

论周期中资本边际效率的演进、扭曲与崩溃 ——关于美国“次贷危机”的政治经济学解读

刘兴赛

(南开大学 经济学院, 天津 300071)

摘要: 文章通过凯恩斯的资本边际效率(MEC)理论探讨了经济危机发生的条件、可能区域以及演进的机理,并对次贷危机进行了实证考察。文章认为,次贷危机是在美国政治周期推动下,制度结构和社会条件变迁改变危机进程所造成的危机叠加。在此基础上,文章对流动性过剩说、经济结构失衡说、负债消费模式说、国际金融体系说、新自由主义制度说等观点进行了辨析。

关键词: 资本边际效率;次贷危机;政治性周期;制度结构

中图分类号: F831.59 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2009)11-0113-12

一、引言

爆发于2007年的美国次贷危机将全球经济推入到空前的衰退之中。反思危机,其根源究竟何在?国内的学者从不同角度作了解读:第一,政策角度。这类观点把次贷危机归因于美联储的货币政策,认为长期的负实际利率是罪魁祸首(卢锋、刘鏊,2009),而货币扩张政策与金融自由化造就的资产和信用泡沫则是幕后元凶(赵夫增等,2008)。第二,经济结构角度。这类观点将次贷危机归因于经济结构的软化与虚拟化。该观点认为在以服务业为主的经济结构中,资产价格主导的消费信贷决定了美国经济的增长(申宏丽,2009),而金融业过度发展则强化了系统的整体风险(杨晓光等,2009)。第三,市场行为角度。这类观点一般从市场主体的投机行为以及道德风险等角度来对次贷危机进行解读(王燕燕,2008;白钦先等,2009)。第四,经济模式与国际金融体系角度。这种观点从美国的经济模式和美元为本位的国际金融体系角度来解读次贷危机。在相关学者看来,美国金融危机的根本原因在于美国的借贷消费模式(余永定,2008),而美元本位的国际金融体系又支撑了这种模式并孕育了危机(汪利娜,2009;陈继勇等,2009)。第五,微观技术性缺陷角度。这类观点从微观角度对次贷危机的技术性缺陷成因进行了考察。该类观点认为资产证券化机理缺陷(王国刚,2009)、结构性产品的复杂性、评级机构的缺陷、金融治理

收稿日期:2009-09-08

作者简介:刘兴赛(1975—),男,辽宁开原人,南开大学经济学院博士生。

结构缺陷、投行运行模式缺陷、会计规则与风险定价缺陷等是危机的根源(吴念鲁等,2009)。第六,经济管理角度。这种观点从金融监管的角度来对次贷危机进行解读。相关学者认为金融危机的真正根源在于美国监管机构的失职以及美国监管体制存在重大的漏洞(吴建环,2008)。第七,制度角度。这种观点从资本主义制度本身寻找危机的答案,认为经济危机是资本主义市场经济制度内在缺陷与矛盾运动的累积(周小亮,2009),是新自由主义政策泛滥所导致的资本主义基本矛盾的不断深化和集中爆发(张宇,2009)。

与国内的学者不同,西方学者大多是在西方主流经济学的范式内对经济危机的原因进行探讨,他们或从资产泡沫角度,或从增加可支付住房数量、鼓励金融创新的政府政策角度,或从资产价值记账方式角度,或从全球经济失衡角度来对次贷危机进行多角度的解读(李翀,焦志文,2009)。

上述研究虽然多角度、多层次地对危机作了深入解析,但各种观点纷繁复杂,难以综合把握,我们试图通过简单的逻辑演进模型来揭示此次危机的根源以及其演进机制,以加深对金融和金融创新、房地产以及虚拟经济的认识,由此明确次贷危机的真正根源。

二、模型设计与危机的条件、机理

《新帕尔格雷夫经济学大辞典》(约翰·伊特韦尔等,1992)对经济危机进行了定义:“危机是指资本更新和扩张的过程被打断时的情形,危机过去是,现在也是资本主义的普遍的和经常的特征”,由此可见,危机的根本特征是投资增长的急剧变动。凯恩斯认为投资决定于资本边际效率(MEC)与利率的比较(凯恩斯,1936)。资本边际效率是使未来预期收益的折现值等于供给价格的折现率,而供给价格是恰好引致生产者生产的最低价格,又称为重置资本。我们设资本边际效率(MEC)为 R , C 为重置资本,未来的一系列收益为 $e_1, e_2, \dots, e_n$, 则资本边际效率可定义为:

$$c = \frac{e_1}{1+R} + \frac{e_2}{(1+R)^2} + \dots + \frac{e_n}{(1+R)^n}$$

因为未来收益对于投资主体具有相当的不确定性,因此,一项投资的总收益或者说是建立在平均收益基础之上的总收益更为有意义。我们假定 $e_1 = e_2 = \dots = e_n$, 则 $c = e/R$, e 为平均预期收益, c 值一般取决于两个因素:从短期看,作为边际值,其取决于投入的数量;而从长期看,其最终取决于技术创新水平。我们设其为 A , 两者成反向变动关系,于是可以重写 MEC 的公式为: $R = e/c = A \times c$, 则 MEC 的增量公式为: $\Delta R = A \times \Delta e + e \times \Delta A$, 设投资的增量为 δ , 利率为 r , 则 $\delta = \Delta R - \Delta r = A \times \Delta e + e \times \Delta A - \Delta r$ 。

为了分析方便,假设上述经济系统中的货币是内生的,即 r 是 MEC 变动的结果,投资变动的决定性变量是 MEC。由此,我们暂略去对 r 的考察,重点

考察 MEC 对于危机的涵义。

(一)经济危机的条件及区间

1. 模型分析。经济危机是经济系统在一定时点所发生的急剧逆转性调整,这里通过 MEC 的增量公式($\Delta R = A \times \Delta e + e \times \Delta A$)可考察危机发生时点的条件和潜在区间。

第一种情况:A 正向增长,e 由增长转向衰退,即 $\Delta A > 0, \Delta e \geq 0 \rightarrow \Delta e < 0$, 则: $\Delta R = e \times \Delta A - A \times |\Delta e|$, 所以当 $\frac{e}{A} \times \left| \frac{\Delta A}{\Delta e} \right| < 1$ 时,有存在危机的可能,否则不存在危机的可能。

第二种情况:A 由增长转入衰退,e 由增长转入衰退,即 $\Delta A \geq 0 \rightarrow \Delta A < 0, \Delta e \geq 0 \rightarrow \Delta e < 0$ 。当 $\Delta R = -|e \times \Delta A| - |A \times \Delta e| < 0$ 时,有无条件地存在危机的可能性。

第三种情况:A 负向增长,e 由增长转向衰退,即 $\Delta A < 0, \Delta e \geq 0 \rightarrow \Delta e < 0$ 。当 $\Delta R = -|e \times \Delta A| - |A \times \Delta e|$ 时,有直接存在危机的可能。

2. 模型涵义。一般而言,一个经济体在一段时间内的增长主要由一到两个行业或部门带动引起,因此我们不妨在行业或部门的框架下分析上述讨论的经济涵义。从本质上看,资本边际效率是对预期利润率的标度。在资本主义制度条件下,技术创新与社会条件的变迁不断地以产业发展的形式创造新的利润空间,从而使资本主义社会的危机得以周期性的缓解。

资本主义经济波动,其中一个来源就是来自技术创新的波动,其对应的变量是 A。范·杜因(1993)实证考察了经济周期基础上技术创新的规律,结果见表 1。从中可见,在一定的制度结构和社会条件下,A 随着经济周期的演进呈现出上凸形的规律性波动。

表 1 创新活跃程度随经济周期波动的趋势

经济周期	复苏	繁荣	衰退	萧条
创新的活跃程度	++	+++	++	+

资本主义经济波动的另一个来源则是社会实体条件的变迁以及实体条件与货币、预期等因素的互动,其对应的变量是平均预期收益 e。平均预期收益来自于对相对需求的预期。相对需求,从根本上说,决定于社会的实体条件。但在具体的实现机制上,社会实体条件以预期的形式并通过与货币量的匹配来实现具体的产业发展态势。值得注意的是,技术创新不仅可以带来绝对成本的变化,也可以带来新的需求变化。在我们的模型中将由技术创新因素引起的需求变化纳入到 c 值的分析上,即纳入到对 A 值的分析上,而不是纳入到对相对需求的分析上。由此可见,c 值实际是一种相对成本,技术创新带来的新需求所引致的平均收益的增长将归于相对成本的降低。

资本边际效率是一定制度的资本边际效率。一方面,制度结构、社

会条件与创新决定了一个行业或部门一定时期内的基本发展态势,它们共同起作用,并限制了货币对经济增长无限扩张的可能性;另一方面,货币量又可以改变行业或部门发展的具体路径及演进时期,并在一定程度上可能会扭曲行业或部门的发展路径。但显然,这种改变是受由行业或部门的客观发展规律约束的。

通过对上述模型涵义的分析可以看出,在一定的制度结构下,经济调整取决于技术创新和社会条件等实体因素决定的行业发展周期、配合行业周期的货币因素波动以及预期的作用。它们相互发生作用,共同决定了经济危机发生的条件以及可能的区间。至于经济调整是否采取危机的形式,这取决于资本边际效率是否扭曲以及扭曲的程度。判断是否存在扭曲,主要看两个方面:一是实体因素是否存在突变,从而改变了实体经济规律的惯常演进趋势,此种情况一般是指对于实体因素的不利冲击,其造成产业发展的断裂,引致整个经济系统的结构调整与收缩;二是看货币因素、预期因素所决定的具体演进路径是否背离实体因素所决定的趋势路径。突变的程度,即对实体路径的背离程度标度了扭曲的程度。

(二)经济危机的机理

1. 模型的设定。我们将 MEC 纳入到一个既定制度结构和社会条件下的两部门、两市场的动态逻辑模型中。就制度既定而言,其包括:劳资双方对抗性的分配方式,资本家对剩余价值的追求——这是危机最深刻的制度根源,其决定了危机的必然性——我们在其基础之上进一步探讨此次经济危机的技术性根源;经济主体遵循收益最大化决策原则;理性原则;风险厌恶原则。我们的经济系统中有两个部门,一是主导增长部门,二是房地产部门。经济系统中存在两个市场,即金融市场和商品市场(见图 1)。

主导增长部门的投资变动用 δ_1 表示,根据上文的推导:

$$\delta_1 = e_1 \times \Delta A + A \times \Delta e_1 - \Delta r_1$$

对于房地产部门,其供给价格吸收技术创新非常有限,尤其是相对于主导增长部门而言,长期中,由技术创新引致的供给价格的变动极微。因此,房地产部门投资的变动或者说房地产部门的资本边际效率,主要由未来的相对需求变动所引起的预期未来收益的变动所决定,则房地产部门的增长(投资变动)公式可表示为:

$$\delta_2 = \Delta e_2 - \Delta r_2$$

在商品市场上, e_2 的增长主要由经济增长所带来的收入增长所决定,为了简化分析,我们简写为 $\Delta e_2 = \delta_1$, 而主导增长部门的预期平均收益则由预期相对需求决

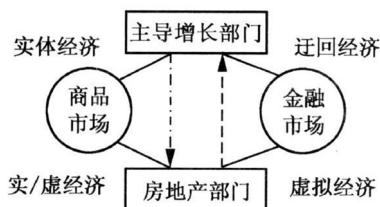


图 1 主导增长部门与房地产部门互动的经济系统

定。就投资主体而言,对于相对需求的预期,一方面要看本行业发展的一般趋势;另一方面也要关注整个经济系统的风险(我们用房地产投资增长带来的资产价格增长所产生的财富效应来表示)。在具体的预期机制上,由于人们的预期在某种程度上的短视性以及产业演进的一定规律性,我们采用外推型的预期机制。设 p 为短期收益, I_2 为房地产投资,则有:

$$e_{1,t+1} = w[p_t + a(p_t - p_{t-1})] + u[I_{2,t} + b(I_{2,t} - I_{2,t-1})]$$

$$e_1 = e_{1,t+1} + \epsilon_t$$

其中, a 和 b 表示对既有趋势的外推,即在一定信心状态下对未来趋势的判断, ϵ_t 表示在一定信心状态下投资者对外来冲击的态度以及对预期收益的影响。同理:

$$\Delta e_{1,t+1} = w[\Delta p_t + a(\Delta p_t - \Delta p_{t-1})] + u[\Delta \delta_{2,t} + b(\Delta \delta_{2,t} - \Delta \delta_{2,t-1})]$$

$$\Delta e_1 = \Delta e_{1,t+1} + \epsilon_t$$

在金融市场上,房地产金融主要是房屋抵押贷款,其利率由实际利率、风险溢价以及通货膨胀率构成(汪利娜,1999)。实际利率由制度结构等长期因素决定,设在一定的制度结构中实际利率为常数,为了分析简便,假设通胀率为 0,则利率波动取决于风险的变动,则有: $\Delta r_2 = f(\delta_2)$, 房地产行业的繁荣与 r 的变动呈反向变动关系,即 $f(*)$ 为减函数。与之相对应,未来收益变动以及经济系统整体风险共同决定了主导增长部门所面对的利率的变动,则: $\Delta r_1 = g(\alpha \times \Delta e_1 + \beta \times \delta_2)$, 其中 $g(*)$ 为减函数。综上,将经济系统描述为:

$$\begin{aligned} \text{主导增长部门: } \delta_1 &= \Delta A \times e_1 + A \times \Delta e_1 - \Delta r_1 \\ &= \Delta A \times e_1 + A \times \Delta e_1 - g(\alpha \times \Delta e_1 + \beta \times \delta_2) \end{aligned}$$

$$\text{房地产部门: } \delta_2 = \Delta e_2 - \Delta r_2 = \delta_1 - f(\delta_2)$$

$$e_{1,t+1} = w[p_t + a(p_t - p_{t-1})] + u[I_{2,t} + b(I_{2,t} - I_{2,t-1})]$$

$$\text{其中: } e_1 = e_{1,t+1} + \epsilon_t, \Delta e_1 = \Delta e_{1,t+1} + \epsilon_t。$$

2. 危机演进的机理。在上文分析中,我们认为存在若干个可能的危机点。具体来看,危机大多发生在整个周期上升波与下降波逆转的时点上。这是因为在上升波并远离大转折的区域,人们建立在产业发展趋势基础上的外推式预期具有相当的稳定性和对趋势判断的准确性,它们使短期需求波动不至于引起投资下降。另外,此时人们的心理状态较为理性化,在此情况下,MEC 一般不存在向上扭曲的可能。同理,在产业周期下降波,普遍的悲观与信心不足致使 MEC 也不容易存在扭曲的可能。由此,我们以主导增长产业上升波与下降波转折点为典型危机时点,来对 MEC 在既定的制度结构、社会条件下演进的一般规律加以阐述。简便起见,我们只分析既定制度结构和社会条件下,创新因素主导演进,而货币因素只是适应实体经济的情形。

遵循产业的演进周期,我们把 MEC 的演进过程也分为 4 个阶段:

第一阶段,复苏阶段: $\delta_1 > 0, \delta_2 > 0; \delta_1 > \delta_2$ 。

由于主导增长产业进入复苏期, δ_1 由 A 带动, 首先加速增长, 由 δ_1 带来的对房地产相对需求的增长, 使 δ_2 也开始加速。而与此同时, δ_2 通过财富效应反过来以预期收益形式来影响 δ_1 的增长, δ_2 还会通过融资渠道以系统风险变量的方式来影响 δ_1 的发展。但显然, 在融资渠道上, 主导增长部门自身的未来收益的影响是绝对的, 即两者的权数 $\alpha > \beta$ 。随着 δ_2 值的增长, 贷款 $f(\delta_2)$ 所代表的融资机制在经济中的作用日益加强。融资机制所实现的自我加速能力使 δ_2 逐步赶上 δ_1 。

第二阶段, 繁荣阶段: $\delta_1 > 0, \delta_2 > 0; \delta_1 < \delta_2$ 。

随着主导增长产业逐步进入繁荣期, 产业周期的能量得到释放, δ_1 的速度逐步减缓; 与之相对应, 普遍的繁荣使 δ_2 所决定的 $f(\delta_2)$ 在经济系统中的作用得到加强, 促使具有一定自我加速能力的部门, 如具有一定虚拟经济性质的部门——房地产部门开始加速发展。 δ_2 的速度开始超越 δ_1 , 相关部门成为经济中最活跃的力量。 δ_2 的变动开始摆脱 δ_1 所代表的居民收入增长的约束。但逐步减速中的 δ_1 值将最终降低至 δ_2 。其根本原因在于 δ_2 所产生的财富效应在 δ_1 增长所面临的未来收益中, 占有相对较小的权重, 即 $w > u$ 。

由于经济系统广泛的外推预期机制, 无论是主导增长部门, 还是具有虚拟经济性质的部门, 都存在对需求也就是对未来预期收益的过度反应, 即存在 MEC 的扭曲的问题。当然, 具有虚拟经济性质的部门由于在繁荣时期具有一定的自我加速能力, 它在危机中, 即 MEC 扭曲与崩溃上扮演着更重要的角色。

第三阶段, 衰退阶段: $\delta_1 < 0, \delta_2 < 0; \delta_1 < \delta_2$ 。

当 δ_1 接近 0, 并趋于负值时, δ_2 可能继续脱离 δ_1 运动一个时段, 其存在取决于外推型的预期机制。这种机制使房地产部门的扩张在 δ_1 值趋向 0 时, 在没有明显的不利的外部冲击情况下, 得以一个时段的延续, 并将这种力量反馈给主导增长部门。当外推型的预期时滞结束后, 预期的改变将使 $f(\delta_2)$ 的作用也转为相反的方向, 即当 δ_1 转为负值时, δ_2 最终也将转为负值。在投资变动为负值的过程中, 相对于 δ_1 的负向变动, δ_2 的变动会较为缓和, 其原因在于房地产需求的相对稳定性以及 δ_2 值去泡沫化所实现的信用支持。

这里存在一个问题, 即房地产部门是否由于融资机制而脱离主导增长部门实现长期增长, 从而自身成长为新的增长部门。答案是否定的。首先, 在衰退期金融机构理性的行为是惜贷; 其次, 即使我们放弃金融机构惜贷的假设, 流动性被强行注入房地产部门, 但需求规律仍然会对房地产部门的发展产生约束。

第四阶段, 萧条阶段: $\delta_1 > 0, \delta_2 > 0; \delta_1 > \delta_2$ 。

由过度悲观的投资情绪支配下的 MEC 崩溃造成了经济系统的过度调整。随着衰退调整的结束, MEC 崩溃所依据的预期中的信心开始恢复。如果

社会心理结构和制度结构没有在过度调整中发生结构性的变迁,那么衰退的过度调整反过来会带来整个经济系统的恢复性增长。但是否能真正实现正式的增长,还有待于新的主导增长产业的产生。

至此,经济系统中 MEC 的演进过程得以阐述,它揭示了既定制度和社会条件下经济危机的可能根源以及经济危机的爆发机制。就危机的可能根源而言,MEC 的崩溃来自主导增长部门的投资过度调整以及具有虚拟经济性质的部门的过度膨胀。系统调整是否采取危机的形式,主要取决于 MEC 的扭曲的程度,这往往取决于是否存在过度的炒作与投机。就危机的爆发机制而言,则是在 MEC 存在高度扭曲的条件下,面对重大的不利冲击,即 ϵ_1 的出现,投机心理与外推机制崩溃,MEC 随即崩溃,经济系统开始以危机的形式加以调整。

(三)关于内生货币条件放开的讨论

在以上的讨论中,我们将 MEC 作为经济系统中唯一的主导力量,并通过投资的变动来分析 MEC 的演进、扭曲与崩溃。之所以可以这样做,是因为我们的分析建立在内生货币的假设上。现在我们放宽假设,假设货币当局通过降低利率来加大系统的流动性,则有如下情况:

第一种情况:在经济复苏的阶段加大流动性。这一行为通过两个方面来加快经济运行:一是与产业发展相关的货币可得性的扩大可以引致 MEC 的上升;二是利率作为模型中的成本因素下降。在具体的机制上, δ_1 首先加速增长, δ_1 的发展带动 δ_2 的加速, δ_2 则通过财富效应和融资便利反过来促进 δ_1 的发展,依次类推。由此可见,在远离繁荣的区间,加大流动性一般会加速产业周期的成熟进程,但不会改变其演进的机理。

第二种情况:在繁荣阶段加大流动性。在繁荣阶段,经济系统会内生出过度的流动性。在我们的模型中,内生出的流动性主要通过 $f(*)$ 、 $g(*)$ 等所代表的贷款信用创造以及加快货币流动速度来表示。事实上,普遍繁荣内生出的流动性使繁荣阶段加大流动性的操作失去了其应有的必要性。

第三种情况:在危机阶段加大流动性。由于存在如下原因,货币不仅难以进入产业的扩张中,而且经济系统会内生出流动性的缺乏,具体包括:金融市场上普遍的空头情绪,货币的产业流通量减少;银行的惜贷;产业投资的信心不足;有限的货币大多用于弥补资产流动性丧失所造成的流动性匮乏。由此可见,在危机中货币量常常无法进入经济运行中,因此降低利率的货币政策是无效的。

第四种情况:在萧条阶段加大系统的流动性。在萧条时期,外生的货币政策会产生何种结果,取决于经济系统的信心状态,即 MEC 中的预期所依据的乐观程度。

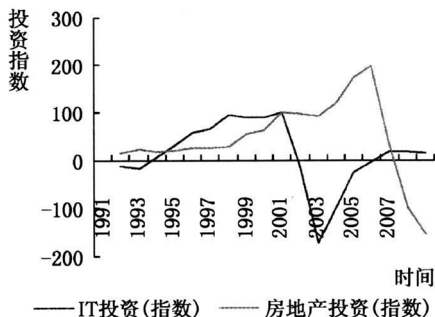
综上,即使存在货币当局的干扰,并不影响上述模型所阐释的机理,而投资的变动根本上还是 MEC 的影响所致,也反映了 MEC 的演进过程。

三、实证考察与事实分析

(一) 实证检验

1. MEC 的演进规律。一段时间以来,美国经济增长的引擎是 IT 产业,这里我们用 IT 产业与房地产业的发展来做实证检验。由于美国 IT 产业的年度投资无法获取,我们用该行业的就业情况的变动来表示。^①对于房地产行业的投资,我们用房地产资产市场价值的增值来表示,即将房地产存量由于价格变化所产生的财富效应以及融资便利纳入分析框架,以此反映房地产对货币的吸纳和房地产投资的全貌。

从图 2 可以看出:第一,在 2000 年前,尽管经济也存在着波动,但系统并未出现危机。第二,在 1991—2000 年的区间中,从总体趋势看,IT 业的发展带动了整个经济的发展;但从具体的速率上看,1991—1997 年 IT 产业的增速大于房地产行业,而 1997—2000 年,则是房地产行业的增速大于 IT 产业。^②第三,2000 年后,IT 投资急剧下滑,带动整个经济进入到调整区间,但之后曲线的趋势并未按照模型所阐释的轨迹运动,而是房地产投资曲线在未经过充分调整的情况下直接冲高,并转变为经济发展的引擎;与之相对应,在其带动下,IT



数据来源:IT 投资数据来源于美国劳动统计局(BLS)的《当前就业统计(CES)》,经过指数化处理而成;房地产投资数据来源于美联储《Flow of Funds Accounts of United States》。

图 2 IT 产业与房地产行业投资变动

投资迅速反弹,但正向投资乏力。可见,2000 年的经济调整是在 MEC 扭曲并不是很大的情况下进行的,这种扭曲主要是来自于主导增长部门繁荣后期的过度投资以及房地产部门所具有的一定的自发性;而 2000 年后,MEC 则存在高度扭曲,这主要表现为房地产部门投资增长与实体部门的完全脱离。

从 1991—2000 年的 MEC 演进中,数据印证了我们模型的阐释。但 2000 年以后的数据与我们的结论不符。从理论上,2000 年以后,房地产行业在危机中独善其身并成长为新的增长引擎,其关键在于 $\Delta r_2 = f(\delta_2)$ 函数。但显然,这和“危机时货币政策无效”的论断相悖。我们暂且把其当作待解的谜。

2. 房地产行业扩张的自发性。所谓房地产行业扩张的自发性是指房地产的增长偏离主导增长部门增长的性质,我们既要考察这种自发性是否具有现实性,又要看这种自发性的程度有多大。我们认为:(1)房地产业因为吸纳技术创新有限,而不能作为长期增长的引擎。(2)房地产业是顺周期产业,

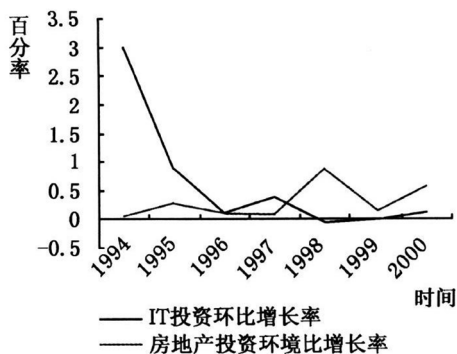
其总体上依赖主导增长部门的发展。当然,由于社会需求在某种程度上存在一定的刚性,其变化趋势往往较为平稳。(3)房地产业具有一定的自发性,但其自发性主要表现在繁荣后期,表现在短期增长速率对主导增长部门的偏离。(4)房地产业尽管具有自发性,但最终受主导增长部门的约束。

从图 3 可以看出,在 20 世纪 90 年代前半期 IT 部门的短期增长速率总体上大于房地产部门,而到后期,随着繁荣的演进,房地产短期增长速率开始超越 IT 部门的增长速率。图 3 只是展示到 2000 年,而 2000 年后,两者增长的分离完全表现为长期增长趋势的分离(见图 2),因此用于描述短期速率的图 3 没有对 2000 年后的情况作描述。我们把两部门短期增长速率分离演变成长期趋势分离的情况,看作是对我们模型所阐释的一般规律的一种背离和特例,关于其具体的涵义,我们下文进行解答。

3. 房地产行业发展的虚拟性。为了加深对房地产扩张的自发性的认识,我们加入对虚拟性的考察。虚拟性与自发性高度相关,自发性发展到一定的程度往往造成资产泡沫,使房地产业显示出一定的虚拟性。但虚拟性又不完全等同于自发性。从概念上理解,虚拟性考察的是房租收益与房价的背离,其测度方法一般以住房价格指数与房主等值租金的比值来表示(见图 4)。

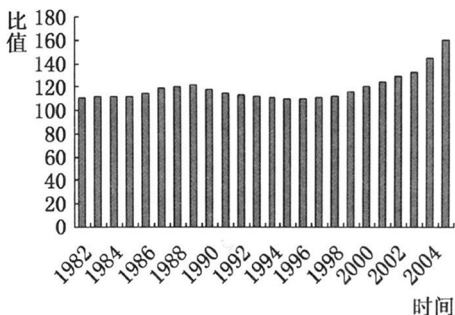
同样,我们仍然遇到了 2000 年前后情况截然不同的情形。在假定为正常演进的 2000 年前的时段里,最大的比值都没有超过 120,姑且可以从我们认为正常的区段得出这样的结论:随着经济的繁荣,房地产自发性增强,其虚拟性亦加强,但在正常的演进中,这个幅度是有一定限度的。我们把比值超过 120 的情况当做特例,下文解答。

4. 对 $\Delta r_2 = f(\delta_2)$ 函数的检验。现实中, r 是实现了的利率。但这并



资料来源：同图 2。

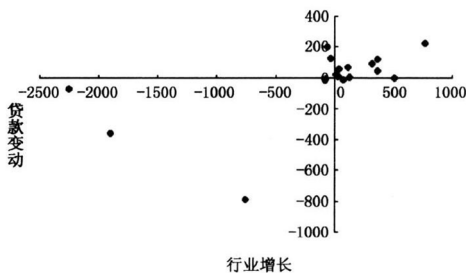
图 3 IT 投资短期增长速率与房地产投资短期增长速率关系



数据来源：转引自丁为民《新自由主义体制下经济增长的矛盾与危机——对当前金融危机的再思考》，《经济动态》2009 年第 3 期，第 52 页。

图 4 美国住房价格指数与房主等值租金的比值

不能反映那些需要却又贷不到款的客户所面临的足以影响交易达成的隐性利率水平。为此,我们用抵押贷款的变动来标度利率的变动(见图 5)。遗憾的是,散点图并没有展现任何的函数关系。事实上,我们的函数只描述了金融机构方面可能提供贷款的意愿,而就贷款的实现而言,另一个因素则是投资者是否有贷款的意愿。在既定的社会条件下,从潜在投资者成为现实投资者的人数一般是相对稳定的。就房地产而言,这主要是指由人口结构特征所决定的需求的规律性。在经济繁荣时期,融资交易的达成更多地是受投资需求的约束,而不是受金融机构提供贷款的意愿的约束。因此,即使一直是“正常”的 2000 年之前的图示也仍然无法支持 $\Delta r_2 = f(\delta_2)$ 。



数据来源:相关数据来源于美联储《Flow of Funds Accounts of United States》,经过处理而得。

图 5 行业增长与贷款变动的关系

至此,我们的问题可以归结为:(1)如何在危机中实现货币政策的有效性;(2)如何改变房地产投资需求的既有的稳定性。对此的解答就在于改变既定的制度结构和社会条件。

（二）事实分析

从 20 世纪 90 年代开始,美国开始了一个以 IT 产业为引擎的“新经济”周期。2000 年,网络泡沫破灭,以 IT 产业为主导的美国经济开始转入调整期。意图推动政治性经济周期的小布什必须为经济寻找新的增长点。相对于需要议会斗争的财政政策,操作简便的货币政策就成了首选。房地产业由于具有一定的增长自发性而成为良好的经济刺激对象,但要使其成为新的主导增长部门,必须要解决金融机构的惜贷问题和投资需求增长问题。解决之道就在于改变既有的制度结构和社会条件——通过市场制度的改变扭转金融机构的风险偏好,通过市场条件的改变扩大投资需求。担当以上历史重任的工具就是房地产次级抵押贷款证券化。向不具备贷款条件的对象发放贷款,突破了人口结构的约束,而证券化则在扩大了的风险中,使金融机构不会惜贷。在布什政府的主导下,1 000 多家机构参加了向低收入者提供住房的“运动”。美国经济由此迅速走向新的增长,但其经济后果却是灾难性的。脱离实体经济而独立膨胀的房地产部门造成了资本边际效率的高度扭曲,其最终的崩溃导致了经济急剧的下滑与经济结构的再调整。

四、理论辨析

在上述基于资本边际效率的研究框架下,我们对前述次贷危机根源的主

要观点作出辨析,并认为美国次贷危机的真正根源就在于其深层次的制度结构和社会条件的变化:(1)流动性过剩说。根据我们的分析,危机中没有现实产业基础的负的实际利率只是虚假的“收益”,从某种程度说,货币更是一种内生的变量,次贷危机中过剩的流动性只是特殊条件的产物。(2)经济结构说。作为迂回经济的金融业,具有虚拟与实体双重特性的房地产业,它们的发展是市场经济发展的必然产物,是资本扩张的必然结果,而社会分工,尤其是国际分工又强化了这种态势。它们的发展一方面复杂了系统结构而使经济波动趋缓,另一方面又增加了系统性整体风险。但正如我们的模型和实证所阐释和证明的,在正常情况下,他们的危害虽然是存在的,但却是有限的。同样,虚拟经济和实体经济的高度脱离也是特殊制度结构和社会条件的产物。(3)负债消费模式说。这是美国2000年后房地产业发展高度脱离原主导增长行业发展的写照,但美国的借贷消费文化由来已久,同样的表象不同的结果彰显着制度结构和社会条件的深刻变化。(4)国际金融体系说。不合理的国际金融体系反映了国际利益的不合理分配,但国际资本的流入只是加速了美国既有模式的演进进程。与其说国际不合理的金融体系是危机的原因,不如说是危机在国际上扩散以及美国转嫁危机的工具和手段。(5)新自由主义制度说。此次危机与其说是市场经济的失败,不如说是对人类违反市场客观规律的惩罚。次贷证券化,不仅不是监管的问题,而恰恰是个体理性的集体选择。次贷证券化将2000年的经济调整推向未来,把经济主体的个体风险转化为全民的整体风险,使其成为政客、次级贷款发放对象等的集体选择。

通过辨析,我们的目的是为了区分哪些是一般危机的根源,哪些只是市场经济运行一般规律或者是缺陷,哪些才是这次危机的真正根源。对这些问题的辨析有利于我们厘清对金融的认识,对创新的认识,对虚拟经济、房地产行业的认识,而理性的认识才不至于让我们在反思中迷失方向,并在认识与实践上不至于自外于此此次危机所意蕴的潜在威胁。

注释:

- ①用就业变动代替投资变动必须保证就业变动的主因是投资而不是资本有机构成的变动。我们通过对比就业趋势与全社会对IT的需求趋势证明这个问题不影响本文分析。
②但在两种情况下,两者的增速都是正值。

参考文献:

- [1]卢锋,刘鑫.格林斯潘做错了什么?——美联储货币政策与次贷危机关系[J].国际经济评论,2009,(1):38—44.
[2]赵夫增,孙磊,郭海涛等.美国经济会不会陷入日本式后泡沫困境[J].国际金融研究,2008,(7):4—11.
[3]杨晓光,房勇,程棵.次贷危机的系统科学分析[J].管理评论,2009,(2):112—120.
[4]申宏丽.美国次贷危机与现代服务业主导的经济结构[J].财经科学,2009,(3):17—26.
[5]张宇.金融危机、新自由主义与中国的道路[J].经济学动态,2009,(4):17—21.

- [6]周小亮. 危机成因的马克思主义经济学分析与中国和谐改革发展之思考[J]. 经济学动态, 2009, (4): 59—62.
- [7]吴念鲁, 杨海平. 从次贷危机到华尔街风暴: 微观机理、制度根源、应对策略[J]. 经济学动态, 2009, (2): 44—51.
- [8]白钦先, 蔡庆丰. 金融虚拟化的道德风险及其市场影响: 次贷危机的深层次反思[J]. 经济学家, 2009, (5): 34—40.
- [9]王燕燕. 美国次贷危机的解决之道[J]. 经济社会体制比较, 2008, (6): 44—47.
- [10]余永定. 美国次贷危机背景、原因与发展[J]. 当代亚太, 2008, (5): 14—32.
- [11]汪利娜. 美国金融危机成因与思考[J]. 经济学动态, 2009, (3): 54—60.
- [12]陈继勇, 盛杨恽, 周琪. 解读美国金融危机——基于实体经济的视角[J]. 经济评论, 2009, (2): 73—78.
- [13]王国刚. 止损机制缺失: 美国次贷危机生成机理的金融分析[J]. 经济学动态, 2009, (4): 53—58.
- [14]吴建环. 次贷危机真正根源是什么? [N]. 上海证券报, 2008-10-20.
- [15]李翀, 焦志文. 外国学者关于美国次级抵押贷款危机的讨论[J]. 经济学动态, 2009, (1): 56—60.
- [16]约翰·伊特韦尔. 新帕尔格雷夫经济学大辞典(第一卷)[M]. 北京: 经济科学出版社, 1992.
- [17]凯恩斯. 就业、利息和货币通论[M]. 西安: 陕西人民出版社, 2004.
- [18]范·杜因. 经济长波与创新[M]. 上海: 上海译文出版社, 1993.
- [19]汪利娜. 美国住宅金融体制研究[M]. 北京: 中国金融出版社, 1999.

On the Evolution, Distortion and Collapse of Marginal Efficiency of Capital in Business Cycle: Political Economic Analyses about US Mortgage Crisis

LIU Xing-sai

(School of Economics, Naikai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: The paper analyzes the condition, possible areas and evolutionary mechanism of economic crises through Keynes' theory about marginal efficiency of capital, and makes an empirical study on mortgage crisis. It considers that the US mortgage crisis is caused by the transition of institutional structure and social conditions under the political cycle. Then the paper analyzes the ideas about excess liquidity, unbalanced economic structure, consumer mode with debts, international financial system and neo-liberal system.

Key words: marginal efficiency of capital; mortgage crisis; political cycle; institutional structure

(责任编辑 喜 雯)