

工信国际
CIETC

工信国际系列丛书

“泛金融”时代，中国如何有效应对美国发起的金融杀局？

财政向左、货币向右——透视奥巴马经济学的真谛。

中国经济大转型，谁主沉浮？

透视奥巴马 经济学

美国经济大转向

吴中宝 王健◎著



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

透视奥巴马 经济学

美国经济大转向

吴中宝 王健◎著



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

透视奥巴马经济学:美国经济大转向 / 吴中宝,王健著.

北京:中国经济出版社,2014.8

ISBN 978-7-5136-2332-2

I. ①透… II. ①吴… ②王… III. ①财政政策—研究—美国

②货币政策—研究—美国 IV. ①F817.120 ②F827.120

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 038556 号

特约编辑 江道辉
责任编辑 崔清波 于 宁
责任审读 霍宏涛
责任印制 马小宾
封面设计 任燕飞



出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京科信印刷有限公司

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 12.75

字 数 180 千字

版 次 2014 年 8 月第 1 版

印 次 2014 年 8 月第 1 次

定 价 39.00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题,请与本社发行中心联系调换(联系电话:010-68330607)

版权所有 盗版必究(举报电话:010-68355416 010-68319282)

国家版权局反盗版举报中心(举报电话:12390) 服务热线:010-88386794

序 言

党的十八届三中全会提出,必须推动对内对外开放相互促进,“引进来”和“走出去”更好结合,促进国际国内要素有序自由流动、资源高效配置、市场高度融合,加快培育参与和引领国际经济合作竞争的新优势。

与“引进来”相比,中国企业特别是为数众多的中小企业“走出去”还处在探路阶段。这固然与企业自身竞争力不强有关系,但也要看到,与发达国家相比,我们的信息咨询业不够发达,没有“千里眼”和“顺风耳”,企业凭借一己之力,很难对错综复杂的国际环境有总体把握,适应国际市场的新趋势和新变化,就更谈不上融入国际,互动发展。

令人欣慰的是,有着丰富国际合作经验的工信部国际经济技术合作中心(工信国际)敏锐捕捉到企业的需求,精心推出了“工信国际系列丛书”,希望能帮助有志于“走出去”和即将“走出去”的企业更好熟悉国外投资环境、理解世界经贸格局、把握国际宏观形势。

当今世界,呈现出“一超多强”格局。把握国际宏观大势,必须要对“一超”即美国有深入了解。正是基于这一判断,工信国际的系列丛书把起点放在了了对美国的深刻剖析上。

国际金融危机后,美国倡导金融创新和量化宽松货币政策,造就了泛金融化的时代背景;而其主导的产业链分工和各种区域贸易协定,又在全球化的基础上演化出了“圈子化”的经贸格局。上述举措,引领了美国经济的复苏,世界经济也正缓缓走出衰退的阴影。

国际经济环境的变化,使得美国经济也开始转向:美元强势回归,量化宽松逐渐退出,能源革命如火如荼……

美国经济正在大转向,中国经济面临大转型。

对于中国而言,转型之路任重道远:劳动力廉价优势逐渐削弱;产能过

剩问题严重；资源环境承载压力巨大；老龄化正在来临；产业结构调整任务艰巨……

中国该如何应对？如何就美国转向之势造就中国转型之机？对我们而言，正确了解美国、判断其政策走势，是保持经济平稳发展，培育国际竞争新优势的重要依据。本书系统梳理了国际金融危机以来，美国应对次贷危机、复苏经济的财政与货币政策；重点研究了财政悬崖、量化宽松、医疗改革、能源革命等搅动世界政经格局的热点问题；深入探讨了在新的时代背景和财经政策走势下，中国与美国、新兴国家与发达国家，如何处理好金融、能源、产业链分工等方面关系的一系列问题。相信本书能给我国走转型升级之路提供借鉴，同时也帮助企业通过了解美国熟悉世界。

当然，要在十分复杂的国际形势下，支持和帮助企业“走出去”参与国际竞争，完成艰巨繁重的转型任务，了解发达国家怎么做，只是起步，在新的复杂的国际经济环境中，中国企业能否利用好两个市场、两种资源，实现持续发展，需要做的功课还有太多太多。

加快实施“走出去”战略，是党中央从我国经济发展全局做出的重大决策，是完善开放型经济体系、提高开放型经济水平的必由之路。希望工信国际的系列丛书能对企业成长，提高国际竞争力有所裨益，也让我们共同祝愿中国企业在“走出去”的征途中，扬帆海外，发展共赢！

是为序。

工业和信息化部总经济师

周子学

目 录

第一章 金融危机与美国模式的幻灭	001
一、格林斯潘的魔术——一场“没有输家”的盛宴	003
二、金融优势论将美国推向悬崖	006
三、美国经济复苏的四座大山	008
四、从收支不调到财政癌症	018
五、荣光不再的美国经济	023
第二章 财政悬崖与奥巴马的“五万亿”计划	031
一、千呼万唤始出台的“五万亿”	033
二、杯水车薪：“五万亿”去了哪里	038
三、“五万亿”换来了什么	043
四、ARRA 法案的后遗症——财政悬崖	053
第三章 量化宽松的魔咒：从 QE1 到 QEn	059
一、量化宽松货币政策的由来	061
二、QE2——没有选择的选择	069
三、QE3——伯南克的又一次豪赌	073
四、会有 QE4 甚至 QEn 吗	077
第四章 奥巴马新政的三大改革	079
一、整肃金融大幕拉开	081

二、高调推进医疗改革	097
三、能源改革稳中求进	110
第五章 美国经济大转向(上)——财政向左吗	117
一、高明的政治博弈——驴象之争的历史渊源	119
二、在斗争中“前进”——奥巴马的财经政策理念	122
三、奥氏财政政策：在驴象的激烈交锋中向左潜行	128
四、税收、投资和创新：奥巴马新旧手段一起上	138
第六章 美国经济大转向(下)——货币向右吗	145
一、鹰鸽言论乱人心——是什么在引导美元的市场预期	147
二、通胀抬头下的高复苏预期——货币向右的逻辑基础	148
三、QE 的退出路径——伊文思规则下的去杠杆之路并非坦途	152
四、支撑美元走强的产业政策——奥巴马的“三支箭”	154
第七章 大国博弈：泛金融时代的中国何去何从	167
一、泛金融化：大国博弈所必须正视的时代背景	169
二、金融杀局：美元将横扫天下	175
三、中国的危机：转型期的困惑与闯关	180
四、大国博弈：重塑经贸格局时不我待	184
参考文献	194

●●● 第一章

金融危机与美国模式的幻灭

互联网泡沫破裂和“9·11”事件之后，美联储主席格林斯潘再次祭出刺激经济的撒手锏——降低联邦基金利率（Federal Funds Rate），美国经济迅速走出衰退并进入景气周期。然而，伴随金融危机的爆发，美国陷入了自1929年大危机以来最严重的经济衰退。奥巴马总统上任之初，就要接手这样一个前所未有的烂摊子。那么，究竟是什么因素最终将美国经济拉下悬崖的呢，这还要从“9·11”事件爆发之后说起。

一、格林斯潘的魔术——一场“没有输家”的盛宴

“9·11”事件是美国经济在遭受互联网泡沫破裂后的又一大冲击。从图1-1可以看到,这一冲击对美国经济增长产生重大影响,并使美国GDP增速迅速降至零左右,甚至在两个季度还出现了负增长,与此前3%以上的平均增速形成鲜明对比。在这一情况下,如果不能制定具有针对性的政策措施,美国经济很可能会陷入衰退而无法自拔。

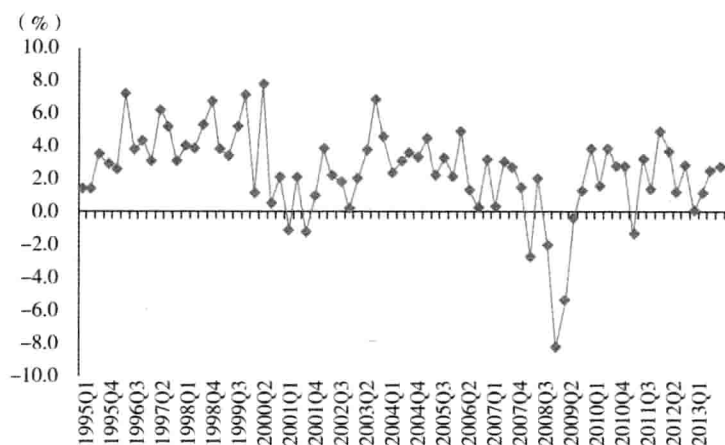


图 1-1 美国历年实际 GDP 同比增速(1995Q1—2013Q3)

资料来源:BEA。

在这一背景下,一位具有传奇色彩的人物粉墨登场。之所以说他具有传奇色彩,是因为他每每遇到经济衰退时,总能通过灵活的利率调节政策实现经济的迅速复苏,这一次也不例外。他就是大名鼎鼎的时任美联储主席格

林斯潘。要想知道利率在格林斯潘手中有多神奇,就要看看美国的利率。这里有一个问题,美国的金融市场是完全放开的,政府可以决定哪个利率?事实上,美联储并不能决定诸如国债、企业债、短期票据等金融工具的利率,但是可以决定联邦基金利率(Federal Funds Rate),并由此影响各种利率。

专栏 1 美国联邦基金利率^①

美国联邦基金利率是指美国同业拆借市场的利率,其最主要的是隔夜拆借利率。这种利率的变动能够敏感地反映银行之间资金的余缺,美联储瞄准并调节同业拆借利率就能直接影响商业银行的资金成本,并且将同业拆借市场的资金余缺传递给工商企业,进而影响消费、投资和国民经济。尽管,对联邦基金利率和再贴现率的调节都是由美联储宣布的,但是,其方式则有行政规定和市场作用之分,其调控效果也有高低快慢等差别,这也许正是联邦基金利率逐渐取代再贴现率、发挥调节作用的一个重要原因所在。

作为同业拆借市场最大的参加者,美联储并不是一开始就具有调节同业拆借利率能力,因为它能够调节的只是自己的拆借利率,所以能够决定整个市场的联邦基金利率。其作用机制应该是这样的,美联储降低其拆借利率,商业银行之间的拆借就会转向商业银行与美联储之间,因为向美联储拆借的成本低,整个市场的拆借利率就将随之下降。如果美联储提高拆借利率,在市场资金比较短缺的情况下,联邦基金利率本身就承受上升的压力,所以它必然随着美联储的拆借利率一起上升。在市场资金比较宽松的情况下,美联储提高拆借利率,向美联储拆借的商业银行就会转向其他商业银行,听任美联储的拆借利率孤零零地“高处不胜寒”。但是,美联储可以在公开市场上抛出国债,吸纳商业银行过剩的超额准备,造成同业拆借市场的资金紧张,迫使联邦基金利率与美联储的拆借利率同步上升。因为,美联储有这样干预市场利率的能力,其反复多次的操作,就会形成合理的市场预期,只要美联储提高自己的拆借利率,整个市场就会闻风而动,进而美联储能够直接宣布联邦基金利率的变动,至于美联储是否要辅之以其他操作手段也就变得不那么重要了。

^① 作者根据弗雷德里克 S. 米什金, 斯坦利 G. 埃金斯的《金融市场与金融机构》整理。

2000年3月10日,网络经济泡沫开始破裂,大量对高科技股的领头羊如思科、微软、戴尔等数十亿美元的卖单碰巧同时在3月10日周末之后的第一个交易日(星期一)出现。卖出的结果导致3月13日纳斯达克一开盘就从5038跌到4879,整整跌了4个百分点。面对不利的形势,格林斯潘大手一挥,开始了下调利率的大戏。根据图1-2,美联储的联邦基金利率迅速由5%以上降至1%左右,并且在1%这一历史较低水平保持了长达1年之久。通过降息,美国的股市迅速复苏,经济也很快有了起色,并开始了一个新的景气周期。然而,当美国房地产泡沫破裂之后,利率工具却仿佛突然间失灵了。格林斯潘虽然善始却没能善终,他创造性地提出了“格林斯潘之谜”(Greenspan Conundrum)的概念,似乎是要把他的失败也附上一层神秘的面纱。

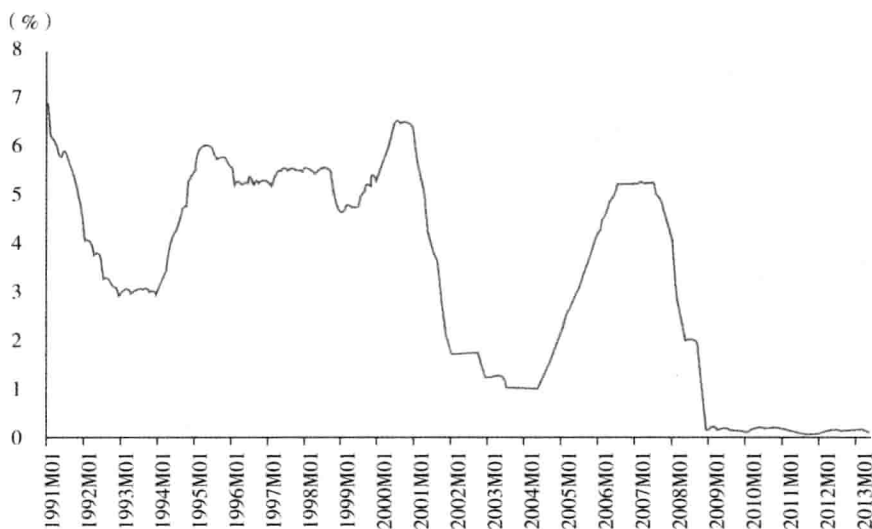


图1-2 美国隔夜联邦基金利率(1991M1—2013M10)

资料来源:美联储(Federal Reserve)。

就在美国经济高歌猛进的同时,高盛风险管理部的一个研究员一次失误却意外打开了潘多拉的盒子。他在做风险分析时,错误地将美国的经济数据添加到模型分析中。结果显示,主权风险最高的国家既不是身陷债务危机的欧猪五国(葡萄牙,希腊,爱尔兰,西班牙,意大利),也不是经济波动

剧烈的新兴国家,而是经济总量排名全球第一的美国。面对这样一个‘诡异’的结论,我想大部分高盛的同事都是会心地一笑,因为他们相信得出这样的结论根本原因在于所用模型并不适用于分析美国。然而,美国随后便爆发了影响全球的次贷危机,并且很快传导至实体经济领域,导致美国经济陷入1929年大危机之后最严重的衰退。那么,我们该如何看待2003年以来美国经济的增长呢?哪些因素导致美国从“赢家”变成了“输家”?这还要从当年的金融优势论说起。

二、金融优势论将美国推向悬崖

要了解金融优势论,就要首先了解比较优势论。所谓比较优势论,是指如果一个国家在本国生产一种产品的机会成本(用其他产品来衡量)低于在其他国家生产该产品的机会成本,则这个国家在生产该种产品上就拥有比较优势。这一理论貌似晦涩,实则非常简单,举例而言,中国和美国的运动员相比,中国运动员更擅长乒乓球,美国运动员更擅长篮球,那么就应该让中国来发展乒乓球运动,而让美国来更多地研究篮球运动,促进两项运动的持续发展和进步。

互联网泡沫破灭后,美国发现其自身在制造业方面并不具备比较优势,即使通过大规模研发投入创造了互联网产业,但最终也是为他人做嫁衣——通过服务外包最终实体产业落到了印度等国。不仅如此,研发本身具有极大的不确定性,一旦研发失败将对经济增长的可持续性构成极大地威胁。在这一背景下,金融优势论应运而生。所谓金融优势论,是指美国的比较优势在金融产业,只要通过大力发展金融产业,最终就能实现经济快速持续增长。这类观点在相当长一段时期内在美国的有关讨论中占据主流地位。例如,2006年在总统经济报告中有这样的表述:“原则上说,假如美国能够利用这些资金来促进未来增长从而维持美国作为外资流入的首选地位,美国可以无限期吸纳净资本流入(经常项目逆差)。实质问题不在于外资流入规模而在于外资利用的效率。如果外资能够促进投资、生产率和增长,则外资流入能够对美国 and 全球产生积极影响。”

这一观点存在一定的道理。例如,尽管美国 2006 年外部净头寸已经是 2.54 万亿美元的赤字,然而净投资收益仍能达到 300 多亿美元,说明美国在全球经济平台上确实“长袖善舞”,有能力用负资产换来挣得净收入。不过,这一观点却过于乐观。由于过度举债,导致美国政府不得不大幅扩大发债规模,但随着形势的演进,似乎连最乐观的经济学家也对政府能否实现既定的融资计划感到忧虑。

2001—2006 年,美国货物和服务贸易逆差增幅高达 1 倍以上,而逆差占 GDP 的平均比重超过 4.5%。无论从相对规模还是增速来看,这一波外部不平衡的恶化速度几乎是前无古人的。更为糟糕的是,由于将目光过度集中在了金融部门,美国的制造业在繁荣的表象下却在经受着寒冬的考验,美国投资的相对规模几乎达到了历史最低水平,美国的经济结构也在逐步恶化。从美国过去 60 年长期平均以及不同阶段总需求增长构成来看,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%,20 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 21 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%,说明美国经济的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。

尽管目前很多观点认为金融监管缺失是美国次贷危机的重要原因,但是如果从外部均衡的角度来看,次贷危机的本质是经济失衡危机,而次贷这一“幸运儿”成为了压垮骆驼的最后一根稻草。我们可以发现这样的因果链条:外部失衡→流动性过剩→资产价格泡沫→过量消费→放贷过度→次贷危机。次贷危机说明,美国过度依赖外部储蓄的消费驱动增长模式不仅不可持续,而且会对美国以及全球经济带来危害。

事实上,以 Feldstein 为代表的经济学家很早就认为金融优势论具有致命缺陷(据说 Feldstein 曾是接替格林斯潘的热门人选,但是这一论断惹恼了小布什,最终与美联储主席的位置失之交臂)。虽然承认生产率差异和金融优势等因素可以在一定程度解释美国外部赤字,承认一定水平外部不平衡具有可持续性。但是他们认为外部赤字占 GDP 比重过高,比如说超过 5% 甚至达到 6%,则是结构问题和政策失当导致的不可持续和非均衡状态。他

们强调持续失衡可能导致美元暴跌、汇率崩盘、通货膨胀、利率高升、经济衰退后果。他们担心上述结局不仅会冲击美国和全球经济,而且对美元国际地位和美国全球战略地位产生负面影响。归结起来,不可持续论者认为新一轮美国外部失衡关键原因主要有三点:居民储蓄过低、财政赤字过大和美元汇率高估。

三、美国经济复苏的四座大山

奥巴马上任之初,虽然通过各项急救措施使美国经济走出急救室(我们将在第二章重点介绍),但是能否根治痼疾并完全康复是另一回事。奥巴马总统头上至少有四座大山制约美国经济的景气复苏: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。

(一)固定资产投资增长乏力

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着这个问题。

简单地说,就是美国经济的比较优势在于技术创新,如果不能不断地实现技术创新,用更少地投入实现更大地产出,那么美国的投资就会持续低迷,经济失衡的问题就会愈发严重。

观察 2002—2007 年景气增长时期,有关经验证据仍然显示美国投资相对不足的结构困难。2002—2007 年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,21 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。也就是说,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。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显示,最初四个季度分别为 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。

然而,奥巴马上任后,危机后的美国经济却并没有出现以往的那种强劲复苏。2007—2009 年美国总需求变动季度数据显示^①,美国经济在 2007—2008 年之交出现负增长,2009 年第一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 年第三、四季度回升,GDP 季度增长折年率分别为 2.2% 和 5.9%,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,第三季度增长还有几方面问题。一是主要依赖消费推动。2009 年第三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,第三季度私人消费增长 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,第三季度库存降幅收窄因素贡献超过 0.65 个百分点。三是无论

^① 基础数据来源于美国经济分析局(U.S. Bureau of Economic Analysis, BEA)有关国民经济核算账户统计数据,并经测算整理。

消费还是投资,都主要甚或完全依赖汽车需求恢复增长。2009年第三季度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,大大高于第二季度贡献的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%。可见第三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年第三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年小幅下降3.6%,这是20世纪50年代中期以来最大跌幅^①。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”(Car Allowance Rebate System, CARS)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。然而,刺激性财政政策尽管能够在一段时期内实现投资增长,但要使增长具有可持续性,可以说是美国经济给奥巴马总统出的第一个难题。

专栏2 旧车换现金^②

2009年第三季度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,大大高于第二季度贡献的0.19个百分点。从1968—2008年的历史数据来看,汽车生产对GDP的平均贡献为0.13%。2009年第三季度汽车生产大幅增长的一个重要原因是美国七八月份采取的“旧车换现金”(Cash for Clunkers)政策。该政策下,消费者拿高油耗汽车进行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。

2009年3月17日,民主党议员Betty Sutton提出《2009年协助消费者

① 20世纪30年代大危机时汽车消费跌幅曾超过90%,1951—1952年在战后1945—1950年超过三倍增长后发生25.6%跌幅。20世纪80年代初危机,汽车消费在1979—1980年下降18.8%,1981年已开始复苏。

② 作者根据美国国会预算办公室(CBO)的相关资料进行整理和分析。