

美联储笔记：宏观经济过热与金融脆弱

本文由智堡翻译，支持智堡请下载智堡APP并订阅我们的黑金会员。

介绍

经济过热有可能导致金融失衡，进而引发或放大经济困境。在本期美联储笔记中，我们研究了宏观经济表现与金融失衡之间的联系，重点关注了美国自上世纪60年代以来的经验。在本文中，我们将以叙事的方式回顾重大金融失衡的历史事件，并研究这些事件是否与宏观经济过热有关。然而，我们并没有发现宏观经济过热与金融脆弱性加剧之间存在很强的直接联系。

叙事分析法

我们依靠对历史记录（基于表1中总结的文献）的荟萃分析（meta-analysis）来描述美国经济过热时期是否与金融体系失衡的累积相关。我们还报告了金融失衡所造成的混乱是否会导致实质性的或有限的经济衰退。

Table 1: Summary of Historical Analysis

Make Full Screen 

Overheating Episode	Financial Disturbance	Date of Financial Disturbance	Literature Sources Consulted
1964-1970	Credit Crunch 1966	August-September 1966	Burger (1969); Wojnilower (1980); Bordo and Haubrich (2017)
	Credit Crunch 1970	May 1970	Wojnilower (1980); Bordo and Haubrich (2017)
1972-1974	Banking Crisis 1974	1974	Wojnilower (1980); Drehmann et al. (2012); Bordo and Haubrich (2017)
1978-1980	Latin American Debt Crisis	1982-1989	Kaminsky and Reinhart (1999); Drehmann et al. (2012); Bordo and Haubrich (2017)
1987-1990	S&L Crisis*	1988-1990	Bordo et al. (2000); Reinhart and Rogoff (2009); Romer (2013); Drehmann et al. (2012); Schularick and Taylor (2012); Laeven and Valencia (2013); Field (2017)
	Black Monday	October 1987	Romer (2013)
	Junk Bond Market Crash	October 1989	Wolfson (1994)
	Mexican Crisis (Tequila Crisis)	October 1992 / December 1994	Kaminsky and Reinhart (1999)
1997-2001	Asian Crisis, LTCM, Russia	1997 Q3 (Asian Crisis); 1998 Q3 (LTCM & Russian Crisis)	Romer (2013)
	Dot-Com Crash	Spring 2001	Romer (2013); Bordo and Haubrich (2017)
2005-2007	Financial Crisis	2007-2009	Diamond and Rajan (2009); Reinhart and Rogoff (2009); Schularick and Taylor (2012); Laeven and Valencia (2013); Bordo and Haubrich (2017)
	Euro Area Sovereign Debt Crisis	2009-2011	Lo Duca et al. (2017)

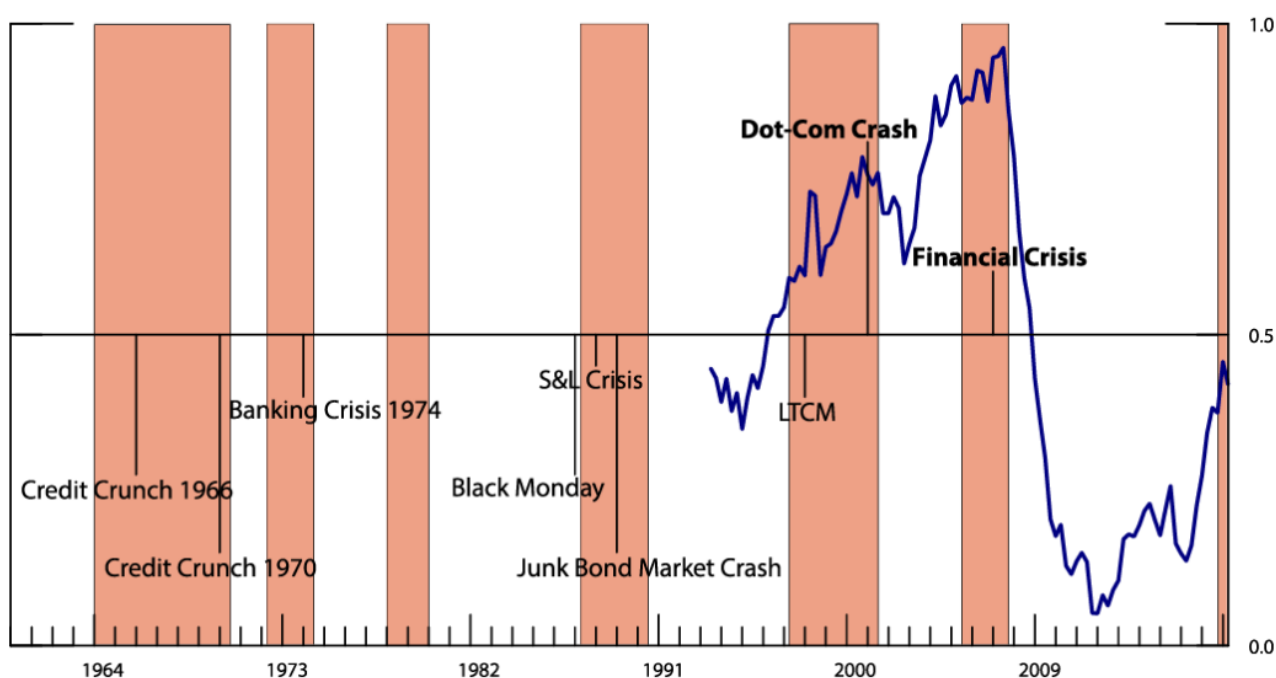
Note: The S&L Crisis* is dated to have a far wider range (1984 - 1991) in Reinhart and Rogoff (2009).

我们来看看自1960年以来金融动荡的综合列表。我们所认为的动荡来自于信贷紧缩、银行危机和金融市场崩溃。在我们的历史记录中，还包含了一些来自国外的金融压力，并可能给美国带来巨大的负面溢出效应。图1突出显示了最具代表性的片段，而表1则提供了所有分析片段的摘要。**我们关注的是历史上的经济过热时期（图1中阴影部分），体现在美国的失业率低于联邦储备委员会工作人员对自然失业率的实时估计，或体现在产出缺口为正。**符合筛选条件的片段有：1964:Q1-1970:Q3, 1972:Q2-1974:Q3, 1978:Q1-1980:Q1, 1987:Q2-1990:Q3, 1997:Q2-2001:Q3, 和 2005:Q3-2007:Q4。

乍一看，图1显示了在宏观经济过热时期发生重大金融动荡的趋势，这与投资者和中介机构在经济增长阶段承担更大风险的假设是一致的。事实上，Aikman等人（2015）计算的总体金融脆弱性指数表明，在过去的两个过热时期，脆弱性的确增加了。然而，导致最近一次金融危机的总体金融脆弱性指数的增长，大多发生在相关的过热时期之前。此外，对较长时间跨度的金融事件进行更全面的分析表明，美国宏观经济过热与金融脆弱性之间的关系更加薄弱。

我们按时间顺序描述了宏观经济过热时期的主要金融动荡。我们的综述中所涉及的更详细的学术资源请参见表1。虽然我们认为，金融动荡是某种事先形成的失衡的标志，且这可以让我们对金融失衡进行更广泛考虑，但我们并没有精确地确定它的开始时间，也没有量化它的演变。

Figure 1: Economic Overheating, Selected Financial Disturbances, and the Aggregate Financial Vulnerability Index



Note: Disturbances with stronger linkages to overheating are highlighted in bold. The Aggregate Financial Vulnerability Index, available since 1993, is computed using the methodology in Aikman et al. (2015).

[Accessible version](#)

1964:Q1-1970:Q3

在经历了一场温和的衰退之后，20世纪60年代初是产出持续增长的时期，失业率从1961年的7%左右降至1966年的4%左右，这比自然失业率低了约1.5个百分点。这也是信贷高速增长的时期，与此同时，商业票据市场和可转让存单作为短期融资的新来源得到发展。反过来，银行也依赖这些融资来投资高收益债券。在这些金融创新的背景下，收紧货币政策和Q条例的天花板——即对储蓄和定期存款的利息支付设置上限——加剧了1964年至1970年经济过热期间的信贷紧缩。**1966年的信贷危机**迫使非银行金融中介机构以相当大的损失出售长期非流动性资产。然而，信贷紧缩的持续时间相对较短，实际上，宏观经济过热仍在继续。此后，宾夕法尼亚中央运输公司在1970年发生商业票据违约，标志着另一场**信贷危机**的开始，这场危机主要集中在商业票据市场。虽然联邦储备委员会的紧急措施（如暂停Q条例对期限少于三个月的可转让存单的利率上限，以及贷款给银行从而再贷给公司）帮助避免了重大金融危机的发生，但这种发展有效地导致了借贷标准的收紧和企业借贷能力的下降。然而，从经济过热时期（四年来实际GDP增长超过4%）的显著程度和持续时间来看，随之而来的金融动荡是温和的。

1972:Q2-1974:Q3

上世纪70年代初，大宗商品的繁荣、货币政策的宽松以及全球经济的强劲增长，推动了实体经济活动和信贷的增长。在此期间，实际GDP年平均增长率约为2%，失业率下降约1个百分点至接近5%的水平，比自然增长率低约1/2个百分点。在这段短暂的过热时期过后，随着利率和贷款额升至高位，富兰克林国民银行的倒闭引发了投资者的普遍撤资，即使是最大的银行也很难指望它们的商业票据融资能够展期。这些事件引发了**1974年的银行业危机**，与此同时发生了严重的经济衰退（1975年6月，失业率攀升至近9%）。尽管一些作者认为这次银行业危机是导致经济衰退的因素之一，但其他因素，如第一次石油危机和1973年美国收紧货币政策等，往往被认为更为重要。

1978:Q1-1980:Q1

在上世纪70年代，油价的大幅震荡造成石油出口国的经常账户盈余和许多拉美国家的经常账户赤字。美国大型银行充当中介，为石油出口国提供流动资金的场所，同时将这些资金（以美元计价）借给拉美国家。在1978年至1980年的经济过热期间，美国的实际GDP增长率平均约为2.5%（开始于已经很高的资源利用率），失业率下降到6%以下。1982年，由于为了对抗通货膨胀而大幅提高利率，墨西哥无法偿还欠美国商业银行和其他债权人的债务，这标志着**拉丁美洲债务危机**的开始。许多拉丁美洲国家重新安排了它们的公共债务，并对美国几家最大的银行施加了压力。监管机构在承认损失方面的克制被认为有效地防止了更大的恐慌，并限制了对美国宏观经济的负面影响。

1987:Q2-1990:Q3

上世纪80年代，人们对金融体系存在重大漏洞的担忧在这十年末的经济过热时期之前就已开始升温。上世纪80年代，在投机性（高收益）债券市场发展的刺激下，公司杠杆率大幅上升。与此同时，失业率从1984年初的9%左右下降到1988年底的5.3%左右；由于抵押贷款损失惨重，高利率持续对储蓄和贷款协会（S&L）部门的净值造成负面影响。虽然对**美国储贷协会危机**爆发的时间意见不一，但人们普遍承认，监管宽容产生了一种意想不到的效果，即促使储蓄与贷款银行发放除住房抵押贷款以外的风险更高的新贷款，信贷进一步扩大，但随后导致了广泛的破产。尽管采取了各种干预措施，1984年至1991年，仍有约1400家储蓄与贷款银行和1300家商业银行倒闭。一些研究指出，美国储贷协会危机对1990-91年的衰退起到了重要作用，而**1987年股市崩盘**和**1989年高收益（垃圾）债券市场崩盘**似乎没有对衰退产生重大影响。随后的经济衰退是温和的，实际GDP平均增长率约为1.5%，失业率在1992年上半年达到7.6%的最高水平。

1997:Q2-2001:Q3

20世纪90年代的特点是，在海外的金融危机的背景下——例如**龙舌兰酒危机**、**亚洲金融危机**以及**长期资本管理公司**的崩溃，经济稳步增长。在持续5年半的经济过热期间，实际GDP平均增长约3.75个百分点，失业率大多在4至5.5个百分点之间。扩张性的经济环境促成了国内电信和互联网公司的繁荣，人们对基于互联网的技术欢欣鼓舞，导致股价迅速上涨。最终，投资者情绪的逆转导致了**互联网泡沫的破灭**，在本世纪初引发了一场温和的衰退，失业率从2000年9月的4%左右升至2003年6月的6.1%。这一金融事件提供了一个最引人注目的例子，即经济过热是如何导致金融脆弱性增加的，金融事件又是如何导致经济衰退的。然而，与相对较长时间的经济过热时期相比，随之而来的金融动荡和随后的经济衰退是温和的。

2005:Q3-2007:Q4

在2005年初至大衰退的经济过热期间，由于住房建设、抵押贷款和房价的快速增长，实际GDP平均增长约2%。然而，导致**2007-09年金融危机**的大型金融机构的杠杆水平、对期限转换的风险敞口和短期批发融资在这段过热之前就已经积累起来。Aikman等人（2017）和Lee等人（即将发表）的研究表明，对美国金融体系脆弱性的全面解读早在2004年就已经有所提升。尽管一些研究人员将这些系统性脆弱性的积累与宏观经济过热联系起来，但其他人认为这些脆弱性是独立金融工程发展的结果。此外，其他人则认为宽松的货币政策加剧了金融脆弱性的累积（如Diamond and Rajan, 2009; Adrian and Liang, 2018）。金融危机导致了严重的衰退，随之而来的是缓慢的复苏。

金融危机也蔓延到了欧元区，导致银行救助和欧洲政府赤字的膨胀。一些欧洲国家在没有其他欧元区国家、欧洲央行或国际货币基金组织援助的情况下，无法偿还或为其政府债务进行再融资，也无法救助负债过高的银行，这加剧了该地区经济活动的疲软。尽管**欧元区主权债务危机**反过来影响了美国的金融市场，但尚不清楚是否对实体经济活动产生了永久性影响。

结论

尽管我们记录了宏观经济过热期间发生重大金融动荡的趋势，但基于历史证据的文献综述并不支持宏观经济过热与系统性金融脆弱性累积之间存在强烈的直接联系。根据我们的叙述性研究，**导致美国金融混乱的主要金融失衡的累积似乎更多地源于金融创新和不同金融市场的发展。在引发各种金融动荡方面，监管因素、政策制度和其他外部因素似乎也比宏观经济过热发挥了更重要的作用。**特别是，导致上世纪80年代末美国储贷协会危机的失衡，通常被认为与那段时期的经济过热无关。尽管一些研究人员将2007-09年的金融危机与宏观经济过热联系在一起，但在经济过热阶段之前，系统脆弱性就已经大量积累。相比之下，导致本世纪初互联网泡沫破裂的失衡——没有被广泛视为系统性事件——倒是最明显地与美国经济的强劲表现有关。**最后，美国自1960年以来发生的大多数金融动荡对美国经济影响甚微。**在许多情况下，这可能是由于有效的政策或监管干预提供了保护。

参考资料：

Afanasyeva, Elena, Seung Jung Lee, Michele Modugno, and Francisco Palomino (2018). "The Relationship between Macroeconomic Overheating and Financial Vulnerability: A Narrative Investigation," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, October 12, 2018, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.2253>