

國泰銀行 | 加州大學洛杉磯分校安德森預測中心

U.S.
CHINA

美中經濟報告

2022年9月

关于此报告

国泰银行委托加州大学洛杉矶分校安德森预测中心制作《美中经济报告》系列。这份报告以当前会影响美中两国之间投资和 Related 经济事件为主题。

70年来,加州大学洛杉矶分校安德森预测中心一直是分析美国和加州经济的领先独立经济预测机构。

本报告中包含的预测、预报和其他预测性陈述,是来自加州大学洛杉矶分校安德森预测中心根据目前可获得的资讯,对美国及中国当前及未来经济状况的分析及观点。这些预测依据业界趋势与其他因素所作出,且包含了风险、变数与不确定性。此资讯以摘要形式呈现,并不是完整资讯。本报告中的资讯不应被视为对您或您的企业采取特定行动的意见或建议,且并未考虑您的特定业务目标、财务状况或需求。

在此提醒读者不要过度依赖本报告中的前瞻性陈述。加州大学洛杉矶分校安德森预测中心不负责在本报告日期后,针对非预期事件或情况公开发表对这些前瞻性陈述的任何修订结果。尽管已谨慎准备预测资讯,实际结果可能会有正面或负面的实质性差异。预测与假设范例可能因加州大学洛杉矶分校安德森预测中心控制以外的不确定性与偶发事件而受到影响。

关于作者

Jerry Nickelsburg, 加州大学洛杉矶分校安德森预测中心总监

Jerry Nickelsburg 于2006年加入加州大学洛杉矶分校的安德森管理学院及安德森预测中心。自2017年起,出任安德森预测中心总监。他也在工商管理硕士课程中教授经济学,专注企业预测与亚洲经济。他拥有明尼苏达大学的经济博士学位,并曾就读于维吉尼亚军校以及乔治华盛顿大学。他在经济学与公共政策有关的言论获广泛发表及引用。

俞伟雄(William Yu),加州大学洛杉矶分校安德森预测中心经济学家

俞伟雄于2011年以经济学家的身份加入加州大学洛杉矶分校安德森预测中心。他在预测中心主要负责的领域包括经济建模、预测与洛杉矶经济。同时也从事与中国经济以及其与美国经济关系的研究与预测。他的研究主要包括时间序列计量经济学、数据分析、股票、债券、房地产与商品价格动态、人力资本与创新等广泛的经济金融问题。



欢迎阅读国泰银行 | 加州大学洛杉矶分校安德森预测中心《美中经济报告》

国泰银行委托加州大学洛杉矶分校安德森预测中心,制作《美中经济报告》系列。在这份报告中,预测中心对美中这两个世界上最大的经济体,进行了当前和未来前景的经济分析和预测。

关于加州大学洛杉矶分校安德森预测中心

逾70年以来,预测中心一直是分析美国和加州经济的领先独立经济预测机构。它的年度经济报告和定期更新报告,侧重于当前影响美中之间投资动向和相关经济事件的话题。

关于国泰银行

1962年,为服务洛杉矶日益壮大的华裔社区,国泰银行应运而生。成立以来,我们协助客人扎根新土地。我们与客人朝着共同目标一起奋斗,培育并发展我们的社区。我们扶持他们发展企业,代代相传。

现在,我们是国泰万通金控(Cathay General Bancorp, 那斯达克:CATY)的子公司,在美国的加州、纽约州、华盛顿州、伊利诺伊州、德州、马里兰州、麻州、内华达州和新泽西州设有分行。海外方面,我们在香港设有一家分行,并在北京、上海与台北设有代表处。

60年来我们不忘初心,致力以优质金融服务,助力客人及社区信心满怀地踏上逐梦之旅。

我们期望此报告的见解,能为您在作出有关个人、企业或社区的决策时,带来宝贵的参考价值。

竞争、对抗与脱钩

经济学家俞伟雄
总监 Jerry Nickelsburg

加州大学洛杉矶分校安德森预测中心
2022年9月

要了解美中经济关系,其中一个方法就是从一般货物贸易合作、科技与人才竞争以及地缘政治的势力角逐这三个角度进行思考。虽然这三个项目都分别有自己的动态,但是它们也互相影响着彼此。举例来说,在地缘政治层面上,美国众议院议长佩洛西近期在她的亚洲行中造访了台湾,此举惹怒了北京政府并致两国的紧张局势升级。因此,未来美国与中国之间的竞争机会将会增加,而合作机会则会减少。此类型事件所造成的不确定性,会对商业与投资带来负面影响。

除了两个经济体之间的联系外,美国与中国国内所发生的事情也会影响贸易量。美联储自去年三月起持续调升利率,期望能够通过减缓经济成长的速度来降低四十年来最高的通胀率。究竟美联储能否成功降低通胀率并让经济软着陆?还是此举会在将来带来经济衰退?货币政策的紧缩对美国房市又有什么影响呢?

中国的经济则是面临了两大发展阻碍:第一个是长期存在并持续扩大的房市泡沫,而就目前来看,房市泡沫过度负债的情况似乎已到顶点。第二个则是“清零”政策对中国经济所造成的干扰。究竟中国之后会进入一个低成长的时代,还是回到之前强劲增长的情况?目前我们对于这些美国与中国经济的问题还没有完整的答案,但在此份报告中,我们会遵循这些方向探讨两国国内的经济以及之间的互动。

美国的经济与前景

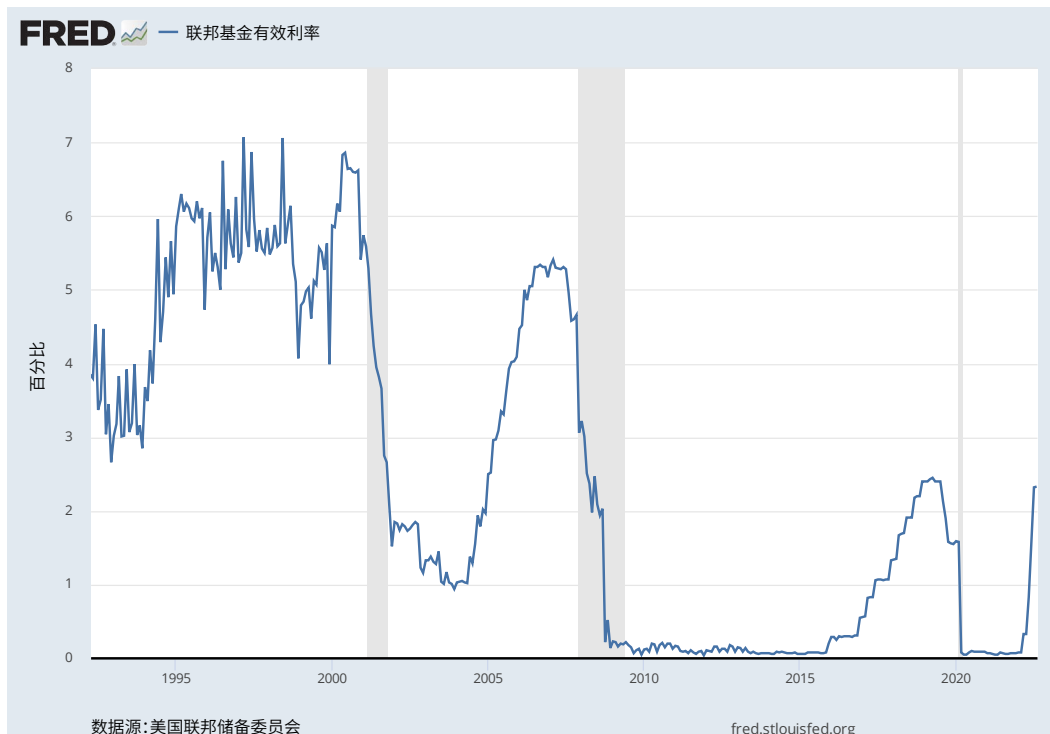
美国目前的通胀率已达四十年新高。截至2022年七月的十二个月消费者物价指数(CPI)通胀率平均为8.5%,比六月的9.1%略低。出现如此降幅是因为七月的通胀率为0%。核心通胀率,也就是没有计算食物与能源价格的消费者物价指数,在这一年则是5.9%。就算食物与能源的价格在短期内下降,美国的通胀率还是会高于美联储的目标2%一阵子。为了解决这个问题,美联

储将联邦基金利率的目标从三月的0%至0.25%抬高至八月初的2.25%至2.5%(图一)。自疫情爆发初期,货币供应总共增加了6.5兆美元,而紧缩的货币政策则是让M2货币供给开始减少了。

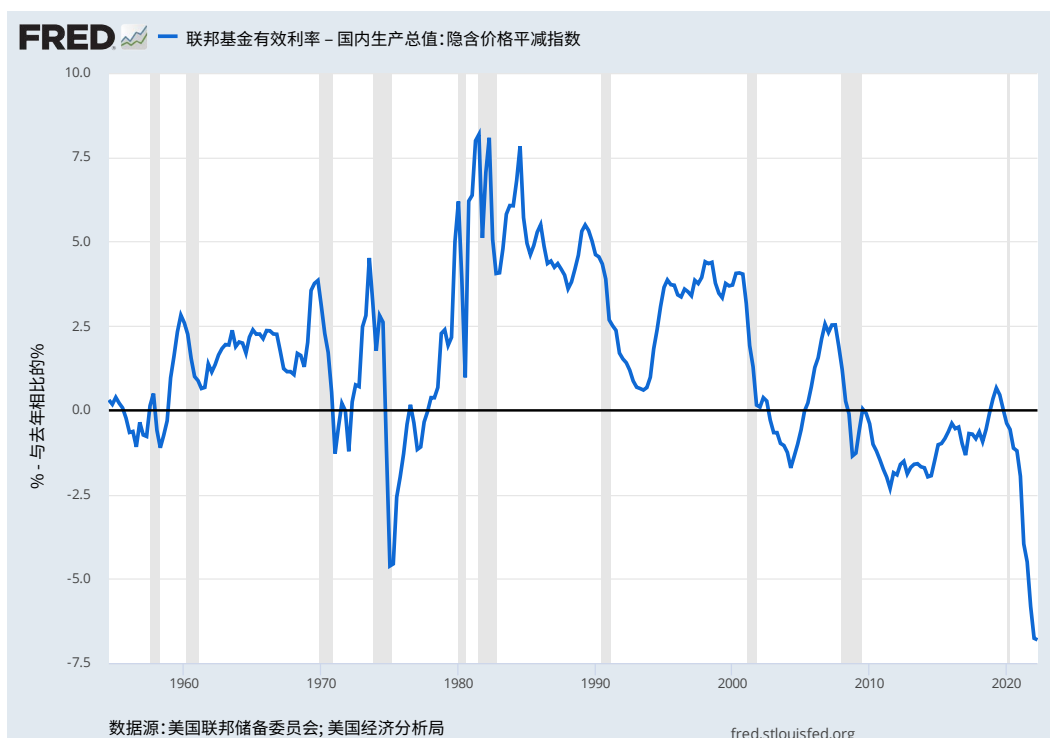
图二呈现了(事后)实质利率的走势。实质利率是联邦基金利率扣除GDP平减指数后的计算结果,为基金实际成本的指标。在2008年金融海啸之前,实质利率的历史平均值为1.8%。若实质利率与失业率皆很低,利率敏感型投资所造成的需求压力就有可能导致通货膨胀。此情况下,平衡实质利率会比较高,利率需要调高到平衡水平才会减弱通货膨胀造成的压力。然而,如果利率被调高到出现市场货币供应吃紧的情况,也就是被调高到平衡水平之上,就会触发经济衰退。最大的问题是我们无法得知实质利率真正的平衡水平。除此之外,美联储还会研究以往的通胀率。若是通胀率比还没有计算的同期利率还高,误导的情况就会发生。再者,与投资相关的利率是长期利率。尽管美联储在过去三个月一直有在调高联邦基金利率,长期利率并没有什么太大的变化。

简而言之,美联储控制通胀的武器并不是一个很有针对性的利器,经济衰退的风险正在增加。不过经济衰退也不是一定会出现,其出现与否取决于接下来十二个月通胀与利率的变化。然而可以肯定的是:尽管美国GDP在2022年的第一季度(-1.6%)和第二季度(-0.6%)连续下跌,美国经济并没有出现衰退的迹象。若经济真的衰退,非农业的工作机会应该很难在七月增加528,000个。除了GDP之外,还有其他可以衡量经济生产与成长的指标,譬如说国内总收入(GDI)。GDP跟GDI在理论上是相等的,因为它们各自代表了国民资产负债表的一侧。不过最近两者的走势不太一样,GDI反映出经济成长的情况。为了避免在经济快速变化时期出现一些计算误差,一个常见的修正手法就是采用GDI跟GDP的平均值。该测算显示美国的经济正在扩张,不过2022年上半年的扩张速度较为缓慢。

图一、美国联邦基金有效利率



图二、美国实质联邦基金利率 (1947年第一季度至2022年第二季度)



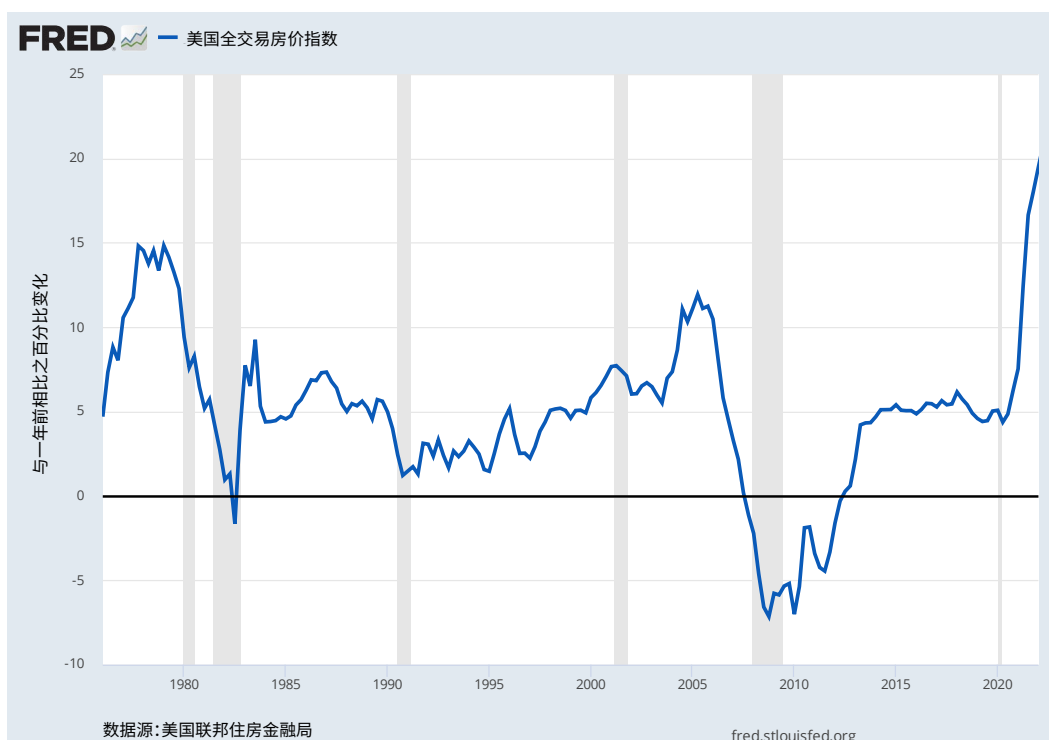
美国房市的前景

货币紧缩政策让30年期抵押贷款固定利率上涨到约6%。这个上涨让购屋者的成本增加，也造成房屋买卖与建屋的减少。与去年七月比较，现房销售减少了20%，新屋动工也减少了8%。至于价格的部分，最近的升幅则是来到了历史高位(图三)。虽然上一次房价上涨以2008年的房市崩盘告终，但是这次房市应该不会像上次一样崩盘。造成2021年/2022年房价飙升的主要原因是区域性的供给不足，而2008年之前的房价飙升则是因为各种投机行为与易取得的次级抵押贷款所致。另外，2006年房市调整的情况还告诉我们，疲软的房市并不一定会导致短期内出现经济衰退。

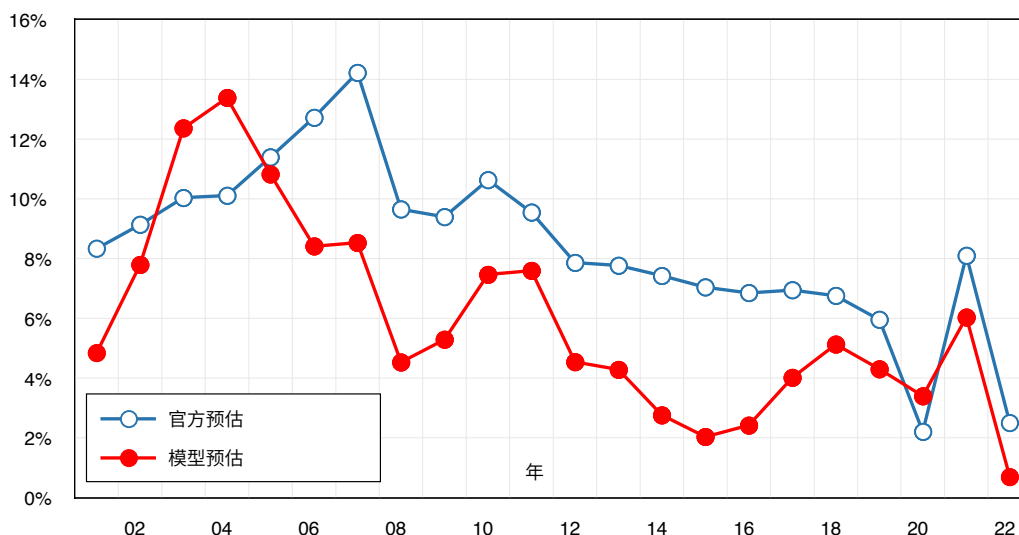
中国的经济与前景

根据中国国家统计局的资料，中国的经济成长正逐步放缓。与去年相比，2022年第一季度GDP的成长率为4.8%，而2022年第二季度则下跌至0.4%。2022年首六个月整体的GDP则是比2021年上半年增加了2.5%。加州大学洛杉矶分校安德森预测中心构建了一个替代模型以估算中国的GDP成长率。在最新的模型中，我们加入了房价成长的变量，将金融业对GDP的贡献考虑进去。我们使用这个最新的模型(见附录)估算出2022年上半年中国的GDP成长率为0.7%，明显低于官方公布的数据(图四)。我们估算出的GDP成长率如此低，主要是因为初级能源消费减少了1%，二氧化碳排放量减少4.1%，房价下跌了2%。

图三、美国联邦住房金融局房价同期涨幅比较



图四、中国官方与安德森预测中心预测的中国实质GDP成长率



数据源: 司尔雅司数据信息与加州大学洛杉矶分校安德森预测中心

造成中国经济疲软主要有两个原因。第一个原因是中国针对新冠疫情实行了严格的“清零”政策。此政策严重干扰各地的经济秩序。举例来说,上海封城导致其2022年第二季度经济成长率下跌了13.7%。第二个原因则是,房市作为长久以来的重要经济成长贡献,正面临着房价贬值的危机。发展缓慢的经济加上不可持续的发展债务以及过度负债的情况,导致许多“烂尾楼”(半成品的工程)的出现。许多购买预售屋的买家决定采取“停贷抗争”¹的手段,不再按照进度付钱给开发商,而开发商也就更难完成工程。中国现在累计的不良贷款正在往临界值迈进。例如,在过去四个月中,河南省有四间村镇银行冻结了数以百万计的存款,这说明了过去二十年来毫无保留地投资房地产后造成的坏账,对现在经济的影响。近期,一篇华尔街日报的文章²提到,有部分开发商说,2022年上半年中国的房地产行业进入大萧条时代,他们的利润大幅下降。

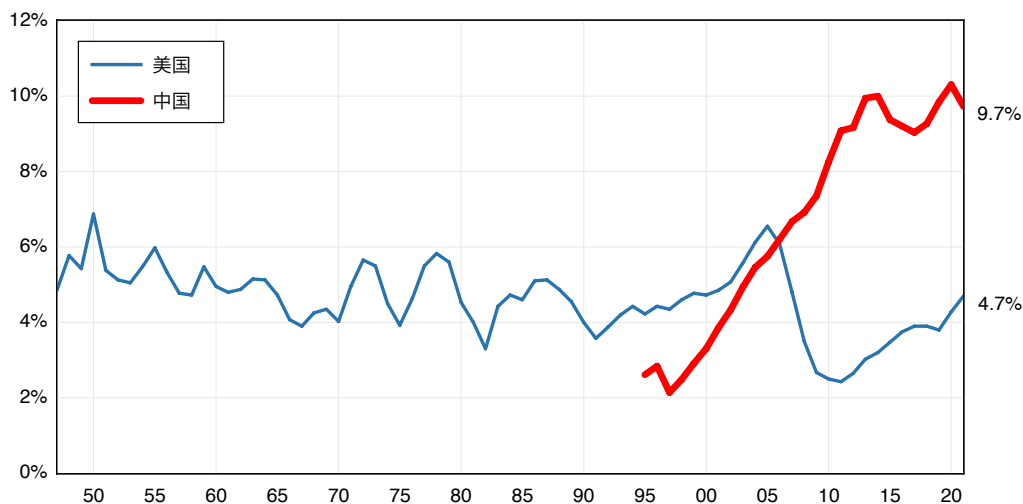
Rogoff与Yang (2021)³估计房地产以及相关产业对中国经济发展的贡献约为30%。图五用GDP的百分比,对比了美国与中国住宅房地产投资的情况。美国的简单移动历史平均值约为4.5%至5%。在房市出现大量投机行为的2003年至2007年间,住宅房地产投资的比率则高于平均,最高点在6.5%。2021年的百分比是4.7%,也就是说没有过度投资的现象。虽然中国可能因为都市化的关系,需要在这方面比美国进行更多的投资,但“幽灵城市”与“烂尾楼”的出现表明,一直高于9%的住宅建设投资是超过市场需求的。这种过度投资虽然振兴了国家经济并增加了地方财政收入,但却是一个经济泡沫。目前的房地产危机会在未来几年里,严重拖累中国经济。

1. 中国99个城市中,至少有320个工程项目受到了“停贷抗争”的影响。每个工程项目有1,000至5,000个在建单元。数据源:<https://github.com/WeNeedHome/SummaryOfLoanSuspension>

2. 华尔街日报, 2022年8月30日,《房地产巨头说中国的房地产市场已进入大萧条时代》。

3. Rogoff, K., and Yang, Y., “Has China’s Housing Production Peaked? (中国的房屋建设到高点了吗?)”, China & World Economy, Vol. 29, No 1, Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences, January 2021, pp. 1-31.

图五、住宅房地产投资(用GDP百分比表示)



数据源: 司尔雅司数据信息与美国经济分析局

美中经济关系日益紧张

自2018年中美贸易摩擦开始后,一系列地缘政治事件加剧了中美经济关系的恶化,包括并涉及到香港、新疆、新冠疫情、南海巡航及对台姿态等。在诸多产业中,科技行业因为双方竞争与策略的压力所受到的影响最深。除了过去几年实施的一系列出口管制,美国商务部在8月12日又宣布了新一轮针对先进半导体设计软件(ECDA)与先进材料的出口管制。

八月的时候,美国国会通过了《芯片与科学法案》,以推动美国国内制造业的复苏与美国供应链的强化。此项法案意味着包括生物技术、能源、通讯、航天及半导体这几个关键领域会获得2,800亿美元的补助,用于进行研发与创新。而其中的520亿美元被指定分配给半导体产业。除了研发补助之外,这项法案还为2023年至2026年期间符合条件的半导体产业先进制造设备投资减免25%的税负,并禁止接受补助的企业到中国设厂或扩厂。

在意识到芯片已经成为许多国家日益重要的国安资产后,美国更提出了要筹组CHIP4联盟。联盟成立的目的包括促进世界四大重要芯片生产地:美国、日本、台湾、韩国的合作,并且成立一个以美国为主导的半导体供应链来围堵中国。

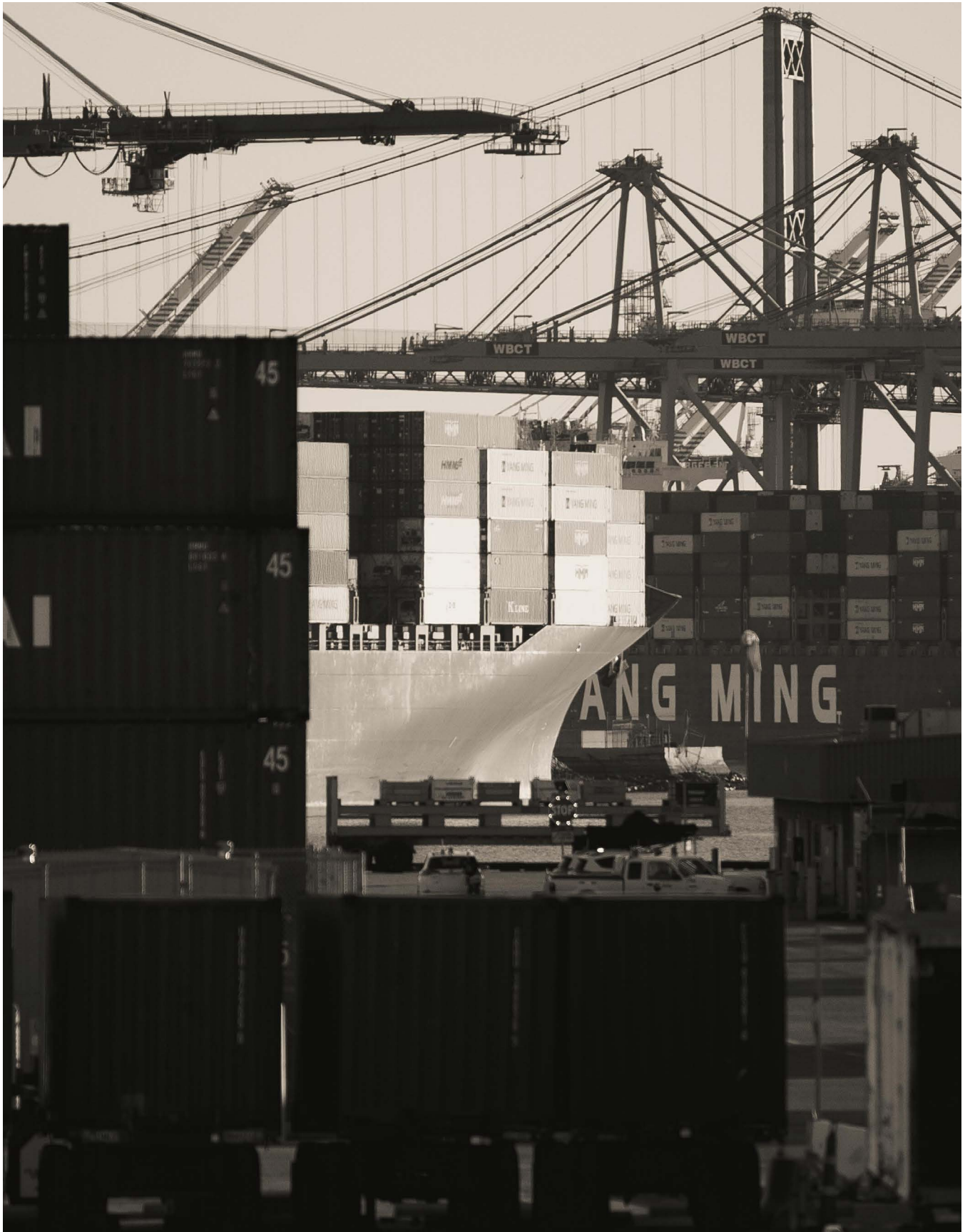
Han, Jiang与Mei(2022)⁴最近的研究也再度证实了中美科技关系的转变。他们运用专利数据来量化科技整合与依赖的程度,发现自2000年后,两国的科技关系可以划分成三个不同的阶段:(1)2000年至2009年,中国在科技整合上十分依赖美国;(2)2010年至2017年,中国依旧依赖美国,但程度减少;以及(3)2018年以后,两国科技脱钩。

两大国除了科技方面在脱钩,金融产业也是如此。美国证券交易委员会(SEC)要求美国的审计人员详细检视在美上市的中国企业财报。如果美方没有办法检视企业最近三年的财报,则该中国企业就会被要求退市。目前被SEC盯上的中国公司已超过150家,包含阿里巴巴、百度、京东与滴滴等知名企业。已有五间在美上市的中国国企因为没有按照美国的审计准则编制报表而被SEC点名,而这些企业也已宣布将自己在纽约证交所的美国预托证券退市。八月底,华盛顿与北京政府就审计监管方面达成了初步的协议,北京政府同意让美国监管机构调阅在美上市的中国企业的数据,以进行审计作业。虽然部分人士对于这个协议最后能否让企业完全符合SEC的审计要求抱持怀疑态度,但若该协议得以执行,其有机会减缓目前中美金融脱钩的速度或让两国在金融方面的关系可以改善。

尽管对中国商品征收关税,但我们并没有看到中美商品贸易脱钩。预计在2022年,中国仍会是美国第四大贸易伙伴,双方的贸易总额高达7,520亿美元(进口:6,000亿美元,出口:1,520亿美元)⁵。美国的前三大贸易伙伴分别为欧盟(9,180亿美元)、加拿大(8,370亿美元)与墨西哥(7,940亿美元)。在美国进口货物的部分,中国则维持最大来源国的身份。同时,中国还手握美国经常帐的最大贸易顺差。然而就跟我们在之前的报告中所说的一样,随着全球供应链的发展,中国对美国和美国对中国在国际贸易中的重要性会逐步下降。不过在重要性下降的同时,两国依旧对此十分重要。

4. Han, Pengfei, Jiang, Wei, and Mei, Danqing, "Mapping U.S.-China Technology Decoupling, Innovation, and Firm Performance (美国与中国科技脱钩、创新与企业表现之研究)," Working Paper, 2022.

5. 为了计算一整年的数据,我们使用了2021年下半年到2022年上半年的贸易额乘上2022年上半年与2021年上半年贸易额比较后的成长率。



如果拜登政府提出的减免部分中国商品关税的政策得以实施的话,商品价格与通胀速度就会进一步下降,而上述的趋势就可能减缓。不过这到底是不是一个有效的政策?我们可以用经济学家称之为“关税归宿”的概念来回答这个问题。如果进口货物对价格没有很敏感,关税成本就可以通过调高商品价格转嫁给消费者。例如2020年上半年的个人防护装备(PPE)或由全球市场决定价格的商品。因此,降低或去除关税就可以有效降低此类商品的价格。如果货物对价格很敏感,中国的供货商当初便没有办法把关税转嫁给消费者,只能自己承担,所以他们会减少出口至美国的货物。

研究2018年至2021年的贸易数据可以发现以上两种类型的案例。关税似乎没有造成中国出口到美国的林产品、印刷品、化工产品、橡胶与塑料、人工金属、电子产品以及其他各式各样的制成品减少。这些产品有很大部分都是生产过程中的半成品。举例来说,富士康用进口到中国的零件组装成iPhone后再把它们出口到美国,而成衣制造业则进口棉花来生产布料,然后输出布料进行最后加工。虽然关税提高了成本,但这些较高的成本只是成品总成本的一部分。至于其他没有提及的商品种类则是出现出口大幅减少的情况,进而造成整体贸易的大幅减少。总的来说,减轻关税负担会降低部分在中国制造或半制造的商品的价格。我们接下来要思考的问题是这些产品价格下降所减缓的通胀究竟是否比当初设下关税时的政治考虑重要。

一些额外的观点

美联储目前正面临一个两难的决定:(1)如果他们把利率调得太高,可能会导致经济衰退与失业人口的增加,而(2)如果调整的幅度不够,就只能对通胀产生微乎其微的影响。在联邦公开市场委员会(FOMC)最新发布的报告里,美联储提到他们会持续减持美国国库券与不动产抵押证券,并且努力让通胀率回到原先设定的目标,也就是2%。虽然美联储乐观地认为他们能够避免(1)与(2)的发生,但其政策的不确定性无可避免地会对经济产生负面影响。

至于中国,房地产的危机与“清零”政策是当下经济问题的核心。因此就算世界各国都在升高利率,中国央行在今年八月依旧将一个重要的利率向下调。另外,中国还是维持着世界最大制造国与出口国的地位。其出口贸易额在2018年占世界的12.7%,2021年增加到了15.1%。脱钩在科技行业发生的最快,金融业次之,而在贸易方面则十分缓慢。虽然美国与中国的经济关系恶化,但两国关系仍意义重大,因此未来几年内,应该不太会发生意料之外的地缘政治事件。

附录：

一个简单、连贯、可预估中国GDP成长率的替代模型

在我们2月发布的《2022美中年度经济报告》中，我们提出了一个简单、连贯的替代方法来衡量中国的实质GDP成长率。与其他计算国家GDP时采用数以百计个类别不同的是，我们的模型只有三个变量：(1) 能源消耗 (econg)(2) 二氧化碳排放量(co2g)，以及(3) 国际贸易额(eximg)。

我们使用了除中国外全球前十四大经济体（澳大利亚、巴西、加拿大、法国、德国、印度、意大利、日本、墨西哥、俄罗斯、韩国、西班牙、英国以及美国）于2001年至2019年期间这三个变量的年成长率数据，发现了这三个变量皆为实质GDP成长率的显著预测因子。这份国家名单中包含了发达国家、发展中国家与新兴国家。我们认为这些变量也可以很好地预测中国的GDP 成长率。

由于人们对中国房地产泡沫破灭的担忧日益增加，我们测试了到底房地产市场指标是否为衡量一国GDP成长率的的重要预测指标。我们发现证据显示，一个简单的变量 — 名义房价成长 (hpg)⁶是一个重要的预测因子。将房价成长纳入计算后，我们就可以考虑到之前三个变量没有包含的金融服务了。

- 使用混合普通最小平方方法的四个变量模型预测结果如下(R平方判定系数=0.72)：

$$RGDP = 1.36 + 0.47 * ECONG + 0.12 * CO2G + 0.05 * EXIMG + 0.09 * HPG$$

(t-stat = 9) (7.4) (2.4) (4.6) (5.6)

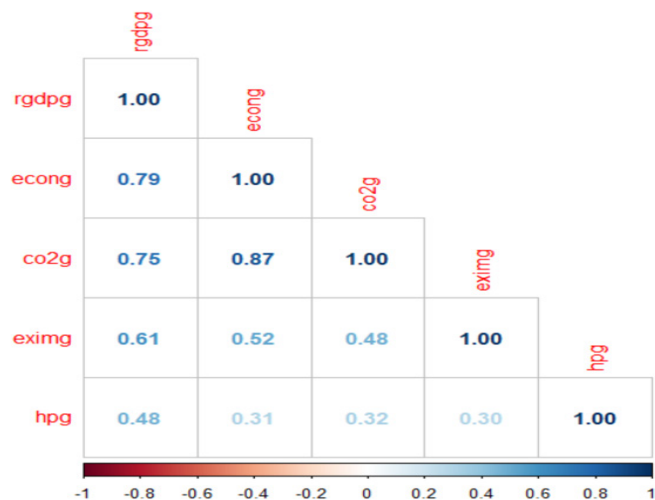
注:t-stat = t-统计量

- 与原先三个变量的模型相比(R平方判定系数=0.69)：

$$RGDP = 1.60 + 0.40 * ECONG + 0.16 * CO2G + 0.06 * EXIMG$$

(t-stat = 14) (6.5) (3.5) (6.7)

- 一个包含这个模型中所有变量的简单相关系数图：



6. 数据源自国际清算银行的住宅物业价格。

国泰银行 | 加州大学洛杉矶分校安德森预测中心



美中经济报告

2022年9月

CATHAY BANK

777 North Broadway
Los Angeles, CA 90012
Phone: 800.922.8429

www.cathaybank.com

UCLA ANDERSON FORECAST

110 Westwood Plaza Gold Hall
Suite B305
Los Angeles, CA 90095
Phone: 310.825.1623
Fax: 310.206.9940

www.uclaforecast.com
forecast@anderson.ucla.edu

For more information on this report, call 310.825.1623,
email forecast@anderson.ucla.edu, or visit our website at
www.uclaforecast.com.

Copyright © 2022 UCLA Anderson Forecast. All rights reserved

UCLA

Anderson
School of Management