

Column

■困学集

管制行为与时间不一致 后果很严重

◎周业安
中国人民大学经济学院教授、博士生导师

对管制当局来说,最喜欢的就是斟酌使用手中的经济政策。看到经济不景气了,赶紧采取扩张型的政策,如同给病人打了一针兴奋剂,期盼一针下去,病人就会活蹦乱跳;如果经济过热了,则相应的给一针安定,让参与经济的人冷静下来。如此这般,似乎整个经济系统就能够按照这只看得见的手翩翩起舞。早期的凯恩斯主义者就是做着如此的美梦的。并且这种反周期的政策思路也被大量用于各种市场的管制当中,市场过热,就泼泼冷水;市场变成一只笨熊,就来点利好猛料,让笨熊也愉快地奔跑。

早期凯恩斯主义者的美梦实际上是很多知识分子的美梦。这些知识分子自认为懂得专业知识,具有高超的分析技巧,能够从经济指标的走势当中预判出市场变化趋势,并提前应对。从而,他们自认为能够创设出一整套政策体系,来诱使经济按照其设想的路径稳步向前。这种好似闲庭信步一般的境界,在三国的时期,诸葛亮孔明那发挥到了极致。尽管后来的历史爱好者发现,其实孔明并不是一个神通广大的常胜将军,但这并不能阻止后人对他的顶礼膜拜。

这种崇拜与其说是对某个人,还不如说是对自身的理性的。这些知识分子深信,自己的理性能够战胜市场,从而能够创设出完美的制度出来。市场如同其手中的一盘棋,而经济活动参与者人不过是棋盘上的一颗颗棋子,棋子每一步移动,乃至最终结局,下棋者都了然于胸。可惜,下棋的人忽略了,棋子是死的,而人是活的。市场是一盘棋没错,但不是掌握在下棋的人手中,而是掌握在棋子手中。早期

管制者的反周期政策模式给投资者形成了一种预期,当市场过热时,政府会出紧缩政策;那么理所当然,在市场急跌时,政府就该出刺激市场的利好政策。如果政府有这样的行为时间一致性,那么市场的涨跌一定是按照投资者对政府行为的反周期政策预期展开的。虽然这种理性是相对于政策预期而言的,政策市味道浓些,但如果政府仅仅是在市场过热时出手,而在市场急跌时不作为,就会导致政府行为的时间不一致性,投资者由此失去了形成稳定预期的支点。

凯恩斯主义者恐怕一直都不明白,为什么盘面上的棋子总是不按自己的预想行事呢?

斟酌使用的经济政策模式没有考虑两个关键问题:一是人作为

个体需要激励,并不会对激励做出反应;二是人作为个体往往信息渠道有限,情绪容易波动,并没有理论所想象的那么理性。每一项政策都会形成或者改变某种利益格局,这就对经济活动中的个体产生了激励,个体就会想对策,来寻求在该政策下对自己最有利的结果。但由于个体的理性总是有局限,不仅政策制定者本身无法真正预见个体可能获得的激励,以及政策所依赖的各种真实信息,而且个体面对政策寻求对策时,亦是如此。结果,无论何种反周期政策,都很难达到政策制定者预设的效果。当市场价格持续上涨时,管制者以为过热了,其实市场可能非如此;即使管制者判断正确,全力降温,市场参与者的过度反应会放大政策的不利后果;或者反应不足会延迟政策效果,结果调控可能比不调控更糟。

与其这样,还不如放弃斟酌使用的设想,政府仅仅公布一些基本的行事准则,让市场在这些准则之上自主运行。政府要做的,就是制定和执行规则,并对违背规则的当事人施以惩罚。听弗里德曼老人家怎么说吧,反周期的经济政策注定没有多少效果,还不如采取固定规则的经济政策!

按照弗里德曼的思想,市场管制就如同交通管制,红绿灯、车速、左行或右行等就是基本规则,在该规则之下,你是走路、骑车还是开车,慢走还是快走,都是你自己的事。有了基本规则,行人也就有了稳定的预期,不至于手慢脚乱,反而变得比理性。反之,如果交警对每个行人都规定一种速度、走路姿势,并适时调整,不仅交警得累死人,行人也无所适从,反而变得更加非理性。因此,通常情况下,市场中的参与人之所以非理性,多半是管制者逼出来的。由于管制者及其背后的学者自以为是的,才导致了市场上的参与人日趋幼稚。

由此笔者联想到近期有关下

调印花税的争论。有少数学者大声疾呼,坚决反对下调印花税,其理由就是政府救市不应该,投资者应该后果自负。这话听起来似乎没错。笔者也反对政府救市,想必很多学者都会反对政府对市场的过多干预。毕竟早期凯恩斯主义的影响早已烟消云散了。问题在于,当管制者并没有采取固定规则的政策思路,而是采取斟酌使用的经济政策时,不救市反倒成了一个问题。

为什么说这是一个问题呢?道理很简单,管制者的反周期政策模式给投资者形成了一种预期,当市场过热时,政府肯定会出紧缩政策;那么理所当然,在市场急跌时,政府就该出刺激市场的利好政策。如果政府言行一致,表现出行为的时间一致性,那么市场的涨跌一定是按照投资者对政府行为的反周期政策预期展开的。换句话说,这样的市场也会有规律,有秩序,即比较理性,只不过这种理性是相对于政策预期而言,政策市的味道浓些。但是,如果政府仅仅是在市场过热时出手,比如提高印花税率,而在市场急跌时却装作听不见市场的呼声,那么就会导致政府行为的时间不一致性。

这种不一致性会带来严重后果。首先,投资者没有了形成稳定预期的支点。政策市固然不好,可好歹能够基于反周期政策形成预期,从而形成市场秩序。现在政府仅仅是一种不对称的反周期,即防牛的力度远大于防熊,并且这种力度是随意的,投资者根本无法基于这些行为来形成预期,也就谈不上形成理性和市场秩序。其次,防牛重于防熊,很显然对政策更有利,因为在市场过热时提高印花税率,单方面地增加了政府收入,是笔意外之财。如果在市场变熊了,政府却不作为,那么额外多征收的印花税在投资者眼中也就成了不当得利。果真如此,投资者就会把管制者的反周期政策视为对市场的掠夺。

大家想一想,这样的市场还会有秩序吗?还能有理性吗?部分学者一直指责A股市场的投资者幼稚,殊不知这很大程度上是由于管制者随意的反周期政策所带来的。因此,降低印花税不仅是解决不当得利问题,更重要的是重塑政府诚信,投资者理性和市场秩序的问题。市场的有序来自管制者行为的时间一致性,而做到这一点的最好办法就是按规则行事。

■大英小语

中国人在伦敦金融城的生存之道

◎李俊辰 (jonsson.li@gmail.com)
欧企伦敦投资有限公司特约经济学家和金融投融资顾问,居伦敦

仅仅几年前,走在伦敦金融城街头,还很难发现一张中国面孔。可是今天,一些来自中国大陆的留学生和在英国长大的华裔开始频繁穿梭在这个“一平方英里”的世界金融大舞台上。

许多在英国的中国年轻人,把跨入伦敦金融城作为自己的职业最高目标。可能由于英国是一个小岛国的缘故,向外发展至关重要。在世界金融之都当中,伦敦金融城的国际化色彩也最浓。英国银行业约半数资产由外国银行持有,逾200家授权银行的三分之二来自海外,数目约为法兰克福或纽约的两倍。有趣的是,伦敦金融城的美国银行多于纽约的美国银行,而伦敦金融城的日本银行数目也高于东京的日本银行数。由于地理位置及时差等关系,许多美国银行更以伦敦金融城为基地管理其中东至远东的业务。伦敦金融城的大批从业人员来自外国,且也不限于欧盟,而是来自世界各地。许多人对伦敦金融城的年轻化、充满活力感到自豪。8000多名平均年龄31岁的金融从业人员为伦敦金融城注入了新鲜的血液,保证了它的活力和前途。

伦敦金融城接受了大批东欧国家的人才,给他们提供了比其他欧洲金融中心更好的条件。JP摩根在伦敦金融城的雇员中,有大批来自德国、法国、西班牙、意大利,他们总在周末坐“欧洲之星”火车回家度假。比起他们,来自中国的年轻人已经显示出了很强的竞争力,他们都受过良好的高等教育,思维敏捷,英语流利,他们来伦敦金融城进修、学习和工作,是为了探索中国未来的金融发展之道。

在英国前首相布莱尔执政期间,开始把教育,特别是海外教育作为国民经济的一项



图:张大伟作

伯南克左支右绌 制造了通胀?

◎倪金节
财经评论员,专栏作者

尽管美联储一反常态频频出手,但从现在持续低迷的经济数据以及信贷市场的恶化态势看,在本·伯南克主导下的所有这些努力都不足以阻止美国经济衰退的步伐。至于经济疲软的最主要来源——房产市场,更是泥足深陷,目前的美国房价比2006年第二季度的顶峰水平已经下降了十分之一,并且可能会至少再下跌十分之一。

让人更为忧心的是,房价的不断下跌,加上金融市场的疲软和信贷的收紧,导致了美国消费者信心指数下跌至自1991年经济衰退以来的最低水平。现今,不少机构纷纷预期今年上半年美国经济增长率将为负值,这次衰退可能导致比1990年和2001年上两次经济不景气更为严重的后果。

为了挽救经济颓势,美联储连续大幅降息,半年内将联邦基准利率从5.25%拉低至2.25%,加上伯南克的“忧心忡忡”,使得更多的人看淡美国经济,资产价格的进一步下跌以及外国央行储备由美元转向其他货币的威胁,使美元指数从2007年9月的80点一下子滑落到现在面临破70的窘境,美元兑一揽子货币加速贬值的趋势甚是明显。

本来,为了挽救华尔街于危难之中,美联储屈从于华尔街和白宫的政治压力,快速放贷货币环境无可厚非,但此时此刻伯南克偏于宽松的政策取向,已经给美国自身以及全球其他经济体带来了一系列麻烦。正如《华尔街日报》的社论所说,伯南克通货再膨胀”,对美国可能即将出现的通胀发出了严厉的警示。看来,越来越多的人似已不再对美联储对抗通胀抱什么希望。

伯南克试图既要保证经济增长,同时兼顾金融市场的双重矛盾目标,而这最后的结果只能是跟格林斯潘当年一样,两者都将难以驾驭。本来,次贷风暴根源就是美联储2001年到2004年流动性的过度释放造成的,现在伯南克为了救急,继续扩张流动性,只不过将把金融市场深度调整的时间往后拖的更长一点,但是不可能避免市场的“终极调整”。伯南克现在是化解了小危机,但却带来了以后更大的危机,可以预期“滞胀”终将难以避免。

在美元本位的背景下,美元的走低的直接结果是商品市场出现继2006年后的新一轮上涨行情。石油、黄金、铜镍等能源、金属相继创下的高就是伯南克这半年持续挥舞利率大棒的产物。当然其中也有对冲基金正逃离其他低收益高风险的资本市场,而纷纷涌向原材料市场的因素。

美元的疲软以及原材料价格的高涨,对美国通胀形成了巨大的推动力,现在唯一还能让世界人对本轮通胀能够“掉以轻心”的因素,就是寄希望于疲软的经济需求。这可能会导致核心消费者信心指数在未来回落至美联储所期望1.5-2.0%的目标范围内,从而降低高额通胀的可能。但无论如何,一旦非实体经济因素导致商品牛市出现超调的周期,届时,消费需求再怎么下降也是远远不能抵御上游产品价格上涨带来的通胀威胁的。

尽管已有学者论证说,即将出现的“滞胀”与上世纪七十年代以及八十年代早期的滞胀情况相差甚远,并且当初导致滞胀的原因与现在的实际也存在很大的不同,但美国通胀加速与经济衰退同时出现的概率正逐步上升。

从其他经济体的角度来看,伯南克的货币政策取向使得欧、日央行的货币政策面临两难的选择。一方面,欧元与美元利率倒挂,原材料价格的上涨使得通胀的威胁日益临近,同时次贷危机的损失,使得欧、日经济也面临美国类似的困境。欧、日央行始终“按兵不动”,说明欧、日央行对通胀风险的关注程度已超过了经济衰退,在未来,欧、日央行或许被迫在物价稳定和金融稳定之间抉择。尽管如此,欧、日央行并没有出现重大转变,通胀前景虽然恶化,但货币政策的姿态依然是中性的。故而,欧、日央行不敢加息以遏制通胀,很大程度上是迫于美联储的持续降息压力。

日本虽然最近的通货膨胀指标达到0.8%,但通货紧缩是否已经结束难以确认,低利率水平并没有多少下降的余地,而加息又缺少经济指标的支持。日本本身是一个原材料进口大国,商品价格的暴涨以及贸易条件的恶化对日本简直是双重的打击。因此,日本不得不期待日元升值来控制进口的成本,从而防止通胀攀升,而这又需要日本央行选择加息来支持日元,但美国的低利率又左右着日本,使它不敢做这样的货币政策选择。

目前,各方面因素都表明经济增长放缓的趋势不可逆转,但是美国、欧元区以及新兴市场经济国家的通胀都将依然维持在高位水平上,而全球高位通胀的核心来源是美元环境的再次宽松而导致的商品价格二次暴涨,由此,我们甚至可以说是伯南克制造了今天全球性的通胀。让人扼腕的是,全球央行货币政策的“各自为政”,以及无序的调整,使我们错过了治理通胀的最佳时机。如果伯南克继续坚持放贷货币以拯救次贷危机,全球的流动性过剩局面将比2004年之后的两年更为严重,恐怕未来全球各地的CPI将以“咆哮”的方式来回应这一轮全球货币的宽松。

■铭心之论

《反垄断法》有个最大软肋

◎陆铭
复旦大学经济学院教授

再过四个月,《反垄断法》即将实施,中国到了法律应该对地区间的市场分割说“不!”的时候了。中国的市场一体化和区域发展是一连串事件。在经济改革过程中,国内市场的一体化促进了工业集聚,而工业集聚则是地区差距形成的最为重要的原因。在财政分权体制下,地方政府有权制定当地的经济政策,于是,各地政府都纷纷采取地方保护主义政策来分割市场,保护本地工业,保证当地的税收和就业。但是,在全球化和市场化力量作用下,市场整合乃大势所趋,因此,工业集聚和地区差距仍在不断发展,而地方政府的保护主义倾向随之又被强化。如果国内市场能够持续地向一体化方向发展,那么,未来中国的经济发展将获得一个在全球范围内最大的国内市场,由此,中国经济的起飞和长期增长将获得一个难得的有利条件。

可惜,中国经济发展始终没能脱掉地方保护主义这双小鞋。

中国的市场一体化趋势将走向何方?要对此下判断,就必须首先来看中国的全球化和市场化进程。现在看来,加入WTO的最大收益可能还不是促进国际贸易,而是有利于中国政府和企业的适应国际规则,如果全球化能够更多地推动政府和企业采取有利于市场一体化的政策与行为,那么,中国国内市场就有与可能持续地走向一体化,当地区间贸易壁垒下降后,企业也更多地面向国内市场。据笔者的实证研究,经济的非国有化有利于提高市场一体化程度。由于中国经济持续的非国有化,政府通过分割市场来保护本地企业的政策目标将越来越不重要。

在未来的研究结果里,地方政府干预将不利于市场一体化。

在20世纪90年代中期以前,中国各地政府对经济的参与程度是在逐渐下降的,但是自那之后,表示政府对经济的参与程度的指标显示了明显的重新上升之势。这并不奇怪,很多经济学家都认为,1994年的分税制改革虽然对中国整体经济增长起到了促进作用,但却使地方政府行为越来越像一只“攫取之手”,大量税收收归中央,但事权却仍然在地方,地方政府办事要花钱,那就只能多收税,而分割市场的做法至少从直观上来说,似乎是有利于本地的经济增长和税收增加的,尽管过度的市场分割无异于“杀鸡取卵”。从数据上来看,地方政府支出占GDP的比重九十年代中期之后在不断上升。如果这个趋势继续下去,那么,全球最大的国内市场“可能会成为一朵水中花”。

和中国地理面积差不多的欧洲是由几十个国家组成的,而中国则是由不同的省组成的,但是有研究发现,直到1997年前后,中国各省份之间的市场分割程度仍然相当于欧洲的国家之间。如果我告诉你这个故事,你会怎么想?事实上,欧洲经济一体化进程的发展是与完善的制度分不开的。在促进欧洲统一市场的过程中,欧盟大力推行了统一的贸易政策、运输政策、关税政策、货币政策等,确保了欧盟成员国范围内的商品自由贸易。

中国经济在发展的早期,企业规模不大,对扩大市场规模的要求也不高,但在今天,如果仍然用零碎分割的市场束缚住企业的手脚,那么,中国企业将永远长不大。还有一种可能就是,企业干脆眼睛向外,靠国际市场来实现扩张,难怪研究发现,中国似乎在用“国际市场的非国有化”来替代“国内市场一体化”。但是,在中国的外贸依存度已经超过65%的时候,这种发展取向还能够走多远呢?看来,用法律来保障国内市场的统一是不得不走的路。

《反垄断法》中的第三十三条

规定,行政机关和法律、法规授权的具有管理公共事务职能的组织不得滥用行政权力,实施下列行为,妨碍商品在地区之间的自由流通:(一)对外地商品设定歧视性收费项目、实行歧视性收费标准,或者规定歧视性价格;(二)对外地商品规定与本地同类商品不同的技术要求、检验标准,或者对外地商品采取重复检验、重复认证等歧视性技术措施,限制外地商品进入本地市场;(三)采取专门针对外地商品的行政许可,限制外地商品进入本地市场;(四)设置关卡或者采取其他手段,阻碍外地商品进入或者本地商品运出;(五)妨碍商品在地区之间自由流通的其他行为。”但是这个,我的律师朋友却告诉我,实际上,很多地方都有一些地方性的行政法规在起着地方保护主义的作用。在《反垄断法》里,对于地方政府的分割市场行为,没有明确的承担法律责任的主体,也没有相应的惩罚规定,即使这些都有了,如果还不能完全做到司法独立,企业在和政府打官司的时候,大概也仍然处于弱势。

不过,中国的市场统一不能只是简单地依赖法律来解决,经济力量在很大程度上决定了法律的执行力度。在经济发展的早期,企业规模小,本地的狭小市场能够满足企业发展的需要,那时候,本地的保护主义政策是有益于本地企业的。但今天的中国经济规模,发展水平已经与10年前不可同日而语,今天的中国企业,特别是民营企业的规模长大了,本地的那点市场规模哪里还容得下这些“鲨鱼”。最终,民营企业会对地方政府的分割市场行为说“不”,如果政府坚持市场分割的行为,那么,企业可以对政府说“再见”。企业“用脚投票”,加上地方对于投资者的竞争,最终将使中国走向市场一体化之路。未来各地方之间的竞争,胜利肯定属于眼光长远和胸襟宽广者。

敦金融城可以称得上是独一无二的地方,尤其是对比连休假期都会有负罪感的在纽约华尔街工作的专业人士,更是如此。但是,这里是世界金融的枢纽和心脏,在这里上班,想要不被黑压压的一片西装所淹没,经常加班到深夜,甚至周末也常耗在办公室里的工作状态便成了许多中国人的必经之路。金融和象牙塔不同,和人打交道并不比和数字打交道轻松,人事斗争中被排挤出的人才,博士不在少数。因此,许多中国人总结了四大保护法则:一、每天工作时间不能少于10至11个小时;二、有时刻意加班加点,令公司树立工作刻苦的形象;三、保持谦虚谨慎的态度,世故老练地处理待人;四、在八小时内工作务必表现出游刃有余的样子,否则别人认为你能力有限,不能胜任更强强度的工作。在冷酷的金融界,只有你自己才是保护神。

《曾国藩》是一些金融城中国从业者所推崇的读物,他们特别欣赏的是,曾国藩勒紧裤腰囤积军饷,留住人才,成就了一代功勋——罗马不是一天建成的。

You are as good as the money you make——你能挣多少钱,就证明你有多大的实力。这是金融城从业者的一句箴言。在高手如云的伦敦金融城里做交易,成功一次不难,难的是连续保持高速增长。即使曾经是“明星交易员”,如果连续一两年业绩不佳,也不得不卷铺盖走人。一次被辞退下一次还可能找到工作,两三次以后,没有公司还会把资金交给这个人。因此,保持对金融交易的一种天生的“直觉”相当重要。

伦敦金融城第679任市长史达德上任选择的口号是:“伦敦金融城——学习之城。”在中国五年的工作经历令他意识到,知识的转让是双向的。他曾经说:在中国,关于战略规划方面我就学到很多东西,在谈判和技巧方面也学到很多。中国人非常聪明,他们能想出各种各样的方法,能找到最容易而又不至于引起冲突的方法来达到目的。”