宏观研究

美国双循环的经验与启示

宏观专题报告 2020 年 08 月 21 日

报告摘要：

美国自建国以来一直保留着保护主义（干预主义）的传统。美国一直以内循环为主，只是在建立自由贸易体系前更加突出。但是，美国一直渴望开拓海外市场。

- **保护主义不完全是美国崛起的原因**

自独立开始的前一百多年，美国保护主义兴起有三方面原因，一是缺乏军事和工业化基础；二是保护国内市场；三是国会被保守势力统治。尽管19世纪关税税率与GDP增速存在正相关，美国国内对其传导机制仍存争议。另外，美国赶超英国的主要依靠是人口优势和资本积累，与20世纪中后期“亚洲奇迹”颇为相似。即便只能以内为主，美国仍担心英国切断其与欧洲的贸易联系。

- **美国产业政策至今留有干预主义的基因**

保护主义仅是美国干预主义的一部分组成。美式干预主义的具体表现为“对内民主，对外霸权”。林肯总统的“美国体系”发展思维一直深深影响美国的产业政策。从独立至今，美国政府在投资各个领域均起着带头作用。如果没有政府主动干预，互联网仅是军用技术，也没有今天的硅谷和半导体制造技术联盟。

- **以内为主最为显著的时期之一是上世纪30年代中后期**

大萧条爆发后，美国几乎难以依靠外需。彼时，美国贸易依存度与中国改革开放前区别不大，关税税率仍旧领先全球。另外，二战后，消费对 GDP 的贡献度再也难以达到二战前的水平。在此期间，得益于财政和货币的双宽松，风险资产回报率最高，信用债也有不错的表现，利率债和房价则表现平平。由于美联储对信用扩张的错误判断，政策收紧导致 1937 年经济衰退和股市大跌。对于资产价格来说，货币政策的作用可能比地缘政治风险还要重要。如今，美国可能再一次走向孤立主义，美联储也可能接近 1942 年的收益率曲线控制，历史或许正在重演。

- **风险提示：**

地缘政治风险超预期、美联储宽松不及预期、新冠疫情超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号： S0100119080008

电话： 010-85127730

邮箱： fuwancong@mszq.com

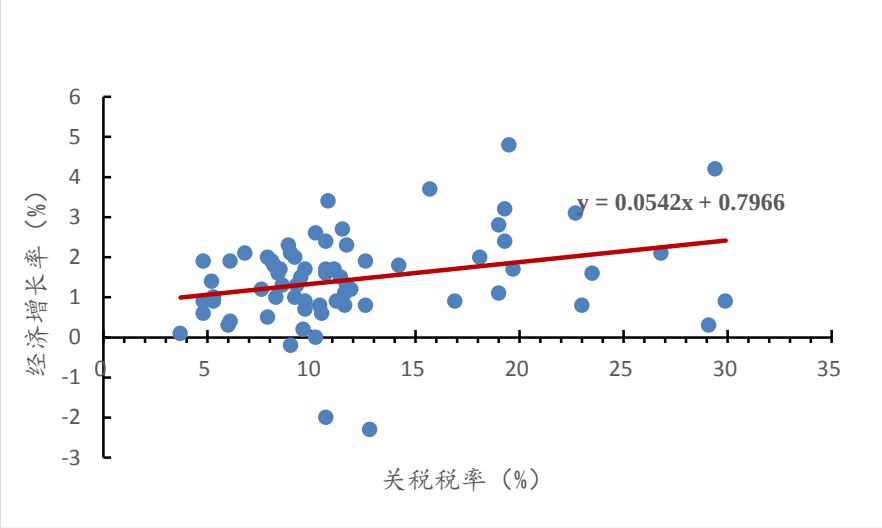
相关研究

目录

一、保护主义真的是美国 19 世纪崛起的秘诀吗？.....3
1.1 保护主义壮大有其历史原因.....3
1.2 美国崛起与 20 世纪中后期“亚洲奇迹”颇为相似.....5
1.3 保护主义在美国仍有争议.....6
二、美国产业政策未曾脱离干预主义.....8
2.1 林肯铁路基建与罗斯福新政异曲同工.....8
2.2 战争与工业科技的联动关系.....9
2.3 新时代“网络式”产业干预模式.....10
三、美国“以内为主”时期及资产表现.....11
3.1 为什么是上世纪 30 年代中后段？.....11
3.2 货币极度宽松下：资产价格表现不俗.....12
风险提示.....13

瑞士经济学史家保罗·贝罗赫在研究 19 世纪下半段的欧洲经济增长与贸易关系时，提出著名的“增长-关税悖论”：高关税将提高经济增速。关税与经济增速的正相关性同样出现在美国（图 1）。更为突出的是，19 世纪美国的关税税率领跑全球。同期，美国成功超越英国，成为工业最发达国家。因而，国内保守派一直将“增长-关税悖论”视为保护主义的最佳证明。但是，保护主义与经济增长之间的因果传导关系一直存有争议。经过我们查阅资料和比较分析，美国经济崛起和保护主义之间的传导机制并不清晰，甚至可能产生负作用，阻碍资本积累。不过，从美国 200 多年产业政策发展可以看出，美式干预主义（包含保护主义和国家资本主义）的基因仍然存在，具体表现在“对内民主，对外霸权”。美国从未“闭关锁国”，一切以“国家利益至上”为宗旨。在国际形势严峻复杂的现状下，我国仍需注重经济发展规律，突出我国的优势：14 亿人口的全球最大市场。

图 1：19 世纪下半段关税税率与经济增速呈现正相关



资料来源：凯文·奥罗克，NBER，民生证券研究院

注：共有 10 个国家，包括澳大利亚、加拿大、丹麦、法国、德国、意大利、挪威、瑞典、英国和美国，时间跨度为 1875 年至 1914 年。

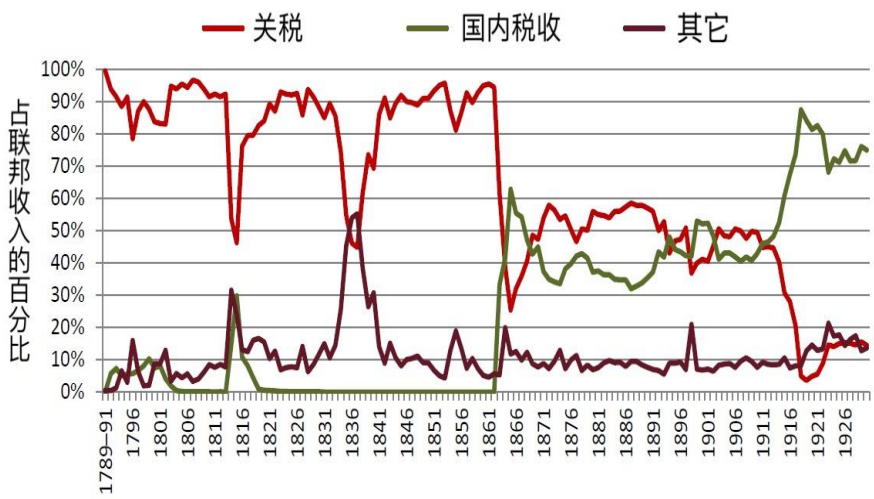
一、保护主义真的是美国 19 世纪崛起的秘诀吗？

1.1 保护主义壮大有其历史原因

三点原因促使美国独立初期离不开保护主义。（1）政府收入高度依赖关税收入。独立战争后，美国几乎“一穷二白”，政府收入极其有限，只能依靠发债和关税。根据美国统计局数据显示，1860 年前，关税收入在联邦政府收入中占比长期维持在 80%以上（图 2）。**（2）实现军事自主和发展制造业的愿景。**1791 年，第一任财政部长汉密尔顿向国会提交了著名的《关于制造业的报告》，提倡通过关税和补助政策实现军事自主化和工业化，获得华盛顿总统和国会的支持。美国诞生的基因里就含有保护主义。**（3）立法机构多数派**

决定政策方向。独立后前一百多年时间内，国会被保守党牢牢掌控，保护主义政策缺乏有效对抗。美国完全进入自由贸易的标志是 1974 年贸易法。

图 2：独立后的前一百年，美国政府收入高度依赖关税



资料来源： USITC，民生证券研究院

19 世纪上半段开始出现关税争议的苗头。1800 年至 1860 年，美国关税税率先升后降，不仅波动较大，而且绝对水平也较高（图 3）。这主要和当时政策缺乏数据支持以及南北矛盾有关。根据 USITC 资料显示，在 19 世纪上半段，多位美国财政部长均对数据是否支持高关税政策持怀疑态度，认为关税制定过于草率。而且，为了维护自身利益，企业存在谎报和瞒报的可能性。由于数据匮乏，美国国会流行“假如…就会…”的逻辑推导，政策制定极具主观色彩。虽然南方代表的自由贸易派认为，高关税会降低人民生活水平，并会阻碍美国与海外经济的联系。**但是，由于保护主义势力强大，南北分歧并未出现根本性改变，美国最终走向内战。**

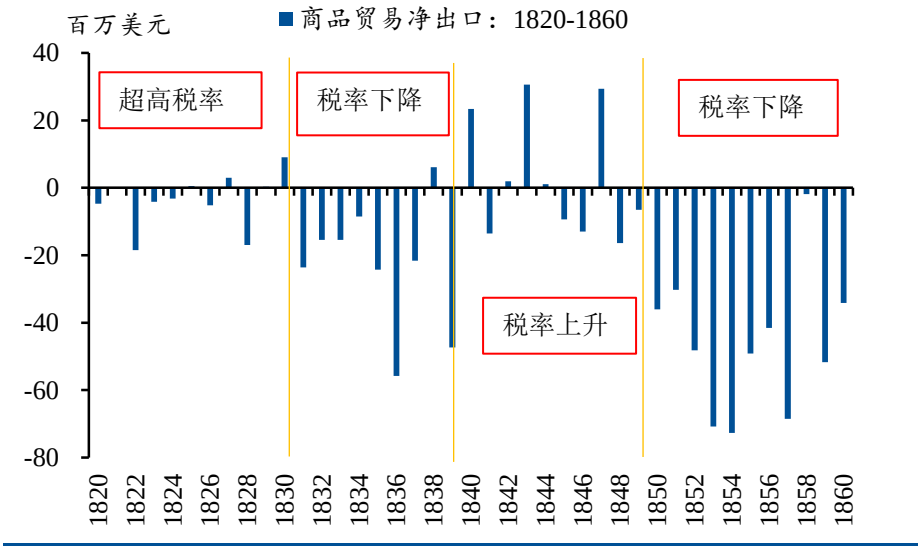
图 3：19 世纪上半段美国进口关税先升后降，绝对水平领先全球



资料来源： USITC，民生证券研究院

美国贸易长期处于逆差。19 世纪 20 年代，美国贸易处于相对平衡状态；30 年代出现显著逆差，对应关税税率快速下滑；40 年代重回平衡状态，并且出现了较为明显的顺差，对应关税税率上升；50 年代又是连续十多年的贸易逆差，对应关税税率下降（图 4）。因而，根据关税税率与贸易赤字的负相关，保守主义支持者坚持使用高关税保护国内市场。其中，来自农业部门的呼声最为强烈。**由于未找到贸易赤字的具体来源，我们无法判断保护主义对早期的美国经济增长是否具有正向推动作用。**

图 4：较高的关税税率能够改善美国早期的贸易赤字



资料来源： NBER，民生证券研究院

1.2 美国崛起与 20 世纪中后期“亚洲奇迹”颇为相似

美国依靠人口增长和资本积累推动经济超越英国。19 世纪下半段，美国实际 GDP 年均增长率为 3.94%，大幅高于英国的 1.9%（表 1）。对比同期的英国自由贸易主义，保护主义政策似乎更具优势（表 2）。但是，通过拆解英美的经济增长来源，可以发现人口、地理和资源优势是美国赶超的主要因素。在此期间，美国人口增速高于英国 0.8 个百分点，1900 年人口接近英国的两倍；资本存量增速更是英国的 3 倍有余。投资拉动经济的增长模式与“亚洲奇迹”尤为相似。**值得注意的是，美国的全要素增长率与英国基本上相等，表明两国在资源配置的有效性上比较接近。**另外，自由贸易时期的美国（1950 年-1992 年）与保护主义时期的美国都拥有 3%以上的经济增速，**最大的区别是全要素生产率增速，表明美国完成了创新驱动的经济转型。**

表 1：美国依靠人口增长和资本积累超越英国，再依靠科技创新完成二次飞跃

	美国		英国
时间	1870-1913	1950-1992	1870-1913
实际 GDP 增长（%）	3.94	3.22	1.90
人口增长（%）	2.09	1.25	1.21
人均 GDP 增长（%）	1.81	1.95	1.01
资本存量增长（%）	5.53	3.21	1.73
全要素增长率（%）	0.33	0.98	0.31

资料来源：道格拉斯·欧文，NBER，民生证券研究院

表 2：19 世纪下半段全球关税逐渐上升，美国税率冠绝全球

	1875-1879	1880-1884	1885-1889	1890-1894	1895-1899	1900-1904	1905-1909	1910-1914
澳大利亚	9.7	9.2	10.7	12.8	14.2	19.0	19.7	19.0
加拿大	15.7	16.9	18.1	19.0	19.5	19.3	19.3	19.5
丹麦	11.9	11.6	12.6	9.2	9.0	8.1	6.8	5.0
法国	5.2	6.0	7.9	9.7	10.4	8.6	8.5	8.9
德国	3.7	6.1	8.2	8.9	9.3	8.4	7.6	7.0
意大利	7.9	8.3	9.0	9.6	10.2	10.8	11.7	11.7
挪威	10.2	12.6	11.1	11.2	11.6	11.7	11.5	12.8
瑞典	9.7	10.5	10.7	10.7	11.4	10.7	9.5	8.4
英国	5.3	4.8	5.3	4.8	4.8	6.1	5.3	4.8
美国	29.4	29.1	29.9	23.5	22.7	26.8	23.0	18.3
平均值	10.9	11.5	12.4	11.9	12.3	13.0	12.3	11.5

资料来源：NBER，民生证券研究院

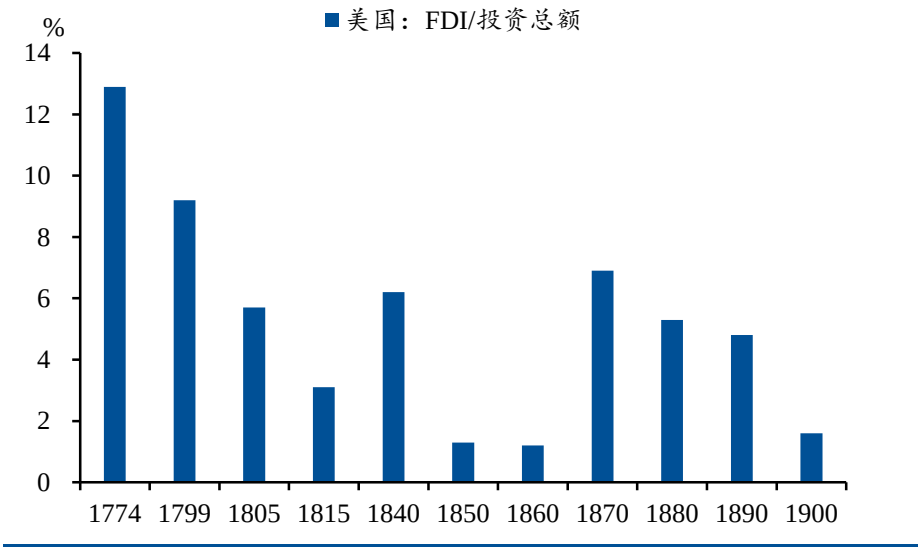
英国对美国也有不满，与当前中美关系既有相似又有不同。相似点在于 19 世纪美国的黑奴制度一直受英国谴责，新生的美国也担心拥有强大海军的英国实施海上制裁。美国学者沃尔特·拉塞尔·米德表示：“**在独立之后的最初 150 年，最让美国外交政策学者担心的不是丧失领土，而是贸易中断。**”不同点在于两国文化接近和语言相同，美国人一直尊重英国的悠久文化。而且，英国对欧洲强国德国更加上心，压制远在美洲大陆的美国并不划算。

1.3 保护主义在美国仍有争议

高关税政策的传导机制并不清晰。（1）收入传导。高关税保护国内劳动者不受外来竞争对手的冲击。收入提升也对提振内需有所帮助。矛盾之处在于缺乏创新和人力成本上升将会降低国内行业的出口竞争力，从而损失海外市场，甚至可能会引发不必要的通货膨

胀。**需要注意的是，根据贸易理论模型，自由贸易假设下，落后的国家在收入上会逐渐向先进国家收敛。**所以，收入传导的因果关系并不清晰。（2）投资传导。在分类征收关税政策下，对最终商品征收高关税将使得资本商品价格相对下降，从而提高资本商品的吸引力，并能够吸引外部直接投资（FDI）。但是，根据德隆（1998）测算，19 世纪中后期，美国资本品的关税税率与农产品几乎一致，均在 40%左右。FDI 在美国投资的占比较低，平均也仅有 5.3%（图 5）。美国投资的主要来源是高储蓄。**实际上，通过对资本商品征收高关税来保护国内工厂，甚至可能会阻碍资本积累和其他产业发展。**

图 5：美国并不依靠外部直接投资，大部分投资来源为居民储蓄



资料来源：德隆，NBER，民生证券研究院

宏观背景将影响关税与增长关系。19 世纪，关税与经济增长的正相关性是不可争议的事实。但是，直到今天，学术界对当时宏观状态下的因果传导关系尚未达成共识。与之相对的是，学术界普遍认同较高的关税税率在 20 世纪会阻碍全球经济增长（负相关）。另外，科技发展和经济结构变化可能导致两者之间缺乏直接可比性，后者的研究成果可能更适用于当前宏观经济背景。**美国的关税保护政策主要是为了迎合国内保守势力，而保护主义基因一直存在于美国产业政策中。**

二、美国产业政策未曾脱离干预主义

2.1 林肯铁路基建与罗斯福新政异曲同工

国家扶持推动美国工业壮大。19 世纪 60 年代，林肯总统提出了后世津津乐道的“美国体系”：高关税和补贴保护战略产业，政府采购确保市场需求，基建投资拉动经济增长。1864 年至 1969 年，美国历史上最具野心的跨州铁路修建完成。当时，美国刚刚结束内战，雄伟的经济建设计划即刻出台，导致国债占 GDP 比重长期处于独立以来的最高水平（图 6）。跨州铁路不仅提高国内贸易流通，而且加速人口流动，成为美国实现工业化的重要推动力。从美国就业分布变化看，1870 年至 1910 年期间，农业人口下降较为明显，劳动力主要流入制造业、公用事业和金融服务业（表 3）。如果高关税政策有效的话，农业部门工资有所支撑，将会阻碍工业人口流入。但是，政府的干预政策打破了两者之间的平衡。“美国体系”被罗斯福进一步发扬光大，著名的田纳西河谷管理局创立是公私结合（PPP）模式成功的最早案例。

图 6：林肯时期美国联邦债务创下独立以来新高，长期依靠发展投资



资料来源：IMF，民生证券研究院

表 3：劳动力从农业部门流向制造业、公用事业和金融服务业

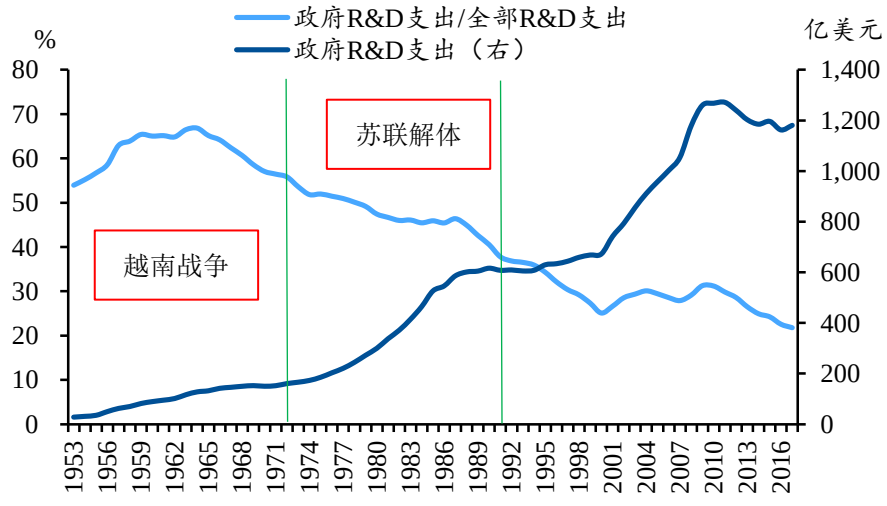
单位（%）	1869	1899	1909	变化值
农业	50.0	42.8	32.0	-18.0
采矿业	1.5	2.0	2.8	1.3
制造业	17.3	20.0	22.2	4.9
建筑业	5.8	6.1	6.3	0.5
公用事业	4.8	6.2	8.6	3.8
流通服务业	6.1	7.7	9.1	3.0
金融服务业	12.2	12.6	17.1	4.9
政府	2.3	2.6	1.9	-0.4

资料来源：NBER，民生证券研究院

2.2 战争与工业科技的联动关系

政府大力支持科研活动，主动牵线和引导资金来扩大民用技术。二战后，美国科技创新离不开两个战争：越战和冷战。从 1953 年至 1978 年，R&D 费用的一半来自政府部门，大部分被用来支持军事科技发展；直到冷战结束后，市场主导的科研活动才开始逐渐成为主流（图 7）。**如果庞大的政府科研支出无法转为商用，收益将不足以弥补投入，更无法支撑后续的科研活动。**为解决这个问题，美国国防高级研究所在上世纪 70 年代逐步引导资金进入斯坦福大学和加州大学伯克利分校，鼓励初创公司转化军用技术，最终造就举世闻名的硅谷。另一个著名案例是半导体制造技术联盟（SEMATECH）。1987 年，为了减少重复科研和不必要的竞争，国防高级研究所号召半导体巨头们和科研组织共享技术。尤为关键的是，政府在其中扮演润滑剂角色，平衡企业在半导体周期内的科研经费波动。

图 7：非常时期，美国科研支出主要依赖政府投资



资料来源：美国国家科学基金（NSF），民生证券研究院

2.3 新时代“网络式”产业干预模式

各个政府机构广撒网。上世纪 80 年代，里根总统上台提出“政府不是问题的答案，而是问题的所在”，开始实施自由市场理念和去中心化。随后，联邦机构按照各自职能需求和服务对象实施干预政策，例如小型企业局（SBA）成立小型商业创新研究基金，平均每年向 1500 个企业发放 5000 份奖励。根据小型企业局数据显示，2002 年至 2006 年期间，小型企业每一百人可以创造 26.5 个专利，而大型企业仅有 1.7 个。更有甚者，中央情报局在 90 年代末期成立了风投基金，通过招标形式向中小型企业购买技术或者直接注资，但不参与公司日常经营。

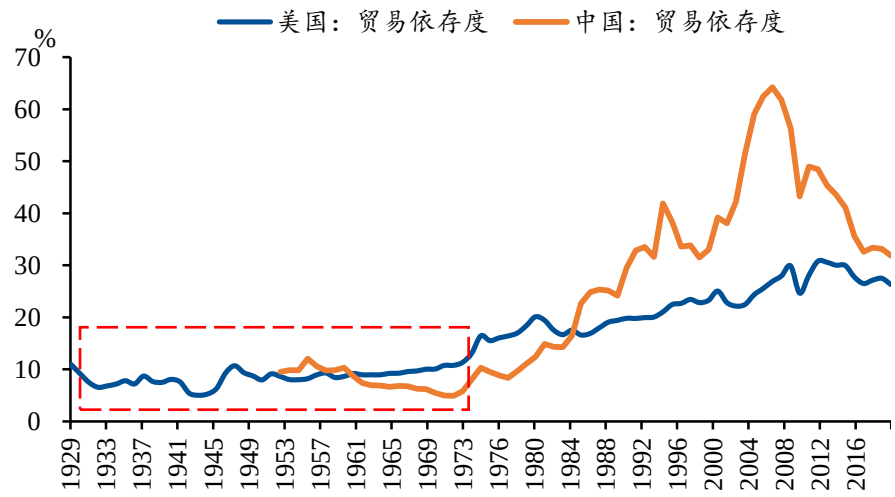
20 世纪最具创新精神的企业家是美国政府。德州大学奥斯丁分校教授迈克尔·林德在其《承诺之地：美国经济史》中写道：“20 世纪最具创新精神的企业家是美国政府。联邦政府开发创造了核能、计算机、互联网和喷气发动机，同时建立了州际高速公路系统，并完善了国家电网。政府基于第二次工业革命创造了一个大陆市场。毫无疑问，政府有时会失败。但是，几乎没有私人风险投资家能与山姆大叔的成功记录相提并论。尽管 IT 和社交网络领域的风险投资家已经开发并商业化了从晶体管到互联网的技术，但是，事实上，这些技术最初均是由美国国家资本主义开发的。”

三、美国“以内为主”时期及资产表现

3.1 为什么是上世纪 30 年代中后段

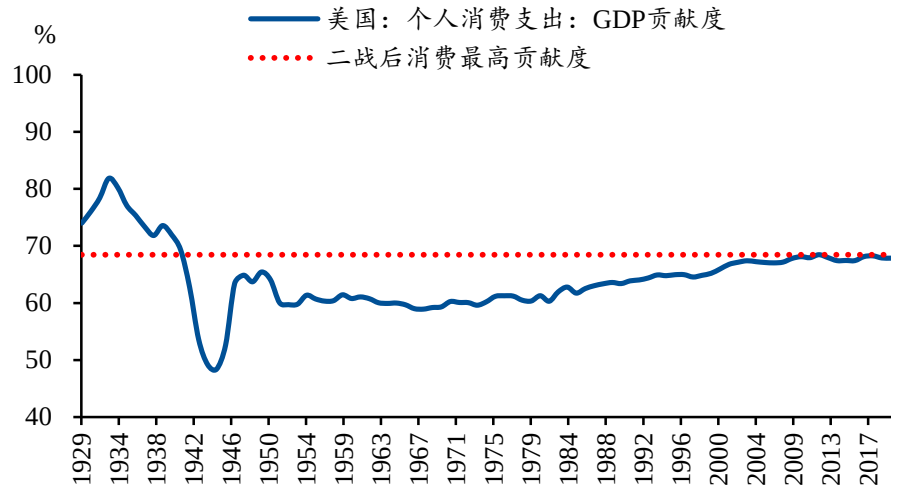
贸易依存度和消费贡献度符合“以内为主”。首先，从 1930 年至 1973 年，美国贸易依存度与中国改革开放前并无较大差异（图 8）。尤其是上世纪 30 年代，全球经济正值大萧条时期，美国无法依靠外需走出经济低谷。当时不少保守人士认为贸易是经济危机全球传导的原因，忽视了银行系统风险关联。最终，以罗斯福新政为代表的内需刺激法案帮助美国走出大萧条。另外，二战结束后，消费支出在美国 GDP 中的贡献度再也难以达到二战前水平（图 9）。加上 1947 年《关税总协定》出台，美国开始建造以自己为核心的自由贸易体系，外需重要性逐渐提升。因而，不管是被动还是主动（《斯姆特-霍利关税法案》），美国在上世纪 30 年代中后段基本上以内为主。

图 8：19 世纪上半段时期，美国贸易依存度与中国改革开放前并无较大区别



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：19 世纪初消费主义推动美国消费大幅上升，二战后再也难以达到前期高点



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.2 货币极度宽松下：资产价格表现不俗

风险资产表现最佳，需警惕政策滑坡。货币政策方面，从 1935 年至 1939 年，3 个月国债收益率基本上在 0.1%至 0.2%区间波动，说明基准利率处于历史低点（零界限）。财政方面，1933 年至 1935 年的“第一次新政”成果逐渐显现，美国实际 GDP 在 1936 年回到大萧条前水平。在此期间，虽然标普 500 指数在 1937 年衰退时大跌 35%，但是 5 年仍有近 60%的收益率；高等级信用债次之；房价和长期国债表现较差（表 4）。1937 年，美联储基于对信用过度扩张的担忧而选择货币收紧；正巧碰上《社保法》通过，两大政策同时收紧导致 1938 年经济增速大幅下滑。芝加哥联储主席埃文斯在 2012 年表示“**当利率处于足够低的位置时，政策制定者自然会倾向于提前收回宽松政策。美联储在 1937 年就犯了一次不成熟的错误。**”

表 4：货币宽松和财政加码下，以内为主仍是风险资产表现最佳

收益率（%）	标普 500	财政票据（基准利率）	国债	高等级信用债	房价	CPI
1931	-43.84	2.31	-2.56	-15.68	-8.15	-7.02
1932	-8.64	1.07	8.79	23.59	-10.47	-10.06
1933	49.98	0.96	1.86	12.97	-3.81	-9.79
1934	-1.19	0.28	7.96	18.82	2.91	2.33
1935	46.74	0.17	4.47	13.31	9.77	3.03
1936	31.94	0.17	5.02	11.38	3.22	1.47
1937	-35.34	0.28	1.38	-4.42	2.56	2.17
1938	29.28	0.07	4.21	9.24	-0.87	0.71
1939	-1.10	0.05	4.41	7.98	-1.30	-1.41
1940	-10.67	0.04	5.40	8.65	3.31	-0.71

资料来源：纽约大学斯特恩商学院，罗伯特·席勒，民生证券研究院

当前美国去全球化与上世纪 30 年代既有相同点，又有不同点。不管美国是以内为主还是全球化，核心目的均是经济增长和“国家利益”。从贸易依存度上看，美国去全球化可能在 2010 年就已经开始。如果中美“脱钩”对经济造成重大冲击，即便政府债台高筑，“美国系统”应会继续加码。**同样的，联邦基准利率在两个时期均已接近零下限，均可能在未来实施收益率曲线控制。**因而，对于资产价格来说，美联储的作用可能会大于中美关系变化。结果可能是中美关系的转变带动经济结构变化，央行放水全面推升资产价格。不同点在于，美国去全球化的初始状态与上世纪 30 年代不同。当年，美国本身一直秉承孤立主义，航运交通也不够发达。当前，中美经济相互依赖性较高，跨国公司相互关联，这与美苏争霸时期的经济格局完全不同。

风险提示

地缘政治风险超预期、美联储宽松不及预期、新冠疫情超预期等。

插图目录

图 1：19 世纪下半段关税税率与经济增速呈现正相关 3
图 2：独立后的前一百年，美国政府收入高度依赖关税 4
图 3：19 世纪上半段美国进口关税先升后降，绝对水平领先全球 4
图 4：较高的关税税率能够改善美国早期的贸易赤字 5
图 5：美国并不依靠外部直接投资，大部分投资来源为居民储蓄 7
图 6：林肯时期美国联邦债务创下独立以来新高，长期依靠发展投资 8
图 7：非常时期，美国科研支出主要依赖政府投资 9
图 8：19 世纪上半段时期，美国贸易依存度与中国改革开放前并无较大区别 11
图 9：19 世纪初消费主义推动美国消费大幅上升，二战后再也难以达到前期高点 12

表格目录

表 1：美国依靠人口增长和资本积累超越英国，再依靠科技创新完成二次飞跃 6
表 2：19 世纪下半段全球关税逐渐上升，美国税率冠绝全球 6
表 3：劳动力从农业部门流向制造业、公用事业和金融服务业 9
表 4：货币宽松和财政加码下，以内为主仍是风险资产表现最佳 12

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。