

第三章 再平衡经济增长

在次贷危机爆发五年后，全球经济增长依然失衡。发达经济体仍然受到巨大的信贷和住房泡沫破灭后的影响，其中又以爱尔兰、西班牙、英国和美国为甚。爱尔兰和西班牙的建筑业和其他房地产相关部门的衰退尤其显著。这种部门间的失衡可能会对就业带来显著和长期的影响。家庭和企业挣扎着偿还贷款，而这些国家的银行体系也在大量的不良贷款高压下风雨摇摆。几个躲过住房业崩溃的国家尽管问题贷款的比例依然较低，但信贷比率和还债成本也在上升。此外，一些曾经严重依赖出口增长的经济体很可能将面临挑战。

在本章里，我们将讨论结构性失衡问题。在有关经济体重新回到稳定增长的轨道之前，必须纠正这些失衡问题。接着，我们将重点讨论两类国家的私人部门债务问题（第五章将讨论公共债务问题），其中，一类国家经历了内部发生的金融危机，另一类国家则没有。结尾部分将讨论应采取的政策措施。

结构性调整

很多国家的增长模式需要有所改变。在一些国家，房地产价格上涨带来建筑业和其他与房地产有关活动的迅猛增长。如果这些经济体想要持续增长，就必须解决这种失衡问题。房地产行业的崩溃也显示了长期结构性问题，例如劳动力或产品规则僵化。这些问题在经济良好的时候显得不是很重要，但当经济受到冲击时，就阻碍了调整。

另一些经济体则以出口为主，而其贸易伙伴国家未来的增长速度可能减慢。这些国家面临着另一种挑战。一些国家至少在某些部门非常具有竞争力，然而，当面临贸易伙伴经济减速时却十分脆弱。

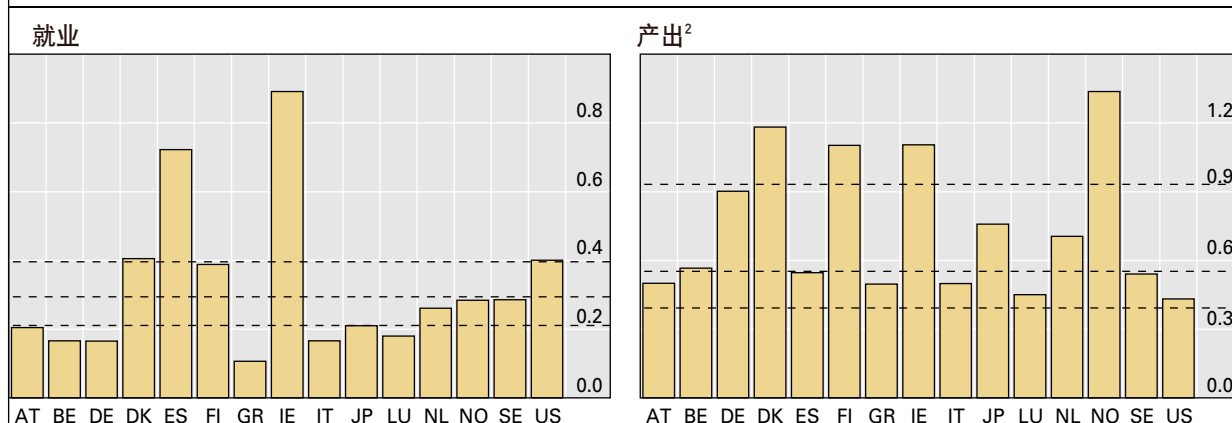
房地产市场崩盘后的失业情况

很多发达经济体的失业率依然高企，不仅是那些受到主权债务冲击的国家（见第二章）。失业率居高不下的原因之一是危机前部门失衡的积累，直到目前失衡的情况才得以全面显现。¹ 在房地产繁荣期间，建筑业、房地产业和金融行业的经济增长明显快于其他经济部门。例如，爱尔兰建筑业在总就业人口的比重从1997年的8.6%增加到2007年的13%；西班牙的这一比重也从10%上升至14%；而美国这一指标变化不大，从4.5%略升至5.2%。但是，在大衰退期间，爱尔兰和西班牙

1. 见国际清算银行第81期年报，2011年6月，第二章。

大衰退期间就业和产出的部门失衡¹

就业和产出损失的集中程度（部门份额在2008年至2009年的平均绝对变化），百分点



AT=奥地利；BE=比利时；DE=德国；DK=丹麦；ES=西班牙；FI=芬兰；GR=希腊；IE=爱尔兰；IT=意大利；JP=日本；LU=卢森堡；NL=荷兰；NO=挪威；SE=瑞典；US=美国。

1. 虚线显示，自下而上分别为有关国家样本在1980年至2009年在衰退期（负增长时期）第一个至第三个四分位区间。2. 附加值。

资料来源：OECD，《经济展望》，STAN；国际清算银行的计算。

图3.1

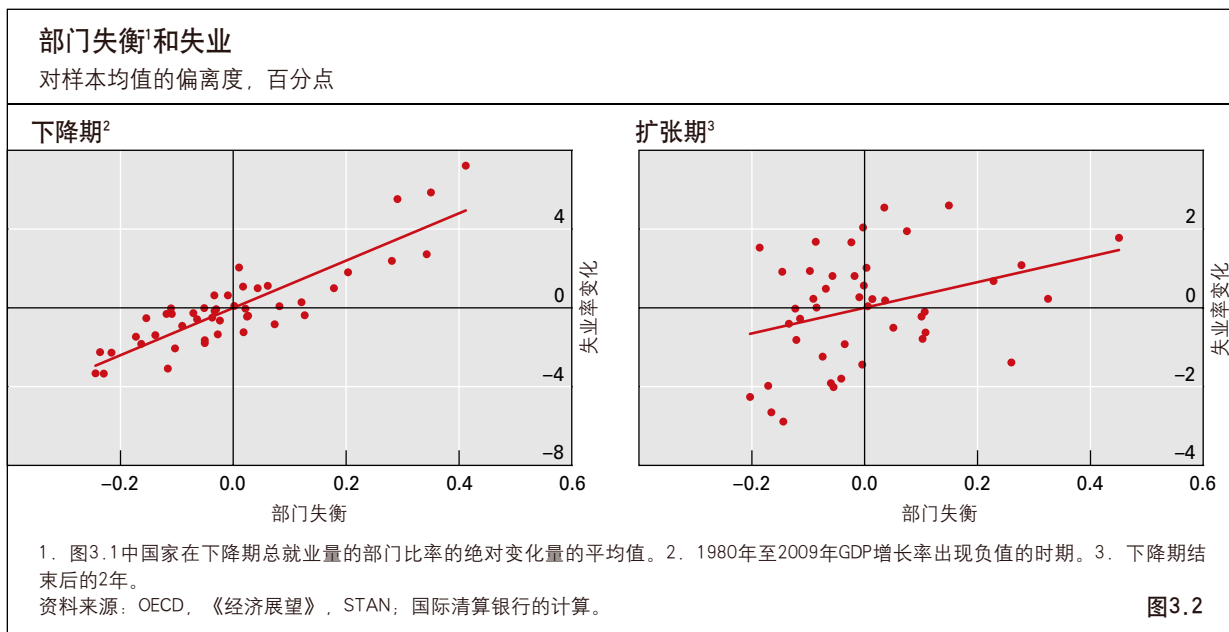
曾经高涨的建筑部门急剧衰退，占就业人口的比重下降到低于1997年的水平。这些国家的高失业率反映下岗工人一般没有找到其他工作，显示资源在各部门的再次分配是一项很困难的事情。这可能会放慢经济复苏的步伐。

当情况变坏时，失衡会自我显示出来。体现经济繁荣期间部门结构失衡的一个好的指标是，在随后经济衰退中某些行业的就业和产出损失的集中程度，因为那些增长超出可持续规模的行业的收缩也是最剧烈的。例如，在金融危机爆发后，爱尔兰和西班牙某些部门的就业损失比德国或日本的情况更加集中（图3.1，左图），因为后者没有出现住房和建筑业的繁荣，而是通过贸易和金融渠道“引进”了危机。实际上，与以前的经济下降期间相比，爱尔兰和西班牙在本次大衰退期间的就业损失更加集中在特定的部门（虚线显示样本的四分位数）。美国的情况大体介于这两类国家之间。

产出损失的集中情况（图3.1，右图）显示不同于就业损失的集中情况。在经历高度集中就业损失的国家中，爱尔兰等国也出现了产出方面的集中下降，而另一些国家则没有出现这种情况。实际上，采用就业和产出来计算部门失衡的相关度很低，不到0.4。例如，在德国和挪威等国，就业损失不是特别集中，也经历了一个基于产出严重失衡的下降期。相反，与就业损失相比，西班牙的产出下降在各部门的分布更加均匀。

严重的部门失衡通常伴随着下降期间失业率的显著上升（图3.2，左图）。实际上，就业损失的部门集中程度更能够解释失业率的增长（奥肯定律），而不是产出的下降幅度。² 例如，在2007年至2009年，西班牙的失业率增长速度比日本高出8个百分点。根据我们的估计，大约70%的差异，或者5.6个百分点，可以

2. 结果是根据对一系列经合组织国家回归的估计，其中，在下降期失业率的变化取决于同期GDP的变化和就业损失的部门集中程度。它表明在下降期失业的上升，在很大程度上不是取决于下降的深度，而是部门的失衡情况。



由西班牙更加不平衡的下降模式来解释。总体上，各国在衰退期间失业率变化的差异有 60% 应归因于各国间部门失衡的差异，不到 20% 归因于 GDP 的下降。

巨大的部门失衡不仅导致衰退期间失业率的更大幅度上升，而且还导致在随后扩张期间失业率更缓慢的下降（图 3.2，右图）。³ 实际上，结构性失衡严重的国家即使在 GDP 开始复苏后，失业率仍然继续增加。考虑到资源在部门间重新分配的难度，这应该不令人吃惊。在下降期间就业损失的高度集中，将伴随着在复苏头两年内失业率的较缓慢下降，即使是在控制 GDP 增长因素不变的情况下。例如，西班牙和爱尔兰一起遭受了最集中的就业损失，在随后的扩张期间，失业率的增长也最为显著。这些估计还表明，在其他条件不变的情况下，如果美国就业损失的部门情况与德国相类似，那么，在本次下降期后的两年内，美国失业率的下降速度就可能加快 1.3 个百分点。

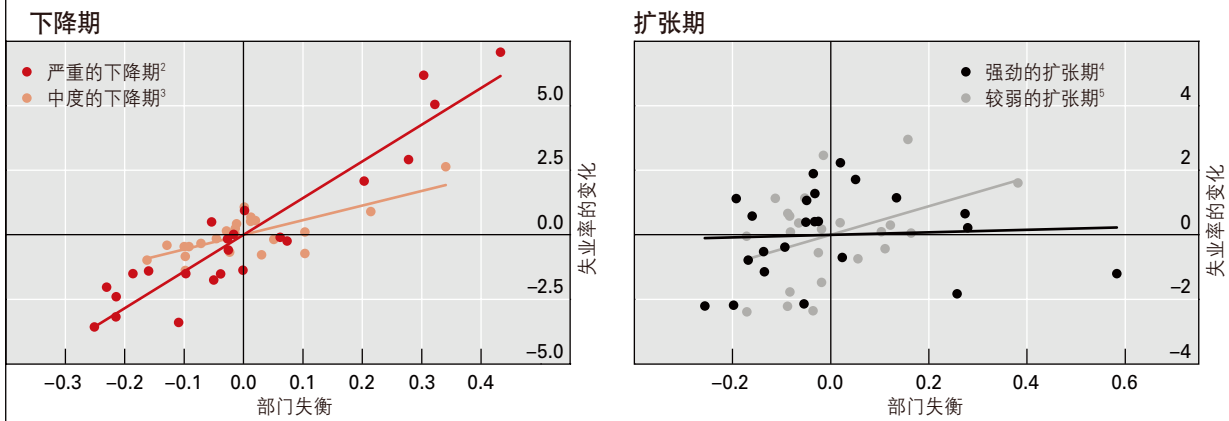
在严重衰退和微弱复苏期间，部门失衡对失业率的影响尤为显著（图 3.3）。这表明产出增长只能通过提高部门失衡的成本间接解释衰退期间失业率的增长。在扩张期间较高的 GDP 增长使失业率出现更加显著的下降，即使是在部门失衡很严重的情况下。失衡只是在低增长的扩张期间起作用，因为它延缓了失业率下降的速度。

因此，严重的经济下行和极端的部门失衡预示着未来数年就业市场发展的最坏组合。不幸的是，这正是爱尔兰、西班牙和美国目前面临的前景。这些国家都经历了一个失衡的下降期，随后出现了微弱的复苏，从而能够解释失业率为什么依然居高不下。展望未来，这种大的部门失衡和复苏乏力将播下长期内高失业率的种子。

3. 我们将扩张期定义为下降期结束之后的两年。

部门失衡¹和失业，根据GDP的变化情况

对样本均值的偏离程度，百分点



1. 图3.1中国家在下降期，各部门在总就业量中比率的绝对变化均值。2. GDP的变化低于各个下降期的平均值。3. GDP的变化高于各个下降期的平均值。4. 扩张期，GDP增长率高于各个扩张期的均值。5. 扩张期，GDP增长率低于各个扩张期的均值。
资料来源：经合组织，《经济展望》，Stan；国际清算银行的计算。

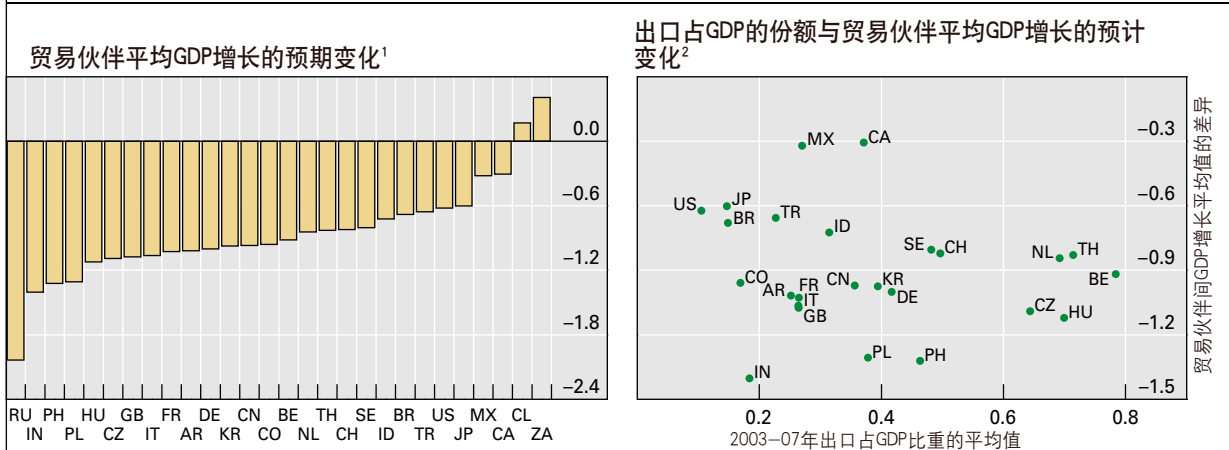
图3.3

对外部需求的依赖

很多经济体预计将低速增长一段时间。由于对这些经济体的出口将不能像以往那样推动产出，那些依靠出口推动经济增长的国家将必须转向更加内需型的增长模式。例如，图3.4的左图显示，在28个具有代表性的新兴市场与发达经济体中，

增长对净出口的敏感性

百分点



AR=阿根廷；BE=比利时；BR=巴西；CA=加拿大；CH=瑞士；CL=智利；CN=中国；CO=哥伦比亚；CZ=捷克共和国；DE=德国；FR=法国；GB=英国；HU=匈牙利；ID=印度尼西亚；IN=印度；IT=意大利；JP=日本；KR=韩国；MX=墨西哥；NL=荷兰；PH=菲律宾；PL=波兰；RU=俄罗斯；SE=瑞典；TH=泰国；TR=土耳其；US=美国；ZA=南非。

1. 2003—07年和2011—15年。贸易伙伴是指最大的30个出口目的地。GDP增长率是通过计算主要贸易伙伴GDP增长率的平均值，并按出口份额加权后得出的。由于数据原因，2011—15年的权重按照2009年的出口份额。2. 不包括智利、俄罗斯和南非。3. 2003—07年和2011—15年。

资料来源：国际货币基金组织，《贸易统计指南》和《世界经济展望》；国际清算银行的计算。

图3.4

只有两个国家可以预测其贸易伙伴在 2011–15 年的增长率快于 2003–07 年。⁴ 如果增长预测被证明是准确的话，那么，所有其他经济体将面临出口市场增长（有时很显著）的恶化。例如，如果俄罗斯或印度的贸易伙伴（俄罗斯为乌克兰与土耳其，印度为中东市场）的增长在 2011–15 年按预期增长放慢，这两个国家将面临严重的问题。此外，由于大多数欧洲国家相互间贸易频繁，同时，欧洲的经济增长率预计将大幅度下降，因此，有关国家将面临严峻的挑战。

一个经济体的出口依赖性越高，其出口市场经济增长下降给它带来的损失就越大。图 3.4 右图描绘了外需增长预期下降（左图）与 2003–07 年出口占 GDP 平均份额的变化情况。当然，对经济增长的影响还取决于出口的进口成分，但这方面的数据有限。该图显示了两类国家情况。

第一组为小型开放经济体，出口占 GDP 的份额很高（超过 60%），预计其贸易伙伴的增长将出现大幅下降。这组国家包括比利时、捷克共和国、匈牙利、荷兰和泰国。例如，大约五分之一的泰国出口是对那些经济增长在 2011–15 年预计比 2003–07 年下降至少两个百分点的国家。

第二组国家受外部走势的影响相对较小，要么因为它们是大经济体，出口占 GDP 总量的比重较小，例如美国、日本或巴西；要么因为其外部需求预计将出现轻度的下降，包括加拿大、印度尼西亚、墨西哥和土耳其。其中，加拿大、墨西哥和美国受其他地区经济不振的影响将最小，因为这些国家相互间的贸易量很大，而很多分析师认为其内部增长将相对强劲。

中国和大的西欧国家（法国、德国、意大利和英国）属于这两类国家的中间情况。其贸易伙伴的经济增长显著下降（约 1 个百分点），但是出口占这些国家 GDP 的比重不到 40%，这限制了外需增长放慢的影响。在这些国家中，德国可能是对外需增长最脆弱的国家。

债务可持续性

债务不可持续性最终成为金融危机的根源，并且鲜有迹象表明此后情况已经变得更好。处在金融危机中心的国家的债务可持续性指标没有发生显著改善，而很多其他国家则出现恶化。

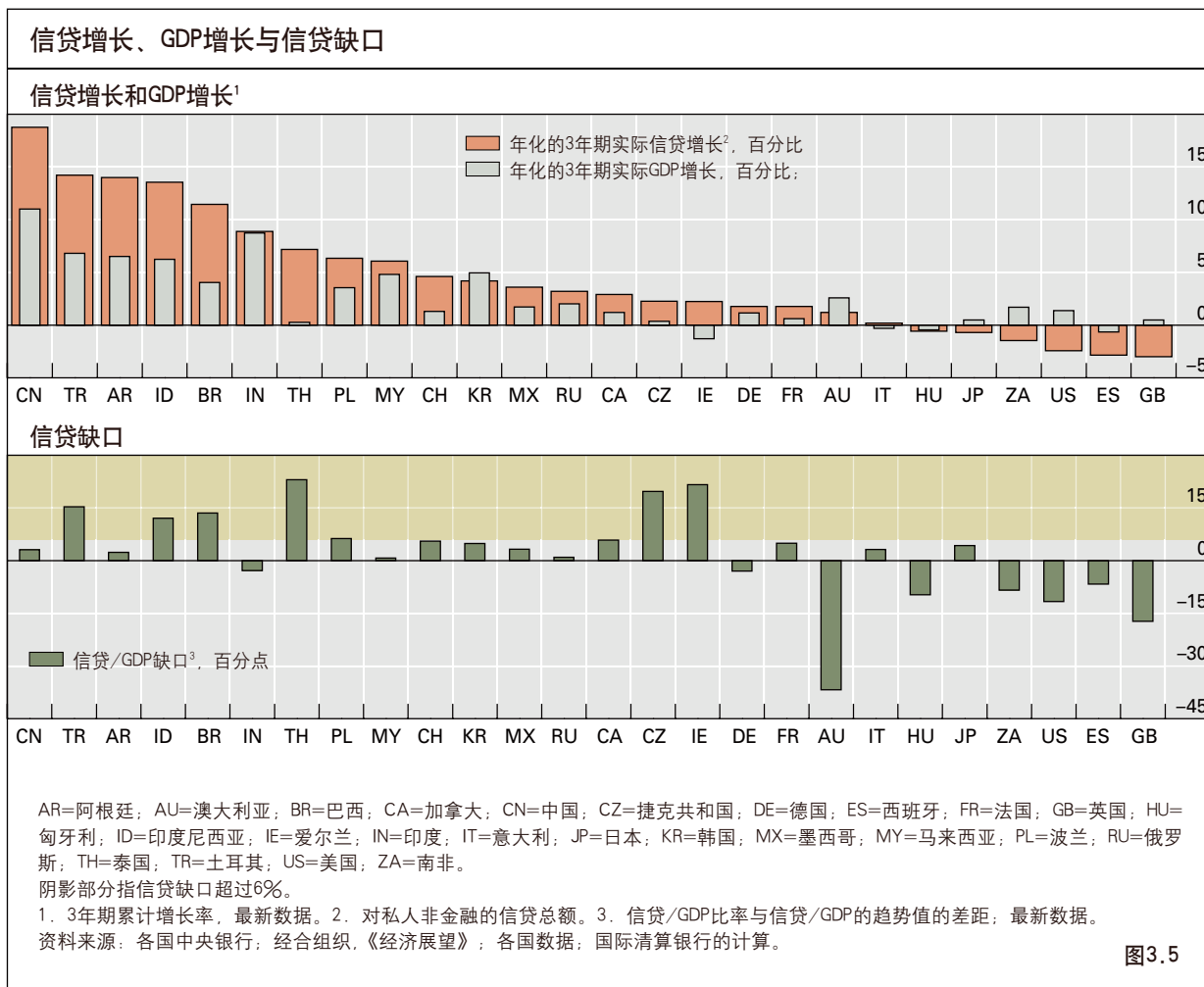
经历过房地产市场暴涨暴跌的国家，如爱尔兰、西班牙、英国和美国，其价格仍然低于危机前的水平，很多家庭和企业仍然在挣扎着偿还在繁荣期间欠下的债务。⁵ 综合数据表明，西班牙、英国和美国的家庭在去杠杆化方面取得了部分进展。在爱尔兰，由于大量偿债被可支配收入的相应下降所抵消，债务收入比率仍然很高。爱尔兰、西班牙和英国的非金融公司部门在去杠杆化方面进展不大。美国非金融企业部门的负债情况在房地产高涨期间相对平稳，表明在房地产暴跌后基本上不需要去杠杆化。

但是，总体的债务收入比率指标可能过于乐观。美国的更详尽数据表明，在不可持续债务减记期间，并没有进行总体的去杠杆化。⁶ 主要是因为增加抵押债

4. 通过比较前 30 大出口市场在 2003–07 年 GDP 的平均增长率与 2011–15 年的预测值，我们估计了预期的产出增长下降水平。

5. 有关私人非金融部门去杠杆化的讨论，请参见国际清算银行第 81 期年报，2011 年 6 月，第 24–27 页。

6. 减记数额很大，但是，并没有转化为债务的等额下降，因为房产出售后，通常被重新抵押放款。因此，总体数据未能显示注销债务对家庭债务变化的影响。



务（例如通过出售股票）的家庭数量的下降以及新抵押借款数量的显著下降。第一次购房者的借款量较小，导致房地产市场不景气，这又反映了未出售房屋数量的居高不下。实际上，那些声称在未来一年内可能或非常可能无法偿还抵押贷款的家庭比例基本上没有下降。这表明去杠杆化的进展有限。⁷ 我们没有发现爱尔兰、西班牙或英国有类似的数据，但是购售的房屋数量较少表明情况大同小异。与美国相比，这些国家家庭债务减记较少，反映了类似的情况。

虽然在金融危机中经历了房地产价格暴跌的四个国家里，债务余额占GDP的比率已经下降，而其他很多国家的这一比率却持续上升（图3.5，上图）。近年来，几个主要新兴市场经济体的信贷开始迅速增长。例如，中国过去三年内的实际信贷量平均每年增长几乎达20%，尽管近期有所放慢。土耳其、阿根廷、印度尼西亚和巴西的实际信贷增长速度也超过了GDP的增幅，并且信贷增长在过去三年内甚至有所加速。但是，不只是新兴市场经济体的信贷迅速增长。几个未经历房地产或信贷暴涨的发达国家，如法国、意大利和瑞士，其银行体系仍然受到了压力，也增加了大量债务，其中大部分投向了房地产。只有德国的家庭继续降低了其债

7. 见 N Bhutta, 《抵押债务与家庭去杠杆化：采用消费信贷数据解释抵押债务的下降原因》，美联储《金融与经济讨论系列报告》，2012-14年；以及 K Dynan, 《家庭债务居高不下是否阻碍了消费？》，布鲁金斯研究所，2012年，印刷品。

务收入比率。

信贷迅速增长不一定是坏事。很多新兴市场经济体的金融体系还相对不发达，同时很多家庭和企业被排除在正规的信贷市场之外。因此，迅速的信贷扩张可能反映了金融市场的发展已经过剩。即使在发达经济体，信贷的迅速增长本身不一定预示着金融脆弱性的开端。

然而，金融深化需要时间：如果信贷增长超出了金融机构审查和处理贷款的能力，尽管在信贷占 GDP 比率很低的情况下，也会导致错误的贷款决策和金融压力。同样，金融部门过于臃肿会吸收过多的人才，从而阻碍其他部门的发展。⁸

不幸的是，很难区分金融失衡和以迅速和可持续信贷增长为特征的金融深化之间的关系。但是，当信贷增长显著超过其长期趋势，导致所谓的信贷缺口时，通常预示着将发生一场金融危机。目前，几个（但不是所有的）经历快速信贷增长的国家存在 6% 以上的信贷缺口，而在过去这一水平上通常预示着严重的金融危机（图 3.5，底图）。⁹

很多新兴市场经济体的资产价格也越来越呈现泡沫化趋势。在巴西，许多重要的本地市场，从次贷危机爆发以来，房地产价格几乎上涨了一倍。中国房地产价格的上涨更加显著，其中，北京和上海的土地价格自 2004 年以来几乎上涨了四倍。其他本地市场没有那么活跃，但很多地方的土地价格也出现大幅上涨（见第二章）。在这些所有的新兴市场经济体中，失衡主要体现在部分地区或市场（例如中国的高端房产）。尽管如此，如果抵押贷款仍然集中于这些领域，也不能排除任何潜在的暴跌不会对金融体系带来破坏性的影响。

偿债成本指标也表明高的债务水平将是一个问题。在巴西、中国、印度和土耳其，家庭和企业用于偿债的金额占 GDP 的比率达到或接近 20 世纪 90 年代末以来的最高水平。如果利率从当前的低水平上回升，该指标还会进一步上升（图 3.6）。¹⁰ 当利率在低位时，债务一般会集中在私人部门的资产负债表上。当利率最终上升时，较高的偿债成本可能会导致痛苦的去杠杆化。此外，不仅仅是新兴市场经济体展现了高的偿债比率。根据我们对法国、意大利和挪威测算的情况，这些国家的偿债比率处于或接近三十年来的最高水平。图 3.6 中国家的大部分债务的期限相对较短（美国是一个明显的例外，法国和德国次之）。因此，如图 3.6 中虚线所示，如果利率回归到近几个利率周期的水平，偿债成本将显著上升。

正在经历信贷高涨的新市场和发达经济体的快速信贷增长，目前尚未导致坏账的显著上升。这些国家不良贷款占总贷款的比率一般保持在等同于或低于危机前的平均水平（图 3.7）。对于那些面临高利差的 国家，如希腊、爱尔兰、意大利与西班牙，情况显然不是这样，同样情况还有欧洲新兴市场的一些国家，如捷克共和国、匈牙利、波兰和俄罗斯。尽管如此，按以往的经验表明，不良贷款最多只能作为金融危机的同期指标，而不能作为先行指标。¹¹

8. 见 S Cecchetti 和 E Kharroubi，《重新评估金融对经济增长的影响》，国际清算银行，2012 年 1 月，印刷品。

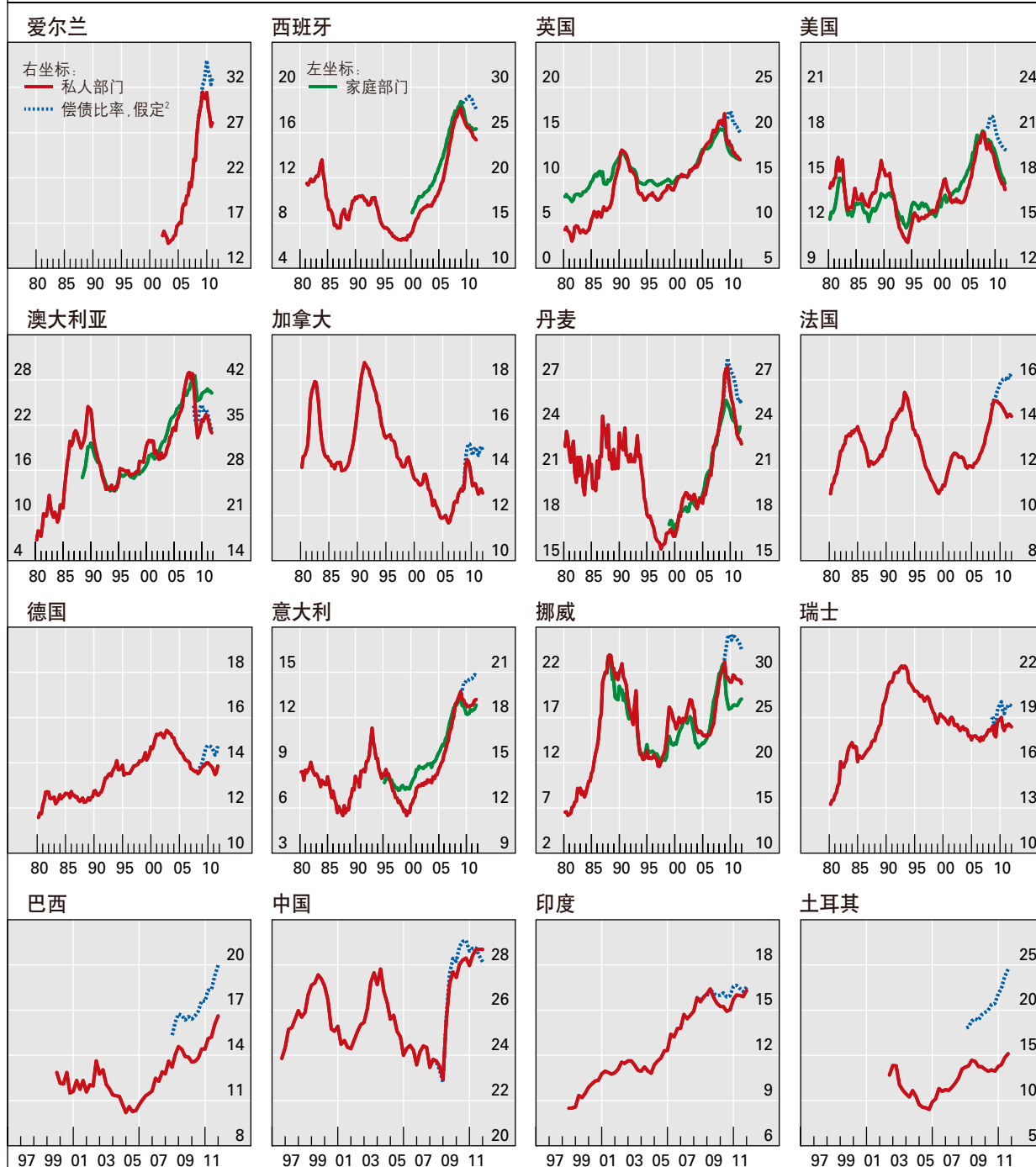
9. 我们将信贷差距计算为债务余额占 GDP 的比率与根据采用一个高度平滑参数的 Hodrick–Prescott 过滤器计算的长期趋势之间的差异。详情请见 C Borio 与 M Drehmann，《重新评估银行业危机的风险》，载《国际清算银行季报》，2009 年 3 月，第 29–46 页。

10. 我们计算偿债比率的方法是，采用相对不精确的贷款期限信息和向贷款支付的平均利率获得的估计值。对于不公布这些数据的国家，我们通过计算当前债务比率与短期利率的加权平均值的乘积。这种简单方式对于解释具有较好数据的国家的偿债成本十分有效。

11. 见 C Borio 和 M Drehmann，《面向金融稳定的操作框架：“模糊”的衡量及其后果》，国际清算银行工作论文，第 284 期，2009 年 6 月。

部分经济体私人部门和家庭的偿债比率¹

百分比



1. 偿债比率 (DSR) 是本息总额与收入的比率。该比率上升意味着债务人经受负面收入冲击的能力下降。2. 2000年第一季度后，实际债务水平和利息分布75%的分位数。

资料来源：各国数据；国际清算银行的计算。

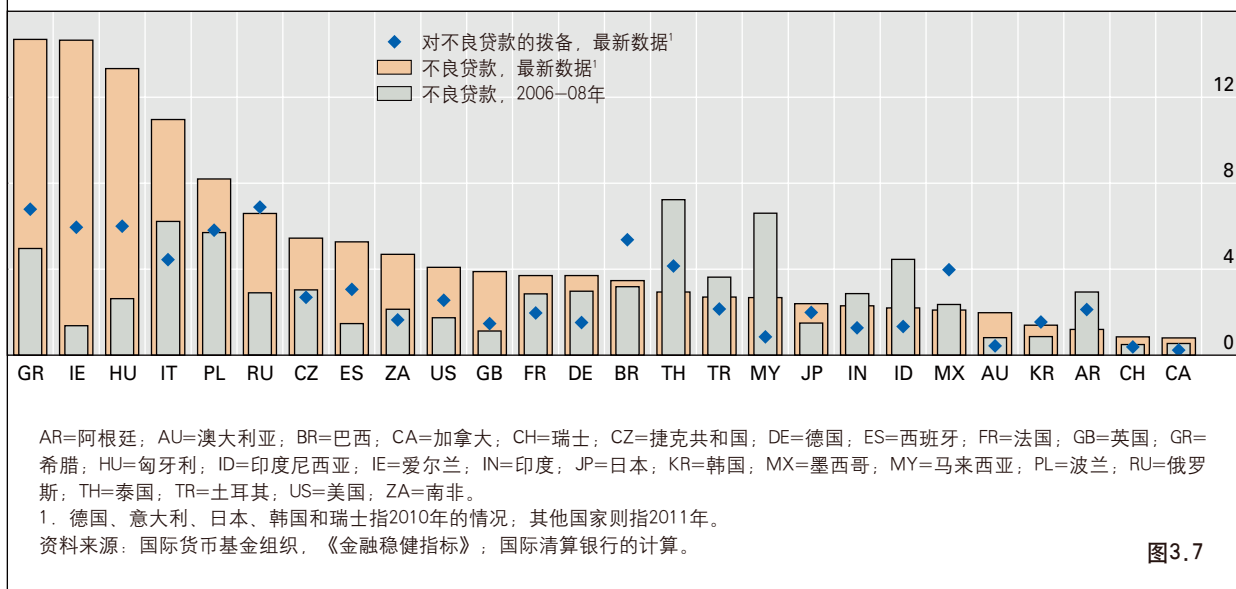
图3.6

政策挑战

本章讨论了可能阻碍全球经济迈向可持续发展的三个结构性问题。第一个障

银行拨备与不良贷款

占贷款总额的百分比



碍是在危机前房地产和信贷暴涨期间遗留下来的部门失衡问题。第二个障碍是对那些可能在未来年份经济增长放慢的国家的出口依赖。第三个障碍是债务规模不可持续，要么表现为那些经历过房地产暴涨与暴跌国家的债台高筑，要么表现为那些躲过前次危机的经济体的信贷与房地产扩张。本节将讨论这三个因素带来的挑战。

首先，需要很长时间才能解决房地产和信贷繁荣导致的资源错配。过度扩张的建筑和其他与房地产有关的部门需要收缩，这通常会提高失业率。支持收缩的部门可能会带来短期的缓解，但是会降低资源再次分配的效率，或是增加公共债务，从而损害经济的长期增长。甄别哪些部门是未来增长的推动力是一件困难的事情，但危机前一些国家出现庞大经常账户逆差¹²的情况表明，增加在可贸易商品或服务的产出是适宜的。取消对产品和服务市场的限制应该有助于促进这种再平衡。¹³ 社会保障体系有助于这种转型的顺利进行，但是很多国家由于公共财政薄弱，面临很严重的问题（见第五章）。

第二，采取更加平衡的模式来取代出口导向型增长需要进行大的结构性调整，而这不是一夜之间就能完成的。首先应消除经济中鼓励出口而抑制内需的扭曲政策，其中，最大的扭曲是人为压低汇率和（直接或间接的）出口补贴。¹⁴ 另一点同样重要的是，采取过多（或通常是低效）的限制国内活动的管制措施。然而，推高信贷和资产价格是一种错误的刺激需求的做法，产生了不同但同样有害的扭曲。

最后一项挑战是处理债务不可持续问题。危机核心国家的高债务问题清楚地表明，很大一部分债务是不可持续的，并至少通过两项机制阻碍经济增长。第

12. 见国际清算银行第81期年报，2011年6月，第三章。

13. 见经合组织《经济政策改革：推动2012年的经济增长》（2012年）关于资源在部门间再分配的一系列障碍。

14. 毋庸置疑，行政管理措施并不是汇率扭曲的唯一因素。有意识的反周期货币政策同样会导致人为的汇率水平。

一，在遭受房地产崩盘的国家里，家庭已经增加了储蓄率，这将会压抑经济增长，直到达成新的均衡。第二，金融机构的资产负债表受损，限制了它们向有可利可图的项目发放贷款（见第四章）。目前的挑战是提供银行和其他信贷供给方的激励机制，使它们全面承认损失并减记债务（见专栏）。清理银行的资产负债表对于确保信贷顺利流向实体经济也很重要，尤其是在需要对资源在各部门间进行大规模的重新分配时。¹⁵ 为支持这一进程，可能需要运用公共部门的资产负债表。

对于那些信贷正在以前所未有的速度增长的部分国家而言，债务能否可持续也成为一个问题。要阻止这种情况的出现，需要做好两件事情。一是，应控制信贷的增长速度，以避免超过银行对借款人的信用状况开展尽职调查的能力。二是，应增强银行和其他金融机构的财务状况，从而抵御不良资产短期内大幅飙升的不良后果。当前，主要发达经济体的利率很低，新兴市场经济体正在出现大量的资本流入，货币政策面临着两难的选择。低利率当然不会减慢信贷的高增长，但是，高利率甚至会吸引更多的资本流入，从而推动国内的信贷高涨。一种做法是在采取较高利率的同时，采取提高资本金比率或收紧贷款占总资产的比率等宏观审慎措施。即使上述措施无法大幅度降低信贷增长率，但至少可以增强金融系统抵御信贷崩盘的能力。

本章讨论了结构性问题及其解决办法。我们还没有涉及困扰很多经济体、尤其是欧元区的信心危机问题。相比经济状况良好的时期，在出现信心危机的时期要解决结构性问题，不但难度更大，而且更加重要。说它更难的原因是，失业率已经很高，而可以缓解短期结构调整成本的公共资金又严重不足。说它更重要的原因是，除非当局设法克服结构性弱点，否则，信心不可能恢复。

15. 见 T Hoshi 和 A Kashyap, 《美国银行增资能否成功? 日本的八大教训》, 载《金融经济杂志》第 97 期, 2010 年, 第 398-417 页; 以及 C Borio, B Vale 和 G von Peter, 《解决金融危机: 我们注意到了北欧国家的教训吗?》, 国际清算银行工作论文, 第 311 期, 2010 年 6 月。

专栏：将家庭债务降至一个可持续的水平

我们在正文中指出，除非家庭的债务下降到可以实际偿还的水平，否则，复苏是不可持续的。如果只是等待经济复苏时问题会自行解决，其代价将非常大。在本专栏里，我们设计了当局可以鼓励对抵押借款（抵押借款占不可持续债务的绝大部分）进行重组的几种做法。

当局可以采取的第一个步骤是，诱导贷款人承认损失并按市场价格对贷款进行重新估值。这将减少借新还旧的动机，并降低贷款人债务减免或收回房屋赎回权的额外成本。

第二个步骤是，为贷款人创造对贷款进行重组的动机，从而使借款人具有现实偿还债务的机会。以往经验显示，贷款人一般不愿意对贷款进行重组，即使拨备金涵盖了全部或者大部分相关的注销成本。相反，贷款人喜欢等待，直到借款人因出现拖欠行为而迫使他们收回抵押财产的赎回权。美国在2012年初期，190万套房屋被取消了赎回权，仅低于2009年末止赎高峰时的超过200万套。从单个贷款人的角度看，收回对抵押品的赎回权可能是最好的做法，但是，它带来了重要的社会成本。与自愿出售的房屋价格相比，被收回赎回权的房屋一般以很低的折扣价格出售，部分是因为在取消赎回权之前的人为破坏和其他形式的质量损毁。^①大规模的止赎还可能压低部分地区的房价，从而降低本来可以还款的贷款质量。

贷款人不愿意对贷款重组并减免债务有几方面的原因。第一，即使发生了严重的拖欠情况，但一些贷款还可能收回，而一旦被重组后，这种可能性就没有了。在贷款人同时具有对借款人的未来收入和对抵押房产的追索权的法律体系里，这种动机尤其明显。第二，不容易确定什么样的债务规模是实际可持续的，尤其是在房地产价格和家庭收入不确定时。结果，很多被重组过的贷款最终走向了违约。^②第三，债务减免可能会鼓励更多的贷款拖欠，因为贷款人被认为对有问题的借款人太过软弱。第四，贷款经理人有义务保护银行资产的价值。不履行代理义务可能使他们面临被起诉的风险。

当局可以有几种方式来改变贷款人重组的动机。一种经常被采用的做法是成立一家资产管理公司，^③以具有吸引力的价格买断贷款，即稍稍高于当前的市场定价。或者是，当局可以在贷款人重新商谈贷款条件时，对重组的债务给予补贴或者担保。一些情况下，可能需要修订法律框架，以消除债务重组的技术障碍。^④

诱导贷款人承认损失并鼓励他们重组贷款，至少在短期内将增加财政成本，并且可能带来道德风险。例如，当过度负债的家庭被提供了比那些更加谨慎的家庭更好的条件，就可能鼓励未来不审慎的借款行为。这可以通过对抵押贷款采取更严格的规定来解决。帮助家庭减少债务负担可能会带来巨大的财政成本，但这可能是对公共资金的有效使用，并且会支持经济长期的可持续增长。贷款重组和债务减免可以最大限度地减少止赎行为，从而支持银行体系，有助于切断银行不良状况向主权债务的扩散（见第四章）。长期内，成立资产管理公司甚至给公共财政带来好处，就像以前很多情景一样。

^①见 J Campbell, S Giglio 和 P Pathak, 《被迫出售与房屋价格》，载《美国经济评论》，第 101（5）期，2011 年，第 2108-2131 页。^②见 M Adelino, K Gerardi 和 P Willen, 《为什么贷款人不对更多的房屋抵押贷款进行重新谈判？再次违约，自我治愈与证券化》，国民经济研究所工作论文，第 15159 期，2009 年 7 月。相反，很多美国贷款的证券化地位似乎不是再谈判的一个主要障碍。^③见 L Laeven 和 F Valencia, 《系统性银行危机：新的数据库》，国际货币基金组织工作论文，第 WP/08/224 期，2008 年。^④对部分贷款重组项目的讨论，见国际货币基金组织，《世界经济展望》，2012 年 4 月，第三章，《解决住户债务问题》。