

Dudley-2018年及未来美国经济前景

本文由智堡翻译，支持智堡请下载智堡APP并订阅我们的黑金会员。

2018年1月11日，纽约联储主席杜德利在美国证券业与金融市场协会(SIFMA)发表了名为《2018年及未来美国经济前景》的演讲，提到：

从广义上讲，2018年经济持续扩张的前景看来相当光明，经济可能会继续以高于趋势的速度增长，带来劳动力市场趋紧和薪资增长加快。在这种情况下，预计通胀率会朝着2%的长期目标上升。

长期来看，我对经济前景的态度要谨慎得多。让经济保持可持续发展的道路可能会变得更具挑战性。尽管最近通过的减税和就业法案可能会在短期内为经济增长提供额外的支持，但它是有成本的。毕竟，天下没有免费的午餐。**这项立法将增加美国的长期财政负担**（而这已经面临着其他的压力，例如，随着婴儿潮一代的退休，更高的偿债成本和福利支出）。尽管这似乎并不是市场参与者今天的一大担忧，但当前的财政路径是不可持续的。从长远来看，忽视预算的数学风险会推高长期利率、挤出私人部门投资、削弱国家的信誉。这些动态可能抵消税收方案对资本支出和潜在产出的任何有利的直接影响。

有利的短期展望

短期来看，经济有望获得另一年超趋势增长，稳健的基本面将支持消费支出继续温和增长，更快的薪酬增长和健康的就业增长将促进家庭收入。此外，总体家庭资产负债表仍保持良好状态，部分原因是房价上涨、股市强劲、家庭债务只出现温和增长。过去一年，全国房价上涨了约7%，标准普尔500指数上涨了近20%。相比之下，家庭债务在过去一年中增长了大约4%，仅略高于个人收入的增长。此外，家庭偿债负担较低，反映了较长时期的低利率。

当然，总体数据掩盖了一些根本问题。值得强调的两个问题是**收入和财富不平等的持续增长**以及**学生贷款债务的增加**。许多收入较低的人并不直接从上涨的房屋和股票价格中获益。而且，学生贷款债务负担上升使许多年轻人更难成为房主。这一点很重要，因为房屋所有权是许多家庭财富积累的主要途径。然而，紧缩的劳动力市场应该为工人提供更多的就业机会，建立人力资本，并获得更大的机会来改善他们的财务状况。

在商业方面，投资支出应该会保持稳定。**企业现金流强劲，并且将从最近制定的税收立法中获得明显提升**。法定企业所得税税率从35%降至21%以及投资100%费用化将降低企业的实际资本成本。

此外，美国经济将得到最近全球经济前景改善的良好支持。欧洲和日本更同步的周期性复苏，以及许多新兴市场经济体的复苏，都将确保对美国商品和服务的需求依然强劲。

综合来看，**我提高了2018年实际GDP预测0.5%-0.75%，至2.5%-2.75%区间内，上修的三分之一反映了2018年经济的强劲势头，三分之二反映了税收立法的刺激效果。**

虽然这项立法将在2018年和2019年将联邦财政收入减少约1%，但我预计经济增长将会比这更少。最重要的是，大部分的减税措施都是针对企业部门和收入相对较低的高收入家庭的，这些部门边际消费倾向相对较低。这表明**大部分的减税将会被储蓄，而不会被消费。**

在商业方面，企业税率降低和全面费用化对投资的推动可能相对温和。在过去，总投资支出对资本成本并不是很敏感，对企业有效税率的降低幅度仅为3%-4%，远低于法定税率的降低幅度。在家庭方面，许多重要条款的临时性质可能会削弱这种影响。如果家庭认为收益可能是暂时的，他们可能不会花更多的税后收入。

最后，立法很可能产生一些摩擦成本，减轻其对增长的效果。特别是，它可能会对不同区域和经济部门产生不同的影响。

如果2018年经济继续以超趋势速度增长，劳动力市场应该进一步收紧。事实上，我预计今年失业率将降至4%以下，达到至少2000年以来最低水平。如果这种情况被证明是正确的，这将带来薪资增长进一步企稳。部分人士担心劳动力市场和通胀的关系是否已经打破，我没有对这一关系失去信心。过去数年，随着劳动力市场收紧，薪资通胀从2%明显稳固至2.5%左右。各州的数据也支持失业率下降带来薪资稳固。

随着劳动力市场收紧和薪资增长进一步稳固，价格通胀将得到推升，尤其是服务业。纽约联储的研究发现，制成品价格似乎对劳动力市场的收紧程度并不敏感，相比之下，劳动力市场趋紧往往会导致服务价格上涨。这种差异大概反映了几个因素。首先，制成品的价格是由全球市场决定的，而大多数服务的价格是由当地决定的。其次，全球大部分地区的制造业仍存在显著过剩产能。第三，对于制成品，可能会有更多资本替代劳动的空间，或者通过进口劳动密集型的中间产品来降低劳动力成本。当前这种边际调整的幅度倾向于抑制高薪资成本对制成品价格的影响。最后，所谓的“亚马逊效应”可能会对商品价格造成更大的影响。

尽管通货膨胀率仍低于联邦公开市场委员会(FOMC) 2%的目标，但我仍然预计，中期通胀率将稳定在这一水平。正如我之前提到的，高于趋势的增长应该会进一步收紧劳动力市场，推高工资通胀，最终推高服务价格。事实上，我们已经看到近几个月通胀有所上升。在截至去年11月的三个月里，核心个人消费支出的年增长率为1.8%，高于去年5月的0.4%。在2017年上半年，核心通货膨胀的显著放缓，部分归因于暂时性因素，比如手机服务价格的大幅下跌。这些影响暂时抑制了同比数据。

当这些短暂的影响从今年春季的同比数据中消退时，通胀可能会上升。重要的是，尽管通胀在过去一年里低于目标，但通胀预期基本稳定。**如果低通胀结果导致通胀预期下降，我会更加担心。**这将使通货膨胀率回到2%的目标变得更加困难，并且会增加在下一次经济下行之后受困于有效利率下限的风险，而经济下行不可避免会出现。

即使在不久的将来，通胀仍略低于2%，如果经济继续在其他方面表现良好，这也不是一个严重的问题。对我来说，这意味着与“就业最大化”相关的失业率低于目前的估计，我们可以让劳动力市场进一步收紧。这将是一个积极的结果，因为美国的生产能力将得到增强，更多的人将能够找到工作，发展他们的工作技能，并建立他们的人力资本。

简而言之，2018年看起来将是经济的好年份。我预计，美联储将在实现其可持续就业最大化和价格稳定双重目标方面取得进一步进展。如果形势发展接近我今天所概述的内容，我将继续倡导逐步移除货币政策宽松。在我看来，这样做的理由仍然很充分。**尽管通胀低于目标，但我认为，在宽松的货币政策和金融状况以及日益扩张性的财政政策的推动下，这种高于趋势水平的增长前景，将会抵消这一点。**

此外，如果劳动力市场进一步紧缩，通胀可能大幅上升到高于目标的风险将更大。但是，我要明确一点：**2%通胀目标的小幅和短暂超调不会成为问题。如果出现这种情况，它将证明我们的通胀目标是对称的，这将有助于保持通胀预期在我们长期目标的基础上保持锚定。**相比之下，如果通胀在相当长的一段时间内明显高于2%，FOMC将不得不采取更为紧缩的政策立场，从而使经济扩张面临风险。在这种情况下，我们不太可能维持低水平的失业率，也不可能实现我们的通胀目标。

长期展望的潜在担忧

那么，如果2018年看起来不错，那么长期来看呢？让我先讨论一下我不担心的问题，然后再转向那些我更关心的领域。首先，我不认为经济扩张（现在已经是第九年了）仅仅因为它“老了”而变得脆弱。**经济扩张不会死于“变老”，而会死于抗击通胀的紧缩的货币政策，或者超出美联储或其他政策制定者稳定经济能力的巨大冲击。**总体而言，由于通胀低于FOMC的长期目标，我们可以在调整货币政策方面保持谨慎。

同样，**我也不担心近期美国国债收益率曲线的平坦化，尽管一些评论人士认为，这样的平坦化预示着经济衰退。**到2017年底，10年期美国国债和2年期美国国债之间的息差已从年初的125个基点收窄至52个基点。随着宽松的货币政策逐步移除，收益率曲线会出现一些平坦化是可预期的。**如果收益率曲线没有变平，就说明我们在移除宽松的过程中落后于曲线。**此外，最近的平坦化并不特别明显。例如，52个基点的10年/2年息差仅比1978年以来的平均水平低46个基点。

此外，在其他条件相同的情况下，我们应该期望收益率曲线在当前环境下比正常情况下要平坦。不仅债券期限溢价因国内外的量化宽松政策而受到抑制，低通胀环境也可能是一个因素。如果投资者认为通胀率大幅上升的风险随着通胀持续低于2%而下降，那么他们应该要求更低的债券期限溢价作为通胀风险的补偿。最后，虽然收益率曲线逆转通常先于衰退发生，但我不知道这种关系中有任何因果关系。例如，我不认为，当收益率曲线逆转时，银行不愿意放贷，而这种信贷供应紧缩“导致”经济衰退。我认为值得注意的是，**在当前环境下，较高的短期利率倾向于提高，而不是降低银行业的盈利能力。这部分可以由2017年银行股的强劲表现得到证明。**

在我看来，当投资者认为短期实际利率高且货币政策紧缩时，国债收益率曲线就会逆转。投资者预计，这样的机制将会减缓经济增长，随后会降低短期利率。因为这些期望最终被证明是有效的，我们观察到收益率曲线逆转先于并预示着衰退。但是，我们目前没有处于这种情况。**投资者预期短期利率将会上升，而不是下降，并且在未来会比现在更高。**尽管收益率曲线比较平坦，但人们普遍认为，货币政策仍未收紧。

有一个方面我可能会略感不安但不是特别担心的是金融市场的资产估值，我认为估值高企(elevated)。虽然估值是值得注意的，但我不那么担心，因为经济的表现和前景似乎与我们在金融市场上看到的一致。实体经济的波动性一直很低，而金融市场的波动性也很低，这有助于支撑高估值。另一个原因是如今的金融体系比10年前更有韧性和活力。因此，即使如果经济前景恶化，金融资产价格大幅下跌，我也不认为这样的下跌会带来10年前的破坏性影响。对主要银行来说，更高的资本和流动性要求使银行体系更有弹性，能够更好地吸收市场冲击，而不影响其在借款人和储户之间的提供信贷流动的中介能力。2008年，人们对金融体系的信心崩溃，导致信贷供应枯竭。

那么，我在担心什么呢？**有两个宏观经济问题值得注意。首先是经济过热的风险。**当现在通胀处于低位时，这似乎是一个奇怪的问题，但在我看来，这是未来几年的真正风险。经济正以超趋势的速度增长，劳动力市场已经相当紧，2018年和2019年的经济将从最近制定的税收立法中得到额外的提振。此外，尽管FOMC在过去两年里将联邦基金利率的目标区间上调了125个基点，但如今的金融状况比我们开始移除宽松的货币政策时要松得多。

这表明，**在未来几年，美联储可能不得不在某些时刻加大刹车力度。**如果这种情况发生，硬着陆的风险将增加。历史上，美联储发现很难实现软着陆——特别是当失业率低于与稳定的通胀相一致的水平时。在这种情况下，美联储无法将失业率小幅推高至与稳定的通胀水平相一致的水平以避免经济衰退。目前我不想暗示一旦FOMC认为有必要将失业率推高至可持续水平，经济衰退是不可避免的。通胀的起点也很重要，因为它将影响FOMC在收紧货币政策方面可能走多远。不过，我认为，公平地说，这一成绩的记录并不令人鼓舞。

第二个风险是美国的长期财政状况。财政政策是行政和立法部门的领域，而不是美联储，我将强调几点。首先，当前美国的财政状况远比上一轮商业周期结束时糟糕得多。例如，在2007财年，预算赤字占GDP的比例为1.1%，在2017财年，这一数字为GDP的3.5%。同样，2007财年，公共部门持有的联邦债务占GDP的比例为35%，2017财年为77%。此外，三个因素无疑将导致这些**预算压力随着时间的推移而加剧：税收立法将推高联邦赤字和联邦债务负担、随着利率正常化，偿债成本将上升、随着婴儿潮一代的退休，福利支出将会增加。**让我依次讨论这些问题。

关于税收立法，税务联合委员会估计未来10年的成本约为1.1万亿美元。这一估计考虑到立法将提高美国经济产能的可能性，即提高美国经济的潜在增长率，并且这种增量的增长将产生额外的税收收入。我认为这似乎是一个合理的估计，任何复杂的税收立法，其对长期增长和收入的影响都存在高度不确定性。从更高的资本支出和更大的劳动力供给中提升产能是有可能的，这种提升将比预期的更高，从而导致更快的增长和更大的收入。但是，另一方面，由于家庭和企业对税法的变化做出反应，调整他们的活动方式以尽量减少他们的税务负担，收入预测可能也会变得过于乐观。这可能尤其真实，因为人们希望利用个人独资企业、合伙企业、LLC和S型公司所提供的相对于工资收入更低的最高边际转嫁税率。

偿债成本无疑将受到更高水平的联邦债务和更高的利率推动。在2007财年，5万亿美元由公众持有的联邦债务偿债成本总计达2370亿美元，到2017财年，尽管公众持有的联邦债务几乎增加了两倍，达到近15万亿美元，但偿债成本仅为2630亿美元，略高于10年前的水平。在过去的十年里，短期和长期利率的急剧下降抑制了偿债成本——这个盖子现在已经被揭开了。

尽管未来利率路径是高度不确定的，但国会预算办公室(CBO)最新的十年预测显示了偿债成本的走向。CBO预计2027年的偿债成本将超过8000亿美元，接近GDP的3%，是目前的两倍多。

最后，未来十年婴儿潮一代的退休将给支出带来相当大的压力。CBO预计，到2027年，社会保障和医疗保险的支出将分别上升到GDP的6%和5%，各比2017年高1%以上。

正如经济学家赫伯特·斯坦(Herbert Stein)曾指出的，不可持续的趋势必须结束。准确地说，美国选择如何应对其财政挑战，将对未来几年的经济、货币政策和金融市场产生重要影响。

总结

综上所述，我对近期的经济前景和联邦公开市场委员会今年能够在推动通胀达到2%目标方面取得进展的可能性持乐观态度。经济有相当大的前进动能，货币政策依然宽松，金融状况宽松，财政政策将提供提振。但是，从长期来看，有一些明显的阴云。如果劳动力市场进一步收紧，将更难使经济放缓至可持续的速度以避免经济过热和最终下行。另一个重要问题是，从长远来看，有必要让国家的财政状况得到改善。拖延的时间越长，金融市场和经济的风险越大，美联储就越难保持经济平稳。

来源：<https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2018/dud180111>

The Outlook for the U.S. Economy in 2018 and Beyond