

## 第四章

### 英国、美国的预测失误

另外,还有证据表明预言家们因忽视管理层薪酬支付方式的变革而导致其预测有误,如果他们能考虑到公司行为已发生变化,这些错误本来是可以避免的。

英国预算责任办公室(OBR)主席罗伯特·乔特(Robert Chote)在其最近修订的预测报告中,对通货膨胀和投资低迷超出预期表示惊讶。英国央行一直在固执地对通货膨胀与产出持乐观态度。在2012年11月份发布的通胀报告中,探讨了就业人数的增长速度出乎意料地高于产量增速的问题,并由此得出生产率低下的结论。如图4-1所示,自2010年第四季度以来,英国产出水平一直在下降,但就业人数却一直在增加,因此,按照就业人均产出计算的生产率下降了3%。

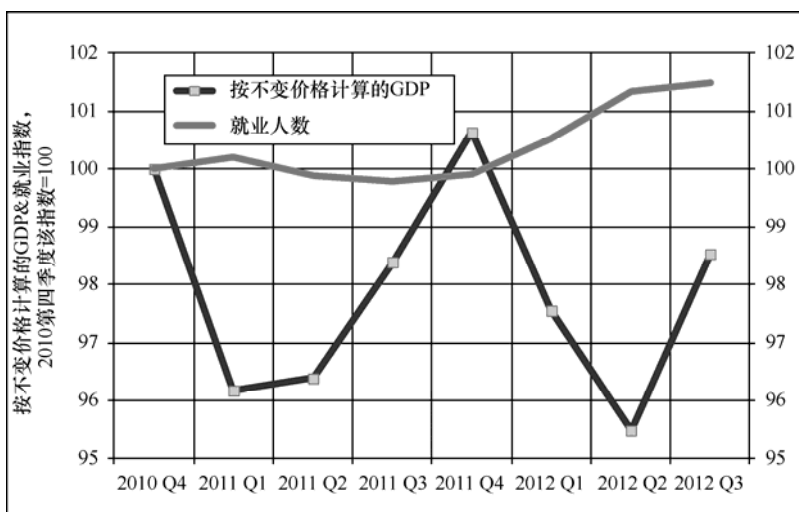


图 4-1 英国的产量及就业人数

资料来源:英国国家统计局(ONS via Ecwin)。

在上述预测报告中，英国预算责任办公室预计，2010年第四季度到2012年第二季度，英国经济将实现5.7%的增长，但实际数据表明，其增长率仅为0.9%。消费者支出、企业投资和净出口均低于预期，“所有这些因素共同作用的结果与出乎意料的经济增长低迷大致相当”。英国预算责任办公室将消费者支出低迷的原因归为通货膨胀高于预期。

通常，在多重因素共同作用下，经济走势出现了意想不到的变化，从某种程度上讲，导致预测错误的原因可能是多重的。但是，一个因素的变化就可能轻而易举地导致全盘皆错。我们再次引用科学研究中普遍接受的精简原则，<sup>①</sup>即简单的解释优先于复杂的解释，管理层行为的变化可以解释所有的预测错误，这一点尤其值得我们关注。这也是我遇到的唯一具有广泛适用性的宏观经济解释。多数解释要么是各种微观经济判断的拼盘，要么是认为需要根据预测修订数据，而不是根据数据修订预测方法。

我对所有这些超预期行为的解释就是管理层行为的变化。如前文所述，我认为，管理层行为的变化源于公司激励方式变化产生的影响，企业支付给管理层的不再只是薪水，薪酬中奖金和期权所占比重越来越高。因此，同样的经济环境下，企业利润率高于过去的水平，而投资低迷，公司就会倾向于通过增加劳动而不是增加资本的方式提高产出水平。由此会产生如下经济后果：

- 居民消费价格高于预期，尤其是那些没有参与到国际竞争的领域。如果预测者没有考虑这一点，则会低估通货膨胀水平。
- 预测者没有考虑到公司文化的变化，因此投资水平低于预期。
- 相对于产出，雇佣人数增加。随着债券和股票市场的走高，公司的资金成本不但没有增加反而减少。但是从管理层的角度看，资本的感知成本在增加，因为如果企业的现金或负债用于回购股票，他们就会受益，但如果用于厂房和设备投资，则他们就会遭受损失。这种资本感

---

<sup>①</sup> 在包括经济学在内的科学领域，这一原则通常被称为精简原则，但在神学中，却被带点儿讽刺意味地称为经济原则。

知成本的增加自然让管理层更愿意雇用更多的劳动力，而不是投入更多的资本来实现既定的产出。按照经济学理论来讲，就是劳动与资本的替代系数发生了变化，由此提高利润率。

通货膨胀高于预期，投资低于预期，两种因素共同作用下需求减少，由此导致预测者对经济增长过于乐观。因此，我们观察到的所有预测错误都可以归因于管理层激励方式变化必然导致的经济上的不良后果。

美国的生产率变化与英国相类似，同样令人失望。在经济复苏的早期出现明显的改善之后，每小时产出一直呈下降趋势。如图 4-2 所示，自 2010 年第四季度以来，每小时产出量保持不变或在前 12 个月呈下降趋势，2010 年第四季度到 2012 年第四季度，下降了 1.3%。

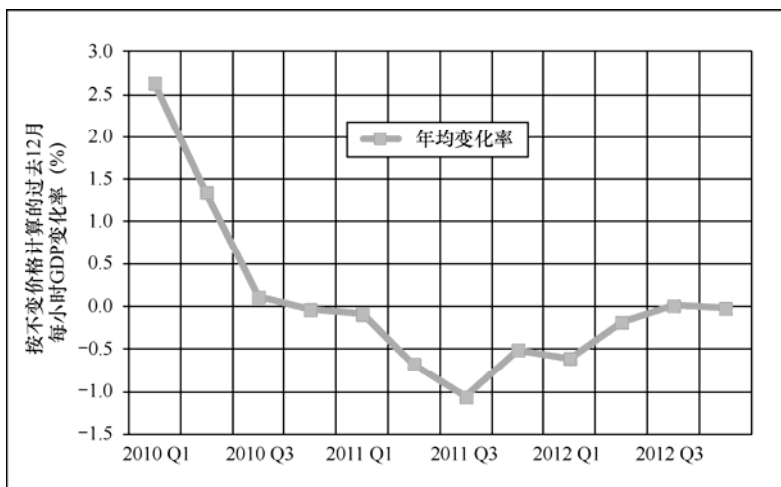


图 4-2 美国从每小时产出变化

资料来源：美国国民账户和美国劳工统计局（NIPA Table 1.1.6 & BLS via Ecwin）。

受聘于英国和美国两个国家中央银行的预测者们都对就业相对于产出的强度感到惊讶：“经济增长萎靡不振与失业率的迅速下降搞得美联储迷惑不解”。<sup>⊖</sup>

<sup>⊖</sup> “US confidence hit by fiscal fears” by Robin Harding, Financial Times, (7th December, 2012).

2005—2008年，美国的平均通胀率为3.3%，并呈现加剧的趋势，但这种趋势因经济衰退而停止上升。按照CPI计算，通货膨胀的变化是不稳定的，因此难以判断其潜在的趋势。但如图4-3所示，服务业的月度通货膨胀波动相对较小，呈现出明显的慢慢上升态势。尽管如此，联邦储备委员会还是定期地表示对较低通货膨胀预期的信心。我认为这在目前虽然是合理的判断，但在很大程度上应该归功于美国2013年财政赤字的削减，如果政府没有削减赤字，经济继续增长的态势会使通货膨胀加剧的预期成为重大的风险。

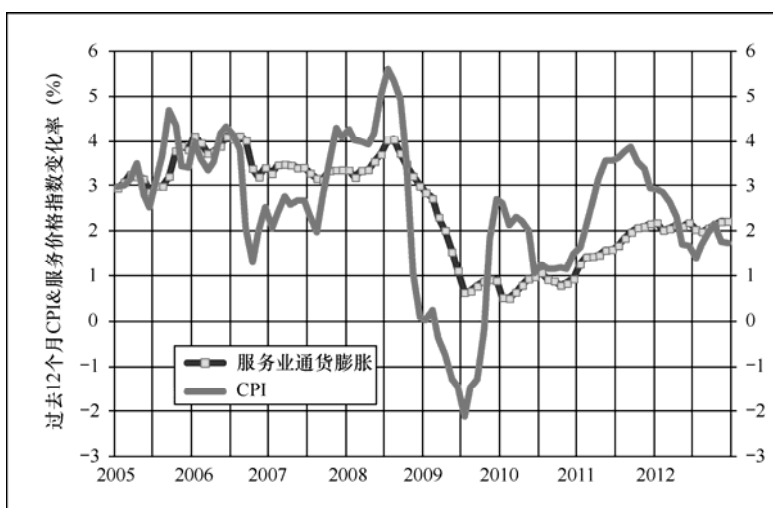


图 4-3 美国 CPI&服务通货膨胀

资料来源：美国劳工统计局（BLS via Ecwin）。

经济理论认为，在通货膨胀预期保持不变的情况下，如果存在产出缺口，则通货膨胀会下降。如果美联储认为这些都不是当前问题的观点是正确的，则自2010年开始，美国通货膨胀就呈现不断上升的趋势，令人感到不安，而美联储也应为此感到担忧。如图4-4所示，即使不存在人们对通胀加剧预期的恐惧，通胀当前的发展速度与趋势也与存在巨大的产出缺口这一假设相矛盾。

如图2-17所示，美国的利润率正处在历史最高位。比如，现在的利润率比最近一次于2008年第一季度发生的经济衰退开始时的利润率高出4.4%。我已经表明，过去利润率随着产出缺口的波动而波动，但这一规律因奖金制度引

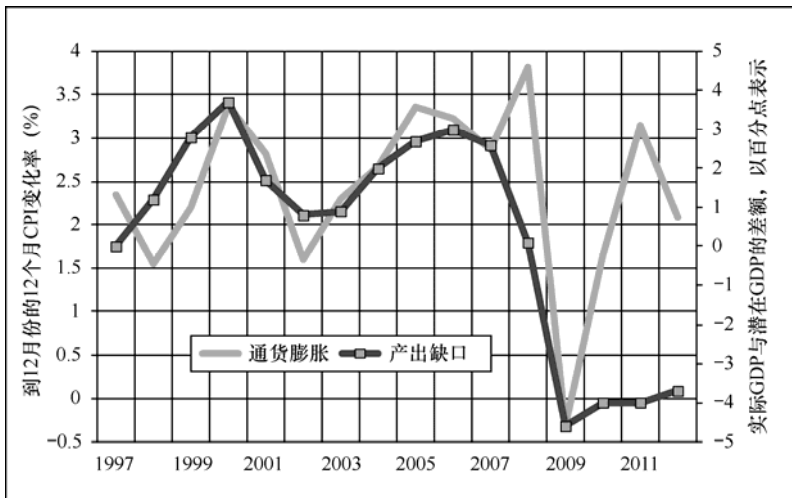


图 4-4 美国的产出缺口及通货膨胀

资料来源：经合组织经济展望和美国劳工统计局（OECD Economic Outlook Vol 92 & BLS via Ecwin）。

致的“短期盈利主义”而改变。如果上述变动模式没有发生改变，则在产出缺口估计正确的条件下，现在的利润率应该低于而不是高于平均水平。如果利润率恰好处于平均水平，则应该是 6.4%，低于目前的实际利润率水平，并且由于当前公司产出占 GDP 的比重刚刚超过 50%，当前的价格水平应该是 3.2%，低于目前的实际价格水平，如果折算到过去的三年，则通货膨胀率应该降低 1%，并且其趋势应该是减缓而不是加剧。

根据假设的产出缺口，美国的通货膨胀水平也和美国的生产率一样令人失望。正如我说明的那样，英国的情况与美国相类似，同样令人失望，通货膨胀率高于预期，生产率低于期望值，这都是奖金文化引致管理层行为变化必然产生的结果。即使在整体不景气的经济体中，总会有一些公司和行业的产出需求增加。按照管理层的观点，奖金提高了资金成本。因此，公司更愿意通过增加劳动力而不是资本来提高产出。（用技术术语表达，就是劳动力与资本的替代系数变了。）

由于近些年来通货膨胀呈现上升的趋势，在我看来政策制定者据此认为

通货膨胀预期保持在较低的水平，因此他们有如下选择：

- 他们可以假定不存在产出缺口，应该严格控制刺激政策。
- 他们可以认为管理层薪酬构成的变化使得通货膨胀高于正常水平。为防止通货膨胀卷土重来，在奖金文化的变化产生影响之前，应暂时中止实施刺激性政策。
- 他们可以忽视上述证据，继续执行刺激性政策，从而可能使经济陷入通胀与通胀预期不断上升的恶性循环。

在美国，美联储采用了第三个选择。比如，美联储副主席珍妮特·耶伦（Janet Yellen）宣称她看到了“因为经济大萧条很大程度上始于周期性而非结构性因素，当前的情况与失业率提高的观点相一致”。<sup>①</sup> 其上述观点似乎是为了回避问题，而不是解决问题。如图 4-2 所示，过去的三年中，美国劳动生产率非常之低下。相对于产出而言，失业率之低出乎意料，因此无法从失业率数据中找到当前经济困境的周期性或结构性性质的证据。任何一个认真思考过当前需求疲软的主要原因到底是周期性还是结构性的人，都必然会考虑产出、投资、生产率与通货膨胀。这些令人失望的数据表明，当前经济面临的是结构性问题，而非周期性问题。

认识到管理层薪酬的变化正在妨碍英国和美国利用其尚未开发的劳动与资本设备资源，在某种意义上是积极的。因为它至少好于另外一种解释，即，通货膨胀因缺乏多余产能而无法下降。幸运的是，我认为，这个令人沮丧的解释是不太可能的。但如果英格兰银行和美联储愿意接受这个乐观解释，他们就必须解释通货膨胀、投资、利润率和生产率等令人失望的数据，而不是对这些数据视而不见。

---

<sup>①</sup> “美国工人痛苦而漫长的复苏之路：原因、影响与美联储的反应”（*A Painfully slow Recovery for America's Workers: Causes, implications, and the Federal Reserve's Response*）。相关评论见：*A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity conference sponsored by the AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung, and the IMK Macroeconomic Policy Institute, Washington, DC, (11th February, 2013)*。

