

## 美国经济的几个“谜”

——兼论新经济的影响

宏观专题

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

010-83561312

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118060007

**资本收益率平稳之谜。**过去几十年美国经济增速阶梯型下滑，即使这几年有所回升，但整体上仍弱于次贷危机前。但是美国实际资本回报率并没有随之下滑，而是维持在8%附近，同时，美国股市也表现得比较好。这是为什么？影响资本回报率的不仅仅是经济增速，还有资本收入份额等因素。1980年代以来，新经济不断成长，新经济边际成本较小，规模效应较传统经济要大，市场垄断特征比较明显，市场集中度也较高，这导致企业在产品价格和工人工资定价上都有较强的议价能力。同时，自动化时刻威胁工人，新经济一般依靠资本增强型技术进步，特别是当资本和劳动可以替代时，这也会增加企业对工人的议价能力。资本收入份额不断提升，虽然经济增速下滑，但资本回报率稳定。

**投资率下降之谜。**美国企业的资本回报率比较稳定，正常情况下，美国企业会加大融资，然后进行投资，同时拉升债券收益率，但是美国企业投资意愿并不是很强。企业投资率下降和新经济密切相关。一方面，轻资产特征导致新经济不需要那么多投资。另一方面，新经济垄断性较强，企业更愿意提高价格，来获得利润，扩大新产品产能的必要性也下降。需求低迷也是企业投资动机不强的原因。新经济导致资本收入份额上升，劳动收入份额下降，从而导致贫富差距扩大，这会降低整体的消费倾向。

**菲利普斯曲线平坦化之谜。**美国失业率从2009年开始持续下滑，但通货膨胀率却一直上不去，这让人们一度质疑菲利普斯曲线“失效”。工资增速不高是通胀低迷的最重要原因。新经济企业不仅在产品市场上具有较高的定价能力，在劳动力市场也是如此，一方面，市场集中度的提高，意味着工人的工作选择项变少，另一方面，自动化对工人的替代，资本增强型技术进步不依赖工人，会使企业对工人薪资议价能力提升。再加上，参加工会的工人下降，工人的议价能力进一步削弱，这些会导致工资的向上粘性增加，工资增速对产出缺口变得不敏感，不能随着经济增速上升。

**泰勒规则失效之谜。**前几轮加息进程中，美国联邦基金利率均能达到5%以上，而次贷危机后联邦基金利率只达到2.5%，就再次降息。在美国经济整体稳健情况下，有人认为美国联邦基金利率远远低于泰勒规则暗含的政策利率，那么泰勒规则失效了吗？低估自然利率的下降，是导致美联储的终止加息、重启降息的重要原因。由于新经济的轻资产、垄断属性，投资低迷，同时，美国储蓄率也在回升。次贷危机之后，全球风险偏好明显下降，Basel III及各国金融监管法案对金融机构的约束加强，经济主体对美债等安全资产的需求增大，这进一步拉低了自然利率。

● **风险提示：新经济对自然利率的影响比较复杂**

### 相关报告

宏观专题：负利率、数字货币与黄金价格  
2019-09-04

宏观专题：利率市场化对债券收益率的影响——兼评央行完善LPR形成机制  
2019-08-17

宏观专题：全球利率趋势性下滑的前因后果  
2019-07-19

宏观专题：影响债市的是哪一种物价增速——中国债券收益率影响因素的理论及经验分析  
2019-06-25

宏观专题：美联储利率调控体系：挑战、展望及影响  
2019-05-19

宏观专题：资本市场收益率是由什么决定的？——理论与经验分析  
2019-04-09

宏观专题：分行业市场估值影响因素检验  
2019-02-11

## 目 录

1、 引言 .....	3
2、 资本收益率平稳之谜.....	3
3、 投资率下降之谜.....	5
4、 菲利普斯曲线平坦化之谜.....	8
5、 泰勒规则失效之谜.....	9
6、 结论 .....	12
7、 参考文献 .....	13

## 图表目录

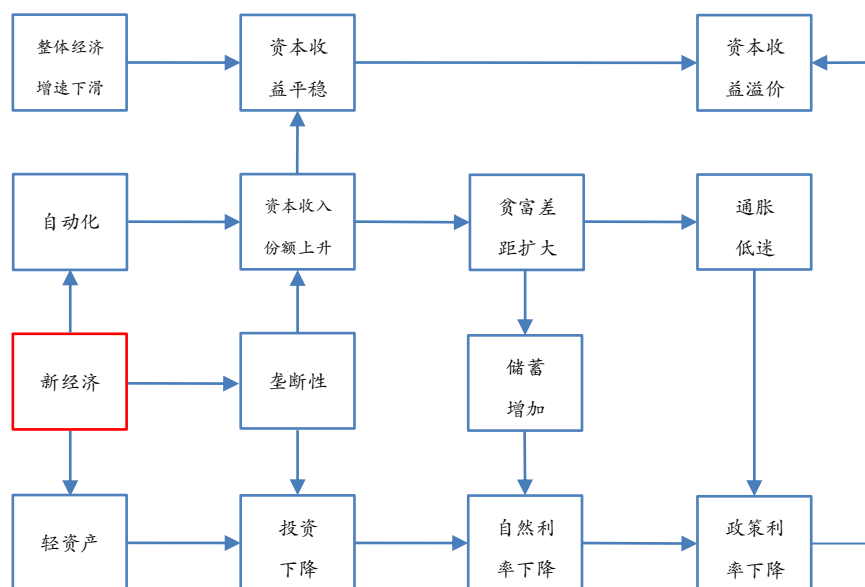
图 1: 新经济是解释美国经济之谜的关键.....	3
图 2: 美国经济增速中枢下移.....	4
图 3: 发达国家资本回报率平稳.....	4
图 4: 发达国家资本收入份额上升.....	5
图 5: 近几年美国资本形成总额占 GDP 比重有所上升, 但仍低于次贷危机前 (%) .....	6
图 6: 美国市场集中度上升.....	6
图 7: 1980 年后美国资本品相对价格下滑.....	7
图 8: 美国企业杠杆率不断上升.....	7
图 9: 标普 500 成分股回购规模.....	8
图 10: 近几年美国潜在经济增速回升 (%) .....	9
图 11: 近几年美国储蓄率上升 (%) .....	10
图 12: 近几年美国贸易逆差占 GDP 比重减少 (%) .....	11
图 13: 不同估计方法均显示美国自然利率趋势性下滑.....	12

## 1、引言

“谜” (puzzle) 的提出和解释, 是推动经济学发展的重要力量, 对资本市场也有重要的指导意义。美国宏观经济和资本市场领域有很多“谜”, 不仅投资者困惑, 经济学者也同样不解。比如, 为什么近二三十年美国经济增速整体下滑, 但资本回报率却是平稳的, 而且较高? 一般情况下, 如果资本回报率较高, 企业会增加投资, 拉升融资成本的同时, 资本回报率下降, 最终融资成本和资本回报率趋于收敛, 但是为什么资本回报率较高的情况下, 投资率是下滑的? 还有, 近几年美国经济不断复苏, 但是为什么通货膨胀一直低迷, 菲利普斯曲线失效了吗? 次贷危机前的加息周期中, 美国联邦基金利率可以达到 5% 以上, 而次贷危机后联邦基金利率只达到 2.5%, 就再次降息。北京时间 2019 年 8 月 1 日凌晨, 美联储宣布降息 25 个基点, 下调联邦基金利率至 2.00%-2.25% 区间, 为 2009 年以来首次降息。此后年内又降息两次, 联邦基金利率降至 1.50 %-1.75% 区间。有人认为美国联邦基金利率远远低于泰勒规则暗含的政策利率, 那么泰勒规则失效了吗?

其实, 这些“谜”不是独立的, 它们之间都有联系, 解释这些“谜”的关键在于“新经济”。一些文献可能单独对某个“谜”进行了解释, 本文将在一个框架内对这几个“谜”统一进行解释。如图 1 所示, 本文画了一个逻辑图。当然, 一些“谜”的影响因素不止图中的那些。下文将详细地分析各个“谜”。

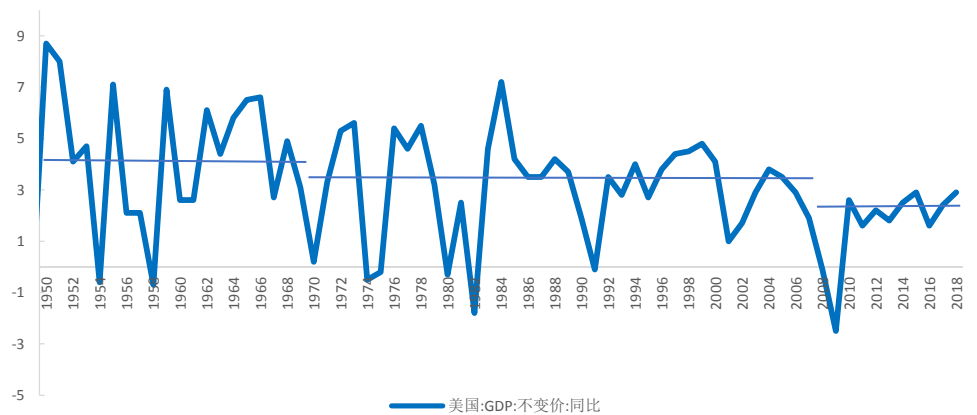
图1: 新经济是解释美国经济之谜的关键



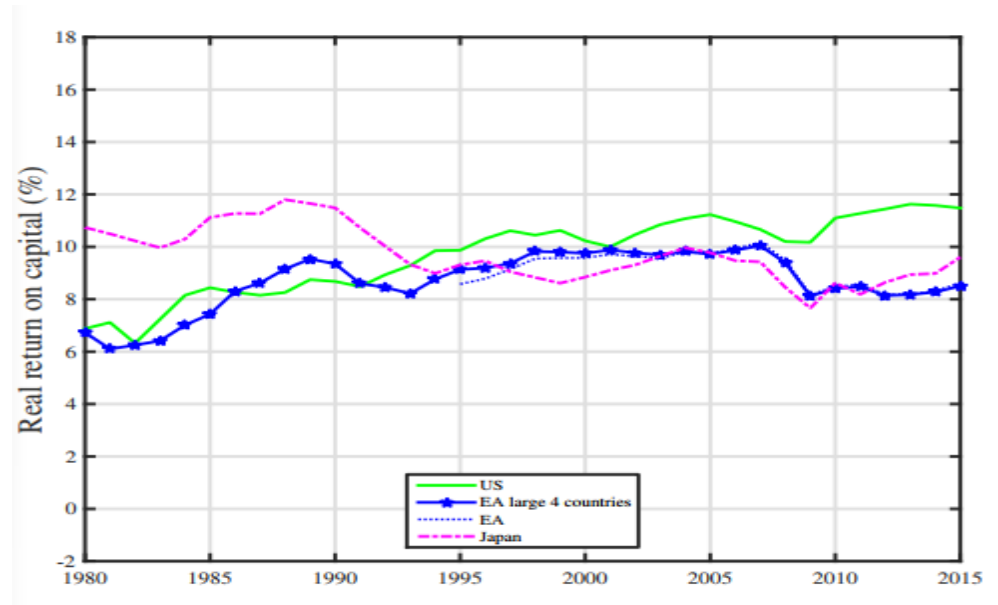
资料来源: 新时代证券研究所

## 2、资本收益率平稳之谜

过去几十年美国经济增速阶梯型下滑, 即使这几年有所回升, 但整体上仍弱于次贷危机前。一个常识是, 资本回报率受经济增速影响。但是美国实际资本回报率并没有随之下滑, 而是维持在 8% 附近, 同时, 美国股市也表现得比较好。这是为什么?

**图2： 美国经济增速中枢下移**

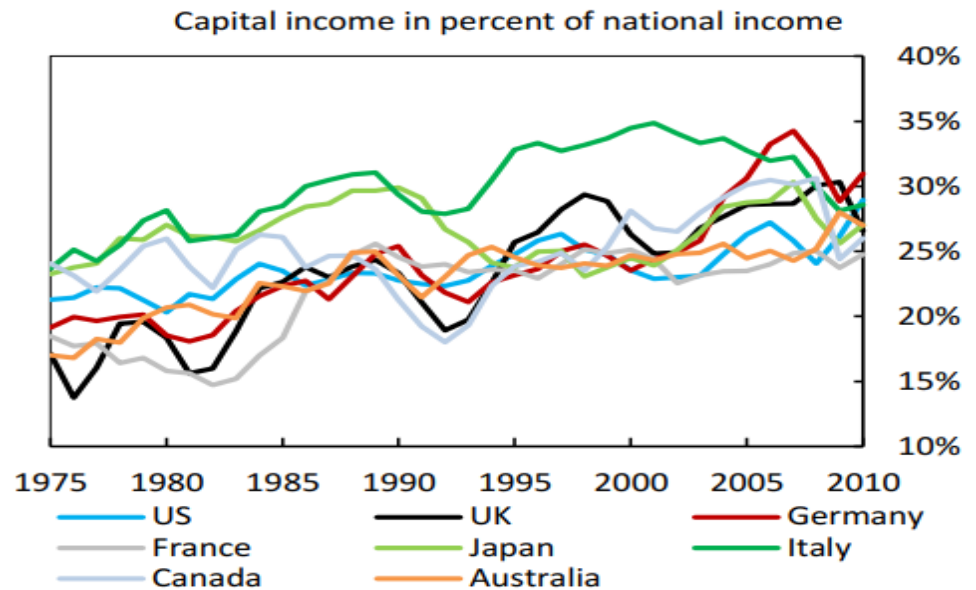
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图3： 发达国家资本回报率平稳**

资料来源：Marx et al. (2019)，新时代证券研究所

影响资本回报率的不仅仅是经济增速，还有资本收入份额等因素。产出在资本收入和工人薪资之间划分，资本回报率还受资本收入份额（资本收入占产出的比重）的影响。1980年代以来，以ICT为核心的新经济不断成长。和传统经济不同，新经济扩展市场的边际成本较小，比如Google、Facebook新增客户的成本几乎可以忽略，规模效应较传统经济要大，领先的企业可以迅速占领市场，市场垄断特征比较明显，市场集中度也较高，这导致企业在产品价格和工人工资定价上都有较强的议价能力。同时，自动化时刻威胁工人，新经济一般依靠资本增强型技术进步，特别是当资本和劳动可以替代时，更有利于提升资本的边际产出，这也会增加企业对工人的议价能力。另外，二战结束后，美国约1/3的工人是工会会员，但目前已经下滑至1/10，工人议价能力进一步削弱。这些会导致资本收入份额不断提升，虽然经济增速下滑，但资本回报率稳定，维持在8%附近。

图4：发达国家资本收入份额上升



资料来源：Piketty（2014），Rachel 和 Smith（2015），新时代证券研究所

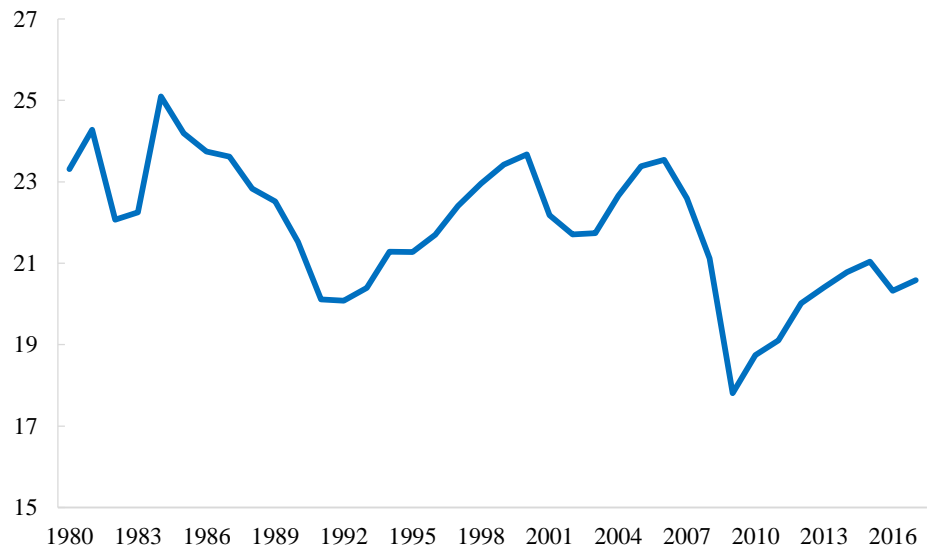
资本回报率平稳还和风险溢价上升有关。次贷危机后，经济主体更加关注风险，全球风险偏好明显下降。Basel III 及各国金融监管法案对金融机构的约束加强，经济主体对美债等安全资产的需求增大，对美债等安全资产的偏好超过了对资本投资，资本投资比美国政府债券风险更大，导致投资者要求更高的风险溢价。

此外，还有观点认为，资本变得更加“无形”，不容易衡量，导致容易低估资本存量，高估资本回报率，真正的资本回报率可能很低。但是这个观点如果成立的话，需要大量的无形资产，这是不符合实际的，低估无形资产无法完全解释资本收益率平稳。

总之，可能是企业垄断能力的提升和风险溢价共同导致了资本收益率平稳，其中前者或许是更重要的原因。

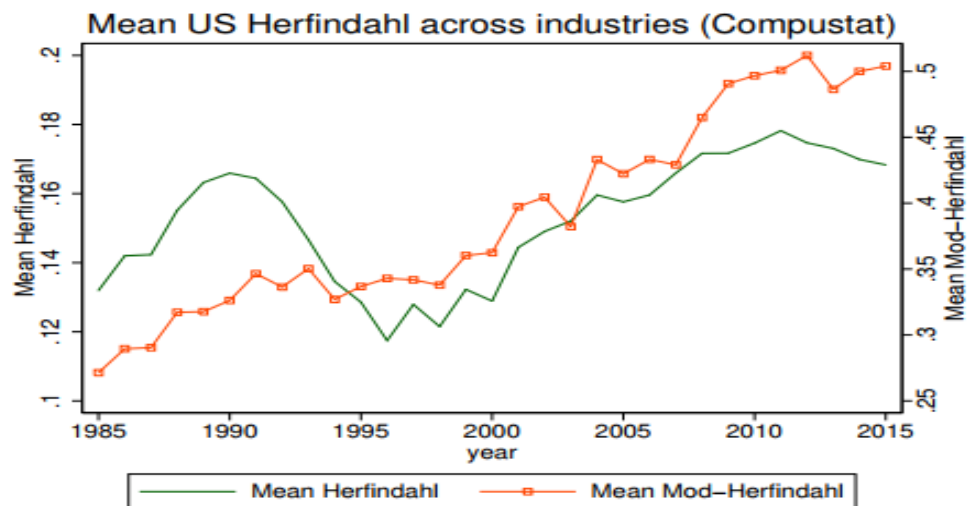
### 3、投资率下降之谜

美国企业的资本回报率比较稳定，正常情况下，企业会加大融资，然后进行投资，同时拉升企业债券收益率、国债收益率，但是美国企业投资意愿并不是很强，而且企业债券收益率、国债收益率均趋势性下滑。次贷危机后，经过市场出清，美国投资率触底回升，但仍弱于次贷危机前。

**图5： 近几年美国资本形成总额占 GDP 比重有所上升，但仍低于次贷危机前 (%)**


资料来源：Wind，新时代证券研究所

企业投资率下降和新经济密切相关。一方面，不同于重工业，轻资产特征导致新经济不需要那么多投资。另一方面，新经济“赢者通吃”特征比较明显，整体市场的垄断性增强，企业进入率和退出率下降，由于竞争受限，企业通过扩大投资争夺市场份额的动机减弱。垄断形成之后，企业更愿意提高价格，来获得利润，扩大新产品产能的必要性也下降。

**图6： 美国市场集中度上升**


资料来源：Gutiérrez 和 Philippon (2017)，新时代证券研究所

需求低迷也是企业投资动机不强的原因。这也和新经济有关，新经济导致资本收入份额上升，劳动收入份额下降，从而导致贫富差距扩大，这会降低整体的消费倾向。当然，老龄化也是需求低迷的原因之一。此外，次贷危机后，欧洲又爆发主

权债务危机，货币政策效果减弱，财政政策又面临债务约束，世界经济不确定性增加，经济前景不佳，企业更不愿意投资。

美国投资率下滑还有其他因素。比如，资本品价格下降。三十多年来，资本品生产效率提升，资本品相对消费品的价格持续下滑，一方面，同样实物规模的名义投资占名义产出的比重下降；另一方面，价格效应会刺激企业增加投资。大部分经验研究表明前者占主导，资本品相对价格下降抑制了投资率。

**图7： 1980年后美国资本品相对价格下滑**

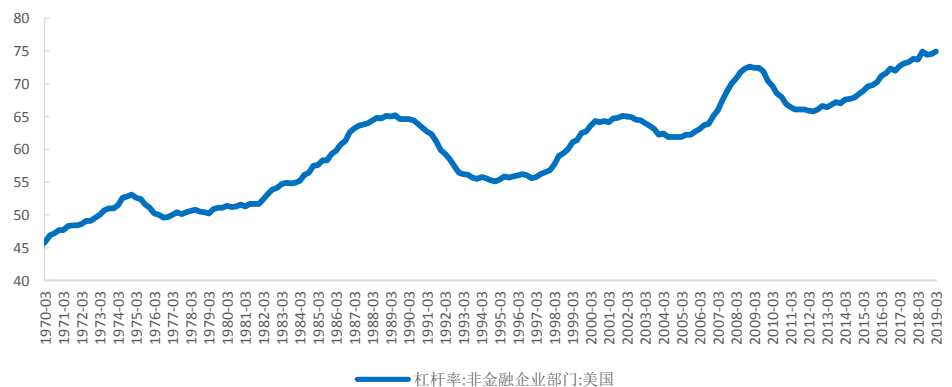


资料来源：Eichengreen（2015），新时代证券研究所

由于无形资产比较难测量，容易导致投资低估、资本回报率高估。从历史上看，大部分资本都是由有形资产组成的，这些实物资产很容易衡量。但是，越来越多的资产更加“无形”，例如专利、品牌、客户群，以及人力资本，这些资本并不容易衡量。不过，即使如此，无形资产低估也不能完全解释投资较弱。

既然投资率整体下降，那么为什么美国企业杠杆率不断上升？融资得到的钱去哪了？次贷危机之后，美国企业经过去杠杆、市场出清，2012年又开始加杠杆，目前杠杆率为74.5%，超过次贷危机前的水平，为历史最高值。

**图8： 美国企业杠杆率不断上升**

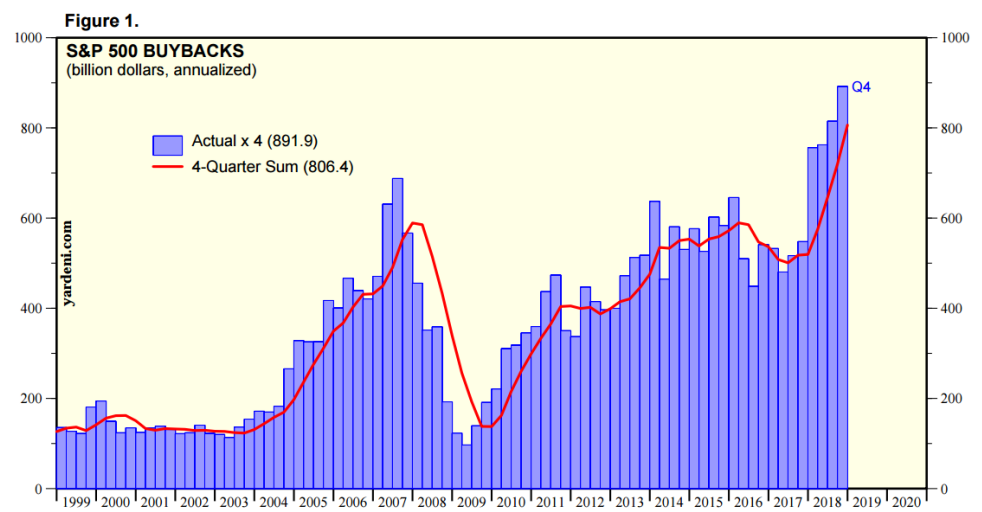


资料来源：Wind，新时代证券研究所

杠杆率上升主要是因为美国资金成本太低。融资获得的大部分资金没有用来增加投资，而是用于回购股票、支付股息。标普 500 成分股公司股票回购规模自 2009 年的不到 2000 亿美元不断上升到了 2018 年的 8064 亿美元。这可以推升股价，提高股东的投资回报率，还可以改善一些财务指标，增加股票吸引力。特朗普减税的效应也类似，虽然 2017 年特朗普政府启动了里根政府以来的最大规模减税，但是企业增加的利润很大一部分是用来分红和回购股票，当然也有一部分用于投资。

美国经济未来可能面临较为严重的债务风险，美联储降息可以降低债务危机爆发的可能性，不过，由于美国投资低迷是一些结构性因素导致的，美联储降息也可能无法大幅刺激投资扩张。

**图9： 标普 500 成分股回购规模**



资料来源：Yardeni Research，新时代证券研究所

#### 4、 菲利普斯曲线平坦化之谜

美国失业率从 2009 年开始持续下滑，经济不断复苏，但通货膨胀率却一直上不去，而且不同的通胀指标、失业率指标均反映了这一现象，这让人们一度质疑菲

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_9352](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9352)

