

长期停滞视角下的美国经济走势与美联储货币政策

董昀 国家金融与发展实验室国际政治经济学研究中心主任

一、后危机时代美国经济运行态势概览

危机爆发之初的六七年间，美国经济受到危机带来的周期性拖累，经济增速急速下降，经济停滞的迹象非常明显。不过，在美联储的量化宽松和前瞻指引等非常规货币政策的刺激下，自 2014 年起，美国经济运行当中的积极因素逐渐增多，从 2016 年到 2018 年，美国经济增速持续回升，2018 年 GDP 增速接近 3%，美国经济似乎已经摆脱了“长期停滞”阴影的困扰。

但是，美国经济的复苏步伐并没有持续下去，进入 2019 年之后，美国经济下行风险持续加大。从短期波动视角看，有两个指标的变化值得高度关注：一是美国国债收益率曲线。2019 年 3 月 22 日美国 10 年期与 3 个月期的国债收益率之间出现了自 2006 年以来的首次倒挂，同年 8 月，10 年期和 2 年期国债收益率之间也一度倒挂。2020 年 1 月 31 日，10 年期国债收益率与 3 个月期国债收益率又一次出现倒挂。20 世纪 70 年代以来，从出现收益率曲线倒挂到出现衰退之间的平均时间间隔是 12 个月。从这一典型化事实推断，近期美国经济出现衰退的可能性并非不存在。二是失业率。美国的失业率从 2017 年年初开始，已连续两年多低于自然失业率。根据近 40 年来的基本事实，失业率长期处于自然失业率之下意味着经济运行偏离了均衡点，出现了过热迹象，预示着经济或早或晚将面临衰退的威胁。

正因如此，国际货币基金组织（IMF）在 2020 年 1 月发布的《世界经济展望》中预测，美国经济增速将从 2019 年的 2.3% 放缓至

2020 年的 2%，2021 年进一步下降至 1.7%。对 2020 年的预测值比 2019 年 10 月《世界经济展望》的预测降低了 0.1 个百分点。**增速放缓的预测表明，美国货币政策和财政政策的趋紧对经济增长将产生抑制作用。**

如果放眼全球，引发美国经济下行的风险点更多，包括贸易紧张局势升级、债务问题积重难返、地缘政治形势动荡，等等。这些因素会导致各类市场主体的预期变动不居，从而引起金融市场震荡，并导致投资和贸易增长乏力，总需求扩张速度亦相应放缓。

新近公布的美联储公开市场委员会会议纪要表达了与 IMF 不尽相同的观点。美联储官员总体认为，目前美国经济持续扩张，失业率处于历史低位，工资同比增长，就业机会也不断增加。展望未来，有宽松的货币和金融环境的支持，加上中美第一阶段贸易协定签署带来的利好因素，**2020 年的美国经济仍将以温和速度增长。**

不过，这些因素虽然有利于总需求的企稳和就业的增长，但并不足以使得美国经济真正走出“长期停滞”阴影。

首先，**美国经济前景面临的下行风险依然突出。**譬如，与贸易相关的不确定性仍然偏高，金融市场股票债券估值过高可能影响金融稳定，全球增长企稳迹象可能会消退，与中东有关的地缘政治风险依然存在，新冠疫情对全球经济与贸易的冲击也值得密切关注。这些不确定因素都可能对总需求的稳定增长造成负面冲击。

更为重要的是，我们应认识到，**走出危机与实现复苏是两个不同的概念。**当下的美国虽然早已通过扩张性宏观政策摆脱了危机，避免了失业率高企和经济深度衰退等最坏结果，但其长期存在的自然利率过低、技术进步缓慢、劳动参与率低等从供给侧制约经济长期增长的顽疾并未真正消除。此外，美国过高的医疗福利支出挤占

了国内储蓄、抑制了投资，且增加了财政负担；而过于严苛的政府监管则扼杀了企业家的创业精神和创新活力。

在诸多结构性、制度性、长期性因素作用之下，美国企业投资依然疲弱，制造业持续萎缩，企业债务负担处于历史高位，企业活力的下降导致长期增长潜力下滑。如果不能从供给侧激发市场主体活力，则难以预测美国经济持续稳定复苏的动力何时能够形成。

二、近年来美联储货币政策的变化趋势

货币政策是美国宏观经济政策的主要工具，其主要施策目标是熨平经济波动，弥合产出缺口，稳定通货膨胀率和失业率。因此，宏观经济形势的变化直接影响着货币政策的走势。

2018年，美国经济实现了近3%的经济增速，创十年来新高，似乎出现了复苏和繁荣的迹象。为了防止经济过热、稳定通胀预期，美联储在2018年连续进行了四次加息，把联邦基金利率抬升至2.25%-2.5%区间。

然而，进入2019年，经济形势却发生了急速变化。首先是全球贸易紧张局势持续加剧，贸易增长速度持续走低。贸易增速在2018年四季度跌破2%以后，2019年一季度同比增速降至约0.5%。IMF2019年7月份发布的《世界经济展望》将2019年全球贸易增速从4月份预期的3.4%下调至2.5%，远低于2018年3.7%的实际增速。再加上股市大起大落，国债收益率曲线倒挂，制造业萎缩，消费者信心下滑，钱荒频现，给美国经济增长带来了巨大的不确定性，通胀率也持续低于2%的设定目标值。

在这种状况之下，为了稳定市场预期，托住下行的美国经济，美联储货币政策急速转向，一手降息，一手扩表：2019年连续三次降息，使得联邦基金利率回到1.5%-1.75%区间；自2019年10月起，

美联储每月购买 600 亿美元短期美国国债，通过扩张资产负债表来为银行系统提供充足的准备金，更有效地控制联邦利率。双管齐下的策略在一定程度上起到了提振企业信心和稳定市场预期的作用，对于稳定就业和通胀有积极作用。2019 年美国经济增长 2.3%，与潜在增长率非常接近；2019 年 12 月份美国失业率环比维持在 3.5%，与 50 年来最低点持平；近几个月的通胀率也在 2% 左右。

在宏观经济形势趋于平稳的新形势下，2020 年 1 月召开的美联储公开市场委员会会议认为，当前货币政策立场适合支持经济继续扩张，因此将保持政策利率在 1.5%-1.75% 区间不变。另外，大规模购买美国国债和回购操作将至少延续到 2020 年 4 月份，此后随着准备金达到持续充裕的水平，这类操作可能逐步缩小规模或者逐步结束。总体而言，当前经济运行态势符合美联储的总体预期，因此，美联储货币政策在 2020 年初保持了总体稳定的态势。

但是，经济形势是变化莫测的，因此也不存在永远不变的货币政策。具体而言，包括货币政策在内的各类宏观经济政策，其目标都是熨平波动，保持经济稳定运行。经济过热的时候就要压一压，避免火上浇油；经济下滑的时候就要守住底线，设法雪中送炭。可见，货币政策的基本功能就是多退少补，拾遗补缺；故而必须相机抉择，逆风向而动。简言之，货币政策本质上就是逆周期调节政策，不可能一成不变，其方向、力度和节奏必须根据宏观经济走势的变化做出相应调整。

一旦前面所提及的诸多不确定因素发生剧烈变化，对美国经济稳定构成冲击，美联储货币政策必然做出重大调整。美联储主席鲍威尔表示，如果遇上经济衰退，美联储将确保尽最大努力动用所有工具，尽一切办法来寻找所有可利用的政策空间，来支撑经济。其

中就包括十余年前应对危机时多次使用的量化宽松和前瞻指引两项非常规货币政策工具。这一表态既说明美国经济当前正面对着巨大的下行风险，也表明中央银行货币政策的最主要功能就是通过调节总需求来实现经济稳定增长。

2020年3月3日，美联储紧急宣布降息50个基点至1.0%~1.25%，出乎市场预料。但实属意料之外，情理之中：2月底以来新冠疫情向全球蔓延的态势急剧恶化，且未来走势充满不确定性，这对美国经济运行而言是巨大的外部冲击。美联储必须适当使用货币政策工具来稳定预期、支撑经济，这是中央银行职责所在。1994年以来，美联储曾九次紧急降息，其中包括2007~2008年间为应对次贷危机采取的三次紧急降息。这类政策是在经济遭遇重大风险之际为降低外部冲击对经济的影响而采取的临时措施。

我们认为，虽然目前美国经济运行主要指标基本平稳，经济增长、失业率、通胀率、消费均离设定的目标范围不远，但货币政策的取向依然可能发生很大变化。当前新冠疫情在全球的蔓延远未得到遏制，国际贸易形势、地缘政治格局等领域的未来走势也有很大不确定性，美国的制造业、投资、出口等领域的疲软局面是否会加剧同样未可知。随着各项经济金融数据的发布，美联储货币政策随时可能发生变化。一旦经济衰退迹象变得更明显，今年上半年美联储继续降息的可能性也会加大，毕竟目前美国仍有一定的降息空间。若经济衰退程度较重，美联储还有可能再度祭出量化宽松这一遏制衰退的“法宝”。

三、准确理解货币政策的作用与局限

上述分析表明，货币政策通过调节总需求来影响经济增长率、失业率和通货膨胀率等变量。在宏观经济学中，通常把需求变化看

作短期的波动因素，其对供给侧的长期因素影响比较有限。货币政策只能通过管理总需求解决短期经济波动问题，使得经济实际增长率与潜在经济增长率尽可能一致，但是，其无法解决潜在增长率下降的问题。而美国乃至全球经济增长面临的问题主要不是总需求不足导致的产出缺口扩大，而恰恰是潜在经济增长率自身的下降。美国目前年均 2% 左右的经济增速大体符合其潜在经济增长率。过高的增速反而是经济过热的表现，并非好事，也不可持续。

导致潜在增长率下降的原因大多是结构性、长期性因素。其中，**技术创新乏力导致的劳动生产率增速放缓尤为重要**。历史事实告诉我们，技术变革的实现并非一日之功，从创意到发明再到商业化需要经历漫长的周期，而且阻碍经济增长的社会因素也不容忽视。可见，美国乃至全球经济的潜在增长率在短期内难以快速提升，走出“长期停滞”尚需时日。

在尚未走出“长期停滞”之前，货币政策能做些什么？可以提供流动性，化解流动性风险，但并不能化解深层的偿付风险。**特殊时期的非传统货币政策还可以用时间换取修复资产负债表与结构改革的空间，但却不能取代供给侧改革**。简言之，货币政策可以通过调节利率、货币和信用，来为经济长期增长和创新发展创造一个稳定的宏观环境。但它的作用也仅止于此。

当然，货币政策是一门艺术，要发挥好货币政策的作用决非易事。它要求中央银行准确把握货币政策工具箱中的各类工具的特性，并加以娴熟地运用。各种工具在使用力度上都有松、紧、中性之别，形成了高度多样化的政策体系。在调控中加强各类政策工具的协调配合，以期形成合力而非相互掣肘，从而清晰地确定宏观政策的真正指向，并标示出其调控力度，努力在经济社会中形成当局

所希望形成的市场预期。要形成上述效果，就要求中央银行家们始终要以冷静客观、实事求是的态度分析形势，也要在关键时刻顶住压力，做出艰难而必要的抉择。所有这些，都要以充分认识货币政策的作用和局限为前提。

多位美联储主席都对此有清醒的认识。现任主席鲍威尔认为，生产率增长乏力和劳动参与率过低是制约美国经济长期增长的深层因素，货币政策对此无能为力。应对 2008 年大危机时的主席伯南克认为，货币政策不是包治百病的灵丹妙药，无法解决技术创新速度和教育质量等问题。而执掌美联储二十年的格林斯潘则直接把“创造性破坏”视为推动美国经济进步的根本动力。

因此，在发挥好货币政策作用的同时，我们需牢记，**经济繁荣的根本动力终究源自企业家实施的创新活动，而不是中央银行家的宏观调控行为。**