



因不确定 而掣肘

尼克拉斯·布鲁姆、M.阿汗·科斯、马可·E.特隆尼斯

工商界和消费者因对未来不确定，造成经济复苏进程放缓

一些经济学家和政治家指出，美国和欧元区在度过了2008—2009年“大衰退”的非常时期后，将会伴随着经济的快速恢复期。已故诺贝尔经济学奖获得者米尔顿·弗里德曼将此称为“吉他琴弦”萧条理论。当你将一根吉他琴弦拉紧，然后放开时，琴弦会反弹回去。你拉得越紧，琴弦反弹得越快。

然而，大衰退以来许多发达经济体的经济表现却没有遵循这一理论。相反，这些经济体的严重衰退却伴随着脆弱而缓慢的经济复苏，这很令人失望。这就像吉他琴弦拉得过紧而断弦一样。

这些进展充满谜团：为什么当前的经济复苏如此缓慢？一些人指出，金融危机后的经济复苏一般来说会迟缓，这是因为危机造成的后果（资产负债表的修补、脆弱的信贷扩张、住房市场接二连三的问题）严重阻滞了经济活动（例

如，Claessens、Kose 和 Terrones, 2012 年）。考虑到历史记录，这种观点的确有其道理。

但是，目前的经济复苏至少在一个重要领域与先前的危机后复苏有所不同，且不论这些复苏是否伴随着金融危机。此次复苏伴随着程度更高的不确定性。这种观点强调了宏观经济和政策的不确定性在萎缩的经济活动中的影响，从而对当前“贫血性”复苏给出了一个补充性解释。工商界对美国和欧洲的财政和宏观调控环境心存疑虑，这种对未来不可知的担心有可能成为阻碍他们投资和雇人的原因之一。这种情况在近期美国全国商业经济协会的一项民调（《经济政策调查》，2012 年）中有明显体现。该民调指出，一个由 236 位商界经济学家组成的工作组中，“绝大多数感觉财政政策的不确定性正在减缓经济复苏的

对不确定的度量

量化不确定性是一大挑战，因为它不是一个可以观测的变量，只能通过其他变量推导出来。用统计学的语言，不确定性是一个潜变量。

使用一些度量方法，来凸显一个经济体在一个时期所面临的不确定的各种因素，这样可以通过很多途径间接地测度不确定性。一些度量方法着重在宏观经济方面的不确定性，这些方面包括股市收益的波动、失业预测的离差以及媒体中一些流行的词条（比如，经济不确定性）。其他的度量方法则考虑了微观经济方面的情况，比如部门产出、企业销售、股票收益以及生产企业经理所做出预测的离差等不同的指标（Bloom，2009年；Baker、Bloom和Davis，2012年）。

由于我们主要考虑宏观经济方面的不确定性，我们基

于股票收益的波动性和经济政策着重于四种度量方法。第一种度量方法是：21个样本经济体的每个经济体中，每天股票收益的月度标准离差。此方法测度到与企业利润相关的不确定性，同时也较好地代表了整体经济的不确定性（见图1）。第二个度量方法是芝加哥期权交易所波动率指数（VXO），表明标普100期权的证券价格的隐含波动。第三个度量方法是美国和欧元区围绕经济政策的不确定性，是以下三个指数的加权平均：媒体中出现类似“经济政策”和“不确定性”等词条的频率；未来年份将要失效的税务法规的数量；对未来政府开支和通货膨胀预期的离差（见图2）。第四个度量方法，代表全球水平的不确定性，使用六个发达经济体最长时间序列数据，找出第一个度量方法中的共同变化（图1）。

步伐”。

在影响经济活动中，不确定性的重要性如何？本文通过分析不确定性的主要特点及其对经济增长的影响回答上述问题。

这里、那里、到处有不确定性

经济不确定性是指对未来经济状况知之甚少或一无所知的情况。测度经济不确定性的来源有很多，包括经济和金融政策的变化，对增长前景、生产率变化、战争、恐怖主义行为以及自然灾害的不同观点等。尽管不确定性很难量化，通过利用范围宽泛的手段，近期研究已经能够开发出一些度量方法（见专栏）。

使用哪种度量方法并不重要，很明显的是不确定性在最近一段时间不断加大（见图1）。2008年经济衰退以来，美国和欧元区的经济政策的不确定性加剧了，而且自那以来一直未见弱化（见图2）。美国的不确定性主要是由争论不休的财政政策造成的。这些政策包括税收和政府支出、长期结构问题（比如医疗卫生和调控政策）以及津贴项目（比如政府资助的退休计划Social Security和老年医疗计划——Medicare）。有趣的是，货币政策不确定性似乎没有成为近期政策不确定性增加的主要因素之一，这可能是缘于较低而稳定的通货膨胀和利率。

在国家层面，经济运行的不确定性与商业周期相反。平均而言，无论我们使用哪种度量手段（见图3），在经济扩张期，宏观经济不确定性比经济萧条期要低得多。美国有关特定行业或公司的微观经济不确定性，使用工厂层面的生产率变化的波动性来度量。同样，这一不确定性也显出反周期性的特点，在大衰退期间达到20世纪70年代来的新高（Bloom等，2012年）。

不确定性和经济活动

然而，在不确定性和商业周期之间建立因果关系是困难的。是不确定性造成了经济衰退抑或经济衰退导致了不确定性？尽管难以对这一问题作出定论，经济理论的确指明了途径，表明不确定性对经济活动有负面影响。

在需求一边，例如，当面对较高的不确定性时，随着厂商搜集到新信息，厂商会减少投资和推后项目，因为如果投资逆转的话会代价高昂（Bernanke，1983年；Dixit和Pindyck，1994年）。居民对较高不确定性的反应与厂商的类似：他们在等待不确定性降低的同时，

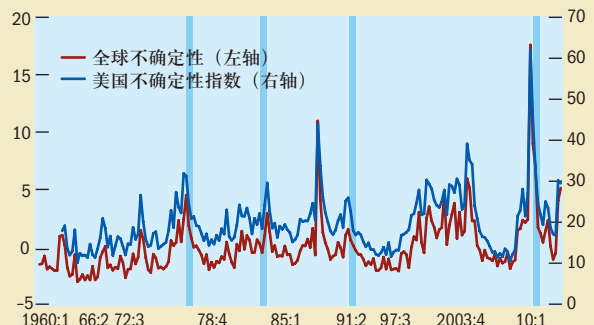
图1

不确定性在上升

在历次经济复苏期间，不确定性出现上升；在大衰退期间更是显著提高。

（美国的不确定性指数）

（全球不确定性指数）



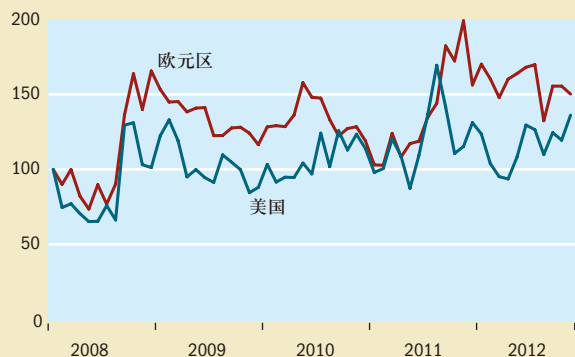
资料来源：Kose、Loungani和Terrones（2012年）；作者计算。
注：阴影区是指全球萧条期（1975年、1982年、1991年以及2009年）。美国的不确定性指数度量了宏观经济不确定性以及股市波动。全球不确定性指数着重在六个发达经济体的股市波动的共性。这六个国家是法国、德国、意大利、日本、英国和美国。

图2

居高不下

美国和欧元区的政策不确定性自2008年以来居高不下。

(政策不确定性指数, 2008年1月=100)



资料来源: Baker、Bloom和Davis (2012年); www.policyuncertainty.com。

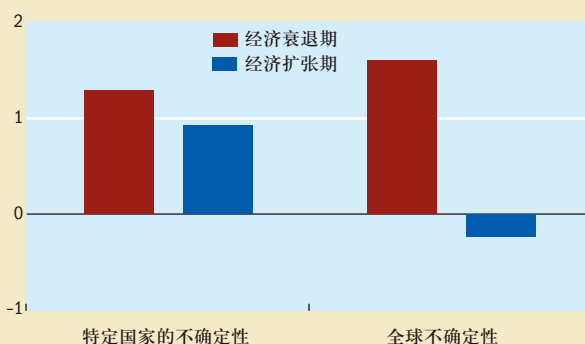
注: 政策不确定性指数度量了宏观经济不确定性和股市波动; 媒体对“经济政策”和“不确定性”的频率; 未来年度将失效的税务法规的数量; 对未来政府支出和通货膨胀预测的离差。

图3

周期性波动

无论从某个特定国家还是全球来看, 经济衰退期间的不确定性比经济扩张期间的要高很多。

(不确定性指数)



资料来源: Kose和Terrones (2012年)。

注: 特定国家的不确定性指每个发达经济体每日股票收益的月度利差。全球不确定性指六个经济体的特定国家不确定性中的共同点。这六个国家是法国、德国、意大利、日本、英国和美国。数据时间涉及1960—2011年。

会减少对耐用品的消费。在供应一边, 厂商的雇人计划也受到更高不确定性的负面影响, 这反映出代价昂贵的人员变动。

政策导致的不确定性同样与增长呈反向关系, 大衰退以来政策不确定性达到历史高位。特别是2006—2011年间政策不确定性的急剧增加严重影响了发达经



使用哪种度量方法并不重要, 很明显的是不确定性在最近一段时间不断加大。

金融市场的问题, 像2007年以来我们所看到的那样, 可以放大不确定性对增长的负面影响。例如, 对那些用债务来融资的项目, 不确定性导致降低对这些项目收益的预期, 而且更难于评估担保的价值。其结果就是, 债权人会收取更高的利息, 在不确定期限限制放款, 这将降低厂商获得资金的能力。借款的减少造成投资的减少, 特别是对那些信用约束性企业来说更是如此。同时, 由于在研发领域开支的减少, 还造成了生产率更为低下的增长。这些因素加在一起, 会转化为产出增长的显著放缓。

经验证据表明, 不确定性会对经济增长有负面影响。产出增长率与宏观经济不确定性呈负相关性。进一步来说, 不确定性每增加相对小的1个标准离差, 根据对宏观经济不确定性度量方法的不同, 将会对产出增长造成0.4个百分点到1.25个百分点的减少(Kose和Terrones, 2012年)。

济体的增长(Bloom, 2009年; Baker和Bloom, 2011年; Bloom等, 2012年; Hirata等, 即将出版)。经验证据表明, 这些政策不确定性的较大增加与极为顽固的显著的产出下降有关(见图4)。

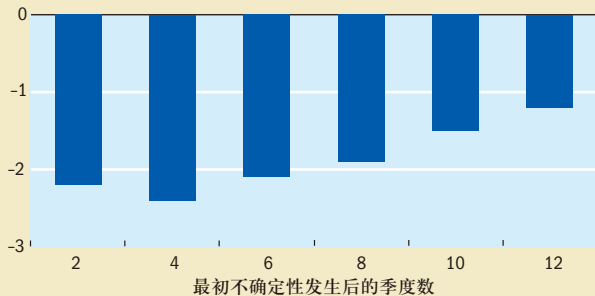
经济不确定性还与经济衰退的深度和经济复苏的力量有关。特别是伴随着较大不确定性的衰退通常比其他经济衰退更为严重(见图5)。类似地, 伴随着较大不确定性的经济复苏, 将比其他情况的经济复苏更为虚弱。最近一次金融危机以来, 全球经济经历的不同寻常的较高的不确定性以及相关的程度严重的经济衰退和更为虚弱的经济复苏, 都是这些发现的很好的证明。进一步来说, 发达国家当前的经济复苏与以下情况相吻合: 不确定性持续增加, 伴随着建筑物投资的明显而持续的减少, 消费和投资领域出现更低的累计增长(Kose、Loungani和Terrones, 2012年)。

图4

令人沮丧的效果

政策不确定性的较大增加与极为顽固的显著的产出下降有关。

(GDP下降, 百分点)



资料来源：Baker、Bloom和Davis (2012年)；
www.policyuncertainty.com。

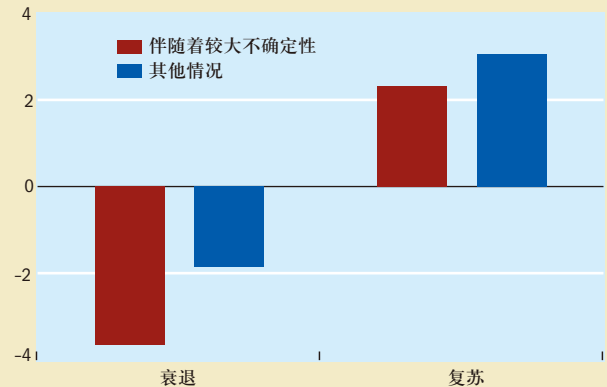
注：该图显示了在第一个季度不确定性增加后，GDP在第二个季度下降了2.2%，在第四个季度下降了2.4%，以此类推。假定2006年（全球金融危机前一年）到2011年的年度不确定性的增幅相同。这些结果基于被称为向量自回归模型（VAR）的数量经济模型。该模型使用1985—2011年的季度数据以及以下变量：不确定性指数、GDP、标普500指数、联邦基金利率、就业、投资和消费。

图5

不确定性很麻烦

伴随着较大不确定性的经济衰退通常比其他经济衰退更为严重，经济复苏通常比其他复苏更为虚弱。

(衰退和复苏的振幅, 百分比)



资料来源：Kose和Terrones (2012年)。

注：衰退的振幅指产出从顶峰到低谷减少的百分比；复苏的振幅是产出从衰退低谷上升的年度变化。

决策者可发挥作用

从历史上看，较强的不确定性出现在较低的经济增长期。近期不确定性的提高，增加了再一次全球经济衰退的可能性。对于决策者来说，克服那些经济体在商业周期领域所面对的固有的不确定性是困难的。然而，经济政策领域的不确定性不同寻常地高，看起来显著地推动了宏观经济不确定性。通过实施大胆而及时的措施，大西洋两岸的决策者能够减少政策导致的不确定性。只有这样，才能有助于欧元区的经济增长，并推动美国的经济复苏。■

尼克拉斯·布鲁姆（Nicholas Bloom）是斯坦福大学教授，M.阿汗·科斯（M. Ayhan Kose）和马可·E.特隆尼斯（Marco E. Terrones）是IMF研究部的主任助理。

参考文献：

Al-Hussainy, Ed, Andrea Coppola, Erik Feyen, Alain Ize, Katie Kibuuka, and HBaker, Scott, and Nicholas Bloom, 2011, "Does Uncertainty Reduce Growth? Using Disasters as a Natural Experiment," Stanford University Working Paper (Palo Alto, California).

Baker, Scott, Nicholas Bloom, and Steven J. Davis, 2012, "Measuring Economic Policy Uncertainty," Stanford University Working Paper (Palo Alto, California).

Bernanke, Ben, 1983, "Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment," Quarterly Journal of Economics, Vol. 98, No. 1, pp. 85-106.

Bloom, Nicholas, 2009, "The Impact of Uncertainty Shocks," Econometrica, Vol. 77, No. 3, pp. 623-85.

Bloom, Nicholas, Max Floetotto, Nir Jaimovich, Itay Saporta-Eksten, and Stephen Terry, 2012, "Really Uncertain Business Cycles," NBER Working Paper 18245 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones, 2011, "Financial Cycles: What? How? When?" in NBER International Seminar on Macroeconomics 2010, ed. by Richard Clarida and Francesco Giavazzi, pp. 303-43 (Chicago: University of Chicago Press).

———, 2012, "How Do Business and Financial Cycles Interact?" Journal of International Economics, Vol. 87, No. 1, pp. 178-90.

Dixit, Avinash K., and Robert S. Pindyck, 1994, Investment under Uncertainty (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

Hirata, Hideaki, M. Ayhan Kose, Christopher Otrok, and Marco E. Terrones, forthcoming, "Global House Price Fluctuations: Synchronization and Determinants," in NBER International Seminar on Macroeconomics 2012, ed. by Francesco Giavazzi and Kenneth West (Chicago: University of Chicago Press).

Kose, M. Ayhan, and Marco E. Terrones, 2012, "How Does Uncertainty Affect Economic Performance?" World Economic Outlook Box 1.3, pp. 49-53 (Washington: International Monetary Fund, October).

Kose, M. Ayhan, Prakash Loungani, and Marco E. Terrones, 2012, "The Global Recovery: Where Do We Stand?" World Economic Outlook Box 1.2, pp. 38-42 (Washington: International Monetary Fund, April).

———, forthcoming, "Global Recessions and Global Recoveries," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

Economic Policy Survey, 2012, National Association for Business Economics (September).