

经济复苏的关键在于提升需求

▶ 迈克尔·斯宾塞 (Michael Spence)

仔细分析各国推出的财政政策，虽然这些政策措施不一样，但是目标是一样的：一是控制疫情、降低风险；二是避免不可恢复的资产负债表的损失，并且把这样的损失转变成为主权债务。



Michael Spence
2001年诺贝尔经济学奖得主

本文为作者在“2020清华五道口全球金融论坛特别策划”上的演讲，特约编辑谢松燕整理

中美的疫情防控

新冠疫情对全球经济而言是一个非常大的负面冲击，另外还有很大的波动和不确定性。需求出现了大幅下降，就业岗位也减少了很多。经济的复苏实际上会比较缓慢，但具体还是要看相关政策针对的是什么，是不是减少了日常经济活动的一些风险。

中国在防控疫情方面做得不错，减少了病毒传播的风险，包括封城措施以及在病毒蔓延时进行的一些追踪和检测。相对来说，西方在这些方面做得不是很好，没有用太多的数字工具来控制疫情的暴发和蔓延。使用这些数字化工具确实带来了巨大的不同。中国现在已经进入了复苏的轨道，但还面临一些就业方面的压力以及一些社会化问题带来的挑战，特别是针对农民工的问题和挑战，此外由于疫情防控还会要求保持社交距离，这些都会影响到正常经济活动。但是整体来说，中国还是步入了复苏轨道。

对美国来说，实际上是严重滞后的。美国目前正在逐步解封，但是也要分不同的区域，有些地区可能检测能力非常有限，还有的地区对密切接触者的追踪以及有针对性的隔离措施都有限。美国的经济重启实际上要付出很大的代价，包括经济和人力方面的成本都很大，经济重启是一种不完美条件下的不完美应对。

从医疗的产能来说，实际上已不堪重负。笔者在意大利居住，在疫情暴发早期，意大利北方的医疗系统就已经不堪重负了。

各国对疫情的政策回应

面对疫情冲击，中美两国的政策应对不一样。美国采取的是比较标准的量化宽松、货币增发和巨额财政赤字；中国没有采取这种巨额的财政赤字和量化宽松政策，反而比较倚重于结构性的政策，例如地方政府债务、扶助中小微企业和直接稳定就业等。笔者认为，西方目前的形势与中国的差别并没有那么大。各国央行放松货币政策并不是为了刺激经济，而是为了增加财政政策的空间。

以意大利为例，疫情暴发时，意大利的负债率是135%。庆幸的是欧洲央行实施大幅度的宽松政策，否则意大利的负债率可能会增加到160%，这会带来长期的严重后果。如果忽视目前的危机，让病毒在全国蔓延，带来的消极后果会比负债率上升更加严重。现在有了财政政策空间之后，政府正试图通过不同的渠道来缓冲疫情带来的冲击，或者说是将疫情带来的冲击重新分配。

在新闻报道当中也会有一些误解，有一些人认为

这是一个短暂的冲击，但并不是所有的冲击在疫情之后都能恢复。如果要分析这样的冲击，可以通过政府、金融和企业界的资产负债表受到的影响看到这一点。很多国家和地区，包括欧洲、中国，都在竭尽全力保护就业，提供各种各样的金融资源。美国虽然也采取了类似的措施，但主要是靠失业救济、失业保险来解决问题，而且这个救济直接发放给个人，而不是发放给公司。笔者认为中国和欧洲的做法是更好的，因为中国和欧洲的做法能够确保就业。但是财政政策的目标主要是抵御冲击，并且重新分配冲击带来的后果，其最佳的结果，这里并不是说最理想的结果，就是最终冲击带来的损失主要体现在政府的资产负债表上，这是比较理想的。也就是说，对于疫情带来的负担做一个重新分配。由此产生的一些投资可能会被用来解封，现在欧美在解封的步伐以及标准方面是落后于中国和其他几个地区的，这一点很明显。

解封之后，我们要做的是兼顾安全和健康，不要有人感染。要想实现安全复工复产，首先要降低感染率，特别是对流动人口降低感染率；其次是采取有效的沟通政策，做到这一点是需要花时间的，这也就意味着复工复产的步伐不会太快。

疫情对经济的影响

这次新冠疫情带来的经济衰退被认为是自大萧条以来最严重的衰退，但是股市的反应却并不一致。比如中国股市在1、2月份跌了13%，但是自3月复工复产以后很快就回升了7%到8%；美国股市在疫情最严重的3月份狂跌30%，4月份又迅速反弹了20%，这个20%是几十年来都没有过的强劲反弹。

对于股市的强劲反弹是否预示了经济会出现V形的快速复苏，答案是否定的。为什么迄今为止股市的表现让人觉得可能这次冲击是温和的，对实体经济的影响没有那么大？这有几个方面的原因：

一是认为货币政策会长期保持宽松，而且也必须保

持长期的宽松，因为主权债在累积上升。更具体来讲，如果一年半以后欧洲央行开始从现有政策退出，欧元利率上升的话，那么意大利的财政形势就会岌岌可危，因为它现在的国内生产总值（GDP）负债率已经达到了160%。大家知道这个风险，所以欧洲央行不会这样做，市场也会知道这一点。除了当期之外还会有一个长期的、非常宽松的货币政策，使得贴现率很低，也就是说，复苏以后的市场，那个时候业绩好的公司会实现盈利。

二是目前总体的市值中，高市值在过去这些年越来越转向无形资产，特别是向数字无形资产转移。疫情会加速美国向移动支付转型，而且转型的速度会更快。5年以后，美国也会像今天的中国一样。PayPal进入了中国，在用二维码扫描，原因很简单，就是无接触，它能够实现无接触付款，不需要现金交易，不需要用手指去按去输密码。只要你去扫一下零售商家的二维码，就可以去付款了。在这点上，美国是落后于中国的，但是美国跟上的步伐也会加快。简而言之，数字化经济和技术行业做得很好，这是今天股市表现其中的一个重要因素。

疫情带来损失的原因主要是我们要对一个公共健康的灾难作出回应，包括对人员死亡作出回应。但事实上新冠病毒不管它有多坏，它也不能与当年的黑死病相提并论，不会造成30%的人口死亡。就算新冠疫情失控，也不会杀死整个经济，虽然一旦出现这样的情况对任何社会来说都是灾难性的后果，但是它的致死率并没有那么高，它也不太可能让整个经济都瘫痪掉。所以最终我们会从中复苏，会找到恢复的方法，虽然笔者觉得市场对于以上分析的这些因素都已经进行了估计，甚至市场有可能低估了将来经济复苏的道路会充满坎坷的前景。

现在有一点需要指出的是，中国更快地控制住了疫情，当然并不是说中国的经济没有受到损失，但我们需要更加深入地去思考这个问题。例如，美国采取的也不是一刀切的政策，一些财政政策主要是为缓冲中小型企业遭受的冲击，相当于一部分给予中小企业

的贷款是可以让这些中小企业不需要偿还的所谓“赠款”，实际上把对经济系统的冲击重新做了分配，就像社保一样，多管齐下的社保：一方面是医疗体系，另一方面是失业保险。对于企业的支持，这些都是有理由的。因为如果有很多企业由于抵御不了风暴而消失，我们就会遭受一个更加长久化的经济损失。所以无论是中国还是美国以及其他国家，都在竭尽全力避免这样的事情发生。

在美国包括笔者在内的大部分人都认为现在给予企业的很多贷款是不用还的，将来就变成了赠款，来避免家庭和中小型企业遭受过多的损失。从这个角度来说，实际上美国做的事情和其他国家是类似的，美国要处理的问题和其他国家也是类似的。如果想尽快复工复产，就要做到不能让资产负债表受到太大的损失，特别是家庭的资产负债表，否则人们就会停止支出、停止消费。当年在美国金融危机发生的时候就出现了这样的情况。此前的次贷危机造成了资产负债表大幅度的失衡，由于房地产市场崩盘带来一系列的附带效应，人们停止了支出。

疫情后的经济复苏

若仔细分析各国推出的财政政策，虽然这些政策措施不一样，但是目标是一样的：一是控制疫情、降低风险；二是避免不可恢复的资产负债表的损失，并且把这样的损失转变成为主权债务。这不一定是政府债务，因为美国州政府不可以持有大量的财政赤字。这样的规定虽然有缺陷，但这是宪法要求的，也是很复杂的。谁有权利发债，在政府的哪个层级发债，这些都有规定，与中国不一样。这也是中美之间很大的一个不同，同样也是美国和一些欧洲国家的不同，包括美国和意大利的不同。

中国以更快的速度控制住了疫情，而且因为快速控制了疫情，其可能复苏的速度也更快，比预期的速

度还要更快。而且这也是一场前所未有的危机，所以我们对未来发表的任何判断后面都要加一个括号，也就是说我们处在一个极其不确定性的时代。有一些人不敢复工，但是有一些人必须复工，因为这是没有选择的；还有其他的一些人，他们如果不复工，就活不下去了。美国芝加哥大学的研究人员做了一个研究（不一定完全准确），数据显示美国的就业当中有三分之一是可以在家以远程工作的方式来完成的。也就是说，就业当中有1/3得到了良好的缓冲，因为这些人至少目



这是一场前所未有的危机，所以我们对未来发表的任何判断后面都要加一个括号，也就是说我们处在一个极其不确定性的时代。

前能够相当有效地远程工作，这里也包括大学。另一部分人一直在上班，因为经济的运行少不了他们，像食品交付系统和医疗系统。还有其他一些人，他们想复工，他们要复工，因为他们得生活下去。这在就业上都带来了很大的挑战，最根本的一点是疫情带来的冲击和厌恶风险的情况不可能仅用政策就加以消除。

我们可以想象这样的一个世界，从行为的角度来说，所有的封锁措施都解除了，是否就能马上恢复正常？没有人能够确信，笔者对这样的前景是表示怀疑的，并且不会在封锁解除后马上去坐游轮出游，也不会到大型百货公司去购物，相信有很多人的想法与笔者是一样的，这就会让复苏的速度更慢。

此外，更加困难的是需求的复苏。从就业的角度来说，负责任的公司可以采取一系列的步骤来让工作变得安全，但是它们的产品是否能卖出去？比如说今天的中国经济和25年前是不一样的，如今高度依赖消费，但中国对外贸易的外部市场目前陷入混乱之中，就像美国市场的需求大幅度下降一样。所以，决定复苏速度的一个关键因素就是提升需求。🍷