

几十年来，关于金融业如何影响宏观经济的观点有何变化？

编译：张纬杰

对宏观金融联系（macrofinancial linkages，即宏观经济与金融如何相互影响，尤其是金融业如何影响宏观经济表现——编者注）的研究有着悠久的历史。1929年的大萧条引起了人们对这种联系的极大兴趣，但这种兴趣在接下来的几十年里却逐渐消失了。自上世纪80年代初以来，随着严格的一般均衡模型的引入，人们对此的兴趣再度高涨，这些模型对这些问题的研究提供了丰富的理论见解，并得到了宏观和微观两个层面实证研究结果的补充。在此，我们将对这项研究的中观点的变化过程作一简要的回顾。

对信贷周期的研究早于对商业周期的研究，前者至少可以追溯到Mills(1867)，但正如刚才提到的，**1929年的大萧条，才是早期用定性研究的方式探讨金融因素对宏观经济表现之影响的最重要动因**。Fisher(1933)描述了大萧条时期借款人的高杠杆与经济衰退的严重程度之间的关系。他的“债务紧缩”（debt-deflation）机制第一个对该现象作了精辟的论述：**即，由价格下跌（例如通缩）引起的净值减少，可能使投资者减少其花费或投资，反过来这会导致生产活动的收缩，继而引发产出下降与通货紧缩的恶性循环**。Haberler(1937)回顾了关于商业周期波动的早期研究，尤其关注于所谓的货币、过度投资、消费不足和心理理论。

然而，随后的研究将注意力转向了作为关键金融变量的货币（money）——而非信贷（credit）——之角色。与此同时，凯恩斯(1936)也对该问题的研究做出了自己的努力，例如，**当他讨论借方和贷方的信心如何以一种难以用经济模型解释的方式改变时（“动物精神”），他更关注货币对实体经济的重要性**。早期的“凯恩斯主义”模型以流动性偏好假说为基础，特别关注货币与实际活动之间的联系机制，包括乘数机制和财政政策的作用。另一方面，“货币主义”学派则坚持货币而非实际因素的重要性，代表人物即米尔顿·弗里德曼。

虽然后来的研究纷纷表明了金融中介在经济发展和宏观经济波动中的关键作用，但这些并没有导致思维上的根本转变。Gurley和Shaw（1955）指出，经济发展和金融复杂性是密切相关的。此外，Cameron(1961年)、Shaw(1973年)和McKinnon(1973年)等等也强调了金融对发展的重要性，这一点在东亚与拉美的经验中尤其突出。他们的主要论点是，**一个国家的总体“金融能力”（即其金融体系提供信贷的能力）与实体经济的关系比与货币（money）的关系更密切**。在金融发展的早期阶段，货币可能很重要，但随着金融体系日趋发达，货币的重要性在降低，尤其是作为信贷可获得性的衡量指标。相反，银行越来越多地使用非存款作为融资来源，非银中介机构也提供了许多替代性的融资渠道。这一观点虽然也被许多金融历史学家提出，但并没有得到普遍认可，对金融和宏观经济学的研究也在随后走上了不同的道路。

20世纪50年代，随着投资组合理论的应用——尤其是马科维茨（1952）投资组合理论的引入，人们对该问题获得了一些新的认识。但是，这些认识对金融摩擦（financial frictions）并不太关注。随后，托宾(1969)加深了人们对资产估值(金融的一个关键领域)如何影响投资的理解。通过“q”估值比率的概念，他建立了股票市场发展与投资之间的直接关系。**然而，除了少数例外，这些研究很少注意到各种形式的金融中介及它们的缺陷**。

在Modigliani和Miller(1958)引入“融资结构无关性（irrelevance of financing structure）”定理后，金融与宏观经济学之间的分野越来越明显。**该定理为融资结构中企业估值和投资的独立性提供了一个案例，并更普遍地建议将实体经济活动与金融中介分离开来**。一些发展加速了这种分离。首先便是，阿罗-德布鲁定理(Arrow-Debreu theory)，该定理认为，当存在可以允许代理人在所有状态下对任何事件获得保险的有条件权利时，代理人就更容易做出选择。莫迪里阿尼(Modigliani)和米勒(Miller)的工作就基于此。其次是20世纪70年代的方法论进步，尤其是在资产定价和衍生品建模方面。最后，**理性预期范式的出现，与它们共同推动了“有效金融市场”的概念，由于市场被认为能够有效地提供大多数金融服务，所以这项研究对银行的作用并不那么重视**。

建立在有效和无摩擦的金融市场假设基础上的工作越来越受欢迎，这与宏观经济研究的转型同时发生。通过使用几乎没有金融变量参与其中的模型，研究人员越来越关注经济的真实方面。宏观经济学中有效金融市场假说的前身是理性预期范式，它假设代理人做出的选择与涉及不确定性和充分信息的模型一致。这进一步加强了对在无摩擦的世界中充分优化代理人行为之定量模型的驱动。**尽管广泛使用的向量自回归(VAR)模型部分地将注意力转向作为一个关键金融总量的货币——至少在应用政策工作中是这样，但更广泛的文献仍然主要集中在真实变量上。货币政策研究强调了央行独立性的重要性，并重点关注于通胀目标。**

这一时期的宏观经济学研究很少关注金融中介。**所谓的新凯恩斯主义宏观经济模型（即，建立在一些价格或工资具有“粘性”因此在应对冲击时会导致实际变量调整较为缓慢之假设的微观经济学基础上），虽然涵盖了各种实际和名义上的摩擦，但却并没有恰当地解释这些金融缺陷。**Gertler(1988)以一个强有力的观察开始了他对这个主题的论述：“大多数宏观经济学理论都假设金融系统运行平稳，且平稳程度高到以抽象方式考虑金融问题亦是可取的。这条格言适用于现代理论”。

一些研究者关注于银行系统，但主要是因为银行可以发行货币，而不是因为它的金融中介功能。虽然银行挤兑和资产价格泡沫都被研究过，但它们并没有成为宏观经济研究的核心。**明斯基告诫人们注意金融脆弱性的内生积累。然而，他的作品大多是定性的，且基本处在边缘位置。总体而言，人们对银行业和金融业的研究缺乏兴趣似乎与商业周期更小的波动性特质相关——尤其是在上世纪80年代中期“大稳健” (“Great Moderation”) 时代之后。**

尽管如此，人们对宏观金融联系的兴趣在20世纪70年代初开始慢慢升温。在微观经济学理论方面，基于之前的工作（主要以Akerlof为基础），学界对信息不对称和激励效应的研究有了许多新的发现。许多作者分析了具有不可观测信息、委托代理问题或其他缺陷的最优合同的性质——包括专门针对金融机构的研究。席勒(1981)之后，一些研究人员开始关注于对有效市场假说的偏离。Fazzari等人(1988)研究了企业现金流如何与投资决策相关联，结果与q理论相矛盾，但提供了有关金融缺陷的证据。

在行为经济学先驱（如卡尼曼和特沃斯基）的研究之后，塞勒在一系列有影响力的论文中开创了行为金融学领域。该分支分析了投资者的心理以及套利的限制如何影响金融市场的价格。基于Thaler的观点，Shleifer和Vishny(1997)呼吁人们应注意资产市场套利的局限性。自那以后，越来越多的研究表明个人的行为是如何偏离标准范式的。

新的实证研究也指出了宏观金融联系的重要性。值得注意的是，Mishkin(1978)和Bernanke (1983)指出了金融因素在解释大萧条的严重性和持久性方面的关键作用。**Mishkin认为，家庭资产负债表状况显著影响消费者需求，而伯南克指出，银行和企业资产负债表状况恶化，将导致更严重的债务危机。**其他的实证研究更强调金融市场和机构在形成总体经济结果方面的作用。**Bernanke和Blinder(1988)、Kashyap(1993)等人则论证了银行贷款渠道的重要性。**一些研究考虑了美国和其他国家信贷紧缩的具体情况，并分析了金融机构在推动商业周期中的作用。重要的是，有了更好的数据，金融发展和长期宏观经济结果之间的（因果）联系由此得到了更好的观察。

在过去30年里，更严谨的分析模型对金融市场与实体经济之间的联系作了大量的研究。其中一些关注放大机制（amplification mechanisms），统称为“金融加速器”（the financial accelerator），它通过金融交易的需求方进行操作。这些模型显示，当实体或金融领域的微小冲击在实体经济中传播和放大并导致融资渠道发生变化时，加速器效应是如何产生的。更近期的理论和实证研究表明了在供给侧发挥作用的放大渠道的重要性，包括通过金融机构和市场。当下，同时囊括了需求端与供给侧的宏观金融联系模型也已经被开发了出来。

下面两幅图，较为直观生动地展现了过去数十年来宏观金融联系的发展状况：

Figure 1.B1. Evolution of research on macrofinancial linkages

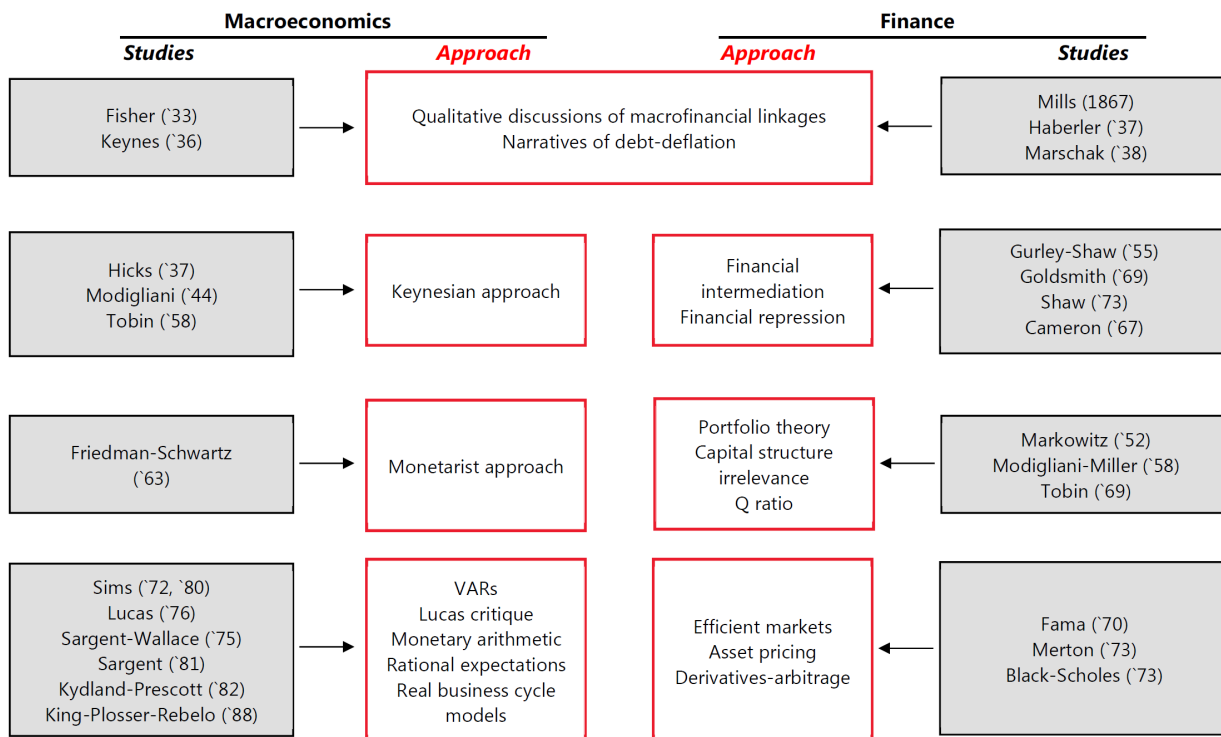
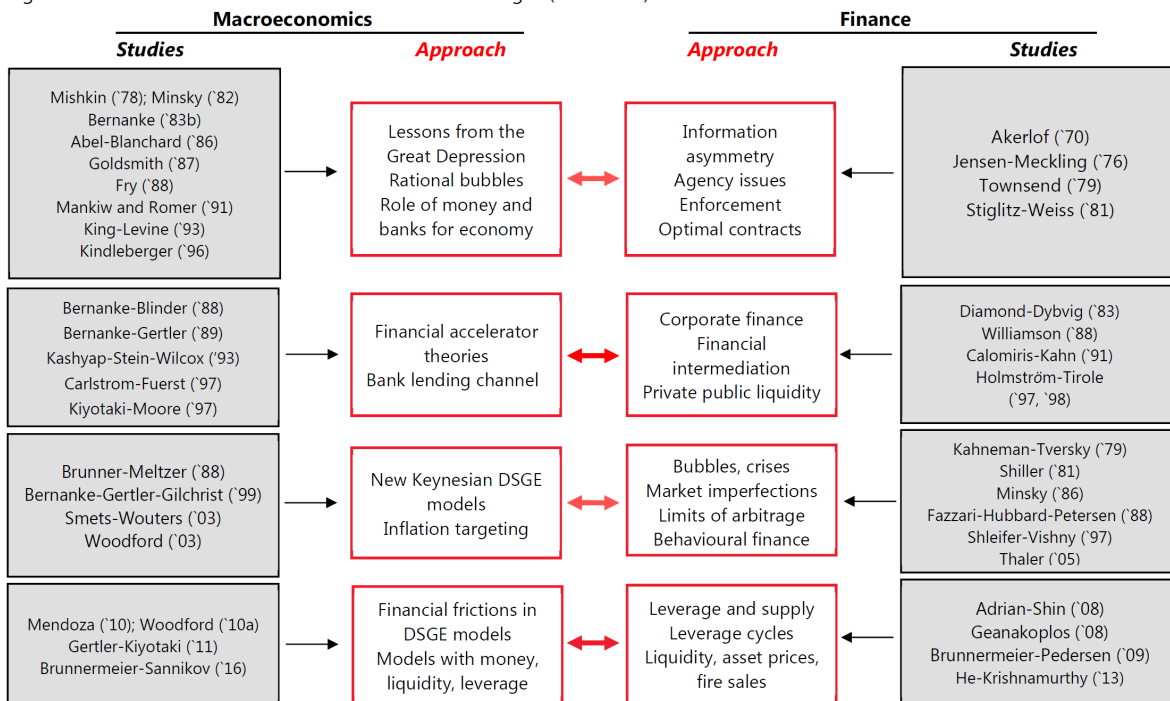


Figure 1.B1. Evolution of research on macrofinancial linkages (continued)



Notes: This diagram presents a rough representation of the evolution of research on macrofinancial linkages. Early interest in such linkages was triggered by the Great Depression. However, it remained largely qualitative. Although research became more analytical over time, it moved away from the analysis of financial market imperfections, especially over the period 1950-80. Since then, the literature has made significant progress in capturing the effects of microeconomic imperfections. More recently, it has combined theoretical insights from macroeconomics and finance in general equilibrium models. It has also produced many empirical studies at the micro- and macroeconomic levels. This diagram includes only a select set of studies because of space constraints. We summarize many other studies in the main text.

参考材料:

Stijn Claessens and M Ayhan Kose, *Frontiers of macrofinancial linkages*, BIS, 2018.01.