

从市场角度看国际金融危机成因与对策

蔡昌达

(厦门大学 经济学院,福建 厦门 361005)

摘要 从现实非完美的市场出发,分析市场成本,指出市场的存在本身正是金融危机产生的本质原因,并进一步讨论了危机产生的深层原因和直接原因。最后,就前面分析的原因提出应对策略,以减轻金融危机的程度。

关键词 金融危机;交易成本;市场经济

中图分类号 F831.59 **文献标志码** A **文章编号** :1000-8772(2009)04-0015-03

一、国际金融危机爆发

“9·11事件”后,美国经济受挫,美联储采取调低利率等扩张性政策以刺激经济发展。自2000年5月开始,美联储连续11次降息,把联邦利率从6.5%下调至2001年12月的1.75%,累计4.75个基点。房地产行业在流动性过剩的环境下持续繁荣起来,率先成为美国新的经济增长点,并推动了美国的经济复苏。但是在资本市场的催化下,房地产泡沫迅速膨胀。而美联储在通胀的压力下连续上调利率,直接引发了次贷危机。

2008年一开始,美国持续了半年多的次贷危机进一步恶化。世界著名美国五大投行在短短几个月内先后倒下:贝尔斯登流动性严重不足,被摩根大通收购;雷曼兄弟资不抵债,申请破产;美林被美国银行收购;高盛和摩根斯坦利转变为商业银行。同时,股市房市双双跳水,AIG也被迫接受政府注资850亿美元。美国的次贷危机演变成为了“百年一遇的金融危机”。

在当今全球经济一体化的形势下,美国的金融危机已经演变为全世界的金融危机。冰岛人均欠债达136万元人民币,濒临国家破产;乌克兰信贷崩溃,股票停市;更多的发展中国家,包括中国,经济受出口萎缩影响,增长速度明显放慢。

二、国际金融危机的成因

次贷危机演化为足以撼动整个世界资本市场的金融危机,其中必然有内在的多层面的因素。经济在市场中发展,危机亦是在市场中产生,这一切都与市场密不可分。纵观金融危机引发原因,从市场角度可分为三个层面:本质原因、深层原因及直接原因。

(一)市场的存在是根本原因¹

现实中的市场之所以存在,是因为存在交易成本²。假如交易费用是零的话,就不需要有市场,任何制度都会产生同样

的效果,甚至中央指导生产、分配,可能要比市场还要好。市场经济的优越性最主要就是体现在其对资源的相对(理想中的完全竞争市场的)有效配置。市场是以数以百万计的人组成的,通过市价指引,市场把所有信息汇集在一起,所以市场就减低了信息费用。

反过来讲,信息不完全是市场内在的固有属性。而这会导致黏性工资³、黏性价格⁴及错觉⁵等问题,引起供求不一致的矛盾,进而造成宏观经济的在长期中的波动,特别是经济过冷或者经济不景气,即“生产能力过剩”。最后,经济体由此引发经济危机。⁶正如收入分配不公是市场有效配置资源的结果一样,宏观经济总量失衡也是市场“相对有效”运行的结果,而这也正是资本主义经济周期产生的根本原因。

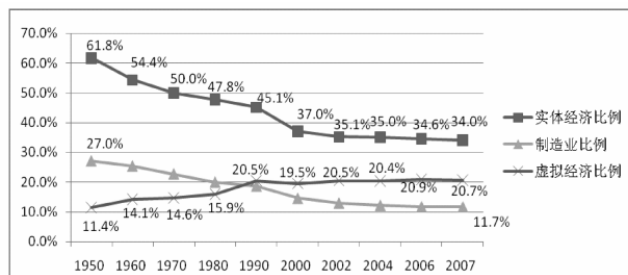
资本市场作为实体经济市场在虚拟经济的镜像,其抽象本质亦是资本的供给和需求市场。只要是(现实)市场存在,就有内在的交易成本,就存在信息不完全、不对称问题。而金融市场,特别是金融衍生品市场的特点是只要有需求,就会有供给。华尔街的天才能察觉市场的需求,并创新金融衍生品以满足其需求而获利。但是,在利润的追逐过程中,他们没有足够的天才去识别所有需求的大小以及风险程度,从而导致过度的金融创新和过度的供给。他们创造的不是财富,而是风险溢价,或者说,他们创造的是过度的风险。因此,市场机制内在决定了金融危机的产生,是金融危机的根本原因。

(二)市场的发展是深层原因

市场是应该要不断发展,但是金融市场作为实体经济在虚拟经济中的镜像,其初衷是为实体经济项目融资,在可控风险范围内获得投资收益。因此,金融市场的发展应该与实体经济协调一致,否则过度的发展只会产生问题。近年来,美国的虚拟经济高速发展,通过资本化和金融创新工具的成倍放大作用,其虚拟资本已经远远超过实际资本,并伴随着证券化过度膨胀,蔓延到实体经济的各个领域,严重脱离了为实体经济

收稿日期 2009-02-05

融资服务的“初衷”,成为了风险“投机”工具。与此同时,实体经济的发展不仅没有跟上虚拟经济,反而趋于衰落,特别是制造业发展严重停滞,具有显著的“去工业化”倾向。二战后美国三大支柱产业——汽车、钢铁和建筑业发展缓慢,而金融、保险等服务业飞速崛起。较制造业由1950年占GDP比例27%跌落至2007年的11.7%,该行业实现了从11.37%到20.67%的飞跃,这表明了美国的经济在日益虚拟化。具体见下图:



数据来源:根据IMF历年公布的数据整理。

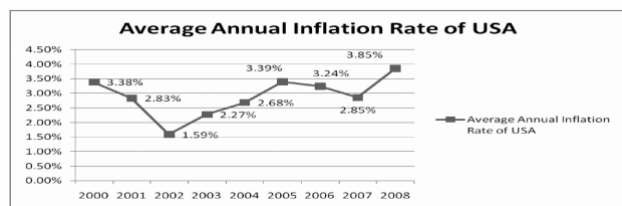
图1 美国实体经济与虚拟经济占GDP比例历年数据

虚拟经济和实体经济的“大小腿”最终支撑不住美国经济巨人,导致了经济泡沫,最终引发金融危机。

由此可见,资本市场的发展是推动、加深危机的深层原因。

(三)市场的周期是直接原因

“9·11事件”后,美联储采取调低利率等扩张性政策以刺激经济发展。而房地产行业率先成为美国新的经济增长点,推动了美国的经济复苏。房地产行业的增长激起了投资者的“投机”热情。于是,借由资本市场资本化债务人用于偿债的未来收益流以及金融创新工具的成倍放大作用,美国经济强劲恢复,并开始出现价格推动型通货膨胀。



资料来源:根据<http://inflationdata.com>数据汇总得到。

图2 美国年平均通货膨胀率

基于控制通胀,美联储进入货币政策加息周期,持续上调利率。但是,越来越多的低收入家庭难以支付贷款的月供,违约率显著上升至16%,进而直接诱发了次贷危机。

纵观经济形势,美联储下调利率是为控制房市过热引发的价格推动型通货膨胀。这是经济发展的客观要求,是符合经济周期的阶段性调控要求的。反过来,若坐视房市过热不管,引发通货膨胀,则持续下去则演变成经济危机。市场,就是权衡取舍。

不论是实体经济还是虚拟经济的市场,都有内在的市场周期。而这一次金融危机的爆发是虚拟经济已经处于严重膨

胀的泡沫阶段,又“适逢”调控货币政策进入加息周期而直接诱发的。从逻辑上看,在前面所述本质原因和深层原因的基础上,金融危机由利率直接诱发是迟早的事情,这是由市场周期决定的,因为实体经济的过热迟早会引起宏观利率上调,进而引发虚拟经济的金融危机,所不同的可能是危机的程度。

在关于危机爆发成因的讨论中,有人认为是过度消费的投资者,特别是房贷者的透支行为,把市场无节制地放大了。但是透支消费本身是美国的消费文化,也创造了美国的繁荣经济。消费本是推动经济发展的市场行为,无可非议,有人则归咎于过度降低信贷门槛的金融机构对风险的认识和管理不足导致了危机。同消费一样,信贷本身也是正常的市场行为。可以认为信贷加剧了危机,但这和危机的产生没有必然的联系,更多人怪罪于金融市场的监管机构,其宽松的监管制度没有对金融产品的风险保持足够的谨慎,以至风险大量积聚。事实上监管行为是“事后行为”,监管的失职导致危机程度加深,同样与危机产生没有本质联系。但不否认,通过市场监管等措施可以在时间上延长资本市场的经济周期,在程度上减轻危机。

从上面分析可以看到,整条危机链都成为了经济学家、学者乃至众人口诛笔伐的对象。但事实上,市场周期及市场发展乃至市场的存在本身内在地决定了危机的产生。危机未必是储备货币发行当局的故意,但却是制度性缺陷的必然。

二、应对国际金融危机的建议

市场的存在是内在地决定了金融危机的产生,但这并不是应对危机的关键。关键是虚拟经济催化了泡沫,大大加剧了危机的程度,从而造成世界范围内的金融危机并波及实体经济。这个过程值得我们深刻反思并采取措施加以应对。

(一)加强金融监管

资本市场的初衷是为实体经济融资服务,而事实上虚拟经济相对实体经济的过度发达导致了金融危机甚至波及实体经济。这不仅仅违背了资本市场的初衷,而且把实体经济绑架给了风险。而这个过程,金融创新是推动危机的关键。虽然金融创新与危机无本质联系,但却大大加剧了危机。正如经济学家林毅夫指出的:“金融创新的目的原本是分散风险,结果却变成了传播风险的工具。”创新是有其好处,但也正是由于对风险认识不足以及监管不严而加剧危机。因此,从长期上来说,在鼓励继续创新的同时,也要建立全面的金融监管体制和风险管理体制,把创新控制在监管能力范围之内。

(二)协调“两域”做好宏观调控

这次危机是货币政策直接诱发的。美联储下调利率的初衷是控制实体经济出现的通货膨胀,但由于虚拟经济和实体经济发展周期不一致,因而通货膨胀得到控制,通胀率由3.39%开始走低,但却诱发了虚拟经济的金融危机。因此,发

展要注意发展实体经济,控制虚拟经济,使虚拟经济与实体经济相辅相成、齐头并进。这要求建立起健全的经济监测体制,监控经济体的运行,特别是“两域”的发展周期,从而避免重蹈覆辙。

(三)稳定市场 刺激经济

短期内最重要的是各国政府应该财政政策和货币政策双管齐下,向金融市场注入流动性,可采取设立过渡机构等措施为实体经济提供资金支持,协助金融机构的“去杠杆化”。在这个过程中政府要稳定资产价格,防止信贷紧缩,尽快恢复市场信心。

具体从财政政策角度来说,政府可以以政府购买的方式带动消费,直接增加市场流动性,减弱通货紧缩现象。同时采取减免税收政策,刺激实体经济的消费和投资。从货币政策角度来说,通过利率稳定市场增强市场信心,并稳步提高消费水平,应是当前的首要目标。

综上所述,本文通过对市场本身的讨论,认为危机发生是多层原因使然。通过这次危机,我们应该认识到虚拟经济必须与实体经济同步发展,相辅相成。同时,我们也应该反思金融创新,并认识到宏观政策调控与微观监管制度的建设的重要性。

参考文献:

- [1] 张馨.财政学[M].北京:科学出版社,2006.
- [2] 廖岷.美国金融监管反思[J].财经,2008,(8).
- [3] 熊军,高谦.次贷危机的性质和原因[J].当代经济研究,2009,(2) 34- 38.
- [4] 孟耀,谭小芳.全球金融危机的形成机理与治理措施[J].当代经济研究,2009,(2) 61- 65.
- [5] 张云,刘俊民.金融危机、美元危机与世界货币体系[J].财经问题研究,2009,(2) 60- 67.
- [6] 张五常.辽宁大学演讲[EB/OL]. <http://blog.sina.com.cn/u/47841af7010003tp>.
- [7] 周小川.关于改革国际货币体系的思考[EB/OL].<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=4200&id=279>.

(责任编辑:袁凌云)

(上接 14 页)

征税漏洞之一。因此,将劳务报酬所得并入工资、薪金所得综合征税,改动不大而实效不小,可以达到事半功倍的效果。

实行综合和分类相结合的课税模式应是今后个人所得税制模式改革的最佳路径选择。在兼顾税制的公平性、效率性和操作上的可行性的基础上,适合中国国情的个人所得税模式应是分类与综合相结合的课税模式。尽管这种模式不如综合模式科学,但是作为一种过渡模式,不失为当前的一种较好

选择,等条件成熟时,再实行完全的综合课税模式。

总之,个人所得税课税模式改革和完善的发展方向是:随着个人所得税征收范围的扩大,借鉴国外个税征收管理的经验,结合我国实际,实行综合和分类相结合的课征模式,同时应朝着制度规范化、政策趋同化、结构简明化和强化管理的方向变革。

(责任编辑:鲁小萌)