

Column

■ 铭心之论

危机来了,自由走了

陆铭
复旦大学经济学院教授

美国 7000 亿美元救市计划先是被国会否决,理由是,这是在用纳税人的钱救投机商,道德风险,后患无穷。过了几天,计划经过修改,通过了。美国一向自我标榜是自由市场经济典范,这个方案如果轻易通过,的确有点下不了台。在股市、楼市一路高歌猛进时,白宫听之任之,现在,如果真用“自由市场经济”来惩罚自己,对此的评论就只能借用赵本山春晚小品里一个字的台词——“好”!

政府干预有多危险,教科书里写得多了。可是,自由市场经济就真的那么灵验吗?现在的经济学教科书书里行间就是“自由”两个字。在所谓主流经济学,特别是宏观经济学里,哪还有国家干预的容身之处?经济学里的高人有着对于未来的完美而理性的预期(至少知道随机过程的均值),市场的功能是在能够在瞬间找到均衡;增长才是经济学的核心话题,经济周期嘛,当然是来自于真实的供给方的冲击……

哎,周期突然来了,这个招呼都没打。半年多时间,欧美股市跌掉一半有余,楼市岌岌可危,刚有人拿它和几年前的网络泡沫相比,又有个经济学家想到 1987 年的股灾,过不了几天,“百年一遇”的说法就有了。两个月前见到个专门做房产投资的朋友,还谨慎地对上海楼市保持乐观,前两天,又改口说看跌两年了。你看,人云亦云好像不是股市里散户边看盘边抹汗时才做的事吧。金融学里也早就有“羊群效应”一说,老百姓都知道“追涨杀跌”,怎么到了决策者那里,“自由”两个字就那么有吸引力呢?

被假设成瞬时出清的市场是由活生生的人组成的。当上海股市冲至 5000 点时,有人问我股票还能不能买,我一脸茫然。最基本的知识告诉我们,股价的走势微观看市盈率,宏观看经济增长,但是,在短期里,股价怎么走就取决于市场上有多少人看涨,可恰恰是这一点,最聪明的经济学家都算不出来。经济学家所说的“高了”、“低了”都是讲中长期,做投机的人才不管,如果所有的人都认为股价还会涨,你“理性”地说会跌,人家不睬死你才怪。更要命的是,股市居然就真的又涨了上去,连最理性的经济学家都后悔没有跟着做个短线。什么叫“理性”?少数专家根据方程、根据计算、根据分析得到的信息永远都是被少数人掌握的,如果你的话每个人都认为是那么回事,人家怎么会认为你是“专家”?就算你说的对,能算准中长期的事就不错了。市场就是这样,高科技也解决不了信息不充分的问题,信息越是不充分,看别人怎么做,便跟着做,就成为在概率意义上不犯错的理性行为。

从众行为吹大了泡沫,又引爆了泡沫。这一轮经济周期在很大程度上就是这种虚拟的泡沫。如果说石油涨价以及中国劳动力价格上涨还有点“真实周期”的味道,那么,华尔街金融风暴基本上是在虚拟经济内部先爆发的。这种周期的形成反映了人的最无奈的一面,只知道周围的人怎么做,但不知道更多的人会怎么做。这场游戏,你不参与没人逼你,但如果你怕失去机会,奋不顾身地进去了,就由不得你了。当然,金融大鳄们不一样,他们是资本市场上的摇旗呐喊者,抄底的是他们,在高位最早抛的,可能还是他们。他们不需要跟别人,是别人跟着他们,自愿的。(不过,这次好像火玩大了,也烧到了自己。)

经济学不太讨论信息不充分的局面是怎么产生的,实际上,信息不充分的原因就是信息太多了,而不同的人就掌握着不同的信息,甚至利用自己的实力制造着不同的信息。用经济学的术语,这也是一种异质性,但这是经济学家最不喜欢的。经济学家之所以奉自由为圣经,就因为他们相信,在自由竞争的市场上,人的异质性并不重要,重要的是人在竞争时要平等。问题是,人什么时候平等过?

这一轮的经济周期与之前所有周期最为不同之处就是,它是全球经济失衡的结果,不只是美国出了问题。人的从众行为在这个过程中

起到了一个放大器的作用,唱涨的是这个放大器,现在,经济衰退了,唱衰的,还是这个放大器。电视里的股评家一个劲地说看不懂,现在股价和市盈率已经非常低了,为什么外围的资金不进来。这其实一点也不奇怪,如果你认为大多数人都还在看跌,就算你理性地算出市盈率已经低了,你买吗?经济学在考虑了人的行为的社会性之后,给这样的现象一个词,叫“低均衡”。现在就等一个足够大的冲击来帮人们摆脱这个“低均衡”了,人们指望美国的救市计划,差一点泡了汤。但这个冲击究竟用处有多大,目前不得而知。

危机来了,自由该走了。如果回到 70 多年前,那时的人们不相信自由市场经济应付不了周期。有趣的是,恰恰是自由主义的大师级人物弗里德曼认为,是因为美国政府没有及时向市场注入流动性,加深了 1930 年代的危机。今天,人们是不是会再次为自由的信条付出惨重的代价,拭目以待吧。好在经济学家们已经越来越关注人们行为的社会性的一面和人的异质性了。我并不主张救市,但如果金融市场在“回归理性”之后,被市场的悲观拖向一个不合理的“低均衡”,我看也没什么好。这时,给市场一点信心,避免悲观向实体经济蔓延,也没什么不对。上帝保佑,不要再由于政府行动迟缓,大衰退真的来临,使日后经济学家根据数据把这次的危机也认为是实体经济供给方的“真实周期”。

危机来了,自由该走了,至少过度的自由该走了。中国人说“30 年一个轮回”。30 年前,中国开始了市场化改革,撒切尔夫人和里根在大西洋两岸大刀阔斧地推行自由主义的经济政策。这一轮周期多了一个重要的角色,那就是中国。也许巨大的危机也将带来经济学的革命,太平洋两岸——我没说错,是太平洋两岸——盲目相信自由市场经济的结果到底是怎么回事,这个话题才刚开始。喜欢自由的,是投机家,危机来了,不喜欢自由的,还是投机家。希望下个周期来临时,大家一起保持清醒。但这是不可能的,下一次去扑火的灯蛾们,现在还在学校里学“自由”,就好像十多年前的我们。他们没有经历过熊市,要用另外一个十年来变得明白。

周期,就是这样周而复始。

■ 德鲁克在中国

咨询公司代替不了高层决策

黄建东
彼得·德鲁克管理学院

人民币对美元不断升值,美国经济不景气,出口加工型企业原先依靠低廉的劳动力成本参与世界竞争的出路遇到了前所未有的麻烦。在浙江和福建,集结着的一批国内知名服装公司,其中有的公司在前几年就看到了潜在的危机和挑战,很早就准备调整战略。

其中有家国内某知名民营企业,多年来一直致力于男式正装的生产和销售,而且取得了不俗的成绩,特别是近几年来,公司的销售以每年 30% 至 40% 的速度在增长。为了使企业能够成为百年老店,去年公司特意请了世界知名的一家咨询公司来制定企业的五年战略规划。

这家世界知名的咨询公司经过深入调查并且几乎与这家民营企业的每位高层管理者谈话后,提交了一份将近 300 页十分专业、十分详尽,从咨询角度上看几乎无懈可击的咨询报告。提出三个结论:民企所在的服装行业(特别是男服)是一个分散行业,到现在为止还没有一个企业的市场份额到了行业领导者的地位;行业内各企业产品差异性很小,几乎所有较有实力的企业的产品都集中在战略图上的某个区域内;为了能够办得与行业中的其他企业有所不同,应该从男服正装向休闲装发展。

在聘请咨询公司做企业的战略以前,这家民企特意聘请了一位资深外部人员到公司担任要职,并指定由他来指导新战略的推进。因为高层团队请他来企业也是为了要根据这份规划来推进企业的战略实施的,那位资深人士理所当然



■ 不足为奇

何日君再来? ——金融海啸之后的券商命运

朱伟一
中国社会科学院法学所
兼职教授

美国券商在金融危机中遭受重创。那么今后券商老大是否会有所收敛?券商经营模式是否会有大变化?这问题不好回答。券商也有不甘心失败的,摩根士丹利的共同总裁詹姆斯·P·戈尔曼便是一位。他就信心百倍地说:这个行业充满活力,过去 30 年的发展方式出人意料,创造了前所未有的收入。

以退为进,能伸能缩,这也是强人的本色。比如《华尔街》的好汉,为了抵抗朝廷的围剿,桃花寨、清风寨和二龙山头领纷纷投奔梁山这个大山头。

改换旗号也是券商自保的方式。1999 年,美国国会允许商业银行与投资银行重新合流,券商也加以妙用。9 月 21 日,经美联储批准,高盛和摩根士丹利摇身一变,成了银行控股公司,实际上就是商业银行,可以直接吸收存款,并在任何时候获得美联储的贷款。作为交换条件,美联储将监管这两家公司,两公司的资本和负债率也将

受到严格控制。表面看,券商退却了,但退却之中仍然在进攻,他们中途改变了规则。中途改变规则是许多投资者所痛恨的,也是中国股民对证券监管的批评焦点。但资本市场就是这样:当老大的根本利益或存在受到威胁时,中途修改规则在所难免。刑不上大夫,礼不下庶人,古来如此,只不过是老大的地方尤其甚,而资本市场恰是老大出没的地方。

当卖空威胁到券商存在的时候,美国监管机构也中途修改规则。在此之前,摩根士丹利多年为卖空业务提供后台服务,赚了不少钱。但革命革到自己头上就不干了。摩根士丹利第一把手麦克连打电话给证监会主席考克斯和国会中来自纽约州的参议员,要求取缔卖空业务,证监会领导照办了。安然前高管就没有这么幸运。当初听证会也是将其公司倒闭罪归于卖空的市场投机者,安然公司前董事长曾苦苦哀求政府出手,但没有成功。券商就是不一股,翻手云、覆手雨,需要市场经济时就有市场经济,需要政府干预时就有政府干预。如果这也叫失败,很多人会希望有这种失败。

赌局正盛时,大小券商们以六位数、七位数或八位数往家中搬钱。赌局被揭穿之后玩不下去了,券商又从美联储处得到低息贷款。这还不够,政府还动用纳税人的钱,直接向券商收购他们卖不出去的有毒金融创新产品。券商领头羊高盛还有人直接参加了收购计划。

这难道是华尔街失败了吗?写了《伟大的崩溃》这部分分析 1929 年股灾经典之作的哈佛大学经济学教授约翰·肯尼斯·加布雷斯有个著名论断:美国唯一一种社会主义受到推崇,那就是有利于富人的社会主义。

券商向何处去?可能会有两种模式。一种是美林模式:投入商业银行的怀抱,借助商业银行的强大资本,重回资本市场兴风作浪。这是特洛伊木马式的战略,以退为进,打入对方的心脏。用中国话来说就是明修栈道,暗渡陈仓。再就是自我瘦身,变相成为对冲基金和私人股权基金。

不管美国人如何看,至少日本人认为券商行业是有希望的。他们巨资收购了美国券商的股份。9 月 29 日,摩根士丹利与日本的三菱银行敲定,三菱将以 90 亿美元收购前者 21% 的股份。野村控股公司筹集了 56 亿美元,收购雷曼在亚洲、欧洲和中东的业务。日本投资美国券商,意在通过美国券商进军欧洲亚洲新兴市场国家。经济学家预测,今后若干年中,日本的 GDP 的增长速度平均每年不过 2%,而新兴市场国家 GDP 的增长速度要超过日本的两三倍。美国券商在亚洲已经开始的网点成为日本银行走出国内市场提供了机会。至于日本是否能够因此成功则是另说。

当然,日本愿意到海外发展投资银行业务,并不表明日本全盘肯定资本市场。日本金融机构在他们国内就不大搞资本市场,而且大和民族就没有大资本市场的狂热文化,相反,却有反“兼并”的文化。日本人爱护本国的一草一木,日本汽车制造商生产汽车出口到其他国家的山谷除了一些人去污染他们的空气。德意志银行和瑞士的 UBS 也是这样,他们绝不在本国资本市场兴风作浪,而是到美国和中国这两个江河湖海中去投资。而像中国这样的亚洲国家又服务资本市场,为外国券商搭建了很大的平台,外国券商可以在那里大作为。

股神巴菲特对券商也很有信心,投资高盛 50 亿美元,而且称赞“高盛是非同寻常的机构。”(非同寻常一词的英文是“exceptional”。奥委会主席赞扬中国“奥运”也是用的这个名词,我们将其译作“无与伦比”)。巴菲特的信心也并非毫无根据。据预测,倒闭了的券商的原有业务,可供高盛和摩根士丹利瓜分一部分,大约可以使两家券商的业务在今后几年中分别增长 6% 和 4%。

美国券商还会卷土重来吗?这个问题本身就有问题。美国券商根本就没有走。券商出身的财长保尔森,正在白宫指挥对资本市场以及资本市场的券商展开援救。房利美和房地由美国财政部接管,但接管后的财务顾问则是摩根士丹利。次贷危机中摩根士丹利自身业务一团糟,但现在又在为同样是一塌糊涂的两房出谋划策。对于券商来说,资本市场是一个惩前毖后、治病救人的好地方。

有些人不这样看。他们不仅认为是美国券商不行,而且美国金融都将失去其主导地位。俄罗斯总统梅德韦杰夫就断言:“一个经济和一个国家主宰的时代已一去不复返了”。不过,由梅氏来论断美国金融霸权的末日,似乎缺乏权威性。如果是日本或德国来说,或者还有几份可信。但日本把美国当大哥,政、军、事和金融丑闻美国马首是瞻。全球第二大经济体都不敢向美国金融霸权挑战,其他人如何挑战?在今后相当长的时期内,美元、美国金融以及美国券商在世界上仍将占主导地位。

从根本上说,券商强大靠的是人们的贪婪:人们因贪婪而利令智昏。只要人们的贪婪文化不变,券商还是会卷土重来的。

■ 相望江湖

美梦消逝,日本人重回阿信时代

——“漫走早稻田”之十九

陈宇峰
浙江工商大学经济学院副教授
日本早稻田大学政治经济学部、21COE-GLOPE 研究中心国际研究员 经济学博士

20 世纪 80 年代,经历了之前二三十年经济高速发展积累之后的日本,从原先的低工资、低收入阶段开始步入共享经济发展果实的阶段。以 1986 年 11 月东京的富人区世田谷区和目黑区的地价急升六成为标志性事件,日本开始了资产膨胀所引致的非生产性扩张历程。从此,日本的股市一夜之间门庭如市,银座也开始变得非同凡响。1985 年受当初的“广场协议”影响,日本股市节节攀高。到 1987 年 1 月,日经指数突破 20000 点大关,全年的交易总额已达到了 346 兆日元,与日本当时的 GNP 相当,超过世界头号强国美国股市 30% 之多。1989 年的最后一天,日本股市火箭式直冲 4 万点。

一个危险的信号是,当时,日本曾经有 40 个经济学家对未来的前景预测,没有一个人会认为日本出现经济危机,都对日本的将来充满乐观的自信”。“一面倒”的历史场景也再次出现。

那时,日本街头巷尾充斥着“炼金术”之类的大众读物,理财技巧”成为全民的流行语,一半以上的日本人都持有股票。NTT 的股票发行创造了类似于英国南海公司的神话。1986 年 11 月,日本大藏省开始主持 NTT 股票的第一次销售,预定销售 165 万股(1 人 1 股),结果有 1058 万人订购,竞争倍率高达 6.4 倍。股票面值 5 万日元,而标价则高达 73 万日元,实际卖出价更是达到了 120 万日元的天价,市盈率高达 102.6。由于投资者失去了理智,NTT 开市当天竟然无法开盘。第 2 天,股价又飙升到 318 万。1986 年至 1988 年,这类股票竟成了日本几乎全民总动员抽签抢购的最热销商品。不劳而获、一夜暴富这类与日本大众传统的价值观格格不入的社会心理,逐渐蔓延,甚至让斯文尔雅的知耻阶层也沦为癫狂。

疯狂并非只表现在股市上,真正疯狂的是日本人举收购世界各地高档房产,投资艺术品,转卖高尔夫会员权以及大量进口高级轿车。1989 年,东京银座的地价已到了每坪(6.3 平方米)1.2 亿日元,创下了地王之最。东京另一地标——东京帝国广场,每一平方公里土地价格居然比加利福尼亚全州的地价还要贵。一个东京的地价就相当于整个美国的地价。挟房地产的暴利之牛气,荷包鼓鼓的日本人举收购美国。1986 年和 1987 年,日本在夏威夷的房地产投资高达 65 亿美元,并买下了珍珠港海滩区三分之二的豪华酒店、商场及不动产。最有代表性的是东京亿万富翁横井英树,他买下了伦敦郊外的泰姆公园、英国南部的朱比特山以及苏格兰久负盛名的标志性建筑——格莱乃城堡和西班牙巴塞罗那郊区的菲尔格拉宫殿。1991 年,还以 4000 万美元的高价收购了被视为纽约心脏与灵魂的帝国大厦。而在夏威夷更是夸张,可建高尔夫球场的山谷除了一个还在美国人手里,其他全部被日本人收入囊中。随着在夏威夷购买别墅及定居的日本人日益增多,每年赴该地的百万游客中,日本人占了五分之一。盛夏无冬”的自然环境还使其成为日本人新婚旅行的首选之地。

当然,爱摆弄风雅的日本也会把其强大的资本力融入文化扩张之中。1989 年,索尼公司率先斥资 34 亿美元收购了美国文化的象征——好莱坞电影中被称为“美国灵魂”的哥伦比亚电影公司,三菱地产公司则以 8.6 亿美元收购了美国最著名的洛克菲勒集团在 51% 的股份。据日本海关统计,1987 年,日本仅在名画一项上的进口额即达到 370 亿日元,1989 年上升至 2800 亿日元,1990 年更激增至 4000 亿日元。1987 年 3 月,日本最大的保险公司的价格安下,高的“向日葵”。1990 年,大昭和造纸公司名誉董事长斋藤,三天内在索斯比和克里斯蒂拍卖会以 7810 万美元购得雷诺阿的杰作《磨坊舞会》和梵·高的最后一幅作品《加歇医生》。日本富豪在整个 80 年代无一届成为全世界艺术品市场最显眼的买主。

如此场景,难怪哈佛大学的傅高义教授也会惊呼《JAPAN IS NO.1》,而傲慢的石原慎太郎和盛田昭夫更是对美国发出《日本可以说不》的强硬信号。从战后信心低谷中走出来的日本人,第一次尝到了以非武力征服世界的甜头,也让美国对这个一手扶持长大的孩子产生了一种前所未有的危险感。

不过,历史的魔咒很快得到应验。1990 年 10 月 1 日,东京股市连续暴跌,从此日本股市一蹶不振,至今仍不见复兴之势。1991 年,巨大的地产泡沫自东京开始破裂,迅速蔓延至日本全境。土地和房屋根本卖不出去,陆续竣工的楼房没有住户。当年,六大城市的房地产价格骤降 15% 至 20%。根据 2005 年日本国土交通省的地价统计数据,日本全国的平均地价连续 14 年呈下跌趋势,与 1991 年相比,住宅地价下跌了 46%,基本回到了地产泡沫产生前 1985 年的水平;商业用地下跌了约 70%,为 1974 年以来的最低点。

疯狂年代的日本人为此付出了长达 15 年之久“平成萧条”的惨重代价。2005 年,借助中国崛起的强大市场拉动,才渐有回升起色。当初做着房地产美梦的日本人重新回到了阿信时代的勤勤恳恳。对于这一点,或许看过曾在 CCTV8 频道热播的长篇连续剧《冷暖人间》的朋友,会有很深的印象。