

全球经济战略亟需重大改变

■ 劳伦斯·萨默斯 美国前财长 哈佛大学教授

周五,世界各地的金融政策制定者将在秘鲁召开年度会议(编者注:作者写这篇稿子时,年度会议尚未召开),眼下全球经济正面临自2008年雷曼兄弟(Lehman Brothers)破产以来最严重的险境。

随着以中国为首的多数主要新兴市场出现种种问题,长期停滞问题——即使货币政策非常宽松,工业国家也无力保持令人满意的增长速度——日益恶化。

这引起了人们对发生全球恶性循环的担忧:工业国家的缓慢增长会伤害输出资本的新兴市场,从而进一步减缓西方的增长。已经濒临停滞的工业化经济体承受不起负面的全球冲击。

政策制定者们严重低估了西方国家重回衰退以及全球发生衰退的风险。如果出现衰退,货币政策制定者们将缺乏应对工具。工业国家目前基本没有任何再放松货币的余地。预计日本和欧洲的利率将长期维持在非常低的水平,而美国的利率水平仅会以非常缓慢的速度上升。

面对当前挑战,政策制定者们需要作出一个明确的全球承诺,将增长加速作为宏观经济政策的主要目标,采取行动时不能局限于货币政策。俗话说:“习惯成自然。”这句话再符合近几年的全球经济不过了。虽然人们口头上一一直在说摆脱危机,但各国的未来国内生产总值(GDP)预估值都出现了大幅下调。

相较于2012年作出的预测,国际货币基金组织(IMF)将2020年美国的GDP预估值下调了6%,欧洲下调了3%,中国下调了14%,新兴市场下调了10%,全球整体下调了6%。而这一惨淡预测的前提是:工业国家不会出现经济衰退,发展中国家也不会出现系统性危机。这两大前提哪个也不能认为理所当然成立。

我们正处于一个新的宏观经济时代,在这个时代,通缩危险要大于通胀危险,而且我们不能依靠市场经济的自我修复功能。经济衰退不仅代价高昂,而且阻碍未来产出的增长,这种滞后效应远超人们在几年前的想象。

西方债券市场正在发出一个强烈的信号:政府债券太少,而不是太多。与往常一样,当形势开始恶化时,两拨人展开激烈辩论,一派认为要保持现状,另一派则敦促进行重大调整。我深信全球经济战略亟需重大改变。

历史告诉我们,市场缺乏效率,且对经济基本面的判断往往是错误的。它还告诉我们,因为不利的市场信号不符合自己的先入之见而忽略它们的政策制定者,可能会犯严重错误。

这是2008年爆发金融危机的最重要教训



之一。如果政策制定者们当初能透过抵押贷款证券注意到美国住房市场的价格信号,或者从银行业股价上察觉到金融体系的健康信号,他们面对不断聚集的风暴就会反应更加迅速。还有欧洲的教训。对希腊债务不会得到全额偿还这一市场信号置之不理的政策制定者,没能及时作出必要判断,并为此付出了巨大代价。

债券市场的教训

考量一下工业国家的政府债券市场如今正在暗示什么具有指导意义。它们是世界上最具流动性的金融市场,反映了很大一群消息灵通的交易员的判断。两个结论十分突出。

首先,风险严重指向低于官方目标的通胀率。在工业国家,没人认为各国央行在可见未来的未来将实现它们2%的通胀率目标。即使在通胀预期最高的美国,对自2020年开始的五年期间的通胀预期也只有1.5%。

这还是在债券市场表明货币政策仍将比美联储(Fed)预期的更加宽松的情况下:美国联邦基金期货市场预计,2017年底的利率将在1%上下,而美联储最新预测的中位数是2.6%。如果债券市场信任美联储的货币政策,那它将预期更低的通胀率乃至通缩风险。

第二,普遍预期是实际利率会异常低。近25年来,实际利率一直呈下降趋势。

工业国家未来10年的平均实际利率预计将为零。即使这或许反映了某种可能性,即实际利率将受到名义利率零下限以及通缩的人为提升。在实际利率如此低的情况下,没有任何迹象表明经济将会过热。

许多人会辩称,债券收益率被量化宽松政策人为压低了,因此,利用它们来推断未来的通胀和实际利率是错误的。这种情况不能被排除。

面对当前挑战,政策制定者们需要作出一个明确的全球承诺,将增长加速作为宏观经济政策的主要目标,采取行动时不能局限于货币政策。俗话说:“习惯成自然。”这句话再符合近几年的全球经济不过了。

但值得注意的是,美国如今的利率低于实施量化宽松期间的平均水平,而预测者几年来一直在自信——但错误地——预期利率会上升。

对于这种缓慢增长、低通胀预期及零实际利率同时出现的最有效的解释是长期停滞假设。

这种假设认为,高储蓄、投资降低以及避险心理增加这三者的结合压低了伴随充分就业的实际利率。结果是,名义利率的零下限变得具有约束性。

有四个因素导致了常态实际利率的大幅降低。首先,不平等的加剧——流向资本以及企业留存利润的收入份额的增加——提升了人们储蓄的倾向。

第二,对劳动力增长放缓以及生产率提升变慢导致增长放缓的预期,使投资减少而加大了对储蓄的激励。

第三,更广泛的监管以及不确定性的增加造成金融中介活动中摩擦增多,这会阻碍投资。

第四,资本品价格下降,同时经营企业所需实物资本数量减少——想想Facebook的市值是通用汽车(GM)的5倍多。

新兴市场遭遇逆流

直到不久前,新兴市场表现强劲还是一个主要的亮点。它们大举接收来自发达国家的资本,这些资本在发达国家国内无法进行有效益的投资。结果是,这些资本获得比其他情况下能获得的更高的利率,工业国家的产品出口需求上升,以及发达经济体的汇率竞争力加强。

工业国家流向发展中国家的资本总额从2002年的2400亿美元,升至2014年的1.1万亿美元。与利率讨论尤其相关的是,发展中国家私人部门的外币借款从2008年的1.7万亿美元,升至2015年的4.3万亿美元。

国际金融协会(Institute of International Finance)的数据显示,发展中国家净资本流动今年急剧下降——这是近30年来首次出现如此大的降幅——离开发展中国家的私人资本数量超过1万亿美元。

任何讨论都不得不从中国开始,其在2010年至2013年浇筑的水泥数量超过了美国在整个20世纪浇筑的水泥数量。看一下投资驱动型经济体——无论是遭受上世纪70年代和80年代石油冲击之前的日本,还是上世纪90年代末的“亚洲小虎”——近期的历史可以知道,增长并不是温和放缓的。

中国还面临许多其他挑战,从这个星球历史上最为迅速的人口老龄化,到城镇化进程放缓;它还面临政治合法性以及如何处理无效投资的问题。

即便采取乐观的观点,即中国会平稳地转向服务业主导的消费驱动型增长模式,中国的生产结构也将会向轻工业大大倾斜,因此中国能够支撑大宗商品市场的日子已经一去不复返了。

问题绝不仅仅局限于中国。俄罗斯正在艰难应对低油价、法治崩溃和严厉制裁的问题。巴西一直遭受大宗商品价格下跌的冲击,但政治失灵的冲击更为严重。印度是一个罕见的例外。但从中欧到墨西哥到土耳其再到东南亚,工业国家经济放缓加上本国政治失灵,抑制了这些国家的资本流入并鼓励了资本外流,从而破坏了增长。

坚定立场

所有这些对齐聚利马出席IMF和世界银行(World Bank)年会的各国政策制定者们意味着什么?现在不是掉以轻心的时候。有人认为,缓慢增长只是2008年金融危机导致的暂时问题,这种观点非常荒谬。最新数据显示,美国经济增长正在放缓,而欧洲和日本的经济增长已经很慢。全球经济接近失速,并且还在放缓,它的主要风险是陷入衰退。

最近最为成功的增长政策声明是欧洲央行(ECB)行长马里奥·德拉吉(Mario Draghi)在欧元似乎濒临危机边缘之际发下的著名誓言,即“欧洲央行将不惜一切代价保全欧元”。德拉吉通过无条件承诺提供流动性和支持增长,阻止了早期的恐慌,帮助提升了欧洲的增长率,尽管这还不够。

如今需要的是某种全球范围的类似立场——一个表明各国政府认识到长期停滞及

其全球蔓延是我们面临的最大的风险。低迷的美国就业报告近日发布后,美联储必须认识到早就应该很清楚的事:美国经济的风险是双方面的。只有在有明确、直接的通胀或金融狂热潮爆发的迹象时才应加息。美联储还必须表明自己愿意帮助阻止全球金融脆弱性导致全球经济衰退。

欧洲、日本的央行需要清楚的是,它们最大的风险是经济进一步放缓。它们必须展示出创造性利用手头工具的意愿。在债券收益率大大低于1%的情况下,传统的量化宽松政策是否还有很大的刺激作用很令人质疑。它们必须准备考虑支持那些带有风险溢价、且风险溢价可以被大幅削减的资产。它们可以通过吸收债券为财政扩张筹资,以实现更多目标。

长期低利率从根本上改变了我们该如何看待财政政策。正如低利率可以让房屋所有者承受更大额的抵押贷款,政府也可以维持更高的赤字水平。如果当政府面临5%的实际借款成本时,《马斯特里赫特条约》(Maastricht)的债务与GDP比率为60%的标准适当的话,那么,如今实际借款成本为负时,比这高得多的比率肯定也是适当的。

实施更加扩张性的财政政策的理由在资金被用于投资或设施维护时尤其充分。在任何一个印发自己的货币且利率受零下限约束的国家,都有令人信服的理由进行财政扩张,直至需求加速。2008年之前的问题是借贷太多,但如今的问题更多是对生产性投资的贷款太少。

利马会议不可避免地会对结构性改革的必要性进行讨论——这种讨论一直都有。但是,如今强调结构性改革意味着要接受现状。全球市场越来越有力地告诉我们,我们现在正处于一个非常不同的世界。

传统的方式——聚焦于健康的政府财政、增加供给潜力以及避免通胀——会招致灾难。此外,全球应对经济萎缩的主要工具——货币政策——在很大程度上已经用完。因此,旨在提升全球需求的政策成为必然选择。

如果我对扩张性财政政策的看法是错的,那么,风险是通胀加速将过快、经济将出现过热以及太多资本将流向发展中国家。这些结果似乎离我们很遥远。但即使它们出现,也可以用标准的方法来应对。

如果我的分析是正确的,而政策沿着当前道路走下去,那么,风险是全球经济将掉入陷阱,这个陷阱与日本陷入其中25年的陷阱没有不同——增长停滞不前但又没有什么解决办法。如今的长期停滞面临一种讽刺,即通常被认为鲁莽的举措提供了唯一谨慎的前进道路。

跨越从微观到宏观的消费鸿沟——2015年诺贝尔经济学奖得主思想评述

■ 史晨昱 经济学博士

美国经济学家安格斯·迪顿(Angrus Deaton)荣获了2015年诺贝尔经济学奖,其在消费、贫穷与福利方面的研究贡献受到表彰。

迪顿的学术贡献突出表现在:基于微观数据,关注数据的质量和度量问题,从个人消费选择入手,通过深入研究收入不平衡、福利国家贡献以及公共部门经济学等领域问题,为国家促进福利、消除贫困的政策设计打开了一扇窗,也被称为微观发展经济学领域的奠基人。

在许多人们眼里,迪顿获奖是个冷门。相比长期在镁光灯下高谈阔论的宏观经济学家,迪顿似乎很小众。其实,这正是微观计量经济学家的本色。作为其中的佼佼者,他因坚持实证研究和理论研究相结合,以及模型和数据处理的高度技术性著称。上述特质充分贯穿在他对消费领域的研究中。

经济学家们对消费和储蓄的关注由来已久。自从凯恩斯创立了现代宏观经济学以来,对消费者的消费和储蓄行为的研究更是现代宏观—微观经济学研究的核心领域之一。一方面,消费以及投资波动被认为是现代宏观经济波动的主要原因之一,另一方面,储蓄(投资)同时被认为是影响经济增长的决定性因素之一。通过研究消费者的消费和储蓄行为无疑,可以使得我们对宏观经济中的消费、储蓄的变动规律及主要影响因素有更深入的了解,从而使得我们可以制定更加科学、合理的经济政策来平抑经济波动,同时促进经济增长。正因为如此,研究消费和储蓄对于经济学家有着不可抗拒的吸引力。

20世纪30年代以来,消费研究经历了绝对收入理论、相对收入理论、生命周期理论、持久收入理论的变迁。绝对收入理论由于无法解

释储蓄率的长期稳定性而黯然退出历史舞台,相对收入理论虽然通过引入“过去收入”而极大地拓展了研究思路,但却始终不能严格地解释这个现象。直到生命周期和持久收入理论的诞生,储蓄率的长期稳定性才得到了完美的解释。然而伴随着旧问题的解决,新问题的产生不可避免。在上述变迁中,迪顿引领数据和计量经济学方法为其提供了一系列横跨微观和宏观的连接并被广泛采用的解释。

消费者行为的“迪顿悖论”

生命周期—持久收入消费理论强调当未来为确定性情形下,消费者在生命周期中平滑其消费量,消费由持久收入决定,不会对收入的短期变动有较大的反应,消费比收入更平滑,消费—年龄曲线是弓形的以及消费与收入滞后信息无关。霍尔(1978)研究在不确定的情况下,把理性预期方法论应用并修正了生命周期假说和永久收入假说,提出随机游走(Random Walk)模型。

相对于生命周期/持久收入理论所得的“强推论”而言,理论本身显得过于笼统,更像是一个研究框架,缺少经得住实证检验的模型,因此招致了经验研究的许多质疑。从商业周期频度来看,预期消费不仅受到暂时收入波动的显著影响,且对持久收入波动反应“迟钝”;同时,没有被消费者预期到的收入波动并不像想象的那样影响消费。

为衡量消费者对价格和收入的反应,斯通(1954)根据柯布道格拉斯效用函数,提出首个需求函数系统模型——线性支出系统模型(LES),该模型在既定的预算约束下,分析消费需求与商品价格之间的函数关系,求解消费者最大化的效用组合。但是LES由于忽略了



在许多人们眼里,迪顿获奖是个冷门。相比长期在镁光灯下高谈阔论的宏观经济学家,迪顿似乎很小众。其实,这正是微观计量经济学家的本色。作为其中的佼佼者,他因坚持实证研究和理论研究相结合,以及模型和数据处理的高度技术性著称。

储蓄因素的原因,没有得到广泛应用。在此基础上,根据预算份额可以直接来自于支出函数的包络定理,迪顿和米尔鲍尔(1980)将这种关

系广泛应用到某一特定商品支出函数的研究中,即为了几近理想需求系统模型(Almost Ideal Demand System,AIDS)的建模思想。该模型是建立在效用水平一定的前提条件下,求出消费者达到支出最小化的消费选择。AIDS模型具有明显的优点:为任意值的第一近似的需求模型;更直观、准确地表现出各种变量对消费结构的影响,从而深刻地体现出结构分析的思想和方法;能够正确地满足选择性公理;满足同次性和对称性等。他们将这个需求系统模型应用到1954年至1974年间英国支出模式的研究中,他们发现,当人们越来越富有的时候,伦敦居民的食品和住房的实际支出的系数为负,这意味着收入投入到这些商品的份额在下跌。他们还在该实证模型中证明了显著地相对价格影响,尤其在交通和通信的支出上。

对生命周期或持久收入模型进行实证检验时,首先需要做的就是要估计消费者整个生命周期的消费和储蓄路径——也即估计消费和储蓄路径随着年龄增加的变化情况。对于早期的研究者,由于所能利用的数据多为某一特定年份的横截面调查数据,因而大多只能进行横截面的分析。但这种分析有明显的缺陷:由于横截面分析对比的是出生于不同年份的群体的消费、储蓄水平,由于社会生产率水平的不断进步以及不同年份出生的群体往往有不同的成长经历等导致横截面分析结果所揭示的并不是代表性消费者的生命周期消费、储蓄路径。横截面数据存在的这类问题,意味着我们通常要利用面板数据或者使用其他计量手段,对横截面数据进行调整,才能更加准确地估计消费者的生命周期消费路径。迪顿(1985,1997)认为,当我们手中有多年的横截面数据时,可以通过构造伪面板(Pseudo-Panel)的方式来估计消费、储蓄等变量随年龄的变化情况。从此该方法被研究者广泛应用。

1987年,很多时间序列分析者发现,美国以及其他地方个人平均收入是一个的正一阶自回归的单位根过程。迪顿认为,如果这个结论是正确的,对劳动收入的一个单位冲击就会转化成对持久收入的很大冲击。那么,对持久

收入假说的预测,不是消费比收入平滑(数据显示的结果),而是收入比消费平滑。迪顿(1987)通过对消费和劳动力供给做简单的非参数检验,以及对可支配收入的时间序列特征和基于生命周期模型假设下的消费行为简单化的研究,迪顿指出持久收入比当前收入更不平滑。对于为何消费比收入平滑,迪顿与坎贝尔(1989)对霍尔的随机游走假说进行了检验。结果表明“持久收入事实上并不比当期收入平滑,相对于持久收入假设中的消费函数形式,由实际的消费数据所计算出的消费支出波动性更小”。居民消费没有像理论假说所描述的那样随着收入变化而发生同步变化,居民消费对收入冲击的反应表现得过于平滑。迪顿将这种实际消费小于理论估计值的消费现象称为消费的“过度平滑性”(excess smooth)。迪顿的这一思想,也可以表述为,在时间序列数据中,消费的变化和预期收入正相关(过度敏感性excess sensitivity),对不可预期收入不敏感(过度平滑性),这一理论后来被称为“迪顿悖论”。

消费不平等现象

绝大多数结构化模型建立在代表性消费者的跨期选择行为之上,即使用宏观数据来估计模型的参数,而从宏观数据中推断微观行为所需要的条件是非常苛刻的,且在现实中很难满足。迪顿和帕克森(1994)较早注意到了这一“消费不平等”现象,他们提出,如果收入过程不平稳,那么在基本生命周期模型中,消费面板数据方差将随着时间增大,意味着即使是同代人的消费方差也会存在年龄的增长而差异化。这一现象显著背离了完全市场假设,市场风险并不是完全分担的。可见个体差异及其变化对研究结论的普适性是具有重要意义的。

由微观到宏观的过程,绝不仅仅是简单的加总,忽略任何一个因素,都可能造成理论的失误和经验研究的偏差,甚至得到矛盾的结果。另一方面,加总也有存在的必要性,毕竟寻求普遍结论是经济学家们的追求。

(下转 03 版)