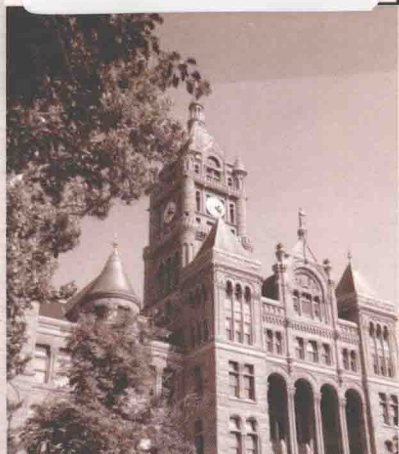


刘伯龙 郑伟民◎主编

美国经济在曲折进程中缓步回升

——中美经济年会论文集



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

刘伯龙 郑伟民◎主编

美国经济在曲折进程中缓步回升

——中美经济年会论文集



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

美国经济在曲折进程中缓步回升：中美经济年会论文集/
刘伯龙，郑伟民主编. —北京：社会科学文献出版社，
2014. 11

ISBN 978 - 7 - 5097 - 5934 - 9

I. ①美… II. ①刘… ②郑… III. ①中美关系 - 双边
贸易 - 文集 IV. ①F752. 771. 2 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 078400 号

美国经济在曲折进程中缓步回升

——中美经济年会论文集

主 编 / 刘伯龙 郑伟民

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 许春山

责任编辑 / 王珊珊 刘 曦

出 版 / 社会科学文献出版社·教育分社 (010) 59367278

地址：北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编：100029

网址：www. ssap. com. cn

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367090

读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 三河市尚艺印装有限公司

规 格 / 开 本：787mm × 1092mm 1/20

印 张：11.6 字 数：192 千字

版 次 / 2014 年 11 月第 1 版 2014 年 11 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 5934 - 9

定 价 / 39.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误，请与本社读者服务中心联系更换

 版权所有 翻印必究

前 言

2012 年第四季度奥巴马赢得美国第二任总统后，首先面对的是如何有效地处理好“财政悬崖”问题，“财政悬崖”问题悬而未决，将对美国经济造成严重影响。一方面政府债台高筑，另一方面消费者负债累累，这两个因素纠结在一起将使公共和私人开支都受到影响。

奥巴马在发表连任后首次公开讲话时说，美国面临坠下“财政悬崖”的风险，他愿意与共和党人寻求折中方案，但不会对向富人增税让步。围绕减赤方案，主导众议院的共和党与主导参议院的民主党之间的主要分歧在于是否对富裕群体增税。

前总统小布什在其任期内推出的针对所有收入群体的减税政策定于 2013 年 1 月到期。共和党坚持延长减税政策，而奥巴马和民主党则主张这一政策不再适用于年收入超过 25 万美元的群体。白宫发言人卡尼说，奥巴马不会支持任何旨在对美国 2% 的富有群体减税的方案。奥巴马还说，他将邀请国会民主党和共和党的领袖们造访白宫，讨论如何避免美国一个半月后坠下“财政悬崖”的问题。

已经拖累欧洲陷入衰退的紧急措施，使美国经济同样受到重创。随着逼近的“财政悬崖”，美国的财政状况愈显疲软，2012 年的财政赤字连续第四年突破 1 万亿美元。2012 年财政赤字 1.1 万亿美元，约为当年国内生产总值的 7%。公众持有的联邦债务上升

至 11.3 万亿美元，相当于该年度 73% 的国内生产总值。同时，经济增长率仅维持在不到 2% 的水平。

根据 2011 年国会两党达成的协议，从 2013 年起，美国联邦政府的开支每财年将削减约 1090 亿美元，10 年共计削减 1.2 万亿美元。两党在 2013 年 1 月达成“财政悬崖”协议，该财年的联邦政府开支削减为两部分，其中 240 亿美元的开支通过减少政府项目等方式削减，另外约 850 亿美元的自动减支部分则延期两个月，从 3 月 1 日开始自动实施。

两党一直在是否执行自动减支计划以及如何避免该计划的问题上存在分歧。奥巴马希望用包括向富人增税在内的方案来替代现行计划，但是共和党高层反对向富人增税的提议。

此外，由于国会休会，自 2013 年 3 月 1 日起，该财年（截至 2013 年 9 月底）约 850 亿美元的政府开支削减计划开始启动。同年 3 月 6 日美国国会众议院通过该财年（截至 2013 年 9 月底）下半年的联邦预算临时拨款议案。奥巴马希望共和党人就削减联邦赤字达成长期的协议，避免联邦政府永远依靠临时拨款“生存”的窘况。

众议院于 2013 年 3 月 6 日以 267 票对 151 票的投票结果通过了总额约 9820 亿美元的下半年政府预算临时拨款议案，从而避免了联邦政府在 3 月 27 日资金告罄的关门危机。

该议案还保留了月初启动的该财年联邦政府削减 850 亿美元开支的内容，并于 2013 年 3 月 1 日正式启动。由于已避免了政府关门危机，奥巴马已将精力集中在与共和党人新一轮的谈判，希望打破财政谈判的僵局。

但是一波未平一波又起，仅时隔半年左右，从 2013 年 10 月初开始，美国政府“关门”，白宫对外宣布，奥巴马总统将否决任何只恢复政府某些部门运转的“零碎”议案，如国家公园、退伍军人项目和华盛顿区等，白宫谋求的是一项范围广大的联邦政府开支

法案，白宫发言人还在一项声明中说：“这些零碎的努力是不认真的，也不是管理政府的办法，白宫希望共和党控制的众议院通过一项继续为联邦政府拨款而不附加任何不相干的政策措施的法案。”民主和共和两党争议一直持续了半个多月，美国国会才在最后一刻达成提高债务上限协议，才使约 80 万名政府工作人员重返岗位，联邦政府重新开门。

根据奥巴马总统与国会达成的协议，联邦政府得以继续借钱。根据美国财政部在网上公布的数据，美国债务当时已达到 17.075 万亿美元。债务增幅如此之大是因为政府增加了“特别举措”——在过去的 5 个月里，随着政府试图避免达到债务上限，它借用了大量联邦基金。从过去 5 个月债务增加的比率判断，这可能最终意味着国会刚授权奥巴马 7000 亿美元，甚至更多的新增债务。为了填补每月 600 亿美元的赤字，美国只能不断地举债。但共和党议员拒绝提高债务上限，险些使财政部资金短缺或违约。2013 年 10 月 16 日深夜达成的政治协议避免了上述可能性，但规定要在 2014 年 2 月 7 日确定新的上限，为围绕政府财政展开新的边缘政策之战留出了空间。总的说来，这场两党之争，民主党占了上风，共和党众议员面对一个艰难的现实：向政府提供融资并将政府触及债务上限的时间延长至 2014 年年初的议案没有对 2010 年医保法案做出重大改动。

根据参议院达成的债务协议，联邦政府的拨款仅持续到 2014 年 1 月中旬，而新的举债授权也将在 2014 年 2 月初再次面临大限，这意味着协议似乎将更多的预算斗争留到了明年初，美国《基督教箴言报》网站 2013 年 10 月 16 日发表文章，题为《美国债务摊牌——在世界眼中伤害已经造成》。文中指出：“避免了违约悲剧并不意味着现在不存在悲剧了。很清楚，在世界眼中美国金融地位已经受到深刻伤害。美国选择在悬崖边跳舞，这传递了一个信息，即美国国库是安全投资场所的假设需要重新评估。”此外，《华尔

街日报》的迈克尔·凯西撰文说，“美国再也不配从标准普尔、惠誉国际和穆迪这些评级机构那里获得‘AAA’的信用评级了”。国际著名的评级机构标准普尔公司称，美国部分机构关门已导致 240 亿美元的经济损失，并将严重削弱美国第四季度的经济增长，标准普尔表示，美国联邦政府为期两周的停摆很可能导致美国第四季度国内生产总值下滑 0.6%，并令第四季度 GDP 增速降至 2% 左右。

正当广大的民众担心在 2014 年 2 月 7 日美国在上述两个争议问题上出现新的政治危机时，2014 年北京时间 2 月 12 日早间，美国众议院以 221 票对 201 票的投票通过了不附带任何政治条件的政府债务上限议案，将债务上限延长至 2015 年 3 月 16 日。在此期间，财政部可以根据需要支付账单，并避免违约。议案已转交参议院并已获通过，这意味着两党在债务上限问题上的反复争斗暂告一段落，也意味着在 2015 年春季两党将再次争议美国债务上限问题。

这次两党之争的胜出者当属民主党。奥巴马赢得了他所要的一切，如不附加任何附加条件地提高债务上限和延长联邦债务预算。虽然共和党一直提出要对奥巴马医保法案进行修改，但奥巴马在这一问题上坚决不退让。在这次谈判中，参议院多数党领袖里德一直反对修改奥巴马医保法案。最终参议院通过的议案版本比民主党先前预计的版本要好得多。

2013 年 12 月 18 日，美联储在结束为期两天的政策例会后宣布，考虑到就业市场已取得进展及其前景改善，决定从 2014 年 1 月起正式拉开量化宽松（QE）的退出序幕，与此同时开始小幅削减月度资产购买规模，从原来的 850 亿美元缩减至 750 亿美元。时任美联储主席的伯南克预计到 2014 年年底终结量化宽松（QE）政策。

量化宽松是指利率接近或达到零的情况下，央行通过购买各种债券向货币市场注入大量流动性的干预方式。

扭曲操作即指美联储卖出短期国债，买入较长期限国债，从而

延长所持国债资产的整体期限。

伯南克表示，美联储公开市场委员会看到就业情况正在取得持续不断的改善，经济增长更加平稳，近期数据使人们对就业市场改善将持续的信心增强。未来缩减购债的步伐将较为谨慎，低通胀是维持货币政策宽松的理由之一。

珍妮特·耶伦接任美联储主席后，一直坚持每月削减国债和抵押贷款，现已将购买规模减至 350 亿美元，如无意外，2014 年 10 月可全部缴纳完毕。此外，美联储打算在失业率降至低于 6.5% 以后，继续保持接近零利率的短期利率，央行可能在 2015 年下半年开始提高自 2008 年 12 月以来执行的 0.25% 低利率。美联储的一些官员普遍认为“至少在一段时期内经济的潜在增速可能仍低于预期”。耶伦指出，近年来经济增速多次达不到预期，原因有经济衰退的持续影响，包括微量偿还债务和难以获得贷款。这是美联储首次从官方层面预测经济可能无法完全复苏。此外，美联储公开市场委员会在会议结束后发表的声明中说，它计划在购债行动结束后“相当长的时间内”继续保持接近零的短期利率，尤其是在通胀仍然很低的情况下。值得注意的是，这一前瞻性指引，取代了美联储一年多来有关失业率低于 6.5% 时上调利率的决定。美联储联邦公开市场委员会会议于 2014 年 6 月中旬声明维持低利率，并继续缩减量化宽松（QE）规模，与此同时，美联储上调了 2015 ~ 2016 年的短期利率预测，而长期利率则略有下降。美联储主席珍妮特·耶伦重申，即使量化宽松（QE）结束后，低利率水平仍将维持相当长一段时间。巴克莱对此预计称“联储的声明和预测值并未改变我们的观点：我们继续预计联邦基金利率将在 2015 年 6 月首次提高，到 2015 年底达到 1%”。

根据美联储 2014 年 6 月决策会议纪要，美联储计划在 10 月份完全结束债券购买，这显示出实施 5 年的美国经济刺激措施将宣告结束。相对于 2014 年一季度美国经济的疲弱表现，第二季度的经

济开始反弹。美联储6月的会议纪要称：“如果经济走势符合联邦公开市场委员会的预期，那么这个最后一次缩减将会发生在10月的会议中。”这是美联储首次明确给出退出的具体月份，即购债将会在2014年10月份结束。

2014年年初开始，美联储已经以每个月减少100亿美元的速度将购债规模从2013年12月的850亿美元降低到2014年6月的350亿美元。美联储的决策者预计将在2014年7月至9月各减少100亿美元的购债规模，并在10月份以150亿美元的缩减规模最终结束实施多年的量化宽松措施。经过三轮量化宽松政策，美联储的资产负债规模已增至4.3万亿美元。会议纪要称，联邦公开市场委员会预计，在债券购买计划结束后相当长一段时间内，美联储不会提高接近于零的基准利率。会议纪要重申，美联储预计在2015年中期之前不会加息。

华尔街对美联储2014年6月的会议纪要反应冷淡，认为美联储没有释放任何强烈的信号以显示短期利率首次上调时间会比投资者预计的要早。会议纪要显示，美联储官员认为，今年第一季度美国经济大幅下滑是受气候等临时性因素影响，他们对美国经济增长持乐观态度。会议纪要还透露，伊拉克和乌克兰形势的发展可能给世界经济造成下行风险，或是可能给国际油价带来上涨的风险。

在2014年6月的会议上，美联储基本上保持其政策不变，维持了其近乎为零的短期利率水平。大部分私营经济学家认为，美联储首次上调利率不会早于2015年夏天。美国政府的近期报告显示，2014年6月美国的失业率已降至6.1%，这是自2008年9月以来的最低水平。

根据美联社华盛顿2014年3月27日电文，一旦2014年第一季度恶劣的天气结束，美国经济可能实现突破，创下近十年来最强劲的年增长速度。该电文认为，就业市场的改善、被压抑的消费需求、美国政府政策拖累的减少以及全球经济前景的好转都使人们对

2014 年剩下的时间更加乐观。许多分析师预测，2014 年的美国经济增速将达到 3%。若是如此，2014 年将成为 2005 年以来增速最快的一年。大多数分析师持乐观态度的一个原因是，美国政府估计 2013 年第四季度经济按年率计算达到 2.6%，高于此前估计的 2.4%。当季消费开支创过去三年的最快增长，有力地刺激了经济增长。这些数字显示，进入 2014 年以后消费势头将持续，众所周知，消费开支占到美国经济的 70% 左右。许多分析师认为，冬季的恶劣天气抑制了第一季度的消费。他们估计 2014 年第一季度的经济增长按年率计算可能减缓到 2%。但这可能为第二季度的强劲反弹铺平道路。美国全国商业经济协会据此预测，2014 年美国将增长 3.1%，远高于 2013 年的 1.9%。如果该预测正确的话，2014 年将成为 2005 年以来美国国内生产总值增长最快的一年。2005 年的增速是 3.4%。自 2009 年 6 月美国经济严重衰退以来，过去四年的经济增长速度平均只有 2.2%。

2014 年 4 月 30 日美国《纽约时报》网站一则题为《经济再显疲态》的报道称：就连最悲观的观察家都会感到意外，因为他们之中的任何人都没有想到，今年第一季度的美国经济增速竟然几乎为零。政府统计师对今年第一季度经济增速的初步估值显示，美国经济总量的年化增长率仅为 0.1%。当时，有专家指出这一数据受到了一些临时性不利因素的影响，如罕见的严寒天气和美国国内企业在 2013 年下半年疯狂增加库存后现在放慢了脚步。接着《美国新闻与世界报道》周刊网站在 5 月 29 日刊登了来自美国商务部的一组数字，其显示美国经济 2014 年第一季度收缩了 1%。这一新数据低于彭博新闻社对经济学家调查得出的预测数字，在此次调查中这些经济学家对美国经济增速的估值从之前的 0.1% 修正为 -0.5%，而 2013 年第四季度美国实际国内生产总值增长了 2.6%。美国商务部经济分析局对第一季度经济的最初估值是增长 0.1%，此次向下修正为 -1%。尽管初值中反映出的疲软是由恶劣气候导

致的，但此次修正却差不多是库存下降造成的。2014年6月25日，《华尔街日报》网站刊载题为《美国经济五年来最大幅度萎缩》的文章，指出美国经济2014年第一季度的萎缩程度比此前估计的要大，创下继经济衰退在五年前终结以来的最大降幅。根据美国商务部发布的第三次估值，美国2014年第一季度的国民生产总值经季节因素的调整后萎缩2.9%（按年率计算）。这是自2009年第一季度（当时的萎缩幅度为5.4%）以来的最大降幅，与衰退期间平均萎缩幅度不相上下。商务部在根据最近收集到的数据发表的GDP“三读”中说，第一季度的消费性支出和出口甚至比此前估计的还要乏力。消费性支出的增幅从此前估计的3.1%下调至1%，这主要是由于医疗保健支出低于先前的估计。

第一季度美国GDP萎缩幅度之大意味着2014年上半年的经济增速很可能会降到2009年6月摆脱衰退以来的平均水平（略高于2%）以下，低于美国经济更长一段时间以来的增长率（略高于3%）。

美国经济复苏已进入第五个年头，偏高的失业率和停滞不前的收入仍在抑制消费性支出，而消费对美国GDP的贡献率超过2/3，第一季度的消费性支出之所以被大幅下调，主要是由于难以估计《平价医疗法案》对医疗保健开支的影响。医疗开支的实际数字大大低于此前的预期。

据报道，2014年7月下旬国际货币基金组织下调了2014年全球增长预测。由于美国第一季度经济表现欠佳，大型新兴市场疲软，国际货币基金组织把2014年的全球增长预测从3.7%下调至3.4%，这些下调表明2014年有可能成为全球增长令人失望的一年，因为美国第一季度的经济产出按年率计算竟然出人意料地下降了2.9%。据此国际货币基金组织把美国2014年的增长率从4月份预测的2.8%下调至1.7%。这远低于美联储预测的2.2%。

目 录

美国退出量化宽松对全球的影响	胡一帆 / 1
美国经济缓慢复苏与美联储量化宽松的货币政策	周世俭 / 17
美国“财政悬崖”与财政失衡问题研究	宋玉华 曾绍龙 / 25
论美国主导下的全球金融市场 LEI 系统的 构建	王 达 项卫星 / 41
美国制造业促进政策浅析 ——以里根和奥巴马时期为例	柴雪岩 王荣军 / 56
中美经济增长竞赛的长期前景展望	贺力平 / 77
中国对美国直接投资：内在动因、主要障碍与 应对策略	史本叶 / 90
中美经济相互依赖关系中的敏感性和脆弱性 ——基于“金融恐怖平衡”视角的分析	项卫星 王冠楠 / 110
中美贸易与中国减排问题思考	王孜弘 / 139
中美新能源产品国际竞争力研究	余群芝 / 155
应对美国贸易保护主义及遏制政策的反制措施	林 珏 / 176
达至双赢局面：澳门与美国经贸关系分析	刘伯龙 陈定定 / 198
美国博彩业投资对澳门经济社会的影响分析	杨正洪 张 彬 / 209

美国退出量化宽松对全球的影响

胡一帆*

伯南克和联邦公开市场委员会其他成员从 2013 年 6 月起宣布美国即将启动逐步退出量化宽松政策，这一消息的公布引发了美国债券长期收益率和抵押贷款利率大幅上升。鉴于美元在决定全球流动性方面的核心作用，该消息宣布后，全球金融市场均面临大幅波动的局面，最终导致全球货币状况趋紧。我们预计量化宽松政策于 2013 年第四季度方才退出，却已通过多个渠道对全球经济变量产生影响。2013 年 7 月 FOMC 会议纪要显示其成员已就年底前开始退出 QE 达成共识。

- 利率上升将为美国房地产市场降温，但美国经济仍保持稳定。美国的抵押贷款利率已经升高，导致抵押贷款申请骤然减少。未来数月，我们应会看到房价的下跌，由此将削弱当前基于居民消费稳定性的正面财富效应。但美国经济应能够吸收这种利率冲击，这主要得益于失业率的持续下降、外部需求对增长更大程度的贡献以及创历史新高的盈利能力。

- 全球资金状况将趋于紧张，欧洲将成为主要受害者，日本将是风险的主要来源。美联储立场的转变已经有了全球性影响。美国、欧元区、中国、英国和日本的货币及财政状况显示欧洲的紧缩

* 胡一帆，海通国际首席经济学家。

状况最为严重，其信贷需求依然低迷，在盈利能力下行之际，无风险利率和风险溢价的不断上升将不利于经济增长。

- 新兴市场将会两极分化，脆弱的新兴经济体将出现资金外流。在美国逐步退出量化宽松计划后，最为脆弱的新兴市场必须为资金外流做好准备。巴西、土耳其、俄罗斯、印尼和印度已经重新定位其货币政策，并可能考虑新形式的资本管制。廉价资本时代的逐渐谢幕将撼动最脆弱的新兴经济体以及那些高负债及对外资高依存度的国家。

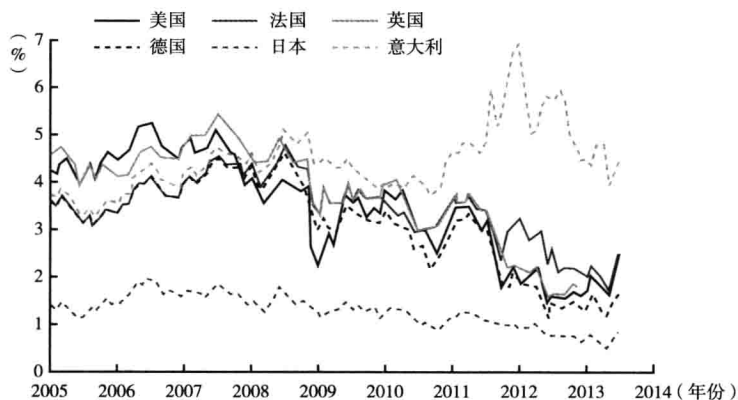
- 商品价格将趋稳。过去五年全球过剩的流动性提振了商品价格，而逐渐退出量化宽松政策将使得商品价格面临进一步的下行压力。但我们预期中国经济的反弹将会有助于商品价格的稳定。石油产品将是一个例外，因其将受到不断的波动性冲击和与叙利亚相关的日益加剧的地缘政治紧张局势的影响。巴西和俄罗斯作为重要的商品出口国将会受益于商品价格的稳定展望。

- 风险及资产的全球性再定价即将出现，这就要求资源的重分配必须导向那些可以从高波动性及浮动利率中受益的战略。债券敞口应该减少，建议投资于浮动利率债券。应避免对商品出口国的投资，对美国股票应予以增仓。

（一）上升的利率水平将导致美国房地产市场的降温，但经济仍将保持稳定

伯南克在 2013 年 6 月 19 日确认，一旦就业市场出现好转的明确信号，美联储将考虑退出量化宽松政策。这已不是新消息，但美联储主席给出的这个情景预示着退出量化宽松政策的时间将早于预期，这令市场感到不安。伯南克表示，一旦失业率降至 7% 的门槛水平，意味着量化宽松政策将会终止。据美联储内部的宏观经济工作人员称，这一门槛水平最早可能在 2014 年中期达到。一旦失业率降至 6.5% 以下，就可以预见到联邦基金利率攀升，但如果我们接受美联储的宏观经济假设，这种情况在 2015 年之前不会出现。市场立即重新

调整其预期并锁定 2013 年 9 月为开始退出量化宽松政策的首个月。我们认为退出计划开始的时间将会且仅会推迟至 2013 年第四季度，有可能 12 月份才开始。值得注意的是，退出的时间可能发生在 9 月以后，市场的反应导致美国 and 国外利率大幅上升。长期利率同步上升表明全球货币状况趋紧。就美国而言，对利率的冲击在抵押贷款利率层面迅速显现，同时抵押贷款利率大幅上升，对实体经济产生撞击效应。



10 年期主权债券收益率

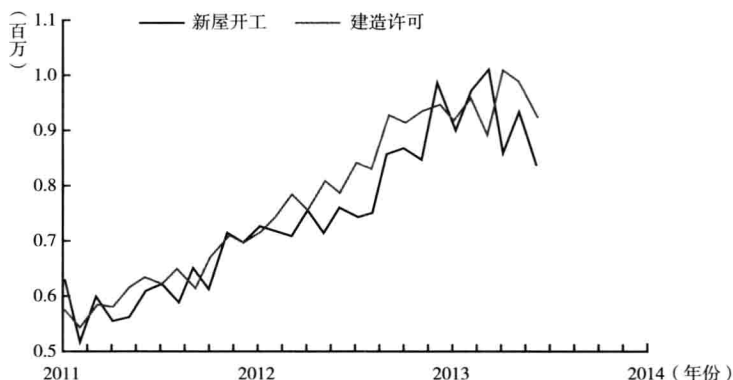
资料来源：Datastream，HTI。



美国传统房贷利率（30 年固定利率）

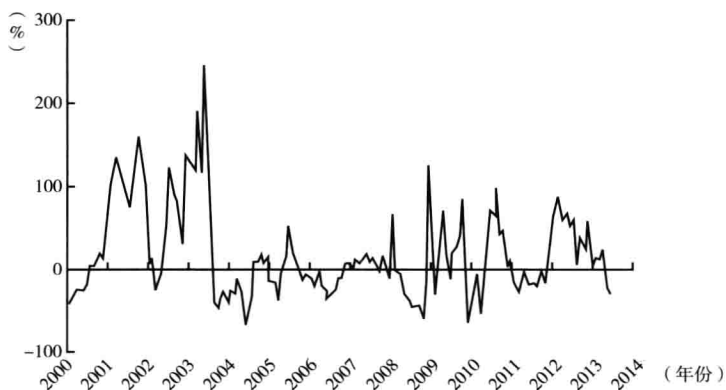
资料来源：Datastream，HTI。

目前的可调整抵押贷款利率（ARM）占全部已分配贷款的比例约为6%。这意味着近期利率的走高对美国房地产市场的影响并没有对英国房地产市场的影响严重，英国的浮动利率抵押贷款占比更高。但这会影响再融资活动和新增已分配贷款的抵押贷款利率。抵押贷款申请、新屋开工及建造许可已于6月体现出冲击的影响。



美国房产活动

资料来源：Datastream，HTI。



美国房贷申请（同比%）

资料来源：Datastream，HTI。

由于抵押贷款利率上升，房价、销售和建筑活动都将回落。在美联储逐渐停止购买住房抵押贷款证券（目前为每月 400 亿美元）之后，抵押贷款利率将加速上升。货币状况趋紧可能是美国经济面临的问题，美国经济的稳定性基本上依赖于个人消费的稳健表现。在所得税不断上升的背景下，房地产市场的正面财富效应对支持消费发挥着核心作用。由于房价将逐步走低，建筑业活动降温（意味着全国层面的就业创建减少），美国经济可能会受到严重影响。尽管如此，以下原因令我们相信房地产市场将实现软着陆，且其对美国经济的冲击将是可以被吸收及消化的。

- 可调整抵押贷款利率所占比例较低意味着利率的冲击向实际经济的传递速度缓慢；

- 失业率是房价演变的决定性因素。在我们的情景预测中，周期性因素（依然宽松的货币政策）和结构性因素（参与率下降、美国的二次工业化）将促使失业率延续其逐步下降的趋势；

- 美国的信贷质量目前相当高，违约率创历史新低（2013 年一季度违约率为 7.25%，而 2010 年一季度为 10%），个人债务比例仍趋于下行（个人债务占 GDP 的比重从 2009 年的 97% 下降至 2013 年第一季度的 80%）。美国居民的谨慎态度，加之银行在分配信贷时依然比较保守，这意味着目前的信贷质量很高，与 2007 ~ 2009 年危机时相比，利率冲击带来的影响更小；

- 美国目前的盈利水平创下历史新高。货币状况趋紧意味着资本成本上升，而美国经济应会较容易吸收这种影响，且不及及投资稳定性；

- 最后，2013 年下半年外部需求对增长的贡献度应会扩大，欧元区逐步企稳，中国将出台更具支持性的政策。外部状况的好转将有利于抵消由房地产市场引起内需下降所带来的负面影响。