

# 危机 潜藏之地

奥利维尔·布兰查德

最近的金融危机教会我们去关注那些经济可能会严重失调的黑暗角落



2008年全球金融危机爆发前，美国的主流宏观经济学日益将产出和就业的经济波动视为良性。危机表明，这种观点是错误的，而且需要作深度的再评估。

这种良性观点反映了多年来经济的内部因素和外部经济环境似乎的确日益变好。

先说内部因素。我们所采用的方法对我们思维的影响是深远的且不易觉察。在危机发生前几十年里，宏观经济就是这种情况。这些方法最适用于经济波动的发生是有规律的且基本上能自我调节这样一种世界观。问题是我们开始相信世界确实就是这样运转的。

要理解这种观点是如何产生的，我们需要回到20世纪70年代所谓的理性预期革命。它的主要观点是个人和企业的行为不仅取决于当下的经济现状，同时也取决于他们对未来的预期。这一观点并不新颖，而新颖的是在假设个人和企业会尽最大努力去评估未来的前提下，形成一套方法去求解这类模型（大概看一看为什么这种观点有技术上的困难：个人和企业当前的决策取决于他们对未来的整个预期，但他们对未来的整个预期本身在某种程度上又取决于当前的决策）。

然而，这种方法只在经济波动有一定的规律并且非常简单的情况下才有意义。如果经济波动有一定的规律，当个人和企业（以及将统计学应用在经济学上的计量经济学家）回顾过去时，他们就能理解这些事件的本质和对未来形成预期，如果经济波动非常简单，小的冲击会有小的影响，双倍的冲击就有双倍的影响。这种假设的理由称作线性关系，有点技术性：非线性模型——那些小冲击能产生大影响（诸如房价下跌）的模型，或者那些冲击的影响需取决于经济环境的其他因素的模型——十分不容易在理性预期下去求解，如果不是不可能的话。

对宏观经济学的看法很大程度上受到那些假设的影响。我们这一行通常认为经济大致上是线性的，常常受不同冲击的影响，不断波动，但自然地都会回归常态。我们愈来愈多地使用“商业循环”这个词，而不谈波动。尽管我们后来已制定出方法去解决非线性的问题，但这种波动的良性观点仍是主流。

然而，如果没有外部因素的作用，这种情况不会形成（或者至少不会持续那么久）。这个世界的现状，起码以经济领域来说，让宏观经济学家缺乏质疑其世界观的动力。

从20世纪80年代初期以来，大部分发达经济体都经历了所谓的“大缓和”，产出及其主要构成部分（诸如消费与投资）的波动都稳步下降。对于这种稳定的成



因至今依然有不同观点。中央银行对此乐于居功，并且更好的货币政策确实可能减少了部分波动，从而导致通货膨胀波动更小且次数更少。其他人则认为运气（如经济受到非常小的冲击）是造成下降的一部分原因。不论是什么导致大缓和，过去的1/4个世纪里，这种波动的良性和线性观点看来是没有问题的。（这是主流观点。但一些研究人员不接受这种前提。已故的剑桥大学知名的经济学家弗兰克·哈恩（Frank Hahn）经常提醒我对线性模型的厌恶，这也包括我的在内，他把它们称为“米老鼠”模型。）

## 黑暗角落

经济学家并没有完全忽视那些有时会引致巨大后果和能使情况变得很糟的小冲击。但人们认为这都已经过去了，并且不会再生，或者至少不会在有着稳健经济政策的发达经济体里发生。

即使是一些小的冲击，或者根本没有任何冲击的时候，银行挤兑也会导致储户恐慌，从银行取走资金，进而对整个经济造成严重的不良影响，这常为宏观经济学所津津乐道。但在宏观经济学里，人们常以此来解释引进银行存款保险是如何在最大程度上解决这一问题的。如果问题再次发生，有观点认为，中央银行可能会在有良好担保的前提下快速为银行提供流动性（借钱给银行），从而让有偿付能力的银行满足储户，缓解恐慌，避免灾难的发生。

资金流入突然停止——在流入一国的资金日渐枯竭的情况下，所有投资者试图马上撤资——也不能忽视。这种情况仍然经常发生在新兴市场经济体，如20世纪80年代的拉丁美洲，20世纪90年代中期的墨西哥和20世纪90年代后期的亚洲。但这些都视为新兴市场的问题，而不是发达经济体的问题（这就是为什么我在本文的第一段写上“美国”）。作为美国主流宏观经济学主要特征的一个例子，一些学生可能专攻宏观经济学博士班的课程，而不知汇率为何物，更别说什么是新兴市场经济体了。

总而言之，流动性问题——长期资产与短期债务之间的潜在错配——并不被认为是宏观经济学的核心问题。这样的资产—负债流动性错配可能极为普遍，不仅使银行受到影响且波及其他金融机构和公司，而且人们没有很好地理解这种错配。已对流动性在公司融资领域发挥的作用进行了重点研究，但其与宏观经济分析的整合尚未提升到主流地位。

中央银行想把名义利率降到零以下，但无法做到的几率非常小（名义利率不能降到零以下，因为如果降到零以下，人们宁愿持有现金而不是债券——即术

语所谓的“零下限”制约）。危机之前，名义利率大概是4%（其中2%为通货膨胀，另外2%是通胀调整后的实际收益率），大多数中央银行相信他们在应对负面冲击时仍有很大的操作空间去调整利率。有观点认为，如果需要进一步采取措施，中央银行可以保持名义利率为零而同时提高通胀预期，这样就可以降低利率的实际部分。

人们也意识到了其他非线性因素。比如，经济学家认为银行监管的限制，诸如这些机构需要持有的最低资本金（本质上是指银行的净资产；即吸收损失的能力），会使银行在降低资本时比增加资本时的反应更快。当企业和家庭的信用额度快要用完时，他们面临的信贷限制会使其采取更加谨慎的行为。人们想出了这种方法并将其用于研究个人消费行为等用途。但这些非线性因素又没有被认为是波动的核心要因。

**我们都知道那些“黑暗角落”的存在……但我们总觉得可以最大程度地忽视它。**

简而言之，小冲击会产生巨大的不良后果，或者会引发长期并且持续衰退，这一概念并不是主要问题。我们都知道那些“黑暗角落”的存在——出现经济严重失调的情况。但我们总觉得那离我们很远并且可以最大程度地忽视它。日本就很不幸地身处其中，这一发达经济体长期遭受衰退和通货紧缩。然而，这种情况通常都被解释为是政策失误的结果，而不是难以解决的问题所导致的。

## 毫无防备地受到危机的打击

此次危机的主要教训是我们其实要比想象中更接近那些黑暗角落——而那些角落则比我们想象的更为黑暗。

大缓和不只蒙蔽了宏观经济学家。金融机构和监管机构同样低估了风险。结果就是金融结构越发受到潜在的冲击的影响。换言之，全球经济的运行越来越接近那些黑暗角落，而不为经济学家、政策制定者和金融机构所察觉。

当美国的房产泡沫破灭时，复杂而不透明的金融债权架构引发对哪些机构拥有什么债权以及哪些机构有偿债能力的担心。而这导致了大规模的流动性危机，与银行相比而言，它更多地影响了众多非银行金融机构，譬如投资银行——它们当中有很多多年来像银行

一样运营，但却没有受到像银行一样的监管和保护。一般的银行存款保险并不能满足所需。

若要为相关机构提供足够的流动性让其能满足债权人的要求，需要大规模运用创新的货币政策。幸运的是，已大规模采取经常创新的货币政策。但这仍然不足以避免大量的信贷枯竭以及需求和经济活动的急剧下降。

采取财政政策，以大量增加公共支出的形式来抵消私人需求的下降。但政府债务水平的急速上升引发了政策制定者和投资者的担忧。许多国家的可预见的主权债务风险（政府不履行其债务的可能性）有所增加，而在危机之前对于发达经济体而言这几乎是不可能发生的，这使得运用财政政策去维持需求变得愈加困难，而与此同时又为债权人的资产负债表制造了风险，譬如那些持有主权债务的银行。

在公共债务与私人债务之间形成的所谓“魔鬼循环”：弱势政府削弱了在资产组合中持有政府债券的银行；而被削弱的银行需要更多资金，这通常来自于公共资金，从而进一步削弱政府。

由于中央银行试图采用降低政策性利率（比如，美国的隔夜拆借联邦基金利率）来维持经济活动，这样很快就达到零下限，结果我们卡在那儿已经五年多了。决策者未能成功地提升通胀预期，来使其进一步降低有效实际利率。欧元区依然弥漫着通货紧缩的风险，并且在部分欧元国家这已经成为现实。通货紧缩提高了公共与私人债务的实际价值，从而使债务偿付

加重并迫使债务人减少开支，其结果是经济活动减少——开始了新一轮“魔鬼循环”。

未来相当长的一段时间内，宏观经济政策的要务之一就是慢慢地、稳步地把债务降到危险程度较小的水平。

在这样的环境中，经济政策，特别是货币政策，已有着一点魔法的味道。一些政策，比如最近欧洲央行的举措是减少银行放在这里的存款手续费（换言之，一个小小的负利率），表面上看，这没什么实质效果。然而，如果我们认为这代表着央行下定决心“不惜任何代价”——正如欧洲央行行长马里奥·德拉基（Mario Draghi）在2012年一次著名的演讲上所说——刺激放贷，这样就能有更大效果。然而，这在心理上所产生的效果有多大却是极难预估和控制的。

## 何去何从？

这次危机有一个明显的政策启示：官方应该把远离黑暗角落作为政策——宏观经济、金融监管或宏观审慎政策——的主要目标之一。

我们仍然距离那些角落太近。危机本身导致大量的公共和私人债务积累。当前，“魔鬼循环”已经消退，但一个小小的负面冲击就能让它再次发生。未来相当长的一段时间内，宏观经济政策的要务之一就是慢慢地、稳步地把债务降到危险程度较小的水平，从而远离那些黑暗角落。

然而，还有很多事情需要去做。

如果金融体系能透明一些，如果资本充足率能高一些，虽然2007—2008年的美国房地产危机仍有可能发生，但其影响可能有限——最坏的情况可能就是造成美国的一次温和衰退，而不是一次全球性的经济危机。

金融体系能不能更加透明和稳健？答案是肯定的。官方已要求银行提高资本充足率——这是防止金融体系瓦解的一条基本防线。但银行只是整个复杂的金融机构与市场网络的一部分，而风险还远未离去。金融监管的现状是，新的规则会带来新的监管套利的途径，因为机构会发现政策中的漏洞。这就迫使监管机构如猫捉老鼠般不断订立新的监管法规（在一只灵敏的老鼠和一只不太利索的猫之间）。远离黑暗角落需要持续不断的努力，而非一次性监管。

宏观经济政策也发挥了重要作用。如果危机前名



义利率较高，则货币政策操作空间更大。如果通货膨胀和名义利率在危机前能高出两个百分点，中央银行就能在达到名义利率零下限之前将实际利率降两个百分点以上。多出来的两个百分点不容忽视。它的效果大致与在达到零下限时中央银行所采用的非传统货币政策带来的效果相同——通过购买私人部门资产和长期政府债券来降低长期利率，而不是用操纵短期政策性利率的标准手段（前IMF研究部门主管、哈佛大学教授肯尼斯·S. 洛戈夫 [Kenneth S. Rogoff] 建议采用不同于提高通货膨胀的方法，比如以电子货币取代现金，这样就可以支付负利率。从而消除零下限的限制。）

从政策方面转向研究方面，这应该让百家争鸣、百花齐放。现在我们比较关注非线性因素及其带来的危险，我们应该从理论和实证上用各种各样的模型去进一步探讨。而这一切正在进行，并且从危机开始以来源源不断的研究报告来看，是在大规模地进行。可喜的是，尤其是金融学与宏观经济学的整合度更高。

但是这个答案绕开了一个更难回答的问题：应该怎样去调整我们的基准模型，即我们在IMF里正在使用的动态随机一般均衡（DSCE）模型来考虑备选方案

以及量化决策的效果？答案中简单且无争议的部分是，应该进一步拓展DSCE模型，从而更好地识别金融体系的作用——这已经开始在做了。但这类模型是否可以描述经济如何在那些黑暗角落里运行？

让我提供一个务实的答案吧。如果宏观经济政策与金融监管的目标是与黑暗角落保持一个安全距离，那么我们的模型在描述正常状态时在很大程度上仍十分合适。我们可使用另一类以衡量系统风险为目标的经济模型来给出太接近黑暗角落时的警告信号，从而必须采取行动来降低风险和拉远距离。以目前的专业概念和技术水平去尝试建立一个模型来整合正常状态和系统风险可能还有一段距离。

这次危机非常难熬。但可喜的是，它撼动了宏观经济学和宏观经济政策。主要的政策教训很简单：远离黑暗角落。■

奥利维尔·布兰查德（Olivier Blanchard）是IMF的经济顾问、研究部门主管。



COLUMBIA | SIPA

School of International and Public Affairs

## PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2015–2016 program begins in July of 2015. Applications are due by January 5, 2015.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | [www.sipa.columbia.edu/academics/degree\\_programs/pepm](http://www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm)  
To learn more about SIPA, please visit: [www.sipa.columbia.edu](http://www.sipa.columbia.edu)