

铭记危机

多边框架现代化的案例



纽约市成排的木屋。

Mohamed A. El-Erian

这不仅对于全球金融体系来讲是一个特定时刻，而且对于国家关系来讲也意味着是一个特定时刻。制度和政策制定框架正在以迅速且不可捉摸的方式变革。这些变革都是由全球金融危机所带来的一系列不同反应推动的，而不是什么周密计划推动的。其结果就是市场失灵与政策失误在很大程度上变得不可避免。在这一进程中，我们都能看到当今的多边合作少得可怜。

展望未来，有必要审视受金融危机影响最深的国家，同时也有必要寻找出路摆脱困境。金融体系不会再像一年前的那样，金融危机对实体经济更久远的影响（包括生产率和就业趋势）将改变世界经济的基本面。这就要求刻不容缓地建立现代化的多边框架。

危机是如何酿成的？

我们怎么到了这般田地？我们该怪谁呢？简单来讲，长期结构问题中的两个因素导致这场危机：第一，全球经济的三个主要部分（房地产部门、金融部门和美国的消费需求）同时出现大量的去杠杆化；第二，无论从国家层面，还是从国际层面，面对集中的去杠杆化，市场和政策都没能做出迅速的反应。

房地产部门。第一个出现低迷的主要部门就是房地产，始于2006年（见图1）。美国的次级抵押贷款受到直接损失，次级抵押贷款在经济中那些杠杆率最高

的部门，其中，这些部门也是得到最脆弱资本支持、最不透明、尽职调查最差的部门。

起初，绝大多数政策制定者与市场参与者认为，能够隔离并抑制损失。其部分地反应在对拥有现代风险管理技术的盲目自信，而这些技术金融衍生工具和结构产品的激增来推动。其部分反应在对次贷披露的不充分信息，进而影响了大量的资产负债表。

金融部门。第二个出现低迷的主要部门是金融，始于2007年（见图2）。刚开始，这一进程还有条不紊。机构动员新资本来缓解吃紧的资产负债表。随着不断增加资本，他们在认识到其损失的同时继续增加资本。

但是随着房地产低迷的加速深化，影响的不断扩散，银行为了健康运行而迅速撤离房地产市场。这导致股东权益不断被大幅度稀释。其结果就是，绝大多数资本提供者撤到一边而不愿再提供资金。

在这种情况下，为了紧缩其他地方的信用，银行有两个战略选择：要么出售资产，要么处置业务。但是从某种意义上讲，个体机构也会影响整个体系。经典的“谬论成分”案例告诉我们，在没有促使资产价格下降的条件下，该体系不可能使每个人想要的与出售的相一致。这反过来，加重了刚开始的问题。

美国的消费需求。第三部分的走弱恶化了这些负面效果，其始于2008年并由美国消费者推动。经过长期的过度消费之后，消费者屈服于较高的物价、

收入萎缩与信用减少的多重压力。由于房地产价值的下降，抵押再融资不再轻易为房屋的剩余权益提供套现。结果就是，消费者不能再把其房屋当作取钞机。

低迷的消费需求成为危机巨大潜在破坏性的重要信号：负反馈的一环。低迷的消费需求进一步降低了房地产需求。汽车贷款和信用卡应收款的稳健性受到侵蚀，这就增加了金融机构资产负债表的压力。银行撤出贷款业务，消费者的压力加大。

失效的断路器

由于大量“失效的断路器”的存在，全球体系进入去杠杆化阶段。他们采取相对低负债资产负债表的方式，其中包括新兴市场积累的大量资本（相当部分是主权财富基金）。在危机爆发之初，公司部门现金充裕，新兴市场经济体的经济增长也很有活力，从历史的角度来讲，像中国与印度这样的重要经济体，其

经济增长上的赶超给新兴市场经济带来了活力。

但是，去杠杆化的加速和一般特性使得稳定力量难以奏效。主权财富基金撤到一边，信守混乱市场的至理名言“如果你担心自己的资本回报率，那就真得担心资本回报率”，而等待稳定的市场。

主权财富基金的撤离使得一些美国公司部门不断动用现金储备。这一进程加速低收入带来的低迷的需求，也加速各种资金市场的倒闭，比如商业票据。这导致灵活的公司动用与银行达成的应急筹资，从而进一步加剧了资产负债表问题。

脱钩论

随着这些不同的循环破坏者示弱，焦点转移到全球经济利用经济增长来部分弥补去杠杆化带来损失的能力上来。注意力自然也就集中到最近几年全球经济增长的最重要的驱动力，那就是新兴经济体(见图3)。

最近的证据表明，新兴经济体的增速放缓，部分原因是美国对这些国家的出口需求减少，部分原因是2008年第二季度旨在应对高通货膨胀压力而采取紧缩的货币政策。新兴经济体的增速放缓明确了关于新兴经济体和工业经济体的关系的争论，争论不应是关于脱钩还是再挂钩，而应是脱钩的强弱。

脱钩假说的主要表现形式是，新兴经济体经济增长，与此同时，工业国家经济下滑。这在相互联系的当今世界中，这几乎不可能，特别是在美国——世界上最大的经济体和储备货币发钞国——面对强劲经济逆风的时候。

鉴于工业国家的发展，与历史相比，微弱变化使得新兴经济体的增长更慢。在这个过程中，新兴经济体将受益于补偿因素，比如压抑的本地消费需求、国内高储蓄、大量的国际储备以及较大的逆周期宏观经济政策操作空间。

然而，即使脱钩假设的微弱变化证明是属实的，丝毫不能抵消去杠杆化对全球经济增长、减贫和福利的不利影响。这些用来解释近来全球卓有成效的政策行动，其目的在于：

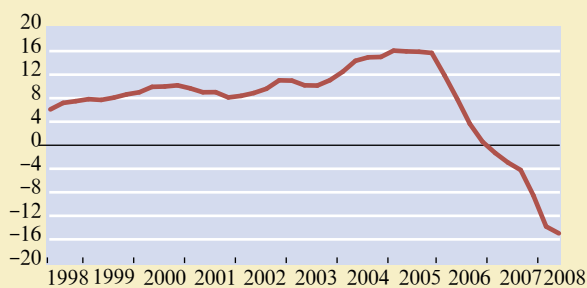
- 恢复现金流和抵押品的正常运行，其中包括恢复对支付和结算系统的信心；
- 向银行和其他金融机构注入资本；
- 消除威胁与不透明、复杂相关的资产；
- 改变某些管制政策的影响，以确保政策更大的逆周期性。

当这些政策行动开始发力时，去杠杆化动力从根本上重新界定了美国的金融前景。只需要考虑：在2008年，商业银行与投资银行的差异得到消除；像如

图1

暴跌

美国房价的增长率最高达到16%，但是从2006年开始下跌。
(Case-Shiller房价指数，年度变动百分比)



资料来源：标准普尔；Fiserv；MacroMarketLLC/HaverAnalytic。

图2

熊市

从2007年6月金融部门股经历了急剧下跌。
(1997年12月=100)

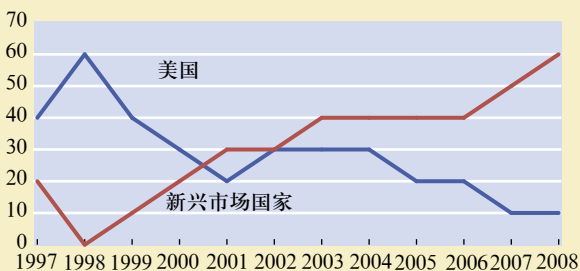


资料来源：Bloomberg。

图3

新火车头

新兴市场国家已经成为全球经济增长的主要推动力
(对全球 GDP增长的贡献, 百分比)



资料来源: IMF; PIMCO。

贝尔斯登和雷曼兄弟这样具有代表性的投资银行不复存在; 美林证券现在是美洲银行的一部分; 两个知名银行, 美联银行与华盛顿互惠银行被更健康的机构合并; 以及世界上最大的保险公司, 美国国际集团, 得到美国联邦储备委员会的紧急注资。

IMF: 姗姗来迟

在未来的几个月, 随着金融风暴即将消退, 人们就该体系怎样陷入了困境以及为何陷入困境展开了讨论。事实上, 当我写这篇文章的时候, 就有一个关于新布雷顿森林体系的会谈。我怀疑讨论将涵盖大量的实体, 其中包括银行、投资者、评级机构、管理者, 而最为重要的是公共部门和私营部门的风险管理师。这些讨论也将考虑, 一旦决策者认识到面临金融体系的挑战, 他们是否有供其运用的正确的政策工具。

毋庸置疑, 人们将会得出很多结论, 一些可能有用, 一些可能不太有用。而最让人引起共鸣的一点就是全球金融活动的终结超出了该体系将其控制在有序范围内的能力。简而言之, 该系统的基础设施不能满足我们, 无论是国家层面, 还是全球层面。

从全球层面来讲, 毫无疑问, 目前的争论至少集中于IMF支持新兴经济体时, 并没有积极干预。毕竟, 去杠杆化完全是一个系统性危机, 这次危机袭击了全球金融体系的核心。它影响到“全球公共产品”, 这些公共品对于很多国家(例如美元的储备货

币地位, 世界上最具流动性的政府市场的可预测性, 大多数国家使用并顺利运作的支付和结算系统)的福利至关重要。

具有讽刺意味的是, 并不缺乏对IMF的分析。在早期, 该机构确定国家共同的责任, 以纠正日益严重的全球失衡问题。此外, 作为对IMF和其他机构所倡导政策的反应, 人们普遍认同。虽然IMF重新调整并加强对金融部门的分析, 但是其工作发现了一些主要的政策问题。

但是, IMF的意见和建议基本上被忽视, 它没有发挥“知识渊博且可信赖的顾问”的作用, 与此同时, 在我们着手处理混乱的去杠杆化进程之时, 我们发现自己处于全球体系达到债务衰竭点。

最初, 我们并没有采用较好的政策解决方案——采用一个协调的多边反应——全球体系付出惨重代价。这些代价包括放弃收入增长、金融不稳定以及失业问题。我们切勿忘记, 我们的社会最脆弱的群体处境最为危险。

囚徒困境

最终, 由于国家的弱点及其IMF与其他多边机制(例如七国集团主要的工业化国家)不能克服国际协调问题, 全球有序解决政策失效。全球体系中的每个主要经济体都对平滑结果感兴趣。但是, 在博弈论文献中, 有一个众所周知的“囚徒困境”, 如果其他参与者没有及时行动, 先行者可能会更糟糕。

缺乏足够的合法性和代表性, 多边框架就会太脆弱, 以致于不能必定保证每个国家的预防政策都能得到其他参与国家的支持。因此, 没有任何一个国家果断采取行动, 及时纠正失衡。

随着全球金融体系可能进入一个较长的恢复和改革期, 这个教训就应该是一个前沿和中心问题。一个相互联系的世界, 要实现高增长, 减少贫困和金融稳定, 就需要更多及时的国家政策。这需要国家政策更多地关注一系列跨境影响。只有卓有成效的、国际政策协调体系的现代化, 才能实现这些。如果现在不更新全球金融架构, 我们注定要重复过去的错误。

Mohamed A. El-Erian, PIMCO的联合首席执行官和首席投资官。1983—1997年供职于国际货币基金组织。