

危机袭来

Stijn Claessens、M. Ayhan Kose 和 Marco E. Terrones

伴随着信贷紧缩或者资产价格暴跌而来的经济衰退更持久、更深入

开始于美国的金融风暴已经影响到世界各国的实体经济。经济学家就危机的影响有多严重以及造成的经济衰退持续多长时间等问题展开了激烈讨论。

讨论强调的几个问题集中于在衰退时金融部门和实体经济的联系。例如，在经济衰退、信贷紧缩和资产（住房和股票）价格暴跌时，宏观经济变量和金融变量表现怎样？与信贷紧缩和资产价格暴跌伴随而来的经济衰退是否不同于其他经济衰退？

为了澄清这些问题，我们对关键宏观经济变量和金融变量之间的关系进行了全面的分析，分析对象是21个经合组织国家在1960年至2007年间的商业和金融周期(Claessens、Kose 和 Terrones, 2008)。这是第一次详细的、与金融市

场困难相伴的经济衰退的影响进行的跨国实证研究，金融市场困难包括信贷紧缩、住房价格暴跌和股票价格暴跌。

衰退、紧缩和暴跌

在分析经济衰退以及经济衰退与信贷紧缩、资产价格暴跌的相互作用之前，有必要确定这些活动发生的时间。鉴于此目的，我们采用的方法侧重于用变量水平变化来确定周期。这与非官方的美国权威机构国家经济研究局的指导原则相吻合，该方法假设经济衰退起始于经济活动的波峰，终止于经济活动的波谷。我们采用这种方法确定产出和金融变量周期，金融变量包括信贷、房屋价格和股票价格等。确定周期拐点之后，我们剖析了经济衰退、信贷紧缩、房屋价格暴跌和股票价格暴跌的主要特征。

在1960年至2007年间，发生了122次经济衰退。平均来看，经济衰退持续时间约为一年，不同情况下经济衰退持续的时间差距很大，最短的为半年，最长的是13个季度（见图1）。从波峰到低谷，产出的下降即经济衰退的幅度往往是2%左右。我们还采用了累计损失的方法来估计总成本，该方法考虑到经济衰退持续的时间和经济衰退的幅度。经济衰退的累计损失通常是3%左右。严重的经济衰退比一般的衰退持续时间长一个季度，并且代价更

密歇根州兰辛市内一家关闭的通用汽车厂。



大，这些经济衰退是指从波峰到波谷产出的减少，它占到与经济衰退相关的产出减少的1/4。

我们对28次信贷紧缩、28次住房价格暴跌、58次股票价格暴跌进行了甄别。在所有信贷和资产价格下降的事件中，下降最剧烈的25%的事件里，信贷紧缩和资产价格暴跌都分别与信贷和资产价格从波峰到波谷的下降相呼应。信贷紧缩和住房价格暴跌往往是长期和深刻的。例如，信贷紧缩的时间通常持续两年半，并伴随着信贷减少20%，信贷是用私营部门的债权来衡量的（见图2）。住房价格暴跌往往会持续更长的时间——长达四年半，房地产价格下降30%。股票价格暴跌持续的时间超过两年半，股票的实际价值会下降一半。

如果经济衰退并没有紧随其后，信贷紧缩和价格暴跌未必带来产出的减少。事实上，虽然产出增长放缓，特别是在信贷紧缩和房屋价格暴跌的早期阶段，产出最终还会增加。在信贷紧缩和价格暴跌的时期，最终的产出仍然增加，这并不稀奇。因为这些事件并不总是与经济衰退完全重叠，这些事件的持续时间是经济衰退的两倍。尽管如此，在信贷紧缩和资产价格暴跌时期的平均增长率明显低于信贷市场和住房市场更为稳定时的增长率。

但是，信贷紧缩和房屋价格暴跌总是伴随着投资的大幅度下降。信贷紧缩往往伴随着住宅投资下降6%左右，而房价的暴跌伴随着住宅投资下降12%。由于经济活动开始疲软，失业率显著增加，尤其是在这些事件的早期阶段。

周期性变化的跨国同步

一些观察家认为当前的危机具有前所未有的全球性质，一些发达经济体同时出现房屋和股票价格的下跌以及信贷市场的困难。然而，历史经验表明，这很正常。经济衰退、信贷紧缩和价格暴跌经常在不同国家同时发生。在过去40年里，许多发达经济体的经济衰退集中在4个时期——20世纪70年代中、80年代初、90年代初，以及21世纪之初，而且这些衰退往往同时伴随着全球冲击。

正如许多国家经历同步出现衰退，这些国家还经历了同步的信贷紧缩。此外，房屋价格和股票价格下跌往往同时发生。例如，住房价格的下跌在不同国家是高度同步的，这反映全球金融因素的重要性，金融因素包括各国利率的共同变动、房屋价格波动的共同变动。股票价格表现出同步高度，可能是因为股票市场的高度金融一体化。但是，各国经历熊市的次数往往超过经济衰退的次数。正如俗话说，“华尔街已

图1
漫长而痛苦的道路
严重的衰退持续时间更长……
(季度，平均)

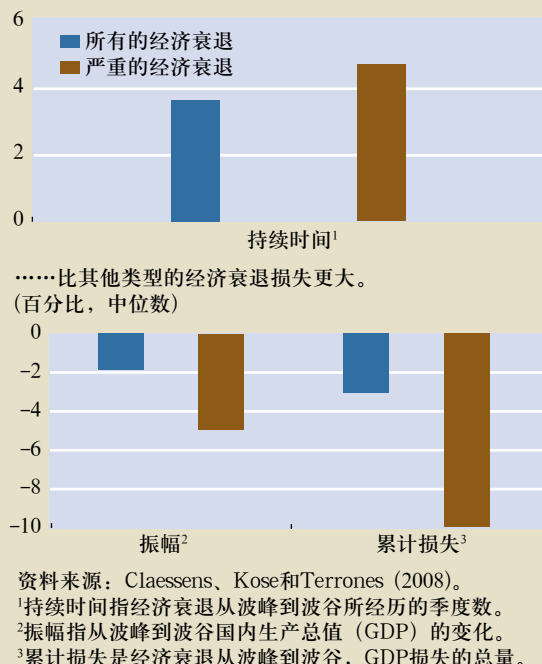
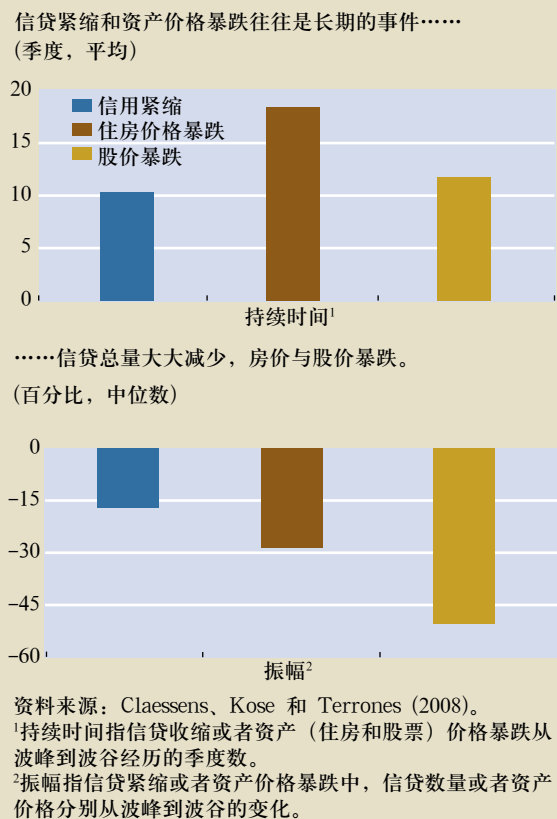


图2
持续时间更长，损失更大
信贷紧缩和资产价格暴跌往往是长期的事件……
(季度，平均)



经预测到最近5次经济衰退中的9次。”

双重打击

伴随着信贷紧缩和价格暴跌的经济衰退确实比其他类型的经济衰退更为糟糕？要回答这个问题，我们首先使用一个简单的“约会”规则，以确定具体的经济衰退是否与信贷紧缩或资产价格暴跌相关。特别是，如果经济衰退发生在信贷紧缩或资产价格暴跌之时，或者发生在正在进行的紧缩或者暴跌之初，我们认为经济衰退与紧缩或者暴跌相关。这条规则描述了两个事件的“时间”关系，但没有给出因果联系。

许多经济衰退确实伴有信贷紧缩或资产价格暴跌。1/6的经济衰退伴有信贷紧缩，1/4的经济衰退伴有房价暴跌。超过1/3的经济衰退伴有股票价格暴跌。金融市场动荡和实体经济活动之间也有相当长的滞后。经济衰退如果发生，可能比信贷紧缩或房价暴跌晚4个到5个季度。

关于当前的金融危机，一个关键问题是，伴有信贷紧缩和价格暴跌的经济衰退是否比其他经济衰退更为糟糕。这里，国际证据是明确的：这些类型的经济衰退与其他类型的经济衰退相比，不仅持续时间更长，而且还伴有更大的产出损失。伴有严重的信贷紧缩或者房价暴跌的经济衰退，与平均情况相比，持续时间只是长了3个月，它们通常会导致产出损失2至3倍于没有这样的金融压力的衰退（见图3）。

为什么伴有紧缩和暴跌的经济衰退更持久、更深入？信贷紧缩和资产价格暴跌导致的金融市场问题可以通过各种渠道延长和加深经济衰退。例如，资产价格急剧下降可以减少企业和家庭的净资产，从而约束了他们借款、投资和消费的能力。这反过来又导致资产价格的进一步下降。随着资本基础削弱，银行和其他金融机构可能限制贷款，这导致更长期、更深入的经济衰退。

对经济衰退时产出的几个主要部分的变化做的多少带有机械性的考察强化了这一结论。在伴有金融问题的经济衰退中，消费与投资通常剧烈下降，从而导致产出和就业更加明显地下降。举例来说，伴有房价暴跌的经济衰退，消费下降通常是没有房价暴跌时的两倍，这很可能反映了住房财富的巨大损失所带来的影响。此外，在伴有紧缩和暴跌的经济衰退中，失业率较大上升。

虽然伴有股票价格暴跌的经济危机往往比没有暴跌的危机更持久、更深入，但是，这些事件在各国的差异，统计上并不显著。这证实，与信用紧缩、房屋价格暴跌相比，股票价格暴跌与实体经济发展的关系并不那么紧密。

对今天的启示

全球经济经历了史无前例的金融风暴。早期出现的温和的经济衰退、紧缩和价格暴跌的教训表明，金融风暴之后的经济衰退的代价可能会更大，因为它们可能同时伴有信贷紧缩和资产价格暴跌。此外，虽然世界各地逐步感受到目前的危机，过去的证据表明，在未来几个月内，危机在全球层面有可能加剧。但是，在某一特定国家，衰退的特征可能是由很多因素构成的，这些因素包括危机前公司、银行和家庭的财务状况，当局为缓解负面效应而采取的政策措施。在国家 and 全球层面上继续果断采取政策行动，有助于迎战危机所带来的不断变化的挑战。

Stijn Claessens, IMF研究部副部长；M. Ayhan Kose, IMF研究部高级经济学家；Marco Terrones, IMF研究部高级经济学家。

参考文献：

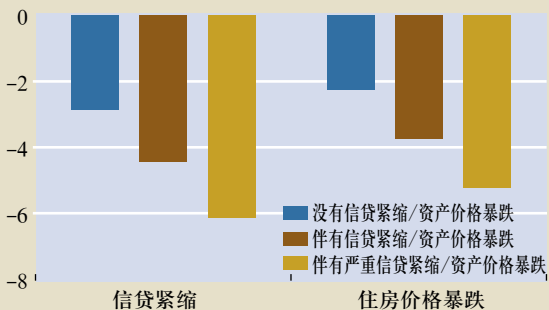
Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco Terrones, 2008, "What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?" forthcoming IMF Working Paper.

图3

严重信贷紧缩和资产价格暴跌带来的重创

伴有严重信贷紧缩和住房价格暴跌的经济衰退比累计GDP损失更大。

(累计损失，百分比；中位数)



资料来源：Claessens、Kose 和 Terrones (2008)。

注：累计损失是经济衰退从波峰到波谷GDP损失的总量。严重的信贷危机和房地产价格暴跌是所有危机爆发和泡沫破裂的先兆。