

编者按:瑞典皇家科学院于2022年10月10日宣布,将本年度诺贝尔经济学奖授予美国经济学家本·伯南克(Ben S. Bernanke)、道格拉斯·戴蒙德(Douglass Diamond)和菲利普·迪布维格(Philip H. Dybvig),以表彰他们对银行与金融危机研究做出的突出贡献。本刊曾先后刊登《道格拉斯·戴蒙德对当代金融理论的贡献》(《经济学动态》2014年第3期)、《戴蒙德—迪布维格银行挤兑模型述评》(《经济学动态》2004年第1期),分别对道格拉斯·戴蒙德及其戴蒙德—迪布维格模型进行评介。此外,本刊还曾刊登《伯南克与格林斯潘货币政策比较分析》(《经济学动态》2007年第4期)一文,对伯南克的货币政策思想进行评介。本刊在此继续刊登《本·伯南克对危机经济学的贡献及其争议》一文,对伯南克的学术贡献进行评介。

本·伯南克对危机经济学的贡献及其争议^{*}

——2022年度诺贝尔经济学奖得主学术贡献评介

叶李伟

摘要:美联储前主席本·伯南克是公认的金融危机领域的著名经济学家,并因对“银行与金融危机的研究”做出突出贡献而分享2022年度诺贝尔经济学奖。本文从危机经济学的角度,基于伯南克特殊的个人经历,首先从金融危机传导和应对危机政策两个方面详细概述其对危机经济理论的贡献;然后从修正经济周期理论与模型、弥补传统货币理论不足和度量交易成本工具创新三个方面总结伯南克为克服传统宏观经济学理论危机所做的贡献;最后从危机预测失误、危机引发大衰退的主要原因、危机的根源与非常规货币政策四个方面梳理并评议次贷危机以来伯南克应对危机所引发的学术争议。本文的回顾与评介有助于更加全面深入地认识伯南克的学术思想与学术贡献以及对世界经济的影响。

关键词:本·伯南克 危机经济学 诺贝尔经济学奖

一、本·伯南克生平与贡献

本·伯南克(Ben S. Bernanke)1953年12月13日出生于美国佐治亚州的奥古斯塔,在南卡罗来纳州的迪伦成长。1975年,伯南克以优异成绩获得哈佛大学经济学学士学位,1979年获得麻省理工学院经济学博士学位。博士毕业至2002年,伯南克处于著书立说的学者生涯阶段,最初担任斯坦福大学商学院经济学助理教授(1979—1983年)、副教授(1983—1985年);1985—2002年担任普林斯顿大学的经济学和公共事务教授、讲席教授,并于1992—2002年担任经济学系主任。期间,伯南克曾担任美国经济研究局(NBER)货币经济学项目主任和商业周期测定委员会成员,并于2001—2004年担任《美国经济评论》主编。2002—2014年间,伯南克主要从事执掌美联储的工作。2002年他被小布什总统任命为美联储理事,2005年6月至2006年1月担任总统经济顾问委员会主席,2006年2月伯南克接替格林斯潘担任美联储主席,并于2010年获得连任。美联储主席任期于2014年1

^{*} 叶李伟,福建师范大学经济学院,邮政编码:350108,电子邮箱:yeliwei0599@yeah.net。基金项目:教育部规划基金项目“央行沟通、经济主体信心与货币政策效应研究”(22YJA790085)。感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。

月底结束后,伯南克重返学术界,被聘为布鲁金斯学会经济研究项目的杰出研究员。

作为学者,伯南克是以研究“大萧条”与货币政策而闻名于世的宏观经济学家、货币经济学家、新凯恩斯主义的领军人物之一。作为美联储主席,他用毕业所学与“富于创意的领导能力”成功带领美国度过“大萧条”以来最严重的经济危机,被公认为“大萧条的权威专家”。突出的学术贡献与一战成名的伟绩,为伯南克带来了诸多的荣誉与奖项。1997年入选计量经济学会会士,2001年当选为美国艺术与科学学院院士,2006年获法国学术与教育界的最高荣誉勋章棕榈叶勋章,2009年被《时代》杂志评为年度人物,2019年荣任美国经济学联合会会长,2021年当选为美国国家科学院经济科学院士,2022年10月被瑞典皇家科学院授予诺贝尔经济学奖,以表彰其对银行与金融危机研究所做出的突出贡献。

一路走来,辉煌的学术成就、行动的勇气与卓越的政绩,都是伯南克备受推崇的闪光点,但是光芒背后的阴影也不时地伴随着伯南克做出重要决策的每一步,即使在他卸任之后。经济学家约翰·泰勒(John Taylor)自2007年开始就针对格林斯潘与伯南克实施的货币政策展开了持续的针锋相对的抨击;奥地利经济学派批评2008年金融危机后货币扩张的长期性,并对创纪录的低利率所带来的不可避免的后果发出了警告;2018年,老对手保罗·克鲁格曼(Paul Krugman)在《纽约时报》对伯南克关于经济大衰退源于金融恐慌的观点提出质疑;2019年投资银行家马丁·哈钦森(Martin Hutchinson)公开表示“美联储前主席伯南克的一系列‘非常规货币政策’对世界经济造成的伤害,比人类历史上其他任何行为都要大”。^①面对种种质疑与攻击,伯南克始终坚信自己的学术信仰,近十年笔耕不辍,以论文与博客回应质疑,连续出版《美联储与金融危机》(*The Federal Reserve and the Financial Crisis*, 2013,中译本名《金融的本质》)、《行动的勇气:金融风暴及其余波回忆录》(*The Courage to Act, A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*, 2015)、《灭火:美国金融危机及其教训》(*Fire Fighting: The Financial Crisis and Its Lesson*, with T. F. Geithner & H. M. Paulson, 2019)、《21世纪货币政策:从大通货膨胀到新冠疫情时期的美联储》(*21st Century Monetary Policy: The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19*, 2022)等重要著作,从金融危机史的角度记录了近百年来美联储应对危机的政策反应,不断反思那场惊心动魄、旷日持久的危机及其救治行动,为2007—2009年间的美国经济大衰退及其后果做出最终的结论,为自己的施政行为及结果进行备注,以学者的身份继续为美联储施政与世界经济复苏提供观点与政策参考。

纵观伯南克的学术与政治生涯,总是与“大危机”如影随形。他毕生的学术成就与货币政策实践都是在为解释与应对经济危机服务。与一般的经济学家不同,他有机会把自己的学术理想付诸实践,但同时也要面对来自现实的残酷考验与各方的质疑,检验毕生学术成果的科学性与局限性。因此,本文主要从危机经济学(crisis economics)的角度,基于伯南克个人的特殊经历,梳理、总结并评述伯南克在危机经济学所做的学术贡献以及自次贷危机以来引发的理论争议。危机经济学是指研究金融与经济危机的经济科学,虽然该词于2008年金融危机之后才首次公开出现在鲁比尼等著的《危机经济学》(Roubini & Mihm, 2010)一书中,但是关于金融与经济危机的研究早已伴随资本主义国家经济危机史流行了近200年,流派繁多,形成了两个既相互独立又相互影响的研究方向:一是对危机现象本身的研究,其范畴包括金融与经济危机的产生、发展与变化规律,危机的本质、原因与根源,危机的预测、防范与应对等方面;二是在前者的基础上外延出对传统经济学的危机探讨,即在金融与经济危机面前传统经济理论失灵的问题,如思想谬误、体系缺陷与方法批判等。可以说,每一次重大的金融与经济危机都会给宏观经济理论与方法的发展创新带来转折。因此,本文也将从危机理论与理论危机两个方面来评述伯南克对危机经济学的学术贡献。

^① 华尔街见闻:《伯南克才是本轮经济萎缩的罪魁祸首?》,新浪财经2019年2月25日。

二、对危机经济理论的贡献

2022年诺贝尔经济学奖的颁奖词指出,伯南克与另外两位经济学家戴蒙德与迪布维格的研究“提高了我们对银行在经济中,尤其在金融危机期间所扮演的角色的理解”,“他们的发现改善了社会应对金融危机的方式”。其中,伯南克的贡献着重在于对20世纪30年代的“大萧条”的研究,“展示了银行挤兑是如何成为使危机变得如此深重和持久的决定性因素”。为此,本文将从金融危机传导与危机应对政策两个方面来概括伯南克对危机经济理论的贡献。

(一)发现金融危机的非货币传导机制

纵观经济危机史,1929—1933年“大萧条”是现代社会持续时间最长、影响最深远的一次经济危机,也是第一次由金融危机引发的波及整个资本主义世界的经济危机,它使古典经济学无摩擦与零交易费用的瓦尔拉斯世界在残酷的危机面前瞬间崩塌,直接引发了凯恩斯主义革命,也触发了各路经济学家们对经济危机前所未有的长盛不衰的思考与争论。

20世纪六七十年代,货币主义者、反货币主义者与折中主义者对20世纪30年代“大萧条”传播机制的解释莫衷一是,其中最权威的讨论集中在货币因素及其作用上。在“大萧条”初期,银行危机与宏观经济衰退同时发生,金融体系和整体经济双双跌入谷底,进入了漫长的通缩时期。货币主义者弗里德曼与施瓦茨(Friedman & Schwartz, 1963)最早将金融危机与宏观经济活动联系起来,强调银行危机对货币供应量的影响,认为银行危机除了通过财富效应,更主要是通过货币供给量下降导致总体经济衰退,而货币收缩又是当局决策不当和银行体系不稳定导致的。遗憾的是,他们并没有形成货币如何持续影响真实经济的理论,也没有解释这场货币的“长期非中性”现象,而且1929—1933年间货币供给量下降在数量上也不足以解释总产出的持续下降。于是,作为新凯恩斯主义者,伯南克决定从非货币渠道来研究大萧条期间的金融危机(这里包含了银行危机与债务危机)是如何对整体经济活动产生重大影响,并扩大成持久的经济危机。

1. 非货币渠道一:金融恐慌——核心传导机制。1983年伯南克在《美国经济评论》上发表了他的成名代表作《金融危机在大萧条传播过程中的非货币影响》(Bernanke, 1983a)。该文并不否认“大萧条”中货币因素的影响,但是将研究的焦点从货币供给量转向信贷中介部门,从银行危机现象出发,揭示了1930—1933年间金融危机除了通过货币供应量渠道影响总体经济外,还通过信用中介渠道将危机传导到实体经济,进一步加剧了总量经济的衰退,从而解释了“大萧条”不同寻常的深度与持久性。

该文建立在费雪(Fisher, 1933)的大萧条“债务—通缩”理论的基础上,抛弃完美金融市场的不切实际的假设,引入了一个重要假设——“信用市场摩擦”,即信用市场信息不对称且银行存在信贷中介成本(cost of credit intermediation, CCI)。所谓的信贷中介成本是指银行在信贷过程中付出的包括识别、监督、会计或审计成本,以及不良借款人所造成的期望损失。伯南克首次提出了CCI概念,用于衡量金融摩擦的程度。令CCI最小化是银行努力的目标,银行应对CCI上升的方法,一是提高贷款利率,二是收缩信贷,并转而增加流动性高的安全资产。大萧条期间金融崩溃表现为两个方面:一是银行倒闭导致公众对金融机构尤其是银行失去信心而引起金融恐慌,比如银行挤兑,银行体系饱受金融恐慌的冲击;二是借款者资不抵债而普遍破产。银行与债务危机严重破坏了金融体系的正常运转,银行挤兑导致银行存款减少,银行体系变得十分脆弱保守,同时借款人资不抵债信用下降,CCI大幅度提高。继而幸存的银行会提高贷款利率,而当提高利率也无法补偿违约风险时,银行更通常的办法是收缩信贷。这导致私人部门债务负担普遍增加,财务状况恶化,不得不减少消费与投资,总需求曲线向左下方移动,价格与产出均下降,由此进入债务—通缩的恶性循环。可以说,银行恐慌导致的信贷收缩放大了债务—通缩机制,加剧了大萧条。为了验证这一假说,伯南克以Baa级公司债券和美国政府债券的收益率之差作为CCI的替代度量,运用1919—1941年的月度数据和

两步回归法研究发现,相比于纯粹用货币变量来拟合的产出方程,加入银行危机代理变量后的方程对产出下降的解释能力大大提高,从而验证了金融危机导致信用中介的质量降低是大萧条的非货币传播机制之一,银行挤兑等金融恐慌是金融危机的心理病,是经济危机产生的一个核心机制。

2. 非货币渠道二:国际金本位制——国际传导机制。受大萧条打击最大的是美国、德国等遭受银行危机的国家,但是一些没有经历银行危机的国家也照样受到大萧条的严重打击。那么大萧条是如何在国际间传播的呢?伯南克与詹姆斯(Bernanke & James, 1991)用1930—1936年间24个国家的样本数据进行研究发现,金本位制的运行(核心就是固定汇率制)本身潜藏着通货紧缩倾向,当一国(例如美国)在危机发生的早期因种种因素导致通货紧缩时,这场通货紧缩会通过金本位制传导到全世界。越早放弃(或从未采用)金本位制的国家,就越早摆脱(或避免)通货紧缩的压力。那么通过金本位传递而来的通货紧缩是如何导致大萧条的呢?他们认为前人已发现的实际工资和实际利率这两条渠道都存在其理论与现实相矛盾的地方,并不足以解释大萧条所带来的货币长期非中性现象。因此,他们提出一条新的渠道——引致性金融危机:当发生未预期到的通货紧缩时,作为借款人的企业的债务负担会加重,金融头寸减少;而作为贷款人的银行其资产的名义价值会下降但负债的名义价值却没有下降,压缩了银行的资本头寸。企业为了保持金融头寸,不得不减产裁员,这反过来破坏了借贷双方的代理关系。银行为减少资本头寸的压力,选择收缩信贷,结果企业的财务状况更加恶化,不得不再减少投资与雇工,甚至发生信用危机,这又使银行资产质量恶化而逐渐陷入恐慌,银行恐慌反过来加剧信贷紧缩,从而产生“债务型通货紧缩”的恶性循环。国内货币供给急剧地、非意愿地下降,并导致社会总需求不断下滑,最终陷入持续的深度衰退。像美国这样的大国发生银行恐慌加剧通货紧缩的冲击又会通过金本位制传播到全世界。跨国数据的实证结果显示,银行恐慌是通货紧缩影响实际产出的一个重要机制,对产出的影响很大,并且美国的银行恐慌可能是1931—1932年全球通货紧缩与经济萧条的重要根源。

那么在金本位制下全球通货紧缩是怎么发生的呢?伯南克(Bernanke, 1995)将金本位制下一国的货币存量M1的变化分解成五大根源,包括货币乘数(M1/BASE)、覆盖率的倒数(BASE/RES)、国际储备与黄金存量之比(RES/GOLD)、黄金数量QGOLD与价格PGOLD。利用 $M1 = (M1/BASE) \times (BASE/RES) \times (RES/GOLD) \times QGOLD \times PGOLD$ 这一简单的恒等式,可以发现货币的力量在大萧条的前期与后期都发挥着重要的作用,而且货币政策失误、银行危机与黄金分布不均等是造成全球性通货紧缩的主要根源。在金本位制下,从大萧条开始到1930年间,黄金大量流入美国等盈余国,这使得国际储备(RES)中黄金数量QGOLD增加,但是这并没有给美国带来更为宽松的货币供给,反而因为美联储冲销黄金流入而收紧了货币,引起覆盖率的倒数(BASE/RES)持续下降,甚至抵消了当时还在上升的货币乘数(M1/BASE),使之成为大萧条早期通货紧缩的主要原因。到1931年,债务型通缩引致金融危机,进而引发银行恐慌,反过来加剧信贷收缩,货币乘数(M1/BASE)急剧下降。同时,由于担心储备货币贬值,许多央行还把外汇储备兑换成黄金,造成“黄金争夺战”,黄金日益分布不均,1931—1933年世界的国际储备与黄金存量之比(RES/GOLD)快速下降。货币乘数的急剧下降与黄金的分布不均成为大萧条后期全球性通货紧缩的主要根源。在此期间,坚持维护金本位的国家忍受了巨大的通货紧缩压力,直至放弃金本位制,并采取扩张性的货币政策才得以摆脱这一压力。因此,伯南克强调虽然货币因素是全球经济周期波动的重要原因,但是货币收缩的根源在于国际货币与金融制度的缺陷。大萧条期间的货币冲击主要是通过金本位制运行传递至全世界。通过国际经验的比较研究发现,通货紧缩不是产出下滑的结果,而是源于不好的金融制度,而且通货紧缩会影响实体经济,货币是非中性的。放弃金本位制、实施货币宽松政策是经济恢复的主导因素。

所以说,从某种程度来说,银行恐慌是对通货紧缩的某种内生反应,而金本位制引起的黄金争夺战不仅是全球通货紧缩的根源,还严重地限制了中央银行发挥最后贷款人的作用以消除恐慌的能力。伯南克从金本位制中寻找通货紧缩导致全球大萧条的国际传播机制,及其对实际经济产生持续

巨大的破坏力的“总需求之谜”，即通货紧缩（很大程度上是未预期到的）抑制了总需求，而且通货紧缩又被金本位制传递到全球，从而引起全球多个国家名义总需求的持续下降。然而，金融恐慌和金本位理论都无法解释大萧条期间的“总供给之谜”，于是伯南克把目光放到劳动力市场，并且聚焦在凯恩斯经济学所认可的理由：名义工资黏性。

3. 非货币渠道三：名义工资黏性——供给层面的传导机制。20世纪80年代，伯南克通过考察二战前后包括大萧条期间劳动力市场的周期性变化，发现了一个十分令人困惑的现象，即二战前包括大萧条期间，实际工资表现出反周期性质，即当劳动力需求很低时，实际工资却在上升，而且即使在实际工资上升的情况下，通货紧缩仍能降低劳动供给，进而影响实际产出。伯南克(Bernanke, 1986)构建了一个“初级”(制造业)部门的劳动供求局部均衡模型来解释这一怪象。在大萧条期间，当行业需求下降时，雇主倾向于通过缩短每周工作时间而不是解雇来减少劳动需求。在这种“保留效用”的雇佣机制约束下，雇主削减工作收入的空间会随着工作时间的缩短而越来越小，最终出现每小时实际工资可能上升的情况。因此，名义工资黏性与工作小时数缩减是导致大萧条期间实际工资反周期上升的重要原因。伯南克等(Bernanke & Carey, 1996)再从国际比较的视角重新审视了关于名义工资黏性在大萧条时期对实际产出作用的经验证据，进一步支持了前人所得到的实证结果，即产出与实际工资之间的反向相关关系在很大程度上反映了在受总需求冲击时，产出还受名义工资不完全调整的影响；而且名义工资存在较大的黏性，是货币非中性的主要来源。至此，通过证明劳动力市场名义工资的黏性，说明大萧条期间的经济本身是难以在短期内通过自发的调节机制实现复苏的。虽然二战后雇主更倾向于通过解雇而不是减少工作时间来减少劳动需求，但仍有其他各种经济制度使名义或实际工资调整减缓。

综上所述，伯南克坚持以一个新凯恩斯主义者的立场，在信息不对称与信用市场摩擦的假设上，创建了金融危机向经济危机转化的非货币传导理论体系：

第一，以金融恐慌为核心的非货币传导机制是经济危机持久性与严重性的主要原因。大萧条虽始于货币并终于货币，但是在整个通货紧缩过程中，起核心作用的内生因素是通货紧缩引致金融危机而产生的金融恐慌，它是让金融危机持续发酵并最终让经济与金融付出惨痛代价的主要原因。而金本位制引起的黄金争夺战既是全球通货紧缩的制度根源，也是阻碍央行消除恐慌在全球范围传播的外生力量。名义工资黏性又使得劳动力市场无法自动实现均衡，经济在供给层面也难以实现自我调节。可见，以银行恐慌为核心的非货币传播机制是大萧条旷日持久的主要原因。这一思想对伯南克在美联储任职期间治理危机的行动决策具有深远的影响。

第二，金融危机的非货币传导机制是一系列经济制度安排的结果。伯南克与他的合作者们用两次世界大战期间各国发生银行危机的经验事实说明，通货紧缩与金本位制只是银行恐慌的必要条件而非充分条件，银行的组织结构、短期负债情况、金融制度改革、央行的干预行为等不恰当的货币与金融制度条件也共同决定了银行危机发生的可能性。名义工资的不完全调整不仅与劳工制度有关，还与政治因素相关。可见，在伯南克看来，像大萧条这样深刻的经济危机，其根源绝不是货币问题，而是一系列的经济制度安排共同作用的结果，这些经济制度安排在金融危机爆发后通过影响信用成本与市场机会成为阻碍经济复苏的约束条件，这是大萧条非货币传播机制更深层次的原因。

第三，终止金融恐慌以及经济危机的关键是修复金融系统，必须采取必要的货币政策。对于中央银行而言，相对其他经济制度，改善金融制度安排才是中央银行力所能及的领域。伯南克认为金融危机引发金融恐慌所带来的非货币影响的持久性，取决于金融系统向正常状态恢复的速度，金融系统恢复得越快，金融恐慌控制得越好，非货币影响的持久性也就越弱。然而，金融系统恢复本就很慢很难，如果没有政府大力干预与扶持，金融恢复会更加困难。因此，当危机与大衰退来临时，恰当的政府干预与货币政策调控是十分必要的。

(二) 创建应对危机的货币政策哲学

1. 货币政策信用传导机制: 经济危机时期货币政策的作用机制。伯南克从“大萧条”中吸取了两个教训: 一是美联储应在金融恐慌时期采取足够的措施来维持银行系统的稳定; 二是美联储应采取宽松的货币政策避免通货紧缩使经济陷入深度衰退。可是, 根据传统的凯恩斯理论, 在经济极度萧条时, 人们的货币需求会下降, 甚至会出现“流动性偏好陷阱”, 那么宽松的货币政策如何发挥逆周期调节的作用?

在研究大萧条的非货币传导机制的过程中, 伯南克意识到银行信贷市场对经济与货币政策有重要影响。伯南克等(Bernanke & Blinder, 1988)首先考察了银行部门的资产负债状况。他们将银行贷款从债券产品中分离出来, 把金融资产分为债券、货币与贷款三种。再假设金融财富总量是常数, 银行负债产品之间与银行资产之间都不是完全的相互替代品, 存在融资壁垒。这就意味着, 当存款减少时, 银行难以用发行其他负债产品的方式来筹集资金, 当贷款资产下降时, 银行也不愿意通过减少证券等其他资产来弥补。这样一来, 当美联储吸收或放出银行体系的储备与存款时, 就可以减少或增加银行的可贷资金总量, 从而减少或增加银行贷款总量。在这一假设下, 他们改造了经典的 IS-LM 模型, 产品市场均衡的 IS 曲线变成了产品市场与信贷市场联合均衡的 CC 曲线, 货币政策不能影响 IS 曲线, 却可以通过贷款需求函数影响 CC 曲线, 从而构造出 CC-LM 模型, 从理论上证明货币政策可以通过银行信贷渠道影响总需求。在比较静态分析中, 当央行增加银行的储备资产时, CC 曲线(信贷渠道)与 LM 曲线(货币渠道)会同时向外移动, 这意味着信贷渠道让货币政策更具扩张性, 从而扩大货币的交易需求。甚至, 即使经济陷入流动性陷阱, 此时 LM 曲线变成了一条水平线, 但货币政策仍可以通过 CC 曲线中的信贷市场影响总需求。

利用 CC-LM 模型, 伯南克模型化了“大萧条”持久性的解释。在大萧条期间, 由于剧烈的货币紧缩使贷款风险不断提高, 银行不得不减少储备资产来紧缩信贷, 这就意味着信用供给曲线向下移, CC 曲线也随之向内移动, 结果降低了产出, 减少了信用总量, 降低了政府债券利率的同时提高了贷款利率。而剧烈的货币紧缩是由中央银行的货币政策失当所引起的: 大萧条期间美联储不仅没有充当最后贷款人, 反而为了遏制股市投机、避免国际投机等种种原因紧缩货币, 引起金融恐慌, 最终触发债务通缩机制, 带来旷日持久的通货紧缩与经济大衰退。这也佐证了银行信贷渠道放大了传统货币渠道的政策效应, 货币政策应该更加全面综合地考虑货币总量与信用总量。

除了银行信贷, 伯南克还发现借款人的信用状况(如现金流与资产负债表)的恶化也会加大大萧条的严重程度。为了证明这一点, 伯南克与格特勒(Bernanke & Gertler, 1989)引入借贷双方信息不对称并由此产生的代理成本等假设, 修正了基于完美市场假设的“实际经济周期”(RBC)模型, 创建了 BG 模型。模型用 Townsend(1979)年提出的“状态识别成本”(costly state verification, CSV)来当作借款人在外部融资时因信用市场信息不对称而不得不补偿给贷款人的投资代理成本, 以此解释外部融资成本与内部融资成本的差异。当信用市场条件恶化或改善时, CSV 会上升或下降, 借款人的外部融资成本会大于或小于内部融资成本。同时, 他们还提出了“资产净值”的概念, 即用借款人流动资产与可抵押物品之和来代表借款人的财务状况, 借款人的净值将决定其外部融资能力。模型进一步假设借款人的资产净值是顺周期的, 而投资代理成本是反周期的, 因此借款人资产净值与投资代理成本是负向关系。由此进一步推论, 在经济繁荣时期, 借款人资产净值越高, 投资代理成本越低, 表现为外部融资相对内部融资的成本越低, 投资需求扩张; 而在经济衰退时期, 借款人资产净值越低, 投资代理成本越高, 投资需求萎缩。可见, 借款人的资产负债状况能够引起投资的变化, 投资的变化又会进一步影响下一期的总产出以及投资规模, 从而产生某种放大经济波动的效果。所以, 金融摩擦下借款人的资产负债表也是产出波动的动力来源。

基于前面的分析, 伯南克与格特勒(Bernanke & Gertler, 1995)提出了货币政策的(广义的)信用传导机制, 来解释为什么货币政策对短期利率的小幅度且暂时性影响却会给真实经济带来大幅度的

变化。首先,他们提出“外部融资溢价”(the external finance premium)这一重要概念来度量借款人的外部融资成本(比如发行股票或债券的成本与潜在的风险溢价)和内部融资成本(比如留存利润的机会成本)之间的差额。只要存在信息不对称或合约执行成本高昂等市场摩擦,就会出现外部融资溢价,决定外部融资溢价的因素包括贷款人在信贷过程中预期支付的成本以及因信息不对称而引起的各种额外损失或成本。其次,仍然假设“外部融资溢价”是逆周期的,与借款人的“净值”之间呈反向关系;最后用VAR模型验证了这一重要结论:货币政策不仅影响一般的利率水平,还会通过(广义的)信用渠道的两个传导机制(银行信贷机制与借款人的资产负债表机制)影响外部融资溢价,放大对信用成本的影响,最终扩大对总需求的影响。比如在货币紧缩时期,名义利率上升,一方面企业现金流与抵押品价值下降,家庭住房抵押贷款成本上升而金融资产价值与未来收入下降,这都意味着企业与家庭的资产负债表恶化、资产净值下降,产生财务困境的可能性变大;另一方面银行吸收可贷资金、发放贷款的能力也都被削弱,信贷供给下降。这些状况都使信用市场摩擦加剧,借款人的外部融资溢价上升,信贷条件更加苛刻,导致家庭住宅投资和耐用消费品支出与企业存货和投资支出的下降。支出下降又进一步削弱整体经济活动和随后各期的现金流,最终货币政策对真实经济的初始冲击被放大。所以说货币政策提高或降低市场利率,将同方向改变外部融资溢价,进而增强总需求的收缩与扩大效应。伯南克与格特勒强调,信用渠道“并非是完全独立的传导机制,而是一个被放大、被扩展的货币政策传导机制”,即它放大和拓展了传统理论所强调的利率效应(或资金价格效应)。这里有两个政策含义:一是不恰当的货币政策会放大经济的不利冲击;二是在传统货币渠道失灵的极端情况下,货币政策仍可通过信用渠道发挥作用。

基于以上分析,针对货币政策工具目标的选择以及效果评价问题,伯南克与格特勒还提出了具有启发性的意见:首先,以名义利率变动作为反映货币政策动态的指标是不可靠的。因为企业投资对短期名义利率变动的反应存在较长的时间滞后性,往往利率已开始回到趋势基准水平时,它们才开始出现传统理论预测的反应。而且,影响企业投资需求的不是名义利率而是实际利率水平,因此在货币政策的传导机制中真正发挥作用的是实际利率而不是名义利率。可是当考虑到通货膨胀率时,二者的变化并不一定是同向的。例如,当经济大衰退引起通货紧缩时,即使增加货币供给使名义利率接近于零,实际利率仍可能处于较高水平,此时的货币政策不是宽松的而是紧缩的。美国经济大萧条与次贷危机期间都曾出现过这样的情形。因此,传统的货币政策利率传导机制在经济大衰退时不仅存在严重的滞后性,还有可能失效。其次,用信用总量的变化来评价货币政策信用渠道传导效力与实体经济活力是错误的做法。因为在通常情况下,信用总量并不是影响经济活动的独立变量,由外部融资溢价决定的信用条件才是证明货币政策信用渠道存在并且是影响货币政策效力的内生变量。在正常的经济环境下,货币需求是顺周期的,信用需求是反周期的。如当货币紧缩之后,货币需求下降而信用需求在短期内并不会马上减少,因为此时企业为对抗存货的增加、家庭为应对收入的下降,反而不得不增加信用需求。因此在货币政策变化后,信用总量的变化比货币总量的变化慢,如果就此批判信用总量推测真实经济活动的的能力不如货币总量,进而否定信用渠道理论,这是不合理的。信用渠道的作用主要体现在货币政策的变化对信用条件的影响上。

2. 金融加速器理论与灵活的通货膨胀目标制:泡沫经济时代货币政策的选择。二战后,随着国家垄断资本主义的发展,经济危机呈现出两种比较明显的变化:一是危机期间物价上涨,出现通货膨胀现象,而不是像二战前伴随经济危机出现通货紧缩;二是泡沫经济越来越频繁地出现,成为经济危机的前兆。以资产价格剧烈波动为重要特征的金融不稳定性成为货币政策面临的最大的挑战。那么货币政策要对资产价格波动做出反应吗?或者说能同时对物价与资产价格波动做出反应吗?稳定物价与稳定金融能否兼顾?为回答这些问题,伯南克提出“金融加速器”理论,开拓新的动态新凯恩斯模型——BGG模型,通过模拟各种外生冲击对宏观经济的影响及非对称效应,阐释面对资产泡沫时货币政策的选择哲学。

伯南克、格特勒与吉尔克里斯特(Bernanke, Gentler & Gilchrist, 1996)在BG模型的基础上,正式将信用市场摩擦放大与扩展初始冲击对宏观经济周期的作用称作“金融加速器”(financial accelerator)效应,提出并验证了金融加速器是“外部融资溢价”内生变化的结果。为了演绎并量化研究金融加速器影响经济周期的动态过程,伯南克及其合作者(Bernanke, Gentler & Gilchrist, 1998)开创性地将金融市场摩擦引入基于动态随机一般均衡的宏观经济模型中,修正并发展了一个新的动态新凯恩斯模型,即BGG模型。首先,该模型在BG模型原有假设的基础上,整合了三个更贴近现实的新假设:引入了名义价格刚性与货币,考虑了投资决策的时间滞后性以及借款企业具有不同的融资能力。其中,投资决策的时间滞后性源于伯南克(Bernanke, 1983b)提出的投资不可逆理论。投资的不可逆性是指某些资产一旦投资就很可能成为沉没成本,很难甚至无法回收变现。投资的不可逆性使投资者变得谨慎,宁愿花代价等待更多的新消息也不愿意轻易投资,除非延迟投资的成本超过等待信息的预期价值才会进行投资,这种不确定性阻碍了当前的投资率的提升。其政策含义是,小幅度的信息变化比大幅度的利率变化更能引发剧烈的投资波动,而且坏消息对投资的负面影响会远超好消息对投资的正面效应。这成为金融加速器机制特别是其非对称效应的重要理论依据。然后,他们进行模型参数取值与校准,用计算机模拟在技术冲击、货币冲击、财政冲击、财富转移冲击等基本因素的外生冲击下的企业资产价格与财务状况的变化,进一步验证了金融加速器的存在性,通过信用市场各个变量的内生变动,不仅放大了各种冲击所带来的经济周期振幅,还延长了经济周期持续的时间,解释了小冲击引发大波动的原因。同时也发现金融加速器在不同的经济周期、对不同规模企业的作用是非对称的:它在经济扩张时期的作用远小于经济紧缩时的作用;货币政策冲击特别是货币紧缩对信用能力受限制的企业(如小公司)的投资影响更大,因为货币紧缩使其资产净值波动幅度比信用能力较强的企业(如大公司)更大。

不过,BGG模型只考察了基本面因素推动的资产价格,因此金融加速器只放大了基本面的冲击。但是由于资产价格的波动不仅来自基本面因素,也可能来自非基本面因素,如金融自由化改革、流动性泛滥、投资者非理性行为等,因此伯南克和格特勒(Bernanke & Gentler, 2000)又进一步拓展了BGG模型,将外生的资产价格泡沫纳入BGG模型,考察非基本面因素如何推动资产价格进而影响真实经济,以及货币政策在面对资产价格动荡时该如何选择。在拓展的BGG模型中,他们以股票市场价格与股票基本价值的持续偏离来衡量股票价格泡沫。资产价格泡沫通过两个渠道影响真实经济:一是传统的财富支出效应(被认为相当微弱);二是资产负债表渠道(触发了金融加速器)。模型证明了无论是由于基本面还是由于非基本面(实际上也很可能是两种因素同时作用)引起的资产价格波动,都主要是通过金融加速器机制来影响真实经济,而且影响的幅度大小在很大程度上取决于初始的金融条件,比如家庭、企业、金融机构初始的资产负债表或杠杆率水平。他们还进一步指出,初始的金融条件是否良好又取决于是否存在一个能有效地避免借款人承担过高杠杆率的金融监管制度与财税政策。如果有,那么资产价格动荡对宏观经济影响是有限的并且是可控的,也就不足为惧。但是,当真的面临资产价格剧烈动荡时,央行该做出怎样的政策应对呢?

伯南克与格特勒设计了两种货币政策准则:一种是只针对通货膨胀的货币政策,另一种是同时针对资产价格波动的货币政策。模型模拟了基本面与非基本面同时推动资产价格的情形,如首先是技术冲击推动股价上涨,然后市场反应过度造成价格泡沫,最后泡沫破灭。对比两种货币政策效果,只针对通胀预期的货币政策不仅能够自动适应生产力提高所带来的股价红利,还可以抵销掉纯粹投资性股价的波动,而同时针对资产价格的货币政策却暂时遏制了原本由生产力上升所能带来的产出增长,使产出与通胀都发生更大幅度的波动。因此,央行最佳的货币政策选择是紧盯通货膨胀预期,忽视资产价格波动,这样不但可以使产出缺口与通胀的波动最低,而且可以全面降低泡沫破灭后市场恐慌的概率,有利于稳定通胀预期和经济基本面。即使泡沫破灭引发金融市场动荡,进而使外部融资溢价大幅度上升,严格的通货膨胀政策仍是最佳选择。模拟结果还显示,如果私人部门保持较

低的杠杆率与良好的现金流,可以显著降低经济周期动荡的幅度,不过这需要金融监管与财税政策的配合。该项研究最终证明了,试图稳定资产价格的货币政策是不可取的,因为现实中人们往往不知道资产价格波动到底是由基本面还是非基本面引起,或者二者共同作用,一味地维护资产价格稳定可能会浪费有利冲击如技术冲击带来的产出增长。而且,在没有通胀预期的情况下,如果央行为稳定金融而强行戳破资产价格泡沫,反而会引发更大的金融恐慌。

因此,伯南克与格特勒提出了一个很重要的货币政策主张:中央银行在实施短期的货币政策时,应该把物价稳定与金融稳定看作是相互补充、相互协调的目标,灵活的通货膨胀基准目标制为中央银行同时实现物价稳定与金融稳定两大目标提供了一个统一且有效的货币政策准则。灵活的通货膨胀基准目标制是一种介于“相机抉择”与“单一规则”之间的货币政策框架,它要求央行在保证货币政策的透明度与独立性的前提下,首先应当致力于维护既定的长期通货膨胀目标,然后在短期内享有一定的货币政策灵活度,追求诸如稳定产出与就业等其他目标。例如,在正常情况下,中央银行应致力于长期的物价稳定,而不应该理会股票等资产价格的波动,但是一旦资产价格波动已对通胀或通缩产生明显的压力,改变了通胀预期,那么通货膨胀目标就会指引央行朝着稳定物价的方向调节利率,逆风而动,即在资产价格上升时提高利率,在资产价格下跌时降低利率,从而消除通胀或通缩,在稳定总需求的同时也有利于稳定金融。他们认为这样灵活的政策准则既能实现物价稳定的货币政策正常目标,又能防止或缓和金融危机的冲击,因此是最优的。其实,通货膨胀基准目标制并不是伯南克开创的,而是由他与其他经济学家(Bernanke et al, 1999)根据20世纪90年代以来一些实行通货膨胀基准目标制的国家制定货币政策的经验提炼出来的一种货币政策框架。他们强调通货膨胀基准目标制不是一种规则而是一种政策框架,它不把通货膨胀目标视为政策规则,而是视为一个名义锚,在政策框架内实行“受约束的相机抉择”。这样做不仅对央行行为有约束作用,而且可以提高货币政策的透明度,使长期维持低通胀的政策可信度提高且成本降低。当然伯南克等人也指出实施通货膨胀基准目标制的国家需要满足一些重要前提,如良好的财政纪律和完善的金融监管制度等。

至此,本节全面系统地梳理了伯南克基于“大萧条”建立起来的关于金融危机传导与危机应对的理论体系,这个理论体系所呈现的世界是这样的:一切从资产价格泡沫破灭引发的金融危机开始,金融危机通过以金融恐慌为核心的非货币传播渠道引发经济深度衰退,并通过国际货币与金融体系向全世界传播。中央银行的当务之急是阻止因金融恐慌而导致的信用中断,因为信用市场摩擦会提高整个社会的外部融资溢价,进而放大初始冲击对宏观经济的非线性影响,产生金融加速器效应,加剧经济恶化。这时央行应该充当最后贷款人,向金融市场注入流动性来稳定金融。当面对严重的金融危机并产生通缩预期时,货币政策可以通过广义信用渠道影响家庭、企业、金融机构的资产负债表来降低外部融资溢价,从而放大传统的利率渠道效应。即使发生流动性陷阱,还可以利用信用渠道弥补利率渠道的失灵,使货币政策继续发挥作用,从而刺激就业与产出、摆脱通缩陷阱,保证长期通胀目标的实现。如果在经济复苏期间出现资产价格动荡但其仍不足以影响长期通胀目标的稳定时,货币政策可以对此无须理会,不要为稳定金融而产生不必要的产出损失。这就是伯南克倡导的货币政策信用渠道非中性论与灵活的通货膨胀基准目标制的政策准则。进一步地,伯南克将危机的发生与持续扩大问题都归因于各种不恰当的货币与金融制度。货币政策的作用也同样受制于金融制度的约束,在初始金融条件欠佳、市场纪律不强、金融监管不力、央行政策独立性与透明度不高等背景下,货币政策对遏制资产价格泡沫与消除泡沫破灭后经济危机的作用力都是有限的。正是这些基于大萧条研究的危机经济思想及理论体系指导着次贷危机后伯南克的观点与行动,也是他采用非常规货币政策应对危机的重要理论依据。

三、对克服传统宏观经济理论危机的贡献

每一次重大的经济危机都是对传统宏观经济理论的一次挑战,也是重构或修正宏观经济学特别

是经济周期研究框架的重要契机。自 1825 年英国开始出现周期性的普遍的生产过剩危机以来,马克思第一次将经济危机描述为资本主义制度特有的内生现象,不可能根本消除,并认为这是资本主义生产过程中周期性爆发的相对生产过剩的危机,是资本主义经济周期的一个阶段。1929—1933 年发生世界性的“大萧条”,凯恩斯发现资本主义经济危机是市场失灵这一缺陷的内生结果,因此终结了自由放任主义,并主张以国家干预主义来熨平经济周期,从此经济危机在西方经济学语境中就从古典时代因外生冲击所导致的不可避免的经济失衡现象变成一种具有内生性、周期性且可以干预救治的宏观经济现象。20 世纪 80 年代以来,经济危机现象发生了较大的变化,最为明显的特征是以金融危机为先导的经济危机更加频繁地周期性发生,经济周期性波动越来越体现为以信贷为主的金融周期性波动。金融危机是金融周期走向极端的表现,也成为一国甚至世界经济由繁荣转向深度衰退的转折点。例如在过去 40 年,美国的经济波动基本上是由 20 世纪 80 年代末的储贷危机与 2007 年的次贷危机所经历的两个金融周期主导。不过,虽然金融危机的严重性变得越来越明显,金融市场摩擦对经济周期的影响也越来越显著,但是在很长的时间内,绝大多数宏观经济学家与政策制定者们仍紧盯着消费与投资、物价与就业、GDP 增长等经济总量指标,严重低估信贷周期和金融危机对实体经济的最终影响。否定古典二分法,在信息不对称与现实市场不完美的微观基础上研究名义变量与真实变量之间的相互关系及传导机制,这是新凯恩斯主义经济学的显著特征。伯南克坚守新凯恩斯主义的立场,率先打破金融市场完美假说,将包含不对称信息的金融合约引入宏观经济模型,论证并验证了信用危机或金融危机与实际经济结果之间的关系,超越了凯恩斯主义的研究范畴,也进一步完善了新凯恩斯主义的理论体系,弥补了传统货币理论的不足,为宏观经济学研究提供了新的底层逻辑与研究方法。

(一) 引入信用市场摩擦,修正经济周期理论的底层逻辑与标准模型

在伯南克之前,西方主流经济学在解释经济周期性波动时大都以新古典的完美金融市场假设为基础,这意味着,在宏观经济世界中,金融市场无关性定理成立,金融市场只是资金融通的中介,对宏观经济波动没有实际影响。然而越来越多的证据表明,大萧条期间金融危机与宏观经济波动关系密切,危机引发多米诺骨牌效应,产生前所未有的严重的长期经济衰退,对这种“小事件、大波动”的宏观经济现象,盛极一时且应用广泛的凯恩斯主义的 IS-LM 模型与新古典的实际经济周期(RBC)理论都难以给出有力的解释。完美的金融市场需要具备以下条件:一是金融市场参与者具有对称的信息;二是金融资产或金融工具之间具有完全的替代性;三是金融市场是完备的,没有交易成本,价格可以自动出清。这三个条件缺一不可,然而在现实世界中不完美往往是常态,如信息不对称导致信用配给、金融资产的不可替代性、金融市场缺陷等,都会使金融市场产生摩擦,从而使标准的总需求模型预测跟现实经验存在明显的不一致。

尽管自 20 世纪 70 年代起,经济学家们越来越意识到资本市场的不完美性以及金融中介的信贷行为对宏观经济的影响,但是大量文献关注的是信用市场局部均衡问题,而且金融部门也一直未被纳入动态随机一般均衡(DSGE)的宏观经济模型的分析中。伯南克是最早开始重视信贷因素在家庭、企业和金融中介决策以及在宏观经济建模中的作用的经济学家之一。他与其合作者打破了金融市场完美假设,开创性地将信息不对称与信用市场摩擦等微观研究成果引入宏观经济模型中,修正了 IS-LM 模型、真实经济周期(RBC)模型以及动态新凯恩斯(DNK)模型,最终建立 BGG 模型。这是将金融因素纳入动态随机一般均衡进行分析的创举,使金融市场摩擦成为与传统 DNK 模型中的产品市场摩擦和劳动市场摩擦并驾齐驱的重要理论组成部分之一,弥补了传统 DNK 模型的不足。融合了金融市场摩擦论、费雪的债务通缩论、金融合约“状态识别成本论”以及伯南克本人的“投资不可逆论”等重要思想的金融加速器理论,也成为新凯恩斯经济学派 DSGE 模型连接经济系统和金融系统的理论桥梁。而且,BGG 模型本身也成为经典的宏观经济基准模型。不过,BGG 模型仅限于封闭经济条件与投资领域,没有考虑开放经济环境,也没有直接引入银行等金融中介部门,只是将

银行对企业投资行为的影响间接地体现在信用市场摩擦导致企业“外部融资溢价”的变化上。因此,后来的研究者不断地丰富并拓展BGG模型,不仅考察了银行等金融中介部门,还考察了家庭支出、债券类公开市场产品在经济周期中的作用,但是存货投资与住房投资的信用市场摩擦、开放经济环境等因素还有待进一步引入模型中考察。

(二)塑造货币理论“信用观”,弥补传统货币理论不足

传统的货币传导理论也是以完美金融市场假说为基础,包括凯恩斯主义主张的利率传导与货币主义所强调的资金价格(如权益与汇率)传导,其基本的传导途径是央行通过调控货币供给量来改变利率或者说左右资金价格来改变支出结构,进而影响投资与消费,最终影响总需求与国民收入。然而,这样的传导机制只有在完美的金融市场条件下才能完成,如果任一条件不能满足,货币政策都无法通过价格机制顺利地传递到资本市场与商品市场。因此,建立在完美假设与逻辑推理中的传统货币理论经不住现实的考验,以至于货币政策的利率效应或者说资金成本效应在经验研究中并不像理论中的那么强大,难以解释货币政策变动改变真实经济的力度、时间节拍以及宏观经济各个组成部分的动态演变历程。与传统货币理论不同,在伯南克的经济体系里,银行信贷从债券中被分离出来,区分了银行信贷市场、货币市场与债券市场,从一般均衡的角度考察信用市场摩擦对宏观经济的影响。在不完备的信用市场上,家庭和企业的资产负债表与银行信贷共同构成广义的信用渠道(有时也简称信用渠道),这些变量相互作用内生成“金融加速器”,放大和扩展宏观经济波动,由此解构了货币政策传导的微观结构,透视了货币政策传导机制的“黑箱”,最终证明货币政策信用传导机制是非中性的,塑造了货币理论的“信用观”,并且合理地解释了三个传统货币理论难以自圆其说的现象:一是传统理论难以找到证据证明总需求对利率或资金价格的变动非常敏感,但纳入外部融资溢价的变化后大大地增强了需求方程的解释力度;二是传统的利率渠道存在很长的时滞性,信用总量变化慢于货币总量,企业存货与非住宅投资变化滞后于利率调整与产出变动,但现金流、销售额或抵押品价值等“金融加速器”变量却能够很好地解释存货和投资的动态变化;三是传统的货币政策改变的是短期利率但最先影响的却是对长期真实利率敏感的家庭住宅投资与耐用消费品支出,答案的关键在于名义利率变动改变了家庭部门资产负债表与银行信贷能力,从而改变了外部融资溢价,进而影响了家庭部门的支出决策。总之,伯南克的货币理论“信用观”可以很好地弥补传统货币理论的不足,这也意味着考察货币政策的传导效应应该同时考察利率渠道与信用渠道。

(三)致力于交易成本的识别与量化研究,为假说提供有力的验证工具

凯恩斯革命开创了经济学的交易费用的研究范式,其难点是许多相关成本无法被直接准确度量,进而使经济学假说难以得到验证。而伯南克最大的魅力之一在于他始终致力于识别和量度某种成本来解释现象和行为(向松祚、邵智宾,2008)。在解释“大萧条”时,伯南克首次提出用信贷中介成本(CCI)这一概念来衡量金融摩擦的程度,并用Baa级公司债券和美国政府债券的收益率之间的差额作为CCI的替代量度指标,验证了银行恐慌确实会大幅度提高CCI,导致通货紧缩,进而抑制总需求。为验证信用市场摩擦与经济周期波动之间存在“金融加速器机制”,伯南克开创性地提出“外部融资溢价”这一成本概念来反映信用市场摩擦带来的交易成本,这是伯南克货币理论中最重要的成本概念。在验证过程中,伯南克用企业借款利率和国债利率之差来替代量度“外部融资溢价”,用难以获得信用的小企业占全部小企业比重的环比增加值作为“信用条件”的替代量度。通过观察这些利率差与信用条件的动态变化,不仅验证了货币政策信用渠道的存在性,还展现了信用市场上各种不同的冲击对真实经济产生的影响,有效地开拓了金融市场影响宏观经济波动的新领域。正是基于交易成本的视角,伯南克揭开了金融危机或信用市场摩擦与宏观经济波动之间的联系与传导的真相,并将引发信用市场摩擦及交易成本的根源引向信用市场的一切经济制度安排。这些经济制度安排又可被当作是经济决策者的约束条件来考察,为客观评价经济决策者的政策效力、进一步推动政策改进带来新的观察视角。

四、伯南克应对次贷危机引发的争议

次贷危机爆发后,美国金融市场基本瘫痪,流动性冻结,实际通胀水平较低,存在着明显的通缩风险。伯南克的危机经济理论告诉他这是经济大衰退的危险信号,美联储的货币政策应承担起两个职责,一是抑制金融恐慌恢复金融稳定;二是通过大规模货币干预实现经济复苏。2008—2009年危机深化期间,美联储首行使最后贷款人职责,向金融体系注入资金,对系统重要金融机构实施救助,避免银行挤兑带来的恐慌蔓延。面对危机带来的严重经济衰退,美联储最先启动零下限利率,但在用尽传统的短期利率调控政策仍无法阻止经济的急速衰退时,伯南克顶住舆论压力开创性地引入前瞻性指引与量化宽松等非常规的政策替代工具,目的是长期维持接近于零的联邦基金目标利率,将投资者推向金融资产市场来影响资产价格,以期改善私人部门的资产负债表,增加总需求,刺激实体经济的复苏,抵御通货紧缩。对于美联储所采取的救市行动与刺激经济计划,特别是对消除美国及全球金融恐慌而言,伯南克始终坚信这是正确的决定,而且卸任前的美国经济状况也能让他为自己带领美联储为美国经济冒险而感到欣慰。

然而,问题也是明显的。首先,在危机初期,伯南克领导的美联储全体对危机反应滞后。其次,危机后期非常规的货币政策存在不小的副作用:一是应对危机的货币政策并不足以让美国经济进入强劲而持续的复苏,近年美国国债长短期收益率频繁倒挂,预示着长期经济不容乐观,这一现象也被视为零下限利率政策的后遗症;二是不管美联储是“扩表”还是“缩表”,都扰乱了全球货币的流动性,在振兴美国经济时给新兴市场经济体带来了资产价格与汇率的震荡;三是其他许多实施非常规货币政策的工业化国家也在很长时间内跌入低利率、低通胀与低增长并存的“长期停滞”局面,世界经济复苏的进程变得更加难以预测。这些政策后遗症让伯南克应对危机的行动与理论饱受争议。

(一)未能充分预测危机及其后果的原因:是美联储预测失误还是金融制度缺陷?

2006年,美国次贷危机已初见端倪,但是监管机构仍对宏观经济保持着乐观的态度。2007年3月28日,伯南克在美国国会联合经济委员会作证时^①,还认为房地产市场和一些制造业行业存在的问题不会对经济的其他部门产生严重的溢出效应。虽然伯南克早在理论上洞见了信贷市场状况以及金融恐慌对实际经济活动的影响,但是在面对真实危机时,其领导的美联储却后知后觉,没有从金融市场与金融机构的角度准确充分地预测次贷危机对宏观经济带来的冲击与破坏力,贻误救援行动,最终引起广泛的金融恐慌与信贷萎缩,酝酿出如此严重的经济衰退,这是伯南克毕生的遗憾,也因此遭受各界指责。2018年,在全球金融危机爆发十周年之际,伯南克在布鲁金斯学会网站上发布视频^②,对本轮危机后知后觉这点进行深刻的反思,承认当时美联储政策制定者犯了两个致命的预测错误:一是没有全面认识到这场危机对金融市场和金融机构的影响是如此广泛且有如此大的破坏力;二是低估了金融危机对更广泛的经济层面的影响及其力度。究其原因,伯南克(Benanke, 2018)指出未能预期到危机本身是因为当时的金融监管体系和私营部门的风险管理技术滞后于全球一体化的金融市场,政策决策者也没有充分意识到在新的制度环境下金融恐慌可能产生的风险;对于未能充分预测危机的经济后果,则归因于没有可用的定量分析模型来准确量化危机对整体经济构成的严重风险,央行所使用的标准模型因缺失信贷市场因素而严重低估了危机的经济影响。因此伯南克重申改进危机预测机制或防范危机的方法是改进监管和风险管理系统,而不是深层次重建经济学。也就是说,一场大规模的、基本上没有预料到的金融危机的发生,应被理解为经济工程和经济管理的失败,而不是经济科学的失败。

伯南克把危机预测错误归因于经济工程与经济管理失败,其意指金融制度缺陷,该问题其实早

① 证词原文链接:<https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20070328a.htm>.

② 视频链接:<https://tv.sohu.com/v/dXMvMjcyNTYyMDE3LzEwNjI4NzE5MS5zaHRtbA==.html>.

在2013年的专著《美联储与金融危机》中就已得到充分阐述。在该书中,伯南克剖析了当年房价下跌最终演变成金融危机的制度性因素:一是金融体系存在漏洞,包括私人部门的高杠杆率、银行部门自身风险监管缺失且过度依赖短期流动性融资、金融风险过度集中、金融监管存在缺陷、政府支持型信贷企业的运营过度承担风险等;二是住房抵押贷款产品及相关的金融衍生品泛滥,这些衍生品在不同的金融机构之间交叉持有,且在不同的金融市场上流动,风险也随之在整个金融体系中扩散与蔓延。正是在这样不完善的金融监管环境下,各类金融机构的资产负债表情况恶化,一端是低流动性资产而另一端是高流动性负债,当住房等基础资产价格出现暴跌时,信贷违约风险骤增,银行破产引发挤兑的金融恐慌不再只限于银行部门,而是扩大到整个金融市场,酝酿出2008—2009年这场典型的金融恐慌式危机。

2019年,当年的“救市三人组”伯南克、盖特纳与保尔森合作发表了《灭火:美国金融危机及其教训》一书,强调预测金融危机是极其困难的,少数的先见之明并不能被视为一种现实的危机防范策略,“理想的情况是应该有一个更强大、更全面的监管体系以及更严厉、更积极主动的监管机构,但在繁荣时期,政治家们对加强任何形式的金融监管都没有多大兴趣。”虽然危机后美国以及世界其他国家都实施了比较全面且更加有效的金融监管制度改革,可以降低短期内再次发生危机的可能性,但是伯南克等人仍认为预防从来就不是万无一失的,金融体系本质上是脆弱的,金融风险总会绕过监管障碍,危机迟早会发生。“金融危机永远无法完全避免,因为它是人类情感与认知的产物,也是人类作为监管者和政策制定者不可避免失误的产物。”既然如此,政府可做的是采取更加强有力的措施,既要尽量预防危机的发生,又要减轻危机发生时造成的损害。

(二)金融危机引发大衰退的主要原因:是房地产泡沫破灭还是金融恐慌?

国际金融危机爆发后,世界经济普遍出现了严重的衰退,多数经济学家将其归因于全球范围内的资产价格泡沫破灭。但是伯南克坚持认为衰退的主要原因不是资产价格泡沫破灭,而是金融恐慌。金融恐慌将房地产价格泡沫破灭演化成一场金融与经济危机。在《行动的勇气:金融风暴及其余波回忆录》(2015)一书中,伯南克指出:“在当前这场危机的直接诱发因素之间,最显著的两个因素就是次贷泛滥和房价泡沫,但这场危机之所以导致我们付出如此惨重的经济和金融代价,主要原因可能在于恐慌本身,可以说,恐慌造成的代价不会小于次贷泛滥和房价泡沫造成的代价。”因此,抑制金融恐慌、恢复社会对金融的信心和信任是阻断危机的第一步。中央银行应该依照“白芝浩原则”,使用最后贷款人工具为具有优质资产的银行等金融机构注入资金,满足正常的信贷需求,从而遏制恐慌的进一步蔓延。

伯南克(Bernanke, 2018)后来撰文再次强调金融恐慌的作用,并为此提供新的证据,认为本轮大衰退异常严重的主要原因是融资和证券化市场的恐慌,而这种恐慌扰乱了信贷供给。这一观点有助于证明政府为避免实体经济遭受更大的损害所做的努力是合理的。但是该观点引起了保罗·克鲁格曼的质疑与否定。克鲁格曼认为房地产泡沫破灭对总需求的影响才是经济低迷的根源,而非伯南克所说的金融恐慌,并要求伯南克提供有关金融恐慌传动机制的证据。2018年9月伯南克在布鲁金斯学会的博客上发文来回应保罗·克鲁格曼的质疑,坚称中断信用带来的金融恐慌才是引发深度衰退的主要原因。^①

首先,从危机传导机制来看,虽然房地产泡沫破灭是经济衰退的重要原因,但是如果金融体系足够强大,能够抵御房地产泡沫破灭而不至于陷入广泛的金融恐慌,也就不会收紧信贷供给,那么信贷敏感部门就不会为节约现金、削减成本而裁员,家庭部门也不会为减少开支而建立现金缓冲,进而不会因被

^①有关克鲁格曼的质疑与伯南克的回应均参见2018年9月21日发表在布鲁金斯学会的博客上的文章《楼市泡沫、信贷收缩与大衰退》。<https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2018/09/21/the-housing-bubble-the-credit-crunch-and-the-great-recession-reply-to-paul-krugman/>.

迫去杠杆而增加预防性储蓄使 IS 曲线大幅度向下移,最终就有可能避免将经济拖入严重衰退的深渊。其次,从经济数据的时间节点来看,美国房价从 2006 年开始已连续两年下跌,但商业投资、耐用品消费支出与贸易余额却是在房地产泡沫破灭后才开始下降,并且最严重的下滑均发生在 2008 年第四季度到 2009 年第一季度市场极度恐慌时期,失业率与实际 GDP 增速也是在这一时期迅速恶化。同时,对信贷极为依赖的住房投资本身也受到恐慌的影响,年增幅猛降 30% 以上。直到 2009 年第一季度后终结恐慌的政策开始见效,金融恐慌被遏制,这些重要的总需求指标的数据才得以逐渐恢复。

因此,伯南克认为仅房地产泡沫破灭本身无法使得 2008—2009 年全球经济衰退具有如此深度并且如此同步的危害,金融恐慌在经济收缩中发挥着更为重要的作用,恐慌比泡沫更可怕。伯南克等在《灭火:美国金融危机及其教训》(2019)一书中指出,在金融危机到来时,央行的目标自始至终都应该是保护主体免受金融崩溃后果的伤害,唯一的办法就是灭火——平息恐慌。即使金融救助会滋生不公平与“道德风险”问题,但政策制定者不应在意这样的政治后果,因为放任经济萧条会更加糟糕。所以,及时消除金融恐慌似乎已成为美联储乃至全球央行克制系统性金融风险、避免经济危机的一个有用的经验。2020 年 3 月当新冠疫情全面暴发时,多国股市出现恐慌性资产抛售并多次触发熔断机制,欧洲多国采取临时禁止股票卖空的措施或者向市场投放流动性,美联储紧急宣布下调联邦基金利率目标区间至 0%~0.25% 的超低水平,并推出 7000 亿美元的量化宽松计划,降低贴现率与存款准备金率,全球经济重回超低利率与量化宽松时代。无论如何,至少金融系统暂时得以稳定,没有出现令人担忧的银行倒闭、储户挤兑等恐慌性危机,为对抗疫情与阻止经济衰退争取了机会。

(三)金融危机产生的根源:是“全球储蓄过剩”还是美联储“干预过度”?

住房价格泡沫与次贷泛滥是 2008 年国际金融危机的直接诱因,人们普遍认为是市场利率长期走低引发了全球资产泡沫。当一些经济学家进一步把长期低利率的原因追究到美联储长时间实施过于宽松的货币政策时,伯南克却将联邦基金利率持续走低与资产价格膨胀归因于“全球储蓄过剩”这一非货币因素,即全球范围内合意的储蓄超过了合意的投资。早在 2005 年,伯南克就在弗吉尼亚经济学会圣睿智讲座上正式提出“全球储蓄过剩”论用于解释美国长期贸易赤字的根源。他指出美国经常账户赤字快速飙升的原因很大程度上归结于全球储蓄过剩且不平衡。过剩的储蓄绝大部分来自新兴市场经济体和沙特等原产油国,此外还有德国、日本等发达国家因人口老龄化带来的高储蓄倾向,不平衡表现在高储蓄的发展中国家或地区把资本流向低储蓄的工业化国家特别是美国,而把经常账户推向盈余是发展中国家获取外汇储备的主要途径。因此他将“全球储蓄过剩”的原因追溯到高储蓄国家过度追求贸易顺差、设立外汇储备、操控汇率、购买美元安全资产等经济政策(Bernanke, 2005)。在国际金融危机全面爆发后,该理论成为伯南克解释金融危机与全球失衡的重要理论假说,在国际上引起很大的反响和争议,既有大量的拥趸者,也有不少的反对者。

2008 年 3 月,伯南克在国际货币会议上进一步将金融危机的长期根源归于“全球储蓄过剩”。他指出,自 20 世纪 90 年代以来,发展中国家与新兴市场经济体储蓄净供给大幅增加,并且将富余的资本大量地流入美国等工业化国家,导致美国长期实际利率持续下降,流动性过剩,促成美国房地产与信贷繁荣,并在金融监管缺失的情况下刺激了资产价格泡沫,埋下危机的隐患(Bernanke, 2008)。2009 年,伯南克在联储银行会议上谈及“亚洲与全球金融危机”时指出,亚洲国家过度依赖外部需求,通过提高国内储蓄和采取出口激励政策实现贸易顺差,不仅造成全球贸易与资本流动的失衡,而且扭曲了国内产业结构和资源配置,导致内需长期不足。伯南克进一步指出,美国与其他国家都应对这场危机负责,因此各国应协作起来一起根治全球经济失衡问题。他要求美国等贸易逆差国应提高储蓄率,减少财政赤字,但更需要贸易盈余国致力于平衡国际收支,改变鼓励出口的经济政策,提高汇率弹性,同时推行金融自由化改革,改善国内的投资环境与金融环境,降低储蓄率,刺激国内消费。最终促使过剩的储蓄流出美国,流向资本边际效率高的发展中国家,使全球经济结构恢复平衡,降低再次发生金融危机的可能(Bernanke, 2009)。“全球储蓄过剩”论为美国从 2008 年国际金融危

机中推卸责任提供了重要的说辞,该理论虽然没有否认诱发金融危机的美国国内因素,但是其从根源上把很大一部分责任甩给贸易长期盈余的新兴市场经济体。

不过,伯南克用“全球储蓄过剩”来解释全球储蓄投资失衡与长期实际低利率之间的关系还缺乏某种长期相关性的机制,而智利裔美国经济学家卡瓦列罗(Caballero et al, 2008)提出的“安全资产短缺”假说填补了这个漏洞。他们指出,由于新兴市场经济体有限的金融市场所提供的资产质量无法满足其高速增长所带来的旺盛的资产需求,产生“安全资产短缺”问题并带来全球效应,因此它们把通过经常项目盈余而积累的储蓄持续地流向美国等安全资产生产国进行再分配,导致这些国家实际利率降低,促进了风险累积。2011年,伯南克在法国银行金融稳定评估启动活动上发表“全球失衡与经济和金融稳定有关”的演讲时,根据“安全资产短缺”假说,进一步验证了储蓄过剩国家对安全评级高的美国资产具有强烈的投资偏好,而且这些偏好激励美国金融工程师积极开发高评级的抵押贷款证券化产品,结果在金融风险管理及金融监管体系存在缺陷的情况下使得美国金融体系在配置强劲的国内外资本流动方面失败了,促成了金融危机和全球衰退(Bernanke, 2011)。不少实证研究结果支持这些观点。证据显示,危机前储蓄过剩国家通过资本流入投资于美国国债与机构债券和欧洲国家收购ABS等证券化资产,对降低美国利率起着重要的作用(Bertaut et al, 2012);美国货币政策冲击对美国住房价格与住房投资的影响有限,相比之下外国储蓄增加引起的资本流入冲击是积极且持久的,而且对于抵押市场较发达和允许证券化的国家,资本流入冲击对房地产价格、私人部门的信贷供给与住房投资的冲击都很显著(Sá et al, 2014);新兴市场经济体的过度储蓄使得美国资产的安全性和质量对投资者更具吸引力,从而降低了长期利率并推高了房价(Hoffmann & Stewen, 2020)。总之,“全球储蓄过剩”论和“安全资产短缺”假说共同论证了美国长期低利率和资产价格泡沫与美联储宽松的货币政策没有直接的必然联系,并在国际上逐渐形成一种舆论,即经常账户盈余国阻碍了贸易赤字国家尤其是美国的金融稳定与经济增长。这本质上是一种“金融危机外因论”,将国际金融危机的主要责任转嫁给其他国家。

与伯南克的“全球储蓄过剩”论针锋相对的是,一些经济学家对危机前美联储货币政策过度干预的批判。其主要观点是,制造全球资产泡沫特别是房地产价格泡沫的长期低利率是美联储过于宽松的货币政策和放松金融管制的结果,不恰当的货币政策在金融危机中起着核心作用。其中泰勒规则的发现者约翰·泰勒对美联储的货币政策的抨击最严厉。他从泰勒规则的角度用数据证明,2002—2005年间美联储的联邦基金利率目标远低于泰勒规则的要求,过低的政策利率加速了房地产市场繁荣与过度冒险,最终导致金融混乱(Taylor, 2007)。美联储的行为背离了“大稳健”时期行之有效的利率设定原则,导致、延长并恶化了金融危机(Taylor, 2009)。他把从2003年以来宏观经济政策变得更加干预、更少基于规则、更不可预测的时期明确定义为“大偏离”,并坚称“大偏离”终止了以规则为基础的“大稳健”时代(Taylor, 2012)。博里奥等(Borio & Disyatat, 2011)不否认全球储蓄过剩与经常账户失衡对世界经济的不良影响,但质疑全球储蓄过剩论可能高估和误判了经常账户失衡在金融危机的作用。他们列举了种种现象来证明把长期利率下降作为全球事前储蓄过剩的证据不足,而且把全球经常账户失衡归因于“过度储蓄”的观点存在概念混淆的缺陷:一是它未能充分明确区分储蓄和融资两个概念,因此过于关注经常账户与净资金流而非全球融资模式与总资金流,而金融危机反映的是融资渠道、信贷模式的中断,储蓄与投资基本上没有动静,因此金融脆弱性在很大程度上与全球经常账户失衡无关;二是它混淆了市场利率与自然利率的决定因素,将受货币因素影响极大的市场利率与由事前储蓄投资均衡决定的自然利率混为一谈,金融危机前信贷与资产价格不可持续的繁荣(金融失衡)的事实也说明市场利率与自然利率的变化大体是不一致的。因此他们推测导致金融危机的主要因素不是“过度储蓄”,而是国际货币金融体系的“过度弹性”,也就是说,现有货币和金融制度缺乏足够强大的锚来限制信贷创造过程与更广泛地利用外部融资的程度,从而无法防止金融失衡。造成国际货币金融体系过度弹性的原因,除了公认的金融监管不足问题外,作为市场利率期

限结构基础的货币政策是货币制度的最终锚定,发挥着关键作用,并对国内与国际政策都产生影响。博里奥(Borio, 2014)进一步描述了货币政策在长期中与金融周期相互作用进而影响经济增长的过程,指出货币政策对金融周期不同的阶段具有不对称性,即政策无法抑制繁荣,却又对萧条做出积极的反应,结果使政策利率在各个周期都呈现下降的趋势。在全球范围内,核心经济体的货币政策还会被传递到世界其他地区,强化这一下降趋势,产生全球货币政策溢出效应,最终导致全球金融失衡。因此,市场参与者和政策制定者的短视在很大程度上导致了金融危机的出现。传统的泰勒规则同样没有考虑到金融周期的影响,因此也可能存在估算上的偏差。由于未将金融周期纳入货币政策目标,这种偏向宽松的不对称的货币政策助长了反复繁荣与萧条的周期,并对均衡的产出与利率施加了下行压力,使自然利率内生于货币政策的负面影响中,当前的低利率的结果实际上来源于过去不合理的货币政策的积累效应(Borio et al, 2019)。博里奥等人(Borio et al, 2017)利用 19 个国家 1870—2016 年的数据检验实际利率和储蓄投资决定因素之间的关系,实证结果显示二者之间的联系似乎很薄弱,但在某些时期特别是近 30 年可以发现一些与理论一致的关系,同时实际利率的持续变化与货币管理体制的变化也是一致的,而且对各国实际利率的外部影响似乎反映了主导全球货币和金融状况的国家利率的特殊变化,而不是全球储蓄和投资的共同变动。也就是说,美国货币政策框架在决定长期利率方面似乎发挥了更重要的作用。但是这些经验证据并不能否认储蓄投资等其他非货币因素对实际利率的长期影响,也不能证明宽松的货币政策与资产价格泡沫危机存在必然的联系。

针对批评与质疑,伯南克首先否认了泰勒的“大偏离”猜想。2010 年伯南克在美国经济学年会上做了主题为“货币政策与住房泡沫”的演讲,分析了 2002—2006 年间美国的宏观经济状况与美联储决策的处境,表明决策者考虑的因素比学者臆想的更为复杂,并运用修正后的泰勒公式(包括赋予产出缺口更高的权重、用个人消费支出物价指数来替代 GDP 平减指数)来检验危机前美联储的货币政策,结果显示其经得起“泰勒规则”的考验,跨国证据也表明,货币政策宽松与房价上涨速度之间没有显著关系,并且再次验证了“全球储蓄过剩”假说(Bernanke, 2010)。2015 年,面对泰勒在 IMF 会议上的再次责难,伯南克在布鲁金斯学会博客上发文再一次予以反驳,认为泰勒对于传统的泰勒规则过于执着,强调修正版的泰勒规则比传统的泰勒规则更能反映美联储在实践中所观测到的通胀与就业情况。^①事实上,继伯南克之后的美联储主席耶伦、鲍威尔也相继在任职期间对泰勒规则进行了修正以适应经济复苏的需要。

为了回应社会对美联储长期低利率政策的质疑,2015 年 3 月底伯南克在布鲁金斯学会网站上首次建立个人博客,谈及的第一个主题就是“为何利率如此之低”,并在 3 天内连续发表 4 篇系列文章,以美国长期国债收益率为例,从美联储利率决策、长期停滞假说、全球储蓄过剩与期限结构四个方面解释市场利率长期下降的原因。^②他始终认为市场长期低利率不是美联储货币政策人为操纵的结果,而是自 20 世纪 80 年代以来由可贷资金市场供求均衡决定的实际均衡利率(也称为维克塞尔利率、自然利率或中性利率)长期持续下滑的必然结果。在产出缺口为零和充分就业的目标下,美联储可选择的最优策略是顺应(低的)均衡利率,将市场利率定在中期对经济发展最有利的水平上。他引入了萨默斯(Summers, 2014)推广的“长期停滞”假说作为“全球储蓄过剩”论的备注,说明美国国内存在因长期结构性因素而导致投资需求不足的问题,从而再次强化计划储蓄超过计划投资对实际利

①参见:《泰勒规则:货币政策的基准?》,原文链接:<http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/04/28/the-taylor-rule-a-benchmark-for-monetary-policy/>。

②原文链接:(1)<http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/03/30-why-interest-rates-so-low>; (2)<https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/03/31/why-are-interest-rates-so-low-part-2-the-secular-stagnation/>; (3)<https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/04/01/why-are-interest-rates-so-low-part-3-the-global-savings-glut/>; (4)<https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/04/01/why-are-interest-rates-so-low-part-4-the-term-premiums/>。

率持续下行造成压力这一结论。但他仍强调全球储蓄过剩这一外因比内因更重要,而且全球储蓄过剩的基本面还会继续,只是结构有所变化。伯南克还指出,全球储蓄过剩不是影响市场长期利率下降的唯一因素,期限溢价是另一个重要因素。自 20 世纪 80 年代以来,美国的十年期国债收益率及期限溢价就一直保持着下跌的态势。他认为驱动期限溢价下降的长期因素主要是低通胀及全球对美债等安全资产的需求。自从沃克尔与格林斯潘征服了通胀后,美国的通胀及其预期就持续下降,低通胀环境下利率波动风险较小,投资者要求的风险溢价也较小,再加上全球对美债等安全资产的需求增加,都使得美国的十年期国债收益率及期限溢价一直保持着下跌的态势。危机后量化宽松政策通过降低期限溢价来降低长期实际利率的效果并不都很理想,甚至在基本面改善、MOVE 指数稳定且量化宽松退出信号产生的“缩减恐慌”(taper tantrum)效应已释放过的情况下,期限溢价却在风险中性利率稳步上升的同时加速下跌,成为决定美国十年期国债利率下降的主导因素。总之,无论是长期还是短期实际利率,美联储都无法直接或只能有限地对它们产生影响,实际经济状况才是投资者预期的实际利率的最终决定因素。

2022 年,伯南克在最新的专著《21 世纪货币政策》一书中再次强调那些认为美联储宽松的货币政策刺激了房价的证据是不充分的,投资者从众心理、金融创新、金融监管不足、全球储蓄过剩和安全资产短缺才是资产泡沫的起源。不过值得注意的是,在这里他把推动全球储蓄增长更为根本的原因归于全球收入增长和人口结构,而不像从前一样去谴责亚洲新兴市场经济体的经济发展政策。事实上,国际金融危机是全球失衡的极端表现,这一结果并不是发展中国家或发达国家单方面造成的,而是主要的新兴市场经济体与发达经济体两大阵营在经济增长过程中内部积累的结构性矛盾通过国际贸易与货币金融体系极度外化的体现。这种深刻的矛盾需要两大阵营在长期内密切协调合作才有可能缓解。但从目前的国际政治与经济形势来看,这种矛盾可能难以在短期内缓解甚至有可能再次激化。

(四)非常规的货币政策:是世界经济复苏的良方还是毒药?

2008 年国际金融危机后,世界经济特别是发达经济体进入了长期衰退与低速增长的时代,这是各国不得不接受的共识。在低中性利率限制了短期降息空间,严重削弱传统货币政策效力的情况下,由伯南克开创的量化宽松与前瞻性指引等非常规的货币政策替代工具包,克服了金融危机后零下限(ZLB)约束,将长期利率保持在低位以刺激总需求,成为许多国家的央行应对危机与适应经济增长率预期长期下降的重要手段。在新冠疫情大流行期间,美联储和其他主要国家的央行也再次严重依赖这些工具。那么政策实施的效果如何呢?伯南克(Bernanke, 2020)指出,大多数研究的证据都证实了 2008 年后采用的这些货币政策替代工具是有效的。当短期利率无法进一步下调时,这些工具可以作为有效的补充,向市场投入大量的流动性使各类金融工具的名义利率下降从而显著增强政策刺激力量,而且其副作用是可控的。但是伯南克也阐明了新工具的政策空间取决于中性名义利率的水平。如果中性名义利率不低于与充分就业和通胀目标一致的利率水平,那么量化宽松与前瞻性指引相结合可以提供额外的政策空间,在很大程度上减轻零下限约束的影响,但同时也会带来额外成本和更高的长期通胀率。然而,如果中性名义利率远远低于与充分就业和通胀目标一致的利率水平,那么新工具提供的政策空间就无法减轻下限的影响。在这种情况下,无论是否使用新工具,任何货币政策方法都可能涉及长短期利率的下限,而且长期收益率通常很低或为负值,就可能会对金融稳定构成风险或造成其他成本。这就意味着低通胀率会带来低中性名义利率,从而会威胁到央行应对衰退的能力。

在危机后,美联储主导的非常规货币政策虽然帮助遭受重创的经济体迅速摆脱了金融危机与深度衰退的阴影,但是各国经济复苏的进程一直比较缓慢,全球主要经济体的潜在产出增速和实际利率出现趋势性下降,政策刺激宏观经济复苏的效果不如预期。特别是 2014 年美国宣布退出量化宽松政策并释放加息信号后不久,美国的经济增长率出现快速下跌,显得后劲不足,欧元区和日本等主要国家的经济也逐渐停止增长,且生产率增长十分疲软,小企业投资需求减少。至少在新冠疫情大流行前,全球经济主要呈现出低通胀、低利率、低增长与高政府债务的特征,属于一种“长期停滞”现

象。萨默斯(Summers, 2015)给出的解释是,美国经济在巨大的危机冲击下,储蓄倾向于增加而投资倾向于减少,总需求不足导致潜在产出增速和通胀下降,加之投资和储蓄间本身就存在长期不平衡的因素,长期中性实际利率进一步下探,估值处于很低的水平,名义利率出现零下限的可能性非常高。如果央行未能充分降低市场利率以刺激总需求,则会导致经济复苏乏力,甚至付出通缩螺旋的高昂代价。然而,货币政策的作用受名义利率零下限的约束,因此无法给予宏观经济提供足够的持续的经济刺激,而且货币政策还要面对长期零利率影响金融稳定的问题。在这种情况下,他认为缓解“长期停滞”的比较可行的办法是依靠财政扩张,如基础设施建设投资等,而且在接近零利率的环境下不用担心财政挤出效应,也不用担心财政扩张引发财政危机的问题,因为相比于刺激经济,财政扩张所带来的实际债务利息的增加较小,弊远小于利(Furman & Summers, 2019)。伯南克(Bernanke, 2020)也认为增加财政政策的反周期性来刺激经济是一个合理的临时办法,比如在新冠疫情大流行期间。但是如果面临更大的衰退和更低的中性利率,那么还有什么额外的措施可以增加政策空间呢?伯南克指出除了加大财政一货币协调措施,在更极端的情况下,还可以考虑适度增加通货膨胀目标或通货膨胀目标的变体等办法。但伯南克认为这样的重大变革似乎为时尚早,他一直比较担心的是中性利率走低与低通胀对货币政策的限制。对于近年美国通胀率高涨的趋势,伯南克讨论得却很少。也许在他看来,目前的通胀是外生冲击造成的短期现象,还可能为未来的货币政策赢得空间,而更让他担心的是冲击过后始终挥之不去的长期经济停滞与中性利率降低的阴影。

在伯南克担心应对衰退的政策工具与政策力度不足的同时,另一批经济学家和市场参与者却认为非常规的货币政策才是金融抑制与经济衰退的祸因。莱因哈特等(Reinhart & Rogoff, 2011; Reinhart & Sbrancia, 2015)从奥地利学派的立场出发指出,国际金融危机后大多数发达国家的中央银行通过非常规的货币政策将利率长期维持在非自然的低水平上,是为了缓解大衰退后的政府预算约束,为政府低成本融资提供服务。这样做使“金融抑制”复苏,导致经济扭曲,抑制经济复苏。“金融抑制”论引发了诸多学者对非常规货币政策可能带来的负面影响的讨论。伯南克在《21世纪货币政策》一书中将这些“负面影响”总结为这四个方面:金融不稳定、经济不平等、市场价格扭曲与救助僵尸企业。他通过旁征博引的方式逐一进行辩驳,坚持认为非常规货币政策潜在的风险与成本是比较低的,也是可控的,况且有些问题是长期存在的社会矛盾,政治因素及其他金融制度缺陷更值得反思。

对于如何缓解经济长期停滞的问题,奥地利学派既不赞成采用宽松的货币政策,也不赞成利用财政扩张。因为在产能没有得到充分利用的情况下,虽然债务融资的财政刺激不会带来更高的市场利率与挤出效应,但是额外的政府支出仍然会对市场配置造成过度干预,导致生产结构扭曲,这不利于长期增长与繁荣(Ravier & Cachanosky, 2015)。所以,奥地利学派和金融抑制理论坚决反对货币与财政当局在信贷泡沫破灭后试图通过抑制市场力量和暂停经济结构性改革的办法来重振经济。对于周期性经济衰退,政策制定者还是应该把通货紧缩看作是通胀繁荣期的必要纠正措施,帮助并依靠市场的力量去修正过度繁荣阶段不可持续的生产结构,促进经济重组。这种供给侧的调整是必要的,这一过程可能会付出“创造性破坏”的代价,但这是经济重回稳定与可持续发展的必由之路(van Riet, 2019)。对此,伯南克(Bernanke, 2019)秉持凯恩斯主义者一以贯之的立场,始终认为合理的适当的政策干预是有效的,不存在所谓的“扭曲”。不管是量化宽松还是传统的货币政策,只要它的目标是建立在充分就业和稳定价格相一致的金融条件之上,是为了消除价格和工资黏性、垄断竞争、信贷市场摩擦等造成的经济扭曲,那么这样的货币政策是“不扭曲的”。尤其是在经济衰退下,由积极的货币政策引导的资源配置应该更接近而不是更远离自由竞争的价格理想。

这场争议依旧反映了主张政府干预的凯恩斯学派与主张自由市场的奥地利学派在经济管理哲学上的长期分歧,争议的核心还是关于经济增长的路径是依靠政府的作用来推动还是依赖市场效率来创造繁荣。争论永不止,观点无绝对,但政策取舍的关键在很大程度上与外生冲击的经济破坏力以及国家和公众对经济衰退的忍耐程度密切相关。

五、结束语

伯南克的危机经济理论与实践为各国央行了解与应对金融危机提供了新的视野与新的可选择的政策工具。在经济高度金融化的时代,金融危机最初是以金融恐慌的形态迫使金融部门资产负债表衰退从而引发的一种货币形态的危机,这种货币形态的危机如果不能及时控制,就会通过金融加速器演变成实物形态的经济危机。因此,当金融系统遭受重创时,抑制金融恐慌是央行应对危机的第一步。当经济面临重大冲击或发生经济危机时,央行可以启动信用传导机制,借鉴或创造新的政策工具来弥补传统货币传导机制的失灵或不足,直达实体经济,切实降低企业与家庭的额外融资成本,改善私人部门的信用条件。但是政策实施的效果依赖于初始金融条件,因此要不断完善金融制度与金融市场,尽量使系统性金融风险更多的是因外生冲击而被动生成,而不是源于金融与经济体系的缺陷内生而成。在开放经济下,国际货币金融体系缺陷会使金融与经济危机具有更广泛的传染性与更持久的破坏性。正视全球失衡的结构性根源,重塑多元平衡的国际货币金融格局,形成相互制衡的外部约束机制,是督促主导国家重回谈判桌进行政策协商与合作以避免全球危机再次发生的充要条件。当然,伯南克在应对危机时的教训也让各国货币政策制定者们意识到现有的宏观经济管理工程仍然存在明显的缺陷。例如,宏观经济标准模型没有充分地考虑信贷市场、金融周期等因素的影响,金融监管总是滞后于金融创新,资产价格波动情况无法及时反馈在通货膨胀指数上,在灵活的通货膨胀目标制下央行似乎对资产价格波动过于宽容而对物价水平的波动过于迟钝,等等。这些问题都使得许多国家的央行对资产泡沫或通货膨胀的反应滞后,最终延误了货币政策调控的时机,而且现有的货币政策工具箱在应对后金融危机时代的经济长期衰退问题与各种未预期到的冲击时总显得后劲不足,缺乏长效机制。不过,对金融危机的后知后觉并不能否定伯南克作为著名的经济学家、美联储前主席在危机经济学上的重要贡献,也不能否定他在大危机来临时行动上的果敢与在历史上的重要作用。用伯南克《行动的勇气》的一句话来说:“在所有危机当中,都会有两类人:敢于行动者,以及惧怕行动者。”

参考文献:

向松祚 邵智宾,2008:《伯南克的货币理论与政策哲学》,北京大学出版社。

Bernanke, B. S. (2000), *The Essays on Great Depression*, Princeton University Press. 中译本题名:《大萧条》,宁芳秀与寇文红译,东北财经大学出版社 2013 年版。

Bernanke, B. S. (2013), *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, Princeton University Press. 中译本题名:《金融的本质》,巴曙松译,中信出版集团 2014 年版。

Bernanke, B. S. (2015), *The Courage to Act, A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*, W. W. Norton & Company. 中译本题名:《行动的勇气:金融风暴及其余波回忆录》,蒋宗强译,中信出版集团 2016 年版。

Bernanke, B. S. (2022), *21st Century Monetary Policy: The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19*, W. W. Norton & Company.

Bernanke, B. S. et al(1999), *Inflation Targeting: Lesson from the International Experience*, Princeton University Press. 中译本题名:《通货膨胀目标制:国际经验》,孙刚等译,东北财经大学出版社 2013 年版。

Bernanke, B. S., T. F. Geithner & H. M. Paulson(2019), *Fire Fighting: The Financial Crisis and Its Lesson*, Penguin USA. 中译本题名:《灭火:美国金融危机及其教训》,冯毅译,中信出版集团 2019 年版。

Bernanke, B. S. (1983a), “Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression”, *American Economic Review* 73(3):257-276.

Bernanke, B. S. (1983b), “Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment”, *Quarterly Journal of Economics* 98(1): 85-106.

Bernanke, B. S. (1986), “Employment, hours, and earnings in the depression: An analysis of eight manufacturing industries”, *American Economic Review* 76(1):82-109.

- Bernanke, B. S. (1995), "The macroeconomics of the Great Depression: A comparative approach", *Journal of Money, Credit and Banking* 27(1):1-28.
- Bernanke B. S. (2005), "The global saving glut and the U. S. current account deficit", A speech at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, Apr 14.
- Bernanke, B. S. (2008), "Remark on the economic outlook", A speech at the International Monetary Conference, Barcelona, Spain, June 3.
- Bernanke, B. S. (2009), "Asia and the global financial crisis", A speech at the Federal Reserve Bank of San Francisco's Conference on Asia and the Global Financial Crisis, Santa Barbara, California, Oct 19.
- Bernanke, B. S. (2010), "Monetary policy and the housing bubble", A speech at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, Jan. 3.
- Bernanke, B. S. (2011), "Global imbalances-Links to economic and financial stability", A speech at the Banque de France Financial Stability Review Launch Event, Paris, France, Feb. 18.
- Bernanke, B. S. (2018), "The real effects of the financial crisis", BPEA Conference Drafts, *Brookings Papers on Economic Activity* (Sept):13-14.
- Bernanke, B. S. (2019), "Monetary policy in new era", in: O. Blanchard & L. H. Summers (eds), *Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession*, MIT Press.
- Bernanke, B. S. (2020), "The new tools of monetary policy", *American Economic Review* 110(4): 943-983.
- Bernanke, B. S. & A. S. Blinder(1988), "Credit, money and aggregate demand", *American Economic Review* 78(2): 435-439.
- Bernanke, B. S. & K. Carey(1996), "Nominal wage stickiness and aggregate supply in the Great Depression", *Quarterly Journal of Economics* 111(3):853-883.
- Bernanke, B. S. & M. Gertler(1989), "Agency costs, net worth, and business fluctuations", *American Economic Review* 79(1):14-31.
- Bernanke, B. S. & M. Gertler(1995), "Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission", *Journal of Economic Perspectives* 9(4):27-48.
- Bernanke, B. S. & M. Gertler(2000), "Monetary policy and asset price volatility", NBER Working Papers, No. 7559.
- Bernanke, B. S. & H. James(1991), "The gold standard, deflation, and financial crisis in the Great Depression: An international comparison", in: R. G. Hubbard(ed), *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago Press.
- Bernanke, B. S. , M. Gentler & S. Gilchrist(1996), "The financial accelerator and the flight to quality", *Review of Economics and Statistics* 78(1):1-15.
- Bernanke, B. S. , M. Gentler & S. Gilchrist(1998), "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", NBER Working Paper, No. 6455.
- Bertaut, C. et al(2012), "ABS inflows to the United States and the global financial crisis", *Journal of International Economics* 88(12): 219-234.
- Borio, C. (2014), "The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?", *Journal of Banking & Finance* 45(8):182-198.
- Borio, C. & P. Disyatat(2011), "Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?", BIS Working Papers, No. 346.
- Borio C. et al(2017), "Why so low for so long? A long-term view of real interest rates", BIS Working Papers, No. 685.
- Borio, C. et al(2019), "What anchors for the natural rate of interest?", BIS Working Papers, No. 777.
- Caballero, R. et al(2008), "An equilibrium model of 'global imbalances' and low interest rates", *American Economic Review* 98(1):358-393.
- Fisher, I. (1933), "The debt-deflation theory of Great Depressions", *Econometrica* 1(4):337-357.
- Friedman, M. & A. J. Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States: 1867-1960*, Princeton University Press.
- Furman, J. & L. Summers(2019), "Who's afraid of budget deficits?", <http://larrysummers.com/2019/01/28/whos-afraid-of-budget-deficits/>
- Hoffmann, M. & I. Stewen (2020), "Holes in the dike: The global savings glut, U. S. house prices, and the long

- shadow of banking deregulation”, *Journal of the European Economic Association* 18(4):2013—2055.
- Ravier, A. O. & N. Cahanosky (2015), “Fiscal policy in capital-based macroeconomics with idle resources”, *Journal of Private Enterprise* 30(4):81—95.
- Reinhart, C. M. & K. S. Rogoff(2011), *A Decade of Debt*, Peterson Institute for International Economics, Washington DC.
- Reinhart, C. M. & M. B. Sbrancia(2015), “The liquidation of government debt”, *Economic Policy* 30(82):291—333.
- Roubini, N & S. Mihm(2010), *Crisis Economics*, Penguin Press.
- Sá, F. et al(2014), “Capital inflows, financial structure, and housing booms”, *Journal of the European Economic Association* 12(2):522—546.
- Summers, L. H. (2014), “U. S. economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound”, *Business Economics* 49(2):65—73.
- Summers, L. H. (2015), “Demand side secular stagnation”, *American Economic Review* 105(5):60—65.
- Taylor, J. (2007), “Housing and monetary policy”, NBER Working Paper, No. 13682.
- Taylor, J. (2009), “The financial crisis and the policy responses: An empirical analysis of what went wrong?”, NBER Working Paper, No. 14631.
- Taylor, J. (2012), “Monetary policy rules work and discretion doesn’t: A tale of two eras”, *Journal of Money, Credit and Banking* 44(6):1017—1032.
- van Riet, A. (2019), “Monetary policy and unnatural low interest rates: Secular stagnation or financial repression?”, *Review of Economics* 70(2): 99—135.

Ben Bernanke’s Contribution to Crisis Economics and the Resultant Controversy

YE Liwei

(Fujian Normal University, Fuzhou, China)

Abstract: Ben S. Bernanke, the former chairman of the Federal Reserve, is recognized as a famous economist in the field of financial crisis, and shared the Nobel Memorial Prize in Economic Science in 2022 for his outstanding contributions to the “research on banking and financial crisis”. From the perspective of crisis economics and based on Bernanke’s personal special experience, this paper firstly summarizes his contribution to crisis economics from two aspects of financial crisis transmission and crisis response policy in detail. And then it summarizes Bernanke’s contribution to overcoming the crisis of traditional macroeconomic theory from three aspects: correcting the theory and model of business cycle; making up for the deficiencies of traditional monetary theory; innovating tools for measuring transaction costs. Finally, it combs and comments on the academic controversy caused by Bernanke’s response to the crisis since the subprime crisis from four aspects: the failure of crisis prediction; the main cause of the crisis leading to the Great Recession; the root cause of the crisis; the unconventional monetary policy. This review aids researchers to have a more comprehensive and in-depth understanding of Bernanke’s academic thoughts and contributions, as well as his impact on the world economy.

Keywords: Ben Bernanke; Crisis Economics; the Nobel Memorial Prize in Economic Science

(责任编辑:刘洪愧)

(校对:刘新波)