

中国经济内外格局转变的逻辑

■ 中山证券有限责任公司首席经济学家 李湛

“大象难以藏身树后”，以中美贸易冲突为标志，中国经济开始直面外部国际环境的剧变，中国经济可能会经历一段外部国际环境明显不友善的新阶段，在这一点上，去年底以来很多研究机构、学者和市场分析人士都存在明显误判。如果说过去两年里美国经济复苏、中美经济周期异步、美联储持续加息导致的资本外流压力构成中国宏观经济政策的外生性经济约束，成为判断中国宏观经济金融政策走向逻辑的背景因素。那么，当前这个新晋追赶在位的背景既得利益大国对中国这个新晋追赶大国的战略打压，将构成未来很长一段时间里中国外部环境不确定性的背景。因而，如何看待未来中国宏观经济走势，以及理解后续中国宏观经济金融政策调控的逻辑，需要首先简要梳理整个内外环境格局的演变过程。

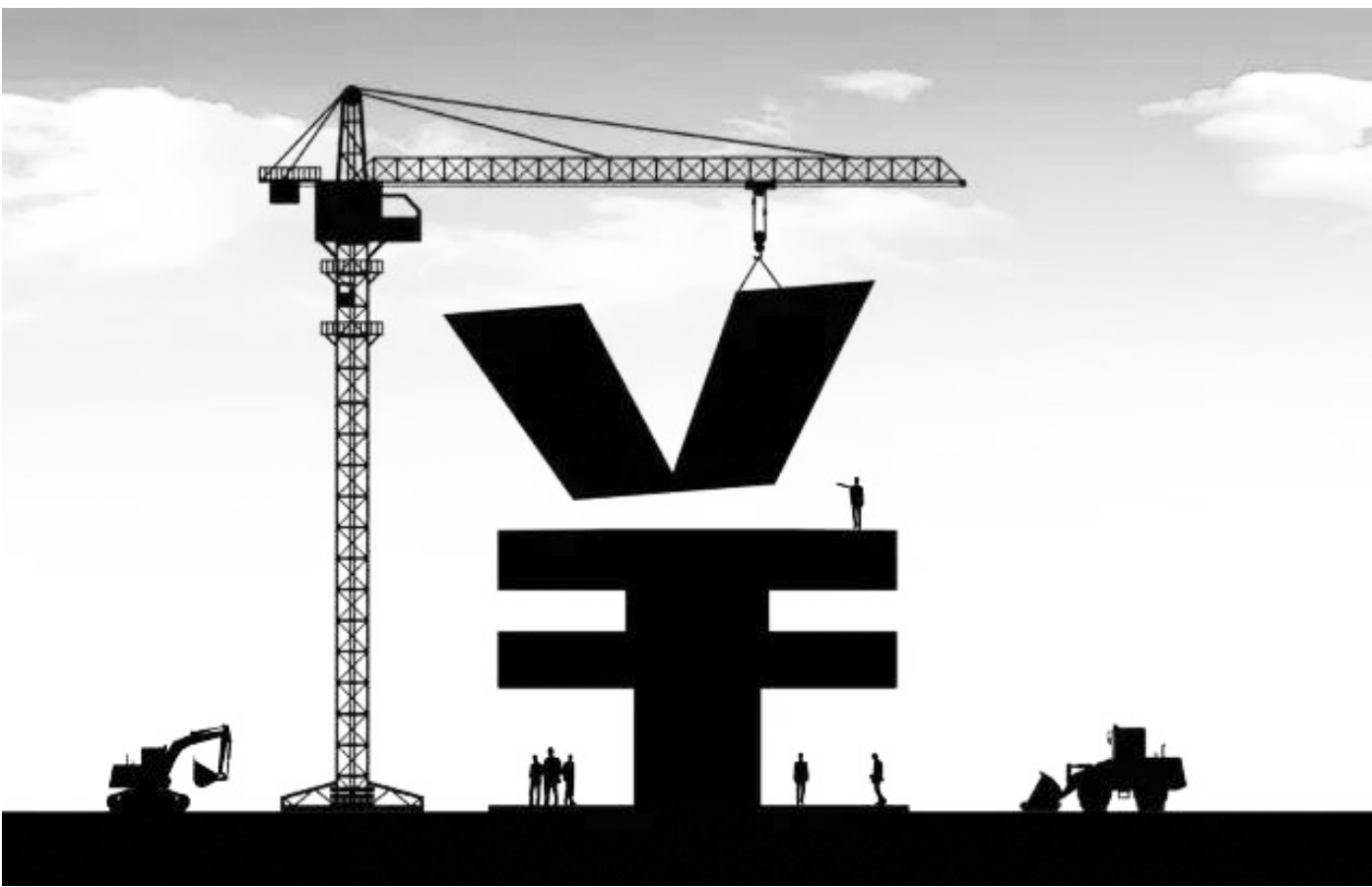
去年底以来，尽管国内绝大多数观点都认为中美之间爆发严重贸易冲突的风险极小，但在我们的 2017 年底会议解读报告《行稳致远，高质量的发展开启新时代——2017 年中央经济工作会议精神解读》、2018 年初的研究展望《相信时间的力量，拥抱确定性——2018 年宏观经济与资本市场走势展望》和点评报告《新时代中国的工作方案——2018 年政府工作报告内容解读》等一系列报告中，我们反复提到一个观点：“外部国际经济政治环境正在发生巨大变化。特朗普政府减税、美联储持续加息、中美贸易冲突乃至潜在的国际治理体系摩擦，始终构成中国这样一个高度外向型经济体的最大外生性约束。”

在今年 3 月 22 日中美贸易冲突初露端倪之时，与国内绝大多数乐观观点不同的是，我们当时的分析报告提出了四点看法：“第一，中美关系从此进入新的不确定性阶段，依赖经贸关系互利共生的关系会持续面临挑战，除非外部出现重大事件扭转这种状态，否则短期内都难以改变；第二，特朗普政府近期的诸多行为不能解读为个人的临时起意之举，需要放在逆全球化的大背景下进行观察。从二战以后德国日本与美国的贸易摩擦历史经验来看，这种贸易冲突根本源自于美国对中国产业快速升级的强烈危机感。‘大象难以藏身树后’，中国的产业结构已经从当年的‘纺织品、鞋子、玩具’等劳动密集型产业升级到‘汽车、高铁、大飞机、通信设备’等高端制造业阶段，在人工智能与互联网产业等领域



已经呈中美双巨头竞争态势。因而，需要以积极的视角看待这种外部挑战，保持战略定力，避免意识形态化的对抗冲突，在外部压力中找到积极突破的方向，在人口老龄化危机到来之前实现成功追赶、跻身高收入国家才是中国的真正目标。第三，客观来看，中国并不具备与美国进行‘两败俱伤’式开打贸易战的条件。作为一个后发追赶的大国，中国当前诸多新升级的产业基础还有待夯实，产品市场有待继续开拓，需要借外部压力进一步倒逼国内改革完成产业升级和国际市场开拓。第四，中国可能需要在管控中美贸易冲突不被过度放大蔓延到其他领域的基础上，集中精力解决国内的金融市场风险、资本市场泡沫、国企弊病。从中美贸易冲突的缘起来看，中国对美的贸易顺差是美国的最大理由。但也正是依靠从美国赚取巨额贸易顺差并对其他市场保持贸易逆差（进而在经常账户上保持小幅盈余），中国的出口发动机带动了经济的高速增长并掩盖了国内的诸多结构性问题。一旦对美贸易顺差大幅削减，对其他市场的贸易赤字问题将会凸显，外汇储备面临缩水风险。而外汇储备是维系中国经济系统扭曲但不崩溃的主要防火墙，中美贸易冲突会持续侵蚀这一道内外市场的防火墙，进而导致中国丧失主动管控国内经济结构问题的能力。因而，当前是中国借外部压力化解国内经济结构问题的难得时期，错过这个时间窗口期，一旦外部国际环境持续紧绷，中国经济在未来可能会面临极大挑战。”时至今日，事件的演变很好地印证了我们当初的判断，这些观点也是我们对内外环境格局剧变的基本看法。以下是我们对内外格局剧变过程的逻辑分析，主要从 2008 年美国次贷危机以来中国经济增长机制转变、2018 年以前国内经济结构性问题的应对逻辑、主要发达国家对中国发展前景认知的转变、美国近期对华政策的逻辑等几个方面进行简要分析，在此基础上讨论中国经济的发展前景及转型所面临的新挑战，并据此提出简要的政策建议。

2008 年次贷危机以来中国经济增长机制转变：危机以前中国经济以出口导向驱动经济



济增长的模式，在 2008 年美国次贷危机以后遭受重创。政府部门开始接过驱动经济增长的接力棒，并进一步依赖土地财政融资增加基建支出，土地财政依赖症导致前期已经高涨的房地产市场持续畸形扩张，并在 2015 年的大水漫灌之下以居民加杠杆的方式实现了房地产库存的快速去除。基建和房地产的繁荣导致上游的资源能源行业产能过剩严重；宽信用环境下的监管竞争导致金融部门竞争性创新，资金出表活跃，资金链条复杂嵌套叠加，金融乱象丛生。国内的风险性问题和资产泡沫并存，使得经济金融风险隐患巨大；在美联储加息大背景下，资本以对外投资的名义外逃特征明显，进而对人民币汇率造成明显压力。政府通过明显的行政管制和惩戒措施来强力抑制资本流出，阶段性稳住了人民币汇率和外汇储备的快速减少。

2018 年以前国内经济结构性问题的应对



逻辑：深入梳理 2018 年以前政府宏观经济金融政策的逻辑，其实想尽量避免对结构性问题（国企高杠杆、地方政府债务、房地产泡沫等）进行快速出清处置，而是试图在鼓励支持国内企业自主创新的同时，也加快引进，在国际产业链分工层面依靠内外合力，推动国内经济的新旧动能转换，以未来做大经济体量的方式来逐渐消化前期存量的结构性问题。2016 年以来，决策层逐渐在中国制造 2025、供给侧结构性改革、房地产调控、金融乱象治理等方面达成共识，下决心摆脱传统的经济增长模式。以供给侧改革解决上游过剩问题；金融监管体制改革，监管协调加强来抑制金融乱象；以外松内紧的管制措施抑制资本流出，以缓解人民币贬值压力，使得中国经济和金融态势逐渐趋稳。但客观上，这些做法也造成了部分领域的国进民退、政府干预管制明显增多等有悖于市场经济发展方向的问题。2017 年确立的“防范化解系统性金融风险、污染防治、脱贫攻坚”等三大攻坚战，直面

▶▶▶ [紧接 A2 版]

中国经济的核心问题，旨在解决债务快速膨胀导致的潜在金融风险、粗放经济模式导致的环境可持续问题，以及底层贫困民众的获得感问题。尤其是债务问题，在中美经济周期逐渐异步、美联储加息的大背景下，已经成为悬在中国经济头上的“达摩克利斯之剑”。因而，按照 2017 年和 2018 年初的政府工作方案，未来三年是中国能否有效化解金融风险的关键时期。

主要发达国家对中国发展前景认知的转变：中国经济增长动力的切换，使得中国经济在危机期间的表现引人注目（当然，也造成了明显的结构性后遗症），而次贷危机以来暴露出来的西方经济和社会治理体系的弊端，使中国国内各界整体上误以为西方的社会治理制度体系是低效、无共识内耗型的无解死结。次贷危机以来，中国经济的快速增长态势、政府体制对资源的动员配置能力逐渐对西方社会产生压力，部分学者和媒体机构等对中国模式的宣扬，进一步加剧了他们的这种担忧。这种趋势让危机后的西方社会逐渐空前一致地意识到，危机前推动中国融入全球体系的做法，并不能让中国的制度体系自动收敛到他们的路径。更进一步地，在他们看来，无论是政治还是经济层面，当前持续强化的中国政治经济运行模式，对西方社会而言可能形成巨大挑战。比如，在他们看来，中国以自身巨大的美元外汇储备来推动“一带一路”（西方国家认为自己国际秩序的主导权开始遭受侵蚀）、人民币国际化（在他们看来，中国的市场经济体制运行效率、国内的金融市场深度、市场法治体系的完善程度难以有效支撑人民币承担主要国际货币的角色，间接支撑的一个重要因素是中国持有的巨额美元外汇储备），进行新兴产业扶持（比如光伏、新能源等产业）。这一过程构成美国等主要发达国家对中国发展前景认知的大背景。

美国近期对华政策逻辑：美国经济基本面的强劲，构成特朗普政府对外尤其是其对华强硬的最大支撑力量。美国率先以贸易逆差为借口在贸易问题上发难，并逐渐在政治、经济、外交等多维度显示出要遏制中国发展的倾向。客观来看，美国的政府决策层可能很清楚美国的巨额贸易逆差无法避免（而非国内部分学者认为的美国政府主要决策群体不理解美国逆差背后的原因）、制造贸易冲突会让美国自己短期也受损（但最后如果能成功遏制住来自中国的挑战，长期来看，短期的这种损失也是值得的）。他们真正在意的可能是中国顺差份额过大对自己会造成诸多潜在压力：一方面，这将对其金融稳定造成威胁——比如国内部分学者时常建议抛售美债等；另一方面，在他们看来，中国以自己

大顺差来对冲中国对绝大多数非发达国家地区的贸易逆差，强化了这些国家对中国的依赖，进而对美国主导的国际秩序产生冲击；更为关键的是，中国以巨大存量的美元储备做支撑来构建自己主导的区域乃至国际治理新体系，在他们看来，无形中对在位的西方发达国家的国际治理体系主导权构成巨大挑战。

因而，在中国准备集中全力打好三大攻坚战、力图实现经济转型关键一跃的当前时期，以美国为代表的在位守成既得利益大国对中国进行战略打压，使得中国短期内陷入极为比较被动的状态；其一，受益于加入 WTO 搭乘世界经济一体化的快车，中国经济快速增长，但中国的产业结构升级路径严重依赖于全球供应链分工、基于国际市场合作的应用层面创新升级进程，在大国竞争加剧的格局下，这种产业结构升级模式的内在缺陷（主要是核心技术创新能力不足）十分显著。其二，决策层准备着力化解结构问题、推动经济转型这一主要政策目标遭遇较大挑战，政策转圜的空间相对有限。2018 年 3 月中美贸易冲突爆发以来，主要宏观经济政策的目标持续在“推进前期确定的金融风险问题化解”与“缓解即将到来的重大外部冲击”之间反复权衡切换。

但反之，未来的中国经济走向并不悲观。一方面，中国的经济体量、市场规模、工业体系和产业链的相对完整性，可以确保中国经济短期内具有较好的抗压能力；另一方面，中美贸易关系持续紧张，国际油价走高，美联储加息持续推进，美元指数走强等的综合影响之下，部分国家或地区已经呈现出明显的承压情况。如我们 5 月 8 日提出的观点，未来的国际经济有可能表现为四种形式的“耐力比拼赛”情形：第一，美联储持续加息引爆欧美发达国家的资本市场，他们自顾不暇，中国外部压力缓解而胜出；第二，美联储持续加息引爆其他非东亚地区的新兴市场如拉美、中东地区等，或者由此引起地缘政治重大冲突，危机的升温蔓延引起世界经济快速恶化，导致美国经济也遭受波及，中美之间由双边僵持重新走向合作；第三，美联储持续加息引发香港资本市场危机（近期港元已经在持续承压，一旦资本大规模流出，可能冲击持续上涨多年的房地产市场和资本市场），导致香港的资本市场和联系汇率制度遭遇重大冲击，大陆为维持香港金融中心的地位，可能选择出手支援。在人民币离岸市场等因素的催化下，拥有诸多做空工具的香港资本市场有可能成为中国政府与境外做空香港乃至中国经济的机构的战场，给中国经济金融系统的稳定性带来新的不确定性；第四，美联储加息持续，发达国家未现危

机，其他市场也未出现重大危机，在外部约束持续收紧之下，中国经济可能持续承受重压。未来中国经济转型面临新的挑战。观察中国经济的转型前景，技术进步驱动的高收入国家是实现关键一跃、推动中国迈入高收入国家行列的必然条件。中美贸易冲突持续背景下，在某些核心产业和关键技术领域，前期依靠引进吸收外部技术推动国内技术进步的做法可能会被极大抑制。这可能意味着完成新旧动能转换的时间线将被迫拉长，继续维持前期的经济增速平衡的潜在代价将大幅增加。同时，在大概率极端情形下——如美国拉拢欧盟、日本等发达国家甚至相关追随国家一道联合施压中国，中国经济转型的时间窗口甚至较为有限，因而，这种尾部风险问题值得重视。在大国战略竞争导致可借助的外部技术力量快速消失的背景下，依靠国内力量来实现关键技术的进步，需要引导居民投资实体经济、并鼓励企业家从事技术创新。这要求投资到有风险的实体经济的回报率要显著高于无风险的投资收益率，而这一点与当前政府在土地财政成灾时试图维稳房价、允许居民乃至企业家以杠杆资金投资房地产获得几乎无风险的回报率是有内在矛盾的。与此同时，深入分析中国国内的经济金融结构问题，在国有金融机构主导间接融资的金融市场结构之下，政府维稳房地产市场导致“投资回报/风险”性价比极高、国企整体具有更多优质抵押品的优势、城投平台仍然具有一定程度的地方政府隐性担保特征，导致社会资金更乐意向房地产行业、国企部门和地方政府相关的平台公司聚集。尤其是房地产市场近年来已经成为资金的黑洞，对其行业领域发展已经造成重大不利影响。因而，如近期各界所广泛关注到的，在前述的结构性问题显著存在且未得到实质性的解决之前，前期的去杠杆导致实体经济和小微企业、民企的压力较大，金融强监管导致的总量性资金收紧让实体部门（相对于金融、房地产等部门）、小微企业和民营企业（相对于央企、国企和城投平台）持续承压，这无疑是不利于新旧动能转换和系统性风险化解的。所以，未来极可能出现的情景是，依靠国内企业的技术创新推动中国经济成功转型，与中国经济上述的内在结构性问题的解决，尤其是房地产市场的持续火热，可能是难以同时存在的。未来政府部门可能不得不在这一问题做出取舍决断。从近期的政策基调来看，相关政府部门可能已经意识到这些问题，并正在实施必要的政策调整。

从历史经验看，美联储加息周期的下半场，世界经济和中国金融市场一般会进入持续动荡期。只要中国能够承受住当前的压力，中美之间僵持的时间线拉长后美国中期选举可能制约美国国内对华鹰派的做法、欧美国家社会结构或经济金融市场问题暴露、中东地缘政治问题恶化、拉美等国家的经济承压、朝鲜半岛问题变数等诸多因素，都可能为当前僵局的外部环境减压，并为中国化外部压力提供外援。但考虑到尾部风险的巨大危害性，从博弈的角度看，当前的中国占优的策略是确保自己的宏观经济政策不主动出招——要在持续存在的外部压力之下加快结构调整和市场化改革，并坚持去杠杆以化解金融系统潜在风险。

如前所述，结构之下，“房地产-国企-地方政府”三者之间相互关联，导致中国经济的结构问题突出。前期的去杠杆进程已经表明，在不解决这种结构性问题的情况下，去杠杆对小微企业和民企的伤害很大，进而导致实体经济持续承压。因而，未来宏观政策的必要调整乃至适度放松应该维持在确保经济不失速的程度，在此基础上，需要下决心顶住压力解决前述的结构性问题，并继续推进去杠杆以缓解系统性风险，提高中国经济的抗压能力，为内外的耐力比拼赛赢得主动性，并为未来的守时待变赢得宝贵空间。否则，在前述的结构性问题显著存在的情况下，未来的去杠杆可能还会继续伤害小微企业和民企，进而持续对实体经济产生不利影响，而这显然是与前期既定的政策目标相背离的。

山东经济形势分析预测暨 2018 年山东蓝皮书发布研讨会在济南召开

三是扎实实施乡村振兴战略。认真贯彻落实习近平总书记关于打造乡村振兴齐鲁样板的重要指示精神，按照乡村振兴战略五年规划以及配套制定的乡村产业、人才、生态、组织振兴 5 个工作方案和省委 1 号文件部署，进一步细化乡村振兴战略实施的路径图、时间表、任务书，打造农业“新六产”终端型、体验型、循环型和智慧型“新业态”，全面打造乡村振兴齐鲁样板。四是积极推进海洋强省建设。深入实施《山东海洋强省建设行动方案》，做好海洋开发这篇大文章，加大海陆统筹力度，积极创建海洋经济示范区，加快构建完善的现代海洋产业体系，形成陆海产业融合发展新格局，打造未来发展竞

争新优势。五是打造对外开放新高地。深度融入“一带一路”建设，谋划设立省级“一带一路”建设综合试验区，高标准建设国家级境外经贸园区，重构山东省对外贸易新格局。积极打造面向东北亚的沿海开放新高地，全面加深与日本、韩国、俄罗斯等国的经贸合作，拓宽发展空间。六是积极推动重点领域改革，优化营商环境。认真落实中央的总体部署和顶层设计，扎实有序地推进重点领域和关键环节改革，优化营商环境，消除制约新旧动能转换的体制机制障碍、激发新旧动能转换活力。积极筹备全省优化营商环境大会，瞄准企业和群众需求最迫切、感到最麻烦的审批事项，坚决快速彻底下放，切实提

高“放”的含金量、成色度。山东社会科学院院长张述存在讲话中指出，本次会议是在当前全省上下深入学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想，全面贯彻省委第十一次全委会精神，服务山东高质量发展的背景下举办的，对于我们科学把握当前经济形势及未来趋势、为山东省委省政府提供科学决策服务具有积极意义。本次研讨会深入分析和预测了山东经济形势和未来走向，提出了应对的策略与举措，达到了预期目的。要充分运用好本次研讨会的研究成果。在下一步经济研究当中，要围绕中心工作开展跟踪分析研究，认真研究新时代现代化强省建设中的重大问题，增强针

对性、前瞻性。山东社会科学院副院长袁红英在总结中指出，本次会议专家们围绕会议主题，直面现实问题，发表了真知灼见，这些分析和见解对于推动全省的经济社会发展具有重要的决策参考价值。未来应围绕省委省政府的中心工作，重点加强以下几方面的研究：一是加快推进“放管服”改革方面的研究。二是加强体制机制改革创新方面的研究。三是加强对新旧动能转换重大工程建设的研究。四是扎实开展乡村振兴战略方面的系列研究。五是进一步推进海洋强省建设研究。六是积极开展对外开放新高地研究。