



发达经济体：美国

奥巴马“新政”燃起经济复苏之火

中金公司研究部

联系人：沈建光 shenjg@cicc.com.cn

周洪礼 chown@cicc.com.cn

肖 红 xiaohong@cicc.com.cn

电话：(852) 2872 2000

2009 年 1 月 20 日

事件：

美国东部时间 1 月 20 日 12 点 30 分，北京时间 1 月 21 日 1 点 30 分，奥巴马宣誓就任第 56 届美国总统。正式成为首位入主白宫的黑人总统。

评论：

1933 年 3 月 4 日，罗斯福（Franklin D. Roosevelt）临危受命出任总统之际，美国经济已是满目疮痍。与 1929 年相比，GDP 下降了 1/3，工业产出萎缩了 50%；金融动荡使美国银行在不到 4 年时间里已倒闭了近 1.1 万家，私人及公司储蓄下降了 85%；而失业率在 1929 至 1933 年间由 4%急剧上升至 25%，美国居民收入减少了一半，生活质量显著下降，食品衣着等必需品消费均下降 40%以上，汽车等非必需品的支出下降了 70%。更危险的是，整个经济已经深陷通缩，价格的加速下降使实际债务不断攀升，对金融市场和实体经济构成恶性循环，市场陷入一片恐慌。罗斯福上任后立即推行了大规模的“新政”（FDR New Deal）以改革金融及商业体系，建立社会保障体系，以工代赈减少失业并最终实现经济复苏（详见附录）。罗斯福新政实行后美国经济获得了显著提振，自 1933 年便开始回暖，1936 年 GDP 已超过 1929 年水平（图 1）。对失业及家庭的救济及创造就业工程的覆盖率在 1941 年达到 93%（表 1），失业率显著下降，股市亦在 1933 年大幅反弹（图 2）。

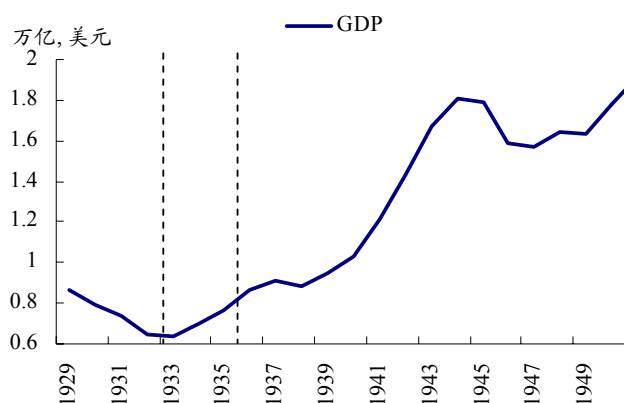
今天，奥巴马亦面临严重挑战，次贷风暴严重损害金融市场以及实体经济的各个层面，美国经济陷入深度衰退，拯救美国经济和遏制当前金融危机继续蔓延将是奥巴马上任后经济议程表的重中之重。规模庞大的 8250 亿经济刺激计划、重点于稳定金融和住房市场的第二批 3500 亿问题资产救助计划（TARP）、以及美联储 8000 亿美元的直接购买 MBS 和向消费性债券持有者提供贷款，均将稳定金融市场，因此重量级金融机构倒闭而产生金融动荡的风险大幅下降。然而金融动荡为各类型机构造成的损失将陆续浮现，且实体经济复苏尚需时日，而预计上述举措将在下半年对经济产生提振作用，因此下半年的经济形势可能较上半年缓和，最早于今年年底前微弱复苏，且“L”形衰退或大萧条可以避免。而相对其它经济体较具针对性及时效性的财政刺激将使得美国经济的复苏速度快于其它主要经济体：

- **规模庞大的 8250 亿经济刺激计划。**美国众议院拨款委员会最近公布了 8250 亿美元经济刺激计划的细节，相当于 GDP6%的“美国复兴和再投资计划”包括大规模减税 2750 亿美元和大幅增加政府支出 5500 亿美元，目标除了为严重乏力的消费市场给予提振，以及于 2011 年前创造 300 万个职位以外，奥巴马政府亦希望借此计划为经济增长奠定下基础，提升美国经济的未来的竞争力。
- **重点于稳定金融和住房市场的第二批 TARP。**美国参议院早前亦投票通过向财政部发放 TARP 第二批 3500 亿美元的资金。即将出任新一届政府白宫经济顾问的萨默斯更指出，这笔资金中的 500 亿到 1000 亿美元将被用于降低丧失住房抵押赎回权数量，而 TARP 的重点将是稳定金融和住房市场。奥巴马亦承诺将提高财政部的问责性，并将对接受 TARP 资金的金融公司制定更加严格的条件。
- **具针对性的定量宽松货币政策。**在美联储把基准利率下调至 0-0.25%的目标区间后，当局将采用定量宽松的货币政策来刺激经济，如最近出台总计达 8000 亿美元的面向机构、住房抵押贷款支持证券及消费者信贷市场的支持项目能绕过不愿借贷的银行，直接将资金注入特定市场，有助刺激住房和消费市场，促使经济恢复增长，以及防止经济陷入通缩的恶性循环。

美国经济有望于今年年底前微弱复苏。奥巴马的财政刺激方案规模大，且美国财政乘数较高，我们预计其能在下半年对经济产生提振作用。此外，最近美国当局出台的多项拯救措施亦已取得成效，住房抵押贷款利率降至 5% 以下的水平，有助促进购房意愿，房市的重要指标如新屋开工数和住房销售亦有望在下半年恢复增长。另一方面，为避免重蹈雷曼事件的覆辙，美国政府此前果断斥资拯救花旗银行和美国银行，充分显示了政府力挽金融危机的决心，为稳定金融市场带来正面影响。然而美国实体经济衰退持续，预期就业市场在短期内将继续恶化，而缺乏动力的内需将负面影响整体经济增长。此轮金融危机已严重影响美国实体经济，我们预计 09 年美国将呈现前低后高的形态，全年经济萎缩 2% 左右，以后需要数年才能返回至潜在增长率，但“L”形衰退或大萧条可以避免。

美国经济复苏速度快于其它主要经济体。欠缺规模且缺乏针对性及时效性的财政刺激亦难发挥显著效力。欧洲方面，不但其财政刺激规模较小，且并未着眼于经济的结构调整，除了财政较为稳健、财政乘数较高的德国和西班牙外，其它国家财政刺激计划对经济拉动作用有限。尽管日本已推出三轮经济刺激方案，总额超过 75 万亿日元，但其有效成分不高。其中的财政措施只有 12 万亿日元，仅相当于 GDP 的 2%，其它部分则于金融措施，财政刺激效果并不乐观。

图 1：经济于 1933 年复苏



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 2：新政后股市大幅反弹



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

表 1：新政创造了可观的就业岗位

每月平均 (单位: 千)	1936	1937	1938	1939	1940	1941
创造就业岗位:						
工程振兴署 (WPA)	1995	2227	1932	2911	1971	1638
公共资源保护队 (CCC)	712	801	643	793	877	919
全国青年署 (NYA)						
其他联邦工作计划	554	663	452	488	468	681
援助个案数:						
社会保障计划	602	1306	1852	2132	2308	2517
一般援助计划	2946	1484	1611	1647	1570	1206
总共帮助家庭数	5886	5660	5474	6751	5860	5167
解决失业人口数	9030	7700	10390	9480	8120	5560
覆盖率	65%	74%	53%	71%	72%	93%

资料来源: 中金公司研究部



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

简 评

附录：罗斯福新政的主要内容

为失业人士及困难家庭提供救济：

- 设立联邦紧急救济署（Federal Emergency Relief Administration）分配援助
- 设立公共资源保护队（Civilian Conservation Corps）雇佣 25 万失业青年人改善公共设施
- 设立联邦贸易委员会（Federal Trade Commission）提供抵押贷款援助
- 通过社会保障法案（Social Security Act）建立社会保障体系

推行经济改革：

- 通过全国工业复兴法案（National Industrial Recovery Act）以防止恶性竞争，对特定行业实行最低限价、产出限制等
- 设立农业调整署（Agriculture Adjustment Administration）对农业减产以补贴，使农产品价格保持在一定水平

通过政府支出拉动经济：

- 设立公共工程署（Public Work Administration）支出 33 亿美元刺激经济
- 设立美国历史上最大的国有工业企业田纳西河谷管理局（Tennessee Valley Authority）兴修水利，推行农业现代化等
- 设立工程振兴署（Works Progress Administration）雇佣 200 万个家庭

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。