

宏观经济理论中的金融因素：若干认识误区^{*}

马 勇

〔摘 要〕本文以主流宏观经济学的若干认识误区为切入点,对宏观经济理论中的金融因素及相关问题进行了初步的理论反思。这一反思主要围绕以下六个基本命题展开:一是金融因素在宏观经济中的影响被严重低估,二是主流货币政策框架的致命缺陷源于其政策视野的短期性,三是货币与信用的创造机制存在着本质差别,四是财政机制与信用机制并非独立,五是金融创新指向信用创造并改变了经济金融环境,六是泡沫问题金融化的本质在于杠杆扩大化。这些命题的共同启示是:宏观经济理论必须在纳入内生性金融因素的基础上予以系统重建。

关键词: 宏观经济理论 金融 信用

JEL 分类号: E32 E44 G32

一、引言

此轮全球金融危机之后,关于宏观审慎的研究逐渐成为经济学领域最炙手可热的话题之一。宏观审慎概念被如此“高调”地置于经济学的“前台”,一方面反映了目前已有的政策工具在应对信贷扭曲、金融失衡和系统性风险方面的严重缺陷,另一方面也是对之前的主流经济学理论是如此偏颇地忽视了金融因素而进行的一次深刻反思。从某种意义上说,经济学理论的惰性与实际经济运行的惰性是并行不悖的——只要现状仍能维持,就没有改变的动力,除非问题的积累已经到了必须要做出改变的时候。

现在,问题的积累确实已经到了必须要做出改变的时候了。事实上,近年来频繁发生的金融危机已经反复发出这样的警告:缺少了金融因素的宏观经济理论,就像是跛足前行的醉汉,不仅迷失了方向,而且随时都有跌落的风险。这种风险不仅在 20 世纪末重创了拉美和东亚的经济,而且在 21 世纪的头一个十年就将欧美等发达国家拉落马下。在这种情况下,打开金融体系这个“黑匣子”,深入研究金融体系的内在规律及其在宏观经济运行中的作用和影响,成为摆在经济学家面前的一个现实而紧迫的课题。本文以主流宏观经济理论的若干认识误区为切入点,对宏观经济理论中的金融因素及相关问题进行了初步的理论反思。这一反思为包含金融因素的宏观经济理论的重建提供了一些有用的线索和启示。

二、宏观经济运行中的金融因素:其影响被严重低估

作为联结盈余部门和赤字部门的桥梁,金融体系长期被看作是一个“黑匣子”,经济学家关注的是桥梁两端的状况,至于货币和信贷在这个“黑匣子”中如何运动以及发生了什么变化,并不是关注和研究的焦点。在主流新古典经济学框架中,“充分认知假设”绕过了不确定性的影响,个人在未来的各种明确的可能性中所做出的最优化决策可以自动达致市场的均衡状态(Garrison, 1982)。

^{*} 马勇,中国人民大学国际货币研究所,研究员,经济学博士。本研究得到国家自然科学基金项目“宏观审慎政策体系与实施方案研究”(71150003)和北京市教育委员会共建项目“中国货币国际化战略研究”资助。

在这种情况下,以阿罗-德布鲁分析范式为代表的一般均衡理论,围绕零交易成本和充分认知假设建立起了一个“无摩擦”的完美市场体系。在这一体系下,金融部门的作用是无足轻重的,它不仅不会影响市场的均衡状态和过程,甚至根本就没有存在的必要。

实际上,细观过去几十年经济学的发展脉络,自“MM理论”严格论证了完善市场条件下经济决策将独立于融资决策后,金融因素就逐渐被主流经济学所忽略。尤其是随着“有效市场理论”的发展和广泛运用,主流经济学对于经济周期和经济波动的研究一直聚焦于实物因素而非金融因素,这也最终导致了人们全盘低估过去几十年的风险。虽然在此轮金融危机之前,也有少数研究试图将金融因素植入现代主流经济学的理论框架之内,典型的如伯南克(Bernanke, 1983, 1999)和 Kiyotaki and Moore (1997)等人的研究^①。但从理论内核来看,无论是伯南克等人的“金融经济周期理论”,还是 Kiyotaki、Moore 等人的“信贷周期理论”,均将分析的立足点建立在不对称信息所导致的“融资约束”上,因而信贷和金融摩擦问题最终退化为了由信息问题所引发的逆向选择和道德风险问题,至于更进一步的货币、信贷与实体经济的内生关系和动态反馈路径等关键问题,这些理论并没有给出确切的说明,当然也就无法对源自金融体系的冲击做出更为深入的解释(陈雨露和马勇, 2012)。

毫无疑问,只要主流经济学继续将金融因素(货币、信贷、信用、金融结构等)仅仅视为经济运行的一种“摩擦”,而不是经济运行动态的内生组成部分,那么,与此相关的货币金融理论将继续依附在新古典经济学的传统框架内,顶多只是对其进行“修修补补”而已。在这一点上,早期的经典著作似乎走得更远,比如,关于信贷市场摩擦和金融扭曲所造成的经济伤害,在奥地利学派代表哈耶克和米塞斯的相关著作中,都有重点论述。这些论述建立在对市场内部结构动态调整的基础之上,着重强调了货币的“非中性”和信用的“内生性”,并且旗帜鲜明地指出了信贷扩张和货币扭曲所带来的严重后果。但随着现代主流经济学最终选择了与奥地利传统格格不入的数理经济学范式,奥地利学派的方法论逐渐淡出了主流经济学的视野,成了少数纯理论学者案头的“点缀之物”。

近年来,金融扩张日益脱离实体经济的现象成为越来越多经济学家和观察家们所关注的对象。人们抱怨,不受制约的金融膨胀最终损害了经济增长和社会福利,并把这一切归咎于监管体系的漏洞和道德败坏的银行家们。但实际上,金融扩张之所以可以长期脱离实体经济而独立运行,恰恰反映了这样一个事实,即金融体系的运行确实存在着一些不同于实体经济的特殊规律,而目前我们对这些规律还知之甚少。在主流经济学的方法论视野中,不仅没有将不稳定性作为系统的特性予以解释,而且也不认为内生不稳定性是一个令人满意的理论所必须解释的内容。无论是传统的凯恩斯理论,还是流行的货币主义分析,都不能解释宏观经济和金融体系的不稳定性。但实际上,经济中所发生的现象是如此地依赖金融因素,以至于只有在金融因素被纳入理论结构之后,经济理论才对现实具有指导意义(明斯基, 1986)。从这个意义上看,在现行的宏观稳定框架中,不稳定的来源更多地来自于我们对金融规律的认识不足,而不仅仅是政策当局的无能和软弱。

命题 1:在主流经济学框架下,金融因素在宏观经济运行中的作用和影响一直被严重低估。这种低估一方面反映了现有理论对金融规律的认识不足,另一方面严重削弱了宏观经济理论基础的有效性。

三、灵活通胀目标制的误区与货币政策困境

(一)灵活通胀目标制的误区

在通货膨胀目标制的研究之初,曾有“严格的通货膨胀目标制”和“灵活的通货膨胀目标制”之

^① 伯南克在对“大萧条”的反思中看到了危机背后货币和信贷的影子,并因此获得了声誉,而 Kiyotaki 和 Moore 则在主流经济学流行的范式下对资产价格与信贷约束之间的相互作用进行了数理建模,这一模型成为信贷周期领域被广为引用的模型之一。

分,前者将物价水平作为政策的唯一目标,而后者则允许在稳定物价的同时兼顾产出和就业。在实践中,严格的通胀目标制由于在面临较大的供给冲击时^①常常导致宏观经济的巨大波动,目前已经基本淡出了中央银行的视野,取而代之的是各种版本的灵活通胀目标制。按照主流经济学的标准观点,由于在货币政策的实施与其对通胀和产出的影响之间存在着时滞,因而如果能依据对通胀和产出的预测做出反应,则通胀目标制会更有效。因此,灵活通胀目标制又可以被视为“预测目标制”:中央银行选择一个政策路径,使其对通胀和产出的预测可以稳定在这两个变量的目标值附近。如果发生目标冲突,灵活通胀目标制力求在稳定通胀和产出之间寻求一种合理的平衡。

灵活通胀目标制是否有效,取决于中央银行对货币政策传导机制的认识、对实际经济状况的评估和对许多重要外生变量的预测。在这一框架内,诸如信贷扩张和资产价格等金融指标并不是目标变量,而仅仅只是参考指标。这些金融指标是否进入中央银行的政策视野,取决于它们是否会对中央银行试图稳定的目标变量——通货膨胀和产出水平——产生影响。但在现代经济和金融条件下,频繁发生的金融危机实际上给了我们这样一种启示,即金融因素会对传导机制产生非常强烈且极富破坏性的影响,最终使标准的货币政策失效。当金融失衡的积聚伴随着过多的货币和信贷增长时,将会危及其在中长期稳定物价的能力,尽管短期内的通胀可能依然处于目标控制区范围之内。

然而,灵活通胀目标制的误区还远不仅仅只是忽略了金融稳定那么简单。从理论上讲,灵活通胀目标制赖以成立的逻辑基础不仅非常薄弱,而且充满悖论。作为一种高度前瞻的货币政策,能否准确预测未来通货膨胀的走势成为灵活通胀目标制成功与否的关键,这意味着货币政策的制定在很大程度上是以通货膨胀作为前提。但实际情况恰恰相反,通货膨胀主要作为货币政策的结果而存在。此外,假如中央银行确实能准确预测未来通货膨胀的走势,则会出现以下两种情况:在第一种情况下,如果关于通胀的预测已经包括了货币政策的影响,那么,任何偏离政策目标的通胀都不可能发生,因为这种预测内涵地包括了货币政策的目标,偏离目标也就意味着预测的不准确;在第二种情况下,如果这种关于通胀的预测并未包括货币政策的影响,那么相当于承认通胀走势独立于过去的货币政策,随之而来的问题是:既然过去的货币政策不影响现在的通货膨胀,如何可以认为现在的货币政策可以影响未来的通货膨胀?这些逻辑悖论表明,灵活通胀目标制赖以成功的前提和基础——对通货膨胀的准确预测——很难成立。

(二)主流货币政策框架的缺陷

实际上,无论是哪种版本的灵活通胀目标制,都只是在通胀、产出和就业的不同权重组合中进行取舍,货币政策基于短期需求管理的这一核心理念始终未变。然而,主流货币政策框架的致命缺陷正是源于其政策视野的短期性。这种短期性不仅导致主流货币政策理论错误地认定产出、通胀和金融稳定之间存在着取舍关系,而且使中央银行在实践中长期背负着试图准确预测通货膨胀这样一个不可能完成的任务。现代经济学经常不自觉地陷入某些逻辑悖论之中,正如一方面高调宣称市场的至高无上和无所不能,但另一方面却赤裸裸地要求政策凌驾于市场之上,去做出比市场更加精确的预测和控制。

要结束这种货币政策理论的“精神分裂症”,第一步是要实现政策视野从短期到长期的彻底转变。这种转变意味着,货币政策是在一个更长的周期中去看待货币稳定、产出稳定和金融稳定之间的关系。这种关系更多地表现为政策决策在现在与将来的经济状态之间进行权衡,而不是在当前的一组经济变量之间进行艰难的取舍。这种转变同时也意味着,货币政策哲学将真正实现向市场本质的回归,它的目标不再是凌驾于市场之上去做各种短期预测,而是通过为市场提供适当的货币金融

^① 这样的供给冲击如石油价格的大幅上涨等。

条件,维护市场机制的长期稳定。在这样的一个框架下,货币稳定、产出稳定和金融稳定不再存在本质上的取舍关系,它们将同时进入中央银行的政策视野,并在中央银行的政策实施中予以体现。

从中央银行的政策规则来看,根据主流的经济理论,中央银行的利率政策被认为主要是通过影响投资、消费和产出等宏观经济变量发挥作用,因而货币政策无须考虑金融稳定。但现在,这种观点已经被反复爆发的金融危机冲刷得烟消云散。此轮金融危机再次表明,旨在短期微调的货币政策可能导致过于长久的政策忍耐,并引发中长期的金融失衡和严重的系统性风险。此外,即使是在通货膨胀得到有效控制的情况下,如果货币政策从极度宽松的模式中过晚退出,或者对日益严重的资产泡沫和信贷膨胀长时间漠然视之,也必然会为中长期的金融稳定埋下祸根。因此,货币政策更加强调“事前预防”是非常必要的。这就要求货币政策必须在一个更加完整的经济金融周期内考虑权衡关系,并在此基础上对各种潜在的金融失衡做出必要的反应。面向中长期的货币政策框架即使不能完全阻止危机的发生,也有助于减少危机发生时的破坏性。

命题 2:主流货币政策框架的致命缺陷源于其政策视野的短期性。稳健的货币政策框架应该在一个更长的周期中去看待货币稳定、产出稳定和金融稳定之间的关系,这种关系更多地表现为政策决策在现在与将来的经济状态之间进行权衡,而不是在当前的一组经济变量之间进行艰难的取舍。

四、货币和信用的创造机制存在重大差别

(一)货币与信用:从数量关系到经济意义

在讨论货币和信用的创造机制之前,对二者之间的区别与联系进行一个初步的说明是有帮助的。从理论上讲,货币是一组更为广泛的信用形式当中的一部分,这些信用形式被广泛用于支持不同环境和不同情况下的跨期交易、生产和消费活动。从一般意义上的现金到活期存款,再到各种形式的票据和延期支付手段或信用承诺,理论上的货币与各种更为广泛的信用形式之间并不存在十分清晰的界限,而是构成了一个近似连续的序列。因此,对于货币和信用的数量关系而言,虽然在直观的意义上可以说前者小于后者,但更确切的数量大小关系却取决于“货币”和“信用”如何被定义。换言之,任何试图精确定义货币与信用数量大小关系的努力,都应该首先被视为一种统计规定。

货币与信用在上述理论区分上的模糊性常常造成一些理解上的困惑和数量关系上的含混。这些困惑和含混随着现代金融体系的复杂化发展变得更为棘手。大部分情况下,棘手的数量统计问题都来自于货币和信用在表现形式和使用范围方面的动态变化,以及由此造成的与原有统计制度和统计范围的脱离。按照传统的货币定义,如果将中央银行控制的基础货币定义为“狭义货币”,将银行体系的负债总额定义为“广义货币”,并将狭义货币在银行体系中经过不断借贷而形成的贷款总额视为“信用”,那么,静态意义上的“广义货币”在量上就对应于银行体系资产负债表中的负债总额,而“信用”则对应于银行体系资产负债表中的贷款总额。很明显,根据上述定义,“广义货币”和“信用”在数量关系上差异不会很大。但如果金融体系的“脱媒”现象严重,或者银行体系用以信用创造的资金来源并不在形式上表现为银行存款,那么,事实上的信用总量可能大大超过传统意义上的“广义货币”数量。

如果说上述货币和信用的数量关系在很大程度上可以归结为统计问题的话,那么,货币和信用在经济意义上的区别则特别值得注意。为表述简化,我们以银行体系的信用创造为例。如前所述,虽然静态意义上的“广义货币”在量上对应于银行体系的负债总额,而“信用”对应于银行体系的贷款总额,但从动态意义来看,银行的负债与贷款却有着截然不同的意义:负债是基于基础货币扩展

而成的,代表的是历史上已经存在的价值;而贷款则是将既有的实际财富进行重新配置的过程,代表的是未来的或预期的价值(瞿强,2005)。在银行的资产负债表上,负债联结着银行和存款人,贷款则联结着银行和借款人。正是在这种结构模式下,贷款藉由银行体系这个中介完成了对存量资本的重新配置。从这个意义上说,广义货币实际上对应的是财富的分配(作为资产的持有结构),而贷款则更多地指向财富的创造(作为资本的使用结构)。每一次,当更多的货币被创造出来的时候,都对应着社会分配结构的悄然改变。同样,每一次当新的贷款形成的时候,也都对应着社会生产结构的相应调整。然而,在货币主要指向分配、信用(贷款)主要指向生产这一关键区别上,几乎所有的经济学理论都未能深入研究,而由此造成的不同经济后果则更是被长期忽略和严重低估了。

(二)货币与信用的创造机制存在重大差别

从货币创造机制来看,按照标准的经济学理论,中央银行提供最初的流动性,并通过商业银行的贷款创造机制来增加货币供给。但在实践中,货币创造的实际过程恰恰相反:首先由银行决定信贷投放,然后再从中央银行寻求必需的资金和储备。这就造成了一种结果,即在经济走向过热的过程中,中央银行确实把守着信贷扩张的最后一扇闸门,因为当商业银行耗尽最后的储备以后,只能向中央银行寻求进一步扩张信贷的流动性支持;但当经济处于危机或者萧条状态时,由于缺乏信心或者找不到能够产生预期收益的投资项目,即使那些具有充足准备金的商业银行,也不愿意增加信贷投放,此时中央银行即使敞开流动性闸门,也无法增加商业银行扩张信贷的意愿,因而实际的信贷扩张并不会发生。

因此,虽然中央银行确实能部分地限制超速的货币供给,但却无法改变人们不愿扩张信贷的意愿,因为后者是一种在有能力扩张信贷条件下的主动收缩。由于信贷余额的大小由银行提供贷款的意愿决定,而这主要取决于实际信贷需求以及商业银行对于风险和收益的判断。在实践中,商业银行发放信贷的积极性、风险偏好的改变、自身流动性偏好的调整、监管资本的改变等,都会对实际信贷总量的增长产生影响。因此,在现代银行体系下,信贷意愿比中央银行提供的储备数量更重要。此外,经验研究也表明,在对未来严重不确定性或满心惊恐的时候,即使再低的利率,也不能阻止银行收缩其贷款(哈耶克,1976)。这些事实充分说明,货币政策效果之所以存在所谓“非对称性”^①,恰恰是因为货币和信用的创造机制存在着重大区别。

单纯从货币创造来看,只要中央银行开动印钞机,流动性就会源源不断地被创造出来,因此,中央银行通过强力外生注入货币的途径确实是存在的。然而,新注入的货币是否能如预期的那样繁荣经济,却取决于这些货币如何被使用。在悲观预期下,如果中央银行额外创造的流动性仅仅是被持有,而不是被用于投资或者消费,那么,信用不会扩张,生产不会扩大,价格水平也不会上升。在很多时候,中央银行额外创造的流动性并不足以弥补悲观预期所导致的信用紧缩,因为后者是实际生产意愿下降的结果而非原因。换言之,在信贷紧缩时期,真正稀缺的并不是货币和流动性,而是伴随生产扩大的真实信用创造。

总体来看,中央银行的货币供给机制与市场的信用创造机制之间存在着本质区别,前者可以是外生的和强加的,而后者必定是内生的和自发的。这样的例子在历史上已经屡见不鲜。1990年代泡沫经济崩溃后,日本开始实施“量化宽松”政策,至2005年,日本的基础货币已扩张至1990年的3倍,但以M2+CD为代表的广义货币只增加至1990年的1.5倍左右^②,2006年私人部门信贷甚至比1990年下降了5%(Koo,2008)。无独有偶,次贷危机后,美联储也大幅扩张了资产负债表,基

^① 货币政策效果的“非对称性”是指:货币政策在抑制经济过热时的效果较为明显,但在萧条时期试图推动经济上行的效果则不明显。主流经济学对货币政策效果“非对称性”的解释可谓五花八门,莫衷一是,但至今仍未达成被普遍接受的理论共识。

^② 这其中有一部分直接来自政府信贷的贡献,如果刨去政府信贷部分,私人部门的信贷扩张非常有限。

础货币量供给量随之成倍增长,但这些增加的货币并未如预期那样转化为真实信用创造,银行宁愿把上万亿的闲置资金作为超额准备金存在美联储收取利息,也不愿意给企业和家庭部门放贷^①。同样的情况还出现在欧元区^②。

事实上,无论是日本的“量化宽松”政策,还是美联储的“信贷宽松”政策,本质上都是中央银行试图通过从外部强力注入货币的方式来解决信贷紧缩问题。这种外生性的货币创造机制在缓解暂时的流动性短缺方面可能是有效的,但在启动信贷市场和促进实体经济复苏方面却是无效的,因为后者更多的是一种内生性行为,很难简单地依靠外生性机制予以解决。理解了这一点,主流宏观经济学面临的两个主要困境——凯恩斯主义经济学难以有效解释“滞胀”,而货币主义理论不足以解释“危机”——也就随之迎刃而解了;这两大理论体系都未能对货币和信用创造机制的关键差异进行有效区分,并且都严重低估了内生性信贷机制在经济周期中的重要性。

命题3:货币和信用的创造机制存在着本质差别。在现代银行体系中,信贷意愿比中央银行提供的储备数量更加重要。在信贷紧缩时期,真正稀缺的并不是货币和流动性,而是伴随生产扩大的真实信用创造。

五、财政机制与信用机制并非独立:欧债危机的启示

(一)欧债危机中的金融因素

欧元区是世界上金融一体化最完善的区域,资本完全流动,金融管制温和,金融基础设施和支付体系紧密相连。这些因素共同构成了欧洲统一金融体系的基础。这一体系曾经承载着那些雄心勃勃的政治家们试图统一欧洲的梦想,但现在,随着欧洲经济陷入一片混乱,一些评论家甚至已经开始使用“人类历史上第二个伟大的乌托邦试验”来预言欧元的结局。

对于当前欧洲的困境,大多数观察家都将事态起因归结为欧元区边缘国家的财政失衡,但更深层次的问题却来自于金融层面。高度统一的金融体系便利了资本流动,使得希腊等经常项目赤字国家可以便利地从金融市场获得低成本融资,从而维持国际收支的基本平衡^③。但这些国家的赤字融资长期建立在脆弱的融资来源基础之上,便利的融资渠道导致了对经常账户失衡的不敏感,从而纵容了政府债务的积累和实体经济的失衡。与此同时,资本的持续流入拖延了财政改革,并且刺激了信贷和资产的迅速膨胀。从本质上看,欧洲国家的财政失衡是金融和实体经济问题传导至国家资产负债表的一种显示。财政失衡是金融失衡的结果而非原因。

总体来看,欧洲的一体化金融体系确实提高了资本流动的效率,但同时也带来了以下两个问题:一是在成员国经济周期各异的情况下,统一的货币政策失去了视不同国家经济状态灵活调整的能力,其结果是货币供给弹性的丧失^④;二是在金融一体化模式下,随着金融体系复杂性

① 根据美联储2010年5月公布的《银行高级信贷主管调查报告》(Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices),当银行被问及为何要收紧信贷标准时,银行的回答主要是:“进一步降低了风险偏好”、“对经济前景更加不看好”、“对某些目标行业的前景更加不看好”,“资本金吃紧”等。

② 欧债危机以来,至2012年3月2日,欧元区的基础货币比2007年1月增加了近260%,但广义货币仅比2007年1月增加了20%,远低于基础货币增速。

③ 在欧盟内部,分散的“财政”与统一的“货币”构成了独特的欧元区经济一体化的制度模式,缺乏独立的货币政策能力却拥有超支的财政能力,造成爱尔兰、葡萄牙、西班牙和希腊等国的高额赤字。

④ 由于欧元区各国的经济基础和经济结构差异,这些国家的经济周期往往并不同步,经常出现某些国家经济上行、物价上涨和另外一些国家经济下行、物价下跌的现象。当主要经济体(如德国)的经济下行时,欧洲央行通常会采用降息操作,这会使得处于经济上行期(物价上涨)的国家的实际利率为负,从而导致这些国家的信贷扩张、资产价格膨胀和物价上涨。这种情况已经为欧元区建立后的经验事实所证实。

和关联性程度的增加,金融体系面对冲击时的稳定性反而被削弱。在上述两种情况下,金融体系的放大机制都会使初始冲击(如主权债务问题)带来远远超过其比例的影响。这种情况已经在美国的次贷危机中得到体现,目前正在欧洲上演。复杂性和关联性不但增加了欧洲内部的传染性,而且很容易传递至欧元区之外。随着银行和市场风险四处传播,全球范围内的金融体系都承受着巨大压力。

除了根植于经济和金融体系的问题外,欧债危机还提供了另外一个启示:在危机时期,主权国家与金融机构一样,可能失去流动性或偿债能力,或者同时失去二者。在不同等级的信用形式中,以主权国家为代表的国家信用虽然被认为是相对最为稳固的信用形式,但当问题集中爆发的时候,主权信用远没有想象的那般坚不可摧,即便是好几个国家的联合主权信用也是如此。当不确定性很高时,主权国家如果面临流动性短缺,通常只能以更高的利率发行新债务融资,但这反过来又会影响其最终偿还能力,形成恶性循环。一旦爆发流动性危机,主权国家与金融机构一样,很容易出现支付困难,并随之跌入信用危机。目前,这样的情况正在充满喧嚣的欧元区如火如荼地上演。

(二)欧债危机与“赤字轮转”命题的复兴

关于货币和信用机制之间错综复杂的关系,最近的欧债危机又提供了一些新的启示。在标准的经济学理论中,平衡财政机制主要是作为一种再分配机制出现的。但当财政赤字机制出现后,财政行为就不再是一种递延的税收行为,而是一种典型的信用行为。这一信用行为的主体是政府,其背书是基于未来税收的财政担保。当财政机制越来越蜕变为信用机制后,政府的行为就具有了典型的内生性特征。一旦这种财政信用机制遭遇偿付困境,货币创造机制就会紧随而上,并通过铸币税来弥补实际税收的缺口。随着印钞机高速旋转,货币机制和财政信用机制彼此强化,财富转移不仅在不同经济主体之间进行,同时也在现在和将来之间进行。事实上,只要财政纪律失去约束,货币机制必将紧随其后,并最终走向失控。这一情况已经屡次为人类经济发展的历史所证实。而一旦货币政策卷入财政赤字机制,那么,中央银行就不仅仅只是金融体系的“最后贷款人”,而且常常成为政府财政的“最后捐款人”。

如果从货币和信用所反映的经济主体之间的关系来看,它们起着联结盈余部门和赤字部门的作用,这一点是毋庸置疑的。不管经济运行的具体形式如何变迁,经济中基本的主体关系仍然表现为家庭部门、企业部门和政府部门内部或者他们之间的关系。正是在这种结构性的安排中,一些重要的经济和金融规律不断被揭示出来。其中,非常值得重申并加以发展的一个规律是格利和肖(1960)提出的“赤字轮转”命题。所谓“赤字轮转”,是指赤字从一个部门转移到另一个部门。“赤字轮转”对理解金融机制的重要性在于,它经常会阻碍货币和信用机制的顺利传导,因为拥有赤字的债务部门一旦有了盈余就不得不偿还债务,而拥有盈余而积累金融资产的部门一旦有了赤字,就要放弃金融资产,其结果是,在一系列财政时期中,部门间的赤字轮转最终降低了他们的赤字和盈余的净额总和,从而滞缓了金融资产的购置(格利和肖,1960)。

“赤字轮转”命题对于理解此轮金融危机(包括欧债危机)仍然具有重要价值,虽然这一规律所发生作用的对象和范围却有所变化。这种变化与 20 世纪 70 年代以后迅速推进的金融全球化和经济一体化有关。在 20 世纪 70 年代以前,“赤字轮转”机制主要在国内的家庭部门、企业部门和政府部门之间发生,而最近 30 多年来,经济和金融的全球化效应使得劳动分工和资源配置不仅在国内各部门之间展开,同时也在不同国家的家庭部门、企业部门和政府部门之间展开。当一个国家的家庭和企业部门通过国际金融市场从别国的家庭和企业部门进行借贷,而与此同时,该国的政府部门也通过国际金融市场从别国的家庭、企业和政府部门进行借贷时,我们看到的是一个“国际版本”的赤字轮转机制,以及伴随这一机制的放大的经济后果。随着“赤字轮转”机

制在不同国家之间运转,全球的家庭、企业和政府部门组成一个超越国界的、更大的金融信用网络,金融脆弱性随之演变为一个全球性命题,金融风险传染的速度、程度和范围也因此大大加强^①。而接下来的事情则更加有趣,只要任何一国家庭、企业或者政府部门的信用关系断裂,费雪(Fisher, 1933)的“债务——收缩”理论所描述的情景就马上开始在全球范围内上演。

命题 4: 欧洲国家的财政失衡是金融和实体经济问题传导至国家资产负债表的一种显示,欧债危机是财政机制蜕变为信用机制的必然结果。随着全球的家庭、企业和政府部门组成一个超越国界的巨大信用网络,“赤字轮转”机制开始在不同国家之间运转,金融脆弱性随之演变为一个全球性命题。

六、金融创新改变的不仅仅是风险分担结构

(一) 金融创新的核心指向信用创造

在本次金融危机中,金融创新所导致的过度承担风险行为成为千夫所指。20 世纪 70 年代以来建立的金融教条——“金融创新能够在不同投资者之间实现良好的风险分担”——像一个被识破的谎言一样,转瞬之间成为众矢之的。愤怒的观察家们和激进的学者们义愤填膺,将金融衍生品所导致的种种罪孽归结为华尔街的欺骗、犯罪和道德混灭。但从学理上看,金融创新所带来的还不仅仅只是风险分担结构的改变这一外在事实。要理解金融创新对金融体系和实体经济的影响,关键是要弄明白两个基本问题:金融创新究竟创造了什么? 又改变了什么?

任何大规模的金融创新,几乎一定是指向信用创造的。从实物抵押贷款到权利质押贷款,从一般资产证券化到信贷资产证券化,从期货期权交易到权利互换合约,每一项创新都开辟了新的信用供给,并刺激了新的信用需求。在对金融创新的历史进行研究后,米勒(Merton Miller, 1992)认为,“任何现存的、成功的金融创新都必须能够在降低交易成本的同时扩展其市场容量,否则,它是不可能成功的,更不用说是重要的了”。以最典型的金融创新之一——信贷资产证券化为例,当金融机构通过证券化将信贷资产从表内转移至表外以后,增加的绝不仅仅只是金融机构的资产流动性那么简单。由于表外项目不受资本充足率约束,且信贷支持证券的风险级别低于原始信贷(对应的资本要求更低),这些都相当于增加了既定数量资本支持的信贷规模,从而潜在地增加了杠杆。增加的杠杆最终又被用于新的信用创造。

随着新的信用创造不断产生和新的信用关系不断被建立,金融体系内的信用关系也在悄然发生改变。在现代金融体系下,信用关系的实际状态并不是单向或者线性的连接关系,而是彼此互联,形成一个巨大的网络。在这一信用网络中,大型金融机构处于网络结构的中心,也是金融创新和信用创造的核心关节;而其他的中小金融机构、企业和家庭等部门则处于不同层次的网络节点上。在大部分情况下,这些机构和部门既是债务人,又是债权人,于是,由“债权——债务”关系产生的交错信用流将贯穿整个网络。根据“麦特卡夫定律”,随着网络中的节点数以算术级数增长,网络的量能将指数方式增长^②。这意味着,在信用扩张阶段,金融创新所带来的信用关系的增加将推动信用增量的成倍增长;而与此同时,一旦某个节点的信用关系出现问题,就会很快传导至网络的其它部分,从而造成信用关系的大面积破裂,并引发信用总量远大于初始冲击规模的收缩。

金融创新指向信用创造这一事实对金融创新的监管边界具有重要启示:金融监管应该着重控制那些容易引发不受约束的大规模信贷扩张的创新活动,而不论这些活动的主体是否属于某个特

^① “赤字轮转”命题给我们的基本启示是,在经济发展的漫长历史进程中,经典的命题一再反复出现,只不过转换了规律所赖以承载的对象或者发生作用的范围而已。这一点特别值得经济学者注意和重视。

^② 以太网的发明人鲍勃·麦特卡夫发现,网络量能(价值)同网络节点数量的平方成正比,即 N 个联结能创造 N^2 的量能(价值)。

定的金融机构类型。同时,由于所有通过杠杆提供信贷的金融机构都是系统相关的,因而金融监管政策应该适用于所有这类金融机构。当宏观经济恶化时,每一家通过杠杆提供信贷的金融机构都易受到伤害,且很容易在金融系统内传染并造成系统性风险,因而金融监管应该覆盖包括商业银行、投资银行、财务公司、融资租赁公司、信用合作机构、货币市场基金、银行支持渠道、特殊目的机构等在内的每一家机构。同时,对于那些处于信用创造网络关键节点的机构的创新活动,还应予以特别关注。

(二)金融创新改变了经济金融运行的环境和机制

与金融创新增加了新的信用形式和扩大了信用规模相比,金融创新所带来的行为和环境的改变对金融和实体经济的运行有着更为深刻的影响。事实上,金融创新所带动的信用创造活动,不仅增加了金融体系的总体负荷量,而且改变了微观行为、宏观政策和经济环境之间的某些重要的关联机制。这些关联机制的改变,使得微观经济行为发生了系统性变化,并且增加了政策传导机制和路径的不确定性。

金融创新影响宏观政策和经济环境的一个典型例子是“影子银行”的迅速发展。“影子银行”当然是私人金融部门规避监管和进行监管套利的一种产物。这种产物一方面说明在监管者和被监管者之间存在着永恒的博弈,这种博弈是市场机制的一部分。另一方面,“影子银行”的大行其道也再次证明了市场自发创造货币和信用的能力,而这种能力会明显地降低政策当局的货币控制效果^①。由于游离于监管体系之外,“影子银行”的活动通常不受政策约束和控制,这使得货币当局可能不得不增加或者减少更多的货币来实现利率的一定变动。在这种情况下,中央银行的货币控制能力和利率调控的弹性都出现了显著下降。

在主流经济学框架下,金融创新对中央银行决策环境的影响一直存在着严重的低估。但实际上,货币和金融资产之间的替代程度与替代关系的稳定性程度,在很大程度上决定着货币政策传导机制的实际路径及其有效性。一般而言,金融资产具有相似性,从流动性最强的现金到流动性较差的资产(如股票),彼此之间构成了一个流动性序列。由于金融资产的这种性质,使得货币供给变化的影响就像是沿着金融资产序列的波纹,随着距离初始干扰越来越远,这种影响在范围和预测力方面都不断减弱。这种波纹会最终达到金融市场的另一端并改变收益率,从而导致资本成本和资本收益的不匹配。由于金融资产对货币的替代程度越高,货币供给变动对支出的预期影响越小,因此,随着金融创新的持续进行,当对货币的替代程度非常高的金融资产大量出现时,必须采取大幅改变货币供给的政策,才能影响到利率水平和支出决策。换言之,金融创新不仅改变了货币政策传导机制的实际路径和方式,而且降低了其在标准货币政策框架下的有效性^②。

金融创新除了影响货币政策环境外,还会影响金融体系的信息传导机制,从而对金融体系的稳定性产生影响。在主流经济学框架下,对于金融创新和金融稳定关系的解读,大都将注意力集中于金融创新所产生的高风险金融产品本身^③,而不是金融创新所导致的整个金融市场的整体性失衡,而后者恰恰是产生系统性风险的关键。在较近的一项研究中,陈雨露和马勇(2010)从

① 影子银行作为一个整体发挥了传统银行的职能(包括信用中介和期限转换),但与银行不同的是,它不能依靠存款保险的保护或联储的贴现窗口来确保其稳定性,但在其业务往来中又始终有商业银行和清算银行(即更“传统”的银行机构)的普遍参与,这些都使得影子银行体系中的恐慌和紧张情绪会对传统的银行业产生溢出效应(伯南克,2012)。

② 实际上,金融创新对政策环境的重要影响已经为很多经济学家的研究所证实。比如,Schmid(1998)对德国的研究发现,德意志联邦银行的成功可以归功于全能银行体系的支配作用以及低通胀环境使银行缺乏开发新金融工具的动力,因为与其它国家相比,德国没有对金融市场实行大规模的放松管制和自由化政策,所以德国货币政策面临的挑战较小,因为包括货币需求函数在内的基本金融关系在本质上都是可靠的。Chrystal and Mizen(2001)也曾指出,“20世纪80年代大规模出现的金融创新再次显著改变了银行系统和公众的行为,这些都进一步破坏了任何货币目标制的统计基础”。

③ 换言之,主流经济学对于金融创新风险的分析主要是基于产品微观视角的。

信息机制的角度对金融创新和金融稳定之间的关系给出了一个新的解释。他们的研究表明,从信息处理的角度而言,金融创新诱发金融危机的更深层次机制在于:过于复杂的金融创新由于超越了一般投资者的风险识别能力而导致了整个市场投资决策的扭曲,其结果是市场风险分布状态的系统性失衡。这种投资者风险识别能力的集体性缺失,与金融创新同时产生的信贷扩张彼此强化,短期内使得金融市场在更高的风险状态下维持着自我实现的均衡,而这种“失衡的均衡”在任何外部冲击面前都极为脆弱。这一结论意味着,在理解金融创新和金融稳定之间的关系时,对金融创新本身可能造成的信息扭曲问题需要给与足够关注。

命题 5:金融创新的核心指向信用创造。大规模的金融创新改变了微观行为、宏观政策和经济环境之间某些重要的关联机制。这些关联机制的改变使得微观经济行为发生了系统性变化,同时增加了政策传导机制和路径的不确定性。

七、泡沫的经济和金融影响:绝不仅仅只是一种“摩擦”

(一)泡沫、金融与实体经济的内在关联机制

关于泡沫对金融和实体经济的影响,最直观和典型的经验莫过于泡沫破裂后的金融危机和实体经济衰退现象。对于这一现象,以伯南克等为代表的主流经济学家强调的是信息不对称所导致的“融资约束”——这一命题的实质仍然是将金融因素视为经济运行的一种“摩擦”,而不是经济运行的固有特性。但实际上,泡沫形成和崩溃过程中的价格、利率和信贷机制是如此重要,以至于如果不将金融因素视为经济运行的核心组成部分,泡沫、金融和实体经济之间的关联机制很难被真正理解。

从经济功能上看,任何国家层面上的金融危机都是对之前不合理的债权债务关系的一种集中清算,而经济衰退的本质则是通过时间来消化此前形成的大量不良投资,并把资本重新配置到具有效率的生产部门中去。从这个意义上看,泡沫经济之所以会对经济发展造成严重的负面影响,绝不仅仅在于悲观预期和信心的下降,更在于泡沫破裂实实在在地摧毁了那些本可以持续创造生产力的财富和资本。当人们把钱投向那些错误的企业和项目之后,资本被消耗在无法创造价值的地方,并最终被输光。危机之后,当人们渴望重整旗鼓的时候,突然发现可动用的实际资源已经大大减少了(马勇,2011)。

然而,仅仅只是关注泡沫前后的典型事实是远远不够的,更为关键的问题在于这一过程是如何发生的。这涉及到泡沫、金融和实体经济之间的内在关联机制问题。从显见的事实来看,泡沫经济除了导致市场供需在时间和空间两个维度上同时出现“错配”以外,还存在以下被长期忽略的传导机制,即:泡沫会改变人们的收益率预期,从而导致收益率曲线的位移,并由此改变市场均衡的期望回报率基准。从经验事实来看,在那些典型的全民参与的泡沫事件中,我们通常都能观察到整个市场收益率曲线的明显上移,因为泡沫所带来的高回报不仅增加了人们的风险偏好,而且提高了收益率预期。随着收益率曲线的持续上移,实体经济投资的机会成本亦随之不断升高。当实体经济投资的预期回报率低于其机会成本时,就会出现实体经济投资被金融投资所“挤出”的现象。换言之,泡沫通过影响市场收益率曲线而改变了市场行为的投资判断基准,并最终导致资源在金融和实体经济之间出现不合理配置。

在周期性泡沫推动金融危机的过程中,有两个效应值得关注:一是资产价格、信贷扩张和监管错配引发的顺周期性问题(马勇、杨栋和陈雨露,2009),二是市场价格信号失真引发的市场风险分布状态的系统性改变(陈雨露、马勇和李濛,2010)。这两种效应在金融危机的实现过程中起着重要作用。此外,在泡沫形成、膨胀和崩溃的过程中,资产价格、利率和信贷之间的动态关系和演变规律

也不同于经典教科书所描述的情形^①。在泡沫化的经济环境中,当融资目的成为市场的主导性驱动因素时,无论是信贷资金的供给,还是信贷资金的需求,均严重依赖于对未来资产价格的预期。此时,信贷资金的供给和需求就将紧密相关且同向变动。此外,由于市场主体随资产价格变动调整预期的速率会发生变化,因而在泡沫经济发展的不同阶段,信贷资金的供给和需求曲线也会发生相应的斜率变化。换言之,资产价格预期的变化会导致市场主体对信贷资金价格(利率)敏感性的变动。

(二)过度杠杆是泡沫问题金融化的本质

对于泡沫问题,另一个值得重视的问题是区分两种不同类型的泡沫,即:“自融资泡沫”和“杠杆化的泡沫”。历史上任何一个造成巨大负面经济后果的泡沫都具有一个显著特征,那就是这些泡沫都伴随着普遍的借贷关系的发生。换言之,这些泡沫都大量使用了杠杆。这也是美国房地产泡沫(次贷危机)和此前科技股泡沫(纳斯达克泡沫)的关键差异所在。在纳斯达克泡沫中,人们普遍使用自有资金购买股票,即使通过保证金账户购买,也至少要付50%的保证金,而许多经纪公司对科技股保证金比例的要求甚至超过50%。低杠杆和高比例的自融资使得这场泡沫更多地被视为一场投机热潮。投资失败的人最终愿赌服输,几乎没有金融机构倒闭。但其后导致次贷危机的房地产泡沫却大大不同,人们只需要付出极低的首付比例(甚至不需要首付)就能购买到房屋,金融机构普遍参与其中,高杠杆和脆弱的信贷关系四处蔓延。杠杆化使得泡沫问题的实质悄然演变成了金融问题。这也是为什么后一个泡沫(房地产泡沫)要远远大于前一个泡沫(纳斯达克泡沫)的根本原因所在。

总体来看,美国纳斯达克泡沫是主要依赖自有资金进行投资的“自融资泡沫”,而导致次贷危机的房地产泡沫却是一个典型的“杠杆化泡沫”,因为人们普遍依赖借入资金进行投资。这两场前后相继的泡沫给了我们这样一种启示,即区分“自融资泡沫”和“杠杆化的泡沫”是非常重要的,后者的负面影响不仅远远大于前者,而且极易诱发系统性风险。从金融危机的历史来看,银行危机往往比股市危机带来的冲击更大,持续时间也更长,这与前者必然涉及大规模的杠杆化不无关系。事实上,但凡涉及银行的,一定是杠杆化的,因为银行本身就是杠杆化的产物。相比之下,在很多股权泡沫中,自有资金的参与却在一定程度上降低了杠杆化的程度。同时,在现代经济和金融条件下,由于银行和金融体系已经成为整个借贷关系链条的核心中介,于是,借贷关系的扩展就主要表现为金融体系尤其是银行体系的信贷扩张。从这个意义上看,任何伴随银行信贷和社会信用普遍扩张的泡沫都是极度危险的,必须及早地予以治理,而治理的关键则是要直击问题的症结,即通过有效限制信贷扩张,对泡沫进行果断的“去杠杆化”处理^②。

在泡沫问题杠杆化的过程中,一个值得注意的现象是信用扩张的“阶梯特征”。在泡沫形成的过程中,信用传递的链条通常沿着“自上而下”的顺序逐级扩展,即:政府信用→银行信用→商业信用→私人信用。在这一扩展过程中,以货币发行和财政扩张为代表的政府信用首先出现扩大,然后伴随着松弛的货币政策扩展至以商业银行为代表的整个金融体系,当金融体系的信用创造也渐趋无法满足日益扩大的投融资需求时,商业体系内部的企业之间开始加大以赊购、赊销和延期支付为代表的自发信用创造(即商业信用),当泡沫继续扩大演变为全民参与时,商业信用将继续向下

① 在传统经济学的分析框架下,由于隐含假定了各种经济参数的不变性,可贷资金的供给与需求始终被假定为是稳定而相互独立的。也就是说,可贷资金供给和需求的曲线具有不变的斜率,两条曲线的移动并不相互影响。比如,当一条曲线在外生冲击下移动时,通常假定另一条曲线的位置不变。这意味着,在可贷资金供给不变的情况下,可贷资金需求的增加会导致利率的上升,而利率的升高会增加信贷扩张的成本,从而制约信贷扩张的速度和规模。简言之,市场机制本身具有自我调整和抑制泡沫的效应。然而,在泡沫经济的发展过程中,信贷资金的供给与需求不仅不相互独立,而是高度彼此依赖;同时,信贷资金的供求曲线也并不总是稳定的,而是典型地在不同的阶段会发生显著的斜率变化。

② 值得一提的是,通过限时强力“去杠杆化”来紧急治理泡沫和通胀,在中国已有先例。1993年,兼任中国人民银行行长的朱镕基副总理采用“铁腕治通胀”的重要措施之一就是命令各银行在40天内收回计划外的全部贷款和拆借资金,“逾期收不回来,就要公布姓名,仍然收不回来,就要严惩不贷。”结果证明,这一措施很快取得明显效果。

扩展至普遍的民间借贷(私人信用)。在上述过程中,信用传递机制的核心特征是,通过从高级别信用到低级别信用的延伸,实现信用关系的扩展和信用规模的扩张。相比之下,在“去泡沫化”的过程中,信用传递的链条恰好相反:沿着“私人信用→商业信用→银行信用→政府信用”的反向路径,信用收缩的本质是不断追求高级别信用的“逃离风险”的过程。当私人信用和商业信用相继崩溃,而银行信用也摇摇欲坠时,最后站立的只能是以整个国家资产和信誉背书的政府信用^①。

命题6:在泡沫形成、膨胀和崩溃的过程中,价格、利率和信贷之间的动态规律完全不同于经典教科书所描述的静态情形。过度的杠杆使用是泡沫问题金融化的本质。任何伴随银行信贷和社会信用普遍扩张的泡沫都是极度危险的,必须及早地予以治理。

八、结论性评价

本轮金融危机之后,即使是那些最恪守主流传统的经济学家们也不得不承认,金融因素对宏观经济的运行具有重要影响。金融之所以重要,不仅仅是因为它作为资源跨时空配置的媒介存在,更重要的是,它通过货币和信用关系的实际路径和脉络,深刻影响并揭示了经济体系在整个时间和空间维度上的综合配置动态。换言之,金融体系不仅会对宏观经济的运行产生直接的、显著的内生性影响,而且孕育着理解经济运行动态的各种关键信息^②。充分认识和利用这些信息,将为宏观经济和金融政策的成功制定奠定基础。

对于流行的宏观经济学而言,主流范式对金融因素的忽略以及由此产生的理论偏颇,一直在不断侵蚀宏观经济理论的科学性和政策制定的有效性。这种侵蚀正随着现代金融体系的不断发展而日益严重。当现实世界已经出现了新的变化,而在旧的事态空间下发展起来的理论又不足以预见和反映这种变化时,理论的革新就成了必然选择。在这种情况下,重建包含内生性金融因素的宏观经济理论,成为一种时代的要求。正是基于这样的背景,本文对主流宏观经济学的若干认识误区进行了初步的理论反思,并提出了宏观经济运行中有关金融机理的六个基本命题。这些命题看似独立,但最终都指向一个共同结论:宏观经济理论必须在纳入内生性金融因素的基础上予以系统重建。

事实上,如果从稍长的历史视角来审视宏观经济学的发展历程,那么未来的十至二十年很可能成为宏观经济学理论创新的又一个关键时期。二十世纪三十年代“大萧条”诞生了凯恩斯经济学,“滞胀”的七八十年代催生了新古典经济学(包括货币主义、理性预期学派和实际经济周期学派),而此轮金融危机则对包含金融因素的宏观经济理论提出了呐喊。几乎每隔30年就会出现一轮的宏观经济学“革命”,一方面体现了现实世界变化对经济理论的最新要求,另一方面也揭示了原有理论在通用性和适用性方面的严重不足。科学发展的历史经验表明,对传统理论所存在的问题进行批判性反思的过程,同时也是新的更具生命力的理论破茧而出的过程。

毋庸讳言,迄今为止,宏观经济学仍然只是一门年轻的学科,在真正意义上的“通论”出现以前,新旧理论的交锋还将围绕尚未解决的问题持续展开。对于新一代经济学家而言,继续在原有的基础上进行“修修补补”的工作已被证明无济于事,希望只能来自于对宏观经济学进行彻底的理论重建。这种重建只有在对宏观经济运行中的内生性金融机制进行彻底反思和澄清的基础上才能完成。

① 对于危机后的信用升级现象,朱太辉(2012)认为,危机后需要政府注资或者中央银行再贴现贷款来拯救金融机构,是因为政府或者中央银行的信用级别要高于商业银行信用,而如果更高级别的政府信用也遭到怀疑,那么就需要国外政府或者国际组织的救助了。

② 这意味着,金融不仅作为一种资源配置的协调手段存在,而且作为一种表征经济状态的指示器而存在。

参考文献

- 本·伯南克(2012):《系统重要性金融机构、影子银行与金融稳定》,《中国金融》,第 12 期。
- 陈雨露、马勇(2008):《社会信用文化、金融体系结构与金融业组织形式》,《经济研究》,第 3 期。
- 陈雨露、马勇(2011):《金融危机应对政策的有效性:基于 40 起事件的实证研究》,《财贸经济》,第 1 期。
- 陈雨露、马勇(2012):《泡沫、实体经济与金融危机:一个周期分析框架》,《金融监管研究》,第 1 期。
- 陈雨露、马勇、李濛(2010):《金融危机中的信息机制:一个新的视角》,《金融研究》,第 3 期。
- 弗里德·里希冯·哈耶克(1976):《货币的非国家化》(中译本),新星出版社,2007 年版。
- 罗宾斯(1935):《经济科学的性质和意义》(中译本),商务印书馆,2007 年版。
- 马勇(2011):《系统性金融风险:一个经典注释》,《金融评论》,第 4 期。
- 马勇、杨栋、陈雨露(2009):《信贷扩张、监管错配与金融危机:跨国实证》,《经济研究》,第 12 期。
- 米勒(1992):《金融创新与市场的波动性》(中译本),首都经济贸易大学出版社,2002 年版。
- 明斯基(1986):《稳定不稳定的经济——一种金融不稳定视角》(中译本),清华大学出版社,2010 年版。
- 瞿强(2005):《资产价格波动与宏观经济》,中国人民大学出版社。
- 约翰·格利、爱德华·肖(1960):《金融理论中的货币》(中译本),上海人民出版社,2008 年版。
- 约翰·梅纳德·凯恩斯(1936):《就业、利息与货币通论》(中译本),商务印书馆,1999 年版。
- 周莉萍(2011):《影子银行体系的信用创造:机制、效应和应对思路》,《金融评论》,第 4 期。
- 朱太辉(2012):《信用内生性扩张及其经济效应研究》,中国人民大学,博士学位论文。
- Bernanke, B.(1983): “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression”, *American Economic Review*, 73, 257–276.
- Bernanke, B., M. Gertler and S. Gilchrist (1999): “Financial Accelerator in A Quantitative Business Cycle Framework”, in John, B. and M. Woodford(eds), *Handbook of Macroeconomics*, Elsevier, 1341–1393.
- Chrystal, A. and P. Mizen(2001):《古德哈特定理:起源、含义及对货币政策的影响》(中译本),载于《古德哈特货币经济学文集》,中国金融出版社,2010 年版。
- Fisher, I. (1933): “The Debt – Deflation Theory of Great Depressions”, *Econometric*, 1, 337–357.
- Garrison, R. (1982): “Austrian Economics as the Middle Ground: Comment on Loasby,” in Kirzner, I. (ed.), *Method, Process and Austrian Economics: Essays in Honor of Ludwig Von Mises*, Lexington Books.
- Hayek, F. (1936): “Economics and Knowledge”, Presidential Address Delivered before the London Economic Club (November 10), Reprinted from *Economica* IV, 33–54.
- Kiyotaki, N. and J. Moore. (1997): “Credit Cycles”, *Journal of Political Economy*, 105, 211–248.
- Koo, R. (2008): *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, John Wiley & Sons Ltd.
- Schmid, P. (1998): “Monetary Policy: Targets and Instruments”, in Frowen, S. and R. Pringle (eds), *Inside the Bundesbank*, Palgrave Macmillan.

(责任编辑:周莉萍)