

何帆：金融危机是格林斯潘时代的遗产

<http://www.crifs.org.cn> 2008年10月8日 何帆

这是怎么一回事呢?一开始不过是美国南方一些地区的房地产价格下跌，但到2007年8月，突然引发了一场波及全球的金融危机。美联储、欧洲中央银行等各国央行鼎力合作，终于使市场度过了最恐慌的时候。但病来如山倒，病去如抽丝，真是“没有最坏，只有更坏”，不仅次级贷款出现风险，往日的优质贷款也出现了问题；不仅对冲基金损失，就连素来稳健的国际商业银行也无一幸免。原本以为次贷危机到今年就该见底，但最近爆发的房利美和房地美危机、雷曼兄弟破产、美林被收购、AIG濒临破产，预示着华尔街最冷的冬天还没有到来。

那么，今天的危机与昨日的繁荣有何联系呢?自20世纪90年代以来，美国经历了长达十年的高增长低通胀的“新经济”时代。从2000~2006年，美国房地产市场何等风光!美国过去不是没有遇到危机，在格林斯潘执掌美联储的19年间，他领导美联储成功应对了纽约股市大崩盘、墨西哥金融危机、亚洲金融危机、网络经济泡沫、“9.11”恐怖袭击等一系列危机。

在华尔街看来，格林斯潘是神。90年代大选的时候，华尔街流传着一个说法：管他谁当选呢，只要格林斯潘还是美联储主席就够了。很多严肃的经济学家也非常推崇格林斯潘，弥尔顿·弗里德曼就称赞格林斯潘是美联储成立以来最有建树(most effective)的主席。然而，2007年美国次贷危机的爆发，使得往日的辉煌顿时黯然无光。《纽约时报》把格林斯潘称为“泡沫先生”，很多经济学家指责格林斯潘要对网络泡沫和房地产泡沫负责。而对格林斯潘批评得最为犀利的著作之一，是由威廉·弗莱肯施泰因和弗雷德里克·希恩所写的《格林斯潘的泡沫：美联储的无知年代》。

在两位作者看来，美联储在过去19年里最关键的时候犯下了一系列错误：1987年股市崩溃、80年代的储蓄与贷款协会危机、1998年的长期资本管理公司(LTCM)倒闭危机、2000年科技股泡沫、对千年虫的盲目恐惧、2007年以来的次贷和信贷危机等。令人吃惊的是，格林斯潘在每一次危机中所犯的错误都是一样的，就是降息的幅度过大，而且维持过低利率的时间太长。

利率太低，使得金融市场上的流动性过剩。格林斯潘成功地使美国婴儿潮一代疯狂地将自己的储蓄取出来，投向股票市场，以弥补因降息而缩水的收益。他还不断地为“新经济”摇旗呐喊，他认为通货膨胀率被高估，而生产率被低估，因此美国要担心的不是通货膨胀，而且股票市场并没有什么泡沫。调低通货膨胀的结果是，类似社会保障这样的与通货膨胀挂钩的财政支出项目将被削减，而政客们会把这笔钱挪作他用。至少在格林斯潘对“新经济”大加赞赏的时候，经济学家根本找不到生产率提高的证据。后来，学者们才领悟到，从新技术问世到生产率的提高，需要一个较为漫长的适应期。而格林斯潘所津津乐道的生产率奇迹仅仅是一个统计上的幻觉。

经常被人们提起的“格林斯潘对策”(Greenspan Put)说，资产价格下跌的时候，格林斯潘就

会立即出手，但当资产价格上涨的时候，他却坐视不管。比如，1998年LTCM危机之后，美联储在9月份已经降了一次息，而市场也较为稳定，但到10月15日，格林斯潘就又匆忙临时召开会议，再次降低利率。这是美联储历史上最不负责任的举动之一。当市场形成预期，相信只要市场低迷政府一定会救市之后，投机行为成了全民娱乐，这直接触发了1999年之后网络股的疯狂上涨。

是泡沫总会破灭的。当网络泡沫崩溃之后，格林斯潘故伎重施，仍然希望通过降低利息刺激美国经济。而且，在降低利息的同时，美国的住房贷款机构不断放宽房贷标准，尤其是针对收入较低、信用等级较低的客户，开发出各种新型贷款，比如可调整利率。这种贷款在最初2~3年利率非常优惠，但到2~3年之后就会重新设定利率，大部分借款者到时候其实是很难偿还贷款的。这种所谓的创新使得没有足够金融知识和风险意识的贷款人盲目贷款，但这些借款就成了隐蔽的定时炸弹，到期就会爆炸，让借款人无力还款，陷入困境。格林斯潘当时对这种非固定利率贷款非常支持，他认为在降息的背景下，这种贷款方式能够让贷款人省很多钱。但房地产价格从2006年之后开始下跌，很多贷款买房者才震惊地发现，其所要偿还的贷款，已经远远超过了房产的价值。

格林斯潘在为自己辩护的时候说，股市泡沫和房地产泡沫的出现有更深远的原因，央行想力挽狂澜是无能为力的。那么，按照同样的逻辑，其在位期间美国经济的繁荣也和他的个人能力没有太大的关系。

格林斯潘制造了泡沫，而他过去所享受的尊重中又有多少泡沫呢？股市泡沫崩溃了，房地产泡沫崩溃了，最后崩溃的，则是格林斯潘自己的泡沫。

不过，就算格林斯潘是一个开“赌场”的老大，但是参与“赌博”的是全民。制造泡沫成为一场社会运动之后，群众的力量就变得不可忽视。次级贷款之所以泛滥成灾，固然有华尔街的欺诈、美联储的失职，但是，掀起巨大泡沫的是更为壮阔的社会性的波澜。美国政府和国会始终对次级贷款推崇有加，因为这有助于让穷人得到住房，而有房子的选民会是最忠心的选民。狂欢的宴会一旦开始，就马上变得失控。从寻欢作乐的人们手中拿走酒杯，是最不得人心的事，但放纵的恶果一定是第二天醒来之后的头疼和懊悔。华尔街喝醉了酒，现在又正拿新酒去解宿醉。

我一直觉得，中国是幸运的。幸运就幸运在，每当我们犯了错误的时候，总有人会犯更大的错误，让我们猛地醒悟，原来这条路是不该走的。中国的金融改革和开放刚刚步入深水区，隔岸观火，美国为我们提供了前车之鉴。这不是头脑发热凯歌突进的时候，而是辗转反侧冷静思索的关键。（作者：何帆 中国社会科学院世界经济与政治研究所所长助理）

文章来源：中国宏观经济信息网 （责任编辑： zfy）

