

预期下一次危机

早期预警系统可以告诉我们什么？

Atish R. Ghosh, Jonathan D. Ostry 和 Natalia Tamirisa

“政府官员受到两种不幸的激励：对最糟糕的情境下给予过分的重视，抑或对其压根就不关心。有时，他们的选举前途或总体支持率恰恰依赖于这两种情况中的一种。”

——Cass R. Sunstein, 《最糟糕的情境》

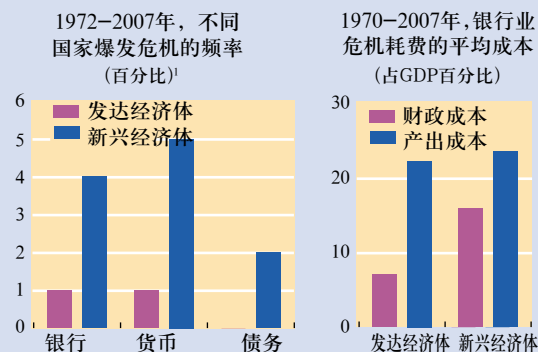
经济体的危机经历在细节上有所不同，但是几乎都反映出了一些潜在的经济不稳定因素和特定的危机触发事件。前者通常是信贷或资产价格泡沫，资产负债表的错配（以超短的期限或在资本不足的情况下过度借贷外币），而后者几乎可以是任何事件：政治动荡、贸易冲

20世纪90年代新兴市场的经济危机之后，已经有近十年头风平浪静，但当前的全球金融风暴再次燃起了决策者和公众对预测未来金融危机的早期预警系统（EWS）的兴趣。但是，这种系统实际上能给我们带来什么样的预警？它们的工作原理是什么？它们能有效地预警吗？

过去危机的经验表明，无论是发达经济体还是新兴经济体，都要为经济危机付出高昂的代价（见图）。虽然这两种

代价高昂的危机

虽然危机在新兴经济体更加常见，但发达经济体也未能幸免。



资料来源：Laeven和Valencia（2008）。

¹危机的频率：危机事件的数量占分组样本中国家年数总和的百分比。

击、从其他国家蔓延而来的危机，或（我们以当前的危机为例）次级抵押贷款市场的崩溃（见表）。

这种危机的特性——特定触发事件叠加在潜在的不稳定因素之上——导致两个结论：第一，因为触发危机的特定事件是不可预测的，所以危机也是不可预测的。第二，这种不可预测性使得我们很难说服决策者采取预防措施，尤其是因为这些措施本身很可能导致高昂的经济或政治代价。因此，预警的努力方向不应该总是根据已确定的潜在不稳定因素（没有这种因素危机不可能发生）尝试报告下一次的危机，然后采取政策措施来解决这些隐患。

EWS实际上有望完成什么样的任务？

在理想情况下，早期预警系统可以足够提前并充分令人信服地预警衍生中的潜在威胁，以便采取纠正行动，将出现危机的风险扼杀于摇篮之中。挤压初期的资产价格泡沫，约束银行或借款人的未对冲的外汇敞口，限制杠杆率，并要求采用更高资本金比率，这些都是减少潜在风险不断积累的措施。

但这些措施很难被广泛采用：住房拥有者希望看到其房产价值急剧增加，借款人希望可以以更便宜的价格借取外币，金融机构不喜欢持有过多的资本，因

为这可能降低其盈利能力。因此，采取强制政策需要有一个令人信服的理由，用来解释危机是如何跨行业、跨市场以及跨国家传播的。最后一点是，由于我们永远不可能避免每一个隐患，EWS也应该对即将到来的危机进行警告，以便使国家能够积极地面对即将发生的危机，也使决策者可以实施相应的应急计划。

当然，决定EWS应该做什么是一回事，设计它则是另一回事。当前的全球经济危机说明了存在的挑战。不少评论家指出，美国房价的快速增长是不稳定因素积累的明显征兆，在这种环境下，对银行体系（包括投资银行和证券化工具）的宽松监管，以及高杠杆率如何将相对较小的次级抵押贷款问题转化成为大萧条以来最严重的金融危机，我们缺乏正确的评估。没有这样的“联系推理”能力，就缺少采取预防性政策措施（如迫使银行持有更多资本以应对表外负债）的激励。

如何开发EWS

开发EWS的第一步是确定哪些事件应该预警。早期预警模型是在20世纪90年代新兴市场经济危机之后开发的，针对重点是外部事件——资本流入的突然停止，因为这些国家的大多数危机都源于（至少同时伴随着）资本流动的急剧逆转。（其对IMF而言更加适用，这种危机会引起外部融资需求的增加，因此对这些国家的提前预警可以帮助IMF对其可能需要的贷款资源做出规划。）对发达经济体而言，危机虽然可能源于外部因素，但更有可能集中于其金融部门。此外，如果产出的急剧下降并非单纯地由周期性波动所导致，那么无论它们是否伴随着金融危机，都会引起决策者的重点关注。

确认了危机，下一步是制定适当的分析工具组合。该组合需要将常规的定量分析和更具启发性的方法（如广泛协商和判断）结合起来。定量工具在这里有四个作用：第一，为研究系统性隐患提供一种方法；第二，寻找事件之间的联系，特别是那些导致危机（一旦它发生）跨行业、跨市场、跨国家突变和传播的金融业之间的联系；第三，在确认隐患的前提下，量化危机成型的可能性实际影响；第四，规范并告知评估的使用。

EWS的早期版本是典型的基于单个“危机概率”模型的危机相关宏观经济指标（例如，在新兴市场国家，指标为经常账户赤字规模或储备与短期债务的比率）。

危机的更多样化的现代变种让我们认识到，虽然上述模型在实践中是最常用的，但同样至关重要的是

危机的触发

造成危机的各种隐患和触发事件。

危机	隐患	触发事件
墨西哥 (1994)	政府的短期外债和（外汇计价的）负债	美国收紧货币政策，政治冲击
泰国 (1997)	金融和非金融公司部门的外债，金融公司在房地产市场有集中敞口	贸易条件恶化，资产价格下跌
印度尼西亚 (1997)	企业对外负债，银行体系的资产集中于房地产/物业有关贷款；公司的高债务—股权比率	从泰国蔓延的危机，银行业危机
土耳其 (2000)	政府短期债务，银行系统的外汇和到期日错配	经常账户赤字增加、实际汇率升值、贸易条件冲击，政府对进行金融部门改革的政治意愿具有不确定性
芬兰 (1991)	信贷和房地产价格的繁荣和过热，银行资本化比率低，贷款敞口中，国内贷款外币化，在没有加强审慎监管的情况下放松金融监管，个别银行的风险管理水平薄弱	货币政策收紧，与经济互助委员会贸易的崩溃，汇率贬值
挪威 (1988)		
瑞典 (1991)		
美国 (2007)	信贷和房地产价格上涨，薄弱的金融监管导致杠杆比例扩大及对风险的错误定价	次级抵押贷款市场的崩溃

资料来源：Ghosh等(2008)，以及Drees和Pazarbaşıoğlu (1998)。

详细了解EWS的工具组合

早期预警系统需要什么样的分析工具？虽然细节各不相同，但有效的EWS的工具组合应该包括以下几个要素：对全球宏观经济和金融前景的概述、对国家和行业安全隐患的评估，以及对跨国和跨行业的溢出效应的分析。

展望。对全球宏观经济和金融环境趋势的分析带来了关于金融和主权风险在市场条件下的度量、私人部门经济预测的传播，以及围绕经济预测基线利用扇形图对风险进行总结。除此之外，对国家和行业的储蓄—投资的平衡、外部不平衡以及汇率失调的研究，为运用EWS对尾部风险进行分析提供了广泛的依据。

危机的可能性、持续时间和深度的总体测定。目前已经有多种EWS方法被用于总结导致各国在外部、金融和增长等方面的隐患，以及其他各类危机，这带来了一系列广泛的经济和金融指数。这些工具中有些采用了概率模型，其他工具采用非参数方法，后者为单个隐含指标制定

界限，这取决于其辨别危机和非危机事件的能力。这些模型通常表明了危机的可能性，当危机发生的时候，还可以通过研究工具来确定危机的深度、持续时间和可能的复苏路径（例如是否会伴随着强劲的信贷复苏）。

部门隐患的测定。为了实现整体危机概率模型和部门分析的一致性，我们可以使用特定的部门方法。部门工具可以针对隐患的特定来源进行集中分析（例如，住房价格失调或难以持续的财政状况）。高频的金融市场指数可以帮助合成前瞻性信息，预测迅速恶化的金融状况。

跨国、跨行业和跨市场的溢出效应。预测尾部风险情境需要对金融冲击在各个国家和市场的传播途径有清楚的认识。例如，跨国银行的敞口数据有助于找出潜在的、通过银行融资渠道进行的跨国传播。同样，很多不同的工具可以帮助评估潜在的溢出效应（其来源于金融行业，传播至主权国家以及非金融部门），以及市场对这类溢出效应的感知。

对宏观经济和金融前景的整体把握，并结合其他的部门模型和分析、高频率的市场数据，以及对跨国溢出效应的模拟，做出对隐患的平衡而全面的评估，从而预警危机。（关于EWS的更多技术性讨论，见上方专栏）。

但是，早期预警系统不能单靠常规的量化工具。危机所固有的独特性和多样性限制了统计工具获取信息的能力，而这些信息可能有助于确定下一次危机或充分考虑特定的国家因素。因此，我们需对这些量化工具进行补充，例如决策者、市场参与者和学者进行协商，以及应用以经验为基础的“经验法则”、知识推断、直觉判断、常识和打破常规的思考，所有这些都可以帮助搜寻隐患的新来源，记住，下一次危机与以往的可能会有很大的不同。

如何说服决策者？

除了识别隐患在技术上的困难之外，也许对任何EWS来说，最大挑战是如何说服决策者采取行动。我们不仅需要发布明确和公正的早期警告，还需要通过全面的分析对此加以证实。这些分析需要描述隐患的根源、可能导致隐患扩散的冲击，以及这些冲击可能沿着怎样的途径跨行业、跨市场和跨国传播。最后，早期预警必须附有一套明确的政策选择，强调权衡处理不同类型的风险，并强调国际政策协调的必要性。预警发布需要进行认真校准，某些信息需以保密的方式发送给决策者，而后向公众发布不那么敏感的信息。

底线

EWS现实的但仍然雄心勃勃的目标是预警可能的最坏情境，为决策者提供最佳反应措施。这需要严格的、前瞻性的分析，正确的判断和敏锐的沟通。但即使是设计完美的EWS可能也无法预测和预防所有的危机，并且会提供太多的错报。当全球金融危机结束时，决策者会乐于听取这些警报吗？■

Jonathan D.Ostry是IMF研究部副主任，Atish R.Ghosh是该部系统问题处处长，Natalia Tamirisa是该部主任助理。

参考文献：

- Drees, Burkhard, and Ceyla Pazarbaşıoğlu, 1998, The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization, *IMF Occasional Paper 161* (Washington: International Monetary Fund).
- Ghosh, Atish R., and others, 2008, IMF Support and Crisis Prevention, *IMF Occasional Paper 262* (Washington: International Monetary Fund).
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2008, “Systemic Banking Crises: A New Database,” *IMF Working Paper 08/224* (Washington: International Monetary Fund).
- Sunstein, Cass R., 2007, *Worst-Case Scenarios* (Cambridge, Massachusetts, and London, England: Harvard University Press).