

Column

■困学记

收入分配不均是金融危机放大器

——闲话金融危机(二)



◎周业安
中国人民大学经济学院教授、博士生导师

很多时候仅仅从基本上看,似乎不可能发生金融危机,比如美国1929年大危机发生的时候,只有极少数学者能够预见,大多数经济学家似乎都认为,一开始的股市价格下跌只不过是一次正常的调整。比如当时美国著名的哈佛经济学会,还有美国现代最杰出的经济学家之一的费雪教授等,都因为在大危机来临之际,对其视而不见,结果导致严重的预测错误,包括费雪在内的很多经济学家不仅因自己的判断失误而失去可观的财富,并且在社会上也丧失了辛苦积累的声音,费雪甚至到了身败名裂的境地。

同样非常有名的美国经济学家加尔布雷斯没有选择预测股市,而是选择了事后对大危机进行历史研究。回顾1929年大危机,他明确提出,仅仅从供求上看,似乎并没有金融危机的征兆。总供给的势头很好,总需求也似乎没有出现不足,种种证据表明,凯恩斯说的有效需求不足似乎缺乏有力的证据。那么这样一个基本面为什么最

终还是酝酿出了一次巨大的危机呢?加尔布雷斯认为,这和基本面的更深层次的问题有关,其中之一就是收入分配。

大危机之前,美国社会已经出现了严重的收入分配不公,按照加尔布雷斯提供的数据,1929年,占美国人口5%的最高收入群体,其收入大约占据美国个人收入总额的三分之一。这种收入分配格局对宏观经济的稳定性影响非常大。想想看,富人没有必要把钱大量地用于日常消费,而是更多地用于投资和购买奢侈品。穷人肯定是买不起奢侈品的,投资也不过是很小一部分,或者根本没有。由于投资和奢侈品消费都更容易受到一些宏观因素或者不确定因素的影响,这就意味着富人的财富配置会对宏观经济稳定起到决定性的作用。假定某些因素导致富人的投资和奢侈品消费支出下降,甚至中断,那么必然导致经济的投资支出受到阻滞,在一个通过投资支撑的经济当中,也就相应地带来经济

的衰退,乃至出现大的经济危机。加尔布雷斯给出的数据表明,整个20世纪20年代,资本品生产的年均增长率是6.4%,而非耐用消费品(包含食品和衣服等大众消费品)的年均增长率仅为2.8%。尽管在那个年代公认的生产率在稳步上升,工资和物价都比较稳定,但仍然无法阻止危机的发生。

富人的财富看起来很有力量,但在市场面前其实很脆弱。这个脆弱性来自不同群体的消费支出的决定因素不同,从而市场在其中传递的机制会受到扭曲。资金总是流向最能盈利的场所,这话听起来没错,但要知道,大多数盈利的流入都需要时间,而时间就会带来不确定性。时间在其中是如何起作用的呢?就是通过投资。注意,无论是实物投资还是证券投资,最终资金都会落实到一个个的生产项目上,通过生产项目来创造价值。这个市场没有钱能生钱的神话,如果有的话,每个人都把钱放到抽屉里,等着第二天拿钱就是了。天下哪有这好事?俗话说,没有免费的午餐!虚拟的证券市场必须有一个实体经济支撑,才能够生存,离开实体经济,虚拟世界也就是一堆梦想、一串泡沫而已。

现在我们要进一步看看其中哪个环节出了问题。投资所带来的收益是

来自所投资的项目的生产所产生的效益,而生产本身也不能凭空产生效益的,最终还得消费出面,也就是说,只有满足消费的生产才有价值可言。如果以为只要在一个产品上凝聚了很多的劳动时间,就有价值的话,那未免太一厢情愿了,除非你能够强买强卖,否则你付出的劳动根本决定不了你所生产的产品价值。最终决定产品价值的是消费者!弄懂了这一基本的道理,那就不难理解为什么收入分配对经济稳定是如此重要了。假如一个经济体中,财富集中在少数人手中,那么少数人就会把手中的财富运用到最能赚钱的场合。那么哪些场合最能赚钱呢?当然是奢侈品。也就是所谓高附加值产品。穷人能够支付的价格是很低的,所以从穷人中赚钱就显得非常困难。这是做生意的人心中最明白的道理。所以,一个社会中收入分配越是不公,奢侈品消费就越是旺盛。

现在可以看到,富人陷入到一个怪圈当中:试图投资最有前景的生产项目,结果这个项目的产品必须由自己来消费才行!而任何生产和消费在时间上都未必匹配。一旦中间的环节出了问题,那么就会出现凯恩斯所说的有效需求不足的现象,结果投资收益一时无法收回,奢侈消费就无法满

足,这又进一步导致有效需求不足,从而形成恶性循环。假如在一个经济危机的环境当中,或者说出现了经济过热的环境当中,这种恶性循环是非常可怕的,因为它就像一个加速器,不仅加速危机的发生和演变,而且还会加剧危机的不良后果。

现实的经济环境真的会如此吗?很多人反对加尔布雷斯观点,认为其夸大了收入分配的意义。不可否认,加尔布雷斯的确比较激进,但这不等于其看法可以忽视。越是金融市场发达的经济体,加尔布雷斯的担心就越可能发生。比如我们这个经济体,现在主流看法都在唱赞歌,但收入分配严重不公却是事实。世行的数据显示,中国大陆的基尼系数已经达到0.45,这是一个严重不公平的标志。这样一个时代在消费方面有何特征呢?仔细看看就知道,名车、豪宅、珠宝、艺术品、名贵花卉和名贵动物等奢侈消费正在上升,越来越多的城市人甚至一些经济并不富裕的人都在进入这个消费群体。相伴的就是股市超乎预期的繁荣。无论购买奢侈品的动机是出于投资抑或消费,倘若没有大众消费支撑,那么我们的经济体迟早都会陷入到加尔布雷斯所给出的路径当中。这才是未来的可怕之处。

■眼观八方

“蓝色泡沫”的行为心理基础



◎李国旺
资深证券研究人士,专栏作者

“群体回避风险的申购基金行为迫使理性的基金经理集中投资大盘蓝筹股,引发蓝色泡沫。这种色彩斑斓的泡沫是如此诱人,众人吹泡‘火焰’高,不到未来破裂时,是难以停止的。”这是我对今年下半年沪深股市的总体感觉。

理论上说,经济学如果要成为科学的话,必须是数量化的,但投资者作为个人或者是群体,其投资决策过程往往不是依赖复杂的计算过程,而是喜欢走捷径的奇怪行为,因为人们不大喜欢冰冷的数据而是喜欢与心理相关的喜怒哀乐的词汇作为最终投资决策的依据,无论是买进金融产品还是抛售金融产品,这种感性的决策行为金融学不仅发生在一般的个人的投资行为中,也会在机构的投资行为中出现,即机构可能受到群体压力,其助涨和助跌力量会比散户更严重。因此到市场舆论出现关口,飘红、暴跌、暴跌、跳水等想象力丰富的形容词时,就更容易影响所有投资者的决策。

在中国,与基督教文化圈追求个人理性不同的是,人们更喜欢追求抱团取暖式集体主义投资,多数投资者不喜欢追求个人英雄主义,因为种种原因,个人行为可能要比群体行为冒更多的风险。在牛市时,这样的结果会出现群体性的散户申购行为,在集中的时间做共同的事情即申购基金,必然使基金发行在短期过于集中,出现暂时的过度繁荣。群体的行为更容易为感性的心理词汇俘虏;因为当个体成为群体一员时,其理性思维和个人的智力已经自动放弃,个人的行为已经表现为群体非理性的偏执和盲从。如果当投资者看到指数不断飘红而自己持有的股票不涨时,将会更坚信基金是高位行情的救世主,因此,群体中的个人开始放弃过分自信的短线操作行为,转身为过分不自信下的“理性”选择:申购基金。

一分钟可以销售120亿甚至近千亿元的创造世界历史的新基金销售记录,非常富有中国特色,笔者以为,其背后是个人的迷茫和群体的短期偏执,即认定机构永远是风险回避者,机构肯定会比个人投资者投资做得好。这是今年年中印花收新政策对基金业发展的溢出效应:个人投资者因为费用提高和行情波动剧烈无法控制成本和进行风险控制而逐步淡出市场,机构投资者因此重新主导市场。不能不说这是散户集体对痛苦历史的集体遗忘:2006年前,基金投资的亏损比例还很高;也有散户集体对痛苦历史的集体回忆:今年5月30日惊心动魄的暴跌的痛苦与无奈,但基金因为持有大盘股损失较少。这就是心理行为中的典型表现:只选择对自己有利的记忆,忘记曾经出现的不利于快乐的记忆。这种记忆选择可能与中华民族的不记忆的历史文化有关。

在通货膨胀和本币升值的双重刺激下,这种选择性记忆的矛盾现象导致了投资者集体的心理痛苦:不买股票不对,买股票又无法回避风险。在强化投资者教育和培养机构投资者政策引导下,公募基金以稳健投资者面貌和相对稳定收益的身份为投资者指引了一条路径:申购基金。这种路径依赖性的财富效应存在先行者的示范下,不断吸引着后来者去追逐。这种追逐行为又引起监管者的忧虑,为了控制风险,监管机构只得限制新基金的发行规模(100—120亿份),但限制申购的政策却出现了一个奇怪现象:越是限制发行,基金新品种就越短缺,因此就越受到投资者的青睐,申购的积极性就越高。这里我们仿佛看到了房地产价格在调控中不断飙升的影子。

这样,调控发行、控制风险市场的结果终于出现了:限量发行,疯狂认购,基金发行顺利,基金被迫建仓,行情在大盘股的推动下飙升,基金业绩上升,投资者再追逐认购,由此形成一个循环。这种自我强化的循环过程导致资金推动型行情的形成,其源头确实是因为印花的高收而出现,这就出现政策悖论:想提高印花限制炒作,结果却引发了蓝色泡沫的膨胀;想限制基金过度发行的风险,结果造成了散户对基金的疯狂申购和认购。

上述政策和市场群体博弈结果是:非理性的群体逐利行为迫使理性的机构投资者在理性的价值投资过程中被迫非理性地制造蓝色泡沫。

■相望江湖

脱离了社会均衡 高增长难以为继

——“漫走早稻田”之九

虽然早期的大多数实证研究支持了库兹尼茨的假设,但现在越来越多的研究表明,所谓的在一国经济快速增长时,内部收入差距都会很快扩大,但在到达某个高度时,尤其是在人均GDP超过1000美元之后,收入差距就会朝着缩小方面发展的“库兹尼茨曲线”可能就是个伪命题。虽然富人和穷人在经济增长的盛宴中得到了不同的改善,但结果却是富人越富,穷人越穷。



◎陈宇峰
经济学博士,浙江工商大学经济学院副教授
日本早稻田大学21COE-GLOPE研究中心国际研究员

前段时间在网上遇到一位许久不见的铁杆校友,他问起我在日本留学的最大感受是什么?是日本人的国民素质呢,还是他们高精尖的技术能力呢?

我不无感慨地告诉好友,最大收获还不在于此,而是日本国民拥有良好的社会保障和福利水平,这使得整个社会能在平稳的社会结构中稳步发展。这些高社会福利不仅仅限于普遍的高工资和完善的医疗保障,还体现在政府对教育以及其他公共设施的投入。日本在明治维新之后基本上已无文盲,如今高等教育的普及率也已快接近100%,走到哪里都是干净的街头;便利、有序的交通网络;良好的城市排水系统……所有这些都让我开始从以前纯粹的经济理性追求转向到一个真实世界的洞见和执着。

我是伴随着计划体制国家的转型脚步成长起来的,接受最多的经济学教育是如何发展经济,实现国民财富的快速增长。这被经济学家广泛地称为“亚当·斯密命题”,正是亚当·斯密对经济增长的执着追求,再配上在经济理性人基础上的“看不见的手”机制,使得英国这个岛国一度或能独步五大洋、七大洲的“日不落”帝国。或许因此,吸引了之后绝大多数经济学家把他们毕生精力都放在如何增加一国的经济财富,而忽略了社会发展过程中所潜在的各种冲突威胁。

新制度经济学家萨缪·鲍尔斯(Samuel Bowles)在他最新的颠覆性著作《微观经济学:行为、制度和演化》(2004)开篇就抱怨:“现代经济学是如何解释国民财富和贫困(社会不平等)的呢?如果两者是同等重要的,那么经济学怎么办呢?”言外之意,溢于言表。主流经济学教育还从来都没有把社会贫困、不平等等问题与经济增长放在同等重要的位置上,他们总是喜欢把社会的平等以及贫困问题当成是经济增长过程的内生性结果,相信通过更快的经济增长也可以内生地解决。在这一信念下,我们根本不需要关注收入分配不均下的贫富差距问题,那只是暂时性的社会现象而已,它会随着今后的经济增长而消失掉。

但现实却是,穷人越穷,富人越富,正成为这个世界不能承受之重的顽疾。不少经济学家为此辩解,通过高速的经济增长积累之后,发达国家培育出了大量的中产阶级,稳定的社会结构使得原来的穷人生活在GDP的经济增长蛋糕中得到不同程度的改善。但是,这又忽视了另一个重要问题:全球经济一体化背景下的那些穷国越来越穷。一体化的政治经济体制安排,使发达国家可以从欠发达国家的人手中转移出更多经济利益,从而解决富国悬殊的贫富差距问题,但穷国的穷人却为此付出了高昂代价,这些穷国在世界体系中已经丧失了社会再生产发展的基本能力,根本谈不上什么创新和赶超能力。

像中国这样依靠大量劳动力优势发展起来的发展中国家,尽管已经拥有了再生产的维持能力,但要论创新能力则还为时尚



■世话实说

韦伯妙论 曹操遗恨 布什包袱

——后WTO时代金融演义系列之二



◎程实
金融学博士,供职于ICBC总行

存款保险制度似的事后自救,曹操黯然收获“三分天下”之苦果势在必然而然。

如此看来,德国央行行长埃克塞勒·韦伯(Axel Weber)对“次级债风波”的透析最为贴切,9月2日的《金融时报》将他的真知灼见广为传播:“此次金融危机市场动荡具有一场典型银行危机的所有特征,但却发生在传统银行业之外”。虽然较早之前的《经济学人》杂志在危机初期就已经指出了“挤兑”风波的本质,但韦伯更为精辟的言词无疑具有更大的市场影响力和信服力。那么,作为“次级债风波”本质属性的所谓“挤兑”又是什么样一种经济现象呢?

先说两个小笑话。据说某个边远小镇的足球队历史性打入了国家杯决赛,欣喜若狂的小镇居民纷纷到唯一的银行提款筹备,结果库存钞票人不敷出,小银行轰然倒闭。第二个笑话更有趣,据说某小镇有一天突降大雨,市民纷纷躲到银行屋檐下避雨,路过的一位记者误以为大家在排队提款,将自己的臆测登在了报纸上,不想结果假戏真做,小银行果真遭遇了挤兑,眨眼间就在流言蜚语之中含冤关门。

第一个笑话说明流动性丧失是挤兑的关键特征,第二个笑话则暗示不对称信息下的信任缺失是挤兑的深层成因。“次级债风波”在这两个方面的耦合决定了它作为金融系统“全局性挤兑”的本质属性。在风波中轰然倒下的众多金融机构并非都是不可救药的深度玩火者,在短借长贷的资产负债结构下,许多机构迫于信任缺乏的挤兑冲击,不得不将流动性较差的资产上以低于均衡水平的价格出售资产,这一方面加速了资产价格下行,另一方面也让预期之外的大幅损失骤然产生。而债权人之所以争先恐后地去逼迫债务人自行了断,并非由于他们真的以为这些处于短期困难的金融机构病入膏肓,只是在信息不对称的背景中,他们无法确定其他债权人也能够像他们一样认识到债务人负担加重的短期性,而且就算他们确信其他债权人的知识是完全的,他们也不敢期待其他债权人能够像他们一样做出互相忍让、互相扶持的理性选择。因为信任匮乏,本来可能是无关痛痒的“次级债风波”遂迅速变成了美国乃至世界经济的“不可承受之轻”,这就像曹操在赤壁莫名其妙地被周瑜逼得向关羽摇尾乞怜一样无奈。

更无奈的还在于,这种“全局性挤兑”并非简单的央行干预所能挽救的,既然银行挤兑需要存款保险制度的救赎,那么“次级债风波”显然需要全局性金融保险制度的帮助才能实现负面影响最小化,而问题在于,这种全局性金融保险制度,无论是理论还是实践,都没有过确切的涉及。实际上,赤壁之战后,元气大伤的曹操不得不将一统天下的丰功伟业留给了儿子曹丕,而美国在“次级债风波”后的全面复苏可能也得留待新一届白宫主人来竭力达成。

“历史是什么?历史是过去传到将来的回声,是将来对过去的反映”,雨果在《笑面人》里的喃喃呓语给我们重新思考“次级债风波”这个后WTO时代金融梦魇带来了些许另类的灵感。如果说历史上也出现过“次级债风波”异曲同工般的有趣切面,首先进入我们视野的或许就是公元208年的赤壁之战。

业界分析无数次地将“次级债风波”与资产泡沫、短存长贷、金融创新、风险传染、信心溃散等要素紧密联系起来,其实这些要素也与赤壁之战中曹军的一溃千里、社稷的风雨飘摇息息相关。就像美国经济的一枝独秀一样,投机大师曹操在赢得与袁绍的官渡之战后,雄霸半壁江山,政治泡沫和军事泡沫在领土势力急速扩张中悄然形成,这为赤壁之战中军心大幅度动荡埋下了伏笔。在挥师南下过程中,虚荣心作祟的曹操短期内征集了大量闲散兵力,并将其用于决定天下合分的重大长期战役,这种军力使用中的期限错配为流动性危机似的军心骤然溃散奠定了基础。

在军事战略制定和执行阶段,曹操及其手下众多谋臣名士被长期的军事胜利麻痹了风险神经(身在曹营心在汉的徐庶当然是个例外),和格林斯潘宽松货币政策有失审慎类似,这种对潜在困难的善意忽视直接构成了风险偏好的逐步提升,这为“高风险、高收益”刀刀舞蹈的盛行创造了条件。乐观主义激励或是纵容之下,看上去很美的惊世奇谋横空出世,“凤雏”庞统不失时机地献上了连环妙计,曹操提高采烈地将大小战船用铁链紧紧相连,殊不知摇晃分摊的个体收益上升不可避免地带来了火攻防御力整体下降的机会成本。这就和旨在“分散”风险的金融创新却在“次级债风波”中为风险跨国、跨市场传染提供了助力一样。

最为关键的是,在战斗过程中,号称百万之众的曹军面对远弱于自己的吴蜀联军表现出了不堪一击的风险承受能力,这多少有些匪夷所思。上岸后的曹军本应有机会重整旗鼓,毕竟军事实力的巨大差距完全有可能弥补先动优势的丧失。兵败如山倒的本质在于“银行挤兑”式的博弈均衡恶化,就算所有分支部队都知道坚定合分的就地抗战有机会抵挡住周瑜的连番攻击,但只要其中一支部队对其他友军的决心心存怀疑,那么博弈在信息不对称中将立刻导向全军溃散的次优均衡,用行为金融学的观点来看,这就是“非理性”个体选择导致市场风险爆发的表现。

所以说,杜牧“东风不与周郎便,铜雀春深锁二乔”的经典判词并没有说到点子上,曹操在赤壁的折戟沉沙并不是天意灭魏,也不能完全说是周瑜诸葛的运筹帷幄之功。套用世锦赛冠军、奥运会冠军和世界纪录保持者三位一体的飞人刘翔的名言:“能够战胜我的只有我自己”,不可一世的曹操败在了自己手上,没有对“挤兑”本质的事前准备,没有