

定期报告

诗债渐少酒债多

2011年9月30日

海外宏观经济2011年第四季度报告

主要预测

美国

%	10	11E
GDP	3.0	1.6
CPI	1.6	2.6
失业率	9.6	9.0
外贸顺差/GDP	-3.2	-3.4
财政赤字/GDP	-8.1	-9.2
央行基准利率	0.25	0.25
美元指数	79.0	77.0

欧洲

%	10	11E
GDP	1.8	1.5
CPI	1.58	2.5
失业率	10	10
外贸顺差/GDP	-0.45	-0.5
财政赤字/GDP	-6.0	-4.6
央行基准利率	1	1.00
欧元/美元	1.34	1.30

资料来源：彭博，招商证券研发中心

丁安华

首席经济学家

dinganhua@cmschina.com.cn
S1090511030013

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

研究助理：

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

□ 美国经济：下行风险主要来自外围 刺激政策重心转向财政

经济复苏不确定增加，但年内不会二次衰退：三季度以来，美国经济数据运行好于预期，但在全球金融市场的动荡推波助澜下，美国经济增长的下行风险显著增加。外部风险，特别是欧债危机或恶化引发的市场担忧对于美国经济复苏进程的负面影响日益增加。我们对美国经济维持偏谨慎的看法，预计美国经济全年增长1.6%的判断，前低后高。

通胀走势制约货币政策空间：美联储于9月份议息会议上公布的扭转操作和本金再投资机构抵押贷款支持债券计划可以对压低长期国债利率以及贷款利率起到积极的作用。另一方面，债券到期期限结构的调整会在降低长期利率的同时推升短期利率，从而为美元反弹提供了支持。近期大宗商品价格伴随着美元的反弹下跌，物价水平中长期回归美联储锚定值或以下的可能性高，美联储的货币政策空间将随着总体物价水平的下跌而增加。

长期来看，通胀上行或成为美债危机爆发的导火线：虽然美国国债安全性较以往下降，但是美国国债作为全球避险工具的地位没有动摇。我们认为世界第一强独霸，多级争雄的格局短期内不会改变。美国国债背靠美国的综合实力，仍属安全投资。不过若通胀上行风险持续增加，美联储将被迫提高联邦基金利率。联邦基金利率的上升则会通过互动机制影响债市，推升美国政府的融资成本。

短期政策重心转移至财政政策：宽松的货币政策主要用以支持房地产市场，而就业复苏则有赖于财政政策。扭转操作之后，联储的货币政策空间已经不多，第四季度将进入观察期，而接下来美国政策刺激的重点将不可避免地转移到财政政策上来。

□ 欧洲经济：债务危机救无可救 亟待解决机制出台

欧元区经济增速放缓，经济前景不容乐观：由于欧洲主权债务危机在这个夏季有进一步恶化的趋势，严重打击了投资者信心，使金融市场不断震荡向下，各国国债收益率不断攀升，增加了公共部门借贷的成本。主权债务危机对实体经济的负面影响日益显现。2011年下半年经济增长受到压制，而2012年经济前景也难见强劲增长动力。若主权债务危机进一步恶化，则不能排除欧元区经济在2012年将出现衰退的可能。

通胀受控但经济增速放缓，四季度或将减息：虽然欧洲央行一直保持鹰派作风，但在欧元区乃至全球经济增长放缓的前提下，即便是通胀率将会在一段时间内仍维持在2%以上，欧洲央行也应会暂缓加息步伐。我们认为欧洲央行货币政策进入观察期。随着欧洲主权债务危机的升温，四季度或有减息的可能，全年基础利率或会维持在1%。

主权债务危机向核心经济体以及银行体系蔓延：主权债务危机正在进一步升温中：首先，希腊违约的风险加大。其次，由于希腊违约的风险加大，危机蔓延至其他核心经济体以及银行体系的问题再受关注。欧债危机已经无法继续拖延下去，今年10、11月将是年内欧债到期高峰和系统性解决机制出台的最后黄金期。而11月4日的G20首脑峰会将是一重要事件。

Quarterly Report

Global Economic Dilemma Amid Deepening Debt Crisis

30 Sept 2011

Overseas Economy Outlook: 4Q2011

Key Data

USA

%	10	11E
GDP	3.0	1.6
CPI	1.6	2.6
Unemployment	9.6	9.0
Trade balance/GDP	-3.2	-3.4
Fiscal balance/GDP	-8.1	-9.2
Policy rate	0.25	0.25
Dollar Index	79.0	77.0

Eurozone

%	10	11E
GDP	1.8	1.5
CPI	1.58	2.5
Unemployment	10	10
Trade balance/GDP	-0.45	-0.50
Fiscal balance/GDP	-6.0	-4.6
Policy rate	1	1.00
Dollar Index	1.34	1.30

Source: Bloomberg, China Merchants Securities

Edward Anhua Ding

Chief Economist

dinganhua@cmschina.com.cn
S1090511030013

Dr. Cliff ZHAO

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S109051104001

Dr. David XIE

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

Research Assistant

Dr. Binbin SUN

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn

Dr. Yiping ZHANG

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

U.S. Economy: Downside risk mainly from external; Policy stimulus emphasis turns to fiscal policy

Increasing uncertainties on recovery: The economic outlook worsens owing to the strains in global financial markets and negative impacts caused by external factors, especially the contagion risk of the European debt crisis. We maintain our conservative outlook of 1.6% growth for US economy with a faster growth in the second half of the year.

Limited space for future monetary policy stimulus due to inflation trend: Operation twist and the plan to reinvest principal payments to agency mortgage-backed securities can lower the long term interest rates and loan rates while increase the short term financing rate. The latter can support a USD rebound. With the decline in commodity price partly owing to the dollar rebound, the price level is likely to go back to the anchoring value in the medium to long term. There will be more room available for further policy stimulus when the overall price level drops.

Upside inflation risk may trigger U.S debt crisis in the long term: Although the safety of U.S. Treasury bond is not as good as before, it remained to be the safe haven of choice. We believe that U.S. treasury bond backed by the overall strength of the United States is still a safe investment given the world pattern will not change easily in the near term. However, we need to pay close attention to the upside inflation risk given it may become the trigger point for the United States debt crisis.

The focus of countercyclical policy shift to fiscal policy: Accommodative monetary policy is mainly to support the real estate market while the recovery in employment market is more dependent on fiscal policy. The space for further monetary policy is limited after the implementation of operation twist. Thus we believe that the Fed's monetary policy will remain unchanged with observation in the fourth quarter. Meanwhile, the focus of countercyclical policy will inevitably shift to fiscal policy.

European Economy: No salvation in sight; Urgent call for effective systems

Economic growth slowing down, pessimistic outlook of 3Q and 4Q: The European sovereign debt crisis has been deteriorating in the summer, a serious blow to investor confidence, and financial markets continue to shock down. With increasing government bond yields, not only the public sector borrowing costs also surge, the negative impact of sovereign debt crisis on the real economy becomes increasingly obvious. Overall, we believe that the economic growth will continue slowing down and it is also difficult to see strong growth momentum in 2012. If the sovereign debt crisis worsen, it is possible that the European economies will run into recession.

Inflation is under-controlled but the economic slowdown, the European Central Bank may cut interest rates in 4Q: Although the ECB has remained hawkish style, but under the environment of global economic slowdown, even if the inflation rate will remain at 2% or above for a period, the European Central Bank should pause interest rate hike. We maintain the original view that the ECB monetary policy has entered into an observation period. With the deterioration of the European sovereign debt crisis, it is possible for the European Central Bank to cut interest rates in 4Q.

➤ **Sovereign debt crisis has spread into core economies and banking system:** sovereign debt crisis has entered into a new stage: First, Greek default risk increased; Second, with default risk increasing in Greece, the crisis spreads to core economies and banking system. October and November of this year will be another important point as there is passage of EFSF new functions, the approval of the 6th loans. Moreover, the G20 summit will be held in November. This is the final golden time for the solution package to be formulated. And there are a large amount of debt being matured in October and November.

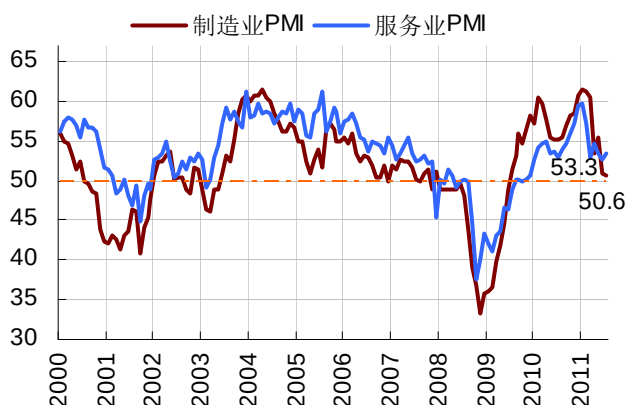
一、美国经济：下行风险主要来自外围 刺激政策重心转向财政

1、经济复苏不确定增加，但年内不会二次衰退

今年三季度以来，美国总体上经济数据运行好于预期。7 月份制造业 PMI 指数大幅低于市场预期，录得 50.9。其中，新订单指数出现反转，从 6 月份的 51.6 降至 49.2，说明制造业需求萎缩，前期 PMI 和 GDP 增长的背离趋势得到缓解。不过 8 月份的制造业 PMI 好于市场预期，从 7 月份的 50.9 小幅下降到 50.6，显示制造业连续 25 个月扩张。其中新订单指数上升 0.4 个百分点，至 49.6，库存指数上升 3 个百分点，至 52.3，重新回到扩张区间。

8 月份 ISM 服务业指数显示服务业仍在扩张，好于市场预期。其中服务业新订单指数回升，证明占美国经济约 90% 的服务业前景比预期乐观。制造业及服务业的 PMI 数据显示美国经济复苏放缓的速度低于市场预期，并不支持美国经济近期内会二次探底的判断。不过，服务业 PMI 就业分项指标有所下滑，需留意就业市场不景气对未来消费、投资支出的影响。

图 1：美国制造业及服务业继续扩张



资料来源：彭博，招商证券研发中心

图 2：失业率仍然高企



资料来源：彭博，招商证券研发中心

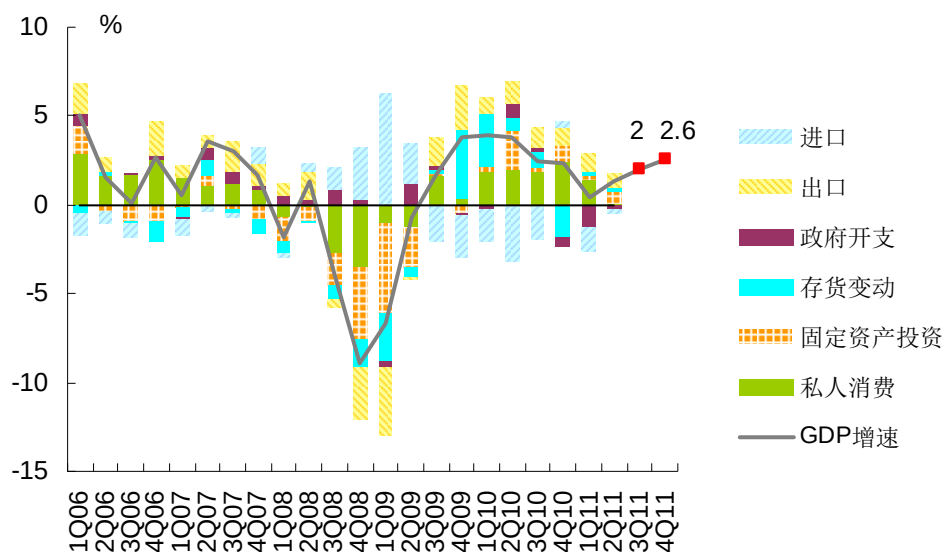
8 月份非农就业人数持平，大幅低于预期的 80000 人左右，其中失业六个月以上人数在 600 万人左右，大幅高于 1947 至 2007 年平均约 150 万人，说明美国就业市场仍然十分疲弱。值得注意的是，此次数据受突发事件 VERIZON 通讯公司 4.5 万员工罢工事件影响。若未出现该事件，美国非农就业人数环比预计将实现增长。

美国 8 月份零售额与 7 月份持平，差于市场预期，反映出 8 月初国债上限上调之争以及美国国债评级遭下调对消费者行为的负面影响。8 月份核心消费环比增 0.1%，亦差于市场预期的 0.2%。汽车和家电的消费开支受新增就业岗位不足以及失业预期影响受压。

此外，美国民众的生活成本在 8 月份继续上升，8 月份 CPI 环比涨幅超过预期。核心 CPI 同比增幅达 2.0%，为 2008 年 11 月以来首次达到美联储目标通胀率 1.7%-2.0% 的上限。

我们认为食品及能源价格上升、利比亚等产油地区动荡及日本地震中断全球供应链所带来的影响是导致一、二季度美国 GDP 增长放缓的原因，以上因素多为暂时性冲击。第一季度及第二季度美国库存变动对经济增长的贡献已经开始转正，私人消费也相对稳定。虽然 8 月初国债上限上调之争以及美国国债评级遭下调对消费者行为造成了一定的负面影响，考虑到由于日本地震对于汽车汽配业的影响逐渐消散以及第四季度感恩节以及圣诞节在内的假日因素将促进消费者支出，预计消费会在下半年继续支持经济增长。我们维持今年美国经济走势前低后高的判断，预计全年经济增速为 1.6%。

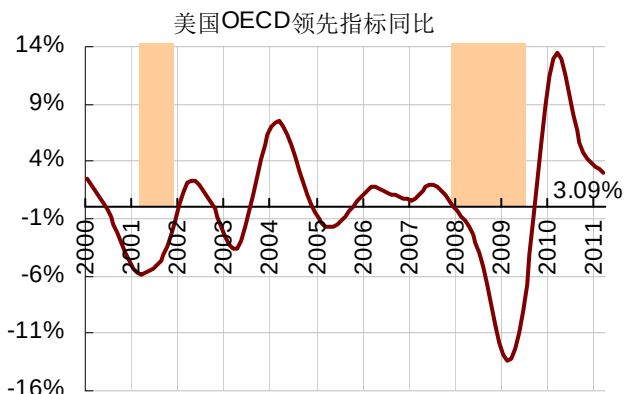
图 3: 预计 2011 年美国经济增长 1.6%，前低后高



资料来源：彭博，招商证券研发中心

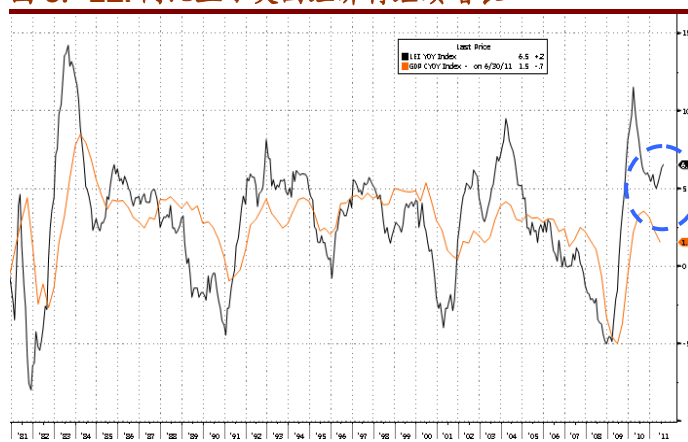
由于金融系统及企业资产负债表较次贷危机期间稳健得多，年内美国经济暂不至于出现二次衰退。对于衰退或者二次探底，官方的定义是 GDP 连续两个季度出现负增长。我们相信在 2011 年很难看到这一状况，下半年美国经济较预期会大幅放缓但不是衰退，年内经济二次探底可能性较低。经济合作与发展组织（OECD）公布的领先指数 CLI 和经济咨商局（The Conference Board）发布的先行经济指数 LEI 都显示下半年美国经济仍会保持复苏趋势。

图 4：7 月份 CLI 同比企稳



资料来源：彭博，招商证券研发中心

图 5：LEI 同比显示美国经济将继续增长



资料来源：彭博，招商证券研发中心

不过需要注意的是在全球金融市场的动荡推波助澜下，美国经济增长的下行风险显著增加。外部风险，特别是欧债危机或恶化引发的市场担忧对于美国经济复苏进程的负面影响日益增加。一旦欧债危机通过银行系统传导到美国，明年美国经济二次衰退的风险不容低估。

先行经济指标可以为判断经济是否即将陷入衰退提供线索。据统计，自 1960 年以来经济咨商局（The Conference Board）发布的先行经济指数 LEI 的高点一般领先景气的高点约 5~18 个月，取平均数约为 11 个月，即当美国先行经济指标到达高点时，约 11 个月后经济景气也会到达高峰，随后会陷入衰退。

经济咨商局提出了一种较为精确的方法判断 LEI 的高点，即同时观察先行指标下降持续的时间（Duration）、深度（Depth）及扩散程度（Diffusion），亦称为 3D 法则（“The Three Ds”）。从历史数据来看，先行指标如果在最近六个月内多为下降，降幅达 1~2% 并且大多数构成项目下降时，则大致可以判断 LEI 的高点已经发生，并可预测未来 11 个月左右经济可能开始衰退。

2011 年 8 月经济咨商局数据显示 LEI 指标自 5 月起连续四个月上升。8 月份数据的 10 个构成项目中，有 6 项呈负向贡献。其中，对领先指数产生正面贡献的有（按正面贡献从大到小的顺序排列）：实际货币供应量、利率差、建筑许可数以及厂商业绩。对领先指数造成负面影响的有（按负面影响从大到小的顺序排列）：股价、消费者期待指数、平均每周制造工时、平均每周失业保险首次索赔（逆向）、生产商对消费品和材料的新订单以及生产商对非军事资本货物的新订单。从 2 月至 8 月止的半年内，LEI 先行指标总体升幅为 2.4%，六个月中仅有一个月出现下滑。

基于现在的数据分析，LEI 的高点并未出现。假定欧债危机不继续深化的前提下，美国经济重陷衰退最早的时点将在 2012 年下半年。

2、通胀走势制约货币政策空间

为期两天的美联储议息会议于 9 月 21 日结束。联邦公开市场委员会宣布维持联邦基金利率在 0%-0.25% 区间不变，并预计，当前和未来的经济条件 - 包括低资源利用率以及中期通胀放缓的前景可以令联邦基金利率维持在非常低的水平至少到 2013 年年中。此外，委员会计划在 2012 年 6 月底以前买入 4000 亿美元的美国国债，其剩余到期时间在 6 年到 30 年之间；同时出售等量的美国国债，其剩余到期时间为 3 年或以下（即扭转操作）。旨在通过这项计划会对长期利率造成下行压力，有助于刺激经济复苏。另一方面，委员会计划将把来自于所持机构债和机构抵押贷款支持债券的本金付款再投资到机构抵押贷款支持债券中去，并将维持现有的一项政策，即在国债标售交易中展期即将到期的美国国债。

本质上，扭转操作和 QE2 非常相似，都是通过降低长期国债收益率刺激需求回升的方式提振经济。最大的区别在于 QE2 是通过增发货币购买长期国债，而扭转操作是通过卖出短期国债筹集资金，再购入长期国债，较 QE2 的方式更为温和，属于资产负债表的结构性调整，并不会造成美联储资产负债表总体规模的膨胀。

扭转操作并非伯南克的创新，1961 年 2 月 2 日，肯尼迪执政期间，为了在不降低短期利率¹的前提下刺激于 1960 年 4 月陷入衰退的美国经济，美国财政部曾经实施过扭转操作。在扭转操作期间总共购买了 88 亿美元的长期国债。旧金山联邦储备银行(San Francisco Federal Reserve Bank)的埃里克斯旺森(Eric Swanson)今年 3 月 14 日公布的研究报告显示 1961 的扭转操作成功使当时的长期利率下降了 15 个基点。

表 1: 本次扭转操作和 1961 年扭转操作的比较

单位(十亿美元)	1961 年扭转操作	本次扭转操作
扭转操作规模	8.8	400
美国名义 GDP	528	15003
可流通国债	189.3	9521.805
占 GDP 规模比率	1.70%	2.67%
占可流通国债比率	4.70%	4.20%

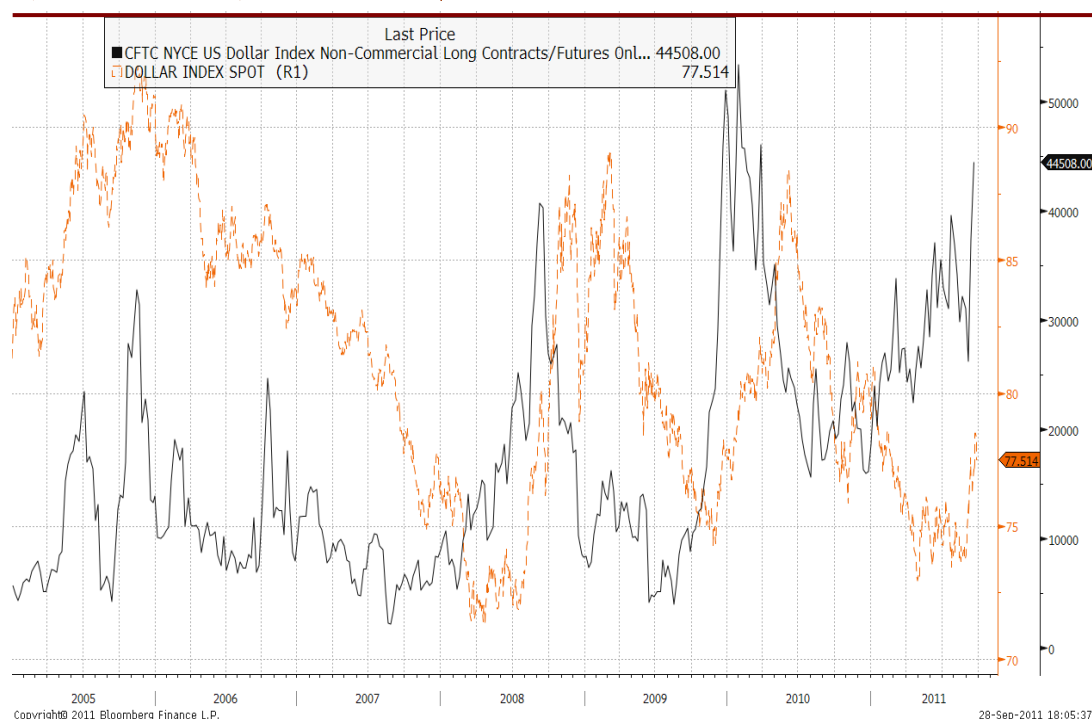
资料来源: Let's Twist Again, 彭博, 招商证券研发中心

扭转操作和本金再投资机构抵押贷款支持债券计划可以对压低长期国债利率以及贷款利率起到积极的作用。不过另一方面，债券到期期限结构的调整会在降低长期利率的同时推升短期利率，从而为美元反弹提供了支持。

从数据上可以看出，美元指数已经从历史低位反弹。CFTC 的数据显示，近期非商业机构美元多头迅速上升，美元超卖的情况已经得到缓解。美元指数反弹带来的风险资产的调整将不可避免。大宗商品价格走弱、美元套利交易平仓、资金撤离新兴市场的可能性增加。

¹ 当时欧洲的利率高于美国。在布雷顿森林货币体系下，若美国降低短期利率，将导致资金及黄金外流情况的恶化。

图 6: 美元指数近期从历史低位反弹



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

对于未来货币政策的判断上, 我们维持只有在经济二次衰退和通货紧缩风险显著增加时, QE3 才具备推出的基本条件的看法。近期的经济数据, 特别是通胀的形势显示, 美联储短期内并不具备推出 QE3 的基本条件。

政治方面, 共和党人对于美联储推出的两轮量化宽松政策一直表示反对。9 月 19 日四位共和党国会领导人在递交给美联储主席伯南克的一封信中呼吁美联储不要对美国进行更多的特别干预, 否则可能会使本就衰弱的经济形势更加恶化。签署这封信的四位共和党国会领导人分别是美国众议院议长约翰·博纳、众议院多数党领袖埃里克·坎托、参议院少数党领袖米奇·麦康奈尔以及参议院共和党人乔恩·凯尔。说明了阻止美联储进一步实施量化宽松政策的政治势力亦在增强。

在这样的情况下, 美联储进一步推出新的刺激货币政策的方案所剩无几, 可选的方案包括: 1、减少对超额准备金支付的利率, 从而可以刺激金融机构的放贷意愿, 提高资金的流动性; 2、将联邦基金利率和经济增长目标挂钩, 如芝加哥联储行长查尔斯埃文斯(Charles Evans)提出的, 将联邦基金利率保持在当前水平直到失业率降至 7.0%-7.5%, 前提条件是核心通胀同比增长不超过 3%; 3、提高通胀锚定值²。

其中超额准备金利率下调的空间并不大, 现在美国 1 周和 2 周的超额准备金利率均为 0.25%。虽然历史上 2 周的超额准备金利率最低曾下降至 0.00%, 但下调幅度仍然有限。方案 2 和 3 都需提高通胀锚定值。然而, 通胀锚定值的提高是一柄双刃剑: 一方面可以在增加货币政策活动空间的同时减少美国政府所背负的沉重债务; 另一方面却会减弱市场对于美联储管理通胀的信任度, 情况恶化时会造成通胀预期大幅上升。此外通货膨胀率的走高还会伴随着价格扭曲和不确定性增加。

² 伯南克曾在去年的“杰克逊霍尔”央行会议上表示美联储无意实施此项提议。

金融危机以来，美国还创造了多种超常规货币工具以应对危机对实体经济造成的冲击，如 The Term Auction Facility、Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility、Asset-Backed Securities Loan Facility 等工具，多是以提供流动性，稳定市场为主。在信贷急剧紧缩、流动性冻结时，这些工具可以有效解决市场流动性紧缺的问题，但这些工具对于提振经济增长的作用相当有限。只有财政政策和货币政策的协作，才可以支持美国经济的长期增长。

图 7：大宗商品价格下跌有助于通胀水平的下降



资料来源：彭博，招商证券研发中心

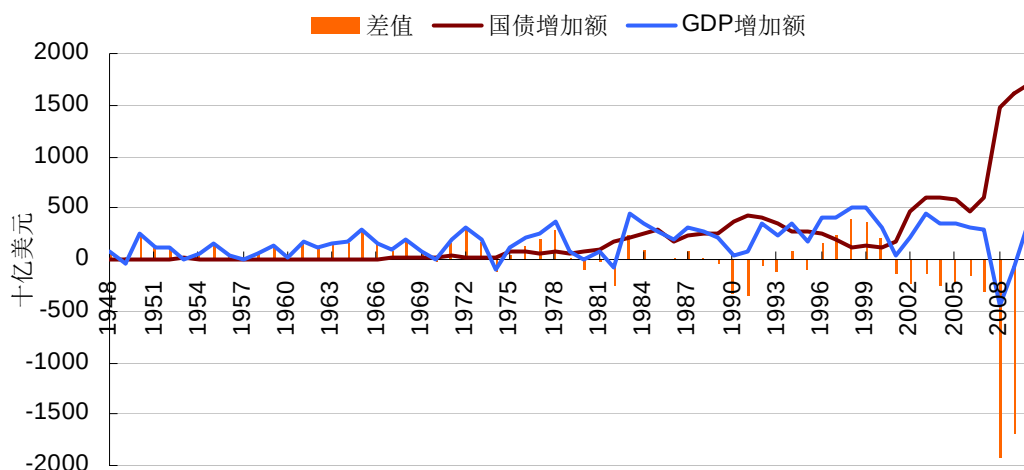
近期大宗商品价格伴随着美元的反弹下跌。虽然在滞后效应的影响下，前期上涨的大宗商品价格对于物价水平的影响预计会延续一段时间，总体上，物价水平中长期回归美联储锚定值或以下的可能性高。美联储的货币政策空间将随着总体物价水平的下跌而增加。褐皮书显示总体上美国经济维持了温和复苏的势头，不过由于大多数地区经济复苏速度放缓，我们认为美联储大多数委员仍将倾向于在适当的时候，推出新的货币刺激政策。

3、长期来看，通胀上行或成为美债危机爆发的最终导火线

历史上，造成美国国债及赤字占 GDP 比率大幅上升的主要原因是战争推动政府的国防开支大幅增加：1812 年至 1815 年，第二次独立战争时期，美国出现财政赤字；南北战争时期，国债占 GDP 比率为 31%；第一次世界大战时期，国债占 GDP 比率为 33%；大萧条时期，国债占 GDP 比率为 44%；第二次世界大战时期，国债占 GDP 比率为 113%。总结历次美国国债大幅上升后，我们可以发现从历史经验来看，宽松的货币政策和积极的财政政策对于解决历史上美国政府的债务问题可以起到较好的效果。我们认为这次美国经济低速复苏是由于经济衰退的原因较以往更加复杂，即战争因素、房地产市场泡沫破裂以及百年一遇的金融危机在时间点上的重叠。

从1990年到2001年9.11事件发生，美国每年增加国债规模在2000亿美元之内。2001年后，美国每年新增国债规模都在4600亿美元以上。2010年是美国举债高峰，全年共增加国债约1.71万亿美元。只有美国经济的健康快速增长才可以支持持续攀升的国债总额。令人忧虑的是，自2001年开始，美国GDP增加额就低于国债增加额，在2001年后差距愈加明显。考虑到，财政收入仅占美国GDP组成的一部分，美国政府的还债能力堪忧。2010年，美国国债占GDP比率已经超过100%。

图8: 2001年开始，GDP增加额持续少于国债增加额



资料来源：彭博，招商证券研发中心

虽然美国国债安全性较以往下降，但是美国国债作为全球避险工具的地位没有动摇。我们认为世界一强独霸，多级争雄的格局短期内不会改变。美国国债背靠美国的综合实力，仍属安全投资。

然而历史经验显示，过度借债发展经济的模式不可持续，无论是拉美还是俄罗斯，最终都逃不过主权债务危机和金融危机爆发的结局。美联储货币政策与债市间存在一个互动机制：联邦基金利率的持续上升会推动国债收益率上升，反之，联邦基金利率的持续下降会推动国债收益率下降。因此，通胀上升将成为美国国债的阿喀琉斯之踵。通胀上行风险持续增加的情况下，美联储将被迫退出宽松货币政策，提高联邦基金利率。联邦基金利率的上升则会通过互动机制影响债市，推升美国政府的融资成本。需密切留意通胀上行的风险，或成为美国债务危机爆发的导火线。

4、短期政策重心转移至财政政策

宽松的货币政策主要用以支持房地产市场，而就业复苏则有赖于财政政策。扭转操作之后，联储的货币政策空间已经不多，第四季度将进入观察期，而接下来美国政策刺激的重点将不可避免地转移到财政政策上来。企业的现金流状况与危机时期相比已经有了大幅的改善，然而企业并没有积极创造新的就业机会的原因更多是在于社会总需求不足。金融市场的下跌和房地产市场的疲弱造成了大量财富缩水，抑制市场需求增长。若市场“造血”功能无法恢复，单靠降低长期融资利率，刺激需求的效用将十分有限。只有财政政策和货币政策的共同努力，才可以支持长期美国经济增长。

奥巴马 9 月 8 日于国会上公布的《美国就业法案》规模达 4470 亿美元，超过市场之前预期的 3000 亿美元。《美国就业法案》主要内容包括：为员工和企业提供减税优惠；延长 490 亿美元的失业保险；提供 300 亿美元用于学校设施现代化；在公路、铁路和航空基础设施方面投入 500 亿美元等。其中所占比重最大是 2,400 亿美元的减税方案，包括在明年将雇员薪资税减半并降低雇主薪资税。《美国就业法案》中的措施较为全面，刺激力度亦远超市场预期。市场近期对于经济疲弱的担心和对于美国政治体系风险的忧虑可以促进两党寻求一定范围内的妥协与合作。若奥巴马的《美国就业法案》获得通过，预计将提供约 190 万新增职位。对于美国就业市场预期的改善将有助于提振消费者信心及能力。

表 2: 《美国就业法案》细节

	单位: 十亿美元
以帮助美国的小企业雇用和成长的减税计划	70
雇主薪资税减半和 & 免除增招员工和提高现有工人工资的薪资税	65
将目前的开支 100%延长到 2012 年	5
工人重回岗位和重建现代化美国计划	140
保障教师及应急岗位	35
学校现代化	30
交通系统的现代化建设	50
建立“基础设施银行”	10
修复空置/止赎房屋、企业和社区	15
提高全国高速无线网络的覆盖率	0*
退伍军人聘用计划	n.a.
重返工作岗位计划	62
失业保险改革和延期	49
雇佣长期失业人员的税收抵免	8
重返工作岗位基金	5
每一个美国工人和家庭收入增加计划	175
2012 年雇员薪资税减半	175
总计	447

资料来源: 白宫, 招商证券研发中心

不过《美国就业法案》能否全盘顺利得到通过仍是未知数。在两党政治分歧仍大的情况下，某种程度上的法案缩水或许难以避免。同时由于政策时滞的存在，美国就业市场恢复仍是一个长时间过程。我们维持美国下半年经济复苏将较预期放缓，美国经济全年增长为 1.6% 的判断。

经济复苏的主要风险包括：欧债危机或经金融渠道蔓延至美国；市场信心缺失导致就业市场以及就业前景恶化。