



No. C2010002

2010-03

复苏不易、景气难再 ——奥巴马元年美国经济透视¹

卢锋、陈建奇、王健、刘鋈、杨业伟

“中国经济观察”研究组
北京大学国家发展研究院

No. C2010002 2010年3月29日

内容简介

本文在梳理观察奥巴马元年经济施政和美国经济急救生效表现基础上，侧重分析美国经济谋求稳健复苏和持续增长所面临的四大挑战，强调美国难以回避经济发展的深层矛盾和结构性难题。考察现实情况和历史数据，本文提出除非较快发生特别有利于美国的重大产业-技术革命，未来一段时期美国经济增长率将显著下降。本文还简略评论美国政策选择空间以及研究美国经济前景对认识我国经济发展和政策调整的启示意义。

关键词：美国经济、经济复苏、金融危机、中国追赶

¹ 通讯作者和联系方式：卢锋，北京大学国家发展研究院，010-6275-1599，fenglu@ccer.edu.cn。2010年元月初卢锋参加“CCER-NCUSCR 纽约经济对话会”并作为中方代表分析评论美国经济形势，本文研究缘起于为这次会议所做准备，会后“中国经济观察研究组”进一步考察有关问题形成目前文稿。李远芳同学、胡韵同学多次参加讨论和整理资料，对文本多有贡献。邱牧远同学也参加部分讨论。本文部分内容于2010年2月27日在国家发展研究院“CCER 中国经济观察”第20次会议上报告，感谢与会人员提问和媒体有关报道。

章节目录

1、奥巴马元年经济政策

1-1、财政手段刺激经济

1-2、全力推进三项改革

1-2-1、加强监管整肃金融

1-2-2、高调推进医疗改革

1-2-3、能源-气候战略调整

1-2-4、美国三项改革态势和前景

2、美国经济急救生效

3、美国经济四大难题

3-1、如何治理固定资产投资增长乏力问题

3-2、如何解决负信贷增长与正通货膨胀矛盾！

3-3、如何应对失业-赤字率“两个 10%”困境！

3-4、如何避免外部失衡与经济回升同时复苏！

4、美国增长前景、选择和启示

附录 1、美国三组房价数据简介

附录 2、美国 2009 年“旧车换现金”政策及其影响

引用文献

图表目录

- 图1-1、ARRA法案预算实施进度计划
- 图 2-1、泰德(TED) 利差走势 (1982M01-2010M01)
- 图 2-2、美国公司债利差 (1954M01-2010M01)
- 图 2-3、美国 GDP 季度环比折年度增长率(2000Q1-2010Q2)
- 图 2-4、美国 CPI 环比月增长折年率 (2008M01-2010M01)
- 图 2-5、美国房价走势(1990Q1-2009Q4)
- 图 2-6、美国股票指数 (1980M1-2010M1)
- 图 2-7、美国制造业 PMI 指数(1980M1-2010M1)
- 图 3-1、美国总需求增长构成 (1950-2009)
- 图 3-2、美国战后十次衰退-复苏结构分解 (1954-2002)
- 图 3-3、美国 GDP 增长来源分解 (2007Q1-2009Q4)
- 图 3-4、美国广义货币和信贷同比增长率 (1959M1-2010M1)
- 图 3-5、美国 CPI, PPI, 进口价格同比增长率 (2000M1-2010M1)
- 图 3-6、美国战后十次复苏 CPI 变动与目前比较
- 图 3-7、美国战后十次复苏 PPI 变动与目前比较
- 图 3-8、美国六次复苏进口价格变动与目前比较
- 图 3-9、美国各部门就业人口减少比例 (2008M9-2009M12)
- 图 3-10、美国失业率季调月度数据 (1948M1-2009M12)
- 图 3-11、美国战后十次复苏失业率变动与目前比较
- 图 3-12、美国财政盈赤及其占 GDP 比重 (1950-2009)
- 图 3-13、美国联邦债务占 GDP 比率 (1790-2009)
- 图 3-14、美国季度贸易余额折年度值 (1947Q3-2009Q4)
- 图 3-15、美国贸易余额占 GDP 比率 (1947Q1-2009Q4)
- 图 3-16、美国与主要双边贸易盈余变动 (1993M1-2009M10)
- 图 A1-1、美国普查局四个普查大区和九个普查区
- 图 A1-2、美国 S&P/Case-Shiller 月度房价指数覆盖的 20 个城区
- 图 A2-1、美国汽车生产对 GDP 贡献 (2007Q1-2009Q3)
- 图 A2-2、美国汽车销售量和产量折年度量 (2003M1-2009M12)
- 表 1-1、奥巴马元年三项改革进展情况
- 表 4-1、美国长期经济增长及分段比较 (1950-2009)
- 表 4-2、中国相对美国经济增长和追赶 (2003-2008)
- 表 A1-1、美国三组房价说明
- 表 A2-1、CARS 项目对美国 2009 年 3 季度经济影响估计
- 表 A2-2、美国 2009 年 3 季度汽车、消费、净出口变动对 GDP 贡献

复苏不易、景气难再

——奥巴马元年美国经济透视

2008 年金融危机是在美国现代经济史上具有里程碑意义的事件。奥巴马总统临危受命，其施政理念和政策措施无疑会对美国经济走势产生重要影响。2009 年初我们提出可以从“整肃金融、刺激经济、长考财政、护卫美元”四个切入点观察“奥巴马新政”，而实施《美国复苏与再投资法案（ARRA）》刺激计划及其效果是影响美国经济短期走势的最大看点（卢锋，2009）。

奥巴马元年经济施政大体围绕“一个中心和三项改革”展开：一个中心是指通过实施 ARRA 法案以及相关政策刺激经济，三项改革包括医疗、金融体制改革和能源-气候政策调整。新政实施一年来美国经济实际表现和演变前景如何？经济复苏和长期增长受到什么因素制约？如何把握评估美国未来政策选择空间？本文在观察 2009 年前后美国经济政策及其成效表现基础上，对上述问题进行梳理和分析。

本文提出探讨几个观点。第一，空前规模救市和刺激政策取得一定成效，美国经济正在走出急救室。从过去一年情况看，美国金融机构恐慌恶化势头确已得到控制，危机导致金融系统全面崩盘的最坏可能性或已成为过去。在实体经济方面，资产价格企稳回升、增长率由负转正、失业率升势趋缓，从不同方面显示衰退见底和最初复苏动向。对美国经济抵御危机冲击表现的调整能力，我们应给以足够重视和估计。

第二，从前瞻角度看，美国经济至少面临四重深层矛盾困扰。一是如何治理固定资产投资增长疲软不振问题，二是如何解决银行系统信贷负增长与实体经济通货膨胀悄然回升之间矛盾，三是如何应对财政赤字占 GDP 比率与失业率双双高居两位数的“两个 10%”困境，四是如何避免贸易赤字和外部失衡与经济回升同时复苏的挑战。如不能有效解决这些深层矛盾和结构性难题，美国经济难以稳定健康复苏，更难再造持续景气增长。

第三，结合历史数据，观察现实情况，有理由推测除非较快发生对美国特别有利的重大产业-技术革命，美国经济在未来一段时期平均增长率将显著下降，实际 GDP 年均增长率可能会从上个世纪后半期 3.0%-3.5% 较高水平下降到 2.0%-2.5% 上下。给定内外部环境演变和深层矛盾制约，美国政策将在“追求短期速成治标策略”与“致力于结构调整治本策略”置换关系之间面临选择和寻求平衡。

第四，2003-2008 年我国相对美国年均“追赶或收敛速度”为 17%，即便假定未来这一追赶速度回落到 10%-12%，我国经济总量规模将在十余年内超过美国，比 2003 年“金砖四国”报告预测 2041 年时点提前 15-20 年。在新环境中实现我国经济又好又快增长，需要反思调整我国开放宏观政策，以汇率-利率政策调整为重要内容，尽快建立完善适应开放型大国经济崛起所需要的宏观政策架

构。

本文分 4 节。第 1 节以“一个中心、三项改革”为线索，观察梳理奥巴马元年刺激经济主要措施以及在金融、医疗、能源-气候领域推动改革举措。第 2 节观察美国经济 2009 年若干积极表现和向好迹象，说明美国危机急救政策正在部分生效。第 3 节分析美国经济稳健复苏和持续增长面临的四大挑战，强调美国经济无法回避过去长期失衡累积的深层结构性问题。第四节推测美国经济演变前景和政策选择空间，并简略评论对理解我国经济成长和政策调整的启示意义。

1、奥巴马元年经济政策

奥巴马元年经济施政要点可用“一个中心、三项改革”概括。“一个中心”指围绕实施 ARRA 法案和配套政策大手刺激陷入严重衰退的美国经济。“三项改革”包括设计实行以加强监管为主轴的金融改革，着力推动扩大医保覆盖面和节省成本为主攻方向的医疗改革，全面调整传统能源和应对气候变化政策。下面简略梳理观察“1+3”新政实施情况。

1-1、财政手段刺激经济

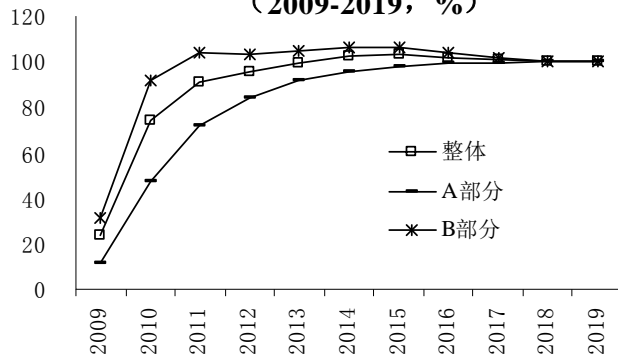
金融危机影响实体部门，使美国遭遇几十年罕见的深度衰退。通常情况下，政府运用货币、财政等宏观政策工具刺激拉升总需求是治理经济衰退的标准药方。然而这次危机特点在于，此前美联储应对金融危机时早已把利率降到接近零值区间²，货币政策工具在危机上半场已提前透支弹尽粮绝。应对实体经济衰退只好主要仰仗大剂量财政刺激工具，制定实施 ARRA 法案成为奥巴马元年财政刺激主要措施。

奥巴马总统就职后不到一个月就快速签署总额高达 7870 亿美元的《美国复苏与再投资法案》(American Recovery and Reinvestment Act: ARRA)。从法案预算使用分布情况看，奥巴马刺激经济计划几个特点，一是消费刺激仍占主导地位。2000 多亿美元减税措施具有明显刺激消费特点。对州政府“财政平衡”和“财政纾困”支出总额超过 1400 亿美元，较大部分会用于保留地方政府雇员、维持基础公共服务等消费相关项目。另有近 600 亿美元的“失业和最困难家庭救助”。整体看消费刺激占整个预算一半以上。二是对基础设施的投资占据相当比重。近 500 亿美元用于高速公路以及隧道、桥梁和铁路等基础设施投资，其中高速公路得到了 275 亿美元，铁路投资如 Amtrak、高速和城际铁路等 93 亿美元。另外投资 140 亿美元用于“公共房屋基金和其他住房补贴计划”。三是新能源等新兴领域投入，直接预算规模约为 450 亿美元，考虑相关投资在 500 亿-700 亿美元之数。

ARRA 法案预算按计划 2009 至 2019 财政年度拨付。图 1-1 报告各财年支出比重数据，显示 2009-2011 财年分别拨付 23%，51%和 17%，占总金额的 91%。美国财年起止日期为上年 10 月 1 日到当年 9 月 1 日，假定 2010 财年支出大体均匀分布，到 2010 年初美国 ARRA 法案支出项目资金应已完成 35%左右。另外大部分减税计划也将在 2011 年之前完成。

² Krugman 在 2009 年 6 月一篇评论中指出这一点：传统意义上，当经济陷入衰退时，货币当局通常不断地降低利率，然后待其发挥作用后考察是否要提高宽松的力度，但现在的情况不同，货币当局已经将利率降到了 0，因此，财政的作用变得十分关键 (Krugman, 2009)。

图1-1、ARRA法案预算实施进度计划
(2009-2019, %)



资料来源: Table 2 “Estimated Cost of the Conference Agreement for H.R.1: The American Recovery and Reinvestment Act of 2009” in CBO (2009a)。

美国学界和官方机构对ARRA刺激效果寄予厚望。Romer and Bernstein (2009)运用了乘数模型方法对ARRA法案2010年刺激效果进行预测,认为法案实施会使GDP增长率提升3.7%,同时增加或保持367.5万个工作岗位。美国总统经济委员会研究人员分别运用VAR (Vector Auto Regression)以及乘数模型对ARRA计划对经济的影响进行了预测,认为在2009年2-4季度会对GDP增长贡献2-3个百分点,每个季度创造或保护就业50-90万人(Executive Office of the President Council of Economic Advisers, 2010)。

美国政府还不断调整充实刺激政策措施,如拓展ARRA法案某些设定内容以及实施新刺激措施等。ARRA法案有关内容规定,首次购房者8000美元税收优惠和失业救助措施将于2009年11月底到期。为增加刺激政策效果,美国国会2009年11月5日通过了《2009年工人、房主和企业援助法案》(Worker, Homeownership, and Business Assistance Act of 2009),把首次购房税收优惠条款执行期延长到2010年4月底。另外对数以百万计失业者提供救助补贴在原法案规定基础上延长14周,对失业率超过8.5%各州失业救济在上述规定基础上再延长6周(White House, 2009)。

刺激汽车消费政策属于超越ARRA法案的新措施。2009年3月17日民主党议员Betty Sutton提出《2009年协助消费者回收暨节约法案》(Consumer Assistance to Recycle and Save Act of 2009, 简称CARS法案),6月24日《CARS法案》作为《追加拨款法案》(Supplemental Appropriations Act, 2009, Public Law 111-32)一部分由奥巴马总统签署通过。政府有关部门依据这一法案启动“汽车折价退款系统”(Car Allowance Rebate System, CARS),对满足特定标准的车主用其汽车抵价购买或租赁新型节油汽车时提供3500-4500美元货币补贴。该系统对2009年7月1日-11月1日发生交易提供补贴,共支付28.5亿美元,对2009年3季度美国经济增长率转正产生明显影响(参见附录I)。

奥巴马总统2009年12月8日发表讲演,在肯定此前刺激政策成效基础上,提出将从四方面入手继续实施刺激政策。一是通过税收减免、信贷优惠等方式继续扶持小企业,帮助它们维持现有就业水平。二是全面实施ARRA计划中基础设施投资建设项目。三是建议国会考虑一个新项目,对有助于提高清洁环保标准的住宅翻修改造项目提供财务支持和激励。四是扩大复苏计划中危机救助项目,包括对

老年人和失业者增加保险救助，资助COBRA项目，救助州和地方政府以防止因为财政危机而大量裁员（Obama, 2009a）。

1-2、全力推进三项改革

大力刺激总需求同时，奥巴马政府和民主党还着力推动金融、医疗、能源-气候领域改革和政策调整。三大改革议程集中体现奥巴马新政长期愿景，其实施成效将很大程度决定新政历史地位。

1-2-1、加强监管整肃金融

金融危机集中暴露美国金融系统在内部组织、激励机制、监管方式等方面深层问题。无论从避免再次发生类似危机着眼，还是从修复和巩固美国金融传统优势考量，美国当局势必大力推动金融改革。

布什政府后期美联储紧急动用各种超常信贷工具，还与财政部联手实施7000亿美元注资项目，使金融系统“大出血”初步得到控制。不过奥巴马就任时银行系统亏损严重，银行倒闭数目增加，金融部门仍可能爆发新一轮冲击波。因而奥巴马金融新政包含两个层面内容：一是采取新救助措施防范金融危机继续恶化，二是对金融系统特别是监管体系进行改革。

美国新任财长 Geithner 先生 2009 年 2 月 10 日公布《金融稳定计划》(Financial Stability Plan, FSP)，重点是为银行充实资本金，清理不良资产，防范当时市场担忧的银行大量倒闭导致金融系统再次“大出血”危险。该计划拟建立一支规模为 5000-10000 亿美元的“公共—私人投资基金 (Public-Private Investment Fund)”协助清理金融机构不良资产 (Geithner, 2009)。防范金融危机再度恶化部署大体就绪后，奥巴马政府转向解决金融系统综合改革问题。2009 年 6 月 17 日，美国财政部向国会提交《金融监管改革白皮书》³，系统表述奥巴马政府金融改革理念和思路。

2009 年 10 月 14 日，众议院金融服务委员会开始对金融改革法案初稿不同部分内容进行讨论，并于 12 月 3 日通过了《华尔街改革和消费者保护法案》(Wall Street Reform and Consumer Protection Act)。2009 年 12 月 11 日，众议院全体表决通过了这一法案。2009 年 11 月 10 日，参议院银行委员会公布名为“Restoring American Financial Stability—Discussion Draft”金融改革草案，不过截至 2010 年初参议院金融改革立法进程尚未取得实质性进展⁴。

为有效监控金融部门系统性风险，众议院法案建议成立跨部门“金融服务监管委员会(Financial Service Oversight Committee)”，成员构成包括美联储、证券和交易委员会、商品期货交易委员会、联邦储蓄保险公司等监管机构，由财政部长统一领导。二是建立“破产清算基金”，防止超大型金融机构“大到不能倒”预期对美国造成损害。该基金规模为 1000 亿美元，由政府认定的具有系统重要性的金融机构出资，以供这些金融机构出现倒闭风险时政府及时提供救助以防止触发系统性风险。三是为更好保护消费者和投资者免受不当金融行为损害，把

³该报告全称为《金融监管改革——一个新的基础：重建金融监管体系又称监管改革白皮书》(Financial Regulatory Reform – A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation, also called the White Paper on Regulatory Reform)。

⁴ 根据 Glenn Somerville (2010)，参议院两党并未就金融改革的分歧达成一致。为了能够加速金融改革的进程，参议院民主党领袖 Dodd 决定于 2010 年 3 月 15 日推出其金融改革方案供参议院银行委员会讨论。

目前分散于美联储、证券交易委员会、联邦贸易委员会等机构手中的涉及消费者权益保护的职权，统一集中到新成立的消费者金融保护署（Consumer Financial Protection Agency），避免各个机构之间过去这方面管理职能的分散、重叠和低效。

1-2-2、高调推进医疗改革

建立适合本国国情卫生医疗体系，有效动员资源满足国民不断增长的医疗服务需要，是现代各国政府普遍面临的挑战性问题。与发达国家主要依靠政府建立并运作覆盖全社会医疗系统实现上述目标不同，美国医疗服务体系相当程度建立在个人选择与保险市场机制相结合体制基础上，政府在公共卫生领域发挥各类功能并对特殊社会群体提供保障性医疗服务。是否需要更大程度发挥政府干预作用提升医保覆盖比率，如何改进现有医保市场效率和降低高昂医疗服务成本，是美国朝野长期关注和争论的议题。

克林顿总统曾把医改列为重要施政议题，然而遭遇各方阻力未能成功。奥巴马竞选时选择推动医改作为基本政纲之一，就任总统后一再重申医改承诺，2009年2月24日向国会所作首次施政报告把医疗改革列为三项优先改革议程之一。在医改立法策略上，奥巴马接受克林顿教训，在规划和决定医改基本原则和思路同时，把具体立法文本草拟工作交给参众两院民主党同事完成。由于民主党紧锣密鼓推进，2009年各项改革中医改是立法过程推进较快和走得最远。

2009年6月19日，众议院三委员会⁵提出并开始讨论医疗改革草案（Health Care Reform Discussion Draft）。到7月31日，三委员会均通过了法案初稿。11月7日众议院以微弱多数通过《美国可负担医疗健康法案》。该法案包括以下主要内容。（1）将医保覆盖面扩大至目前没有保险的3600万人，到2019年医保覆盖率从目前83%提高至96%。（2）2013年成立医保交易所（Health Insurance Exchange），在建立公共保险机构（public insurers）⁶和鼓励合作医保机构基础上，为个人和小企业主购买医保提供一个可以进行更多比较选择和透明度较高的功能性平台。第三，为中低收入家庭提供信贷，保证其享有医疗保险。在医改政策实施和信贷政策生效后，对总收入达到某一水平而未购买医疗保险的人将征课上限相当收入2.5%的罚金。此外众议院法案还在疾病预防、提高医疗工作人员素质、避免医疗资源的浪费和滥用等方面做出规划（Committees on Ways & Means, Energy & Commerce, and Education & Labor, 2009）。

众议院医改法案计划未来10年支出8910亿美元。为保证在“财政中性”前提下为医改筹措万亿美元巨资，法案提出多方面增收节支措施，包括对个人年收入超过50万美元部分以及家庭年收入超过100万美元部分按5.4%税率征税，更为合理地配置Medicare支出结构，通过引入竞争降低医疗保险市场价格等等。根据美国预算办公室估计，到2019年，该法案的实施将使得美国的财政赤字累计减少1090亿美元（CBO, 2009b）。

2009年6月9日美国参议院健康委员会公布医改法案初稿并于7月15日通过，参议院财政金融委员会9月16日提出自己医改草案并于10月13日通过，

⁵ 指众议院的筹款委员会(Ways and Means Committee)、劳工和教育委员会(Labor and Education Committee)、能源和商务委员会（Energy and Commerce Committee）等三委员会。

⁶ 所谓公共保险，是由政府直接提供的保险计划，又称“公共选择”（public option），由健康和公众服务部管理。

参议院 2009 年 12 月 24 日投票通过全面医疗改革法案。法案计划在未来十年内花费 8710 亿美元改造医疗体系，为超过 94% 的美国人提供医疗保险，从而基本实现人人有医保目标。措施包括针对年收入低于一定门槛家庭由政府补贴保险联营公司提供低成本医保计划，扩大针对低收入居民的 Medicaid 项目覆盖范围，优化 Medicare 支出结构等等。法案提出一系列征收税费措施为医改方案提供融资，包括对个人年收入超过 20 万美元和夫妇年收入超过 25 万小幅提升“Medicare Hospital Insurance”等。美国预算办公室预测，实施参议院医改方案将在未来十年使美国与医疗开支相关联邦赤字减少 1320 亿美元（U.S. Senate, 2009）。

国会两院医改版本在某些原则上具有一致性。例如二者都肯定目前以私营部门提供医疗保险的基本制度安排，并在此前提下谋求为所有美国人提供医疗保险和服务。都要为保险公司制定新规则，并为一些美国人提供补贴，帮助他们支付医保费用。尽管如此，参众两院改革方案仍存在重要分歧。例如参议院的改革方案中并没有包含“公共选择”条款。尽管参议院的方案也包括建立新的医保交易所，但同众议院版本相比，政府并不直接参与同保险公司的竞争并提供医疗保险，而是通过税收优惠措施使得个人和小企业主有能力支付其医疗保险。另外在为医疗改革方案融资方面，众议院主张对个人年收入超过 50 万美元以上部分以及家庭年收入超过 100 万美元以上部分按 5.4% 税率征税，而参议院则建议对出售高额保单的保险公司收取额外费用。

1-2-3、能源-气候战略调整

美国经济高度依赖石油特别是进口石油，这一特征成为美国全球战略选择的关键牵制因素。与当代人类能源利用方式相联系，过去几十年国际社会对温室气体排放导致气候变暖问题关注度提升，美国对多边框架下治理气候变化传统采取质疑立场，在减排承诺上消极保守并极力捆绑中印等发展中国家，使美国与欧洲在这一领域竞争国际影响力方面处于不利地位。

奥巴马把能源升级换代与应对气候变化问题结合起来，作为他竞选和施政的优先议题之一。奥巴马竞选政纲《我们相信变革》一书指出：“我们对外国石油依赖危机美国国家安全、危害地球和经济（第 44 页）”。他在 2009 年 1 月就职演说中指出：“我们将利用风能、太阳能和国土（蕴藏热能）驱动车辆，为工厂提供能源”。2009 年 2 月 14 日首次国会施政报告中，他把能源作为优先投资领域首项加以强调：“我提交的预算将投资对我国经济未来绝对关键的三个领域：能源、医疗、教育”。ARRA 法案包含美国历史上最大的清洁能源投资，显示奥巴马政府试图利用短期刺激经济政策推动长期能源和气候政策调整。

2009 年 3 月 31 日美国众议院能源和商务委员会提交“美国清洁能源和安全法”草案，2009 年 6 月 26 日众议院以 219 对 212 票通过了美国清洁能源与安全法案（ACESA）。这部综合性能源立法被倡导者赋予多方面功能和意义：通过创造数百万的新的就业机会来推动美国经济复苏和景气增长，通过减少对国外石油依存度来提升美国国家安全，通过减少温室气体排放来减缓全球变暖。

法案设计通过多种途径实现上述目标。一是引入“总量限额加市场交易（a market-based cap-and-trade system）”机制，限制和减少温室气体如二氧化碳排放。法案要求 2012 年温室气体排放总量限额比 2005 年实际排放总量低 3%，2020 年

限额总量比 2005 年排放量低 17%，2050 年比 2005 年低 83%⁷。二是鼓励促进利用新能源。要求将来电厂有一定比例发电量来自新能源与能源效率提升，这一比例到 2012 年要达到 6%，2020 年达到 20%。要求 2012 年后新建筑能效要提高 30%，2016 年以后需提高到 50%。法案还规定美国 2020 年后将对来自温室气体排放未达标国家进口商品征收特别关税，保证美国工业不会因为外国减排不力而处于不利竞争地位。三是清洁能源投资计划。2025 年以前在清洁能源和提高能效领域投资 1900 亿美元，包括在提高能效和可再生能源领域投资 900 亿美元，碳捕获与封存（CCS）领域投 600 亿美元，电动汽车和其他节能汽车技术领域投资 200 亿美元，相关基础科研投资 200 亿美元。四是运用再分配手段调节新政带来利益冲击。

1-2-4、美国三项改革态势和前景

作为法治国家，美国实施重大体制改革和政策调整，通常需要通过立法程序推动和实现。立法过程是国民和社会通过公共政策争论进行信息交流和寻求共识过程，也是不同社会集团表达和交换利益诉求以及不同政党和政治势力竞争和博弈过程。如果把美国立法程序大体划分为立法前讨论造势、国会专门委员会提出草案和讨论通过、两院各自投票表决通过、两院法案版本合并后再分头表决通过、总统签署等几个阶段。表 1-1 概括截至 2010 年初奥巴马政府三项改革整体推进情况。

表 1-1、奥巴马元年三项改革进展情况

金融改革	2月17日，Geithner 公布 Financial Stability Plan。 6月17日，财政部提交金融监管白皮书。	10月13日，众议院金融服务委员会提出法案草案，12月10日通过 Wall Street Reform and Consumer Protection Act。 11月10日，参议院银行委员会公布金融改革草案 Restoring American Financial Stability—Discussion Draft。	12月11日，众议院全体通过了 Wall Street Reform and Consumer Protection Act。	尚待完成	尚待完成
医疗改革	2008年10月，奥巴马提出 Plan for a Healthy America，意在实现全民医疗	6月9日，参院卫生委员会公布 The Affordable Health Choices Act，7月15日该委员会通过该法案草案。 6月19日，众院三委员会提出 Health Care Reform Discussion Draft，7月17日至7月31日众议院三委员会先后通过法案草案。 9月16日，参院财政委员会公布 America's Healthy Future Act of 2009，10月13日该委员会通过该法案。	11月7日，众议院通过 The America's Affordable Health Choices Act。 12月24日，参议院通过 Patient Protection and Affordable Care Act。		
能源改革	奥巴马竞选和就职演说中，把新能源和气候政策作为优先发展领域	3月31日，众议院能源和商务委员会公布 American Clean Energy and Security Act of 2009 Discussion Draft。 5月21日该委员会通过 American Clean Energy and Security Act。	6月26日，众议院通过 American Clean Energy and Security Act。		
立法前问题定义和阐述		两院委员会草拟提出并讨论通过法案	两院全体投票表决	两院版本合并	总统签署生效

不难看出，改革议程在奥巴马新政开局之年确实占据较高施政优先度。志在必得的奥巴马和他的民主党同事们，似乎有意选择一种全面出击、先难后易方针，

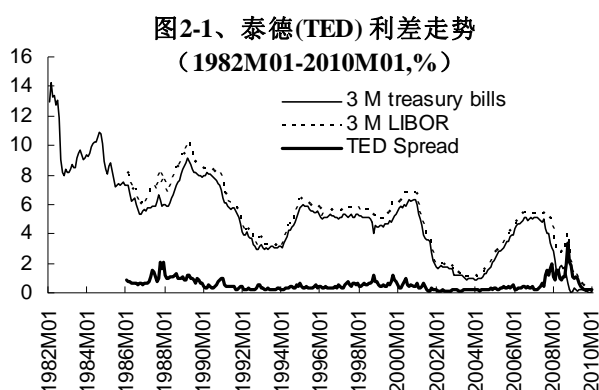
⁷奥巴马总统在哥本哈根气候峰会上发言陈述了类似承诺（Obama, 2009b）。

试图利用美国深陷危机特殊背景和奥巴马个人声望如日中天的难得时机，一鼓作气攻克三项改革立法难关。另外在操作策略层面上，民主党议会党团也表现出针对现实情况调整的灵活性和务实性特点。不过实际情况并不尽如人意。虽然三项改革立法取得不同程度进展，然而到本文截稿3月中旬仍没有一项立法走完最终定案的全部程序。2010年初麻省参议员缺位选举中，民主党在这个传统优胜选区意外翻船，反对党候选人正是以高调反对医改相号召取胜，对奥巴马政府和民主党是一个警告。从继续推动完成改革立法程序直接目标来说，特别是就改革能否真正解决美国经济发展深层矛盾这一根本目标而言，奥巴马改革注定存在很大不确定性和风险⁸。

2、美国经济急救生效

2007年初开始引爆的次贷-次债危机，快速演变为美国金融系统整体资产负债表危机，到2007年底开始把美国实体经济拖入深度衰退。2010年初数据显示，美国失业率仍处在两位数高位，银行信贷仍在萎缩，可见奥巴马新政元年结束时美国经济仍未摆脱衰退困扰。不过得益于美国政府空前力度刺激政策作用，外部受到以中国经济率先回升为代表的新兴经济和国际环境好转推动，美国经济2009年陆续出现一些止跌企稳和回升复苏表现。

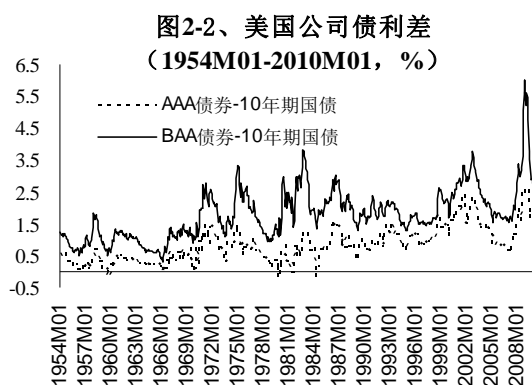
一是金融危机恶化势头得到有效遏制。金融危机使美国独立投行灰飞烟灭，AIG等金融巨头不得不借助国有企业“红帽子”求生，美国政府动用数以万亿资金救助。目前虽不能完全排除发生余震可能，不过一年多来美国金融部门形势逐步趋于稳定，金融危机恶化势头确实得到遏制。具有金融系统心电图功能的利差数据有助于说明这一点。图2-1报告TED利差在市场最恐慌2008年10月曾达到3.34%，超过1987年股市危机峰值2.07%六成多。此后TED利差一路回落，到2009年底降到0.21%-0.22%，2010年1月降到0.19%。



⁸本文定稿后美国医改取得进展。考虑按常规经过两院协商形成一个统一版本 (conference bill) 并就最终版本分别到两院投票面临困难，奥巴马政府和民主党启动特别“和解程序”(Reconciliation)。据此众议院直接就参议院医疗改革法案进行投票，然后由众议院另外起草一份预算协调法案 (Budget Reconciliation Bill)，将其对参议院法案各种修改意见写进该议案，并分别提交参众两院投票表决。即使参议院未能通过“预算协调”议案，被众议院通过的参议院法案也将在总统签署后成为法律。3月23日众议院终于通过医改法案，3月25日奥巴马总统签署为法案，“预算协调”法案随后也被通过并由总统签字立法。采用这一特殊程序使美国医疗改革法案勉强过关，然而民主党等于放弃其力争的“公共选择”条款，对于采取强硬立场民主党来说成功意义大打折扣。医疗改革在增加医保覆盖率方面会有显著成效，然而在节省成本方面将举步维艰，因而医改宣称要坚守的“财政中性”目标可能难以实现。另外共和党将以此为议题继续发难，一些州开始质疑新医疗法案关于强制投保要求是否“违宪”。

资料来源和说明：3 个月期限 LIBOR 来自英国银行协会 (British Bankers' Association)，3 个月期限 Treasury bills 来自美国圣路易斯联邦储备银行(Federal Reserve Bank of St. Louis)，Ted 利差为两者之差。

图 2-2 报告公司利差变动，2008 年底 Baa 公司债与长期国债利差 2008 年 12 月一度飙升到 6.01%，比该指标此前半个多世纪的历史纪录的 1982 年 11 月 3.75% 高出六成，此后持续下降到 2010 年 1 月的 2.52%。图形报告的 Aaa 公司债利差也呈现类似走势。与历史正常水平比较，2009 年底公司债利差仍然较高，不过应能说明危机最严重阶段市场恐慌已得控制和缓解。



资料来源：美联储历史统计数据库 (Federal Reserve Bank, Statistics & Historical Data)。

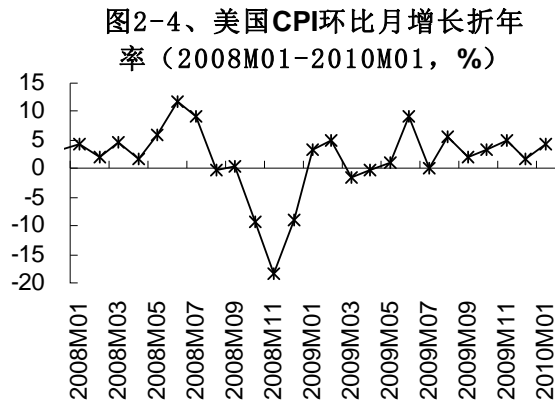
二是总需求止跌回升重新录得正增长。图 2-3 数据显示，金融危机将美国经济拖入深度衰退。2008 年 1 季度到 2009 年 2 季度 6 个季度中，5 个季度美国 GDP 均环比下跌。2008 年 3 季度到 2009 年 2 季度连续四个季度的环比 GDP 下跌是自 1947 年以来最长一次，2009 年 1 季度-6.4%的环比下降是自 1982 年 3 季度以来最大季度跌幅。这些数据显示深度衰退性质。不过 2009 年 2 季度美国经济降幅大比例收窄，3 季度总需求止跌回升，录得 2.2%正增长。据美国官方“先期预测”(advance estimate)，2009 年 4 季度增长率快速回升到 5.7%⁹。有关美国未来总需求走势存在争议，尤其是长期增长前景不容乐观，不过从目前情况看可能正在走出衰退。



⁹美国经济分析局(U.S. Bureau of Economic Analysis, BEA)于 2010 年 2 月 26 日发布经济数据第二次修订结果，将美国 2009 年第四季度的 GDP 增长率由原来的 5.7%调为 5.9%。

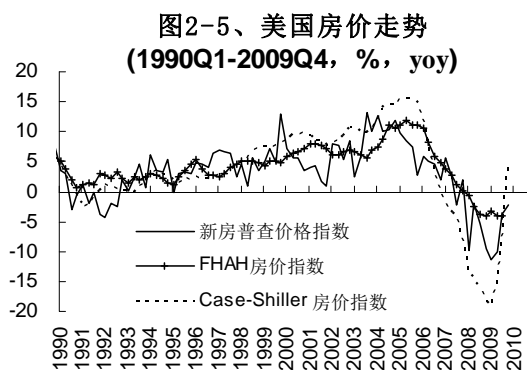
资料来源和说明：数据来自美国经济分析局(U.S. Bureau of Economic Analysis, BEA)，经季节调整。

三是从一般物价变动看，图 2-4 数据显示，2008 年 11 月出现环比下跌 18.3%，宏观经济面临跌入资产泡沫破灭引发严重恶性通缩潜在风险。不过随着超强力度急救措施实施，美国环比 CPI 进入 2009 年止跌回升，全年 CPI 处于温和正增长区间，说明美国经济得以较快摆脱出现严重通缩恶性循环局面的风险。



资料来源和说明：CPI 价格指数来自美国圣路易斯联邦储备银行(Federal Reserve Bank of St. Louis)，在此基础上测算月度环比折年率

四是房价跌幅收窄。图 2-5 数据显示，上世纪 90 年代房价开始十多年持续上升并逐步形成泡沫，2005 年末泡沫破灭派生 3-4 年间前所未有房价下跌，构成过去半个世纪美国最严重房地产泡沫危机。2009 年底美国两种房价指数仍在负增长，说明房地产泡沫危机调整尚未完结。不过不同房价指数跌势 2009 年上半年先后发生转变，如“FHFA 房价”年初便止跌企稳并在波动中回升，“新房普查价格指数”和“S&P/Case-Shiller 价格指数”2009 年 2 季度以来跌幅持续收窄，后者到 2010 年 1 月已转变为正增长。



数据来源和说明：“U.S Census average sale price”数据来自 US Census Bureau，“FHFA housing Price index”数据来自 Federal housing financial agency（以前是 office of Federal housing enterprise oversight OFHEO），“S&P/Case-shiller Housing Price Index”是由 Karl Case 和 Robert Shiller 共同命名的房价指数，2002 年出售给标普公司。详细解释见附录 1。

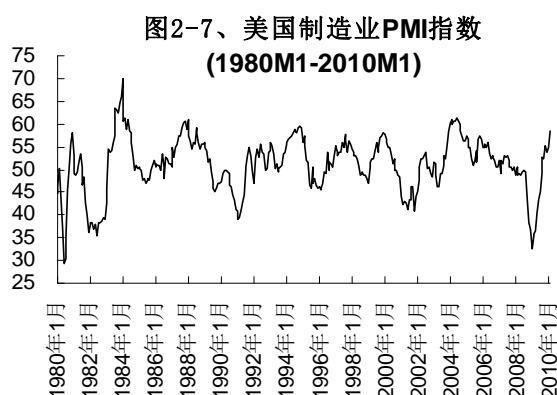
五是作为宏观经济走势风向标的股票市场快速回暖。图 2-6 数据显示，金融危机爆发后股市急速下挫，纽约道琼斯股指从 2007 年 10 月 13930 下跌到 2009

年 2 月 7603, 跌幅为 45%。NASDAQ 指数同期从 2661 下跌到 1377, 跌幅为 48%。此后股指快速回升, 道琼斯股指到 2009 年 10 月再次越过万点, 到本文写作的 2010 年元月 10 日为 10344。NASDAQ 指数 2009 年 8 月重回 2000 点, 2010 年元月中旬之初为 2288 点。



资料来源: 道琼斯股指来自美国纽约证券交易所 (New York Stock Exchange ,NYSE), NASDAQ 指数来自雅虎财经 (yahoo finance)。

六是从图 2-7 报告的制造业“采购经理人指数”(purchasing managers index)¹⁰数据看, 2008 年夏季该指数下滑跌破 50 分界线, 2008 年 12 月最低下降到 32.9。然而该指数此后持续反弹, 2 月 1 日美国供应管理协会 (ISM) 公布, 1 月份美国制造业采购经理人 (PMI) 指数为 58.4, 达到 5 年多以来最好水平。



资料来源: 美国供应管理协会 (the Institute for Supply Management , ISM)。

不同指标对宏观经济整体变动在领先性和滞后性方面存在差异, 相关经济指标的变化对经济走势的指向不可能完全一致。例如后面将讨论, 失业率仍处于两位数历史高位, 近来优质房贷违约率上升问题仍引发金融系统是否可能发生“余震”担忧¹¹, 因而判断美国经济完全走出危机和实现稳定复苏可能仍有待时日。

¹⁰ PMI 指数衡量制造业在生产、新订单、商品价格、存货、雇员、订单交货、出口订单和进口等八个范围的状况。通常以 50 为临界点, 高于 50 被认为是制造业处于扩张状态, 低于 50 则意味着制造业的萎缩, 非常接近 40 时, 则有经济衰退的忧虑。

¹¹ 美国优级房贷的对象是家庭年收入在 4 万~15 万美元的中产阶级家庭。危机导致中产阶级大量失业, 收入减少甚至“绝收”, 房贷还款逾期乃至断供导致止赎的情况大量出现。“据美国货币管理局和储蓄机构管理局去年 12 月 21 日公布的数据, 还款逾期 60 天以上的优级房贷数量, 2009 年第三季度已同比多出一倍以上, 达到 83.8 万户。而 2009 年第一至第三季度, 优级房贷的违约、止赎数量已超过次级房贷。美国两

不过上述指标提示事实表明，所谓“百年不遇危机”暗含的金融大崩溃和经济大萧条的最坏情况并未发生，美国政府空前救助政策已经取得一些短期成效，美国经济正在走出急救室并呈现某些复苏迹象。

3、美国经济四大难题

奥巴马就任时发誓要“再造美国”。不过走出急救室是一回事，能否根治痼疾并完全康复是另一回事。要实现稳健复苏和再造景气目标，美国经济至少要破解四道难题。一是如何应对和治理一段时期以来面临的固定资产投资增长乏力问题，二是如何解决银行系统信贷负增长与实体经济通货膨胀悄然回升之间矛盾，三是如何应对财政赤字占 GDP 比率与失业率双双高居两位数的“两个 10%”困境，四是如何避免贸易赤字和外部失衡与经济回升同时复苏的挑战。研究探讨这些深层矛盾，是观察把握美国经济未来演变前景的关键所在。

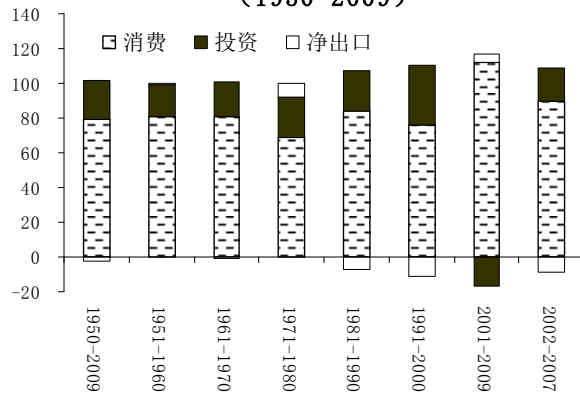
3-1、如何治理固定资产投资增长乏力问题

美国消费与投资失衡，本质是投资乏力。事实表明，在相对开放的经济全球化环境中，在世界技术-产业前沿革命相对沉寂然而新兴经济体生产率革命快速推进阶段，给定国际工资、汇率和其他要素相对价格体系，美国企业难以在国内发现足够数量并与开放环境兼容的投资机会，是美国这样处于全球技术前沿国家面临的尖锐挑战。这时要勉强追求高增长，势必就要靠刺激消费，导致消费过度增长。缺少足够投资，生产性资本存量增长乏力，必然影响长期增长可持续性。危机前一段时期美国经济增长结构，已突出表现出固定资产投资乏力问题，目前经济复苏仍面临这个问题挑战。

首先结合长期总需求增长结构数据，观察美国危机前一段时期面临投资增长乏力问题。图 3-1 报告美国过去 60 年长期平均以及不同阶段总需求增长构成，数据显示消费增长对整个时期总需求增长贡献率平均为 79.5%，投资增长对总需求增长的贡献率平均为 22%，上世纪 90 年代投资贡献率高达 34%，也是当代美国经济综合表现最佳时期。然而进入新世纪后，美国总需求增长结构发生显著变化。2001-2009 年美国消费增长对总需求增长贡献率为 112%，投资贡献率为-17%，说明美国经济在近十年时期投资总体呈现疲软衰减状态，经济增长从总需求角度看过度依赖消费推动。

大半官方房贷机构——房利美和房地美的财报，也显示了违约止赎仍是美国楼市的一大问题。房地美 2009 年三季度的信贷损失及客户的贷款违约率持续上升，其中还款逾期 90 天以上的比例升至 3.33%，大大高于上年同期的 1.22% 和 2009 年二季度的 2.78%；此外，新增坏账 76 亿美元，同比上升了 46%。房利美也预测，受抵押贷款坏账等因素的影响，未来一年内，该公司的信贷损失可能进一步扩大”。分析人士认为，“优级房贷的中产阶级客户不像次级房贷客户那样几乎没有稳定收入，首付款也要高出很多，而且其中相当一部分人还贷已有一段时间。即便止赎，放贷的公司收回房屋后拍卖，损失也不可能大到那儿去，但是一旦出现大面积违约，对金融机构会造成不小的冲击”。“美国现在的利率处于最低水平，政府为了挽救岌岌可危的住房市场，对按揭购房者出台了許多优惠政策。而未来美国加息的可能性非常大，这将使浮动利率的优级房贷还贷者的负担进一步加重，从而导致违约情况更多地出现”。不过“美国全国房地产经纪人协会公布的数据显示，2009 年 11 月，全美旧房销售量为 654 万套，为 2007 年 7 月以来的最高水平，比上月也增长了 7.4%”。观察人士推测，“纽约附近地区，未来一年内可能会出现一部分优级房贷的止赎房，但这些房子会很快被一抢而空，不会对整体房市带来多大影响”（徐伟豪，2010）。

图3-1、美国总需求增长构成
(1950-2009)

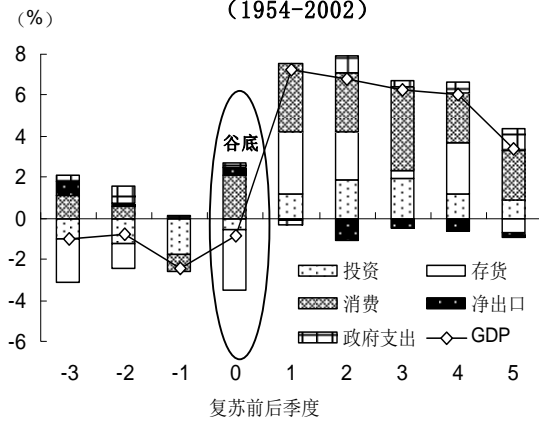


数据来源和说明：基础数据是美国经济分析局(U.S. Bureau of Economic Analysis, BEA)有关国民经济核算帐户统计数据，消费、投资及净出口对GDP增长贡献为所在时段各自对GDP增长贡献平均值。

不过2001-2009年头尾经历两次衰退和危机，由于经济衰退时投资降幅较大，上述数据显示的消费过度和投资乏力程度可能包含某些夸大因素。不过即便掐头去尾剔除两次危机，仅仅观察2002-2007景气增长时期，有关经验证据仍然显示美国投资相对不足的结构困难。图3-1数据显示，2002-2007年间消费增长对美国总需求增长贡献率仍高达89.5%，超过过去60年平均值10个百分点。这一时期投资增长贡献率为19.3%，可见即便是仅仅观察投资通常应更为活跃的经济繁荣时期，新世纪第一个十年美国投资增长对总需求拉动作用仍低于同时包含衰退阶段的半个多世纪长期投资贡献率水平。另外2002-2007年间净出口对总需求增长贡献率为-9.0%，显示经济增长建立在贸易逆差持续扩大这一不可持续条件基础上。可见进入新千年后美国一直面临投资相对疲软和消费过度扩张的结构性困难。

另外比较目前经济回升表现与美国战后历次衰退-复苏通常形态可以看到，能否启动固定资产投资持续较快增长是下一步能否稳健复苏的关键所在。为此先观察美国战后经济衰退后经济复苏的均值意义上的通常或标准形态。图3-2概括1954-2002年美国经历的十次衰退谷底之前三个季度和之后五个季度总需求变动构成，描述了这十次复苏在平均值意义上的通常形态。数据显示复苏初期经济回升速度较快，最初四季度分别为7.3%、6.8%、6.2%和6.0%。复苏初期经济回升中，投资增长对总需求增长贡献率往往超过一半，远远高于该指标长期平均水平。就复苏时期投资结构而言，存货恢复对投资增长起到关键推动作用，同时固定资产投资回升也发挥重要影响。

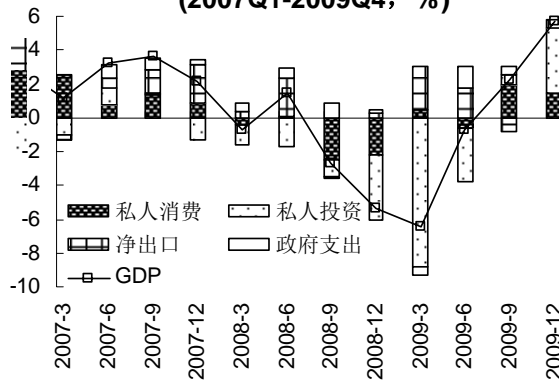
图3-2、美国战后十次复苏驱动因素分解
(1954-2002)



资料来源和说明：基础数据是美国经济分析局(U.S. Bureau of Economic Analysis, BEA)有关国民经济核算帐户统计数据，从中选取二战后十次经济复苏有关数据测算而得。

上述常态关系对观察目前美国经济初步复苏动向特征并对推测其未来走势具有启示意义。图3-3报告2007-2009年美国总需求变动季度数据。数据显示美国经济在2007-2008年之交出现负增长，2009年1季度经济下滑最严重时GDP负增长折年率为6.4%，不过总需求在2009年3、4季度回升，GDP季度增长折年率分别为2.3%和5.9%。不过进一步分析最近两个季度增长回升特点，可以看到投资增长特别是固定资产投资走势将是决定美国经济复苏的关键。

图3-3、美国GDP增长来源分解
(2007Q1-2009Q4, %)



资料来源和说明：在美国经济分析局(U.S. Bureau of Economic Analysis, BEA)有关国民经济核算帐户统计数据基础上测算整理结果。

去年3季度GDP增长2.2%，如果作为复苏最初回升表现，与过去十次复苏第一季度回升7.27%比较显然“劲道不足”。此外去年3季度增长还有几方面问题。一是主要依赖消费推动2009年3季度美国经济增长由负转正。不考虑政府支出增长和贸易赤字扩大因素，3季度私人消费增长1.99%，私人投资增长0.55%，仍较多具有消费驱动的增长特点。二是投资完全来自库存下降速度收窄的所谓库存投资，数据显示3季度库存降幅收窄因素贡献超过0.65个百分点。三是无论消费还是投资，都主要甚或完全依赖汽车需求恢复增长。2009年3季度GDP环比增长折年率2.2%，其中汽车生产贡献了1.45个百分点，大大高于2季度贡献的0.19个百分点。从1968-2008年的历史数据看，汽车生产对GDP增长的平均

贡献约为 0.13%。可见 3 季度汽车增长贡献强度比通常情况高出 10 多倍。投资中存货降幅收窄贡献 0.65%，汽车和汽车零部件经销商存货回升贡献为 1.17%。

2009 年 3 季度汽车消费和存货投资相对增长产生突出影响，背后驱动原因主要有两点。一是此前汽车消费大幅下降，最近出现触底回升势头。汽车消费 2008-2009 年下降幅度为 22.4%，此前在 2005-2006 小幅下降 3.6%，这是 1950 年代中期以来最大跌幅¹²。二是政府刺激政策效果。2009 年 7-8 月美国政府启动“汽车折价退款系统”（CARS, Car Allowance Rebate System）即“旧车换现金”（Cash for Clunkers）政策，消费者用高能耗汽车折价购买节能汽车时，联邦政府会提供不超过 4500 美元补贴。美国政府希望借助这一政策刺激经济并改善环保。附录 2 介绍该政策设计和实施具体情况。

下面看 2009 年 4 季度经济回升情况。4 季度经济增长 5.9%，同时私人投资反弹，增长折年率为 4.63 个百分点¹³，改变 3 季度消费驱动回升模式。4 季度存货投资对 GDP 增长贡献折年率为 3.88%¹⁴，相当于私人投资贡献 4.63% 的 83.8%。从战后 10 次危机看，复苏最初两个季度私人投资贡献平均为 4.2%，其中存货回升贡献了 2.65%，存货相当于私人投资贡献率的 63.1%。可见从历史比较角度看，评论人士认为目前美国经济复苏存在过度依赖存货贡献观点确有道理。

有此可见，美国经济能否在去年 4 季度较快回升基础上顺利复苏，从总需求结构角度看固定资产投资增长能否跟进助推是关键因素。需要注意的是，美国 ARRA 预算分配时间设计有意把基础建设投资比较靠后安排在 2010 年以后，这方面政府刺激投资项目如能顺利实施，有可能在短期推高美国固定资产投资。这方面影响和美国经济未来走势有待观察，不过从当代经济全球化国际竞争规律以及美国经济晚近时期实际表现看，美国要找到新的投资-消费均衡增长模式并非易事。由此可以提出两点推测性判断：美国经济能否稳健持续复苏关键在自生性固定资产投资回升增长，能否形成类似上轮复苏增长局面关键在消费是否能够持续增长。

3-2、如何解决负信贷增长与正通货膨胀矛盾！

目前美国经济形势另一特点在于，虽然资产负债表危机派生金融系统全面崩溃风险已得到控制，流动性极度紧张局面大为舒缓，不过银行信贷仍迟迟不能重回正常增长状态，说明借贷双方仍未改变对实体经济投资消费增长前景黯淡评估。图 3-4 报告广义货币和信贷增长情况。由于美国政府救助措施为经济系统注入巨量基础货币，加上危机时期其他市场主体资产组合调节行为作用¹⁵，危机期间美国广义货币增幅回落但仍维持正增长，并未出现特别超乎寻常变动。但是政府救助无法阻止银行信贷发生半个多世纪空前幅度下降，银行信贷规模从 2008 年 10 月 95410 亿美元下降到 2009 年 90420 亿美元。图 3-4 数据显示，信贷增长率从过去半个世纪约 5%-7% 均值下跌到 2009 年 10 月 -5.12%，本文截稿时获得 2010 年 1 月份数据显示信贷增长率为 -3.27%。信贷剧烈下跌是最能显示这次危机罕见程度的银行货币系统指标之一，最近信贷同比增长率仍为负值从一个侧面

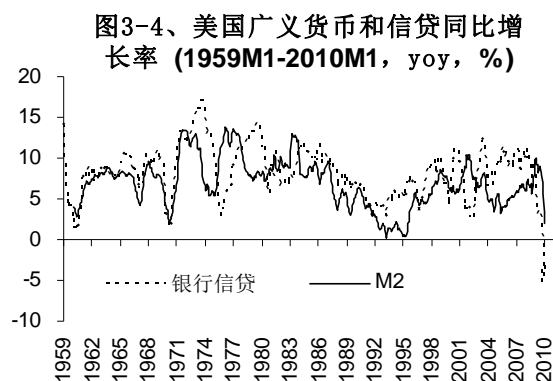
¹² 30 年代大危机时汽车消费跌幅曾超过 90%，1951-52 年在战后 1945-1950 年超过三倍增长后发生 25.6% 跌幅。1980 年代初危机，汽车消费在 1979-1980 年下降 18.8%，1981 年已开始复苏。

¹³ 最初报告为 3.83%，最近上调为 4.63%。

¹⁴ 最初报告为 3.39%，最近上调为 3.88%。

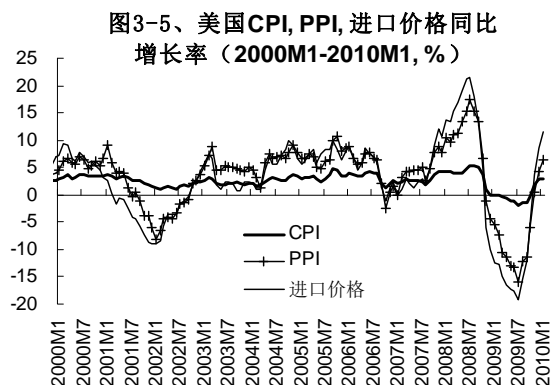
¹⁵ 如居民和企业把证券资产置换为流动性较高并且比较安全的银行存款资产等等。

说明美国经济复苏困难重重。



资料来源和说明：银行信贷来自美联储历史统计数据库 (Federal Reserve Bank, Statistics & Historical Data), M2 来自美国圣路易斯联邦储备银行(Federal Reserve Bank of St. Louis), 经季节调整。

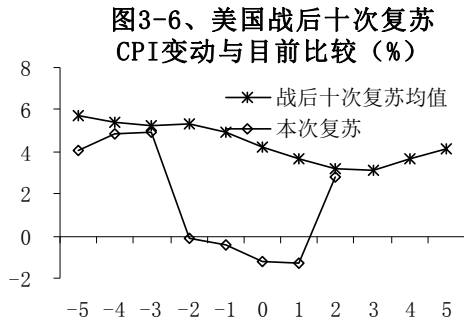
然而在宏观经济尚未走出衰退阴霾环境下,美国一般物价指数已悄然回升并构成现实通胀压力。图 3-5 数据显示,金融危机后,美国进口价格和生产者价格指数大幅下跌,2009 年 7 月低谷时分别为-19%和-16%,消费物价指数 2008 年底出现微弱负增长,2009 年 7 月 CPI 负增长降幅最大仅为-1.89%,属于温和通缩¹⁶。去年 7 月以后进口价格和生产者价格指数快速回升,到 2010 年元月, CPI、PPI 和进口价格同比增长率已分别上升到 2.9%、6.3%和 11.6%。



资料来源：CPI、PPI 来自美国圣路易斯联邦储备银行(Federal Reserve Bank of St. Louis), 进口价格来自美国联邦劳工统计局(U.S. Bureau of Labor Statistics, BLS)。

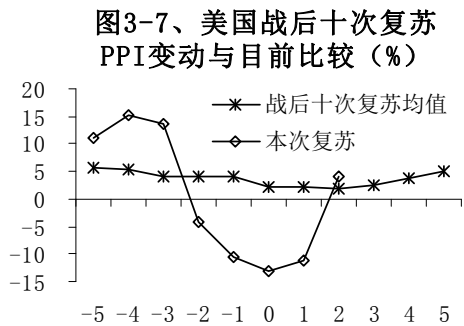
物价指数 V 型回升现象可圈可点。为观察上述走势特征属性,分别与此前十次复苏最初几个季度走势均值进行比较。图 3-6 数据显示,就过去十次衰退-复苏平均情况而言, CPI 同比增长率在“低谷”季度均值为 3.7%, 进入复苏后 CPI 指数仍会下降一段时期,到复苏后第三季度降到 3.1%, 复苏第四季度 CPI 才转而回升。这次危机与此前常态情况不同, GDP 回升的第二个季度即 2009 年 4 季度, CPI 同比增长率就从 3 季度-1.3%快速反弹到 2.8%。

¹⁶ 这是美国 1951 年以来第一次出现 CPI 负增长衡量的通货紧缩, 不过采用剔除能源和食物等项目的所谓核心 CPI 最低时仍处于 1%-2%温和通胀区间。



资料来源和说明：基础数据来自美国圣路易斯联邦储备银行(Federal Reserve Bank of St. Louis)，选取二战后美国十次经济复苏相应数据测算而得。

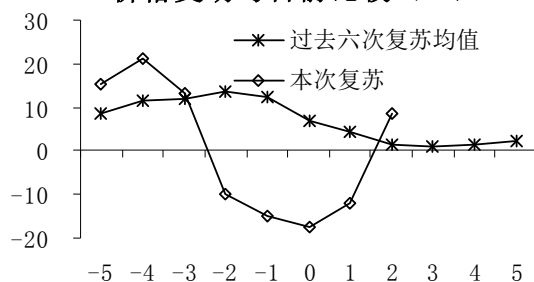
最近 PPI 回升也呈现类似于 CPI 上述相对变动特征。图 3-7 数据显示，就过去十次衰退-复苏平均情况而言，CPI 同比增长率在“低谷”季度均值为 2.2%，进入复苏后仍维持下降走势，到复苏后第二季度降到 1.8%，复苏第三季度回升“转正”。这次危机与此前常态情况不同，GDP 增长率“转正”后第一季度 PPI 从-13.2%回调到-11.3%，到第二个季度即 2009 年 4 季度反弹到 4.2%，已超过此前十次复苏后第二季度 PPI 的均值。



资料来源和说明：基础数据来自美国圣路易斯联邦储备银行(Federal Reserve Bank of St. Louis)，选取二战后美国十次经济复苏相应数据测算而得。

进口价格数仅获得 1970 年以来六次复苏数据，图 3-8 数据显示，过去六次衰退-复苏进口价格同比增长率在“低谷”季度平均为 6.9%（但是如果去掉 1975 和 1981 年数据则为-1.1%），复苏后最初三季度持续下降到 0.9%（去掉 1975 和 1981 年第三季度降幅略有收窄到-0.5%），第四季度出现正增长，第五季度增长到 2.5%。但是这次在低谷的 2009 年第二季度为-17.5%，GDP 正增长即 2009 年 3 季度降幅就收窄到-12%，第二季度季 2009 年 4 季度就快速飙升到 8.6%。

图3-8、美国六次复苏进口
价格变动与目前比较 (%)



数据来源和说明：基础数据来自美国经济分析局(U.S. Bureau of Economic Analysis, BEA)，根据 1967 以后美国六次经济复苏相应数据测算而得。

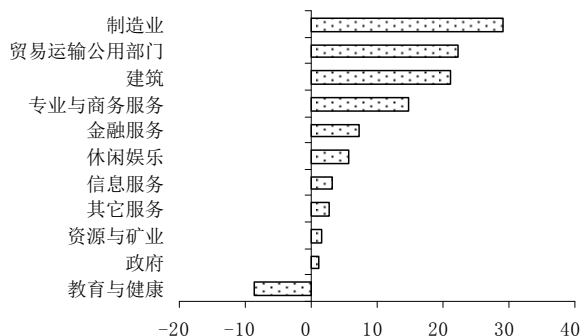
就显示宏观经济跳出“负债-通货紧缩”陷阱和避免严重萧条危险而言，上述物价变动具有积极意义。不过在经济复苏势头仍属孱弱背景下，各种物价指数快速回升，从一个侧面显示美国目前困难的结构性属性：两位数高失业率和低产能利用率问题，不仅与周期性 GDP 缺口相联系，而在相当程度与此前失衡增长模式累积的深层结构矛盾有关。

尤其是美国进口价格在复苏苗头初现时就快速飙升，更是提示本轮危机伴随美国在全球经济体系中相对地位的一个显著变动。其背后经济逻辑很简单：就危机-复苏与国际商品市场价格波动关系而言，这次不再经由美国经济复苏带动世界大宗商品价格回升，而是其它国家和地区较早复苏推高世界商品市场行情和美国进口价格，并一定程度带动美国国内一般物价较快回升。传统世界经济格局中“美国打喷嚏全世界感冒”的“美国一锤定音”情况正在悄然转变。时间似乎不在美国这一边：美国如复苏迟缓将会面临滞涨压力。

3-3、如何应对失业-赤字率“两个 10%”困境！

深度经济衰退加剧美国失业问题。虽然美国官方认为实行 ARRA 计划业已增加就业或减少失业约 200 万人，然而从危机发生的 2008 年 9 月起至 2009 年 12 月，美国非农就业人口仍大幅减少 582 万人。图 3-9 报告劳动力失业行业分布情况，制造业、贸易运输和公用事业、建筑业、专业与商务服务是失业最为严重部门，四部门失业人数增加值合计相当于失业上升总计数的 85%。教育和卫生部门增加了 50 万人就业，相当于失业上升总数的 8.5%，构成各类行业失业增长遍地哀鸿背景下唯一亮点。

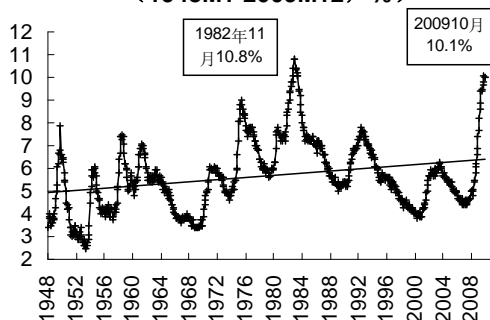
图3-9、美国各部门就业人口减少占非农
就业人口减少的比例（2008.09-2009.12 %）



资料来源：美国联邦劳工统计局(U.S. Bureau of Labor Statistics, BLS)。

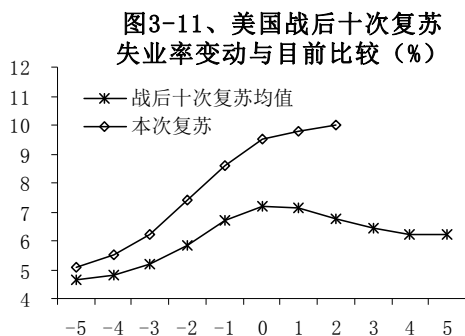
失业率快速攀升成为美国宏观经济困境最明显指标。图 3-10 数据显示，美国失业率 2009 年 10 月上升到 10.1%，成为二战后仅次于 1982 年 11 月 10.8% 最高纪录的第二高位失业率。去年底失业率虽没有继续增长，然而仍然保持在 10% 历史高位水平。从 2008 年 9 月份危机开始时 6.2% 增长到 2009 年 10 月份 10.1%，失业率在一年左右的时间内上升约 4 个百分点。

图3-10、美国失业率季调月度数据
(1948M1-2009M12, %)



资料来源和说明：数据来自美国圣路易斯联邦储备银行(Federal Reserve Bank of St. Louis)，经季节调整。

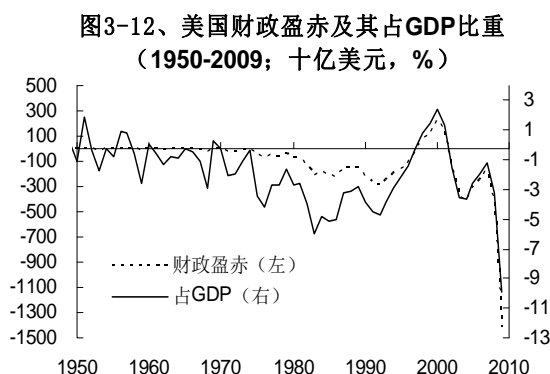
图 3-11 把战后十次复苏初期失业率变动通常状态与目前情况比较，可见过去十次衰退低谷时失业率平均值为 7.2%，复苏后第一个季度便逐步下降，到第二季度下降到 6.8%，第五季度下降到 6.2%。这次衰退在 GDP 增长处于低谷时失业率为 9.5%，并且在 GDP 回升后两个季度失业率仍持续增长，去年 4 季度突破两位数高位。



资料来源和说明：基础数据来自美国圣路易斯联邦储备银行(Federal Reserve Bank of St. Louis)，选取二战后美国十次经济复苏相应数据测算而得。

面对两位数失业率和经济深度衰退，美国经济学界赞同财政刺激政策共识度提升¹⁷。虽然美国朝野对采用财政刺激措施存在相当共识，实际刺激政策力度也很大，然而从奥巴马元年经济表现看，这一政策不仅短期效果并不理想，而且还加剧了美国危机前就已存在的高赤字高债务问题，最终会拖累美国经济长期增长。

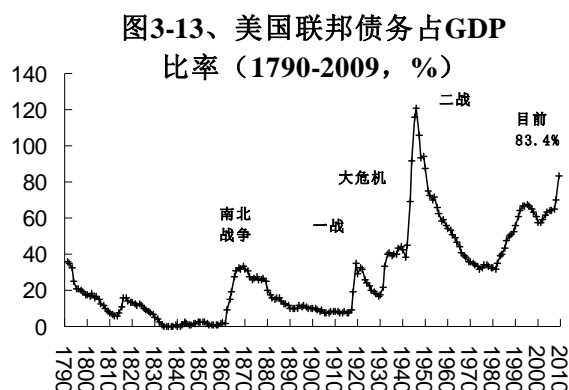
日趋沉重的财政和债务负担，是横亘在美国经济再创持久景气增长的又一巨大障碍。美国长期巨额财政赤字累积而成沉重债务负担，在危机前就引起美国朝野有识之士高度关注，是否应当把控制财政窟窿作为政策优先目标引发激烈争论。这次金融危机救助和经济深度衰退，导致美国本来就很严重的财政赤字和债务负担雪上加霜。图 3-12 数据显示，2009 年美国财政赤字达到 1.42 万亿天文数字，占 GDP 比率高达 9.9%，双双打破二战后历史纪录。



¹⁷凯恩斯派经济学家通常比较重视政府干预和财政政策对于调节宏观经济功能，这类经济学家在危机时尤其强调加大刺激力度。Krugman 建议 Obama 与公众沟通时应强调此次危机与以往不同，并且时刻关注财政扩张政策强度是否合意，一旦发现力度不足就应进行新一轮刺激 (Krugman, 2009)。保守派经济学家虽然通常情况下对财政刺激手段持比较保留和质疑态度，但是面对这次危机也一改传统立场。Feldstein 教授回顾财政政策传统受到质疑主要原因包括乘数很小，挤出效应，滞后效应导致放大波动。反过来看货币政策因为相对优势而胜出，特别是 80 年代低通胀和低利率显示货币政策成功。但是他也认为这次危机不同，无法再用货币政策应对。综合财富效应、乘数效应和自动稳定器效应，Feldstein 估算结果为，存在 4000 亿美元的缺口需要财政政策来填补。此外，经济中的需求乏力意味着未来两年的军事支出应该上升，同时扩大征兵规模也有助于减少失业。通过打破传统的征募规则，为老兵返乡之前提供两年培训。对于情报局和 FBI 资金支持也应由减少改为增加。对于研究支出支持也应该增加。他还指出，如果目前刺激方案不成功，那么有三种可能：(1) 进一步加大政府支出；(2) 财政政策由增加支出变为永久地降低个人税和公司税，同时要求对国债增长进行相应限制；(3) 美元贬值 (Feldstein, 2009)。

资料来源和说明：数据来自 2010 年 2 月公布的美国 2011 年度预算《Budget of the United States Government, Fiscal Year 2011》及美国白宫网站 <http://www.whitehouse.gov> 公布的财政历史数据。

图 3-13 报告 18 世纪末以来美国联邦政府债务率数据，使我们得以从更长历史时间窗口观察美国目前债务问题严重性。美国南北战争后债务率经历多次增长和下降，目前是第五次增长高峰，达到 83.4% 高位。根据美国白宫 2010 年 2 月公布的 2011 年度财政预算数据，2010 年美国财政赤字占 GDP 比重达到 10.6%，债务率将达到 94%。目前债务率比 20 世纪经济大萧条后 40% 左右债务率超过一倍，仅次于二战后的 121% 峰值水平。



资料来源和说明：1940 年之前的美国联邦债务数据来自 <http://www.treasurydirect.gov>，1940 年之后的数据来自美国白宫网站 <http://www.whitehouse.gov> 公布的财政历史数据。1940 年以前的美国 GDP 数据来自 <http://www.measuringworth.org>，1940 年之后的数据来自美国白宫网站 <http://www.whitehouse.gov> 公布的财政历史数据。

美国各界不乏要求降低赤字和债务呼声¹⁸，不过也有观点淡化目前债务问题严重性¹⁹。理由之一是美国二战时债务率更高，然而战后美国经济高速增长，因而债务率对美国并非严重问题。二战债务率确实更高，然而上述分析观点并不正确。首先需要指出，如果美国不严控赤字，今后十来年间就可能达到二战峰值。根据美国官方预测数据，从 2012 年开始美国财政债务占 GDP 比重突破 100%，2020 年上升到 111%。但是这一预测基于对经济如期复苏并且保持较快增长的前提进行编制，特别是在假设 2010 至 2020 年实际 GDP 平均增长率达到 3.3%，超过了 2001 年以来美国经济景气周期的平均增长水平。如果平均每年第一个百分点，到 2020 年就可能达到二战后债务率峰值。

其次是二者在诸多方面并不可比。一是两次债务率飙升性质不可比。二战是

¹⁸ Wiggan and Incontrera (2008) “I.O.U.S.A”一书系统分析美国巨额债务成因和危害。斯坦福大学经济学教授 Taylor 指出，大规模赤字意味着美国经济的系统性风险，甚至比房地产抵押贷款市场危机带来的危害更为严重，就好比是第二只要落地的靴子。Taylor 教授认为，如果没有支出方面的限制，那么要解决赤字问题，势必要通过破坏性的税收增加政策。同时，这种巨额赤字还将引发高通胀、高失业率，并最终影响人们对美元的信心 (Taylor, 2009)。

¹⁹ Krugman (2008) 认为担心美国赤字是完全错误的。担心者的逻辑是政府借贷会挤出私人投资，因而从长期来看对经济增长不利。但目前形势却远非正常情况，即使政府减少支出，由于联储的基准利率（主要对短期利率产生影响）已经到了零值边界，因此短期也很难下降。对于长期利率而言，目前处于半个世纪以来最低的水平，主要反映了对未来短期利率的预期。如果通过财政紧缩降低长期利率，市场会预期危机将持续更长时间，从而会降低投资。他认为如果支出扩张能够更多地采取公共品投资的形式，将对美国的未来更加有利。

人类历史上最大战争之一，也是美国历史上介入最深的境外战争。战争时期单目标环境下政府动用资源广度强度空前放大，难免出现超常财政赤字和债务；超常环境出现超常债务，反倒具有正常性。战争时期特殊经济运行方式下债务率增加与平时时期正常经济环境下债务飙升不可同日而语，前者本质具有相对经济环境类型的合理性，而后者是恶性债务。

二是经济相对实力决定的解决途径不可比。当时美国经济实力独步天下，经济规模几占全球半数，黄金储备占全球七成，科技实力和制造能力世界一流。尤其重要的是，其他主要经济体或战败后一片废墟，或虽为战胜国但是经过战争浩劫元气大伤筋疲力尽，中国和印度这样发展中国家经济建设尚未提上议程。凭借美国无与伦比相对优势，美国以债务激增为代价取得二战胜利后，有可能在战后通过快速经济增长消化此前累积债务存量，并一度游刃有余地主导西方经济体系。目前全球增长格局特点是中国等新兴经济体快速追赶，正在成为全球经济的新增长引擎。美国经济相对竞争力下降，债务很大程度是不可持续经济增长模式结果，反过来会加大结构和增长模式调整的困难。

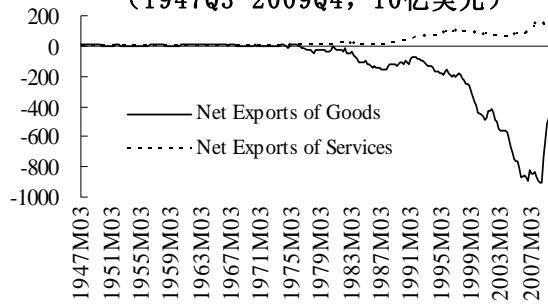
三是从债务结构上看，二战和战后一段时期美国经济相对国际竞争力超强，拥有独步全球的经常账户，当时美国政府债务的主要债权方是美国国内居民和机构，经常账户盈余则转化为国际投资头寸上升，另外巨额单方面转移支付积累对美国有利的庞大非货币“债权”。例如 1948 年美国有几百亿美元国际投资正头寸，占当时 GNP 比率约为 15% (Howard, 1989, p. 3, Fig. 1)。如果不考虑当时外国人投资美国国债部分，那么用国际正头寸对冲后二战期间美国国债占 GDP 比率下降为 105% 左右。这些显性和隐性国际净资产对美国战后经济转型增长并逐步减少债务率提供有利条件。目前美国债务是国内和国外债务同时快速增长结果，并且伴随经常账户趋势性恶化压力，因而与二战后情况不可同日而语。

总之，失业率和赤字率是制约美国经济复苏增长的又一两难矛盾：10% 赤字率和 83% 债务率迫切要求重建财政平衡，但是 10% 失业率要求刺激经济因而会导致赤字负担增长从而恶化美国长期经济增长图景。如何化解两个“10%”矛盾，是美国政府面临的一大挑战。

3-4、如何避免外部失衡与经济回升同时复苏！

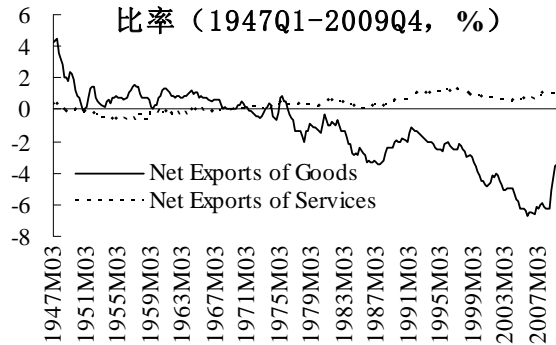
在经济严重衰退背景下，近年美国外部失衡得到一定程度调整。图 3-14 数据显示，美国货物贸易赤字从危机前几年 8000-9000 亿美元峰值，快速回调到 2009 年 2 季度 4830 亿美元；服务贸易盈余从危机前 2006 年底 1078 亿美元盈余上升到 2009 年前三季度 1400 多亿美元。图 3-15 数据显示，货物贸易赤字占 GDP 比率从 2006 年 3 季度最低 6.6% 回落到 2009 年 3.4%，服务贸易盈余占 GDP 比率大体稳定在 1% 左右。

图3-14、美国季度贸易余额折年度值
(1947Q3-2009Q4, 10亿美元)



资料来源和说明：数据来自美国经济分析局(U.S. Bureau of Economic Analysis, BEA)，经季节调整。

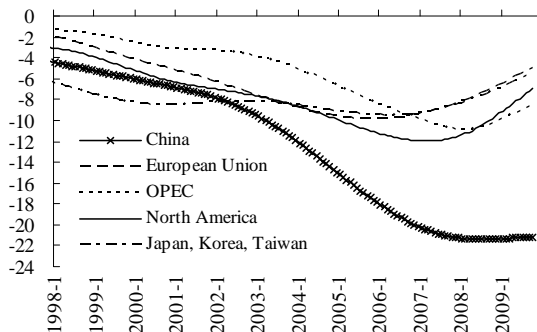
图3-15、美国贸易余额占GDP
比率 (1947Q1-2009Q4, %)



资料来源和说明：数据来自美国经济分析局(U.S. Bureau of Economic Analysis, BEA)，经季节调整。

图 3-16 报告美国对主要贸易伙伴贸易平衡变动的 HP 趋势值，显示贸易逆差收窄直接原因，在于美国与 OPEC，北美国家、欧盟、日韩台等东亚经济体贸易逆差不同程度下降。与中国双边贸易平衡方式发生显著变动，大体表现为美国对华贸易逆差一改进入新世纪持续快速上升势头，2007 年以后大体稳定在每月 210 亿美元上下水平。

图3-16、美国与主要双边贸易盈余变动
(HP, 1993M1-2009M10, \$billion)



资料来源和说明：基础数据来自 U.S. Census Bureau “Business and Industry, Foreign Trade, Balance by Partner Country” (<http://www.census.gov/foreign-trade/balance>)，对原始数据提取 HP 趋势。

最近两个季度美国贸易逆差收窄势头发生变化。2009 年第三季度逆差比率

由 2 季度-3.4%扩大到-3.9%。不过依据美国总需求先期预测数据，2009 年 4 季度净出口变动对当期经济增长贡献个百分点，由此推测 4 季度美国贸易逆差可能再次收窄。虽然经济衰退时期贸易逆差下降，然而有理由相信，如果美国经济持续复苏，其对外失衡可能会重新加剧。

建立一个包括美元实际汇率、美国经济增长率、时间趋势变量的解释美国贸易平衡变动的简单模型，利用这一模型外推结果显示，如果美国经济结构未能得到实质性调整，假定 2010-2011 年美国经济增长率为 2%和 4%，美国贸易逆差占 GDP 比例到 2011 年底将上升 1.0 和 1.5 个百分点。虽然这个单方程模型可能过于简单，美国外部严重失衡可能会随着经济复苏而“复苏”推测具有参考价值。

$$rNX = 33.3 - 4.78 IREER - 0.25 dGDP - 0.039T$$

(10.7) (-7.14) (-6.63) (-27.4)

统计方程变量定义是：rNX 贸易余额占 GDP 比例，IREER 是美元实际汇率对数值，dGDP 是实际 GDP 趋势偏离百分比，T 是时间趋势值。用 1973 年 2 季度到 2009 年 3 季度数据估计。估计系数经济含义是：实际汇率升值 1%，顺差占 GDP 比例减少（逆差增加）0.048%；GDP 偏离上升 1%，顺差占 GDP 比例减少（逆差增加）0.25%。其他条件给定情况下，假定 2009 年 4 季度以后两年经济增长年率为 2%，外推截止 2011 年底贸易逆差比率。

经济全球化开放条件下，一国对其外部赤字过大失衡，在逻辑上可以通过两个相互联系调节机制进行调节。一是相对价格调节即与主要贸易伙伴货币实际汇率调节，这又可以通过美元对贸易伙伴国货币名义汇率调节、国外一般物价调节以及美国名义工资和价格调节等多重机制实现。二是相对收入调节机制，就是贸易赤字国接受一个较低经济增长率，并由此降低进口需求调节外部失衡²⁰。最近美国外部失衡有所缓解，可以看作是危机特殊环境通过经济收缩一定程度被动调节外部失衡结果。

危机前美国政学两界对其贸易和经常账户失衡有不同意见争论，然而危机经验表明，外部过度失衡可能带来严重后果（卢锋，2008）。根本根源在于现有相对工资、汇率等相对价格体系下，美国作为技术产业前沿经济体竞争力相对减弱，美国企业难以发现足够数量规模并在开放环境下具有竞争力的投资领域和投资对象，未能提供保证国际收支大体平衡需要的足够数量可贸易品特别是制造品。奥巴马总统在 2010 年元月国情咨文中提出雄心勃勃的五年出口倍增计划，但这一目标能否实现并最终控制贸易逆差增长，前景并不乐观。如何找到国际收支大体均衡的可持续增长方式，是美国经济后危机时代面临的又一大挑战。

4、美国增长前景、选择和启示

美国经济急救生效，说明美国经济具有应对危机冲击的调整能力。对美国经济体内在调整能力估计不足，轻言美国经济全面崩溃是不适当甚至危险的。不过展望前景确实可以看到，受制于各种深层矛盾，美国经济后续发展将困难重重。

美国经济能否稳健复苏并再造景气增长，在美国朝野和国际社会存在不同评估意见。一种是美国官方高度乐观和信心满满观点，预测美国经济很快会重回高

²⁰ 收入调节最终可能通过宏观经济通货紧缩产生汇率价格调节效应。

增长轨道。如美国《总统经济报告(2010)》预测(Council of Economic Advisers, 2010), 2010年实际GDP增长率将达到3.0%, 2011-2013年将实现4.2%-4.3%的高增长, 2014-2016仍将保持较高增长率水平, 分别为3.9%、3.4%和3.1%。CBO预测2010、2011及2012-2014年将出现3.9%、4.9%和平均4.3%高增长(CBO, 2010)。

但是不少经济学家和国际机构并不认可上述乐观看法。如美国NBER前主席、Feldstein教授在2010年初美国经济学年会上表示对美国二次探底担心, 建议追加财政刺激措施(Derby, 2010)。Krugman, Stiglize等重视政府干预经济学家呼吁加大刺激力度, 也不看好在给定政策条件下经济增长前景。IMF前首席经济学家、哈佛大学Kenneth Rogoff教授提出美国经济增速会在一个较长时期放缓, 他认为危机前美国经济部分增长是不真实的, 美国人需要下调增长预期(Guy Raz, 2009)。主要国际机构对美国短中期增长预测也比较平淡。如IMF对美国2010、2011、2014年GDP增长率预测在2.1%-2.7%之间, 世界银行和OCED研究部门对今后两年美国GDP增长预测也不超过3%。

基于上述分析, 结合历史数据, 我们认为美国经济需要经历一段调整期。虽然短期不能排除较快回升可能, 美国经济长期增速可能会有所下降。表4-1数据显示, 过去60年美国年均增长3.2%, 但2001-2009年年均增长不到2%, 2002-2007年景气期增长率也只有2.8%。考虑前一段增长模式不可持续, 未来面临结构调整困难, 可推测除非发生特别有利于美国的重大产业-技术革命, 美国未来经济增长速度会显著下降。具体降幅可进一步研究, 作为初步推测可认为未来十年平均水平不会超过2.0%-2.5%。

表 4-1、美国长期经济增长及分段比较

时期	GDP年均增长率
1950-2009	3.22
1951-1960	3.05
1961-1970	4.40
1971-1980	3.16
1981-1990	3.32
1991-2000	3.81
2001-2009	1.70
2002-2007	2.79

资料来源: 根据美国经济分析局(U.S. Bureau of Economic Analysis, BEA)有关数据测算整理。

给定目前内外部经济环境, 美国面临两类政策选择。一类是追求短期速成治标策略, 一类是致力于结构调整的治本策略。速成策略中心思路是机会主义, 大体包含以下取向和特征。一是基于“高失业率—GDP 缺口—需求刺激”经济分析范式, 回避结构调整实质性问题, 试图通过超级刺激政策和几次立法改革快速跳出困境。二是在政策上忽视或否认退出过迟和赤字扩大风险, 在未来财政赤字带来更大危机时, 则可能试图采用债务货币化和通货膨胀这类更危险路径解套。三是在涉外经济关系领域通过贸易保护主义转移矛盾, 受“战略焦虑”驱动甚至可能采用更加铤而走险策略释放压力。

与速成治标策略不同, 致力长期结构调整治本策略需要正视深层结构问题。美国首先要认真总结经验和汲取教训, 下决心接受一个时期潜在增长速度降低现

实，在低增长低通胀宏观环境中培育市场力量进行结构调整。二是把控制财政赤字、遵守货币纪律、应对通胀风险置于优先地位，严肃对待美国作为主要国际货币发行国的应尽义务。最后需要培育技术创新、谋求前沿突破、拓宽全球产业技术可能性空间，把美国相对优势发挥真正建立在生产力创新基础上。治本策略有助于实现美国长期与根本利益，客观上也有利于经济全球化推进和新兴经济成长。

我国经济正在经历前所未有的快速追赶。理性分析评估美国经济增长前景，对认识我国经济发展重大问题和谋划政策调整具有借鉴意义。表 4-2 数据显示，2003-2008 年间，各自用本币衡量，中国实际和名义 GDP 年均增长率分别比美国高出 9.2% 和 12.3%。考虑年均 3.6% 汇率升值因素，中国用美元衡量经济规模每年比美国增长快 16.2%，也可以说中国该时期年均“追赶或收敛速度”为 16.3%。

表 4-2、中国相对美国经济增长和追赶（2003-2008）

	中国		美国		中国/美国	
	累计	年均	累计	年均	累计	年均
GDP 实际增长率 (%)	174.7	11.8	112.4	2.4	155.4	9.2
GDP 通缩指数 (%)	132.4	5.8	115.3	2.9	114.8	2.8
GDP 名义增长率 (%)	231.2	18.3	129.6	5.3	178.4	12.3
汇率(间接标示, 2003=100)	119.2	3.6	100.0	0.0	119.2	3.6
美元衡量经济增长 (%)	275.6	22.5	129.6	5.3	212.7	16.3

数据来源和说明：中国 GDP 基础数据来自《中国统计年鉴 2009》。不过国家统计局 2009 年 12 月 25 日依据国内生产总值（GDP）核算制度和第二次全国经济普查结果，宣布 2008 年 GDP 调整数为 314045 亿元，比《中国统计年鉴 2009》公布 2008 年 GDP 多出 1.34 万亿，2008 年实际经济增长率也由原来的 9.0% 提高到 9.6%。本文采取上述信息并接受《中国统计年鉴 2009》提供通缩指数数据基础上，估算这一时期实际增长率和名义增长率。人民币汇率数据来自中国人民银行网站公布月度数据，在此基础上取平均测算年度数据。美国 GDP 数据来自美国经济分析局(U.S. Bureau of Economic Analysis, BEA)。

中国 GDP 2009 年 33.5 万亿元，按现行汇率计算折合 4.91 万亿美元。美国 2009 年 GDP 为 14.27 亿美元。中国为美国 34.5%，美国是中国 2.9 倍。假设未来十年中国年均实际增长率为 7%-8%，人民币实际汇率每年升值 5-6 个百分点。年均收敛速度 10%-12%，将使我国经济总量在十余年赶超美国（ $1.11^{11} = 3.15$ ， $1.10^{12} = 3.14$ ）。预计我国经济总量规模超过美国时间点，会比 2003 年著名“Dreaming with the BRICs”报告提前 15-20 年。届时我国人均收入只有美国 20%-25%，相对美国仍是低收入国家，不过总量超过美国在中国崛起历程中仍具有指标意义。

在深刻演变的内外环境中实现我国经济又好又快增长目标，需要深化改革夯实发展基础，同时改进完善开放宏观政策架构。我国自身经验证明总需求并非长期经济增长瓶颈，从客观情况看外部经济也无力支撑我国总需求增长，我们应对内需增长足以提供合意总需求这个基本判断树立信心。另外我国不仅在大宗商品以及投资指标上是全球增量最大国，去年开始在总需求指标上成为全球增量领跑国家，面对发展阶段和内外环境深刻变化，需要总结宏观政策实践经验，以汇率-利率政策调整为重要内容，改进完善适应开放型大国总需求管理目标的宏观政

策架构。在以我为主进行政策调整基础上，反对和抵制美国政策的保护主义倾向和冲动，引导和鼓励美国进行深层改革。

附录 1、美国三组房价数据简介

研究人士通常用三组房价指数观察美国房地产市场走势变动。本附录简略介绍三组房价指数含义和特点。

一是“FHFA/OFHEO 房价指数”。该指数最早由“联邦住房企业监督办公室（Office of Federal Housing Enterprise Oversight: OFHEO）”公布。季度数据最早从 1975 年 1 季度开始发布，月度数据从 1991 年 1 月开始发布。2008 年 6 月 30 日布什总统签署《2008 年住房与经济恢复法案》（Housing and Economic Recovery Act of 2008），成立美国联邦住房金融局（Federal Housing Finance Agency: FHFA）取代 OFHEO，此后由 FHFA 继续发布上述房价指数。

“FHFA/OFHEO 房价指数”以通过“两房”（房地美和房利美，Freddie Mac and Fannie Mae）提供信贷支持购买的房屋作为统计对象，仅包括“单户家庭独栋房产（single-family detached properties）”，不包括“连栋房产（attached properties）”。FHFA/OFHEO 房价指数包括美国房价指数、9 个普查局统计区（U.S. Census Bureau，见图 A1-1）房价指数、州房价指数等。

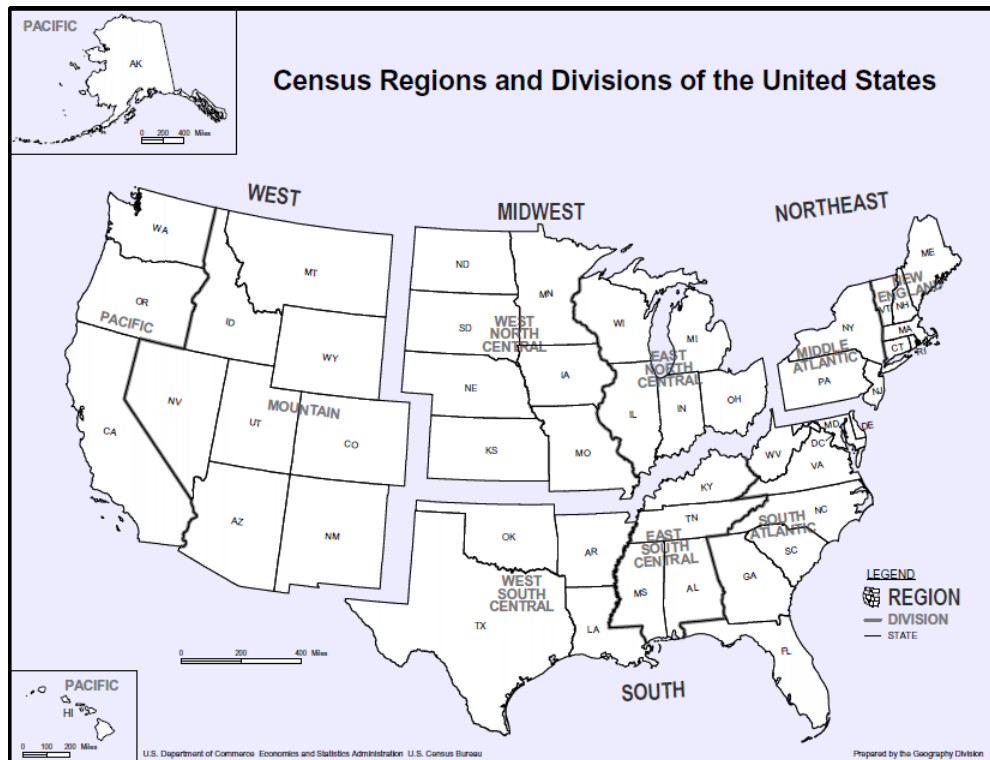
二是“S&P/Case-Shiller 房价指数”。经济学家 Karl Case, Robert Shiller and Allan Weiss 于 1991 年创立 CSW 公司提供该指数。Case 提出通过比较同一物业重复销售分析住宅价格趋势方法，并利用 Boston 上世纪 80 年早期房地产景气时期房价数据，认为这类景气增长最终不可能持续。Case 后来与研究行为金融学和经济泡沫的 Shiller 教授结识，一起建立遍及美国各地城市的二手住宅销售指数。1991 年 Shiller 教授研究生 Weiss 说服他们成立公司，收集编撰定期价格指数并试图向市场出售。该公司设计“重复销售定价技术”（repeat sales pricing technique）计算房价指数，该方法目前也被其他的房价指数发布机构如 OFHEO/FHFA 所使用。2002 年 5 月一家名为 Fiserv 的信息管理公司收购 CSW 公司，并与 Standard & Poor 一起合作提供 S&P/Case-Shiller 指数。

S&P/Case-Shiller 房价指数包括美国 20 个主要城区（major metropolitan areas，见图 A1-2）的月度房价指数，10 城区综合房价指数和 20 城区综合房价指数，以及全美房价指数（U.S. national index）。全美房价指数覆盖美国普查局划分的全部 9 个普查区，每季度发布。除了 S&P/Case-Shiller 房价指数所包括的数据之外，Fiserv 公司还提供按州（stat）、县（counties）、邮政编码（zip codes）划分的房价指数。

三是“U.S. Census 新建住房平均销售价格”。美国普查局（U.S. Census Bureau）制造和建筑部（Manufacturing and Construction Division）对房屋建造者进行建筑调查（Survey of Construction, SOC）获得新建住房销售（New Residential Sales）相关数据。美国普查局调查发布的数据包括美国新建住房销售价格平均值和中位数，月度发布。

美国普查局销售平均价格和房价指数不同，平均价格所反映的不仅仅是房屋价值变动，也包含可能由销售房屋类型、区域差异等因素引起变动。另外，美国普查局对象为新建住房，未涵盖二手房价格变化。

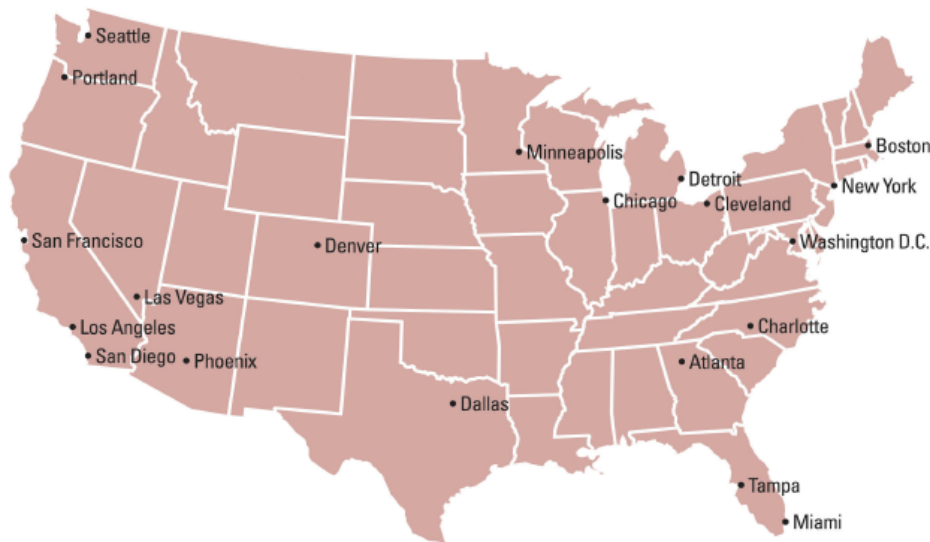
图 A1-1、美国普查局四个普查大区 and 九个普查区



来源: U.S. Census: Census Regions and Divisions of the United States, 2010 年 1 月 30 日下载于 www.census.gov/geo/www/us_regdiv.pdf

图 A1-2、S&P/Case-Shiller 月度房价指数覆盖的 20 个城区

Metropolitan Regions in the S&P/Case-Shiller Home Price Indices

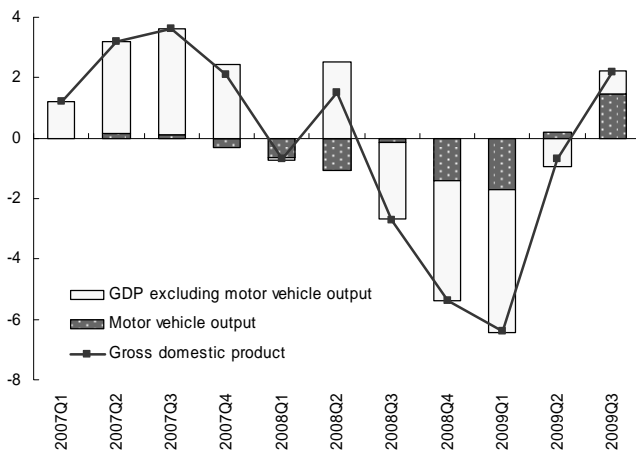


来源: Standard & Poor's: S&P/Case-Shiller Home Price Indices, 2010 年 1 月 30 日下载于 http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?blobheadername3=MDT-Type&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3DSP_CS_Home_Price_Indices_Factsheet.pdf&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobheadername1=content-type&blobwhere=1243629798793&blobheadervalue3=UTF-8

附录 2、美国 2009 年“旧车换现金”政策及其影响

本附录介绍美国 2009 年“旧车换现金”政策内容和实施情况，并评估这一政策对 3 季度美国经济回升影响。图 A2-1 数据显示，2009 年 3 季度 GDP 环比增长折年率 2.2%，其中汽车生产（motor vehicle output）贡献了 1.45 个百分点，大大高于 2 季度贡献的 0.19 个百分点。从 1968-2008 年的历史数据看，汽车生产对 GDP 的平均贡献为 0.13%。2009 年 3 季度汽车生产大幅增长的一个重要原因是美国 7、8 月份采取的“旧车换现金”（Cash for Clunkers）政策。该政策下，消费者用高油耗旧汽车抵价购买新型节能汽车时，可以从联邦政府获得 3500 美元或 4500 美元补贴。

图 A2-1、美国汽车生产对 GDP 贡献（%，2007Q1-2009Q3）



数据来源：Bureau of Economic Analysis。

2009 年 3 月 17 日，民主党议员 Betty Sutton 提出《2009 年协助消费者更新和省钱法案》（Consumer Assistance to Recycle and Save Act of 2009，下文简称 CARS 法案），旨在改进节能，鼓励车主用新型节能、低污染的汽车替代高污染的汽车。6 月 24 日，《CARS 法案》作为《追加拨款法案》（Supplemental Appropriations Act, 2009, Public Law 111-32）的第 13 章“协助消费者更新暨省钱项目”（Title XIII Consumer Assistance to Recycle and Save Program），由奥巴马总统签署并通过。根据《CARS 法案》，美国交通部美国高速公路安全管理局（National Highway Traffic Safety Administration, NHTSA）建立并实施了“汽车折价退款系统”（Car Allowance Rebate System, CARS）项目，即所谓“旧车换现金”（Cash for Clunkers）政策。

根据 CARS 项目，满足特定标准的汽车的拥有者在用其汽车抵价购买或租赁新型节油汽车时可以获得 3500 或 4500 美元货币抵扣，具体金额取决于燃油节省程度。NHTSA 通过电子支付系统向交易商支付抵扣资金。《CARS 法案》批准 10 亿美元资金对 2009 年 7 月 1 日至 11 月 1 日间发生的交易给予补贴支付。NHTSA 于 2009 年 7 月 23 日发布最终规则，7 月 24 日开始向汽车交易商开放 CARS 系统。CARS 项目开始实施几天就发现交易申请远超过预计，调查数据估计最初划拨的 10 亿美元资金两周就会用尽。2009 年 8 月 7 日奥巴马总统签署通过了《协助消费者更新暨省钱项目追加拨款法案》（CAR Save Program

Supplemental Appropriations Act), 向 CARS 项目追加拨款 20 亿美元资金。NHTSA 于 2009 年 8 月 24 日关闭 CARS 系统。

依据 NHTSA (2009) 提交给国会报告, CARS 项目共支付了 677,842 笔交易, 平均每笔支付 4,209 美元, 支付总额为 28.5 亿美元。CARS 项目下出售新车中有 49% 为美国制造汽车。据 CEA (2009) 估计, 在基准情况 (baseline scenario) 下, 2009 年 3 季度 CARS 项目增加 40 万辆汽车销售, 大致等于增加了 36 亿美元 GDP, 对 3 季度 GDP 增长折年率贡献 0.21 个百分点, 创造或挽救了 17400 个职位。表 A2-1 是 PCEA (2009) 估计的不同情况下 CARS 项目对 2009 年 3 季度经济影响。

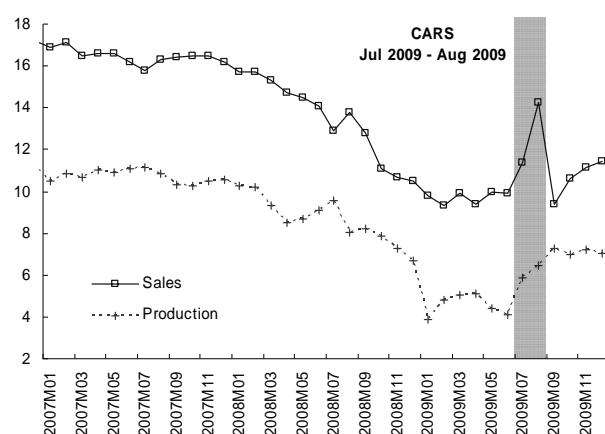
表 A2-1、美国 CARS 项目对 2009 年 3 季度经济影响估计

	汽车销售增加 百万辆	GDP 贡献 %	新增或挽救工作职位 千人
悲观	0.28	0.13	10.8
基准	0.40	0.21	17.4
乐观	0.60	0.35	29.2

资料来源: Executive Office of the President Council of Economic Advisers (2009) p. 10, table 1 and p.13, table 2.

从图 A2-2 汽车消费和生产数据看, CARS 项目实施的 7、8 月份销售大幅增长。9 月份销售量大幅回落, 9 月份以后销售量重新增长仍然持续在较高水平。

图 A2-2、美国汽车销售量和产量折年度量 (百万辆, 2003M1-2009M12)



数据来源: 汽车销售量来自 Bureau of Economic Analysis, 汽车产量来自 Board of Governors of the Federal Reserve System。

表 A2-2 数据显示, 2009 年 3 季度 GDP 环比增长折年率 2.24%。从支出角度, 2009 年 3 季度汽车消费、库存变动 (经销商库存变动, 不包括制造商库存变动) 和汽车净出口对 GDP 的贡献分别为 0.9, 1.17 和 -0.90 个百分点。

表 A2-2、美国 2009 年 3 季度汽车、消费、净出口变动对 GDP 贡献构成

	2009Q2	2009Q3	增长折年率	GDP 贡献折年率
	billions of dollars, in 2005 price		%	%
GDP	12902	12973	2.24	
个人消费支出	9189	9253	2.80	1.99
其中，汽车及零部件	306	335	43.61	0.90
存货变动	-160	-139		0.65
其中，汽车和零部件经销商	-33	5		1.17
货物与服务净出口	-330	-357		-0.84
其中，汽车、引擎及零部件	-58	-87		-0.90

数据来源：Bureau of Economic Analysis。

引用文献

CBO (2009a): “A Letter to Nancy Pelosi” (Report on the estimated cost of ARRA)。该报告发表于 2009 年 2 月 13 日, 2010 年 3 月 13 日下载于:
<http://www.cbo.gov/ftpdocs/99xx/doc9989/hr1conference.pdf>

CBO (2009b): “A Letter to John Dingell” (Report on the Estimated Cost of Affordable Health Care For America Act)。原文于 2010 年 3 月 13 日下载自:
http://energycommerce.house.gov/Press_111/health_care/hr3962_mgr_update.pdf

CBO (2010): “The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2010 to 2020”, January。原文于 2010 年 3 月 19 日下载自:
<http://www.cbo.gov/ftpdocs/108xx/doc10871/01-26-Outlook.pdf>

Committees on Ways & Means, Energy & Commerce, and Education & Labor (2009): “Short Summary of Affordable Health Care for America Act”, October。原文于 2010 年 3 月 13 日下载自:
http://energycommerce.house.gov/Press_111/health_care/hr3962_SUMMARY.pdf

Council of Economic Advisers (2010) : “Economic Report of the President”, February。原文于 2010 年 3 月 19 日下载自:
<http://www.whitehouse.gov/sites/default/files/microsites/economic-report-president.pdf>

Derby, M. S. (2010): “Harvard's Feldstein: Risk Economy Will Run Out Of Steam In '10” *Dow Jones Newswires*, Jan. 3, 2010。原文于 2010 年 3 月 19 日下载自:
<http://online.wsj.com/article/BT-CO-20100103-702662.html>

Executive Office of the President Council of Economic Advisers (2009) ” Economic Analysis of the Car Allowance Rebate System (“Cash for Clunkers”), Sep 10, 2009,
http://www.whitehouse.gov/assets/documents/CEA_Cash_for_Clunkers_Report_FINAL.pdf.

Executive Office of the President Council of Economic Advisers (2010): “The Economic Impact of the American Recovery and Reinvestment Act of 2009”, January。原文于 2010 年 3 月 13 日下载自:
http://www.whitehouse.gov/assets/documents/CEA_ARRA_Report_Final.pdf.

Feldstein M. (2009): “Rethinking the Role of Fiscal Policy”, paper presented at AEA meeting, Jan. 原文于 2009 年 3 月 13 日下载自:
<http://www.nber.org/feldstein/RethinkingtheRoleofFiscalPolicy.html>

Geithener T. (2009): “Secretary Geithner Introduces Financial Stability Plan”, Feb. 10th。原文于 2010 年 3 月 18 日下载自:
<http://www.ustreas.gov/press/releases/tg18.htm>

Glenn Somerville (2010): “Bank reform talks fail, Dodd to go solo”, 路透社 3 月 12 日新闻报道。原文于 2010 年 3 月 12 日下载自:

<http://cn.reuters.com/article/companyNews/idUKTRE6295KM20100311?symbol=AI G.N&pageNumber=2&virtualBrandChannel=0>

House Financial Services Committee (2009): "Summary of the Wall Street Reform and Consumer Protection Act", December. 原文于 2010 年 3 月 13 日下载自:

http://financialservices.house.gov/Key_Issues/Financial_Regulatory_Reform/Financial_Regulatory_Reform/4173summary120809.pdf

Howard D. H. (1989): "The United States As a Heavily Indebted Country", Board of Governors of Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, No. 353, May

Krugman P. (2008): "Deficits and the future", *New York Times*, Dec. 1st. 原文于 2009 年 3 月 19 日下载自:

<http://www.nytimes.com/2008/12/01/opinion/01krugman.html>

Krugman P. (2009): "The Stimulus Trap", *New York Times*, Jun. 9th. 原文于 2010 年 3 月 19 日下载自:

http://www.nytimes.com/2009/07/10/opinion/10krugman.html?_r=1

NHTSA (National Highway Traffic Safety Administration, U.S. Department of Transportation) (2009): "Consumer Assistance to Recycle and Save Act of 2009 Report to Congress", Dec 2009.

<http://www.cars.gov/files/official-information/CARS-Report-to-Congress.pdf>

Obama B. (2009a): "Remarks by the President on Job Creation and Economic Growth", Dec. 8th. 原文于 2010 年 3 月 19 日下载:

<http://www.whitehouse.gov/the-press-office/remarks-president-job-creation-and-economic-growth>

Obama B. (2009b): "Remarks of President Barack Obama—As Prepared for Delivery Copenhagen Summit", Dec. 18th. 原文于 2010 年 3 月 19 日下载自:

<http://www.interaction.org/sites/default/files/Obama%20Speech%20as%20prepared%20-%2012-18.pdf>

Raz G. (host) (2009): "Ex-IMF Economist: Dollar's Drop Has Pros And Cons" NPR (National Public Radio) November 14, 2009, 原文于 2010 年 3 月 19 日下载自 <http://www.npr.org/templates/story/story.php?storyId=120422630>.

Romer C. & Jared Bernstein(2009): "The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan", January. 原文于 2010 年 3 月 13 日下载自:

http://www.twine.com/_b/download/11s7k2tcr-1vc/b0bsl79jx59rwtw7lr978psshbdk7tsxlb1w4wlpmfhprmt/11s7k2tcr-1vc/b0bsl79jx59rwtw7lr978psshbdk7tsxlb1w4wlpmfhprmt/Romer_and_Bernstein_estimates.pdf

Soss, Neal & Henry Mo (2010): "Doubling Exports?" *US Economics Digest*, March 2nd, 2010, Economics Research, Credit Suisse.

Taylor, J. (2009): "The coming debt debacle: Top economist says President

Obama must slash spending, now”, *New York Daily News*, Aug. 31, 2009.

U.S. Senate (2009): “Summary of Patient Protection and Affordable Care Act”。原文于 2010 年 3 月 13 日下载自：
<http://dpc.senate.gov/healthreformbill/healthbill45.pdf>

White House (2009): “Fact Sheet: The Worker, Homeownership, and Business Assistance Act of 2009”, Nov. 6th。原文于 2010 年 3 月 13 日下载于：
<http://www.whitehouse.gov/the-press-office/fact-sheet-worker-homeownership-and-business-assistance-act-2009>

Wiggin, A. and Kate Incontrera (2008): *I.O.U.S.A.: One Nation. Under Stress. In Debt*, Wiley 2008.

卢锋 (2009): “奥巴马新政如何‘再造美国’”《21 世纪经济报道》2009 年 3 月 9 日。

卢锋 (2008): “中美经济外部不平衡的‘镜像关系’”，《国际经济评论》2008 年第 11-12 月第 19-27 页。

徐伟豪 (2010): “中产阶级大量失业 美优级房贷危机初现”，《第一财经日报》，2 月 3 日。原文于 2009 年 3 月 19 日下载自：
<http://www.yicai.com/news/2010/02/313362.html>