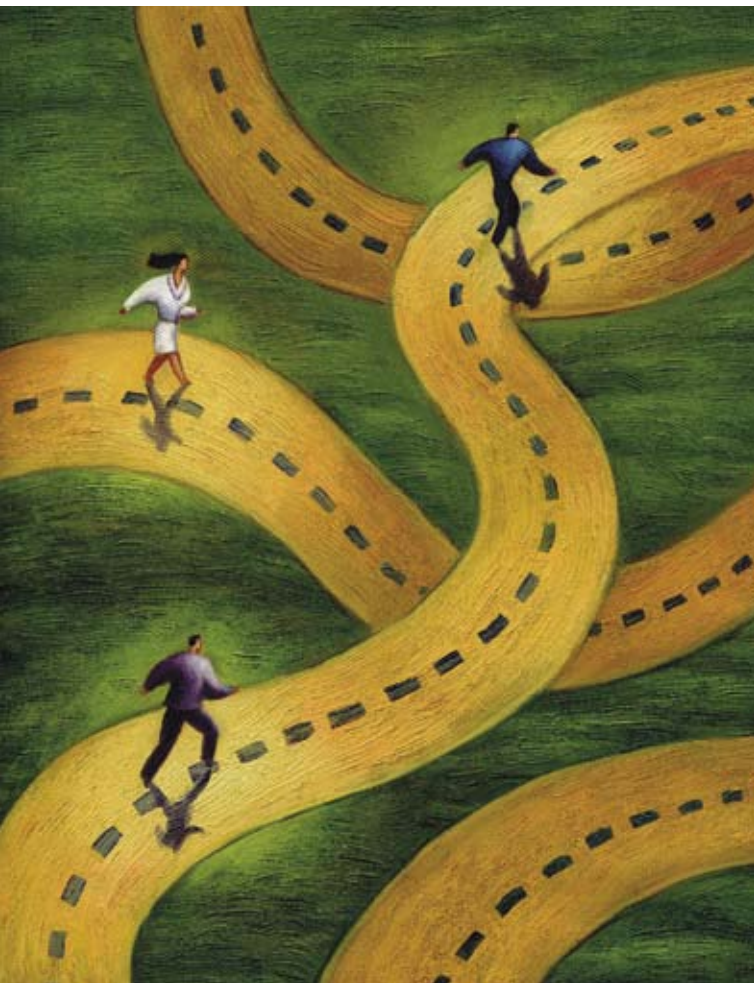


现代宏观经济学

偏离轨道

William White



每个人都痛苦地意识到，我们正置身于一场巨大的全球性经济和金融危机之中。英国女王伊丽莎白二世在2008年年底视察伦敦经济学院时曾问到，为什么事前没有经济学家预测到这次危机。事实上，一些经济学家确曾经发出了警告，那么接下来的问题是，为什么包括决策者在内的所有人都不愿意倾听这种警告？

或许最重要的原因是，在经济危机的酝酿过程中，很多人都在忙于大把大把地赚钱。而另外一个原因则是：根据目前所流行的宏观经济学范式，我们正

国际清算银行前首席经济学家认为，这场全球经济危机应该引发对宏观经济分析的反思

在经历的这种危机根本就没有存在的可能——这也正是本文所要探讨的主题。

仅仅改进宏观经济分析框架可能还不足以避免未来再次出现危机的可能，不过对其进行重新评估仍是必要的。这其中有很多死胡同我们必须远离，但同时其中也包含了很多有价值的思路有待我们进一步探究。

主流现代宏观经济学

格里高利·曼昆在2006年发表的论文中介绍了“宏观经济学简史”，他从凯恩斯革命说起，接着介绍了新古典主义和新凯恩斯主义学派，这些都是最近几十年宏观经济学教学中的主流学说。

凯恩斯革命（以经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯的名字命名）最大的成就可能就是，它提供了一个工资的反应滞后于其他经济变量的假设下，能够解释的产出、利率与（之后的）价格和通货膨胀如何同时确定的一般均衡模型。凯恩斯模型在后来一些大型实证的估测性宏观经济学模型中得到了细化，但遗憾的是，这些模型大多对凯恩斯极为关注的“预期”处理得很粗糙。另外，工资和价格对经济体系受到的冲击反应迟缓这一假设（至少在许多学者看来）似乎缺乏充分的理论支撑。

对这些缺陷不满导致了新古典主义模型的出现，该模型不进行“刚性”假设（如粘性价格和工资等），而假设所有的经济主体都对未来有理性预期，并理性地采取行动，以实现自己的利益最大化。后来的新凯恩斯主义模型与新古典主义模型的最大区别体现在，前者重新引入了凯恩斯关于工资和价格刚性的假设，这种思路也是近年来新兴的、非常流行的动态

随机一般均衡模型的基础，甚至在各国央行的研究人员中也非常盛行。

最近的这次危机已经表明，基于理性预期假设的模型存在不足之处，其理论根基已经受到攻击（Foley, 2004）。理性究竟是什么？各类资产价格的飙升以及随后的崩盘似乎并不符合与标的价值相关的理性定价过程。相反，许多市场中的预期看起来似乎仅仅是建立在对既往发展的外推之上，而事实证明由此得来的价格水平是无法持续的，因为经济基本面的作用最终还是要显现的。关于大多数市场会快速调整价格、迅速恢复供需平衡（劳动力市场尤为如此）的假设与现实情况中失业率的增加不符。此外，人们逐渐认识到，对于许多经济体系的核心价格（如汇率、利率以及能源价格等）而言，政府的影响力并不逊于市场的影响力。

“最近的这次危机已经表明，基于理性预期假设的模型存在不足之处。”

简而言之，这次危机证明现代宏观经济学赖以立足的各种简化假设无法用于解释现实世界的发展状况。

可能有人会说，决策者是因为使用这些模型而被带入歧途，但事实上，几乎没有证据显示这些现代学术理论曾对大多数中央银行家如何运用政策工具产生过重大影响，德高望重的中央银行家和学者艾伦·布林德曾经撰文令人信服地说明了这一点（布林德，1988和1997）。事实上，大部分高层决策者仍然依赖于基于凯恩斯理论的模型。然而，这些模型同样未能对不断累积和恶化的问题提出预警，所以我们同样必须对它们的缺陷进行考量。

凯恩斯模型的缺陷

战后，基于凯恩斯理论的经验模型一直不能很好地预测商业周期的拐点。这是一个根本性缺陷，因为我们并不需要这些昂贵的模型告诉我们将来和过去没多大区别。据Axel Leijonhufvud（1968）记载，凯恩斯本人也十分怀疑这些模型是否有用，因为这些模型在构建时忽视了凯恩斯最伟大的真知灼见——预期。预期对所有形式的经济行为都至关重要，但由于经济本身的复杂性，未来存在不确定性。在这种不确定的情况下，经济行为在很大程度上是受直观推断和直觉（“动物精神”——Akerlof和Shiller，2009）引导

的，这就会造成突发性且严重偏离过去轨道的行为。如果可以用一句话来描述未来的特征，那就是：未来并非过去观测值的平均值。

因此，虽然传统的凯恩斯模型为解释世界经济运行提供了有用的理论框架，但是和现代模型一样，它们在预测方面也不是非常有效，对决策者而言其作用也很有限。而且更糟糕的是，凯恩斯传统模型还忽视了对当前危机有重大现实意义的其他两种观点——奥地利学派的观点以及海曼·明斯基（Hyman Minsky）的观点。

奥地利学派的观点

与凯恩斯理论框架恰好相反，奥地利学派理论指出了以下情况的重要性，即金融体系创造货币和信贷的行为如何随时间推移不断造成累积性失衡。失衡又会导致投资无收益，最终以某种类型的经济危机形式爆发。从当前的情况看，过去十几年内货币和信贷增长速度过快，这或许导致了资产价格上涨，而这种上涨几乎完全脱离了基本面。同时，这也导致支出远远高于历史水平。例如，许多英语国家的家庭储蓄率已经降至零或者零以下，而同时中国的投资占GDP的比重几乎升至50%。奥地利学派的观点认为，当这些失衡恢复到更合理、更正常的水平时就会发生危险。在过去的两年中，从美国、英国以及其他国家的资产价格和支出模式中就可以看到这类情况。这才是我们所面临问题的要害所在。另外，从奥地利学派的角度来看，中国持续的、史无前例的投资驱动型增长更多是一个危险信号，而非新一轮可持续增长的信号。

企业错误的支出决策最终会导致无利可图的投资，家庭的错误决定会带来不合意的投资/耐用品，而这些投资和耐用品的折旧期往往很长。在当前情况下，许多因为高需求而迅猛扩张的行业规模都过于庞大，必须进行缩减。在全球层面，此类行业包括金融服务业（尤其是全球供应网络）、汽车制造业、批发分销业、建筑业以及许多其他中间和初级生产投入等。另外，由于亚洲许多生产设施都是出口导向型的，而国外消费者目前丧失了付款能力，所以一场大规模的制造业地域重组即将展开。

从这个角度来看，凯恩斯主义所主张的需求刺激很可能产生短期收益，但如果抑制了生产能力的必要调整，最终效果将不会太理想。随着时间推移，这些因素会发生作用。在家庭储蓄率非常低的国家中，解决这一问题的最佳方案并不是“旧车换现金”计划；而在拥有巨额贸易顺差的国家中，压制汇率也不是好办法；如果被扶持的产业不再会创造工作岗位，那么

对缩短工作时间提供工资补贴的做法同样不可取。

在这样的重组过程中，结构性失业率会升高，潜在产出水平会降低。而且，潜能的下降又将紧随投资减弱（有时受信贷紧缩影响）以及就业和工资水平（其不会迅速得到调整）等传统经济衰退的影响（见Cerra和Saxena，2008）。这表明，所有旨在扩大总需求的政策都会激发通货膨胀压力，而且速度之快超乎预想。由于量化宽松、信贷宽松等政策本身就是史无前例的，相应的，其所产生的效应也不确定，不确定性的增加源于总供给的改变，其在目前阶段的效果尚不确定。

海曼·明斯基和金融体系的角色

对我们当前所面临的各种问题，最流行的概括说法是“全球金融危机”，不过，这次危机不仅出现在金融领域，也波及到实体经济。与之相关的问题，即金融体系的脆弱可能会通过信贷紧缩影响实体经济，也使人们更加以为这仅仅是一场金融危机。而自相矛盾的是，现代经济学分析中几乎从未提及金融部门的问题。正如查尔斯·比恩（Charles Beans, 2009）所述，在宏观经济学关于利率和价格重要性的主流分析中，几乎没有对金融中介的表述。

诚然，银行家创造货币和信贷这一事实被视为资本主义社会不时会产生危机的根源，至少奥地利学派是这么认为的。但是即使在这一学派的文献中，金融部门存在的问题以及金融部门对实体经济的消极反馈效应也极少被提及。

纳入这种因素的相对早期的尝试来自欧文·费雪（1933）。20世纪30年代，在美国数以千计的银行破产的背景下，他提到原因在于接连不断地放松信贷条件进行放贷（他说，这么做最后将无异于为“投机和公开欺诈”提供方便）。而最终结局是，这种宽松政策威胁到了银行自身。

要更加全面地评价这些金融观点，我们需要借鉴海曼·明斯基的看法。明斯基（1982）也提到了信贷增长的不同阶段，随着信贷期限不断缩短，最终结果实质上就是“庞氏融资”（Ponzi finance），即在上一个繁荣阶段的最后时期借入贷款来支付之前贷款的利息。在之后的某个无法预测的时刻，债主们会突然意识到自己的失策与愚蠢，他们首先关注自己的敞口，但是接着几乎立即就会注意到其他人更为有失审慎的行为。在这个“明斯基时刻”，萧条时期开始，实体经济深受影响。明斯基认为，这种危机虽然表面看起来像是一次流动性危机，但是可用信贷枯竭的根本原因却在于对包括其他银行在内的交易对手丧失清偿能

力的深刻担忧。法国巴黎银行在2007年8月决定冻结其下属三家共同基金的提款，以及2008年雷曼兄弟的破产，都表明了明斯基的理论对当前的问题具有相当的解释力。

宏观经济学的未来之路

上述理论观点对宏观经济学的未来有哪些启示？新古典模型和新凯恩斯主义模型所基于的假设过于简单化，这使它们很难在近期内有机会成为实施最佳宏观经济政策的理论指导。

那么我们就只剩下凯恩斯理论框架了，但这一框架的主要功能范式可能受“动物本能”的支配而显得模糊且不确定。这至少也说明了人们对现有实证模型所做预测的合理质疑。官方机构，尤其是IMF和经济合作与发展组织，最近出现的巨大预测误差恰恰显示了大多数预测机构这么多年来一个趋势。在认识到各类模型的潜在缺陷之后，许多机构纷纷开始综合利用各种模型，政策要求的评估将会全面考虑各种模型，同时也会参考经验丰富的决策者的直觉。这种将艺术与科学融为一体的方法可能是我们目前的最好选择。

但同时传统的行为模式也面临其他挑战。怎样才能将奥地利学派理论的某些洞见融入凯恩斯理论框架中？在正常情况下，直接使用凯恩斯理论框架来预测产出缺口与通货膨胀趋势可能会得到比较令人满意的结果。比如说，在21世纪头10年的初期，全球经济同时出现了快速增长、通货膨胀下降以及实际利率非常之低的现象，而凯恩斯理论框架似乎可以对此作出较为充分的解释（White，2008）。然而，在平静的表象之下，奥地利学派所说的“失衡”已经在不断累积，并最终造成了现在的危机。未来的宏观经济学研究必须找到能够识别这些压力并作出反应的方法。可喜的是，目前人们已经在识别领域做了大量工作，而其他某些领域也有望出现更多的进展（见Borio和Drehmann，2009）。

目前存在这样一种倾向，即认为应对失衡仅仅是为了实现“金融稳定”，这种倾向是必须抵制的。这种倾向在某种程度上源自一种误解，即认为我们目前的危机仅仅局限于金融领域。其实，问题的关键在于过度的信贷和货币创造如何导致金融体系之外的失衡，并对宏观经济产生重大影响。例如，如今美国等许多国家的家庭更倾向于缩减消费、提高储蓄，并努力偿还债务，这似乎与金融体系能否为这些过去的贷款者提供更多信贷无关。家庭和公司的资产负债表如何影响支出意愿（与支出能力相反）将会成为未来研

究的重要课题。

将当前问题看成一个广义的宏观经济学问题，而非一个简单的金融稳定性问题，也具有重要的制度含义。在这种思路下，监控这类奥地利学派所认为的“失衡”问题的累积以及引导政策回应的最终责任应当归于中央银行，而非金融监管部门。这样会产生一

“家庭和公司的资产负债表如何影响支出意愿（与支出能力相反）将会成为未来研究的重要课题。”

些政治问题，因为失衡问题不断加剧时，那些基于规则而非酌情处理的监管手段（White，2009）似乎是更受欢迎的政策回应方式。未来对这些问题的研究将会非常受欢迎，尤其应该重点关注对快速信贷增长进行“逆势干预”的货币政策的范围。

我们将这个问题称为广义的宏观经济学问题，但我们并不否认金融领域是问题的重要组成部分。家庭和公司资产负债表中的不平衡和过度杠杆化总体上与金融企业的过度杠杆化相匹配。实际上，正是这两种杠杆化的共同作用令当前的经济衰退如此严重，因此需要同时降低这两种杠杆化。这意味着，对金融体系职能的研究依旧具有较高的优先级。

当前危机已经使很多人对大多数有效市场理论持

否定态度，但用什么来取代这些理论呢？再次令人振奋的是，目前已经有很多研究信息缺失、网络问题、激励缺陷等金融方面的文献。行为金融学的观点也越来越受重视（如Akerlof和Shiller，2009），同时，对市场参与者之间相互作用（这会带来意想不到的市场结果），有独特见解的市场从业者的贡献也受到重视（如Soros，2009）。

将金融问题看作是广义的宏观问题的新思考方式也具有重要的制度含义。当前问题的重中之重是政府保障体系的作用。政府保障体系在过去数十年内以各种方式实现了扩展，我们最近看到了政府在此方面作出的又一重大举措。研究人员需要关注以下问题，即日益严峻的金融周期性危机是不是由不断加剧的道德风险（激励缺陷）以及不断扩张的保障体系引起的？当前对银行已经太大、太复杂、联系太紧密、全球联动性太高的担忧仅仅是这个更大问题的一个方面而已。

总之，当前的危机一方面显示出宏观经济学研究中可能存在一些死胡同，另一方面也提出了很多对预防和应对危机有实际意义而且亟待解决的重要问题。这些深刻的分析性见解是否将带来宏观经济学的范式转变还未可知，但无论我们如何定义这种转变，改变我们的思维方式已经是大势所趋。■

William White曾于1995—2008年间在国际清算银行货币和经济部担任经济顾问及主管，目前任经济合作与发展组织经济和发展评审委员会主席。

参考文献：

Akerlof, George A., and Robert J. Shiller, 2009, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

Bean, Charles, 2009, “The Great Moderation, the Great Panic, and the Great Contraction,” Schumpeter Lecture, Annual Congress of the European Economic Association, Barcelona, August 25.

Blinder, Alan, 1988, “The Fall and Rise of Keynesian Economics,” *The Economic Record*, Vol. 64, No. 4, pp. 278–94.

———, 1997, “What Central Bankers Could Learn from Academics—and Vice Versa,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, No. 2, pp. 3–19.

Borio, Claudio, and Mathias Drehmann, 2009, “Towards an Operational Framework for Financial Stability: ‘Fuzzy’ Measurement and Its Consequences,” BIS Working Paper 284 (Basel: Bank for International Settlements).

Cerra, Valerie, and Sweta Saxena, 2008, “Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery,” *American Economic Review*, Vol. 98, No. 1, pp. 439–57.

Fisher, Irving, 1933, “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions,” *Econometrica*, Vol. 1, No. 4, pp. 337–57.

Foley, Duncan, 2004, “Rationality and Ideology in Economics,” *Social Research*, Vol. 71, No. 2, pp. 329–39.

Leijonhufvud, Axel, 1968, *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes* (New York: Oxford University Press).

Mankiw, N. Gregory, 2006, “The Macroeconomist as Scientist and Engineer,” NBER Working Paper 12349 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Minsky, Hyman P., 1982, “The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behaviour of the Economy,” in *Financial Crises*, ed. by Charles P. Kindleberger and Jean-Pierre Laffargue (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).

Soros, George, 2009, *Central European University Lecture Series*, Budapest, October 26–30.

White, William R., 2008, “Globalisation and the Determinants of Domestic Inflation,” BIS Working Paper 250 (Basel: Bank for International Settlements).

———, 2009, “Should Monetary Policy ‘Lean or Clean?’” *Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper 34* (Dallas, Texas: Federal Reserve Bank of Dallas).