

# 美国经济长期性停滞：现状、根源及对策分析\*

郭强 张明 董昀

美国经济的长期性停滞令人沮丧，但并非无法改变的宿命。从理论层面看，美国的经济学家在分析美国经济长期性停滞的根源的基础之上，提出了一系列应对方案，其实质是：通过矫正经济政策的缺陷，实施恰当的政策组合，进而改进供给侧与需求侧的管理，从而摆脱经济长期性停滞困局。从政策层面看，未来几年，美国为了摆脱经济长期性停滞的风险，可行的选择是增加基础设施投资、提高投资率与刺激出口。

关键词：长期性停滞 自然利率 全要素生产率 债务超级周期

自2008年国际金融危机爆发后至今，美国经济虽然有所复苏，但始终未能回到危机前的高速增长轨道上来。美国经济增长面临两个方面挑战：一是如何改变周期性复苏始终不温不火的状况；二是如何提升国内生产总值的长期潜在增长率。<sup>[1]</sup>从1980年代起，美国的自然利率处于下降趋势，最近几年，甚至处于负利率区间。有鉴于此，美国前财政部长萨默斯（Lawrence H. Summers）在2013年底国际货币基金组织年会上提出，自2008年金融危机以来，美国经济已进入长期性停滞（Secular Stagnation）阶段，由此引发了学术界与决策层关于美国经济长

郭强系天津财经大学经济学院讲师；张明系中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员；董昀系中国社会科学院金融研究所副研究员、国家金融与发展实验室研究员。

\* 作者感谢以下基金支持：天津市社科规划项目“世界经济或长期停滞背景下天津自贸区的发展机遇”（TJYY15-010）、天津市科技计划项目“天津市实施创新驱动发展战略中金融支持战略研究”（15ZLZLF00650）与国家社科基金重大项目“中拉关系及对拉战略研究”（15ZDA067）。

[1] Feldstein, M., “How to Achieve Stronger U.S. Growth”, *Journal of Policy Modeling*, 36(4): 649 - 653, 2014.

期性停滞的争论。

本文试图对美国经济长期性停滞的现状、根源及其应对策略展开讨论，并从中总结其对中国经济提供的经验借鉴。本文的结构安排如下：首先介绍长期性停滞的定义以及美国经济所处的现状；其次分析美国经济陷入长期性停滞的根源；再次分析经济学家提出美国经济如何摆脱长期性停滞的政策建议；最后是评论性总结。

## 长期性停滞的定义以及美国经济的现状

### （一）长期性停滞的定义

长期性停滞最初由汉森（Alvin Hansen）在1938年美国经济协会致总统信《经济进步与人口增速减缓》中提出。在大萧条末期，由于明显的人口增速减缓以及科技发展，汉森主张企业找不到投资于资本品的理由。<sup>[1]</sup>他得出的结论是，不温不火的投资开支与受到抑制的家庭开支很可能会长期阻碍充分就业的实现与经济的充分调整。但是，随着二战之后强劲的人口增长和快速的科技进步，美国经济并没有出现长期性停滞。

国际金融危机之后，长期性停滞再次成为描述当前美国经济增长模式的重要假说。需要看到，学术界对长期性停滞的界定存在争议，不同经济学家关注长期性停滞的不同方面。总体而言，长期性停滞现象的背后是实际利率处于下降趋势，这反映出合意储蓄长期超出合意投资，导致产出缺口持续存在与（或者）经济增长速度放缓。<sup>[2]</sup>艾肯格林从需求与供给两个角度界定长期性停滞，从需求侧来看，就是导致产出缺口的因素持续存在，其实质是在一定的利率水平下，储蓄长期超过投资，需求不能满足正常的产出水平，其核心内容就是自然利率处于低水平，<sup>[3]</sup>其表现就是经济缓慢增长，需求不足，产出与就业水平低于潜在趋势；<sup>[4]</sup>

---

[1] Hansen, A., "Economic Progress and Declining Population Growth", *American Economic Review*, 29 (1): 1 - 15, 1939.

[2] Eichengreen, B., "Secular Stagnation: The Long View", NBER Working Paper No. 20836, 2015.

[3] Summers, L. H., "Bold Reform Is the Only Answer to Secular Stagnation", September 7, 2014, <https://www.ft.com/content/4be87390-352a-11e4-aa47-00144feabdc0>[2016-12-13].

[4] Blanchard, O., Furceri, D., Pescatori A., "A Prolonged Period of Low Real Interest Rates?", in *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Edited by Teulings, C., Baldwin, R., a new VoxEU.org eBook, page101-110, 2014.

从供给侧来看，是指经济增长速度放缓。更为极端的是，戈登认为，美国经济的潜在增长会中止。从历史的发展视角来看，工业革命之前的几百年，世界经济增长都处于长期性停滞状态；直至从工业革命之后，经济才开始快速增长。因此，如果不出现技术进步，经济就不可能永远都在增长。至于处于世界技术前沿的美国，随着技术进步减速与劳动生产率的下降，经济会回归到长期性停滞状态。<sup>[1]</sup>这种界定是从供给侧来考虑的，基于潜在实际国内生产总值缓慢增长的事实来概括的。

## （二）美国经济增长疲弱的表现

进入21世纪以来，美国的国内生产总值年均增长1.8%，2013年的国内生产总值比2007年的预测值少了10%，大致相当于1.6万亿美元。<sup>[2]</sup>国际金融危机爆发之后相当长一段时期，美国经济增长缓慢，就业率低于自然失业率水平，自然利率与潜在增长率处于快速下降趋势。以上种种迹象与长期性停滞理论的描述高度吻合。

就经济增长而言，美国越来越难以实现适度的经济增长、产能的充分利用与金融稳定这三个经济目标。尽管实施了极度宽松的货币政策，政策利率长期处于零附近，但是，如图1所示，美国的经济复苏仍然乏力，如果采用货币政策进一步刺激经济，会给金融稳定带来更大的压力。



图1 美国国内生产总值的季度同比增长率

数据来源：Wind 资讯。

[1] Gordon, R., "The Demise of U.S. Economic Growth: Restatement, Rebuttal, and Reflections", NBER Working Paper No. 19895, 2014.

[2] Summers, L. H., "Low Equilibrium Real Rates, Financial Crisis, and Secular Stagnation", in *Across the Great Divide: New Perspectives on the Financial Crisis*, Edited by Baily, M. N., Taylor, J., Hoover Institution Press, page 37-50, 2014.

就失业率而言，美国的失业率一直处于较高水平。如图2所示，截至2016年11月，美国的失业率是4.6%，与自然失业率为相吻合，但是，劳动参与率处于62.7%的历史较低水平。在非传统货币政策与其他经济政策的刺激之下，目前美国的失业人数整体上呈稳中有降的态势，但是依然高于2008年7月份国际金融危机爆发之际。

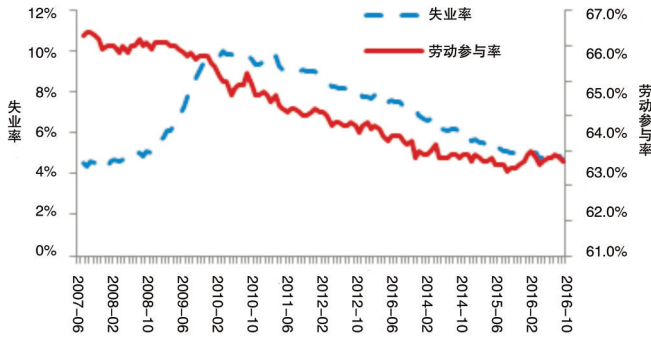


图2 美国的失业率与劳动参与率

数据来源：美国劳工部网站。

就自然利率而言，如图3所示，从1980年代以来，美国的自然利率处于快速下降趋势，已经从1980年代初期3.5%下降到2015年上半年末0.5%。<sup>[1]</sup>自然利率下降反映出合意储蓄超出合意投资，导致产出缺口持续存在与经济增长速度放缓。自然利率下降的直接原因是缓慢的人口增长与技术进步使得投资的预期回报率过低，导致投资需求不足。

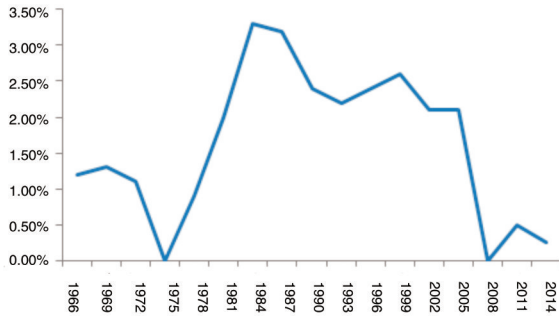


图3 美国的自然利率

资料来源：Lubik, T. A., Matthes C., “Calculating the Natural Rate of Interest: A Comparison of Two Alternative Approaches”, *Richmond Fed Economic Briefs*, 15:1-6, 2015。

[1] Lubik, T. A., Matthes C., “Calculating the Natural Rate of Interest: A Comparison of Two Alternative Approaches”, *Richmond Fed Economic Briefs*, 15:1-6, 2015.

就潜在增长率而言，如图4所示，根据美国国会预算办公室（CBO）的预测，2013年对美国经济潜在产出的预测低于2007年的预测值。根据美国国会预算办公室在2007年与2013年对美国经济的潜在产出增长率的测算，在2007年，美国国会预算办公室预测在2013—2017年，美国的潜在产出增长率的平均值为4.34%，而在2013年，预测同期潜在产出增长的平均值为4%。这反映出，美国政府认为，美国经济的潜在产出增长率处于下降趋势。

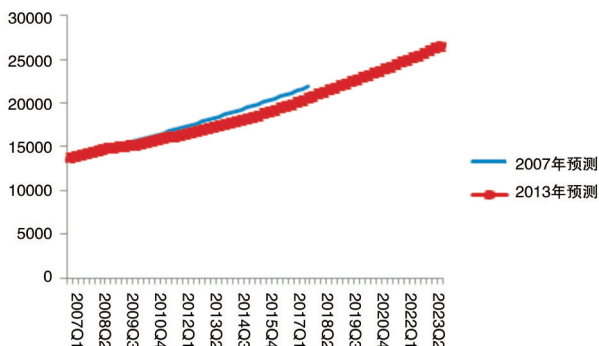


图4 美国经济的潜在产出 (单位: 10亿美元)

数据来源: 美国国会预算办公室网站。

美国商务部最新的统计数据显示，2016年第三季度美国实际GDP的修正值为3.2%，创两年新高，高于其3.0%的预期值。增长动力来自于个人消费支出、出口等方面的拉动，上述数据的强劲抵消了住宅固定资产投资和州政府及地方政府支出的回落。强劲的数据增强了美联储在2016年最后一次议息会议上加息的信心。2016年12月15日，美联储宣布将基准利率调升25个基点，从0.25%~0.5%上调至0.5%~0.75%，与市场预期一致。虽然美国经济似乎已经走出危机的阴影，但我们仍应看到，走出危机与实现复苏是两个不同的概念。在当下的美国，自然利率过低、技术进步缓慢等长期性停滞的主要成因并未真正消除，企业投资依然疲弱，经济持续稳定复苏的动力何时能够形成尚难有定论。

### 美国经济陷入长期性停滞的根源

关于经济长期性停滞的解释，有三个角度不同，但并非不可兼容的原因。在萨默斯等学者看来，缺乏需求会导致供给不足，因此，需求不足是导致美国经济

长期性停滞的主要原因；<sup>[1]</sup>而在戈登等学者看来，近期，在美国的产出缺口逐渐缩小的背景下，经济缓慢增长，说明潜在增长率下滑是美国经济长期性停滞的主要原因；<sup>[2]</sup>在斯蒂格利茨与克鲁格曼看来，政策的缺陷会导致需求不足或者潜在供给增长速度下降。<sup>[3]</sup>本部分将从上述三个角度对美国经济之所以陷入长期性停滞的根源进行剖析。

### （一）需求方面的因素

在宏观经济学中，通常把需求变化看作短期的波动因素，但是，短期行为对经济长期增长具有深远影响。需求疲弱阻碍生产率的进步，总需求不足会导致研发支出下降，也会对企业形成与创新造成影响，进而对经济长期增长产生影响。美国与全球经济结构的变化，劳动力增长缓慢与生产率增速减缓导致投资倾向下降与投资需求不足，劳动收入与资本收入、高收入群体与低收入群体等的收入分配恶化导致储蓄倾向增加与消费倾向下降。而消费倾向与投资倾向下降，导致作为储蓄的价格——自然利率下降，直至供给与需求平衡。但是，由于短期政策利率受到零利率下界的约束，也就是说，短期政策利率不能低于零，因此，当自然利率极低或者为负的情况下，储蓄与投资不能通过价格渠道实现均衡，也不能实现充分就业的目标。

长期性停滞假说最为核心的因素是储蓄超过投资导致的自然利率下降。<sup>[4]</sup>自然利率由经济的实体面因素决定，而市场利率主要受金融环境的影响，其中包括

---

[1] Summers, L.H., "Why Stagnation Might Prove to Be the New Normal", December 15, 2013, <https://www.ft.com/content/87cb15ea-5d1a-11e3-a558-00144feabdc0>[2016-12-13]; Summers, L. H., "Bold Reform Is the Only Answer to Secular Stagnation", September 7, 2014, <https://www.ft.com/content/4be87390-352a-11e4-aa47-00144feabdc0>[2016-12-13]; Summers, L. H., "Low Equilibrium Real Rates, Financial Crisis, and Secular Stagnation", in *Across the Great Divide: New Perspectives on the Financial Crisis*, Edited by Baily, M. N., Taylor, J., Hoover Institution Press, page 37-50, 2014; Summers, L. H., "US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound", *National Association of Business Economics*, 49(2): 65-73, 2014.

[2] Gordon, R., "Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds", NBER Working Paper No. 18315, 2012.

[3] Stiglitz, J. E., "Stagnation by Design", February 6, 2014, <https://www.project-syndicate.org/commentary/joseph-e--stiglitz-argues-that-bad-policies-in-rich-countries--not-economic-inevitability--have-caused-most-people-s-standard-of-living-to-decline?barrier=true>[2016-12-13]; Krugman, P., "Four Observations on Secular Stagnation", in *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Edited by Teulings, C., Baldwin, R., a new VoxEU.org eBook, page 61-68, 2014.

[4] Summers, L. H., "Reflections on Secular Stagnation", Keynote address at Princeton University's Julius-Rabinowitz Center for Public Policy & Finance on February 19, 2015, <http://larrysummers.com/2015/02/25/reflections-on-secular-stagnation/>[2016-12-13].

货币政策，比如，政府购买债券导致市场利率下降。长期债券利率的下降可以看作自然利率的下降的代理变量，在自然利率已经下降的情况下，短期政策利率受到零利率下界的约束，政策利率并不能有效地刺激经济，如果把政策利率调整为负值，将会导致投资者追逐风险，进而影响到金融稳定。

美国的自然利率下降主要有六个原因：一是依靠债务融资而投资的需求下降，技术领先的行业资本密集度减少，导致企业囤积大量现金而不愿投资；二是人口增长速度放缓与技术进步放缓导致投资需求不足；三是劳动收入与资本收入、高收入群体与低收入群体等的收入分配恶化，造成储蓄倾向上升，投资倾向降低；四是资本品价格下降，使得需要较少的借款就可以实现投资；五是在具有通货紧缩压力的背景下，为了保持一定的税后真实利率，税前真实利率要比通货膨胀时期低；六是其他国家中央银行用积累的外汇储备购买美国国债，导致安全资产的利率下降。

投资需求不足是导致美国经济长期性停滞的重要原因。如表1所示，从2009年以来，美国的企业已经从资金的净需求方，转变为资金的净供给方。

表1 美国企业部门的储蓄投资占国内生产总值比值的状况（单位：%）

	1970—1979年	1980—1989年	1990—1999年	2000—2008年	2009—2012年
企业部门储蓄	4.1	3.3	2.9	2.9	5.7
企业部门投资	6.0	5.4	4.2	3.5	1.0
企业部门净储蓄	-1.9	-2.1	-1.3	-0.6	4.7

数据来源：Baily, M. N., Bosworth, B., “The United States Economy: Why such a Weak Recovery?”, Paper prepared for the Nomura Foundation’s Macro Economy Research Conference “Prospects for Growth in the World’s Four Major Economies”, September 11, 2013, The Brookings Institution Washington D.C. <https://www.esb.nu/kvsnl/webmanager/userfiles/Presentation%20Larry%20Summers%2031-10-14.pdf>[2016-12-13]。

分行业来看，可以把投资区分为机械投资、房地产投资和基础设施投资。其中，“机械”是指各种形式的设备、机器、信息系统、软件和应用程序等，在制造、零售、传媒等多个行业中，纯粹的私有企业需要进行投资以提供商品和服务。平均而言，受到信息和通信技术因素的影响，这些投资的单位成本正在快速

下降,总体来看,这种类型的投资并不存在尚未满足的需求,所需投资占国内生产总值的比例正在下降,故而导致自然利率的降低。住宅投资及商业地产投资占私人企业投资的比例不断提高;建造成本并没有因信息和通信技术的进步而下降。但是,在这种类型的投资中,金融体系已经充分满足社会最优的投资需求。事实上,考虑到金融体系发放房地产贷款的强烈意愿,现有房地产和新房地产建设中的信贷与资产价格周期的相互关联性,这种类型的投资中偶尔还会出现过度投资的风险。但是,占比不断上升的社会最优投资主要在“基础设施”领域,实现这种类型投资的最佳水平需要一些政策组合,比如:合理设计监管框架、公私合营,以及某些情况下纯粹的公共投资。如果这些政策做不到位,基础设施投资可能会低于社会最优水平。<sup>[1]</sup>

总而言之,机械投资需求与房地产投资需求都已经得到满足,而满足基础设施投资需求需要一些严格的政策组合,因此,在未来,机械投资需求与房地产投资需求都会下降,基础设施投资需求能否增加还是未知的变量。

当实际利率持续低至-2%时,会涌现很多具有回报的投资项目,从而投资就会增加,进而使得经济得到充分调整。<sup>[2]</sup>当实际利率为负时,可能会出现的问题是:在这种情况下,如何保证中央银行通货膨胀目标的可信度?除此之外,在实际利率为负的情况下,储蓄并不会平稳地向投资调整,因为降低利率可能增加目标储蓄,从而使得储蓄更加过剩。另外,低利率还会鼓励风险承担,从而会威胁到金融稳定。

## (二) 供给方面的因素

现代经济增长理论认为,经济增长的驱动因素很多。基于柯布一道格拉斯生产函数,对过去的经验趋势的推导,剖析全要素生产率、就业率、资本产出比与单位劳动投入的人力资本对经济增长的贡献,以及预测它们的变化趋势可以为分析经济增长趋势提供参考。

根据美国1950—2007年的数据,帕格诺进行了实证研究。<sup>[3]</sup>结果如表2所

---

[1] 阿代尔·特纳:“财富、债务、不平等和低利率:四大趋势与启示”,《比较》,2015第3辑,第84~132页。

[2] Bernanke, B. S., “Why Are Interest Rates so Low, part 2: Secular Stagnation”, 31 March 2015, <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/03/31/why-are-interest-rates-so-low-part-2-secular-stagnation/> [2016-12-13].

[3] Pagano, P., Sbracia, M., “The Secular Stagnation Hypothesis: A Review of the Debate and Some Insights”, The Bank of Italy Occasional Papers No. 231, 2014.



示，人均国内生产总值增长最主要因素是全要素生产率的提高，其次是单位劳动投入的人力资本的积累，再次是就业率，资本产出比对人均国内生产总值增长基本不产生影响。

表 2 各生产要素对人均国内生产总值的贡献

人均国内生产总值的构成要素	对人均国内生产总值的贡献
全要素生产率	74%
就业率	6%
资本产出比	0
单位劳动投入的人力资本	19%

数据来源：Pagano, P., Sbracia, M., “The Secular Stagnation Hypothesis: A Review of the Debate and Some Insights”, The Bank of Italy Occasional Papers No. 231, 2014。

### 1.全要素生产率

创新是决定长期经济增长的核心因素。在劳动力与资本投入达到一定水平之后，因为劳动力和资本的边际产出递减，无论是增加劳动力投入还是增加资本投入，都无法带来更多产出。因此，产品创新、发明新产品或生产工序等各类创新的实施效果就显得至关重要。全要素生产率是衡量创新活动对产出的促进作用，也就是衡量劳动力和资本的使用效率的重要指标。

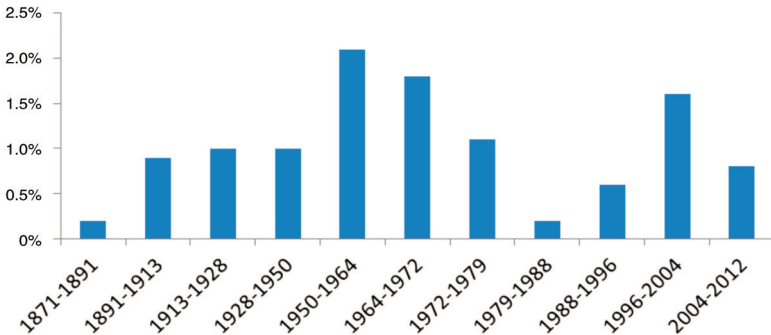


图5 美国的全要素生产率年均增长率

数据来源：Lindsey, B., “Why Growth Is Getting Harder”, Cato Institute Policy Analysis, No.737, October 8, 2013。

图5报告了1870年代以来,美国全要素生产率的变化。具体来看,起初,全要素生产率提升速度较慢,进入20世纪以后,加速上升,在1950—1964年期间,全要素生产率增速达到波峰,从1970年代,开始有所下落,1996—2004年期间,全要素生产率再次上升,然后,开始大幅度下降。在戈登看来,第二次工业革命是威力惊人的炸弹,相比起来第三次工业革命只是不起眼的小鞭炮。

关于全要素生产率的下滑,从金融的角度,还有两个不容忽视的解释。第一,国际清算银行指出,将金融周期与总需求和产量相结合,在一定程度上,可以解释近年来美国经济复苏乏力的现象。金融周期通过偿债负担和资金杠杆直接影响消费。在金融繁荣阶段,资产价格增长可以推高抵押品价值,降低贷款难度。同时,更多的负债意味着更高的债务偿付负担,尤其是在利率升高的情况下,限制了消费。只要资产价格持续上升,使用杠杆融资的支出便可以抵消该影响。而在金融繁荣泡沫破裂后,偿债负担加重减少可支配收入,逐步抵消信贷扩张带来的积极作用,因此,需要一段时间才能使支出回归正常。即使利率如2008—2009年那样快速下跌,高债务水平仍将使偿债负担维持高位,资产价格被压低导致的信贷约束只能逐步得到释放。事实上,杠杆与偿债负担间的交互作用能很好地解释美国国内支出在金融危机后的演变过程。从根本上讲,早前的金融繁荣对生产率的破坏性打击依旧影响着经济的长期发展。金融繁荣通常伴随着资源错配,特别是劳动力转移到低生产率增长预期的泡沫部门。信贷扩张可以通过提高需求和投资刺激产出增长,但是,无法提高劳动生产率。初步估算显示,在美国2004—2007年的信贷泡沫中,与1994—2004年信贷总额与国内生产总值之比的增长率情况相比,资源错配造成美国的年劳动生产率少增长约0.2%。在信贷泡沫破裂之后的几年,资源错配造成的不利影响更为突出。根据估算,如果在国际金融危机前,信贷总额与国内生产总值之比为1994—2004年的平均水平,那么在2008—2013年,美国的劳动生产率可以多增长约0.4%,因此,信贷繁荣加重了美国生产率增长的下降趋势。照此逻辑,近几年的生产率低增长也不一定是永久性的。<sup>[1]</sup>第二,罗格夫从历史经验中发现,债务积累过度导致经济增长,后续的去杠杆导致经济下滑。信贷扩张与资产价格上涨,导致抵押品价值上涨,从而进一步促使信贷扩张与资产价格上涨。当资产泡沫破裂时,导致一些技术研

[1] Bank for International Settlements(2015): *85th Annual Report*, [www.bis.org/publ/arpdf/ar2015e.htm](http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015e.htm)[2016-12-13].

发缺乏必要的融资而可能落入增长陷阱，从而对实体经济产生负向冲击。值得指出的是，在罗格夫看来，美国经济的缓慢增长只是债务超级周期的表现，并不是长期性停滞。<sup>[1]</sup>

总而言之，这轮长期性停滞的背景是1970年代以来出现的生产率增速放缓。自1960年代以来，重大原始创新被严重遏制，尤其在发展成熟的行业中。<sup>[2]</sup>不可否认，最近出现了机器人领域、遗传学、3D打印、大数据和物联网在内的很多重大技术。虽然这些技术并非全新，但这些技术从发明转变为通用技术却是全新的。而根据蒸汽机、电力等早期通用技术的发展经验，通用技术需要30~40年或者更长时间才能大幅度提高全要素生产率。<sup>[3]</sup>

根据OECD预测，在2012—2020年，美国的全要素生产率年均增速是1.2%，而后的30年，全要素生产率的年均增速会下滑到1.1%。<sup>[4]</sup>

## 2. 就业率

在其他生产要素水平保持不变时，更多的工人就意味着更多的产出，因此劳动力的增加一定会带来国内生产总值的增加。但是，若要达到更高的人均国内生产总值水平，劳动力的增长率就必须高于人口增长率，也就是说，需要提高劳动参与率。在20世纪期间，美国的就业率的提升有两个主要原因：1950—2000年期间，女性劳动参与率从20世纪初的不足20%，提高到20世纪末的60%；婴儿潮一代（1946—1964年出生的人）进入劳动力市场。

如表3所示，在20世纪，女性进入劳动力市场使得美国劳动参与率上升。在1900年，女性的劳动参与率是18.8%，可是，到2000年，女性的劳动参与率已经上升到59.9%，这使得整体的劳动参与率从50.2%增加至67.1%。与此同时，由于受教育时间的增加、预期寿命的增长和退休年龄的提前，导致劳动参与率在近期出现下降。

[1] Rogoff, K., "Debt Supercycle, not Secular Stagnation", 22 April 2015, <http://voxeu.org/article/debt-supercycle-not-secular-stagnation>[2016-12-13].

[2] Phelps, E. S., "Supply Side, Demand Side, or Innovation, Side?", May 19, 2016, <https://www.project-syndicate.org/commentary/innovation-can-end-stagnation-by-edmund-s-phelps-2016-05>[2016-12-13].

[3] 安德鲁·霍尔丹：“经济增长：快与慢”，《比较》，2016年第1辑，第1~28页。

[4] 转引自Pagano, P., Sbracia, M., "The Secular Stagnation Hypothesis: A Review of the Debate and Some Insights", The Bank of Italy Occasional Papers No. 231, 2014.

表 3 1900—2012年美国劳动参与率（单位：%）

时间	劳动参与率总和	男性劳动参与率	女性劳动参与率
1900	50.2	80.0	18.8
1910	53.3	81.3	23.4
1920	50.3	78.2	21.0
1930	49.5	76.2	22.0
1940	52.9	79.0	25.4
1950	54.1	80.2	30.9
1960	56.1	78.8	34.9
1970	59.0	77.8	41.9
1980	63.8	77.4	51.5
1990	66.5	76.4	57.5
2000	67.1	74.8	59.9
2010	64.7	71.2	58.6
2012	63.7	70.2	57.7

数据来源：Lindsey, B., “Why Growth Is Getting Harder”, *Cato Institute Policy Analysis*, No.737, October 8, 2013。

但是，人口老龄化会阻碍劳动参与率的提升。25~54岁之间人口的劳动参与率最高，在2000年，这一年龄段的人数占美国总人口的43.6%，55岁以上年龄段的人数则占美国总人口的21.1%。在2000年以前，整个婴儿潮一代的人口都处在最主要的劳动参与年龄。然而，从2000年之后，随着婴儿潮一代开始进入老年，主要劳动年龄区间的人数规模相对缩小。2010年，25~54岁年龄段的人数占总人口比例已降至41.2%。

从2008年起，婴儿潮一代开始退休，未来20年，人口结构的变化使得劳动参与率的回升不容乐观，这对劳动力投入产生负向冲击。根据OECD的预测，在2000—2007年期间，就业率年均增长率是-0.2%，在2012—2030年期间，就业率年均增长率进一步下滑到-0.3%，而后的30年，就业率年均增长率是0.1%。

### 3.单位劳动投入的人力资本

人力资本的提升可以提高人均国内生产总值，而衡量人力资本的标准之一是受教育水平。如图6所示，在20世纪，美国人力资本明显增加。从1900年到2000年，25岁及以上年龄的美国人平均受教育年数从8年增加到13年，增加幅度达到63%。

教育繁荣对经济增长的影响相当重要。1919—2005年之间，在人均实际国内生产总值增长中，受教育年数增加带来的劳动力质量的提升的贡献度是15%。然而，在最近几十年，这一增长动力逐渐衰弱。现在的高中毕业率实际上要低于1970年的水平，而且年轻男性接受大学教育的程度仅相当于1980年的水平。从1940—2005年，教育对经济增长的直接贡献下降了37%。<sup>[1]</sup>

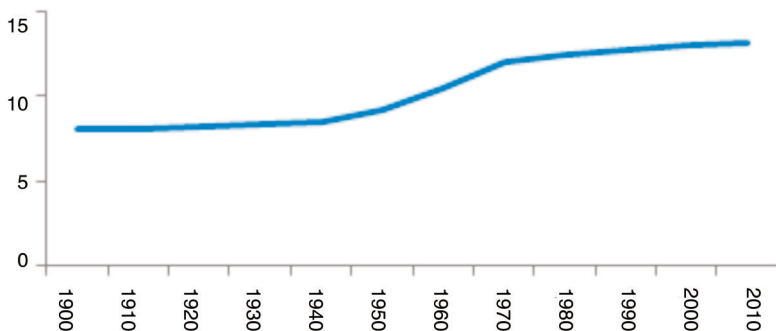


图6 美国劳动力的平均受教育年数

资料来源：Lindsey, B., “Why Growth Is Getting Harder”, *Cato Institute Policy Analysis*, No.737, October 8, 2013。

展望未来，人力资本的增加速度很有可能进一步放缓。自从1970年代以来，由于大学教育的成本上升2倍，低收入家庭的子女负担不起上学成本，再加上大学毕业之后难以找到收入较高的工作，结果导致教育程度平稳化，人力资本的提升将面临停滞。OECD预测，在2012—2020年期间，人力资本年均增速是0.1%，而后的30年，人力资本年均增速会上升到0.2%。

### 4.资本产出比

长期增长的最终力量是技术进步，而技术进步也可包含在投资之中。一定程

[1] Lindsey, B., “Why Growth Is Getting Harder”, *Cato Institute Policy Analysis*, No.737, October 8, 2013.

度上，物质资本的增加能够带来人力资本的增加。资本积累与经济增长之间具有两个方面的联系：一方面，技术进步是长期增长的核心力量；另一方面，人均物质资本的增加可以提升单位时间的产出水平。因此，对物质资本投资的增加可以带来更高的产出。

在一定条件下，高投资率与较快的经济增长率是正相关的。但是，如图7所示，投资占国内生产总值的比例在近几十年持续下降，投资减少会抑制技术扩散，进而对劳动生产率产生负向冲击，固定资产几乎能够全部解释2007年以来美国国内生产总值的下降。OECD预测，在未来40多年，美国的资本产出比年均增长基本是零。其中，2012—2020年期间，资本产出比年均增速是0.1%，而后的30年，资本产出比年均增速会下降到-0.1%。

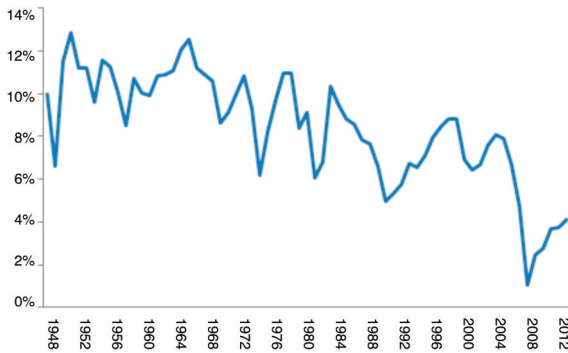


图7 美国的投资率

数据来源：Wind 资讯。

### （三）政策缺陷的因素

对美国经济长期性停滞的担忧确有合理性，但这主要是制度设计带来的问题。<sup>[1]</sup>如表4所示，美国经济在国际金融危机之前便已出现问题：它只是在宽松的监管环境和低利率制造的资产价格泡沫驱动下的经济增长，看起来经济增长强劲，但是，表面之下，却有很多正在发酵的问题：不平等程度日益增加、不能满足从基于制造业的经济转向服务业变化的结构转型的需要、持续的全球经济失衡及金融体系更倾向于投机而不是可以创造就业岗位、提高劳动生产率和利用企业盈余实现社会回报最大化的投资。<sup>[1]</sup>

决策者对国际金融危机的反应加剧了其中一些问题，并创造另外一些新的问

[1] 布拉德福德·德龙：“美国经济增长的前景”，《比较》，2014年第1辑，第100-119页。

题。国际金融危机之后，美国政府的政策调整可能更加糟糕：应该出现支出增长的领域是教育和保健等服务领域，它们反映了人民的需求。这些部门都由公共资金支持。但是，政府不但没有增加这些方面的支出，还通过紧缩，制约了开支。结果导致国内生产总值增速下滑，影响了政府财政收入，美国公共部门的杠杆率剧烈增长。除此之外，公共部门和私人部门的投资不足，让一代年轻人在应该提高劳动生产力的时期长期失业。结果导致收入分配的严重恶化：美国实际收入的中位数比1989年的水平还要低；全职男性员工的中位数收入还不如40多年前的水平。富人的劳动收入和财富开始飙涨，但是大部分人必须做出调整，以适应永久性的较低生活水平。

表4 美国的经济政策缺陷

时期	政策缺陷	经济后果
国际金融危机之前	货币政策过于宽松	不平等程度日益增加、不能满足从基于制造业的经济转向服务业变化的结构转型的需要以及金融体系更倾向于投机等。
	金融监管不力	
国际金融危机之后	货币政策力度不足	抑制总需求的扩张与通货膨胀水平的上涨。
	财政支出错位：制约在教育、保健等领域的支出	国内生产总值增速下滑、美国公共部门的杠杆率剧烈增长、收入分配恶化、人力资本积累不足。

资料来源：作者整理。

另外一方面，在克鲁格曼看来，零利率货币政策也不足以使得美国经济恢复充分就业，这说明美国的流动性陷阱出现新常态——“胆怯陷阱”。<sup>[2]</sup>在零利率下限的约束下，中央银行非常谨慎而过于关注价格稳定，从而使得实际利率太高，抑制总需求的扩张与通货膨胀水平的上涨。也就是说，当自然利率低到常规货币政策并不能达到的地步时，经济就会长期性停滞。

[1] Stiglitz, J. E., “Stagnation by Design”, February 6, 2014, [https://www.project-syndicate.org/commentary/joseph-e--stiglitz-argues-that-bad-policies-in-rich-countries--not-economic-inevitability--have-caused-most-people-s-standard-of-living-to-decline?barrier=true\[2016-12-13\]](https://www.project-syndicate.org/commentary/joseph-e--stiglitz-argues-that-bad-policies-in-rich-countries--not-economic-inevitability--have-caused-most-people-s-standard-of-living-to-decline?barrier=true[2016-12-13]).

[2] Krugman, P., “Four Observations on Secular Stagnation”, in *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Edited by Teulings, C., Baldwin, R., a new VoxEU.org eBook, page 61-68, 2014.

## 美国摆脱经济长期性停滞的对策分析

美国经济长期性停滞并非不可避免，如果美国采取恰当的措施，就没有理由对美国未来的经济前景持悲观态度。从理论上讲，美国的经济学家在分析美国经济长期性停滞的根源的基础之上，提出了一系列应对方案，其实质是：通过矫正经济政策的缺陷，实施恰当的政策组合，进而改进供给侧与需求侧的管理，从而摆脱经济长期性停滞。

### （一）增加需求

通过增加投资需求与出口需求，进而增加社会总需求。萨默斯提出，在增加投资需求，提高投资率方面，主要包括改革税收制度，加强对外投资，刺激私人投资；在低利率与高失业的背景下，加强基础设施建设，促进公共投资。在增加出口需求方面，放宽出口管制，以鼓励出口增加；签订贸易协议，减少管制，促进进出口。<sup>[1]</sup>

财政政策应是刺激短期经济增长的最优方式。虽然，大规模财政支出会刺激国内生产总值增长，但是，它也会引发政府债务水平的大幅度上升，这将导致企业担心政府未来大幅度增加税收以及未来利率可能大幅度上升，因此，企业可能会削减投资，从而对经济增长造成一定的拖累。

在这种情况下，推动经济更快增长的一个可行策略是，一方面，立即永久性地降低税率并显著地降低政府债务水平，另一方面，推出长期的基础设施建设支出规划。5年期的基础设施建设支出规模应超过1万亿美元，才能实现既定的经济增速目标，在这一战略实施之前，最好能花费1~2年时间对支出项目进行规划，防止应急支出沦为寻租项目的情况出现。

货币政策方面，克鲁格曼指出中央银行应当实施“可信地承诺不负责任”的货币政策，承认通货膨胀高到足以刺激经济繁荣，以使得预言达到自我实现。<sup>[2]</sup>

### （二）扩大供给

能够提升长期经济增长的政策可以划分为三类：增加劳动力供给，提升劳动

---

[1] Summers, L. H., "US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound", *National Association of Business Economics*, 49(2): 65-73, 2014.

[2] Krugman, P., "Four Observations on Secular Stagnation", in *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Edited by Teulings, C., Baldwin, R., a new VoxEU.org eBook, page 61-68, 2014.



力素质，以及提升资本积累速度和质量。

### 1. 增加劳动力供给

费尔德斯坦提出，可以通过延迟退休、增加女性就业数量与增加低技能劳动者就业等三个途径，增加劳动力供给。<sup>[1]</sup>

一是增加老年就业。从劳动参与率来看，美国60岁人口的劳动参与率为64%，而65~69岁人口的劳动参与率仅为32%。在1983年，美国国会曾将退休领取社保的年龄从65岁逐渐推迟到67岁。但是，美国的预期寿命又有所提高，为了与预期寿命的提高相适应，美国需要进一步推迟退休年龄，从而增加劳动力供给。二是增加女性就业。通过改革不利于女性收入的规章，能够增加女性的劳动参与率，从而增加女性就业。三是增加低技能劳动者就业。通过允许劳动者将部分社会福利看做对其要求的最低工资的补偿，将现存的社会福利制度和最低工资制度结合起来，使得当前贫穷、低技能的劳动者进入就业市场，通过从干中学，获得进一步增加其收入的技能和经验，提升人力资本与社会资本。

### 2. 提升劳动力素质

通过提供更好的师资力量和更好的教育质量、改善高中教材与大学课程，能够提高劳动力素质。更好的师资力量能够带来更好的教育质量，而更好的教育质量能有效地提升学生毕业之后的实际收入水平。因此，使教师这一职业更具吸引力，同时允许学校淘汰不合格师资的政策，能够提高未来劳动者收入水平。

高中教材应与未来就业相关。美国每年有超过100万名高中生辍学，导致这一问题的重要原因在于，这些学生认为高中课程的内容都是些与他们未来就业不相关的学术性内容。美国应该借鉴其他国家就业导向的课程安排和学徒制度，以帮助适龄青年完成高中教育，并通过高中教育获得就业时所需要的一些技能。

大学课程应与未来就业相关。尽管通识教育具有重要意义，但是仅仅受到通识教育不足以使得大学毕业生具备就业所需的必要技能。美国联邦政府为大学生提供的助学金和助学贷款应仅限于那些就读于未来能进入高生产率行业的学生。

### 3. 增加资本投资

更多的资本投资能够提升劳动生产率和产出水平，通过财政体制的改革，能够提升资本存量和改善资本利用方式。

提高居民储蓄率。过高的社会保障金，以及对住房抵押贷款利率和住房净值

---

[1] Feldstein, M., "How to Achieve Stronger U.S. Growth", *Journal of Policy Modeling*, 36(4): 649 - 653, 2014.

贷款利率进行税收抵免所隐含的税收补贴等政策，导致居民储蓄率的降低。通过大力推行个人养老金计划，促使居民社会保障更多地依赖于个人投资，可以有效地提升居民储蓄水平，并增加能够带来劳动生产率提升的企业投资。鼓励企业投资。在经济合作与发展组织国家中，美国的企业所得税率最高，这使得资金大量流向对国内生产总值贡献较小的房地产等领域，而没有投资于厂房和设备。与此同时，高企的企业所得税率导致美国企业更多地向海外进行投资，而国外企业总是尽量避免投资于美国。调整资本在全球范围内的配置。几乎所有的发达经济体均仅对本国领土范围内的收入征税，对于企业从国外汇回本国的利润并不征税。但是，美国税制比较特殊，美国企业从国外汇回国内的利润仍需计税，这就导致美国企业倾向于将利润留在国外，以扩大国外分支机构的生产经营规模，从而提高了这些分支机构所在国的劳动生产率和经济增长速度，但是，削弱了美国自身的劳动生产率和经济增长速度。

### 评论性总结

在总统选举获胜之后，特朗普承诺要实施宽松的财政政策，其主要抓手是减税与增加基础设施建设支出，这提振了市场对于美国经济短期反弹的信心。就目前情况而言，美国经济受到的周期性拖累已经得到很大缓解，基本达到美联储的就业目标与通货膨胀目标。2016年12月15日，美联储将联邦基金利率由0.25%~0.5%提升至0.5%~0.75%。但是，美国经济的复苏并不会高歌猛进，其中最主要的挑战是自然利率处于低水平与生产率增长缓慢等结构性问题的存在。<sup>[1]</sup>另外，美国目前已有相当于GDP 3%的财政赤字和76%的国债，美联储的持续加息将使得财政赤字不断攀升，宽松财政政策的可持续性亦值得怀疑。

总结全文的分析，我们认为，在国际金融危机之前，美国的经济问题被金融繁荣所掩盖。国际金融危机之后，经过长期极度宽松货币政策刺激之后，整体来看，美国经济的复苏还是不温不火，长期性停滞态势已经显现。这是长期以来美国的总供给、总需求与政策失当三大因素交互作用的结果，前两个因素的影响最为直接。美国学界对于长期性停滞产生原因的主要分歧在于：萨默斯等学者认为，美国的产出缺口有所下降并非归因于经济增长，而是由于下调了潜在产出水


[1] Fischer, S. "Longer-Term Challenges for the U.S. Economy", November 21, 2016, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/fischer20161121a.htm>[2016-12-13].

平；而在戈登等学者看来，产出缺口下降，并且还在收缩，因此，是由于潜在增长水平下滑导致美国经济的缓慢增长。

需要指出，要准确界定美国经济长期性停滞究竟是源自于总需求疲软还是在供给能力不足是非常困难的。此处试举三例：第一，人口老龄化因素可能同时影响总供给与总需求：对家庭部门而言，预期经济增长速度放缓，居民担忧退休之后面临养老金和医疗福利得不到保障，因此，会导致即期就增加储蓄予以防范，进而，进一步抑制短期需求。同时，对企业部门而言，当预期需求疲软时，企业减少实物资本和人力资本的投资，进而导致潜在供给增长放缓。<sup>[1]</sup>第二，收入不平等也会影响总供给与总需求，收入不平等对增长的阻碍主要来自对教育投资的抑制，对贫困家庭的影响尤为明显，进而阻碍贫困家庭子女人力资本的积累。同时，收入分配恶化，也会造成储蓄倾向上升，投资倾向降低。第三，经济周期性下滑时间长期持续，会导致增长趋势放缓。经济学界称之为“迟滞效应”：长期失业降低了工人的劳动技能与人力资本，而由于创新植根于新的资本商品，投资不足将导致长时期的生产率增长低迷，进而导致增长前景黯淡，增长前景的下降又导致更多周期性疲软，在对经济前景预期降低时，支出也随之下降。再者，需求模式的变化也会影响经济的生产能力，比如对服务业需求的增加，会使得经济结构向着低生产能力的行业转变。

此外，政策缺陷因素也会通过减少总需求或者降低总供给，给经济增长带来负面影响。因此，无论是基于总需求，还是基于总供给的角度进行判断，美国经济陷入长期停滞的风险都不可低估。

基于不同的理论分析框架，学者们的政策建议也不尽相同。在萨默斯等看来，采取政策刺激公共投资与私人投资，以及促进出口是美国经济摆脱长期停滞的优先选择；而在戈登等看来，应增加劳动力供给，提升劳动力素质，以及提升资本积累速度和质量，以提升潜在增长率；在斯蒂格利茨看来，美国政府支出增长的领域应该是反映人民需求的教育和保健等服务领域。

从落实政策选项的可行性来看，由于市场规模的形成、政策法规的修改具有明显的滞后性，故而增加劳动力供给与提升劳动力素质等政策选项难以在短期内产生明显的正向效应。因此，美国政府在将来几年当中更具操作性的政策选择是增加基础设施投资、提高投资率与刺激出口。

[1] 拉古拉迈·拉詹：“从衰退走向增长”，《比较》，2015年第4辑，第1~16页。

## ECONOMIC FOCUS

### What' s New in China' s New Open Economy System

*Sheng Bin and Li Feng*

129

To cater to the new international economic and trade landscape and further implement its comprehensive reform agenda, the new-generation leadership, led by Xi Jinping, General Secretary of CPC Central Committee, has put forward the idea of building a new open economy system. The new open economy system is a framework that is composed of new rules and institutions. Compared with the traditional open economy system, the new open economy system presents a series of new characteristics. To build such a system, China should re-assess its trade policies and devise new economic and trade policies that are open and reflect its new development orientation; it should also emphasize policy implementation and coordination, improving its data system, and define priority areas for reform.

### Secular Stagnation in the United States: Current Situation, Causes and Countermeasures

*Guo Qiang, Zhang Ming and Dong Yun*

141

Secular stagnation in the United States is depressing, but it is not inevitable. In theory, based on the analysis of the causes of the secular stagnation in the US, US economists put forward a series of solutions aimed at correcting the deficiencies of economic policies and implementing appropriate policy mix to improve both supply-side and demand-side management. From a policy perspective, viable policy options for United States include increasing infrastructure investment, raising the investment rate and stimulating exports in the coming years to get rid of the risk of secular stagnation.