

B. 3

2018年的美国经济： 加速见顶 动能减弱

杨水清*

摘要： 2018年美国宏观经济的总体形势有两个主要特征：一是加速见顶；二是动能减弱。具体来看，宏观经济有以下表现：私人消费支出仍是贡献国内生产总值（GDP）的主力军；投资加速增长，对外国投资的审查有所加强；美元指数累计上涨超4.5%，贸易逆差创十年新高；失业率处在历史低位，劳动力市场趋紧；金融市场波动加剧，部分收益率曲线倒挂。特朗普政府推行的经济政策可归纳为两个方面：对内积极实施减税法案，以最大限度促进经济增长；对外加速达成双边与区域贸易协定，以重构国际贸易规则。从长远来看，寻找新的增长点、突破技术瓶颈、提振长期增长潜力，仍是美国经济成长的关键。

关键词： 美国经济 减税 外商投资审查 贸易规则 收益率倒挂

2018年，全球经济形势风云诡谲，全球贸易局势趋紧，世界经济增长并未持续2017年强势回升的势头。在主要发达经济体中，欧元区与日本等其他经济体的经济增速均出现回落，美国经济一枝独秀。2018年美国GDP

* 杨水清，中国社会科学院美国研究所助理研究员，主要研究领域为美国经济、国际投资、货币政策。



增长 2.9%，较 2017 年大幅提升。从全年走势来看，上半年增长加速，下半年增长乏力，经济增长动能逐步减弱。2018 年美国宏观经济形势有何特点，面临哪些问题和挑战？随着特朗普政府执政时间的推移，其执政效果如何？2019 年美国前景如何？这些问题是各界关注的焦点，也是本文拟研究的课题。

一 2018年美国宏观经济形势

2018 年，美国经济继续保持增长，但各要素贡献率较 2017 年存在差异。据美国商务部经济分析局（U. S. Bureau of Economic Analysis, BEA）统计，2018 年美国名义 GDP 居世界首位，高达 20.5 万亿美元，实际 GDP 增长 2.9%，与 2017 年 2.2% 的增速相比，大幅提升。截至 2018 年底，本轮美国经济的持续扩张已长达 114 个月，仅次于 20 世纪 90 年代“新经济”黄金增长时期长达 120 个月的扩张期。总体来看，2018 年美国宏观经济总体形势可以概括为以下两个主要特征：一是加速见顶；二是动能减弱。

采购经理指数（Purchasing Managers Index, PMI）等景气指标虽显示，美国经济在短期内仍然强劲，但这种短暂的强劲或归功于特朗普政府的系列措施，其部分延缓了经济下行的趋势。目前，特朗普减税政策效应逐步递减；受连续加息、市场利率持续上升影响，企业营运的利息成本攀升，私人与企业投资（房地产等）动力减少；失业率处在历史低位，劳动力市场趋紧导致企业人工成本上升；金融市场波动加剧，股票市场高位回落，部分收益率曲线倒挂；美国联邦基金利率接近中性利率，美联储加息进入尾声；全球贸易摩擦加剧，其负面影响逐步凸显。各项经济指标均显示，美国房地产周期、库存周期、产能周期已开始进入下行轨道，强劲的美国经济或将到顶。

2018 年美国宏观经济延续复苏趋势如表 1 所示，前三季度美国经济拾级而上，GDP 增长分别为 2.2%、4.2% 与 3.4%，增速均值高达 3.3%，高于本轮经济扩张期开始以来的均值。第四季度受私人消费与投资拖累，GDP 增长



表 1 2018 年美国实际 GDP 增长率与各构成要素贡献率

单位：%

项目	2016 年	2017 年	2018 年				2017 年				2018 年			
			2017 年		2018 年		2017 年		2018 年		2017 年		2018 年	
			第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
GDP 实际增长率	1.60	2.20	2.90	1.8	3.0	2.8	2.3	2.2	4.2	3.4	2.6	2.6	2.6	
私人消费支出	1.85	1.73	1.81	1.22	1.95	1.52	2.64	0.36	2.57	2.37	1.92	1.92	1.92	
私人总投资	-0.24	0.81	1.03	0.80	0.95	1.47	0.14	1.61	-0.07	2.53	0.82	0.82	0.82	
固定资产投资	0.29	0.81	0.91	1.60	0.72	0.44	1.04	1.34	1.10	0.21	0.69	0.69	0.69	
非住宅	0.06	0.68	0.92	1.20	0.94	0.45	0.63	1.47	1.15	0.35	0.82	0.82	0.82	
住宅	0.23	0.13	-0.01	0.41	-0.22	-0.02	0.41	-0.14	-0.05	-0.14	-0.14	-0.14	-0.14	
库存	-0.53	0.00	0.12	-0.80	0.23	1.04	-0.91	0.27	-1.17	2.33	0.13	0.13	0.13	
货物与服务净出口	-0.30	-0.31	-0.22	-0.10	0.08	0.01	-0.89	-0.02	1.22	-1.99	-0.22	-0.22	-0.22	
出口	-0.01	0.36	0.47	0.59	0.44	0.42	0.79	0.43	1.12	-0.62	0.19	0.19	0.19	
进口	-0.29	-0.67	-0.69	-0.69	-0.36	-0.41	-1.68	-0.45	0.10	-1.37	-0.41	-0.41	-0.41	
政府支出与投资	0.25	-0.01	0.26	-0.13	0.01	-0.18	0.41	0.27	0.43	0.44	0.07	0.07	0.07	
联邦	0.03	0.05	0.17	0.00	0.16	-0.08	0.26	0.17	0.24	0.23	0.10	0.10	0.10	
州和地方政府	0.22	-0.06	0.09	0.13	-0.15	-0.10	0.15	0.10	0.19	0.21	-0.03	-0.03	-0.03	

注：各要素贡献率经季度调整，按年率折算。

资料来源：美国商务部经济分析局，参见 U. S. Bureau of Economic Analysis, “Gross Domestic Product Fourth Quarter and Annual 2018 (Initial Estimate)”, https://www.bea.gov/system/files/2019-03/gdp4q18_ini_2.pdf。



乏力。从 GDP 各构成要素的贡献率来看，2018 年 GDP 的增长主要源于私人消费支出（1.81%）、固定投资（0.91%）、出口（0.47%）、库存（0.12%）、联邦政府支出与投资（0.17%）、州和地方政府支出与投资（0.09%）等。进口（-0.69%）则是拉低美国 2018 年 GDP 增长的因素。对美国经济状况高度敏感且具有一定先导性的私人总投资贡献率，从 2018 年第一季度的 1.61% 下降到了第四季度的 0.82%，加之第四季度消费季私人消费支出对 GDP 贡献率不升反降，暗示美国市场需求减少，经济增长动能在逐步减弱。^①

具体而言，2018 年美国宏观经济形势具有以下几个特点。

（一）私人消费支出仍是贡献 GDP 的主力军

私人消费支出是美国 GDP 构成的最大组成部分。2018 年美国 GDP 实际增长率为 2.9%，其中私人消费支出总贡献率为 1.81%，略高于 2017 年的 1.73%。贡献率存在季度起伏，2018 年第一季度私人消费支出对美国经济增长的贡献率仅为 0.36%，在美国消费季第四季度反而出现下滑。2018 年美国私人消费支出总额为 13.95 万亿美元，较 2017 年增加 0.56 万亿美元，增幅仅为 2.6%，与 2017 年 2.5% 的增幅持平；2018 年美国 GDP 总额为 20.51 万亿美元，私人消费占比为 68.01%，较 2016 年的 69.05% 下降 1.04 个百分点；系列指标均暗示强劲的消费需求或将回落。从美国私人消费支出占比来看，2018 年耐用品、非耐用品、服务分别占比 10.48%、20.64%、68.88%，2017 年占比分别是 11.01%、21.07%、67.93%，耐用品与非耐用品占比均出现下降，服务消费仍是私人消费的主要拉动因素，私人消费支出构成要素比例基本维持稳定。预计 2019 年美国消费需求将有所缩减，主要原因在于：一是减税政策对私人需求的刺激效应递减；二是美联储多轮加息推高市场利率，不断增加的居民债务挤压家庭消费（如图 1 所示），同时国际机构纷纷预测美国经济增长将回落，并影响美国消费者信心指数；三是

^① 本部分所提数据，若无特别说明，均来自美国商务部经济分析局。参见 U. S. Bureau of Economic Analysis, “Gross Domestic Product Fourth Quarter and Annual 2018 (Initial Estimate),” https://www.bea.gov/system/files/2019-03/gdp4q18_ini_2.pdf。



汽车是美国家庭最重要的耐用消费品，其对经济景气的反应非常敏感，2015年、2016年、2017年的销量分别为1740万辆、1747万辆、1715万辆，2018年汽车消费数量延续2017年趋势（稳中有降）^①，居民耐用品消费增速也出现下滑（自2017年的6.8%下滑至2018年的5.7%）。这些都预示经济景气基本到顶，居民消费难以增加。

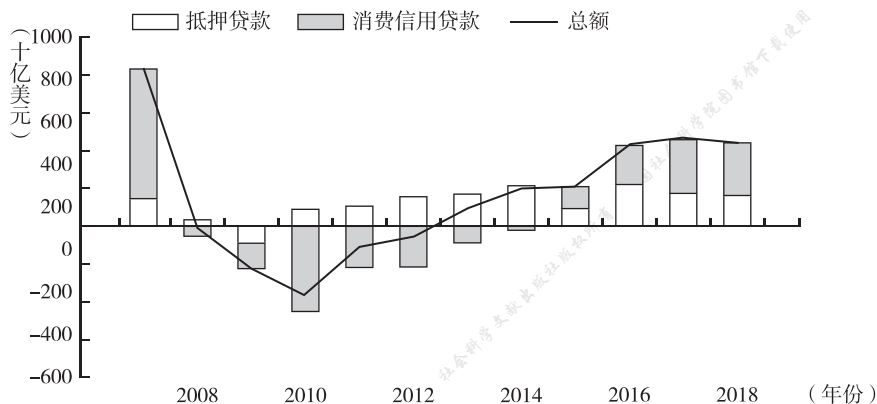


图1 家庭债务水平的逐年变化（2008~2018年）

资料来源：Board of Governors of the Federal Reserve System, “Monetary Policy Report: February 2019”, February 22, 2019, p. 18, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20190222_mprfullreport.pdf。

（二）投资加速增长，加强审查外国投资

投资对美国GDP的贡献率波动较大。2016年美国投资低迷不振，2017年私人投资增速改善，2018年继续延续这一好转趋势。全年国内私人投资总量为36522亿美元，同比增速为6.00%；私人投资占GDP的比例为17.80%，同比增长1.24%。国内私人投资包括三类：企业投资（厂房、设备、知识产权）、住宅投资、存货投资。具体来看，企业投资为28004亿美

^① 曹永福：《2018年美国经济形势：扩张后回调》，http://www.sohu.com/a/284446666_611223。



元，同比增长 7.00%。其中厂房等基建投资 6371 亿美元，同比增长 5.00%；设备投资 12363 亿美元，同比增长 7.50%；知识产权产品投资 9270 亿美元，同比增长 7.7%。住宅投资 7953 亿美元，基本维持不变。存货投资 565 亿美元，结束了连续两年的大幅下滑，较 2017 年 157 亿美元的存货投资增加了 408 亿美元。

2018 年美国投资的突出特点是增速较上一年度增加，除住宅投资以外，各类投资均大幅增加。从投资结构与季度变化来看，主要体现在几个方面：一是存货增速上升，预示随着美国经济的放缓，库存问题显现，而目前市场需求疲软，库存问题将影响企业下一轮的再生产；二是知识产权产品投资增速较大，美国一直在加大研发投入以保持其创新实力；三是住宅投资基本维持不变，说明早已结束城市化进程的美国，住宅投资主要受新家庭组成等人口因素影响，目前居民对住宅的需求基本饱和；四是企业投资在 2018 年四个季度的增速基本呈递减态势，分别为 11.5%、8.7%、2.5% 和 6.2%，进一步说明税改政策的刺激效果在逐渐减弱。

此外，2018 年 8 月 13 日，作为《2019 财年国防授权法案》的一部分，《外国投资风险审查现代化法案》（Foreign Investment Risk Review Modernization Act）的正式生效扩大了美国外国投资委员会（Committee on Foreign Investment in the United States, CFIUS）的审查范围，加大了外国企业并购美国企业的国家安全审查，这一法案后续将逐步增加试点项目并在 2020 年全面实施，这些不断增加的限制措施将进一步阻碍外国对美投资。美国市场宽松的投资环境或将发生改变，进而影响外国企业在美投资。从具体数据来看，联合国贸易和发展组织 2018 年 10 月发布的《全球投资趋势监测报告》显示，2018 年上半年流入的美国外商直接投资（Foreign Direct Investment, FDI）下降至 460 亿美元，降幅为 73%，从第一大外商直接投资国降为第三，居前两位的分别是中国与英国，分别为 700 亿美元与 660 亿美元。

（三）贸易逆差创十年新高

经历过中美几轮“关税战”后，中美开启了多轮谈判，积极解决两国



关切的问题。学术界一直认为，进出口贸易量主要由一国居民的消费与储蓄偏好而非贸易政策决定。目前，除强制购买外，特朗普政府已实施的贸易政策对进出口影响较小。此外，目前美国的经济增长已达到潜在增长水平，减税政策对拉动出口的刺激有限，而对拉动进口效果较明显。美国进出口总额的数量与持续拉高的贸易赤字也佐证了这一推论。2018年，美国进出口总额均出现增加，出口总额从前一年的23440亿美元升至25309亿美元，进口总额从前一年的29156亿美元升至31565亿美元，贸易逆差总额从前一年的5716亿美元攀升至6256亿美元，创2008年以来新高。具体而言，2018年的美国进出口贸易呈现出三个特点。其一，货物贸易逆差额小幅上升。2018年货物出口总额为16667亿美元，较前一年上升7.75%；货物进口总额为25688亿美元，较前一年上升7.85%；货物贸易逆差总额9021亿美元，较前一年增加8.03%。其二，服务贸易总额上升，存在小幅贸易顺差。2018年服务贸易出口总额为8642亿美元，较前一年上升8.42%；服务贸易进口总额为5887亿美元，较前一年上升10.28%；服务贸易顺差总额2755亿美元，较前一年增加4.95%。美国服务贸易顺差自2003年以来持续上升，仅在2016年出现4.9%的降幅，说明服务贸易对美国经济增长的拉动作用日益增强。其三，外贸对GDP的贡献率仍为负值。2018年，美国的进出口贸易额对GDP的贡献率为-0.22，较前一年-0.31的贡献率有所降低。

（四）美元指数累计上涨超4.5%

2018年底，美元指数收报96.10，全年累计上涨超4.5%。全年来看，美元指数在年初下行，在2月初跌至88的年内低位，此后自2月至4月中旬在88~90的区间低位盘整，之后便开启震荡上行的阶段，在11月中旬达到97.69的高位。此后，随着美国加息预期降低，经济增长增速减缓，进入震荡下行阶段。^① 美国的经济基本面和美联储的货币政策是支撑美元指数的主要因素。此外，美元不仅是国别货币，也是全球最重要的储备货币。在全球

^① 《美元指数》，<https://finance.sina.com.cn/money/forex/hq/DINIW.shtml>。



经济下行、债务违约风险加大、新兴经济体货币加速贬值的动荡时期，美元将充分发挥全球避险货币的功能，市场需求的增加也将维持美元指数上涨。

（五）失业率处历史低位，劳动力市场趋紧

自2016年中以来，美国劳动力市场持续走强并日渐趋紧。自2017年7月起，美国就业岗位保持了持续7个月平均每月18.2万人次的增长。2018年这一趋势得以延续（见图3）。失业率自特朗普上任时的4.8%降至2017年11月的4.2%，再降至2018年11月的历史低位3.7%，比联邦公开市场委员会预估的长期失业率水平4.6%低0.9个百分点。2019年初，美国的劳动参与率有所回升，前两个月均为63.21%；受政府关门的影响，2019年1月失业率上升至4.0%，2月又回落至3.8%，3月仍保持3.8%不变。^①如图2所示，美国劳动力市场衡量就业不足的大多数指标已恢复至衰退前的水平。

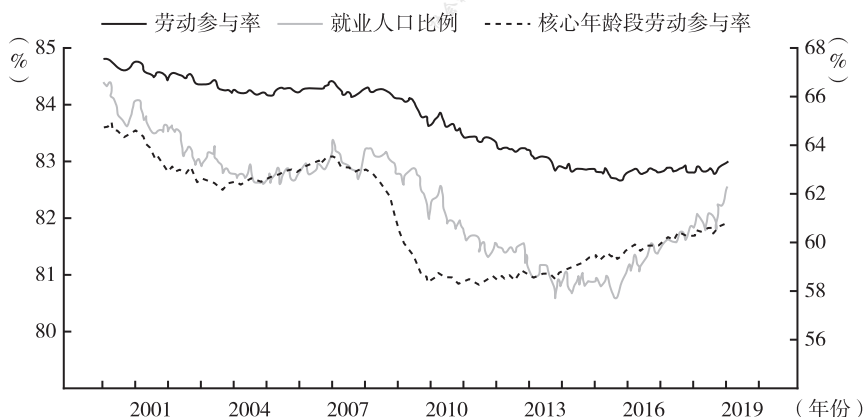


图2 各种指标衡量的劳动参与率

资料来源：Board of Governors of the Federal Reserve System, “Monetary Policy Report: February 2019”, February 22, 2019, p. 5, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20190222_mprfullreport.pdf。

^① 数据来源：美国劳工部 (U. S. Bureau of Labor Statistics), <https://www.bls.gov/news.release/pdf/empst.pdf>。



美国劳动力市场日渐趋紧的局面主要表现在以下几个方面。

首先，美国劳工部公布的职位空缺数和劳工流动调查数据（Job Openings and Labor Turnover Survey, JOLTS）显示，职位空缺数自2018年1月的659.1万上升至12月的747.9万，2019年1月再升至758.1万，高于预期的722.5万，创下历史新高；自愿离职人数自2018年1月的302.2万上升至12月的339.1万，2019年1月再升至349万，反映出就业者对市场有充分的信心；主动辞职率仍保持在与衰退前高点相当的水平——2.3%，这一比例一直被认为是衡量就业者对市场信心的关键指标，目前该指标处在高点说明劳动力市场火热，就业者勇于主动辞职寻找新的工作机会。其次，尽管失业率处在历史低位，但劳动参与率并没有随着失业率的下降而上升，最近两年劳动参与率一直在62.70%~63.21%之间波动，较2000年4月67.3%的峰值仍相差4个百分点，这也加剧了劳动力趋紧的局面。最后，目前美国创造的就业机会持平甚至超过劳动力市场的新增人数，劳动力市场熟练工短缺的现象频繁出现。^①

失业率处于历史低位和劳动力市场趋紧带来的影响主要表现在三个方面。首先，反映失业与通胀交替关系的菲利普斯曲线效应显现。由于失业率低位运行，货币工资增长与物价上涨成为大概率事件。美国劳工部的数据显示，美国私营企业全部员工的平均时薪从2018年2月的26.75美元提高到2019年2月的27.66美元，平均周薪从922.88美元提高到了951.50美元，涨幅分别为3.40%与3.10%。^②其次，工人名义工资的上涨会推动企业支出成本的增加。企业会加大新技术投资，试图采用劳动力密集程度较低的生产技术节约劳动力成本。若企业新技术投资转型失败，市场优胜劣汰将导致部分企业退出市场。最后，新技术投资或将引发商业资本投资增速加快，加快推进金融周期见顶。

① 数据来源：美国劳工部（U. S. Bureau of Labor Statistics），<https://www.bls.gov/news.release/pdf/jolts.pdf>。

② 数据来源：美国劳工部（U. S. Bureau of Labor Statistics），<https://www.bls.gov/news.release/realer.t01.htm>。

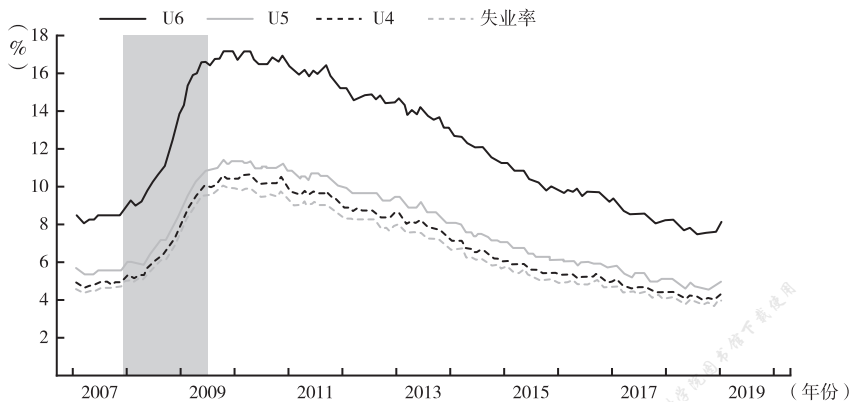


图3 各种指标衡量的美国劳动力就业

注：“U”为“Unemployment”的简称。U3指官方公布的失业率；U4 = U3 + 因为找不到工作而停止找工作人群；U5 = U4 + 有意愿继续工作但出于某种原因暂停找工作的人群；U6 = U5 + 未充分就业或兼职就业的人群。

资料来源：Board of Governors of the Federal Reserve System, “Monetary Policy Report; February 2019”, February 22, 2019, p. 6, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20190222_mprfullreport.pdf。

（六）金融市场波动加剧，部分收益率曲线倒挂

作为全球的金融中心，美国金融市场的表现对全球经济的影响至关重要。与2017年表现强劲的金融市场不同，2018年美国股市跌宕起伏，债券市场部分收益率曲线倒挂，投资者情绪由乐观向谨慎修正，特朗普政府宽松的金融监管与减税措施为市场提供的良好预期持续时间相对有限。

截至2018年12月28日，标普500指数同比下跌6.24%至2506.85；道琼斯工业指数（简称道指）同比下跌5.63%至23327.46；纳斯达克指数同比下跌3.88%至6635.28。以道指为例，2017年底美国国会通过了近30年来规模最大的税改法案，市场预期美国经济增速将加快，企业成本将缩减。在这样的背景下，2018年1月的道指延续上一年的上升趋势，且上升幅度加快，创下其历史上最快的千点升速：1月4日首次突破25000点，1月26日周五创下纪录高位26616.71点。随后，1月29日周一回调0.67%，周二继续回调1.4%，周五大幅收跌665点、下降幅度为2.5%，当周累计跌幅



高达 4.1%，创下 2016 年 1 月以来的最大周跌幅，预示着对近两年强劲升势的修正。此后的一周市场形势急剧恶化，经历了周一与周四巨幅下挫（千点暴跌）后，2 月 9 日即周五，道指触及 23360.29 点低位。至此，2018 年的道指波动区间大致形成。此轮大跌后，道指经历了将近 8 个月的反弹修正，至 10 月 3 日触及创纪录的新高 26951.81 点。此后，道指开启了年内第二轮大回调，在 12 月 24 日达到阶段性低点后，2019 年 2 月底道指再次回调至 25916.00 点。^①

美国道指在 26000 点左右两次下跌，有四方面的主要原因。其一，代表无风险利率的美国国债收益率不断攀升，对股票这类风险资产的估值负面影响巨大。十年期国债收益率自 2017 年 9 月的低点 2.013% 攀升至 2018 年 10 月的高位 3.22%。此后，十年期国债收益率出现下跌，截至 2019 年 3 月，该收益率已下跌至 2.44%，与两年期国债收益率基本持平（2.32%）。^② 其二，受到科技股危机与贸易战的双重负面影响。2018 年 3 月，Facebook 数据泄露引发了科技股危机，并对美股市场产生了较大的下行压力。此外，中美两大经济体互征关税也给美国经济带来不确定的预期，全球除美国之外的主要经济体增速减缓。这些负面预期势必影响投资者对美股的估值。其三，美联储四轮加息提高了市场整体的利率水平，挤压了风险资本的投资空间。目前，美联储由“鹰”转“鸽”，2018 年 12 月召开的会议确定将加息两次，目前来看，预计 2019 年将不会再频繁动用甚至不再动用加息工具。其四，金融市场其他的替代品占据市场资本也是美股下跌的重要原因，其中包括 ETF 基金投资、各类风险平准基金、卖出波动率策略等。

美国的债券市场总规模高达 42 万亿美元，主要包括国债、联邦机构债券、市政债券、企业债券、资产支持债券、抵押贷款相关债券等多种类别。国债是最大的组成部分，总规模高达 20 万亿美元。自 2018 年 1 月初起，美

① 《道琼斯（DJIA）股票价格》，[http://quote.eastmoney.com/gb/zsDJIA.html? from = BaiduAladdin](http://quote.eastmoney.com/gb/zsDJIA.html?from=BaiduAladdin)。

② 《美国十年期国债收益率》，<https://cn.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield>。



债收益率持续走高，11月初达到年内高位后便持续走低。截至2018年12月底，两年期美债收益率同比增幅为33.33%，涨至2.52%；十年期美债收益率同比增幅仅为13.33%，涨至2.72%。^①受美国经济预期走低与美联储加息预期降温影响，市场对美国债券市场的热情逐步降温，2019年前三个月的美债收益率承压走低。短期国债相对于长期国债上涨幅度更高的主要原因在于：2018财年美国联邦预算赤字已达到7790亿美元，较上一财年增加1140亿美元，同比增长17.14%，创下六年来的最高水平。^②目前预算赤字仍在持续扩大，财政部不得不依赖于发行更多的短期国债来筹措资金。据美国国会预算办公室预计，2020财年联邦预算赤字将突破1万亿美元，预算缺口占GDP比重将达到5%。减税方案虽将在近十年内平均带来一定的经济增长，联邦开支增加也将在短期内拉动国内生产总值额外的增长，但从中长期来看，预算赤字在高位持续扩大将挤掉私人投资，进而抑制经济的增长。根据对债券发行数量与发行时间的统计，2022年将会是美国国债与企业债券的偿债高峰期。政府、企业的偿债能力与市场反应值得关注。

此外，全球市场近年来颇为关注美国国债收益率曲线。2018年国债收益率曲线趋平，十年期与两年期国债收益率息差正趋近于零，三个月和五年期美债收益率息差一度跌至负值，部分期限的收益率曲线已经出现倒挂。长短期美债收益率曲线倒挂与经济衰退之间密切相关。纵观半个世纪以来的经济规律，美国发生所有经济衰退之前，均出现过这种倒挂现象，如图4所示，2007~2008年美国金融危机前后，多组收益率曲线出现倒挂。另一种观点认为，收益率曲线倒挂不仅是经济晴雨表，同时也将加速经济放缓。其原因在于，银行常以低利率借入短期资金，以高利率放出长期贷款，通过长短期利差获得利润，而收益率曲线倒挂将会挤压银行利润。根据美联储2018年10月公布的高级信贷官调查结果，银行已将收益率曲线倒挂视为收缩贷款的标准之一。银行放贷规模的收紧实则是给市场经济踩刹车，将会加速经济衰退。

^① 《美国二年期国债收益率》，<https://cn.investing.com/rates-bonds/u.s.-2-year-bond-yield>。

^② 《美国2018财年预算赤字增至7790亿美元，创6年新高》，http://www.sohu.com/a/259715651_323087。

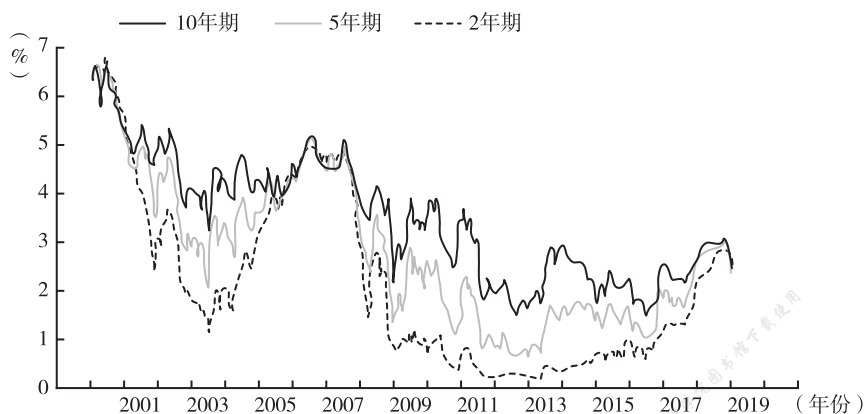


图4 美国名义国债收益率

资料来源：Board of Governors of the Federal Reserve System, “Monetary Policy Report: February 2019”, February 22, 2019, p. 23, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20190222_mprfullreport.pdf。

二 2018年特朗普政府实施的经济政策

特朗普执政以来，积极奉行“美国优先”主张。2018年，特朗普政府主要的经济政策可归纳为两个方面：对外加速达成双边与区域贸易协定，以重构国际贸易规则；对内积极实施减税法案，以最大限度地促进经济增长。

（一）加速达成双边与区域贸易协定，以重构国际贸易规则

特朗普自上任以来，高度重视贸易逆差问题，并试图通过加速达成双边与区域贸易协定来重构世界贸易规则。这具体表现在以下几个方面。

首先，加速达成《美国-墨西哥-加拿大协定》（United States-Mexico-Canada Agreement, USMCA），以取代1994年生效的《北美自由贸易协定》（North American Free Trade Agreement, NAFTA）。自2017年5月18日特朗普政府通知国会准备启动与加拿大和墨西哥的贸易谈判以来，这一协定的达成前后经历了17个月，其中13个月（2017年8月16日至2018年10月1

日)是拉锯式的谈判。2018年11月30日,美国与加拿大、墨西哥正式签署《美国-墨西哥-加拿大协定》。协定在三个方面不同于之前的《北美自由贸易协定》:第一,它突出了特朗普所谓的“公平”,扩大了美国制造业、农产品的市场,更严格的环境和劳工标准为美国工人和企业争取了公平竞争的机会;第二,关于数字贸易、知识产权、服务业(包括金融服务)的许多条款,更能保护美国的竞争优势;第三,关于国有企业、汇率操纵、与非市场经济国家的关系等新条款,有助于清除特朗普政府所谓的“不公平”贸易行为。其中,《美国-墨西哥-加拿大协定》第32条毒丸条款规定,若三国中有一国与某个“非市场经济国家”签署自贸协定,则其他协定伙伴有权在6个月内退出该协定。这或将成为美国以后与各方开展自贸谈判的模板。^①

其次,修订《美韩自由贸易协定》(United States-Korea Free Trade Agreement, KORUS)。美国政府希望通过修订该协定,为美国争取公平竞争的环境,保护美国汽车工业的就业并增加美国的出口;减少对美国出口的限制;保护美国钢铁业;解决不公平的汇率行为。2018年9月24日,美韩两国总统举行会谈,随后双方签署了新的《美韩自由贸易协定》并发表联合声明。

再次,自2017年12月12日在阿根廷布宜诺斯艾利斯举行第十一届世界贸易组织(WTO)部长级会议之后,美、欧、日三方分别于2018年3月10日、5月31日、9月25日以及2019年1月9日举行了四次贸易部部长三方会议,共发表四次联合声明。声明主要涉及改革世界贸易组织并解决不公正的贸易行为——包括盗窃知识产权、强制技术转移、产业补贴、国有企业造成的市场扭曲以及产能过剩等。

最后,美国所主导且正在加紧进行的双边与区域贸易谈判很可能将打破世界贸易组织24年来停滞不前的僵局,全球贸易体系加速重构的迫切性与

① “Remarks by President Trump, Prime Minister Trudeau of Canada, and President Peña Nieto of Mexico at Signing Ceremony for the United States—Mexico—Canada Agreement,” <https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/remarks-president-trump-prime-minister-trudeau-canada-president-pena-nieto-mexico-signing-ceremony-united-states-mexico-canada-agreement/>.



可能性将再次凸显。2018年10月25日，渥太华部长会议发布了对世界贸易组织改革持中立态度的“12国与欧盟联合声明”，既承认了世界贸易组织存在的价值，强调了它在促进和保护贸易方面所发挥的重要作用，重申了争端解决机制是世界贸易组织的中心支柱，也指出世界贸易组织存在推行实质性改革的必要，包括必须重振其谈判功能，阻止他国干预上诉机构成员的任命，加强对成员国贸易政策的监督和提高其透明度，致力于发展21世纪的贸易规则。

（二）积极实施减税法案，以最大限度地促进经济增长

美国2017年底公布的减税法案已于2018年1月正式实施。特朗普新政的减税政策主要包括：一是保留现行的个人所得税累进税率7档，分别为10%、12%、22%、24%、32%、35%和37%；二是将企业所得税上限由35%降为21%；三是提高个税起征点，个人与家庭免税起征点提高一倍；四是对跨国公司海外利润汇回国内的税率由当前的35%降低至15.5%（现金与等价物）与8%（非流动资产）；五是遗产税的起征点翻倍。

从税收改革的内容来看，企业、中下层民众和顶级收入者均可受益，但高收入阶层受益更多，而低收入阶层在国民收入中的份额长期来看将相对下降。美国财政部部长史蒂芬·姆努钦（Steven Mnuchin）表示，特朗普决心通过减税，充分释放商界能量，最大限度地促进经济增长，增加就业岗位，提高中产阶级的收入。从理论上讲，特朗普的减税政策将从几个方面影响美国经济。首先，在一定程度上改善美国的营商环境，吸引部分制造业回流，促进跨国公司对美投资。其次，吸引跨国公司海外留存利润汇回美国；并在短期内增加居民可支配收入，增加企业税后利润，从而双向刺激消费与投资。最后，短期内可能减少财政收入，增加政府债务，制约财政政策的实施；长期而言，减税是否会引发债务增加取决于两个因素：一是能否集中金融资本与优秀人才，在人工智能、新能源等高科技领域出现重大技术突破，提高劳动生产率；二是决策者能否确定合理的税率，确保国家税务收入在拉弗曲线的递增区间。

从美国实际的情况来看，一方面，2018年，美国加强了对外国投资的审查，导致减税虽可通过节约成本来吸引海外企业赴美投资，但很多潜在的投资者被严格的投资审查所限制。另一方面，在减税方案通过之前，美国跨国企业将大量的海外利润滞留海外，并通过跨国并购将注册地转移到税率更低、监管更宽松的海外国家。根据美国商务部经济分析局公布的数据估算，截至2017年底，美国企业海外存留利润约为3万亿美元。海外存留利润按存留方式不同分为两类：一类是现金与短期有价证券等现金等价物（约为1.1万亿美元，较易变现回流）；另一类是其他固定资产（约为1.9万亿美元，变现回流概率较低）。目前，海外现金的分布主要集中在几家龙头科技股公司手中，潜在资金回流规模取决于龙头科技公司的决定与选择。这些龙头科技股公司包括苹果公司（2523亿美元）、微软（1279亿美元）、思科（675亿美元）、甲骨文（544亿美元）和Alphabet（522亿美元），占比达到总现金规模的50%以上。^①美国商务部经济分析局公布的宏观资金回流数据显示，2018年全年美国跨国企业海外再投资（Reinvested Earnings）与包含股息形式（Dividends and Withdrawals）的资金回流修正值合计为6649亿美元，较2017年汇回总额1551亿美元增加3倍。各季度资金回流规模递减，第一季度的回流规模高达3056亿美元，较2017年第四季度激增8倍以上；后三个季度的资金回流规模分别降为1695亿美元、1007亿美元、859亿美元。这与2004年小布什政府推行大幅降低美跨国企业海外利润的税收优惠政策后出现的资金回流高峰较类似。^②此外，海外利润回流后主要用在股票回购上，仅有不到三成用在资本开支，若想达到特朗普政府的预期效果还有待时日。再者，减税政策是否会引发债务增加还是个问题。利好方面，据美国税收联合委员会（Joint Committee on Taxation, JCT）的测算，未来5年，减税将使美国居民可支配收入和企业税后利润规模分别年均增长1486亿美

① 中国国际金融有限公司：《美国税改：（科技股）海外利润收税与资金回流的影响有多大？》，http://www.cicc.com/portal/business/rs_cn.shtml。

② “U. S. International Transaction; Second Quarter 2018,” <https://www.bea.gov/system/files/2018-09/trans218.pdf>。



元和 1038 亿美元。制约增长的因素主要是财政空间。美国财政部发布的数据显示，2018 年美国联邦收入总计 3.33 万亿美元，较上年减少 0.4%；支出达 4.6 万亿美元，较上年增长 4.4%；预算赤字达 8730 亿美元，较上年的 6808 亿美元增长 28.2%。^① 美国国会预算办公室（Congressional Budget Office, CBO）预测，未来 10 年内美国联邦债务率将从现行的 78% 上升至 100%，并在 2048 年攀升至 152%。此次税改与里根时代的改革均是寻求拉弗曲线红利的重要尝试，但目前债务比例远超于里根时期 32% 的水平。一旦特朗普政府的税改没有形成良性循环的短期效应，财政将面临缩减开支的风险，依赖财政补贴的领域将率先遭受冲击。此外，中长期政府债务的可持续性也将制约减税政策的实施。

三 2019 年美国经济形势展望

国际组织纷纷预测美国经济增速会在 2019 年出现下行。世界银行、国际货币基金组织预计 2019 年美国 GDP 增长率将下降至 2.5%。^② 全球需求放缓、特朗普政府财政刺激影响消退、经济增长动能减弱等因素，将制约 2019 年美国经济的增长。具体而言，这主要体现在几个方面：一是随着税改红利的逐渐消退，库存同比、采购经理指数新订单指数等领先指标预示着拉动美国经济增长贡献占比较大的消费及投资增速逐步放缓；二是美联储多次加息，房贷利率加速上行，家庭房贷压力明显上升，加之家庭债务水平稳中有升，导致居民住房购买力指数震荡回落，房屋销售增速放缓同比转负，房地产市场整体疲软将进一步影响经济增长；三是劳动生产率低位徘徊，劳动力市场趋紧，实体经济脆弱性增加，将制约减税对经济的刺激作用。事实

① 数据来源：美国财政部（U. S. Department of the Treasury），<https://www.fiscal.treasury.gov/files/reports-statements/mts/mts0219.pdf>。

② 数据来源：世界银行 2019 年 1 月发布的《2019 年全球经济展望》（Global Economic Prospects Darkening Skies 2019），<https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>；国际货币基金组织 2018 年 10 月发布的《世界经济展望》（World Economic Outlook），<https://www.imf.org/en/Publications/WEO>。



上，资本积累速度下滑，重大技术突破有限，人口老龄化加剧，全球经济潜在增速放缓，正在威胁人类生活水平的持续提升，导致贫富差距进一步扩大。

2019年，美国经济将呈现总体向好和加速见顶的态势。特朗普政府试图通过多项改革措施促进就业，削减赤字，但美国政治制度、党派分歧、债务高筑等诸多因素制约了政策实施的空间。从短期来看，美国经济增长放缓以及市场动荡正影响美联储加息的路径。随着美联储加息进入尾声，市场流动性将得到部分释放，较强劲的消费将仍是主要的经济拉动力。从长远来看，寻找新的增长点、突破技术瓶颈、提振长期增长潜力，是保证美国经济持续发展的关键。

(审读 王孜弘)