

当前美国经济增长的动力与前景

贺力平 马 伟

【内容提要】特朗普政府执政以来,美国的经济增长率有所上升,延续了2010年以来的美国经济扩张周期。本轮经济周期的显著特点是持续时间长、平均增长率低。美国此轮长时间经济增长的原因在于实际利率一直处于低位,由此推动了消费和投资的增长。除了已经促使大量的美国资本回流以外,特朗普政府推行的一系列经济政策的效应尚未充分显现,部分政策带来新的不确定性,部分政策具有相互冲突的倾向。按照美国联邦储备委员会的加息周期,在未来一年和更远的时间内,美国的经济增长仍有可能维持2—3%的增长率,转向大幅度地减速或者衰退的可能性较低。当前,美国经济也面临着股价调整、政府财政赤字扩大,以及由国际贸易争端升级引起的外部需求收缩等原因导致的经济下行的风险。特朗普政府希望以特有的经济政策延续美国的此轮经济增长周期,不惜承担贸易冲突引发的风险。从较为长远的时间看,特朗普政府的经济政策给美国经济乃至世界经济带来了新的不确定性。

【关键词】美国经济; 特朗普政府经济政策; 经济周期; 经济增长率; 实际利率

【作者】贺力平,北京师范大学经济与工商管理学院教授; 马伟,北京师范大学经济与工商管理学院博士研究生。

【引用】贺力平、马伟《当前美国经济增长的动力与前景》,《当代美国评论》2018年第4期,第61~80页。

在奥巴马政府的第二任期,美国白宫经济顾问委员会提交的2015年《总统经济报告》中,论述了美国经济增长的长期前景与实际利率,该《报告》依据费雪效应的实际利率计算公式和拉姆塞增长模型,概括了美国经济增长率与实际利率的函数关系,认为在未来十到二十年,美国国内生产总值(GDP)的实际平均增长率将处于2.5%左右的水平。^①这一分析方法和结论在2016年的《总统经济报告》中再次沿用,《报告》指出,在奥巴马政府任期最后一年的2016年,美国的GDP实际增长率达到2.7%的峰值,在2017年回落至2.5%,2018年为2.4%,在2019—2026年期间,每年将维持在2.3%的水平。^②

特朗普政府执政以来,美国的很多经济学家并不看好特朗普政府的经济政策,包括减税政策。曾获诺贝尔经济学奖的保罗·克鲁格曼(Paul Krugman)认为,特朗普政府的经济政策会伤害本来已不够强盛的美国经济的增长。克鲁格曼指出,“特朗普真不适合担任这个(总统)或其他任何高级职位,他的不适合所带来的危害将继续扩大”。^③有经济学家认为,当前美国的经济周期从2010年始,到2017年已经连续增长八年,超过了以往五至七年中短周期的时限。^④基于历史经验,有越来越多的美国经济分析人士加入“衰退即将到来”的悲观论者的行列。

从2018年年初以来,美国的GDP增长率的统计表明,美国经济仍然处于上升走势。2018年第一季度的增长率为2.2%、第二季度的增长率为4.2%、第三季度的增长率为3.3%。本文旨在分析本轮美国经济周期的走势,当前美国经济增长的主要动力来源,特朗普政府的经济政策,尤其是减税政策发挥的作用,美国经济增长的近期前景,以及美国经济所面临的下行风险。

① Council of Economic Advisors, *Economic Report of the President*, Box 2 - 6: Forecasting the Long-run Interest Rate, pp. 94 - 98, White House, February 2015.

② Council of Economic Advisors, *Economic Report of the President*, Table 2 - 2: Administration Economic Forecast, p. 108, White House, February 2016.

③ Paul Krugman, "Trump's Deadly Narcissism," *The New York Times*, October 1, 2017.

④ 学术界关于经济周期的说法主要有:持续35年的基钦库存周期、持续7~11年的朱格拉固定资产投资周期、持续15~25年的库兹涅茨基础设施投资周期、持续45~60年的康德拉季耶夫的重大技术创新周期。前两者属于通常意义的中短周期。

一 当前美国经济走势与经济周期

有经济分析专业人士分析历史数据的统计认为,一个包括经济复苏、扩张和衰退在内的完整经济周期(business cycle)持续五到七年的时间,其中经济扩张的时间为39个月(3.25年)。^①对比这个数字,2010年以来的美国经济增长在时间长度上显然超过了以往的周期。

历史数据的统计也表明,美国经济有过数次超过平均数的增长周期,其中距今时间最近的、持续时间最长的周期是1991—2001年,经济持续增长达到120个月(10年)。截至2018年8月,美国经济已经持续扩张110个月,是1854年以来第二长久的经济增长时期。到2019年7月,当前美国经济周期的时间长度有可能为历史之最。但是,就增长率水平而言,当前美国经济周期还远没有超过历史最好水平(如图1所示)。就最近的三个经济周期而言,当前周期(2010—2017年)美国GDP的平均增速为2.18%,低于2002—2007年周期的2.78%,更低于1991—2001年的3.84%。

一般而言,在一个经济周期中,经济增长率越高,其转向下行或衰退所需的时间就越短。这也就是说,较高的经济增长率通常具有较低的时间可持续性,而较低的经济增长率则可能有着较高的时间可持续性。从这个意义而言,20世纪90年代,美国经济的那场持续时间长而且增长率较高的周期的确是一个例外,当前的经济周期尚不能与之相提并论。而且,还应该看到,当前经济周期并非完全没有接近衰退。例如,2014年第一季度的GDP为负增长。但是,美国全国经济研究局(NBER)关于经济衰退的定义是GDP增长率连续两个季度为负数。

特朗普政府执政以来,美国GDP的季度增长率的平均值为2.72%,超过奥巴马政府第二任期四年的GDP增长率平均值(2.31%)。特朗普经常在演讲和推特中提及此,认为自己的政绩优于前任。如何看待美国当前经济增长的局面及其前景,已成为美国共和党和民主党政治竞争的重要方面。

到2018年年底,特朗普政府的执政时间仅为两年,将特朗普政府执政的

^① 美国全国经济研究局的《经济扩张与经济紧缩系列报告》(US Business Cycle Expansions and Contractions)跟踪研究了从1854年至2018年共计164年的美国经济周期。参见 <http://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>; Geoff Colvin, "The End Is Near," *Fortune*, August, 2018, pp. 71-79。



图1 1990—2017年美国GDP增长率^①

资料来源: 美国经济分析局 (BEA) ,<https://apps.bea.gov/iTable/iTable.cfm?reqid=19&step=2#reqid=19&step=2&isuri=1&1921=survey>。

短时间经济指标与奥巴马政府执政的八年或是第二任期的四年直接进行比较,并不合理。而且,当前美国经济指标的变化往往是以往一些结构性因素的变化和积累的结果,并不仅仅是时任政府经济政策的效应反映。为此,需要考察美国失业率与劳动参与率这两个指标在近年以来的变化(如图2所示)。

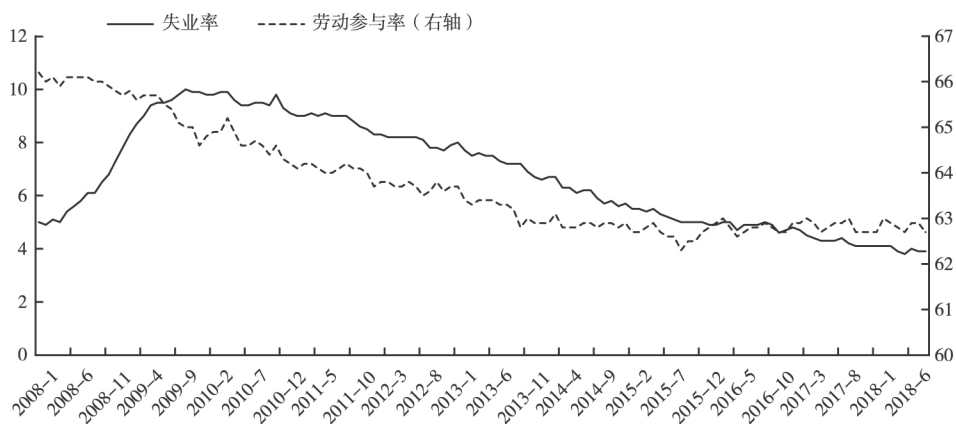


图2 2008年1月—2018年8月美国的失业率和劳动参与率

资料来源: 美国劳工部 <https://www.bls.gov/data/#unemployment>。

① 图中虚线分别为三个增长时期的GDP增长率平均数。

受金融危机的影响,美国的失业率从2008年1月的5%上升到2009年10月的10%。此后,失业率在部分时段有所起伏,总体转向下降。到2015年10月,失业率回落到5%的水平。如果不了解美国劳动力市场在这个时期所发生的相关变化,那么2009—2015年失业率的持续下降,就会被简单地归结为是经济复苏所致,甚至被认为是时任政府的经济政策所带来的成效。但在事实上,自2008年爆发金融危机以来,美国的劳动参与率,包括就业者和失业者在内的经济活动人口占劳动年龄人口的比率,出现了持续的和显著的下降,从2008年1月的66.2%降至2015年9月的62.3%。理论上,即使没有经济复苏或经济增长,仅仅是劳动参与率的下降就可以带来失业率的下降,因为失业率的分子是经济活动的人口,而不是劳动年龄人口。而劳动参与率的变化则可能由诸多非政策性的因素所致。例如,社会成员对就业和教育(包括再教育)偏好的变化和家庭关系的变化等。当然,经济政策也会发挥作用,尤其是社会福利制度的调整政策。要准确地发现失业率变化与经济增长之间的关系,应当将观察置于劳动参与率相对稳定的社会背景之下。的确,自2015年10月以来,美国的劳动参与率停止了下降,并有所回升。2015年10月以来,美国失业率的下降在很大程度上可归因于经济增长,即产出增长所带来的对劳动力需求的增长。

从这个意义而言,美国经济增长带来的失业率下降在2015年和2016年已经发生,而这两年是在奥巴马政府的任期内。2017年和2018年上半年,在特朗普政府的任期内,失业率在继续下降,从5%下降到4%,这也可主要归因于经济增长。但是,这种由经济增长所带来的失业率下降并非特朗普政府任期内所独有的成效,因而也不能将此完全归功于特朗普政府。

总体而言,从2010年开始并延续至今的美国经济增长周期在时间长度上尚未超过20世纪90年代的那场经济增长长周期,在增长率水平上更是差距明显。但是,特朗普政府执政以来,在近两年的时间内,美国的经济增长率的确出现了新的上升态势,不仅延续了当前经济增长周期的时间,而且也在增长率水平上有新的表现。根据预测,2018年结束时,美国的经济增长率将显著地超过此前多年的增长率,至少将高于3%。^①而且,特别值得一提的是,自从2015年第四季度以来,美国失业率的持续下降出现在劳动参与率停止下降,

^① 美国国会预算办公室(CBO)报告。参见 <https://www.cbo.gov/publication/54318>。

甚至有所回升的背景之下,基本上完全由总需求的扩张所致。为此,对于当前美国经济扩张周期的动力和前景应该给予充分的关注和分析。

二 美国经济增长的动力

常规的分部门的宏观经济分析是理解经济增长需求动力来源的出发点。笔者统计了奥巴马政府第二任期的后两年(2015年和2016年)和特朗普政府执政以来(2017年至2018年第二季度)的消费、投资、进出口(进出口可以理解为一个部门)以及政府采购这四个部门的增长率,2015年至2017年为年度数据,2018年为季度数据(如图3所示,其中图表中的“Q”表示“季度”,下同)。从图3可以观察到,消费的增速相对比较平稳,除2018年第一季度之外,其他年份和季度一直保持了2.5%以上的增长率,其中在2018年第二季度的增速高达3.8%。投资增速在各个时段出现了显著的起伏波动,平均增长率超过3.5%。尤其值得注意的是,投资增速在2018年第一季度高达9.6%。就货物与服务的进出口而言,自2015年以来,美国的出口有持续的、大幅度的加速(仅在2016年有下滑)。

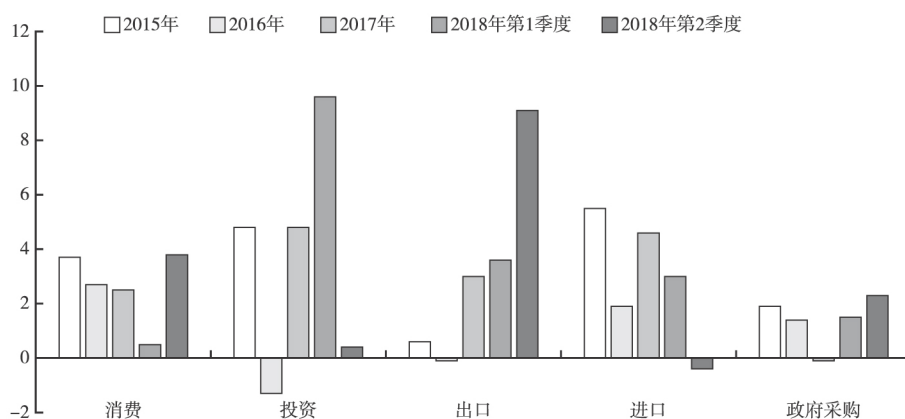


图3 2015年至2018年第二季度美国GDP中消费、投资、进出口和政府采购的增速情况

资料来源:美国经济分析局, <https://apps.bea.gov/iTable/iTable.cfm?isuri=1&reqid=19&step=2&0=survey>。

与此同时,美国的进口增速出现了明显的减速趋势。在政府采购(财政支出)方面,2015年至2017年连续减速,但在2018年第一季度开始转为加

速。前三年的减速,主要是奥巴马政府任期内的财政政策收缩及其惯性效应所致。2018年的转变则主要体现了特朗普政府的新财政政策及其效应。

概括地说,在四个部门中,消费增长的趋势相对稳定;投资增速的平均值较高,但上下起伏的波动性也比较大;出口呈现加速趋势,但同时进口增速也在相当高的水平上;政府采购的平均增速低于同期内的GDP增速,在2018年前两个季度有明显加速上升的表现。

就各个部门对每个对应时期GDP增长的相对贡献度而言,即从各时期的GDP增长总额分解至各个部门的比例数可以看到,消费一直是2015年以来美国GDP增长的主要贡献者,其作用仅在2018年第一季度由于当期投资贡献度的大幅增加而减小。投资的贡献度位居第二,但在同时,也表现出了较大的波动性。净出口部门(即出口减去进口)对美国GDP增长的贡献度在2015年至2017年的三年中均为负数,仅在2018年第二季度显著增加。政府采购部分仅贡献了GDP增长的10%左右,稍稍高于净出口部门的作用。

从上述分析看,当前周期美国经济扩张的主要动力直接来自居民部门的消费和企业部门的投资,而非直接来自对外贸易或政府采购。相对于国内消费和投资的需求,后两者具有较高的不确定性和外生性。例如,净出口受到国外市场需求的影响,而政府采购的变动不仅受到财政政策的影响,也受到政府部门历史债务水平的制约。从经济周期的角度看,影响周期长度和增长率业绩的主要因素还是国内消费和投资需求及其变化。

从经济分析的观点看,消费需求和投资需求都不是外生变量,两者皆是其他诸多因素的结果,包括政策性和非政策性的因素。以消费为例,在给定居民收入水平的条件下,消费支出的多少取决于居民的意愿储蓄倾向。笔者统计了2005年第一季度至2018年第二季度,美国居民部门可支配收入和储蓄额(如图4所示),两者皆为按当前价格计算的绝对额(亿美元)。因为两个指标有显著的规模差别,所以采用双坐标来显示,需要注意两条曲线的走势及其差别。笔者将整个时期划分为四个子时段:其一,在金融危机的前几年(2005年的第一季度至2008年的第四季度),可支配收入的增长快于储蓄增长,表明消费支出出现较快增长。其二,在金融危机爆发后的几年(2009年第一季度至2012年第四季度),居民储蓄的增长快于可支配收入,表明消费支出出现较慢增长。其三,2013年第一季度至2018年第二季度,可支配收入与储蓄的增长越来越趋于一致,消费支出基本保持了与可支配收入的相同增长率。



图4 2005年第一季度至2018年第二季度美国居民可支配收入和储蓄额

资料来源: 美国经济分析局 <https://www.bea.gov/data/income-saving/personal-income>。

按照美国经济分析局提供的数据(与图4所用数据一致),美国居民储蓄与居民可支配收入的比例,即通常所说的居民部门的储蓄率在2015年第三季度为2.5%、2007年第四季度为3.4%、2009年第二季度为7.2%、2012年第四季度为10.2%。此后,在2013年第一季度回落到6%,但随后又有回升,围绕6.5%上下波动。如果认为在金融危机期间及其之后的一段时间内,储蓄率上升是美国居民部门对此前“过度消费”的一种矫正,那么,储蓄率的回落,即消费支出的加快增长,则是金融危机后经济复苏和扩张的动力来源。同时,储蓄率维持在相对于危机前的高水平,也意味着危机后的经济增长会低于危机前所达到的程度。

常规的宏观经济的分析思路是,居民储蓄行为的变化不仅是出于对历史债务负担和未来前景不确定性的考虑,也是对市场借贷利率的反应。美国居民部门储蓄率在金融危机期间的快速升高,主要是出于对历史债务水平的调整和对未来前景不确定的担忧。而在历史债务水平和未来前景不确定性缩小之后,储蓄行为将主要对利率水平做出反应。类似的调整也会发生在企业部门,即企业投资也是利率水平的一个指标。在其他项目不变的情况下,低利率水平有利于企业部门扩大投资,而高利率水平则将阻碍投资的扩大。

按照上述分析思路,笔者考察了利率与美国经济周期的关系,统计了1960年第一季度至2018年第二季度实际联邦基金利率,即名义联邦基金利

率按消费价格指数进行调整后的利率(如图5所示)。选择这么长的时间序列,是为了涵盖尽可能多的经济周期。图中浅灰色柱就是衰退时期,其中宽度表示衰退时间的长短。例如,2008年第四季度到2009年第三季度有连续四个季度的负增长。

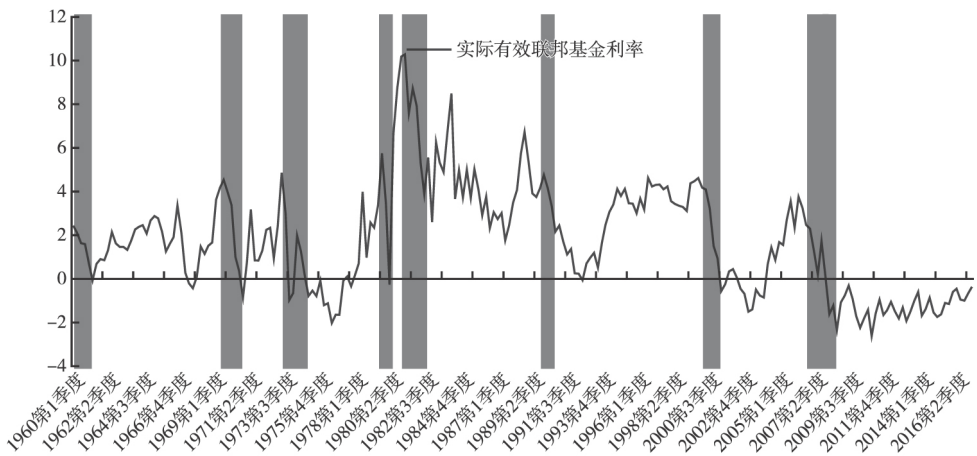


图5 1960年第一季度至2018年第二季度美国实际联邦基金利率统计。^①

资料来源:实际有效联邦基金利率(Real Effective Federal Funds Rate, REFFR)为有效联邦基金利率(Effective Federal Funds Rate)经过核心消费价格指数(Personal Consumption Expenditures Excluding Food and Energy chain-type price index)调整得到。有效联邦基金利率参见圣路易斯美国联邦储备局, <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>;核心个人消费价格指数参见圣路易斯联邦储备局, <https://fred.stlouisfed.org/series/A191RL1Q225SBEA>。

从图5可以观察到,在每一次的经济复苏和扩张时期,都有实际利率水平的上升,而且每一次衰退到来之前,都出现了实际利率达到一个新高点的情况。除了20世纪80年代的那场经济周期之外,没有一次衰退发生在实际利率为负数的时候。每次经济复苏的初期,即图5中每个浅灰色色柱之后的季度中,实际利率要么下降到负数,要么接近于零。这些情况表明,实际利率与经济周期之间存在规则性关系。

为了更准确地概括上述情况,笔者将1960年第二季度至2018年第二季

^① 浅灰色色柱覆盖区域为经济衰退期的季度数据。参见美国全国经济研究局的《经济扩张与经济紧缩系列报告》, <http://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>。

度,美国在经济衰退期和增长期的 GDP 平均增长率和实际联邦基金利率的变化,即期末值与期初值之差,做出列表统计(如表 1 所示)。

表 1 1960 年以来美国经济衰退期和增长期的 GDP 平均增长率
和实际有效联邦基金利率的变动

| 衰退期 | GDP 平均 增长率 | 实际利率 落差 | 增长期 | GDP 平均 增长率 | 实际利率 落差 |
|---------------------|---------------|------------|---------------------|---------------|------------|
| 1960. Q2 - 1961. Q1 | -0.60 | -0.89 | 1961. Q2 - 1969. Q3 | 5.14 | 3.85 |
| 1969. Q4 - 1970. Q4 | -0.48 | -4.27 | 1971. Q1 - 1973. Q3 | 5.27 | 6.50 |
| 1973. Q4 - 1975. Q1 | -1.43 | -6.09 | 1975. Q2 - 1979. Q4 | 4.49 | 5.76 |
| 1980. Q1 - 1980. Q3 | -2.40 | -4.21 | 1980. Q4 - 1981. Q2 | 4.30 | 4.23 |
| 1981. Q3 - 1982. Q4 | -0.83 | -6.39 | 1983. Q1 - 1990. Q2 | 4.42 | 0.49 |
| 1990. Q3 - 1991. Q1 | -1.73 | -1.23 | 1991. Q2 - 2000. Q4 | 3.75 | 1.81 |
| 2001. Q1 - 2001. Q4 | 0.18 | -3.16 | 2002. Q1 - 2007. Q3 | 2.93 | 2.54 |
| 2007. Q4 - 2009. Q2 | -1.89 | -3.52 | 2009. Q3 - 2018. Q2 | 2.27 | 0.88 |

资料来源:美国经济分析局。GDP 增长率数据来自美国经济分析局,同图 1。实际利率差为实际有效联邦基金利率的相应周期内期末值与期初值之差,资料来源同图 1。

通过表 1 可以观察到,在每一个经济衰退时期,实际利率都有不同程度的下降。在每一个经济增长时期,实际利率都有上升。实际利率变化与经济周期运行两者之间的对应关系十分清晰。同时,如果观察最近的经济周期,即 2009 年第四季度至 2018 年第二季度,图 5 和表 1 的数据也很清楚地表明,实际利率在这个时期一直处于负数,上升的幅度十分温和,这是最近这轮经济周期与以往经济周期之间的显著差别。^①

在本轮美国经济复苏和增长发生在实际利率一直为负的背景下,尽管实际利率已向上升的方向变化,但截至 2018 年第二季度,仍未扭转实际负利率的局面。基于此,可以做出三点推论:其一,负实际利率是推动美国居民部门消费倾向上升和企业部门投资扩张背后的深刻原因。其二,负实际利率很可

① 有美国经济学家指出,近年来实际利率的下降并非美国独有,其他一些发达经济体也有类似的情况。参见 Kathryn Holston et al., "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants," *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, November 2016, <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/workingpapers/wp2016-11.pdf>.

能是本轮美国经济周期“加长”的重要原因。其三,在实际利率继续为负的条件下,美国经济很快陷入衰退的可能性较低。

三 特朗普政府经济政策的初步效应

特朗普虽然以共和党人的身份当选美国总统,但事实上他有许多不同于共和党建制派的政策主张。特朗普认为,美国在近几十年中的国际经济竞争中一直处于劣势,美国在世界经济中的领导地位受到了严重挑战,需要采取重大的政策变革,避免美国的衰落。为此,他提出“让美国再次伟大”“美国优先”的口号,在经济政策领域提出了诸多新的政策举措。

在贸易政策方面,特朗普政府宣布退出若干多边协议,主张重新谈判,力争达成符合美国利益诉求的新的国际协议。特朗普政府不惧贸易争端升级的风险,强势要求众多贸易伙伴国在贸易政策上对美国做出重大让步。美国以退出北美自由贸易协定(NAFTA)为要挟,分别与墨西哥和加拿大展开谈判,迫使对方在2018年9月30日的最后期限做出让步,达成美墨加贸易协定(USMCA),争取到了被认为是对美国有利的新的多边协议。10月1日,特朗普喜不自禁地宣布新版的美加墨贸易协定取代了陈旧的北美自由贸易协定。

特朗普政府力图重塑国际贸易关系的一个重要动机是保护美国的国内就业岗位,尤其是制造业的工作岗位。特朗普政府力推的减税政策、退出《巴黎气候协定》,以及大张旗鼓地倡议美国制造业企业和国外的制造业企业投资回流,或者增加对美国投资的做法都明显包含这个政策动机。特朗普政府向包括中国在内的许多重要贸易伙伴国发起的贸易争端也与此有密切关系。美国劳工部的统计数据表明,近年来,美国制造业就业人员的数量出现了持续的增加,从2010年的历史低点的1100万人增加到2018年年中的近1300万人,制造业就业人数占全部非农就业人数的比重约为9.5%,并呈现出比重稳定的迹象。这两个指标的变化,都是20世纪80年代以来出现的新变化。^①但是,这种新变化在多大程度上能归功于特朗普政府的经济政策,还有待观察。

首先,奥巴马政府时期已经开始重视制造业复兴的问题。奥巴马总统在

^① “U. S. Manufacturing Jobs: The Producers,” *The Economist*, October 20, 2018, pp. 42–43.

2010年8月,签署了《美国制造业促进法》(*Manufacturing Enhancement Act of 2010*),该法旨在为美国的大型、中型和小型企业提供一视同仁的政策支持,并改善制造业企业在美国的营商环境。美国全国制造业协会(National Association of Manufacturers)的研究表明,这项法带来46亿美元的产值和9万个工作岗位。^①

其次,金融危机以来,美国制造业工作岗位的增加在很大程度上应归因于美国制造业部门实际工资水平的下降,以及国外同类型竞争者的实际工资水平的上升。如果美国制造业部门工人的实际工资水平继续保持不断上升的势头,以及其他国家的制造业实际工资水平不发生增长,那么制造业从包括美国在内的发达经济体向低收入经济体的转移趋势在所难免。

不过,对比特朗普政府与奥巴马政府的制造业就业保护政策,仍能发现一些重要的差别。第一,特朗普政府更加重视制造业与国防工业和增强军事实力的关系,对制造业复兴赋予国家安全或地缘政治竞争的新的意义。美国国防部在2018年10月发布的《评估并强化美国制造业和国防工业基础及供应链弹性》报告,明确地阐明了这种政策关联。第二,特朗普政府在经济决策的重心上已改变过于倚重华尔街的倾向,较多地兼顾了实体部门,尤其是制造业的利益。特朗普执政之初,很快地就与来自高盛公司的首席经济顾问、出任白宫国家经济顾问委员会的加里·科恩(Gary Cohn)在政策见解上产生重大分歧。科恩认为,美国经济发展的变化趋势应该是服务业的不断壮大,制造业不再很重要,因此,不必要与贸易伙伴“开战”。分歧的结果是该职位由与华尔街关系没有那么密切的拉里·库德洛(Larry Kudlow)接任。^②第三,特朗普政府更加重视传统制造业,例如钢铁、汽车和飞机制造业等,同时,也高度关注高技术产业的投资流向和研发成果的保护。在这一点上,特朗普不时地流露出对“中国经验”的羡慕,表示要努力促使对美国基础设施建设加大投资力度,为制造业的发展提供更好的支持。第四,与美国历届政府不一样的是,特朗普政府采取了“进攻型”的就业保护政策,主动挑起了国际贸易争

① <https://www.reliableplant.com/Read/26042/US-manufacturing-enhancement-act>.

② 在鲍勃·伍德沃德(Bob Woodward)撰写的《恐惧:白宫中的特朗普》(*Fear: Trump in the White House*)一书中,记载了特朗普与科恩产生的多处意见分歧。

端,力图改变美国的制造业就业和经济增长的国际环境。一反美国的传统价值观,特朗普政府的闭关式移民政策表现出维护美国国内就业市场的既得利益者的倾向。

特朗普政府经济政策的另一个重要取向是试图改变金融危机以来,美国加强金融监管的做法,争取为各类金融机构和企业拓展自主业务空间适度“松绑”,减少繁文缛节的监管,降低金融机构和企业的合规成本。截至2018年年中,特朗普政府已发布四份有关金融监管和监督的报告,形成了正式的政策调整倾向。但是,正如有关专家所指出的那样,特朗普政府的这些政策举措既不意味着美国的金融监管法律的修改,也不一定对具有相当独立性的专业化金融监管机构,包括美联储在内的行为带来显著影响。而且,特朗普政府出台的新监管规则可能要等到特朗普政府第一任期结束才能真正生效。^①

在美国国内引起最大争议的特朗普政府的经济政策是减税计划。经过艰辛的政治努力和多个妥协,特朗普于2017年12月签署了经国会修改和投票通过的《减税和就业法》(Tax Cuts and Jobs Act)。该法修改了之前的《国内税收法》(The Internal Revenue Code)的诸多条款,最主要的是提高了个人所得税起征点,将联邦政府征收的企业所得税最高税率从35%降低到21%,按新规则计算企业免税额,等等。降低企业税的用意十分明显,就是希望企业投资回流美国,为美国提供更多的就业机会。特朗普政府的减税计划与1981年里根政府的减税计划和2001年布什政府的减税计划有相似之处,遵循了相同的政策理念,但更具有国际经济竞争的色彩。联合国贸易和发展会议(UNCTAD)在2018年2月发布的报告中指出,特朗普政府的减税政策会吸引两万亿美元的海外资金回流美国,并引起全球外商直接投资(FDI)存量的一半进行流向调整。^②一些欧盟国家和其他地区的重要经济体都对特朗普的减税计划表达了不满和反对。

在美国国内,许多经济学家和分析人士都不看好特朗普政府的减税计划。保罗·克鲁格曼在《纽约时报》发表数篇文章指出,减税计划不会刺激企业投

① Hal Scott、闫琰《特朗普时期的金融监管改革》,《清华金融评论》2018年第8期,第57页。

② UNCTAD, *Global Investment Trend Monitor*, Special Edition, February 5, 2018.

资,因为35%的美国企业的股份由外国人持有,他们只会将减税带来的收益汇出境外。许多企业的首席执行官表示,减税不是影响投资决策的重要因素,如果减税能促使资金回流美国,那么这将抬高美元汇率,进而损害美国产品的国际竞争力,引起贸易赤字的扩大,美国国内制造业的就业岗位会进一步减少。^①

按照美国国会预算办公室的估算和预测,特朗普政府的减税计划在未来十年会给合伙人企业带来1.125万亿美元的净收益,带给公司3200亿美元的收益,十年中也会使政府债务增加2.289万亿美元,或扣除掉正的反饋效应之后的1.189万亿美元。^②众多分析人士都认为,难以准确地评估特朗普政府减税计划的经济效应,包括长期效应和短期效应。特朗普政府的减税计划实施尚为一年,不足以从有关的经济数据变化中寻找可靠的判断依据。

但减税计划对跨境直接投资流动的影响已表现出来。在奥巴马政府的第二任期,流入美国的外商直接投资每年有2000亿美元到4000亿美元。在2017年特朗普政府任期的第一年,外商投资的流入额为2773亿美元,与此前没有明显差别。但在2018年第二季度,流入额为净减少,为95亿美元。这种减少与减税计划或没有太多直接关系,或较多地反映了国外对美国投资环境及其前景确定性看法的降低。另外,特朗普政府的减税计划却对美国跨国企业的跨境直接投资带来了巨大的影响。美国经济分析局提供的数据表明,美国对外直接投资在2017年为3004亿美元、2018年第一季度为负1232亿美元、第二季度为负541亿美元,即在这两个季度中,美资企业已将大规模的境外直接投资回流到了美国境内。^③结合图3所显示的投资在2018年第一季度跳升的情况,可以认为,美资跨国企业回撤对外投资是重要原因之一。另外,也有许多报道分析指出,自从特朗普政府的减税计划实施以来,有许多美国企业大量回购本公司股票,所用资金中应该有不少是从境外抽回。但不能肯定的是,美资企业的境外资金在多大程度上以及在多长时间内会持续抽回。

① Paul Krugman, "Trump's MYM700 Billion Gift to Wealthy Foreigners," *The New York Times*, October 26, 2017. "Tax Cuts And the Trade Deficit," *The New York Times*, November 14, 2017. "Everybody Hates the Trump Tax Plan," *The New York Times*, November 16, 2017.

② <https://www.cbo.gov/publication/53651#section0>.

③ <https://www.bea.gov/international/di1fdibal>.

此外,从2018年年初开始实施的减税计划,还带来了其他已经可见的影响,包括联邦政府预算赤字和债务总额的扩大、联邦政府长期债券收益率的走高,以及它们对美元汇率升高的或多或少的推动。

美国经济学家罗伯特·戈登(Robert J. Gordon)认为,减税和财政支出刺激会给经济增长带来暂时有力的冲击,使得经济增速暂时超过3%和在未来四到六个季度达到3%的平均增长。但在这段时间之后,财政刺激的作用就会消失。^①美联储前主席伯南克(Ben Shalom Bernanke)在2018年6月的一次研讨会上发表讲话指出,特朗普政府的财政刺激发生在一个错误的时刻,这种经济刺激“可能在今年和明年对经济增长有显著作用,但到2020年,经济就会面临巨大的风险”。^②

总体而言,特朗普政府自2017年年初执政以来,不断力推经济政策,有些政策措施还在动议和推出之中,尚未最终形成;有的政策用意“良好”,却带来了新的不确定性,例如,贸易保护主义政策;有部分政策的近期效果甚至还有相互冲突之处,例如,扩大财政赤字的短期效应推高了美元汇率,而后者不利于美国制造业产品的出口;而减税政策的长远经济效应则更具有较多的不确定性。

四 当前美国经济增长前景

美国当前的经济增长主要得益于实际利率的低下。如果在未来的一到两

-
- ① Geoff Colvin, “The End Is near for the Economic Boom,” *Fortune*, August, 2018, p. 77; Robert J. Gordon, *The Rise and Fall of American Growth: The US Standard of Living since the Civil War* (Princeton: Princeton University Press, 2017)。罗伯特·戈登认为,从1870年到1970年是美国经济高速增长的一个“特殊世纪”。在这段漫长的时间内,“伟大创新”导致全要素生产率(TFP)的增速达到历史高水平(Chapter 1, pp. 1-8)。其中,1920—1970年,全要素生产率年均增长率达到1.89%,而在1970—2014年,这一水平下降到0.65%,只有前者的1/3左右(p. 17及注释13)。进而,1994—2004年这十年间,全要素生产率年均增长率为1.03,而2004—2014年期间仅为0.40,为历史最低(Chapter 16, pp. 673-678)。预计未来的25年,创新对全要素生产率的影响也将与最近十年类似,停留在一个较低的水平(p. 638及Chapter 17, pp. 705-709)。
- ② Craig Torres, “Bernanke Says U. S. Economy Faces a ‘Wile E. Coyote’ Moment in 2020,” *Bloomberg*, June 8, 2018, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2018-06-07/Bernanke-says-u-s-economy-faces-wile-e-coyote-moment-in-2020>.

年,美联储即使继续实行加息政策,只要实际利率仍然处于 1% 到 2% 的区间,美国的经济增长依然有可能维持 2% 到 3% 的增长率,转向大幅度地减速或衰退的可能性比较低。

但是,当前美国经济也面临着一些重大风险。有许多分析人士已经指出美国经济面临的种种风险和问题,可以大致概括为股市下滑、企业债务高升、油价上涨、通货膨胀上升、国际贸易冲突和应对温和减速的宏观经济政策工具的不足等六大风险。这些风险的含义和意义各不相同,在变化了的经济环境中也有一些不同于以往的原因与结果

自 2016 年年初以来,美国股市持续上涨,其平均市盈率在 2018 年 9 月,达到了 2001 年科技股泡沫破灭以来的新高点。“高股价不可持续”的看法充斥市场面。2018 年 10 月,的确出现了数次下挫,但在之后又有明显回升。从历史经验看,美国股市的走势与美国企业的利润情况和国债收益率有紧密关联。近年来,美国企业部门(包括非金融企业和金融机构)的总体利润水平持续增长,成为支撑股价不断走高的一大因素。特朗普政府推行的减税政策在未来一段时间内,应该继续有利于美国企业部门的利润增长。

笔者使用 1971 年 1 月至 2018 年 10 月共计 575 个观察值的月度数^①检验了标准普尔 500 指数市盈率(P/E)与美国十年期国债收益率之间的斯皮尔曼等级相关系数(Spearman Correlation Coefficient),得到 -0.7435 的数值,显示两者之间的高度负相关性。同时,也将上述市盈率值对十年期国债收益率进行了回归,结果是:

$$PE = 32.16 - 1.86 \text{ Yields} \quad R^2 = 0.4271 \\ (0.64) \quad (0.09)$$

括号中数值为标准差,拟合系数(R^2)显示两者之间的相关性有一定显著性。也就是说,当十年期国债收益率增加 100 个基点时,市盈率会下降 1.86。依照这个结果,美国股市的未来走势在很大程度上将取决于国债收益率的变动。2018 年 1 月至 10 月,美国十年期国债收益率上升了 0.8 个百分点(80 个基点),为发达经济体中除意大利之外的最多者。如果美国联邦政府的财政赤字进一步扩大,这个利率指标或许会有新的上升,并会

^① 数据来自 Robert J. Shiller 网站。参见 <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>。

阻止美股上涨。

股价停止上涨,甚至转为下跌会对美国经济带来多方面的不利影响,最重要的一个可能影响是妨碍股权资本融资,并因此加重企业部门的债务负担。截至2017年年底,美国企业部门债务总额达到14.3万亿美元,与GDP的比率为73.5%,两者都超过了2008年金融危机爆发前的高水平。^①企业部门债务的迅速增加,一方面得益于低利率的刺激,另一方面也与股市高涨有关。但企业部门是否爆发债务危机,主要还是取决于市场利率走势、股价行情、市场销售状况三个因素。三者的未来走向都不利于企业部门债务的快速扩张,但转为爆发债务危机的概率较低。

中东地区局势陷入混乱与不确定前景,使许多人预测国际油价会上涨,并认为美国经济会受到国际油价暴涨的巨大冲击。但这种看法忽略了三个重要的背景情况。其一,近年来,对原油的国际需求实际上有所放缓,主要是因为一些新兴市场经济体出现经济减速,以及节能减排压力的升高。其二,国际原油的供给弹性有所增高,这部分得益于石油输出国组织(OPEC)成员国前些年开始实行的减产限产措施以及页岩油气的开采。其三,美国大规模地开发页岩油气的能源政策已经使美国在国际油气市场上的地位发生变化,由最大的净进口国转变为净出口国。这样,不仅国际油价因地缘政治冲突而出现暴涨的可能性下降了,而且,即使出现油价上涨,美国经济可能受到的负面冲击也将大大地低于十年前。另外,相对温和的油价上涨,甚至还有利于美国经济增长。

通货膨胀风险的主要内涵在于,如果通货膨胀在短期内快速攀升,美联储大概只能加快加息的步伐,从而引起美国国内经济的全面收缩。通常而言,通货膨胀的压力来自两个方面:一是国内劳动力市场供求关系的紧张度,二是外部通货膨胀的输入。在第一方面,2018年9月,美国的失业率为3.7%,已经下降到1969年以来的最低点,包括美联储在内的很多机构以及许多分析人士都在担忧劳动力价格上涨和物价上涨的前景。但是,一些经济学家认为,在失业率自2016年已经下降到5%以下时,美国就业劳动力的实际工资并未出现

^① Geoff Colvin, "The End Is near for the Economic Boom," p. 74.

明显的增长趋势,或者这种增长显著地低于菲利普斯评估模型所预期的程度。^①这似乎已经成为近年来美国经济新出现的一个不解之谜。但是,考虑到劳动参与率在近年来的回升,也就不难理解在事实上,美国劳动力市场的供给弹性已经因此有所升高,即劳动参与率可能因工资的上涨而扩大,并在一定程度上发挥阻止工资进一步上升的作用。有的分析人士也从生产率提升缓慢来解释这一现象。^②但是,最根本的原因应该主要在于劳动力市场的深刻变化。^③无论如何,在目前美国的经济环境中,低失业率所伴随的通货膨胀压力已经显著降低。

就输入型通胀而言,一方面如前所述,国际油价未来的上涨压力并不如一些分析人士所预料的那么严重;另一方面,美元汇率升高或者在相当高位上保持基本的稳定,也会发挥抑制输入型通胀的作用。因此,美国经济中的通胀压力在未来一两年内尽管会有所上升,但难以成为一大突出问题。今后,美联储加息的步伐和力度有可能趋于相对缓和。

由特朗普政府的贸易政策所引起的国际贸易争端或多或少地会恶化美国经济增长的国际环境。尽管美国经济的对外依存度低于世界许多国家,但不断升级的国际贸易争端,以及由此引起的国际贸易额的减少,也会给美国带来显著的负面冲击。经济学家对这种负面冲击是否会引发经济衰退存在不同的看法。一个简洁的计算方法是,如果进口加出口的对外贸易额减少10%,美

① Jerome H. Powell, "Monetary Policy in a Changing Economy," Speech at a Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, August 24, 2018; Alan B. Krueger, "Reflections on Dwindling Worker Bargaining Power and Monetary Policy," Luncheon Address at the Jackson Hole Economic Symposium, August 24, 2018; Jay Shambaugh et al., "Thirteen Facts about Wage Growth," *Brookings Report*, September 25, 2017; Ryan Nunn, Jay Shambaugh, "If Real Wages Aren't Rising, How Is Household Income Going up?" *Brookings Report*, October 4, 2018, <https://www.brookings.edu/blog/up-front/2018/10/04/if-real-wages-arent-rising-how-is-household-income-going-up/>.

② Alan B. Krueger, "Reflections on Dwindling Worker Bargaining Power and Monetary Policy".

③ Peter Temin, *The Vanishing Middle Class: Prejudice and Power in a Dual Economy* (Cambridge: MIT Press, 2017)。彼得·特明教授认为,近几十年来的全球化和技术变革,给美国经济和社会带来深刻变化,高收入群体日益集中到少数几个行业,即除了传统的医生和律师之外的“金融、技术研发和娱乐业”(他称之为FTE行业),大量的非熟练、半熟练从业者,包括新移民集中在低收入行业,他们的劳动供给弹性显然高于其他群体。而且,共享经济的兴起,降低了年轻一代的储蓄倾向。

国的 GDP 增长率下降两个百分点是有可能的。除非美国经济能够维持至少接近 3% 的增长率,对外贸易额减少 10%,也会促使美国经济濒临衰退临界点。

与其他发达经济体相似的是,美国宏观经济政策工具在应对经济周期逆转时也面临显著的局限。美国的财政赤字在 2018 年预计高达 GDP 的 4%,美国联邦基金利率尚不到 2.5%。一旦发生经济衰退,即便是温和的,美国的政府财政难以启用预算扩张的政策手段。民主党控制的众议院也将抵制任何扩大联邦政府财政支出的动议,甚至会强化债务高限约束,再制造一场“债务危机”。另外,由于美国联邦基金利率的当下水平并不很高,所以衰退来临时,美联储降低利率的空间也会十分有限。正如《经济学人》所分析的那样,这种宏观经济政策工具上的窘境,正是十年前的金融危机以及反危机政策调整的后遗症之一。^①如果真的出现国际贸易冲突升级,其不利影响传递到美国国内,那么,美国财政部和美联储或许也爱莫能助。而具有讽刺意味的是,美国经济衰退和下行时间也许会像增长周期那样创下另一个历史纪录。

结 语

2017—2018 年,美国经济仍然处于 2010 年以来的经济复苏和增长周期之中。本轮经济周期的显著特点是周期时间长、平均增长率偏低。特朗普政府执政以来,美国 GDP 的增长率高于奥巴马政府的第二任期,但难以判断这个较好的经济局面是否完全由特朗普政府的经济政策所致。

美国本轮经济增长周期时间延长的原因在于实际利率的低下。事实上,自 2008 年金融危机爆发以来到 2018 年下半年之间,按常规计算的美国实际利率一直处于负数。金融危机发生后,美国储蓄倾向的上升持续了相当长的时间,因而也使得实际利率对消费和投资需求的推动作用,未能在短时间内全部显现出来。

从 2018 年的多项经济指标来看,特朗普政府所推行的一系列经济政策的效应尚未充分体现,其中的一些政策倾向还存在相互冲突。例如,减税政策旨

^① “Leader: The World Economy—Next Recession,” *The Economist*, October 13, 2018, p. 13.

在刺激投资并吸引国际资本,但贸易政策却带来了新的不确定性,使得 2018 年上半年流入美国的直接投资出现减少。

如果没有重大的意外情况出现,按照目前美联储加息的节奏,未来一年和更远的时间内,美国的实际利率仍将处于低位。因而,本轮经济增长周期很可能会延续,成为美国历史上最长的经济增长周期。但是,美国经济仍面临一些下行的风险,尤其是在股价调整、财政赤字扩大和由此引起的国债收益率上升,以及由国际贸易争端升级所引发的外部需求收缩等方面。

从某种意义而言,特朗普在美国经济领域是一位幸运的总统,他继承了一个仍在延续中的经济增长周期,他希望以特定的经济政策来延续这个增长周期并提高政绩。同时,特朗普愿意承担风险,不惧国际贸易争端升级可能带来的后果,向包括美国传统盟友在内的贸易伙伴国施加前所未有的政治和经济压力,希望美国更多地获利,谋求与世界各国之间的关系达到新的平衡。

尽管就当前的经济指标而言,美国经济运行良好。但从较为长远的时间来看,特朗普政府的经济政策为美国经济乃至世界经济带来了新的不确定性,这种陡增的不确定性甚至堪比 20 世纪 70 年代初期因尼克松政府中止布雷顿森林体系所产生的影响。

【责任编辑:张超】

[Authors] LI Chaomin , Senior Fellow and Deputy Director , Institute of Public Policy and Governance , Shanghai University of Finance and Economics; LIU Xinli , Deputy Director General , Large Enterprise Department , State Taxation Administration of China

[Citation] LI Chaomin and LIU Xinli , “The Analysis and Assessment of American International Tax Reform and Its Impact ,” *Contemporary American Review* , Vol. 2 , No. 4 , 2018 , pp. 44 – 60.

Assessing American Economic Growth: The Driving Forces and Its Prospects

HE Liping and MA Wei

[Abstract] Since Donald Trump took office , the U. S. economy has maintained a fairly high growth rate , and the expansion cycle started from 2010 keeps evolving. The current expansion cycle is much longer with a much lower average growth rate than the earlier ones. The main driving force is the low real interest rates which have supported the growth of consumption and investment. Trump’s economic policies have led to a large capital return of American multinational corporations but also created uncertainties. Some of the policies are even in conflict with each other. A likely scenario is that when the Federal Reserve is on a moderate path of interest rate hikes , the U. S. economy would be able to sustain a growth rate at 2% – 3% in a year or two , with a low probability of falling into recession or sharp slowdown. Yet there are significant downside risks for American economic growth as well , such as the stock price adjustment , the expanding fiscal deficit , and the external demand shocks incurred from international trade disputes. President Trump wants to extend the current expansion cycle by implementing his somehow unprecedented economic and polices. Apparently he is not scared by the risk of escalating trade war , and this may bring out more uncertainties for world economy in general , American economy in particular.

[Keywords] Trump Administration; American Economy; Economic Cycle; Real Interest Rate

• 122 •

[Authors] HE Liping , Professor , School of Business , Beijing Normal University; MA Wei , PhD Candidate , School of Business , Beijing Normal University

[Citation] HE Liping and MA Wei , “Assessing American Economic Growth: The Driving Forces and Its Prospects ,” *Contemporary American Review* , Vol. 2 , No. 4 , 2018 , pp. 61 – 80.

American Development Diplomacy toward Africa: A Case Study of the Power Africa Initiative

MA Hanzhi

[Abstract] Development Diplomacy is an important part of the American policy toward Africa during President Obama two terms. Development Diplomacy is a product of American reflection on development concept , optimizing government functions , and safeguarding American national interests. Development Diplomacy refers to the process of inter-agency cooperation and coordination between the State Department and the United States Agency for International Development (USAID) , and how they achieve the specific economic , political , and diplomatic goals. Power Africa Initiative is one of the key programs in American Development Diplomacy toward Africa. American Development Diplomacy toward Africa is characterized with strengthening American international leadership , promoting partnership with other countries , encouraging private sector’s participation , and promoting Western values and political transformation in African countries. The practice of American Development Diplomacy may shed light on China’s future diplomatic involvement in Africa. Based the analysis on the Power Africa Initiative , this article analyzes American Development Diplomacy toward Africa , assesses its practice , and explores the lessons learned for China in the future.

[Keywords] Obama Administration; The United States; Development Diplomacy; Power Africa Initiative

[Author] MA Hanzhi , PHD Candidate , Graduate School of the Chinese Academy of Social Sciences