

# 金融体系中的顺周期性:我们是否需要 一个新的宏观金融稳定框架

威廉·怀特

**摘 要:**近几十年,中央银行成功地不断追求低通货膨胀目标制,降低了通胀和产出的可变性。与此同时,出现了大量的金融失衡和其他方面的失衡(明显持续地偏离历史标准)。如果这些失衡能恢复到均衡水平,应该会对产出增长产生显著影响。尽管这样的不利结果还仅仅是一种可能,但本文提出的问题是,我们是否能从一个新的宏观金融稳定框架中受益,在这个框架中货币政策和监管政策更多地关注如何避免出现失衡现象。

**关键词:**金融稳定;经济政策

**JEL 分类号:**E32;E61 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2008)05-0065-22

## 引 言

多年前,时任德意志联邦银行行长 Hans Tietmeyer,要求国际清算银行的员工准备一份有关“短期主义(short-termism)”的论文,提供给 G10 的行长们讨论。对于许多接受盎格鲁-撒克逊传统教育的国际清算银行经济学家来说,这个术语有点陌生,完成的论文也有点文不对题。但是,这种经历确实产生了一个积极的结果,它能够激励人们更深入地研究经济史及经济思想史。针对前者,事实证明,目前许多令人困惑、担忧的发展似乎都有历史先例。针对后者,奥地利学派的贡献在于,为探求这些令人担忧的发展的根源提供了

**收稿日期:**2008-03-25

**版权声明及译者情况:**作者 William R White 系国际清算银行货币与经济部部长,本文为国际清算银行工作论文 193 号,完成于 2006 年 1 月。本文经国际清算银行授权中国人民银行西安分行翻译。

本文由中国人民银行西安分行金融研究处组织翻译,执笔杨岚,山东大学硕士研究生徐晓羽、马莉也参与翻译。

一些线索。<sup>①</sup> 在这种背景下,这些早期的思想家们还建议,政策制定者们应该首先关注如何尽力避免危险的经济失衡不断扩大。<sup>②</sup>

通过这些研究(下文将会详细叙述),我们得出了一些简单的结论。近几十年来,全球经济运行在实体和金融两个领域已发生了深刻变化。货币政策的执行也发生了变化,新的关注焦点是物价稳定这一目标。这些结构变化之间的相互作用构成了宏观经济发展的一系列长期趋势,其中一些发展趋势是我们所乐意看到的,另一些却不是。同时,它们有助于解释当前的一些政策性难题。最后,通过对过去和当前问题的观察,在未来如何改进当前维护货币和金融稳定的框架方面,提出了一些实践性建议。

一种可能性是,我们应当考虑建立一个新的宏观金融稳定框架来抵御系统性金融失衡,这种失衡最终将给经济产出和失业状况带来严重的负面影响。构建这样一个框架应当基于两个主要原则。一是,针对金融周期的扩张阶段和收缩阶段,应该采取更均衡的政策反应。这意味着政策应该更加关注政策措施的长期结果,而不是当前看来十分时髦的结果。二是,所有相关政府部门应该加强合作。构建这个框架的目的在于遏制金融失衡,最好是能在国内和国际两个层面上进行。

在国内层面上,从历史经验来看,维持价格稳定(虽然很受欢迎)不足以确保国内经济状况持续良性发展,因此货币政策应当更加积极地应对国内金融失衡问题。下文中之定义为“强化通胀目标”(augmented inflation targeting)框架<sup>③</sup>。一个基本的前提就是对温和通缩有更强的政策容忍度,这是由于通紧可能来源于积极的供给性冲击,或者由于一段时间之后可能会出现更严重的通缩。对于监管当局,建议其采取“宏观审慎监管框架”,这种框架更加关注金融体系的整体运行健康,而不是当前所关注的个别机构的运行状况。最后,我们认为,“维持一个国家的国内状况井然有序”不足以保证国际稳定,因此有必要建立一个“新的国际货币秩序”,来防止最终造成全球压力的外部失衡继续加剧。回想起来,这也正是当时建立金本位和布雷顿森林体系的初衷。

本文分为四个部分,相当多部分内容参考了国际清算银行一些同事的早期研究,尤其是 Claudio Borio 的成果。文章的结构反映了一个理念,即当前仅仅是联系过去和将来的一个通道,过去是动态过程的起点,而将来是动态过程继续演化的方向。文章第一部分着

<sup>①</sup> David Laidler(1999)对比了奥地利学派分析和 IS/LM 模型这一多数现代政策制定者一直使用的分析框架的核心内容,认为后者本质上是静态的,而奥地利理论的主要特点是时间的流逝。在单时期的模型中,不可能显示存量的积累,这种存量的演变以及相关的“失衡”是动态奥地利方法的另一个特点。而且,尽管现代宏观经济学有很多方法来处理未来预期,但几乎没有提出类似于奥地利学派的假设,在判断未来投资收益和资源错配时设定系统性误差。除此之外,虽然大多数现代模型假设从一种均衡状态平滑调整到另一种均衡状态,但是奥地利方法强调不断扩大的失衡和定期出现的危机。最后,虽然 IS/LM 方法意味着对冲击采取高度活跃的政策反应,但奥地利理论认为一些政策行为有可能在一段时间后使事情恶化。他总结说:“在整个经济学理论史中,要找到两种这样互相共存而又互相矛盾的理论十分困难。”

<sup>②</sup> 凯恩斯曾经怀疑货币政策在极度紧缩时的效用,所以推荐使用财政政策。奥地利学派对货币政策和财政政策的效用都表示怀疑,因此倾向于强调采取预防性措施,而不是事后干预。

<sup>③</sup> Morris Goldstein(2002)对新兴市场经济体提出了类似的观点,即“加强有管理的浮动”。对于 Goldstein,“加强”是为了避免出现 1994 年墨西哥危机、1997-1998 年亚洲危机和阿根廷危机中造成极大损害的货币错配问题。这显然只是多种金融失衡中的一种。

眼于过去,首先分析了过去几十年来观察到的一些典型的令人困惑的经济发展趋势,然后提出了一些不同的解释,并得出结论:奥地利学派中的“次正统(less orthodox)”分析方法有其显著的优点。第二部分着眼于当前,在假设“次正统”分析方法正确的基础上,描述了当前的金融失衡状况,并对政策制定者应当采取的措施提出了建议。第三部分放眼于未来,假设用“次正统”的方法对当前状况进行分析,建议应建立一个新的国内政策框架,以降低未来出现有害的金融失衡的可能性。经指出依新国内体制运行过程中可能存在的一些实际障碍后,重点关注如何消除这些障碍。第四部分分析了国内宏观金融稳定框架和国际货币体系之间的相似之处,然后得出结论。

## 一、长期趋势

### (一)典型的经济事实

回顾过去几十年来的经济发展状况,有四组观察结果引人注目<sup>①</sup>。前两组观察结果让人满意,而后两个则不那么令人满意。在第一组观察结果中,通货膨胀的水平以及波动性普遍出现下降。在第二组观察结果中,实体经济增长迅速,通胀的短期波动性也呈现下降。而在第三组观察结果中,信贷、资产价格和投资的“繁荣萧条周期”日益明显,通常还伴随着各种类型的金融危机。第四组观察结果反映出全球贸易失衡不断加剧,美国的贸易赤字以及债务积累也不容忽视。下文中将会提出一系列因素,来解释同时观察到的所有四种现象。

通货膨胀自从20世纪70年代末期达到顶峰以后,在全球范围内已经大幅回落了。尽管大部分的注意力都集中在发达国家,但实际上新兴市场国家也经历了同样的过程。甚至在拉丁美洲,虽然许多国家先前多次受到恶性通胀的影响,但目前几乎所有国家的通胀率都降低到了一位数。更值得注意的是,虽然在20世纪90年代末,阿根廷和巴西出现了大规模的货币贬值,但此后通胀率下降趋势并未就此中断。实际上,通胀压力在一些国家已经明显减少,甚至一些国家或地区在一段时间内出现了明显的通货紧缩(如日本、中国以及香港),或者面临通货紧缩的压力(如美国、德国和瑞典)。回想一下2002年,<sup>②</sup>美国为了支持货币扩张而出现的有关通货紧缩的论调,以及一段时间内出现的假设欧元如果进一步显著走强,德国也会出现通货紧缩的担忧。在这种低通胀水平下,通胀的可变性降低了。通胀冲击的时间变短了,通胀水平开始回归均值。总之,与过去相比,通胀似乎更好地维持在较低水平。

过去20年中,全球产出增长的趋势不断增强,而产出增长的波动性却出现下降(不包括遭受危机冲击的国家)。工业国家的经济扩张期延长了,许多新兴国家的经济增长率也大幅提高。例如,中国近20年来的年均增长率几乎达到10%,印度的增长率比20年前也飞速提高。在波动性方面,自20世纪80年代中期以来产出波动开始逐步消失,其

<sup>①</sup> 有关这些事实的更多文献,参见Borio&White(2004)以及Borio等人(2003)。

<sup>②</sup> 参见Bernake(2002)和Ahearn等(2002)。

中美国的进步最为明显,在过去的 20 年中其经济保持了强劲增长,仅在 1990 - 1991 年和 2001 - 2002 年出现了两次小幅衰退。相反,遭受危机的国家(日本、20 世纪 80 年代末期的北欧以及 20 世纪 90 年代末的东亚),虽然也经历了产出高速增长以及低波动率的发展过程,但这个过程仅仅持续到了危机爆发前。

如果说前两组观察结果令人十分满意,后两组结果就要稍差一些了。在过去的几十年中,全球金融体系不断爆发破坏性事件,而且种类不断翻新。<sup>①</sup> 金融市场短期价格的波动以及市场流动性的枯竭,不时成为混乱的根源。美国长期资本管理基金倒闭后召开的国际货币基金组织年会上弥漫着恐慌情绪,对这种情绪记忆犹新的人,不会忘记混乱的根源。各种系统性事件(如 1994 年的墨西哥危机以及随后的亚洲危机)都提醒我们,金融市场传播冲击的能力日益增强,不仅能跨越国界,还能跨越市场。许多著名机构的倒闭(德崇投资公司和巴林银行)也引起了人们对破产可能引发系统性问题的关注,即便后来成功地避免了这些问题。最后,金融部门操作风险导致的损失一直在增加,这不仅反映出近年来的经济繁荣时期审慎管理水平有所下降,<sup>②</sup>也反映了现代金融体系的复杂性日益增加。此外,“9·11”事件说明了恐怖活动也是发生潜在操作性风险的一个长期源头。

过去几十年中,金融市场唯一最显著的发展也许就是信贷与资产价格“繁荣萧条周期”的增强,这往往伴随着实际固定资产投资的高速增长。20 世纪 70 年代早期,工业化国家经历了信贷和资产价格,尤其是股票和房地产价格的迅猛上涨。第二个周期开始于 20 世纪 80 年代中期,结束于 20 世纪 90 年代早期(尤其是北欧国家和日本)。从 20 世纪 90 年代末期开始,经济状况开始好转,我们似乎又进入了第三个周期的繁荣阶段。在上一个周期中,工业国家信贷持续保持快速增长,股票价格最先受到影响(尤其是大量投资于通讯业),但随后就出现了住房价格的飞速上涨(主要是大量投资于住宅建设)。事实上,毫不夸张地说,这种住房价格现象已经蔓延至全球,许多新兴市场国家(尤其是中国)住房价格也出现大幅上涨。在主要经济体中,只有日本和德国避免了这种增长,也许是因为他们仍然试图从最近一次信贷、资产价格以及投资周期的萧条期中恢复过来。<sup>③</sup> 最后,值得注意的是,在许多新兴市场国家,资本流入使得国内信贷、资产价格以及投资繁荣趋势更加明显。不管随后的资本流出是否会引发萧条,还是使萧条恶化,毫无疑问的是,国内和国际两股力量将会相互发生作用。<sup>④</sup>

有许多例子(并非全部)都可以说明经济周期的萧条阶段会伴随着金融体系的危机。例如,20 世纪 80 年代末北欧国家和日本的银行危机,1994 年的墨西哥危机以及 1997 和 1998 年东亚严重的银行问题。有一个普遍的规律,那就是当银行危机以及外汇危机同时发生时,实体经济付出的代价是最大的,这主要是因为货币错配问题导致了借款人的破

① 全面的分析,参见 White(2004a)。

② 参见 Fisher(1993),他强调金融周期后期贪婪和诈骗的影响。

③ 日本和德国花了这么长时间还没有完全从早期信贷过剩的经历中恢复过来,这一事实说明,繁荣衰退周期的潜在成本是多么巨大。对这种成本的深入分析,参见 Hoggarth 和 Saporta(2001)。

④ 参见 White(1998)。

产,继而引发贷款人破产。<sup>①</sup>同时,需要注意的是,即使可以避免金融机构破产,金融体系产生的损失和面临的压力也会不断加大,通常会导致严重的“逆风局面”。普遍认为,20世纪90年代早期美国、英国、澳大利亚以及加拿大的经济复苏就曾经受到这种金融力量的遏制。20世纪30年代的美国,仍有清偿能力银行的放贷意愿也受到抑制。<sup>②</sup>

这就是说,即使金融机构本身运行健康,也不难想象公司和住房债务高企会造成类似的“逆风局面”,相应的资本存量也会居高不下。事实上,也有人认为过高的公司债务以及无利润的资本投资,才是导致过去十年来日本经济持续低迷的主要原因,而不是由于陷入困境的银行不愿意贷款。<sup>③</sup>同样的结论也适用于德国,20世纪90年代德国的统一导致了建筑行业的大规模扩张。此外,产能过剩之后,亚洲的企业投资出现疲软(不包括中国),随后导致了亚洲危机,这也值得关注。最后,特别值得关注的是20世纪90年代末,美国以及欧洲大陆在共同繁荣之后出现的投资(以及公司借款)疲软。这段时期的大部分时间内,信贷条件非常宽松,意味着“逆风局面”并非由金融部门直接造成。这个观察表明,即使假设融资条件仍然相对宽松,当前许多国家住房债务积累将会对消费者造成长期约束。

对长期趋势的第四个观察结果是外部失衡将不断扩大。根据历史先例,债务国在调整外部失衡过程中通常会会出现经济衰退,所以这种状况是不受欢迎的。<sup>④</sup>美国的贸易赤字从20世纪80年代早期以来就一直攀升,到了80年代末这一趋势才有所缓解,然而到了2005年中期又重新达到了历史高峰,当时的贸易赤字占GDP的6.5%。此外,美国国际资产负债头寸中的服务净流入使得外债的影响在一段时期内有所减缓,但是最近该项目变成了净流出,这样贸易赤字对外债累积的影响就更大了。在其他一些英语国家,类似的外部趋势似乎也很明显。相反,在其他大部分地区,近期不是出现大额的贸易顺差(欧洲大陆、亚洲),就是出现小额赤字(拉丁美洲)。

也可以按照时间先后顺序,来了解一下近几十年来由于金融失衡导致的压力的实际情况。首先,20世纪80年代早期发生了主权债务危机,随后于1987年发生了全球股票市场的崩盘。20世纪80年代末期,许多国家的房地产泡沫破灭。1994年出现墨西哥危机,1997-1998年爆发亚洲金融危机。1998年俄罗斯金融危机对巴西实体经济造成了冲击,并导致长期资本管理基金倒闭。2000年,纳斯达克指数暴跌,随后开始采用更多的涵盖范围更广的指数。最近,宽松的货币和财政政策,推高了全球金融资产的价格。当前全球经济持续性扩张可能产生的风险仍然值得广泛注意,下面的第二部分将对此进行讨论。

## (二)其他解释

在别文章中,对这些长期趋势进行了一些所谓的“更正统(more orthodox)”的解释,

<sup>①</sup> 应该注意到,多数情况下,银行自身没有直接的货币敞口,所以认为自己不会受到货币贬值的影响。在现实中,他们还是间接地受到市场风险的影响的,因为他们的客户有风险敞口。

<sup>②</sup> 如想更加详细地了解影响后的产出和投资表现等金融因素,参见 English 等人(2003)。

<sup>③</sup> 参见 Koo(2003)

<sup>④</sup> 参见国际清算银行(2003),第四章。

在此我们简要地介绍一下。<sup>①</sup> 中央银行家们从长期的实际经验中意识到,问题的根源在于较高而多变的通胀率,因此一致决定要降低通胀率,减少多变性。他们获得了可喜的成功,而今我们正在分享这种成功带来的实体方面的成果。经济增长的趋势更强了,较高而多变通胀率下的无谓损失消失了,周期性波动的影响也没有那么严重了。不像以前,为了应对不断上升的通胀压力,定期对货币政策进行调整,而定期调整有可能使经济陷入衰退。因此,我们对上文列出的四种长期趋势中的两种进行一个统一的解释。

有关金融的波动性及不稳定性,正统的解释认为他们有两种无害的特性。一方面,它们仅仅是过渡性问题。学会与低通胀、更自由化的金融业以及不断提高的金融技术共处,是需要时间的。同时还应当考虑到,20年前建立的金融基础设施尚待完善。事实上,我们的起点离确保金融稳定这一目标相差甚远。随着时间的推移和金融基础设施的不断完善,金融动荡的频率和严重性必将下降。另一方面,一直有人认为,我们需要更大的金融波动性,因为这是我们获得更低的实体波动性的途径。一个更加“完善”的金融市场会把风险传递给那些有能力承受风险的市场。我们会越来越多地看到,那些对实体经济可能造成破坏性影响的冲击,在实体经济受到影响之前就被分散掉了。此外,发达的金融市场能够很好地平滑跨期收入。例如,近几年来,美国的居民越来越多地通过二次按揭,即“住房股权(housing equity)贷款”以维持消费。这一金融功能显著地缓解了工资增长率急速下降对经济造成的影响。

最后,正统观点认为全球贸易失衡的扩大与赤字国家的相对增长前景有关,也与由高预期回报率驱动的外资流入有关。特别是,美国生产率的快速增长使得资本大量流入,反过来又进一步巩固了美元的价值,导致经常账户出现赤字。<sup>②</sup> 与此不同的是,亚洲国家的高储蓄倾向,削弱了国内投资的潜在利润。<sup>③</sup> 结果是更多的资本流入美国,再次加剧了经常账户赤字。支撑这些正统解释的依据在于,许多存在贸易赤字的国家的金融市场都是高度自由化的。这些高度自由化的金融市场提供许多投资机会,加速了资本流入,反过来推动经常账户赤字的增长。

人们不论想强调哪一种“更正统”的观点,底线是不用担心第三和第四种长期趋势(金融波动以及贸易失衡加剧)。也没有必要反思早期高通胀时期的基本政策教训。根本没有必要改变基本政策框架。如果存在正统解释正确的证据因素,我们还不能立即就否认这个结论。

但是,还存在一种“次正统”解释,根据个人理解的不同,它可以是一种更复杂的解释,也可以是一种相对简单的解释。过去20年间,三次深刻的结构变化导致了国内金融失衡的加剧,这种“次正统”解释强调了这三次结构变化对外部失衡造成的影响。第一次结构变化是实体方面的发展,从20世纪80年代末期开始中国及其他计划经济体的市场化改革,至少可以说对全球通胀产生了持续性的下行压力。第二次结构改变是指,货币政策逐渐只关注于将通胀控制在较低的水平,所持有的论调就是:“只要控制住通胀,一切

① Borio&White(2004)。

② 参见格林斯潘(2005)。

③ 伯南克(2005)。

都好办”。第三次发展是全球性金融市场自由化,其发展速度受到技术进步的大力推动。这三股力量相互作用,对典型的现实状况提供了另一种解释。不幸的是,次正统方法也认为,当前平稳的低通胀状况以及繁荣的实体增长是不可持续的。此外,这种方法认为有必要建立一个新的政策框架来稳定金融体系,因为它得出的结论是当前的问题并非暂时的,而是新的全球经济所特有的。

首先来看看20世纪90年代持续出现的平抑通胀力量,让人无法忘记的是,这十年出现了全面的衰退和大规模的产能过剩,尤其是在日本。在整个10年当中,许多工业化国家一直在坚持自由化的道路,技术进步对提高生产力的影响越来越大,尤其是美国。全球化以及各种制成品供给的大幅增加(尤其是中国)带来的影响成为进一步平抑通胀的因素,许多商品的价格在整个10年中持续下降。许多工业化国家劳动力市场的竞争日益加剧,同时生产压力正在转移到低成本国家,这些也构成了进一步平抑通胀的因素。而且,全球供给增加的同时,许多国家缩减财政支出(尤其是欧洲一些国家),日本和德国的投资需求暴跌,东亚国家(除了中国)在亚洲金融危机之后投资需求也急速下降。这些力量打压通胀的时间越久,对低通胀的预期就越强烈。尤其是在一些国家的新通胀目标制取得了一定成效,而几乎所有的中央银行都声称要反通胀时,情况更是如此。

第二个结构性发展是指货币政策越来越关注抵制通胀,面对工业国家的强硬论调时,这看起来有点荒谬,因为有必要提高政策利率的情况越来越少了。事实上,在主要工业国家,对实际利率水平的评估显示出持续扩张货币政策的趋势,1997年之后实际利率出现最大跌幅。到了2005年中,多数大国的实际政策利率仅仅稍稍高于零水平,尽管2004年全球增长创下历史新高,但与潜在增长率的差距仍然很大。<sup>①</sup>日本的政策利率维持在零水平已经很多年了,2005年初,“定量宽松”政策推高了日本银行的资产负债表,使其达到GDP的28%。越是单一地关注于控制通胀,需要收紧而实际放松的利率走势越发不那么明显了。也许更重要的是,这意味着当面临实际的或潜在的经济下滑以及对就业的不利影响时,政策宽松程度会更大。下面将会讨论到这些普遍较低的政策利率以及政策反应的非对称性所带来的影响。

值得注意的是,工业化国家在面临持续的反通胀压力下,政策趋于宽松,这对新兴市场经济体也产生了影响。尤其是从2001年开始,美元币值一路走低,致使许多新兴市场国家(尤其是亚洲)大力干涉外汇市场,力图阻止本币因资本流入而升值。虽然采取了各种努力,试图防止国内受到现金储备增加的影响,并避免通胀的压力。实际上,这些努力并不是很成功。与这种解释相一致的是,新千年伊始,亚洲国家(除了日本)的实际政策利率仍然徘徊在零利率左右。而且,通过储备管理当局的管理,这些流入资金又流向了工业化国家,特别是美国,这又对长期利率产生了进一步打压的作用。鉴于美元仍然是全球主要的储备货币以及美联储的主导地位,国际方面的相关发展也许会被认为符合全球性扩张货币政策的趋势。这些扩张性的货币政策是在一个持续的价格稳定的环境下实施

<sup>①</sup> 维克塞尔观点对比了“金融”利率和“自然”利率,对“自然”利率的长期测算一般与经济的潜在增长率有关。关于对“实际政策利率缺口”的分析,参见国际清算银行(2004),71-73页。也许最大的利率缺口就是中国的情况,中国的实际政策利率为零左右,而经济的实际潜在增长率为年均9%-10%。

的,毫无疑问这将有助于维持目前全球性的高支出水平。迄今为止,以上政策在经济好转时推动增长,而在低迷期又减弱相关影响的严重性。就以上两个政策来看,两种结果都是令人满意的。

在谈到别的长期潜在影响之前,应当注意到的是,政策刺激所产生的这种消费并不如整体消费的影响那么令人满意。我们观察到,在许多英语国家(美国、英国、加拿大、澳大利亚以及新西兰),出现了长达 10 年之久的家庭储蓄率的下降,消费在总需求中占比显著增长。在日本以及其他一些国家(欧洲和亚洲),也可以看到类似的现象。与之相反,在中国,目前固定资产投资在支出中的占比应已达到 50%。很明显,很低的家庭储蓄率会再次上升到更合理的水平。极高的投资率也会回落,这意味着资源错配可能更加严重。以上两种失衡都意味着,目前为止经济良好增长可能无法持续。

次正统解释中提到的第三种结构改变是指,由技术进步所支撑的全球金融体系的自由化。这些发展极大的提高了金融服务行业的竞争压力,这种压力反过来刺激了风险性行为,<sup>①</sup>如果董事会们更加强调“股东价值”,或者结构僵化阻碍削减成本时,情况更是如此。此外,任何安全网的相关规定都会增加这些压力。从选择理论可以知道,担保品的价值在风险上升的情况下会提高。

竞争压力会随着时间的推移改变金融结构和金融行为。虽然适应监管更加宽松的环境的过程最终都会结束,但是就像正统解释所强调的,改变的过程及其产生的风险会持续很长一段时间。<sup>②</sup>并且有一个重要的论据支持了这个观点,即当前的问题并不是过渡性的。在还没有实行严格金融监管的 20 世纪 30 年代以前,周期性金融危机是很常见的。这显然说明,一个重新自由化的金融结构使那些威胁经济持续扩张和整个金融体系健康的行为更有可能发生。<sup>③</sup>

金融结构近期的改变主要体现在,伴随着全球化的进程以及金融行业的整合,金融市场取得了长足的发展。这些发展的结果就是如今的金融体系更加复杂,更不透明,发展速度也更快。例如,风险现在可以迅速从资产负债表中转移,但由谁最后承担风险不再那么容易确定。此外,也不容易确定这个体系对冲击的弹性。这些变化还意味着信贷来源多样性显著增长,总的来说,金融服务的成本和信贷业务的中介成本都下降了。毫无疑问,当前的这些发展既有好处也有坏处。在得出政策结论之前必须仔细地进行评估和权衡。

至于金融行为的变化,Borio, Furfine 和 Lowe(2001)说明了金融系统“内在周期性”的程度,即对价值和风险的认知与风险承担意愿一样,都会随着随经济上下波动而变化。从很多金融措施中都可以看到这种趋势。存贷差、资产价格、银行内部风险评级以及诸如贷款损失准备对预期损失的会计测量都是呈顺周期性的。这些顺周期性行为会与实体经济相互作用,放大经济波动。在经济上升期,越容易获得贷款,资产价格越高,然后这些高价格的资产作为信贷抵押又可以获得更多的借款。此外,类似的激励作用可能导致更高水

① 参见 Rajan(2005)。

② 人们现在普遍认为,放松金融管制时期可能是非常危险的,因为市场参与者和监管者要应对不熟悉的情况,所以可能导致金融不稳定。技术突破也可能产生类似的效果。

③ 参见 Bordo 和 Eichengreen(2000)。



平的固定资产投资,在短期内提高了需求,增加了利润。

在一定程度上,这些行为模式是相当可取的。当经济好转时,如果收益的实际前景是增长的,市场应当意识到这一点。然而,如果市场在推定良好前景的时候欠缺依据,容易产生“过于乐观”的问题。历史上有很多这样的例子。<sup>①</sup>一个近现代的例子就是,把周期性的经济好转误认为是永久性“新时代”的开始,而事实上这也许只是反映了一些技术进步而已。事实上,历史上这样的例子也屡见不鲜。<sup>②</sup>失望情绪演化为悲观预期,资产负债表的风险进一步减少了支出。一方面,这也许反映了一个过度扩张的家庭和公司部门的自发提款行为。另一方面,金融部门信贷意愿的急速下降也许也是问题的所在。正如伯南克(1983)在对美国大萧条的反思中所提醒我们的,两股力量合力的破坏性要远远大于它们各自造成的破坏性之和。

自由化金融体系的普遍发展趋势除了繁荣萧条行为之外,在扩张货币政策环境下这种发展趋势更加明显。名义无风险利率相当低时,关键是要“寻求收益”,这个问题会由于高通胀后仍然存在的货币幻觉而变得更为复杂。相当多的文献表明,金融市场的风险偏好也会随着政策利率的下降而上升。<sup>③</sup>可以以相当低的利率获得贷款,这进一步刺激了信贷扩张、套利行为和杠杆行为,这些在最近几年的金融市场中越发明显。尤其是,在上文提到的三个中期经济周期中,可以很清楚地看到,信贷扩张与资产价格的上涨是紧密相关的。

非对称的货币紧缩和扩张政策也会产生重大影响。在经济上行期,近似泡沫的趋势开始出现,但是货币政策对此几乎没有加以抵制。此外,货币扩张会应对任何出现的问题的这种预期也许会强化这种“追求风险”的行为。事实上,它提供了一种与传统的微观方法(如存款保险、最后贷款人、“大而不倒”)等相对应的宏观安全网。<sup>④</sup>如上所述,所有安全网相关规定的辅助价值会随着系统风险程度的增加而上升。自由化的金融体系以及扩张的非对称货币政策都强化了这种顺周期性,因此金融失衡加剧以及金融系统不稳定性的反复出现也就不足为奇了。

根据这种思路,还可以对全球贸易失衡加剧的趋势提出一个次正统的解释。那些存在巨额贸易赤字的国家(如美国、英国、澳大利亚和新西兰)同样也存在着巨大的内部失衡。在这些国家,不断上涨的资产价格(最近尤其是住房)使人们的财富感更加强烈,从而刺激了消费。因此,当国内消耗逐步超过了国内生产时,就会出现贸易赤字。但是,从逻辑上看,这个观察结论应该可以很合理地使我们想到一个问题,那就是为什么有着外部赤字的国家比其他国家更容易出现内部失衡。一种解释认为,这些国家事实上也就是在

① 《人类起源》一书中记载了圣经中描述的人类灵魂存在一个永久的弱点。在法老之梦这个寓言中,七年丰收和七年欠收的故事告诉我们,当我们希望得到最好的结果时,也应该为最坏结果做好准备。

② 收费公路、运河、铁路、汽车和城市电器化的出现都反映出人们希望利润大幅增长。多年以后,新技术的使用者从中获益,但由于竞争压力过大,这些新技术的发明者却没获得什么收益。

③ 参见 Tsatsaronis(2000)。

④ 参见 White(2004a),他详细描述了人们开始越来越多地使用安全网工具,而且安全网工具的特点也不断变化。尤其是,随着市场的重要性不断增加,在处理市场混乱时,趋向于使用“整体增加流动性”的方法。

发展完善的自由化金融市场方面最为领先的国家。<sup>①</sup>此外,也可以认为这些国家有着相对宽松的货币条件,<sup>②</sup>有时还以非对称的方式执行货币政策。

但是,对次正统方法提出的相互关联的结构变化的影响进行评估时,还存在一个谜团。持续的低通胀相对容易解释。所观察到的零星出现但反复爆发的金融危机的趋势,以及贸易失衡的扩大也容易解释。但是看看偶尔出现的“衰退”这一现实,如何用这种方法说明近几十年来工业国家显著平稳的实际增长?一种可能的解释就是,迄今为止这些国家都成功地实施了积极的非对称货币政策,以应对金融周期的末期出现的经济下滑。20世纪90年代初,很多国家大幅调低政策利率,以应对房地产行业崩溃和脆弱的金融体系。<sup>③</sup>事实上,之后日本一直维持了非常低的政策利率。1997年,从传统的宏观经济角度来看,需要实行从紧政策时,亚洲金融危机的爆发使得大部分国家没有调高利率。1998年,情况进一步恶化,一些国家再次下调政策利率,以应对俄罗斯的债务偿付问题和危机。在纳斯达克指数暴跌以后,利率又再一次大幅下调,一些国家直到目前才开始上调利率。

在上述每个案例中,货币政策都成功地稳定了经济,但是仍然出现了一些我们所不希望看到的副作用。首先就是时间不一致性问题。每个案例中,货币政策的扩张就意味着当前的失衡在加强约束的过程中未被解决。更确切的说,每一个扩张的新阶段要么扩大了初始失衡(即外贸失衡或者内部债务失衡),要么成为一些新的金融市场上资产价格上涨的起点;首先是股票,其次是债券,然后是收益率差,接着是住房等等。第二个副作用本质上是数学方面的。如果经济低迷时期政策利率下降的幅度大于经济好转时期的上升幅度,那么它们更有可能最终被推向零名义利率限制的极限。如果用这种方式来看待最近的发展,那么上述三种结构变化的优点会引发一些担忧。非对称的扩张政策导致了金融失衡问题的长时期累积,因为实际政策利率已经非常低了,所以似乎很难通过进一步地放松银根来解决失衡问题,因此最终解决金融失衡可能就要需要更长的时间了。此外,由于初始的通胀水平很低,这些发展会很容易使一些经济体转而进入明显的通货紧缩状态,并且如果债务累积加剧已经持续了一段时间,那么要治理通缩就更为艰难了。

这些考虑引出了两个问题,分别会在下文的第二和第三部分讨论。首先,有什么证据能够表明全球经济正面临上文所说的一些危险?第二,假设认同次正统方法对当前问题的解释,在无须采取强制措施的情况下,审慎的政策制定者希望前进的方向是什么?

## 二、最近的风险:是否会引发政策反应?

从非正统方法的角度来看,2005年中期的一些指标已经反映出,当前全球经济出现

① 认识到这一点后,人们更应该考虑如何权衡(时间点上)自由化金融市场的配置效用和(一段时间内)市场可能出现的不稳定。

② 测量这种状况的一种方法是前面的关于“实际政策利率”的脚注,以及国际清算银行(2004)第71至73页的分析。2003年末美国的“缺口”比欧洲大陆和日本要大得多。

③ 值得注意的是,20世纪九十年代初和2001年之后美国货币政策的扩张程度比泰勒规则要求的要大得多。参见国际清算银行(2002),第四章。

了严重的内部和外部经济失衡。本文所指的失衡是指持续、显著地偏离长期标准。<sup>①</sup> 这些失衡偏离均值的程度应该是有限的,这也意味着严重失衡是不可持续的,全球经济增长也有可能有所减缓。这种转变到底是逐进的、无害的,还是迅速的、无序的,主要取决于难以预测的现实经济和金融政策相互作用。另外需要指出,第一部分提到的正面供给变动对膨胀的抑制作用能否被近年来货币政策扩张产生的效应所抵消,尚不明确。风险偏好的增加与风险管理和监管水平的提高之间互相有所抵消,所以金融体系面临宏观经济冲击时或多或少是有弹性的。

关于内部失衡,在美国和其他一些国家(主要是英语国家),关于潜在问题的主要指标是目前居民储蓄率处于历史新低和住房负债率处于历史新高。现代金融体系使人们更方便地在较高住房价格进行二次按揭,这对上边提到的两种趋势都有较强的支持。此外,虽然信贷供给有所增加,历史新低的利率还是激发了更多的贷款需求。但偿债要求普遍没有大幅上升,导致资产水平大大超出了负债,如果利率回归到正常的水平,这两个正面因素将大幅下降。我们还必须认识到,金融和其他市场的自由化已经使得房地产风险通过许多新的途径传导给了居民,<sup>②</sup>而居民并没有足够的专业知识以降低未来的风险。<sup>③</sup>

2005年中,以历史标准衡量的话,欧洲大陆的公司和政府的债务水平仍然很高。前者至少在一定程度上反映出,20世纪90年代后期,即“新时代”(New Era)期间出现的强劲投资与公司贷款大量增加有关。后者反映出几十年以来政府的巨额赤字。尽管“稳定增长合约”刺激了经济增长,经济快速增长也提供了很多发展的机会,但是20世纪90年代后期财政整顿还不够充分。在日本,公司债务水平已经大幅度降低,个人资产负债表保持稳健。但政府债务水平已经达到了历史新高,巨额赤字更是使得政府债务水平每年递增。在中国以及其他亚洲国家,很多国有企业的债务似乎根本无法偿付。近几年,中国信贷增长和投资支出一直保持高位,很多新增贷款有可能也无法偿付,最终产生资本错配。

在其他条件不变的情况下,贷款是对未来收入的所有权,会在一段时间内减缓支出。在某种程度上,这可以被增加财富和消费所产生的积极作用抵消。但需要强调的是,大部分统计学家所定义的(或者常识)个体财富水平与总体财富水平显然是不同的。可以认为,住房价格的上涨是相对价格的变化,而不是总体财富的增加。事实上,对于房主而言,房屋价格的上涨(显性或隐性地对自住房屋而言)被将来租金的折扣成本(或是直接支付的租金)抵消掉了。这种财富所产生的任何净支出的增加是向未来的借款,而且必须偿还。如果房地产的价格下降,那么对以较高的资产价值抵押来买房的人来说,生活相对窘迫。但是如果房地产价格没有下降,那么购买高价格房产的人们也必须压缩其他方面的

① 第三部分将要讨论到,从历史经验来看,同时观察一系列这种失衡状况能有效地预测随后出现的金融危机和产出增长减缓。参见 Borio 和 Lowe(2002)。

② 第一,目前趋向于从收益确定型养老金计划转变为缴费确定型养老金计划。第二,近年来,越来越多的养老金基金(和保险公司)偏离“免风险”原则越来越远。这两个趋势都威胁到了退休后收入的安全。第三,工资多样化和合同工的日趋普遍也威胁到了居民退休前的收入安全。

③ 例如,在美国,使用多种利率抵押贷款的人大幅增加,尤其是那些难以承受高固定利率抵押贷款的低收入人群。每月只用支付利息、不用支付本金的抵押贷款(“interest only” mortgages)也大幅增长。最后,购买房屋用于出租(即产生收入)的情况也增长很快,英国和澳大利亚也出现了这样的趋势。

开支。相反,真实财富的增加必须通过增加储蓄、投资或增加要素生产总量来实现。<sup>①</sup> 仅就以上提及的第三种因素而言,还是比较乐观的,至少在美国如此。最终,在评估由债务引起的“不利情况”时,必须考虑到许多国家出现的不利的人口趋势。这些将减缓产出增长的速度,并且增加了债务负担变得“不可持续”<sup>②</sup>的可能性。因为债权人总是认为自己比一般人更聪明,可以把坏账或贬值的资产转移到别人身上去,所以上述情况会增加金融混乱的可能性。<sup>③</sup>

还必须注意的是,2005年中期的金融资产和实际资产的价值都高于历史水平。这意味着应该开始着手解决出现的风险。尽管最近美国的政策利率有所上升,但是美国长期债券利率并没有显著的上升,欧洲甚至还有所下降。公司债券价差有所收窄,使得高风险债券利率下降到历史新低。主权债务价差也出现了相同的变化。工业化国家的股票股价,如果按实际盈利来看,仍然低于2001年,但收益率高于IT业繁荣之前的水平。新兴市场国家的股票价值水平虽然看起来比较合理,但去年价格上涨十分明显。正如前面提到的,住房资产价格出现了全球性的上涨趋势。

对于以上提及的每一种价格的变化,在特定的市场上依据基本原则均可合理证实。但是,也可以用一种更简单的方式来解释。所有价格的上涨都可以归结为全球的低政策利率导致的强劲资产需求。事实上,目前充足的流动资产都用来购买“非流动资产”了。这种解释与在期货市场上非常低的隐含波动性,即不确定性是一致的,由于目前许多学者对未来都表示了不确定性,所以这种波动性就更加剧烈了。事实上,对那些渴望在极低的利率环境下获得溢价收入的人们来说,他们正以看跌期权的形式卖出流动性。<sup>④</sup> 但是,如果这能解释价格资产上涨的话,那么人们肯定要问,美国最近实行的紧缩政策为什么没有产生更大的效果。一种解释是,“测度过的紧缩”(measured tightening)只是降低而不是消除了购买这些资产带来的超额预期收益率。事实上可以想象到,大家高度预期的这种紧缩政策甚至能减少风险溢价,并且鼓励更多杠杆保持预期收益率。<sup>⑤</sup> 如果是这样的话,这种高度投机性的行为会使得股价更难回归到历史水平,而与更高的债务水平之间的关系就更复杂了。<sup>⑥</sup>

在研究当前的内部金融失衡案例时,人们同样会关注外部失衡。尤其是越来越多的人认为,美国的贸易赤字数额巨大,难以为继,<sup>⑦</sup>随着利率回升到标准水平,服务业赤字也将扩大。产生这种赤字的根本原因似乎是前面所分析过的居民储蓄率长期下降。虽然最近美国的财政赤字不断恶化,但事实上在整个20世纪90年代却一直在减少,只有经常账

① 这些变化完全能推高股票价格。与房屋价格不一样,这里有赢家,却没有输家。

② 这里,可持续发展的定义是相当狭义的,是指用来稳定债务/GDP比率的原始赤字(财政收入与财政支出之差)。这里所需要的原始赤字大小取决于债务实际利率与潜在经济增长率之差,乘以债务与GDP之比。

③ 凯恩斯(1936),在他的著名章节“长期预期状态”第155页曾对此进行了描述。

④ 参见Rajan(2005)。

⑤ 参见Kaufmann(2005)。

⑥ 第二种可能性是为套利交易进行融资的活动已经转移到利率更低的地区去了。

⑦ 在受到多年的忽略之后,这个问题受到了学术界越来越多的关注。参见Obstfeld(2004),Obstfeld和Rogoff(2004),Bergsten和Williamson(2004),以及Roubini和Setset(2005)。

户赤字有所增加。美国相对较高的投资水平也不是主要原因。实际上,在这十年里的前几年就没有什么商业投资了,但经常账户却继续恶化。假设家庭消费是国外贷款的主要对应项,将资金直接投放到能产生外汇收益的投资项目上,偿债最终将变得更为困难。

截至目前,流入美国的长期私有资本数量一直十分充足,但是这些资本的质量却逐渐下降。资金留存期变短,并且越来越多的资金投向相对安全的资产,如国债或是可以从政府担保中获益的政府资助企业债券。中央银行,尤其是亚洲的中央银行,近年来对美国的经常账户和财政赤字提供了大部分融资。Dooley 等人(2003,2004)曾指出这种支持会持续很多年。但 Roubini 和 Setser 以及其他(2005)也给出很多理由来说明,为什么中央银行可能会减少这种财务援助。部分原因是有些国家希望通过内部干预来保证本国货币对美元不会升值,但这些干预可能导致通货膨胀和内部金融失衡。其他一些担忧主要集中在如何对储备币种进行最佳配置。假设亚洲国家或一些石油输出国的中央银行认为他们外汇储备中的美元定价资产过多,那么公共部门的“重新调节功能”会影响 G3 各国的汇率。那些目前同样持有多头美元投资头寸的私人部门投资者,也会进行“重新调节”,这样会对汇率变动产生重大影响。底线是了解投资者的偏好,这也将有助于消除失衡。

如果接受了内外部失衡的概念,认为目前的指标显著地偏离了历史标准,那么接下来的问题就是,减少这些失衡将如何影响全球实际经济增长,以及多个国家的价格水平。由于问题十分复杂,时点预测几乎没有意义。另一方面,低储蓄国家国内需求压力减缓,加上产能过剩的高储蓄国家本国需求压力加大这一相反趋势,也许可以解决很多失衡问题,同时也不会影响全球经济增长和维持全世界普遍较低的通货膨胀率。这些趋势将加速美元贬值,这样也可以减少美国降低通胀率的压力(假设储蓄增加)。另一方面,如果美国消费持续快速增长导致美元定价的资产大幅减少,对政策利率和资产价格产生的反馈效应将会给全球经济带来负面影响。中国如果出现“硬着陆”,也会产生相同的影响。<sup>①</sup>

如果结果还不能明确,那么为了使这种均衡转变成更为良好的结果,制定政策就更有必要了。<sup>②</sup> 在出现赤字的国家,例如美国,可以通过提高政策利率来提高储蓄率。因为偿债要求和资产价格相互作用,美国采取紧缩货币政策,事实上机遇与挑战并存,最终产生的效果好于过去。美国如果采取压缩财政开支政策,也会受到大家的欢迎。这两种措施都有助于恢复内外部经济均衡,随之而来的是大家所期望的美元实际有效价值的逐步下降。中国已经采取了措施减缓投资部门过度扩张,但目前还不能确定这些措施已经成功地恢复了内部平衡。至于外部均衡,亚洲国家整体的实际汇率显然应该更高,尽管如此如何达到这一结果的具体步骤还不是很清楚。很明显,如果要采取政策来减缓目前推动全球经济增长的两个主要国家的本国需求,即中国和美国,那么也应该采取其他政策使其他国家加速增长。尤其是欧洲大陆、日本和除中国外的亚洲其他新兴国家必须成为推动需求增长的主力。在所有的地区也包括中国,根据内外部经济发展的需要,必须在非贸易部门进行鼓励经济增长的结构改革。

① 关于目前的外部失衡是否构成“问题”的全面分析,参见 White(2005)。

② 国际清算银行(2005)全面列举了当前的政策选择,参见结论部分。

即使制定出这些政策建议,也很有可能无法实施。美国根本无法做到压缩财政开支。欧洲和日本,由于政府负债和其他政府承担的事项的阻碍,也不可能进一步放松银根。结构改革需要一定的时间,同时也受到既得利益的阻碍,这些问题在“欧盟服务业协定”实施过程中也遇到过。此外,出口导向型增长策略会减缓亚洲名义汇率的上升。政策实施过程中的这些阻碍会导致亚洲的内外部失衡更加严重,最终也会对全球产出和劳动就业构成潜在威胁。<sup>①</sup>

### 三、是否采用国内金融稳定框架?

前面提到的三种结构/体制变化带来了很多经济上的益处。但有假设认为会产生一定的负面影响,尤其是信贷、资产和固定投资周期的价格会最终负面地反映到经济增长和就业上。所面临的政策挑战是调和效率的长期收益与金融超速发展导致的破坏性定期成本。在制定国内宏观金融框架的过程中,要考虑两个主要因素:首先,必须有一个令人信服的评估,指出已经出现会产生经济成本的系统性失衡。其次,由于有了这样一个评估,应该建立激励机制,确保政策得到实施,用尽可能有利于市场运作的方式来抵消掉这些风险。

#### (一)国内新框架的关键要素

我们如何才能以最佳方式评估出,系统性风险是否已经积累到了必须采取政策反应的程度?原则上,人们希望对预期损失的变化进行测量,用金融危机概率(the probability of financial crisis, PFS)和经济损失压力(the economic losses given stress, ELGS)的乘积来表示。但很可惜,计算时很难确保两个指标的精准。在分析时,存在以下问题:与实体金融关联(往两个方向发展)的复杂程度、实体和金融市场中不同参与者的相互作用、对可能随时间变化的冲击所采取的可能反应、破产考虑与监管约束之间的非线性等。而且,对预期损失进行预测的难度更大,金融危机概率(PFS)和压力经济损失(ELGS)可能随着结构发展而不断发生变化,甚至有可能伴随有待争论的结果而不断发生变化。例如,有人认为,新技术导致的新的冒险行为可能使金融危机概率(PFS)上升。其他的人认为,新巴塞尔协议倡导的新风险管理文化可能使金融危机概率(PFS)降低。压力经济损失(ELGS)也可能由于金融体系不断受到货币政策刺激而出现上升,破产的概率也由于债务水平上升而增加。但也可以这样认为,由于采取了渐进方式来实施准则和标准,以提高在压力下运行的金融机构、市场和支付体系的效率,压力经济损失(ELGS)可能会下降。或许很清楚的只有一点,Sorge(2004)近期的一篇论文也指出,目前针对这些难以解决的问题的分析研究明显增加了。

不论学术研究者面临的困难有多大,很多官方机构正在更多地关注能够体现金融脆弱性的数据。他们的最终动机是认为,与近期金融危机相关的经济成本普遍已经占到了GDP的一定比例。例如,国际货币基金组织已经建议各国采用一系列金融稳健指标,

<sup>①</sup> 这一部分是参考 White(2004b)和 Borio(2003)的结论。

并已经在“金融业评估项目”中积极使用了这些指标。尽管这是一个重大的进步,但这项工作也面临着前面提到过的问题。一般来说,关于体系内的风险分布,或者是可能将一种风险(如市场风险)转化为另一种风险(如信用风险或流动性风险)的市场参与者之间的相互作用,加总成宏观层面的微观数据只能提供有限的信息。目前主要金融机构经常进行的压力测试也只能得出类似的结论。压力测试很少考虑那些其他同样受到冲击影响并采取同样反应方式的主要市场参与者的可能反应。

最近,国际清算银行的一些研究人员试图解决这些问题。Borio 和 Lowe(2002)考察了影响金融危机概率(PFS)的因素,他们认为在工业和新兴市场的金融危机爆发之前,普遍都出现了信用和资产价格的增长趋势。在另一篇论文中,他们采用了自行开发的方法,发现高估的实际汇率也能解释新兴市场经济体的危机。而 Goldstein 和 Turner(2004)强调了新兴市场经济体的压力经济损失(ELGS)会受到货币错配问题的影响。显然,所有这些工作还只是一个开始,但也足以证明未来的工作将会非常有用。<sup>①</sup> 过去我们所说的我们还没有掌握能识别潜在问题的技术,并不等于说我们不能开发这样的前瞻性的技术。

宏观稳定框架的核心要素有哪些,在出现金融脆弱性的时候,什么能够确保适当回应。应该注意的一点是,对于以前用来改善金融体系、金融市场、潜在的法律和支付基础设施稳健程度的传统的微观审慎标准要予以保留。正如前面提到的,这样能够降低金融危机概率(PFS)与经济损失压力(ELGS)。但是,宏观稳定框架要维护整个金融体系的稳定,也可能隐含一些其他的担忧。

也许最重要的变化是,监管者应该更多地认识到他们有时可能面临一个“合成谬误”问题。也就是说,假设其他的机构都采取同样的行动,这时向单独一个机构推荐的看起来正确的东西,可能会使整个体系的问题更为恶化。一个很好的例子就是,推荐售出处于压力环境下的风险资产。很显然,如果更大范围的抛售使市场价格出现下降,那么剩余资产的价格也会出现下降,最终每个人都受到损失。而且,由于关注宏观金融,那么必须改变对金融体系各构成部分的监测方式,更多地监测可能引发连锁反应的脆弱环节。这样做的意义之一是银行作为流动性的提供者,应该受到更多关注,而且大型机构应该比小型机构受到更加密切的监测。事实上,为了反映这些外部性,也应该改变资本要求的计算方式。最后,由于市场的重要性不断增强,为了提供融资和转移风险,市场监测和对影响市场的结构性发展(如信用衍生品)进行评估这两项工作都需要加强。如果我们注意到,金融机构本身现在对各种市场化的服务极为依赖的话,那么这一结论就能得到支持。事实上,已经在这方面采取了很多行动。

宏观金融框架的第一个指导性原则是,在整个经济周期中,应该以更为对称的方式实施监管政策和货币政策。这一建议也适用于强调在经济上升期“保留一些操作空间”的财政政策。在监管政策方面,越对称就意味着在经济向好时期应该积累越多的资本。这

<sup>①</sup> Borio 和 Lowe 的论文中值得提出的一点是,他们的资产价格数据没有包括房地产价格,因为当时无法获得这些历史数据。国际清算银行和国际货币基金组织最近联合召开了一次会议,打算着手解决这一关键的数据问题。最近,惠誉评级公司已经采用了同样的方法,开始纳入房地产价格,以评估银行体系的金融实力。

样不仅有助于抑制信贷过剩,还可以在经济形势不好的时候<sup>①</sup>降低资本要求,使经济避免收到信贷紧缩的冲击。在信贷增长过快时采取从紧的货币政策会缓解信贷过剩的压力,将来也没有必要突然实施可能导致零下限问题的扩张性货币政策。如果在这种环境中出现不受欢迎的通货紧缩,也未尝不是一件好事。

在实际操作中,可以通过多种方式实施更为对称的监管政策。如果监管者充满自信,认为自己做出的系统性风险即将上升到危险水平这一预测十分准确,那么他们所采取的行动的随意性就比较大。现金储备比率、流动性比率、贷款价值比率、监管资本的风险权重、抵押品要求、保证金要求和还款期限都可能从严要求。与此相反,如果监管当局对压力事件的预测不太确定,那么他们会更加依赖简单的规则,采取更审慎的行动。Goodhart 和 Danielsson(2001)建议把审慎准则与贷款或资产价格的增长率联系起来。这些审慎标准将影响风险定价、损失拨备(针对预期损失)、或资本积累(针对非预期损失)。西班牙已经建立“动态损失拨备”体系。假设将来的损失与过去的损失类似,但是按照整个经济周期来度量的话,必须按照贷款水平提高拨备。<sup>②</sup>

更对称的货币政策也可能依赖自行判断或规律。依赖自行判断的例子可以从最近一些中央银行的行为中可以看到。近年来,英格兰银行和奥地利储备银行为了应对不断上涨的房地产价格和债务,虽然预期通胀没有明显符合目标范围,还是提高了政策利率。出于同样的原因,瑞典中央银行考虑到通胀并没有达到 2005 年的目标,所以降息的幅度并不像期望的那么大。对于更依赖规律的做法,我们可以看看欧洲中央银行的双支柱方法,尽管他们采用这种方法时也保留了相当多的相机抉择权,以保证不会偏离货币政策的参考值。此外,我们的建议是运用货币支柱来防止整体金融过剩,而不是特别来缓解通胀压力。<sup>③</sup>

前述的评论所涉及到的问题是制定政策时应该考虑的主要问题,但是,在现实世界中,流程和机制安排也很重要。因此,宏观经济框架的第二个指导方针是金融领域的利益相关机构应该在金融稳定问题上加强合作。关于政策流程,非常重要的第一步是相关方都认为出现了失衡问题。然后应该发表一系列担忧声明。<sup>④</sup> 仅此一条措施就能督促借贷双方重新思考他们的投资策略。此外,潜在的政策反应所带来的威胁也可以让他们考虑投资策略。如果最终当局认为真的有必要采取行动,可采用以相机抉择的方式,首先进行审慎监管,前提是金融体系的稳健正在不断减弱。相反的情况是,如果主要的问题是债务人风险不断增加,而金融体系自身还很稳健,那么就应该首先采用货币政策手段。

关于体制安排,最应该避免的问题是忽视宏观金融稳定。这就是说,相关机构看到问题不断积累,但他们假设别人会采取行动。避免这个问题的一个实际方法就是建立一个

① 文中提到了“合成谬误”问题,看起来似乎是建议如果经济形势不好对资本比率构成了压力时,要采取容忍的态度。要想把宏观角度和避免容忍协调起来,方法就是确保在经济上升时期就提高资本水平。

② 目前多数的拨备制度都假设下一年度的贷款损失与上一年度类似。这种简单的外推法是顺周期风险评估的核心。

③ 事实上,欧洲央行在对其货币政策中的货币支柱进行评价时,也越来越认同这种观点。

④ 在这里推荐的担忧声明,以及有可能随后采取的行动,其功效大体上与汇率干预的功效相同。



由中央银行、监管机构和财政部门组成的高级代表委员会,来监测事件发展并指出问题。在国际层面存在这样一个委员会,即金融稳定论坛,它的秘书处设在巴塞尔,但很多国家还没有建立国内层面的对等机构。有些国家已经建立了类似委员会,以应对危机管理和处置,对于他们来说,最简单的方法就是强化职能,预防危机。

## (二)建立新框架的障碍以及如何消除这些障碍

除了对上述建议的适当性提出质疑之外,实施国内宏观金融稳定框架还存在很多现实性的障碍。一些障碍是普遍性的,而另一些是具体针对审慎监管部门的,还有一些是针对货币当局的。我们下面将要深入分析,人们在多大程度上认为这些障碍应该消除主要取决于人们在多大程度上坚信应先处理系统性的问题。

谈到一般性的问题,普通存在的体制惰性和对现状的偏好是不言而喻的。但除此之外,必须承认,对于金融领域近年来出现的大量结构性变革到底是不是严重系统性风险的根源这一问题,还存在很大的不确定性。回想一下前面提到的正统观点和次正统观点,前者有很多受人尊敬的支持者。有些观点认为,近年来市场化、全球化和一体化的趋势都加大了系统性问题的风险。但是,也可以提出相反的有道理的观点,从金融体系的整体弹性,到近年来为数众多的冲击,都被引用来做来证明一切正常。“到目前为止,一切正常”这句话是经常能听到的反馈。

而且,不仅仅是要让官方机构确信新框架的合适性。私人部门的金融过剩期对于那些不愿意放弃利润的人来说,也就是利润的增长期。如果说公共部门要比市场的集体智慧了解得更多,这一观点将会引起强烈的争议。现实生活中,一群说客,加上媒体,都会参与进来,声称“这次情况不同”。这样一来,好像又能从另一个方面解释人们为什么犹豫,不能最终接受正在出现的问题这一现实。当失衡已经形成的时候,可能出现这样理解上的转折也是正常的。因此,缓解失衡的步骤迟迟不敢出台,是因为这些步骤可能会催化人们都希望避免的危机。这是采取行动的另一个障碍。

对于遵守前面提到的一般性建议的审慎当局而言,还存在一些具体的障碍。第一个障碍是,他们对于宏观经济稳定的问题一直以来都有一些担忧。从整体上出发,而不是从单个机构出发,考虑整个金融体系的健康已经是一个大的飞跃了。当金融体系看起来十分稳健,但公司和居民贷款出现过剩的时候,如果还要推荐改变监管工具的设置,那么这个步子就有点过大了。第二个障碍,在实际操作中,多数审慎当局都没有前面提及的权力,而且取得这样的权力也并不容易。例如,对前瞻性预期损失拨备,会计行业和税务当局的一直以来的观点都是对立的。最后,又出现了“构成谬误”问题。审慎当局怎么能说服个人,按照与他们的自身最佳利益冲突的方式行事呢?就算一些人被说服了,他们怎么能确信其他人不会成为他们这一决定的搭便车者呢?这就意味着,这个审慎网络必须撒得特别大。还有一层含义就是,针对金融失衡的日益严重,必须考虑使用货币政策。

中央银行按照新框架的建议运作的过程中,存在什么障碍呢?最明显的一个问题就是,很多国家的货币政策工具一直以来是保持低通胀,一般狭义地定义为消费物价指数的不同表现形式。因此,如果通胀保持在控制范围之内,而且新框架建议提高政策利率,那

么在预测时间范围内,可能达不到政策目标。有人担心这会影响到整个体制的可信度。<sup>①</sup>至少,出现任何政策不一致,都应该对公众进行解释。第二个问题,应该从思想上认识到,在改变政策利率之前,需要同时关注一系列指标。目前,政策制定者们开始倾向于把提议的宏观金融稳定框架等同于“钉住资产价格”。由于对第二种提议的反对声很大,<sup>②</sup>那么是否接受第一种提议显然也会受到影响。

确信需要宏观金融稳定框架后,就应该采取行动,消除这些障碍。前面提到过,由于不确定系统性风险是否真的已经开始累积,所以没采取任何行动,而政策制定者也许会对这种态度存有偏见。在实际操作中,他们倾向于通过从紧政策的产出损失来抵消现有成本,以应对未来系统性风险导致的不确定损失。事实上,由于接受了更加关注如何避免“真正的坏结果”的这一乐观策略,这个论断可能很容易发生改变。而且,越来越多的研究探讨了内部治理和市场力量一直以来在多大程度上导致了顺周期的金融行为,对不作为的偏见也会逐渐减少。Borio 和 Lowe 提出的另一个有价值的研究方法就是进一步改进金融脆弱性指标。

为了让私人部门支持新框架的构思,开展公众教育过程十分必要。回想一下 19 世纪整个 60 年代和 70 年代的大部分时间,公众几乎不怎么支持控制通胀,但现在都渴望了解这些政策。事实是很多中央银行已经发布了金融稳定评论,表明该教育过程正在进行中。而且,过分依赖金融过剩可能改变人们的行为,引发更多的谨慎信贷和投机行为。这就像中央银行宣布降低通胀并保持低通胀的决心后,通胀预期会更难以改变。在这方面,更好地对“失衡”进行官方测量肯定是非常重要的。

关于审慎监管者采取行动时面临的具体障碍,应该通过关注系统风险的宏观审慎性观点来补充目前的微观审慎监管“文化”。中央银行、监管者以及财政部门的定期沟通将有助于建议一个以共同目标、相互信任,以及对出现的问题和可能对策的类似见解为基础的共同文化。Kapstein(1992)曾表示,正是这样一个过程,才保证了巴塞尔委员会不断取得成功。如果这个过程能在一开始存有更多疑虑的国际层面展开,那么应该也能在国内层面展开。谈到为监管当局提供充足的权力,应该需要在立法方面跟进。因为越来越多的公众认为需要应对出现的问题,所以这应该不算什么难题。但是,自由化金融体系中的参与者逃避监管的能力可不可低估。这使得我们要回过头来,看看货币政策的作用。

运用货币政策来抵制金融过剩的主要障碍在于,这似乎与将通胀稳定在较低的正面水平有所冲突。第一个异议就是,由于不断出现正面的供给方冲击,这是否应该是政策的目标。在第一次世界大战之前,对这些问题有过激烈的争论,<sup>③</sup>现在又需要解决这些问题

① 极端地来看,有人会声称当局对保持低通胀不再感兴趣。但是,从比用来控制通胀还要严厉的政策行动来看,很难得出这样的结论。

② 钉住哪一种资产价格? 以什么样的价格水平? 一个行业的泡沫破裂,会不会对经济中其他的行业造成损失? 怎么样向公众解释这个政策?

③ 参见 Selgin(1997)。

了。<sup>①</sup>如前面提及的,抵制“供给驱动的良性通缩”可能在一段时间之后导致“需求驱动的恶性通缩”。但是,假定目前维持这个目标,那么应该建议采取“强化通胀目标”制。但也许还是有人担心出现以价格目标制体现的金融过剩,尽管要在相当长的一段时间内才会体现出来。事实上,依赖出现的失衡可能达不到近期的通胀目标。这样认为是有道理的,因为如果不这样做,可能会出现繁荣衰退周期,那样就更难达到价格目标了。

以现实的方式来看,中央银行一般会关注在传统的时间范围内控制通胀。但也可以由公众来监督金融脆弱性目标,以清楚地证明执行政策有时也应该反映出对价格的长期担忧。显然,这反映了中央银行在看待通胀和金融稳定的观点上取得了一定的一致,<sup>②</sup>或许也反映了一些组织方面的变化。由于本文主要探讨实体金融的相互作用,因此这些变化是否受欢迎还不太清楚。

#### 四、采用国际宏观金融稳定框架

几个世纪以来,国际失衡一直令人担忧,因此政策制定者并不重点关注国内失衡,这让人觉得有点奇怪。事实上,建立国际货币体系的早期模式时,就是为了防止这种失衡失去控制。根据“不可能三角”理论,金本位制度包含了一个自动调整贸易失衡的过程(不是一直很顺畅)。只有放弃了货币独立性,才能保持固定汇率制和资本自由流动。在布雷顿森林体系中,各国保持了固定汇率制和独立的货币政策,但是放弃了资本的自由流动。国际货币基金组织实际上扮演了警察的角色,对那些保持大量外部赤字的国家给予特别指导。结果是,随着资本流动不断增加,布雷顿森林体系土崩瓦解,浮动汇率制度被认为是在贸易失衡比例过大之前能有效减少贸易失衡的一种机制。但是目前经常项下的失衡规模庞大,前面提到的最后一种推测也受到了越来越多的挑战。主要的担心是如果对美元定价资产的需求大幅下降,可能导致全球金融市场的不稳定,贸易保护主义压力也可能急剧上升。

根本的问题是,我们欠缺一个统一的体系,可在一定程度上迫使各国改变他们的相对国内消耗度、相关的汇率,从而以有序的方式减少外部失衡。一些重要的债权国家,尤其是亚洲的一些国家,已经采取了积极行动,避免他们的货币相对于美元过度升值,这样就能有效地防止美元贬值。总而言之,我们还没有一个完全自由浮动的汇率制度。国际货币基金组织对债权国从来就没什么影响力,对目前最大的债务国——美国的影响力也很小。因此,我们并没有回到布雷顿森林。虽然从逻辑上看,能解决国内失衡的政策措施有可能解决外部失衡,但还不能这样假设。无论如何,这种情况不太可能发生。这样就产生一个问题,是否能够推荐进行一些体制改革,以强化国际调整过程。可以考虑三种可能性。

第一,可以考虑回归到更规则化的体系。很多学者和研究人员建议回归金本位或直

<sup>①</sup> 历史观点认为,价格下跌时期不一定总是出现产出和增长不景气。在这个方面,美国大萧条早期,1930-1933年,就是例证。参见国际清算银行(1999),第78-80页。也可参见 Borio 和 Filardo(2004)。

<sup>②</sup> 瑞典中央银行已经开始在定期通胀评论中加入了关于金融脆弱性指标的专栏。

接建议国际单一货币。更现实的建议是,成立一些更加正式的货币区(如以美元、欧元、人民币或日元为基础),但是它们之间显然应该更加自由地浮动。但如果盲目地对某个单一货币区过分乐观,这种体制也不能避免资本过度流动的可能性,这将使汇率改革出现混乱,导致国际资源出现错配。

第二,可以考虑采用一种类似于布雷顿森林体系的体制,但是应该赋予国际货币基金组织更多的权力,督促债权人和债务人在国际调整过程中发挥适当的作用。应该使国际货币基金组织拥有更多的资源,避免各国感觉,只有使自己的外汇储备达到非常高的水平才能起到“自我保险”的作用。通过对这些问题进行研究,Mervyn King 最近说:“我不认为国际货币基金组织的主要作用是偶尔为遭受金融危机的中等收入国家担当最后贷款人。”<sup>①</sup>当然,说服这些国家用这种方式自愿放弃主权不会是一件容易的事。

第三,可以考虑在双方同意互相依赖以及避免可能导致系统性混乱的基础上,通过非正式的合作方式需求解决方法。至少,这需要大型债权国的代表与债务国交流意见,探讨是否存在问题,如果出现了问题,什么样的政策可以解决这些问题。或许这是目前最切实可行的方式。但是,与处理国内失衡时碰到的困难相似,由于对系统性风险的不同认识、不同文化背景和分析模式以及单纯的国家利益,都可能对合作行动构成阻碍,值得重视。

## 五、结 论

所有的政策都需要进行权衡和判断,宏观金融稳定方面的政策也不例外。一方面,我们很难对过去 20 年中经历的稳定宏观经济环境带来的好处以及产生这种环境的政策框架产生质疑。另一方面,很容易发现已经出现一些紧张局势,也不排除未来出现问题的可能性。本文的建议是,金融失衡,不论是国内的还是国外的,都应该引起系统性的关注,可以革命性地采用目前的政策框架来实现。虽然采用这种框架还存在一定的障碍,但没有什么障碍是不可逾越的,至少那些认为有问题需要解决的人对此深信不疑。

## 参 考 文 献

Ahearne, A, J Gagnon, J Haltmaier and S Kamin (2002): "Preventing deflation: lessons from Japan's experience in the 1990s", International Finance Discussion Papers, No. 729, Board of Governors of the Federal Reserve System. Bank for International Settlements (1999): 69th Annual Report, Basel, June.

—— (2002): 72nd Annual Report, Basel, July.

—— (2003): 73rd Annual Report, Basel, June.

—— (2004): 74th Annual Report, Basel, June.

—— (2005): 75th Annual Report, Basel, June.

Bergsten, F and J Williamson (2004): "Dollar adjustment: how far? Against what?", IIE Special Report, No. 17.

Bernanke, B S (1983): "Non - monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression", NBER Working Papers, No. 1054.

<sup>①</sup> 参见 King(2005),第 4 页。

- (2002): Deflation: making sure “it” doesn’t happen here, remarks before the National Economists Club, Washington DC, 21 November.
- (2005): The global saving glut and the US current account deficit, remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 14 April.
- Bordo, M D and B Eichengreen (2000): “Is the crisis problem growing more severe?”, paper presented at the Sveriges Riksbank conference on Asset prices and monetary policy, Stockholm, June.
- Bordo, M D and A Filardo (2004): “Deflation in a historical perspective”, paper presented at the BIS conference on Understanding low inflation and deflation, Brunnen, 18 – 19 June.
- Borio, C E V (2003): “Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?”, BIS Working Papers, No. 128, Basel, February.
- Borio, C E V and A Filardo (2004): “Looking back at the international deflation record”, North American Journal of Economics and Finance, 15, pp. 287 – 311. Also available in an expanded version as “Back to the future? Assessing the deflation record”. BIS WP No. 152, March.
- Borio, C E V, C Furfine and P Lowe (2001): . Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options. , BIS Papers No. 1, March, pp. 1 – 57.
- Borio, C E V and P Lowe (2002): “Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus”, BIS Working Papers, No. 114, July.
- Borio, C E V and W R White (2004): “Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes”, BIS Working Papers, No. 147, February.
- English, W, K Tsatsaronis and E Zoli (2003): Assessing the predictive power of measures of financial conditions for macroeconomic variables, paper presented at the BIS Autumn Economists Meeting, October.
- Dooley, M, D Folkerts – Landau and P Garber (2003): “An essay on the revived Bretton Woods system”, NBER Working Papers, No. 9971.
- (2004): “The revived Bretton Woods system: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates & exchange rates in center countries”, NBER Working Papers, No. 10332.
- Fisher, I (1933): “The debt-deflation theory of great depressions”, *Econometrica*.
- Greenspan, A (2005): “Current account”, remarks at the Advancing Enterprise 2005 conference, London, 4 February.
- Goldstein, M (2002): Managed floating plus, Institute for International Economics, March.
- Goldstein, M and P Turner (2004): Controlling currency mismatches in emerging markets, International Institute of Economics, Washington DC.
- Goodhart, C (2004): Some new directions for financial stability, Per Jacobsson Lecture, 27 June.
- Goodhart, C and J Danielsson (2001): “The inter-temporal nature of risk”, 23rd SUERF Colloquium on Technology and finance: challenges for financial markets, business strategies and policymakers, Brussels, October.
- Hoggarth, G and V Saporta (2001): “Costs of banking system instability: some empirical evidence”, Bank of England Financial Stability Review, Issue 10, Article 5, June.
- Issing, O (2005): “The monetary pillar of the ECB”, revised paper initially prepared for the conference on The ECB and its watchers VII, 3 June.
- Kapstein, E B (1992): “Between power and purpose: central bankers and the politics of regulatory convergence”, International Organizations, 46 (1, Winter), pp. 265 – 287.
- Kaufmann, H (2005): “An uncertain path for the next Fed chairman”, Financial Times, 2 August, p. 11.
- Keynes, J M (1936): The general theory of employment, interest and money, Macmillan Cambridge University Press.
- King, M (2005): “The international monetary system”, remarks at the Advancing Enterprise 2005 conference, London, 4 February.
- Koo, R (2003): Balance sheet recession: Japan’s struggle with uncharted economics and its global implications, John Wiley

and Sons (Asia).

Laidler, D (1999): *Fabricating the Keynesian revolution: studies of the inter-war literature on money, the cycle, and unemployment*, Cambridge University Press.

Obstfeld, M (2004): "External adjustment", NBER Working Papers, no W10843, October.

Obstfeld, M and K Rogoff (2004): "The unsustainable US current account position", revised paper prepared for the NBER conference on G-7 current account imbalances: sustainability and adjustment, July.

Rajan, R G (2005): "Has financial development made the world riskier?", paper presented at the 2005 Jackson Hole Conference.

Roubini, N and B Setser (2005): *Will the Bretton Woods 2 regime unravel soon? The risk of a hard landing in 2005 - 2006*, New York University, February, mimeo.

Selgin, G (1997): "Less than zero. The case for a falling price in a growing economy", IEA Hobart Papers, No. 132.

Sorge, M (2004): "Stress-testing financial systems: an overview of current methodologies", BIS Working Papers, No. 165, December.

Tsatsaronis, K (2000): "An indicator of investors' attitude towards risk", BIS Quarterly Review, Basel, February.

White, W R (1998): "International contagion: what is it and what can be done about it?", in *Capital adequacy regulation as an instrument for the regulation of banks*, special volume of *Swiss Journal of Economic and Statistics*, Basel: Helbing & Lichtenhahn, pp. 722 - 733.

——— (2004a): "Are changes in financial structure extending safety nets?", BIS Working Papers, No. 145, Basel, January.

——— (2004b): "Making macroprudential concerns operational", in *Proceedings of the symposium on financial stability policy - challenges in the Asian era*, De Nederlandsche Bank, Amsterdam, 25 - 26 October.

——— (2005): "Changes in productivity and competitiveness: Impact on the international allocation of capital and global imbalances", paper given at a Banque de France Symposium.

**Abstract:** The successful pursuit of the objective of low inflation by central banks in recent decades has also delivered low variability of both inflation and output. At the same time, numerous financial and other "imbalances" (defined here as significant and sustained deviations from historical norms) have emerged. Should these imbalances revert to the mean, there could be significant effects on output growth. Although such an adverse outcome remains only a possibility, the question asked in this paper is whether we might still benefit from a new macrofinancial stabilization framework in which monetary and regulatory policies gave more attention to avoiding the emergence of imbalances in the first place.

**Key words:** financial stability; economic policy

(责任编辑:张韶华)(校对:FY)