

# 美联储降息了 美国政府还能寅吃卯粮吗

□武汉大学经济学博导、董辅卅讲座教授 管涛

7月31日,美联储宣布防御性降息25个基点,这是10年来首次降息。对于此次降息的动机,美联储有其解释,市场也有很多解读。结合美国政府债务状况,有助于我们更加透彻地看清楚美联储降息的意图。

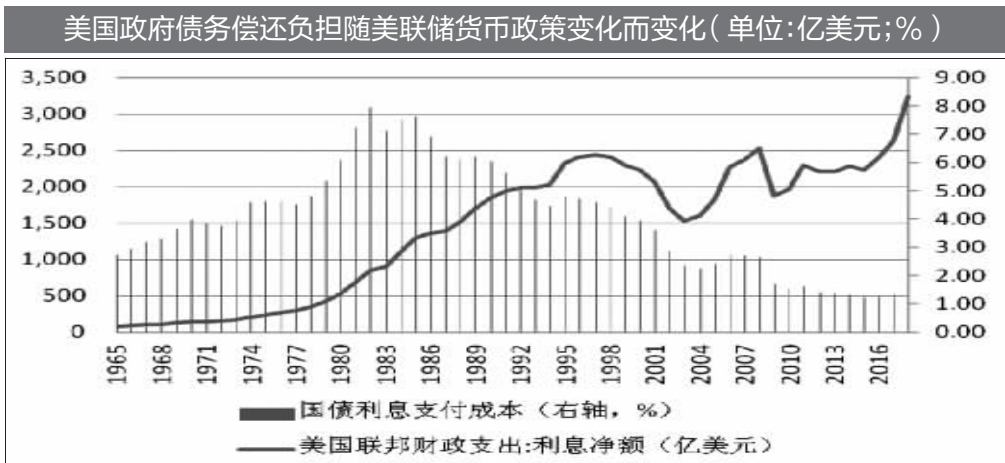
## 政府与市场之间的杠杆腾挪

始于美国次贷危机的2008年国际金融危机,实质仍是高杠杆引爆的债务危机。危机之前,美国家庭部门过度消费,大量没有偿债能力的家庭举债购房置业。房地产泡沫破灭后,这些家庭出现了偿债困难,引爆了次贷危机,进而逐渐演变成全球金融海啸。

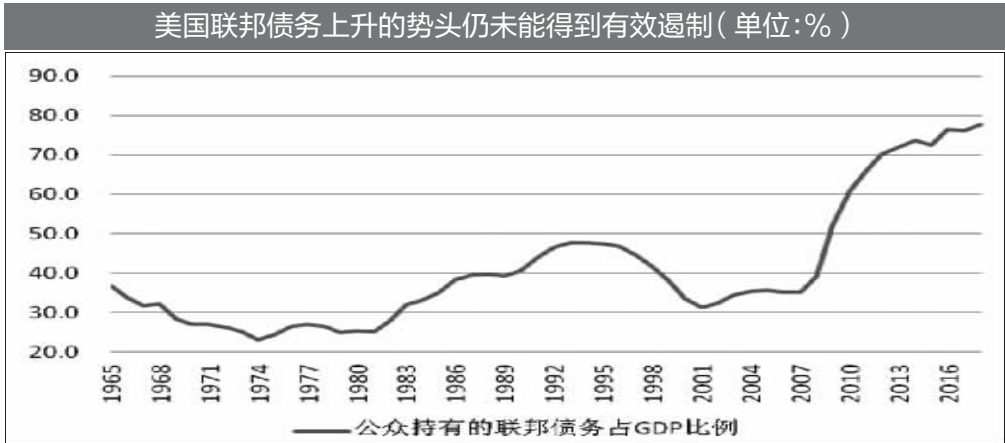
危机以来,美国并没有真正降杠杆。据国际清算银行统计,截至2018年末,美国非金融部门杠杆率为249.4%,较2008年末上升了14.6个百分点。其中,非金融企业部门和居民部门杠杆率分别为74.4%和76.3%,较2008年末分别上升了1.8个百分点和下降了19.6个百分点;政府部门杠杆率为98.7%,上升了32.4个百分点。

为应对政府债务膨胀,美国政府频频提高法定债务上限。2008年7月底,美国联邦债务法定上限今为10.615万亿美元,到2017年底连续提高了12次,升至20.456万亿美元,而此前的1998—2008年累计才提高了6次。

美国政府的所以能够肆无忌惮地扩张财政赤字,得益于美联储推行的零利率和量化宽松组合的非常规货币政策。2002—2007年,美国联邦财政赤字与GDP之比平均为2.3%,2008—2014年间跃升为平均6.8%。截至2014年底,美联储总资产相当于GDP的25.9%,较2007年底上升了19.5个百分点;美国未偿国债总额与GDP之比为101.7%,上升了39.4个百分点,未偿国债中美联储持有比重达到13.8%,上升了5.4个百分点。2014年,美国国债偿还的利息支付成本约为未偿



数据来源:美国财政部、Wind 注:国债利息支付成本=净利息支出/( (上年底未偿国债总额+本年底未偿国债总额)/2)。



资料来源:美国国会预算办公室、美国经济分析局、Wind

国债总额的1.32%,较2007年下降了51%。

这进一步彰显了美元嚣张的霸权。全世界有且仅有美国能够在自己出事情以后,还可以低成本甚至零成本向市场融资。

## 加息和缩表加重政府债务负担

2014年以来,随着美联储退出量化宽松货币政策,逐步推进加息和缩表进程,美国政府的好日子也就逐渐到头了。

截至2018年底,美国未偿国债中,美联储持有的比重为10.4%,较2014年底回落了3.4个百分点;经过9次加息后,联邦基金利率的实际水平为2.4%,较2014年底上升了234个百分点;3个月、2年和10年期美债收益率分别为2.45%、

2.48%和2.69%,较2014年底分别上升了241、181和52个基点。

前述货币紧缩主要发生在美国现政府任职后的2017—2018年间:美联储累计加息7次,联邦基金利率的实际水平上升了185个基点;美联储总资产与GDP之比累计回落了4个百分点,持有国债占比回落了2.2个百分点。由此导致美3个月、2年和10年期美国国债收益率,累计分别上升了194、128和24个基点。这就难怪今正在通过减税刺激经济的美国现总统大为不爽了,并直斥美联储在拖美国经济的后腿。

2018年,在减税政策刺激下,美国经济实际增长2.9%、名义增长5.4%,处于战后最长的经济扩张周期。然而,这并未像改政时美国政府所预

# 外部环境严峻复杂 外贸发展逆势而行

□国家信息中心经济预测部 闫敏

2019年以来,我国外贸进出口平稳运行,发展质量进一步提升。尽管世界经济逐季下行,外部风险挑战日渐增多,但是我国外贸高质量发展有序推进,结构优化、动能转换、效率提升的基本趋势没有改变。展望下半年,由于外部环境严峻复杂的总趋势仍将延续,国内需求存在缩减压力,部分领域、部分企业、部分地区外贸出口依然承压,但是外贸创新能力提升、贸易多元化战略落实、扶持政策坚定有力,预计我国进出口仍将保持稳中有进的发展态势。

## 当前对外贸易发展呈现四大特征

(一)进出口增长平稳,贸易规模持续扩大 1—7月,我国进出口总额17.41万亿元,比去年同期(下同)增长4.2%。其中,出口9.48万亿元,增长6.7%;进口7.93万亿元,增长1.3%;贸易顺差1.55万亿元,扩大47.4%。我国外贸增长的内生动力不断增强,“以质取胜”的总体趋势继续保持,进出口高质量发展的基础巩固,1—7月以人民币计价的进出口总量、出口总量和进口总量均达到历史同期高点。

(二)贸易结构总体优化,部分高端产品出口下滑

1.进出口“优进优出”特征更明显 1—7月,我国进出口结构进一步优化,贸易多元化趋势更趋显著、出口产品附加值提高、消费升级和能源资源产品进口增加、一般贸易占比持续提升、民营企业成为对外贸易发展主力军。 2.部分高技术产品出口增速下滑 尽管我国外贸出口产品结构实现优化升级,但是受中美贸易摩擦向科技领域延伸,“五眼联盟”等国家和地区长臂管制等因素影响,当前部分高技术产品出口明显下滑。1—6月,我国手持无线电话机及其零件、集成电路、液晶显示板等技术含量相对较高的产品出口增速出现明显回落,部分产品出口大幅下降。从出口数量看,集成电路出口下降8.5%,液晶显示板下降12.4%。

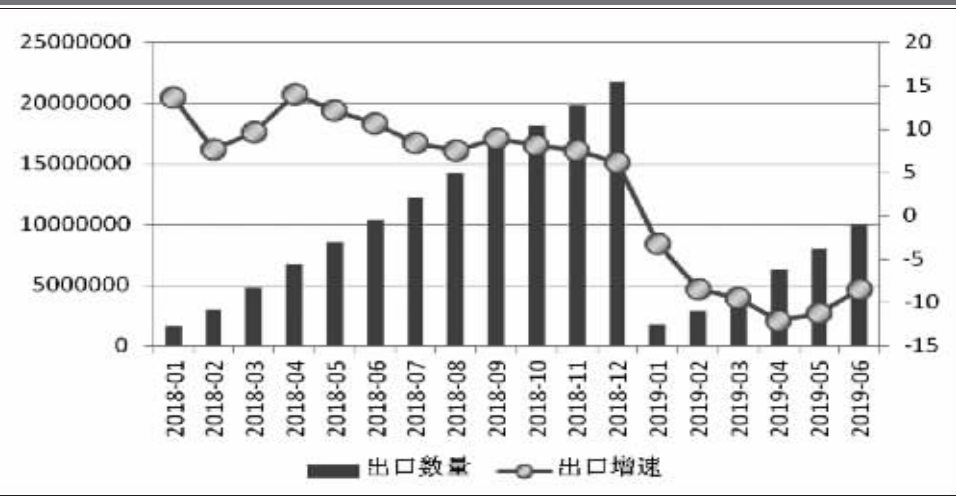
(三)外贸发展新动能增强,质量效率不断提高

我国推出减税降费、贸易便利化等支持外贸稳定增长的政策举措,营造良好环境,激发企业经营活力,外贸领域创新发展动力提高,转型升级步伐加快。“六稳”政策效应持续显现,稳外贸、稳外资等一系列措施有力推进,稳定了企业预期,增强了市场信心。

(四)“衰退式”贸易顺差再现,外需贡献显著提升

1—7月,按国际可比价,我国进出口总值2.56万亿美元,下降1.8%。其中,出口1.39万亿美元,增长0.6%,增速较上年同期回落11.8个百分点;进口1.17万亿美元,下降4.5%,增速回落25.6个百分点;贸易顺差达到2256.9亿美元,扩大38.7%,

2018年以来我国集成电路产品出口情况(单位:万个)



表现为“衰退式”贸易顺差。

## 下半年外贸发展将在压力下稳步前行

展望下半年,国内外形势复杂性进一步增强。但同时,我国作为负责任大国积极推动中美贸易谈判向正常方向发展,与国际社会一道引导经济全球化朝正确方向前进,加快调整贸易结构、增强贸易创新力,创造良好营商环境、提升贸易便利化程度,我国进出口发展有条件、有基础实现平稳运行。

### (一)世界经济存在减速压力

从经济周期看,世界经济已经在2018年初触及本轮增长周期顶点后进入下行阶段。美国、欧盟、日本等主要国家和地区经济先行指数回落,世界经济增长动力不足,国际货币基金组织、世界银行、世贸组织等国际机构多次下调2019年全球经济、贸易增长预期。其中IMF将世界经济增速再度下调0.1个百分点至3.2%,为近9年来低点。世界经济放缓意味着我国出口将继续承压。

### (二)国内经济运行稳中趋缓

我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期,经济发展韧性和潜力较大,运行态势总体平稳,但是稳中承压、稳中存忧。我国市场规模巨大、人力资源丰富、产业配套齐全,潜力和回旋余地大,经济平稳健康发展具有良好的基础。但是,当前经济领域仍面临制造业投资偏弱、企业利润下降、就业领域风险加大、要素成本仍处高位、产业链加速外迁等问题。预计下半年经济增速将稳步放缓至6.2%左右,进口动力仍不强勁。

### (三)稳定外贸与扩大开放政策力度加大

我国为外贸企业创造良好的金融环境,优化金融服务,加大出口信保、融资信贷等政策支持,拓展外贸出口投融资渠道,加强对进出口小微企业支持力度,稳定人民币汇率;我国为外贸企业提供更加优良的进口环境,实施积极的进口促进战略,主动扩大进口,举办国际进口博览会,下调

部分商品进口关税,总体关税水平已降至7.5%,大力支持先进技术、重要装备和关键零部件进口;我国为外贸企业打造优越的营商环境,进一步提升贸易通关便利化水平,加大减税降费力度,切实降低企业负担;我国为外贸企业提供更佳的创新环境,发展加工贸易保税维修等新业态,扶持跨境电商、市场采购贸易等外贸新模式。在稳外贸政策的积极作用下,我国外贸增长将增添新动力。

## 建议“五个结合”保持进出口平稳增长

按照党中央国务院关于“六稳”工作部署,落实稳外贸相关政策,加强政策预研储备,做好“五个结合”,切实保持进出口平稳增长。

### (一)财政支持与金融支持相结合

完善出口退税政策,加快退税进度;进一步降低进口关税总水平,扩大进口商品减税范围,对关键设备、产品、技术进口实施减税降费支持措施;对符合条件的外贸领域中小型企业实施结构性减税,增加贸易灵活性。推动扩大出口信用保险覆盖面、合理降低保费;鼓励金融机构加大对外贸企业融资支持;扩大金融机构对外贸结构升级、外贸产业发展、外贸创新项目的信贷支持力度;不断拓展人民币结算范围,提高便利程度。

### (二)产业发展与结构升级相结合

提高国内产业发展水平,提高高新技术产品 and 高端装备制造产品的出口竞争力,逐渐培育新的出口主导产业;加强制造业和服务业融合发展,实现货物贸易和服务贸易相融合、相带动,不断提升外贸国际竞争力;引导企业加强品牌、服务、技术和质量等方面建设,推升外贸新兴产业向全球价值链高端跃进;建立全球营销体系,减少出口环节,降低出口成本。

### (三)优化环境与提高效率相结合

进一步推动有关部门加强合作,提高对外贸易涉及的商品检验检疫、知识产权、产品质

想的那样,减税通过扩张经济、扩大税基,进而增加税收。逆周期政策顺周期使用的结果是,2018年,美国联邦财政收入下降0.4%,支出增长4.4%;联邦财政赤字与GDP之比为3.9%,较上年上升0.4个百分点,较2016年底上升0.7个百分点。

财政赤字扩大导致美国国债发行增加。截至2018年底,美国未偿国债总额为21.5万亿美元,较上年底增长6.3%。同时,由于融资成本上升,2018年,美国联邦财政支出中的净利息支出达到3250亿美元,较上年增长了23.8%;该项支出分别相当于联邦财政支出的7.7%和联邦财政收入的9.8%,均为2008年以来的最高水平;该项支出相当于GDP的1.6%,也为2008年以来的最高水平。2018年,美国国债的利息支付成本约为1.56%,较2015年的低点高出了25%。

今年以来,前述发展趋势有增无减。上半年,美国联邦财政收入同比增长3.7%,支出增长5.2%;联邦财政赤字4282亿美元,增长12.0%,年化联邦财政赤字(即2018年下半年与2019年上半年联邦财政赤字合计)与年化GDP之比为4.3%,同比上升了0.7个百分点。

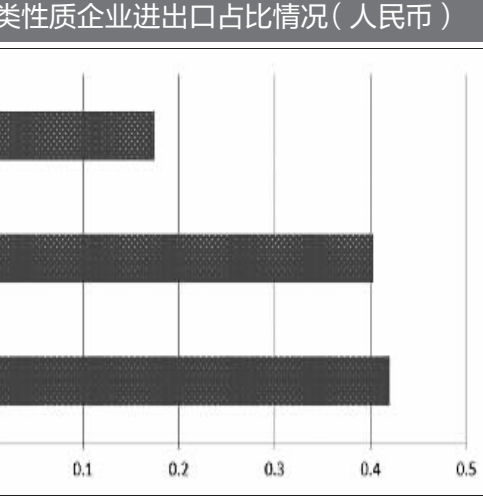
## 寅吃卯粮的日子能否延续

根据美国国民经济研究局的官方判定,二战以来,美国最长的扩张周期为120个月,即1991年3月到2001年3月。今年第二季度,美国经济环比年率实际增长2.1%(名义增长4%),这是自2009年6月以来美国经济历时第121个月的扩张,已创下战后经济扩张最长周期的新纪录。

但越来越多的人预期,随着全球贸易局势紧张和经济前景看淡,美国经济正在步入周期扩张的尾声,明年陷入经济衰退的概率正在大幅上升。若果真如此,则未来美国财政赤字的扩张压力将进一步加大。6月底,美国无党派的国会预算办公室预计,50年后美国联邦债务与GDP之比将近翻倍,这可能将美国推入“财政危机”。

债务经济难以承受加息之痛,才是美联储货币政策正常化半途而废、改弦更张的更深层次原因。美联储前主席伯南克和耶伦,任内都曾多次质疑过美国政府的债务可持续性问题。这次美联储降息不论是主动预防全球经济放缓和贸易局势紧张造成的经济下行风险,还是被动屈服于美国政府和金融市场的压力,都是为了延长本轮经济周期和降低赤字融资成本。美联储降息开启了分子与分母的赛跑,美国政府寅吃卯粮的日子还能够延续吗?

2019年1—7月



量和技术标准、环保标准等众多领域的标准、规则的对接与统一程度;在货物贸易、投资保护、原产地规则、海关手续、贸易救济、检验检疫、知识产权、政府采购、临时入境等不同领域,研究适应新业态、新模式、新情况发展的制度安排,优化营商环境;加强政府、服务机构、企业等方面合作对接,激发市场主体活力,支持行业加大海外市场宣传推介力度,及时发布市场和政策信息。

### (四)创新发展与技术升级相结合

大力发展基于大数据和云计算技术的新型信息化系统建设,按照“有利监管、方便企业”的原则,将现代通信传输、电子传感、信息、控制、计算机、网络、GPS、GIS等高科技集成应用于外贸信息化系统建设,提高实时流转与监控效率,节约社会成本;尽快出台适应跨境电商零售出口特点的所得税核定征收办法,扩大跨境电商综合试验区试点范围;建立一体化跨境物流系统,在海外建立仓库解决跨境物流高成本问题;加强企业、海关、税务、工商和外管等多方面的互相协作能力,为跨境电商企业提供通关、结汇、退税、邮包寄递等一站式服务;鼓励加工贸易保税维修等新业态发展,培育进口贸易示范区。

### (五)多元共赢与区域协作相结合

积极联合欧盟、加拿大、日本、墨西哥等国家,争取最大可能的国际支持和市场份额,实现国际合作的“合纵连横、多元共赢”;切实落实第二届“一带一路”国际合作高峰论坛成果,加快完成已签署的项目合作协议;扎实推进中巴经济走廊、印尼雅万高铁、马来西亚关丹产业园、白俄罗斯工业园等一批重大项目,引领我国优质产能装备、技术和服务出口;加大陆地、海上、空中、网上互联互通以及相关的基础设施建设,同时推进政策、市场、规划、标准等方面“软联通”,推进与东南亚、中亚、西亚、中东欧、非洲等区域的贸易联系。

## 中国能源70载跨越发展 低碳清洁转型攻坚克难

□厦门大学中国能源政策研究院院长 林伯强

建国70载,沧海桑田,见证了中国能源的跨越式腾飞。能源作为人类赖以生存的基本物质基础、国家经济发展的燃料动力,一直以来在改善人民生活质量、促进国家经济增长、地缘政治与国际外交等领域承担着不容忽视的重要角色。回首中国能源70年,从以往的基础薄弱供求紧张到现今的供应充足、高效节能结构优化,能源产业取得了举世瞩目的成就。

## 中国能源发展的两大国际公认亮点

70年来,中国能源发展的亮点之一是政府通过合理的政策设计和资金支持,保障了所有人获得持续和安全的能源服务。

能源普遍服务是任何国家能源发展的主要目标之一,中国电力跨越式发展也在惠及民生。1978年全国电网覆盖率不到一半;1990年中国通电率已经达到93%;而到了2015年,中国正式宣布解决了最后无电人口的用电问题。至此,14亿人口全部能够享受到电力普遍服务带来的好处。与之相对应的是,2017年全球尚有近10亿人无电可用。

1978—2018年,中国的人均用电量从260千瓦时增长到超过4900千瓦时,年均增速达到7.6%。2018年中国人均用电量比世界平均水平高出50%,中国供电可靠率达到99.82%,其中14个特大及以上城市供电可靠率达到99.95%,超过绝大多数发展中国家,接近发达国家水平。为了实现农村用户从“用上电”到“用好电”的转变,“十三五”期间,国家实施新一轮的农村电网改造工程,加快农村电网的建设与升级。同时,政府将光伏电站的建设指标更多地倾斜于贫困地区,将保障贫困地区群众的基本用电和脱贫攻坚战结合起来。电力的普及及为偏远地区的经济发展带来新的机遇,对营造社会发展环境起到积极作用。

70年来,中国能源发展的另一亮点是新能源产业的快速发展。目前中国是世界新能源发展的数量国家,短短10年内,完成了从新能源起步到世界第一的过程,充分发挥了中国赖以立国的制造业优势。

中国的新能源发展特别是国内市场发展晚于发达国家,起步时技术并不先进,补贴相对也不算高,发展模式不清晰。然而,中国的新能源产业并不囿于这一短期困难,以规模化生产成本优势为切入点,从整体培育与适度竞争的角度解决这一根本难题。以光伏为例,中国制造使得光伏组件成本10年间下降了90%,突破了40余年来发达国家的学习成本曲线。从规模优势、成本优势着手,积累人才优势、技术优势,最终实现市场优势,中国新能源的发展为其他国家提供了一条可以参照学习的发展道路。

## 低碳清洁转型的困难和挑战

中国能源跨越式增长伴随着大规模化石能源的使用,导致了环境污染和二氧化碳排放快速增长。此外,中国是个消费大国,能源安全的重要性不言而喻,未来中国能源低碳清洁发展需要强调安全、成本和整体系统效率。

只有当比例足够大时,新能源才能在满足能源需求增长的同时替代煤炭。中国新能源发展的基本矛盾已经转变,光伏、风电已开始平价上网,电动汽车也具备了基本的竞争力。接下来发展面临的问题是如何大规模进行配套基础设施建设,包括充电站建设进入千家万户,让已建成的光伏和风电能够足额把电发出来,这些都是涉及基础设施的问题,是今后政府政策需要扶持的主要方面。

能源低碳清洁转型能够创造经济机会,但也面临着不同的政治经济现实。政府在不同的发展阶段、不同的国内外经济背景下,会强调不同的能源发展目标,包括支持经济增长、环境可持续发展 and 满足普遍的能源消费。以往政府一般通过价格和税费来平衡不同的发展目标,随着互联网和可再生能源的崛起,今后可以通过发展综合能源服务使其成为新时代平衡能源发展目标的重要手段。在保障环境可持续的同时兼顾普遍能源服务,通过提高能源效率来支持经济增长。目前能源互联网、智慧能源、多能互补、能源微电网等是能源企业布局综合能源服务的有力抓手。

中国低碳清洁转型策略需要兼顾能源成本和能源安全,否则在实践中难以兑现。清洁煤炭利用受到高成本和碳排放的约束,需要技术和整体能源系统安全效率出发来决定政府的政策导向。一般来说,煤炭清洁利用包括整个产业链的清洁化和效率提升,而煤制气和煤制油的基本立足点是环境污染转移、降低污染成本和保障能源安全,政府需要从这个角度进行行业规划。此外,如果今后风电和光伏占电力消费的比例大幅度提升,煤炭与其他能源更大范围内有效互补也可能是煤炭清洁发展的一个重要方面。最后,由于中国大型火电机组的数量庞大,而且运行年份不长,使得中国火电在相当长时间内将强力锁定。