

土地销售

拉古拉兰·詹瑞、罗德尼·拉姆查兰

放松信贷是否会导致资产价格暴涨暴跌，一个世纪前美国耕地价格可以为其提供一些线索

放松信贷是否会导致资产价格泡沫？当泡沫破裂后是否会影响经济的其他方面？最近美国及其他国家房价暴涨暴跌，使决策者们开始考虑这些问题。由于担心最近的金融危机是由于放宽信贷导致的，许多国家正努力紧缩信贷政策，避免银行体系存在过度风险。央行不仅要处理通胀问题，还要反向操作以预防资产价格及信贷规模上涨的观点较以前更受到追捧。

事实上，对于那些依靠商品出口的国家，其决策者正面临应采取何种措施的困境。过去10年中，商品价格大幅上涨，许多制造商都经历了信贷规模及资产价格一起上涨。例

如，巴西的信贷规模与资产价格曾一起飙涨，并且有人认为虽然美国经济疲软，但耕地价格已出现泡沫。

决策者应如何把握信贷供应与资产价格泡沫及其影响之间的关系呢？信贷政策是政府可以影响的。最近的资产价格泡沫以及泡沫的破裂促使这方面的研究层出不穷，但回顾一下20世纪早期美国耕地价格暴涨的情况，可以为我们提供一些历史经验。当时的特色监管也有助于理清信贷供应如何影响资产价格波动。

信贷供应

经历过金融恐慌的人一直认为

20世纪早期，美国的土地价格经历了暴涨和暴跌。



信贷供应对资产价格泡沫及泡沫破裂的之间存在因果关系，例子很多，从17世纪30年代的荷兰郁金香热到20世纪90年代日本房地产泡沫破裂等(Kindleberger和Aliber,2005年)。对20世纪30年代大萧条时期的研究也指明了信贷供应与资产价格之间的关系。对土地等资产的正面影响因素，如土地上种植的粮食作物价格上涨，会提高借款者的资产净值，这就提高了土地拥有者的借款能力，同时放大了对土地的需求。如果是价格下降，如因为商品价格下降，土地价格下降意味着借款者资产净值下降，抵押品价值下降，借款能力下降，土地需求萎缩。减价出售更进一步加剧了价格下滑(Fisher,1933年；Bernanke和Gertler,1989年；Kiyoutaki和Moore,1997年)。

银行贷款的动力也会影响价格暴涨暴跌这个周期。当信贷扩张时，银行不会因害怕损失或惜贷而停止呆坏账续贷(常被称为永久贷款)或不放新贷，这正是银行对信贷质量没有进行合理评估的表现(Rajan,1994年)。所以，经济繁荣时期容易导致信贷过度。相反，因为经济萧条时更容易出现呆坏账，信誉良好的贷款机会有限，所以银行在经济萧条时会压缩信贷，并将损失归咎于经济环境而非评估能力不足。所以，信贷政策一般会随资产价格波动而变化，

上涨或下跌均是如此，尤其是在银行竞争充分的地区。

理论与实际

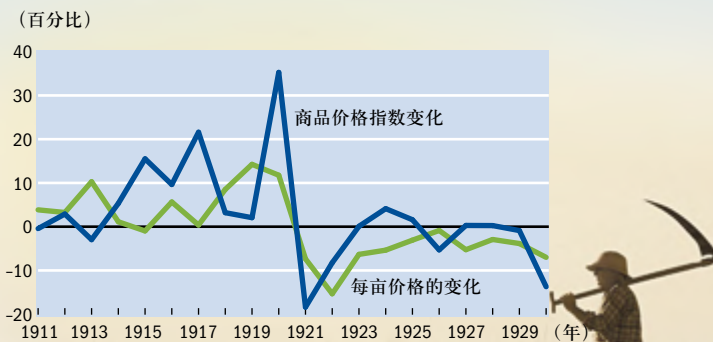
这是理论。而实际上，信贷供应对推动资产价格超过其基本价值以至于产生资产泡沫，具有很大的不确定性。毕竟，资产价格暴涨暴跌都主要取决于经济基本面或信心，经济基本面好的国家信贷较为宽松，这也使决策者难于对资产价格快速上涨及信贷扩张作出反应。提高利率或限制信贷规模增长可能不利于资产价格反应积极的基本面。但信贷供应过于宽松可能会导致资产价格超过基本面，最终为泡沫破裂埋下隐患。

例如，过去10年中住房价格上涨部分原因在于人们普遍相信住房会不断升值。这也使银行认为他们的抵押贷款规模合理，使决策者更难提前判断住房贷款是否过度或信贷是否过度扩张。同样，目前商品价格暴涨的原因也有许多，一般情况会认为结构性转变史无前例。现在随着中国、印度等新兴市场工业化推进，全球气候变暖给农业生产带来了更多不确定性，这也推动了美国耕地及商品价格上涨。

为更好地理解信贷供应对资产价格暴涨暴跌的影

商品助推价格高涨

在20世纪早期，世界商品价格的飞涨同样导致美国耕地价格的快速上涨。



响，我们来回顾一下最近一次，即1900—1930年美国土地价格暴涨暴跌的过程，虽然时间上来说已经有些遥远了。20世纪初，美国是一个新兴市场国家，快速工业化进程助推了世界商品价格暴涨。随着美国、欧洲及世界大部分地区采用汽车等新技术产品，对橡胶、石油及粮食的需求骤然上升（Blattman、Hwang和Williamson, 2007年；Yergin, 1991年）。正如今天，世界范围内商品价格上涨同样推动了美国耕地价格上涨（见图）。

20世纪20年代银行破产率最高的地区恰恰是那些当时银行数量最多及一战时粮食价格上涨幅度最大的地区。

银行业繁荣

银行业在美国如雨后春笋般发展起来，由于信贷容易获得且成本较低，正如刚刚过去的这次住房价格暴涨的情形一样。借款者只需首付10%，向银行贷款50%，余下的可以进行二次或次级抵押。而还款是典型的末期整付，也就是说贷款到期（即全部本金到期）以前只付利息。只要再融资没有困难，借款者就不担心第一次还款。由于地价长期上涨，贷款者并不担心借款者的还款能力。因为即使他们没能力还贷，银行可以轻而易举的出售作为抵押的土地。所以他们愿意放贷：而每亩土地的抵押贷款在1910—1920年的10年间上涨了135%。一战和俄国革命影响了商品供应，尤其是小麦和石油，更加剧了全球不确定性，进一步推高了土地及商品价格。

而一战很快结束，正如其爆发时一样。俄国新政府由于急需硬通货，所以很快恢复了出口。欧洲在农业生产恢复上的速度也比预期要快。所以，世界商品价格在1920年时达到高峰之后，整个20年代都在下滑，最终在大萧条时期崩盘。而美国耕地价格下跌轨迹也非常类似。到距第一次高峰20多年的二战爆发之前，价格再也没有上涨过。整个20年代，美国有6000多家银行破产，相当于1920年顶峰时期的20%，这是在大萧条之前的不景气情况。

根本不同

我们采用了县级层面的详细数据，包括耕地价格、粮食种植亩数及当地银行体系结构。这种微观层面的数据更有利于清晰地分析基本面，即本县种植粮食的普遍价值、土地的附加值以及本地银行竞争中的贷款

条件，找到了信贷供应决定资产价格的双重作用本质。

经济繁荣时期，信贷供应确实有利于土地价格反映经济基本面。有银行及信贷的地区，土地价格更能反映经济基本面——通过这个县每种粮食的种植亩数与七种粮食世界价格变化的指数来衡量。此外，由于土地购买属于大笔开支，贷款能促使土地有效分配，产出多的农民更容易获得贷款，购买更多土地。

但是也有证据表明，银行分布较多的地区，尤其是银行间竞争激烈的地区，土地价格越来越与经济基

本面不一致（至少从事后分析的角度来看是这样）。这符合另一个观点，即信贷扩张的环境中，银行不会因担心遭受损失或在有竞争力的地区失去市场份额，而放弃不良贷款或停止发放新贷。所以，银行间的激烈竞争可以导致信贷过度扩张，放大对资产价格的冲击。

尽管我们选取的数据相对具体，但是我们可以控制一些对土地价格及银行位置起决定作用的地理及人口统计变量，论据选取一些能反映银行竞争与土地价格间其他关系的统计相关。例如，银行数量也许可以反映每亩粮食价值、商品价格震荡幅度或其他可观察量所不能反映的基本面。

更令人信服的论据

但是，19世纪20年代的信贷市场一个有趣的特点是信贷政策对土地价格有独立的作用，这为我们提供了更令人信服的论据。20世纪早期，美国禁止跨州银行贷款。如果银行数量反映与土地相关的经济基本面，那么无论是在同一州还是不同州的邻县的银行数量，都会以同样的方式影响这个县的土地价格。位于不同州的两个邻县经济基本面一般较为相似。

但是如果银行数量能反映信贷供应，与这个县处于同一州内的邻县的银行（因为此时可以跨县贷款）较位于不同州内的邻县的银行数量更能影响这个县的土地价格（因为此时不能跨县贷款）。

同样，两个不同县的土地价格差距应与这两个县银行数量差距呈正相关，但如果是分处于两个不同州的县，这种正相关更为明显，因为银行不能跨州放贷，所以两个县的土地价格无法趋同。对于以上结论，我们有充足的论据证明，信贷供应的确可以影响资产价格，且影响作用甚至大于经济基本面本身的变化。

跨州间银行监管的不同也会决定银行与价格间的

关系是否会反映信贷供应或一些不可衡量的因素。有些州有存款保险体系。一些著名的论断表明，设计不合理的存款保险体系可能错误诱导银行为高风险的投资提供资金，且信贷发放范围比授权的范围更广。尤其是一些银行是在存款保险制度下运作且面临着激烈的竞争。与这些观点一致，数据显示在繁荣时期，如果一个县所在的州有存款保险体系，信贷供应会比没有存款保险体系的对资产价格的影响更为明显。银行与土地价格的关系在不同的存款保险体系下，差别也非常明显，尤其是对于一个位于由存款保险体系的州的县与一个没有存款体系的州的邻县来说，虽然大家认为这两个县的经济特征相同且种植的粮食作物基本相同。

商品价格崩盘

一战后，世界商品价格崩盘对银行体系总体造成了严重破坏。但20世纪20年代银行破产率最高的地区恰恰是那些当时银行数量最多及一战时粮食价格上涨幅度最大的地区。当然，信贷供应对促进经济繁荣的重要性并不代表其一定会推动泡沫破裂。实际上信贷容易获得的地区对泡沫破裂有缓冲作用。但泡沫破裂前信贷供应量大的地区，因为资产价格以及相关借贷增长幅度很大，所以银行破产数量显然更多（主要来自耕地借贷的损失）。总之，这些结果表明，由于银行间竞争导致的信贷供应，可能放大了商品价格波动对土地价格及借贷的影响。一旦繁荣时期短暂结束，信贷供应量大的地区由于信贷规模增长可能导致更多银行破产。

所以，事后来看，限制信贷可能会对防止损失有很大作用。但监管者当时无法后视。而且，在繁荣时期，如果要求整个国家都限制信贷未免过于简单。毕竟，许多地区信贷供应有利于价格反映经济基本面。而且，即使一战结束时有很多不确定因素，欧洲恢复农业生产的速度很快，俄国急切恢复出口，土地价格上涨的预期也是理性的。

另一个更为合理的解释是，信贷供应规模更大会使金融体系和资产价格对所有基本面震荡更为敏感，无论是短暂的还是永久性的。大胆的风险管理可以简单理解为逆周期调整。如果一些地区可以预见经济基本面会出现大幅度波动，则应对该地区使用更有针对性的监管工具。

这种解释的必然结果是，大胆的风险管理要求对整个银行体系仔细监测，包括所谓的影子银行体系——对冲基金和发放信贷的非银行金融公司。回顾20世纪20年代的资料可以看到，1920年繁荣时期监管者对土地价格上涨及银行竞争范围认识了解非常有限。即使

是20世纪20年代银行系统崩盘时期，银行破产信息也相对较少，美国只有一些国家及州银行的监管者有所了解。例如，当时的一个研究表明，监管者要从美国一个地区一些抽样银行中收集数据就需要一年的时间（Upham和Lamke，1934年）。信息匮乏也可能是决策失误的一个原因，例如，鼓励快速出售破产银行资产，可能反过来打击土地价格，加重危机。■

拉古拉兰·詹瑞（Raghuram Rajan）是芝加哥大学经济学教授（Eric J. Gleacher杰出服务教授），罗德尼·拉姆查兰（Rodney Ramcharan）是美国联邦储备委员会经济学家。这些观点不代表美国联邦储备委员会官方观点。

本文基于“剖析信用危机：20世纪20年代美国农业用地价格的泡沫与崩溃”，可在以下网址获取本文：http://faculty.chicagobooth.edu/raghuram.rajan/research/papers/land_sales_5.pdf。

参考文献：

- Bernanke, Ben, and Mark Gertler, 1989, "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations," *American Economic Review*, Vol. 79 (March), pp. 14-31.
- Blattman, Christopher, Jason Hwang, and Jeffrey Williamson, 2007, "Winners and Losers in the Commodity Lottery: The Impact of Terms of Trade Growth and Volatility in the Periphery 1870-1939," *Journal of Development Economics*, Vol. 82 (January), pp. 156-79.
- Fisher, Irving, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*, Vol. 1 (October), pp. 337-57.
- Kindleberger, Charles, and Robert Z. Aliber, 2005, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (Hoboken, New Jersey: Wiley Investment Classics).
- Kiyotaki, Nobuhiro, and John Moore, 1997, "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, Vol. 105 (April), pp. 211-48.
- Rajan, Raghuram G., 1994, "Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109 (May), pp. 399-441.
- Upham, Cyril B., and Edwin Lamke, 1934, *Closed and Distressed Banks: A Study in Public Administration* (Washington: Brookings Institution).
- Yergin, Daniel, 1991, *The Prize: The Epic Quest for Oil, Money and Power* (New York: Simon & Schuster).