



## 2013，美国经济向左走，向右走？

### 要 点

金融研究总监：詹向阳

国际宏观经济研究团队：

樊志刚 马素红 程实

宋玮 郭可为 王婕

执笔：王婕

jie.wangcsjr@icbc.com.cn

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

- 2012 年的美国经济继续温和复苏，分项来看，个人消费支出增长稳定，仍是支撑美国经济增长的中流砥柱；制造业企业投资意愿受到抑制，房地产投资加快复苏；出口对美国经济增长的拉动作用持续减少，但四季度出现较大负面拖累；受政策影响，政府消费支出变动剧烈。
- 结合美国当前推行的货币政策和面临的财政困局，美国宏观经济同时呈现五大有利局面和五大挑战。有利局面主要表现在：美国当前整体宏观环境较为积极乐观，家庭去杠杆化成效显著，房地产市场加快复苏，非常规能源产量将进入爆发增长期，以及 2013 年美国通胀水平有望保持相对稳定。挑战主要表现在：未来发展方向阶段性缺失是制约美国经济重新步入较快增长的核心问题，财政问题依然是悬于美国经济之上的达摩克里斯之剑，增税政策可能对个人消费产生一定影响，结构性失业问题仍是难点，及全球货币战一触即发，美国出口能否显著改善尚属未知。
- 展望未来，美国经济继续温和复苏的方向未发生改变，2013 年美国实现经济增长加速的核心动力将依赖于国内消费和私人投资的相互促进。长期来看，美国要在新兴经济体的追赶下继续保持全球引领地位，实现可持续增长，则有赖于新一轮产业技术革命的大规模爆发以找回暂时迷失的发展方向。

## **2013, The US Economy, Right or Left?**

### **Executive Summary**

In 2012, the US economy continued to recover. According to the item indicators, personal consumption expenditure grew steadily, which was still the core driver for the growth; the influence of net export on the economic growth kept reducing but showed significantly negative impact in the fourth quarter; under the influence of related policies, the government expenditure changed dramatically. At present, the US economy faces five advantages and five challenges simultaneously. Looking into the future, we argue that the US will keep recovering, and the core driver for the economy growth is still the mutual promotion of domestic consumption and private investment. In the long run, a new round of industrial revolution is essential for the US to maintain its leading position worldwide and realize a sustainable growth.



## 目 录

一、2012 年美国经济增长构成分析 .....	1
(一) 个人消费支出增长稳定, 仍是支撑美国经济增长的中流砥柱 .....	2
(二) 制造业企业投资意愿受到抑制, 房地产投资加快复苏 .....	4
(三) 出口对美国经济增长的拉动作用持续减少, 但四季度出现较大负面拖累 .....	7
(四) 受政策影响, 政府消费支出变动剧烈 .....	8
二、当前美国宏观经济形势评价 .....	9
(一) 美国经济面临的有利局面 .....	9
(二) 美国经济面临的挑战 .....	11
三、美国经济未来展望 .....	14

## 图目录

图 1 美国实际 GDP 分项环比增速 .....	3
图 2 个人消费支出的分项 GDP 环比拉动率 .....	3
图 3 美国密歇根大学消费者信心指数走势 .....	4
图 4 私人投资的分项 GDP 环比拉动率 .....	5
图 5 美国新屋销售和新屋开工数量走势 .....	6
图 6 美国房地产市场景气情况 .....	6
图 7 对外贸易的分项 GDP 环比拉动率 .....	8
图 8 政府支出的分项 GDP 环比拉动率 .....	9
图 9 美国通货膨胀走势 .....	11



回望 2012，全球经济在政治周期与增长困顿相交织的漩涡中踟躅前行，发达经济体与新兴市场国家均呈现出增长率下滑的态势，创下了过去三年复苏进程的最低点。美国经济为主要发达经济体带来了难得的一抹亮色，实际 GDP 同比上涨 2.2%，较 2011 年还高出 0.4 个百分点，再次彰显其作为“超级大国”的强劲实力。站在 2013 年初，作为引领全球经济的核心力量，美国经济增长的可持续性对于全球经济能否走出低谷至关重要。然而，在财政悬崖风险阴霾未散，美联储可能提前结束 QE3 的预期有所升温的关口，2013 年的美国经济到底是向左走，还是向右走？基于此，本文尝试以 2012 年的美国 GDP 数据为基础，挖掘其经济增长的动力所在，并结合当前复杂的内外环境对美国经济的特点加以剖析，以更全面地把握 2013 年乃至更长期的美国经济发展之路。

### 一、2012 年美国经济增长构成分析

2012 年，美国经济在内部多重不确定性和外部环境恶化的双重夹击下，沿着“新常态”<sup>1</sup>的框架，一路披荆斩棘。在 2011 年四季度经济强势增长 4.1% 的背景下，美国进入了继续温和复苏的 2012 年一季度，当季 GDP 环比增长 2.0%；此后，受暖冬偿还效应<sup>2</sup>和扭转操作即将到期的影响，二季度美国经济表现低迷，仅环比增长 1.3%；下半年，面对美国总统选情的变幻莫测，美联储终于发出了自己的声音，市场渴望已久的 QE3 终于推出，房地产市场也终于坚定了复苏步伐，消费者信心触底反弹，特别是政府支出在三季度环比大增 3.9%，上述多重因素共同作用下，美国经济三季度大幅增长 3.1%；进入四季度，随着财政悬崖的临近，政府支出急剧下滑，而全球复苏动力不足又导致美国出口环比减少 5.7%，加之企业去库存大幅超预期，美国四季度经济出现了令市场极度意外的环比萎缩 0.1%（预估值），创 2009 年以来的最差表现。此数据一出，市场反应强烈，美股随即下跌，欧元、日元走高，黄金大涨 0.85%。

<sup>1</sup>所谓“新常态”（New Normal），是指经济增长率维持在 2% 左右，失业率保持较高水平，监管措施增强，企业利润缩减及资本回报率降低等现象

<sup>2</sup> 2011 年 10 月-2012 年 1 月的美国气温持续高于过去 5 年的均值，这一反常的温暖天气给美国经济造成较为明显的短期影响。温暖天气显著提高了美国 12 月和 1 月的经济活跃度，从而提振了 2012 年四季度和 2013 年 1 季度美国的建筑支出和非农就业。但随着二季度天气恢复正常，这种短期影响也消失，促使许多经济指标回落，从而产生负面的“偿还效应”。

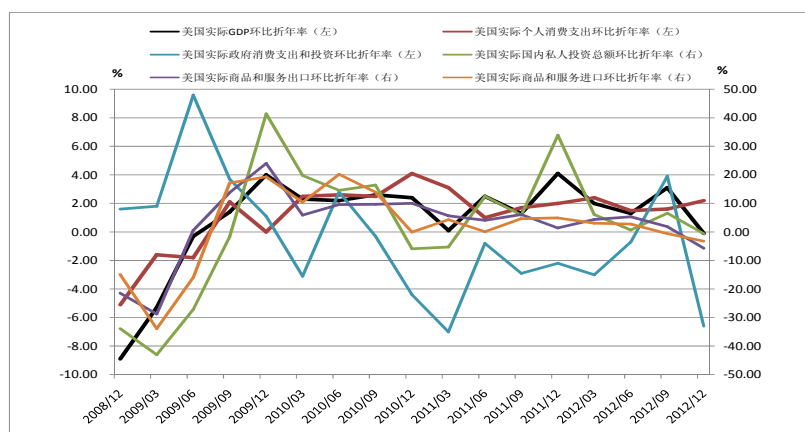
截至 2012 年末，美国实际 GDP 总量达到 13.59 万亿美元，实际 GDP 同比上涨 2.2%，个人消费支出、私人投资、净出口、政府消费和投资支出在 GDP 中的占比分别为 71%、14%、-3%和 18%，因此，个人消费依然在美国经济构成中占据绝对主导地位，加之私人投资及政府消费投资也主要由美国国内因素决定，受外围环境影响最大的净出口在 GDP 中的占比非常有限，所以可以这样说，从经济增长层面来看，当前影响美国的关键力量在国内而非国际市场。

### （一）个人消费支出增长稳定，仍是支撑美国经济增长的中流砥柱

美国经济自 2009 年六月触底反弹以来，复苏动力并非强劲十足，私人投资、政府支出增速都呈现较大波动，环比增速最为稳定的即为私人消费支出（见图 1）。2012 年四个季度中，美国个人消费支出分别环比增长 2.4%、1.5%、1.6%和 2.2%，平均拉动美国经济增长 1.36 个百分点，为美国全年经济增长的贡献占比达到 62%。具体来看，个人消费支出在 2012 年呈现以下特点：

首先，虽然个人消费支出增长依然是美国经济复苏的中坚力量，但应注意的是，2012 年个人消费支出对经济增长的贡献占比低于其在经济总量中的占比，同时也显著低于危机爆发前两年个人消费对经济增长的贡献（2005 和 2006 年个人消费对实际 GDP 增长的贡献占比分别为 75%和 73%），这意味着美国要实现更快的经济增长有必要进一步刺激个人消费意愿。

其次，个人消费支出的一个积极变化在于以汽车为代表的耐用品消费自 2012 年下半年增速加快，对 GDP 增长的拉动作用显著增强（见图 2）。四季度耐用品消费对 GDP 增长的拉动率达到 1.02%，为过去两年来的最高水平。耐用消费品由于其较高的消费弹性而成为重要的经济活力度量指标，当前的快速增长有两方面的指正意义：其一，消费者对未来的经济形势和收入增长情况持乐观态度，因而乐意购买价格昂贵的大件物品；其二，美联储执行的超宽松货币政策以及 2012 年 9 月推出的 QE3 有效压低了利率，推动耐用品的贷款消费，2012 年 11 月消费者信贷为 27,685 亿美元，环比折年增长率达到 7.0%。



数据来源：Wind 资讯，Bloomberg，中国工商银行城市金融研究所数据库，除特别注明外，下同。

图 1 美国实际 GDP 分项环比增速

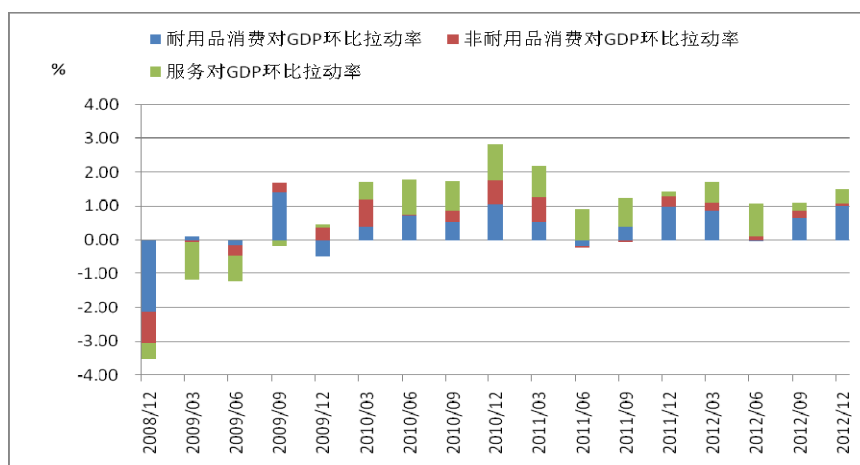


图 2 个人消费支出的分项 GDP 环比拉动率

第三，消费者信心持续恢复，但“财政悬崖”问题对消费者信心的增长形成明显抑制。美国密歇根大学消费者信心指数 6 个月移动平均值<sup>3</sup>进入 2012 年以来持续上升，但下半年增幅显著降低（见图 3）。造成这一折线走势的主要原因在

<sup>3</sup>已有研究证明，6 个月的消费者信心水平移动平均值可以作为未来家庭支出的较好的预测指标，特别是在经济运行的转折点时具有高度敏感性。

于随着“财政悬崖”触发日期的临近，消费者信心指数从11月的82.7大幅下挫至12月的72.9。可以说，强烈的增税预期在一定程度上打击了消费者信心的增长。但从现有数据判断，我们认为消费者对未来收入增长的预期有效对抗了增税预期，因而才有四季度私人消费2.2%的超预期增长，而这一环比增幅甚至高于2011年12月2.0%的水平。

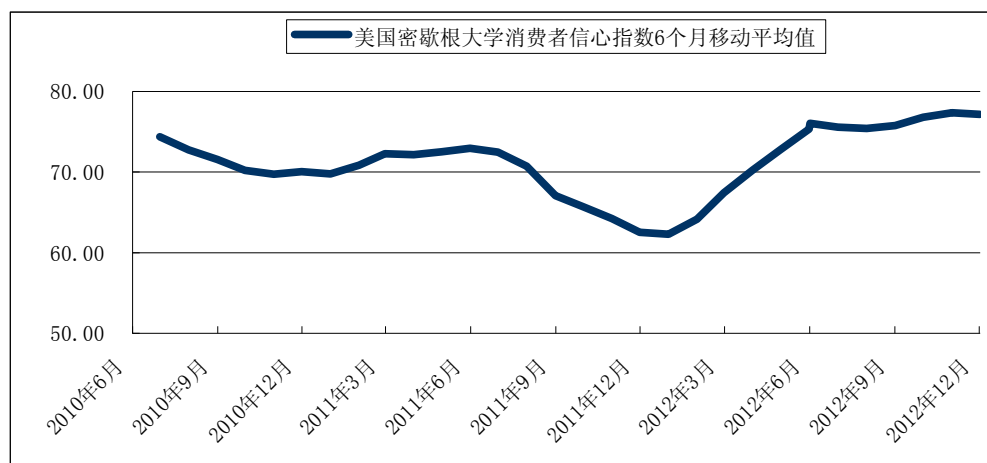


图3 美国密歇根大学消费者信心指数走势

## (二) 制造业企业投资意愿受到抑制，房地产投资加快复苏

自2009年美国经济见底以来，私人投资是所有GDP组成部分中波动最大的一项，2012年依然如此，季环比增速分别为6.1%、0.7%、6.6%和-0.6%。与此对应，私人投资对实际GDP增长的拉动率也波动较大，全年共拉动实际GDP增长1.18%，显著高于2011年的0.62%。分析美国私人投资2012年的变动情况，可得出如下结论：

第一，2012年的美国大选和“财政悬崖”问题对私人投资影响显著，制造业企业扩张投资的意愿受到明显抑制。设备和软件投资变动是对制造业企业投资行为的最佳反映。自2011年四季度以来，私人设备和软件投资对经济增长的贡献度持续缩小，到2012年三季度甚至转为拖累经济增长-0.19%（见图4）。2012年，美国企业现金流充裕，且盈利情况良好。导致制造业企业前三季度扩大生产规模意愿不足的主要原因在于三方面，一是美国大选选情异常激烈，大选结果的





不确定性令企业产生观望情绪；二是“财政悬崖”引致的经济下行风险亦延迟企业投资计划；三是海外市场需求不足，特别是新兴市场经济增速在 2012 年普遍放缓也使得企业不愿扩大产能。

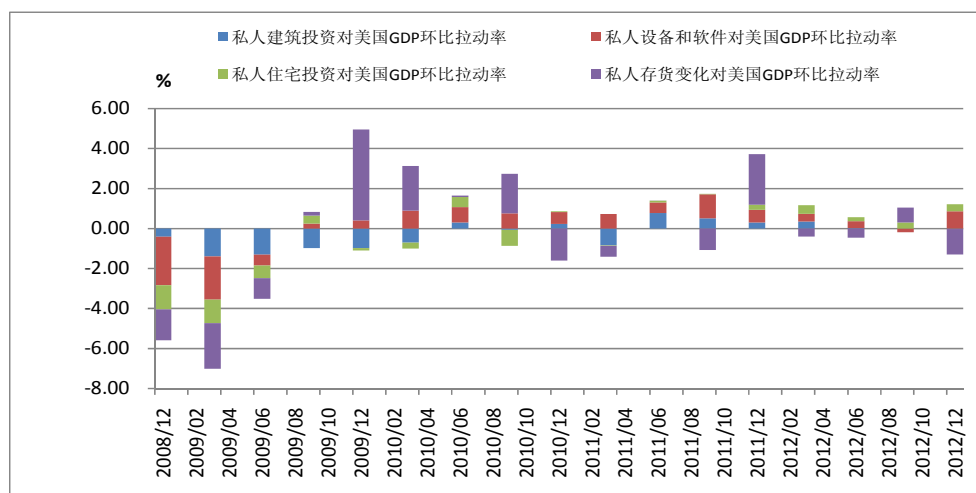


图 4 私人投资的分项 GDP 环比拉动率

第二，四季度企业库存的大幅减少或预示企业投资行为或将转向。2012 年私人投资的一个显著特点是设备和软件投资与库存变动对经济增长的反向拉动作用。对应前三季度设备和软件投资对 GDP 增长拉动率的由正转负，企业库存变动对 GDP 的拉动作用由负转正，特别是三季度企业库存变动拉动 GDP 增长 0.73%。二者的反向变动关系显示当美国私人企业对经济走势信心不足时，选择通过更充分利用现有产能来满足需求的增长，而不是扩大产能，表现为库存投资增长。因此，虽然四季度企业库存大幅减少，对 GDP 增长拉动率为-1.27%，但设备和软件投资却大幅反弹，拉动经济增长 0.86%。这或可解释为，受个人消费增长良好、财政缩减规模可能大幅小于预期等因素影响，制造业企业信心趋向增加，开始转向扩大产能投资。美国供应链管理协会发布的 2013 年 1 月制造业 PMI 指数大幅增至 53.1，其中新订单指数再次站到荣枯线以上，达到 53.3，这一领先指标进一步预示企业投资趋向增加。

第三，房地产市场呈现“量价齐升”的喜人势头，复苏步伐加快。住宅投资



是 2012 年美国实际 GDP 单项构成中涨幅最高的类别, 全年同比增长 11.9%, 拉动经济增长 0.27%。2012 年美国房地产市场实现触底反弹, 总体呈现“量价齐升”的走势。2012 年美国新屋销售和新屋开工分别同比增长 20% 和 28% (见图 5), 全美建筑商协会 (NAHB) 住房市场指数在时隔 6 年后于 9 月重新站上 40, 并连续 9 个月上升, 预示住房销售前景看涨 (见图 6)。同时, 房价也出现回暖迹象, 标准普尔/CS20 个大中城市房价指数自 2012 年 4 月连续增长 6 个月, 并于 6 月再次站上 140 点, 房地产市场复苏步伐明显加快。

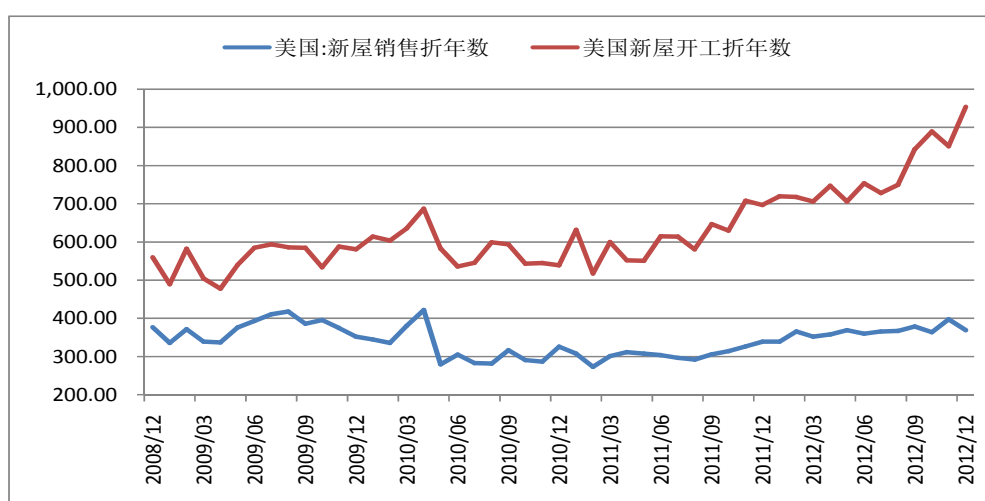


图 5 美国新屋销售和新屋开工数量走势

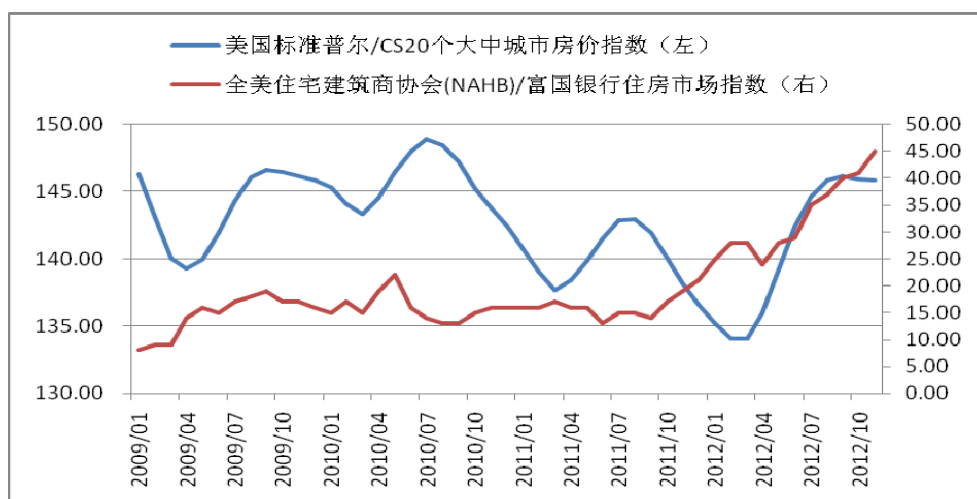


图 6 美国房地产市场景气情况



### （三）出口对美国经济增长的拉动作用持续减少，但四季度出现较大负面拖累

2009 年以来，美国对外贸易对经济增长的影响日趋减少，特别是商品出口对 GDP 增长的拉动作用持续降低（见图 7）。2010 年初奥巴马政府提出“出口翻番计划”，试图利用出口跌入谷底背景下后续恢复性增速潜力较大的机会提振美国经济增长。这要求美国 2010-2015 年出口增长年均达到 14.9% 的较高增速。然而事与愿违，美国名义商品和服务出口仅在 2010-2011 年实现年均增长 15.3%，2012 年即回落至 4.1%。尤其是四季度，在恶劣天气和海外市场需求疲弱的集中作用下，美国实际商品和服务出口环比大幅下降 5.7%，尽管同期商品和服务进口环比降幅亦达到 3.2%，但仍未能扭转净出口拖累经济增长 0.25% 的局面。需要说明的是，我们不认为美国四季度进口大幅减少是由于国内需求不足导致，事实上，美国实际进口环比增速已经连续 5 个季度下滑，更于 2012 年下半年转为负增长，而同期美国个人消费支出始终稳定增长。因此，在全球贸易增长显著放缓及美国国内大选竞争激烈的大背景下，美国贸易保护主义大行其道，其针对“中国”等主要贸易伙伴所实施的频繁的贸易保护调查及相关惩罚性措施才是导致进口减速的真正原因。由此可见，美国尝试利用出口提振经济的设想仍面临很多障碍，不仅有赖于全球景气周期的回归，也有赖于美国能否推行“与人为善”的贸易政策。

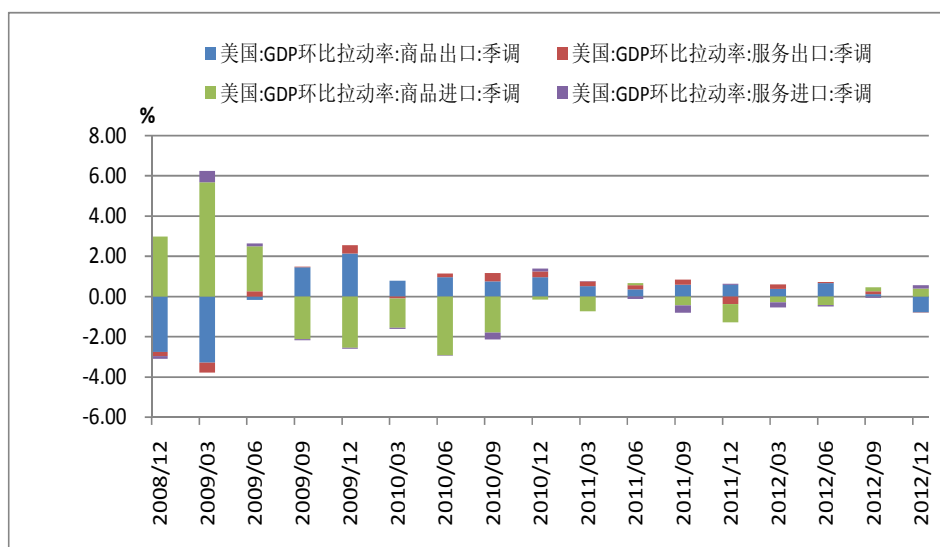


图7 对外贸易的分项 GDP 环比拉动率

#### （四）受政策影响，政府消费支出变动剧烈

政府消费支出无论是增长率还是对 GDP 的拉动率历来都波动很大，它更多扮演了对冲经济周期和顺应政策需求的角色。本次美国经济复苏之后，特别是 2010 年以来，美国政府支出整体大幅下降，只有两个季度环比正增长。面对美国当前紧绷的财政困局，收缩政府支出也是题中应有之意。2012 年全年美国政府支出在 2011 年同比下降 3.1% 的基础上继续同比下降 1.7%。分季度来看，政府支出四个季度对实际 GDP 的拉动率分别为 -0.6%、-0.14%、0.75% 和 -1.33%。可见，美国经济无论是三季度的超预期增长 3.1%，还是四季度的超预期收缩 0.1%，在一定程度上都受到政府支出调整的影响。特别是四季度，濒临财政悬崖，政府国防支出大幅环比降低 22.2%，仅此一项即负向拉动实际 GDP 1.28%。在当前美国长期财政不可持续的背景下，美国政府支出削减的步伐仍将继续，未来几年中它持续拖累经济增长将是大概率事件。



尔 500 指数报收于 1512.12 点，已基本回到次贷危机爆发前的历史高位。第三，居民消费意愿和消费能力有望得到支撑。从收入预期看，2012 年，美国人均可支配收入同比上涨 6.2%，其中，12 月环比大增 2.7%，创 2004 年以来最大增幅。虽然这很大程度上是出于避免 2013 年更高税率的影响，美国企业纷纷在 2012 年末加大了红利和奖金的分发力度，但个人收入的大幅增长将有效对冲 2013 年初受工资税等上调对个人实际收入的负面影响。此外，《2012 年纳税人减税法案》执行的增税规模远小于“财政悬崖”完全触发的增税规模，且中低收入阶层增税幅度很小，将有助改善消费者信心。

**有利局面之二：美国家庭去杠杆化成效显著，家庭财务结构改善为消费增长奠定基础。**截至 2012 年三季度，美国家庭负债比率已较 2007 年高点下降 24.5%，基本回到 1993 年时的水平。同期，房主家庭消费信贷比率为 4.99%，显著低于过去 20 年的平均水平，随着家庭“去杠杆化”的趋向结束，美国居民消费信贷有望增长，为推动占美国 GDP70%比重的消费增长奠定基础。

**有利局面之三：房地产市场加快复苏，有望成为 2013 年美国经济的一大亮点。**在美联储超低利率和持续购债的刺激下，美国房地产市场将在 2013 年加快复苏，或将成为美国经济增长的重要推动力。房地产市场复苏将改善中低教育程度劳动力就业状况，从而进一步增加新增就业岗位。但考虑到美国劳动参与率已降至 20 年来低点，随着明年经济好转，重新找工作人数将趋增加，从而抑制失业率下降速度。此外，房价触底反弹将有利于进一步修复家庭资产负债表，通过“财富效应”刺激消费意愿。

**有利局面之四：以页岩气、页岩油为代表的非常规能源产量将进入爆发增长期。**美国正沿着“能源独立”方向持续推进，受益于非常规能源的快速发展，2012 年美国原油进口规模创 1997 年以来新低，同年原油日产量增至 640 万桶，创 15 年来新高。根据美国能源信息署的测算，2013 年美国原油日产量将超过 700 万桶，原油库存也达到 2005 年以来的同期最高点，从而持续降低美国原油进口需求并压低国内天然气、石油价格，这将显著降低美国企业经营成本和居民生活成本，刺激美国经济增长。



有利局面之五：2013年美国通胀水平有望保持相对稳定，也将有利于量化宽松政策的继续执行。2012年全年美国物价水平小幅下行，特别是剔除能源和食品价格后的核心CPI走势平缓。仅在三季度受美国大旱引致的农产品价格大幅窜升影响，CPI曾一度大幅走高，此后在能源价格连续走低的带领下，CPI增速再次降至12月末的1.7%。观察过去一年美国物价走势，美联储分别在9月和12月推出QE3和加强版QE3并未如市场预期般给美国带来通胀上行压力，原因有二：其一，虽然美联储增加了MBS和中长期国债的购买规模，但其总资产并未出现大幅增加。截至2013年1月2日，美联储总资产负债规模为2.919万亿，较2012年初还减少10亿美元，整体保持稳定。其二，根据经合组织的测算，2012年美国仍存在-3.65%的产出缺口<sup>4</sup>，按照宏观经济学中的总供给曲线，负的产出缺口对物价上涨形成较大抑制。展望2013年，考虑到全球原油供给相对充足，能源价格总体有望维持震荡并小幅下行的局面，结合美国PPI指数在2012年11、12月只保持了1.3%和1.4%的低速增长，美国在短期内仍将维持较为宽松的通胀环境，从而有利于美联储继续执行超宽松的货币政策。

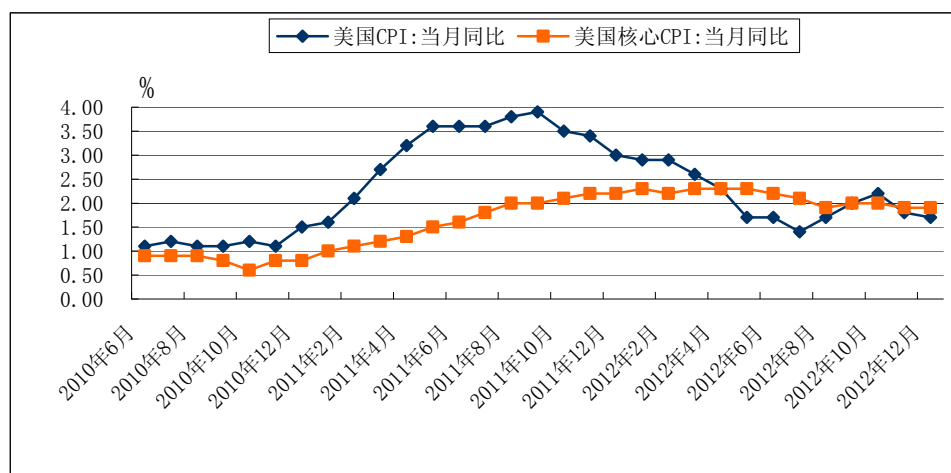


图9 美国通货膨胀走势

## （二）美国经济面临的挑战

挑战之一：未来发展方向阶段性缺失是制约美国经济重新步入较快增长的

<sup>4</sup> 所谓产出缺口，即指实际GDP与潜在GDP的差距。



**核心问题。**虽然在力度空前的救助措施下，美国经济于 2009 年中触底反弹，并持续复苏，但始终难以摆脱增长乏力的“新常态”。我们认为，造成这种局面的根本原因在于在当前全球化日益发展和新兴大国持续追赶的环境下，美国作为全球产业技术前沿的领先国家，在危机后一直未找到大范围具有盈利预期的投资增长点，从而面临阶段性的经济增长方向缺失。美国要摆脱这一时代挑战，就需要在前沿创新领域持续寻求和发现大范围新的领先产业和技术突破，创造在开放环境中具有自生能力的新行业、新产品或新部件，从而在持续结构转变中实现达到或接近充分就业目标的动态平衡。而美国政府也已意识到这一核心问题所在，奥巴马总统在 2013 年国情咨文演讲中指出：美国政府的首要任务就是“让美国成为新的就业岗位和制造业的向往之地”，要建立由诸多制造业研发中心组成的研发网络，“保证下一次制造业革命出现在美国”。过去几年中，美国在能源技术、3D 打印技术、叠层制造技术等领域取得的成果或许正在为未来的发展指出模糊的方向，但若要想成长为拉动美国经济走出困境的长期革新力量仍有待更多实质性进展。

**挑战之二：财政问题依然是悬于美国经济之上的达摩克里斯之剑，美国经济恐将在较长时间内面对政府支出的持续削减。**即将于 2013 年 3 月 1 日生效的“自动支出削减机制”应是短期美国经济面临的重大风险。如果美国两党无法达成妥协，导致该机制被触发，美国政府将被迫在 2013 年削减开支 1,100 亿美元，再加上约 2,000 亿美元的个人税收增加规模，二者共同作用很可能使美国经济增长急刹车。目前两党分歧仍然巨大，奥巴马总统在 2013 年国情咨文演讲中再次强调必须“通过平衡的方式削减赤字，节流的同时开源”，而共和党则坚决反对借助增税来降低支出削减规模。随着 3 月 1 日不断临近，两党将再次上演“谈判大战”，考虑到当前美国经济复苏基础并不牢靠，“自动支出削减机制”全面触发的概率依然很低，仅占 5%；而达成全面增税和减支方案的可能性亦很小，也仅占 5%；经过前两轮让步（“财政悬崖”谈判和推迟国债上限到期），共和党承受的选民压力日趋增大，因此最大可能是将“自动支出削减机制”再次短期延期到 5 月国债上限到期之前，其概率为 60%；还有 30% 的概率可能发生在将“自动





支出削减机制”延期到 2013 年底。无论是较短延期还是较长延期，两党很可能在延期期间达成“缩小版支出削减计划”或“在更长期限内分摊支出削减计划”，以降低对经济的冲击。应注意的是，无论最终结果是哪一个选项，美国经济都将在较长时间内面对政府支出的持续削减，差异在于财政紧缩效应在不同时间段的不同影响力度。

**挑战之三：《2012 年纳税人减税法案》中的增税政策仍可能对个人消费产生一定影响。**根据高盛的测算，受该法案影响，2013 年联邦个人税收可能增加 2,000 亿美元，占 GDP 的 1.3%。增税来源包括工资税提高（1,260 亿美元）、中高收入阶层的布什减税政策到期（500 亿美元）和医疗相关税收增加（240 亿美元）。由此导致的可支配收入下降压力将成为 2013 年经济的一大不利因素，但 2012 年底个人可支配收入的大幅增加及低收入人群消费占比较低的情况将对增税的负面影响产生一定平滑作用。全年来看，税收增加对个人消费的影响将从 2013 年 2 月份开始显现，上半年个人消费增速将出现较大下滑，或将放缓至 1.0%，下半年增速将趋回升。

**挑战之四：虽然就业有所改善，但新增就业仍显不足，结构性失业问题仍是难点，距离长期可持续就业水平仍任重道远。**2012 年全年新增非农就业岗位 217 万个，较 2011 年增长 18%，失业率从 1 月的 8.3%逐步下降到 12 月的 7.8%。总体就业数据虽然有所改善，但新增就业的增长情况并不乐观。原因有二：其一，私人就业情况仍未出现快速恢复，在剔除政府就业数据后，2012 年私人新增就业岗位较 2011 年仅增长 6%；其二，劳动参与率仍处于历史低位，截至 2013 年 1 月，劳动参与率仅为 63.5%，基本处于过去 30 年的最低点，这意味着大量美国人口仍处于放弃寻找工作的状态。当前美国失业率仍居高不下的症结在于严重的结构性失业问题。高中和高中以下学历劳动力的失业率始终分别维持在 11%和 8%以上，明显高于 12 月 7.8%的总体失业率，而二者合计占美国劳动力总人口的 35.6%，在有效拉动这部分就业增长前，美国就业市场难以显著改善，距达到美联储设定的 5.2%-6.0%的长期失业率水平仍任重道远。

**挑战之五：全球货币战一触即发，美国出口能否显著改善尚属未知。**2013

年1月下旬日本央行宣布将无限量购买日本国债，并将目标通胀率从1%提高到2%。这被市场解读为“打响了全球货币战”的第一枪，此后关于全球将再次陷入“货币战”的争论甚嚣尘上，德国、英国、俄罗斯等国货币当局相关人士一再发出警告。受此影响，美元对日元近期小幅上涨，2月1日至2月15日，美元对日元累计上涨2.45%。面对汇率被政治化的风险，受冲击最大的将是全球贸易，无论货币战会否真得在全球范围爆发，当前的紧张局势已充分说明主要贸易国家对保护本国出口的高度重视，在这一局面下，美国想保持出口快速增长进而实现“出口翻番”的目标将是难上加难。但也应注意到，美国已开始尝试多渠道为其对外贸易创造友好环境，比如美国与欧盟即将启动的双边贸易谈判，美国针对亚太地区的《跨太平洋伙伴关系协议》（TPP）也将继续推进。同时，新兴经济体在2013年的经济景气度有望提升也将对美国出口形成一定支撑，因此，尽管目前难以判断美国出口能否在2013年成为拉动经济增长的重要力量，但只要不爆发全球货币战，其出口将有望保持平稳增长。

### 三、美国经济未来展望

展望未来，就短期而言，美国经济的加快复苏将主要依赖于以下正循环：消费需求增加-企业扩张产能-就业增加-个人收入增加-消费需求再增加。换言之，一方面，在长期财政整顿压力下，政府支出对经济增长的拉动作用趋向进一步降低；另一方面，虽然2013年全球经济复苏态势将好于2012，特别是中国等新兴经济体的增速有望提升，将有利于美国出口，但贸易保护主义引发的相互掣肘和一触即发的“货币战”却将阻碍美国“出口翻番”计划的顺利实现，两相对抗，出口对美国经济的大幅拉动短期恐难以出现。因此，2013年美国实现经济增长加速的核心动力将依赖于国内消费和私人投资的相互促进。受增税影响，上半年个人消费支出增长或将出现减速，下半年有望回复；而在房地产加快复苏和企业信心提升的拉动下，企业受政府支出削减的影响将降低，私人投资有望全年保持较好增长。应注意的是，在当前经济增长根基仍不牢固的情况下，无论是促进消费信贷增长，还是刺激房地产复苏和企业投资，都需要超宽松的货币政策予以支



持，因此我们认为，美联储至少在 2013 年上半年仍将维持加强版 QE3 的购买规模，而超低利率有望延续至 2015 年。2013 年美国经济将呈先低后高走势，上半年受财政不确定性所累，经济增速可能下滑至 2.0%，下半年经济增长有望回升至 3.0%，预计全年经济增长将达到 2.3%。

就长期而言，美国要在新兴经济体的追赶下继续保持全球引领地位，实现长期经济可持续增长，则需要利用其在研发能力、资本市场、企业制度等综合优势基础上推动和激发新一轮大规模产业技术革命，当前如火如荼的页岩气革命、3D 打印技术或许已经为未来的创新之路提供了一些线索，但要帮助美国经济走出发展方向的暂时缺失，摆脱增长乏力的“新常态”仍有待时日。