

2019 年的美国经济：增速放缓隐忧初现

马伟^①

摘要：2019 年，美国宏观经济的总体形势有两个主要特征：一是增速先高后低，全年增速放缓；二是增长动力不足，隐忧初现。美国宏观经济的主要表现是：私人消费支出增长仍是拉动经济增长的主要动力；投资减速明显，持续拖累经济增长；贸易逆差继续扩大；失业率继续维持历史低位，但劳动力市也释放出更多不利信号。同时，美国经济还面临增长动力不足的问题，隐忧初现。采购经理人指数等先行指标从年中开始持续低迷，金融市场的风险积聚，菲利普斯曲线在短期内“失效”。2019 年美国的经济政策可以归纳为三个方面：一是与中国在内的主要贸易伙伴达成一系列双边或区域贸易协定，二是财政状况继续恶化，三是美联储“过度”降息。展望 2020 年，受政策空间减小、贸易局势不确定以及突发的新冠疫情对于美国金融市场和经济造成重大打击等因素的影响，美国经济将大概率陷入衰退，此轮超长扩张周期的尾声渐行渐近。

关键词：美国经济 贸易摩擦 金融市场 货币政策

特朗普政府执政以来，2017 年和 2018 年的美国经济均出现了较快的增长。特别是 2018 年，美国经济实现了 2.9% 的高速增长。特朗普政府也喊出了 2019 年实现 3% 高速增长口号，但是 2019 年初包括国际货币基金组织在内的相关机构的预测并不这么乐观。如今尘埃落定，正像许多机构预测的那样，2019 年的美国经济增长开始放缓。这一方面是受到美国与中国等主要贸易伙伴国的贸易摩擦及其给全球和美国国内带来的不确定性的影响，另一方面是减税政策带来的红利效应已经逐步减弱，私人投资及海外投资回流都有所减弱。从全年来看，2019 年上半年美国经济增长较快，下半年则增长乏力。总的来看，美国经济增长的隐

^①马伟，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。

忧初现。2019 年的美国宏观经济形势有何特点，面临哪些问题和挑战？2019 年的美国经济政策有何特点？2020 年逢美国的大选年，美国经济增长的前景如何？本报告将尝试回答这些广受关注的焦点问题。

一 2019 年美国宏观经济形势

2019 年的美国宏观经济总体形势表现出两个主要特征：一是增速先高后低，全年增速放缓；二是增长动力不足，隐忧初现。

（一）增速先高后低，全年增速放缓

2019 年美国在维持增长势头的同时，整体呈现出增速先高后低，全年的经济增速有所放缓的态势。2019 年，美国全年名义国内生产总值(GDP)为 21.43 万亿美元，以 2012 年不变美元计算为 19.22 万亿美元。就增速来看，实际 GDP 增长率为 2.3%，与 2017 年和 2018 年的 2.4%和 2.9%相比，是特朗普执政以来的最低值。这一数据也低于年初国际货币基金组织(International Monetary Fund, IMF) 预计的 2.5%及美国国会预算办公室 (Congressional Budget Office, CBO) 预计的 2.4%，与特朗普设定的 3.2%的目标更是差之甚远。减税政策在被正式签署两年之后对经济的刺激作用逐渐减弱，美国经济的增速开始逐渐减缓。^①2.3% 的增速与奥巴马第二任期内 2.2%的平均增速接近。^②特朗普经常在演讲和社交媒体中提及自己的政绩优于前任，单从经济增长来看，似乎有夸大的嫌疑。

从各主要要素的贡献率来看，2019 年美国 GDP 的增长主要源于私人消费支出(1.76%)、出口(0.37%)、非住宅投资(0.29%)、联邦政府支出与投资(0.23%)、州和地方政府支出与投资(0.18%)以及库存(0.09%)等。进口(-0.15%)、住宅投资(-0.06%)等则是拉低美国 2019 年 GDP 增长的因素。对美国经济状况高

^① 2017 年 12 月 22 日，特朗普正式签署《减税与就业法案》(Tax Cuts and Jobs Act)，这份号称自里根政府以来最大规模的减税法案，被共和党称为是对美国税制的彻底改革。该法案一方面对个人税制进行了简化，另一方面大幅降低企业税，同时对海外企业利润回流提供了优惠。该法案还废除了“奥巴马医改”中强制个人购买医保的内容。

^② 第一部分所用数据，除特殊说明外，均来自美国商务部经济分析局。参见 U. S. Bureau of Economic Analysis “Gross Domestic Product, Fourth Quarter and Year 2019 (Advance Estimate),” https://www.bea.gov/system/files/2020-01/gdp4q19_adv_0.pdf。

度敏感且具有一定先导性的私人投资贡献率，从 2017 年的 0.75%和 2018 年的 0.87%大幅下降到 0.32%；分季度看，私人投资对 GDP 的贡献率除第一季度的 1.06%外都为负值：第二季度为-1.16%，第三季度缩小至-0.17%，第四季度又扩大到-1.08%，充分显示出减税的刺激效应已不复存在，国内市场需求萎缩，经济增长的动能已经大幅减弱（见表 1）。

具体而言，2019 年的美国宏观经济具有以下几个特点：

1. 私人消费支出仍是贡献 GDP 的主力军

一直以来，私人消费支出都是美国 GDP 构成的最重要组成部分。2019 年美国 GDP 实际贡献率为 2.3%，其中私人消费支出贡献 1.76%，远低于 2018 年的 2.05%，接近于 2017 年的 1.78%。贡献率存在季度的起伏，2019 年第一季度私人消费支出对美国经济的贡献率仅为 0.78%，此后两个季度大幅提高，第四季度转而下滑到 1.20%。2019 年的美国私人消费支出总额为 14.56 万亿美元，较 2018 年增加约 0.34 万亿美元，增幅为 2.4%，低于 2018 年的 2.6%；2019 年美国 GDP 总量为 21.43 万亿美元，私人消费占比为 67.94%，与 2018 年的 68.01%基本持平。上述一系列指标均显示强劲的消费需求开始变得疲软。从美国私人消费支出占比来看，2019 年耐用品、非耐用品和服务分别占比 10.48%、20.47%和 69.04%，2018 年上述各项占比分别是 10.48%、20.64%和 68.88%。耐用品的占比基本持平，非耐用品的占比出现了小幅的下降，服务消费仍是私人消费的主要拉动因素。私人消费支出构成要素比例基本维持稳定。预计 2020 年美国消费需求将进一步缩减，主要原因在于：一是减税政策对私人需求的刺激效应不复存在；二是居民整体债务水平已经达到历史高位；三是美国 2020 年的经济增速将继续回落。

2. 投资减速明显，持续拖累经济增长

私人投资对美国 GDP 的贡献率波动较大。受减税法案带来的国内投资增加和海外回流国内投资的影响，2017 年美国投资开始逐步改善，2018 年则有了进一步提高。但是到了 2019 年，减税的“红利效应”出尽，投资的增速明显回落。全年国内私人投资总量为 37,429 亿美元，同比增速为 2.48%，远远低于 2018 年的 6%；私人投资占 GDP 的比例为 17.47%，同比下降 0.33%。私人投资包括三类：企业投资（厂房、设备、知识产权）、住宅投资和存货。具体来看，企业投资为

表1 2019年美国实际GDP增长率中各要素贡献率

单位：%

项目	2017	2018	2019	2018				2019			
				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	2.4	2.9	2.3	2.5	3.5	2.9	1.1	3.1	2.0	2.1	2.1
私人消费支出	1.78	2.05	1.76	1.15	2.70	2.34	0.97	0.78	3.03	2.12	1.20
私人总投资	0.75	0.87	0.32	1.07	-0.30	2.27	0.53	1.09	-1.16	-0.17	-1.08
固定投资	0.70	0.78	0.23	0.94	0.89	0.13	0.46	0.56	-0.25	-0.14	0.01
非住宅投资	0.57	0.84	0.29	1.15	1.04	0.29	0.64	0.60	-0.14	-0.31	-0.20
住宅投资	0.13	-0.06	-0.06	-0.21	-0.15	-0.16	-0.18	-0.04	-0.11	0.17	0.21
库存	0.04	0.09	0.09	0.13	-1.20	2.14	0.07	0.53	-0.91	-0.03	-1.09
货物与服务净出口	-0.28	-0.29	-0.16	0.00	0.67	-2.05	-0.35	0.73	-0.68	-0.14	1.48
出口	0.41	0.37	0.00	0.10	0.71	-0.78	0.18	0.49	-0.69	0.11	0.17
进口	-0.69	-0.66	-0.15	-0.10	-0.04	-1.27	-0.53	0.23	0.01	-0.26	1.32
政府支出与投资	0.12	0.30	0.41	0.33	0.44	0.36	-0.07	0.50	0.82	0.30	0.47
联邦	0.05	0.19	0.23	0.18	0.25	0.19	0.07	0.14	0.53	0.22	0.23
州和地方政府	0.07	0.11	0.18	0.15	0.19	0.17	-0.14	0.36	0.29	0.08	0.23

注：各要素贡献率经季度调整，按年率折算

资料来源：美国商务部经济分析局（BEA），参见“Gross Domestic Product, Fourth Quarter and Year 2019 (Advance Estimate), ”
https://www.bea.gov/system/files/2020-01/gdp4q19_adv_0.pdf。

28,787 亿美元，同比增长 2.80%，远远低于 2018 年的 7.00%。其中厂房等基建投资 6,258 亿美元，同比下降 1.81%；设备投资 12,409 亿美元，同比增长 0.37%；知识产权产品投资 10,120 亿美元，同比增长 9.17%，是企业投资中增速最高的；住宅投资 7,974 亿美元，与 2018 年基本持平；存货投资 668 亿美元，继续增加，较 2018 年的 565 亿美元增加了 103 亿美元，同比增长 18.23%。

2018 年美国私人投资的突出特点是增速较上一年大幅度下滑。除了知识产权类和存货投资外，各类投资增速均大幅下滑，其中厂房等基建投资甚至出现了负增长。这既是减税效应衰减之后的自然结果，又显示出经济增长的前景不明，隐忧增加。从投资结构和季度变化来看，主要有以下几个方面特点：一是存货继续快速上升，预示美国经济将继续放缓，库存问题显现，私人消费显示市场的需求也并不强劲；二是知识产权产品投资增速继续维持高位增长。美国一直在加大研发投入，以保持其创新实力；三是住宅投资基本维持不变，上半年受 2018 年美联储加息影响有所下滑，随着 2019 年 8 月份以后美联储开始降息，住宅投资在第三季度企稳回升，并在第四季度反弹；四是企业投资在 2019 年的增速持续保持低位并逐步下降，反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资四个季度的增速分别为 4.4%、-1.0%、-2.3%、-1.5%，进一步说明减税政策的刺激效果基本消失，负面后果逐步显现。贸易摩擦带来的不确定性是 2019 年美国私人投资大幅下滑的主要原因。在 2019 年的大部分时间里，中美贸易的前景并不明朗。受此影响，美国本土企业对盈利充满了不确定，投资明显减速。

3. 贸易保护主义下的对外贸易逆差仍在扩大

在 2018 年的基础上，2019 年中美贸易摩擦仍然持续升级，成为影响美国经济的重要因素。中美两国的贸易结构是由于两国的全球产业分工和经济发展阶段所决定的。因此，特朗普政府的一系列无端指责毫无根据。其发动的一系列贸易战也注定无法达成其宣称的改变美国贸易逆差地位的目的。2019 年，美国进出口总额均出现小幅下降，出口总额从 2018 年的 25,309 亿美元下降至 25,038 亿美元，进口总额从 2018 年的 31,565 亿美元下降至 31,357 亿美元。但是，贸易逆差总额从 2018 年的 6,250 亿美元小幅扩大至 6,320 亿美元，创 2008 年以来的新高。具体而言，2019 年的美国进出口贸易呈现出三个特点。其一，货物贸易

逆差额小幅下降，2019 年货物出口总额为 16,438 亿美元，较前一年下降 1.37%；货物进口总额为 25,299 亿美元，较前一年下降 1.51%；货物贸易逆差总额为 8,861 亿美元，较前一年下降 1.77%。其二，服务贸易总额上升，继续保持服务贸易顺差。2019 年服务贸易出口总额为 8,599 亿美元，较前一年小幅下降 0.50%；服务贸易进口总额为 6,058 亿美元，较前一年上升 2.90%；服务贸易顺差总额 2,541 亿美元，较前一年减少 7.77%。美国服务贸易顺差自 2003 年以来持续上升，其间仅在 2016 年出现 4.9% 的降幅。2019 年美国的关税大棒主要落在货物贸易头上，但由此带来的对外贸易关系恶化也给美国的服务贸易带来了不利影响。其三，外贸对 GDP 的贡献率仍然为负值，尽管 -0.16% 与 2018 年的 -0.22% 相比已经有所降低。从四个季度来看，外贸对 GDP 的贡献率依次为 0.73%、-0.68%、-0.14% 和 1.48%。结合中美贸易谈判的进程来看，在二、三季度贸易摩擦的程度加深的时候，外贸对于 GDP 的负面拖累反而更加严重，而第一季度中美贸易谈判取得一定程度进展和第四季度中美贸易第一阶段协议即将达成之时，贸易对于 GDP 增长都起到了正向的拉动作用——特别是第四季度，效果更加明显。需要注意的是，在 2020 年初，中美双方正式签署了第一阶段贸易协议，根据公布的中英文协议内容，中方将在未来两年内增加对美方产品的采购，预计未来美国的经常贸易顺差将会缩窄，净出口对 GDP 的负向拖累将会有所改善。^①

4. 失业率继续维持历史低位，但也存在一些隐忧

自 2016 年中以来，美国劳动力市场持续走强并且日渐趋紧。特朗普政府执政以来，美国的就业岗位保持了稳定增长，成为其宣称的主要“政绩”之一，失业率也达到半个世纪以来的历史低位。总的来说，2019 年的美国就业市场繁荣得到了延续，但是也出现了一些新的变化和不和谐因素。根据美国劳工部的数据，失业率从特朗普上任时的 4.8% 降至 2018 年 11 月的历史低位 3.7%，2019 年 11 月和 12 月又连续两个月创下 3.5% 的历史新低（自 1969 年以来），比联邦公开市场委员会预估的长期失业率水平 4.6% 低 1.1 个百分点，劳动力参与率基本维持不变。持续创新低的失业率也在一定程度上推动了美国工资的增长，美国劳工

^①参见《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》第六章，<http://www.mofcom.gov.cn/article/ae/ai/202001/20200102930845.shtml>。

统计局公布的最新修订后的数据显示，第四季度的适龄劳动力工资增长速度是自 2001 年记录开始以来最快的。在所有年龄段，全国 1.183 亿全职劳动力第四季度的周薪中值达到 936 美元，较 2018 年同期增长 4%，是通胀率的两倍。^①

但是，在失业率屡创新低的背景下，美国劳动力市场也存在一些隐忧。这主要表现在四个方面。一是男性核心劳动力的劳动参与率低。美国的劳动参与率在近年来下降显著，特别是 2008 年金融危机期间，此后的回升也较为缓慢。2019 年为 61.57%，远低于全球金融危机爆发之前 2006 年的 65.17%。其中，美国核心劳动（年龄在 25 岁至 54 岁之间）中的男性劳动力参与率自 1995 年以来下降了 3%，而其他经济合作与发展组织国家（Organization for Economic Cooperation and Development, OECD）国家在这期间的平均降幅不到 1%。二是最新的非农就业人口不及预期。12 月季调后非农就业人口增加 14.5 万人，跌至 2019 年 5 月以来新低，预期为增加 16.4 万人，前值也由增加 26.6 万人下修为 25.6 万人。三是包括印第安纳州、俄亥俄州、宾夕法尼亚州以及密歇根州在内的这些制造业为主的州的非农就业数据从 7 月份开始出现了下降。这对美国经济来说并不是好的兆头，因为在全球金融危机期间，这些都是最早受到影响并且衰退程度最深的州。四是劳动力需求接近饱和。美国非农空缺职位数在 2019 年逐渐下降，从年初的 7500 人下降到年底的 6500 人，表明企业招工意愿下降；私人商品生产部门新增就业 2019 年下半年以来持续下降至负区间。可以说，虽然当前的就业数据仍然乐观，但考虑到男性核心劳动力的劳动参与率较低、非农就业数据较差、劳动力需求接近饱和等因素，劳动力市场正在释放出更多不利的信号。

（二）动能不足，隐忧初现

1. 采购经理人指数走弱，先行指标不容乐观

采购经理人指数等先行指标不容乐观。一般来说，采购经理人指数（PMI）是经济运行的先行指标。供应商管理协会（Institute for Supply Management, ISM）和埃信华迈（IHS Markit）是主要的两个公布采购经理人指数的单位。就供应商管理协会公布的制造业采购经理人指数来说，在经历了 2016 年以来的持续增长之后，制造业 PMI 从 8 月份开始进入下降通道，并在此后持续低于 50，

^①数据来源：美国劳工部网站，<https://www.bls.gov/data/>。

12 月份达到了全年最低的 47.2。这一数据也是 2009 年 7 月以来的最低值。一般来说，这一数值低于 50 就代表经济活动呈现出萎缩的趋势。截至 2019 年 12 月，制造业 PMI 指数已经连续 9 个月下跌，这意味着美国制造业投资增速未来可能继续下行。而根据埃信华迈公布的数据，制造业 PMI 虽然一直保持在 50 以上，但在 5 月份之后有显著下降，而且全年来看持续下行的趋势非常明显。^①此外，美国密歇根大学公布的消费者信心指数自 2019 年 6 月以来总体上呈现下跌态势，在 2019 年 8 月甚至跌破 90，而该指标上次跌破 90 是在 2016 年 10 月。这意味着未来一段时间消费对经济增长的高贡献恐怕难以为继。^②

表 2 美国 2019 年制造业采购者经理指数

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
ISM	56.6	54.2	55.3	52.8	52.1	51.7	51.2	49.1	47.8	48.3	48.1	47.2
IHS Markit	54.9	53.0	52.4	52.6	50.5	50.6	50.4	50.3	51.1	51.3	52.6	52.4

资料来源：美国供应商管理协会及埃信华迈信息服务公司官网，

<https://www.instituteforsupplymanagement.org/index.cfm?SS0=1> 和

<https://ihsmarkit.com/about/index.html>。

2. 金融市场风险积聚，部分收益率曲线倒挂

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，也对美国经济的未来表现起到了“晴雨表”的作用。美国金融市场在 2019 年继续保持强劲态势。总体来看，道琼斯指数、标普 500 指数与纳斯达克指数呈现出波动中上升的趋势。美国 10 年期国债收益率由年初的 2.7% 上下降至最低的 1.5% 左右，年底回升至约 1.9%；3 个月期国债收益率则一路走低，由年初的 2.4% 降至年底 1.5% 左右。美元指数年初以来震荡上行，由 96 上升至最高 99 附近，年

①ISM 和 IHS Markit 的数据存在差异是因为两者的调查范围存在一定差别。ISM 的调查更加偏重大型跨国公司，ISM 也没有要求受访者的调查限于美国工厂。而 IHS Markit 规定所有受访者的调查必须只与来自美国工厂的指标相关。两个数据的分化表明美国内部需求保持稳定，而中美贸易摩擦和外部需求的疲软导致 ISM 制造业指数仍然比较低迷。

②相关数据参见密歇根大学官网，<http://www.sca.isr.umich.edu>。

底回落至 96 左右。如果说金融市场是实体经济的风向标的话，那么债券市场的走势的确反映了投资者的担忧，但股市与汇市走势依然强劲。

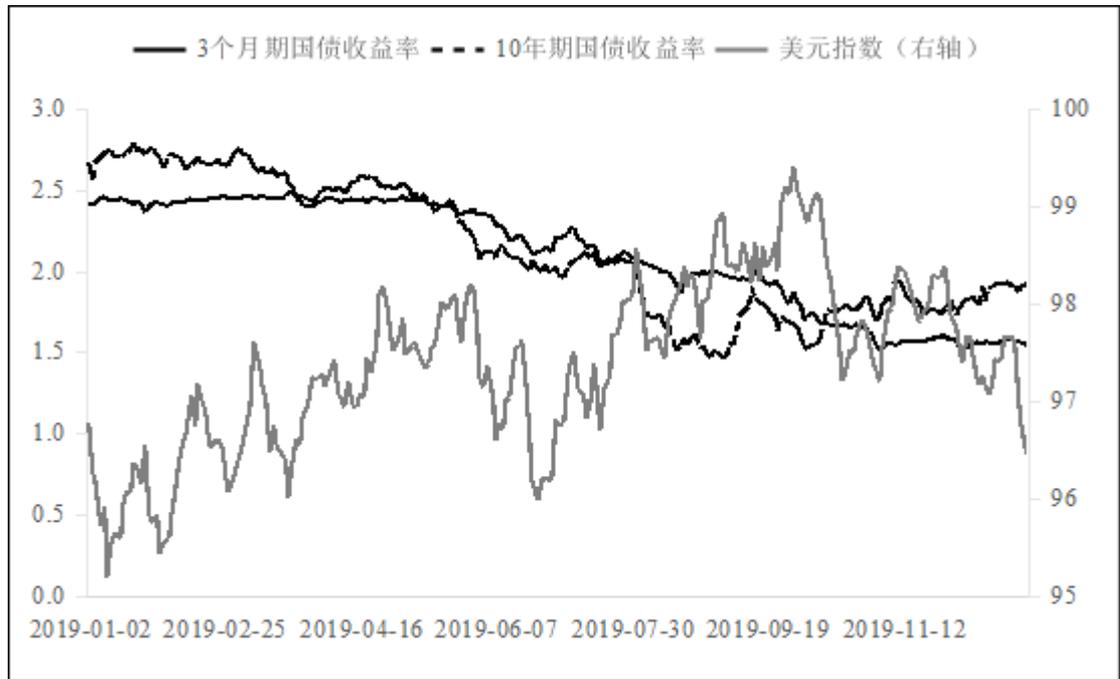


图 1 2019 年美国金融市场相关指标

资料来源：圣路易斯联储官网，

<https://fred.stlouisfed.org/categories/32991>。

具体来看，美国股票市场的风险已经处于较高的水平。自 2016 年年初以来，美国股市持续上涨，2019 年尽管由于贸易摩擦的影响出现了几次下挫，但是总体来说在震荡中又有明显回升，并屡创市场新高。截止到 2019 年 12 月 31 日，道琼斯指数收报 28538.44 点，标普 500 指数收报 3230.78，纳斯达克指数收报 8972.60，都创下历史新高。但是，股票市场的平均市盈率 (P/E) 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。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。随着特朗普政府推行的减税政策对于美国企业部门利润增长的支撑作用消失殆尽，这种高市盈率和 high 股价是否能够继续持续，值得重点关注。同时，回购也是支撑美股持续走高的重要因素。据高盛 (Goldman Sachs) 估计，2018 年美股回购规模达 8,300 亿美元，为历史最高水平；2019

年回购的规模下降了 15%，约为 7,100 亿美元。^①其中，许多回购资金来自于“减税法案”所带来的美国海外公司利润回流，这部分资金的规模在 2020 年将继续下降，预计 2020 年回购的规模也将继续下降。股票回购的减少成为美国股票市场的一大风险。

美国国债和私人部门债务的水平都达到了历史上最高的水平。自 2008 年美国投资银行雷曼兄弟破产以来，美国新增债务总额为 66 万亿美元，其中美国联邦政府举债 30 万亿美元，企业借贷 25 万亿美元，家庭债务为 9 万亿美元，银行债务则为 2 万亿美元。数据显示，截至 2019 年底，美国国债规模已经突破 23 万亿，如果平摊到美国人身上，那么平均每个美国人的负债高达 7 万多美元。为了维持这一庞大的美债规模，美国每年需要支出利息达 5,000 亿美元。得益于极低的利率，在过去 10 年中，美国公司掀起了历史上最大的公司债务狂潮。《福布斯》数据显示，如果加上中小企业、家族企业和其他未上市企业的债务，截至 2019 年 9 月底，美国企业债务总额为 15.5 万亿美元，占美国 GDP 的 74%，两者都超过了 2008 年金融危机爆发前的高水平。这一数据也超过了美国家庭未偿还债务 13.95 万亿美元。美国家庭债务中，住房抵押贷款占到家庭总债务的 2/3；其次是学生贷款，占家庭总债务的 11%。这是一种巨大的“繁荣”，但也为巨大的“破灭”奠定了基础。如今，全美各地的大公司都在努力应对巨额债务负担，公司债务违约率也有望达到 2008 年以来的最高水平。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，但短期内转为爆发债务危机的概率较低。

收益率曲线倒挂，加剧了人们对于市场和经济增长前景的担忧。从图 2 可以看到，2019 年 5 月 23 日至 10 月 10 日，美国 3 个月国债收益率与 10 年期国债收益率已经连续四个月倒挂。与此同时，美国两年期国债收益率与 10 年期国债收益率也在 2019 年 8 月底出现过短暂倒挂。这是 2008 年金融危机以来的首次，

^①参见“商业内幕”（Business Insider）网站，<https://markets.businessinsider.com/news/stocks/goldman-sachs-warns-drop-stock-buybacks-threatens-equity-prices-2019-12-1028766284>。

被认为是经济衰退的领先指标。在 1980 年至今的 5 次倒挂警报之中，有 4 次在滞后 1 至 3 年的时间内出现了经济衰退，分别是 1982 年经济危机、1990 年信贷危机、2001 年互联网泡沫以及 2008 年次贷危机，而 1998 年的倒挂是唯一一次警报失灵。可以说，美国国债收益率倒挂的警报具有较高的准确性。利率倒挂的出现有三种情况：一是长期利率大幅下行，表示市场对于经济增长的中长期前景和通胀不看好；二是短期利率大幅上行，显示出货币政策收紧，短期流动性紧张；本次倒挂则是第三种情况，长期和短期利率共同下降，但是长端利率下降幅度更大，意味着国债市场投资者对美国经济增长前景感到悲观，其操作呈现出集中在短期的特点。这种情况体现了美国经济出现了更多的不确定性。与此同时，纽约联储基于美国 10 年期与三个月期国债收益率差所计算的未来 12 个月美国经济衰退的概率，自 2019 年下半年以来持续上升，目前已达 27%，其中最高值在 2020 年 8 月出现，接近 38%。在包括 2008 年金融危机在内的最近三次衰退发生之前，纽联储的这一模型从未达到过 50%。^①

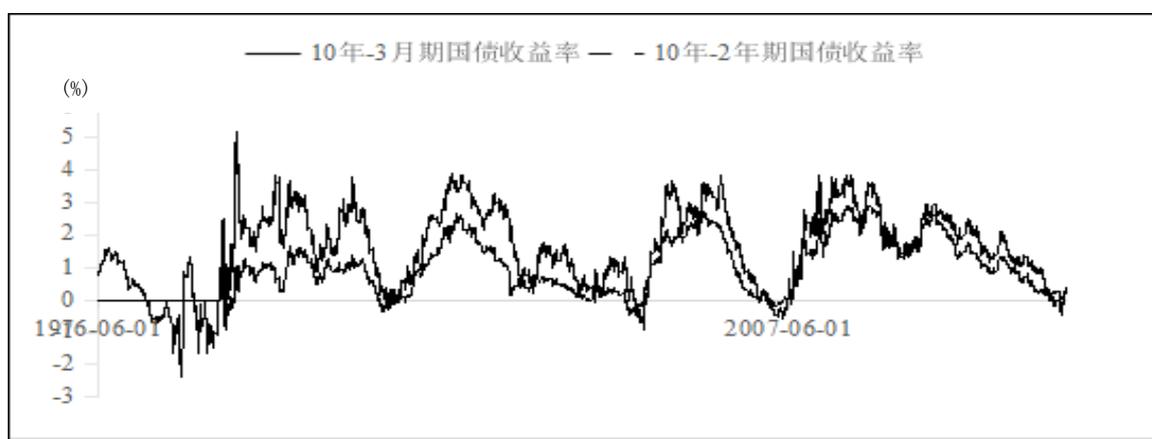


图 2 美国国债收益率曲线倒挂情况

资料来源：圣路易斯联储官网，

<https://fred.stlouisfed.org/categories/32991>。

3. 菲利普斯曲线失效，警惕通胀迅速回升

菲利普斯曲线是新西兰统计学家威廉·菲利普斯 (A. W. Phillips) 于 1958 年根据英国近百年 (1861~1957) 的总体经济数据总结出来的表现通货膨胀与失业

^①相关数据参见纽约联储官网，

https://www.newyorkfed.org/research/capital_markets/ycfaq#/。

率呈相反关系的曲线，即失业率较高的情况下，通货膨胀率一般处于较低水平，反之亦然。许多中央银行会据此进行货币政策的调整，通过设定目标通胀和失业率情况来决定货币政策。美联储就明确宣称其政策目标是就业和通胀。

但是近些年来，特别是 2008 年金融危机以来，菲利普斯曲线在两端都失效了。一端是 2008 年金融危机的影响逐步加深的时候，包括美国在内的许多国家的失业率也逐步升高，如美国在 2009 年 10 月失业率达到 10%，并在高位持续了较长时间，但是美国的通胀率在这一段时间却并未有显著下降。国际货币基金组织把这种现象称之为“不吠之犬”（The Dog That Didn't Bark）；^①另外一端则是美国近年来，特别是特朗普政府执政以来，劳动力市场日趋收紧，在劳动参与率基本保持稳定的情况下，失业率持续走低，但是通胀水平却仍然维持低位，也低于美联储设定的 2% 的目标水平。数据来看，美国的失业率从 2009 年 10 月的 10% 降低至 2019 年的 12 月的 3.5%；与此同时，美联储最为关心的价格数据“核心个人消费支出价格指数”（core PCE index）却从 2% 变为 2019 年的 1.6%，不升反降。这也是为什么在失业率持续低于联储测算的潜在失业率的背景下，美联储在 2019 年还三次降息的原因，尽管其中也有很大的迫于特朗普压力的因素。高盛通过美国 2010~2019 年的失业率和通胀数据分析发现，美国失业率每降低一个百分点，通胀平均来说仅上升 0.1~0.2 个百分点，可以说失业对于通胀的预测几乎没有什么作用。美国面临着一个几乎是平坦的菲利普斯曲线。

关于菲利普斯曲线失效的原因，目前主要有三种解释。第一种解释认为菲利普斯曲线仅仅是一个统计性的结论，英格兰银行的经济学家迈克尔·麦克利（Michael McLeay）和伦敦政治经济学院的学者西尔瓦娜·特雷里罗（Silvana Tenreyro）认为失业率和通胀之间的关系符合“古德哈特定律”（Goodhart's law），^②当这个现象被决策者注意到并纳入央行的货币政策调节的时候，两者之

① 《World Economic Outlook, April 2013 : Hopes, Realities, Risks》Chapter 3, “The Dog That Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?”
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/World-Economic-Outlook-April-2013-Hopes-Realities-Risks-40201>。

②最早由经济学家查尔斯·古德哈特于 1975 年在一篇论文中提出，主要内容是：一项社会指标或经济指标一旦成为一个用以指引宏观政策制定的既定目标，那么该指标就会丧失其原本具有的信息价值。

间的负向关系就被削弱了。^①但是在美联储自己都无法解释当前低通胀的情况下，仅仅通过央行的调节来解释似乎并不能令人信服，而且这也不能解释在通胀不大幅提高的情况下如何长期保持低失业率。第二种解释是通货膨胀预期。菲利普斯曲线的隐含假设是，人们会对物价的过快上涨形成适应性预期，当看到经济快速增长、失业率快速下降的时候，企业部门会提高产品价格，工人会要求提高名义工资。但是美联储的两位经济学家达明·普法法尔（Damjan Pfajfar）和约翰·罗伯茨（John Roberts）通过对近年来美国的数据的研究发现，经济数据对于通胀预期的影响在减弱，在经过长时期的低通胀之后，大家对于经济数据的关注度在下降。^②由于预期的减弱，菲利普斯曲线当然会变得更加平坦，但是这也不能解释问题的全部。第三种解释目前来看最具有解释力，即菲利普斯曲线仍然存在，但是通胀和失业率的关系是非线性的，即随着失业率下降到某一临界值以下，工资和物价会加速升高。那么接下来的问题就是：这个临界值是多少？

要回答这个问题，可以看一下失业和通胀的具体作用机制。这主要取决于两个方面：一是失业率的下降什么时候会传导到企业的工资水平的上升；二是企业的工资水平上升什么时候会最终传导到产品价格的上升。失业率的下降和工资水平上升之间的传导关系虽然有所减弱，但仍然很密切。2008年金融危机爆发以后，美国的失业率迅速上升，2007~2009年美国员工薪资增速急转直下，但是随着美国经济的复苏和失业率的逐步下降，2009~2014年薪资低位徘徊后开始大幅回升。此后，随着美国劳动力市场的收紧，以及美联储低利率及全国较低通胀率环境的影响，企业雇佣成本指数（Employment Cost Index, ECI）一直都保持在2%以上，2019年则维持在2.8%左右。但是，美国企业工资水平和产品价格之间的传导关系似乎在这两年变得不再紧密。尽管名义工资水平有显著提高，但核心通胀水平仍持续低于2%。工资上升而产品价格却没有提高的原因有两种可能：一是全要素生产率（Total Factor Productivity, TFP）^③的提高，二是利

①Michael McLeay and Silvana Tenreyro, "Optimal Inflation and the Identification of the Phillips Curve." NBER Macroeconomics Annual 34.1 (2020): 199-255.

②Damjan Pfajfar and John M. Roberts, "The Role of Expectations in Changed Inflation Dynamics," Finance and Economics Discussion Series 2018-062. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

③全要素生产率是衡量单位总投入的总产量的生产率指标，即总产量与全部要素投入量之

润率的下降。近年来，美国的全要素生产率并没有显著提高。企业利润占 GDP 的比例自 2005 年以来一直处于高位，而最近几年随着工资水平的上升，这个数字在逐渐下降。企业能接受利润率下降到什么水平是值得思考的问题。当这个临界值到来的时候，美国的通胀水平就有可能迅速上升，美联储将被迫在控制通胀和维持增长之间进行抉择，从而给未来经济增长带来隐忧。

二 2019 年特朗普政府实施的经济政策

特朗普执政以来，积极奉行“美国优先”主张。2019 年，特朗普政府的经济政策主要有三个特点：一是贸易摩擦不断，但也推动达成了一系列双边贸易协定，以构建有利于美国的对外贸易规则；二是财政政策总体宽松，但财政状况继续恶化，未来政策空间受限；三是在国内不断通过各种手段推动美联储降息，以继续维持经济快速增长。

（一）贸易摩擦不断，中美达成第一阶段贸易协定

特朗普执政以后，特别关注美国的对外贸易逆差，特别是中美双边贸易逆差。从 2018 年 3 月开始，特朗普与包括中国在内的主要贸易伙伴发生了一系列的贸易摩擦，甚至连美国传统的盟友，比如加拿大、欧盟和日本等也未能幸免。美国采用的借口包括“强制技术转移”“知识产权”“国家安全”以及“非法移民”等。根据彼得森国际经济研究所（Peterson Institute for International Economics, PIIE）的统计，截止到 2018 年底，美国商品进口额中有 14.9% 被某种形式的贸易保护所覆盖，仅特朗普政府采取的行动就涉及 3,037 亿美元，占进口总额的 12.6%。其中，有些产品被施加了多重关税，中国、加拿大、欧盟、韩国和墨西哥是主要的征税目标。^①2019 年，美国的对外贸易政策仍然受人瞩目，与一些国家的贸易摩擦还发生了一系列的升级。好消息是，随着摩擦和谈判的曲折进行，中美第一阶段贸易协定在 2020 年初正式签署。

比。全要素生产率的增长率常常被视为科技进步的指标，它的来源包括技术进步、组织创新、专业化和生产创新等。

①参见彼得森国际经济研究所网站，

<https://www.piie.com/blogs/trade-investment-policy-watch/trump-trade-war-china-date-guide>。

2019 年的中美贸易摩擦一波三折。在 2018 年中美双方加征关税的基础上，2019 年中美双方的贸易摩擦一度进一步加深。2019 年开年阶段本来在一个希望中开启，双方同意停止 1 月份预期的关税升级，并进行进一步的谈判。但是，2019 年 5 月 6 日，特朗普突然表示，将从 5 月 10 日起对中国原征收 10%关税的 2000 亿美元的进口商品加征关税至 25%，且短期内将对另外 3250 亿美元商品征收 25% 的关税。这几乎覆盖了中国对美出口的全部商品。中国被迫采取反制措施。5 月 13 日，中国宣布自 6 月 1 日起对美国原加征 5%和 10%关税的 600 亿美元商品提高税率至 10%、20%和 25%。双方的贸易冲突似乎进入了全面对抗的阶段，进一步升级似乎一触即发。但是，经过中美双方谈判团队的共同努力，双方找到了一些共同的解决方案，同意分阶段解决双方的贸易分歧，并在年底取得重要成果。2019 年 12 月 13 日，美国贸易代表办公室和中国国务院共同宣布经过中美两国经贸团队的共同努力，双方在平等和相互尊重的基础上，已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致，将另选日期进行签署。美东时间 2020 年 1 月 15 日，中美双方在美国华盛顿正式签署《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》，并公布了协议的中英文文本。

美国与其他国家特别是其传统的盟友之间的贸易摩擦，在 2019 年也未停止，在曲折前进的过程中也取得了一些阶段性协议，但仍有许多贸易问题悬而未决。2019 年 6 月，美国取消了印度在普遍优惠制下的特殊贸易地位，影响了印度对美国价值约 56 亿美元商品的出口。两国政府曾希望在 2019 年 9 月份敲定一项有限的贸易协议，但在美国农产品关税和印度药品批准时间表方面的谈判破裂。美日贸易谈判最初在谈判内容的设定上双方意见不一，原本定于 2018 年 9 月展开的双边贸易谈判，一直拖到 2019 年 4 月才正式启动。8 月份在法国举行的七国集团（G7）峰会上，美日宣布原则上达成贸易协定，降低了美国农产品、日本机床和其他产品的关税，推迟了美国对日本汽车征收更高关税的威胁。两国预计将在 2020 年 4 月份开始的第二轮谈判中解决汽车问题。美国和欧盟在飞机补贴、贸易壁垒以及欧洲国家对数字服务征税的计划上的分歧，在 2019 年仍未得到解决。特朗普一直承诺的与英国达成“大规模”新贸易协议，在 2019 年也未得以实现。2019 年 12 月 10 日，美国、墨西哥、加拿大三国签署了修订后的新版《美

国-墨西哥-加拿大协定》（United States-Mexico-Canada Agreement, USMCA），以取代实施 26 年的《北美自由贸易协议》（North American Free Trade Agreement, NAFTA），但需要三国立法机构的批准方能正式生效。总的来说，在曲折的摩擦和谈判中，特朗普推动美国与主要贸易伙伴达成了一些协议，但仍有许多贸易问题悬而未决。

（二）财政状况恶化，政策空间受限

2019 年美国的财政政策继续宽松，政府支出显著增加，但财政状况持续恶化。根据美国财政部的数据，2019 年财年（2018 年 10 月 1 日至 2019 年 9 月 30 日），美国财政收入为 3.462 万亿美元，同比增长约 4%，占 GDP 比例为 16.3%，比 2018 财年降低 0.1%，比过去 40 财年的平均水平也要低 1.1%。其中，来自企业税的收入为 2,300 亿美元，增长 12%；来自个税的收入为 1.7 万亿美元，增长 2%；来自关税的收入为 708 亿美元，增长 2%。但财政支出却达到 4.447 万亿美元，同比增长 8%，占 GDP 的比重为 20.9%，比上年提高 0.7%，比 40 年平均水平也高出 0.3%。其中，最大的 3 个支出项目分别是社会保障（22.5%）、国防（15.5%）和联邦医疗保险（14.6%）。值得注意的是，美国国债利息支出达到了 5,792 亿美元，比 2018 年高出 487 亿美元。政府支出和投资对 GDP 增长的贡献率达到 0.41%，高于 2017 年的 0.12% 和 2018 年的 0.30%。特朗普的财政扩张政策仍然对于经济增长起到了重要的推动作用。但是，2019 财年财政赤字达 9,840 亿美元，占 GDP 比例为 4.6%，比上年提高了 0.8%，同比增长了 2,050 亿美元，增幅达到了 26%。特朗普执政以来，美国财政赤字不断增加，财政状况继续恶化。这主要是受到特朗普此前的大幅度财政刺激的影响。特朗普于 2017 年 12 月 22 日签署了号称自里根政府以来最大规模的减税法案“减税与就业法案”（Tax Cuts and Jobs Act），在税收、基建等方面同时开展大刀阔斧的改革。这在支撑美国经济快速复苏的同时也使财政状况更加恶化，其“后遗症”逐渐显现出来。随着时间的延长，预计财政刺激对于经济的负面影响也会逐渐显现出来。

美国未来的财政政策空间将受限。由于特朗普政府推出的减税政策以及持续增长的政府开支，2019 年美国的财政赤字和联邦债务水平出现大幅上涨。根据美国财政部的数据，2019 自然年（2019 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日）美国联

邦政府的财政赤字超过 1 万亿美元，是自 2012 年以来的最高值。^①到 2019 年中，美联邦政府债务已经超过 22 万亿美元，也即 2017 年 12 月 9 日奥巴马政府最后一次提高的债务上限，这是联邦债务首次突破这一门槛。所幸的是，2019 年 7 月 22 日，特朗普和国会民主、共和两党领导人就未来两年美国联邦政府的预算和债务上限达成协议，同意提高未来两年联邦政府支出上限，并将财政部发债权限延长至 2021 年 7 月 31 日，避免了政府在 9 月 30 日后资金到期时关门的尴尬。2020 年的财政状况更加不容乐观。根据特朗普 2020 年 2 月 10 日公布的最新预算计划，将进一步增加国防和法定福利开支，这将使联邦债务总额到 2030 年突破 30 万亿美元。这远比美国国会预算办公室的估计乐观。它估计，联邦债务占 GDP 的比例将从 2020 年的 81% 上升到 2030 年的 98%，达到 1946 年以来的最高水平，到 2050 年有可能达到历史最高的 180%。

（三）推动美联储降息，以维持经济较快增长

美联储是一个具有政治独立性的中央银行，相比美国总统最多 8 年任期，联储委员会成员任期可以达到 14 年。这意味着，美联储在做出决策时会比总统想得更长远，能够为了经济上的长远利益而做出政治上不受欢迎的决策。美联储的政策独立性也是其赢得市场尊重的关键。但是，特朗普执政以来，似乎打破了这一传统。2019 年特朗普在各种场合多次施压美联储降息，甚至还曾表示要撤换美联储主席鲍威尔，尽管 2017 年底他刚刚提名鲍威尔替代耶伦。2019 年美国货币政策正常化的步骤被打断。美联储货币政策经历了“加息和缩表—停止加息—降息和扩表”的大转向，这一巨大转折出乎了年初许多人的意料。

具体来说，一是经历了从加息到降息的转折。2008 年金融危机爆发以来，为了应对市场上的短期流动性危机，美联储多次调低了联邦基金利率，从 2007 年初的 5.25% 下调至 2009 年中的 0.10%，这一接近 0 的利率一直持续到 2015 年底。从 2015 年底开始，美联储进入升息渠道。从 2015 年 12 月至 2018 年 12 月，美联储在 3 年时间内加息 9 次至 2.50%。由于 2018 年美国实现了 2.9% 的高速增长，失业率也达到 1969 年以来的最低值，2019 年初许多机构预测美联储将

^①此前公布的 2019 财年(2018 年 10 月 1 日至 2019 年 9 月 30 日)财政赤字为 9844 亿美元，在特朗普上台前的 2017 财年这一数字为 6650 亿美元。

进一步加息 1 到 2 次，最终的结果却让大家始料未及。美国经济在经历了第一季度的较快增长之后，第二和第三季度的经济增速远远不及预期，甚至有人担忧美国经济有陷入衰退的风险。在这样的背景下，在特朗普不厌其烦的施压下，联邦基金利率在维持了两个季度基本不变之后，2019 年 7 月底、9 月中旬和 10 月底，美联储连续降息三次，三次都是降息 25 个基点，联邦基金利率目标区间下调至 2020 年初的 1.5%~1.75% 水平。

二是重新扩表。扩张资产负债表俗称“扩表”，指央行通过购买资产来扩大自身资产负债表规模，以支持货币增发的经济行为。美联储在 2008 年金融危机爆发后推出量化宽松（Quantitative Easing, QE）政策，曾多次借助大规模扩表的方式向金融市场“放水”，来推动长期利率下行，刺激当时处于衰退之中的美国经济。2017 年 9 月 20 日，美联储联邦公开市场委员会（Federal Open Market Committee, FOMC）会议宣布，从 2017 年 10 月开始计划缩减资产负债表规模，采取被动缩表方式逐步减少到期再投资，计划 2017 年 10 月至 12 月每月缩减 60 亿美元国债和 40 亿住房抵押证券（MBS）的购买，缩表上限每 3 个月调整一次，至 2018 年 10 月，两项到期再投资上限预计提升至 300 亿美元和 200 亿美元。从 2019 年初开始，美联储开始透漏出停止缩表的苗头，在 3 月份联储利率决议会议上，美联储宣布将从 5 月份开始放缓缩表速度，每月赎回美国国债的上限从目前的 300 亿美元降至 150 亿美元，并在 9 月底正式结束缩表。进一步，美联储在 9 月份的会议上表示，将从 10 月 15 日开始每月购买约 600 亿美元短期债券，以确保银行体系拥有“充足的储备”。美联储表示，该计划是为了应对近期短期货币市场的动荡，该“技术性”措施将至少持续到 2020 年第二季度。600 亿美元的规模已经与 2012 年 9 月 13 日开启第三轮 QE 时每月扩表 850 亿美元的力度较为接近。尽管鲍威尔强调，不应将这种做法与 2008 年全球金融危机期间和之后采取的量化宽松相混淆，还强调将研究购买短期美债来补充准备金，此次延长回购和扩表完全是为了确保货币政策效果而实施的技术性措施，但是市场普遍认为这在某种程度上已经表明美联储货币政策立场正在转变。

自特朗普执政以来，美联储的独立性受到了多方质疑。2017 年 11 月，特朗普在白宫玫瑰花园宣布提名杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）担任美联储主席，

这打破了前三任主席连任的惯例，使得珍妮特·耶伦（Janet Yellen）成为近 40 年来在位时间最短的美联储主席。2018 年 2 月 5 日，鲍威尔正式接替耶伦成为新一任联储掌门人，他也是近 30 年来第一位没有经济学学位的联储主席。在美联储 2018 年选择加息之后，特朗普开始多次表达不满。进入 2019 年之后，在第二季度美国经济增长不及预期的情况下，特朗普开始在各种场合多次喊话美联储降息。在中美贸易谈判恶化之时，特朗普在社交媒体上称美国最大的敌人是美联储主席鲍威尔而非中国，此后还威胁要更换美联储主席鲍威尔，以各种压力督促美联储降息。美联储迫于各种压力在 7 月份降息之后，曾担任美联储主席的保罗·沃尔克（Paula Volcke）、艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）、本·伯南克（Ben Bernanke）和珍妮特·耶伦 2019 年 8 月 6 日在美国《华尔街日报》发表联合署名文章《美国需要独立的美联储》，呼吁保持美联储的独立性，确保货币政策决策不受短期政治压力影响。^①遗憾的是，此后美联储又在 9 月和 10 月降息两次。

过低的利率埋下隐忧，而美联储缺乏对抗衰退的工具。目前联邦基金利率目标区间只有 1.5%~1.75%，还不足金融危机之前 5%的一半。鲍威尔其实已经意识到当前的低利率无法对抗美国经济的下一次衰退。在 2020 年 2 月 11 日和 12 日的众议院金融服务委员会（House of Financial Services Committee）和参议院银行委员会（Senate Banking Committee）的听证会上，鲍威尔明确表达了对当前利率水平过低的担忧。他表示在美联储不打算采取负利率政策的情况“意味着当经济增长减弱的时候，未来支撑经济增长的政策工具只剩下财政政策。”^②作为以独立性著称的美联储，其基本职责是通过调节联邦基金利率来应对经济衰退。鲍威尔这样的呼吁并不常见。当然，他也表示会在需要的时候继续采取量化宽松的政策。但是，资产负债表的情况也不乐观。2007 年底，在金融危机爆发之前，美联储的资产负债表不到 1 万亿美元，占 GDP 的 6%，而且基本上都是政府债券；而截至 2019 年底，这个规模已经膨胀到超过 4 万亿美元，占 GDP 的比

^①参见华尔街日报网站，

<https://www.wsj.com/articles/america-needs-an-independent-fed-11565045308>。

^②参见彭博社网站，

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-02-12/powell-suggests-the-fed-may-lack-ammo-to-combat-next-recession>。

例也接近 20%，构成包括 55%左右的政府债券以及 40%的资产抵押证券，其余部分则是黄金等。在这种规模下，继续实施量化宽松的空间也在减小。

三 2020 年美国宏观经济形势展望

在 2019 年美国宏观经济继续放缓的背景下，国际组织和美国国内的机构纷纷预测美国经济增速会在 2020 年继续降速。国际货币基金组织在 2020 年初的《世界经济展望》报告中预测，美国 2020 年经济增速将从 2019 年的 2.3%放缓至 2%，较 2019 年 10 月的预测低 0.1 个百分点；^①世界银行也在《全球经济展望》报告中预测，美国 2020 年的经济增长将放缓至 1.8%，2021 年和 2022 年则进一步降低至 1.7%；^②经济合作与发展组织则预测美国 2020 年经济增长放缓至 2.0%，2021 年略有下降至 1.98%。^③美国国内方面，根据美国国会预算办公室的预测，美国 2020 年经济增长将降至 1.8%。接着到 2029 年这段期间，美国经济年增长率多在 1.6%到 1.8%之间，^④美联储则预估长期经济增长率约为 2%。但是，2020 年初突然爆发的新冠肺炎疫情（COVID-19）使得各机构前期的预测都需要重新作出调整。

展望 2020 年，就财政政策来说，特朗普的减税措施影响逐渐消退，进一步宽松的财政政策对于经济增长的支持将减弱。就货币政策来说，前期货币政策“正常化”速度太慢及“过度”降息留给未来的政策空间较小。就对外贸易来说，尽管中美第一阶段协议的达成令人欣喜，但是双方的贸易摩擦问题并未完全解决，双方还将就已加征的关税开展第二阶段的谈判，贸易局势仍存较大的不确定性。就金融市场来说，经济周期后期，务必警惕美股泡沫化和美国企业债务风险。国际原油市场的不确定性增大。2020 年初，受新冠肺炎疫情影响，全球原油需求下降；沙特阿拉伯和俄罗斯未能就继续延续石油限产达成一致进一步导致了“价

①参见国际货币基金组织官网，<https://www.imf.org/en/publications/weo>。

②参见世界银行官网，

<https://www.worldbank.org/en/news/feature/2020/01/08/january-2020-global-economic-prospects-slow-growth-policy-challenges>。

③参见经济合作与发展组织官网，<http://www.oecd.org/economic-outlook/>。

④参见美国国会预算办公室官网，<https://www.cbo.gov/publication/56020>。

格战”。双重因素叠加一度使得国际原油价格跌至 30 美元每桶以下，未来的走势也不明朗。与此同时，美国和伊朗的紧张关系升级、2020 年美国大选及全球经济增长放缓都可能进一步抑制美国企业的扩张，就业市场的不明朗前景也会限制私人消费。这些因素都会拖累美国经济。

更为严重的是，疫情在美国的快速发展将对美国经济形成致命打击，2020 年美国经济的衰退似乎难以避免。美国金融市场的风险在疫情的冲击下已经开始释放，从 2020 年 3 月 8 日到 18 日，10 天内标普 500 指数 4 次“熔断”，^①与 2 月份的高点相比，下跌幅度接近 30%。为了应对疫情对经济的冲击以及金融市场的动荡，美联储在 2020 年 3 月 18 日的议息会议之前两次紧急降息，分别于 3 月 3 日和 15 日降息 50 和 100 个基点，联邦基金利率目标区间从年初的 1.5%~1.75% 降至 0~0.25%，并推出了无上限的量化宽松计划。^②零利率加量宽的政策让人很难不想起 2008 年的全球金融危机，同时也极度压缩了美联储未来的政策操作空间。尽管如此，目前还未出现大的金融机构倒闭以及金融市场震荡全球范围联动，笔者对于疫情是否会带来全球性的金融危机仍然持谨慎观望态度。由于统计的滞后，目前主要的经济指标尚未体现出影响。但是为了防控疫情所采取的各种措施，无疑对于美国 2020 年的经济将造成重大打击。预计 2020 年美国经济的衰退将不可避免。目前，疫情的发展前景还不明朗，经济衰退是否进一步演变为经济危机一方面取决于疫情的发展，另一方面取决于美国政府正在逐步推出的各种稳定市场和经济的政策。

在 2019 年刚刚到来之际，曾有人总结道：2018 是过去 10 年里最差的一年，但或许是未来 10 年里最好的一年。似乎一语成谶，2019 年，世界经济来到了十字路口——增速降至 10 年来最低，制造业及投资低迷，贸易关系变化加剧，产

①熔断机制是指由于极端下跌导致交易所停止或关闭市场交易的门槛，这些门槛是根据标普 500 指数前一天的收盘价来决定的。纽约证券交易所、纳斯达克及其他证券交易所在 1987 年 10 月份的股灾发生以后，推出了这种“熔断”机制。此后，熔断机制经过了多次修改，现在实行的标准是：如果标普 500 指数在美国东部时间早上 9 时 30 分到下午 3 时 25 分之间下跌 7% 或以上，则将触发“第一级”停盘，交易停止 15 分钟；若该指数下跌 13%，则将触发“第二级”停盘，同样持续 15 分钟。之后，如果跌幅达到 20%，当日交易将停止。

②参见美联储官网货币政策公告，

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases.htm>。

业格局和金融稳定受到冲击。美国也并不例外，从长远来看，此轮超长扩张周期的尾声已渐行渐近，但美国经济的新增长点却还仍不明朗。更为令人担忧的是，全球其他国家和地区的经济增长也并不乐观。欧洲和日本还未完全走出金融危机的泥潭，新兴市场经济体的增长也进入阶段性放缓阶段。与此相对应，以美国为代表，全球处于利率水平整体走低及财政宽松阶段。更加上突入其来的全球疫情的影响，全球各国经济的增长前景都蒙上了阴影。现在预言危机也许言之过早，但是需要特别警惕的是现在的美国似乎缺少面对下一次危机的工具和手段——这绝非危言耸听。

（审读：罗振兴）