



## 反思宏观经济政策

2013年4月29日

[奥利维尔·布兰查德](#)

基金组织刚就金融危机后反思宏观经济政策这一专题举行了第二次[会议](#)。与会者两天来作了引人入胜的发言和讨论，使我确信关于此专题的会议不太可能只举行这两次。

当前正在同步展开反思和改革，但我们尚不知最终目标何在：是修改货币政策的定义？还是调整金融监管的框架？抑或是改变宏观审慎工具的职能？我们大致知道往哪个方向走，但基本上还是在摸索道路。

下面根据会上提出的看法，谈谈六个方面的摸索情况。详细论述见[最近的一份文件](#)。

### 1. 摸索道路：金融监管

对于未来金融架构应该是什么样子，当前尚无共识，因此对于什么是合适的金融监管也尚无共识。人们可能还记得保罗·沃尔克的名言：过去40年唯一有用的金融创新就是自动取款机。当然有点儿言过其实，但我们的的确尚不知道以下问题的答案：什么是证券化的恰当作用？什么是衍生工具的合适范围？市场与银行应是一种什么关系？影子银行业与传统银行业各应承担何种角色？

然而，大家都认为有些东西必须改变，决策者也的确正在国际和国家范围诉诸各种措施。一个例子是提高法定资本比率。该措施也许不能包治百病，但的确可使金融系统更强壮。但即便如此，令我惊奇的是大家对于资本比率对融资成本乃至贷款活动的影响，仍有很大的不确定和分歧之处。马丁·黑尔维希和阿纳特·阿德马蒂等稳重理性的学者认为：现实与莫迪利亚尼-米勒的模型相去不远，因此银行有能力承受资本比率的大幅度提高。而另一些人（其中不乏银行界以外人士）则认为大幅度提高资本比率会摧毁银行业。

还有一个例子是控制资本流动，以及与此相关的资本管制的作用。我对[海伦·雷伊的发言](#)印象很深，因为她表明其实没有多少确凿的计量经济学证据证明投资流动有好处。令我深思的还有斯坦利·费舍尔的反问：短期资本流入的益处何在？不用说，我们如何看待资本管制的恰当范围在很大程度上取决于这些基本问题的答案。

## 2. 摸索道路：金融部门的职能

人们常说，宏观经济学说低估了金融因素在经济波动中所起的作用。五年来开展了大量分析研究，以便将金融系统重新纳入我们的模型，但成果尚不完善。例如，是否有独立于经济周期的信贷和金融周期（如克劳迪奥·博里奥所言）？应否认为金融冲击是又一个扰动来源，而金融系统只是又一个起放大作用的因素？

斯蒂芬·格拉赫问：仅仅为了一件可能百年一遇的事件，我们真的应该全盘反思宏观经济学吗？他这个问题有道理吗？另一个问题是：金融冲击和金融系统对宏观经济波动的影响是否大到如此地步，以至于不可能将 IS-LM 模型（众所周知它不明确包含金融系统）作为研究宏观经济学的入室之门？

以此推之，对于如何（甚至应否）将金融稳定和宏观稳定纳入央行的职责，也未达成共识。是要调整通胀目标设定这项任务？还是要考虑大幅度更改现行做法？学术上比较便利的提法是：宏观审慎工具的作用在于维护金融稳定，这样货币政策仍可干它的老本行，即设定和追求通胀目标。据我理解（也许不准确），迈克尔·伍德福德在这次会议上阐述的意思是：根据这次金融危机，我们应放弃设定通胀目标，转而设定名义收入目标，而不要以金融稳定为重要优先事项。我对这个答案的正确性存疑。我认为，对于宏观审慎工具能起多大作用，我们要现实一点，而且货币政策不能忽略金融稳定。这与下面的第三点有关。

## 3. 摸索道路：宏观审慎工具

在我们 2011 年举行的第一次反思宏观经济政策会议上，宏观审慎工具用安德鲁·霍尔丹的话说，还只是一个新鲜事物。财政政策和货币政策这两个标准工具显然不适于用来解决金融失衡和风险。那么问题是：宏观审慎政策是宏观经济政策的第三个支柱，还是仅对另外两个工具起到辅助作用？

目前尚无答案，但随着越来越多的国家采用这些工具，我们正在积累经验。根据现有证据以及今天的发言，我得出两个结论。

第一，这些工具有作用，但效果尚难评测。使用这些工具后，似乎减弱了不健康的繁荣，但未使其停止。据我理解，金仲秀行长的发言也是这个意思。

第二，由于这些工具的性质，它们影响的是特定部门和特定群体，而且产生了一些政治经济学问题。能说明这一点的是斯坦利·费舍尔关于以色列应用贷款与价值比率的介绍。

## 4. 摸索道路：微观审慎、宏观审慎、货币政策三者之间的管理与分工（阿维纳什·迪克西特给三者起的优雅名称是 MIP、MAP、MOP）

应如何协调微观审慎和宏观审慎的关系呢？有些人说两者很可能冲突。从概念上看，我不认为它们会冲突，因为我认为宏观审慎不过是将全系统影响和经济体状况纳入银行监管和对金融机构的管理而已。

例如，我认为宏观审慎监管就是要求对全系统重要性较高的银行提高资本比率，或在信贷总量增长看似太快时提高资本比率。问题在于如何确定微观审慎和宏观审慎两者的分工和互动关系，以切实做到这一点。

如处理不当，可能意味着：在暴跌开始时，微观审慎监管当局无视全系统因素和其他事件，要求提高资本比率，而宏观审慎监管当局正确地认为需采取相反行动。英国成立了金融稳定委员会，所实行的资本比率可随时间和部门而变，似乎是一个可行的做法。相关详情见[安德鲁·霍尔丹](#)的论述。

如何结合宏观审慎监管与货币政策牵涉到较为复杂的问题。两者无疑相互影响：货币政策影响风险承担行为，而宏观审慎工具则影响总需求。因此决策者需要进行协调。

货币政策肯定是央行的领地，因此要将两者置于央行这个统一的大旗之下。但这样又产生了央行独立行动权的问题。让央行独立设定政策利率是一回事，但让其设定贷款与价值比率上限和债务与收入比率则意义大不相同。迟早会产生缺乏民主的问题。

解决之道也许并不难，那就是给予央行不同程度的独立行动权。[斯坦利·费舍尔](#)提出了解决办法。他用了一个生动的比喻，说每个结了婚的人都很容易了解什么是不同程度的独立行动权。在这方面，英国的办法看来也有道理，即在央行内设立两个平行的委员会，一个负责货币政策，另一个负责金融政策，但采用一套范围有限的宏观审慎工具，例如规定不能使用贷款与价值比率工具。

## 5. 摸索道路：使债务保持在可持续水平

我们以多快的速度开展财政紧缩，所依据的因素包括我们认为多高的债务水平是可持续的。许多国家未来多年将把债务保持在相当于国内生产总值 100% 的水平。教科书中的标准答案告诉我们，债台高筑会造成各种高昂的代价，例如资本累积减少，需要增加产生扭曲作用的税收等等。我认为代价可能并不在此，而是另有两大代价。

首先是债务积压。债务越高，违约可能性越大，政府债券利差越大，政府越难以维持可持续债务水平。但有害影响还不止这些。主权债务利差增大会影响私人贷款利差，从而影响投资和消费。对债务可持续性越不确定，因而对未来通胀和未来税收越不确定，就会对所有决策产生影响。我强烈感到我们对这些作用的了解非常有限。关于债务与增长关系的简化回归分析对解决这个问题帮助不大。

第二个相关的代价是可能形成多均衡现象。当债务水平高时，很可能有两种均衡状态。一种是“良性均衡”，这时利率低，债务可持续。另一种是“不良均衡”，这时利率高，导致利息负担沉重，因而违约可能性较大。当债务非常高时，投资者略微改变看法就可能使良性均衡变为不良均衡。

我猜测这个因素就是造成意大利和西班牙债券利差状况的部分原因。就此，[马丁·沃尔夫](#)提出一个发人深思的问题：西班牙利差为何远高于英国？西班牙的债务和赤字水平其实稍低于英国。当然，西班牙总体经济状况不如英国，但这能完全解释两国利差为何不同吗？答案是否有可能存在于货币政策上的差异？就英国而言，投资者认为英格兰银行在必要时会采取干预措施以维持良性均衡，但投资者认为欧洲央行没有获得这样做的授权？这些都是核心问题，需要我们进一步研究。

## 6. 摸索道路：多均衡与信息传达

在多均衡的世界上，公布信息可能产生巨大影响。我们以欧洲央行宣布的“直接货币交易”方案为例。宣布该方案可视为消除了导致主权债券市场多均衡现象的一个诱因，即重新定值风险，也就是：假设某外围国家想退出欧元制，投资者可能要求支付大笔风险溢价，从而迫使该国退出欧元制。该信息的公布起到了作用，而并不需要真的使用该方案。

日本央行最近宣布打算将基础货币增加一倍。从上述观点出发，这件事更引人注目。此举对通胀有何影响，在很大程度上取决于日本家庭和企业的通胀预期有何变化。如通胀预期上升，就会影响其工资和价格决策，从而导致通胀走高，而在日本目前通货紧缩状况下，这正是期望的结果。但如通胀预期无变化，则没有理由认为通胀会大幅度增强。

因此，这个强烈货币扩张姿态的动机主要是为了产生心理冲击，从而改变观念和价格动向。此举与日本当局采取的其他措施合在一起能否奏效？希望如此。然而，这种情况与教科书所述的货币政策的机械效应相去甚远。

我还可以介绍其他一些看法。但会上发表的见解和见识很多，此处无法一一论述。会议为我们留下了明确的研究课题。我们基金组织工作人员完全愿意接受这个挑战。