

# 观察家

Observer



## “跟着推高的预期跑是最大的风险管理失败”

文/劳伦斯·萨默斯

我相信目前的经济形势需要我们采取全面的应对策略。以减轻金融和房地产部门的问题带来的消极影响，并且给未来几年的经济增长提供足够的政策支持。有关人士或许还没有意识到当前形势的严峻性，没有充分认识到我们的政治决策过程在需要快速而协调地应对紧急威胁时可能遭遇的困难。因此这样的全面应对策略如今并未到位，也没有很快出台的前景。

### 长期衰退来临？

我们不能相信任何所谓有绝对把握的经济预测。但现在已经形成的共识表明，未来几个季度的增长率可能放缓，发生理论上意义上的衰退的可能性大约为40%。这足以令人忧虑了，它意味着失业率与财政赤字增加，居民家庭实际收入的降低，以及厂房和设备支出的下滑。

在过去一年，人们对经济形势的共识以及由此衍生出来的政策，没有能够充分反映出对房地产和金融部门问题严重程度的认识，及其对整体经济可能造成的影响。目前的情形依然如此。在我看来，未来一段时期我们几乎可以肯定将面临增长率的显著下降，经济极有可能会出现理论上意义上的衰退，而且有可能出现自20世纪70年代末到80年代初滞胀时期以来最糟糕的表现。

已故经济学家鲁迪·多恩布什(Rudi Dornbusch)喜欢说，在经济里，“很多事情的发生比你想象的更晚，但发生的速度却比你想象的更快”。最近的情况恰如他所说。有经验的观察家们几年前就已经指出，房地产市场出现了估值过高的现象，信贷市场贷款投放过量。泡沫破灭的时机比许多人的预期来得更晚，然而其结构性的破坏力则超出了几乎所有人的想象。

在历史上，经济发生低迷有两种类型。在二战以后的大多数时期，经济扩张周期都不是自然停止的，而是被联储局以控制通货膨胀的名义所扼杀。在1958、1971、1974和1982年，都是因为借贷成本的急剧提升导致了经济走向衰退。

但在二战以前，以及最近这几年，通货膨胀率处在控制之中，经济扩张周期的终结乃是金融体系运作的结果。某些时候也加上石油冲击等因素。在乐观行情到来后，资产价格突破基本价值，信贷开始扩张，投资人纷纷追求金融创新，以使用更大的财务杠杆来追求资产的升值。到某个时点，狂欢突然结束，资产价格下跌，之前看似牢固的财务结构变得十分脆弱，投资人的信心崩溃，消费和投资倾向下滑，经济陷入衰退。

这些经验表明，对于因资产价格下跌和信贷问题引发的衰退，人们的认识相对较慢，影响的时间却容易被大大拖延。两个极端的例子就是美国在1929年后发生的大萧条，以及日本在1989年资产泡沫破灭后延续到90年代的遭遇。我们的上次经济衰退，也分别与信贷扩张的房地产泡沫破灭以及纳斯达克的崩溃有关。它们都显示，资产价格达到顶峰和经济增长率恢复到正常水准之间存在好几年的时差。这一次，全美房地产价格的峰值是在不到一年前出现的，而信贷扩张的最大收缩则是发生在不到6个月以前。

历史告诉我们，目前的经济形势很有可能出乎意料地陷入相当长时间的衰退，复苏会被大大拖延。这可以从前瞻性的指标中得到证实：

\* 去年上半年，有30万家庭的抵押住房被贷款方没收拍卖，其中大多数抵押房产没有进行贷款重组。虽然最近进

行了政策调整，但预期在未来两年，还会有100万家庭的抵押房产被没收拍卖。

\* 目前相对原始的新兴期货市场预期，全国房地产价格从顶峰到谷底的跌幅将达24%，而目前的调整只有6.6%。现在，正常的抵押房贷违约率已经达到了3年前次级贷款的违约水平。

\* 房地产投资信托基金(REITs)的自由交易显示，如果按照市场价格正确估值，商用房地产价格可能要下调20%。而过去一年以来，商用房地产的成交率已经下降了一半以上。

\* 过去7年以来，美国经济成长最主要的推动因素是消费超过了GDP的增长速度。然而，个人储蓄率接近零、房地产价值流失、信贷紧缩、石油价格上涨造成的真实收入下降、美元汇率走低、食品价格上涨，以及诸多不确定性的增加，这些因素综合起来，将严重打击消费者的支出。

\* 还有，5年期美国国债利率和主要金融机构借款利率的差距远远高于正常水平。美国某些最大和最显赫金融机构的债券交易价格显示，市场判断，在未来5年，这些机构出现偿付危机的可能性接近10%。

当然，美元汇率下跌带来的外贸收支改善、美联储采取的货币政策的作

与采取过积极以避免经济衰退的政策相比，如果我们的政策选择没能阻止潜在的衰退，没能有效刺激经济，没有让金融体系得到良好修复，其可能造成的消极影响将会大得多。

用，以及典型的美国式复苏，也有可能带着我们顺利度过未来的一年。然而出现这种局面的可能性不大。

经济政策的制定就是要权衡各方面的风险。我已经指出，经济出现衰退的可能性超过了反弹的可能性。此外还有另外一个关键点，那就是与采取过积极以避免经济衰退的政策相比，如果我们的政策选择没能阻止潜在的衰退，没能有效刺激经济，没有让金融体系得到良好修复，其可能造成的消极影响将会大得多。

即使发生相对温和的衰退，我们也要付出以下这些沉痛代价：

\* 一个典型四口之家的收入将减少约5000美元，而且集中在那些最难找工作、却最容易失业的贫困家庭。随着政府财政开支的缩减，他们还会遭遇医疗保险、儿童福利和其他社会保障的损失。

\* 美国国债将增加数千亿美元，对于厂房设备、教育和研发的投资将大幅度削减。

\* 增加数十万笔抵押贷款违约事件，加剧金融体系的风险。

\* 美国经济的下滑将拖累世界各国，导致国际关系更加复杂。美国的发展模式将遭受更大质疑，保守思潮抬头，美元在国际金融体系中的核心地位受到威胁。

当然，假如经济衰退超过温和的程度，以上这些风险还将变得更加严重。那么，面对这样的风险，反对所谓轻率干预主义的人们又有哪些忧虑呢？他们担心，强调积极的干预会把问题过分暴露出来，进一步打击人们的信心。还有，他们担心通货膨胀可能抬头，以及那些犯了经济错误的人可能得不到足够的惩罚。

可我倒希望，不管谁在2008年当选美国总统，他要面临的主要经济问题只是这些就好了。

金融危机极具讽刺意味的地方在

编者按：

1月22日，美联储几乎是“赤膊上阵”，将联邦基金利率紧急下调75个基点至3.5%，这使得美国的基准利率低于中国的利率了，人民币升值和中国的宏观经济估计将面临更大的压力。

在美联储降息之后，英国央行行长在同日的演讲中提出货币政策不能解决所有问题，委婉地对美联储进行了批评。而欧洲央行行长特里谢表示，不会轻易屈服于让欧元区降息的压力。摩根士丹利亚洲主席史蒂芬·罗奇延续了其一如既往的批判态度，认为“在管理全球经济方面”，美联储的政策是“一种危险、不计后果、不负责任的方式”。

不过降息之后，接连暴跌的美国股市和亚太等国的股市，纷纷开始止跌回升或者跌幅收窄。但事情是否已经结束了呢？很显然，没有。

花旗、美林等金融机构虽然纷纷因内外接，但其风险敞口的损失究竟几何，现在下结论恐怕还为时过早。而美国“人民群众”的房子却不断因为无法还债而被迫拍卖出售，这更进一步加大了房价下跌的压力，房价从上涨的正循环走向了下跌的负循环。贪婪与恐惧，现在轮到恐惧上场了。

更为倒霉的是，次级债危机使得人们开始重估很多金融产品的价值，信贷成为常态，缺乏流动性的经济像一个缺血的病人一样，正处于运转艰难和走向崩溃之间。可惜的是，货币政策不但不具有时滞性，而且还有无法针对问题下药的困局。为此，本报特刊登萨默斯最近在美国新学会的一次相关演讲。文章欢迎读者来信交流，邮箱guchongqing@gmail.com。(文/谷重庆)

于，本来有助于避免危机的措施到危机真正爆发之后却有破坏作用。当然，假如2年前失衡局面开始积聚的时候，贷款人能够更加谨慎，流动性不要那么泛滥，储蓄率能够更高，事情自然要好得多。然而，今天我们需要采取的药方已经不再是这些。

在未来几个月里，最紧迫的政策要点应该是控制经济衰退苗头的蔓延。我确信，这有可能做到，同时既不至于造成信贷过分扩张，也不会加剧通货膨胀。下面，我想简要地描述一下自己根据目前信息所考虑的几个领域的恰当政策方向。当然随着更新数据的出现，以及更多政策内容的讨论，具体的政策组合也将需要越来越多的修正。假如我所倡导的积极干预的政策建议能够推动这方面的讨论，那就可以说已经令我得偿所愿了。

### 建立阻止信贷紧缩的信心

我曾为准备这方面的研究请教一位前政策经济学家，他把最近的情况描述为：“跟着推高的预期跑，简直是金融史上最大的风险管理失败”。他的说法未免有点骇人听闻，但也显示，主要的金融机构对于自身以及同行们的信用情况都相当缺乏信心。

在正常时期，国债利率和3个月的LIBOR(伦敦商业银行相互拆借利率)的差距小于半个百分点，现在却达到了约2个百分点。在美国和欧洲，商业银行相互之间的贷款以及给企业和家庭贷款的利率，与中央银行的政策利率(即联邦基金利率——编者注)也出现了持续的、相当大的利差。

在这种环境下，我们要面临的最主要的风险是，如果由金融问题的爆发导致信贷紧缩，经济活动就会因此放缓，反过来又将暴露更多的金融问题，由此陷入恶性循环。一旦进入这个过程，局面就很难控制。所以，此时更重要的是树立信誉，明确表明要提前采取措施防止信贷紧缩，而不是继续强调对于通货膨胀的担心。

这样的表态并不代表我不担心通货膨胀。在过去一代人的时间里，对价格稳定的成功控制是推动经济增长的最主要因素之一。但目前的关键还是平衡各方面的风险。由于企业和员工今天感受到的不安全程度大增，我认为像过去那样，爆发“工资-价格”循环推高通货

膨胀的危险很小。实际和名义债券价格的数据都显示，尽管有石油价格和美元汇率变化的影响，但未来几年的预期价格水平并无显著上升。还有，如果不能阻止信贷紧缩的恶性循环，那可能将牺牲未来数年的经济发展。就算我的判断有误，刺激政策将导致过大的通货膨胀压力，那当局也可以在宏观形势明显缓和之后加以消除。

到目前为止，美联储的回应是将政策利率削减了整整一个百分点(1月22日，美联储紧急降息75个基点，自2007年9月以来，已累计降息1.75%——编者注)，并且通过一系列计划为商业银行注入资金。但问题的严重性表现在，现有的注资还没有显著缩小银行拆借和国债的利差。尽管政策利率的降低已经直接令商业贷款利率下调，但今天看来，可能有一半乃至更多的积极影响，被政策利率与商业利率的利差拉大所抵消。这说明，最近几个月货币政策虽然在表面上有效果，但实际效果仍远远不足。

以上情况对未来有哪些启示？首先，政策制定者应该考虑，不应再把焦点放在传统的政策利率上，而是瞄准某些更有意义的反映企业和家庭信贷成本指标(例如三个月期的LIBOR)。如此一来，信用风险的累积就不会像现在这样自动带来货币政策的紧缩。

其次，在资产价值评估、损失和还贷能力估算等方面确保完全的透明度，应该成为监管的首要原则。日本就是典型的例子，通过政府的支持和鼓励，采取措施来调整资产负债表，以回避痛苦的现实，这给我们留下了深刻的教训。在任何可能的情况下，资产都应该根据市场行情来定价，而不是根据模型，负债应该明确披露。

第三，监管政策需要强调，金融机构应该为开展经营活动筹集到足够的资本金，哪怕这对目前的股东来说可能非常痛苦。对于一家银行而言，是缩减现在的业务规模，还是通过发行新股或减少分红来增加资本金，或许都可以考虑，但整个宏观政策则不然。近几个月的政策特别欢迎乃至鼓励金融机构，通过各种形式从美联储获得贷款，在未来几个月，同样重要的是支持金融机构充实自己的资本金，坚持让它们筹集足够的资本金，以便减轻信贷风险，并重新开展正常的信贷活动。

### 实行更为迅速有效的财政政策

克林顿政府1993年的财政计划成功地启动了良性的增长循环，赤字减少，利率水平降低，然后推动了更多的增长。这样的成就，加上越来越多的人认为，短期的稳定政策应该是美联储的任务，使得经济界对于采用财政政策来稳定宏观经济的做法变得更加厌恶。然而，假如未来几个月的经济数据像我所担心的那样，会显示出更多的衰退迹象，那么有关的应对策略就应该既包括货币政策，也包括财政政策，这里有几个方面的原因。

如果政策制定者能够快速而有效地采取行动，那么，财政政策作用的速度会比货币政策更快，因为联邦基金利率的变化与其效果最大化的显现之间有1年左右的时滞。另外，货币政策的效果会受到资本金数额的约束，银行能够借出的资金有限，还有贷款人信用额度的限制，企业能够借入的资金也有限。重要的是，在目前情况下，利率过低可能影响美元汇率或重新引发泡沫，这些忧虑也会制约货币政策能够作用的空间。最后，某些问题(例如受影响的特定社会群体发生大量抵押贷款违约现象)不容易通过货币政策来解决。

我们要面临的最主要的风险是，如果由金融问题的爆发导致信贷紧缩，经济活动就会因此放缓，反过来又将暴露更多的金融问题，由此陷入恶性循环。

财政政策的刺激能发挥关键作用，但如果不够及时，针对性不强，以及超出了临时的调节需要，它也会产生破坏作用。为了应对衰退的发生，财政政策的作用必须做到及时、目标要明确，保证政府借款的增加会直接转化成开支和需求。另外关键的是，财政政策必须是暂时性的，否则其效果会被长期利率的提高所抵消。其实从刺激经济的角度来看，最优的政策组合是在短期内增加开支和赤字，同时在长期里减少赤字，从而降低长期利率。

任何实际采用的财政刺激计划都需要在当时的环境下做具体设计，并且受长期政策条件的约束，以确保政府财政在长期的可持续性。

理由认为，500亿-750亿美元(相当于GDP的0.5%-1%)的刺激计划是合适的规模。这个计划最主要的部分应该来自减税，并平均分配给所有的纳税人和税收返还接受方。其他的内容还应该包括：扩大失业保险福利(因为长期失业率已经达到衰退标准了)，临时性地提高食品券的福利水平(其执行和效果都非常快)，在征税的时候免除雇主们因为抵押贷收而获得的所谓的收入(这项政策已经在国会通过)。

在通过立法机构制定刺激计划的同时，还应该考虑有助于控制能源和食品价格的措施。这类措施既能提高消费者的购买力，也能减轻通货膨胀的压力。其中可以包括战略石油储备计划，让政府在市场价格过高、供方有充足利润的时候停止囤积特别稀缺的石油产品；调整鼓励乙醇生产的政策，以免继续推高食品价格。

### 拯救购房者

对于购房者而言，最重要的经济政策或许应该是最大限度地减小衰退的风险，或在衰退到来时尽量减轻其严重程度。目前人们已清楚看到了大范围泡沫的破灭，抵押贷款市场一些重要部门已经陷入枯竭，房地产市场最不愿意看到

的事情就是经济衰退，这会减少房主和潜在的购房者的收入。所以，我刚才讨论的积极的财政和货币政策才显得尤其重要。

然而，房地产部门自身的问题同样是引发衰退忧虑的重要原因，也需要得到妥善处理。最近实施的“诱惑利率冻结”(teaser-freezer)是项有益的措施(冻结了部分次级贷款的初始优惠利率水平)，其对象是少数次级住房贷款负债人，他们一方面很难获得新的抵押贷款，另一方面又有很大的可能继续维持现有的贷款。这是个富有建设性的办法，可能就是我所知，根据可靠的估计，它每年能减少的贷款偿付金额不到50亿美元。

这项措施或许应该是更广泛战略的一个组成部分，以解决由于房屋价格急剧下挫导致的中心问题。贷款的重组是个重要的方向，但我们还需要关注一个更基本的问题。假定某个购房者购买了一栋价值25万美元的房产，用于抵押的基本上只有这座房屋本身的估值。如今，这个业主发现房屋的价值下跌到了22万美元，并且在进行贷款重组之前，房屋的抵押估值或许只剩下20万美元。如果该房屋被贷款方收回，其价值可能进一步下跌到15万美元，同时还要对周围的房产价格带来消极影响。

其实对于借款人和贷款人双方而言，最好的结果都是确认抵押品的贬值，以便继续偿还贷款，同时避免强制收回，给大家共同带来损失。这很像《破产法》第11条，避免对那些负债太高，但仍有活力的公司进行清算。如果要在居民家庭避免房产被没收的窘境，同时让贷款人最大限度地得到补偿，那么针对A类次级贷款和优先级贷款就应该开展这类谈判。

解决的方案可能是改革《破产法》，为抵押贷款的重组制定标准模板，以及其他措施。在目前采用的“共同估值抵押贷款”(shared appreciation mortgages)中，贷款人同意减少每月的还款金额，以换取在房产出售时获得一定比例的收入，对此的各种税收和监管障碍应该被清除。我们对房地产部门的问题应该继续关注，直到确认，对于大量不能偿付原来抵押贷款的人而言，自己对房屋的估值依然超过其他人。

未来几个月里还应该采取的措施包括：

\* 给那些被没收抵押房产的人提供联邦补贴，帮助他们找到新的租屋。给希望买下抵押没收房产的社群提供补贴，帮助他们造成出租屋。

\* 支持充足的抵押信贷供应。增加联邦住房管理局担保(FHA guarantees)的建议是项积极的举措，当然还不足以给全部住房项目提供充足的抵押资本。

\* 至于受政府支持的住房企业(Government-Sponsored Enterprises, GSEs)，房利美(Fannie Mae)和联邦住房贷款抵押公司(Freddie Mac)，应该临时提高它们的资产组合上限，以便在几十年以来最需要它们的时刻充分发挥其稳定市场的作用。还应该暂时放松惩罚性的资本金要求，统一的贷款限额也应该提高到大约60万美元。

当然，房地产部门的表现可能没有我担心的那么糟糕，并非所有这些措施都必须同时做。那么，问题到底会严重到什么程度？次级债的相当一部分开创新者已经破产了，如果我对政治风向的解读到来的话，继续从事这种业务的决策者未来将受到更有力的监管。有人或许担心，太多的房主将从这些事件中受益，过度依赖房产进行杠杆融资是个不错的主意，但目前这不是主流。另一方面，如果政策继续滞后于经济表现，那么全国各地的家庭都要承受错误决策的后果。

### 尽快而明智地行动

尽管不是我今天要讲的主题，但我依然认为，我们需要努力从过去的惨痛经历中吸取教训。显而易见的是，我们需要保护那些弱势地位的人免受掠夺性贷款行为的伤害，这类情况在近年来已司空见惯。最近以来的经验还显示，人们需要重新审视传统货币政策的作用，对于不同金融机构风险水平的监管和规定，以及评级机构应有的作用，等等。

当下，我们的经济走到了多年以来的一个关键节点上。在充满不确定性的时刻，政策的抉择必须充分权衡各方面的风险。成千上万的人们或许从来不会考虑到什么反周期政策、道德风险、贷款工具、联邦基金利率之类的问题，但他们的生计却会受到这些决策者的决策者在未来几个月行动的深刻影响。我希望有关的决定能够尽快而明智地做出。

(本文基于作者2007年12月19日在华盛顿布鲁金斯学会的演讲整理而成，余江翻译，标题系编者所加，刊登时有删节。2008年1月16日萨默斯在美国国会联合经济委员会题为“联邦政府应该如何避免经济走向衰退”的听证会上，阐述了相同观点。)



芝加哥期货交易所联邦基金期货市场交易员正在工作

CFP