

系统性金融风险：一个经典注释*

马 勇

〔摘要〕由于忽略了金融因素的内生性影响,过去几十年的主流经济学文献几乎没有关于系统性金融风险的深入论述。本文以经典文献为基础,从内生性金融风险的“原罪”、风险形成的动态过程以及风险传导机制等方面,对系统性金融风险的内在机理进行了初步的理论重建。围绕7个基本命题,本文强调,理解系统性金融风险的关键在于冲击在特定条件下得以实现的基础和条件,而这正是被主流文献长期忽略的关键命题。

关键词: 系统性金融风险 实体经济 经济周期

JEL 分类号: E32 E44 G32

一、引言

在浩如烟海的金融学文献中,最引人瞩目的一个“断裂”现象是:一方面,关于系统性危机的研究已经大量存在;但另一方面,关于系统性风险的研究却几乎处于空白状态。在现实经济中,我们观察到的金融危机只是系统性金融风险的一种结果和表现形式,而作为一种连续不间断过程系统性金融风险才是隐藏在金融危机背后的真正原因和永恒存在。更确切地讲,作为一种典型的“过程量”,只有在一种时间性和连续性的动态进程中,系统性金融风险的本质、特征与机制才能被充分理解,而这,正是被主流文献长期忽略的关键命题。

从一般的意义上看,系统性金融风险是指金融体系由于遭受了普遍的大规模冲击而无法持续有效运转的可能性,这种冲击常常表现为相当数量金融机构的倒闭和支付困难、金融市场的崩溃和价格信号的失灵,以及货币的贬值和资本的外逃等等。冲击的具体来源可以是任何一个源自金融体系内部或者外部的随机事件,但这种冲击得以实现的基础却是长期在金融体系中滞留和酝酿的系统性风险的集中爆发。因此,只有加强对系统性金融风险及其实现机制本身的研究,才能真正从源头上理解金融危机的实现过程,而实现这一转变的关键,是要将重点从对金融危机的研究直接转向对系统性金融风险的研究。

二、被掩盖的金融风险:主流理论忽略了什么?

在主流经济学框架中,以古典完美市场为基准,“充分认知假设”绕过了不确定性的影响,个人在未来各种明确的可能性中,相机做出的最优化决策可以自动实现市场的均衡,因而在一般均衡框架中,金融体系事实上缺乏存在的必要性(Garrison, 1982)。在经典的“阿罗-德布鲁”范式中,完美金融市场的配置效率依赖于一些关键假定,比如:(1)信用是完美的,不存在内生交易费用,不考虑信用问题和执行合约的策略因素所导致的内生不确定性和相关风险。(2)零交易成本,不考虑与技术因素相关的外生交易费用,不存在搜寻成本,也不存在签约成本。(3)资产和合约具有可分性,不受专用性和不可分性的影响,每一次交易都可以在边际意义上实现。(4)每个交易者都具有完美的跨时预期,对未来任何时点可能出现的资产收益状态及其概率分布具有完备的信息。正是在这

* 马勇,中国人民大学财政金融政策研究中心国际货币研究所研究员。本研究得到教育部重大攻关课题“全球新型金融危机与中国外汇储备问题研究”(08JZD0011)和北京市教育委员会共建项目“21世纪全球金融竞争与危机控制战略研究”资助。

些关键假定下,以“阿罗-德布鲁”范式为代表的一般均衡理论不仅前提性地“抽象”掉了金融体系,而且还把一切形式的金融风险排除在外,这也最终导致人们全盘性地低估过去几十年的风险。

作为古典自由主义者和芝加哥学派的创始人,奈特(Knight, 1921)明确区分了“不确定性”和“风险”,并用前者表示人们根本无法预知的那些将来事件,而用后者表示人们可知其概率分布的那些不确定性(一种可以根据过去推测未来的可能性)。作为现代金融投资理论的主要基础,马柯维茨(Markowitz, 1952)第一次给出了风险和收益的数理定义,发展了一个概念明确和可操作的在不确定条件下进行投资组合选择的理论,即“均值-方差”分析。在这一框架中,马柯维茨将投资决策简化为在资产组合的期望收益与方差之间进行权衡,于是,关于投资组合选择的复杂多维问题,就被约束成了一个在技术上易于处理的简单二次规划问题。在马柯维茨框架下,金融风险被划分为系统性风险(systemic risk)和非系统性风险(non-systemic risk or idiosyncratic risk),前者是指与整个经济体系和市场相关的风险,所有金融资产的价格都受到它的影响,如货币政策调整、政治法律和社会环境变化等引致的风险;而后者则指个别合同违约或资产损失的可能性,如某个企业自身经营和财务状况造成的风险。一般情况下,非系统性风险之间是相互独立的,因而分散化(diversification)就成了有效规避投资组合风险的主要策略。由于充分的分散化在理论上可以彻底消除非系统性风险,于是,马柯维茨的投资组合理论及其扩展几乎重构了现代金融风险管理理论,尤其是在有效市场假说(EMH)的支持下,金融市场一改过去那种充满风险和不安定的陈腐形象,成为能够实现良好风险管理的基本制度安排。这一理论不仅复兴了市场“无形之手”的作用,而且使金融市场的风险处理能力得到重新评估,并最终为 20 世纪 70 年代以来的金融创新和金融市场发展提供了直接的理论支撑。

以有效分散化为基础,现代金融体系能够实现有效风险配置的理论基础是更广义的风险分担理论。所谓风险分担,是指通过将风险进行分拆、捆绑、分散和转移,在不同微观经济主体之间进行优化配置,使得有能力且有意愿承担风险的投资者承担更多的风险。如此一来,就算风险转变为实际损失,也不致于诱发严重的债务关系断裂和系统性风险的扩散。从结构上看,风险分担可分为“横向的”风险分担和“纵向的”(跨期)风险分担。前者指在既定的时点上,不同的投资者可以通过风险互换来实现有效的风险分担;而后者则指通过不同时期之间的均衡匹配策略来平滑投资收益和规避金融资产价格的过度波动。一般情况下,横向的风险分担主要通过金融市场来实现,而纵向的风险分担则主要通过金融中介(银行)来完成。至此,整个金融体系的风险理论框架就被系统地建立了起来。

建立在有效市场和分散化原理基础上的现代金融风险理论,表面上看上去逻辑严密、无懈可击,但实际上,金融风险并不是真正消失了,而是被数理推导之前的那些近乎臆断的“前提假定”所掩盖。在马柯维茨框架中,用方差来衡量风险的做法实际上是将全部的金融风险简单归结为市场波动,而对于市场的风险状态评估也仅仅是蕴含在以历史经验为基础的那些理想化的市场行为模型中。由于方法论上的机械性,这些建立在历史统计数据基础上的经验模型不仅完全忽视了风险的动态积累机制,而且从根本上排除了时间和空间动态性所带来的关键参数的系统性变化,而后者正使我们一次又一次地低估系统性风险的发生概率^①。在看似合理的“风险在不同投资者之间

^① 新古典经济学以市场内在稳定为基本内涵的 EMH 以及以它作为理论支撑的相关模型,如很多中央银行用于宏观经济分析及预测的“动态随机一般均衡模型(DSGE, Dynamic Stochastic General Equilibrium)”、美联储的 FRB/US 模型,以及金融业常用的“资产定价模型(CAPM, Capital Asset Pricing Model)”、布莱克-斯科尔斯期权定价模型(Black Scholes Option Pricing Model)和“风险价值(VAR, Value At Risk)”模型等,都最终被证明在预测危机方面无能为力。其中一个典型例子是,在 2007 年 8 月美联储堪萨斯城“杰克逊霍尔夏季年会”上,米什金发表的 FRB/US 模型模拟结果与后来的事实大相径庭。当时,米什金宣布:如果美联储“过激地”将联邦基金利率下调 1 个百分点,即使房价在未来 2 年下降 20%,经济下滑也只会使 GDP 增速下降 0.25%,失业率上升 0.1 个百分点,因此中央银行将有足够的政策工具把损失保持在“可控水平”之内。但后来的实际情况却是:联邦基金利率从当时的 5% 下调到了 2010 年 1 月的 0.11%,而失业率却从当时的 4% 上升到 2009 年底的 10%,实际 GDP 的增速(按 2005 年美元计算)从 2007 年的 2.1% 分别下降到 2008 和 2009 年的 0.4% 和 -2.4%。

匹配”的理想愿景中,对经济理性的过度解读已经超出了现实人所能达到的最远边界,而投资者的风险偏好与其实际的风险承受能力可能出现系统性的偏离这一关键的风险形成机制也被刻意地忽略——在这个意义上,经济理论通过一种空洞的逻辑过程达到了“自我实现”,因为完全理性的假定实际上在理论所描述的“投资者实现风险匹配”之前就已经彻底排除了风险。此外,现代金融理论所界定的“风险”,无论是系统性风险,还是非系统性风险,均无一例外地被界定为来自于金融体系之外。这种金融风险源于给定外生性冲击的假定,不仅彻底忽略了系统性金融风险所具有的内生性特征,而且阻断了其与实体经济在动态过程中交互作用的机制。然而,正如我们下文所要表明的,离开了对金融体系独特性及其与实体经济联系的认识,系统性金融风险很难被真正理解。

三、系统性风险与金融“原罪”:内生的制度困境

无论是从金融体系在宏观经济中的地位、功能和作用来看,还是从金融业的结构特征、契约性质和基本制度安排来看,金融体系都内生地孕育着某些容易诱发系统性风险的基本要素。这种“与生俱来”的内生性风险倾向,本文称之为金融“原罪”。

(一)“原罪”一:金融结构与系统性金融风险

作为联结盈余部门和赤字部门的桥梁,金融体系本质上是一个现金流机器。通过促进分散储蓄向集中投资的转化,金融体系引导着货币资金的规模、流向和成本,从而也在很大程度上影响着实际资源的配置结构。在发挥“中介”功能的过程中,金融体系不仅承担着自身货币资金运营的风险,而且承担着来自外部的实体经济各种不利变动的风险。正是由于金融体系在实体经济过程中的这种中介和纽带作用,使得金融体系与实体经济的反馈机制持续存在,而且这种持续的反馈机制由于金融体系的高杠杆性被放大了。高杠杆意味着获得资产的能力主要依靠借入资金(负债)来支撑,如果单位资产的利润不变,那么,杠杆比率提高会增加未分配利润和提高盈利能力,从而促进金融体系的融资供给加速增长。对于银行而言,如果它以大量不公开的方式抵押其信用,那么账面上通过负债所显示出的杠杆化率,还会低估所有者权益或所有者投资为其他机构提供的担保水平。当经济中的金融机构和一般企业普遍提高杠杆比率时,往往是经济和金融迈向不稳定的一个显著标志^①。

就资本结构而言,高杠杆性已经成为金融业的专有经济属性之一^②。在高杠杆条件下,由于资产依靠负债驱动,一旦负债的结构被确定,那么除非资产结构在额度和期限上与负债结构完全匹配,否则资产和负债的“错配”问题就将出现。对于金融机构而言,资产合约(作为债权人)和负债合约(作为债务人)同属于债合约,这意味着,如果资产和负债的结构在额度和期限上完全匹配,那么金融机构将不可能从“负债-资产”的转换中获得任何超额的收益。因此,资产和负债的错配问题是金融机构从一开始就无法回避的内生性问题^③。对于银行的“负债-资产”转换技术而言,一种普遍被接受的理论认为,除了由承担资产负债错配风险所换来的风险溢价之外,转换过程中银行保留和积累的大量私人信息是银行获得持续价值的重要来源。但事实上,金融市场根本无法做到完全

^① 在1960年到1974年间,通货膨胀和金融不稳定成为人们关注的主要问题,银行的杠杆比率增长了大约50%。这种增长是融资环境变化的一部分,这种变化也包含了在企业的债务结构中投机性融资和庞氏融资的比重有所上升。更高的银行杠杆比率是推动经济金融变得脆弱的过程的一部分,因为银行更高的杠杆比率促进了银行客户短期借款(通过杠杆)的大量增加:银行的杠杆比率以及向经济中引入投机性融资和庞氏融资,是一个硬币的两面(明斯基,1986)。

^② 高杠杆的财务结构几乎已经成为金融业的一个“标签”,事实上也没有哪一个行业像金融业这样如此普遍持续地依赖于高负债经营——如果哪一个行业具有了类似于金融业的高杠杆特征,那么,这个行业马上就会被纳入金融业的范畴。

^③ 实际上,自20世纪70年代以来,所有接踵而至的金融革新都涉及以更加有限的资产来应付由杠杆作用所引起的债务,只不过对原先的结构进行了某些修正。

的信息公开,否则个人就可以在市场上获得免费信息,而不是花钱购买投资信息。此外,同样可以预见的是,对私人信息的保留毫无疑问还会引发经典的信息不对称问题,从而使银行脆弱的资产负债结构更易遭受挤兑事件的冲击。换言之,银行的信息生产行为天生面临着“两难困境”:要想从信息生产中持续地获得溢价,就必须更多地保留私人信息;而一旦更多地保留了私人信息,那么,由信息不对称引发的逆向选择问题就更加严重。

除了高杠杆引发的资产负债风险外,在过去几十年里,金融市场的另一个显著特征是资产价格和信贷扩张“繁荣-萧条”周期性的增强,这种周期性内生地存在于经济和金融活动之中。虽然伴随总体经济的产出和收益的周期性波动在各个产业均随处可见,但这种周期性特征在金融体系中表现得尤其明显——与实体经济部门的反应相比,金融因素(如金融产品、证券价格、银行信贷等)在上升期扩张得更快,在下行期收缩得更为明显。这种金融因素与实体经济的同周期性效应极易引发二者的“共振”,并最终导致实体经济的过度波动。尤其是近年来,金融体系的同周期性引发了某种潜在的倾向,使金融活动持续、显著地偏离长期均衡。这种具有高度非线性特征的金融失衡,通常被定义为金融体系的“过度同周期性”(excessive procyclicality)。很明显,金融体系的这种“过度同周期性”既是金融体系内生的潜在特性,同时也是经金融杠杆放大后的实体经济风险的一种外部表现。从历史的角度视之,在大多数金融危机的经典案例中,我们都能清楚地看到与实体经济彼此强化的金融体系的过度同周期性现象。

命题 1:金融体系的特殊功能和高杠杆结构决定了其不仅会承袭实体经济的风险,而且会放大这一风险,金融体系的过度同周期性是来自实体经济的、并经金融杠杆放大后的系统性风险的外部表现形式。

(二)“原罪”二:金融合约的性质与系统性金融风险

任何市场交易都是建立和履行合约的过程。契约关系所产生的复杂现金流网络遍及市场的各个角落,与当前产出的生产和分配所产生的现金流网络有着盘根错节的关系(明斯基,1986)。毫无疑问,如果所有合约都能够得到如期执行,那么就不可能产生由大面积违约产生的系统性风险,尽管引发违约的原因可能并不特定地来自于系统性风险发生的领域内部。

通常而言,市场合约可以是实名的或者匿名的,其标的物可以是实物的或者权利的。但与一般的商业合约相比,金融合约的特殊性在于:(1)无论是股权性质的合约、债权性质的合约或者是介于二者之间的某种混合形式,为了提高合约的流动性和转手便利性,匿名性质的合约占据了市场主流,这意味着大部分交易是在并不清楚交易对手的情况下完成的。(2)尽管大部分金融合约的标的仍然是以现金流为基础的,但大部分标的都只是某些名义变量(如指数),而那些纯交易目的的金融合约的标的物甚至可以达到人类想象力所能触及的最远边界——这意味着大部分金融合约的目标是对于未来现金流的交换而非实物的交割,金融交易与实体经济可以分离运行。

金融合约的上述特征对应地决定了系统性金融风险的两个重要特征:(1)金融合约的高度流动性使得风险对供求关系的变动更为敏感,金融风险的扩散速度加快,交易频率对风险的反馈效应(尤其是负反馈效应)大大增强。(2)由于越来越多的金融合约及其交易并不与实体经济的运行直接相关,从而使金融风险逐渐形成了某种独立演化和发展的机制,并能在某些不直接依赖实体经济的层面上达到“自我实现”——这意味着在实体经济并未出现明显问题的情况下,系统性的金融风险依然可能发生。

尤其是近年来,随着金融创新和金融衍生品的发展,金融合约的形式和内容也越来越复杂化。随着金融工程技术被广泛运用,绝大部分金融合约都涉及对原始现金流的多次分割和分离交易,

并最终由彼此关联的多个层次的市场主体^①达成一系列的结构化交易方案。由于在原始现金流的基础上进行了多层衍生,加之牵扯的交易主体和交易结构错综复杂,不仅普通投资者对这些金融合约的内容难以理解,就连专业的金融机构也常常望而生畏——“高盛公司的财务报表只有美林能看得懂”,这句在“次贷危机”中广为流传的调侃之语形象地描绘了当时市场上复杂的金融衍生合约给投资者带来的困惑。

应该指出,在市场机制下,只有当市场参与者能够接收到真实、准确的信息并反映出真实的市场交易状态时,信息的处理才是有效的。这意味着,过度的金融创新和金融合约的高度复杂化,将不可避免地导致普遍的信息失效问题:当复杂的金融合约远远超越一般市场主体的理解范畴,并导致投资者无法有效地识别和判断投资对象的真实风险状态时,即便是公开、完整的信息披露,也无法帮助投资者实现有效的“风险——收益”配置决策,其结果是投资者风险识别能力的集体性缺失和市场风险分布状态的系统性失衡。

命题2:金融合约的匿名性和合约标的的非实物性,使得金融风险对供求关系的变动更为敏感,负反馈效应增强,并逐渐形成了某种脱离实体经济独立演化的机制,而伴随金融创新的结构化金融合约正带来越来越严重的信息处理失效和风险分布失衡问题。

(三)“原罪”三:金融安全网悖论

一般意义上的金融安全网,主要包括存款保险、政府担保(显性的或隐性的)以及最后贷款人机制等。使金融机构或者金融市场免遭挤兑风险及由此带来的市场混乱和崩溃,是金融安全网最重要的基本功能。历史上最著名的一些金融恐慌的例子是因为个人储户大规模挤兑造成的,这种情况随着金融安全网的普遍建立,现在似乎已经逐步淡出人们的视野,但实际上,只要长期的非流动资产是通过短期流动负债来进行融资,并且短期融资提供者对借款人失去信心或者开始担忧其他短期贷款人可能失去信心,那么金融恐慌仍有滋生的可能^②。因此,消除潜在的系统性风险因素仍然被看作是金融安全网的基本功能和目标。

然而,问题在于,金融安全网事实上不仅不能消除系统性风险,反而有可能导致风险的长期和过度积累,最终增大系统性金融风险的爆发能量。比如,金融安全网对银行的过度保护可能引发经典的道德风险问题:由于银行倾向于贷出比正常情况下更多的款项,并使资产维持在低于合理流动性的水平,金融脆弱性增加。又比如,作为一种旨在消除“无效率挤兑”的制度安排,存款保险制度同时诱发了存款者和银行经理人的双重道德风险:一方面,由于存款人非常自信地认为存款安全具有充分的保障,从而丧失了监督和约束银行冒险行为的激励。另一方面,对于银行经理而言,如果在承担更高风险的条件下,存款者并不要求更高的风险补偿,那么,通过以高风险资产替代安全资产来提高股东期望回报的激励就将一直存在。不仅如此,与一般商业保险所依赖的“大数原理”不同,作为存款保险制度的担保对象,金融风险(流动性危机)几乎总是在特定时期集中发生,它既不是个别和分散的,更不是彼此独立的。这意味着,金融风险的性质可能从根本上决定了它并

^① 如投资银行、商业银行、基金公司、会计和审计机构、评级机构、个体投资者等。

^② 在危机中,短期贷款人为了保护自己免遭资产价格可能下滑带来的损害而会普遍提高估值折扣。这种个人的理性行为可能会引发类似于挤兑的情况:由于估值折扣过高,融资变得困难,一些借款人可能别无选择只能将资产在非流动市场中进行出售。这种被迫出售会压低资产价格,增加市场波动,削弱类似资产持有人的财务头寸(financial position),反过来又增加了回购贷款人承担的风险,进一步推高估值折扣。在此次美国“次贷危机”中,2008年3月贝尔斯登濒临倒闭时就出现过这种不稳定的情况,9月中旬随着危机深化,估值折扣也急剧攀升。当这种融资恶性循环开始启动,下跌的资产价格和垮塌的贷款人信心很可能造成危机传染,甚至是在两个没有重要对手方关系的公司之间。在这种背景下,破产和流动性不足的界限变得十分模糊。

不是一种可以通过保险制度消除的风险,甚至根本就不是一种可保风险。

此外,金融安全网也使政策当局面临困境:由于信息问题普遍存在,中央银行事实上很难判断银行信息的真实性——在一片混乱的金融不稳定时期尤其如此。这使得最后贷款人的制度安排常常遭遇陷阱:获得紧急救助或贷款的银行很可能是那些长期资不抵债的机构,允许这些银行长期存在不仅降低了效率,而且削弱了整个金融体系的稳定性,因为对于那些事实上缺乏自生能力的金融机构而言,通过外部援助使其暂渡难关的结果,只不过是把更大的风险以一种累积的方式延长到了后期。在没有银行挤兑的市场压力下,监管当局在冲击事件发生之后的宽容性监管,往往会导致系统性金融风险的进一步恶化——当大部分银行陷入困境时,政府的选择往往只能是被动进行救助。此外,最后贷款人虽然为中央银行提供了强有力的机制,但同大多数强有力的机制一样,它也会产生严重的副作用:一是在危机应对过程中,中央银行贴现率的无惩罚特征实际上是对破产银行的一种补贴。二是最后贷款人操作带来的流动性增加对通货膨胀的滞后影响——每一次作为最后贷款人的机构对新的金融机构和金融工具大加保护时,金融体系的通货膨胀可能性就增加了(明斯基,1986)。

总体而言,作为金融安全网的“三大支柱”,存款保险制度不仅消除了无效率的挤兑,同时也消除了有效率的挤兑;最后贷款人制度不仅挽救了暂时遭受流动性困扰的银行,也使那些本应被市场淘汰的银行获得了免费的午餐;而政府对金融体系或明或暗的各种显性和隐性担保,实际上很大程度上沦为了各种利益集团竞相寻租的对象。上述目标与结果的悖论表明:金融安全网在“创造安全”的同时,也以一种隐含的方式创造了新的不安全。在这一过程中,系统性金融风险不是被真正消除了,而是以一种隐蔽的、积蓄的方式被推迟到了未来。从这个意义上看,金融安全网在短期内减少小型金融风险事件概率的同时,反而在长期中增大了系统性金融风险的能量和破坏力,这就是我们所说的“金融安全网悖论”。

命题 3:金融安全网的过度保护可能会引发普遍的道德风险,导致整个金融体系的风险长期积聚;金融安全网在“创造安全”的同时,也以一种隐含的方式将系统性的金融风险集中地推迟到了未来。

四、系统性金融风险的动态过程:几个核心问题

(一)时间、不确定性与经济周期

社会经济资源的配置可划分为时间和空间两个基本维度。虽然资源在这两个维度上的分配永远不是均匀分布的,但系统性的经济和金融风险往往能与其中任意一个维度上的资源过度消耗相联系。从经济周期的角度来看,经常性的经济危机并不是一些简单的相互独立的事件,而是经济组织内在不稳定性、周期性重复发作的体现(朱格拉,1862)^①。由于资本的投入不是随时间均匀分布的,而是间隔地大批出现^②,因此,周期性萧条的本质是通过“再吸收和清理的过程”来适应繁荣给经济系统带来的新状况,其间包括在新的调整过程中的数据和价值的不确定性,以及明显会出现的无规律和不可估计的损失(熊彼特,1939)。在周期性的经济进程中,金融对经济的不确定性影响

^① 朱格拉(Clément Juglar)在1862年发表的《论德、英、美三国经济危机及其发展周期》一书中,根据统计数据计算出平均9-11年发生一次经济周期。在论及经济周期时,朱格拉有句名言:“萧条的唯一原因就是繁荣”。

^② 熊彼特(1939)认为,“如果我们所指的新企业真是互相独立地出现,那么将没有像特殊的、可区别的、显著的、有规律性地发生那样的繁荣和萧条。”

在于:融资活动会形成合同中规定的支付承诺,这些合同在协商签订的时候反映了当时的市场条件和预期,但随着时间的推移,支付承诺在某一天会到期并且失效,随着用于支付的可得资金与支付承诺之间关系的变化以及融资安排的不断复杂化,经济的走势尤其是经济的不确定性也会随之发生变化(明斯基,1986)^①。

从系统性金融风险的经济周期视角来看,金融体系的状况会对经济周期的不同阶段与变化作出内生性反映,即:系统性金融风险或金融危机的发生并不是因为外部冲击或政策错误造成的,而是由经济和金融体系的周期性特征所内生决定的。在繁荣初期,由于存在上一个萧条周期遗留下来的大量闲置资本,因而生产的扩张和流通的扩大首先得到了商业信用和闲置资本的支持,这使得经济对借贷资本的需求通常可以在不提高利率的条件下得到满足。在利率水平较低的情况下,投机甚至可以利用市场价格的微小变动获利,于是,股票等有价证券的成交量逐渐放大,价格也开开始攀升。随着繁荣的延续,生产过程进一步机械化(熊彼特,1939)。当依靠商业信用和流通速度加快创造的内生货币供给都已经完全无法满足日益增长的借贷资本需求时,银行信贷开始大举介入,此时,对现金需求的增加将直接导致利率的上升。短期融资的快速增长会使银行体系变得越来越脆弱。随着产业资本和投机性资本对银行信贷的要求和依赖越来越强(尤其是对资金需求极为敏感的投机性资本),银行信用趋于紧张,并最终在维持准备金的压力下无法继续扩大信贷供给(希法亭,1910)^②。当银行信用不能继续扩大时,正在扩大的产能不得不强制收缩,依靠信贷支持的投机活动也面临巨大的资金压力,于是,产业资本和金融资本同时面临信贷紧缩带来的流动性压力,其结果是:产品开始滞销,资产价格下降。由于既定的资产价格水平是银行提供信用的基础,因此,需求的减少和资产价格的下跌逐渐将信用压力提高到了极限,对支付手段的需求反变成对现金的狂热,利率的急剧攀升不仅完全侵蚀了实体产业的正常利润边际,也对投机性资金的需求产生了毁灭性打击——在极端的情况下,资产价格暴跌,商业信用完全丧失,银行信用极度紧缩,对流动性的极端偏好使得曾经火热的证券交易在自由落体般的价格滑落中根本无法成交,整个市场的价格体系和信用体系彻底崩溃^③。

在内生性的经济周期视角下,市场在特定的时间进程中存在泡沫化的倾向,这种泡沫化外在表现为繁荣,却内在积聚着风险。然而,问题的关键在于,泡沫缺乏自我约束地生长并最终导致系统性的风险,其背后的基本机制是什么呢?从显见的事实来看,泡沫是由过度投资引起的,而过度投资常常导致市场供需在时间和空间两个维度上同时出现“错配”。对于前者(时间错配)而言,市场的供给和需求本来应该是在一个作为进程的“时间轴”上实现动态匹配的——这意味着在作为一个序列的各个时点上,市场的供给 S_t 和需求 D_t 能够大致实现平衡($D_t=S_t, t=0, 1, 2, 3, \dots$)。但在泡沫经济的发展过程中,部分位于“时间轴”后端的投资者(消费者)主动前移至“时间轴”的前端,从而导致过于“拥挤”的投资和消费集中于当前市场,当市场的现时供给跟不上这种沿着时间轴出现的需求扩张速度时,就会产生过度的投资(消费)现象($\sum_{t=0}^N D_t \gg S_0, N$ 越大,时间上的错配就

① 实际上,时间因素在动态的资本化理论中至关重要。杰文斯(Jevons)在生命最后一年(1881)致埃奇沃思(Edgeworth)的一封信中说:“你还是没有全面领会我的仅仅包含时间因素的资本理论。实际上,只要你说‘资本’而不是说‘资本化’,我就认为你肯定是错了”(罗宾斯,1979)。

② 有时候,银行通过金融创新可以部分地规避准备金的约束,从而增加信贷供给并延长上述周期性过程,但并不改变问题的实质和最终结果。

③ 值得注意的是,在泡沫末期,人们对价格变动异常敏感。由于此阶段交易达成的主要原因是基于以更高价格转手(而非长期持有)的预期,故投资者对于不确定性的溢价很大,亦即米塞斯(1990)所称的“时间偏好”对短期资金赋予了更大的权重和升水,这也导致了任何未预期到的信息都将对价格产生显著的负冲击并表现为市场抛售。

越严重)。对于后者(空间错配)而言,局部经济领域(如房地产、股市等)的持续升温将吸引其它领域的投资向这些过热领域“潮涌”^①,这将造成这些领域的过热和其它领域的过冷——当这种资本和资金的空间转移达到一定程度时,整个社会的资源配置就会面临空间上的“错配”。对于一个显著的泡沫经济而言,上述资源在时间和空间两个维度上的错配是同时实现的,也就是说,泡沫经济的基本机制在于:一方面,它通过“时间错配”透支了未来的资源,造成了未来资源向现时阶段的过度集中;另一方面,它通过“空间错配”挤占了其它领域的投资需求,导致了社会资源的配置过度集中于局部领域。由于泡沫经济不仅透支了未来的资源,同时造成了经济结构的不平衡,因此,泡沫崩溃的结果不仅意味着价格损失和信用链条的断裂,更重要的是,这一过程实实在在地摧毁了那些被“提前使用”或从其它领域“挪用”的实际资源—危机发生后,当人们渴望重振旗鼓的时候,突然发现可动用的资源已经大大减少了。

命题 4:系统性的金融风险存在一个自然生长的过程,经济泡沫化是实际资源在时间和空间两个维度上同时出现错配的集中体现和必然结果,这一结果必定内生地包含着金融机制和实体经济周期的彼此强化。

(二)金融资本、产业资本及其动态转化

一般而言,金融资本是以货币形式保有财富并追求货币增值的资本形式,它代表了以货币或者其它账面资产形式持有财富的那些人的标准和行为;而产业资本则是以扩大实际生产为目标,并通过持续的产能扩张或者创新能力的增长来积累盈利能力的资本形式,它代表了那些通过生产产品或提供服务而创造新财富的那些当事人的标准和行为(佩蕾斯,2002)。与产业资本植根于实体经济并体现着各种具体的技术和生产方式不同,金融资本更多地表现为对实际生产的间接影响,典型地如可对贷资金供给和利率的影响。

相对于产业资本而言,金融资本具有更强的同质性,并且不依赖于某个特定的产业或地域,这使得金融资本的流动性大大加强,对风险的敏感性增加。即使与实际生产结合得最为紧密的那部分金融资本,也可以在实际生产面临风险时比产业资本更快地逃离风险,这使得金融资本天生地具有更强的波动性和通常更短的资本周期。更为重要的是,从收益实现的角度而言,金融资本的财富增值并不总是依赖于产业利润的现时增加,它可以通过在投资者之间的收益再分配来实现,这一特征使得现代经济条件下的金融资本可以在脱离实体经济的层面上长期独立运行。换言之,金融资本所具有的特征不仅塑造了其相对于产业资本的独特性和独立性,而且使得金融周期和产业周期经常性地发生背离。

从财富创造和分配的实际过程来看,金融资本和产业资本的互动是理解系统性金融风险形成过程的关键。在平稳的市场状态下,金融资本的收益率一般会低于社会主导性产业的平均收益率,此时金融资本在本质上只是部分地参与了实体经济所创造的增加值的分配;而在具有泡沫特征的市场状态下,当金融资本的收益率普遍、明显地高于产业资本所能提供的最高收益率时,金融资本便最终脱离了实体经济的运行轨迹,开始追求“自我实现”—这种“自我实现”通常不仅会导致实体投资的挤出,而且由于其所要求的必要收益率已经超出了实体经济财富增值部分所能支撑的范畴,于是,金融资本的这种高收益率就成为一种没有根基的、在金融资本的投资者之间进行财富再分配的“游戏”。尤其是,当产业投资的机会成本变得要由金融交易来确定时,金融资本实际上已经在很大程度上主导了产业资本,而这种投资判断标准的改变是近年来金融资本急剧扩张和金融泡

^① 因为这些领域在一定时期内往往具有产生短期高收益的吸引力。

沫化的重要原因。由于企业收益增长的速度根本无法满足投资者已经习惯了的金融市场上的巨额回报,投机逻辑压倒了生产逻辑,金融资本驱逐了产业资本。正如佩蕾斯(2002)所指出的,“最大的泡沫倾向于出现在金融资本实质上已经脱离实体经济并独自起飞的时候”。

命题5:从财富创造和分配的实际过程来看,金融资本和产业资本的互动是理解系统性金融风险形成过程的关键。当产业投资的机会成本变得要由金融交易来确定时,金融资本脱离了实体经济,投机逻辑最终压倒了生产逻辑。金融资本驱逐产业资本追求自我扩张和自我实现的过程,同时也是系统性金融风险加速积累的过程。

(三)行为、心理与经济理性

如果说经济学的“理性原则”(即追求利润最大化或者效用最大化)尚可被视为符合一般经验的话,那么,在理性原则基础上发展起来的那些关于行为人“理性状态”的诸多假定,则远远超出了实际经济运行的真实情况^①。当市场尤其是金融市场的表现与经济模型的理论预言相差甚远甚至背道而驰的时候,经济学最终不得不重新考虑行为和心理因素的回归。从凯恩斯(Keynes, 1936)的“动物精神”到特维德(Las Tvede, 2002)的“情绪加速器”,心理因素不仅现实地影响着人们的行为,而且存在趋势自我增强的各种常见偏误^②。这些偏误造成了羊群式的从众心理,并使得经济与金融周期呈现出高度非线性的不稳定特征。

在典型的投机风潮中,狂热弥漫市场,人们声称基于特殊远见发现了独特机会,所有人都趋之若鹜,日赚斗金的“金融天才”成批涌现,对股市和房地产上的投资几乎可以保证在一个永无止境的牛市上一涨再涨。金融资产价格的变化引导人们买进或者卖出资产,这种行为反过来又使已有的趋势得到增强。早期的投资者进场是因为他们理解价值,后来的投资者则是受到价格显著变化的吸引而进场。在一个资本收益、房地产泡沫和资金海外冒险的世界中,任何事物的真实价值的概念都被抛弃了,资产价格膨胀产生了没有保障的资本收益,这种收益完全脱离了它们所代表的实体经济的利润和股息。当市场债务以不计后果的速度积累,账面财富与真实财富之间、真实利润或红利与资本收益之间的比例越来越失调,但是这种幻觉不会永远持续下去,这些紧张关系注定要在崩溃中完结(佩蕾斯, 2002)。一旦市场下跌,之前的乐观主义错误将很快被随之而来的悲观主义错误所取代(马歇尔, 1923)。

从行为学的角度来看,系统性风险的酝酿周期通常有一个从缓慢发展到加速扩展的过程,这一转折有时伴随着群体规模信号的显示功能。托马斯·谢林(1978)将“临界密度”的概念引入经济分析,指出:当采取某一行动的其他人达到一定数量或一定比例之后,个人将被诱导采取同样的行动,而在一个群体中,当参与某种活动的人数达到某个最小数量(或一定比例)时,这种活动会自动持续下去。Oliver et al.(1985)和 Marwell et al.(1988)在研究集体行动困境时提出了“临界质量”

^① 汪丁丁(1998)总结了经济学“理性”的三层基本涵义:一是“人的自利性”假设,二是“极大化原则”,三是个人的自利行为与群体内其他人的自利行为之间的一致性假设。在此基础上,汪丁丁在“现代性问题”的背景下,提出并分析了经济学理性主义基础所面临的危机。鉴于深入讨论经济学关于“理性”的诸多争论与现实议题超过了本文的核心范畴,此处仅简要提及。

^② 该领域的代表人物阿莫斯·特沃斯基、丹尼尔·卡尼曼、罗伯特·席勒、理查德·塞勒和迈尔·斯塔特曼等确认了与常见偏误相联系的一些典型现象,主要包括:代表性效应(认为观察到的趋势会继续下去)、错误共识效应(高估持相同意见的人数)、后悔理论(试图避免可证实已经犯错的行为)、选择性暴露(只让自己暴露于似乎认同自己行为与态度的信息之下)、选择性认知(曲解信息以认同当事人的行为与态度)、过度自信(高估自己做出正确决策的能力)、后见之明偏误(高估自己原先预测过去一连串事件后果的可能性)、确认偏误(结论不当地偏向行为人想要相信的事)、适应性态度(培养出与我们熟识的人相同的态度)、社会比较(面对难以理解的主题时以他人的行为作为信息的来源)、认知不协调(试图回避或扭曲表明我们的假设错误的证据)、展望理论(愿意赌亏损而不是赌获利的非理性倾向,这意味着我们持有亏损头寸的时间长于持有获利头寸的时间)。

(critical mass)的概念,用以定义使后续行动规模迅速扩大的转折点。除了群体规模信号以外,经济危机由缓慢到加速的转折有时也会通过重要主体(如大银行、大企业)的破产信号而发生。由于这些主体在经济中占据重要位置,因而具有普遍的象征意义,其破产倒闭的连锁反应不仅通过交易网和财务链发生,而且还向社会广泛地发出了“经济出现问题”的信号,这一信号将恶化悲观预期,导致经济主体进一步降低投资和消费,于是危机加速扩散(刘世定,2009)。

从人们的行为与心理去理解系统性金融风险的形成机理,最重要的切入点是预期的作用,最基本的分析路径是个人与群体之间的持续反馈过程。金融资产价格与个人情绪之间的反馈把个体对群体反馈过程的态度联系起来。庇古(Pigou,1926)认为,商人们的预期变化——此外再没有别的东西——构成了产业波动的直接原因或者前导,而罗宾斯(1935)更是直接指出:“最基本的价格决定过程特别取决于人们对未来价格的预期,要想理解经济变化的过程,考虑这种预期是必须的,这种预期是整个偏好体系的一部分。”在非充分信息和有限认知的条件下,市场主体一般根据习惯和经验采取行动,当一个人对自己的经济行为进行决策时,他并没有关注这个价值体系里所表达的所有事实,而只是关注手头现有的某些指标(熊彼特,1939)。在不确定性的条件下,投资决策者具有在“预见性直觉”(availability heuristic)基础上形成的对主观概率予以公式化的倾向(Kahneman & Tversky,1982)。虽然人们在自然状态下所猜想的事件与实际发生的事件在频率上有很高的相关性,但“拇指法则”会随着时间的流逝而产生“预见性偏差”,此时,临界点直觉(threshold heuristic)会使低估外部冲击事件发生概率的倾向进一步加剧(Simon,1982)。“可预见性”与“临界点直觉”共同导致了“危机短视症”(disaster myopia)——随着时间的流逝,人们主观上倾向于低估那些低频率外部冲击事件发生的概率^①。

由于在主观概率下降的过程中,市场主体不知不觉地承担了过大的风险,因而危机发生的实际概率也随之升高了。正是这种主观判断与实际情况的偏差,使得系统性的经济和金融风险逐步积累并最终走向失控。在上述过程中,个人与群体之间的持续反馈还包含着一种类似于“蛛网理论”(Cobweb Theorem)所描述的扩散型震荡模式:由于存在信息问题和决策时滞,当某个重要部门出现局部性的蛛网现象后,就可能在群体心理学的黏合作用下,推动各种产业乃至整个经济一起陷入一个巨大的蛛网。这种扩散型震荡可以看作是危机传染和扩散的心理学机制的一个主要特征,它提供了从“个体非理性”到“集体非理性”的基本心理动态学机制,并且内涵地包括了市场主体在持续的交互式反馈作用下关于“一致预期”形成、强化、动摇和崩溃的全过程。

命题6:在系统性金融风险的形成过程中,个人与群体之间的持续反馈存在一种类似于蛛网理论的扩散型震荡模式,这种扩散型震荡是危机传染和扩散的心理学机制的一个主要特征,也是从个体行为的非理性发展到集体行为的非理性的基本心理动态学机制。

五、系统性金融风险的信贷机制:货币、信用与利率

在目前主流的宏观经济学分析范式中,金融因素与实际经济之间的联系主要是建立在货币分析基础上的^②。以弗里德曼为代表的货币主义者认为,从长期来看,货币增长完全反映在通货膨胀

^① 实际上,由经济状态改变引发的风险态度(risk attitude)的改变是人类行为的天然组成部分,对于经济主体而言——不论是贷款人还是借款人——均存在围绕周期的对风险的系统性认识偏差,这将导致繁荣期的过度乐观和随之而来的萧条期的过度悲观。上述机制将启动金融、实体经济与情绪心理的“三重加速器”机制:在资产价格和银行信贷的相互作用下,经济状态将引导经济主体心理和情绪的变化,实体经济周期、金融周期与心理周期彼此强化,从而为金融不稳定埋下灾难的种子。

^② 自1752年休谟的《货币论》(Of Money)出版以来,虽然经济学家们在货币理论方面进行了长期探索,但必须承认,到目前为止,我们对货币及其与实体经济之间关系的认识,还远远没有取得实质性进展,这一领域还存在大量的未解之谜。

上,造成经济周期的是短期的货币波动^①。在新古典综合理论中,银行业是机械的、静态和被动的,它对经济行为不产生显著的影响^②。由于货币的流通速度稳定,而供给是由中央银行决定的外生变量,因此,只要稳定货币供应量(“单一规则”),就能避免经济的过度波动。但事情并非如此简单,实际情况是,即使不受印发货币从而增加供应量的刺激,如果人们减少储蓄,货币流通速度提高,或者存在竞争性投资,由此带来的信用扩张也会导致经济繁荣的出现。

在新古典的世界中,由于假定价格具有弹性,从而排除了不确定性的影响,同时低估了货币作为储藏价值以及应对不确定未来的手段的作用(霍奇逊,2001)。米塞斯(1945)更是旗帜鲜明地指出,“抛弃货币中立性的错误概念就等于摧毁了数量经济学的支持者的最后一根支柱,因为在一个活生生的不断变化的世界上和在一个行动的世界里,根本没有中立的货币,货币只能是非中性的,否则它就不存在。”货币存在性(非中性)给理论家们提出的最大挑战是:最成熟的 Arrow-Debreu 理论失去了生存的空间(Hahn,1983)。虽然货币主义方法和标准的凯恩斯主义方法都假定,货币是完全独立于制度因素的,但实际上,资本和金融资产的价格取决于它们预期产生的现金流和资本化率——对于每项投资来说,其中包含了特定的风险和不确定性。因此,资源的配置和价格的确定是与产出、资本资产头寸和有效负债联系在一起的,这意味着名义价值(货币价格)是起作用的,因而货币是非中性的。货币不仅来源于融资过程,而且来源于经济本身,当货币当局仅仅专注于“货币供给”这层障眼物时,实际上损害了投资组合的转换以及这种转换对经济稳定的影响机制(明斯基,1986)^③。

事实上,虽然货币属于信用的范畴,但信用的内涵却远不局限于通常意义上的“货币”范畴。在实际经济的运行中,信用的最大部分是商业信用,尤其是流信用,它典型地随着实际生产的扩大而自动扩张,而多方结算后的实际货币支付仅仅体现了差额。对此,熊彼特(1939)认为,“所有的信用形式(从银行券到账面信贷)在本质上都是相同的事物,在所有这些形式里,信用都增加了支付手段的数量”。这意味着,即使货币量不增加,生产和交换的扩大也可能发生,因此,经济的扩张并不总是依赖于货币的增加。如果从更普遍的经济意义上看,一切约定的承诺形式都是信用,这意味着,即使是那些最终并没有实际发生的交易也属于信用范畴的一部分,因为在特定的时点上,承诺代表着意愿,体现着预期,而意愿和预期是真实经济的一部分,并且已经通过市场主体的行为反映在了现时的经济中。

正是由于现代主流经济理论将货币置于核心的位置,忽略信用,这不仅导致理论的解释力被束缚在一个狭小的空间中,而且极大地低估了经济周期的实际波动程度。由于经济中的货币量不等于信用的量,简单地以货币来“替代”信用的做法,使得整个理论框架建立在一个错误的基础上,并由此衍生出错误的判断标准和依据。在实际经济的运行中,整个信用的扩张程度及其意愿才是理解整体经济运行状态的关键,因为与实际经济扩张或收缩程度直接联系的是信用,而不是一般意义上的货币供给(即 M1, M2, M3 等统计量)。因此,深入认识货币与信用之间的区别与联系,不仅是突破现有货币经济学(Monetary Economics)理论困境的基本前提,更是通向金融与实体经济彼此融合的新范式的关键起点。

① 根据弗里德曼和施瓦茨(1963)的研究,自1867年以来,美国在每一次严重的经济紧缩之前,都出现了大幅度的货币紧缩,平均来看,货币增长幅度在经济顶峰出现之前的半年达到最大,而在经济衰退出现之前的一个季度就已经收缩。一般认为,货币刺激对产出的影响会在6-9个月之后出现,而对通货膨胀的影响则在12-18个月之后出现。

② 狭义的观点认为,银行业仅仅只是通过货币供给影响经济,这就导致经济学家和政策制定者实际上忽视了银行资产组合的构成情况。

③ 对银行资本金的侵蚀、负债管理业务的不断增长,以及隐形债务的大量使用,直到融资市场崩溃之前,这些现象都被忽视了。

货币和信用内生决定的观点意味着,经济的扩张与收缩并不是中央银行外生控制货币供应量的结果,而是经济活动自发创造信用的过程。企业的生产和投融资需求会导致银行掌握的企业资产和未清偿债务增加,也就是说,货币增加了。由于投资性生产的增加,要么导致银行信贷增加进而使得银行未清偿债务增加,要么触发之前的闲置资金余额变化。随着货币流通速度上升,货币供给所发生的变化,本身就是通货膨胀的一部分,而不只是引起通货膨胀的原因(明斯基,1986)。这同时也意味着,经济中每一个可能的均衡状态都包含着导致不均衡的力量,即使新古典综合理论的命题——市场机制的内在作用将导致经济从最初的不均衡走向充分就业状态的均衡——是有效的,带来这种均衡的过程也不会停止在充分就业状态,而是会将经济引向一个投机性繁荣。

与周期性的实际生产和信用扩张相联系的核心变量是利率,而实际利率和自然利率的对比关系及其变化,是理解系统性金融风险形成过程的关键^①。利率的上升和市场信贷标准的变化可能改变投机性融资主体的生存能力——不管是用现金流还是现值衡量的生存能力^②。维克赛尔(Wicksell, 1898)认为,信用的数量可以通过货币利率加以控制,如果货币利率和实际利率或盈利性之间存在差异,那么,当货币利率高于自然利率的时候,就存在一种累积的通货紧缩的趋势;反之,当货币利率低于自然利率的时候,就存在一种累积的通货膨胀的趋势(罗宾斯,1979)^③。在没有注意到流动性的注入引起普遍的看不见的通胀而对通胀做出反应已经太迟的情况下^④,很可能导致实际利率低于自然利率,这使得信用的过度扩张一次又一次得到放任。信用扩张在起初阶段确实能够带来经济繁荣,但由于信用扩张本身面临“信用陷阱”问题,即:增加信用似乎(欺骗性地)证明了信用增加的合理性,相反,减少信用似乎也证明了信用减少的合理性^⑤,于是,繁荣期的信用扩张必将走向过度。这意味着,不稳定的种子可能是利率低于自然利率,或者是新的商业机会提高了自然利率但实际利率仍然停留在原来的水平上,这不仅导致储蓄(相对于投资需求而言)不足,而且鼓励了许多庞大的投资计划,这些投资计划在低利率条件下是可行的,一旦利率上升就会变得不可持续(哈耶克,1929)^⑥。在繁荣的最后阶段,严重的瓶

① 作为当前购买力对未来购买力的一种溢价(熊彼特,1939),利率对创业利润具有决定意义:当生产扩大时,货币资本需求增加,随着利率提高,生产利润消失,于是新投资中止,危机开始;随着利率下降,货币资本家不满足低微的利息,于是重新将货币投入生产,繁荣重新开始(希法亭,1910)。

② 明斯基(1986)认为,在一个主要是投机性融资和庞氏融资的制度安排中存在不稳定性,是源于不断变化的利率,它是在投资繁荣发展成熟时期形成的。在一个投资繁荣的环境中,随着金融市场和产品市场对获利机会作出反应,对融资的需求增加将使利率上升。结果是,资产现值和投资产出价格之间的差额将减小。如果减小得过多,那么就会出现现值倒挂现象:也就是说,资本资产的价值下降到了投资供给价格之下。不断提高的利率会减少或者消除作为投资性融资基础的安全边际。这将迫使投资主体减少投资或出售头寸。一旦通过出售头寸来获取现金的行为变得普遍,那么资本资产和金融工具的价格水平就将被破坏,从而使资本资产价格相对于投资的生产成本下降。这样一个资产价格的大幅下降在股市上表现为市场的崩溃。资本资产价格向下的不稳定性可能导致投资螺旋式下降,利润下滑,资产价格不断降低。

③ “自然利率”概念在维克塞尔理论中处于核心位置。他指出:“借贷资本的需求与储蓄的供给相一致时的利率,从而大致相当于新形成的资本之预期收益率叫做正常的自然利率。就其本质而言,这个利率是可变的,若资本利用的希望较好,则借贷资本的需求就要增加,因而在最初就要超过其供给。这样,利率就将上升,以致促进了储蓄的增加,而同时也压抑了企业家的需求,直至较高的利率水平上再度达到均衡为止。这时,若无其他原因的干扰,在商品及劳务市场也将达到均衡,从而物价与工资就将保持不变。”从这一定义中可以看到,自然利率实际上包含着三层含义:(1)自然利率是相当于实物资本之收益率或生产率的利率;(2)自然利率是借贷资本的需求(投资)与供给(储蓄)相一致时所形成的利率;(3)自然利率是使货币保持中立,既不使物价上升,也不使物价下跌的利率。

④ 向经济中注入流动性首先会使资本货物行业的通货膨胀,而此时的消费品价格则可能仍然在下降;在接下来的进程中,价格变化出现反转,当消费品价格上涨的时候,资本货物的价格则可能下跌。

⑤ 这种内在不稳定性观点与斯密“看不见的手”的概念有着显著的差异,它表明,经济运行具有自我脱轨的能力(由于正反馈),正像经济具有自我复轨的能力一样(由于负向反馈)。

⑥ 哈耶克(1929)认为,由银行体系派生的信用增加将使市场利率下降至低于自然利率的水平,企业家在这个虚假的信息误导下,资源配置从消费向投资转移。为了说明这个问题,哈耶克定义了“错误群集”(cluster of errors),表示企业家们集体性地“在同一个方向上犯了错误”。

颈与资本短缺推高了利率,投资的利润减少,资本更加稀缺,此时,高利率常常成为触发经济衰退的关键因素(Cassel,1903)^①。当金融机构也开始大量倒闭的时候,危机通过负反馈效应不断蔓延,同时由于货币流通速度大大降低,试图把货币重新注入经济体系中的做法也失效了^②。

命题7:理解信贷周期中的系统性金融风险,核心的问题是信用创造,而非外生的货币供给;与周期性的实际生产和信用扩张相联系的核心变量是利率,实际利率和自然利率的对比关系及其变化,是理解系统性金融风险形成过程的关键。

六、迷失的方法论:理论的“系统性风险”

迷失的理论必然源于迷失的方法论。在主流经济学的方法论视野中,不仅没有将不稳定性作为系统的特性予以解释,而且也不认为内生不稳定性是一个令人满意的理论所必须解释的内容。无论是传统的凯恩斯理论,还是流行的货币主义分析,都不能解释金融和经济的不稳定性。但事实上,经济中所发生的现象是如此地依赖金融因素,以至于只有在金融因素被纳入理论结构之后,经济理论才对现实具有指导意义(明斯基,1986)。

当今流行的数量经济学以一种严格的方式“证明”,分散的市场机制能够产生一种经济协调发展的结果,因而市场是稳定和有效的。然而,在现代主流经济学的研究范式下,行为的过于理性的概念,忽视了人类思维的时间因素和空间因素(Clark,1997)。正如鲁宾斯坦(Rubinstein,1991)所指出的:“演绎的论点自身不能被用于探索真实世界。当用演绎论点分析问题,缺少行为人所采用的用来描述推理过程的数据,因而如果一种博弈形式存在任何一致性的解释的话,那么它就不得不被理解为自身包含关于行为人所推理过程的明确信息”^③。实际上,在现实经济中,经济个体的自利行为并不必然导致经济的整体均衡:自利的银行家、杠杆投资者和投资品生产商既可能导致一国经济出现通货膨胀,也可能导致失业率不断上升的紧缩和衰退。供给和需求的分析方法——该方法认为市场进程能够达到最终的均衡——实际上并不能解释经济波动,因为市场的融资过程意味着经济中存在内生的不稳定因素。金融的脆弱性是金融不稳定的原因,却是内在市场进程的一个结果(明斯基,1986)。

20世纪50年代以来,经济学的理论研究越来越形式化,为满足数理推导的需要,研究的逻辑基础从最初的“公理”,逐渐被研究者凭主观意志或模型需要而随意设置的各种“假定”所取代。虽然这些假定事实上被证明大都缺乏逻辑和实证的基础,但在一个追求形式完美的经济学氛围下,研究者的注意力几乎完全集中于形式逻辑的过程而非逻辑推断的前设性条件,经济理论的现实解释力被搁置一旁,数学模型本身就是目的。当“符号逻辑”压倒一切时,形式逻辑的“完美”取代了经济解释的“真实”。更为关键的是,主流经济学的均衡分析是一种静态分析,抽象掉了市场过程中发

^① 卡甘也注意到,1966年之前短期利率与长期利率之间的滞后程度似乎已经在收窄,但是在1982年全球股票市场繁荣之前,利率的这种次序再次很完美地表现出来。

^② 实际上,“当在一次金融危机中存在银行的银根紧缩的时候,这时对货币和商品的相对偏好发生了变化,人们需求货币而不是商品,于是便出现了商品过剩而非货币过剩”(罗宾斯,1979)。

^③ 汪丁丁在《经济学中的理性主义运动及其现代危机》一文中,对经济学的理性主义运动进行了批判,他指出:“如果均衡(例如纳什均衡)是一群人得以组成‘社会’的基础,那么这个基础是建立在共享知识上面的。这个共享知识在现象学和分析哲学中叫做‘主体间性’……这是一种‘共享的知识传统’,它使得人们在许多可能的均衡策略中一眼就看出哪些是‘明显’的玩儿法。博弈论研究交互作用的一群人的均衡的存在性和实现均衡的条件,所以它迟早必须面对的基本问题是说明共享的知识传统如何影响博弈均衡。”

生的一切,而系统性风险的形成机制正是作为一个过程而存在和实现的。正是由于这种对市场过程的忽略,主流经济学者对寻找危机“提前量”的任何努力都持否定或漠不关心的态度,因为“提前量”在本质上是作为“过程量”而出现的,而在静态得均衡分析中是没有任何关于过程的概念的适当位置的^①。

市场是我们这个时代的图腾,但我们对市场的崇拜已经成为一种先念的设定,并由此引发理论的单一性和排他性时,我们不仅创造了高度同质和不稳定的市场,而且导致了教条和缺乏解释力的经济理论模式。当本就建立在虚幻的“理想图”基础上的经济模型被用于指导实践时,理论与实践一起陷入了一个更大的陷阱。正如奥巴马政府首席经济顾问拉里·萨默斯(Larry Summers)所指出的:“虽然有令人信服的证据表明存在着某些机制,经常性地导致交易机制和信贷市场的崩溃,但秉持新古典经济学方法论的理论家们为了适合模型的需要,不得不进行如此多且如此粗糙的抽象与简化,以至于结果与现实之间几乎毫无关联。这些理论人为地清除了任何可能造成模型内在不稳定性的因素,但对造成经济波动的大部分因素却视而不见”^②。实际上,早在20世纪30年代,凯恩斯就在其《就业、利息和货币通论》一书中,对这种经济学分析纯技术化和完全数量模型化倾向的潜在危险提出过告诫:“在近来的‘数理’经济学中,只能代表拼凑之物的部分实在是太多了;这些部分的不精确程度与他们赖以成立的假设条件是一样的。假设条件使那些作者能在矫揉造作和毫无用处的数学符号中,忘掉现实世界的复杂性和相互依赖性”(Keynes, 1936)。

当然,也正是由于现实世界的复杂性和相互依赖性,以至于在整个经济学发展的历史脉络中,如何处理这一问题就一直充满了争论。作为较早意识到复杂性和不确定性对经济理论造成限制的经济学家,莱斯利(Leslie, 1888)认为,把人类的需要或者偏好看做是不变的观点是站不住脚的,因为“复杂性、不断变化、投机行为、变化的强效影响”这些都削弱了演绎方法的效力和许多经济学家的纯理论基础。米塞斯(1962)也强调,时间、变化与行动是不可分离的,因为采取行动的想法本身就隐含着某事即将发生或者已经发生——在一个没有变化、明天无异于今天的世界上,不会有利润,也不会有亏损,这在现实中是不存在的。因而,每一个现实的经济理论之思考都必须是动态的,静态的概念只是工具性的,所有现实的经济理论之建立,都是从短期到长期效应的一个渐进过程(米塞斯, 1945)。

经济学方法论的高度同质化和机械化,使得系统性风险的传染不仅存在于现实的经济世界中,也存在于千篇一律的现代主流经济理论中。与现实世界的系统性风险相比,经济理论的“系统性风险”似乎更具有破坏性,因为它不仅限制了经济理论的解释力,而且禁锢了经济思想本身的发展^③。正如明斯基(1986)所指出的:除非一种理论能够说明在什么条件下某种现象会发生,否则这种理论不会给控制或消除这种现象以任何指导。

^① 事实上,早在20世纪60年代,米塞斯(1962)就对盲目的数学化提出过批评,他尖锐地指出:“数学方程只能用来描述没有时间维度的、静态的、虚构的‘一般均衡’,一旦我们离开了这一理论天堂,分析在具有时间和预期的现实世界中抱有希望而又会行动出错的个人,数学就不仅无用,反而会令人误入歧途。”

^② 萨默斯(Larry Summers)将EMH信奉者所采用的“所谓的经验验证”讽刺为“番茄酱经济学家把玩的数学游戏”,即当他们“展示出两夸脱番茄酱的价格恰好是一夸脱番茄酱价格的两倍时,就得出结论说番茄酱市场是完全有效率的。”言下之意是说,当论及金融资产价格的效率时,EMH只是讨论“在给定其他资产价格的情况下,这些资产定价是否合理”,而不是去追问“在给定真实世界基本面如盈利的情况下,这些资产价格是否合理?”这一根本问题。详见Krugman, P. How Did Economists Get It So Wrong? <http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html>, September 2, 2009.

^③ 值得一提的是,在1992年美国经济学年会上,包括4名诺贝尔经济学奖得主在内的40余位知名经济学家共同签署了“提倡多元化和严谨经济学的呼吁书”(A Plea for A Pluralistic and Rigorous Economics),对高度形式化和技术化的主流经济学方法所带来的潜在问题和危险表示了深切关注,并强烈呼吁鼓励不同经济学流派和研究道路之间的多元化发展。

七、结论性评价

纵观过去几十年的主流经济学文献,对系统性风险确定性知识的贫乏,使我们在系统性金融危机形成机制的认识方面举步维艰,这不仅造成了理解现实经济的困惑,而且引发了经济学理论的危机。正是由于现代主流经济学理论是如此偏颇地忽略了金融因素的内生性影响,以至于在浩如烟海的主流经济学文献中,几乎找不到任何关于系统性金融风险的系统论述,这也是本文不得不更多地追溯到早期经典文献的主要原因。

对于改革而言,理解是合理性和合法性的基础。如果一种经济理论要对正确的政策制定有所裨益,那么,真实世界所发生的事件必须在该理论中也是一种可能或者可容的事件。对于流行的新古典综合理论而言,作为其建模基础的经济状态在历史上是不存在的,它仅仅存在于真空之中(明斯基,1986)^①。如何从不切实际的模型构造转向真正具有洞察力和敏感性的理论重建,成为摆在当代经济学者面前的一个现实课题^②。仅就本文所涉而言,以下三个方面的要点对于理解真实世界的系统性金融风险至关重要:

首先,系统性金融风险可以在金融体系的特殊结构和制度安排中找到某些“原罪”,这些“原罪”使得金融体系天生具有某些孕育和积累风险的内在元素。从金融体系的结构来看,高杠杆和对私人信息的保留是金融体系赖以获取收益的基本技术手段,但这种技术手段本身就内含着风险不匹配和信息不对称的风险;从金融合约的特殊性来看,金融市场的流动性和金融交易的活跃度有赖于金融合约的匿名性和非实物性,但金融合约的这种特殊性同时也内含着金融风险的加速扩散效应和对实体经济的长期过度偏离;从金融安全网的制度设计来看,存款保险和最后贷款人是金融体系免遭挤兑和流动性风险的基本制度安排,但这种制度在消除无效率挤兑的同时也消除了有效率的挤兑,金融安全网以一种隐含的方式创造了新的不安全。

第二,系统性金融风险是关乎经济和社会动态过程的,它必定内涵地包括着不同时期之间和市场不同(层次)主体之间的持续反馈与互动。从经济周期的角度来看,系统性金融风险是实际资源在时间和空间两个维度上出现集中错配的必然结果,这一结果必定内生地包含着金融机制和实体经济周期的彼此强化;从财富创造和分配的实际过程来看,金融资本和产业资本的互动是理解系统性金融风险的关键,金融资本驱逐产业资本追求自我扩张和自我实现的过程,同时也是系统性金融风险加速积累的过程;从个人的经济行为及其宏观结果来看,个人与群体之间的持续反馈存在一种扩散型震荡模式,这种扩散型震荡是危机传染和扩散的心理学机制的一个主要特征。同时,需要特别指出的是,系统性金融风险的动态过程内含着两种类型的“合成谬误”:一是个人理性和集体非理性之间的合成谬误问题,即当有限认知能力的个人面临信息约束时,个体之间决策的不独立将产生外部性的结果,此时从个人来看完全理性的行为则可能导致集体的非理性^③;二是单个金融机构的稳健与整个金融体系的不稳定之间的合成谬误问题,即当每个金融机构都仅仅只是从自身的状况来进行风险判断时,由于忽略了最关键的不同金融机构之间的关联性,使得分离来

^① 仅从这点上看,主流经济理论是失败的;如果主流经济理论的核心是可信的,那么我们的经济中就不会出现如此明显的不稳定性(明斯基,1986/2009,中译本,255~256)。

^② 洞察力和敏感性,意味着新的理论必须是普遍适用并且是贴近现实和具有现实解释力的,它不仅能够解释历史的现象,还能对最新近的现象具有理论上的预见性和判断力。

^③ 比如,虽然伴随“羊群效应”的金融恐慌刻画了一种群体的非理性,但从个人层面看却可能完全理性,因为每个市场参与者都想首先退出。

看个个稳健金融机构其加总之后的总体风险可能已经远远超越了一个金融体系所能承受的正常范围^①。

第三,从信贷周期的角度来看,在系统性金融风险发展和演变的过程中,信贷与利率机制至关重要。对于理解信贷周期中的系统性金融风险而言,核心的问题是内生的信用创造,而非外生的货币供给,而实际利率和自然利率的对比关系及其变化,则在一定程度上决定了系统性金融风险的实际进程。在任何一个时点上,投资和融资的意愿及其可获得性都在发生变化,这种变化现实地表现为货币、信用和利率的相应改变。在一个系统性风险趋于向上积累的进程中,存在大量不受限制的信用,这些信用需求的规模随着投机性繁荣的出现而不断自我扩张和自我实现,甚至在经济周期的某个时点上,信用需求在任何一个价格水平上都可以是无限的(Papadimitriou & Wray, 2008)。由于银行信用的扩张与收缩普遍地反映着居于主导地位的金融资本的行为与预期,同时也由于动摇银行信用比动摇个别产业资本家的信用更加困难(希法亭, 1910),因此,银行信用的扩张程度和扩张意愿往往成为实际经济运行状态的一个关键指标。

总体而言,对于系统性金融风险的研究而言,如何从金融体系的特殊性及其与实体经济的互动关系中去建立内生性的风险理论,这不仅是关乎事实的,同时也是关乎理念、逻辑和方法的。任何社会过程都是一个不可分割的整体,它必定内含地包括着时间与空间的互动、个人与群体的互动、想象与现实的互动。正是从这些持续互动中所产生的时间与空间的错配、个人与群体的反差、预期与结果的不一致,构成了从矛盾属性到过程演化的基本动态机制。对于理解系统性金融风险而言,市场过程是将各种资本和金融资产的契约性或者或有现金流转化(资本化)成一系列的当前价格,并把过去、现在和未来捆绑在一起的融资和不断积累的体系,复杂的关系网使得大多数金融产品和金融机构都是互相依赖的^②。因此,只有在一个连续的时间维度中去考察资本资产在时间和空间上的配置动态、经济行为在个人与群体之间的转换动态、市场预期与市场表现的反馈动态,作为分散市场经济过程内生变量的系统性金融风险才能被真正理解。

参考文献

- 弗里德曼、施瓦茨(Milton Friedman, Anna J. Schwartz, 1963):《美国货币史(1867-1960)》(中译本),北京大学出版社,2009年版。
- 哈耶克(Friedrich von Hayek, 1976):《货币的非国家化》(中译本),新星出版社,2007年版。
- 霍奇逊(Geoffrey M. Hodgson, 2001):《经济学是如何忘记历史的:社会科学中的历史特性问题》(中译本),中国人民大学出版社,2009年版。
- 金德尔伯格(Charles P. Kindleberger, 1978):《疯狂、惊恐和崩溃:金融危机史》(中译本),中国金融出版社,2007年版。
- 凯恩斯(John Maynard Keynes, 1936):《就业、利息与货币通论》(中译本),商务印书馆,1999年版。
- 刘世定(2009):《危机传导的社会机制》,《社会学研究》,第2期。
- 罗宾斯(Lionel Charles Robbins, 1935):《经济科学的性质和意义》(中译本),商务印书馆,2007年版。
- 罗宾斯(Lionel Charles Robbins, 1979):《经济思想史:伦敦经济学院讲演录》(中译本),中国人民大学出版社,2008年版。
- 马歇尔(Alfred Marshall, 1923):《货币、信用与商业》(中译本),商务印书馆,1997年版。
- 米塞斯(Ludwig von Mises, 1922):《社会主义:经济与社会学的分析》(中译本),中国社会科学出版社,2008年版。
- 米塞斯(Ludwig von Mises, 1990):《货币、方法与市场过程》(中译本),新星出版社,2007年版。
- 明斯基(Hyman P. Minsky, 1986):《稳定不稳定的经济——一种金融不稳定视角》(中译本),清华大学出版社,2010年版。
- 奈特(Frank Hyneman Knight, 1921):《风险、不确定性和利润》(中译本),中国人民大学出版社,2005年版。

^① 比如,在经济上升期的典型氛围下,由于不需要过多考虑自身与别的金融机构的相关性,因而对于任何单个的金融机构而言,其稳健性程度都会因为资产价格的上涨而提高(变得“更加安全”),但这许许多多稳健金融机构的加总却并不总是意味着整个金融体系的稳定,因为对于整个金融体系而言,不同金融机构之间的相关性恰恰正是系统性风险蔓延和传播的主要机制。

^② 应该指出,主流经济学关于“资产价格的波动性与各种价格之间的相关性是恒定的”这一假定是一个严重的错误。事实上,在一个典型的危机氛围中,一旦市场出现紧张,那些曾经在正常情况下互不相关的资产会突然变得高度相关。这意味着,危机过程中,由主流数理模型(如VAR模型)所计算的资产拨备将严重不足。

- 佩蕾丝(Carlota Perez,2002):《技术革命与金融资本》(中译本),中国人民大学出版社,2007年版。
- 特维德(Las Tvede,2002):《金融心理学》(中译本),中国人民大学出版社,2003年版。
- 汪丁丁(1998):《经济学理性主义的基础》,《社会学研究》第2期。
- 汪丁丁(2006):《经济学中的理性主义运动及其现代危机》,载王小卫、宋澄宇编《经济学方法:十一位经济学家的观点》,复旦大学出版社。
- 维克塞尔(Knut Wicksell,1898):《利息与价格》(中译本),商务印书馆,1997年版。
- 韦森(2004):《货币、货币哲学与货币数量论》,《中国社会科学》,第4期。
- 韦森(2007):《经济学的性质与哲学视角审视下的经济学——一个基于经济思想史的理论回顾与展望》,《经济学(季刊)》,第6卷3期。
- 希法亭(Rudolf Hilferding,1910):《金融资本》(中译本),商务印书馆,2007年版。
- 谢林(Thomas C. Schelling,1978):《微观动机与宏观行为》(中译本),中国人民大学出版社,2005年版。
- 熊彼特(Joseph Schumpeter,1939):《经济周期循环论》(中译本),中国长安出版社,2009年版。
- Cassel,G.(1971):Nature and Necessity of Interest, New York: A. M. Kelly.
- Clark,A.(1997): "Economic Reason: The Interplay of Individual Learning and External Structure," in Drobak, John H. and Nye, John V.C.(eds) *The Frontiers of the New Institutional Economics*, San Diego and London: Academic Press, 269-290.
- Garrison,R.(1982): "Austrian Economics as the Middle Ground: Comment on Loasby," in Kirzner (ed.), *Method, Process and Austrian Economics: Essays in Honor of Ludwig von Mises*, Lexington, MA: D.C.Heath.
- Guttentag,J. and R. Herring (1986): "Real Estate Booms and Banking Busts: An International Perspective," The Wharton School, Financial Institutions Center Working Paper, 99-27.
- Hahn,F.(1983): *Money and Inflation*, Cambridge: MIT Press.
- Hayek,F.(1929): *Monetary Theory and the Trade Cycle*, Trans. by Kaldor,N. and H. Crome, London: Jonathan Cape.
- Herring,R. and S. Wachter (2002): "Real Estate Bubbles," In G. Kaufman (Ed.), *Asset Price Bubbles: Implications for Monetary, Regulatory and International Policies*, MIT Press.
- Kahneman,P. and A. Tversky (1982): *Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, New York, NY: Cambridge University Press.
- Kaufman,G.(1999): "Banking and Currency Crises and Systemic Risk," Loyola University Working Paper.
- Kregel,J.(1997): "Margins of Safety and Weight of the Argument in Generating Financial Fragility," *Journal of Economic Issues*, 31(2), 543-548.
- Leslie,T.(1969): *Essays in Political Economy*, (2nd Edition) London: Longmans, Green. Repr, New York: Augustus Kelley, 1888, 81.
- Marwell G., E. Pamela and P. Ralph (1988): "Social Networks and Collective Action: A Theory of the Critical Mass," *American Journal of Sociology*, 94(3).
- Oliver P., G. Marwell and R. Teixeira (1985): "A Theory of the Critical Mass. Interdependence, Group Heterogeneity, and the Production of Collective Action," *American Journal of Sociology*, 91(3).
- Pigou,A.(1929): *Industrial Fluctuations*, London: Macmillan, 73.
- Rubinstein,A.(1991): "Comments on the Interpretation of Game Theory," *Econometrica*, 59(4), 909-924.
- Simon H.(1982): *Models of Bounded Rationality*, Cambridge, MA: MIT Press.

(责任编辑:周莉萍)