

货币幻觉

作者：NICK ARMET

尽管货币非常重要，但部分投资者对货币以及通胀对于货币价值的影响却认识不足。货币幻觉反映出人们往往以名义价值考虑货币因素，而非货币的实际（通胀调整后）价值。换言之，人们关注的是银行账户里金钱的绝对值，而不是实际购买力。随着时间的推移，单位货币购买力将主要根据物价通胀（或通缩）水平进行变化，但许多投资者对于金钱的认知往往会脱离其购买力。

货币幻觉的概念最初由 Irving Fisher 提出，随后因 John Maynard Keynes 而广为人知。费雪将其定义为“无法认识到 1 美元或任何其他货币单位价值的增大或缩小”。货币幻觉的存在和影响一直是经济学家争论的特点话题，但近期行为经济学领域的证据确定并验证了对个人投资者而言这个问题的确存在，同时总体上还会对经济活动造成重大影响。

从行为心理学角度来看，货币幻觉的问题是更广义的情景依存型认知偏差的典型示例。我们作出的决策通常会依赖于相关情景，而感知损失在决策过程中的比重（或重要性）往往过低。Shafir、Diamond 和 Tversky 于 1997 年*根据一系列实验以及真实案例编写了一本经典的行为金融学教材，证明了货币幻觉的确存在。例如，参与者会看到下列情景：

假设 Adam、Ben 和 Carl 各自继承了一笔遗产并购买了价值 200,000 美元的产。每个人均在一年后卖出房产，但所处经济环境各不相同。

- Adam 以 **154,000 美元** 的价格卖出房产，比最初购买价格低了 23%。在 Adam 拥有房产期间，所有商品和服务的价格均下降了 25%。
- Ben 以 **198,000 美元** 的价格卖出房产，比最初购买价格低了 1%。在 Ben 拥有房产期间，物价保持不变。
- Carl 以 **246,000 美元** 的价格卖出房产，比最初购买价格高了 23%。在 Carl 拥有房产期间，所有商品和服务的价格均增长了 25%。

当参与者被要求对这些交易的成功程度进行排列时，结果显示他们受到了名义价值的严重影响，大部分参与者 (60%) 认为 Carl 的交易结果最为理想，Ben 位居第二，Adam 名列第三。

但从实际价值角度看，结果恰好相反。Adam 的交易结果实际最为理想。虽然物价总体下降了 25%，但他出售房产时的价格仅比最初购买价格低了 23%，意味着他的购买力实际上增长了 2%。Ben 的交易结果排名第二，由于整体物价保持不变，他的名义和实际损失均为 1%。最后，Carl 的交易结果最差，实际损失达 2%。虽然房产的名义价值增长了 23%，但通胀水平也上涨了 25%，意味着购买力下降了 2%。

货币幻觉在行为学方面的解释表明，对于尤为显著的名义价值感知变动产生的自动情绪反应，主导了人们的看法。虽然关于通胀影响的计算并不困难，但依然涉及额外的手动计算步骤，而至少部分大脑早已形成奇怪的思维定式，习惯于以名义价值进行计算。

实际上，正如之前的专栏所述，大脑的不同部分分别负责情绪响应和计算，因此这是出现这种情况的部分原因所在。神经系统科学领域的研究通过使用核磁共振成像（MRI 扫描）的行为实验证明了这一点。利用具有相同实际价值回报的不同情景，这些 MRI 扫描显示前额叶皮层就回报和预期回报而言容易受到货币幻觉的影响，活化程度与名义价值和实际价值之间的幻觉程度成正比。

简而言之，大脑中某些主导情绪的部分促使我们倾向于紧盯这些数字，而不去考虑这些数字的实际含义。这种以情绪为主导的快捷处理方法无疑有助于我们的祖先应对威胁，但在现代生活中，这种方法却带来了更多问题。

它引发了一系列金融问题。其中的一个重要问题是，在通胀导致实际购买力下降时，收入的名义增长被误解为购买力的实际增长。实际上，货币幻觉一直被视为小幅通胀（每年 1-2%）有利于经济发展的原因之一，至少在企业盈利增长方面是如此。小幅通胀可使雇主小幅上调名义工资，而无需增加实际支出。因此，由于无法准确计算通胀影响，因此许多获得加薪的人士都误以为他们的财富实现了增长。

在通胀上升时期，收入和物价往往会成正比。历史上，我们已经看到过工资和物价呈螺旋上升态势，即两者带动彼此共同上升。在通缩时期，理论上这个过程也会反过来，即工资和物价呈螺旋下降，但实际情况往往并非如此。原因在于，受货币幻觉等原因的影响，劳动者不愿意接受名义工资下降的现实，因此工资具有向下刚性，即使物价下降，工人的收入也不会减少。在此情况下，失业往往会成为刚性工资的结果，因为公司最终会通过裁员应对价格（及利润）下降的状况。

在投资方面，投资者面临的障碍是了解投入资金的真实回报。如果通胀率为 3%，投资回报为 5%，那么实际回报率则为 2%。由于通胀可以像税收一样随着时间

流逝而削弱购买力，因此应对或对冲通胀的最佳方法是投资可提供高于通胀的实际回报的资产。

在利率创下历史新低的背景下，将资金放在银行储蓄账户或投资于货币市场基金也许无法产生足以抵消温和通胀的回报。尽管如此，有证据显示投资者更反感名义风险而非实际风险。可参考在大多数经济和股市低迷时期出现的“避险”热潮。尽管股价可能已经大幅探底，但投资者会在放弃股票的同时大举涌入国债等安全资产，但这些资产的回报率却无法抵消通胀影响。虽然持有现金以避开市场波动的想法可能在情感上极具吸引力（在名义价值方面这似乎是一种安全交易），但这种保守策略却要承担购买力下降的风险。

在当前利率创下历史新低的背景下，假设我们并未进入彻底通缩期，部分分析师认为目前持有现金以及投资国债面临着实际回报为负值的风险。这促使许多投资者提高风险水平，在高收益债券、房地产及股市中寻求实际回报。

投资周期为五年或以上的投资者无疑应考虑将盈余资金转移到实际回报有望超过通胀的资产中。股票具备诱人的抗通胀特性，因为许多公司能够将物价的上涨转嫁给消费者，以保护其利润和股息。Warren Buffet 对于货币幻觉的谈论并不少于选股，让我们以他的金句作为结尾“你所付出的只是价钱，你所得到的才是价值”。

*Shafir, E, Diamond, P 和 Tversky, A (1997 年)，《货币幻觉》 (Money Illusion)，《经济学季刊》 (The Quarterly Journal of Economics) 1997 年，112。

重要信息

本文件仅供参考用途，不应被视为邀请或推介认购富达任何投资基金或产品，或邀请或推介采用富达的资产管理服务。富达并未获授权在中国大陆管理或分销投资基金或产品，或为当地居民提供投资管理服务或投资意见。富达 / Fidelity / 富达国际投资 或 Fidelity Worldwide Investment 指 FIL Limited 及其附属公司。「富达」、Fidelity、Fidelity Worldwide Investment 标志及 F 标志均为 FIL Limited 的商标。