

美国经济周期百年观察¹

杨盼盼

摘要: 美国经济是否将陷入衰退是近一段时间以来国际宏观与国际政治领域的一个重要议题,对衰退的探讨取决于对经济周期的理解。本文尝试从一个长期的历史视角对美国经济周期进行分析。本文首先从全球经济放缓、美国经济预期分化和中美关系复杂化的视角分析了开展美国经济周期问题研究的相关背景。随后梳理了 1854 年以来美国经历的 33 个经济周期,发现美国经济周期总体呈现出变长和变稳定的趋势,收缩期变短而扩张期变长。基于经济结构性变化、现代宏观经济政策和国际宏观经济政策协调的三个理由,本文对美国经济周期拉长的特征进行解释。最后,本文从美国经济自身的视角和全球经济的视角对美国经济周期所呈现的特征进行分析和解读。

关键词: 美国经济 经济周期 经济结构性变化 宏观经济政策

Centennial Observation on the U.S. Business Cycle

Abstract: Whether the US economy will move into recession has been an important issue in the international macroeconomics as well as international politics recently. The discussion of recession depends on the understanding of business cycle. This paper attempts to analyze the U.S. business cycle from a long-term historical perspective. I first analyze the relevant research background from the perspective of the global economic slowdown, the divergence expectation on the U.S. economy and the complication of Sino-U.S. relations. Then this paper reviews the pattern of 33 U.S. business cycles since 1854 and finds that overall business cycle has become longer and more stable, with shorter contraction periods and longer expansion periods. This can be explained by structural changes in the economy, modern macroeconomic policy and international macroeconomic policy coordination. Finally, I analyze and interpret the characteristics of the U.S. business cycle from the perspective of the U.S. economy itself and the perspective of the global economy.

Key Words: the U.S. economy, Business cycle, Economic structural change, Macroeconomic policy

¹ 本文编辑版即将发表于《当代美国评论》,文章的引言略有修改以体现当前疫情下的经济情况。

最近一年多以来，对美国经济是否将陷入衰退的讨论进一步升温，其主要原因在于，特朗普税改带来的经济增长效应在 2019 年走到尾声，一些预判经济衰退的领先指标显示美国经济将进入衰退，同时劳动力市场等其他一些指标却依旧景气，相互矛盾的经济信号是争议焦点。进入 2020 年，一场席卷全球的新冠疫情让全球经济体陷入衰退的可能性大增，美国也不例外。但是，这一意外的冲击引致的衰退却是此前无人预料的衰退路径。对于衰退的讨论，短期数据的预测和判断固然必要，但对长期历史的分析同样重要，它能够为解读美国经济在当前出现特殊变化的原因提供线索。理论上来说，经济学意义上对于经济衰退的判断，属于经济周期的定义与识别范畴，因此，对于衰退问题的讨论，可以从对美国经济周期分析这个视角展开。

由于在统计和数据技术方面的优势，对美国经济周期的考察，可以跨越百年。美国国家经济研究局（National Bureau of Economic Research, NBER）早在 1929 年就开始发布美国经济周期的判定，最早的数据可以追溯至 1854 年。事实上，对美国经济周期的讨论在历史上也曾经出现，最著名的一次是：在长达 30 年的时间里，马丁·费尔德斯坦（Martin Feldstein）NBER 的主席（1977-2008 年），仅在 1982-1984 年时短暂离任，出任美国经济顾问委员会的主席和里根总统的首席经济顾问。在他短期离任前，留下了一个待解答的问题：（上世纪 80 年代初）美国经济周期变了吗？这成为 1984 年 3 月在波多黎各召开的 NBER 经济周期问题研讨会的议题。35 年过去了，2019 年末，距离 2009 年 6 月美国经济本轮扩张期的开始已经过去超过了 120 个月，而 120 个月是美国过去历史上扩张期最长的时期。而也正是在 2019 年的 6 月（本轮扩张的第 119 个月），马丁·费尔德斯坦去世，他并未看到美国历史上新的最长的一次扩张，也没能再次问出“美国经济周期变了吗？”这个问题。而本文，正是希望在当下，对这个问题进行再次的思考与回答。

本文的主要章节安排如下：首先从全球视角、美国视角和中美关系视角分析开展美国经济周期问题研究的相关背景；接下来对美国经济周期的数据进行梳理，对一百余年中美国周期的特征进行刻画，并按照周期的扩张期和收缩期进行分解；第三，从经济结构性变化、现代宏观经济政策和国际宏观经济政策协调三个视角分析美国经济周期变化的原因；最后，对美国经济周期变迁的含义进行解读。

正如本文在一开始所强调的，本文侧重于从一个较长期的视角讨论美国经济周期，这使得本文与当前关于美国经济衰退问题的研究有所不同。此外，本文和另一支关注经济长期停滞²的文献也有所不同，经济增长可以被分解成趋势和波动两个部分，长期停滞的研究主要从增长的趋势性视角出发，而本文所研究的经济周期则主要关注增长的波动部分。

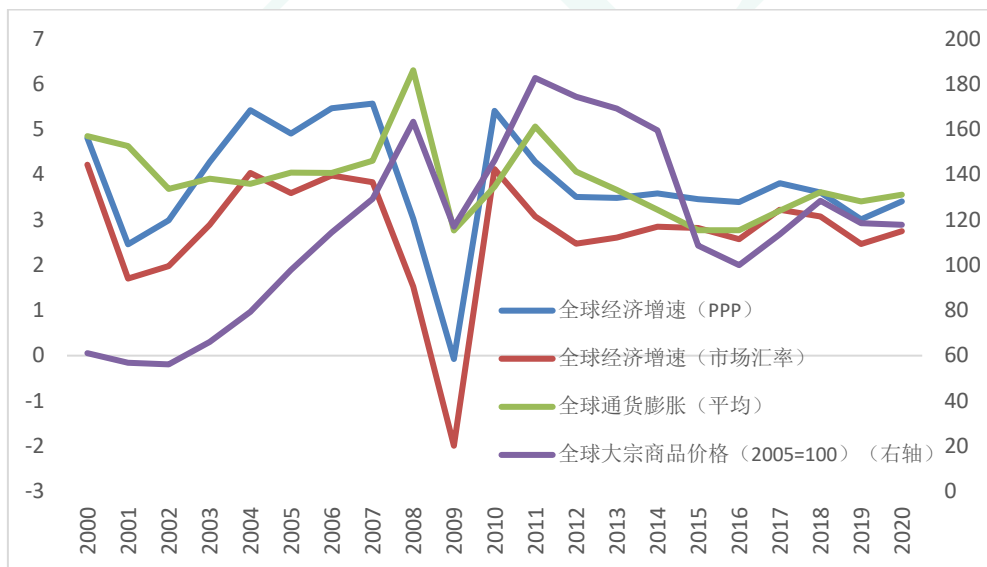
² 长期停滞的概念早已有之，拉里·萨莫斯（Larry Summers）2013 年末将其重新提出，用于形容全球金融危机后世界经济和主要经济体所处的状态，可参见：Coen Teulings and Richard Baldwin (ed.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, A VoxEU.org eBook, CEPR Press, 2014.

一、美国经济周期问题研究的背景

美国经济周期问题研究需要考虑三个不同视角的重要背景，分别是全球视角、美国视角和中美关系视角。从全球视角来看，全球经济增长乏力，增长动能缺失，考虑到美国在全球经济中的地位，对美国经济走势的研判十分重要；从美国自身的视角出发，本轮超长时间的经济扩张引发了对美国经济增长前景的担忧，对这一周期本身的解读十分必要；从中美关系的视角来看，美国经济的走势也相当重要，这不再仅仅因为中美两国密切的经贸联系，还和贸易摩擦带来的不确定性密切相关。具体而言：

第一，2019年，全球经济再度驶入不确定水域。从2019年全球经济增长的情况来看，全球经济出现再度探底，经济增长丧失动能，脆弱性和不确定性上升，全球呈现出“低增长、低利率、低通胀”的格局（图1）。各大国际经济组织对全球经济增长普遍持有较为悲观的态度，9月，经济合作与发展组织（OECD）将2019年全球经济增速下调0.3个百分点至2.9%，10月，国际货币基金组织（IMF）将2019年全球经济增速下调0.3个百分点至3.0%，并认为全球超过90%的经济体在2019年的经济增长都将放缓。这两个主要国际组织均将2019年全球经济增长水平调整至为2008年金融危机以来最低水平，同时世行、UNCTAD也秉持同样悲观的看法。

图1 全球经济增长放缓至危机以来最低水平



数据来源：国际货币基金组织世界经济展望数据库（IMF WEO）2019年10月版

在全球增长放缓的背景之下，美国经济走势至关重要。美国经济的体量决定了其在全球经济中仍然占有举足轻重的地位，同时，来自于美国的最终需求，也仍然是全球各国外需增长的一个重要来源。以2019年的数据来看，美国经济规模（以购买力平价计和以市场汇率

水平计) 占全球经济的比重分别为 15%和 25%³, 而以最近可获得的数据来看, 仅因美国最终需求所引致的其他国家 GDP 的增量也约占全球经济规模的 15%, 这一比重高于欧盟、日本、中国等主要经济体⁴。鉴于此, 如何看待美国经济的经济增长态势, 对于全球经济未来走势的判断具有非常重要的意义。

第二, 对美国经济走势判断的分歧上升。在过去几年里, 学者们和市场研究人士对于美国经济的观察喜忧参半, 但悲观情绪逐渐占据上风。在对美国经济形势的观察和讨论中, 对美国经济即将出现严重问题的判断并不鲜见, 且日趋增多。例如, 在特朗普当选前后⁵, 以及去年下半年⁶, 在许多讨论中, 都存在着对美国经济将出现放缓乃至衰退的观点。但是, 从后验视角客观来看, 美国经济放缓的速度和强度整体而言慢于市场预期。

对美国经济出现放缓和衰退的预期, 与美国本轮超长的扩张周期密切相关。按照美国国家经济研究局 (NBER) 经济周期判定委员会 (Business Cycle Dating Committee) 的判断 (表 1), 美国 2007 年爆发次贷危机之后, 经济开始了逐底衰退过程, 一年半后的 2009 年 6 月, 被视为美国经济走出衰退开始扩张的时期, 迄今为止已经有 10 年。2019 年 7 月, 美国 ISM 制造业 PMI 和非制造业 PMI 为 51.2 和 53.7 (图 2), 仍然在荣枯线之上。如果将其仍作为经济的扩张月份, 这意味着美国本轮的扩张周期已达 121 个月, 超过了历史上最长的一次经济扩张期 (120 个月)。而这 120 个月的史上最长经济扩张周期, 出现于上个世纪 90 年代初至新千年互联网泡沫破灭之前, 当时苏联解体、“冷战”结束、以互联网为代表的新经济蓬勃发展, 美国在全球经济的影响力更强, 与现今的情况不可同日而语。考虑到美国这一轮扩张周期是在全球金融危机、全球经济增长乏力、全球经济政治面临百年未有之大变局的情况下实现的, 它确实超出了普遍的预期。

表 1 美国近几次经济周期

波峰	波谷	收缩月数	扩张月数
1990 年 7 月	1991 年 3 月	8	92
2001 年 3 月	2001 年 11 月	8	120
2007 年 12 月	2009 年 6 月	18	73
暂未确认			120+

数据来源: NBER 经济周期判定委员会

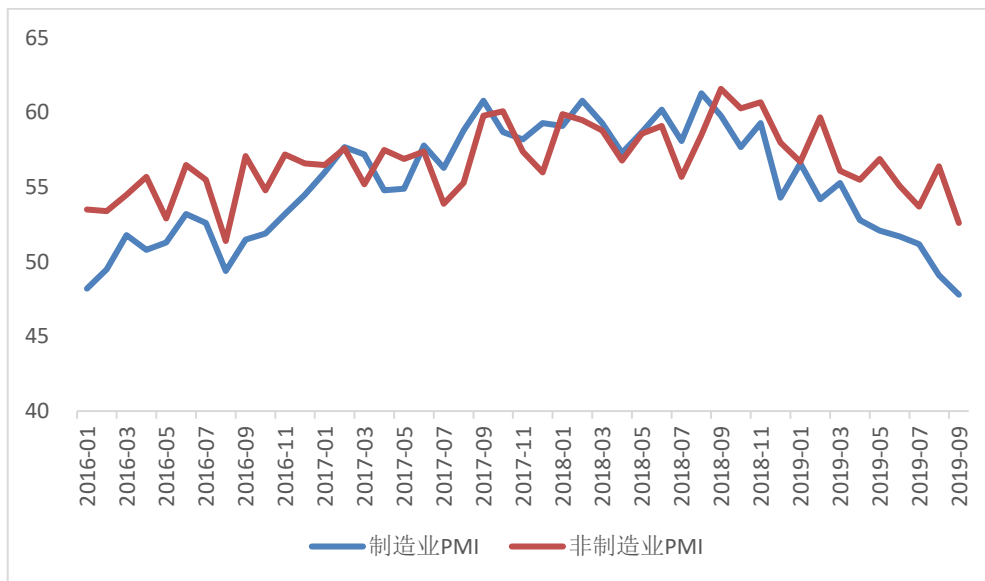
³ 数据来源: 国际货币基金组织世界经济展望数据库 (IMF WEO) 2019 年 10 月版。

⁴ 采用 WTO 和 OECD 增加值贸易数据库 (TiVA) 2018 版最新数据 (2015 年), 使用美国最终需求引致的除美国以外所有国家的增加值占全球总最终需求的比重得来, 其他国家测算方法相同, 占比分别为: 欧盟 14%, 日本 4%, 中国 10%。

⁵ Carmel, Urban (2016), US Presidents and Recessions-What Can We Learn?, Financial Sense Wealth Management.

⁶ 张明等, 如何渡过中美贸易摩擦的不确定水域, 国际经济评论, 2019 年第 1 期。

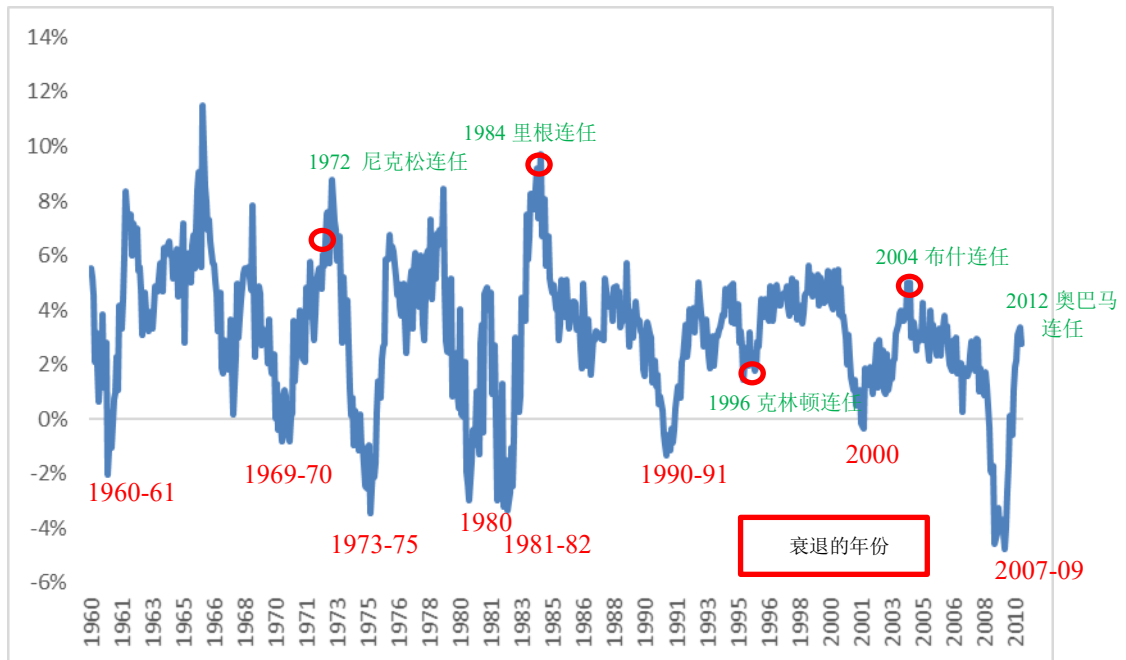
图 2 美国 PMI 走势



数据来源：Wind, ISM

第三，从中美关系的视角出发，对美国经济周期问题的研究也很重要。由于中美贸易摩擦的出现，以及其背后所反映的中美竞争的实质，使得对于美国经济周期的观察有了新的意义。过往，中美经贸关系被认为是中美关系的压舱石或者晴雨表。看待美国经济的视角，主要是将其作为中国最重要的外需视角来看待。中国对于美国外需的依赖，显著高于其他几个主要的出口国。在这样的视角下，美国经济向好的趋势对于中国的经济增长有更积极的意义。但是，在中美贸易摩擦仍面临不确定性的背景下，美国经济的持续向好，或者说迟迟未进入衰退，带来的可能是向我施压的经济和政策空间变大。美国经济周期对美国政治的影响可能左右中美经贸摩擦的进程。以总统的连任为例，战后所有美国总统的连任均不在美国经济的衰退时期（图 3），以这个作为标尺看待特朗普的选情，美国经济迟迟不进入衰退或将增加其连任概率。因此，中国对于美国经济的观感在当前背景下变得更加复杂化，也就亟需对美国经济周期问题进行较为准确的梳理和解读。

图 3 战后所有总统的连任均不在美国经济的衰退期



数据说明（1）图中走势为 Stock 和 Watson 测算的美国月度实际 GDP 同比值⁷，该数值为 NBER 美国经济周期判定委员会判定经济周期的核心参考指标，图中标记的年份为美国经济衰退年份。

（2）数据开始时间为 1960 年，不过 1956 年艾森豪威尔总统连任时，也未在衰退期间，距离连任最近的两次衰退时间为 1953-54 年，1957-58 年，因此，战后所有总统的连任均不在美国的经济衰退期。

二、美国经济周期的百年变迁

1. 经济周期的定义和判定

对于美国经济周期的定义和判定，最常使用的判定方法由美国国家经济研究局经济周期判定委员会（NBER Business Cycle Dating Committee）提供，这也是最为政策界和学界接受的美国经济周期判定方法。

（1）经济周期判定委员会

NBER 经济周期委员会目前有 8 名委员⁸。在委员会成员中，罗伯特·霍尔（Robert Hall）和罗伯特·戈登（Robert J. Gordon）是从该委员会建立时（1978 年）开始就不间断地担任委员，其中霍尔一直担任委员会主席。委员会中有三位是此前担任过委员，之后卸任后又再度担任委员的，分别是罗默夫妇（Christina Romer 和 David Romer）以及詹姆斯·斯托克（James Stock）。斯托克和另一位委员马克·沃森（Mark W. Watson）为委员会提供了国内生产总值

⁷ Monthly Estimates of GDP and GDI, http://www.princeton.edu/~mwatson/mgdp_gdi.html

⁸ NBER 经济周期判定委员会的现任委员和历任委员姓名、机构和任期参见：
<https://www.nber.org/cycles/members.html>

(GDP) 和国内总收入 (GDI) 的月度估计值。2019 年有两位宏观经济学家卸任, 分别是 NBER 前主席马丁·费尔德斯坦 (Martin Feldstein) 和杰弗里·弗兰克尔 (Jeffrey Frankel)。前美联储主席伯南克 (Ben Bernanke) 也曾在 2000-2002 年担任过委员会委员。委员会成员由 NBER 主席任命, 主要是 NBER 宏观领域各项目的负责人以及其他专长于经济周期研究的经济学家。总体来看, NBER 经济周期判定委员会集合了美国最权威的宏观经济学家 (以增长和经济周期领域为主) 和计量经济学家, 这是其对周期判定权威性的基础。

(2) 经济周期的定义

委员会的核心职能在于通过一系列指标判定美国经济处于峰顶 (peak) 和谷底 (trough) 的时间点。根据委员会对经济周期的定义⁹, 衰退 (recession) 被定义为峰顶到下一次谷底的期间, 在衰退期间内, 经济活动将出现显著的、全面的下行, 衰退时长从几个月到超过一年。扩张 (expansion) 被定义为谷底到下一次峰顶的时间, 扩张期经济活动出现较大幅度提升, 并且这一扩张将蔓延至整个经济, 扩张期一般持续数年。委员会对于周期时点的识别特别强调显著性和全面性的特征。一次完整的周期将是从小峰到下一个小峰之间的时间, 或者是一次谷底到下一次谷底的时间。

(3) 经济周期的识别¹⁰

由于委员会的核心工作之一是识别衰退, 因此很重要的一点是要明确委员会对于衰退的判定与通常使用的两个季度实际 GDP 的连续放缓这一拇指法则有何不同。委员会指出, 衰退的判定与拇指法则有 4 点不同。第一, 委员会对于经济行为的观察与判断不仅仅依赖于实际 GDP 和实际 GDI, 还包括其他一系列指标。委员会考虑的指标有: 反映整体经济运行的指标, 包括以产值和收入衡量的实际 GDP、全口径的就业率、实际收入; 反映部分关键领域运行状况的指标, 例如真实销售、美联储工业生产 (IP) 指数等, IP 指数会被用于帮助在使用整体经济运行指标做判断出现矛盾时, 确定美国经济是否已经到达峰顶或者谷底。第二, 拇指法则主要是基于季度数据做判断, 而委员会识别经济周期时, 还会充分考虑月度数据的信息。除了第一节所述的两位委员自行测算的实际 GDP 和 GDI 月度估计, 还包括和季度 GDP 组成部分相关的月度数据, 以及由 Macroeconomic Advisers 测算的美国月度 GDP 数据。第三, 委员会要考虑经济活动放缓的深度, 只有经济活动的显著放缓才会被识别为衰退。第四, 在考虑国内经济情况时, GDP 主要反映的是供给侧的信息, GDI 则反映收入 (需求) 方

⁹ 在 NBER 经济周期委员会对美国经济周期的时间节点判定的声明 (Statement of the NBER Business Cycle Dating Committee on the Determination of the Dates of Turning Points in the U.S. Economy) 中, 可以找到对美国经济周期相关术语的定义, 见: https://www.nber.org/cycles/general_statement.html

¹⁰ NBER 经济周期委员会对于美国经济周期的常见问题 (The NBER's Business Cycle Dating Procedure: Frequently Asked Questions) 予以回答, 本节对于委员会识别经济周期的方法主要参考这些常见问题的回答, 见: https://www.nber.org/cycles/recessions_faq.html

的信息，这两个变量所给出的信息会不一致，委员会同时考虑两方的信息。在历史上，对于 2001 年衰退和 2007-2009 年衰退的判断就兼顾了二者所反映的信息。如果仅观测 GDP，2001 年实际 GDP 并未出现两个季度的连续下降，以拇指法则并不构成衰退。2007 年-2009 年的衰退被判定为始于 2007 年 12 月止于 2009 年 6 月，但是实际 GDP 的负增长分别出现在 2008 年的第 1、3、4 季度和 2009 年的第 1 季度，而实际 GDI 则出现了连续 6 个季度的负增长，因此如果仅以拇指法则判断 2007-2009 年的衰退时间也并不准确。

对于经济到达峰顶时间的识别以及据此判定的扩张期结束和衰退期开始，除了也遵循上述的判定方法，还有一个来自于劳动力市场的关键指标——失业率。在委员会看来，失业率对于判定经济的峰顶来说是一个领先指标，会在识别峰顶和确认经济衰退开始时考虑失业率指标。这是因为，在经济达到峰顶之前，由于经济增长一般已经呈现出一定的疲态，因此经济增速往往已经低于其一般增长水平，失业率会持续上升。例如，失业率在 2007 年 5 月时达到 2007 年 12 月峰顶前的最低值 4.4%，随后持续攀升至 5.0%。因此，失业率的上升实际上比经济进入衰退时领先了 7 个月。另一方面，失业率在经济到达谷底后还会继续上升，因此，此时失业率是一个滞后指标，但是滞后的期数不确定。例如，1991 年 3 月复苏开始时，失业率在经济到达谷底后仍然持续上升了 15 个月，在最近的一次衰退中，失业率则滞后了约 4 个月。

2. 经济周期的特征

尽管 NBER 经济周期判定委员会成立于 1979 年，但是 NBER 首次发布经济周期判定始于 1929 年，目前从委员会上可获得的经济周期判定时期最早可以追溯至 1854 年 12 月，这个月被识别为美国经济周期的谷底。这一数据使得从一个较长的历史视角看待美国经济周期的变化成为可能。基于美国经济周期的统计数据，本文对美国经济周期的平均持续时间进行了整理（见表 2）。按照重大历史事件节点可将美国 150 余年内产生的经济周期划分为三个时期：第一个时期是 1854 到 1919 年，以 1854 年作为经济周期记录的起点直至第一次世界大战爆发之前；第二个时期是 1919 年到 1945 年，划分的时间范围是第一次世界大战爆发到第二次世界大战结束的这一段时间；第三个时期是 1945 年到 2009 年，反映的是二战结束后的美国经济周期，正如前文所述，2009 年以来，美国经济处于持续扩张的状态，还未被判定出现峰顶。从美国 150 余年的历史视角来分析其经济周期的变化，总体来看的趋势性特征是：

美国的经济周期呈现拉长的趋势。从 1854 年至 2009 年，美国经济一共经历了 33 个周期。一次完整经济周期被定义为从一次经济谷底到下一次经济谷底所需要的时间（月）¹¹。

¹¹ 当然，经济周期也可以被定义为从一次周期的顶点到另一次周期的顶点，不过，由于首次公布的时间节点是一个谷底（1854 年的 12 月），所以以谷底计算是共有 33 个周期，以顶点计算会少一个周期。

按照这一周期发生频率,在全部统计时间内,美国经济平均4.7年经历一次完整的经济周期。不过,按照三个时期内的情况来看,美国经济周期整体呈现拉长态势。在第一个时期(1854-1919年),美国一共经历了16个经济周期,平均大约每4年经历一次经济周期。在有经济周期统计数据不久,美国就经历了一次经济衰退(1857年6月-1858年12月),这次由于“淘金热”引发投机以及随后泡沫破灭导致的危机也被视为资本主义历史上首次具有世界性特点的危机,危机由美国蔓延至欧洲、南美和远东地区,也是第一次在美国、而不是英国开始的危机。之后,美国爆发了南北战争,在战争前后美国经济也各经历了一次衰退(分别为1860年10月-1861年6月,以及1865年4月-1867年12月)。

在第二个时期(1919-1945年),美国一共经历了6个周期,平均4.5年一个周期。尽管横跨了两次世界大战,但是美国的经济周期相对第一个时期在变长。一个重要原因在于,美国经济完成了向制造业的转型,同时金融体系更加稳定和成熟。以经历的银行业危机为例,在第一个时期,美国大约经历了8次银行危机,其中多次导致经济衰退,而在第二个时期,美国仅经历了一次银行危机,就是发生在1929年至1933年的“大萧条”(Great Depression)¹²。“大萧条”是第二个时期最为严重的一次经济衰退,其从1929年8月持续到1933年3月,衰退时间长达43个月。

在第三个时期(1945-2009年),美国一共经历了11个周期,平均6年经历一个周期,经济周期进一步变长。在这一时期,石油冲击是带来美国经济衰退的重要原因,但导致的衰退程度在减轻。第一次石油危机因石油输出国组织(OPEC)石油禁运带来的油价从3美元涨至12美元,导致美国经济在1969年12月-1970年11月间出现了11个月的衰退。第二次石油危机因伊朗爆发伊斯兰革命和两伊战争爆发导致油价从14美元涨到35美元,导致美国经济在1980年1月至1980年7月出现6个月的衰退。为了应对油价暴涨带来的通货膨胀,美联储主席保罗·沃尔克大规模加息,应对第二次石油危机的大规模加息之举导致美国时隔一年再度陷入衰退,1981年7月至1982年11月,美国陷入了长达16个月的衰退,失业率大幅攀升,最终依靠里根总统减税增支度过危机。此次危机也是“大萧条”之后最严重的一次危机。值得注意的是,尽管两次危机时间相隔较近,NBER周期判定委员会仍然将它们判定为两次独立的危机,原因主要是在1980年末和1981年初,主要的经济指标均已反弹。第三次石油危机因海湾战争爆发而出现,油价从14美元涨至40美元,美国国内还爆发了储贷协会危机,这使得美国经济在1990年7月至1991年3月出现8个月的衰退。

¹² 银行危机的统计来自于莱因哈特和罗格夫(2010)的数据附录A4:莱因哈特和罗格夫(2010),这次不一样?800年金融荒唐史,纂相等译,机械工业出版社。

表 2 美国历次经济周期统计

	经济周期月份 (季度)		衰退月份 (峰顶到谷底)	扩张月份 (谷底到峰顶)	周期时长 (峰顶到下一个峰顶)	周期时长 (谷底到下一个谷底)
	峰顶	谷底				
第一个时期 (1854-1919)						
		1854 年 12 月 (IV)	-	-	-	-
1	1857 年 6 月 (II)	1858 年 12 月 (IV)	18	30	-	48
2	<u>1860 年 10 月 (III)</u>	<u>1861 年 6 月 (III)</u>	8	22	40	30
3	<u>1865 年 4 月 (I)</u>	<u>1867 年 12 月 (I)</u>	32	46	54	78
4	1869 年 6 月 (II)	1870 年 12 月 (IV)	18	18	50	36
5	<u>1873 年 10 月 (III)</u>	1879 年 3 月 (I)	65	34	52	99
6	1882 年 3 月 (I)	1885 年 5 月 (II)	38	36	101	74
7	<u>1887 年 3 月 (II)</u>	<u>1888 年 4 月 (I)</u>	13	22	60	35
8	1890 年 7 月 (III)	1891 年 5 月 (II)	10	27	40	37
9	1893 年 1 月 (I)	1894 年 6 月 (II)	17	20	30	37
10	1895 年 12 月 (IV)	1897 年 6 月 (II)	18	18	35	36
11	<u>1899 年 6 月 (III)</u>	1900 年 12 月 (IV)	18	24	42	42
12	<u>1902 年 9 月 (IV)</u>	1904 年 8 月 (III)	23	21	39	44
13	1907 年 5 月 (II)	1908 年 6 月 (II)	13	33	56	46
14	1910 年 1 月 (I)	<u>1912 年 1 月 (IV)</u>	24	19	32	43
15	1913 年 1 月 (I)	1914 年 12 月 (IV)	23	12	36	35
16	1918 年 8 月 (III)	1919 年 3 月 (I)	7	44	67	51
第二个时期 (1919-1945)						
1	1920 年 1 月 (I)	1921 年 7 月 (III)	18	10	17	28
2	1923 年 5 月 (II)	1924 年 7 月 (III)	14	22	40	36
3	<u>1926 年 10 月 (III)</u>	1927 年 11 月 (IV)	13	27	41	40
4	1929 年 8 月 (III)	1933 年 3 月 (I)	43	21	34	64
5	1937 年 5 月 (II)	1938 年 6 月 (II)	13	50	93	63
6	1945 年 2 月 (I)	1945 年 10 月 (IV)	8	80	93	88
第三个时期 (1945-2009)						
1	1948 年 11 月 (IV)	1949 年 10 月 (IV)	11	37	45	48
2	<u>1953 年 7 月 (II)</u>	1954 年 5 月 (II)	10	45	56	55
3	1957 年 8 月 (III)	1958 年 4 月 (II)	8	39	49	47

4	1960年4月(II)	1961年2月(I)	10	24	32	34
5	1969年12月(IV)	1970年11月(IV)	11	106	116	117
6	1973年11月(IV)	1975年3月(I)	16	36	47	52
7	1980年1月(I)	1980年7月(III)	6	58	74	64
8	1981年7月(III)	1982年11月(IV)	16	12	18	28
9	1990年7月(III)	1991年3月(I)	8	92	108	100
10	2001年3月(I)	2001年11月(IV)	8	120	128	128
11	2007年12月(IV)	2009年6月(II)	18	73	81	91

数据来源：NBER 经济周期判定委员会，<https://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>。

说明：季度和月度周期识别在若干周期有不一致之处，以下划线标明。

3. 经济周期的分解

一次经济周期会经历扩张和收缩两个阶段，其中扩张期是经济从谷底到峰顶的时期，收缩期是经济从峰顶到谷底的时期。根据 NBER 经济周期判定委员会的定义，经济的收缩期（Contraction）就被定义为经济的衰退期（Recession）。那么理解美国经济周期的一个很自然的考虑就是，究竟是谁带来了经济周期的拉长，还是二者的共同作用所导致？基于周期分解的情况，可以对美国经济周期的变长有更加深入的观察。因此，本文进一步的将美国三个时期的经济周期进行分解（见表 3）。具体而言，有如下发现：

第一，从分解的情况来看，经济衰退的时长明显缩短。在第一个时期，经济衰退的时长平均为 21.6 个月；第二个时期，衰退时长平均为 18 个月左右；第三个时期，衰退时长平均为 11.1 个月。这意味着在第三个时期最为严重的一次衰退——次贷危机之后美国经济的衰退时长仅是第二个时期的均值，且不及第一个时期的均值。因此，美国经济周期的拉长不是因为经济衰退的时间变长了，相反，经济衰退的时间显著地变短。

第二，从分解的情况来看，美国经济周期的拉长主要是因为经济扩张的时间变长了。从分解的情况来看，在第一个时期，经济扩张的时长平均为 26.6 个月，第二个时期上升至 35 个月，第三个时期扩张的平均时长达到 58.4 个月。经济扩张时间变长是导致美国经济周期拉长的重要原因。它意味着，经济到达一个阶段内的峰值的时间变长，同时也意味着两次衰退之间的间隔被拉长。

第三，从文献的讨论来看，由于战前和战后的数据还存在统计质量和对周期识别技术方面的差异，这种差异可能导致战前的周期波动被高估¹³。为了应对这一问题，本文进一步将战后的时间划分为 1945-1980 年和 1980 年-2009 年，并再次进行分解。在这种情况下，

¹³ Mark W. Watson (1994), Business Cycle Durations and Postwar Stabilization of the U.S. Economy, *American Economic Review*, March 1994

可以看到在两个时间段内，经济衰退的时长大致相同，而经济扩张的时长仍然具有非常明显的扩大态势，1980年之后，一次经济周期的扩张时间平均持续71个月，而在1980年之前则持续约52.4个月。

最后，总结来看，经过分解之后，美国经济周期中，经济扩张的时间趋势性的变长，而收缩的时间变短，这意味着总体而言，美国经济增长变得更加平稳，波动性下降。美国经济周期被拉长的主要原因在于经济扩张期的变长。这意味着，如果将一次经济周期描绘为一个驼峰形式（从一个谷底到另一个谷底），那么随着时间的推移，它正变得越来越不对称，在左侧爬峰的曲线变得平缓，而右侧下降的曲线变得陡峭。经济衰退的时间变短和经济周期的拉长有积极的一面，经济衰退的时间变短，意味着经济有更大的可能较长时间处在充分就业的均衡状态，但是同时也意味着经济从衰退的谷底走向均衡状态的恢复期变长。

表 3 美国经济周期的百年变迁

	经济收缩时长 (从峰顶到谷底)	经济扩张时长 (从谷底到峰顶)	经济周期长度 (从上个谷底至本次谷底)	经济周期长度 (从上个峰顶至本次峰顶)
1854-2009 (33 个周期)	17.5	38.7	56.2	56.4
1854-1919 (16 个周期)	21.6	26.6	48.2	48.9
1919-1945 (6 个周期)	18.2	35	53.2	53
1945-2009 (11 个周期)	11.1	58.4	69.5	68.5
1945-1980 (7 个周期)	10.6	52.4	63.0	62.5
1980-2009 (5 个周期)	11.2	71.0	82.2	81.8

数据来源：NBER 经济周期判定委员会，<https://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>；作者整理。

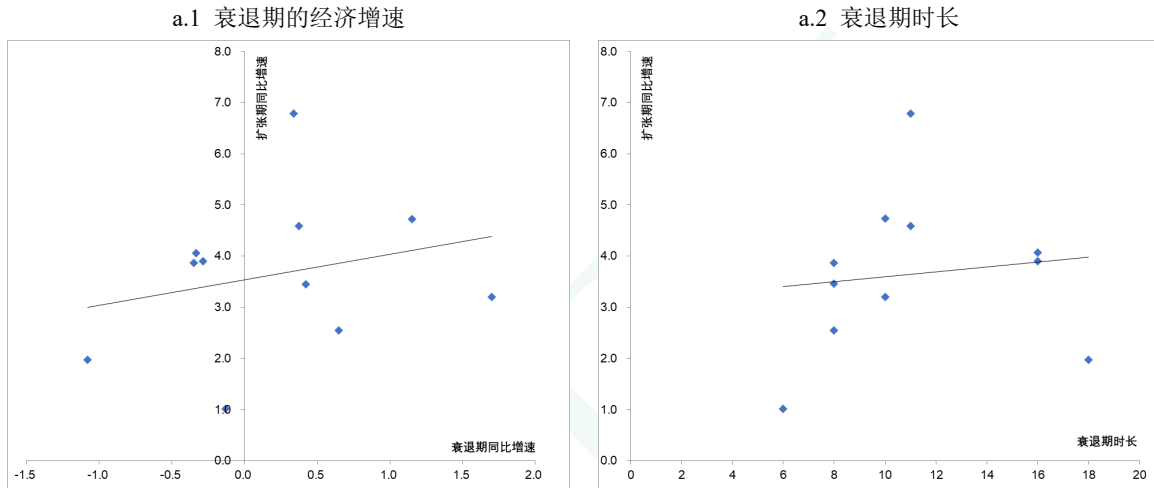
4. 复苏位置与经济周期

正如本文开篇所述，本轮美国经济经历了超长的扩张，与此同时，其扩张的速度则相对缓慢，这或与本轮复苏前爆发的肇始于美国次贷危机的全球金融危机密切相关。由此，值得关注的一个问题是，从历史的视角看，复苏起点所处的位置（即此前经济衰退的程度）对随后的扩张期会产生怎样的影响。基于可得的数据，本节考虑了表 2 中第三个时期（1948 年至今）共计 11 次经济周期中美国经济在复苏开始时所处的位置（以衰退期的经济增速和衰退期时长来衡量）与扩张期特征（以扩张期的经济增速和扩张期时长来衡量）之间的关联（图 4）。从历史数据的视角，主要有如下的发现：第一，衰退期经济的同比增速越低，则衰退期结束后的那轮扩张期的经济增速也越低，换言之，衰退的程度越严重，后续扩张期的经济增速也越慢（图 4 a.1）；第二，衰退期的长短与此后扩张期的经济增速没有显著关联，趋势线基本是水平（图 4 a.2）；第三，衰退期经济增速越低，此后扩张期的时长越长，这意味着，

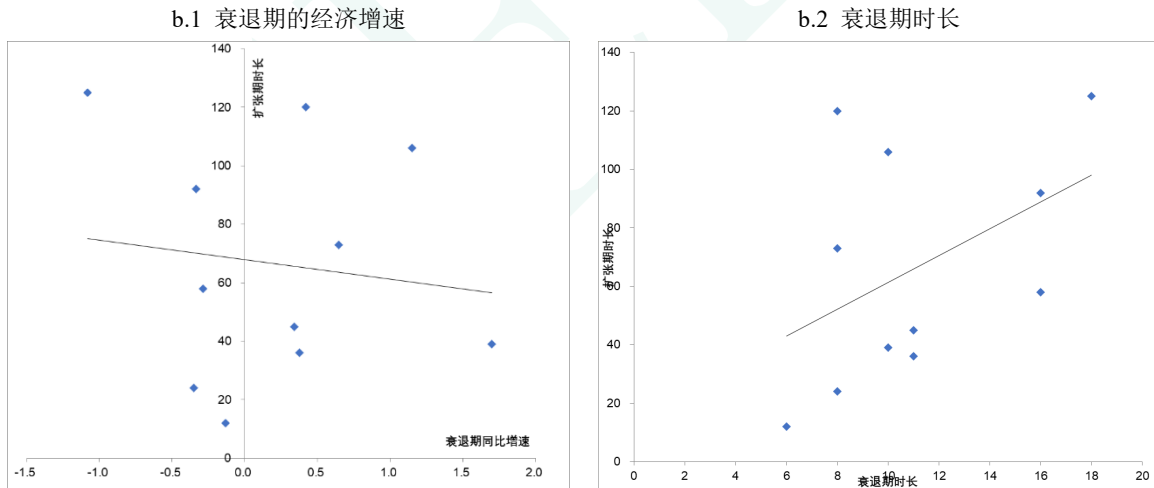
经济衰退的程度越严重，后续扩张就需要更多的时间（图 4 b.1）；第四，衰退期的时间越长，之后扩张期的时间也越长（图 4 b.2）。上述历史角度的特征与美国本轮周期扩张特征总体一致：本次扩张之前衰退期实际 GDP 月同比增速平均值为-1.08%，是这 11 次周期中最低的，同时，衰退期时长 18 个月，是这 11 次中最长的，继而，深度衰退影响了本轮扩张期的经济增速和扩张时长。

图 4 复苏位置与扩张期特征

a. 影响扩张期经济增速的因素



b. 影响扩张时长的因素



数据说明：本节考虑了 1948 年以来的情况，衰退期和扩张期时长的数据来源同表 2，衰退期和扩张期经济增速的数据在 1960 年之前及最近一次扩张期增速的测算（截止至 2019 年第 3 季度）来自于美国商务部数据分析局（BEA）的国民收入与产值（NIPA）数据库，原始数据表格为 Table 1.1.11. Real Gross Domestic Product: Percent Change From Quarter One Year Ago，代码为 T10111-Q，为季度数据；1960 年之后的其他数据来源同图 3，为月度数据。作者也使用 NIPA 数据测算了 1960 年后的情况，与月度数据趋势一致，二者可比。图中的趋势线为线性趋势线。

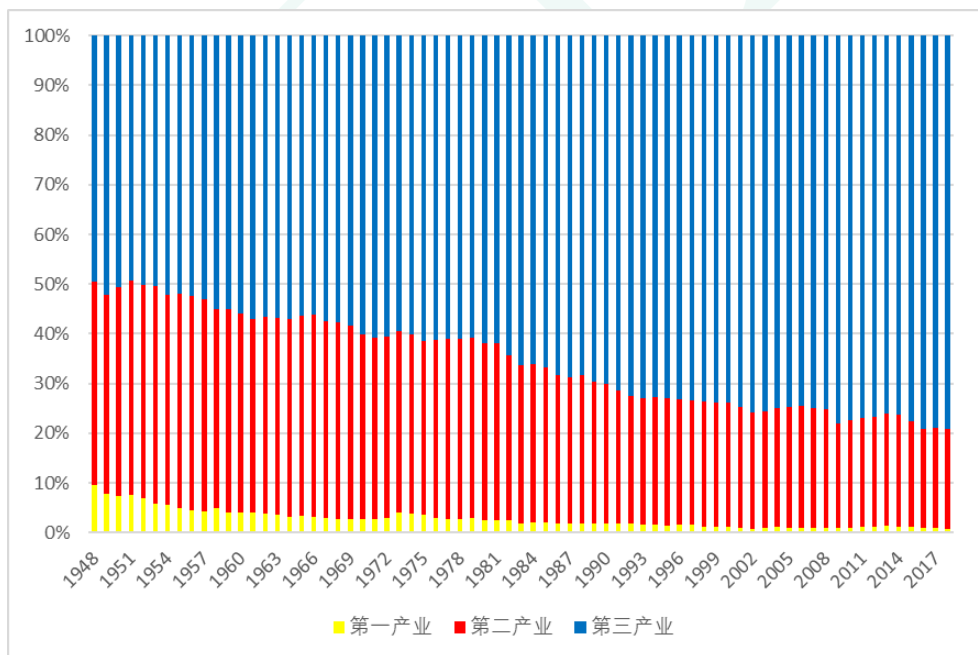
三、美国经济周期变化的原因

上一节的分析表明，美国经济周期呈现被拉长且更平滑的态势，其中，经济收缩的时长变得更短，而经济扩张的时间趋势性变长。本节尝试解释美国经济周期出现这种变化的原因，将从美国经济本身出现的结构性变化、实施逆周期调节的现代宏观经济政策以及危机后国际经济政策协调的三个视角展开分析。

1. 经济结构性变化

经济结构性变化是理解美国经济周期变得更加平滑的基础性因素。从产业结构变迁的视角来看，工业和服务业相对重要性的变化是美国经济结构性变化的重要特征。下图是 1948-2018 年间美国国民收入在三大产业中的分布变化情况，第二产业在国民收入中的占比由 1948 年的约 40% 下降至 1980 年的 35%，2018 年时第二产业的收入进一步下降至接近 20%。同期，美国的第一产业收入占比也在收缩，第一、二产业的收入下降的份额逐步转移至第三产业中。第三产业收入在国民收入中的占比持续上升，由 1948 年的约 50% 上升至 1980 年的 60%，2018 年时第三产业的收入占比接近 80%。因此，从收入结构的变化来看，美国经济在 1948 年后，出现了由工业向服务业的持续转移。

图 5 美国国民收入在三大产业中的分布

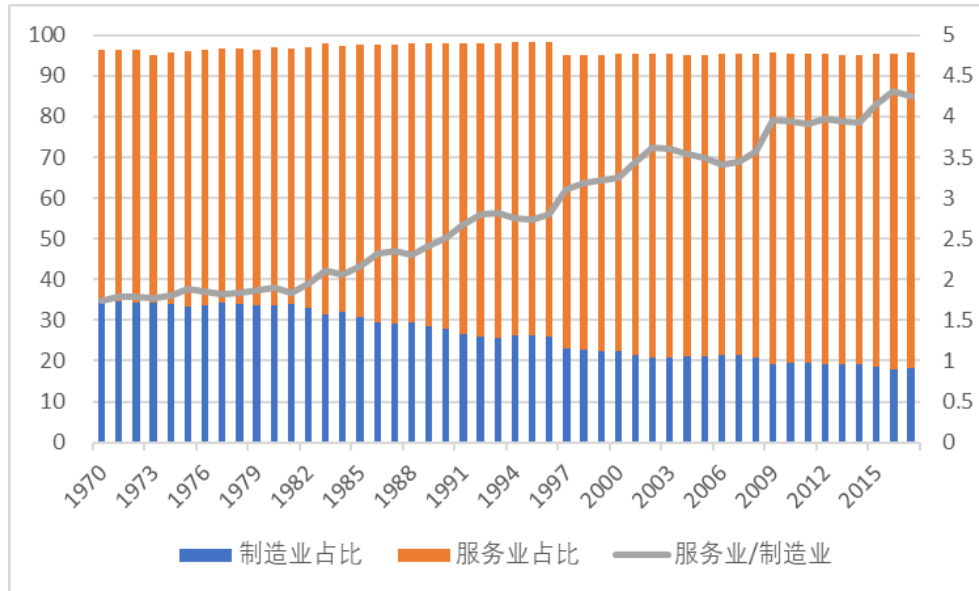


数据来源：美国商务部数据分析局(BEA)的国民收入与产值(NIPA)数据库，原始数据表格为 Table 6.1B/C/D. National Income Without Capital Consumption Adjustment by Industry，代码为 T60100B/C/D-A。由于时间较长，在此期间内，行业分类规则发生过变更，1948-1987 的数据使用 1972SIC，1987-2000 的数据使用 1987SIC，1998-2018 使用 2010NAICS，本文基于相应的行业分类将行业加总至第一、二和第三产业。在绘图时，将规则

转换时期的数据用新旧规则得出的值进行平均做平滑处理。

从工业和服务业增加值占 GDP 的比重也可以看到这种经济结构的变化特征（见下图）。2017 年，美国的经济结构中，服务业增加值占 GDP 的比重约为 77%，而工业的占比约为 18%，服务业增加值规模是工业的 4 倍；而在 1970 年时，服务业增加值占比约为 45%，工业增加值占比约为 35%，二者的规模差异约为 1.5 倍（见下图）。

图 6 美国工业和服务业占 GDP 比重



数据来源：世界银行

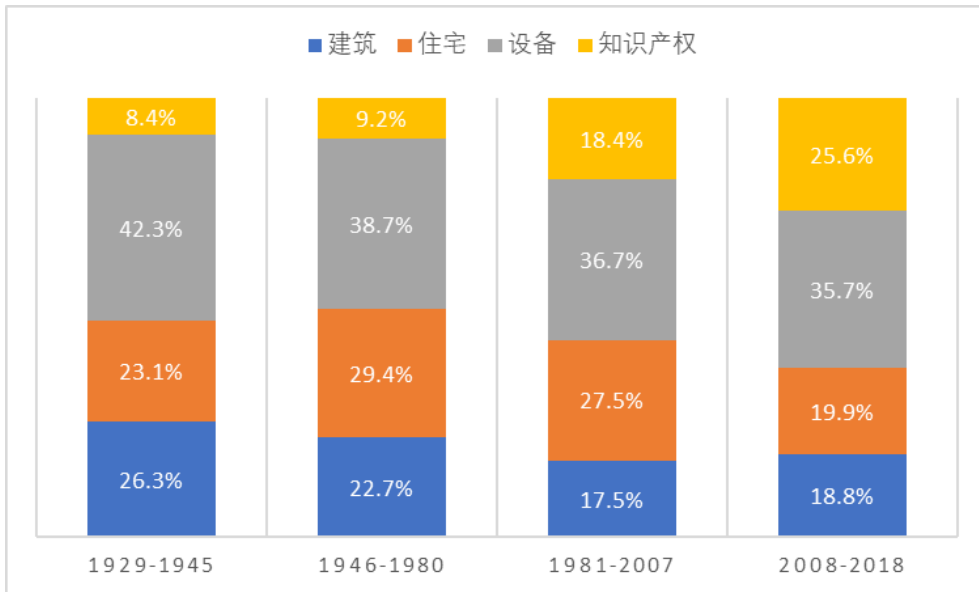
经济的结构变化导致经济周期变得更加平滑的原因在于：工业对经济周期的敏感程度更高，而服务业对周期的敏感程度相对较低。根据 Zarnowitz 和 Moore (1986)¹⁴ 的测算，在 1948-1982 年的八次衰退中，在衰退中行业产出下降规模最大的行业包括：耐用品制造业、建筑业、采矿业、非耐用品制造业以及交通运输等行业，主要是工业行业；而产出下降相对较少的行业包括：批发零售业、商务服务业、金融、保险和房地产业和政府部门，主要是服务业。同时，在衰退中，工业行业的就业人数下降程度也远高于服务业，耐用品制造业的就业人数下降幅度最高，主要制造业行业的就业人数在衰退期间均下降，而商务服务、金融和政府服务的服务业就业人员在衰退期间还有所上升。因此，美国经济的结构转型，服务业相对于制造业的占比上升，意味着经济中周期不敏感性行业的上升，产出冲击对经济增长和就业的负面影响下降，历史上以石油危机为代表的实际变量冲击对一个以服务业为主的国家负面影响下降。

而从 GDP 支出项来看，由于私人消费是相对平滑的，政府消费又具有更多的政策引导

¹⁴ Zarnowitz, Victor and Moore, Geoffrey H. (1986), Major Changes in Cyclical Behavior, in Gordon ed. *The American Business Cycle: Continuity and Change*, The University of Chicago Press.

意味，对经济周期变化意义较大的是私人投资的变动。从美国私人投资结构的变化来看（见下图），在 1929-1945 年以及 1946-1980 年时，但之后开始下降，全球金融危机之后，建筑投资和住宅投资的占比进一步下降，平均占比分别为 18.8% 和 19.9%。增量的变化主要来自知识产权投资，其占比从 1981 年之前的平均约 8-9%，上升至危机后的占私人投资的约四分之一。这一变化削弱了传统房地产行业周期变动对美国经济周期的整体影响。

图 7 美国私人投资结构：1929-2018



数据来源：美国商务部数据分析局（BEA）的国民收入与产值（NIPA）数据库，原始数据表格为 Table 1.1.5. Gross Domestic Product，代码为 T10105-A，原数据为 GDP 分项名义值，私人投资中包括了固定投资和存货变动两大部分，固定投资可分为住宅投资和非住宅投资，非住宅投资下包含了建筑、设备和知识产权投资。图 5 中考虑了除存货变动外的四个私人投资细项，即考虑了私人固定资产投资。

2. 现代宏观经济政策

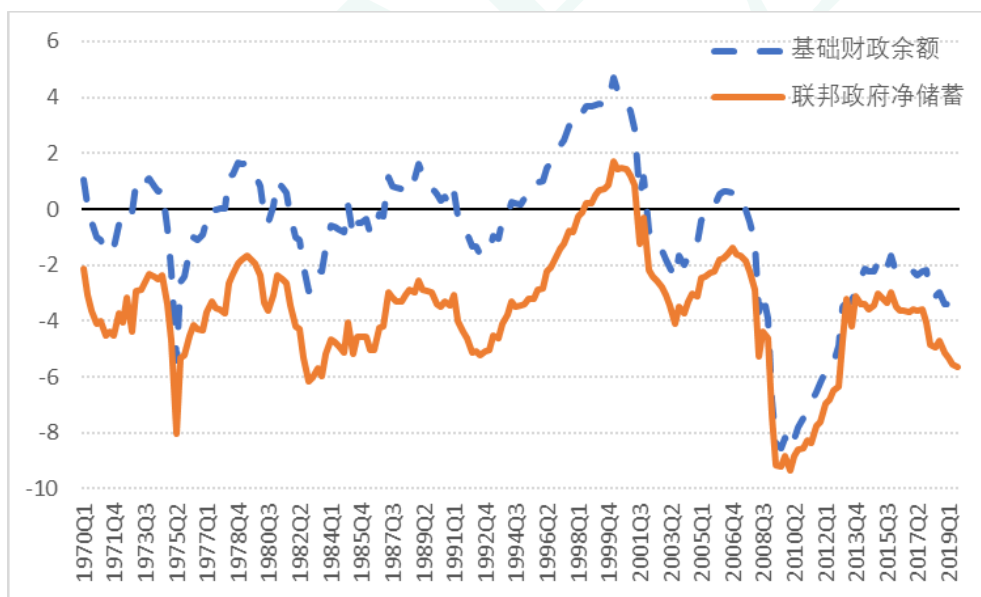
现代宏观经济政策——特别是财政政策和货币政策的使用，同样会对平抑经济周期的波动产生积极的影响。美国积极使用以财政政策为代表的现代宏观经济政策，大约是从二十世纪 60 年代开始的¹⁵。自那时起，对经济周期进行对冲和熨平一直是财政政策的重要考量（图 7）。美国财政赤字的变化与经济周期密切相关，70 年代美国采取扩张的财政政策应对第一次石油危机，在经济复苏之后，70 年代末时美国曾短时期消除了基础财政赤字。20 世纪 80

¹⁵ 作为一个佐证，这里引用肯尼迪总统经济顾问委员会主席沃尔特·赫勒对这一政策理念的总结：“20 世纪 60 年代以来，经济学已经成熟起来。两位总统（肯尼迪和约翰逊）都认识到这一点并将现代经济学作为国力和总统权力的来源。1961 年初，他们第一次愿意使用现代经济学工具作为美国经济扩张的基础，扩张期的头 5 年创造了 700 多万个新的就业岗位，使利润翻了一番，国内实际产出增长了三分之一，并弥补了 500 亿美元的实际和潜在产出缺口。1961 年，这一缺口曾深深困扰着美国经济。”来源：Heller, Walter W. (1966), *New Dimensions of Political Economy*, Harvard University Press.

年代初，里根政府提出了大规模减税和增加军费开支的方案，其重点是削减个人所得税率，财政赤字再度出现并持续恶化。1993年开始，克林顿政府开始财政整顿，这使得在世纪之交的几年里美国财政余额出现了持续的盈余。随着新千年互联网泡沫破灭带来的美国经济衰退，在布什政府上任之后美国财政余额再度出现赤字。尽管赤字的水平在2004-2006年间有所削减，但美国财政再未回到持续盈余状态。次贷危机爆发之后，美国积极的财政政策再次发挥重要作用，基础财政赤字占潜在经济增速的水平在2009年曾经超过9%。特朗普税改之后，美国的财政赤字又再次扩大。总体来说，尽管主要几次大的财政赤字扩张在美国学术界存在争议，但是美国财政政策一直体现出相机抉择的特征，在经济衰退时会依靠较为激进的财政手段加快经济复苏。

财政政策对平滑经济周期的另一个效果是，它是经济的“缓冲器”，这主要体现在对私人部门可支配收入的稳定上。个人所得税体系的建立与完善，以及联邦政府转移支付功能的强化，能在美国经济面临冲击时更好地稳定私人收入，进而对私人消费起到稳定作用，在需求端更好地平滑经济周期。一个典型的例子是，在美国1981-82年的衰退中，实际私人可支配收入在衰退期间内仅下降了20亿美元，同时期，实际GNP则下降了450亿美元¹⁶。

图 8 美国财政赤字情况



数据说明：数据来源为美国商务部数据分析局（BEA）的国民收入与产值（NIPA）数据库，原始数据表格名称为 Table 3.1. Government Current Receipts and Expenditures，代码为 T30100-Q。其中联邦政府净储蓄为 Net federal government saving，基础财政余额是剔除了公共债务利息支付的财政余额，能更好地体现财政政策意图，基础财政余额=Net government saving-Income receipts on assets+Interest payments。两个数据均为占GDP的百分比。在这里负值为赤字，正值为盈余。

¹⁶ Gordon, Robert J. (1986), Introduction: Continuity and Change in Theory, Behavior, and Methodology, in Gordon ed. *The American Business Cycle: Continuity and Change*, The University of Chicago Press.

货币政策对于经济周期的稳定也具有十分重要的意义。对于一国的中央银行，其核心的职责是维护物价的稳定，而在物价稳定之外，央行可被赋予的其他指标还包括：汇率稳定、产出稳定、金融稳定。下表总结了美联储、欧洲中央银行、英格兰银行和日本银行四家全球主要央行的货币政策目标。其中，美联储的目标主要是基于 1978 年的《充分就业和平衡增长法案》（汉弗莱-霍金斯法案），该法案确立了美国国会赋予美联储的职责，包括：“维持货币总量和信贷总量的长期增长，以与经济的长期潜在增长水平相适应，进而增加总产出，促进就业最大化、价格稳定和长期利率的温和。”比较美联储和其他主要央行职责的差异，美联储更为关注产出稳定目标¹⁷，这一目标与价格稳定同等重要。其他几家央行并不那么强调产出稳定目标，英格兰银行来的产出稳定目标重要性次于价格稳定目标，日本银行将产出稳定作为价格稳定的结果，欧央行并未将产出稳定列为自身的职责目标。货币政策对于稳定、可持续发展的关切，对于美国经济周期更趋平稳也十分重要。在全球金融危机之后，美联储更多地采取先发制人的货币政策，以预防任何可能出现的衰退。例如，在 2019 年，美国长短期利率出现倒挂，这被视为经济衰退的一个重要先行指标，尽管美联储的官员认为此次倒挂和之前不同，长端利率的下降更多地体现的是外国投资者对美国安全资产的需求，并非对增长前景的看淡，但是仍然采取了预防性降息举措，并在 2019 年维持货币政策宽松，以改善对增长前景的预期，缓解对经济陷入衰退的担忧。

表 4 四家中央银行的职责

	法律依据	价格稳定	汇率稳定	产出稳定	金融稳定
美联储 ¹⁸	1978 年的《充分就业和平衡增长法案》又名《汉弗莱-霍金斯法案》	是	不是，但在财政部的要求下可能干预外汇市场	是，与价格稳定同等重要	是
欧央行	《欧盟条约》（1992 年的《马斯特里赫特条约》）	是	不是，但是汇率是货币政策战略第二支柱的一部分，欧央行具有实施外汇操作的独有权利	不是	不明确
英格兰银行	1998 年的《英格兰银行法案》	是，但财政部对价格稳定目标有解释权	不是	是，仅次于价格稳定	是

¹⁷ “泰勒规则”是这一双支柱的印证，美联储对通货膨胀和产出缺口作出反应。Taylor, J. (1980), “Aggregate Dynamics and Staggered Contracts,” *Journal of Political Economy*, 88, pp.1-23

¹⁸ 关于美联储的职责，充分就业这一目标具有较大争议。尽管从《充分就业和平衡增长法案》以及此前的《就业法》（1046 年）都强调就业目标，但从历史上来看，美联储具有充分就业和价格稳定“双重目标”（dual objective）的提法直到 1995 年才被时任联储副主席的艾伦·布林德（Alan Blinder）正式提出。联邦公开市场委员会（FOMC）在 2010 年才在声明中明确涉及就业问题，它们更愿意提及可持续的经济增长和价格稳定的目标，2012 年 FOMC 也指出，固定就业率目标具有局限性。而在实践上，保罗·沃尔克（Paul Volcker）为降低通货膨胀采取了一系列积极政策，此举导致失业率从约 7% 上升至 10%。他在事后的听证会上指出，美联储没有在容忍稍高通胀下保持充分就业的选择。参见：Steelman, Aaron (2013), Full Employment and Balanced Growth Act of 1978 (Humphrey-Hawkins), Federal Reserve History, https://www.federalreservehistory.org/essays/humphrey_hawkins_act

日本银行	1997 年的《日本银行法》	是	不是，但是可能按照指示干预汇率	不是，只是作为价格稳定的结果	是
------	----------------	---	-----------------	----------------	---

资料来源：阿格尼丝·贝纳西-奎里等著，《经济政策》，徐建炜等译，何帆校，中国人民大学出版社，2015。

3. 国际宏观经济政策协调

国际宏观经济政策协调是全球金融危机之后全球经济呈现出一个不同于以往的特征，美国经济周期的平稳得益于这一协调。危机后宏观经济政策协调的一个重大变革是二十国集团（G20）的机制化。尽管近些年来，对于 G20 被边缘化、沦为清谈会的说法不绝于耳，但是客观来说，在次贷危机爆发美国经济处于衰退的时期，G20 作为一个新设的机制，确实发挥了非常重要的作用，而这也为美国经济的复苏，以及之后持续的扩张期创造了良好的外部条件。

2008 年 11 月，G20 在美国华盛顿举行了首次领导人峰会。正是在这次峰会之前，美国雷曼兄弟的破产标志着美国次贷危机演变成一场波及全球的国际金融危机，同时，美国经济也在衰退中持续了接近一年的时间。华盛顿峰会强调宏观经济政策协调的重要性，这体现为峰会宣言对危机发生的根源进行反思，认为不一致和不协调的宏观经济政策、不充分的结构性改革均是阻碍全球宏观经济可持续发展的重要原因。在具体措施方面，华盛顿峰会主张应当加强宏观经济合作，积极出台危机应对政策措施，具体而言，金融稳定政策与流动性支持、货币政策支持和财政政策支持是政策应对的核心。

2009 年 4 月，时隔半年 G20 伦敦峰会举行。这次 G20 各国达成了三方面的宏观经济政策内容，旨在促进增长和就业。第一方面，联合行动进行史无前例的财政和货币政策刺激，具体而言，各国联合进行的财政扩张，到 2010 年末，这项扩张计划的总额达到 5 万亿美元，提升全球总产出 4%，以此恢复经济增长；各国央行承诺采取宽松货币政策，在保持价格稳定的前提下，采取各类货币政策工具，包括非常规货币政策工具。第二方面，包括 IMF 增资、特别提款权（SDR）配额增加、多边开发银行贷款增加、贸易融资增加等共计 1.1 亿美元的附加扶持计划，帮助全球信贷市场及经济增长恢复。第三方面，关注超常规刺激政策的退出及相关的协调工作，包括关注财政政策的可持续性、货币政策对物价的影响、竞争性贬值、以及 IMF 的监督。

全球一致性的扩张和支持复苏的步伐，能够有效的避免政策的与邻为壑效应，增强货币政策和财政政策的协同效应，这对于美国经济的复苏同时保持国内政策空间有所帮助。宏观经济政策协调的另一方面还体现在各国在危机后均承诺，不出台新的贸易保护主义措施。贸易保护主义措施在历史上，曾是导致“大萧条”持续并恶化的重要原因。各国对这一承诺的履行，也有助于美国经济的复苏。

四、美国经济周期的再思考

对美国经济的思考需要置于特殊性和一般性的视角加以考察。美国经济的特殊性在于，由于在全球科技创新领域的领先地位，它的增长一直呈现出前沿国家的特征。这意味着，美国是各国赶超对象，而自身并不存在赶超问题，美国经济的发展基本决定了世界全要素生产率（TFP）增长的顶（cap）。换言之，如果全球经济体因 TFP 的发展而快速增长，美国一定身处其中并居于带动作用；如果美国的长期增长缺乏动能，那么全球经济也势必会出现趋势性的下滑¹⁹。从趋势上看，美国的长期增长不容易出现个体性问题，这是美国经济的特殊性。

但是从波动视角来看，历史上的美国经济仍然存在显著周期性，这与其他经济体并无不同，美国总体呈现增长趋势的特殊性和周期的一般性。但是，伴随着时间推移，由于经济结构的变迁、宏观经济政策的运用和国际政策协调的发展，美国经济周期逐渐变长，周期性的波动被平滑。这使得当前美国经济总体呈现出一种趋势稳健、周期平滑的特征。这一特征在美国经济增长中的出现，可被视为新世纪以来经济增长的新现象。

更值得关注的是，经济增速放缓可能是经济周期延长的“副产品”，经济增速放缓暗含于周期延长中。这是因为，周期平滑的特征与经济结构的变迁密切关联。服务行业在经济体中占比上升是美国经济的显著特征，由于服务业比制造业在衰退时期产值下降幅度少、对就业影响也少，因此美国经济周期波动下降。但是，服务业的增长速度也普遍低于制造业²⁰这意味着，服务业占比上升带来经济波动幅度下降之后，其对经济增速的影响也可能是负面的。比较而言，2009年6月以来美国经济处于扩张期的季平均经济增速比前两次扩张期（2001年11月-2007年12月和1991年3月-2000年3月）分别慢0.6和1.5个百分点。

另一个变数可能出现在对这种周期性拉长的政策路径依赖。宏观经济政策被视为平抑经济周期的重要手段，这是现代宏观经济学的重要贡献。平抑经济周期，乃至避免经济衰退与危机，是百年来经济学家和政策制定者所孜孜以求的。但是，目前经济的结果似乎符合政策预期，却又并非众望所归。美国的扩张期达到史上最长，经济衰退的信号迟迟未出现，在其他主要经济体，也出现了类似的问题。成功平抑周期，这本该被视为宏观经济学的胜利，但更多的人是在表达担忧。其原因也难逃政策本身，因为这种周期性平滑的达成，难以脱离政策的持续刺激和发力。超常规货币政策，乃至考虑将负利率政策纳入政府货币政策的常用工具箱，正在将全球经济拖至不确定水域²¹。宏观经济政策的边界在哪里？如果政策失效，经

¹⁹ 正如现在的情况。关于美国经济增长趋势性下降的来源，可参见：罗伯特·戈登，美国增长的起落，张林山等译，中信出版集团，2018；具体到创新与经济增长的关系，可参见：阿希什·阿罗拉等，不断变化的美国创新结构：关于经济增长的一些告诫，徐政奎译，比较 104 辑。

²⁰ 1929-1959 年间，美国工业人均产出年增速为 2.2%，服务业为 1.1%，1959-1982 年间，工业人均产出年增速为 1.9%，服务业为 0.9%（Zarnowitz 和 Moore（1986））。

²¹ 最近的讨论可见：余永定等（2020），如何认识负利率政策及其影响，国际经济评论，2020 年第 1 期。

济将向何处去？政策和学术研究正面临着新问题。

此外，帮助美国实现经济复苏的国际宏观经济政策协调在美国步出衰退之后就走向了衰减的道路，起初是因为全球经济不再处于危机的紧急状态，结构性改革领域协调的共同收获不足，全球经济协调的动力减弱，之后全球经济缺乏强劲复苏动力，全球化风潮转向，特朗普上台，危机后所形成的国际宏观经济政策协调机制遭到了进一步破坏，这对于美国、其他经济体和世界经济都带来了不确定性的进一步上升。

从时间范畴来看，美国的今天可能是全球经济的明天。全球经济服务化的趋势越来越明显，以后我们面临的可能是一个低增长、低波动、低通胀、就业相对平稳的世界，这是一个好的世界，毕竟，平滑经济周期是宏观经济学家所孜孜以求的，但它的最大不确定性可能在于不知不确定性在何处。在这样的世界中，发达国家和发展中国家之间的关系、各国之间经济政策的互动、各国国内经济政策的制定，都可能发生难以预期的变化。

未来会如何？目前看来并不清晰。不妨借用美国经济学家、曾任美联储主席的亚瑟·伯恩斯之语²²：“在长达一个世纪的时间里，经济周期从未缺席，它们挺过了种种经济和社会巨变，它们经受住了来自于工业、农业、银行业、劳资关系、公共政策变革的重重考验；它们打破预测者的幻想，一次次地让“繁荣新时代”的预言成为谎言，又一次次地让“衰退慢性病”的预感成为现实。”

²² Burns, Arthur F. (1947). Stepping Stones towards the Future. *Annual Report* 27. National Bureau of Economic Research.