

B.3

2017年的美国经济： 经济向好，通胀归来

杨水清*

摘要： 2017年美国宏观经济总体形势有两个主要特征：一是经济向好，增长持续；二是需求扩张，通胀归来。具体来看，宏观经济有以下表现：私人消费支出仍是贡献GDP的主力军；投资增速加快，成为重要的增长引擎；美元走软，贸易逆差仍创9年新高；住宅市场量价齐涨，房贷利率处于低位，库存创2005年以来最低纪录；失业率处于历史低位，劳动力市场趋紧；紧缩性货币政策逐步推进，市场影响温和可控；金融周期上行：信贷稳步增长，债券市场稳定，股票市场惊艳，财富效应持续凸显。2017年是特朗普政府执政的第一年，主要政策包括：力推税改、削减贸易赤字与放松金融监管。本文认为，2018年美国将呈现总体向好，通胀归来的态势。要素禀赋差异与全球贸易竞争凸显，劳动生产率低位徘徊，制约减税对经济的刺激作用；2018年国会中期选举带来的不确定性、潜在贸易冲突及地缘政治博弈均将损害企业与消费者信心，2018年有望成为金融危机以来美国经济接近满负荷运转的元年。

关键词： 美国经济 宏观政策 贸易保护 美国税改 进口关税

* 杨水清，中国社会科学院美国研究所助理研究员，主要研究领域为美国经济、中美贸易、国际投资。



自特朗普 2017 年 1 月 20 日上任美国总统以来，其经济政策渐成体系，形成一套对内强调减少国家管制、激发市场活力、削减中产阶级与企业负担；对外实行贸易保护主义与本土主义，强调“美国优先”的“特朗普经济学”。特朗普“新政”之下的 2017 年美国宏观经济形势有何特点，存在哪些问题和挑战？随着特朗普削减贸易赤字、税改方案与放松金融监管等政策的持续推行，新一轮全球资本、产业、人才的争夺蓄势待发。美国财政能否解除债务约束，2018 年经济前景又将如何？

一 2017 年美国宏观经济形势

2017 年美国宏观经济总体形势可以概括为以下两个主要特征：一是经济向好，增长持续；二是需求扩张，通胀归来。

（一）经济向好，增长持续

2017 年美国经济继续保持增长，但各要素贡献率较 2016 年存在差异。据国际货币基金组织（IMF）的数据统计，2017 年美国名义 GDP 居世界首位，高达 19.4 万亿美元，实际 GDP 增长 2.3%，与 2016 年 1.5% 的增速相比，大幅提升。

如表 1 所示，美国国内经济持续复苏。2017 年美国经济低开高走，第一季度经济表现疲弱，GDP 增长率仅为 1.9%。第二、第三季度美国经济拾级而上，连续两个季度 GDP 增长达到或超过 3%。第四季度受贸易与库存拖累，GDP 增长低于预期。从要素的贡献率来看，2017 年 GDP 的增长主要源于私人消费支出（1.88%）、固定投资（0.65%）、出口（0.4%）、州和地方政府支出与投资（0.1%）和联邦政府支出与投资（0.1%）等。存货投资（-0.12%）和进口（-0.58%）等因素则拉低了 2017 年的 GDP 增长。2017 年存货投资对 GDP 贡献率下降，暗示当前美国经济复苏，市场需求增

表1 2017年美国实际GDP增长率中各要素贡献率

单位：%

项目	2015年	2016年	2017年	2016年				2017年			
				第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
GDP实际增长率	2.90	1.50	2.30	0.6	2.2	2.8	1.8	1.2	3.1	3.2	2.6
私人消费支出	2.47	1.86	1.88	1.23	2.57	1.92	1.99	1.32	2.24	1.49	2.58
私人总投资	0.87	-0.28	0.53	-0.68	-0.45	0.4	1.34	-0.2	0.64	1.19	0.6
固定投资	0.64	0.12	0.65	-0.05	0.22	0.25	0.28	1.27	0.53	0.4	1.27
非住宅	0.30	-0.08	0.58	-0.52	0.41	0.42	0.02	0.86	0.82	0.58	0.84
住宅	0.34	0.20	0.07	0.47	-0.18	-0.18	0.26	0.41	-0.3	-0.18	0.42
库存	0.23	-0.40	-0.12	-0.64	-0.67	0.16	1.06	-1.46	0.12	0.79	-0.67
货物与服务净出口	-0.73	-0.23	-0.18	-0.28	0.28	0.36	-1.61	0.22	0.21	0.36	-1.13
出口	0.05	-0.04	0.40	-0.33	0.32	0.74	-0.47	0.85	0.42	0.25	0.82
进口	-0.78	-0.19	-0.58	0.04	-0.04	-0.37	-1.14	-0.63	-0.22	0.11	-1.96
政府支出与投资	0.25	0.13	0.02	0.32	-0.16	0.09	0.03	-0.11	-0.03	0.12	0.5
联邦	-0.01	0.00	0.01	-0.1	-0.06	0.11	-0.03	-0.16	0.13	0.09	0.23
州和地方政府	0.26	0.13	0.01	0.42	-0.11	-0.02	0.06	0.05	-0.16	0.03	0.28

资料来源：U. S. Bureau of Economic Analysis, “Gross Domestic Product: Fourth Quarter 2017,” https://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/2018/pdf/gdp4q17_adv.pdf。

注：各要素贡献率经季度调整，按年率折算。

加，库存减少，加之2017年消费支出和企业投资表现强劲，说明2018年美国
经济开局稳健，经济增长动能在逐步加强。^①

（二）需求扩张，通胀归来

特朗普上任一年以来，试图采取多项政策拉动美国经济增长，时滞性导致目前政策效果尚未体现。2017年核心通胀率仍低于美联储设定的2%的长期目标。2017年个人消费支出价格指数PCE与居民消费价格指数CPI均呈现先抑后扬趋势，这一趋势有望在2018年延续。根据美国劳工部的数据，2018

^① 本文所提数据，若无特别说明，均来自美国商务部经济分析局（BEA）、美国人口普查局（Census）和美国劳工统计局（BLS）。



年1月名义CPI环比上涨0.5%，涨幅比预期值高出0.3个百分点；同比涨幅2.1%，高于预期值1.9个百分点。随着削减中产阶级与企业负担的税改方案落地，投资将延续强劲势头；劳动力市场趋紧导致企业人工成本上升，加之原油与能源价格上涨将从供给端共同推高通胀水平；工人名义工资水平持续上涨，居民可支配收入增加则会从需求端拉动消费增长；特朗普贸易保护政策的推行与进口关税的提高，则从全球贸易传导途径拉升美国国内市场的生产成本与消费商品价格，未来美国通胀有望实现甚至超过2%的长期目标。

具体而言，2017年美国宏观经济形势具有以下几个特点。

1. 私人消费支出仍是贡献GDP的主力军

私人消费支出是美国GDP的最大组成部分。2017年美国GDP实际增长率为2.3%，其中私人消费支出总贡献率为1.88%，略高于2016年的1.86%。贡献率存在季度起伏，2017年第三季度私人消费支出对美国经济增长的贡献率出现下滑，在第四季度迎头而上。2017年美国私人消费支出总额为13.39万亿美元，较2016年增加0.64万亿美元，增幅超过5%；2017年美国GDP总额为19.39万亿美元，私人消费占比为69.1%，较2016年的68.7%出现小幅上浮。从美国私人消费支出占比来看，2017年耐用品、非耐用品、服务占比分别为11.01%、21.07%、67.93%，此占比构成与2016年的基本一致，说明服务消费是私人消费的主要拉动要素，私人消费支出构成要素比例维持稳定。预计2018年美国消费需求有望进一步释放，成为支撑经济增长的关键因素。主要原因在于：一是减税政策的落地有望增加家庭与企业的可支配收入，私人消费支出有望进一步扩张；二是美联储试图延续近9年的经济扩张，宽松经济环境将提升名义工资水平，同时增强美国消费者信心指数；三是得益于住房价格持续上涨、房贷利率低位运行，美国家庭资产负债将持续改善，家庭债务占收入之比将稳中有降。

2. 投资稳健增长，颇具亮点

投资对GDP贡献率波动较大，2016年美国投资低迷不振，对GDP贡献率为负值，2017年私人投资增速改善，同期核心PPI同比由1.4%上涨至2.4%。全年国内私人投资总量为32107亿美元，增速为3.78%；私人投资

占 GDP 的比例为 16.56%，同比增长 0.16%。国内私人投资包括三类：企业投资（厂房、设备、知识产权）、住宅投资、存货投资。具体来看，企业投资 24496 亿美元，同比增长 6.07%，其中，厂房等基建投资 5586 亿美元，同比增长 13.3%；设备投资 10980 亿美元，同比增长 3.88%；知识产权产品投资 7930 亿美元，同比增长 4.41%。住宅投资 7472 亿美元，同比增长 5.83%。存货投资 138 亿美元，继 2016 年下降 81.7% 后，再度出现 31% 的下滑。^①

2017 年投资的突出特点是增速可喜，除存货外，各类投资均有增加。从投资结构来看，主要体现在几个方面：一是采矿行业厂房投资大幅改善，拉动厂房投资；二是工业与信息行业等设备投资改善，拉动设备投资；三是存货投资连续两年下降，充分反映美国市场需求旺盛，库存减少也有利于激发企业的再生产。2017 年美国投资增长的主要原因有：全球需求旺盛，企业对全球经济增长信心提升；特朗普执政后经济政策逐步明晰带来的积极影响；受弱势美元影响，制造业海外竞争力上升；美国市场投资环境的相对改善，吸引海外企业在美投资。

3. 美元意外走软，贸易逆差仍创9年新高

美元出现意外贬值。2017 年，美元指数开盘 102.32，收盘 91.99，下跌 10.33 点，跌幅 10.1%。美元指数币别指数权重排名依次是欧元（57.6%）、日元（13.6%）、英镑（11.9%）、加拿大元（9.1%）、瑞典克朗（4.2%）、瑞士法郎（3.6%）。2017 年 3 月初，美元指数达到年内高点 102.2，此后持续下跌。截至 2018 年 3 月 3 日，美元兑主要货币的汇率均体现为贬值，自 2017 年 3 月至 2018 年 3 月，美元兑欧元、日元、英镑、加拿大元、墨西哥比索、人民币汇率分别贬值 14.72%、7.57%、11.17%、3.79%、6.03%、7.87%。^②

2016 年底，各大机构均预测 2017 年美元将继续走强。但 2017 年美元持续贬值出乎意料。主要原因有三个方面：一是市场情绪。特朗普在 2017

^① U. S. Bureau of Economic Analysis, "Gross Domestic Product: Fourth Quarter 2017," https://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/2018/pdf/gdp4q17_adv.pdf.

^② <http://money.cnn.com/data/currencies/>.



年初声称要干预美元贬值，认为弱势美元更有利于美国外贸平衡，推动美国经济增长。此外，退出系列多边贸易协定，重谈北美自由贸易协定（NAFTA），引发其他国家对美元持观望态度。二是与之对手盘的欧元走强。法国总统马克龙的当选，法国与德国建立紧密联系，欧盟区政局风险逐步消退，欧元经济增长强劲，这些因素均推动欧元走强。三是政治因素。特朗普竞选时的承诺实现缓慢，两党争议较大，2017年12月才得以通过税改法案，高额的负债也让税改实施迷雾重重。2018年，特朗普指出，美国要向进口钢材、进口铝分别征收25%、10%的关税。白宫首席经济顾问科恩对此方案并不认同，在此方案公布后宣布辞职，广泛的关税措施正面临着政府内部、共和党议员与企业界的反对。世贸组织对此表示担忧，国际货币基金组织批评该计划不仅会伤害其他国家，也会殃及美国自身。诸多事实说明笼罩在美元上方的政治阴影扩大。

特朗普鼓吹并严格实施贸易保护主义，但贸易政策调整对进出口的影响尚未体现。在美元走软的情况下，2017年美国进出口总额均出现增长，出口总额从前一年的22121亿美元上升至23439亿美元，进口总额从前一年的27126亿美元上升至29148亿美元，贸易逆差总额从前一年的5005亿美元攀升至5709亿美元，创2008年以来新高。具体而言，呈现以下三个特点：一是货物贸易逆差是美国贸易逆差的主要因素。2017年货物出口总额为15474亿美元，较前一年上升6.01%；货物进口总额为29148亿美元，较前一年上升31.91%。货物贸易逆差总额为13674亿美元，较前一年增加82.34%。二是服务贸易总额上升，存在小幅贸易顺差。2017年服务贸易出口总额为7965亿美元，较前一年上升5.86%；服务贸易进口总额为5340亿美元，较前一年上升6.16%；服务贸易顺差总额为2625亿美元，较前一年增加5.25%。美国服务贸易顺差自2003年以来持续上升，仅在2016年出现4.9%的降幅，说明服务贸易在美国经济增长的拉动作用日益增强。三是外贸对GDP的贡献率仍为负值。2017年进出口对GDP的贡献率为-0.18%，较前一年-0.23%的贡献率有所降低。2017年美国贸易逆差创新高的主要原因在于：美国经济增长拉动居民收入水平增加，收入增加拉动消费进口增

加，最终体现为货物进口总额快速上升。

4. 住宅市场量价齐涨，库存创2005年以来最低纪录

自“大衰退”以来，住宅市场一直是关注焦点，住宅市场复苏程度在一定程度上标志着美国经济复苏水平。2017年美国住宅产业增长持续，2018年美国住宅市场价格上涨仍有空间。具体来看，表现在以下三个方面：一是住宅市场量价齐涨，销售速度加快。根据NAR的数据，2017年全美住房价格中值上涨超过5.3%，低端住宅市场涨幅超过高端住宅市场，洛杉矶、旧金山、西雅图等西海岸城市价格已超过2006年的峰值。与此对应，2017年全美住宅销售速度加快，房屋销售比例达到历史新高的99%，30天内售出的房屋达到历史最高的17%。^①二是住宅市场供应趋紧，库存创2005年以来最低纪录。全美房地产经纪人协会数据显示，2017年美国住宅市场可售房屋库存仅满足4个月的供应量，低于历史平均水平六个月的供应量；住宅空置率自2016年以来已跌落到繁荣前的水平，2017年该比率持续下降。据路透社报道，截至2017年底，美国的待售房源较上年减少了12%。美国房地产商协会首席经济学家劳伦斯·云（Lawrence Yun）指出，当前全美房地产供应端趋紧，住宅需求旺盛，存在库存短缺问题。三是经济形势向好，就业市场强劲是购房意愿高涨的主要动因。数据显示，购房者债务水平稳中有降，贷款价值比（贷款金额与房屋价值的比例）低于2006年峰值时释放良好信号，2018年房贷表现有望持续改善。美国各大房产网站（Realtor、Zillow）与全美房产经纪人协会预计2018年将延续上涨趋势，增长率介于3.2%到5.5%之间。

5. 失业率处于历史低位，劳动力市场趋紧

自2016年年中以来，美国就业形势良好，劳动力市场持续走强并日渐趋紧。自2017年7月起，美国就业岗位保持持续七个月平均每月18.2万人次的增长。2017年美国新增210万个就业岗位，略低于2016年新增的220万岗位。尽管2017年新工作增长低于2016年，但2017年美国劳动力市场

^① 《美国地产启示录：次贷危机后的第10年房价释放连续上涨信号》，<http://news.hexun.com/2018-01-25/192314679.html>。



失业率在持续走低。失业率自特朗普接任时的 4.8% 降至 2017 年 6 月的 4.3%，再降至 2018 年 1 月的 4.1%，较联邦公开市场委员会（FOMC）预估的长期失业率水平 4.6% 低出 0.5 个百分点。如图 1 所示，美国劳动力市场衡量就业不足的大多数指标已恢复至衰退前水平。

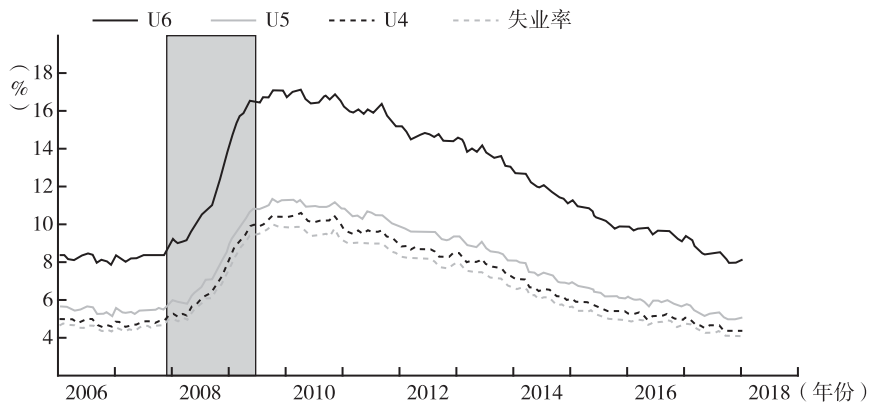


图 1 各种指标衡量的美国劳动力就业

资料来源：Board of Governors of the Federal Reserve System, “Monetary Policy Report: February 2018,” Feb. 23, 2018, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20180223_mprfullreport.pdf, p. 6。

注：U3 是官方公布的失业率、U4 = U3 + 因为找不到工作而停止找工作人群；U5 = U4 + 愿意继续工作但出于某种原因暂停找工作的人群；U6 = U5 + 未充分就业或兼职就业的人群。

劳动力市场趋紧主要表现在四个方面：一是除 2017 年秋季飓风造成的破坏导致申请失业保险人数增加外，其余时期首次申请失业保险人数达到近 10 年来的低点。二是美国劳工部公布的职位空缺数和劳工流动调查（Job Openings and Labor Turnover Survey, JOLTS）数据显示，就业者对市场有充分信心。2017 年全年，美国雇佣人数达 6470 万，离职人数达 6260 万，净就业人数增长 210 万。具体而言，2017 年 6 月空缺职位数量增至全年新高 616.3 万，此后持续下降，11 月降至 597.8 万，12 月较 11 月减少 16.7 万，降至 581.1 万。就离职率而言，2017 年 11 月主动离职人数为 316 万，12 月离职人数为 326 万，创 2001 年来的历史新高。裁员率全年基本维持在 1.1%。空缺职位数量下滑，裁员率处于低位，自主离职人数创新高，充分

反映美国劳动力市场工人对其就业机会有充分的信心。三是尽管劳动参与率处于低位（自2000年4月67.3%的峰值降至2018年1月的62.7%），但诸多现象显示美国劳动力市场处于充分就业状态。主要原因在于：一方面，劳动参与率被拉低的主要原因在于人口老龄化，比如占美国总人口1/3的“婴儿潮”世代（1946~1964年出生的人群）逐步迈入退休年龄，近年来美国老年段（55岁以上）人口占比不断攀升，主动退出劳动力市场的人数占总退出人数的93%。另一方面，核心年龄段（25~54岁）劳动参与率自2015年出现回升，说明经济周期性下滑（2008年金融危机）与结构性调整带来的负面冲击已经告一段落，新增非农就业人数保持平稳，适龄劳动力群体就业恢复。四是目前美国创造的就业机会与劳动力市场的新增人数持平甚至超过，劳动力市场熟练工短缺现象频繁出现。

失业率低位、劳动力市场趋紧带来的影响主要表现在三个方面：一是表示失业与通胀交替关系的菲利普斯曲线效应显现。失业率低位运行，货币工资增长与物价上涨成为大概率事件。劳工部的数据显示，自2016年起，全美劳工年薪平均增长率为2.5%。二是工人名义工资上涨推动企业支出成本增加。企业会加大新技术投资，试图采用劳动力密集程度较低的生产技术节约劳动力成本。若企业新技术投资转型失败，部分企业将退出市场。三是新技术投资引发商业资本投资增速加快。经济复苏渐入佳境，大部分企业当前的信心高涨，新一轮的商业资本投资成为可能。

6. 紧缩性货币政策逐步推进，市场影响温和可控

自2008年金融危机以来，美联储推行低利率政策与量化宽松政策，美联储资产负债表规模膨胀，其中国债与抵押支持证券（Mortgage-Backed Security, MBS）是两类最庞大的资产。自2013年6月起，美国宣布逐步退出量化宽松政策，通过加息、缩表组合拳实施紧缩性货币政策。2017年美联储延续这一基调，分别于3月、6月、12月加息三次。目前美联储试图稳中求进，并不主动出售目前持有的国债和抵押支持证券，主要通过将到期证券再投资，逐步降低证券资产的平均久期，减少利率上升带来的影响。目前来看，货币政策回归正常化推行顺利，美联储2018年2月公布的数据显示，

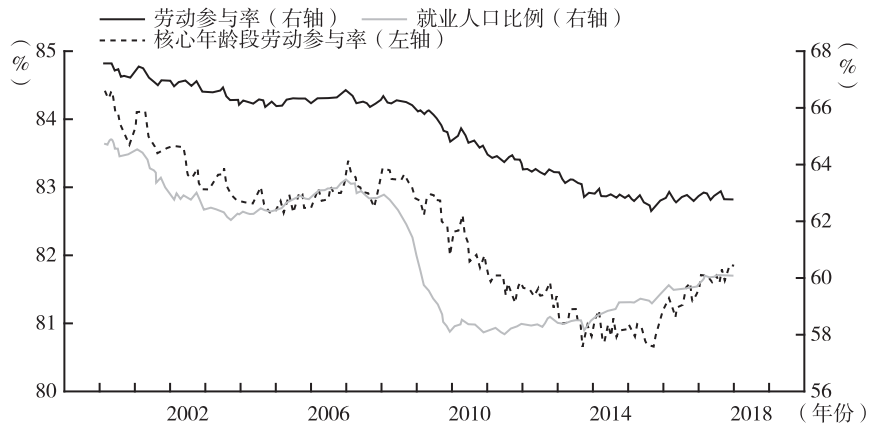


图2 各种指标衡量的劳动参与率

资料来源: Board of Governors of the Federal Reserve System, “Monetary Policy Report: February 2018,” Feb. 23, 2018, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20180223_mprfullreport.pdf, p. 6。

资产负债表的资产端从2017年9月的4.5万亿美元降低至4.4万亿美元, 其中国债2.4万亿美元, 抵押支持证券与机构债券1.8万亿美元。目前市场对美联储系列政策有稳定预期, 货币政策对市场影响温和可控。

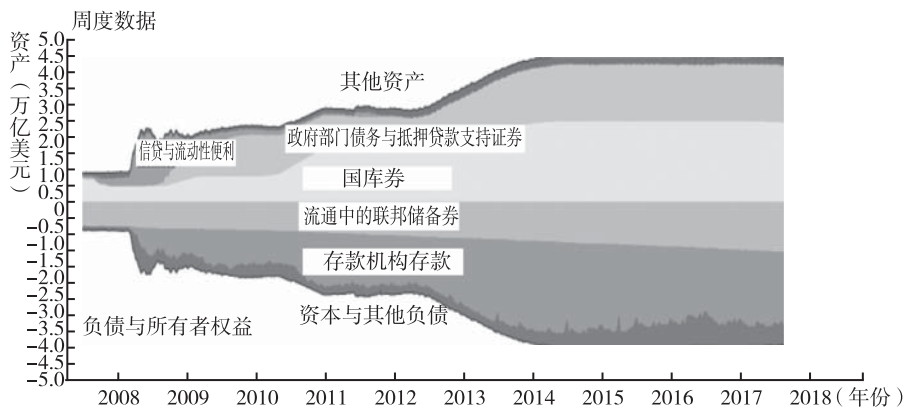


图3 美联储资产负债表构成要素

资料来源: Board of Governors of the Federal Reserve System, “Monetary Policy Report: February 2018,” Feb. 23, 2018, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20180223_mprfullreport.pdf, p. 33。

7. 金融市场表现强劲，股票市场表现惊艳

作为全球的金融中心，美国金融市场的表现对全球经济的影响至关重要。美国居高不下的债务水平加之2017年底通过的特朗普税改方案引发热议，美国债务水平是否会攀新高成为全球关注焦点。总体而言，2017年的美国金融市场表现强劲，银行业资产负债规模延续扩张态势，债券市场运行良好，股票市场表现惊艳。投资者情绪谨慎乐观，特朗普执政释放的放松金融监管信号为市场提供了良好预期。

银行业表现良好体现在几个方面。一是信贷规模持续扩张。2017年第三季度末银行业^①资产规模为17.24万亿美元；负债规模为15.28万亿美元，同比增长幅度均超3.5%。银行业资产端增长主要贡献来自9.43万亿美元信贷、1.93万亿美元现金和3.62万亿美元证券投资组合，较2016年末分别增长0.25万亿、0.12万亿和0.06万亿美元，而负债业务的扩张主要是受存款拉动。二是运营效率和盈利水平持续改善。2017年第三季度银行业实现净利润480.2亿美元，同比增长5.31%；资产收益率和净资产收益率分别达到1.12%和9.88%。据估算，2017年银行业全年累计净利润达到1884亿美元，同比增长9.90%；银行业运营效率大幅改善，全年约为57%。三是资本充足率大幅提升，不良贷款率和不良资产率“双降”。2017年第三季度末美国银行业一级资本充足率为13.39%，同比上升0.33%；第三季度末不良贷款率为1.20%，不良资产率为0.73%。据估算，2017年银行业一级资本充足率较2016年大幅提升，数值超过13.3%，不良贷款率与不良资产率均值较2016年分别下降20个基点和15个基点。标普500股指中银行板块上升18.5%也反映出银行业总体业绩良好。

债券市场运转良好。美国的债券市场总规模高达42万亿美元，主要包括国债、联邦机构债券、市政债券、企业债券、资产支持债券、抵押贷款相关债券等多种类别。其中国债是最大的组成部分，总规模高达20万亿美元，其次是抵押贷款相关债券、企业债券，三者全年发行额约占债券市场总发行

^① 这里的银行业是指参加FDIC存款保险的所有存款类金融机构。



额的 80%。投资者对全球经济前景态度乐观，不同期限的国债收益率自 2017 年中均出现不同幅度的上涨，其中短期国债相对长期国债上涨幅度更高，这与美国财政部有意增加对短期证券的发行依赖密切相关。此外，30 年期机构抵押支持证券的收益率，在 2017 年也有所上涨，但仍处在历史低位。目前美国国债的期限大多低于 5 年，59% 的国债将于 2022 年前到期。2018 年是否会增加中长期债券发放值得关注。总体而言，市场信心乐观，投资者对 2018 年债券市场前景看好。

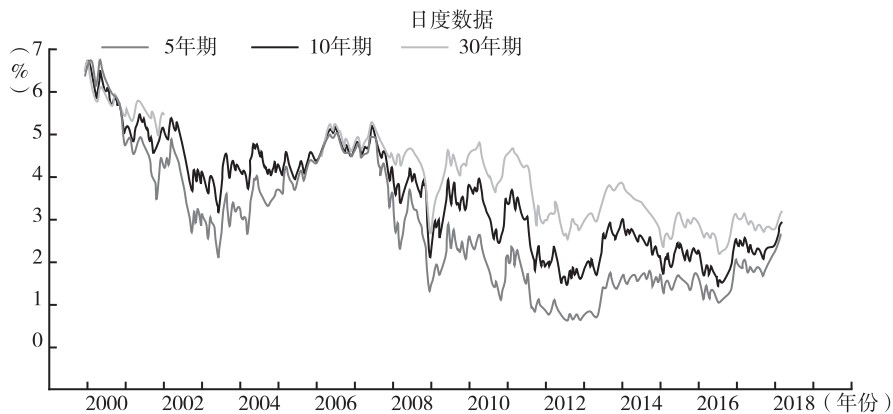


图 4 美国名义国债收益率

资料来源：Board of Governors of the Federal Reserve System, “Monetary Policy Report: February 2018,” Feb. 23, 2018, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20180223_mprfullreport.pdf, p. 23。

股市市场表现惊艳，尽显发达市场领头羊风范。2017 年全年，美国三大股指——标普 500 指数、道琼斯指数和纳斯达克指数分别累涨 19.4%、25.1% 和 28.2%，均创 2013 年以来最大年度涨幅。股票市场大幅上涨主要原因在于：目前全球良性经济环境、美国经济走强内需旺盛、就业市场稳定。特朗普执政对股市的影响可以用“金发女孩经济”来描述，低通胀与货币政策仍处在相对宽松的环境，市场在尽情享受“熊”缺席的温情土壤。需要注意的是，股市上涨也不能单看标普指数，得看具体板块的拉动作用。科技股对美股市场拉动作用明显，年度领涨幅度高达 37.8%，其中科技股



中占美股市值总额 10% 的“五大金刚”，即 Facebook、苹果、微软、谷歌母公司和亚马逊股价年内平均涨幅高达 50%。工业、非必需消费品、必需消费品、公用事业、金融、材料、保健、房地产板块均出现不同幅度的增长，唯有能源、电信板块下跌。由于特朗普税改信号被提前释放，投资者需谨慎市场对税改的过度乐观。此外，美联储调高利率成为大概率事件，企业盈利与相对估值暗示美国以外的地区存在更优的投资机会，2018 年初美股表现不尽如人意，大涨行情迟迟未到，美股大概率进入盘整期。投资者须谨慎乐观，警惕美股由短期修正转向长期熊市，自己成为“牛市击鼓传花”游戏的终结者。

二 2017年特朗普政府经济政策的主要特点

特朗普执政以来，积极奉行“美国优先”主张。具体而言，特朗普政府经济政策可归纳为三个方面：力推税改、削减贸易赤字、放松金融监管激发市场活力。

（一）力推税改

2017 年 12 月，美国公布据称为史上最大的减税计划。特朗普新政的减税政策主要包括：一是保留现行的个人所得税累进档七档，分别为 10%、12%、22%、24%、32%、35% 和 37%；二是将企业所得税上限由 35% 降为 21%；三是提高个税起征点，个人与家庭免税起征点提高一倍；四是对跨国公司海外利润汇回国内的税率由当前的 35% 降低至 15.5%（现金方式存留）与 8%（非现金方式存留）；五是遗产税的起征点翻倍。

从税收改革的内容来看，企业、中下层民众和顶级收入者均可受益。美财长姆努钦表示，特朗普决心通过减税，充分释放商界能量，最大限度地促进经济增长、增加就业岗位并扩大中产阶级收入。特朗普新政减税政策在一定程度上可以改善美国营商环境，吸引制造业回流与跨国公司对美投资。值得注意的有三点：一是大幅降低企业所得税、温和调整个税是美国本次税改的核心。但美国税制结构的主体是个人所得税，而非企业所得税。2016 年，



在美国全部税收收入当中，个人所得税占比为 39%，而企业所得税占比只有 8%。二是跨国公司海外利润在税收减免政策下，若能汇回美国将促进投资与经济增长。美跨国企业将大量的海外利润滞留海外，并通过跨国并购将注册地转移到税率更低、监管更宽松的海外国家。根据美国经济分析局公布的数据，估算当前美国企业海外存留利润约为 3 万亿美元。海外存留利润按存留方式不同分为两类：现金与等价物、其他固定资产。目前美国上市公司以现金与等价物方式存留的海外利润约为 1.1 万亿美元，按照汇回税率 15.5% 计算，最多可给美国带来 1705 亿美元财政收入，扣税后能获得 9295 亿美元的资金回流。其他固定资产一般以厂房形式留存海外用于日常运营，变现回流概率较低。此外，海外现金的分布极不均衡，主要集中在几家龙头科技股公司手中，前 5 家分别是苹果公司 2523 亿美元（占比 24%）、加上微软（1279 亿）、思科（675 亿）、甲骨文（544 亿）和 Alphabet（522 亿），占比达到总现金规模的 50% 以上。因此，潜在资金回流规模取决于龙头科技公司的决定与选择。三是减税政策引发债务增加问题。据美国税务基金会的预测，特朗普减税政策将在未来 10 年内带来 10 万亿美元财政收入的损失。美国国会预算办公室（Congressional Budget Office, CBO）预计，2026 年的政府债务占 GDP 比重将从 2016 年的 73.6% 攀升至 85.5%。美国的联邦债务在上一届政府任期内从 10 万亿美元蹿升至 20 万亿美元，这一届政府任期内若不能处理好债务问题，联邦政府财政赤字进一步扩大将影响美国政府债券的信用并制约美国财政政策的实施空间。

减税政策影响经济增长的传导途径有三条：一是减税可短期内增加居民可支配收入，从而刺激消费；减税可短期内增加企业税后利润，从而刺激投资。二是减税在短期内可能减少财政收入，增加政府债务，制约财政政策施展。根据美国税收联合委员会（JCT）的测算，未来 5 年，减税将使美国居民可支配收入和企业税后利润规模分别年均增长 1486 亿美元和 1038 亿美元。此次特朗普税改成败取决于两个因素：一是能否集中金融资本与优秀人才，在人工智能、新能源等高科技领域出现重大技术突破，提高劳动生产率。二是决策者能否确定合理的税率，确保国家税务收入在拉弗曲线的递增

区间。此次税改与里根时代的改革均是寻求拉弗曲线红利的重要尝试。需要注意的是，当前美国联邦债务总额已超过 GDP 的 100%，远超于里根时期 32% 的水平，一旦特朗普税改没有形成良性循环的短期效应，财政将面临缩减开支的风险，依赖财政补贴的领域将率先遭受冲击。三是减税可能导致贫富差距扩大的“马太效应”出现，从而侵蚀经济长期增长的基础。特朗普此次税改偏向富人，将导致高收入阶层始终受益，而低收入阶层在国民收入中的份额长期将相对下降。此次税改在长期内可能导致阶层分化与贫富差距加大，从而损害经济增长潜力。

总体来看，减税政策短期内有利于解决美国产业空心化问题，降低企业生产经营成本，提高居民可支配收入，同时换来选民支持，可以为特朗普谋求连任赢得先机。但未来美国能否实现技术突破，培养出新的经济增长中枢，将是税改成败的关键。国际货币基金组织预计 2022 年以后，美国的减税政策可能拖累美国经济增长达数年之久。

（二）削减贸易赤字

特朗普外贸政策的核心在于保护国内市场，扩大对外出口。特朗普否定全球化带来的经济效益，推行贸易保护主义，主要体现在三个方面：一是退出跨太平洋伙伴关系协定（TPP），退出巴黎气候公约，重谈北美自由贸易协定，退出或重谈他认为所有抢走美国就业并给美国带来负担的贸易协定。二是看重双边自贸谈判与商业利益，采取严厉的外贸政策（反倾销反补贴调查、301 调查、国家安全 232 调查等）打压他认为的损害美国制造业的外国竞争者，为美国谋求最大利益。三是曾一度扬言要将中国、德国、日本列为“汇率操纵国”。具体而言，2017 年的贸易保护政策按推出时间梳理如下：4 月 18 日发布《购买美国货，雇佣美国人》（Buy American and Hire American）的行政令，4 月 23 日就钢铁和铝产品启动 232 调查；6 月 27 日对加拿大软木生产商征税反倾销税；8 月 1 日商务部部长威尔伯·罗斯在《华尔街日报》撰文《自由贸易是一个双向通道》（Free-trade is a two-way street）点名批评中国与欧盟；8 月 18 日正式对中国发起 301 调查；8 月 21



日申请 WTO 成立专门小组调查中国粮食关税配额；10 月 16 日要求重启日美自由贸易谈判；11 月 30 日美国反对中国在 WTO 自动获得市场经济地位。2018 年 3 月 1 日，美国总统特朗普宣布，根据国家安全 232 调查报告，将对进口钢铁、进口铝产品分别加征 25%、10% 的关税。

特朗普试图通过系列贸易保护政策削减贸易赤字。2017 年美国贸易赤字创 9 年新高，说明这些政策目前对美国经济增长、贸易往来尚未产生全面冲击。但随着特朗普政府加快“贸易战”进展，加大贸易保护力度，多边贸易体制被破坏，贸易保护主义将遭到诸多抵制，负面影响凸显。据报道，欧盟将对美国钢铝关税采取反制措施；法国政府直言美欧贸易战只有输家；澳洲贸易投资部部长史蒂文·乔博（Steven Ciobo）称将寻求获得豁免；韩国正草拟减少韩国企业损失的计划；中国表示，美方不合理地、过度使用贸易救济措施，不仅无法实现美国国内有关产业的“复兴”，反而将影响美国国内就业，损害广大美国消费者的福利。分析认为，特朗普“贸易战”很难取得实质效果。以钢铝加征税为例，一是技术变革使得钢铝产业劳动密集度降低，加税对增加就业影响甚微。二是关税增加美国相关产业成本。使用钢铝的汽车行业、机械行业、建筑行业、酿酒行业均对成本增加表示担忧。三是招来盟友的报复与各关联方的抵制。各国将积极申诉，同时采取单边报复性关税。四是美国国内反对声存在，在国内导致的政治后果难以预料。

（三）放松金融监管

1929 年股市崩盘后，对银行进行全面监管的《格拉斯－斯蒂格尔法案》问世。该法案于 1999 年被废除，银行此后从事的高风险投资为 2008 年的金融危机埋下伏笔。2010 年 7 月 21 日正式生效的《多德－弗兰克法案》成为与《格拉斯－斯蒂格尔法案》比肩的又一块金融监管基石。该法案建立了一个新的金融监管框架，它被认为是 20 世纪 30 年代“大萧条”以来最全面、最严厉的金融改革法案，旨在限制系统性风险。

特朗普政府要求全面修订《多德－弗兰克法案》，实现为金融监管“松绑”目标，意在改革监管规定，促进放贷，并提振经济增长。此外，特朗

普推行的税改方案与万亿美元的基建项目均需要资金，放松监管可以在资金上有效支持。此举可能引发美国7年来最大的监管洗牌。从客观来看，加强金融监管是有效防范系统性金融风险的有效措施，特朗普想从根本上撼动这一具有金融监管里程碑意义的法案并非易事。参议院多数党领袖米奇·麦康奈尔（Mitch McConnell）表示，国会不太可能废除该法案的大部分内容，那将需要参议院的60张赞成票，而共和党只有52个席位。

放松监管对美国经济带来的影响可从短期与长期两个视角来分析。短期内放松监管可激发市场活力：一是《多德-弗兰克法案》要求小型银行加强监管，强制更多资源使用合规，放松监管可为小型银行节约成本，提高盈利能力。二是推高金融板块股票价格。放松金融机构监管意味着合规成本的降低，加之市场形成良好的预期，金融板块股票价格有望上涨。三是当前美国处于经济复苏上行周期且接近峰顶，企业积攒的现金量较大，投资高速增长，放松监管对拉动市场信贷需求与促进经济增长影响较弱。长期内放松监管可能会造成长期的系统性风险：目前美国正处在新一轮金融周期上升阶段，放松监管意味着信贷供给的增加，从而推动金融市场的绚丽繁荣。草率地放松金融监管很可能推高债务的增长，意味着播下了再次危机的种子。一旦危机来临，随之而来的是更为严厉的金融监管。

三 2018年美国经济形势展望

2017年美国开启了充分就业、低通胀、消费投资稳健增长、金融市场惊艳的梦幻时代。目前，国际组织与国际投行均对2018年的美国经济前景较为乐观。世界银行、国际货币基金组织、经济合作与发展组织对美国2018年预期增速基本一致，均在2.3%~2.7%。^①高盛集团预计，2018年

^① 数据来源：世界银行2018年1月发布的《2018年全球经济展望》（Global Economic Prospects）、国际货币基金组织2018年1月发布的《世界经济展望》（World Economic Outlook）、经济合作与发展组织2017年11月发布的《全球经济展望》（OECD Economic Outlook）。



美国 GDP 增长率为 2.5%，失业率将降至 3.7%，工资增速将由当前的 2.5% 增至 3% 以上，劳动力成本、能源价格、服务价格的上涨将推进核心通胀率（PCE）上涨，涨幅为 0.5% ~ 1.8%。^① 美银美林、花旗研究预计，美国通胀水平将回升，分别为 1.8% 与 2.0%。^②

2018 年美国有利因素体现在以下几个方面：一是特朗普税改法案短期内有利于推动企业投资，营商环境持续改善支持经济增长。二是消费需求有望进一步释放。减税短期内有利于增加居民收入，私人消费扩张，拉动市场需求。三是住房价格持续上涨，房贷利率低位运行，有效支撑经济增长。与此同时，2018 年美国也存在诸多不确定性与长期挑战：一是劳动生产率低位徘徊，实体经济脆弱性增加，制约减税对经济的刺激作用。事实上，随着资本积累速度下滑，重大技术突破有限，人口老龄化加剧，全球经济潜在增速放缓，正威胁人类生活水平持续改善，导致贫富差距进一步扩大。二是新上任美联储主席鲍威尔很可能加快货币政策回归正常化步伐，持续推行渐进加息路线，金融周期是否下行、是否拖累经济增长值得关注。此外，鲍威尔在半年度货币政策报告证词中表示，美联储将适度调整货币政策路径，推进通胀率回到 2% 目标水平。^③ 美联储能否严格遵守缩表计划，以及在缩表进程中如何进行久期管理有待持续观察。三是 2018 年是国会中期选举的选举年，特朗普税改方案、万亿基建计划、放松监管方案能否落实直接影响民众支持率，中期选举带来的不确定性、潜在贸易冲突及地缘政治博弈均将损害企业与消费者信心，拖累经济复苏。

2018 年有望成为金融危机以来美国经济接近满负荷运转的元年。特朗普政府试图通过多项改革措施促进就业、削减赤字，但美国政治制度、党派

^① 《美国：复苏动能增强》，<http://finance.jrj.com.cn/2017/11/30094623718270.shtml>。

^② 《华尔街投行勾勒 2018 年美国全景图：将继续提速》，<http://money.163.com/18/0205/15/D9T1L0Q3002580S6.html>。

^③ “Monetary Policy Report,” February 23, 2018, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20180223_mprfullreport.pdf。

2017年的美国经济：经济向好，通胀归来 

分歧、债务高筑等诸多因素制约政策实施空间。多边贸易体系遭到破坏，双边谈判陷入僵局，各国采取报复性反制措施，进出口对美国经济的拉动是否出现反转不容乐观。从长远来看，寻找新的增长点、突破技术瓶颈、提振长期增长潜力是关键。

(审读：罗振兴)