

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

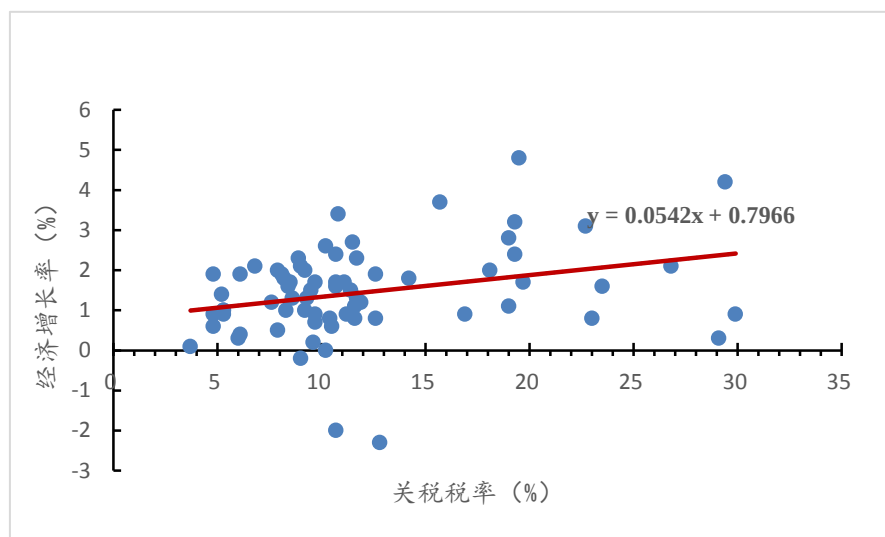
相关研究

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 and 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长呈现正相关



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？

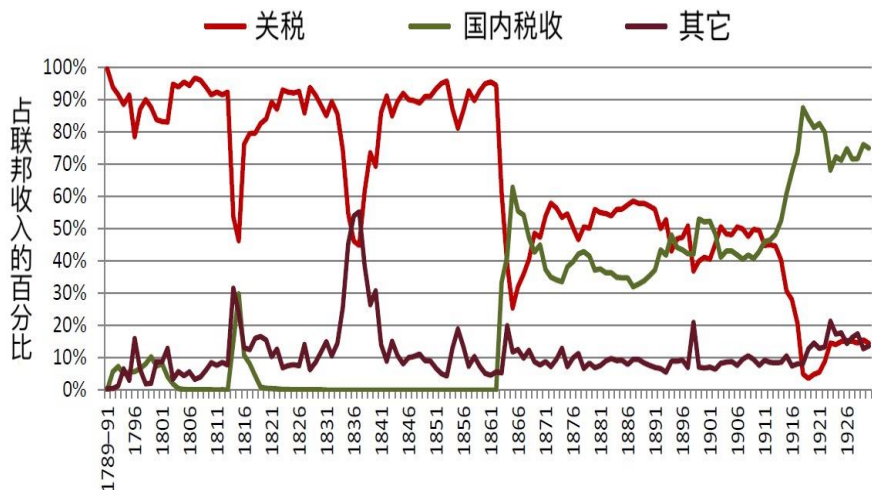
1.1 保护主义壮大有其历史原因

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：独立后的前一百多年，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。

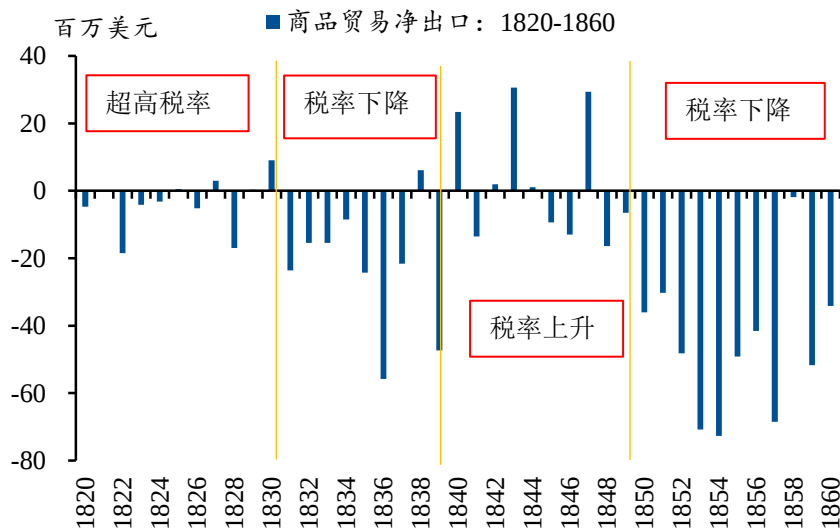
图3：19世纪上半段美国进口关税先升后降，绝对水平领先全球



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

时间	美国		英国
	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

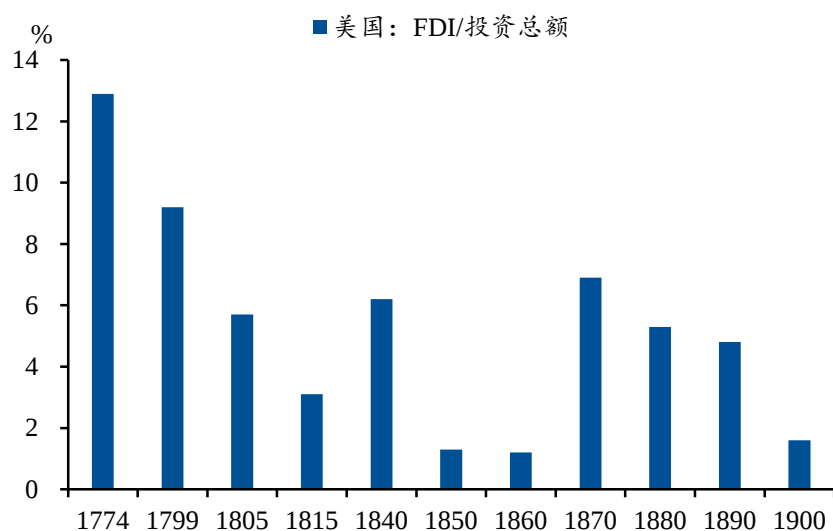
英国对美国也有不满，与当前中美关系既有相似又有不同。相似点在于 19 世纪美国的黑奴制度一直受英国谴责，新生的美国也担心拥有强大海军的英国实施海上制裁。美国学者沃尔特·拉塞尔·米德表示：“在独立之后的最初 150 年，最让美国外交政策学者担心的不是丧失领土，而是贸易中断。”不同点在于两国文化接近和语言相同，美国人一直尊重英国的悠久文化。而且，英国对欧洲强国德国更加上心，压制远在美国大陆的美国并不划算。

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。

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話，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

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3015

