

应对次贷危机：稳定金融市场是目标

美联储应对次贷危机的具体政策对策，之所以会主要采取以注入流动性和降低联邦基金利率为主的激进货币政策，是想通过稳定金融市场来抵消宏观经济风险。这一应对危机的货币政策操作，确实对稳定金融市场和宏观经济都起到了很大作用。这启示我们，金融市场稳定与宏观经济目标之间存在着紧密的联系，央行也要特别关注金融市场稳定。

○吴培新

去年美国爆发了次贷危机，引发了全球主要金融市场震荡。那么，美联储采取了怎样的政策对策来应对次贷危机，并采取了哪些基本的政策操作手段？

从实际情况来看，与正常时期不同，美联储在此次危机时期综合运用了多种政策手段来支持市场流动性和减缓经济下行风险，其货币政策操作比以往更为激进和灵活。因此，美联储应对次贷危机的宏观调控经验，更值得我们关注。

金融市场稳定有助于宏观经济稳定

从应对次贷危机的具体政策对策来看，美联储主要以注入流动性和降低联邦基金利率为主，这一应对危机的货币政策操作，对稳定金融市场和宏观经济都起到了很大作用。

尽管美联储更关注充分就业和价格稳定这两个宏观经济目标，但由于金融稳定与宏观经济目标之间存在着紧密的联系。所以，美联储也非常关注金融市场的稳定问题。

如果金融市场的不确定性增大，放贷人就难以区分好的借款人和坏的借款人，这样会导致放贷人不大愿意放贷，由此金融市场就会出现流动性短缺，市场利率会急剧上升。这是所有金融危机的一个共同特征。次贷危机也是如此。

由于金融危机基本上可视为信息的中断，金融危机加剧了信息的不对称程度。因而，恢复中断的信息流，是化解金融危机的基本且有效办法之一。

从货币政策操作角度，通过向市场注入流动性和降息等政策手段，可以降低高企的短期市场利率和信用差价，并减少信息的不对称性，使市场重新实现价格的发现功能，对加快市场恢复正常有正面影响。

尽管危机时期的经济金融环境及对政策冲击的反应机制与正常时期不同，但两者的货币政策传导渠道还是类似的。放松的货币政策措施会促使利率水平下降，降低借贷者的资金成本，有利于鼓励投资和消费行为，并刺激经济增长。但是，降低利率也会促使资产价格膨胀和财富增加，促进投资者和消费者的支出。这就是货币政策传导的货币渠道。

另外，货币政策还有其他的传导渠道，其中最重要的是信贷渠道。信贷观点认为，利率调整对宏观经济的影响，除了与利率调整自身相关的资金成本和贷款可得性外，还有其他的影晌。比如，货币政策的放松将使借贷者的资产负债状况好转，并使借贷者在投资项目上拥有更多的自有资金，同时能提供更多和更好的担保物来融资，减少了与放贷者之间潜在的利益冲突，导致借贷者更容易获得融资，以增加他们的支出。

这就是美联储在应对次贷危机时为何会采取以注入流动性和降低联邦基

金利率为主的货币政策的主要理由：通过稳定金融市场来抵消宏观经济风险。

政策操作工具选择旨在抵消宏观经济风险

从美国次贷危机的演变及美联储的应对策略来看，美联储主要是以宏观经济平稳为危机应对操作的基本出发点，应对金融危机政策操作纯粹是为抵消宏观经济风险，这是由美联储所担负的充分就业和价格稳定两大宏观经济目标所决定的。

那么，美联储为什么到去年8月份才采取干预措施来应对次贷危机呢？此前，美国次贷危机的影响仅局限于金融领域，并未向其他经济领域蔓延。因而，美联储采取了观望态度。但是，在去年8月9日法国最大的巴黎银行宣布停止旗下三只基金赎回，导致市场短期流动性的短缺，这使得美联储意识到了次贷危机所引发的金融危机有可能向实体经济蔓延。随即，美联储于次日发表声明要向市场提供流动性支持，并与西方主要国家央行一起向市场注入巨额流动性。

由于金融危机既可能是由银行或非银行机构引起的，也有可能是由突发事件引起的，但是否会引起严重的系统性风险是判断的标准，这也是美联储是否介入干预的标准。

根据分业监管原则，目前美联储的监管范围仅包括全国性商业银行，这显然与其担负的金融体系稳定职责是不相称的。在金融稳定上，美联储需要对各类金融机构和市场的监管、检查职能。这在前期由美国财政部提出的金融监管体系改革计划中已经得到了体现。

按照货币主义观点，银行业恐慌(如1930~1933年美国银行业的恐慌)将导致货币供应量下降，中央银行应当不受限制地向这些银行放贷。向其他机构发放贷款，只会使本应关闭的机构得到帮助，从而会降低金融效率，过度供应的货币将导致通胀。但实际上，非银行业机构的经营失败也会导致巨大的系统性风险。比如，1970年Penn Central公司的破产和1998年9月长期资本管理公司的溃败。另外，突发事件也可能导致系统性的风险，如1987年10月19日“黑色星期一”股票市场崩盘和2001年的“9.11”事件。

美联储宣布通过摩根大通对贝尔斯登(Bear Stearns)提供应急资金，并支持摩根大通的并购活动。由于贝尔斯登作为一级证券交易商，其承担了为大批中小券商提供担保和清算服务，他还有巨额的金融衍生品交易合约。如果贝尔斯登倒闭，将会严重冲击美国的债券市场。大批中小交易商将会因无法清算而无法正常运行，市场将无法正常交易。从这个角度分析，美联储救助贝尔斯登，实际上避免了其他金融公司乃至美国金融体系可能遭受的更大损失。

所以，从这个意义上讲，美联储挽救的不仅仅是贝尔斯登，而是整个美国金融体系。这与10年前纽约联储组织私人资本救助长期资本管理公司的举动是如出一辙的。

由此可见，与正常时期的渐进主义的货币政策操作策略不同，危机时期的货币政策操作更多是一种注重于减少宏观经济风险的风险管理策略，且更具灵活性。这种政策操作的灵活性主要体现在：

一是政策实施时机选择要及时。一旦央行意识到金融动荡发展到可能威胁央行宏观经济目标时，货币政策要早作反应；否则，如果延误时间，央行最终就需要更多的放松措施才能奏效，甚至有可能产生灾难性的后果。

二是政策实施力度较大，要起决定性的作用。为避免金融波动向实体经济传导，并导致实体经济下滑，政策实施力度要大，要对经济起决定性的作用，以此确保宏观经济风险的减缓。

三是一旦危机趋于明朗、和缓，应及时进行反向操作，提高利率，吸纳过剩的流动性。

降息和注入流动性：两大应对次贷危机的最佳政策工具

在次贷危机爆发时，如何尽可能实现宏观经济与金融动荡之间的隔离，政策利率调整成为美联储实现这一目标的最佳工具之一。从这个角度来看，美联储实施大幅度的紧急降息是必要的。

由于危机时期的金融市场对风险定价过高，信用差价也高企，这会增加金融市场的信息不对称程度。为了缓解这一情况，并阻断金融危机向经济体的传导以及两者之间的互动反馈机制，美联储采取降息是最直接和有效的手段。

自去年9月以来，美联储实施了7次降息，降息幅度达325个基点，其中有两次的单次降息幅度为75个基点。自上世纪80年代前半叶美联储采用联邦基金利率作为货币政策操作目标以来，还从未出现过这样的情况。

除了大幅降息外，美联储还扮演了“最后贷款人”的角色。美联储出手救助贝尔斯登，这是自上世纪30年代以来美联储首次跨行业向投资银行提供流动性，突破了仅向存款类金融机构提供流动性支持的传统做法。

通常来看，央行只有在迫不得已时才会扮演“最后贷款人”的角色，但央行作为最后贷款人的作用，也可能导致金融机构产生道德风险，鼓励其承担更高的风险，而不谨慎防范系统性风险。对大型银行而言，由于“太大而不能倒”的特征显示了其高风险倾向，一旦形成损失将促使整个国家蒙受巨大损失。

但是，我们也看到，自2007年2月次贷问题浮出水面以来，美联储直到8月份才出手相救，这表明美联储在扮演“最后贷款人”角色上是相当谨慎的。

充分运用央行的“最后贷款人”功能，并用多种手段向市场注入流动性，

来降低高企的信用差价。由于金融危机的重要特征是流动性短缺和市场利率高企，而信贷可得性差和信贷成本高也制约了实体经济的运行。为此，美联储为达到其宏观经济目标，向金融体系提供流动性，这些流动性原本应由金融中介机构提供的。由美联储的历次危机干预经验证明，央行发挥“最后贷款人”的功能是有效的。

美联储此次应对次贷危机时基本上也遵循了这一做法，同时又进行了大胆创新。首先，美联储创新了流动性注入的工具。除了运用传统的市场流动性支持声明、公开市场操作、窗口贴现等方法手段外，还创新性地设立了固定期限拍卖便利(TAF)、固定期限证券借贷便利(TSLF)和一级交易商信用便利(PDCF)等工具和手段支持市场流动性。

其次，美联储直接提供流动性的范围大大扩展了。在传统上，央行扮演“最后贷款人”角色的覆盖范围仅限于商业银行等存款类机构，而这次向市场提供流动性的对象已涵盖了华尔街几乎所有的主要商业银行和投资银行。

在这次危机政策操作中，美联储所提供的流动性工具的品种之多、数量之大、使用频率之繁以及交易对手之广，在货币政策操作史上是史无前例的。这是本次危机操作的最大特色之一。

值得我们关注的是，美联储以提供流动性为主的危机政策操作，一般还不会导致道德风险问题。这是因为：

第一，美联储向市场注入流动性的对象是有清偿能力和信誉良好的金融机构，而不是濒临破产的金融机构，并且要求有优质的抵押品。特别是当金融危机来源于银行业以外的因素时，比如1987年10月的证券市场崩盘、1988年的长期资本管理公司倒闭、2001年的“9.11”事件及此次次贷危机，美联储向银行体系注入流动性，并不会引致道德风险问题。

第二，Thornton-Begehut法则限制了道德风险，因为金融机构需备足流动性来避免以惩罚性的利率借款。

第三，当金融危机源自于银行业以外的因素时，降低惩罚力度(表现为再贴现利率与联邦基金利率的差值的缩小)以加快金融市场失灵的恢复或许是有必要的，一般也不会导致道德风险问题的。这是因为：(1)这种借款操作是短暂的，并且仅仅是系统性风险高企的极端情况下才实施的，商业机构不会视此类操作为正常时期的政策操作；(2)当商业银行将从中央银行取得的资金向外放贷时，他们仍将对这些放贷负全责，即便是在极其糟糕的情形下。正是基于这种理念，在次贷危机中，美联储曾两次单独降低了再贴现利率，使其与联邦基金利率的利差由危机前的100个基点降到了25个基点。

但是，美联储在今年3月份创新的流动性工具似乎正在侵蚀着上述理念。因为，固定期限借贷便利是用美国政府信用置换证券交易商手中质量不怎么好的资产，以帮助其度过流动性短缺的难关；一级交易商信用便利所用抵押物的品质则更低。这使这些证券交易商由此而免受以前高风险投资行为所带来的惩罚。这也改变了美联储只向有清偿能力、信誉良好的金融机构提供流动性、且收取优质抵押品的传统做法，在一定程度上可能会鼓励金融机构从事高风险的投资活动。

不过，美联储在阻止可能引发金融体系的巨大冲击事件和可能加剧的道德风险之间选择了前者，这是一种现实的、无奈的选择。

全球主要央行联合协调干预次贷危机

由于全球经济、全球金融日益一体化，国际之间的政策协调是必要的。发达国家日益增强的金融市场一体化，使得某一国内的金融危机很快就传染到了其他国家，政策效应也很可能由于溢出到其他国家而减弱。因而，不同国家中央银行之间应对次贷危机的政策协调是必要的。

此次次贷危机更是如此，拥有次级抵押信贷产品的投资者遍布世界各地。一旦发生风险，会马上蔓延到全球的各个角落。去年12月12日，美联储联合英国、加拿大、瑞士和欧洲央行发布了联合救助措施，美联储除了通过TAF方式分两次向市场注入400亿美元的流动性外，也通过货币互换的方式，与欧洲央行和瑞士央行采取联合行动，向其注入240亿美元的美元流动性，同时英国和加拿大也各自在国内注入流动性。今年3月11日晚，上述五大央行以G10央行声明方式宣布国际联合救助措施，向全球金融市场再注资超过2800亿美元。

全球主要中央银行应对危机干预的国际间协调和联合行动，这是本次美联储危机干预的最大特色之一。

次贷危机的干预成本或将引发经济滞胀风险

在危机时期实施放松政策的前提条件是要稳定价格预期。在危机时期实施货币政策时，必须考虑到货币政策的目标——价格稳定。

事实上，应对金融动荡的货币政策通常是短期性的，危机时期还会伴随经济增长的下行风险、劳动力市场宽松，此时一般不会导致通胀预期的上升。但是，如果通胀预期开始显著上升，央行就应该结束放松政策，并开始收紧货币。此时，货币政策正在通胀风险和宏观经济风险之间寻求平衡。

美联储以国内流动性扩张为主要特点的危机金融措施正在发挥效用，目前全球金融市场正逐渐趋于平稳，次贷危机对经济、金融的损害似乎也没有预期的那么严重。

但是，危机干预并非是无成本的，这表现在对美国和世界其他国家经济增长的影响上。从美国自身而言，这主要体现在由低利率政策导致美元对外贬值，从而导致通胀压力增大，美联储不得不把关注的焦点转移到通胀上，使美国经济前景进一步黯淡。

从世界其他国家来看，由于美国经济体量巨大，美国经济有可能出现滞胀风险将影响其他经济体增长。同时，由于美元的世界货币地位，美元贬值也导致了以美元计价的原材料等商品价格上扬，这加大了货币在某种程度上与美元挂钩的世界其他经济体的通胀压力。

总之，世界经济将可能迎来一段滞胀期，以此来分担美国次贷危机及其危机干预的成本。

(作者系本报特约撰稿人，经济学博士、金融学博士后)

救灾捐助行为有利于增进社会效用

○李东耳 刘繁臻

在今年5月12日汶川大地震爆发后，社会各界纷纷行动起来，为四川抗震救灾捐钱捐物。笔者试图从捐助行为本身出发，通过对几种典型捐助方式分类，透析不同捐助方式的动机，分析捐助本身利弊及带来的社会影响等，并对救灾捐助行为进行经济学考察。

实名捐助有利于捐助活动有序开展

从形式上看，捐助活动本身是商品和服务的单方面转移，在捐助行为实施过程中，捐助者并没有增加物质，以至于可增进效用。

但是，撇开物质层面，从精神层面上讲，捐助活动本身是符合人性的。因为，非受灾群体对受灾群体产生同情和不安情绪。通过实施捐助，捐助者可以承担起一定程度的社会责任，缓解捐助者的不安情绪，同时带来极大的精神满足，获取社会成员的尊重，捐助者在“利他”的同时，其自身效用也得以增进。因此，捐助行为本身是捐助主体做出的一种理性选择。

笔者将捐助活动按是否留下标明

捐助者身份信息分为匿名捐助和实名捐助，来分析一下捐助人在实施捐助活动时对自身效用增进的主要体现在哪些方面？

一般认为，匿名捐助只能给捐助者带来内心的满足，效用的增进仅仅体现在精神上的充实和愉悦。而实名捐助者的效用增进渠道更为多样化，如可给自己带来一定的社会声誉。其中，一些捐助者借助捐助本身可扩大其社会知名度和增强社会影响力，以获取效用增进。

尽管实名捐助的动机不如匿名捐助那样“纯粹”。从目前来看，实名捐助更利于善款的收集，同时也利于捐助活动本身的有序进行。鉴于实名捐助所固有的宣示效应，在一定程度上能激发每个潜在捐助者的捐助意愿和能力。

自然人捐助更接近于慈善捐助初衷

如果按参与捐助的民事法律关系主体不同，捐助行为可分为法人捐助和自然人捐助。前者包括各种慈善基金，后者可以个人名义进行捐款。

捐助行为本身具有积极正面的社会示范效应。就自然人捐助而言，由于捐助对象是自然人的私有财富，捐助

行为可视为财富在社会不同成员间的转移支付行为。而自然人的捐助行为比法人捐助更彰显其无私与非商业性，在本质上更契合慈善捐助的初衷。

而法人捐款特别是公司治理结构完善的企业法人在进行捐助决策时，必须遵循一套既定的决策程序，这在一定程度上增加了捐助行为本身的交易成本。

从法人捐助形式看，有一类法人捐助选择了货币捐款。另一类法人捐助常常是将捐助自己生产的产品，在一定程度上减弱了捐助本身应该具有的非商业性质。同时，会促使社会消费倾向向于主动选择消费它们的商品，由此会促进企业产品销售和经提高营业额。

就法人捐助而言，有国有企业或国有控股企业类法人及私营法人。前者捐献的善款往往是上交国家财政的部分资金。私营法人捐献的善款则是企业的自有存量资金，属于私有财产。因此，两种不同的捐助方式在资金性质上也有所不同。从这个意义上讲，私人企业捐助的款项更接近于前述的自然人捐款，也值得提倡和鼓励。

货币与非货币捐助优势各有千秋。按捐助的客体形态不同，可以划分

为非货币捐助(如捐助实物和提供劳务等)与货币捐助两种基本形式。

由于货币在社会中广泛流通和广为接受，其自身代表一定的购买力，因此可直接用于购买救灾商品和劳务，满足救灾需要。这与相比，组织者在用上更具灵活性。从这个角度上来讲，货币捐助在救灾物资配置上较具优势。

另外，当进入基本生活救灾物资供给比较丰富，灾民得到稳定的妥善安置的救灾中后期阶段，货币捐助更利于物资的配置效率。

但是，在救灾初期，我们会更多关注灾民的基本生活物资的供给和保障。因此，符合救灾需求的非货币捐助，特别是灾区周边的非受灾地区的非货币捐助就显得更有效率。

首先，它直接改善了灾后物资匮乏的局面，在一定程度上能缓解灾民的焦虑情绪和稳定灾民聚居地的社会秩序。

其次，较之货币捐助的作用机制，它省略了“货币——救灾物资”的转化时间，同时将组织者在商品搜索和购买上的成本分散到了社会上的诸多捐助者，因而更利于组织者将精力更多投放到灾民安置等更为迫切的问题上。

因此，我们得出一个初步结论，对灾区周边的非受灾地区而言，组织好实物捐助和服务提供显得更具比较优势。当然，这里的“周边”程度的界定取决于周边市场的客观深度。

在看到非货币捐助优势的同时，我们也应该注意到，这一形式具有天生的缺陷，比如无法考虑到灾民对生活物资的不同偏好；无法预测所需物资和服务的种类数量；从而不可避免地会导致物资资源或者劳动力的浪费或者闲置。从经济学角度来讲，这都会降低资源配置效率。

上述分析显示，除了要讨论捐助的具体金额外，我们也要注意这些款项的来源。也就是说，捐款是来自于捐款人自己的腰包，还是国家财政的腰包。同样，我们要理性看待匿名捐助与实名捐助各自的利弊。

当然，不管捐款主体采取何种方式、名义和形式，慈善行为本身都是值得社会正面引导宣传和褒扬的。因为，慈善行为体现了一个社会的精神文明建设水平和国民的道德素养水平，这对我们构建和谐社会大有裨益。

(作者单位：西南财经大学中国金融研究中心)

■今日看板

稳定股票市场事关我国宏观经济大局

○乐嘉春

迄今，我们对金融市场稳定的重要性还缺乏深刻的认识，至少可以说我们的表达是“表里不一”的。以股票市场为例，我们总是说要稳定发展资本市场，但当股票市场出现罕见大跌时，却鲜见有威力的干预政策措施出台，以阻止市场的不稳定，结果是忽视了金融市场稳定的重要性。这种不干预的代价是巨大的。

因为，金融市场稳定与宏观经济稳定之间是存在着非常紧密的相关关系。如果金融市场出现了不稳定，如次贷危机的爆发引起了包括股票市场在内的全球金融市场震荡，就会引发金融危机，促使金融市场的流动性短缺及利率上升压力。而金融危机的爆发及影响的延伸，必然会透过金融市场传导到实体经济中，又会引发经济增长放缓等市场影响。

有鉴于此，尽管发达国家的央行如美联储非常看重宏观经济目标(如充分就业和价格稳定)，但也非常关注金融市场。从美联储此番应对次贷危机的政策措施宗旨来看，大幅降低利率和向市场大量注入流动性，目的就是要通过稳定金融市场来抵消由次贷危机引发的宏观经济风险。

反观我国，央行对宏观经济目标的关注程度非常高，但对金融市场特别是股票市场的重要性却注意不够。从目前来看，股票市场似乎仍游离于央行的政策视野之外。

当我国股市从历史高点向下急跌了近60%时，央行仍在其金融稳定报告中仅提及其正在关注股票市场发展情况，并提示要避免出现大幅波动。但实际上，股票市场已出现了大幅波动。另外，也不见央行对股票市场大幅震荡有什么可预见性的干预措施。

与美联储等发达国家央行不同，为什么我国央行对股票市场的大幅震荡却熟视无睹呢？这是一个值得思考的问题。

原因之一可能是目前我国仍实行分业监管制度，股票市场并不属于央行的监管范围内，且央行也没有权利与职能来监管或干预股票市场。这样，央行只是作为一个旁观者，目前央行视野中的金融市场稳定似乎并不包括股票市场稳定。

原因之二可能是部门利益之间的纠缠，政出多门，导致目前我国股票市场的监管范围中断，并引发了市场的非理性性下跌。但是，由于目前我国股票市场涉及面甚广，谁也不想趟这场浑水。自然，央行就不愿去关注股票市场大幅震荡的险情，更愿去关注抑制通胀压力等宏观经济目标了。

当股票市场已发展成为我国最重要的金融市场之一时，央行忽视股票市场稳定的重要性，似乎不应该。

因为，尽管央行的货币政策措施主要是针对实体经济，但也会对股票市场运行产生新的不利影响，如近期大幅上调存款准备金。另外，股票市场不景气(甚至出现大幅下跌)，必然会对消费需求增长产生显著的抑制效应。同样，也会降低直接融资比例，对整个经济也会产生可预见的负面影响。所以，当央行忽视我国股票市场稳定的重要性时，其实也会对其稳定宏观经济产生不利的影响。

从美联储透过稳定金融市场来稳定宏观经济的政策选择与操作实践来看，我国央行也应当高度关注股票市场稳定的重要性。尤其是在其政策制定与实施时，应当将稳定股票市场纳入其政策制定与协调的视野之中。因为，稳定股票市场将有助于稳定宏观经济，并可抵消宏观经济风险。

不过，要真正发挥央行稳定我国股票市场的积极作用，就如同美联储那样稳定包括股票市场在内的金融市场，我们还需要建立一个能协调各金融监管部门的统一监管体系。这样，才能让央行“有所为，且能有所为”。

这表明，央行在更关注其宏观经济目标的同时，也应当密切关注我国股票市场稳定的重要性，更重要的是央行在发挥其宏观调控作用的视野中应包括稳定股票市场。

当然，不仅仅是央行要关注我国股票市场稳定的重要性，其他政府职能部门也要深刻认识到股票市场稳定的重要性及其重大影响。如果我国股票市场出现了不稳定，那么这势必会对我国当前的宏观经济产生因不干预而导致的宏观经济风险。