

# 防范中美贸易冲突中的金融风险

汤 柳

时下,中美贸易争端硝烟正浓,贸易摩擦的升级可能通过实体经济部门对金融体系产生影响,也可能通过影响市场预期而导致金融市场波动。面对当前严峻的内外部形势,除了在实体经济层面积极应对,还应注意防范外部环境变化对我国金融体系产生的冲击。

美国政府于7月6日正式启动对中国进口商品的征税,对第一批约340亿美元的商品加征25%的关税。中国随即公布对同等规模的美国进口商品加征25%关税的决定。从中美贸易冲突的升级可以预见,中美贸易摩擦和对抗的趋势将在一定时期内持续存在。贸易冲突一方面直接影响国内相关企业的产品出口,导致这些企业财务状况恶化;另一方面也会对外商直接投资形成抑制,因为外资企业是中国进出口贸易的重要主体。这些冲击势必波及我国宏观经济发展和金融体系稳定。因此,我们必须密切关注和分析当前中美贸易争端所蕴含的各种风险,以便防患于未然。

第一,警惕外部冲击造成的跨境资本流动风险。首先,中美贸易摩擦的升级可能造成出口规模和外商直接投资下降的情况。其次,美国当前经济复苏基础并不稳固,其动力主要来自于信贷刺激下的需求增长,劳动生产率的增长速度低于二战以来的平均水平。因此,中国对美国的贸易反制措施将会阻碍美国经济复苏进程,甚至引发局部的金融风险,出现境外资金回流母国的情况。最后,当前美元处于加息周期,境内企业和银行持有外汇资产的愿望可能增强,

从而扩大资本流出的规模。如果应对不当,则有可能形成跨境资本流动风险,导致外汇储备下降。

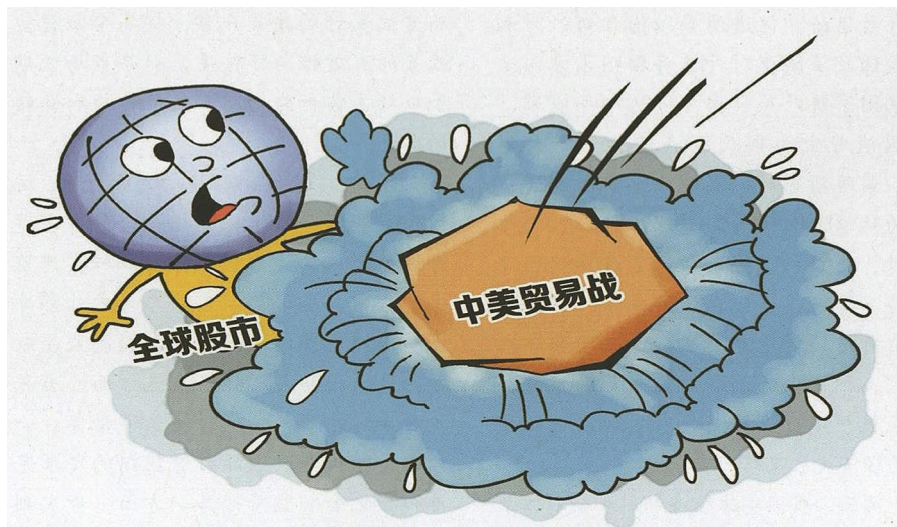
第二,关注对外投资风险对国内企业与金融体系的冲击。根据美国商务部统计数据,自2007年以来,随着“走出去”战略的实施,我国对美的直接投资规模明显增加。截至2016年末,计算机与电子产业和交通设备在我国对美投资的产业规模中分别占据第一、第四的位置,分别达到79亿美元和21亿美元。在整个投资过程中,两个大国在政治、经济、外交领域的博弈一直是我国对美直接投资的主要风险。伴随中美贸易争端进一步加剧,中国对美直接投资还可能面临更加严格的国家安全审查和政治干预。

第三,关注出口下降而出现的信贷风险问题。一方面,贸易收缩将影响企业经营和实体经济增长,导致信用违约现象增加,银行体系信贷风险上升;另一方面,本身正处于去杠杆压力的金融机

构,在遭遇上述冲击时,势必在信贷投向方面变得更加谨慎,使相关外贸企业的资金链雪上加霜,从而形成企业资金饥渴与银行信贷收缩的恶性循环。

第四,关注局部风险扩散升级的风险传染机制。首先,中美贸易摩擦所波及的企业如果发生财务危机或者质押风险,必然会对相关供应链企业和信贷机构产生负面影响。其次,由于金融关联性的存在,遭遇外生冲击的银行业风险可能扩散蔓延,其连锁反应最终会对金融体系产生冲击。最后,由于我国市场机制不够完善,价格弹性机制不够健全,市场易于形成非理性的单边预期,从而出现集体抛售的金融外部性现象,加剧市场动荡。鉴于外汇市场非理性波动已经成为宏观审慎管理的系统性风险来源之一,应格外警惕汇率市场非理性投资行为对人民币汇率的冲击。

当前,中美贸易摩擦前景未卜,许多人对此忧心忡忡。但我们在重视挑战的



同时，也应看到有利于中国经济渡过难关的诸多积极因素。

第一，全球经济处于强劲复苏期，中美贸易金融活动具有极强的活跃性。尽管自特朗普执政以来，美国竭力推行“去全球化”主张，美国商务部频频对我国发起反倾销和反补贴调查，但实际上，迄今为止我国对美国以及其他国家的进出口贸易活动没有受到过多影响，甚至表现出贸易规模增长的态势。在中美贸易方面，根据美国商务部经济分析局数据，2018年第一季度，我国与美国的进出口总值为1771.6亿美元，同比增长12.2%。其中，我国对美国的出口规模为1277.0亿美元，同比增长13.5%；我国从美国的进口规模为494.6亿美元，同比增长8.8%。在直接投资方面，自2011年以来，中美双方的直接投资头寸出现快速增长的趋势。2016年，双方的直接投资头寸分别为924.8亿美元和274.8亿美元，比2015年同期分别增长了9.4%和63.8%；2017年，美国对中国的直接投资净增加98.5亿美元，同比上升12.9亿美元；2018年第一季度，美国对中国的直接投资净增加34.1亿美元，同比增加50%。从这些数据来看，中美双方的贸易金融活动非常活跃，显示出较好的抗干扰性。

第二，随着我国供给侧改革的推进，我国经济增长结构处于转变之中，内生动力逐步增强。供给侧改革要求增加市场有效供给，促进消费结构升级，为未来我国经济减少对外依存指明了方向。根据国家统计局数据，自2014年以来，我国消费成为国民经济增长的首要驱动，最终消费对经济增长贡献率从2015年的48.8%上升至2017年的58.8%；与此同时，出口对于经济增长贡献率则出现明显下降，并连续在2015年和2016年出现负贡献率的现象。尽管这一趋势尚未稳定，但是供给侧结构性改革的推进，正促使中国正在转变原有粗放式出口导向的经济发展思路。

第三，我国实体经济部门和金融体系

具有应对风险冲击的能力。加入世贸组织以来，我国实体经济历经亚洲金融危机和2008年国际金融危机的冲击，也经受住了人民币汇率持续升值对出口竞争力的影响。随着我国改革的深入和贸易规模的扩大，我国实体经济部门具有应对外部冲击的实力和经验更加丰富。目前，美国出口中国的货物价值是出口日本的两倍，并且中国经济发展仍然具有巨大潜力，其购买力不容小觑。因此，中美双方在贸易上的均势，使得美国无法运用当年对待日本的那一套贸易保护措施来威胁中国。

应对中美贸易冲突中的金融风险，可以从以下几个方面着手。

第一，加强跨境资本流动监测，必要时重新启动逆周期跨境资本流动的审慎管理。以资本管控为主的资本流动管理可以起到逆周期的调节作用，协调市场主体的分散化行为，通过提高私人部门的持有流动性，提高市场主体的财务约束水平，从而减少外部冲击下的价格下降产生的资产负债表效应和金融放大效应，防止总需求的持续收缩。在当前形势下，金融监管当局应加强跨境资本流动监测，必要时运用数量型和价格型工具，维护外汇市场稳定和国家金融安全。

第二，提高监管程序的透明度，加强与公众的政策沟通，引导市场预期。目前，我国正处于金融监管体系改革期，良好的公众沟通政策有助于监管当局建立良好的政策声誉，提高金融稳定政策的有效性与可信度，引导市场预期和市场主体行为，防止风险传染和升级的出现。

第三，关注外部环境的发展态势，运用规则抉择和相机抉择相结合的方式适时调整国内监管力度。在去杠杆、严监管过程中，监管部门应综合考虑外部冲击和内部因素的动态变化，提高监管政策的权威性和灵活性。在这方面，当年欧盟应对欧债危机的经验值得借鉴：一方面，积极依照国际监管组织的要求完善和强化金融监管；另一方面，考虑到

银行体系处于资产负债表修复期，欧盟放松了针对小型金融机构的资本定义和资本缓冲要求，在宏观审慎政策工具的设定水平方面也对成员国留有余地。

第四，做好风险预案，加强早期监管干预，防止中美贸易争端升级对国内经济金融产生巨大冲击。就贸易角度而言，我国商务部依托各地已经建立的全口径监控预警体系，密切关注企业贸易和经营风险。除此之外，鉴于中美贸易争端涉及较大规模的贸易风险以及潜在的投资风险，各地方政府、行业协会及相关企业应相互配合，加强信息情报的发现与共享，密切关注重点领域和重点商品类别的有关风险暴露，做好应对风险预案。在金融层面，应依照巴塞尔委员会的要求，逐步开展早期干预行动计划。比如，建立前瞻性风险评估和预警体系，加强系统性风险预警监测，做好潜在金融风险的分析与评估；设置明确的行动框架，提高监管与行动能力。

第五，建立更有弹性、稳健、灵活的经济特质。首先，继续深化汇率市场化改革。汇率作为要素市场的重要价格，完善人民币汇率市场化形成机制有助于抵御资本流动冲击。其次，构建更加富有弹性的金融体系。建立富有弹性的金融体系是宏观审慎政策的具体目标之一。通过加强逆周期性的资本管理以及系统性重要机构的监管，有助于提高金融体系的弹性，从根本上杜绝重大风险暴露和风险传染。再次，制定彼此协调的货币政策和财政政策，全方位防范系统性风险。

深入推进对外开放政策，坚持全球化发展不动摇。全面开放有助于我国实现产业升级，促进有效供给，改变我国粗放型出口导向的经济增长模式，最终有助于降低中美贸易摩擦所带来的负面影响。

作者单位：中国社会科学院金融研究所、国家金融与发展实验室

(责任编辑 张林)