

西方供给侧经济学译丛

MONETARY POLICY, TAXATION, AND
INTERNATIONAL INVESTMENT STRATEGY



货币政策、税收
与国际投资策略

维克托·A. 坎托 (Victor A. Canto) 阿瑟·B. 拉弗 (Arthur B. Laffer) 编著

陈洁 译

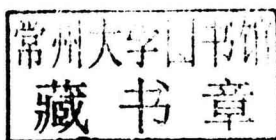
西方供给侧经济学译丛

货币政策、税收 与国际投资策略

Monetary Policy, Taxation, and International Investment Strategy

维克托·A. 坎托 (Victor A. Canto) 阿瑟·B. 拉弗 (Arthur B. Laffer) 编著

陈佑 译



本书为上海市新闻出版专项资金资助项目

图书在版编目(CIP)数据

货币政策、税收与国际投资策略/(美)维克托·A.坎托(Victor A. Canto),
(美)阿瑟·B.拉弗(Arthur B. Laffer)编著;陈佶译.—上海:上海财经大学
出版社,2018.1

(西方供给侧经济学译丛)

书名原文:Monetary Policy, Taxation, and International Investment Strategy

ISBN 978-7-5642-2753-1/F·2753

I. ①货… II. ①维… ②阿… ③陈… III. ①货币政策-研究 ②税收-研
究 ③国际投资-研究 IV. ①F821.0②F831.6

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第125704号

□ 策 划 黄 磊 陈 佶
□ 责任编辑 黄 荟
□ 封面设计 杨雪婷

HUOBIZHENGCE SHUISHOU YU GUOJI TOUZICELUE
货 币 政 策 、 税 收 与 国 际 投 资 策 略

维克托·A.坎托
(Victor A. Canto) 编著
阿瑟·B.拉弗
(Arthur B. Laffer)

陈 佶 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路369号 邮编200083)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海叶大印务发展有限公司印刷装订

2018年1月第1版 2018年1月第1次印刷

710mm×1000mm 1/16 20.5印张(插页:1) 368千字

印数:0 001—3 000 定价:60.00元

图字:09-2016-243 号

Monetary Policy, Taxation, and International Investment Strategy

Victor A. Canto, Arthur B. Laffer

Translated from the English Language edition of *Monetary Policy, Taxation, and International Investment Strategy*, by Victor A. Canto and Arthur B. Laffer, originally published by Praeger, an imprint of ABC-CLIO, LLC, Santa Barbara, CA, USA. Copyright © 1990 by Victor A. Canto and Arthur B. Laffer. Translated into and published in the Simplified Chinese language by arrangement with ABC-CLIO, LLC. All rights reserved.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means electronic or mechanical including photocopying, reprinting, or on any information storage or retrieval system, without permission in writing from ABC-CLIO, LLC.

2018 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有 翻版必究

总 序

改革开放近 40 年来,我国国民经济发展取得了举世瞩目的巨大成就,初步实现了从集中决策的计划经济体制向分散决策的市场经济体制的平稳转型,并成功跻身于世界第二大经济体之列。同时,我们也必须看到,中国经济在发展过程中,由于改革的不全面、不彻底、不及时,也逐步累积了新的问题和新的矛盾。一方面,过剩产能已成为制约中国经济转型的一大障碍;另一方面,中国的供给侧与需求端的“错配”已非个案,总体上是中低端产品过剩,高端产品供给不足。

为此,2015 年 11 月 10 日,习近平总书记在中央财经领导小组第十一次会议上正式提出实行“供给侧结构性改革”。这是中央在我国国民经济发展进入新阶段和新形势下提出的一项新的重要任务,随着改革的不断推进,其内容也在不断发展丰富。“供给侧结构性改革”,顾名思义就是要从经济结构的供给端着手,针对我国经济发展中的供需结构性失衡问题,尤其是无效供给过剩,而优质供给不足,从去产能、去库存、去杠杆、降成本以及补短板这些结果导向的具体目标出发,解决经济发展中所面临的“瓶颈”。

当然,除了经济结构的失衡,中国还面临体制结构的失衡和治理结构的失衡。这三个失衡层层递进,经济结构的失衡是表象,体制结构的失衡是深层原因,治理结构的失衡是内在根源。这三个失衡问题如果得不到解决,中国经济还将会随着政策的松紧而不停上下波动,形成过去几十年来反复出现的一放就乱、一乱就收、一收就死的循环。因此,改革的目的,就是要矫正这三个结构性失衡,通过改革、发展、稳定、创新和治理“五位一体”的综合改革治理,提高社会生产力水平,实现经济社会的持续健康发展。

想要顺利推进供给侧结构性改革,实现我国经济的转型升级,会涉及许多

重要方面,例如:产能利用率的调节,全要素生产率和经济增长质量的提升,要素配置扭曲的矫正,简政放权、减税降成本的具体落实,等等。显然,这是一项规模庞大且各环节关系错综复杂的系统性改革工程,另外,还必然会与经济增速、通胀水平、贸易差额、就业情况以及社会稳定等硬指标存在密切联系。在这一背景下,从理论角度,便对供给侧结构性改革政策的成熟性提出了非常高的要求;而从实践角度,也需要能在前人的基础上,有所借鉴,通过去其糟粕、取其精华,为我国的供给侧结构性改革保驾护航。

总体来看,经济发展存在其阶段性与规律性,而供需失衡的结构性矛盾是其主旋律。供给经济学正是针对这一矛盾,从供给侧入手,系统阐述经济失衡矛盾产生的根源及应采取的政策措施的西方重要经济学流派。作为20世纪70年代初才于美国出现的经济学“少壮派”,却已经在美国里根执政时期、英国撒切尔夫人执政时期等发达国家经济发展的重要阶段大显身手,为其摆脱经济发展困境、重新注入发展动力,实现当时这些国家经济的二次腾飞,发挥了不可估量的作用。

供给经济学的形成有其必然性。当供需结构性矛盾日益凸显,而传统凯恩斯主义宏观经济调控手段失灵时,自然会促使有社会担当的经济学家、知识精英去重新审视问题的本质,探索全新的解决手段,其中就不乏阿瑟·拉弗、万尼斯基、马丁·费尔德斯坦等代表性人物,也形成了一批诸如“拉弗曲线”的经典思想。

供给经济学的核心要义可以归纳为:(1)经济失衡的原因在于产能利用率与有效供给不足,且两者的提升并不会造成通胀、阻碍经济发展;(2)应采取特定的减税政策,降低经济部门与劳动者的生产经营与纳税成本,为其注入经济活力;(3)应减少政府干预,即简政放权,促进自由市场竞争;(4)萨伊定律,即供给能自行创造需求是有效的,仍应注重对经济的供给端调节。如此看来,经济发展的进程有其惊人的相似之处,供给经济学无疑能为我国此轮供给侧结构性改革提供非常有价值的理论思想借鉴。

“他山之石,可以攻玉。”上海财经大学出版社此次精心筹划推出的“西方供给侧经济学译丛”,准确把握住了中央大力推行供给侧结构性改革的理论需求,精准对接了中央顶层设计在学术层面的要求。

这套译丛包含6本供给经济学派代表性学者的重要著作:其一,对供给经济学理论体系做出了完整介绍,并注重阐述其思想要点;其二,回顾了一些发达国家的供给侧改革进程及曾面临的问题,以借鉴其宝贵经验;其三,以专题形式对供给侧改革中的关键抓手进行了富有启发性的深入探讨;其四,鉴于此轮改

革中金融资本供给端的重要性,专选著作对此方面进行了分析。

《供给经济学经典评读》系统介绍了西方供给经济学的核心思想、理论基础及关键要义,很好地填补了国内系统了解学习供给经济学派方面的空白。同时,本书的一大亮点在于,其深入分析了美国和英国当时非常重要的供给侧改革事件,可以说,能很好地兼顾研究供给侧改革的读者在理论完善和案例研究方面的需要。在供给侧改革理论方面,本书开宗明义指出,供给侧改革需要对凯恩斯经济学模型做出修正,讨论了拉弗曲线模型的意义与适用性,以及如何在供给经济学中借助不断发展的计量经济学进行分析等一些需要明确的理论基础;在案例研究方面,书中探讨了美国总统里根为推行供给侧改革所施行的经济改革项目,供给经济学思想演化的完整脉络,以及什么才是真正合适的货币政策和财政政策等。本书难能可贵的一点是,不仅充分涵盖了供给经济学的全部重要理论,而且很好地将其与供给侧改革中的重要事件结合起来,实现了理论与实践并重。

1982年4月,在美国亚特兰大联邦储备银行召开了一次非常重要也颇为著名的供给侧改革会议。《欧美经济学家论供给侧——20世纪80年代供给侧经济学研讨会会议纪要》一书就是将当时会议中具有代表性的演讲文章按照一定顺序集结成册,为我们留下了非常宝贵的供给侧改革方面的学术研究资料。出席此次会议的人士中不乏经济学界泰斗,如米尔顿·弗里德曼、托马斯·萨金特、詹姆斯·布坎南等,也有美国当时的政界要员,如杰克·肯普、马丁·费尔德斯坦等。就本书内容的重要性而言,完全可以作为研究供给经济学的高级读物,甚至有媒体评论认为,应作为研究供给侧改革的首选读物。书中内容反映了在美国着力解决供给侧改革问题的过程中,经济学界顶尖大师的真知灼见。

《货币政策、税收与国际投资策略》是供给经济学派代表性学者阿瑟·拉弗与维克托·坎托的一部研究供给侧改革政策理论基础与实践效果的核心力作,通过对货币政策、财政政策、国际经济问题以及国际投资策略以专题形式进行深度讨论,重点阐述了刺激性政策和不利于经济发展的因素会如何影响经济表现;同时,书中探索了一套与众不同的研究方法体系,帮助读者厘清政府政策在经济中的传导路径。本书第一部分探讨了货币政策制定目标和通货膨胀相关话题;第二部分聚焦于对供给侧经济学的运用,分析了政府施加的经济刺激和约束性政策的影响;第三部分遴选了一些国际经济方面的热点话题,如贸易收支情况与汇率表现,展示了从供给侧视角进行分析所能得出的结论;第四部分着重讨论了资本资产税收敏感性投资策略,以考察供给侧经济学思想可以为微观投资者带来的优势。

减税,是供给经济学的一项重要政策主张。《州民财富的性质与原因研究——税收、能源和劳动者自由怎样改变一切》阐述了为什么在美国州一级减免税负会促进经济增长并实现财富创造。书中对税收改革的思路进行了充分讨论,揭示了即使是美国一些人口很少的州也能从正确的政策中获益颇丰。以拉弗为首的多名经济学家评估了美国各州和当地政府施行的政策对于各州相应经济表现和美国整体经济增长的重要影响,并以翔实的经济数据分析作为支撑。另外,对美国的所得税等问题进行了详细严格的考察,深入分析了经济增长表现以及由于不合理的税收政策所导致的不尽如人意的经济局面等话题;同时,采取了细致的量化分析,探讨了对于国家和个人金融保障会产生巨大影响的政策措施,具有很高的研究价值。

1982年,拉丁美洲的一些发展中国家曾爆发了严重的主权债务危机,《拉丁美洲债务危机:供给侧的故事》从供给侧角度对这一事件进行了全面且深入的回顾分析。当时,许多经济分析师都着重于研究债务国在经济政策方面的缺陷,以及世界经济动荡所造成的冲击,很少有将研究重点放在危机蔓延过程中该地区的主要债权人——私人银行——上面。作者罗伯特·德夫林则对拉丁美洲债务危机事件采取了后一种研究视角,基于丰富的经济数据资料,指出银行其实才是地区债务循环中不稳定的内生因素,当该地区发展中国家经济蓬勃发展时,银行会存在过度扩张问题,起到推波助澜的作用;而当经济衰退时,银行会采取过度紧缩措施,造成釜底抽薪的后果。本书的一大价值在于,揭示了资本市场供给侧状态及调节对于发展中国家经济稳定的重要性,所提出的稳定银行体系的措施具有现实性启发意义。

《供给侧投资组合策略》是阿瑟·拉弗与维克托·坎托基于供给经济学思想,阐述微观投资者该如何构建投资组合的一本专著。书中每一章会分别详细探讨一种投资组合策略,并检验其历史表现情况。具体的讨论主题包括:如何在供给侧改革的大背景下投资小盘股、房地产等标的,对股票市场采取保护主义政策会造成的影响,以及美国各州的竞争环境等。值得注意的是,本书在充满动荡和不确定性的经济环境下,明确指出了采取刺激性政策的重要性。书中的分析配备了大量图表数据资料,能帮助读者更直观地了解基于供给经济学理论构建投资组合的效果。

中央领导同志已在中央经济工作会议等多种场合反复强调,要着力推进供给侧结构性改革,推动经济持续健康发展,这是我国当前阶段要重点实现的目标。同时也应理性认识到,“工欲善其事,必先利其器”,改革需要理论的指导和借鉴。供给经济学虽形成发轫于西方发达国家的特定历史时期,当然基于不同

的国情、国体,在了解学习其思想时,须持比较、思辨的态度;但是综合上述分析,显然供给经济学的诞生背景、力求解决的问题和政策主张,与我国经济发展在新形势下所要解决的问题以及政策方向有相当的契合度,这也在一定程度上,体现了经济发展阶段性与规律性的客观要求。

我们期待上海财经大学出版社这套“西方供给侧经济学译丛”,与我国供给侧结构性改革实践,能够碰撞出新的思想火花,并有助于我国实现供给侧结构性改革这一伟大的目标。

是为序。

田国强

上海财经大学经济学院 院长

上海财经大学高等研究院 院长

引言

维克托·A. 坎托、阿瑟·B. 拉弗

大多数关注政府行为的政策意义的经济学书籍，会在考察它们是否对所讨论的问题提供了合适的解决方案的背景下，分析那些意义。而这些分析几乎很少会考虑到实践意义，以及对业务经理、金融分析师和普通投资者而言很重要的策略。

在本书中，我们尝试对上述问题做更深入的分析。我们会尽力阐述刺激和不利于经济发展的因素是如何影响经济行为以及经济表现的。除此之外，我们会提供一套完整的方法，向读者展示如何跟踪政府政策的重要影响是怎样在经济中传导的，继而揭示对从投资组合经理、金融分析师到企业战略家、政府官员这样的投资者和政策制定者有帮助的投资意义。

一、货币政策

本书第一篇关注的是货币问题。考虑到通货膨胀会对经济形成潜在的影响，在很大程度上，在货币市场组织方面，必须对可能的干预机制给予充分的关注，并讨论相关的货币总量问题。

第1章讨论了一个很常见的宏观经济观点，而出版物将此观点归功于美联储的一些专家。这一观点假定，整体经济活动的持续增长最终会耗尽产能，导致更高的物价；相反，产能利用率的下降被视作可以缓解经济的通胀压力。该观点的实证意义很明显：产能利用率的提升会导致更高的物价；反之，产能利用率的下降会导致更低的物价。如果货币当局同意这一观点，那么政策意义就是，无论何时产能利用率出现上升，政府都会尝试采取措施让经济降温，这是一个让人不太满意的选择，或者通过货币措施，应该让物价的上涨速度放缓。

在货币模型中，通胀率的上升可以通过更慢的货币总量扩张速度来放缓。因此，货币当局也一定会选择相应的货币总量，以实施政策来实现更慢的通胀

水平上升速度。因此,货币政策的意义一定会依赖一些严格的关系:第一个是,假定的产能利用率与通货膨胀之间的关系。另一种理论框架导致出现了不同的经济意义。货币框架是否与此相关是一个实证问题。第二个是,货币总量与通货膨胀之间的关系。第三个是,货币当局的控制能力,即如何选择相应的货币总量。在检验实证证据之前,有必要讨论一下分析中用到的另一种货币框架。

分析中用到的另一种框架是基于“一般均衡”分析,其中通货膨胀被定义为过多货币追求过少商品的一种货币现象。因此,一般均衡分析假定通货膨胀与真实的经济活动之间负相关。一般均衡货币分析指出,如果维持货币政策不变,产能利用率的加速提升会伴随着更低的(而不是更高的)通胀率,产能利用率的下降会伴随着更高的(而不是更低的)物价水平。然而,既然我们将通货膨胀视作一种货币现象,产能利用率与通货膨胀之间的相关性就要取决于货币反应。如果货币政策能够与产能利用率的提升相协调(例如,货币需求的上升),物价水平就不会出现变动,而通货膨胀就会与产能利用率的变动无关。

第1章所给出的实证结果与我们通常所接受的学说完全不同。全球范围内的证据并不支持全球性通胀率上升是由产能利用率上升所导致的这一比较流行的观点。证据表明,菲利普斯曲线并没有对通胀压力提供一个清晰的解释。数据指出了另一个更好的答案,即对于通货膨胀从货币角度的解释。

更快的经济发展与增长速度以及产能利用率的加速提升会导致更高通胀水平的想法,已经深深根植于人们心中。用另一种方式来表述,有些人会让我们去相信,更慢的经济发展速度以及产能利用率的下降会导致更低的通胀水平。这一谬论对国家福利和世界经济是危险的。想要让经济活动放缓和产能利用率下降(给经济降温)的政策,会导致更高的(而不是更低的)通胀水平。产能利用率的下降预示着通胀压力的上升。

实证证据表明,货币框架可以对通货膨胀问题提供更为充分的解释。然而,对如下两个问题也存在大量的不同意见,即货币与商品的相关数量决定了通货膨胀,以及是谁在控制这些数量。因此,从实证角度来说,人们必须区分有助于解释通货膨胀问题的变量和导致通货膨胀的变量。如果货币政策要在消除通货膨胀上是成功的,那么在货币当局的控制下,精心挑选货币变量是必需的事;否则,货币当局的行动就没有多大意义了。在第2章和第3章,会考察货币学派模型中的两个关键变量:一个是从局部(区域)视角,认为货币与产出的相关概念是一个国家层面的(局部)数量;另一个是从全球视角,认为货币与产出的相关概念通过与通货膨胀和世界数量相联系,真正成为全球范围内的数

量。但即使是在局部和全球视角下,相关的货币数量也是不同的。关注局部问题的货币学派模型会关注基础货币、M1 和 M2;而关注全球问题的货币学派模型则会关注全球视角下的相应变量,即世界基础货币、全球 M1 和全球 M2。

关注局部问题的货币学派模型会用到对 M1 和 M2 定义颇为牵强的测算方式,其中会将 M1 和 M2 作为代表货币概念的相关实证变量。考虑到事实上只有美联储能控制货币供给量,货币总量的增长代表了供给曲线的移动。实际国民生产总值(GNP)则代表了货币需求的移动。

关注全球问题的货币学派模型代表了货币学派模型中最能体现货币总量形式的一种。关注全球问题的货币学家认为,毕竟货币是最容易实现跨国流动的商品之一。因此,如果人们能在另一个地方处理货币问题,那么不对两个地方的货币量进行合计就会产生误导。

欧洲美元和货币市场基金在美国金融体系中扮演着一个有点特殊的角色,其中,欧洲美元扮演了一个与在全球层面相似的角色。从某种意义上说,欧洲美元和货币市场基金可以给付一个非常有竞争力的利率,而且都已指数化,不受通货膨胀税影响。随着通货膨胀的上升,持有货币余额的人很有可能将他们的余额投向上述几种货币。

在第 2 章中,过去 30 多年的证据支持了关注全球问题的货币学家的观点。超出世界实际 GNP 增长(滞后两年)的超额世界货币供给,与美国通货膨胀之间有紧密关系。

第 3 章给出的实证结果很清楚地表明并不支持关注 M1 的货币学派模型。拓展对于货币的定义,使公式中包含 M2,并不能使货币学派的结论得到改善。用货币总量解释长期通货膨胀在统计意义上并不显著,以及滞后的通货膨胀是最显著变量,这两个事实紧密交织,破坏了局部和全球视角下的货币学派模型。对上述结论的一个似是而非的解释是,M1 和世界货币都是内生变量。但是,这两种货币在内生性的特征上完全不同。

货币总量中的不完全替代性提供了一种机制,货币当局借此可以对货币总量施加影响,但可能还谈不上控制。我们对供给调整所选择的替代变量是基础货币的增加。理由很简单,美联储能够完全控制但也只能控制基础货币。我们已经讨论过,货币均衡数量的变动是货币需求和供给同时调整的结果。因此,如果我们能够确认货币供给的调整(例如,基础货币的增加),并且知道能同时反映需求和供给情况的货币量,那么在得出货币供给部分的净额时,就能完全用 M1 的增加作为货币需求的替代量。

货币市场基金可以作为狭义货币结余的可行替代。相似地,欧洲货币可以

作为美国国内货币的可行替代。供给方(银行)常常可以选择生成以本国货币标记的结余,或者参与接受非本国货币存款和进行贷款。与此类似,需求方(存款人)常常可以选择是在货币发行国还是在欧洲货币市场储蓄。对于利润的考量意味着,随着本国货币结余成本的上升,欧洲货币这一备选项变得更有吸引力了。欧洲货币和货币市场基金对于活期存款账户的替代作用意味着,本国货币当局提出货币政策的初衷很可能已经被抵消了。

第4章给出了一个与前面几章的实证结果相一致的分析框架。所进行的分析的基本前提是,在解释实证结果时所出现的令人困惑不解和自相矛盾,是源于人们试图解释在货币均衡数量和价格水平发生变化时,需求曲线是如何相对于供给曲线进行移动的。

货币具有与其他所有商品都相似的特征。当货币供给曲线向外移动,而需求曲线保持不变时,在新的均衡点上,要求的数量会更大,单位价值会更低。由于单位货币的价值是指它可以交换到的商品或服务数量,货币价值的下降等价于一般价格水平的上升(即通货膨胀)。

换句话说,如果货币需求曲线向外移动,新的均衡会出现在数量更大和单位货币价值更高的点上。货币价值的上升等价于价格水平的下降(即通货紧缩)。如果保持其他条件不变,货币供给曲线向内移动会导致货币量减少和通货紧缩,而货币需求曲线向内移动会导致货币量减少和通货膨胀。

所以关键的一点是,我们仅仅拥有关于货币量变化的知识还不足以断定价格会上涨或下跌。如果货币量的增加是由货币需求变动所导致的,那么会减缓通货膨胀、降低利率,并提高外汇货币的价值;相反,如果货币量的增加是货币供给变动的结果,那么通胀压力会加大,导致更高的利率和更弱势的货币。总之,没人能说货币量的增加或减少是由“通胀引起的”或“通缩引起的”,或者导致这些变化的政策是“宽松的”或“收紧的”。了解每一个扰动现象的原因,即究竟需求曲线或供给曲线有没有移动,对于判断其影响是必要的。

关于通货膨胀和更高的利率是超额货币增长的产物的证据,支持了这样一种立场:货币政策的作用应当是提供稳定的价格。只有当货币供给的变动等于货币需求的变动时,价格稳定才能实现。政策的含义很明确:货币政策的执行与价格规律保持一致,能够确保货币供给自动与货币需求变动相匹配。

如果运用货币政策仅仅是出于稳定价格的目的,而不是为政府支出融资,就能为一个成功而稳定的货币体系打好基础,确保未来几年价格稳定。如果美元的购买力真的能获得无限担保,那么几乎所有人都会持有美元而不是黄金,或者不会去做通胀对冲。类似地,如果由于通胀预期下降而使得利率很低,就

会出现对美元账户更广泛的使用。而使用外币以支持国际交易,或者仅仅作作为价值储藏手段的现象也会消失。一项成功的货币政策会扩大对货币的需求,并必须增加美元货币的供给。

金融经济学家对预测金融变量的变动很感兴趣。如果能够做到这一点,可以设计一个投资组合策略以利用预测到的变化。该策略至关重要的一点是,应形成一个框架以预测关键货币指标的变化和市场预期,并确定它们对利率和通货膨胀的可能影响。

第5章便提供了这样一个框架。通过分析得出的关键政策指标是基础货币的增长率,这是一个受货币当局控制的变量,可以用来代表货币供给函数的变动;而超出M1增长的超额基础货币,可以用来代表超额货币供给。

除了政策变量,市场预期也在投资组合策略的形成中扮演了重要角色。例如,弱势美元和利率上升常常是通胀压力高企的预兆。然而,这些变量除了通胀预期的变化外,也会因其他原因发生变化。当黄金价格、美元的外汇价值和利率朝不同方向移动时,它们会对通胀前景提供相互矛盾的信号。如何处理这些相互矛盾的信号是一项很大的挑战。大多数管理者所面临的难题是,价格反映了包含通货膨胀和真实效应的混合信息。因此,他们必须仔细将通胀因素和真实效应区分开来。

有效市场假说和理性预期假说之间的争论所促成的一个很重要的发展是达成了这样一个共识,即市场数据反映了将来会实现的预期。这并不是说市场预期什么会发生,就真的会发生,只有最新的市场数据才包含对未来的预测。该分析的一个直接含义是,金融价格(如利率、收益曲线的斜率、黄金价格、美元的外汇价值以及股票价格指数)可能共同包含了市场对利率和通胀率未来趋势的隐含预期。受货币当局影响的政策也有可能影响经济的通胀率和市场对未来的预期。

通过对市场数据和政策变量的细致分析,资产经理可以在市场共同预期的情形方面形成观点。借助这种方法,他们可以利用市场的集体智慧,对事情看得更清楚,使他们自己的观点与市场的观点有所区分。

政策措施也可能会导致金融变量之间形成内在联系。预告基础货币的增加很有可能同时导致通胀预期、利率和黄金价格的上升,以及美元的贬值。而这些因素反过来会通过纳税等级的影响,继而影响股票价格。同样,税率下调会导致更低的通胀水平、利率和黄金价格,更强势的美元,以及高歌猛进的股市。在短期,很明显政策变化会引起复杂的金融变量变动之间的相互联系。因此,通过解读这些变量的变动和内在联系,可以准确预测未来一段时期金融变

量的趋势。

这一章所用到的实证方法最初包含了上面所提到的所有政策和价格变量。向量自回归模型(VAR)被证明在预测相关时间序列变量系统上是一项颇为成功的技术。尽管颇受争议,向量自回归模型也常被用来分析不同类型的随机扰动和控制对于系统变量的动态影响。

一个结合了短期利率、收益曲线的斜率、美元的外汇价值、股票价格、基础货币增加和超额基础货币增加的实证模型,在解释通胀率和3月期国库券变动上表现不错。假定模型在实证上的特点是,仅使用金融价格的季度价值,货币总量滞后1~5个季度不等,则估计方程可以用来提前一步(如1个季度)预测利率和通货膨胀的变动。根据所采用的样本,模型在大约75%的时间内准确预测了利率的变动方向。这一结果足够鼓舞人心,表明完全可能通过运用此模型来预测利率情况。

货币政策也会对金融市场产生显著影响。对于金融市场和经济的意义,在第6章通过对反向收益曲线的讨论来进行描述。反向收益曲线的历史数据揭示了一个很清晰的形态。首先,在法定本位时期,当出现短期利率上升和反向收益曲线时,会继而出现通胀加剧和经济增速放缓。相比之下,在价格规律下,反向收益曲线会带来长期利率的下降和经济扩张。

投资者和经济学家所面临的问题是,需要确定货币当局究竟是遵循价格规律还是一些其他的框架。考虑到货币当局会不太愿意完全披露他们自己的货币政策以及是基于哪种标准进行操作,这个任务将变得很困难。在一段反向时期,当美联储遵循价格规律时,股票市场会上涨;当采取法定本位时,股票市场会下跌。因此,金融市场表现出包含了其对美联储货币本位的评估信息。股票市场在1989年的表现充分体现了,美国货币政策是在价格规律框架下实施的。金融市场造成的重要影响是,利率持续下跌了很长一段时间。

二、财政政策

供给侧经济学不能仅仅被视作标准新古典经济学的一张新标签。古典经济学分析的核心要义是,当经济刺激出现变化时,公众会改变自己的行为。如果相比于其他可选的活动,对某一项活动的刺激增加了,对于这一颇具吸引力的活动会有更多人愿意参加。类似地,如果对某一项活动施加约束,这种活动会越来越少。

基本上,人们在追求自我实现的过程中,都会同时碰到时间和资源的约束。在有限的资源和时间条件下,为了实现目标,必须在受外界和自身条件约束的结构中进行审慎管理。政府由于拥有足够的强制力,有能力改变大量的一系列

经济因素受到的约束。政府所施加约束的结构的变化,会改变经济的表现。

由政府所施加的约束的形式,实际上有无数种。税收、补贴、规制、限制和要求只是政府在经济学领域可能采取的无数种措施中的几种。政府支出的构成和数额大小,以及政府的融资方式,也会影响个体的活动。古典经济学的一般原则是基于刺激政策所发挥的作用以及政府措施对于刺激政策的影响。

财富再分配论者(无论是自由派还是保守派背景)的长年呼吁,会减缓政府支出的增长,并推迟减税。税率下调政策就像掏出“一根可望而不可即的胡萝卜”一样,会诱使选民选择一个在经济上是紧缩性的项目。然而,这些项目历经一段时间后会再次破产。无论是从概念上还是实证上,它们的基础都相当薄弱。在减少政府对私营部门干预方面最为成功的方法是,采取措施超额抵补因税率大幅下调而造成的政府支出减少。

其实大家都很清楚,有很大一部分政府支出会被浪费掉。我们每个人都能举出一个个项目,要么被撤销了,要么规模缩减了。每一任总统或者总统候选人都会信誓旦旦地许诺减少浪费和提高政府效率,但几乎都失败了。理由很简单,他们每一位都没能理解政府的核心角色。

众多的经济刺激是商品市场中的推动力,而边际税率的变动则是我们可以找到的会影响刺激政策的重要因素。人们从事工作和企业经营都是为赚取税后收入。作为一般规律,他们不会因为喜欢缴税而进行工作和生产。随着税率上调,通过参与市场活动获得的税后回报会减少。结果是产出减少、就业减少。

相反,随着税率下调,其他几种市场活动的吸引力会越来越小。个人和企业会对市场活动投入更多的精力。因此,随着税率下调,更多的劳动力和资本会涌入市场,产出会扩大。而产出增加的放缓是通胀性的,是由货币量快速增加所导致的。产出增加越慢,通胀率越高。

对减税提出批评者所列举的情形有几个关键点。他们的讨论围绕以下内容展开:抵制减税者认为,税率全面下调不会真正使股票价值上升、经济增长和储蓄提高。除此之外,那些反对税率下调的人认为,所得税率的全面下调会导致更高的通胀水平和更严重的赤字,这会对穷人造成伤害。

第7章阐述了如下问题:历史上,经济快速增长、低通胀和股市上涨时期,也常常是税率更低的时期。如果假定更高的税率、更慢的实际增长和更低的储蓄水平与资本形成之间有紧密联系,那么很显然,股票价值和税率之间也应该是紧密联系的。事实上确实如此!

在1916~1918年,边际所得税率的最大值从仅仅只有7%上升到73%。税率的其他变化与最高税级税率的大幅上涨保持一致。股票价值遭到重创。

1920年哈丁(Harding)以压倒性优势击败考克斯(Cox)时(哈丁赢得了全部选票的60%),一轮快速的税率大幅下调开始了。

在1919~1929年,最高边际税率从77%降到了24%,最低税率从6%降到了0.375%。实际GNP的年增长率达到2.7%,通胀率的年下降率为0.36%,股票价值以所谓的“咆哮的20年代”方式上涨。标普500的年上涨率达到9.5%。

在1929年,一轮税率上调如火如荼地开展起来。在一份非常详细的分析中,裘德·万尼斯基(Jude Wanniski)用数据证明了,为通过《斯姆特—霍利关税法案》(Smoot-Hawley Tariff Act)而做出政治努力与大崩盘是同时发生的。^[1]在30年代见证了最高税率从1929年的24%上升到1940年的81.1%。在1930~1935年这段时期,实际GNP以每年3.1%的速度下降,并且股市也急速下跌——年跌幅达8.3%。

在肯尼迪(Kennedy)和约翰逊(Johnson)执政时期,随着税率下调,经济活动开展的步伐在加快。在1964~1967年这段时期,实际GNP以差不多每年5%的速度上升,标普500以每年6.3%的幅度上涨。里根政府接管的经济是个烂摊子,需要对其在之前12年所遭受的破坏进行修复。下调税率,解除对能源的管制,解除对行业的管制,并且维护了货币体系的稳定。

如果回顾20世纪80年代早期的历史,在税收和法律关系的特点上有一点很重要,可以观察到对于税率变化的预期也会对经济发展路径产生深远影响。在1981年的税法中,对税率下调进行了指数化。当时设想,在1981年10月1日下调5%,在1982年7月1日下调10%,最后在1983年7月1日下调10%。

法律中采用的税率下调方法的不足之处在于,其忽视了刺激政策对于个体行为的作用。常识告诉我们,人们不会在一家上周还满世界宣传打折的商店买东西。当税率还很高时,对于未来几年税率会下调的预期激励了个人和企业。在1981年和1982年减少自身收入,这样当税率真的下调时,就可以在1983年和1984年实现收入。但经济放缓了,失业率上升了,赤字扩大了(见图7.4)。讽刺的是,政府企图通过推迟税率下调以延缓赤字扩大,但实际上,只是导致赤字规模猛增。

真正让人吃惊的是经济对于刺激的反应速度。事实上在1983年1月1日,当税率大幅下调开始发挥作用时,经济开始复苏。这一复苏是完全符合供给侧逻辑的,并没有造成沃尔特·赫勒(Walter Heller)非常自信地预测的“通货膨胀爆发”,而是有效地提供了就业、更高的产能利用率和生产力提高。甚至

[1] Jude Wanniski, *The Way the World Works* (Morristown, N.J.: Polyconomics, Inc., 1978), p. 36.