

# 中国经济决策应借鉴新供给主义理论

□万博兄弟资产管理公司 滕泰

多年来,在凯恩斯主义和货币派的交替下,中国经济已积累了很多深层次问题。笔者认为,中国经济决策应借鉴新供给主义的理论学说,从财富源泉的层次看到中国长期增长的潜力。在新供给主义的背景下,政府应放弃短周期管理,着眼于解决经济运行中的中长期问题,刺激新供给,创造新需求。同时,推动放松垄断、放松管制的进程,推进经济自由化、产权民营化,压缩并严格限制政府支出,尽快从结构性减税过渡到大规模减税。

## 凯恩斯主义和货币主义的缺陷

凯恩斯主义的全部理论基础都是建立在三大假设基础上,即边际报酬递减、边际消费倾向递减和货币流动性偏好。如果这些假设都正确,需求不足一定会周期性出现,因此凯恩斯主义认为政府必须阶段性通过财政政策和货币政策刺激总需求才能维持经济增长和就业。

货币主义则坚信一切通胀归根到底都是货币原因造成的,

因此只要物价指数超过他们的舒适点,他们就毫不犹豫地要求政府紧缩货币。

在以上两种思想的交替指导下,每当经济增速有所下滑,决策部门就会高举凯恩斯主义的大旗,拼命刺激“踩油门”;每当通胀有所抬头,决策部门就会举起货币主义的大旗,拼命紧缩“踩刹车”。频繁地“踩油门”和“踩刹车”会加剧经济波动,经济周期也越来越短。

在每一轮财政和货币扩张中,传统产能过剩等经济结构性问题严重,经济对政府投资、低端出口的依赖越来越强;每一轮剧烈的紧缩,都伴随着金融垄断加剧、高利贷泛滥、中小企业的大批倒闭和股市的剧烈下跌。

事实上,中国经济整体平稳增长的主要动力,不是来自于凯恩思主义的政策刺激,物价得到控制也不是货币主义的

功劳。

就增长而言,中国经济的增长动力源自中国人口本身的活力、城市化进程、资本和资源的持续投入、技术的进步和制度的改进。任何内部或外部的力量都不可能压制这种强大的内生经济增长动力。中国上世纪90年代中期以来的每一轮所谓通胀都是“食品通胀”,而食品通胀的根源在于粮食、蔬菜和猪肉的周期性供给波动。

在几百年的经济学史上,所有长期增长理论都是围绕供给层面展开,比如亚当·斯密的增长理论重点在于研究制度和社会分工的作用,熊彼特的增长理论重点在于制度和技术的创新,库兹涅兹的增长理论重点在于研究投入和产出的效率。

中国过去30多年的经济高速增长也是以上三种增长模式的综合体现。其中上世纪80年代的制度改革开启了中国经济的“斯密增长”时代,而上世纪90年代以后更多是持续的人力、资源、资本、技术投入所换来的“库兹涅茨增长”。展望未来,原有的“库兹涅兹增长”模式仍然能够延续,而且中国将进入新的“熊彼特增长阶段”,包括技术和制度的破坏性创新(Disruptive Creation)都将成为经济增长的动力。此外,通过进一步深化改革,重启“斯密增长”,更需从刺激新的有效供给着手,让一切创造财富的源泉充分涌流。

当然,重视供给、重视改革、重视释放经济增长的财富源泉,不要随意踩刹车或者油门,并不代表政府在经济上不作为。从这个角度讲,新供给主义不仅区别于新自由主义,也区别于早期供给学派或上世纪70年代美国传统供给学派。

自由主义和早期供给主义都相信“萨伊定律”——供给创造自己的需求,认为人们在向社会提供商品的过程中自然会创造出多方面的需求,在信用货币制度下,不会出现购买力不足而发生商品过剩或需求不足的问题,因此经济不需要人为干预。

美国传统供给学派代表人物是芒德尔、拉弗、万尼斯基,以及肯普、罗伯茨等人,他们认为,在供给和需求的关系上,供给居于首要的决定性的地位;决定经济长期增长潜力的是供给而非需求,产出的增长最终取决于劳动力和资本等生产要素的供给和有效利用;经济研究的首

## 让财富的源泉充分涌流

要任务应当是研究如何促进生产、增加供给。

与早期供给学派不同的是,传统供给学派并不认为经济完全不需要干预,而是认为干预的重点是在于供给方面,而非需求方面。具体地说,就是通过财政政策,强化对生产活动的刺激和支持。当然,由于供给学派认为企业家精神和自由市场是创造财富的关键因素,所以其提出的干预措施同自由主义比较接近,比如反对垄断、支持解除各种管制、主张经济的民营化和自由化。

以拉弗曲线为代表的供给学派理论重点研究了税收对经济主体的影响,认为减税特别是降低边际税率能够刺激生产增长,并且能够抑制物价上涨。他们甚至认为降低税率后政府税收长期反而会增加。为了推动减税,他们宣称无论是公共支出还是转移支付,都会效率低下,浪费资源,甚至阻碍生产。

建立在软价值论、软财富理论基础上的新供给主义,着重于从财富创造源泉的角度挖掘经济增长的长期动力。新供给主义认为,农业生态财富的源泉受制于地球表层生态环境、动植物生长规律、人们的生理需求等约束,其增长前景是有限的;工业硬财富源泉因为受到地球非生态资源和人们的需求限制,其增长前景也是有限的;只有知识产品、信息产品、金融产品为代表的软财富增长空间是无限的。

新供给主义认为,在农业生态财富和工业硬财富的领域,无视供给和需求约束,盲目扩张生产必然造成产能过剩、资源浪费、环境不可持续等问题,只有大力发展软财富,增加新产品供给,才能不断优化供给结构、创造新需求,引导经济进入供给、就业、需求、创新互相促进、不断优化的良性循环。

新供给主义还认为,传统硬财

富由于产能过剩一般不存在恶性价格上涨的可能,只有食品价格会因为供给冲击而周期性地上涨,因而,控制物价的本质手段不应该是紧缩货币,而应该是增加新供给,包括食品供给、硬财富中的新产品供给、软财富供给,这样既可以平抑物价,又可以促进经济增长,还可以推动经济结构调整,宏观政策两难矛盾彻底消除。

新供给主义主张大规模减税并优化财政开支,反对扩大低效率的财政支出,但是不支持无限度地夸大减税的效应——无论是财政支出还是减税,都应该重点支持新产业、软财富。

与传统供给学派一样,新供给学派主张破除垄断与管制,认为中国亟须进行新一轮类似上世纪90年代末期的大力度国企改革,彻底释放被僵化体制长期压抑的增长活力。而搞活国企的本质手段是产权的民营化,只有民营企业才是市场经济体系中最活跃的财富创造主体。新供给学派认为人口也是财富的源泉,这就要求政府进一步提高人口质量,促进人口流动,从控制人口数量转移到提高人口素质和劳动效率的道路上来,并主张逐步放开户籍管制。

笔者认为,此时重视新供给主义理论,使更多人从财富源泉的层次看到中国长期增长的潜力。这就要求政府放弃短周期管理,着眼于解决经济运行中的中长期问题;政府刺激新供给,创造新需求;同时,需要不遗余力地推动放松垄断、放松管制的进程,推进经济自由化、产权民营化。此外,必须尽快压缩并严格限制政府支出,尽快从结构性减税过渡到大规模减税。只要能尽快启动体制改革,让一切创造财富的源泉充分涌流,中国经济完全可以长期可持续高速增长。

# 美联储退出宽松货币政策有待产出缺口缩小

□全国社会保障基金理事会 侯方玉

2008年以来,为了应对次贷危机引发的金融危机,美联储持续下调联邦基金目标利率,于2008年12月16日将联邦基准目标利率锁定在0-0.25%区间。2009-2011年,美联储推出两次量化宽松(QE1、QE2)、一次扭曲操作(OT或MEP)、2012年10月美国推出第三次量化宽松(QE3)。有关美联储系列宽松政策所引起的后果讨论较多,一般认为,为了刺激经济,美联储大量印刷钞票,导致全球流动性泛滥,大宗商品价格上涨。本文侧重点放在美联储实施宽松政策内在机制,探讨美联储推出货币政策的传导过程、退出条件和可能的退出策略。

## 美联储以“前瞻指引”形成和引导市场预期

若认为美联储宽松货币政策就是降低利率以刺激需求,这种理解只注重宽松政策的部分后果,忽略其传导过程,可能没有理解美联储的意图。

全球几乎所有国家的央行均把“控通胀”放在首位,美联储也不例外。与其他国家的央行略有差异的是,美联储通常以调控核心通胀率(核心CPI)为主要目标,而非一般通货膨胀率(总CPI)。历史上,若核心CPI超过2%,美联储可能会上调联邦基金利率。但美联储对通胀的理解与判断并非完全依靠静态的当月或过去几个月统计数据,更侧重于对未来几个月、一年甚至更长的时期的动态预测,即取决于对未来市场通胀预期的分析。因此,有时即使核心CPI超过了2%,美联储也并不一定加息,甚至反而降息。在应对2008年金融危机过程中,美联储的表现充分体现了这一点。2008年12月,即使核心通胀率仍接近2%至1.8%,但美联储仍快速将目标基金利率下调至0-0.25%区间,显示了美联储对未来通胀预期下降、经济大幅下滑的判断。事实证

明,美联储这一决策是正确的,正是由于美联储快速将基金目标利率下调至零附近,并随后推出了系列的量化宽松政策,才使美国经济逐渐走出了金融危机的泥沼。本次金融危机始于美国,但最先走出金融危机的却是美国,很大程度上归功于美联储一系列及时的宽松货币政策。那么,美联储如何有效传导宽松政策,实现政策意图呢?

从美联储货币政策的调整过程看,无论是下调基准利率,还是实施系列的QE,其目的是通过降低利率和压低国债等债券收益率,降低私人融资成本,从而刺激消费、投资需求。但只是美联储政策的一部分,而非全部。被大众常忽略的前瞻指引,实际上更是美联储货币政策的重要内容,其对于引导市场预期达到美联储目的,意义更重大。

美联储在调整或实施QE前后,常会以会议纪要或公开讲话形式,不断地对公众进行“前瞻指引”,即形成或引导市场预期。

早在1999年,即格林斯潘任美联储主席时期,美联储就已建立了与社会公众完整的“前瞻指引”机制,其通常的做法是,美联储召开议息会议,并以会议纪要形式对外公布,纪要内容通常包括了对未来一段时期经济增长、通货膨胀和就业情况的判断,并在此基础上有意释放出是否加息还是降息,社会公众从会议纪要或是美联储主席谈话中捕捉相关信息,逐渐形成市场预期,美联储再在市场预期内顺水推舟地出台政策措施。这种经市场充分理解的货币政策,效果更佳。格林斯潘形象地称前瞻指引形成的“预期”为“羊群效应”。他说:“作为牧羊人的美联储,不能逆羊群的方向,只能顺应羊群的方向,作为一个指引。”若作为市场预期的“羊群效应”方向一旦确立,而美联储又未顺应“羊群效应”,将使市场预期出现紊乱,导致投资、消费下降,经济下滑,反映在金融市场上,股票市场波动剧烈,甚至出现

暴跌,这不是美联储本意。

在本次应对金融危机中,由于美联储已将联邦基金利率降至0利率区间,目标利率已无法再降,于是美联储进一步明确前瞻指引,提供市场更为明确的预期。如2008年12月联邦公开市场委员会(FOMC)会议纪要写到:“委员会预期到疲弱的经济环境,需要将联邦基金的低利率维持一段时间”;2009年3月,FOMC宣布美联储实施第一次大规模购买国债(即QE1)1.7万亿美元国债购买,并表示低利率要“延长一段时期”;针对美国经济出现了复苏,当时市场预期美国退出宽松货币政策逐渐升温,但2011年8月,FOMC会议纪要表示,将低利率政策“至少延长到2013年中期”,打消了市场对宽松政策退出的念头;2012年1月,FOMC会议纪要称,将低利率政策进一步延长至“2014年底”;2012年9月,FOMC会议纪要表示,将低利率政策再次延长至“2015年中”。FOMC这些措辞,实际上均是起前瞻指引作用,这种前瞻指引及时有效地引导了市场预期。

这里就提出了一个问题,前瞻指引是否有效?根据宏观经济理论,人们对未来政策尤其是货币政策方面的预期,将对经济产生很大的影响,其原因是,当人们对未来的利率预期有所变化时,人们的投资、消费路径将相应发生变化,从而影响到经济增长。例如,标准的凯恩斯模型认为,若人们对未来收入增加或通胀上升预期增强,将使人们增加当前支出。美国经济学家克鲁格曼采用了两阶段模型,哥伦比亚大学教授、美国货币政策学说权威迈克尔·伍德福德采用了动态模型,均认为,央行的前瞻指引比没有前瞻指引的利率调控,更容易达到效果。

从发达国家的货币政策实施效果来看,也证明这一点。如2009年4月21日,加拿大央行宣布,将隔夜利率下调25个基点至0.25%,同时称,鉴于加拿大通货膨胀压力不大,为了维持与通胀相匹配的利率,在2010年二季度之前,将

维持现有利率。这一前瞻指引的评论加上利率下调,导致加拿大6-12月不同期利率均出现明显下降,且长期利率下降幅度大于短期利率下降幅度,收益率曲线呈现扁平化特征,反映出加拿大的前瞻指引起到了作用。若缺乏前瞻指引性的评论,市场的预期可能会出现紊乱,中长期利率下降幅度不会很明显。同样地,FOMC近年来的每次对维持低利率时期延长时,5-30年期的美国国债利率均有不同程度下降。固然其中包含了QE和MEP的实际操作因素,但前瞻指引的力量不容小视。一些经济学家认为,若缺乏前瞻指引,随着美国经济的恢复性增长,市场担心美联储加息,引发国债收益率上行,增加私人投资成本,不利于美国经济的持续复苏。

## 产出缺口 或为宽松货币政策退出指标

本轮美国宽松的货币政策何时退出,首先要确定是否具备退出条件。从当前美国的经济环境看,宽松的货币政策退出仍主要取决于失业率的下降幅度与通胀上涨压力,现阶段前者可能更紧要。伯南克在2012年度杰克逊霍尔会议上的发言中包含了一句这样的话:“就业市场不景气是一个严重的问题,不仅仅因为这将带来巨大的苦难以及对人力资源的巨大浪费,还因为持续居高不下的失业率水平将给实体经济造成长达数年的结构性破坏。”美联储董事会成员埃文思认为,只有失业率下降到7%以下或者通货膨胀率超过3%,美联储才可能考虑政策退出,但从失业和通货膨胀这两个指标看,均具有滞后特性。即可能出现的情况是,当失业率接近7%,若美联储宣布退出宽松政策,美国经济可能反复,失业率有上升的风险。虽然失业率和通货膨胀率是影响美联储决策的主要依据,但其滞后特性增加了综合判断的复杂性,需厘清失业率下降或通胀压力上升背后的推动力,是否具有持续性。

伍德福德在2012年度的杰克逊霍尔会议上提交了一篇名为《低利率水平下的宽松货币政策方法》Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound),他认为,美国的量化宽松政策效果并不好,其原因是政策的前瞻指引不够具体,目前以通货膨胀为主要目标的宽松政策,容易引发人们对通胀的担忧,导致真实收入下降,私营部门反而不愿意增加消费,出现政策抵消效应。他建议,美联储应该以“名义GDP为目标”,即关注潜在的名义GDP与实际的名义GDP之间的缺口是缩窄还是扩大,只要实际的名义GDP产出没有回到潜在的名义GDP趋势线上,美联储应继续坚定量化宽松政策,购买国债或机构抵押债券。

之所以选择“名义GDP为目标”,是因为名义GDP本身既包含了通胀因素,又有实际的GDP构成部分,可以部分抵消公众对通胀的担忧。同时,名义GDP的趋势性变动方向比较稳定,受短期因素干扰性小。1997-2007年间,美国名义GDP年均趋势增长率达5.4%,但2008年之后增速显著下降。伍德福德认为,2012年二季度的美国名义GDP与美国预算办公室预测的潜在名义GDP之间存在15.6%的缺口,且缺口趋势还在扩大。

美国的一位保守派经济学家爱德华·拉齐尔(Edward Lazear),在杰克逊霍尔研讨会上提交了一篇名为《美国劳动力市场:现状还是新常态》(The United States Labour Market: Status Quo or A New Normal)的论文,文章得出的结论是,金融危机以来,美国经济结构是发生了变化,但经济结构变化仍不能解释近年来失业形势的改变,后者的模式与极端情况下的周期性高失业相吻合。问题的症结仍在于社会总需求。”这意味着美国的失业率仍主要是周期性而非结构性的。

以上这些均为美联储推出QE3找到学术依据。即使美联储没有完全以名义产出为目标,但由于

产出缺口仍在扩大,这意味着在周期性力量还没有强劲回升,产出缺口没有缩小之前,失业率难以有效持续下降,通胀压力有限,美联储将继续实施宽松货币政策。

## 宽松货币政策时期越长 潜在风险越大

即使现在讨论美联储退出策略还为时尚早,但从市场预期的角度而言,分析其退出策略仍有意义。美国持续的量化宽松货币政策,为经济回升起到了非常关键作用,但并非万能,存在一定成本和风险,包括国际和国内的政治和经济压力。

国际上,使新兴市场国家货币面临被动升值的压力,并推动大宗商品价格上涨,增加新兴市场国家的通胀风险。伯南克反复强调,美元流入新兴市场国家的结果与美国的宽松货币政策无关,他引用了IMF报告加以论证,认为这几年的国际资金流向新兴市场国家,主要是欧债危机、新兴市场国家拥有相对较高预期收益等所致。但一个明显的逻辑是,由于美联储的低利率区间政策、三次QE和一次OT,并明确延长低利率政策到2015年中,这实际上也对全球资金流向起到了前瞻引导作用——美国短期不会收缩货币政策,流动性可能进一步增加。这诱使市场看空美元,看多新兴市场货币,导致新兴市场国家的货币被动升值,形成了资金流向新兴市场国家的预期。同时,全球大宗商品以美元计价,若其他条件不变,美元的走软将增加大宗商品上涨压力。因此,美联储的宽松政策将承受国际上其他国家的舆论压力。伯南克虽然反复辩驳,但他自己也坦承这一点。

长期的低利率区间和量化宽松政策对美国经济也形成了潜在风险。自2008年以来持续的低利率区间政策,至目前已实施了四年,虽然在发达的经济体中,美国经济率先回升且呈现逐步上升趋势,与欧洲、日本等近乎衰退的情

形相比,美国经济相对较好,但从经济增长的情况看,仍远未到能持续拉低失业的状态,宽松政策的基调短期不会改变,但宽松政策持续时间越长,对国内经济潜在的负面影响越大。

美联储宽松政策的本意是,压低中长期贷款及相关利率,向市场提供流动性,激活信贷市场,发挥金融机构融资作用,刺激企业投资、私人消费,从而扩张总需求,拉动经济增长,但这一循环是建立在理性预期和私人部门与金融部门的资产负债表修复到正常水平之基础上的。短期内私人部门与金融系统的资产负债表仍难以完全修复,金融系统尤其是银行部门的放贷意愿与能力仍维持谨慎,居民部门的信贷意愿与能力也同样有限,整个信贷市场恢复到金融危机前的水平仍需时日。在这种情形下,即使美联储向市场提供大量基础货币,但很大一部分又被商业银行以储备形式存放于美联储,而未投放到实体经济。如果这一循环继续,美国货币政策可能会陷入流动性陷阱。自2009年初以来,伯南克就多次在公开场合表示货币政策并非灵丹妙药,宽松货币政策时期拉得越长,潜在风险越大。

即使存在上述风险和成本,美联储仍会等到潜在与实际的产出缺口明显逐渐缩小,经济表象已反映出失业率持续下降至7%附近,通胀预期逐渐抬头,在这种情形下,美联储会考虑退出策略。同实施宽松政策类似,美联储仍将通过前瞻指引,以会议纪要或重要讲话的形式引导市场预期,将经济持续扩张、失业率正在持续下降、通胀预期正在形成之类语言逐步释放,让市场逐步适应政策拐点,只有市场预期退出,且美联储认为宽松政策退出对经济无影响,才会逐步实施操作,先卖出国债之类债券,回收流动性,紧缩资产负债表,最后才是加息,但这一步还遥远。

(本文仅代表个人观点,与所在机构无关)