



从历史 角度看危机

尽管当前的金融危机非常凶猛，但是历史指出
如何避免下一个大萧条

Charles Collyns

经济史又得到了重新流行。2008年上半年，油价和其他商品价格的飙升，唤起对20世纪70年代滞胀的不幸记忆。最近，自从9月中旬雷曼兄弟的倒闭，全球金融危机的加剧带来一个更加不祥的幽灵，这就是来自20世纪30年代的大萧条。

当前的金融危机基本可以看作现代历史上程度最深、最严重的经济灾难，但毫无疑问，目前的危机已成为第二次世界大战之后最危险的危机。与其说个别国家经济深度衰退——在发达经济体和新兴经济体发生灾难性的金融崩溃之前——倒不如说，危机遍及世界经济各个角落，70年来没有发生的危机威胁到全球的经济繁荣。

但是，按照过去的标准，目前的金融危机有多么严重？而且，关键的是其可能的经济影响有多大？怎样才能遏制破坏和为经济复苏铺平道路？经济史可以帮助回答这些问题，它提供了有益的视角来理解目前危机的相对规模和严重性，并提供了宝贵的经验教训以解决这次危机。

与大萧条不尽相同

一个衡量金融危机的指标就是金融损失的规模。

IMF最新的《全球金融稳定报告》(IMF,2008)估计，按照9月中旬的市场价格，美国相关抵押贷款及其他贷款损失将达到1.4万亿美元。这一损失数额将是战后金融危机损失最大的。不过，考虑到自从9月中旬全球金融危机不断加剧，损失数额还将更高。但就占GDP的百分比来看，这些损失并没有过去一些遭受金融危机国家损失的那么高(见图1)。

另一个衡量指标就是市场压力程度。国际货币基金组织2008年10月的《世界经济展望》(Lall、Cardarelli和Elekdag, 2008)测算一个金融压力指数，以自1980年以来17个发达经济体为基准。该指数已经达到了可与这些国家压力最大时期相提并论的水平，这一指数测算了2008年9月以来可以得到的银行间利差、股票和债券市场业绩等变量。更引人注目的是，压力已经维持在非常高的水平，将近整整一年，并已影响到样本中的所有国家(见图2)。同时，自2008年9月以来，压力非常迅速地蔓延到新兴经济体，其包括许多那些最初被视为对外部因素比过去更具有抵抗力的新兴经济体，虽然它们加强了资产负债表并且还拥有巨额的国际储备。

上图：纽约市在大萧条时期领取救济的队伍。

所以可以肯定的是，这次危机深度非常之大，范围非常之广，凶残非常之猛。但是它能否与20世纪30年代的金融崩溃相提并论？在1929—1933年间，美国的2500家银行倒闭，银行贷款萎缩了1/3。股指从最高点下降了75%，失业率超过了25%。并且，大萧条导致全球经济出现深度衰退。迄今，我们所看到的似乎还没有超过这些标准。银行倒闭相当有限，存款损失及其对银行的其他债权损失也非常小，这主要是由于监管部门迅速采取行动处理了破产机构。国家当局为防止银行资本破坏性的深度崩溃而长期不懈地努力，到目前为止，至少银行信贷得到持续，尽管其中采取了国有化和注入公共资本这样非传统的救急工具。

错综复杂的联系

这一金融危机对全球经济将产生什么影响？影响是复杂的并且通过多种渠道。首先，最为重要的是，在相当长的时期内，获得银行贷款很可能受到限制，因为银行要设法降低杠杆率并重建资本基础。银行放贷标准已经急剧提升，即使政府提供公共资金，以帮助银行提高资本基础，但是随着脆弱的经济加大银行的损失，它们有可能进一步紧缩信用。其次，债券市场融资急剧紧缩，不仅对风险较高、评级较低的借款人，还对一流的发行者和短期证券，比如免疫于这种风险的商业票据。第三，股票价格的降低和住宅财产价值的减少已侵蚀掉了家庭的净财富。例如，在过去一年里，美国家庭的净财富已经下降了大约15%。第四，由于全球去杠杆化和风险规避的增强，投资者对新兴市场的兴趣减少，新兴经济体也面临对外部融资更严格的约束。

总的影 响将有多大？从历史记载中可以得到一些启示，这些历史记载了以前金融危机之后发生了什么经济活动。乍一看，证据是喜忧参半。最近的《世界经济展望》研究发现，在过去30年里所爆发的113次金融困局，只有大约半数伴随着经济下滑或衰退。然而，其金融困局的特征决定宏观经济影响大小的一个关键因素。伴随着银行危机的金融困局对宏观经济影响更为严重。事实上，与没有银行危机的经济衰退相比，伴随着银行危机的经济衰退持续的时间是其两倍，猛烈程度是其两倍，这就意味着4倍于其累积产量的损失。同时，金融困局持续的时间越长，越有害于经济。

在金融困局对宏观经济影响的决定方面，初始条件也起着关键的作用。决定全球经济灵活性的一个要素就是，鉴于2001—2002年度网络泡沫崩溃之后的重大改组，这一时期公司的资产负债表健康状况。总体

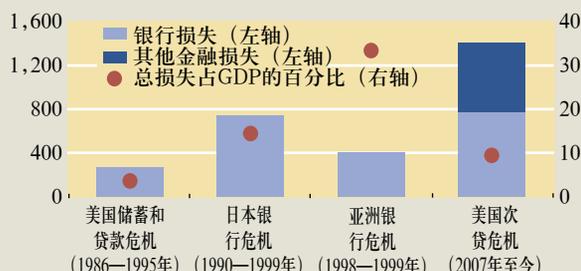
而言，公司的杠杆率已经减少，盈利能力已达到较高水平，这两者都为紧缩的融资条件提供了缓冲。但是，让人感到不太安心的是，家庭的资产负债表看起来并不那么稳健，特别在美国，自2006年房地产市场开始繁荣，美国的储蓄率下降和借款飙升，最近股票和房子价格的下跌，也侵蚀了净资产。

新兴经济体又如何呢？再次，看看其细微差别。经过多年的强劲增长，与经济下滑的2001—2002年相比，公共部门的资产负债表要健康得多，很多主要的新兴经济体已经积累了大量国际储备作为战略储备，并降低了公共债务占国内生产总值的比例，这为应对外部压力提供了更多的回旋空间（见图3）。但是，并非都有这么好的条件。许多国家，特别在新兴欧洲，还有其他地方，积累了大量的经常账户赤字，在全球去杠杆化的进程中，部分通过证券投资和银行的

图1

历史损失

一些国家在过去的危机中所遭受的损失看起来比目前的危机损失得要多。
(10亿美元)



资料来源：世界银行；IMF工作人员的估计。

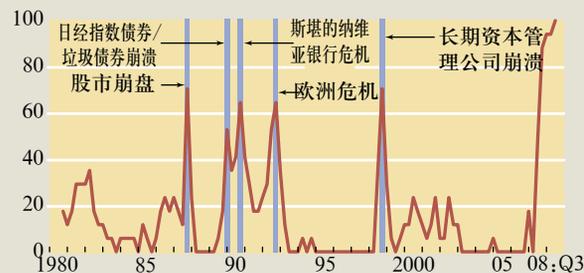
注：美国次贷危机的损失是IMF对银行和其他金融机构损失的估计。所有的损失都以2007年实际美元计。遭受亚洲金融危机的国家是印度尼西亚、马来西亚、韩国、菲律宾和泰国。

图2

高压

将近一年，目前的金融危机事实上已经给成熟市场带来了相当大的压力。

(经历金融困局的国家份额)



资料来源：Haver的分析；OECD，分析数据库；OECD，《经济展望》(2008)；IMF工作人员的计算。

图3

处境较好

在这次衰退中，较多的外汇储备和较少的债务为很多国家提供了缓冲，尽管不是全部新兴经济体和发展中经济体。

(10亿美元) (占GDP的百分比)



资料来源：IMF工作人员的计算。

注：新兴经济体和发展中经济体的综合数据是按照IMF的《世界经济展望数据库》分类的。

融资正在急剧减少。即使公共部门拥有稳健资产负债表的国家也表现出脆弱性，这种脆弱性源于私人银行信贷的增长和过多的企业和家庭借款人，所有这些导致资金从新兴市场大量撤出。商品价格的急剧下降——全球经济下滑的常见模式——增加了商品出口商的压力，特别对于那些已经花了很多前期积累的收入出口商而言。

从历史经验可以看出，全球经济正在经历重大下滑。事实上，经济活动已经放缓，企业信心和消费者信心锐减。根据IMF的最新预测，在2009年，以年度为基础，发达经济体的经济活动首次在第二次世界大战后有所放缓。从总量来看，新兴经济体也将大大放慢，这对更脆弱的国家更为严重，尽管像中国一些大的、有活力的经济体为全球经济提供了一些支持。

历史教训

那么，在抑制全球经济损失和尽量减少全球经济负面风险方面，历史可以告诉我们什么呢？大萧条以来每次金融危机首先最重要的教训就是对金融紧缩及早地、积极地、全面地采取行动。当务之急就是采取一切措施扑灭火灾。正如美国前财政部长萨默斯所说，当市场超调时，决策者也必须超调。因此，大萧条之所以如此巨大，部分是因为1929年股市崩盘的4年，决策者遵循正统的政策，使信贷收缩，银行倒闭，让危机自生自灭。今天的决策者非常清楚这次冷酷的先例，其中包括美联储主席伯南克，他对这一时期做了认真研究，有助于加强理解经济中金融部门和实体部门之间的联系（伯南克，1983）。

20世纪90年代的日本是最近的一个警示案例，房地产和股票价格泡沫崩溃之后很多年，对银行和公司资产负债表的影响没有得到注意，这导致十年的经济疲软增长（见“复苏之路：来自日本的观点”，本期第24—25页）。一个更加积极的案例就是对20世纪90年代初期的北欧银行危机的各种反应，其创造了经济急剧下降后经济强劲复苏的条件（见“斯德哥尔摩解决方案”，本期第21—23页）。

第二个重要的教训就是提供宏观经济支持，同时采取金融上的行动。金融混乱抑制了货币政策效果，财政刺激必须对维持实体经济动力、抑制金融部门与实体部门相互之间的负作用发挥重要作用。事实上，目前对增加基础设施支出的兴趣也越来越大，这就类似于大萧条时期的公共工程项目。但是，正如日本的案例所清楚地表明的，宏观经济自身只提供喘息空间，而不是治愈；利用提供给解决潜在金融问题的空间很有必要，否则结果就是一揽子影响递减的财政政策。人们必须认识到，在公共部门管理弱化的国家，宏观经济反应空间非常有限，这种情况常出现在新兴市场危机中。

第三个教训就是需要全球层面的政策解决方案。大萧条再次提供了一个什么不能做的经典例子，那就是美国遵循斯穆特—霍利关税法，上调关税，“以邻为壑”，结果导致危机传播到世界各地。一个国家对其他国家具有消极传染效应其他案例还有20世纪80年代拉丁美洲的债务危机和亚洲金融危机。

更为积极的是，最近几个月已经清楚地表明国际协调合作的益处，这些益处包括确保流动性的支持，加强对存款和银行间风险的保护，处理破产机构与放松货币政策。同时也采取行动确保受到危机的传染的国家有足够的外部融资，其中包括不断采取措施增加IMF信贷的可获得性。

最主要的是从经验中学习教训，我们能够避免过去最糟糕的状况。全球经济正遭受大规模金融危机的冲击，但是，通过强有力的协作措施，损失将得到抑制，从而修复金融损失、支持活动、确保继续获得外部融资。

Charles Collyns, IMF研究部副主任。

参考文献：

Bernanke, Ben, 1983, "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," *American Economic Review*, Vol. 73 (June), pp. 257-76.

IMF, 2008, *Global Financial Stability Report (Washington)*, October.

Lall, Subir, Roberto Cardarelli, and Selim Elekdag, 2008, "Financial Stress and Economic Downturns," in *World Economic Outlook (Washington: IMF)*, October.