

· 理论研究 ·

# 美国宏观经济格局和宏观政策困境研究

——宏观政策“三策合一”的视角

陈小亮<sup>1</sup>, 姚一旻<sup>2</sup>

(1. 中国社会科学院 经济研究所, 北京 100836; 2. 国家外汇管理局 外汇研究中心, 北京 100033)

**摘要:** 本文在“经济增长+通货膨胀+债务风险”的三维框架下, 系统分析了当前及未来五年美国的宏观经济格局。研究结果表明: 一是在新冠肺炎疫情冲击、老龄化加剧、新一轮科技革命尚未到来等因素的影响下, 美国经济将处于低速增长的态势。二是美国的总需求并不强劲、劳动力等生产成本不会出现大幅上涨, 再加上货币政策治理通货膨胀的框架没有发生实质性变动, 因而美国不会出现显著的通货膨胀压力, 而将处于温和通货膨胀状态。三是美国家庭部门债务风险明显缓解, 不过政府部门和企业部门债务仍在攀升, 从而使得美国的整体债务率处于缓慢上升的态势。总体来看, 美国经济不会陷入鲁比尼所说的“滞胀性债务危机”, 而是处于“经济低速增长+温和通货膨胀+债务缓升”的亚健康格局。在此局面下, 货币政策和财政政策等稳定政策面临较为严峻的挑战。究其原因, 美国宏观经济所面临的问题不止是短期经济波动, 还包括长期经济增长动力不足和经济结构失衡等问题。稳定政策只能对经济进行短期逆周期调节, 对于长期增长和经济结构方面的问题则难以奏效。稳定政策、增长政策、结构政策“三策合一”的宏观调控新思路有助于更好地帮助美国摆脱“经济低速增长+温和通货膨胀+债务缓升”的不利格局。

**关键词:** 经济增长; 通货膨胀; 债务风险; 滞胀性债务危机; 宏观政策“三策合一”

**中图分类号:** F113 **文献标识码:** A **文章编号:** 1000-176X(2022)04-0015-10

## 一、引言

美国是全世界最大的经济体, 美元则是国际货币体系中占据主导地位的世界货币, 由此使得美国宏观经济运行及其政策操作会对全世界经济产生重大影响。2008年全球范围内金融危机的爆发已经

注: 本文仅代表个人观点, 不代表所在机构观点。

收稿日期: 2021-11-26

基金项目: 财政部课题项目“美国经济增长、通货膨胀和债务危机走势分析”; 国家自然科学基金应急管理项目“国内经济政策环境与金融风险防范”(71850003); 国家自然科学基金面上项目“人口老龄化对中国宏观政策有效性的影响: 实证研究与模型仿真”(72073141)

作者简介: 陈小亮(1987-), 男, 山东潍坊人, 副编审, 博士, 主要从事经济增长和宏观政策等方面的研究。E-mail: chenxiaoliang2200@126.com

姚一旻(1986-), 男, 河北邢台人, 研究员, 博士, 主要从事跨境资金流动和金融市场方面的研究。E-mail: yaoyimin1122@126.com

充分证实了这一点。<sup>①</sup> 这场危机起源于2007年美国的次贷危机，但是由于美国住房贷款资产被金融体系衍生为各类金融产品并转卖给全球范围内的投资者，导致次贷危机迅速传导到各国金融市场和实体经济，对全球经济造成了罕见的巨大冲击。全球平均经济增速从2004—2007年的4.3%骤降至2009年的-1.7%，这也是1960—2009年这半个世纪中全球平均经济增速唯一一次出现负增长。次贷危机爆发之后，美国采取的一系列宽松货币政策再次对全球经济尤其是新兴经济体产生了重要溢出效应，美国联邦储备系统（下文简称“美联储”）释放的流动性当中有很大一部分流入了新兴经济体，推高了股价等资产价格，引发了资产价格泡沫化风险<sup>[1-2]</sup>。2021年以来世界范围内对美联储是否要加息的持续关注再次表明，美国宏观经济运行及其政策操作的确非常重要。

对中国而言，同样需要密切关注美国宏观经济运行及其政策操作。首先，美国的宏观经济运行状况会影响中国的出口贸易，进而影响中国经济增长。其次，美联储的货币政策操作会对中国的股市、债市、房地产等市场等产生影响，进而对中国经济产生溢出效应<sup>[3-4]</sup>。再次，中国的外汇储备是防范化解重大风险的“压舱石”，其投资组合中的美国国债占比偏高，美国宏观经济状况及其政策操作会对国债收益率产生显著影响，进而影响中国的外汇储备。最后，美国的宏观经济运行和政策操作还会通过影响其他发达经济体和新兴经济体的政策操作，进而影响中国，这一点在货币政策操作方面体现得尤为明显。正因如此，中国各界向来高度关注美国的宏观经济运行和宏观政策操作。

本文将在“经济增长+通货膨胀+债务风险”的三维新框架下，分析当前及未来五年美国的宏观经济格局，在此基础上研判美国宏观政策操作的合理性。之所以使用三维新框架，而非传统的总需求和总供给框架，主要基于两点考虑：一是新框架较好地涵盖了宏观政策所追求的经济稳定和金融稳定“双稳定”目标，突破了总需求和总供给框架偏重经济稳定而对金融稳定分析不足的缺陷。二是新框架有助于我们更好地分析和判断美国究竟是否会陷入“滞胀性债务危机”这一重要问题。有“末日博士”之称的美国经济学家鲁比尼<sup>[5]</sup>认为，当前美国经济面临20世纪70年代的“滞胀”与后金融危机时代高债务这两种不利因素的叠加影响，可能发生“滞胀性债务危机”，这一观点引发了国内外学者的关注和担忧。“滞胀性债务危机”包含经济停滞、通货膨胀和债务危机三个方面，本文所构建的新框架较好地涵盖了这三个方面，从而能够明确回答美国究竟是否会陷入“滞胀性债务危机”这一重要问题。

## 二、美国经济增长走势分析与研判

本文参照国内外研究的主流做法，基于增长核算框架对美国的潜在增速和经济增长走势进行分析。Solow<sup>[6]</sup>提出的增长核算方法以生产函数为核心，是分析经济增长走势的有力工具。该方法将经济增长的动力分为劳动投入、资本积累和全要素生产率（TFP）提升等方面，据此测算潜在增速并对未来经济增长态势进行评估。增长核算方法在实践中得到了广泛应用，而且大量研究者对Solow的方法做了改进，使增长核算方法日臻完善。旧金山联邦储备银行对美国的潜在增速进行定期测算和更新<sup>②</sup>，本文整理了相关测算结果，如表1所示，并据此对美国的经济增长走势进行分析。需要说明的是，表1在对未来经济走势进行预测时区分了三种不同情形，考虑到基准情形是最有可能发生的情形，因而本文重点分析基准情形下的潜在增速变化与经济增长态势。

### （一）劳动投入

劳动投入是决定经济增长的关键因素，具体包括劳动数量投入和劳动质量投入两个方面。劳动数量投入与人口年龄结构密切相关，而劳动质量投入则取决于人口受教育程度等因素。危机后的2007—2019年，美国的劳动投入年均增速为0.9%。其中，劳动数量投入的年均增速为0.5%，而且人口老龄化的加速深化导致劳动数量增速与危机前的1987—2006年“大缓和”时期相比显著下滑。此外，美国劳动力素质和受教育程度的提升也进入了瓶颈期，2007—2019年劳动质量投入的年均增速为0.4%，而且2013年以来劳动质量增速均未超过0.4%，这同样显著低于1987—2006年的增速。

① 如无特别说明，本文中的“危机”特指2007年美国次贷危机及其引发的全球金融危机。由于本文研究的是美国宏观经济，因而将2007年之前的年份界定为危机之前的时期，将2007年及之后的年份界定为危机之后的时期。

② 旧金山联邦储备银行基于Fernald<sup>[7]</sup>构建模型，并将计算结果在其官方网站上定期更新。

展望未来,美国的劳动供给情况受以下三个方面因素的影响:劳动数量方面,未来中长期内美国仍将继续迈向深度老龄化社会,虽然移民会带来新的劳动力,但是经验研究表明,移民对缓解美国人口老龄化的作用效果很小<sup>[8]</sup>,难以扭转老龄化所带来的劳动数量减少问题。劳动质量方面,目前美国的劳动力素质和受教育程度的进步已经进入了瓶颈期,未来能否突破瓶颈也不容乐观。虽然拜登政府正在力推“美国家庭计划”(American Families Plan),试图增加教育、育儿等诸多领域的政府投入,但是该法案在推进过程中障碍重重,既面临共和党的反对,也面临民主党温和派的反对。劳动结构方面,新冠肺炎疫情(下文简称“疫情”)所带来的外出劳动风险和失业保障政策变化降低了居民寻找工作的激励,此外,疫情冲击的长期化导致美国多个行业的职位空缺率升至21世纪以来的历史峰值,服务业整体供不应求。综合来看,基准情形下美国2021—2026年的劳动投入年均增速将处于0.7%—1%的区间,与2007—2019年的劳动投入年均增速(0.9%)基本持平。

## (二) 资本积累

资本积累具有总需求和总供给的双重属性,既可以拉动对固定资产的需求,也可以增加经济的生产能力,是经济增长的重要动力源泉。表1数据显示,危机前的1987—2006年“大缓和”时期,美国的资本积累保持了年均3.9%的高速增长。伴随着次贷危机的发生,2007—2019年美国资本积累的年均增速下滑至2.5%,反映了后危机时代美国经济增长点和投资增长点的缺乏。

在拜登政府基建法案的推动之下,未来一段时期美国的投资增速预计将有所提升,但是提升幅度有限。主要原因在于:一是尽管拜登政府力推基础设施建设以激发经济中的投资活力,但是基建投资在美国经济中的占比偏低。根据EU KLEMS数据库的相关数据计算可知,1970—2015年美国基建投资占GDP的比重平均为3.1%,很难通过基建投资显著提升美国投资活力。二是疫情的反复和常态化风险将导致美国经济回归正常的过程显著延长,并且引发微观主体预期的不稳定性,最终导致投资意愿减弱。三是当前美国政府沉重的债务负担迫使其考虑推进加税计划。如果加税计划成功落地,拜登政府试图通过刺激基建投资来激发投资活力的计划将大打折扣。基于上述分析,基准情形下美国2021—2026年的资本积累平均增速预计将比2007—2019年稍有提高,位于2.3%—3%的区间,但是仍然明显低于1987—2006年的平均增速(3.9%)。

## (三) TFP 增速

TFP增速较为全面地反映了技术进步和资本配置效率改进所带来的生产率的提升,这也是长期经济增长的根本动力源泉。危机之前的1987—2006年“大缓和”时期,美国出现了经济效率提升的黄金时期,期间TFP年均增速达到了1.1%。不过,次贷危机的爆发显著冲击了美国的生产率,2007—2019年间美国TFP年均增速仅为0.4%。究其原因在于,此前数轮科技革命的红利已逐渐消退,而新的科技革命尚未形成,在危机冲击之下,美国经济增长缺乏新技术和新动力的推动。

当前,拜登政府的《无尽前沿法案》和“美国家庭计划”虽然致力于强化美国在技术进步方面的国际优势,但目前尚停留在立法和计划阶段,实际效果仍需观察。美国著名经济学家戈登<sup>[9]</sup>在其权威著作《美国增长的起落》中预测,未来25年美国TFP将保持类似于2004—2015年的缓慢增速,而不是1994—2004年的较快增速,更是要显著慢于1920—1970年的增速。基于上述分析,基准情形下美国2021—2026年的TFP年均增速预计将处于0.3%—0.6%的区间,与危机之后2007—2019年的水平较为接近。

## (四) 潜在增速

将劳动投入、资本积累、TFP增速的变化状况纳入生产函数,即可得到美国潜在增速的走势。表1的测算结果显示,2021—2026年美国潜在增速较大概率处于1.6%—2.4%的基准区间,也有可能因为疫情加剧等不利冲击而跌入1.1%—1.6%的悲观区间,或者因为疫情超预期得到控制而跃入2.7%—3.5%的乐观区间。即便在乐观情形下,2021—2026年美国潜在增速也将低于1987—2006年“大缓和”时期的增速(3.6%)。而在悲观情形下,2021—2026年美国潜在增速则低于危机之后2007—2019年间的增速(1.9%)。总体而言,未来一段时期,美国经济将大概率处于低迷增长的状态,这源于疫情冲击下劳动和资本投入不确定性加剧、老龄化对劳动投入的掣肘、劳动力素质提升陷

入瓶颈期、上一轮科技革命红利逐渐消退而新一轮科技革命尚未到来等多重因素的影响。

不仅如此,危机之后美国经济长期存在负的潜在增速缺口,从而进一步佐证了美国近年来的低迷增长态势。陈彦斌和陈伟泽<sup>[10]</sup>指出,潜在增速的趋势应该由经济体相对稳定的长期经济结构因素所决定,并且当这些经济结构处于最优状态时,潜在增速处于合理水平。如果潜在增速在一定时期内出现了大幅度波动,则意味着“潜在增速的实际增速”较大程度上偏离了“潜在增速的合理增速”,即出现“潜在增速缺口”。根据陈彦斌和陈伟泽<sup>[10]</sup>的测算,美国的潜在增速缺口在危机爆发之前十年间(1997—2006年)的平均值为0.1%,而危机爆发之后十年间(2007—2016年)的平均值为-0.1%,可见危机之后美国潜在增速的实际增速明显偏离了其合理增速,这也意味着当前美国经济增长已经处于低迷状态,并且未来一段时期在疫情等不利因素冲击下将继续处于低迷增长态势。

表1 基于增长核算框架的各因素年化增速 单位: %

| 时间段                  | 经济增速 | 劳动投入增速  | 资本积累增速  | TFP 增速 |         |
|----------------------|------|---------|---------|--------|---------|
| 1987—2006 年          | 3.6  | 1.7     | 3.9     | 1.1    |         |
| 2007—2019 年          | 1.9  | 0.9     | 2.5     | 0.4    |         |
| 2021—2026 年<br>(预测值) | 悲观情形 | 1.1—1.6 | 0.4—0.7 | 1.5—2  | 0.2—0.4 |
|                      | 基准情形 | 1.6—2.4 | 0.7—1   | 2.3—3  | 0.3—0.6 |
|                      | 乐观情形 | 2.7—3.5 | 1.1—1.7 | 3—3.5  | 0.8—1.1 |

注: 相关数据由作者根据旧金山联邦储备银行的基础数据计算得到; 详细计算结果和技术细节参见 <https://www.frb.org/economic-research/indicators-data/total-factor-productivity-tfp/>。受疫情影响,2020年的指标值波动较大,为避免影响结果,暂未将其列入。

### 三、美国通货膨胀走势分析与研判

虽然2021年以来美国的通货膨胀压力有所上升,但是这主要来自疫情得到控制之后的基数效应、生产供应恢复滞后等暂时性因素的影响。要想更准确地把握通货膨胀的中长期走势,需要从总需求、总供给和货币政策等角度加以深入分析。

#### (一) 总需求因素对通货膨胀的影响

总需求方面,通常需要重点关注消费、投资和净出口三大需求对通货膨胀的影响。对美国经济而言,需要关注的核心因素是消费需求和投资需求。当前以及未来五年,美国经济总需求并不强劲,难以带来显著的通货膨胀压力。主要体现在以下三个方面:

第一,当前美国居民收入增长主要由临时性的政府补贴而非劳动报酬增加所驱动,可持续性较弱。美国经济分析局的数据显示,美国个人平均收入同比增速在2020年第二季度大幅飙升至10%以上,2021年第一季度再次飙升至15%以上,但是从剔除财政补贴后的亚特兰大联储薪资增长指数来看,目前美国居民工资收入增速约为3%,低于疫情暴发前的水平。根据永久收入假说,居民消费主要受永久收入的影响,与暂时性收入的关系不大,因而更应关注长期收入对居民消费的影响。考虑到当前美国居民永久收入增长乏力,居民消费难以出现持续向好的增长态势。

第二,新冠病毒变异趋于常态化并且有与人类长期共存的风险,导致美国居民和企业的消费和投资决策相对保守。新冠病毒德尔塔变种在全球迅速蔓延,美国疫情持续反复,这直接导致美国经济回归正常化的过程显著延长,并引发微观主体预期的不稳定性。一是在疫情多次反复之下,居民预防性储蓄动机增强,消费需求很难回归疫情前的增速水平,而且可能陷入长期低迷的状态。二是疫情对中低收入群体的打击更大,并且疫情恢复期的K型复苏<sup>①</sup>态势明显,低薪岗位和非裔等弱势群体的就业形势较为严峻,不利于全社会消费增长。三是诸多重要行业尤其是服务业的经营活动经常受到疫情反复的干扰甚至被迫中断,使得企业难以作出长期性投资决策,从而对全社会投资造成拖累。

① K型复苏是与传统的U型和V型复苏截然不同的复苏模式,其最明显的特征是在复苏过程中不同群体朝着两个不同的方向分化。疫情之后美国经济的复苏模式就是典型的K型复苏,高技能人才、高科技企业复苏的速度较快,低薪岗位和非裔等弱势群体以及非科技型企业的复苏速度明显偏慢。

第三，拜登新政对美国总需求的提振作用较为有限。尽管拜登政府致力于构建大政府，但美国仍然是以私人消费为主的经济体。数据显示，美国私人消费占 GDP 的比重高达 70% 左右，私人投资（非住宅）与政府支出占 GDP 比重分别约为 13% 和 17%。国会两党最容易达成共识的传统基建投资占 GDP 的比重更低（仅为 3% 左右），因此，拜登新政难以成为拉动美国总需求的主导力量。

### （二）总供给因素对通货膨胀的影响

总供给方面，通常需要重点分析劳动力等生产成本以及技术进步等因素对供给能力的影响，进而探析总供给因素对通货膨胀的影响。2022—2026 年美国的劳动力等生产成本不会出现大幅上涨、技术进步还将进一步提升生产能力，因此，总供给因素不易引发显著的通货膨胀压力。主要体现在以下三个方面：

第一，人口老龄化带来的美国劳动力成本上升已经处于峰值阶段，未来难以出现超预期的劳动力成本上涨压力。经验研究显示，人口老龄化会减少从事生产活动的人口、提高劳动力成本，进而带来通货膨胀压力。美国的人口老龄化在 2010—2020 年处于最快速演进阶段，未来老龄化的速度并不会明显加快。根据《联合国世界人口展望 2019》的数据可以计算得到，2006—2010 年、2011—2015 年、2016—2020 年美国老龄化率的五年涨幅分别为 0.7 个、1.7 个和 2.0 个百分点，涨幅快速扩大。2021—2025 年，预计美国老龄化率涨幅将继续处于 2.0 个百分点的高位，随后涨幅快速回落，在 2026—2030 年、2031—2035 年、2036—2040 年和 2041—2045 年的涨幅将分别降至 1.6 个、0.9 个、0.4 个和 0.3 个百分点。由此可见，人口老龄化带来的美国劳动力成本上升已经处于峰值阶段，未来不会出现劳动力成本快速上涨的局面。

第二，去全球化可能重构全球供应链，但不一定会对美国供应链带来显著压力，由此带来的生产成本涨幅也将是有限的。未来中美博弈背景下，以提高效率、降低成本为核心的经济逻辑可能让位于大国竞争的政治逻辑，但是对供应链的成本冲击可能不大。主要原因在于：一是通货膨胀问题本身也是政治问题，去全球化一旦给美国带来显著的通货膨胀风险，美国将转化博弈形式。近期美国财部长耶伦已经表达了中美贸易协议会伤害美国消费者的担忧。二是全球供应链重构的本质在于国际经贸合作的转移而非减少，中美合作的减少可能会由其他国家弥补，不一定意味着美国生产成本的抬升。例如，泰国、越南等东南亚国家都可能在一定程度上承接中国以往的角色。

第三，人工智能等新技术孕育着劳动生产率进一步提升的可能，这会提高美国的生产和供给能力，并在一定程度上弱化成本上升带来的通货膨胀压力。虽然新的科技革命尚未形成，TFP 增速短时期内无法达到“大缓和”时期的较高水平，但是以大数据和人工智能为代表的新科技已经初现端倪，对于供给端的改善大有裨益。一方面，人工智能等新技术的发展将会提高美国的生产能力；另一方面，人工智能等新技术的发展亦将会提高生产的自动化程度，降低经济发展对劳动力的需求，从而减轻老龄化所带来的劳动力成本上涨压力。

### （三）货币政策对通货膨胀的影响

美联储货币政策的重要目标之一就是控制通货膨胀，因此，准确了解货币政策调控框架对通货膨胀的治理态度对于把握美国通货膨胀走势至关重要。美联储货币政策框架在 2020 年 8 月进行了一次重大改变：引入平均通货膨胀目标制，并且更加重视保持充分就业的重要性。部分研究者认为，美联储搁置了过去三十多年通过提前加息来抵御通货膨胀走高的“先发制人”做法，对通货膨胀的容忍度显著提升，因而未来通货膨胀风险趋于升高。但是笔者认为，从美联储百年历史来看，本次货币政策框架调整的目标主要是有针对性地解决实际通货膨胀水平长期低于目标值的问题，而并非实质性地提升对通货膨胀的容忍度。主要体现在以下两个方面：

第一，20 世纪 70—80 年代的“大通胀”已经让美国的政策界和学术界深刻体会到治理高通货膨胀的巨大代价和稳定物价的重要意义，未来美联储再次犯类似错误的概率较小。事实上，美联储已经在 2021 年 6 月提高了利率走廊（虽不是传统意义上的加息，但确实提高了实际联邦基金利率水平），这说明美联储并没有忽视潜在的流动性过剩风险。

第二，美联储改变货币政策框架是因为美国的实际通货膨胀率长期低于目标值，此举只是为了对

过去纠偏,而并不意味着矫枉过正。2012年1月美联储正式将通货膨胀目标设定为2%,然而2012—2020年间只有14个月实际通货膨胀率超过2%,绝大部分时期美国的通货膨胀率都显著低于2%。在此情形下,市场开始怀疑美联储缺乏将通货膨胀稳定至目标值的能力。美联储此次改变货币政策框架的重要目的就是重新恢复控制通货膨胀方面的信誉。但是,美联储的新货币政策框架明确指出,在通货膨胀持续一段时间低于2%之后,货币政策的目标将可能是在下一段时期内使通货膨胀率适度高于2%。可见,美联储仅允许通货膨胀率在一段特定时期内小幅高于2%,中长期内仍然要将通货膨胀平均值控制在2%的目标值附近。

#### (四) 美国的整体通货膨胀压力不大,但是面临持续的资产价格泡沫化风险

上述三方面的定性分析结果表明,当前及2022—2026年美国不会出现严重的通货膨胀压力。为了更好地把握美国的通货膨胀走势,本文借鉴陈彦斌等<sup>[11]</sup>的做法,使用预测能力较好的长短期记忆神经网络(Long Short Term Memory, LSTM)模型<sup>[12]</sup>对美国的通货膨胀率进行了预测。<sup>①</sup> 预测结果表明,未来五年(2022—2026年)美国CPI与核心CPI的均值为2.1%左右,与2009—2014年的均值以及2015—2020年的均值相比高出了0.5个百分点左右。这与上述定性分析的结论较为一致,笔者据此认为,未来美国很难出现高通货膨胀局面,大概率将出现温和通货膨胀压力。

虽然通货膨胀压力不大,但是美国正在面临持续的资产价格泡沫化风险。次贷危机之前,美国的房价曾经历过大幅上涨,房价指数从2000年1月的100.6升高到2006年底的184.1,并呈现出明显的泡沫化特征。次贷危机的爆发挤出了房地产市场的部分泡沫,导致美国房价大幅下跌,截至2012年2月,美国房价指数下降到136.5的相对低位。但是,此后美国的房价指数再次步入上升通道,截至2021年8月,美国房价指数已经升至267.1,比危机之前的峰值高出了近一半。类似地,美国的股价同样呈现出泡沫化风险,在危机期间经过短暂下滑调整之后便步入了持续上升通道,截至2021年8月,美国标普500股价指数已经突破4500点,而危机之前的峰值仅略高于1500点,当前股价指数已经相当于危机之前峰值的3倍之多。尽管资产价格的大幅上涨在一定程度上来源于低利率与企业盈利改善等基本面的支撑,但其中蕴含的资产泡沫部分是不容忽视的。需要特别强调的是,危机之前的2000—2006年美国平均经济增速为2.8%,但是危机之后的2007—2020年美国平均经济增速仅为1.3%,在经济增速明显放缓的情形下,股价和房价却逆势而上,催生了衰退式资产价格泡沫化风险<sup>[13]</sup>。

#### 四、美国各部门债务风险分析与研判

本文将分析美国非金融部门(包括政府部门、非金融企业部门、居民部门)和金融部门的债务风险,进而全面把握美国各部门当前债务状况以及未来走势,并且尝试找到主要风险点。

##### (一) 非金融部门债务风险分析

政府部门债务风险分析。在次贷危机之前,美国政府部门的债务水平和债务率相对而言并不高。由国际清算银行(BIS)测算的美国各部门债务率可知,截至2006年末,美国政府部门债务率为59.0%,这不仅显著低于1947年末94.6%的相对高位(BIS数据最早可追溯到1947年),而且低于1991—1998年的平均水平(65.7%)。次贷危机之后,为了帮助经济复苏,美国出台了多轮财政刺激计划,导致政府部门债务率明显攀升,2008年突破70%,2009年突破80%,2010年突破90%,2012—2013年更是突破了100%,此后的2013—2019年,美国政府部门债务率稳定在100%左右。但是,2020年疫情暴发之后,美国政府部门债务率快速飙升,到2020年末已经达到132%的历史最高位,这是1947年BIS有统计数据以来七十多年间的最高水平。短短一年时间,美国政府部门债务率提高了多达29.1个百分点,这根源于美国政府为应对疫情而推出的大规模刺激计划。

非金融企业部门债务风险分析。美国非金融企业债务率呈现出持续上升的态势,只是在个别时间段曾经出现过下降趋势。次贷危机之前,美国非金融企业部门债务率曾出现明显上涨,从2005年初

<sup>①</sup> 在进行通货膨胀预测时,综合考虑需求、供给和货币政策因素对通货膨胀的影响,本文构建了包含18个指标的指标体系。囿于篇幅限制,正文没有列示预测所使用的指标体系及技术细节,感兴趣的读者可以向作者索取。

的61.8%升高到了2006年底的64.9%和2007年底的69.9%。次贷危机之后,长期宽松的货币政策所产生的良好货币金融条件为企业举债提供了适宜环境,尤其是低资质企业可以大规模举债。2012年之后,美国的非金融企业部门债务率迈入新一轮持续上涨周期。2012年第一季度美国非金融企业部门债务率为65.8%,到2019年末已经升至75.8%,涨幅达到10个百分点。疫情冲击之下,美国的非金融企业部门债务率进一步攀升,到2020年末已经达到84.6%的历史峰值,一年之内涨幅达到8.8个百分点。值得注意的是,2020年美国垃圾债发行量达到4320亿美元,较往年高点多出近1000亿美元。2021年第一季度美国垃圾债发行量达1396亿美元,超过了2020年第二季度所创的1390亿美元的纪录高点。由此可见,低资质企业的债务风险日趋严峻,已经成为美国经济新的风险点。

居民部门债务风险分析。次贷危机之前是美国居民部门债务水平增长最快、债务风险最高的时期。2000年初,美国居民部门债务率尚且处于69%左右,但是三年之后的2003年则已经达到84.7%。次贷危机爆发期间则达到了98%以上的历史高位。次贷危机爆发后,美国居民部门进入了快速去杠杆时期。到2019年末已经下降到74.5%左右,并且在2019年第一季度至2020年第一季度一直维持在74.4%—74.6%的低位,这相当于恢复到了2001年底至2002年初的水平。2020年以来疫情的暴发使得居民部门债务率再次提升,但是到2020年第四季度末美国居民部门债务率也只是提升到了79.5%,低于2003年之前的水平。而且相比疫情之前的2019年末,美国居民部门债务率涨幅只有4.9个百分点,远低于政府部门债务率和非金融企业部门的涨幅(分别为29.1个和8.8个百分点)。

综合上述分析,笔者认为,在美国非金融部门内部,家庭部门的债务风险相对较小,政府部门的债务风险有所升高但是仍然可控,企业部门的债务风险相对较大。就家庭部门债务而言,当前美国家庭部门债务率显著低于次贷危机时期的历史高位,而且没有出现低信用资质家庭部门大举借贷的情况,因而家庭部门不易成为危机爆发的主要风险点。就政府部门债务而言,当前美国政府部门债务率持续攀升,已达历史最高位,政府债务风险值得警惕,尤其需要关注投资者信心的变化和国会两党角力的进一步发展。不过,美国政府债务的上限仍然可以提高,再加上美国的国际地位和美元的国际地位,美国政府的债务风险整体可控。就非金融企业部门债务而言,美国非金融企业部门债务风险存在较明显的薄弱点,债务风险相对较高。低资质企业尤其是小企业利用宽松货币金融环境的机会窗口大规模举债,垃圾债发行量大幅攀升。由于美联储等金融主管部门主要监测的是大企业的数据,并不充分掌握大量小企业的情况,存在监管盲区,而盲区往往可能蕴藏着更严峻的风险。因此,美国非金融企业部门的债务稳健性不高,尤其需要关注低资质小企业的债务风险。

## (二) 金融部门债务风险分析

2008年国际金融危机留给我们的最重要启示之一,就是当金融体系存在严重的高杠杆和期限错配时,局部危机就可能以超预期的方式引发金融体系的系统性崩溃。这是因为,在金融机构债务率较高并且对短期批发性融资高度依赖的环境下,实体经济部门或金融部门的局部风险很容易演变成金融市场短期融资被冻结的局面,大量金融机构将遭遇流动性危机,进而引发系统性金融风险。

不过,当前美国金融部门处于相对安全的状态。美联储数据显示,当前美国银行体系的资本充足率(Common Equity Tier 1 Ratio)基本维持在10%—12%的水平,远高于次贷危机时期4%—8%的水平,非金融部门(如经纪—交易商)的债务率也远比金融危机时期要低,并且金融机构对于短期批发性融资的依赖度明显更低。同时,美联储有更充足的工具和经验应对危机,这使得美国金融部门的稳健性高于非金融部门。在经历了次贷危机和2020年疫情冲击后,美联储的角色已经超出了传统意义上为银行提供流动性的最后贷款人角色,并扩展到了维护金融市场稳定的最后做市商角色。美联储已经积累了在特殊时期支持企业信用的丰富经验,防范债务危机的能力明显提高。即使实体经济的某个领域出现债务违约,金融部门也不会像次贷危机时期一样扮演将风险迅速传染和放大的角色,而是能够将风险限定在有效的范围内并减缓风险传染的速度。

五、美国不会陷入“滞胀性债务危机”而是将处于“经济低迷增长+温和通货膨胀+债务缓升”的亚健康格局

关于鲁比尼所提出的“滞胀性债务危机”观点,其核心逻辑是:宽松的经济政策加上不利的供

给冲击将导致通货膨胀高企、经济停滞和高债务率（包括公共部门和私人部门）共存的局面；美联储将被迫收紧货币政策，进而触发资产价格下跌（金融资产泡沫破裂）、经济主体债务付息成本上升和经济衰退；来自资产端、负债端和经营业绩方面的多重挤压导致“滞胀性债务危机”。在核心逻辑之外，鲁比尼完整的分析框架还包括高债务对信用利差的影响、高通货膨胀对债券市场期限溢价的影响等，其核心逻辑框架如图1所示。全面分析了美国在经济增长、通货膨胀和债务风险方面的走势之后，本文接下来就可以回答美国究竟是否会陷入“滞胀性债务危机”这一重要问题。

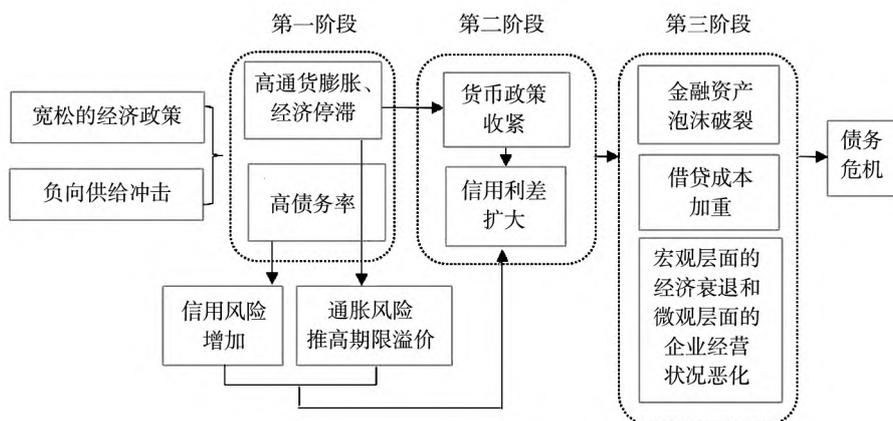


图1 鲁比尼“滞胀性债务危机”的核心逻辑框架

资料来源：笔者根据鲁比尼<sup>[5]</sup>的逻辑绘制得到。

综合前文三个部分的研究结论，笔者认为，鲁比尼的论述指明了美国经济面临的一些重要风险因素，但过于悲观和激进，未来美国发生“滞胀性债务危机”的可能性不大，更有可能出现的是“经济低迷增长+温和通货膨胀+债务缓升”的亚健康格局。主要体现在以下三个方面：

第一，就经济增长而言，美国更有可能出现的是经济低迷而非长期停滞。在疫情冲击、老龄化加剧、新一轮科技革命尚未到来等因素的影响下，美国经济将处于低迷增长的态势。2022—2026年美国潜在增速大概率将处于1.6%—2.4%的区间，即便因为疫情加剧等不利冲击而跌入1.1%—1.6%的悲观区间，也很难出现长期停滞的局面。

第二，就通货膨胀而言，美国更有可能发生的是温和通货膨胀而非高通货膨胀或恶性通货膨胀。美国的消费和投资需求并不强劲、劳动力等生产成本不会出现大幅上涨，再加上货币政策治理通货膨胀的框架并没有发生实质性变动，因而美国不会出现显著的通货膨胀压力。根据笔者的测算，2022—2026年美国的通货膨胀率将略高于2%，大概率将处于温和通货膨胀状态。需要说明的是，虽然整体通货膨胀压力不大，但是美国的股市和房地产市场近年来所呈现出的新一轮资产价格泡沫化风险值得关注和警惕。

第三，就债务风险而言，美国更有可能发生债务缓慢增长而非债务危机。次贷危机之后的十余年间，美国家庭部门债务风险明显缓解，不过政府部门和企业部门债务仍在不断攀升，从而使得美国的整体债务率处于缓慢上升的态势。不过，在政府债务上限的约束之下，政府部门债务不会无限制膨胀，再加上次贷危机的余波仍未完全散去，居民部门债务短时间内也不会大幅升高，这些因素决定了美国出现债务危机的可能性较小。

#### 六、传统宏观调控思路难以帮助美国经济摆脱亚健康局面

要想促进美国经济健康平稳运行，需要宏观政策予以积极应对。目前西方主流的宏观调控框架是新凯恩斯主义短期调控框架，该框架注重使用货币政策和财政政策两类短期稳定政策平抑产出缺口和通货膨胀缺口，从而消除短期经济波动，实现短期经济稳定目标。此外，宏观政策还要追求金融稳定目标，而且金融稳定目标的实现在很大程度上依赖于宏观审慎政策<sup>[14-15]</sup>。不过，笔者认为，仅靠货币政策、财政政策和宏观审慎政策等稳定政策难以帮助美国摆脱“经济低迷增长+温和通货膨胀+债务缓升”的亚健康格局。主要体现在以下四个方面：

### (一) 货币政策受到资产价格泡沫化风险的掣肘而难以发力促进经济增长

如前文所述,次贷危机之后,美国陷入经济增速放缓但是资产价格持续上涨的衰退式泡沫之中。这一特征在2020年体现得尤为明显,疫情冲击导致2020年美国经济增长跌至-3.4%,这一跌幅甚至超过了次贷危机期间最严重的2009年(-2.6%)。但是在此过程中,美国的股价和房价并没有下跌,相反逆势而上、双双走高,进入2021年之后股价和房价的上涨态势进一步加剧。在此情形下,货币政策陷入两难困境:如果货币政策发力稳增长,那么将会进一步加剧股市和房地产市场的泡沫化风险;如果货币政策收紧以防范资产价格泡沫化风险,那么将会进一步加剧经济下行压力。也正因如此,虽然2021年美国通货膨胀率连续多个月份超过4%,但是货币政策仍然不敢贸然收紧,直到2021年11月3日美联储才决定减少每月的债券购买量,但是仍然将联邦基金利率的目标区间维持在0%—0.25%不变,由此也进一步体现出货币政策所面临的困境。

### (二) “货币政策+宏观审慎政策”的双支柱调控框架难以实现“双稳定”目标

虽然近年来全球主要经济体普遍倡导构建双支柱调控框架,通过协调搭配货币政策与宏观审慎政策来实现经济稳定与金融稳定的“双稳定”目标<sup>[16-17]</sup>,但是从美国的政策实践来看,效果并不理想。宏观审慎政策的不断完善并没有很好地防范资产价格泡沫化风险,在经济增速放缓的过程中,股价和房价表现出令人担忧的上涨态势,泡沫化风险越来越严峻。究其根源,美国经济持续低迷,实体投资的回报率相对偏低,大量资金持续进入虚拟经济以谋取高额回报。如果不改变实体经济低迷的局面,纵然宏观审慎政策不断加码,也很难抑制投资性和投机性资金流向虚拟经济的动机。在此情形下,货币政策不仅不敢贸然发力稳增长,而且还要适度收紧以协助宏观审慎政策防范资产价格泡沫化风险。由此,“货币政策+宏观审慎政策”的双支柱调控框架将难以实现“双稳定”目标。

### (三) 财政政策面临高债务负担和体制机制性障碍,难以持续宽松以促进经济增长

为了应对次贷危机以及2020年疫情的冲击,近年来美国政府采取了多轮财政刺激政策,导致政府部门债务率不断攀升,当前已经达到历史新高。而且,美国政府已经再次面临债务上限的约束。在2021年9月27日,美国国会参议院就债务上限法案进行投票,这项法案旨在暂停联邦政府债务上限生效直至2022年12月,但是由于共和党的反对,该法案未获通过,这使得美国联邦政府面临债务违约的风险。虽然从历史来看,美国已经数十次提高债务上限,预计未来仍然可能提高债务上限,但是最近十余年政府债务率持续大幅攀升所带来的偿债压力将会导致美国政府部门扩大财政政策规模的难度越来越大。事实上,当前美国政府沉重的债务负担已经使其开始考虑加税计划,如果加税计划成功落地,将会在一定程度上抵消财政支出扩张对经济的刺激作用。可见,美国财政政策已经在很大程度上陷入了化解债务负担与促进经济增长之间的艰难权衡取舍。

不仅如此,拜登政府的执政能力有所不足,可能导致各项财政支出计划的落地效果大打折扣。尽管拜登政府致力于提高政府在经济中的地位,扩大政府支出、改善弱势群体生活条件和完善社会福利,但其政治影响力与罗斯福、肯尼迪和约翰逊时代不可同日而语,其政策的落地情况尚存在很大疑问。从拜登政府在推进各项法案时的艰难就可见一斑,例如,2021年8月10日美国参议会通过的基建法案规模仅为5500亿美元,比《美国就业计划》最初规划的9820亿美元减少了多达44%。再如,2021年10月,由于拜登政府无法解决民主党内部的温和派和激进派就政府支出法案规模的分歧,导致拜登一揽子支出法案未能顺利进展,众议院也推迟了基建法案投票,拜登政府的两大核心法案均陷入僵局。

### (四) 要想破解美国经济所面临的困境,需要采取宏观政策“三策合一”的新调控思路

之所以仅依靠货币政策和财政政策等稳定政策难以帮助美国经济摆脱“经济低迷增长+温和通货膨胀+债务缓升”格局,是因为这一格局背后不止是短期经济波动问题,还包括实体经济空心化与过度金融化等结构失衡问题及其导致的实体经济增长动力不足问题。稳定政策只能对经济进行短期逆周期调节,对于长期增长和经济结构方面的问题则难以奏效。

要想帮助美国摆脱“经济低迷增长+温和通货膨胀+债务缓升”局面,不仅需要依靠货币政策和财政政策等稳定政策应对短期经济波动的冲击,还需要增长政策和结构政策的协调配合。陈彦斌<sup>[18]</sup>

提出的宏观政策“三策合一”新理论框架为美国经济摆脱当前的不利格局提供了新思路。一方面,通过增长政策为实体经济注入增长动力,并且通过结构政策扭转虚拟经济与实体经济之间的失衡局面,才能显著提升实体经济的吸引力,从根本上削弱资金流向股市和房地产的动机,从而削弱资产价格泡沫化风险对货币政策的掣肘,让货币政策放心发力稳增长。“货币政策+宏观审慎政策”的双支柱调控框架也就能够更好地实现“双稳定”目标。另一方面,通过结构政策(尤其是结构性改革)打通宏观政策实施过程中所面临的体制性和制度性障碍,有助于美国宏观政策及时迅速落地,从而提高政策传导效率,进一步加强宏观政策对稳增长的支持力度。一旦经济增长态势明显改善,反过来也将有助于稀释政府债务。综上可知,采取稳定政策、增长政策和结构政策“三策合一”的新调控思路有助于美国摆脱“经济低迷增长+温和通货膨胀+债务缓升”的不利格局。

#### 参考文献:

- [1] Lei J, Liu K. US Money Supply and Global Business Cycles: 1979–2009 [J]. *Applied Economics* 2015, 52(47): 5689–5705.
- [2] Chen Y, Liu K, Liu Z. US Money Supply and China's Business Cycles [J]. *Emerging Markets Finance and Trade* 2018, 54(5): 957–980.
- [3] 金春雨,张龙. 美联储货币政策对中国经济的冲击 [J]. *中国工业经济* 2017 (1): 25–42.
- [4] 许志伟,樊海潮,王岑郁. 美国货币政策对中国经济的溢出效应研究 [J]. *财经研究* 2020 (8): 19–33.
- [5] 努里埃尔·鲁比尼. 滞胀性债务危机迫在眉睫 [N]. *第一财经日报* 2021-07-06.
- [6] Solow R. Technical Change and the Aggregate Production Function [J]. *Review of Economics and Statistics* 1957, 39(3): 312–320.
- [7] Fernald L. A. Quarterly Utilization-Adjusted Series on Total Factor Productivity [R]. FRBSF Working Paper 2014. 1–28.
- [8] Camarota S. A. Immigration and the Aging Society [R]. *National Affairs* No. 48 2021.
- [9] 罗伯特·戈登. 美国增长的起落 [M]. 张林山等译. 北京: 中信出版社 2018. 544–545.
- [10] 陈彦斌,陈伟泽. 潜在增速缺口与宏观政策目标重构——兼以中国实践评西方主流宏观理论的缺陷 [J]. *经济研究* 2021 (3): 14–31.
- [11] 陈彦斌,刘玲君,陈小亮. 中国通货膨胀率预测——基于 LSTM 模型与 BVAR 模型的对比分析 [J]. *财经问题研究* 2021 (6): 18–29.
- [12] 肖争艳,刘玲君,赵廷蓉,等. 深度学习神经网络能改进 GDP 的预测能力吗? [J]. *经济与管理研究* 2020 (7): 3–17.
- [13] 陈彦斌,刘哲希,陈伟泽. 经济增速放缓下的资产泡沫研究——基于含有高债务特征的动态一般均衡模型 [J]. *经济研究* 2018 (10): 16–32.
- [14] 周小川. 金融政策对金融危机的响应——宏观审慎政策框架的形成背景、内在逻辑和主要内容 [J]. *金融研究* 2011 (1): 1–14.
- [15] 张健华,贾彦东. 宏观审慎政策的理论与实践进展 [J]. *金融研究* 2012 (1): 20–35.
- [16] 马勇. “双支柱”调控框架的理论及经验基础 [J]. *金融研究* 2019 (12): 18–37.
- [17] 黄益平,曹裕静,陶坤玉,等. 货币政策与宏观审慎政策共同支持宏观经济稳定 [J]. *金融研究* 2019 (12): 70–91.
- [18] 陈彦斌. 需求侧管理的内涵与落实: 宏观政策“三策合一”视角 [J]. *中国高校社会科学* 2021 (6): 94–100.

(责任编辑:徐雅雯)

[DOI]10.19654/j.cnki.cjwtyj.2022.04.002

[引用格式]陈小亮,姚一曼. 美国宏观经济格局和宏观政策困境研究——宏观政策“三策合一”的视角 [J]. *财经问题研究* 2022 (4): 15–24.