

## 美国菲利普斯曲线平坦化证伪：特朗普如何结束贸易战

### 核心观点：

### 宏观研究报告

宏观分析师：袁野

电话：15810801367

Email: yuanye@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1250117080032

### 相关报告：

- 1.《中国财政政策手册：详解中央与地方的收支博弈》—2018/07/05
- 2.《房产税究竟何时推出？》—2018/07/27
- 3.《特朗普加征 2000 亿产品关税对美国通胀的影响》—2018/08/02
- 4.《从省级到市级的地方政府隐性债务测算》—2018/08/29
- 5.《中国经济减税的时机、效果与可操作性》—2018/09/27
- 6.《“牛市”与宏观基本面》—2019/03/11
- 7.《全球债务观察》—2019/04/12
- 8.《经济转型期的日本与韩国：人口、资本与股市》—2019/06-10
- 9.《特朗普大选的隐忧：10 万条新闻大数据的启示》—2019/06/19
- 10.《从各国房地产税政策中探寻中国模式》—2019/07/18
- 11.《老旧小区改造的宏观效应》—2019/07/19
- 12.《如何启动农村市场：钱、地、人的乡村振兴》—2019/08/01

“菲利普斯曲线平坦化”并非真实现象，菲利普斯曲线描述的失业与通胀的替代效应依然有效。美国“菲利普斯平坦化”的主要原因有三点。

首先，美国劳动力参与率的大幅下滑是美国官方失业率出现下降的主要原因。

其次，附加预期的菲利普斯曲线表明美国长期较低的通胀预期引导美国的通货膨胀率长期保持低迷状态。再加上美国失业率实际上并未有所恢复，所以美国通货膨胀率一直在 2% 附近也不足为奇。

第三，美国 2010-2018 年吸纳就业人数最多的是教育医疗行业与专业和商业服务业。仅这两个行业就吸纳了近半数就业人口。然而与此不相匹配的是，这两个行业的工资收入水平较低且增长非常缓慢。这可能缘于中高端人才供给的加大，导致工资停滞不前，通货膨胀率也因此难以上行。

综上，菲利普斯曲线并非平坦化了，其依然较好的描述了失业与通胀的替代效应。只是我们高估了美国危机后的复苏。延申一步，美国经济如果再次下滑，也将对 2018 年再次开启的美国总统大选产生直接的影响。未来在美联储与美对外贸易谈判之间可能有三种路径选择。

**风险提示：**特朗普在中美第十三轮谈判前发表极限施压言论、处置地方债务带来的经济超预期下滑。

## 目录

一、失业与通胀的替代关系是否依然存在 .....	1
(一) “菲利普斯曲线平坦化”之劳动参与率下降 .....	2
(二) 附加预期的菲利普斯曲线 .....	4
(三) 高端人才供给增加，导致工资上行乏力 .....	5
二、美国经济复苏乏力直接左右大选及施政 .....	8

## 图表目录

图 1：美国核心 CPI 与失业率 .....	2
图 2：美国历年劳动力参与率 .....	2
图 3：美国修正失业率与官方失业率 .....	3
图 4：美国预期通胀率与美国实际通胀率 .....	3
图 5：美国本科及以上学历占 25 岁以上总人口比重 .....	7
图 6：美国主要行业每周平均工资收入 .....	7
图 7：进口价格与核心 CPI .....	8
图 8：盖洛普调查的总统支持率与新屋开工 .....	8
图 9：总统支持率与通胀水平 .....	9
图 10：盖洛普调查的总统支持率与消费支出 .....	9
表 1：修正劳动力参与率后的失业率与官方失业率 .....	5
表 2：美国各行业 2010-2018 年新增就业人数及其占比 .....	6

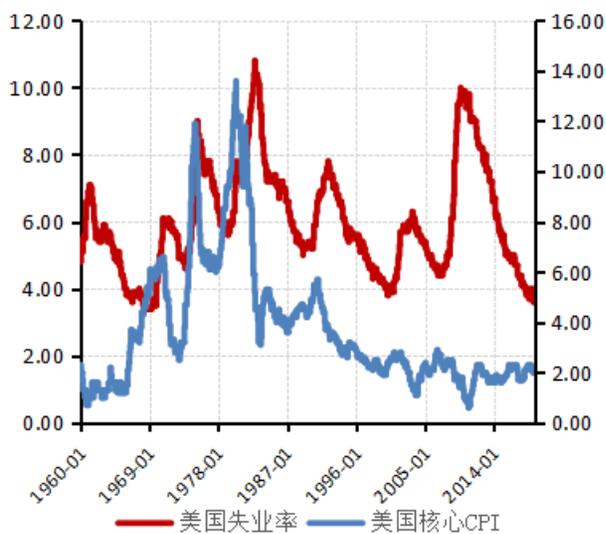
根据菲利普斯曲线，失业率和通货膨胀率之间应存在着反方向变动的关系。1958年，菲利普斯于《1861 - 1957年英国失业和货币工资变动率之间的关系》中最先提出了一条用以表示失业率和货币工资变动率之间替代关系的曲线。这条曲线表明：当失业率较低时，货币工资增长率较高；反之，当失业率较高时，货币工资增长率较低，甚至是负数。随后，萨缪尔森和索洛认为货币工资变动可以用来表示通货膨胀率，将该曲线发展成为用来表示失业率与通货膨胀率之间交替关系的曲线。即失业率高表明经济处于萧条阶段，此时工资与物价水平都较低，从而通货膨胀率也就低；反之失业率低表明经济处于繁荣阶段，此时工资与物价水平都较高，从而通货膨胀率也就高。

历年来，美国失业与通胀均保持着这种此消彼长的替代关系。然而，2010年以后，学界与市场在研究相关经济数据时，开始对这种替代关系是否依然存在提出了各种质疑与解释。08年金融危机后，美国经济真的复苏过了？如果复苏证伪，又会特朗普施政措施产生何种影响？

### 一、失业与通胀的替代关系是否依然存在

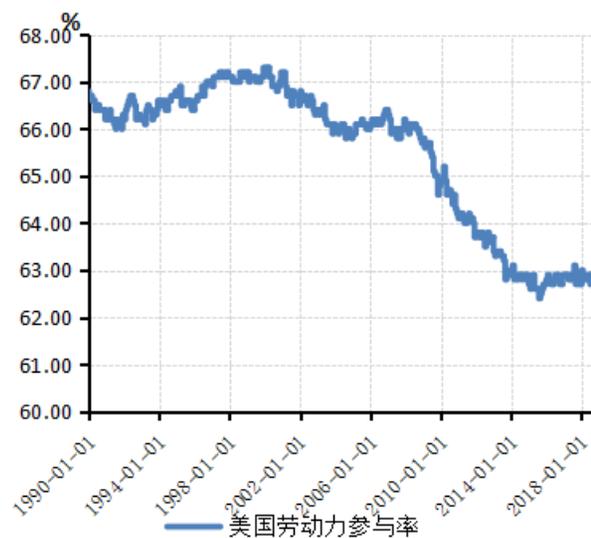
2008年金融危机后，随着所谓的全球经济复苏，各国就业均出现大幅好转，美国失业率也基本回到金融危机之前的水平。然而，与此难以相匹配的是，美国的通胀水平却一直保持低迷。对比美国历年失业率与核心CPI，可以看出，1970—2010年间，失业率由4%波动上升至10%，同时核心CPI基本上也以相同的幅度反向变动，这符合菲利普斯曲线的结论：失业率与通胀率之间存在着此消彼长的替代关系。然而，近些年的经济数据却开始背离菲利普斯曲线的结论。2010年—2018年美国的失业率由10%迅速下降至4%，但是核心CPI自2010—2012年由0.8%的低谷上涨到2.3%后就逐渐趋于稳定，2012年至今始终稳定在2%上下，说明劳动力市场的紧张并未对通胀造成较大幅度的上行压力。不少经济学家将美国近年来失业率大幅下降而通货膨胀率基本保持不变的现象称为“菲利普斯曲线平坦化”。

图 1：美国核心 CPI 与失业率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 2：美国历年劳动力参与率



资料来源：Wind，美国劳工局，太平洋研究院整理

### （一）“菲律普斯曲线平坦化”之劳动参与率下降

对于失业率的统计，绕不开劳动参与率这个概念。失业率的分母并不是全部人口，对于未成年及失去劳动能力的人，统计有其科学性的一面。但对于无意愿工作的成年劳动力来说，则有失真的部分。美国劳工局对失业人口的官方定义是：所有 16 岁及以上有劳动能力和劳动意愿、并且在过去四周内积极寻求工作却不成功的人。这个定义中可以看出，首先必须要有工作意愿，那些不愿意工作的人是不被统计在内的。其次时间上也有限制：在过去四周内找工作，却没有找到的才算是失业人口。所以实际上没有愿意找工作，或者很长时间不找工作的人是被官方定义为非劳动力人口的，只有那些积极参与经济活动的人才被作为失业率的分母参与计算。

劳动力参与率即经济活动人口（包括就业者和失业者）占劳动年龄人口的比率，它

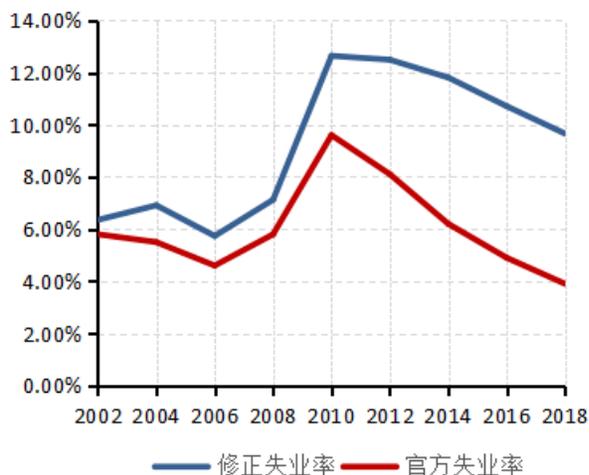
可以更加直观地为我们展示出经济活动人口的变化。其变化也很大程度上会影响失业率的高低。从图 2 中我们可以看出，2008 年开始，美国的劳动力参与率出现了快速下降。2008 年以前美国劳动力参与率保持在 67%左右，而 2014 年以后，美国劳动力参与率则一直保持在 63%左右。

劳动参与率的大幅下滑可能是美国失业率快速下降的原因之一。为了验证这一假设，我们测算了 1990-2008 年美国劳动力参与率的平均增长率，并按照平均增长速度对劳动参与率进行修正，意在剔除劳动参与率的下跌对失业率可能产生的影响。用修正后的劳动力人口重新计算失业率，即为剔除劳动参与率影响后的失业率。

从图 3 我们可以看出，修正劳动率参与率后的失业率明显未回复到 4%的水平，从 2010-2018 年修正失业率仅下降了 2 个百分点，这说明美国的失业率实际上远远没有恢复到次贷危机前的水平，而美国官方失业率的大幅下降很大程度上是劳动率参与率的降低导致的。而劳动参与率的下降，一方面是由于次贷危机后劳动者对就业前景丧失信心，不愿意出去寻找工作，经济活动人口减少；另一方面则是由于 20 世纪 60 年代的婴儿潮过后，美国出生率大幅下降。当婴儿潮的出生人口推出劳动力市场后，劳动力人口也开始下降。

由此可见，**美国劳动力参与率的大幅下滑应是美国官方失业率快速下降的主要原因之一，事实上美国的实际失业率并没有官方数据所显示的那么好。**美国的实际失业率水平在金融危机后并非如官方数据所显示的回复了将近 6 个百分点。换句话说如果按照美联储的标准，美国目前的经济状况应仍未摆脱金融危机的阴影

图 3: 修正劳动参与率后的失业率与官方失业率



资料来源: Wind, 美国劳工局, 太平洋研究院整理

图 4: 美国预期通胀率与实际通胀率



资料来源: Wind, 美国劳工局, 太平洋研究院整理

## (二) 附加预期的菲利普斯曲线

简单的菲利普斯曲线表明工资增长与失业率之间存在着此消彼长的关系。其公式为:

$g_w = -\varepsilon(u - u^*)$ ，其中  $g_w$  表示工资增长率， $u^*$  表示自然失业率， $u$  表示实际失业率， $\varepsilon$  则衡量了工资增长对于失业率的反应程度。这个等式表明了当失业率超过自然失业率时，工资就会下降；当失业率低于自然失业率时，失业率上升。其中  $u - u^*$  被称为“失业缺口”。

而事实上，根据多恩·布什的描述，简单的菲利普斯曲线在 20 世纪 60 年代以后就不适用了，因为简单的菲利普斯曲线缺少对预期的修正，而人们的经济决策往往是具有前瞻性和预期性。当工人和工厂在讨价还价时，他们关心的都是实际工资而非名义工资，双方或多或少地都愿意就合同期内的预期通货膨胀率对名义工资进行调整。所以失业率并非直接决定通货膨胀率，而是决定了超过预期的那部分通货膨胀率。换句话说，“劳动人口更关心的是超过预期通货膨胀的那部分工资增长”。

通胀通常有成本推动型、需求拉动型以及回合推动型三种情况。举个简单的例子。假设在议薪日，公司决定全面加薪 3%，员工可能会很高兴。但是假设告诉员工通货膨胀率一直在以每年 10% 的速度增长，并且预计将继续以这个速度增长。员工将明白生活成本上升 10% 而名义工资仅上升 3%，所以实际上的生活水准反而下降了 7%。此时员工将要求更高的工资水平，即发生成本推动型通胀。另外，当通胀预期高企时，居民为避免

货币贬值而加速消费，从而引发需求拉动型通胀。此即上世纪 80 年代墨西哥石油危机时的通胀高企原因。反之亦然，当通胀预期过低时，工资要求难以提升，居民消费也不会考虑通胀对货币的贬值问题。因此，可以重新将简单的菲律普斯曲线改写为：

$$g_w - \pi_e = -\varepsilon(u - u^*)$$

其中  $\pi_e$  衡量了预期通货膨胀水平。

保持实际工资为常数的假设不变，那么实际的通货膨胀率  $\pi$  就等于工资增长率，因此菲律普斯曲线的现代模式为：

$$\pi - \pi_e = -\varepsilon(u - u^*) \quad \text{或} \quad \pi = \pi_e - \varepsilon(u - u^*)$$

通过上述公式可以看出，决定短期菲律普斯曲线的其中一个重要因素就是预期通货膨胀率。菲律普斯曲线与自然失业率不再相交于 x 轴，而是相交于预期通货膨胀率水平上，即预期通胀水平决定了菲律普斯曲线的高度。也就是说，预期通货膨胀率在很大程度上影响了通胀水平的高低。

我们选取到期日相同的一般债券与物价指数连动债券两者的市场利率差距来衡量市场对通货膨胀的预期。目前大部分国家政府都在发行抗通胀公债（TIPS）或是物价指数连动债券。这种债券的本金依照 CPI 进行调整，而利息则是按 CPI 调整后的本金乘上固定的利率。因此不管通货膨胀率有多高，债券持有人都可以获得一定的实质利率。根据费雪方程式，我们将 10 年期的美国国债到期收益率与 10 年期的美国 TIPS 的到期收益率相减，可以估计投资人对未来物价水平的预期。

从图 4 我们可以看到，美国预期通货膨胀率与实际通货膨胀率总体走势基本一致。1990 年金融危机后，由于美联储的货币紧缩政策，美国实际通胀率一度出现负值，但预期通胀率始终保持在零以上。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/reportId=1\\_10181](https://www.yunbaogao.cn/report/index/reportId=1_10181)

