

从“拜登新政”看凯恩斯主义的回归

陈丰 武岩

摘要: 本文试图从凯恩斯主义视角分析当前美国经济主要问题,指出由于就业率粘性回归、贫富差距过大以及居民债务高企等原因,长期来看美国有效需求仍不足。同时,通过比较次贷危机和此次疫情中财政政策和货币政策的不同搭配,提出当前“拜登新政”下财政刺激达到二战以来新高,远超次贷危机后水平,凯恩斯主义逐渐回归,刺激通胀快速增长,经济不断复苏;但在当前金融市场过度脱离实体经济、市场对量化宽松越来越依赖和退出恐慌情绪日渐浓厚的情况下,货币政策退出仍面临两难。

关键词: 凯恩斯主义;有效需求;“拜登新政”

中图分类号: F831 **文献标识码:** A

2007年次贷危机后,虽然美国量化宽松货币政策不断加码,但美国经济仍经历了20世纪70年代以来最长的停滞和衰退。在此期间,美国开始对新自由主义主流思想进行反思。Pally(2012)提出新自由主义推崇的三种政策都带来了美国经济的衰退。一是全球化政策促使美国工人与中国等发展中国家廉价劳动力过度竞争,收入大幅下降;二是小政府政策促使政府对居民福利支持日趋减少;三是过分倚重以管理通胀为核心的货币政策难以解决劳动力市场长期失衡问题。危机后近十年,美国政策进行了一系列调整,例如,Epstein(2011)指出,

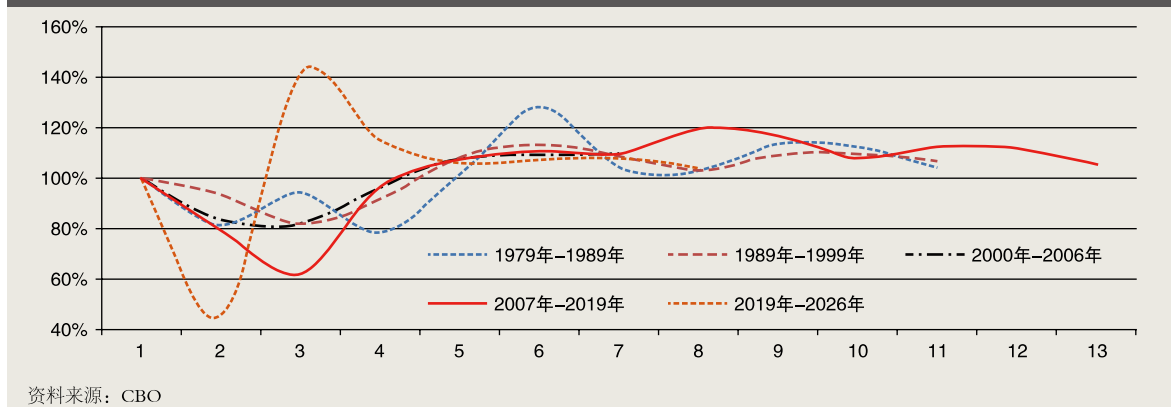
货币政策更加积极、有效支持房地产市场、金融机构信贷和政府融资刺激需求。2020年3月,新冠肺炎疫情在美国暴发,为再次应对危机,美国一反次贷危机中宽货币弱财政的政策取向,推出大规模的财政刺激和量化宽松政策。2021年2月拜登上台后,在经济快速恢复情况下再度出台失业援助法案,财政力度达到近半个世纪以来新高。以财政政策为主力,同时保持货币政策宽松以支持财政支出,是凯恩斯给危机应对开出的最重要药方。那么本轮美国凯恩斯主义的回归是否能够真正将美国经济从疫情中拉出,推动美国经济持续快速复苏?同时,财政政策是否有长期持续性,其与货币政策又该如何搭配?这些都是亟待解决的新问题。本文以当前美国经济、财政货币使用情况为背景,分析拜登政府未来可能推出的主要财政政策措施(加税或基建),以及货币政策的可能组合,并研判这些政策对美国经济的影响。

一、从凯恩斯视角看当前危机

私人消费支出占据美国GDP近7成,一直是支撑美国经济增长的主要动力。而影响私人消费支出的因素有两个重要方面。一是失业率变化。如果失业率持续保持高位,那么居民收入将会明显下降,

作者简介:陈丰,中国人民大学博士;武岩,中国银行研究院。

图1 美国四次经济周期中失业率年度变化趋势图



进而出现长期消费不足。二是收入分配等长期结构性问题。收入差距过大，往往会使低收入者的收入不及日常支出，债务负担沉重，有高消费意愿而没有实力。而高收入者有消费能力，但边际消费倾向较低，极大地降低整体消费水平。在新冠肺炎疫情冲击下，未来收入的不确定性增加，更降低了低收入者的消费意愿，有效需求更加低迷。

（一）失业率大幅上涨后回调趋势仍具不确定性

1. 此次疫情引发美国失业率涨幅远大于次贷危机

失业率不仅和美国经济政策密切相关，也体现周期性因素的影响。从20世纪80年代以来四次主要经济周期带来的就业率年度同比变化来看，次贷危机以前的经济周期波动对就业率的影响不太显著，但次贷危机后就业率降幅最大。2010年，就业率达到低谷，降幅是2007年的2倍，次贷危机前的三轮周期失业率最低值与周期起点之比都在1.4~1.7倍之间，低于次贷危机时期。而此次疫情冲击，美国就业率较2019年下降2.2倍，远高于次贷危机最低点（见图1）。

2. 失业率能否回落仍具有不确定性，疫情对就业的伤痕效应可能长期存在

据CBO最新预测，美国失业率会在2021年快速下降，降幅也将处于近50年之最。对比疫情和次贷危机这两次对美国失业率最大的冲击可以发现，次贷危机根本原因是美国2000年以来互联网泡沫破灭后，实体经济持续不振，过剩资金不断转

入金融体系吹高资产泡沫所致。危机爆发后，银行信贷需求持续收缩，实体经济持续萎靡，美国产出缺口在危机后十年仍较高，直到2018年才逐步达到正常水平。疫情为外生冲击，2019年美国就业结构总体较为稳健，但是，疫情对服务业就业影响很大，而美国服务业就业人口占总就业人口的比重近七成，尤其是食宿、批发和零售占总就业人口的1/4。近期，受疫情好转影响，服务业就业人数有所上升，但总体来看，上升仍显滞缓，劳动参与率持续保持低位。受疫情等影响，部分就业人口选择退休，或女性出于照顾家庭需要不再出来就业。因此，未来就业是否能回归正常水平仍存变数。

（二）居民收入差距大和债务增长等结构性问题将长期制约消费

1. 消费需求受短期因素影响快速增加，导致通胀大幅上行

近期，美国疫情缓解，叠加大规模财政救助推升消费需求影响，导致美国短期内通胀率持续走高，5月CPI同比已达到5%，创历史新高。这其中既有去年同期值较低的基数效应作用，也有疫情好转后消费需求集中释放、叠加就业仍显疲弱的供求错配作用。市场猜测通胀的上行有可能迫使美联储考虑提前结束量宽或加息操作。

2. 从长期来看，影响消费的深层次原因是居民贫富差距的扩大

据美联储统计，2019年，美国最底层50%人口的财富只占美国社会总财富的1%，较1989年的3%进一步下降，其中，降幅最明显的是在2007—

图2 美国不同收入群体财富占比变化趋势图

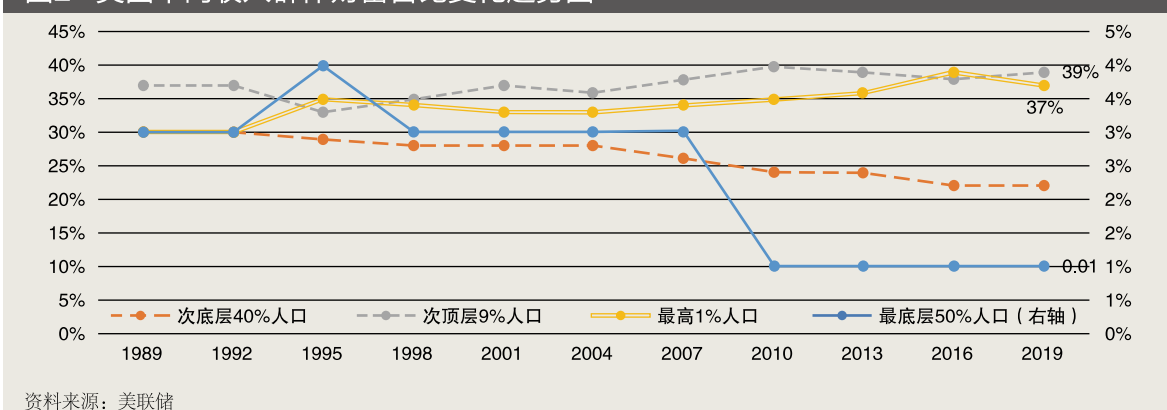
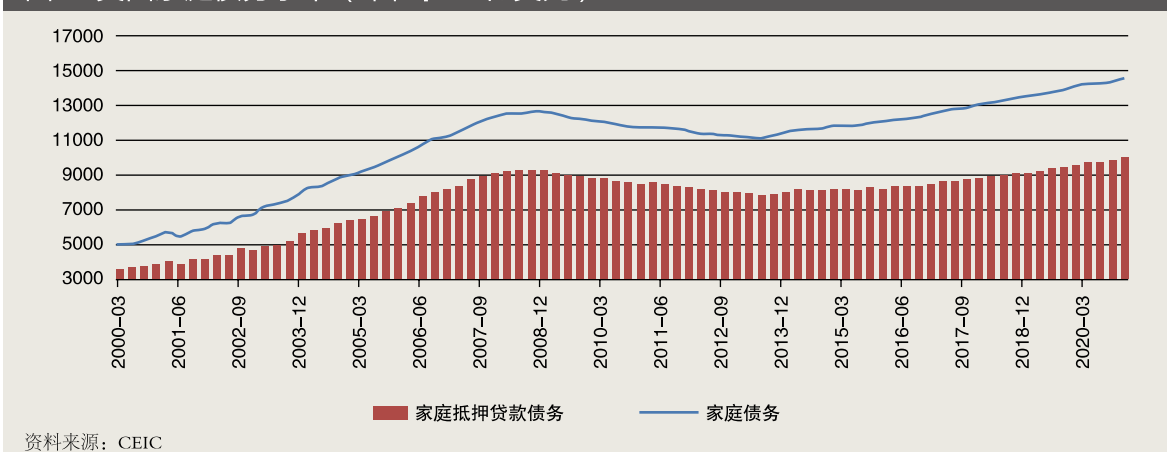


图3 美国家庭债务水平 (单位：10亿美元)



2010 年次贷危机期间，底层居民难以偿还抵押贷款大量破产，资产急剧收窄。次底层 40% 人口的财富占比也在稳步下降，从 1989 年的 30% 下降到 2019 年的 22%（见图 2）。如果把以上两种类型人口加总，2019 年美国 90% 人口的财富占比仅为 23%，而 10% 人口的财富占比接近八成，次贷危机反而使这 10% 的人受益，财富占比进一步上升。其中，美国最富有的 1% 的人口占据美国财富的近四成。巨大的贫富分化使美国消费能力持续受损，底层的人口有消费欲望，但没有消费能力，顶层的人口边际消费倾向又极低，即使收入提高也难以拉动消费长期持续增长。

3. 近年来美国居民债务再度高企也将会长期压制美国消费

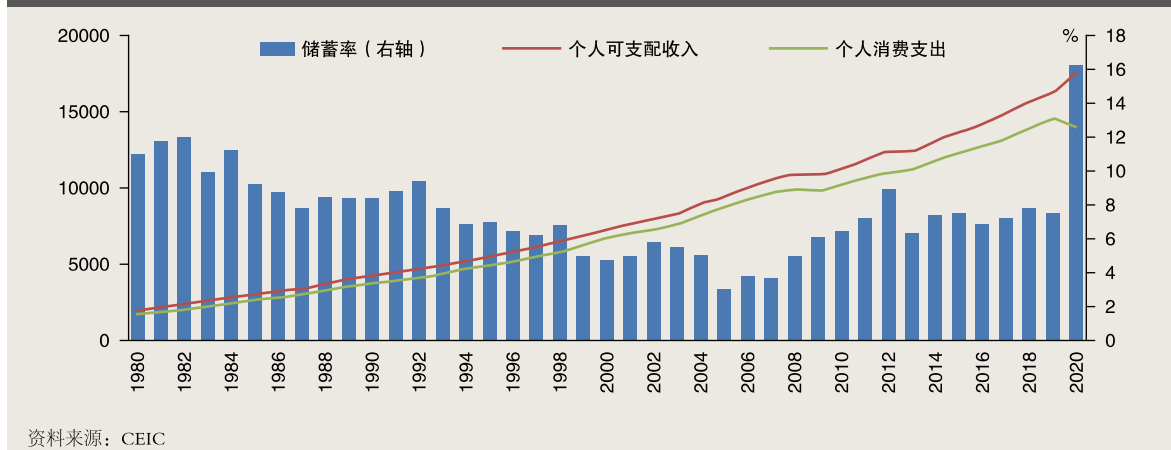
次贷危机冲击的后 5 年，由于美联储对金融机构的大规模流动性补给，居民部门抵押贷款债务明显下降带动总债务水平有所下降，去杠杆倾向较明

显。但 2013 年之后，居民债务水平再度上扬，到 2020 年年底，居民债务水平已经超过危机前水平（见图 3）。这既说明低收入人群占比过高以及收入和消费需求的不匹配，也体现了美国长期的低利率刺激了居民的过度借债。疫情发生后，居民出行受限，部分低收入者仅靠政府救济生活，虽然短期内收入保持不变，但消费意愿明显下降。2020 年，美国居民储蓄占可支配收入的比重达到 16%，是 2019 年的 2 倍多（见图 4）。这一方面体现了居民对疫情不确定性的担忧，另一方面也说明居民债务负担沉重这一长期积累的问题将会长期压制居民消费。

二、“拜登新政”能重返凯恩斯主义吗？——从宽松财政政策角度来看

可以说，为应对新冠肺炎疫情带来的经济萧条，无论是特朗普政府还是拜登政府，都一改以往紧财

图4 美国储蓄率、收入和消费（单位：10亿美元）



政的方案。已推出的两轮大规模财政刺激政策，都着眼于对中低收入者的直接财政补贴，以减少疫情对经济造成的长期伤痕效应。未来，如果拜登进一步推出基建措施，很可能通过政府投资带动私人投资增加总需求，并通过增加就业机会提高总供给水平，进一步促进经济增长。但大规模财政支出往往引发政府债务高企，难以持续。当前，美国政府债务规模已接近30万亿美元，债务利息负担也越来越重。此外，财政支出高还容易导致居民对政府增税进行融资的恐慌，进而缩减投资和消费，反而达不到刺激经济的效果。

（一）从奥巴马政府到特朗普政府，美国在财政刺激上已经迈出一大步

1. 次贷危机发生以前，美国财政刺激经济政策已经淡出视野

美国主要通过调整联邦政策利率来调节经济增长，例如，克林顿时期平衡财政赤字方案，大幅削减财政赤字，布什政府虽然财政支出有所增加，但关注于军费支出和大规模减税政策。次贷危机后，美国开始考虑重新启用财政刺激方案，2009年，奥巴马政府启动以减税为主的7870亿美元财政刺激方案（the American Recovery and Reinvestment Act, ARRA 法案）。但由于财政刺激力度小，仅靠货币政策难以有效刺激低迷的总需求。

2. 特朗普政府财政刺激力度超越历史高点，更关注于直接对中小企业和低收入居民发放补贴

2020年3月，新冠肺炎疫情在美国暴发，特

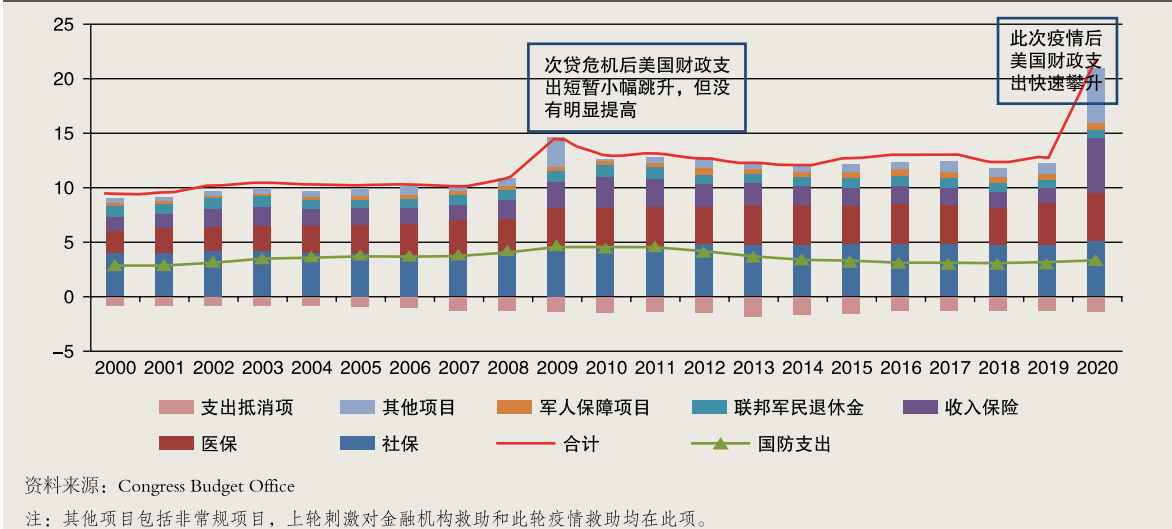
朗普政府一反奥巴马时期紧财政政策，推出2万亿美元财政刺激政策（《冠状病毒援助、救济和经济安全法》即 CARES 法案）。2020年财政支出较2019年增加2.1万亿美元，占GDP比重从2019年的19%上升到30%（见图5）。其中，主要是为应对疫情而额外增加的支出，包括对小企业发放贷款5510亿美元，对疫情救助支出1490亿美元，对学校救助支出1240亿美元，对低收入者税收优惠支出3800亿美元，对失业补助支出4730亿美元。这部分财政支出都直达企业和个人，在一定程度上缓和了疫情对中低收入者和小企业的冲击。但由于人们对经济预期仍较悲观，加上贫富差距过大，穷人债务负担过高，大部分低收入者都把政府补贴存入银行或还债，而不是完全用于消费，这也导致居民储蓄率创历史新高。

（二）拜登政府在财政刺激上越走越远，已重返凯恩斯主义

1. 拜登政府在特朗普政府基础上再度加码财政刺激，规模史无前例，远大于奥巴马时期推出的财政政策

2021年3月，拜登推出1.9万亿美元财政刺激方案，主要包括4130亿美元用于给年收入在75000美元以下的个人直接发放每人1400美元的现金补贴，1150亿美元用于疫苗等公共健康支出、对受疫情打击最大的群体的补助计划（其中，72亿美元用于支付保护项目，即PPP项目——150亿美元用于经济救助贷款；260亿美元用于补偿旅馆、餐馆等

图5 美国财政支出主要项目占GDP比重（单位：%）



补助；150 亿美元用于航空业补助），3500 亿美元用于补助地方政府，1290 亿美元用于补贴基础教育，390 亿美元用于儿童营养补贴，300 亿美元用于公共交通设施，190 亿美元用于房屋租赁补贴，100 亿美元用于抵押贷款帮助等。由于这些措施直达实体经济，尤其是加大了对中低收入者的补助，短期内在美国疫情持续向好的情况下推升消费需求的快速上扬和通胀的持续走高。

2. 近期拜登政府再度推出近 6 万亿美元财政预算法案

近期，拜登政府在前期就业计划和家庭计划基础上又推出了规模 6 万亿美元、历时 10 年的财政预算法案，主要在基建项目、核心技术研发和增加对中低收入者、孩童补贴等方面大幅增加政府支出；同时，颠覆特朗普政府推出的减税法案，通过增加最高收入阶层、跨国公司、油气公司的税收来扩大融资。

三、大规模财政刺激下量化宽松政策将何去何从

（一）当前已经逐步接近货币政策退出的拐点，但仍存在不确定性

1. 拐点时期美联储操作日趋谨慎

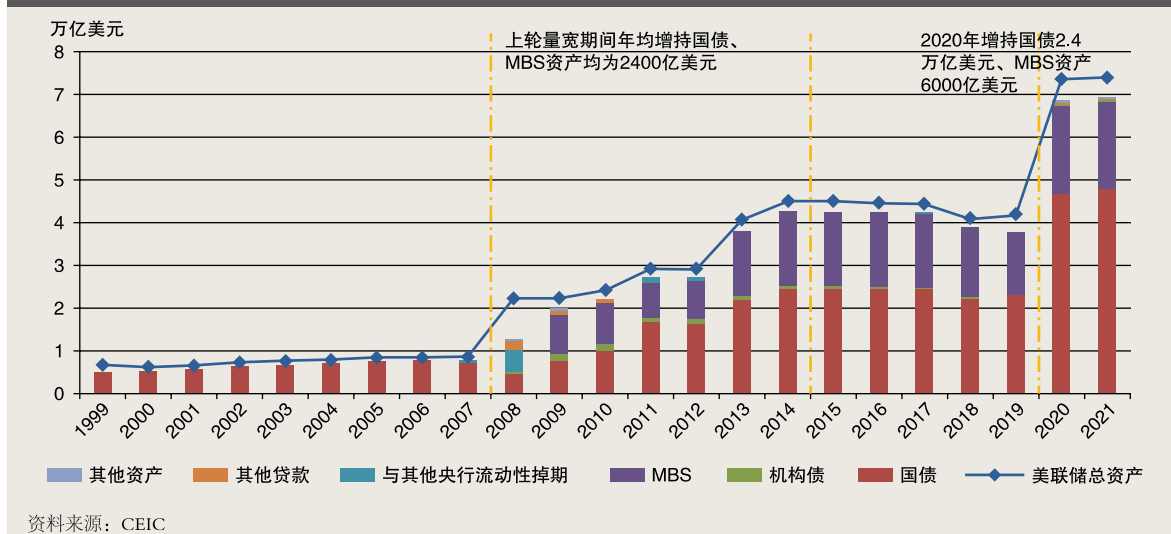
当前，疫情恢复促使消费和就业逐步回归正常水平，叠加不断推出的财政刺激措施，经济正在逐

步回归潜在增长率、甚至可能超过潜在增长率导致经济过热。市场对风险偏好更加浓厚，抛长期国债等安全资产，投资股票等风险资产的趋势更加明显，引发国债收益率进一步上行，股票价格进一步高涨。这导致市场对量化宽松退出的预期越加浓厚，在这种情况下如果美联储继续保持量化宽松不变，同时安抚市场情绪，可能能够为财政刺激和投资经济增长创造一个较为宽松和安全的货币环境。但如果美联储出于对经济过热和物价上涨的担忧，一定程度上释放将退出量化宽松的信号，在当前高债务和经济增长仍脆弱的情况下很可能引发股市大跌。因此，如何拿捏货币政策退出的时点，成为美联储的操作难点。

2. 量化宽松实施容易退出难，而且市场对美联储操作非常敏感

由于量化宽松力度较大，主要通过美联储大幅购买长期国债人为压低长端收益率，因此，已形成了对资产价格的长期扭曲，助长高风险资产价格，改变资金风险偏好，推动资金持续进入高风险资产，造成金融与实体经济背离。一旦经济企稳复苏，或通胀抬头，美联储要对资产购买节奏进行小幅调整，市场又会出现明显的反应过度，导致资产价格宽幅波动。这一点从 2013 年时任美联储主席伯南克暗示要退出量化宽松，引起市场轩然大波，国债收益率陡升就可以看出。事实上，直至 2017 年，美联储缩表规模也相当有限。本轮量化宽松规模史无前

图6 美联储资产规模变化趋势



例，近期，通胀快速上涨再度引发市场预期美联储要退出量化宽松的担忧，国债收益率再度快速上涨，未来退出的难度，由此可想而知。

(二) 未来进一步实施量化宽松的难度将越来越大

1. 量化宽松政策越来越倚重前瞻指引来缓解人们对通胀的焦虑

从美联储购债规模来看，仅在2020年3月和4月之间出现大幅跳升，后续增长规模较为平稳。但美联储主席言论日趋增多，包括2020年9月将平均通胀目标提升到2%以上，更稳定了市场预期。在购债节奏保持不变的情况下，美联储主席越来越趋于根据美国经济实际情况和市场广泛沟通，来合理引导市场预期。

2. 市场主体对量化宽松产生一定“耐药性”，需要更大剂量才能刺激经济

2008年次贷危机后，美联储历时近5年，出台了三轮量化宽松货币政策，共增加3.6万亿美元资产才有效应对危机。而2020年3月23日，为应对疫情，特朗普政府宣布无限量量化宽松，每天购买750亿美元国债和500亿美元MBS，短短3个月就将美联储总资产增长了3.2万亿美元（见图6）。其后，随着美元流动性危机缓解，购买速度才有所减缓。而后续如果再有金融危机发生，美联储启动量化宽松的成本也会越来越大，效果也可能会越来越差。

四、总结与启示

从次贷危机后至今，虽然美国不断走向凯恩斯主义，推行了一轮又一轮的经济刺激，无论是财政刺激还是货币刺激力度都越来越大，但对长期经济增长的效果越来越有限。可以说凯恩斯主义仅仅是强心针，不是解决长期问题的良方。影响经济中长期走势的根本原因还是在于经济结构的内生问题，过度金融化和空心化使得中等收入居民份额越来越小，贫富差距越来越大。此类问题如果不能得到解决，金融危机有可能再次来临。

参考文献:

- [1]Grandmont, Jean-Michel & Laroque, Guy. The Liquidity Trap[J].Econometrica, Econometric Society, 1976, 44(1): 129-135
- [2]Reifschneider, David, and John C. Williams. Three Lessons for Monetary Policy in a Low Inflation Era[J]. Journal of Money, Credit, and Banking, 2000, 32: 936-966
- [3]Svensson, Lars E.O. The Zero Bound in an Open-Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap[J]. Monetary and Economic Studies, 2001, 19: 277-312
- [4]Woodford, Michael, Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy[M]. Princeton: Princeton University Press, 2003

(责任编辑:辛本胜)