

# 美国经济刺激计划的负效应及启示

■ 陈华 张艳

2008年9月次贷危机恶化升级为全球性金融危机之后,美国面临危机在虚拟经济范围扩大和向实体经济蔓延的双重挑战,美国政府联合美联储开始采取紧急援助的一揽子计划。这些措施起到了一定积极作用,但也引起了负效应。这对我国正在实施的四万亿财政刺激计划有一定启示。

## 美国一揽子经济刺激计划

1. 量化宽松的货币政策。一是大幅降低利率。2007年9月18日,美联储决定下调联邦基金利率即商业银行隔夜拆借利率,以应对愈演愈烈的信贷危机。以此为标志,美联储由此前四年的加息转入了新一轮的降息周期。之后多次下调基准利率,并于2008年12月降息至零附近。二是大举提供贷款。2008年底,美联储和财政部联合出台了一项总额为2000亿美元的刺激消费信贷计划,随后美联储又宣布准备将该信贷额度规模扩大到1万亿美元。三是巨额回购债券。2009年3月18日,美联储宣布采取“定量宽松”的货币政策,将在未来半年购买总额为3000亿美元的长期国债,并额外购买7500亿美元相关房产抵押证券。此即为美国“印钞票”的救市计划。

2. 扩张性财政政策。一是大举出资救市。2008年10月3日,众议院通过了布什政府7000亿美元的金融救援方案。2009年2月17日,总统奥巴马又签署总额达7870亿美元的经济刺激计划。根据达成的协议,7890亿美元的35%用于减税,65%用于增加政府投资。二是减税救市。为挽救房市,美国国会通过一揽子住房援助法案,除了帮助房地美和房地美走出困境外,还将向购房者提供总计150亿美元的购房退税,以此促进房地产业的发展。三是收购救市。2008年10月14日,美国政府动用7000亿救市计划中2500亿美元直接收购九家大型金融机构的股权。四是担保救市。2008年9月19日,美国财政部为货币基金提供4000亿美元的担保。2008年10月14日,美国联邦存款保险公司出台临时性担保计划,为银行在2009年6月30日之前发行的优先支付的无担保债务提供为期3年的担保,并临时为大多数银行及储蓄机构新发行的短期债券提供担保。2009年1月16日,美国政府在宣布向美国银行注资200亿美元的同时表示,将为美国银行和花旗集团超过4000亿美元的资产提供亏损担保。2009年3月17日,美国财政部宣布将小型企业的联邦贷款担保额度从75—80%提

高到90%。

3. 强制性的行政法律手段。一是实行政府接管。如2008年9月7日,美国财政部宣布计划向美国两大住房抵押贷款公司房地美和房地美提供多达2000亿美元的资金,并提高其信贷额度。与此同时“两房”的监管机构联邦住房金融局宣布接管两家公司。在雷曼兄弟公司和美林以及美国国际集团出现问题后,美国国会通过的一项7000亿美元救援计划的目的之一就是准备收购不良资产并对出问题银行注资,部分收归国有。二是鼓励并购重组。在美联储的力促下,濒临破产的美国第五大投资银行贝尔斯登被摩根大通收购。2009年1月,奥巴马公布了一项规模达2750亿美元的楼市救助计划,帮助面临丢掉住房的近900万户美国家庭进行债务重组和再融资。三是强化保险措施。如根据美国法律规定,如果一家银行破产,存款在10万美元以下的储户都将获得美国联邦储蓄保险公司的全额赔付。危机爆发不久,美国政府出台了向贷款购房居民提供为期五年的抵押利率冻结计划,减轻了浮动贷款利息购房者的利息负担。美联储也规定禁止对未按期还款的购房者采取处罚或其他措施,使得大量欠款者房屋免遭法院拍卖。

## 美国经济刺激计划负效应凸显

1. 财政形势严峻, 通货膨胀现隐惠。美国财政部公布的数据显示, 在2008—2009财政年度的前9个月, 美国联邦财政赤字首次超过1万亿美元, 达到1.42万亿美元。财政赤字迅速增加的最主要原因是美国政府推出大规模的经济刺激计划, 以应对金融危机和经济衰退。同时, 经济基本面的恶化使财政收入显著下降。7000亿美元的金融救援计划和7870亿美元的经济刺激计划等一系列庞大的开支导致2009财年美国政府开支达到3.52万亿美元, 比上一财年激增18.2%。对于早已入不敷出的美国政府, 巨大支出的来源将是继续发行国债。国家负债与财政赤字大幅增加首先受到冲击的就是美元。自危机发生以来, 一方面, 美联储向市场投放了大量的货币, 美国政府通过巨额财政赤字收购金融市场的问题资产, 财政赤字是附带利息的基础货币发行, 导致通货膨胀前景恶化。另一方面, 巨额财政赤字会推高利率, 提高美国的借贷成本, 进一步增加财政压力, 提高通胀预期。一旦通胀恶化, 将对脆弱的经济复苏造成更严重的打击。美国著名经济学家艾兰·梅尔策认为, 如此庞大的财政赤字是难以以为继的, 如果美国不能严肃财政纪律, 切实降低赤字规模, 必然造成“美元危机”, 世界经济可能因此面临新的冲击。长远来看, 高赤字、高通胀预期不利于美国经济的长远可持续发展。日益失衡的财政问题已引起美国国内和国际上的广泛担忧。美国政府为救市和刺激经济而发行的债券在日后需要支付巨额的本息。如果待经济恢复后, 危机时期所购资产不能抵补国债本息, 则纳税人将面临较大损失。高财政赤字问题在美国国内已经对美国政府产

生不利的“政治影响”。奥巴马政府目前全力推动的医改方案, 就是因为可能导致赤字规模大幅增加而陷入“拉锯战”。美国债务状况恶化, 市场上大量流动性的注入将迫使美元贬值, 影响中国和其他持有大量美国金融资产国家的投资信心, 甚至弱化美国在全球的影响力。

2. 注资救援方式暗藏道德风险。美联储救市过程中的弊端之一就是给予被救助机构制造新的道德风险的机会。如美国国际集团利用纳税人救市进行新的投机, 在救助美国国际集团的资金中, 有520亿美元用于与楼市相关的对赌上, 其中部分可能流向押注楼市下跌的对冲基金。以股权注资方式救援, 行为是暂时的, 却会留下长远的负面影响, 因为其中存在严重的道德风险问题, 即存在问题机构的股东向政府转嫁风险的可能。美国此次危机的发生, 正是源于一些金融机构为追求超额利润, 不顾风险, 不断加大次级抵押贷款债券的投资, 最终导致巨额亏损。为稳定金融秩序, 缓和经济危机, 美国政府收购、接管、注资、担保等措施频频出台, 犹如强心针, 有利于短期内市场秩序与信心的恢复。但长远看, 这种行为使处于危机中的金融机构从别无选择的政府救市行动中捕捉到一丝“太大而不能倒”的奥秘。金融机构的利益与社会、政府息息相关, 在危机扩大化之时, 金融机构可以“绑架”政府, 迫使其采取救市措施, 承担金融机构高风险投资造成的损失。美国的救市和援助行为可能使大的金融机构和企业更加有恃无恐, 放大投资者的赌博意识。新的道德风险会为下一次的过度投机和资产泡沫埋下伏笔。

3. 挤出效应威胁经济可持续发展。美国制定了大规模的扩张性财政政策, 尤其是2009年7870亿美元的

经济刺激计划, 65%将用于增加政府投资, 未来会挤出私人投资, 损害经济持续发展的微观基础。比如上世纪80年代初的联邦巨额财政赤字推动了真实利率的上升和美元的贬值, 结果造成美国可贸易货物和劳务的国际竞争力下降。同时, 美国的私人投资也表现出长期落后于世界水平的特点。按劳动力人均计算的工厂和设备投资, 美国只为德国的1/2, 日本的1/3; 民用研究与开发费用则不到德国、日本的45%; 年固定资产投资占国民生产总值的份额从70年代末的17.15%降到80年代末的15.13%。20世纪70年代美国经济危机的爆发, 扩张财政政策的挤出效应也起到了推波助澜的作用。美国政府在这次金融危机中的积极财政政策仍然会继续释放挤出效应, 如果不进行适当预防和规避, 将会成为美国经济复苏后可持续发展的重大障碍。

## 对我国四万亿财政刺激计划的启示

鉴于国内外严峻的经济形势, 我国于2008年11月启动了四万亿财政刺激计划, 实施一年来, 其积极作用也已逐步显现。但是, 经济刺激计划的负面效应具有普遍性, 我国也不能独善其身。同美国的经济救援和刺激计划一样, 四万亿财政刺激计划也面临着政府财政负担加大、潜在通货膨胀压力、对私人部门的挤出效应、助长道德风险和逆市场化改革等负效应。当前, 全球经济已有回暖迹象, 我国经济也已开始好转, 为使经济刺激计划负效应最小化, 应当吸取和借鉴国内外经验教训, 适时制定可行的退出方案, 以避免后遗症, 阻碍经济的健康长远发展。

1. 优化投资结构, 由投资拉动

# 美国应对气候变化的财税政策

■ 陈立宏

美国应对气候变化政策由国会和政府共同主导，相关利益方参与决策，联邦和州政府各自确定政策体系。联邦政府重点关注气候变化科学研究与政策制订、可再生能源及其他能源科技开发利用、建立全球气候观测体系、强化资源管理等，并通过一系列财政政策措施予以推动。

## 1. 联邦预算拨款

美国气候变化研究与技术最高管理机构是内阁级别的“气候变化科技综合委员会”，负责向总统提供

气象科学和技术建议，审议联邦各部门相关研发项目，与白宫预算局协调应对气候变化的预算安排；审查气候变化相关建议等。委员会下设两个机构：“美国气候变化研究计划”办公室，由商务部领导，旨在开展气候科学研究，减少气候科学的不可靠性，鉴别亟需投资的研究领域，为决策者提供政策支持；“美国气候变化技术计划”办公室，由能源部负责，旨在支持国家实验室和大学相关技术研究，推动研究机构与应

用部门的伙伴关系，开发并改进减排测量技术，为《联合国气候变化框架公约》设定的长期减排目标努力。

联邦政府预算安排中，与气候变化相关的支出分为四类：科学、技术、国际行动以及税赋优惠。气候变化科学研究方面，包括气象、农业、林业、生物学、环境学、交通管理等领域应对气候变化的研究活动、公众教育、相关机构运作、研究与设备经费等；气候变化技术计划方面，包括气候变化技术研发、各

型外生性增长转变为消费推动型内生性增长。2009年上半年，投资对经济增长贡献率高达88%，是过去十年平均值的两倍，但消费增长不同步。而且，政府部门投资占据主导地位，相当部分贷款投向了政府主导的城市投资公司等平台，挤压了私人部门投资空间，民间投资没有同步跟进。政府投资应该有一定限度，也应该有适当的节奏。因此，经济刺激计划重点应由“保增长”转向“调结构”，应向现代服务业倾斜、向消费倾斜、向中小企业等私人部门倾斜。

2. 把握好退出时机和力度。我国大部分资金投向基础设施、民生、节能减排、低碳经济等产业升级上，

是政府投资拉动型增长，而非自然、可持续增长，复苏基础尚不坚实，不确定因素很多，仍处于激励期，说经济刺激计划退出言之过早。但要未雨绸缪，提前设计退出的路径、机制等，确保退出政策的前瞻性和预见性。要考虑货币政策传导到实体经济的时滞性，因而货币政策应在CPI同比增速进入目标区间之前、GDP同比增速尚未见顶时就考虑转向，只要通胀趋势继续上行，就应该开始“小步走”进入加息周期，以渐进的方式退出；如果看到经济过热才开始紧缩，会被迫要求加大力度，政策效果不佳，且容易造成经济大起大落。

3. 要提前设计刺激政策退出的

先后顺序。第一步应该停止上马一般性新项目，以遏制产能过剩，避免增加新的不良贷款。同时，考虑化解商业银行的融资风险，包括通过资产证券化等方式为中长期项目融资；银行调整资产结构，出售贷款资产给其他金融机构，改善其资产与负债结构的不匹配问题，缓解商业银行可能面临的流动性风险。政府可以考虑发行长期建设债券，将短期存款转换为长期融资工具，置换银行贷款。同时降低门槛，允许民间投资参与基础设施项目，分散政府投资风险，政府投资做到不与民争利。

(作者单位：山东经济学院)

责任编辑 刘慧娟