

第十六章 宏观经济政策

案例内容

16.1 美国财政政策在次贷危机中的角色与作用

案例内容

小布什 2001 年年初上台时，正值美国经济因 2000 年 IT 泡沫的破裂而由盛转衰的时期，2001 年和 2002 年，美国经济平均增长率仅为 1.3%。美国经济面临股市下挫、国内投资不振、失业率居高不下等问题。“9·11”事件后，美国经济衰退进一步加剧，国内投资、消费需求全面萎缩。为了刺激经济增长，小布什采取了一系列“反危机”的财政政策。其主要内容如下：

首先是大幅减税。为了兑现其大选的承诺，小布什政府上台后，着手进行大规模减税，计划 10 年内减税 1.6 万亿美元，重点放在减少个人所得税和遗产税上面，是美国自 1981 年以来减税规模最大的一次。布什政府减税计划的主要内容包括：①税收退款：税收退款支票将于 2001 年 7 月后期至秋天寄给纳税人。每位单身的人可得到 300 美元退税，每个家庭的户主可得到 500 美元退税，每对已婚夫妇可得到 600 美元退税。②税率削减：对于单身的人的第一个 6 000 美元的应税收入，家庭的户主第一个 10 000 美元的应税收入，已婚夫妇第一个 12 000 美元的应税收入，适用的税率从 15% 降至 10%，从 2001 年 1 月 1 日起生效。另外几档税率也均有不同程度的降低，39.6% 的最高税率降至 35%，36% 降至 33%，31% 降至 28%，28% 降至 25%。降税分三次完成，2001 年 7 月 1 日降第一个

百分点，2004 年降第二个百分点，最后一次降税于 2006 年完成。③父母免税：每个孩子的退税额从以前的 500 美元提高到 2001 年的 600 美元，并逐渐提高到 2010 年的 1 000 美元。这一变化将使更多的父母受益，免除收入税责任。收养的孩子的免税额将增加至 10 000 美元，同时于 2002 年提高收养收入限制。提高受扶养者的可以免税的费用额，并从 2003 年开始增加其最大免税额。④遗产税：遗产税于 2010 年最终取消。在之前的过渡时期，遗产税豁免额将逐渐上升到 350 万美元，最高遗产税税率将降至 45%。赠与税将保留，但其最高税率也将降低。⑤婚姻减免：已婚夫妇的免税标准扣除额将于 2005 年开始逐渐增加，以使得更多的已婚夫妇可以适用 15% 档的税率，而非按更高档的税率缴税。⑥高收入者减税：从 2006 年开始到 2010 年结束，逐渐取消影响高收入个人的自动减少分项开列的扣除额的现有税法限制，并逐渐停止取消高收入个人的税收豁免。除此以外，联邦政府还通过降低抵押贷款利率和慈善豁免，降低了“住房税”的边际税率，削减了联邦“地产税”。

从小布什政府的减税法案可以看出，其减税政策对高收入者更有利。事实证明，小布什政府削减税收的 1/3 落入了只占美国人 1% 的最富裕的人手里，减税金额的 2/3 进入占美国人口 20% 的高收入者的腰包。而对于年收入不足 4 万美元的低收入者来说，只享受到了 5% 的税收减免，人均减税水平仅为每年 256 美元。

其次是增加政府的财政支出，扩大国防开支。进行社会福利制度改革，主要包括：小布什向国会提交了一份 476 亿美元的教育投资计划，加大对教育投资的支持力度；不断加大对社会福利的直接投入，推进社会保障制度改革，深化医疗保险制度改革，增加老年人的就医选择范围等。在国防开支方面，在“9·11”事件之前，小布什政府就计划“重振国防”，恐怖袭击事件发生后，“9·11”恐怖袭击事件发生后，小布什于 2002 年 1 月 10 日签署了《国防拨款法案》，进一步加大了增加国防支出的力度。该法案向国防部提供 3 172 亿美元的资金，用于国家安全计划。另外，该法案还提供 200 亿美元的紧急补充资金，用于处理“9·11”事件的余波，其中包括给国防部的 35 亿美元，以继续反恐怖战争。与 2001 财政年度相比，该法案新增加了将近 300 亿美元的国防拨款以及 35 亿美元的紧

急补充资金。此后，小布什政府仍然不断扩大国防开支，据统计 2002—2005 年国防预算分别为 3 310 亿美元、3 790 亿美元、4 005 亿美元、4 220 亿美元，而 2006 年的国防预算比 2005 年国防总支出增加 4.8%，再创历史新高，2007 年度提高到 4 390 亿美元，比他上任时增加 48%。

案例分析

小布什就任之后为了应对危机而采取的这些财政政策，对于缓解危机确实起了积极的作用，美国经济并没有因为恐怖袭击事件出现大幅倒退。但“减税”和“增支”却在美联储 2001—2005 年宽松的货币政策配合下为次贷危机埋下了隐患。

小布什政府为了刺激经济实行大幅降低边际税率，但减税的好处大多落入了富人的口袋，穷人因减税而增加的收入很少。穷人的边际消费倾向高于富人，因而小布什政府的减税政策对消费的刺激作用比较小。除此之外，由于减税，税收的自动稳定器功能，即使用税收政策干预经济活动的的能力也被大大削弱了。

减税的同时扩大公共开支形成了巨额财政赤字，直接导致国民经济在面临外部冲击时的抗风险能力下降，加大了美国经济的脆弱性。要知道，小布什在就任之初美国虽然遭遇了恐怖袭击，却有克林顿政府留下来的 2 000 多亿美元的财政盈余，这使其能从容应对危机。而在此后小布什政府仍然不断扩大国防开支，这不仅极大地消耗了国内资源，还使得美国的财政出现巨额赤字。其结果就是在美国实体经济无法应对危机而需要财政求助时，空有 7 000 亿美元的救市计划，却不得不因筹措不到资金而延期。

此外，小布什政府利用发行国债的方式来筹措资金，这强化了当时的低利率带来的刺激效果，为房贷进一步扩大推波助澜。因为政府通过发行国债的方式向民众借债，会减少经济体系中的货币量，推高资本市场的利率水平；而高利率又会给消费和投资带来负面影响。为了使利率水平不至于上升，美联储就必须增发货币，而这些增加的货币量大多流入了资本市场，进一步推高了房价和股价。因此，可以说是美国的赤字财政政策间接助长了次贷市场泡沫的形成。

正是基于以上原因，美国的赤字财政政策非但起不到控制风险的作用

用，反而成为经济中的不稳定因素，对次贷危机的爆发难辞其咎。

问题讨论

(1) 相机抉择的财政政策真的能熨平经济周期吗？为什么？

(2) 案例中的政策是不是总需求管理政策？

理论提示

(1) 总需求管理政策。

(2) 财政政策工具。

(3) 财政政策的实施方式：赤字财政政策；自动稳定器；相机抉择；边际税率。

16.2 中国的公开市场操作：中国人民银行的逆回购

案例内容

2012年8月21日，中国人民银行发布公告称，当日以利率招标方式开展了1500亿元7天期逆回购和700亿元14天期逆回购操作，中标利率分别为3.40%、3.60%，其中7天期逆回购中标利率较上周小幅攀升5个基点。央行有意加大逆回购操作力度，在稳定流动性的同时，促进资金面维持相对平衡状态。

央行数据显示，2012年8月20—26日，一周内有1200亿元的逆回购到期，减去票据及正回购到期330亿元，则公开市场净回笼量为870亿元。由于8月21日央行展开了共计2200亿元的逆回购操作，由此公开市场提前实现资金净投放。

案例分析

本案例中的逆回购是与正回购相对应的，两者都是公开市场操作的具体形式。

从2011年央行重启逆回购以来，特别是2012年央行频繁的逆回购操作引起社会的普遍关注。那么，什么是逆回购呢？逆回购作为一种货币政策工具，与正回购相对应，要回答刚才提出的问题，我们要从正回购入手。正回购是指一方以一定规模债券做抵押融入资金，并承诺在日后再购回所抵押债券的交易行为，是央行经常使用的公开市场操作手段之一。在操作中，通常是央行以手中所持有的债券做抵押向金融机构融入资金，并

承诺到期再买回债券并付出一定利息。央行利用正回购操作可以达到从市场回笼资金的效果。较央行票据，正回购减少了运作成本，同时锁定资金效果较强。与发行央行票据一样，正回购也是回笼货币的一种手段。

逆回购是指央行向一级交易商购买有价证券，并约定在未来特定日期将有价证券卖给一级交易商的交易行为。逆回购为央行向市场上投放流动性的操作，逆回购到期则为央行从市场收回流动性的操作。简单地说，就是中央银行主动借出资金，获取债券质押的交易就称为逆回购交易，此时投资者就是接受债券质押、借出资金的融出方。逆回购的目的主要是向市场释放流动性，同时可以获得回购的利息收入。逆回购在操作上是央行把钱借给商业银行，商业银行把债券质押给央行，到期的时候，商业银行还钱，债券回到商业银行账户上。央行的逆回购期限包括7天、14天和28天期三个品种，操作以7天居多，每周到期再滚动操作。

自2012年6月底以来，央行采取滚动发行逆回购的方式来缓解资金面压力，替代降低存款准备金率来保持市场流动性。到10月底，央行共进行了30390亿元逆回购操作，以7天期的逆回购操作居多，9月份后开始进行了28天期的逆回购。央行根据不同时点银行体系流动性供求余缺变化情况开展逆回购，较好发挥了公开市场操作的预调和微调作用。

中央银行频繁的逆回购操作表明，随着国内外经济金融形势的变化，逆回购已成央行常态化操作的货币政策调控工具，近期更成为流动性管理“工具库”的首选，而下调准备金率的货币工具使用正变得相对谨慎。央行发布的2012年第二季度货币政策执行报告中明确提出：下一阶段“运用逆回购、正回购、央行票据、存款准备金率等各种流动性管理工具组合，灵活调节银行体系流动性，引导市场利率平稳运行”。中央银行之所以使用逆回购操作，而没有下调存款准备金率，是因为逆回购时间灵活、见效较快、数量可控、期限可选、力度可掌、操作可逆，能更好地满足当前货币操作的微调特点，在调节季节性或短期因素引发的银行体系流动性紧张方面具有较明显的作用，其灵活可逆的优势，是准备金工具不可比拟的。同时，通过使存款准备金率处于高位，可以限制货币供应量扩张，推动经济转型。

问题讨论

(1) 什么是逆回购？

(2) 回购、逆回购作为货币政策工具，与存款准备金率相比有哪些优点？

理论提示

(1) 公开市场操作。

(2) 回购。

(3) 逆回购。

(4) 存款准备金。

(5) 利率市场化。

16.3 相机抉择还是按规则行事？美联储主席沃尔克的不可能任务

案例内容

是按照既定的规则去执行政策，还是随着经济形势的变化做出政策调整？这一直是宏观经济学争论的焦点，至今未有定论。前者将政府对宏观经济的干预方式制度化，根据既定的规则制定政策，可以说是无为而治；后者赋予经济活动的管理者如中央银行以自由裁量权，是一个能动性很强的政策。在20世纪70年代，美国执行的是凯恩斯主义的政策，采取了相机抉择的货币政策；1979年，在卡特总统提名下，沃尔克就任新一届美联储主席，他采取了按规则行事的政策。

20世纪70年代，美国经济一片混乱。60年代的扩张性政策带来通货膨胀持续到了70年代，时任总统尼克松采取了冻结工资与物价的政策，美联储也采取了紧缩性的货币政策，但是并不奏效。1973年美国遭遇石油危机引起的供给方面的不利冲击，通货膨胀升至10%。为此美国采取了紧缩性的货币政策，尽管此举在一定程度上阻碍了物价进一步攀升，可是紧缩性货币政策与油价上涨共同又带来了1975年的衰退。要命的是，人们形成了通货膨胀预期。1979年沃尔克就任新一届美联储主席，宣布采取严厉措施反通胀。由于人们的通货膨胀预期，此举政策在降低通货膨胀的同时，将失业率推至第二次世界大战以来的最高水平。到1987年，

高失业率加上油价下跌，通货膨胀率从10%降至3%；此时，由于人们认识到了沃尔克的紧缩政策的持续性，形成了新的预期，失业率也降至6.2%。

美国在20世纪70—80年代的通货膨胀率与失业率见表16.1。

表 16.1 美国 20 世纪 70—80 年代的

失业率和通货膨胀率（近似）

单位：%

年份	1971	1973	1975	1977	1979	1981	1983	1985	1987
失业率	5.9	4.9	8.5	7.1	5.8	7.6	9.5	7.2	6.2
通货膨胀率	5.0	5.8	9.4	6.2	8.2	9.3	6.1	3.1	2.8

数据来源：美国商务部和劳工部。

案例分析

20 世纪 70 年代，美国经历了布雷顿森林金融体系解体和多次石油危机，在经济上出现滞胀。当时的宏观经济学受凯恩斯学说——新古典综合学派主导，这个理论也主导着美国的经济决策部门，如美联储。由于不了解滞胀的根源是在供给方面，美联储的操作手段是通过总需求管理以期达到解决通货膨胀和失业问题的目的。看到了病症，却诊断错了病因，药方当然也就有问题，结果就陷入循环之中：失业上升，就增加货币供给，这样又带来更高的通货膨胀率；通货膨胀加速，就减少货币供给，然而货币供给的减少又导致总需求减少，企业订单减少，于是失业又卷土重来。

沃尔克上任时的美国经济正受到通货膨胀的煎熬，他采取了按规则行事的政策，持续控制货币量来压缩通货膨胀空间。他相信货币是中性的，因而总供给曲线最终会是垂直的，菲利普斯曲线终归也是垂直的。因此，上任伊始，沃尔克就宣称：我要反通胀了，不达目的誓不罢休。随即他开始着手紧缩货币。可是，经历了 20 世纪 70 年代美联储反复频繁进行货币供给调整以进行总需求管理的美国民众并不买账。在他们看来，美联储又来了一个不守信的人，只要通货紧缩招致失业率上升，他一定会再扩展货币，从而通货膨胀死灰复燃。因此，他们都没有下调通货膨胀预期，而正是因为没有下调通货膨胀预期，他们也不愿意单方面降低价格，于是货币量就显得不够维持经济运行，这样订单减少，企业减产裁员，最后货币紧

缩的负效应也开始显现——失业率急剧飙升。

但是沃尔克坚守承诺，不为所动，继续控制货币供给。这样做最终取得公众的信任：沃尔克的行为方式与前任不同，他是说话算话的。公众开始调低通胀预期，企业慢慢调低商品价格涨幅，工会愿意接受货币工资的低增长率。于是订单回来了，工作岗位回来了，在通货膨胀率下降的同时，失业率也下降了。

要指出的是，到底是沃尔克正确还是前任正确，是不能简单得出结论的。前任相信供给曲线是倾斜的，调节总需求可以改变产量和就业，在短期内，这是对的，事实上在沃尔克的政策操作中已经得到应验。沃尔克相信供给曲线是垂直的，总需求变化只影响名义变量，不影响实际变量，这在长期是对的，短期则是错的——事实上他的政策在短期的负面作用极大。

还要指出的是，预期和协调也影响着沃尔克反通胀政策的成效。如果公众信任沃尔克，就应该马上调低价格，或者调低价格上涨速度，以适应紧缩后的货币供应。如果这样的话，即使在短期，紧缩货币的政策在降低通货膨胀率的同时，不会提高失业率，是没有负面作用的。当然，这还取决于企业和工会能够彼此信任和相互协调——大家一致降价和降薪。

最后要指出的是相机抉择还是按规则行事，主要体现在货币政策的争论上，与财政政策没有太大联系。这是因为，货币政策在短期内就可以改变或不改变，而财政政策的变化无论是减税还是刺激开支，都需要经历很长时间的国会讨论。因此，只有在对巨大的根本面的经济波动时，财政政策是否需要改变、是否需要突破以前的做法的争论才会凸显出来，针对较为短期的频繁经济波动，财政政策根本就动不起来，货币政策才存在着要维持规则还是顺应时势的问题。

在货币政策上，你可以指定各种规则。例如，弗里德曼认为货币稳定至关重要，因此主张货币政策必须始终保持货币供给以确定的增长率增加。也有认为应该将目标定位为让名义 GDP 按既定的速度增长，一旦这个目标被偏离，就调节货币供应来修正。还存在着将物价稳定作为目标的，宣布将保持通货膨胀率在某一个（通常是较低的）水平上，并动用货币政策来实施。这些都是货币政策的规则，因为它们都是预先宣布要推

行的，而实际的货币政策措施是据此规则展开的。

问题讨论

(1) 什么是相机抉择？什么是按规则行事？你认为哪一种政策更好？中国采取的是哪一种政策？

(2) 相机抉择与按规则行事各自的理论依据是什么？

(3) 按规则行事的成效是否受到人们预期的影响？

理论提示

(1) 相机抉择的货币政策与按规则行事的货币政策。

(2) 理性预期的原理。

(3) 菲利普斯曲线。

(4) 宏观经济是否可以自我维持充分就业均衡。

16.4 收入指数化政策：三次保值储蓄

案例内容

自新中国成立后，已经有三次保值储蓄开办与停办了。

第一次保值储蓄的开办与停办

新中国成立后，面临着长期战争留下来的创伤，在经济方面可以说是百废待兴，国民党政府留下来的高通货膨胀率成为新中国发展经济的障碍。为了治理过高的通货膨胀率、稳定民心、发展经济，经党和政府的高层领导者批准，中国人民银行于1950年1月7日发出通知：要求定额储蓄不分在城市或农村一律推行保本保值储蓄。

其具体做法如下：

(1) 存入时，按当日注明的折实单位牌价将存款折算为实物（白布、大米、煤炭等）。存满15天以后支取的，或按原存货币或按折实计算，由储户任选；存入时间不足15天的，按原存货币付给储户。

(2) 存入时间不满7天者，概不计息；存满7天不满一个月的，按活期储蓄计息；存满10天以上者，每10天为一计息期，不满10天的零头天数不计息。

(3) 按折实支取时，按支取日牌价，不论存期长短，一律按月息一分计息。

保本保值储蓄，顾名思义就是保证存入的存款不因存款期间的通货膨胀而贬值。这次保值储蓄的特点是采取了折实储蓄的形式，既简便易行，又能切实让储户感受到保值储蓄的好处，用一句老百姓的话来说就是“看得见，摸得到”。

实行保本保值储蓄后，又加上其他的措施，通货膨胀得到了明显的治理，对稳定经济、稳定金融秩序起到了良好的作用。大约在1952年6月份，中国人民银行停止了办理保本保值储蓄业务。

第二次保值储蓄的开办和停办

1987年，通货膨胀率开始迅速上升，到1988年上半年已经出现了全国范围的抢购风潮，一时间全国日用商品市场上全面吃紧。为了维护金融秩序，稳定经济形势，经国务院批准，中国人民银行于1988年9月6日发布公告宣布：自1988年9月10日起，对3年、5年、8年期的人民币定期储蓄（整存整取、存本取息、华侨人民币）存款实行保值。

其具体做法如下：

(1) 对3年、5年、8年期的人民币定期储蓄（整存整取、存本取息、华侨人民币）存款实行保值，对3年期以下的存款不实行保值。

(2) 保值储蓄到期支取时，除按正常利率计息外，还要按到期当月公布的保值贴补率给予补贴。

(3) 保值贴补率跟随物价浮动，如果保值贴补率为零，仍按原定存款的利率计息。

这次保值储蓄的关键在于保值贴补率的计算上。为了科学、准确地计算保值贴补率，由国家统计局提供“全国社会商品零售及服务项目价格总指数”，人民银行则根据每月的指数和存款利率计算保值贴补率。具体的计算方法和计算公式比较复杂，在此就不详细介绍了，但一个总的原则就是：把存款期间（严格来说应该是存款的保值期内）的物价上涨程度与同期的存款利率进行比较，如果物价上涨超过了同期的利率水平，保值贴补率就大于零；反之，保值贴补率就小于零。

经过一段时间的治理整顿，过高的通货膨胀率开始下降，到1990年6月份，保值贴补率降到了零以下。从此以后，保值贴补率连续18个月为零，因此中国人民银行于1991年1月27日发布公告宣布：自1991年

12月1日起，停止办理新的保值储蓄业务，但对在此以前已经存入的3年、5年、8年期的人民币定期储蓄（整存整取、存本取息、华侨人民币）存款仍然给予保值。

第三次保值储蓄的开办和停办

第二次保值储蓄停办后不久，经济发展又重新趋热，自1992年下半年开始，新一轮通货膨胀又起来了。到1993年6月份，通货膨胀率已经达到了较高的水平。鉴于停办保值储蓄时间还不长，是重新开办保值储蓄，还是采用适当提高利率的措施，在银行内部和政府有关部门之间出现了争论。最后经国务院批准，中国人民银行于1993年7月1日发出通知，决定自7月1日起，在当年第二次调整利率的基础上，重新开办人民币长期储蓄存款保值业务。其具体方法基本上沿用了1988年开办保值储蓄时的做法，这里就不再赘述了。这次重新开办保值储蓄后，并没有立即出现保值贴补率大于零的现象，而是一直到了1994年的4月份贴补率才大于零。其后，随着一系列治理通货膨胀措施的实施，1995年的通货膨胀率终于降到了年初制定的15%的目标以内，1996年第一季度出现了保值贴补率大幅下降的局面。为此，经国务院决定，中国人民银行于1996年3月31日发布公告宣布：自1996年4月1日起，停止办理新的保值储蓄业务。

至此，保值储蓄经过了三起三落，暂告一个段落。

案例分析

收入指数化是指使各种名义收入，如工资、利息等，部分或全部地与物价指数相联系，自动随物价指数的升降而升降。通常，这种联系及调整被以法律或合同的形式加以制度化和自动化，比如说，政府规定工人工资的增长率等于通货膨胀率加上经济增长率。收入指数化可以是百分之百指数化，即工资按物价上升的比例增长，也可以是部分指数化，即工资上涨的比例仅为物价上升的一个部分。

20世纪80年代末和90年代初，我国所实施的对居民储蓄予以保值补贴的措施，是一种特殊的收入指数化政策。而典型的收入指数化政策是实施工资指数化，即将货币工资与价格水平相挂钩，实现物价工资联动，货币工资随价格上升而增加，从而使货币工资的增长全部或部分地弥补因价格上涨引起的购买力损失。20世纪70年代以来，美国等发达国家以及

巴西、智利等发展中国家都相继实施过工资指数化政策，使得工资合同中的“生活费用调整”规定得以贯彻，减弱因通货膨胀引起的收入分配扭曲，避免基于通货膨胀预期引起的不确定性，客观上起到了维持长期工资合同的优势与平衡劳资双方之间利益的作用。

收入指数化能趋向于减少与通货膨胀相关的不公平以及带有争议性的收入和财富的再分配，借以抵消或缓解物价波动对个人收入水平的影响。但是，收入指数化政策在消除收入的不公平分配方面的作用是有限的：一方面因为收入的调整往往滞后于物价的实际上升；另一方面因为并不是所有的合同中都有指数化条款。更为重要的是，指数化强化了工资和物价交替上升的机制，容易导致工资和物价螺旋式的上升。因此，指数化也只是一一种消极地对付通货膨胀的政策。

问题讨论

- (1) 应对通货膨胀的措施有哪些？
- (2) 收入指数化政策是用来反通货膨胀的吗？

理论提示

- (1) 通货膨胀的再分配效应。
- (2) 收入指数化政策。