

拜登政府财政政策评析

□郭强 □张明 □肖尧

为了应对新冠肺炎疫情和随后的经济危机,继已经签署1.9万亿美元的救助计划之后,拜登政府提出美国就业计划,引起经济学家的高度关注。本文在介绍拜登政府的财政刺激计划及其财政理念的基础之上,说明美国的货币政策如何配合财政扩张,分析美国大规模财政扩张面临的通货膨胀、债务的可持续性与基础设施投资难以落实等重要挑战,以及通过贸易渠道与金融渠道造成的溢出效应。

关键词: 财政乘数; 通货膨胀; 溢出效应

中图分类号: F817.3 **文献标识码:** A **文章编号:** 1003—5656(2021)11—0119—10

DOI:10.16158/j.cnki.51-1312/f.2021.11.014

引言

为了应对新冠肺炎疫情和随后的经济危机,经国会批准,美国总统拜登已经签署1.9万亿美元的美国救助计划,美国时间2021年3月31日,拜登政府提出美国就业计划,通过投资美国基础设施,加大研发投资力度,振兴制造业,人才培养等创造数百万个额外的高薪工作岗位,应对气候危机,促进种族平等来实现经济复苏,并长期维持美国的竞争力。

1.9万亿美元经济救助计划着力于提高总需求,引起经济学家的高度关注。布兰查德(Blanchard)^[1]和萨默斯(Summers)^[2]担心,总需求增加可能会导致通货膨胀,美联储可能无法在不造成金融危机或使经济陷入衰退的情况下遏制通货膨胀。克鲁格曼(Krugman)^[3]则不那么担心通货膨胀的出现,其理由有三:一是无法测算美国经济的极限与产出缺口;二是很大一部分财政救助金转变成家庭部门的储蓄,而不是全部用于消费;三是美联储可以及时收紧货币政策。

拜登政府提出美国就业计划更关注供给侧,在拜登政府财政扩张的进程中,美国的货币政策配合财政政策,为财政扩张创造有利的货币经济环境。但是,美国连续的大规模财政扩张面临一些重要挑战:可能引发通货膨胀压力,损伤中央银行信誉;与高负债水平相关的多重均衡风险威胁债务的可持续性;基础设施投资难以落实。需要注意的是,美国财政扩张产生的溢出效应,会给我国带来一些机遇,也会在贸易与金融领域带来挑战,为此,我国应做好准备与预案。

本文旨在介绍拜登政府的财政刺激计划及其财政理念的基础之上,说明美国的货币政策如何配合财政扩张,分析美国大规模财政扩张面临的重要挑战以及造成的溢出效应。

一、拜登政府的财政刺激计划

与竞选期间的财政刺激计划比较吻合,当选总统后,拜登着手应对新冠肺炎疫情和随后的经济危机,聚焦于提升中低收入阶层家庭的收入与美国的竞争力。

(一)竞选期间的财政刺激计划

基金项目: 国家社会科学基金青年项目“美国摆脱经济长期性停滞的财政政策路径对中国的溢出效应研究”(17CGJ010)

作者简介: 郭强,天津财经大学金融学院副教授;张明,中国社会科学院金融研究所研究员;肖尧,北京师范大学创新发展研究中心(珠海)副教授,北京师范大学经济与资源管理研究院副教授。

在总统竞选中,拜登提出的应对新冠肺炎疫情和随后的经济危机的计划,随着新冠肺炎疫情的蔓延而发生了转变。2020年4月,拜登呼吁通过比3月份通过的2万亿美元的救助法案“大得多”的计划。随后,在2020年6月,拜登宣布“共和党参议院需要做好本职工作,通过《卫生和经济复苏综合紧急解决法案(HEROES Act)》”,即扩大失业保险金,进一步发放退税支票,向各州和地方提供大量援助,支持小企业,促进员工留任,制定有针对性的减税政策,增加医疗、住房和农业支出,规模高达3.4万亿美元。

拜登还提出几项解除新冠肺炎疫情的计划,其中一些类似于《卫生和经济复苏综合紧急解决法案》中的政策。总的来说,据估计拜登的新冠肺炎疫情计划可能花费2.0万亿美元到近4.2万亿美元,而中心估计(central estimate)是近3.1万亿美元,该计划到2030年将增加近3.3万亿美元的债务。^[4]

(二)当选之后的财政刺激计划

美国的新冠肺炎疫情和经济危机相互交织,如果公共卫生措施(如大规模检测、追踪和宣传)能够遏制疫情扩散,从而帮助恢复了信心,那么就为经济安全重启创造了条件。因此拜登当选总统后,最紧迫的问题仍然是应对新冠肺炎疫情,着手制定激进的两步走救助计划的第一步,如表1所示,从这场危机的深处进行救助,努力结束新冠肺炎疫情,在此期间支持家庭和企业,并为强劲的经济复苏搭建桥梁;第二步是通过投资美国、创造数百万个额外的高薪工作岗位、应对气候危机、促进种族平等来实现经济复苏。

1. 控制疫情

拜登于2021年1月14日正式宣布了他的1.9万亿美元的救助计划。经过国会批准,2021年3月11日,拜登签署美国救助计划。

投入4000多亿美元解决新冠肺炎疫情问题。由于卫生保健系统长期存在系统性的种族歧视,美国的有色人种以更高的速度被感染和死于新冠肺炎。此外,美国老年人继续承受着不成比例的痛苦。为了减缓病毒的传播,并且不能断断续续地抗击这场流行病。拜登提出了一项应对这场危机的全面计划,并启动了一项新冠肺炎政府整体应对计划,该计划将通过确保美国有必要的防护设备、增加检测以减轻传播、为美国人接种疫苗、重新安全开放学校以及解决新冠肺炎健康差异来扭转疫情的发展方向。

投入约1万亿美元,向遭受新冠肺炎疫情冲击的美民众立即提供直接救济,为工薪家庭搭建通往经济复苏的桥梁,并将儿童贫困数量减半。给工薪家庭每人1400美元的支票来帮助他们支付账单,加上2020年12月份的救济金,他们每人的总救济金就达到了2000美元。扩大失业保险福利,让美国工人能够支付账单;提供每周400美元的失业保险补贴,以帮助遭受重创的工人支付家庭开支,只要新冠肺炎疫情持续,就业机会仍然有限,拜登政府就会致力于向家庭提供紧急支持,并将这些紧急失业保险计划延长至2021年9月,根据健康和经济状况自动调整救济的期限和金额,以便未来的立法延迟不会破坏复苏和家庭获得他们需要的福利;向通常没有资格获得失业补偿福利的失业工人提供财政援助,扩大对自营职业者的失业支持,比如拼车司机和许多杂货店送货工人;帮助陷入困境的家庭有个栖身之所,新冠肺炎的经济影响使得工薪家庭,尤其是有色人种家庭,更加难以支付他们的住房费用。解决美国日益严重的饥饿危机,美国约1/7的家庭,包括超过1/5的黑人和拉丁美洲家庭以及许多亚裔美国人和太平洋岛民家庭,正在努力确保他们所需的食物,通过延长补充营养援助计划期限等措施,确保低收入家庭获得高质量的营养食品和营养教育;将最低工资提高到每小时15美元,让努力工作的美国人得到足够的工资,并为他们的家庭提供机会;扩大儿童保育援助,帮助其父母重返工作岗位等。

为挣扎中的社区提供约4400亿美元的关键支持。新冠肺炎疫情和随之而来的经济危机摧毁了全国各地的社区。小企业是社区的支柱,雇佣了将近一半的美国工人,却因疫情影响无法敞开大门。此外,一些州和地方的工人的工资减少或工作消失。拜登呼吁国会维持小企业的生命线;保护教育工作者、公

公共交通工作者和第一反应者不被解雇；保持关键服务全力运转。

投入约100亿美元使联邦信息技术现代化，以防止未来的网络攻击。投资90亿美元将帮助美国在网络安全和信息安全局(CISA)和总务管理局(the General Services Administration)推出主要的新信息技术和网络安全共享服务，并

表1 美国救助计划一览表

救助对象	救助资金规模
解决新冠肺炎问题	4000多亿美元
向遭受新冠肺炎疫情冲击的美国民众立即提供直接救济	约1万亿美元
为挣扎中的社区提供关键支持	约4400亿美元
联邦信息技术现代化	约100亿美元
共计	1.9万亿美元

完成联邦机构的现代化项目；向信息技术监督和改革基金提供2亿美元，将允许快速雇佣数百名专家来支持联邦首席信息安全官和美国数字服务；投入3亿美元构建共享、安全的服务来推动转型项目；向网络安全和信息安全局追加6.9亿美元的投资，加强联邦民用网络的网络安全，并支持新的共享安全和云计算服务的试点。

资料来源：<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/legislation/2021/01/20/president-biden-announces-american-rescue-plan/>。

2. 刺激经济

虽然美国救助计划正在改变新冠肺炎疫情的进程，并为工作家庭提供救济，但还不是重回正轨的时候。如表2所示，2021年3月31日，拜登政府提出美国就业计划，旨在重建美国的基础设施和研发投入，加强美国的基础设施，振兴制造业保障美国供应链和提升竞争力，以及创造未来高薪的工作机会，驱动支持经济增长的三大引擎：实物资本存量、劳动力和生产率。

表2 美国就业计划一览表

大项	分项	分项规模(单位:亿美元)	大项规模(单位:亿美元)
建立世界一流的交通基础设施	改善交通基础设施	超过5610	6210
	提高基础设施弹性	500	
重建清洁饮用水基础设施,更新电网以及高速宽带	确保清洁、安全的饮用水	1110	3110
	振兴美国的数字基础设施	1000	
	重振美国的电力基础设施	1000	
升级房屋改造、学校、退伍军人医院、联邦建筑等	建造、维护和翻新超过200万套住房和商业建筑	2130	3780
	对学校 and 早教设施进行现代化改造	1370	
	升级退伍军人医院和联邦大楼	280	
巩固护理经济的基础设施	为家庭护理人员创造就业机会,提高工资和福利	4000	4000
研发投资、振兴制造业、人才培养	投资研发和新技术	1800	5800
	重塑和振兴美国制造业和小型企业	3000	
	投资劳动力发展	1000	
创造合格的就业岗位	在安全健康的工作场所,支付通行的薪资,有权组织、加入工会,能与雇主集体谈判	100	100
共计		23000	23000

资料来源：<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2021/03/31/fact-sheet-the-american-jobs-plan/>。

二、拜登政府的财政政策理念

本节将从财政政策职能、财政政策设计原则以及财政与货币政策搭配三个方面考察耶伦的财政理念,窥探拜登制定财政政策的理论基础。

(一)财政政策职能

1. 刺激总需求

传统上,财政政策在应对严重的经济衰退方面发挥着重要作用。各种可能的财政政策工具和方法可以增强经济的稳定性。例如,在经济衰退期间向州和地方政府提供更多的财政支持。^[5]在应对金融危机时,财政政策可以发挥两个逻辑上截然不同的作用。^[6]第一个作用是支持总需求,在制定刺激计划时应该考虑的一些问题。关于财政乘数的估算,并不存在一致的标准,支出、减税、补贴和向各州转移的财政乘数都不尽相同。乘数很大程度上取决于人们是否乐观,是否感到流动性约束,等等,这些认知会随着时间的推移而改变,但是,耶伦认为财政乘数在面临金融危机时比平时更大,因为私人支出不太可能被挤出。在刺激总需求时,由于临时支出可能会有各种各样的瓶颈,因此不清楚临时支出项目能以多快的速度增加。第二个作用在金融危机中至关重要,那就是解决困扰金融业的资本充足率不足的问题。事实上,财政资源已经被用于支持银行系统的资本,稳定系统重要性机构,支持旨在帮助房主和减少止损的项目。财政政策可以在疏通信贷市场流动方面发挥进一步的支持作用。例如,定期资产支持证券贷款机制(TALF)是美联储和财政部之间的一个协同项目,使用不良资产救助计划资金,旨在改善对家庭和企业的信贷流动。

2. 增加总供给

货币政策本身并不能创造健康的经济。例如,它不能教育年轻人,实现技术突破,提高工人和企业的生产率,也不能解决不平等的根源。从根本上说,工人和企业家的精力、创造力和知识,以及自然资源,创造了经济繁荣。监管政策和财政政策——政府和国会关于政府支出、税收和借款的数量和方式的决定——可以影响这些更为基本的经济支柱。^[7]

(二)财政政策设计原则

1. 发挥自动稳定器的作用

刺激经济的公共支出增加或减税可以减轻衰退期间的经济损害,加速经济复苏。然而,这些类型的财政刺激往往需要国会和总统的批准,这意味着财政刺激具有不确定性,可能会被政治进程推迟,或者在仍然需要支持时而终止。而自动稳定器是预先确定的——当环境恶化时自动启动,当环境改善时逐渐减弱——并且可以提供一种及时注入刺激和消除政治进程中固有的不确定性的方法。

自动稳定器在减轻经济衰退的负面影响方面发挥着关键作用。^[8]自动稳定器具有可预测和自动的理想特性——经济主体知道它们即将到来,并且它们不可避免地在需要时提供推动力。然而,在面对严重的金融危机时,自动稳定器不可能对总需求提供足够的提振。

2. 短期的应对措施需要符合长期财政纪律

政府需要应对长期挑战,在经济景气时期大幅改善结构性财政平衡,以便在经济不景气时有更多财政空间提供刺激。当糟糕的经济状况促使政策利率接近零下限时,财政刺激可能比平常更有效地提振总需求,因为它不会产生通常提高实际利率的效果(即挤出效应),从而挤出私人需求。^[9]

鉴于面临巨大的长期预算挑战,短期的应对措施需要符合长期财政纪律。从概念上讲,关于政府长期规模的选择,收入与预期支出水平一致和关于最佳短期刺激的选择是完全不同的。即使是在短期内,对财政可持续性的长期预期确实很重要。如果经济主体不相信减税和/或增加支出是暂时的,并担心政

策反应威胁到长期预算的可持续性,那么长期实际利率可能会相应上升,削弱甚至抵消短期刺激效果^[6]。

3. 政策应该旨在促进在社会价值更高的商品和服务上的支出

毕竟政策的目标是提高社会福利。将钱花在被认为没有太大社会价值的项目上(比如挖坑并再次填坑),即使这种低价值活动能够成功增加总需求,但是,对社会福利的贡献也非常小。政府直接支出有明显的宏观经济收益。就成本-收益而言,相对于成本,总需求的外部性增加了政府支出的收益。因此,那些看起来已经有价值的项目应该被执行;考虑到经济的不景气,一些可能无法通过成本收益核算的项目也是合理的。然而,不能将这种逻辑推得太远,比如不能修建“无处可去的桥梁”,否则,社会价值可疑的公共工程项目会削弱公众对财政刺激的支持^[6]。

(三)财政政策与货币政策配合

财政政策与货币政策是宏观经济调控的两个主要工具,提高生产率的某些财政政策,可以增加经济的潜力,在低利率时期,财政扩张促进更高的经济增长率,可以降低长期债务和财政赤字。财政政策与货币政策拥有调控总需求的共同目标。通过适当的设计与搭配,货币政策和财政政策可以扩大彼此的政策空间:最重要的是,实施低利率的货币政策允许财政政策扩大其政策空间。反过来,财政政策行动可以帮助经济复苏,从而减轻货币政策的部分负担,使经济恢复潜力,通货膨胀回到目标水平。^[10]

1. 运用财政政策,提升经济潜力

2008年全球金融危机以来,美联储已经接近成为市场上“唯一的游戏参与者”,货币政策上了最多的头条新闻。美联储还调整了中央银行历史悠久的最后贷款人职能,以适应新的经济现实,实质上扮演最后交易商与做市商的角色。^[11]需要指出的是,美联储拥有的是借贷能力,并非支出能力。美联储无权向特定受益人提供资金。美联储只能向有偿付能力的实体发放有担保贷款,并期望这些贷款能够全部偿还,许多借款人将从紧急信贷计划中受益,整个经济也将受益。但也会有各种各样的实体需要直接的财政支持,而不是难以偿还的贷款^[12],以刺激总需求。

某些财政政策,特别是那些提高生产率的政策,可以增加经济的潜力,并有助于应对一些长期经济挑战。尽管对什么是最有效的政策存在分歧,但经济学界形成的共识是:改善公共基础设施、改善教育、鼓励私人投资和更有效的监管等措施的结合,都可能在促进生产率和生活水平更快增长方面发挥作用。^[13]

2. 低利率时期提供经济援助

美国致力于使国家走上财政可持续发展的道路。过去的经验表明,在面对经济疲软和低利率时期,向民众提供援助,支持经济,即使在短期内由更大的赤字提供资金,也能降低债务在经济中所占的份额。这是因为这一行动将导致一个更健康的经济,产生更多的收入,减少未来的安全网支出。美国迫切需要对美国人民、创新和有形基础设施进行投资,因为这种投资将在未来几年产生回报,并使后代生活得更好。

财政政策调整可以提高公共服务的提供效率。例如,在竞选期间,拜登提出了几项医疗改革,这些改革将抑制医疗费用的增长,例如通过让联邦政府更好地谈判药品价格来节省数十亿美元的计划。这些改革,加上更高的经济增长率,可以降低长期债务和财政赤字。事实上,宾州-沃顿的预算模型(Penn-Wharton Budget Model)发现,拜登健康计划在10年内将公共债务减少4.6%,在30年内减少10.7%。

三、货币政策与财政扩张配合

美国具有高额公共债务,在财政收入不能大幅度增加的情况下,采用扩张性的财政政策会进一步加大公共债务,为了削减债务负担,美联储需要配合美国财政部,维持低利率,创造有益于财政扩张的

货币经济环境。

(一) 维持低利率

财政政策必须在稳定政策中发挥至关重要的作用,货币政策可以应对金融不稳定,但在加速经济增长方面,货币政策在很大程度上是“推着绳子走”。对美国而言,在可预见的未来,被认为是应对衰退所必需的大约600个基点的降息是不可行的。零利率下限和较低利率使得货币政策在刺激需求方面可能无效,而且必要的极低利率水平也有可能与过度杠杆化相关联,并危及金融稳定。

货币政策通常会带来财政后果,降低利率通过减轻未偿付的名义债务,改变实际的财政负担。在一个产能闲置、利率和资本成本非常低的世界里,30年前认为值得投资的私人投资被挤出市场的担忧,如今已经没有那么强烈。债务与国内生产总值的比率是财政可持续性的一个误导性指标,它没有反映出这样一个事实,即随着利率的下降,国内生产总值的现值上升,偿债成本下降。在当前和未来的利率水平下,未来十年,按历史标准衡量,名义和实际联邦债务还本付息可能较低,而不是较高。此外,相对于国内生产总值或预期税收的现值计算,当前债务水平处于较低水平,而不是较高水平。

财政政策应该促进经济增长和金融稳定的目标。实现这一目标取决于改善应对衰退的措施以及扩大和改善公共投资。作为一个新路标,财政政策侧重于支持经济增长,同时防止实际偿债额预计在未来十年迅速上升或超过国内生产总值的2%。^[14]

(二) 货币政策目标从防止通货膨胀转向促进就业增加

自从全球金融危机爆发以来,美国实施非常规货币政策,前所未有的宽松货币政策引起了人们对货币政策可能加剧不平等的担忧。最近几年,收入与财富分配差距引起美联储的高度关注。在劳动力市场上,面临最大结构性挑战的人群可能是在经济低迷时期最先经历裁员的群体,而在经济复苏时期最后获得就业机会增加。从数据来看,在过去的40年里,接近收入分配底层的家庭收入增长了大约20%,与之形成对比的是,接近分配顶端的家庭收入增长了66%。财富差距更大,大约1/4的美国人基本上没有净资产,也就是净资产接近零,甚至为负。其余家庭拥有一定的财富,但这种财富的分布相当不均衡,2019年底,美国前10%的家庭拥有美国近70%的财富。然而,2016—2019年期间,低工资工人的工资增长中值比高工资工人的更快,扭转了前几年的主导模式,从而缩小了最低收入四分位人群与所有其他群体之间的相对工资差距。随着经济继续扩张,资产价值也在增长,包括住房、企业和股票市场持有量。对于那些处于财富分配最底层的人来说,资产收益尤其迅速。^[15]

长期持续的强劲劳动力市场可以带来巨大的经济和社会效益,包括更高的就业和收入水平,改善和增加就业机会,缩小经济差距,以及治愈过去衰退对个人经济和个人福祉造成的根深蒂固的损害。目前,美国离这样的劳动力市场还有很长的路要走。充分认识到强大劳动力市场的好处将需要短期政策和长期投资的持续支持,以便所有寻求就业的人都拥有技能和机会,使他们能够贡献和分享繁荣的好处。^[16]美国通过支持性货币政策以及其他一系列政策相互配合,致力于维持强劲的劳动力市场。

(三) 实施平均通货膨胀目标制的货币政策框架

在美国货币政策新框架中,关于实现充分就业的目标,美国未来的政策决定将基于美联储对“就业与其最大水平的缺口(shortfall)”的估计,而不是“偏差(deviation)”。这种说法意味着,如果没有其他指标显示通货膨胀有超过指令性水平的风险,未来低失业率本身不足以引发货币政策的收紧。

关于实现价格稳定的目标,美联储于2020年8月传达了美国中央银行家的判断,即为了将预期稳定在与价格稳定一致的2%的水平,它寻求实现平均2%的通货膨胀率,正如Powell指出的那样,新框架是从“灵活的通货膨胀目标”到“灵活的平均通货膨胀目标”的演变。^[17]这一货币政策新框架寻求实现平均通货膨胀率2%,在通货膨胀率低于2%的时期之后,适当的货币政策在未来一段时间内实现通货膨胀

率适度高于2%的目标。

四、美国财政政策的未来挑战

(一) 引发通货膨胀压力

过去几年,萨默斯坚持认为美国处于长期性停滞状态,在长期性停滞状态下,正是需要通过政府支出来打击持续低利率。然而,当美国财政部开始刺激政策,他突然开始担忧通货膨胀会大幅上行。根据萨默斯的分析,从宏观产出缺口来看,每个月的产出缺口会从2021年初的约500亿美元下降到年底的约200亿美元。若再实施1.9万亿美元刺激方案,即使之后没有任何措施跟进,也等于每个月整整1500亿美元,相当于预期产出缺口的3倍,是正在缩小中的产出缺口的6倍。

从家庭收入缺口来看,刺激方案中的救济福利和税收减免将带来每月1500亿美元的增量,相当于家庭收入损失的5倍。由于救济措施更加偏向弱势群体,低收入个人和家庭将很可能看到比5倍更高的数字。在正常情况下,按照每周税前1000美元的收入来计算,一个4口之家在未来6个月的总收入约为22000美元。如果实行拜登的方案,一旦家庭内维持生计的人失业,相关社保福利累加(包括常规失业保险、400美元一周的特殊失业保险和税收抵免)将可能在未来6个月内为该家庭带来超过30000美元的收入。

不论是从宏观产出缺口还是从家庭收入缺口的角度来看,经济刺激方案规模都显得非常大,这很可能会引发巨大的通货膨胀压力,给美元价值和金融稳定造成一定的后果^[2]。

关于美国未来通货膨胀的判断,实际上取决于三个主要问题,产出缺口的大小;财政乘数的大小,即刺激可能产生的影响;以及过热的经济会产生多大的通货膨胀。2021年,需求增加可以填补的产出缺口是6800亿美元左右,财政乘数是1.2,但不确定程度很大:较为保守的估计是0.4;较为乐观的估计接近2.0。即使是最悲观的估计,1.9万亿美元的计划再加上2020年12月通过的9000亿美元的救助计划,救助总额为2.8万亿美元,需求增加也会超过1.1万亿美元。超出需要填补的6800亿美元左右的产出缺口,这会造成通货膨胀压力。如果通货膨胀开始上升,将会有两种情况:一种是美联储让通货膨胀大幅度上升;另一种更有可能的情况是美联储大幅收紧货币政策。这两种情况都不理想:第一种情况会摧毁过去20年货币政策维持物价稳定的成就,并使货币政策在未来更难使用;第二种情况下,上调利率可能性非常大,导致金融市场出现问题。

(二) 威胁债务的可持续性

高额公共债务需要付出成本,包括更高的实际均衡利率、额外征税造成的扭曲。与高负债水平相关的多重均衡风险:如果投资者不会担心违约风险,相信债务是安全的,可以支付安全的利率,维持债务的可持续性;如果投资者担心违约风险上升,就会要求更高的风险溢价也即更高的利率,这将使政府偿还债务的难度加大,并增加其违约风险,进而使这种担心会“自我实现”。^[18]

原则上,多重均衡在债务水平较低时也可能发生,高利率会使即便低水平的负债也变得不可持续。但提高利率更可能在债务水平高的时期发生,这时,利率即使只是小幅增加也会使政府从有偿债能力变成无偿债能力。更可能在债务到期时间短、展期需求较大之时出现:如果大部分负债不得不立即进行展期,当前的投资者更有理由担心未来债务能否获得展期,从而不愿意在当期实施展期。

不可否认,过去十年美国的通货膨胀比较温和,但是,如果通货膨胀和通货膨胀预期意外提前上涨,迫使美联储突然加息,那么更高的债务将变得更成问题,并将威胁到财政的可持续性。

(三) 基础设施投资难以落实

尽管美国的交通网络、供水设施、通信部门和能源基础设施等是许多人羡慕的,但是公共资产存在

拥塞、服务质量下降、资金不足、公平性和可负担性以及缺乏前瞻性的基础设施管理等问题,造成较大的社会成本。据估计,2014年总拥堵成本为1600亿美元,相当于当年国内生产总值的0.9%。在美国,基础设施投资、运营和维护责任由联邦、州和地方公共部门分担,在某些情况下,由私营部门实体分担。CBO(2015)报告称,2014年联邦、州和地方在交通、水和废水基础设施方面的公共支出合计为4160亿美元,联邦政府占总额的23%,州和地方政府占其余的77%。责任分配差别很大,取决于基础设施资产的类别。例如,联邦政府资助了28%的公路总支出,23%的公共交通和铁路支出和只有4%的水务支出。联邦政府的支持也各不相同,通常更侧重于资本支出,而不是运营和维护支出。^[19]

然而,尽管联邦债务长期利率非常之低,大多数城市和州的借贷成本同样非常之低,但是,美国在基础设施方面的投资水平仍然难以提升。低成本融资和基础设施投资不足现象之所以并存,是因为联邦政府的功能失调现在已成定局以及州政府和地方政府不愿动用低成本债务,六种趋势正在形成这种债务厌恶:(1)州政府和地方政府存在政治僵局;(2)各州和城市缺乏支持性或可靠的联邦伙伴;(3)许多州和城市仍在应对大衰退的影响;(4)巨额养老金债务和其他就业后福利(如医疗保健)占州和地方政府预算的比例越来越大,并挤占了基础设施投资的债务能力;(5)许多城市存在法定债务上限的约束;(6)公私合作之类新的融资方案并未得到合适运用。^[20] 这些问题是基础设施投资难以落实的主要原因。

五、美国财政政策的溢出效应

美国财政扩张可以通过贸易渠道与金融渠道对其他国家产生溢出效应,造成贸易摩擦增加,并加大受溢出效应影响的国家的金融稳定压力。

(一)通过贸易渠道的溢出效应

就贸易渠道而言,会出现支出转移效应与支出转换效应,前者指财政政策变动会改变冲击来源国的国内消费和投资,进而影响贸易伙伴,从而对其进口需求造成直接影响。支出转换效应指财政冲击通过实际汇率变动而产生的影响,这可能引发国内外商品消费之间的替代。随着财政扩张,美国消费者支出增加,其中一些支出会流向国外,比如购买外国商品,或者花在包括旅游在内的服务上——疫情限制措施解除后旅游业应该会开始反弹,与美国贸易联系更紧密的国家受到的影响更大。当前从全球来看,中国供应链与全产业链复工复产具有领先优势。特别是因为新冠肺炎疫情反复,部分亚洲新兴经济体被迫重新实施社交隔离措施,当地经济重启受阻。这延长了中国2020年底开始的出口订单转移红利,甚至有些已经转移到东亚国家的订单重新回流到中国。一个明证是,2021年1—5月,中国对美国出口保持高速增长,出口增速高达38.9%。

如果美国的复苏远强于其贸易伙伴,那么美国的支出就更有可能溢出到世界其他地区。通常,溢出效应的存在是各国政府想要在彼此间加大协调刺激力度的强大诱因,以避免被一些财政收紧的国家搭了实施美国财政扩张的便车。搭便车的国家可能会被美国财政部找麻烦,因为拜登政府已承诺对那些长期对美国保持高额贸易顺差的国家采取严厉态度。

(二)通过金融渠道的溢出效应

在国际资本流动下,美国国内财政政策可以影响国外金融状况,从而产生财政政策溢出的金融渠道。金融渠道依赖于国内企业、金融中介和家庭与世界其他地方进行国内外资产交易的能力。由于国际资本流动,国内经济主体的储蓄和消费决策将反映国内和国外资产的回报。财政扩张会使金融变量做出反应,从而改变全球金融环境,进而引发溢出效应。美国的财政政策变动会影响全球利率、汇率和收益率曲线斜率,后者之所以变化,是因为人们认为(或确已出现)美国的政策变动会影响其财政可持续性。金融渠道的影响可与贸易渠道相反:美国的扩张性财政冲击会造成利率上升和汇率升值,如果受溢

出效应影响的国家存在币种错配,则可能增加其美元借款成本并造成资产负债表恶化,从而产生负面溢出效应,给维持金融稳定带来压力。

但是从目前来看,为了实施扩张性的财政政策,美国保持低利率一定程度上抵消了通过金融渠道给中国带来的溢出效应,使得以国债、政策性金融债和银行同业存单为主的人民币债券资产配置价值进一步显现,人民币债券持有量从2013年12月的3990亿元人民币上升到2021年3月的36521亿元人民币。对于美元借款成本并造成资产负债表恶化而产生负面溢出效应,还需要更为细致地研究。

六、评论性总结与政策建议

为了应对新冠肺炎疫情及其给经济带来的冲击,美国财政政策成为应对系统性事件的唯一保险机构,在最近的危机中,美国财政政策面临着双重挑战:一方面,它必须解决经济活动急剧收缩的问题,采取财政刺激方案来减轻危机对经济的实际影响;另一方面,维持高额债务的可持续性。

长期的巨额财政赤字和非常高的政府债务率引发财政主导的幽灵,这将凸显出财政政策、货币政策与政府债务管理之间的协调难题。美国实施财政扩张可能会诱发通货膨胀,损伤中央银行独立性的信誉,并威胁美国政府债务的可持续性,当金融市场怀疑政府债务的可持续性时,金融机构的流动性甚至偿付能力可能会恶化,这反过来可能会破坏金融业的稳定。

从以往的经验来看,如果美国经济确实接近过热,需求不足的国家充当了美国国内压力积聚的泄压阀。贸易的发展已经削弱内需变化与总产出相应变化之间的联系,因为净出口对国内支出的变化起到了更大的调节作用。美国的扩张性财政冲击会造成利率上升和汇率升值,如果受溢出效应影响的国家存在币种错配,则可能增加其美元借款成本并造成资产负债表恶化,给维持金融稳定带来压力。

基于上述分析,在美国基础设施投资难以落实方面,中国的一些经验可能被美国借鉴,这为中美合作提供支点。但是在贸易领域,由于美国的财政扩张,中美两国经常帐户失衡可能会再次扩大,为了应对美国政客利用中美经常帐户失衡做文章,例如对人民币汇率进行施压、把中国列为汇率操纵国等,要求人民币兑美元汇率升值。此外,美国政府还可能把贸易问题和金融问题联系起来,比如在指责人民币汇率低估的基础上,要求中国政府进一步加快资本账户开放,尤其是对美金融机构进一步开放国内金融市场。针对这些可能性,我国政府对此应该未雨绸缪,提前做好预判、准备与预案。

参考文献:

[1]BLANCHARD O.In Defense of Concerns Over the \$1.9 Trillion Relief Plan[EB/OL].February 18, 2021, <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/defense-concerns-over-19-trillion-relief-plan>.

[2]SUMMERS L.H.The Biden Stimulus is Admirably Ambitious.But It Brings Some Big Risks,Too[EB/OL].Feb.4,2021, <https://www.washingtonpost.com/opinions/2021/02/04/larry-summers-biden-covid-stimulus/>.

[3]KRUGMAN P.Fighting Covid Is Like Fighting a War[EB/OL].Feb.7,2021,<https://www.nytimes.com/2021/02/07/opinion/covid-biden-economy-stimulus.html?searchResultPosition=5>.

[4]COMMITTEE FOR A RESPONSIBLE FEDERAL BUDGET.The Cost of the Trump and Biden Campaign Plans[EB/OL].OCT 7,2020, <https://www.crfb.org/papers/cost-trump-and-biden-campaign-plans>.

[5]YELLEN J.L.The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit:Past,Present, and Future[EB/OL].<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20160826a.htm>.

[6]YELLEN J.L.Comments on "The Revival of Fiscal Policy" [EB/OL].<https://www.frbsf.org/our-district/press/presidents-speeches/yellen-speeches/2009/january/yellen-revival-fiscal-policy/>.

[7]YELLEN J.L.The Goals of Monetary Policy and How We Pursue Them[EB/OL].Speech delivered at the Commonwealth

Club, San Francisco, California, 18 January 2017, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20170118a.htm>.

[8]FINANCE COMMITTEE QUESTIONS FOR THE RECORD.United States Senate Committee on Finance Hearing on the nomination of Dr. Janet Yellen Responses by Dr.Yellen[EB/OL].January 21, 2021,<https://www.finance.senate.gov/imo/media/doc/Dr%20Janet%20Yellen%20Senate%20Finance%20Committee%20QFRs%2001%2021%202021.pdf>.

[9]YELLEN J.L.Shaping the Future of the Macroeconomic Policy Mix[EB/OL]. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20141107a.htm>

[10]HOLZMANN R.Challenges of Balancing Monetary Policy with Fiscal Policy[EB/OL].<https://www.bis.org/review/r210216e.pdf>.

[11]BORIO C.Central Banking in Challenging Times[R].BIS Working Papers No.829, 2019.

[12]POWELL J.H.COVID-19 and the Economy[EB/OL].<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/powell20200409a.pdf>.

[13]FISCHER S.Longer-term Challenges for the US Economy[EB/OL].<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/fischer20161121a.htm>.

[14]FURMAN J.and L.H.SUMMERS.A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates[R].November 30, 2020, <https://www.piie.com/system/files/documents/furman-summers2020-12-01paper.pdf>.

[15]BHUTTA N.et al.,Changes in U.S.Family Finances from 2016 to 2019: Evidence from the Survey of Consumer Finances [J]. Federal Reserve Bulletin, 2020, (5):1-42.

[16]POWELL J.H.Getting Back to a Strong Labor Market[EB/OL].<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/powell20210210a.pdf>.

[17]POWELL J.H.New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review[EB/OL].<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200827a.htm>.

[18]BLANCHARD O.Public Debt and Low Interest rates[J].American economic review, 2019, (4):1197-1229.

[19]COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS.Infrastructure Investment to Boost Productivity[R].In Economic Report of the President.Washington:U.S. Government Publishing Office, 2018.

[20]PUENTES R. and P.SABOL.Why Isn't Cheap Debt Supporting More Infrastructure Investment?[R].The Brookings Institution, 2014.

(收稿日期: 2021—08—16 责任编辑: 赵爱清)

An Analysis of Fiscal Policy under the Biden Administration

Guo Qiang, Zhang Ming, Xiao Yao

Abstract: In response to the COVID-19 and the subsequent economic crisis, following the US President Biden's signed of the \$1.9 Trillion Relief Plan into law, the Biden Administration proposed the American Jobs Plan, which attracted the attention of economists. Based on the introduction of Biden Administration's fiscal stimulus plan and its fiscal philosophy, this paper is intended to explain how the monetary policy of the United States cooperating with fiscal expansion, and analyze the important challenges faced by the large-scale fiscal expansion of the United States, such as raising inflation concerns, threatening the sustainability of debt and difficult to implement of infrastructure investment, as well as the spillover effects caused by trade and financial channels.

Key Words: Fiscal Multiplier; Inflation; Spillover Effect