

财富是怎样产生的？

陈志武 /文*

发表于《新财富》2003年5月

说到财富，我们会认为一个国家富不富，关键取决于其自然资源的多少。小时候在湖南上学，我们学到中国“地大物博”的事实，并认识到正因为是这些丰富的自然资源，所以我们中国是多么富有。到了美国，我们发现美国也是“地大物博”，而且美国更富有。当然，相比之下，日本的自然资源有限，尤其是新加坡，它是靠填平一片海水、一块空地从无到有人造出来的。可是，到2002年美国的人均GDP为3.63万美元，日本为2.8万美元，新加坡人均2.47万美元，而中国人均GDP为4千6百美元(按实际购买力计算)。这些数字说明一个简单的道理：一国的财富并不完全取决于其自然资源。一个国家可以地小、物也不博，但它照样可以很富；同样地，一个国家可以“地大物博”，但并不一定就很富。这种现实显然对我们从小就学到的财富观念构成冲击。那么，一国的财富由什么决定呢？为什么世界各国贫富悬殊呢？既然中国、美国、俄罗斯与印度都“地大物博”，是什么使这些国家的财富状况千差万别呢？

财富观

就像许多同代人一样，1979年笔者在中南工业大学(现在改为中南大学)读书时选择的是计算机工程专业。1983年去国防科技大学读研究生时选读的还是网络系统工程。那时，大家都要么学数理，要么学工程，正是“地大物博”财富观在专业选择、职业取向中的具体应用，以为只要中国有更多的工程师制造出更多的机器，从而就更“物博”了，财富就更多了。直到近几年，人们还是认为那些象经济学、政治学、法学、管理学这类社会科学既不造物、又不生财，所以普遍被认为不重要。现在，比较一下各国的贫富悬殊现状才发现，原来“地大物博”、物资丰富只能给一个国家提供优质的“先前条件”，但这些并不是“先决条件”。日本、美国与新加坡的经验说明，一个国家更重要的财富是其能促进财富创造的制度机制及其相配的自由金融创新体系，这种制度财富是无形的，但它比有形的“地大物博”更重要、更“值钱”。

此话怎说呢？就从亚洲多国和地区近几十年的经济增长模式看起，六、七十年代的日本，八、九十年代的南韩、台湾与新加坡，然后到近十几年的中国，都是以出口为导向、而不是靠内需来发展本国经济。正因为如此，在近几年世界经济普遍不景气的情况下，大家都在讨论如何在国内扩大内需，为下一波增长寻找原动力。当然，讲到这里，我们自然要想：在众多发展中国家因本国内需不够而都在靠出口、靠“外需”来为其经济提供原动力的时候，世界上必须有些国家“内需过剩”，迫使它们靠进口来满足本国过剩的内需。那么，我们要问：这些国家为什么会有这么强的内在动力使其内需过剩？是什么东西让它们产生这么多内需？这些东西是不是中国可以借鉴的？

一个简单的答案可能是：因为这些国家很富。美国之所以内需过剩，我们可能说是因为它有像位于纽约曼哈顿这样的栋栋高楼、有微软和GE这样的大公司，让美国财富过剩，因此消费需求自然也过剩。可是，所有这些财富都是极为表面、极为脆弱的，因为如果一夜间拿

* 作者为美国耶鲁大学管理学院金融经济学教授，清华大学经济管理学院特聘教授。在本文的素材收集与写作过程中，作者得到谢平、周年洋、徐忠、熊鹏、范文仲的帮助，在此一并表示感谢。

掉美国那些经济制度机制，如果一夜间撤走那些金融证券工具，如果一夜间废掉对私有财产和无形产权的保护，那么所有大楼和公司的价值都会一落千丈，那些过剩的内需也就不复存在。

以纽约著名的帝国大厦为例，该大厦分为零售层、写字楼层和宾馆层。按照“地大物博”财富观，其建设费用很多、存在的历史长等等，因此这栋楼作为资产的账面价值应该很高。但是，客观讲，不管这栋楼的建设投资是多少或者历史有多久，其财富价值(或者，任何有兴趣买下这栋楼的一方愿意出的价格)都会由帝国大厦在未来多年能产生的现金流之折现总值来决定。未来产生的现金流越高，这栋楼所代表的财富就越高。有了这种评价资产的财富价值之观念后，我们就更能理解财富的脆弱性：几乎所有的美国财富都以有形和无形资产的形式存在，这些资产的价值又都取决于它们未来所能带来的现金流，但这些现金流的多少最终受制于制度机制和金融创新。因此，当你拿掉这些制度与经济体系时，那些资产就不值几个钱。

为看清为什么一国的财富不只是由其自然资源决定，我们不妨把国民经济看成只有两组群体组成：厂商(公司)和居民(消费者)。如果要经济快速增长、使国家富强，厂商必须有激励、也愿意去扩大投资、扩大生产；当厂商利润增长时，居民的收入也会增加；当居民得到更高收入后，他们必须增加消费；这些增加的居民消费又反过来进一步刺激厂商去扩大投资、增加生产。——这条经济增长链的任何环节都必须“运作正常”、缺一不可。比如，假如在居民收入增加后不是去增大消费，而是把更多收入储蓄起来，那么除非国外需求很强(靠出口来增长)，否则经济增长链到这一步就被卡住了。

我们要说明的命题是：经济增长链的内在动力决定于制度机制与金融创新。金融创新之所以决定了厂商的原动力，是因为金融证券市场决定了企业的融资途径、融资程度与融资成本，关于股市、债券等市场对企业发展的约束作用大家谈论已经很多，这里就不多说。金融创新之所以对个人消费者很关键，是因为他们可以帮助解放居民的消费潜力，调动经济增长的原动力。

制度机制财富

关于制度机制对财富创造的影响，已有许多学者作过论述，中国过去 150 年的风风雨雨也足以说明这一道理。就这一点，中国人的财富大师王永庆的一席话非常值得我们省思，他说：“一根火柴棒价值不到一毛钱，一栋房子价值数百万；但是一根火柴棒却可以摧毁一栋房子。可见微不足道的潜在破坏力，一旦发作起来，其攻坚灭顶的力量，无物能御”。当然，制度机制对财富的作用不只是负面的，良性的制度机制可以最大限度地激励财富创造。

我们可简单看看私有产权的保护机制。如果产权得不到保护，住在帝国大厦里的公司就无激励去多雇人、去开发更多产品来扩大业务；如果这些公司不能扩展业务多赢利，那么一方面它们无法给现有的员工加薪，使员工们的消费需求下跌，另一方面这些公司愿付给帝国大厦的办公室租金也会下降，使帝国大厦未来的现金流减少，结果是帝国大厦的价值下跌。于是，帝国大厦管理公司给员工的工资也只能减少、甚至裁员。当然，如果因产权得不到保护使整个经济进入这种恶性循环，其结局只能是整个国家的财富都逐步下跌。

产权保护不不只是指“属于张三的有形物，别人不可以剥夺”，也指“属于张三的未来现金流权利，别人不可剥夺”，这种现金流权利可以是有形的(比如，只要张三拥有帝国大厦的产权，那么该大厦产生的现金流就属于张三的)，也可无形的。比如，几年前《远东经济评论》报道过一个发生在北京三里屯的故事。八十年代中，一位来自河南农村的妇女(我们不妨称她为张大姐)看到，住在三里屯的外国人很多，但却没有一个专为他们服务、适应他们生活与饮食习惯的杂货店。于是，张大姐租下一间屋子，开张一家专为外国居民服务的杂货店。她的服务质量赢得了众多常客，生意越做越大，张大姐也慢慢开始雇用多个员工、装修店铺。可是，正当张大姐的生意越来越火，她店铺的未来现金流也日益上涨(因此，其杂货店的无形资产价值也日益上涨)的时候，行政部门却以她没有这样那样的许可证为由令张大姐关店。农村出身的张大姐无可奈何，她觉得有了这几年办店的机会就让她很满足了，不知道她还有对相应部门作行政诉讼的权利。当然，即使她知道能作行政诉讼，她也不一定会相信法院能保护其

无形的财产权与创业权。就这样，张大姐未来的现金流权利被毁灭，她多年建立的品牌、服务名声等无形资产被毁。被关掉一段时期后，张大姐又在三里屯的另处重新开店，想法找回过去的常客。可是，再过两、三年后当她的店铺重新开始赢利时，她又被命令关门。就这样，张大姐的杂货店平均两、三年被关一次，然后又再换个地方。经历头两次后，张大姐领悟到一个简单的道理：反正不久又要被关，她只好选择不怎么装修、不花钱扩张、不雇用太多员工。当产权得不到保证时，张大姐的致富道路只能受限，不敢扩张业务，赚了钱自己也不敢消费。

又比如，2002年5月中旬，《经济日报》报道称，整顿加油站行动已经取得阶段性成果：全国原有加油站10万多座，经过清理整顿，取缔了近3万座加油站的经营资格。这一故事的背景大约是这样。2001年6月之前，正式的政府文件中从没禁止民间投资进入加油站行业。因此，各地方政府出于地方税收的考虑，对于民间加油站的兴建多持鼓励态度。几万个价值数百万的民间加油站在各地出现。可是，好景不长，2001年6月5日，国家经贸委、建设部、国家工商行政管理总局发布《关于严格控制新建加油站问题的通知》，明确规定：“自本通知下发之日起，各地区新批准建设的加油站统一由石油集团、石化集团负责建设。其他企业、单位和个人不得新建加油站。”后又于2002年2月发布整治通知，要求各省经贸和建设行政管理等部门，在征求两大石油公司所属企业意见和已有工作的基础上，于2002年6月30日前明确本地区高速公路、国道、省道、县乡道路加油站的设置间距和城区加油站的设置半径，全面完成规划的审定工作，保证新建加油站布局合理；并责令不符合规划要求的加油站在2003年12月31日前予以搬迁或关闭。——1998年，由社会资本兴建的独立加油站市场份额曾经达到了创记录的约80%。然而在两大石油公司的收购战打响之后，政策的导向却急转直下，从默认式的放开一变成为行政性的彻底关闭。曾经在市场中占绝对多数的独立加油站份额在2001年迅速回落到了48%。在一系列文件发布之前的全国十几万加油站中，一夜间只有一半左右成为合法的，而其它的则必须搬迁或关闭，让这些未来现金流折现值很高的加油站一夜间价值降到几乎为零。

像张大姐和加油站这样的故事很多，类似的行政性关闭命令往往以“保证质量”、防止“恶性竞争”、维护“市场秩序”为由。但是，谁来保证具体行政命令真的与这些原则相符呢？谁来掌握这些主观、模糊原则的分寸呢？——这些故事说明，当对行政权力缺乏实质性司法审查和可靠立法监督的情况下，中国目前创业环境艰难（关于这一点，笔者在《新财富》2002年12月号的《什么妨碍我们创业》一文中有更多讨论）。面对产权的未来处境的不确定性，即使张大姐和那些投资兴建成千上万个加油站的创业者们已经看到了自己事业的成功，他们也不敢感到“很富”、不敢去增加消费，因为他们知道自己成功创办的资产的价值是非常脆弱的，这些资产的未来太不确定。这种不确定性不仅妨碍创业者的积极性，而且迫使每个人把已挣来的收入尽量积蓄在银行、不去消费。经济增长链因产权的未来不确定性而被卡住了。

今年一季度宏观经济增长9.9%，应该是一派欣欣向荣的迹象，也有许多学者预测未来三年中国GDP增长会达到9%。如此好的宏观经济，在微观上应该表现为企业扩大生产规模，它们必然要招聘高素质的大学毕业生，但事实上今年大学、MBA毕业生找工作比以往哪一年都难，为什么会怎样呢？为什么在微观上没有增加多少新的就业机会？

金融创新、财富创造与经济增长

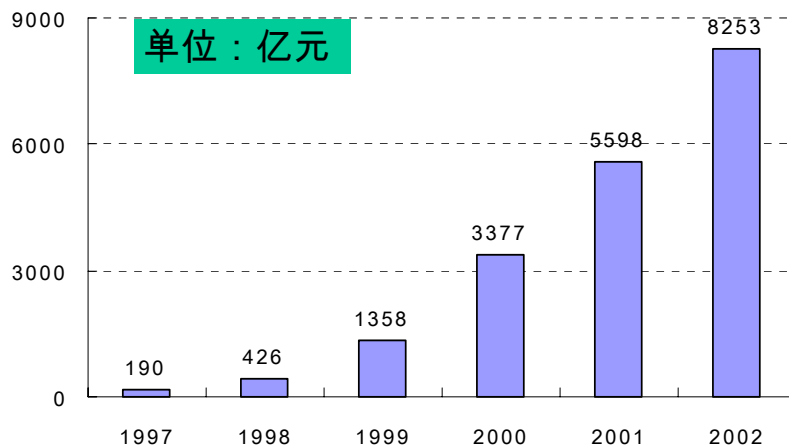
产权保护和其它制度机制的作用是为创业者以及财富拥有者提供正面的激励，为进一步投资增长提供稳定的预期。但是，仅有合理的产权与法治框架还不够，还必须有足够的金融证券品种帮助社会大众规避风险、调配不同时候的收入。为什么金融创新对社会财富增长、对扩大本国经济的内在动力这么重要呢？

实际上，中国近几年在住房按揭贷款、汽车贷款这两种简单金融创新上的经历，即可证明金融创新的威力。我们可注意到两个现象：第一，在上期《新财富》中国400首富排行榜中，如果按所创财富算，房地产业创造了最多财富（占23.8%）；第二，在过去几年全球经济不景气的同时，中国一枝独秀地保持高增长。这两个现象都不能与住房按揭贷款这一金融创新无

关。图一中看到，1997 底全国住房贷款余额为 190 亿元，98 年底为 426 亿，99 年底为 1358 亿，到去年底上升到 8253 亿，约为去年 GDP 的 8%。汽车贷款较住房贷款起步晚，2002 年是汽车贷款真正运作的第一年，2001 年底时全国个人汽车贷款余额约为 435 亿，但到去年底总余额上升到 1150 亿。从表面上看，按揭贷款显然创造了房地产业的财富，使房地产开发成为近年任何想快速发财的创业者的首选，也让更多居民尽早购到自己心爱的住房；按揭贷款对房地产业的财富效应也预示着汽车业正在成为新的快速致富行业。除了这些显而易见的效果之外，金融创新在房地产和汽车行业中的成功经验给我们带来的更一般性启示是什么呢？这种经验对进一步扩大内需、保持经济持续增长的政策抉择有何更一般性意义呢？

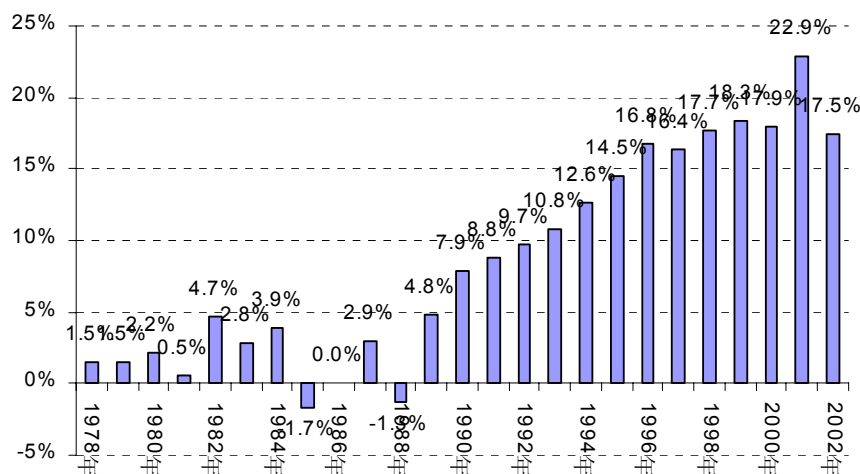
当然，我们会认为，只要银行愿意随意多贷款，自然会促进经济增长、自然让一些人成为首富。但，实际上，住房贷款与个人汽车贷款这类金融创新所产生的经济增长和财富效果，其内涵却远非这么简单，因为一方面银行的这些个人贷款风险非常低、收益好（至少比给国有企业贷款更可靠），另一方面从经济效益上讲这种按揭贷款的对象——居民——是进一步经济增长的原动力所在。如果能按照由住房贷款所启动的金融创新路子走下去，中国经济的整体效益与社会福利只会快速提升，而且只能这样才能真正开动中国经济的内在动力，才能使中国经济更多地靠内需而增长。

图一：全国住房贷款余额



为进一步了解其中的道理，我们可看看中国经济的现状和美国过去 70 年的金融创新历程。图二给出北京市自 1978 年来的城镇居民储蓄率(人均年积蓄除以人均可支配收入)，1989 年的人均储蓄率为 4.8%，随后年年上升，到 1998 年为 17.7%，1999 年为 18.3%。这种高储蓄率一直成为经济政策决策者的痛点：如何鼓励居民增加消费、扩大内需呢？当百姓不肯花钱时，经济只能以出口为增长点。但，像过去几年一样，在国际经济处于萧条时，出口增长就成为问题。以往的做法是：当出口吃紧而国内老百姓又不肯自愿花钱消费时，政府只好通过发公债把银行储蓄借过来，代替老百姓花费。于是，过去几年中政府只好增发国债，然后将借来的钱大量投入高速公路、桥梁和其它基建项目以及学校建设等。

图二：北京市城镇居民储蓄率



十几年的基建项目的确为中国经济的继续增长打下了坚实基础。但，这种靠政府发债并由政府代替居民作消费决策的模式只能是一种短期的政策行为，因为最终更为有效的消费决策还是应该由老百姓自己作，他们更能知道如何消费才能给自己和社会带来最多的福利，而政府代替老百姓消费必然会产生太多浪费与低效（比如，建设太多的没有实际意义、但非常昂贵的标志性建筑）。可是，居民们自己不肯消费、只愿储蓄存钱，那么如果政府也不通过发债来代替居民消费，经济增长所依赖的需求从哪里来呢？没有新的消费需求，工业生产和服务业就无法增长，财富就无法扩大。

或许，我们可从美国的经历中得到一些启示。众所周知，二十世纪之前美国多数人也是以农为主。到一战结束时，美国虽已很富，但并非世界最富、最强大的国家。但，二战之后美国的财富猛增，使其一跃成为世界最强。促使美国成为世界最强的因素很多，这里不可能都谈到，但有一点是肯定的：二战之后美国的内需逐年快速增长，而且越来越过剩。过去几十年中，这些膨胀的内需是如何产生的呢？

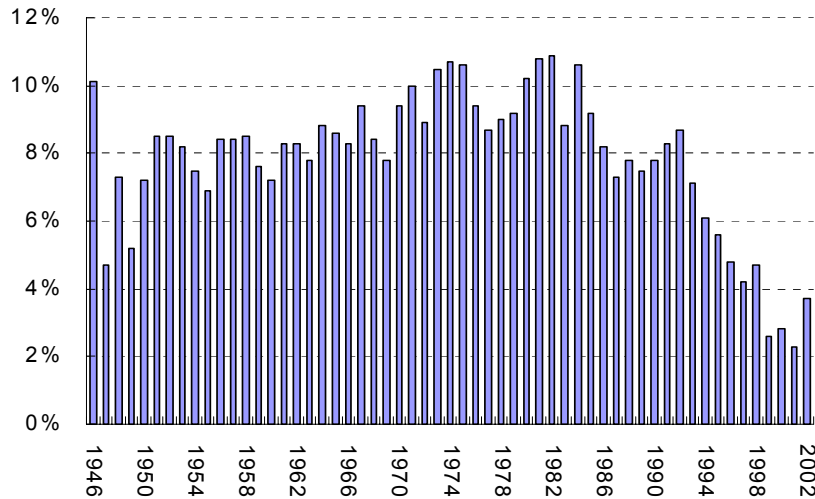
为看清金融创新在其中起的作用，我们不妨把一个居民的财富分成两部份：流动财富（比如，现金、银行存款、股票、金银、房产）和人力资本(human capital)，其中流动财富是随时可变现的，而人力资本则不然，不可随时变现。人力资本的价值通常等于一个居民未来数年的劳动收入的总折现值。一般讲，年轻人的流动财富少、人力资本很高，而老年人的情况却正好相反。总之，一个人未来的收入越高，其人力资本则越高。

问题也恰恰在于人力资本不可随时变现这一点，因为当金融证券不够发达时，人们只能花费流动财富、而不能花费人力资本。年轻的李四刚刚博士毕业，他的人力资本可能非常高，但流动财富有限，他即使想要大大增加消费也无能为力。他可以在总体上感到很富，但却没钱花。

住房按揭贷款是一个很自然的金融创新，它可以最直接地帮李四把部份人力资本“变现”、变活，让他可提前消费。我们意识到，对多数居民而言，房地产可能是一辈子最大、最重要的消费和投资。比如，在北京一套普通的 100 平方米公寓的价格可能是 48 万元，对于一个平均收入的家庭，这可能意味着要节省存钱十年，每月约存 4 千元。如果这样，一家人除了最基本的生活费用外，在十几年里可能无法有太多其它消费。如果各大中城市的居民都如此，全国的内需水平可想而知。

但是，如果李四能得到 30 年的住房按揭贷款，假如利息是 4%，那么他每月只需付 2.3 千元就能立即买到 100 平方米的住房，而不是等十年。另一方面，正因为李四每月只要支付 2.3 千元（而不是每月存下 4 千元），那么他现在每月可多消费 1.7 千元收入，这显然有利于内需的增长。因此，住房贷款不仅能改善众多老百姓的生活，让每个人尽早住上自己的房屋，而且能启动更多的内在经济动力。

图三：美国人均储蓄率



美国今天的人均储蓄率在 3% 左右(见图三)，跟北京 2002 年 22.9% 的储蓄率相比(图二)，美国人真能“大胆”消费。实际上，美国并非历来如此，二战之前美国的人均储蓄率也曾停留在 20% 左右，到七、八十年代还在 10% 之上。这些消费能量在很大程度上是自 1934 年开始的一系列金融创新、社保创新与退休金项目的产物。还是以住房贷款为例，自从有银行以来，住房抵押贷款一直都是美国银行的正常业务。但，在三十年代之前，住房贷款的期限都很短，不超过五年，因此能给居民带来的好处有限。另外，那时的按揭贷款在结构安排上也有许多问题，比如，在住房贷款到期之前，借款方每月只需支付利息，等贷款到期时再把所借的本金一次性还清。这种支付安排一方面使银行承担过多风险(因此，银行不愿意作太多住房贷款)，另一方面给借款方带来太多一次性的支付压力：一次要还清 48 万本钱，从哪里找这么多现金？因此，一般大众享受不到住房贷款的好处。有意思的是，1920 年代期间美国股市泡沫越涨越大，使很多人买下大房子，房地产价格也越涨越高。1929 年 10 月到 1931 年期间，股市泡沫持续破裂，使许多股民血本无归、众多公司相继破产，失业率达到空前高度(最高时为 25%，每四人中有一人失业)。这一来使许多人无法在其住房贷款到期时归还那笔一次性的本金，这些居民只好选择个人破产、搬出住房，让贷款方银行接过被质押的房屋。毕竟，这些房地产的价格也随股市泡沫的破裂而大跌，迫使大批中小银行和信贷机构倒闭。因此，当时的住房贷款在证券结构上的弊端加重了那次经济危机、银行危机的深度。

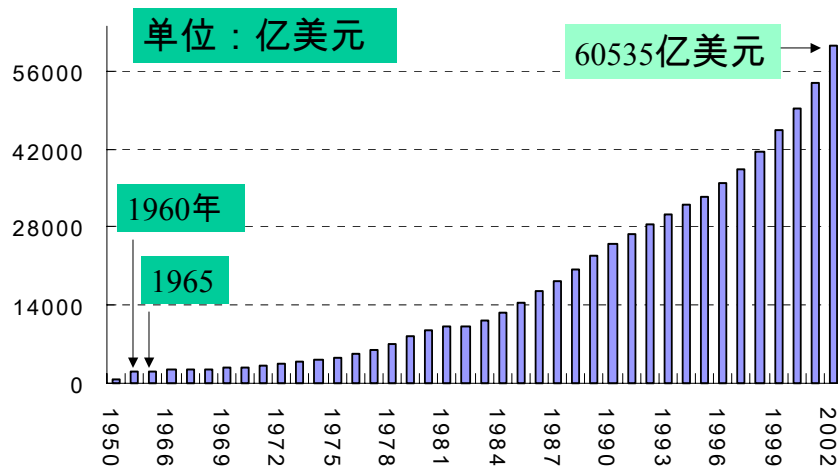
反过来看，也恰恰是那次经济危机的深度与广度，迫使美国国会在 1933 年至 1935 年间进行了一系列意义深远的经济立法，包括重造股市的《证券法》(1933 年)和《证券交易法》(1934 年)、重组银行业的《银行法案》(1933，也称“Glass—Steagall 法案”)、建立社会保障体系的《社会安全法》(1935 年)，以及重整居民房地产业的《全国住房法》(1934 年)。其中，《全国住房法》的立意在于成立“联邦住房管理局”(简称“联邦房管局”或者 FHA)，由联邦房管局专门为低、中等收入的家庭提供住房贷款保险，这种担保产生了两个主要

效果：第一，贷款期限从原来的五年增加到三十年；第二，低、中等收入的家庭都可通过按揭贷款在成家时就能买下住房。一般而言，住房贷款期限越长，居民的短期支付压力越小，越有利于居民消费需求的增加。

根据《全国住房法》的授权，联邦房管局于 1938 年成立“联邦全国住房贷款协会”，也简称为 Fannie Mae，其作用是从银行手中买走住房贷款，搞活二级住房贷款市场。这样一来，在银行为居民作按揭贷款后不用担心手中持有的住房贷款的流动性问题，这反过来又促使银行更愿意向居民作房贷。到 40 年代初期，随着二战结束，许多从前线回来的军人开始成家立业。为照顾这些军人成家，国会于 1944 年通过法案授权退伍军人服务部为退伍军人免费提供住房贷款担保，而且要求即使借款的退伍军人无法支付任何首期款也应为他们担保。

1970 年，由 Fannie Mae 分离出来的“政府住房贷款协会”（Ginnie Mae）开始推出住房贷款证券（Mortgage-backed securities），其运作方式是把不同种类、不同地区的按揭贷款打成包，然后将该贷款包分成数份、以质押证券的形式向公众和机构投资者发行。这一金融创新成为首例成功的资产证券化，它大大扩张了住房贷款的资金来源，不仅让更多居民得到利息更低的住房贷款，而且也为银行和其它贷款机构提供了更好的分散风险的手段、增加其投资资产的流动性。

图四：全美国住房贷款余额



从图四看到，1950 年时全美国的住房贷款余额为 730 亿美元，到 1960 年为 2090 亿，1970 年为 2890 亿，但到了 1981 年则猛升为 10037 亿美元。由此可见，由于二战退伍军人效应，50 年代的房贷余额增长 1.86 倍，60 年代则仅增加 0.38 倍。但是，1970 年开始的房贷资产证券化使 70 年代的房贷余额新增 2.47 倍。可见，金融创新对住房消费的促进作用。

30 年代和 40 年代把住房贷款期限延长到三十年，这一变化也给信贷银行带来利率风险问题，因为到 1981 年推出浮动利率住房贷款之前，居民房贷都是固定利率贷款（证券）。当贷款期限为三十年时，这种固定利率特点就成为大问题。道理很简单，银行的钱是存户的，它必须付给存户们利息，这种利息对银行是成本；银行拿存户的钱贷给居民，居民付给银行的房贷利率则是银行的收入。换句话说，由于客户存款往往是短期存款，那么实际上银行是拿客户的短期存款去以三十年固定利率的形式贷给居民，使客户存款与贷出去的房贷在期限上存在重大差别，这种差别使银行承担过多破产风险。比如，如果张三在 1971 年时借下 20 万美元的住房贷款，那么那时三十年期限的固定利率为 6%，也就是从 1971 年至 2001 年间的年利率被固

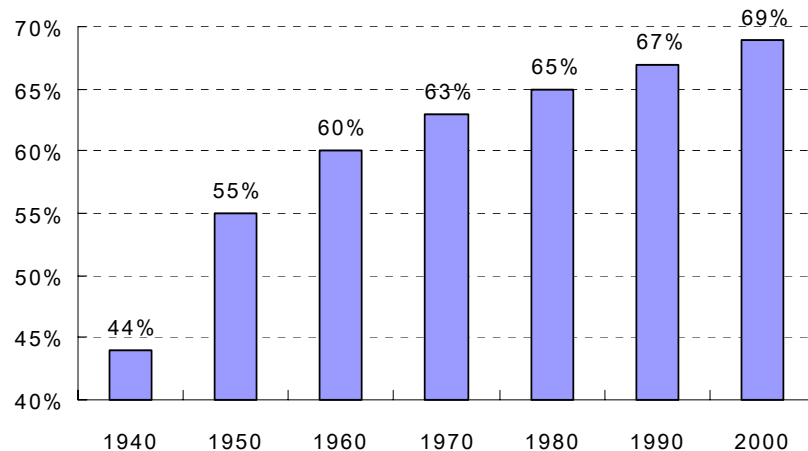
定在 6%。可是，在银行贷出这笔钱之后，到 1981 年美国的银行短期存款利息高达 16%。这样一来，银行付出的利息是 16%，而从早期贷出去的三十年固定利率房贷上得到的利息收入却只有 6%，因此银行要亏损 10%。

正由于上述利率风险，当 70 年代末美国利率高涨时，众多银行和信用合作社因早些年放出的长期固定利率贷款而出现重大亏损，迫使一系列银行与信贷公司破产倒闭，引发一场金融危机。那次危机又为下一轮金融创新创造条件。1981 年初推出浮动利率住房贷款，居民可选择逐年浮动、每三年浮动一次、每五年浮动一次等等。这一创新增强了金融机构的利率风险规避能力，使包括银行、保险公司和各类信贷机构在内的公司更愿意为各种收入阶层的老百姓提供住房贷款。

70 年代末的利率波动也为另一类金融创新奠定基础：1983 年芝加哥期货交易所（CBOT）首次推出长、中期利率期货，随后又推出利率期货期权。这些衍生证券再一次为各类信贷机构规避利率风险提供了方便。换句话说，金融机构的利率风险规避能力越强，它们作各类贷款的能力就越高。

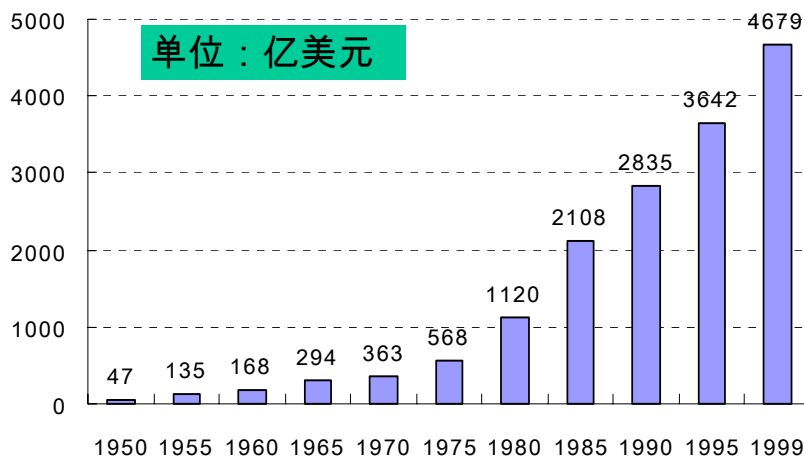
一系列金融创新看起来很不相关、很偶然，但一个共同的目的是让消费者更好地配置一生中不同年龄时的消费水平。这当然为金融公司和创业者提供了商机，但更重要的是其对美国整体经济的贡献，使美国的房贷余额从 1950 年的 730 亿美元，猛增到 2002 年底的 6 万多亿美元（图四），约为美国 GDP 的 60%（相比之下，去年中国的房贷余额为 GDP 的 8%，因此潜在的增长空间还很大）。在这些住房贷款和金融创新成功故事的背后是越来越多的美国家庭拥有自己的房屋，1940 年时美国 44% 的家庭有自己的房子（图五），到 1970 年时 63% 的家庭有自家房，到现在这个比例上升到 70% 左右，不仅如此，许多家庭还有多于一栋的住房。

图五：在美国，多少家庭拥有自家住房？



有了这么发达的住房贷款市场，美国居民当然用不着为买房而把所有的收入都储蓄下来（到 2002 年人均储蓄率不到 4%，见图三），而是平均每年拿出自己收入的 5% 至 6% 来支付房贷利息。在没有为购房而储蓄的压力的情况下，消费倾向自然高，难怪美国的内需过剩、可以吸收那么多国家的出口。

图六：全美汽车贷款余额



按同样道理，汽车贷款是另一个关及消费者的重要金融证券品种，它也可减少居民的储蓄必要性，助长消费需求。1950 年全美汽车贷款余额仅为 47 亿美元，到 1960 年为 168 亿，但截止 1999 年底则达到 4679 亿美元(见图六)。

社会保障、失业保险与退休养老

尽管住房贷款与汽车贷款这两项创新对释放中国居民的消费潜力、扩大内需已有较明显的效果，但从图二中我们也看到，1998 至 2000 年间北京居民储蓄率停留在 18%左右，到 2001 年上升至 22.9%，2002 年下降到 17.5%。这种储蓄率跟美国的不到 4%的储蓄率比还是远远太高，使中国经济的增长过多地依赖出口。内在的经济增长链在这里被卡住了。

国家统计局最近作的一项调查表明，导致居民高储蓄率的最重要三项因素依次是教育、退休和就业保障。一方面这说明为购房、买车而存钱的因素确实因按揭贷款创新而得到缓和，另一方面这进一步指明了经济改革要努力的方向：扩展教育贷款，建立社保系统、退休金项目和失业保险。

从 1999 年至 2002 年 9 月，金融机构在全国累计发放助学贷款 66 亿，帮助了 112 万名困难学生。这些举措是一个好的开端，但实际需求远非如此。据有关专家估计，一个子女中等和高等教育的全部费用约为 2002 年平均家庭收入的 3 倍。即使按每年 20%的储蓄率计算，这等于要一个家庭持续节省、储蓄 15 年(假如家庭收入的增长速度约等于教育费用增长速度的话)。由此可见，解决教育贷款问题几乎可达到住房贷款对经济增长同样的刺激效果：让子女拿他们未来的收入(人力资本)为自己的教育投资，让年轻的父母更多地享受他们今天的收入。当然，教育贷款与住房贷款在操作上确实有别，因为房屋本身是住房贷款的直接质押物，而教育贷款则并无质押物、是以学生的人力资本为质押(无形资本)。因此，教育贷款更需要法治的支持。

住房贷款、教育贷款、退休投资存款等类型的证券(这里，我们把所有保证在未来某个时间或某种条件下支付现金的契约称为“证券”，包括贷款、保险合同等)，其作用都是帮助居民把一生中不同年龄时的收入进行配置(要么把未来的收入提前消费，要么把今天的收入推迟到未来消费)，以期让居民一生中不同年龄时的消费尽量平均。这些靠未来收入支付的贷

款在一定意义上可看成是人力资本的证券化。当不能有住房贷款、教育贷款时，居民们就无法合理地配置其一生中的消费安排，可能在 40 岁之前无法消费、必须存钱，而到快要退休时可消费的钱又相对过多。因此，如果没有这些针对居民的金融证券，不仅不利于释放整个经济的内在增长动力，也无益于居民一生中的总体福利。

另一类对消费者有直接意义的证券是“保险”性质的，比如，失业保险、医疗保险、灾难保险等。当这些保险性证券不存在时，也就是，当居民们无法事前“购买”这类证券时，居民们就只能通过“最大限度地储蓄”来自保，这必然使他们在为了生存所必需的消费之外不敢有任何其它消费愿望，这就会阻挠经济增长。以失业保险为例，如果张三夫妇在 40 岁时失业而且从此再找不到工作，但他们一家未来的生活费、教育费等等可能是 50 万元，那么如果真的如此，他们未来的花费从哪里来？—— 尽管这或许是小概率事件，但一旦发生，其后果对张三夫妇来说不堪设想。于是，为了规避这种小概率事件，张三夫妇可能从结婚后就开始，不得不处处节省、储蓄。但是，如果通过每月交付收入的一小部份(比如，3%)张三即可买到全额失业保险，那么他一家就不用再去以储蓄来规避那些小概率但后果恶劣的风险事件了。

在四世同堂的传统中国社会里，人口流动少，众多家庭组成的“大家族”不仅是社会学意义上的单位，而且是经济意义上的互助共同体。大家族中只要有一家有天灾人祸，其他成员都会筹钱相助，因此使保险性证券变得不必要；当一家要盖房屋时，其他成员也会尽力提供贷款；养老自然由子女负责，而当子女无能支持父辈养老时，大家族中其他成员也会出力帮助。因此，“大家族”作为一种互助共同体基本提供了失业保险、医疗保险、灾难保险、各类信贷等。当然，不管一个家族有多大，有钱的家族毕竟是少数，能够提供的保险和信贷会非常有限，特别是当多个成员家庭同时发生天灾人祸时，这种互助共同体会随时破产。所以，这种传统安排的效率非常有限，风险承受能力很小。

二十世纪之前的美国跟传统中国有许多类似之处：多数人以农为生，“大家族”也起着经济互助共同体的作用，政府基本不提供任何养老金、失业保险、医疗保险、灾难救济，只有一些民间慈善机构提供有限的补助。十九世纪的工业革命、铁路交通的发展却慢慢改变了美国原来的社会结构，人口流动大增，为了就业一生中可能搬家数次。于是，到二十世纪初，以家族为基础的经济互助共同体开始瓦解。1930 年代初的经济大危机更是把这种瓦解所隐含的问题全暴露无遗：在新的社会结构下，老百姓的收入安全怎么保障？1935 年通过的《社会安全法》则是联邦政府的第一次回应，该法案授权成立“社会安全管理局”和“社会安全保障基金”，其目的是（1）为老年人提供退休养老金，（2）为残疾人提供生活费与医疗费，和（3）要求各州政府为公民提供起码的失业保险。1965 年通过的《社会安全修正法案》再补充了一项：为贫困的老年人提供医疗保险（Medicare 和 Medicaid）。社会安全保障基金的服务对象主要是低收入的家庭和老年人。社保基金于 1937 年开始，第一年共支付 1 百 28 万美元给老百姓，到 1999 年则共付出 3858 亿美元各类社会福利。除政府提供的社会保险与退休金外，个人自己也可从保险公司购买各类保险与退休金产品（上期中本栏对美国退休基金的演变有过更详细的介绍）。美国的这些养老金保障、失业保险、医疗保险等为所有家庭构造了一个可靠的安全网，让他们不用为未来担心。这从另一角度解释了为什么美国人的消费倾向性这么高，只有不到 4%的储蓄率！

在中国，四世同堂也成为历史，家族已不再是一般家庭的经济互助共同体，人口在广泛流动，靠子女养老已慢慢变得不现实。计划经济下的铁饭碗、退休与医疗福利现在已基本不在了。新的社会与经济环境下，如果政府不尽快在社会保险与退休金上弥补，在证券与金融产品上又不进一步创新，那么居民们只会选择过分保守的金融资产结构。根据人民银行的资料，到 2001 年底，中国个人金融资产的 11.2%在现金、71.7%在银行存款（两项共占 83%）、13.5%在有价证券、1.7%在保险。这种结构显然不利于经济增长。

时下关于失业保险、医疗保险、退休金计划等的讨论都集中在如何由政府来承担、支付。其实，除了由全国社保基金提供最基本的保障、地方政府与企业提供最基本的退休养老金之外，也应当鼓励民间金融机构进入这些行业。目前一些保险公司已开始推出兼顾“保险与投资”的证券项目，这是一个极好的开端。但，即使像失业保险和养老金这样的业务，也应该鼓

励保险公司和其它金融机构介入，这不仅能在增量上减轻政府的负担，还显然可增加居民的消费倾向性。

金融创新的启示

经济增长使社会收入增加，也必然意味着社会整体财富的增长。我们可能认为：这些年的增长以及上面谈到的金融创新只是造就了少数首富，而并没给普通老百姓带来更多的财富。——其实不然，因为即使老百姓手头的流动财富并没明显增长太多，他们的人力资本财富肯定已上升许多，结果是每人的未来收入流的折现值都增加了。怎样让每个居民从增加的人力资本感到“富有”呢？那就得通过金融创新来帮助老百姓把人力资本“兑现”、把他们未来的收入流进一步“证券化”。

从多年的研究中，耶鲁大学经济学教授 Gustav Ranis 发现，有的时候，当一个国家的自然资源太丰富时，那个国家的经济反而可能理不顺，因为那里的人们反而不会有动力去作制度和金融上的创新。没有制度与金融创新，其经济的内在动力就无法被调动起来。因此，财富不是由天赋的“地大物博”所决定（“地大物博”当然好），而更重要的财富是源自于理性化的制度机制和金融创新。住房贷款对房地产业、汽车贷款对汽车业的刺激效应以及由此带动的整体内需扩张，应当给我们许多政策上的启示，值得深思。

近几年有关金融创新的讨论主要集中在企业融资上，融资工具与途径显然对企业是决定性的。实际上，金融创新对市场的另一方——消费者——是同等的重要。在政府提供的就业保障、医疗保障或灾难救济都非常有限的时候，如果没有任何类型的贷款、没有任何类型的针对消费者的证券，那么一个居民的未来生活很容易一会儿太饱、一会儿太饿、有时太富、有时太穷。面对这种前景，居民们只好靠银行储蓄存款来规避风险，尽管银行存款是一种非常低效的避险工具。

有意思的是，今天的中国在一些方面跟 30 年代的美国很类似：已建立了有规模的高速公路、桥梁和其它基建体系，已有了各类经济立法，已开启了针对消费者的金融创新，等等。如果 30 年代后的美国经历对我们有任何借鉴意义的话，那么只要制度与金融创新能上升到另一层高度，就不用担心缺乏内在增长动力。