

第一篇 “直升飞机撒钱”(传统货币发行传导)与信用阶梯

1. “直升飞机撒钱”(传统货币发行传导)

1.1 “直升飞机撒钱”(传统货币发行传导)理论

2008年美国爆发次贷危机,并引发大萧条。美联储重金救市,并长期实施量化宽松(QE)货币政策。业界与舆论形象地将此央行的救市和货币宽松政策比喻为“直升飞机撒钱”。¹

弗里德曼在《最优货币量》中最早使用了“直升飞机撒钱”这一假说。

让我们假设某天一架直升飞机到这个社会的上空并从天空中扔下了额外的1000美元钞票,这些钞票当然被社会成员迅速地捡起来了。²

用伯南克在“救市辩护”讲座中的话语背书,“直升飞机撒钱”就是:“中央银行要尽可能地保证金融系统的正常运作,尤其是要尽可能防止金融恐慌和金融危机。”“在恐慌时期,中央银行应当大量放款。”保持金融系统的稳定,保持金融系统的资

金流动性,摆脱“流动性陷阱”。³

“直升飞机撒钱”的理论,从更宽泛的视野来说,可以理解为 20 世纪 70 年代以来,央行所执行的一般的温和通货膨胀政策与危机时刻的救市放水,也就是撒钱注入实体经济。

诺贝尔经济学奖得主克鲁格曼总结:

实际上,我们通常会选择增加货币供应量作为摆脱经济衰退的方法。近 50 年来,终止经济衰退基本上都是美联储的工作——控制经济体内的货币流通量(宽泛地说),当经济走下坡路时,美联储就增加货币发行量。直至今日这个方法依然奏效。这个方法在 1981—1982 年出现严重的经济衰退后发挥了惊人的作用,美联储仅用了几个月的时间就使经济快速复苏——被认为“美国的黎明”。在 1990—1991 年以及 2001 年的经济衰退发生后,这个方法虽然见效慢,但还是行得通。⁴

撒钱的目标,也就是央行的主要政策目标:保持温和通胀下的经济增长与就业。央行的这一政策愿景,早在 18 世纪休谟就给予了描绘:

当货币开始大量注入社会的各个领域时,一切便焕然一新,工业获得了生机,商人更加雄心勃勃,甚至连农民扶犁也变得格外勤快……⁵

“直升飞机撒钱”的货币政策主要是通过金融系统来实施传导的。吴晓灵(2008)认为,货币政策传导机制是指中央银行根据货币政策目标,运用货币政策工具,通过金融机构的经营

活动和金融市场传导至企业和居民,对其生产、投资和消费等行为产生影响的过程。我们将此称为传统的货币传导机制,简称为“央行-金融系统”。⁶

1.2 假设是什么?

“直升飞机撒钱”,尤其是通过传统的货币政策传导机制“央行-金融系统”传导,会在原有的财富存量分布上进行新的财富分配么?货币政策及其传导,在大多数人的认识中,相较财政政策,似乎更加市场化和中性。少有人质疑,货币政策在“央行-金融系统”传导机制中存在分配非中立性。也很少有人怀疑,长期的央行通货膨胀政策及其政策传导机制,可能是加剧分配不平等的重要原因之一。

首先,要区分货币“分配中立性”和货币“中性”之差别。

货币中性理论的典型代表是传统货币数量说。“如果货币供给的一次性变动,不影响经济中变量(包括实际余额)的实际值,那么,就存在货币中性(neutrality of money)。另一种表达方式是说,货币是一层面纱:虽然和无货币的以物易物经济相比,货币的存在带来了很大的不同,但它的变动没有任何实际影响。”⁷

而研究货币“分配中立性”,就要探讨央行通货膨胀政策及“央行-金融系统”传导机制对经济中的个体的财富分配影响。可能先要对“直升飞机撒钱”理论及其实践的潜在假设做些分析。

(1) 撒钱是对每一个人来说随机的事件么?还是按照现有财富存量进行分配?

(2) 如果“直升飞机”理解为央行、金融机构及从业人员,他们是正义与专家相结合的天使么?有没有理性局限和个人

私利？

(3) 每一个经济市场的参与者是不是同一时间知道撒钱？
捡钱的信息与知识是否每一个个体都可以获得？

其他问题，不作为本书讨论的重点。比如，对于涓流效应的质疑。所谓涓流效应，即在经济发展的过程中，会发生一种“涓流”过程，即经济发展所得的利益会自动地从高收入阶层向低收入阶层渗漏，并最终惠及社会各个阶层。经济增长的好处能够自发、主动地从富人、中产阶层向贫困群体渗漏，因而穷人是间接的方式从经济增长中受益，即所谓的“水涨船高”。“最近这些年美国所经历的恰好是涓滴经济学的反面：聚集到上层群体的财富是以牺牲中下层群体为代价的。”⁸

2. 在信用阶梯上撒钱

2.1 银行借贷渠道

央行直升飞机撒钱，主要通过“央行-金融系统”传导。其中银行贷款是传统的、重要的渠道。可能银行贷款在市场融资中的比重有所下降，但了解了银行贷款的方法和流程，也就基本了解了金融系统其他“放水”的标准了。⁹

那么，央行撒钱给银行，银行是按什么来撒钱的呢？

首先区分的是，宏观意义上的整体经济贷款可得性与微观层面的个体贷款可得性。

宏观意义上的整体经济贷款可得性，也就是银行体系根据资本、风险和自身资产负债表所能提供给社会的信贷总量，它受到国债的分流、扩张的倍数、监管的要求，以及股市

上涨或下跌下资产价格扩张收缩后的“金融加速器”等因素影响。

整体经济“贷款可得性”这个概念和后文要研究的惜贷现象密切相关,此处暂不展开。从分配研究角度来说,整体经济贷款可得性与平均国民收入一样,不能揭示货币政策及其传统传导机制下个体贷款获得的实际分布。

比尔·盖茨走进一家酒吧,该酒吧顾客的平均财富会剧增,但他们并没有变得更有钱。借用这个比喻,比尔·盖茨走进一家银行大堂借钱,该大堂整体的借款水平会大大提高,但其余顾客并不会因此得到或多得贷款。¹⁰

那么,微观层面上的个体贷款可得性和什么相关呢?

2.2 银行的客户分类

银行贷款客户不是按照概率分布的,而是按照信用来分类的。这是从银行的教科书,到银行惯例与实践,再到国际、国内监管,银行风险管理的一个不可或缺的重要组成。银行是以管理风险在经济链中获得角色的,贷款客户按信用分类管理是当然的。银行对公司客户一般都有评级体系,对个人消费者,比如信用卡持有者也有评分。

公司客户的评级,可以分为外部和内部两种。外部主要由类似穆迪公司、标准普尔公司和惠誉公司等主要的评级机构承担,内部则是由银行机构自己搜集梳理客户、行业、市场周期的信用风险初始数据,搭建信用风险管理信息系统。

无论是外部还是内部的评级,涉及客户评级信息主要包括财务数据信息和非财务数据信息,财务数据信息主要是客户资产负债表、损益表和现金流量表以及相关的二级科目报表。财务分析首先从现金流量分析,这是对大客户进行信用评级分析

的关键环节,因为偿还银行贷款本息首先依靠客户未来稳定的现金流量;对中小型公司客户,银行一般重点分析其财务比率、流动性、财务杠杆比率和盈利能力,然后将财务比率与行业的平均值进行比较判断,此外,还要进行相关财务趋势分析,着重观测客户流动性和长期偿债能力的变化。¹¹

具体级别用编码字母来表示(例如Aaa、Aa等)。比如中国某商业银行的信用等级评定共分为12个等级,表示符号分别为AAA级、AA级(AA+、AA、AA-)、A级(A+、A、A-)、BBB级(BBB+、BBB、BBB-)、BB级、B级。

稍稍研究即可发现,公司客户的信用等级和其资产负债表,也就是现有的财富状况紧密相关。而银行对个人客户的评分也是和个人的现有财富状况密切联系,包括个人的主要经济来源、本人收入、家庭收入、个人的自办实体、股票与房地产等的价值,以及以往的信用记录等。

世界最大的银行,中国工商银行首席风险官魏国雄直接指出客户分类管理的意义:

拓展优质信贷市场的需要。客户分类是市场营销管理的内在要求。根据意大利经济学家及社会学家维尔费雷多·帕拉多创立的“二八法则”,客户分类有利于商业银行集中有限的信贷资源,通过创新管理模式,适当缩短决策链条,提高对少数优质客户的服务效率。

信贷客户准入是控制信贷风险的第一道防线,而客户的信用评级是确定信贷准入条件最重要的依据。¹²

2.3 在信用阶梯上撒钱

《21 世纪资本论》对市场参与者有一个分类,最贫穷的占 50%,中间的 40%,最富裕的 10%。银行的客户信用评级就是一个更为详尽的可操作的分类,可以形象地将枯燥的字母等级比喻为“信用阶梯”。

客户有了分类,贷款将主要依据客户的现有财富状况为核心的信用阶梯发放。银行所有主要的业务产品都有一个共同的目标,即提高和保障银行的风险期望收益率水平。客户信用评级决定了贷还是不贷,贷多少,在经济周期中的先后顺序、贷多久、贷款条件(包括抵押、担保等)以及贷款利率。也就是说,银行体系是在信用阶梯上有对象、有条件、有时差地撒钱。

伯南克的分类就似乎更为简单,为简化分析,将银行可能向它们提供贷款的小规模借款机构分成极端的两类:好的和坏的。所谓企业资产负债表渠道,实际上也就是富的和穷的差别待遇。

企业规模对货币政策传导所受到的影响截然不同。大企业较少地暴露于“金融加速器”,他们将是资金的优先和主要获得者,且在经济周期中始终处于有利的地位,利率一般较低,贷款条件一般也较为优越。而中小企业与之相比,在信用阶梯上的差距越来越大,获得贷款的比例较低,金额较少,利率较高,一般还要有抵押、担保等条件。

而在个人贷款方面,“大多数银行都会避免让特别贫困的人贷款,因为它们害怕违约率过高,而且小型贷款所支付的利息,还不够弥补筛选和监控借款人所产生的成本。对女性而言,性别歧视的存在,让她们更难获得贷款。”¹³

以信用融通成本(CCI)来说,大企业、富人较低,中小企

业、穷人较高。信用融通成本定义为：银行将资金从最终储蓄者或贷款者手中，融通到好的借款者手中，所需要付出的成本。它包括识别、监督、会计或审计成本，以及预期坏的借款者所造成的损失。¹⁴

贷款机构“爱富嫌贫”的现象，中国有些学者称为“堆大户的现象”。而在中国，“中”字头为代表的国有企业，更因其特殊的国有企业身份，被广大的银行争相放款，风险算计中包括了相信国企“大而不倒”，危机中总有政府帮助的惯例。同时，贷给国企就算形成坏账，在内部问责上也没有或较少道德风险的追究。如此，这些大型国企融资力量在其资产负债表之外又多了“身份特权”，融资能力远超过了民营企业，超过一般中小企业。¹⁵

在有些学者的货币传导分配性效应的研究中包括一般企业间的分配性效应，金融企业的分配性效应，企业和银行的匹配，产业间的分配，穷国和富国之间的分配。¹⁶

2.4 “在信用阶梯上撒钱”加剧了不平等

按《21世纪资本论》对市场参与者的分类，假设最贫穷50%的一位为P先生，中间40%的为M先生，最富裕的10%那位为R先生。将他们放在银行的客户信用评级之后的信用阶梯上，则R先生为AA类，M先生为BB类，P先生为B类。

贷还是不贷，贷多少：R先生可能会成为银行主动追逐的对象，P先生被否决的可能性较大，M先生居中。

在经济周期中的先后顺序，贷多久：在整个经济周期中R先生一般都会获得贷款，而P先生可能会在经济繁荣期才有机会，从某一经济衰退期开始，大致的获得贷款时点和时间长度，排列顺序应该是 $T_R > T_M > T_P$ 。

在贷款条件方面,M先生可能要比R先生提供更多的条件,比如抵押、担保等,而在贷款法律文本的审视上,R先生可能拿出的是自己的格式合同,M先生可能会有专业律师帮助审视银行的格式合同,而P先生一般相信银行贷款销售人员的话。如此在保障自己利益与提供的贷款条件方面,R先生的排序自然还是优越地排前,M先生还是中等,P先生居末。

而在贷款利率方面,R先生显然也有议价权,可能会让几家银行同时竞价;P先生将接受最高的利率,在某些法律不健全的国家 and 地区,银行的推销人员会以日利息、月利息等来混淆实际年化贷款利率,也会以服务费、提前还款费用、违约金等名目增加实际的贷款负担。

不难看出在银行信用阶梯上R先生高居在前,M居中,P总落后。而在一个整体偏向于通货膨胀的货币经济环境下,谁较多获得贷款,谁较早获得贷款,谁较好条件获得贷款,谁就有较强的抵抗风险的能力和获得投资的机会。

《21世纪资本论》中描述:

管理资产规模越大,收益就越高。而资产规模越大,投资收益率就越高。

最为明显的解释就是,一个拥有1000万欧元的人肯定要比拥有10万欧元的人更能聘请到优秀的理财师或财务顾问;同理,一个拥有10亿欧元的富豪在这方面也会超过拥有1000万欧元的小富豪。如果这些理财中介是管用的,他们能较常人找到更好的投资选择,那么在资产管理中就可能出现“规模经济”效应,即资产管理规模越大,平均收益就越高。第二个解释是,假如投资者的资产丰厚,那么他比那些“输不起”的普通人来说就会更加愿意承

担风险,也就更能沉得住气。出于这两方面原因(当然所有迹象都表明第一个原因要比第二个原因重要许多),我们就不难想象,假如说平均资本收益率是4%,那么富裕者可能会获得6%—7%的高额收益,而普通投资者可能就只能拿到2%—3%的收益。事实上,下文将会提到,从全球范围看,最富阶层的资产(包括那些通过继承获得的巨富)在过去几十年的增长速度都非常快(平均6%—7%的增长速度),其增速要远远高于社会总财富的平均增速。¹⁷

按这个资产增速的差别,贷款中处于优越地位,将使原来就富有的R先生如虎添翼,而M先生紧随其后,P先生与他们的差距显然越来越远。

作为公司客户,R先生除了实业产品的投资收益外,或许还有财务收益。

笔者和一些国际500强生产企业的高级财务人员进行了交流。跨国企业除产品盈利外,还有一定的财务性盈利,包括供应链贷款,对供应商的应付款账龄管理与折扣,市场或银行利率的优惠,税务和地方政府奖励。这不包括一些激进的主动的投资,比如参与期货、外汇等市场。¹⁸

与银行管理人员的交谈中了解到,在中国,“中”字头为代表的国有企业,融资能力远超过民营企业,超过一般中小企业。他们一手从国有银行获得低利率贷款,一手以各种金融工具,比如融资租赁、信托贷款、应收账等,做起了“二银行”。

这也在信用阶梯上加剧了财富分配的不平等。

3. 应该放弃对央行天使专家的神秘感

现在我们再回到第二个问题：如果“直升机”理解为央行，金融机构及从业人员，他们是正义与专家相结合的天使么？有没有理性局限和个人私利？

回答这个假设，是要进一步说明传统的“央行-金融系统”传导机制本身的非中立性。

首先，如果放弃了对政府的慈父幻想，就应该同样放弃对央行天使专家的神秘感。

这种神秘感源于一个普遍印象，即中央银行是一门深奥的艺术。只有神授的精英才能够接触并恰当地施展这门艺术。神授的精英与不谙此道之人之间的沟通断裂。不谙此道之人的合适态度就是信任并确信那些神授精英对这一神秘知识的理解。¹⁹

3.1 专家运用货币政策操控经济周期，与计划经济的思维有共通之处

哈耶克将“如何最好地组织经济”这个古老的挑战，表达为“如何最好地利用信息”这个问题。

制订计划的人不可能搜集和处理所有相关的信息。²⁰以往列宁的“计划+大机器”的公式，现在变为了“央行+数学经济模型”。

哈耶克提醒我们运用量化知识的固有限度，以及社会科学

领域的“有机的复杂现象”。套用《知识的僭妄》的书名,也可以把试图通过数学经济模型来提高预测和控制经济周期能力的货币政策称为“美联储的僭妄”。²¹

“只要公众期望过多,那么就总会有人假装。”美联储主席就是这样一个“在任不会被认为有错”的货币专家。当格林斯潘在 2008 年 10 月 23 日出席众议院听证会并承认自己的错误时,我们发现了另一个版本的“教廷会错么”。²²

而市场人士似乎更为诚实。《超越金融》是索罗斯在 2008 年金融危机之后的思考,他坦承,“尽管我意识到了反射性的不确定性,但我还是对 2008 年的不确定性所达到的程度感到意外和震惊。它使我损失惨重。我从这个教训中认识到,就连不确定性的程度也是不确定的,而且有的时候几乎是无限。”²³

“格林斯潘”们也会错,他们不是神秘的天使。应该限制中央银行相机抉择的权力。²⁴

3.2 央行的领导者与“旋转门”

解除了央行专家天使的神秘,让我们来看看他们身上也会有的常人的动物性。

政治动物是其中之一,官官相护。²⁵他们同样都是经济动物。伯南克跟随着他的前任格林斯潘加入了华尔街,这就是监管者和被监管的旋转门。²⁶

很多官员都直接或者间接地与金融业有瓜葛,而他们却被要求去为金融业(他们自己的行业)制定规则。当负责为金融部门设计政策的官员都来自金融部门内部时,我们又怎么能指望他们来提出什么明显有别于金融部门自己想法的观点来呢?当个人财富和未来工作的保障都依

赖于银行表现的好坏时,那他会更易于附和这样一种观点:对华尔街有好处的对美国就有好处。²⁷

有研究指出:进一步对银行管制与俘获问题的研究发现,由于银行业的特殊性质(主要是风险和不对称的问题更为严重)等原因,银行规制者更容易被俘获。目前,大多数针对金融业管制寻租方面的研究,都表明所有俘获行为都是特定利益集团引发的,政府的管制不可能实现公共利益的目标,反而成为特定利益集团的工具。²⁸

对于“大则不倒”的金融救市,已经有足够多的讨论。卡内基梅隆学院的经济学家艾伦·梅尔策(Allan Meltzer)问道,“用纳税人的钱救援这些金融机构,大把的钱掏出去,还钱的速度却很慢,美联储的监管也很松懈。纵观第二次世界大战后美联储的发展历史,它向来最关心的是维护大银行和国会的利益,而非民众的利益。”

去除了专家的神秘,看到他们身上的政治和经济的动物性,我们还能相信他们“直升飞机撒钱”的分配中立立场么?包括有无撒钱必要、何时撒钱以及撒钱信息与知识的对称。²⁹

4. 金融机构与金融从业者的私利驱动

我们继续第二个问题,分析金融机构及其从业人员的立场。

4.1 金融系统的顺周期操作

作为国民经济的一个部门,金融系统自身具有市场的盈利

驱动和风险管控。在经济衰退中,银行总体表现为“惜贷”,不会雪中送炭,银行不落井下石、收缩贷款已经很好了;在经济繁荣期,银行则喜欢锦上添花。

伯南克在救市中体会到了惜贷,并不认为向实体经济注入大量的流动性能够起作用,至少在12月份的时候他还是这样的看法。不管美联储向商业银行体系投放多少货币,商业银行还是不愿意对外贷款的。伯南克研究了几十年的信贷渠道彻底冻结了:银行不愿意借贷,出现了惜贷局面,而且跟日本的情况还有所不同。³⁰

在中国,也有同样的央行烦恼。

央行从1996—2002年的7年间,连续八次降息。除了个别年份外,其目的很清楚,通过降息适度放松货币、信贷的供应。但执行结果,除八次降息外,其他一些年份的货币、信贷不仅没有增长反而是下降,一些年份则是表现很不规则。

当央行调控意图需松货币时,“松”的货币未必能流到央行调控意图中的行业和企业,到央行调控意图需紧货币时,也未必能从央行调控意图的行业和企业收回货币。³¹

4.2 金融系统的从业者,在监管和公众的视野中被视为“贪婪的经济动物”

我们就不说“占领华尔街”运动中示威者的标语牌了。对监管者的一系列批评,让我们怀疑:舆论可以成为主要的制约力量么?

美国联邦储备委员会(美联储/FED)主席耶伦在近期抨击

银行业的不合法与不道德行为,称华尔街的价值观最近几年是否有足够的改善令人质疑。“近些年有很多时候,大型机构的一些银行家并没有这样做,有时称得上厚颜无耻。”³²

富人可靠的理论是站不住脚的。不能因为富人拥有财富,有较大的机会成本,而认为其自律性较高。

在后文中,我们会进一步揭示,由于“央行-金融系统”在传统货币传导机制中的独占性,以及对央行救市期许带来的风险意识弱化,都强化了金融系统从业人员的动物贪婪性。

4.3 风险的管理者,在鼓励投机的金融市场,变成了各类风险赌博的创造者

金融业的收入,尤其是高管的收入,源自对实体货币风险的管控,不是源自逃避金融监管的创新。此类创新或者增加了系统的风险,或者锁住了自己的收入而转嫁风险给客户。³³

当今国际金融体系的发展趋势是“发疯”了,国际金融市场已成为一个“大赌场”,大量的纯粹虚拟的金融资产无控制地增长(与实物贸易有关的不足2%),而总体经济发展却停滞不前,这为全球性的金融崩溃创造了条件。³⁴

金融企业家的收入应该同实业企业家一样:根本就是“不确定”的(不可度量的不确定性)。承担风险是企业家的关键职能,也是他独特收入的基础。但是由于金融知识的专业分工带来的垄断,以及央行的救市带来的“托底”,降低了这个行业的风险考虑因子,故而产生:

A. “今天赢的是我的,明天输的是你的”。风险管理行为导致的可能权益与可能责任的不匹配。

B. 只能依靠舆论“愤慨约束”金融业高管的收入,正说明了市场约束的问题和制度设计的缺陷。

“直升飞机撒钱”大多都被金融机构及其从业者捡拾了。

经济学家乔恩·白基加(Jon Bakija)、亚当·科尔(Adam Cole)和布拉德利·海姆(Bradley Heim)最近的著作可以帮助我们认识上层0.1%的人士都是些什么人。简短说来,他们基本上是企业高管或者金融界呼风唤雨之人。近乎一半的收入流进金融企业的高管和经理手里,另一半则流入金融界人士手里。除去律师和房地产商,这些人大概占了3/4。³⁵

5. 专业金融知识分工,风险时滞与小集团分利

我们来分析第三个问题:每一个经济市场的参与者是不是同一时间知道“撒钱”么?捡钱的信息与知识是否每一个个体都可以获得?

5.1 专业金融知识分工与知识阶梯

对于“直升飞机撒钱”的信息与知识,也就是央行货币政策的理解与学习,即便是信息公开和透明,也不能达到公众“学习动态向一种理性预期均衡的收敛。”³⁶

“在经济社会中,信息不完全、信息不对称、理性疏忽(Rational Inattention)、预期粘性、公共学习能力有限是现实情况。”弗里德曼(1979)批评理性预期的观点,认为理性预期理论没有明确说明公众如何能像经济学家那样用复杂的专业知

识处理各种信息。³⁷

央行之下的“公众”是要细分的,对于公众,每一个经济市场的参与者不是同一时间知道“撒钱”,也不是同等了解“撒钱”的知识。把市场参与者根据了解信息的前后、知识的多少,也就是信息不对称的分布情况,称为知识阶梯。央行居于顶端,金融系统次之,而有理财顾问(大如伯南克了解美联储决策的公式、信息、偏好,小到银行贵宾室的理财顾问)的10%富人紧随其后。接下来便是有一定知识结构和闲暇时间学习的中产。而于金融知识匮乏且金融专注度较差的一般民众可能就要居于末端。

“官僚像其他人一样,可以被看作自私的效用最大化者。但是官僚想要最大化的是什么呢?韦伯(1947)设想官僚的自然目标是权力。”那么作为官僚的央行的权力来自哪里呢?来自“撒钱”的专家知识和信息。

克罗齐耶(1964)在《官僚现象》描述,垄断确实是在一个确定性的世界里起作用,只有一个例外,机器有时会损坏。这使操作机器的人完全置于负责修理机器的机械工人的权力之下,因为前者每天都有产出限额,必须努力工作以弥补任何停工期。更有趣的是,名义上拥有更多权威的监督者也比机械工人拥有更少的权力。由于机械工人知道怎样修理机器而监督者不知道,因此监督者就不能对机械工人行使任何真实的权力。克罗齐耶案例研究中的机械工人行驶的权力被人们看作官僚制中专家权力的一种适度形式。³⁸

知识越是复杂,信息发布得越是含混,“机械修理工”也就越神秘,其专家权利也就越巩固和影响力。金融的信息阶梯,是基于金融知识的专业隔阂。

这样,我们也就不难理解格林斯潘的“含糊不清”的艺