



深度 中美贸易战

评论

杨路：经济增速的迷思——贸易战，中美各自有多少底牌？

中国经济下滑，到底是不是贸易战引起的？美国经济景气，真的像特朗普说的那样，是贸易战“打”出来的吗？对于上述两个问题的判断，不仅仅影响谈判策略，更会导致不同的应对。

2019-05-17



中美貿易戰會導致中國2025年的GDP比正常情況減少1500億-2300億美元，粗略估計，貿易戰帶來的損失佔中國當年GDP的1%左右。攝：Fred Dufour/AFP/Getty Images

从国际货币基金组织到华尔街投行，几乎所有经得起考验的经济模型都显示，中美两国经济将在贸易战中承受最大损失。根据美国商会（US Chamber of Commerce）和荣鼎集团（Rhodium Group）的测算，贸易战因素会导致中国2019年的出口量比正常情况减少约300亿美元，而美国的影响则更大，其出口会减少约1000亿美元。对于一些行业和地区来说，贸易战可能是致命的。

但另一方面，对于中美超大的经济体量而言，贸易战所带来的损失也不是世界末日。根据同一份报告，贸易战会导致中国2025年的GDP比正常情况减少1500亿-2300亿美元，美国2025年的GDP则会比正常情况减少1500亿-1900亿美元。粗略估计，贸易战带来的损失占中国当年GDP的1%左右。而对于美国来说，其经济体量比中国大，因贸易战所产生的经济损失占其GDP之比要更小。

特朗普（川普）所谓“中国为贸易战买单”的说法是站不住脚的。根据高盛的测算，美国对中国商品加征的关税将导致相关物价提高，最后几乎将全部由美国企业和消费者买单。反过来，中国企业和消费者也将为中国的报复性关税买单。贸易战的账单，基本上是中美AA制的。

与贸易战几乎同时演进的，是中美两国经济在贸易战期间发生的变化，中国经济在下滑，增速出现近30年新低；而美国经济增长超过了大部分人的预期。2018年美国经济增长2.9%，作为一个20万亿美元的发达经济体（中国约为13万亿），这个表现相当不错。2019年第一季度美国经济增长更是达到3.2%，超过了特朗普政府的3%增长目标，并很有可能在今年完成史上最长的连续增长周期。而中国则在2019年进一步下调了增长预期（从2018年的6.5%左右，调整为2019年的6.0%-6.5%）。这就不免让许多人心生疑惑：不是说两败俱伤的吗？为什么中美经济表现差异如此之大？

中国经济下行：周期性与结构性问题的叠加

「由于美国的贸易压力和新的（对华）政策，中国经济出现了1990年以来最低的增长。中国是时候该来认认真真的与美国谈谈条件了，别再绕弯子了！」

在包括特朗普在内的不少人看来，美国发起的贸易战打垮了中国经济，同时美国经济强劲，因此在谈判桌上美国强势中国弱势，中国更有可能做出让步。这个逻辑有明显的问题，如前文所述，贸易战本身对中美经济增长影响有限。因此两国当前的经济走势背离绝不是贸易战“打”出来的。

中国2018年的经济下行，直接原因是2016年开始的去杠杆（利率上行，信贷紧缩，债务削减，控制风险）政策。与此同时，中国经济长期积累的结构性矛盾，在同一时间爆发，两者叠加放大了经济的问题。

而中国被迫在2016-2017年开始去杠杆，说到底还是因为之前杠杆加的太高，加的太快。



2009-2018十年间，中国的银行业资产，从12万亿美元，迅速膨胀到40万亿美元，在这个指标上甚至超过了金融业高度发达的美国。摄：Nelson Ching/Bloomberg via Getty Images

2009-2018十年间，中国的银行业资产，从12万亿美元，迅速膨胀到40万亿美元，在这个指标上甚至超过了金融业高度发达的美国。但银行信贷扩张并不意味着金融效率高。恰恰相反，相比“直接融资”（比如公开发行人股票或者债券），主导中国经济的“间接融资”模式（通过银行等金融中介创造信贷）具有低效、易受非市场因素影响的特点。举例来说，一家公司如果需要融资，可以发行股票债券，也可以去申请银行贷款。前者相对透明，因为是用公开财务或者经营状况的方式“说服”外部投资者，同时也鼓励市场竞争；而后者则只需要“说服”银行发放贷款，透明度大大降低，并为各种力量（权力寻租、行政指令）干预提供了机会。

无论官方宣传如何强调“经济升级”，中国经济今天依然高度依赖低效率投资，就像一只无脚的小鸟，一旦失速就有生命危险。

中国的信贷创造高度依赖金融中介。几乎完全由银行主导的后果，就是大量资金流向了效率低下的经济部门（如国有企业），或者形成重复投资。这些投资虽然表面上也创造GDP，但其产生的价值往往与投入的资源不相称，损害了增长潜力。

经济学家常以增量资本产出率（Incremental Capital Output Ratio, ICOR）的方法衡量投资效率。简单来说就是问这样一个问题：“多产出一块钱的GDP需要多少钱的资本投入？”这个比值越高，意味着投资效率越低。在中国，ICOR在2012年前后大约是5，也就是说GDP每增加1元，需要投资5元。此后ICOR迅速恶化，到了2017年，增加1元产出，已经需要7元投资才能实现。

两者叠加埋下道德风险的种子，终于在上一轮经济刺激政策（“四万亿”计划）浇灌之下破土而出。

这就造成了一个矛盾：一方面，经济必须要保持相对稳健的增长，不然就业就会出问题；另一方面，找不到新的增长方式意味着中国经济不得不“饮鸩止渴”，不断靠基建和地产投资来保持增长，即使这意味着飙升的债务。

最有代表性的就是地方政府债务。中国省级及以下行政机构，虽然名曰“地方”（local）政府，但与实行地方自治或联邦制的国家相比，只能算是中央政府的地方延伸（sub-national）。这就产生了两个中国特色的现象：首先，无论是从宪制法律安排，还是财政支付体系的角度来看，中国的地方政府都没有破产的选项。不能破产可不是什么好事，因为这往往意味着中央政府需要提供无限担保，债务权利和责任错配。第二，1994年税改之后，中国的财政体系呈现“中央大地方小”的特点：地方政府的支出责任大，而财权小，许多省份常规财政运转依赖中央政府的“转移支付”。

一方面结构性“贫困”，另一方面又享受中央政府的无限担保，两者叠加便埋下了道德风险的种子，终于在上一轮经济刺激政策（“四万亿”计划）浇灌之下破土而出：2009年北京为应对金融危机实行经济刺激，大量投资项目在政府指令下上马，并且多包含地方财政配套投资的要求，这就催生出许多身份微妙的地方政府融资公司（城投平台）。



2010年中国的地方债余额还只是11万亿元，而最新的估算则显示，如果加上地方政府的各类隐性债务，中国地方政府债务在2017年已经超过40万亿元。摄：Fred Dufour/AFP/Getty Images

中央政府要求加大投资，但地方政府法理上不能举债，为了绕过这一障碍，地方政府便成立了许多性质暧昧的政府融资平台。地方政府拨给这些公司一些资产，然后让这些公司出去借钱。最常见的就是授予土地使用权，或者是出具一些擦边球性质的融资担保，如向投资者出具政府“安慰函”。在一些情况下，地方政府甚至可以直接“指导”银行向城投平台提供融资（国有企业或者是地方财政局常常是地方股份制银行的主要控制者）。

地方政府对债权人说“放心吧，政府担保这笔债务”，但却对中央政府说“这笔钱是商业组织借的，和地方政府无关”——债务顺着体制的漏洞，喷涌而出。城投平台债务长期游离于财政预算之外，在很长一段时间里几乎没有人说得清楚地方政府到底有多少债务。2014年之前，地方政府举债理论上是非法的（《预算法》第二十八条）。直到2014年，中央政府发现地方政府举债已经是既成事实，才出台政策，“事后追认”了地方债务的合法性。但此时各类城投平台已经与地方经济高度绑定，潘多拉魔盒一开，很难恢复原状。

2010年中国的地方债余额还只是11万亿元，而最新的估算则显示，如果加上地方政府的各类隐性债务，中国地方政府债务在2017年已经超过40万亿元。有近一半的省份，债务余额超过了当年的全部财政收入。中国的官员升迁激励和畸形的央地财政制度，按照经济学家厉以宁的说法，导致了“很多地方政府当时借钱就没准备还”。

金融体系的低效与地方财政的失控，造成了中国经济在2017年开始出现了许多系统性风险的迹象。早年名不见经传的安邦集团，通过“左手倒右手”的方式虚假注资，疯狂加杠杆，从5亿人民币起家，仅仅用了三年的时间，就造出了一个万亿资产的中国第三大保险集团，在国内外疯狂“扫货”，买下了包括纽约华尔道夫酒店在内的多个明星标的——一时风光的背后，是随时爆发的金融风险。

巨大的债务压力导致越来越多的财政资源被用于借新还旧。2018年，一度以滨海新区对标上海浦东的天津市，要把超过一半的新贷款，用于偿还旧债。财力薄弱的青海和新疆开始出现城投公司债务违约。许多地方政府因此被迫压缩教育、医疗、养老这些社会基本服务方面的投入。因为缺乏完善的社会保障，普通家庭不得不进行额外的储蓄，这就压抑了消费，阻碍了“内需”的充分释放，迫使经济增长更加依赖投资，形成经济恶性循环。

就在这样的背景下，中国从2016-2017年开始“去杠杆”，首先是央行试图以市场化手段引导利率上行，发现效果不彰之后，政府开始用行政命令强行去杠杆。从银监会的“三三四十”（整顿金融违规和套利）到证监会的“打击资本大鳄”，监管部门不断发起各类运动，将孩子和洗澡水一起泼出。

经济杠杆具有反身性，可以放大增长，也可以加剧衰退。之前银行间“便宜”的钱，突然变“贵”了；之前不停赶工的投资，突然暂停了。去杠杆在几个季度内由金融部门传导到实体经济，压力在2018年下半年集中爆发：工业产出在2018年第三季度一度同比收缩近10%，房地产商开始破产，有的地方政府开始拖欠教师工资和养老金。

在中国经济为何走弱这一问题上，白宫经济顾问库德洛（Larry Kudlow）显然比特朗普更清醒。他接受媒体访问时，准确地将中国经济的症结描述为经济周期与结构性问题的叠加：短期来看，中国经济遇到了周期性的问题，之前的增长以加杠杆为代价，而现在为了控制债务去杠杆，经济自然就要下行。同时，因为经济体制改革的滞后，发展模式本身的结构性矛盾越来越大，这就超越了一时的、可逆的经济周期，而成为了一种根本的、持续的生存威胁。

贸易战和中国的国内经济问题，基本是狗尾巴和狗的关系：狗可以摇尾巴，但尾巴不会摇狗。

贸易战和中国的国内经济问题，当然不是完全没有关联：中国的贸易长期处于不平衡状态，是国内金融压抑，以及进口替代产业政策的后果和症状。但两者基本是狗尾巴和狗的关系：狗可以摇尾巴，但尾巴不会摇狗。



支撑美国经济的其中重要因素是美联储的宽松货币政策。在美国历史上最长连续经济连续增长的最长记录（十年）。而这十年中的七年里，美联储都在执行零利率政策。摄：Spencer Platt/Getty Images

减税+量宽使美国经济上扬，但也是周期性的

而美国的经济故事，在这一阶段几乎是中国的反面。当中国不得不给经济踩下刹车的时候，特朗普却猛踩了一脚油门。

中国的去杠杆是逆周期(counter-cyclical)政策，而“特朗普经济学”则是典型的顺周期(pro-cyclical)操作。减税是特朗普为数不多的实际履行的竞选承诺之一。在白宫和国会共和党共同推动下通过的美国2017税改法案，是1981年之后美国最大规模的减税，如果以GDP比重衡量，是美国历史上第三大规模的减税。根据官方测算，新税则实施后，美国的中小商业实体（如合伙企业）将在之后十年时间里享受超过1万亿美元的税收优惠，减税的总规模则超过1.5万亿美元。

根据智库布鲁金斯学会（Brookings Institute）的一项跟踪研究，美国联邦及州政府，自奥巴马政府的后期（2014年）就已经开始推高财政支出，期间虽有一些反复，但2018年的美国全部政府支出一度贡献了经济成长的20%，算上减税对经济的刺激效应，美国经济增长的将近一半都可以归结为财政政策的作用。

另外一个支撑美国经济的重要因素是美联储的宽松货币政策。如果美国经济能够在2019年第三季度完成正增长（目前来看很有可能），那么这将会刷新美国历史上经济连续增长的最长记录（十年）。而这十年中的七年里，美联储都在执行零利率政策。

美国股市作为经济晴雨表，对于加息预期高度敏感。2018年下半年，市场逐渐形成“2019年至少加息一次”的共识，股市因而出现相应调整。但2019年随着美联储有些意外地发出了“今年大概率不会加息”的信号之后，股市又随之上扬。

这里必须要强调的是，美联储作为美国最高货币当局，在宪制安排和历史实践中，基本保持了相对于政府独立的地位。与财政政策不同，特朗普无法对货币政策产生太多实际影响（除了偶尔发推特抱怨美联储不合他心意的做法之外）。因此宽松的货币政策，虽然从结果上看促成了当前的美国经济景气，但却和特朗普的政策没有太大关系。

宽松的货币政策，虽然从结果上看促成了当前的美国经济景气，但却和特朗普的政策没有太大关系。

然而美国经济当前的景气在本质上也是周期性的。减税的代价是政府收入减少，以GDP比重计算，美国2018年的税收收入是75年来最低。同时政府支出加大，造成赤字升高，债务增加。根据政治中立的国会预算办公室（Congressional Budget Office, CBO）的测算，美国联邦政府负债将在未来十年达到GDP的100%（当前为78%），这将会产生一系列的政治和经济问题，显然不可持续。

货币政策方面，美联储2019年推迟加息的决定，主要是希望能够尽量平缓地引导经济降温，避免剧烈波动，而不是为了支持特朗普，货币不可能一直宽松。特朗普可以在谈判桌上对中国保持强势态度，其底气来自于中美经济表现的差异，而一旦美国经济回调，或者中国经济反弹，那谈判态势势必发生改变。



2018年的美国全部政府支出基本上贡献了经济成长的20%，算上减税对经济的刺激效应，美国经济增长的将近一半都可以归结为财政政策的作用。摄：Scott Olson/Getty Images

经济改革灵魂之问：中国有多相信“市场经济”？

中美经济态势倒转可能发生吗？

虽然具体时机难以预测，但美国经济的回调是一定会发生的。国际货币基金组织在其最新预测中，已经将美国2019年的增长预期，从此前的从2.5%，下调为2.3%，远低于特朗普的3%增长目标。

而中国的情况则非常微妙。中国在2018年逐步放松了此前的激进去杠杆政策，将政策重点放在了稳增长上。货币和信贷开始逐渐宽松，财政投入也开始逐渐加大，基建和房地产这两大中国经济的指标性板块在2019年第一季度出现了显著的回升，帮助经济企稳。

到目前为止，中国的刺激政策仍然相对克制。央行在2019年初罕见地收缩了资产负债表，发出了“宽松政策已经走到尽头”的信号；年初大幅增加的财政投入，主要是由于全年预算的提前投放，在总预算不变的情况下，下半年的财政支出将会回落。这是比较合理和审慎的经济政策，但同时也意味着，中国经济短暂出现的反弹，时间可能非常短暂，即使开始改革，也不可立刻反映在增长上，甚至可能因为改革的“阵痛”，而进一步下滑。因此2019一季度经济数据出炉之后，一些人认为中国经济最困难的时刻已经过去了（所谓“拐点论”），显然过于乐观。

同时也有一些危险的苗头：5月13日，中美关税战升级之后，中央广播电视总台的一条[“国际锐评”]<http://www.nbd.com.cn/articles/2019-05-12/1330732.html>()中提到：“（中国）备足了政策工具箱，做好了全面应对的准备”。这里的“政策工具箱”无非两类：贸易报复手段和经济刺激政策。在一些人看来，刺激经济可以改变中国在贸易谈判中的弱势地位。

但如果寄希望于通过刺激国内经济来渡过贸易战的危机，那对于中国来说将是得不偿失的：经济刺激可以解决周期性的问题，但解决不了结构性的问题。在结构性问题没有解决的情况下，一味刺激经济，只会让中国再坐一次“加杠杆-去杠杆”的过山车，并且前面的路会越来越窄。与美国的经贸摩擦只是中国经济万千症结其中之一，甚至不是最大的问题。

如果以为“打赢”贸易战，中国经济就会自然改善的话，那就会在贸易休兵之后，产生巨大的失望和迷茫。

2013年十八届三中全会“让市场在资源配置中起关键作用”这句话，令无数人充满希望。可时至今日，仍然只是一句口号。

北京并不是看不到问题。4月的中央政治局会议，引人注目地使用了“国内经济存在下行压力，这其中既有周期性因素，但更多是结构性、体制性的”这样的措辞来描述经济现状，直接承认了结构性问题的严重性。然而，承认问题只是第一步，只有改革才能解决结构性问题，而到目前为止改革仍然停滞。2013年十八届三中全会“让市场在资源配置中起关键作用”这句话，令无数人充满希望。可时至今日，仍然只是一句口号。

“我们在原则问题上绝不让步”，中国副刘鹤最近这样描述中国在贸易谈判中的态度。但谈判之外，实在很有必要重新审视一下，到底什么才是中国经济的原则问题。中国经济的最关键问题，其实和美国，和贸易战的关系都不太大。借用现中国央行行长易纲的一句话，中国经济最需要回答的问题，就是“是否相信市场经济，相信到什么程度？”。

（杨路，自由撰稿人）

注1：特朗普原话：China posts slowest economic numbers since 1990 due to U.S. trade tensions and new policies. Makes so much sense for China to finally do a Real Deal, and stop playing around!”

评论

杨路

中美贸易战

如果你喜歡
就分享給更多人吧



热门头条

1. Netflix与Fox争端何起？一百年来的好莱坞电影工业奴役史
2. 华尔街日报：为建工厂拆了美国小镇，富士康却想抽身而退？
3. 中国经济问题专家巴里诺顿：关税上调对华冲击更大，美国或是中国改革的唯一指望
4. 华尔街日报：中国为何决定在对美贸易谈判中采取强硬立场？
5. 一个北京同志的80年，“是那种人，我就要过那种人的生活”
6. 风雨鸡鸣：广电总局“通则案”后，中国LGBT网路空间紧缩
7. 寻租、被寻租、批判寻租，吴介民的生命母题
8. 朱学勤：在“之”字形百年曲折中，重新反思五四的历史地位
9. 特朗普的下一步：贸易战重开的意料之外与意料之中
10. 专访文化学者徐贲：中国社会的“犬儒病”史无前例

编辑推荐

1. 何伟：难民与小偷——一位埃及同志的出逃记
2. 罢工投票中：八间长荣空服员与资方冲突，争议所为何来？
3. 杨路：经济增速的迷思——贸易战，中美各自有多少底牌？
4. 一个北京同志的80年，“是那种人，我就要过那种人的生活”
5. 杨路：中美贸易谈判的已知、不可知、以及变数
6. 李肇祐：在香港，认同“中华民族”的人，心里是怎样的“中华”？
7. 30年后，香港还能守住六四记忆吗？——专访李立峰
8. 六四系列报道预告：打捞记忆，延续思考，三十年后的六四现场

9. 专访苏联史专家祖博克：在一场失败改革中利用知识分子，是件危险之事

10. 中国经济问题专家巴里诺顿：关税上调对华冲击更大，美国或是中国改革的唯一指望

延伸阅读

特朗普的下一步：贸易战重开的意料之外与意料之中

新的贸易战端并不是坊间所指的“极限施压”，而特朗普也不是不按常理出牌的疯子。

中国经济问题专家巴里诺顿：关税上调对华冲击更大，美国或是中国改革的唯一指望

对他来说，十年前最重要的问题是，一个威权型政府如何学会因势利导，保持了政策的成功，人们想要解释“成功”。而到了现在，最重要的问题是，什么在驱动中国？中国将如何做出选择？

杨路：中美贸易谈判的已知、不可知、以及变数

中美在2019年5月的这一轮贸易对抗升级，对于此前不少对与谈判前景抱有某种乐观期待的人来说，算是一剂不错的清醒药。