

美国经济增长的韧性

——原因及可持续性研究

© 陆晓明

摘要：在本轮经济周期扩张阶段的后期，特别是在美联储大幅紧缩货币政策的环境下，美国经济表现出了韧性，经济增速和就业率等数据不断超越市场参与者和经济学家基于可比历史条件的普遍预测，且目前关于未来经济持续增长的预期上升，关于衰退的预期下降。这些现象促使越来越多的市场参与者和经济学家研究美国经济在最近周期中表现出来的韧性及其特征，探寻其背后的原因并寻求新的启迪。本文从美国经济政策的组合运用及互动、金融条件及风险因素、实体经济周期性及结构性因素、特殊形态的经济衰退四个方面，分析美国经济在自 2020 年 5 月以来的扩张阶段中所展现的韧性及其特征，探讨其背后的原因，评估其可持续性，并预测其未来趋势。

关键词：经济周期；经济韧性；美国货币政策和财政政策；美国的金融条件

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

自 2020 年进入扩张期以来，特别是在美联储

大幅紧缩货币政策的扩张后期，美国经济表现出了韧性。市场参与者和经济学家基于可比的历史条件，曾普遍预测美联储难以在不引发衰退的情况下控制通胀，并预期美国经济将在 2023 年出现衰退。但美国的经济表现却不断超出预期。2023 年实际 GDP 不仅持续增长，而且高于潜在水平；相应地，经济衰退的风险下降，持续增长的可能性上升：2024 年 2 月，蓝筹经济指标对 2024 年美国实际 GDP 增长率的预测值从 2023 年 7 月 0.7% 的低点上升到 2.1%；此外，87% 的受访者认为美国经济将实现软着陆（Blue Chip, 2024）。这些现象驱使越来越多的市场参与者和经济学家研究美国经济在本轮周期中所展现的韧性及其特征，探寻其中的原因并寻求新的启迪。

本文从美国经济政策的组合运用及互动、金融条件及风险因素、实体经济周期性及结构性因素、特殊形态的经济衰退四个方面，分析美国经济在 2020 年 5 月以来的扩张周期中呈现的韧性及其特征，探讨其背后的原因，评估其可持续性，并预测其未来趋势。

一、经济政策组合运用在美国经济韧性中的作用及其可持续性

在美国近 30 年的经济周期更迭中，货币政策的作用越来越重要。在本轮周期中货币政策以及经济政策组合的以下特征使美国经济韧性在更大程度上得到增强。

（一）货币政策及其与财政政策的有效组合

1. 货币政策以总量工具为主，辅之以结构性工具

在 2008 年国际金融危机期间美联储创造了一系列以信贷政策为主的结构性货币政策工具；在 2020 年疫情发生后，美联储不仅进一步对结构性货币政策工具加以运用，并且推出了更有针对性和更大力度的直/间接信贷工具，包括商业票据融资工具、货币市场共同基金流动性工具、一级交易商信贷工具、主街贷款计划、薪资保障计划流动性工具等。此类工具规模在 2020 年中达到当时的峰值 2075 亿美元，占美联储资产比重约 3%。这些工具在 2020—2022 年逐步退出或到期，但其中一部分，例如，主街贷款计划、薪资保障计划流动性工具在政策紧缩期间仍在发挥作用，并且总体表现良好。在 2023 年区域银行倒闭期间，美联储又推出了银行定期融资计划（BTFP）。截至 2024 年 2 月，此类工具在美联储资产占比仍有约 2.38%。这些工具由美联储作为贷款人补全了政策传导环链的“最后一公里”，滞后期短，效果直接。

2. 货币政策紧缩伴随着相对宽松的财政政策

美联储从 2022 年 3 月升息开始进入了货币政策紧缩周期，并在 16 个月内将联邦基金利率从 0 ~ 0.25% 提高到 5.25% ~ 5.5%，其速度和幅度达过去 40 年来峰值；此外，其实际紧缩程度高于联邦基金利率名义值。美联储经济学家通过纳入前瞻性指引所导致的金融条件收紧，以及缩表操作这两项变量拟合出联邦基金代理（Proxy）利率，该利率显示，自 2021 年年底以来货币政策紧缩程度远高于联邦基金利率所显示的水平，该代理利率升幅领先联邦基金利率并在 2023 年达到周期峰值 7.1%；二者的差值最大达 3 个百分点。目前，升息过程可能已完结，但高利率平台期仍在延续。而历史上美联储如此大

幅度的紧缩政策通常伴随经济衰退。

然而，美国在疫情以来的扩张阶段中较好地应用了政策组合。在疫情初期，财政和货币政策均大幅放宽，其中财政宽松在很大程度上得到无上限 QE 支持。在 2020 年和 2021 年财政政策和货币政策双松时期的联邦财政基础支出（不含利息支出）/ 名义 GDP 比值分别达到 29.1% 和 27.4%，高于 2008 年时金融危机时的峰值 23%；在 2022 年和 2023 年货币紧缩中该比值虽边际收紧但仍分别达到 22.5% 和 21.6%，高于历史水平 18.8%。相对宽松的财政政策部分抵消了货币政策紧缩对经济的负面影响。

（二）财政政策对经济增长的作用提升

第一，在美联储量化宽松政策支持下的扩张性财政政策并非增加政府支出，而主要采用向家庭派发现金支票、延长失业保险等转移支付方式。这种“直升机撒钱”的方式起初曾受到诸多质疑，但实践证明其具有以下几方面优势。

一是直接性和普遍性。转移支付直接进入个人银行账户，缩短了财政支出传导到实体经济的通路。2020 年 3 月至 2022 年 12 月，个人转移收入在全部收入中占比的月均值达 23.66%，峰值曾达 37%，远高于 2008 年金融危机时期的 21%；2023 年以后该比值虽有所回落但仍接近 20%，高于历史水平 14.58%。此外，本轮转移支付基本上不考虑个人收入及就业状况，缩短了时间，提高了效率。

二是将外生性的财政政策内在化，通过激活 GDP 核心部分——消费支出来增强增长的内生动力。

三是提高了财政支出的乘数效应。转移支付主要受益者是消费倾向更高的中低收入群体。数据显示在财政刺激实施后消费支出占可支配收入之比的月均值从疫情前接近历史水平的 88% 上升到 2022 年年初 94% 的历史峰值，在 2021 年下半年到 2023 年仍维持在 92% 高位。而转移支付在支持消费支出的同时也增加了超额储蓄，形成了收入—储蓄—支出—同增长的良性循环。

四是延长了财政支出作用环链。消费支出更多集中在需求端，其增长带动了工业生产和库存等商业活动。2020 年 1 月至 2023 年 12 月工业生产和个人消费支出月同比之间相关性达 0.95，远高于 2000

年以来的历史水平 0.74。

“直升机撒钱”方式主要存在以下弊端：一是普遍性现金支付不会显著增加在职人员或收入较高群体的支出，却增加了财政赤字；二是在供应链瓶颈状态下过度刺激需求增长导致供需失衡和通胀；三是财政政策货币化使赤字和债务上升趋势更难逆转，而这些可能在长期影响增长的可持续性。

第二，财政支出向增强经济可持续性倾斜。投资在财政支出中的占比从疫情前的 24% 上升到 2023 年第四季度的近 27%；并且投资向基础设施等结构性领域倾斜——自 2022 年第三季度以来基础设施在投资支出增长率中贡献度平均值达 1.2%（季度环比年化），高于历史水平 0.07% 并领先于设备类投资。此外，州和地方政府在基础设施投资增长中的作用也在增强。

（三）经济政策对未来经济持续增长的作用

第一，由于美联储采用了前瞻性指引，货币政策的滞后效应缩短但仍在延续。2023 年 7 月很可能是美联储升息周期的终结。而历史上美联储在停止升息到开始降息之间平台期为 1~15 个月，平均为 3 个月。如果如市场预期，美联储从 2024 年 6 月开始降息，则这次平台期将长达 11 个月，这意味着高利率维持的时间跨度将超过历史水平。此外，美联储从 2022 年 6 月开始的资产缩减 QT 过程将会延续到 2024 年下半年，缩表总额预计至少为 2 万亿美元。这意味着紧缩政策的滞后效应，特别是高利率对再融资的影响将在 2024 年延续，但可能会递减，并在 2025 年逐渐消退。

随着美联储已结束升息并可能在 2024 年下半年降息的预期逐渐形成，特别是随着时间接近，美国将进入“停止升息+降息预期”的前政策逆转期；有迹象显示政策逆转的效应可能提前释放。例如，联邦基金代理利率自 2023 年 8 月触顶回落，和联邦基金利率的差值也开始收窄；30 年固定房贷利率从 2023 年 10 月的周期高点 7.79% 下降至 2024 年 2 月的 6.6% 左右。前瞻性指引及预期作用可能驱使企业超前调整资产负债结构，使负债对利率更敏感，以降低融资成本。而在未来若干年利率将处于下降周期，并且美联储可能在 2024 年减缓或结束缩表，货币政

策将从紧缩转向中性，其作用也将逐渐转为中性。

此外，值得关注的是，在以往升息周期结束之际往往伴随着经济衰退风险上升甚至已进入衰退期；美联储为了规避衰退而开始降息，因此，降息和收益率曲线从倒挂转为正常往往伴随着衰退。而本次降息可能主要并非为了规避衰退，而是在完成了降通胀目标后的利率正常化过程；这意味着这次收益率曲线从倒挂转为正常未必能够作为衰退发生的前兆。

第二，财政政策边际收紧，更接近中性，促进作用减弱。美联储经济学家通过研究发现，按照历史上美国产出缺口与财政基础赤字（不含债务利息支出）之间的长期关系，基于疫情衰退期间产出缺口数据，基础赤字的合理区间为 GDP 的 7% 左右，当前却上升到了 11%（Brigid Meisenbacher, 2023）。财政和债务大规模扩张在短期促进了经济增长，但也限制了未来继续扩张的空间。据美国国会预算办公室 CBO 预测：财政基础支出/名义 GDP 比值将从疫情期间的高点在 2024—2028 年下降到接近 20%，仍将高于 18% 的历史水平，处于中性偏宽松区间。

第三，疫情以来，美国在实施具有自动稳定器作用的周期性财政政策的同时，也越来越注重立法方式向长期结构性产业政策倾斜。主要包括《基础设施投资和就业法》《通胀削减法》和《芯片与科学法》。这三项立法将在 10 年内推出 2 万亿美元联邦支出，成为自二战后新政以来最大的跨部门公共投资。这些立法不仅凸显了政府的角色，而且使得原本隐形的产业政策变得更显性化，其与财政政策结合将助推美国制造业回流，对美国近期增长和长远发展均具有重要促进作用。但这些政策的实施仍有许多瓶颈，其作用也需要假以时日才能体现，难以显著体现在近期经济增长中；并且高赤字和公共债务的危害，及其对私有部门投资的挤出效应又可能弱化其对经济增长的作用。

二、金融条件和风险在美国经济韧性中的作用及其可持续性

第一，金融条件收紧但仍相对宽松。过去 30

多年来，金融周期在美国经济周期更迭中的作用也在上升；金融条件收紧或金融危机成为判断经济下行或衰退及其严重程度的重要因素；特别是在为应对通胀出台紧缩货币政策的情况下，更需要金融条件相应收紧，也更容易导致衰退。

金融市场和信贷市场扩张和收缩的状态可用芝加哥联储的全国金融条件指数（NFCI）及信用子指数代表。考察过去 50 多年的数据发现，联邦基金利率与金融条件指数之间具有 0.6 的相关关系，与信用子指数之间具有 0.41 的相关关系；二者周期性变化的驱动因素都是美联储货币政策周期。而在紧缩周期内，金融条件不随之相应上升则有助于缓解紧缩对经济的冲击，实现软着陆。考察过去 50 多年的数据发现，每次美联储加息导致的经济衰退都伴随着金融条件指数和信用子指数上升到 0 以上，且同时伴随着风险子指数上升到 0 以上；而衰退程度大致和美联储升息以及这三组指数上升程度正相关。相反，在升息周期中实现软着陆的情况则伴随着这三组指数不随升息上升而是维持在负值区间。典型案例如 1994 年升息周期中的软着陆。当时金融和信用条件仍维持相对宽松，金融风险较低；在升息期间联邦基金利率从 3% 升至 6%，三组指数也相应上升，但仍维持在负值区域；相应地，经济活动持续但减速扩张，失业率则从 6.6% 下降到 5.4%。

在美联储 2021 年年底开启货币政策紧缩周期后，这三项指数也随之上升但幅度温和，不仅低于历史上经济下行及衰退期间，而且在 2023 年地区银行倒闭事件之后有所回落，缓解了政策紧缩对经济增长的影响。从趋势看，货币政策逆转的预期已体现在金融条件中：2023 年 11 月以来三项指数均呈现下降趋势，其中信用子指数在 2024 年 1 月降到 0 以下，这也是该指数自美联储升息以来首次低于 0（见图 1）。

第二，银行和非银行对实体经济融资减弱但仍相对强劲。一是银行融资。银行信贷随美联储升息而收紧，但仍相对宽松。美联储关于银行信贷官员的考察显示各类信贷条件均收紧，并且需求下降。2022 年 11 月—2024 年 1 月银行贷款和租赁月同比增幅平均值虽达 7.2%，高于历史水平 6.9%，但从周期高点 12.2% 持续下降到 2% 左右。

二是非银行融资。非银行融资在美国全部融资中占比 60% 左右，其在本周期中波动较大但仍相对强劲；股票在一级和二级市场形成的权益资本本年增长率在 2020 年和 2021 年分别高达 71% 和 11.4%，在 2022 年下降了 77%，但在 2023 年回升到 40%；公司债券增量年增长率在 2020 年高达 60% 并达到 2.27 万亿美元的历史峰值，2021—2023 年年增长率下降，但增量仍分别为 1.96 万亿、1.37 万亿、1.44 万亿美元，仍接近疫情前平均水平 1.49 万亿美元；商业票据存量年增长率在 2020 年为 -5.6%，在 2021—2023 年分别为 2.8%、15%、1.4%，在 2023 年达到 1.18 万亿美元历史峰值（SIFMA）。

三、实体经济因素在美国经济韧性中的作用及其可持续性

（一）美国消费者支出的动能及其可持续性

消费支出在美国 GDP 中占比高达近 70%，其增长状态及可持续性支撑经济增长及其可持续性的基础。疫情以来经济政策、金融条件、个人收入、净资产、就业市场等周期性和结构性因素共同形成了消费支出的特征状态。

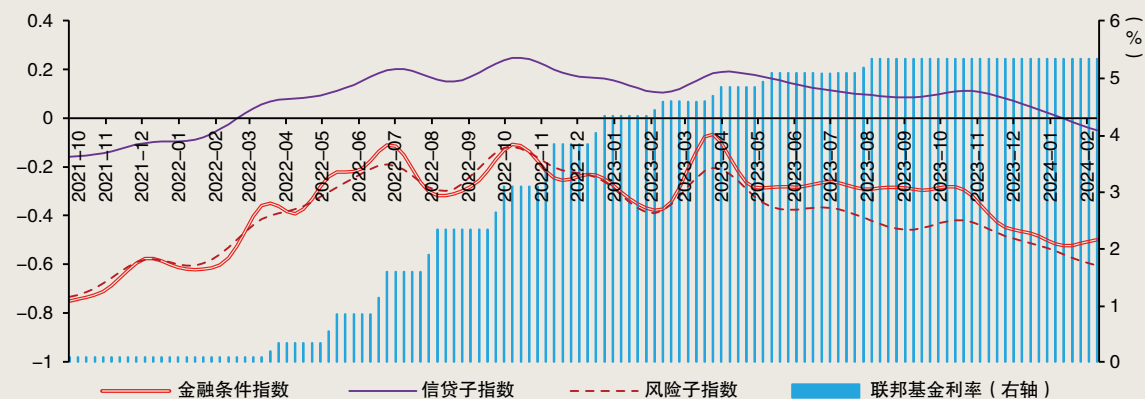
1. 消费支出的动能

第一，收入效应。疫情以来美国个人可支配收入增长相对稳定。主要驱动因素包括以下方面。

一是扩张性财政政策增加了个人转移收入。个人消费支出与可支配收入同比增幅之间具有很强的长期相关性；而转移支付更多惠及消费倾向更高的中低收入群体，这又进一步助推消费支出增幅领先收入；叠加疫情造成的服务方面被压抑的需求逐渐释放，使得个人消费支出/可支配收入比值自升息以来到 2023 年年底上升到 92%，高于疫情前的 89% 和 88.5% 的历史水平。

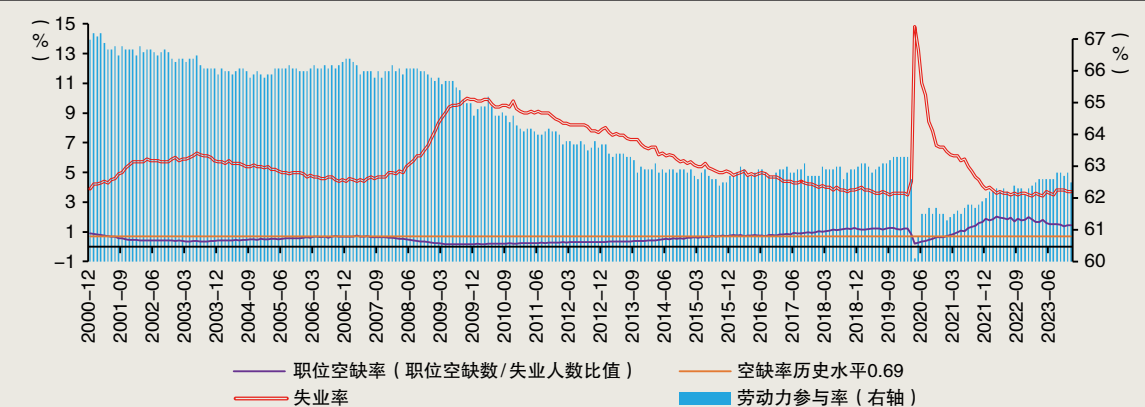
二是升息增加了净利息收入。研究发现，在 2008 年金融危机以前美国个人净利息收入（利息收入和利息支出差值）与联邦基金利率之间具有 -0.74 相关关系；而随后至今二者转变成为 0.62 相关关系，净利息收入随美联储利率同升降。其中原因可能是 2008 年金融危机后个人更注重资产负

图1 芝加哥联储金融条件指数、信贷子指数、风险子指数、联邦基金利率（周均值）



资料来源：美联储

图2 美国的劳动力参与率、职位空缺率和失业率（月均值）



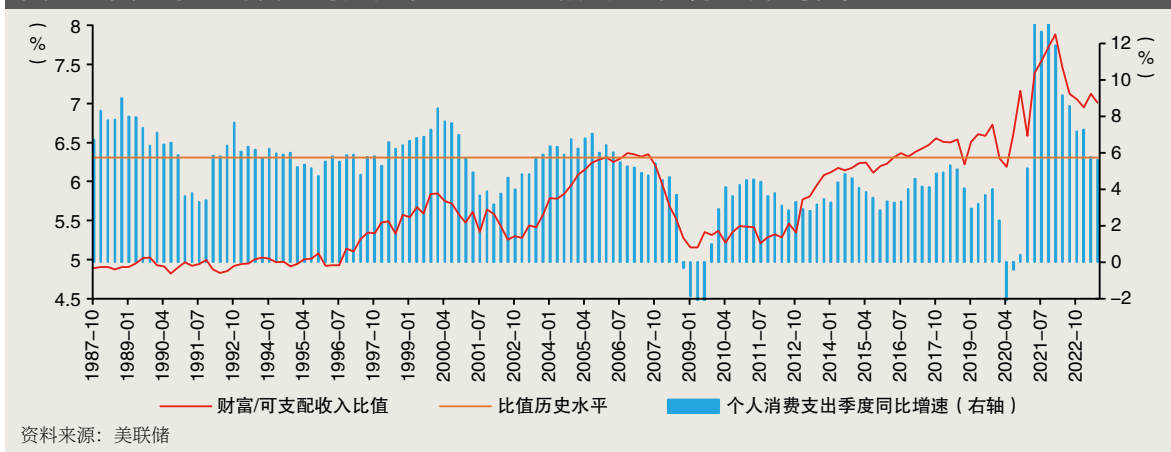
资料来源：美联储

债管理，在低利率环境下增加债务并尽量采用固定利率和较长久期；而在高利率环境下增加定期存款等高利息收入资产并减少债务。其结果是个人净利息收入月值在2022年3月到2023年12月达到1.289万亿美元，高于2020年2月到2022年2月低利率环境下的1.238万亿美元和历史水平0.845万亿美元。

三是长期结构性变化增强了就业市场韧性。反映这一变化的重要指标是职位空缺数和空缺率（职位空缺数/失业人数比值）及其与失业率关系的变化。在疫情前，当失业率下降到“非周期性失业率（CBO数据）”以下时，职位空缺数通常不会显著高于历史水平即531万左右。然而，自疫情以来职位空缺数趋势性上升，从2008—2019年的月平均值476万，上升到2020—2023年925万；与此同时，职位空缺率月均值也从0.57上升到1.31。自美联储升息以来，职位空缺数从2022年3月历史峰

值1200万下降到2023年年底的900万左右，但仍远高于历史水平530万；同期职位空缺率也从历史峰值2下降到1.44，但仍远高于历史水平0.69；而此时失业率仍维持在3.7%的历史低位，并且低于同期非周期性失业率4.4%，这意味着大约有0.7个百分点的失业率可归因于结构性因素。就业市场的主要结构性变化包括人口结构的变化，25~54岁主体工作年龄人口年增长率平均值从2008年金融危机前的1.5%下降到目前的0.07%，同期老年人口与劳动人口比例从18.6%上升到26.4%；与这些因素相伴随的是劳动力参与率年均值从2008—2019年的63.7%下降到2020—2023年的62.1%（见图2）。研究发现，职位空缺率与劳动力参与率月均值之间有-0.7的长期相关关系。这提示劳动力参与率下降是导致职位空缺率维持高位的重要原因，并且疫情进一步助推了这些变化。美联储经济学家研究同

图3 美国的家庭财富与可支配收入之比、消费支出（季度平均值）



样发现，自疫情以来美国的劳动力参与率下降中超过 2/3 可归因于持续趋势性因素，不到 1/3 是由于暂时经济状况或周期性因素（Andreas Hornstein, 2023）。而稳健的消费者收入和支出起到重要支撑作用，并缓解了美联储升息对就业市场的传统负面冲击。

第二，储蓄效应。财政刺激在增加个人支出的同时也增加了储蓄（可支配收入中未支出部分），并形成了超额储蓄（高于历史水平）：个人储蓄率在 2020 年 3 月到 2023 年 12 月平均值达 8.4%，最高曾达 32% 历史峰值，远高于疫情前的 6.1%。并且即使在储蓄率回复疫情前水平时储蓄量仍高于疫情前趋势水平。美联储经济学家研究自疫情以来的家庭储蓄模式发现，相对于之前的经济衰退，家庭迅速积累了前所未有的约 2.1 万亿美元规模的超额储蓄；截至 2023 年 9 月，超额储蓄仍有约 0.43 万亿美元（Abdelrahman, Oliveira, 2023）。

第三，债务效应。个人可支配收入大致有三个去向：消费支出、债务支出、储蓄。在本周期中个人债务负担较低，财务状况较稳定。这在一定程度上也是因为在 2008 年金融危机后个人和家庭更注重资产和负债特别是债务成本管理，另一方面，也是由于银行业普遍维持了更高的信贷条件以控制资产质量。这主要表现在：其一，疫情以来家庭全部债务 / 可支配收入比值和房贷 / 可支配收入比值分别从 2008 年金融危机时 13.3% 和 7.3% 的历史峰值下降并维持在 10% 和 4%，这也低于历史水平 11% 和 5.4%。其二，30 年房贷固定利率月均值从 2022

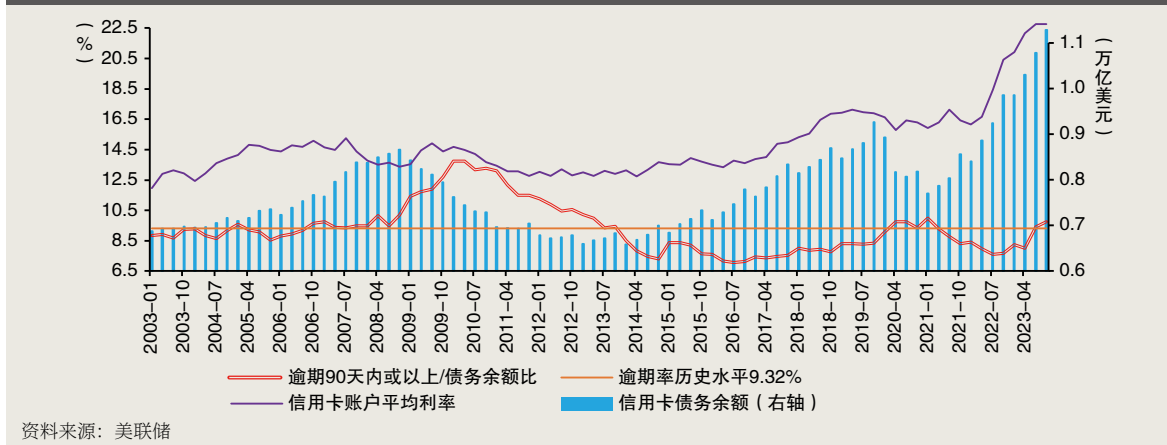
年 3 月 4% 以下的历史低位在 2023 年 10 月达到 7.6% 左右，远高于 2008 年危机发生之前的 6.5% 左右。但由于在升息前存量房贷中 89% 为固定利率，这使得升息并未推升存量房贷还债额，并且在利率上升的环境下新房贷增长有限，因此家庭整体债务负担并未随升息显著上升。此外，由于市场普遍预测房贷利率将在 2024 年随美联储降息下降，许多新增房贷申请者选择了浮动利率或最初若干年浮动的贷款。而浮动利率不仅比固定利率低 100 个基点以上，在近期还有下降趋势，采用这类房贷可进一步减轻债务人未来还债负担。

第四，财富效应。美国的家庭财富（净资产 = 总资产 - 总债务）市值和个人消费支出季度同比之间具有 0.6 长期相关关系。财富增长通过以下渠道增加消费支出：增加存款、货币市场基金、退休账户等资产收入，增加家庭净值贷款额度，提升家庭收入预期和信心。在本轮经济周期中，主要由于股市和住房市场上升导致家庭财富领先收入增长。从 2019 年第四季度到 2023 年第三季度财富总额从 110 万亿美元上升到 142 万亿美元，增幅达 29%，高于可支配收入的 24%；相应地，财富 / 可支配收入比值从 6.72 上升到历史峰值 7.2（见图 3）。财富增长在支出增长中权重上升，直接和间接地支持了消费支出增长。

2. 消费支出的可持续性

个人消费支出可能持续增长但幅度减缓；这是因为上述正面因素中有些可能延续，有些可能减弱，同时也可能出现新的负面因素。

图4 美国的信用卡债务余额、利率、拖欠率（季度平均值）



第一，收入效应将会持续但可能弱化。转移支付在经历了大幅上升之后已回归常态，其季度同比增幅自2022年第四季度到2023年第三季度下降到2.66%，已低于历史水平6.8%。但随着通胀率下降，个人可支配名义和实际收入差值从2022年6月的周期峰值6.8%下降至2023年12月的2.7%，已低于历史水平3.4%。这意味着收入的购买力逐渐回归常态，将增强支出的可持续性。此外，劳动力市场短缺可能延续，但工薪增幅可能减缓。美联储经济学家研究发现，人口老龄化等趋势性因素在未来10年内可能使劳动力参与率再降低1个百分点（Andreas Hornstein, 2023）。国会预算署CBO预测未来10年内非农就业年增长率将从2023年的2.3%下降到0.4%，而劳动力参与率年均值可能从62.6%下降到61.4%。但个人收入上升的趋势可能减缓，例如，雇员工薪收入月同比从2021年4月到2022年9月经历了接近10%的高速增长，随后直到2023年12月回落到6%，接近历史水平5.3%；未来随着通胀下降和就业市场短缺缓解，其增长势头可能进一步减弱。

第二，超额储蓄效应将持续但可能弱化。美联储经济学家研究发现，2023年年底超额储蓄量仍有约4300亿美元，这些储蓄可能在2024上半年继续下降直到耗尽（Abdelrahman, Oliveira, 2023）。而

超额储蓄接近耗尽的重要指标是信用卡债务及其拖欠率上升。由于信用卡债务利率远高于其他利率，消费者通常选择在计息前付清余额。自升息以来信用卡债务平均利率从16.17%上升到22.75%，但同期银行对个人的信用卡有息贷款在全部信用卡交易额中占比已从13.9%上升到17.15%^①，并且逾期在90天内或更长时间的余额在全部债务余额中占比从8%左右上升到9.74%（纽约联储），接近疫情衰退期水平，高于历史水平9.32%（见图4）。2023年银行的信用卡贷款增幅出现下降趋势。这些均提示消费者收入和储蓄可能不足，并且财务状况有恶化趋势，依靠信用卡借贷支持的消费支出难以持续。

第三，个人财务稳定性及财富增长可能延续。纽约联储2024年1月考察发现，个人对未来收入增幅的预期上升到了3.1%，高于疫情前的2.7%；而对支出增幅的预期维持在5.0%不变，高于疫情前的3.1%；与一年前相比，大部分受访者对未来信贷可获得性的预期明显改善，而预期信贷条件收紧的占比下降；预期未来3个月无法支付最低债务的占比下降至12.1%，与疫情前普遍水平相当；预期一年后财务状况不变或更好的占比上升到76.5%，达2021年9月以来最高水平（纽约联储SCE, 2024）。这提示财富效应在未来消费支出中的权重仍将较高。

① 根据 Nilsen Report 和美联储数据估算。

（二）美国商业活动的动能及其可持续性

1. 周期性因素

第一，由消费支持的商业活动。从疫情复苏到升息前个人消费实际支出中货物部分月同比增长率高达近10%，相应地，工业生产指数、制造业采购经理指数PMI也随之上升。但自美联储升息以来到2023年年底货物支出下降到0.88%，低于历史水平2.98%；相应地，工业生产指数特别是其中的消费品制造指数在2022年年底经历增长型衰退，制造业PMI进入50以下的萎缩区间。但同期个人服务支出月同比增长率维持在2.67%，略低于疫情复苏到升息前近2.85%的水平，高于历史水平1.63%；服务业PMI指数也仍处于扩张区间。

第二，企业财务状况相对稳健但升息的滞后效应还在延续。一是企业财务状况相对稳健。企业的资产负债管理有效地规避了升息对融资成本的影响。美联储经济学家研究发现：本次美联邦升息到5%时，企业利息成本中位数仅上升到1%（Yuriy Kitsul et al., 2023）。其原因在于企业在疫情之初利用低利率和优惠信贷政策从事长期固定利率融资。2020年美国投资级和非投资级公司分别增发了1.849万亿和0.423万亿美元债券，同比增幅分别达62.6%和51.9%，其中91%为固定利率债券；2021年投资级债券发行量下降到1.47万亿美元，但仍高于疫情前的三年平均值1.22万亿美元，而非投资级债券则同比增长14.8%达0.486万亿美元，二者的固定利率占比达86%；在美联储升息的2022年和2023年投资级债券发行维持在1.2万亿美元左右，而非投资级债券则下降到0.11万亿美元和0.18万亿美元，固定利率在二者占比下降到78%和83%（SIFMA）。2024年1月纽约联储的“公司债券市场压力指数（CMDI）”显示公司债券市场运作良好，投资和非投资级债券市场运作均有所改善，仍处于正常水平。此外，企业整体杠杆率低，利息覆盖率（ICR=息税折旧摊销前利润EBITDA/利息支出比）高，流动性充足。企业在升息前即维持了充足流动资金，其现金及银行支票存款从疫情前的1.3万亿美元上升到2021年第四季度的2万亿美元，此后一直维持在1.927万亿美元小幅波动，并且在2023年第三季度达到2.02万亿美元历史峰值；同期现

金及银行支票存款/资本资产的比值从2.67%上升到3.5%的周期峰值，高于历史水平2.15%。此外，2023年企业税后利润增长相对稳定以及股市复苏等因素均支持了企业投资和商业活动。二是升息的滞后效应还在延续。2024—2025年预计有15%左右公司债券将会到期，而利率仍将维持在相对高位，这将使企业特别是小企业、非投资级以及有大量再融资需求的企业再融资成本上升。投资支出比消费更敏感于货币政策紧缩。美联储经济学家研究发现，2023年年底陷入困境的企业（违约距离较低的企业；违约距离采用公司股票估值和杠杆变量，基于默顿Merton违约距离模型计算）所占比例约为37%。在升息周期中困境企业的借贷降幅明显大于健康企业，升息影响在1~2年左右达到峰值（Ander Perez-Orive et al., 2024）。但鉴于美联储即将开启降息周期，这又可能减缓再融资成本上升。

第三，库存周期及其变化。美国企业在疫情发生后为了应对供给短缺曾大幅主动加库存，库存/最终销售比值从疫情之初的周期低点2.15持续上升并在2022年第二季度达到2.48的历史峰值；随后进入主动和被动去库存周期，该比值持续下降，并在2023年第二季度以来降到历史水平2.3以下。这意味着降库存周期可能接近触底，并可能在未来反弹，进入主动加库存周期。

2. 结构性因素

第一，根据美国统计局预测，2024年美国可能出现30449家新企业，环比增加2.6%；并且新增企业数高于破产和关闭企业，这将对就业起到支持作用。

第二，在劳动力短缺和工资上升环境下，劳动生产率持续增长是降低单位劳工成本同时支持经济增长的关键点。美国劳动生产率增长率自疫情以来波动起伏，但在企业提高效率的压力和高科技驱动之下，其在2023年第二季度至第四季度分别经历了3.5%、4.8%和3.2%（季度环比年化）的增长，高于二战以来2.19%的历史水平；而涵盖了技术和管理成分的全要素生产率（TFP）自疫情以来增长平稳，平均增长率为2.56%（旧金山联储数据），低于二战以来3.59%的历史水平。据CBO最新预测，未来5年美国的劳动生产率年增长率平均值为1.8%，难以恢复强劲趋势；实际GDP增长幅度及总



量在 2023 年第三季度稳定超过了潜在水平，但未来五年内其年增长幅度及总量可能会略低于潜在水平（CBO，2024）。

四、特殊形态的周期轮替——序贯式局部衰退在美国经济韧性中的作用

美国的本次经济周期表现出两个失衡：主要部门和板块间在周期发展阶段上错位；就业与经济活动间错位。这种状态的形成有特殊原因：本次周期的主要驱动因素是货币政策、金融条件和商业周期变化，但也有特殊因素——疫情及相关的超级财政和货币政策刺激；这些导致美国经济在 2020 年大 V 形反弹，并且造成随后复苏和扩张的错位。这主要表现在 2022 年财政刺激逐渐退出，货币政策大幅快速收紧，金融条件随之收紧，企业去库存，上述因素导致整体经济快速进入扩张后期；然而各领域和板块对这些因素的反应不同，包括利率敏感度不同、货币政策滞后期不同、金融条件收紧的影响不同、库存周期不同等形成了各领域和板块周期发展状态及时间的差异，并带来了序贯式局部衰退。

以 GDP 成分作主线扩展相关数据，按照各领域和板块在本周期中达到或预计达到峰值的时间为顺序，局部衰退大致顺序为：第一，已发生衰退或负增长部分：耐用品支出、住房市场 / 居住类投资 / 住房建造、非居住类投资 / 工业生产 / 制造、库存投资。第二，可能发生衰退或负增长部分：服务支出、服务业、就业。第三，由于目前服务支出、就业仍持续增长，并且有些板块，包括住房市场 /

居住类投资 / 住房建造类、制造、消费货物支出可能已触底并小幅反弹，这进一步预示软着陆或温和衰退前景。

按照衰退定义，这种序贯式局部衰退可能具有广泛性和持续性，但由于衰退冲击在时间上分散而可能不具有深度。总之美国经济在这次货币政策紧缩周期中更具有韧性；但近期高于潜在水平的增长不具备可持续性，而更有可能的是软着陆或减速增长。

参考文献：

- [1] 陆晓明 . 金融市场与联储紧缩政策的互动及其含义 - 基于金融条件指数的分析 [J]. 国际金融, 2022 (11) : 12-19
- [2] 陆晓明 . 美国的货币政策周期、信用周期和经济周期 - 互动及近期趋势 [J]. 国际金融, 2023 (9) : 26-31
- [3] 陆晓明 . 美国经济的非均衡状态及序贯式局部衰退分析 [J]. 中国外汇, 2023 (9) : 28-31
- [4] Ander Perez-Orive and Yannick Timmer. Distressed Firms and the Large Effects of Monetary Policy Tightenings[R]. Fed, 2024-1
- [5] Brigid Meisenbacher and Daniel J. Wilson. Recent and Near-Term Fiscal Policy: Headwind or Tailwind?[R]. Fed, 2023-11
- [6] Falk Bräuning, Gustavo Joaquim, and Hillary Stein. Interest Expenses, Coverage Ratio, and Firm Distress[R]. Fed, 2023-8
- [7] François de Soyres, Dylan Moore, Julio Ortiz. An update on Excess Savings in Selected Advanced Economies[R]. Fed, 2023-12
- [8] Yuriy Kitsul, Bill Lang and Mehrdad Samadi. Monetary Policy Tightening and Debt Servicing Costs of Nonfinancial Companies[R]. Fed, 2023-12

（责任编辑：冯天真）