



## 防止下次灾难：目前做得如何？

---

2013年5月3日

[大卫·罗梅尔](#)

加州伯克利大学教授，宏观政策再思考II：最初的举措以及早期教训会议的共同主持人

在聆听讲演和讨论时，我从两个角度思考这次会议，一个是思想的角度：我们有没有提出可以激发争论的问题？有没有提出有趣的想法？有没有讨论重要的问题？根据这一标准，本次会议十分成功，讨论富有启发性，本人获益匪浅。

二是实际的角度：在避免另一场金融和宏观经济灾难方面，我们目前做得如何？很不幸的是，根据这一标准我们做的恐怕远远不够。我看到的证据是，过去几年发生的事件并非是失常，而是一种更广泛格局的最极端的表现，以下我将对此加以描述。会议上所讨论的这类相对较小的改革，在某些地方已经为政策制定者所采纳。这些改革虽然有所助益，但不足以避免未来的金融震荡对经济产生巨大的危害。

因此，我认为我们应该问一问，是否应该进行一些可能对金融部门产生的冲击规模发生很大影响、或对经济抵御这些冲击的能力发生很大影响的更加深刻的改革？但是，不仅是这次会议，连更加广泛的学术和政策部门，都对这类改革缺乏认真的思考。

### 金融部门继续是冲击的来源

我认为，从历史来看，金融冲击更具有普遍性而不是偶发性。就拿近三十年来的美国来说，我算过，这段时期内，金融发展曾经产生六次独特的宏观经济风险。其中三次风险基本上被躲过了，最终代价很小。有两次代价很小或较小。而一次的破坏则极大。

#### 具体地说：

- 挣扎于沃克尔消胀，严重的衰退加上银行对于拉美债务的风险敞口，造成许多主要银行陷于严重困境。只是由于最后时刻的政策转变，以及监管机构在几年里故意不管银行极为不稳的金融状况，金融体系才没有分崩离析。那次危险被躲过了。
- 1987年的股市崩盘是一场重大的金融冲击，但美联储迅速采取保持市场运转和减息的高姿态反应，避免了经济受到重大破坏。
- 八十年代末到九十年代的储蓄贷款危机造成投资的错配以及贷款的减少，从而对经济造成破坏，政府救助带来的直接成本也多少伤及政府预算。

- 俄罗斯债务危机和长期资本管理公司的倒闭使得央行管理者寝食不安，他们为世界金融体系的稳定感到担忧。救助长期资本管理公司和降低利率等一系列行动保持了稳定。这是躲过危险的第三次案例。
- 九十年代到本世纪初的高科技股泡沫破裂导致大规模的投资错配，更重要的是触发了经济衰退。
- 显然，还有过去几年的房价大跌和金融崩溃，其影响是灾难性的。

鉴于仅在一个国家三十多年来就有如此的记录，所谓金融冲击属于罕见因此不必过虑的说法看来是十分错误的。

我发现，这张单子的惊人之处不仅在于冲击的时间长度，也在于其种类。如果看看美国以外的国家，很容易找到其他类型金融冲击案例。爱尔兰和塞浦路斯的金融冲击来自于外国人的存款导致银行部门的巨大膨胀。希腊的问题则是隐蔽的财政挥霍。还有一些是典型的突然中止。我相信，只要稍作研究，就可以找到更多的金融冲击的案例来补充这张单子。

简而言之，潜在金融冲击的类型很多而且不同。在我的国内外金融冲击清单上，只有少数几例事先出现资产价格飙升，接着发生崩溃。事实上，只有两例（高科技股股灾和最近一次危机）事后可以将其称之为泡沫。因此我认为，正确的教训是，金融冲击可能既频繁也难以预测，不仅发生的时间、而且其形式也难以预测。

### 小规模解决方案

所以问题是，我们该怎么办？我先来谈谈小规模的政策，其中一项基本上是没意义的，另一项虽然有益，但远非解决未来危机的彻底方案。

没意义的政策是以短期利率作为处理金融失衡和金融风险的工具。即使这是我们运用政策利率的唯一目标，这也是一件较原始的工具。一项经常出现的担心是，金融市场的一部分存在的潜在问题，或不同市场发生不同的问题。在这种情况下，运用影响所有市场的单一工具的价值有限。事实上，正如 Janet Yellen 在讨论中所指出的那样，往往甚至不清楚应该向什么方向改变政策利率来处理经济的潜在金融风险。当然，我们也希望为其他重要的目的运用这个工具。所以，我们可以争论，在制定利率时将金融发展考虑进去是否有所助益，但是其益处至多也是边缘性的。

我认为更加有希望的小幅政策，是我们在宏观审慎政策和资本账户管理这两个分组讨论中听到的。对此的正面表述方式是，这是一种明智的央行行长模型；反面表述的方式是，这是“随机应变”策略。不论贴上什么标签，这一想法是创造性地运用监管和干预，随着潜在问题的发展加以解决。比如，如果首尔房地产出现泡沫，就制定直接针对首尔抵押贷款的监管方法。

对有关以色列、韩国和巴西在处理范围广泛的金融发展中采取的政策行动的描述令我印象深刻，会议中我学到的一件事是，这类针对性行动是政策工具箱的有益补充。但鉴于潜在金融冲击类型跨度巨大，认为依靠非常聪明的政策制定者在每个问题发生时能有所察觉，并迅速设计出有针对性的干预措施，从而稳定金融市场，这种想法纯属幻想。

我所得出的结论是，我们必须拓展思路，创新思维，寻求更为根本性的解决方案，而不是特定的干预措施。在一般的层面上，这可以采取两种形式。

### 金融方面更深刻的解决方案

第一种做法是改革金融体系，使得金融冲击对实体经济的影响大大缩小。有关微观监管的讨论显示，这方面有一些颇有希望的想法。我想到的是加强资本充足率和流动性的要求，对产生较强系统性风险的机构制定特别规则，对金融机构运行的形式及其能力做出限制，比如英国的围栏和美国的沃克尔法则。比起在个别问题发生时单独应对而言，这类方式覆盖面更广，而且看来都是有希望的途径。

但说到底，很难想象这次会议上谈到的这些相对有限的改革，足以产生一个强健的金融体系，不会时不时发生严重问题。影子金融机构可能完全逃避在规则之外。有规则也就会有对策，而且冲击力度可能大到我们所讨论的小幅改革根本招架不住的程度。

因此，让我很失望的是，几乎没有看到更大幅度金融改革的讨论。以下是四类可能的大幅改革的例子：

- 偶尔有人谈到过**很高的资本要求**。比如，Allan Meltzer 指出，曾经有一段时间，银行一般要具备 25% 的资本充足率。我们是否应该向这样的体制过渡？
- Amir Sufi 和 Adair Turner 谈到，债务合约的一些特点使之从根本上容易发生不稳定。我们是否应该积极努力，推动更多的**指数化债务合约**，更多的**股权式合约**，等等。
- 我们能够看到现代金融体系强加给实体经济的成本。近几十年的金融创新所带来的收益，是否大于伴随的成本，这一点目前还不清楚。因此，**是否一个更加简单，如 1960 或 1970 年代的金融体系比现有的体系要好？**
- 金融体系发生的冲击常常对经济的其他部分带来巨大的成本，这意味着某些类型的金融活动或金融结构存在负面的外部性，这意味着可能要征收庇古税。

所以，**是否应该对金融体系的某些方面征收相当幅度的税？**如果应该的话，应该对什么征税？**债务—杠杆、规模、其他系统性风险的指标、某种组合**，还是别的什么？

对这些问题我没有答案，但我觉得这值得认真研究。但是这次会议基本上没有讨论从根本上重新设计金融体系的问题。

## 宏观经济方面的大幅解决方案

另外一种大幅度改革的途径是，提高宏观经济抵御金融冲击的能力。**我觉得，这次会议的最大缺失，是没有讨论这方面可能进行的改革。**我要在宏观政策的三个方面讨论一下这个问题：应对共同货币区冲击的措施、货币政策，以及财政政策。

在**共同货币区**方面：设想不久的将来，欧元区经历又一次大的金融冲击，对不同国家产生系统性影响。此时事态的发展会和过去几年所发生的情况很不同吗？

肯定不会有那么多的深夜会议，因为政策制定者们在短期危机管理方面已经学到了不少。但是，在根本上改变冲击影响的措施方面，看不出取得了什么进展。**清理资不抵债银行的责任在于各国政府而不是整个欧元区，在如何解决因此引起的不稳定方面，政策制定者最多只迈出了几个碎步。**在财政联盟和处理竞争力巨大差别的机制方面，进展更小。

在**货币政策**方面，通胀定标制在最初的十五到二十年期间似乎是一个神奇的框架。但是，相当长一段时间以来，我们看到通胀定标制无法以人们普遍认为必要的水平提供整体需求。因此，似乎很有必要考虑一下，是否需要一个不同的政策框架。在这方面进展也很小。几年来，人们时或提出以名义 GDP 路径为目标，但这方面的辩论还没有进展到对这一做法的成本和收益、以及是否能够使经济韧性大幅提高进行量化分析的地步。至于对货币政策框架进行大幅度改革的其他想法，讨论得就更少了。

在**财政政策**方面，**我想一个获得极大支持的想法是，扩大财政空间是可取的。**但是，恢复危机前的财政空间已经存在挑战，因此要实现这一点很难，这方面进展很小。一些危机始发国家原来具备非常负责的财政政策，但仍然受到很大冲击，据此看来，财政空间并非灵丹妙药。

我几乎没有听到对财政框架进行更大幅改革的讨论。没有提到是否可能制定措施加强自动稳定器，比如通过财政政策改革的宏观经济触发器来进行。这一想法在更广的政策领域所处的地位，类似于以名义 GDP 路径定标的想法：这一想法倒是时常被提起，但是从未发展到形成具体建议和量化评估的阶段。

另外一个在会议上和更广的政策辩论上都未引起注意的财政思路是，**财政规则或制约的想法。**比如，我们可以设想制定某种宪法规则或独立机构（或两者兼而有之，以独立机构执行宪法规则），规定在繁荣时期采取高度负责的财政政策，在衰退期提供肯定会是暂时性的财政刺激的机制。Roberto Perotti 和 Avinash Dixit 短暂地提出了财政规则或委员会的想法，但没有进一步阐述。

我们在宏观政策上进行大幅度改革方面基本没有什么进展，这似乎更说明需要思考更深入的金融改革。不过，我认为我们在宏观方面也需要拓展思路。

## 结论

经过了五年灾难性的宏观经济表现之后，“最初的举措以及早期教训”（本次会议的题目）不应该是我们的目标。相反，**我们应该寻求解决目前危机的方案，以及将类似事件重演的几率降到最低的措施**。我担心的是，我们现在注重的改革幅度太小，不足以做到这一点。我们需重新深入思考金融体系以及宏观经济政策框架的设计问题。