

从治道审视中国金融危机风险

■毛寿龙 中国人民大学教授

市场经济,既可能是原始的市场经济,比如简单的本地农贸市场,也可能是国家的封闭市场经济,但现在的市场经济,更多是开放的城市经济。在开放的大都市经济里,它的人员是国际性的,它的资源是世界性的,它的圈子也是世界性的。大都市集中了世界上大型企业,集中了世界各地的资金流与物流,乃至服务业。在这样的一个开放的市场里,它没有边界,也几乎没有总量,当然也无所谓财富总量,也无所谓经济危机。

中国会爆发金融危机吗?这是一个热点问题。在我看来,仅就股市而言,2015年6月至今,几乎可以认定已经发生金融危机。因为上证综指从最高点5178点下降到了最低点3000点以下。但是,为什么大家并不认为中国发生了金融危机呢?这是第一个问题。

“中国一定会爆发金融危机”,这个观点一度满城风雨,过去很长时间来,都有人在这么预测。当前预测其理由更加充分,因为目前中国面临着大规模信贷扩张、货币超发、大规模生产能力过剩,还有大规模的政府和企业负债。这些因素,在一些人看来,仍处于中国政府的调控能力之下,但对危机论者来说,已足以导致中国爆发金融危机。而且随着市场的发展,中国政府的调控能力已经下降,不可能阻止金融危机的到来。

不过,在我看来,这些因素可能是危机的原因,也可能是金融市场发展机会。从现实出发,首先,凡是产生资产泡沫之地(例如房地产市场),都是好地方。房地产危机可能导致市场崩溃,但一般过几年就会恢复,而且超过原来的市场。而且凡是房地产价格虚高之处(资产泡沫严重的地方),都是金融市场发展良好,遍地资产公司的地方。纽约、伦敦、中国香港和迪拜是如此,甚至中国的北上广,也是如此。

其次,凡是发生货币泡沫的地方,也都是好地方。因为流动性大大改善,资本量迅速增加。2015年,中国GDP达67.7万亿人民币,增速6.9%;广义货币余额139.23万亿,增速13.3%。后者几乎是前者的两倍。有经济学家

甚至发现,人们一般预料货币超发的地方会形成通货膨胀,但实际上往往形成通货紧缩。在这些地方,货币实际上已经不再是货币,已经通过发达的金融市场,摇身一变成成为实际的社会财富。

原因是什么?是现实产生了问题,还是经济学产生了问题?我们可以尝试着从秩序的角度来探讨。

从秩序的角度来看,我们生活在不同的秩序里。首先,每个人都生活在原始的秩序中。在这个秩序里,我们有最基本的经济需求——一日三餐,些许衣物,然后是安身之所,还有一个满足生存发展的生活环境。我们的财富也就体现为多少粮食、多少衣服以及多大多好的房子。生产能力决定了财富多寡,但个人需求乃是根本:超过需求的财富都算不上财富。

在扩展的帝国秩序里,财富依然如此,基本上局限于原始需求。不过,我们的财富是随着在帝国里地位的提高而增多的。皇帝享受着应有尽有的一切,起居于金碧辉煌的紫禁城,品尝着御厨精心制作的八珍玉食——一百多道菜,略微品尝便将其任意处置。高官有厚禄,虽比不上皇帝,但也是荣华富贵。老百姓则很可能是吃糠咽菜,上无片瓦,下无立锥之地,家徒四壁,过着穷困潦倒的生活。这一切都是跟身份等级有关因素的。

在扩展的市场秩序里,我们的财富发生了巨大的变化。财富远远超出我们原始的需求。我们都不单单是消费者,而且也是供给者。供给曲线不断向上,没有底线。我们阅读得更多,很多人学习了一辈子都用不上的知识;我们赚得也越来越多,很多人赚了一辈子也花不完的钱。在市场经济发达的地方,每个人都是供给者,每个人自身都有很高的市场价值,更不用说其身边的住宅,房子下的土地,还有各种各样的无形资产,尤其是银行账户里的储蓄,甚至一组字符串(比特币)——现在一个比特币,可能就意味着几千个甚至上万个鸡蛋。

原始的秩序和帝国的秩序,都是是封闭的秩序。在封闭的秩序里,我们讲究供需的平衡,一般来说,供需问题更多体现在供给不足上,消费则需要相应控制。计划经济是典型的封闭的帝国经济,在这个经济体里,节约消费是珍贵的美德,贪婪则是恶行;物质资料短缺是常态,偶尔有供给过剩;一旦出现产能过剩,就会为资源分配不均问题忐忑不安。

市场经济,既可能是原始的市场经济,比如简单的本地农贸市场,也可能是国家的封闭市场经济,但现在的市场经济,更多是开放

的城市经济。在开放的大都市经济里,它的人员是国际性的,它的资源是世界性的,它的圈子也是世界性的。大都市集中了世界上大型企业,集中了世界各地的资金流与物流,乃至服务业。在这样一个开放的市场里,它没有边界,也几乎没有总量,当然也无所谓财富总量,也无所谓经济危机。因为经济危机,在原始秩序和帝国经济里是供给不足,导致饥荒。在封闭的市场经济里,是供给过剩。而在开放的市场经济里,供给不足很难出现,一旦出现就是商机。而供给过剩,也不是什么决定性问题,因为它的发生几乎总是局部的,而一旦产生供给过剩,理论上,市场可以在多个层次、各个方面、世界的范围内对其进行调整,从而解决其产生的风险。

再回到本文开始提出的问题,中国股市有股价下跌,为什么大家不认为是金融危机?从秩序的角度来说,这是中国股票市场自身的治理结构所决定的。

因为中国的股票市场,是一个等级身份结构,在这个结构里,能够上市的是一个“身份”。上市公司需要经过严格的审批,才能获得这个“身份”,这个过程往往非常困难。只要获得了这个“身份”,基本上不会失去这个“身份”。所以,一旦上市,企业就等于拥有了一个无形的资产。不管企业有多坏,其市场价值有多低,只要有这个“身份”在,就会有人去投资。如果碰到需要“身份”的人,经过资产重组等方式投资,或者通过借壳上市,这个公司又会起死回生。在这种情况下,股票市场实际上是不可能真正的市场危机的,因为这根本就是一个特权市场。

当然,既然是市场,它自身也是有风险的,有涨就会有跌,而且业绩也会影响其股价的升降,但这个风险是有一定边界的。在这个边界之内,股价可能会过山车那样上下波动,但它自身并不存在危机感。中国的股民知道投资有风险,但也知道这个风险是有底的,无论多坏的股票,只要有这个“身份”在,总有翻盘的可能性,只要有坚持,就会有解套的一天。在这种情况下,股票价格暴跌,但同时不被认为是金融危机,便是合情合理的。

与此类似,中国的房地产虽然出现了大家所认为的泡沫,但是中国的住房价格,并没有出现急剧下跌。这并不是说中国的房地产市场一直比较稳定,而是在房地产市场上,中国不仅有身份制的结构,而且还有数量控制。

从秩序的角度来说,有着市场“身份”的中国住房有着高端“身份”。它在建造的时候就有各种各样的许可证,而且还缴纳了很大一笔土地出让金。这种房子叫做有产权的房

子,有着合格市场“身份”。这种房子在城市里往往和户口、教育等公共服务联系在一起,与城市公共设施的便利程度密切相关,所以承载着标准的政府公共服务收益。所以,其“身份”金贵无比。

除此之外,中国还存在着大量很难买卖、或者买卖自身不受法律保护、容易发生纠纷的各种小产权房,还有产权受到限制的住房。这些住房的市场价值远远低于商品房。这种情况有点像企业产权市场,商品房相当于上市公司。按道理,这种商品房市场的价格也会像股票市场那样,会有大涨大跌的可能性,但会因为政府规定每家只能购买两套住房,而且有繁重的交易成本,所以其流动性相对不足,住房市场的价格也就表现为时而疯长,时而停滞不前,而且远远高于大家预期的合理价格。这样我们就可以理解,为什么中国房地产市场泡沫很大,但总是不破,也不会导致房地产市场崩盘所引起的金融危机。

接着是债务危机。中国政府和地方政府近些年都债台高筑,2015年赤字规模1.62万亿元,当年GDP67.67万亿,赤字率2.3%,不到3%警戒线。2015年中央和地方债务总量26.2万元,政府总负债率是38.7%,低于欧盟60%的红线。地方政府2015年年底债务余额16万亿元,负债率23.6%,远超美国地方政府13%~16%上限,接近高达25%上限。这些数字只是保守估计,如果加上未列入预算的债务——包括政府投资平台以企业方式举借的债务以及社保空账,估计债务量会大大提升。而中国企业债务则更为惊人:标准普尔认为,中国企业债务总量在2013年已经超过美国的企业债务总额,已经达到14.2万亿美元(美国是13.1万亿美元),未来几年很快会达到20万亿美元。标准普尔警告,中国债务危机的风险高于A股市场。

从治理结构的角度来看,中国政府在法律上是禁止地方政府借债的,但实际上地方政府举债可以说已经失控。对于企业融资虽然有法律管制,但管制相对较松。在这个领域,其治理结构也是身份制的帝国秩序,但因为刺激经济增长的需要,GDP增长就是硬道理。在这种情况下,即使是身份特权的管制,即使是数量管制,在这个领域也已经失效。在这个领域,中国政府应该说依靠身份和数量管制,也可以重新控制债务风险,甚至控制企业的债务风险,但因为这种控制很容易导致投资下降,导致经济硬着陆,所以失控是必然的。而在经济下行时期,控制的风险更大。在这种情况下,中国的债务问题可能会越来越严重,直到导致严重的违约产生,并直接导致

金融危机。

在中国历史上,良好的治理,是着眼于大同社会的治理,用现在的话来说就是公共治理。但这只是理想,付诸实践的却是小康社会的理念。小康社会的治理结构是帝子等级身份的治理结构。君君臣臣父父子子,三纲五常治国。这是封闭的原始秩序加上封闭的帝国秩序。这种秩序内在的治理结构一直延续到今天。

改革开放30多年市场经济的发展,已经大大冲击了这一套治理结构。但中国的市场还是处于这个治理结构之中,也就是鸟笼中的市场经济。中国的股票市场,房地产市场,都是身份制结构的。这使得中国的市场一直没有开放市场下政府干预所导致的金融危机。但中国市场的危机还是存在的,即使在小康社会的治理结构里,以经济增长为核心目标的政府也无法依靠这套治理结构控制债务规模。中国目前和未来一段时间不一定会发生金融危机,即使股票市场像过山车那样颠簸。房地产市场充斥更多泡沫。但是,如果债务的规模得不到很好的处理,就很可能引发真正的金融危机。

所以,中国的金融危机,其实不是市场的危机。西方的金融危机,是政府不当干预的危机。中国的金融危机,是治理的危机。中国目前股票市场和房地产市场,虽然没有牵一发而动全身的危机,但其治理结构本身就是危机,因为它扼杀了市场的发展,它毁掉了大批的好企业和好资产,埋没了其市场价值。中国的债务危机本身就是治理结构的危机。这种基于身份制的封闭的治理结构,如果要实现经济增长,就需要不断增加债务规模,直到支付违约情况大量发生,导致债务危机,从而引发金融危机。虽然这种危机现在没有发生,但治理结构上的危机则已经发生了。这是我们需要密切关注的。

所以,中国金融危机发生与否其实并不重要,真正重要的是中国金融市场的治理结构,以及治道变革。治理的危机,比金融危机本身更为根本。股票市场应该彻底天下为公,加快从审核制转变为注册制,实行严格的退市制度。房地产市场要推进房地产“身份”统一,房地产无数种“身份”的时代早该结束了,而数量控制,更需要取消。债务市场也是如此,要通过发展债务市场的内生监控,让风险高的政府和企业融资成本高昂。金融市场的其它方面,比如保险市场、期货市场等等,也需要实行相应的治道变革。而对于政府来说,尤其是需要建立公共治理之道,而不能死守身份等级的治理之道。

从经济学角度看待媒体属性

■夏春

香港电影、报刊及物品管理处2016年最新统计显示,注册报刊合计多达739种,其中仅报纸的每日发行量就达到400多万份,加上电视等其他信息传播渠道,香港媒体的密度相对于740万人口而言冠绝全球。激烈的竞争自然带来了媒体或左或右的政治倾向性,我在香港生活近八年,对于媒体对同一事件截然不同的报道早已屡见不鲜,此前在美国生活七年,感受同样明显。

但另一方面,媒体及其从业人员,向来宣称公正客观中立和强调公信力。不过,1998年美国报纸编辑协会完成的新闻业可信度调查显示,78%的被调查者相信媒体带有倾向和偏见,59%的人说报社主要关心的就是赚取利润而非公众利益,85%的人认为媒体过分追求与性有关的新闻,53%的人觉得媒体脱离大多数美国公众,43%的人认为媒体只报道坏消息而忽略好消息。美国皮尤研究中心在2012年的调查再次印证了这些看法,还特别显示过去十年,公众对于媒体报道公正性的信心是逐步下降的。顺便说一句,在2010年Erdos&Morgan发布的全球专业投资界研究,《金融时报》在财经类报刊的可信度名列第一,领先于《经济学人》和《华尔街日报》。

也许正因为媒体存在政治倾向性早已是众所周知的事实,经济学家过去对这个现象的根源研究不足。普遍流行的看法将媒体政治倾向性(media slant)的来源归结于“意识形态控制论”或者“供给论”,指的是新闻机构的创办人,大股东,董事长,总裁、记者、编辑或者广告主,借助媒体的力量去传播他们喜欢的意识形态和政治立场,从而影响和操纵读者的思维和选票,也就是说媒体主动给读者洗脑,因此自由市场的媒体可分为左派和右派。伴随这种观点的是这样一种看法:媒体带有偏见并不重要,因为不同的偏见可以相互抵消,只要读者同时阅读左派和右派的报纸,那么他们最终可以获知事实的真相。但事实会如何呢?一方面,“真理越辩越明”在短期内只是一个美好的愿望(见下述原因),另外一方面,有多少读者会同时阅读立场相反的报纸呢?比如,在美国带有相同政治倾向性的博客会彼此关联连结,而相反政治倾向的博

客则通常“老死不相往来”。也就是说即使是一个中立的读者顺着连结阅读的话,他读到的是具有相同政治倾向的观点,而很难看到不同的意见。

在我国香港,被认为传输意识形态最积极的黎智英在1995年创办《苹果日报》时就一语破的地点明了媒体的倾向性主要来自于读者的需求。也许是受此启发,香港大学的孙永泉教授在2004年首创媒体倾向的“需求论”,随后经哈佛大学上的Sendhil Mullainathan和Andrei Shleifer进一步论证而获得学界极大的关注。他们指出媒体并不一定是在操纵读者,而是在满足带有政治倾向的读者的需求。也就是说读者因为早期的教育(也许来源于父母和老师)已经形成了政治倾向性,媒体为了销售利润的考虑去迎合读者的偏见,这样即使媒体完全挖掘出真相,也会做带倾向性的报导,左派和右派媒体也由此而产生。

经济学家研究这些问题的独特性在于,理论中的读者和媒体都是理性人,懂得最大化自己的利益,而之前流行的供给论则隐含假设了读者很愚蠢,任由媒体操纵(后来发展出新的供给论发现,即使读者足够聪明,也仍然可能被媒体操纵)。需求论推导出一个很有趣的结论是,报纸之间竞争越激烈的话,对立的倾向性观点也会越明显,同时报纸的销售价格会降低,甚至出现免费的报纸(香港的免费报纸之多,也是全球之冠)。这个和通常认为的竞争会让媒体倾向性消失从而使事实真相更快显示出来的看法不一样(也和供给论在竞争下会使报道接近真相的结论不同),但这个结论却符合前述皮尤研究中心观察到的情况。实际上心理学关于“感受偏差”和“确认偏差”的研究早就发现,让意识形态对立的人阅读同样的新闻报导后,他们之间的分歧不会减少,反而会加大,原因在于读者会选择性地忽视和他的意识形态不同的信息,而那些与其看法一致的信息则会强化他之前的政治立场,正如凯撒在《内战记》里所写“没有人愿意看到事实的全部,人们往往只希望看到自己想看的现实。”这也是为什么在短期内真理会越辩越糊涂。

作为Mullainathan和Shleifer的学生,芝加哥大学的Matthew Gentzkow和Jesse

Shapiro教授进一步发展了需求论,指出如果媒体为了迎合读者的观念以维持其名誉,即使双方都希望得到真实信息,媒体倾向性仍然可能会在双方利益受损的情形下发生。伦敦经济学院的Timothy Besley和Anrea Prat教授则进一步发展了供给论,指出即使政府不采取新闻审查制度,媒体为了自身利益也会选择倾向性的报导以维持和政府良好的关系。

既然供给论和需求论在理论上都可以成立,那么哪个观点更符合实际情况呢?回答这个问题需要对媒体政治倾向性客观的衡量指标和准确的统计检验。而寻找客观的衡量指标的难度很大,实际上关于什么是“倾向”都有许多不同的定义,研究者本身也可能带有主观色彩去判断媒体的立场。例如,美国皮尤研究中心在2009年的调查发现一方面福克斯新闻被认为是意识形态最强的媒体,虽然有47%的被调查者认为福克斯的立场最保守(政治立场为极右),仍然有14%的人认为他最自由(政治立场为极左)。再者,说明一家媒体或左或右倾向性存在的证据应该是系统性的,而不是仅仅个别孤立的报道来下结论。最后,仅仅找到少数媒体带有倾向性的证据(比如一些文章对比研究了6—10家媒体的政治倾向性)还是无助于我们理解倾向性产生的原因。

Gentzkow和Shapiro在2010年发表的一篇有广泛影响的文章里,找到了一种客观的衡量政治倾向性的方法。简单来说,他们先对美国两党议员的书面语言和词汇的频率进行分类(比如共和党议员倾向于使用“死亡税”、“税收减免(tax relief)”、“个人退休账户”、“反恐战争”、“石油换食品项目”等,而民主党议员则倾向于分别使用“遗产税”、“减税(tax break)”、“私人社保账户”、“伊拉克战争”、“外国石油”等),然后利用回归和量化的方法对比报纸使用的语言和词汇和议员的相似度来界定媒体的倾向性,这样就避开了此前研究中常见的来源于研究者自身的主观判断(之前一个类似的方法是通过比较不同媒体引用智库研究的频率与国会两党议员引用频率的相似度来判断媒体的政治倾向性),而且这个方法有利于系统性证据的寻找,使得被分析的媒体数量大大增加(一共分析了433家报

纸,占2001年美国报纸总数的74%),而过去传媒学界对媒体倾向性的研究往往只依赖少数样本。接下去他们在进行同时考虑了供给论和需求论的理论模型进行定量分析,以估计读者对媒体的消费来研究两种理论分别导致媒体倾向性产生的比例。结果他们发现需求论所指出的媒体的迎合读者的偏好对于媒体倾向性产生有20%的解释力,而供给论的解释力只有4%(其他影响因素还包括媒体所在地区的主流政治倾向、人口数量和密度、人均收入、教育水平等等)。非常难得的是,这项经济学研究也得到了密切关注媒体政治倾向性的传媒学界的高度认可。Gentzkow因为这些杰出的研究获得了2014年美国经济学会的克拉克奖,经济学家通常称其为“小诺贝尔奖”。

中国媒体随着改革开放和经济增长也迎来了巨大的发展机会,目前仅报纸就多达2000多种,全年发行量近500亿份。毋庸置疑,中国对媒体的意识形态控制严格,对此的研究也是刚刚兴起。严格来讲,前面提到的香港地区和美国媒体政治倾向性和中国媒体的倾向性不具有类比值,前面提到的量化新方法也不能用于中国媒体政治立场的研究。因此中国学者的研究更是集中于不同报纸的内容侧重点的差别,不过文献里把这种内容差别和政治倾向性统称为“媒体报道偏差”(media bias)。香港中文大学的袁晗发表在《中国经济评论》的论文以文件术语矩阵法和层次聚类分析法研究了中国22家报纸对于党的十八次会议的报道偏差。具体来说分为中央和地方、政治和经济两个维度,比如侧重政治报道的报纸较多使用“宣传”、“大会”、“思想”、“同志”、“理论”等词汇,侧重经济报道的则较多使用“企业”、“市场”、“政策”、“国际”、“产业”、“科学”、“生态”和“技术”。他发现浙江和广东的报纸更倾向于报道地方和经济新闻,和其他地区(包括北京、上海、山西、吉林、重庆)差别明显,原因则可能是前两个省的民营经济更加发达。如果把这些不同维度是差别折算成一个统一的指数,他发现位于同一个地区的不同报纸的报道偏差相似。

香港大学的Qin Bei与合作者David Stromberg、Wu Yanhui教授对中国110家

主流报纸从1998到2010年的报道进行了大数据文本分析,他们以九个维度来体现报纸在政治和经济内容报道上的频率区别:宣传维度包括对国家和地区领导人的报道、对新华社报道的转载和引用、对海外热衷的争议话题的报道;监督维度包括对腐败、灾害和事故的报道;商业维度指对犯罪、运动和娱乐新闻的报道。通过对这九个维度进行主成分分析,他们可以衡量每家报纸的报道偏差。偏差大的报纸更倾向于宣传和监督维度方面的报道(通常是日报)、定价则是广告收入低于偏差小的报纸(通常是晚报、都市报和副刊)。从媒体报道偏差和新浪微博被删帖比例的地区分布中,可以看出内陆地区的报纸相对来说更侧重政治内容。这项研究的另外一个重要的发现是:出于对广告收入的竞争,新进入的报纸更侧重于经济和商业新闻,使得报道偏差呈现逐年下降的趋势(以人口加权计算的媒体平均报道偏差程度也在2003年以后出现了下降)。

2015年,香港中文大学的T.J. Wong、Tianyu Zhang和合作者Joseph D. Piotroski教授利用文本分析方法研究了中国2000—2010年发表于报纸的文章。他们发现新闻商业化的发展将报纸引入到媒体市场,相对于官方报纸,商业报纸的政治报道较少。这点并不意外,另外两点则很有意思。中国各地报业从1996年开始将同一地区的报纸合并组成集团公司。相比于合并前,官方报纸的政治性内容更多,而商业报纸的政治性报道更少。特别的,当上市公司的新闻发表于商业报纸,股价的反应要明显强于该公司被官方报纸报道,而且这个差别在集团化的报纸上的反应要大于非集团化的报纸。换言之,读者和投资者对于商业报纸报道的关注度更高,由于集团化的报纸针对这种需要进行市场细分和深度报道,他们更加吸引读者也理所当然。三位教授认为报业集团化改革是非常成功的,因为同时满足了行业的双重功能,既服务于党和政府的政治需要,也为支持市场经济的发展提供了必要的信息渠道。

虽然没有直接量化出“供给论”和“需求论”在决定中国媒体报道内容上的比重,这些研究都表明他们同时发生作用,而且可以看出党和政府对媒体的控制和影响是在逐年递减的,而市场的作用变得越来越大。