



国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

# 中国金融开放与中美贸易谈判

## ——日美经贸谈判的历史借鉴

分析师:

王鹏

执业证书编号: S1380516030001

联系电话: 010-88300851

邮箱: wangpeng@gkzq.com.cn

2019年08月12日

我国的金融开放与中美贸易谈判之间有何联系?从国际收支角度看,如果贸易账户顺差减少而非储备金融账户没有相应变化,将会导致我国外汇储备的减少,因此,要保有一定水平的外汇储备,在当前我国贸易账户顺差减少的情况下,需要非储备金融账户改善以达到国际收支均衡,而非储备金融账户的实质性变化需要深化金融开放才能实现,因此,中美贸易谈判与金融开放可谓是“一体两面”,金融开放战略的推进正是中美贸易谈判的题中之义,也是我国自身金融改革的最终诉求。但从各国经验来看,金融开放的步骤有失,也会带来一定的风险。如何更好地开放金融市场?或许可以从20世纪80年代的日美经贸谈判中汲取一些养分。

首先,日美贸易不均衡的十年是以美国作为谈判主导的十年。在日美双方寻求贸易不均衡的原因时,美国并未从自身的国内宏观政策中寻找原因,而将两国失衡的问题归咎于日本,更多地以自身的利益诉求为准,并不能从根本上解决问题,日美贸易不均衡问题最终依靠日本产业向中国、东盟等国转移而结束。其次,从金融开放的节奏来看,宜坚持“先引进、后流出”的步伐。由美国主导的日本金融开放战略原希望外资进入日本,获取日本金融市场的高收益,同时使日元兑美元的汇率上升,但由于日元“走出去”较多,最终导致日元兑美元汇率继续贬值,资本外流现象明显,汇率下跌和资本外流形成负反馈效应,使得日本金融开放政策“骑虎难下”,这需要我们引以为戒。再次,从金融开放的着力点来看,需注重自身金融体系的完善。依据国民收入恒等式,减少对美净出口的顺差方式,就是扩大内需,尽力实现储蓄与投资的平衡,而储蓄与投资的平衡需要高度发达的金融市场作为中介,因此,应注重发展国内金融市场,尤其是直接融资市场。最后,依托“一带一路”战略,减少我国对美贸易的顺差程度,增加对美谈判的主动性,进一步提高我国金融开放的自主性。

风险提示:中美贸易谈判反复引致金融市场波动。

近日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，中国人民银行研究局局长王信在回答媒体提问时表示，下一步在上海自贸区临港县新片区将实行更加开放、更加便利、更加自由的金融政策，打造金融开放创新的新高地，人民银行将支持金融委推出的 11 条金融业对外开放措施优先在新片区落地。与此相应，中美贸易磋商也自 2018 年 3 月以来开始，至今仍在继续，可以看出，中美贸易磋商的进程伴随着我国金融开放战略的深化。那么，我国的金融开放与中美贸易磋商之间有何联系？从国际收支角度看，如果贸易账户顺差减少而非储备金融账户没有相应变化，将会导致我国外汇储备的减少，因此，要保有一定水平的外汇储备，在当前我国贸易账户顺差减少的情况下，需要非储备金融账户改善以达到国际收支均衡，而非储备金融账户的实质性变化需要深化金融开放才能实现，因此，中美贸易谈判与金融开放可谓是“一体两面”，金融开放战略的推进正是中美贸易磋商的题中之义，也是我国自身金融改革的最终诉求。但从各国经验来看，金融开放的步骤有失，也会带来一定的风险。如何更好地开放金融市场？或许可以从 20 世纪 80 年代的日美经贸谈判中汲取一些养分。

### 日美经贸谈判的历史经验

二战后，在以美国为主导建立的国际经济秩序中，美国的国际收支失衡（也就是经常账户过度逆差与金融账户过度顺差）大致经历了三个阶段。第一阶段，20 世纪 60 年代的德美贸易不均衡阶段；第二阶段，20 世纪 80 年代的日美贸易不均衡阶段；第三阶段，2001 年至今（自中国加入 WTO）以来中美贸易的不均衡阶段。

对于当前中美贸易的不均衡，我们可资借鉴德美贸易不均衡与日美贸易不均衡的经验。在这两段经验中，由于日美贸易不均衡的持续时间长，规模更大，影响力更强，因此，回顾日美贸易的不均衡历史，或许能够对当前中美贸易不均衡现象有所镜鉴。

我们不妨将视野拉回到与特朗普政府政策相仿的里根政府时期。彼时，也就是 20 世纪 80 年代初，里根政府实施了以削减开支、减税、放松行政监管等财政政策，由此导致了财政赤字扩大，同时，为了抵御持续近 10 年的恶性通胀预期，沃克尔又实行了紧缩的货币政策，将美国利率推高，而这种高利率使得欧洲和日本的资本一起流入美国，造成美元大幅升值。原本高利率是为了整治美国国内高烧不退的通货膨胀，但治疗“国内病”带来了副作用，即高利率带来的高汇率使得实体产业的国际竞争

力弱化，造成美国经常收支赤字的扩大，最终出现贸易与财政双赤字的局面，而同期的日本，由于财政赤字较为严重，财政整肃势在必行，进而导致其内需减弱，而外需在日本企业的强大竞争力下不断膨胀。一个是扩张财政赤字造成的内需强、进口多、出口弱，贸易赤字扩大，一个是因财政整肃所造成的内需弱、进口弱、出口强，贸易盈余扩大，最终，日美两国财政政策的反向操作客观上加剧了两国贸易失衡的局面。

随着日美由最初开始时的纺织、钢铁、汽车、半导体等领域的摩擦衍生到贸易摩擦全面升级，日美双方试图从国际收支、货币汇率、经济结构、制度、行为惯例等更高于贸易层面的宏观层面来解决贸易摩擦与不均衡问题。于是，20世纪80年代，日美先后经历了“日元美元协议”、“广场协议”、“日美构造协议”三个阶段，以解决双方的贸易不均衡问题。

“日元美元协议”阶段：在此阶段，虽然日本首相中曾根认为，日元低估是因为美国利率太高引致，但里根却坚持认为，日本金融市场的封闭性、日本金融不自由以及日元没有国际化是造成日元走低、美元走高的主要原因，假如日本开放金融市场，日本金融市场被激活，日元资产就会受到国际资本追捧，国际资本流入日本，则日元兑美元汇率升值水到渠成，日美贸易不均衡迎刃而解。于是，在日元美元委员会的无数轮交锋后，最终形成了日元美元协议，主旨是加快日本金融自由化和国际化步伐。虽然该协议的初衷是吸引国际资本流入，但是由于日本自身的金融市场并不完善，日元国际化的后果不仅没有吸引外资流入的增加，反而造成了日元的大量外流，造成了日元兑美元汇率的进一步下跌。

“广场协议”阶段：“日元美元协议”不仅没有令日元兑美元升值，反而使该协议成为了日本机构和个人投资美国证券市场的制度保证，进而导致日元兑美元的进一步下跌，由此至1985年2月时，美元兑日元汇率仍处高位，美国贸易赤字仍在继续扩大。于是，西方五国商定在外汇市场进行干预，这就是以修正高位美元为目标的“广场协议”。虽然美元被打压下去，日元升值，但广场协议并未实现减少美国对日本的贸易逆差，反而持续扩大，后来经济学教科书将此现象总结为“J曲线效应”（当时的日本决策层则认为，由于当时日本经济对外汇市场的变化缺乏敏感度，因此调整美元兑日元汇率根本无法解决日美间的贸易失衡问题）。由于日美贸易逆差改善收效甚微，广场协议引致了美元超预期贬值。美元的大幅贬值导致了日本机构投资者和个人投资者在美资产的严重缩水，如果当时日本投资者集中抛售美国国债致使国际资本流出美国，美元汇率下

跌空间将无可想象，而且美债收益率的急剧上升也会导致仍处于财政赤字扩张中的美国经济不堪负重。因此，在此严峻背景下，为防止美元继续下跌，避免国际收支风险和美债收益率的上升，美国主导西方发达国家召开卢浮宫会议，对美元进行反向干预，保证美元维持在一定水平。

“日美构造协议”阶段：由于“J 曲线效应”的存在使得通过“广场协议”干预汇率以解决日美贸易失衡的目标成为奢望。于是，1989 年秋天，在布什的提议下，日美就日本经济结构进行磋商。当时，美国提出，日美贸易不均衡的主要原因是日本非金融领域市场的封闭性，比如日本复杂的流通体系、大型店铺的开店限制等等，由此美国要求对日本的经济结构进行调整。与此相配合，在美国国会贸易保护主义的压力下，通过了“超级 301 条款”，针对日本采取贸易制裁措施。迫于美国贸易保护压力，1989 年 7 月—1990 年 6 月，就日本的经济结构问题，日美总共进行了五次会谈，最终达成“日美构造协议”。美国要求日本改变其经济结构，鼓励美国企业到日本发展，争取日美相同竞争条件。日本承诺 10 年内进行 430 兆日元的公共投资以拉动内需，促使储蓄和投资的平衡，改善流通体系，强化《垄断禁止法》，对排他性交易管理以及系列交易加强监督，修正内销和外贸的价格差异等。最终，由于该协议在日本国内争议较大从而导致进程缓慢，而日美贸易的不均衡矛盾则主要通过同时期产业转移至中国才得以缓解。

### 日美经贸谈判的启发

首先，日美贸易不均衡的十年是以美国谈判为主导的十年。由于日本对美国的对外依存度较高，导致其在谈判中的地位处于弱势，无论是广场协议、卢浮宫协议还是构造协议始终是以美国的解决方案为准，可以看出，在日美双方寻求贸易不均衡的原因时，美国并未从自身国内宏观政策中找原因，而是将两国失衡问题归咎于日本，更多地以自身的利益诉求为准，最终并不能从根本上解决问题。日美贸易不均衡问题最终依靠日本产业向中国、东盟等国转移而结束，但在日美贸易不均衡问题消失的同时，中美贸易不均衡的问题却出现了。

其次，从金融开放的节奏来看，宜坚持“先引进、后流出”的步伐。从日美经验可以看到，美国原本主导的日本金融开放战略是希望外资进入日本，获取日本金融市场的高收益，同时使日元兑美元的汇率上升，但由于结果是日元“走出去”较多，最终导致日元兑美元汇率继续贬值，资本外流现象明显，一旦汇率下跌和资本外流形成负反馈效应，必然使



得一国的金融开放政策“骑虎难下”，因此，以“引进来高于走出去”为原则的开放步骤至关重要。

再次，从金融开放的着力点来看，需注重自身金融体系的完善。如果从理论逻辑上解释，依据国民收入恒等式，减少对美净出口的顺差方式，就是扩大内需，尽力实现储蓄与投资的平衡，而储蓄与投资的平衡需要高度发达的金融市场作为中介，因此，应注重发展国内金融市场，尤其是直接融资市场。只有健全自身的直接融资市场，使储蓄与投资平衡，才能最终实现内需的良性增长。从日美谈判经验可以看出，由于彼时日本金融开放正好赶上美国抗通胀利率水平高企以及拉美债务危机的避险情绪，导致美元指数居高不下，成为诱发日本国内资本外流的外部因素，但日本自身金融市场的不完善以及金融产品的不甚丰富也是其吸引力不足的重要内因。因此，金融开放应该与国内金融市场完善相匹配且不应超过国内金融改革的步伐。只有在自身较为完善的情况下，外资流入增多，同时辅助以走出去，这样的金融开放才是健康长久的。否则，如果自身市场建设不够完善，外部环境稍微风吹草动，金融开放所导致的短期资金波动将产生较大的负面影响。

最后，以扩大内需和“一带一路”建设为契机，深挖内需潜力，扩大非美经济体贸易。从日美贸易谈判的经验可以看出，最终日美贸易失衡的解决是靠产业转移至第三国实现。因此，当前，我们需要加快与非美经济体的贸易融合度，在“一带一路”发展战略中，减少我国对美贸易的顺差程度和对美贸易依存度，增加对美谈判的主动性，避免美国在中美谈判中将对美贸易失衡作为迫使我国金融开放的筹码，以进一步提高我国金融开放的自主性。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_10762](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10762)

