



重组用户指南 全球贸易体系

2024 年 11 月

执行摘要

改革全球贸易体系,让美国工业与世界其他国家处于更公平的地位,这是特朗普总统几十年来一直坚持的主题。我们可能正处于国际贸易和金融体系世代更替的风口浪尖。

经济失衡的根源在于美元持续高估,阻碍了国际贸易的平衡,而这种高估是由储备资产缺乏弹性的需求所驱动的。随着全球 GDP 的增长,美国为储备资产和国防提供资金的负担越来越重,因为制造业和贸易部门承担了大部分成本。

在本文中,我试图列出一些可用于重塑这些体系的工具、使用这些工具时产生的权衡以及将副作用降至最低的政策选择。这不是政策倡导,而是试图了解贸易或金融政策可能出现的重大变化对金融市场产生的影响。

关税可以带来收入,如果通过货币调整来抵消,则不会产生通胀或其他不利的副作用,这与 2018-2019 年的经验一致。虽然货币抵消可能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提供资金的,而该国的实际购买力和财富会下降,而增加的收入可以改善储备资产提供的负担分担。关税的实施方式可能会与国家安全问题密切相关,我将讨论各种可能的实施方案。

我还在美国其他税收制度的背景下讨论了最佳关税税率。

旨在纠正其他国家货币低估的货币政策带来了完全不同的权衡和潜在影响。从历史上看,美国一直奉行多边货币调整方法。虽然许多分析师认为没有可用的工具可以单方面解决货币估值错误问题,但事实并非如此。我描述了多边和单边货币调整战略的一些潜在途径,以及减轻不良副作用的方法。

最后,我讨论了这些政策工具对金融市场产生的各种影响,以及可能的顺序。

Stephen Miran,高级策略师

Stephen Miran 是 Hudson Bay Capital 的高级策略师。此前,Miran 博士曾担任美国经济政策高级顾问
财政部,他在疫情期间协助制定财政政策。在财政部之前,米兰博士曾在
十年的投资专家经验。米兰博士还是曼哈顿政策研究所的经济学研究员。他获得了
哈佛大学经济学博士、波士顿大学文学士。

请直接发送询问至 research@hudsonbaycapital.com

内容

执行摘要.....	1
第 1 章:简介.....	3
第 2 章:理论基础.....	5
经济不满的根源在于美元.....	5
特里芬世界.....	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
发生率、收入和贸易流量.....	16 货币抵消和金融市
场.....	18 货币抵消发生的可能性有多
大?	20
资费实施.....	21
分级实施.....	21 分级规模、杠杆和安全
性.....	22 关税和竞争力.....
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
法.....	28 可行
性.....	29 单边货币方
法.....	30 国际经济政策框架协议
(IEEPA).....	30
储备积累.....	32
第五章:市场和波动性考虑因素.....	35
关税然后美元或投资.....	35
多边货币方法.....	36 单边货币方
法.....	36 在所有情况
下.....	37
第六章:结论.....	38
参考文献.....	39
披露.....	41

第 1 章:简介

过去十年,美国人对国际贸易和金融体系服务质量的看法大幅恶化。即使经济学家们没有,选民们对国际贸易体系的共识也已经瓦解,两大政党都采取了旨在提升美国在其中地位的政策。

随着特朗普总统凭借强大的民主党支持赢得连任,我们有理由期待特朗普政府对国际贸易和金融体系进行重大改革。本文探讨了一些可用于实现这一目标的工具。与华尔街和学术界的许多论述相反,政府可以使用一些强大的工具来影响贸易条件、货币价值和国际经济关系结构。

特朗普总统在竞选期间曾提议将对中国的关税提高到 60%,对世界其他国家的关税提高到 10% 或更高,并将国家安全与国际贸易交织在一起。许多人认为关税具有高度通胀性,可能导致严重的经济和市场波动,但事实并非如此。事实上,2018-2019 年的关税,即有效税率的大幅提高,几乎没有对宏观经济产生明显影响。美元升值幅度几乎与有效关税税率相同,抵消了大部分宏观经济影响,但带来了可观的收入。由于中国消费者的购买力随着人民币贬值而下降,中国实际上支付了关税收入。在刚刚经历关税税率大幅上调之后,这一经验应该可以为未来的贸易冲突分析提供参考。

特朗普总统还讨论了对美元政策进行重大改革。全面征收关税和放弃强势美元政策可能会产生几十年来最广泛的影响,从根本上重塑全球贸易和金融体系。

有一条道路可以实施这些政策而不会产生重大不利影响,但这条道路很狭窄,需要用货币抵消关税,并采取渐进主义或与盟友或美联储就美元进行协调。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将其最小化。

从贸易角度来看,美元持续被高估,很大程度上是因为美元资产充当着世界储备货币的角色。这种高估给美国制造业带来了沉重的负担,同时使经济的金融化部门受益,而富裕的美国人 also 从中受益。然而,特朗普总统却赞扬了美元的储备地位,并威胁要惩罚那些不再将美元用作储备货币的国家。我预计,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得到解决:特朗普政府可以尝试寻找方法来收回其他国家从我们的储备货币中获得的一些好处,而不是试图结束美元作为全球储备货币的使用。将其他国家的总需求重新分配给美国,增加美国财政部的收入,或两者兼而有之,可以帮助美国承担为不断增长的全球经济提供储备资产的不增加的成本。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护伞视为相互联系的,并共同承担它们的负担。

本文的其余部分结构如下:首先,我回顾了导致我们经济失衡的根本经济原因。其次,我探讨了解决这些不满的关税驱动方法。第三,我回顾了多边和单边货币驱动方法。最后,我讨论了市场后果。

本文并非政策倡导。我试图分析民族主义者批评现行制度背后的贸易条件经济不平衡,描述一系列可用于解决这一问题的工具,并分析这些工具的相对优势或劣势以及潜在后果。

重组全球贸易体系的用户指南

我的分析仅反映我个人的观点,不代表特朗普总统团队或哈德逊湾资本任何人的观点。

分析的目的是了解可能实施的一系列政策,以便我们的团队和客户可以评估可能导致的经济和金融市场后果。

重组全球贸易体系的用户指南

第 2 章:理论基础

经济不满的根源在于美元

特里芬世界

对现行经济秩序的深切不满源于美元持续高估和不对称的贸易条件。这种高估使美国出口竞争力下降,美国进口更便宜,并阻碍了美国制造业的发展。随着工厂关闭,制造业就业率下降。这些地方经济衰退,许多工薪家庭无法养活自己,对政府救济或阿片类药物上瘾,或搬到更繁荣的地方。由于政府不再提供服务,基础设施衰落,住房和工厂被废弃。社区“荒废”。

根据 Autor、Dorn 和 Hanson (2016) 的研究,2000 年至 2011 年间,由于对华贸易增加的“中国冲击”,美国制造业岗位消失了 60 万至 100 万个。如果算上更广泛的类别,这十年间因贸易而流失的岗位接近 200 万个。即便十年间流失 200 万个岗位,也只代表每年 20 万个,这仅仅是每年因技术、企业和行业的兴衰以及经济周期而流失的岗位的一小部分。

但这种逻辑存在两个缺陷:首先,随着新研究的出现,贸易造成的失业估计值随着时间的推移而增加,例如 Autor、Dorn 和 Hanson (2021);“中国冲击”比最初的估计要大得多。事实上,大量依赖当地制造业经济的非制造业工作岗位也消失了。其次,许多失业集中在难以找到替代就业机会的州和特定城镇。对于这些社区来说,损失是严重的。

“历史的终结”观念的逆转和国家安全威胁的重现使问题更加严重。由于没有重大地缘政治对手,美国领导人认为他们可以将工业产能下降的影响降到最低。

但随着中国和俄罗斯不仅对贸易构成威胁,而且对安全构成威胁,拥有一个强大且多元化的制造业就显得更加必要。如果没有供应链来生产武器和防御系统,你就没有国家安全。正如特朗普总统所说,“如果你没有钢铁,你就没有国家。”¹

虽然许多经济学家未能将这些外部因素纳入他们的分析,因此乐于依靠贸易伙伴和盟友建立这样的供应链,但特朗普阵营并不相信。美国的许多盟友和合作伙伴与中国的贸易和投资流量远远大于与美国的贸易和投资流量;如果情况变得更糟,我们真的可以相信他们吗?

这些问题因中国咄咄逼人的间谍活动而变得更加严重。据《华尔街日报》报道,²

仅在 9 月份,“美国联邦调查局 (FBI) 就表示,一家与中国政府有关联的公司在美国、英国、法国、罗马尼亚和其他国家/地区入侵了 26 万台联网设备,包括摄像头和路由器。[并且] 一项美国国会调查显示,美国海港使用的中国货物起重机嵌入了可让北京秘密控制它们的技术。”从中国进口的敏感产品的安全、间谍和破坏漏洞持续增加。

从这个角度看,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,但进口自国外的商品仍然价格低廉。那么,货币市场(按交易量计算是世界上最大的市场)怎么可能不平衡呢?

答案在于,货币均衡至少有两个概念。一个概念植根于国际贸易模型。在贸易模型中,货币会长期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>

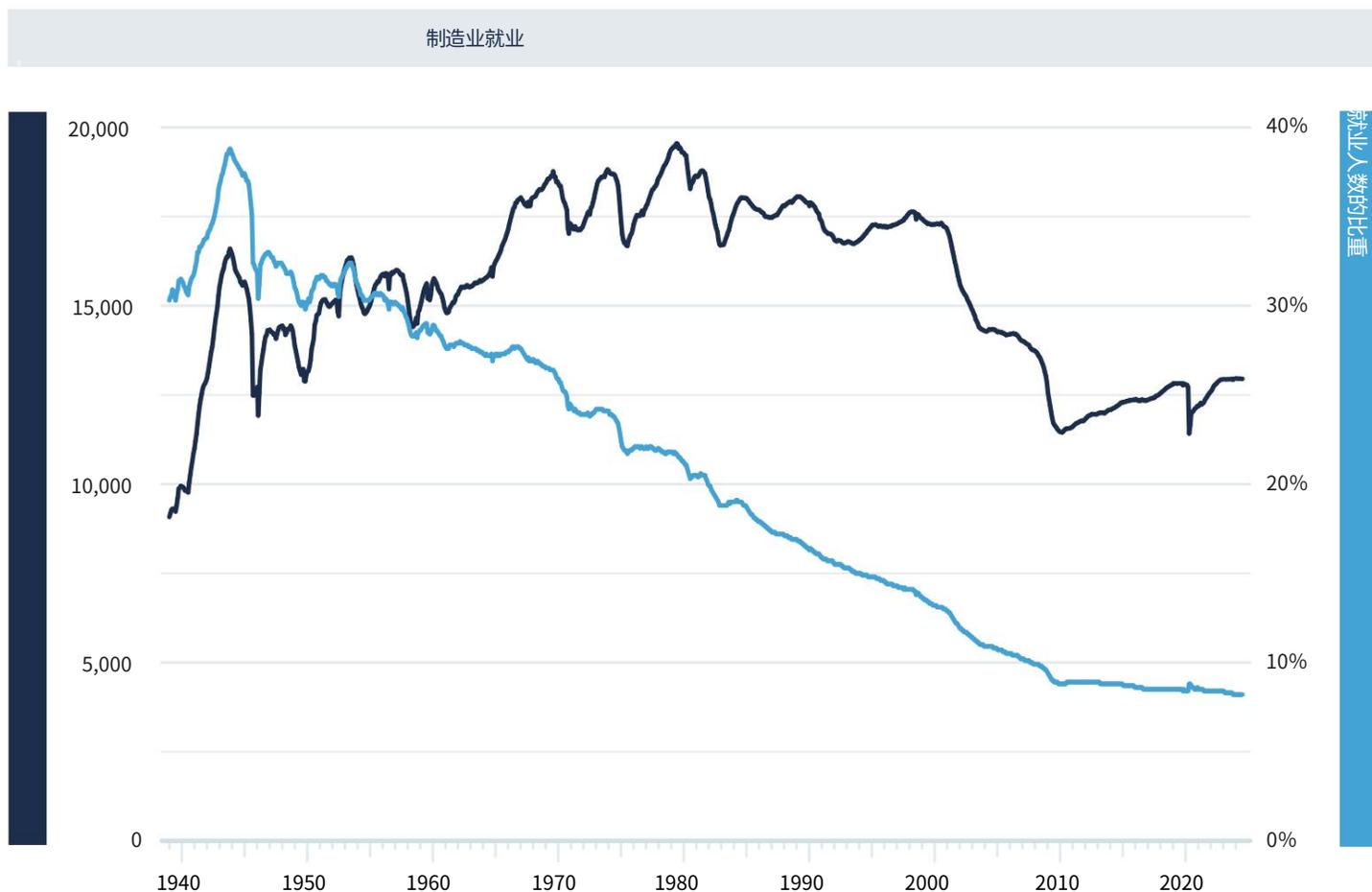


图 1 美国制造业就业情况。资料来源:劳工统计局

如果一个国家长期保持贸易顺差,那么它就会通过出售商品获得外汇,然后以本国货币出售,从而推高本国货币。这一过程会一直持续下去,直到其货币足够强势,出口下降,进口增加,从而实现贸易平衡。

另一个均衡概念是金融均衡,它源于储蓄者在不同国家之间选择投资替代品。在这个均衡概念中,货币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所谓。

然而,当一个国家的货币是储备资产时,后一类模型会变得更加复杂,就像美国的货币一样。由于美国向世界提供储备资产,因此对美元 (USD) 和美元的需求

国库证券 (UST) 并非以平衡贸易或优化风险调整后的收益为目的。这些储备功能有助于促进国际贸易,并为大量储蓄提供载体,这些储蓄通常出于政策原因 (例如储备或货币管理或主权财富基金) 而非收益最大化而持有。

大部分 (但不是全部) 美元和美国国债的储备需求都缺乏经济或投资基本面的弹性。购买美国国债以担保密克罗尼西亚和波利尼西亚之间的贸易,这与美国贸易平衡、最新就业报告或美国国债与德国国债的相对回报率无关。

这种现象体现了比利时经济学家罗伯特·特里芬 (Robert Triffin) 所称的“特里芬世界”。在特里芬世界中,储备资产是全球货币供应的一种形式,对它们的需求取决于全球贸易和储蓄,而不是国内贸易平衡或储备国的回报特征。

当储备国相对于世界其他国家来说规模较大时,其储备地位不会给储备国带来显著的外部性。特里芬均衡与贸易均衡之间的距离为

较小。然而,当储备国相对于世界其他国家较小时(例如,由于全球经济增长长期超过储备国的增长),紧张局势就会加剧,特里芬均衡和贸易均衡之间的差距可能会很大。对储备资产的需求导致货币严重高估,从而产生实际经济后果。

在特里芬世界中,储备资产生产者必须持续保持经常账户赤字,这是出口储备资产的另一面。美国国债成为出口产品,为全球贸易体系提供动力。通过出口美国国债,美国获得外汇,然后通常用于购买进口商品。美国拥有巨大的经常账户赤字,不是因为它进口太多,而是因为它必须出口美国国债来提供储备资产并促进全球增长。美国(例如费尔得斯坦和沃克,2013年)和中国(例如周小平,2009年)的著名政策制定者都讨论过这种观点。³

随着美国相对于全球 GDP 的缩水,它为资助全球贸易和储蓄而必须维持的经常账户或财政赤字占国内经济的比例越来越大。因此,随着世界其他地区的增长,我们自己的出口部门所遭受的后果——美元高估刺激进口——变得更加难以承受,经济中这一部分所遭受的痛苦也越来越大。

最终(理论上),会达到特里芬“临界点”,此时赤字会增长到足以引发储备资产的信用风险。储备国可能会失去储备地位,引发全球不稳定浪潮,这被称为特里芬“难题”。事实上,作为储备货币的悖论是它会导致永久性的双重赤字,而这反过来又会导致公共和外债随着时间的推移而无法持续地积累,最终破坏这种大型债务国经济体的安全和储备货币地位。

尽管美国在全球 GDP 中的份额从 1960 年代的 40% 下降到 2012 年的 21%,并略微回升至目前的 26%,但仍远未达到临界点,部分原因是美元或美国国债没有其他有意义的替代品。储备货币必须可以兑换成其他货币,储备资产必须是一种稳定的价值储存手段,并受到可靠的法治的管理。虽然中国等其他国家也渴望成为储备货币,但它们都不满足这两个标准。尽管欧洲可能成为储备货币,但其债券市场相对于美国国债市场而言过于分散,其在全球 GDP 中的份额缩水幅度甚至超过了美国。

值得注意的是,美国在全球 GDP 中的份额在全球金融危机期间跌至谷底,此后一直保持稳定或改善,与制造业就业模式一致。从这个角度来看,我们在全世界 GDP 中的份额推动了贸易均衡中特里芬扭曲的规模,进而推动了可贸易部门的状态。

这些货币发展的背景是定义国际贸易体系的关税制度,从广义上讲,这些关税制度被锁定在为不同的经济时代设计的配置中。

根据世界贸易组织的数据,美国对进口产品征收的实际关税是全球最低的,约为 3%,而欧盟约为 5%,中国为 10%。⁴这些数字是所有进口产品的平均值,并不反映双边关税税率;双边差异可能要大得多,例如,美国对从欧盟进口的汽车只征收 2.5% 的关税,而欧洲对美国进口的汽车征收 10% 的关税。⁵许多发展中国家的税率要高得多,孟加拉国的有效税率是世界上最高的,为 155%。这些关税在很大程度上是美国希望以优惠条件向世界其他国家慷慨开放市场以协助二战后重建或在冷战期间建立联盟的时代的遗产。此外,

³ Bordo 和 McCauley (2017) 提供了对特里芬难题“经常账户”和“财政”版本的批判性分析。他们对这些理论的驳斥,更多是集中于短期内缺乏困境/危机,以及无法确定任何此类交叉点,而不是集中于无法忽视基本机制。

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>

有些案例大大低估了竞争环境的不公平性,因为有些国家设置了实质性的非关税壁垒,窃取了知识产权等等。理论上,如果浮动货币调整以抵消先前的关税税率,先前的关税税率可能不会影响贸易,但它们对收入和负担分担有着非常重大的影响(见下文讨论)。

US SHARE OF WORLD GDP

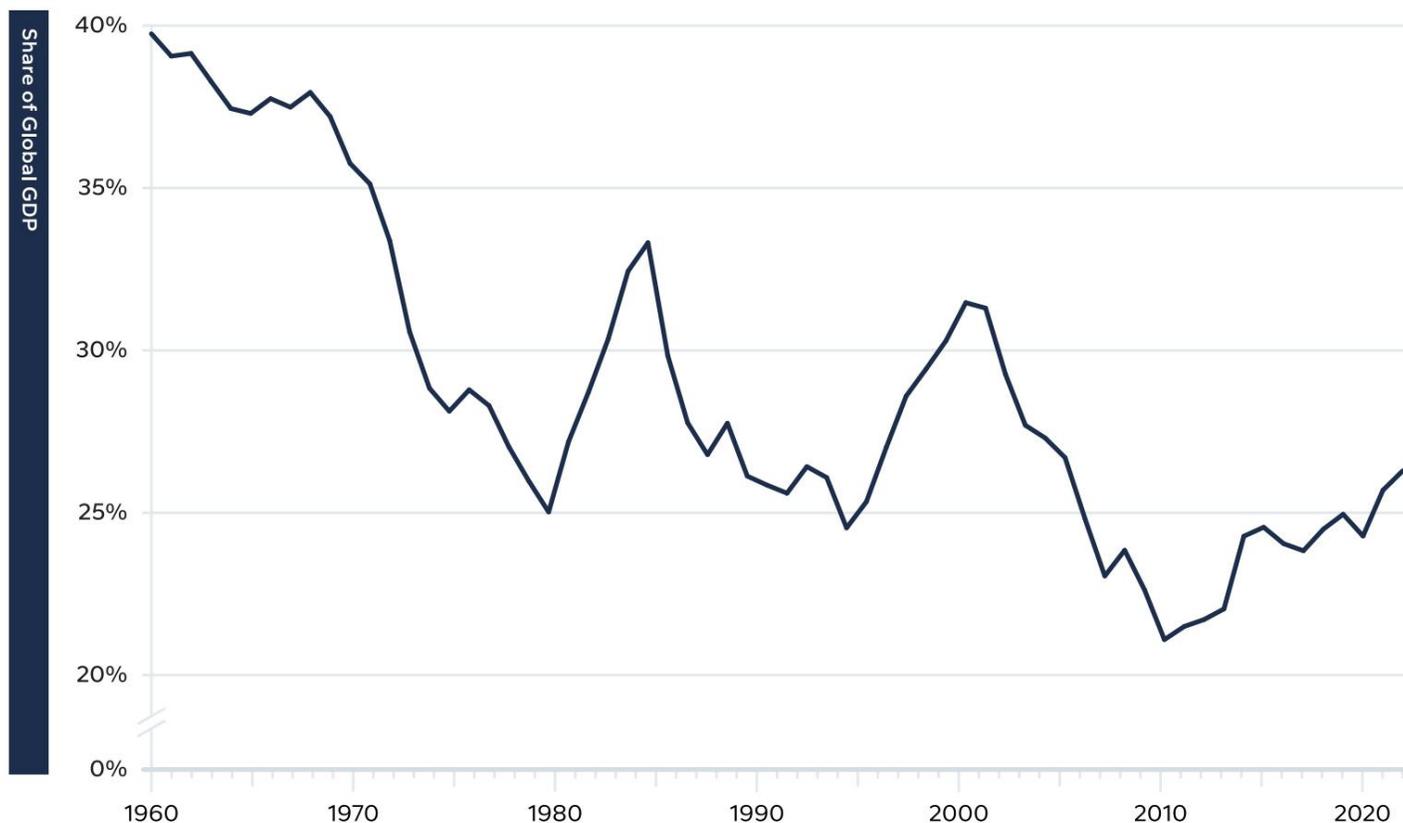


图 2美国占全球 GDP 的份额。资料来源:世界银行

经济后果

虽然我们可能还远未达到构成特里芬难题临界点的经济危机,但我们仍必须考虑特里芬世界的后果。储备国地位会带来三大后果:借贷成本略低、货币更昂贵,以及通过金融体系追求安全目标的能力。

1) 借贷成本降低

由于美国国债的储备需求持续存在,美国可能能够以低于其他情况下的收益率借款。由于经济学家几乎没有什么变化可供研究(几十年来我们一直是唯一的储备货币),因此不可能确信这种好处有多大。

一些估计,尽管是虚构的,但其将达到借贷收益率的 50-60 个基点(麦肯锡,2009 年)。

无论如何,有许多国家的借贷成本远低于美国。截至本文撰写之时,除英国外,所有 G7 成员国的借贷成本都低于美国,英国的借贷成本比美国高出十分之一。瑞士和瑞典等其他同类国家的借贷成本也低于美国,瑞士的借贷成本比美国低近 4 个百分点。与此同时,曾经陷入困境的债务国希腊的借贷成本却比美国低一个百分点以上。

更准确地说,可以创建一个对冲货币风险的合成美元借款利率,即检查与抛补利率平价的偏差,如 DuJm 和 Schreger (2018) 所述。目前 (通常)美国相对于其他 G10 借款人的这种偏差接近于零;换句话说,相对于其他发达国家,美国几乎没有获得特殊借款利率。然而,G10 与新兴市场的利率仍有相当大的差异,这表明新兴市场相对于发达市场支付借款溢价。

我从中得出的推论是,虽然在其他条件相同的情况下,作为储备货币可能会降低借贷成本,但无论获得什么好处,与央行政策前景、增长和通胀预测以及股票市场表现等因素相比,都可能显得微不足道。

然而,借贷优势可能有不同的表述:它不是降低借贷成本,而是降低借贷的价格敏感性。换句话说,我们不一定能以更低的成本借贷,但我们可以借更多钱而不会推高收益率。这是储备资产需求价格缺乏弹性的结果,而另一方面,我们却存在巨额外部赤字来为储备提供资金。

2) 货币更加丰富

作为世界储备生产国,更重要的宏观经济后果是,对美国资产的储备需求推高了美元,使其升值至远远超过长期平衡国际贸易的水平。根据国际货币基金组织的数据,全球官方外汇储备约为 12 万亿美元,其中约 60% 以美元计价。实际上,美元储备持有量要高得多,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,甚至是货币市场。作为参考,7 万亿美元约占美国 M2 货币供应量的三分之一;创造或平仓这些资产的资金流显然将对市场产生重大影响。如果美联储资产负债表上为美联储政策而非投资目的而购买的数万亿美元证券对金融市场产生了影响,那么,如果这些为外国央行政策而非投资目的而购买的数万亿美元证券出现在其他国家的资产负债表上而非美联储的资产负债表上,也应该会产生一定影响。

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年期国债与美国国债的利差。负数表示另一个国家借入更多

比美国便宜。资料来源:彭博社,HBC 计算

由于各国积累储备的部分原因是为了抑制本国货币升值的压力,美元汇率与全球储备水平之间存在着同时期的负相关性。美元贬值时,储备往往会增加,因为积累者会买入美元来压低本国货币;美元升值时,储备则相反。

然而,除1991年的两个季度外,美国自1982年以来一直出现经常账户赤字。半个多世纪以来,经常账户在一段可忽略不计的时期内都无法平衡,这表明美元并没有发挥其平衡国际贸易和收入流动的作用。

在经济低迷时期,储备地位和制造业岗位流失之间的相互作用最为明显。

由于储备资产是“安全的”,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,出口部门的痛苦会因竞争力的急剧下降而加剧。因此,美国制造业的就业率在美国经济衰退期间急剧下降,之后也无法大幅复苏。

活期账户



图 3美国经常账户。资料来源:经济分析局,HBC 计算

假设对美国国债的储备需求在提供优惠借贷条件方面只发挥了很小的作用,但在造成货币高估方面却发挥了很大的作用,这似乎有些奇怪。然而,这是与利率市场和国际收支结果最一致的解释。事实上,这也符合这样一种观点,即流动性注入最终会提高利率,因为它们会刺激名义增长更强劲。

对于这种结果组合的其他理论解释可以进行有趣的研究。

3)金融域外效力

最后,如果储备资产是全球贸易和金融体系的命脉,那就意味着谁控制了储备资产和货币,谁就能在一定程度上控制贸易和金融交易。这使得美国能够利用金融力量而不是动力量来实施外交和安全政策。美国可以而且确实以各种方式制裁世界各地的人。从冻结资产到切断各国与 SWIFT 的联系,再到限制进入美国银行和金融体系(这对任何从事全球业务的外国银行都至关重要),美国利用其金融实力来实现削弱敌人的外交政策目标,而无需动员任何一名士兵。经济学家无法评估美国的国家安全目标是否值得,只能注意到,由于美国凭借其储备货币地位控制着国际贸易和金融体系,它可以以更低成本实现这些目标。

Cipriani,Goldberg 和 La Spada (2023) 全面回顾了美国如何为国家安全目的调动全球金融架构,而 Mohsin (2024) 则介绍了许多关键参与者的历史。从更广泛的意义上讲,制裁也可以被视为现代封锁的形式。许多以前的储备提供国凭借其贸易帝国拥有强大的海上力量,这使得它们

重组全球贸易体系的用户指南

对敌对国家实施封锁,阻碍其经济生产;制裁无需采取实际行动就能取得相应效果。

核心权衡

综合这些储备资产的特性,如果对储备资产的需求持续且价格无弹性,而借贷成本却仅仅略微降低,那么美国的储备货币地位就会带来货币高估的负担,从而削弱我们出口部门的竞争力,而这又与通过金融域外权以最低成本实现核心国家安全目标的地缘政治优势相平衡。

因此,权衡是在出口竞争力和金融实力投射之间进行的。由于实力投射与美国所支持的全球安全秩序密不可分,我们需要将后备地位问题理解为与国家安全交织在一起的问题。美国为自由民主国家提供了全球防御盾牌,作为交换,美国获得了后备地位的好处 以及我们今天正在努力应对的负担。

这种联系有助于解释为什么特朗普总统认为其他国家同时在国防和贸易方面利用了美国:国防保护伞和我们的贸易逆差通过货币联系在一起。

在特里芬世界中,随着美国在全球 GDP 和军事实力中所占份额的缩减,这种安排变得更具挑战性。随着全球 GDP 超过美国 GDP,美国的经济负担不断增加,美国发现更难以保障全球安全,因为经常账户赤字不断增加,我们生产设备的能力被掏空。不断增长的国际赤字是一个问题,因为它给美国出口部门带来了越来越大的压力,并由此产生了社会经济问题。在这种背景下,这笔交易变得不那么有吸引力,这让我们走到了现在,美国国内对改变这种关系的共识越来越多。

重塑全球体系

如果美国不愿承受现状,就会采取措施改变现状。大体上,有单边措施、多边措施,也有侧重关税或货币的措施。

单边解决方案更有可能产生不良副作用,例如市场波动。多边解决方案的波动性可能较小,但很难让贸易伙伴参与进来,这会限制重塑体系的潜在收益。单边政策为快速转变政策提供了更大的灵活性;多边政策实施起来更困难(也许不可能?),但可以让你招募外国政策制定者来帮助减少波动性。

美元之所以成为储备资产,很大程度上是因为美国提供了稳定性、流动性、市场深度和法治。这些特征与美国足以在全球投射力量、塑造和捍卫全球国际秩序的特征有关。储备货币地位与国家安全交织的历史由来已久。在全球贸易体系可能出现的任何重塑中,这些联系将变得更加明显。

关税和货币政策都旨在提高美国制造业的竞争力,从而增加我们的工业厂房,并将世界其他地区的总需求和就业机会分配到美国国内。

这些政策不太可能导致纺织业等低附加值行业大规模回流,尽管汇率或关税税率大幅波动,其他国家(如孟加拉国)仍将保持这些行业的比较优势。然而,这些政策可以帮助美国保持高附加值制造业的优势,减缓和防止进一步的离岸外包,并可能增加谈判筹码,以促使其他国家同意向美国出口产品开放市场或保护美国的知识产权。2019 年与中国达成的第一阶段贸易协议在这些领域取得了进展,但中国后来放弃了该协议下的承诺。

重组全球贸易体系的用户指南

此外,由于特朗普阵营中的许多人认为贸易政策和国家安全密不可分,因此许多干预措施将尽可能针对对安全至关重要的工业工厂。国家安全的范围可能会变得更加广泛,例如包括半导体和药品等产品。

尽管美元对美国制造业产生了重大影响,但特朗普总统强调了美元作为全球储备货币的地位,并威胁要惩罚那些放弃美元的国家。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分担负担的政策得到解决。国际贸易政策将试图重新获得我们的储备规定给贸易伙伴带来的一些好处,并将这种经济负担分担与国防负担分担联系起来。尽管特里芬效应给制造业带来了压力,但人们将试图在不破坏体系的情况下提高美国在体系中的地位。

无论采取何种政策,都有可能对金融市场和经济造成重大不利影响。不过,政府可以采取一些措施,尽量减轻这些影响,使政策变化尽可能成功。

第三章:关税

关税是特朗普总统及其团队熟悉的工具,因为该工具在 2018 年被广泛使用并取得了成功。

2019 年与中国的贸易谈判。这些关税几乎没有对宏观经济产生明显影响

通胀保持稳定甚至下降,尽管美联储进入加息周期,但GDP增长仍然表现良好。因此,有理由预期关税将再次成为主要工具。

关税和货币抵消

在讨论单边和多边关税制度在实践中如何运作之前,我首先回顾一下关税的一些经济学原理。有几个关键维度需要研究:通货膨胀、发生率和效率(包括关税与其他类型税收的比较)。

在接下来的分析中,关键问题是货币在多大程度上进行调整以抵消国际税收制度的变化。例如,Jeanne 和 John (2024) 给出了最近的严格理论处理和文献综述。货币抵消关税变化的经典原因是关税改善了贸易平衡,然后出于传统原因对货币施加了上行压力。但货币也可能进行调整,因为各国央行调整利率以抵消通货膨胀和需求变化;或者因为最终供应由比较优势决定,最终需求由偏好决定,货币调整以抵消税收等变化;或者因为关税国的增长前景相对于关税国有所改善,从而吸引了投资流动(只要关税不超过“最佳”水平;见下文)。

为了简单说明这一机制,设 p_x 为(外国)出口商收取的商品价格,以本国货币计价, e 为汇率(每单位外币等于多少美元), 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。政府对进口征收 10% 的关税,但外币也贬值 10%。那么进口商支付的价格就变成:

$$\text{像素} = 0.9(1.1)\text{像素} = 0.99\text{像素}$$

换句话说,汇率变动和关税几乎完全相互抵消。⁷以美元计价的进口关税后价格没有变化。如果以美元计价的关税后进口价格不变,对美国经济的通胀影响很小(但对出口国则不然)。现在,这个简单的例子背后有一些必须明确的假设:

- 1) 汇率必须进行适当的变动。
- 2) 最终出口产品的原始和中间增加值主要来源于出口国。
- 3) 汇率对出口商价格 p_x 的传导已完成。重要的是,由于进口通常以美元计价,汇率不会自动影响。相反,如果汇率没有传导至价格,美元走强会提高出口商的利润率。
- 4) 从批发进口价格到零售消费价格的传导已经完成。

正如我将在下文中讨论的那样,这些假设可能并不完全成立,在这种情况下,价格、国际贸易和市场可能会出现更多波动。此外,如果没有发生有意义的变化,关税不会重新平衡贸易流动。如果从受关税影响的国家进口的产品变得更加昂贵,那么贸易流动将有所重新平衡,但价格也,然后那里会上涨;如果从受关税影响的国家进口的产品变得更加昂贵,那么贸易流动将有所重新平衡,但价格也会上涨。

⁷ 从技术上讲, e 必须调整 $1/(1 + \tau)$ 才能完全抵消关税,在本例中为 9.09%

重组全球贸易体系的用户指南

如果一个国家的价格没有因为货币抵消而变得更昂贵,那么就没有动力去寻找更便宜的进口产品。人们必须在更高的价格和重新平衡贸易之间做出选择。收入是这个故事的重要组成部分,如下所述。

通货膨胀

虽然原则上关税可以不导致通货膨胀,但可能性有多大?从 2018-2019 年的宏观经济数据来看,关税的运作方式与上述情况基本一致。从 2018 年贸易战开始到 2019 年的最高关税税率,中国进口商品的有效关税税率上升了 17.9 个百分点(见 Brown,2023 年)。随着金融市场消化这一消息,人民币兑美元在此期间贬值了 13.7%,因此关税后的美元进口价格上涨了 4.1%。换句话说,货币波动抵消了四分之三以上的关税,解释了通胀的上行压力可以忽略不计。从货币峰值到低谷(谁知道市场何时开始对新闻进行定价?)衡量,货币波动幅度为 15%,这表明抵消幅度甚至更大。

贸易战爆发前,CPI 通胀率略高于 2%,到停战时约为 2%。PCE 通胀率则从略低于美联储目标,进一步低于美联储目标。当然,当时也存在美联储紧缩周期等逆流,但这场贸易战带来的通胀影响很小,足以被这些逆流淹没。这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。

虽然宏观经济数据似乎与货币抵消理论一致,但研究商品微观数据的学者对这一经验持更为严厉的看法。例如,Cavallo,Gopinath,Neiman 和 Jang (2021)研究了零售商进口商品的详细微观数据,发现美元进口价格上涨了关税金额,而美元升值对抵消关税几乎没有作用。换句话说,他们认为

贸易关税差异 美元进口关税 2018-19

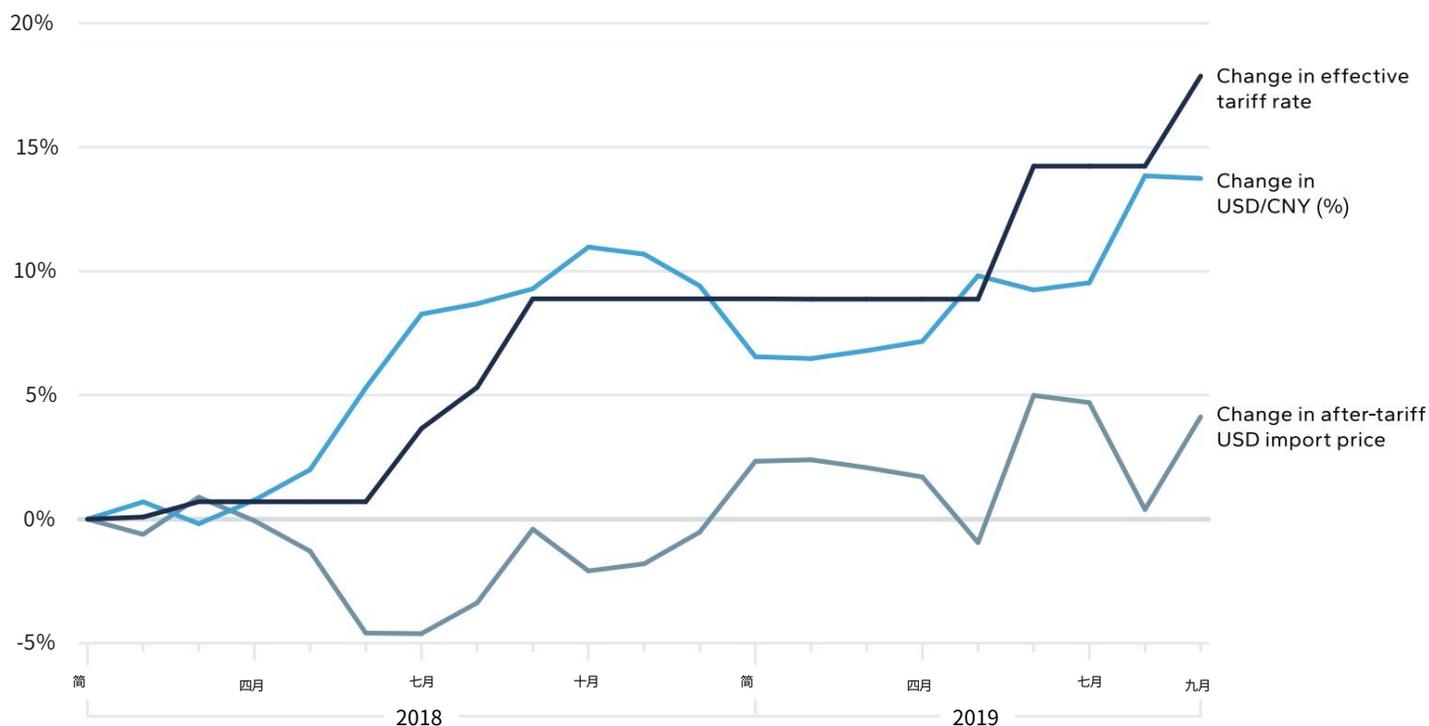


图 4 有效关税税率和货币抵消的变化。资料来源:Brown (2023),美联储,作者计算。

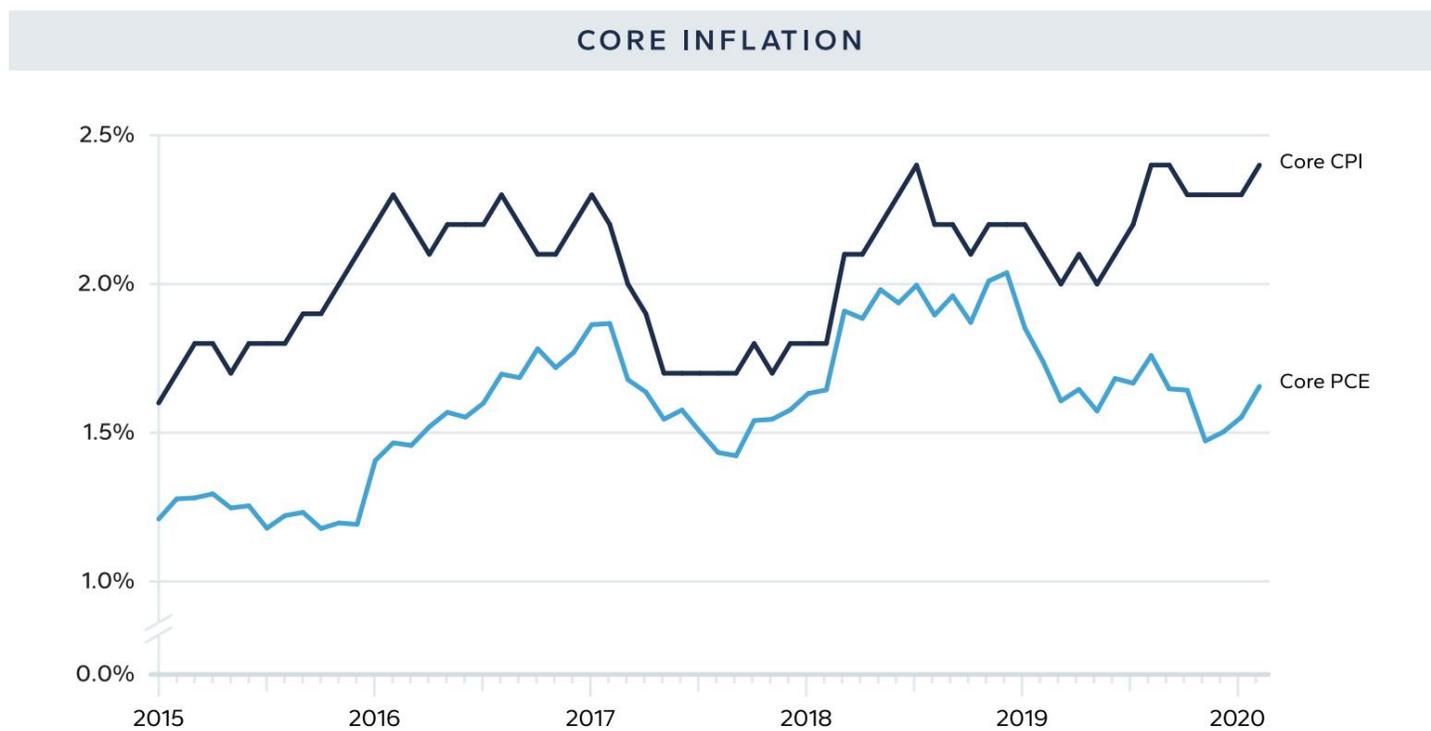


图 5 核心 CPI 和 PCE 通胀率, 年率。资料来源: BLS、BEA

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

什么可以弥补宏观数据算法和微观数据研究结果之间的差距? 首先, 像 Cavallo 等人这样的例子往往研究短期效应, 货币传递到价格中的速度可能比关税传递慢得多: 它不那么显着, 进口商往往会在几个月到几年的时间里对冲他们的货币风险。如果进口商对冲货币风险, 货币水平的变化需要时间才能传递到发票价格中。任何经济学家认为传递永远不会发生都是奇怪的, 因为竞争激烈的市场会导致生产商将价格降低到边际成本; 如果经济学家开始相信货币不会影响贸易商品的价格, 他们就必须重新想象经济学的几个分支。Amiti 等人 (2018) 将汇率传递的缺乏称为“难题”, 并推测在较长时期内, 汇率效应将实现。

其次, Cavallo 等人发现, 价格上涨发生在进口商支付的价格上, 而不是零售商销售的价格上, 这限制了关税导致消费价格上涨但挤压利润的能力。这意味着, 对于通常优先考虑的通胀指标, 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。这有助于协调微观和宏观经验。

然而, 如果货币疲软的影响没有传导至其他经济体, 而竞争力又足够强的经济体却没有看到进口商随着时间的推移通过转移供应商来恢复利润, 那将是奇怪的。

第三, 鉴于再出口转移, 解释商品层面的微观数据很困难。为了避免关税, 许多中国公司开始向第三国出口商品或零部件, 进行一些小规模加工, 然后再出口到美国。Iyoha 等人 (2024) 发现, 自关税上调以来, 中国进口的改道增加了约 50%。而 Freeman、Baldwin 和 Theodorakoplos (2023) 发现, 尽管

⁸ 更正式地说, 由于进口以美元计价, 货币变动不会自动影响进口价格。如果进口以美元计价, 而美元升值, 外国利润率就会提高, 然后随着时间的推移, 竞争会削弱这一利润率, 从而导致以美元计价的进口价格下降。

重组全球贸易体系的用户指南

美国进口的制造中间体中有超过60%直接来自中国,加上原产于中国但从其他贸易伙伴进口的制造中间体的附加值,这一数字超过了90%。

中国出口商是否通过转口逃避关税的决定受到其出口到美国的需求弹性的影响,这给微观数据研究带来了重大偏差。很可能仍然直接出口到美国并因此受到关税影响的商品是中国出口商保留最大定价权和最大能力将价格上涨转嫁给美国人的商品。中国出口商没有定价权、可能不得不吸收关税的商品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强加给购买者,他们就不会支付转移出口的成本。这种做法严重偏向于微观数据研究的结果:只有那些最有能力将价格上涨强加给美国人的商品才会继续被贴上“中国制造”的标签,其他商品在其他地方进行少量加工并被贴上不同原产地的标签。换句话说,差异差异和相关方法将高估微观数据中关税对价格的影响。

尽管如此,让我们从表面上考虑 Cavallo 等人的结果,假设美国按照特朗普总统的提议对所有进口产品征收 10% 的关税。如果完全转嫁,这将导致美国进口商品价格上涨 10%。进一步假设美元表现与 2018-19 年一样,升值幅度与关税相同,总体上为 10%。Gopinath (2015) 估计,头两年美元对进口价格的转嫁率约为 45%,美元每变动 10% 就会对 CPI 产生 40-70 个基点的影响。

Gopinath (2015) 计算出,所有消费中 6% 至 12% 来自进口,而 Briggs (2022) 估计这一数字约为 10%。如果 10% 的消费来自进口,100% 转嫁,加上 10% 的关税,消费者价格将上涨一个百分点。

如果将美元走强对通胀造成的 40-70 个基点拖累考虑在内,则表明关税将对物价水平产生 0.3% 至 0.6% 的 CPI 传导效应。在其他条件相同且经济环境平稳的情况下,如此小幅上涨将对物价水平产生一次性提振,因此是暂时的,不会导致持久通胀。在更加动荡的时期和通胀逆流加剧的情况下,这种变化可能会影响通胀预期并变得更加持久,从而导致商品-工资通胀螺旋式上升。征收关税的经济背景将非常重要,当前宏观经济均衡状态下通胀预期和当地供给弹性的脆弱性或稳健性可以发挥重要作用。当然,2018-2019 年没有迹象表明商品-工资螺旋式上升。

如果货币市场进行调整,关税对通胀的影响可能相当温和,对消费者价格的影响在 0% 至 0.6% 之间。考虑到近年来通胀的波动,这并非微不足道,但也不算不上惊天动地。显然,2018-2019 年的经验是,一般价格水平只出现了微不足道的增长。此外,税收改革、放松管制和能源充裕的整体可以成为有意义的通货紧缩驱动因素,抑制任何初期的通胀冲动;即使征收大量关税,特朗普政府的政策也很可能总体上是通货紧缩的。我稍后将讨论货币市场是否会调整的可能性,以及报复风险,这可能会改变关税分析。

发生率、收入和贸易流量

和通货膨胀一样,谁来承担关税负担的问题将取决于价格调整的内容,但还有更多细微差别。在完美货币抵消的世界里,进口商品的实际价格不会改变,但由于出口国的货币贬值,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,但由于出口国的公民因货币变动而变得更穷,出口国“支付”或承担税收负担,而美国财政部收取收入。

重组全球贸易体系的用户指南

尽管在货币完全抵消的情况下,美国进口商支付的实际价格可能不会发生很大变化,但美国出口商现在面临着竞争力挑战,因为美元对外国进口商来说变得更加昂贵。据推测,他们已经对冲了大部分货币风险,这可以帮助在短期内减轻这种痛苦。因此,存在一种权衡:如果货币完全调整,美国政府将以非通胀的方式获得收入,而外国通过降低购买力来支付,但出口可能会受到阻碍。

政策制定者可以通过积极的放松监管议程在一定程度上缓解出口阻力,这有助于提高美国的生产竞争力。Goldbeck (2024) 最近的研究表明,拜登政府监管相关合规性的提高每年给经济造成超过 1% 的 GDP 成本,而 Laperriere 等人 (2024) 的研究表明,这些成本可能是其两倍。监管改革推动的竞争力提高可以抵消货币升值对竞争力的拖累。

相反,如果货币抵消不发生,美国消费者将遭受更高的价格,关税将由他们承担。随着时间的推移,更高的价格将刺激供应链的重新配置。美国生产商将提高在美国市场上销售的竞争力,进口商将被激励寻找被征税进口产品的替代品。随着贸易流量的调整,贸易平衡可能会下降,但届时关税将不再带来多少收入。

表 2 列出了这些权衡,尽管实际情况可能介于这两个极端之间:

	完美货币抵消	无货币抵消
通货膨胀	非通货膨胀 (关税后美元价格不变)	通货膨胀 (关税转嫁)
发病率	由征收关税的国家通过货币贬值导致购买力下降来支付	导致消费品价格上涨
贸易流动	对贸易流量影响不大,因为实际进口价格没有上涨,监管改革抵消了货币对出口的影响	随着进口产品相对于国内生产产品更加昂贵,需要随着时间的推移重新平衡
收入	财政部增加收入	随着贸易重新平衡,不再依赖关税商品,财政部的收入减少

表 2:关税总额与无货币抵消的结果比较

再次,宏观经验与微观数据在发生率问题上的研究存在脱节。然而,请注意,在 Cavallo 等人 (2021) 的研究中,微观数据表明进口商支付的价格上涨,而这些价格并没有转嫁给零售商。换句话说,发生率下降是由于零售商利润率下降,而不是消费者本身。这有助于进一步弥合微观数据与价格数据宏观经验之间的差距。

微观数据研究的相同问题也与批发商利润率下降的发现有关:主要是这是短期影响,从长远来看,批发商盈利能力的变化将导致其他变化,最终将转嫁到成本上。随着时间的推移,批发商将找到更便宜的采购产品的方法。此外,这一结果还意味着中国出口商的盈利能力得到了提高,因为他们经历了货币贬值和关税成本转嫁给零售商。随着时间的推移,他们之间的竞争将导致盈利能力下降,或者贸易流向其他出口商或国内生产商重新平衡。

重组全球贸易体系的用户指南

货币抵消和金融市场

虽然降低了消费价格的波动性,但货币抵消实际上可能意味着金融市场波动性增加,而不是减少,至少在短期内如此。例如,8月初的波动与日元的走势密切相关。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,他们做多的资产也由其他类型的高杠杆投资者持有。当套利交易开始有所缓解时,由于日本央行立场的转变和美国失业率的上升,杠杆交易者为了管理风险敞口,卖出了多头资产。

这导致金融市场出现大幅波动,纳斯达克综合指数三个交易日内下跌了 8%。

纳斯达克综合指数和美元/日元



图 6在 8月初的闪电崩盘期间,日元与股票之间的相关性几乎达到完全水平。资料来源:彭博社

同样,想象一下对中国征收非常高的关税,比如说有效关税从大约 20% 大幅增加到大约 50%,而人民币也出现类似的波动。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制度需要严格控制资本账户,以将资金锁定在国内资产中,因此想方设法绕过资本管制的动机可能会给中国经济带来毁灭性打击。

中国的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,中国经济的总债务超过 GDP 的 350% (图 7);这种杠杆水平意味着资本账户可能出现巨大的漏洞。中国泡沫破裂是另一个

重组全球贸易体系的用户指南

货币贬值的结果可能导致金融市场波动,其波动程度远远超过关税本身造成的波动。

货币变动对金融市场的波动可能远远超过关税对消费价格的完全传导。例如,假设 10% 的关税完全传导至消费价格,导致消费价格上涨 1%,且没有货币抵消。这种变动是价格水平的一次性变化,而不是通胀率的持续上升,因此央行可能会忽略它,在这种情况下,不太可能出现太多金融风暴。如果央行担心第二轮效应,它可能会加息。比如加息 75 个基点,这仅仅是通胀率持续上涨 1 点时加息幅度的一半。这种货币政策调整可能比货币市场 10% 的变动引起的波动要小。

值得注意的是,增值税是关税的一种形式,因为它免除了出口商品的税款,但对进口商品征税,而中央银行通常不会对此作出反应,因为人们通常认为,法定价格变化并不表明存在潜在的供需失衡。(事实上,其他国家有增值税而我们没有,这一事实说明了初始条件。)

即使没有货币或货币政策的回应,关税也会影响盈利能力。例如,Amiti 等人 (2021) 估计,受关税影响较大的公司在关税公告发布后的几天内,股票价值下跌幅度更大。然而,从表面上看,这些结果存在一些问题:许多估计值在统计上与零效应无关,而且市场容易出现过度波动。重要的是关税是否会产生持久影响,正如任何投资者都知道的那样,最初的市场反应往往会随着时间的推移而消退或逆转。

中国经济总量 马来西亚债务 (占 GDP 的百分比)

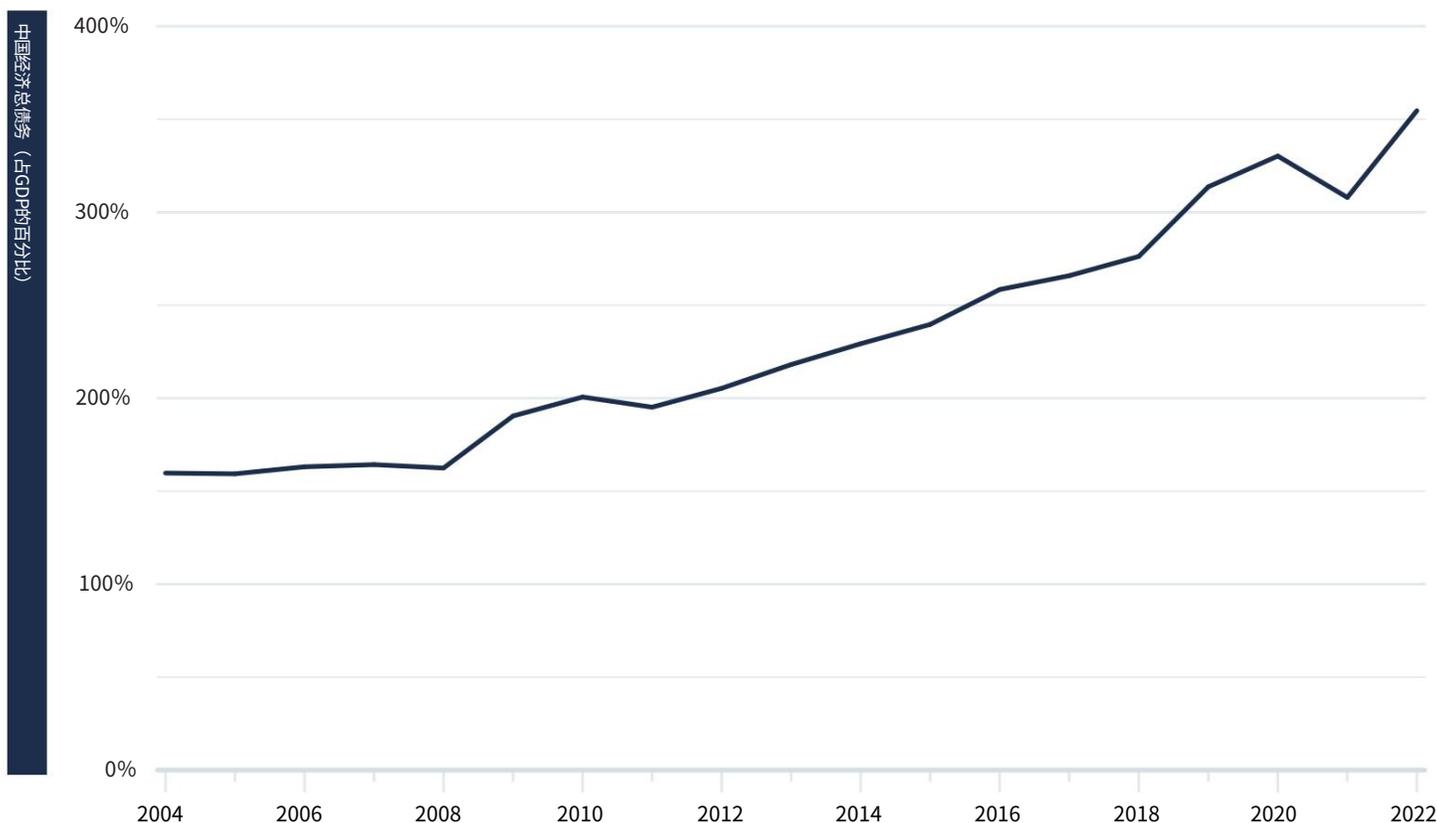


图7中国经济的过高债务水平。资料来源:彭博社

重组全球贸易体系的用户指南

货币抵消发生的可能性有多大？

关税对经济和市场的影响取决于它们与货币抵消变化的匹配程度，因此考虑货币调整的可能性很重要。在 2018-2019 年的中美贸易战中，货币抵消是有效的。然而，当时有几股逆流让这种比较变得模糊不清。

例如，美元升值的范围不仅仅限于对中国的汇率；在上述期间，洲际交易所维护的美元兑其他发达国家货币的 DXY 美元指数也上涨了约 10%。如上所述，一种货币对的变动也会影响其他资产，就像日元套利交易的平仓会影响所有金融市场一样。事实上，鉴于美元兑人民币对全球经济和市场的重要性，美元兑人民币的变动很可能推动了美元兑人民币的变动。

这一时期的利率趋势进一步证实了这种可能性。解释发达市场货币走势的最有力金融变量通常是收益率曲线前端的利差；市场参与者通常使用两年期收益率，但惯例因利率和经济环境而异。在贸易战期间，美国国债的收益率优势相对于其他 G7 债务的收益率正在下降；利差从 2018 年 1 月的约 2% 下降到 2019 年 9 月贸易战停战时的约 1.65%。

尽管美联储在 2018 年加息，但利差仍出现下降。这是因为随着 2018 年经济数据的公布，市场降低了对未来加息的预期。当然，货币市场通常会跟随预期政策的变化，而不是实时发生的（已经计入价格的）政策加息。完全预期的政策变化应该不会对货币市场产生影响。因此，美元在此期间因货币政策而升值的可能性极小；尽管有货币政策，美元还是升值了。

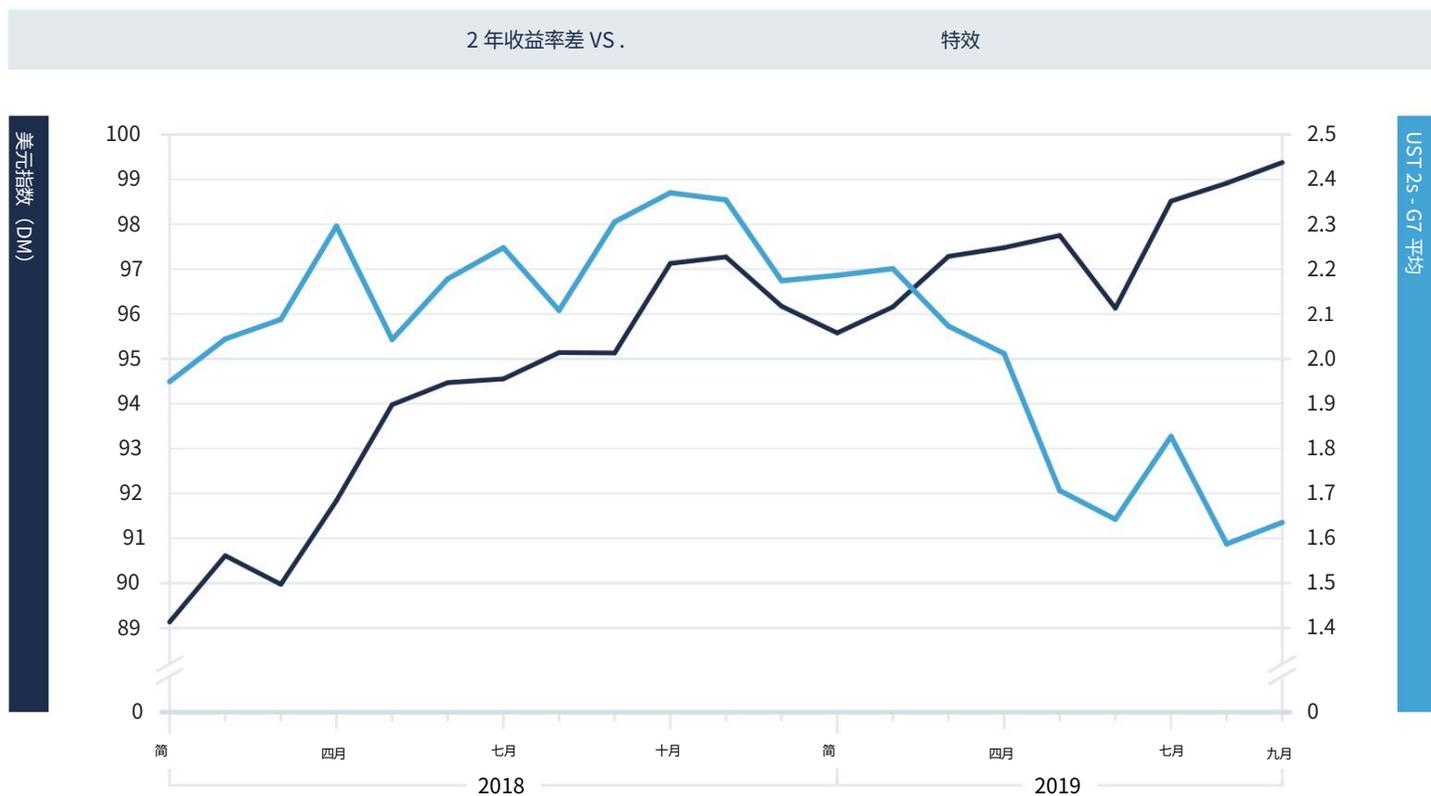


图 8 美元指数与美国两年期主权债务利差相对于其他 G7 国家两年期债务平均值的比率。

资料来源：彭博社

2025-2026年,如果美联储继续降息,追赶其他央行的步伐,并且财政政策等推动美国经济增长的特殊因素发挥作用,美国国债收益率与其他国家债券的利差可能会缩小。

进一步减弱,美国经济增长与世界其他地区趋同。收益率下降的环境可能会使美元更难反弹以抵消关税上调的影响,尽管2018-2019年的经验表明,货币可以逆利率差异而动。

或者,对美国债务可持续性的担忧可能会凸显出来,并阻止美元升值以抵消关税。美国上一财年和本财年的赤字均接近GDP的7%⁹,这是和平时期的扩张。这是前所未有的财政松懈程度。随着社会保障信托基金将在2033年耗尽资金¹⁰,届时政府可能会被迫借款来支付强制性支出,预算困境将无情地逼近。

由于货币总是相互兑换,市场必须过度关注美国的预算问题,才能阻止美元升值。考虑到许多其他国家的人口趋势急剧上升,即使预计基本赤字不会增加太多,它们未来也面临着严重的预算问题。此外,由于关税会增加收入,赤字担忧可能会因关税税率上调而得到缓解,这表明这不太可能成为阻止美元升值的渠道。

美元可能不会像2018-2019年那样升值的另一个原因是,如果美元从更强劲的水平开始升值。2018年,美元指数处于2014年后区间的底部。在撰写本文时,它处于该区间的中间。如果美元指数接近其长期区间的顶部,这将更令人担忧。

最后,美元将受到周期性和长期增长变化的交叉冲击。可能还有其他变化会拖累经济增长并阻止美元升值。相比之下,前总统特朗普表示希望采取积极措施放松对经济部分领域的管制。如果这样做能促进经济增长,可能会为美元提供进一步的非通胀支持。

总而言之,在下次关税中当然有可能不会出现货币抵消,但考虑到可能出现这种情况的合理原因,抵消似乎更有可能。

关税实施

拟议关税税率突然大幅波动可能导致金融市场动荡。这种动荡可能通过不确定性增加、通胀上升和抵消通胀所需的利率,或通过货币升值及其连锁效应而发生。

特朗普总统及其经济政策团队的人员一直非常关注金融市场,并将股市作为经济实力和政策受欢迎程度的证据。因此,第二届特朗普政府可能会采取措施,确保对国际税法进行大规模结构性改革,同时尽量减少对市场和经济的干扰。以下几个步骤将有助于减轻任何不利后果。

逐步实施

即使在2018-2019年的贸易战中,特朗普总统也没有在没有任何警告的情况下——对中国进口产品征收25%的关税。他在实施关税之前公开讨论了这些计划,并威胁中国如果不改革其贸易惯例。在公开威胁之后,特朗普实施关税的方式是,有效关税税率大约增加18个百分点,分一年多的时间实施。

⁹ 为了考虑其对总需求、供应和市场的影响,必须对去年的赤字进行调整,以抵消拜登政府未能免除学生贷款的会计技术问题,请参阅: <https://www.cbo.gov/publication/59544>。

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

重组全球贸易体系的用户指南

在对中国征收 60% 的关税或对全球征收 10% 的关税时,这种方法变得更加重要。在特朗普总统执政的第一年,他试图利用关税与中国达成贸易协议,最终形成了“第一阶段”协议。承诺改善知识产权、网络安全、非关税壁垒、金融服务开放和农产品采购等方面的做法。

但后来中国违反并无视了这一承诺。由于关税是一种谈判工具,总统在实施过程中反复无常。是否、何时以及多大程度上实施的不确定性增加了谈判的筹码,引发了恐惧和怀疑。

在第二任期内,没有理由与中国进行预先谈判,因为他们已经放弃了第一阶段协议规定的责任。当有人已经表明他们放弃了承诺时,为什么还要在没有某种形式的安全保障(例如将其 UST 储备存入托管)的情况下试图获得更多呢?

相反,为了帮助最大限度地减少不确定性和关税的任何不利后果,政府可以使用可靠的前瞻性指引,类似于美联储在一系列政策中所使用的指引,来引导预期。

美国政府可能会宣布一系列对中国政策的要求,比如向美国公司开放特定市场、停止或赔偿知识产权盗窃、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。它可能会宣布一个计划,例如每月对中国征收 2% 的关税,直到满足要求为止。

此项政策将:1)逐步提高关税,速度与2018-2019年相差不大,经济似乎能够轻松吸收这一速度;2)让中国有权改革其经济体系;3)允许关税在任期中期超过60%,这是特朗普总统所表达的愿望(“60%是一个起点”);4)让企业明确关税路径,帮助它们制定计划,应对供应链调整和将生产转移到中国以外;5)消除实施方面的不确定性,限制金融市场波动。

2018-2019 年并没有严重阻碍中国经济,也没有让其所有供应链都回流美国。部分原因是,这是对关税税率的一次性冲击,大部分被货币抵消了。相比之下,上述计划将导致关税税率以已知且渐进的方式持续上升。

这可能会给中国带来更大的资本压力,并进一步重组供应链。¹¹中国承受巨大压力,很可能会获得更大的贸易让步。至关重要的是,在放弃第一阶段承诺之后,中国在贸易协定下的义务现在应该得到保障,而不是没有保障。

分级尺度、杠杆和安全性

上一次贸易战中,美国对从中国进口的不同产品征收了不同等级的关税。下一届特朗普政府很可能对产品和贸易伙伴采取类似的政策。

尽管特朗普总统提议对全球征收 10% 的关税,但这种关税不太可能在各国统一。

特朗普顾问斯科特·贝森特 (Scott Bessent) 曾被提名为财政部长,他提议根据各国的货币政策、双边贸易协定和安全协议的条款、价值观等,将各国分为不同的组别。根据贝森特 (Bessent) (2024) 的说法,这些组别可以承担不同的关税税率,政府可以规定贸易伙伴需要采取哪些行动才能在组别之间转移。

¹¹ 当然,如果 2019 年秋季达成的第一阶段协议得以执行,供应链最终可能会进行更大的调整。鉴于中国在拜登政府上台后就放弃了该协议,而且拜登政府也没有兴趣执行该协议,因此尚不清楚 2018-2019 年的贸易战是否会产生更持久的影响。

重组全球贸易体系的用户指南

通过这种方式,关税创造了谈判筹码,可以激励世界其他国家在贸易和安全方面提出更好的条件。美国将鼓励其他国家降低关税等级,改善负担分担。

我们可以想象出一长串的贸易和安全标准,这些标准可能会导致关税的提高或降低,其前提是,进入美国消费市场是一种必须赢得的特权,而不是权利。例如,也许美国希望基于以下因素进行歧视:

- 该国对从美国进口的产品实施的关税税率是否与美国对其出口的产品实施的关税税率类似?
- 该国是否有过抑制本国货币的历史,例如通过积累过多的外汇储备有多少?
- 中国是否像美国向外国公司开放市场一样向美国公司开放市场在美国境内运营?
- 美国是否尊重美国的知识产权?
- 该国是否通过转出口帮助中国逃避关税?
- 该国是否全额履行了对北约的义务?
- 在重大国际争端(例如联合国)中,该国是否站在中国、俄罗斯和伊朗一边?
- 国家是否帮助受制裁实体逃避制裁,或者与受制裁实体进行贸易?
- 该国是否支持或反对美国在各个战区的安全努力?
- 该国是否窝藏美国的敌人,例如恐怖分子或网络犯罪分子?
- 国家领导人是否在国际舞台上与美国唱反调?

由于担心这种制度对全球市场的影响,特朗普政府可能希望采取如上所述的分阶段税率方法,从低关税开始,随着时间的推移才达到最高10%的税率。此外,这种制度可能会从少数标准开始,并进行测试,然后标准的数量可以逐渐增加。

如果该制度能够长期有效地提高税收或激励贸易伙伴给予更优惠的待遇,那么最终最高关税税率可能会大大超过10%,这适用于少数国家。与国内税法类似,一旦政府开始为各种行为制定豁免和减免,就需要提高税率以实现相同的税收目标。

这样的体系可以体现国家安全与贸易密不可分的观点。贸易条款可以成为获得更好安全结果和分担负担的一种手段。用贝森特的话说,“更明确地根据共同安全和经济体系将国际经济划分为不同区域将有助于……突出不平衡的持续存在,并引入更多摩擦点来应对它们。”想要加入国防保护伞的国家也必须加入公平贸易保护伞。

这种工具可用来迫使其他国家加入对华关税的行列,从而形成一种多边关税应对方式。如果它们被迫在对美国消费者出口的商品征收关税和对从中国进口的商品征收关税之间做出选择,它们会选择哪一种呢?这取决于相对关税税率以及每种税率对它们经济和安全的重要性。试图在中国周围建立全球关税壁垒将加大中国改革经济体系的压力,但随着供应链面临更大的调整压力,全球波动可能会显著加剧。

从美国的角度来看,如果其他国家选择维持对华现行政策,但接受美国提高关税,那也不算太糟。因为在这种框架下,它们至少可以向财政部支付收入,并限制美国的安全义务。加入带有安全保护伞的关税壁垒是一种高风险策略,但如果奏效,回报也很高。

关税和竞争力

政府收入必须来自某个地方,并需要某种形式的税收。税法的特点将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它们是连在一起的。生产用于出口或从其他地方进口的商品的相对成本可能受到一个国家是否对劳动力、消费、资本或贸易征税的影响。经济顾问委员会 (2018) 明确提出了这一论点,以支持《减税与就业法案》。

财政贬值

关于所谓财政贬值的文献充实了这一想法。例如,Fahri,Gopinath 和 Itskhoki (2013) 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:进口关税和出口补贴,或消费税增加和工资税削减。这些组合抑制了国内商品和服务的使用,鼓励了国内生产,并产生了与货币贬值相同的经济结果。税收政策和货币是提高竞争力的两种途径。这种等价性有助于建立货币关税的直觉。(请注意,这些政策组合中不同的是净收入增加额。)

由于强调竞争力,特朗普政府不太可能支持提高国内税率,无论是企业税率还是所得税。其目标在很大程度上是使美国成为比其他国家(尤其是中国)更具吸引力的投资和雇佣之地,而国内税率的提高会破坏这一目标。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 年经合组织中第二高(仅次于哥伦比亚)降至平均水平(2021 年为 21.2%)¹²。Chodorow - Reich,Smith,Zidar 和 Zwick (2024 年)的研究估计,平均税率发生变化的公司的国内投资相对于不变的基线增加了 20%。¹³从这个意义上讲,维持低税率是美国创造投资和就业的一种手段。如果部分资金来自对外国进口征收关税,效果会更好。

这一论点也适用于所得税率。只要劳动力供应不是完全弹性的,所得税就会减少工人的税后工资,并要求企业用更高的工资来抵消部分税收。

因此,增加劳动收入税会使在美国雇用工人的成本高于雇用国外工人或投资于节省劳动力的资本。在其他条件相同的情况下,工人成本更高意味着相对于机器或进口而言,就业机会更少。

扭曲与最优关税税率

经济学家们也花了很多时间研究税法如何影响经济决策,即所谓的“扭曲”,即如果税法使经济偏离最佳效率最大化的均衡状态。经济扭曲是收入增加之外的福利损失。例如,假设纳税人因为所得税率增加而将其工作时间从每周 45 小时减少到每周 40 小时。虽然她享受了更多的闲暇时间,但她在这五个小时内本应生产的商品或服务以及她本应获得的薪水将不复存在,并永远消失在经济中。这个典型例子中的“无谓损失”或“超额负担”是生产损失,减去她享受的增加的闲暇时间和政府增加的收入。

当然,有很多决定可以调整,不仅仅是工作时间,还包括工作选择、教育选择、创业、薪酬是现金还是福利、地点等等。

这些扭曲是由支付的边际税率而不是平均税率引起的,因为决定

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

¹³ 法定税率下调 14 个百分点带来的 20% 增幅听起来可能很小,但这是因为许多公司支付的实际边际税率远低于法定税率,这是由于众多豁免和广泛的转让定价激励措施部分通过 TCJA 被取消。从这个意义上讲,TCJA 是对企业税法的一项扩大税基但降低税率的改革,边际税率的实际降幅远低于法定降幅(根据 Chodorow-Reich 等人的数据,平均为 7 个百分点)。

工作最后几个小时的工资取决于边际工资而非平均工资。其中一些扭曲可能会随着时间的推移产生巨大影响。例如,如果企业选址决策受到税收的影响,那么集聚经济可能会受到严重抑制,从而大幅降低长期创新和生产率增长。

税收的扭曲成本是凸的,即从已经很高的税率开始加税,成本会更高。边际税率从 35% 提高到 36%,对经济的损害要比从 2% 提高到 3% 要大得多。成本是凸的,因为税率越高,家庭和企业调整行为以规避税收负担的力度就越大。

由于劳动和资本收入的边际税率已经远高于进口,因此提高关税税率的经济后果可能比提高收入或公司税率要小得多。例如,Saez、Slemrod 和 Giertz (2012) 为经济学家所谓的增加 1 美元收入的“边际超额负担”提供了一个基准。他们计算出边际超额负担相当于增加收入的 38%。要理解这意味着什么,请回到劳动力供应的例子:当政府选择从工人的工资中抽取 1 美元时,她将额外减少工作量,扣除她享受的增加休闲时间和收入,总计减少 38 美分。

相比之下,贸易经济学家认为,对于一个大型经济体来说,征收正关税水平在一定程度上可以适度提高福利。传统上,适度的关税可以改善福利,因为征收关税的国家的需求减少会压低进口商品的价格。¹⁴虽然关税会因进口减少和国内生产成本增加而产生扭曲的福利损失,但在一定程度上,这些损失主要由进口价格降低带来的收益所抵消。一旦进口减少幅度足够大,进口价格降低带来的好处就不再超过成本,关税就会降低福利。关税最初会增加福利,然后随后会降低福利,这意味着存在一个“最优”关税税率,此时该国已经从关税中获得了所有可能的利益,而更高的关税税率会降低福利。

作为基准, Costinot 和 Rodriguez-Clare (2014) 所著的《国际经济学手册》一章指出,在合理的参数化条件下,美国的最佳关税约为 20%。事实上,只要关税不超过 50%,相对于完全开放的贸易,它们仍然能够提高福利。换句话说,将有效总体关税从目前接近 2% 的低水平提高实际上会提高美国的总福利。

一旦关税开始增加到 20% 以上(从广泛、有效的角度来看),就会降低福利。投资公司现在预测,特朗普总统提出的关税的预计有效税率将从 2.3% 跃升至 17%,略低于 20% 的水平。¹⁵

此外,关税可以解决其他国家贸易政策造成的扭曲问题。中国滥用国际贸易体系的行为数不胜数,从国家补贴出口导向型产业到公然窃取知识产权和破坏企业。这些扭曲妨碍了比较优势的发现和自由开放的国际贸易体系。应用纠正性关税来解决这些扭曲问题可能会提高整体效率。

当其他国家开始对美国关税进行报复时,这些论点就会陷入困境,就像中国在 2018-2019 年所做的那样。如果美国提高关税,而其他国家被动接受,那么它总体上可以提高福利,就像最优关税文献中所说的那样。然而,报复性关税会给美国带来额外成本,并有可能使针锋相对的升级超过最优关税,从而导致全球贸易崩溃。其他国家的报复性关税可能会抵消关税给美国带来的福利效益

因此,防止报复将非常重要。因为美国是消费品的主要来源

¹⁴ 例如,请参见 Broda、Limao 和 Weinstein (2008 年)。

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

重组全球贸易体系的用户指南

由于中国拥有强大的资本市场,因此它比其他国家更容易承受针锋相对的升级,也更有可能会赢得一场胆小鬼博弈。回想一下,中国经济依赖于资本管制,使储蓄投资于越来越低效的资本配置,这些资本配置到空置的公寓楼等非生产性资产上。如果针锋相对的升级导致这些资本管制机构面临越来越大的压力,迫使资金离开中国,那么中国经济可能会经历比美国经济更严重的波动。这种天然优势限制了中国应对关税上调的能力。

对于其他国家,如果特朗普政府明确将国家安全和贸易政策结合起来,可能会提供一些防止报复的激励措施。例如,它可以宣布,对于实施报复性关税的国家来说,联合防御义务和美国防御保护伞的约束力或可靠性较低。

此外,尚不清楚是否应该将这种威慑的失败视为坏结果。假设美国对北约伙伴征收关税,并威胁如果受到报复性关税的打击,将削弱其北约联合防御义务。如果欧洲进行报复,但大幅增加自己的国防开支和能力,减轻美国对全球安全的负担,并减少过度扩张我们的能力的威胁,它将实现几个目标。欧洲在自身防御中发挥更大作用,使美国能够更加专注于中国,中国对美国的经济和国家安全威胁远大于俄罗斯,同时还能创造收入。

但有一点很清楚,考虑到所有这些因素,特朗普团队将把关税视为提高外国人税收的有效手段,以维持对美国人的低税率。《减税与就业法案》引入的个人所得税降低政策将于 2026 年到期,如果要在不增加赤字的情况下全面延长这些政策,可能需要在十年的预算窗口期内筹集近 5 万亿美元的新收入或债务。

毫无疑问,关税是延长减税措施的一个重要答案;收入必须从某个地方来。

第四章:货币

货币政策与风险

在特里芬世界中,对储备资产的需求导致货币市场持续偏离平衡贸易的均衡水平。贸易不平衡的发生是因为实际汇率太强。

如上所述,汇率高估可以通过关税来纠正,或者通过解决其他国家货币低估的问题来纠正,正如特朗普总统、当选副总统 JD Vance 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。

货币政策带来的考虑因素与关税不同。追求美元合理估值的主要风险是,政策干预会使美元资产在外国投资者眼中失去吸引力。在撰写本文时,十年期美国国债收益率约为每年 4.25%。假设贸易平衡中出现的货币估值变动将导致外国持有美国国债的人预期其持有的美国国债的国内价值减少 15%;这相当于近四年的利息支出,以及债券期限内所有预期利息的三分之一以上。三年期美国国债收益率为 4.1%,这意味着贬值将吞噬超过所有预期利息,即债券持有人在证券期限内亏损。

这些风险可能会降低持有美元计价固定收益证券的积极性。如果预期的货币价值变化导致大量资金从美国国债市场流出,在财政赤字不断增加且通胀风险仍然存在的情况下,这可能会导致长期收益率上升。由于经济的很大一部分(如房地产)与收益率曲线的腹部和长端相关,因此这种上升可能会产生重大不利后果。

如果通胀持续高企,这种风险将在某种程度上加剧。正如关税部分所讨论的那样,Gopinath (2015) 的结果表明,美元贬值 20% 将使 CPI 通胀率上升 60-100 个基点。美联储应该将一次性的货币调整视为价格水平而非通胀率的转变,而不考虑第二轮效应。然而,如果美联储认为它会持续改变通胀率而不仅仅是价格水平,那么根据标准的泰勒规则规范,它将把隔夜利率上调约 100-150 个基点。

美联储是否决定抵消美元贬值带来的任何价格后果,将取决于它是否担心所谓的第二轮效应,即货币的初始波动会导致企业随后一轮的价格上涨。第二轮效应高度依赖于经济环境,这意味着如果存在许多其他通胀逆流,它们更有可能发生。因此,特朗普政府必须谨慎选择这种政策变化的时机,或将货币政策与通货紧缩监管和能源政策相协调。

由于收益上升可以抵消部分货币损失,持有股票的不利因素有所减轻。

标准普尔 500 指数公司销售额的很大一部分来自海外¹⁶,随着美元贬值,这些销售额以美元计算的价值更高。随着公司能够提高销售价格,收益将会增加。虽然更高的收益率可能会对市盈率造成压力,但收益的增加可以缓解波动。

值得重复的是,其中许多政策尚未大规模试验,或近半个世纪以来都没有使用过,而且本文不是政策倡导,而是试图对可用的工具进行分类,并分析它们对于实现各种目标可能有多大用处。

¹⁶ <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/research/sp-500-global-sales-2018.pdf>

多边货币方法

从历史上看,多边货币协议一直是实现美元价值有意变化的主要手段。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)和1987年的《卢浮宫协议》阻止了美元贬值,这被普遍认为是调整货币水平的成功方法(尽管其经济后果存在争议)。

由于美元在外汇中的价值也取决于影响贸易伙伴货币的因素,因此与这些伙伴协调改变美元价值的目标会非常有帮助。

如今,另外两种主要货币是欧元和人民币,尽管日元也很重要。

从目前的情况来看,几乎没有理由期待欧洲或中国会同意采取协调一致的措施来提升本币汇率。近三年来,欧洲实际GDP增长率一直低于1%,而中国汽车出口行业的崛起让欧洲非常担忧,它正在实施自己的一套保护主义措施来限制进口。而中国国内经济增长如此疲软,以至于中国选择加倍推行重商主义、出口导向模式来确保边际收入,这让世界其他国家大为惊愕。事实上,就在几年前,中国在全球汽车出口中基本上是一个无足轻重的参与者,而现在,中国已迅速崛起成为世界上最大的汽车出口国。欧洲和中国都不会愿意削减其工业补贴和其他市场干预措施,因为这些措施会将可贸易制造业的需求从它们自己转移到美国。

日本、英国,还有加拿大和墨西哥,可能更愿意接受货币干预,但在当今的全球经济中,它们的规模还不足以达到预期的结果。

相反,回想一下,特朗普总统将关税视为达成交易的谈判筹码。更容易想象的是,在一系列惩罚性关税之后,欧洲和中国等贸易伙伴会更愿意接受某种形式的货币协议,以换取降低关税。

由于货币协议通常以其谈判地点的度假胜地命名,例如布雷顿森林体系和广场,因此,我将带着一些诗意的口吻,像其他人一样将特朗普政府可能达成的协议描述为未来的“海湖庄园协议”。

然而,如今的经济与1980年代的经济存在许多差异。首先,美国总债务占GDP的比例现在超过120%,而广场协议达成时约为40%。这引发了人们对债务市场后果的担忧,而1980年代并不存在这种状况。

Poszar (2024) 提出的一项建议是,任何协议都应包含期限协议。Poszar 对特朗普第二届政府中可能的经济政策领导人的言论进行了解释,明确将美国提供的安全保护伞与国际金融体系联系起来,并推断降低利率的努力可以帮助为安全区提供资金。他根据潜在政策制定者的言论,总结了以下海湖庄园协议:

- 1)安全区是一种公共产品,其内部国家必须通过购买国债来为其提供资金;
- 2)安全区是一种资本货物;其资金最好来自百年债券,而不是短期票据;
- 3)安全区有铁丝网:除非你用钞票换取债券,否则关税将把你拒之门外。”

(Poszar,2024年)

为了增强本国货币,储备管理者必须抛售美元。随着本国货币升值,美国将获得竞争优势,从而有利于我们的贸易和制造业。

重组全球贸易体系的用户指南

为了帮助减轻潜在的不良财务后果（如利率上升），储备出售可以伴随剩余储备持有的到期。储备管理者对长期债务的需求增加将有助于压低利率，即使由于货币调整导致美元固定收益整体抛售。储备所有者持有的美元储备减少，推高了其货币，但他们持有的储备期限较长，有助于控制收益率。

如果像波萨尔所建议的那样，将期限转换为特别的世纪债券，那么美国纳税人为全球安全融资的资金压力将大大减轻。美国财政部可以有效地从市场上回购期限债券，并用向外国官方部门出售的世纪债券取代这些借款。

这样的海湖庄园协议为多边货币协议的 21 世纪版本奠定了基础。特朗普总统将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机会，并将世界其他地区的总需求重新分配到美国。储备债务的期限有助于防止金融市场动荡和随之而来的经济损失。一项协议可以实现多个目标。

但储备债务到期将利率风险从美国纳税人转移到外国纳税人身上。美国如何才能让贸易和安全伙伴同意这样的协议？首先，有关税这一大棒。其次，有国防保护伞这一胡萝卜，但也有失去它的风险。第三，面对更高的利率风险，央行有充足的工具来帮助提供流动性。事前，也有许多人怀疑特朗普能否从墨西哥、加拿大、韩国和中国获得更好的贸易条件，但他成功了。

回想一下，官方部门外汇储备的目的是在市场波动时捍卫货币价值，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是，当波动性飙升时，他们需要能够清算储备来捍卫本国货币。如果他们因利率上升而遭受持有损失，他们捍卫本国货币的火力就会减弱。长期债务的流动性低于短期债务，而超长期债务的买卖价差交叉成本可能很高。

持有长期债务的这种按市价计价风险可以通过与美联储或财政部外汇稳定基金的互换额度来缓解。作为《海湖庄园协议》的一部分，这两家机构都可以向储备持有者以面值借出美元，以换取他们持有的长期国债。

这种流动性消除了长期债务按市价计价损失的风险，因为储备管理者将始终能够以债务面值获得流动性。正如 Poszar (2024) 指出的那样，美联储用来应对 2023 年春季区域银行压力的银行定期融资计划提供了一个模型。如果储备管理者能够获得互换额度，从而获得大量短期美元流动性，那么持有世纪债券的风险就会降低。保持获得此类互换额度的愿望将成为留在美国安全和经济保护伞内的强大长期激励因素。

这种架构将标志着全球市场发生与布雷顿森林体系或其终结一样重大的转变。这将使我们的贸易伙伴承担更多全球安全融资负担，而融资方式将通过美元贬值将总需求重新分配给美国，并将利率风险从美国纳税人重新分配给外国纳税人。它还将更明确地划分美国国防保护伞的界限，消除关于谁有资格或没有资格获得保护的一些不确定性。

可行性

最重要的是，只有当我们的贸易伙伴有美元可卖时，多边美元调整方法才会奏效。与广场协议时期不同，如今大多数外汇储备掌握在我们的中东和亚洲贸易伙伴手中，而不是我们的欧洲贸易伙伴手中。欧元区外汇储备总额约为 2800 亿美元，瑞士还有约 8000 亿美元。相比之下，中国有 3 万亿美元的官方储备（尽管由于国有性质，非官方储备可能要高得多）

其中,中国经济规模最大,日本为1.2万亿美元,印度为6000亿美元,台湾为5600亿美元,沙特为4500亿美元,韩国为4200亿美元,新加坡为3500亿美元。

各国政府出售的美元大部分都在中东和东亚政府手中。其中一些国家并不像冷战时期的欧洲国家那么友好。要实现这一目标,需要一种不同于广场协议的外交手段,而胡萝卜和大棒的搭配可能极具挑战性。

此外,美国债务的很大一部分由私营部门投资者(包括机构投资者和散户投资者)持有。这些投资者不会被说服将他们的美国国债作为某种协议的一部分。这些投资者抛售美元资产可能会压倒外国官方部门的期限竞购。私营部门资产逃离美元的程度将取决于这些投资者的价格敏感度。为储备目的而持有的资产比为财富最大化而持有的资产逃离的可能性更小。

说服贸易伙伴同意这种做法的难度是关税之后使用货币工具的充分理由,这为谈判提供了额外的筹码。如果达成货币协议,取消关税可能是激励措施的重要组成部分。

单边货币政策

华尔街的共识是,特朗普政府无法采取单边措施来让被低估的货币升值。这些经济学家倾向于指出美联储的政策利率是美元的主要驱动因素,然后强调美联储不会仅仅因为总统想要实现某种货币结果而降息。

这个结论是错误的。如果政府愿意发挥创造力,可以采取各种措施,而不依赖于美联储降息。

国际经济政策研究所

例如,1977年,美国总统吉米·卡特签署了《国际紧急经济权力法》,赋予总统对国际交易的广泛权力,以应对“对美国国家安全、外交政策或经济”的外国威胁。¹⁸这些权力包括限制或禁止国际信贷、支付或证券转移。¹⁹该法案是财政部制裁权和金融域外管辖权的重要基础。

如果政府愿意,IEEPA还可用于抑制外汇储备的积累。如果美元高估的根本原因是储备资产的需求,财政部可以使用IEEPA使储备积累变得不那么有吸引力。一种方法是对美国国债的外国官方持有者征收使用费,例如扣留这些持有物的部分利息支付。储备持有者给美国出口部门带来了负担,扣留部分利息支付可以帮助收回部分成本。一些债券持有人可能会指责美国拖欠债务,但现实情况是,大多数政府都对利息收入征税,美国已经对美国国债的国内持有者征收利息税。虽然这项政策通过货币作为影响经济状况的手段,但它实际上是一种针对储备积累的政策,而不是正式的货币政策。

从法律上讲,将此类政策构建为使用费而非税收更加容易,以避免违反税收协定。

这种政策不是资本管制,因为该政策专门针对外国官方部门,目的是积累储备,而不是私人投资。

¹⁸ 50 USC 第 1701(a) 条

¹⁹ 50 USC § 1702(a)1

重组全球贸易体系的用户指南

当然,用户费可能会引发波动。如果鼓励过多的储备抛售,美元可能会暴跌,利率可能会飙升,我们的金融域外权力可能会受到限制。但是,政府可以采取一些措施来减轻这些风险:

首先,从小处着手,采取小步骤。通过从小额用户费开始,比如汇款利息的 1%,财政部可以避免引发大量资金流入。如果这还不足以实现预期的贬值,则将比例提高到 2%。

等等。政策变化如此剧烈,可能带来巨大后果,因此,渐进主义是必要的。

找到“合适”的水平需要时间,但耐心将有助于减少不利后果。为了更加循序渐进,财政部可以探索只对新发行而不是旧发行征收费用。²⁰

第二,像关税一样,对各国进行区分。政府可能希望对中国等地缘政治对手的汇款比对盟友的汇款更严厉,或者对那些进行货币操纵的国家比对那些不进行货币操纵的国家更严厉。政府可能希望让我们的盟友享受储备货币使用的好处,而不是我们的对手。不同国家对其储备持有的税率可能取决于它们与美国的关系。财政部可以通过证券托管人和金融中介机构来实施这些费用;财政部的反洗钱和金融情报工具包完全可以很好地识别大多数美国国债的实际所有者。

第三,确保美联储的自愿合作。长期以来,美联储在货币政策问题上听从财政部的意见,而财政部在短期利率和需求稳定问题上听从美联储的意见。例如,参见 Mohsin (2024) 一书中关于这一主题的详细历史。Bordo、Humpage 和 Schwartz (2010) 回顾了先前货币协议和联合干预的历史。当财政部决定采取美元政策时,美联储通常会协助实施;联邦储备系统的外汇部门可以帮助买卖外汇以实现财政部的目标。(有关美联储如何购买外汇以及对冲外汇的必要性的更多信息,请参阅下一节。)

美联储在限制由于财政部干预外汇市场而产生的利率上升方面有过合作先例。至关重要的是,美联储的“双重使命”实际上是三重使命:国会授权美联储实现“最大限度就业、稳定物价和适度长期利率”的目标。²¹如果由于货币政策转变而导致利率飙升,其中最后一项使命为干预提供了基础,而获得预先承诺的支持可以帮助避免波动。美联储有法定的使命来解决利率问题,其重要性不亚于价格或就业问题。

例如,正如 Alon 和 Swanson (2011) 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(货币目标)同时保持中长期利率低以支持经济。扭转操作是美联储和财政部之间的合作。财政部增加发行短期债务,美联储通过购买长期债务来抵消新的借款。由于货币流动主要受短期利率支配,这种政策组合防止了货币外流,同时允许较低的长期利率来支持经济。

如果美联储获得以下条件,它更有可能与财政部协调:总统公开支持;白宫公开承认干预在过渡期间是暂时的,而不是永久性的;以及对其短期利率决定的政治支持,以便它仍能实现通胀和就业目标。本质上,美联储可能需要保证其独立性,以便使用短期利率实现通胀和就业目标。这种组合将有效地限制收益率曲线,而不是长期利率的绝对水平。

²⁰这也可能有助于缓解人们对该措施相对于合同条款的合宪性的担忧。

²¹ 12 美国法典第 225(a) 条

有必要对这一策略进行三点进一步观察。首先,如果储备买家对价格相对缺乏弹性,那么他们可能不会受到激励,通过降低收益率来分散美元持有量。在这种情况下,货币可能不会有太大波动,但美国将节省大量利息支出,以支付这些持有者的报酬。这样一来,即使美元没有调整到更公平的价值,储备持有者也会以补贴美国纳税人的形式改善负担分担。如果美国国债买家缺乏弹性,那么美国就会为其提供的公共产品支付过高的价格,而价格歧视可以帮助美国重新获得价值。

其次,人们可能担心,鼓励过多地流出美元储备资产可能会限制金融域外权,而特朗普总统已经强调他决心维护这一权利,并威胁对停止使用美元进行交易的国家征收惩罚性关税。至关重要,对外国官方美国国债持有量征收使用费不会干扰美元在支付系统中的使用,只会干扰储备资产在官方部门的储蓄功能;一个拥有大量过剩外汇储备的国家可以在一定程度上减少这些储备,而无需求助于其他货币来促进国际贸易。此外,这也再次证明了为什么缓慢、小步地实施这种政策很重要。在对美国国债持有量收取使用费方面承担过多风险之前,美国财政部希望充分了解其政策如何影响交易和金融域外权,这主张循序渐进。

最后,需要强调的是,这项政策不会扩展到美国国债的国内持有者,因为这样做没有货币优势,如果目的是增加利息收入,还有其他传统的手段可以做到这一点。无论如何,IEEPA 只授权对涉及外国一方的交易采取行动,因此这种结构没有权力向国内持有者收取使用费。

储备积累

另一种单方面加强外币的方法是模仿我们的一些贸易伙伴的做法,积累外汇储备。通过获取美元并在市场上出售以换取其他国家的货币,政府可以创造对其他货币的额外需求并提高其价值。

在实施方面,有两个有意义的途径:第一是财政部自己的资产,特别是其外汇稳定基金。总统可以指示财政部长根据自己的意愿使用 ESF。然而,ESF 规模有限:其总净头寸不到 400 亿美元,其中 100 亿美元已经投资于外币工具。²²

ESF 可以自行举债,²³但这样做可能会增加联邦政府的利息负担。无论 ESF 购买什么外国资产,当然都会产生一定收益,但在当前的全球经济中,其资产的收益几乎肯定会低于其负债的收益,从而导致纳税人蒙受损失。只要美国的收益率超过我们的贸易伙伴的收益率,这就是一个负套利主张。

《黄金储备法》还授权²⁴财政部长以“财政部长认为最有利于公众利益”的方式出售黄金,为建立外汇储备提供额外的潜在资金。但是,财政部长必须依法将此类销售所得“仅用于减少国家债务”。这项要求可以通过让 ESF 远期出售美元来与建立外汇储备的目标相协调。如果使用黄金销售将美元交付给远期合约,则很可能满足减少国家债务的法定要求。还有其他方法可以将 ESF 交易构建为债务合约的形式以符合法律规定。虽然这可能是法定允许的,但出售国家黄金储备以购买外汇工具可能会在政治上付出高昂代价,并改变国家的资产构成

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

²³ USC 31 § 5302 (b)授权部长处理“部长认为必要的信用工具和证券”。

²⁴ 美国法典第 31 条第 5116 (a) (1) (A)款。

重组全球贸易体系的用户指南

美国政府的资产负债表。不过,由于黄金不支付利息,因此将其出售以换取收益为正的外债应该会为美国政府带来收入。

建立储备组合的另一种方式是使用美联储的系统公开市场账户,因为联邦公开市场委员会授权纽约联储这样做。25使用SOMA需要美联储的合作。重申一下,这并非不可能,因为美联储在货币政策上听从财政部的意见,并且可以是美联储和财政部之间达成任何协议的结果,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以任何资本状况进行运作,规模限制不是来自购买力,而是来自可供购买的资产。

积累外汇储备的最大缺点是需要用这些储备来购买一些东西

汇率总是有两面性的。如果美联储印发美元购买外币,它就必须用这些外币做些什么。它可以把外币留在外国央行,但这需要该央行的合作,而且收益率相对较低。由于增加货币供应量会导致通货膨胀,这样做会给美国人带来成本,而用这些收益在外国央行赚取低水平的利息并不是资金的有效利用。或者,储备基金可以购买资产,如长期外国政府债务或其他资产,但这会让纳税人面临信贷或其他形式的风险。

如果美联储印发 1 万亿美元并用它来购买欧洲、日本和中国的债务以支持主要外币,那么一旦外国政府重组债务、贬值本国货币或经历其他形式的危机,这 1 万亿美元就会面临风险。中国过去曾拒绝偿还债务,而欧元区是一个相对较新的机构,其问题仍在解决中。正如美国可以使用 IEEPA 等法律来扣留外国官方部门持有的美国国债的汇款一样,外国政府也可以对任何美国储备投资组合实施此类政策;外国人可以将损失强加给我们。储备投资组合可能成为一个重大漏洞。此外,即使我们相信来自中国的资产是货币,但鉴于中国经济的资本管制,我们甚至不清楚可以大规模购买什么。

就像美国财政部借款购买外国资产一样,美联储也可能因储备投资组合而蒙受损失。如果美联储购买外国证券以银行储备的形式产生额外负债,并通过准备金余额利息支付这些负债的利息,那么这笔交易对美联储来说可能是负利差,因为其资产的利息主要由其融资成本决定。此类损失将阻碍美联储将其运营账户上的利润汇给财政部的能力。假设美联储最终恢复盈利。纳税人可能会因此蒙受损失。

此外,这种干预形式比其他干预形式更容易引发通胀。当出售的美元是央行创造的新美元时,货币供应量就会扩大,而外国持有者出售现有美元或财政部出售黄金购买外汇时不会出现这种情况。通胀冲动不仅仅是货币贬值,而且还有更强大的国内流动性供应。

美联储无疑将寻求抑制这种通胀力量,消除部分货币供应量的增加,并削弱其对美元施加压力的能力。消除货币供应量增加需要通过其他方式收紧货币政策。比如,出售国库券以抵消购买外汇产生的流动性供应,或允许长期 SOMA 持有量在其资产负债表外到期。如果通过央行创造外汇储备以美联储认为会导致通胀的方式增加了货币供应量,那么为了实现其通胀优先事项,在其他条件相同的情况下,央行将至少部分地通过减少货币供应量来抵消这种增长。这将支持美元并抵消部分出售的影响。

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

冲销的替代方法是让额外流动性供应带来的通货膨胀传导至整个经济体。

央行购买外汇的必要性使得经济学家认为,这不是干预货币的有效手段。在巴塞尔协议的最后阶段,储备充足,准备金余额有利息,基础货币的增加可能不会导致美联储过去经历的通货膨胀。金融渠道结构的变化可能会减轻美联储需要对货币供应量增加进行冲销的程度,如果出现任何令人担忧的通胀压力,美联储将选择调整利率。

如果在通胀压力平稳时期采取弱势美元政策,货币政策制定者无需担心货币供应量增加,那么就有减少冲销的空间。同样,这在很大程度上取决于采取这种政策的经济环境。

第五章:市场和波动性考虑因素

先有关税,后有美元或投资

在重新配置国际贸易和金融体系方面,特朗普的第二个任期可能比第一个任期更有力。由于特朗普总统无法竞选连任,他可以专注于他的政治遗产,并实现他的一些核心目标,即再工业化、制造业振兴和提高国际竞争力。我审查了一系列可以实现这些目标的政策工具。

尽管波动风险很大,但特朗普总统在整个任期内都一再表现出对金融市场健康状况的担忧。这种担忧是他对经济政策的看法和总统任期成功的基础。因此,我预计政策将以渐进的方式进行,试图将改善储备资产和国防保护的负担分担的努力对市场造成的任何不良影响降至最低。

此外,特朗普总统对关税非常熟悉,而且关税首次对华成功提高了收入,而对美元政策进行重大调整对他来说将是一个新的尝试,他的几位亲信顾问过去曾警告过潜在的风险副作用。关税在赤字巨大时可以带来收入,而货币调整则不能。

这些考虑表明了几个后果:

- 1) 我们有理由对美元政策的变化比关税变化更加谨慎。
- 2) 除非风险得到缓解,否则可能不会采取措施让被低估的货币升值。
政府可能会等待人们对通胀和赤字下降的信心增强,以限制美元政策变化可能带来的长期收益率的潜在有害增长。等待美联储的周转增加了美联储自愿合作以帮助适应货币政策变化的可能性。
- 3) 关税既是谈判筹码的工具,也是收入和公平的工具。关税很可能先于任何需要贸易伙伴合作才能实施的软美元政策的转变,因为如果美国拥有更多的谈判筹码,任何协议的条款都会更有利。上次,关税促成了与中国的第一阶段协议。下一次,也许它们将促成更广泛的多边货币协议。
- 4) 因此,我预计政策将对美元产生利好作用,之后再对美元产生利空作用。

虽然现在人们对关税有了相当的了解,关税将导致美元升值,尽管升值的程度尚有争议,但人们对货币政策的轮廓了解得较少,部分原因是它几十年来都没有改变。这也表明,对货币变化要比对关税变化更加谨慎。

关税提供的杠杆还有另一种潜在用途:以取消关税为交换,换取我们的贸易伙伴(其中中国是主要贸易伙伴)在美国进行大量工业投资。这种交换在里根政府时期解决贸易冲突方面至关重要(部分由罗伯特·莱特希泽牵头)。特朗普总统在7月的评论中表示,他欢迎中国在美国建立汽车厂等。²⁶虽然这种协议是可能的,但也有一些谨慎的理由。首先,中国在遵守与美国的贸易协议方面没有良好的记录,第一阶段的记忆仍然记忆犹新。因此,美国应该要求一些担保,例如,中国国债投资组合的托管,以确保它遵守这样的协议。其次,中国不愿做出这样的让步,比如将部分工业产品出口到国外,为非中国人创造就业机会,而且很可能

²⁶ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-07-19/trump-welcomes-china-to-build-cars-in-us-in-departure-from-biden>

需要长时间的谈判或巨大的压力才能实现。美国不太可能坐视中国拖延谈判,因此可能会征收关税,以给此类谈判制造紧迫感。这可能仍然是先征收关税,再达成协议的情况,因为协议需要一定的压力才能形成。

此外,由于降低通胀对于缓解债券市场担忧以及让美联储能够进一步降息至关重要,特朗普政府可能会优先考虑通过供给侧自由化降低通胀的结构性政策。这意味着积极放松管制,并集中精力降低能源价格。

这种组合可能利空油价,但对能源生产商来说却不甚明朗,而对股市和经济增长则相当利好。如果放松管制能促进潜在增长并降低通胀(这促成了特朗普第一届政府的非通胀增长),这将有助于支撑债券和股市。

最后,关税的实施方式应根据其他国家分担储备资产和防御保护伞负担的意愿,提供分级标准。愿意分担负担并努力进入安全区的国家可能会获得较低的关税。关税较高的国家的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加强被低估的货币,有助于遏制不必要的波动。如果达成协议,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) 减轻财政部的融资压力,减少财政部需要向市场出售的债券期限;b) 通过减少随着预算随着时间的推移而恶化而需要以更高利率展期的债务数量来提高债务可持续性;c) 巩固我们提供的国防保护伞和储备资产相互交织的关系。在这种情况下,甚至可能有人主张出售永久债券而不是百年债券。

在这个世界上,美元和长期收益率可以同时下降,而不是朝相反的方向移动。但是,如上所述,确定友好/盟友国家央行持有美国国债的期限已经足够困难;这种流动必须压倒私营部门代理人的抛售,而私营部门代理人的抛售可能相当可观,这取决于他们对外汇损失的敏感度。不确定性的原因是私营部门持有的美元资产大部分是为了储备目的,因此对价格的敏感度要低得多。这在多大程度上不仅仅是一个短期波动,将取决于货币损失的范围、私营部门的敏感度、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。

单边货币政策

单边货币政策会带来更大的波动风险,但行动灵活性也会提高。如果美联储创造美元来购买外国资产,它可能会试图对这种货币创造进行冲销,而冲销会带来后果。很可能是前期收益率上升、后期收益率下降以及收益率曲线趋平。如果财政部对外国储备持有人的 UST 征收使用费,美联储愿意帮助遏制任何不必要的利率波动,这将非常有帮助,但前提是美联储有权自由地追求其通胀目标。

如果美联储不协助单方面改变货币政策,则可能会出现更大的波动。如果美国采取措施,对利息或本金汇款征收使用费,以阻止外国持有美国国债,那么随着外国人减少持有量,期限溢价可能会增加。美国国债收益率的急剧上升可能导致股市下跌。因此,政府在采取这种方式时,可能会逐步采取行动,从非常小的扣留增量开始。小幅缓慢的变动会减少波动,但会增加政府寻找利率和货币价值的正确组合所需的时间。耐心会有所帮助。

尽管尝试了渐进政策,但市场还是可能会大幅波动;这种政策变化的暗示可能会引发重大的市场波动,而无需实际实施该政策。这种波动性可能会使

随着全球投资者重新平衡美元资产,长期收益率上升。如果没有美联储的帮助来限制收益率,或者没有外汇储备持有者偿还债务,政府干预以稳定收益率的良好选择就会减少。然而,仍然有一些技巧:

- 1)积极发行国债,如 Miran 和 Roubini (2024) 所讨论的那种。通过缩短债务期限,财政部可以减少期限供应,以抵消因海外销售而增加的供应。如 Miran 和 Roubini (2024) 所讨论的,这种政策有其局限性和成本。

在此背景下采取 ATI 的理由是缓冲由于国外抛售而导致的波动。

- 2)在这种情况下,可以动用汇率稳定基金来帮助减少波动。
- 3)推行放松管制、廉价能源和财政整顿等平行政策,旨在减少赤字和通胀,这将刺激总需求,减少债务供应,以帮助抵消外国人的抛售。

采取非金融措施来增强美国国债的基本吸引力可能会有所帮助。

这些措施都无法在短期内提供巨大的金融力量来抵御市场波动,但它们可能会在较长时期内占上风。显然,采取这种单边做法风险更大,但如果总统决定要改变货币市场,这仍是一种选择。

在所有情况下

如果政府采取其中任何一种可能的情况,都会产生一些共同的后果。

首先,朋友、敌人和中立贸易伙伴之间的界限更加清晰。朋友处于安全和经济保护伞内,但负担分担更多。根据负担分担的范围,朋友可能会享受更优惠的贸易或货币条件。安全保护伞之外的国家也将发现自己被排除在友好的国际贸易安排之外,无法轻松获得美国消费者。他们将通过关税和其他政策承受更大的成本。这对资产价格有明显的影响。

其次,威胁撤回安全保护伞而不分担责任,其本身也会产生可能不稳定的后果。这会刺激世界各国增加国防投资吗?这会鼓励不法分子对目前不在安全保护伞范围内的国家采取更激进的行动吗?这些都是将渗透到市场的重大不确定性。目前面临更大安全风险的国家的资产风险溢价可能会上升。

第三,货币市场隐含波动性出现结构性上升。数十年一遇的政策巨变应该会大大提高波动性预期。

第四,这些政策可能会增强那些希望尽量减少对美国投资的人的努力。寻找美元和美元资产替代品的努力将会加强。人民币国际化或发明任何形式的“金砖国家货币”仍面临重大的结构性挑战,因此任何此类努力都可能继续失败,但黄金或加密货币等替代储备资产可能会受益。

第六章:结论

特朗普的下一个任期可能会彻底改变国际经济体系,并可能伴随动荡。投资者必须了解可能为此目的使用的工具,以及政府可能试图避免不良后果的手段。本文试图提供一份用户指南:对一些工具、它们的经济和市场后果以及可以采取的措施进行调查,以减轻不良副作用。

华尔街的共识是,政府即使想影响美元的汇率,也没有办法,这是错误的。政府有很多办法可以做到这一点,既有多边的,也有单边的。

但无论采取何种方式,都必须注意采取措施尽量减少波动。贸易伙伴或美联储的援助可能会有所帮助。

无论如何,由于特朗普总统已表明,关税是他从贸易伙伴那里成功获取谈判筹码和收入的一种手段,因此很有可能先于任何货币工具使用关税。

由于关税对美元有利,投资者了解国际贸易体系改革的顺序非常重要。如果美元出现逆转,那么美元可能会先走强,然后再逆转。

特朗普政府确实有办法重塑全球贸易和金融体系,使美国受益,但这条路很狭窄,需要周密的计划、精确的执行,并注意采取措施,尽量减少不利后果。

重组全球贸易体系的用户指南

参考

Autor, David, David Dorn 和 Gordon Hanson。 “中国冲击:从劳动力市场调整到贸易巨变中吸取的教训。” 《经济学年度评论》第 8 期,2016 年。

Autor, David, David Dorn 和 Gordon Hanson。 “论中国冲击的持续性。”布鲁金斯经济活动论文,2021 年

Amiti, Mary, Mathieu Gomez, Sang Hoon Kong, David Weinstein。 “贸易保护、股市回报和福利。” NBER 工作论文第 28758 号,2021 年。

Amiti, Mary, Stephen J. Redding 和 David E. Weinstein。 “2018 年关税对价格和福利的影响。”
《经济展望杂志》33(4), 2019。

斯科特·贝森特。“拜登经济学的谬误:回归中央计划。”采访和文章在 2024 年曼哈顿研究所主办的一次会议上。

Bordo, Michael D 和 Robert N McCauley。 “特里芬:困境还是神话?” BIS 工作文件第 684 号,2017 年。

Broda, Christian, Nuno Limao 和 David E. Weinstein。 “最优关税和市场力量:证据。”美国经济评论98(5), 2008。

布里格斯,约瑟夫。“全球货币政策紧缩时期的外国溢出效应和美联储政策。”高盛美国经济分析师,2022 年 10 月 9 日。

布朗,查德。“中美贸易战关税:最新图表。”彼得森国际经济研究所图表,2023 年。

Cavallo, Alberto, Gita Gopinath, Brent Meiman 和 Jenny Tang。 “边境和商店的关税转嫁:来自美国贸易政策的证据。”美国经济评论:洞察 3(1), 2021年。

Cipriani, Marco, Linda S. Goldberg 和 Gabriele La Spada。 “金融制裁、SWIFT 和国际支付系统的架构。”纽约联邦储备银行工作人员报告,第 1047 号,2023 年。

Chodorow-Reich, Gabriel, Matthew Smith, Owen M. Zidar 和 Eric Zwick。 “全球经济中的税收政策和投资。” NBER 工作论文 No. 32180, 2024 年。

Costinot, Arnaud 和 Andres Rodriguez-Clare。 “贸易理论与数字:量化全球化的后果。”《国际经济学手册》第 4 卷,爱思唯尔,2014 年。

Du, Wenxin, Joanne Im 和 Jesse Schreger (2018)。 “美国国债溢价。”国际经济杂志 112。

Jeanne, Olivier 和 Jeongwon Son John, “关税在多大程度上可以通过汇率来抵消?”国际货币与金融杂志 142, 2024 年。

Fajgelbaum, Pablo D, Pinelopi K Goldberg, Patrick J Kennedy 和 Amit K Khandelwal。 “回归保护主义。”季刊经济学 135(1), 2020 年。

Farhi, Emmanuel, Gita Gopinath 和 Oleg Itskhoki。 “财政贬值。”经济研究评论 81(2), 2014。

费尔德斯坦,马丁和保罗·沃克。“一次采访。”经济展望杂志27(4), 2013。

Freeman, Rebecca, Richard Baldwin 和 Angelos Theodorakopoulos。 “供应链中断:冲击、环节和隐藏风险。”英格兰银行地下,2023 年 11 月 29 日。

Goldbeck, Dan。 “监管周:万亿美元的一年。”美国行动论坛研究,2024 年。

Gopinath, Gita。 “国际价格体系。” NBER 工作论文第 21646 号,2015 年。

重组全球贸易体系的用户指南

Iyoha, Ebehi, Edmund Malesky, Jaya Wen, Sung-Ju Wu 和 Bo Feng。 “伪装的出口? :中美贸易战期间的贸易改道。”哈佛商学院工作论文 24-072, 2024 年。

Laforte, Jean-Philippe。 “FRB/US 模型变化概述。” FEDS 笔记, 2018 年。

Laperriere, Andy, Don Schneider 和 Melissa Turner。 “单独行动:总统职位在这次选举中相对更为重要。” Piper Sandler 美国政策宏观研究, 2024 年 10 月 24 日。

Levin, Andrew T. 和 Christina Parajon Skinner。 “中央银行监督:评估美联储对国会的责任。”胡佛研究所经济工作论文编号 21320, 2024 年。

麦肯锡全球研究院。 “过度的特权?储备货币对竞争力的影响。”
讨论文件, 2009 年 12 月。

Miran, Stephen 和 Nouriel Roubini。 “ATI:积极发行国债与货币政策的拉锯战。”
哈德逊湾资本研究系列, 2024 年。

Mohsin, Saleha。 “纸兵:美元武器化如何改变世界秩序。”Portfolio, 2024 年。

Poszar, Zoltan。 “金钱与世界秩序。”Ex Uno Plures 2(8), 2024。

Saez, Emmanuel, Joel Slemrod 和 Seth H. Giertz。 “应税收入相对于边际税率的弹性:评论”。经济文献杂志 50(1), 2013 年。

周小川, 国际货币体系改革。中国人民银行, 2009 年。

重组全球贸易体系的用户指南

披露

一般披露：

本文观点仅代表作者本人,不代表 Hudson Bay Capital 的观点或政策。

本材料仅供参考,不构成投资建议、推荐或向任何司法管辖区的任何人士购买或出售任何证券的要约或邀请。所表达的观点截至 2024 年 11 月,如有更改,恕不另行通知。读者自行决定是否依赖本材料中的信息。投资涉及风险。哈德逊湾不承担更新或修改任何声明或信息或更正任何不准确之处的义务,无论是由于新信息、未来事件还是其他原因。未经哈德逊湾授权,不得向任何人展示、复制、分发或提供本演示文稿。

本信息并非完整或详尽,且就不就本文所含信息的准确性或完整性做出任何明示或暗示的陈述或保证。本材料可能包含估计和前瞻性陈述,其中可能包括预测,并不代表对未来业绩的保证。

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 或其各自的附属公司、管理人员、董事、雇员、负责人或代理人均不对您或任何其他人士因本陈述的制作或内容中的任何错误或遗漏而承担责任,也不在任何情况下对您或任何其他人士因使用或无法使用本演示文稿,或您或任何其他人士依赖本演示文稿做出的任何行动或决定,或未经授权使用或复制本演示文稿而产生的、与之相关的或相关的任何损失或损害(无论是直接的、间接的、特殊的、附带的、经济的、后果性的、惩戒性的或惩罚性的)承担责任。