



危机后遗症中的货币政策*

全球金融危机已过去快七年，可全球经济状况仍屡屡让人们的预期落空。在发达和新兴经济体联合的强力刺激下，2010年全球增速一度达到5.4%。然而从2011年以来，全球总体增速一路走低，2014年仅为3.4%，显著低于危机前五年繁荣时期的平均水平。对于这样规模的危机及其后遗症，不少专家们虽然在书本上读过，但有生之年并未见过，思想上也并未准备好。于是这些年来，主流经济预测持续过于乐观。

就拿国际货币基金组织为例，从2011年以来国际货币基金组织每年两次的《世界经济展望》报告和两次展望更新中可以清晰看到，国际货币基金组织对未来经济增长的预测总是倾向于认为：当前已是最坏状况，未来增速一定会逐步提高直到收敛至长期潜在经济增速。但现实中复苏的疲弱一次次令人始料不及。

譬如今年4月IMF对2015年全球经济增速的预测是3.45%，相比2011年9月的4.8%，下调了1.35个百分点，也就是约30%的增速落空了。总体上看，近四年以来提前一年的预测相比当年实际值往往要高0.4-0.6个百分点。实话实说，这个预测不比直接挪用上年数据的傻瓜预测高明。

最开始还可以说预测跑偏是因为欧债危机爆发了。然而当欧债危机的影响被吸入预测模型后，预测数字继续被现实痛扁，因为新兴经济体增速下调又超出预期了。

*本文发表于《财经》杂志2015年第17期，2015年6月15日。

其实出人意料之事常常有，预测误差很正常，只是这样大幅度同时持续单边的预测误差该做何解释？

首先，预测误差的规模上升，反映大危机后全球经济变得更加脆弱而不稳定，一点感冒就引起全身抽搐。其次，对大危机后实体经济的调整过程，专家们缺乏经验和知识的准备，很大程度上仍倾向于用传统经济周期的框架来追踪现实经济过程，从而造成持续高估。

资产负债表衰退复苏漫长

自从危机爆发以来，经济学这个行当就非常尴尬。如果按照 Barry Eichengreen 的话来说，不仅经济学家们没有预料到这场灾难，而且在应当作出回应之时，很多人说不出什么对题的话。而之后不断的预测走偏，只是更加印证了这一尴尬。不过也正是因为尴尬以及尴尬下的自省，经济学倒是得到了一个机会扬弃自新，经济学家则得到了非常好的一个机会观察和学习危机后实体经济的调整机制和约束。

那究竟国际金融危机后实体经济的调整过程与常规经济周期的调整有何区别呢？可以观察到的是，国际金融危机是由资产价格泡沫引发的金融危机，它伴随包括金融部门在内等多部门资产负债表剧烈恶化。这种经济衰退现在被广泛称之为资产负债表衰退，以区别于传统宏观经济周期中的衰退。战后发达经济体经历的多次衰退，往往由货币政策为遏制通胀而实行紧缩所致，经济中多部门资产负债表并未经过长时间的膨胀，因此调整幅度相对较小。

资产负债表衰退往往伴随永久性的产出损失和长时间的低迷。所谓永久性产出损失只是一种技术说法，转换成日常语言，就是经济从原来系统性的乐观预期跌入现实的冰冷后，必然要接受的产出总量变化。在危机前的金融繁荣时期，往往存在资源的跨期错配和跨部门错配。这些条件下的产出本质上不可持续。繁荣时期，家庭、企业和政府对未来收入、资产价格以及信贷可获得性的期望较为乐观，敢于承担较多债务。银行则过高估计了资产的质量、借款人的财务状况、以借新还旧的方式应对自身短期债务的能力。当乐观预期不再能得以维持，资产价格大幅下跌，金融机构受到不良资产的影响导致无法正常发挥其金融中介职能后，各相关主体都需要长时间通过增加净储蓄和出售资产的方式来降低债务，这导致经济总支出和收入低于危机前水平。

如果用一句话来概括长时间低迷的根源，那么就是“出来混总是要还的”。与传统宏观经济周期中衰退后的复苏模式不同，资产负债表衰退发生后必须要面对资产负

债表的修复问题，解决过高的债务、过剩的产能，提升资产质量，同时消除危机前积累的结构扭曲。这一过程往往面临着多方面挑战，因此路途艰难而漫长。

首先，在原有过度需求的部门中，大量闲置的资本和劳动需要时间通过新的融资活动、新企业的设立、或者有关的培训得以重新利用。这一调整过程要进行到债务率降至可持续水平、过剩产能也得以消化吸收之时。

第二，危机前的经济繁荣掩盖了金融业和政府财政中资产负债表的风险，因此通常金融业和政府很少能在繁荣时期为危机后的去杠杆过程准备充足的缓冲资本。这使得危机爆发后，私人部门和公共部门高额债务与银行业资产负债表恶化也容易形成负面的恶性循环。

第三，对于危机后金融行业和政府决策而言，还有一层问题使得资产负债表调整变得更为艰难。譬如，银行体系很有可能继续为处于困难中的低效企业提供信贷，或者提供债务展期或者允许借新还旧。由于陷入困境的低效企业仍在不断吸收信贷资金，可分配给市场中更有效率的企业的资金相对就少了，从而导致经济中较有活力的部门不能得到快速扩张所需的资源。从政策制定者的角度看，为避免最坏情形下的救助以及失业人口的快速增加，往往会为了延缓问题部门风险暴露而采取一些容忍性措施。但从整个宏观经济的角度看，这却延缓了资本和劳动的重新配置以及经济恢复平衡和效率的进程。

第四，资产负债表修复过程最核心的一环是金融部门的去杠杆化，但金融部门去杠杆化必然使其向非金融部门提供信贷的能力下降，这会使得在资产负债表修复期同时伴生内需不足和通胀低迷甚至通货紧缩的情形。并非通货紧缩本身有多大的问题，真正的问题在于可能形成通缩预期加速，使得实体经济处于不稳定的区间。费雪早在 大萧条期间就详细分析过债务-通货紧缩 (debt-deflation) 的机制。在这一过程中，由于物价的普遍下跌，债务实际价值上升会导致更大的清偿债务的需求，负债主体被迫出售资产或存货、减少消费和投资，又进一步导致通货紧缩。

中央银行不是替罪羊

迁延日久的资产负债表修复过程也挑战了现有货币政策框架。危机期间，以美国为代表的主要发达经济体采取了果断的超宽松货币政策，对于防止迫在眉睫的金融市场崩溃和加速恶化的通货紧缩起到了关键作用，避免重蹈上世纪三十年代西方世界大萧条的覆辙。在危机最紧急的时刻过去之后，超宽松货币政策继续维持，到目前为止

已实施超过六年多。然而正是在这一段时间，伴随全球经济复苏频频低于预期的状况，越来越多的人开始质疑旷日持久的非传统货币政策在后金融危机时代的有效性甚至争论其负面效应。

为了促进经济复苏至可持续的正常增长阶段，就需要完成经济中各部门的资产负债表修复，消除危机前积累的结构性扭曲。如果是由于各经济部门所提供和所获得的金融资源总量及结构存在严重风险，从而导致了金融危机，那么在金融危机后，金融结构应该调整为更为稳健的形态，以增强经济活力并降低金融风险。经济学家普遍赞同，货币政策在危机处置中能发挥应急性止血作用，但对货币政策与金融稳定的关系，在理论和实证研究中都仍存在不少争议。宏观经济学目前并没有形成同时解释危机发生并提出货币政策建议的成熟模型。如果莽撞的基于错误模型提出政策建议，风险又会太高。

而关于货币政策在资产负债表修复时期对经济复苏的作用，最大的争议正如一句俗语所言，货币政策不能“推动一根绳子（pushing on a string）”。其中一个关键原因在于，金融部门的去杠杆化有可能阻扰货币政策传导。如果金融部门不能扩充权益资本，那么去杠杆化必然导致它向非金融部门提供信贷的能力下降。从这个角度看，由于美国直接融资比例更高，通过量宽政策压低长期债券收益率，其实也就为很多大企业方便而低成本的获得债券融资开了绿灯。这也是为何量宽政策在美国的作用会大于对欧元区的作用的一个原因。

对于间接融资主导的经济体，如果决策者一方面希望经济各部门完成资产负债表修复，另一方面又希望低利率能够刺激金融部门提供更多信贷，二者本就似乎存在矛盾。正如哈耶克所形象描述的，“为了与大萧条作斗争而实行的强迫信贷扩张，只能是一种试图把魔鬼招来制服魔鬼的手段”。这一时期，货币政策难以扮演救世主的角色，其最重要的任务是防止经济陷入加速通货紧缩的螺旋式下行中，防止一个重大的存量问题转变成长期持续的流量问题。

不过，即便是完成这一项任务，货币政策仍面临很大不确定性，需要工具创新及其他政策的配合。譬如近两年以来，欧元区采取建立银行业联盟的举措，对于纠正银行业资产负债表问题有着重要价值。由欧央行完成的欧元区银行业资产质量评估正是其中的一项重要的工作。增强银行资产负债表的透明度有利于它们募集权益类资本，从而降低通过收缩资产来修复资产负债表的必要性。另外，在传统银行部门重组的过

程中，应当鼓励发展银行业外其他形式的金融业务及创新，以减弱去杠杆化对实体经济的影响。

在目前公共债务水平高企、财政政策空间有限、同时结构性改革缺乏动力的情况下，货币政策往往被政治家、市场及公众当成仅有政策选项，并被寄予厚望。考虑到中央银行在金融危机期间挽救经济的表现，这一状况可以理解，但仍需格外警惕。现任印度央行行长 Raghuram Rajan 就曾提醒到，如果中央银行家也认为货币政策是仅有选项时，实际上减轻了政治家的负担，同时也会导致中央银行最后成为所有问题的替罪羊。

（笔者单位：中国社会科学院世界经济与政治研究所）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。