



重塑国际经济金融新格局

国家金融与发展实验室

2019年8月5日

重塑国际经济金融新格局

殷剑峰

殷剑峰：对中国加征关税将成为美国经济崩盘的导火索

国家金融与发展实验室副
主任

内容提要

对外经济贸易大学教授

- 过去几年来美国经济表面上的复苏源于以中国为代表的
新兴经济体的带动以及美国内部货币财政政策
史无前例的扩张。然而，美国经济表面上的复苏并
不能掩盖其基本面存在的问题，对中国加征关税很
可能成为美国经济崩盘的导火索。
- 美国经济基本面依然存在三个问题：一是劳动参与
率持续下降，较低的劳动参与率意味着家庭部门的
收入水平跟不上经济复苏的步伐；二是技术进步停
滞，从 2004 年开始，美国全要素生产率呈现显著下
降的趋势，并带动劳动生产率和潜在 GDP 增速的持
续下滑；三是债务高悬，而资产价格暴涨，尤其要
关注联邦政府和企业部门债务的攀升。
- 在经济基本面存在严重问题的情况下，将中国界定
为汇率操纵国并在未来加征关税，会直接冲击美国
虚高的资产价格，进而引发债务紧缩、经济萎缩的
恶性循环。

过去一百年来，旧的国际经济格局是美国独大、居于“中心”地位，而其他国家处于“外围”。但是，美国独大的旧国际经济格局正在发生改变。早在2014年，尽管中国的实际GDP比美国低，但以购买力平价计，中国经济已经超过美国，这是过去从来没有发生过的事情。在二战之后，美国针对英国、苏联和日本采取行动的时候，无论是实际GDP还是以购买力平价计，美国的经济总量都远远超过其对手。

旧的国际金融格局也在发生改变。从上世纪70年代迄今，只有美国一直保持着经常项目逆差，因为美国握有“美元霸权”，可以通过印钞票来买其他国家的商品，占尽了便宜还指责别人。从去年开始，随着中美贸易争端爆发，很多经济体的央行开始转变外汇储备策略，转向持有黄金，有的央行甚至彻底放弃了美元外汇储备。

具有讽刺意味的是，国际经济金融格局的改变在相当程度上是美国自己造成的，美国挑起中美贸易争端，是改变美国经济金融霸权地位的一个重要导火索。

8月14日，美国十年期国债收益率降至两年期国债收益率下方，出现自2007年以来的首次倒挂，受此影响，美国纽约股市恐慌性下跌，道琼斯工业平均指数下跌逾800点。国债收益率是金融市场非常关注的一个指标，长期收益率下行预示着未来利率将是下行趋势。美国国债收益率出现倒挂反映了美国未来经济总需求的疲软，是其经济基本面中存在的各类风险的全面暴发。

早在2013年，美国前财政部部长Lawrence Summers在一个名为“为什么停滞被证明为新常态”的讲话中就指出，美国经济会因为人口老龄化、收入分

配恶化和技术进步停滞陷入长期停滞。美国桥水投资基金创始人达利奥也多次预言，美国经济终将被高悬的债务压垮。过去几年来美国经济表面上的复苏源于两个因素：其一，从美国外部看，以中国为代表的新兴经济体带动了全球乃至美国的经济增长。根据 IMF 统计，2018 年新兴经济体对全球经济增长的贡献高达 47%，中国的贡献高达 21%；其二，从美国内部看，货币财政政策进行了史无前例的扩张，使得以股市为代表的资产价格达到历史新高。然而，美国经济表面上的复苏并不能掩盖其基本面存在的问题，对中国加征关税很可能成为美国经济崩盘的导火索。

美国经济基本面的第一个问题是劳动参与率的持续下降。我们知道，自 2011 年以来，美国失业率经历了二战以后的最大降幅。然而，失业率本身可能并不是一个反映劳动力市场状况的真实指标。由于失业率等于失业人口与 16 岁及以上劳动力人口之比，失业率的下降既可能是因为失业人口的减少，也可能是因为没有工作的人口退出劳动力市场、进而不被统计为失业人口。这里就涉及到另一个指标——劳动参与率，它等于 16 岁及以上劳动力人口与 16 岁及以上社会总人口之比。在失业率自 2011 年持续下降的过程中，美国的劳动参与率也出现了自二战以来的最大降幅——先是从 2000 年的近 68% 下降到 2008 年的 66%，此后进一步下降到目前的 62%。美国劳动参与率的下降源自两个因素：其一，人口因素，即人口老龄化，二战后的“婴儿潮”一代自 2008 年开始逐步退出劳动力市场；其二，非人口因素，由于劳动技能丧失、制造业流失等多种因素导致年轻一代的劳动参与率持续下滑。较低的劳动参与率不仅意味着经济中真正没有工作的人口要远远高于失业率所反映的水平，也意味着家庭部门的收

入水平跟不上经济复苏的步伐。由于家庭部门消费占到美国 GDP 的 70%，家庭部门收入的停滞就成为经济复苏的根本障碍。

美国经济基本面的第二个问题在于技术进步停滞。近些年来，美国国民经济研究局关于美国全要素生产率（TFP）的研究发现，在 2004 年前后，美国全要素生产率（TFP）呈现显著下降的趋势，并带动劳动生产率和潜在 GDP 增速的持续下滑。在 1996 至 2004 年间，受信息技术革命的推动，美国劳动生产率的年化增速达到 2.54%，而在 2004 年后，增速迅速下降到 1.33%。由于 TFP 的下降发生在 2008 年全球危机之前，这意味着危机的爆发并非前者的因，而危机后经济的表面复苏也并不是经济供给侧的真正改善。由此导致的一个现象是，在 2011 年失业率持续下降的过程中，美国潜在 GDP 增速依然维持在 2% 左右的历史最低水平——这与二战后美国两次失业率下降过程呈现出现象完全不一致：一次是二战结束到 1965 年越南战争全面爆发期间，一次是上世纪 90 年代到 2000 年信息技术革命期间，在这两个时间段失业率的下降都伴随着潜在 GDP 增速的大幅度上升。潜在 GDP 增速与失业率的脱钩归根到底是因为信息技术革命后技术进步的动能减弱，而且，根据美国国会预算办公室（CBO）的预测，从 2019 年往后的数年时间里，美国潜在 GDP 增速还将继续下降。

美国经济基本面的第三个问题是债务高悬（见表 1），而资产价格暴涨。自 2007 年次贷危机爆发以来，美国联邦政府、州和地方政府、企业和家庭等四个实体经济部门的负债并未减少，而是都达到了历史新高，其中，尤其是联邦政府和企业部门债务值得关注。截至 2019 年 1 季度，美国联邦政府债务已经相当于 2007 年次贷危机爆发时的 3 倍，包含联邦政府、州和地方政府在内的广义政

府债务利息支出每年接近 8000 亿美元。这不仅将严重拖累经济增长，而且其债务可持续性值得怀疑：随着美国 and 美元信用的丧失，一些国家的央行已经在主动减少美国国债购买。除了政府债务之外，美国企业部门负债在 2018 年 3 季度也已经相当于 2007 年的 1.5 倍多。美国企业部门负债的一个主要原因就是利用量化宽松放出来的流动性回购上市公司股票，从而支撑了美国股市的虚假繁荣。2018 年，标准普尔 500 指数成分股企业全年股票回购的资金高达 8064 亿美元，今年可能达到 9400 亿美元。由于新发行和增发的股票不足以弥补回购的股票数量，股票的日益稀缺构成了股价上扬的重要支撑。

表 1 美国各部门债务指数 (2007=100)

	家庭	企业	地方和州政府	联邦政府
2007	100	100	100	100
2008	99	106	101	121
2009	98	101	106	146
2010	96	99	109	173
2011	95	102	108	192
2012	95	107	108	212
2013	96	111	106	226
2014	98	118	104	238
2015	99	126	105	250
2016	102	133	106	264
2017	106	143	106	273
2018	110	151	104	294
2019Q1	110	154	104	300

注：2019 年为截至 1 季度数据。

数据来源：美联储。

在经济基本面存在严重问题的情况下，将中国界定为汇率操纵国并在未来加征关税，一定会直接冲击美国虚高的资产价格，进而引发债务紧缩、经济萎缩的恶性循环。在特朗普通过推特宣布对中国加征关税以后，我们已经看到美国股市的剧烈调整，未来一定会有更加惨烈的结果。