

# 金融危机挑战现代经济学<sup>1</sup>

张晓晶

**摘要：**文章通过分析次贷危机爆发以及由此引发的全球性金融危机给现代经济学带来的巨大挑战，指出未来经济学应首先应抛却经济学的自负，并侧重于以下四个方面的发展：努力把握经济中的不确定性、推动抽象模型与直接经验的对话、注重政府与市场作用的平衡以及探索符号经济与实体经济的关联机制。

**关键词：**金融危机，不确定性，符号经济，现代经济学

---

<sup>1</sup> 全文发表于《开放导报》2009年第2期。

经济理论出现危机并不罕见。每一种新的理论的产生往往是与现有理论的危机有关。无论是凯恩斯主义、货币主义还是后来的种种变形，都是对于理论危机的反应。而理论危机的导火索往往在于它误导了实践或它解释不了当前的现实。上个世纪三十年代的大萧条对当时的经济学教条形成严峻挑战，从而产生了凯恩斯革命，如今次贷危机的爆发以及由此引发的全球性金融危机也必将给现代经济学带来巨大挑战。危机呼唤理论创新。

## 一、不确定性与风险计量

不确定性是经济学需要面对的最重要问题之一。而不确定性条件下的资源配置恰恰成为金融学的主要内容。

不确定性遍及经济生活的方方面面，因为经济存在于历史时间之中而不是存在于逻辑时间之中。人们想就过去的经验来外推未来的状况，这种方式缺乏坚实的基础，因为历史不会重复。对于未来，我们必须准备出现任何可能，未来是不可预测的，是不能用概率统计的方式来描述的。正是在这个意义上，奈特（Knight, 1921）区分了不确定性和风险。他认为，当一个经济行为者所面临的随机性可以用数学概率方式来表述时（这些概率可以像彩票能否中奖一样客观地确定；否则就反映了个人的主观信念），这种情况所涉及的就是风险；而如果经济行为者对于不同的可能事件不能（或没有）指定具体的概率时，他所面临的就是不确定性。

人类与不确定性的抗争从来就没有停止过。最初，人类还只是屈从，不确定的未来无异于一片黑暗。后来，人类在实践中逐步发展出应付不确定性的种种方法，如各种精致的组织或制度。赫伯特·西蒙(1989)在《现代决策理论的基石》中这样指出：“人类为在现代世界上进行生产和政务活动而建立的一种精致组织，只能被理解为对付个人本领局限性的机器。它们对付的是个人在复杂性和不确定性面前的理解力和结算力的限度。制度环境就像自然环境一样，在我们周围设置了一套可靠的、可感的模式。我们所生存环境的这种稳定性和可预见性，允许我们在有限的认知能力和结算能力的约束下，去应付我们所面临的问题。”

各项经济社会制度的建立和完善，如货币、金融体系的形成，以及种种统计分析、数量分析方法与模型等等的出现，才如普罗米修斯盗来了火种，未来不再是黑暗一片。然而，不确定性就如经济生活中挥之不去的阴影，人类的这些努力仍然不能消除不确定性，只是减少或转移了不确定性。

资本主义制度中内在的不确定性在凯恩斯的《通论》中得到了强调，但后来的凯恩斯主义者则用种种均衡取代了不确定性；而 1970 年代的新古典经济学家们则认为，市场经济尽管有不少噪声，但却是可预测的。经济中的所有风险都是纯粹的随机游走，就象扔硬币，服从从可知的概率分布，而不是从属于不确定性。正是在这样的基础上发展出了数量金融理论，以及相关的宏观经济学。但这样的一种认知却难以真正把握我们这个不确定的世界。

比如，美国次贷危机的发生，一些人（如格林斯潘）就认为核心问题在于模型不够好，包括风险模型和计量模型。虽然这些模型已经很复杂，但在面对全球经济时它们还是显得如此单薄。模型是将现实世界的所有细节抽象化的工具，它或许可以较好地模拟历史，但却难

以预知未来，特别是在面临未来突变的情况下。

这里以次贷危机中的信用违约掉期即 CDS 为例。由于缺少违约风险的历史数据来构建相关的风险模型，模型设计者做了个“致命”的假设：用 CDS 的历史数据来替代风险数据。假设的基础是：CDS 价格上升显示违约风险增加。这个模型不仅解决了如何计算出投资风险的相关性问题，而且让人们不必去计算同一个资产池中存在的所有的、几乎是无穷种关系。投资者唯一关心的就是最后的一个相关性数字。尽管华尔街的银行家们也意识到，他们用这个公式建立的模型对房价下跌非常敏感。由于投资者在计算关联性时使用的 CDS 价格是近十年来房价一直上涨时的数据，这时的违约相关性当然低得多。投资者通过这一模型得到的关联性实际上只是一个假象。一旦房价下跌，每个人将会发现自己已经站在错误的方向上。因此，迷信华尔街模型，特别是以为它们能够告诉我们真相的想法是非常幼稚的。事实上，风险模型是这样一种装置，在设计之初，人们相信这个模型精确模拟了现实世界的关联机制，于是，当真实的数据输入进去的时候，这个模型装置可以给我们输出正确的关于世界的真相。但事实上，这个模型有个致命的弱点，那就是，输入某一组“合适的”数据的时候，它看起来运转良好；但如果是另一组“不合适的”数据的时候，足以使这个模型装置崩溃，尽管我们面临的“合适的”数据要远大于“不合适的”数据。而这恰恰是美国次贷危机中投资者们所遭遇的悲剧。

## 二、抽象模型与直接经验

随着现代经济学的发展，“数理化”、“模型化”的倾向越来越严重。有时候，人们相信抽象模型胜过相信具体的现实。这就是主流经济学中的所谓原教旨主义者(Fundamentalists)，这派学者坚信模型是最重要的。他们认为政策总是要从现有最好的模型中得出来。而数据则要通过模型来进行过滤。如果观察数据与理论模型不相符，那么这些观察数据就应该被忽略或抛弃。与之不同的是，还有一派所谓现实主义者(Realists)，他们意识到模型的局限性，并且乐于有这样的劳动分工：即研究者们来改进模型，而由政策制定者来决策。他们知道，抽象的模型一定是忽略了一些(甚至是很重要的)细节；他们确信，有用证据的获得可以通过两种方式：一种是直接经验，一种是通过测试与改进模型。他们认为，研究者需要考虑到模型有时候会出错(在其预测与实际的判断相差很大的时候)，而政策应该来源于这两类证据(直接经验与模型结论)，不应该有所偏颇。

这样的分工如何推进了理论进展呢？比如在研究宏观波动的时候，实际经济周期学者及其后继者，如动态随机一般均衡(DSGE)模型的信奉者们，就是典型的原教旨主义者。他们的模型对于推动学术研究有很大帮助，但在宏观政策制定上，特别是在大萧条问题上，这些模型却解释不了。这就提醒我们这些模型是不完整的，需要基于现实的判断来补充。从而现实主义者有了用武之地。

而面对次贷危机中美国政府的救市计划，这两派也有很大分歧。基于模型的原教旨主义者信奉一套规则，反对救市计划；基于经验的现实主义者信奉相机抉择，支持救市计划。而在雷曼倒闭问题上，连主流学者罗默(Paul Romer, 2008)都承认，原教旨主义者按照习惯的思

维，认为破产是司空见惯的事，从而雷曼的倒闭与强制出售贝尔斯登没有什么不同，于是赞成雷曼倒闭，这可能犯了大错。因为这回的雷曼倒闭引起全球性的市场恐慌，这是抽象模型所无法揭示的；而处在一线的政策制定者以及所谓的现实主义者却凭着经验能感觉到，原教旨主义者应该倾听现实主义者的声音。

### 三、政府与市场的定位

曾经一段时间，有学者强调“市场总是对的”，认为存在总有其合理性。这也是为什么正统经济学对于危机的深入讨论并不多。一般教科书中也就是做一些专栏而已。原因很简单，因为正统经济学都是假定市场是按常规运行的，而且往往是有效的，而危机是一种极端情况。危机的出现恰恰是对正统经济学最大的讽刺和挑战。

实际上市场也有失败的时候。但市场失灵的问题，在很长一段时间似乎被人们遗忘了，特别是华盛顿共识盛行之时，市场化、自由化被放在了至高的位置。但现在看来，市场失灵问题不但没有得到很好的解决，反而由于规制放松、市场的过度发展(这在金融衍生品领域体现得最明显)和膨胀，使得问题进一步加剧。斯蒂格利茨(2008)认为：这个世界对新自由主义——一系列基于市场具有自纠功能，能有效地分配资源并很好的为公共利益服务的原教旨观念的混杂观点——并不友好。就是这种市场原教旨主义支撑着撒切尔主义、里根经济学和所谓的“华盛顿共识”。在长达二十五年的时间里，在发展中国家之间有一个竞赛，竞赛的失败者是很明显的：那些追求新自由主义政策的国家不仅失去了增长的资本；而且当它们确有增长的时候，由此产生的利益也被不成比例的分配给了那些处于社会上层的人。

尽管我们并不否认市场配置资源的重要作用，但政府在维持市场正常运行方面应该发挥更大作用却是毋庸置疑的。这在次贷危机中所谓“社会主义拯救华尔街”的作法上可以看得出来。没有政府的介入，市场难以结束恐慌；没有政府的刺激计划，市场也难以走出低谷。政府调控是熨平市场波动的重要手段，宏观稳定也正是政府能够向社会所提供的最重要的公共品之一。因此，经历了次贷危机，经济学对于政府与市场的关系应该重新审视，特别是认识到缺乏良好约束的市场可能面临的巨大风险。

### 四、符号经济与实体经济

这次危机首先是一场金融危机，是符号经济领域(借用德鲁克的用语，基本是指金融领域)出了问题。

德鲁克(Drucker, 1981)在《走向下一代经济学》中指出：经济世界已经出现了新的变化，即“符号经济取代实体经济成为世界经济的飞轮”，但理论还停留在以前的水平，这正体现了当前经济理论的危机。他这样批评一直居于统治地位的凯恩斯学派：“凯恩斯主义经济学的经济理论和经济政策在今天已陷入一片混乱。它不但不能处理当前发达国家的核心问题——即生产力与资本形成(也难怪，因为它的理论本来就否定有这种问题存在的可能性)，也不能勾勒出现实经济的真相和经验究竟如何，更不用说解释了。”

德鲁克不仅指出了符号经济时代的来临及由此带来的理论上的困惑，同时，他还表现出对于符号经济过度发展的担心（Drucker, 1997）。他一方面反对开倒车，像古典理论那样完全忽略符号经济，将其视为“实体的面纱”，另一方面也不赞成将符号经济的地位抬得太高，以至认为符号经济才是真正实在的经济，商品、劳务不过是符号经济的“函数”并完全由符号经济来决定。他倾向于在一个更高的阶段回到古典经济学的主题，注重财富的创造、注重生产力和资本形成，注重实体经济。

从符号经济与实体经济关联的视角来认识当前次贷危机的本质有着很大启发：在金融全球化时代，在我们为符号经济对实体经济发号施令所迷茫、为符号经济的异化所困惑的时候，想想符号经济与实体经济的关系，探讨它们之间新的关联机制，判断什么是转瞬即逝的耀眼的浪花，什么才是掀起浪花的海底的潜流，确实是最为根本和最为紧要的。拙著《符号经济与实体经济：金融全球化时代的经济分析》（张晓晶，2002b）对此有很深入的讨论，尤其是关于符号经济与实体经济的脱离及其后果的分析，与当前次贷危机的种种表现是非常契合的。

从这个意义上，我们现在所需要的或许并不是什么新的革命，而是重回古典，在理论和实践中对符号经济进行重新定位，不要过度迷信金融市场的有效性，而要对于形形色色的金融衍生品的发展、更高层次上的美国金融霸权的可持续性以及国际货币体系的合理性表示出应有的怀疑。

## 五、未来经济学的方向

次贷危机给了经济学（家）很大的教训。归结一点，就是要抛却经济学的自负。因为很多问题，并未在经济学中得到很好的解决；甚至有人指责经济学本身就是危机的罪魁祸首之一，意指经济学（包括其中的模型）可能误导了人们的行为从而引起了危机。次贷危机对于现代经济学的挑战是多方面的，而这些挑战会重塑未来经济学的方向。

首先，努力把握经济生活中的不确定性。

正如前面所分析的，现代经济学还不能很好地把握这个世界的 uncertainty。得出这样的结论，虽然有点令人沮丧，但却会让人变得谦卑，不会在某个方向上（比如过于相信模型或过于相信市场本身的调节机制）走得太远。与此同时，经济学对于小概率事件要给予足够的关注，因为这些小概率事件往往会改变整个世界。在发现澳大利亚的黑天鹅之前，欧洲人认为天鹅都是白色的，“黑天鹅”曾经是他们言谈与写作中的惯用语，用来指不可能存在的事物，但这个不可动摇的信念随着第一只黑天鹅的出现而崩溃。因此，如何更好地把握世界的 uncertainty（包括处理小概率事件），将是未来经济学（及至整个人类）需要着重解决的难题。

其次，推动抽象模型与直接经验的对话。

抽象的假设和模型是推进理论经济学发展的一个重要推动力。但是，象原教旨主义者那样迷信抽象模型的真实性和忽略现实经验，却不利于我们对于现实世界的准确把握。换句话说，抽象模型要与直接经验进行不断的对话、互动，才是经济学发展的正途，过于依赖某一个方面都是相当危险的。在 2007 年初的美国经济学年会上，主流经济学家阿克洛夫（Akerlof,

2007) 向新古典经济学发难。他的演讲主题是“宏观经济学中消失的动机”。他指出, 新古典经济学所赖以存在的对于人类行为的基本理论是不完全的, 而这种不完全导致了一系列理论错误。所谓“宏观经济学中消失的动机”指的是社会规范(social norms), 即人们关于自己和其他人应该如何行为的理念, 如投资行为、消费行为等。在凯恩斯主义者那里, 这些行为是从直觉中得来、从经验中观察到的。而在新古典主义那里, 这些行为是抽象出来的, 诸如企业的利润最大化、消费者的效用最大化之类。因此, 一旦实际行为与利用抽象偏好推导出的行为有差异, 新古典经济学就显得无能为力; 相反, 那些根据观察到的行为规范所建立的模型却可以系统性地整合这些行为。关于宏观经济学的未来, 阿克洛夫认为, 就是要把这些“消失的动机”整合进经济模型。这种整合, 《纽约时报》评论认为, “会导致当前理论偏离人们在过去 40 年中所持有的自由市场方法”。尽管阿克洛夫的演讲早于次贷危机的爆发, 但他关于新古典经济学挑战的剖析一定会在当前危机的爆发与蔓延中引起更多的共鸣。

第三, 注重政府与市场作用的平衡。

政府与市场的作用一直也是经济学中争论不休的话题。但是, 经历了次贷危机, 一定会有新的反思。市场能在多大程度上自我纠偏? 市场有效性到底有多大? 事实上, 美国的失衡是否持续的问题已经争论了好几年, 但那些基于美国金融市场的高度发达且运行良好的学者们, 最终坚持美国的失衡具有相当的可持续性。但次贷危机摧毁了他们的信念。因此, 就像不能相信所谓免检产品的质量一样, 美国的金融市场也可能出问题。对于市场的有效性, 不可过于迷信, 看不见的手也有“失手”的时候, 而政府监管一定不能缺位和丝毫的松懈。

第四, 努力探索符号经济与实体经济的关联机制。

符号经济是在实体经济中找到存在依据的。符号经济正是便利了不确定性条件下资源的时空配置, 才得以发挥它在经济生活中的作用。符号经济离了实体经济, 就成了无源之水, 无本之本。从这个角度, 次贷危机的爆发并不意味着我们要取消或限制符号经济的发展, 而是要有一系列的法律法规将符号经济限制在一个适度的发展空间, 使其能够更好地为实体经济服务。这就需要加强对于符号经济与实体经济关联方面的研究。比如, 分析资产定价理论对于宏观经济学的意义(Cochrans and Hansen, 1992), 金融加速因子在经济周期中的作用(Bernanke, Gertler and Gilchrist, 1998), 以及衍生工具对货币传导机制的影响(Fenger, 2000), 以及将金融创新纳入 IS-LM 模型(张晓晶, 2002a)。不过, 这些进展还远远不够。为推进符号经济与实体经济的关联研究, 一般经济学与金融经济学还需要有更多更频繁的“对话”。实际上, 在金融经济学还未特别发达之前, 就曾经出现过同时在经济学领域与金融学领域均做出重大贡献的一些经济学大家, 如阿罗、德布鲁、莫迪利安尼、萨缪尔森、托宾等。因此, 未来经济学要努力打破一般经济学与金融经济学各自为政的局限, 从而将符号经济与实体经济的关联研究推向一个新的高度。

## 参考文献:

- 1) Akerlof, George., 2007, "The Missing Motivation in Macroeconomics", *American Economic Review*, 2007, vol. 97, issue 1, pages 5-36.
- 2) Bernanke, Ben, Mark Gertler and Simon Gilchrist., 1998, "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", *NBER Working Paper* No.6455.
- 3) Cochran John H, and Lars Peters Hansen., 1992, "Asset Pricing Explorations for Macroeconomics", *NBER Working Paper* No. 4088.
- 4) Drucker, Peter F., 1981, *Toward the Next Economics and Other Essays*, Harper & Row, Publishers.
- 5) Drucker, Peter F., 1997, 'The Global Economy and the Nation-State', *Foreign Affairs* Vol 76, No. 5. Sept/Oct.
- 6) Fenger, Ingo., 2000, "Corporate Hedging: The Impact of Financial Derivatives on the Broad Credit Channel of Monetary Policy", *BIS Working Paper* No 94.
- 7) Knight, Frank Hyneman., 1921, *Risk, Uncertainty and Profit*. Boston: Houghton Mifflin.
- 8) Romer, Paul., 2008, "Fundamentalists versus Realists", *The Growth Blog* (<http://growthcommissionblog.org>), 10/06/2008
- 9) 贝尔与克利斯朵编(1981):《现代经济理论危机》,台湾远流出版事业股份有限公司 1989年版。
- 10) 斯蒂格利茨(2008),《新自由主义的终结》, *Project Syndicate* (<http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz101/Chinese>), July, 2008.
- 11) 西蒙,赫伯特(1989):《现代决策理论的基石》,北京经济学院出版社 1989年版。
- 12) 张晓晶(2002a):《加入金融创新的 IS-LM 模型》,《经济研究》2002年第10期。
- 13) 张晓晶(2002b):《符号经济与实体经济:金融全球化时代的经济分析》,上海人民出版社与上海三联书店 2002年11月出版。