



执笔人：张斌 朱鹤 张佳佳 钟益

大萧条与罗斯福新政

■ 运行环境：外部经济大幅下行；广义信贷增速创近年来新高，广义政府支出增速负增长

- 2020年1季度，摩根大通全球综合PMI均值为45.9，较去年4季度均值回落5.4个百分点；摩根大通全球制造业PMI均值为48.4，较去年4季度均值回落1.7个百分点。
- 广义信贷规模存量同比增速为11.6%，较去年4季度末上升0.8个百分点。
- 定义“广义政府支出=公共财政支出+全国政府性基金支出+基建支出-财政预算内与民间投资的基建支出”。2020年1季度末，广义政府支出累计同比增速为-0.8%，较去年4季度末下降9.1个百分点。

■ 运行特点：经济大幅下行，通胀下行，失业大幅上升，居民资产负债表被动增强，企业资产负债表显著弱化

- GDP增速-6.8%，按照生产法估算下降更大；
- CPI、核心CPI、PPI和大宗商品价格指数均有不同程度下行；
- 3月就业人员规模比1月份下降6%以上，约18.3%的就业人员处于在职未上班状态；
- 居民部门支出下降远大于收入下降，在银行净资产大幅增加5.3万亿；企业部门收入下降远大于成本下降，大幅举债，在银行净资产下降4.4万亿。

■ 展望与应对：短期内难以恢复到常态，企业生存和就业压力凸显

- 消费有恢复性增长，私人部门投资和出口仍面临较大困难，总体经济活力不足。
- 农民工收入窟窿：农民工前期2-3000亿收入损失，复工后收窄到1000亿左右收入损失。
- 企业资产负债表窟窿：距离常态5-6万亿的缺口；就业窟窿：2-3000万的农民工复工/再就业；7-800万新毕业大学生；纾困政策：需要直接针对低收入家庭的救助，受新冠疫情影响群体主要是工作年龄人口，更重要的是创造新的就业机会。
- 经济复苏政策：降低企业成本，降息、税费减免、新的融资工具；提高企业收入，临时性的消费优惠政策、公共项目尽快开工。
- 就业政策：放宽服务业行业准入标准，部分新设立企业享受1-2年的税收和房屋租金政策优惠；提高公共管理服务的就业岗位，不能设置当地户籍限制以及学历限制，应有较大比例留给农民工群体。

■ 专题：大萧条与罗斯福新政

- “大萧条是宏观经济学研究的圣杯”不只是溢美之词。失业和破产也像病毒一样会从一个区域传播到另一个区域，一个部门传播到另一个部门，应对不当会造成经济大萧条。大萧条的相关研究帮助我们理解了为什么经济运行会发生大萧条，总结了教训，为避免再次出现大萧条开出了行之有效的药方。



- 大萧条中有泡沫破灭，有不断积累的经济结构失衡，但是大萧条研究的经济学者并不认为经济要为此付出百业凋敝，1/4 的劳动者失去工作的代价。凯恩斯认为大萧条是惊人的愚蠢。
- 大萧条研究学者普遍认同，大萧条的罪魁祸首是过度的信贷紧缩；走出大萧条来自外生力量带来的信贷扩张而不是经济自身恢复力量。
- 信贷过度紧缩有多方面的原因。一是银行大量破产，信贷成本急剧上升；二是货币政策失误，为了维护金本位，先有降低利率刺激泡沫，后有提升利率恶化信贷，真实票据理论误导了货币当局；三是财政政策失误，胡佛总统宣称“更情愿削减政府支出，以便向全国和世界展示预算平衡”；四是贸易保护政策，不仅伤及出口，也伤及了美国债权人和国际金融市场。
- 罗斯福新政是一连串的试错。包括了纾困(Relief)、振兴 (Recovery) 和改革 (Reform) 三类政策。新政当中有帮助美国经济走出大萧条的内容，更重要的内容在于“规模宏大的社会实验”。罗斯福新政和后来对政策的纠正是一连串的试错，它重塑了美国的政府职能，强化了民主社会主义，其影响至今仍随处可见。
- 防范大萧条的启示：保持信贷增长和防止通货紧缩是避免过度萧条的特效药；打破财政平衡教条；避免国际贸易争端。
- 纾困要有针对性，避免带来新的市场扭曲；政策是一连串试错，错误在所难免，重在纠错；关注对特权的制衡。



全球经济景气度大幅回落。2020年1季度，摩根大通全球综合 PMI 均值为 45.9，较去年 4 季度均值回落 5.4 个百分点；摩根大通全球制造业 PMI 均值为 48.4，较去年 4 季度均值回落 1.7 个百分点。随着新冠疫情演变为全球性大流行，国际社会对全球经济增长前景形成基本共识，即 2020 年全球经济步入衰退期，且衰退程度不低于 2008 年的全球金融危机。3 月，除印度外，各主要经济体制制造业 PMI 均处于荣枯线下方，且下跌压力加剧。

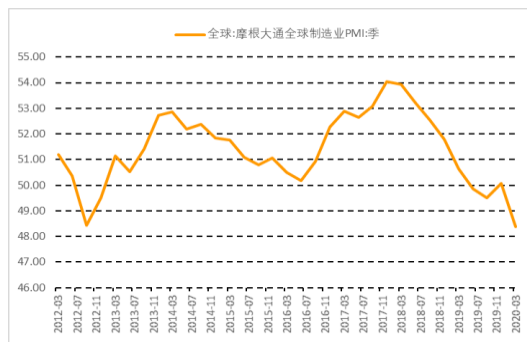


图 1 摩根大通全球制造业 PMI

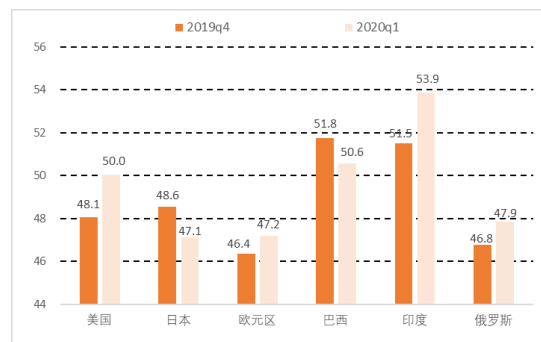


图 2 全球主要经济体制造业 PMI

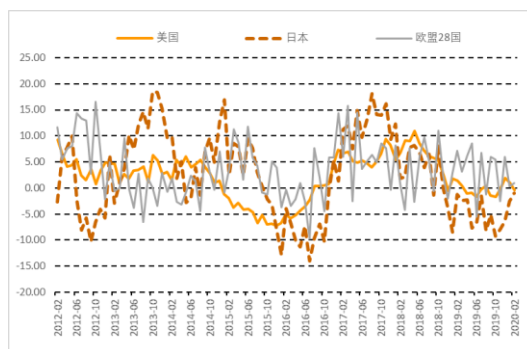


图 3 主要发达经济体出口同比增速

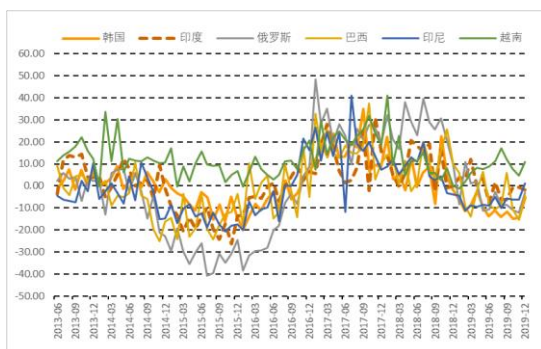


图 4 主要新兴市场出口同比增速

数据来源: Wind, 中国金融四十人论坛

全球贸易下行压力加剧。新冠疫情对全球价值链和服务贸易带来的冲击，将是今后全球贸易面临的突出问题。主要发达经济体中，美国今年 1-2 月出口同比增速均值为 0.3%，比去年 4 季度均值回升了 0.3 个百分点；日本 1-2 月出口同比增速均值为-1.8%，比去年 4 季度均值少降了 6.0 个百分点；欧盟 1-2 月出口同比增速为 0.7%，比去年 4 季度均值回落了 2.4 个百分点。主要新兴经济体中，韩国、印度、巴西和印尼今年 1 季度出口同比增速好于去年 4 季度，俄罗斯和越南 1 季度出口同比增速较去年 4 季度明显回落。



原油价格暴跌。CRB 大宗商品价格综合指数从去年 4 季度末的 395 回落至 2020 年 3 月的 384。3 月 6 日，以沙特为首的欧佩克与俄罗斯新一轮减产协议谈判破裂，沙特宣布增加原油产量。沙特和俄罗斯爆发价格战加上全球疫情蔓延，导致油价剧烈暴跌。截至今年 1 季度末，布伦特原油现货价格为 17.9 美元/桶，期货价格为 22.7 美元/桶，分别比去年 4 季度末下降了 73.4%和 65.5%。1 季度，铁矿石、有色金属价格方面均有明显下跌。其中，LME 铜下跌 22.2%，LME 铝下跌 16.7%，LME 锌下跌 18.0%；国际农产品价格方面，CBOT 大豆价格下跌 7.3%，CBOT 玉米价格下跌 12.1%，CBOT 小麦价格上涨 1.8%。

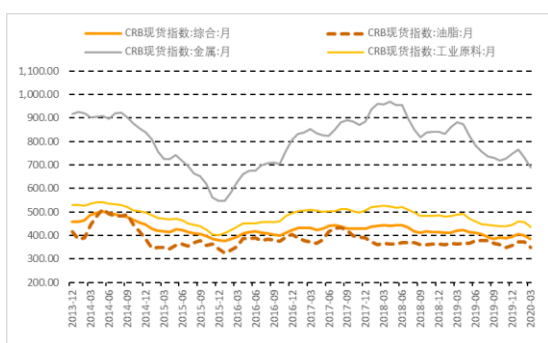


图 5 CRB 大宗商品价格指数

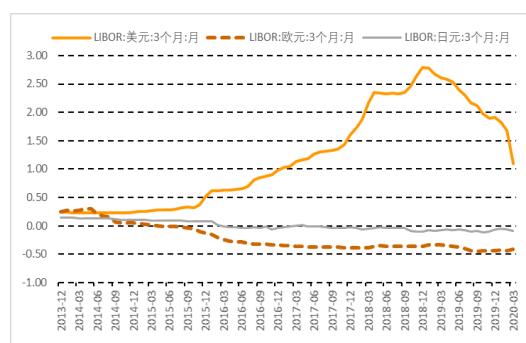


图 6 主要货币的银行间市场利率

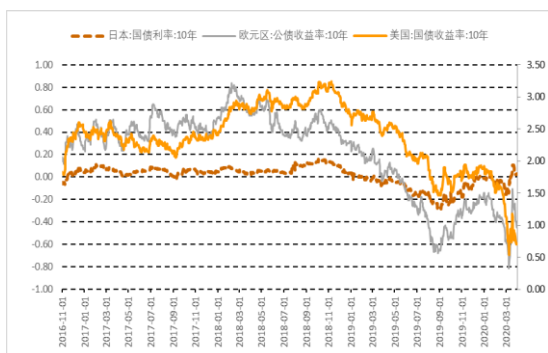


图 7 主要经济体十年期国债利率

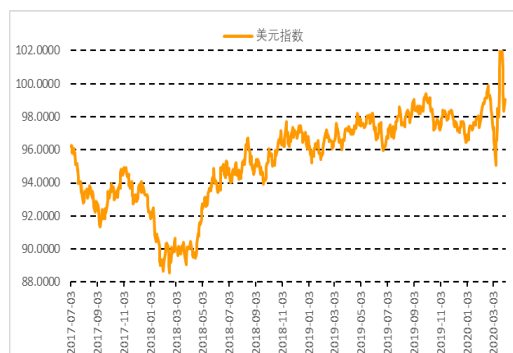


图 8 美元指数

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛

美联储开启无限量化宽松政策。新冠疫情冲击下全球金融市场急剧动荡，经济面临衰退风险，各发达国家货币当局大幅放宽货币政策。3 月 23 日，美联储推出了以无限量化宽松为标志的系列政策组合。其一，不设上限的量化宽松政策，扩大 QE 购买范围。美国联邦公开市场委员会计划将每天购买 750 亿美元国债和 500 亿美元住房贷款抵押证券，并且不设额度上限。其二，建立新项目来支持对



雇主、消费者和企业的信贷流动,这些新项目合计将提供 3000 亿美元的新融资。其三,设立一级和二级市场公司信贷安排,支持向大型雇主发放信贷。其四,建立定期资产支持证券贷款工具,以支持面向消费者和企业的信贷流动,该工具将允许发行由学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款、小企业管理局担保的贷款以及某些其他资产支持的资产支持证券。其五,扩大货币市场共同基金流动性工具,包括市政可变利率即期票据和银行存单纳入证券范围。其六,扩大商业票据融资机制(CPFF),将高质量、免税的商业票据纳入合格证券。美联储将很快宣布建立“大众企业贷款计划”,为符合条件的中小企业提供贷款,以补充小企业管理局(SBA)的努力。此外,欧洲央行和日本央行维持基准利率不变,主要通过量化宽松的方式投放流动性;英国和澳大利亚持续降息,并实施量化宽松政策。2020 年 3 月,美国 CPI 同比 1.5%,核心 CPI 同比 2.1%;失业率上升,季调后为 4.4%。

美元指数上行,发达经济体长期国债收益率分化。美元指数从 2019 年 4 季度末的 96.4 震荡上行至今年 3 月中下旬的 102.7。自美联储 3 月 23 日实行无限量化宽松政策后,美元此前持续升值的趋势逆转,3 月末回落至 99.0。美元 LIBOR 继续回落,今年 3 月均值为 1.10%,比去年 12 月低 81 个基点,日元和欧元 LIBOR 较为稳定。全球主要经济体长期国债收益率分化:2020 年 1 季度末,10 年期美国和日本国债收益率相对去年 4 季度末下行 122 个和 27 个基点至 0.70%和-0.41%;10 年期欧元区公债收益率上行 5 个基点至 0.03%。

全球金融市场剧烈波动。自新冠肺炎疫情在海外多点爆发并呈现蔓延态势以来,美国股市暴跌,道琼斯工业指数抹平了特朗普上任以来所有涨幅,甚至出现了风险资产、避险资产共振下跌的现象,全球步入流动性危机。VIX 指数从 2019 年 4 季度末的 13.8 一度上行至 3 月中旬的 82.7,随后回落至今年 3 月末的 53.5。反映大型机构信用风险的 TED 利差从去年 4 季度末的 36 个基点上行至 3 月末 134 个基点。发达经济体以及新兴经济体股市暴跌:美国、德国、日本和法国股市季内最大向下波幅分别为 51.3%、63.3%、45.5%和 62.8%;上证综指、印度孟买 SENSEX30 和韩国综指季内最大向下波幅分别为 17.1%、61.5%和 55.5%。

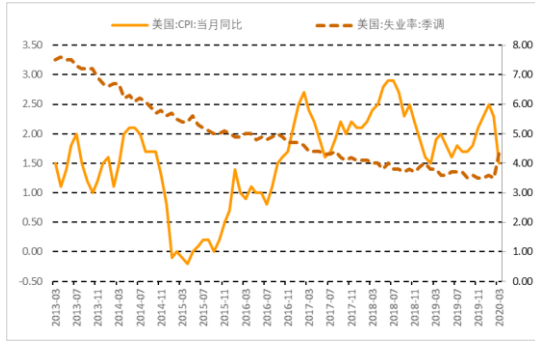


图9 美国通胀和失业率



图10 美国标准普尔 500 指数

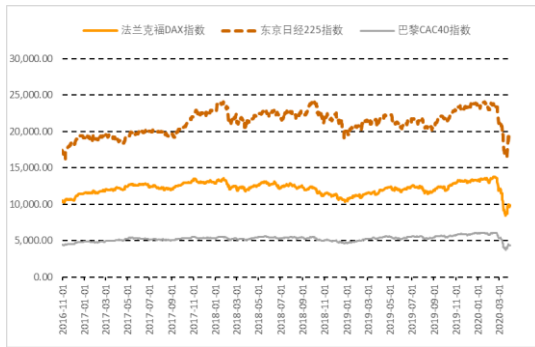


图11 法、德、日证券交易所指数

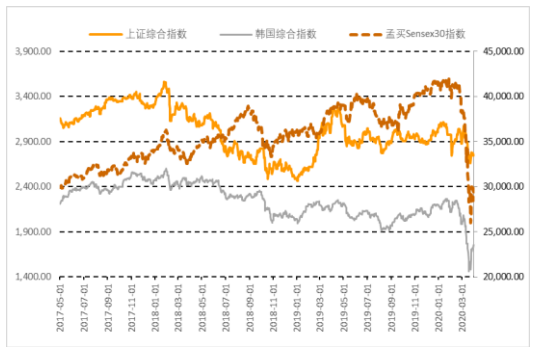


图12 中、印、韩证券交易所指数

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛

内部环境：广义信贷回升，政府收支下行

银行间市场利率、国债收益率和信用利差下行。银行间市场利率保持在低位，存款类金融机构 7 天银行间质押式回购加权利率（DR007）2020 年 3 月均值为 1.84%，较去年 12 月均值下降 49 个基点。截止 2020 年 1 季度末，1 年期、5 年期和 10 年期国债到期收益率为 1.86%、2.47%和 2.65%，分别较去年 4 季度末下降 70、50 和 52 个基点。信用利差回落，AA 级和 AAA 级企业债券利差从去年 4 季度末 0.71%持续下降至今年 1 季度末的 0.57%。低信用等级（AA-）地方融资平台债券利率继续回落，从去年 4 季度末的 6.2%下降至今年 1 季度末的 5.8%。

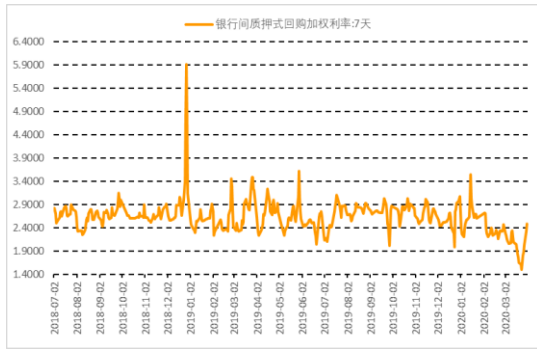


图 13 R007

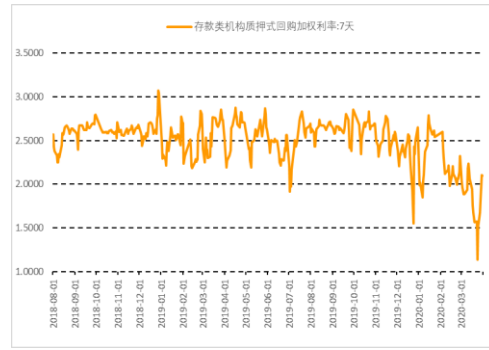


图 14 DR007

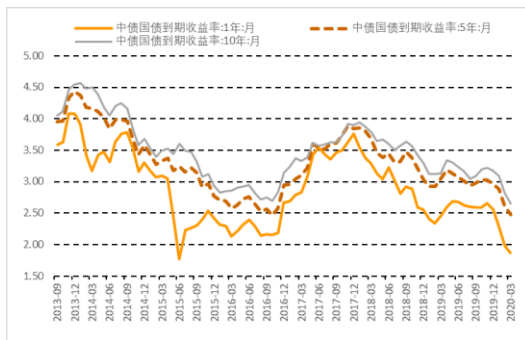


图 15 国债收益率

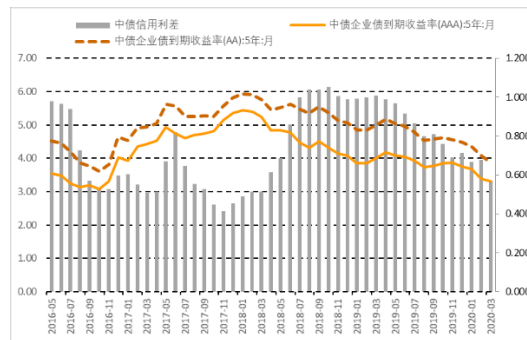


图 16 中债信用利差

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛

广义信贷回升。2019 年 12 月起，央行完善社会融资规模口径，将“国债”和“地方政府一般债券”与原有的“地方政府专项债券”合并为“政府债券”，数值为托管机构的托管面值。截至 2020 年 1 季度末，广义信贷规模存量（现有口径下社会融资规模-股权融资）同比增速为 11.6%，较去年 4 季度末上升 0.8 个百分点。其中，非金融企业和政府广义信贷存量同比增速为 9.9%和 15.8%，均较去年 4 季度末上升 1.5 个百分点；居民部门广义信贷存量同比增速为 13.8%，较去年 4 季度末下降了 1.7 个百分点。社会融资总额存量同比增速为 11.5%，较去年 4 季度末上升 0.8 个百分点。广义货币 M2 同比增速 10.1%，较去年 4 季度末上升 1.4 个百分点。广义信贷规模 1 季度新增 11.0 万亿，较去年 4 季度增加 6.1 万亿，较去年同期增加 2.4 万亿。

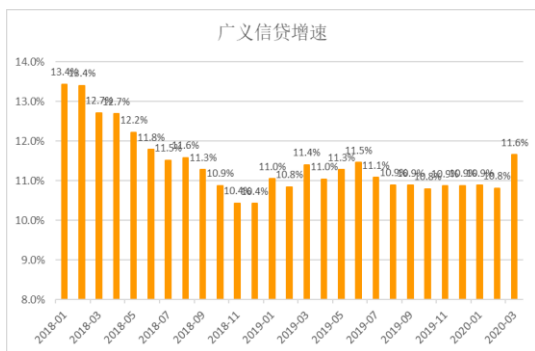


图 17 广义信贷增速

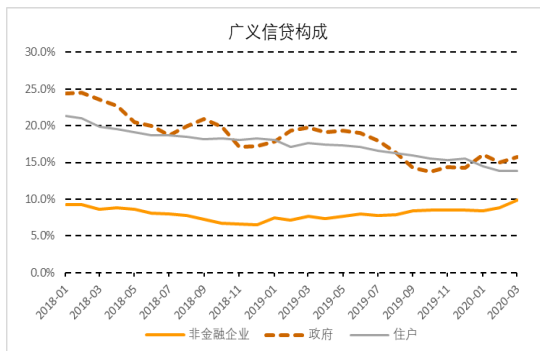


图 18 广义信贷构成

数据来源: Wind, 中国金融四十人论坛

人民币小幅贬值。新冠疫情爆发以来,人民币汇率在全球货币中表现相对稳健。虽然人民币对美元双边汇率上下震荡,但人民币多边汇率总体上稳中趋升。在 1 月下旬到 3 月上旬的国内疫情爆发期,人民币汇率随疫情预期变化,先小幅贬值然后小幅升值,整体变化不大。自 3 月上旬海外疫情进入爆发期,股市、债市、大宗商品剧烈调整,并有向商业票据市场蔓延迹象,金融市场风险偏好大幅下降。这同时带来了美元流动性短缺,人民币面临贬值压力。整体来看,截至 1 季度末,人民币/美元汇率贬值至 7.09,较去年 4 季度末贬值 1.8%。人民币篮子汇率指数(CFETS)从去年 4 季度末的 91.39 回升至今年 1 季度末的 94.06。3 月,银行结售汇出现 186 亿美元的顺差。1 季度末外汇储备为 30606 亿美元,较去年 4 季度减少 473 亿美元。

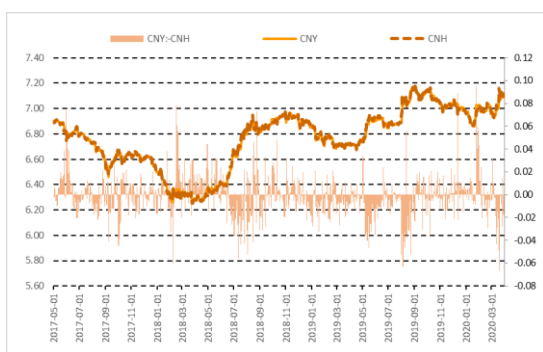


图 19 在岸与离岸汇率

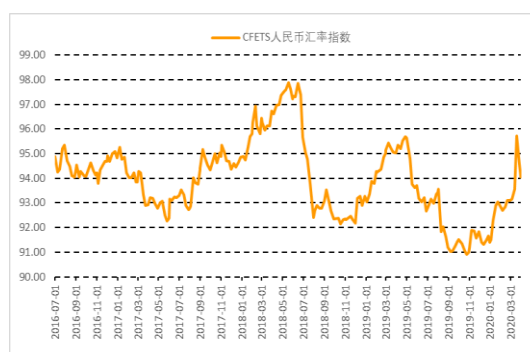


图 20 人民币篮子汇率

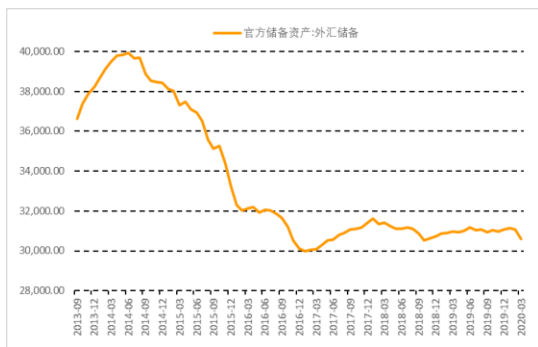


图 21 外汇储备

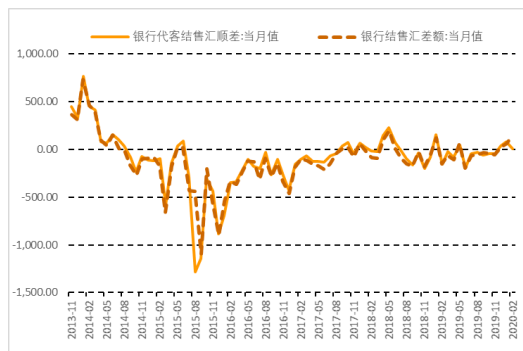


图 22 结售汇差额

数据来源: Wind, 中国金融四十人论坛

财政收支下行。2020 年 1-3 月, 公共财政收入累计同比增速为-14.3%, 较 2019 年下降 18.1 个百分点; 政府性基金收入累计同比增速为-12.0%, 较 2019 年下降 24 个百分点。1-3 月, 公共财政支出累计同比增速为-5.7%, 较 2019 年下降了 13.8 个百分点; 政府性基金支出累计同比增速为 4.6%, 较 2019 年下降了 8.8 个百分点。若扩大政府支出的口径, 包含主要用于基建投资的地方政府隐性债务, 定义“广义政府支出=公共财政支出+全国政府性基金支出+基建支出-财政预算内与民间投资的基建支出”。2020 年 3 月末, 广义政府支出累计同比增速为-0.8%, 较去年 4 季度末下降 9.1 个百分点。

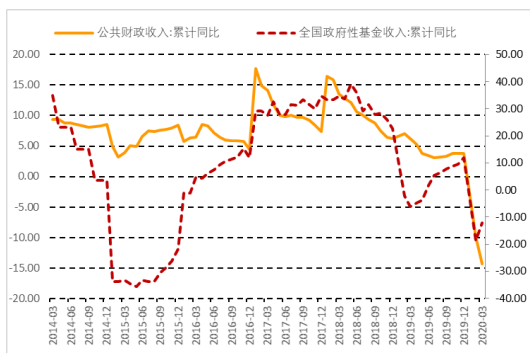


图 23 财政收入累计同比

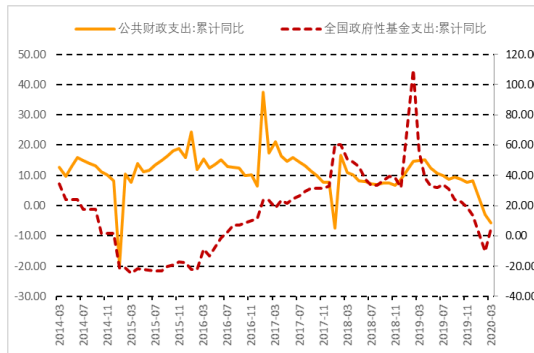


图 24 财政支出累计同比

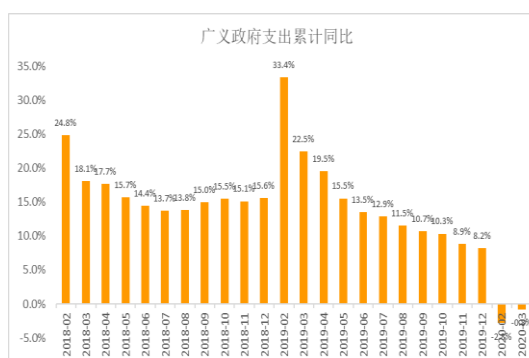
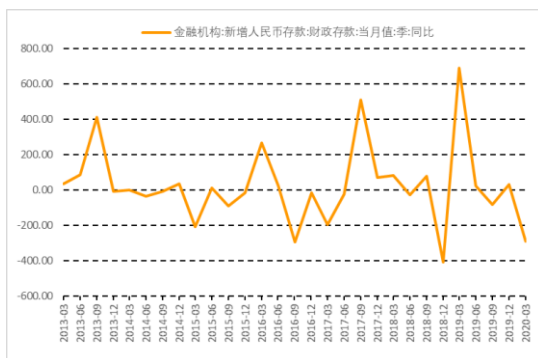




图 25 财政存款变动季度同比增速

图 26 广义政府支出累计同比

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛

运行特点：实际产出损失被低估，企业部门资产负债表显著恶化

GDP 增速大幅下降。1 季度国内生产总值 206504 亿元，按可比价格计算，同比下降 6.8%。分产业看，第一产业增加值 10186 亿元，下降 3.2%；第二产业增加值 73638 亿元，下降 9.6%；第三产业增加值 122680 亿元，下降 5.2%。1 季度社会消费品零售总额 78580 亿元，同比下降 19.0%；固定资产投资（不含农户）84145 亿元，同比下降 16.1%；出口 33363 亿元，下降 11.4%；进口 32380 亿元，下降 0.7%。

物价下行，CPI、核心 CPI 和 PPI 走低。1 季度末，CPI 同比增速为 4.3%，较去年 4 季度末回落 0.2 个百分点。其中，食品价格同比增速为 18.3%，较去年 4 季度末回升 0.9 个百分点；核心 CPI（不包括食品和能源）同比增速为 1.2%，较去年 4 季度末回落 0.2 个百分点。1 季度末，PPI 同比增速为-1.5%，较去年 4 季度末回落 1.0 个百分点。其中，生产资料出厂价格同比增速为-2.4%，较去年 4 季度末多降 1.2 个百分点；生活资料出厂价格同比增速为 1.2%，较去年 4 季度末回落 0.1 个百分点。2020 年 1 季度末，南华综合指数较去年 4 季度末回落。70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比增速从去年 4 季度末的 6.8%回落至今年 1 季度末的 5.4%。其中，一线城市新建商品住宅价格同比增速由去年 4 季度末的 3.8%回落至今年 1 季度末的 3.3%；二线和三线新建商品住宅价格同比增速由去年 4 季度末的 7.3%和 6.7%回落至今年 1 季度末 5.8%和 5.3%。

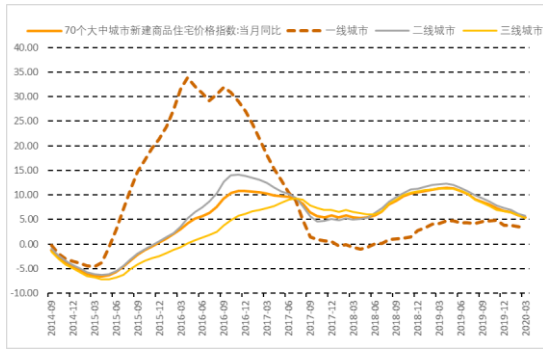


图 27 70 个大中城市新建商品住宅价格

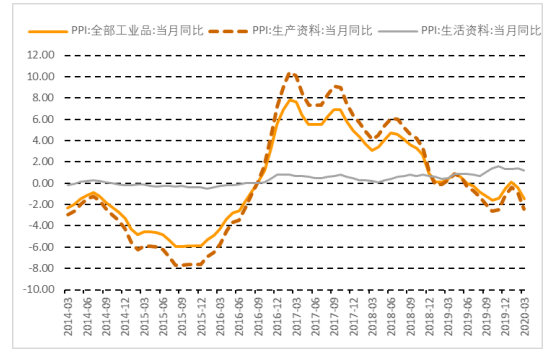


图 28 PPI 和分项

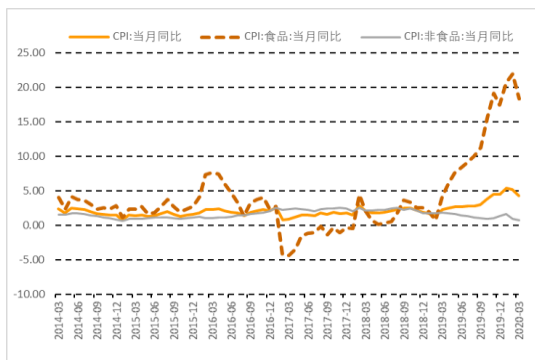


图 29 CPI 和分项

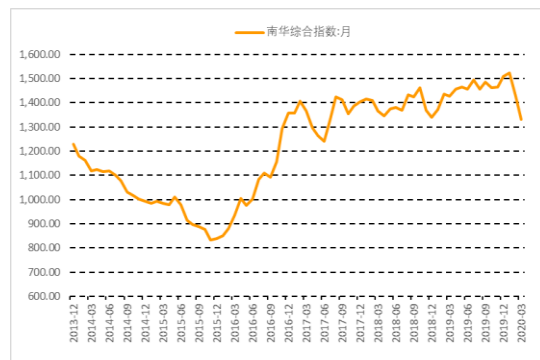


图 30 南华综合指数

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛

失业率上升。1 季度，制造业 PMI 和非制造业 PMI 从业人员分项指标分别从去年 4 季度末的 47.3 和 48.3 回落至 2 月的 31.8 和 37.9，然后回升至 3 月的 50.9 和 47.7。2018 年，国家统计局开始发布城镇调查失业率数据。1 季度末，31 个大城市城镇调查失业率为 5.7%，较去年 4 季度末上升 0.5 个百分点，与 2 月持平；城镇调查失业率为 5.9%，较去年 4 季度末上升 0.7 个百分点，较 2 月回落 0.3 个百分点。尽管调查失业率较 2 月略有下降，但就业压力仍然较大。3 月，就业人员规模比 1 月份下降 6% 以上，约 18.3% 的就业人员处于在职未上班状态。2019 年末我国城镇就业人员 44247 万人，意味着 3 月份相对于 1 月份约有 2655 万人新增失业，约有 8097 万人在职未上班。农民工和大学毕业生等重点群体就业压力较大，全国外来农业户籍人口和 20-24 岁大专及以上学历人员调查失业率均明显高于全国平均水平。

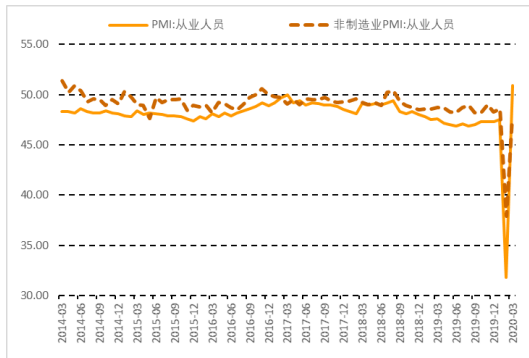


图 31 制造业与非制造业 PMI：从业人员

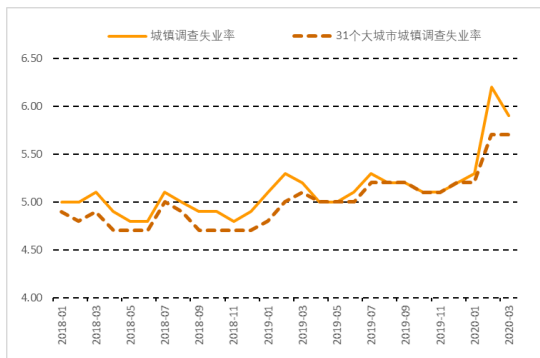


图 32 城镇调查失业率

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛

GDP 降幅或许未能反映全部的产出损失，实际产出损失或超过 3 万亿

我国的季度 GDP 核算以生产法为主，部分第三产业的核算则是依据收入法的基础数据进行增加值推算。正常情况下，总产出与总收入应该一致，即使在核算当中存在误差，两者也不会有量级的差别。本次疫情给企业现金流造成了巨大冲击，为避免在账目上出现过多的利润损失，企业可能会调整相关账目，将当期的损失从利润表中隐去。同时，根据现行的统计制度，收入法中的固定资产折旧部分是“按规定的折旧率提取的固定资产折旧，或按国民经济核算统一规定的折旧率虚拟计算的固定资产折旧。它反映了固定资产在当期生产中的损耗价值和转移价值。”¹如果生产活动已经暂停，但固定资产折旧按照既定的速度和比率继续存在的话，也会存在高估增加值的情况。

具体来说，本次疫情导致多数行业和企业暂时停工，有些行业甚至在较长时间内完全停业。从生产法看，这些行业和企业会出现产出损失，且损失部分理应按照可支配收入的分配比例，由居民、企业和政府部门分别承担，体现为劳动者报酬、营业盈余和生产税净额的减少。但是，如果企业此时正常给员工发放工资，同时隐藏了部分利润损失，那依据收入法的资料核算出的 GDP 损失就会被低估。在冲击较大且上述现象普遍存在的情况下，实际的产出损失就可能被大幅低估。

以住宿和餐饮业为例。疫情防控期间，我国在全国范围内推行了限流措施，住宿、餐饮和旅游等行业受到的冲击最大，整个二三月份基本没有开工，复工顺序和程度也远远滞后于工业部门。加之春节期间往往是相关服务的消费旺季，仅从时间损失来看，这些行业在一季度的增加值至少要减少 70%，但实际公布的增

¹ 许宪春.中国现行国内生产总值核算方法[J].求是学刊,2014,41(02):66-81+173.



加值计算只减少了 33%。

同时，在工业部门内，生产法核算出的产出和收入之间也可能存在不一致的情况。疫情期间，不同工业企业受到的冲击差异很大，有些长流程的行业，如钢铁行业在疫情期间并没有完全停工，且后期生产恢复速度也快于其他行业。2020 年 1-2 月，钢铁行业工业增加值同比下降 2%，整个一季度依然保持了微弱的正增长。但是，2020 年 1-2 月，钢铁行业的利润总额累计同比下降-34%，与工业增加值的变化出现较大的增速差异。而纺织和家具等下游短流程行业的工业增加值变化与利润增速变化则基本保持一致，都出现了大幅下降。1-2 月份，纺织和家具的工业增加值增速分别为-27.2%和-30.5%，同期利润总额同比增速为-59%和-67%。

我们利用月度生产端或需求端的宏观数据，参照正常时期的历史规律和相关行业的实际情况，估算 2020 年一季度因疫情带来的实际产出损失。此处我们暂不考虑那些基本不受影响的行业，比如金融业和信息通讯服务业。具体估算思路见附录 1。

根据估算结果，因疫情导致的实际产出损失大概为 3.3 万亿。按照可支配收入的分配比例，居民部门理论上应该承担的产出损失最大，超过 1.5 万亿。其次是企业部门，大致应该承担 1.33 万亿的产出损失，政府应该承担 4320 亿的产出损失。但是，在剔除第三产业中金融业和信息服务业的增加值后，其他行业一季度的 GDP 减少约 13757 亿元，远少于估算出的实际产出损失。

我们还可以利用政府可支配收入的变化，完全从收入法的角度倒推实际产出损失。（关于季度政府可支配收入和占比的推算，见附录 2）2020 年一季度，我国政府可支配收入为 36147 亿，比 2019 年一季度减少了 7606 亿。按照过去五年一季度财政占可支配收入的比例（20%）倒推，实际产出损失应该是 $7606/0.2=38030$ 亿，显著大于一季度 GDP 的减少。

综上，无论从生产法还是从收入法，估算出的实际产出损失远大于一季度的 GDP 减少幅度。这并非统计数字的问题，而是特定情况下不同统计方法对产出估计的差异被放大了。

企业部门资产负债表进一步弱化，部门内部的损失程度有较大差异

1 季度末与上个季度末相比，企业和机关单位银行存款增加 1.9 万亿，贷款



增加 6.3 万亿，企业资产负债表显著恶化。企业一方面是收入显著下降，另一方面工资、租金、债务利息等其他成本开支下降有限，现金流缺口急剧放大，企业大量举债填补缺口。企业部门承担居民部门产出损失的方式有两种，一是利用自身的流动资金去补，二是增加短期融资。无论采用哪种方式，直接的后果就是企业部门的资产负债表短期内进一步弱化。

对于融资受到约束的小微企业来说，更有可能是消耗企业现金流来承担居民部门的损失。这种情况下，小微企业的现金流会面临两头挤的艰难困境：羸弱的现金流入和刚性的现金流出。这会使小微企业的现金流状况和资产负债结构变得更加脆弱。一旦这种“两头挤”的状况持续时间过长，大量小微企业就会因为现金流无法持续而面临破产风险。中下游行业和出口企业面临的困难是一样的逻辑。如果不能尽快改善企业的现金流入状况，让企业现金流量尽快恢复平衡，这些企业破产风险就会快速提高，随之而来的就是大规模失业压力。

相对于小微企业和中下游的出口企业，大型工业企业往往面临更少的融资约束，因此更有可能通过增加外部融资的方式来承担。这一点可以从社融数据看出端倪。2020 年一季度新增社融达 11.07 万亿，创历史新高，且大幅超过市场预期，但期限结构与此前相比有显著差异。如图 33 所示，一季度短融超短融企业债和银行的短期融资加票据融资的当季增量快速增加，创 2011 年来的新高。短期融资在一季度社融中的占比达 32%，远超过 2019 年（23%）和 2018 年（14%）同期占比。如图 34 所示，2020 年一季度新增社融的边际增量为 2.47 万亿，其中新增短期融资的边际增量达 1.77 万亿，是最重要的边际推动力量。结合上述分析，新增短期融资快速增加大概率可以归因为企业在用外部融资来补偿当期的现金流缺口。

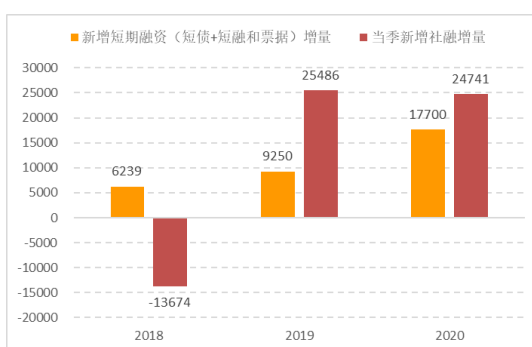
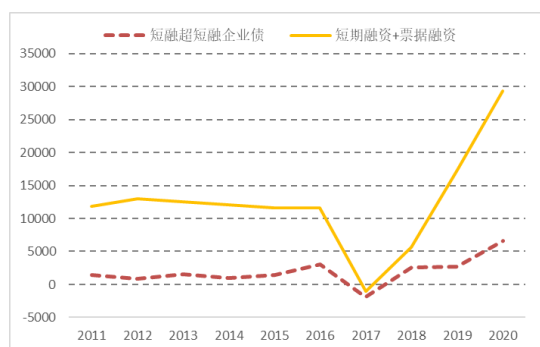


图 33 短期融资规模创 2011 年以来新高 图 34 新增社融的边际变化主要来自短期融资大幅度增加

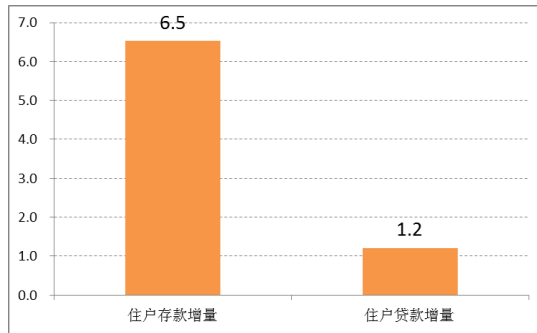


图 35 住户部门的银行存款和贷款增量

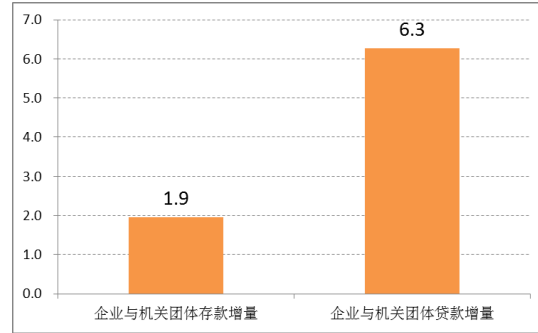


图 36 非金融企业和机关单位的银行存款和贷款增量

住户部门资产负债表整体增强，农民工群体受损严重

住户部门总体的资产负债表状况在增强，主要表现为资产方显著增加，远大于负债方的增加。2019 年 1 季度境住户部门存款 88.6 万亿人民币，较 2019 年底 82.1 万亿增加了 6.5 万亿。住户部门负债增加了不到 0.9 万亿。住户部门资产负债表增强主要是因为疫情影响下的一般消费支出和购房支出大幅下降，远超过疫情对收入带来的负面影响。

居民部门的支出因防疫措施出现显著下降，大概总体减少了 3 万亿。2020 年一季度，社会零售消费品总额同比减少 1.92 万亿，其中有一部分来自企业销售下降。2018 年，居民实物消费支出是 17.5 万亿，同期社零规模是 38 万亿。按照同样的比例，一季度居民实物消费应该大致减少了 0.9 万亿。住宅销售额一季度减少 5300 亿。服务消费减少的估算是个难点，从消费支出的结构来看，每季度服务消费的支出大概是 4 万亿左右。疫情导致居民两个月没有出门消费，即使偏保守估计，这部分也要减少 1.5 万亿。同时，2019 年一季度出国旅游支出就接近 8300 亿元，疫情影响会导致这部分支出至少减少 30%，也就是 2500 亿。三者相加可知，一季度居民部门的消费支出降幅预计超过 3 万亿。

尽管居民部门总体资产负债表在被动强化，居民部门内部也有显著差异。城市正规就业的从业人员受劳动合同保障较多，承担的损失较少，同时支出端在快速减少，储蓄增加。农民工工作收入最缺乏保障，是收入损失的主要承担者，净储蓄可能下降。我们根据行业就业人数、复工率和农民工工资几方面的数据测算 2-3 月农民工收入损失大概 2-3000 亿。

社融与总需求之间的关系异常。社融增长一般对应着金融资产增长和购买力增长，是判断总需求变化的重要指标。然而一季度社融增长是近两年的高位，GDP



负增长、通胀也在下降。其中的原因在于新冠疫情影响下企业收入大幅下降，工资、利息、房租和其他成本支出并不会随之下降，企业资产负债表显著恶化，维持正常运行的现金流难以持续。这时候企业大幅增加融资，所获得资金也只是弥补现金流缺口或者用于现金流储备，并不会用于新增开支。企业只有通过收入增长，填上前期亏损的窟窿，恢复到健康的资产负债表状态以后，新增融资才会支持新的投资或者其他新增开支。

修复企业资产负债表至少要用 3-4 个季度。企业利润占总产出的比重在 16%-17%，平均每季度大概可以有 4 万亿左右。这部分净现金流入中，正常的设备更新投资和现金流管理需求会占掉大部分，不可能完全用来修复资产负债表。以工业企业为例，我们用“流动资产-存货-应付账款和票据”来衡量现金资产余额的话，这部分增量变动有显著的周期性，2019 年全年增加了 1.46 万亿，大概是当年利润总额的四分之一。如果第三产业的利润留存情况与第二产业一致，那么在产出恢复正常之后，实现资产负债表再平衡至少还要 3-4 个季度。在此期间，企业很难再有信用扩张的动力和空间，这会抑制投资增速，特别是制造业部门的投资增速。

经济运行展望：外需冲击逐步显现，经济下行压力依然大，宏观政策需尽快发力

外需冲击开始显现，净出口或无法反映需求缺口的变化。2020 年 3 月中旬以来，疫情在全球扩散趋势加快，发达国家逐步升级防控措施，这些措施对经济造成了显著负面冲击，中国的外需形势日益严峻。金融危机后，美国、欧元区和日本占中国出口的比重有所下降，目前约为 40%。但近 5 年，三个经济体对中国出口增速的同比贡献却与其他 60% 的经济体大致相当，这至少说明三大经济体对中国出口的边际影响力并未随着占比下降而减弱。这三个国家如果出现快速经济增速下滑，会直接影响到我国的出口增速。

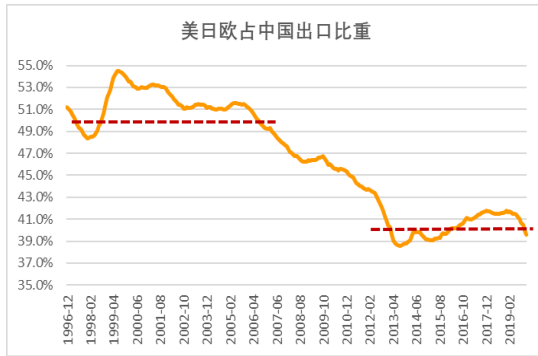


图 37 美日欧占中国出口比重

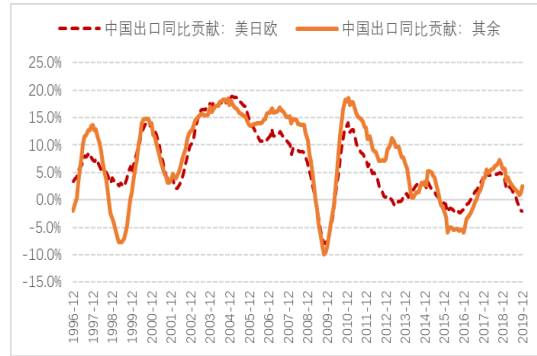


图 38 美日欧和其他经济体对中国出口增速的贡献

我们利用 1996 年一季度至 2019 年四季度美欧日 GDP 同比增速、CPI 同比增速以及中国对以上三个国家的出口增速，进行 VAR 分析作为评估冲击的依据。然后，根据国际机构和投行对三大经济体 2020 年一季度 GDP 同比增速的预测值，结合回归系数和冲击项，评估美日欧三大经济体对中国出口的冲击效应。

如表 1 所示，中国出口增速对该国经济增速系数的排序分别是美国、欧元区和日本，而且冲击最高点出现在滞后两期。²结合对三个经济体一季度 GDP 同比增速的预测数据，可知仅美欧日三个国家就可以拉低中国二季度出口 9.6 个百分点，拉低中国三季度出口增速 15.6 个百分点。如果其他占比 60% 的经济体也贡献同样的冲击幅度，那么二季度当季中国出口增速预计下降 15%-20%，三季度当季降幅则在 25% 左右。上述三个经济体在 2020 年第二季度的 GDP 增速或许会更差，所以对三季度的出口拖累或许会显著增强。

表 1 美欧日对中国出口增速的冲击估算

	日本	欧盟	美国	加总
出口占比	5.9%	17.0%	18.2%	41.0%
滞后一期 VAR 系数	1.736	2.461	3.226	
二期脉冲冲击	2.458	3.982	5.357	
GDP 同比降幅	-9%	-8%	-9%	
对中国二季度出口的影响	-0.9%	-3.4%	-5.3%	-9.6%
对中国三季度出口的影响	-1.3%	-5.5%	-8.8%	-15.6%

另一方面，管控措施使得中国的服务逆差亦会快速缩小。2019 年二季度中国货物和服务贸易差额为 392 亿美元，其中中国货物贸易差额为 1050 亿美元，服务项目差额为 -658 亿美元，而服务项目逆差最大的贡献来自旅游项目，当季逆

² 对美国、欧元区和日本 2020 年一季度 GDP 增速（环比折年率）的预测来自高盛、巴克莱和野村。



差为 528 亿美元。受当前各国的管控措施影响，预计 2020 年二季度中国来自旅游项目的逆差会基本缩小到 0。这意味着，即使货物出口带来的顺差减少一半，加总之后的净出口规模依然可能与 2019 年同期持平。除非出口降幅远超预期，直接带动货物贸易顺差直接变为逆差，否则净出口对 GDP 增速的拖累效应很可能并不显著。

但是，外需下降导致的需求缺口并不会被下降的服务贸易逆差补上。居民因无法出境旅游而多出的资金，更有可能变为储蓄而非增加国内消费，因为两种消费之间基本没有替代性。这种情况下，净出口就无法反映外需冲击导致的需求缺口。

国内需求整体偏弱，二季度 GDP 增速约为 1.5%-2%

最终消费支出对 GDP 增速的贡献约为 2%-2.5%。在我国居民消费结构中，货物消费和服务消费各占一半。实物消费方面，因疫情导致消费延迟会在一定程度上支撑二季度的消费。如前所述，一季度居民实物消费减少大约 9000 亿，如果这部分减少全部在二季度实现，那么最多可以带动二季度实物消费支出增长 10%。服务类消费方面，由于各种防控措施依然存在，服务类消费还会受到持续影响，但降幅在边际上有所放缓。预计居民部门二季度的消费需求依然维持负增长，但降幅会减少，预计在-5%。加总后的居民最终消费支出增速为 2.5%。政府消费刚性较大，且抗疫物资的采购会带来额外的购买需求，预计同比增速可以到 10%。最终消费支出二季度的同比增速大致在 4.5%左右，拉动 GDP 增速约 2%-2.5%。

投资对 GDP 增速的贡献约为-0.5%。首先，本轮疫情给工业企业现金流和资产负债表带来了直接冲击。从历史数据来看，制造业现金流³会直接影响到制造业企业的投资增速，对 2017 年以来制造业投资企稳的解释力度要优于企业利润。这会持续压制制造业投资的增速。在企业现金流尚未恢复正常、资产负债表尚未恢复之前，二季度制造业固定资产投资规模增速继续保持负增长是大概率事件，但降幅会有所收窄，预计二季度同比增速为-15%。服务业中受损失最大的行业是批发和零售、住宿和餐饮以及租赁与商业服务业，这些行业资产负债受损程度要大于制造业。剩余行业如金融业，虽然增加值仍保持正增长，但投资规模并不

³ 制造业现金流=工业企业流动资产-存货-应收账款与应收票据。由于 19 年应收票据的统计口径发生了变化，我们直接用可比的同比数据倒推出现金流的变化。



大。综合考虑，二季度服务业的投资同比增速与制造业一致，为-15%。制造业和服务业（除房地产和基建类行业）占投资规模的比重大概在 30%，预计拉低投资增速 4.5%。

其次，进入四月以来，中端高频数据显示房地产开工开始加速，赶工这会对二季度投资形成支撑。房地产投资基本取决于新开工的变动，在当前房地产企业普遍追求高周转的运营模式下，新开工与销售的联动关系越来越紧密，且时滞明显缩短。而销售增速跟个人住房贷款增速密切相关，即居民加杠杆的行为。在正常状态下，宽松的货币政策环境会支撑居民贷款增加。本轮疫情直接对居民部门的收入造成冲击，虽然冲击幅度大部分被企业对冲了，但对居民收入预期的影响企业是没办法对冲的。此时，居民加杠杆的需求和幅度被显著弱化。加之当前对房地产调控的口径依然是“房住不炒”，在缺乏房价上涨预期的情况下，二季度的房地产销售依然难见起色。房地产投资的增量部分更可能来自前期的开工延迟。从历史数据来看，二季度房地产投资规模大概是一季度的 1.6 倍，那么假定一季度-7.7%的同比降幅都是延迟投资，大概会拉动二季度房地产投资同比增加 5%，拉动固定地产投资 1.2%。

最后，随着基建投资开工不断加速，同时考虑到延迟投资和新增开工发力的情况，按照历史数据的季节特征推算，延迟投资贡献 10%。假定二季度新增基建投资能够贡献 5%的增速，则二季度基建投资同比增速大约为 15%，拉动固定资产投资 3.3%。

从投资对资本形成的拉动效应来看，制造业投资最强，基建投资其次，然后是房地产投资。因此，二季度资本形成的增速预计会略低于投资增速，估计在 -1.5%。再根据资本形成在 GDP 中的占比，可知投资大概拉动二季度 GDP 增速 -0.5%。

综上，在给定净出口对 GDP 没有显著负向拉动作用的前提下，消费、投资和净出口三项加总后，二季度 GDP 同比增速大约为 1.5%-2%

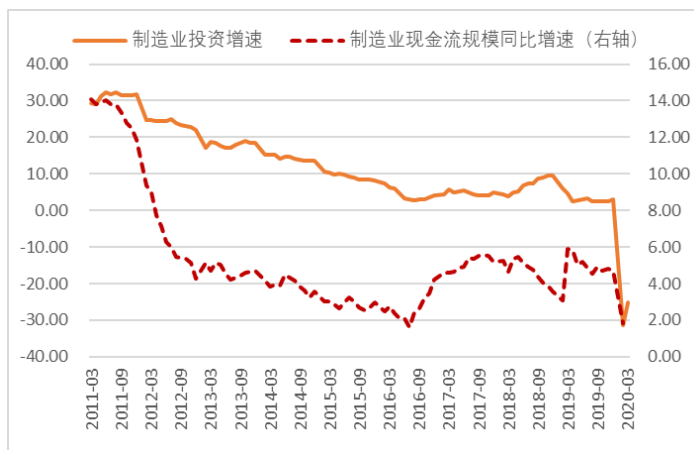


图 39 制造业投资增速与制造业现金流规模同比增速

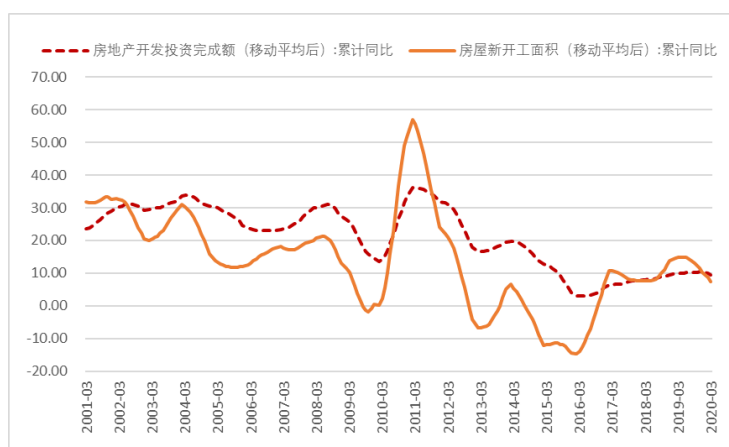


图 40 房地产开发投资完成额与房屋新开工面积累计同比

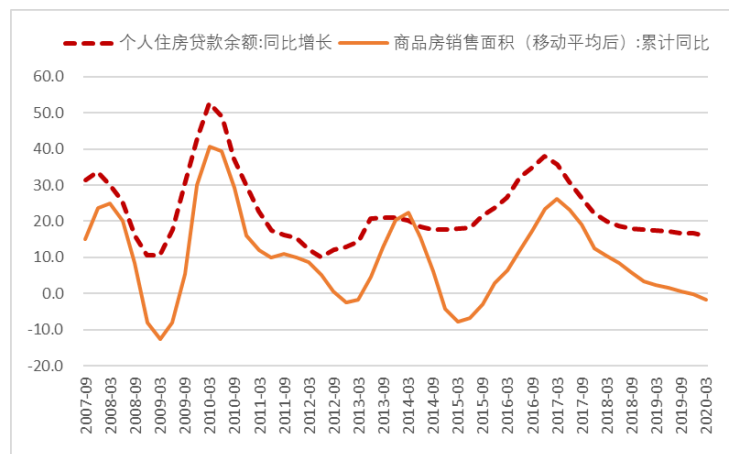


图 41 个人住房贷款余额与商品房销售面积累计同比

总体来看，疫情冲击给接下来的经济运行带来了三个窟窿。一是失业带来的收入上的窟窿，农民工群体收入损失最突出，且自身储蓄水平较低，部分家庭会面临基本生活困难。二是企业资产负债表上的窟窿，企业部门资产负债表相较



上个季度末留下了大于4万亿的净负债；三是就业上的窟窿，截至3月末保守估计还有3千万就业损失，除了这部分就业的再就业，还要考虑到即将到来的7-800万的新增大学生毕业就业压力。接下来需要有针对性地采取对策解决上述问题。

（1）纾困政策

经济和劳动力市场大幅波动时有发生，临时性的纾困制度安排和政策设计是建设小康社会的重要组成部分，我国在这方面需要进一步学习和完善。疫情危机提供了宝贵的学习和练兵机遇。发达国家在新冠疫情下的纾困政策包括了为雇员提供收入补助、为患新冠或疑似隔离雇员提供社会保障、为企业提供国家信贷支持、延缴税收、延缴社保或提供补贴、延迟债务偿付和发放现金等多种方式。这些方式未必都适合中国，但也不乏可以学习和借鉴的地方。

纾困政策需要兼顾公平和效率。纾困政策设计要遵循以下几个原则，一是有针对性地帮助生活困难的群体；二是避免纾困政策对劳动力市场带来新的扭曲，不妨碍复工的积极性；三是有助于促进消费和经济回归常态。基于这几方面的原则，具体措施可考虑：（1）因为疫情难以正常复工的家庭可申请为期3个月的每月现金生活补贴，补贴额度根据家中赡养的孩子老人数量确定。失业人员子女若在义务教育期间，免本学期学杂费，并给予子女一定学习生活补贴。湖北地区可适当提高补贴标准。（2）年收入低于5万元的个人可享受3个月的无息消费贷款。湖北地区可以延长至半年。（3）受疫情影响严重行业的中小微企业可延迟债务偿付，并免除半年的企业税费。

（2）经济恢复政策

主要目标是改善企业利润帮助企业恢复资产负债表和增加新的就业机会。

一是降息。目前经济低迷、物价水平偏低，且企业资产负债表受到重大损失，急需通过降息来降低企业债务成本，刺激总需求提升。

二是减免税费。大幅削减中小企业和个体户税费，出台鼓励消费的临时性政策优惠。

三是政府建设项目尽快开工。一方面是直接带动就业，另一方面是通过政府开工的项目能带动下游众多行业的需求和就业。政府建设项目应该优先考虑为2.9亿农民工在工作地安居创造基础设施条件，重点是大都市圈的基础设施建设。



四是放宽服务业行业准入标准，部分新设立企业享受 1-2 年的税收和房屋租金政策优惠。未来居民部门消费升级的主要内容是教育、健康、体育文娱等人力资本密集型服务，产业升级的关键依托是科学研究、教育、商业服务等等人力资本密集型服务。与高收入国家类似发展阶段相比，我国在上述人力资本密集型服务业的就业人口占全部就业人口的比例显著偏低，这是经济和社会发展需要补上的短板。新冠疫情带来了压力的同时也带来了改革机遇，切实降低这些行业的准入标准同时给予一定的政策优惠，不仅为未来新毕业大学生就业开了一扇大门，也是未来消费扩张和升级的保障。

五是提高公共管理服务的就业岗位。我国的人口流动与公共管理服务不匹配。有些人口大量流入的地区，由于编制限制公共管理人员和服务跟不上发展需要。需要结合现有的统计调查和大数据分析，扎实掌握每个地区的常住人口数量、人口年龄结构、人口流动规律，以此为基础匹配相应的公共管理服务人员安排。新增的公共管理服务人员不能设置当地户籍限制以及学历限制，应有较大比例留给农民工群体。



附录 1 各部门现金流损失估算

行业	估算依据	损失规模	居民	政府	企业
工业	1-2 月企业利润减少-40%。三月当月预计减少 15%，则一季度工业企业利润预计同比减少-20%。按照企业利润在可支配收入中的占比倒推其他两个部门以及折旧承担的现金流损失。	14,213	5,380	2,883	5,950
建筑业	1-3 月房地产新开工-27%，基建投资-19.7%。建筑业基本等于基建投资和房地产倒推建筑业一季度减少-20%。	2,229	1,379	325	524
批发和零售业	1-3 月社零累计同比下降-19%，预计批发零售业一季度同比下降-20%。	4,392	1,999	557	1,835
交通运输、仓储和邮政业	2 月至今，铁路运量同比下降-60%，预计一季度同比下降-30%。	2,816	1,338	62	1,417
住宿和餐饮业	一季度餐饮业收入下降 44.3%，住宿业 2 月至今陷入进本停滞状态，预计一季度收入同比下降 70%。考虑到房租等固定支出，增加值的同比变化会大于收入变化，按当季同比下降 70%。	2,964	1,642	68	1,254
金融业	基本没影响。	0	0	0	0
房地产业	1-3 月房地产销售额-24.7%，乐观估计增加值减少-25%。	3,995	1,793	396	1,805
信息传输、软件和信息技术服务业	基本没影响。	0	0	0	0
租赁和商务服务业	略有影响，-10%。	767	606	74	87
其他服务行业	略有影响，-5%	1,965	1,467	36	463
总计		33,340	15,357	4,320	13,336

附录 2

(1) 政府的季度可支配收入数据。政府可支配收入等于财政收入减去转移支付，其中主要是对居民部门的转移支付。我们用公共财政收入减去财政支出中的社会保障和就业支出，得到的时间序列与资金流量表中政府部门可支配收入数据基本一致，2009 年以来两个数据序列的偏差在 4% 以内。由于公共财政收入和支出项都有月度高频数据，我们可以得到政府的季度可支配收入。

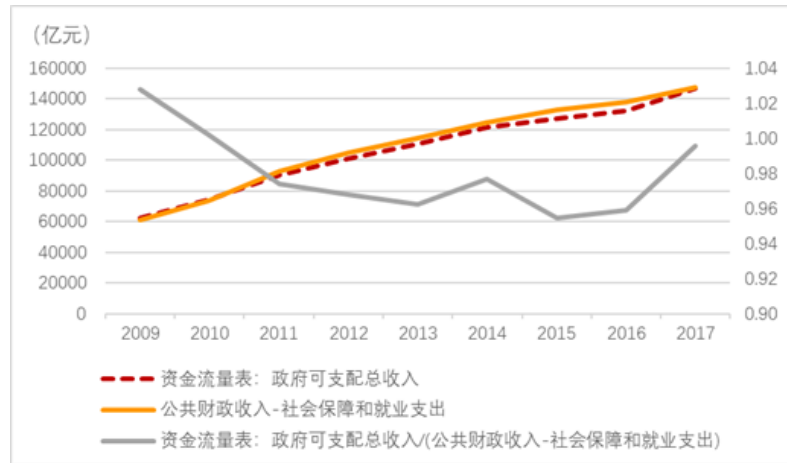


图 40 政府季度可支配收入

(2) 每季度政府可支配收入在 GDP 中的比重。我们用季度财政收入可支配收入除以季度的 GDP 值，可以得到每个季度政府部门的分配比例。如图所示，政府可支配收入的占比具有明显的季节特征，一二季度占比较高，三四季度逐步降低。同时，2015 年到 2019 年，每年一季度政府可支配收入占 GDP 比例稳定在 20%。



图 41 政府可支配收入占 GDP 比重



大萧条与罗斯福新政

“大萧条是宏观经济学研究的圣杯”不只是溢美之词。病毒传播是人类面临的¹最大健康伤害，如果某项研究理解了广义的病毒传播的机理并且找到了大幅降低病毒伤害的方法，那么它戴上“医学研究圣杯”的帽子应该是当之无愧。失业和破产也像病毒一样会从一个区域传播到另一个区域，一个部门传播到另一个部门，应对不当会造成经济大萧条。大萧条的相关研究帮助我们理解了为什么经济运行会发生大萧条，总结了教训，为避免再次出现大萧条开出了药方。

大萧条的相关研究结论平时在论文和教科书上看起来平平无奇，将其放在更具体的场景下，才能了解这些研究的价值。大萧条期间错误的经济思想和政策选择加剧了经济伤害，百业凋敝，一边是全国很多的家庭食不果腹、衣不蔽体，另一边是限制粮食生产和把棉花销毁在田地。大萧条的研究以及后来的宏观经济学研究极大地改变了人们对宏观经济运行的认识，在这些认识的帮助下，即便我们后来面临与大萧条前夜相似的负面冲击，也不必付出当初大萧条那样不必要的巨大代价。

罗斯福新政开始以后，美国经济结束了大萧条并且开始持续的经济复苏。罗斯福新政当中有帮助美国经济走出大萧条的内容，但更重要的内容在于“规模宏大的社会实验”。罗斯福新政和后来对政策的纠正是一连串的试错，它重塑了美国的政府职能，强化了民主社会主义，其影响至今仍随处可见。

大萧条和罗斯福新政是一段非常宝贵的历史财富，对于后世如何避免大萧条、如何纾困、如何振兴经济、如何推进改革的借鉴价值有着持久的生命力。

“惊人的愚蠢”——大萧条

大萧条从 1929 中期到 1933 初历时四年，经济持续四年衰退。工业产出下降 37%，价格下降 33%，实际 GNP 下降 30%，名义 GDP 下降一半以上。1/4 的劳动者失业，失业人数高达 1150 万人，1932 年夏天超过半数的美国工人无法全职工作，劳动时间和报酬只有全职工作的 59%。不仅是低收入群体难以度日，大量的中产阶级也过不下去，食不果腹。有轨电车上每天都有人晕倒，送到诊所以后



多数都是因为饿晕⁴。

大萧条之前的上世纪 20 年代是美国经济最好的时代。美国经济增速连续多年超过 5%，这是美国经济历史上前所未有的繁荣。大量的汽油拖拉机进入农场。电报、电话、收音机、留声机、电冰箱、汽车进入普通美国家庭，美国汽车产量在 20 年代翻了一倍，截至 20 年代末年全美有 1.23 亿人口，汽车数量达到 2300 万辆。20 年代也是房地产市场的大繁荣时代，修建摩天大楼成为时尚，这十年修建的摩天大楼超过历史上任何时期，克莱斯勒大厦即是那个时代的标志建筑。

乐观的预期再加上投机盛行，股票和房地产市场泡沫自然而生。纽约、芝加哥等众多大城市的房价大幅上涨，佛罗里达州的房屋价值也大幅上涨，各种支持房地产投资的金融工具被广泛应用，1929 年城市房地产抵押贷款余额为 279 亿美元，占当年国民收入的 32%。1928 年美国公开发行的公司债券和票据为 471 亿美元，是 1920 年的 1.8 倍；非联邦公开证券为 336 亿美元，是 1920 年的 2.8 倍⁵。著名的投机分子庞兹即是那个时代佛罗里达众多房地产投机分子中的一员。宽松的货币条件进一步放大了泡沫。欧洲的政治家和银行家对 20 年代初一度放弃金本位后的通胀肆虐记忆犹新，美国也是当时金本位的捍卫者。他们相信金本位下货币的稳定价值是国际贸易和投资的关键保障。英国的国际收支不断恶化，德国和法国央行要把英镑资产兑换为黄金，英国黄金外流，维持英镑与黄金的比价愈发力不从心。美、英、德、法央行行长之间协调的结果是美联储 1927 年降息，目的是减少英镑的压力，支持金本位。这样做也支持了股市上涨。标准普尔 500 指数从 1928 年初的 17.1 一路上升到 1929 年 8 月份的 31.7，一年多的时间累计涨幅 85%。

美联储加息后股市泡沫开始破灭，紧接着是商品价格暴跌。美联储对不断上升的股票价格早有担心。美联储先是限制其会员银行发放贷款给股票经纪商和经销商，即所谓的“直接压力”政策，但来自非银行金融机构的影子银行体系很快就补上了这个缺口，1928 年一季度非银行渠道提供了近一半的经纪商资金需求。1929 年美联储放弃了直接压力政策，转向提高利率，此后不久，股票市场开始自由落体式下滑。标准普尔 500 指数从 1929 年 8 月份的高点 31.7 持续下

⁴ 埃里克·克劳威，《大萧条与罗斯福新政》，2018 年，译林出版社

⁵ Bernanke, B. S., 1983. Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression, NBER Working Paper, No. w1054.



降到 1932 年 5 月的 4.5。一战之后的农业生产大幅扩张，农产品和原材料价格在上世纪 20 年代一直低迷。股市下跌以后，农产品和原材料价格更是雪上加霜。查尔斯·金德伯格认为农矿产品的价格下降是通货紧缩传播的主要渠道，价格下降从股价到农矿产品，再到进口商品价格。1930 年 6 月相较 1929 年底批发价格下降了 7%。

泡沫破灭后，巨大的经济结构失衡也露出水面。生产率快速进步带来众多新部门的同时，也会破坏很多传统部门。就像动物蜕皮一样，大规模破旧立新让经济结构处于非常脆弱的状态。农业机械的大量使用大幅提高了农业生产率，提高了农产品产量，同时也大幅压低了农产品价格。大量的中小农场破产，大量农民失去工作。工业部门也存在类似的问题，替代劳动的技术进步在提高产量的同时还消灭了大量就业机会。上世纪 20 年代收入分配恶化程度也达到了大萧条之前的最高峰，1928 年美国最富 1% 家庭收入占总收入比例近 1/4，而这一比例在 1918 年约为 15%，最富 10% 家庭收入占总收入的比重在 1928 年接近 50%⁶。泡沫把产业结构失衡、收入分配失衡、支出结构失衡等等这些矛盾一起掩盖了，一旦泡沫破灭，失衡问题露出水面，劳动力市场和产品市场都面临巨大压力。

银行破产接踵而至，对经济的伤害加剧。泡沫破灭和经济下行环境下，银行破产在所难免。1930 年位于田纳西州的考德威尔家族下的银行大量破产，合众银行（Bank of United States）等银行的破产也增加了储户对其他银行的担心，银行挤兑风险上升。幸运的是，负责监管田纳西金融体系的亚特兰大联储银行有丰富的应对金融危机经验，考德威尔家族下的银行破产并没有大面积扩散。纽约联储没有出手救助合众银行但是给其他纽约的银行提供了大量流动性支持，防止了恐慌性挤兑和流动性危机。1930 年的银行业危机并不严重。

弗里德曼和施瓦茨⁷认为大萧条主要传播机制是银行恐慌。大萧条里面有三次银行危机，银行倒闭增加了银行对存款准备金的需求，增加了公众对现金的需求，影响了信贷和消费开支。伯南克认为银行破产造成的主要影响是信贷收缩。银行破产就不能提供贷款，没有破产的银行更倾向于提供高流动性贷款。企业贷款成本上升，高涨的信贷成本对家族公司和小公司的伤害远大于对大公司的伤害。

⁶ Atkinson AB, Piketty T, Saez E. Top incomes in the long run of history. *Journal of economic literature*. 2011 Mar;49(1):3-71.

⁷ 弗里德曼、施瓦茨，《大衰退：1929~1933》。中信出版社，2008。



即便是有了泡沫破灭，有严重的经济结构问题，大萧条研究的经济学者并不认为经济要为此付出百业凋敝，1/4 的劳动者失去工作的代价。资产泡沫破灭、价格下跌、银行破产、结构矛盾这些问题并不鲜见，出现大萧条更主要是因为错误的政策应对。一场大的病毒传播开始了，大萧条期间采取的应对办法不仅没有控制传播，反而是加剧了传播。凯恩斯认为大萧条期间的应对政策是惊人的愚蠢，后来的大萧条研究学者指出大萧条主要来自过度的信贷紧缩。

货币政策加剧了经济萧条。美联储认识到了银行挤兑带来的恶性传染效应，采取了有效的流动性支持措施和其他方法防止银行过度破产。货币政策的主要失误在于选择了不合实际的金本位政策目标和真实票据理论（Real Bill Doctrine）。为了维护金本位，先有降低利率刺激泡沫，后有提升利率恶化信贷。1928 和 1929 年美联储开始紧缩货币政策，他们相信可以抑制流向华尔街的信贷而不会伤害实体经济。1931 年货币危机冲击了欧洲国家，英国放弃金本位，德国保持马克价格但是限制外汇交易，事实上放弃金本位。英镑贬值的时候市场预期美元也会贬值，美联储选择坚守美元相对黄金的币值，提高了利率，这进一步加速货币供应下降，恶化了信贷。1931 年货币供应量增加额降低到大萧条期间最低水平。1932 年美联储通过公开市场业务操作增加货币供应，但是联邦储备银行之间必要的合作限制了公开市场业务的规模。法国和英国担心美元贬值开始大规模提取美元头寸，纽约联储告急，芝加哥联储拒绝帮忙，公开市场业务因为缺乏资金也被放弃。

真实票据理论是上世纪 20 年代以前流行的货币理论，在当时的美联储获得高度认同。真实票据理论认为货币发行应该与实际经济活动相一致。经济扩张需要资金做生意的时候银行应该提供信贷，经济收缩不需要资金的时候银行就没有理由出手。货币政策对经济的作用只能“拉绳子”不能“推绳子”。按照这个理论，当经济收缩的时候，唯一可以依赖的力量是市场的自发调节，用当时费城联邦储备银行行长乔治·诺里斯的话来说就是“减少产量，减少存货，逐渐减少消费信贷，结算证券和贷款，勒紧腰带增加储蓄”。这样的理论支持下，不难理解美联储在大萧条期间的紧缩政策作为。

贸易保护政策对经济萧条推波助澜。1930 年 6 月胡佛总统批准了《斯穆特-霍利关税法》，将可征税的进口品税率从 38% 提高到 45%。这个政策的初衷是降



低进口商品的竞争力，让美国消费者更多消费国内商品。贸易保护政策带来了贸易伙伴的报复措施，对美国的出口不利。很多经济学家具体测算了这个法案对出口、投资和 GDP 的影响，结论是影响并不大。彼得·特明⁸指出，美国 1929 年出口占 GNP 的 7%，接下来两年出口下降相当于 1929 年 GNP 的 1.5%，考虑到这些年份里面世界需求普遍下降，出口下降不能都归结于关税上升。考虑到所有的乘数效应，出口下降还是无法解释大萧条。贸易保护政策带来的破坏不止于此。它还破坏了当时的全球资金流动格局，美国是净债权国，如果美国进口更少，那么其他国家就更难以获得美元还债，这把美国的债权人和其他国家债务人都推到了更艰难的局面。埃森格林⁹认为，贸易保护政策的不利影响最主要不是由此带来的出口或者投资下降，而是破坏了当时的国际合作氛围，刺激了“全世界的民族主义情绪”。

财政政策无所作为。胡佛总统坚守传统价值观，他反对救济，宣称志愿组织和社区精神从未从美国民众身上消失，没有必要着急特别应对失业问题。他认为如果联邦政府直接向公民提供援助，美国民众就有“落入社会主义和集体主义圈套”的风险。他更情愿削减政府支出，以便向全国和世界展示预算平衡。他反对扩大联邦工程的立法。胡佛总统相信语言的力量，相信世界靠语言生存。他是美国企业拉拉队长，呼吁通过企业合作才能走出经济困难，并且坚持企业在低迷时期也要扩大生产。他呼吁地方政府加快道路建设，并且相信地方财政蕴藏着足以支持快速扩张性政策行动的丰裕储备。他采取严格措施落实反移民法案，宣称为了缓解就业形势，把将近十万本来已经被接纳进入美国的外国人挡在国门之外。胡佛总统对劳工统计对于失业率界定概念和测算的失业率糟糕数据表示不满，他勒令劳工局局长退休，“请别把这种情况成为失业，词用得不对”。

“一连串的试错”：罗斯福新政

富兰克林·罗斯福在 1933 年 3 月就任美国总统并实施了著名的罗斯福新政 (New Deal)，新政本身也没有整体计划和实施的蓝图，是在实践中不断修正的一连串试错过程。通常总结罗斯福各类新政措施为 3R，即 Relief (纾困)——立即采取行动遏制经济状况恶化，Recovery (复兴)——以临时性政策措施刺激

⁸ 彼得·特明，“大萧条”，《剑桥美国经济史第三卷上册》263 页。

⁹ 巴里·埃森格林，《镜厅》，中信出版社，2017 年，96 页。



消费需求，将经济恢复至正常水平，以及 Reform（改革）——制定长期方案，避免再次发生经济萧条。表 1 为罗斯福新政主要政策按照 3R 原则进行的具体分类。

表 1 罗斯福新政 3R 具体政策

Relief（纾困） 立即采取行动遏制经济状况恶化	Recovery（复兴） 以临时性政策措施刺激消费需求,将经济恢复至正常水平	Reform（改革） 制定长期方案，避免再次发生经济萧条
<p>银行假日（Bank Holiday） 1933 年 3 月 6 日</p> <p>宣布为期 4 天的美国银行假日，临时关闭全国 17032 家银行，直至 3 月 12 日，12817 家银行获准重新开业；</p> <p>阻止了市场恐慌。</p>	<p>农业调整法案(AAA) 1933 年 5 月-1936 年 1 月; 1938 年 2 月</p> <p>1933 年的《农业调整法案》，通过人为造就农产品短缺，提高农产品价格，旨在恢复农民此前因农产品价格而过低的购买力；</p> <p>该法案规定了国家资助欠债农产的紧急措施，减轻了农民抵押的压力，据此新建了农场信贷联合会，该会从 1933 年底起向农场主发放了 1 亿美元贷款。</p> <p>确立了补贴原则，给予自愿减少生产面积的农民补贴，补贴资金来源于向食品加工商征税。于 1936 年 1 月被最高法院判定违宪而被撤销。</p> <p>1938 年 2 月新《农业调整法案》继续实施耕地面积削减计划，以控制农业产量；联邦政府给予农场主土壤保护补贴；建立农产品平仓制度，在农产品价格下跌低于政府定价时，农户可将剩余产品以政府定价卖给商品信贷公司。</p> <p>该法案还宣布废除金本位制，收回黄金，禁止黄金出口。</p>	<p>美国证券交易委员会(SEC) 1934 年</p> <p>美国证券交易委员会是设立的常设机构，监测股市动向，确保没有发生欺诈或内幕交易，其当时职能由两部证券法赋予：</p> <p>1933 年证券法，也被称为《证券真相法案》，目的是统一披露证券公开发行信息，增强公众对资本市场信任，法规实施权利于 1934 年交于美国证券交易委员会（SEC）；</p> <p>1934 年证券法，也被称为《交易法案》，规范个人与公司之间的二级交易。</p>
<p>紧急银行法（Emergency Banking Act） 1933 年 3 月 9 日</p> <p>法案赋予总统在管制信贷、</p>	<p>国家工业复兴法案（NIRA） 1933 年 6 月-1935 年</p> <p>据此成立了全国复兴局</p>	<p>联邦存款保险公司(FDIC) 1933 年 6 月</p> <p>联邦存款保险公司(FDIC)</p>



<p>货币黄金、白银和外汇交易方面的紧急处理权力。</p> <p>对银行实行个别审查颁发许可证制度。关闭资不抵债的银行，重新开放有偿付能力的银行；美国约一半银行无条件重新开张、四分之一银行在限制取款的前提下重新开张，对五分之一的银行进行重组，并要求对其余大约1000家银行关门；</p> <p>终结了银行挤兑。</p>	<p>(NRA)，是由政府组织的企业联合体，并赋予其制定经济规则和条例的权力；试图结束公司之间的残酷竞争，允许价格卡特合法化，迫使产业领袖谈判制定行规，行规需经由管理局官员批准，且必须以提高工资作为被批准的前提条件。1935年被最高法院裁定违宪而失效。</p> <p>授权成立了公共工程管理局（PWA）（1933年-1944年），利用私人企业承担大型工程项目，旨在通过高速公路和公共设施等大型项目的建设来减少失业和提高购买力。</p>	<p>依据1933年的《银行法》成立，为美国存款机构的储户提供存款保险的永久性，大幅降低了当时银行倒闭规模。存款保险制度在1934年1月1日生效，6个月内全国15348家商业银行中近14000家参加了保险，参保存款占有所有银行存款的97%。</p> <p>1933年《银行法》还允许银行设立分支机构；允许储蓄和工业银行成为联邦储备系统成员；规定商业银行和投资银行分业经营，以抑制存款人资金的过度投资行为。</p>
<p>《联邦紧急救济法》（FERA） 1933年5月-1935年5月 创立联邦资金救援署（FERA）；</p> <p>从胡佛政府末期成立的复兴金融公司的资金里划出5亿美元，约占当年美国GDP的5.9%，以拨款方式（直接救济）向各州提供援助；其中一半由各州根据自身开销发放，而另一半则由联邦紧急救援署的管理者酌情处理。联邦政府每补助1美元，州政府需补助3美元。此前胡佛政府采用贷款的方式向各州提供资金，且金额较少；</p> <p>1935年联邦资金救援署（FERA）被公共事业振兴署（WPA）所取代。</p>	<p>置业贷款公司（HOLC） 1933年6月-1954年2月 置业贷款公司（HOLC）依据《住宅贷款法案》成立，其通过发行债券筹集了20亿美元，向房主发放低息贷款，供房主支付抵押贷款，使上万所住宅免于被银行收回，也使银行免于破产。</p> <p>《住宅贷款法案》还允许房主在非常时期可以延期还本付息。</p>	<p>社会保障管理局（SSA） 1935年8月 1935年8月通过的《社会保障法》提供雇员退休后的生活保障、失业员工保险等福利，为妇女、儿童和残疾人士提供保障。并由此成立了社会安全保障局，初步建立了全国性的社会保障体系。其中，保险金一半由工人和企业主各支付相当于工资1%的保险费，另一半则由联邦政府支付，于1937年开始征收税款。</p> <p>除此之外，针对不同铁路职工、退休军人等不同社会群体，通过立法的方式逐步建立保障措施。例如，1933年6月的《全国雇员制度法》、1935年8月的《瓦格纳—克罗塞铁路职工退休法》和1936年1月的《退伍军人补偿金调整法案》。</p>
<p>设立土木工程署（CWA）</p>	<p>设立公共事业振兴署（WPA）</p>	<p>国家劳动关系法和国家劳动关系委员会</p>



<p>1933年11月-1934年3月 联邦资金救援署(FERA)下项目,注资4亿美元。约为400万失业者提供临时性工作;</p> <p>工作内容为扩大基础设施建设、水土保持工程、公共场所建设等;</p> <p>出于对联邦政府开支和不希望民众直接依赖联邦政府获得救济的考虑,于1934年3月被解散。</p>	<p>1935年5月-1943年6月 新的《联邦救济法案》出台,授权给总统的救济计划规模达50亿美元,罗斯福政府以这部分资金成立了公共事业振兴署(WPA),为包括非熟练工、刚毕业的高中生与大学生、失业艺术家等各类人员提供长期工作,全面投入以工代赈计划;</p> <p>WPA项目的投资标准是具有使用价值的劳动密集型的项目,涉及基础设施、医院学校、植树造林、农村电气规划、城区改造以及艺术活动等;</p> <p>工资高于救济标准,但低于私人部门;</p> <p>花费110亿美元,雇佣了超过8120万人,修筑了上千座机场、上万个运动场、800多家校舍和医院等。</p>	<p>(NLRA/NLRB) 1935年5月 1935年5月通过《美国国家劳动关系法》(也称《瓦格纳法案》,NLRA),建立专门执行机构——国家劳动关系委员会(NLRB)。该法案要求企业雇主承认工会,政府监督工会选举以及企业用工不公平等问题,支持工人通过工会与企业进行集体谈判。出现劳资冲突时,必须首先由国家劳动关系委员会(NLRB)审议,然后再由法院审议。试图在不扩张国家权力的前提下对企业管理层进行有效制衡。</p> <p>1938年通过《公平劳动标准法》,规定禁止童工,并设定了联邦最低工资(每小时40美分),限定了最高工时(每周40小时)。</p>
<p>平民保育团(CCC) 1933年4月-1942年6月 依据《民间护林保土队救济法》成立,为18至25周岁的男子提供临时性工作,工作地点在美国陆军部组织运作的乡村营地,具有半军事性质,工人每月工资30美元,强制性将其中的25美元寄回家。</p> <p>为成员提供食物、住所、交通、服装、医疗护理以及教育或培训。工作内容为修筑公路、防水治虫等农业和公共类项目;工作期限最初只有六个月,后经立法提升至两年。</p> <p>随着第二次世界大战和征兵</p>	<p>设立田纳西河谷管理局(TVA) 1933年5月 为在田纳西河流域建造大坝而成立的机构; 建设水电站以控制洪水和发电,疏浚航道,复垦土地,较私人电力公司而言,提供了更廉价的水力发电; 通过电力吸引新的产业到该地区,提供了就业机会。</p>	<p>税制改革以及环境保护 1935年6月;1936年 税制改革方面:对个人实行累进税率,降低低收入者税率,提高高收入者税率。对于年收入为5万美元以上的人,税收增加1%;年收入6万美元以上的人,税收增加6%;年收入350万美元以上的人,税收增加7%。多收的所得税将用于偿还国债。同时,还根据公司规模分等征收公司所得税,并有股息税,以防漏税。</p> <p>环境保护方面:1936年通过了《水土保持和国内分配法》,允许政府补贴农民减少使用耕地进行生产,以保护土壤和防止水土流失,避</p>



计划实施，工作救济需求减少，该项目于 1942 年结束。

免再次出现沙尘暴。

改变经济发展方向需要戏剧性的、极其清晰可见的政策变化信号。政策信号要能被广泛理解，不能轻易由旧的政策制定者发出。这些罗斯福新政都做到了。罗斯福新政在大萧条期间帮助了困难群体，稳定了经济增长，并给后来的制度建设留下了大量遗产。与前任胡佛总统相比，罗斯福不再强调过去的教条，而是根据现实需要制定政策。新政强调恢复银行发挥正常功能，重新修订了美元对黄金价值，想方设法救济困难群体，这些措施对经济走出大萧条起到了作用，但也不乏争议。新政毫不掩饰地动用政府力量干预经济，以《国家工业复兴法案》和《农业调整法案》为代表的两项方案的主要目的都是限制生产，提高产品价格，这些方案后来都被最高法院判定违宪，但是对保护劳动权益和农产品价格调控的做法被其它方式继承了下来。1933-1937 年期间，失业率从 1933 年的 37.6% 下降至 1937 年的 21.5%，实际 GNP（以 1929 年为基准）从 683.37 亿美元增长至 1039.17 亿美元，年均增长率达到 8.2%。1938 年经济有所回落，实际 GNP 同比增速为 -7.0%，1939 年又恢复到 1937 年水平。1938-1939 年失业率为 27.9% 和 25.2%，有批评者认为罗斯福新政期间一直未达到充分就业水平，直到第二次世界大战军工产业兴起，美国经济才实现了充分就业（1941 年失业率才降低至 14.4%，直到 1942-1943 年期间（失业率为 6.8% 和 2.7%），美国的失业率才回落到了 1929 年的水平）。

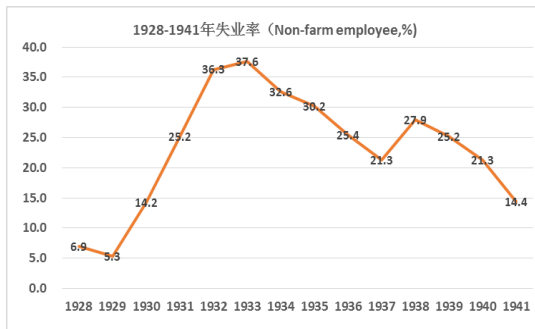


图 1 1928-1941 年失业率 (Non-farm employee)

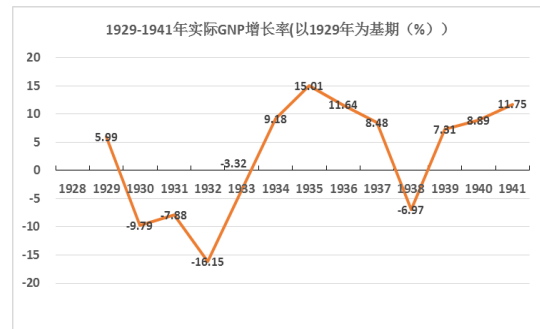


图 2 1929-1941 年实际 GNP 增长率 (以 1929 年为基期)

数据来源：美国国家经济研究局、美国国家统计局。

制度改革方面，扩大了联邦政府的职责范围，重塑了政府与市场以及联邦政府与州政府的关系，田纳西河谷管理局就是很好的尝试，但最终没有实现在全国进行推广。新政强调帮助工人、少数族裔和黑人，推动了社会保障体系的建设，通过系列立法建立了养老保险和失业保险体系，同时也为妇女、儿童和残疾人士



提供救济和基本保障，初步构建了全国性的社会保障体系，使美国步入福利国家行列。在环境保护方面，一方面通过了《农业调整法案》《水土保持和国内分配法》等法案，通过为农户提供补贴的方式鼓励休耕，另一方面也通过农业、环境等方面的公共工程建设保护了环境。

具体来看 3R 政策的措施与争议：

（一）纾困（Relief）

金融的整顿。1933 年 3 月-6 月，接连宣布的“银行假日”和《紧急银行法》，以及 1933 年《银行法》，阻止了市场恐慌，恢复了公众对于银行和证券交易的信心，终结了银行挤兑，使黄金逐渐回流银行体系，暴跌的股市得以恢复，稳定了金融体系。总统被赋予管制信贷、货币黄金、白银和外汇交易方面的紧急处理权力，美元对黄金大幅贬值。

确立直接救济和以工代赈的政府直接救助模式。直接救助，1933 年 5 月创建联邦资金救援署(FERA)，从复兴金融公司划拨 5 亿美元对各州划款进行救助。从 1933 年至 1941 年，各类直接救助金额达 94.97 亿美元¹⁰，约占同期间 GDP 的 12%，包括对老年人、儿童、盲人、农业的补贴、一般救济以及联邦资金救援署(FERA)的一些特殊项目。以工代赈，1933 年罗斯福上任第二个月就设立了平民保育团(CCC)，为 18-25 周岁的男子提供临时性工作，工作时间最初为 6 个月提高至 2 年，期间也通过提供培训为该年龄段普遍不是熟练工的青年提高工作技能。工作内容主要为修筑公路、防水治虫等农业和公共类项目，这也是后期调查中普遍评价较好的项目。1933 年 5 月成立土木工程署(CWA)，约为 400 万失业者提供临时性工作，工作内容为扩大基础设施建设、水土保持工程、公共场所建设等。Fishback et al. (2005)¹¹估算，救济支出每增加 1 美元，能够提高约 83 美分的收入。

（二）复兴（Recovery）

为了达到刺激消费需求、恢复经济至正常水平的目的，罗斯福政府立法通过

¹⁰ Source: Statistical Abstract of the United States: 1942, pp.428-429, including old-age assitant;aid to depend children;aid to the blind; general relief;relief under special programs of FERA; Subsistence payments certified by the Farm Security Administion.

¹¹ Fishback, P. V., Horraine, W. C., & Kantor, S. (2005). Did New Deal grant programs stimulate local economies? A study of Federal grants and retail sales during the Great Depression. The Journal of Economic History, 65(1), 36-71.



了《农业调整法案》(AAA)、《国家工业复兴法案》(NIRA)，成立了公共工程管理局(PWA)、公共事业振兴署(WPA)以及田纳西河谷管理局(TVA)等机构。复兴政策的具体做法和效果存在争议较大。

《农业调整法案》。该法案主要目的是提高农民收入，主要内容是限制农产品产量，给予自愿减少生产面积的农民补贴，补贴资金来源于向食品加工商征税；对撂荒土地予以赔偿；由于法案颁布时，农户已经种植了大量棉花，政府和棉花种植者签订合同要求他们毁坏已经耕种好的部分作物。该法案1936年1月被美国最高法院宣布因联邦政府非法干预地方各州内部事务违宪而撤销。后来研究表明农民的收入并没有因为该法案而得到提高。例如，Fishback et al. (2005)¹¹研究发现，《农业调整法案》对零售销售和收入几乎没有或者完全没有积极影响，甚至已经产生了实质性的负面影响。该法案改变了土地所有者的动机，最终使得农场主得到了大部分补贴，但农业从业者的收入反而下降了。《农业调整法案》虽然被废除，但是保护农产品价格和农民收入的初衷保留了下来。1938年出台了替代法案，建立了农产品平仓制度，通过新修建很多粮食仓库防旱灾，政府可以通过调整存粮来影响价格，该法案还要求对特殊农作物进行支持，并提供农产品播种面积分配值和消费配额作为达到目的的手段。

《国家工业复兴法案》。该法案目的是提高工业部门的收入和就业，主要内容是调整劳资关系，减少劳动时间，支持工资上涨。从提高工资和物价水平角度看该法案发挥了一些作用，但总体效果不如人意。工资的上升并没有推动就业上升，过高的真实工资减少了而不是扩大了就业机会。该法案1935年因被最高法院判定违宪而废除。尽管如此，该法案对后来的美国劳资关系和工会发展带来了深远影响。《国家工业复兴法案》被废除以后不久，国会通过了参议员瓦格纳提出的《国家劳动关系法》，通过立法保护工人的做法取得了广泛认可。该法案没有再像全国复兴总署那种建立在国家中心主义基础上、具有制定行业守则权利的行政机构，而是引入了力量制衡的理念。缺乏对企业管理层的制衡在当时被认为是造成经济危机的原因之一。此后美国工会急剧扩大，1930年不到10%的制造业工人是工会会员，1940年1/3的制造业工人成为工会会员。同一时期采矿业工人成为工会会员的比例也从20%上升到75%。罗斯福总统不仅强调劳动者对企业家力量制衡，也强调消费者对企业家的力量制衡。他倡导成立消费咨询委员



会，以代表广大消费者利益。

公共事业振兴署。公共事业振兴署（WPA）是以工代赈最重要的机构。不同于纾困（Relief）中提供短期、临时性工作的平民保育团（CCC）和土木工程署（CWA），公共事业振兴署是通过公共工程提供长时期的工作。WPA 计划花费约 110 亿美元，修筑了上千座机场、上万个运动场、800 多家校舍和医院。尽管在制定政策时，为了避免对私人部门的影响，WPA 避免选择与私人部门竞争的项目，工资也低于私人部门。但仍有研究结果表明，长时期的以工代赈计划会带来劳动力市场扭曲，使得私人部门雇工更困难。Neumann et al. (2010)¹²使用 20 世纪 30 年代美国主要城市每月救济、私人部门就业和私人部门收入的面板数据，通过 VAR 模型和脉冲响应函数来研究罗斯福新政期间救济支出和当地私人劳动力市场之间的动态关系，研究结果表明，采取以工代赈的方式进行救济，虽然能够提高私人部门的收入（顶峰时期，WPA 冲击将私人收入从平均水平提高了 0.2% 以上。将 36 个月期间平均值的偏差加起来，累积效应为 5.7%。），但同时会导致私人部门就业下降（WPA 冲击使得冲击后的 36 个月里，累积减少私人雇佣的工作月数的 4.9%）。可能的原因是，WPA 计划给出了“安全工资”的概念，尽管 WPA 计划的工资低于私人部门，但在就业环境不稳定，失业率如此高的情况下，工人更愿意选择尽管收入较低但更稳定的工作。以工代赈不仅使得私人部门雇佣更加困难，而且对私人部门就业的负面冲击又会让政府继续增加以工代赈的支出，进入恶性循环。Kaplow (1989)¹³阐明了政府救济可能会挤出私人部门保险的可能性，其认为政府救济措施会扭曲个人的保险决策和行为，因为个人只会考虑自己没有得到补偿的风险。在考虑到有政府救济的情况下，个人仅会对自身面临的除可能得到政府救济的全部损失进行投保。

田纳西河流域工程。田纳西河流域工程探索和开创了美国国家资本主义的模式，虽然在环境治理（防止了河水侵蚀 300 万英亩农田）和提高流域居民平均收入上是成功的，但这种模式并没有在美国其他地区得到推广。

表 2 1933-1941 年国家救济及以工代赈计划工资支出（单位：千美元）

¹² Neumann, T. C., Fishback, P. V., & Kantor, S. (2010). The dynamics of relief spending and the private urban labor market during the New Deal. *The Journal of Economic History*, 70(1), 195-220.

¹³ Kaplow, L. (1989). Incentives and Government Relief for Risks. NBER Working Papers, No. 3007.



年份	总金额	直接救助	以工代赈					
			总计	平民保育团 (CCC)	国家青年管理局 (NYA)	公共事业振兴署 (WPA)	土木工程署 (CWA)	其他
1933	1, 223, 329	836, 919	386, 410	140, 736	-	-	214, 956	30, 718
1934	2, 380, 865	1, 341, 687	1, 039, 178	260, 957	-	-	503, 060	275, 161
1935	2, 532, 512	1, 665, 382	867, 130	332, 851	6, 364	238, 018	-	289, 897
1936	3, 119, 013	680, 950	2, 438, 063	292, 397	55, 212	1, 592, 039	-	498, 415
1937	2, 653, 918	840, 306	1, 813, 612	245, 756	56, 951	1, 186, 266	-	324, 639
1938	3, 236, 600	1, 007, 566	2, 229, 034	230, 318	61, 158	1, 751, 053	-	186, 505
1939	3, 185, 447	1, 067, 889	2, 117, 558	230, 513	74, 245	1, 565, 515	-	247, 285
1940	2, 723, 408	1, 053, 266	1, 670, 142	215, 846	92, 075	1, 269, 617	-	92, 604
1941	2, 227, 404	1, 002, 668	1, 224, 736	155, 604	119, 160	937, 068	-	12, 904
总计	23, 282, 496	9, 496, 633	13, 785, 863	2, 104, 978	465, 165	8, 539, 576	718, 016	1, 958, 128

数据来源：Statistical Abstract of the United States: 1942, pp. 428-429。

注：1、直接救助包括的项目包括：包括对老年人、儿童、盲人、农业补贴、一般救济以及联邦资金救援署（FERA）的一些特殊项目。

2、以工代赈计划数据为估计的工人工资金额，不包括材料、设备和其他开展以工代赈计划所需费用以及管理人员工资。

3、国家青年管理局（NYA）于1935年6月成立，其1935-1939年间作为公共事业振兴署（WPA）项目计划的一部分。1939年划至联邦安全局（Federal Security Agency），于1943年解散。

（三）改革（Reform）

1933年《银行法》确定了商业银行和投资银行分业经营的原则。出台这项规定是担心银行用公众存款购买股票会带来过度投资，并且银行持有公司的股票可能会影响其贷款决策。但是反对者认为，银行分业经营会影响其应对风险的能力。此外，大萧条前许多州法律禁止银行设立分支机构，而1933年《银行法》还允许银行设立分支机构。有研究认为¹⁴美国许多州立法禁止银行建立分支机构削弱了银行抵御危机的能力，分支机构可避免银行与某些集中的地区和行业高度相关，加拿大的银行正是凭借大量的分支机构在金融危机中大部分幸存。《银行法》还提出了存款保险制度，相关的机构于1933年正式成立。

通过修订《银行法》、《证券交易法》等法律，建立了包括美国证券交易委员会在内的一批金融监管机构，加强了对市场的监管。

通过立法建立了初步的社会保障体系，使得美国进入福利国家行列。建立了养老保险和失业保险，还限定了最低工资和最高工时。对于最低工资的批评较多，有观点认为最低工资使得缺少技能和工作不熟练的青年人就业机会减少。出于平

¹⁴ Carlson, M., & Mitchener, K. J. (2005). Branch banking, bank competition, and financial stability (No. w11291). National Bureau of Economic Research.



衡财政的考虑，罗斯福政府养老保险和失业保险的资金部分源自于对个人和企业的征税，也有批评者认为 1937 年企业开始缴纳的税收部分可能增加了企业的负担，影响了经济的恢复。

启示

中国和全球经济正处于新冠疫情肆虐当中，经济活动大幅停摆，失业率急剧攀升。需要避免经济陷入严重衰退，需要为低收入群体纾困，也需要抓住时机推动改革。大萧条和罗斯福新政给当前的经济局面留下来众多宝贵的经验和教训。

1， 保持信贷增长和防止通货紧缩是避免过度萧条的特效药

金融体系是繁荣的放大器，也是衰退的放大器。大萧条的研究学者普遍认同，信贷过度紧缩带来了大萧条，信贷恢复以后大萧条也随之消失，依靠经济自身恢复力量走不出大萧条¹⁵。经济下行有多方面的原因，泡沫破灭、外部经济环境恶化、经济结构失衡、意外灾害发生等等，但是这些都不能充分解释为什么会发生大萧条。信贷的作用至关重要，经济下行往往会引起信贷紧缩，如果不能采取有效措施，信贷紧缩会放大需求下行和供给收缩之间的恶性循环，经济下行越陷越深。保持合理信贷增长的边界在于通货膨胀率，货币当局最优先考虑的目标是温和的通货膨胀率，这是供求大致平衡的标志，也是经济发挥自身恢复力量的保障。防范金融投机和资产价格泡沫，维持金本位或者汇率稳定往往是货币当局难以抵挡的诱惑，但是在通缩面前，其他货币政策目标应该让位。防范金融投机和资产价格泡沫应该更多依靠宏观审慎政策，而不是绑架货币政策。经济低迷时期，货币政策只能拉绳子不能推绳子的说法很流行，这只能说明单独依靠货币政策不足以让经济尽快摆脱低迷，不意味着货币政策不应该放松，也不意味着货币政策放松对防止经济萧条没有作用。

2， 打破财政平衡教条

大萧条是需求下行和供给收缩之间的恶性循环，打破恶性循环需要止住需求下行，需求下行的背景下扩张供给只会让通缩更加严重且难以增加收入。止住需求下行除了信贷的支持，也需要通过扩大财政支出提高需求。胡佛和罗斯福总统在财政问题上都有失误。胡佛总统任期内在大萧条期间保持财政预算平衡，1930

¹⁵ Christina D. Romer. What Ended the Great Depression?[J]. Journal of Economic History, 1992, 52(4): 757-784.



年美国财政还实现了 0.7% 的盈余，对提振市场需求丝毫没有帮助。罗斯福总统新政期间，财政支出在 1933-1936 年期间明显扩张，从 46 亿美元上升到 82 亿美元，财政赤字/GDP 上升到 5% 左右，对恢复需求起到了帮助。然而罗斯福总统同样犯下了过于看重财政预算平衡的错误，1937 年的财政支出下降到 76 亿美元，1938 年进一步下降到 68 亿美元，这是解释 1938 年美国再次陷入衰退的重要原因。1939 年罗斯福政府再次重新启动政府投资，财政支出扩张至 91 亿美元，美国经济走出衰退。

3，避免国际贸易争端

破产和失业不仅是在国内传染，也会从一个国家传递到另一个国家。困难的经济局面会激发国内民族主义情绪抬头，贸易保护政策呼声也会更高。贸易保护政策看似保护了进口替代部门的利益，实则代价更大。贸易保护政策不仅不利于出口，还会加速国际债权债务关系的恶化，破坏整体国际合作应对困难局面的氛围。

4，纾困要有针对性，避免带来新的市场扭曲

针对不同类型群体要采取不同纾困策略。对不具备工作能力的老弱群体以及特定人群需要提供直接发钱的救济。对中青年失业群体更重要的是提供工作机会，尤其是通过公共项目建设提供的就业机会。比如平民保育团提供短期限和临时性工作，不仅为特定的失业青年提供了工作，还为其提供培训增强了工作能力。WPA 计划为包括刚毕业的高中生与大学生以及失业的艺术家等提供长期工作，缓解了无工作经验的毕业生与衰退时期难以找到工作的艺术家等特定群体就业问题，建设完成了许多重要基础设施、也留下了许多艺术作品。政府工程以及提供的就业机会可能存在扭曲劳动力市场以及资源浪费的缺点，宜以短期限、临时性的就业计划为主。对面临现金流断裂风险的部门提供融资。罗斯福新政时期通过《住宅贷款法案》和《农业调整法案》，分别成立了置业贷款公司和农场信贷联合会，为由于收入下降而面临住房和农场被收回的个人和农场主提供融资，《住宅贷款法案》还允许房主在非常时期可以延期还本付息。

5，政策是一连串试错，重在纠错

国家之手干预经济的时候，政策设计考虑不周再自然不过。新政期间的《国家工业复兴法》、《农业调整法案》有明显的重大缺陷，后被废除。全国复兴总署



的价格管制措施也被批评是对大企业量身定做，小企业受到更残酷的压迫，后来调查发现全国复兴总署参与管制的行业当中有 7 个存在垄断行为，总署负责人约翰逊引咎辞职。以工代赈等一些纾困措施也存在扭曲劳动力市场的瑕疵。这些法案和政策都是在特定背景下出台，刚出台的时候可能因为政治和情绪绑架政策设计考虑不周，也可能在当时特定环境下利大于弊但随着经济环境变化就弊大于利，及时对政策调整和纠错至关重要。罗斯福新政期间的很多政策虽然被废除，但是经过调整后的新政政策留下了很多遗产，新政后政府与市场的关系、联邦政府与地方政府关系都有了很大变化，民主社会主义在后来有了持续发展。

6. 关注对特权的制衡

罗斯福总统出生于当时美国社会的特权和精英阶层，儿童和青少年时期与美国平民阶层少有接触。罗斯福个人则一直在站在特权和精英阶层对立面，罗斯福新政各种政策背后都有一个重要的理念是对特权的制衡。他发明了一种由政府创造制衡性的力量和方法，并称相关的理念为“确立准绳”。罗斯福力图在政府不进行直接干预的情况下，确定一种人为的协调机制，激发市场参与主体的活力，让市场更加公平地运转。他支持劳工对企业家的制衡，支持消费者对生产者的制衡，支持西部南部发展对东北部形成制衡，支持低收入、少数族裔等弱势群体。要让制衡性力量真正发挥作用，就必须要让参与者自身实现可以独立地发出代表自己利益的声音，西部和南部需要实现经济发展才能具有话语权，工人和消费者需要组织起来成为具有抗衡企业家和生产者的力量，而这有赖于国家为工人和消费者提供失业、养老等可能面临的各种收入损失的社会保障。这些制衡性的理念对于缓解社会冲突和促进经济结构平衡都发挥了积极作用。