

FROM ASIAN TO GLOBAL
FINANCIAL CRISIS

十年轮回

从亚洲到全球的金融危机

[马来西亚] 沈联涛 著

杨宇光 刘敬国 译



我们离下一场全球金融危机还有多远？
股灾之后资深金融监管者的最新思考

要观察世界，仅从西方的视角出发远远不够。

——沈联涛

上海远东出版社

十年轮回

从亚洲到全球的金融危机

FROM ASIAN TO GLOBAL FINANCIAL CRISIS

图书在版编目(CIP)数据

十年轮回：从亚洲到全球的金融危机/(马来)沈联涛著；杨宇光，刘敬国译. —3版. —上海：上海远东出版社，2015

ISBN 978-7-5476-1047-3

I. ①十… II. ①沈…②杨…③刘… III. ①金融危机—研究—世界
IV. ①F831.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 255985 号

本书中文简体版权由作者直接授权上海远东出版社独家出版。
未经出版者书面许可，本书的任何部分不得以任何方式复制或抄袭。

十年轮回

从亚洲到全球的金融危机

[马]沈联涛 著 杨宇光等 译

策划/匡志宏 责任编辑/匡志宏 李巧媚

装帧设计/上海允集文化传媒有限公司

出版：上海世纪出版股份有限公司远东出版社

地址：中国上海市钦州南路 81 号

邮编：200235

网址：www.ydbook.com

发行：新华书店 上海远东出版社

上海世纪出版股份有限公司发行中心

制版：南京前锦排版服务有限公司

印刷：昆山亭林印刷有限责任公司

装订：昆山亭林印刷有限责任公司

开本：710×1000 1/16 印张：28.25 插页：1 字数：433 千字

2016 年 1 月第 3 版 2016 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5476-1047-3/F·558

定价：65.00 元

版权所有 盗版必究(举报电话：62347733)

如发生质量问题，读者可向工厂调换。

零售、邮购电话：021-62347733-8538

想要理解全球金融危机和作为其先兆的亚洲经济危机，沈联涛博士的这本《十年轮回：从亚洲到全球的金融危机》是十分值得一读的好书。它的分析框架严整可靠：在制度和思想演进的大历史、金融体系的宏观结构和微观组织的具体状况等三个层面上详细剖析，使十年前的亚洲金融危机和当前的全球金融危机之间的关联脉络清晰可见。它的另一个引人入胜之处，是本书作者长期担任多个中央银行和监管机构的高官，交游广阔，非常熟悉金融界的内情。他在书中提出的许多深邃见解，无不是亲身体验和深度观察的结晶。他不时以自己的所见所闻作为佐证，更有助于读者加深对问题的理解。

——吴敬琏，国务院发展研究中心研究员

迄今为止，将当年亚洲金融危机与此次国际金融危机结合起来进行研究的书籍为数不多。沈先生以其在中央银行和银行业、证券业和保险业监管的丰富个人经历，对金融危机进行了系统性的分析，这本书的出版将会对我们深入理解和贯彻科学发展观提供新的启迪。

——刘明康，中国银行业监督管理委员会前主席

在这本精彩的书中，沈联涛先生展现了他在亚洲和全球监管的丰富经验与深入分析和解剖问题的能力。书中对亚洲的经济金融危机的描述引人入胜，不可不读。对读者而言，在本书结论部分，沈联涛对当前金融危机及其结果的洞见也值得一读。这确实是一本好书。

——斯坦利·费希尔，前国际货币基金组织执行董事

在本书激动人心的研究中，沈联涛先生呈现了学养深厚的经济学家、作风强硬的金融监管者与目光敏锐的亚洲政治文化内部观察家的真知灼见。他对亚洲危机进行了广泛的思考，提供了不同一般的见解，发人深省。他就当前经济危机也总结出不少教训。他的研究融合了对经济金融形势的宏观把握与在政治主导的环境中实施监管和金融政策的实际问题的思考。

——安德鲁·克罗克特，前国际清算银行总经理兼金融稳定论坛主席

没有人比沈联涛更适合阐释 20 世纪 90 年代的亚洲金融危机及其与当前我们正经历的信贷危机的关系。他对亚洲经济的深入了解与一个内部人对全球金融网络的理解相得益彰。结果是一幅激动人心的全景图，充满真知灼见。

——霍华德·戴维斯爵士，伦敦经济学院

沈联涛对东亚金融事件及制度的了解使他成为一个典型的内部人，但本书的意义远不止于一部 1997~1998 年亚洲危机到当前全球危机的历史。在他杰出的分析能力背后，是他作为亚洲金融监管者（包括中国香港和中国内地）的长期经历。对于这一时期的分析，没有人比他更具洞见，尤其值得注意的是，他剖析了在受影响的债务国——泰国、印度尼西亚、韩国和马来西亚发生的事件，以及主要债权人——日本的金融不稳定，在很大程度上它们加重了 1997~1998 年的危机。

——罗纳德·麦金农，斯坦福大学

10 年之前，时任香港金管局副总裁的沈联涛，亲身经历了当时的亚洲金融危机，参与了危机解决方案的国际讨论以及危机之后的重建。10 年之后，作为中国银监会的首席顾问，他又以一位经济学者的身份，观察并思考着此番席卷全球的又一次金融海啸。更为难得的是，沈联涛用亚洲人的眼睛来看金融危机，有别于西方经济学家的传统看法，为我们提供了一个观察全球经济走势的亚洲视角。

——《文汇报》

作为金融业监管者以及两次危机的亲历者，沈联涛在《十年轮回：从亚洲到全球的金融危机》一书中试图以一种“大历史”的视野勾勒出十年前的亚洲危机和眼下这场危机的联系。

——《第一财经日报》



第三版

十年轮回

从亚洲到全球的金融危机

FROM ASIAN TO GLOBAL
FINANCIAL CRISIS

[马来西亚] 沈联涛 ○ 著

杨宇光 刘敬国 译

上海远东出版社

謹以本书献给

我的母亲全慕贞和妻子林瑄宝，正是她们百般的耐心以及不断的鼓励和支持，才使拙著问世。

第三版自序^①

这本书名为《十年轮回》。从历史上看,大致每十年,金融危机就会冲击一次世界——1987年的拉美债务危机、1997年的亚洲金融危机、2007年的美国次贷危机、随后的欧债危机,以及在2017年可能发生的另一场全球金融危机。

没有人可以精确预测,下一场危机将以何种形式、在什么地方爆发。正如没人曾经预想到,雷曼兄弟的倒闭会产生如此世界性、系统性的影响;也没人认为泰铢的贬值会导致印度尼西亚、马来西亚、中国香港以及随后韩国的区域性危机。与此同时,也没有人会预想到,那些在统计学上可能400年不遇的事件,比如2014年10月的美国国债“闪电崩盘”,会切实发生,且频率更高。

时光飞逝,距离2008年9月15日雷曼倒闭已经过去了7年,距本书首版也已经过去了6年。这期间发生了太多故事:危机之下,全球领导人认识到世界正向多极化转变,因而在2008年聚集在G20的旗帜下共同抵御风险。发达国家央行开始执行前所未有的量化宽松政策——利率甚至下降到零。美国采取果断的监管行动阻止危机蔓延,而欧洲一开始还认为这只是美国的问题。2008年,危机扩散到爱尔兰、西班牙、葡萄牙、希腊,欧洲这才意识到,自身在取得共识、应对危机方面面临更大的困境。

^① 本文由叶毓蔚翻译,经作者审核确认。

现任欧盟委员会主席让-克洛德·容克(Jean-Claude Juncker)曾就政治和决策坦率地发表过一番惊人之语,令人印象深刻,“我们都知道该怎么做,但是我们这么做后,就不知道该怎么赢得下一次竞选”。政治家们不敢进行痛苦的经济改革,而是依赖央行狂印钞票了事,希冀能以此换取足够的时间。结果却是长期的痛苦,并伴随着时不时涌现的小危机。

2008年11月,中国政府的4万亿人民币刺激政策扭转了当时的困境。加上发达市场中史无前例的流动性及零利率,使得资金流向新兴市场以求增长与利润。中国市场对于大宗商品的巨大需求,以及对非洲、拉丁美洲、中东市场的直接投资,刺激大宗商品价格复苏,并促进了全球经济增长。

2012年7月,新任欧洲央行主席马里奥·德拉吉(Mario Draghi)誓言将采取量化宽松,宣称“不惜任何代价”维持欧元^①,化解主权债务危机。日本在首相安倍晋三的领导下,同样采取了量化宽松政策刺激日本经济。央行资产负债表激增至22.6万亿美元,占据了世界金融资产的8%,而在危机前,该比例仅为3%。美国、欧洲、日本和中国向全球经济体系注入大量流动性,整个世界正经历着历史上最大的资产泡沫。2015年上半年,世界最大的资产管理公司贝莱德集团,就声称全球正经历股票市场、债券市场和房地产市场的最大繁荣。

尽管注入了大规模的流动性,发达国家仍然陷于低增长的泥潭。2014年,中国经济增速也开始走弱,从2007年最高峰的14.2%下降到2014年的7%。中国的经济学家们正试图说服大家:这是中国经济的“新常态”。

实际上,到了2015年6月,尽管处于低增长、无通胀的局面,但几乎每一个主要市场的证券指数都录得了历史高点记录。上证综指于6月15日录得危机后的日内峰值——5176点,然后便开始一路下滑,并导致7月8日的市场干预——在中国人民银行的流动性支持下,中国证券金融有限公司向21家主要证券公司提供2600亿的信用额度,支持其回购股票^②。

① <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.

② Polk, Andrew, David Hoffman, Ken Dewoskin & Peter Larson. 2015. “Beijing’s Pyrrhic Victory Over the Equity Rout.”

8月11日，中国人民银行宣布对人民币每日中间价报价进行技术调整，这一举动使得人民币当日贬值达1.9%。对于中国硬着陆的担忧以及对于美联储的升息预期，使得全球股票及债券市场经历了疯狂的抛盘。截至2015年9月23日，道琼斯工业平均指数较年初下降8.7%，较5月19日的年内高点跌了11.1%。欧元蓝筹50指数以美元计也下降了几乎相同的幅度。新兴市场指数下跌则更为惨烈，在巴西达41.6%，在土耳其则达32.9%。同时，新兴市场经济体的汇率同样遭到重挫。

全球发展状况严重恶化，以至于美联储在9月17日的联邦公开市场委员会会议上作出了延迟加息的决定。

是否正如国际货币基金组织总裁克里斯蒂娜·拉加德(Christine Lagarde)所言，这世界将迎向一个新的长期停滞的平庸现实？又或者，我们将在2017年面临一场新的全球金融危机？

这将是我不下一本书的主题，因为在过去的6年里，我从不同的角度对全球金融危机进行了深入研究。

关于经济学的反思

我想坦白一件事。我这一生，都在接受西方经济学体系的培养。但正如读者可从本书中发现的，我开始质疑主流经济学的各种前提假设，尤其是自由市场意识形态。可惜我无法确切指出其错误所在。

本书的主要部分，完成于我在清华大学任教期间。2010年，我应马来西亚总理的邀请加入国家经济咨询理事会，参与建立一个新的经济模型，以帮助马来西亚实现在2020年成为发达国家的目标。这一新经济模型力求达到发达国家的收入水平、更具包容性的社会及提倡更加爱护自然环境——看上去非常像现在所提倡的“中国梦”。我还非常有幸出席了新经济思维研究所(INET)举办的第二次布雷顿森林会议。在那里，我开始从很多深具创意的智囊那里学习如何另辟蹊径，从经济学与非经济学的角度来分析危机与发展。至少有四名诺贝尔经济学奖得主列席会议，从他们以及其他许多学者与政策制定者那里，我学会如何从一个更复杂、系统的角度去看待经济，包括其

在研究前沿领域的发展与演变。

2011年,我受冯国经博士的委托,担任香港智库经纶国际经济研究院(Fung Global Institute, FGI)的创始院长。这是一个位于香港,以商业为导向的智囊机构,寻求从亚洲的视角去检验全球化议题。FGI的学术委员会主席是诺贝尔经济学奖得主迈克尔·斯宾塞(Michael Spence),他也曾是增长委员会的前任主席。从这些顶尖头脑及实践者那里,我开始从商业与地缘政治学的角度去思考发展问题。和商业团体的合作使我开始从全球供应链的角度去看待商业世界。发展问题与政治息息相关。我不得不把经济看作一个系统性的整体,而不仅仅是像以前一样,从金融监管者或央行银行家的狭隘角度出发。

在FGI,我与研究总监肖耿博士一起,发展了一个四维的分析框架,来研究世事演变是如何相互联系、相互依存、相互发展的。我们不能仅仅从宏观经济的角度(经济体内更宽泛的关系),或是微观经济的角度(基础层面的经济行为),更要从整合经济学(经济学的经济学,或者经济学背后的思考),以及综观经济学(从制度层面将微观举动与宏观行为连接起来)等多重角度进行分析。

在2009年,我曾经接受了美国电影导演查尔斯·弗格森(Charles Ferguson)关于全球金融危机的一次采访。完全没想到,那部我曾短暂出镜的、名为《监守自盗》的纪录片,后来赢得2012年奥斯卡最佳纪录片奖。这部片子指出,主流经济学家非但没有预警到危机的到来,反而沉迷于华尔街顾问的角色,以至于无法克服贪婪看到迫在眉睫的市场乱象。

自从2009年我在印度演讲之后,我比以往更关注可持续发展的环保议题,气候变化及地理形态对人们行为模式的塑造远远超出主流经济学家们的普遍预期。2014年,我加入联合国环境规划署一个咨询小组,提供关于可持续金融方面的咨询意见。

我所参与的新加坡南洋理工大学帕拉·莱姆斯学院东西方合作项目,也使我对于复杂理论,以及东方思维与西方科学的交会产生了浓厚的兴趣。从与我在该项目共事的哲学家,数学家,技术、生物化学、物理和监管方面的同僚身上,我认识到西方科学是如何开始融合亚洲传统智慧的。不过,这些都将是我的下一本书中的内容了。

毫无疑问,主流经济学也在不断演变,但基本模型仍然是对世界的机械

化及片面理解。若将世界建立在一些不现实或过于简化的假设基础上，比如说信息完全公开、充分竞争、无交易成本，那么这个可以被理解为一个模型，并由此产生完美的解决方案——自由市场会自动回归平衡。

只要新兴市场一出问题，理论家们便归咎于政策缺陷及监管不力，他们从来不批评糟糕的理论及无脑的政策建议。但是当那些最富裕国度里最强大、最先进、最复杂且处于最专业监管者监督之下的金融市场同样发生问题时，这肯定不只是人的纰漏，而一定是基本理论出了问题。

主流经济学不但没有预测到全球金融危机的发生，他们同样无法对如何走出危机给出有价值的建议。美国金融危机调查委员会 2010 年的报告指出，这场危机本该可以避免。那些央行银行家们，很多是训练有素的经济学家，轻易采纳了那些非常规的货币政策，而这些举措几乎没有任何理论支持。监管当局也在推行复杂无比的监管法案与条例，尽管金融界和理论家都指出了其中的缺陷。

央行银行家们和金融监管者们违背基本常识而做出这样的举动，不是出于经济学的考虑，而是出于政治的考量。如果他们不做点什么来证明银行家是罪魁祸首的话，政客们可能就要拿先职的他们开刀了。量化经济学已经非常精确，逻辑严谨，就好像人类行为也会遵守自然法则一样，却忘了该学科源自政治经济学。他们放弃了事实和常识，只追求华丽精巧的理论。

主流经济学不但无法预测全球金融危机，它们同样无法解释中国的崛起——在过去 40 年里，中国奇迹不仅让该国一半人口脱离贫困，更让其成为世界第二大经济体。其中一个主要原因，在于它们从意识形态上忽略了机构的作用——在中国，主导改革的机构是中国共产党。

具有讽刺意味的是，不同于“华盛顿共识”（关于美国经济学家如何解释经济发展的集体智慧），中国经济学家们并没有构建可被其他新兴国家复制与采纳的关于中国特殊经济增长模式的“北京共识”。华盛顿的经济学家们因此认为，国家主导的中国经济具有某种“特殊性”，意思是说，中国特征是中国独有的，无法在其他发展中国家复制。

也有一部分受人尊重的西方经济学家认为，中国并不独特，其成功亦是遵循了一些关键原则。例如，已故诺贝尔经济学奖得主罗纳德·科斯（Ronald

Coase), 尝试用制度经济学来分析中国^①。中国的成功应归因于各个层次机构改革的深化, 尤其是不同省份、城市之间的竞争, 以及国有企业、私营企业与跨国公司之间的竞争。已故斯坦福大学教授罗纳德·麦金农(Ronald McKinnon)^②认为, 由于盯牢美元, 严控财政预算, 中国在 1998 年到 2007 年之间的改革十分成功。中国必须通过改革提升全要素生产率, 因为它不可能通过贬值来刺激出口。

从综合、系统的角度去探究经济和金融的发展

经济发展与金融发展是一个硬币的两面。曾参与中国十二五规划或印度五年计划的人对经济发展的复杂性应当颇有体会: 需要协调从乡村到国家一级的发展状况, 并需要从多维度思考问题, 比如说健康、教育、金融、社会安全、内部安保、国防、环境污染、税收、交通、监管及外交事务等。

金融作为发展的资金来源, 不可能脱离现实中发生的一切而独立存在。社会经济体系中不同的方面互相影响, 带来复杂的反馈, 因而产生的结果往往是动态的、非线性的, 难以预测。

传统经济学的问题在于, 试图将复杂的人类社会系统简化成单纯的、机械的^③线性模型。我们都熟悉“混沌理论”的主张: 一只蝴蝶在荒野扇动翅膀, 结果导致了一场台风。尽管听上去很荒谬, 但最近的自然灾难的确显示: 大自然和人类活动正直接影响到对方。早在 19 世纪末, 英国经济学家杰文斯(William Stanley Jevons)^④就观察到, 经济周期与太阳黑子有关, 因为太阳耀斑会影响天气, 从而影响到农作物收成。这一理论曾被认为是怪异和荒唐可笑的, 因而被搁置一旁。但今天我们认识到, 叙利亚内战正是由极度干旱引发了内乱, 其后不仅蔓延为区域性冲突, 还使得超过 200 万的难民像洪水般涌向

① Coase, Ronald & Ning Wang. 2013. *How China Became Capitalist*. UK: Palgrave Macmillan.

② McKinnon, Ronald & Gunther Schnabl. 2008. *China's Exchange Rate Impasse and the Weak U. S. Dollar*. Leipzig University Working Paper 73.

③ Roman Frydman and Michael D. Goldberg, *Beyond Mechanical Markets*, Princeton University Press, 2011.

④ Jevons, W. S. 1875. "Influence of the Sun-Spot Period on the Price of Corn". *Nature*, 13, 15.

欧洲及其他周边国家。有超过 20 000 名的外国人为“伊斯兰国”(ISIS)、俄罗斯或北约(NATO)而战,还有人为冲突各方提供资金援助。我们不得不正视这样的风险:某个灾难性气候原因导致的某国内战,很可能升级成为一场全球性的冲突。

简而言之,经济学不能脱离政治、气候变化、地理、技术以及其他因素而独立存在。

不过,发生在一条时间轴上的事件是依赖过去而存在的。过去塑造了现在,过去和现在将塑造未来,但这并不是线性的。

本书部分描写了历史事件,部分用 20 世纪的理论进行了分析。亚洲金融危机主要是一个地区性危机,但是有着全球性根源。我们需要从 21 世纪的视角去关注 21 世纪的问题。在 21 世纪,亚洲拥有全世界 55% 的人口,无论是好是坏,对世界的影响力都是巨大的。要观察世界,仅从西方的视角出发远远不够。

本书其实并没有将焦点完全放在中国,因为中国没有在亚洲金融危机中扮演主要角色。然而,我的下一本书将深入讨论中国在下一轮全球性金融危机到来时,会扮演什么样的角色以及该如何应对。这是因为在逐渐转变为世界第二大经济体的过程中,中国目前发生的一切将它的未来与世界的未来紧紧地捆绑在一起,密不可分。这是一个漫长而复杂的故事,但是在这篇序言中,非常有必要简要归纳一下要点。

前任美联储主席本·伯南克(Ben Bernanke)作为经济历史学家,深入研究了发生在 1930 年代的大萧条。他深知,当年因为美联储没有及时放松货币政策介入危机管理,直接导致美国经济深陷大萧条的泥沼,直至 1939 年二战爆发才得以解脱。

欧文·费希尔(Irving Fisher, 1933)是首先提出“债务—通缩”导致经济萧条的经济学家^①。在本书第四章提到,查尔斯·金德尔伯格(Charles Kindleberger, 1978)将这一理论重新赋予了全球性的定义。他指出,在全球范围内缺乏统一协调的货币、财政和监管政策,又没有国际央行来扮演最后

^① Fisher, Irving. 1933. "The Debt-deflation Theory of Great Depressions." Digitized for FRASER, Federal Reserve Bank of St. Louis.

借款人的角色,是十分危险的^①。日本在1990年代首先尝试了量化宽松的货币政策,但野村研究所的首席经济学家辜朝明(Richard Koo, 2011)强调指出,当负债累累的债务人——政府、企业以及家庭专注于减少债务(去杠杆化),重建财务平衡时,会产生“资产负债表衰退”的危险性^②。由于日本没有积极消除过剩产能,进行结构性改革,其经济面临低速无通胀的局面,这是“债务—通缩”的典型特征,而劳动人口老龄化更加剧了这种通缩现象。

回头来看,发生在2007~2009年的那场全球性金融危机,根源在于美联储推动的各种刺激措施大大缓解了1997~1998年间的亚洲金融危机,接着又遇到了2000年间的高科技泡沫,这使得美国经济得以享受了很长一段时间的无通胀增长——格林斯潘称之为“大缓和”时期。

2000~2007年间,美国和欧洲的经济发展喜人,美国经常项目下的庞大赤字使得大量美元流入有盈余的经济体,如中国、日本和那些石油输出国。这些美元累积成为高额外汇储备,以美国国债的形式回流到纽约,随后华尔街又以直接投资或证券组合投资的形式重新流回到那些新兴市场经济体。伯南克2005年关于过度储蓄的谈话,实际上是在感叹美联储的货币政策似乎已经失灵,因为那些有盈余的国家持续购买美国国债,尽管美联储试图收紧货币,但长期国债的收益率仍不断下降^③。

近年来,以博里奥(Claudio Borio)^④、申铉松(Hyun Song Shin)^⑤为代表的国际清算银行的经济学家们认为,美国和欧洲银行界在宽松的监管政策、金融创新和交易文化的共同作用下,通过表外、离岸的方式创造了美元和欧元的过量贷款,金融体系的杠杆越来越高,越来越脆弱。

① Kindleberger, Charles P. 1978. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises.* U. S. : John Wiley & Sons.

② Koo, Richard C. 2008. *The Holy Grail of Macroeconomics-Lessons from Japan's Great Recession,* John Wiley & Sons.

③ Bernanke, Ben S. 2005. *The Global Saving Glut and the U. S. Current Account Deficit.* Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia.

④ Borio, Claudio & Piti Disyatat. 2011. *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?* BIS Working Papers 346.

⑤ Hyun Song Shin. 2011. *Global Banking Glut and Loan Risk Premium.* 12th Jacques Polak Annual Research Conference November 10-11, 2011.

像本书第十五章描述的那样，雷曼兄弟公司的破产触发了一场链式反应，高杠杆的投资银行和银行的经纪业务部门面临市场流动性危机，或者失去偿债能力，需要美国和欧洲政府的巨额救援。亚洲的金融体系看起来相对安全，因为亚洲的银行和金融监管机构从亚洲金融危机中吸取了教训，在衍生金融工具市场不能太过于追求创新。

美国和欧洲的监管者倾向于认为，综合运用非传统的货币政策和监管机制改革让金融界摆脱了困境。

这些措施对全球金融系统稳定性有帮助，但真正的冲击波来自 2008 年 11 月中国的 4 万亿人民币（或 6 000 亿美元）的经济复苏政策，这是一个典型的凯恩斯刺激计划，巨额的基础设施投资使中国经济的同比增长率超过 10%。此举创造出对钢铁、煤炭、铜和农产品等大宗商品的强劲需求，让新兴经济体享受了一场史无前例的价格暴涨。再加上中国对非洲、拉丁美洲十分强劲的海外投资，这些新兴市场经济体成了世界的主要增长引擎。

中国这一揽子刺激举措的出发点是好的，但是忽视了两个重要方面，为之后的中国以及其他新兴经济体带来了巨大问题。其一，使中国制造业错过了减少过剩产能的机会，使得过剩的商品产能在新兴经济体全面扩散开来。这种战略错误与日本当初在 1990 年代股市崩盘后实施的刺激措施如出一辙。当年日本也没能消除国内的过剩产能而是将产能转移到东亚其他经济体，因而埋下了可能导致亚洲经济危机的许多隐患（见本书第二章）。

其二，中国庞大的基础建设投资是由盲目举债来支撑的，特别是央企和地方政府融资平台。中国的银行系统不但变得更庞大，也通过利息差获取了巨大利润。中国经济在 2014 年开始放缓时，由于银行系统严格管制，借贷需求就只能由高息的、外部的、非官方监管的影子银行（包括 P2P 网络平台）满足。

债务怪圈的终结

托尔斯泰曾经说过，幸福的家庭总是相似的，而不幸的家庭各有各的不幸。在 2007~2014 年间，多亏了全球范围内的量化宽松和宽松货币政策，世界各国过了一段好日子：相对强劲的经济增长，低通胀和低利率水平。但发达国家仍持续面临增长缓慢的问题——尽管各国情况各异：欧洲局部有限复

苏,美国复苏强劲,日本几乎无增长。

在此期间,分析全球金融危机成因的书大卖特卖,从黑心银行家、监管不力、漏洞百出的全球货币体系到过度负债,什么都有。罗格夫(Kenneth Rogoff)和莱因哈特(Carmen Reinhart)带头主张,危机来临的最佳信号就是债务的快速增长^①。托马斯·皮凯蒂(Thomas Piketty)^②则认为贫富不均是这个时代的关键社会问题。还有更多的证据表明,量化宽松不但不能帮助经济复苏,而且还使贫富不均的状况更加恶化,对中国的经济学家来说,这是一个严重的问题^③。同时还有更多的科学证据表明,过量碳排放导致的全球变暖已经非常严重。随着城市污染日益加重,中国开始认真面对这一问题。

预示另一场危机正在酝酿的首个信号是2013年中,当美联储通过暗示要加息来表示考虑退出量化宽松的时候,市场反应剧烈,所有的金融市场都惊慌失措。资本从新兴经济体撤出,回到美元市场。像巴西这样的新兴经济体经历了资本外流,只好通过贬值来维持稳定。为应对希腊危机与通货紧缩,欧洲央行和日本央行不断释放流动性,欧元和日元对美元快速贬值,只有美元和人民币两个主要货币保持坚挺,而人民币还不能自由兑换。

据麦肯锡全球研究所披露,世界负债水平从未如此沉重,已经达到了全球GDP的286%,接近200万亿美元,比2007年增加了57万亿^④。尽管美国家庭多多少少开始去杠杆减债,但总体来看,美国的负债总额仍在增加,尤其是联邦政府债务,只能在利率非常低的情况下才能维持。

大举借债有多个原因。首先,利率从未如此之低,私募市场增长迅速,愿意向新兴经济体国家和崭露头角的公司放款。其次,从税收角度考虑,全球范围内都鼓励债务融资,抑制股权融资,因为债务的利息支出和贷款损失都可以抵税,而红利收入在源头就要征税,资本金损失并不能抵税。第三,尽管

① Reinhart, Carmen M. & Kenneth S. Rogoff. 2009. "This Time is Different: *Eight Centuries of Financial Folly*", Princeton University Press.

② Thomas Piketty, 2014, *Capital in the 21st Century*, Belknap Press of Harvard University Press.

③ Liu He, 2014, *Overcoming the Great Recession: Lessons from China*, John F. Kennedy School of Government Harvard University, Cambridge, Massachusetts.

④ Dobbs, Richard, Susan Lund, Mina Mutafchieva & Jonathan Woetzel. 2015. "Debt and (Not Much) Deleveraging." McKinsey Global Institute.