

全球金融资本主义的十二个特征事实

■ 中国农业银行首席经济学家、中国人民大学国际货币研究所理事兼副所长 向松祚

▶▶▶ [上接 O3 版]

如果人人皆理性,人人皆自私,人人皆追求效用或预期效用最大化,人人皆追逐资产收益(或者风险均衡的资产收益)最大化,那么,每个理性投资者必然竭尽全力、绞尽脑汁、挖空心思、费尽心机,利用一切可以利用的技术,挖掘一切可以挖掘的信息,以图买低卖高,获取最大股票差价和收益。每个市场参与者皆“完全理性”地这么干,结果却是没有哪个理性投资者能“跑赢”市场,没有哪个投资者能“预测”市场,没有哪个投资者能“击败”市场。任何时点的股票价格皆瞬间吸收和消化任何有关的一切信息,股票价格则呈现完全“随机行走”的状态,完全不可预测。因为,只要有套利机会,理性投资者必然蜂拥而至,股票价格则“瞬间”均衡。

概而言之,有效市场假说基于三个基本假设。一是理性投资者(理性人假设);二是信息唾手可得(信息获取成本为零);三是市场调节“瞬间”完成(投资者消化信息、将信息转化为价格的速度无穷大)。

显而易见,三个基本假设皆是空中楼阁,与现实毫不相干。基于三个基本假设的“有效市场假说”亦属海市蜃楼,与现实相距万里。此所以自有效市场假说首创之日起,反对之声就此起彼落;此所以“有效市场假说”和“非理性繁荣假说”两个相互矛盾的理论同获诺奖,让学界和投资界顿感愕然;此所以很多人甚至将2008年全球金融海啸归罪于有效市场假说对投资者和政策制定者的误导;此所以以伯南克和莫昆为代表的美国新凯恩斯主义者对“有效市场假说”嗤之以鼻,认为该假说与宏观经济现实毫不相干,完全不能作为任何经济政策之理论基础(伯南克多次批评“莫迪格利安利-米勒金融市场不相干假说”、理性预期假说和有效市场假说。三者之逻辑基础皆是理性经济人、市场瞬时调节和信息免费可得。参见《伯南克的货币理论和政策哲学》,向松祚、邵晋宾编著,北京大学出版社,2007年第一版)。

空中楼阁、海市蜃楼的理论假说,为何却能纵横天下、睥睨当代、大行其道,成为金融学和经济学一个威力巨大、影响深远的假说呢?此诚属学术思想领域一个极为有趣和极为重要之问题。经济学历史上有许多类似的理论假说或学说,与“有效市场假说”一样,看起来与真实世界离得很远,甚至毫不相干,却总是具有经久不衰、挥之不去的影响力。譬如“萨伊定律”、“货币中性假说”、“理性预期假说”、“要素价格均等定律”等等皆属此类。

对此重要和有趣的现象,我们可以提出如下解释。

其一,人的思想和思维的本性总是渴求简洁和统一的理论假说。复杂的世界需要简单的理论来阐释,是实证科学的一个基本原理,更是人的思想和思维的内在要求(张五常经常强调:复杂的世界要用简单的理论来阐释。参见张五常《经济解释》卷一《科学说需求》)。寻求一个最简单的大统一理论,完整而全面地解释自然和人类的所有现象,几乎是所有科学家和思想家的最高理想。人的思想能否直接把握实在,纯粹思维能否把握现实的客观规律(包括自然现象和人类现象的规律),关键在于纯粹思维能否构建或发现简洁和统一的理论(人类思想史上,纯粹思维深刻把握实在的最经典型例子是爱因斯坦的狭义相对论和广义相对论)。

其二,实证科学的基本原则是,理论假说是否真实并不是最重要的,最重要的是要看理论假说所推导出的各种含义或命题,是否与真实世界的现象相吻合,是否能够解释真实世界,或者是否能够被真实世界的现象所证伪。“萨伊定律”、“货币中性假说”、“理性预期假说”和“有效市场假说”等等,皆能推导出许多重要含义或命题,这些命题或含义至少部分符合现实,某些命题能够很好地解释真实世界的现象。譬如从货币中性假说所推导出来的货币数量论,确实能够很好地解释历史上多个重要的通货膨胀周期。

其三,简单和简洁的理论假说,往往具有美妙的数学结构。数学结构之美则让人情不自禁地相信这个理论假说确实是对真实世界规律的真实描述。与自然物理现象具有各种令人惊奇的对称性一样,人类经济金融现象亦具有各种美妙的对称性。经济理论假说之美妙的数学结构,则是源自经济现象自身的对称性。譬如萨伊定律、瓦尔拉斯定律、诺德定律、供求定律等等,都是对经济现象对称性的直接描述。人类所有行为里最具备对称性特征的现象,或许就是经济金融。供给和需求,成本和收益,效用和负效用,投资和储蓄,生产和消费,进口和出口,资产和负债……几乎所有经济学理念都是成双成对的对称性概念。

其四,简单和简洁的理论假说,往往很快脱离实证科学的范畴,演变成一种信念或规范原则,成为政策和法律的指南。此时人们不再追问该理论假说是否符合现实,而是觉得世界应该依此原则运转。譬如从萨伊定律所引申出来的“自由放任”政策原则;从货币中性假说和货币数量论所引申出的货币政策原则;从理性预期假说和有效市场假说所引申出的自由

市场和原教旨主义理念,皆成为许多人深信不疑和信守不渝的原则和信条,早已脱离实证经济学的理论假说范畴。

有效市场假说正是这样一个重要的理论假说。原本只是描述股票价格波动现象的试探性假说,却逐渐演变成自由市场和原教旨主义的理论基石。金融学者往往过度夸大有效市场假说的重要性和有效性。譬如著名金融学者、哈佛大学教授迈克尔詹森就宣称:“任何科学领域里,都找不到一个比有效市场假说更加完备的理论假说!”(Gerald F. Davis, Managed by the markets—How Finance Re-shaped America, pp.32-48)。还有学者声称,有效市场假说告诉我们:资本市场能够将过去的一切和未来的一切都转化为此时此刻的资产价格。当任何个人参与资本市场交易之时,他们将所有对过去的回忆带入市场,并且根据他们对未来的所有最好的预期来采取行动(同上引)。

然而,有效市场假说之所以成为全球金融资本主义最重要的理论基石,主要还是因为它的几个重要推论。

推论一:股票价格是衡量公司经营好坏和公司价值的唯一或最好的指标。在股价最好地体现和反映了公司的过去、现在和未来,最好地体现和反映了公司的经营战略和策略。公司CEO和管理团队所采取的任何经营行动和战略改变,皆瞬间反映到公司股价变动之上。正确决策和行动则表现为股价上涨,错误决策和行动则表现为股价下跌。诚所谓“因果报应,毫发不爽”。依照有效市场假说,股票价格或市值终于为我们判断和衡量公司经营业绩提供了最简单、最直接、最可靠、最明白的指标,终于为解决困扰公司治理结构的信息不对称难题和委托人—代理人难题提供了最有效的办法。股票价格不再仅仅是一个随机波动的资产价格,而是衡量公司经营好坏、产业前景乃至整个国家经济的“神圣指标”!

推论二:根据有效市场假说,股票市场或资本市场是一个“信息有效市场”(informationally efficient),所有投资者皆是理性投资者或理性经济人,他们会竭尽全力、千方百计挖掘和分析与公司有关的一切信息,试图赚取最大的股票差价,获得最大的投资收益。金融学者甚至还创造出另外一个名词:“预测市场”(prediction market)来描述所谓的“信息有效市场,金融市场或资本市场只是众多信息有效市场或预测市场中的一个。信息有效市场或预测市场不限于资本市场或股票市场,凡凡选举结果、电影票房、创业成功、体育比赛等等,皆能够通过创造一个信息有效市场来准确预知其结果。有效市场假说的支持者认为,股票市场是众多市场里最有效的一个,它能够准确预知股票价格的未来。

推论三:有效市场假说认为,既然一个信息有效市场或预测市场所决定(或形成)的股票价格是衡量公司经营状况的最佳指标,那么尽可能扫除有效市场之障碍、促进有效市场之形成,尽可能完善激励机制或惩罚机制,鼓励所有投资者或利益相关者尽其竭力挖掘和披露信息,就是非常重要的政策目标。有效市场假说的这个重要推论深刻地影响了各国金融市场的监管理念。准确及时的信息披露是所有证券发行者的最基本要求,亦是各国资本市场监管者矢志不渝追求的核心目标。

推论四:金融市场的参与者越多,市场越开放,规模越大,流动性越好,交易量越频繁,交易手段越丰富,就越有利于形成信息有效市场。因此之故,金融市场开放就是一个非常重要的政策目标。过去40年来,金融市场开放成为全球化潮流,成为经济全球化时代的主要标志,有效市场假说则是推动这个潮流的重要理论基石。

推论五:既然股票价格和市值是判断和衡量公司经营业绩的最佳指标和“神圣指标”,既然股票价格完美地解决了公司治理的委托人—代理人难题,那么普通投资者或股东就不需要劳神费力去关注公司的经营战略和产品服务,甚至连公司的财务数据和财务报表也无需关心,股东唯一应该关心的就是公司的股价或市值。如果股东对公司股价不满意,则可以抛掉股票,用脚投票,从迫使公司CEO和管理团队改变经营策略。根据有效市场假说,普通股东甚至不需要知道公司在哪里,具体业务和产品是什么,只需关注股票价格和用脚投票。

正是基于上述各项推论,经过四十年的演变和发展,有效市场假说已经成为推动全球金融市场开放、放松金融管制、鼓励金融创新、提升金融市场效率、增加金融市场流动性、尽可能促进公司上市交易等等各项金融政策的理论基础。有效市场假说事实上已经成为市场原教旨主义和“华盛顿共识”的理论支柱,成为全球金融资本主义经济体系的理论基石。

全球金融资本主义的第五大命题:全球金融资本主义通过市盈率原则、股东价值文化、企业市值准则重新塑造了全球产业模式和产业分工体系。

全球金融资本主义时代,全球产业分工体

系和全球价值链最大的变化就是所谓“微笑曲线”的扭转。这个扭转起自1970年代,恰好与全球金融资本主义时代的降临同步。“微笑曲线”最初由台湾著名企业家、宏基集团创办人施振荣先生提出,以描述国际分工体系的历史性巨变。这是中国企业家对产业分工学说和企业管理战略理论的重要贡献。

经典的国际贸易理论即李嘉图—奥林—赫克歇尔—萨缪尔森产业分工和贸易理论,乃是基于国家要素禀赋差异的最终产品分工和贸易理论。即各国要素禀赋差异形成不同的生产比较优势,各国依据比较优势生产不同的产品,然后进行贸易。经典贸易理论乃是一个封闭经济理论,即各国经济本质上都是一个大而全或小而全的经济体系,各国皆生产最终产品,世界贸易则是最终产品之间的贸易。

然而,自第二次工业革命或产业资本主义时代起,基于最终产品的世界贸易结构就开始改变,全球性产业分工体系开始逐渐取代全球最终产品贸易体系,全球产业链和价值链逐渐开始取代各国“大而全或小而全”的产业分工体系和价值链体系。这个长期和剧烈的转变源自技术革命、产业革命和金融革命三大力量的推动。

技术革命极大地降低了全球运输成本和通信成本。运输技术革命造就了以集装箱远洋运输和大型客机为主要手段的全球运输体系,大幅度降低了零部件、中间件和原材料的运输成本,让基于生产要素分工的全球产业体系成为可能。电报、电话、无线通信、互联网等信息科技革命极大地降低了全球信息沟通和管理协调的成本,让全球性的产业分工协调成为可能。

经济革命则将世界几乎每个角落卷入全球化生产体系之中。自1970年代开始,越来越多的国家实施经济革命(改革和开放),1978年中国改革开放的总设计师邓小平发动的经济革命,毫无疑问对世界经济具有最强和最深远的影响力。市场化改革和开放性经济是各国经济革命的基本出发点或基本目标。据不完全统计,1970年代以来,各国的经济开放政策向全球市场释放了近20亿人的廉价劳动力,刺激了人类历史上规模最庞大的经济竞争浪潮。数十亿廉价劳动力加入全球竞争,对全球产业分工体系和跨国公司价值链布局的影响,可能远远超过运输技术和通信技术的革命,尽管我们无法准确量化这个影响。1970年代世界掀起的经济革命浪潮,开启了真正的全球化时代,是全球金融资本主义兴起的關鍵。

如果说1970年代的经济革命主要由新兴市场国家(或曾经长期实施完全公有制和计划经济的国家)发动,那么,1970年代开始的金融革命则主要由以英美为首的发达国家所开启,放松金融管制、鼓励金融开放和金融创新则是金融革命的核心内容。一个真正全球性的金融市场体系开始形成,为跨国公司的全球化经营和全球产业链的日益细化提供了全方位的金融服务。

跨国公司是驱动产业全球化和全球产业分工体系的主要引擎。跨国公司是全球对外直接投资、全球技术转让和世界贸易的主要承担者。1980年,全球对外直接投资只有500亿美元,2007年(全球金融海啸之前)达到1.9万亿美元,2010年降低到1.4万亿美元,2010年,跨国公司全球生产增加值达到16万亿美元,占全球GDP的1/4。跨国公司外国子产品产值占全球GDP的10%,占世界出口的1/3。

根据联合国有关跨国公司的最新报告,跨国公司控制着全球1/3的生产活动,2/3的国际贸易,70%的对外直接投资,70%的专利和其他技术转让。1980年代以来,跨国公司不断掀起全球并购浪潮。1990年代则是私募基金的黄金时代,私募基金和跨国公司联手,开启全球行业大整合时代,开启全球银行和金融业大整合的时代,深刻地改变了全球产业格局。譬如,1995—2007年,仅跨国银行并购的总金额就超过5000亿美元,制造业的跨国并购金额至少是跨国银行并购金额的5倍。事实上,全球性并购浪潮始终没有结束过。即使是2008年全球金融海啸之后,跨国并购仍然非常活跃。譬如2010年,全球跨境并购金额与2009年相比上升36%,尽管仍然低于2007年全球跨国并购高峰的1/3。进入新兴市场国家的跨国并购增长近一倍,成为全球并购最活跃的地区。全球金融危机之后,跨国公司和跨国经营继续扩张,速度超过全球经济增长,成为全球经济复苏的关键推动力量。

从全球金融资本主义角度考察,跨国公司对全球经济和金融最深远的影响则是全球产业分工体系的日益深化和细化。

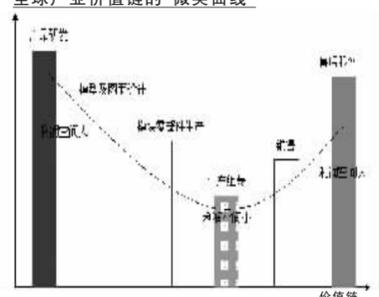
其一,一个基于要素比较优势的全球产业分工体系已经完成。全球分工体系不再基于产品成本的比较优势而构成(譬如基于初级产品—中间产品—最终产品各自的生产成本比较优势而形成分工体系),而是基于高度细化和深化的产业链分工和价值链分工。任何一个产品都有众多零部件或中间件构成,每一个零部件或中间件的生产可以分布到世界不同国家或地区。每个零部件或中间件的设计和生

产又构成独立的产业链和价值链,它们可以继续深化和细化工,直到经济和技术上不再允许继续细化工为止。

以著名的苹果手机iPhone手机为例。该手机包含的众多零部件或中间件分别来自美国、日本、德国和韩国等等国家,而每个国家所生产的零部件或中间件又可能是全球多个地区所生产的零部件的组合产品。这些零部件从世界各地运到中国,由中国公司组装成最终产品。组装过程也包含中国企业所进行的少量工程设计或配件。如果算上苹果手机最终使用时所包含的一切配件或增值服务软件,它的全部环节和生产地点恐怕连苹果公司最高领导人也不一定说得清楚。每一个部件生产过程的分工细化和层层分包,已经达到令人难以置信的程度。

其二,大体而言,我们可以将全球产业链和价值链划分为五个主要环节:研发—设计—生产—销售—服务(具体还可以分得细一点:产品研发—模型和平面设计—零部件生产—产品组装—产品销售—售后服务)。每个环节自身又可以继续深化和细化工。施振荣先生创造性的“微笑曲线理论”正是基于产业链和价值链的五个环节划分。“微笑曲线”形状如下:

全球产业价值链的“微笑曲线”



上述微笑曲线可以看做是第三次工业革命或新工业革命或全球金融资本主义时代产业分工体系最简要、最精确的概括。产品研发和设计、销售及售后服务居于产业链和价值链的高端,获得整个产业链利润的绝大部分,生产组装过程则居于产业链和价值链的低端,只能获得很低的利润或加工费。

仍以苹果iPhone手机为例。一部美国市场售价500美元的手机,制造成本为179美元,毛利为321美元。321美元的毛利里,苹果公司(负责产品研发和设计)拿走一半(160美元),分销商和零售商(负责产品销售和售后服务)拿走一半(160美元)。179美元的制造成本里,172.5美元源自日本、德国和韩国等等地区的各种组件。负责组装苹果手机的中国企业只获得剩下的6.5美元(参见彼得·马什《新工业革命》(中译本),中信出版社,2103年4月第一版,第274—275页。iPhone手机以相当极端的方式,诠释了当代全球产业分工体系的“微笑曲线”。

第三次工业革命或新工业革命时期的微笑曲线,与第一次工业革命和第二次工业革命时期的微笑曲线相比,形状恰好颠倒过来。第一次和第二次工业革命时期的主流生产模式,是标准化、大规模、大而全、小而全的生产模式。“试图将生产、设计和研发的功能予以分离的设想会被视为愚蠢之至,或者近乎不可能。”其三,全球产业分工体系日益深化和细化的最显著标志是所谓“无工厂制造商”(factory-less or design-only)或所谓“原创设备制造商”模式(OEM Model)的兴起。该模式又被称为“耐克模式”,因为它最早源于美国著名的体育用品公司—耐克。自从1964年创办以来,耐克公司几乎不在自己的工厂进行生产,它自己的工厂最多只是生产样本或试验生产。相反,它始终将精力集中在产品开发设计和市场营销上。起初,耐克将制造外包给日本运动鞋制造商鬼冢虎公司,然后逐渐建立起覆盖世界各地的制造网络。耐克公司自身拥有的34000名员工,从事设计、营销和管理遍布全世界的耐克连锁店。制造业业务则全部交给分布全世界33个国家的700个工厂,近一半工厂设在中国、泰国、越南、印尼和印度,全球为耐克制造产品的员工高达80万人。

“无工厂制造商”或OEM模式迅速扩展,越来越多的跨国公司效仿。包括苹果、三星、思科、戴尔、丰田汽车、众多服装品牌、中国最近兴起的小米手机等等,皆采用“无工厂制造商”或OEM模式。

无工厂制造商或OEM模式的兴起,深刻重塑了全球产业分工体系 and 产业布局,很大程度上迫使新兴市场国家长期位居全球产业链和价值链低端,难以挑战发达国家在技术研发、产品设计、品牌创造和全球营销方面的优势地位。一方面,源自发达国家的跨国公司凭借对研发、设计、营销和品牌的垄断,获取高额利润,有能力投入巨资持续研发创新产品,开拓新的品牌,从而始终占据产业价值链高端。相反,新兴市场国家只能获取极少的甚至可怜的一点儿加工费,自然没有能力投入巨资展开研发设计和品牌创造。全球产业价值链客观上

存在着垄断、寡占和被固化的趋势。

仍以苹果公司为例。前述苹果产品321美元的毛利里,一半被苹果公司拿走。根据不准确的估计,苹果公司研发部门净利润的一半或2/3投入 to 产品研发设计上,苹果公司拥有数以万计的高级研发工程师,他们的工资水平是制造或组装工人工资的数倍乃至数十倍。易言之,全球产业分工体系“无工厂制造商”或OEM模式里,掌控研发设计专利技术者才是整个价值链创造过程里的最大受益者,亦是专利和品牌的最大垄断者。

其四,以无工厂制造商或OEM模式为主导的新型全球产业分工体系,已经和正在深刻改变全球贸易格局、贸易收支和国际收支的真正含义。事实上,美国政府的经济分析人员正在重新设计美国制造数据、贸易收支和国际收支的统计方法。

仍以苹果产品为例。2009年,中国组装苹果手机1120万部,以出厂价179美元出口到美国。中国对美国出口的iPhone手机的贸易额达到20亿美元,或者看似创造了20美元的贸易顺差。然而,如果将iPhone的价值链分拆,我们就会发现,中国与美国之间的iPhone贸易其实是4800万美元的逆差。原因很简单:20亿美元的销售额里,包含美国博通和恒亿公司运到中国的1.215亿美元的部件,以及来自德国、日本、韩国等地高达19.32亿美元的各种组件,将这些全部扣除,实际上中国与美国的iPhone贸易是逆差5350万美元,并非20亿美元的顺差。

其五,全球金融资本主义时代,VC和PE日益成为创造新产业和重塑传统产业的急先锋和中坚力量。VC和PE的兴起或许是第三次工业革命和全球金融资本主义时代最重要的金融创新。尽管VC和PE的资产规模至今也不能与传统商业银行和投资银行的资产规模相提并论,然而,它们推动全球产业创新的巨大威力,却绝非传统商业银行能望其项背。

以全球最著名的风险资本—红杉资本(Sequoia Capital)为例。1972年创始于硅谷的红杉资本,堪称全球风险投资和产业资本之典型和传奇。40多年来,红杉资本投资的公司超过500家,近200家成功上市,惊人的投资业绩让同行艳羡。远为重要的是,红杉资本通过投资和帮助成长壮大的众多公司,正是第三次工业革命的急先锋和生力军。包括苹果、谷歌、思科、甲骨文、雅虎、LinkedIn等等数之不尽。红杉中国投资的企业包括新浪、阿里巴巴、京东商城、唯品会、聚美优品、奇虎360等等,皆是中国创新行业的佼佼者。

很大程度上,正是以红杉资本为代表的风险投资创造了全新产业,开启了新工业革命,重塑了全球分工体系。人们会争论:究竟是风险投资或天使投资成就了创新企业,还是创新企业成就了风险投资?二者其实是相互促进和相得益彰。

全球金融资本主义的第六大命题:全球金融资本主义通过市盈率、股东价值最大化或企业市值最大化原则,重新塑造了整个社会价值和意识形态和生活方式。

全球金融资本主义的第七大命题:金融资本主义时代,金融市场成为左右或支配政府和中央银行宏观经济政策的关键力量。一切金融企业似乎都获得了某种特殊的“特权地位”。“大而不能倒”和“小而不能倒”的文化意识形态就是金融市场的特殊性和极端重要性。

全球金融资本主义的第八大命题:金融资本主义创造出一个所谓的“轻资产”经济体系或经济模式,传统的“重资产”经济模式早已成为夕阳产业,不再受金融市场的重视,甚至完全遭到唾弃。如果一家企业没有资产(或者说没有传统意义上的资产),却能够创造出巨大的市值或股东价值,它就是金融资本主义时代的最佳企业。

全球金融资本主义的第九大命题:全球金融资本主义是一个典型和极端的裙带资本主义,它以华尔街金融寡头为核心,形成一个囊括风险投资、私募投资基金、主权财富基金、对冲基金、各种数不尽的股票投资基金、退休基金、互助基金等等各类机构投资者全球性金融网络,他们管理着全球数百万美元的金融资产,是当今全球金融资本主义基金体系真正的主宰者。

全球金融资本主义的第十大命题:全球金融资本主义有一个以英文财经媒体为主导的全球化信息网络。(以《华尔街日报》、《金融时报》、彭博资讯、路透汤姆森等等英文主流财经媒体为核心,构成全球金融资本主义庞大的宣传机器和造市工具,成为全球金融投资者或全球所有股东共同的圣经。

全球金融资本主义的第十一大命题:全球金融资本主义时代,人类的财富观念发生革命性变化。

全球金融资本主义的第十二大命题:全球金融资本主义时代,国家的本质和功能开始发生巨变。

(注:此文为《新资本论》第一卷第三章)

(完)