

## 从危机中学习:中央银行能做什么? \*

本杰明·弗里德曼

导致巨大冲击的危机事件通常会引发人类的反思与警醒,尤其是当这类事件造成难以承受的后果时,更是如此。在触发这类事件的成因中,即使一开始就没有任何人为的过错(例如地震),寻求在类似事件再发时的减损之道,也是人之本性。那么,由于人类行为本身闯出大祸而深处危机之时,问题就不仅仅是如何遏制损失,还应该考虑如何防范危机的再发。

更广泛的问题是,从危机事件中汲取的教训可以在多大程度上应用于一般的常态之中?谁也不希望在飓风来临之前疏散撤离海滨城市居民时造成的交通大拥堵也会在其他的时间发生。我们学会管理这类偶尔发生的疏散撤离是有用的,但这类知识对于控制常态的交通秩序则作用有限。

经济学家与政策制定者现在开始清理 2007 年爆发的金融危机与经济衰退所造成的废墟,毫无疑问,就研究的标准路径而言,这些清理分析将成为我们的中心工作。对于中央银行家、监管者、以及其他有关责任人来说,为了抑制这类崩溃事件还能做些什么呢?

如果这类危机事件真的再次发生,政策制定者应该采取什么样的措施来遏制其在金融体系内的蔓延,并且限制其对非金融性的经济活动造成的紧缩效应呢?政策制定者在危机中的所为(或失误),是否又能说明在一般常态下,他们应该如何制定货币政策,或者监管银行与其他金融机构呢?

发生在 2007 年的危机与衰退是自第二次世界大战以来最为突出的经济事件之一。在有些国家,实际的经济代价——按照产出下降、失业增加、投资与收入及利润的萎缩来衡量——已经超过第二次世界大战后发生的其他衰退。例如,美国的实际产出从顶峰到谷底下降了 3.8 个百分点,这比 1957~1958 年的情况稍微糟一些。虽然失业率尚未达到 1981~1982 年衰退时的水平,但有可能在更长时间内持续保持高位。

不同于以往的是,这次衰退对世界各个地区都造成了冲击,尽管影响程度不一。据国际货币基金组织估计,全球贸易总量在 2009 年下降了 12 个百分点,如此多的出口导向经济体受到影响也就不足为怪。然而,受到冲击最大的当属金融部门。重要金融机构的崩溃,资产价值的萎缩以及随之而来的账面财富的消解,信用流的中断,对公司与信用市场工具失去信心,对交易对手方违约的恐惧,尤其是中央银行与其他政府机构的干预——包括规模与形式——这些都已经极为超常。这一幕是否构成了第二次世界大战以来最糟糕的实际经济衰退,对于多数国家而言,险象环生,可谓是惊心动魄。而对于世界金融体系而言,毫无疑问,这是自 20 世纪 30 年代以来所发生的最大危机。

这一对照即可说明我们最需要学习的价值所在。政策制定者应该采取什么措施来遏制金融市场内部的危机呢?他们所采取的政策在哪些方面可以为我们在正常时期提供经验教训呢?为了减

\* 本杰明·弗里德曼(Benjamin M. Friedman),哈佛大学经济系威廉·约瑟夫·梅尔政治经济学讲座教授,原系主任,美国艺术与科学院院士。本文是主编特约稿,原为作者 2010 年 2 月在孟买举行的印度储备银行首届国际研究会议“危机对中央银行的挑战”上提交的论文。作者感谢肯尼斯·库特纳(Kenneth Kuttner)与其他同仁的评论。

少将来发生危机的可能性,或者在发生危机时能够给予更为有效的遏制,还需要做出什么样的改变呢?

我总结了几个原则性的结论。在考察货币政策如何影响非金融性经济活动方面,最为重要的不是货币,而是信用,包括信用总量、信用价格与信用可得性。在确定利率水平方面,中央银行现在不是仅有一个政策工具,而是有两个。就货币政策而言,在时间期界足够长的情况下,中央银行的负债数量可以或多或少地独立变动。

中央银行的资产构成也很重要。当中央银行持有的证券量很大时,将会影响市场利率的关系。与此相反,一旦出借者(lenders)受到了严重损害,政策制定者并未构画出哪些工具能够有效恢复银行借贷市场的活力。现在必须要做的,还包括通过公共政策加强金融监管。对于今天市场上复杂的金融机构而言,无论是自律监管,还是资本市场债权人的监管,都已经不再充分有效。金融监管的一个基本原则应该是,将存贷款银行业务与具有内在风险导向的交易业务(但不包括对所提供的银行服务偶尔带来风险的交易与分销业务)相分离。

在有些国家,典型的如美国,政府需要扩张权力来解决银行控股公司、独立的经纪人交易商和保险公司的失败问题。用于解救缺乏流动性但非无力偿还机构的最后贷款人政策的古典规则已经失效。在金融危机中,区别缺乏流动性和无力偿还债务这两者在很大程度上已经不具有操作性。最后贷款人政策,要与金融监管一样,能够较好地地区分两种不同的财务损失,即那些反映了经济财富的真实损失与仅仅是零和赌局中某一单方的损失。

## 一、危机与政策应对

2007年爆发的金融危机的故事已经广为人知。从1990年代后期开始,特别是在相对温和的2001年衰退刚刚结束,美国的房价就出现了快速上涨。日益松弛的承销标准——高贷款-价值比率,延迟付款计划,以及几乎不需要证明文件——既是推动价格上涨的原因也是其结果。不需要繁琐的贷款条件刺激了房产需求,而相关抵押物价值的不断上涨也弱化了对借款人信用的关注。

对大部分新发放的抵押贷款采取证券化更进一步弱化了贷款发起人的诚信度。那些投资在由抵押贷款创造出来的证券或者衍生品上的人,要么自我误导(例如,期望通过房价不断上涨来消除因借款人缺乏信用资格而受到的牵累),要么受评级机构误导,这些机构的评级分析不适当并且还面临着严重的利益冲突问题。值得注意的是,这些投资者多数是非美国的机构。

与此同时,涉及到金融机构与金融工具这两者更为一般的变化趋势加剧了美国金融体系及其参与者的脆弱性。首先,对银行业务与交易业务的区分基本消失了,这并不能简单地看成是1999年正式废除大萧条时代遗留下来的《格拉斯-斯蒂格尔法》的结果,实际上分离规定早已受到严重的侵蚀。那些正面临在竞争性证券市场中需要提高自有资本的大多数大型商业银行,越来越依赖于交易业务的利润,这些银行机构实质上已经转化成了对冲基金(否则,这些机构在打包销售抵押支持证券赚取佣金收入之后,就没有什么理由再持有这类证券)。另一方面,那些大量涉足交易业务的大多数大型投资银行,越来越多地运用回购协议市场来融资,实际上这相当于用短期存款融资。

其次,金融衍生品市场的发展已经大大超出了为投资者(包括金融机构)对冲原有风险的功能,而是为承担新的、毫不相关的风险提供越来越多的工具。这就使得市场参与者要么能投机于这些风险的市场价格变化,要么能简单地获得新的佣金收入。结果,投资者的大量风险敞口与经

济中任何实际财富的变动之间几乎或者完全没有联系。承担风险越来越变成了零和游戏中的押宝行为。

在上述两个更为基础的方面发生显著变化的情况下,我们再检讨爆发如此大范围危机的刺激因素,问题也就一目了然。2006年的下半年,美国房价开始发生反转就成了此次危机的触媒。到2007年底,全国房价按照年率出现了两位数的下跌,到2008年底,全国房价下跌的幅度接近20%。在有些州以及许多宜居的乡镇,房价下跌的幅度更为惊人。特别是次级抵押市场出现的拖欠与违约大量增加,房屋止赎数量也大幅攀升。在一些地方,大面积的止赎又推动了当地房价的进一步下跌。结果,投资者和发起与分销这类抵押证券的许多银行及其他公司,在相关抵押证券上的价值损失不断增加。由此,银行与相关公司除了初始发起与分销这类证券之外,还扮演了交易商进行继续交易的角色。这些金融机构的资本化比率很低,大型商业银行的杠杆率在12-15倍,而投资银行的杠杆率则高达25-30倍,当其承担巨额账面损失时,这些机构的股东与债权人也都丧失了信心。

于是,这些机构短期融资的续期就成了问题。实际上,那些非银行金融机构的非存款负债项目出现了持续的“挤提”。银行间借贷市场开始受到息差空前增大的压力,在许多情况下,过大的息差甚至造成了市场冻结。而且,一旦金融机构失去了市场信任,也就无法再参与其他各种辅助性的交易业务,尽管它们本可以从这些辅助业务中获取一些佣金收入来改善自身的状况。然而,交易对手方风险实在太高。

由于这样或那样的损失,如此之多的银行以及其他借贷机构受到了损害,因此,非金融部门借款人获得信贷也就愈益困难,这不仅仅是在住房融资方面。在雷曼公司倒闭之前的2008年8月,美国银行业的工商业贷款余额总计为15580亿美元<sup>①</sup>,而到2009年12月,这类贷款余额只有13430亿美元。同期,银行及其他借贷机构发放的消费者贷款也从25780亿美元下降到24830亿美元。

资本市场上的信用收缩更为剧烈。资产支持商业票据余额从2007年7月的12080亿美元下降到2009年12月的4890亿美元。非金融公司发行的无抵押商业票据有点反常,持续到2008年12月还在增加,数量达到了2060亿美元,但到2009年12月,则下降到了1080亿美元。美国公司在美国市场上的新债券发行量也从2006年的2.3万亿美元下跌到2008年的7490亿美元。

此外,资产价值的下跌也给家庭与企业的实际财富造成了相当大的损失。美国市场上的公司股份价值从2007年夏季的26.4万亿美元下跌到2009年初的13.9万亿美元。家庭拥有的不动产价值从2006年底的22.9万亿美元下跌到2009年初的15.7万亿美元。难以获得信贷和财富损失这两个方面都可能导致了支出的减少。其他一些国家或多或少也出现了类似的问题。

针对这些问题,多国中央银行采取的应对措施已经大大超出了常规,而且,就金融领域而言,其结果在许多方面堪比1930年代中期罗斯福总统“新政”的经济试验所造成的广泛冲击。与从前情况一样,目前有些政策似乎已经获得了成效,而另一些政策则效果不彰。相对而言,暂时还不能认定所采取的政策措施中有事半功半的。

2007年12月,当联邦储备体系首次采取了一系列新的信用工具,即定期标售工具(TAF),以此向需要准备金的商业银行注入额外的中央银行信用,美国便出现了异常政策措施的初始迹象。2008年3月,美联储建立了另外两种信用工具,即定期证券借贷工具(TSLF)和一级交易商信用工具(PDCF),以扩大可以抵押的范围,以及向非银行机构提供信用。同月,联储还向J.P.摩根银行提

<sup>①</sup> 此处及以下的的数据均来源于联邦储备体系(FRS)。

供了用于收购贝尔斯登的紧急贷款。2008年5月,联储将定期证券借贷工具的抵押范围扩大到高等级资产支持证券。7月,联邦存款保险公司(FDIC)接管了抵押借贷银行因迪美(IndyMac)。9月,美国政府宣布接管两大住房抵押机构房利美和房地美。接下来在雷曼破产之后,联储批准了高盛和摩根斯坦利两家投资银行转为银行控股公司的请求。美国储蓄机构监理局(OTS)关闭了华盛顿互惠银行,证监会(SEC)禁止卖空金融公司的股票。2008年10月,美国国会批准将联邦存款保险公司单个账户的存款保险上限提高到25万美元。联储引入了商业票据融资工具(CPFF)和货币市场投资者融资工具(MMIF),同时还扩大了既有的几种新工具的适用范围。美国财政部也宣布了一项计划,直接向关键性金融机构注入2500亿美元资本金,并且改变了一级资本的定义,以便涵括财政部所购买的股份。

联邦存款保险公司为其监管的有美国金融机构的高级债务提供担保。2008年11月,联储和财政部一起向保险公司AIG提供了紧急贷款。它们还和联邦存款保险公司一起向花旗集团提供了特别救助(包括联储提供的无追索权贷款),而且,联储开始直接购买由房利美与房地美发行的债务。2009年1月,联储、存款保险公司和财政部又联合对美国银行采取了类似于救助花旗集团的行动,包括由联储提供无追索权的贷款。2月,联储把新近创造的TALF的额度扩大到1万亿美元,并且进一步扩大了其合格抵押的适用范围。这两年美国所采取了大量各种政策措施,在此不再一一列举。

在美国之外,为遏制危机所采取的异常措施甚至出现得更早。2007年9月,英格兰银行对北岩银行(Northern Rock)提供了紧急贷款。2008年2月,英国对北岩银行采取了国有化的措施。2008年10月,爱尔兰政府为国内的六大银行债务提供担保。一些其他欧洲国家的政府,最突出的如冰岛,要么直接救助那些受损的主要银行,要么对其国内指定支付地点的银行债务进行担保。2009年1月,英国政府宣布了综合性银行救助计划。从2008年9月开始,欧洲央行(ECB)开展了一项额度达200亿欧元的特别定期再融资业务,为了向银行体系提供补充流动性,改变了正常的货币政策操作投标程序,先缩小而后又再次扩大两种常规工具之间的利率“走廊”,延长了业务操作中的票据平均到期时间,扩大了合格抵押品的范围,而且还采用了几种特别工具,以允许银行和新的交易对手进行交易或者开展新类型的交易业务。

日本自1990年代早期就已采用了异常的政策措施,因此,当此次危机袭来,日本所采取的应对政策似乎不再显得特殊。日本银行扩大了其证券借款工具,既增加了对日本政府证券的直接购买,也增加了回购协议的购买量。日本银行还采取直接购买商业票据与公司债券,以及开展特别业务为日本企业提供融资。

与此同时,中央银行也实行了一些常规性的货币政策,但其操作方式并不常规。2007年9月,美国联邦基金利率为5.25%,到2008年1月,联储已经将其调降到了3%,2008年10月,在雷曼破产之后,该利率调到了1%,而到2008年的12月,则降到了零。

欧洲央行,由于近乎专一的法定职责就是保持价格稳定,因而等到2008年10月才把利率从4.25%调降到3.75%。到2008年12月,利率进一步下调到了2%。2009年3月,欧洲央行又把利率下调到1.5%,在5月再调低到1%。日本银行也同样等到2008年10月才放松货币政策,将无抵押通知贷款利率从0.5%下调到0.3%。2008年12月,进一步削减到了0.1%。

中央银行之间的国际协调也是应对这次危机的一部分。举例来看,2008年10月,在雷曼破产倒闭之后的三个星期,美联储、欧洲央行、英格兰银行、瑞士国家银行、中国人民银行、加拿大银行和瑞典央行全部同时削减利率。大多数主要中央银行还采取了先发措施以支持外汇市场的稳定。2007年12月,美联储分别和欧洲央行、瑞士国家银行之间建立了新的货币互换,尽管数额仅有200亿美元

和40亿美元。在后续几个月里,这两项互换的额度又多次调整增加。另外,美联储和其他中央银行之间新增了货币互换,包括澳大利亚储备银行、瑞典央行、挪威央行、丹麦国家银行等。到2008年9月,美联储与各家央行的货币互换渠道总额达到了6200亿美元。10月,美联储新建了和巴西、韩国、墨西哥以及新加坡的中央银行之间的货币互换渠道,各家额度均为300亿美元。

尽管谈论财政政策已超出了本文的范围,但我们注意到一旦出现经济下滑,许多国家也采取了直接刺激经济活动的财政措施,这一点非常重要。例如,2008年1月,美国国会通过了一项直接向家庭派送总额达1500亿美元的刺激计划。2009年2月,国会又通过了总额高达7870亿美元的财政刺激计划,包括各种增支与减税措施。在其他一些国家中,最引人注目的当属中国政府在2008年11月宣布的总额为4万亿人民币(约5860亿美元)的财政支出政策。数十年来,人们反对随意运用财政政策进行反周期的稳定化操作,就此背景来看,这些刺激性的财政措施在应对2007年开始的危机与衰退的异常政策中,也是非常突出的。我们可以回想一下,经济学专家和政策制定者普遍反对如此运用财政政策的各种理由,包括:很难知道此类措施何时是有益的,很难在要做的事情上达成一致,还有政策实施的时间要求,以及关注此类措施可能成为政治性激励的机会与非生产性支出的问题。

## 二、货币政策的蕴涵

在货币政策方面,就此次危机以及应对的情况来看,最强烈的一个教训是关于货币与信用何者更为重要的问题。显然不是货币,而是信用。的确,我们检讨过去的情况,经济学专业半个多世纪以来长期执着于货币问题——如何度量,如何控制,家庭和企业为什么持有——遇到了很大的困惑。这在2007年之前已有充分显现。多数中央银行早已放弃了货币目标制度。不过2007年发生的危机以及衰退则更加有力地说明了这一点。

在多数国家,货币存量(无论如何度量)没有下降。中央银行也不曾允许货币基础减少。我们很难相信,家庭与企业不愿支出的原因是他们持有的货币余额太少。也没有证据表明中央银行限制提供准备金成为高利率的原因。危机发生后,许多国家的无风险利率已经处在历史的低位。私人借贷的债务承受高利率是因为可察觉的风险与获得信用的困难,而不是因为准备金不足。衰退的原因主要在于受限制的信用流和下降的资产价格,而不在于其他。

另一个教训是,现今多数中央银行不像往常那样通过增加或减少其向银行体系提供的准备金来设定利率,对这一点尚未得到普遍认可<sup>①</sup>。针对中央银行如何设定利率,传统观点一般认为,会涉及到其对银行准备金供给或者调整某些其他的负债项目的调整,这是在私人银行体系对央行负债需求的利率弹性情况下来考虑的。如果采取与流通中货币相关的口径度量中央银行的负债,中央银行可能会察觉到,对其负债的需求在其他持有者中,包括非银行公众等也同样存在。显然,中央银行对其自身负债的供给是垄断的。

我们熟知,银行持有中央银行准备金的理由包括用于执行跨行转移支付,以及作为日常备付金的需要。银行还会持有更多的中央银行准备金,用于满足客户每天的货币需求,特别是将库存现金纳入银行准备金的情况下。在美国等国家,中央银行要求银行持有规定的准备金。只要银行至少有一点自由可以决定为上述任何一项或全部目的而持有准备金的数量,就会存在需求的负利率弹性。这也取决于银行通过持有准备金获得的利息与其可以转换该资产所能获取的适当风险调整的

<sup>①</sup> Friedman 和 Kenneth(2009)讨论了这一点。

收益之间是否存在差异。

然而，在 2007 年危机发生之前的很长时间，标准教科书就已经不再表述货币政策实际上是由世界主要的中央银行按照这种明显的关系来组织实施的。直到 2008 年，美国的中央银行仍然执行准备金要求，但对准备金余额实际上并不支付利息。因此，美国至少在原则上，应该是最适用于这个标准范本的。

然而，有证据表明，在 2000 年之前，美联储在调整联邦基金利率时，采取增加或减少银行准备金的数量，不仅相比于银行间市场的规模非常微小，而且从时间上看变化也越来越小。在多数情况下，利率调整根本不需要，或者几乎不需要中央银行参与交易。

自从 2000 年以来，在政策诱导联邦基金利率改变的时候，已经发生变化的准备金平均数量，已经显著放大。但是，也存在另外的一些情形，在全部由政策诱导利率改变的情形中，有三分之一到四分之一的案例，出现了准备金已经在错误方向上做出了调整的情况，即伴随利率削减出现了准备金的下降，或者与之相反。

在美国以外，许多中央银行通常依赖于“走廊”制度来确定其政策利率，而在准备金供应量和利率变化之间缺少任何更为直接的关系，至少从每日观察的数据来看是这样。然而，准备金与利率变动之间没有任何联系所具有的影响，并未受到广泛的关注。例如，欧洲央行保有通过欧元体系中各中央银行准备金的银行存款和边际借贷两项经常性工具(standing facilities)。正常情况下，银行从中央银行的再融资利率是其超额准备金中的存款利率加上 200 个基点。其他中央银行保持了类似的制度<sup>①</sup>。一旦现在短期利率近乎为零的期间结束，美国也是如此。自 2008 年起，美联储现在至少原则上也对超额准备金支付利息。结果，美联储不得不维持市场对于准备金供求压力的稳定，在边际水平上，不能考虑供应总量。因此，通过对走廊上下边界的调整，央行能够改变其政策利率水平，而无需对其自身的资产负债表做出任何改变。利率走廊的变动代替了银行在既定利率水平上对准备金需求的变化。

对中央银行的资产负债表与其对短期利率施加影响之间进行分离，要么像欧洲央行体制那样很直接，要么像美联储这样颇不透明，这包含了两层重要的含义。在基础层面上，它代表了从中央银行的负债功能中分离出来，而央行的负债功能支撑了一个多世纪以来的货币经济学。按照魏克塞尔的经典分析，通过把市场利率维持在“自然”利率水平之上来扩张经济活动，所必需的不仅仅是一次性注入额外的准备金，而且要持续增加准备金的供给。于是从通货膨胀的“加速论”观点来看，实际经济活动保持在比自然利率所导致的更高水平上，价格不是一次性提升，而是持续升高，因此，这和价格与货币之间存在固定关系的经典概念是一致的——在此情形中，货币当然是中央银行的货币<sup>②</sup>。比较起来，如果利率设定的走廊制度能使中央银行将利率保持在“次自然”率水平，而不用扩大其负债，那么，在从利率到实际经济活动，到价格水平，到货币的运行链条中，至少会有一个关联必将发生故障。(另一种说法，中央银行以这种方式设定的利率，随着时间的变化，将会与经济中的其他部分“脱钩”，特别是和与实际资本的边际产出有联系的部分脱钩)<sup>③</sup>。

然而，危机及其政策反应已经凸显了一个更为实用性的含义。至少经过一段时间后，对宏观经济分析而言，这会具有足够的潜在价值。中央银行并非一般认为的那样只有一项常规货币政策的

---

① 参见 Guthrie 和 Wright(2000)关于中央银行利率设定的通道制度运行的分析。

② “如果，其他条件不变，世界上的领导银行要降低其利率，比如说比平常利率低 1%，如此保持几年时间，而后全部商品的价格将会没有限制地上涨、上涨再上涨，不管……一开始涨得多还是涨得少，只要利率保持在比平常低的水平，价格上涨就不会停止。”引自 Wicksell(1907):“The Influence of the Rate of Interest on Prices”, *Economic Journal*, 17,213-220。

③ 参见 Friedman(2000)对“脱钩”的解释。

工具,而是有两项。并且,不是要么只是短期利率,要么只是央行的负债数量,而是同时拥有这两项工具。这一命题的简化版本早已体现在1990年代日本银行实施的“量化宽松”政策上。不过,在日本的例子中,中央银行实际上尚未拥有两项有效的政策工具。起初,日本采取量化宽松的政策,是因为日本银行的短期无风险利率早已达到零的底限,于是数量工具就成了利率工具的替代品。狭义上讲,美国今天的情况也是这样,联邦基金利率也已经处在零的底限。

更具体地看,十多年来,当美国的短期利率处在远高于零的水平时,无论利率水平是高是低,美国商业银行在联储持有的准备金数量,基本上在400亿美元上下波动。美联储调整联邦基金利率与准备金数量的多少已经没有什么关系,但是,反过来看,缺少这种联系也意味着美联储没有必要把准备金一直保持在400亿美元。我们可以假定这一数量已经发生变化,而且,特别是联储如果已经采取利率走廊制度(自2008年来至少在原则上已经是这样),它就可以改变准备金的数量,这对于其选择利率水平的能力几乎或完全没有影响。

实际上,美联储以前并没有利用这个机会。只是在2007年发生危机时,其资产负债表才出现大规模膨胀。2007年12月,准备金总量为430亿美元,处在通常水平。而到2008年12月,准备金已经达到8200亿美元,2009年12月,更是高达11530亿美元。(相比而言,流通中货币的增速要正常得多,从2007年12月的7580亿美元增加到2008年12月的8120亿美元,2009年12月为8580亿美元)。即使考虑到美国证券市场的庞大规模,准备金如此大量增加,并因此导致央行负债的膨胀,也是非常惊人的。其他中央银行也实施了类似的资产负债表膨胀政策。英格兰银行的总资产通常稍低于英国国内生产总值的5%,到2009年中期,这一比率已经接近16%。欧洲央行的总资产占欧元区国内生产总值的比率也从10%上升到大约18%。

而且,一旦中央银行拥有能影响金融市场的另一项数量性工具,也就可以更加自由地选择所持有的资产。这方面美联储的表现最为惊人。自2009年底开始,联储持有的资产高达22200亿美元(相对于银行准备金、流通中货币和所有其他负债),其中有几乎一半的资产——9100亿美元——是直接持有由房利美、房地美以及吉利美担保的抵押支持证券(MBS)。在平常时期,美国中央银行可能根本不会持有这些证券,可以说,2009年末资产负债表中的大部分资产,联储不会持有,或者也不会接受这些证券抵押来扩张信用。在其持有的22200亿美元总资产中,美国财政部债务仅有7770亿美元。

我们假定,对资本市场的这些干预不仅仅是要影响利率的一般水平,还要影响市场利率的结构,即息差。其效果如何呢?美联储买进了约1万亿美元的抵押支持证券,其目标是为了恢复这些证券的市场流动性,并减低抵押利率,由此提升住房需求,并进而支持住房价格和刺激居民住房建设。尽管如此,迄今并没有多少正式的证据表明这种大规模购买抵押支持证券的政策取得了成效,普通的美国住房抵押利率在2008年夏季约为6%,到2009年底前几个月已下降到5%以下,而国债利率几乎没有变化。对于美联储的其他目标借贷工具,则有更正式的证据表明其效果在统计和经济上都具有显著性。在对联邦基金利率、国库券利率、Baa-Aaa级债券的息差、金融与非金融公司的股价比率等的影响进行控制之后,回归基础的证据显示,通过CPFF每购买10亿美元的商业票据,商业票据与隔夜指数掉期(OTS, overnight indexed swap)之间的息差就会缩小2至4个基点。在类似的回归中,估计出的运用TAF的效果,每一美元大概要放大两倍<sup>①</sup>。

<sup>①</sup> Colin Motley: "The Commercial Paper Funding Facility: Impact, Efficacy, and What it Tells Us About the Crisis in Commercial Paper from 2007~2009" (哈佛大学学士学位论文)。方程还包括了Aaa债券利率、金融公司的5年信用违约掉期指数、货币市场基金与货币市场共同基金的资产、联储定期拍卖信用的额度以及一个哑变量。因变量是三个月期的AA评级金融公司票据与三个月期的OTS之间的息差。

然而，余下的问题是，什么样的政策措施能够恢复银行借贷市场。小企业寻求发展或者进行存货融资，家庭要购买汽车或者支付其他日常消费，这些都不能进入资本市场。诚如日本在十多年前所出现的情况，在金融危机中复苏银行的借贷能力是有很大疑问的。自 2009 年 12 月起，美国银行业的工商业贷款、消费者贷款、信用卡贷款以及银行间贷款的组合总体上仍然在收缩。非美联储机构所采取的政策措施——紧急贷款和对大银行直接注入资本、放松银行资产按市价计量的会计规则等，可能防止了那些依然较大的机构出现收缩<sup>①</sup>。但至少到现在为止，这些措施未能刺激银行借贷的增加。最佳的解决办法可能是首先要防止银行受到这样大的伤害，换言之，在此之前应该依赖监管政策，而不是一旦发生危机后，要么依赖货币政策，要么依赖最后贷款人政策。

### 三、金融监管的蕴涵

围绕美国 2007 年危机发生的事件，凸显出一个无可逃避的原则，这就是民主国家的监管是其选民所选择的。如果选民选出的公职人员不相信监管，而且委任那些同样也不相信监管的人员来领导国家监管体制中的关键机构，那么将不会存在有效的监管，无论既有的法律有什么样的规定。

危机带来的另一个教训是，追求利润的私人企业的自律监管不能适应当今如此复杂的金融市场所带来的挑战。可以重复的一个理由是，在竞争的证券市场上，金融公司必须提高自有资本。另一个理由是，今天的金融公司有多种多样的特点，起点是有限责任，但很难约束现代公司结构的这一特点，使得它所提供的激励机制，相比于有效的自律监管本应该要求的出现了严重的扭曲。当阅读到有关银行业的经典教科书时，像桑顿(Thornton)与白哲特(Bagehot)撰写的，值得回忆的是在亨利·桑顿的时代，伦敦的各家银行，除了英格兰银行，都必须采取最多有 6 名合伙人的合伙制度<sup>②</sup>，其他有限责任的“股份银行”是不允许的。再一个理由是，现代大公司，不仅仅是金融公司，其治理结构一般不足以保护甚至是这些公司股东的利益。对于许多大型公众持股公司而言，由董事会施行公司治理的观念早已成为某种编造的故事(fiction)。但许多故事仍然有用。此次危机有利于证明这些故事达到何种程度就会失败。由于多数公司的股份越来越大的比例是消极投资者持有，而且股东在有关薪酬问题上甚至不被允许提出非约束性的建议，管理层激励经常与公司的最终所有者发生争执也就不足为怪。

危机的另一个相关教训是债权人的警惕不能有效替代监管。不管因为他们也面临错误的治理与荒谬的激励，还是因为他们相信政府将会保证破产公司的债务，由债权人施加约束的想法已不再可靠。同样，据称是债权人获取信息来源的信用评级机构，其对公司的评判也不再可靠。

这就意味着监管是必要的，而且它也是公共政策的职责所在。至少在美国，主要的监管模式就是要将交易功能与日常银行业务相分离，这是我们需要但依然欠缺的。在交易功能中，风险承担不是提供某些银行业务相关服务(如分销或提供信贷)的偶然结果，而是这类活动的核心定义。近年来的发展趋势是，越来越多的银行，越来越大规模地从事自营交易业务，它们实际上成了对冲基金的唯一所有者。然而，这种风险承担和存款或者借贷业务之间相互协同的有意义的证据并不存在。一个可能的解释是，竞争造成了吸收存款与借贷两种业务已经没有了边际利润，因而一般银行业务如果没有补贴也就无法存活。于是，从附属的对冲基金获得利润成了提供补贴的最合适的方法。然而，这类模型显然是不可持续的。再者，2007 年开始的危机已经表明，我们并不清楚这种交易业

<sup>①</sup> 尽管对按市价核算已有广泛的讨论，银行管理层对此有许多怨言，美国商业银行的资产中仅有很小一部分被要求采取这种计价方法，参见 Pozen(2009)。2008 年，美国只有 22% 的银行资产因为监管资本或者利润报表而需要按市价核算。

<sup>②</sup> 参见 Dunbar(1922)。感谢 Kevin Hoover 让我参考 Dunbar。



务是否总能获得盈利。特别是当银行的损失不断增加,结果导致的外部性是纳税人最终不得不承担这些潜在的成本,或者更广义的成本。一般的借贷与吸收存款业务没有补贴就不能生存,如果这是真的话,那么更为合理的补救方法可能是采用某种公用事业模式。但是,对补贴的需要现在还远未得到证实。

我们从危机中得到更恰当的教训是,监管结构应该强制分离承担内在风险的交易业务与银行业务。在这种情况下,其银行业务不仅包括借贷与吸收存款,也包括那些风险不是内在的,而且是提供银行服务所附属的一些相关交易业务。这种分离是否需要采取无条件禁止的形式,还是仅仅通过税收与会计制度予以激励,这是值得我们公开讨论和严肃分析的问题。例如,对那些用于对冲其他风险的头寸和没有对冲事项的投机头寸所发生的损益,在会计准则上可以予以区别。最易于应用的就是,在会计上可以对银行运用信用违约掉期(CDS)来对冲与公司借款人有关的信用风险和仅用CDS作为投机工具这两种情况。由于今天的CDS市场规模通常要大于这些掉期所对冲的公司债务额,因此很可能有许多参与者是在用CDS进行投机。我们要么完全禁止银行这样做,要么采取税收与会计方面的激励来阻止,这对银行业务与内在风险承担的交易业务实施监管分离,将是一个有效的办法。

在一些国家(包括美国)还存在着另外较为急迫的问题,即中央银行在银行以及其他一些金融机构的监管中应该扮演什么样的角色。在此不做详论。然而,值得注意的是,有证据显示美国的中央银行在制定货币政策过程中所掌握的宏观经济信息和大多数银行监管活动中的核心信息之间具有显著的交叉关系。特别是美国银行业骆驼(CAMEL)评级中所包含的信息对于货币政策方面的一些关键宏观经济变量(例如产出增长或者失业水平)具有显著的边际预测价值,而美联储内部的宏观经济预测(“绿皮书”)所包含的信息对于总体的银行评级及结果也同样具有显著的边际预测价值。

#### 四、最后贷款人政策的蕴涵

现今的最后贷款人政策已经不同于亨利·桑顿和沃尔特·白哲特著作中所写的情况<sup>①</sup>。如今的银行已不再是桑顿时代单纯的合伙制,白哲特认为绝大多数的银行具有健全的管理和偿付能力,这在今天也是天真无望的。然而,还有什么没有改变的呢?那就是大银行失败导致的潜在后果,正如白哲特所写的,“没有比这更能造成恐慌的了,伦敦第一流的股份银行失败造成的恐慌,恐怕是无以企及的”。更重要的是,难以恰当地评估低流动性资产的价值,这使我们无法运用白哲特的著名规则——借贷自由,惩罚性利率,有良好抵押。在2007年爆发的危机中,银行持有巨额的(相比于其资本)、不能交易的证券,而且由此造成其未来现金流的高度不确定,要区分谁是或者谁不是“良好抵押”恰恰是症结所在。

基于同样的原因,在这次危机中,通常所说的白哲特规则的推论,即拯救缺乏流动性的而非无力偿还的公司,也已经无法施行。本着务实可行的原则,已经不再区分缺乏流动性与无力偿还这两种情形。依赖于推测这些未来现金流不确定的非流动性证券的价值,那么任何一家银行要么是具有偿付能力,要么不是。无可否认,公允价值会计并不要求持有者对非流动的资产按照大甩卖价格估值。但就那些处在危机中心的大量证券来讲,对其实行强制清算的价格和其全部现金流如能按期实现的贴现价格之间存在着巨大的差异。各自对这些证券在更低与更高范围的某个价位上任意

<sup>①</sup> 参见 Henry Thornton(1802)和 Walter Bagehot(1873)。

估价,就成了许多银行有无偿付能力的差别。

美国在这次危机中更加突出的教训是需要强化解决问题的职权,因为中央银行(或者政府其他机构)在一些案例中选择了不去救援。按照美国现行的法律,货币监理署与联邦存款保险公司有权接管一家银行,但不能接管银行控股公司。如果政策制定者想要对受损最严重的某家商业银行暂时实行国有化(而不是购买股份和担保债务),他们也将不得不抛开控股公司和构成控股公司的全部其他私人部分。类似的,政府也没有权力接管保险公司或者独立的经纪自营商。当然,破产的可能性是存在的,货币监理署/联邦存款保险公司并没有迅速解决问题的程序。

结果,政策制定者所面临的选择,通常介于以不利于纳税人的条件支持受损且可能无力偿还的公司和冒着市场混乱的风险拖延破产程序这两者之间。并且,因为受损公司的股东和管理者了解政策制定者所面临的选择,他们就可以利用破产作威胁,大打“破产牌”,在自愿接管中进行勒索,这当然更加有利于他们自己,而不利于纳税人(如 J.P. 摩根银行接管贝尔斯登所发生的情况)。目前,美国国会通过立法来扩大解决问题的职权还是情悬而未决的事。法律的颁布将会填补美国政策权力的鸿沟。

另一项有益的措施则是要区分两种不同的损失,即确实反映了经济的真实损失和仅仅是零和赌局中某一单方的损失,在此情况下,中央银行可以扮演最后贷款人的角色,或者作为对受损公司实施国有化的适当机构。例如,当住房价值下跌,这是作为整体经济财富的损失。如果房屋所有者继续偿还抵押贷款,他就自己承担损失,他的净财富将随着房价下跌而减少。如果他的贷款出现违约,那么就会有其他人来承担一部分损失,要么是最初给他贷款的银行,要么是购买银行贷款的投资者。如果政府介入并且对银行或投资者补偿,那么纳税人也将承担一部分损失。尽管这种损失被分割开来,但无可逃避的是一定要有人来承担这一损失。自 2007 年爆发危机以来,许多争议都是讨论如何在房屋所有者、银行、购买贷款的投资者以及纳税人之间分割损失。然而,已经发生的损失必须有人来承担,这也正是美国经济如此疲弱的原因所在。

相比之下,如果是两家公司进行对赌,比如说在指定日期某地的最高气温是否超过华氏 90 度,结果会是一方赢,另一方输。赢的数额与输的数额相等,这对经济而言没有财富损失,只是财富从输家转移到了赢家。在这次金融危机中,世界上一些金融机构遭受了巨额损失,其中有许多就属于这种类型。就这些赌局而言,那些公布了损失并向纳税人求助的银行或保险公司(美国典型的例子就是 AIG)处在赌局中输的一方,另一方的赢家则在别的什么地方。最清楚的一个例子,也是 2007 年开始的危机中最为重要的,还是信用违约掉期。在这个例子中,即使不是绝大多数,也会有许多这样的合约,因为未偿掉期余额远远超过了那些已经被信用保险的特定公司的债务总额,所以,大多数的掉期合约和分担财富的真实损失并没有关系。相反,它们只是给那些赌输的公司造成了损失,对应的赢家恰恰获得了这些利益。对于经济的真实损失和仅仅是零和赌局中某一方的损失作出根本区分,这对于最后贷款人政策具有潜在的重要含义。

在决定对哪一家无力偿还的机构实施救助与对哪一家任其倒闭时,重要的是看所发生的损失是经济的真实损失,还是零和赌局中输的一方的损失。而且,这种区分对监管而言也是有意义的(上文已有论述)。这显然有助于阻止,或者甚至可能是禁止那些符合政府救助的机构从事这种零和赌博。

## 五、更为根本性的问题

在本文一开始,我就已经概括了关于货币政策、金融监管和最后贷款人政策的一些主要结论,

故此不赘。在本文的结论部分,似乎应当提出下面这个更加根本性的问题:世界的金融体系,或者任何特定国家的金融体系,如何较好地履行所赋予的经济功能?其成本情况又怎么样?

过去两年来,至少在美国,人们关注的焦点在于,投资者由于购买了价格暴涨的抵押支持资产而蒙受了巨大损失,并没有多少人关心其背后的结果:即事实上当债券价格太高,抵押利率太低,于是经济发展,美国人因此就购买了太多的住房。同样的道理,当1990年代股票市场泡沫破裂时,人们谈论更多的也是购买电信股票所造成的损失,而并非下述的事实:当股票价格太高,于是发行股票的公司资本成本太低,因此电信产业满世界撒钱铺设数百万英里的光纤电缆,却以无人使用而告终。在上述两个例子中,成本并非只有财务损失,还有浪费掉的实际资源。

在自由企业经济中,金融体系的关键功能就在于将资本投资配置给最有生产效率的使用者。诚然,金融体系也提供支付服务,以及为个人提供安全便利的储蓄工具,但这些是更简单的任务,公用事业机构同样可以处理。长期以来,西方经济有效成长、技术快速进步,这表明其银行、股票与债券市场能够合理地把投资资本引导到最有效率的企业。在美国以及其他一些经济体中,有一些尝试全新理念的新创企业(如微软、谷歌、苹果等)能够获得银行贷款、创业资本投资以及其他形式的融资。2007年开始的金融危机和经济衰退虽然有损这些成功的记录,但肯定不会将其消除殆尽。

然而,这个问题非常重要,我们应该提出质疑乃至进行严肃的实证研究,这已不仅仅是关乎信心的问题。为此,我们考虑金融体系如何有效率地配置资本,以及达致这一效率的成本问题,理应成为研究的切入点。

举例来说,如果一种新肥料可以带给农民更高收成的希望,但是这种肥料的价格和运输及播散的成本超过了其所带来的额外收成的市场价值,那么,对于农民而言,尽管这是一项很高效率的技术,但仍然是一笔坏的投资。这就是一般的投资规则。负责配置稀缺资本投资的金融体系,当然也不例外。

在西方世界,资本配置方式的运转成本有多大呢?近年来,在美国企业的全部利润中,金融业已经占据了特别大的比例。金融部门在公司利润总额中的占比,在1950年代到1980年代平均为10%,1990年代增加到了22%,在这个十年的前半期已经高达34%<sup>①</sup>。

在基本意义上,金融部门所产生的利润是经济支付给资本配置机制的一部分(另外还有支票账户与储蓄存款等其他服务)。我们不妨用最简明的成本概念来看金融体系的运营成本,它不仅包括金融公司所挣的利润,还包括人员薪水、办公室租金、差旅费、广告费以及所有其他支出。其中,美国金融业的工资与薪水在全部经济中所占的份额也同样在上升,这部分占比已经从1950年代的3%增加到近十年来的7%<sup>②</sup>。金融业工资与薪水增加的一部分所对应的是其吸收了更多的人力资源。这种状况在高技能的工作部门中特别明显。多年来,西方国家最优秀的大量年轻人才都进入了私人金融公司。例如,哈佛大学新近毕业的学生超过四分之一去了对冲基金、私募股权投资公司与投资银行等类似的企业。其他地方的情况也是这样,而且越来越多。在美国经济中,金融部门的雇员具有大学教育程度的比例高于其他行业,而且在过去三十年里已经增加了三倍以上。诚然,就个人而言,没有人能够责备这些新毕业的学生。然而,就社会总体来看,问题是经济是否最有效地用好了其最宝贵资源的每一分子,做到人尽其才。虽然在这些人当中,有一部分人确实有助于改善配置投资资本的效率,但是,大部分人的活动并没有增加明显的经济价值。

<sup>①</sup> 数据来自美国商务部。这里的“金融”不包括保险业与不动产,如果加上这些公司,那么其占2001~2005年利润总额的比例则为37%。

<sup>②</sup> 参见 Philippon 和 Reshef(2007)。

最后，回到这次危机所带来的教训，在此我要明确地指出，金融体系运转的成本，并不仅仅只有营业支出（包括金融公司所产生的利润和所支付的工资与薪水等）这么简单，如果金融体系给整个经济造成风险，导致以前生产与收入的损失，并且需要纳税人的帮助，这也应该包括在其中。前面提到新肥料的例子，对农民而言，好的交易不仅仅是提高每亩的产量，还需要使所增加的产品除了足以支付肥料制造商并有剩余，从而增加农民自己的投资回报。对经济而言，一个更有效率的金融体系是否值得，也不仅仅看其能够带来更多的产出与经济增长，还要有经济利益的剩余。金融体系运转的成本（包括2007年开始的危机中所发生的成本及随之而来的衰退）越大，满足这一标准的门槛也就越高。

#### 参考文献

- Bagehot, W. (1873): *Lombard Street: A Description of the Money Market*, London: Henry S. King and Co.
- Dunbar, C. (1992): *The Theory and History of Banking*, G. Putnam's Sons.
- Federal Reserve Bank of Boston: "Is Financial Stability Central to Central Banking?", *After the Fall: Re-evaluating Supervisory, Regulatory and Monetary Policy* (forthcoming).
- Friedman, B. M. (2000): "Decoupling at the Margin: The Threat to Monetary Policy from the Electronic Revolution in Banking", *International Finance*, 32, 261-272.
- Friedman, B. and K. Kuttner (2009): "Implementation of Monetary Policy: How Do Central Banks Set Interest Rates?" *Handbook of Monetary Economics*, 3, 29-30, Elsevier.
- Graeme, G. and J. Wright (2000): "Open Mouth Operations", *Journal of Monetary Economics*, 46, 489-516.
- Peek, J., E. Rosengren and G. Tootell (1999): "Is Bank Supervision Central to Central Banking?", *Quarterly Journal of Economics*, 114, 629-653.
- Philippon, T. and A. Reshef (2007): "Skill Biased Financial Development: Education, Wages and Occupation in the U. S. Financial Sector", *NBER Working Paper*, No. 13437.
- Pozen, R. (2009): "Is It Fair to Blame Fair Value Accounting for the Financial Crisis?", *Harvard Business Review*, 87, 84-92.
- Thornton, H. (1802): *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, Hatchard.

(翻译：董裕平 编校：周莉萍)