

2004年美国经济增长的潜力及其制约因素

宋玉华

岁末年初,人们在展望新一年世界经济前景时,再次将目光聚焦于美国经济,因为据摩根斯坦利公司估算,美国经济增长占1995年以来全球经济增长的60%。在经历了两年多磕磕绊绊的复苏后,各种指标显示,2003年美国经济形势趋好,第三季度以后,经济复苏的基础进一步稳固。正如2001年的衰退在投资者踌躇满志之中悄然而至一样,经济扩张在人们满腹狐疑中已经到来,从官方和私人机构的各种统计数据 and 预测看,2004年美国将进入新一轮强劲扩张。

一 乐观的经济预测和良好的经济业绩

近来,关于2004年美国前景的各类预测纷至沓来,最全面和最权威的可数《商业周刊》于2003年12月29日公布的对著名经济研究机构经济学家的预测调查。其中,预测2004年美国实际GDP增长5%以上的有3人,4.5%-4.7%的有13人,4%-4.4%的有24人,3.5%-3.9%的有12人,2.9%-3.4%的有7人,预测实际GDP增长4%以上的人数占调查总人数的2/3。

此外,蓝筹经济分析公司调查的51位预测者中,有50人认为2004年的美国经济增长会比过去的33个月都强劲,年增长率将达4%。

工商经济界对2004年经济做出上述乐观预测的依据是2003年经济的出色业绩。2003年美国复苏在伊战等众多不利因素的牵制下逐渐加速,实际GDP在第二季度增长3.3%后,第三季度出人意料地增长了8.2%,这是自1983年第四季度增长8.4%以来的最大季度增幅。其中,个人消费开支增长了6.4%,大大高于前两个季度的2.0%和3.8%。用于耐用品、非耐用品和服务业的消费开支分别增长了26.5%、7.6%和2.1%。私人投资一改过去的低迷状态,出人意料地增长了18.2%,而前两季度的增幅分别为-5.3%和2.0%。尤其值得关注的是,非住宅固定投资增长率和企业用于设备和软件投资的增长率分别高达14.0%和18.4%,这表明,让各界普遍担忧的企业投资增长停滞趋势已经扭转。固定资产投资强劲增长的势头如能持续,将为美国经济从复苏走向扩张打下坚实的基础。此外,第三季度美国的商品和服务出口增长了8.9%,进口仅增长1.5%,净出口增长11.0%。

进入第三季度之后,制造业和非制造业均出现了强劲的扩张。从2003年7月份以来,供应管理学会(ISM)¹的采购经理指数(PMI, Purchasing Manager Index)²已连续6个月增长,12月份高达66.2%,制造业部门的20个行业中有17个出现增长。ISM制造业调查委员会主席Ore(2004)指出,伴随着PMI增长率的加快,制造业部门正经历其自1983年来表现最好的一个月。ISM(2004)的非制造业部门的经济活动指数(Non-Manufacturing Business Activity Index)³也已连续9个月上升,这表明非制造业的经济活动持续快速增长。12月份非制造业活动指数为58.6,略低于11月的60.1,17个行业中有12个出现增长,新订货、价格、新出口订货等都比11月上升了。可见,当前无论是制造业部门还是整体经济都处于强劲的扩张中。

美国第三季度经济的上佳表现使得人们对2004年美国前景普遍表示乐观,经济学家和经济研究机构都在调高对经济增长的预测值。美国全国企业经济学家协会(The National Association for Business Economics)11月24日的预测认为,2004年美国经济增长率将高达4.5%。美国会议委员会(the Conference Board)的预测更为乐观,根据其12月份公布的修正值,2004年美国的经济增长率将会达到5.7%,如果这一预测成为现实,这将是1984年以来美

¹ 即原美国采购经理协会(NAPM, the National Association of Purchasing Management), <http://www.napm.org>。

² PMI值高于50%即表明制造业的扩张,PMI在一段时间内持续高于42.9%即表明整体经济扩张。

³ 非制造业的经济活动指数大于50%即表明非制造业的扩张。

国经济最高的年增长率。事实上，衰退达到低谷之时，也就是周期扩张期的开始。因此，通常讲的复苏包括在广义的扩张期内，是衰退与扩张间的过渡阶段，或是扩张前期(pre-expansion)。复苏能否演进为狭义的扩张或繁荣，取决于推动经济复苏的力量是否积累到足以推动新一轮的繁荣。

二 增长结构的变化与经济扩张的可持续性

目前众多的预测都十分重视这轮扩张是否具有可持续性。经济扩张得以持续的关键是它应是均衡的增长(well-balanced growth)，所谓均衡主要是指企业与消费者支出增长之间、不断上升的利润和家庭收入之间、生产率增长与就业增长之间以及国内与国外间的均衡。对各种宏观经济数据的分析表明，这种均衡增长的局面正在形成。

(一) 消费和投资将成为经济扩张的双引擎

我们注意到2003年GDP增长发生了重要的结构性变化，这主要指从总需求看，各部门的贡献度发生了转变，消费和投资成了经济增长的双引擎。

表1 各部门对GDP增长的贡献度 %

	2003			2003		
	2000	2001	2002	I	II	III
GDP增长率	3.7	0.5	2.2	2.0	3.1	8.2
消费贡献率	3.17	1.68	2.38	1.80	2.34	4.89
投资贡献率	0.99	-1.47	-0.18	-0.57	0.73	2.17
净出口贡献率	-0.86	-0.19	-0.70	0.81	-1.34	0.80
政府支出贡献率	0.36	0.46	0.69	-0.07	1.36	0.34
公司利润增长率	-3.9	-5.8	17.4	-0.8	10.3	9.9

资料来源：Commerce Department, Dec. 23, 2003, <http://www.bea.doc.gov>。

表1清楚地显示，在2001-2002年经济复苏中，除了消费增长的贡献外，政府支出的贡献对抵消投资及净出口对增长的牵制起了重要的作用。2003年随着复苏进程的加快，除了第二季度战争使政府支出对经济增长的贡献率为1.36%外，第一、三两季度分别为-0.07%和0.34%。消费仍然是增长的主引擎，第三季度增长了近5%，对GDP增长的贡献度为4.89%。而投资的贡献度则转负为正，第三季度贡献了2.17个百分点，由此成为经济增长的另一主引擎。消费和固定资产投资强劲增长的势头如能继续，将是美国经济持续扩张的坚实基础。

作为美国经济支柱的消费支出（在高达11.1万亿美元的GDP中，消费为7.84万亿美元，占GDP的70.1%），在2004年将强劲增长。消费者信心的恢复是关键，会议委员会最新发布的2004年1月份消费者信心指数又上升了5个百分点；消费者预期指数从12月的103.3上升到108.1。预期指数表明人们对经济的感觉、对经济的乐观程度。会议委员会消费者研究中心主任Franco(2004)指出：“消费者预期的改善标志着2004年经济将健康增长”。消费者的乐观预期和消费支出动力主要来自两个方面：一是减税效应，消费者将在2004年春天收到联邦政府2003年减税计划的纳税返还款；二是房地产价格的上涨和低利率使房主可以重新安排抵押贷款。上述两项就使美国人2003年的收入增加了2000亿美元以上。此外，年末道琼斯工业指数已超过万点，纳斯达克指数也重上两千点，股市的正财富效应将带来旺盛的消费。就业情况正在改善，2003年11月失业率已降到5.9%。ISM的制造业就业指数也从11月的51%上升到12月的55.5%。就业状况的改善和实际收入的增长，加之严寒冬季的各项支出将支持经济持续扩张。

当然，私人债务和消费者信贷都居有史以来的最高水平，这是消费者支出的最大制约。但高盛公司高级经济学家爱德华·麦凯尔维认为，每月占可支配收入近14%的债务支付率(DSR)¹仍然是可以承受的，这主要得益于低利率。

与2003年相比，2004年最大的区别是总需求将不仅仅依赖于消费支出，企业投资将作为另一主要引擎支持经济扩张。随着企业投资信心的上升²，企业固定投资中最重要的几乎冻结了3年的技术投资将最终增长。宾夕法尼亚州West Chester公司的Wahlgren(2003)预测，2004年企业的IT设备和软件投资将增长16%，达5320亿美元，高于2000年前一最高点4680亿美元。IT技术正常的经济生命周期为3年，企业现在该进入更新周期以抓住新的机会。因网络经济已开始展示其强大的生命力。据UNCTAD估计，网络经济对经济增长的贡献率达70%。占全球人口10%的6.33亿网民中1/5在美国，但高速上网的美国家庭仅占10%，因此潜力巨大。搜索引擎和新一轮数字化消费电器的迅速发展，使网上消费逐渐成为一种主流消费模式，对传统商业模式形成挑战，企业必须适应这一新形势。

不断上升的公司赢利也刺激了过去三年被压抑的投资需求。2003年S&P500的公司利润上升了17%左右，而2002年仅上升了0.1%，现金流为5年来最高。一般来说，企业收入滞后于现金流6个月，现金流的上升预示着公司有大量资金用于支付债务和资本支出。同时，加速折旧计划³作为联邦一揽子刺激计划的一部分，也将刺激企业在年底前投资。事实上，过去3个月由技术支出带动的企业设备产出增长率已可与20世纪90年代末资本支出激增时期相比，高技术设备的生产目前已比一年前高出27.5%。

此外，存货投资也将是企业投资的一个重点，因为目前即便考虑到技术变革降低了存货水平因素，存销比仍处于低点⁴，因此企业需要重建存货。住宅投资是美国总投资的重要组成部分，低利率使建筑商最为乐观，11月住宅开工率上升4.5%，达年度207万套，是1984年以来的最高点。由全国住宅建筑商协会编制的住宅市场指数(Housing Market Index)12月高达70%。

企业投资热潮无疑将促进总需求和总供给，12月份ISM的新订货指数(New Orders Index)比上月上升了3.9%，达73.7%，是继1950年7月以来的最高记录；生产指数(Production Index)比上月上升了4.7%，达73%。投资、利润、就业、收入、消费等相互促进，将形成良性循环。

(二) 劳动生产率的快速增长与就业增长

本轮经济复苏的显著特征是劳动生产率的持续高速增长⁵。当前劳动生产率的增长一方面源于周期性因素，即生产率的增长在经济周期初始扩张阶段显著加速，然后随着资源利用率的提高会趋于减缓。另一方面源于结构性因素，结构性生产率的加速由资本深化、劳动质量的提高和全要素生产率(TFP)增长三方面构成。近年来，TFP的增长在美国劳动生产率增长中所占的比重日益提高，1995-2001年私人非农企业部门劳动生产率平均年增长率为2.60%，TFP平均年增长率为1.44%，而1973-1995年相应的增速分别为1.39%和0.37%。

劳动生产率的增长固然是90年代高技术投资热潮打下的基础，但不可否认，也是企业三年来大裁员的结果。虽然劳动生产率的高速增长有利于控制通货膨胀水平，增加公司利润和提高在职工人工资。但几年来劳动生产率增长已远远高于其潜在的增长率，这种模式是不可持续的。

因此，许多分析人士认为，劳动生产率增速应当减缓，以增加就业。如果2004年生产率增长放慢到2%-3%，GDP则增长4%以上，就可带来1%-2%的就业，相当于每月增加10-20万就业。如

¹ DSR (Debt Service Ratio): The Ratio of Debt Payments to Disposable Personal Income, <http://www.conferenceboard.org>。

² 高盛公司发布的2003年第四季度美国的CEO Confidence Index已激增到86.7,这是CEO对于经济前景和公司资本支出积极、乐观的标志。

³ 目前允许大企业折旧其IT投资成本的50%,并允许小企业IT投资每年折旧注销10万美元,而过去仅为2.5万美元,这一刺激措施到2004年底终止。

⁴ 12月ISM的存货指数仍在收缩,为47.3,而消费品存货指数仅为39.0。

⁵ 第三季度商业部门、非农部门、制造业的劳动生产率均高于8.5%。非农部门的劳动生产率更是高达9.4%,大大高于第二季度的7%,是1983年第二季度增长9.7%以来的最大增幅。

果就业能增长1%，加之工资增长近3%，就会使消费者有足够的消费力作为经济增长的可靠动力。惟其如此，才能实现均衡的增长，使公众从经济扩张中普遍得益。

（三）进出口结构改善与内外部平衡

2003年第三季度净出口对GDP增长能一改其负面作用而做出贡献，得益于近两年来的美元贬值，2002年初以来美元对主要货币的价值已下降了20%左右。布什政府面临双高赤字的严峻挑战，预计美国的贸易状况将继续恶化，2003年将达5250亿美元，2004年将创下5450亿美元的记录。同时，联邦预算赤字2003年为3720亿美元，2004年将升至4628亿美元。很明显，大选年政府的政策偏好是美元贬值，虽然布什政府多次发表鼓励强势美元的声明，但市场上无人相信，因美元贬值已成为美国刺激出口、改善经常收支状况的有力武器。但这一政策的效果及负面影响值得关注¹。

因此，对于2004年的经济扩张，除了恐怖主义和中东危机等不确定且不可抗因素外，人们最关注的仍是巨额的经常项目赤字和美元的急剧贬值，担心世界金融市场最终对美元失去信心，将引致对美国经济增长极为重要的外资的撤离，外资撤离又会迫使利率上升，并带来高通货膨胀。虽然格林斯潘目前认为，美元贬值至今并未引发通货膨胀加剧等问题。

2004年，美国进出口的失衡应会有所改善。无疑，美元贬值刺激了美国的出口，12月ISM的制造业新出口订单指数(New Export Orders Index)上升了2.5个百分点，达60.4，而进口指数下降了4.6个百分点，从11月的62.4%降至57.8%。我们还应估计到随着2004年经济扩张的展开，进口速度也许还会加快。但同时，由于世界经济将加快复苏，经济全球化将带来国外需求的急剧上升²，出口前景将十分看好。此外随着全球经济的增长加快，世界范围内的购并也步入复苏，并酝酿新一轮的购并潮，一向作为购并主角的美国大公司带动的购并也将改变美国近三年来直接投资流入急剧萎缩的局面。

这些因素将有利于美国经常账户赤字的改善，实现内外部较为均衡的发展。如Greenspan (2003)所说，“全球化进程的发展营造了一种灵活的国际环境，提高了更好地解决美国经常账户赤字问题的可能性。”

三 美联储的货币政策和利率动向

虽然2004年的经济扩张已箭在弦上，但尚有许多制约因素，目前人们普遍关注的最直接、最敏感的问题是美联储货币政策及利率水平的动向。

上述关于2004年经济扩张的部分分析基于低利率的宏观环境，经济前景系于联储的扩张性货币政策。事实上，联储已明确在相当一段时间内不提息，意在呵护经济扩张。目前联储的货币政策仍有较大的运作空间。正如联储副主席Ferguson (2003)所说，“由于劳动生产率的持续高速增长、稳定的通货膨胀预期以及公众对联储控制物价水平的信心，美国经济在稳定价格方面的效率较之从前已有很大提高，随着产出缺口的缩小，通货膨胀率并不会急剧上升³，联储采取扩张性货币政策的空间较之过去更大了。”目前的经济资源包括劳动、过剩产能、设备和建筑等尚未被充分利用，联储还有相当的余地来维持低利率。但1%的联邦基金利率太低，与联储稳定价格的长期目标不相一致，低利率也必然使美元疲软。因此，随着经济扩张，经济增长速度高于其潜在增长趋势，那么联储提息就不可避免。

如此，联储则处于两难境地。提息将打击股市，而投资者希望2004年能继续从股市中得益。

¹ 专栏作家 Kuttner (2003) 认为美国贸易赤字有一些深刻的结构性原因，所以汇率变动不会带来预期的效果，除非布什政府重新评价其贸易不平衡的结构性并相应地调整其政策。

² 亚洲国家中国和印度经济的高速增长，在出口增加的同时将会成为世界总需求中的进口大国。日本经济主要由于中国进口的带动将走出困境，在美国和亚洲经济利好的推动下，欧元区将能恢复到 1.8% 的一般增长水平，欧盟将增长 2.0%。据英国经济学家情报社 (EIU, 2003) 预测，非洲国家将有 12 个国家 GDP 增长率超过 12%，甚至高达 58%。

³ 根据美国会议委员会 2003 年 12 月 11 日公布的预测，2003 年 CPI 为 2.3%，2004 年 CPI 为 2.2%。

提息也将影响债市，如利率上升 1%，那么财政部 10 年期债券的价格将下降 8%，房价也将因利率上升而下降，长期利率也将上升（Marcia, 2003）。自然，提息也将抑制消费和投资。总之，提息将抑制经济扩张。但如经济扩张过快，联储必须提息以免经济过热。

因此，对于联储而言，提息时机的选择至关重要。目前，利率低于 1.8% 的通货膨胀率，联储不会贸然行事。笔者认为，联储只有在经济扩张足够强劲、连续两季超过 4%、同时伴随就业强劲增长的条件下，才会考虑提息。对此，多数经济预测者认为，联储在提息时机上将保有足够的耐心。无论如何，市场对联储存在提息的预期（在《商业周刊》调查的 60 位企业经济学家中，一半以上人预测联储将在 2004 年上半年或年中提息，预测在 2004 年 7-12 月提息的有 17 人，而预测提息最早在 2004 年 1 月的有 1 人，在 2005 年上半年提息的有 5 人，下半年的有 1 人），如果联储提息过晚，出于对通货膨胀的担忧，市场力量会促使长期利率上升。

近日，Greenspan（2004）在美国经济学会发表了题为《货币政策中的风险与不确定性》的讲话。基于 15 年来在联储工作的货币政策决策经验，他强调经济结构的变革（全球化及生产率的加速增长）对货币政策决策的重要影响；强调了货币政策面临不确定性的普遍性及实行危机管理政策的重要性；指出鉴于货币政策对经济活动影响的滞后性，货币政策操作的重心应该是对潜在的加剧通货膨胀压力做出先发制人的反应，但又指出联储也认识到在股市采取相反行动的风险，应该用比经济收缩和可能的金融不稳定（联储力图避免的结果）的成本更低的先发制人措施。这番讲话对联储今后货币政策动向的涵义是颇值得推敲的。

参考文献：

- EIU. "The Economist Intelligence." GDP Growth Forecasters 2004, December 30, 2003.
- Franco, Lynn. "Consumer Confidence Index." Jan. 27, 2004, <http://www.conferenceboard.org>.
- Ferguson, Roger W. Economic Outlook. November 21, 2003, <http://www.federalreserve.gov>.
- Greenspan, Alan. "Remarks At the 21st Annual Monetary Conference." November 20, 2003, <http://www.federalreserve.gov>.
- . "Risk and Uncertainty in Monetary Policy." January 3, 2004, <http://www.federalreserve.gov>.
- ISM. "Non-Manufacturing ISM Report on Business." January 6, 2004, <http://www.napm.org>.
- Kuttner, Robert. "What Really Feeding the Trade Deficit Beast, Business Week," December 29, 2003.
- Marcia, Vickers. "The Easy Money Is Gone, But Next Year Could Still Pay off If You're Picky." Business Week, December 29, 2003.
- Ore, Norbert J. "Manufacturing ISM Report On Business," January 2, 2004, <http://www.napm.org>.
- Wahlgren, Eric. "Is Tech Spending Ready to Rise Again?" Business Week, December 23, 2003.

（宋玉华：浙江大学经济学院 310027）