

## “世纪性危机”……

随着金融危机以令人眩目的速度嬗变，支撑金融部门日益增多活动的商业模式已愈来愈信誉扫地。本政策简报建言，需要程度相当大的公共干预才能避免对金融系统和实体经济造成更大的损害。还须加强监管并提高金融工具和金融机构的透明度。总体上说，宏观经济政策应当以避免全球衰退甚至萧条为目标。最终，经济政策的主要挑战可能是滞胀而非通胀。

自这场危机首次爆发以来现已过去了13个多月，但全球经济尚未看到常言所说的隧道尽头的亮光。随着全面金融崩溃的迫近，事情变得越来越糟糕，美国政府以有史以来最庞大的金融抢救计划全力安抚市场，一些欧洲政府也加入了激烈的争辩。几乎每天银行倒闭的新闻和投行曾几何时大肆鼓吹的商业模式在危机黑洞之中消失无影的事实，对于在金融螺旋下滑加速之前已经处于衰退边缘的全球经济不啻是一种恶兆。

崩溃的威胁使政府重返舞台中心。的确，在信心已经丧失而且所有其他角色都力图削减开支或不惜任何代价清理资产负债表以避免破产之际，政府和中央银行成为稳定市场的唯一角色。由于一个家庭的债务是另一个家庭的资产，一个公司的开支是另一个公司的收入，在预期完全相同的时候，若无政府反周期的干预行动，市场将无法触底。

对于全世界的决策来说，认识到适用于整个经济的法则从根本上完全不同于隐匿于单个家庭或企业行为背后的法则比以往任何时候更加重要。政府和中央银行也必须认识到，基于对某些部门价格不断上涨的预期而追逐越来越高回报的当代金融市场如同一头怪兽，在它造成严重损害并威胁到整个体系之前必须加以驯服。凡目睹例如近来由对俄罗斯或中国股票市场杠杆投机产生的巨大泡沫的政府，应该懂得这种泡沫破裂之

前不可能不带来系统性的危机。对于其他政府，包括一些东欧国家政府来说，投机造成货币定价过高并造成国内家庭和公司企业资产负债表上巨大的货币错配。它们应当意识到这种情况对于贸易平衡的后果和可能需要其货币贬值，尽管这意味着由家庭和公司企业持有的外债按本国货币价值计的升高。

一些人出于意识形态原因批评在危机期间强调对重新认识的国家作用。但现时需要的是务实解决办法，而非教条和意识形态争斗。国家重新回到引人注目的位置是因为金融市场的景气期或萧条期无法与实际市场相比，在实际市场中有独立的代理依其各自的偏好和预算限制提供和需求货物和服务。与实际市场不同，金融市场的特征是时常发生群羊效应行为。当金融市场处于大幅度投机回摆时，几乎所有的参与者获得的是同一类信息并追从模式相同的预期。其行为的一致性造成疯狂和恐慌。在景气期，短线抛售者太少，而在萧条期，短线抛售者又太多。

近年来经济学的标准观点是经济创新有助于分散风险，因为它将风险有效地分配给了较适于承担风险的代理商。然而，这是一种误导，它并没有考虑到在某一阶段，几乎所有行为者，包括肩负信贷风险评级的代理商，都受到高回报喜悦心态的传染。现已显示，使风险与债权人及其偿还能力信息系统性脱节的



做法是现代金融工程的一大弊端。<sup>1</sup>

美国政府建议的庞大救市行动所伴随的“损失社会化”遭到广泛批评。但鉴于金融稳定和总体国内经济面临的风险，政府别无选择，只能为一些庞大面临倒闭的机构提供保险。这种稳定市场体系，避免金融和实际崩溃的干预行动，也应视为最大限度减少对实体经济有害更值得优先。同样，应以优先考虑政府的股本而非在于补贴银行的方式抑制政府和纳税人所付的长期代价。

### ……和汲取的教训

显而易见，政府的保险和抢救计划不应当无偿提供，无论是对于纳税人的即刻成本还是从较长期的市场结构重新调整角度看，都不应当是免费的。拯救一部分金融机构——实际上是整个市场——以避免系统危机的决策，必须具有规范管理的后果。未来，必须如同对待吸纳存款的银行一样对待这些机构，使之受到严格审慎的监管，或像已经在某些情况下发生的那样，使之被迫改变商业模式，适应较传统的银行安排。市场原教旨主义者基于单凭市场纪律就能最有效监督市场行为的理念而反对较强管理的论调明显已被这场危机弄得声名狼藉。正因为如此，长期的教训始于承认，尽管金融服务在将资金配置于高回报活动方面发挥了关键作用，但过度的金融创新能造成投资亿万富翁沃伦·巴菲特所称之为的“金融大规模毁灭性武器”。

规章制度政策应当以提高金融产品的透明度为目标。为此，可以在国家一级和国际一级采取若干具有立竿见影效果的管理手段。

首先，重新评估信贷评级机构的作用。这些应当解决信息问题和提高透明度的机构似乎发挥了相反的作用并使市场更加不透明。其二是激励产生简单的金融工具。现行的管理立场偏向于复杂的金融产品，而市场的参与者常常对它们不甚了解。第三个步骤是处理非银行金融机构到期错配问题，并限制银行参与管束松弛的机构的活动。第四是限制与证券化联系在一起信贷恶化。快速推销其贷款的银

行对监督借贷者的质量不太感兴趣。通过强迫银行在账面上保持一部分它们放出的贷款可以缓解这个问题。

虽然过去几周短期救火行为正确地将着眼点放在限制金融危机对实体经济的直接影响上，但间接影响正在迫近，必须接下去处理。自2008年初以来，美国政府已经采取行动缓解间接影响并恢复消费者和公司企业的信心。然而，面对新的金融螺旋下滑，一些大银行的拆分和对迅速解决危机预期的负面影响，2007年初采取的货币和财政刺激手段已经黯然失色。

全球的主要问题是，美国当局重振实体经济的积极立场在其他大的发展中国家被动甚至收缩式宏观经济政策的大潮之中逆水而行。欧洲中央银行正在积极为本系统提供流动性，以避免银行之间拆借市场的瓦解，却没有提供急需的货币刺激。事实上，欧洲央行决定要做的恰恰相反，当财政政策受到欧盟《稳定与增长公约》的束缚之际，采取了一种极端强硬的货币立场。

在全世界范围内，经济决策者们明显未能领会美国去杠杆化进程（即无价值资产折旧和各级减债过程）的加速、美元弱化和危机后期美国人无所事从隐含的全部影响。这些力量可对全世界经济的总体前景造成巨大的消极影响。只有盈余国家——尤其是日本和欧元区（其中增长已经乏力和出现负增长）的大国——全方位减少盈余头寸并迅速提供政策刺激，才能避免全球经济的长期衰退甚至萧条。

全球面对当前形势过分忧虑通货膨胀的反应是一种误导。长期下滑或萧条的风险远比通胀严重的多，因为放缓将进一步降低初级商品的价格。除此之外，没有什么证据证明类似于触发1970年代通货膨胀的工资——价格上旋眼下是一种现实威胁。仅有极少数发展中国家和发达国家名义工资的增长以通胀允许的条件超过劳动生产力的增长速度。真正的主要经济政策挑战可能是滞胀，而非通胀。

<sup>1</sup> 见贸发会议，“全球金融市场最近的动态”（TD/B/54/CRP.2，2007年9月28日）和贸发会议“政策简报”第一期，2007年10月。