

# 諾亞研究

2020年10月12日

主題 | 諾貝爾經濟學家獎今晚揭曉，花落誰家提前看

夏春 諾亞控股首席經濟學家

## 核心觀點

今年的諾獎很有可能回歸「重理論」的傳統，Kiyotaki 和 Moore 都是公認的理論大師，而 Piketty 雖然以對收入和財富資料的挖掘聞名於天下，他也是罕見的理论天才。

長期關注諾亞研究的朋友，會發現我們對全球宏觀經濟和不同資產長期趨勢和投資策略的研究，是與學術最前沿的發現緊密掛鈎的。週一（10月12日）瑞典銀行將宣佈諾貝爾經濟學家的最新得主。今天我就來分析一下可能獲獎的經濟學家，他們的研究成果對於我們理解未來的宏觀經濟政策和資本市場可能受到的影響至關重要。

通常，獲獎的學術成果是得主在 20 至 30 年之前完成的，而且與當下的經濟主題關係並不密切，這就使得預測誰能得獎成為一件非常困難的事情。由於學術界群星璀璨，巨星雲集，夠資格獲獎，年齡也很大的潛在經濟學家還不少，就使得預測難上加難。我雖然每年都參與預測遊戲，但也只是在 2017 年準確預測到得獎人將是行為經濟學創始人之一的理查賽勒教授，之所以猜到還因為一點點私心，因為我在 2017 年 9 月下旬在喜馬拉雅 FM 推出了一門建立在行為經濟學和金融學上的投資課程，叫做《經濟學家夏春的投資必修課》。其他時間我的預測基本落空，不過我通常會在頒獎結果宣佈後的第一時間對得主的學術貢獻和八卦故事進行介紹。

最近兩年諾貝爾獎委員會，在挑選獲獎者時，比較注重他們的研究成果對於世人認識當前全球經濟面臨的主要挑戰以及解決之道兩方面做出的貢獻，例如 2018 年兩位學者 Paul Romer 和 William Nordhaus 分別以對經濟增長的內生機制，也就是科研教育和人力資本積累的重要性，以及對環境經濟學的深刻認識而獲獎。而 2019 年三位獲獎者的貢獻在於通過隨機參照實驗來研究窮人經濟學和發展經濟學，解釋為什麼窮人和窮國難以翻身走出貧困陷阱，走向富裕，以及找到幫助他們脫貧的方法。

如果諾獎委員會保持這個趨勢，那麼我認為今年最可能的獲獎的研究主題很可能集中在宏觀領域目前最受世人矚目的一個關鍵問題之上，這就是為什麼不同國家和同一個國家內部的貧富差距越來越大，這已經造成了極其嚴重的社會問題，並導致了民粹主義和以「英國脫歐」和「特朗普現象」為代表的反全球化主義的崛起，如何解決貧富差距來降低問題？

在這個問題上，做出最大貢獻的是法國經濟學家 Thomas Piketty，他在過去 20 年的研究發現，貧富差距遠比大家想像的嚴重和可怕。雖然大家現在聽了可能覺得沒什麼奇怪，但這些發現在當時，以至於現在，仍然對整個經濟學界造成了巨大的震撼效果。

之所以如此，是因為財富和貧富差距問題。因為這兩個原因，基本上從來不是經濟學家關注的重點，第一是經濟學家信奉自由競爭，認為競爭下產生的貧富差距，一方面會帶來激勵效果，激勵窮人努力工作或者創新，變成富人，另一方面貧富差距也會在競爭的優勝劣汰中消失，用一句大家都聽過的話來說就是「富不過三代」，因此貧富差距是經濟中自然出現的現象，不值得研究；第二是經濟學家發現，經濟發展和貧富差距存在一個倒 U 型的關係，經濟發展水準較低時，貧富差距很小，大家是共同貧窮，隨著經濟發展，貧富差距會變大，但當經濟進入到高水準發展階段，貧富差距會縮小，大家是共同富裕。

簡言之就是只要把經濟這塊餅做大，一開始大家分得不夠均勻，很多抱怨，但社會分配機制，特別是稅收機制，會自動發揮作用並且不斷改進，這就使得大餅會分得越來越均勻，社會越來越和諧。

另一種機制就是所謂的「涓滴效應」會產生先富帶後福的效果，就好比把酒杯疊成金字塔，一瓶酒從最高的杯子倒下去，酒會從上面的杯子溢出，流到下面的杯子裡。

這兩個主流經濟思想的論證者 Simon Kuznets 和 Milton Friedman 分別在 1971 年和 1976 年獲得諾貝爾獎，從此，貧富差距問題就從經濟學教科書中消失，而美國和英國以經濟自由競爭為核心的資本主義制度成為全世界國家競相效仿的對象。儘管香港的貧富差距是全球最高之一，但每當香港被美國評為年度全球最自由經濟體時，政府官員總是大書特書，沾沾自喜。如今，美國和英國都被貧富差距搞得焦頭爛額，但也找不到解決方法。

Piketty 的發現用一句話總結就是，經濟發展和貧富差距之間並非倒 U 型關係，而是 U 型的，經濟越發展，貧富差距反而會越變越大！經濟這塊餅越分越不均勻。一瓶酒倒進上面的杯子，不是溢出進入下面的杯子，而是留在了最上面越變越大的酒杯裡！

為什麼這樣一個通俗易懂的現象，之前的經濟學家都沒有發現？主要是兩個原因，第一是因為此前經濟學家用到的資料，對不同收入群體的劃分太過於簡單粗糙，他們按收入不同將居民分成五等分，收入或者財富是前 20% 是富人，而後 20% 是窮人，中間的是中產階級。第二是當初經濟學家研究收入問題的階段，恰好是二戰結束後全球經濟重建，全球化帶來高增長，大家的收入都在快速增加，收入差距快速縮小的階段，因此，經濟學家得出了經濟發展和收入差距是倒 U 型的結論。

但是，1980 年之後，由於經濟自由競爭思想帶來放鬆監管、國退民進，以及和英、美國家的減稅潮，導致之前逐漸縮小的貧富差距來了一個大逆襲，富人越來越富，窮人卻越來越窮。例如，2014 年，美國前 1% 的家庭稅前收入佔國民收入比重的 20%，而前 1% 的家庭淨財富佔國民財富的 40%，這些比重都回到了一戰開始前的水準，是一個非常顯著的 U 型。

Piketty 發現，富人越來越富的原因除了受益於減稅潮，更重要的是資本可以全球流動，並且享受遠遠高於經濟增長率的投資收益率。簡單來說，股票市場的長期收益率大約是 8%，而全球發達經濟體 GDP 的增長率大約在 2%，發展中國家高一些，平均也只有 4% 左右，都低於股票投資收益率。

今年的疫情衝擊使得全球貧富差距進一步擴大，UBS 和 PwC 剛發佈的報告就顯示，中國的億萬富豪在今年 4-7 月財富增長了 41%，而美國則發現，643 名最富有的美國人在 3-9 月的財富增加了 29%，相當於 8,450 億美元。主要都是受益於股價上漲。

Piketty 在經濟學上更大的貢獻是首創了通過個人稅收記錄來詳細研究每個人稅表上反映出的真實收入和財富變化，這些資料在去掉個人資訊之後是可以長期跟蹤的。有了這些微觀層面非常顆粒化的資料，Piketty 與他的合作者就可以研究前 10%，前 1%，前 0.1%，前 0.01% 以至於 Forbes 財富排行榜上美國最富有的 400 個家庭的收入，財富和稅收記錄。

他們最有趣的發現是，富人之間的貧富差距更大，比如美國前 1% 的家庭稅前收入佔國民收入比重的 20%，而前 0.1% 的家庭則佔了 10%，前 0.01% 的家庭佔了 5%。這些資料相對於 1980 年都變化巨大，但無論是收入排在後 50% 的窮人階層，或者排在中間 40% 的中產階層，在過去 40 年裡的收入佔比或者不變或者減少。這個現象是全球性的，無論發達國家和發展中國家都差不多，而且，如果把剛才的收入佔比改成財富佔比，那麼差距將變得更加明顯。

Piketty 的研究第一次走出象牙塔是在 2008 年金融危機之後，美國老百姓對於華爾街的不滿在 2011 年轉化為「佔領華爾街」運動，遊行示威群眾打出了「我們都是 99%」的口號，表達了對於前 1% 的群體的嚴重不滿。

Piketty 與他的合作者提出解決貧富差距的方法是向超級富豪徵收財富稅，或者增加個人所得稅最高邊際稅率，他們發表了一系列同樣令人震驚的研究成果，哪怕其中一些只是被人遺忘的歷史常識，例如美國建國初期就是實行財富稅。再比如，他們發現，特朗普的減稅政策，疊加之前多屆政府的減稅，使得美國最富有的 400 個家庭面對的綜合稅率比其他任何一個群體還要更低，既比其他超級富豪低，也比最窮的群體低。

他們還發現，過去經濟學界認為增稅的壞處在於降低富豪努力工作，從而減少全社會財富創造的理由站不住腳，實際上，去年獲得諾貝爾獎的 Abhijit Banerjee 和 Esther Duflo 就發現，增稅不會降低富豪的工作激勵。Piketty 的研究激發了很多學者跟進研究，例如 2010 年獲得諾獎的 Peter Diamond 與 Piketty 的長期合作者 Emmanuel Saez 就主張應該將美國個人所得稅最高邊際稅率提高到 70% 以上。

這些研究主張在 2019 年開始的美國大選中受到高度重視，提議財富稅的民主黨候選人都獲得較高的民意支持，而現在拜登提出的部分逆轉特朗普向企業減稅的政策，並且提高對超級富豪的所得稅的主張，都是受到了 Piketty 與他的合作者的研究啟發。這也符合我前面所說，經濟學前沿研究成果對於我們理解未來的宏觀經濟政策和資本市場可能受到的影響至關重要。

順便說一句，Piketty 也是對中國貧富差距問題研究最透徹的學者。前不久總理說，中國 6 億人口稅後月可支配收入只有 1000 元，這個抽樣調查結果來自於國內學者，但他們卻忽視了抽樣調查的不足，得出了中國可支配月收入超過 2 萬元僅有 70 萬人的錯誤結論。

我前面說過，富人之間的貧富差距更大，但是抽樣卻很難充分反映。Piketty 就與他的合作者利用了中國國家稅務局個人納稅資料和統計局收入資料，以及一些富豪榜資料對中國的貧富差距做出了目前最好的結果，從中可以看出，2015 年中國 5.4 億低收入人口的稅前月收入平均為 1,470 元，但是 2015 年中國稅前月收入達到 2 萬元的就有 1 億人，遠遠超過國內學者估計的 70 萬人。這些就是中國收入前 10% 的人。在 2015 年月收入超過 2.7 萬，在中國就能進入到前 1%。

雖然今天主要介紹 Piketty 的學術貢獻，但我認為日本經濟學家 Noubhiro Kiyotaki（清瀧信宏）和英國經濟學家 John Moore 以對宏觀經濟中經濟週期的研究成果獲獎可能性更大。限於時間關係以及他們理論的複雜性，我只提以下幾個理由：

1. 在 Kiyotaki 和 Moore 之前，宏觀經濟學家遇到的最大困難是，由於經濟變數都是內生的，反復出現的經濟週期需要一個外生推動力。這就好比物理學家非常想知道什麼造成了宇宙大爆炸。過去，經濟學家假設的第一推動力很難在現實中找到對應的例子，即使戰爭，石油價格衝擊，以及天才科學家發明的新技術都很難產生現實中觀察到的經濟週期，當然今年的疫情衝擊是一個極好的外生推動力的例子。

Kiyotaki 和 Moore 發現，這和過去對經濟週期產生的內生機制理解不夠充分有關，經濟中的耐用品，最典型的例子就是房地產，其實會產生放大經濟週期的作用，原因在於耐用品既可以用於生產，也可以作為抵押品來從金融機構獲得貸款，因此他們會起到一個外生衝擊的「放大器」的作用。換句話說，耐用品特別是房子的價格波動遠比大家想像的可怕。

這個發現大大推進了宏觀經濟學的研究，特別是，這一發現在 2008 年金融危機中得到了充分的驗證，房地產市場的繁榮帶動了美國經濟繁榮，而房地產衰退則導致美國經濟即使在量化寬鬆刺激下，復蘇依然極其緩慢。

當然，這項研究也帶來一個「副產品」，就是各國對房地產市場變得格外呵護，只要房價稍微下跌，政府就變得極其緊張，各種政策托市，房價易漲難跌。我最近講的全球經濟衰退，房價卻在上漲，背後的深層原因就在於此。

2. 不完全統計，過去 19 年，日本學者拿到 19 個諾獎，平均一年一個，今年這項榮譽很可能由 Kiyotaki 摘取。順便說一句，我這個預測也有些私心。Kiyotaki 作為宏觀領域的大師，最重要的研究都在 Minnesota 大學做出，而這是我取得博士學位的學校。

我在讀期間，Edward Prescott 和 Leonid Hurwicz 分別以對宏觀和微觀經濟學的巨大貢獻，在 2004 和 2007 年獲得諾貝爾獎，而 2011 年以宏觀經濟研究獲得諾獎的 Thomas Sargent 和 Christopher Sims 最重要的成果也都是在 Minnesota 完成的。

3. 2016 年諾獎頒發給了對合約理論做出重大貢獻的 Oliver Hart 和 Bengt Holmstrom，當時圈內就認為 John Moore 沒有一同獲獎是委員會的疏忽，因為 Oliver Hart 的獲獎論文是和 John Moore 一起完成的，但大家轉念一想，考慮到評獎有 3 人的人數限制，如果給了 Moore，又會錯過 Kiyotaki，所以不如之後再單獨頒發給他們。

4. 坦率說，去年的頒獎結果在圈內爭議很大，對貧窮和發展問題進行隨機對照實驗得到的發現，基本上都是婦孺皆知的常識，與中國解決貧困問題取得的成就相比顯得薄弱，也不具備 Piketty 的發現所產生的震撼效果。

因此，今年的諾獎很有可能回歸「重理論」的傳統，Kiyotaki 和 Moore 都是公認的理論大師，而 Piketty 雖然以對收入和財富資料的挖掘聞名於天下，他也是罕見的理論天才。Piketty 18 歲上大學，與大多數人 22 歲本科畢業不同的是，他 22 歲就以對財富分佈的純理論研究拿到了博士學位。

---

免責聲明：本檔所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本檔均視為同意以上聲明。