



资产价格暴涨 如何才能对其进行最佳的控制？

Giovanni Dell'Ariccia

未完成的开发项目，美国马里兰州。

并非所有资产价格暴涨的后果都是一样的——要根据资产是如何持有的，以及谁将遭受可能的泡沫破灭的影响来采用正确的应对政策。

在市场经济中，资产价格的暴涨是相当普遍的现象。据史料记载，最早的一次资产泡沫是1637年在荷兰发生的郁金香热事件：郁金香价格被炒到最高时，其价格相当于当时一个熟练工匠年收入的10倍多。而最近的一次则是过去10年美国住房市场的繁荣，房地产价格泡沫的破灭引发了现今的全球经济危机。

但并非所有资产价格暴涨的后果都是一样的。其中有些导致了危机和金融灾难事件；有些却促使了经济增长，并留下了可长期使用的固定资产，如19世纪40年代英国发生的“铁路热”。目前这场金融危机的范围和严重性再次引发了关于经济政策是否要干预资产价格暴涨和杠杆率提高的讨论。如果真这样做，应当将其列入货币政策的范畴吗？这会给监管措施带来负担吗？财政政策应在这其中发挥怎样的作用？尽管经济学家和决策者将继续进行这场讨论，但现在我们可以得出一些初步的结论。

杠杆作用下的价格暴涨更加危险

资产价格暴涨本身也许不是什么大问题，但问题是谁持有这些资产并承担风险，通过什么融资方式导致资产价格暴涨，以及泡沫的最终破灭将如何影响金融机构。与资产价格暴涨有关的融资杠杆率、银行和其他金融中介的参与程度，将决定对资产负债表影响的程度，以及泡沫

破灭对信贷供给的危害。

正如我们最近几个月所知，当银行参与制造资产价格暴涨，且当这些暴涨的价格又是通过使用高杠杆的机构提供信贷支撑时，泡沫破灭的代价就更加高昂。这是由于当资产价格下跌时，借款人和银行的资产负债表状况急剧恶化（特别是在到期期限普遍不匹配的情况下），从而导致信用冻结，这会对经济活动造成严重影响。在资产价格上涨期间，抵押品价值上升，银行相应放宽信贷约束。信贷额度的增加反过来又为资产价格的上升推波助澜。由于抵押品价值的下跌阻止了借款人获得新的贷款，这将进一步压低资产价格，因此，这种螺旋式下降必然导致资产价格的下跌（Kiyotaki和Moore,1997年）。

相反，在杠杆率和银行参与有限的情况下，泡沫的缩小并不会对经济造成重大的破坏。例如，2001年网络泡沫破灭后，只出现了比较轻微的经济衰退。在那次资产价格暴涨中，银行扮演了次要的角色。股价暴跌确实具有财富效应，但当时并没有造成借款人和放贷者资产负债表不断恶化的负反馈（即当前金融危机的特征）。因此，那次股价暴跌没有引起银行体系严重受损，也没有出现我们现在看到的信贷供应被削弱的状况。

如果决策者们已经确定资产价格暴涨正在形成，并考虑在对实体经济造成严重影响之前实施紧缩政策，在此情况下他们应当采用什么工具？

更坚定地重点放在宏观金融稳定上

第一种方法是传统的货币政策。但央行的银行家们都很谨慎，他们中的绝大多数都审慎地运用利率政策以控制资产价格的暴涨。那些赞同善意的取舍的人认为，央行的政策重点应当是控制通货膨胀（而且如果被授权，其将把重点放在增长问题上）。对经济状况进行监控时，资产价格可以作为有用的信息（例如，资产价格迅速上涨可能是反映全面通货膨胀压力的一个信号），但其本身不应当被作为调控目标。

这种观点有以下四个主要论据：

- 货币政策的作用是控制通货膨胀。
- 很难判断是否出现了资产价格暴涨。
- 货币政策也许是一种过于滞后的工具。
- 政策干预弊大于利。

对于上述理由，支持这种观点的人认为货币政策更加适合于泡沫破灭后刺激经济的恢复，不应在资产价格暴涨刚开始形成的时候就采取干预措施。

但正如目前经济危机所表现的那样，资产价格泡沫破灭的成本有可能极其昂贵。而且这也向我们昭示，在金融体系受到严重损害时，传统的政策杠杆——降低利率和对经济体注入流动性——并不能很好地发挥作用。此外，尽管投机性的资产价格暴涨确实很难加以判定，但只要密切关注参与提供信贷和银行体系的情况，其难度就会下降。另外，虽然发现“恶劣的”资产价格暴涨有难度，但我们仍最好在做出判断（如是否将引发通货膨胀）的基础上采取政策措施。因为如果风险确实存在，不采取措施可能会导致发生灾难性的情景。其后果是——系统风险积累到某种程度，可能预示着经济将出现急剧下降，而且到了某种程度，监管也无法完全防止系统风险的积累——中央银行无法采用善意的有取舍的措施来控制资产价格和信贷膨胀。价格稳定应当是更宽泛的管理下实现宏观金融稳定的一个目标。

但货币政策过于滞后，单靠它无法有效制止投机性暴涨。你想让上百万人因你的银行的高杠杆率而失业吗？另外，在资产价格暴涨期间，预期资产收益率远远高于受利率边际变动影响的水平。资本账户的放开进一步限制了利率的有效性——例如个人与公司可以从国际性银行的分行寻求贷款。经济开放的小国和金融业更发达的国家尤为如此，因为这些国家的银行更加容易从国外获得信贷。更紧缩的货币供应还有可能吸引国外资本，并进一步刺激优质资产的需求。

由于资产价格暴涨可能引起重大问题，即大量银行的破产倒闭，采用审慎的和行政的措施可能是针对性更强的解决方案。因此，这些措施应当成为综合政策的核心内容。

更完善的监管可以补救

一个主要问题是，现行的监管手段不能抑制金融市场

的顺周期性和杠杆率的积累。事实上，情况恰恰相反。

在大部分情况下，审慎监管不能防止经济状况良好时系统风险的积累和形成，反而使经济衰退加重。现有的监管制度规定，银行在经济衰退、风险上升时必须持有更多的资本，尽管此时资本已经耗尽。由于违约率可能是反周期的，因此巴塞尔协议II下的银行内部评级方法将导致上述问题（Repullo、Saurina和Trucharte，2009年）。这会迫使银行削减贷款规模，并因此使经济低迷的局面更加恶化。

为了更加行之有效，监管应当对公司提供激励，从而消除宏观经济冲击的影响。然而如何设计有效的反周期审慎政策，是一个经济学家和决策者最近才开始研究的领域。

在设计这些政策时（IMF，2009年），监管当局应当考虑下述因素：

- **建立缓冲机制。**反周期的资本监管规定和贷款损失准备金制度，可以在控制资产价格暴涨时发挥重要作用。
- **限制杠杆率。**为防止在资产价格上升过程中出现杠杆率过高的问题，需对应风险加权资本金要求设定相对简单但明确的杠杆率限制。
- **限制不动产贷款的波动率。**通过反周期的贷款与价值比率限制，可以降低不动产贷款的波动幅度。例如其可以根据经济增长情况、房屋定价方法或者住房贷款总额来降低不动产贷款的波动幅度。更加严格的贷款监管规定可以限制未经套期保值的外币信贷的迅速增长。
- **限制承担的风险。**我们可以针对特殊的风险来源制定政策，例如对某类贷款，我们可以提出更加严厉的贷款条件和抵押担保的要求，并加强对外汇风险敞口的限制。
- **不鼓励过度借贷。**我们可以取消隐性的外汇担保，或对特定贷款实行财政刺激措施，还可以开展公众风险意识宣传教育活动（Enoch和Ötker-Robe，2007年）。

• **监控问题银行。**最后，应当采取措施，提高经济体承受泡沫破灭的能力。这些措施包括对潜在的问题银行进行更集中的监控，更坚定地实施风险管理政策的信息披露规定。值得我们铭记的是，在金融危机发生前，广为流行的观点是资产证券化已经将风险从银行体系中转移出去了。

制定和实施上述监管准则并非易事（请参阅本期《处于经济危机压力下的欧洲》），特别是在全球化世界的背景下。金融一体化限制了单方措施的有效性，因为个人和公司可以将资金转移到离岸中心和外国银行的总行，从而规避监控规定。

当然，我们还需要开展更多的国际合作。如果各国监管机构共同努力去堵塞漏洞（例如，防止将国内的外币贷款转换为直接的国外信贷），那么监管措施将会更加有效。由于金融体系越来越一体化，这种国际合作也越来越重要。

通过税收来抑制资产价格暴涨

决策者可以采取的最后一个工具是财政政策。财政政

策可以有助于抑制资产价格暴涨。通过减少总需求，从紧的财政政策可以遏制脆弱性的形成。税收尤其能够影响资产的价格。但是，税收政策也是反应滞后的工具，而且对于是否应当采用加税的办法来抑制资产价格暴涨，目前还存在争议。

尽管如此，当前的金融危机仍然应当促使决策者重新审视有助于杠杆化的长期措施，如允许减免抵押贷款的利息。虽然大多数观察家都认为在目前的金融危机中财政政策几乎不起作用，但许多国家的税收规定明显推高了家庭和公司的债务水平，这可能增加了宏观经济的脆弱性。税收规定还会影响关键资产价格的上涨和波动性。这所带来的问题是，确定的税收政策是否会在抑制和支持资产价格方面发挥作用。对抵押贷款实行税收减免政策的效果就是这方面的实例。

今后的对策

新出现的资产价格暴涨可能难以发现，而且也不易提出有效的对策，这也说明为什么决策者已打算避开对公司采取政策措施。

正如大家都已熟悉的这段痛苦经历，银行融资造成的资产价格暴涨可能会导致泡沫破灭，这将损害对经济体的信贷供应。其他原因造成的暴涨（如股票市场的暴涨）可以更加安全地让其自我调节与消化。目前金融危机的教训是明晰的：如果资产价格暴涨是由金融体系提供高杠杆率而引起的

膨胀，决策者在决定袖手旁观之前应当反复斟酌。

是否进行政策干预，取决于资产泡沫的融资方式和风险的承担方式。由运用有限杠杆率的融资方式和少数金融中介参与所导致的资产价格泡沫，可以在不对经济造成重大损害的情况下被挤出。过度使用杠杆率无异于为资产价格的上升煽风点火，此时经济体所遭受的风险更大，而且风险主要集中在银行体系中。

各种政策工具的混合使用可能是抑制资产价格暴涨的最好办法。今后，货币政策必须更多地考虑如何控制资产价格暴涨和保持金融稳定的问题。但是，应对之策必须动用更多的资源来支持灵活而审慎的新措施，从而控制金融媒介的顺周期性变化。■

Giovanni Dell'Ariccia是IMF研究部的副处长。

参考文献：

- Enoch Charles, and I. Ötker-Robe, 2007, Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe (Washington: International Monetary Fund).
IMF, 2009, "Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management," (Washington); see <http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4316>
Kiyotaki, Nobuhiro, and John Moore, 1997, "Credit Cycles," Journal of Political Economy, Vol. 105, No. 2, pp. 211-248.
Repullo, Rafael, Jesús Saurina, and Carlos Trucharte, 2009, "Mitigating the Procyclicality of Basel II"; see ftp://ftp.cemfi.es/pdf/papers/repullo/RST_G20_ebook.pdf

2009 年会



世界银行集团 ■ 国际货币基金组织

时间：2009年10月3—5日

地点：土耳其 伊斯坦布尔

欲知更多的信息，请联系：
Annual Meetings Program of Seminars
IMF—World Bank Group
Washington, D.C. 20431 U.S.A.

电话：[1](202) 473-3394
传真：[1](202) 623-4004
Email: seminars@worldbank.org
网址: www.worldbank.org/pos

欢迎来到 土耳其 伊斯坦布尔 参加2009年系列研讨会

发人深省的思考 →
明确设定的议程 → 鼓舞人心的行动

该系列研讨会是首屈一指的全球论坛，您可以同来自世界各地的有影响力的私营部门的管理人员、185个国家的高级别决策者，以及其他在国际发展和金融领域的领导人进行强有力的、有建设性的对话，以在全球经济方面加强合作。

2009年的主要议题

- ◆ 全球危机与应对政策
 - ◆ 金融危机与穷人
 - ◆ 危机、复苏与结构性改革
 - ◆ 新兴欧洲与中亚
- ◆ 国际金融体系的未来
 - ◆ 环保的危机回应
 - ◆ 危机后私营与公共部门的角色