

应对疫情的经济影响，是大动干戈还是轻按暂停键？

Original 郑志刚 惠双民 财经杂志 1 week ago



与其通过制定刺激性的财政货币政策大动干戈，不如静待疫情结束，再恢复经济社会的正常运行

文 | 郑志刚 惠双民

最近，美股经历了被巴菲特称为“活久见”的第五次，但却是一个月内的第四次熔断。美股股价在三个星期几乎跌了三分之一，跌幅之巨、用时之短，都堪称史无前例，超过包括1929年、1987年和2008年的美国历史上曾经发生的主要股价崩盘事件。对于这次史无前例的股价崩盘，中国市场派和学院派的经济学家对其成因与对策的认识分歧严重。

为数不少的市场派经济学家认为，这次美股崩盘将引发严重的经济危机。其严重程度将超越2008年次贷危机引发的全球金融风暴，甚至超过1929年的全球经济大萧条。例如，交银国际董事总经理洪灏认为，危机已经切切实实地发生了，本次美股下跌是“本不应在地球有生之年发生的历史性波动”。

而一些公众号甚至危言耸听地指出，“第三次世界大战，以所有人都意想不到的形式来了”。他们把“这次世界大战”定义为“以抗击病毒战为主线，以石油战、金融战和舆论战为支线，各条战线犬牙交错，最终汇总到意识形态的战争”，而且断言，“谁是最终的胜利者，谁就可能主导未来的世界秩序”。

应该说，市场派经济学家在分析这次美股崩盘的成因时，敏锐地观察到其中一些不容忽视的市场和技术层面的因素。例如，在经历长达11年的牛市之后，美国股市的估值在股价崩盘前已经处于高位，几乎回到了2000年互联网泡沫时期的水平，调整的必要性已经具备；整个市场的持仓非常集

中，都集中在微软、苹果、谷歌等有限的个股上，一旦暴跌发生，集中抛售将加剧股市的波动性等。

市场派与学院派的不同视角

通过对比分析疫情对美国不同产业影响程度的差异，新浪财经专栏作家肖磊的文章成为在市场派经济学家中十分罕见的理性文章之一。肖磊指出，在美国近年来高达20万亿美元的GDP总额中，文化与娱乐产业贡献超过8万亿美元，占GDP的比重达到40%，成为美国排名第一的产业。而疫情的暴发显然对这一产业中的影像、赛事、娱乐、刊物、文化用品、文化旅游等产品的设计、制作、发行有直接的影响，“NBA、橄榄球等赛事全部停摆，迪斯尼等关门，拉斯维加斯赌场停业，电影院关闭，《花木兰》《速度与激情9》等撤档，《碟中谍》等停拍，50人以上的聚会被禁止，向全球发布旅行禁令等等”。

在美国的GDP构成中，仅次于文化娱乐产业的，是占GDP比重超过17%的建筑和房地产。作为全球最大的房产投资目标市场，每年有超过2000亿美元以上的房产投资资金流入了美国市场，但“随着旅行禁令等的持续，美国房地产市场的热度将戛然而止”。

对于文化娱乐产业占GDP比重还不到5%。产值不足美国十分之一的中国，肖磊得出这次疫情对美国经济带来的实际影响，将远远超过早前疫情十分严重的中国的结论。在肖磊看来，这同样是美联储不敢无视疫情带来的巨大影响，在短期内大幅降准、降息，不惜推行零利率，“将子弹打光”的背后原因。

与市场派经济学家不同，学院派经济学家则保持了惯有的理性和镇定。对于经济减速之下，美国是否会必然暴发金融危机的问题，格上财富副总裁兼首席经济学家刘海影的文章从家庭、企业与政府是否无法负担债务三个方面，将这次美国股价崩盘所引发的准经济危机与2008年的金融危机和1929年的大萧条做了区分。

首先，与2008年主要由于家庭债务违约导致的金融危机不同，美国家庭目前平均债务率并不高，家庭无法负担债务的可能性不大。2008年金融危机之前，次贷等有毒资产使美国金融体系内部积

累了大量泡沫，美国家庭负债占GDP接近100%；在2008年金融危机后，美国家庭债务率持续稳定下滑，目前已经降到76%左右。与此同时，美国房地产市场经历危机之后，近年来持续复苏，价量都处于健康状况。因而，在刘海影看来，“美国再次出现2008年那种类型的家庭债务违约的危机，几率不大”。

其次，在利润率提升、实际所得税率降低（特朗普减税政策实施之后，企业实际所得税率降低了25%）、实际利率水平降低的情况下，美国企业债务率保持在75%左右。而作为对照，中国企业债务率高达152%，是美国的两倍多，但却“搭配着低得多的利润率、高得多的所得税率与高得多的实际利率”。因而，美国再次出现引发1929年的企业债务违约危机的几率同样不大。

第三，即使特朗普政府推出了大规模的减税政策，但受益于经济的快速增长，美国政府债务占GDP的比例近年来不仅并未上升，甚至还略有下滑，维持在100%左右。如果对比G20平均102.6%的债务率，或者对比日本211%的债务率，“美国政府债务并不会比别国有更大的违约风险”。

社科院世经所研究员张明则持与刘海影近似的观点，“现在美国金融市场的动荡是什么危机我不知道，但是我们可以说它不是什么危机，比如它不是债务危机，也不是国际收支危机，不是货币危机”。

值得一提的是，在2008年全球金融风暴后，股价崩盘的影响因素成为实务界和学术界热烈讨论的议题之一。很多学者从金融体系的脆弱性、资本市场有缺陷的定价机制，甚至不完善的公司治理制度，去试图揭示导致股价崩盘的可能因素。然而，相信令很多学者失望的是，这次全球股市暴跌，很大程度来自新冠肺炎疫情在全球暴发和蔓延的不确定性导致投资者恐慌。用香港大学教授陈志武的话说，股价崩盘并非源于金融体系本身，而是来自“金融市场之外的恐慌”。

上海交通大学教授陈宪认为，此次新冠肺炎疫情虽然会带来全球经济增速的下滑，但是，并不会引发新一轮的全球经济危机，或是经济学意义上的全球经济衰退（经济连续两个季度的负增长），“因为疫情是非经济因素的短期冲击，尽管十分严重，但世界两大经济体美国和中国经济的基本面，并不存在导致危机的根本性问题。”

中金公司董事总经理黄海洲对此同样保持清醒认识，“本次美国股市大跌与2008年的全球金融危机相当不同。2008年时美国金融系统首先出现危机，高盛、摩根、花旗等重要金融机构遭受重创，面临倒闭的危险，直接引发了经济停摆。这次是由疫情和石油价格下跌引起的经济风险，美国今年经济增长可能从2.5%下滑到1%左右，但是美国金融体系相当稳健，美国经济基本面也相对比较稳健”。

因此，在学院派经济学家看来，尽管美国股市近期经历了史无前例的股价崩盘，甚至一个月内出现四次熔断，但这次危机严重程度将远远低于2008年的全球金融危机。

如何看待“金融市场之外的恐慌”

那么，对于来自“金融市场之外的恐慌”导致的股价崩盘，进而可能诱发的准经济危机，我们是否应该像一些市场派经济学家所建议的那样，按照应对常规股市崩盘和经济危机的做法，通过积极的货币政策和财政政策来达到救助目的呢？

第一，向市场增加更多流动性并不能从根本上解决这次由“金融市场之外的恐慌”诱发的美国股价暴跌，进而引发准经济危机的可能性。

尽管财富管理被一些学者认为是资本市场重要的功能，但毫无疑问，超越债务硬预算约束的限制，实现投资回报根据盈利状况灵活调整的权益融资才是建立资本市场更为根本的目的。正是由于服务于权益发行、流通和转让的资本市场的存在，在上市公司资金提供方股东和资金使用方公司的高管和雇员之间建立了一道“隔离墙”，上市公司实现了所有权与经营权的分离。换句话说，在完成首次公开发行（IPO）后，一个企业可以安心地用IPO所募集的资金从事生产经营活动，而无需像债务融资一样考虑如何到期偿还的问题。因而，在理论上，反映投资者权益转让和退出的股价波动并不会必然影响一个企业的正常生产经营。

但这并不意味着上市公司由此可以忽视股价的波动。至少在这次美国股价崩盘中，股价的波动一定程度上向企业传递了疫情不确定性对其所生产产品和提供服务的预期需求的影响。在上述意义上，通

过提供更多流动性，同时降低利息，美联储目前推出的货币政策有助于减轻家庭住房按揭和企业融资的成本负担，使企业从容度过需求大规模缩减后，盈利减少甚至亏损下偿还债务的压力。因而，降息、降准的货币政策在救助疫情引发的准经济危机中并非一无是处。

然而，需要我们特别思考的是，谁才是美联储一轮又一轮降准、降息的扩张性货币政策的最大受益者？毫无疑问，就是那些活跃在资本市场的，包括对冲基金、共同基金等在内的各种机构投资者。尽管这些机构投资者是资本市场健康发展不可或缺的润滑剂，但美联储奉行的长期量化宽松政策所营造的几近零成本融资环境使这些机构投资者在选择加杠杆问题上不会瞻前顾后。由于这些金融机构无所顾忌的加杠杆，积聚了太多的风险，因而在美联储通过降准、降息加以救助时，它们往往成为最大的受益者。在这一问题上，美联储“无私”救济下的华尔街各种金融机构的行为特别类似于中国国家父爱主义下，预算约束软化的国企所患的政府救济依赖综合症。从长期看，正是由于美联储所奉行的干预主义下的量化宽松和逢跌必救政策，破坏了一个金融机构正常的风险防范意识和一个健康机体基本的免疫能力。

而美联储在一定程度上也成为长期奉行干预主义的受害者。尽管美联储在本次股灾出现熔断后直接把基准利率降到零，但对救济预期充分的股市和期货市场不仅没有出现通常货币政策制定者期待的价格上升，反而价格进一步大跌。继2008年金融危机之后，这次美国股价崩盘为各国央行普遍奉行干预主义下的量化宽松政策再次敲响了警钟。

第二，积极财政政策，特别是一些市场派经济学家极力鼓吹的加大所谓新基建的财政投入，同样不能从根本上解决这次由“金融市场之外的恐慌”引起的美国股价崩盘，进而引发准经济危机的可能性。

积极财政政策的鼓吹者始终处于如下的悖论中：如果通过增加财政支出，加大具有拉动上游产业发展、增加就业效应的传统旧基建投入，那么，中国必将迎来新一轮的产能过剩，将重新走在“去产能、去杠杆和去僵尸”的供给侧结构性改革的发展老路上；而如果投资5G基站建设、大数据中心、人工智能等所谓的新基建，鉴于这些产业可包容的企业数量有限，能够接纳的就业人数也有限，因而，新基建的财政投入并不能发挥积极财政政策预期的撬动作用。

即使在今天部分新基建作为发展趋势成为社会共识（无论新冠肺炎疫情是否突如其来），在思考是否加大新基建投入时我们不得不思考一个重要的问题，由谁作为投资主体进行投资更加有效？由怎样的企业形态提供相应产品服务更持久，维护更及时？按照以往经验，一些有能力进入，但被监管政策挡在门外的优秀企业，自我融资能力很强，同时也不乏市场资金支持；而那些允许进入，并动用大量财政资金支持的国有企业往往效率低下，“拿着别人的钱，办别人的事”。因此，对于一些原本管制和进入门槛很高的新基建产业，降低相关产业的门槛限制，允许社会资本参与和主导行业标准制定，也许比简单的增加财政投入，实现促进相关产业发展的目标更容易奏效。

更加重要的是，即使我们需要发展新基建，也远没有到彻底断然舍“旧”求“新”的地步。原因是，此次股价崩盘仅仅是由于“金融市场之外的恐慌”，无论金融体系还是经济基本面都相当稳健。因而，一些市场派经济学家所提出的通过财政投入新基建的政策建议对于由疫情引发的准经济危机所开出的药方既不“对症”，而且“副作用”、“后遗症”严重，显然并非危机救助政策最优选择。

究竟应该如何救助？

那么，对于由疫情等突发事件引发的“准经济危机”，我们究竟应该如何救助呢？

概括而言，与其像一些市场派经济学家所建议的那样，通过制定刺激性的财政货币政策“大动干戈”，不如对症下药，让原本正常的经济生活由于疫情的不期而遇暂时进入休眠和停滞状态，静待疫情的结束，然后再回复到正常的运行。用一种形象的说法，就是，我们也许只需对经济轻按“暂停”键。

我们知道，无论在美国还是中国，受疫情伤害最大的群体是那些中小微企业和他们的员工。像餐馆、出租车、杂货店和一些规模较小的企业，它们的经营活动因为疫情的暴发被迫停下来。尽管营业收入没有了，但它们还需要支付生产经营场所和设备的租赁费、员工工资和福利。而中小企业是吸收接纳就业的主要力量。如果这些企业大批量倒闭，社会失业人口将显著增加。因此，那些因疫情而经营困难的企业、失业的个人、失业者的家庭才是疫情引发的“准经济危机”中最该获得救济的对象，尽管那些金融机构同样应该获得救助。

我们注意到，最近一段时期以来，各国在救助政策上纷纷进行了调整。如何救助在疫情中生活受到影响的家庭和个人成为救助政策的重点。3月20日，英国财政大臣苏纳克宣布了一项前所未有的薪资补贴计划：英国政府承诺，将为所有受疫情影响而无法工作的数百万人，补贴其工资的80%，补贴上限为每人每月2500英镑（约人民币20734元）。这一数值略高于英国普遍收入的中位数。此前，英国政府宣布了将对受到疫情影响的企业进行救助，救助总额达到3500亿英镑。苏纳克表示，此次英国政府的救助补贴计划，是在“前所未有的时代中的前所未有的措施”。

与此同时，英国政府将会把未来12个月的福利救济金增加到1000英镑；疫情期间，所有英国企业都不用支付增值税。为在疫情期间保护租客，英国政府将推动紧急立法，禁止房东在接下来三个月驱逐租客。英国各大银行也将发布新规，允许受疫情严重影响的人申请房贷还款延后三个月。英国政府将计划为企业提供3300亿英镑的政府低息贷款，并针对中小企业扩大之前的“商业中断”贷款计划，最高贷款额度提高到500万英镑；英国政府还将计划向企业发放价值200亿英镑的现金补助，包括为酒吧餐馆等企业提供每家25000英镑的现金，并免除未来一年的营业税，且为70万家小规模企业提供3000英镑的现金补助。

加拿大特鲁多政府近日宣布，拨款820亿加元，发给每一个疫情中需要帮助的加拿大人。那些因自我隔离没法上班的和在家看孩子没有收入的加拿大人每人可以领6750加元的救助。日本安倍政府宣布，因疫情不能上班的，每人每天补助8000日元，约占工资的60%-70%。德国柏林则给每个自由职业者15000欧元约相当于11万人民币的政府救济。

上述各国政府所有这一切针对家庭和个人的救灾，显然是考虑到，鉴于疫情的外生冲击，经济发展的停滞只是“暂时”的。通过对这些困难家庭和个人的救助，在疫情结束经济需要重启时，曾经按下去的暂停键可以重新“跳”起来，而不会永远的休眠下去。

这次由新冠肺炎疫情引发的“准经济危机”也使我们从新的视角审视政府公共品提供的基本职能。传统上，政府的经济角色之一是，通过向全体公民征税，向全体公民提供国防、教育和公共卫生等具有非排他性和非竞争性特征的公共品。然而，从上面的讨论中我们看到，当源自“金融和经济体系之外”的重大突发事件诱发“准经济危机”发生时，政府一项新的经济职能也许是为经济按下暂停键，通过对危机中困难企业、家庭和个人的救助，确保在危机结束时经济能顺利“重启”。这意味着

政府未来对于公共品的提供，将从传统的水平延伸到跨时的、动态的公共品提供。而类似经济暂停保障的这种跨时和动态的公共品提供，除了国家财政支出，也许可以通过发行长期特别债券来获得相应的跨期动态融资支持。这也许将成为未来政府一项新的职责和挑战。

我们看到，在这次围绕新冠肺炎疫情诱发的准经济危机的成因和对策的讨论中，市场派与学院派经济学家的分野在公众中再次暴露无遗。当一些市场派经济学家指责学院派经济学家对现实问题缺乏敏锐的观察时，一些学院派经济学家则批评市场派经济学家缺乏分析逻辑的一致和思考的深刻。也许，对这次新冠肺炎疫情引发的“准经济危机”的救助政策讨论，我们应该结合市场派经济学家的敏锐和学院派经济学家的深刻，才能真正为其找到病灶，对症下药，在正确的时间，开出正确的“药方”。

作者郑志刚为中国人民大学金融学教授；惠双民为中央党校（国家行政学院）经济学副教授；编辑：王延春



责编 | 黄端 duanhuang@caijing.com.cn

本文为《财经》杂志原创文章，未经授权不得转载或建立镜像。如需转载，请在文末留言申请并获取授权。