

# 货币政策与资产价格泡沫: 美国中央银行家的言与行\*

郭 强 谭小芬 李向前

**[摘 要]**在 2007~2009 年国际金融危机爆发之前,美国的中央银行家相信资本市场是有效的,对及时地识别泡沫没有信心,认为中央银行实施紧缩性的货币政策未必能有效抑制投机活动,而逆风向调节资产价格泡沫会严重损害实体经济。因此,他们支持采取传统战略的货币政策。2007 年国际金融危机爆发至今,美国的中央银行家对如何干预资产价格波动进行了深刻的反思,对市场的有效性有所质疑,修正了以前的结论,认为中央银行可以识别有些资产价格泡沫。资产价格崩溃的后果非常严重,中央银行需要加强金融监管以抑制资产价格泡沫。

**关键词:** 货币政策 传统战略 超常行动战略 资产价格泡沫

**JEL 分类号:** E52 G12

资产价格剧烈波动,会影响财富总量,进而造成消费支出变化;会影响资本成本,使得投资支出波动;还会显著增加金融体系的不稳定性,从而导致经济活动出现大幅度下滑。因此,货币政策如何应对资产价格波动是中央银行家必须关注的问题。在 2007~2009 年国际金融危机爆发之前,美国中央银行家关注的重点是股票价格泡沫,从他们的研究成果和操作经验来看,美联储不把资产价格波动作为直接目标;但是,从 2007 年国际金融危机爆发至今,美国中央银行家关注的重点是房地产价格泡沫,他们反思了如何干预资产价格波动,修正了危机前的一些传统思维。

本文安排如下:第一部分说明处理资产价格泡沫的两种货币政策;第二部分分析从“大萧条”到 2007~2009 年国际金融危机之前,美联储实施传统战略的原因;第三部分梳理美国中央银行家对传统货币政策战略的反思;第四部分介绍美联储采取不同方式处理资产价格泡沫的案例;最后一部分对全文做出评论性总结。

## 一、处理资产价格泡沫的两种货币政策:传统战略和超常行动战略

在一个资本市场完全有效、没有管制干预的世界里,资产价格不过是经济基本面的简单反映。在这种情况下,中央银行不应关注资产价格;在非基本面因素左右资产价格,并且资产价格波动对经济整体具有潜在的重大影响时,中央银行应该关注资产价格。而非基本面因素影响资产价格有两个根源:一是金融监管制度失策,二是投资者的不完全理性,比如羊群效应、过度乐观行为、短期行为等(Bernanke and Gertler, 2000)。

Kohn(2006)把应付可能发生的资产价格泡沫的货币政策战略划分为两种,即“传统战略”和“超常行动战略(extra action)”。根据传统战略,中央银行不会试图运用货币政策影响资产价格的

---

\* 郭强,中国社会科学院研究生院世界经济与政治系博士研究生;谭小芬,中央财经大学金融学院副教授,经济学博士;李向前,天津财经大学金融系副教授,经济学博士。

投机成分。相反,中央银行只是发现资产价格变动对未来的产出和通货膨胀有影响时,才会对其进行反应,而不管是否由基本面因素推动的资产价格变动。

实施超常行动战略要求中央银行应敏锐把握资产泡沫的发展,采取超出传统战略的紧缩性政策,以抑制泡沫的规模的扩张并减轻通货紧缩的后果。如果同时满足三个条件,采取超常行动战略也许是合理的。这三个条件是:第一,货币政策制定者必须对及时地识别泡沫很有信心。第二,中央银行实施紧缩性的货币政策可以抑制投机活动的进一步蔓延。第三,削弱资产价格的结果,必须足够改善未来的经济绩效。但是,从实践来看,在一个不确定的世界,同时满足三个条件的可能性极小(Kohn, 2006)。

## 二、2007~2009年国际金融危机之前:实施传统战略

中央银行如何应对资产价格波动问题的本质是,在稳定通货膨胀与实现充分就业之外是否需要应对资产价格波动。也就是说,为了减少资产价格泡沫崩溃对经济的打击,货币政策应该是纵容,还是减缓资产价格泡沫的膨胀?从理论研究和实际操作来看,由于美国的中央银行家相信资本市场有效,不能确定同时满足实施超常战略政策的三个条件,在2007~2009年国际金融危机爆发之前,支持采取传统战略的货币政策。

### (一)中央银行对及时地识别泡沫缺少信心

在资本市场上,资产价格由基本面因素和非基本面因素的共同影响(Bernanke and Gertler, 2000)。基本面因素包括利率高低或者技术进步等因素;非基本面因素主要是指动物精神。

从资产定价来看,根据股利贴现模型,资产的内在价值( $V$ )是投资者从资产上获得全部现金回报的现值,可以表示为:

$$V = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \cdots + \frac{D_i}{(1+k)^i} + \cdots$$

其中, $D_i$ 表示第*i*年年末的红利, $k$ 表示折现率。Greenspan(1999)指出,从资本利得的角度来看,由于技术进步,特别是运用信息技术,通过会计核算,不易评估股票期权与企业成本,这往往导致企业利润增加,进而推动股票价格的上涨,资本利得不断增加。从折现率的角度来看,折现率是由市场参与者的偏好、风险喜恶及市场的不确定性等决定的,而这些因素千差万别。因此,中央银行并不能准确把握折现率及其变化。基于上述分析,中央银行家很难判断资产的内在价值,因而不能识别资产价格泡沫。

从资产价格泡沫的形成过程来看,Greenspan(1999)认为,在经济扩张的背景下,如果一国的生产率加快增长,未来的利润水平和发展潜力将会得到提升,容易产生乐观情绪,进而促使资产价格达到一个不可持续的高度。但是,中央银行难以准确区分资产价格中由基本面因素决定的资产价格与乐观情绪决定的资产价格泡沫。

一些指标通常是衡量资产价格泡沫的工具。从市盈率等指标来看,由于制度的变迁、税收的不同、通货膨胀率的差异、潜在增长率的差别等因素,使得用市盈率等指标衡量资产价格泡沫也不太可信。最大的难题是,在使用市盈率等指标评估股票的基础价值(fundamental value)时,不可避免的要假定合适的股票溢价(equity premium),而事实上,经济学家对股票溢价的了解甚少,因此,运用市盈率等指标衡量股票价格,难免会出现偏差。

从市场信息的角度来看,在Mishkin(2007)看来,中央银行并不比市场参与者拥有更多的信息优势,中央银行没有信息优势。假定它觉察资产价格泡沫已经形成,那么市场参与者也会知道这一事实,资产价格泡沫就会崩溃。因此,中央银行识别出的资产价格泡沫并不可能继续膨胀。

总而言之,中央银行家很难确认不可持续的资产价格泡沫,只有等到资产价格泡沫破灭后,才知道资产价格具有泡沫。因此,中央银行对房地产价格和股票价格过高的判断都未必准确。

#### (二)中央银行实施适度的紧缩性货币政策并不能抑制一些投机活动的蔓延

长期的扩张促进投资者加大承担风险的意愿,这是紧缩性货币政策所不可避免的。事实上,过去 15 年的经验表明,在没有损害经济活动的前提下,促使股票价格下跌的紧缩性货币政策往往伴随着股票价格水平的上涨。例如,在 1994 年 2 月,美联储上调联邦基金利率 300 个基点,股票价格开始走平,但是,刚完成那轮紧缩政策,股票价格就大幅度上涨。从 1999 年年中到 2000 年 5 月,联邦基金利率提高了 150 个基点。但是,股票价格在此期间基本上是一直在上涨。这些事实表明,只有把短期利率提高到造成经济严重紧缩的程度,才能抑制资产价格泡沫,而及时紧缩货币政策以防止 20 世纪 90 年代泡沫的形成只是一个幻想(Greenspan, 2002)。

从理论上讲,中央银行对投机泡沫的驱动因素及货币政策的作用知之甚少;从实证来看,缺少利率和股票价格变动的基本数量关系。由于中央银行和投资者都不能确定企业未来利润的走势,同时,如果是乐观情绪而不是货币宽松导致了资产价格进一步上涨,在这种情况下,没有理由把联邦基金利率提高 50 甚至 100 个基点,如果提高联邦基金利率,那么就会打击对具有潜在利润新兴技术企业的投资(Kohn, 2006)。

根据 Mishkin(2007)的研究,利率对资产价格泡沫的影响具有高度的不确定性:虽然一些理论模型表明,提高利率可以抑制资产价格膨胀的加速,但是,还有一些研究表明,提高利率可能导致资产价格泡沫崩溃得更为严重,甚至严重损害经济。

#### (三)削弱资产价格泡沫的结果,不能改善未来的经济绩效

虽然泡沫破裂对经济基本没有益处,但是也并非毁灭性的。Greenspan(2002)指出,泡沫破裂危险的情况通常出现在一个毫无保证的、乐观情绪驱动的资产价格上涨到不能支撑的程度,即使未来的风险变得相对较小。当出现不可避免的调整时,这种偏离基本面的资产价格泡沫会给经济带来很多问题。从最近的经验中可以得知,采取紧缩性的货币政策以挤破资产价格泡沫,其成本高、风险大。但是,中央银行并没有抑制资产泡沫继续膨胀并防止具有破坏性后果的政策措施。为了刺破泡沫,需要实施严厉的紧缩性货币政策,利率急剧上升,从而造成经济衰退,其损失可能超过“泡沫自然膨胀——破灭”带来的潜在损失。因此,货币政策不应将资产价格作为目标,也不要试图刺破资产泡沫,中央银行的占优选择是所谓“事后救助”策略(mop up after strategy),即通过及时注入充足的流动性来缓解资产泡沫破裂对经济形成的冲击(Greenspan, 2004)。

从识别资产价格泡沫的角度来看,中央银行对房地产价格和股价格过高的判断都未必准确,而误判资产价格泡沫的成本很高,后果很严重:如果调节一个不存在的泡沫的资产价格,会导致经济活动和通货膨胀低于合意水平。一旦认识到决策失误,中央银行家就会采取相反的措施,使得经济较长时间过热,恢复通货膨胀水平,以弥补初始决策失误的损失。认识到初始决策失误与认识到资产价格与经济的基本面吻合需要一定的时间。因此,在这个过程中,难免会降低社会福利,引发宏观经济波动。时机也是一个问题。即使中央银行家非常自信存在资产价格泡沫,由于货币政策传导机制和泡沫存在期限的不确定性,提高利率往往加剧不稳定的风险(Kohn, 2006)。

#### (四)对实施传统战略的总结

在 2007~2009 年国际金融危机爆发前,美国的中央银行家认为货币政策不应把资产价格作为直接目标。他们认为,中央银行对资产价格做出反应以阻止泡沫膨胀的看法具有严重的缺陷:首先,决策者对及时地识别泡沫缺少信心。其次,中央银行实施适度的紧缩性货币政策并不能抑制一些投机活动的蔓延。最后,削弱资产价格泡沫并不一定能够改善未来的经济绩效。对货币政策制定者来说,货币政策对资产价格关注的程度,仅限于处理资产价格对通货膨胀预期的影响。中央银行应

对资产价格泡沫往往实行传统战略,即“善意忽视”的政策:不是阻止它,而是在其破裂之后迅速做出反应,这样可以把资产价格泡沫崩溃的负面影响保持在可控的水平。

### 三、2007年国际金融危机之后:反思传统战略

自从网络泡沫破灭后,虽然不少学者对资产价格泡沫进行大量研究,但是,在资产价格泡沫何时产生,为什么会产生,及泡沫怎样才能不再继续膨胀等方面还有很多不足。学者的研究结果大相径庭,并不能给决策者提供建设性的建议(Bernanke, 2010a)。2007年国际金融危机爆发至今,美国的中央银行家对如何干预资产价格波动进行深刻的反思,对有效市场有所质疑,修正了以前的分析结果。他们认为,中央银行可以识别有些资产价格泡沫;资产价格崩溃的后果非常严重;中央银行需要加强金融监管以抑制资产价格泡沫。

#### (一)中央银行对及时地识别“信贷繁荣泡沫”很有信心

尽管从市场信息的角度来看,决策者并不比市场参与者的信息多,如果决策者认识到有资产价格泡沫,市场参与者也会认识到这个情况。即使存在泡沫,市场参与者不挤掉泡沫的原因可能是,他们尽可能运用泡沫,低价买入,在泡沫破裂前卖出,以获取资本利得(Kohn, 2008)。但是,从实证分析的角度来看,在21世纪的前几年,房地产价格和住房抵押贷款不断快速上涨,引发人们对房地产价格上涨的可持续性进行讨论,研究结果不尽相同。房地产价格是否被高估存在争议:McCarthy and Peach(2005)的研究表明,即使在2005年年底,房地产价格完全可以由经济基本面因素解释;而Shiller(2005)认为最近美国房地产价格史无前例的上涨,表明存在资产价格泡沫。

Mishkin(2010)把资产价格泡沫分为两类:一类为“信贷繁荣泡沫”(credit boom bubble),另一类是泡沫为“纯粹的非理性繁荣泡沫”(pure irrational exuberance bubble)。“信贷繁荣泡沫”即人们对经济前景的过度乐观,或者金融市场上的结构性变革,导致信贷激增。由此造成某些资产需求上升,推动其价格随之上涨,这反过来又鼓励与这些资产相关的放贷,进一步推高需求和价格,形成正反馈回路。在这个反馈回路中,杠杆增加,信贷标准进一步放宽,接着杠杆再增加,就这样周而复始。对于“纯粹的非理性繁荣泡沫”(pure irrational exuberance bubble)而言,这种类型的泡沫由过度乐观的预期所驱动。从市场信息的角度来看,金融监管者和中央银行拥有贷款人放松其贷款标准的信息,“信贷繁荣泡沫”比“纯粹的非理性繁荣泡沫”更容易识别,鉴于此,难以识别资产价格泡沫并不构成反对实施货币政策超常战略的理由。难以识别“纯粹的非理性繁荣泡沫”表明:事后分析容易,事前预测并不简单。

在2007~2009年国际金融危机爆发之前,美国的中央银行家们相信资本市场是有效的,因此,中央银行并不比市场参与者拥有更多的市场信息,中央银行并不能识别资产价格泡沫。然而,耐人寻味的是,危机之后,美国的中央银行家认识到,监管部门和中央银行通常掌握着诸如贷款人降低信贷标准、风险溢价过低或信贷增长过快等资讯,他们可以识别信贷繁荣泡沫。因此,就遏制信贷泡沫而言,资产价格泡沫难以识别并非令人信服的论据。

#### (二)中央银行不能通过适度紧缩的货币政策抑制投机活动的蔓延

虽然中央银行清楚利率在公司股票、房地产和其他资产的基本价值中发挥重要作用,但是,无论从理论和实证的角度来看,利率对资产价格的投机成分的影响目前还不清楚。根据Gallin(2004)和Campbell, Davis, Gallin, and Martin(2006)的研究,房地产价格对短期利率和长期利率的敏感性很弱,这意味着可能需要大幅度上调利率才会对房地产价格有较大的影响。一个例证是,在2004年中期上调联邦基金利率为什么没能有效抑制2003年的投机?即使联邦基金利率已经正常化,商业银行还在发放次级贷款,这显示出金融市场存在很多缺陷。根据Mishkin(2008)的研究,尽管有

些理论模型认为,提高利率可以减少资产价格的加速,但是,提高利率抑制泡沫可能是无效的,因为市场参与者预期能从购买泡沫驱动的资产获取高额收益率。

另一种看法是,泡沫往往偏离正常行为,在异常条件下,运用货币政策的常用工具经常是无效的。事实上,中央银行不能预知货币政策措施对资产价格泡沫的影响。另外,并非所有的资产都有泡沫,只有一部分资产价格可能出现泡沫,而货币政策的目标是维护价格稳定。鉴于此,运用货币政策干预资产价格泡沫是一个笨拙的工具。而 Greenspan(2010)从房地产价格泡沫的形成的原因进行分析,认为美国房地产价格泡沫的形成是由低水平的 30 年期住房抵押贷款利率引发的。从统计分析来看,2002~2005 年期间,每月的 30 年期住房抵押贷款利率比美国每月的房地产价格变化领先 11 个月,其中调整后的拟合优度是 0.511,t 统计量为-6.93;而联邦基金利率比美国每月的房地产价格变化领先 8 个月,其中调整后的拟合优度是 0.216,t 统计量为-3.62。将领先 11 个月的抵押贷款利率和领先 8 个月的联邦基金利率对房地产价格进行回归,抵押贷款利率与房地产价格的回归系数的 t 统计量为-5.2,而联邦基金利率与房地产价格回归系数的 t 统计量仅为-0.51。在 21 世纪的前几年,30 年期抵押贷款利率和联邦基金利率已经明显脱钩,因此,如果有影响的话,联邦基金利率对房地产价格的影响也很小。

从贷款的发放来看,越来越多地使用复杂的抵押贷款形式以及降低相关贷款的发放标准,导致了房地产价格泡沫的形成。因此,货币政策抑制房地产价格泡沫并不有效,而是应该加强对贷款发放的风险管理(Bernanke,2010b)。采取宏观审慎监管政策可以有效阻止资产价格泡沫和信贷供给之间的相互作用。需要进一步研究和剖析银行资本金要求对于促进金融稳定的作用,其中包括银行的资本金要求是否应随经济周期而做出相应的调整。

总而言之,虽然常规性货币政策工具对资产价格泡沫的影响有限,但是可以通过加强金融监管加以调节。对于某一市场或新的市场失灵所形成的特定信贷泡沫,则需专门出台特殊监管政策加以限制,以抑制资产价格泡沫。

### (三)削弱资产价格泡沫的结果:足以削弱经济绩效

对 2007~2009 年国际金融危机后果的分析表明,从美国层面来看,房地产在美国经济和金融体系中的占据核心地位,房地产价格泡沫的破裂,给住房拥有者带来困难,同时,更重要的是造成了金融体系的脆弱。同时,由于美国经济的弹性不足,因此,导致美国经济下滑;从国际层面来看,由于金融和经济的国际联系,美国金融危机对发达国家和发展中国家的影响,比以往历次经济危机都严重。因此,房地产价格泡沫破裂的成本大得不可思议,这就意味着,采取超常战略货币政策以抑制房地产价格泡沫的潜在收益非常之大。

Mishkin(2011)认为,“信贷繁荣泡沫”的破裂与资产价格崩溃,导致贷款受到冷遇,去杠杆化的过程已经开始,对资产的需求进一步下跌,价格进一步走低。由此导致贷款损失和资产价格下跌,进而损害金融机构的资产负债表,并进一步使得信贷和投资减少。随之而来的去杠杆化抑制企业和家庭的开支,从而削弱经济活动,加大信贷市场的宏观经济风险。事实上,“信贷繁荣泡沫”的破裂正是 2007~2009 年国际金融危机的全部情形,2007~2009 年国际金融危机最明显的成本是,全球经济衰退导致了总产出的巨大损失。另外,在金融危机之后的中长期经济增长速度会降低;金融危机往往伴随着政府债务的急剧攀升而导致政府预算状况显著恶化。中央银行从非传统货币政策的退出策略非常复杂,并影响其未来成功管理经济的能力。而在“纯粹的非理性繁荣泡沫”崩溃之后,由于不存在针对较高资产价值的杠杆周期,这种泡沫的危险性要低得多。没有信贷繁荣,泡沫破裂就不会造成金融体系失灵,造成的危害也就会小得多。例如,20 世纪 90 年代末的科技股泡沫就没有受到银行放贷与股价上涨之间的反馈回路的推动。事实上,科技股泡沫的破裂,并没有伴随银行资产负债表的显著恶化。泡沫破裂后,经济只出现相对温和的衰退,一个关键原因就在于

此。同样,1987年股市泡沫的破裂,并没有使金融体系承受巨大压力,其后的经济运行良好(Mishkin, 2011)。

#### (四)对反思传统战略的总结

2007~2009年国际金融危机促使美国的中央银行家反思货币政策应对资产价格的传统战略,认识到金融监管部门和中央银行比市场参与者掌握的信息更多,他们开始认为可以识别信贷繁荣泡沫。房地产价格泡沫崩溃带来的经济不稳定,以及资产价格泡沫破裂后高昂的清理成本远远超出先前的预期。虽然货币政策常规性干预资产价格比较笨拙,但是,实行低利率的时间越长,就越会激励投资者持有长期资产,促成过度地承担风险。因此,需要中央银行通过加强金融监管,以抑制房地产价格泡沫的形成。

### 四、美联储应对资产价格泡沫崩溃:三个案例

在美联储的中央银行家看来,货币政策以资产价格为直接目标,导致“大萧条”的加剧。从“大萧条”以后,美联储关注通货膨胀,不再把资产价格作为直接目标。在1987年股市崩溃之后,成功行使最后贷款人的职能,阻止了系统性风险的爆发,对经济的影响较小。在2007年国际金融危机爆发之后,美联储虽然采取调整利率之类的常规性政策工具与量化宽松等非常规性政策工具,维护了主要金融市场的稳定,但是给美国经济和世界经济带来了巨大损害。

#### (一)货币政策与“大萧条”

从大萧条前的宏观经济来看,在1928年,通货膨胀率实际上略微为负,经济刚从衰退中温和复苏,从1929年秋季已经放缓。一直表现一致的经济指标变得更为复杂:7月,美联储的工业生产指数开始下降,在8月和9月,建造合同大幅下跌,在10月初,汽车销售量突然下降。

从金融市场和美联储实施的货币政策来看,1928年初,为了调控高涨的股票市场,打击股票市场的投机行为,美联储紧缩信贷,而且在1929年2月进一步紧缩,这促使银行减少股票交易贷款。1929年8月,美联储把贴现率提高到1921年以来的最高值6%。美联储施加的压力未能抑制其他金融中介为购买股票提供信贷资金。不过,市场提高了向经纪商收取的贷款利率。1929年8月,长期股票交易贷款利率(rates on term stock-exchange loans)是9%,在8月初,同业拆借利率超过10%。在此期间,这些贷款的利率有时飙升至20%以上。商业票据市场交易量下跌了一半,外国债券发行活动事实上中止了。

当市场在1929年10月崩溃时,纽约的贷款人争相终止他们给经纪人的贷款。为了挽救信贷市场的萧条,纽约联邦储备银行进行了传统的最后贷款人操作,同时,利用公开市场操作,购买了1.6亿美元债券。结果,没有出现货币市场利率上涨或经纪人还贷违约危及银行的恐慌。

但是,华盛顿的美联储理事会没有批准纽约储备银行的行动决策,相反,理事会还批评了纽约储备银行,而且不顾夏季已开始的萧条,维持紧缩的货币政策。1930年刚刚出现的经济复苏也胎死腹中,银行恐慌紧随其后。1933年初,股票价格下跌和金融不稳定程度增加,因美联储的错误政策而恶化的经济开始走向萧条。经济崩溃给银行体系带来了巨大压力,同时,银行危机又加剧了经济下滑。贷款人对有风险的借款人避之不及,风险溢价快速上升。

#### (二)货币政策与1987年“股灾”

自20世纪80年代起,美联储开始关注通货膨胀,并采取紧缩性货币政策以预防通货膨胀的加剧。在股市上涨时,货币供给也以相对较快的速度增加。但是,1987年前半年,货币供给在一定程度上慢了下来。由于担心国外利率上升、贸易赤字和美元贬值,以及美联储可能采取的行动,在货币市场上,美国联邦基金利率上升。但是,美国经济继续增长。

由于客户需要补充保证金,经纪商需要大量贷款,10月19日道琼斯指数的大幅度下跌给金融体系带来了巨大压力,因为10月20日中午之前,客户需要补充保证金。可是由于不确定性太大,在市场上最需要信贷资金的时候,银行甚至无视主要证券公司的财务能力,不愿发放贷款。

为防止经纪公司的倒闭,在10月20日开盘前,格林斯潘宣布“美联储随时提供流动性以支持经济和金融体系”。随后,美联储购买了170亿美元的债券。此外,美联储告知商业银行继续向证券公司(broker-dealer)提供信贷服务,以确保后者可以持有证券存货(inventories of securities)。危机一旦爆发,金融稳定随即受到一些负面影响,但是,在美联储采取了行动后,随着金融市场得到平复,美联储谨慎地收回了相当多的银行超额储备,隔夜拆借利率维持在比危机前低1个百分点的水平上。

因此,尽管股票价值的损失巨大,但是股市崩溃并未危及金融体系的稳定性。1980年代末期,银行破产和贷款损失虽然上升很快,但是,股票市场崩溃并未损害到金融体系的稳定。美联储成功地行使了与1929年一样的最后贷款人职能。但是,此次货币政策关注的是金融体系的稳定性,而不是股票市场。

### (三)货币政策与2007~2009年全球金融危机

2007年8月,次贷危机爆发,美国的金融市场出现失调。在2007年9月,尽管经济依然表现出强劲势头——第三季度的实际GDP增速很高,但是美联储依然将联邦基金利率降低了50个基点。美联储的行动不是在应对当时的经济情形,而是对实体经济有可能因金融失调出现下行风险的前瞻性反应。随后,从2007年9月至2008年4月,美联储迅速将联邦基金利率目标从5.25%下调至2%。到了2008年夏,中央银行甚至已经将其注意力转向当时很高的通货膨胀率,美联储内部已经开始讨论是否需要逆转宽松的货币政策,以应对潜在的通货膨胀。

但是,随后出现的一系列冲击将金融体系和实体经济推到了悬崖边缘:2008年9月15日雷曼兄弟破产,9月16日美国国际集团(AIG)崩溃,就在同一天,储备优先基金(Reserve Primary Fund)被挤兑,之后的两周时间里,美国财政部力争国会批准了其不良资产救助(TARP)计划。美国金融危机此时已经演变为国际金融危机。不仅美国经济活动急剧衰退:实际GDP在2008年第4季度下降了1.3%,2009年第1季度下降了5.4%,2009年第2季度下降了6.4%;世界其他经济体的实际GDP也在2008年第4季度下降了6.4%,2009年第1季度下降了7.3%。美国和许多发达国家的失业率急剧上升至10%以上,即使在世界经济开始恢复时,失业率也居高不下。金融危机导致了大萧条以来最为严重的全球经济衰退。

在雷曼兄弟破产后,美联储迅速开始新一轮降息,2008年12月联邦基金利率降低75个基点,下调至0%~0.25%的历史低点而接近零利率下限。除此之外,美联储还采取非传统的货币政策。一是大量购买债券。2008年11月25日,美联储购买机构债券和抵押贷款支持债券,并购买美国国债。二是创设流动性工具。2008年11月25日,美联储宣布创设短期资产抵押债券信贷工具(TALF),以解冻住房信贷市场和消费信贷市场。三是积极配合财政部实施金融稳定计划。美联储与其他监管部门对全美19家大型银行进行压力测试,并向市场公布压力测试结果,进一步稳定了金融市场情绪和信心。

总的来说,美联储采取量化宽松之类的非常规性货币政策工具与接近零利率下限的常规性货币政策工具维护了主要金融市场的稳定:短期融资市场运转更加正常,公司债券发行有所增加,低迷的证券市场有所恢复,部分股票价格上涨,住房按揭贷款利率大幅降低,宏观经济则在经历大幅萎缩之后从2009年第3季度起开始缓慢而具有波动的复苏。

### (四)三个案例的启示

从美国货币政策的操作实践来看,美联储在三次危机中采取了不同方式处理资产价格泡沫:

在 20 世纪 20 年代,美联储创造过量货币,使得股票价格不断飙升,股票市场的投机行为盛行,为了应对股票价格泡沫,从 1920 年代末期至 1930 年代初期联储过分地紧缩货币,把股票价格直接纳入货币政策目标,使得恶化的经济开始走向萧条。在 1987 年 10 月 19 日之前,美国道琼斯指数虽然不断上涨,但是,美联储并没有采取措施,而是在股票价格大幅度下跌给金融体系带来了巨大压力之后,美联储开始关注金融体系的稳定性,履行中央银行最后贷款人职能,采取“事后救助”策略,随着金融市场得到平复,美联储谨慎地退出宽松的货币政策,1987 年的“股灾”未对经济产生严重的影响。21 世纪初始,格林斯潘一直采取降低利率的方式刺激经济增长,导致资产价格泡沫化。但是,美联储并没有及时采取措施抑制房地产价格泡沫。2007 年 8 月,次贷危机爆发,使得美国的金融市场出现失衡,引发了 2007~2009 年国际金融危机。虽然美联储采取量化宽松之类的货币政策工具与常规性货币政策工具维护了主要金融市场的稳定,但是房地产价格的泡沫对美国经济和全球经济带来“大萧条”以来最大的损害,清理房地产价格泡沫破裂的成本高出美联储的预期。

2007~2009 年国际金融危机之前,美联储既有直接干预资产价格泡沫而失败的教训,又有“善意忽视”资产价格泡沫而成功的经验,而 2007~2009 年国际金融危机的爆发,是“善意忽视”资产价格泡沫而失败的教训。同时,上面三个案例证实了“信贷繁荣泡沫”的破裂对宏观经济的损害比“纯粹的非理性繁荣泡沫”的崩溃所造成的损害更大。

## 五、评论性总结

从“大萧条”到 2007~2009 年国际金融危机爆发,美联储的中央银行家认为中央银行具有两项职能:一是制定货币政策;二是确保金融稳定。第一项职能意味着中央银行实施货币政策应该以经济体系为目标,而不是以资产市场为目标。第二项职能是运用管理、监督金融市场和最后贷款人的权力,以维护金融体系的稳定(Bernanke, 2002)。美国的中央银行家认为货币政策只应关注商品和服务价格稳定,不应把资产价格作为直接目标。因此,他们认为货币政策对资产价格关注的程度,仅限于资产价格对通货膨胀预期的影响。

从实践来看,以资产价格为货币政策直接目标而加剧了大萧条,美联储却因汲取教训而陷入新的困境:当美联储提高利率抑制风险过大的投机行为时,可能会损害实体经济,由此带来的损失几乎无法承受。最终美联储决定不再逆风向调节资产价格,每次资产价格泡沫崩溃之后,美联储充分行使最后贷款人的职能,及时注入充足的流动性来缓解资产泡沫破裂对经济形成的冲击。虽然取得了一些成效,但是,接二连三的金融危机使得美联储必须采取更加有力的救助措施,而这些措施往往是下一轮危机的导火索。肇始于次贷危机的 2007~2009 年国际金融危机,给美国经济和世界经济造成巨大损害,为应对全球金融危机,各国政府动用财政资源和货币政策以扩大总需求和加强私人资产负债表恢复,对金融机构尤为如此。虽然有助于防止深度衰退,却以公共资产负债表的扩张为代价。在增长前景不确定,甚至财政扩张空间缩减的情况下,政府正面临着减轻高额债务负担的挑战。因此,一方面,许多发达经济体必须在整顿财政以减少债务和展期风险之间达到一种微妙的平衡;另一方面,又要确保经济充分增长以避免不利的债务动态和不可持续的债务负担。与此同时,经济增长前景的不确定性仍在继续,经济突然逆转的风险会破坏财政可持续性和金融稳定。因此,清理房地产价格泡沫破裂的成本远远超出美联储的预期。

从泡沫崩溃之后的影响来看,“信贷繁荣泡沫”的破裂会造成金融体系失灵,对宏观经济的损害比“纯粹的非理性繁荣泡沫”的崩溃所造成的损害更大,并且远远超出先前的预期;中央银行可以对“纯粹的非理性繁荣泡沫”的崩溃采取“善后救助”策略。但是,中央银行应该积极监控资产价格和信



贷流量,遏制潜在的“信贷繁荣泡沫”,逆风向调节“信贷繁荣泡沫”。需要指出的是,尽管美国的中央银行家指出,在“纯粹的非理性繁荣泡沫”崩溃之后,可以通过“事后救助”来维持金融稳定,与之相比,“信贷繁荣泡沫”的破裂对宏观经济带来的损害更大,但是,他们并没有从传导机制上充分阐述金融不稳定与宏观经济的关系。除此之外,他们无力判定金融不稳定的演变路径,不能准确预测资产价格泡沫维持的时间。因此,未来的一个研究重点将是金融部门与宏观经济之间的影响机制。

#### 参考文献

- Bernanke, B. (2002): “Asset-Price ‘Bubbles’ and Monetary Policy.” Speech Delivered at the New York Chapter of the National Association for Business Economics, New York.
- Bernanke, B. (2009): “Reflections on a Year of Crisis.” Speech delivered at the Brookings Institution, Washington, D.C.
- Bernanke, B. (2010a): “On the Implications of the Financial Crisis for Economics.” Speech Delivered at the Conference Co-sponsored by the Center for Economic Policy Studies and the Bendheim Center for Finance, Princeton University, Princeton, New Jersey.
- Bernanke, B. (2010b): “Monetary Policy and the Housing Bubble.” Speech Given at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta Georgia.
- Bernanke, B. and M. Gertler (2000): “Monetary Policy and Asset Price Volatility.” NBER Working Paper No. 7559.
- Bordo, C. and P. Lowe (2002): “Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus.” BIS Working Paper 114.
- Campbell, S., M. Davis, J. Gallin and R. Martin (2006): “A Trend and Variance Decomposition of the Rent-Price Ratio in Housing Markets.” Finance and Economics Discussion Series, 29.
- Greenspan A. (1999): “Monetary Policy and the Economic Outlook.” Testimony before the Joint Economic Committee, U.S. Congress. June 17.
- Greenspan A. (2002): “Economic Volatility.” Remarks at a Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming. August 30.
- Greenspan A. (2004): “Risk and Uncertainty in Monetary Policy.” Speech Delivered at the Meetings of the American Economic Association, San Diego, California January 3.
- Greenspan, A. (2005): “Closing Remarks.” Speech before a Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.
- Greenspan, A. (2010): “The Crisis.” Paper Prepared for Spring 2010 Conference of the Brookings on Economic Activity.
- Kohn, D. (2006): “Monetary Policy and Asset Prices.” Speech Delivered at Monetary Policy: A Journey from Theory to Practice, An European Central Bank Colloquium Held in Honor of Otmar Issing, Frankfurt, Germany, March 16.
- Kohn, D. (2008): “Monetary Policy and Asset Prices Revisited.” Speech Delivered at the Cato Institute’s 26th Annual Monetary Policy Conference, Washington, D.C. November 19.
- McCarthy and Peach (2005): “Is There a ‘Bubble’ in the Housing Market Now?” Paper Prepared for Eurobank EFG’s Conference on Real Estate, January 20.
- Mishkin, F. (2007): “Housing and the Monetary Transmission Mechanism.” Finance and Economics Discussion Series 2007-40.
- Mishkin, F. (2008): “How Should We Respond to Asset Price Bubbles?” Speech Delivered at the Wharton Financial Institutions Center and Oliver Wyman Institute’s Annual Financial Risk Roundtable, Philadelphia, Pennsylvania. May 15.
- Mishkin, F. (2010): “Monetary Policy Flexibility, Risk Management, and Financial Disruptions.” *Journal of Asian Economics*, 23, 242-246.
- Mishkin, F. (2011): “Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis.” NBER Working Paper No. 16755.
- Mishkin, F. (2011): “How Should Central Banks Respond to Asset-Price Bubbles?” Reserve Bank of Australia Bulletin, 6, 59-69.
- Mishkin F. and W. Eugene (2003): “Stock Market Bubbles: When Does Intervention Work?” *Milken Institute Review*, Second Quarter, 44-52.

(责任编辑:周莉萍)