

# 美国经济会陷入 通货紧缩吗？

张 斌

2003年第二季度，美国经济几个核心物价上涨率在原本已经很低水平上进一步下降，引起了社会各界的广泛关注。尽管美国目前还没有真正面临通货紧缩，但是人们担心，由于物价持续下跌带来的企业利润缩减和投资下降会影响美国经济复苏。如果美国经济也像日本经济那样陷入通货紧缩，未来世界经济的发展前景将一片黯淡。

美国经济会陷入通货紧缩吗？我们从美国物价增长率下跌的原因、通货紧缩风险指数、美国宏观经济政策管理当局的对策等几个方面展开分析，最终指出，尽管资产泡沫崩溃和一系列财务丑闻与政治事件给当前美国经济带来了通货紧缩的压力，但是，鉴于美国健康而富有弹性的基本经济结构和宏观经济政策管理当局对于通货紧缩的慎重态度和充分的政策手段储备，美国经济陷入通货紧缩的可能性很小。

## 一、形成通货紧缩压力的原因

技术进步和产能过剩分别从供给方面促成了当前的通货紧缩压力。上世纪90年代以来，以信息技术为代表的新一轮技术革命加速了美国的经济结构调整和产业升级，提高了美国的劳动生产率。信息技术飞速发展带来的不仅仅是一个或几个产业的兴起，它所带来的信息技术进步大大降低了市场经济处理信息的交易成本，推动了传统生产组织经营模式的发展和转换。美国不仅是新一轮技术革命的推动者，也是新技术和商业等方面的领跑者，无论在生产技术还是在管理方面都取得了长足进步。实证研究指出（Bailey, 2003; Sairmai 等, 2002），1995—2000年美国劳动生产率快速提高，趋势性的增长率达到了每年2.5%。进入2002年以来，美国的生产率出现了进一步提高，达到了每年4.5%。2000年以后突出的生产率进步在很大程度上受益于前一时期的经济结构调整和产业升级对经济供给方面的时滞效应。劳动生产率的快速提高大大降低了企业的生产成本，创造了物价下调的潜力。产能过剩是另外一个推动物价下降的主要原因。我们不怀疑以信息技术为代表的新一轮技术革命对生产率提高的巨大推动作用和它隐含的巨大商业机会。但是，美国90年代中后期资本市场上的反应显然是过度了，市场中充斥了非理性的泡沫因素。进入2001年以后，美国的

生产结构调整已经基本完成，但是，资产泡沫带来的过度投资积累了大量剩余生产设备，为美国经济滑坡和美国经济目前面临的通货紧缩压力埋下了隐患。国际货币基金组织（IMF, 2003）估计，美国第一季度的产出缺口为2.5%。Lehman投资公司（2003）估计，美国当前的资本利用率仅为74.3%，而要达到自然失业率的产出水平，资本使用率需要达到82%以上。如果说有技术进步带给企业的是价格下调的潜力，产能过剩则迫使企业下调价格以减少亏损。

资产泡沫崩溃、商业丑闻和政治事件从需求方面促成了当前的通货紧缩压力。如果说90年代的资产泡沫和强劲经济增长是拿着青春赌明天，可惜，明天很快就到了。1995—2000年期间，美国投资、消费和GDP平均增长率分别达到8.55%、5.98%和5.68%。2000年以后，美国资本市场泡沫崩溃，经济增长速度以及消费和投资都急剧下滑，投资增长率在2001年和2002年分别较上年下降2.69%和3.46%，消费增长率仅为4.54%和4.51%。<sup>[1]</sup>在调整资本市场积压泡沫的过程中，安然、安达信、世界在线、环球电信等一连串企业造假丑闻被揭露，美林等大投行为赢取投行业务误导投资者行为曝光。更糟糕的是，美国对伊战争的爆发和随后伊拉克战争局势给未来平添了更多的不确定性。商业和政治上的一连串事件给投资者信心埋下了巨大阴影，严重影响了投资者对于未来经济的信心，而这些信心又正是带动美国经济扩张最关键的因素。

全球经济增长的不平衡和强势美元政策的调整给美国经济增长和物价水平带来了不确定性。1994—2001年期间，美国国内总需求平均每年增长4%，是全球其它经济体平均增长速度2%的两倍；世界经济增长当中的64%由美国经济增长所带动，美国经济对于世界经济增长的贡献几乎超过了世界其它经济体所贡献的两倍（Roach, 2003），全球增长陷入不平衡状态。美国经济快速增长向世界提供了宝贵的需求，同时也给自身带来了巨大的贸易逆差。2002年，美国贸易逆差达到了5000亿美元，相当于当年GDP的5%。截至2003年，美国外债余额已经接近3万亿美元，并且以每年20%的速度增长（Bergsten, 2003）。经济学家、市场和政府都意识到了外部经济不平衡给美国经济带来的巨大风险，于是，美元从2002年开始贬值，强势美元政策终结。美元贬值尽管有益于增加出口需求，减少进口。但是，美元贬值对资本市场的影响给整个世

界带来了不确定性。如果美元价值波动动摇了投资者对美国资产的信心,它对美国经济带来的损失可能会超过贸易方面的利益。国际货币基金组织首席经济学家肯尼斯·罗格夫建议:美元调整是正确的选择,但是,突然的大幅调整将会给美元资产持有者带来巨大损失,削弱金融体系。如果美元价值问题处理不当,会给未来美国经济增长蒙上巨大阴影。

中国向美国输出通货紧缩的观点难以成立。个别观点认为,中国的廉价商品正在向世界输出通货紧缩,美国作为中国商品的最大进口国也深受其影响。的确,中国是美国最大的贸易顺差国,2002年,来自中国的进口已经占美国进口总额的11%。但是,考虑到美国进口总额在国内消费中所占的比例很小,来自中国商品仅占GDP的1%。中国廉价商品进口对美国物价水平的负面影响可谓微乎其微。另外,来自中国的廉价商品提高了美国消费者的实际收入水平,正面的收入效应在一定程度上也抵消了由于进口中国商品给美国个别经济部门带来的负面影响。

## 二、美国的通货紧缩风险系数

2003年,尽管几个核心物价上涨率在原本已经很低水平上进一步下降,但是,美国经济陷入通货紧缩风险究竟多大呢?IMF(2003)指出,可以根据四组指标判断一个国家是否面临通货紧缩的危险,它们分别是(1)总体价格水平;(2)超额生产能力,或者是产出缺口;(3)资产市场表现;(4)货币和信贷市场表现。另外,经济的结构特征,以及宏观经济政策管理当局面临的政策空间也应该列入一个国家是否会陷入通货紧缩的综合评价体系当中。以下,我们根据IMF提出的四类指标,结合美国的经济结构特征,综合判断美国当前面临的通货紧缩风险。

从总体物价来看,美国还没有陷入通货紧缩,但是通货膨胀率总体呈现低水平上的下降趋势,尤其是2003年第二季度的价格增长率令人担忧。从下表看到,与2001年相比,2002年的美国国内总支出价格、消费支出价格和国内总产品价格等几个核心物价上涨率在原本已经较低的水平上出现了进一步的下降趋势。进入2003年以来,第一季度这几个主要物价的上涨率出现了短暂的恢复,但是第二季度出现了更严重的下降。虽然这几个核心价格面临的还仅仅是上涨率的下降,价格水平还没有出现下降。当然,目前的物价上涨率已经很低,如果物价上涨率的下降得不到及时遏制,通货紧缩压力会越来越明显。

表 美国几个核心物价的上涨率(2001—2003)

	2001	2002	2002				2003	
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
国内总支出价格	1.9	1.2	1.2	2.3	1.2	1.8	3.4	0.2
消费支出价格	2	1.4	1.1	2.7	1.7	1.8	2.7	0.7
国内总产品价格	2.4	1.1	1.3	1.2	1	1.8	0.8	0.8

资料来源:美国经济研究局

从产出缺口来看,虽然美国GDP的增长率在2003年上半年有所回升,但是,距离潜在的经济增长率还有差距,个别市场迹象

表明未来GDP的增长率会进一步提高。2003年第一和第二季度,美国GDP的增长率分别为1.4%和3.1%。与2001年和2002年的GDP增长率相比,2003年上半年的经济增长甚至有所回升。但是,即使是第二季度的增长率,显然也低于通常人们所认为的美国潜在经济增长率(3.5%~4%)。很难准确判断美国经济剩余的生产能力究竟有多少,但是,考虑到1995年以来的经济结构调整和生产率进步,美国当前GDP增长率显然低于潜在的增长率。根据常规判断,如果生产率增长速度为2.5%,潜在的GDP增长率应该保持在3%~3.5%水平上。如果生产率增长速度为4.5%,潜在的经济增长率可能达到5%~5.5%。无论如何,美国目前的实际产出水平均低于潜在产出水平。缺口大约在1.4%~2.4%之间。令人庆幸的是,2003年第二季度的零售市场、房地产市场、股票市场、耐用品市场均表现良好,公司利润也有所上升,GDP增长率开始回升。第三季度预期的GDP增长率达到5%。对于缓解通货紧缩压力,这些无疑是令人欣慰的信号。

从资本市场来看,非理性泡沫基本告罄,信心重建和资本市场恢复性增长应该是未来趋势。2000年3月,在科技股泡沫的推动下,美国的资本市场达到了历史高峰。美国家庭财富达到43.5万亿美元,是可支配收入的6.3倍。随着资本市场泡沫的挤出,消费者财富净值减少了4.25万亿美元,是可支配收入的4.9倍。美国的市盈率已经从2000年的30倍逐渐降低到2003年的20倍。尽管美国股票市场上的市盈率在2003年保持了下调趋势,但是,当前的市盈率已经接近历史平均水平。即使保守估计,未来美国股票市场不大可能再受到大的负面冲击,更可能的是股票市场的恢复增长。2003年4月至6月间的三个月,美国股市的迅速飙升十分引人注目。一度下跌最为惨重的道一琼斯30种工业股票指数,在2003年6月4日,只一天便上升了100多点,到收盘时上升了116.03点,上涨幅度为1.3%,达到9038.98点。其它市场指标也出现了明显的飙升。以高科技股著称的纳斯达克综合指数的交易水平也达到了一年来的最高值。6月18日,纳斯达克指数上升了31.09点,达到1634.65点,上涨幅度达到1.9%。2003年6月20日,标准普尔500种指数上升了14.08点,达到986.24点,涨幅达到1.5%。

从股票市场下跌带来的居民财富缩水的情况看,可能会蕴藏着消费剧烈下滑的危险。令人庆幸的是,2001年的减税政策在一定程度上缓解了居民可支配收入的减少,另外,房地产市场受利率下调的影响迅速上升。2001—2002年期间,住房价值上升了1.5万亿美元。如果再加上股票市场在2003年中期以后的强劲反弹,前一时股票泡沫崩溃给经济带来的短期不利影响应该烟消云散了,未来股票市场上更有可能的是投资和消费信心的重新建立。

从货币和信贷市场来看,2003年上半年已经摆脱了过去的阴影,各项活动基本恢复正常。在资产泡沫崩溃以后的时间里,2002年银行信贷曾出现一度停滞,但是,并没有带来全年的信贷收缩。总体来看,整个银行体系依然保持健康。2003年信贷增长已经完全恢复,估计全年的增长率达到7.5%。公司融资方面,虽然安然事件、安达信事件一度削弱了市场对公司投资的信心,但是,公司融资很快又恢复到以往平均水平。

从经济结构特征上看,美国经济成功地削弱了来自商业丑闻、政治事件的不利影响,说明美国经济依然保持了灵活、富有弹性的经济结构。结构性特征反映了一个国家经济对抗供给、需求变动或者是外部冲击,维护经济平稳运行的能力。从历史经验来看,美国经济即使面临不同类型的冲击,往往能够及时恢复,并且重新回到平稳的经济增长路径上。灵活而有效的劳动力市场、高度发达的金融市场、根深蒂固的企业家精神、勇于承受风险并挑战新机遇的传统,共同造就了美国灵活、富有弹性的经济结构。尤其需要指出的是,随着以安然为代表的一系列财务丑闻的揭发,美国的金融监管部门加强反省并采取了积极应对措施。美国的金融体系得到了进一步的加强和完善。目前来看,美国国内银行系统基本健康,绝大多数的企业和家庭的财务状况良好(Benanke, 2003)。

综合判断,美国陷入通货紧缩的危险性很小。以上,我们列举了IMF提出的衡量通货紧缩风险系数的四类指标,并考虑了美国的经济结构特征。总体来看,美国在2003年尽管面临总体价格、消费价格和生产价格上涨率的下降,但是,几个核心的价格只是保持较低的上漲率,还没有出现通货紧缩。IMF(2003)提交的全球通货紧缩风险报告中指出,美国的通货紧缩风险系数仅在0.2~0.3之间(通货紧缩风险系数最大为1,最小为0),远低于日本、德国、中国香港、中国台湾等一系列国家和地区。另外,如果再考虑到美国经济目前已经比较健康的经济基本面和灵活的经济结构,美国零售、房地产、股票、耐用品等各个市场在2003年第二季度开始出现的良好表现,美国经济陷入通货紧缩的危险非常小。

### 三、通货紧缩压力的对策

2003年前两个季度以来几个核心价格水平增长率的下降,引起了美国货币当局高度重视。2003年5月,美国联邦储备委员会正式对外宣布了美国经济中通货紧缩的威胁。美联储表示,过去几个季度中,美国经济正面和负面的风险因素基本对称,但是,通货膨胀率继续下降的可能性稍稍超过了上升的可能性(Beams, 2003)。这对于美国经济意味着潜在的风险。通货紧缩会带来真实利率的上升和企业债务负担的增加,并由此引发商业利润缩减和投资下降,这将不利于美国经济恢复。

同时,美联储还担心,通货膨胀率的继续下降会削弱美联储利用货币政策刺激经济的努力,缩小货币当局的政策空间。当美联储试图利用降低利率刺激经济的时候,如果通货膨胀率也跟着降低,名义利率下降就不能完全反映真实利率下降,利率政策对刺激经济的作用将十分有限。前任美联储官员梅耶指出,2002年12月份的降息对经济的刺激作用已经被通货膨胀率的下降所抵消。

鉴于通货膨胀率在低水平下的继续下降会破坏美国经济复苏,并且缩小货币当局调节宏观经济的政策空间。美联储对于通货紧缩威胁不仅保持了高度重视,而且采取了灵活的手段。美联储官员本·伯纳克指出,国会赋予了美联储保持物价稳定的责任,这同时包括预防通货膨胀和通货紧缩。美联储会动用一切手段防止美国经济陷入通货紧缩当中。美国的中央银行协同其它政府部门,拥有充足的政策手段防止美国经济陷入通货紧缩。

为防止通货紧缩,美联储提出了非常规的货币政策手段。特别值得关注的是,鉴于低利率水平可能使美国经济陷入零利率陷阱,传统货币政策可能难以发挥作用,美联储提出了预防通货紧缩非常规的货币政策手段。所谓非常规的货币政策手段,是指美联储通过将固定隔夜利率为零,或者是制定中长期债券的利率上限,达到降低长期利率的目的。通过非常规的货币政策手段,即使当前的利率非常低,甚至达到了零利率水平,货币当局也可以降低长期利率,进而刺激经济中的总需求水平,预防通货紧缩。

在货币政策以外,财政政策和汇率政策对防止通货紧缩也都保留了一定政策空间。财政政策方面,尽管上世纪90年代获取的财政盈余现今又转回到财政赤字,但是,财政赤字占GDP的比重在未来几年内将稳定在40%(IMF, 2003)。如果有需要,财政政策还留有进一步扩张余地。汇率政策方面,2002年开始,美元开始逐步贬值,截至2003年6月,经过贸易比重加权的美元累计贬值10%~20%。在美元逐步贬值的过程中,美国国内资本市场并没有出现剧烈动荡,国际投资者对于美国资本市场的信心并没有因为美元贬值带来大规模资本外逃。相反,国内股票市场在2003年6月反而出现了强劲反弹。这说明,美国在汇率政策处理上非常成功。

### 四、总结

以上,我们从美国物价增长率下跌的原因、通货紧缩风险指数、美国宏观经济政策管理当局对策等几个方面展开分析,得到了以下结论:(1)美国当前面临的通货紧缩压力是美国经济由过度繁荣向理性过程调整的产物。(2)生产率进步和产能剩余是造成通货紧缩压力的供给方面原因,泡沫崩溃以及财务丑闻带来的负面效应、投资锐减是造成美国通货紧缩压力的需求方面的原因。中国廉价商品向美国输出通货紧缩的借口并不成立。(3)综合物价、产出缺口、资本市场、货币与信贷市场、美国经济结构等几方面因素综合判断,美国目前通货紧缩压力并不十分严重。最新的经济指标使我们对未来美国经济持更乐观的判断。(4)美国宏观经济管理当局对通货紧缩压力非常重视,并预备了非常规货币政策手段,势必将通货紧缩扼杀于摇篮之中。鉴于美国经济当前并不严重的通货紧缩压力和货币当局非常积极的应对措施,美国经济未来陷入通货紧缩的可能性非常小。▲

#### 注释:

[注]以上数据来自 International Finance Statistics, 2003年第5期,经过作者计算得到。

#### 参考文献:

- 1.Szirmai Adam、栢满迎、任若思:《中国制造业劳动生产率:1980—1999》,载《经济学季刊》,2002年第1卷第4期。
- 2.Benanke B.S., "Deflation: making sure it does not happen here," offered the National Economists Club, Washington, D.C. Nov. 21, 2002.
- 3.IMF, "Deflation: Determinants, risks, and policy options—findings of an interdepartmental task force," IMF working paper, Apr. 30, 2003.