

全球智库半月谈

特朗普关税对墨西哥和加拿大的影响

世界贸易体系能挺过特朗普的关税吗？

互惠与歧视：关税何时是有效的补救措施？

关税为何引发金融市场动荡

FDI 如何转化为国内投资——探索行业内渠道与金融渠道

政策冲击与不确定性上升正削弱全球经济前景

全球贸易体系正在崩塌：下一步更令人担忧

本期编译

桂平舒

熊春婷

廖世伟

赵元彬

（按姓氏拼音排序）

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

《全球智库半月谈》是由中国社会科学院世界经济与政治研究所的全球宏观经济研究室和国际战略研究组承担的编译项目，每半月定期发布。所有稿件均系网络公开文章，由项目组成员依据当前热点编译组稿。

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

顾问	张宇燕			
首席专家	张斌		姚枝仲	
团队成员	曹永福	美国经济	陆婷	欧洲经济
	冯维江	日本经济	熊爱宗	新兴市场
	徐奇渊	中国经济	杨盼盼	东盟与韩国
	肖立晟	国际金融	李远芳	国际金融
	常殊昱	跨境资本流动	顾弦	大宗商品
	陈博	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	金融政策
	王地	宏观经济	张寒堤	科研助理

国际战略研究组

组长	张宇燕			
召集人	徐进		协调人	彭成义
团队成员	李东燕	全球治理	袁正清	国际组织
	邵峰	国际战略	徐进	国际安全
	薛力	能源安全	欧阳向英	俄罗斯政治
	黄薇	全球治理	冯维江	国际政治经济学
	王鸣鸣	外交决策	高华	北约组织
	卢国学	亚太政治	王雷	东亚安全
	彭成义	中外关系	徐秀军	全球治理
	田慧芳	气候变化	李燕	俄罗斯政治
	任琳	全球治理	丁工	发展中国家政治

联系人：王琬婷 邮箱：wangwanting1@ucass.edu.cn

电话：(86)10-8519 5775 传真：(86)10-6512 6105

通讯地址：北京建国门内大街 5 号 1544 邮政编码：100732

免责声明：

《全球智库半月谈》所编译的文章，仅反映原文作者的观点，不代表编译者、版权所有人或所属机构的观点。

目 录

世界热点

重谈“火星假说”与“水星假说”：特朗普政府、美元和国际货币选择的地缘政治 7

导读：本文探讨了美国地缘政治因素对美元国际地位的影响，指出依赖美国安全保护的国家更愿持有美元储备；若美国减少全球参与，美元在这些国家储备中的份额可能显著下降，进而影响美国金融市场。文章通过模型预测和历史数据分析，强调地缘政治因素在国际货币选择中的关键作用，其结论对理解当前国际货币体系及未来趋势有重要意义。

芯片法案对美利益保障及废除对美投资环境之影响，错误！未定义书签。

导读：美国《芯片与科学法案》（CHIPS Act）自通过以来，已成功吸引全球顶级半导体公司巨额投资，推动美国半导体制造能力迈向前沿，并显著增强国家安全。该法案通过慷慨的税收抵免等激励措施，克服了在美国建立和运营半导体制造的高成本障碍，引发了远超预期的投资激增。尽管面临关税等替代方案的挑战，但 CHIPS 法案在刺激投资、降低成本及提升竞争力方面展现出显著优势。本文旨在深入分析 CHIPS 法案的成功要素、面临的挑战及改进方向，强调保留并优化该法案对于维护美国在全球半导体产业中的领先地位至关重要。

特朗普关税对墨西哥和加拿大的影响 12

导读：美国总统唐纳德·特朗普最近宣布，对美国从加拿大和墨西哥进口的关税将于 2025 年 3 月 4 日生效。这份政策简报表明，美国的关税将对北美邻国产生巨大影响。如果发生关税报复，包括美国在内的三个直接受影响国家的所有经济部门（服务业、农业和工业）都将遭受附加值损失。此外，就贸易流量而言，加拿大的出口总额预计将长期永久性下降 28%，而墨西哥可能下降 35% 以上，美国可能下降 22%。由于地理位置和双边贸易流动的部门结构，墨西哥和加拿大与美国关系密切，这使得它们更难将贸易流动转移到其他贸易伙伴。他们现在比以往任何时候都更应该采取行动，使他们的贸易关系多样化。

世界贸易体系能挺过特朗普的关税吗？ 14

导读：美国计划于 4 月 2 日宣布广泛关税，引发对全球贸易体系的冲击。此举无视世贸组织规则，加剧了贸易不确定性，可能减少全球贸易量并招致他国报复。尽管美国进口占全球 13.2%，但关税战将促使各国加速贸易多元化，减少对美依赖。世贸组织虽需改革，但其基于规则的多边体系仍不可替代，各国或克制报复以维护长期利益，并期待美国未来重返规则框架。短期贸易冲突或有限，但体系韧性源于历史共识：若无世贸组织，世界需重建类似机制以维持稳定。

经济理论

互惠与歧视：关税何时是有效的补救措施？ 16

导读：特朗普政府计划于 4 月 2 日宣布新一轮大规模关税措施，声称旨在反制海外不公平贸易行为并实施“对等”贸易保护，可能在增值税、企业所得税、数字服务税和外国贸易壁垒四个领域推行该政策。然而这种以“对等”为由的关税政策存在根本缺陷：首先，增值税作为国际通行税制，其征税逻辑与歧视性关税截然不同，对进口产品征收增值税实

为维护公平竞争环境；其次，美国跨国企业受国际最低税率协议（UTPR）影响有限，且美国自身设有 GILTI 等类似税制，为此发动贸易战将反噬本国供应链与经济利益；再者，数字服务税普遍具有非歧视性，其税负主要由外国消费者承担，美国科技巨头的政治游说不应成为政策制定依据；最后，即便存在外国贸易壁垒，美方加征关税也将首先损害本国消费者利益，且当前主要针对加拿大、墨西哥等低关税伙伴的做法更显政策矛盾。文章指出，以“对等”之名行保护主义之实，不仅违背经济规律，更将削弱美国在全球贸易体系中的领导地位。

特朗普关税：美国不断升级的贸易紧张局势对欧盟出口商和供应链意味着什么 20

导读：美国的贸易政策已急剧偏离多边主义，大规模的新关税对全球供应链构成严重威胁。由于美国仍是欧盟最大的商品出口市场，这些措施对欧盟产生了重大影响。对美国的出口严重依赖于少数企业和高价值的商业关系，这使得欧盟尤其容易受到有针对性的贸易措施的影响。在德国，仅前十大商业关系就占了对美国海运出口的五分之一。公司内部贸易也发挥着至关重要的作用：德国向美国出口的汽车中，有四分之一是在拥有明确共同所有权的商业实体之间进行的。模拟进一步表明，跨大西洋关税冲突将使欧盟对美国的出口减半，并造成大范围的生产损失，从长期来看，德国的 GDP 将收缩约 0.33%。为了限制这些经济损失并建立长期恢复力，欧盟应该通过深化与自由贸易协定伙伴的贸易关系并加强单一市场内的一体化来加速其出口多样化。

关税为何引发金融市场动荡 25

导读：文章探讨了 2025 年 4 月 2 日美国政府宣布全面征收新关税后引发的金融市场动荡。作者指出，此次关税冲击不仅是一个贸易政策问题，更是一个金融事件。关税的实施激活了金融放大循环，导致资产价格下跌、信用利差扩大以及去杠杆化加速。文章强调，这种冲击的金融效应是系统性的，需要通过明确的政策托底来阻止进一步的金融不稳定。作者还提出了 R** 框架，用于分析金融不稳定调整后的实际利率，并指出在当前环境下，关税的净效应是金融通缩，而非通胀。

FDI 如何转化为国内投资——探索行业内渠道与金融渠道 30

导读：本文探讨了外国直接投资（FDI）如何影响国内投资，基于 12 个中东欧国家 1997 - 2019 年行业数据，着重分析了 FDI 传导的行业内部渠道与金融渠道。研究发现，约四分之一的行业 FDI 转化为国内投资，且金融 FDI 对非金融行业国内投资有显著正向作用，与金融部门联系紧密的行业（如制造业、贸易和房地产）受益更明显。研究创新性地提出金融关联权重概念，为理解 FDI 国内投资转化提供了新视角，也为政策制定者引导 FDI 流向、优化国内投资提供了参考。

政策冲击与不确定性上升正削弱全球经济前景 47

导读：全球经济今年仍有望实现增长，但近几个月来前景明显恶化。美国的重大政策转变，尤其是新关税的推出，正在抑制经济活动，并在全球范围内加剧高度的不确定性。

全球贸易体系正在崩塌：下一步更令人担忧 49

导读：美国主导的以规则为基础的全球贸易体系正在瓦解，现任美国政府通过提高关税和强调单边主义，削弱了多边机制如世界贸易组织的作用。文章强调，这一体系曾促进全球繁荣与稳定，而如今的行政裁量与保护主义将带来腐败、经济不确定性，甚至可能引

发全球贸易冲突。作者呼吁国会应重新掌控贸易政策，防止未来重蹈上世纪大战前的覆辙。
编译如下：

本期智库介绍 51

重谈“火星假说”与“水星假说”：特朗普政府、美元和国际货币选择的地缘政治

Barry Eichengreen/文 赵元彬 / 编译

导读：本文探讨了美国地缘政治因素对美元国际地位的影响，指出依赖美国安全保护的国家更愿持有美元储备；若美国减少全球参与，美元在这些国家储备中的份额可能显著下降，进而影响美国金融市场。文章通过模型预测和历史数据分析，强调地缘政治因素在国际货币选择中的关键作用，其结论对理解当前国际货币体系及未来趋势有重要意义。编译如下：

2018 年一篇 Vox 专栏文章研究了美国因其军事联盟和“美元外交”而享有的地缘政治溢价。本文由原作者之一撰写，鉴于特朗普政府最近的举措，认为现在有必要回顾早先的结论，即依赖美国作为其安全保护伞的国家更倾向于持有美元储备，且若美国退出全球舞台，将导致美元在依赖美国的国家储备中占比大幅减少。

2018 年初，也就是七年前多一点，我和我的合著者发表了一篇 Vox 专栏文章，探讨美国地缘政治联盟如何影响其盟友持有美元作为储备货币并在国际支付中使用美元的意愿，以及这种意愿如何影响美国财政部的借贷成本。鉴于特朗普政府最近的举措引发了关于美国对其长期联盟承诺的质疑，现在重新回顾这些早期的结论显得十分及时。

简言之，我们的研究表明，依赖美国提供安全保护伞的国家更倾向于持有美元储备。如果美国退出全球舞台，依赖美国国家的美元储备份额将减少约 30 个百分点（假设全球外汇储备总量保持不变）。美国可交易公共债务的 6% 将被清算，而美国长期利率可能上升多达 80 个基点。

下面的图 1-4 和估计值均来自论文的已发表版本（Eichengreen 等，2019）。相应的数据可以在我们的网站 www.globalcurrenciedatabase.com 上找到。

原文末尾的免责声明（如下重述）具有特殊效力。

“火星假说”还是“水星假说”？国际货币选择的地缘政治

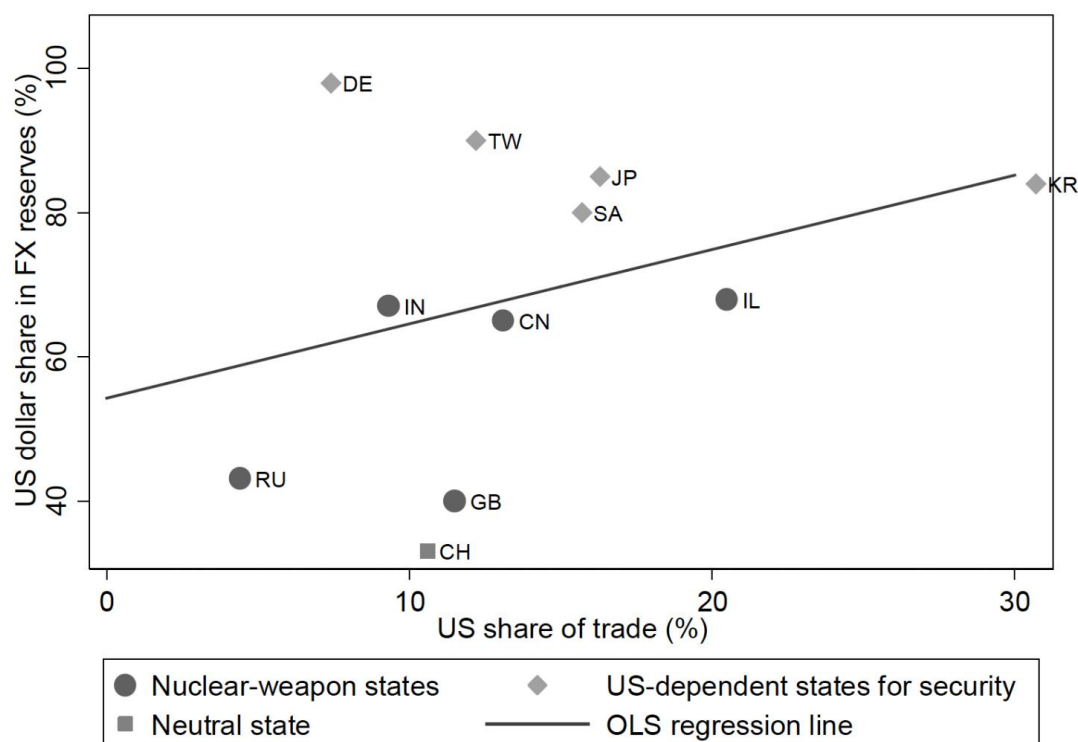
在关于国际交易中使用货币的学术著作中区分了两种观点。一种是经济学家所熟悉的，强调货币的经济动机。安全性、流动性、网络效应、贸易联系和金融联系解释了为何某些货币被政府和从事跨境交易的私人实体过度地用作交换媒介、价值储存手段和记账单位。我们将其称之为“水星假说”。

另一种观点由政治经济学家提出，主要适用于对储备货币或货币组合的选择，强调战略、外交和军事力量。只要一个国家拥有这些力量，外国政府就会认为使用本国货币进行跨境交易符合其地缘政治利益。而作为主导力量的国家将拥有鼓励这种做法的政治影响力。换句话说，国际货币的选择更多地是受到“火星”而非“水星”的影响。

将第二种假设纳入经济学家的理论体系，有助于解释国际储备货币构成中一些令人困惑的方面。它有助于解释为什么日本持有的外汇储备中美元占比高

于中国。它有助于解释为什么沙特阿拉伯的大部分外汇储备是美元，而不像另一个石油出口国俄罗斯。这有助于解释为什么德国几乎所有的官方储备都是美元，与法国大不相同。这是因为，德国、日本和沙特阿拉伯的安全都依赖于美国。另一方面，中国、俄罗斯和法国拥有自己的核武器作为威慑力量。如图 1 所示，比较拥有核武器的国家和安全依赖美国的国家，可以发现美元在外汇储备中所占份额的差异约为 35 个百分点。

图 1 现代时期部分国家外汇储备中美元占比



注：该图表展示了核武器国家（深灰色圆点）和依赖美国安全保护的国家和地区（浅灰色菱形）外汇储备中美元占比的公开可用估算值，并将其与这些国家或地区的货物贸易（出口和进口）中美国占比进行了对比。具体国家及年份如下：GB：英国（2004 年估算值）；RU：俄罗斯（2016 年估算值）；CN：中国（2008 年估算值）；IL：以色列（2015 年估算值）；IN：印度（2015 年估算值）；JP：日本（2006 年估算值）；KR：韩国（1987 年估算值）；TW：中国台湾地区（2016 年估算值）；SA：沙特阿拉伯（2016 年大致估算值）；DE：德国（2004 年估算值）。由于数据缺失，未包含法国。

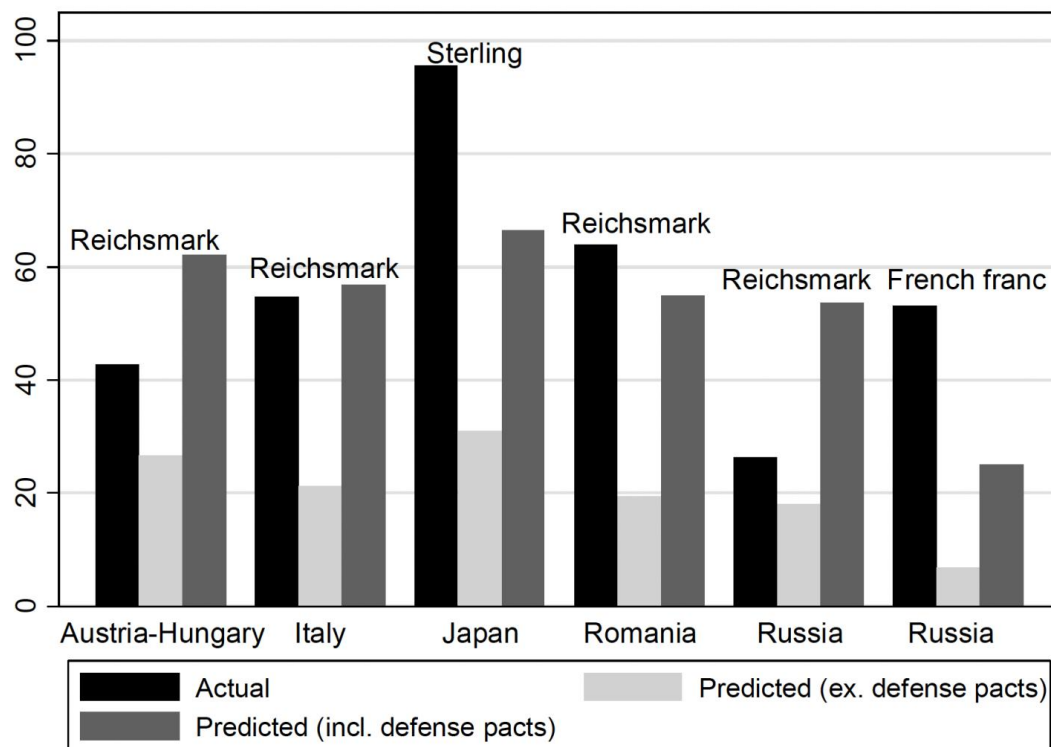
“火星”和“水星”的轨道博弈

在 Eichengreen 等（2017，2019）的研究中，我们使用一战前 19 个国家的外汇储备数据（基于 Lindert 在 1967 年的研究）对“火星假说”和“水星假说”进行了检验。当时储备的货币构成是已知的，并且安全联盟激增。我们发现，军事联盟使一国货币在盟友国外汇储备中的份额提高了近 30 个百分点。

图 2 展示了在第一次世界大战前与主要储备货币发行国签订防御协定的五个国家的外汇储备中主要储备货币的预测占比。深灰色条形表示包含防御协定

影响的预测占比，深灰色条形表示不包括防御协定影响的预测占比，而实际货币占比以黑色条形表示。当模型包括防御协定影响时，预测占比与实际占比更为接近。

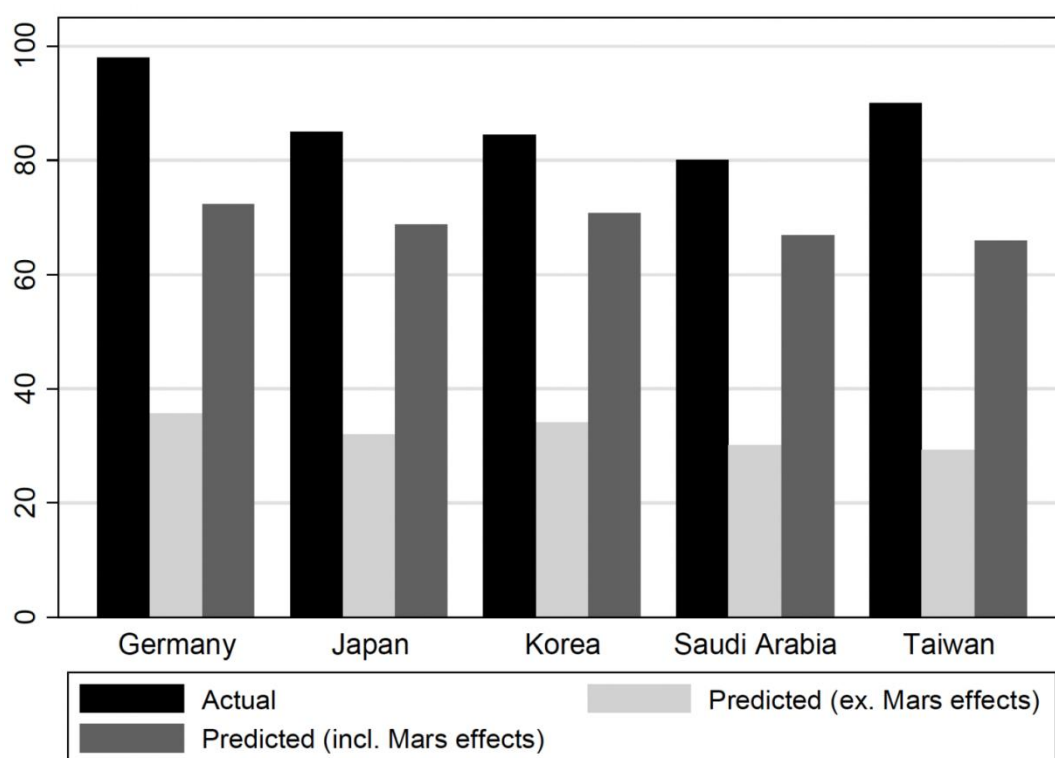
图 2 地缘政治因素与经济因素在储备货币选择中的重要性：过去



注：该图表展示了第一次世界大战前与相关货币发行国签订防御协定的五个国家的外汇储备中选定储备货币的预测占比。利用我们的模型估计值，预测占比在两种情境下进行了计算：（i）包含防御协定效应（以深灰色条形表示）和（ii）不包含防御协定效应（以浅灰色条形表示）。实际货币占比以黑色条形表示。

图 3 以现代时期五个安全依赖美国的国家（德国、日本、韩国、沙特阿拉伯、中国台湾地区）为例，使用我们对早期时代获得的地缘政治溢价估计值，进一步阐释了相关观点。再次表明，“火星假说”再次在很大程度上解释了美元在外汇储备中占据主导地位的现象。

图 3 地缘政治因素与经济因素在储备货币选择中的重要性：现在



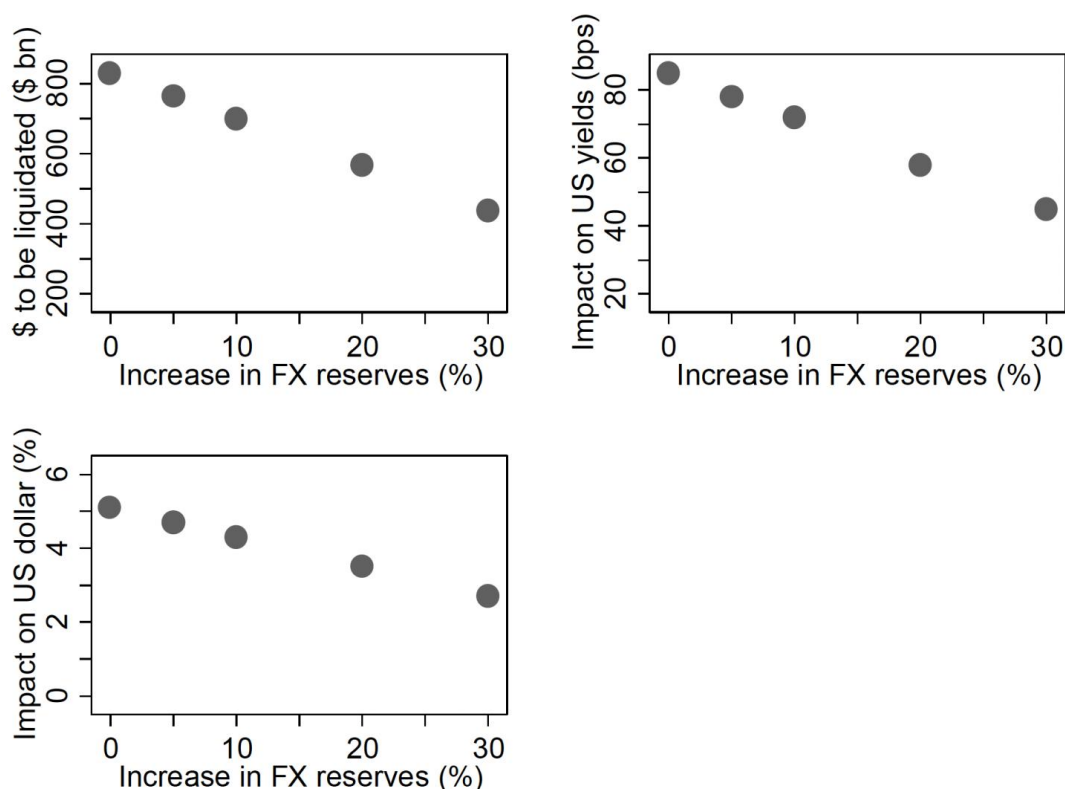
注：该图表展示了目前依赖美国安全保护的五个国家的外汇储备中美元的预测占比。利用我们的模型估计值，预测占比在两种情境下进行了计算：（i）包含防御协定效应（以深灰色条形表示）和（ii）不包含防御协定效应（以浅灰色条形表示）。实际货币占比以黑色条形表示。可信度效应通过主权债务评级进行衡量。

“美国优先”政策

美元的国际货币地位使美国政府能够以较低的成本发行以美元计价的证券，因为主要储备资产的持有者的需求比非主要储备资产更强劲。相应的，美国为预算赤字和经常账户赤字融资的成本也更低。因此，我们的研究表明，美元作为国际货币单位的主导地位得到了美国作为全球强国、为盟国提供安全保障这一角色的有力支撑。

但如果美国在全球地缘政治中逐渐抽身，转而采取更加独立、内向型的政策，其作为全球强国为盟国提供安全保障的角色被看作不再那么可靠，那么美元所享有的安全溢价可能会减少。在美国退出全球舞台、美元的安全溢价消失而全球储备水平保持不变的情况下，依赖美国的国家外汇储备中美元占比将减少 30 个百分点，而同时欧元、日元和人民币等其他储备货币的占比增加。我们的估计表明，如果全球外汇储备的构成发生变化而其水平不变，那么价值超过 8000 亿美元的官方美元计价资产——相当于美国可交易公共债务的 6%——将被清算，而美国长期利率可能会上升多达 80 个基点（见图 4）。

图 4 美元失去安全溢价对金融市场的冲击



注：该图表展示了假设美国从全球舞台上撤退且美元失去其地缘政治/安全溢价，从而导致全球外汇储备构成发生变化的假设情景对债券市场和汇率市场的冲击估计值。这些情景进一步假设，相关外汇储备的总量增加了高达 30%。左上角的图表显示了在假设全球外汇储备增加的情况下，预计需要清算的美元金额。右上角的图表显示了在假设全球外汇储备增加的情况下，美国长期利率预计上升的幅度。左下角的图表显示了在假设全球外汇储备增加的情况下，美元预计贬值的程度。

推论

因此，我们的研究结果与当前关于国际货币体系未来的讨论密切相关，尤其是在人们担心美国可能会从全球地缘政治脱身，转而奉行更具“美国优先”色彩的孤立主义政策的背景下。这些研究结果还表明，中国在国际舞台上日益增长的自信和强硬姿态，可能有助于支持人民币成为日益重要的国际货币单位。此外这些结果还表明，在外部安全和防务等领域深化欧洲合作，对于欧元的全球地位并非无关紧要。

本文原题为“Mars or Mercury rebooted: The Trump administration, the dollar, and the geopolitics of international currency choice”，作者为 Barry Eichengreen。本文于 2025 年 4 月 18 日发表在 VoxEU，原文见网址 <https://cepr.org/voxeu/columns/mars-or-mercury-rebooted-trump-administration-dollar-and-geopolitics-international>。

特朗普关税对墨西哥和加拿大的影响

Lisandra Flach, Andreas Baur / 文 熊春婷/编译

导读：美国总统唐纳德·特朗普最近宣布，对美国从加拿大和墨西哥进口的关税将于 2025 年 3 月 4 日生效。这份政策简报表明，美国的关税将对北美邻国产生巨大影响。如果发生关税报复，包括美国在内的三个直接受影响国家的所有经济部门（服务业、农业和工业）都将遭受附加值损失。此外，就贸易流量而言，加拿大的出口总额预计将长期永久性下降 28%，而墨西哥可能下降 35% 以上，美国可能下降 22%。由于地理位置和双边贸易流动的部门结构，墨西哥和加拿大与美国关系密切，这使得它们更难将贸易流动转移到其他贸易伙伴。他们现在比以往任何时候都更应该采取行动，使他们的贸易关系多样化。编译如下：

1. 贸易模式和设想

我们采用 IFO 贸易模型，这是一个基于 Caliendo 和 Parro（2015）的定量贸易模型。国际联系是通过投入产出关系来捕捉的，该模型纳入了关税和非关税贸易壁垒。该模型涵盖 141 个国家和 65 个经济部门，占全球附加值的 90% 以上。它是通过理论均衡条件产生的经济计量估计进行参数化，使我们能够模拟各种贸易政策情景的一般均衡效应。

IFO 贸易模型能够确定这种关税增加的长期影响水平。这提供了对贸易流量、贸易量、部门增加值以及实际国内生产总值和家庭总收入影响的潜在反应的见解。一般均衡模型的分析不仅包括直接出口，还包括价值链上的贸易以及美国提高关税对其他目标市场可能造成的贸易转移效应。通过这种方式，它为新的全球经济均衡提供了一幅全面的图景。

我们模拟两个场景：

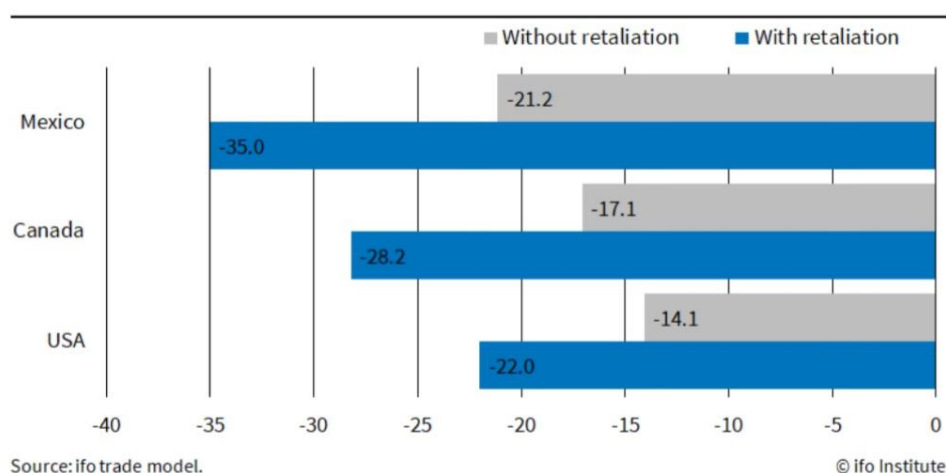
第一种情况：对墨西哥和加拿大产品征收 25% 的关税。与能源相关的部门被豁免，只需缴纳 10% 的关税。中国产品被征收 10% 的关税。

第二种情况（“美元对美元的情况”）：这种情况假设墨西哥、加拿大和中国采取对称的报复措施。

2. 贸易影响：美国、加拿大和墨西哥的出口总额大幅下降

在这两种模拟情景中，所有三个直接相关的国家都观察到出口总额下降。由于美国加征关税，加拿大的出口总额预计将长期下降 17%，而墨西哥可能下降 21% 以上，美国可能下降 14%。如果加拿大和墨西哥以对称的报复性关税作为回应，这些数字会高得多，这反映了这三个国家在供应链中的高度一体化。在这种情况下，美国的出口总额将减少 22%，而加拿大和墨西哥的出口将分别减少 28% 和 35%。

图 1:



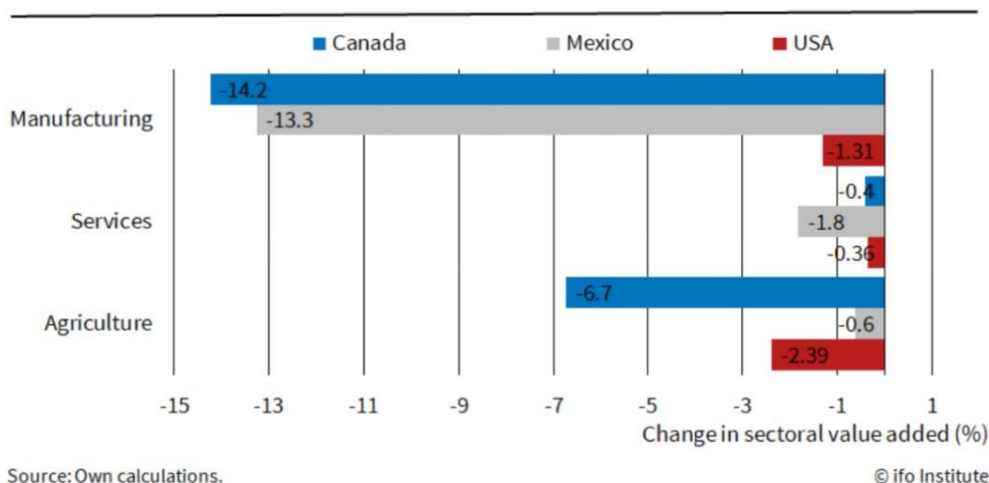
3.对附加值的影响：加拿大和墨西哥的制造业受到最严重的打击

美国对从加拿大和墨西哥进口的商品征收 25% 的关税将主要影响这些国家的制造业。加拿大和墨西哥的工业通过跨境价值链与美国经济高度融合，在中期内两国工业将面临附加值的大幅下降——加拿大下降 14%，墨西哥下降 13%。

加拿大受影响最大的经济部门还包括农业和采矿业，预计中期附加值将损失 6.7%。

如果墨西哥和加拿大进行报复并征收对称关税，对工业产品征收报复性关税将显著增加墨西哥的损失，但对加拿大的工业增加值影响不大。然而，在加拿大，报复措施将导致其农业和采矿业遭受更大的损失。

图 2:



本文原题为 “The Effect of Trump Tariffs on Mexico and Canada?” 本文于 2025 年 3 月刊于 CESIFO 官网。本文作者 Lisandra Flach, Andreas Baur。 [单击此处可以访问原文链接。](#)

世界贸易体系能挺过特朗普的关税吗？

Alan Wm. Wolff/文 桂平舒/编译

导读：美国计划于4月2日宣布广泛关税，引发对全球贸易体系的冲击。此举无视世贸组织规则，加剧了贸易不确定性，可能减少全球贸易量并招致他国报复。尽管美国进口占全球13.2%，但关税战将促使各国加速贸易多元化，减少对美依赖。世贸组织虽需改革，但其基于规则的多边体系仍不可替代，各国或克制报复以维护长期利益，并期待美国未来重返规则框架。短期贸易冲突或有限，但体系韧性源于历史共识：若无世贸组织，世界需重建类似机制以维持稳定。编译如下：

4月2日是唐纳德·特朗普总统的关税宣布日。尽管预计这些关税将是广泛且影响深远的，但目前还没有明确的迹象表明美国将征收哪些额外关税。另一个未知数其他国家会在多大程度上进行报复。那些从事世界贸易的人和负责贸易政策的政府官员将把他们的计划从“如果发生了这种情况该怎么办”转向“现在该怎么办”。

美国新政府在其所谓的“对等计划”中，显然不承认对其征收关税有任何国际限制。这与包括美国在内的166个世界贸易组织（世贸组织）成员在加入该组织时所作的承诺正好相反：除极少数例外情况外，关税受合同规定水平的约束。签署国还同意确保非歧视，对所有贸易伙伴一视同仁（除非是给予与其有自由贸易协定的国家优惠待遇——在大多数情况下零关税）。1948年1月1日，美国领导当时的世界主要贸易国建立了关税及贸易总协定（GATT），即世贸组织的前身。

思考4月2日之前的世界贸易体系的一种方式是将之比作各国管理汽车和卡车行驶的交通法规，行人和司机都有一个合理的预期，即所有司机都会遵守停车标志。就贸易而言，人们明确预期下周实施的关税将与昨天的水平相同。企业依赖于现有关税承诺所提供的确定性，并据此进行规划和投资。根据特朗普的计划，无法保证某天生效的美国关税不会在随后的某天被其他关税所取代。不确定性将减少发生的贸易量。（关于贸易不确定性成本的估算，见：“The Heterogeneous Effects of Uncertainty on Trade”, Ibrahim Nana, Rasmane Ouedraogo, and Sampawende Jules Tapsoba WP/24/139, IMF, July 2024.）

世界贸易将适应美国的贸易限制，尽管这可能会给世界经济带来代价。美国在世界进口中的份额很重要，但并不占主导地位。美国占世界进口的13.2%，占世界出口的8%。可以预计，美国关税及其引发的贸易报复行为将减少这些份额。经济影响将取决于美国关税的壁垒高度、适用国家数量以及预期持续时间。此外，外国报复的程度也会增加，这可能会加剧美国原有关税造成的双边经济损害程度。另一个短期影响是，其他国家将寻求限制从美国市场转出的贸易的不利影响，包括来自中国和其他来源的贸易。

还有潜在的长期影响。在过去两届美国政府期间，有传闻称，那些与美国进行贸易的人一直在尝试减少对中国商品的依赖。在4月2日关税日之后，由

于未来美国市场准入的不确定性，外国卖家可能会同样减少对美国市场的依赖。例如，加拿大长期以来一直希望使其贸易多元化，减少对美国的依赖。事实上，自 2018 年以来，加拿大贸易部长已正式成为国际贸易多元化部长。同样，中国也一直在寻求贸易多元化，减少对其竞争对手美国的依赖。

另一个背离世贸组织非歧视规则的行为值得一提。寻求与美国达成和解以部分或完全取消新关税的国家是否会给予仅针对美国的贸易让步（例如，欧盟可能仅将美国汽车的关税从 10% 降至 2.5%，以匹配美国的正常关税）？

世界贸易体系能否持久的关键问题是，美国和那些采取报复行动或达成和解的国家放弃关税承诺的行为能否仅限于与美国的双边贸易。报复是仅针对美国，还是采取更广泛的贸易限制措施？

当然，美国的贸易伙伴在征收关税时可能会比美国更加克制，例如通过较低程度的报复或提供不求回报的让步来实施关税。这种情况可能出于多种原因：欧洲仍然需要美国参与其与俄罗斯的关系，特别是尽可能站在乌克兰一边以实现和平。日本和澳大利亚需要美国在亚洲的存在。美国实施新关税可能被视为一种过激行为，其贸易伙伴们都希望避免因采取报复性措施而加剧自身损失和全球经济的损害。

世贸组织的未来如何？作为全球贸易体系规则的守护者，世贸组织存在一些不足之处，需要进行一系列关键改革。然而，对于世贸组织是否仍然重要的问题，答案是它至关重要且必须保留，因为目前没有明确的替代方案。80 年前，一些极具智慧的人在两次世界大战后创造了一个更加和平和繁荣的世界，他们创造了一个基于有约束力的互惠关税承诺、非歧视和透明度的贸易体系。

有理由乐观地认为，除了近期与美国的贸易之外，世贸组织的每个成员都很有可能在很大程度上维持其承诺。未来的贸易战将是一场有限的战争。这在一定程度上是因为各国对世贸组织的政治承诺、相信本国在没有全球贸易体系的情况下会更糟，以及希望美国未来重新回归世贸组织规则。基于这些原因，贸易体系得以延续。正如一位尖锐的世贸组织批评者曾经承认的那样，“如果世贸组织不存在，我们就必须发明它。”参与世界贸易国家的领导人和他们的贸易部长应该补充说，“在我们发明更好的东西之前，这些就是我们将遵循的规则。”

本文原题为“Will the world trading system survive Trump’s tariffs?”。本文作者 Alan Wm. Wolff 是彼得森国际经济研究所（PIIE）的高级研究员，曾担任世界贸易组织副总干事、贸易律师协会的主要成员和美国贸易谈判副特别代表等职务。他的研究重点是 WTO 的发展改革，美国、欧盟和中国在国际贸易体系中的作用，以及服务于利用贸易实现经济繁荣的所有国家的需求。本文于 2025 年 3 月 27 日刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

互惠与歧视：关税何时是有效的补救措施？

Kimberly Clausing / 文 桂平舒/编译

导读：特朗普政府计划于4月2日宣布新一轮大规模关税措施，声称旨在反制海外不公平贸易行为并实施“对等”贸易保护，可能在增值税、企业所得税、数字服务税和外国贸易壁垒四个领域推行该政策。然而这种以“对等”为由的关税政策存在根本缺陷：首先，增值税作为国际通行税制，其征税逻辑与歧视性关税截然不同，对进口产品征收增值税实为维护公平竞争环境；其次，美国跨国企业受国际最低税率协议（UTPR）影响有限，且美国自身设有GILTI等类似税制，为此发动贸易战将反噬本国供应链与经济利益；再者，数字服务税普遍具有非歧视性，其税负主要由外国消费者承担，美国科技巨头的政治游说不应成为政策制定依据；最后，即便存在外国贸易壁垒，美方加征关税也将首先损害本国消费者利益，且当前主要针对加拿大、墨西哥等低关税伙伴的做法更显政策矛盾。文章指出，以“对等”之名行保护主义之实，不仅违背经济规律，更将削弱美国在全球贸易体系中的领导地位。编译如下：

特朗普政府将于4月2日宣布下一项重大关税声明，称该声明旨在打击海外不公平贸易行为并实施对等贸易保护。该政府可能在至少四个领域援引“对等原则”：增值税、企业所得税、数字销售税和外国贸易壁垒。但无论针对哪种情况，美国加征关税都不是明智的政策选择。

特朗普政府宣称计划针对每个贸易伙伴所谓的“非对等贸易安排”采取反制措施，包括关税、税收、补贴和法规。这一策略的潜在动机可能是：为总统利用国会授予的特别授权对贸易伙伴逐个实施制裁提供法律依据。根据美国宪法（第一条第八款），国会对财政拥有明确的权力。但在紧急情况、国家安全或国外不公平贸易行为等特殊情况下，总统有更大的关税决定权。

然而，美国政府试图将这种存在谬误的对等原则，应用到远比不公平贸易行为更广泛的领域——包括税收政策。外国拥有完全的主权权力，可以按照自己认为合适的方式对本国消费者和服务于本国市场的公司征税。将贸易措施强加对等原则已属不当，若再将税收政策纳入对等原则范畴，则更是错上加错。

增值税

增值税对大多数美国人而言或许陌生，但其运作原理与销售税类似：不同于美国各州在最终销售环节一次性征税，增值税政府在生产的每个环节（根据各阶段增值额）分次征收，以提高税收遵从度。当一个国家征收增值税时，它对国内和国外的增值来源一视同仁，无差别地对所有国内消费来源征税。若仅对本国增值征税而豁免进口，则相当于变相鼓励消费者购买进口商品，形同实施负关税或进口补贴。对进口产品征收增值税恰恰维护了公平竞争环境。同理，对出口产品合理免征增值税也绝非出口补贴——尽管这一常识常遭误解。

美国人对此不应感到陌生。购买法国红酒与加州红酒时缴纳的销售税完全相同，增值税机制亦是如此。相反，关税只针对外国商品，而对国内产品免税。这种扭曲性政策会将资源导向进口竞争部门，同时削弱其他经济领域（包括出口产业）的发展。关税造成的经济扭曲已多有论述。

由于大多数国家均实行增值税（见下图），若将增值税曲解为贸易壁垒（尽管这种指控具有误导性），其影响范围将波及全球几乎每个国家。

Figure 1

More than 160 countries worldwide use value-added taxes (VAT)

Countries that have implemented a value-added tax as of 2020



Source: [International Monetary Fund](#)

[Download image](#)

公司所得税

特朗普政府上任首日即签署行政令，强烈抨击近期达成的国际企业最低税率协议，宣布美国退出该协议（尽管美国尚未通过相关立法），并威胁对实施该税制的国家采取报复措施。这项被多数主要经济体采纳的税收协议（参见追踪报告）覆盖了美国跨国企业绝大部分收入，因为这些企业主要在这些经济体运营。

该税收协议为采纳国提供了一种保障机制——未足额征税利润规则（UTPR），以防止跨国公司将利润转移到未采纳该协议国家的关联公司，从而侵蚀采纳国的税基。UTPR 条款对于协议的成功至关重要。如果没有这一条款，各国政府可能会担心，采纳该协议会使本国公司相对于在未采纳国运营的竞争对手处于劣势。

例如，为了防止一家在日本经营的美国跨国公司将收入从日本的税收基础转移到国外一个低税率管辖区的关联公司，UTPR 会按国家对在采纳国运营的未采纳国公司进行逐国补充征税。由于所有在采纳国运营的公司都面临相同的税收待遇，UTPR 不会使美国跨国公司处于竞争劣势。

此外，UTPR 仅适用于有效税率低于 15% 的美国跨国公司收入，其仅针对低税率收入。且美国本身也有几项最低税，包括全球无形资产低税收入税

（GILTI）、税基侵蚀反滥用税（BEAT）和企业替代性最低税（CAMT）。这些税制已覆盖美国跨国企业的低税利润，因此 UTPR 带来的额外税负极为有限。

如果美国国会认为这些剩余税收令人不安，它完全可以对这些收入征税，这将豁免 UTPR 适用，同时增加美国的财政收入。实际上，此类改革既能增加美国税收，又不会加重企业负担（因企业原本就需在海外缴纳税款）。

用关税报复的威胁来回应 UTPR 的小额税收负担，更有可能损害而不是帮助美国的商业利益。不断升级的贸易战可能会破坏美国的供应链，损害商业活动和经济增长。此外，外国政府的报复还会损害美国在海外的市场准入。

此外，各国以合适的方式对境内运营企业征税是其主权权利。美国政府也一直对在美国运营的外国公司征税。美国法律还包括一些明确针对将收入转移出美国税基的外国跨国公司的条款，如 BEAT。

数字销售税

数字销售税（DST）引起了国会两党的愤怒，其原因可能更多地与游说效果有关，而非基于经济政策原则，唐纳德·特朗普总统最近还签署行政令将此类税收称为掠夺。然而，大多数 DST 是非歧视性的，因为它们适用于数字产品的销售，而与制造商国籍无关。几家著名的数字公司，如 TikTok/Bytedance 和 Spotify，都不是美国公司。当然，如果一个国家对汽油、葡萄酒、香烟或其他特定产品征税，这种税收将对专门生产这些产品的国家的生产商造成不成比例的影响。然而，这并不意味着这类税收缺乏合法的政策依据，也不意味着这种不成比例的影响会改变各国征收消费税的主权权利。

虽然美国贸易代表（USTR）此前认为外国 DST 具有歧视性，但这一分析并不严谨。它只是反映了对 DST 的潜在不信任，因为几个著名的美国“国家冠军”企业受到了影响，并通过大力游说表达了他们的不满。

还有一个重要的税收归宿问题，即谁承担了税收的经济负担。消费税主要落在国内消费者身上，因为生产商往往不会大幅降低价格（如果有的话）来抵消它们。从某种程度上说，DST 也是如此，美国政府反对那些影响外国消费者的外国税收似乎毫无意义。同时，拥有市场力量的公司更有可能承担部分税收负担，由于几家美国科技公司拥有巨大的市场力量（和政治影响力），美国决策者热衷于对抗 DST 也就不足为奇了。尽管如此，DST 本身并不具有歧视性；为它们引发贸易战可能既不符合商业利益，也不符合国家利益。

国外贸易壁垒

虽然美国用自己的贸易壁垒来报复外国贸易壁垒似乎是一种直觉反应，但这种报复的经济理由充其量也是站不住脚的。美国的关税损害了美国消费者的利益，扭曲了美国经济，阻碍了经济增长，产生了新的破坏性冲击。

奇怪的是，到目前为止，特朗普政府的关税威胁往往针对那些对美国产品设置较低贸易壁垒的国家，包括自由贸易协定伙伴（如加拿大和墨西哥），这

些国家通常允许美国商品免关税进入其市场。同样，欧盟（经常被当作特朗普团队的下一个目标）对美国商品的关税壁垒也相对较低，世界贸易组织报告的欧盟贸易加权平均关税率低于 3%。

过去，多边贸易谈判经常要求贸易伙伴按类似比例降低关税。因此，由于美国的初始关税通常低于许多其他国家，美国的关税降幅小于国外的关税降幅，但即便如此，典型的外国国家的关税仍高于美国。然而，高关税也并非外国国家的有利选择：关税较高的国家通常比关税较低的经济结果更差。此外，关税保护与贸易平衡之间也不存在很强的相关性，而贸易平衡本身也不是一个明智的政策目标。

为关税而关税

把对等作为征收关税的理由是错误的。各国的税收政策很少是歧视性的，在许多情况下，外国贸易壁垒较小。即使国外的贸易壁垒确实高于美国，美国的新关税也会造成经济混乱，并损害美国消费者的利益。尽管法律限制可能迫使特朗普政府以“对等”为由来证明关税的合理性，但这种理由对于一项严重失策的政策来说是站不住脚的。

本文原题为“Reciprocity and discrimination: When are tariffs useful remedies?”。本文作者 Kimberly Clausing 是彼得森国际经济研究所非常驻高级研究员，并担任加州大学洛杉矶分校税法与政策 Eric M. Zolt 主席。本文于 2025 年 3 月 31 日刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

特朗普关税：美国不断升级的贸易紧张局势对欧盟出口商和供应链意味着什么

Sonali Chowdhry / 文 熊春婷 / 编译

导读：美国的贸易政策已急剧偏离多边主义，大规模的新关税对全球供应链构成严重威胁。由于美国仍是欧盟最大的商品出口市场，这些措施对欧盟产生了重大影响。对美国的出口严重依赖于少数企业和高价值的商业关系，这使得欧盟尤其容易受到有针对性的贸易措施的影响。在德国，仅前十大商业关系就占了对美国海运出口的五分之一。公司内部贸易也发挥着至关重要的作用：德国向美国出口的汽车中，有四分之一是在拥有明确共同所有权的商业实体之间进行的。模拟进一步表明，跨大西洋关税冲突将使欧盟对美国的出口减半，并造成大范围的生产损失，从长期来看，德国的 GDP 将收缩约 0.33%。为了限制这些经济损失并建立长期恢复力，欧盟应该通过深化与自由贸易协定伙伴的贸易关系并加强单一市场内的一体化来加速其出口多样化。编译如下：

新一届美国政府的贸易政策正在经历一场戏剧性的转变，偏离基于规则的多边全球贸易体系。自 2025 年 1 月以来，美国已提议对加拿大和墨西哥等主要合作伙伴征收高达 25% 的关税，同时将从所有国家进口的钢铁和铝的关税提高到 25%。从 4 月 2 日起，美国 25% 的新关税适用于进口汽车和汽车零部件的所有进口商，无论其原产地在哪——目标是针对具有复杂供应链的全球一体化的行业。在一项更全面的举措中，特朗普政府正在考虑建立一个“对等”关税体系——可能会提高美国对更广泛产品和贸易伙伴的进口关税，以对抗它所认为的不公平的外国关税和监管壁垒。

除了这一波激进措施的直接经济影响外，围绕美国未来贸易政策的方向和实施的极端不确定性也让世界各地的企业、投资者和政府感到不安。在高度关联的全球化经济中，这种不断上升的贸易摩擦将产生深远的溢出效应。欧盟受影响很大：因为 2024 年美国是其最大的商品出口国和第二大商品进口国。对德国来说，美国市场带动了其全球出口的五分之一和全球汽车出口的四分之一。因此，德国和欧盟面临的挑战是双重的：遏制与美国紧张的贸易局势对经济造成的损害，并设计一项前瞻性战略，以促进长期经济增长和韧性。

1. 欧盟出口商和供应链容易受到贸易中断的影响

服务于美国市场的欧盟企业在多大程度上受到这种贸易政策转变的影响？为了进行分析，我们参考了标准普尔全球数据（S&P Global），该数据追踪通过海运从欧盟到美国的货物。这些海运货物约占欧盟向美国市场出口货物总量的一半。与标准贸易统计数据不同，这一数据提供了跨大西洋贸易关系更为详细的情况。它使我们能够确切地看到哪些美国公司正在从哪些欧盟供应商购买商品以及在哪些行业购买。这种商业关系的微观视角对于理解欧盟对美国关税增加的风险敞口以及设计有针对性的措施来降低经济损失至关重要。

对 2024 年最新数据的分析显示，欧盟出口商和美国进口商之间的大部分贸易关系集中在四个成员国：意大利、德国、法国和西班牙（详见图 1）。这些

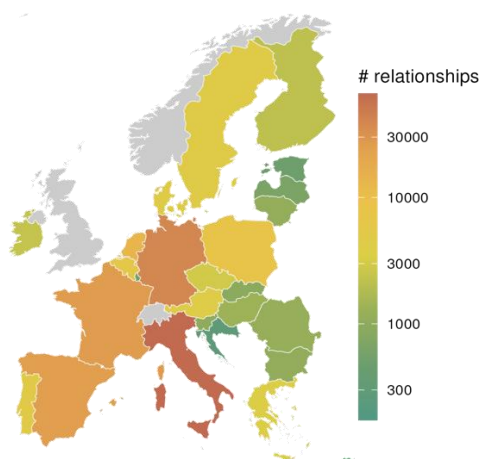
国家占欧盟对美国海运出口的 60%，占此类商业关系的 70%。这一发现与欧盟的统计数据一致，欧盟的统计数据显示，这些国家的出口商中有很大部分直接服务于美国市场（意大利：3.6%，德国：2.2%，法国：4.8%，西班牙：5.6%）。

我们还详细了解了部门层面的贸易流动——比如汽车和零部件，它们现在是美国新关税的直接目标。在整个欧盟，该行业在 2024 年向美国出口了 650 亿欧元的贸易额。在欧盟内部，德国是该行业的主要出口国。它在欧盟对美国的汽车出口中占有近 65% 的份额，在 2024 年向 2700 家不同的美国进口公司发送了 70,000 个不同的海运汽车。

除了确定贸易关系在地理上集中在哪里之外，了解谁在推动欧盟出口也同样重要。数据显示，各企业之间的销售分布极不均衡：前 1% 的出口商——按对美国的销售额排名，大约 1000 家公司——贡献了欧盟对美国海运出口总额的 63%。与此同时，底层 75% 的人只占不到 3%。就德国及其汽车行业而言，销售额也受到大型企业（如梅赛德斯-奔驰、宝马、大众和奥迪）的推动，这些企业共占该行业对美国海运出口的约 65%。

这种出口分布的不对称反映了全球贸易的一个有据可查的特点，即少数“超级明星”大公司主导着国际市场。这些企业不仅塑造了母国的比较优势，而且在传递全球经济冲击方面发挥了重要作用。鉴于它们在欧盟对美出口中的巨大作用，它们尤其容易受到贸易中断的影响。反过来，对这些公司的不利冲击可能产生深远影响，通过其广泛的供应链产生连锁反应，并破坏整个欧盟更广泛的供应商、行业和地区网络。

图 1：欧盟出口商和美国进口商之间业务关系的地理分布
在 2024 年的海上贸易流量中

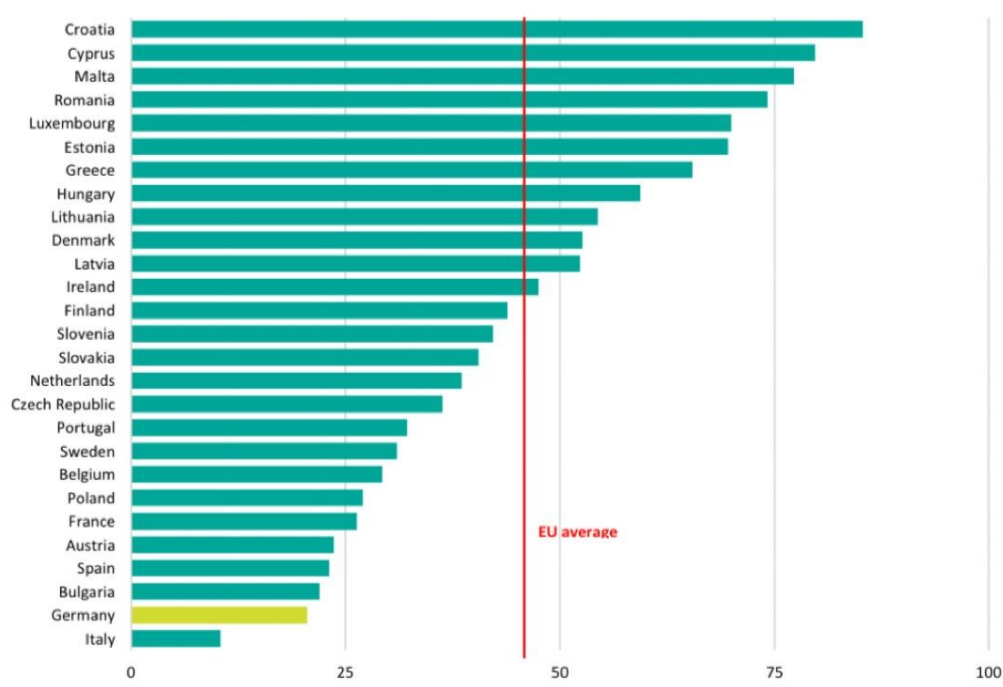


当我们进一步放大——从单个欧盟出口商到欧盟出口商和美国进口商之间的单个商业关系——这种贸易集中是惊人的。值得注意的是，仅前 100 名（前

10 名）公司对公司联系就占欧盟对美国海运出口总额的近 25%（8%）。这种模式——少数买方-供应商关系主导贸易——在所有欧盟成员国都可以观察到，尽管集中程度各不相同。

在德国，对美国海运出口的前 10 个环节所占份额为 20.5%，与西班牙（23.1%）和法国（26.3%）相当（见图 2）。相对较小的经济体对美国的出口集中程度要高得多，克罗地亚、塞浦路斯、罗马尼亚、立陶宛和爱沙尼亚的前 10 大出口环节所占份额超过 70%。这些发现凸显了德国和整个欧盟面临的一个共同风险，即依赖于的一组狭窄的商业关系，这可能会增加对影响关键企业的有针对性的贸易中断和冲击的脆弱性。

图 2：欧盟对美出口集中度 2024 年对美国海运出口中前 10 大业务关系的份额（%）



在德国的案例中，我们可以通过从三个关键方面细分对美国的海运出口来进一步揭示这些买方-供应商关系的重要性：

- 1.企业维度——即出口到美国的出口商数量；
- 2.关系维度——即每个出口商的平均美国买家数量；
- 3.关系内维度-即每个出口商-进口商关系的平均销售额。

这一分解表明，内部关系维度是德国对美国海运出口的最强驱动因素。换句话说，重要的不仅仅是出口商或贸易关系的数量，而是少数几个关系中贸易活动的规模。因此，德国的出口表现及其对贸易中断的抵御能力在很大程度上取决于数量相对较少的高价值商业联系。这一模式也适用于整个欧盟。

在上述基础上，我们可以进一步检查这些高价值关系是独立公司之间的关系还是具有共同所有者的实体之间的关系（例如，总部位于欧盟的空中客车公司和总部位于美国弗吉尼亚州的空中客车美洲公司）。在这里，我们发现所有欧盟出口商-美国进口商关系中有 2% 具有明确的共同最终所有者，但在最大关系中这一比例显著上升。他们前 1000 家欧盟出口商-美国进口商中占 24%，在前 100 家中则占比 31%。这表明，跨国公司的内部供应链在推动欧盟对美国的出口方面发挥着关键作用，如果贸易紧张局势继续加剧，内部供应链尤其容易受到干扰。对德国来说，国内企业与其美国子公司之间的商业关系至关重要。在汽车行业，四分之一对美国的出口发生在德国和美国实体之间，我们可以清楚地确定其共同所有者。

当我们观察这些企业内部关系中的交易内容时，会发现明显偏向于与美国生产相关的商品。资本货物（如工业机械、建筑设备）占这些公司对美国出口交易的 37%。另有 22% 的交易是中间投入（如钢铁产品和化学品）。相反，拥有不同所有者的公司之间的贸易更倾向于最终消费品（如饮料、化妆品、家用电器）。这一区别意义重大：公司内部贸易的中断不仅会影响欧盟的出口，还会影响这些公司在美国的制造业务，因为它们依赖从欧盟附属公司进口的投入和设备。

虽然上述分析强调了可能受到美国贸易冲突影响的欧盟企业的范围和类型，但其影响将远不止这些直接出口商。欧盟各国的许多公司向出口到美国的公司提供原材料、零部件或服务，这使它们间接受到贸易中断的影响。描绘这些连锁反应十分复杂，因为它需要关于整个欧盟供应链和生产网络的详细的企业层面数据。

2. 美国关税冲突的长期影响

为了评估与美国的潜在关税冲突的总体经济影响，我们使用以全球供应链为特征的最先进的定量模型进行了模拟。该模型根据当今世界的状况进行了校准，并模拟了立即实施新关税的全球经济的假设状态。

利用这一模型，我们发现，美国对欧盟商品征收 25% 的全面关税——以及欧盟的互惠措施——将在长期内导致欧盟对美国的出口削减一半，并严重打击欧盟关键部门的生产，包括药品（-9.3%）、运输设备（-7.7%）、汽车（-4.1%）和电子产品（-2.3%）。在这种情况下，欧盟的实际 GDP 下降 0.25%（各成员国平均 GDP），其中德国的 GDP 显著下降约 0.33%。

然而，欧盟可以通过深化与加拿大、墨西哥、日本、韩国和越南等现有自由贸易协定伙伴的贸易关系来抵消美国关税威胁带来的损失。这将涉及通过简化海关程序、改善运输基础设施或加强监管合作来减少所谓的贸易“非关税壁垒”。模拟实验表明，这种方法不仅可以抵消与美国的关税冲突所造成的经济损失，还可以在长期内为所有欧盟成员国带来切实的 GDP 收益。至关重要的是，

这一战略将使欧盟真正“去风险化”——减少对美国需求的依赖，同时扩大对其他市场的出口。

3.结论：通过更加多样化的出口结构建立长期复原力

根据这些发现，我们为欧盟决策者提出了三项关键建议。首先，欧盟应加强其识别和监测具有系统重要性的企业和供应链关系的能力。这需要更多的数据基础设施投资，并在成员国的国家统计机构、研究人员和行业进行更深层次的协调。绘制这些企业层面的贸易和生产网络对于欧盟正确评估风险和实施有针对性的干预措施至关重要。

其次，欧盟需要为这些贸易中断的分配后果做好准备，并确保关税冲突的经济负担得到更公平的分担。这可能需要进一步扩大现有工具，如欧洲全球化调整基金和区域发展基金，以帮助失业工人。加强欧盟单一市场也可能有助于缓冲这些负面外部冲击对贸易造成的损失。

最后，贸易完全集中在一小部分企业及其业务关系中，凸显了降低欧盟出口结构风险的重要性。在这种情况下，一些关键关系的中断可能导致不成比例的巨大经济成本。为了减轻这些风险，欧盟应该推进有针对性的多元化措施。这些措施包括消除欧盟内部的贸易壁垒，支持企业进入新市场，提高现有贸易协定的利用率，以及扩大欧盟的贸易伙伴关系网络。从长期来看，这一战略将促进欧盟的经济增长和弹性，而不受美国贸易政策未来变化的影响。

本文原题为“Trump’s tariffs: What escalating trade tensions with the US imply for EU exporters and supply chains”。本文于2025年4月刊于DIW FOCUS官网。本文作者Sonali Chowdhry。[单击此处可以访问原文链接。](#)

关税为何引发金融市场动荡

Gianluca Benigno/文 赵元彬 / 编译

导读：文章探讨了 2025 年 4 月 2 日美国政府宣布全面征收新关税后引发的金融市场动荡。作者指出，此次关税冲击不仅是一个贸易政策问题，更是一个金融事件。关税的实施激活了金融放大循环，导致资产价格下跌、信用利差扩大以及去杠杆化加速。文章强调，这种冲击的金融效应是系统性的，需要通过明确的政策托底来阻止进一步的金融不稳定。作者还提出了 R**框架，用于分析金融不稳定调整后的实际利率，并指出在当前环境下，关税的净效应是金融通缩，而非通胀。编译如下：

2025 年 4 月 2 日，美国政府宣布全面征收新关税，引发全球震动。本专栏文章描述了这一最初作为贸易政策举措的行动如何演变为一场金融事件。冲击激活了金融放大循环——即资产价格下跌、保证金追加和去杠杆化的自我强化循环。为了阻止放大机制，需要有一个明确的政策托底方案。对最初关税冲击的部分逆转似乎提供了一个暂时的解决方案，但这种政策托底的不确定性可能会持续存在。

图 1 展示了过去十天金融市场剧烈波动的情况，这些波动是由一系列关键发展所驱动的：

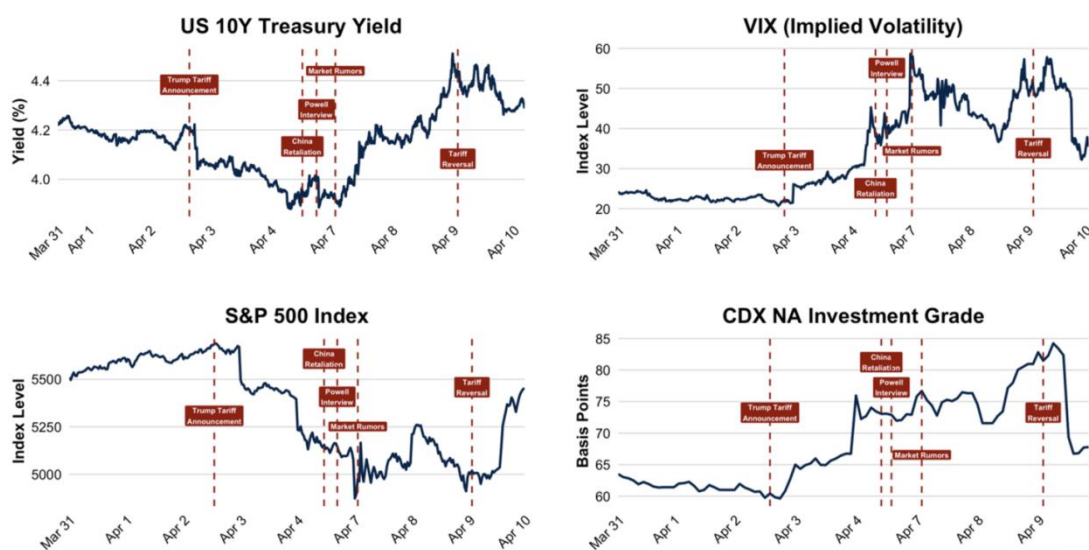
4 月 2 日：特朗普总统宣布全面征收新关税。

4 月 4 日：中国宣布报复措施；美联储主席鲍威尔在电视采访中表示对通胀持续的担忧。

4 月 7 日：市场出现关于可能暂停征收关税的猜测。

4 月 9 日：美国关税政策的部分逆转得到确认，除中国外，大多数贸易伙伴都获得了豁免。

图 1 市场对 2025 年 4 月贸易事件的反应



来源：路透 Eikon。

在本专栏中，我重点关注 10 年期美国国债收益率（安全资产需求的一般指标）、衡量市场担忧和波动性的 VIX 指数、捕捉股市行为的标普 500 指数、反映高评级公司债务的信用利差和感知风险的 CDX NA 投资级指数。

从贸易政策到金融市场去杠杆化

2025 年 4 月初，美国政府宣布全面征收新关税，引发了全球震动。这些都不是象征性的措施——它们范围广泛、规模庞大且出人意料，关税率在 10% 到 50% 之间，适用于几乎所有的贸易伙伴。

起初作为一项贸易政策举措的行动，已经演变为一场金融事件。股票市场暴跌。VIX 指数（反映市场波动性的指标）已飙升至恐慌水平，信用利差一直在扩大，美国国债——通常是“避风港”——已显示出功能失调的迹象，与 2020 年 3 月的情况类似，在短短几小时内波动了 50 个基点。关税冲击所引发的金融压力是真实、快速和系统性的。

为什么会发生这种情况？在这里，我认为这一冲击激活了一个金融放大循环——即资产价格下跌、保证金追加和去杠杆化的自我强化循环。

这次冲击与 2018-2019 年的冲击有何不同？

在 2018-2019 年，即特朗普政府第一任期期间，关税以更有针对性的方式提高，主要集中在对中国和选定部门的贸易上。传统的教科书案例把这些关税视为对实体经济的冲击。它们提高了进口价格，影响了贸易平衡，并且（从长远来看）可能会改变生产模式。

但当同样的政策冲击规模巨大、出人意料且范围广泛时，它会激活一个金融渠道，因为它会破坏建立在杠杆和高估值基础上的金融市场的稳定。

这正是当前事件的不同之处。关税是：

（规模）巨大的，影响到几乎所有贸易伙伴和部门；

令人惊讶的，因为它们没有被市场预料到，也没有反映在预期中；以及系统性的，这实际上是美国与全球贸易体系脱钩的信号。

这三个因素——规模、意外和范围——迫使投资者彻底改变他们对企业盈利、生产率增长和全球一体化前景的预期。这一重新评估引发了抛售。但将其转变为金融事件的是当今金融市场的结构。

金融渠道：螺旋传导机制如何运作

就背景而言，进入 2025 年，股市刚刚经历了一段持续的狂热时期，估值处于历史高位。对冲基金、机构投资者甚至散户投资者都对股票有大量敞口，通常是通过借入资金（保证金账户、衍生品和结构化产品）来进行投资。

当资产价格下跌时，杠杆动力就会发挥作用。作用链条如下：

1. 由于增长/盈利预期降低，资产价格下跌。
2. 投资者面临追加保证金的要求——被要求提供更多抵押品。
3. 为了满足这些需求，他们出售资产。

- 4.抛售进一步压低了价格。
- 5.更多的追加保证金要求被触发。
- 6.周而复始。

这是一个机械过程，而不是心理过程。这就是当杠杆很高时，金融市场对冲击的反应。

金德尔伯格与关税政策的交汇

这一进程遵循经典金德尔伯格-明斯基金融不稳定框架：

- 1.转移：最初的冲击——互相加征的关税——规模庞大且出乎意料。
- 2.重新评估：市场调整了对企业盈利和增长的预期。
- 3.价格下跌：高增长行业（人工智能、制造业）引领了抛售潮。
- 4.保证金压力：杠杆投资者受到抵押品要求的冲击。
- 5.去杠杆螺旋：被迫抛售加速价格下跌。
- 6.传染效应：信用利差上升，流动性枯竭，风险偏好崩溃。

经典金德尔伯格-明斯基金融不稳定框架所缺少的最后一步是托底政策干预——即能够阻止危机蔓延的机制。循环中的每一个阶段都会加强下一个阶段，形成一个自我维持的螺旋。如果没有可靠的政策托底——一种金融上的“看跌期权”——金融体系就有可能进一步陷入不稳定。

通货膨胀还是通货紧缩？对关税的误读

目前的观点是将关税视为通货膨胀：它们提高了进口价格，减少了供应，增加了成本。但这种观点忽略了前面提到的金融渠道。如果在金融脆弱时期实施大规模关税，可能会产生相反的效果：

- 它们压低盈利预期。
- 它们侵蚀资产估值。
- 它们引发金融去杠杆化。
- 它们收紧信贷条件。

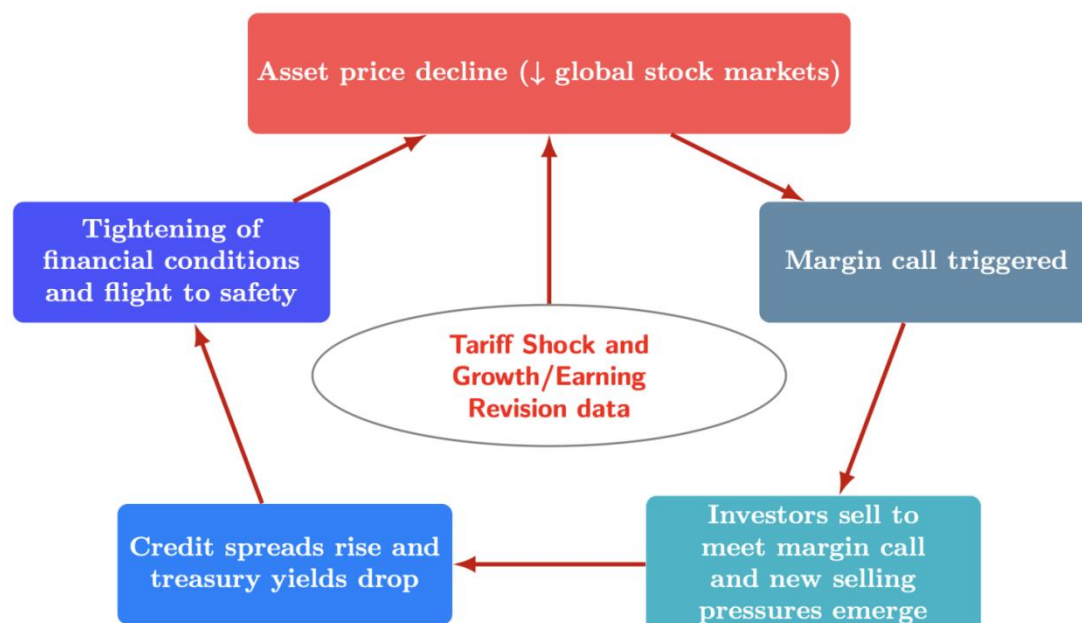
在这种环境下，净效应是金融通缩。并非因为关税降低了价格，而是因为关税通过减少财富和增加金融压力来抑制总需求。

R**观点：金融脆弱性与利率

一种方法是通过 R**的角度展开的，这是我与合著者 Ozge Akinci、Marco del Negro、Albert Queralto 和我几年前共同提出的概念（Akinci 等，2023）。R**是经金融不稳定因素调整后的实际利率。简单介绍一下，这一概念不同于与宏观经济稳定概念相关的流行概念 R*。R**表示当前实际利率相对于金融稳定维度的相对立场。当 R**相对于当前实际利率下降时，这意味着经济正在进入金融压力状态。

那么，我们如何使用这个框架来解释当前的动态呢？

图 2 R**循环
The R** Loop



一个简单的特征描述将 R**与风险资产的估值、信用利差以及系统中的流动性供给联系起来。在关税冲击的情况下，随着资产价格下跌和信用利差扩大，R**下降。我们的框架表明，由于实际利率保持在这个下降的 R**之上，其效果是紧缩的：即使没有加息，它也会收紧金融条件。

R**的下降反映了风险厌恶情绪加剧、去杠杆化压力增大和流动性需求上升。监测 R**的高频代理是评估休克严重程度的一种方法。

什么能阻止金融渠道？

一般来说，为了阻止这种放大机制，需要有一个明确的托底方案。在没有政策锚点的情况下，去杠杆化循环将会持续下去。

所需要的是：

央行发出“看跌期权”或协调一致的政策信号，以稳定市场预期；

针对性的流动性支持，以防止无序的去杠杆化进程；以及

贸易政策或谈判的逆转可以缓解已颁布的措施并减少加剧。

在缺乏这些的情况下，金融渠道将主导关税的传统经济分析。

在当前背景下，潜在政策转变的第一个信号出现在上周一，当时市场传言称，美国政府正考虑对 4 月 2 日宣布的关税措施实行 90 天的暂停期——适用于除中国以外的所有国家。虽然这些传闻后来被白宫否认，但还是引发了金融市场的急转直下。

最终，4 月 9 日下午，特朗普总统正式宣布了这一举措，宣布关税上调将仅适用于中国，税率将提高至 125%。最初关税冲击的部分逆转值得单独关注，

因为它实际上标志着与中国更深层次的战略脱钩。这似乎提供了一个暂时的解决方案，但展望未来，有关政策托底的不确定性可能会持续存在。

结论：这是一个金融事件

2025 年的关税冲击不能仅仅被理解为一场贸易争端，而是一场正在酝酿中的宏观金融冲击。可以根据经典金德尔伯格框架对危机进行剖析：建立在杠杆基础上的位移，会引发自我强化的市场平仓。

更广泛的教训是什么？在当今金融化的经济中，政策冲击不会停留在自己的领域。在大规模实施时，它们会对资产负债表、资产价格和信贷条件产生影响。

本文原题为“Why the tariffs caused turmoil in financial markets”，作者为 Gianluca Benigno。本文于 2025 年 4 月 11 日发表于 VoxEU 平台，原文见网址 <https://cepr.org/voxeu/columns/why-tariffs-caused-turmoil-financial-markets>。

FDI 如何转化为国内投资——探索行业内渠道与金融渠道

Tim de Leeuw and Konstantin M. Wacker/文 赵元彬 / 编译

导读：本文探讨了外国直接投资（FDI）如何影响国内投资，基于 12 个中东欧国家 1997 - 2019 年行业数据，着重分析了 FDI 传导的行业内部渠道与金融渠道。研究发现，约四分之一的行业 FDI 转化为国内投资，且金融 FDI 对非金融行业国内投资有显著正向作用，与金融部门联系紧密的行业（如制造业、贸易和房地产）受益更明显。研究创新性地提出金融关联权重概念，为理解 FDI 国内投资转化提供了新视角，也为政策制定者引导 FDI 流向、优化国内投资提供了参考。编译如下：

1 介绍

外国直接投资（FDI）预期主要通过两个渠道影响经济增长：生产率提高和要素积累，特别是资本投资（Harms and Méon 2018；Makiela and Ouattara 2018）。尽管生产率的提高在文献中受到较多关注，但外国直接投资与被投资国国内投资之间关系的研究仍然相对不足。值得注意的是 Harrison et al（2004）、Agosin 和 Machado（2005）、Al-Sadig（2013）和 Farla 等人（2016）的研究是少数例外，但这些研究结果并不明确，且仍然局限于国家层面的总体分析，而与生产率相关的研究则日益细化。

鉴于多个原因，有必要重新审视外国直接投资与国内投资之间的关系。首先，联合国贸易发展会议（2023 年）估计，为实现联合国可持续发展目标发展中国家每年面临 4 万亿美元的投资缺口。世界银行（2024 年）进一步指出，投资加速可带来变革性的发展成果。因此，增加投资成为政策制定者的关键政策目标，特别是在低收入国家（例如 Sawaged and Griffin 2023）。即使对于发达经济体，Goldin 等人（2024）和欧洲央行（2024）也强调，投资不足是近期工人人均产出增长放缓的主要原因（另见 Hanzl-Weiss 和 Stehrer 2024）。

第二，尽管许多学术文献聚焦生产率，但在一些情况下，投资和相关的资本积累对增长仍然非常重要。例如，索洛模型表明，在向“稳态”过渡的过程中，资本积累可以促进增长。这一过渡期可能需要几十年，因此对政策制定而言具有重要意义。许多低收入国家的资本/劳动比率低于稳态水平。例如，世界上最贫穷的四分之一国家的资本/劳动比率仅为美国的 7%。从计划经济向市场经济过渡的国家是另一个例子。1995 年，现已成为欧盟（EU）一部分的 10 个转型国家的资本/劳动比率仅为美国的 40%。一项简单的增长核算研究表明，填补这一资本缺口将使这些国家的产出/工人比率增加 44%。显然，资本积累在与政策相关的时期内具有重要意义（另见 Walheer 和 Bignandi 2024）。

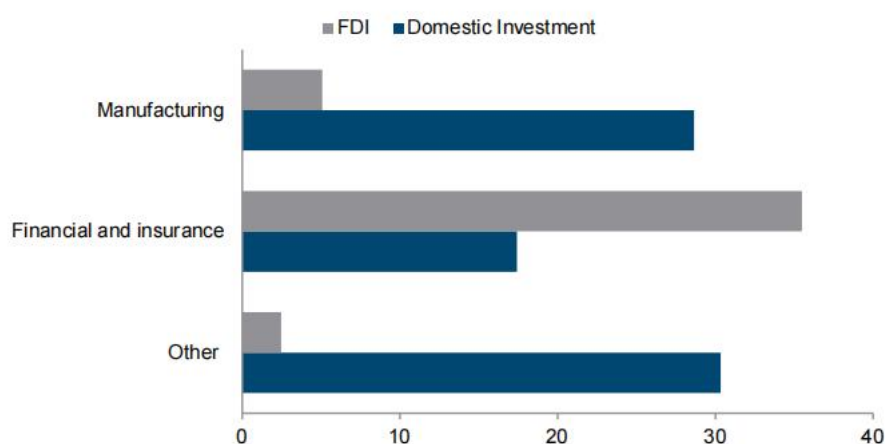
第三，尽管从定义上讲，人们几乎可以肯定外国直接投资对资本投资的影响，但令人惊讶的是，关于这种关系的证明是不清晰明确的。一些研究发现，外国直接投资是对当地私人投资的补充（例如 Ndikumana 和 Verick，2008 年；Al-Sadig 2013；Farla et al. 2016 年），而其他人则认为外国直接投资与国内投资之间存在负相关关系（Adams 2009；Wang 2010；Morrissey and

Udomkerdmongkol 2012)。根据所使用的方法不同，其他研究得出了相互融合的结果（Agosin and Mayer, 2000；Agosin and Machado 2005；Apergis 等人 2006）。在以前的研究中，突出的一点是缺乏细致入微的视角，而正是这种视角推动了外国直接投资与生产率关系研究文献的发展。

在本文中，我们提出了一种在跨国行业层面研究外国直接投资与投资关系的方法，该方法考虑了行业间联系的形式。这使我们能够区分外国直接投资与国内投资之间在行业内关系和跨行业关系。对于行业间渠道，我们特别关注 FDI 进入金融部门（“金融 FDI”）的作用，因为金融部门是 FDI 流动的主要流向目标，并且对金融传导和投资至关重要（见 Claessens and Van Herten 2014；Panizza 2023；和图 1）。如果不考虑这种行业间的传导，可能会使 FDI 对国内投资总体影响的范围和渠道模糊化。因此，本文探讨了两个可检验的问题：第一，在外国直接投资存在的情况下，一个行业的国内投资会增加多少？第二，当金融部门吸引外国直接投资时，与金融部门联系紧密的行业是否会增加国内投资？

图 1 行业一级的 FDI 流入和国内投资

(% of value added)



注：图中显示了按行业划分的外国直接投资和固定资本形成总额（GFCF）的平均值，两者均占特定行业总增加值（GVA）的百分比。中欧和东欧抽样国家和年份的数据见表 1 和表 2。

来源：WIIW、亚洲开发银行和外国直接投资数据库，自行计算。

为了研究金融类 FDI 在不同行业间投资效应，就需要将流入金融部门的 FDI 与非金融行业的投资联系起来。本文的一个贡献是提出了两套不同的“金融联系权重”来约束这种跨行业传导。这些金融联动反映了一个行业与金融部门的联动程度，在概念上类似于溢出文献中的投入产出联系。因此，本文在外国直接投资文献中引入了一个关键概念，丰富了外国直接投资-生产率关系的文献。

然后，我们将我们的框架应用于 1997 年至 2019 年 12 个中欧和东欧（CEE）转型经济体的行业数据。这些国家的特点是在转型、加入欧盟和趋同的背景下需要资本积累（见上文和 Hagemann 2004），动态 FDI 进入金融部门（如图 1 所示）。人均收入水平的相关异质性，以及行业层面数据的持续可用性——这一组合对于其他资本/劳动比率较低的国家来说是很难找到的。

我们的主要发现可以总结如下：关于第一个研究问题，我们估计进入（非金融）行业的外国直接投资中约有四分之一转化为国内投资。鉴于两者是截然不同的投资概念（见第 2.2 节），这一比例是合理的。关于第二个研究问题，我们证实金融部门 FDI 与国内对与金融部门密切相关的行业的投资增加有关。在金融关联性强的行业（如房地产和制造业），在其他条件不变的情况下，流入的金融外国直接投资每增加一个标准差，国内投资就会增加约 1 个百分点（PP）。

与之前大多数关于外国直接投资与投资关系的研究相比，本文分析的一个关键优势是，我们使用了更多更细致的数据。与此同时，在行业层面研究存在潜在投资短缺国家的这种关系面临着相当大的实证挑战。我们的方法考虑了多种未观察到的异质性的各种来源及交互影响，包括特定国家的效应异质性，并为该领域的未来研究奠定了基础。特别是，我们的框架可以用于未来公司层面研究，以更好地衡量金融联系并解决内生性问题。这与生产力溢出文献中的概念方法相似，即把企业层面的数据与行业层面的投入产出关系相结合。

本文的其余部分组织如下。第 2 节综述了关于外国直接投资与国内投资关系、产业间联系的作用以及中东欧地区的相关理论和实证文献。第 3 节提出了我们的关键思想，并概述了所应用的方法。在第 4 节中，我们详细介绍了所使用的数据集。第 5 节介绍并讨论了结果，而第 6 节通过考虑时间和具体国家的异质性验证了我们的研究结果。第 7 节为结论。

2 外国直接投资与投资：我们知道什么？

2.1 文献综述

以往的文献大多将 FDI 视为一种直接促进东道国资本积累的资本流动。更具体地说，人们通常认为经济体生产所需的物质资本来自两个不同的来源：国内资本和外国资本。按照这种观点，流入的外国直接投资可以通过其对影响外国资本部分直接增加一个国家的资本存量（De Mello 1999；Agosin and Mayer 2000；联合国 2000；Deokki Kim and SEO 2003；Deok- Ki Kim and Seo 2005；Farla et.al.2016）。

除了通过外国资本部分直接促进一个国家的资本积累外，外国直接投资还可以通过影响国内企业的投资动机，通过补充或替代国内投资活动，间接影响国内资本的积累（Agosin and Machado, 2005）。例如，外国直接投资可以通过显示未被充分利用的商机来刺激当地公司的投资。国内企业可能追随跨国企业，

投资于它们自己可能没有确定的是否有利可图的项目（Aighini.et.al., 2017).外国企业进入也增加了对改善基础设施（Cardoso and Dornbusch, 1988）以及会计等专业服务（Blalock and Gertler, 2008）的需求，这同样有利于当地公司。此外，外国直接投资可以通过提高当地流动性和降低利率（Harrison.et.al, 2004）来增加国内公司的融资机会，同时产生税收，支持公共和私人投资（Cardoso and Dornbusch, 1988）。

然而，外国直接投资也可能对国内投资产生负面的间接影响。例如，跨国公司利润的很大一部分被汇回母国（贸发会议，2013），这限制了对东道国经济的再投资，并削弱了 FDI 通过其他间接途径对资本形成的潜力（Artner, 2018）。此外，如果外国公司严重依赖当地银行借款，就有可能挤占东道国资本市场上国内企业的融资空间（Harrison et al.2004）。最后，当一家外国公司进入中低收入国家相对欠发达的行业时，可能会推高当地投入的成本（Apergis.et.al, 2006 年），进而可能导致国内企业的投资减少。

理论并没有就外国直接投资对国内投资的总体影响做出任何明确的定论，因其包含多种正负面作用机制。FDI 净效应主要取决于外国企业新增加的投资及对国内企业的正外部性，是否足以抵消对本地企业投资的挤出效应。

实证证据因此并不明确。一些研究表明，外国直接投资往往会取代国内投资（Morrissey and Udomkerdmongkol, 2012; Wang,2010; Adams, 2009），而另一些研究则表明，外国直接投资对国内投资产生积极影响（Ndikumana and Verick, 2008; Al-Sadig 2013; Farla.et.al2016).此外，一些学者由于所使用的方法得出了不同的结果（Agosin 和 Mayer 2000; Agosin and Machado 2005; Apergis.et.al2006）或根本没有发现任何显著影响（Lipsey 2000）。关于这种关系的实证研究的综述，详见 Farla（2016）和 Aighini(2017)等人的文章。

2.2 为什么外国直接投资不等同于投资？

外国直接投资与国内投资之间不确定的实证关系乍一看似乎令人惊讶。然而，一旦人们了解到，外国直接投资尽管名称如此，却是基于不同于国内投资的经济和会计概念（更准确地说，是资本形成），它们之间难以捉摸的关系就变得更加清晰了。

首先，外国直接投资是一种国际收支统计数据，反映了跨国公司子公司与其总部之间的净资金转移。相反，固定资本形成总额（GFCF），即反映国内投资的衡量指标，是一个反映国内经济中固定资本资产投资的国民账户概念（不考虑投资者的居住国）。外国直接投资获得的资金转移并非全部用于固定资本资产投资（Aighini et al.2017）。例如，外国直接投资也可以反映利润转移或公司间贷款。

其次，外国直接投资涉及所有权，而获得所有权的方式有多种，有些涉及实物投资，而有些仅属于资金转移。绿地投资是前者的例证。它们被定义为从

头开始（在“绿地”上）建立新的子公司，因此最有可能对国内投资产生一一对应的影 响，因为它们涉及新的资本资产的形成。相反，兼并收购涉及将现有的国内资本资产部分或全部转让给外国实体，并不预先对增加东道国的资本存量做出贡献。Ashraf and Herzer（2014）以及 Jude（2019）的实证分析支持了这种进入模式之间的区别。揭示了外资并购不会对东道国的国内投资产生重大影响，而绿地投资似乎有积极的影响。

2.3 产业间的联系

外国直接投资与国内投资关系不明确的原因可能是缺乏更微观层面的分析（即公司或行业层面）。综合分析易忽略跨行业的潜在异质性，这对于了解外国直接投资何时促进国内投资，何时无此效应，行业异质性至关重要。Agosin 和 Machado（2005）指出，FDI 对一国国内投资的贡献程度部分取决于该国的产业构成。实证证据支持这一观点，并且确实发现了跨行业的异质性效应（Hejazi and Pauly 2002, 2003；Driffield and Hughes 2003；Amighini et al.2017）。

然而，大多数行业层面的实证研究都侧重于外国直接投资的行业内效应，这将外国直接投资的直接投资影响局限于同一行业内国内企业的投资反应（Aitken and Harrison 1999）。然而，外国直接投资也可能通过产业间效应影响跨产业的国内投资。外国企业可以通过以下方式影响当地企业在其他行业的投资决策：

买方-供应商关系，即所谓的前向（下游）和后向（上游）联系（特别见 Rodríguez-Clare 1996；Görg and Greenaway，2004；Wang2010；Morrissey 2012）。

尽管它们具有潜在的相关性，但对这些行业间效应的实证研究却很有限。据我们所知，评估这种产业间联系影响的唯一研究是 Ha 等人的研究。（2022 年），该研究仅专注于越南。事实上，他们发现，基于行业前向和后向联系的强弱，各行业的投资反应存在差异。

在本文中，我们提出了另一个通过行业间联系导致各行业不对称影响的渠道。我们并非考察通过买方-卖方互动形成的实际联系，而是关注与金融部门的联系，以及它们如何影响行业对流入的金融 FDI 的投资反应（见第 3 节）。外国直接投资流入的这一金融渠道考虑到金融部门作为外国直接投资的主要目标，在促进金融传输和国内投资方面发挥着关键作用（Claessens and van Horen 2014；Panizza 2023）。

2.4 中东欧背景和所有权

金融类外国直接投资与国内投资之间的这种关系对中欧和东欧国家而言尤其重要。几十年的中央计划和欠发达的金融体系使得这些国家留下了大量过时的资本存量（Krkoska 2001）。从 1990 年开始，许多中东欧国家从相对封闭的国家计划经济过渡到自由市场经济。这一转变往往伴随着大规模的私有化，其

中包括金融中介机构从公有到私有的所有权转移，这引发这些国家的银行体系的彻底变革（Baudino et.al，2004 年）。

在许多情况下，所有权转移还涉及从本地主体向外国主体的转移。事实上，为了吸引外国投资者，地方银行系统实行了广泛的自由化，通常是为了应对银行危机（同上）。到 2000 年，大多数转型国家中一半以上的银行为外国投资者所有，三分之二以上的银行总资产由外国投资者控制（Naaborg et.al，2004 年）。因此，许多中东欧国家的金融市场变得严重依赖外国银行（Nioi et al.2021）。

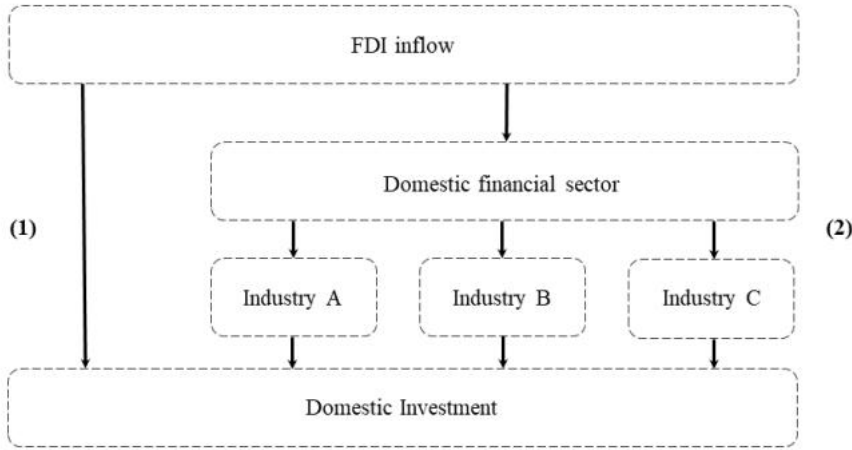
3 模型化外国直接投资的金融联系

3.1 关键思想

当外国直接投资流入非金融行业时，它可能被直接用于促进资本形成（国内投资）。此外，外国公司的进入也会撼动该行业，有可能为当地公司创造新的投资机会。总之，这些动态因素共同导致了外国直接投资对国内投资的行业内效应。

此外，进入金融部门的外国直接投资可能有助于国内公司利用投资机会。例如，金融性外国直接投资可以增加金融系统的投资资本，或通过外国所有权和专业知识提高其效率。（非金融）企业能在多大程度上受益于这种金融溢出效应，部分取决于国内企业或其所在的整个行业与金融体系的关联程度。本文的主要贡献在于提出了一种合理的建模思路，模拟 FDI 转化为国内投资的产业间渠道。

图 2 外国直接投资对国内投资的总体影响说明



来源：作者制图。

图 2 显示了金融类外国直接投资对国内投资的总体影响。这种影响可分为两个主要部分：（1）行业内效应和（2）行业间效应。行业内效应（1）在外国直接投资与国内投资的关系中得到广泛分析，但在国家层面的分析中往往与其他行业合并。这是来自金融外国直接投资的实际投资，直接对东道国经济的 GFCF 做出贡献（即设立子公司所需的固定资本投资）。

相反，行业间效应（2）发生在初始外国投资之后。当外国金融跨国公司在东道国设立或向其子公司转移额外资金时，

“新的”外国资本直接增加了可借给国内企业的资金（Levine 1996）。由于外国银行的效率更高以及它们带来的竞争压力，这种国际资本往往比国内资金更具成本效益（Galac and Kraft 2000；Naaborg et.al2004；戈德堡，2007 年）。实证证据表明，外国银行的存在通常会改善当地企业的信贷可获得性（Clarke et al.2001；Detragiache et.al2008；Giannetti and Ongena 2009，2012）。

这种增加的信贷可获得性使国内企业能够为固定资本资产投资融资，从而进一步促进国家的 GFCF。这是外国直接投资的资金渠道。为了准确地把握这种行业间效应，我们必须考虑具体行业的特定差异，因为并非所有行业都能平等地从增加信贷中受益（Rajan and Zingales，1998）。在更容易获得信贷的经济体中，外部融资需求更高的行业往往增长更快（Rajan and Zingales 1998；Beck and Levine 2002；Kroszner et.al,2007），并在衰退期间信贷收缩时遭受不成比例的损失（Braun and Larrain，2005；Dell Ariccia et.al，2008）。因此，信贷可获得性的变化对某一行业投资的影响受到该行业对外部融资的依赖程度的调节，而这种依赖程度反映了该行业与金融部门的关联性。

总之，当外国直接投资流入金融部门时，外国金融跨国公司设立或向东道国的子公司转移额外资金。然后，这些资金可以通过金融中介流向国内企业，使它们能够为固定资本投资提供资金，从而增加国家的 GFCF。然而，国内企业使用这些资金的程度取决于其与金融部门联系的强度。因此，在本文中，我们开始检验这样一个假设，即当金融部门吸引 FDI 时，与金融部门有密切联系的行业会增加国内投资。

3.2 计量经济设定

由于研究的行业特征是金融联系联动性，我们的估计策略采用以下形式：

$$\begin{aligned} GFCF/GVA_{c,i,t} = & \beta_1 FDI/GVA_{c,i,t} + \beta_2 FinFDI_{c,t} + \\ & \beta_3 FinFDI_{c,t} * FinLinkage_{c,i,t} + \theta X_{c,t} + \alpha_c + \gamma_i + \delta_t + \varepsilon_{c,i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中， $GFCF/GVA_{c,i,t}$ 是接受国 C 产业 I（不包括金融部门 K）在年份 t 的国内投资。我们遵循相关文献的做法，用 GFCF 代理国内投资占行业总增加值（GVA）的百分比； $FDI_{c,i,t}$ 代表流入国家 C，行业 I，年份 t 的外国直接投资，并以行业层面的 GVA 进行标准化处理。因此 β_1 捕捉了行业 I 和东道国 C 的外国直接投资和国内投资之间的行业内关系。

我们感兴趣的主要参数是 β_2 和 β_3 ，它们分别反映了特定行业的国内投资对总体金融 FDI（FINFDI）的反应，以及这种关系如何取决于该行业的金融联系（FinLinkage）强度。金融对外直接投资与金融联动的交互作用代表了金融对外直接投资的行业间传导，并允许国内投资在各行业间的异质性反应。为了捕

捉行业金融联系强度，我们应用了两组独立的权重，这两组权重将在下一小节中正式定义。其中一种（贷款）是基于给定年份商业银行对非金融公司贷款存量的行业份额。另一个（IO）由基于投入产出数据的各行业获得的金融服务活动的相对份额组成。

$X_{c, t}$ 是国家层面控制变量的列向量，包括但不限于资本价格、通货膨胀和东道国的金融发展。附录 A2 中提供了变量和来源的完整列表。在我们的基线模型中，我们纳入了国家、行业和年份固定效应，但为了稳健性，我们也考虑了其他固定效应规范。 $\varepsilon_{c, i, t}$ 表示误差项。在整个过程中，我们报告了在国家层面上聚集的稳健标准误差，以考虑数据集的面板结构，并捕捉了最合理的误差相关性单位（在国家内随时间和行业变化；参见例如 Cameron and Miller 2015）。

3.3 金融关联权重

我们对方程（1）中的金融联系采用两组不同的权重。这两组权重都代表了一个行业与金融部门的关联程度（即其金融联系的强度）。

第一个金融联系指标使用的是各行业在特定年份的商业银行对非金融公司贷款存量的行业份额。这些份额表明，哪些行业平均比其他行业获得更多的银行贷款，进而表明其与金融部门的联系更紧密。

$$\text{Financial linkage weights } LEND_{it} = \frac{\sum_c (\rho_{cit} / \sum_i \rho_{cit})}{N} \quad (2)$$

等式（2）——其中 ρ 代表贷款存量， N 是有数据的国家数量——该方程说明了金融联系权重是如何从贷款存量数据中得出的。对于这六个国家和所有相关年份中，我们将特定行业的未偿还贷款数量 ρ 除以总贷款存量。这为我们提供单个国家的权重。然后，我们将各国特定权重相加，并将其除以国家数量 N ，以得出所涉及的六个国家的平均权重。这就产生了一系列特定于时点和行业的金融联系权重。

第二项指标是使用从世界投入产出数据库（WIOD）获得的数据构建的，（Timmer et.al 2015）。它衡量的是每个行业消费的金融服务活动的相对份额。虽然信贷发放不直接包括在这一指标中，但由于其能体现金融服务的使用情况，因此可作为行业金融联系强度的有效替代变量，

其确实涵盖了贷款的发起、处理、管理和后续服务相关的金融服务。WIOD 的国家投入产出表将“金融服务活动”列为一个行业，这使得我们可以追踪该“行业”向国内其他行业提供的服务。

$$\text{Financial linkage weights } IO_{cit} = \frac{\omega_{cit}}{\sum_i \omega_{cit}} \quad (3)$$

在等式（3）中， ω 表示行业 I 获得的金融服务的价值。每个行业的 ω 除以国家 C 和在年份 T 收到的总 ω ，得出行业、国家和年份特定的金融联系权重。

遗憾的是，WIOD 有其自身的局限性，由于缺乏国家投入产出表，我们不得不排除阿尔巴尼亚和波斯尼亚和黑塞哥维那。此外，该数据集仅涵盖 2001-2014 年，进一步限制了样本范围。对于北马其顿，我们可以用该国的供应和使用表中的数据来代替国家投入产出表的缺失。

尽管这两个指标来自不同的数据来源，但两者都试图解释相同的现象。初步观察两者之间的相关性（0.7047），就会发现这两个指标在一定程度上相互印证（附录 A1）。更详细的概览（图 3）证实了这一点，显示了各行业相对相似的占比。

4 数据和描述性统计

附录 A2 中详细描述了数据及其来源。我们分析所用数据的关键部分来自维也纳国际经济研究所（WIIW）。我们结合 WIIW 年度数据库和 WIIW FDI 数据库的数据，从行业层面衡量 FDI 对国内投资的影响。对于控制变量，我们参考了一些其他来源，包括宾大世界表 10.0、世界发展指标和全球金融发展数据库。

因变量（GFCF）和用于标准化处理的行业级 GVA 均来自 WIIW 年度数据库。该数据库包括欧盟统计局、中央银行和统计局关于中欧、东欧和东南欧经济体大量经济指标的数据。这些国家中的大多数都经历了一段经济自由化转型时期，在 1990 年左右从国家计划经济过渡到市场经济。因此，数据的可用性和可靠性在转型后的几年中得到大幅提高。但是，在转型初期的数据仍然不够稳定，因此我们排除了 1997 年之前的数据。此外，我们还省略了“COVID 年”（即 2020 年和 2021 年），这是由于全球大流行引发异常因素。总之，我们的样本期为 1997 至 2019 年，长达 23 年。对于这一时期，我们从 WIIW FDI 数据库中收集了行业层面的 FDI 流入数据。

行业级 WIIW 数据使用单字母 NACE Rev.2 分类标准。第 2 版是当前的行业分类框架，2008 年至 2011 年间在样本国家中非对称实施。非对称实施导致了样本在年份上存在不平衡，并限制了样本国家的数量（表 1）。此外，WIIW 数据与用于构建金融联系权重的数据之间的行业汇总方法存在差异，迫使我们略微调整 NACE 分类，以便于数据合并（表 2）。

表 1 外国直接投资数据概况

国家	统计年限
阿尔巴尼亚	2014-2019
波斯尼亚和黑塞哥维那	2011-2019
保加利亚	2014-2019
捷克人	2009-2019

爱沙尼亚	1997-2019
匈牙利	2008-2019
拉脱维亚	2000-2014
立陶宛	2004-2019
北马其顿	2009-2019
波兰	2010-2019
斯洛伐克	2008-2018
斯洛文尼亚	2008-2019

表 2 抽样行业概况
调整后 NACE 修订版 2 的行业分类

农业、林业和渔业
采矿和采石
制造业
电力、燃气、供水和其他公用事业
建筑业
批发、零售贸易、汽车修理等
运输、储存、信息和通信
住宿和餐饮服务活动
金融和保险活动
房地产、专业、科学和商业活动
其他服务

在表 3 中，我们提供了分析中样本量最大规格的描述性统计数据。国内投资的平均值占行业 GVA 的 0.299%。因此，行业（跨国家）的平均固定资产投资相当于该行业在当年的 GVA 的 30%。尽管 30% 的份额可能看起来很高，但需要注意的是，许多中东欧经济体在我们样本的时间框架内处于转型阶段，这是一个以大规模私有化为特点的时期，为私人投资创造了许多机会（Krkoska 2001）。当我们观察到我们衡量的国内投资的最大值时，即固定资产投资大于一个行业的增加值时，新私有化行业的建立就变得显而易见。

表 3 描述性统计

变量	样本数量	平均值	标准差	最小值	最大值
国内投资	1385	0.299	0.204	-0.006	1.619
外国直接投资	1385	0.027	0.114	-1.635	1.325
金融类 FDI	1385	0.013	0.018	-0.022	0.088
贷款金融联动权重	1385	0.101	0.084	0.004	0.373

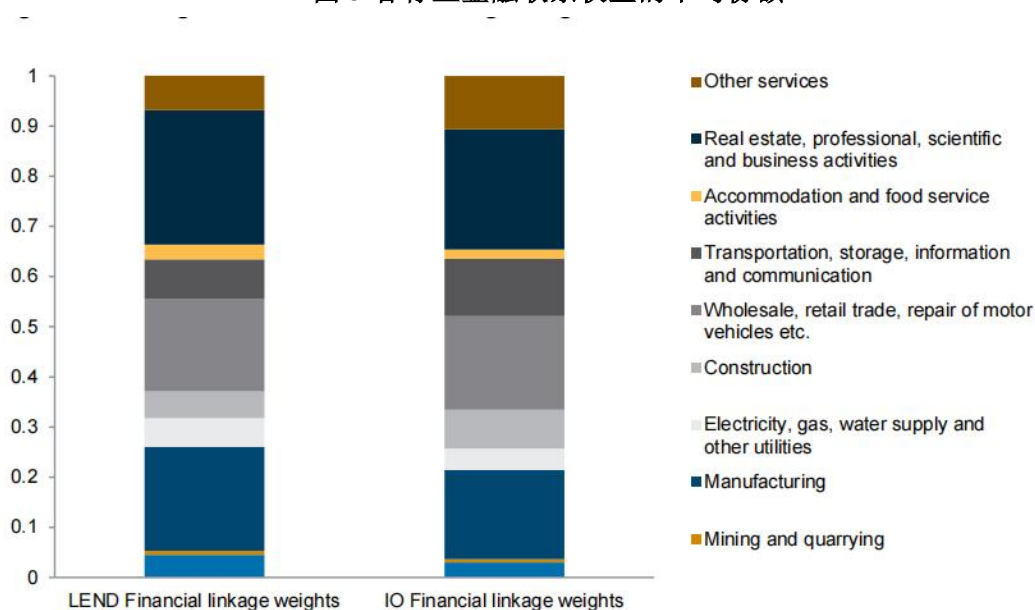
IO 财务联动权重	824	0.1	0.097	0	0.468
通货膨胀	1385	2.936	3.260	-9.654	20.063
金融发展	1125	54.593	14.057	32.385	101.388
资本价格	1185	0.561	0.100	0.391	0.832
银行危机	1385	0.122	0.328	0	1

国内投资的最低值——也是唯一的负值——出现在 2019 年的阿尔巴尼亚农业（-0.006）。

尽管金融 FDI 流入量几乎总是更大，但金融 FDI 的平均值（0.013）似乎小于所有行业的 FDI 平均值（0.027）。这是由于金融 FDI 是按照非金融部门的总增加值进行标准化的，而 FDI 变量中的每个行业仅按照自身的 GVA 进行划分。事实上，一个国家平均外国直接投资流入量的大约 25%到 50%似乎流向了金融部门（附录 A4）。外国直接投资流入量两个变量出现负最小值是由于“净额结算”（即当汇回的利润和/或贷款偿还额超过母公司流入的资本流量时）。

金融联系权重呈现出很大差异。最低的金融联系权重接近于零，表明在平均经济状况下，相应行业与金融部门的关联最小。相比之下，最高的联系权重为 0.373 和 0.468，表明某些行业与金融部门联系紧密，在特定国家年度内吸收了约 40%的国内信贷。图 3 显示了各行业平均金融联系权重，其中三个行业因联系权重较强尤为突出：（1）制造业；（2）批发、零售贸易、修理机动车辆等；（3）房地产、专业、科学和商业活动。这三个行业加在一起，约占一般国家发放贷款总额的 60%。

图 3 各行业金融联系权重的平均份额



注：样本国家和年份的行业平均份额。贷款权重是所有 12 个国家的平均值，而由于阿尔巴尼亚和波斯尼亚和黑塞哥维那的数据限制，IO 权重是 10 个国家的平均值。最后，贷款权重加起来并不等于 1，因为并非所有国家都有所有年份所有行业的数据。

来源：第 3.3 节中概述的计算和来源。

5 结果

5.1 基准结果

我们在表 4 中列出了结果，其中显示了纳入国家、行业和年份固定效应后方程（1）的估计值。在第（1）栏中，我们引入了 FDI 变量。非金融行业内 FDI。非金融行业内 FDI 在该设定中呈现正值且具有统计显著性的系数 0.265，并且我们的大多数设定中系数值保持稳定。如果外国直接投资总是（实物）投资，这一系数仅为预期值的四分之一。换言之，四分之三的外国直接投资流向用于固定资产投资以外的其他金融转移支付。此外，总体而言，如果不考虑行业金融联动的异质性，金融 FDI 似乎与国内非金融行业的投资似乎并不存在显著关系。从本质上讲，当我们忽略金融联系时，就会出现流入金融部门的资金似乎并没有被传递到非金融国内企业，或者至少没有被用于投资融资。从方程（1）可知，金融外国直接投资是在国家年度层面进行衡量的，而不是针对某些特定行业的。

当我们使用设定的权重（表 4 中的第（2）至（5）列）来考虑行业的金融联系时，我们发现，在存在金融 FDI 的情况下，与金融部门紧密联系的行业的国内投资更高。在四个设定中的三个中，交互项在模型中具有正向且显著的效应。具体而言，使用第（3）列的参数估计，当金融联动权重超过 0.13（ $=0.63/4.7$ ）时，行业受金融 FDI 影响，投资效应为正；在第（5）列中，该阈值为 0.15，超过这些阈值后，一个行业的金融联系越强，其在存在金融 FDI 的情况下的投资反应似乎越强烈。

图 4 和附录 A6 说明了各种金融联系强度的边际效应。面板（a）呈现了金融联动权重为 0.05 时，金融 FDI 对国内投资的边际效应。图（B）中的箱线图描绘了各行业的这些权重的分布情况。

面板（a）还表明，金融 FDI 对国内投资的积极影响分别出现在借贷和 IO 权重下金融联系阈值为 0.13 和 0.15 时。第二个阈值出现在 0.25 左右（对于贷款和投资与产出权重），此时金融外国直接投资对国内投资的积极影响显著不为 0。

面板（B）显示，大多数行业未能达到这两个阈值，这表明当金融外国直接投资流入增加时，大多数行业倾向于减少投资，尽管这种负面影响在统计上很少显著。一方面，这种行业缺乏显著性。对于与金融部门联系有限的行业而言，其不显著性是可以预见的。因为金融部门的变化（如外国直接投资的流入）不太可能影响金融联系较弱的行业。另一方面，尽管大多数行业减少投资这一现象并不显著，却似乎有悖常理。在结论部分中，我们讨论了两种可能的解释：第一，金融类 FDI 可能通过重新配置资源促进结构转型；其次，外国金融投资者可能会将投资利润汇回母国。

表 4 基线模型

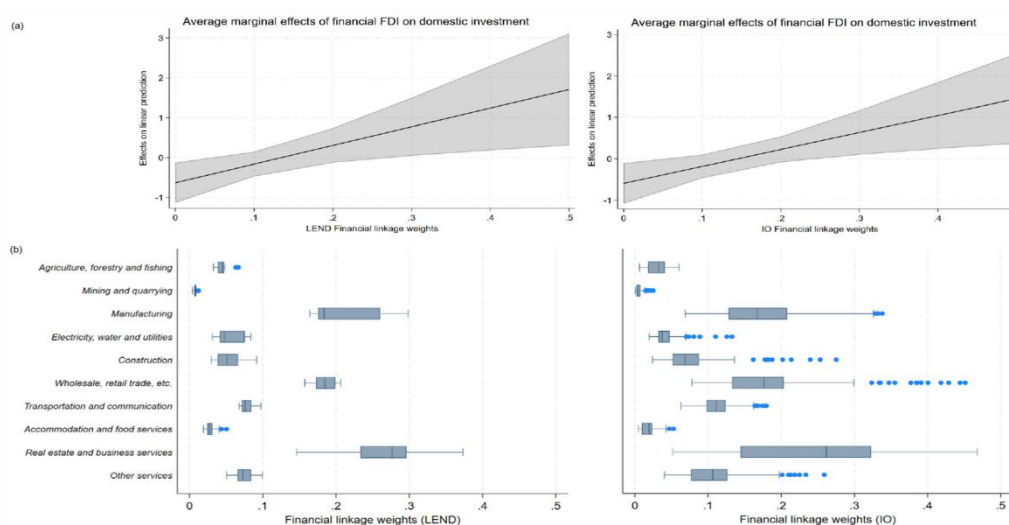
因变量：国内投资

金融关联权重:	(1)	(2) 贷款	(3) 贷款	(4) IO	(5) IO
外国直接投资	0.265*** (0.083)	0.215** (0.077)	0.264*** (0.083)	0.0395 (0.056)	0.0850 (0.074)
金融类 FDI	-0.159 (0.187)	-0.676* (0.349)	-0.629* (0.306)	-0.639 (0.552)	-0.595* (0.297)
金融外国直接投资 X 金融关联权重		4.999** (2.254)	4.679* (2.150)	3.139 (2.119)	4.097** (1.789)
金融关联权重		-0.0714 (0.221)	-0.365 (0.301)	0.547*** (0.168)	0.431** (0.173)
通货膨胀	0.006* (0.003)		0.006* (0.003)		0.008*** (0.002)
金融发展	-0.00004 (0.000)		-0.00005 (0.000)		-0.00059 (0.000)
银行危机	0.010 (0.014)		0.010 (0.014)		0.012 (0.008)
资本价格	0.232 (0.143)		0.231 (0.143)		0.512*** (0.129)
常数	0.142 (0.089)	0.303*** (0.024)	0.179* (0.099)	0.259*** (0.019)	-0.0504 (0.083)
N	925	1385	925	824	580
R2	0.388	0.368	0.390	0.401	0.431

注：括号中报告的所有标准误差都是稳健的，并在国家一级聚集。表中的回归包括国家、年份和行业固定效应。* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

进一步审视图 4，我们发现只有少数行业超过了这些阈值，具体为：（1）制造业；（2）房地产、专业、科学和商业活动；以及在较小程度上的（3）批发和零售业。鉴于它们在经济上的重要性，我们观察到制造业和零售业存在合理的正向效应，这是令人欣慰的。对于制造业部门，依据表 4 第（3）列中的估计值和制造业的平均金融联动权重 0.21，在其他条件不变的情况下，金融 FDI 每增加一个标准差则国内投资增加 0.64 个百分点。如上所述，这一效应相对较小，特别是考虑到国内投资本身已经处于较高水平（平均占增值的 30%）。因此，要产生有意义的影响，就必须有大量的金融性外国直接投资流入（或较强的金融联系）。

图 4 外国直接投资对国内投资的边际效应



注：a）表 4 第（3）栏和第（5）栏结果的边际效应图，置信区间为 90%：金融 FDI 对国内投资的影响，行业层面金融联系权重不同。b）箱线图，说明每个行业的金融联系权重的分布。

然而，金融外国直接投资的主要受益者似乎是房地产和商业服务行业，因为这些行业具有很强的金融联系（0.27）。在此，根据第（3）列的估计值，金融外国直接投资增加一个标准差，国内投资增加 1.14 个百分点。这种房地产投资的增加是否可取仍有争议。一方面，它可能有助于解决中东欧国家财产禀赋相对较低的问题；另一方面，它可能提高非贸易品的相对价格，可能损害长期竞争力（埃格特和马丁，2008 年）。与此同时，随着自动化和全球价值链的发展，服务业变得更加可贸易，商业服务在生产率增长中发挥着越来越重要的作用，增加对该部门的投资可以提高经济竞争力（Nayyar et al.2021）。

总体而言，我们的研究结果为相关文献提供了一个重要的观点：正如预期的那样，我们的行业内效应证实了外国直接投资与国内投资正相关，其相关程度是在外国直接投资不完全是从国家层面以会计意义上所构成的投资的情况下是合理的。此外，另一点

跨行业效应通过金融部门发生，金融部门是外国直接投资流向的主要目标部门。在存在这种金融性外国直接投资的情况下，金融联系较强的行业似乎会加大国内投资，而金融联系较弱的行业则不会。

5.2 交互固定效应

在表 5 中，我们将国家年度固定效应和行业固定效应的组合纳入我们的基准模型，以说明样本中国家特有的未观测、随时间变化的冲击。因此，单独的金融外国直接投资变量被省略，因为这是在国家-年度层面进行衡量的。同理，这同样适用于国家层面的控制变量，这些变量也被国家-年度固定效应所涵盖。

结果支持我们的初步估计：所估计的行业内 FDI 系数仍然与表 4 中的结果非常相似，并且我们的关键交互参数（金融 FDI X 金融联系）甚至在数量上有所增加。这使我们能够排除基线结果的其他解释。例如，公共基础设施（交通、能源、数字）投资可以带动私人投资。例如，能源网络的升级可以确保稳定的电力供应，减少工厂停工时间，并鼓励对需要可靠电力的高科技机械进行投资。

表 5 交互固定效应模型

金融关联权重	因变量：国内投资		
	(1)	(2) 贷款	(3) IO
外国直接投资	0.219** (0.075)	0.219** (0.075)	0.0511 (0.059)
金融外国直接投资 X 金融关联权重		4.772* (2.389)	8.427* (4.001)
常数	0.294*** (0.002)	0.287*** (0.003)	0.296*** (0.007)
N	1395	1385	824
R2	0.387	0.385	0.398

注：括号中报告的所有标准误差都是稳健的，并在国家一级聚集。表中的回归包括国家-年度固定效应和行业固定效应。* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

6 稳健性及扩展

6.1 时间调整视角下的金融行业外国直接投资

在附录 A7 中，我们建立了一个金融 FDI 滞后一年的模型。在初始流入年份 t ，金融类外国直接投资的增加对国内非金融行业企业投资的影响可能并未完全显现。在资本的到达与其对资金中介的实际影响之间，或者在信贷供应增加与当地公司利用资金进行金融投资之间，可能存在时间滞后。因此，国内投资在随后一年 ($T+1$) 仍可能受到影响。

尽管我们确实发现了一些支持延迟效应存在的证据，但我们缺乏足够的数据来得出确切的结论。对于这两种衡量标准，包括滞后项的交互估计值大约减少了 25%（对于 Lend 从 4.679 减少到 3.503，对于 IO 从 4.097 减少到 3.104），其中 IO 测量结果在 5% 的水平上显著。尽管这可能无法提供明确的答案，但这些结果表明需要进一步研究金融性外国直接投资的投资促进影响的持续时间。

6.2 时间趋势

作为一种稳健性检验，我们通过使用不同组合的国家和行业特定时间趋势代替控制变量来重新估计我们的基线模型。尽管时间趋势比国家-年固定效应宽松，但它们仍然考虑了一些外生因素的影响，并使我们能够获得对独立的金融 FDI 变量进行估计。附录 A8 列出了这些模型的结果。第 (1) 和 (4) 列包括特定国家的时间趋势，第 (2) 和 (5) 列包括特定行业的时间趋势，第 (3) 和 (6) 列包括特定国家和特定行业的时间趋势。

附录 A8 中的结果大致印证了我们的初步发现。独立金融 FDI 变量和交互项的估计值我们的基线结果非常相似。尽管 IO 衡量的结果变得不显著，但无论采用何种时间趋势的组合，贷款结果仍保持显著。

6.3 国别效应异质性

为了评估我们的研究结果的普遍性，我们探讨了不同国家对估计的影响。在该过程中，我们通过金融 FDI 与各国虚拟变量进行交互，并采用三重交互项（也包括贷款金融联系权重）来探究估计值在各国的异质性。附录 A9 列出了这些交互项在各国的估计结果。

面板（a）显示，与阿尔巴尼亚的三重交互项导致了一个异常大的估计值，与其他国家相比是一个异常值。同样，在图（B）中，阿尔巴尼亚、北马其顿和拉脱维亚显得格外突出，可能是潜在的异常值。在附录 A10 中，我们表明，无论我们是否从样本中排除这些异常值，或者是否将国家虚拟变量和金融 FDI 之间的交互项作为额外的控制变量纳入，我们的基线结果依然成立。

7 结论

大多数关于外国直接投资与国内投资之间关系的研究都依赖于跨国数据的聚合分析。本文为这些文献增加了一个行业层面的视角，并解释了为什么外国直接投资全部转化为国内投资。我们的行业内研究结果表明，FDI 每增加 10 个百分点，与之相应的国内投资就会增加约 2.5 个百分点，两者都是相对于增加值而言的。

此外，本文强调了行业与金融部门联系的重要性，以理解外国直接投资与国内投资关系的范围和渠道。由于金融部门是许多国家外国直接投资的主要接受者，这一以前被忽视的渠道就显得极为重要。

我们的研究结果表明，流入金融部门的 FDI 可以刺激其他行业的国内投资；然而，这种效应在各行业之间是有差异的。具有较强金融联系的行业往往会在 FDI 的推动下增加其国内投资，而这种倾向随着行业金融联系的减弱而减弱。具体而言，在中东欧国家的背景下，有三个行业似乎受益显著：（1）制造业；（2）批发和零售业；（3）房地产、专业、科学和商业活动。鉴于它们对竞争力和就业的潜在重要性，这是具有经济前景的。然而，如果房地产行业在有外国直接投资的情况下大幅增加国内投资，这可能需要谨慎对待。在本文中，我们未能将房地产和商业服务行业区分开来。我们建议未来的研究将房地产活动的纯金融方面与其他实体经济的影响区分开来，并进一步将这些研究结果与商业服务行业的研究结果区分开来。

一些行业为应对金融性外国直接投资而减少国内投资，这一事实可以从两个广泛的角度来解读。一方面，金融外国直接投资可能促进结构变化，导致某些行业扩张，而其他行业收缩。另一方面，外资金融公司有可能将其在子公司赚取的利润汇回母国，而不是进行再投资（见 Joyce 2021；Parnreiter et al.）。

2024).即使对于金融联系有限的行业,这种情况也是可能出现的,因为行业几乎不可能完全不受金融部门的影响。在中东欧国家(Munk 2020)的研究背景下,后者尤为被提及。这两种解释并不是相互排斥的,未来的工作可以探究其相对重要性。

我们的研究结果有助于解释先前的实证研究中关于外国直接投资与国内投资之间关系的不明确的证据,这些研究大多是在国家层面进行的。由于各国有不同的行业结构,且各行业与金融部门的联系程度各不相同,

外国直接投资与投资之间的关系可能因样本和回归模型设定的不同而有所差异。

基于我们的研究结果,政策制定者若想刺激国内投资,不妨考虑吸引 FDI 进入金融部门。然而,如上文所述,仅仅吸引金融性外国直接投资似乎不足以达成目标。要实现非金融部门的有效传导需要充分考虑本国的产业构成以及本地非金融产业与金融部门之间的融合程度。这些金融联系的紧密程度在传递金融外国直接投资的影响方面发挥着关键作用。此外,政策制定者应对增加房地产部门的投资保持谨慎态度,因为这会带来各种风险(例如,房地产价格上涨,导致长期竞争力丧失,甚至形成房地产泡沫)。

研究潜在投资缺口国家行业层面外国直接投资与国内投资之间的关系面临诸多实证挑战,尤其是数据的可获得性和内生性问题。因此,在我们的分析中,我们聚焦于数据可获得的相关国家上,并提出了两种建模方法,用于在有外国直接投资的情况下建立金融联系模型。这些方法和结果为未来研究金融联系在 FDI-国内投资关系中的作用提供可能路径。我们特别看好以下两个研究思路:第一,随着国家账户体系中的金融账户数据的增加,特别是在行业层面,建立金融联系模型将有新的可能。鉴于本文聚焦于真实金融部门,纳入其他跨行业金融联系或许很有价值。第二,纳入公司层面的数据可能富有成效,因为这将有助于探索公司层面的金融溢出效应。与基于总体(行业层面)投入产出联系的企业层面关于外国直接投资生产率溢出的文献类似,这类研究可以应用我们设定的行业层面的金融联动权重。此外,这种企业层面的研究更易解决与内生性有关的问题,包括同时性和逆向因果关系。

本文原题为“*How does FDI transmit into domestic investment? Exploring intra-industry and financial channels*”,作者为 Tim de Leeuw 和 Konstantin M. Wacker。本文属于维也纳国际经济研究所(Peterson Institute for International Economics, PIIE)工作论文,发表于 2025 年 3 月,原文链接: <https://wiiw.ac.at/how-does-fdi-transmit-into-domestic-investment-exploring-intra-industry-and-financial-channels-dlp-7278.html>

政策冲击与不确定性上升正削弱全球经济前景

Karen Dynan / 文 廖世伟 / 编译

导读：全球经济今年仍有望实现增长，但近几个月来前景明显恶化。美国的重大政策转变，尤其是新关税的推出，正在抑制经济活动，并在全球范围内加剧高度的不确定性。编译如下：

全球经济今年仍有望实现增长，但近几个月来前景明显恶化。美国的重大政策转变，尤其是新关税的推出，正在抑制经济活动，并在全球范围内加剧高度的不确定性。

根据彼得森国际经济研究所（PIIE）在“全球经济展望：2025年春季”会议上发布的分析，全球实际 GDP 预计在 2025 年仅增长 2.7%，2026 年为 2.8%，低于去年的 3.2%。美国征收的关税正在推高价格、扰乱供应链，并削弱实际收入。这些直接影响被一个多变且难以预测的政策环境进一步放大，频繁调整的关税政策使企业更难进行规划和投资。

美国近期的其他政策举措也在加剧拖累。由于新设的“政府效率部”导致的联邦裁员与运营中断，政策的不确定性被进一步加剧，而这些举措并未实质性改善财政状况。预计今年晚些时候出台的大型财政立法方案，在当前政策基准下，对联邦预算赤字的缓解作用也非常有限。整体而言，该财政方案相对于当前政策可能对需求构成温和的负面影响：2017 年减税的延续预计总体影响中性，而任何额外的减税措施似乎将被开支削减所抵消。

总体来看，美国经济增长预计将在今年陷入停滞，年化平均增长率将从 2024 年的 2.5% 骤降至 2025 年的 0.1%（见下图）。预计通胀将在今年晚些时候达到约 4.5% 的峰值，失业率将上升至略高于 5%，然后在 2026 年有所改善。尽管近期政策变动引发金融市场负面反应，但支出和就业的硬数据仍相对坚挺。这种韧性在某种程度上可能反映了时间上的错配——家庭和企业预期价格上涨的情况下提前进行了消费和投资。

货币政策制定者面临艰难抉择。美联储预计将在年底前维持利率不变，等待更明确的通胀缓解迹象后再考虑降息。与此同时，通胀预期和中性利率的不确定性将使政策决策变得更加复杂。

美国之外，形势复杂多变。

加拿大和墨西哥正遭受美国新贸易举措的严重冲击。墨西哥还面临经济基本面走弱以及美墨加协议（USMCA）条款预计修订所带来的额外挑战——尽管部分生产从其他国家迁往墨西哥可能带来一定补偿效应。欧洲与英国预计将实现温和增长，尤其是欧元区将在协调发债和国防支出增加的支持下保持增长动能。

在中国，经济增长预计将远低于政府设定的 5% 目标。结构性挑战、消费者信心脆弱以及中美关系紧张等因素均对前景形成压力，而财政与货币刺激措施迄今为止效果有限。

亚洲其他地区的前景差异较大，且对贸易政策进一步发展的敏感性较高。许多经济体面临美国额外加征关税的风险。不过，印度仍在吸引外国投资，继续作为该地区的一大亮点。

前景面临的风险

前景面临显著风险。未来 12 个月内美国陷入衰退的概率目前估计为 40%。多个因素可能加剧当前的下行压力，包括股市更深程度的回调、因财政担忧而导致的利率上升，或在通胀预期失控的情况下重新收紧货币政策。美国经济若进一步走弱，将对全球增长产生重大拖累，尤其是对美国的贸易伙伴而言。

如果政策发生变化，经济前景也可能比当前预期更为乐观。近期关税上调若能得到实质性逆转，将缓解部分通胀压力，并有助于恢复企业信心。再加上人工智能的持续进步、放松监管以及投资激励措施，这些变化有可能支撑更强劲的生产率增长。

总之，尽管全球经济扩张的基础依然存在，但未来两年的前景异常依赖于美国的政策走向——取决于近期的负面发展是短暂现象还是将演变为长期趋势。

本文原题为“Policy shocks and rising uncertainty are weakening the global outlook”。本文作者 Karen Dynan 自 2017 年 3 月起担任彼得森研究所非常驻高级研究员，是哈佛大学经济学系的实践教授。2014 年至 2017 年，她担任美国财政部经济政策助理部长和首席经济学家，领导经济状况分析和政策制定，以应对国家的经济挑战。本文于 2025 年 4 月刊于 PIIE。[单击此处可以访问原文链接。](#)

全球贸易体系正在崩塌：下一步更令人担忧

David H. Feldman & Gary Clyde Hufbauer /文 廖世伟/编译

导读：美国主导的以规则为基础的全球贸易体系正在瓦解，现任美国政府通过提高关税和强调单边主义，削弱了多边机制如世界贸易组织的作用。文章强调，这一体系曾促进全球繁荣与稳定，而如今的行政裁量与保护主义将带来腐败、经济不确定性，甚至可能引发全球贸易冲突。作者呼吁国会应重新掌控贸易政策，防止未来重蹈 20 世纪大战前的覆辙。编译如下：

太多美国人可能并不了解，加拿大总理马克·卡尼所说的“全球贸易体系”究竟指的是什么。他们也可能不明白我们正在失去什么，又可能会迎来什么作为替代。尽管这一体系并非没有缺陷，但它促进了全球繁荣与政治稳定。如今，这两者都正面临风险，因为当前的美国政府正在有意破坏这个由美国在 20 世纪 30 年代大萧条和 40 年代世界大战的废墟之上建立起来、以规则为基础的全球秩序。

美国总统宣称，大幅提高关税壁垒将会“让我们再次富强”，并使美国重返他所想象的 1890 年代、威廉·麦金利总统时代的辉煌地位。实际上，上周出台但在金融市场开始动荡后暂缓执行的关税水平，已超过了 1930 年《斯穆特-霍利关税法》的程度。当这些极端关税开始生效，尤其是针对中国进口商品时，更高的物价将侵蚀普通家庭的实际收入，并可能引发一场经济衰退。

更何况，1890 年代并非美国经济与政治影响力的巅峰。美国在全球的地位是在二战后达到顶峰的——那是美国打造了一个去政治化的全球贸易体系的年代。

当前政府已经从一贯顺从的国会手中夺取了制定关税政策的控制权。这一新获取的权力正被用来针对特定国家，甚至特定企业，以奖赏“朋友”，惩罚“敌人”。

而这个政府似乎执意要摧毁的、以规则为基础的体系，是在 1947 年于日内瓦诞生的——当时有 23 个国家签署了《关税与贸易总协定》（GATT）。该体系的诞生推动了全球经济的快速增长。

这一 GATT 体系奠基于两项重要规则：

第一是“非歧视原则”。如果一个国家对葡萄酒征收 10% 的关税，那么这一税率应同等适用于所有其他成员国。尽管在自由贸易区、市场扰乱救济措施等方面存在例外，但这项规则的核心是指导各国在体系内应如何彼此对待。

第二是“国民待遇原则”。它要求国家对在本国市场合法销售的外国商品和在本地运营的外国公司，给予与本国企业相同的待遇。例如，联邦政府不得对位于南卡罗来纳州斯帕坦堡的宝马工厂征收特别税，而不对底特律的福特汽车公司征收同样的税。

这些简单的原则体现了大多数人对“公平”的理解：平等待人，内外一致。但这不仅是公平的问题，更是“正确理解自身利益”问题。当其他国家给予我们非歧视待遇时，我们自然从中受益；而当我们回报以同样待遇时，对方也将获益。国际法将这些原则加以制度化，并配以共同执行机制与明确程序，使各方在发生争端时能得到公正审理。这正是世界贸易组织（WTO）所扮演的角色。

然而，总统采取了完全不同的做法。他撇开了多个美国参与的贸易协议，试图将贸易政策的裁量权集中到行政部门手中。这种裁量权使我们可以单独“点名”外国，或者对听话的企业与行业给予关税减免。美国如今俨然成为“敲诈大师”。这正是强者欺凌弱者的方式。我们现在处理各种事务的方式皆是如此，从大学，如哥伦比亚大学，到国家，如越南，无一例外。规则的消亡和行政裁量的上升，使政策制定个性化。这为腐败打开了大门，腐败程度恐怕不逊于 19 世纪纽约市政由塔玛尼党部控制的时期。总统暗示可能为特定企业提供关税优惠，可能就是一个预告

我们或许能欺压依赖我们的弱小国家，但在全球博弈中，欧盟、中国、日本都不会袖手旁观。它们的反制措施将对美国造成严重后果。我们面临的风险，是重燃第一次世界大战与第二次世界大战之间那种你死我活的零和贸易敌意——当年正是这种敌意与军国主义催生了全球灾难。

若想提前体验未来可能的局面，看看欧盟就知道了。它可能放弃国民待遇原则，专门针对特定美国企业如特斯拉或谷歌，以施加最大政治伤害。中国也可能对美国进行歧视性对待——比如选择性地停止向美方出口关键原材料，或对美国出口产品（尤其是主要产自“红州”农村地区的大豆等农产品）加征关税。政策环境的不确定性，不利于企业投资。事实上，关税政策的不确定性正是 1929 年市场崩溃和经济衰退的诱因之一，这场经济衰退最终演变成动摇全球秩序根基的大萧条

国会应该重新掌握对关税政策的传统控制权，并限制总统援引特殊措施的使用。如果国会不行动，那么以个人或政治利益最大化为目标的关税制度，其腐败空间将毫无边界。

本文原题为“The world trading system is dying: You should fear its replacement”。本文作者 David H. Feldman 是弗吉尼亚州威廉与玛丽学院经济学教授，Gary Clyde Hufbauer 是彼得森国际经济研究所的非驻所高级研究员。本文于 2025 年 4 月刊于 PIIE。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

Peter G. Peterson Institute for International Economics (PIIE) 彼得森国际经济研究所

简介：由伯格斯坦（C. Fred Bergsten）成立于1981年，是非牟利、无党派在美国智库。2006年，为了纪念其共同创始人彼得·乔治·彼得森（Peter G. Peterson），更名为“彼得·乔治·彼得森国际经济研究所”。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，PIIE 在全球（含美国）30大智库中列第10名，全球30大国内经济政策智库中列第4名，全球30大国际经济政策智库第1名。

网址：<http://www.piie.com/>

The Center for Economic Policy Research (CEPR) 经济政策研究中心

简介：经济政策研究中心成立于1983年。它包括七百多位研究人员，分布于28个国家的237家机构中（主要是欧洲高校）。其特点是提供政策相关的学术研究、并关注欧洲。Voxeu.org是CEPR的门户网站，受众为政府部门的经济学家、国际组织等。它的文章多为与政策相关的工作论文初稿，比财经报纸专栏更为深入，同时比专业学术文章更加易懂。

网址：<http://www.voxeu.org/>

Research Papers in Economic (RePEc) 经济学预印本平台

简介：RePEc（经济学预印本平台），创建于1997年，由全球63个国家的100多位志愿者共同建立的可以公开访问的网站，主要收集经济学领域相关工作论文、书籍/章节和应用软件等，致力于促进经济学及相关学科研究成果的广泛传播与交流。目前共收录了300万篇文章，其中，预印本可免费访问全文；期刊可检索和浏览到论文题录文摘信息，部分可以免费下载全文，商业期刊则需要订购权限。

网址：<http://repec.org>