



●图为英国《金融时报》副主编、首席经济评论员马丁·沃尔夫

■余永定 中国社会科学院学部委员

马丁·沃尔夫无疑是当今世界最有影响的“经济学家—媒体人”或“媒体人—经济学家”。世界各国的经济决策者和经济领域从业人员每天早上要做的第一件事大概就是翻阅英国《金融时报》,而在浏览过《金融时报》的头版头条之后,他们要做的第二件事大概就是要看看马丁在他的专栏中说了些什么。我与马丁相识近20年,他对全球经济的洞察力一直让我深为佩服。他提出的尖锐问题常常迫使我对一些问题的重新思考,他的观点始终是我自己观点的重要参照。

自2008年全球金融危机爆发以来,经济学家纷纷著书立说,重构危机爆发过程、分析危机爆发原因、预测危机后果和总结危机经验教训。在这些专著中,最有影响的包括斯蒂格利茨的《自由落体》、拉詹的《断层线》、鲁比尼的《危机经济学》、索金的《大而不倒》、吉莲·郁蒂的《疯狂的金钱》、罗格夫和莱因哈特的《这次不一样》、席勒的《终结次贷危机》以及保尔森的《峭壁边缘》等。马丁在《转型与冲击》中对这次全球金融危机的前因后果做了全景式的诠释。我毫不怀疑,马丁的新著将同前述著作比肩,成为帮助读者理解金融危机并从中吸取经验教训的又一力作。

本书并未详细描述全球金融危机在美国的演进过程(因为其他人已经对此进行了大量的研究),马丁主要讨论了本次危机的严重程度、各国政府采取的异乎寻常的反危机政策,以及两者的经济后果。

马丁尽管对西方国家政府未能防止危机的爆发痛心疾首,但却对危机爆发之后美国政府的金融稳定措施给予了充分肯定。

稳定金融的措施不外乎三个方面:给金融机构注入资本金、提供充分的流动性以及为债务提供担保。在实现了金融稳定之后,为了刺激经济增长,除把为金融机构提供资金的利率降低到零之外,美联储还推出了所谓非常规的“量化宽松”政策——即美联储从主要金融机构手中大量购买长期资产,其中不但包括国债而且包括私人资产,特别是住房抵押贷款支持债券这样的有毒资产。而在正常情况下,为了影响短期利率,美联储只是通过公开市场操作购买短期国债。“量化宽松”的目的,按马丁的说法,是“为银行提供资金、降低政府债券收益率、增加货币供应量和鼓励信贷增长”,而这一切的最终目的则是恢复经济的正常增长。

目前看来,美联储在危机爆发后的一系列金融稳定措施是成功的。美国政府,特别是美联储的非常规政策,使美国经济避免了20世纪30年代“大萧条”的厄运。但是,对于这些政策的长期后果,我依然心存疑虑。理由有三:**第一,日本是零利率和量化宽松的始作俑者。**在某些时段,日本经济也曾出现过恢复增长的强劲势头。但经过20多年的挣扎,日本经济最终还是没能走出困境。**第二,量化宽松的实质就是大量印钞。**尽管由于特殊历史条件,美联储主席伯南克从直升机上撒下的钞票并未转化为通货膨胀,但在美联储成功回收这些钞票,即通过“退出量化宽松”之前,没人可以高枕无忧。此外,由于没有历史先例,没人知道在美联储回收钞票的过程中会发生什么事情。**第三,量化宽松政策使住房抵押贷款支持债券等资产持有者避免或减少了损失。**资产泡沫崩溃后,资产在不同所有者之间的转换意味着财产和收入的重新分配。稳定金融市场意味着有人付出代价,但这种代价的分配是否合理,是公众必须认真考虑的问题。特别使人担忧的是,金融市场恢复稳定的代价最终是否会转移到像中国这样的美国资产的金融持有者身上。

金融危机爆发之后,私人部门必然进入去杠杆化过程。为了避免私人部门去杠杆化对经济增长的不利影响,政府部门必须加杠杆。换言之,政府必须执行扩张性的财政政策。事实上,在金融危机爆发之后,发达国家政府的财政政策都急剧恶化了。马丁认为,发达国家政府推行财政刺激力度远远不够,只要私人部门的资产负债表调整还在继续,就要继续容忍财政赤字。发达国家政府过早放弃财政扩张政策,拖累了经济复苏进程。为

新兴市场的金融危机后遗症

什么会出现这种政策转向呢?马丁认为,发达国家匆忙放弃扩张性财政政策,源于关于公共债务的上限和存在“扩张性紧缩”的可行性的错误理论;而从政治上讲,则是共和党不能容忍奥巴马政府在处理危机的过程中证明他们是错误的。确实,债务上限设定是否合理是难以判断的。20世纪90年代中期,当其政府债务与GDP之比达到80%左右的时候,由于担心发生公共债务危机,日本政府匆忙推出“财政重建”政策,结果把日本经济重新推向衰退。现在日本公共债务与GDP之比已经超过200%,但财政危机却仍未发生。然而,另一方面,如果不设限,政府就可能产生依赖性,债务就可能失去控制。再者,扩大财政支出刺激经济增长,低效和浪费是难以避免的。全球金融危机期间,中国推出的四万亿财政刺激政策的副作用就充分证明了这一点。

马丁还用大量篇幅专门讨论了金融危机爆发后,新兴经济体所面临的挑战。他认为,新兴经济体面临着至少4项相互关联的挑战:首先是高收入国家货币政策的正常化,其次是结构性的经济减速,再次是世界经济增长最有力的引擎——中国——的经济减速,最后是高收入经济体,尤其是欧元区和日本在寻求出口导向的增长。

马丁认为,发达国家的货币政策正常化可能比发达国家的危机本身对发展中国家造成的危险更大。2013年5月,伯南克仅仅公开提到了美联储逐渐减少购买美国国债的可能性,就在全球金融市场特别是新兴经济体的金融市场引起了恐慌。而我们现在看到的情况是:由于预期美国短期利率将会上升,套利交易开始平仓,资金回流美国,资本流入美国导致发展中国家汇率下跌,资金紧张,发展中国家的金融稳定和经济增长受到不利影响;而发展中国家经济增长前景的恶化,又导致资本进一步流出发展中国家。正如马丁所指出的,发展中国家高负债非金融企业可能会在这一过程中破产,并使包括银行在内的国内借贷者面临危险。在马丁看来,新兴经济体面临的另一项挑战是危机后全球经济的再平衡。在后危机时代,高收入国家需求的减少很可能是长期的。不仅如此,发达国家必将努力增加出口,减少经常项目逆差。在这种情况下,新兴经济体如不能尽快转变经济增长方式,变出口驱动为内需驱动,增长前景堪忧。马丁对于发展中国家今后面临挑战的分析很有现实意义。中国经济学者应该更为深入细致地研究发达国家货币政策正常化对中国经济的冲击,做好各种预案,以最大限度地减少“正常化”冲击对中国经济的不利影响。

本书还对全球金融危机的原因进行了系统讨论。是什么因素导致了如此巨大的危机呢?为什么大家都没有意识到危险呢?马丁认为应该从两个“变迁”中寻找答案:金融体系内部的变迁以及经济社会环境的变迁。

“金融市场天生具有不稳定性,在过度乐观与过度悲观之间震荡。”但市场为什么会不稳定?为什么这种不稳定性会使危机成为自由市场金融的普遍特征呢?马丁认为,我们需要从债务、货币和信用之间的联系中去寻找答案。在我看来,在货币经济中,资源由储蓄者向投资者的转移是作为价值贮存手段的货币的暂时让渡。而这种让渡则是通过储蓄者和投资者分别同金融中介(银行)建立债权和债务关系实现的。银行从储蓄者那里吸收存款,向投资者发放贷款;银行吸收的存款形成银行的债务,而发放的贷款则形成资产。一般而言,储蓄者希望能随时收回让渡的购买力(提取存款),而投资者则希望能推后归还被让渡的购买力。由于数量众多的储蓄者不会同时提取存款,银行可以根据大多数理同时满足储蓄者和投资者的愿望。马丁指出,在正常情况下,银行存款是安全的。一旦出现问题,众多储蓄者就会同时要求把银行存款兑换成现金,而银行却无法立即收回已经让渡的购买力,就会因无法兑现对债权人所做的存款兑换成现金的承诺而倒闭——这就意味着金融危机的发生。因此,正如马丁所指出的,金融体系的内在不稳定性来源于银行短期负债和长期资产的期限错配。

马丁引用明斯基的“金融不稳定假说”进一步说明,在包含资本市场的金融体系中,由于存在信用繁荣与收缩的内生机制,金融不稳定将进一步加剧。明斯基将信用繁荣与收缩划分为五个阶段:“正向冲击”,即产生了一个诱发事件,例如新技术的诞生或者降息;“繁荣”,这时资产价格开始上升;“非理性疯狂”,投资者开始无所顾忌;“获利抛售”,这时聪明的投资者开始获利;以及“恐慌”,这时资产价格破灭,并出现倒闭潮。泡沫终究会破灭。当新的购买者不再能获得借贷时,价格将停止上涨。而价格从停止上涨到开始下跌只需要一瞬间——谁也不愿意持有其他别人都不愿意购买的资产——这就是“明斯基时刻”。于是,恐慌产生,经济出现崩盘,明斯基周期结束。

我以为,“明斯基假说”还仅仅是对资产泡沫的形成、增大和破灭过程的描述。金融体系一定会产生资产泡沫的答案可能在于,金融产品作为一种在资本的二级市场上买卖的现有资产的特殊性质。对于普通商品来说,由于存在斜率为负的需求曲线和斜率为正的供

目前看来,美联储在危机爆发后的一系列金融稳定措施是成功的。美国政府,特别是美联储的非常规政策,使美国经济避免了20世纪30年代“大萧条”的厄运。但是,对于这些政策的长期后果,我依然心存疑虑。

应曲线,则存在稳定均衡价格。对于金融产品来说,情况要复杂得多。例如,当金融产品购买者“买涨不买跌”的时候(这是金融市场的常态),金融产品就不存在均衡价格。金融产品的需求和价格会交替攀升,形成正反馈,直至金融泡沫破灭。金融体系内在不稳定性微观基础值得深入研究,这将有助于我们设计合理的政策,以防范金融体系由不稳定而进一步走向崩溃。

尽管金融体系由于其微观基础而存在内在不稳定性,但这并不意味着金融危机一定会发生,遑论2007—2008年这种史上罕见的大规模金融危机。马丁认为,这一危机之所以会发生,是因为最近几十年来全球金融体系的演进增加了金融体系的脆弱性。马丁把这种演进概括为五个方面:自由化、全球化、创新、杠杆化,以及激励机制。对中国读者来说,创新和激励机制问题可能具有最大的现实意义。

所谓金融创新,首先是大量金融衍生产品的创造。金融产品的存在是以其可定价性为前提的。基础金融产品(存款、债券和股票)同实体经济投资直接相对应。因而,为建立在实体经济投资收益率基础上的金融产品定价相对容易。而据说是为衍生金融产品定价的方法的出现,则使得大量金融衍生产品的创造成为可能。马丁指出,这种数学上无懈可击的定价方法可能是最重要的创新,虽然这些定价方法在一些金融老手看来只不过是一种智力欺瞒。

同产品创新同时出现的还有组织创新。“影子银行”创造了一个能够发挥类似传统银行业务功能的平行体系。由于缺乏最终贷款人和称职的监管者,这个体系在银行体系的传统风险面前更加脆弱。影子银行创造了新型的非存款准货币,特别是货币市场基金和回购协议。居民购买前者是为看似安全的短期证券提供资金,公司则通过后者为投行和从事投行业务的全能银行提供资金。影子银行将传统贷款转化为可交易的资产支持证券(ABS)、担保债务凭证(CDO)和为上述资产提供保险的信用违约互换(CDS)。影子银行消除了零售银行和批发市场之间的界限,在金融机构之间建立了紧密且不透明的网络,从而取代了传统银行体系的纵向关系。影子银行极大地加剧了金融部门的竞争激烈程度。更糟糕的是,传统银行也被牵扯到影子银行的核心业务之中。影子银行的活动大大增加了金融体系内部的债务。美国金融体系总债务中金融机构内部的债务与GDP之比从1979年的20%增长到了2008年的120%。马丁指出,金融体系的脆弱性来自期限错配和风险错配。在这一点上,新体系和旧体系并无区别。但新系统的不透明性和内部相关性放大了金融体系的脆弱性。

史无前例的高杠杆化是新金融体系的又一特征。杠杆在三个维度上得到了增强:一是非金融借款人(购房者)的杠杆;二是新金融工具(衍生产品)内的杠杆;三是金融部门的杠杆。在市场好时,杠杆放大利润;但当市场不好时,杠杆放大损失。高杠杆率又进一步放大了金融体系的脆弱性。

激励机制朝着更加鼓励冒险的方向转变,这是加剧金融体系脆弱性的重要原因之一,其中最重要的变化包括20世纪八九十年代华尔街由合伙制向上市公司制转型、股票期权受到推崇、奖金支付与单一年份表现挂钩而很少甚至不考虑事后影响,等等。“许多大型金融机构建立了非对称的报偿方案,为员工的短期成功支付大笔奖励,即使这些行为在长期导致了巨大亏损,甚至损害了投资者和纳税人的利益。”

马丁认为,金融体系的脆弱性同“全球不平衡”密不可分,而这种不平衡又可以归结于伯南克所说的“储蓄过剩”问题。伯南克提出了过度储蓄的三个原因:一是高收入国家的老龄化;二是不断攀升的石油价格使得石油输出国的储蓄迅速增长;第三,也是最重要的一点,增加储蓄是新兴经济体对20世纪90年代金融危机后的自然反应。这些国家通过增加经常账户盈余,来预防跨境资本流动带来的不确定性。

马丁认为,新兴经济体政府对外汇市场的干预是导致不平衡的重要原因,而这至少又有四个方面的原因:第一是为了积累优质的海外资产,主要是政府债券。这对石油输出国尤为重要,因为这将地下的资产——石油——转换为国外的资产。第二是追求出口导向型的增长战略,这一发展战略被证明是非常成功的,尤其是亚洲国家,在亚洲金融

危机后拥有更强的动机采用这一战略。第三是为了维持高投资、高利润和高储蓄的发展战略,其特点是:汇率低估,较低的工资增长率及劳动收入份额在国民收入中的低比率、以央行压低利率及政府为预防金融危机为特征的金融抑制。第四是为支付外债,不断积累外汇储备,降低对外国金融资本的依赖。大多数国家虽然在参与全球金融市场,但对于国外资本的流入却很谨慎。一种更好的选择是,将流入的资本再转移出去,变为外汇储备。

我赞成全球金融危机与全球不平衡有关,全球不平衡同储蓄过剩有关的看法,但并不认为全球金融危机可以归结为全球不平衡,全球不平衡可以归结为储蓄过剩。2002年之后,全世界的经济学家几乎都在讨论全球不平衡的问题。当时大家都担心美国会出现国际收支危机,其逻辑是:随着经常项目逆差累积所导致的外债累积,国际投资者会担心美国没有能力偿还外债,因而停止继续为美国输送资金;一旦外部资金突然停止流入,美元就会大幅度贬值、美国利率就会大幅度上升,从而造成金融危机和经济危机。2008年,预期已久的金融危机终于爆发,但这场危机并不是国际收支危机而是次贷危机。

更令经济学家难堪的是,危机的实际发展进程同经济学家的事先估计几乎完全相反:国际资本流入美国、美元升值、美国利率降到历史最低水平。现在回过头来看,如果经济学家更加关注美国国内金融市场的脆弱性和不稳定性,更多考虑应该如何加强对金融体系的监管,抑制资产泡沫的增长,尽管存在严重全球不平衡,这场全球金融危机也有可能避免。

我认为,对中国来说,重要的问题不是争辩储蓄过剩是不是造成2007—2008年全球金融危机的主要原因,以及中国在这场危机中应该承担什么责任,而在于中国长期实施的以出口创汇为目标的增长模式是不是一种可持续发展的资源配置方式、是否对中国经济的持续增长有利。1998年之后,以中国为代表的发展中国家(穷国)经常项目顺差急剧增加,美国的经常项目逆差急剧增加。人均收入很低的国家长期向人均收入比它们高出数十倍的国家输出资本(穷人把钱借给富人),是全球范围内资源的严重错配。无可争议的是,最严重的资源错配发生在中国:1993年以来,中国一直保持经常项目顺差,而当时中国的人均收入只有400多美元。不仅如此,除极少数年份外,中国还保持了资本项目顺差。“双顺差”说明,中国不但是净资本输出国(把钱借给富人),而且还以高代价引入外国资金,转手又以低代价借来的外国资金借给外国。由于资源在全球范围内配置的不合理性,中国尽管对世界其他各国持有两万多亿美元的净资产,每年却要向其他国家支付数百亿美元的利润与利息。改变增长方式、维持经常项目基本平衡,完全合乎中国自身的利益。

本书是一部内容十分丰富的专著,涉及

谈谈“对”、“错”、“中”的哲学内涵——兼论经济学理论创新的哲学依据

■游敏

(上接02版)

实际上应用辩证唯物主义的矛盾分析法,有了“一阴一阳之谓道”的“对对子”的传统文化精髓作为指导,那么我们就发现:除了亚当斯密的交换产生分工之外,必然还有合作产生分工,这里更重要的是能让我们看清交换产生分工的理论背后实际上蕴含着私有制,而合作产生分工则必然是公有制的理论基础。至于西方经济学理性假设的片面性也同样昭然若揭,因为按照逻辑学的观点理性本身就具有形式理性和辩证理性两种对子的形式,而我国的老子哲学早就明确地提出“天道,损有余而补不足。人道,则不然,损不足以奉有余。孰能有余以奉天下?唯有道者。”(《道德经》七十七章)关于“道”的两种作用形式。同样,西方经济学提出的有效市场(有三个假设前提),则说明同时必然存在着无效市场;而我们了解到哈耶克坚持的“货币非中性说”则同样不能排斥凯恩斯的“货币非中性说”,实际上他们的观点都集中在货币政策的“传导机制”的这个“中”的不同认识上,但是无论是凯恩斯还是哈耶克等西方经济学家都没有三值的具有“中”的辩证逻辑概念,而始终是在二分法的“排中律”的形式逻辑内打转。因此也就找不到货币转化为资本以后因为逐利而非中性而导致严重的金融危机的真正根源。

综上所述,在经济学理论建设方面,我们看到西方的经济学理论由于受形式逻辑思维方式的影响,一开始就“排中”即排除矛盾,结果最后都必然掉进矛盾激化、冲突、危机的泥潭。而我们“中道”、“中观”、“致中和”的优势从一开始就承认矛盾,就从对子之间的矛盾分析出发,因此我们的目标是驾驭矛盾,寻找主要矛盾交集的中间平衡点,以实现经济的协

国际经济和金融的几乎所有主要问题。在这篇简短的序言中,不可能对本书进行全面的评述。例如,马丁在书中对欧元区主权债务危机进行了十分详尽深入的讨论,对欧元区走出困局提出了许多有价值的建议。又如,马丁对全球金融体系与各国货币体系的关系,对全球未来全球金融体系和各国货币体系,对全球提出了大胆的改革设想。对这些内容——一点评已经超出我的能力。在结束这篇序言之前,我还想就马丁在书中对主流经济学进行的反思发表一点看法。

马丁从来都是主流经济学家的一员。即便是在全球金融危机之后,他“依然认为市场和竞争是经济活力最有力的动力”。唯其如此,他对主流经济学的尖锐批评(也包括自我批评)更应令中国经济学家警醒。

2004年——这场20世纪30年代“大萧条”以来最严重的全球金融危机爆发的前三年,时任美联储委员会成员的伯南克信心满满地说:“货币政策的改进是‘大缓和’的一个重要原因,尽管不是唯一原因。我尤其不相信过去20年宏观经济波动率的下降像某些人认为的那样主要是因为好运气,尽管好运气的确也发挥了部分作用。”2007年6月金融危机即将爆发之际,伯南克又宣称:“现在看来,次贷部门的问题似乎不太可能严重波及更广泛的经济和金融体系。”对于一场即将来临的风暴,伯南克竟然毫无察觉。

马丁评论道:“现在看来,他(伯南克)当时或许是在描述另外一个星球。”伯南克的错误并不是孤立的。2003年,主流经济学泰斗级人物、诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·卢卡斯甚至声称:“如何预防萧条的发生这一经济学的中心命题已经得到了解决,实际上从政策操作层面来看,这一问题在几十年前就已经解决了。”

作为主流经济学基础的公理性假设是一个存在于想象中的世界,在“那个假想的世界中,人都是理性的,市场是有效的,一般均衡总会实现”。马丁坦承:“现在看来,是主流经济学失败了。主流经济学无法在宏观层面解释经济是如何运行的,因为它没有意识到金融风险的存在;它无法解释经济在宏观层面是如何运作的。”“在预测、解决甚至是想象这次80年来发达经济体最大的金融危机方面,学术上占统治地位并且塑造了几十年思想的经济学被证明是无用的。”格林斯潘一直认为,理性地追求自身利益是自由市场经济的核心思想。但是,格林斯潘现在表示,对于自利会带来金融稳定的思想,他已经失去了信心。马丁不无讽刺地说:“这有点像教皇宣布他不再相信耶稣基督复活了。”时至今日,中国经济学家应该能从马丁对主流经济学的批评那里得到一些启发了。

我期待马丁在今后能够对中国经济学发表更多的看法,也相信中国政府和学界愿意倾听哪怕是太不悦耳的批评之声。作为一名读者,我希望对译者和编辑的辛勤劳动表示敬意,希望看到马丁的更多著作在中国翻译出版。

调可持续发展。显然这是我们传统文化哲学精髓和唯物辩证法的优势所在!因此我们在理论创新和经济建设实践中,要以辩证逻辑驾驭形式逻辑,高度关注西方经济学出现的各种他们自认为互相矛盾且不兼容的对对子,同时要更加清醒地认识到理性预期、逆向选择等理论的出现,特别是资产普遍证券化后,资本的流动性大大地加强,利率、汇率、资产价格、货币信用已经逐渐演变为主观与客观相交互的变量这样重要的客观现象,更加关注这些变量的主观要素背后都必然站着能起操纵作用的利益集团。同时我们应该进一步深刻地认识到经济学理论正逐渐演变为必须以辩证逻辑为理论基础、形式逻辑为操作方法的理论学说。这个趋势将必然给中国未来的经济学理论体系创新提供历史性的机遇和广阔的发展空间。

最后我们回到传统文化精髓的角度看,就能更加深刻地认识到中华文明的特点——是个“究天之际”的包含人的主观能动性的生命文明,我们的往圣、先贤不仅有“舍身求法”的规律意识,同样有把握客观世界必然性的卓越探索和认识成果。从“阴、阳”、“对”、“错”到“度数”、“中道”和辩证唯物主义的“矛盾论”、“实践论”乃是一脉相承的认识论和方法论成果,正是在全球化步伐日益加快的当前,我们应该正本清源,继往开来,认真落实习近平总书记2013年8月20日在全国思想政治工作会议上关于传统文化精髓的“四个讲清楚”的重要讲话,从文化自信做起,牢固树立“理论自信、制度自信和道路自信”,积极推进马克思主义的中国化。这样我们就完全有把握、有信心建立起全球化背景下符合人类社会客观发展规律的经济学话语体系,进而为民族的全方位复兴奠定扎实的哲学逻辑基础和理论创新依据。(完)