

# “大摩擦”与“大调整”的世界经济

——经济全球化的重塑与“大平庸”周期的延展

经济学院世界经济论坛（2018）

# 本报告十大核心观点

1、“大摩擦”带来“大调整”。“大摩擦”是逆全球化，“大调整”意味着经济全球化的重塑。

2、美国发起的经济全球化重塑的本质是**贸易和投资规则的政治化**，世界经济存在被割裂成不同贸易和投资集团的风险，尤其是中美贸易和投资关系走到了十字路口。发展中国家（尤其是中国）以更高和更大程度的对外开放是破解美国以“盟友”或者“血缘”关系圈定的以美国为首的利益集团的唯一方法。发展合作共赢的经济贸易和投资关系最终将打破“美国优先”的贸易和投资利益圈。

# 本报告十大核心观点

- 3、美国经济的强劲增长是未来世界经济面临的最大的不确定性和风险，因为这赋予了特朗普政府加大“美国优先”的对外政策的底气。
- 4、为了延长此轮美国经济景气周期的长度，延缓美联储加息是特朗普政府宏观政策的要点。特朗普政府倾向于采取工资上涨（有利于消费）+低油价（降低通胀）的政策组合来减缓通胀压力。因此，未来一段时间国际油价将处于中低位运行。
- 5、2018年最后一次是否加息存在不确定性。美联储加息速度和幅度的下降，意味着2019年新兴市场的境况要好于2018年。

# 本报告十大核心观点

6、在美联储处于加息通道时，货币政策的作用将远不如财政政策，“双税收”（企业税负和关税）竞争成为经济全球化的潮流，赤字经济成为“时尚”。

7、走经济的内外平衡发展道路是世界经济的大势所趋，但特朗普靠贸易摩擦不可能从根本上解决美国经济的外部不平衡问题。

8、人民币是否“破7”，要看中美贸易摩擦解决的具体情况。中美贸易顺差大幅度缩小，人民币存在较大的可能性“破7”。

# 本报告十大核心观点

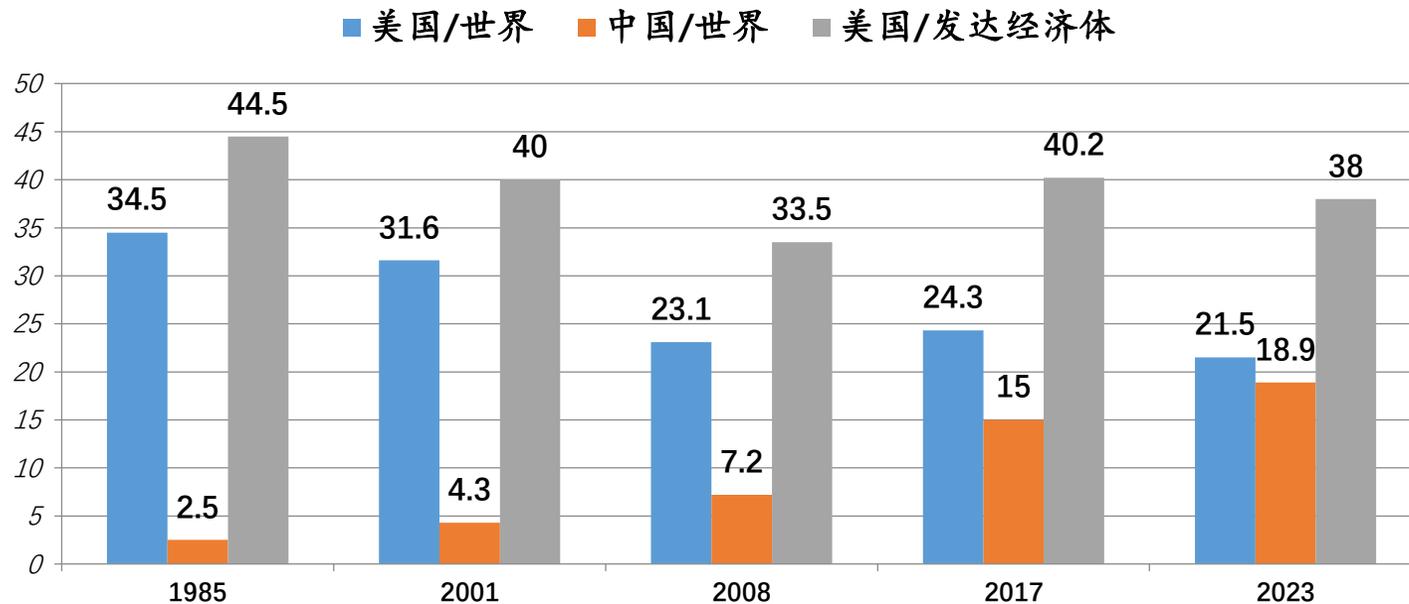
9、美国发起的贸易摩擦会导致全球贸易投资限制规则的提高，限制和阻碍了技术贸易和技术扩散，经济全球化的重塑在某种程度上意味着技术贸易的稀缺性增加。

10、特朗普采取“先破后立”的策略来重塑经济的全球化，必将对世界贸易和投资者产生负面影响，世界贸易增速会继续处于较低增速阶段，“大平庸”周期会延展。

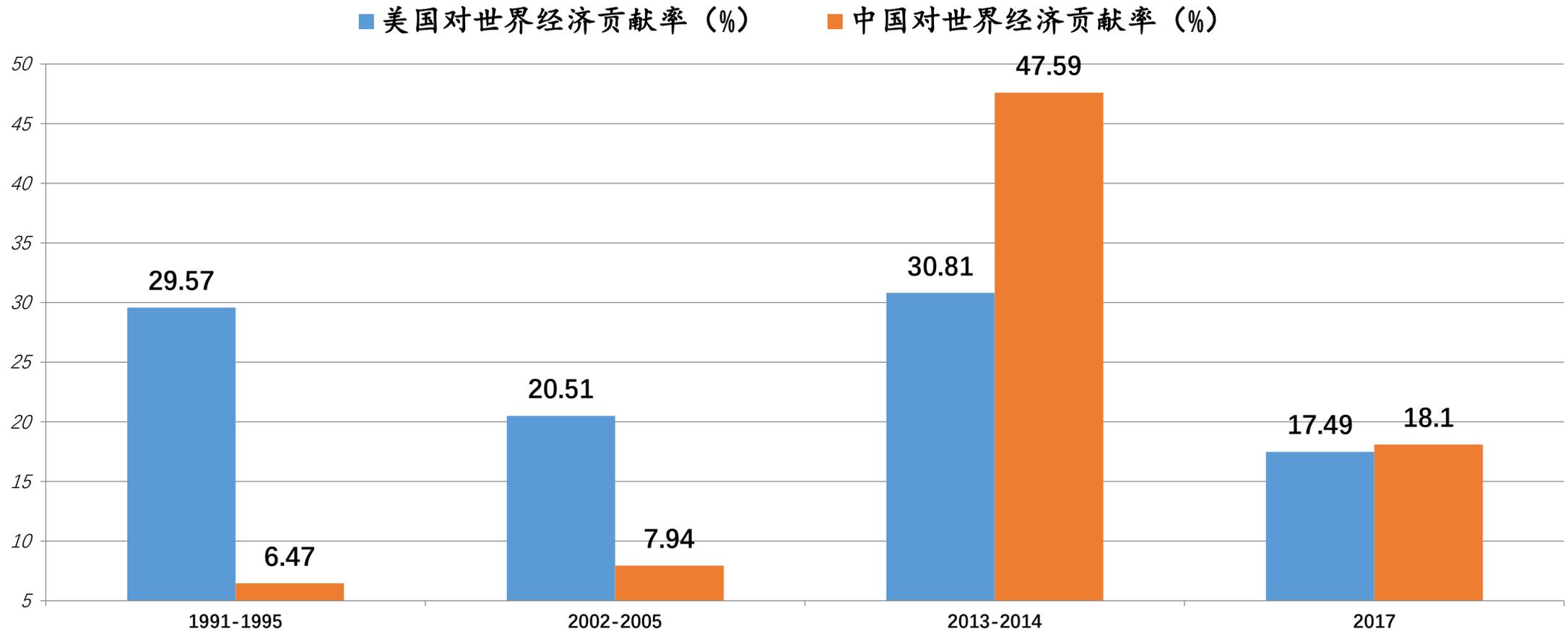
# 一、世界经济面临的“大冲突”

(一)、竞争的冲突。世界经济多极化的趋势，使得美国在全球经济相对低位下降，引发了美国对不同国家发展方式的担忧，主要是对中国发展方式的焦虑。

1、经济总量的竞争：从长时期看，美国经济在全球和发达经济体中的占比是下降的，尽管次贷危机以来是上升的；而中国经济总量在全球经济占比快速稳步提高。



## 2、经济贡献率之竞争：从贡献率来看，美国经济对全球经济和发达经济体的总体贡献率是下降的，中国成为全球经济贡献率最高的发展中国家。

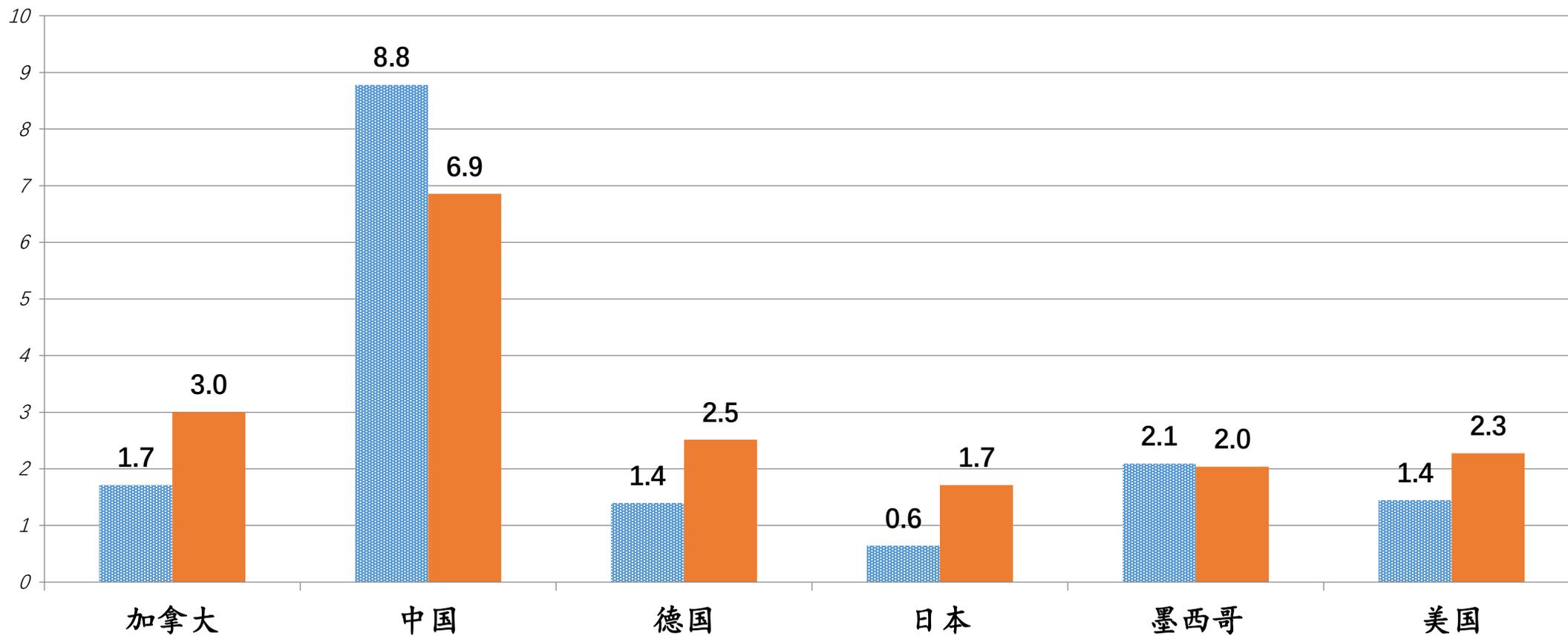


### 3、经济增速之争：对美国主要顺差国的增长率大多数好于美国经济增长率，尤其是和次贷危机爆发以来相比，2017年美国经济增长速比其他顺差国经济增速改善的幅度要小。

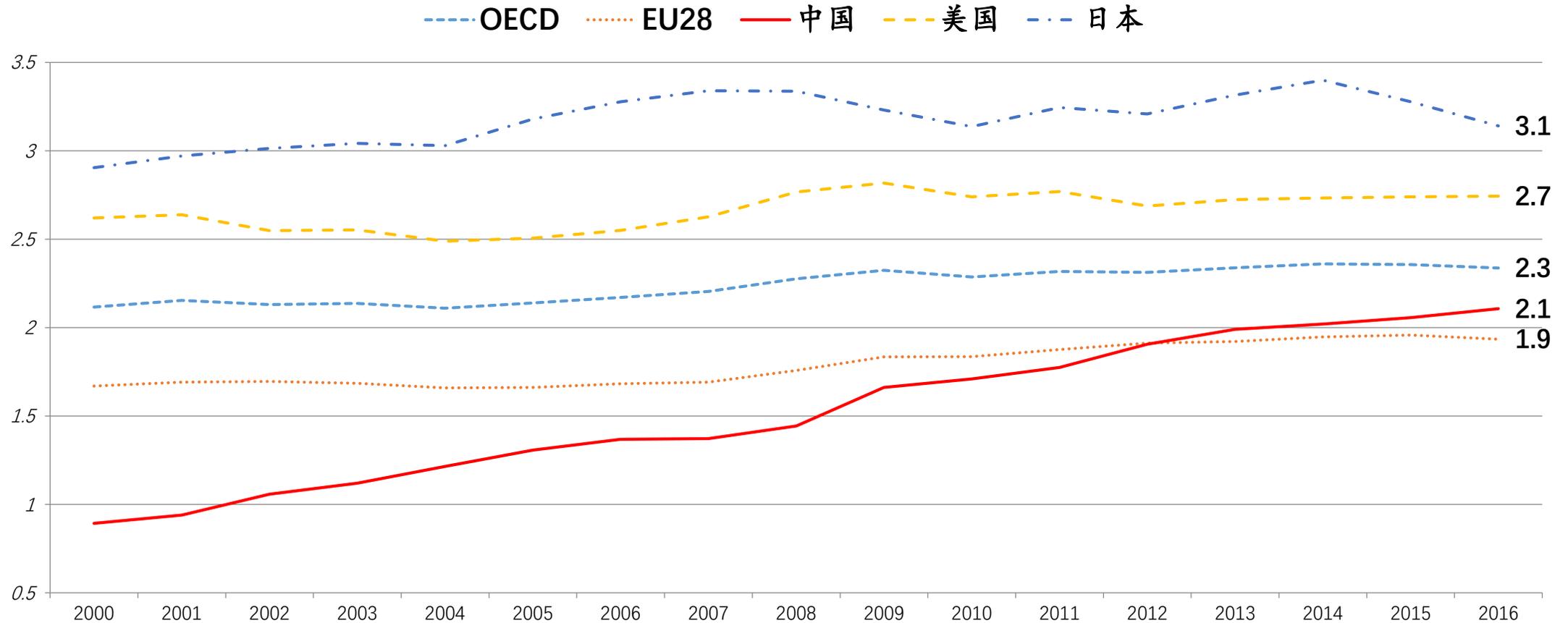
表1、美国前三大逆差国的顺差占美国逆差的比例（%）

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
中国 (37.3)	中国 (38.1)	中国 (55.5)	中国 (51.5)	中国 (49.7)	中国 (52.9)	中国 (60.6)	中国 (61.3)	中国 (63)	中国 (58.1)	中国 (45.9)
日本 (10)	日本 (8.5)	墨西哥 (9.6)	墨西哥 (9.6)	墨西哥 (9.3)	德国 (11.4)	德国 (14.5)	德国 (15)	德国 (14.2)	德国 (12.4)	墨西哥 (8.6)
墨西哥 (9.1)	加拿大 (8)	德国 (8.2)	日本 (8.4)	德国 (9.2)	日本 (10.4)	日本 (12)	日本 (10.3)	日本 (10.3)	墨西哥 (10.6)	日本 (8.4)

■ 2007-2017 ■ 2017

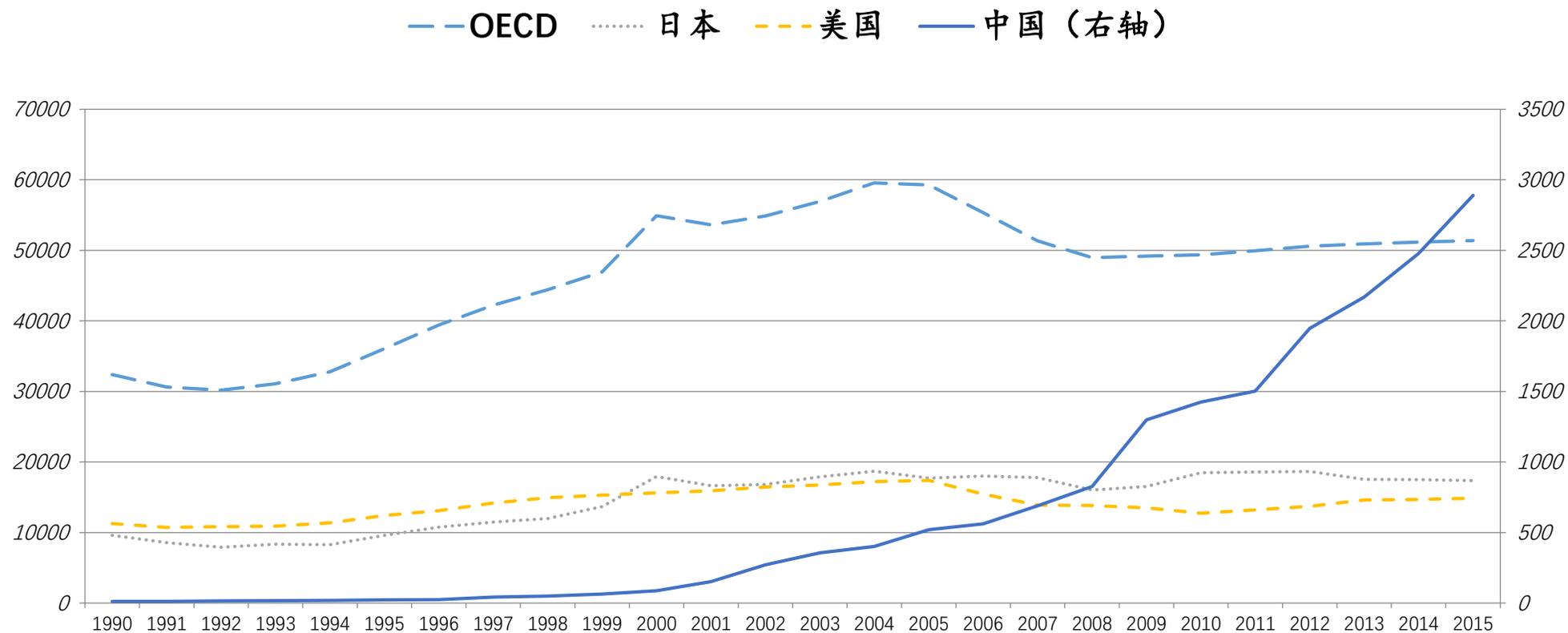


## 4、技术进步的竞争：中国快速的技术追赶引发了美国人的焦虑。



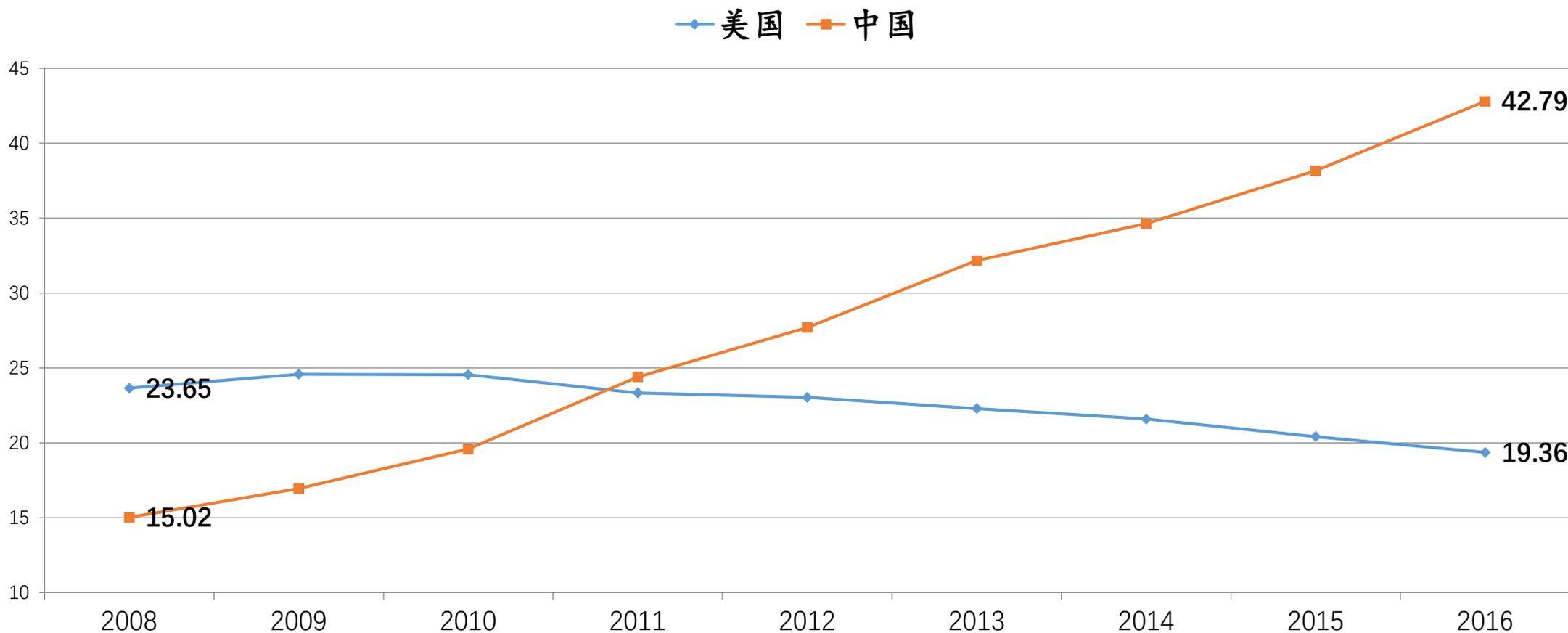
主要经济体研发强度 (R&D/GDP, %) 的变化。

从跨国专利注册来看，中国与美国、日本及OECD国家相比存在巨大的差距。2015年中国的三方同族专利不足美国和日本的1/3，只有OECD国家的不足6%。



注：三方同族专利是指来自于欧洲专利局（EPO）、日本专利局（JPO）和美国专利与商标局（USPTO）保护同一发明的一组专利。数据来源：OECD（2018）

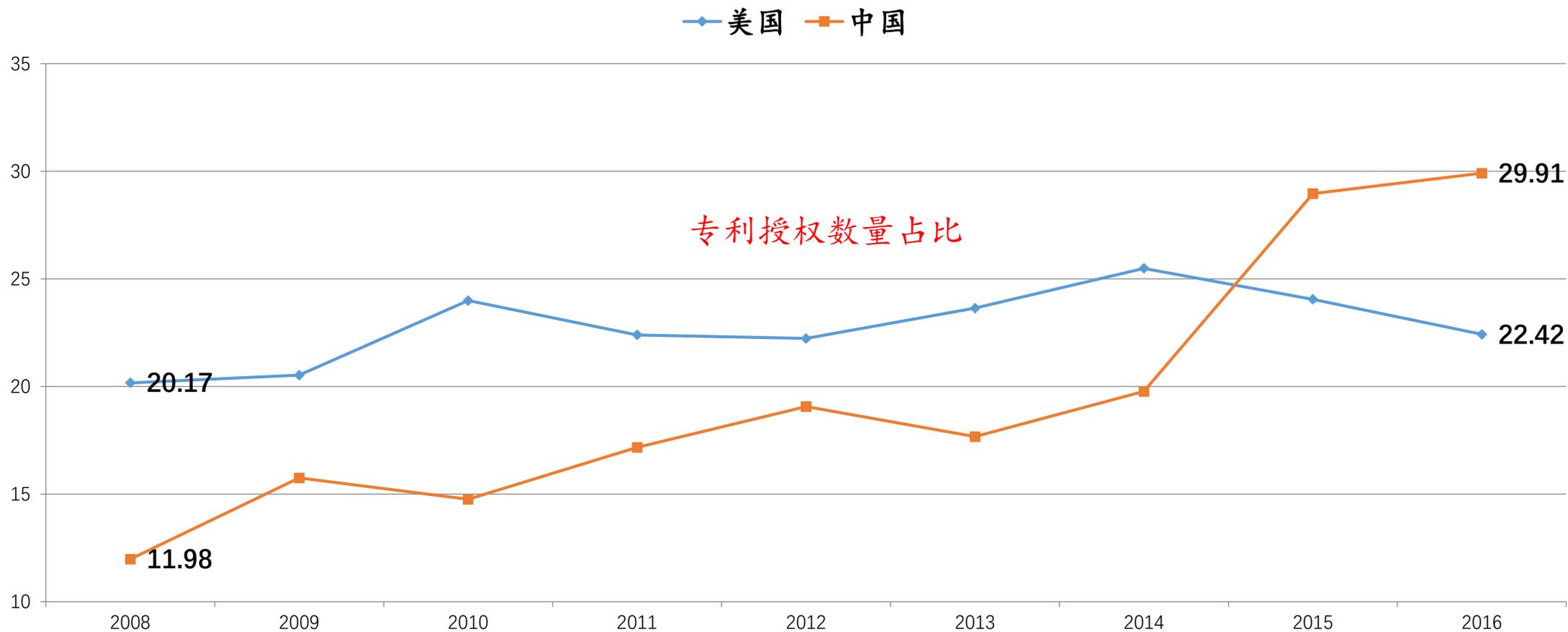
如果我们依据WIPO（全球知识产权组织）数据库提供的数据，2010年以来，中国和美国则是全球两个最大的申请专利数量的国家。2008年中国和美国专利申请数量占全球专利申请数量的比例分别为15.02%和23.65%。2011年之一指标中国首次超过美国，此后差距不断扩大，到2016年中国和美国的占比分别为42.79%和19.36%，两者相差23个多百分点。



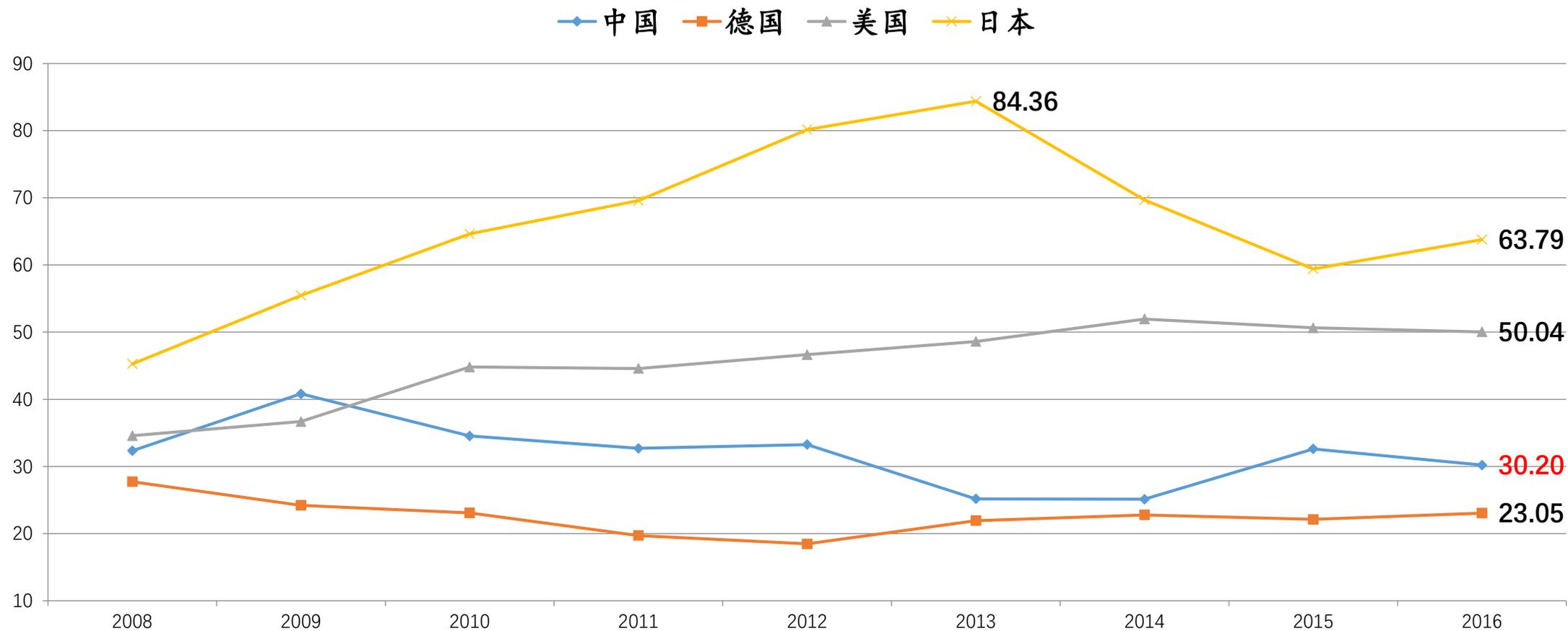
中国和美国专利申请数量占全球专利申请数量的比例（2008-2016，%）

数据来源：WIPO, statistics database. Last updated: May 2018.

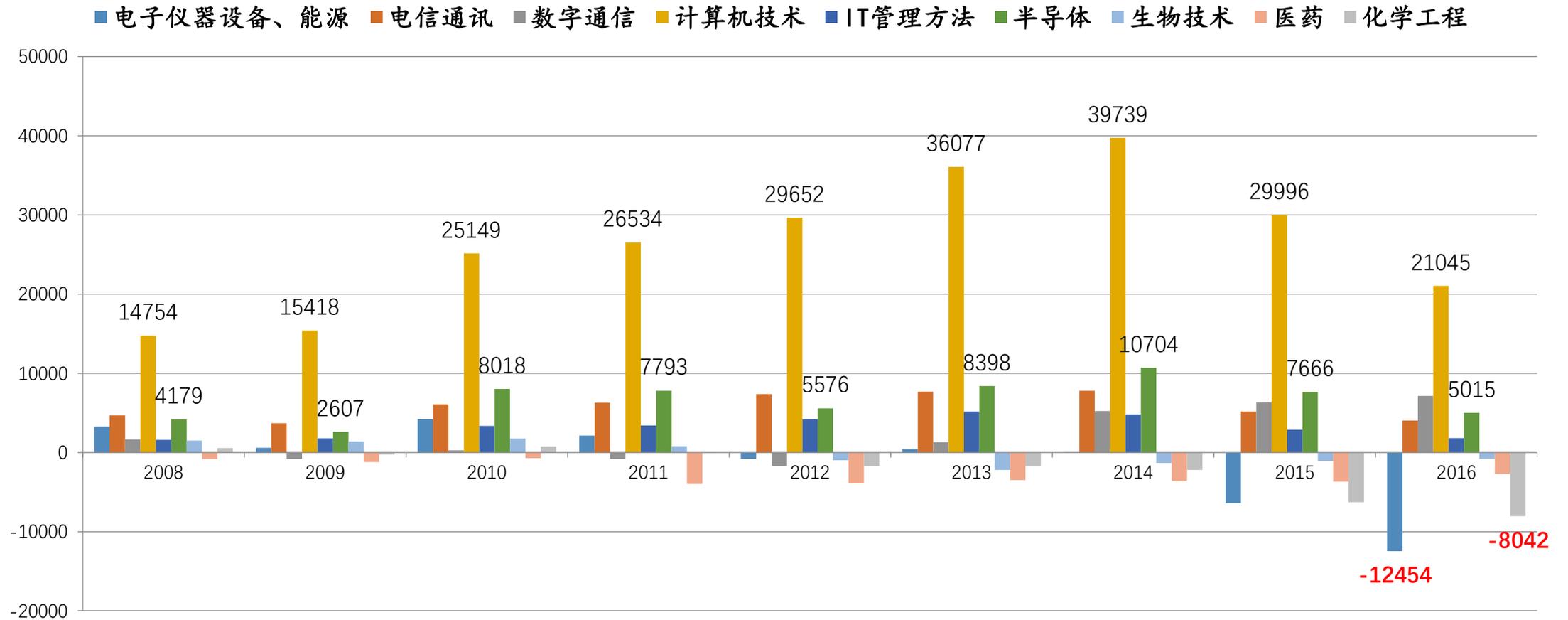
2014年中国经济中的专利授权数量首次超过日本，和美国一起成为全球专利授权数量最多的两个国家。2008年中国和美国专利授权占全球专利的比例分别为11.98%和20.17%，2015年之一指标中国首次超过美国，2016年中国和美国的占比分别为29.91%和22.42%，两者相差7个多百分点。



中国专利申请数量远高于美国，但专利授权数量差异并没有那么大，反应了**中国的专利授权/专利申请比例比较低**。大经济体中，日本的专利授权/专利申请比例是最高的，曾经在2013年达到84.4%，这说明了日本研发的高效率。



从中美技术专利授权的对比来看，美国在电信通讯、数字通信、计算机技术、IT管理方法、半导体上一直领先于中国。中国在**电子仪器设备和能源**、**生物技术**、**化学工程**等方面的专利授权数量已经超过美国。



中美技术专利授权 (Patent grants by technology) 的对照分析 (美国授权专利数量减去中国授权的专利数量, 2008-2016)

## （二）、发展方式和发展规则的冲突：美国打破了二战以来自己主导发展起来的国际经济秩序。

1、以单一、机械的标准来定义市场经济，不承认中国市场经济地位。

美国商务部确认是否是市场经济需要考虑的因素

考虑因素	法律语言的解释
货币	一国货币能否兑换成其他国家货币的自由程度
工资	工资在雇员和管理层之间自由讨价还价形成的程度
国外直接投资	以合资或者其他形式的直接投资在该国的允许程度
其他投入	生产手段的政府所有权或者控制程度
价格控制和产出	资源、企业产品的价格和产出中政府控制的程度
其他事项	其他因素，例如管理当局认为合适的政策

- 针对国内某一行业是否是市场导向的行业（MOI），美国有专门的三条标准：

- (1) **政府**不能干预被调查商品的定价或产量；

- (2) 被调查商品所属的行业应以私人企业或集体所有制企业为主。该行业可以有**国有企业**，但国有企业的大量存在将很不利于市场经济地位的判定；

- (3) 所有主要的投入，不论是实物或非实物（例如劳动力、企业管理费用）以及总投入中占重要比例的那部分投入，应该是按照**市场价格**支付的。这些标准直接针对了中国国有经济发展过程中存在的一些问题，从而认为中国发展方式不是市场经济的发展方式，达到利用规则来排斥中国企业参与国际化的发展。

## 2、双边贸易协定已经在一定程度上替代了多边协议，WTO的正常运作已经被打乱，其运行面临很大的困难。

- 据WTO统计，1958年区域贸易协定为2个，1973年增至12个；1990年为25个，经过90年代大发展，到2000年增至94个；2001年为106个，到2018年年初，已经增至455个。
- 双边体制的运行无疑冲击了多边体制。WTO具有三大功能：谈判功能、政策审议和争端解决机制。目前谈判功能实际上停滞；政策审议就是撰写各种报告，仍在运行；而WTO体系中最具有实质意义的就是争端解决机制，但基本处于瘫痪状态。在2018年8月27日WTO的争端解决机制例会上，美国再次明确表态，不会批准一位上诉机构大法官的连任申请，这意味着WTO争端解决机制中的上诉机构将从今年10月起，面临着只剩下3名大法官而无法运行的状态，堆积如山的上诉案件只能闲置。

### 3、即使通过改革维持多边体制，也主要是几个发达经济体在独立或者组团发声，其中针对中国的发展中国家地位、国有企业、技术转让和补贴成为建议WTO改革讨论的主要内容。

- 2017年12月12日，在阿根廷WTO部长会议期间，美国、欧盟与日本三方部长级贸易官员发表联合声明，表示在产能过剩以及相关的产业补贴、国企问题，还有技术转让问题等方面加强合作。2018年3月，三方再次在布鲁塞尔发表类似声明。2018年5月31日，美欧日在巴黎再次发表联合声明，对强化产业补贴规则、技术转让政策、市场导向经济的条件要点等方面形成了一些原则性共识，同时表示将在2018年底以前完成内部准备步骤，随后发起贸易谈判，并表示要保证“关键贸易伙伴”参加。
- 欧盟委员会改革WTO的建议以“概念文件”的形式于2018年9月18日对外公布。欧盟建议中还有一些支持中美贸易战中美国论点的建议，例如，关于强制性技术转让（即外国运营商直接或间接地被迫与国家或国内运营商分享他们的创新和技术），欧盟认为强制性技术转让已成为一个主要的贸易障碍。

## 4、贸易和投资规则的政治化倾向日益明显，这将不利于经济的全球化。

- 2018年6月28-29日，欧洲理事会授权欧盟委员会实施世贸组织现代化，以实现两大目标，一是提高世贸组织的相关性和适应性；二是提高世贸组织的有效性。
- 在该报告重点确认了**身份重新认证问题**，“现有规则定义的发达和发展中国家之间的差别，已不再反映一些发展中国家经济迅速增长的现实。结果就是，发展中国家现在包括一些世界上最大的贸易国家，它们与这个群体的其他成员有显著的经济差异，甚至在某些方面，它们的发展水平甚至要超过某些发达国家”。其次，**讨论国有企业及其补贴问题**。在“制定平衡系统和公平竞争的规则”部分中，提出了“有些国家的经济经营者越来越多地受益于有针对性地、严重扭曲市场的政府支持措施，这些政府支持措施通常通过国有企业来提供”。《补贴和反补贴措施协议》（SCM协议）必须更加完整和透明，并更好地覆盖国有企业。再次，**讨论了技术转让等问题**。在“制定新规则解决服务和投资方面的障碍，包括在强制性转让技术的领域”中，提出需要解决市场准入、外国投资者的歧视性待遇以及其他广泛存在的扭曲背后的问题。

## 5、特朗普采取了“先破后立”的策略，让全球贸易和投资规则有利于“美国优先”。

### (1) 北美自贸区协议 (NAFTA) 被美墨加 (USMCA) 贸易协议取代，并想成为美国对其他国家谈判的模板。

2018年9月30日，美国、墨西哥和加拿大终于以美墨加 (USMCA) 替代了1994年生效的北美自由贸易区 (NAFTA)。在新协议的条款里有一项旨在禁止与“非市场化”国家达成自贸区的条款。换言之，如果USMCA中任一成员与“非市场化”国家达成自由贸易协议，则其他成员可以在6个月后退出，并建立自己的双边贸易协议。这个条款实际上赋予了特朗普政府能够有效否决加拿大或者墨西哥同中国签订任何贸易协议，本质上是一种中国的“毒丸”条款。同时对于原产地有明确的限制。比如，作为汽车零关税的条件。来自本地区零部件采购的比例将从62.5%提高到75%，体现了对汽车制造业本地化的重视。

这种贸易协定是以贸易的区域化替代全球化。USMCA还被美国贸易代表莱特希泽称为所有谈判的模板。

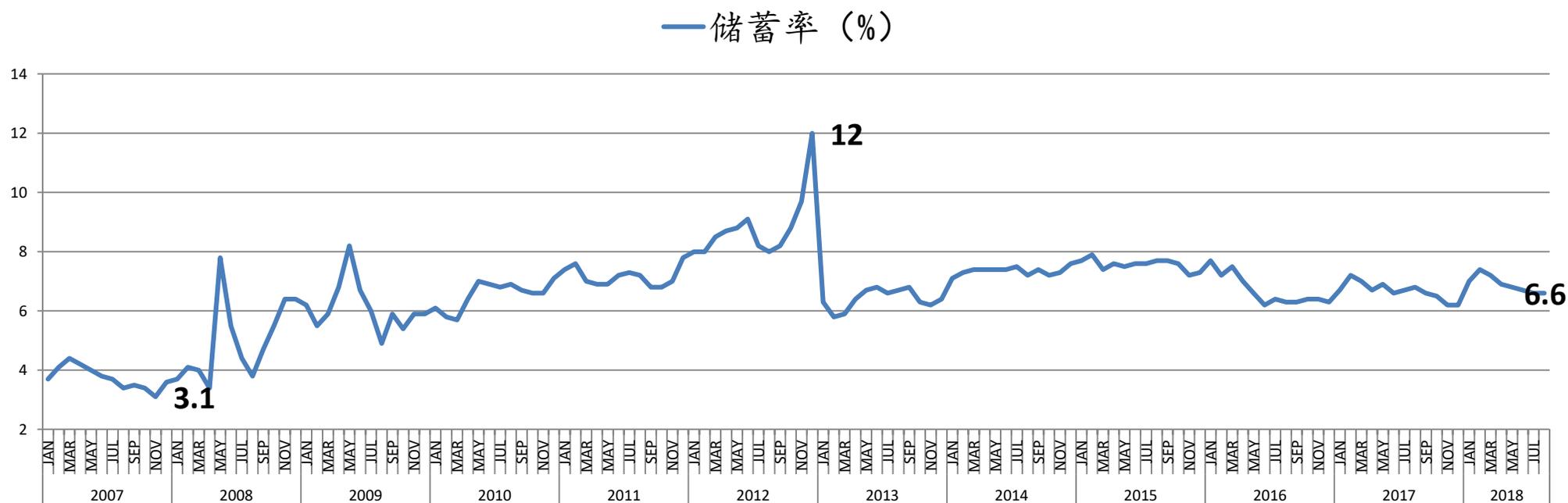
**(2) 通过不断“退群”或者通过双边协议来给其他经济体制造多边体制改革也必须奉行“美国优先”的压力，使得国际秩序变得混乱而多变。**

- 特朗普上台后，认为维持全球秩序的很多协议都不符合美国利益，开始了“退群”行动，而且“退群”上瘾。特朗普上台仅3天就退出了TPP，而且基本上是“逢奥必退”，前任美国总统奥巴马的政治遗产基本丧失殆尽。
- TPP(2017年1月23)、巴黎气候变化协定（2017年6月1日）、联合国教科文组织（2017年10月12日）、全球移民协议（2017年12月2日）、伊朗核协议（2018年5月8日）、联合国人权理事会（2018年6月19日）、维也纳外交关系公约（2018年10月3日）、万国邮政联盟（2018年10月17日）、中导条约（2018年10月21日）。

## 二、走向新的不平衡的“大调整”

(一)、美国外部不平衡将持续，世界经济将在不平衡中继续向前。

1、储蓄率过低是美国经常账户赤字的基本原因。



## 2、美国经常账户逆差是美元国际货币体系内生性的产物。

- 全球不平衡的DFG模型——布雷顿森林体系II：新兴发展中外围国家（主要是亚洲国家）采取币值低估并盯住美元实施出口导向型的发展战略以促进增长和就业，并通过吸收FDI来提高资源配置效率，同时使用美元储备来干预外汇市场维持币值低估；中心国家（美国）使用外围国家大量的美元储备来低成本融资，同时从FDI的高回报率中获取收益，并享受来自外围国家价格低廉的消费品。
- 在美元主导的国际货币体系下，美元是提供全球流动性的主要货币，这也为美元体系的运行和美国经济持续的不平衡增长提供了基础性条件：美国逆差，美元输出，提供全球流动性，维持美元国际货币体系；顺差国用获取的美元重新流回美国（借钱给美国人），使得美国可以持续保持经常账户逆差。

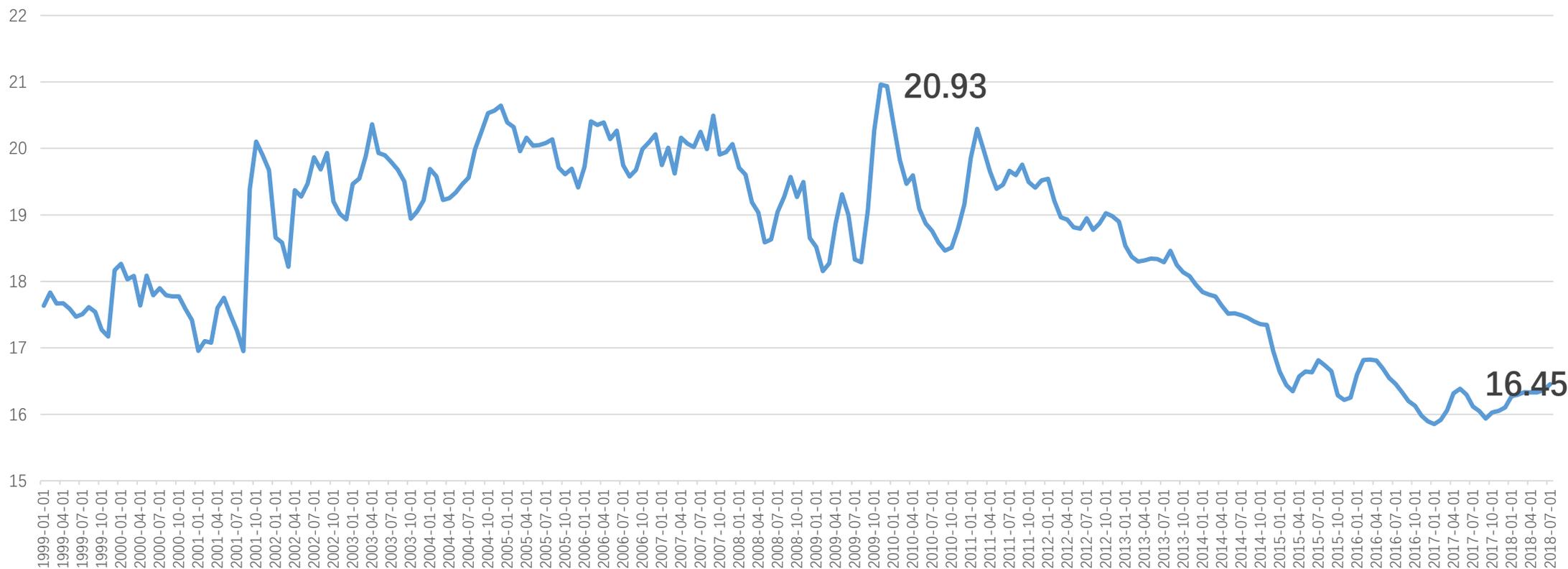
### 3、贸易层面的美国服务业贸易顺差抵补货物贸易逆差的比例不高，而“**技术限售**”更是导致现实中美国贸易赤字的重要原因。

美国经济服务贸易顺差抵补货物贸易逆差的比例 (%)



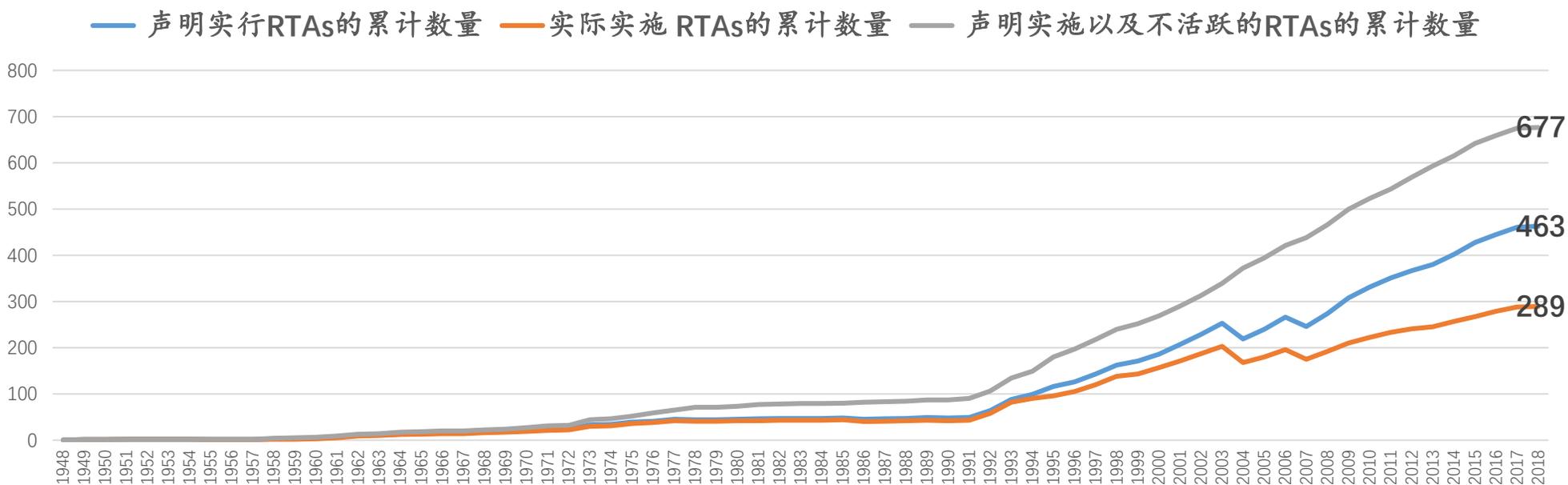
美国在国际贸易中“**技术禁售**”越来越明显。1999-2007年美国经济对外出口贸易中，知识产权类服务业出口占服务业出口的比例为月均19.14%，而2008-2017年降低为月均18.09%。2015-2017年这一比例月均只有16.35%，2018年1-7月为16.33%，基本为过去三年的平均水平。

知识产权的出口/服务贸易出口 (%)



**(二)、美国发起的贸易摩擦等逆全球化措施，割裂了现有的全球贸易体系，世界经济存在被分割成发达与不发达经济体两个贸易圈的风险，区域贸易协定（RTA）在很大程度上替代了多边贸易协定（WTO）。**

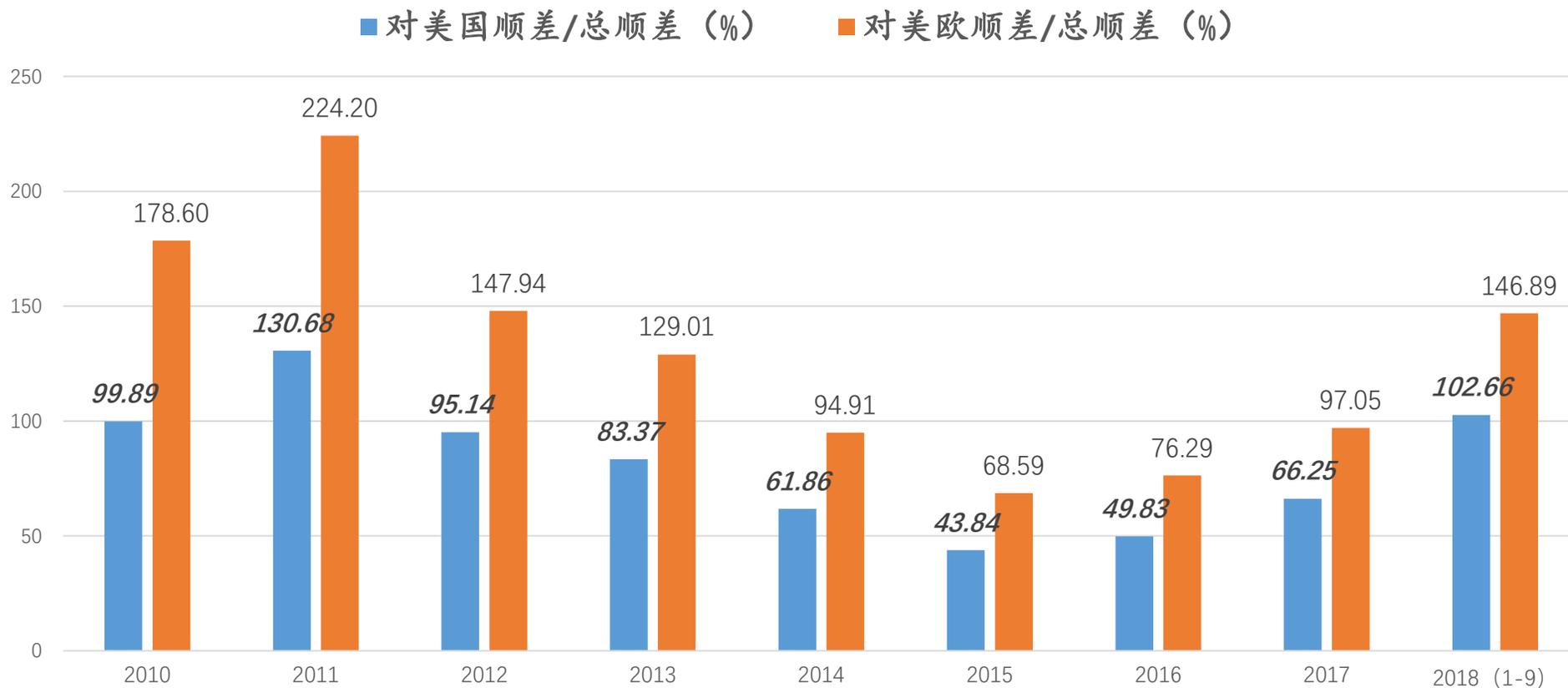
- 1960年声明实施RTAs、实际实施RTAs和声明实施以及不活跃的RTAs的数量分别为4个、3个和6个，到1990年这三者分别上升到48个、42个和87个。在80年代后期经济全球化兴起之后，RTAs的数量呈现出快速增加。到2000年，十年的时间，三者分别上升186个、157个和269个。截止到2018年10月28日，全球声明实施RTAs、实际实施RTAs和声明实施以及不活跃的RTAs的数量大幅增长到463个、289个和677个。



### （三）、出口导向经济发展方式体存在一定的改变，发展内部需求成为所有经济体面临的重要问题。

- 贸易摩擦必然导致全球贸易量的缩减，那么出口导向型经济体的外部市场就会被压缩。这包括几个具体的方面，一是关税及非关税措施会抬高进口品的价格，减少国际贸易量；二是限制投资措施必然导致长期国际资本跨境投资的缩减，打乱市场生产的全球化分工，导致贸易量的减少；三是通过签订双边自贸区协议，有碍第三方市场进入，导致全球分工体系的重新配置和供应链的缩短，也会降低国家贸易。尤其是自贸区协议中的原产地法则，规定自贸区内享有零关税的产品必须满足较高的本地化生产比例，明显阻碍了第三方进入。产业链的区域化将在一定程度上替代产业链的全球化。

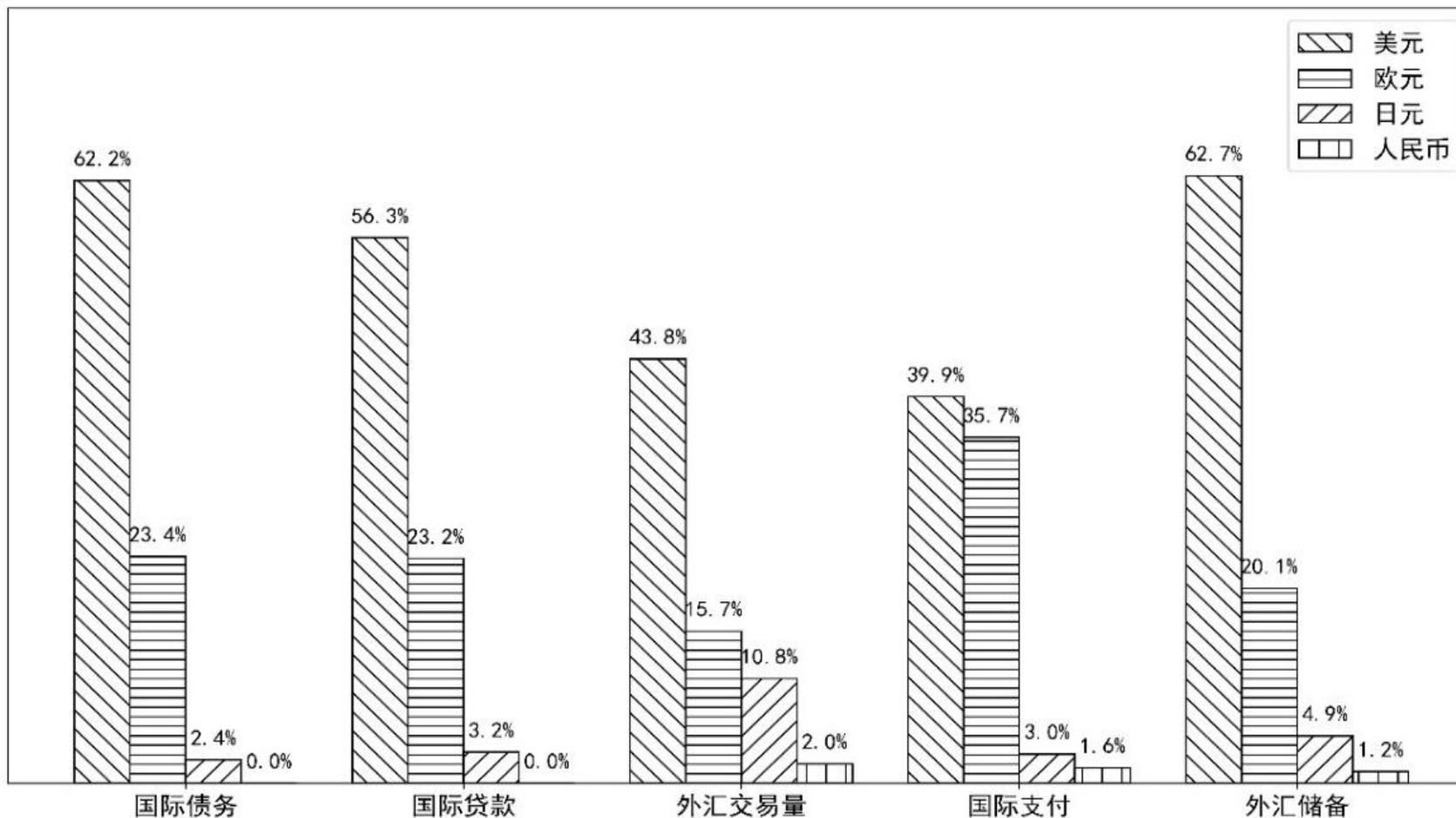
除了2015-2016年外，其他任何年份中国对美国和美欧贸易顺差占比都在50%以上。国际大宗商品，尤其油价自2014年年底开始到2017年年底基本处于中低位运行，中国进口大宗商品（原油）的金额大幅度下降，导致顺差急剧上升，从而拉低了美国和美欧贸易顺差占总顺差的比例。如果国际油价超过80美元/桶，中国对美国和美欧的贸易顺差占总顺差的比例就会有明显的上升。



# 这种改变对中国有三重含义

- 对中国来说这种调整具有三重含义：
  - 一是通过“一带一路”战略来开辟新的市场；
  - 二是重点放在如何有效利用国内大市场的需求；
  - 三是如果中美贸易顺差大幅度减少，应该考虑人民币“破7”来矫正对大多数国家的贸易逆差。

(四)、国际货币体系很难发生巨变。美元主导、欧元追随的国际贸易和投资结算体系将持续相当长的时间，但国际货币体系也在悄然发生一些变化，尤其是边际上发生了一些重要的变化。

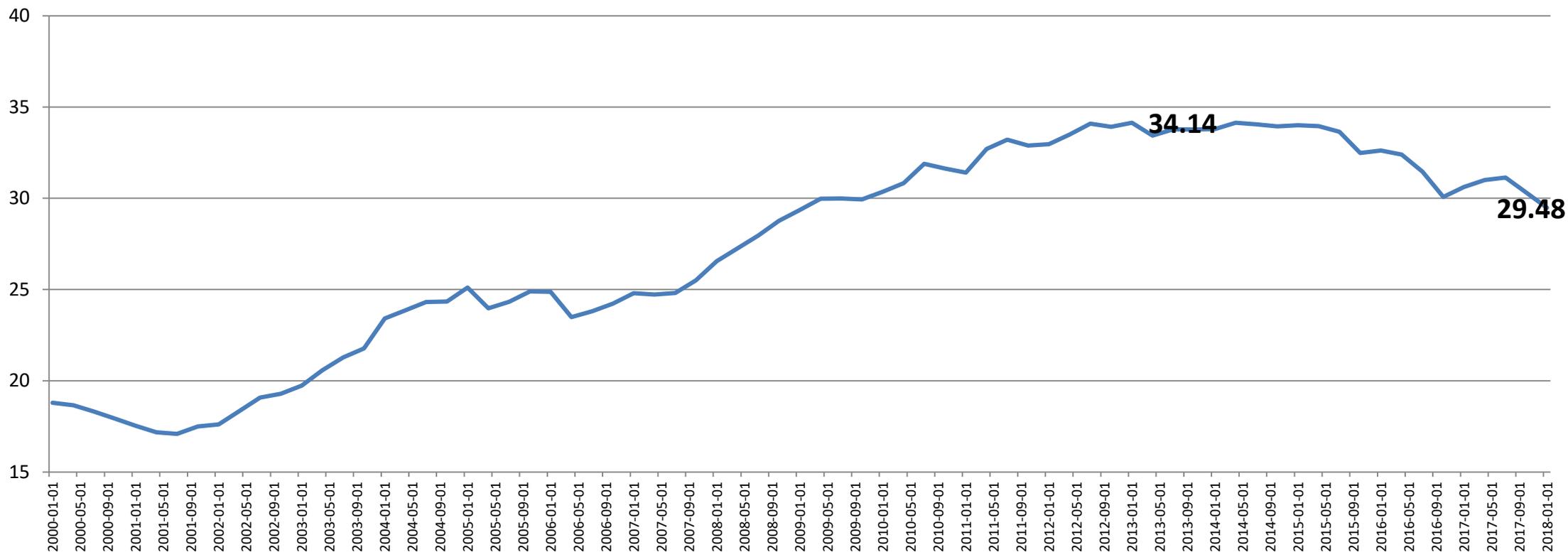


## 2018年7-9月全球主要货币支付的比例 (%)

货币	7月	8月	9月
美元	39.66	39.69	38.99
欧元	34.65	34.13	34.71
英镑	7.26	6.88	7.35
日元	3.53	3.43	3.44
人民币	1.89	2.12	2.04
加元	1.80	1.70	1.69
澳元	1.60	1.48	1.48
港元	1.51	1.74	1.54
其他货币	8.10	8.83	8.76

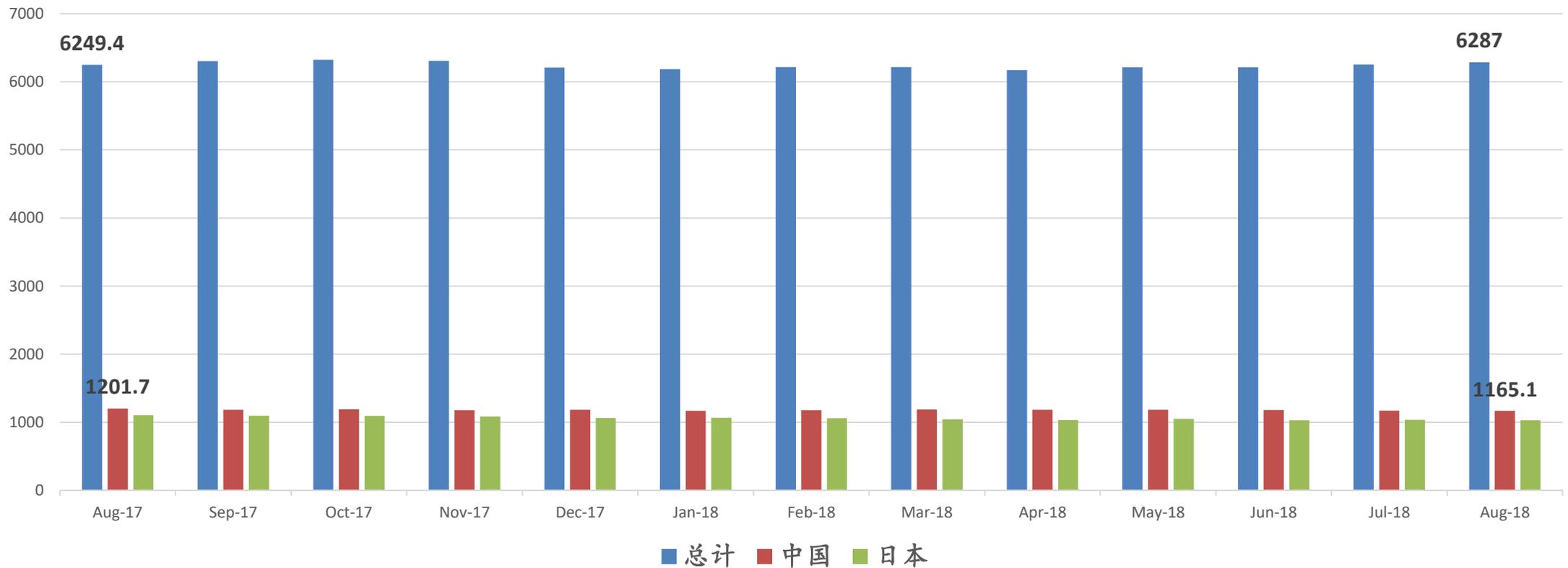
在美元主导国际货币体系的格局中，最近出现的一些新现象值得关注。**首先是持有美国国债的外国投资者比例明显下降**。外国和国际投资者持有美国国债的比例最高时达到1/3强（2014年2季度最高达到34.14%），到2018年1季度外国人持有的美国政府债券的比例下降为29.5%，下滑了4.64个百分点。这就是说，当前21.1万亿美国政府债务中有6.22万亿政府债务是外国人持有的。

—外国和国际投资者持有美国政府债券的比例（%）



- 其次，**近期外国投资者持有美国政府债券的边际增长量变化很小**。2017年8月到2018年8月国外投资者持有美国政府债券的数量仅仅增加了378亿美元，而这期间美国政府债务增长了1.27万亿美元。换言之，这期间美国政府新发行的债券只有不到3%（2.97%）是外国投资者持有的，这说明美国政府债券对国际投资者的吸引力在急剧下降。

国外持有美国政府债券的数额（单位：十亿美元）



再次，世界各国货币采取各种形式与美元“挂钩”的货币数量在过去十年间显著减少，与欧元“挂钩”的货币数量基本保持稳定。从2008年的65个减少到2017年的40个，尤其是盯住美元的汇率制度安排数量大幅度下降。在2008年全球盯住美元的汇率制度安排达到36个，而到了2007年剩下15个。这说明各国在汇率制度安排上更多选择了更加灵活的汇率制度安排。

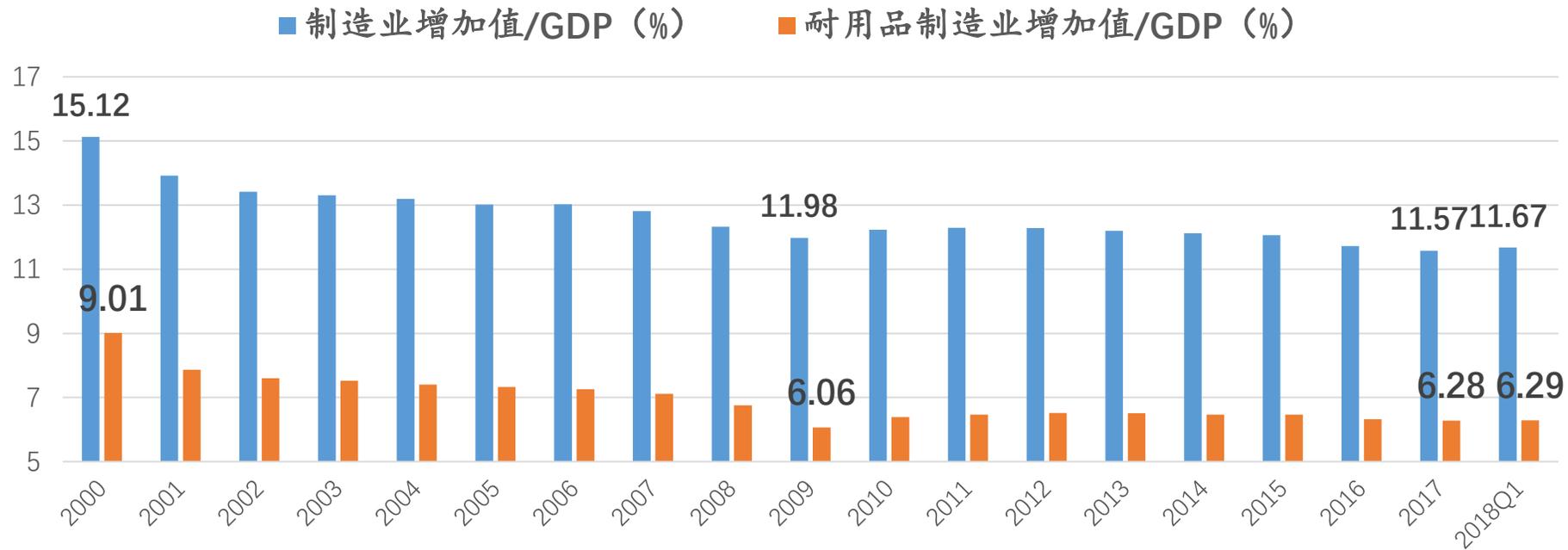
世界各国货币与美元“挂钩”的货币数量

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
美元化经济体	6	8	8	7	8	8	8	8	7	7
货币局制度	9	9	9	9	9	9	9	9	9	8
盯住制度	15	15	16	15	14	14	14	15	15	36
稳定化安排	5	4	6	7	8	7	12	12	11	0
浮动盯住制度	2	2	2	1	1	1	1	2	4	6
其他制度	3	2	2	4	5	5	5	5	9	8
总计	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>43</b>	<b>43</b>	<b>45</b>	<b>44</b>	<b>49</b>	<b>51</b>	<b>55</b>	<b>65</b>

- 特朗普上台后开始强调“美国优先”战略，维护国际金融市场稳定的责任也让位于本国一己之私利。例如从维护自由贸易转向坚持所谓的“公平的贸易”，频繁使用金融制裁这种手段来解决地缘政治问题。美国战略的转向势必会在一定程度上影响美元的国际货币地位。2018年9月份欧盟的委员会主席容克在《欧盟咨文》中提出要让欧元成为能与美元抗衡的货币，法德等国还在酝酿打造一套独立于SWIFT的国际支付、清算系统，防止欧盟受制于实质上被美国控制的SWIFT系统。
- 美国近年来对委内瑞拉、伊朗、土耳其、俄罗斯等国采取的金融制裁行为，一方面对制裁国家的金融体系、经济发展造成严重打击，甚至演化成地区性金融危机，另一方面也已经迫使这些被制裁国家放弃美元支付手段，采取其他一揽子货币来支付。中国的人民币原油期货的推出，已经占据市场6%左右的份额。因此，国际货币体系在悄然发生一些改变。

## （五）、美国通过“去外国FDI”和美国企业资金回流来期望达到重振美国制造业和实现制造业本地化的双重目的。

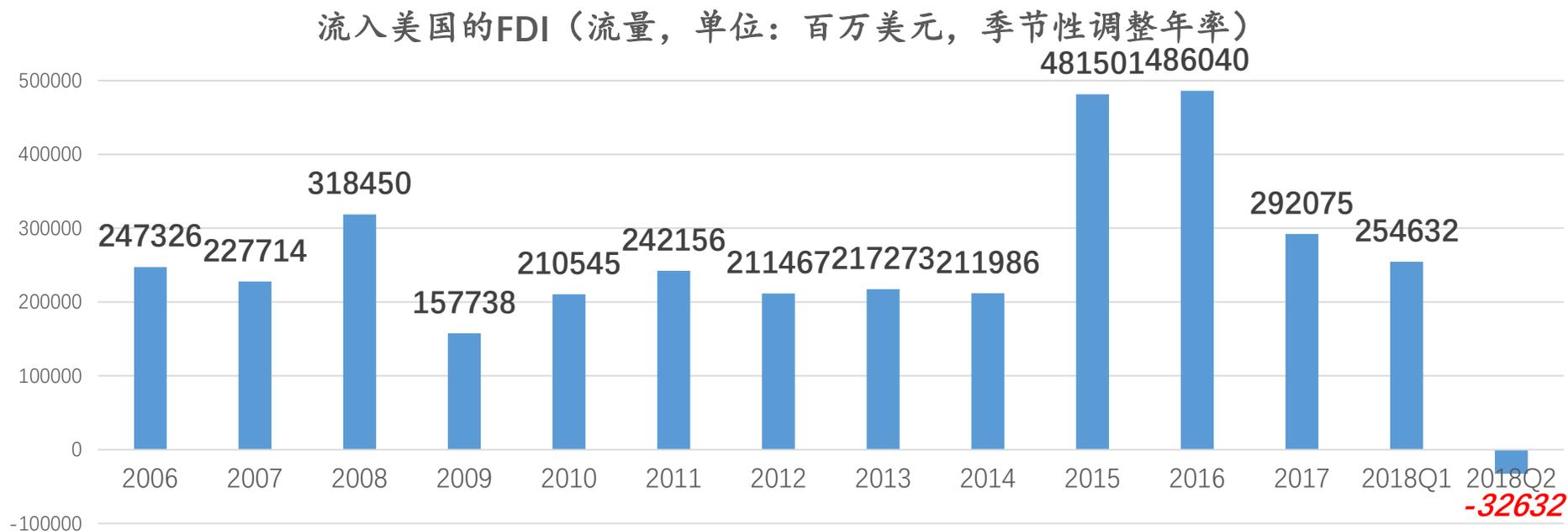
1、自奥巴马提出“重振美国制造业”后，基本遏制住了制造业在美国经济中比重下滑的态势。



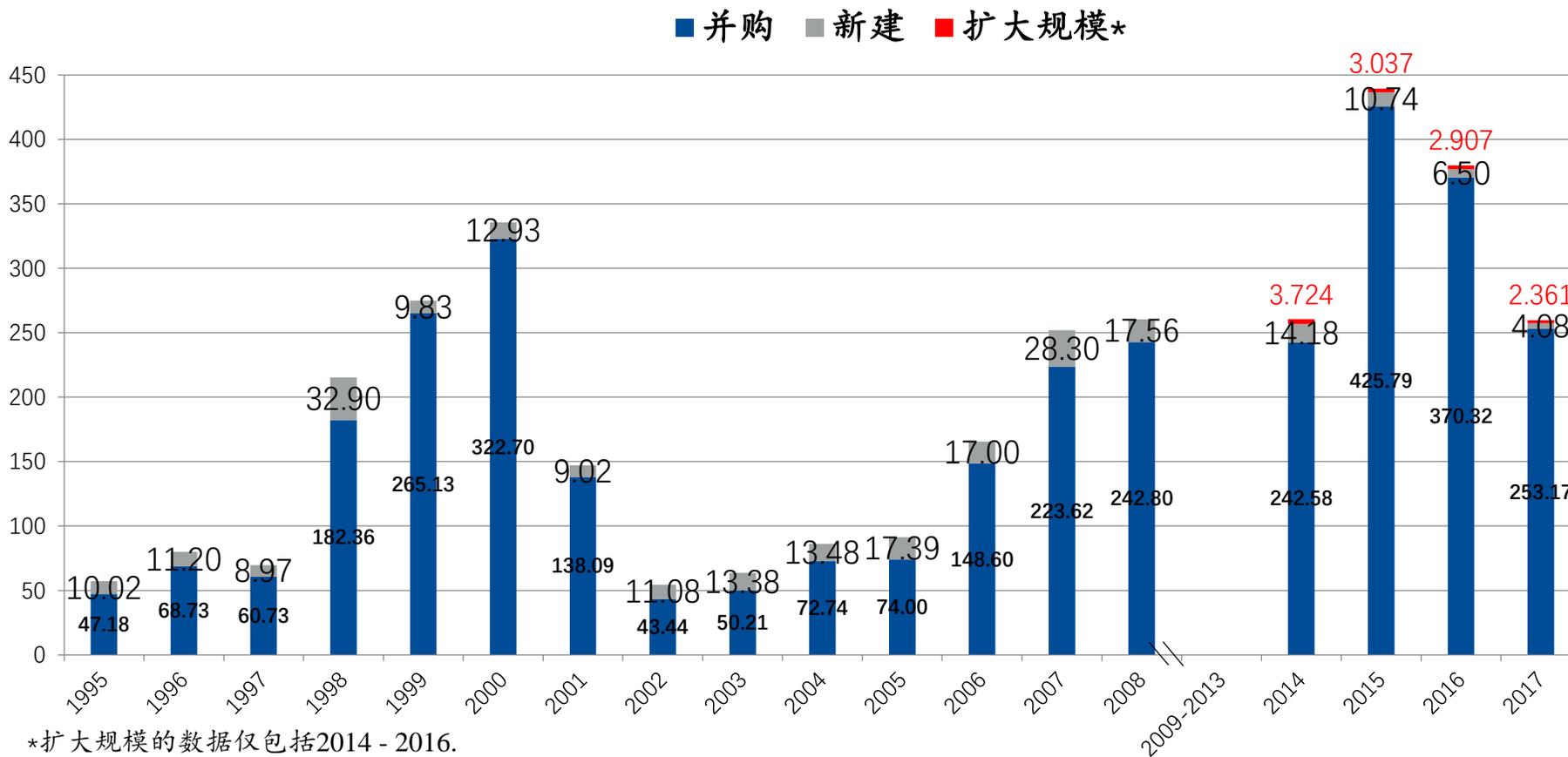
- 另据BEA的数据，2018第1季度，制造业名义总产出为6.347万亿美元（季度调整年率），而实际增长2.4%；名义增加值达到2.33万亿美元（季度调整年率），占GDP的11.7%，但实际增加值同比增长3.4%，贡献了1季度实际GDP2个百分点增长率中的0.4个百分点。这就说明制造业对1季度GDP增长的贡献率达到了20%，其中耐用品制造业和非耐用品制造业各占一半。

## 2、美国希望通过收紧外国在美国的FDI和资本回流来对冲外国流入资本的下降，期望达到重振美国制造业和实现制造业本地化的双重目的。

- 2018第1季度流入美国的FDI还有636亿美元，而到了2季度美国出现4年以来的首次净流出，流出了约82亿美元。FDI净流出反映了外国投资者对美国收紧对外国人在美投资环境收紧的担忧。2018年年中，美国完成了美国外资投资委员会（CFIUS）十余年来的首次改革，并在8月份通过了外国投资风险审查现代化法案（FIRRMA），为未来国际投资者对美进行投资增加了更多的限制条款。



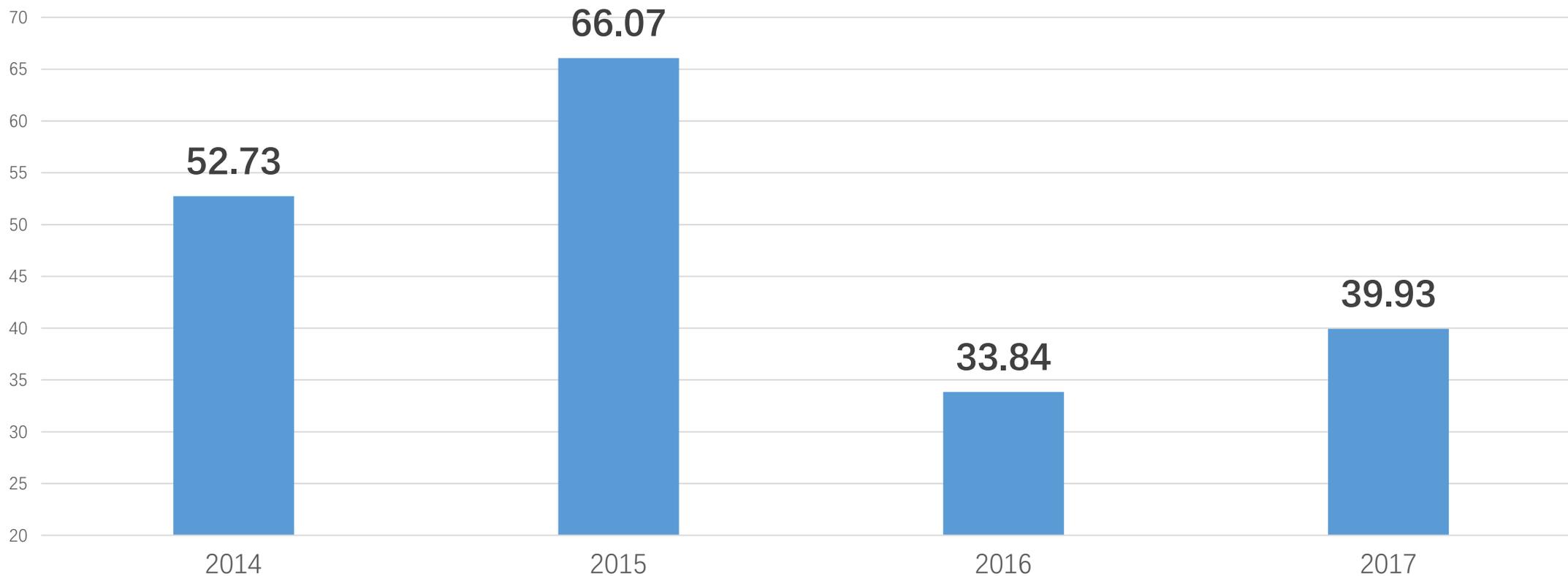
1994-2008年在美国境内从事并购的FDI占美国当年流入FDI的年均比例为87.16%，每年新的FDI在美国新建企业的资金比例仅占流入FDI资金的12.84%。**2014-2017年流入美国的FDI从事并购的资金占当年新流入FDI资金的年均比例高达96.26%，流入的FDI资金用于新建企业只有2.79%，剩下的0.95%用于已有企业的规模扩张。**



单位：十亿美元

在经历2015-2016年大规模的增长后，出现了快速回落。2015年约有4396亿美元的FDI流入美国，其中约**4258**亿美元在美国境内从事企业并购活动，这种大规模的并购无疑增加了美国人的心理压力。到了2017年在美国境内从事并购的FDI下降到约2532亿美元，与2008年的2428亿美元基本持平。从流入美国的FDI投资产业来看，投资到制造业一直占有较大的比重。2014-2017年均占比达到了48.14%，在2015年更是高达66.07%。

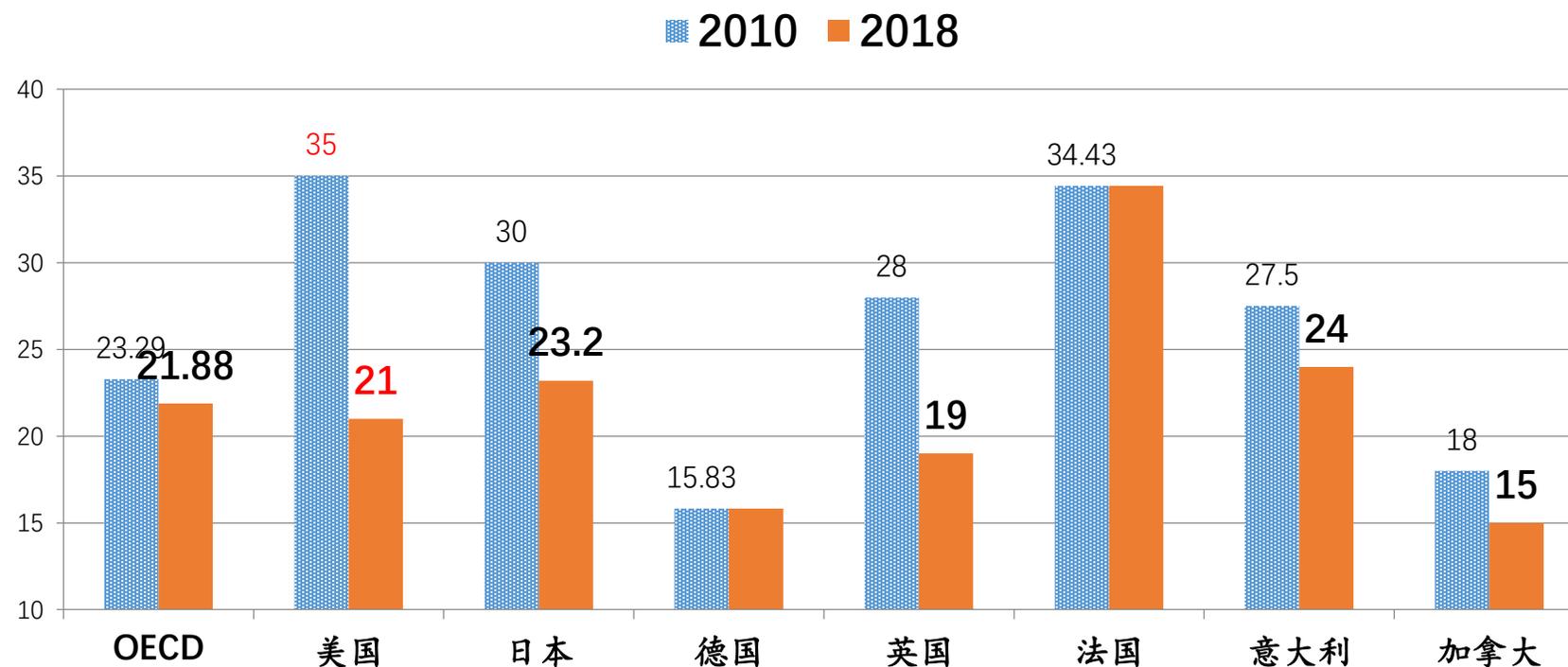
流入美国当年的FDI在制造业投资上的占比 (%)



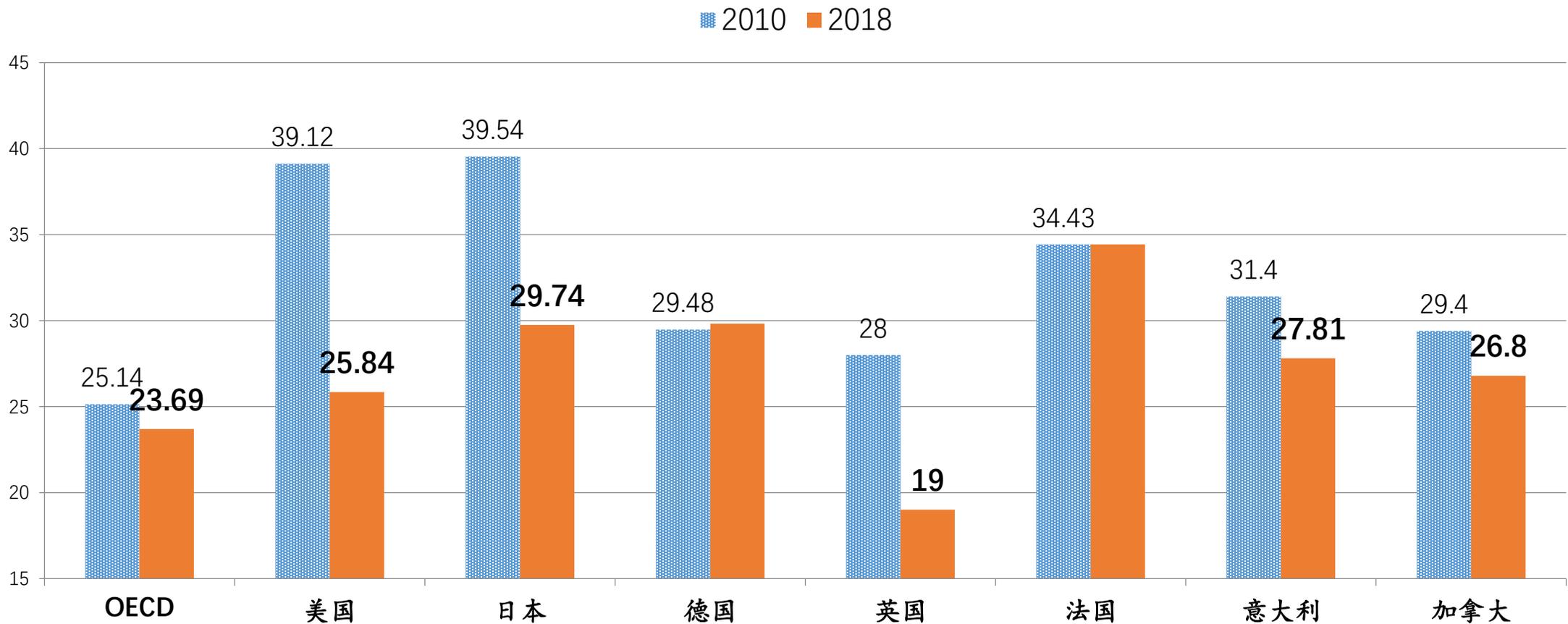
- 美国确实通过税制改革，尤其是海外资本回流征税的改革等形式吸引美国企业的资金回流。2017年底的税改对美国企业累积存留的所有海外利润均一次性收税（流动资产15.5%，非流动资产8%），以后则采用属地税收原则。对于美国公司而言，无论资金是否回流都要征税，此前单纯因避税考虑留存海外的资金更有可能回流美国。美国商务部公布的最新数据显示了2018年第2季度美国企业共从海外汇回1695亿美元，而2018年1季度回流的资金高达2949亿美元，是过去几年正常水平的7-8倍。
- 另据美国经济分析局（BEA）提供的美国整体宏观层面累积的3.7万亿美元的国际再投资利润（reinvested earnings）可以作为企业海外存留利润的一个估算参考，可以判断美国海外留存的利润在3万亿美元以上。因此，特朗普的税改中的属地税收原则将使促使在海外的美国企业把部分盈余资金回流美国。

(六)、所有经济体都将面临公司所得税和关税的内外“双税”竞争局面，降低税率成为各国政府增加本国经济的国际竞争力的时尚手段，迫使财政赤字经济成为一种“潮流”，从而倒逼发展中国家进行深度的税制体制改革。

1、大幅度降低公司所得税成为一种吸引外资、提升企业国际竞争力的时尚手段。

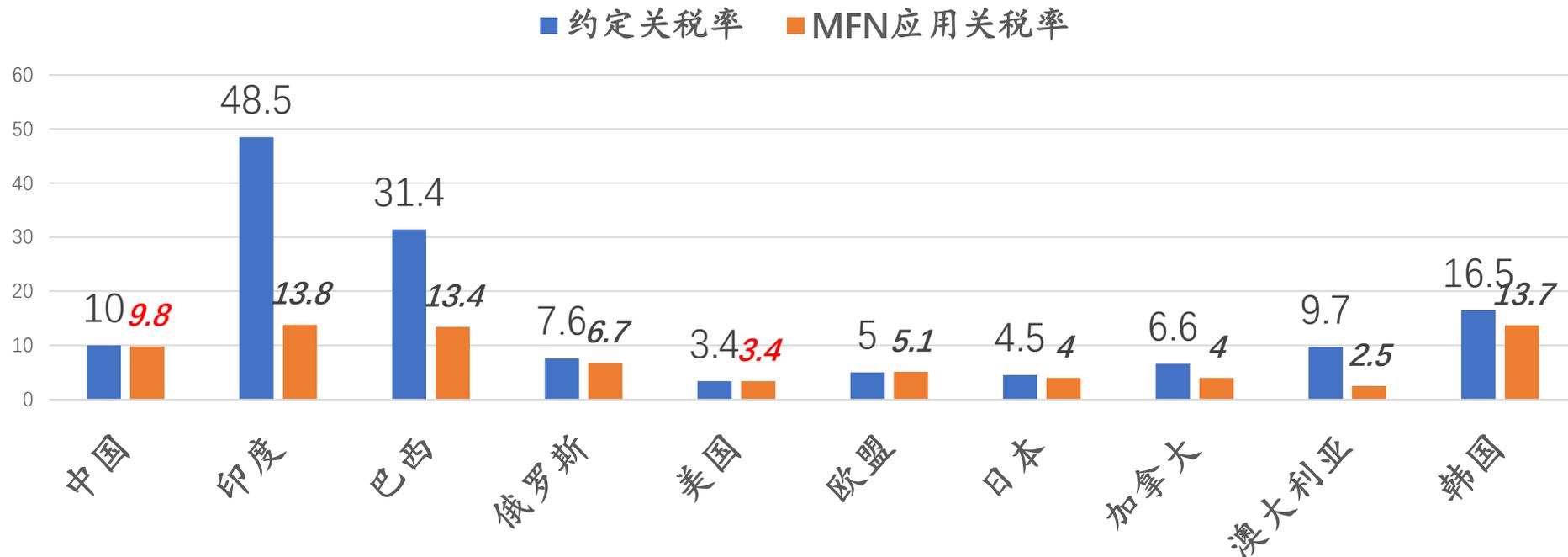


从包括中央政府和地方政府（法定）制定的公司所得税率的综合所得税率来看，与2010年相比，OECD公司综合所得税率下降了1.45个百分点。美国是所有发达经济体中公司综合所得税率下降最快的，2018年美国的公司所得税率比2010年的公司所得税率下降了13.28个百分点。

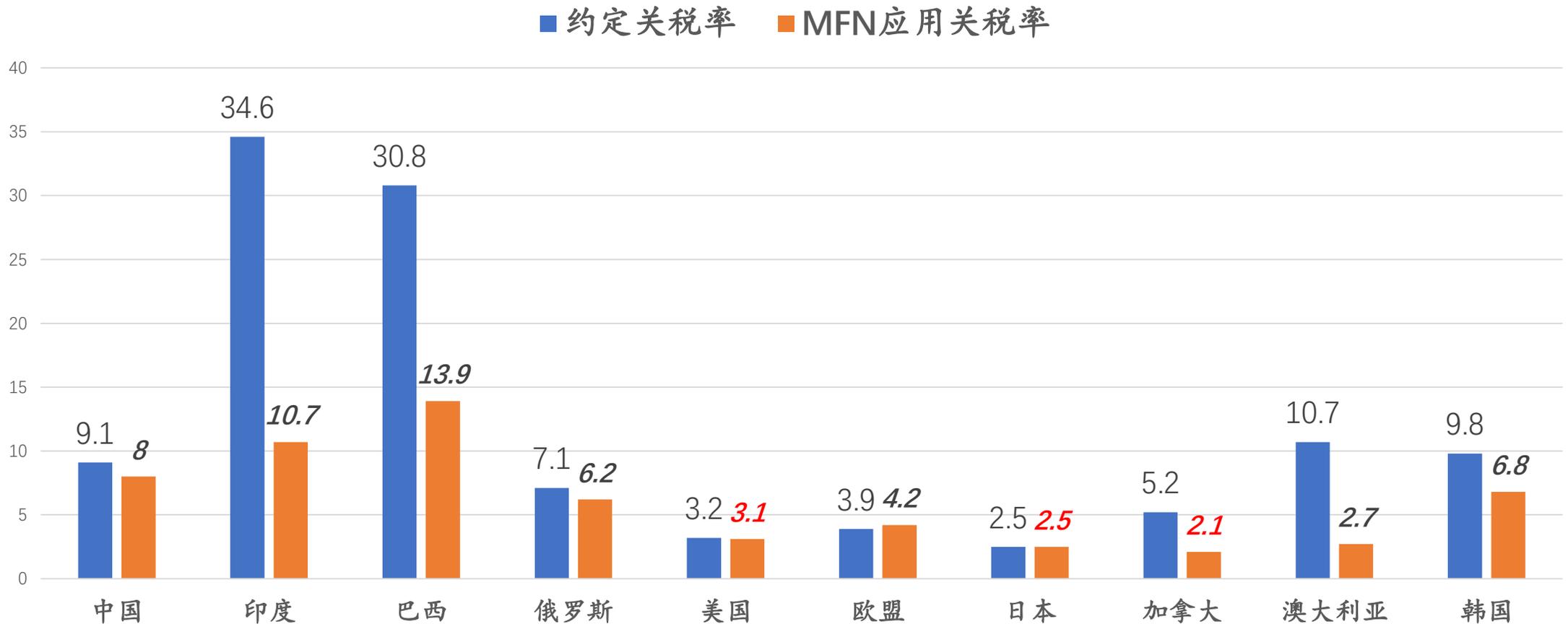


## 2、大幅度降低双边或者多边关税成为更高层次地开放市场、形成区域一体化的重要措施。

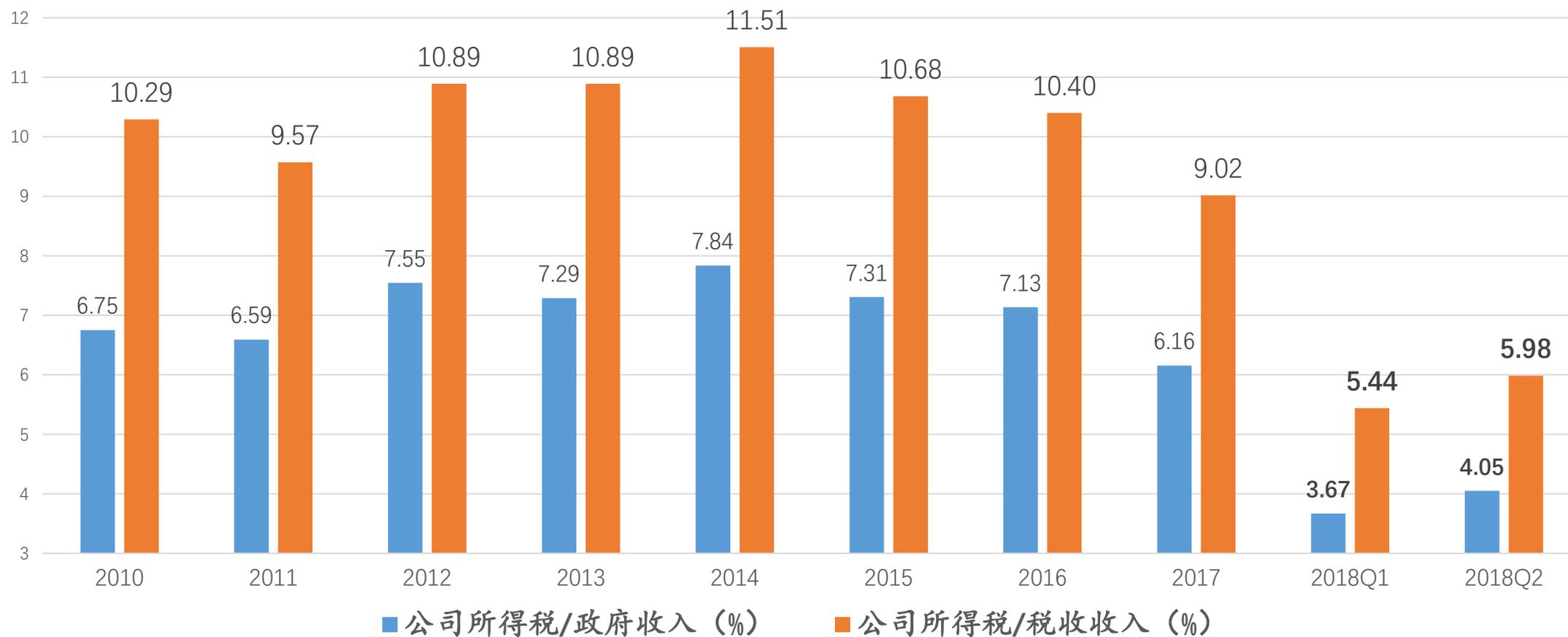
- 从目前的关税来看（2017），发达经济体的关税水平低于发展中国家的关税水平，中国的关税水平（2018年进一步下降到7.5%）处于中间状态。美国、日本、欧盟的关税率保持在3-5%的水平，属于最低关税系列。



剔除农产品的关税率来看，发达经济体的关税率进一步下降。日本基本处于样本的最低水平，约定关税率和MFN应用关税率都只有2.5%；美国的约定关税率和MFN应用关税率分别为3.1%和3.2%；欧盟的约定关税率和MFN应用关税率分别为3.9%和4.2%。



### 3、公司所得税负和关税的下降，迫使财政赤字经济成为一种“潮流”，这将倒逼发展中国家进行深度的税制体制改革。

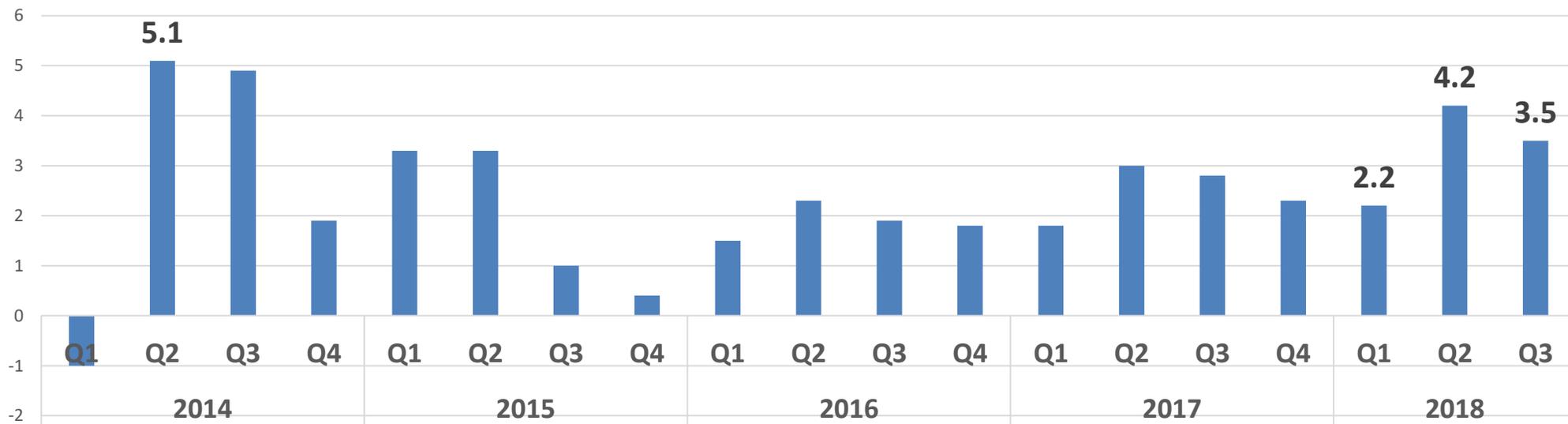


美国经济中公司所得税占政府收入和税收收入的比例 (%)

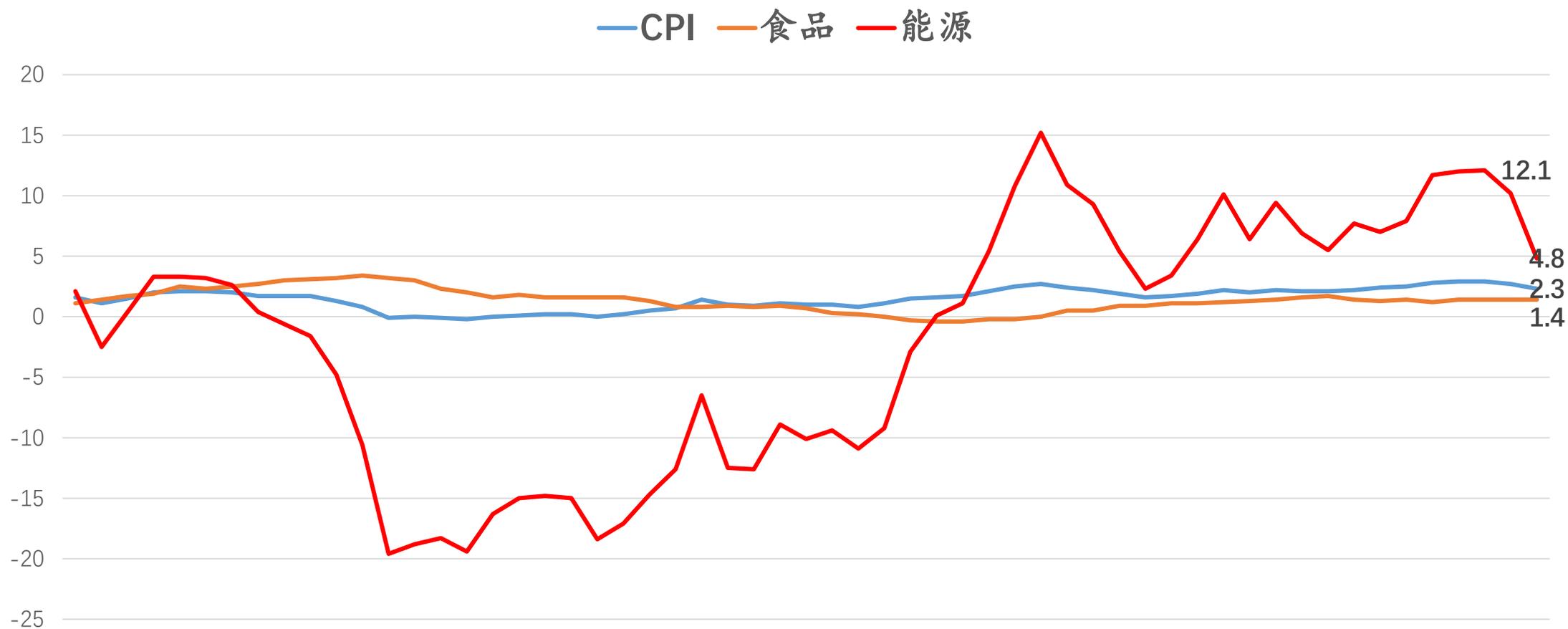
### 三、“大调整”背景下的世界经济面临的风险与不确定性

(一)、美国货币政策收紧的速度和力度是世界经济面临的**最大不确定性**。

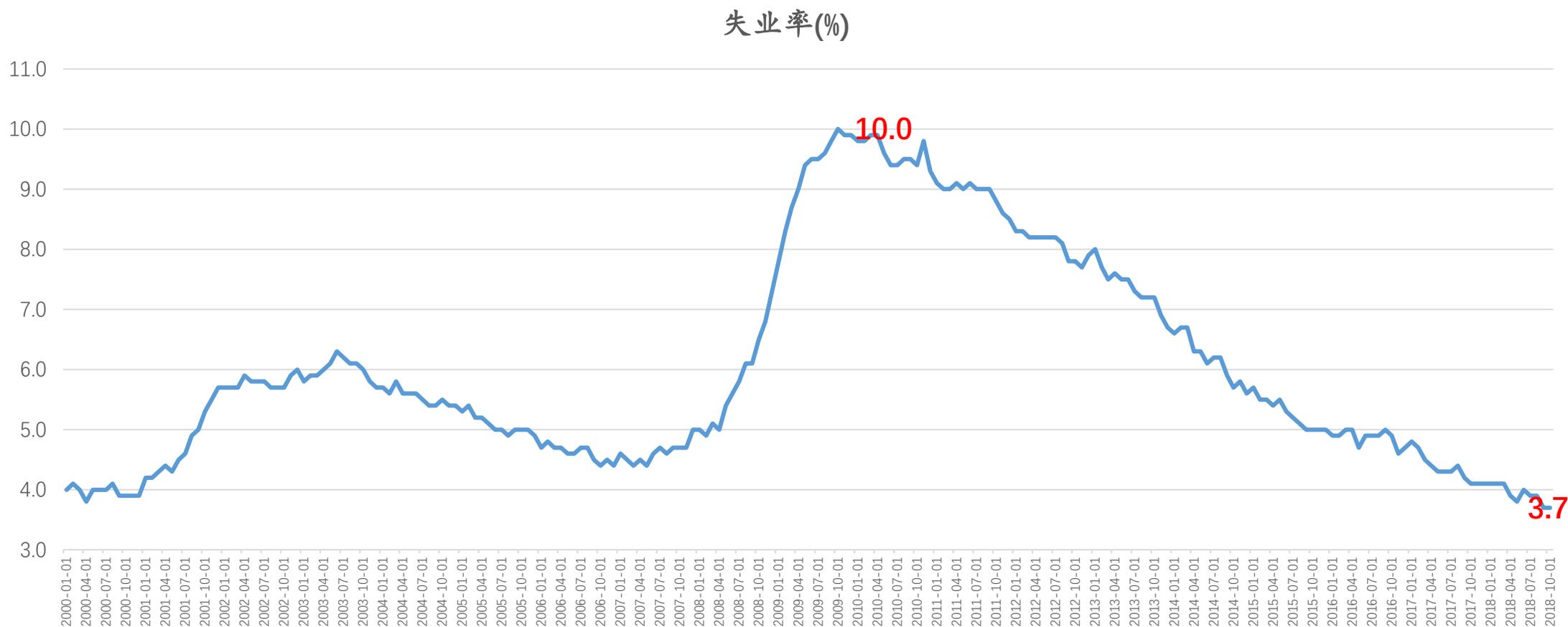
1、从经济基本面重要的宏观指标来看，**2018年美国**经济表现不俗****。增长相对强劲、通胀处于温和水平、失业率处于历史新低。



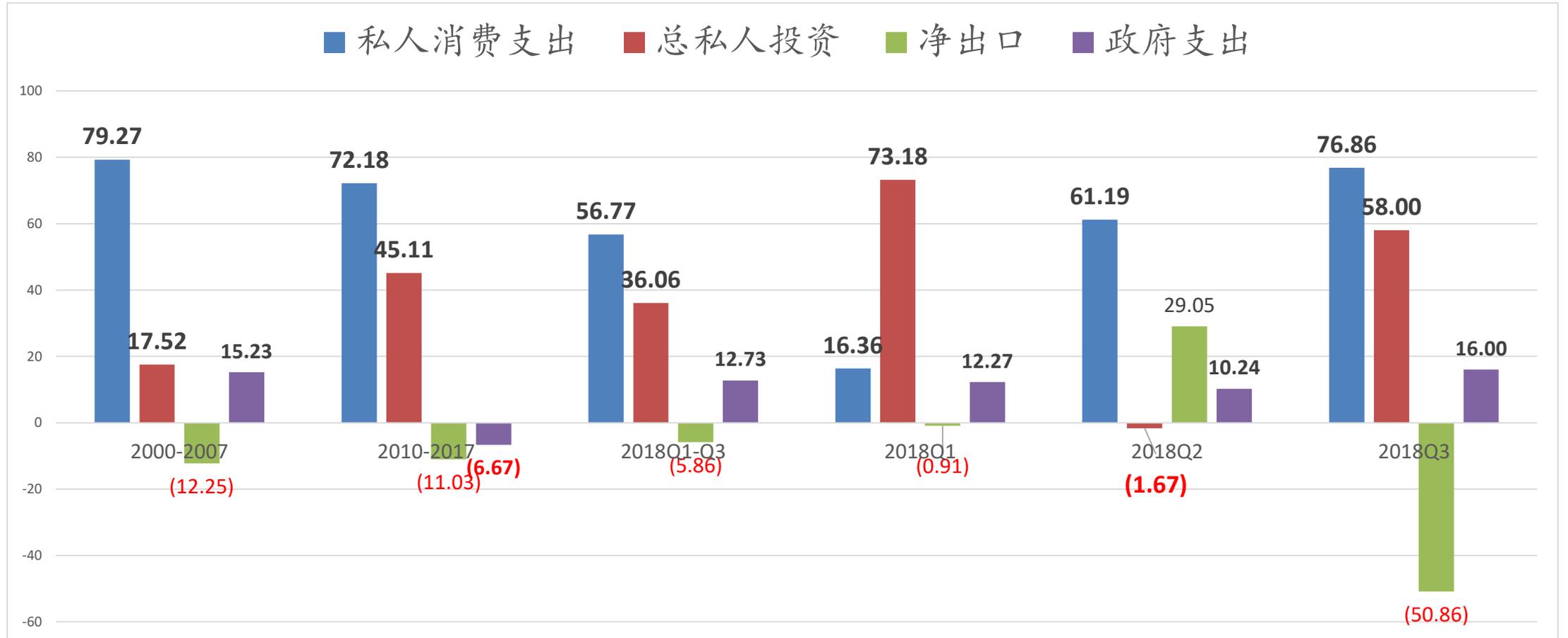
从物价水平来看，2018年10月份美国经济中CPI同比**2.5%**，9月份为2.3%，8月份为2.7%。10月份比今年高点6-7月份同比增幅的高点2.9%下降了0.4个百分点。主要原因是能源价格从今年7月份高点同比12.1%的增幅下降到9月份同比4.8%的增幅，拉低了CPI的增幅。食品价格相当稳定，基本维持在同比1.4%的增幅。



从失业率来看，2009年10月美国经济中失业率高达10%，此后基本呈现出下降趋势。2018年1-8月美国经济中的失业率基本维持在4%左右，7-8月失业率均为3.9%，9-10月份进一步降至3.7%。目前的失业率水平处于50年以来的低值。



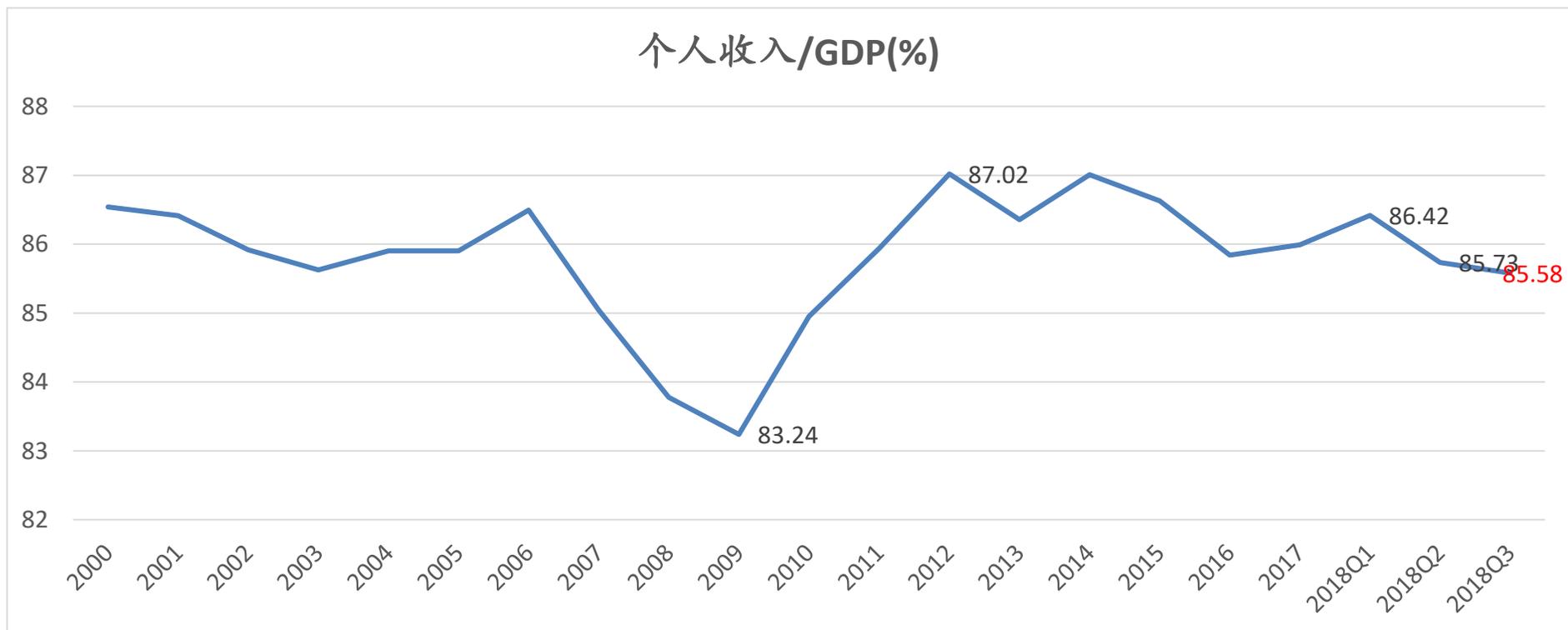
2、从总需求角度看，2018年拉动美国经济较强劲增长的边际因素主要是**投资的增长和政府支出**的增加。消费拉动美国经济增长的边际贡献率会下降，3季度净出口对美国经济的负贡献率显著上升。



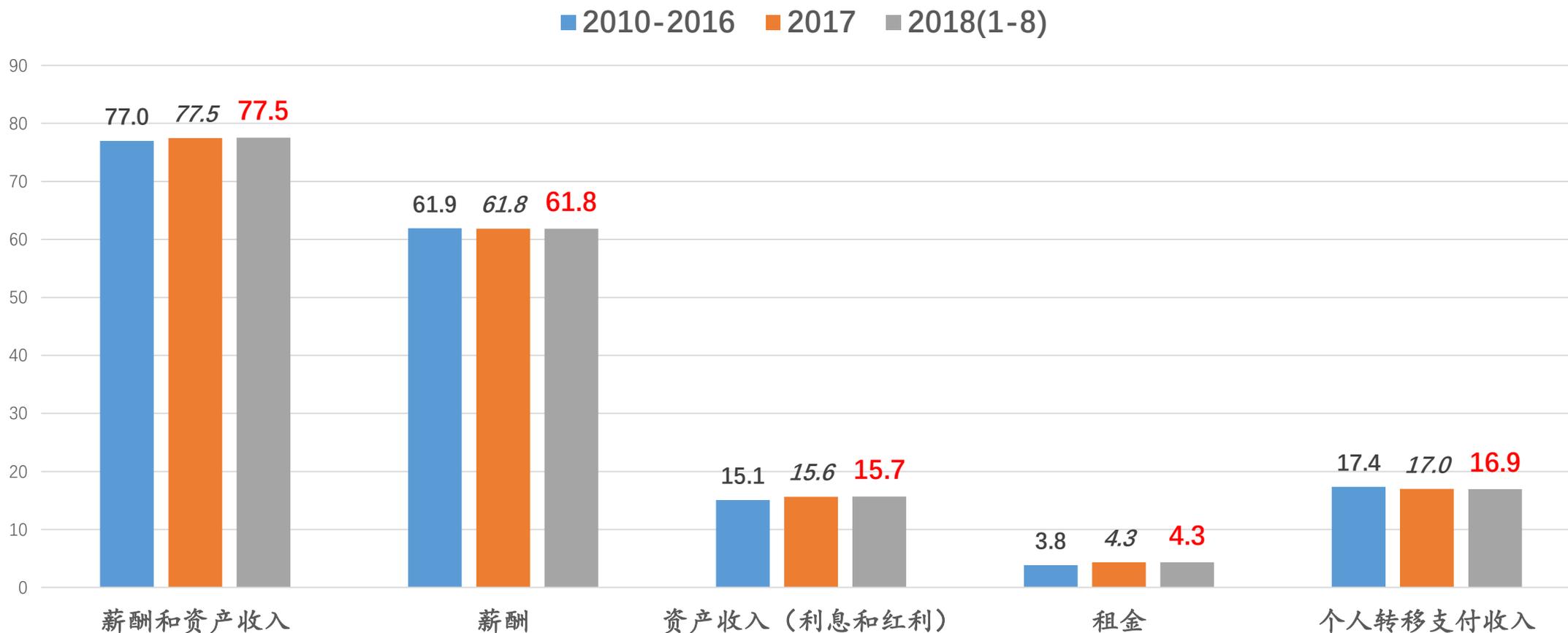
- 2018年1-3季度美国经济的强劲增长得益于投资依然维持在比较高的位置，对GDP36.06%的贡献率仍低于2010-2017年的45.11%。但政府支出贡献了12.73%，显著高于2010-2017年的-6.67%。净出口对GDP的贡献率为-5.86%，但好于2010-2017年的-11.03%。
- 从1-3季度单季度来看，1季度主要靠私人投资（贡献率达到73.18%）和政府支出（贡献率达到12.27%），2季度主要靠消费（61.19%）、净出口（29.05%）和政府支出（10.24%），3季度主要靠消费（76.86%）、投资（58%）和政府支出（16%）。3季度净出口对美国经济的贡献率为-50.86%。因此，投资和政府支出是边际意义上保证美国经济2018年维持较强劲增长的核心因素。

3、消费和投资仍然是维持美国经济增长的核心动力，但政府支出约束和净出口的恶化使得美国经济难以继续维持当前的高总需求水平。

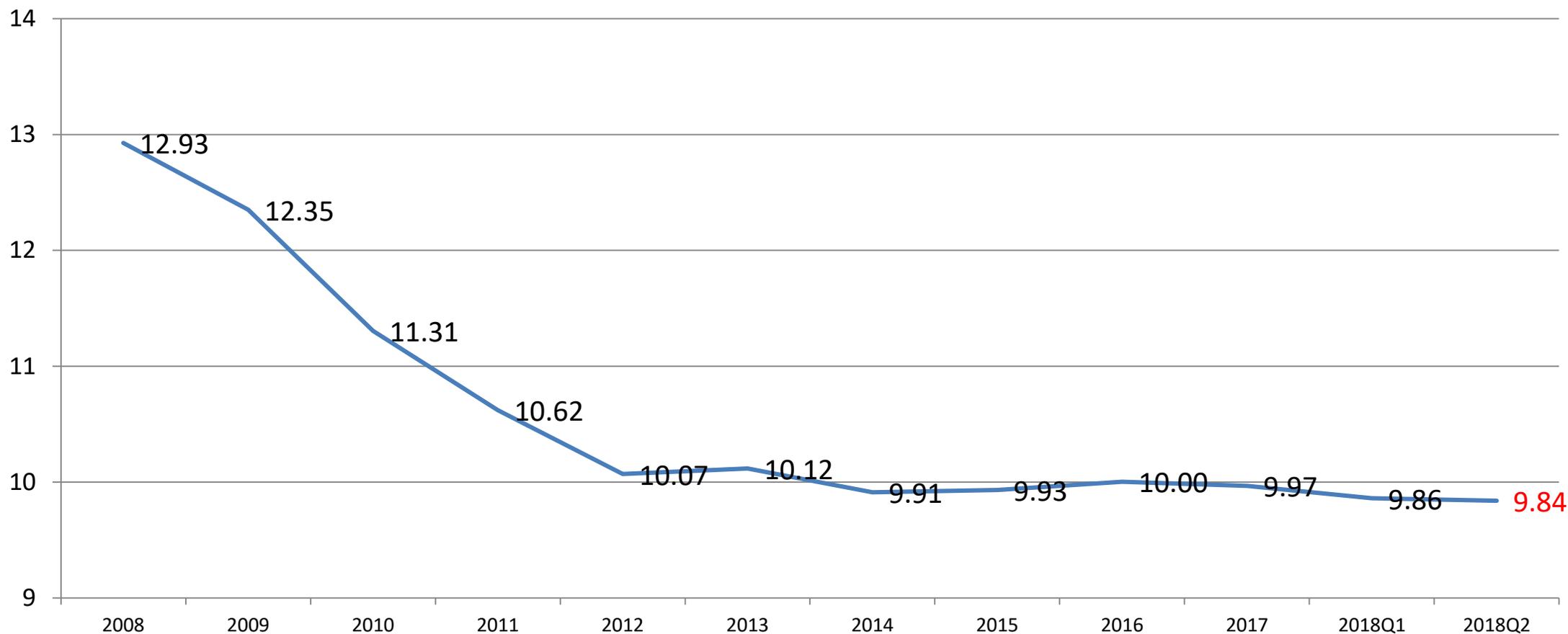
(1) 消费是拉动美国经济增长最重要的动力，但边际收入增长主要来源于资产性收入，**收入来源存在的不稳定性决定了消费的边际贡献率会逐步下降。**



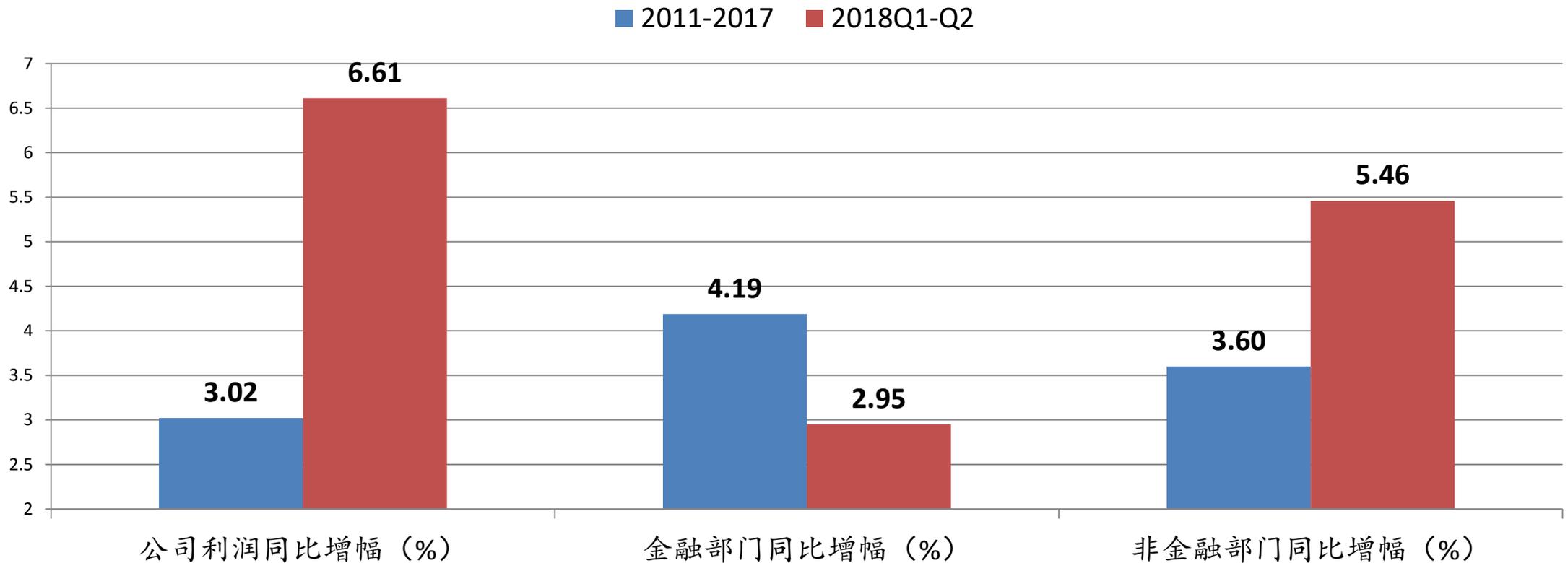
与**2010-2016年**相比，2018年个人收入来源结构有一定变化：个人薪酬占比下降了0.1个百分点，资产收入占比增加了0.6个百分点，总体带来薪酬和资产收入占比上升了0.5个百分点；租金占比上涨了0.5个百分点；个人转移支付下降了0.5个百分点，房租收入占比的上涨恰好抵消了政府对个人转移支付收入占比的下降。



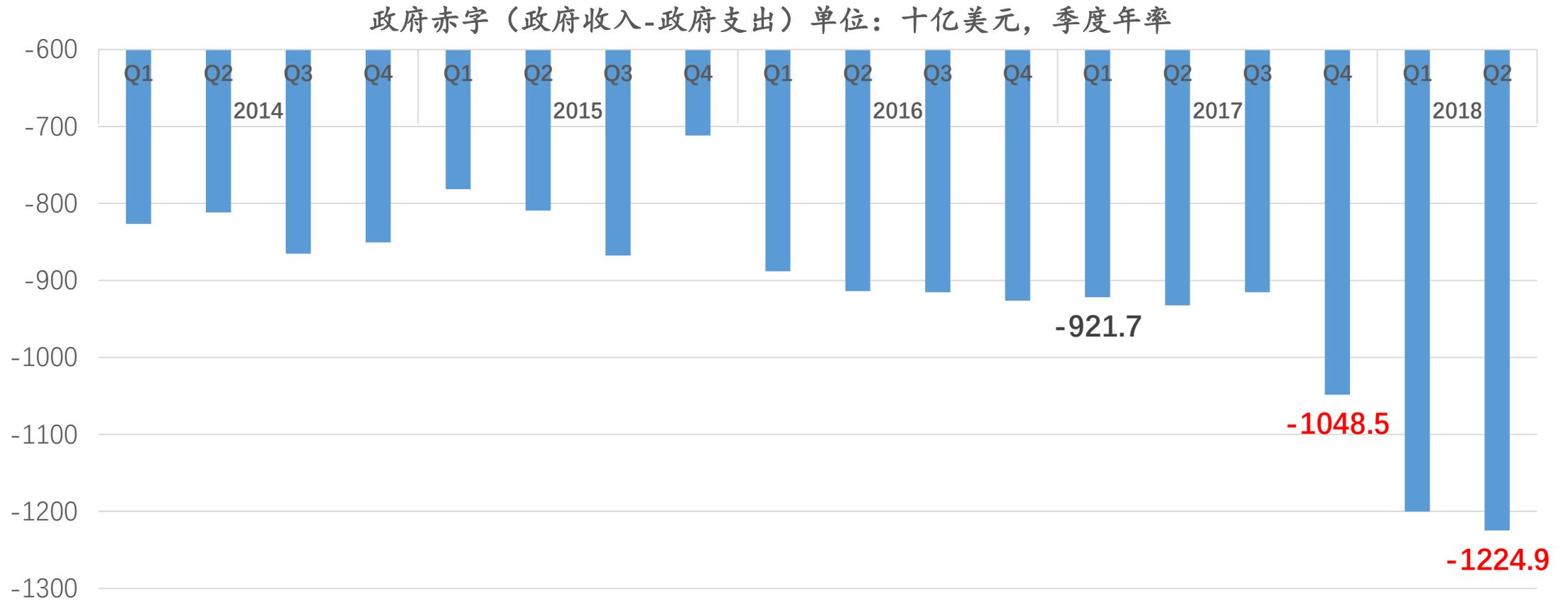
从家庭债务偿还能力来看，次贷危机爆发后，美国家庭的**债务偿还比例（家庭总债务支付/家庭总可支配收入）**是逐步下降的。从2008年的12.93%一路下降到2012年10.07%。从2013年开始美国家庭的债务偿还比例一直保持较为稳定的态势，基本维持在10%左右，2017年为9.97%。进入2018年2季度进一步下降到**9.84%**。



(2) 税改计划刺激了企业投资的增长，2018年3季度同比高达12%的高投资增长率不可持续，但仍具有维持较高增长的业绩支撑。2015-2017年美国经济中总的私人投资季度平均增长率为2.7%，2018年1-3季度的平均季度同比增长率达到7%，其中3季度同比高达12%，投资成为拉动2018年美国经济增长的重要动力。

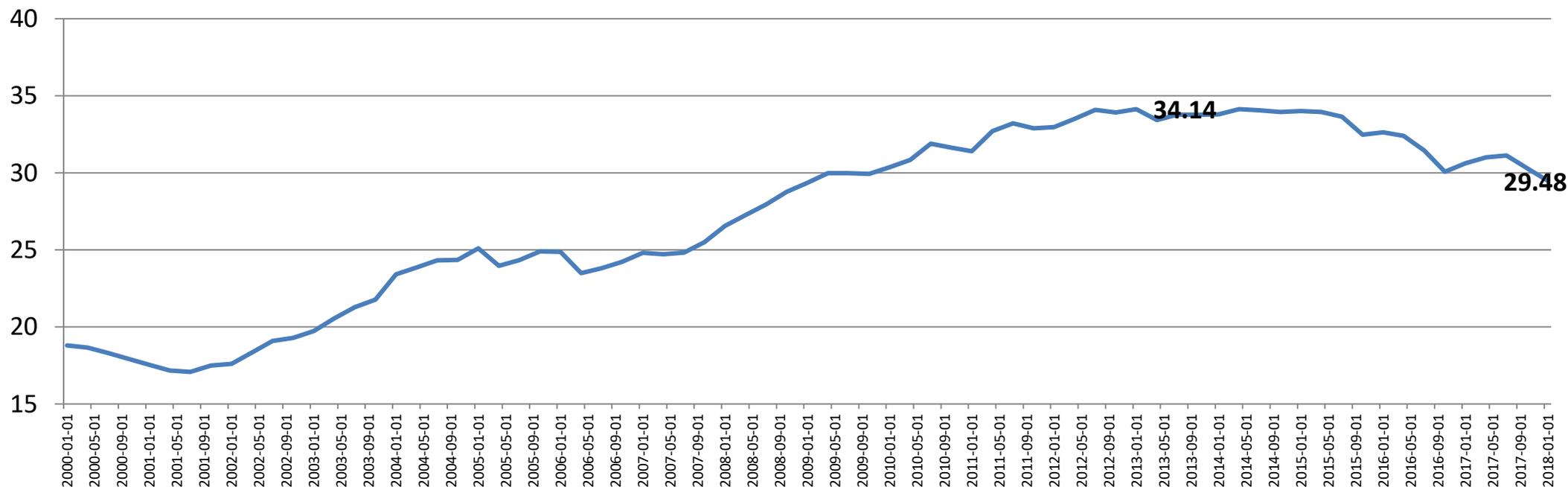


### (3) 美国政府财政年度赤字规模进入万亿美元级别，三大约束条件将限制特朗普政府通过财政刺激经济计划的实施。



- **条件1：是持有美国国债的外国投资者比例明显下降。**外国和国际投资者持有美国国债的比例最高时达到1/3强（2014年2季度最高达到34.14%），到2018年1季度外国人持有的美国政府债券的比例下降为29.5%。

— 外国和国际投资者持有美国政府债券的比例 (%)



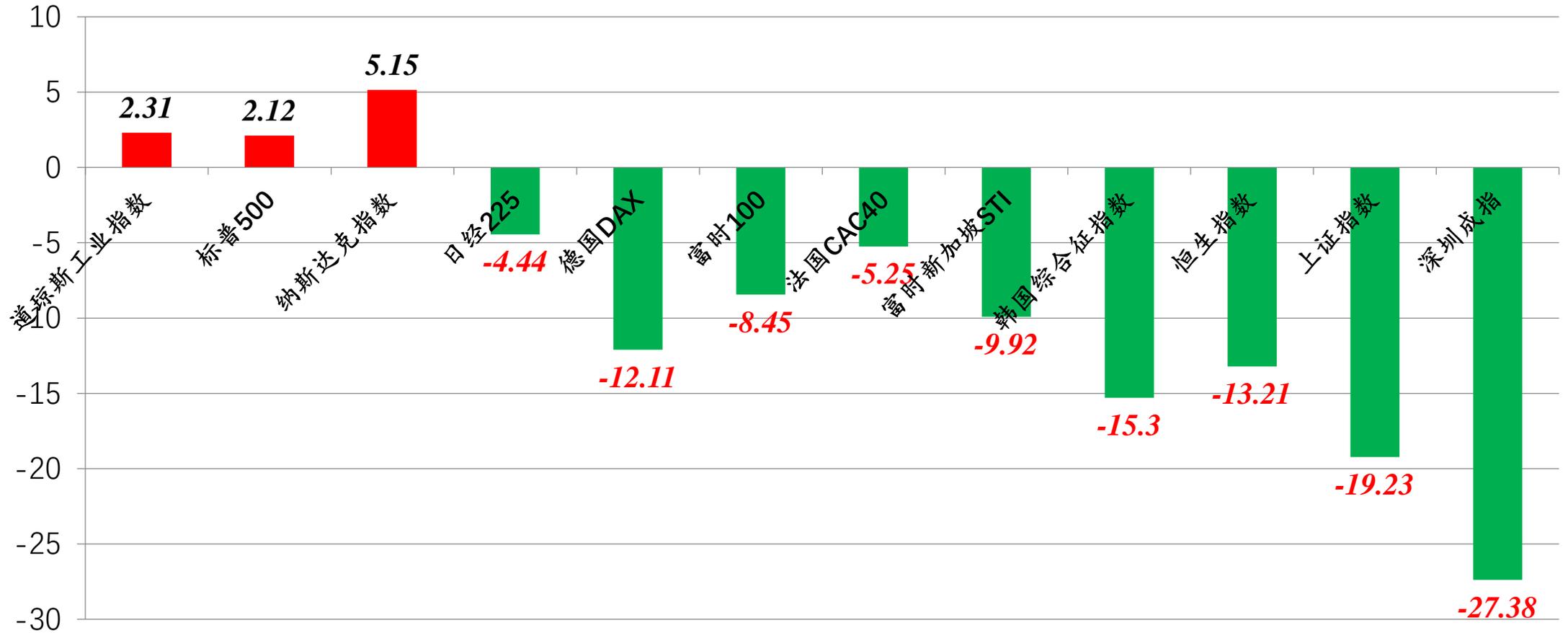
- **条件2：**近期外国投资者持有美国政府债券的边际增长量变化很小，这意味着对市场利率的推升作用在边际上存在递增的风险。2017年8月到2018年8月国外投资者持有美国政府债券的数量仅仅增加了378亿美元，而这期间美国政府债务增长了1.27万亿美元。换言之，这期间美国政府新发行的债券只有不到3%（2.97%）是外国投资者持有的，这说明美国政府债券对国际投资者的吸引力在急剧下降。这一年期间，第1和第2大美国政府债券持有国的中国和日本分别减持了366亿美元和718亿美元。这意味着美国政府债务的边际增加给金融市场带来的边际风险是急剧增加的，这将约束美国政府财政赤字的持续膨胀。
- **条件3：**民主党重掌众议院将约束特朗普“放飞自我”的财政赤字政策。11月7号美国中期选举结束，民主党在8年后重新获得众议院多数，这会约束特朗普的财政赤字政策。这一方面可以减缓美国债务膨胀的速度，另一方面必然影响特朗普增加基建支出计划的实施，降低特朗普政府通过财政赤字刺激经济的能力。

4、2018年美国股市屡创新高、房价也创历史新高。股市过高的市盈率和市净率使得股票市场的风险在不断聚集，随着加息进程的推进，资产价格的重估效应会显现出来，资产价格会出现大波动。金融周期的逐步逆转是导致美国经济景气周期逐步结束的关键因素。

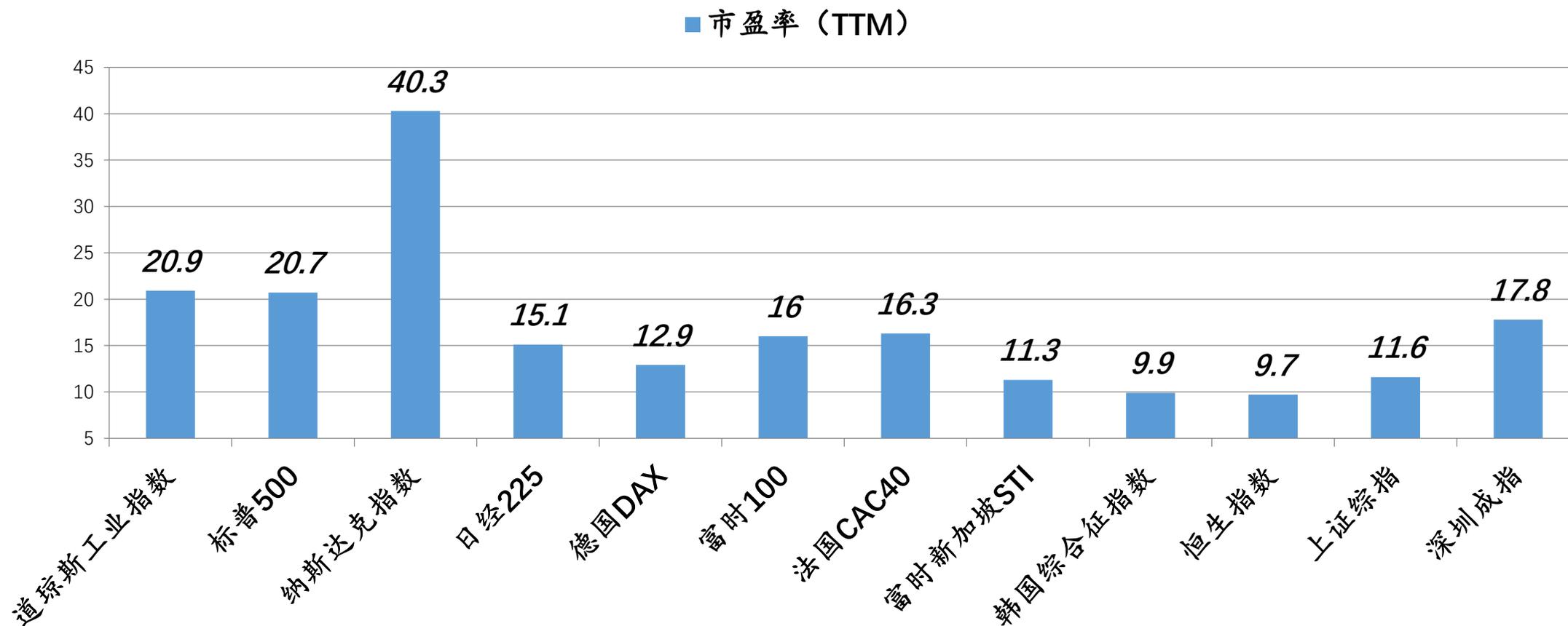
(1)、2018年美国股市屡创新高，提高了美国投资者的财富和企业的净值，也拉升了美国经济中的消费和投资。

- 次贷危机之后，按照美国国民经济研究局（NBER）定义的美国经济在次贷危机的衰退期结束（2009年6月1日），美国股市已经走过了9年多的长牛市。从次贷危机导致的经济衰退期结束到2018年10月3日道琼斯工业指数的高点（26828.39点），道琼斯工业指数在9年时间里涨幅高达207.6%，而标普500指数的涨幅（2018年9月20日达到2930.75点）则达到了210.8%。次贷危机结束后，**美国股市总体涨幅达到了2倍多。**
- 从特朗普上台后的数据来看，2017年1月20日到2018年9-10月道琼斯工业指数和标普500的高点，道琼斯工业指数和标普500指数分别上涨了35.3%和29%。事实上，到目前为止，特朗普时期美国股市的年度最大平均涨幅不及过去9年牛市的年度简单平均涨幅。据特朗普说他上任以来，**道琼斯指数70次创新高**。从2018年年初截至2018年11月16日，在全球主要股市中，相对于其他主要股市股指负增长的表现，美国的股市涨幅是相当抢眼的。

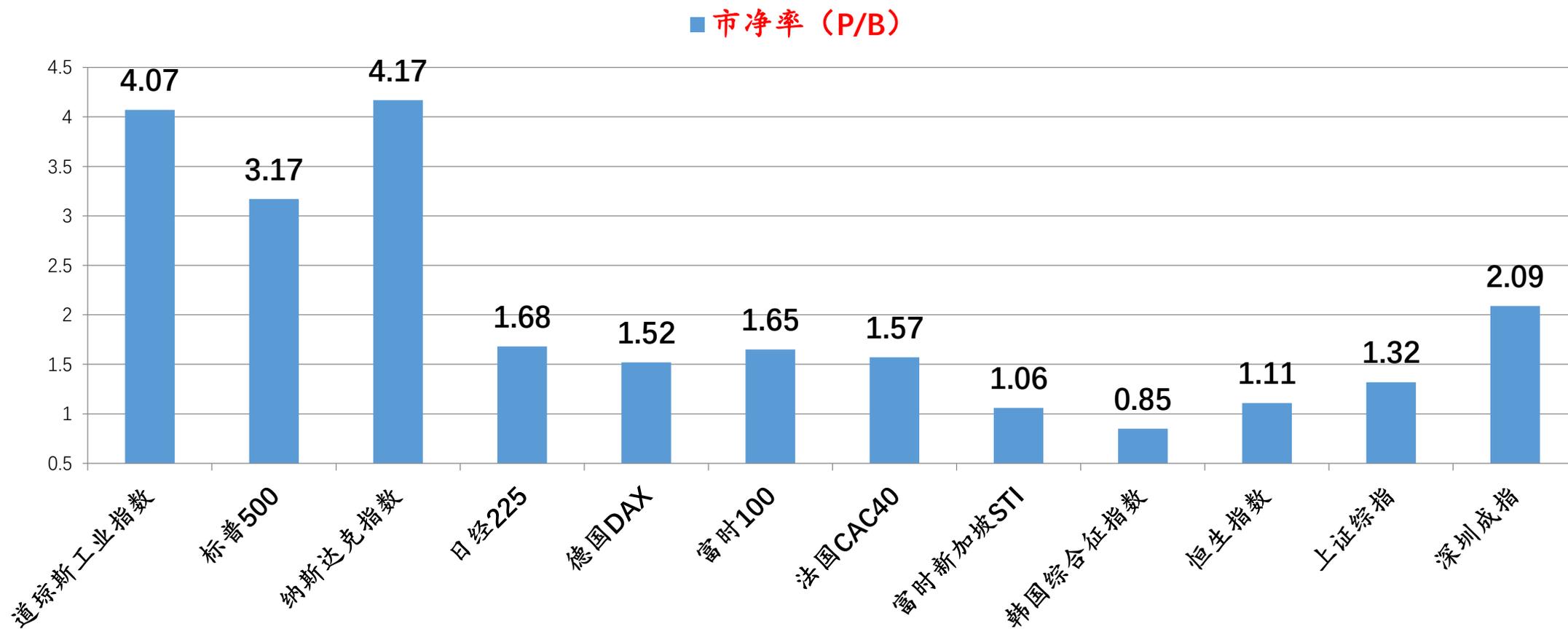
# 2018年（截至2018年11月16日上午9:36分）全球主要股市指数涨幅（%）



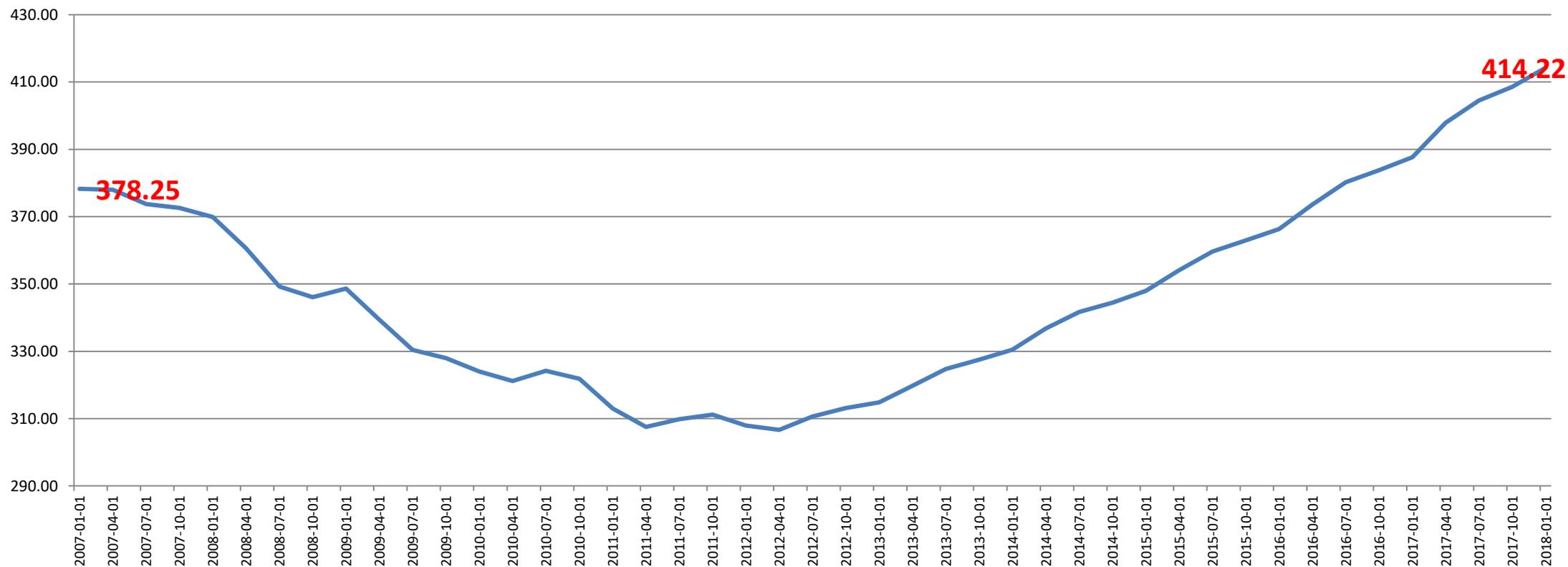
# 2018年（截至2018年11月16日上午9:50分）全球主要股市的市盈率（P/E） 数据来源：WIND。



# 2018年（截至2018年11月16日上午9:50分）全球主要股市的市净率（P/B） 数据来源：WIND。

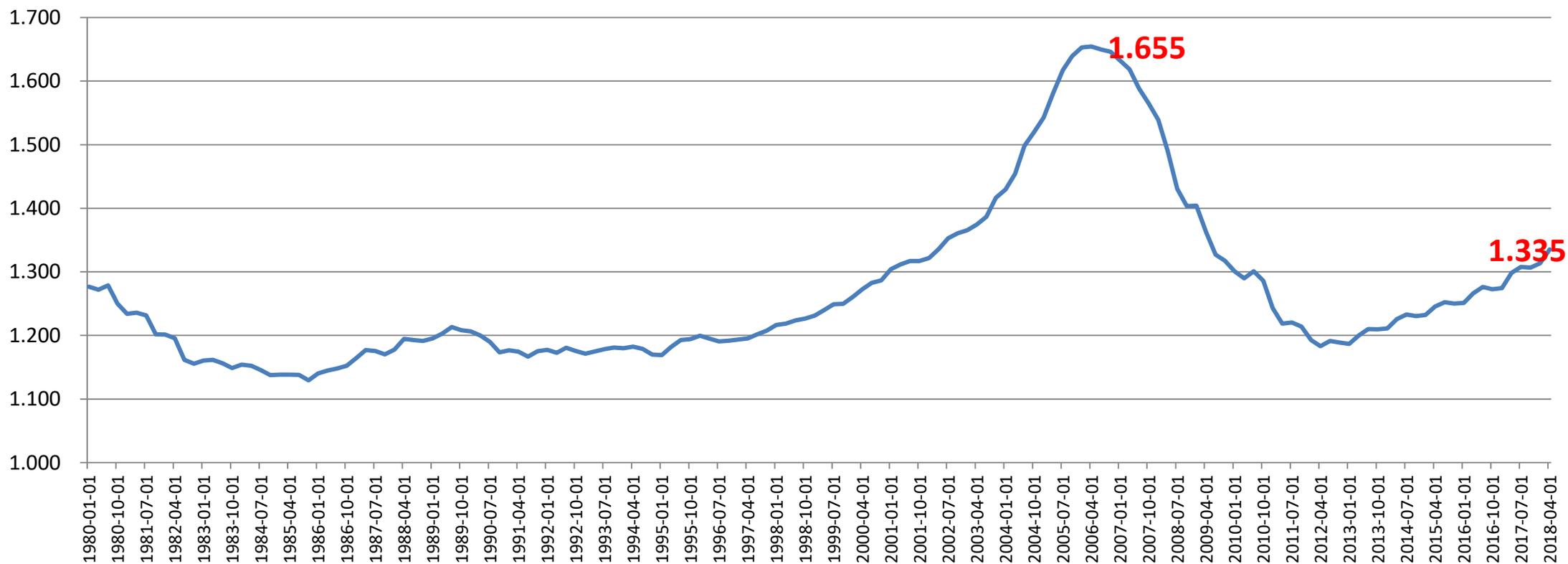


—所有房价的交易指数（1980Q1=100），季度，无季节调整



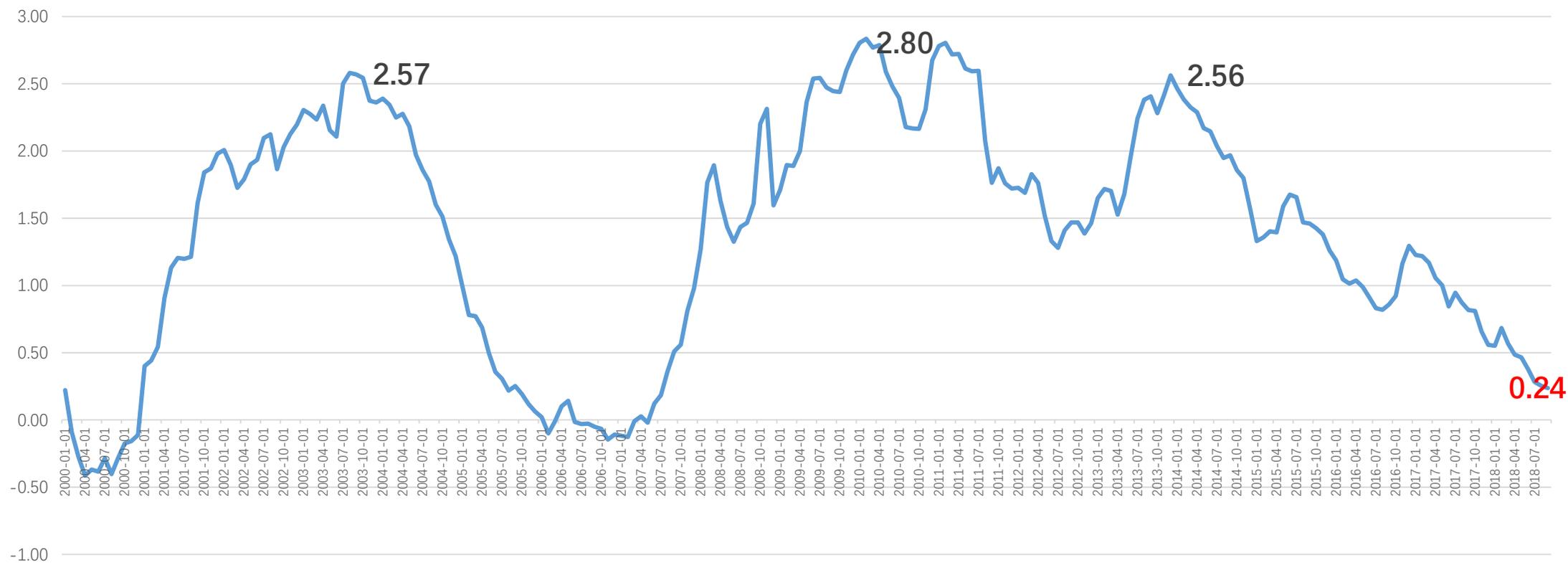
1980-2017年38年的时间里，这一比例为1.268，2015-2017年为1.270，基本上保持在过去近四十年的平均水平。进入2018年之后，这一比例有较为明显的上升，2018年第1-2季度均值为1.325。这说明**2018年1-2季度的房屋投资收益率比过去近四十年下降了4.31%，比2015-2017年下降了4.16%**。与2017年四个季度的均值相比，2018年1-2季度房屋投资收益率下降了2.09%。

### — 房价租金比



债券市场利率期限结构的扁平化显示出投资者对美国经济未来高增长不可持续的担忧，而投资者对风险溢价补偿要求的快速缩小说明金融市场进入调整的敏感期。2018年9月为0.24个百分点。

10年期和2年期国债利差 (%)

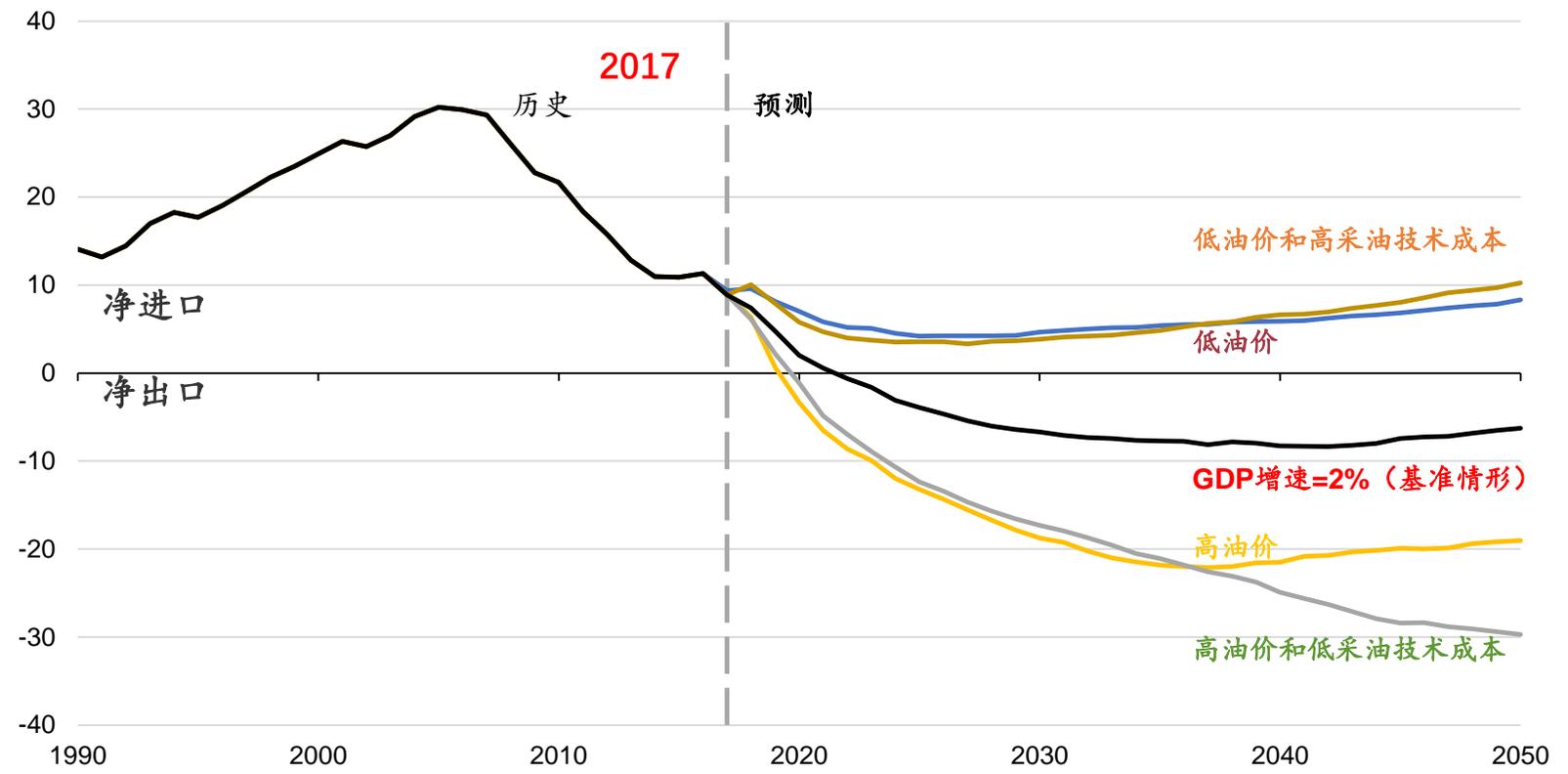


# 2019年9月底两者收益差只有0.97个百分点。

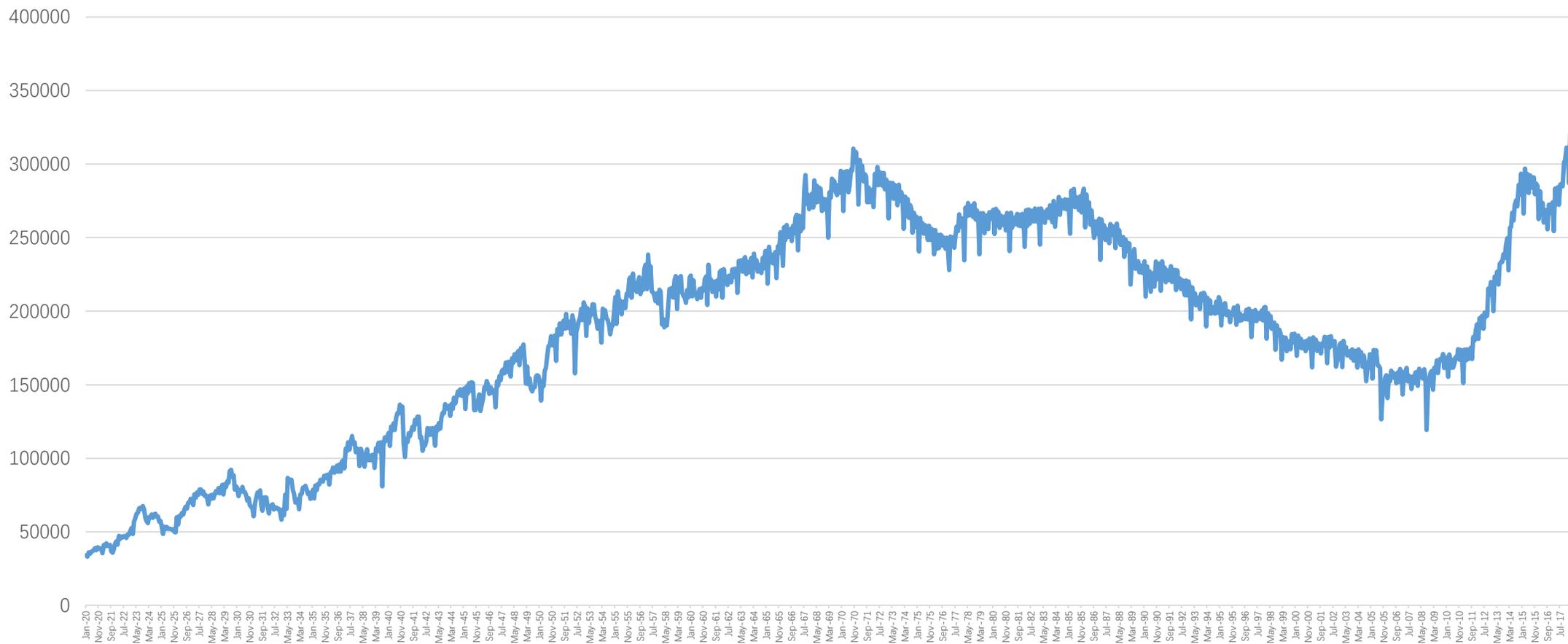
—穆迪Aaa公司债券与10年期国债收益率差 (%)



# 5、国际油价高位回落，未来一段时间国际油价将在中低价格区间运行。

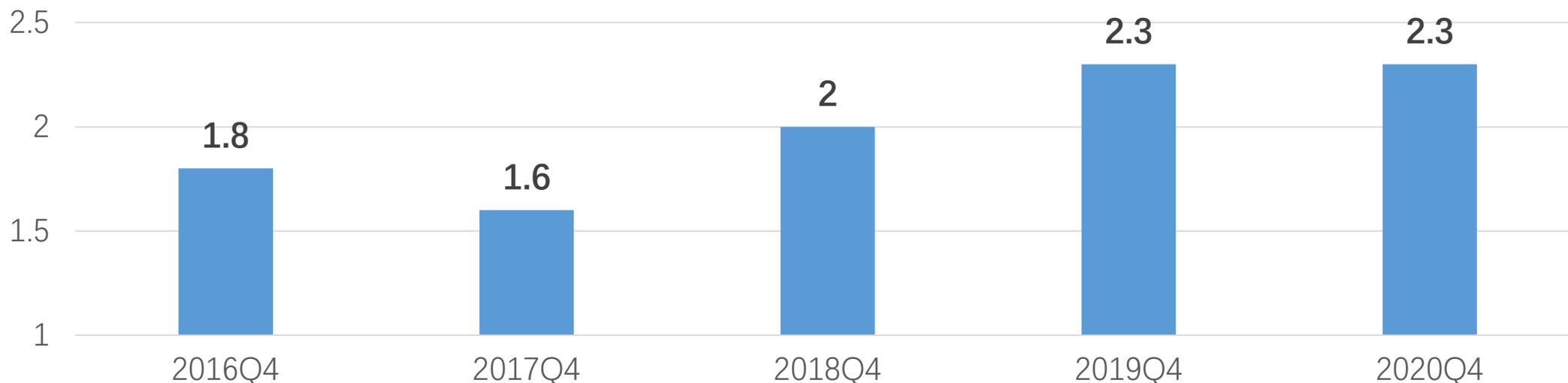


进入2018年美国原油月度产量是历史最高的。2018年1-8月月度原油产量达到了321302.9千桶（3亿多桶，每日产油突破了1千万桶）。相比2013-2017年的月度平均水平，2018年1-8月增长了20.41%。



加息看通胀和中性利率水平。美联储加息的速度和进度将决定美国本轮经济景气周期的扩张长度。为了延长美国经济的景气周期美联储加息不会超出市场预期。股票价格会出现大幅度波动，在“纠结”中高位调整，但不会出现金融危机以及由此引发的快速经济衰退。

PCE核心通胀率（%，同比）



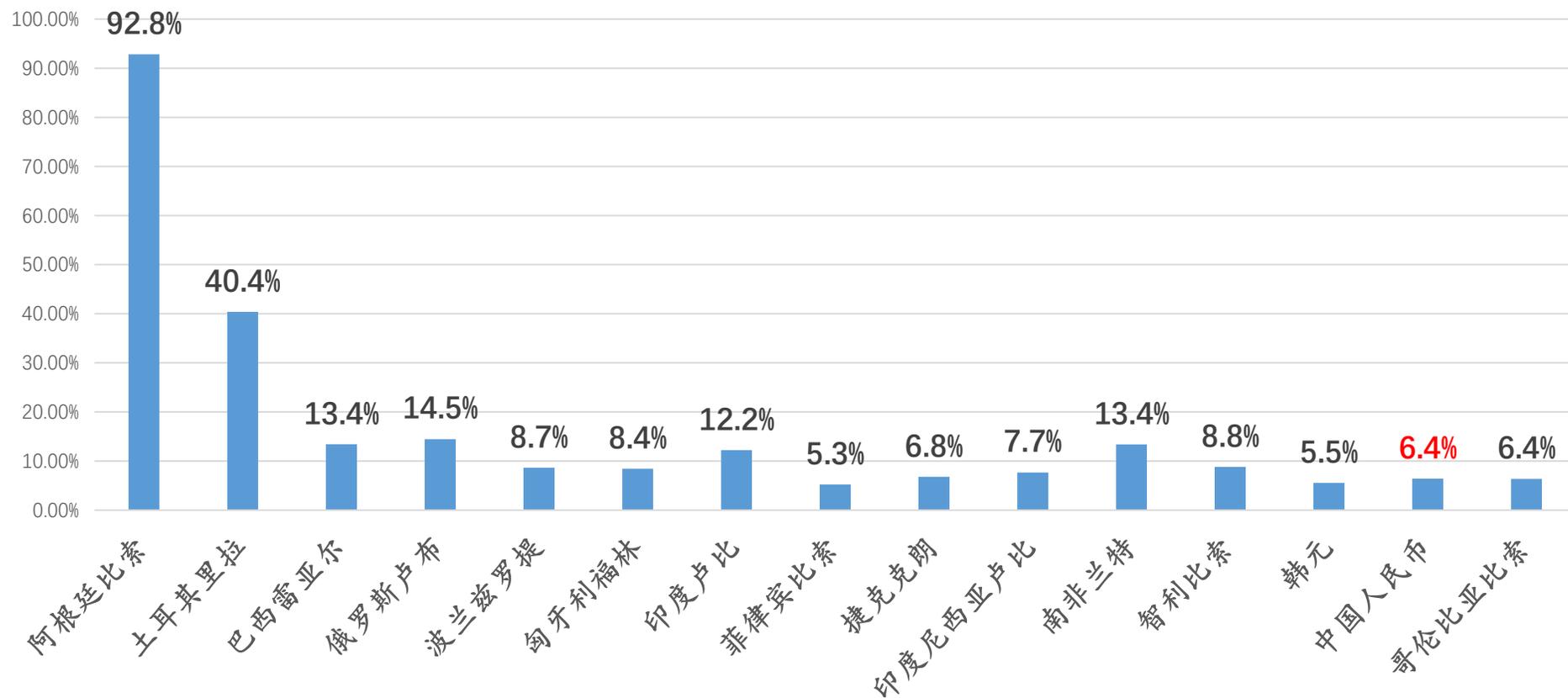
最近依据美联储泰勒规则模型计算出来的可以抵抗通胀的中性利率水平为3.0-3.5%，这相当于目前联邦基金利率的1.5倍。对这个数据要谨慎对待，因为反危机之后很长时间里美国经济一直面临低利率、低增长、低通胀和高债务的困境。因此，依据泰勒规则测算出来的中性利率水平会由于经济潜在水平的下滑或者由于反危机后为了应对通缩，提高目标通胀率的容忍度而出现系统性的偏高。进一步考虑到美国经济中债务总量急剧增大的问题，可以合理地推测美联储心目中的中性利率水平要低于这一数值。

## 2018年是否还加息1次存在疑问，2019年加息次数将少于市场预期的3次。

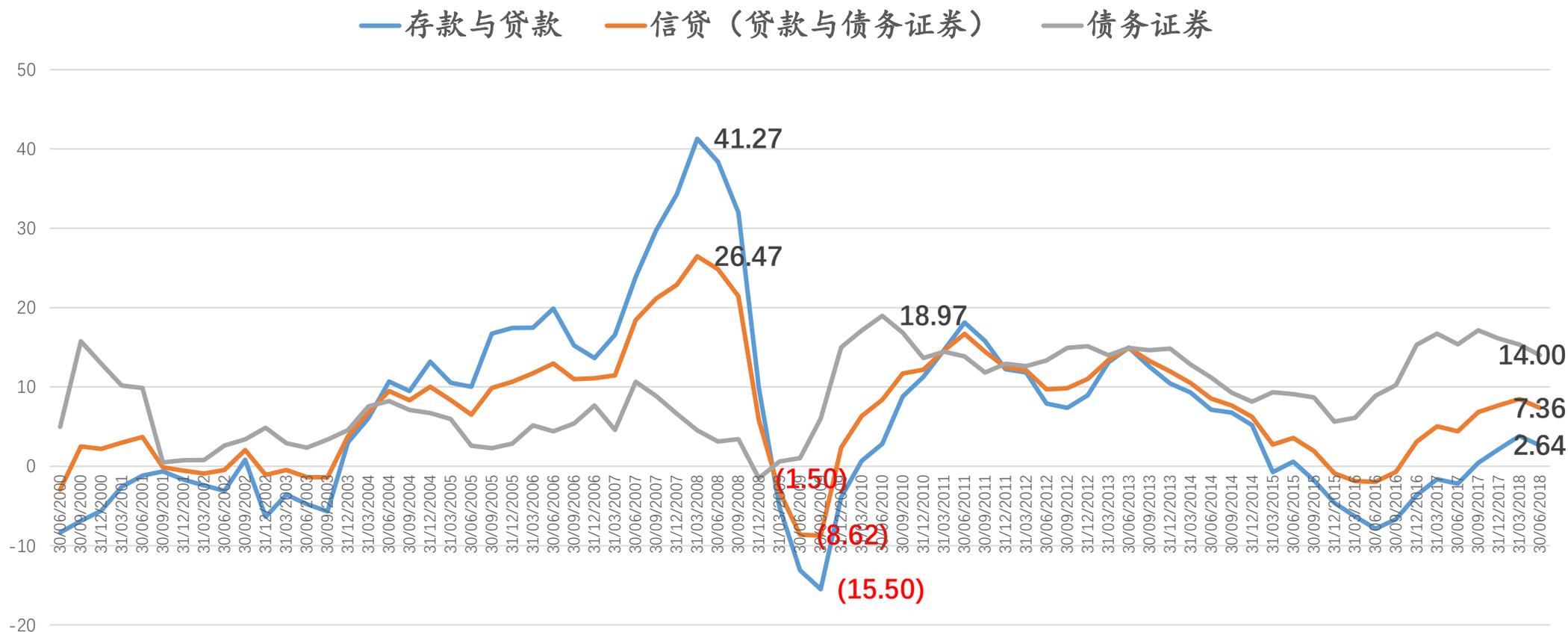
- 特朗普政府的目标：延缓美联储加息速度和力度，尽力延长美国经济的景气周期，增加美国对外摩擦和冲突中的资本和底气。
- 政策组合：
  - 1、尽力延续刺激性的财政政策，维持消费、投资对美国经济增长的边际拉动力。
  - 2、倾向工资上涨+低油价的政策组合来缓解通胀压力，从而延缓美联储加息的速度和力度，让资产价格维持在高位调整，减缓居民资产财富和企业净值的向下调整幅度，推迟金融周期的向下调整。

## （二）、美元加息和缩表计划将带来新兴市场外汇市场承压，但会比2018年要好过一些。

### 1、美国加息、缩表与2018年以来新兴市场的货币动荡（年初至11月19日）



## 2、美元信贷在全球依然以较快的速度在膨胀，加大了债务风险。



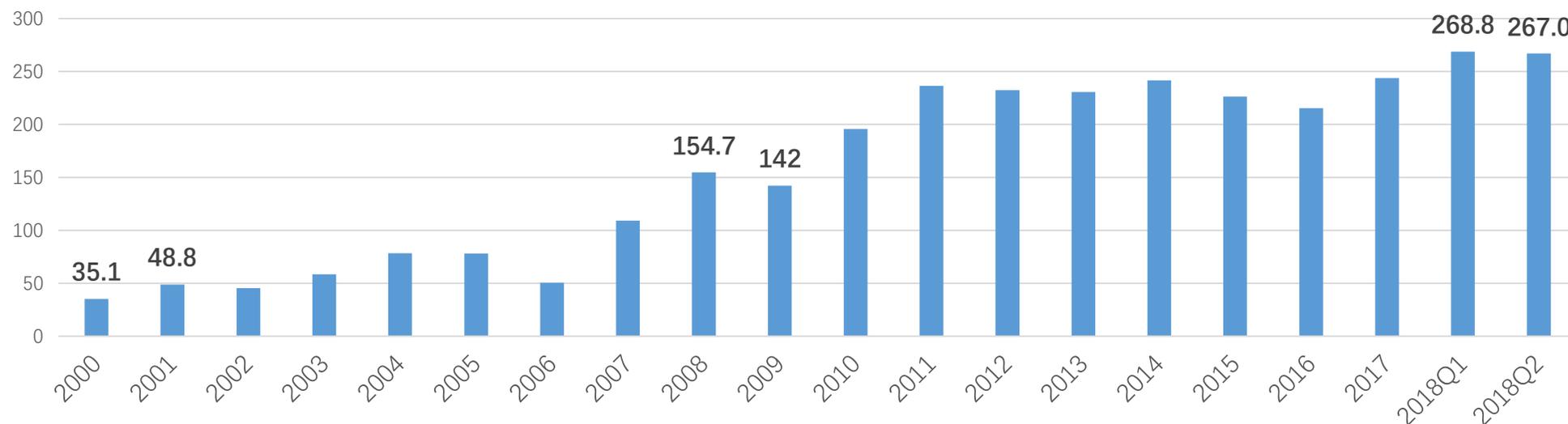
流向新兴经济体 (EMDEs) 的美元信贷同比增速 (%) (2000-06-2018-06)

- 美元信贷在全球依然处于膨胀阶段。流向非美元国家的美元信贷在2018年6月底达到了**11.5万亿美元**（是欧元的3.7倍，欧元为3.1万亿美元），同比增长达到6%。债务证券的形式同比增速达到8.5%，相比2015年年底的证券形式的债务占比48%，上升到53%。贷款和存款同比增速只有2.5%，存量达到5.5万亿美元。
- 流向新兴经济体（EMDEs）的美元信贷自2016年年中以来持续增长，2018年1-6月同比增长率达到了7.36%，总量达到了**3.7万亿美元**。其中美元证券形式的债务增速最快，同比增速达到了14%。到2018年6月底，流向新兴经济体美元信贷的**44%**是以债务证券的形式发生的，相比2015年底的35%的比例增长了9个百分点。

### （三）、贸易摩擦将导致经济全球化的重塑，在这样一个“破与立”的进程中，全球贸易增长会下滑，也会因此拖累世界经济的增长。

1、经济的全球化是大势所趋，美国发起的贸易摩擦不会导致长期的经济逆全球化。特朗普贸易摩擦的本质是通过“逆全球化”来实现有利于美国的经济全球化重塑。

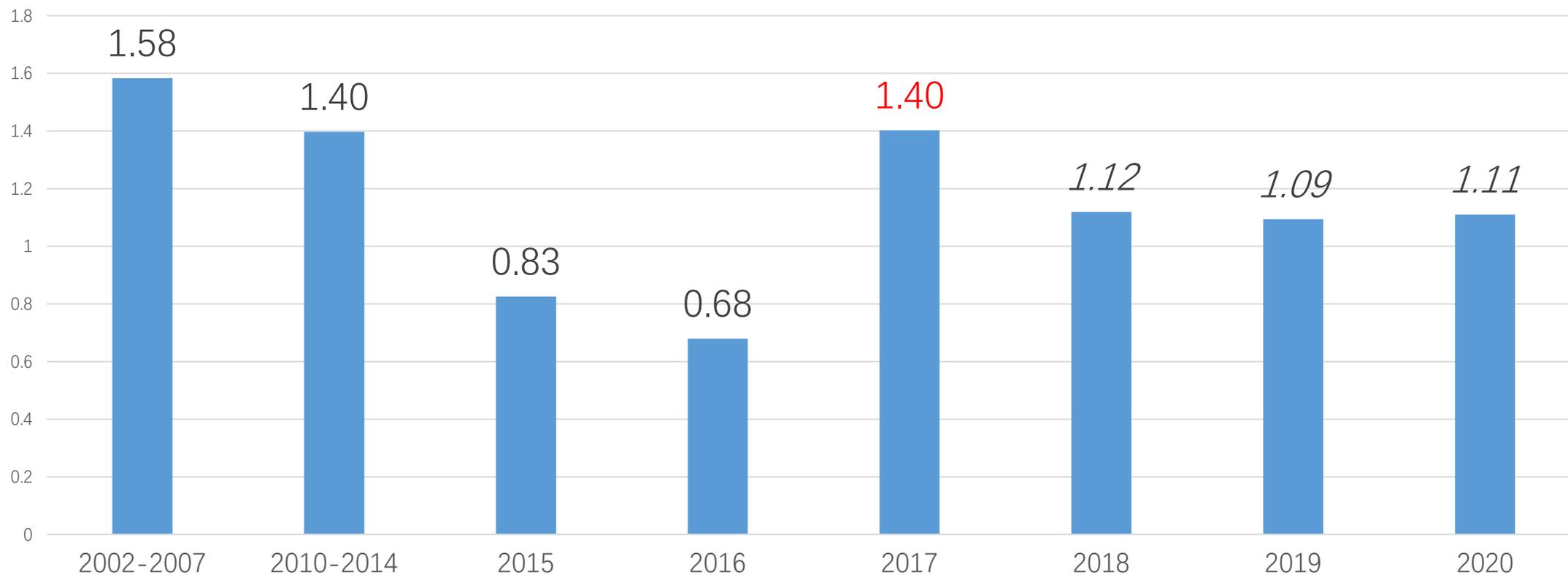
GNP-GDP（单位：十亿美元）



美国经济中GNP-GDP数额的变化（2000-2018Q2）

## 2、全球贸易增速维持低位，大平庸周期将会延展。

贸易强度 (贸易增长率/GDP增长率)



**（四）、美国发起的贸易摩擦会导致全球贸易投资限制规则的，将使得技术变得更为稀缺，技术扩散变得缓慢，发达国家试图维持技术垄断。也会因此拖累世界经济的增长。**

- **美国商务部产业与安全局（Bureau of Industry and Security）修订和出台了涉及14个领域的多项技术出口控制，涉及的技术出口都要受到美国商务部的监督和审核。**
- **这些技术包括：1、生物技术；2、人工智能和机器学习技术；3、定位、导航和定时技术；4、微处理器技术；5、先进计算机技术；6、数据分析技术；7、量子信息和传感技术；8、物流技术；9、增材制造；10、机器人；11、脑机接口；12、高超音速空气动力学；13、先进材料；14、先进监控技术。**

## 四、几点思考

1、美国发起的贸易摩擦改变了过去运行几十年的全球贸易与投资格局。贸易投资规则的政治化，使得这种“俱乐部式”的自贸区将割裂传统意义上的经济全球化。更大程度的拥抱全球化是发展中国家应对这种“俱乐部式”的自贸区的唯一办法。只有更大的开放，更多地参与形成和采纳区域或国际标准，才能更好地应对“大冲突与大摩擦”，才能更好的参与全球竞争，并从全球化重塑中分享经济增长的新动力。

2、走平衡发展之路，是经济全球化重塑的必然结果。一方面更加重视内需将成为中国等发展中国家急需解决的问题。另一方面，在国际市场容量的存量和增量给定的情况下，“大平庸”周期的延展使得扩展外需困难重重，但开拓新市场也是必然的选择。

3、发达经济体为了维持技术垄断，技术贸易将变得更加稀缺，自主创新成为主旋律。增加基础科学研究、提高研发水平和强化知识产权保护是提升技术的关键因素。

4、在贸易摩擦背景下，灵活的财政政策比货币政策能更有效地提高发展中国家参与全球经济竞争中的竞争力。财政政策将是降低企业负担、补经济短板、刺激新增长点的核心政策手段；货币政策的要点将放在关注汇率波动和提供市场正常的流动性上（包括中国可以修改人民币汇率定价机制）。

# 2018年度经济学院《世界经济论坛》

- 感谢刘副校长的光临和大力支持!
- 感谢各位嘉宾的大力支持!
- 感谢各位媒体朋友的大力支持!
- 感谢各位老师和同学的友情参与!
- 感谢经济学院行政团队的大力支持!