，例如技术创造和扩散、培训或通过实践学习。

作为世界技术前沿经济体，美国已在那些外部性最为显著的领域，如人工智能和数字经济，拥有相对优势。这些优势可能受到与中国战略竞争的威胁，可能需要得到加强。关于经济安全的担忧也可能证明选择性干预措施是合理的，例如有针对性的补贴或战略贸易政策措施——半导体就是一个很好的例子。

文献普遍认为，当汇率实际贬值（或永久性低估）将资源从不可贸易部门转移到可贸易部门时，有利于长期增长和竞争力，帮助后者进行投资和创新（Rodrik，2008）。这种推理非常接近传统的“幼稚产业论”。对于寻求赶超更先进国家的中等发展水平和新兴经济体来说，这一论点完全有效。

但是，持续的美元贬值政策在已由美国成为定价者的先进领域并不能带来实际利益。对汇率的重视实际上揭示了新安排背后真正的优先考虑事项：主要是

专注于振兴传统产业，尤其是那些受到“中国冲击”影响较大的产业。它试图重新创造因“中国冲击”而失去的工作岗位。外部经济政策可能不是实现这一结果的最佳工具。

美元强劲及美国经济利益

美元强势

标准理论告诉我们，强势货币会惩罚出口，但通过降低利率有助于国内经济。总体平衡取决于开放程度。美国是一个相对封闭的经济体（按进口与GDP的比率衡量），因此可能相对受到高利率和贬值美元的双重影响。这一现实可能指导了大多数前任政府，它们反复强调“强势美元符合美国的利益”。

支持新体系的人持相反观点。他们倾向于最小化强势美元的好处。从技术上讲，他们基于一种观察，即近年来美国长期利率并未显著低于其他国家（Miran, 2024）。

但是这并不是恰当的比较。首先，正确的反事实分析应该是考虑没有美元储备地位时的美国利率水平，同时考虑到当前的财政状况和预期。其次，从更技术性的角度来看，长期美国国债的收益率。

国债由两部分组成：预期的短期利率和期限溢价。在评估美元储备地位的好处时，相关的指标不是长期利率的绝对水平，而是期限溢价成分。图2显示，长期利率的水平主要是由对未来短期利率的预期驱动的。在一个美国增长预期高于其他经济体的环境中，长期利率升高是完全可以理解的。

它没有提及作为储备货币的利弊。如果有什么的话，由于对以美元计价的避险资产的需求，期限溢价已经显著压缩。

图2 国库券收益率溢价



来源：旧金山联邦储备银行。

确实，与美元的储备地位及其便利收益相关的溢价术语中的组成部分不是直接可观察的。张和马丁内斯·加西亚（2024年）引用的研究估计，外国购买价值1000亿美元的美国国债将立即对10至60个基点的长期利率产生影响。根据阿赫迈德和雷布奇近期的估计。

(2024年)，一个月内1000亿美元的流动冲击将使美国收益率上升大约100个基点，例如，这意味着中国储备中美元份额减少1%，可能会使长期美国收益率上升大约20个基点。

储备货币的益处与成本

今天，美国因为发行世界上最安全的资产而主导着国际货币和金融体系。当然，作为向全球提供安全资产的供应国，这也带来了一些限制。资本账户必须完全且无条件地开放。法律、税收和制度环境必须提供可预测性和透明度。中央银行必须随时准备在必要时保护核心市场的流动性。大多数拟议的措施都可能会取消或创造外国人对美国国债投资的激励或反激励。成本会是多少？

首先请注意，尽管美国拥有负的净国际投资头寸，但美国持续从国外产生正的净收入，这有助于GDP的增长。这反映了美国作为流动性强、低收益负债发行国以及其外国资产产生较高回报的特定角色。

其次，从纯财政角度来看，美国通过发行安全资产收益获得了远大于任何从提议的负担分摊机制中可能获得的收入的隐形铸币税。

只要国债被视为安全和流动的，尽管长期预计存在持续和增长的财政赤字，外国人仍会自愿以低利率持有国债。这些资产的价值不仅来源于其预期的现金流，还来源于其无与伦比的安全性和可交易性。Brunnermeier等人(2022)将这一特征描述为这项债务估值中的“泡沫”成分。这种泡沫可以通过未来更高和更便宜的债务发行以有利可图的方式进行“开采”。根据Dang等人(2024)的研究，美国国债的稳健资产质量使得美国能够比其他情况多发行30%的公共债务。

其他收益或许不那么具体，但其真实性丝毫不减。由于美元的国际储备货币地位，美国是世界终极流动性提供者。在危机时刻，它对结果和条件产生重大影响。在普通时期，“华盛顿共识”一词恰好描述了一种微妙的情况，即美国财政部和国际金融机构发展观点之间的普遍良好协调。

结论

外部经济政策必须最终通过其目标的定义及其实现这些目标的能力来评判。在当前的地缘政治环境中，将传统的外贸收益置于更广泛的安全目标之下可能是合理的。政策制定者可能更愿意为了减少脆弱性、将关键产业重新定位、重新控制供应链，或者仅仅是展示力量，而牺牲消费者福利。如果消费者愿意承担成本——通过更高的价格或减少对全球市场的访问——那么从短期经济效率转向重点的转移并非没有理由。

然而，削弱美元作为世界主要储备货币的作用并不服务于任何那些目标。提出此类建议只能源自对成本和效益的偏见评估。从纯粹财政角度看待问题扭曲了观点。该政策旨在通过恢复因“中国冲击”和技术发展而失去的昔日比较优势来解决“旧”的去工业化问题。它并没有解决其他国家国内政策可能在全球贸易体系中造成的扭曲。

削弱美元的作用将加剧而非减少国际经济中存在的非对称性，对美国及其伙伴均造成损害。这将使世界失去其全球金融系统高效和稳定所需的避险资产。

总体而言，新安排中预期的政策变化可能对美国来说是非常自毁长城的。该国的许多竞争对手都愿意参与并协助美元的衰落——这对他们中的某些人来说已经是一个长达二十年的战略目标。

参考文献

Ahmed, R. 和 A. Rebucci (2024), “美元储备与美国利率：识别官方流动性的价格影响” 《国际经济学杂志》 152.

布伦纳梅尔, M.K., 梅克尔, S.A., 萨尼科夫, Y. (2022), 《债务作为安全资产》, 美国国家经济研究局工作论文第29626号。

Choi, J., D.Q. Dang, R. Kirpalani, and D. Perez (2024), “过度特权与美国公共债务的可持续性”, 美国国家经济研究局工作论文第32129号。

Miran, S. (2024), 《全球贸易体系重组使用指南》 哈德逊湾资本。

Obstfeld, M. (2024), “Mistaken Identities Make for Bad Trade Policy”, PIIE Policy Brief 24-13.

Pettis, M. 和 E. Hogan (2024), 《贸易干预以促进自由贸易》 卡内基国际和平基金会

Rodrik, D. (2008), “实际汇率与经济增长” 布鲁金斯经济活动论文集 秋季

Weiss, C. (2022), “地缘政治与美国美元作为储备货币的未来”, 国际金融讨论论文集第1359号。美联储理事会。

张, Y. 和 E. 马尔蒂内斯·加西亚 (2024年), “美国国债外国持有对美国长期利率的贡献：零利率下限影响的实证研究”, 全球一体化研究所工作论文第430号, 达拉斯联邦储备银行。

作者简介

让-皮埃尔·兰道 目前担任巴黎政治学院经济系教授。他大多数职业生涯在法国政府和央行工作。他于2006年至2011年担任法国央行副行长。他还担任过国际货币基金组织、世界银行和欧洲复兴开发银行法国执行董事。此外，他还曾在巴黎、G7和G20担任外经关系副部长，以及国际清算银行董事会成员。他还是普林斯顿大学（伍德罗·威尔逊学院）的客座讲师和约翰霍普金斯大学SAIS（华盛顿特区）的客座教授。

经济政策研究中心

经济政策研究中心 (CEPR) 是一个拥有超过1700名研究经济学家的研究网络，这些经济学家主要在欧洲大学工作。该中心的目标是双重的：一是推广世界级的研究，二是将与政策相关的研究成果送到关键决策者手中。CEPR的指导原则是“具有政策相关性的研究卓越”。它于1983年在英国成立，在英国是一家慈善机构，并在2019年11月，CEPR根据法国法律启动了协会的创立，旨在为法国的扩展提供一个平台。协会的董事会成员与英国信托理事会成员相同。

CEPR独立于所有公共和私人利益集团。它在经济政策问题上不采取任何机构立场，其核心资金来自其机构成员、它运行的项目以及出版物销售。由于它借鉴了如此庞大的研究人员网络，其产出反映了广泛的个人观点以及从民间社会汲取的视角。CEPR的研究可能包括对政策的看法，但协会管理委员会的理事/成员不会对其出版物进行预先审查。本报告中表达的观点是作者的观点，而非CEPR的观点。

董事会主席 创始人 荣誉主席 副主席

查理·比恩、理查德·波尔
特斯、贝亚特丽斯·韦德·
迪·马奥、玛丽斯特拉·博
蒂奇尼、安东尼奥·法塔
斯、乌戈·帕尼扎、埃尔
韦·雷、特莎·奥登

首席执行官