

宏观审慎的动态方法论基础*

马 勇

〔摘要〕本文基于宏观经济和金融运行的内在规律与逻辑,对宏观审慎的动态方法论及其理论基础进行了初步讨论。这一讨论是建立在经验事实和方法论反思基础之上的。宏观审慎必须关注动态性的核心论据在于,经济和金融系统的各种关键性参数会在动态过程中发生结构性变化,考虑这些结构性变化是防止失衡在同一个方向上过度积累的必要前提,同时也是在经济和金融体系彻底失去弹性和自我修复能力之前及时发现问题的关键。一种健全的宏观审慎理念必须关注经济动态机制中的市场结构、市场过程和市场条件。宏观审慎的动态方法论本质只能通过经济和金融系统的动态变化而被理解。

关键词:宏观审慎 经济动态 方法论

JEL 分类:B41 E32 E61

一、引言

科学理论的发展往往源于理论与现实的冲突。自宏观经济学诞生以来,这种集中的冲突已经发生了三次^①。当业已建立的理论体系无法解释新的事实和现象时,理论和现实的不一致性就显现出来了。而此轮全球金融危机所引发的对宏观经济理论的集体反思,以及随之而来的对于宏观审慎政策框架的一致呼吁,客观上反映了这样一个事实:传统的宏观经济理论及建立在这一基础之上的政策框架存在着重大缺陷。与宏观经济学的前两次转向不同,此番宏观审慎概念的提出,绝不仅仅只是在原有的政策工具箱里增加几个新的工具,而是涉及到整个宏观经济学理论体系和政策框架的系统重建。这种重建很有可能主导未来几十年的经济理论研究和政策思维。

科学发展史的经验表明,当一种理论缺乏现实一致性的时候,通常是因为正确的逻辑路径尚未被发现。此次全球金融危机之后,虽然关于主流宏观经济学在金融方面的认识不足已经得到了相当多的讨论,但更深层次的方法论问题却再一次被忽略了。长期以来,大量经济学家投身于一般均衡理论无休止的精炼化,而这些精炼化的主要特征是对纯形式逻辑问题进行越来越精细的数学化,但却极少把重点放在理解现实经济世界的事实和行为上。很多经济学理论都是在“自我实现”的演绎体系中“兜圈子”。然而,真实世界的经济周期和波动并不是对于某个既定均衡路径的偶然偏离,而是植根于社会交互过程的一种动态结果。新的宏观审慎思维只有坚持动态的理念和方法论,才能更好地解释真实世界的经济现象和行为,并为宏观稳定政策框架的建立奠定坚实的理论基础。

* 马勇,中国人民大学财政金融政策研究中心,经济学博士。本研究得到国家社会科学基金重大项目“完善金融宏观调控体系研究”(12&ZD089)、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。

① 20 世纪 30 年代的“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(马勇,2012)。

本文所讨论的主题——宏观审慎的动态方法论——正是基于上述考虑提出来的。与大部分旨在研究宏观审慎政策工具及其应用的文献不同,本文主要致力于宏观审慎一般方法论及其理论基础的构建。在具体内容的安排上,本文重点阐释了两个相辅相成的基本问题:一是宏观审慎动态方法论的经济(经验)基础,即宏观审慎为什么必须关注以及如何关注经济运行中的各种动态事实;二是建立在这些动态事实基础上的一般理论模型的构建,即宏观审慎的动态方法论应该遵循什么样的理论构造原则,才能更好地体现理论与实践的内在一致性。

二、宏观审慎与价格动态

自宏观经济学诞生以来,主流理论一直将注意力集中在总体价格水平的分析上,而相对价格的变化及其对经济的重要影响却被长期忽略了。但实际上,相对价格变化所显示的关于价格动态的丰富信息,不仅对于理解宏观经济运行中的各种动态机制至关重要,而且可以为宏观经济政策的正确制定和实施提供极具价值和启示性的导向。

(一)货币分布与价格动态的结构性关联

通常情况下,普遍的通货膨胀(表现为CPI和PPI上涨)主要受货币总量驱动,这意味着“货币数量论”在结果的意义上是成立的。但标准的“货币数量论”也仅仅只是告诉了我们关于总量货币和一般物价水平的这一最终结果,至于在这一结果发生之前,实体经济和金融体系内部究竟发生了什么,以及经历了怎样的动态过程,标准的“货币数量论”并没有给出任何启示。尤其是在“货币中性”的理论假设下,由于名义价格不再发生任何作用,主流的货币理论实际上已经彻底放弃了对价格动态过程的任何思考。

然而,正是在名义价格问题上,“货币中性”理论犯了关键性错误——名义价格不仅是起作用的,而且对于理解经济动态过程至关重要。即使货币总量不变,由相对价格变化引致的货币在某个领域(如股市和房地产)的集中,同样会导致严重的价格失衡和资源错配。此外,如果增量货币不是按初始比例瞬间地、均匀地分布于经济体的每一处,而是首先集中地投向某些特定的领域(如金融体系),那么在一定时期内,只要增量的货币依然滞留在该领域,那么,由局部货币过剩所驱动的资产价格膨胀和通常意义上的物价稳定(CPI)就可能同时存在。从这个意义上看,近年来全球范围内的货币扩张、低通胀和金融体系的加速膨胀完全是彼此关联的经济现象。当过剩的货币主要集中于金融领域时,金融失衡将先于经济失衡发生,其结果是,在资产价格泡沫引发严重的通货膨胀之前,由资产价格高位崩溃所导致的金融危机就已经发生。这也是最近四十年来反复观察到的一种现象。

事实上,从长期视角来看,当资产价格泡沫、一般价格水平的稳定与货币扩张相伴而行时,经济的扭曲将更为严重:一方面,由于货币扩张制造了特定领域的繁荣景象,且并未引发明显的通货膨胀,这使得货币扩张一再得到放任;另一方面,由于特定领域的货币吸纳能力不可能无限增长,随着时间的推移,日益失衡的资产价格将最终走向崩溃。一旦资产价格下跌,名义价格的负反馈效应将驱逐过剩的货币四处逃窜,价格体系的紊乱开始蔓延,并最终波及至实体经济。可以认为,由于当前流行的物价指标(CPI和PPI)采取了加总和平均的编制方式,因而最重要的相对价格信息及由此所引发的价格失衡问题事实上被长期掩盖了。从这个意义上看,CPI和PPI等指标本身就暗含着一定程度的“合成谬误”问题。

(二)货币和价格问题的本质:结构而非总量

在经济世界中,货币是一种“刻度”,它就像物理学中的尺寸和质量单位一样,其存在的基础是增加人们进行经济度量的便利性。货币总量的改变必然影响名义价格,但如果这种影响(货币总量

的增加或者减少)是按初始比例均匀、瞬间地作用于所有的商品,那么,这种改变的唯一结果将仅仅只是一种名义“刻度值”的扩大,它并不会改变经济世界的“质”^①。然而,问题的关键在于,任何一次货币总量的改变都不可能是瞬间并且均匀地作用于所有的商品,而是沿着货币流的实际路径,陆续地、不均匀地分布于各种不同的商品。这种货币流的结构性的改变,是货币数量变化藉以影响实际经济的根本原因。换言之,货币之所以“非中性”,并不是因为货币总量的变化,而是源于货币分布结构的改变。

货币问题的所有“质”性影响都是通过价格体系予以体现的,而价格体系的本质是:它作为交换体系结构的“映像”出现。简言之,货币问题的实质是价格问题,而价格问题的实质是结构问题。对于流行的“货币数量论”而言,对货币认识的关键性错误正是源于对货币结构问题的忽略,而这种忽略则源自主流经济学所偏爱的那种静态方法论——这种方法试图越过变量之间交互作用的动态过程,直接在现象与观察到的结果之间建立起某种固定的关联。可以设想,如果没有货币分布结构的改变,而所有的新增货币又都是瞬间且均匀地沿着原来的货币结构成比例地予以配置(正如“货币数量论”所隐含假定的那样),那么,货币数量的增减只会引发所有商品价格的同比比例上升或者下降,其结果是,用以标记整个价格体系的“名义刻度”虽然扩大了,但所有商品的相对价格结构却维持原样,而实际的生产、消费和投资依然沿着原来的路径进行。在这种情况下,货币不仅是中性的,而且只能是中性的。

然而,“货币数量论”所采用的这种静态方法论,恰恰忽略了最为关键的货币动态机制。货币之所以影响实际经济,正是因为货币从来都不是一种静态的存在,而是一种具有时间和空间属性的动态存在。正如米塞斯(1949)在阐述通胀过程时所指出的,“在额外货币输入的开始,一些货物和服务的价格提高,其他货物和服务的价格随后提高。价格的提高,在不同时间和不同程度上影响各种货物和服务”。实际上,通货膨胀对于相对收入的影响,只是价格结构发生紊乱的一种结果而已,尽管在那些肤浅的观察家看来,这是最触目惊心的一种后果(哈耶克,1976)。在实践中,货币分布结构变化导致实体经济结构发生改变的一种典型表现是,几乎每一次大规模的货币增发之后都会引发产业结构的相应改变。历史经验也多次表明,那些率先获得货币或者获得更多货币的部门,毫无疑问在市场地位和产业结构的变迁中占尽了先机^②。

对于理解货币和价格问题的本质,另外两个充满误导的提法是“结构性的通货膨胀”和“成本推进型的通货膨胀”。正如前文所指出的,货币分布结构的改变会引发价格体系结构的改变,而价格体系结构的改变又会进一步引发实体经济的变化。因此,所有的通货膨胀问题永远是结构性的。此外,也不存在所谓“成本推进型的通货膨胀”,因为在货币总量不变的情况下,任何一种或者几种主要投入要素(原材料、人力成本等)价格的普遍上涨都不可能推动所有商品的价格全部上涨,增量货币是所有商品价格普遍上涨的必要非充分条件。简言之,成本的普遍上升是通货膨胀的结果而非原因。对此,哈耶克(1976)也曾明确指出:“根本就不存在石油涨价(或其他东西涨价)等成本驱动型的通货膨胀……所谓成本推升的通货膨胀,不过是货币量增加的结果而已”。

(三)价格动态与宏观审慎决策的信息基础

当失衡主要在金融领域发生,而以CPI、PPI等传统通胀指标度量的一般物价水平又处于相对平稳状态时,专注于“通货膨胀目标制”的货币政策不仅难以纠正日益严重的金融失衡,也很难捕捉到实体经济内部的各种结构性扭曲,而这些结构性扭曲正是实体经济日益走向失衡的重要标志。实际上,不论是以CPI和PPI为代表的一般物价水平,还是以房地产、股票价格为代表的资产

① 在这种理想状态下,货币“面纱论”是成立的。

② 从这个意义上说,在现代中央银行货币制度建立以后,政府的货币政策实际上在很大程度上影响着经济结构变化的实际进程,因为初始投入的增量货币必定会受到货币政策的某种(直接或间接的)“指示”。

价格,本质上都是相同的事物,它们的基本功能都是向市场主体传递关于经济决策的价格信号。从这个意义上看,资产价格的失衡和一般物价水平的失衡都是价格体系发生扭曲的标志,并且本质上都会造成类似的后果:先是经济主体做出错误的决策,导致社会资源出现错误配置;然后是金融和经济体系内的结构性扭曲不断积累,总体的经济失衡日益明显;当总量和结构性的失衡积累到一定程度的时候,经济弹性的丧失使得经济和金融体系随时可能出现集中的、爆发式的被动性调整,后者即我们所观察到的经济(金融)危机现象。

历史地看待资产价格和一般物价水平的关系,可以发现,严重的通货膨胀总是发生在经济体已经出现全面混乱的时候,而在此之前,结构性的价格扭曲可能已经存在了相当长时间。当政策当局紧盯着CPI和PPI这些通过机械加总得来的所谓一般物价水平指标时,所有的政策反应不仅是机械的,而且是滞后的,因为这些“经过加总处理”的价格指标恰恰忽略了最为重要的结构性价格动态机制,而后者隐含着关于经济动态过程的最为重要的同步信息。从经验事实来看,近年来频繁发生的由资产价格泡沫所引发的金融危机表明,结构性的价格失衡在转变为总体性的价格失衡之前就可以积蓄足够的破坏性力量,并对经济和金融体系产生猛烈冲击。

毫无疑问,只要政策当局仅仅只是专注于价格结果(如CPI和PPI等指标)而不是价格动态(包括时间动态和空间动态),那么,政策步伐就将永远落在经济事实之后——当政策当局发现需要采取措施以阻止某种不利的结果时,事实上这种结果已经发生。当谈及宏观经济政策与现实经济背道而驰的现象时,经典教科书的标准提法是“政策时滞”。然而,正如上文所阐明的,“政策时滞”的产生,从根本上并非源于标准理论所阐释的那些令人眼花缭乱的政策传导机制和过程,而是来自机械和静态的政策理念本身。很难想象,当所有的政策措施都只是在事实的经济扭曲发生之后才做出被动反应时,这样的政策居然还可以对及时纠正经济中的各种潜在扭曲产生任何可靠和有效的助益。

任何前瞻性的政策都必须考虑动态,这一基本逻辑意味着,经济状态和经济行为在时间和空间上的结构性变化至关重要。经济体中任何显著的失衡都必然有一个较长时间的积累过程,政策当局应该从更广泛的经济信息中去提取关于政策调整的可靠依据,而不是单一盯住“一般价格水平”这层障眼物。换言之,在政策制定所赖以参考和作为决策依据的信息集中,必须更广泛地纳入各种表征经济动态结构性变化的指标。从政策制定的角度而言,传统的CPI和PPI指标可能是非常乏力的,因为这些加总合成的指标并没有给我们提供关于价格体系结构变化的任何确切信息。相比之下,信贷扩张、杠杆水平、资产价格、市场利率溢价等具有丰富结构性信息的指标,可以为宏观审慎政策的制定提供更为合理的向导。政策当局应该从这些结构性指标的趋势性变动中得出关于整体经济形势的基本判断,并在此基础上做出综合决策,而不是试图僵化地盯住其中一两个单一的指标。

三、宏观审慎与利率机制

利率是资本的价格,也是连接货币、金融与实体经济的核心变量。如果说价格动态可以被视为市场经济中的一种基本动态关系的话,那么利率机制则勾勒出了这一动态关系的核心路径。但迄今为止,关于利率的若干理论基础问题,如利率的本质、经济功能及其作用于实体经济的路径等,仍然不十分清楚,这既带来了理论上的困惑,也造成了政策实践上的偏差。

(一)人为压低的政策利率及其经济后果

在当前各国所惯用的各种政策工具中,人为压低的政策利率无疑是被滥用得最为严重的工具。“通过保持低利率可以刺激投资和经济增长”这一教条依然在持续地产生破坏作用。长期的、明

显过低的利率政策的失误,已被近年来屡次爆发的金融危机所证实,而长期的负利率更是从诞生之日起就注定会扰乱市场机制的正常运作。在实际负利率状态下,借入货币不仅没有风险成本,而且还会带来确定的正收益,这种扭曲的“风险—收益”机制只会鼓励无限负债,刺激无效投资,从而导致严重失衡的经济结构以及越来越惰性的经济思维。负利率虽然可能通过制造一种短暂的繁荣景象而使某些短视的政策制定者们上瘾,但从长期来看,扭曲的激励机制与庞大的保守势力相结合,必将导致经济走向钝化与自我毁灭。最终的结果是,经济以牺牲高效率为代价“养活”了低效率,以大部分人的福利损失支撑着少数垄断集团的利益^①。

在正常的市场机制下,价格信号(利率)促进资源优化配置的基本机制内涵着一种“优胜劣汰”的筛选过程:在投资者的资产方,项目收益率的高低主要取决于该项目是否以及在多大程度上满足市场需求,因此,只有那些符合市场需要的项目才会被赋予高收益,反之,如果某个项目具有较低的预期收益率,那么实际上意味着该项目已经成了市场所要淘汰的对象;与此同时,在投资者的负债方,贷款利率为投资项目设定了财务约束的下限,这意味着,那些收益率不足以抵补贷款利率的投资项目将不会被实施。换言之,市场需求通过利率信号引导着资源朝着最具效率的方向配置,只有那些预期收益率高于市场利率的项目才应获得贷款支持。从这个意义上看,利差(项目收益率—贷款利率)的本质正是市场需求通过价格信号显示自身的一种外在表现形式:利差为正的项目得到鼓励,因为这些项目符合市场需求;利差为负的项目被淘汰,因为这些项目没有市场需求;而利差的幅度则反映了项目市场需求的紧迫程度。

然而,上述市场机制常常被人为压低的政策利率所扰乱。通过将政策利率长期维持在明显低于市场正常水平的状态,政策当局以一种人为降低借贷成本的方式,鼓励了各种规模庞大的低效投资计划——在正常的利率水平下,这些投资本该因为无利可图而被市场淘汰。在一定时期内,这些低效率的投资计划会因为带动了额外的投资需求而拉动经济增长和就业,从而创造出一种暂时和表面的繁荣,但随着信贷扩张所导致的通胀压力逐渐走向失控,政策当局将最终不得不采取紧缩措施来抑制物价水平的持续走高。此时,如果中央银行提高利率,那么之前在低利率环境下得以生存的低效投资项目将纷纷面临破产;如果中央银行选择贷款规模控制,那么后果将更为严重——不仅低利率所导致的资源错配再一次被纵容,而且信贷配给所产生的紧缩效应还将使那些本来正常的项目投资面临资金压力。从这个意义上看,“人为压低的政策利率(促进投资)+信贷配给(控制通胀)”表面上是在平衡产出和通胀之间的关系,但实际上却造成了更大的市场扭曲和长期的资源错配。然而不幸的是,这种最差的政策组合正是很多发展中国家在实践中所奉行的政策。

(二)利率的本质及其经济功能

从核心经济功能来看,利率的本质是动用未来资源的成本,即资源在时间维度上的机会成本。因此,降低利率相当于以更低的成本将未来的资源用于实现当前的产出增长。这同时也意味着,长期的、显著低于市场正常水平的政策利率以一种扭曲资源在现时和未来配置动态的方式,使未来的资源被过度透支于当前。换言之,利率在平衡资源的跨期配置方面发挥着核心引导功能,而不仅仅是资金转移的一个所谓“货币价格”。理解这一点很重要,因为它意味着利率的本质不只是标准教科书所宣称的“用于平衡通胀和产出之间的短期关系”,而是深刻地影响着经济运行的周期动态。

对于中央银行而言,其政策利率水平不仅决定着整个市场的资金成本“底线”,而且还会通过利率定价体系对整个金融体系的风险承担倾向产生显著影响。正是由于中央银行利率作为“市场基准”的这种“源头”性质,决定了中央银行的货币政策不仅会对金融稳定产生重要影响,而且这种

^① 从实际效果来看,人为制造的低(负)利率政策除了鼓励一些低效率项目和变相对利益集团进行补贴之外,几乎看不到任何经济意义上的合理性。由于政策利率水平对金融体系风险承担的影响一直被严重低估,这不仅导致了利率政策制定的系统性偏误,而且使得政治力量驱动的低利率政策长期得到纵容。

影响从一开始就注定是系统性的。这同时也意味着,传统的、未考虑金融稳定因素的货币政策,其利率规则值可能存在一个系统性的低估,这种低估一方面使得中央银行的利率目标值长期低于合意水平,另一方面则为系统性金融风险的形成和蔓延创造了条件。事实上,在此轮全球金融危机爆发之前,由低利率驱动的廉价资金已经在很多国家的金融体系中积累了相当长时间。从剔除物价因素后的实际利率来看,以美国、欧元区和日本为代表的各主要发达经济体的实际短期利率在2001~2005年间一直保持在历史低位,其中日本和欧元区的短期实际利率接近于零,而美国实际短期利率已经成为负值^①。

一种经济上可欲的利率规则,其本质是要引导和促进资源在时间和空间两个维度上的优化配置,而这两个维度上的配置都与某个适度的利率水平相关联。与此相适应,一种健全的货币政策思维应该将整个经济周期在时间和空间路径上的风险因素考虑在内,而不仅仅只是在当前的产出与通胀缺口之间进行权衡。这意味着,中央银行的政策利率应该尽量维持在这样一个水平上,这一水平不仅考虑到了当前的繁荣与稳定,而且还能着眼于未来和长期的繁荣与稳定^②。

当然,需要指出的是,虽然利率机制在市场运行过程中的作用至关重要,但其作用于经济和金融体系的具体路径还远未得到充分认识。一些基本的问题,比如利率、风险与经济动态之间的传导机制,以及政策利率以何种方式在何种条件下和何种程度上能够接近真实的市场利率水平等,仍然不十分清楚。对于这些问题,经济学家目前所能给出的模糊和零散的答案,还远未达到科学政策制定所要求的水平。当中央银行家们挥舞着利率“教鞭”——一种并未被充分了解的政策工具——指挥经济运行的时候,政策制定的风险和政策效果的不确定性程度与这种工具未被充分认识的程度是一样的^③。

(三)基于宏观审慎的利率规则

过去的经验表明,传统的货币政策并未将金融稳定内涵于其利率规则之中,也并未对其隐含的风险信息进行合理有效的评估。由于受到政治上的亲睐,短视的利率政策总是试图以人为控制的低利率来创造眼前的繁荣,而这种短暂的繁荣却是以牺牲未来的稳定为代价的。这样的例子在历史上屡见不鲜:20世纪八九十年代的日本和中国台湾都经历了低利率背景下的经济繁荣以及随之而来的可怕的经济崩溃和金融危机;对美国长达一百多年的经济发展史进行研究也可以发现,无论是以股票价格为代表的资产价格,还是以房地产价格为代表的资产价格,泡沫的产生几乎总是与低利率的货币政策如影随形^④;同样的例子还出现在英国、法国、爱尔兰和西班牙等国家^⑤。大量的经验事实表明,低利率的货币政策与系统性的金融风险之间确实存在着内生性关联。

① BIS(2010)的研究也认为,此轮危机爆发前,美联储长期奉行的低利率货币政策在很大程度上导致了住房需求膨胀和资产价格高涨,从而对房地产市场的泡沫形成产生了催化作用,最终诱发金融危机。

② 对于利率政策在宏观审慎中的作用,一种持怀疑态度的观点认为,利率无法抑制泡沫中的投机成分,因而在金融稳定方面是无效的。利率确实难以完全抑制泡沫中的投机成分,这也不是中央银行利率政策的主要目标。利率政策的主要目标是平衡总量上的均衡关系,而局部的泡沫则主要受预期收益和借贷成本之间的对比关系决定。

③ 最近两年,笔者越来越深刻地感觉到,关于利率的若干基本问题,似乎从来没有得到过系统深入的思考。这些问题包括:利率的本质功能是什么?是否存在一个具有主导性或指示性功能的核心利率指标(比如自然利率)?在整个利率体系中,不同利率之间是何种关系,这种关系又是如何影响经济和金融体系运行的?随着现代金融体系的发展,利率的传导机制是否发生了一些重大变化?等等。

④ Christiano, et al.(2008)发现,在过去的200年中,经济史中的一个典型事实是,每一次股市泡沫都出现在低通胀的经济背景下。他们的实证研究表明,基于通胀目标制的货币政策会助长泡沫,因为经济繁荣将诱导美联储将货币政策利率设定在低于自然利率(natural rate)的水平。关于美国100多年间房地产泡沫、股市泡沫与利率之间的类似关系,请参阅希勒(Shiller,2006)。

⑤ 从短期利率对泰勒规则(Taylor Rule)的偏离来看,根据IMF(2009)的计算结果,在此轮金融危机爆发前的2001~2006年间,主要发达经济体的短期利率均低于泰勒规则的合理水平,尤其以美国的偏离程度最大。将危机前美国、英国、法国、爱尔兰和西班牙中央银行利率值与泰勒规则值进行比较后也可以发现,危机前各国的中央银行利率都存在不同程度的低估,其中尤其以美国、英国、爱尔兰和西班牙的低估程度较大。

事实上,由于中央银行的货币政策取向会影响宏观经济大环境和市场主体(尤其是金融机构)的风险承担倾向,因而有着确切的金融稳定内涵。适宜的货币政策需要充分考虑这种内涵,并将其对金融稳定的影响反映在政策制定和实施的过程之中。然而,近期的观点又表达了另一种犹豫和痛苦,即:如果货币政策对金融稳定做出反应,可能不得不以牺牲产出为代价,而且货币政策应对金融失衡的效果可能不如宏观审慎监管。这一观点至少存在以下两个方面的认识误区:一是错误地认为金融稳定和产出稳定之间存在根本冲突,二是混淆了不同性质的金融失衡及其纠正(防范)机制。

首先,从金融稳定和产出稳定之间的关系来看,由于过度的风险承担必定转化为系统性的金融风险,并最终危机的形式降低未来产出,因此,在考虑到了金融危机的巨大负外部性之后,基于稳定的货币政策规则本质上并不涉及这样一种取舍,即以牺牲当前的产出为代价来换取未来的金融稳定,而是试图以保护未来的金融稳定来实现整个经济周期内的产出平滑和最大化。从这个意义上看,货币稳定、金融稳定和产出稳定具有本质上的一致性,因而基于稳定的货币政策规则必须将金融风险及其潜在的产出和稳定影响作为一种必要的因素加以考量。

其次,从货币政策和宏观审慎监管的权衡来看,二者通常致力于纠正(防范)不同性质的金融失衡,并且难以相互替代。货币政策作为一种总量规则,在应对某些结构性的金融失衡时可能是非常乏力的^①,但货币政策并非金融稳定充分条件这一点并不能削弱它作为金融稳定的必要条件所必须承担的那种责任。事实上,货币政策失误(比如错误地将利率长期保持在过低水平)所引发的金融失衡不仅是全局性和系统性的,而且这种总量性的失衡很难通过后续的宏观审慎监管措施加以纠正^②,因此,货币政策必须对金融稳定负起责任,并将金融稳定的影响纳入其规则的制定过程中。

总体来看,中央银行的货币政策框架中是否包含金融稳定因素,对其利率规则的设定具有重要影响——与纳入金融稳定目标的中央银行相比,仅仅考虑短期产出和通胀稳定的中央银行的政策利率水平将出现系统性的低估。低估的利率以牺牲未来产出和金融稳定的方式换取了当前的繁荣,但从更长的经济周期来看,与金融不稳定所带来的巨大危机成本相比,这种“提前透支的繁荣”是微不足道的。换言之,中央银行的货币政策不仅需要在当前的、短期的产出与通胀之间进行权衡,而且需要在当前的产出(通胀)稳定和未来的产出(通胀)稳定之间进行权衡。对于后者而言,基于长期稳定视角的货币政策规则必须对金融体系的风险承担水平做出必要的反应^③。

四、宏观审慎与市场机制

价格动态和利率机制对理解经济和金融运行中的动态问题至关重要,但如果从一幅更加完整的经济图景来看,它们仍然只是宏观审慎所要面对和处理的整体市场机制的一部分。要从整体上理解宏观审慎,就必须从整体上理解市场机制。

(一)市场作为一个系统的动态性

市场是一个包含着空间和时间维度的动态过程。生产、投资、消费、储蓄不仅在每一时刻彼此相连,而且各自联结着自己的过去和未来。价格体系是整个市场力量在每一个特定状态下的“投影”,它是一个“净结果”,反映的是居于主导地位的市场力量的方向——正是沿着这样的方向,市

① 对于结构性的金融失衡(如房地产等局部领域的信贷集中),宏观审慎监管可能更为直接和有效。

② 以利率政策取向对金融资产价格的影响为例,若利率一直处于较低水平,融资成本的降低会鼓励普遍的高风险行为,此时仅仅提高信贷发放标准难以有效控制金融机构的扩张冲动。

③ 从目前的情况来看,主要的困难是缺乏一个可以相对全面准确度量“金融稳定”的指标,而目前讨论过的很多备选变量(如资产价格、信贷利差等)都被认为不宜直接纳入货币政策规则之中。

场过程可以更好地满足稀缺状态下的需求和欲望。同时,价格体系中的每一个价格水平都是相对的,它只能在整个价格体系的特定集合中确定自身的位置,并由此显示自身的意义。在市场的动态进程中,人的行为驱动整个价格体系不断发生结构性变化,而所有商品的价格也会在不断变化的价格集合中重新确定自身新的“坐标”^①。

理解市场作为一个系统的动态性,首先是要明白,市场只能以过程的方式存在,并且这种过程必定是连续的。连续性是稳定规律存在的基本前提,也是市场存在的基本前提^②。事实上,运动系统中的状态,或者更一般地讲,宇宙的状态只取决于它紧挨着的前一个状态,自然界中的所有变化必然能够以连续的方式发生(牛顿,1726)。市场是作为连续过程的一种存在,这种性质内涵地引申出了市场结构和市场动态的重要性,因为前者只能藉以后者的变化显示自身的规律。换言之,结构性和动态性是市场过程得以外化和可观察的规律性,其中包含着人们据以观察和理解市场的若干基本事实。

总体而言,对市场机制的认识必须是动态性的,而结构性是帮助我们从可观察的变化中去理解这种动态性的一把钥匙。市场作为一个系统的动态性,在时间维度上表现为发生过程,在空间维度上表现为结构转换,而发生和转换过程又外在化地表现为周期性的连续性。这种周期性的连续性贯穿于整个自然科学和社会科学理论的最基本事实之一,但令人遗憾的是,至今仍无任何理论可以对如此普遍的周期性现象给出一个统一的理论解释。

(二)宏观审慎必须关注动态性和结构性

从宏观经济和金融稳定的角度而言,宏观审慎政策必须关注动态性和结构性的原因在于,任何系统性风险的形成都是一个渐进的积累过程,这一过程将导致经济和金融体系从一个具备弹性的状态逐渐走向一个丧失弹性的状态。在风险形成初期,由于经济和金融体系弹性十足,此时,来自内部和外部的各种冲击可以通过市场的自然波动予以调整和消化;而当风险长期在同一个方向上过度积累,并最终导致经济和金融体系失去弹性时,此时来自内部和外部的任何冲击都有可能引发系统性的崩溃。

从经济学理论基础来看,宏观审慎政策必须关注动态性的主要原因在于,价格和经济系统的关键性参数通常会在动态过程中发生结构性变化,考虑这种结构性变化是防止失衡在同一个方向上过度积累的必要前提,同时也是在经济和金融体系彻底失去弹性和自我修复能力之前及时发现问题的关键。通常情况下,在经济和金融运行周期的不同阶段,价格、利率、信贷和杠杆水平不仅存在着明显的结构性变迁趋势,而且调整的速度和敏感性也会发生显著变化。分析考察这些变化的内在规律和趋势是及早发现各种失衡的关键。

宏观审慎政策必须关注结构性和动态性的另一个基本原因是,所有政策工具和措施只能在危机爆发之前发生作用,因为一旦危机已经发生,就意味着经济已经从过去那种高涨的状态转入到一种新的自我调整的状态。调整意味着经济和金融体系内部结构的变化,而这种变化又是建立在真实的、已经发生的危机成本基础之上的^③。因此,一旦危机发生,其对经济的冲击以及由此产生的

① 价格的绝对水平只是一种类似于物理学意义上的“刻度”选择,因而只是一种形式的表现,是人们为了方便而做出的一种约定,它本身并无任何实际内涵。

② 如果规律是可变的,那么,必定存在这样一种情况,即市场突然以完全不同于之前的状态运转,以至于人们根本无法辨认出“这还是市场”。关于规律是否具有可变性这一命题,晚年的彭加勒在其《规律的演变》一文中提出了一些大胆的设想,但到目前为止,经验还从未向我们提供任何关于规律具有可变性的事实或证据。对于规律是否具有可变性的问题,波普尔(1957)认为,“科学方法的一个重要设定就是应该寻求其有效性不受限制的那些规律。如果我们承认规律本身也是变化的,那么规律就不可能解释变化,这就得认为变化纯属奇迹。这将是科学进步的终结,因为如果意料不到的观察被提出来,也没有必要修正理论——规律发生了变化这个特设性假说就可以‘解释’一切了。”

③ 危机成本包括各种资本耗损、市场调整成本等。

负面效应就已经真实地发生,仅通过危机后的补救措施很难起到系统性的理想效果。从历史案例来看,危机处置措施和干预政策向来都伴随着高昂的财政成本和时间成本(陈雨露、马勇,2011)。近代800年的金融危机史也表明,从危机后伤痕累累的经济中复苏注定是一个缓慢而步履蹒跚的过程^①。换言之,危机意味着已经发生的损失和成本,要降低这种损失和成本,所有工作只能在危机发生之前完成。

(三)宏观审慎的根本目标与政策工具

宏观审慎当局应该对结构性的价格失衡问题(如重要领域的资产价格泡沫)做出必要反应的观点,并不意味着政策干预是为了实现和维持价格的绝对平稳。政策的目标不是试图消除经济波动,而是让经济体在市场机制的运转过程中保持足够的弹性,而一定程度上的价格波动不仅是市场机制发挥自动调节功能的基本前提,同时也是经济体具备弹性的外在表现。问题的核心不在于经济波动本身,而在于波动之后的结构性变化是否是正常的和可欲的。

此外,由于宏观审慎政策框架中包含了大量旨在纠正金融失衡和经济过度波动的内容,这可能导致一种极具误导性的思维,即宏观审慎的目标是要通过“严格管理”,使经济以人们理想的那种平稳状态运行。但事实上,宏观审慎的根本目标并不是要改变基本的市场机制,去塑造一个僵化的、按照刻板模式运行的经济形态,恰恰相反,宏观审慎的根本目标是要通过保持经济和金融体系的弹性,使市场机制能够持续地发挥作用,从而促进资源的有效配置。在没有经济动态的地方,市场机制将不复存在。

宏观审慎的根本目标是要维护经济弹性和市场机制的观点意味着,企图用政策的复杂性去取代市场的复杂性是幼稚可笑的。在资源配置方面,市场机制本身所具有的那种动态调整机制包含了复杂的信息反馈和交互作用过程,是任何外部政策和管理方式都难以模拟和取代的^②。对于现实的政策实践而言,比较可行的做法是承认市场机制的复杂性,并在那些我们已经拥有确定知识的领域建立起简单、清晰的行为导向机制(激励的或约束的),一方面使市场机制正常、持续地发挥调节作用,另一方面对那些可能导致系统性风险的经济和金融失衡予以积极管理。

在稳定金融体系方面,宏观审慎问题的核心是防止系统性风险的长期过度积累,但系统性金融风险随时空动态变化的复杂性质决定了,可能并不存在一个确切的、单一的目标变量或者工具,因为后者的有效性高度依赖于系统性金融风险得以实现的环境、形式和系统内的反馈关系。每一次系统性金融风险都可能面临完全不同的初始条件,政策工具的有效性取决于与这些初始条件的契合程度,以及在何种程度上能够反映与这些初始条件相关联的动态反馈机制。比如,当面临导致银行资本大幅降低的系统性外部冲击时,可能需要降低最低资本充足率要求;而当面临对市场流动性造成损害的系统性冲击时,政策工具的选择还需要考虑流动性问题的具体形式。

需要特别指出的是,是否应该对某个变量做出必要的反应,与某个政策工具是否适合承担这项任务,是完全不同的两件事情。比如,作为中央银行的核心政策工具,利率政策在用于解决结构性问题时就将面临“两难”:针对局部领域的价格失衡(如房地产泡沫)——尤其是当早期的价格失衡仅仅发生在局部领域时——如果中央银行统一提高利率,那么,这会对没有发生明显失衡的经济领域造成打击;如果只是针对失衡的局部领域提高利率,那么,这又变相割裂了统一的利率体系,相当于人为制造了一种新的价格扭曲。因此,中央银行在应对局部领域的失衡问题时可能是乏力的,后者应该成为宏观审慎监管当局的主要任务。中央银行应该在对经济形势进行综合判断的

^① 在金融危机的事后处置方面,宏观审慎政策当局也许是“最后站着的人”,但不论如何,即便是最英明的决策家们,也无法凭空创造出经济增长。

^② 应该指出,在市场机制的内在运行逻辑方面,仍然存在大量的未知领域。

基础上,力图维持市场状态在总量上的基本平衡。事实上,货币传导机制的客观事实表明,总量平衡是结构平衡的必要条件,总量的失衡一定会导致结构的失衡。因此,作为宏观审慎政策框架的“总量支柱”,中央银行应该主要致力于避免和纠正可能和正在发生的总量失衡。致力于总量均衡的货币政策既是宏观审慎政策框架的基础性支柱,也是结构性宏观审慎监管政策得以有效发挥作用的基本前提^①。

五、政策调整与人的行为调整之间的动态关系

从政策制定的角度来看,宏观经济学在很大程度上研究的是关于“调整”的问题。通常情况下,经济动态引发政策调整,政策调整产生新的激励和约束条件,继而引发人的行为调整,而人的行为调整又最终对经济动态产生影响。因此,政策调整虽然是指向经济调整的,却必然经由人的行为调整这一过程。这意味着,任何政策目标的实现都必须首先明确其行为导向,人的行为调整是所有政策调整必须重视的最重要的微观基础。

(一)理性、预期与偏好

在经济学文献中,关于“理性”的定义或许是被滥用得最严重的一个概念,这种滥用已经导致了不计其数的混淆与混乱。作为经济学基石的“理性”,其基本内涵只有一个,即人们总是按照效用最大化原则行事。这种原则只能藉由行为和目标之间的预期一致性来定义,而不能藉由行为和目标之间的事实一致性来定义^②。除此以外,任何试图在此基本原则基础上赋予“理性”更多新内涵的做法,在其声称作为公理性概念之前,都必须接受充分的逻辑和现实检验。然而,大多数主流经济学文献都与此背道而驰。这些文献对“理性”概念的使用显示出越来越多的随意性,以至于“理性”概念不再作为一个必要的约束条件来使用,反而成了摆脱这种约束的一个手段。在大部分情况下,赋予“理性”概念各种五花八门的新内涵,只不过是為了僵化地适应建模需要罢了。

与理性概念的滥用相比,预期概念则是明显地被误用了。作为人的行为的一部分,预期驱动行为变化并且深刻影响经济过程,这一点毋庸置疑。但问题的关键在于,预期究竟应该以何种方式进入经济学的理论体系^③。在这一点上,主流经济学所倡导的那种“理性预期”(rational expectations)概念及其逻辑体系,以一种远离现实的方式将预期因素植入宏观方程,其结果是,这样的理论体系既无经验基础,也无逻辑基础,更不可能对成功政策的制定产生任何可见的助益。在后期关于行为金融学的理论中,一些文献又提出了所谓“非理性预期”(irrational expectations)的概念,但由于这

① 作为宏观审慎的“两大支柱”,货币政策主要致力于解决“总量失衡”,属于“跨时期维度”(时间维度),目前主要面临两个问题:一是前瞻性的目标变量如何选择,二是利率反应的强度问题。宏观审慎监管主要致力于解决“结构失衡”,属于“跨部门维度”(空间维度),目前的主要问题是需要构造合适的目标监测变量(盯住变量)作为政策调整的依据(陈雨露、马勇,2012b)。

② 经济学研究中大部分关于“人的行为是否理性”的长期分歧,事实上都源于这一混淆所导致的毫无意义的争论。

③ 凯恩斯(Keynes,1936)在其宏观经济学模型中并没有内生预期因素,而是将其视为受“动物精神”驱使的一种外生因素。弗里德曼(Friedman,1968)和菲尔普斯(Phelps,1967)在此方面做了一些初步的尝试。卢卡斯(Lucas,1972)通过将穆思(Muth,1961)的理性预期假设引入宏观经济学模型,确实内生化了预期因素,但这种内生化的方式却走上了一个错误的道路。在各种版本的“理性预期”模型中,一个根本的假设是行为人的预期不会形成系统性的偏差。在理性预期模型中,所有预期都好像遵循经济学家的“天才设计”:预期是随机分布的,行为人知道什么是正确的宏观模型,能够阐明各种经济变化和状态的结果的可能性分布,其行为不会产生系统性偏差。因此,理性预期假设实际上人为创造了这样一个经验世界,在这个世界中,所有行为人按照这些经济学家所给定的规则行事,而所有偏离规则的事件不仅被认为是意外的,而且是暂时的。显然,这一假设不仅绕过了预期的形成过程这一关键问题,而且将行为人面对未来不确定性的决策视为一种机械的、同质的行为。此外,这样的一个假定实际上已经排除了不确定性的影响,而后者正是现实世界经济运行所面临的一个本质特征。如果没有不确定性,人们不仅不需要持有货币,而且也不需要进行市场交易。实际上,理性预期学派所声称的“货币中性”和“政策无效论”,只不过是关于“确定性世界”这一错误假定的演绎推论罢了。理性预期学派的出现表明了保守主义思潮的进一步“复活”,它强调市场的完备性和政策的极端无效性,实质上是强化了“弗里德曼主义”。

一概念必须建立在“何为理性预期”的前置性概念界定基础之上,因而同样涉及大量的价值判断,并由此产生了更大的逻辑上的混淆。

事实上,不论是“理性预期”理论,还是“非理性预期”理论,都走上了错误的方向。预期本身是一种行为,一种基于有限信息的、分散的个体反馈性行为。作为一种事前行为,预期的“理性”不能用事后发生的非预期事态或不合意的结果来定义。对于经济学研究而言,重要的不是经济主体预期的合理性问题,而是预期会发生变化这一事实。预期的改变影响风险偏好,风险偏好的改变引发行调调整,而行为调整又最终对金融和实体经济的动态机制产生系统性影响。因此,对于经济学研究而言,真正应该重视的是关于“一致预期”形成和解体的动态转化过程。这一过程不仅与经济动态机制密切相关,并且不能经由经济中的其他变量得到可替代性的解释。但令人遗憾的是,迄今为止,这方面的研究依然基本处于空白状态。

(二)政策改变与人的行为改变之间的动态关系

任何经济现象之后,反映的都是人的行为。市场作为一个动态过程,其驱动力在根本上源自于不同个体之间行为的相互作用^①。任何特定时点上的市场状态都是人的行为的一种结果,但这种特定的市场状态一经形成,随之又会成为人的后继行为的一种约束条件。因此,不断变化着的市场状态的基本推动力正是特定时间和特定条件下的人类行为。这一结论的引申含义是,所谓“市场失败”问题的本质是:根据一定的价值判断标准,人的行为究竟是否是合意的^②。

市场是面对未来的,而未来的本质是:任何确定性的机会都不可能存在,否则市场无法达成交易^③。这实际上揭示了不确定性与市场之间的本质问题,即不确定性是市场得以存在和延续的基本前提。而人的行为,正是在不确定性条件下进行选择,以达到在进行选择那一时刻他所认为能够实现的最大满足。因此,经典文献所定义的“非理性行为”在本质上是并不存在的——那些所谓偏离“理论标准”的行为,只不过是因当事人在做出选择时所采用的效用函数形式不同于标准经济学理论所“认定”的那种形式罢了。

探讨经济政策和市场运行之间的动态关系,其基本问题是研究政策对人的行为的影响。通常情况下,政策通过设置人类行为的环境和边界,构成了人类行为的约束条件。因此,新的政策规则的建立,或者对经济中明显的错误政策进行纠正,都必将引发处于政策规则约束下的人的行为的相应改变。一些对政策调整所引发的不确定性充满忧虑的学者担心,由于人的行为调整速度和灵活性远远超过“反应迟钝”的政策,因而不可避免的结局是:新的政策一旦制定,人的行为调整将很快超越政策束缚,从而导致政策无效,一切又回到“原点”。这种担心的“潜台词”是,政策调整将永远落后于现实的变化。

当然,如果仅仅将视野局限于某些政策变动所引发的难以预料的行为改变,上述担心可能会成为现实。但问题的关键在于,政策改变所引发的人的行为的调整,本来就是政策目标的一部分。正如经济史学家塞拉(Richard Sylla)所指出的,人们对政策变化所采取的适应性和选择性的调整行为贯穿于人类社会的整个历史当中(Miller, 1992)。因此,政策调整不仅不应该对人的行为改变感到担忧,恰恰相反,政策调整的基本目标正是要以一种明确的意图来引导人的行为取向。如果将政策调整的视野仅仅局限于某个具体的经济结果,而不是将政策调整的依据建立在政策制定者所意欲改变的人类行为上,那么政策调整所面临的人类行为改变的反向作用风险就会加大。

因此,在理解政策改变与人的行为改变之间的动态关系方面,核心问题是要明确以下三个基本要点:一是,政策改变必将引发人的行为调整,关键是要明确政策调整所引发的行为改变是否是

① 因此,作为一种连续过程的市场,在本质上反映的是人的行为之间的关系。

② 大部分人都将那种不合意的市场表现归结为“市场失败”,这本质上应视为一种价值判断,而非严格意义上的逻辑推断。

③ 比如,如果大家都确定未来价格是上涨的,那么所有人不会卖出,市场将没有交易。

可欲的和可求的;二是,政策改变必须基于经济主体的行为调整,一种可置信的政策方案需要在政策目标和行为机制之间建立起清晰的关联,而不是忽略或者试图越过这种关联;三是,在政策改变与人的行为改变的反馈过程中,由于后者变动的频率和自由度要高于前者,因此,一种良好设定的政策方案应该事先预留一部分调整空间,以增加政策调整自身的弹性和灵活性。

(三)稳定政策与不稳定的政策:需要稳定的究竟是什么

如前所述,有效的政策必然是基于并且指向人的行为调整的,而引导人的行为调整的关键因素是预期。因此,政策的调整是否有助于经济和金融稳定,关键在于这种政策或者政策的调整是否有助于稳定市场预期的。简言之,稳定的政策首先必须是稳定预期的政策。而那种流行的观点,即认为政策调整应该致力于直接调控市场价格或供求关系,不仅走上了错误的方向,而且极其危险和有害。

稳定政策的价值很容易从其反面——不稳定政策——所导致的诸多不利后果中得到体现。政策的变动不拘和反复无常通常会导致政策当局的声誉损失,继而引发政策置信度的下降,这一点已经在经典教科书中得以反复阐明。然而,对于不稳定的政策如何经由金融机制发生作用这一问题,仍然被目前的研究所忽略了。频繁变动的政策常常令投资者无所适从,自然条件下的市场均衡规律被政策变动所引发的额外冲击所扰乱,这种外生施加的不确定性使得很多长期投资计划因为无法得到合理的评估而不得不被搁置。

从金融角度来理解不稳定政策的经济后果,其核心是,政策的不稳定最终影响了风险贴现收益与资本投资在时间配置上的关系。这一问题的市场表现是,当政策的不稳定导致了市场预期的不稳定时,经风险调整的实际必要收益率将出现显著上升。市场利率的普遍高涨使得远期收益的贴现值急剧下降。由于长期投资变得不再具有吸引力,人的行为开始倾向于短期化。短期化行为降低了以实体产业为代表的长期资本投资的比例,同时增加了以金融和资产市场为代表的短期资本投资(投机)的比例,金融体系变得异常活跃,货币流通速度加快,信贷扩张和资产泡沫在所难免^①。从这个意义上看,不稳定的政策所引发的经济不稳定必然经历其内在的“金融路径”。

在实践中,经济学家对于稳定政策的建议可能涉及到手段(工具)稳定、目标稳定和行为稳定等不同层次。在早期的货币政策实践中,弗里德曼规则实际上是一种典型的基于工具稳定的政策规则。但实践表明,工具稳定既不是实现经济稳定的必要条件,更不是充分条件。在经济持续变迁的过程中,经济结构可能已经发生了重大变化,此时固守不变的政策工具和反应规则反而成了一种僵化。相比之下,目标和行为的稳定则更具有基础性的含义。目标和行为的稳定要求政策当局以一种明确的方式确定其短期、中期和长期目标,并为实现这些目标而采取持续的、一贯的态度和立场。政策目标的不稳定——如通胀目标的改变,或者通胀目标制向产出目标制的转换——将导致市场预期和行为的系统性不稳定。而政策行为的不稳定,如“政治俘获”所导致的种种问题,也会带来额外的市场扰动。目标的不稳定一定会导致行为的不稳定,而行为的不稳定则会导致预期目标效果的偏离。从本质上看,标准经济学理论所反复强调的政策透明度和独立性要求,实际上都只是旨在确保政策目标和行为稳定的一种派生性要求罢了。

六、宏观审慎的动态方法论及其理论基础

在前文,我们从核心经济变量(价格、利率)到市场机制,再到政策与行为的关系,为宏观审慎所必须关注的一些基本动态关系进行了一个渐进展开的刻画。这种刻画旨在为宏观审慎的动态方

^① 关于金融扩张对实体经济的“挤出”效应及其基本机制,陈雨露和马勇(2012a)给出了一个简明的模型框架。

方法论提供必要的经验与逻辑基础。在本节,我们主要致力于宏观审慎动态方法论本身的构建。这一构建首先是建立在对主流经济学方法论中的三个关键认识误区基础之上的。这三大误区与主流宏观经济学的方法论是如此的紧密相连,以至于只有在对这三大误区进行彻底反思和澄清的基础上,一种新的、更具解释力的宏观审慎动态方法论才会出现。

(一)误区之一:对市场结构的忽略

主流的宏观经济学理论一直致力于构造各种总量概念和分析加总变量之间的关系,但对于总量概念背后的深层结构性关系,却很少深入讨论。这一点多少有点令人困惑,因为任何形式的总量关系都只有在已经假定了某种特定结构的条件下才会成立。虽然对于总量之间的关联统计研究有时候确实能揭示出某些模糊的概率,但这种研究却肯定不能解释形成这种关联的过程,因为在总量数值的背后,存在着个别行为复杂的、非静态的宏观结构,只有当这些宏观结构在进行研究的期间内不发生变化,总量间的关系才能是稳定的(哈耶克,1988)。

一直以来,宏观经济学面临的最基本的困境是无法确切描述由大量分散个体的交互作用和反馈机制所构成的经济运行的实际路径。换言之,从微观基础到宏观表现之间的逻辑联结是缺失的。现有的基准均衡框架通常是建立在代理人模型基础之上的,这些模型通过假定经济中存在代表性的个人和企业^①,从而忽视了具有不同偏好、预期和行为的个人和企业的动态作用机理,以及由此产生的经济结构的持续转化过程^②。从方法论上看,这些模型事实上假设了个体行为之后的某种深层结构,但如果微观主体之间的关系性质发生变化,而模型结构依然保持不变,那么基于模型的预测就将被证明是不可靠的。

事实上,只要我们谈及整体状态的转换,就必须纳入结构因素,否则整体状态的变化不仅是跳跃的和间断的,甚至是不可观察的。对此,斯蒂格利茨(2006)也认为:“如果经济结构不发生改变,则稳定化会变成一种标准的控制问题,但经济结构恰恰是变动的,经济学家必须评估这些变化的影响”^③。对于经济学而言,宏观经济状态之间的转换不仅内涵着经济结构的变化,而且这种结构变化动态地彰显了整体经济运行的路径、方向和特点。换言之,经济总体通过经济结构显示自身,结构的持续变化推动总体的渐进变化,前者比后者提供了更多的关于经济动态的确切信息。

从更一般的意义上看,实际经济的均衡过程不应仅仅被视为一种收敛,而应被视为一种不同状态之间的转换体系^④。这样的转换体系包含着不同市场力量之间的综合作用方式及其路径演变规律,而我们通常观察到的经济周期现象——无论是缓慢的、平稳的周期更迭,抑或是迅速的、急剧的周期转换——则体现了这个转换体系的外在状态及运行方向。宏观经济学的主要任务,就是要到一个深层结构里去找出对这个转换体系的解释,并通过经济学模型来重建这个深层结构,从而使人们能够对这个转换体系做出某种演绎性的、并且与经济事实相符的理论解释。这样的理论解释一方面描绘了关于经济状态转换规律的整体蓝图,另一方面刻画出了经济状态在不同条件下做出反应的实际路径^⑤。

① 这实际上隐含了同质性假定,即:代理人或消费者与经济中的每个人都是同质的,如果代理人对商品A的偏好胜过商品B,则经济中的每个人都偏好商品A胜过商品B(斯蒂格利茨,2006)。

② 新近的一些研究试图纳入各种异质性的家庭或者企业来改进代理人模型框架所存在的问题,但从处理方法上看,这些研究仍然未能触及“从分散个体行为之间的交互作用到宏观经济表现”这一动态过程的转化本身。

③ 皮亚杰(1968)将社会科学研究中的结构视为一个转换体系,它含有作为整体的这个体系自己的规律和一些保证体系自身调节的规律。

④ 如果均衡过程确实是指向收敛的,那么,我们在现实的经济世界中不可能观察到如此多的所谓“过度调整”的现象,比如,信贷和价格要么持续大幅地上涨,要么自由落体式地跌落。

⑤ 从这个意义上看,我们通常所谓的“一般均衡模型”(General Equilibrium Model),实际上仍然只是指向局部的,因为它从未考虑过不同经济状态之间的转换问题。而在新宏观经济学目标框架下,局部均衡模型主要用于分析特定经济状态下的市场特征和运行规律,而一般均衡模型主要用于解释不同经济状态之间的转换规律。

(二)误区之二:对市场过程的忽略

经济学理论的终极或主要任务并不是描述均衡状态,而是理解市场过程(米塞斯,1949)。然而,占据新古典体系主流的瓦尔拉斯研究取向,其核心是解释在一个知识已经凝固、时间已经停滞的背景中,价格体系和资源在市场竞争中的配置。在这样的分析范式下,如果允许考虑时间因素,则知识的变化将被视为外生冲击源,但经济的实际过程却是新知识和新产品的生成,它不是对于某些均衡逻辑的外生冲击,而是某种稀缺诱导的、在时间中展开的竞争活动的自然特征。真正应该关注的是实际的价格是如何形成的,而不是揭示假设的均衡价格的逻辑(门格尔,1882)。

事实上,大量新古典主义经济学都是在模仿物理学研究。在物理学中,方程式的参数在原则上可以简约为少量的自然常数——这种简约已经在很多情况下取得了成功,但在经济学中并不如此;在经济学中,参数本身是在非常重要的情况下迅速变化的变量,这样显然是把变量重要性、可解释性和量度的可检验性降低了(波普尔,1957)。在一般均衡理论中,市场主体并不是在进行真正的选择,而是按照函数设定的固定程式机械地运作,而预期也是在独立于市场主体的背景、知识和经验之外形成的。然而,经济学所要解释的主要问题恰恰在于,具有不同预期和知识(信息)的主体如何才能协调他们的行动,以实现认识从主体所掌握的个人化的知识到市场协调这样的过程。动态性尤其是随时间变化的动态性是经济事实的核心特征之一,这一点与物理学的研究对象性质存在本质差别。在物理学中,由于变量之间的关系是基本稳定的,因而可以通过实验获得常系数的数量关系式,但在经济学中,迄今为止,任何寻找稳定数量关系的努力都失败了^①。

在主流经济学的框架内,那些将变量、条件和模型设定为不变或者外生的模型通常被称为静态模型,而那些将函数中的参数处理成可变动的,或者在函数结构中包含了某种变动的模型,则被称为动态模型。但这些所谓的“动态模型”,事实上并没有真正捕捉到市场的动态机制,而仅仅只是提供了一个假想的关于均衡路径变化的理论描述(假说)。在大部分经典经济学模型中,预期都被视为给定条件和概率下的行为,而任何未曾预料到的变动均被视为偏离均衡路径的异常行为,其结果是,这些模型不仅未能真正实现对市场过程和不确定性问题的处理,同时也未能对市场过程中至关重要的各种结构性问题予以适当考虑。

总体来看,现有的经济学理论主要考虑的是静态的空间维度的结构,如不同主体之间或者不同要素之间的关系,但对于动态的时间维度上的结构却很少充分地予以考虑。然而,市场过程恰恰是一个在时间过程中展开发现的过程,均衡就是行动间的关系,而一个人的行动必定是在前后相继的时间中发生的(哈耶克,1936)。因此,时间维度上的结构性关系至关重要。当然,分析随时间变化的空间结构关系面临一系列困难,包括:人能在改变世界的同时改变自己,并在建立自身的结构时使自己成为结构;结构自身的调整不是出于严密的运算,而是由于“倒摄作用”(re-troactions)和近似于反馈式预测所进行的调节;在经济结构和主体感情与认知调整作用之间,有比从前远为紧密的联结(皮亚杰,1968);等等。

(三)误区之三:并不存在的“理想型”

关于“理想型”在社会科学研究中的应用,韦伯(1904)给出了一个初步的解释:“理想类型将训练研究中的归源判断,它不是假设,但它将指出假设的方向;它不是现实的一种描述,但它将给描述提供明确的表达手段。”从这个解释可以看出,“理想型”的构造尽管是高度抽象和简化的,但却并不是随意的,它必须与现实相关联,而且这种关联必须有助于我们更好地描述现实世界。在这

^① 卢森堡(Rosenberg,1992)指出,经济学没有表现为自然科学的特征的那种经验上的进步,最重要的是,随着时间的推移,经济学家的经验预测依然没有表现出系统的提高(汉兹,2001)。

里,与现实的关联性和逻辑路径构成了我们称之为“理论”的目标和结构。

在经济学研究中,一个长期存在的误区是:将远离实际的“理想型”作为一个可资借鉴的理论参照系,并将其作为模型构建的基础。对于很多经济学模型而言,模型构造所依赖的前提条件(如无摩擦、信息完全、理性预期等)在现实经济中是根本不存在的,因为这些条件的无法满足恰恰是市场之所以存在的原因。在这一点上,经济学与物理学的研究存在着本质区别。在物理学中,关于“摩擦”的设定仅仅只是作为基本规律的一种约束条件存在,而在经济学中,这些因素却构成了规律本身,而不仅仅只是规律的限制条件^①。因此,理想型的设定不能是建立在纯愿景基础上的,它应该至少可以还原为一定条件下的真实情况,否则,理论与对象之间将彻底失去关联。对此,罗宾斯(1935)亦曾指出:“经济学作为科学法则的一个特征是,它们与现实(即存在的事物或可能存在的事物)相关联,而不是与纯粹的形式关系相关联,无论它们表现为假设的形式还是表现为范畴的形式,都不同于纯逻辑和数学的命题。”

然而,现代主流经济学所做的大量工作都可以由以下事实加以描述,即经济学家们先是用他们“发明”的行动模式代替了真实的人类行为,接着用幻想的前提条件代替了实际的约束条件,最后用一种人为设计的逻辑结构取代了真实的社会经济过程。其结果是,一种缺乏逻辑和现实基础的幻想图景成为经济学所要解释和追求的“理想类型”,而这样的图景几乎与真实世界的现象毫无关联。那些声称追求经济学“科学化”的经济学家们,其行为在本质上更像是艺术家,因为只有艺术家才会如此毫无约束地运用最天真和浪漫的想象而不必考虑真实世界的种种约束。对此,亨德勒(Handler, 1982)评论道:“很多经济理论都只是纯理论……只是一幅实际上并不存在的可能世界的图画”^②。奥巴马政府首席经济顾问萨默斯(Larry Summers)在评价新古典经济学时也不无尖锐地指出:“秉持新古典经济学方法论的理论家们为了适合模型的需要,不得不进行如此多且如此粗糙的抽象与简化,以至于结果与现实之间几乎毫无关联。”

(四)究竟什么是合适的理论抽象

世界的状态,甚至世界很小一部分的状态都是极其复杂的,都依赖于大量的要素(彭加勒,1913)。因此,任何理论工作都涉及到简化和抽象,以从复杂的事实和现象中分离出最核心的要素,并在此基础上完成理论建构。然而,不论是核心要素的选择,还是逻辑结构的建立,都高度依赖于所要研究的具体对象。一种适当的理论模型,并不是要竭尽全力描述对象的全部事实,而是根据所要解决的问题,在可观察和欲说明的现象和事实之间建立起清晰的关联。

从一般意义上的逻辑构造来看,按照彭加勒式的关联图景模式,理论世界和现实世界之间的逻辑关系可表示如下:考虑两个世界 W (现实世界)和 W' (理论世界),如果我们能够在这两个世界中发生的或可能发生的现象之间建立这样一种对应关系,使得对于第一个世界的每一个现象 φ 对应于另一个世界完全确定的现象 φ' 也可以说是 φ 的映像,同时我们假定,在遵循支配世界 W 的规律 F 的作用下,现象 φ 的必然结果是某个现象 φ_1 ;同时,作为 φ 的映像的现象 φ' 的必然结果,在遵循支配世界 W' 的规律 F' 的作用下恰恰是现象 φ_1 的映像 φ_1' ,那么,我们就可以说,这两个世界服从同一规律。这一定义有两个核心要点:一是作为结果的现象必须恰好是理论模型所预言的现象,即 φ_1 和 φ_1' 具有对应性;二是可行的理论模型并不是唯一的,内在的逻辑构造存在多种可能的实现路径,即函数 F' 的具体形式具有多样性^③。当然,这样的逻辑构造暗含了如下的实证主义假

① 在物理学中,类似于“无摩擦”的设定是可以通过实验近似模拟的,但经济学却难以向我们提供此方面的经验或试验。

② 转引自:汉兹(2001)。

③ 根据彭加勒和杜恒的观点,“可以满足一个给定的事实复合体的内在无矛盾的假说系统不止一个”(哈勒,1993)。通常情况下,根据科学理论的经济性原则,在多个可选的理论中,一般选择最为简洁的理论模型。

定,即:因果性是通过状态的相同性而加以规定的,而状态的相同性又是通过结果的相同性加以规定的。

如果说在上述一般意义上的逻辑构造方面,自然科学和社会科学具有类似结构的话,那么,二者的差异则主要来自于支配规律 F 的不同特征^①。正是基于不同的规律特征,人们用以构造模型函数 F' 所依赖的经验基础也是不同的。对于经济学所研究的对象特征而言,空间、时间和认识是合理的理论抽象所必须考虑的三大基本因素,而正是对这三大基本因素的忽略,对应地导致了如前文所述的主流宏观经济学方法论的三大认识误区^②。对于宏观经济学而言,建立在复杂信息网络基础之上的市场主体之间的持续反馈行为构成了经济运行的基本动态机制,经济学只有在对时间、空间和认识的动态性因素进行深入分析的基础上,才能真正构造出具有更强解释力和适用性的经济学理论。

理论构造是事实之间联系的一种逻辑图示。一种理论的有效性,取决于该理论是否得自于根据它的一般假设所作的符合逻辑的推论(罗宾斯,1935)。但由于每个逻辑命题都是它自身的证明,是一个重言式(维特根斯坦,1921),因此,假设在逻辑中的作用至关重要,一个假的假设经由重言式过程必定产生假的推论。这意味着,对于经济学中的演绎建模而言,假设与现实的符合程度将最终决定经济学命题在经验运用上的可行性。科学理论是符合经验事实的假设与符合逻辑规则的理论建构的结合,那种试图通过数学模型对纯逻辑问题进行无休止的形式化,但却极少考虑现实经济的行为和努力,注定无法在经济学理论科学化的道路上走得更远,因为按照经济学科学化的目标,对实际的经济行为提出可证伪的定理一直是经济学的基本任务^③。

(五)宏观审慎的动态方法论基础:概要性小结

一种科学的经济学方法论必须具备以下三大基础:一是经验基础,即这种方法论必须建立在客观现实的经验基础之上;二是行为基础,即这种方法论必须立足于微观经济主体的行为逻辑与规律;三是实践基础,即这种方法论必须在理论与现实之间建立起有效连结。

从经验基础来看,经济系统在本质上是一个涉及时间、空间和认知过程的动态信息网络,宏观审慎动态方法论的目标是要基于经济运行的动态特征和规律,在一幅更加完整的经济图景中去看待宏观审慎与经济动态之间的逻辑关系,并在此基础上建立起更具现实解释力的宏观理论框架,藉以提高政策实践的科学性和有效性。宏观经济运行的动态性特征决定了,宏观审慎动态方法论的本质只能通过经济系统的动态变化而被理解。

从行为基础来看,经济过程首先是一种社会过程,其本质是拥有不同知识的人如何在一定的规则下协调他们的行为,这一过程充满了观察者与被观察者之间、主体和客体之间充分而复杂的相互作用,而作为规则出现的宏观经济政策也必然会经由人的行为调整而产生作用。因此,政策调

① 韦伯一直坚持认为,社会科学在方法论上独立于自然科学,强调的是手段和目的作为人的活动的基本范畴的极端重要性。

② 其中,对市场结构的忽略(误区之一)对应于空间因素方面的理论不足,对市场过程的忽略(误区之二)对应于时间因素方面的理论不足,而并不存在的“理想型”(误区之三)则对应于认识因素在如何处理知识与世界关系方面的理论不足。

③ 长期以来,主流的经济理论遵循经典的力学范式,认为经济和金融系统本身是运行于线性稳定区内的。在这样的理论世界里,只要给定初始条件,过程就会机械地自动重复,过去与未来没有差别,经济体系的运行在时间上是可逆的,因果关系也是唯一确定的。然而,数学在物理学应用方面的成功,是因为物理学所研究的对象具有均匀性、远离部分的相对独立性、基本事实的简单性等特征(彭加勒,1903),但在经济学中,这样的基础和前提显然是不存在的。经济学的所有事实都与人的思想和行为有关,任何事件必须与人发生关系才能构成经济事件。社会活动是十分复杂的,经济的原因从不隔离或单独地起作用,也不具有加和性。同一个事件对不同的人可能产生完全不同的影响,这种基于不同个体的异质性构成了经济事件的一个突出特征,而且事件在不同的人之间的作用路径以及作为总体的结果也具有相当大程度的不确定性。因此,与数学物理学以精确为特征不同,经济学研究对象的性质决定了经济学无法做到精确,因而将经济学诉诸数学的做法解决不了本质的问题。

整和人的行为调整之间的动态关系应该作为宏观审慎动态方法论最重要的微观基础而被确立,任何经济政策的制定都必须首先明确其行为导向。

从实践基础来看,由于内在的结构性变化总是先于经济状态的整体变迁发生,因此,必须重点关注资产价格、利差水平、信贷扩张、企业杠杆、融资总量等具有丰富结构性信息内涵的各种前瞻性指标,而不是紧盯着 GDP、CPI、PPI 等滞后性的加总经济变量^①。对于宏观审慎实践而言,围绕价格动态和经济动态,寻找合适的、可用于指导实践的各种指标和决策信息集,是宏观审慎政策当局必需深入思考和长期探索的一个核心问题。

事物的不变本质,只能通过它的变化而被理解(波普尔,1957)。任何社会经济过程都是一个不可分割的整体,它必定内含地包括着时间与空间的互动、个人与群体的互动、想象与现实的互动,正是从这些持续互动中所产生的时间与空间的错配、个人与群体的反差、预期与结果的不一致,构成了从矛盾属性到过程演化的基本动态机制(马勇,2011)。宏观审慎的动态方法论,必须在真实的经济运动过程中去构筑其理论基础。

七、结论性评价

本文对宏观审慎的动态方法论及其理论基础进行了初步讨论。与传统经济学方法论旨在构建理想的纯演绎模型不同,本文更加强调从动态的经济过程中去审视经济结构的趋势性变动,并在主体与客体之间动态的反馈路径中去理解经济政策和人的行为调整之间的动态机制。宏观审慎的方法论之所以必须是动态的,是因为构成市场经济的所有相关要素在本质上都是动态的存在。

从一般方法论视野来看,动态的宏观审慎理念必须关注市场结构、市场过程和市场条件,而对这些动态事实的忽略,正是传统经济学方法论的关键误区所在。宏观审慎必须关注动态性的核心论据在于,经济和金融系统的各种关键性参数通常会在动态过程中发生结构性变化,考虑这种结构性变化是防止失衡在同一个方向上过度积累的必要前提,同时也是在经济和金融体系彻底失去弹性和自我修复能力之前及时发现问题的关键。一般而言,在经济和金融体系运行周期的不同阶段,价格、利率、信贷和杠杆水平等变量不仅存在着明显的结构性变迁趋势,而且调整的速度和敏感性也会发生显著变化,分析考察这些变化的内在规律和趋势对于及早发现各种潜在的失衡至关重要。

宏观审慎动态方法论的提出,无疑是对长期占据主导地位而又明显偏离经济事实的静态力学方法论范式的一次深刻反思。对于一些经济学家而言,静止的状态可能比运动的状态更加完美,因为在一个静止的状态下,可以更加随意地塑造出各种“理想的”标准或模型,而不必关注现实世界的动态复杂性。然而,这些经济学家所丢掉的,恰恰是最为关键的经济事实。由于在没有动态性的地方根本就不可能存在市场,因而这些经济学家所做的工作,实际上是试图在一个“不存在市场”的理想类型下构造“理想的”市场模型,其结果是:要么理论与真实世界毫无关联,要么错误地发生关联。毫无疑问,在基本的方法论问题得到良好和充分地阐释之前,宏观经济学的理论体系很难取得突破性进展。

毋庸讳言,宏观审慎动态方法论的形成和发展不仅会带来政策实践领域的若干重大转变,而且必然触及经济学理论体系中的若干基本命题。在这一过程中,新兴一代经济学家所要完成的,绝

^① GDP、CPI 和 PPI 等总量指标衡量的是一种经济结果,因而更适合用于评价政策效果,而不宜作为政策制定的前瞻性变量。

不仅仅只是一个对已知传统的简单嵌入,而是在与根深蒂固的传统认知的交锋中,彻底实现对宏观经济稳定框架的理论重建。

参考文献

- 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(2012a):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(2012b):宏观审慎监管:目标、工具与相关制度安排,《经济理论与经济管理》,第3期。
- 陈雨露、马勇(2013):《大金融论纲》,中国人民大学出版社。
- 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(2012):宏观经济理论中的金融因素:若干认识误区,《金融评论》,第3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。
- 波普尔(2009):《历史决定论的贫困》,上海人民出版社,2009年。
- 哈勒(1998):《新实证主义》,商务印书馆。
- 哈耶克(2012):《科学的反革命》,译林出版社。
- 哈耶克(2007):《货币的非国家化》,新星出版社。
- 汉兹(2009):《开放的经济学方法论》,武汉大学出版社。
- 凯恩斯(1999):《就业、利息与货币通论》,商务印书馆。
- 罗宾斯(2007):《经济科学的性质和意义》,商务印书馆。
- 门格尔(2007):《经济学方法论探究》,新星出版社。
- 米塞斯(2010):《人类行为的经济学分析》,广东经济出版社。
- 米塞斯(2007):《货币、方法与市场过程》,新星出版社。
- 牛顿(2006):《自然哲学之数学原理》,北京大学出版社。
- 彭加勒(2008):《科学与假设》,商务印书馆。
- 彭加勒(2010):《最后的沉思》,商务印书馆。
- 皮亚杰(2010):《结构主义》,商务印书馆。
- 斯蒂格利茨(2008):《稳定与增长》,中信出版社。
- 韦伯(1998):《社会科学方法论》,华夏出版社。
- 维特根斯坦(2010):《逻辑哲学论》,商务印书馆。
- BIS (2010): Macprudential Instruments and Frameworks: Stocktaking of Issues and Experience, BIS CGFS Paper, May.
- Christiano, L., C. Ilut, R. Motto, and M. Rostagno (2008): Monetary Policy and Stock Market Boom-Bust Cycles, ECB Working Paper, No. 955.
- Friedman, M. (1968): "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, 58, 1-17.
- Hayek, F. (1936): "Economics and Knowledge", Presidential Address Delivered before the London Economic Club, *Reprinted from Economica IV* (new ser., 1937), 33-54.
- IMF (2009): "Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations", *World Economic Outlook Chapter 3*.
- Lucas, J. (1972): "Expectations and the Neutrality of Money", *Journal of Economic Theory*, 4, 103-124.
- Muth, J. (1961): "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", *Econometrica*, 29, 315-335.
- Phelps, E. (1967): "Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time", *Economica*, 34, 254-281.
- Shiller, R. (2006): "Asset Prices, Monetary Policy and Bank Regulation", Macro Markets LLC Chicago Fed Bank Structure Conference.

(责任编辑:赵一新 马 辰)