

有效分析预测金融危机的四种方法

何小林

2007-2008 年全球金融海啸给整个人类社会带来了深刻的思考。据报道，2009 年 1 月，金融海啸的形势还非常严峻，时任美国副总统切尼接受了美联社的采访。当被问到“政府为什么没有预见到这次‘大萧条’以来最大的金融危机”时，他答道：“无论多聪明的人都不可能预测到这次危机，我不相信有人预见到了。”整个人类社会都在思索——金融危机、金融泡沫是不是不可预测？在笔者看来，经济、金融学是一门复杂学科，它是自然科学和人文科学、物理和心理、天道和人道相结合的学科与艺术。根据笔者的思考，有四种理论或者方法可以比较有效地分析预测判断金融危机和金融泡沫。

明斯基金融不稳定理论

明斯基是熊彼特的学生，他最伟大的思想是其金融不稳定理论。明斯基认为，资本主义经济或者说市场经济具有天然的不稳定性，他建立了著名的“明斯基融资分类法”。

在市场经济中，根据收入与债务的对比关系，为投资进行的融资可以分成三类：第一，“对冲性融资”。债务人预期融资合同收入（现金）流可以偿还全部融资的利息和本金，只是一种最保守和最安全的融资方式。第二，“投机性融资”。其融资合同收入（现金）流仅能偿还利息，不能偿还本金，这种融资方式必须借新债还旧债，短期资金长期化，这种融资方式要求经营活动非常稳定，市场稍有波动，融资链条的现金流就可能断裂，融资风险比对冲性融资明显增加。第三，“庞氏融资”。其融资合同的后期收入（现金）流既不能偿还本金也不能偿还利息，债务人必须通过借更多的债务或者出售资产来履行融资合同。

明斯基指出，在经济的发展扩张过程中，融资的基本态势是从对冲性融资向投资性融资甚至庞氏融资的比重逐步升高的方向发展。很明显，投

机性融资和庞氏融资能否正常持续，必须依赖于稳定扩张的信贷环境和持续的资产价格上涨，其结果就是资产价格的持续膨胀和信用过度，资产价格的上升和宽松的信用环境使每个人都愿意也有可能更多地去承担风险，市场就是在这种状态下走向偏离了均衡状态。这种游戏最后总是要玩到极点，一旦信贷环境收紧或者资产价格上升停止，资产泡沫破灭，产生市场恐慌，市场雪崩，金融危机出现，这就是“明斯基时刻”。

在资本主义市场经济中，资金在资产要素之间基本是自由流动，当进入股市房地产市场的资金越来越多，覆盖借款的现金流越来越依靠股票或者房地产价格的上涨，这就是投机性融资和庞氏融资的比重在上升，明斯基时刻一定会来的，我们的金融史每次出现金融危机前都是投资者乐观（冒险）情绪疯狂、信贷环境宽松。因此，按明斯基模型来分析判断2007-2008 年美国的房地产次贷危机和随后的全球金融海啸也就有逻辑的必然性。

希勒的行为金融（反馈环）理论

希勒从经济技术和人口理论来分析判断预测金融泡沫，由于人类总是一代更比一代强，好了伤疤忘了痛，当一代新人占领经济舞台后，在一些经济技术（新经济）因素的诱发下，极易形成新的金融泡沫。

在人类金融行为的转导机制下，最初的购买就会导致价格小的上涨，早期是小的购买导致小的上涨。涨势从纵向上进一步刺激个体金融行为的投入加大，加大的金融行为导致更大的上涨，进一步刺激投资者的正向反馈；从横向上这种金融行为又会转导到其他的投资者，导致用同样行为模式发生。这样一来，更多的人用更大的投入一起来参与，一轮真正的牛市就在酝酿和不断发展中，进一步形成财富效应，社会消费增加，刺激GDP，投资者自我加强最后到自我膨胀自我扩张，从而形成超买。整个社

会的繁荣局面，经济过热，资产价格急剧上升。最终的表现形式是“全民炒股”热情高涨的局面，这种局面最终会发展到达其极限，投资者的人数和投入总会有边界，投资者的热情总会有到顶的时候。这个极度繁荣的阶段，也就是市场出现转折点的时候。此时，人类金融行为向相反的方向传导，此时就可能是金融崩溃了，导致整个社会的信心低下，全面惊恐，出现超卖。负的财富效应紧缩社会消费，国民经济向下，社会萧条，自我矫正到自我收缩自我冷却，资产和要素价格过于贬值，市场极度冷淡。就是这样不断演绎繁荣和萧条的逻辑。盛极必衰、否极泰来的社会规律，是金融市场动荡群体从众思维的一般性规律。这也就形成了希勒的反馈环。

根据希勒的理论，金融泡沫的成因主要是人口、投资者情绪因素。繁荣与萧条都是社会现象的两个方面，都是偏离了均衡状态，繁荣必须要众多投资者的参与，这就意味着泡沫。希勒分析了美国金融史，每次泡沫都是大量的投资者参与，全民炒股是希勒模型最典型的特征，在股市还表现为较高的市盈率，随后就一定是泡沫的破灭，危机和萧条的到来。因此用希勒模型完全可以分析预测金融泡沫的，在2000 年全民参与网络投资，这一定是泡沫；2000 年后美国又全民购房并投资房地产次级债券，这难道不是在酝酿后来的次贷泡沫吗？

索罗斯的反身性理论

如果把我们人类作为认识的主体，市场作为认识的客体，索罗斯认为，作为主体的人即在参与者有思维能力的前提下，参与者对世界的看法永远是局部的和扭曲的。这就是“谬误性”。另一个是，这些扭曲的观点可以影响参与者所处的环境，因为错误的看法会导致错误的行为。这就是“反身（射）”原理”。也就是说，市场的主体和客体不是独立的，市场参与者就是市场的一部分，参与者的思想认

识会对事件（客体）本身施加影响，影响事件发展，两者之间相互作用、相互决定。这种由谬误性和反身性产生的参与者的认识偏向在社会经济生活特别在金融市场中非常明显：一方面目前的偏向会影响价格，另一方面，在某种情况下，目前的偏向会影响基本面，而且市场的价格的变化进而会导致市场价格的进一步变化，并进一步自我加强和自我纠正。

索罗斯提出“基本趋势”和“主流偏向”来分析金融市场，并据此提出其金融泡沫理论。每个泡沫都有两个组成部分：现实中主导的潜在趋势（基本趋势）和对这个趋势的误解理解（主流偏向）。当基本趋势和主流偏向积极地彼此强化时，市场价格将是积极上涨，乐观的投资者发现他们的预期变成了现实，于是就会把价格推得更高，产生更大的需求，形成正反馈，繁荣就此产生，其结果是使市场价格远离内在价值，这种自我强化最终会到达极限，也就是说市场价格最终会远离均衡点，进而泡沫破灭，市场开始自我纠正，形成恐慌，进而产生负反馈，市场价格迅速下跌，进入衰退时期。这就是索罗斯繁荣/衰退周期的理论逻辑。

索罗斯理论经历了其投资实践的检验，用索罗斯理论来分析金融泡沫是非常有效的。

金融学理论

金融学是用牛顿经典力学的思想来分析预测金融市场泡沫，是笔者多年思考的结果。诞生于十七世纪的牛顿力学是对一般物体事物运动变化科学描述，金融市场的本质是具有人性特色的物理学系统，因此完全可以运用牛顿经典力学的思想和逻辑分析来理解分析判断预测金融市场的运动。从哲学上来看，“力”是事物一切变化的原因，是驱动事物运动变化的能量。事物的一切变化都是由于力的作用所致，没有力的作用就不会有事物的变化。金融市场中的力就是货币资金，金融市场的货币资金决定金融市场的运动和变化，没有货币资金的运动就不会有金融市场的跌宕起伏。

牛顿第三定律指出：“每一个作用总是有一个相等的反作用和它相对抗；或者说两个物体彼此之间的相互作用永远相等，并且各自指向其对方。”也就是说：作用力和反作用力大小相等、方向相反。牛顿第三定律的哲学实质就是平衡定律，在牛顿看来任何事物都是作用力与反作用力相互作用的结果，是作用力和反作用力的对立统一，正如中国哲学认为任何事物都是阴阳的相互作用和统一。平衡是任何事物的终极存在方式，“万物负阴而抱阳，冲气以为和”。平衡、均衡是一切运动事物的核心，也是一切运动规律的根本，不平衡的事物最终要回归平衡。

经济学家马歇尔受到牛顿经典力学作用力与反作用力思想的影响，在经济系统中构造供给与需求、买方与卖方两种相反的作用力和反作用力的力量因素，用此逻辑来研究分析经济金融系统中矛盾的两个方面的运动和变化及其与平衡的关系。“一阴一阳之谓道”，一买一卖就是金融市场运动最根本的“道理”。牛顿第三定律在金融市场中的应用主要是要分析相互作用的买方和卖方的力量对比及其转换关系，当买方力量大于卖方力量——价格上升，卖方力量大于买方力量——价格下降，买方和卖方的力量相互作用最终把金融市场价格拉到远离平衡点，那就一定要回归至平衡价格。

那么又该如何判断金融市场的转折点、临界点也就是顶点和低点呢？当向上的力量（买方）用尽时，后面一定是下降，这就是顶点；当向下的力量（卖方）用尽时，后面一定是上升，这就是低点。2001 年和 2007 年全民炒股、全民疯狂一定是顶点，因为该进入金融市场的资金都已经扎进去了，不会有更多的增量资金再投进市场去，也就是说上升的力量已经耗尽，不可能再向上了，这就是金融市场泡沫的顶点，所以大家贪婪的时候一定要恐惧。2004-2005 年证券公司“门前冷落车马稀”一定是低点，因为卖空的能量已经消耗完了，不可能再有下降的力量，所以大家恐惧的时候一定要贪婪，典型的就是 2008 年 10 月，是我们大家最恐惧的时候，全

球呼喊救市，温总理在 2008 年 11 月 5 日向全世界宣布 4 万亿救市措施，宏观货币政策和财政政策都很宽松，这实际上是迅速增加买方力量，也正是在此时买卖双方力量发生转折，买方力量大于卖方力量。今天回过头来看，当时就是最佳的买点。

四种预测方法的统一

以上四种方法在预测金融泡沫时有其根本上的统一性，主要表现为几点。第一，每种方法中都包含有物理的和心理的逻辑，物理思维体现为金融系统转换的临界点（物理学称为阈值），度过临界点就是“冰火两重天”；心理逻辑表现为投资者情绪的变化，乐观贪婪与悲观恐慌，心理因素往往对抗物理因素，心理因素最终要回归物理因素。第二，泡沫的顶部和底部都是远离平衡点，表现的社会特征就是繁荣与萧条，在泡沫的顶部，明斯基模型的繁荣是人的风险偏好增强，债务增加，杠杆更大；希勒模型表现为“全民炒股”、“全民买房”；索罗斯模型表现为投资者处在一个自认为是正确的逻辑但实际上是错误的判断的偏差中；金融学模型则表现为买方资金的枯竭。而泡沫的底部正是它们的反面。第三，泡沫的顶部和底部都必须回归平衡点，因此金融泡沫总是在繁荣和萧条的周期性循环中，历史不会简单重复，但总是惊人的相似。因此，恪守“中道”才是金融市场的根本。

顺便提醒一下，我国目前的房地产市场几乎“全民炒房”，是否是希勒模型的特征？信贷政策全面收紧，买方的资金正在枯竭，是否是金融学标志？房地产投资者总是乐观地认为中国的房地产价格总是上涨，是否是索罗斯的“主流偏差”自我加强了房地产市场的“基本趋势”？房地产租售比巨大，如果投资者贷款买房，其租金是无法覆盖其利息的，其偿还利息和本金的前提必须依赖于房价的上涨，这是否是明斯基的投机性融资和庞氏融资的含义？总之，我国房地产市场确实有泡沫顶部的端倪，值得房地产市场投资者的关注。

普惠民生是我国财政支出结构调整方向

傅子恒

我国财政支出结构的历史轨迹

从政治与经济制度变迁角度观察，建国之后我国财政收支总量表现可以分为三个阶段：

第一个阶段是 1950-1978 年，该阶段处于传统的计划经济时期；第二个阶段从 1979 年-1993 年，该阶段对应改革开放初期计划经济向市场经济转轨过渡的时期；第三个阶段自 1994 年至今，我国全面转向社会主义市场经济建设阶段。以“分税制”确立为标志，包括财税、会计核算在内的经济体制各个层面都进行了重大改革。

以上三个阶段大致对应于罗斯托（Rostow）理论中的传统与准备起飞阶段、经济腾飞阶段以及初步完成腾飞阶段。

从战略结构来看，各个时期财政支出项目侧重点各不相同。大致也可分为三个阶段：

1、1950-1978 年，“革命型政府”对应“吃饭财政”、“建设财政”。该阶段以严格的国家计划为特征，财政资金首先被用于满足基本的经济建设之需，民生需求只在最低层级上以“配给”方式提供，公共服务支出处于极低水平。

2、1978-1993 年，以经济建设为中心时期，对应“建设财政”、“管理财政”。在这一阶段，计划经济体制开始向市场经济转型，城市化建设全面展开，财政的建设支出继续居于主导地位，支出结构中对投资方向进行了若干调整，以满足民生为导向的基础设施建设受到更多关注，民生支出有所增加，但公共服务性支出仍处于较低水平。

3、1994 年至今，全面建设小康社会时期，对应“管理财政”、“服

务财政”。在这一阶段，我国进入以市场化为导向的全面经济建设时代，重化工、城市化步伐加快，教育、卫生医疗、住房制度改革全方位展开，政府职能开始在管理中开始注重服务职能，社会保障建设从无到有地建立起来，建设性支出相对比重下降，但仍处于支配性地位。

建国以来，我国财政支出在宏观结构演变方面呈现出的特点是：1、生产经营性投资者支出占据主流；2、初期“重建”而“轻民生”，近年正在转向注重二者之间的平衡；3、民生建设仍属刚刚起步阶段。尽管近几年来，市场缺陷暴露出一系列问题，我国政府加大了民生支持力度，但总的来看，积累优先、投资拉动增长的财政支出格局并没有根本改变；4、管理日益庞大而复杂的行政性开支大幅增长。

我国财政支出结构战略调整的方向选择

我国社会向成熟的市场阶段过渡的进程，决定了现阶段以及未来较长一段时期，财政支出结构的战略调整必需更好地平衡经济建设支出与民生支出，必须优化政府对经济增长的拉动效应，强化政府的经济平衡功能；强化对就业、民众福利提升、消费的分配调节等民生方向的引导功能；强化公共产品提供与公共服务的支出功能。总的指导方针，我们认为应该遵循以下几个原则：

必须做到效率与公平兼顾，既要充分发挥财政的资源配置功能，又要发挥财政和收入分配调节功能；经济增长与社会发展的长期与短期利益必须兼顾，必须有利于转变经济增长方式，保持经济均衡增长与社会和谐进步；

必须更加注重民生支出，使改革成果惠及全体人民；

必须有利于转变政府职能，强化政府公共服务功能。

我国经济多年增长积累起雄厚的物质财富形成了进一步发展的基金，已经有条件、也有能力更好地满足人民群众物质与文化生活之需，让全民共享经济增长与社会发展成果，这是社会公平的体现。而从效率角度来看，对于仍处在向福利社会趋进的中国而言，继续采取有力措施促进资本形成，今后一段时期内仍将是重点。但经济持续增长要求转变增长方式，在外需增长放缓、投资增长“增量”潜力挖掘空间难再扩大的时候，消费贡献力度需要加大，财政支出有必要进行积极配合。

关于“财政收入分配功能与‘公平’和‘效率’的关系问题，还存在一个认识转变问题。传统观念认为，财政支出向民生方向倾斜，更多涉及的是公平问题。我们认为，财政支出的收入分配不仅涉及公平，也涉及效率，这一结论可以从三个方面进行论证：首先，按照凯恩斯有效需求理论，个人与家庭边际消费倾向随着收入的提高而递减，因而有富、低收入群体之间的边际消费倾向有着巨大的差异，低收入群体边际消费倾向较高，但其有消费意愿而没有消费能力，因此，采取措施更多照顾中低收入群体，提升其个人与家庭的消费能力，可以增加社会的总量消费能力，从而有利于提高经济效率。其次，根据理性预期理论，一定时期社会消费函数既取决于现实收入水平，也取决于个人与家庭对未来的预期，医疗、教育、养老以及其他社会保障等各种因素都影响着这种预期，故保障性支出通过消费预期影响消费选择、进而影响经济效率。第三，财政收入分配功能涉及人力资本的形成与投入，从提高国家综合竞争力角度来看，必须从战略高度认识科技与教育的投入，人力资本、科技与研究开发、教育投入是一种基础性资本支出、是生产性支出而不是消耗性支出，这是

内生增长理论的“技术进步观”。上述三个方面，都可以使我们理解，增强财政支出的收入分配功能是提高社会公平的需要，也密切关系着社会效率。

基于上述认识，关于我国财政支出结构的调整与优化，我们提出以下若干政策性建议：

1、优化政府投资支出的结构。从产业战略布局来看，第一产业应在稳定中逐步转向“集约经营”，第二产业应该注重产业升级与结构优化，具备更多吸纳就业潜力、与人民群众福利提升紧密相关的第三产业应该受到大力扶持。从成本-效益角度来看，那些高能耗、高污染、低效率的产业投资应该进行压缩，投资性支出重点转向产业升级以及具有更高科技含量与效益前景的产业。从经济内生增长的前景来看，除特定时期外（如经济萧条需要政府直接扩大投资），财政应主要担当政策引导功能，投资拉动应更多依靠社会资本力量形成的“自发增长”效应。

2、投资结构在布局方面的改革应向民生工程倾斜，向中西部欠发达地区倾斜，向有利于经济长远发展、平衡发展的方向倾斜。

3、强化与优化财政转移支付功能，调节社会收入分配与地域的平衡发展。我国收入分配与经济社会发展不平衡的主要表现在不同收入群体之间的差异、地域之间的不平衡、城乡二元结构的矛盾、垄断性行业与非垄断性行业的差异等方面。这些问题的解决除了直接的中央财政支出的扩张支持外，可以更多通过转移支出安排对弱势一方进行扶持，财政支出在战略层面应该进行合理、统一、有序、规范的安排。

4、强化教育、卫生、医疗、社会保障、住房、城乡社区事务等公共服务领域的财政支持力度，这也是我国现阶段社会矛盾焦点较为集中的领域。

从支出比例来看，我国财政支出在上述各个方面的投入与发达国家相比有着相当大的差距。以美国社会保障支出为例，美国联邦政府在社会保险、老年医疗保险等政府对个人的转移支付自 1970 年代之就一直保持在占 GDP 的 10% 以上，是政府支出中最大的项目。尽管 1998-2008 年我国社会保障的财政投入年均以超过 25% 的速度增长，但截至 2008 年，我国财政支出中用于社会保障和就业的资金（包括财政对社保基金的补助、行政事业单位退休人员工资、企业改革补助、就业补助、抚恤支出、城市低保支出等）总额仅占该年度调整后 GDP 总量的 2.17%，即便加上全部医疗卫生支出（不只是个人转移支付部分），占当年 GDP 的比重也仅为 3% 左右。当然，中国作为一个发展中国家，与美国这一高福利发达国家相比，存在差距是必然的，美国也不一定是中国效法的目标，但上述数据至少可以揭示的是，我国社保建设支出有着巨大的提升空间。

再以教育与科技支出为例，2008 年，我国用于教育与科技的财政支出分别为 9010.21 亿元和 2129.21 亿元，占 GDP 的比重分别为 2.87% 和 0.68%，较“十五”期间的若干年份也有所降低（2001-2003 年，国家财政性教育经费占国内生产总值比例分别达到过 3.19%、3.41%、3.28%，之后降至 3% 以下），离我国自己提出的 4% 目标还有相当大的差距。中共十七大提出，到 2020 年，财政性教育经费投入占 GDP 比例达到 4.5% 至 5.5% 之间，同时提高社会保障支出占财政总支出比例，力争到 2020 年基本达到中等发达国家的投入水平，财政支出结构在这方面的调整同样有着巨大的提升空间。

5、压缩行政刚性支出膨胀需求。我国的行政开支一直以来增长快速，来自财政部的统计表明，中国目前的全部行政管理费占财政总支出的比重超过了 10%，近年则接近甚至超过 20%（1978 年这一比重仅为 4.71%）。

这一比重比日本、英国、美国等发达国家高出数倍。巨额的行政管理费挤占了本该用于社会福利改进的财政资金。

6、规范预算外资金的收入与使用。作为一种“非制度性”安排，我国预算外收支规模也在不断增长，到 2007 年，预算外资金总收入达到 6820.32 亿元，总支出为 6112.42 亿元。预算外资金属非税资金，游离于预算管理之外，容易出现浪费、随意性使用、难以进行有效计划以及及时有效监督等问题。对该项资金的使用应该进行规范，总的原则是应尽量纳入预算体制之内，对既有的部分进行有效监督，包括及时披露相关信息、完善健全收支手续等。

需要指出，财政支出结构调整需要一系列的制度改革进行配套落实，“配套性”改革涉及财政、金融体制改革问题、财税法规体制建设、社会保障建设、户籍制度改革，以及政府自身观念转变、行政改革与依法执政问题。这些领域的改革需要财政支出支持，而改革如果进行得好，将可以反向对优化财政支出结构做出贡献。比如初次分配与再分配问题解决好了，中低收入群体收入得以更多保障，可以有效减少社会救济以及最低生活保障方面的补助性支出；社会保障制度改革的有效落实可以提高居民对未来预期及消费水平，反向对收入刺激而扩大财政收入来源；户籍制度的改革在促进就业、解决劳动者跨地域流动、地域发展不平衡与收入不均等等问题的解决都将具有巨大的推动作用，也将能够推动促进经济增长、地域和谐发展及分配公平而对财政支出优化起到推动作用。政府自身执政建设方面，我国当前一个突出问题是政府部门存在着严重的浪费、官僚主义、腐败问题，“三大顽疾”，政府职能的改进与提升直接的效应是将可以带来财政支出的巨大节约，其在财政支出之外释放的巨大社会效应，更将无可估量。