



《重构全球贸易体系用户指南》

2024 年 11 月

执行摘要

数十年来，改革全球贸易体系，让美国工业在与世界其他国家的竞争中处于更公平的地位，一直是特朗普总统的一贯主张。我们或许即将迎来国际贸易和金融体系的世代变革。

经济失衡的根源在于美元持续高估，这阻碍了国际贸易的平衡，而这种高估是由对储备资产的刚性需求所驱动的。随着全球国内生产总值的增长，美国为提供储备资产和充当防御保护伞而承担的负担日益加重，因为制造业和贸易部门承受了大部分成本。

在这篇文章中，我试图罗列一些可用于重塑这些系统的现有工具，使用这些工具时所伴随的权衡取舍，以及将副作用最小化的政策选择。这并非政策倡导，而是试图理解贸易或金融政策可能发生的重大变化对金融市场产生的影响。

关税能带来财政收入，如果通过货币调整来抵消其影响，那么它带来的通胀或其他不利的副作用将微乎其微，这与 2018 至 2019 年的经验相符。虽然货币抵消会抑制贸易流量的调整，但它表明关税最终是由被征收关税的国家承担的，该国的实际购买力和财富会下降，而由此获得的收入则有助于改善储备资产提供的负担分担。关税的实施很可能会与国家安全关切紧密交织在一起，我讨论了多种可能的实施方案。我还从美国整体税收体系的角度探讨了最优关税税率。

旨在纠正他国货币低估的汇率政策会带来一套完全不同的权衡取舍和潜在影响。从历史上看，美国一直采取多边方式来调整汇率。尽管许多分析人士认为没有单边手段可以解决货币估值偏差问题，但事实并非如此。我将阐述一些多边和单边汇率调整策略的潜在途径，以及减轻不良副作用的方法。

最后，我探讨了这些政策工具对金融市场产生的各种影响，以及可能的实施顺序。

斯蒂芬·米兰，高级策略师

斯蒂芬·米兰是哈德逊湾资本的高级策略师。此前，米兰博士在美国财政部担任经济政策高级顾问，协助制定疫情期间的财政政策。在财政部任职之前，米兰博士有十年的投资从业经历。米兰博士还是曼哈顿政策研究所的经济学研究员。他拥有哈佛大学经济学博士学位和波士顿大学学士学位。

Please direct enquiries to research@hudsonbaycapital.com

更多免费行业报告

并购家

www.ipopo.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

执行摘要	1
第 1 章：引言	3
第二章：理论基础	5
经济不满的根源在于美元	5
特里芬的世界	5
经济后果	8
核心权衡	11
重塑全球体系	11
第三章：关税	13
关税与货币抵消	13
通货膨胀	14
发病率、收入和贸易流量	16
货币对冲与金融市场	18
货币抵消发生的可能性有多大？	20
关税实施	21
逐步实施	21
分级杠杆与安全性	22
关税与竞争力	24
财政贬值	24
扭曲与最优关税税率	24
第四章：货币	27
货币政策与风险	27
多边货币方案	28
可行性	29
单边货币举措	30
《国际紧急经济权力法》	30
储备积累	32
第五章：市场与波动性考量	35
关税还是美元或投资	35
多边货币方案	36
单边货币举措	36
在所有情况下	37
第 6 章：结论	38
参考文献	39
披露事项	41



第一章：引言

在过去十年间，美国民众对于国际贸易和金融体系为他们服务的满意度大幅下降。尽管经济学家们可能仍持不同看法，但在选民当中，支撑国际贸易体系的共识已经出现裂痕，两大政党都采取了旨在提升美国在其中地位的政策。

特朗普总统在大选中获胜，获得了强有力的民主授权，因此有理由期待特朗普政府会对国际贸易和金融体系进行大规模改革。本文探讨了一些可用于此目的的手段。与华尔街和学术界的许多言论不同，政府可以利用一些强有力的工具来影响贸易条件、货币价值以及国际经济关系的结构。

在竞选期间，特朗普总统提议对中国商品征收 60% 的关税，对世界其他国家征收 10% 或更高的关税，并将国家安全与国际贸易相挂钩。许多人认为关税会引发严重的通货膨胀，并导致经济和市场大幅波动，但事实并非总是如此。实际上，2018 至 2019 年期间大幅提高的有效关税税率并未对宏观经济造成明显影响。美元升值幅度几乎与有效关税税率相同，这在很大程度上抵消了宏观经济影响，但带来了可观的财政收入。由于人民币贬值导致中国消费者的购买力下降，中国实际上承担了关税收入。鉴于刚刚经历了关税税率的大幅上调，这一经验应当为未来贸易冲突的分析提供参考。

特朗普总统还讨论了对美元政策进行重大调整。大规模征收关税以及放弃强势美元政策可能会产生数十年来最广泛的影响，从根本上重塑全球贸易和金融体系。

这些政策得以实施而不产生重大不利后果的途径是存在的，但这条道路很狭窄，需要对关税采取货币抵消措施，并且要么循序渐进，要么与盟友或美联储就美元问题进行协调。出现不受欢迎的经济和市场波动的可能性很大，但政府可以采取一些措施来将其影响降至最低。

从贸易角度来看，美元一直被高估，很大程度上是因为美元资产充当着全球储备货币的角色。这种高估给美国制造业带来了沉重压力，却以有利于美国富人的方式让经济中的金融化部门受益。然而，特朗普总统却称美元为储备货币地位，并威胁要惩罚那些不再将美元作为储备货币的国家。我认为，这些紧张局势将通过一系列旨在增加贸易和安全伙伴之间负担分担的政策来解决：特朗普政府不必试图终结美元作为全球储备货币的地位，而是可以尝试寻找办法，让其他国家为使用我们的储备货币支付更多费用。将其他国家的需求转移到美国、增加美国财政部的收入，或者两者兼而有之，都有助于美国承担为不断增长的全球经济提供储备资产所带来的日益增加的成本。特朗普政府可能会越来越多地将贸易政策与安全政策交织在一起，将储备资产的提供和安全保障视为相互关联的，并将两者共同纳入分担责任的考量之中。

本文余下部分的结构安排如下：首先，我将审视造成我们经济失衡的根本经济原因。其次，我将探讨通过关税手段来解决这些不满的方法。第三，我将审视货币手段，包括多边和单边手段。最后，我将讨论市场后果。

本文并非政策倡导。我试图诊断出贸易条件中的经济失衡，这种失衡正是民族主义者对现行体制提出批评的根源所在；列出可用于解决这一问题的工具清单；并分析这些工具的相对优劣以及可能产生的后果。



我的分析仅反映我个人的观点，并非特朗普总统团队或哈德逊湾资本的任何人的观点。该分析旨在了解可能实施的各种政策，以便我们团队和客户能够评估其对经济和金融市场可能产生的影响。

第二章：理论基础

经济不满的根源在于美元

特里芬世界

当前经济秩序所引发的深切不满，根源在于美元长期高估以及贸易条件的不对等。美元高估使得美国出口产品竞争力下降，进口商品价格更低，从而削弱了美国制造业。工厂纷纷倒闭，制造业就业岗位减少。当地经济随之衰退，许多工薪家庭无法维持生计，要么依赖政府救济，要么染上毒瘾，要么迁往更繁荣的地区。政府不再维护基础设施，道路、桥梁等年久失修，房屋和工厂被废弃。社区变得破败不堪。

根据奥托尔、多恩和汉森（2016 年）的研究，2000 年至 2011 年间，由于与中国的贸易增加所带来的“中国冲击”，美国制造业约有 60 万至 100 万个工作岗位消失。若将范围扩大到更广泛的类别，那十年间因贸易而流失的工作岗位接近 200 万个。即便十年间有 200 万个工作岗位流失，平均下来每年也只有 20 万个，这还只是每年因技术变革、企业与行业兴衰以及经济周期而产生的岗位变动的一小部分。

但这种逻辑存在两个缺陷：首先，随着新的研究成果不断涌现，贸易导致的就业岗位流失的估计值不断上升，比如奥托尔、多恩和汉森（2021 年）的研究；“中国冲击”的影响远比最初估计的要大得多。实际上，许多依赖当地制造业经济的非制造业岗位也流失了。其次，许多就业岗位的流失集中在那些难以找到替代就业机会的州和特定城镇。对于这些社区而言，损失是严重的。

问题还因“历史终结论”的逆转以及国家安全威胁的重现而变得更加复杂。由于没有主要的地缘政治对手，美国领导人曾认为他们可以淡化工业设施减少的重要性。但如今，中国和俄罗斯不仅在贸易方面，而且在安全方面也构成威胁，拥有强大且多元化程度高的制造业变得尤为必要。正如特朗普总统所言，如果没有钢铁，就没有国家。

尽管许多经济学家在分析中并未将此类外部性因素考虑在内，因而乐于依赖贸易伙伴和盟友来构建供应链，但特朗普阵营却不这么认为。美国的许多盟友和伙伴与中国的贸易和投资往来规模远超与美国的往来；如果情况恶化，我们真能确信可以信赖他们吗？

此类问题因中国咄咄逼人的间谍活动而愈发严重。据《华尔街日报》报道，仅在 9 月，联邦调查局就表示，一家与中国政府有关联的公司入侵了美国、英国、法国、罗马尼亚等国的 26 万台联网设备，包括摄像头和路由器；国会的一项调查还发现，美国海港使用的中国货柜起重机中嵌入了技术，这可能让北京方面能够秘密控制这些起重机。从中国进口的敏感商品在安全、间谍活动和破坏方面的漏洞仍在不断扩大。

在这种说法中，美元持续高估是贸易失衡的关键机制，尽管贸易逆差不断扩大，但来自国外的进口商品价格却一直居高不下。那么，作为全球交易量最大的市场，外汇市场为何不能实现均衡呢？

答案在于这样一个事实，即对于货币而言存在（至少）两种均衡概念。一种概念源自国际贸易模型。在贸易模型中，货币会在长期内进行调整以平衡国际贸易。如果一个国家

1 <https://thehill.com/homenews/administration/376408-trump-if-you-dont-have-steel-you-dont-have-a-country/>

2 <https://www.wsj.com/politics/national-security/scale-of-chinese-spying-overwhelms-western-governments-6ae644d2>



制造业就业

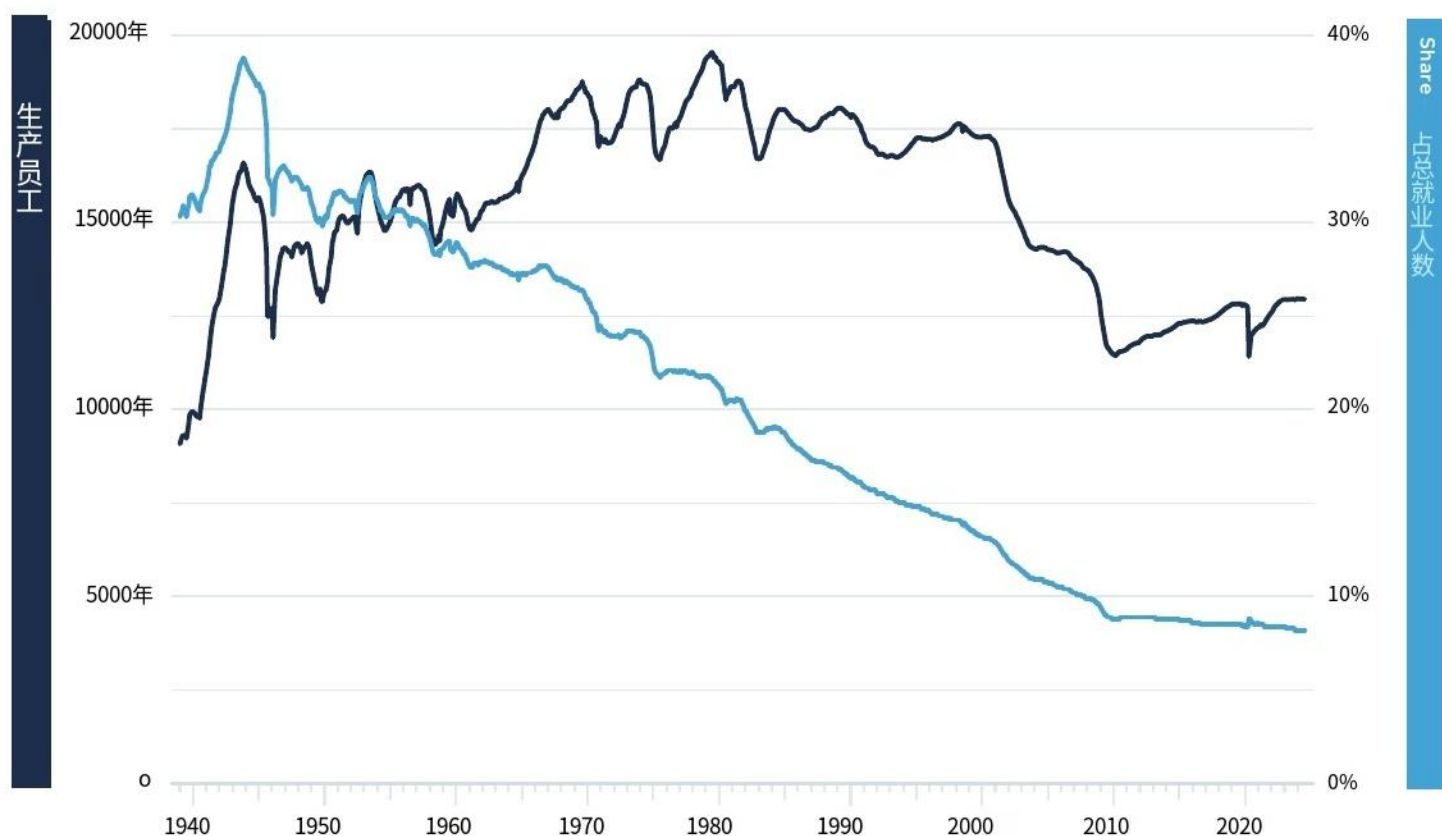


图1 美国制造业就业情况。资料来源：美国劳工统计局

如果一个国家长期保持贸易顺差，它就会因出口商品而获得外汇，然后将这些外汇兑换成本国货币，从而推高本国货币的汇率。这一过程会一直持续，直到其货币升值到足以使出口减少、进口增加，从而实现贸易平衡。

另一种均衡概念是金融方面的，源自于储蓄者在不同国家之间选择投资机会。在这种均衡概念中，货币汇率会进行调整，使得投资者在事前风险调整的基础上，对持有以不同货币计价的资产无偏好差异。

然而，当一个国家的货币成为储备资产时，比如美国的美元，后一类模型就会变得更加复杂。由于美国为世界提供储备资产，因此对美元（USD）和美国国债（UST）的需求并非源于贸易平衡或风险调整后的收益优化。这些储备功能有助于促进国际贸易，并为大规模储蓄提供载体，这些储蓄往往出于政策原因（例如储备或货币管理或主权财富基金）而持有，而非为了收益最大化。对美元和美国国债的大部分（但并非全部）储备需求对于经济或投资基本面而言是缺乏弹性的。为担保密克罗尼西亚和波利尼西亚之间的贸易而购买的美国国债，其购买行为与美国与这两个地区的贸易平衡、最新的就业报告或美国国债与德国国债的相对收益无关。

此类现象反映了一种可以称为“特里芬世界”的情况，这一概念源自比利时经济学家罗伯特·特里芬。在特里芬世界中，储备资产是一种全球货币供应形式，对它们的需求取决于全球贸易和储蓄情况，而非储备国的国内贸易平衡或回报特征。

当储备货币发行国相对于世界其他国家规模较大时，其储备货币地位不会对自身造成显著的外部性影响。从特里芬均衡到贸易均衡的距离是



规模较小。然而，当储备货币发行国相对于世界其他地区规模较小时——比如，由于全球经济增长长期超过该储备货币发行国的增长——紧张局势就会加剧，特里芬均衡与贸易均衡之间的差距可能会相当大。对储备资产的需求会导致货币严重高估，并产生实际的经济后果。

在特里芬困境的世界里，储备资产的生产国必须持续出现经常账户赤字，这是其出口储备资产的必然结果。美国国债成为出口产品，推动着全球贸易体系的发展。美国在出口国债的过程中获得外汇，然后通常用于购买进口商品。美国出现巨额经常账户赤字，并非因为其进口过多，而是由于其必须出口国债以提供储备资产并促进全球经济增长。这一观点曾被来自美国（如费尔德斯坦和沃尔克，2013 年）以及中国的（如周小川，2009 年）知名政策制定者所讨论。

随着美国在全球国内生产总值（GDP）中所占份额的缩减，为支撑全球贸易和储蓄池而必须维持的经常账户或财政赤字在国内经济中所占的比例越来越大。因此，随着世界其他地区的增长，对我们自身进出口部门造成的后果——美元高估导致进口增加——变得愈发难以承受，对这部分经济造成的痛苦也在加剧。

最终（理论上），当这种赤字规模变得足够大，足以引发储备资产的信用风险时，就会达到特里芬“临界点”。储备货币发行国可能会失去储备货币地位，从而引发全球不稳定，这就是所谓的特里芬“困境”。事实上，作为储备货币的悖论在于，它会导致永久性的双赤字，随着时间的推移，这又会导致公共债务和外债的不可持续积累，最终破坏这种大型债务经济体的安全性和储备货币地位。

尽管美国在全球国内生产总值（GDP）中的占比从 20 世纪 60 年代的 40% 降至 2012 年的 21%，之后又小幅回升至目前的 26%，但距离出现转折点仍相去甚远，部分原因在于目前尚无能与美元或美国国债相抗衡的替代品。储备货币必须能够兑换成其他货币，储备资产必须是稳定的保值手段，并受可靠法律的约束。尽管中国等其他国家渴望获得储备货币地位，但它们都不符合这些条件。而欧洲虽然有可能，但其债券市场相对于美国国债市场而言较为分散，而且其在全球 GDP 中的占比下降幅度甚至超过了美国。

值得注意的是，美国在全球国内生产总值（GDP）中的占比在金融危机前后触底，此后趋于稳定或有所提升，这与制造业就业情况的变化趋势一致。据此来看，我们在全世界 GDP 中所占份额决定了贸易平衡中特里芬难题的严重程度，而这又反过来影响了可贸易部门的状况。

这些货币动态的背景是，界定国际贸易体系的关税税率体系在很大程度上仍沿用着为另一个经济时代所设计的格局。据世界贸易组织的数据，美国对进口商品征收的有效关税税率约为 3%，是全球最低的，欧盟约为 5%，中国约为 10%。⁴ 这些数字是所有进口商品的平均税率，并不能反映双边关税税率；双边税率差异可能要大得多，例如，美国对从欧盟进口的汽车征收的关税仅为 2.5%，而欧盟对美国汽车征收的关税则为 10%。⁵ 许多发展中国家的税率要高得多，孟加拉国的有效关税税率全球最高，达到 155%。这些关税在很大程度上是美国在二战后希望以优惠条件向世界开放市场以协助重建，或在冷战期间建立联盟时代的遗留产物。此外，关税在

3 A critical analysis of the “current account” and “fiscal” versions of the Triffin dilemma is available in Bordo and McCauley (2017). Their dismissal of these theories focuses more on the lack of dilemma/crisis in the near term and the inability to identify any such crossing point, rather than on an ability to discount the basic mechanism.

4 https://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/world_tariff_profiles24_e.pdf

5 <https://www.politico.com/news/2023/01/19/joe-manchin-davos-inflation-reduction-act-europe-00078510>



有些情况极大地低估了竞争环境的不平等，因为一些国家采用实质性的非关税壁垒、窃取知识产权等等。理论上，如果浮动汇率能够调整以抵消关税的影响，那么先前的关税率可能不会影响贸易，但它们对财政收入和负担分担有着非常重大的影响（见下文讨论）。

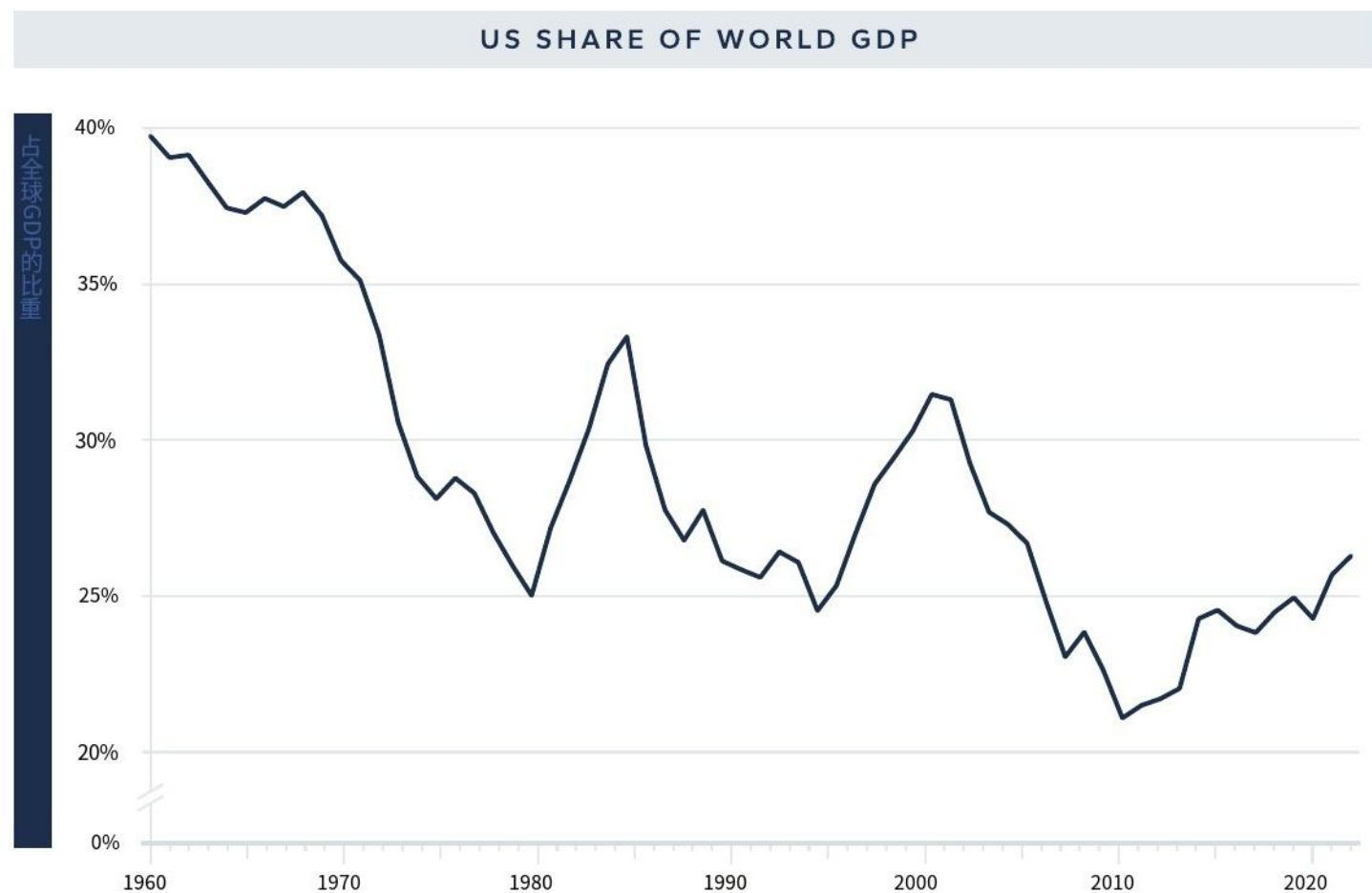


图 2 美国在全球国内生产总值（GDP）中的占比。资料来源：世界银行

经济后果

尽管我们距离构成特里芬难题转折点的经济危机可能还很遥远，但我们仍必须面对特里芬世界所带来的后果。储备货币国家的地位伴随着三大后果：借贷成本相对较低、货币相对昂贵以及能够通过金融体系实现安全目标。

1) 更低的借贷成本

由于一直存在由储备驱动的对美国国债的需求，美国或许能够以比原本更低的收益率进行借款。由于经济学家可研究的变量很少（我们作为唯一的储备货币已有数十年之久），所以很难确定这种好处究竟有多大。尽管一些估计（尽管是虚构的）认为这一好处高达 50 至 60 个基点的借款收益率（麦肯锡，2009 年）。

无论如何，有很多国家的借款成本都远低于美国。在撰写本文时，除英国的借款成本比美国高出约 0.1 个百分点外，七国集团（G7）其他成员国的借款成本都低于美国。瑞士和瑞典等其他国家的借款成本也更低，其中瑞士低了近 4 个百分点。而曾经陷入债务困境的希腊，其借款成本也比美国低了 1 个百分点以上。

更确切地说，人们可以构建一个排除了货币风险的合成美元借款利率，即考察与利率平价的偏差，正如杜、伊姆和施雷格（2018 年）所做的那样。目前（通常也是如此），美国相对于其他 G10 借款国的这种偏差接近于零；换句话说，相对于其他发达国家，美国并没有获得特别的借款利率优惠。然而，G10 国家与新兴市场国家之间仍存在较大残差，这表明新兴市场国家相对于发达市场国家在借款时需要支付更高的借款溢价。

我由此得出的结论是，尽管在其他条件相同的情况下，成为储备货币可能会降低借款成本，但由此获得的任何好处都可能被诸如央行政策前景、经济增长和通胀预测以及股市表现等因素所掩盖。

然而，这种借款优势或许可以有不同的解读：与其说它降低了借款成本，不如说它降低了借款对价格的敏感度。换句话说，我们未必能以大幅更低的成本借款，但我们可以在不推高收益率的情况下借到更多资金。这是储备资产需求价格缺乏弹性的结果，而其另一面是我们为了提供这些储备资产而出现大规模的外部赤字。

2) 更丰富的货币

作为世界储备货币发行国所带来的更重大的宏观经济后果在于，对美国资产的储备需求推高了美元汇率，使其长期处于远高于平衡国际贸易所需水平的位置。据国际货币基金组织（IMF）的数据，全球官方外汇储备约为 12 万亿美元，其中约 60%配置为美元资产——实际上，美元储备规模要高得多，因为准官方和非官方实体也持有美元资产作为储备。

显然，7 万亿美元的需求足以影响任何市场，即便是外汇市场。作为参考，7 万亿美元大约相当于美国 M2 货币供应量的三分之一；这些资金的流入或流出显然会对市场产生重大影响。如果美联储为政策而非投资目的购入的数万亿美元证券对金融市场产生了影响，那么其他国家央行出于政策而非投资目的购入的数万亿美元证券，即便是在其他国家的资产负债表上而非美联储的资产负债表上，也应该会对市场产生一定的影响。

加拿大	-1.05
日本	-3.38
英国	0.12
法国	-1.19
德国	-1.94
意大利	-0.66
希腊	-1.03
瑞士	-3.93
瑞典	-2.20

表 1:10 年期国债借款利差。负数表示该国借款成本低于美国。资料来源：彭博社，HBC 计算结果

因为各国积累外汇储备在一定程度上是为了遏制本币升值
由于各国面临本国货币的压力，美元的汇率与其全球储备水平之间存在同步的负相关关系。当美元贬值时，储备往往会增加，因为积累者会买入美元以抑制本国货币升值，反之亦然。

然而，除了 1991 年的两个季度外，美国自 1982 年以来一直存在经常账户赤字。半个世纪以来，经常账户除了在极短的时间内外，都无法实现平衡，这表明美元未能发挥平衡国际贸易和收入流动的作用。

储备货币地位与制造业就业岗位流失之间的相互作用在经济衰退期间表现得最为明显。由于储备资产被视为“安全资产”，美元在经济衰退期间会升值。相比之下，其他国家的货币在经历经济衰退时往往会贬值。这意味着当总需求下降时，出口部门的困境会因竞争力的急剧削弱而加剧。因此，在美国经济衰退期间，制造业就业人数会大幅下降，而且在衰退过后也难以显著恢复。

6 <https://sites.google.com/view/jschreger/CIP?authuser=0>

经常账户

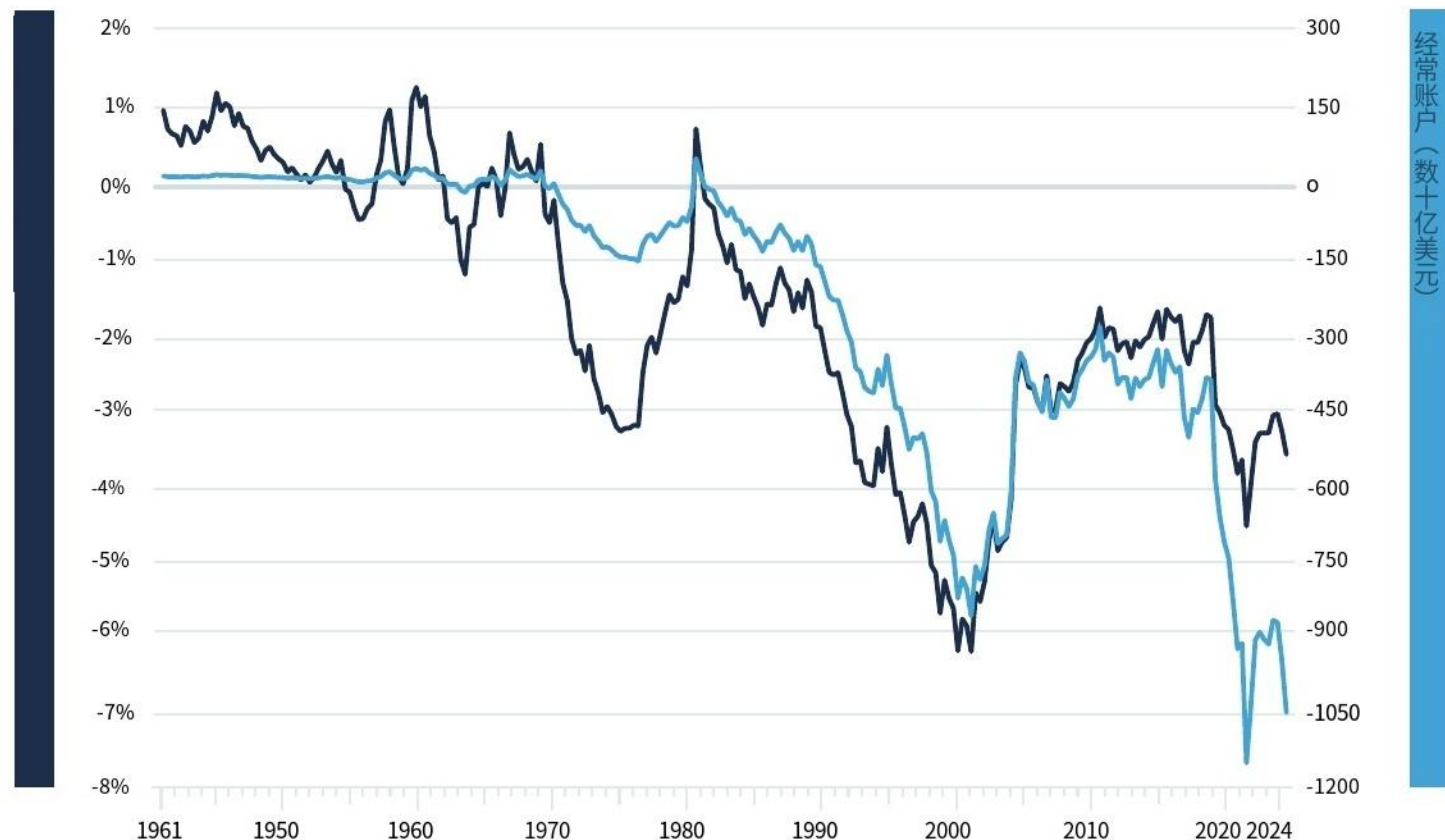


图3 美国经常账户。资料来源：经济分析局，HBC 计算。

认为对美国国债的储备需求在提供有利的借款条件方面所起的作用很小，而在造成货币高估方面所起的作用很大，这或许看起来有些奇怪。然而，这种解释与利率市场和国际收支的实际情况最为相符。实际上，这也与这样一种观点相一致，即流动性注入最终会推高利率，因为它们会刺激名义增长加快。对于这种结果组合，还有其他理论解释，这或许能成为有趣的研究课题。

3) 金融域外管辖权

最后，如果储备资产是全球贸易和金融体系的命脉，那就意味着谁掌控了储备资产和货币，谁就能在一定程度上掌控贸易和金融交易。这使得美国能够凭借金融力量而非军事力量来推行其外交和安全政策。美国能够而且确实以各种方式制裁世界各地的人。从冻结资产到将国家排除在环球银行金融电信协会（SWIFT）之外，再到限制其进入对任何从事全球业务的外国银行至关重要的美国银行和金融体系，美国凭借其金融实力来实现削弱敌人的外交政策目标，而无需动用一兵一卒。经济学家无法评判美国的国家安全目标是否正当，只能指出，由于美元的储备货币地位，美国能够以更低的成本实现这些目标。

关于美国如何将全球金融架构用于国家安全目的的全面综述，可参见 Cipriani、Goldberg 和 La Spada（2023 年）的研究，而 Mohsin（2024 年）则对许多关键参与者的历史进行了梳理。从更广泛的意义上讲，制裁也可以被视为现代版的封锁。许多之前的储备提供国凭借其贸易帝国拥有强大的海上力量，这使它们能够

对敌对国家实施封锁，阻碍其经济生产；而制裁则能达成类似效果，且无需采取武力行动。

核心权衡

综合考虑储备资产的这些特性，如果对储备资产存在持续且价格缺乏弹性的需求，但只是能以稍低的成本借款，那么美国作为储备货币的地位，就带来了本国货币被高估从而削弱出口部门竞争力的负担，但同时也带来了通过金融域外管辖权以极低的成本实现核心国家安全目标的地缘政治优势。

因此，这种权衡在于出口竞争力和金融实力投射之间。由于实力投射与美国所支撑的全球安全秩序密不可分，我们需要将储备货币地位的问题理解为与国家安全相互交织。美国为自由民主国家提供全球防御保护，作为交换，美国获得了储备货币地位带来的好处——以及我们今天正在努力应对的负担。

这种关联有助于解释为何特朗普总统认为其他国家在国防和贸易方面同时占美国的便宜：国防保护伞和我们的贸易逆差通过货币联系在了一起。

在特里芬难题的世界里，随着美国在全球国内生产总值（GDP）和军事实力中的占比下降，这种安排变得更具挑战性。随着全球 GDP 增速超过美国 GDP 增速，美国的经济负担加重，它发现支撑全球安全愈发困难，因为经常账户赤字扩大，其生产装备的能力也逐渐削弱。不断扩大的国际赤字是个问题，因为它给美国的出口部门带来更大压力，并引发一系列社会经济问题。在这种背景下，这种交易对美国的吸引力降低，这使我们来到了当下，美国国内对于改变这种关系的共识日益增强。

重塑全球体系

如果美国不愿接受现状，那么它就会采取措施加以改变。大致来说，有单边和多边两种途径，也有侧重于关税或货币的途径。

单边解决方案更有可能产生意想不到的副作用，比如市场波动。多边解决方案可能波动较小，但要让贸易伙伴参与进来存在困难，这会限制重塑体系所能带来的潜在收益规模。单边政策能提供更大的灵活性，以便迅速调整政策；多边政策实施起来更困难（或许根本无法实施？），但能让外国政策制定者参与进来，帮助降低波动性。

美元之所以成为储备资产，在很大程度上是因为美国提供了稳定性、流动性、市场深度以及法治。这些都与美国有能力在全球范围内投射军事力量，并塑造和捍卫全球国际秩序的特性相关。储备货币地位与国家安全之间的相互交织的历史由来已久。在任何可能重塑全球贸易体系的过程中，这种联系将变得更加明确。

无论是关税政策还是汇率政策，其目的都是为了提升美国制造业的竞争力，从而扩大国内工业规模，将总需求和就业岗位从其他国家吸引回美国本土。这些政策不太可能使像纺织业这类低附加值产业大量回流美国，因为即便汇率或关税大幅波动，像孟加拉国这样的国家仍会保持其在这些产业的比较优势。不过，这些政策有助于美国在高附加值制造业领域保持优势，减缓甚至阻止更多产业外迁，并可能增强美国在谈判中的筹码，以促使其他国家开放市场接纳美国出口产品或保护美国的知识产权。2019 年与中国的第一阶段贸易协议在这些方面取得了进展，但后来中国放弃了协议中的承诺。



此外，由于特朗普阵营中的许多人认为贸易政策与国家安全紧密相连，因此许多干预措施将针对对国家安全至关重要的工业设施，只要有可能的话。国家安全的概念可能会被越来越广泛地定义，例如将半导体和药品等产品也纳入其中。

尽管美元对美国制造业造成了沉重压力，但特朗普总统仍强调其作为全球储备货币的地位的重要性，并威胁要惩罚那些放弃使用美元的国家。我预计这种紧张局势将通过旨在维护美元地位但改善与贸易伙伴之间负担分担的政策来解决。国际贸易政策将试图收回我们为贸易伙伴提供储备货币所带来的一些好处，并将这种经济负担分担与防务负担分担联系起来。尽管特里芬难题对制造业造成了影响，但仍会努力在不破坏现有体系的情况下改善美国在该体系中的地位。

无论采取何种政策，都存在对金融市场和经济造成重大不利影响的风险。不过，政府可以采取一些措施来尽量减轻这些后果，并使政策变革尽可能成功。

第三章：关税

关税对于特朗普总统及其团队来说是再熟悉不过的手段了，因为在 2018 至 2019 年期间，他们在与中国的贸易谈判中大量使用了这一手段，并且取得了成功。当时加征关税并未对宏观经济造成明显影响——通胀保持稳定甚至有所下降，尽管美联储在加息，但国内生产总值（GDP）的增长依然表现良好。因此，有理由预期关税将再次成为主要手段。

关税和货币抵消

在探讨单边和多边关税制度在实际操作中如何发挥作用之前，我首先回顾一下关税的经济学原理。有几个关键方面需要研究：通货膨胀、税负转嫁以及效率（包括关税与其他税种的比较）。

在接下来的分析中，关键问题在于货币会在多大程度上进行调整以抵消国际税收制度的变化。例如，关于这一问题的最新严谨理论阐述和文献综述可参见让内和约翰（2024 年）的研究。货币之所以会抵消关税变化，传统原因在于关税改善了贸易平衡，从而对货币产生升值压力。但货币也可能因各国央行调整利率以抵消通货膨胀和需求变化而进行调整；或者由于最终供给由比较优势决定，最终需求由偏好决定，货币会调整以抵消诸如税收之类的变化；又或者由于加征关税的国家相对于被加征关税的国家经济增长前景改善，从而吸引投资流入（前提是关税未超过“最优”水平，详见下文）。

为简单说明这一机制，设 p_x 为（外国）出口商以本国货币计价的商品价格， e 为汇率（美元兑外国货币单位）， τ 为关税税率。那么（美国）进口商支付的价格为：

$$p_m = e(1 + \tau) p_x$$

假设我们从 $e = 1$ 和 $\tau = 0$ 开始。政府对进口商品征收 10% 的关税，但外国货币也贬值了 10%。那么进口商支付的价格就变成了：

$$p_m = 0.9(1.1) p_x = 0.99 p_x$$

换句话说，汇率变动和关税几乎完全相互抵消。⁷ 以美元计价的进口商品的关税后价格没有变化。如果以美元计价的进口商品关税后价格不变，那么对美国经济的通胀影响就微乎其微（但对出口国而言并非如此）。不过，这个简单的例子背后存在一些必须明确的假设：

汇率必须调整到合适的幅度。

2) 最终出口中的初级和中间附加值主要源自出口国。

3) 汇率对出口商价格的传导 p_x 已经完成。重要的是，由于进口通常以美元计价，汇率变动不会自动影响进口价格。相反，如果汇率变动不传导至价格，美元走强会提高出口商的利润率。

4) 从批发进口到零售消费者价格的传导已经完成。

正如我将在下文讨论的那样，这些假设可能并非完全成立，如此一来，价格、国际贸易和市场就有可能出现更大的波动。此外，如果（相关情况）没有发生有意义的变化，那么加征关税就不会导致贸易流的重新平衡。如果来自被加征关税国家的进口商品变得更贵，那么贸易流会有所调整，但价格也会随之上涨；如果来自被加征关税的国家的进口商品价格没有变化，那么贸易流就不会重新平衡，但价格也不会上涨。

⁷ 从技术层面来讲， e 必须调整 $1/(1 + \tau)$ 才能完全抵消关税的影响，在这种情况下，调整幅度应为 9.09%。



如果一国商品不会因货币贬值而涨价，那么就没有动力去寻找更便宜的进口商品。人们必须在更高的价格和贸易再平衡之间做出选择。税收是这一问题的重要组成部分，下文将对此进行讨论。

通货膨胀

虽然从理论上讲，关税未必会引发通货膨胀，但实际情况会怎样呢？从 2018 至 2019 年的经验来看，关税的作用正如上文所述。从 2018 年贸易战开始到 2019 年关税达到最高水平，中国进口商品的有效关税税率上升了 17.9 个百分点（见布朗，2023 年）。随着金融市场消化这一消息，人民币兑美元汇率在此期间贬值了 13.7%，因此加征关税后的美元进口价格仅上涨了 4.1%。换句话说，汇率变动抵消了超过四分之三的关税影响，这解释了对通货膨胀的上行压力为何微乎其微。若从汇率峰值到谷底衡量（谁又能确切知道市场何时开始对消息作出反应呢？），汇率变动幅度达 15%，这意味着抵消作用更大。

在贸易战开始前，经测算的消费者价格指数（CPI）通胀率略高于 2%，到贸易战休战时已降至约 2%。个人消费支出（PCE）通胀率则从略低于美联储目标进一步降至更低水平。当然，当时还有诸如美联储收紧货币政策等其他因素在起作用，但贸易战带来的通胀影响微乎其微，被这些因素所掩盖。这也就解释了特朗普阵营认为第一次中美贸易战没有引发通胀的观点。

尽管宏观经济数据似乎与货币抵消理论相符，但研究商品层面微观数据的学者对这一经验看法则更为严峻。例如，卡瓦略、戈皮纳特、尼曼和张（2021 年）研究了零售商进口商品的详细微观数据，发现美元进口价格按关税幅度上涨，而美元升值对关税的抵消作用甚微。换句话说，他们认为

2018 - 19 年贸易关税及关税后美国进口价格差异

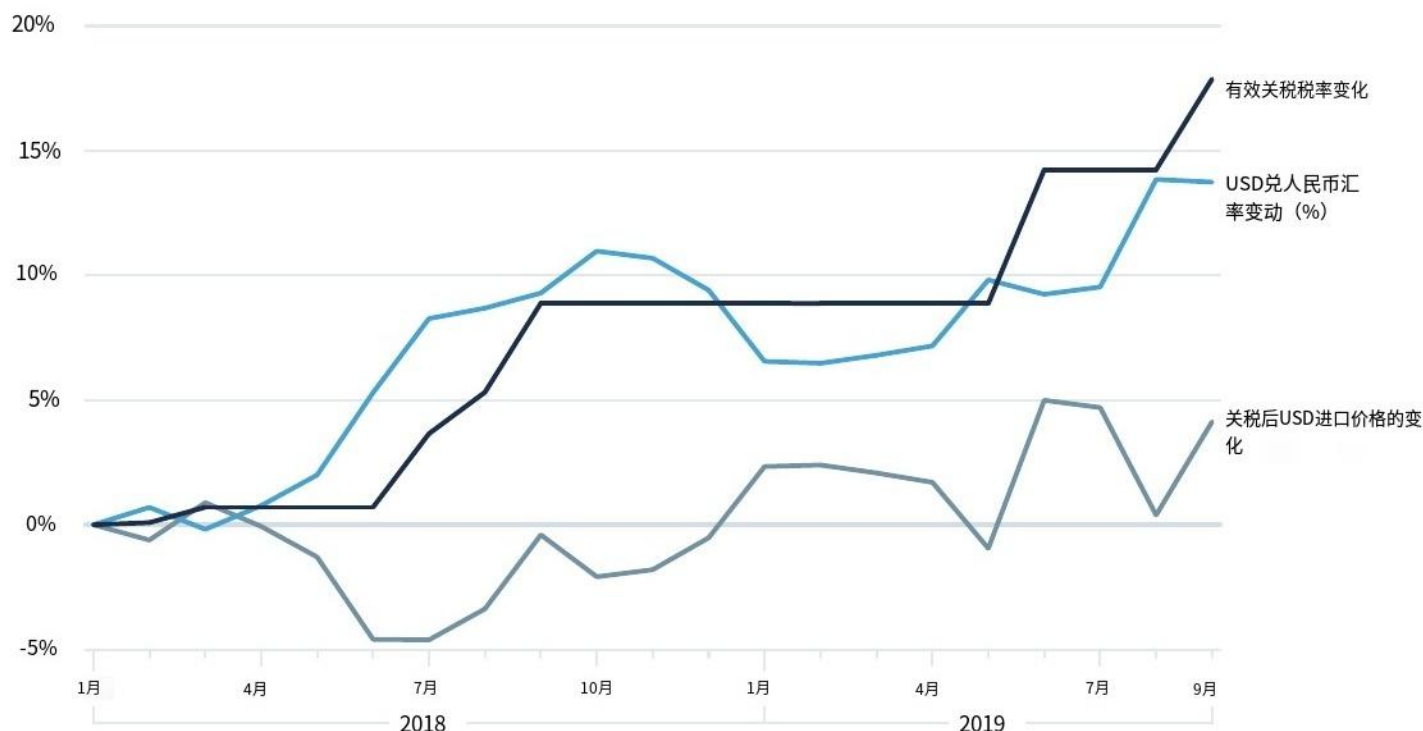


图 4 有效关税税率变化及货币抵消情况。资料来源：布朗（2023 年），美联储，作者计算。

CORE INFLATION



图 5 核心消费者价格指数（CPI）和核心个人消费支出（PCE）通胀率，年率。资料来源：美国劳工统计局（BLS）、美国经济分析局（BEA）

货币汇率的变动并未传导至进口价格。⁸ Fajgelbaum 等人（2020 年）和 Amiti、Redding 以及 Weinstein（2019 年）也得出了类似的结论。

宏观数据的计算结果与微观数据研究的结果之间存在差距，那么如何弥合这一差距呢？首先，像卡瓦略等人所做的研究往往着眼于短期效应，而货币对价格的影响传导可能比关税的影响传导要慢得多：货币影响没那么显著，而且进口商通常会对其货币风险进行对冲，对冲期限从几个月到几年不等。如果进口商对冲了货币风险，那么货币水平的变化要传导到发票价格上就需要时间。任何经济学家都不可能认为传导永远不会发生，因为竞争市场会促使生产商将价格降至边际成本；如果经济学家开始认为货币不会影响贸易商品的价格，那他们就重新思考经济学的多个分支。阿米蒂等人（2018 年）将汇率传导不足称为一个“谜团”，并推测从长期来看，汇率的影响将会显现。

其次，卡瓦洛等人发现，价格上涨体现在进口商支付的价格上，而非零售商的销售价格上，这限制了关税导致消费者价格上涨的能力，但挤压了进口商的利润空间。这意味着对于通常优先考虑的通胀衡量指标，如消费者价格指数或个人消费支出价格指数，几乎没有影响。这有助于解释微观和宏观层面的经验差异。然而，如果货币贬值没有传导到价格上，对于竞争充分的经济体来说，进口商长期不通过更换供应商来恢复利润空间，这将是不正常的。

第三，鉴于转口贸易的转移，对商品层面微观数据的解读存在困难。为规避关税，许多中国企业开始将商品或零部件出口至第三国，在那里进行一些简单的加工，然后再转口至美国。伊约哈等人（2024 年）发现，自关税上调以来，中国进口商品的转口贸易量增加了约 50%。而弗里曼、鲍德温和西奥多拉科普洛斯（2023 年）则发现，尽管如此，

⁸ More formally, because imports are invoiced in USD, the currency move doesn't automatically affect the import price. If imports are invoiced in USD and the dollar appreciates, foreign profit margins improve, and then over time competition should whittle that margin so that then the dollar-invoiced import price declines.

超过 60% 进入美国的制造业中间产品直接来自中国，如果将那些原产于中国但通过其他贸易伙伴进口的中间产品的附加值计算在内，这一比例则超过 90%。

中国出口商是否通过转口贸易来规避关税的决定，取决于其出口商品在美国的需求弹性，这给微观数据研究带来了关键偏差。很可能那些仍直接出口到美国并因此被征收关税的商品，是中国出口商拥有最大定价权、最能将价格上涨转嫁给美国消费者的商品。而那些中国出口商没有定价权、可能不得不自行承担关税的商品，则最有可能通过第三国转口。如果中国出口商能够将价格上涨转嫁给购买者，他们就不会承担转移出口的成本。这种做法严重高估了微观数据研究的结果：只有那些最能将价格上涨转嫁给美国消费者的商品仍被贴上“中国制造”的标签，而其他商品则在别处进行少量加工，贴上不同产地的标签。换句话说，双重差分法及相关方法会高估微观数据中关税对价格的影响。

不过，我们姑且按卡瓦洛等人的研究结果来看，假设美国按照特朗普总统的提议对所有进口商品征收 10% 的关税。如果关税完全转嫁，那么美国进口商品的价格将会上涨 10%。再假设美元的表现与 2018 至 2019 年期间相同，升值幅度与关税相同，即升值 10%（以广泛基础衡量）。戈皮纳特（2015 年）估计，美元对进口商品价格的传导率在头两年约为 45%，美元 10% 的变动会影响消费者价格指数 40 至 70 个基点。

戈皮纳特（2015 年）计算得出，所有消费中有 6% 至 12% 来自进口，而布里格斯（2022 年）估计这一比例约为 10%。如果消费中有 10% 来自进口，且关税完全转嫁，那么 10% 的关税将使消费者价格上涨 1 个百分点。

若将美元走强对通胀造成的 40 至 70 个基点的拖累考虑在内，关税对消费价格指数（CPI）的影响将为 0.3% 至 0.6%。在其他条件不变且经济环境平稳的情况下，这种幅度不大的上涨将只是对价格水平的一次性提振，因而只是暂时的，不会导致持续的通胀。但在经济形势更为动荡、通胀交叉影响更大的情况下，这种变化可能会渗透到通胀预期中，变得更为持久，从而引发商品-工资通胀螺旋上升。加征关税所处的经济环境将至关重要，当前宏观经济均衡状态下通胀预期的脆弱性或稳健性以及本地供应弹性也会发挥重要作用。2018 至 2019 年期间，显然没有出现商品-工资螺旋上升的迹象。

如果货币市场进行调整，关税对消费价格的通胀影响可能相当有限，在 0% 至 0.6% 之间。鉴于近年来的通胀波动，这并非微不足道，但也远非惊天动地。显然，2018 至 2019 年的经验表明，总体价格水平仅出现微不足道的上升。此外，税制改革、放松管制以及能源供应充足等因素可以成为有效的抑制通胀因素，从而遏制任何初现的通胀冲动；即便关税大幅提高，特朗普政府的政策总体上仍有可能起到抑制通胀的作用。稍后我将探讨货币市场是否会调整的可能性，以及报复风险，这些因素可能会改变对关税影响的分析。

发生率、收入和贸易流量

关税负担由谁来承担这一问题，与通货膨胀类似，取决于价格如何调整，但其中的细微差别更多。在货币完全对冲的世界里，进口商品的实际价格不会改变，但由于出口国货币贬值，其实际财富和购买力下降。美国消费者的购买力不受影响，因为关税和货币变动相互抵消，但由于出口国公民因货币变动而变穷，出口国“承担”了关税负担，而美国财政部则收取了关税收入。

尽管在完美的货币对冲情况下，美国进口商支付的有效价格可能不会有太大变化，但美元对外国进口商而言变得更昂贵，这使美国出口商面临竞争力挑战。可以推测，他们已经对大部分货币风险进行了对冲，这在短期内有助于减轻这种痛苦。因此存在一种权衡：如果货币完全调整，美国政府可以通过外国购买力下降的方式以非通胀性方式获得收入，但出口可能会受到阻碍。政策制定者可以通过积极的去监管议程在一定程度上缓解对出口的拖累，这有助于提高美国生产的竞争力。戈德贝克（2024 年）的最新研究指出，拜登政府时期与监管相关的合规成本每年给经济造成超过 1% 的国内生产总值损失，而拉佩里埃等人（2024 年）的研究表明，这些成本可能还要高出一倍。由监管改革带来的竞争力提升可以抵消因货币升值而对竞争力造成的拖累。

相比之下，如果货币抵消效应不出现，美国消费者将面临更高的价格，关税将由他们承担。随着时间的推移，更高的价格将激励供应链的重新配置。美国生产商在美国市场的竞争力将得到提升，而进口商也会受到激励去寻找受关税影响进口商品的替代品。随着贸易流量的调整，贸易平衡可能会下降，但那时关税将不再能带来多少收入。

这些权衡取舍列于表 2 中，不过当然实际情况可能介于这些极端情况之间：

	完美货币对冲	无货币对冲
通货膨胀	非通胀型（关税后美元） 价格不变）	（关税转嫁造成的）通货膨胀
发病率	由征收关税的国家通过本国货币贬值导致的购买力下降来买单。	导致消费品价格上涨
贸易流量	对贸易流量影响甚微，但有效 进口价格不上涨并且 监管改革抵消货币 出口影响	随着时间的推移，由于进口商品相对于国内生产更昂贵而进行的再平衡。
收入	财政部增加收入	随着贸易从被加征关税的商品领域重新平衡，财政部的收入减少。

表 2:关税完全和不进行货币对冲时的结果对比

在关于价格变动影响的分布问题上，宏观层面的经验与微观数据的研究结果再次出现了脱节。不过，值得注意的是，在卡瓦略等人（2021 年）的研究中，微观数据表明价格上涨发生在进口商支付的价格上，而这些价格上涨并未传导至零售商。换句话说，价格上涨的负担落在了零售商利润空间的压缩上，而非消费者身上。这有助于进一步弥合微观数据与宏观层面价格数据经验之间的差距。

关于微观数据研究的相同疑问也适用于批发商利润率降低这一发现：主要是这属于短期效应，从长期来看，批发商盈利能力的变化会导致其他变化，最终成本会转嫁出去。随着时间的推移，批发商将找到更便宜的采购渠道。此外，这一结果意味着中国出口商的盈利能力得到了提升，因为他们既经历了货币贬值，又将关税成本转嫁给了零售商——从长远来看，他们之间的竞争会导致盈利能力下降，或者贸易流向其他出口商或国内生产商重新平衡。

货币对冲与金融市场

尽管货币对冲有助于降低消费价格的波动，但实际上却可能意味着金融市场在短期内波动加剧而非减弱。例如，8月初的市场波动与日元走势密切相关。借入日元购买其他货币高收益资产的套利交易者杠杆率很高，而他们持有的多头资产也受到其他高杠杆投资者的青睐。当日本央行立场有所转变以及美国失业率上升导致套利交易开始部分平仓时，杠杆交易者和管理风险敞口而抛售多头资产，结果导致金融市场大幅波动，纳斯达克综合指数在三个交易日内下跌了8%。

纳斯达克综合指数与美元/日元汇率



图 6 在 8 月初的闪电崩盘期间，日元与股票之间的相关性近乎完全。资料来源：彭博社

同样，设想一下对中国征收高额关税，比如有效关税率从约 20% 突然提高到约 50%，同时人民币也相应贬值。人民币贬值 30% 很可能导致市场大幅波动。由于中国的共产主义经济体制需要严格控制资本账户以将资金锁定在国内资产上，因此试图绕过资本管制的动机可能会对中国经济造成毁灭性打击。

中国资本外流可能会导致资产价格暴跌和严重的金融压力。据彭博社报道，中国经济的总债务已超过国内生产总值的 350%（图 7）；如此高的杠杆率意味着资本账户出现漏洞时可能会产生巨大的脆弱性。中国泡沫破裂作为重新

货币贬值的结果可能会导致金融市场出现大幅波动，其程度远远超过关税本身所引发的波动。

货币波动给金融市场带来的波动可能远远超过关税完全转嫁到消费价格上所带来的波动。例如，假设 10% 的关税完全转嫁，使消费价格上涨 1%，且没有货币汇率的抵消作用。这种价格水平的一次性变动并非持续的通胀率上升，因此央行可能会忽略这种情况，那么金融市场不太可能出现剧烈波动。如果央行担心出现第二轮效应，可能会加息，比如加息 75 个基点，这比其认为通胀率持续上升 1 个百分点时的加息幅度要小一半。这种货币政策的调整引发的波动可能小于货币市场 10% 的波动。

值得注意的是，增值税属于关税的一种形式，因为其对出口商品免税而对进口商品征税，而且中央银行通常不会对增值税做出反应，因为法定的价格变动通常被认为不能反映潜在的供需失衡。（实际上，其他国家有增值税而我们没有这一事实也说明了一些初始条件。）

即便没有货币或汇率方面的应对措施，关税也会影响企业的盈利能力。例如，阿米蒂等人（2021 年）估计，在关税宣布后的几天里，受关税影响较大的企业股票价值降幅更大。然而，直接接受这些结果存在一些问题：许多此类估计在统计上与零效应无显著差异，而且市场容易出现过度波动。关键在于关税是否会产生持久影响，而任何投资者都清楚，市场最初的反应往往会随着时间的推移而消退或逆转。

中国总体经济债务（占 GDP 的百分比）

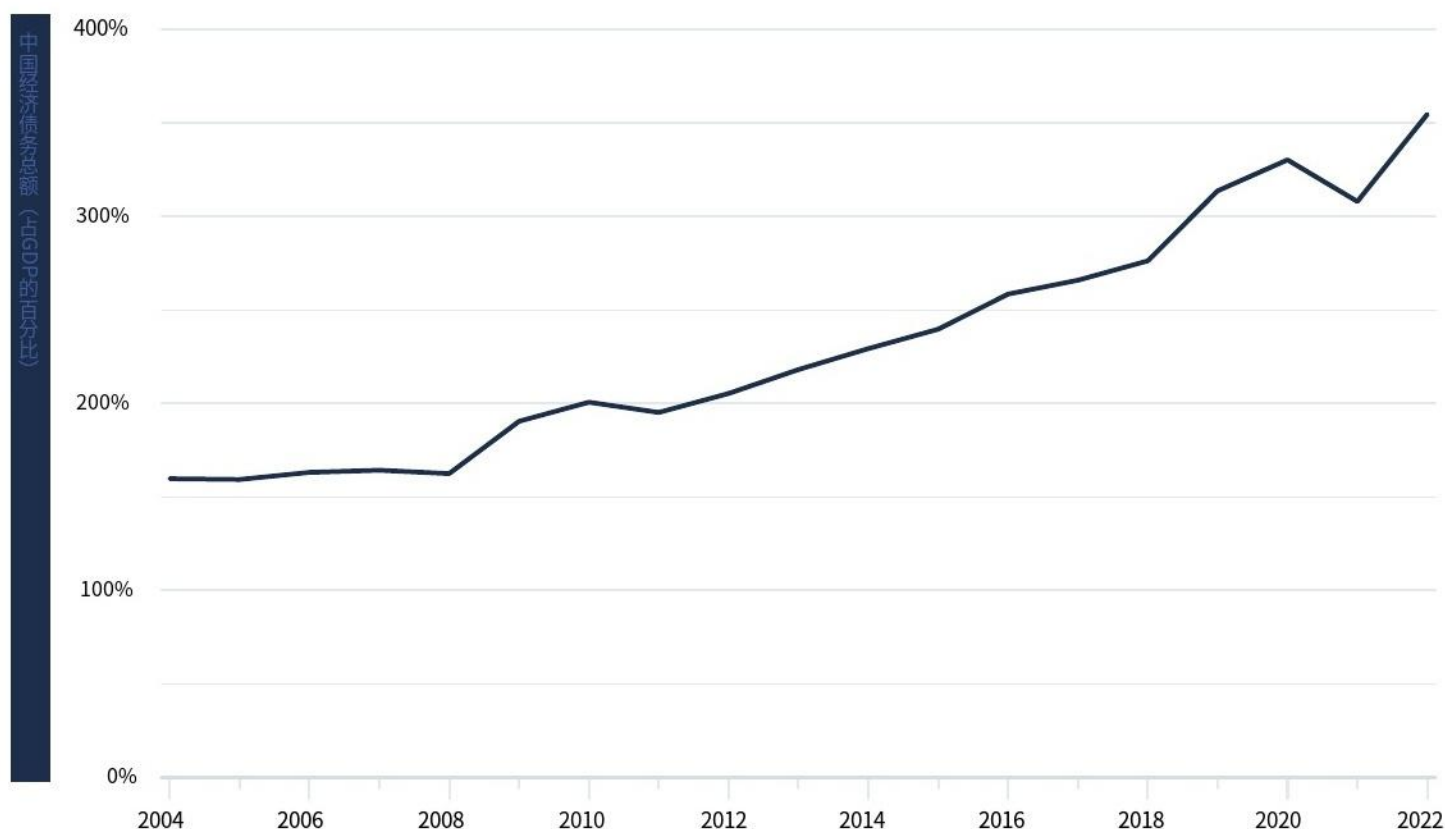


图 7 中国经济中过高的债务水平。资料来源：彭博社

货币抵消发生的可能性有多大？

关税带来的经济和市场影响取决于货币是否会出现相应的调整，因此考虑货币调整的可能性至关重要。在 2018 至 2019 年的中美贸易战中，货币抵消措施发挥了作用。然而，当时存在一些相互矛盾的因素，使得这种比较变得模糊不清。

例如，美元的升值范围不仅限于兑人民币；在上述讨论的期间内，洲际交易所编制的衡量美元兑其他发达国家货币汇率的美元指数（DXY）也上涨了约 10%。正如上文所述，一种货币对的汇率变动也可能影响其他资产，就像日元套利交易的解除影响了所有金融市场一样。实际上，鉴于美元兑人民币汇率对全球经济和市场的重要性，美元指数的上涨可能在很大程度上是由美元兑人民币汇率的变动所驱动的。

这一可能性得到了同期利率走势的支撑。在发达市场，解释货币走势最有力的金融变量通常是收益率曲线前端的利率差；市场参与者通常使用两年期收益率，但这一惯例会因利率和经济环境的不同而有所变化。在贸易战期间，美国国债的收益率优势相对于其他七国集团债券的收益率在下降；利率差从 2018 年 1 月的约 2% 降至 2019 年 9 月贸易战休战时的约 1.65%。

尽管美联储在 2018 年期间多次加息，但利差仍有所下降。这是因为随着 2018 年经济数据的陆续公布，市场下调了对未来加息的预期。当然，外汇市场通常会跟随预期政策的变化，而非实时发生的（已被市场消化的）政策调整。完全可预期的政策变动通常不会对外汇市场产生影响。因此，在此期间美元升值并非由于货币政策，而是尽管有货币政策的影响，美元仍升值了。

2 年收益率差与外汇



图 8 美元指数与美国主权两年期国债收益率与其他七国集团两年期国债平均收益率之差。资料来源：彭博社

如果美联储继续降息以赶上其他央行的步伐，且推动美国经济增长的特殊因素（如财政政策）进一步消退，美国经济增长趋同于世界其他地区，那么在 2025 至 2026 年期间，美国国债与其他国家债券之间的收益率差可能会缩小。收益率下降的环境可能会使美元更难上涨以抵消关税上调的影响，不过 2018 至 2019 年的经验表明，货币走势可能与利率差异背道而驰。

另外，美国债务可持续性的担忧可能会凸显出来，从而阻止美元升值以抵消关税的影响。上一财年和本财年美国的赤字均接近国内生产总值的 7%，在和平时期的经济扩张期间达到如此程度的财政松弛是前所未有的。而且，社会保障信托基金预计将在 2033 年耗尽资金，届时政府可能被迫借款来支付强制性支出，预算困境正步步逼近。

由于货币总是相互交易，市场必须对美国的预算问题极度关注，这种情况才会阻止美元升值。鉴于许多其他国家人口趋势急剧恶化，即便它们的初级赤字预计不会大幅上升，但未来也潜藏着严重的预算问题。此外，由于关税能增加财政收入，提高关税税率可能会缓解赤字担忧，这表明关税不太可能成为阻止美元升值的途径。

美元可能不会像 2018 至 2019 年那样升值的另一个原因是，它当前的起点较高。2018 年，美元指数（DXY）处于 2014 年以来的低位。而目前，该指数处于这一区间的中部。如果美元指数接近其长期区间的顶部，那才更令人担忧。

最终，美元将受到经济增长周期性和长期性变化的双重冲击。可能还会有其他因素抑制经济增长，阻碍美元升值。相比之下，特朗普总统曾表示希望采取措施大力放松经济管制。如果此举能促进经济增长，可能会为美元提供进一步的非通胀性支撑。

综上所述，当然不能排除在下一轮加征关税时不会出现货币抵消的情况，但考虑到可能出现货币抵消的各种合理原因，这种情况发生的可能性似乎更大。

关税实施

突然大幅提高关税税率可能会导致金融市场波动。这种波动可能源于不确定性增加、通胀加剧以及为抑制通胀而提高的利率，也可能源于货币升值及其连锁反应。

特朗普总统以及可能为其经济政策团队效力的那些人，向来非常关心金融市场，并将股市作为经济强劲和其政策受欢迎的证据。因此，特朗普的第二个任期很可能会采取措施，确保对国际税法进行的重大结构性改革以对市场 and 经济的干扰最小化的方式进行。有几项措施有助于减轻任何不利影响。

分阶段实施

即便在 2018 至 2019 年的贸易战期间，特朗普总统也没有毫无预兆地突然对中国进口商品加征 25% 的关税。他公开讨论了这些计划，并威胁中国若不改革贸易做法就要加征关税，之后才实施加征关税措施。而且在公开威胁之后，加征关税的幅度也并非一下子全部到位，而是将有效关税税率约 18 个百分点的增幅分摊到了一年多的时间里。

⁹ To consider its effects on aggregate demand, supply and markets, last year's deficit has to be adjusted to offset accounting technicalities surrounding the Biden Administration's failed attempts to forgive student loans, see: <https://www.cbo.gov/publication/59544>.

¹⁰ <https://www.ssa.gov/OACT/TRSUM/index.html>



在对华加征 60%关税或对全球加征 10%关税的情况下，这种做法就显得更为重要。特朗普总统在其首个任期内试图利用关税迫使中国达成贸易协议，最终形成了所谓的“第一阶段”协议——中国承诺改善知识产权、网络安全、非关税壁垒、金融服务业开放以及农产品采购等方面的做法，但中国后来违反并无视了该协议。由于关税是一种谈判工具，特朗普总统在实施关税时反复无常——这种不确定性增加了谈判中的筹码，因为它制造了恐惧和疑虑。

在第二个任期，就没有必要一开始就与中国进行谈判了，因为他们已经放弃了第一阶段协议中的责任。既然有人已经表明会背弃承诺，那为何还要费力争取更多让步，而不采取某种形式的保障措施，比如将他们的美国国债储备交由第三方托管呢？

相反，为了帮助减少关税带来的不确定性以及任何不利后果，政府可以采用类似美联储在一系列政策中使用的可信前瞻性指引来引导预期。美国政府可以公布一份对中国政策的要求清单，比如向美国企业开放特定市场、停止或赔偿知识产权盗窃行为、购买农产品、货币升值等等。

如果中国不满足这些要求，美国可以逐步实施关税。它可能会公布一个时间表，比如每月对中国加征 2% 的关税，一直持续下去，直到这些要求得到满足。

这样的政策将：1) 以与 2018 至 2019 年期间相差不大的速度逐步提高关税，当时经济似乎能够轻松承受；2) 将球踢给中国，促使其改革经济体制；3) 在任期中途使关税超过 60%，这是特朗普总统曾表示希望达到的水平（“60%只是一个起点”）；4) 为企业提供关税调整路径的明确性，这有助于它们制定计划以应对供应链调整和将生产转移出中国；5) 通过消除实施方面的不确定性来限制金融市场波动。

2018 至 2019 年期间，关税上调并未严重拖累中国经济，也未使所有供应链回流美国。部分原因在于，那次关税上调是一次性的，其影响在很大程度上被货币贬值所抵消。相比之下，上述计划将导致关税税率持续上升，并且路径明确、循序渐进。这很可能会给中国带来更大的资本压力，并促使更多供应链重新布局。¹¹ 而且，在中国放弃第一阶段协议承诺的情况下，现在应当确保中国在贸易协议中的义务得到履行，而非放任不管。

分级杠杆与安全性

上一次贸易战中，针对从中国进口的不同类型产品设置了不同等级的关税税率。特朗普政府的下一次执政期间，很可能会对不同产品和贸易伙伴采取类似的做法。尽管特朗普总统提议对全球商品征收 10% 的关税，但这种关税不太可能在各国之间一视同仁。

特朗普顾问斯科特·贝森特（Scott Bessent）曾被提及可能出任财政部长，他提议根据各国的货币政策、双边贸易协定和安全协定条款、价值观等因素将各国划分到不同的类别中。据贝森特（2024 年）所述，这些类别可以适用不同的关税税率，政府还可以规定贸易伙伴需要采取何种行动才能在类别之间转换。

¹¹ Of course, supply chains might have ultimately had greater adjustments if the Phase 1 deal reached in the fall of 2019 had been enforced. Given China abandoned it as soon as the Biden Administration took over and the Biden Administration had no interest in trying to enforce it, it is unclear if the trade war of 2018-2019 would have had more lasting consequences.



通过这种方式，关税为美国在贸易和安全方面争取更有利的条件提供了谈判筹码，促使其他国家降低关税等级，从而改善责任分担。

人们可以设想出一长串贸易和安全方面的标准，这些标准可能会导致关税的高低不同，其前提是进入美国消费市场是一种必须争取的特权，而非一项权利。例如，也许美国想要基于以下方面进行歧视：

- 该国对从美国进口的商品所征收的关税税率是否与美国对其出口商品征收的税率相同？
- 该国是否有压低本国货币币值的历史，比如通过积累过多的外汇储备？
- 该国是否像美国向在美经营的外国公司开放市场那样向美国公司开放其市场？
- 该国尊重美国的知识产权吗？
- 该国是否通过转口贸易帮助中国规避关税？
- 该国是否全额履行其对北约的义务？
- 该国在关键的国际争端中，比如在联合国，是否支持中国、俄罗斯和伊朗？
- 该国是否帮助受制裁的实体逃避制裁，或者与受制裁的实体进行贸易？
- 该国是否支持或反对美国在各战区的安全努力？
- 该国是否藏匿有美国的敌人，比如恐怖分子或网络犯罪分子？
- 该国领导人是否在国际舞台上公然与美国作对？

鉴于对这种制度可能对全球市场造成影响的担忧，特朗普政府可能会采取上述逐步提高税率的方式，从低税率开始，逐步提高，最终达到最高 10% 的税率。此外，这种制度在试行阶段可能会先采用少量标准，然后随着试行情况再逐步增加标准的数量。

如果该体系随着时间推移在增加财政收入或促使贸易伙伴给予更优惠待遇方面卓有成效，那么最终对少数国家征收的最高关税税率可能会大大超过 10%。这与国内税法类似，一旦政府开始为各种行为设置豁免和扣除项目，就需要提高税率才能实现相同的财政收入目标。

这样的体系能够体现国家安全与贸易紧密相连的观点。贸易条款可以成为获取更佳安全成果和分担责任的手段。用贝森特的话来说，“更清晰地将国际经济划分为基于共同安全 and 经济体系的区域，有助于……凸显失衡的持续存在，并引入更多摩擦点来解决这些问题。”想要处于国防保护伞之下的国家也必须处于公平贸易保护伞之下。

这样一种工具可以用来迫使其他国家加入我们对中国的关税行列，从而形成一种多边关税策略。面对要么对出口到美国的货物加征关税，要么对从中国进口的商品加征关税的选择，他们会作何选择？这取决于相对关税税率以及对各国经济和安全的重要性。试图在全球范围内对中国设置关税壁垒，会加大中国改革其经济体制的压力，但同时也可能因供应链面临更大调整压力而显著增加全球的不稳定性。

从美国的角度来看，如果其他国家选择维持现有的对华政策，但接受美国加征的更高关税，那也并非糟糕之事——因为这样一来，在这种框架下，至少它们会向美国财政部缴纳关税，同时也能减轻美国的安全责任。将关税壁垒与安全保护伞相结合是一种高风险策略，但如果奏效，回报也会很高。

关税与竞争力

政府收入必须有来源，这需要某种形式的税收。税法的特点会影响整体经济增长和国际竞争力。特朗普阵营中的许多人认为这两者是相互关联的。一个国家对劳动力、消费、资本或贸易征税，都会影响到出口商品的生产成本或从他国进口商品的成本。这一论点在《经济顾问委员会》（2018 年）对《减税与就业法案》的说明中得到了明确阐述。

财政贬值

关于所谓的财政贬值的文献进一步阐述了这一观点。例如，法赫里、戈皮纳特和伊茨霍基（2013 年）表明，汇率贬值的经济效应可以通过两种政策组合完美复制：要么是进口关税和出口补贴，要么是消费税增加和工资税削减。这些组合抑制了国内对商品和服务的使用，鼓励国内生产，并且产生了与货币贬值相同的经济结果。税收政策和货币是提升竞争力的两条途径——这种等效性有助于构建货币关税的直觉。（请注意，在这些政策组合中，所筹集的净收入额并不相同。）

由于强调竞争力，特朗普的第二个任期不太可能支持提高国内税率，无论是企业税还是个人所得税。其目标在很大程度上是让美国成为比其他国家（尤其是中国）更具吸引力的投资和就业之地，而较高的国内税率会削弱这一目标。事实上，2017 年的《减税与就业法案》将美国的法定企业税率从 2016 年经合组织中的第二高（仅次于哥伦比亚）降至平均值（2021 年为 21.2%）。乔多罗 - 雷希、史密斯、齐达和齐克（2024 年）的研究估计，相对于税率不变的基准，平均税率变化的企业在国内的投资增加了 20%。从这个意义上说，保持低税率是吸引美国投资和就业的一种手段，而如果部分资金来自对外国进口商品征收的关税，效果会更好。

这一论点同样适用于所得税税率。只要劳动力供给并非完全富有弹性，所得税就会降低工人所获的税后工资，并要求企业通过提高工资来抵消部分税负。因此，对劳动收入征税的增加会使在美国雇用工人相对于在国外雇用工人或投资于节省劳动力的资本而言成本更高。在其他条件相同的情况下，劳动力成本更高意味着相对于机器或进口而言，就业岗位会减少。

扭曲现象与最优关税

经济学家还花费了大量时间研究税法如何影响经济决策，即所谓的“扭曲”，如果它们使经济偏离了最优、效率最大化均衡状态。经济扭曲指的是超出税收收入之外的福利损失。例如，假设一位纳税人由于所得税税率提高，将每周工作时间从 45 小时减少到 40 小时。虽然她享受了更多的闲暇时间，但她原本在那 5 个小时内能够生产出的商品或服务以及本应获得的工资却永远消失了。在这个简化的例子中，“无谓损失”或“超额负担”就是指扣除她所享受的额外闲暇时间和政府增加的税收收入之后的生产损失。

当然，有很多决定是可以调整的，不只是工作时长——职业选择、教育选择、创业与否、报酬是以现金形式还是福利形式发放、工作地点等等。这些扭曲是由边际税率决定的，而非平均税率，因为人们在做决定时考虑的是边际税率，而非平均税率。

12 See <https://www.oecd.org/en/about/news/press-releases/2024/07/new-oecd-data-highlight-stabilisation-in-statutory-corporate-tax-rates-worldwide.html>

13 A 20% boost resulting from a 14-point cut in statutory rates might sound small, but that is because the effective marginal rate paid by many firms was well below the statutory rate due to numerous carve-outs and extensive transfer pricing incentives which were in part eliminated via TCJA. In that sense, TCJA was a base-broadening but rate-reducing reform to the corporate tax code, and the effective reduction in marginal tax rates was much lower than the statutory reduction (on average, 7 points, per Chodorow-Reich et al).



工作最后几个小时取决于边际税率而非平均税率。而且，随着时间的推移，其中一些扭曲可能会产生巨大的后果——例如，如果企业的选址决策受到税收的影响，集聚经济可能会受到严重抑制，从而在长期内大幅降低创新和生产率的增长。

税收的扭曲成本是凸性的，也就是说，从已经很高的税率开始提高税率，其代价要大得多。从 35% 的边际税率提高到 36%，对经济的损害要远远大于从 2% 提高到 3%。成本之所以呈凸性，是因为税率越高，家庭和企业为规避税负而调整自身行为的力度就越大。

由于劳动和资本收入的边际税率已经远高于进口商品的税率，因此提高关税税率所带来的经济后果可能没有提高所得税或企业税那么严重。例如，塞兹、斯莱莫德和吉尔茨（2012 年）为经济学家所谓的“额外负担边际率”提供了一个基准，即每多征收 1 美元的税收，边际超额负担相当于所征税款的 38%。要理解这意味着什么，可以回到劳动供给的例子：当政府从工人工资中多征 1 美元税款时，她会减少工作，减少的工作量价值总计 38 美分，这还不包括她享受的更多闲暇时间和政府所征的税款。

相比之下，贸易经济学家认为，对于一个大型经济体而言，在一定程度上征收适度的关税会略微提高福利水平。传统观点认为，适度的关税能够提升福利水平，因为征收关税的国家需求减少，从而压低了进口商品的价格。¹⁴ 尽管关税会因进口减少和国内生产成本上升而造成福利损失，但在一定程度上，这些损失会被进口商品价格降低带来的好处所抵消。一旦进口减少到一定程度，进口价格降低带来的好处将不再超过成本，此时关税会降低福利水平。关税先是提高福利水平，随后又降低福利水平，这表明存在一个“最优”关税率，在此税率下，该国已从关税中获得所有可能的好处，而更高的关税率则会降低福利水平。

作为基准，国际经济学手册中 Costinot 和 Rodriguez-Clare（2014 年）所著的章节指出，在合理的参数设定下，美国的最优关税约为 20%。实际上，只要关税不超过 50%，相对于完全开放的贸易，它们仍能提高福利水平。换句话说，将目前接近 2% 的总体有效关税提高到这一水平，实际上会提升美国的整体福利水平。一旦关税开始大幅上升，超过 20%（以广泛有效为基础），则会降低福利水平。投资机构目前预计，特朗普总统提议的关税有效税率将从 2.3% 跃升至 17%，接近这一 20% 的水平。¹⁵

此外，关税能够解决因他国贸易政策而产生的既有扭曲现象。中国在国际贸易体系中的违规行为可谓由来已久、花样繁多，从对出口导向型产业的国家补贴，到公然窃取知识产权和蓄意破坏企业经营，不一而足。这些扭曲现象妨碍了比较优势的发现以及自由开放的国际贸易体系的运行。为纠正这些扭曲现象而征收关税，或许能提高整体效率。

这些论点的漏洞在于，当其他国家开始对美国的关税进行报复时，比如中国在 2018 至 2019 年期间就采取了适度的报复措施。如果美国提高关税而其他国家被动接受，那么从整体上看，这可能会像最优关税理论所描述的那样，带来福利的提升。然而，报复性关税会给美国带来额外的成本，并有可能引发超出最优关税水平的针锋相对的关税升级，从而导致全球贸易的崩溃。其他国家的报复性关税可能会抵消美国关税带来的福利收益。

因此，防止报复将至关重要。因为美国是重要的消费市场。

¹⁴ See, for instance, Broda, Limao and Weinstein (2008).

¹⁵ 请参阅 <https://www.wsj.com/economy/trade/donald-trump-election-trade-tariffs-aed6c281>。

由于中国拥有强大的资本市场，所以它比其他国家更能承受针锋相对的升级态势，也更有可能在“斗鸡博弈”中胜出。但请记住，中国的经济依赖于资本管制，将储蓄投资于效率越来越低的领域，比如空置的公寓楼等非生产性资产。如果针锋相对的升级态势导致资本管制面临越来越大的压力，资金纷纷外流，那么中国经济可能会经历比美国经济更为严重的波动。这种天然的优势限制了中国对关税上调的回应能力。

对于其他国家而言，如果特朗普政府明确将国家安全与贸易政策相结合，这或许能在一定程度上抑制报复行为。比如，它可能会宣称，对于那些实施报复性关税的国家，美国认为其共同防御义务以及美国提供的安全保障不再那么具有约束力或可靠性。

此外，还不清楚将这种威慑力的失效视为不良结果是否恰当。假设美国对北约伙伴征收关税，并威胁称如果遭到报复性关税，将削弱其在北约中的共同防御义务。如果欧洲进行报复，但大幅增加自身的国防开支和能力，从而减轻美国在全球安全方面的负担，并减少对美国能力的过度消耗，那么它就达成了几个目标。欧洲在自身防务方面发挥更大作用，能让美国更专注于中国，因为中国对美国构成的经济和国家安全隐患远大于俄罗斯，同时还能增加收入。

然而，显而易见的是，鉴于所有这些因素，特朗普团队会将关税视为向外国人征税以维持美国人低税率的有效手段。《减税与就业法案》所引入的个人所得税税率将于 2026 年到期，若要全额延长这些减税政策而不增加赤字，可能需要在十年预算期内新增近 5 万亿美元的收入或债务。毫无疑问，关税将是延长减税政策的重要手段；收入总得有个来源。

第四章：货币

货币政策与风险

在特里芬困境的世界里，对储备资产的需求导致货币市场持续偏离能够平衡贸易的均衡状态。这种贸易失衡的发生是因为实际汇率过高。如上文所述，可以通过关税来纠正汇率高估，或者像特朗普总统、当选副总统 JD 桑斯以及前特朗普政府官员彼得·纳瓦罗和罗伯特·莱特希泽偶尔提出的那样，解决其他国家货币被低估的问题。

汇率政策与关税政策带来的考量因素不同。让美元保持合理估值的主要风险在于，政策干预会使美元资产在外国投资者眼中变得不那么有吸引力。在撰写本文时，十年期美国国债的年收益率约为 4.25%。假设朝着贸易平衡状态下应有的汇率水平变动，会导致持有美国国债的外国投资者预期其持有的国债在国内的价值将减少 15%：这相当于将近四年利息的总额，超过债券存续期内预期利息总额的三分之一。三年期美国国债的收益率为 4.1%，这意味着贬值会吞噬掉所有预期利息，即债券持有者在整个债券存续期内会遭受损失。

这些风险可能会抑制持有以美元计价的固定收益证券的积极性。如果预期中的货币价值变动导致大量资金从国债市场流出，而此时财政赤字不断增长且通胀风险依然存在，那么长期收益率可能会上升。由于经济中的重要部分（如房地产）与收益率曲线的中段和长端紧密相关，这种上升可能会带来严重的不利后果。

如果通胀持续处于高位，这种风险将会有所加剧。正如关税部分所讨论的，戈皮纳特（2015 年）的研究结果表明，美元贬值 20% 会使消费者价格指数（CPI）通胀率上升 60 至 100 个基点。如果货币一次性调整而没有引发第二轮效应，美联储应将其视为价格水平的变化而非通胀率的变化。然而，如果美联储认为这种变化会持续影响通胀率而非仅仅是价格水平，按照标准的泰勒规则设定，它将把隔夜利率提高约 100 至 150 个基点。

美联储是否会采取措施抵消美元走弱带来的任何价格影响，将取决于其是否担心所谓的“第二轮效应”，即货币的最初变动会导致企业随后一轮又一轮的提价。第二轮效应在很大程度上取决于经济背景，这意味着如果存在众多其他通胀因素，这种效应就更有可能发生。因此，特朗普政府在考虑此类政策调整时，必须谨慎选择时机，或者将汇率政策与抑制通胀的监管和能源政策相协调。

持有股票的不利因素在一定程度上有所缓解，因为收益的增长抵消了部分货币贬值造成的损失。标准普尔 500 指数成分股公司有相当一部分销售额来自海外，随着美元贬值，这些销售额以美元计价的价值会增加。随着企业能够提高销售价格，收益将会增加。虽然较高的收益率可能会对市盈率造成压力，但收益的增长可以降低波动性。

值得再次强调的是，其中许多政策从未大规模实施过，或者已有近半个世纪未曾使用，而且本文并非政策倡导，而是试图对现有工具进行梳理，并分析它们在实现各种目标方面的效用。

多边货币方法

从历史上看，多边货币协定一直是实施美元价值有意变动的主要手段。1985 年的《广场协议》，美国、法国、德国、日本和英国协调一致，使美元贬值；1987 年的《卢浮宫协议》则遏制了美元的这种贬值趋势。这两项协议通常被视为调整货币水平的成功举措（尽管它们的经济后果存在一些争议）。

由于美元在外汇市场的价值也取决于影响贸易伙伴货币的各种因素，因此在改变美元价值的目标上与这些伙伴进行协调会非常有帮助。如今，另外两种主要货币是欧元和人民币，不过日元也具有重要地位。

就目前的情况来看，几乎没有理由认为欧洲或中国会同意采取协调一致的行动来增强本国货币。欧洲的实际国内生产总值（GDP）增长率已连续近三年低于 1%，而中国汽车出口行业的崛起令欧洲深感不安，以至于欧洲正在实施一系列保护主义措施来限制进口。中国国内经济增长乏力，因此选择加倍推行重商主义、出口导向型模式以获取微薄的收入，这令世界其他国家颇为不满。事实上，就在几年前，中国在全球汽车出口中还几乎无足轻重，如今却已一跃成为全球最大的汽车出口国。¹⁷ 欧洲和中国都不会愿意削减工业补贴和其他市场干预措施，因为这些措施会将可贸易的制造业需求从本国转移到美国。

日本、英国，或许还有加拿大和墨西哥，可能会更愿意进行货币干预，但它们在当今全球经济中的规模还不足以达到预期的效果。

相反，回想一下特朗普总统认为关税能为达成协议创造谈判筹码。在一系列惩罚性关税之后，更容易想象欧洲和中国这样的贸易伙伴会更愿意以某种货币协议来换取关税的降低。

由于货币协定通常以谈判地的度假胜地命名，比如布雷顿森林和广场协定，因此不妨借用一下这种诗意的表达方式，像其他人那样将特朗普政府可能达成的协议称为预期中的“海湖庄园协定”。

然而，如今的经济状况与 20 世纪 80 年代相比存在诸多差异。一方面，美国债务总额占国内生产总值（GDP）的比例现已超过 120%，而在《广场协议》达成时这一比例约为 40%。这引发了对债务市场可能产生的后果的担忧，而这种担忧在 20 世纪 80 年代并不存在。

波萨尔（2024 年）提出的一项建议是，任何协议都应包含一个期限协议。波萨尔对可能在特朗普第二任期担任经济政策领导人的言论进行了解读，明确将美国为国际金融体系提供的安全保障与降低利率的努力联系起来，并推断这有助于为安全区提供资金。他从潜在政策制定者的言论中总结出了以下“海湖庄园协议”：

- 1) 安全区是一种公共产品，区内各国必须通过购买国债来为其提供资金；
- 2) 安全区属于资本性资产；其资金来源最好是百年债券，而非短期债券；
- 3) 安全区设有铁丝网：除非你用钞票换债券，否则关税会将你拒之门外。

（波萨尔,2024 年。）

为了增强本国货币的实力，外汇储备管理者必须抛售美元。随着这些国家货币的升值，美国将获得竞争力上的优势，从而有利于我们的贸易和制造业部门。

17 <https://www.wsj.com/world/china/china-vehicle-sales-rise-further-boosted-by-stimulus-policies-sales-promotions-3452cca1>



为了帮助减轻潜在的不良金融后果（比如利率上升），在出售外汇储备的同时，可以将剩余的外汇储备进行期限延长。外汇储备管理者对长期债务需求的增加有助于抑制利率上升，即便由于货币调整导致整体上美元固定收益产品被抛售。外汇储备持有者持有的美元储备减少，推动其本国货币升值，但他们持有的储备期限更长，有助于控制收益率。

如果按照波萨尔的建议，将债务到期期限延长为特别长期债券，那么美国纳税人用于为全球安全提供资金的压力将显著减轻。美国财政部能够有效地从市场购回期限，并用出售给外国官方部门的百年债券来替代这部分借款。

这样一份“海湖庄园协议”为 21 世纪的多边货币协议赋予了形式。特朗普总统希望外国人帮助支付美国提供的安全区费用。美元贬值有助于在美国创造制造业就业岗位，并将总需求从世界其他地区重新分配到美国。储备债务的到期有助于防止金融市场波动以及随之而来的经济损害。一份协议就能达成多个目标。

但储备债务的到期将利率风险从美国纳税人转嫁到了外国纳税人身上。美国如何能让贸易和安全伙伴同意这样的交易？首先，有加征关税这一“大棒”。其次，有失去美国提供的安全保障这一“胡萝卜加大棒”。第三，央行有充足的工具可用，以在利率风险上升时提供流动性。在特朗普成功从墨西哥、加拿大、韩国和中国获得更有利的贸易条件之前，外界也对其能力存在诸多质疑和疑问。

回想一下，官方部门持有外汇储备的目的在于，在市场波动时捍卫本国货币的价值，并在潜在危机中为进口提供资金。储备管理者倾向于将久期风险保持在较低水平的原因在于，当市场波动加剧时，他们需要能够变现储备以捍卫本国货币。如果因利率上升而对其持有的资产造成损失，那么他们捍卫本国货币的能力就会减弱。长期债务的流动性不如短期债务，而且在超长期债务中跨越买卖价差的成本可能很高。

持有长期国债的这种按市值计价风险可以通过与美联储的货币互换额度，或者通过财政部的外汇平准基金来缓解。作为“海湖庄园协议”的一项福利，这两个机构都可以按面值向储备持有者提供美元贷款，以换取其长期国债持有量。这种流动性消除了长期国债按市值计价损失的风险，因为储备管理者总能以债务的面值获得流动性。正如波萨尔（2024 年）所指出的，美联储为应对 2023 年春季地区银行压力而推出的银行定期融资计划提供了一个范例。如果储备管理者能够通过货币互换额度获得大量短期美元流动性，那么持有百年债券的风险就会降低。保持对这种货币互换额度的访问权限，将成为长期留在美国安全和经济保护伞下的强大激励因素。

这样的架构将标志着全球市场发生堪比布雷顿森林体系建立或终结的重大转变。它会让我们的贸易伙伴承担起为全球安全提供资金的更大份额，资金筹集方式将通过美元走弱将总需求重新分配给美国，并将利率风险从美国纳税人转移到外国纳税人身上。它还将更清晰地划定美国防御保护伞的范围，消除有关谁有资格获得保护的一些不确定性。

可行性

最重要的是，多边方式来调整美元汇率只有在我们的贸易伙伴手中有美元可卖的情况下才会奏效。与《广场协议》时期不同，如今大部分外汇储备掌握在我们的中东和亚洲贸易伙伴手中，而非欧洲贸易伙伴。欧元区的外汇储备总额约为 2800 亿美元，瑞士还有约 8000 亿美元。相比之下，中国拥有 3 万亿美元的官方外汇储备（尽管鉴于其国有性质，非官方外汇储备可能要高得多）。



中国拥有 2.8 万亿美元，日本 1.2 万亿美元，印度 6000 亿美元，中国台湾 5600 亿美元，沙特阿拉伯 4500 亿美元，韩国 4200 亿美元，新加坡 3500 亿美元。

目前政府手中可出售的大部分美元掌握在中东和东亚国家政府手中。其中一些国家不像冷战时期的欧洲国家那样友好。要达成这一目标，需要一种不同于促成《广场协议》的外交手段，而且如何恰当地运用施压与利诱的手段可能会极具挑战性。

此外，美国债务的很大一部分由私人部门投资者持有，包括机构投资者和个人投资者。这些投资者不会因为某种协议而将所持美国国债的期限延长。这些投资者若纷纷抛售美元资产，其规模可能会超过外国官方部门延长持有期限所带来的需求。私人部门投资者抛售美元资产的程度取决于这些投资者对价格的敏感度。用于储备目的的资产比用于财富最大化目的的资产更不可能抛售。

在说服贸易伙伴同意采取这种做法方面存在困难，这是在动用关税之后再使用货币工具的一个很好的理由，因为关税能为谈判提供额外的筹码。如果达成了货币协议，取消关税可以成为一大激励措施。

单边货币措施

华尔街的共识是，特朗普政府无法采取单边措施来提振被低估的货币。这些经济学家往往将美联储的政策利率视为美元走势的主要驱动因素，并强调美联储不会仅仅因为总统希望实现某种货币结果就降息。

这种结论是错误的。如果政府愿意发挥创造力，还是有很多办法可循的，并非一定要依赖美联储降息。

《国际紧急经济权力法》

例如，1977 年由吉米·卡特总统签署成为法律的《国际紧急经济权力法》赋予总统在应对“对美国国家安全、外交政策或经济构成威胁”的外国因素时对国际交易实施广泛管控的权力。¹⁸ 这些权力包括限制或禁止国际信贷、支付或证券的转移。¹⁹ 该法案是财政部实施制裁权力和金融治外法权的重要基础。

《国际紧急经济权力法》（IEEPA）也可用于抑制外汇储备的积累，只要政府愿意。如果美元高估的根本原因是储备资产的需求，财政部可以利用《国际紧急经济权力法》降低储备积累的吸引力。一种做法是对外国官方持有的美国国债征收使用费，比如扣留这些持有资产的部分利息支付。储备持有者给美国的出口部门带来了负担，扣留部分利息支付有助于收回部分成本。一些债券持有人可能会指责美国违约，但实际情况是，大多数政府都对利息收入征税，而美国已经对国内持有美国国债的投资者的利息支付征税。尽管这一政策是通过货币手段来影响经济状况，但实际上它针对的是储备积累，而非正式的货币政策。

从法律角度来看，将此类政策定性为用户费用而非税收，能更易于操作，从而避免违反税收协定。此类政策并非资本管制，因为其专门针对外国官方部门，旨在遏制外汇储备积累，而非限制私人投资。

¹⁸ 50 U.S.C. § 1701(a)

¹⁹ 50 U.S.C. § 1702(a)1



当然，收取用户费用有可能引发市场波动。如果过度激励储备出售，可能会导致美元暴跌、利率飙升以及削弱我们在金融领域的域外管辖权。不过，政府可以采取一些措施来降低这些风险：

首先，从小处着手，循序渐进。财政部可以先对汇出的利息征收较低的费用，比如 1%，这样可以避免引发大规模的资金外流。如果这还不足以实现预期的货币贬值，再提高到 2%。等等.....鉴于政策发生了如此剧烈的变化，且可能带来巨大的潜在后果，循序渐进是必要的。找到“恰当”的水平需要时间，但耐心有助于减少不利影响。为了使这一过程更加循序渐进，财政部可以考虑仅对新发行的债券征收费用，而非对旧债券征费。

其次，在征收费用方面，应区分不同国家。显然，特朗普政府会更严厉地限制向中国等地缘政治对手汇款，而对盟友则相对宽松；对那些操纵汇率的国家征收的费用也会高于那些不操纵汇率的国家。政府可能会让盟友享受储备货币使用的便利，而不会让对手享受这种便利。不同国家持有的美国国债所承受的税率可以与其与美国的关系挂钩。财政部可以通过证券托管机构和金融中介机构来实施这些费用；财政部在反洗钱和金融情报方面有充足的工具来很好地识别大多数美国国债的实际持有者。

第三，争取美联储的自愿合作。美联储在货币事务上向财政部让步有着悠久的历史，而财政部在短期利率和需求稳定方面则听从美联储的意见——例如，参见莫欣（2024 年）对此主题的详尽论述。博多、汉佩奇和施瓦茨（2010 年）回顾了以往货币协定和联合干预的历史。当财政部决定采取有关美元的政策时，美联储通常会协助实施；美联储系统的外汇交易台可以协助买卖外汇以实现财政部的目标。（关于美联储如何购买外汇以及为何需要冲销操作，请参阅下一节。）

美联储在限制因财政部干预外汇市场而产生的利率上升方面有先例可循。至关重要的是，美联储的“双重使命”实际上是“三重使命”：国会赋予美联储的使命是实现“最大就业、稳定物价和适度的长期利率”。其中最后一项使命为在汇率政策变动导致利率飙升时进行干预提供了依据，而预先承诺提供支持有助于避免市场波动。美联储在利率方面的使命是法定赋予的，其重要性不亚于物价或就业。

例如，正如阿隆和斯旺森（2011 年）所述，肯尼迪政府时期最初的“扭转操作”的目标是同时防止黄金外流（一种货币目标），同时保持中长期利率处于低位以支持经济。该操作是美联储和财政部的合作，财政部增加了短期债务的发行，而美联储则通过购买长期债务来抵消新增的借款。由于货币流动主要受短期利率影响，这种政策组合既防止了货币外流，又使长期利率保持在较低水平以支持经济。

如果美联储能获得以下条件，它更有可能与财政部协调合作：总统公开支持；白宫公开承认干预只是过渡时期的临时措施，并非永久性举措；以及对其有关短期利率的决策给予政治支持，使其仍能实现通胀和就业目标。本质上，美联储可能需要对其独立性予以保障，以便利用短期利率来实现其通胀和就业任务。这种组合实际上会对收益率曲线设定限制，而非对长期利率的绝对水平加以限制。

²⁰ This might also help alleviate any concerns about the constitutionality of this measure with respect to the contracts clause.

²¹ 12 U.S.C. § 225(a)



关于这一策略，还有三点需要说明。首先，如果储备买家对价格缺乏弹性，那么收益率降低可能无法激励他们将美元资产分散投资。在这种情况下，美元汇率可能不会有太大变动，但美国将节省大量利息支出，用于向这些持有者支付利息。这样一来，即便美元汇率未能调整至合理水平，但美国纳税人也通过储备持有者的补贴形式分担了部分负担。如果美国国债买家缺乏弹性，那么美国就为所提供的公共产品支付了过高的价格，而价格歧视则有助于美国重新获取部分价值。

其次，可能有人担心，过度激励美元储备资产的流出会限制金融领域的域外管辖权，特朗普总统已明确表示决心维护这一权利，并威胁对停止使用美元进行交易的国家征收惩罚性关税。关键在于，对外国官方持有的美国国债征收使用费，并不会干扰美元在支付系统中的使用，只是影响官方部门储备资产的储蓄功能；外汇储备充裕的国家可以在一定程度上减少这些储备，而无需转而使用其他货币来促进国际贸易。此外，这也进一步说明了为何在推行此类政策时，需要循序渐进、小步慢行。财政部需要先充分了解其政策对交易和金融域外管辖权的影响，然后再对美国国债持有者征收使用费，这表明应采取渐进主义。

最后，需要强调的是，这项政策不会扩展到国内持有 UST 证券的投资者，因为这样做没有货币优势，而且如果目的是从利息收入中获取收益，还有其他传统的手段可以实现。《国际紧急经济权力法》（IEEPA）仅授权对涉及外国当事人的交易采取行动，因此在这种结构下，没有权力对国内持有者征收使用费。

储备积累

另一种单方面增强本国货币实力的方法是效仿一些贸易伙伴的做法，积累外汇储备。政府通过购入美元并在市场上将其兑换成其他国家的货币，从而为其他国家的货币创造额外需求，提升其币值。

在实施方面，有两条可行的途径：首先是财政部自身的资产，尤其是其外汇平准基金。总统可以指示财政部长按其认为合适的方式动用外汇平准基金。不过，外汇平准基金规模有限：其净头寸总额不到 400 亿美元，其中 100 亿美元已投资于外汇工具。

外汇稳定基金可以自行融资，但这样做会增加联邦政府的利息负担。外汇稳定基金购买的任何外国资产当然会产生收益，但在当前全球经济形势下，其资产收益几乎肯定会低于负债成本，从而给纳税人造成损失——只要美国的收益率高于我们的贸易伙伴，这就会是一个负利差的交易。

《黄金储备法》还授权财政部长以“其认为最符合公众利益的方式”出售黄金，这为增加外汇储备提供了额外的资金来源。然而，法律规定财政部长必须将此类出售所得“专门用于减少国债”。这一要求可以通过让外汇稳定基金出售远期美元来与增加外汇储备的目标相协调。如果用黄金出售所得来交付远期合约中的美元，这可能符合减少国债的法定要求。还有其他方式可以将外汇稳定基金的交易构建成为一种债务合同以符合法律规定。尽管这在法律上可能是允许的，但出售国家黄金储备来购买外汇工具可能会带来政治成本，并改变资产构成。

22 <https://home.treasury.gov/system/files/206/ESF-June-2024-FS-Trunc-Notes.pdf>

23 USC 31 § 5302(b) authorizes the Secretary to deal in “instruments of credit and securities the Secretary considers necessary.”

24 USC 31 § 5116(a)(1)(A).



美国政府的资产负债表。不过，由于黄金不产生利息，将其出售以换取有正收益的外国债务，应当会给美国政府带来收益。

另一种建立储备投资组合的方式是利用联邦储备系统的公开市场账户，因为联邦公开市场委员会授权纽约联邦储备银行这样做。²⁵ 利用公开市场账户需要美联储的合作——再次强调，鉴于美联储在货币政策方面听从财政部的意见，这并非不可能，而且可以是美联储和财政部之间达成的任何协议的结果，但必须是自愿的，以维护美联储抗击通胀的信誉。

鉴于美联储能够随意创造货币供应量，并且可以以任何资本状况运作，规模限制并非源于购买力，而是源于可购买资产的数量。

积累外汇储备的最大弊端在于需要动用这些储备——汇率问题总是具有两面性。如果美联储印钞购买外汇，就必须对这些外汇加以利用。它可以将外汇存放在外国央行，但这需要对方央行的合作，而且收益相对较低。由于增加货币供应量会引发通货膨胀，这样做会给美国人带来成本，而将所得资金存放在外国央行只能获得较低的利息，这并非资金的有效利用。另外，储备基金也可以购买资产，比如长期的外国政府债券或其他资产，但会使纳税人面临信用风险或其他形式的风险。

如果美联储印制 1 万亿美元，并用这笔钱购买欧洲、日本和中国的债券以支撑主要的外币，那么一旦外国政府重组债务、贬值本国货币或遭遇其他形式的危机，这 1 万亿美元就会面临风险。中国过去曾拒绝偿还债务，而欧元区作为一个相对较新的机构，仍存在一些问题有待解决。正如美国可以利用《国际紧急经济权力法》（IEEPA）扣留外国官方部门持有的美国国债的收益一样，外国政府也可以对美国的任何储备投资组合采取类似政策；外国人可以给我们造成损失。储备投资组合可能会成为一个重大的弱点。此外，即便我们相信中国的资产是可靠的，鉴于中国实施的资本管制，也不清楚我们能大规模购买什么。

与财政部通过借款购买外国资产一样，美联储在储备资产组合上也可能出现亏损。如果美联储购买外国证券导致银行储备金增加从而形成额外负债，并且通过超额准备金利率向这些负债支付利息，那么这笔交易对美联储而言很可能是负收益，因为其资产产生的利息收益会被资金成本所抵消。这种损失会妨碍美联储在其运营账户盈利后向财政部上缴利润的能力——假设美联储最终能够盈利的话。结果，纳税人可能会遭受损失。

此外，这种干预形式可能比其他一些类型更具通胀性。当被出售的美元是中央银行新创造的美元时，货币供应量就会以一种不同于外国持有者出售已有的美元或财政部出售黄金以购买外汇的方式而增加。通胀压力不仅来自货币贬值，还来自国内流动性供应的大幅增加。

美联储无疑会试图遏制这种通胀压力，通过冲销部分货币供应量的增长来削弱其对美元的不利影响。冲销操作可能需要通过其他手段收紧货币政策，比如出售短期国债以抵消因购买外汇而增加的流动性，或者允许长期证券市场账户（SOMA）中的资产到期而不进行再投资，使其从资产负债表中消失。如果通过央行购汇增加外汇储备的方式导致货币供应量增长，且美联储认为这种增长具有通胀性，那么在通胀优先等条件不变的情况下，央行至少会部分抵消这种增长，通过减少货币供应量来支撑美元，并抵消部分抛售的影响。

25 https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_AuthorizationsContinuingDirectivesOMOs.pdf



除了冲销操作，另一种选择是让央行额外提供流动性的膨胀效应在经济中传导。经济学家认为，由于需要冲销央行购买外汇的操作，因此这种干预手段对汇率影响不大。在储备充足且对准备金支付利息的巴塞尔协议最终方案的世界里，基础货币的增加可能不会像美联储过去那样引发同等程度的通货膨胀。金融体系结构的变化可能会减轻美联储冲销货币供应量增加的必要性，如果出现任何令人担忧的通胀压力，美联储可能会选择调整利率而非冲销操作。

如果在通胀压力平缓的时期采取弱势美元政策，此时货币供应量的增加并非货币决策者所担忧的问题，那么就有减少冲销操作的空间。当然，这在很大程度上取决于采取这种政策时的经济环境。

第五章：市场与波动性考量

关税还是美元或投资

特朗普若能连任，其在重塑国际贸易和金融体系方面的举措可能会比第一任期更为强硬。由于特朗普总统无法再竞选连任，他可以专注于自己的政治遗产，并努力实现其核心目标，即再工业化、重振制造业以及提升国际竞争力。我已经审视了一系列有助于达成这些目标的政策工具。

尽管波动风险不容忽视，但特朗普总统在其执政期间多次表达了对金融市场健康状况的关切。这种关切是其经济政策观以及其总统任期成功与否的关键所在。因此，我预计政策的推进将会循序渐进，力求将为改善储备资产提供和防御保护伞方面的负担分担所做的努力可能给市场带来的任何不良后果降至最低。

此外，特朗普总统对关税并不陌生，而且上次对华加征关税成功增加了财政收入，而大幅调整美元政策对他而言则是全新的尝试，而且他的一些亲信顾问过去也曾警告称，此举可能带来潜在风险。在财政赤字巨大的当下，关税能带来收入，而汇率调整则不能。

这些考虑表明了几种结果：

在调整美元政策方面，我们有充分的理由比调整关税时更加谨慎。

- 2) 在风险得以降低之前，不太可能采取措施来增强被低估的货币。政府可能会等待通胀和赤字进一步降低，以限制美元政策改变可能带来的长期收益率大幅上升所带来的潜在危害。等待美联储领导层的更替增加了美联储自愿配合以适应货币政策变化的可能性。
- 3) 关税既是获取财政收入和实现公平的手段，也是谈判中的筹码。由于美国在谈判中拥有更大的筹码，达成的协议条款会更有利，因此在转向需要贸易伙伴合作才能实施的软美元政策之前，美国可能会先征收关税。上次，关税促成了与中国的第一阶段协议。下次，或许会促成一项更广泛的多边货币协议。

因此，我预计政策对美元的影响会先利好后利空。

虽然现在人们对关税已有相当程度的了解——关税会导致美元升值，不过升值幅度尚有争议——但货币政策的轮廓却不太为人所知，部分原因在于几十年来它一直未变。这也表明，在货币变动方面应比在关税变动方面更加谨慎。

关税所提供的杠杆作用还有另一个潜在用途：达成另一种形式的“海湖庄园协议”，即以取消关税为条件，换取我们的贸易伙伴，尤其是中国，在美国进行大规模的工业投资。这种以投资换关税的做法在里根政府时期解决贸易争端时曾发挥过关键作用（部分由罗伯特·莱特希泽牵头）。特朗普总统在7月的讲话中表示，他欢迎中国在美国建设汽车工厂等项目。虽然达成这样的协议是有可能的，但也有理由保持谨慎。首先，中国在遵守与美国达成的贸易协议方面记录不佳，而且第一阶段协议的记忆仍历历在目。因此，美国应当要求一些保障措施，比如将中国的美国国债存入托管账户，以确保其遵守此类协议。其次，中国不愿做出诸如将部分工业生产转移到国外从而为非中国人创造就业机会这样的让步，而且很可能不会同意。

要达成这样的协议，无需冗长的谈判或施加巨大的压力。美国不会坐视中国拖延谈判，所以很可能会先加征关税以促使谈判尽快进行。这很可能还是先加征关税，然后达成协议的情况，因为协议的达成需要一定的压力来促成。

此外，由于降低通胀对于缓解债券市场的担忧以及让美联储能够推行更深度的降息周期至关重要，特朗普政府可能会优先考虑通过供给侧自由化来降低通胀的结构性政策。这意味着要大力放松监管，并集中精力降低能源价格。这种组合可能对油价不利，但对能源生产商的影响则不明确，而对股票和经济增长则相当有利。如果放松监管能够提高潜在增长率并降低通胀——正如这在特朗普政府第一任期内促成了非通胀性增长——这将有助于支撑债券和股票市场。

最后，关税的实施可以采用分级制，依据其他国家在储备资产和安全保护伞提供方面分担责任的意愿而定。那些乐于分担责任并努力处于安全保护范围内的国家，可能会被征收较低的关税。而那些被征收较高关税的国家，其资产可能会遭受不成比例的损失。

多边货币方法

让贸易伙伴同意采取多边方式来增强被低估货币的币值，有助于遏制不必要的汇率波动。达成一项协议，让我们的贸易伙伴将其储备资产转换为超长期美国国债，这将：a) 减轻财政部的资金压力，并减少财政部需要向市场出售的长期国债数量；b) 通过减少随着预算状况恶化而需以更高利率进行再融资的债务规模，提高债务的可持续性；c) 巩固我们提供的防御保护伞与储备资产之间的关联。在这种情况下，甚至可能有理由出售永久债券而非百年债券。

在这个世界上，美元和长期收益率可以同时下降，而非背道而驰。但是，正如上文所述，将友好/盟国央行持有的美国国债期限拉长就已经相当困难；这种资金流动必须压倒来自私人部门的抛售，而这取决于私人部门对汇率损失的敏感程度，其规模可能相当可观。不确定性在于，私人部门持有的美元资产中有很很大一部分是作为储备，因此对价格变动的敏感度要低得多。这种情况在多大程度上只是短期波动，将取决于货币贬值的幅度、私人部门的敏感度、美国长期预算前景改善的程度，以及美联储是否决定配合这一进程。

单边货币措施

单边货币手段会带来更大的波动风险，但能增加行动的灵活性。如果美联储印钞购买外国资产，可能会试图对冲这种货币创造的影响，而这种对冲操作会产生后果——很可能导致前端收益率上升、后端收益率下降以及收益率曲线变平。如果财政部对外国储备持有者的美国国债征收使用费，那么如果美联储愿意帮助抑制利率出现任何不必要的波动，这将非常有帮助，但前提是美联储在追求其通胀目标方面拥有自由裁量权。

如果美联储不配合单方面调整货币政策，那么市场波动可能会加剧。如果美国通过向外国国债持有者汇出利息或本金时征收手续费来限制其持有量，那么期限溢价可能会上升，因为外国人会减少持有量。国债收益率大幅上升可能会导致股市下跌。因此，如果采取这种做法，政府可能会循序渐进，从很小的扣留比例开始。小幅度且缓慢的行动会降低市场波动，但会增加政府找到合适利率和货币价值组合所需的时间。耐心将是关键。

尽管采取了任何渐进主义的尝试，市场仍有可能大幅波动；哪怕只是暗示政策会有这样的变化，也可能引发市场大幅波动，而无需实际实施该政策。这种波动风险可能会加剧。



随着全球投资者重新调整投资组合，减少美元资产配置，长期收益率上升。若没有美联储协助限制收益率，也没有外汇储备持有者延长债务期限，政府在干预以稳定收益率方面可选的良策就更少了。不过，仍有一些手段可用：

- 1) 如米兰和鲁比尼（2024 年）所讨论的积极型国债发行。通过缩短债务的期限结构，财政部可以减少长期债券的供应，以抵消因外国抛售而增加的供应。正如米兰和鲁比尼（2024 年）所讨论的，这种政策存在局限性和成本。在这种情况下，积极型国债发行的合理性在于缓冲因外国抛售而产生的波动。
- 2) 在这种情况下，外汇平准基金可用于帮助降低波动性。
- 3) 推行放松管制、廉价能源和财政整顿的并行政策，旨在削减赤字和抑制通货膨胀，这将刺激总需求并减少债务供应，从而有助于抵消外国投资者的抛售。采取非金融措施来巩固美国国债的基本吸引力也会有所帮助。

这些措施都无法在短期内为应对市场波动提供巨大的资金实力，但长期来看可能会占上风。显然，采取这种单边行动风险更大，但如果总统决定要对货币市场进行干预，这仍是一个选项。

在所有情况下

如果政府采取上述任何一种做法，那么在所有这些可能的情形中都会有一些共同的后果。

首先，对盟友、对手和中立贸易伙伴之间的界限划分将更为明确。盟友处于安全和经济保护伞之下，但需承担更多责任。根据责任分担的程度，盟友可能会获得更有利的贸易或货币条件。那些不在安全保护伞之下的国家，在国际贸易友好安排和进入美国消费市场方面也会被排除在外，它们将面临更为严厉的关税和其他政策带来的成本。这对资产价格有着明显的潜在影响。

其次，若不进行责任分担就撤回安全保障，这一威胁本身可能会带来潜在的不稳定后果。这是否会促使世界各国加大国防投入？这是否会鼓励那些不法分子对如今不在安全保障范围内的国家采取更具侵略性的行动？这些都存在很大的不确定性，将影响市场。对于那些面临更大安全风险的国家，其资产的风险溢价可能会上升。

第三，外汇市场隐含波动率结构性上升。政策出现几十年一遇的重大转变的可能性应当会显著提高市场对波动率的预期。

第四，这些政策可能会促使那些希望尽量减少对美国依赖的人加倍努力。寻找美元及美元资产替代品的行动将会加剧。人民币国际化或创建某种“金砖国家货币”仍面临重大结构性挑战，因此此类努力可能仍会失败，但黄金或加密货币等替代储备资产可能会从中受益。

第六章：结论

特朗普的下一个任期有可能给国际经济体系带来全面变革，并可能伴随市场波动。投资者有必要了解可能被用于此目的的手段，以及政府可能采取的避免不良后果的方法。本文试图提供一份实用指南：对一些工具及其经济和市场影响进行概述，并提出可采取的措施以减轻不良的副作用。

华尔街普遍认为，如果政府有意影响美元的外汇价值，却无能为力，这种看法是错误的。政府有很多手段可以做到这一点，无论是通过多边还是单边行动。不过，无论采取何种方式，都必须注意采取措施以尽量减少汇率波动。贸易伙伴或美联储的协助在这方面会有所帮助。

无论如何，由于特朗普总统已表明关税是其成功从贸易伙伴那里获取谈判筹码和收入的手段，因此在动用任何货币工具之前，关税很可能会被使用。由于关税对美元有利，投资者有必要了解国际贸易体系改革的先后顺序。美元可能会先走强，之后才会反转，如果真会反转的话。

特朗普政府有一条途径可以重新构建全球贸易和金融体系以造福美国，但这条途径很狭窄，需要精心规划、精准执行，并且要关注采取措施以尽量减少不利影响。

参考文献

- Autor, David, David Dorn and Gordon Hanson. “The China shock: learning from labor-market adjustment to large changes in trade.” *Annual Review of Economics* 8, 2016.
- Autor, David, David Dorn, and Gordon Hanson. “On the persistence of the China shock.” *Brookings Papers on Economic Activity*, 2021
- Amiti, Mary, Mathieu Gomez, Sang Hoon Kong, David Weinstein. “Trade protection, stock-market returns, and welfare.” *NBER Working Papers* No. 28758, 2021.
- Amiti, Mary, Stephen J. Redding, and David E. Weinstein. “The impact of the 2018 tariffs on prices and welfare.” *Journal of Economic Perspectives* 33(4), 2019.
- Bessent, Scott. “The fallacy of Bidenomics: a return to central planning.” Interview and essay at a conference hosted by the Manhattan Institute, 2024.
- Bordo, Michael D and Robert N McCauley. “Triffin: dilemma or myth?” *BIS Working Paper* No. 684. 2017. Broda, Christian, Nuno Limao and David E. Weinstein. “Optimal tariffs and market power: the evidence.” *American Economic Review* 98(5), 2008.
- Briggs, Joseph. “Foreign spillovers and Fed policy in a time of global monetary policy tightening.” *Goldman Sachs U.S. Economics Analyst*, 9 October 2022.
- Brown, Chad. “U.S.-China trade war tariffs: an up-to-date chart.” *Peterson Institute for International Economics Charts*, 2023.
- Cavallo, Alberto, Gita Gopinath, Brent Meiman and Jenny Tang. “Tariff pass-through at the border and at the store: evidence from US Trade Policy.” *American Economic Review: Insights* 3(1), 2021.
- Cipriani, Marco, Linda S. Goldberg and Gabriele La Spada. “Financial sanctions, SWIFT, and the architecture of the international payments system.” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 1047, 2023. Chodorow-Reich, Gabriel, Matthew Smith, Owen M. Zidar and Eric Zwick. “Tax policy and investment in a global economy.” *NBER Working Paper* No. 32180, 2024.
- Costinot, Arnaud and Andres Rodriguez-Clare. “Trade theory with numbers: quantifying the consequences of globalization.” *Handbook of International Economics, Volume 4*, Elsevier, 2014.
- Du, Wenxin, Joanne Im, and Jesse Schreger (2018). “The U.S. Treasury premium.” *Journal of International Economics* 112.
- Jeanne, Olivier and Jeongwon Son John, “To what extent are tariffs offset by exchange rates?” *Journal of International Money and Finance* 142, 2024.
- Fajgelbaum, Pablo D, Pinelopi K Goldberg, Patrick J Kennedy and Amit K Khandelwal. “The return to protectionism.” *Quarterly Journal of Economics* 135(1), 2020.
- Farhi, Emmanuel, Gita Gopinath, and Oleg Itskhoki. “Fiscal devaluations.” *Review of Economic Studies* 81(2), 2014. Feldstein, Martin and Paul Volcker. “An interview.” *Journal of Economic Perspectives* 27(4), 2013.
- Freeman, Rebecca, Richard Baldwin, and Angelos Theodorakopoulos. “Supply chain disruptions: shocks, links, and hidden exposure.” *Bank of England Underground*, 29 November 2023.
- Goldbeck, Dan. “Week in regulation: a trillion-dollar year.” *American Action Forum research*, 2024.
- Gopinath, Gita. “The international price system.” *NBER Working Paper* No. 21646. 2015.



Iyoha, Ebehi, Edmund Malesky, Jaya Wen, Sung-Ju Wu, and Bo Feng. “Exports in Disguise?: Trade rerouting during the US-China trade war.” Harvard Business School Working Paper 24-072, 2024.

Laforte, Jean-Philippe. “Overview of changes to the FRB/US model.” FEDS Notes, 2018.

Laperriere, Andy, Don Schneider and Melissa Turner. “Acting alone: presidency relatively more important in this election.” Piper Sandler US Policy Macro Research. October 24, 2024.

Levin, Andrew T. and Christina Parajon Skinner. “Central bank oversight: assessing the Fed's accountability to Congress.” Hoover Institution Economic Working Papers Number 21320, 2024.

McKinsey Global Institute. “An exorbitant privilege? Implications of reserve currencies for competitiveness.” Discussion paper, December 2009.

Miran, Stephen and Nouriel Roubini. “ATI: Activist Treasury Issuance and the tug-of-war over monetary policy.” Hudson Bay Capital Research Series, 2024.

Mohsin, Saleha. “Paper soldiers: how the weaponization of the dollar changed the world order.” Portfolio, 2024. Poszar, Zoltan. “Money and World Order.” Ex Uno Plures 2(8), 2024.

Saez, Emmanuel, Joel Slemrod, and Seth H. Giertz. “The elasticity of taxable income with respect to marginal tax rates: a critical review.” Journal of Economic Literature 50(1), 2013.

Zhou, Xiaochuan. Reform of the international monetary system. People's Bank of China, 2009.

披露

一般披露：

本文所表达的观点仅为作者个人观点，并不代表哈德逊湾资本的观点或政策。

本材料仅供信息参考之用，并不构成投资建议、推荐或向任何司法管辖区内的任何人购买或出售任何证券的要约或招揽。所表达的观点截至 2024 年 11 月，且可能随时变更，恕不另行通知。对本材料中信息的依赖完全由读者自行决定。投资有风险。Hudson Bay 不承担任何义务更新或修订任何陈述或信息，或纠正任何因新信息、未来事件或其他原因导致的不准确之处。未经 Hudson Bay 授权，不得向任何人展示、复制、分发或提供本演示文稿。

本信息并非详尽无遗，亦不构成任何明示或暗示的陈述或保证，不保证所含信息的准确性和完整性。本材料可能包含预测和前瞻性陈述，包括预测，但不构成对未来表现的保证。

在适用法律允许的范围内，Hudson Bay Capital Management LP、Hudson Bay Capital UK LLP、Hudson Bay Capital Associates LLC、Hudson Bay International Associates LLC 及其各自的关联公司、管理人员、董事、员工、负责人或代理人均不对您或任何其他因本陈述的制作或内容中的任何错误或遗漏承担责任，也不在任何情况下对您或任何其他因使用或无法使用本陈述、您或任何其他依赖本陈述所采取的任何行动或决策，或本陈述的任何未经授权的使用或复制而产生的任何损失或损害（无论是直接、间接、特殊、附带、经济或后果性的、惩罚性的或示范性的）承担责任。