

城 人物肖像

上海交通大学上海高级金融学院海归教授云集,个个学霸出身。副院长朱宁教授便是其中之一。当年高考志愿本来打算填报一直钟爱的历史学,但北京四中的班主任兼历史老师觉得太可惜,朱宁最终选择了北大国际金融专业。四年后,他远赴美国康奈尔大学读硕士。60多年前,他的爷爷就是在康奈尔获得心理学博士学位。

在耶鲁读金融学博士期间,朱宁有两位导师,其中商学院的那位导师,耶鲁本科是学历史的。兜兜转转,朱宁的研究领域与历史有了交集。“历史最终讲的是人性,行为金融学研究的也是人性。历史上发生过很多高度相似的经历,包括泡沫。”朱宁说,每一次泡沫来临,大家会说“这一次不一样了”,但事后看来都差不多。

永远抱有好奇心和求知欲,是另一位导

师——行为金融学的代表人物罗伯特·席勒教授对他的最大影响。席勒教授后来获得诺贝尔经济学奖。他们现在同为耶鲁大学国际金融中心的研究员,亦师亦友,不时交换观点看法。朱宁教授所著的《刚性泡沫》,席勒教授为之写序,本周第二版上市。

“我很幸运,成长过程中一直遇到好老师。”几个导师都是在各自领域非常成功的学者,做学术不存功利心,对学生的关心无微不至。朱宁说,读完博士找工作,导师叮嘱他:“你西装买回来让我看看,到底酷不酷。”毕业时,他去向商学院的导师致谢,导师说:“我只是把导师对我做的事情,传给我的学生。希望薪火相传,你们这代人对金融的研究和了解,能更加深入。”于是,在雷曼和野村投行工作了几年后,朱宁回归学界,教书育人,做自己喜爱的研究。



朱宁教授近照

本报记者 胡晓芒 摄

上海交通大学上海高级金融学院副院长朱宁教授认为 “散户行为是预测市场的反向指标”

首席记者 谈璵

抑制刚性泡沫让市场发挥配置作用

那么,日本的房产泡沫教训,给我们带来哪些启示?朱宁教授认为,日本当时作为新兴经济体,从全球到本国,都对其发展抱有热切期望。经过持续30多年成功的发展,大家都觉得房地产市场应该上涨,而且只涨不跌。同时,为了促进经济发展,货币供应量几何层级增长。房地产作为最重要投资标的,最后一定受到资金最激烈的追捧。中国也有类似的问题,中国货币供应量十多年里增长了十倍。“而最大的风险在于,无论在当时的日本还是现在的中国,企业家和家庭都没经历过一个像样的调整和衰退。”他说,美国有研究表明,如果亲身经历过泡沫,投资时看待风险会更加谨慎。中国过去30多年一直经历大的上涨区间,没有充分意识到一旦出现经济收缩,会产生多大影响。

他强调,中国和日本存在非常大的差异。

从优势看,中国政府决策机制非常有效,能在短期之内集中力量办事。中国有能力也有决心阻止经济下滑。美联储前主席伯南克事后研究发现,日本当时中央银行面对经济下滑,一是没有采取足够的阻止措施,二是整个决策过程太缓慢。另外,中国比日本大得多。日本经过三四十年的发展,把潜力都耗尽了。我国存在林毅夫教授所说的新雁阵发展模式,从东南沿海到中部再到西部,有经济逐渐发展递进的过程。即使真有泡沫,中国泡沫持续时间会比日本更长。

但是他提醒说,必须看到两点。一是日本在进入上世纪80年代时,已经是高收入国家,人均收入3.5万美元。在发展过程中,日本基本把整个社会的安全垫,包括医疗、养老保险、教育等社会福利都解决了。现在虽然经历了20年衰退,日本人过着相对安居乐业的生活。我们需要

很大改善的是,让全国老百姓真正体会到经济发展带来的好处。二是日本也有刚性泡沫和隐性担保,主要在银行与企业之间通过株式会社或者商社的形式相互提供担保,政府还没太多卷入到给企业提供担保,市场中存在针对违约的破产机制。国内比较大的风险,在于地方企业有地方政府来担保,央企有中央政府担保。这容易导致违约风险可能从私人部门层面向政府层面传导。中国虽说家大业大,但越是这么保证,会导致风险进一步放大。

“中国既要解决短期面临的增长问题,又要防范中长期积累的风险,所以政策面临非常大的挑战。”朱宁表示,最近看到有些企业被允许破产重组,政府也表示在资本市场不会进行又一轮救市。说明政府在朝正确的方向走,抑制刚性泡沫,让市场最大限度发挥资源配置的作用。

不能保证一线城市房产只赚不赔

去年,朱宁教授到早稻田大学访问,顺便在东京做房产调研。见到的日本家庭一家三口平均居住使用面积八九十平方米的房子,价格人民币500万元左右,用收入能买得起。

看好房地产市场的人,认为由于上海、北京等一线城市人口会不断流入,教育医疗等公共设施非常集中,今后房价涨势会持续。“理由我都同意,”朱宁说,“但我想强调两点,即使像东京、香港、纽约、旧金山,在真正出现整个经济增长放缓或全球性金融危机时,这些房产市场都出现过30%以上的下跌。”从投资角度讲,并不能保证一线城市房地产只赚不赔。

国内,最近政府在调控一线城市房价,稳定二三线城市房地产市场。朱宁教授赞同控制北上深房价的举措,认为房价疯涨时,投资者要加强风险意识。无论从生活成本、吸引劳动力、经营企业来讲,过高的成本会影响城市的长期发展动力,这也是地方政府所不愿意见到的。

有意思的是,虽然无法预测股市、楼市等泡沫何时破裂,从行为金融学的角度预测“最后一棒”却有规律可循。朱宁教授分析泡沫临近崩盘有三个特征:一是泡沫资产快速上涨;二是几乎所有投机行为都集中到少数几个明星资产上,比如互联网泡沫时亚马逊、雅虎、美国在线等所

谓的安全资产,殊不知经过非常强烈的炒作,它们的泡沫幅度可能更高;三是当涨到所有人都不觉得这是个泡沫了,反而是泡沫见顶的标志。最后需求耗尽,没有买方再出现。

他建议投资者买房要量入为出。日本也有零首付,有长达五六十年的房贷。人口结构老龄化,年轻人能挤压出的需求都透支出来了。如果很担心房地产上涨,可以购买房地产股票和房地产相关的信托。过去十多年房价一直在涨,很多购房者认为房价会一直涨下去。其实,没有一种资产价格会只涨不跌。全世界那么多资产,概莫能外。跌的时候,越是放大杠杆,风险就越大。

被动的指数型基金适合散户投资

去年三四月份时,见到股市的疯涨,他撰文介绍历史上股市泡沫形成过程,提醒大家加强风险意识。“没想到不幸言中,股市见顶速度比我预想的还快。”

美国投资市场有句名言:当街上的擦鞋匠和理发师都来告诉你该买什么股票时,就该回避股市了。朱宁在海外进行了大量投资者尤其是散户投资者行为的研究,发现全球各地的散户都犯有类似的错误:人人都觉得自己是巴菲特,比别人水平更高。散户会过分相信自己的能力,到接近市场顶端的时候,越是积极开户和入市。为什么去年此时认为已经风险很大了?“一个指标是,去年三月A股及基金的新开

户数,都达到2007年夏天上一次市场泡沫见顶时的水平。”他解释说,很多时候散户行为是预测市场的反向指标。散户集中买入,高高兴兴当接盘侠,往往是市场见顶时。

另外一点,IPO强度历来是市场今后表现的反向指标。股市估值越贵,企业越想通过融资抓紧把高估值套现,集中发新股,预示着这些公司不看好今后的表现。

全球研究表明,散户的平均投资收益明显跑输大盘。过去的七八年里,国内散户平均每年跑输大盘4-5个百分点。所以朱宁教授鼓励投资者进行消极的投资,比如买指数基金。

海内外证据都表明,公募基金平均业绩并

不能跑赢大盘。他指出,指数型基金每年收取0.5%-0.6%的费用,主动型基金每年收1.5%的费用。不要小看每年1%,累计复利相当可观。美国上世纪90年代初,散户对市场交易量的贡献度占到50%左右,到现在已经不到20%,说明美国散户意识到自己投资能力的下降,改变了投资选择。

“经济转型的一个必经之处,是人们从原来通过自己辛勤劳动,到逐渐变成通过投资、理财等各种可持续的方式获得财富和满足感。”他总结说,如果赚了很多钱,人却不快乐,也没什么意义。经济增长也好,股票投资也好,人们最终的目的是得到幸福。

统计数据不能完全反映房价涨幅

在《刚性泡沫》这本书里提到,席勒教授等人创立了Case-Shiller房地产指数,通过跟踪指数成功预测到了2007-2008年美国房地产市场泡沫的崩盘,可惜当时未被重视。这一指数在危机之后成为发达经济体中最广泛应用的房地产指数。中国能不能建立类似的指数,起到预警作用?专访的话题就从这里开始。

“我刚回国时,和席勒教授商量也曾想推出这么一个房地产指数。”朱宁教授说,但是统计数据缺乏是个大问题,数据太少,时间太短。

首先,房地产市场是个区域化的市场,大型中介机构往往集中在一线城市,提供的数据在其他区域市场上代表性会弱一些;其次,国内房地产市场商业化发展也就20年,几乎没有经历完整周期,单调上涨。而在美国,席勒教授很大一部分工作,是构建美国过去近100年的指数。其中经历了数次大的上涨,比如上世纪20年代、40年代、80年代,同时也有30年代的大萧条、战后7年的经济衰退,反映了不同经济周期里房地产作为一种投资资产的表现。第三,席勒教授在指数构建方法上,运用了同一套房产在历史上反复销售的价格记录。这种统计方法,比我们用新开工的价格或代表性的价格更为可靠。数据偏差会低估涨幅,老百姓感受到的房价上涨幅度要远远大于宏观数据反映的。

研究泡沫的成因,是为了预警及减轻泡沫破裂带来的危害。朱宁引用著名经济学家弗里德曼的名言“所有通货膨胀都是货币现象”,货币发得多了,一定会在某个地方形成泡沫。

历史上,曾有多次泡沫破裂的故事发生,比如十七世纪荷兰郁金香泡沫,十八世纪英国南海危机,十九世纪英国铁路危机,二十世纪美国咆哮的二十年代、日本八十年代的房产泡沫,最近的一次是2008年全球金融危机。这些危机都表明政府对泡沫的形成负有责任。日本的大藏省和中央银行通过大量的资金投入,放松企业和银行间风险传递监管,短期促进了经济发展,中长期导致了“失落的20年”。