

预算软约束和金融危机理论的微观建构

钟 伟 宛圆渊

(北京师范大学经济学院 100875)

内容提要:已有的三代金融危机模型尽管有较强的解释力,但其微观建构不足,通过引入预算软约束理论,Devartripont-Maskin 模型显示出,在集中性金融体系中,预算软化将引发信贷扭曲膨胀;再结合 Flood-Garber 模型,则可为金融危机提供更可信的微观基础,防范预算软约束型金融危机必须从减少政策性负担、弱化政府隐含担保和引入竞争性金融体系等方面入手。

关键词:金融危机 预算软约束 政策性负担

一、引言:微观建构不足的三代金融危机模型

在 19 世纪即有一系列金融危机理论问世,但比较成型的国际金融危机理论,是直到 20 世纪 70 年代才逐步发展起来的,较为典型的有国际收支危机模型、汇率危机模型和多重均衡模型,代表性人物有 P. Krugman、G. Calvo、R. Flood、M. Obstfeld、I. Otker 和 J. Sachs 等,金融危机模型的建构已日臻完善(R. Flood 和 N. Marion, 1998)。

第一代金融危机模型(first generation model)由 P. Krugman 提出,并经 R. Flood 和 P. Garber 等予以完善和发展,这是一个以固定汇率制度为背景分析货币危机生成机制的框架(P. Krugman, 1979)。R. Flood 和 P. Garber 此后对 P. Krugman 的国际收支危机理论进行了线性化处理,得出了类似结果(R. Flood 和 P. Garber, 1984),第一代货币危机模型对政府在内外部均衡的取舍与政策制定的论述上存在缺陷,尤其是单纯依靠基本经济变量来预测与解释危机,显得单薄。

第二代金融危机模型(second generation model)的核心人物是 M. Obstfeld (1986),其逻辑顺序是:(1)政府行为不再是线性的而是理性的。央行将在“维持”和“放弃”固定汇率之间权衡选择,不一定是储备耗尽之后的结果。(2)危机具有“多重均衡”(multiple solutions)的性质,政府和私人部门的博弈可能形成两种均衡,即“好的均衡”和“坏的均衡”,前者是投机者不冲击汇率,经济在原来的汇率水平上继续稳定;后者是投机者发动大规模资本外逃,结果往往是政府不得不放弃固定汇率制度。(3)危机具有“自我实现”(selffulfilling)的性质(M. Obstfeld, 1996)。从二代模型看,投机者的行为对东道国的公众来说是不公正的、不道德的。此类模型因缺乏有力的微观建构,无法弥合宏观经济对汇率制度的支撑作用,以及预期和投机性攻击对汇率制度的破坏作用之间的巨大鸿沟。

第三代金融危机模型(third generation model)的出现和 J. Sachs 的努力密不可分,此类模型较为纷杂且缺乏明显的共质性。(1)危机模型更注重流动性,以及由传染而引发的清偿力危机和银行危机。如果金融体系无法为具有清偿能力,但却暂时缺乏流动性的债务人提供新的融资时,则流动性危机将演变为债务危机;若一国的短期资本流入是通过国内的银行体系完成的,则更将爆发银行/货币双危机(S. Radelet 和 J. Sachs, 1998)。(2)一国发生货币危机所给出的市场信号,将改变投资者对与其相关或类似经济体的货币信心预期,加大这些经济体爆发货币危机的可能性,甚至导致完全意义上的自我实现式危机的发生(J. Sachs, A. Tornell 和 A. Velasco, 1996)。

三代金融危机理论的演进特征之一就是要把金融机构构建在银企行为的微观层面之上,不过第

一、二代金融危机理论尽管涉及到了这一点,但没有能够深入下去,探求信贷膨胀的微观原因;第三代金融危机理论已涉及微观层面,但其分析没有能够进一步引至这些行为的制度根源。我们将力图利用预算软约束(soft budget constraints)理论,对金融危机理论的微观基础进行重新建构。

二、预算软约束和信贷膨胀的微观基础

1. 预算软约束的一般内涵

引入预算软约束的动机,在于为金融危机理论提供一个新的微观建构基础,无论对预算软约束的内涵进行何种诠释,理论上均可获得的结果之一,就是预算软约束一定会导致信贷过度膨胀,而从几代金融危机模型来看,信贷膨胀往往是金融危机的导火索。此外,新近的研究表明,软预算约束理论不仅仅适用于集权体制下的计划经济国家,同时也适用于存在政府干预习惯的市场经济国家,在这些国家中,预算软约束和滥用公共税收资源似乎是此消彼涨的“翘翘板”,并损害微观经济的内在稳定(G. Pisuro, 2001)。这使得我们可以运用软预算约束理论来修补已有的金融危机模型的微观基础。

在新古典经济学中,企业和个人都被假定为严格地遵守预算约束(budget solidification),在预算约束的范围内追求效用的最大化。但是在现实生活中,却往往出现约束软化的现象,即向企业提供资金的一方(政府或银行),由于某种原因,未能坚持原来的事先合约,使企业资金的运用超过了其当期收益的范围,或者从跨时期的时间纬度来说,提供资金的机构使企业支出超过了其将来收入现值所确定的范围(平新乔, 1998)。对于预算软约束的经典解释是科尔奈作出的,科尔奈将其原因归结为社会主义集权体制下政府对企业的“父爱主义(paternalism),以及政府追求就业目标或政治支持等(J. Kornai, 1986)。此后,西方经济学家又提出,不仅仅是政府的过度干预会导致预算约束的软化,而且集中的银行体制也会导致预算软约束。到了 90 年代, M. Dewatripont 和 Maskin (1995) 等引入时间非一致性(time inconsistency)概念来研究软预算约束理论,认为对于一个未完成的无效率投资项目,政府或银行往往主动或被动地追加投资,因为追加投资的边际收益可能大于放弃项目必须付出的边际成本。这样事先的预算约束就变成事后可以修改的合约了。当然,对于预算软约束也存在其他多种解释,例如它可能是政府财力分散与货币集权化等原因所造成的,也可能是缺乏自生能力(accountability)的国有企业通过政府获得信贷支持且由政府作为责任归属者而造成的(林毅夫和谭国富, 2000)。但预算软约束无疑具有两个基本特征,一是对预算的事后再安排,二是政府和私人部门有密切的垂直联系。基于这样的预算软约束定义,我们利用 Dewatripont-Maskin 的快慢模型(slow and quick project model)的思路来建立一个预算软约束下的信贷扭曲膨胀模型。

2. 无政府介入时的银行和企业间的信贷均衡

(1) 假定由于某项目,银行对企业的贷款共有两期,第一期中,企业和银行签订贷款合同,在首次签订合同时,信息不对称导致银行无法预知项目收益时,给予企业贷款 K_1 。

(2) 在第二期,企业得到项目的回报。如果项目为“好项目”,设其概率为 $(1 - P)$,则企业的收益为 R_f^{good} ,银行的收益为 R_b^{good} ;若为坏项目(概率为 P),即项目没有按时完工,则两方的收益分别为 R_f^{bad} 和 0。其中我们假定: $R_f^{bad} < 0$ 。

(3) 假定在第一期亏损后,企业会继续向银行申请贷款 K_2 以求完成上期未完工的项目。同时还假定,企业在第二期获得银行的融资后,能够完成上期未完工的项目,此时,企业获得的收益为 $R_f > 0$ 。设项目在第二期完工后产生的、可被银行获得的收益为 $R^e > 0$,其实现可能性 p^e 为一随

关于 Dewatripont-Maskin 的快慢模型的基本型可参阅 E. Maskin 和许成钢:《软预算约束理论:从中央计划到市场》,《经济社会体制比较》,2000 年第 4 期。

机变量。由于银行与企业之间已经有过第一期的接触,故银行对企业的项目已拥有完全的信息,因此,银行可以准确地知道 p^e 的分布,并且可以通过自身的行动来改变 p^e 。特别地,我们假定 p^e 为银行再贷款额 K_2 的函数,即 $p^e = p(K_2)$,且有 $p' > 0$,表示银行对企业的第二期贷款额越大,实现的 R^e 概率就越大,从而银行可获得的预期收益就越多。但银行的再贷款额不会超过一个限度 \bar{K} ,当再贷款达到这个限度的时候,银行实现 R^e 的概率为 1。为简化分析,我们可假定 $p^e = \frac{K_2}{\bar{K}}$ 。即银行不对企业进行再贷款的时候,项目在第二期被盘活的概率为 0,当银行给与企业 \bar{K} 的贷款时,项目被盘活的概率为 1。

(4)同时我们假定,在银行决定对企业进行再贷款后,会对其经营进行监督,以保证贷款安全。我们将监督成本定义为 C ,并且设监督成本为再贷款额 K_2 的增函数,即: $C = C(K_2)$ 且有 $C > 0, C' > 0, C'' > 0$ 。为简化分析,我们假设该成本函数为 $C = mK_2$,其中, $m > 2$ 。若用 π 来表示银行的净利润,则由上述假设可得: $\pi = \frac{R^e K_2}{\bar{K}} - mK_2$,银行将选择最优再贷款规模 K_2^* 来使其预期效用最大化。

$$\text{的一阶条件为: } \pi' = \frac{R^e}{\bar{K}} - mK_2^{-1} = 0, \text{解之得: } K_2^* = \left(\frac{R^e}{\bar{K}m} \right)^{-1}。$$

的二阶条件为: $\pi'' = -m(K_2^{-2}) < 0$,故 $K_2 = K_2^*$ 当时,取得最大值 π^* 。

此时,社会上的预期信贷总量为: $(1 - P) \times K_1 + P \times (K_1 + K_2^*) = K_1 + P \times K_2^*$

在银行与企业的上述博弈过程中,金融系统取得了在无政府干预条件下的均衡:当银行选择不进行再贷款时,银行获得 K_1 的亏损;当银行选择再贷款时,银行将获得 π^* 的利润。从上式我们可以看出,银行再贷款的最优额度,取决于 \bar{K} 、 m 、 P 这几个变量。当 \bar{K} 越大,项目完成所需注资就越多,因此银行就越没有动力进行再贷款;另外, m 和 P 越大,则意味着银行在项目监管上的难度就越大,银行进行再贷款的意愿就越小。上述模型的政策含义是:如果政府不干预银企借贷,则银行与企业就软化预算约束达成的均衡,即 $(K_1 + P \times K_2^*)$ 将被市场认为是合理的信贷规模,此时尽管银行系统会由于种种原因出现坏账,却并不会影响投资者的信心,此均衡保证了健康的金融微观基础,故此时的时间不一致性不会导致信贷膨胀,汇率自然就没有崩溃的压力。

3. 政府充当责任归属者时的信贷扭曲膨胀

上述均衡是在没有政府干预的市场中达到的,企业和银行为了追求自身利益的最大化做出的决策面临的是硬预算约束。一旦政府介入了金融资源的配置过程,并为企业提供政府隐含担保(implicit governmental guarantee),则银行和企业决策时面临的约束条件均将改变,均衡的结果也随之而改变。这些改变在逻辑上是显而易见的:从企业角度观察,企业预期将得到政府的“父爱主义”扶持时,在投资上倾向于选择收益更大、风险也更大的投资项目,而被排斥在政府隐含担保之外的其他企业则在一定程度上从金融市场被“挤出”,从而加大银行系统的风险。从银行角度观察,银行预期到政府不会在企业面临债务危机时袖手旁观,来自于企业的坏账可以由政府来承担,故银行将扩大对特定企业的贷款规模。虽然上述微观主体的行为仍然是在追求自身效用最大化的过程中做出

在 Dewatripont-Maskin 的快慢模型中, R^e 被理解为项目完工后的清算价值或将其出售所得的收入,因此,银行第二期贷款的作用是将这部分在第一期后“死”的价值“从企业转移到银行,而并不能增大这个项目的总价值。对于企业来说,尽管“盘活”后的价值会被银行拿走,但考虑到“盘活”后对企业家名誉的好处,企业还是乐意与银行建立第二期的贷款合同。

在快慢模型中,银行的监管成本 C 被定义为银行努力程度的增函数,且有 $C > 0, C' > 0, C'' > 0$ 。在这里,作者认为对于理性的银行来说,贷款的数额越大,银行进行监管的努力程度就越高,因此,在本文中用 K_2 来代替银行监管的努力程度,并用 C 来表示因监管而发生的一切成本(并且包含资金成本)。

的,但预算软约束无疑将使得均衡偏离市场硬预算约束时的最优解。继续建模如下:

(1) 假定企业在第一期投资失败,项目为“坏项目”时,企业将求助于政府。政府从第二期开始干预金融资源的配置,为企业提供银行再贷款的担保。在银行得到政府为企业融资的或明或暗的担保后,理性的行为应该是减少自己监督的努力程度(以减小成本),在模型中表现为监督成本函数中 m 的减小。设在政府担保后,银行的成本函数变为 $C = m K_2$, 其中, $m < m$, 则银行追求利润最大化的一阶条件可以重新写作: $\frac{R^c}{K} - m K_2^{-1} = 0$ 。

$$\text{解之得: } K_2^* = \left(\frac{R^c}{Km} \right)^{\frac{1}{1-\alpha}}, \text{ 显然, } K_2^* > K^*。$$

因此,在政府提供担保后,银行对企业的再融资要大于无政府干预时的再融资,其原因在于银行监督成本的减小,但需要特别说明的是,在这里监督成本的减小表现为一种“事后的有效”,即在贷款已经发生后的监督成本的减小,而不是在贷款发生之前寻求信息成本减小的“事前有效”。事后有效给银行带来的是软预算约束,刺激银行将贷款的规模扩大到最优贷款规模之上,而事前的有效则是促使银行将贷款规模增加到最优水平。正如 M. Dewatripont 和 E. Maskin 早期指出的那样,预算约束的软和硬,本质上事前的有效和事后的有效之间的替代。如果再进一步看,我们就会发现,事后有效对事前有效的替代实际上是政府隐含担保对市场风险的替代(M. Dewatripont 和 E. Maskin, 1990)。然而,这种替代不仅不能改变在第一期企业投资成功的概率,反而在第二期对企业进行了过度的贷款,我们设之为 K_2 , 则有:

$$K_2 = K^* - K^* = \left(\frac{R^c}{Km} \right)^{\frac{1}{1-\alpha}} - \left(\frac{R^c}{K\bar{m}} \right)^{\frac{1}{1-\alpha}} = (m^{\frac{1}{1-\alpha}} - \bar{m}^{\frac{1}{1-\alpha}}) \left(\frac{R^c}{K} \right)^{\frac{1}{1-\alpha}}$$

令 $(m^{\frac{1}{1-\alpha}} - \bar{m}^{\frac{1}{1-\alpha}}) \left(\frac{R^c}{K} \right)^{\frac{1}{1-\alpha}} = A$, 则上式可以简化为 $K_2 = AK^{\frac{1}{1-\alpha}}$ 。

如果我们再进一步假设,银行认为第二期的信贷额度上限 \bar{K} 不会超过第一期的贷款额,那么,就可以认为 $\bar{K} = K_1$, 则上式可以写成 $K_2 = AK_1^{\frac{1}{1-\alpha}}$ 。显然,政府介入后所导致的预算软约束可以引发一个信贷膨胀 K_2 , 但这不过是信贷扭曲膨胀的第一波。

(2) 对于追求自身利益最大化的企业来说,他们不会把 K_2 的贷款用于这个“坏项目”,因为根据我们在第一步中的讨论,实则只需资金 K^* , 企业家就能完成此项目并获得收益 R_1 , 所以企业会把意外获得的 K_2 挪作其他用途的新增投资,可以预料新的投资 K_3 会引起新一轮的超额贷款,我们不妨设为 K_3 , 则有:

$$K_3 = A K_2^{\frac{1}{1-\alpha}}, K_4 = A K_3^{\frac{1}{1-\alpha}}, \dots \text{ 直至 } K_n = A K_{n-1}^{\frac{1}{1-\alpha}}$$

从以上各式中可以推导出一般项: $K_n = A^X K_1^Y$,

$$\text{其中, } X = \sum_{i=0}^{n-1} \left(\frac{1}{1-\alpha} \right)^i, Y = \left(\frac{1}{1-\alpha} \right)^{n-1}$$

对 K_n 两边取对数可得:

$$\begin{aligned} \ln K_n &= X \ln A + Y \ln K_1 \\ &= \frac{1}{1-\alpha} \ln A + \left(\frac{1}{1-\alpha} \right)^{n-1} \left[\ln K_1 + \frac{1}{1-\alpha} \ln A \right] \end{aligned}$$

因为 $\frac{1}{1-\alpha} > 2$, 所以当 $n \rightarrow +\infty$ 时, $\left(\frac{1}{1-\alpha} \right)^{n-1} \rightarrow 0, \ln K_n \rightarrow \frac{1}{1-\alpha} \ln A$ 。

至此,我们不难理解,预算软约束的起因是企业缺乏在竞争性市场中的自生能力,而自生能力

的匮乏则又往往和企业不恰当地承担着许多政策性负担(policy burdens),有关这些负担是内生于转轨前的旧体制之中的,因此政府进行干预,隐含地充当预算软约束的责任归属者就十分自然,但这就使得银企之间的信贷行为成为一种事后可重新谈判的、事先不完全的合约安排,并且扭曲了微观信贷风险,银行和企业的均衡状态是一种信贷扭曲膨胀的均衡,信贷膨胀规模决定于预算约束软化的程度,其规模恰好是政府隐含担保对一系列扩散的信贷增量 K_n 的风险贴水。

三、微观信贷膨胀和金融危机的宏观过程

1. 对 Flood-Carber 模型的修正

由上可见,在政府基本垄断金融资源的集中性金融体制中,只要存在预算软约束,就会导致信贷扭曲膨胀。为了保持推导过程的简洁,此处我们直接将微观信贷膨胀嵌入第一代金融危机模型的宏观分析中。P. Kugman 在其第一代金融危机理论中提出了宏观经济政策不协调的金融危机理论,R. Flood 和 P. Garber 随后对 P. Krugman 的模型作了线性化处理,该模型由如下方程式构成:

$$\frac{M(t)}{P(t)} = a - bi \quad (1)$$

$$M(t) = R(t) + D(t) \quad (2)$$

$$D(t) = u \quad u > 0 \quad (3)$$

$$P(t) = P(t)^* e(t) \quad (4)$$

$$i(t) = i^*(t) + \frac{e(t)}{e(t)} \quad (5)$$

其中,(1)式表示货币市场的均衡, $\frac{M(t)}{P(t)}$ 表示实际货币供给, $a - bi$ 表示实际货币的需求, a, b 为正的常数;(2)式表示货币供给由国内信贷和外汇储备构成;(3)式表示国内信贷持续线性膨胀;(4)式表示购买力平价, $P(t)$ 表示本国物价水平, $P(t)^*$ 表示外国物价水平, $e(t)$ 表示由购买力平价所决定的均衡汇率(影子汇率),以直接标价法表示;(5)式表示无抵补利率平价, $i(t)$ 和 $i^*(t)$ 分别表示本国和外国的利率, $e(t)$ 表示汇率的变动率。我们进一步假定本国为开放的小型经济,则 $P(t)^*$ 和 $i^*(t)$ 可以看作给定不变的量。同时我们设 \bar{e} 为政府所要维持的固定汇率,在期初,有 $\bar{e} = e(t)$ 。上述模型中,为了导出影子汇率和官方固定汇率之间偏离的积累和汇率崩溃,信贷膨胀被作为线性化前提之一,在第一代危机模型中,这被宏观地假设为:一国固定汇率制面临的问题,源于为弥补政府不断扩大的财政赤字而过度扩张的国内信贷,而这些公共部门的赤字又持续“货币化”,因此诱发了信贷持续膨胀。这样的宏观假定显然缺乏说服力,因为实施固定汇率制的经济体并不总是有显性的财政赤字。引入预算软约束,则上述线性前提完全可以建构在更可信的微观基础之上。我们可以就预算软约束导致信贷扭曲膨胀进行深一步的再讨论,即对 K_n 的时间序列特点作分析:

$$\begin{aligned} \ln K_n - \ln K_{n-1} &= \ln \frac{K_n}{K_{n-1}} = \ln \left[1 + \frac{K_n - K_{n-1}}{K_{n-1}} \right] = \frac{K_n - K_{n-1}}{K_{n-1}} \\ &= \left[\frac{1}{1 -} \right]^{n-1} \frac{1}{-1} \left[\ln K + \frac{1}{1 -} \ln A \right] = u \end{aligned}$$

其中, u 表示每一期超额贷款的增长率,我们可以发现,当 n 较小时, u 随 n 值的不同而有波动,当 n 较大时, u 接近常数,每一期的超额信贷增速趋于相等,所以一国持续存在预算软约束时,的确可以把国内的信贷的持续增长率看作常量。即 R. Flood 和 P. Garber 模型中给出的(3)式不必要是外生宏观假定,而可以是预算软约束内生的微观结论。

从上述五个式子中我们可以导出影子汇率与货币供应量之间的线性关系:

$$e(t) = \alpha_1 + \alpha_2 M(t) \tag{6}$$

(6) 式表示影子汇率值和货币供应量之间成正比例的关系, 这个等式表明了这样的含义: 如果政府要在水外储备不变的条件下使影子汇率等于官方汇率, 就必须保持货币供应量不变。影子汇率的变动将增加汇率贬值预期, 原因在于预算软约束带有不完整合约或事后可再安排合约的含义, 所以明显削弱了债务的约束作用, 模糊了企业破产的边界约束, 更扭曲了银行信贷的责任归属, 在集中型金融体系中, 由于银行破产将导致挤兑等外部不经济性, 所以政府不能不行使其隐含政府担保, 最终充当此事后的银行最后贷款人角色 (E. Maskin 和 J. Tirole, 1999)。我们设 DV 为人们对货币的预期贬值率, 则有:

$$DV = \frac{e(t) - \bar{e}}{\bar{e}} \tag{7}$$

当汇率的预期贬值程度超过一点的界限 \bar{e} 时, 就会引发资本外逃, 设 K_F 为资本外逃的数量:

$$K_F = \begin{cases} 0 & DV < \bar{e} \\ K_F(u) & DV > \bar{e} \end{cases} \tag{8}$$

一般来说, 资本外逃的规模由多种因素决定, 如一个国家的政治制度、宏观经济状况、战争等突发事件等等, 为解释微观的预算软约束如何演变为宏观的金融危机, 在本模型中, 我们将资本外逃的规模简化为仅仅考虑银行系统信贷膨胀速度 u 的函数, 且有 $\frac{\partial K_F}{\partial u} > 0$ 。

2. 金融危机的爆发过程及其延缓

至此, 我们可以简要地分析危机爆发的整个过程了, 从图 1 中我们可以看出, 危机分为三个阶段:

第一阶段: 危机的酝酿过程。 在 T_0 之前, 影子汇率等于官方汇率, 国内信贷从 T_0 开始膨胀。在从 T_0 到 T_1 的过程中, 我们假设外汇储备保持不变, 则根据 (2) 式, 货币供应量将与国内信贷以同样的速度膨胀。又由 (6) 式得, 影子汇率也与国内信贷量以同样的速度上升, 但此时影子汇率上升给人们带来的贬值预期还没有达到临界值 \bar{e} , 即 $e(t) < \bar{e} + \bar{e}$, 所以大规模资本外逃还未发生, 外汇市场上没有冲击发生, 政府也不会进入市场进行干预, 但预算约束软化得越严重, 危机酝酿的过程就越短。

第二阶段: 危机的爆发阶段。 到 T_1 时刻时, 影子汇率达到了临界值 $(\bar{e} + \bar{e})$, 人们对本币贬值的预期到达巅峰, 理性投资者开始抛售本币持有外币, 同时资本开始急剧外逃。政府为了维持固定汇率制度, 从 T_1 进入外汇市场开始抛售外币收回本币。政府的操作目标是保持货币供应量不变, 从而使得影子汇率不会超过临界值。如果这段时期国内信贷膨胀不变的话, 政府在外汇市场上的操作就会引发国内信贷和外汇储备的互相替代: 即政府从市场上收回的本币数量, 也就是外汇储备的减少量, 等于国内信贷的增量。这样, 在 T_1 到 T_2 的这段时间内, 国内信贷不断增加、外汇储备不断减少、影子汇率值维持在临界值的水平上, 固定汇率制度得以暂时的维持, 政府的干预在短期内收到了成效。此时如果出现一个微小扰动使得信贷膨胀率意外增加, 则危机可能随时爆发。

第三阶段: 货币的崩溃阶段。 到了 T_2 时, 政府的外汇储备已经耗尽, 政府已无力干预外汇市场, 不得不宣布放弃固定汇率制度。于是, 在政府退出市场后, 官方汇率会向影子汇率发生跳跃, 即本币出现大幅度的贬值, 货币崩溃。此后, 货币贬值将取决于国内信贷量的增长率。

其中, $\alpha_1 = \frac{ubp^*}{p^*(a - bi^*)^2}$, $\alpha_2 = \frac{1}{p^*(a - bi^*)}$, 具体推导过程从略。

当然, 上面的结论是在产出不变的暗含假定中做出的, 如果产出按一定的比例增长, 则货币供应量也应该按该比例增长。同时, 如果外国货币供应量也在增长, 则为维持汇率不变, 本国的货币供应量也应该与外国货币供应量同比例增长。在以下的论述中, 我们都假定本国产出和外国货币供应量不变, 这并不会显著影响分析的基本结论。

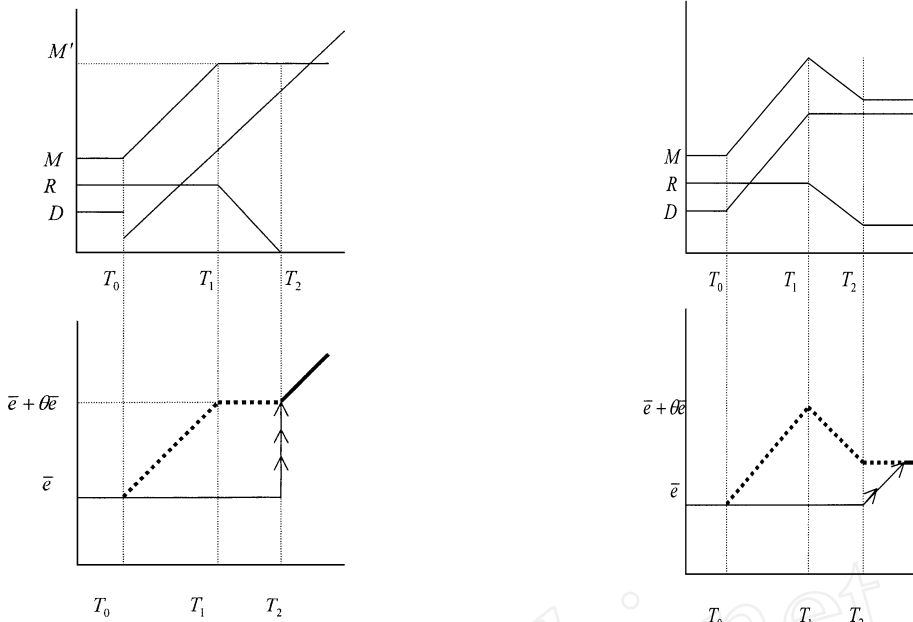


图 1

图 2

如果我们改变预算软约束的程度,上述危机就有可能避免(见图 2)。如果政府在 T_1 时意识到信贷扭曲膨胀是引起影子汇率上升的主要因素,并采取财政赤字显性化、放松对金融体系的垄断程度等措施,而不是任由银行不断地向“坏项目”追加注资,那么信贷扭曲膨胀将受到遏止,在 T_1 到 T_2 的这段时间,信贷曲线降为水平直线,表示政府通过预算赤字显性化或硬化预算约束来控制信贷,那么,从 T_1 时资本开始急剧外逃,导致外汇储备和货币供应量的减少以及国内价格水平的下降,影子汇率也随之下降。当影子汇率下降到一定的幅度时,人们对本币的贬值预期发生逆转,从而停止放弃用本币兑入外币。结果,影子汇率将在 $e(t)$ 达到均衡。但应注意的是,尽管这种避免危机较之爆发危机要好些,但这种均衡是非稳态的,此时仍然存在着官方汇率和影子汇率的缺口,也就是说,本国货币仍然有遭受到冲击的可能性。要从根本上避免将来再次爆发危机,必须从根本上清理引发预算软约束的旧集权体制。

四、预算软约束和金融危机:进一步的经验分析

1. 预算软约束和亚洲金融危机

至此,我们不难看出,预算软约束将导致信贷扭曲膨胀,而信贷扭曲膨胀最终可能成为引发金融危机的导火索。对于许多新兴市场国家、尤其是强政府干预性的国家而言,预算软约束的存在,使得控制国内信贷的膨胀成为一件非常困难的事情。这一观点在亚洲金融危机中得到了证实(F. Mishkin, 1999)。长期以来,东南亚各国政府大量介入金融资源的配置过程,形成了政府和企业的“合伙制”。然而,随之而来的却是银行信贷扩张,并倾向于将金融资源配给在政治集团中的强势群体而非最有利的投资者。随着银行不良贷款的增多和企业拖欠贷款的不断上升,就会产生所谓的“裙带资本主义”(crony capitalism)。上述过程可以用一个简明的逻辑思路来概括:政府的干预造成银行的过度放贷,银行的过度放贷削弱了人们对本国经济的信心,信心的减弱提高了该国经济的风险贴水,风险贴水所导致的利率上升加剧企业的负担,并导致企业的亏损或破产,企业的亏损和破

产则导致政府的进一步干预,于是预算软约束下的金融危机,也具备自我实现的特征。

亚洲国家中,深受预算软约束困扰并酿成危机的,以韩国为典型案例。从表面上看,从 1990 年到 1996 年,韩国国民收入的年增长率为 7.7%,固定资产的形成率占 GDP 的 37%,显示了持续发展的势头,且通货膨胀率维持在 6.6%。这表明仅从宏观面上分析我们很难得到危机预警信号,但从预算约束的软化程度来看,已然危机四伏。20 世纪 90 年代初以来,韩国政府就颁布了一系列的计划来放松对银行间接融资的管制。到 1996 年,在 KSE(Korea Stock Exchange) 所列举的韩国公司中,平均的资产负债率超过了 300%,并且绝大部分企业的投资属于“坏项目”。银行信贷扭曲膨胀的原因正在于软的预算约束和政府隐含担保,不但如此,政府还对银行进行援助,以保障银行能够为韩国公司提供源源不断的信贷支持,其突出表现为韩国中央银行(BOK)持续向韩国商业银行提供大规模的再贷款,以补偿这些银行因向亏损企业贷款所形成的坏账。按照前文模型的结论,软预算约束导致信贷扭曲膨胀,信贷扭曲膨胀引起不良贷款的积累,最终会带来资本的外逃和通货贬值,在整个 20 世纪 90 年代,韩国资本外流甚至超过了资本流入(The World Bank, 2000)。

2. 预算软约束的普遍性和企业边界

预算软约束普遍存在,亚洲并不是特例,世界银行 1996 年的一份政策报告表明,发展中国家的国有企业普遍存在预算软约束。在约 50 个发展中国家中,1971—1991 年国有企业产值在 GDP 中的比重为 10.7%,而对他们的投资在国内总投资中的比重达到了 24.1%。发展中国家自 70 年代始开始了对国有企业部门的改革进程,如智利于 1974 年,土耳其于 1980 年,韩国 1982 年,墨西哥、加纳 1983 年,印度 1985 年,菲律宾、塞内加尔 1986 年,埃及 1990 年,各自开始对国有企业进行改革。但脱离了硬化预算,具有政策性负担的国有企业难以培育出自生能力。发展中国家国有企业的软预算约束表现在各个方面,如政府的直接补贴、拨款,给予其以土地使用、税收、外汇方面的优先权、债务延期、政府担保贷款,以及政府对国有企业产品的价格支持等。在埃及、加纳、土耳其、塞内加尔等国,均存在着严重的预算软约束现象(The World Bank, 1996)。

普遍存在的软预算约束将使得企业边界模糊不清,亚诺什·科尔奈认为,“当一个经济实体(企业、家庭等)的收入和支出之间的紧密联系变松时,软预算约束便产生了,因为支出可以由其他的机构来支付,其中最典型的便是家长式的国家。”鉴于 Alchian-Demsetz-North 等均强调产权的发展旨在使“外部性内部化”(market externality internalizing),因此,“硬预算约束”在“使外部性内部化”方面等同于明确的产权界定。而科尔奈把软预算约束定义为一个经济实体希望其他机构为其支付费用,这意味着产权未被明确地界定。从这个角度观察,不仅国有制会导致软预算约束,它也深植于任何一种形式的现代经济中。放任自流直接后果只能是金融危机。只有很鲜见的文献认为预算软约束有积极意义。例如,对负债经营的生产企业而言,通货膨胀预期是一种“软预算约束”预期,通货膨胀可以减少企业的实际还贷。鉴于货币政策的目标不应是代价昂贵的零通货膨胀,而应是“谨慎的扩张”(cautious expansionism),这或可视作政策性“软预算约束”是好事的例外(J. Stiglitz, 1994)。另外,也有将预算软约束看成是不完全市场下的次优选择(崔之元, 1999)。

3. 预算软约束和危机防范的简要讨论

在讨论预算软约束的刚性和必要的危机防范时,必然要结合预算软约束的内在根源。在此我们简约分析如下:(1) 预算软约束和政策性负担密切相关,林毅夫等指出,企业之所以约束软化,和其政策性负担密切相关,如政府希望通过企业增加就业、施行管制价格等,除非这些政策性负担的扭曲程度和对企业的损失函数很容易计量,否则预算软约束现象将在任何类型的经济中出现,承受政策性负担的企业自然有理由要求软化预算约束作为抵补,因此,要消除企业的预算软化及其对破产规则和边界界定的影响,形成企业的自生能力,就必须根据财政能力逐步减除企业的政策性负担(J. Lin, F. Cai 和 Z. Li, 1998)。(2) 预算软约束和集中性金融体系密切相关,否则政府就不可能既

通过银行为特定企业提供融资,又为此部分融资附加明示的或隐含的贷款担保。这样,银行管理者既愿意试图通过不断对坏项目追加投资,曲折地对不良贷款进行展期而隐瞒损失,又预期政府不可能不进行危机救助。有调查显示,尽管救助代价高昂(在日本救助成本为 GDP 的 30%,在墨西哥为 27%) ,但在 104 家陷入流动性困境的银行中,约有 73 家得到救助,只有 31 家被迫清算。因此银行如果预期普遍的信贷扭曲扩张将迫使政府履行隐含担保,则银行信贷膨胀的道德风险将上升;而政府如果预期银行会如此行事,则可能会放松对银行的监管。因此,除了增加金融体系的竞争性之外,政府应采取“创造性的模棱两可”(constructive ambiguity),即通过随机地对银行进行救助的方式淡化事先的政府担保,来弱化预算软约束所导致的信贷扭曲膨胀(X. Freixas, 1999)。(3) 预算软约束和外部融资。危机发生前,许多国家倾向于向国外的组织或者政府借款,如阿根廷就曾在 1981 年和 1995 年分别接受了国外的紧急贷款,来阻止货币的贬值;同样,瑞典政府也曾在 1992 年 9 月向国外借款以维持币值的稳定。但是这样的举措仅仅会使外汇储备曲线和货币供应量曲线同时向上移动,从而推迟危机爆发的时间而已,只要国内信贷不停止膨胀,危机总会要爆发的。借款是否有效的关键在于,政府能否利用从国外借款赢得的时间来降低国内的信贷膨胀。如果在这段时间内,政府能够有效地将其降低到一定的程度,则危机可以避免,这时,从国外借款是一种有用的选择;如果政府过分地依赖国外借款,而没有对国内的信贷做出结构性的调整,那么,从国外借款只能是一种资源的浪费。

参考文献

- 崔之元,1999:《“看不见的手”范式的悖论》,经济科学出版社。
- 林毅夫、谭国富,2000:《自生能力、政策性负担、责任归属和预算软约束》,《经济社会体制比较》第 4 期。
- 平新乔,1998:《“预算软约束”的新理论及其计量检验》,《经济研究》第 12 期。
- Dewatripont, Mathias and Maskin, Eric, 1990, Contract Re-negotiation in Models of Asymmetric Information, *European Economic Review*, vol. 34, 311-321.
- Dewatripont, Mathias and Maskin, Eric, 1995, Credit and Efficiency in Centralism and Decentralized Economics, *Review of Economic Studies*, vol. 62, No. 4, October, 541-556.
- Flood Robert and Peter Garber, 1984, Collapsing Exchange Rate Regime: Some Limer Examples *Journal of International Economics*, vol. 17, 1-13.
- Flood, Robert and Marion, Nancy, 1998, Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature, *IMF Working Paper*, September, WP/98/130.
- Freixas, Xavier, 1999, Optimal Bail-Out, Conditionality and Constructive Ambiguity, *Financial Market Group Discussion Paper*, NO. 237, London School of Economics.
- Kornai Janos, 1986, Soft Budget Constraint, *Kyklos*, Vol. 39, No. 1, 3-30.
- Krugman, Paul, 1979, A Model of Balance Crisis, *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 11, 311-325.
- Lin Justin Yifu, Cai Fang and Li Zhou, 1998, Competition, Policy Burdens and State-owned Enterprises Reform, *American Economic Review*, May, vol. 88, No. 2, 422-427.
- Maskin, Eric and J. Tirole, 1999, Unforeseen Contingencies and Incomplete Contracts, *Review of Economic Studies*, vol. 66, No. 1, 83-114.
- Mishkin, Frederic, 1999, Lessons from Asia Crisis, *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, No. 4, 709-723.
- Obstfeld, Maurice, 1986, Rational and Self-fulfilling Balance of Payments Crisis, *American Economic Review*, vol. 76, No. 3, 72-81.
- Obstfeld, Maurice, 1996, Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features, *NBER Working Paper*, No. 5285.
- Pisauro, Giuseppe, 2001, Intergovernmental Relations and Fiscal Discipline: Between Commons and Soft Budget Constraints, *IMF Working Paper*, May, WP/01/65.
- Radelet, Steven and Sachs Jeffrey, 1998, The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects, *Brookings Papers on Economic Activities*, No. 1, 1-90.
- Sachs Jeffrey, Tironell, Aaron and Velasco, Andres, 1996, Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 16, 147-215.
- Stiglitz, Joseph, 1994, Discount Rates: The Rate of Discount for Benefit-Cost Analysis and the Theory of the Second Best, In Richard Layard and Stephen Gaister, eds., *Cost-Benefit Analysis*, 2nd ed. Cambridge University Press.
- The World Bank, 1996, *The World Development Report 1996: From Plan to Market*, Oxford University Press.
- The World Bank, 2000, *East Asia: Recovery and Beyond*, May.

(责任编辑:晓 喻)(校对:子璇)

Why Do Government Dump State Enterprises ? Evidence from China

Wang Hongling & Others

Why do governments choose to dump state enterprises by privatization or liquidation ? Existing research on privatization has not paid much attention to this question. This paper focuses on testing two alternative theories of the issue. One theory explains that governments privatize or liquidate state enterprise in order to enhance efficiency. The other theory explains that increasing government revenue or stopping subsidies to profit-losing state enterprises is the motivation. Based on a data set our tests revealed why China rejects the efficiency theory and supports the revenue theory. In addition ,we find evidence that the concerns of Chinese government for both unemployment and political benefit of control are important obstacles to privatization or liquidation decisions. A simple implication is that it might be sensible to propose second-best privatization or liquidation programs which take government objectives into account and are feasible rather than first-best programs which will not be implemented.

Soft Budget Constraints and Micro-fundamentals of Financial Crisis

Zhong Wei & Wan Yuanyuan

The explanatory ability of existed three generation models of financial crisis is insufficient at micro-fundamentals level with the support of soft budget constraints (SBC) theory ,Dewatipont-Maskin model shows that SBC will result in credit expansion distortion ,SBC theory can also set the Flood-Carber financial crisis model in more reliable micro-fundamentals. Budget solidification is to be achieved through the alleviation of policy burdens ,the attenuation of implicit governmental guarantee and the inducement of competition to local financial system.