

金融危机及经济复苏的经济理论分析*

姚树洁

(英国诺丁汉大学 当代中国学学院,英国 诺丁汉 NG8 1BB)

摘要 提出一种新的经济理论来解释危机的形成和一个重大危机可能需要很长时间才能恢复的根本原因。市场参与者对收益和损失的不对称的心理反应是造成危机和危机恢复时间漫长而痛苦的主要原因。对经济恢复的三种不同形状:V、U 和 L 进行了定义和解释。在当前的金融危机形势下,一些国家如中国和印度,可能会经历一个 V 型复苏,而英、美等国则可能是 U 形复苏。同时,本文还提出了一个重要的反周期性的经济政策,以期降低危机发生的概率以及危机发生后所造成的破坏作用。

关键词 经济危机;对得失的不对称反应;经济复苏

中图分类号:F830.99 **文献标识码**:A **文章编号**:1008-3456(2010)01-0007-05

一、2008 年金融危机概述

1. 2008 年的金融危机

2008 年经济危机是 1930 年全世界经济大萧条后发生的最大的一次危机。但是在我们的记忆里看到的危机却是亚洲金融危机,那是 1997 年、1998 年来自泰国等东南亚其他国家的股市和货币市场泡沫同时爆破所造成的后果。经济危机来自市场的泡沫,但不是所有的市场泡沫都能造成经济危机,只有几个市场泡沫同时破裂时才能引起危机的爆发。2008 年金融危机的发生是以美国为主的各个西方经济大国房地产、金融市场和股票市场三个泡沫同时破裂的结果,因为这些国家主导了整个世界经济,一旦它们进入了危机,所有国家都被牵连,包括中国。市场泡沫是自由市场经济的必然产物。我国对内改革,对外开放主动进入了自由市场的竞争,当然也不可避免地要接受市场泡沫与金融危机的冲击和挑战。

经济危机是不能被完全消除的,但是可以把危机的影响降到最低。这是由经济活动的频繁性和复杂性所决定的。自由主义经济理论认为亚当斯密的看不见的手能够充分协调好市场供需之间的关系,避免经济危机发生的风险,在市场商品过剩的时候能够刺激消费,在消费低迷的时候能够降低生产。

但是这必须以两个假设为基本前提:一是市场必须是高效率的,二是人们的行为必须是理性的。但是这些假设在现实中却是不可能实现的,这是市场泡沫和经济危机必然产生的重要根源。

2. 金融危机的特征

经济危机无法避免是因为市场的供需在短期内不能达到平衡。这种不平衡具有一定的政治导向,再加上消费者、投资者的非理性的行为,就会发生周期性的危机,造成大面积的破坏。2008 年经济危机主要有以下特点:一是造成损害巨大,它波及了全世界最富有的国家,造成股市大跌,而且恢复过程非常缓慢;二是影响范围广,特别是对经济发达、技术先进的进出口贸易大国影响极其深远;三是对全球保险公司和商业银行损害严重,全世界最大商业银行出现巨大亏损,导致了实体经济被拖垮;四是为了挽救国民经济,政府纷纷出手救市,如英、美救市资金大概就占到了其 GDP 的 13%。很多学者、媒体都不约而同的评论了本次经济危机,并且都得出了类似的结论,认为银行系统巨额的亏损是因为银行家的贪婪、政府宏观调控不力及对银行监管的失效、过多的贷款及投资和资产证券化这样一种大规模投机行为所造成的。

3. 金融危机的危害实例

金融危机的危害是非常巨大的。例如美国国际

收稿日期:2009-12-18

* 本文系根据姚树洁教授 2009 年 12 月 18 日给华中农业大学经管-土管学院师生所作的专题报告“金融危机对中国经济发展影响”的录音整理而成。

作者简介:姚树洁(1959-),男,教授,博士,著名华人经济学家,英国诺丁汉大学当代中国学学院院长,西安交通大学特聘讲座教授;研究方向:中国经济、经济学。

保险公司(AIG),仅在2009年第四季度亏损就达到617亿美元,一年间亏损总额达到1000亿美元,相当于一个小国家一年的GDP。AIG对全球相关领域的破坏也非常巨大,全球最大的12家银行和500强企业的94%的资产直接或间接地被AIG所保险,总金额达2万多亿美元。为了保护全球前12位的银行、500强免受AIG严重亏损的波及,美国政府一共投入了2500亿美元以拯救AIG。再如英国苏格兰皇家银行(RBS),是英国最大的金融机构,一年亏损280亿美元,而且还有3250亿英镑的坏债。

金融危机使得各个国家的工业生产减速,进出口贸易量大大降低。以我国为例,中国的贸易量从2008年的第三季度到2009年的第一季度跌幅超过30%。金融危机对英国经济的影响也非常深远,这次金融危机使英国平均每一个成年人损失4万英镑。因为股市爆破以后,大众心理对股市爆破的恐惧反应,都会表现为股市每一天股价的剧烈震荡。在股市爆破的半年,由于市场掌控者缺乏信心,对亏损的恐惧完全掩盖了理性,导致市场在寻找新的平衡的时候没有方向,造成股价波动非常大。只有36%的交易日的价格波动维持在1%左右,而64%的交易日的价格波动都超过1%,有20%多的交易日的价格变动竟然超过3%。

二、对得失的不对称反应:金融危机的新理论

现存的研究很少从理论的高度和深度来研究这次危机发生的根本原因,本文提出一个崭新的理论,来解释危机发生和危机过后会经历漫长调整过程的根本原因。

众所周知,经济危机从形成到爆发,最后都要调整到一个新的平衡点。从理论上来说,新的平衡点是在短期内就能达到的,但实际上并非如此。经济危机前的泡沫是因为人的一种不理性行为造成的,人的不理性就是一种贪婪、嫉妒、投机的心态,它推动你去进行冒险。除了这种不理性行为之外,人们对炒股得失的心理反应会出现一定的不对称性。股票在短时间内是不可预测的,只有相当长的时间里才可能有一点规律性。不对称的心理反应,就是在市场形势好的时候,总是会对未来情形持乐观态度,预测市场前景定能向好,进而行为上会大胆冒进。相反,当市场形势不好的时候,虽然明知此时买进肯

定是赚的,但是在短期内只看到跌,所以在市场暴跌的时候,又太过于小心,就会出现得失不对称反应。

这种情况可以用一种函数模型来描述:假设投资者的效用函数 U 可以被收益(G),损失(L)和其他变量(Z)所解释。则函数模型为:

$$U_i = F(G_i, L_i, Z_i)$$

人们对经济的心理不对称反应产生于以下事实:从某种收益中产生的额外幸福水平(例如,1000元)往往小于同一单位损失造成额外的不幸水平(同为1000元),快乐的边际效用是积极的,但它往往随着收益的不断增加而呈下降趋势。从函数上表现为幸福水平的一阶导数是正的,但其二阶导数为负,总量虽然会增加,但是边际量在减少。这可以表示为:

$$\frac{\partial U_i}{\partial G_i} = M H_i > 0, \frac{\partial^2 U_i}{\partial G_i^2} = \frac{\partial M H_i}{\partial G_i} < 0$$

$M H$ 为单位盈利(如1000元)的边际幸福水平。当市场形势较好时,在贪婪和投机的驱动下,投资者为了获得更多的幸福感,往往积极地去不断投资以获得越来越多的收益。如果大多数投资者都表现同样的方式,市场将会过热。如果没有及时采取果断的措施使市场降温,危机就有可能出现。一次危机就像一个市场泡沫,但一个泡沫的爆破不足以引发危机,如我国2007年的股市泡沫并没有引发危机。危机发生往往是多个市场泡沫爆破的结果。泡沫破裂通常是由最脆弱的市场部门的触发(例如,美国次级抵押贷款市场),当所有的泡沫在短期内同时破裂,市场出现亏损,投资个体便立刻开始逃离市场。它们从市场逃离的速度取决于他们的损失量和损失的来源。他们蒙受的损失越大,逃离的速度越快。如果大多数投资者的原始投资资本出现巨大损失,市场就会出现崩溃,投资者信心也会丧失殆尽。因此,市场泡沫破灭就演变成为市场危机。

市场行为可以通过一种对经济损失的不幸感应的简单效用函数来解释。对于经济损失不幸感应的边际指数不仅为正,而且随着损失的持续增加,这个边际指数会越来越大。从函数上,对于经济损失的不幸感应的一阶和二阶导数都为正。这可以表示为:

$$\frac{\partial U_i}{\partial L_i} = M U P_i > 0, \frac{\partial^2 U_i}{\partial L_i^2} = \frac{\partial M U P_i}{\partial L_i} < 0$$

$M U P$ 为单位亏损(如1000元)的边际不幸感应水平。上述两个表达式中所代表的对得失幸福和

不幸福两种反应的不对称可以解释当前金融危机的发生及其复苏迟缓的原因。个人的心理反应,不仅影响市场的泡沫及其破灭,而且还影响泡沫崩溃后从危机中复苏的时间。房地产市场崩溃和股市看跌的证据充分表明,它通常需要更多的时间从崩溃恢复到牛市。这种现象是完全可以我们通过我们这种投资者对收益和损失的不对称反应理论来进行解释,如图 1 所示。

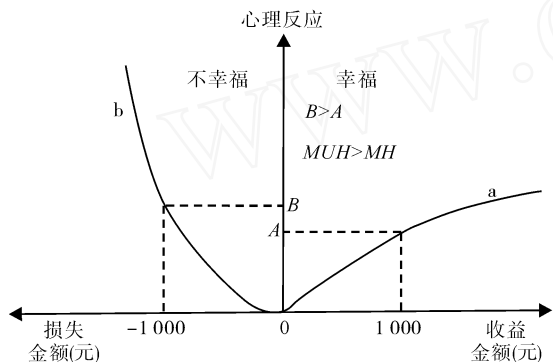


图 1 对得失的不对称反应

当投资者获得一个单位收益,譬如是一 1 000 元,他们就会感觉幸福(曲线 a)。相反,当他们损失了 1 000 元,他们就会出现不幸感应(曲线 b)。尽管收益和损失额是相同的(即均为 1 000 元),但是由于对得失的反应不对称,就会出现不同结果,即 $B > A$ 。因此,“一单位收益”的边际幸福(MH)会大大低于“一单位损失”的边际不幸感(MUH),即 $MUH > MH$ 。更重要的是,收益连续增加的边际幸福会逐渐削弱,但是损失连续累积的边际不幸感应会逐渐增加。这种对收益和损失不对称的心理反应可以解释市场出现危机的现象,如图 2 所示。

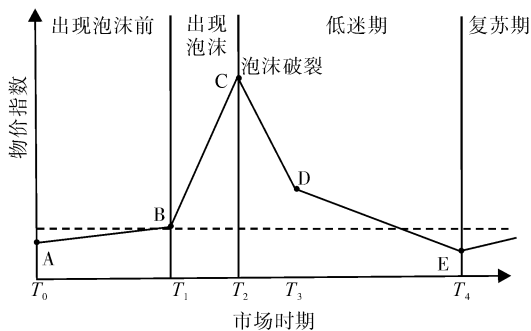


图 2 市场的泡沫、危机和复苏的演变

当出现一个长期的形势较好的市场时期时(从 T_0 到 T_1),投资者一般就会对未来价格持续上涨充满信心,而且往往“冒更大的风险”去投入更多的资金,因为尽管他们可能获得了很多收益,但是他们仍

然还不“足够幸福”,这可以用收益产生幸福边际效应递减的规律来进行解释。结果,市场泡沫变得更大、增长更快,推动价格在很短时间内达到高峰 C 点(从 T_1 到 T_2)。随着泡沫变得过大和价格升得过高,当前市场条件已经无法维持较高水平的市场泡沫和价格。在这个点上,即使是市场体系中的一个小事件(例如,美国次级抵押贷款市场的失败)也会引发一场大规模的泡沫破灭,并导致整个经济体系的崩溃,如 T_2 所示。一旦泡沫破裂,市场价格(无论是股票或房地产价格)将会在很短的时间内急速下降(如从 C 到 D,或从 T_2 到 T_3),在此期间投资者开始迅速逃离市场,因为投资者们害怕如果继续投资会遭受更多的损失。2008 年的金融危机便是许多市场泡沫破裂导致重大国际危机的最佳例证。

三、金融危机过后的经济复苏

1. 经济复苏的三个模型:V、U 和 L 型

根据危机持续时间的长短,经济复苏大致可呈现三种形状:V、U 和 L 型。由于以前并没有人对不同形状的恢复和其内在的关系提出明确的定义,因此,为了更好地解释危机复苏,必须对不同形状的恢复作出明确定义。

V 型复苏意味着经济衰退是急剧的,但是在非常短暂的时间内能够迅速复苏,在两年时间内恢复到或超过危机前的增长水平,如 1997 年到 1999 年亚洲金融危机后韩国和马来西亚的复苏;U 型复苏意味着经济衰退是急剧的,但复苏较为缓慢,可能需要两到四年才能恢复到或超过危机前的增长水平,如 1997 年到 1999 年亚洲金融危机后泰国和印度尼西亚呈现的马蹄形复苏;L 型复苏意味着经济衰退非常急剧,危机非常严重,复苏时间长而缓慢,可能需要 4 年以上时间恢复到或超过危机前的增长水平,最典型就是英国的技术股和美国的纳斯达克股指,从 2000 年到达最高峰到跌后 9 年都没有恢复到以前的水平。

基于得失的非对称反应理论,我们认为工业化较为发达的经济体在当前金融危机中的复苏将呈现 U 型,即这些国家两年内无法恢复到经济增长最高点,但是在两年以后四年以内一定能恢复到最高点。例如,2009 年第二季度英国的国内生产总值下跌 0.7%,意味着从 2008 年第二季度开始连续第 5 个季度持续下滑。虽然我们预计它将从 2009 年第四季度恢复正增长,但到 2012 年仍将无法恢复到 2%

或以上的正常年均增长速度,这意味着英国经济复苏可能是 U 型。与英国类似的还有美国、日本、法国、德国和其他欧元区国家。相反,中国和印度两个最大的新兴经济体都没有在危机期间出现季度负增长的任何记录。虽然它们的增长速度已明显放缓,但按照国际标准经济增长的绝对水平仍然很高,而且其增长可能呈现出 V 型复苏。

2. 中国本身没有发生金融危机

中国不可避免的受到了这次金融危机的严重影响,但是中国本身并没有发生金融危机,也没有出现经济大萧条。中国的经济增长速度虽然放缓,但是 2009 年第一个季度 GDP 增长速度仍然达到 6.1%。从 2008 年第三季度经济增长 9%、2008 年第四季度增长 6.8%,到 2009 年第一季度增长 6.1%、2009 年第二季度经济增长 7.9% 的数据比较中可以发现,中国经济很可能已触底反弹,2009 年第三季度高达 8.9%,中国必将能够以 V 型的增长势头强势复苏。

图 3 显示了从 2007 年第一季度到 2009 年第二季度世界上最大经济体的季度增长率。经济危机在美国开始于 2007 年第四季度,在日本、英国和德国开始于 2008 年第二季度,然而在中国直到 2008 年第三季度经济增长速度还没有真正开始放缓。这些数据虽然不能显示每个国家经济复苏的具体形状,但是根据我们的定义,从图表中可以很明显地看到除中国外,美国、日本、德国和英国并不能实现 V 型复苏。

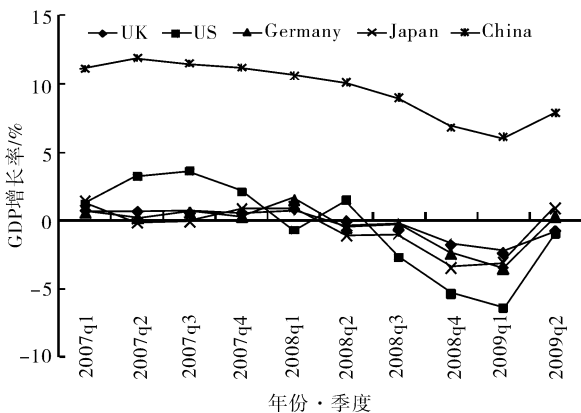


图 3 世界主要经济体的衰退和复苏

资料来源:有关国家统计部门

3. 金融危机给中国带来的机遇

在过去的十几年时间里,中国的全要素生产力每年以 3.5%~5.4% 的速度增长。改革开放以后,随着经济体制的不断改革,生产效率不断提高,劳动

力投入不断增加,三大产业发展速度不断加快,经济形势不断向好,但同时也受到了国际金融危机的冲击。通过这次金融危机我们可以看到,这次金融危机对中国来说既是一个巨大的挑战,也是一次难得的机遇。我们可以通过利用竞争对手经济衰退的机会,在经济上保持一定的正增长,进一步缩小与世界发达国家之间的差距,力争在最短时间内赶超他们。事实证明,实现这一目标是可能的。

首先,相比于英美等成熟的工业化经济体,我国是一个新型的、快速发展的工业化国家。从经济发展速度上来看,我们还可以保持很强的发展优势。其次,我国的劳动生产率还具有较高的提高空间。目前,我国大约有 45% 的劳动力还在从事农业生产,在未来的二十年内,这些劳动力中将会有 20%~30% 转移到工业、服务业等非农业产业部门去,而这种转移本身就意味着劳动生产率会有大幅度的提高。再次,中国已经进入高速发展的时期,已经跳出起步阶段进入了城市化和工业化发展的快车道,同时快速发展所需要具备的科技投入和人力资本等资源要素及相关条件已经具备。

经济实力超过发达国家意味着我国人均收入水平将会大幅提高,中国将跨入中等收入国家行列,在各项国际事务中充分展现大国实力的同时,也可以更好地维护自己的权益。

四、结论和政策建议

许多研究已经对 2008 年经济危机发生的原因、后果以及 2008 和 2009 年世界各国的救市工作进行了考量。危机发生的主要原因包括对世界金融和银行系统缺乏监管和世界经济快速增长和长期繁荣背景下发达国家与不发达国家之间贸易不平衡。然而,很少有学者在研究这些经济行为之外专门研究金融危机的经济理论。况且,很多争论都主要集中在促进经济复苏的路径和时间长短方面,并没有用专门的模型来描述经济危机的复杂性和复苏的进程。

本文主要提出一种新的经济理论,即人们对收益和损失的不对称心理反应,并解释单一市场泡沫或者经济危机发展变化的原因。经济危机并不是由单一市场泡沫破裂所造成的,而是由几个市场的泡沫在同一时间破裂所引发的。随着世界经济日趋全球化,当市场泡沫破裂,整个世界都会受到影响。该经济理论同样可以解释为什么全球经济危机复苏的

漫长和痛苦。这是因为在危机爆发的形势下,包括消费者、投资者、企业,甚至是政府都对经济前景失去了信心。而且信心并不容易恢复,因为在一定意义上大多数投资者的行为都是“非理性”的。随着遭受持续亏损的边际不幸感应不断增加,他们往往高估危机中的潜在损失。遭受一定程度的损失之后,人们即使是在向低迷的市场作长期投资有可能获得高回报的情况下,仍显得有些犹豫和恐惧。

该经济理论具有重要的政策含义。国家和政府应当充分发挥积极作用,不遗余力地通过对经济体系采取各种干预措施来帮助人们提高自信心。例如,目前由 20 国政府提出的一揽子救市方案就是一个增加市民的信心、防止整个世界经济崩溃的重要

措施。然而,救市对于降低危机对各国经济的消极影响、保持世界经济稳定而言,仍然是一个短期的策略。从长远来看,危机过后央行和政府必须认真反思,制定和实施新的改革措施,使悲剧不再重演。市场经济泡沫的形成是由于经济风险过大和结构性不平衡所造成的。因此,必须采取如下措施解决:首先,政府应该采取补救措施,而且这种补救措施的实施应当向市场危机反周期的方向推进,即在市场形势好的时候“泼冷水”,在市场形势不好的时候“加把火”。其次,在市场形势较好时,国家政策应着眼于减少和抑制过度的经济风险,政府应建立一个单一的专门机构来监管市场,确保有效的监管政策,发现和预测潜在市场泡沫的形成,防患于未然。

On Economic Theory of Financial Crisis and Economic Recovery

YAO Shu-jie

(School of Contemporary Chinese Studies, University of Nottingham, Nottingham, U K, NG8 1BB)

Abstract There are many studies on financial crisis in the literature but few have suggested a clear economic theory to explain why crises may happen and why economic recovery may take different shapes. This paper presents a new economic theory to explain the formation of a crisis and why a major crisis may take a long time to recover. It suggests that the asymmetric psychological reaction of market players to gains and losses is the principal cause of a crisis and responsible for a prolonging recovery. Three different shapes of recovery, V, U and L, are defined and explained. During the current financial crisis, some countries such as China and India may have a V-shaped recovery, and some countries such as the U K and the US may have a U-shaped recovery. An important policy implication is that effective macro-economic policies should be designed to smooth market movements and the implementation of such policies has to be counter-cyclical rather than pro-cyclical.

Key words financial crisis; asymmetric reaction to gains and losses; economic recovery

(责任编辑:刘少雷)