

全球金融危机十年:经验、教训与启示*

李宏瑾

[摘要]2008年全球金融危机爆发后,各国通过强有力的市场救助政策有效提振了市场信心,迅速稳定了金融体系,恢复了金融市场功能。但是,由于过度依赖货币政策,财政政策及其他结构性改革进展缓慢,非常规货币政策在产出通胀等货币政策最终目标的作用并不理想,由此引发了资产泡沫加剧、经济不确定性增加、政策协调困难、政策外溢性明显等诸多弊端,一定程度上制约了各国经济复苏和货币政策正常化的进程。由于良好经济基本面支撑、较多的风险应对手段、更为灵活的政策安排等因素,新兴经济体成功吸取了此前数次危机冲击的经验,在此次全球金融危机中表现良好。在经过整整十年之后,总结各国危机应对的经验教训,对当下中国打好防范重大风险攻坚战、顺利实现新时代经济高质量发展,具有至关重要的意义。

关键词:全球金融危机 经验教训 政策启示

JEL 分类号:E50 E52 E58

一、引言

肇始于美国次贷危机的全球金融危机已经十年。自由放任的金融监管、过快增长的信贷及过于宽松的货币政策等因素共同导致了系统性风险的大量积聚和最终爆发。虽然 Greenspan(2008)将此次全球金融危机喻为“百年一遇的金融海啸”,美国经历了第二次世界大战以来持续时间最长的经济衰退,但全球金融危机的严重程度远不及“大萧条”。根据 NBER 的数据,19 世纪中叶以来美国至少有 7 次衰退的持续时间要远远超过此次全球金融危机。根据 Gordon and Krenn(2010)的测算,在“大萧条”最严重时期,美国产出缺口一度达到最低的 -61.7% (1932 年 3 季度)。而且,根据 IMF 的估算,自全球金融危机以来美国产出缺口在 2009 年为最低的 -4.649%。

不过,毕竟全球金融危机冲击导致各国潜在产出水平出现了永久性损失(Cerra and Saxena, 2008; Summers, 2015),各国经济不得不告别长达二十多年之久的“大缓和”时代并进入“大衰退”。与危机后经济将迅速反弹并强劲复苏的预期不同,主要发达经济体复苏进程十分缓慢并且存在着很多不确定性,政策效果远远逊于预期。为此,Summers(2013)重新提出由 Hansen(1939)首创的“长期性停滞”(Secular Stagnation)假说,与之类似的世界经济“新常态”(New Normal)、“新中性”(New Neutral)、“新平庸”(New Mediocre)等对世界经济的悲观看法一度引起广泛讨论。在经过整整十年之后,总结各国危机应对的经验教训,对当下中国打好防范重大风险攻坚战、顺利实现新时代经济高质量发展,具有至关重要的意义。

* 李宏瑾,中国金融四十人论坛,中国人民银行研究局。

二、应对全球金融危机的成功经验

全球金融危机对各国金融体系造成了严重的系统性冲击,但基于“大萧条”的教训和第二次世界大战后各国应对金融危机的经验,在各国强有力政策应对下,动荡的全球金融市场很快得到稳定,各国失业率逐步下降,实体经济明显企稳。在美国正式开启加息缩表之后,英国和欧元区也相继着手货币政策的正常化进程。

(一)中央银行危机救助和非常规货币政策在稳定金融市场、促进经济复苏等方面发挥了不可替代的重要作用

当经济受到系统性危机冲击并陷入衰退时,经济事实上面临着通货紧缩的压力,政策的主要任务是稳定金融市场并刺激经济复苏。特别是,由于金融市场流动性迅速枯竭导致金融市场功能受到严重损害,危机期间中央银行应切实履行“最后贷款人”职责,确保金融体系稳定(Fischer,2016)。在危机救助和流动性支持方面,除了传统的贴现窗口对金融机构提供流动性支持外,美联储大量创新政策工具向金融市场提供流动性(如短期拍卖工具,TAF,主要交易商贷款工具,PCF,短期证券贷款工具,TSLF,等等),成功消除了恐慌情绪,金融市场逐步回归常态(Domanski et al., 2014)。在货币政策方面,各国在采取超低(零)利率政策的同时,还开展了量化宽松、前瞻性指引等大量非常规货币政策。基于对20世纪30年代“大萧条”的经验认识(Bernanke,1995),尽管名义利率水平可能已经非常低,但实际利率仍然非常高,因此各国降低政策目标利率的政策是合适的(Taylor,2010)。而且,在危机和市场动荡的情况下,即使是零利率对于经济增长也可能无能为力。为此,只能采取非常规政策手段,通过中央银行资产负债表的变化,购买债券扩张中央银行资产规模,向经济注入大量资金,以此促进经济的稳定和恢复。为了加强预期引导,各国还开展了大量前瞻性指引政策。大量经验研究表明,量化宽松的非常规货币政策有效稳定了金融市场条件,避免了全球金融危机和欧债危机爆发之后,金融环境的进一步恶化,在降低失业率并稳定通货膨胀率方面起到了很好的作用(Borio and Zabia,2016)。前瞻性指引政策强化了市场低利率预期,有效促进了失业和通胀的稳定(Ball et al., 2016)。

(二)以市场化原则对问题金融机构开展救助,切实防范“大而不倒”和道德风险

美联储在对问题金融机构进行救助时,始终坚持市场化的原则,尽量通过金融市场体系化解金融风险。1998年美国长期资产公司破产处置中,美联储主要发挥协调作用,成功通过市场力量处置了问题机构。在此次次贷危机和全球金融危机救助和应对过程中,美联储也始终坚持了市场化风险处置的原则(Bernanke,2010)。在2007年次贷危机至2008年9月全球金融危机爆发之前,美联储主要是依靠金融市场的自我调整和传统的央行流动性支持,这在贝尔斯登和美林银行的处置中表现得非常明显。美联储主要是通过流动性过桥贷款的方式,协调摩根大通和美国银行收购这两家问题机构。目前,争议比较大的是对雷曼兄弟公司和AIG的不同处置方式。不过,事实上,美联储采取了与贝尔斯登和美林银行类似的方式处理雷曼兄弟公司问题。但是,一方面,由于在此之前美国政府接管了具有系统性风险的“两房”,金融市场迅速恶化使得美联储牵头处置雷曼兄弟公司的努力没有取得成功;另一方面,美联储对AIG的系统重要性进行了认真评估,对其推出了一系列流动性和信贷工具开展救助(如循环贷款、证券出借工具,等等),以避免AIG倒闭对全球金融体系的系统性冲击(Bernanke, 2013; Dudley,2017)。由此可见,对雷曼兄弟公司和AIG处置的不同,主要是两者对(全球)金融系统性风险的重要性不同,而且美联储根据市场化原则在雷曼兄弟公司处置中已经做了最大努力。

另外,中央银行在发挥最后贷款人功能向金融体系提供流动性时,实际上是要求中央银行向仍稳健经营且有足够优质抵押品的金融机构以足够高的利率提供贷款,以排除非紧急资金需求,这就是所谓的Bagehot原则(Bagehot's Principle,或Bagehot's Dictum,Laidler,2002;Bordo,2014)。只有这

样能够在可控的利率水平下维护金融市场功能,以避免资产过度扩张和道德风险。从全球金融危机后美联储的各项危机救助和量化宽松政策(特别是QE1)来看,除了对金融体系进行严密的风险监测外,美联储还严格执行抵押品政策,发放的所有贷款均要求介入方提供美联储认可的抵押品,美联储一般会在抵押品价值基础上减去一定的折扣,并根据介入资金机构实时的风险财务状况,要求其补充抵押品数量。类似地,欧央行、英格兰银行也都在危机救助中明确抵押品要求,从而确保中央银行信贷资金安全,有效避免道德风险,这在全球金融危机后的金融稳定和货币政策有效性方面,发挥了非常重要的作用(Bindseil,2014)。

(三)中央银行应更加关注宏观审慎政策工具,在维护金融稳定和金融监管中发挥更大的作用

传统观点认为,所有单个机构的安全经营就等于整体金融安全,价格稳定就能够自动实现经济金融稳定,只要物价保持稳定就能够自动实现经济和金融体系的稳定运行(Mishkin,2011,2014)。因此,中央银行只需关注经济周期和通货膨胀,就能够顺利实现货币政策最终目标,而不应关注资产泡沫,仅须在泡沫破灭后进行清理(Greenspan,2002)。全球金融危机爆发之前,虽然主要发达经济体物价走势非常稳定,但是资产价格(特别是房地产价格)明显上涨,积累了大量风险。以物价稳定等为表征的经济周期来实施宏观调控显然已经不够,传统的单一调控框架存在着明显缺陷,难以有效应对系统性金融风险(Borio,2014a)。中央银行应当更加关注金融周期的变化,引入宏观审慎政策,更好地兼顾不同市场和主体的差异,应对房地产等金融市场顺周期性。货币政策主要针对整体经济和总量问题,侧重于物价水平的稳定,以及经济和就业增长;宏观审慎政策则直接和集中作用于金融体系本身,侧重于维护金融稳定和防范系统性金融风险,两者相互补充和强化(Shin,2016)。全球金融危机后,健全宏观审慎政策框架,并与货币政策相互配合,成为各国中央银行政策框架的重要发展方向。

尽量减少金融管制是危机前金融监管的指导思想,危机前将监管职能从中央银行分离进一步加大了金融监管的真空,影子银行的迅猛发展成为此次全球金融危机的重要根源。而且,全球金融危机的爆发表明,在出现系统性风险情况下,即使是良好的微观审慎监管也无法有效应对系统性风险,中央银行必须及时掌握金融机构的监管信息,在金融稳定中发挥更大的作用(Borio,2014b)。为此,各国在加强金融监管的同时,都对金融监管体系进行了改革,赋予中央银行在金融稳定和金融监管更大的职责。英国取消了1997年从央行分离出来的负责微观监管的金融服务局,由英格兰银行全面负责金融监管;2010年7月通过的《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法》,加强了美联储的金融监管权力,明确赋予美联储维护金融稳定的宏观审慎监管权,突出了中央银行系统性风险管理的主体地位,并以美联储下设的消费者保护局统筹负责并加强金融消费者保护;欧盟层面,设立欧洲系统性风险理事会(ESRB)负责宏观审慎顶层协调,绝大多数成员为各成员国中央银行行长;成立行业监管局,负责微观审慎规制统一和监管协调;建立单一监管机制(涵盖全部欧元区成员国和自愿加入的非欧元区欧盟成员国),赋予欧央行银行业最高监管人角色,直接监管系统重要性银行。

(四)对问题金融机构的国有化和扩张性财政政策,成功稳定了金融市场的信心

在“华盛顿共识”之后(Williamson,1990),政府尽量不干预经济运行和国有企业民营化一度成为各国的主流政策。全球金融危机爆发后,由于金融市场迅速恶化,而且金融体系规模及其对实体经济的影响已远远超过之前历次危机(Claessens et al., 2012),因此各国政府突破了传统政策的束缚,全面担保银行存款或提高存款保险的上限,对问题金融机构开展了国有化措施在内的非常规政策,收购或担保金融机构不良资产,动用纳税人资金向问题金融机构直接注入资本金。例如,美国政府出台7000亿美元“问题资产纾解计划(TARP)”,原本用于通过所谓逆向拍卖的方式来帮助问题金融机构,转卖丧失了流动性的按揭贷款及其支持证券。但在2008年9月中旬的市场“大恐慌”后,美国财政部决定动用1250亿美元的TARP资金向美国九家大型金融机构直接注资。英国和德国政府也各自动用了数千亿美元的纳税人资金处置金融危机。应当说,各国政府对金融机构

的注资和国有化政策成功稳定了金融市场,取得了良好的效果。在金融市场稳定之后,各国政府都适时退出或将资产转让给央行,大部分情形下还取得了不错的盈利。例如,2009年美联储净收入达到521亿美元,向美国财政部上缴461亿美元的利润,创下了美联储1914年成立以来的历史最高盈利纪录(FED,2010)。另外,全球金融危机后,各国都增加发行国债和赤字,采取积极的财政政策,主要经济体政府杠杆率明显上升。根据BIS的数据,发达经济体政府宏观杠杆率由2007年的71.4%上升至2016年的105.6%。扩张性财政政策短期内有效拉动国内的消费和投资需求,尤其是在政府实施赤字财政的情况下,通过政府支出的杠杆效应,能够带动民间和私营部门的投资,而减税和补贴政策,则可以增加消费者的可支配收入,达到刺激消费的目的。

三、全球金融危机中的教训

虽然当前各国的经济状况已明显好转,即使是日本在全球金融危机爆发十年后,2018年以来的增长和通胀表现都要好于预期。但是,从主要发达国家实际经济表现来看,很难说当前各国经济已经恢复到危机前的“常态”。尽管各国经济企稳回升,但整体水平普遍低于危机前的状态,主要经济体政策(特别是货币政策)仍未完全脱离危机救助状态,政策正常化步伐仍然艰难且缓慢。可以说,全球金融危机的阴影仍在,经济前景的不确定性仍然很高。

(一)过度依赖货币政策无法从根本上解决经济深层次结构性问题,容易导致财政赤字货币化

虽然各国和地区也采取了扩张性的财政政策,但财政空间有限,特别是受体制性障碍,各国和地区(特别是欧元区和日本)无法有效通过深刻的结构性改革和财政政策促进经济增长。全球金融危机后,美国、英国和欧盟政府累计使用了超过一万亿美元的公共资金,通过直接注资、担保存款负债或担保不良资产等方式,对金融体系进行救助,但这与美联储在首轮量化宽松政策的执行期间购买的1.725万亿美元资产相差甚远。正是由于财政政策、社会保障等深层次结构性改革进展缓慢,美国劳动参与率(特别是青年人口和女性)明显下降,这是全球金融危机后美国经济增长乏力的重要原因(Taylor,2016)。

然而,仅依靠货币政策本身无法解决经济深层次问题,中央银行非常规货币政策承担了过多的政策目标 and 政治负担(Claessens et al.,2012;Taylor,2016)。货币政策压低市场利率效果不彰很大程度上是由于扩张性财政政策,财政政策和货币政策协调更加困难。大量研究表明,虽然美联储的量化宽松和资产负债表扩张有效地压低了市场的期限溢价和中长期利率,但由于国债的大量发行,中长期利率下降幅度非常有限,就业和通胀的复苏效果并不明显(Engen et al.,2015;Bonis et al.,2017)。Greenwood et al.(2014)也发现,量化宽松政策降低了美国长期利率137个基点,但由于财政部大量发行长期国债促使利率上升了48个基点。对货币政策的过度依赖和加强政策协调的主张,也可能增加中央银行与财政部利益冲突(Powell,2014)。直接购买政府债券等政策进一步扭曲了经济和政策决策方式(Hoogduin and Wierds,2012;Issing,2014),货币政策基本上由财政政策主导,中央银行将不得不屈从于政治压力而为财政融资,这很有可能投放过多的货币并推升通货膨胀,并进一步降低财政负担,这其实就是将财政赤字货币化,损害中央银行决策的自主性(Blommestein and Turner,2012;Bayoumi et al.,2014)。

(二)持续低利率和非常规货币政策促进产出的长期作用并不明显,反而可能加剧资产泡沫和经济脆弱性

虽然低利率和非常规货币政策能够有效促进经济复苏反弹,但大量研究表明,量化宽松等非常规货币政策的刺激作用仅在短期有效,对产出物价等货币政策最终目标的长期效果并不理想(Gambacorta et al.,2012;Filardo and Nakajima,2018)。量化宽松政策很可能挤出私人投资,因为中央银行的资产购买主要是压低中长期无风险利率,但对信用债券利率的影响并不明显(Swanson,

2017)。企业风险溢价上升和银行惜贷导致政策利率与贷款利率的利差进一步扩大,压低长期无风险利率无法有效改善信用利差,从而抑制企业投资和经济增长(Gambacorta et al., 2014; Salachas et al., 2017)。不同的前瞻性指引方式的政策效果存在一定的差异,过度基于定量和时间的前瞻性指引(如未来政策利率变化的具体时间路径)的政策效果并不稳健,并将损害货币政策的声誉(Feroli et al., 2016)。对于未来可能的货币政策路径的过多沟通最终可能限制中央银行追求最优的货币政策路径(Powell, 2016)。因而,目前美联储主席 Yellen (2016, 2017) 在实践中逐步减少了对前瞻性指引的依赖,更倾向于依靠数据(Data Dependent)进行决策。过低或长期的负利率将增加储蓄的沉没成本,当沉没成本超过储蓄所带来的便利性和安全性等好处时,储户会将储蓄转变成现金,这将弱化银行在利率传导中的作用,挤压银行和保险机构的资金来源和盈利,扭曲金融市场功能(Borio and Zabai, 2016; Florian et al., 2018)。

另外,长期持续低利率政策反而可能加剧资产泡沫和金融系统性风险。一方面,2001年以来主要国家政策利率长期偏离于 Taylor 规则所揭示的正常水平(IMF, 2008),致使影响实体经济的长期利率走势发生了明显偏移,也即“格林斯潘之谜”(Smith and Taylor, 2009),这在很多经济学家看来是导致全球金融危机重要原因(Nikolsko-Rzhevskyy et al., 2014)。即使在全球金融危机后,各国货币政策也明显偏离货币政策规则,表现出明显的相机抉择倾向(Teryoshin, 2017)。另一方面,过低的利率只能促使人们更倾向于加大杠杆并承担更多的风险,从而强化货币政策传导的风险承担渠道(Borio and Zhu, 2008)。全球金融危机后,虽然实体经济增长乏力,但各国股票市场和房地产等资产价格早已恢复甚至超过危机之前的水平。因此,很多经济学家都强烈主张在金融市场基本稳定后就应着手加息和货币政策正常化(Taylor, 2016; Taylor and Cochrane, 2016)。

(三)非常规货币政策退出困难,金融监管、税收等政策存在过度调整,影响经济复苏进程

各国资产价格攀升和经济不确定性增加,影响了中央银行非常规货币政策退出进程。美联储 2016 年仅加息 1 次,明显少于年初市场预期,就与各国金融市场动荡密切相关(Yellen, 2016)。危机应对政策和量化宽松政策使得中央银行资产期限错配更加严重,加息等货币政策正常化政策将加大央行风险暴露,很有可能侵蚀中央银行的资本金,增加了决策难度(Mishkin, 2014; Sims, 2016)。事实上,各国对非常规货币政策的过度依赖也表明了非常规政策边际效果的下降和不得已的政策选择。例如,日本在危机后恢复零利率和量化宽松政策,2013 年实行同时盯住基础货币数量的质化量化宽松政策(QQE)和 2016 年 2 月实行负利率政策,2016 年 9 月实行收益率曲线控制政策。但是,日本银行实际上面临着无债可买的困境(Fudea-Samikawa and Takano, 2017),日本银行事实上也缩小了国债购买规模,控制收益率曲线实际上就是为了纠正负利率政策(过度压低金融市场利率)和债券数量限制的副作用(Shirai, 2017)。

与中央银行过度依赖非常规货币政策类似,作为应对全球金融危机冲击的加强金融监管、调整税收等政策,也可能存在政策调整过度。全球金融危机后各国监管当局都加强了金融监管,如全球金融危机直接催生了更为严格的“巴塞尔协议 III”,“沃尔克规则”是美国“多德·弗兰克”法案的核心。同时,由于危机应对导致各国财政赤字增加,而收入分配和贫富差距也是危机后各国讨论的重要话题(Piketty, 2013),因而很多国家都着手税收政策(特别是对资本利得税)的调整。金融监管加强和税收政策调整的不确定性,使得投资者对国债等无风险金融资产的需求上升,从而加大了资产的风险溢价,经济主体对风险表现出极端厌恶(Hall, 2016)。危机后由政府部门发行的无风险安全资产(国债)供给明显下降,2011 年占 GDP 的比重不及危机爆发前 2007 年的一半,进一步加剧了投资者的风险厌恶(Caballero and Farhi, 2014),因而投资、消费和经济增长处于较低水平。正如“管制-金融创新-再管制”的循环往复的过程(Dagher, 2018),由此也可以理解近年来,各国出现的放松金融监管、减税等政策的变化。

(四) 各国非常规货币政策外溢性更加明显, 容易引发竞争性贬值和各国共同停滞

全球金融危机之前, 出于贸易竞争的需要, 各国主要采取盯住美国的货币政策, 汇率弹性明显下降, 由此主要发达经济体货币政策也随着美国货币政策偏离政策规则水平而被长期压低, 即使危机之后仍是如此 (Hofmann and Bogdanova, 2012; Shin, 2016)。持续的超低(零)利率政策限制了传统的流动性效应, 这也意味着传统货币政策传导国内渠道效率的下降。特别是, 目前采取负利率政策的国家主要是与欧央行密切相关的小型开放经济体 (Bech and Malkhozov, 2016)。负利率政策隐含的目标之一就是维持汇率稳定, 甚至是汇率贬值 (Palley, 2016), 这意味着货币政策传导国内渠道的完全失效, 只能依靠外部货币条件的改善来刺激经济增长 (Borio, 2016)。

事实上, “大萧条”的经验表明, 竞争性贬值对经济复苏没有任何作用。“大萧条”后各国纷纷抛弃金本位制并开始竞争性贬值后, 发现货币战对改善国际收支的意义不大, 因而开始联手干预外汇市场并稳定汇率, 并在 1936 年签署了“英美法三方协议”, 共同协调货币政策, 逐步扭转了各自不利的局面 (Eichengreen and Temin, 2010)。Eggertsson et al. (2016) 的理论分析表明, 在超低利率环境下的国际资本流动将向外传导经济衰退; 以提高经常账户盈余为目的而采取的货币扩张和汇率贬值措施都是以邻为壑的政策, 只有积极的财政政策才能减少政策的负面效果并具有正的外部性, 走出长期性停滞。在强调国际政策协调的同时, 根本上还是需要各国进行正确的国内决策, 通过灵活的汇率政策确保货币政策的自主性和有效性 (Taylor, 2013; Bordo and Taylor, 2017)。

四、新兴经济体危机应对的经验

2008 年全球金融危机是布雷顿森林体系解体后, 第一个源自成熟发达经济体的国际金融危机。虽然全球金融危机对包括中国在内的新兴经济体也带来了巨大的冲击, 但总体来看, 全球金融危机对新兴经济体的冲击明显小于发达经济体。新兴经济体率先在危机后迅速复苏反弹, 危机后对世界经济增长的贡献远超发达经济体。危机全面爆发前的 2007 年, 新兴经济体占全球 GDP 的比重不到 40% (39.56%), 之后占全球产出的大幅上升, 2016 年占比高达 63.2%。根据 IMF 的估计, 2022 年新兴经济体占全球产出的比重将接近 80% (78.13%)。新兴经济体在全球金融危机中的良好表现, 很大程度上得益于 20 世纪 80 年代拉美债务危机、20 世纪 90 年代东亚金融危机和 21 世纪初新兴市场国家货币危机的教训 (Kenc et al., 2015), 各国对经济结构、政策体系进行了积极的调整, 有着足够的经验和政策空间应对危机冲击。

(一) 新兴经济体危机爆发前经济基本面明显好于发达经济体, 充足的外汇储备有效抵御了金融危机冲击

与发达国家经济增长更多依赖金融业不同, 新兴经济体的增长主要源于国际贸易和本国劳动力比较优势的充分发挥, 要素投入和要素效率的增加是其经济增长最主要的推动力。尽管国际贸易渠道对小型开放新兴经济体的增长造成了一定负面影响, 但随着发达国家经济企稳和新兴经济体的强劲复苏, 国际贸易下降的负面影响有限 (Didier et al., 2011)。而且, 在全球金融危机爆发前, 新兴经济体金融体系相对简单, 对发达国家过度金融创新的风险暴露头寸并不大, 这也使其受危机冲击的影响相对较小。特别是, 在拉美债务危机和东亚金融危机后, 为提高抵御外部冲击的能力并稳定经济增长, 新兴经济体加大了预防性外汇储备积累 (Bussiere et al., 2015)。自 20 世纪 90 年代末以来, 新兴经济体外汇储备规模迅速增长并在 2005 年超过发达经济体, 充足的外汇储备在应对全球金融危机冲击中发挥了非常重要的作用 (Aizenman and Hutchison, 2012)。

(二) 货币和财政政策空间较大, 大规模刺激政策有力促进经济迅速复苏

在东亚金融危机中, 印尼等国采取了 IMF 主张的紧缩性政策, 经济增长并未明显好转, 反而陷

入更严重的危机困境。为此,在全球金融危机后,新兴市场国家果断采取了前所未有的大规模货币和财政刺激政策。由于新兴经济体经济基本面明显好于发达经济体,其政策刺激的空间较大(Didier et al.,2011)。尽管受危机冲击相对较小,但新兴经济体都大幅降低了货币政策利率,各国平均降息高达300个基点,与发达国家320个基点非常接近。由于经济增速和通胀压力相对较高,风险溢价较大,因此新兴经济体货币政策利率仍保持在较高水平,并未面临发达经济体零利率下界问题。危机爆发前,新兴经济体政府公共财政表现更为稳健,这也增强了其财政扩张的能力,政府支出力度远超过了其以往危机应对的力度(IMF,2010)。与发达经济体政府加杠杆企业降杠杆不同,在大规模货币和财政政策刺激下,新兴经济体企业信贷迅速上升,2009年非金融企业杠杆率为73.4%,较2008年上升了17.1个百分点,货币信贷快速扩张有力促进了新兴经济体快速复苏。

(三)较早开展宏观审慎政策探索,有效管理金融顺周期和跨部门风险

由于新兴经济体经济和金融市场发育程度有限,市场信息不对称现象更为普遍,不同市场主体间的差异较大,完全通过价格总量货币政策无法有效实现政策目标。因此,宏观审慎政策对新兴经济体维护金融稳定、有效实现货币政策最终目标等更为重要(Arslan and Upper,2017)。事实上,早在亚洲金融危机之后,很多东亚国家就充分认识到宏观审慎政策的重要性,除了积累大量预防性的外汇储备外,还在资本跨境流动、区域性差异化房地产杠杆率等方面,进行了大量宏观审慎政策尝试(Upper,2017)。当时很多具有争议性的宏观审慎政策(如对国际资本流动的“托宾税”、危机期间的资本临时性资本管制政策),在此次全球金融危机后也得到了IMF、BIS等国际组织的广泛认同(Blanchard et al.,2010)。

(四)更加灵活的汇率安排增强了货币政策的自主性,有效化解外部冲击风险

僵化的汇率安排是拉美债务危机、东亚金融危机和21世纪初新兴市场国家货币危机的共同教训。虽然各国都力图通过汇率稳定增强金融市场的信心,但国际金融危机的经验表明,发生国际支付和货币危机的国家主要是由于汇率的“浮动恐惧”,延缓了改革和经济调整的有利时机,而采用更灵活汇率安排的国家,外部冲击导致的货币金融危机的情况则比较少见(Laeven and Valencia,2008,2012)。因此,在全球金融危机之前,很多新兴经济体都采取了更为灵活的汇率安排(Silva,2015),这在此次危机应对中发挥了重要的作用。而且,全球金融危机之后,俄罗斯等新兴经济体遭受巨大冲击,最终都是通过汇率的充分调整,更好地发挥宏观经济外部稳定器的作用,确保了货币政策的自主性,有效缓解了外部冲击风险。

五、对中国的启示

总体而言,全球金融危机后各国强有力的危机救助、非常规货币政策和财政政策有效提振了市场信心,市场化救助方式有效避免了道德风险,成功稳定了金融市场条件,促进了经济反弹。但是,由于各国应对危机时过度依赖货币政策,财政政策及其他结构性改革进展缓慢,非常规货币政策边际效果有限,容易引发资产泡沫,加大经济的不确定性,致使政策退出更加困难,监管、税收等政策可能存在过度调整,影响了经济复苏进程,各国政策外溢性加大和货币决策自主性的下降,容易引发竞争性贬值和共同停滞。新兴经济体在此次全球金融危机中表现良好,与其吸取历次危机教训,经济基本面良好且积累了大量外汇储备,果断进行大规模政策应对、较早开展宏观审慎政策探索及灵活的汇率安排等经验密切相关。总结全球金融危机各国政策应对的经验和教训,对实现中国经济高质量发展具有非常重要的意义。

一是优化货币政策最终目标体系,配合财税制度和其他调控体系的现代化,推进经济结构转型。作为全球最大的新兴发展中转轨经济体,中国货币政策当局面临的约束条件更加复杂,但不同

政策目标和工具手段交叉重叠、相互干扰,容易引发政策的相机抉择。很多情形下不得不动被动配合其他政策(如地方债务置换),由此降低了货币政策的有效性,更不利于经济结构的顺利转型。应当认识到,货币政策并不能包打天下,今后应优化货币政策最终目标体系,深化金融市场发展,为财税制度和其他结构调整政策提供有利的金融市场环境,更好地推进经济结构转型升级。

二是健全货币政策与宏观审慎政策双支柱调控框架,加强中央银行在维护金融稳定中的核心作用。我国很早就开展了宏观审慎政策实践,在房地产杠杆、宏观审慎政策评估和跨境资本流动等方面进行了大量政策创新和尝试。今后,要按照中央金融工作会议和十九大的精神,进一步强化人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责,加强中央银行在维护金融稳定中的核心作用。

三是充分发挥存款保险机制的作用,以制度化、市场化的方式探索问题金融机构处置和风险控制机制。目前,我国尚未经历真正意义上的系统性金融危机冲击,问题金融机构的处置也主要是以个案方式进行。今后应以制度化、市场化作为指导方向,在发挥中央银行、微观监管机构作用的同时,充分发挥存款保险机制在避免道德风险、有序处置问题金融机构中的作用,健全完善中央银行合格抵押品机制,有效防范系统性金融风险。

四是加强中央银行在金融监管中的作用,做好监管政策协调,避免监管政策叠加对市场的过度冲击。目前,中国人民银行和存款保险机构并不掌握微观金融监管信息。今后,应当按照“三个统筹”要求,加强中央银行在微观金融监管(特别是对系统重要性金融机构)的作用,强化功能监管,加强监管政策协调,充分发挥中央银行金融稳定发展办公室的作用。

五是理顺货币政策工具体系,推动货币政策向价格调控方式转型,以均衡利率为目标开展稳健中性的货币调控。深化利率市场化改革,进一步减少人为干预和扭曲,尽快取消存贷款基准利率及对金融机构产品定价行为的干预,完善金融机构产品定价和风险管理能力,强化市场供求在利率形成中的作用。适当降低对准备金等数量工具的依赖,减轻金融机构负担,畅通利率传导机制,明确短端(隔夜)政策目标利率并以此为最主要调控手段。坚持稳健中性的货币政策,探索符合中国实际的简单稳健利率规则并以此为基础科学开展利率决策,将利率保持在适当合理的较高水平,为优化金融资源配置,促进经济结构转型,创造良好的货币条件。

六是推进汇率形成机制改革,深化外汇市场发展,提高货币政策的自主性。只有汇率机制的健全完善,才能够真正实现一国货币决策完全以国内目标为主。特别是,作为全球第二大经济体,中国的货币政策应以国内产出物价内部均衡为主,而非国际收支外部均衡,货币政策调控也应以利率货币内部价格目标而非汇率货币外部价格目标为主。今后应进一步深化外汇市场发展,完善汇率形成机制,充分发挥市场在汇率形成中的决定性作用,通过有弹性的汇率化解外部经济冲击,真正实现货币政策的自主性。

参考文献

- Aizenman, J. and M. Hutchison (2012): "Exchange Market Pressure and Absorption by International Reserves", *Journal of International Money and Finance*, 31, 1076-1091.
- Arslan, Y. and C. Upper (2017): "Macroprudential Frameworks", BIS Papers, No. 94, 1-5.
- Ball, L., Gagnon, J., Honohan, P. and S. Krogstrup (2016): "What Else Can Central Banks Do?", *Geneva Reports on the World Economy*, International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB).
- Bayoumi, T., G. Dell' Ariccia, K. Habermeier, T. Mancini-Griffoli and F. Valencia (2014): "Monetary Policy in the New Normal", IMF Staff Discussion Notes, No. 14/3.
- Bech, M. and A. Malkhozov (2016): "How Have Central Banks Implemented Negative Policy Rates?", *BIS Quarterly Review*, 3, 31-44.
- Bernanke, B. (2010): "Causes of the Recent Financial and Economic Crisis", Testimony before the Financial Crisis Inquiry Commission, Sep. 2nd.
- Bernanke, B. (2013): "The Federal Reserve and the Financial Crisis", *Economics Books*, Princeton University Press, No. 9928.

- Bindseil, U. (2014): *Monetary Policy Operations and the Financial System*, New York: Oxford University Press.
- Blanchard, O., G. Dell'Ariccia and P. Mauro (2010): "Rethinking Macroeconomic Policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, 42, 199–215.
- Blommestein, H. and P. Turner (2012): "Interactions between Sovereign Debt Management and Monetary Policy under Fiscal Dominance and Financial Instability", BIS Papers, No. 65, 213–238.
- Bonis, B., J. Ihrig and M. Wei (2017): "The Effect of the Federal Reserve's Securities Holdings on Longer-term Interest Rates", Board of Governors of the Federal Reserve System, *FEDS Notes*, April, 20th.
- Bordo, M. (2014): "Rules for A Lender of Last Resort", *Journal of Economic Dynamics & Control*, 49, 126–134.
- Bordo, M. and J. Taylor (2017): *Rules for International Monetary Stability*, Hoover Institution Press.
- Borio, C. and H. Zhu (2008): "Capital Regulation, Risk-taking and Monetary Policy", BIS Working Paper, No. 268.
- Borio, C. (2014a): "The Financial Cycle and Macroeconomics", *Journal of Banking and Finance*, 45, 182–198.
- Borio, C. (2014b): "The Great Financial Crisis: Setting Priorities for New Statistics", BIS Working Papers, No. 408.
- Borio, C. (2016): "Revisiting Three Intellectual Pillars of Monetary Policy", *Cato Journal*, 36, 213–238.
- Borio, C. and A. Zabai (2016): "Unconventional Monetary Policies", BIS Working Paper, No. 570.
- Bussiere, M., G. Cheng, M. Chinn and N. Lisack (2015): "For A Few Dollars More: Reserves and Growth in Times of Crises", *Journal of International Money and Finance*, 52, 127–145.
- Caballero, R. and E. Farhi (2014): "The Safety Trap", NBER Working Paper, No. 19927.
- Cerra, V. and S. Saxena (2008): "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery", *American Economic Review*, 98, 439–457.
- Claessens, S., C. Pazarbasioglu, L. Laeven, M. Dobler, F. Valencia, O. Nedelescu and K. Seal (2012): "Crisis Management and Resolution", IMF Staff Discussion Notes, No. 11/05.
- Cochrane, J. and J. Taylor (2016): *Central Bank Governance and Oversight Reform*, Hoover Institution Press.
- Dagher, J. (2018): "Regulatory Cycles", IMF Working Paper, No. WP/18/8.
- Didier, T., C. Hevia and S. Schmukler (2011): "How Resilient and Countercyclical Were Emerging Economies to the Global Financial Crisis", World Bank Policy Research Working Papers, No. 5637.
- Domanski, D., R. Moessler and W. Nelson (2014): "Central Banks as Lender of Last Resort: Experiences during the 2007–2010 Crisis and Lessons for the Future", Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series, No. 2014–110.
- Dudley, W. (2017): "Lessons from the Financial Crisis", *Remarks at The Economic Club of New York*, Nov., 6th.
- Eichengreen, B. and P. Temin (2010): "Fetters of Gold and Paper", *Oxford Review of Economic Policy*, 26, 370–384.
- Eggertsson, G. N. Mehrotra and L. Summers (2016): "Secular Stagnation in the Open Economy", NBER Working Paper, No. 22172.
- Engen, E., T. Laubach and D. Reifschneider (2015): "The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies", Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series, No. 2015–5.
- FED (2010): "Fed Financial Statements", Mar.
- Feroli, M., D. Greenlaw, P. Hooper, F. Mishkin and A. Sufi (2016): "Language after Liftoff: Fed Communication Away from the Zero Lower Bound", Paper for the 2016 U. S. Monetary Policy Forum, New York, Feb, 26th.
- Filardo, A. and J. Nakajima (2018): "Effectiveness of Unconventional Monetary Policies in A Low Interest Rate Environment", BIS Working Papers, No. 691.
- Fischer, S. (2016): "The Lender of Last Resort Function in the United States", Speech at the Conference of *the Lender of Last Resort: An International Perspective*, Washington, Feb, 10.
- Florian, D., C. Limnios and C. Walsh (2018): "Monetary Policy Operating Procedures, Lending Frictions, and Employment", Bank of Peru Working Papers, No. 2018001.
- Fudea-Samikawa, I. and T. Takano (2017): "Pace of Increase in BOJ's Holding of JGBs Slowing", Japan Centre for Economic Research (JCER), Financial Research Paper, No. 34.
- Gambacorta, L., A. Illes and M. Lombardi (2014): "Has the Transmission of Policy Rates to Lending Rates been Impaired by the Global Financial Crisis?", BIS Working Papers, No. 477.
- Gordon, R. and R. Krenn (2010): "The End of the Great Depression 1939–41", NBER Working Paper, No. 16380.
- Greenspan, A. (2002): "Monetary Policy and Economic Outlook", Testimony before the Joint Economic Committee, Apr, 17.
- Greenspan, A. (2008): "Testimony of Dr. Alan Greenspan", Testimony before the Committee of Government Oversight and Reform, Oct, 28.
- Greenwood, R., S. Hanson, J. Rudolph and L. Summers (2014): "Government Debt Management at the Zero Lower Bound", HutchinsCenter on Fiscal and Monetary Policy, Working Paper, No. 5.
- Hall, R. (2016): "Understanding the Decline in the Safe Real Interest Rate", NBER Working Paper, No. 22196.

- Hansen, A. (1939): "Economic Progress and Declining Population Growth", *American Economic Review*, 29, 1-15.
- Hofmann, B and B. Bogdanova (2012): "Taylor Rules and Monetary Policy", *BIS Quarterly Review*, 9, 37-49.
- Hoogduin, L. and P. Wierts (2012): "Thoughts on Policies and the Policy Framework after A Financial Crisis", *BIS Papers*, No. 65.
- IMF (2008): "Chapter 1: Global Prospects and Policies", *World Economic Outlook: Financial Stress, Downturns, and Recoveries*, October.
- IMF (2010): "How Did Emerging Markets Cope in the Crisis?", *The Strategy, Policy, and Review Department*, Jun, 15.
- Issing, O. (2014): "Forward Guidance", *SAFE White Paper Series*, No. 16.
- Kenc, T., F. Erdem and I. Unalmis (2014): "Resilience of Emerging Market Economies to Global Financial Conditions", *TMB Central Bank Review*, 16, 1-6.
- Laeven, L. and F. Valencia (2008): "Systemic Banking Crises: A New Database", *IMF Working Papers*, No. WP/08/224.
- Laeven, L. and F. Valencia (2012): "Systemic Banking Crises Database: An Update", *IMF Working Papers*, No. WP/12/163.
- Laidler, D. (2002): "Rules, Discretion and Financial Crises in Classical and Neoclassical Monetary Economics", *Economic Issues*, 7, 11-33.
- Mishkin, F. (2011): "Monetary Policy Strategy: Lessons From The Crisis", *NBER Working Paper*, No. 16755.
- Mishkin, F. (2014): "Central Banking after the Crisis", in *Macroeconomic and Financial Stability*, Bauducco, S., L. Christiano and C. Raddatz (ed.).
- Palley, T. (2016): "Why ZLB Economics and Negative Interest Rate Policy (NIRP) are Wrong", *IMK Working Paper*, No. 172-2016.
- Piketty, T. (2013): *Capital in the Twenty-First Century*, Goldhammer, A. (Trans.), Fellows of Harvard College.
- Powell, J. (2014): "Remarks on 'Government Debt Management at the Zero Lower bound'", *Speech at Panel Discussion on Debt Management in an Era of Quantitative Easing*, Sep. 30th.
- Powell, J. (2016): "Discussion of the Paper 'Language after Liftoff: Fed Communication Away from the Zero Lower Bound'", *Speech at the 2016 U. S. Monetary Policy Forum*, New York, Feb, 26.
- Salachas, E., N. Laopodis and G. Kouretas (2017): "The Bank-Lending Channel and Monetary Policy during Pre-and Post-2007 Crisis", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 47, 176 - 187.
- Shin, H. (2016): "Macroprudential Tools, Their Limits, and Their Connection with Monetary Policy", in *Progress and Confusion*, Blanchard, O. R. Rajan, K. Rogoff and L. Summers (eds.), Cambridge: MIT Press.
- Shirai, S. (2017): *Mission Incomplete: Relating Japan's Economy*, Asian Development Bank Institute.
- Silva, L. (2015): "Some lessons of the Global Financial Crisis from An EME and A Brazilian", *Speech at IMF Conference of Rethinking Macro Policy III*, Apr. 16.
- Sims, C. (2016): "Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence", *Luncheon Address at the Jackson Hole Symposium on Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City, August.
- Smith, J. and J. Taylor (2009): "The Term Structure of Policy Rules", *Journal of Monetary Economics*, 56, 907-917.
- Summers, L. (2013): "Policy Responses to Crises", *Speech at IMF 14th Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer*, November, 8.
- Summers, L. (2015): "Demand Side Secular Stagnation", *American Economic Review*, 105, 60-65.
- Swanson, T. (2017): "Measuring the Effects of Federal Reserve Forward Guidance and Asset Purchases on Financial Markets", *NBER Working Papers*, No. 23311.
- Taylor, J. (2010): "Swings in the Rules-Discretion Balance", *Paper for the Conference on the Occasion of the 40th Anniversary of Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory*, Columbia University, November.
- Taylor, J. (2013): "International Monetary Policy Coordination", *BIS Working Paper*, No. 437.
- Taylor, J. (2016): "Can We Restart the Recovery All Over Again?", *American Economic Review*, 106, 48-51.
- Teryoshin, Y. (2017): "Historical Performance of Rule-Like Monetary Policy", *Stanford Institute for Economic Policy Research Working Paper*, No. 17-005.
- Upper, C. (2017): "Macroprudential Frameworks, Implementation and Relationship with Other Policies", *BIS Papers*, No. 94, 25-47.
- Williamson, J. (1989): "What Washington Means by Policy Reform", in *Latin American Readjustment*, Williamson, J. (eds.), Institute for International Economics.
- Yellen, J. (2016): "The Outlook, Uncertainty, and Monetary Policy", *Speech at the Economic Club of New York*, New York, Mar, 29.

of the Financial Stability and Development Committee of the State Council and to set up a monetary policy committee.

Key Words: Central Bank; Monetary Policy; Policy Rate

JEL Classification: E52; E58

How to Fundamentally Improve the Regulation of Financial Systemic Risk? A Perspective of Real Economy Debt

ZHU Taihui BIAN Weihong

(Policy Research Department, China Banking Regulatory Commission, Beijing, 100032, China; Research

Institute of International Finance, Bank of China, Beijing, 100818, China)

Abstract: This paper evaluates the reforms of macro-prudential regulation after the global financial crisis and its defects, and then puts out the improvement path and concrete measures of financial systemic risk regulation from the perspective of real economy's debt. In the financial system risk monitoring, we should optimize the counter-cyclical capital drawing standard based on real economic debt, expand the loan-to-value ratio application to control structural risk, and set debt solvency indicator to reduce the loan default risk. These reforms have important policy implications for the next step of China's reform and improvement of financial systemic risk regulation system.

Key Words: Real Economy Debt; Systemic Risk; Macro-prudential Regulation; Regulatory Effectiveness

JEL Classification: E63; G32; H63

A Decade of Global Financial Crisis: Experiences, Lessons and Implications

LI Hongjin

(People's Bank of China, Beijing, 100800, China)

Abstract: Countries in the global financial crisis (GFC) deployed powerful measures and effectively enhanced the markets confidences, rapidly stabilized the financial system and restored the function of financial markets. While, due to the excessive reliance on monetary policy and lacks of fiscal and structural reforms, the effectiveness of the unconventional monetary policy on the final targets of growth and inflation is unsatisfactory. The by-products, such as the asset bubbles, economic uncertainties, difficulties of policy corporations and spillovers, hinder the recovery process and monetary normalization. The emerging economies drew the lessons of decades and performed well due to the relatively good fundamentals, more risk-taking measures and flexible arrangements. After a decade of the GFC, we should draw the experiences and lessons of other countries to deal with the significant risks and realize the high quality development.

Key Words: GFC; Experiences and Lessons; Policy Implications

JEL Classification: E50; E52; E58

Regional Innovation, Institutional Environment and Bank Stability

SONG Ke^[a] LI Zhen^[b] ZHAO Qiongwei^[c]

(School of Finance/China Financial Policy Research Center, Renmin University of China, Beijing, 100872, China^[a,b];

School of Science, Wuhan Institute of Technology, Beijing, 430200^[c], China)

Abstract: Region is an important carrier of technological innovation, and technological progress is the driving force of regional economic growth. This paper uses the unbalanced panel data of 235 regional commercial banks in 139 cities in China from 2004 to 2016 to study the relationship between regional innovation capacity and local bank stability. It finds that the increase of regional innovation capacity significantly enhances the stability of local banks, namely, for every unit increase in regional innovation capacity, the stability of local banks increases by about 10%. For local banks in areas with stronger property rights and contractual systems, and city commercial banks, the increase in regional innovation capacity can enhance the stability of local banks more significantly. Regional innovation capability can influence the stability of local banks by increasing deposit growth, reducing income diversification and non-interest income.

Key Words: Regional Innovation; Institutional Environment; Bank Stability; Bank Risk-taking

JEL Classification: G21; O35; P26

Is Talyor Rule Compatible for the DSGE Models Charactering China's Economy?

LIU Hongkui TU Wei ZHOU Guofu

(Institute of Economics, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100836, China;

China Economics and Management Academy, Central University of Finance and Economics, Beijing, 100081, China;

Olin Business School, Washington University, St. Louis, 63130, USA)

Abstract: Considering the features of the credit market and the implementation of monetary policy in China, the paper re-explores the relationship between the credit cycle and the business cycle in China during the recent 20 years by identifying the policy effects of the three different policy instruments simultaneously, namely the prime deposit and loan rate, the required reserve rate and the open market operation. The empirical results show that it is unreasonable to use Taylor rule to character PBC's monetary policy. Thus, the DSGE models with Taylor rule are also inaccurate. The three