

货币政策和财政政策对总需求的影响

在第十一讲中，我们已经探讨了总需求和总供给（AD-AS）模型如何描绘宏观经济的动态。理解这一模型后，我们将进一步探索两种关键的经济政策工具：货币政策和财政政策。它们是政府和中央银行用来影响国家经济状况的主要手段。本讲将详细介绍这些政策如何通过影响总需求来实现它们的经济目标，包括控制通胀、刺激经济增长或是应对经济衰退。

货币政策通过调整利率和控制货币供应量来影响经济活动，而财政政策则通过变动政府支出和税收来发挥作用。在下面的内容中，我们将详细分析这些政策对总需求的具体影响机制，以及它们在不同经济环境下的适用性和潜在结果。通过对这些政策工具的深入理解，我们可以更好地把握经济政策在全球和国内经济中的角色和重要性。

第一节 货币政策

一、央行货币政策发挥作用的两种方式

央行货币政策主要通过**改变货币供应量**和**调整基准利率**两种方式发挥作用，这两者是相辅相成的。传统上，央行通过公开市场操作（如买卖政府债券）来增加或减少经济中的货币供应量。增加货币供应量通常会降低利率，刺激借贷和投资，反之亦然。这种操作直接影响银行体系中的基础货币量（即银行准备金和流通中的现金）。近年来，许多央行，特别是在发达经济体中，更倾向于使用基准利率（如美国的联邦基金利率）作为主要的货币政策工具。通过调整这一关键利率，央行就能够影响经济中的广泛利率水平，包括银行贷款利率和储蓄利率，进而影响消费和投资。在实际操作中，央行通常会结合这两种工具来达成其政策目标。

中国和美国的央行在运用货币政策工具上各有侧重，受到各自经济结构和金融体系的影响。中国人民银行传统上更多地依赖于**调整货币供应量**作为其主要货币政策目标。中国的金融体系和市场较为集中，这使得直接调控货币供应量成为一种有效的政策手段。美联储则更倾向于使用**基准利率**来影响经济，特别是通过调整联邦基金利率。美国金融市场的深度和广度使得利率调整成为一种非常有效的工具。

拓展阅读 12.1

宏观审慎政策（macro-prudential policy）这一概念在 2007-2008 年全球金融危机之后获得了广泛关注。金融危机暴露了仅依赖传统的微观审慎监管措施（聚焦单一金融机构

的安全与健康）和货币政策（调控货币供应和利率以控制通胀和刺激经济增长）是不足以维护金融系统整体稳定性的。宏观审慎政策的核心目的是减少金融系统的系统性风险和防止金融市场失衡对经济造成广泛影响。

宏观审慎政策涵盖了一系列政策和监管工具，旨在监控和减轻金融系统中的系统性风险。这些工具包括但不限于资本和流动性要求、杠杆比率限制、贷款与价值比率上限等。宏观审慎政策与宏观审慎监管密切相关，后者更专注于具体的监管规则和措施。

宏观审慎政策不是传统意义的货币政策，但与货币政策有着紧密的联系。货币政策主要通过调整货币供应量和利率来影响国家的经济活动（如通胀和就业），而宏观审慎政策则通过限制贷款、调整资本充足率要求等措施来减轻整个金融系统的风险。尽管它们的主要目标不同，但两者在实践中常常需要协调一致，以达成整体经济和金融稳定。在经济过热或资产价格泡沫期间，宏观审慎政策可以为货币政策提供支持，通过施加更严格的资本要求或其他限制来冷却信贷增长。

在新冠疫情期间和之后，多国央行和金融监管机构加强了宏观审慎政策的运用，以应对经济衰退带来的潜在风险。例如，欧洲中央银行加大了对银行资本状况的监控，以确保银行能够在面对潜在的信贷损失时保持充足的资本。在美国，联邦储备系统在疫情期间放宽了某些宏观审慎监管措施（比如降低银行的资本要求），但同时加强了对银行流动性和资本状况的监管，以确保银行系统的稳定性不受威胁。

我们在第八讲的第三节已经详细介绍了央行的货币政策工具，强调了管住货币供应量的三种方式——公开市场操作、法定准备金率和基准利率。事实上，这三者都改变了商业银行的准备金。比如，当央行卖出国库券时，这实际上就是抽走商业银行的准备金。央行对商业银行的“再贴现”，即对商业银行的贷款，本质也是对商业银行准备金的操控。若央行提高“再贴现率”，则是增加了商业银行准备金的获取难度和条件，因此商业银行可能会增加超额准备金持有，从而降低了准备金的增长速度，最后的结果就是货币供应量被收紧。准备金作为“高能货币”，会通过货币乘数影响到全社会的货币供应量。因此，从本质上来讲，央行改变货币供应量一般就是通过影响商业银行的准备金来实现的。

二、货币政策对经济产生影响的关键变量——利率

无论央行是通过什么方式让货币政策发挥作用，在市场经济条件下，货币政策最终是想要对总需求产生影响，而其中的关键是市场利率水平的变化。从总需求的结构来说，我们有内需（ $C + I + G$ ）和外需（ NX ）两个部分，而前者是主要的。这里， C 、 I 和 NX 都受到利率的影响。

投资受利率的影响可能比较好理解，我们也在第五讲详细介绍过——投资需求是利率的减函数。

消费为什么受利率的影响呢？首先，消费需求中包含耐用品消费，如汽车，而利率下降会导致车贷更“划算”，那么人们自然会多买车。其次，利率下降也降低房贷，虽然房子不是消费而是投资，但会带动家具、汽车等相关消费。再次，利率下降可以提高人们的预期未来可支配收入（因为未来需要还的贷款减少）和总财富

（如人们手中的债券等资产涨价带来的财富增加），而这正是刺激消费的因素，故消费需求也是利率的减函数。

净出口如何受到利率影响呢？我们在第十讲已经讨论过，利差会导致资本国际流动，从而引起汇率变动。当利率下降时，本币流出，使得外汇市场中本币的供给增大（外币的需求增大），从而使第二种名义汇率下降（第一种名义汇率上升），本币贬值。这就提高了本国产品的国际竞争力，从而增大了净出口。看来，外需也是利率的减函数。

总的来说，总需求会因利率的下降而提高，因利率的上升而降低。

三、短期货币市场的均衡通过利率调整实现

既然利率是货币政策对经济产生影响的的关键变量，那么政府只改变利率而不改变货币供应量可以吗？事实上，答案是否定的。如果政府只改变利率，而维持原本货币供应量，那么这个利率也是无法持久维系下去的，因为它不是均衡利率。政府改变利率的同时，也要改变货币供应量，或者说利率的改变很大程度上就是依赖于货币供应量的改变。

为了说明这一点，我们需要讨论短期货币市场实现均衡的机制。我们在第九讲中已经讨论了长期货币市场均衡的机制——通过物价（和币值）来调整。那么，在短期货币市场中，利率如何像物价那样调整来使货币市场趋向均衡呢？

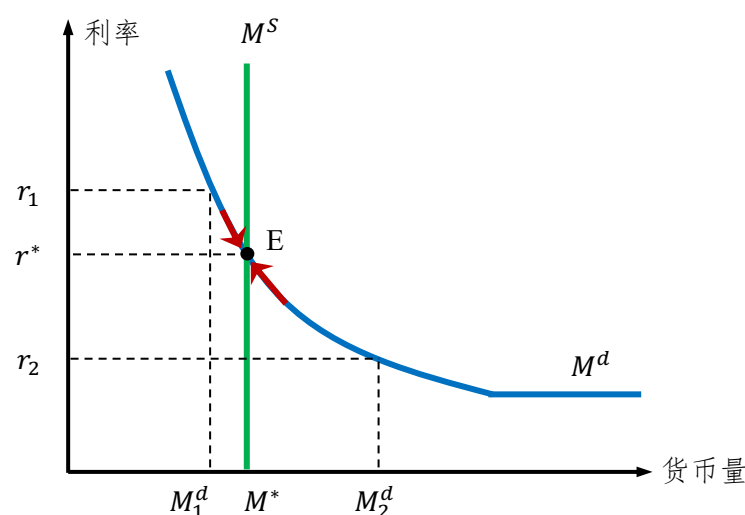


图 12.1：利率调节使短期货币市场趋向均衡

在图 12.1 中，若当前货币市场利率是 r_1 ，多余货币 $(M^* - M_1^d)$ 会引起个人资产持有方式或资产组合（portfolio）的调整。若个人将多余的货币用于购买债券，这会引起债券价格的上升，这意味着债券利率下降；若将多余的货币存为定期，也会使定期的利率下降。若当前货币市场利率是 r_2 ，超额需求 $(M_2^d - M^*)$ 则使人们卖掉证券或减少定期存款（转为活期），导致利率上升。

这个市场调整机制告诉我们，央行的货币政策对利率和货币供应量的影响应该是联动的，而不是单一地影响某一方面，这样才能（在短期）维持其经济影响。

四、货币政策与 AD 曲线

总需求曲线上的某个点总是可以与货币市场上的某个均衡相对应。在第二小节中，我们知道 AD 会因利率的下降而提高，因利率的上升而降低。然而，这是在 AD 曲线上滑动还是 AD 曲线的位移呢？为了弄清楚这个问题，我们讨论两个方面的关系。

第一个关系是：若给定货币供应量，不同物价水平对应不同名义货币需求。从图 12.2 的右边出发，物价上升，则导致名义货币需求上升，进而导致利率上升。反过来，从图 12.2 的左边出发，对于不同利率水平，我们也能在 AD 线上找到对应的价格-产量组合。当利率因较低的货币需求而更低时，总需求量越大，这意味着物价水平也是越低的。关于 (M^*, r^*) 与 (Y, P) 之间的相互对应是否是“一一对应”，学界还尚无定论，但总之是有这样的相关关系。

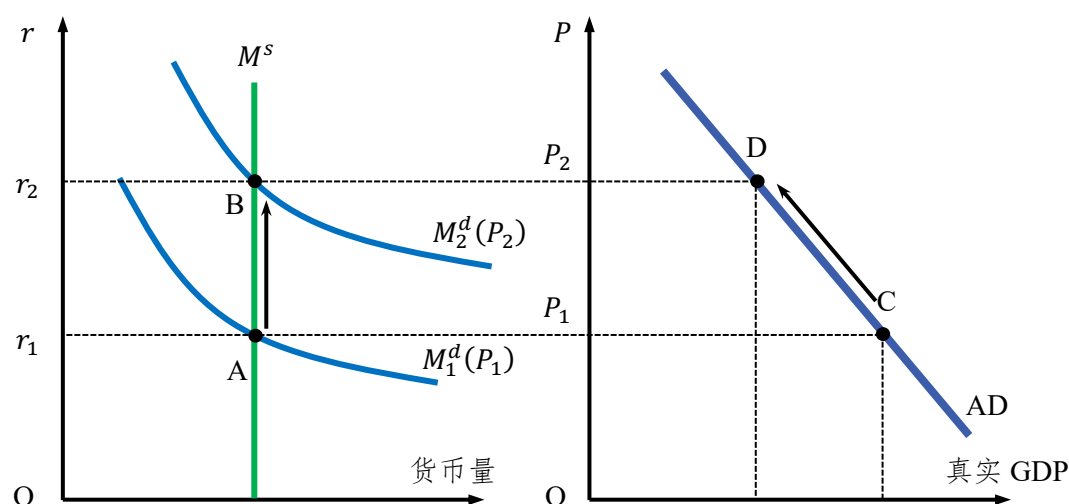


图 12.2：AD 曲线上的点与短期货币市场均衡的对应

第二个关系是：若给定货币需求，不同货币供应量对应不同总需求。图 12.3 绘制出了这一关系。货币需求函数不变往往意味着物价水平不变，我们不妨把这个给定的物价水平记为 \bar{P} ，其对应的货币需求为 $M^d(\bar{P})$ 。这时，更高的货币供应量引起利率下降，进而引起（给定物价水平下的）总需求增加，从而使得 AD 曲线向右移动。

在上述两个关系中，我们再次看到利率作为关键变量让货币市场发生的变化在实体经济中产生了影响。我们在图 12.2 和 12.3 中隐去了图 12.1 中画出的“流动性陷阱”，即利率的水平区间。通常情况下，这个水平区间往往对应较低的名义利率或零利率。如果名义利率下降到零，货币政策还能怎么办呢？

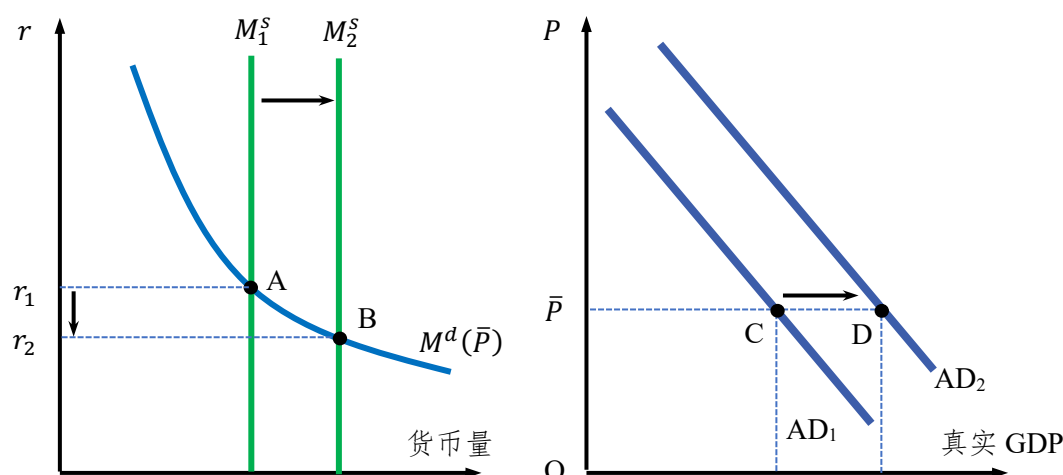


图 12.3：货币供应量变化引起 AD 曲线移动

五、流动性陷阱下的“量化宽松”政策

传统的观点认为，当流动性陷阱发生时，继续增大货币供应量已经无法再降低利率了。既然利率无法降低，货币对总需求的影响也是几乎没有的了。然而，**量化宽松**（Quantitative Easing, QE）颠覆了人们的这一传统认知。

量化宽松政策是一种非传统的货币政策工具，通常是在传统货币政策（如降低短期利率）已经达到其限制（例如接近零利率或处于零利率）时中央银行所采用的货币政策。QE 的主要目的是通过增加货币供应来刺激经济，尤其是在面对低通胀和低增长的经济环境中。

量化宽松的具体概念并没有一个单一的发明者。虽然 QE 在 2008 年后才在全球范围内被广泛认知，但日本在 1990 年代末至 2000 年代初期的经济困境中早已开始采用类似的政策。当时，日本央行面对长期的通货紧缩和经济停滞开始实施零利率政策后，又通过增加银行准备金来尝试刺激经济。尽管其具体措施与后来的 QE 在操作细节上有所不同，但在本质上属于相同的政策系列。

2008 年全球金融危机爆发后，美联储在本·伯南克（Ben Bernanke）的领导下开始实施 QE 政策。伯南克不仅因其在经济大萧条期间的学术研究而对货币政策有深刻见解，还因其在危机时期的政策创新而被称赞。美联储通过大规模购买政府债券和抵押贷款支持证券来增加金融系统的流动性，试图稳定金融市场，刺激经济复苏。

为什么在利率接近零时再加大货币供应量，还能刺激总需求回升呢？我们主要有两点解释。

第一，通胀预期。这实际上是曼昆等人的解释，认为央行通过公开市场的资产购买，可以向市场传递对未来通胀上升的预期，从而激励消费和投资以避免资金被通胀侵蚀。我们知道， $i \approx r + \pi^e$ ，其中 π^e 就是通胀预期。当名义利率 i 为 0 时，就有真实利率 $r \approx -\pi^e$ ，也就是负的真实利率。这个解释的核心是，通胀预期并不是一成不变的，而是可以被央行（通过量化宽松）影响的。

第二，中央银行通过购买长期的政府债券和其他金融资产（如企业债、抵押贷款支持证券等）来实施量化宽松政策，这些购买行为通常在金融市场上进行，可以直接影响长期利率，降低借贷成本，提高资产价格。资产购买增加了商业银行的准备金，理论上这会激励银行增加贷款给家庭和企业，从而刺激经济活动。通过增加对长期债券的需求，量化宽松有助于降低长期债券的收益率，从而降低社会整体融资成本。通过公开市场的资产购买，中央银行可以向市场传递对未来通胀上升的预期，从而激励消费和投资以避免资金被通胀侵蚀。这实际上是伯南克等人的解释，其核心是：虽然短期利率已经接近零，但长期利率还时高于零，还可以继续降低。长期利率的降低可以刺激私人部门增加长期资产、按揭贷款项目、企业长期项目的投资。总之，总需求还是可以被刺激的。

这种新凯恩斯主义的观点，使得经济学家在“流动性陷阱”的面前依旧勇敢地增加货币供应量，并让这种量化宽松成为了目前受追捧的货币政策，尤其是在应对重大经济衰退和危机时期（如 2008 年全球金融危机和 2020 年的新冠疫情危机）。然而，量化宽松政策是一个复杂的工具，其长期影响和潜在副作用，如资产泡沫、收入和财富不均等问题，仍在学术和政策制定领域引起广泛讨论。

拓展阅读 12.2

在应对长期的经济停滞和通货紧缩问题时，日本除了实施量化宽松政策外，还采取了一系列其他非传统的货币政策措施。这些政策旨在刺激经济增长、提高价格水平，并尝试打破长期的通货紧缩循环。以下是一些重要的非传统政策措施的介绍：

负利率政策。这里是指名义利率为负。日本银行在 2016 年引入了负利率政策，这是一种极端的货币政策工具，旨在进一步降低短期利率。在这一政策下，日本银行对存放在中央银行的部分超额准备金征收负利率，实际上是对银行存款进行“罚息”。这一措施的目的是鼓励银行增加贷款和减少在央行的存款，以促进更多的经济活动和投资。

控制收益率曲线（yield curve control, YCC）。这是日本银行在 2016 年采取的另一项创新措施。该政策的核心是通过市场操作控制 10 年期国债的收益率目标在大约 0% 左右。这是通过无限量购买或出售国债来实现的，目的是确保长期利率的稳定，从而降低企业和政府的借贷成本，刺激经济增长。

2024 年 3 月 19 日，日本央行宣布将基准利率从 -0.1% 上调至 0-0.1%，为 2007 年以来首次加息，长达 8 年的负利率时代宣告终结。与此同时，日本央行结束 YCC 框架，声明中不再提及引导长期利率至 0% 左右的 YCC，并取消对日股 ETF 和 REITS（不动产信托投资基金）的购买计划。

六、货币政策是否应该刺破“金融泡沫”

我们在第六讲讨论了资产泡沫，而这里重点谈谈其中的金融资产泡沫或者金融市场泡沫，简称“金融泡沫”。泡沫的特征是过度投机、价格脱离基本价值和市场狂热。对于金融泡沫，具体而言，银行和其他金融机构在泡沫期间往往放宽借贷标准，提供更多信贷，这进一步加剧了资产价格的上涨；从个人投资者到大型金融机构，广泛参与到推高资产价格的活动中的。

泡沫的形成往往是多种因素的结果，包括低利率、过度流动性、市场参与者的非理性狂热、政策环境等。泡沫的破裂通常是由于市场突然转向，资本开始流出，价格急剧下跌，引发连锁反应，如违约、金融机构倒闭、经济衰退等。金融泡沫的破裂通常会对整个经济产生重大影响，包括金融危机和经济衰退。

要讨论货币政策是否应该刺破金融泡沫，我们就要了解货币政策的两大流派，俗称“窄派”和“宽派”。窄派的理论基础主要来自米尔顿·弗里德曼的研究，他是现代货币主义（monetarism）的代表人物。窄派认为，货币供应量的变化是影响国家经济，特别是物价水平变化的主要因素。他们强调稳定的货币增长政策，认为央行的主要职责是控制通货膨胀，通过管理货币供应量来维持价格稳定。欧洲央行有一批经济学家都十分推崇这个观点。宽派的理论基础来自凯恩斯的《通论》以及后续凯恩斯主义经济学的发展。宽派认为，在许多情况下，特别是经济衰退期间，单靠私人部门的市场力量不能有效地实现充分就业和经济稳定，政府必须通过积极的货币政策和财政政策来调节经济。与窄派反对使用货币政策追求短期的就业目标不同的是，宽派认为货币政策目标应该是“三位一体”的，也即要稳定物价、稳定经济增长和就业以及稳定金融体系。宽派的推崇者包括美联储前主席伯南克。

尽管窄派和宽派在理论和政策建议上存在显著差异，但现代经济政策常见的是这两种理论的某种程度上的结合。在实际操作中，许多中央银行和政府采取了灵活的政策组合，旨在利用这两种学派的优点来应对复杂多变的经济环境。

拓展阅读 12.3

在经济政策，特别是货币政策的讨论中，我们经常会听到“鹰派”（Hawkish）和“鸽派”（Dovish）这两个术语。这两个词描述的是政策制定者对于利率政策和通胀控制的不同态度和偏好。

鹰派的特点是关注通胀和支持高利率。鹰派政策制定者通常非常关注通胀的控制。他们倾向于认为通胀是经济中的主要威胁，必须通过较紧缩的货币政策来防止其升高；他们倾向于支持较高的利率以抑制过热的经济增长和潜在的通胀压力。他们认为，通过提高借贷成本可以减少消费和投资，从而控制价格水平。

鸽派的特点则是关注就业和增长以及支持低利率。鸽派政策制定者通常更关注促进就业和经济增长，而不是单纯地抑制通胀——他们倾向于认为低利率可以帮助刺激经济活动（如企业和个人的借贷、消费和投资）。

在实际的经济政策制定中，一个政策制定者可以在不同的时间表现出鹰派或鸽派的特征，这取决于当时的经济环境和面临的挑战。中央银行通常需要在控制通胀和促进经济增长之间找到适当的平衡，这通常涉及到鹰派和鸽派观点的交织应用。

按照宽派的主张，货币政策当然应关注金融市场。但这并不意味着要用货币政策“刺破”金融泡沫——因为一旦金融泡沫破了，引发了经济危机，金融体系就很难保持稳定了。当然，不乏有经济学家支持“硬着陆”（即挑破金融泡沫，通过引发一场危机来消除泡沫）而不是“软着陆”（有节制地适当调控，渐渐让资产价格的涨势回落）。中国还是比较支持后者的。

我们可以将对待金融泡沫的态度大致总结为以下四种：

第一，**等待和收拾烂摊子的方式（mopping up approach）**：央行不在金融泡沫形成期间采取行动去预防或减缓泡沫的增长，而是选择在泡沫破裂后再介入，通过政策措施“清理”或“收拾”经济混乱的后果。这种策略基于的是对金融市场泡沫难以准确预测和识别的认识，以及对主动干预可能带来的负面后果的担忧。比如，格林斯潘在执掌美联储的时候，并未对“互联网泡沫”采取提高利率的政策，而是观望和等待泡沫破灭。果不其然，2000年后，互联网泡沫不久就破灭了，于是美联储出来降息救市，刺激总需求，也刺激股市。2001-2005年，美联储一直实施低水平目标利率政策。这种方式曾经一度被认为是非常成功的。

第二，**预防性政策干预（preventive policy intervention）**：与上一种方式相对，这种策略倾向于在泡沫还未完全形成或刚开始形成时就采取行动，目标是通过早期识别潜在的风险并采取措施来阻止泡沫的进一步扩大。比如，央行可以加强对金融机构的监管，限制高风险贷款和投资行为；还可以使用宏观审慎工具，如设置更高的资本充足率要求，引入贷款与价值比和债务收入比限制等。近年来，加拿大特别是多伦多和温哥华的房地产市场价格急剧上涨，引发了泡沫的担忧。为了抑制这种趋势，加拿大政府和地方政府采取了一系列措施，包括对外国买家征收额外的房产税、限制短期炒卖，并且加强了对抵押贷款的审查，如提高压力测试的标准，确保借款人能在更高利率下还款。

第三，**逐步调整政策（gradual policy adjustment）**：这种策略强调时间点维度之外需要考虑的政策实施维度，旨在逐步调整政策，以减轻对市场的直接冲击，即央行应该通过逐步调整利率或逐步引入监管措施，给市场足够的时间去适应政策的变化。对于利率调整，央行应该逐渐调整利率而不是突然大幅度调整，以避免市场过度反应；对于监管改革，应该逐步引入新的监管措施，给金融机构和市场参与者时间适应新的监管环境。在2021-2022年期间，面对加速的通胀压力，美联储开始逐步调整其货币政策立场。从保持零利率和大规模的资产购买转变为逐步提高利率和缩减资产负债表。这种政策的调整是渐进的，旨在向市场传达逐步紧缩的信号，以避免引发市场的急剧波动。

第四，**沟通和前瞻性指引（communication and forward guidance）**：通过明确的沟通策略和前瞻性指引，央行可以影响市场参与者的预期，从而间接地调控市场行为。具体来说，央行可以发布政策前瞻性指引，明确未来可能采取的政策措施，以影响市场预期和行为；定期发布金融稳定报告，通过定期评估和报告金融系统的稳定性，提高市场透明度，帮助市场参与者做出更合理的决策。应对新冠疫情引发的经济冲击，欧洲央行通过前瞻性指引加强了其政策的预测性和透明性，明确表示将在必要时扩大和延长紧急购债计划，以确保信贷条件宽松和经济复苏的持续性。这种沟通策略帮助稳定了市场预期，减少了金融市场的不确定性。

不同国家和地区应该根据自身经济和金融环境的特点，选择并实施适合的策略来应对和管理金融泡沫及其可能带来的风险。面对金融市场的潜在风险，特别是影子银行和高杠杆的金融产品，中国采取了一系列综合措施来防控金融泡沫和风险。这包括加强金融监管，限制高风险金融产品和活动，同时通过货币政策和财政政策

来平衡经济增长和风险控制。中国对金融机构的监管加强，尤其是对那些过度依赖短期资金的机构进行了严格限制。这一系列的综合措施，这体现了中国对上述多种方式的综合运用。

拓展阅读 12.4

自 2016 年以来，一系列关于金融行业“去杠杆”“防控风险”举措、政策相继颁布实施。2016 年 10 月 10 日，国务院公布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，提出“去杠杆”的七种主要途径。¹那么，当我们在谈论去杠杆（de-leveraging）时，到底在说什么呢？

我们首先介绍**宏观杠杆率**（macro leverage ratio），它其实就是债务率：居民、企业和政府三大部门的债务和 GDP 的比值。

$$\text{杠杆率} = \frac{\text{经济总负债}}{\text{名义 GDP}} \times 100 \quad (12.1)$$

根据中国国家金融与发展实验室（National Institution for Finance & Development）的数据，2024 年 12 月，我国实体经济部门的杠杆率达到 290.6，达到历史高位（如图 12.4 所示）。其中，非金融企业部门贡献了实体经济部门杠杆率的 58%左右。

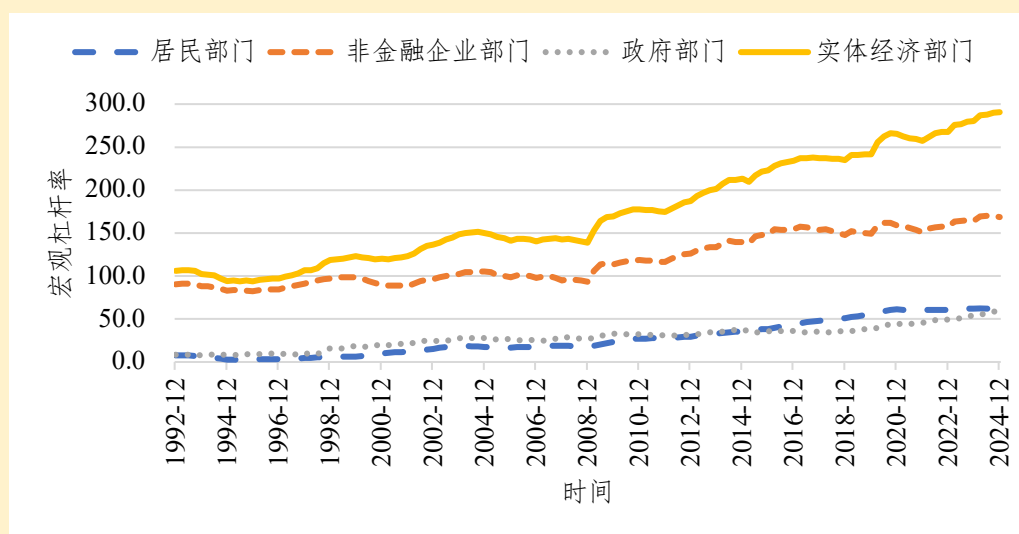


图 12.4：中国宏观杠杆率的变动趋势（1992-2024）

注：数据来源于国家资产负债表研究中心（Center for National Balance Sheets）的国家金融与发展实验室（<http://114.115.232.154:8080/>），访问于 2025 年 5 月 19 日（2004 年以前数据曾在 2024 年 4 月 26 日发布，最新只公布 2005 年以后数据）；笔者根据数据绘制此图。

我们之所以把这个比率称为“杠杆”，是因为其能通过较小的启动资金，通过信贷方式放大投资结果。比如，你发现一个投资项目稳赚 10%，但你手里只有 1000 块钱，若使用“杠杆”的话，你可以借来 9000 块钱，并将 10000 块钱投入这个项目获得 1000 元的收益，这就相当于你的收益率放大了 10 倍，达到了 100%（因为你用 1000 元的本金就

¹ 详情请见：https://www.gov.cn/xinwen/2016-10/10/content_5116973.htm。

获得了 1000 元的收益）。然后，你再把 9000 块钱还回去，手中 11000 元还剩 2000 元。当然，这个“杠杆”可能也要收你一点费用，但显然你的收益率是被放大了。然而，当项目出现亏损的时候，你的损失也放大了，这是非常可怕的事情，可能将你的本金全部吞没并还让你背负很高的债务。

当经济过热时，企业的投资生产、居民的消费热情均比较高涨，常常伴随着杠杆率的提升，而杠杆率的提升也使得经济和金融的脆弱性上升；当杠杆过高时，局部的违约事件容易引发起连锁的违约效应，造成大量的企业倒闭、资产价格大跌、银行挤兑破产等严重经济后果，形成经济或者金融危机。

中国对金融行业去杠杆的主要原因是为了减少系统性风险，保持金融市场的稳定，以及促进经济的可持续发展。首先，中国金融行业特别是影子银行系统近年来增长迅速，存在的杠杆过高可能导致资产价格泡沫，增加金融系统崩溃的风险。其次，通过去杠杆，促使经济从过度依赖债务驱动的高速增长模式转向更加依靠内生增长的模式，提高经济增长的质量。再次，去杠杆可以加强对金融市场特别是非银行金融机构的监管，提高金融市场的透明度和效率。

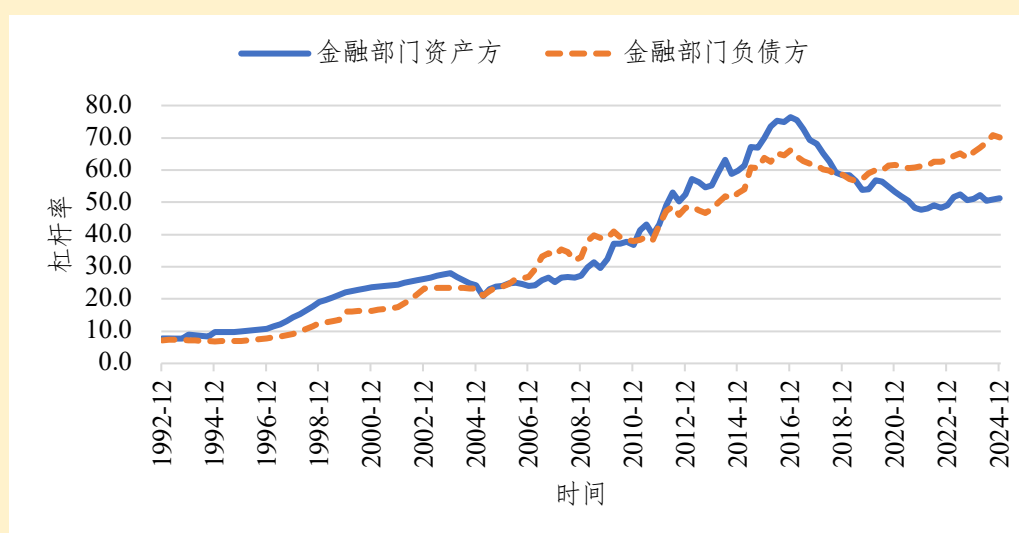


图 12.5：中国金融杠杆率的变动趋势（1992-2024）

注：数据来源于国家资产负债表研究中心（Center for National Balance Sheets）的国家金融与发展实验室（<http://114.115.232.154:8080/>），访问于 2025 年 5 月 19 日（2004 年以前数据曾在 2024 年 4 月 26 日发布，最新只公布 2005 年以后数据）；笔者根据数据绘制此图。

从图 12.5 中可以看到，自 2016 年以来（直到 22 年），我国金融部门的杠杆率是在不断下降的，虽然近几年又有所回升（尤其是负债方）。即使中国政府积极推行去杠杆政策，但从图 12.4 中我们看到宏观杠杆率依然呈现上升趋势。这是为什么呢？首先，在经济增速放缓的背景下，政府和企业可能依赖借新债还旧债的方式来维持流动性，推迟债务问题的解决。其次，对经济下行压力，中国政府不时通过财政刺激措施来支持经济，这往往伴随着新的借贷，尤其是在基础设施和房地产领域。再次，新冠疫情导致经济活动大幅下降，政府为了刺激经济恢复，不得不增加财政支出和银行信贷，从而推高了杠杆率。另外，中国经济的某些结构性问题，如高债务的地方政府和国有企业，处理起来需要更长的时间和更复杂的政策组合，单纯的去杠杆措施难以立竿见影。

七、泰勒规则与盯住通胀

泰勒规则（Taylor Rule）是一种货币政策准则，1993年由经济学家约翰·泰勒（John Taylor, 1946-）提出²，旨在为中央银行设定和调整适当的短期利率水平。泰勒规则提供了一个具体的框架，根据经济中的通胀率和产出缺口（即实际产出与潜在产出之差）来调整名义利率。他提出这个规则是为了帮助政策制定者决定何时以及如何调整政策利率，以实现价格稳定和经济增长的双重目标。泰勒规则是在观察美联储系统在1970年代和1980年代的政策行为基础上提出的，他认为，如果能有一种方法量化货币政策的调整，那么政策制定的效率和透明度将大大提高。

克鲁格曼等的教材给出了一个被广泛引用的泰勒规则的例子，这是旧金山联邦储备银行的经济学家估算出来的。这些经济学家发现，1988-2008年美联储的行为可以通过以下泰勒规则很好地总结：

$$\text{联邦基金利率} = 2.07 + 1.28 \times \text{通胀率} - 1.95 \times \text{失业率缺口} \quad (12.2)$$

我们在第七讲介绍奥肯定律的时候已经涉及到了失业率缺口的概念，其实就是实际失业率 u 减去自然失业率 \bar{u} （所以就是周期性失业率）。这里使用失业率缺口而不是产出缺口，主要是因为两者非常高的相关性和失业数据可获得性³。然而，在计算通胀率时，他们是基于去除了食品和能源的消费者价格（这又是我们第三讲提到过的核心CPI的概念）。

事实上，最原始的泰勒规则可以被抽象为如下数学公式：

$$i_t = \pi_t + r_t^* + \alpha_\pi \times (\pi_t - \pi_t^*) + \alpha_y \times (y_t - \bar{y}_t) \quad (12.3)$$

在公式（12.3）中， i_t 是目标短期名义政策利率（如美国的联邦基金利率）， π_t 是用GDP平减指数衡量的通胀率， π_t^* 是通胀目标（理想的通胀率）， r_t^* 是假设的真实均衡利率（长期的自然利率）， y_t 是真实GDP的自然对数，而 \bar{y}_t 是潜在产出的自然对数。当产出缺口较小时，存在近似关系 $y_t - \bar{y}_t = \ln(Y_t/\bar{Y}_t) \approx Y_t/\bar{Y}_t - 1$ 。泰勒规则的吸引力在于它提供了一种相对简单明了的方法，指导中央银行如何根据

² Taylor, J. B. (1993, December). Discretion versus policy rules in practice. In Carnegie-Rochester conference series on public policy (Vol. 39, pp. 195-214). North-Holland.

³ 这里使用失业率缺口主要出于四点考虑。第一，理论基础。奥肯定律描述了失业率与产出之间的反向关系。根据这一定律，失业率的增加与GDP产出的减少之间存在着一定的比例关系。因此，失业率缺口就可以作为产出缺口的一个代理变量来使用，特别是在评估经济活动与其潜力之间的偏差时。第二，易衡量和数据的透明性和公信力。相对于产出缺口，失业率缺口通常更容易测量。产出缺口的计算依赖于对潜在产出的估计，这是一个复杂且具有挑战性的过程，而失业率的数据通常更直接、更频繁地被更新和发布。失业率作为一个单一的指标，其数据通常被认为具有较高的透明度和公信力，因为它通过标准化的调查方法得出的。第三，政策沟通和理解。对于公众和一些政策制定者来说，失业率是一个直观的指标，它直接关系到经济状况对普通公民的影响。使用失业率缺口可能会使泰勒规则更容易被理解和接受，从而增强政策的透明度和有效性。第四，精细调整的灵活性。在某些情况下，劳动市场的紧张或松弛可能不完全与GDP增长的快慢相对应。在这种情况下，直接使用失业率缺口可能更能准确地反映劳动市场的真实状况，从而为制定更精确的货币政策提供依据。

经济状况调整利率。它强调了通胀和产出（就业）稳定的重要性，并为这两个方面的变化提供了系统的响应。泰勒规则还可以根据不同国家的经济环境和政策偏好进行调整，使其更具灵活性和适应性。

尽管泰勒规则广受欢迎，但它也面临着一些批评：

- 信息滞后：泰勒规则依赖的经济数据（如 GDP 和通胀率）通常有滞后性，这可能导致利率调整不够及时。
- 过于简化：泰勒规则可能无法充分考虑到所有影响经济的因素，如金融市场的动荡、国际影响或非传统的经济危机。
- 政策自由度：严格遵循泰勒规则可能限制了政策制定者的灵活性，尤其是在经济快速变化或出现非常规情况时。

图 12.6 比较了泰勒规则预测的联邦基金利率与实际的联邦基金利率。我们可以看到，1985-2008 年底，美联储的决策与这一特定泰勒规则的预测相当接近。2008 年之后发生了什么？

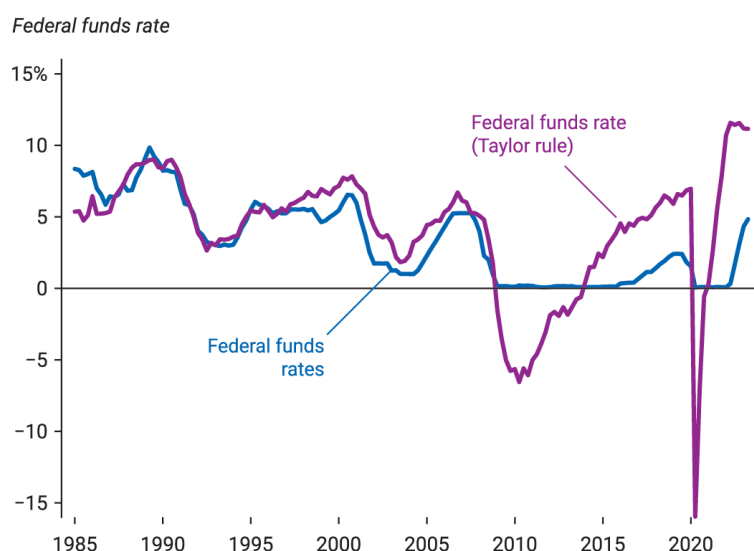


图 12.6：泰勒规则利率和实际的美国联邦基金利率

注：该图选取自 Krugman 和 Wells（2024）的宏观单行本《Macroeconomics》（第七版）第 15 章的图 9。数据来源于美国劳工局、国会预算办公室和圣路易斯联邦储备银行。

正如图 12.6 所示，2008 年以后，由于失业率极高且通胀低迷，与 1985-2008 年相同的泰勒规则要求的政策利率远远低于零，但是这是一个难以实现且问题重重的目标。简单来说，负利率的问题在于，人们永远可以有持有货币（零利率）这一个备选方案，因此何必受到负利率的影响呢？当然，日本和瑞士都用亲身实践证明了即使有小幅度的负利率，人们持有货币的意愿也不是无穷大的——因为持有货币是有成本的（比如安全成本）。

2012 年以前，美联储并未明确承诺实现特定的通胀率。然而，在 2012 年 1 月，美联储宣布将其政策设定为维持每年大约 2% 的通胀率。通过这一声明，美联储也

加入了其他一些设定明确通胀目标的中央银行行列。因此，他们不是使用泰勒规则制定货币政策，而是公布希望实现的通胀率——通胀目标，并设定政策以试图达到该目标。这种设定货币政策的方法被称为**通胀目标制**（inflation targeting），俗称“盯住通胀”，涉及到中央银行公布其试图实现的通胀率，并设定政策以试图达到该目标。新西兰央行是第一个采用通胀目标制的国家，它规定了通胀目标的范围为1-3%。我国每年的《政府工作报告》中也都会提出当年的物价调控目标。例如，2020年的通胀目标为3.5%，2021-2024年的通胀目标均为3%。2021年以来，中国实际的通胀表现远低于政府的调控目标，反映出中国经济的总体表现略弱于预期。

两种货币政策制定方式的重要区别之一是，通胀目标值是**前瞻性的**（forward-looking），根据未来通胀预测来行事；泰勒规则是**滞后的**（backward-looking），根据过去的通胀来调整政策。当然，没有一种货币政策工具能够完美适应所有经济情况。通胀目标制和泰勒规则各有优势，央行往往需要根据自身国家的特定状况和挑战来选择最适合的政策工具组合。在实际操作中，许多中央银行实际上同时使用这两种方法的元素，以实现更有效的政策调节和经济稳定。

第二节 财政政策

在深入了解货币政策如何通过调整货币供给和利率来影响经济的运行后，我们现在将视角转向另一个关键的总需求管理工具——财政政策。它涉及政府如何通过其支出和税收来直接影响经济活动、分配资源，并实现宏观经济的稳定与增长。在接下来的部分中，我们将探讨财政政策的各种形式，包括政府支出、税收政策以及债务管理，以及这些措施如何影响总需求。财政政策古已有之，但是，将财政政策与宏观总需求联系起来，使之成为应对经济周期、减缓经济波动的冲击、实现经济稳定增长的工具，这是20世纪30年代凯恩斯主义革命的成果。

一、财政政策与AD曲线

根据第三讲的循环流量图，我们看到政府对经济产生影响的直接渠道无非就是三条：政府购买支出（G）、税收（T）和转移支付（TR）。G和TR是政府向宏观经济注入资金，而T是政府从宏观经济吸收资金。

我们在第二讲也对T进行了详细的介绍了。从宏观的角度来看，我们可以把总税额T表示为平均税率t和总收入Y的乘积：

$$T = t \times Y \quad (12.4)$$

因此，抽象地讲，财政政策本质上就是通过G、TR和T（或税率t）来影响总需求。无论是在哪个国家，改变G、TR和T（或t）都需要经过一套严格的立法、审议程序，并不是政府官员可以随意决定的。在美国，需要经过议会投票表决；在中国，也需要人民代表大会的表决。

表 12.1 总结了 AD 曲线在不同（抽象）财政政策类型下的位移情况。我们可以把导致 AD 曲线右移（即总需求增加）的政策称为**扩张性财政政策**（expansionary fiscal policy），而导致 AD 曲线左移（即总需求减少）的政策称为**紧缩性财政政策**（contractionary fiscal policy）。扩张性财政政策的目标是填补“紧缩缺口”，而紧缩性财政政策的目标则是消除“通胀缺口”。

表 12.1：财政政策与 AD 曲线位移的情况

政策类型	导致 AD 曲线左移的情况	导致 AD 曲线右移的情况
G	政府支出减少	政府支出增加
T	税收增加	税收减少
t	税率增加	税率减少
TR	转移支付减少	转移支付增加

二、国家财政主要支出项目

我们在第二讲介绍了中国财政收入的内容，在这里我们再介绍一下财政支出。以国家（包括中央和地方）财政为例，图 12.7 展示了中国 2023 年国家财政支出的主要项目和花费情况。

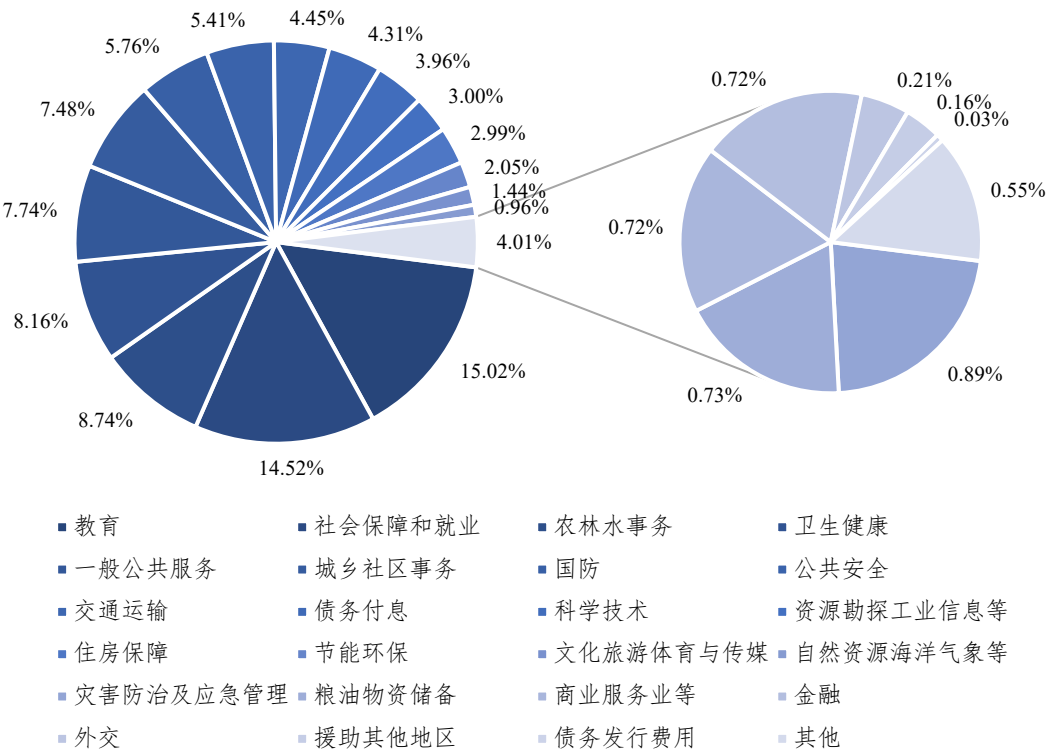


图 12.7：2023 年中国国家一般公共预算主要支出项目

注：数据来源于 2024 年《中国统计年鉴》，笔者根据原始数据计算百分比绘制此图。

可以看出，教育支出（41248.29 亿元）在一般公共预算支出中占比最高，达到 15.02%；国防（15805.08 亿元）和公共安全（14870.12 亿元）支出的占比也是比较突出的，分别达到 5.76% 和 5.41%。美国的 G 中占比最高的是教育和国防，从这个角度来看，中美是比较一致的。另外，我们发现社会保障和就业、卫生健康等项目在国家财政支出中的占比也比较高，而这些项目体现的是 TR，而它们也是美国 TR 中占比较高的项目。值得一提的是，债务付息（11832.84 亿元）也是国家财政之中不小的一笔支出，占到所有支出的 4.31%。而美国 2023 年的付息支出高达 9.71%⁴，从这个角度来看，我国政府的借债成本还是相对低一些。

三、预算盈余与政府债务

货币政策中的货币或利率本身不是 AD 的一部分，但财政政策中的 G、T 和 TR 都直接是 AD 的一部分。比如，G 直接是 AD 的一个组成部分，而 T 和 TR 则影响个人可支配收入，进而影响消费（更一般地，还有投资）。

我们在第三讲的公式（3.4）中已经提到了**预算赤字**（budget deficit）的概念，就是政府的支出减去收入。

我们在这里定义**预算盈余**（budget surplus），这在克鲁格曼等的教材中叫**预算余额**（budget balance）或**政府储蓄**（government savings）：

$$BS = T - G - TR \quad (12.5)$$

当 $BS > 0$ 时，我们就说政府有预算盈余，此时的财政政策偏向于紧缩性政策；当 $BS < 0$ 时，财政政策偏向于扩张性的、积极的政策，我们说政府有预算赤字；当 $BS = 0$ 时，我们就说预算收支平衡，此时财政政策是比较“中性”的。注意，这里的 BS 是流量而不是存量。⁵这种判断政府的财政政策是紧缩性还是扩张性的方式被克鲁格曼等称为是简单粗暴的（quick-and-dirty）。为什么简单粗暴呢？有两点：

- 首先，两个对预算盈余影响相同的财政政策可能产生不同的效应，比如 G 对 GDP 的影响更直接，因此比 T 的间接影响效应更大，即使 $T = G$ 。我们下面会具体展开介绍这个情况。
- 其次， BS 往往是经济波动的结果，而不是原因。比如，T 就取决于人们的总收入。

我们再介绍一个新概念，叫做**周期调整性预算赤字**（cyclically adjusted budget deficit），有时也被称为**充分就业预算赤字**或**结构性预算赤字**（structural budget deficit）。它的计算是根据对经济在其产出和就业自然率（即潜在产出和充分就业情况下）运行时政府支出与税收收入的估算而作出的。周期调整性预算赤字是一个有用的衡量指标，因为它只反映政策的变动，而不反映经济周期当前阶段的影响。

⁴ 2024 年攀升至 11.87%，具体可参见：https://www.usaspending.gov/explorer/budget_function。

⁵ 当然，如果我们要说政府的财政政策相比于去年更紧缩还是更扩张，就需要比较两期的 BS 。当 $\Delta BS > 0$ 时，我们就说财政政策相比上一期更紧缩了；当 $\Delta BS < 0$ 时，财政政策相比上一期更扩张、更积极了。

用数学公式来表示，我们可以写成：

$$\text{结构性赤字} = -BS^* = G^* + TR^* - tY^* \quad (12.6)$$

相应地，我们可以把**周期性赤字**（cyclical budget deficit）定义为一国财政赤字中因经济周期波动而产生的部分，也即实际预算赤字与结构性预算赤字之差：

$$\text{周期性赤字} = -(BS - BS^*) = (G - G^*) + (TR - TR^*) - t(Y - Y^*) \quad (12.7)$$

不难看出：

$$\text{实际预算赤字} = -BS = \text{结构性赤字} + \text{周期性赤字} \quad (12.8)$$

在经济衰退期，往往 $Y < Y^*$ ，哪怕政府减少支出（G 和 TR），公式（12.7）也可能告诉我们周期性赤字是大于 0 的，这样实际赤字就会大于结构性赤字，也就是周期调整性预算赤字是小于实际赤字的。然而，政府在这种时期一般是不会减少 G 和 TR 的，因此实际上周期性赤字在经济衰退期往往大于 $t(Y^* - Y)$ 。

最后，我们再说一说**政府债务**（government debt）。前面谈的都是流量，这里则要谈一谈存量。赤字是一段给定时期内支出与收入的差，而债务则是在某个时点累积的总欠款（负债）。

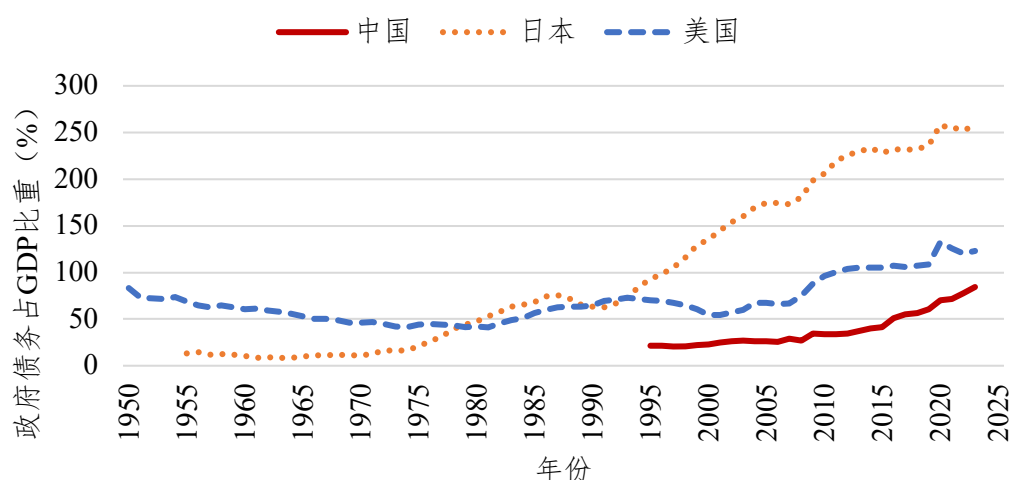


图 12.8：部分国家一般政府债务占 GDP 比重的变化趋势（1950-2023）

注：数据来源于 IMF（<https://www.imf.org/en/Data>）的 Data Mapper 产品，访问于 2025 年 5 月 19 日。笔者根据数据绘制此图。

图 12.8 是根据 IMF 数据绘制的中国、美国和日本三国 1950-2022 年（部分年份数据不可得）政府债务占 GDP 比重的时间趋势。可以看到，21 世纪以来，中国、美国和日本政府债务都是呈现出上升趋势的。从相对规模来看，我国的政府债务问题相对没有那么严重，而美国这几年已经超过了 100% 的 GDP，日本更甚，达到 250% 的 GDP 以上。

需要注意的是，上图中的债务是指**总债务**（gross debt），包括政府自身持有的政府债券（如社保基金是政府的一个机构，但社保基金也可以购买政府公债）和**净债务**（net debt）。后者指公众持有的政府债券价值与（非债券的）对政府的债权（如政府向银行借钱、向非银行机构借的信托资金等）。

债务和赤字是相联系的，因为当财政有赤字时，政府可以通过发债来融资，而赤字就变成政府新增的债务。

政府债务的持续提升给宏观经济带来了潜在风险。首先，政府要为债务支付利息：债务规模越大，支付的利息也越多。这意味着，更多的政府收入将被用于偿还债务而非投资于公共服务和基础设施建设，如教育、医疗和交通。长期而言，这可能会削弱政府在关键领域的支出能力。持续增加的债务可能会影响国内外投资者对政府财政健康的看法。这可能导致信用评级下降，增加未来借款的成本，甚至触发资本外流，对金融市场稳定构成威胁。面对这种情况，政府要么增加税收或者减少支出，要么就要借更多债。然而，这种“借新债还旧债”的方式会让政府陷入债务螺旋（debt spiral），进入一种恶性循环。最终，政府可能会违约（default），引发经济和金融动荡。其次，政府借贷可能挤出私人投资，提高利率，降低经济的长期增长率。这一点我们在第五讲的图 5.15 已经展示了。有人可能会问：政府不可以印钱还债吗？我们第九讲说过通货膨胀税和铸币税的概念，那么这实际也是政府债务持续提升会带来的问题：如果政府通过借新债来偿还旧债，特别是通过央行直接融资（被称为货币化赤字），可能会引发或加剧通胀。过多的货币供给会导致货币价值下降，从而推高价格水平。最后，这里还涉及代际公平的问题。高债务可能导致债务负担向未来世代转移，当前借款可能需要由未来的纳税人偿还，这在道德和经济上引发了世代公平的问题。

拓展阅读 12.5

上面讨论的债务都是**显性负债**（explicit liabilities），然而还有一个概念是**隐性负债**（implicit liabilities）。它是指政府未来可能需要承担的财务义务——这些义务尚未在其统计数据中明确列出。它们未必通过法律形式具有强制性，但由于政策承诺、公众期望或其他责任原因，政府可能在未来需要为此支付成本。

隐性负债常见的类型包括如下几种：

- **养老金和退休福利**：政府对公务员及其他雇员的退休福利承诺是典型的例子。这些通常基于长期的雇佣合同和劳动法规，随着时间推移积累而成，但其实际支付通常会延至未来数十年。
- **社会保障责任**：包括未来对公民的医疗保健、失业救济等支出承诺，这些承诺往往基于现行的社会保障制度。这些责任随着人口老龄化会显著增加。

- **环境修复和灾害恢复：**由于环境政策或自然灾害应对措施，政府可能需要承担巨额的环境修复和灾害恢复费用。这些费用在发生灾害或环境问题之前往往难以准确预测。
- **长期教育支出：**政府对教育的投资承诺，包括基础教育、高等教育以及职业培训。教育支出的增加往往是为了应对未来的经济发展需求。
- **基础设施项目：**长期的基础设施投资计划，如道路、桥梁和公共设施的建设和维护，这些通常涉及大额的资本开支，而相关的支出可能分布在多个财政年度。
- **法律和监管责任：**由于法律或监管变更导致的赔偿或补偿责任，如由政府实施的政策导致的商业损失或个人权益受损。

政府的隐性负债因其不确定性和未来性质而构成财政管理上的重大挑战。适当管理这些负债是确保政府财政持续稳定的关键，需要通过综合的预算管理、风险评估和政策规划来实现。

四、财政政策的乘数效应

我们在第十一讲第一节对支出乘数效应进行了一个非正式的介绍，其原理其实和第八讲的货币乘数是类似的。这里，我们还可以考察财政政策的乘数效应。

我们在公式（12.5）下方说了，G 对 GDP 的影响更直接，因此比同规模的 T 的间接影响效应更大。这里，我们就用数学推导具体看一看是怎么回事。

首先，我们先看一看 G 的乘数效应。我们考虑政府起初增加了 $\Delta G > 0$ 的支出，那么这意味着经济中的收入最初也增加了 $\Delta Y_1 = \Delta G > 0$ 。为了简化讨论，我们考虑固定的“一次性总付税”T 不随 Y 变化。根据边际消费倾向的定义，收入增加 ΔG 就会导致支出进一步增加 $\Delta G \times MPC$ ，而支出增加又会导致经济中的收入等量增加，而收入增加又会继续导致支出增加……这个无穷级数等比数列求和可以总结为：

$$\Delta Y = \Delta G + \Delta G \times MPC + \Delta G \times MPC^2 + \dots = \Delta G \times \frac{1}{1 - MPC} \quad (12.9)$$

不难看出，G 的乘数 $\frac{\Delta Y}{\Delta G} = \frac{1}{1 - MPC}$ ，这和总支出自主变化的乘数是一致的。如果 MPC 等于 0.5，那么这个乘数就是 2。MPC 越高，乘数效应越大。值得一提的是，在这个分析中，我们假设投资支出不随收入变化。如果假设存在大于 0 的边际投资倾向，那么我们将出现“投资加速器”效应，这里就不展开描述了，道理类似，也是无穷级数等比数列求和问题。

其次，TR 的乘数效应是多少呢？

TR 的影响就没有那么直接了。它是通过提高人们的收入来产生支出，因此其最初并未产生 TR 的效应，而是 $\Delta TR \times MPC$ 的效应。这就与 G 不同，G 在最开始的增加时就计入总支出一次。TR 的问题在于，它发到人们手上之后，人们不会立即将它全部花完。

那么，我们可以把 TR 的无穷级数等比数列求和可以总结为：

$$\Delta Y = \Delta TR \times MPC + \Delta TR \times MPC^2 + \dots = \Delta TR \times \frac{MPC}{1 - MPC} \quad (12.10)$$

不难看出，TR 的乘数 $\frac{\Delta Y}{\Delta TR} = \frac{MPC}{1 - MPC} < \frac{\Delta Y}{\Delta G}$ ，因此等量的 G 能产生的直接影响比 TR 产生的间接影响要大。

然后，我们再说一说 T 的乘数效应。这里，扩张性政策应该是减税，我们依然讨论最简化的情况：一次性总付税减少 $-\Delta T > 0$ 。T 的影响同样是间接的。最初 $-\Delta T$ 导致支出的增加是 $-\Delta T \times MPC$ ，我们把 T 的无穷级数等比数列求和总结为：

$$\Delta Y = -\Delta T \times MPC + (-\Delta T) \times MPC^2 + \dots = -\Delta T \times \frac{MPC}{1 - MPC} \quad (12.11)$$

T 的乘数 $\frac{\Delta Y}{-\Delta T} = \frac{MPC}{1 - MPC} = \frac{\Delta Y}{\Delta TR} < \frac{\Delta Y}{\Delta G}$ 。这就解释了上面公式（12.5）下方所说的，预算收支平衡也不一定不是扩张性的财政政策。

如果我们令 $T = \bar{t} \times Y$ 随着收入的增加而增加，那么财政的支出乘数会变小。为什么呢？因为政府起初增加了 $\Delta G > 0$ 的支出让经济中的收入最初也增加了 $\Delta Y_1 = \Delta G > 0$ ，而这些新增收入是要额外交 $\bar{t} \times \Delta Y_1$ 的税的，所以实际上可支配收入（税后收入）只提高了 $(1 - \bar{t}) \times \Delta G$ ，因此支出只是进一步增加 $(1 - \bar{t}) \times \Delta G \times MPC$ ，那么我们可以总结新的求和公式：

$$\begin{aligned} \Delta Y &= \Delta G + (1 - \bar{t}) \times \Delta G \times MPC + (1 - \bar{t})^2 \times \Delta G \times MPC^2 + \dots \\ &= \Delta G \times \frac{1}{1 - MPC(1 - \bar{t})} \end{aligned} \quad (12.12)$$

只要 $\bar{t} > 0$ ， $MPC(1 - \bar{t}) < MPC$ ，因此 $1 - MPC(1 - \bar{t}) > 1 - MPC$ ，故而乘数下降。最极端的情况是 $\bar{t} = 1$ ，那么政府支出就只有一次性的拉动作用了。

五、财政扩张真的能起作用吗？

我们需要针对下面三个论点进行讨论：

- 政府支出总是挤出私人花费。
- 政府借贷总是挤出私人投资。
- 政府预算赤字会导致私人花费减少。

我们先说结论：第一个论点是错误的，尽管它在公共辩论中经常很博人眼球；第二个论点在一些情况下是成立的，但并不是总成立；第三个论点让人深思，但是它不能反驳扩张性财政政策有用。

（一）政府支出为什么并不总是挤出私人花费？

有人说：“政府的每一元钱都是从私营部门那儿拿走的，因此任何政府支出的增加必须由私营部门支出的同等减少来抵消。”换句话说，政府每一分钱支出都会挤出或取代一分钱的私人花费。

这种说法是错误的，因为它假设经济中的资源总是被充分利用的，结果是经济中赚取的总收入总是一个固定的总和。实际上，政府支出是否挤出私人花费取决于经济的状态。特别是当经济处于衰退缺口时，经济中存在未被利用的资源，产出（因此收入）低于其潜在水平。在这些时期，扩张性财政政策使得未被利用的资源得到使用，并产生更高的支出和更高的收入。只有在经济运行于充分就业时，政府支出才会挤出私人花费。因此，认为扩张性财政政策总是挤出私人花费的观点，在原则上就是错误的。

（二）政府借贷总是挤出私人投资什么时候成立？

在第五讲中，我们讨论了政府借款使用了原本可能用于私人投资支出的资金的可能性——也就是说，它挤出了私人投资支出。那么，政府借款总是减少私人投资支出的论点有多合理呢？

与第一种说法类似，第二种说法也并非总是正确，因为挤出效应是否发生取决于经济是否处于低迷状态。如果经济不处于低迷状态，那么政府增加借款通过增加可贷资金的需求，就会提高利率并挤出私人投资支出。然而，如果经济正处于低迷状态，挤出效应就不太可能发生。当经济远低于充分就业时，财政扩张将导致收入增加，进而在任何给定的利率下增加储蓄。这更大的储蓄池允许政府借款而不推高利率。2009年的刺激政策就是一个例子：尽管政府借款水平很高，美国的利率仍保持在历史低点附近。最终，只有当经济运行在充分就业时，政府借款才会挤出私人投资支出。

（三）为什么我们不需要过分担心政府预算赤字导致私人花费减少？

在其他条件不变的情况下，扩张性财政政策会导致更大的预算赤字和更多政府债务。而较高的债务最终将需要政府提高税收来偿还。因此，根据反对扩张性财政政策的第三个论点，预计未来需要支付更高的税收来偿还今天政府债务的消费者将减少今天的消费以储蓄资金。该论点最早由 19 世纪经济学家大卫·李嘉图提出，被称为李嘉图等价（Ricardian equivalence）。这一论点常常被认为是意味着扩张性财政政策对经济没有影响，因为“有远见”的消费者将通过行为改变来抵消政府的任何扩张性尝试（也会抵消任何紧缩性财政政策）。

然而，实际上，消费者是否具有如此远见和预算条理是值得怀疑的。大多数人在获得额外现金（由财政扩张产生）时，至少会花掉其中的一部分。因此，即使是采取临时减税或向消费者转移现金的形式的财政政策，也很可能具有扩张性效应。

此外，即使在李嘉图等价的情况下，政府支出的临时增加，涉及直接购买产品和服务——比如道路建设项目——仍然会在短期内提振总支出。这是因为即使消费者预计未来税收增加而减少当前支出，他们减少的支出将在较长的时期内发生——消费者会随着时间的推移储蓄以支付未来的税单。与此同时，政府支出集中在经济需要它的近期。

因此，尽管李嘉图等价强调的效应可能会减少财政扩张的影响，但声称它使财政扩张完全无效既不符合消费者的实际行为，也不是认为政府支出增加没有影响的理由。所以，最终，这不是一个反对扩张性财政政策的有效论点。

六、自动稳定器

我们从公式（12.12）看到，比例税 \bar{t} 对乘数有一个负向的影响。经济高涨时， Y 升高， $T = \bar{t}Y$ 也升高，从而压抑消费需求，给 AD 降温；经济萧条时， Y 降低， $T = \bar{t}Y$ 也降低，从而刺激经济。

许多宏观经济学家认为，税收减少乘数效应是一件好事。在上一讲中，我们曾展示大多数（虽不是全部）经济衰退是由负向需求冲击引起的。使得税收在经济扩张时增加的同一机制，也使得税收在经济收缩时减少。由于在实际 GDP 下降时税收会减少，这些负向需求冲击的影响比在没有比例税的世界中要小——税收按比例减少实际上减轻了初始总需求下降的不利影响。

由实际 GDP 下降导致的家庭缴纳的税款减少而引起的政府税收自动减少，就像是在经济衰退时自动实施的扩张性财政政策。同样，当经济扩张时，政府会发现自己自动地采取了紧缩性财政政策——即增税。“在经济收缩时自动扩张、在经济扩张时自动紧缩”的政府支出和税收规则无需政策制定者特别做出行动，这些规则被称为**自动稳定器**（automatic stabilizer）。

除了比例税以外，失业救济金也是一个自动稳定器。为什么呢？它实际上也是反周期的政策（counter-cyclical policy）。经济高涨时，失业率降低， TR 也降低；经济萧条时， $\Delta TR > 0$ 。这样一来，这个政策也在经济收缩时自动扩张，而在经济扩张时自动紧缩。

这些自动稳定器通过在不同的经济周期阶段自动调整政府的收入和支出，有助于减少经济波动，使经济更加稳定。通过这种方式，它们在不需政策制定者立即采取行动的情况下，为经济提供了一定程度的自动调节机制。

课后思考题

- 1、解释以下各种情况如何影响货币供给、货币需求和利率。请用图像来说明你的回答。
 - a. 央行的债券交易员在公开市场操作中购买政府债券。
 - b. 信用卡的普及减少了人们持有现金的需求。
 - c. 央行降低了对准备金支付的利率。
 - d. 家庭决定持有更多现金用于节日购物。
 - e. 乐观情绪的浪潮推动了企业投资。
- 2、美联储将货币供应量扩大了 5%。
 - a. 利用流动性偏好理论，用图像模型展示这一政策对利率的影响。
 - b. 利用 AD-AS 模型，展示这一利率变化在短期内对总产出和价格水平的影响。
 - c. 经济从短期均衡过渡到新的长期均衡时，价格水平将发生什么变化？
 - d. 这种价格水平的变化将如何影响货币需求和均衡利率？
 - e. 该分析是否与“货币在短期内具有实际效应，但在长期内是中性的”这一命题相符？
- 3、考虑一个由如下式子描述的经济体：

$$\begin{aligned}Y &= C + I + G \\C &= 100 + 0.75(Y - T) \\I &= 500 - 50r \\G &= 125 \\T &= 100\end{aligned}$$

其中， Y 是GDP， C 是消费， I 是投资， G 是政府购买， T 是税收（一次性总付税）， r 是利率。如果经济处于充分就业，GDP潜在水平会达到 2000。

- a. 解释每一条式子的含义。
 - b. 这个经济体的 MPC 是多少？
 - c. 假设央行调整货币供给以维持 4%的利率，此时产出水平是多少？该水平与潜在产出水平相比如何？
 - d. 若货币政策不变，政府购买应该如何变化才能使就业达到充分水平？
 - e. 若财政政策不变，利率应该如何改变才能使就业达到充分水平？
- 4、解释以下每个事件是如何影响短期总供给曲线或总需求曲线，是两者都影响还是都不影响的。对于每个确实影响曲线的事件，请绘制一个图像来说明其对经济的影响。
 - a. 家庭决定将更大比例的收入用于储蓄。
 - b. 佛罗里达的橙园遭受了一段持续的低温冻害。
 - c. 海外工作机会增加导致许多人离开该国。

作业题

1、假设某国统计局公布了某年的如下信息：

自主税收 $T = \$50$ 百万

$G = \$70$ 百万

$X = \$60$ 百万

$M = \$20$ 百万

自主投资 $I = \$100$ 百万

支付转移（TR）为 0，家庭消费（C）和税后收入（Y-T）的关系如下：

Y-T	C
\$100 百万	\$30 百万
\$150 百万	\$70 百万
\$200 百万	\$110 百万
\$250 百万	\$150 百万

请使用凯恩斯的模型来回答如下问题：

- 该经济体该年的 MPC 是多少？自主消费又是多少？
- 请计算该经济体该年的均衡 GDP，记为 Y。绘制一张图像模型，表示均衡 GDP。在该图中，请将 Y 作为横轴，总花费（AE）作为纵轴。
- 请计算出该经济体该年均衡的私人储蓄水平，并通过计算来展示可贷资金市场也处于均衡。
- 假设使得该经济体充分就业的产出水平是 \$800,000,000。为了刺激经济，使得 GDP 达到就业充分的水平，政府需要再保持税收不变的情况下增加多少支出呢？
- 若政府不增加支出而通过减税来实现（d）的目标，应该减多少税？
- 由于贸易争端，该国的出口、进口额均降至 0。政府如果想将经济恢复至（d）的水平，并且只通过减税的方式，应该怎么做？
- 请继续（f）的情形，但此时政府希望同时提高支出和税收，使得财政赤字维持在原先的水平。请问，政府支出和税收应该增加多少？

2、假设某国统计局公布了某年的如下信息：

法定准备金率 $RRR = 0.1$

货币需求函数 $M^d = 30,000 - 50,000r$

投资函数 $I = 700 - 2,000r$

总花费 $AE = C + G + I + NX$

消费函数 $C = 3,600 + 0.2(Y-T) - 100P$

政府支出 $G = 450$

净出口 $NX = X - M = -350$

自主税收 $T = 100$

支付转移 $TR = 0$

总需求 $AD = AE = Y = C + G + I + NX$

长期总供给 $LRAS = Y^{fe} = 4,000$

短期总供给 $SRAS = Y = 600P - 1,875$

请根据如上信息，回答如下问题。

- a. 若均衡的投资水平是 620，那么均衡的利率是多少？
- b. 若货币市场出清，货币供给水平是多少？
- c. 基于上面的回答，写出 AD 的表达式。
- d. 在短期，均衡的真实 GDP 和物价水平（P）是多少？请展示计算过程，并用图像模型来表示该短期均衡。请在你的图形中包括 LRAS 线，将 P 作为纵轴，Y 为横轴。
- e. 在长期，假设政府不干预市场，均衡的 Y 和 P 是多少？试比较（d）中的短期均衡 Y 和本题的长期均衡 Y，短期的失业率与自然失业率相比如何？
- f. 假设该经济正处于短期均衡，而政府当前的目标是给经济“降温”。如果政府使用财政政策，应该减少多少政府支出以实现失业率回归“自然”？