



# 刺激政策 见效了

艾伦·S.布林德、马克·赞迪

如果没有及时和大量的政策回应，美国可能仍深陷在“大衰退”之中

自从陷入“大衰退”之后，美国经济经历了一段漫长的时期。将近两年之前，全球金融体系处于崩溃的边缘，而美国则遭受了自20世纪30年代之后最严重的经济下滑。在最严峻的时期，其GDP呈现自由落体状态，以近7%的年速率下降，每月平均有750000个人失去工作。如今，金融体系的运转已经大大接近常态，过去一年美国的实际GDP增长超过了3%，就业也开始增长，尽管速率还远远不够。

如果我们从2009年年初的角度看，这种反弹的速度是惊人的。或许美国和整个世界都不过是侥幸摆脱困境。但我们不妨换个角度看：美国之所以能以最快的速度从“大衰退”中复苏，很大程度上是因为货币和财政政策的决策者史无前例的政策回应措施。

美联储（Fed）、布什和奥巴马政府以及美国国会采用了历史上最激进且最多样化的货币和财政政策回应。尽管在其有效性和/或上述每一方的做

法是否可取这两方面仍存在争议，我们还是认为，如果决策者没有像其当初那样积极快速地采取回应的话，金融体系现在可能还处在动荡之中，经济也仍在收缩，而美国纳税人所承担的成本也将高得多。

这就是说，几乎每个政策回应都存在争议，批评者会指责它们被误用或不够有效，抑或兼而有之。这个话题之所以难有定论，是因为经济复苏的可持续性仍不明朗，可能我们还需要进一步的刺激措施。

## 政策回应

总的来说，美国政府当时意在完成两个目标：稳定受创的金融体系并消除催生中的金融衰退以及恢复经济增长。第一个任务是由金融危机（始于2007年年中，在2008年年末引发出金融恐慌）的性质决定的。在投资银行雷曼兄弟倒闭之后，流动性蒸发、信贷利差激增、股价一落千丈、一大批金融机构宣告破产。第二个任务之

所以不可或缺，是因为金融危机对实体经济极大的负面效应——雷曼倒闭后，实体经济开始以惊人的速度收缩。

为了平息金融恐慌，美联储采取了一系列超乎常规的措施。2007年年末，其创设了一种金融工具，后者最终将成为一整套新的金融便利，旨在向金融机构和市场提供流动性。美联储在2008年间极大地降低了利率，到该年年末都一直在采用零利率政策。其同样运用了大量的量化宽松措施，以降低长期利率，在2009年和2010年购买了联邦债券以及房地美和房地美的住房抵押证券。美国联邦存款保险公司提高了存款保险的限额，并为银行债务提供担保。国会于2008年10月启动了问题资产救助计划（TRAP），其中一部分被美国财政部用于向全国性银行注入急需的资金。2009年年初，财政部和美联储要求19家大型金融机构开展全面的压力测试，以确认其是否拥有足够的资本——并在需要时相应地增加。压力测试和之后的资本提升看上去重塑了银行体系的信心。

为了终结衰退并立即带来经济的复苏，美国政府出台了一系列刺激措施，包括财政（即税收和支出）方面的尝试。在2008年年初，美国的家庭收到了所得税退税支票；2009年年初，“美国复苏与再投资法案”（ARRA）获得通过；2009年年末和2010年年初，几项相对较小的刺激措施正式生效，例如用于汽车消费的“旧车换现金税收优惠”、延期至2010年中期并加以拓展的房产税信贷，以及紧急失业保险金的几次延期。合计一下，将近1万亿美元（约合GDP的7%）将用于财政刺激措施。我们并不认为2009年年中由衰退向复苏的转变是一种巧合，而是相信ARRA发挥了其最大的影响。

紧急措施还包括援助美国的房地产和汽车业。房地产的泡沫及其破裂引发了房价下滑和不良贷款激增的恶性循环，而决策者的一系列措施似乎已经终止了这一循环，这些措施包括美联储调低抵押贷款利率的行动、符合政府标准的贷款规模限额的增加、联邦住宅管理局贷款额的激增、针对购房者的一系列税收抵免，以及使用TARP资金降低抵押品赎回的风潮。尽管通用汽车（GM）和克莱斯勒最终进入了破产程序，TARP基金还是使这种过程变得相对有序——GM如今又重新上市了。

## 减少批评

在我们看来，对危机的政策回应似乎是成功的。不过政府措施的每个环节几乎都遭受了严重的

批评。美联储被指控越权实施了财政和货币政策。批评者攻击旨在终止房价下滑的措施是不合理的，他们声称缓解抵押品赎回潮的尝试不仅无效，而且对汽车业的援助既没有必要，也不公平。可能最严重的批评是针对两个最大的项目：TARP和“复苏法案”。

TARP从一开始就颇具争议。其引人侧目的7000亿美元的金额和“援助”金融机构的目标（包括某些引发金融恐慌的机构）让批评家和立法者难以接受。直到今天，许多人仍认为TARP成本高昂且已经失败。但事实上，TARP已取得了实质性的成功，帮助重塑了金融体系的稳定性，并终结了房地产和汽车市场的自由落体态势，而纳税人最终的成本将只是7000亿美元这一惊人数额的一小部分。

## 2009年年中美国由衰退转向复苏时，正是ARRA发挥了其最大的影响。

对ARRA的批评同样尖锐，这主要集中于其极高的金额、缓慢的实施过程，以及失业率的上升远高于奥巴马政府在2009年1月的预计水平这一事实。尽管我们不会对刺激措施的每个环节进行辩护，但我们认为这种批评在很大程度上是偏颇的。之所以出台规模超常的财政刺激政策是由于经济不同寻常的严重下挫，且在利率接近零时货币政策的有效性大大受限。至于实施的速度，支出由2009年年初的近乎于零上升到2009年第二季度的1000亿美元（即相应的年增速超过4000亿美元），这是短期内的重大转变（但刺激措施很快将终止，以免拖累经济增长）。

有些批评家认为，因为ARRA没有将失业率保持在8%以下，所以其遭遇了失败。但他们忽略了这样的事实：在ARRA通过之时，失业率已经高于8%了（我们后来才知道这是由于数据滞后造成的），而且大多数私人预测者还低估了下滑可能的严重程度。如果这样的预测失误有什么意义的话，那就是反映出一揽子刺激措施的规模应该更大。

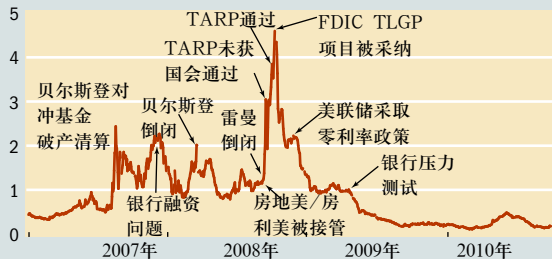
## 量化经济影响

为了对TARP和美联储的量化宽松等财政刺激和金融市场政策加以量化，我们在四种情境下运用穆迪分析模型进行模拟：

图1  
平息恐慌

在雷曼兄弟倒闭后，美国国库券和私人信贷（如LIBOR）的利差急剧扩大，这是投资者恐慌的信号。金融支持项目落后，利差减少了。

（三个月LIBOR和美国国库券收益率的差额，百分点）



资料来源：美联储；穆迪分析。

注：LIBOR是伦敦各银行间的利率，银行以该利率相互借贷；TARP是问题资产救助计划；FDIC是联邦存款保险公司；TLGP是临时流动性担保计划。

- 第一，采用所有的政策；
- 第二，采用财政刺激，但不包含金融政策；
- 第三，采用金融政策，但不包含财政刺激；
- 第四，不采用任何政策回应。

基准和在没有政策回应时的情形这两者间的差异带给了我们主要的结果：估算反衰退政策的全部影响。情境2和情境3使我们能够将总体影响分解为财政刺激的效应以及金融政策的效应。所有的模拟开始于2008年第一季度（“大衰退”的开始），结束于2012年第四季度。我们这里没有明确纳入世界其他国家采取的针对全球下滑的大量政策措施对美国经济的影响。

估算政策的经济影响是一个反事实的计量经济学操作。所估算的关于GDP、就业和其他变量的结果使用了这样一个统计表征，即美国经济基于历史关系——特别地，穆迪分析模型通常被用于预测、情境分析，以及量化财政和货币政策的影响。

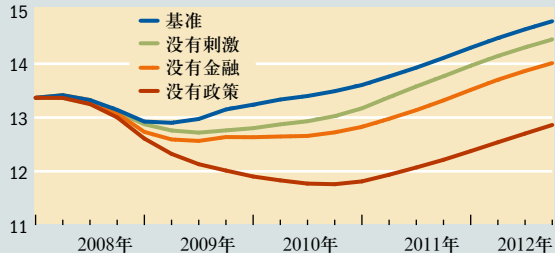
模拟财政政策的建模技术很直接，而且在过去几年中被无数的建模者使用。尽管财政刺激的规模庞大，但是这些工具中的大多数（包括减税和支出）富有争议。

但是为了针对大量的金融政策建模（其中的大多数规模空前且有悖传统），需要某种创新性，并迫使我们进行某些重要的简化假设。我们对待这些政策的基本方法是视之为减少信贷利差的途径，尤其是模型中的三种信贷利差：三个月伦敦同业拆借利率（LIBOR，银行以该利率进行相互间借贷）与三个月美国国库券的利差；固定利率抵押贷款与十年期美国国债的利差；低投资等级的公司债券和美国国债的利差。所有这些利差在危机期间升幅惊人，但金融救助政策实施后便迅速下滑（见图1）。对我们来说，关键问题是信贷利差的下降有多少是政策带来的，这里我们尝试几个不同的假设。

图2  
评判美国的政策

以GDP衡量，由于有了对大衰退的政策回应，美国的经济状况要比危机时好得多。如果没有这些政策，衰退将持续到现在。

（美国实际GDP，十亿美元）



资料来源：美国经济分析局；穆迪分析。

注：该图在四种情境下估算GDP：基准（包括刺激政策和金融支持）；没有政策（政府不采取行动）；没有金融（仅提供财政刺激）；没有刺激（只实施金融支持）。

### 模拟的结果

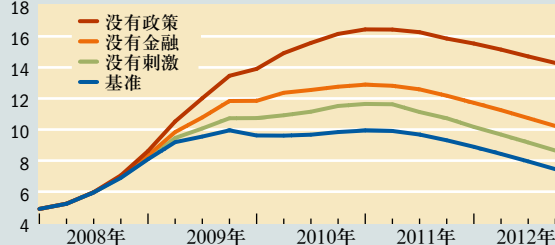
在包含所有金融和财政政策的基准情境下，一年多以前开始的经济复苏预计将持续下去。实际GDP在2009年下降了2.4%，2010年预计增加2.7%，2011年预计增加3%。2010年工作岗位的月平均增长将接近75000个，2011年预计达到175000个。失业率在2010年年底仍接近10%，但在2011年年底将接近9.5%。

在没有政策回应的情况下，衰退预计将持续到2011年。实际GDP的下滑惊人，高峰期和低谷期相差近12%——实际下降约4%。当就业率触底时，将

图3  
失业率会攀升

如果美国当局没有采取行动，失业率将上探到近17%，到2012年年末约为14%。

（失业率，百分比）



资料来源：美国经济分析局；穆迪分析。

注：该图在四种情境下估算失业数据：基准（包括刺激政策和金融支持）；没有政策（政府不采取行动）；没有金融（仅提供财政刺激）；没有刺激（只实施金融支持）。



失去约1660万的工作岗位，这约为实际值的两倍。失业率的峰值为16.5%。再结合2009—2011年价格和工资的即刻贬值，这一黑暗的情境意味着一场20世纪30年代那样的萧条。

基准情境以及没有政策回应的情境之间的差异巨大（见图2—图4）。因为有了这些政策，截至2011年，实际GDP会增加1.8万亿，增加的工作岗位近1000万个。失业率将降低约6.5个百分点。通胀率大概高出三个百分点（基本上就是2%与-1%的差额）。这就是如何避免萧条的方法。

这些惊人的效应中，有多少是源自政府为稳定金融体系所做的努力，有多少是源自财政刺激？另外两种情境便旨在回答这些问题。

我们发现，金融政策比财政政策更重要。在没有金融政策而只有财政刺激的情境中，衰退会在目前才终止。顶峰和低谷GDP相差约6%，失业将减少1200万。失业率峰值将是13%。

基准和没有金融政策回应的情境间的差异代表了我们对稳定金融体系的不同政策的联合效应的估计。差异是相当之大。到2011年，因为政策的缘故，实际GDP将高出近8000万美元（6%），而失业率将低出三个百分点。到2011年第二季度（效应最大化的时期），金融救助政策有望保留近500万个工作岗位。

在包含所有金融政策但不包含任何财政刺激的情境中，衰退于2009年第四季度结束，并于2010年年中实现缓慢增长。经济最终于2011年年初获得增长动力，但那时失业率将达到近12%的峰值。

基准情境和没有财政刺激的情境间的差异代表了我们对所有财政刺激措施的效应的估计。由于有了财政刺激措施，且其影响发挥到最大程度时，实际

GDP将比2010年高约4600亿美元（超过6%）；新增的工作超过2700万；失业率低出近1.5个百分点。

金融和财政政策的联合效应超过了两者单独实施时金融政策效应和财政政策效应的总和。这是因为这些政策彼此间相互巩固。举个简单的例子（类似的例子还有很多），通过保持利率恒定，美联储增加了财政乘数。

## 自由主义：并非解决之道

金融恐慌和随之而来的大衰退给美国和世界经济带来了巨大冲击。美国的就业人口目前仍比危机前的峰值低750万，失业率始终超过9%。美国财政状况所遭受的冲击同样让人忧虑，2009和2010财政年度的预算赤字接近1.4万亿，这种空前的赤字反映了衰退和政府对其采取多方回应的成本。

我们不难理解为何仍旧脆弱的经济和巨额的财政赤字会引发对政府回应措施的批评。没有人知道如果决策者不采取其已经采用的措施，今天的世界将是怎样的情形。我们的估算也仅仅是估算。我们也并不难发现政策回应中错误的方面。对银行业和汽车业的救助是必要的吗？房产税信贷是否为那些无论如何都要买房的人提供了免费的午餐？这样的质疑还将持续下去。

尽管这些问题（包括其他一些问题）值得认真思考，但我们认为自由主义并非解决之道。不采取回应将置经济与政府财政状况于更危险的境地。我们认为美联储主席本·伯南克的话是正确的：“我们在10月（2009年）时非常接近大萧条2.0的状态”（韦塞尔，2009年）。

尽管TARP尚未取得全面的成功，但它在稳定金融体系、终结衰退方面确实起到了作用。财政刺激措施在某些方面也存在缺陷，但若没有这些措施，经济可能仍处于衰退之中。当一切都被商定并实施之后，政策回应总体上将耗费纳税人大量的财富，但这不会像人们担心的那么多，也会少于政府放任自流所带来的损失。如果所有的政策回应会像我们估计的那样避免了另一次大萧条，那么其物有所值。■

艾伦·S·布林德（Alan S. Blinder）是普林斯顿大学经济学教授，马克·赞迪（Mark Zandi）是穆迪分析的主管。

本文基于两位作者的论文《“大衰退”如何宣告结束？》（发布于2010年7月28日撰写），见[www.dismal.com/mark-zandi/documents/End-of-Great-Recession.pdf](http://www.dismal.com/mark-zandi/documents/End-of-Great-Recession.pdf)。

参考文献：

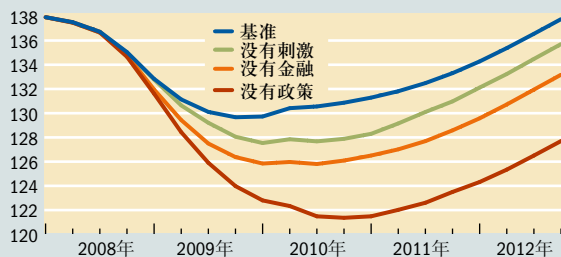
Wessel, David, 2009, "Inside Dr. Bernanke's E.R.," The Wall Street Journal, July 24.

图4

### 需要更多的就业岗位

相比于没有政策回应的条件下，大量的人员因为金融和财政措施而找到工作。

（美国非农就业人口，百万）



注：该图在四种情境下估算就业数据：基准（包括刺激政策和金融支持）；没有政策（政府不采取行动）；没有金融（仅提供财政刺激）；没有刺激（只实施金融支持）。