



从树上的猫说起：反思宏观经济政策

2013年5月1日

特约撰稿人：[George A. Akerlof](#)

加州大学伯克利分校

作者是基金组织高级访问学者，担任本次“反思宏观政策（二）：初步行动及经验教训”会议主持人

[这次会议](#)让我受益匪浅，由衷感谢各位的发言。那么，我是不是有了一个整体的印象了呢？我不知道我的这种印象对大家有没有什么帮助——在我脑海里，现在的情况就好像一只猫爬上了一棵很大的树，困在那上面，我的天啊，猫在树上了。当然，这只猫就好比我们所面临的这场巨大危机。

我们在这里讨论的就是如何对付这只蠢猫，如何把它弄下来，我们应该如何去做。在我看来，这次会议令人惊喜的一点就是，所有发言者都对这只猫有着自己的看法，大家都能各抒己见。但这些想法偶尔也会不谋而合。我想这就是我对这次会议所取得的成果的一种印象。

我觉得这一番讨论是很有用的，因为每个人对这只猫的看法都源于不同的角度，每一个看法都是有道理的。我对这只猫的看法则是：这个可怜的家伙被困在树上，眼看要掉下来，我们却不知该怎么办。



iMFDirect blog post: <http://blog-imfdirect.imf.org/2013/05/01/the-cat-in-the-tree-and-further-observations-rethinking-macroeconomic-policy/>

所以，我想谈谈我本人对危机的看法，谈谈我们对这只猫做了些什么。我的看法与其说是另辟蹊径，不如说是对诸位观点的稍微不同的一种注解。

我想主要谈谈危机之后的美国，但分析中也会涉及国际上的情况。Oscar Jorda、Morris Schularick 和 Alan Taylor 发表过一篇[精彩的论文](#)，将 14 个先进国家在 1870–2008 年间的衰退分为金融衰退和正常衰退两类。他们考查了危机之前繁荣期内未偿信贷与 GDP 比率，希望由此来解释不同危机之后 GDP 恢复程度的重大差异。而他们的猜想也得到了有力的证实。与正常衰退相比，金融衰退的程度更深，恢复得更慢。他们还发现，信贷与 GDP 比率越高，金融衰退恢复的速度就会越慢。

历史就是如此。

他们的结论对当前的危机又有何启示呢？令人奇怪是，这取决于对未偿信贷的衡量方法。如果将私人部门的银行贷款作为信贷衡量指标，那么美国的恢复水平要比历史上的金融衰退的平均恢复水平高一个百分点（相对于 GDP）左右。如果信贷指标将影子银行系统发放的贷款也包括在内，那么我们要比历史上的金融衰退的中位数恢复水平高 4 个百分点左右。我刚刚提到的那篇论文用图表对此进行了阐释。

但是.....

随着金融衍生品的出现，我们无从知晓要如何对“信贷”进行衡量。如果衍生品被用来缓冲风险，那它们理应能减轻冲击。

例如，如果某一信用违约互换的买方（而非卖方）在 CDS 标的出现违约时破产，那么这一信用违约互换就会减轻冲击。相反，如果我们认为衍生品会导致投机行为的增多，那么它们就会加重冲击。对于美国在 2007-2008 年遭受的冲击，传统的看法是，衍生品以一种不同的方式造成了投机行为的升级。打个比方说，衍生品会使抵押估值出现连锁上升，仿佛它们是加州中央谷地最阴凉地带的葡萄酒，只不过是用了衍生品进行了打包，所以评级为 A 或更高。在这种环境下，垃圾债券不会对评级产生影响。因此，抵押贷款授信方不会对首付款或借款人信用度提出要求。他们基本上没有这样做。在创设和评定衍生品的过程中，投资公司和评级机构作为受托人的信誉遭到了削弱。衍生品的这一附加影响表明，如果以未偿贷款为基础来衡量信贷水平（即使将影子银行的影响考虑在内），就会对我们当前的信贷水平基准做出保守的衡量。

这一看法也符合自 2008 年秋季以来的普遍观点。**当时，如果没有政府干预，“大衰退”就是那时候的一个基准情况。**从这一角度来看，说当时的宏观政策是‘好’的还不够，应该说它们是‘绝好’的。Alan Blinder 写了一本好书，叫《音乐停下之后》，就说的是这个问题。

几乎每一项计划都与经济学“医师”开出的药方很接近，这些举措包括：

- 2008 年经济刺激法案
- 对美国国际集团 (AIG) 的纾困
- 对 WaMu、Wachovia 和 CountryWide 的接管
- 问题资产救助计划 (TARP)
- 美财政部和美联储进行的压力测试
- 利率下调接近于零
- 2009 年《美国复苏与再投资法》
- 对汽车行业的纾困
- 二十国集团 匹兹堡峰会倡议下的由基金组织主导的国际合作

对于已经实施的政策，只有一种主要的批评观点。我们本应使公众认识到，不应以当前的失业率水平来衡量成功与否，而应将此前繁荣期里滋生的金融脆弱性因素考虑在内。我们这些经济学家没能向公众解释清楚我们的宏观稳定政策是多么的有成效。当然，公众听不进去这些也是有原因的。他们有其他的事要做，不可能像宏观经济学家和宏观经济历史学家那样探究这些问题。

但只需一点常识就可以解释这些政策如此成功的原因。如果雷曼兄弟持有 1 美元的负资产，那么它仅需有 1 美元的正资产就可躲过破产的厄运；而在最危急的时刻，只要有 2 美元的财政支出，就可使所有人都躲过“大衰退”的厄运。我们所需要的就仅仅是这 2 美元，就能四两拨千斤。

用于纾困的支出当然远不止 2 美元；这是毫无疑问的，它可能高达几十亿美元。但这些支出确实扼制了一场不断升级的金融灾难。倘若再发生“大衰退”，损失的 GDP 可能高达几十万亿美元，与此相比，“不良资产救助计划”所挽救的与所花费的比例是 1000 : 1。既然是 1000:1 这个比例，那么称之为“四两拨千斤”并不为过。

布什政府和奥巴马政府财政刺激支出的成效并不是那么显著，但几乎可以肯定地说，这些支出是有效果的。目前的政府支出乘数估计值约为 2，这个数字也应该是合理的。无论是在理论上还是经过实际估计，根据“流动性陷阱”估计得出的均衡预算乘数约为 1；税收乘数的估计较为稳健，约为 1。政府支出乘数就是二者之和。因此几乎可以肯定的是，刺激法案也是取得了巨大收效的。

总而言之，我们经济学家在预测危机这方面做得很不好。但危机之后的经济政策还是与合理的“经济疗法”相接近的。这些政策直接来自于布什政府和奥巴马政府以及他们所任命的机构，同时也得到了国会的支持。

对于未来，我们得到的教训是，良好的经济学知识和常识能发挥重要的作用：我们经受了考验，也获得了成功。在今后的政策道路上，我们必须牢记这一点。