

金融瞭望
译丛



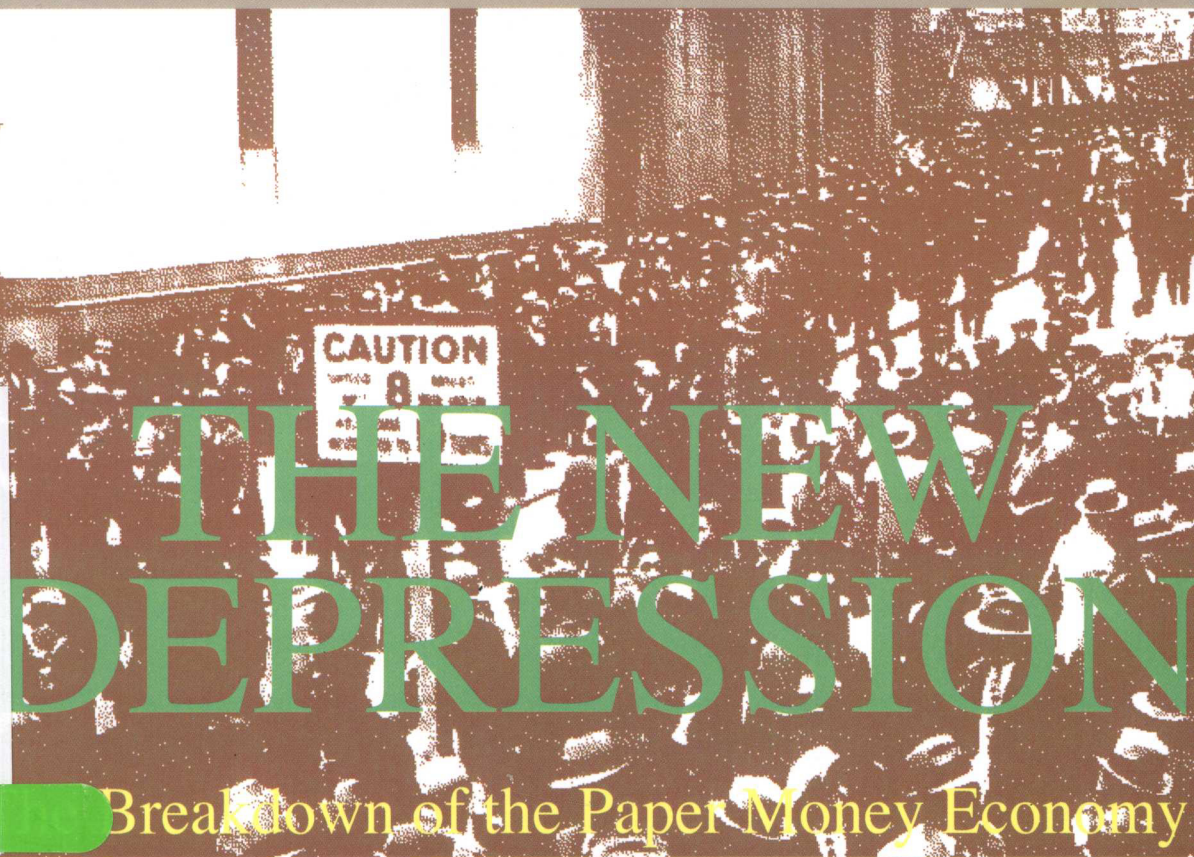
“十二五”国家重点图书出版规划项目
当代财经理名著译库
2013年度国家出版基金资助项目

兰天 译

超级畅销书《美元危机》作者最新力作

萧条再袭

纸币经济的崩溃



Richard Duncan

(美) 理查德·邓肯 著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



金融瞭望
论丛

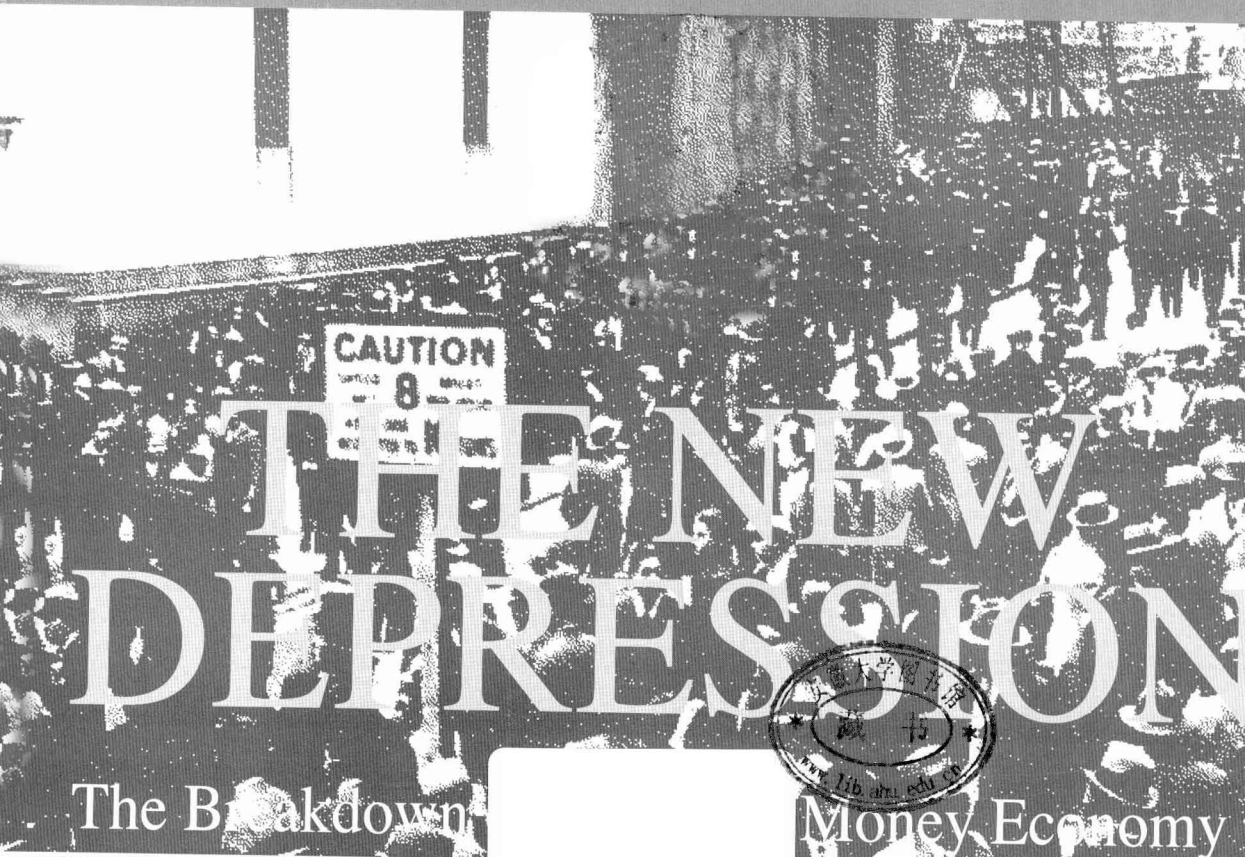


“十二五”国家重点图书出版规划项目
当代财经管理名著译库
2013年度国家出版基金资助项目

超级畅销书《美元危机》作者最新力作

萧条再袭

纸币经济的崩溃



Richard Duncan
(美) 理查德·邓肯 著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 东北财经大学出版社 2013

图书在版编目 (CIP) 数据

萧条再袭: 纸币经济的崩溃 / (美) 邓肯 (Duncan, R.) 著; 兰天译. —大连: 东北财经大学出版社, 2013. 3

(金融瞭望译丛)

书名原文: The New Depression: The Breakdown of the Paper Money Economy
ISBN 978-7-5654-1045-1

I. 萧… II. ①邓… ②兰… III. 经济危机-研究-美国 IV. F171.244

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 282984 号

辽宁省版权局著作权合同登记号: 图字 06-2012-22 号

Richard Duncan: The New Depression: The Breakdown of the Paper Money Economy

Copyright © 2012 Richard Duncan

All rights reserved. This translation published under license.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning, or otherwise, except as expressly permitted by law, without either the prior written permission of the publisher, or authorization through payment of the appropriate photocopy fee to the Copyright Clearance Center. Requests for permission should be addressed to the publisher, John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd., 1 Fusionopolis Walk, #07-01, Solaris South Tower, Singapore 138628, tel: 65-6643-8000, fax: 65-6643-8008, e-mail: enquiry @ wiley. com.

All rights reserved.

本书简体中文翻译版由约翰·威立父子有限公司授权东北财经大学出版社独家出版发行。未经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可, 不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep @ dufe. edu. cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm
2013 年 3 月第 1 版

字数: 155 千字

印张: 12 插页: 1
2013 年 3 月第 1 次印刷

责任编辑: 刘东威 王玲 刘佳 孙越
封面设计: 冀贵收

责任校对: 赵楠 孙萍
版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-5654-1045-1

定价: 36.00 元

译者前言

2008年9月15日，随着美国第四大投资银行雷曼兄弟宣布破产，以世界金融中心华尔街的信贷危机为源头的金融风暴迅速席卷全球，引发了第二次世界大战以来最严重的一次经济衰退。如今，全球经济受诸多因素影响仍然岌岌可危。

面对危机，人们仍旧幻想能够求助于自由放任的资本主义。然而，自1968年布雷顿森林体系瓦解后，全球经济经历了一次根本性的转型，一个以信贷推动经济增长的全球经济范式已经演变而成。要想正确地解读这一新的经济范式，我们就必须借助于“信贷量化论”这一新的工具。那么，出路在哪里？旧的模式自然已不再可取，相反，政府应该改变财政支出模式。政府应投资建立全国性的太阳能发电网络等可以在未来获得技术优势的产业，再将这些技术优势应用到商业生产中，才能使全球经济重返平衡增长的轨道。

本书的翻译和出版过程中，特别要感谢东北财经大学出版社的多位编辑为本书的编辑和整理所做的细致严谨的工作，以及汪志华和姚龙同学在翻译和校对方面提供的帮助。在本书的翻译和编撰过程中难免有不足和疏漏之处，恳请各位读者批评指正，并提出宝贵的意见。

前言

1968年，从美国终止了美元与黄金挂钩制度的那一刻起，货币的本质便发生了变化，由此导致的信贷膨胀不仅改变了美国的经济规模和结构，更引发了经济体系本身的变革。工业革命之前，储蓄和投资已不再推动生产的进程，借贷和消费取而代之驱动着经济的奔腾前进。信贷创造取代了资本积累，成为经济体系中最核心的动力。

在1964—2007年不到半个世纪的时间里，信贷扩张了50倍。在此期间，只要这种扩张能够维持，经济繁荣就会持续，资产价格就会上升，工作机会就会被创造，利润也会随之猛增。然而，在2008年，由于信贷的停滞萎缩，借以建立并维持的经济体系骤然跌入危机的深渊，新萧条随之而来。

以信用为基础的经济发展范式在十年多的时间里塑造了全球经济。而现在，这一经济范式正濒临崩溃。私人部门已无力承担额外债务，这一事实强有力地说明了通过进一步的信贷扩张已经难以维系经济的持续增长。假若信用显著紧缩并出现债务通缩，那么经济体系将重现20世纪30年代大萧条的灾难场景。众所周知，那次萧条肇始于经济危机并以地缘政治灾难而告终。

本书旨在对此次危机进行翔实的分析。首先，本书解释了经济体系中出现的一些新的发展，这些发展使得信贷在不到半个世纪的时间里扩张了50倍。

第1章，信贷如何摆脱束缚。本章着重探究国内成因。

第2章，全球资金过剩。本章考察了国外成因，并且戳穿了美联储主席伯南克的全球储蓄过剩理论的谎言。



第3章，信贷乌托邦。本章研究了50 万亿美元的信贷扩张是如何改变美国经济的走向的。

第4章，信贷量化理论。该理论阐述了信贷与总产出之间的关系，要想了解此次由信贷导致的经济灾难的方方面面，即危机的成因、政府的危机应对以及此次危机的未来走向，这一理论将是不可或缺的工具。

第5章，政策回应：支撑起的繁荣。本章详述了政府对危机的应对措施。在考察了信贷量化论的基本框架后，相应的刺激计划、银行救助和多轮量化宽松政策的基本思路就会清晰地呈现在我们面前，那就是政府要竭尽全力防止信用继续紧缩。

第6章，我们身在何处。本章叙述了经济当前的运行状态，同时研究了美国经济的各个部门，并判断哪些部门的债务负担有可能进一步加剧。经济增长已经开始依赖于信贷的扩张。因此，如果所有的主要经济部门都不能够承担额外债务的话，那么经济便难以增长。本章还就导致本次系统性危机的失衡和错误做法是否已经消除这一问题进行了探讨。

第7章，危机如何落幕。本章生动地展示了2011 年末至2014 年末之间事态发展的各种可能情景及其对于资产价格的影响。

第8章，灾难的梦魇。描绘了假如以信用为基础的美国经济体系完全崩盘可能出现的糟糕境况。即使人们希望并相信这种生死攸关的危机不会发生，但是作者还是有意地告诫我们，真实风险有多高。

第9章，政策选择。本章分析了建立在信贷的基础上并依赖于信贷的扩张而发展的经济体系中所固有的、特殊的，而且是不被看好的可能性因素。这次危机之所以会爆发，是因为扩张的信贷主要用在了消费上面。所以，如果美国现在能够借款进行投资，经济灾难才有舒缓的可能。

第10章，冰与火：通胀与通缩。本章预期了在未来几年的时间中，随着危机的发展，美国经济可能会经历严重的通货膨胀、通货紧缩，或二者兼有之。本章也讨论了上述每种情形如何能够影响股票、债券、商品和货币。在这个建立在纸币基础上的后资本主义时代，资产价格的走向将由政府的政策决定。



本次危机目前尚未演变成真正的新经济大萧条。然而，不幸的是，这种风险在不断加大。法定货币在制造经济灾难方面扮演着长久且不光彩的角色，而美国也终将为其摒弃健全货币这一行为付出惨痛的经济和政治代价。

目 录

第1章 信贷如何摆脱束缚/1

打开潘多拉的魔盒/2

对美联储和货币创造的约束/3

胡作非为的部分准备金银行制度/5

部分银行准备金/6

商业银行/8

广义的信贷市场：借款者有余而储备金不足/11

失去准备金支撑的信贷/13

资金的流动/14

世界其他地区/16

注 释/17

第2章 全球资金过剩/18

金融账户/20

美元占外汇储备的百分比有多大？/22

如何处置这些美元？/22

剩余的2.8万亿美元储备又流向了何方？/25

戳穿全球储蓄过剩理论的谎言/27

注 释/29

第3章 信贷乌托邦/30

谁是债务人？/31

对经济的影响/36



目 录

资产净值/37

利 润/40

税收收入/40

经济有量的增加，更有质的重构/41

对资本的影响/45

结 论/48

注 释/49

第4章 信贷量化理论/50

货币数量论/51

货币主义的起起落落/54

信贷量化论/56

信贷与通胀/58

结 论/60

注 释/60

第5章 政策回应：支撑起的繁荣/62

信贷周期/63

美联储的所作所为/64

货币的无所不能及有所不为/65

美联储的资产负债表/67

第一轮量化宽松政策/68

第一轮量化宽松政策实现了哪些目标？/70

第二轮量化宽松政策/72

债务货币化/73

贸易赤字的作用/75

收益递减/77

其他的货币创造者/78

注 释/84



第6章 我们身在何处/86

泥潭有多深? /87

信贷增长驱动经济增长/87

信贷何时才能重新扩张? /90

信贷市场总债务为何已经见顶? /90

银行业：为何依旧大而不倒? /99

全球失衡：仍然悬而未决/104

远见和领导力依然缺乏/108

注 释/109

第7章 危机如何落幕/110

经济周期/111

公共债务与私人债务/113

2011：拉开序幕/115

2012：期待第三轮量化宽松政策/116

对资产价格的影响/118

2013—2014：三种方案/119

对资产价格的影响/124

结 论/125

注 释/125

第8章 灾难的梦魇/127

上一次经济大萧条/128

这次又如何? /132

银行危机/132

保护主义/133

地缘政治的影响/135

结 论/139

注 释/139



目 录

第9章 政策选择/140

自由放任的资本主义/141

政府财政状况/147

政府的选择/150

美国太阳能产业/151

结 论/154

注 释/155

第10章 冰与火：通胀与通缩/156

烈 火/157

寒 冰/158

费雪的债务—通缩理论/159

赢家和输家/164

寒冰风暴/165

烈火风暴/166

通过多元投资保值财富/166

纸币时代关于资产价格的其他解读/168

保护主义与通货膨胀/174

规范衍生产品的影响/174

结 论/175

注 释/175

结束语/176

关于作者/179

第 1 章

信贷如何摆脱束缚



不可兑换的纸币几乎总是诅咒着使用它的国家。

——欧文·费雪¹

由信贷所引致的繁荣与萧条周期已不是新鲜事物。然而使本次萧条看起来非比寻常的原因是，引发这次危机的信贷扩张的规模。纵观整个 20 世纪，两项重要的约束限制了美国信贷创造的规模。第一项是法律要求美联储持有黄金来支持其发行的货币，第二项是法律要求商业银行以流动性储备来支持其存款。本章描述了上述约束如何被取消，进而使得信贷体系扩张到令早期经济学家瞠目结舌的程度。



打开潘多拉的魔盒

1968年2月，林登·约翰逊总统要求国会终结对于美元与黄金挂钩的要求，他说道：

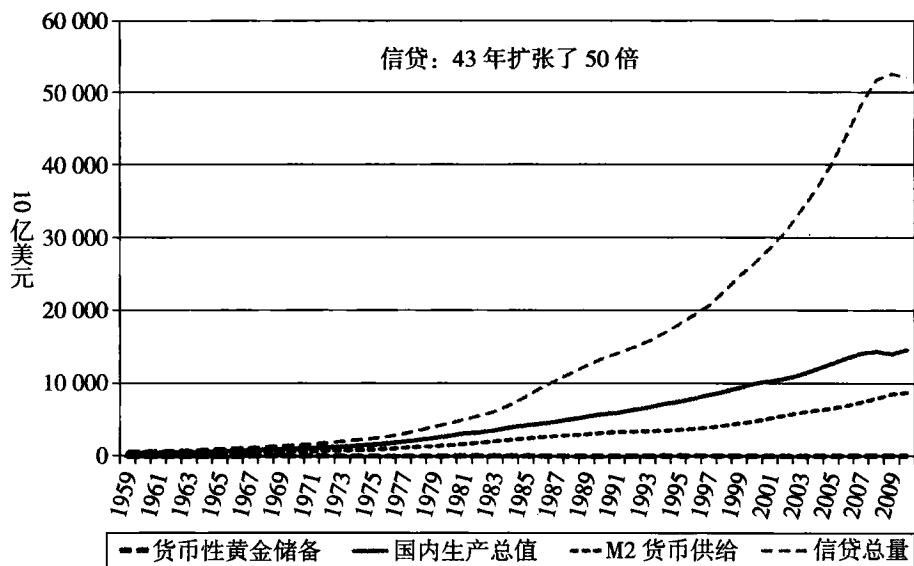
谨慎的货币政策应该是什么样子的？对于这个问题，由黄金储备支持的联邦储备券制度已无需给我们一个满意的答案，因为施行该政策的神话早在很久以前就破灭了。

同时，也无需赋予美元价值——该价值源于生产性经济。²

次月，国会通过了上述提议。

该决议从根本上改变了美元的属性，并激发了前所未有的信贷扩张。图表 1.1 反映出该决议通过后信贷发生的剧烈变化。

图表 1.1 货币、信贷和国内生产总值



资料来源：Federal Reserve

在图的最底部有一条表示货币性黄金储备的虚线，代表着银行系统所持有的黄金总量。它在 1959 年达到 190 亿美元的峰值，而之后到 1971 年收缩



到了100亿美元。M2代表货币供给，其定义为公众持有现金、银行流动性储备和商业银行存款三项的总和。最上方的虚线代表该国的信贷总量。

无论从信贷规模的绝对值来看，还是从信贷规模相对于银行系统的黄金以及货币供给来看，信贷的急剧扩张已是显而易见的。在1968年，信贷规模为黄金价值的128倍，是货币供给的2.4倍。而截至2007年，上述比例已经分别增长至4 000多倍和6.6倍。同时，我们也应看到在此期间与GDP相比信贷规模显著扩张的事实：1968年，信贷规模超出GDP规模1.5倍，而2007年，信贷规模已相当于GDP的3.4倍。

1964年，美国的信贷总量首次超过1万亿美元，在随后的43年里，信贷呈现爆炸式增长。到2007年，该总量猛增50倍，达到50万亿美元。激增的信贷使得整个世界彻底改变！

对美联储和货币创造的约束

《1913年的联邦储备法案》使得联邦储备体系建立起来，并授权其发行联邦储备票据，也就是我们通常所说的纸币。然而，该法案规定，在实际流通中美联储要保证黄金储备不低于已发行的联邦储备票据总额的40%。³换句话说，央行需要在其发行的每1美元纸币中保持40美分的黄金价值。在1945年，国会将这一比例从40%降低至25%。

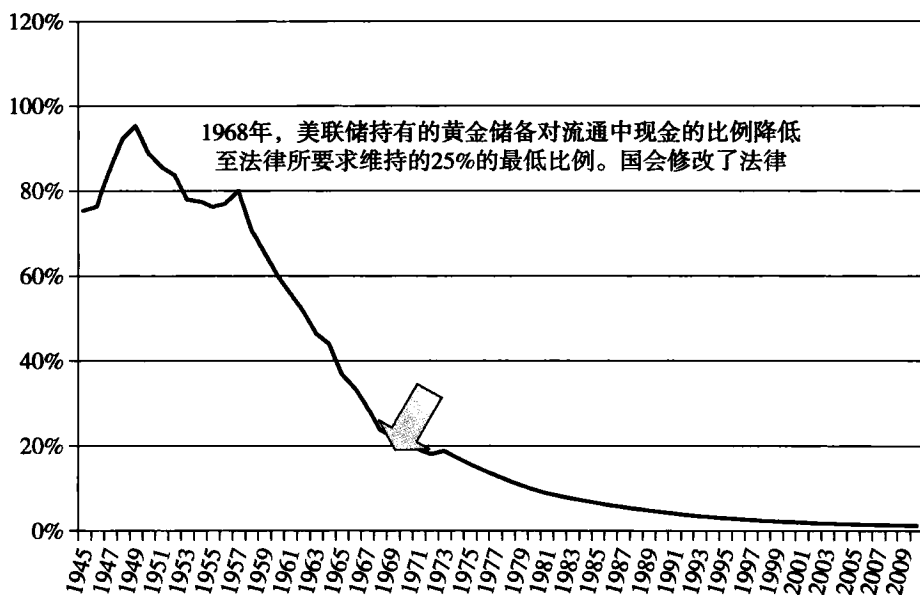
在20世纪30年代后期，由于欧洲政治动荡，大量的黄金流入美国的银行，这使得美联储在接下来的几十年里都能很容易地满足上述黄金对货币的比重要求。实际上，在1949年，美联储拥有着充足的黄金，以至于能100%地支持流通中的联邦储备票据。

而到了20世纪50年代和60年代，美联储所持有的黄金总量在不断下降，从1949年最高的244亿美元降至1959年的194亿美元，而到1968年则只有103亿美元。此外，在黄金储备日渐萎缩的情况下，流通中的货币却迈出了更加惊人的大步伐。在20世纪50年代，流通中的货币量平均每年以1.5%的速度增加，而在20世纪60年代，这一速度竟然上升至4.7%！



1968 年，法律要求美联储将黄金对货币比重维持在 25% 的水平上（如图表 1.2 所示）。当时，在约翰逊总统的要求下，国会通过了《废除黄金储备要求法案》，彻底取消了对黄金储备要求的限制。此后，美联储便不再使用黄金来支撑其发行的联邦储备票据。假如当初的法案没有被废除的话，当时的美联储要么选择停止发行新货币，要么就得想方设法增加黄金储备。

图表 1.2 美联储持有的黄金储备对流通中现金的比例



资料来源：Federal Reserve, Flow of Funds

一旦美元失去了黄金的支撑，则货币的本质便发生了变化。流通货币的价值也不再来源于具有内在价值的真实资产。换句话说，它不再是商品货币，而成为了法定货币。那么，什么是法定货币呢？由于政府规定它是货币，它便成为了货币，这就叫法定货币。而对于政府究竟可以发行多少货币，实际上是没有限制的。就在几年之后，法定货币的供给规模便开始急剧扩大。

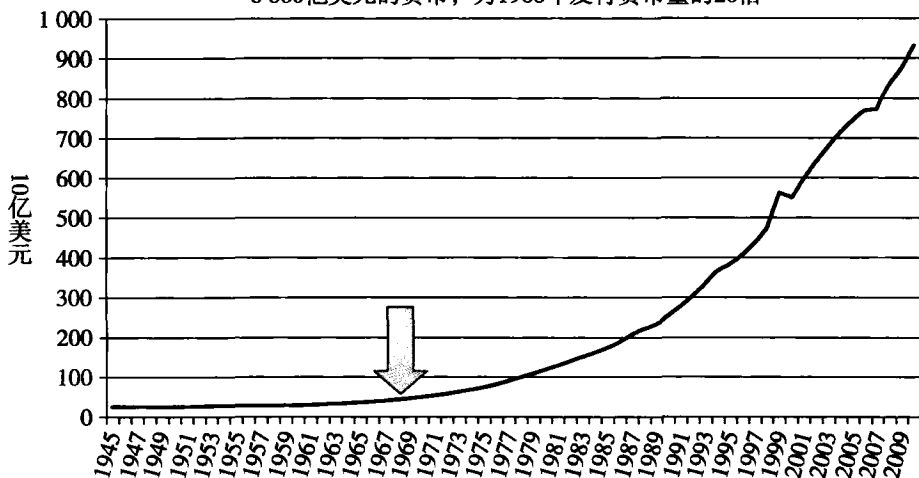
在 1968 年至 2010 年间，美联储通过疯狂印刷总值约 8 860 亿美元的纸币，使得流通中货币增加了 20 倍（如图表 1.3 所示）（目前，美联储所持黄金仅占流通中货币的 1%）。



图表 1.3

流通中的现金

在1968年至2010年间，美联储发行了额外的
8 860亿美元的货币，为1968年发行货币量的20倍



资料来源：Federal Reserve, Flow of Funds

尽管金本位制已不复存在，但它仍然是银行系统扩张信贷的基础。1968年，有黄金支持的货币仅有 440 亿美元，若以此为基础来看，也许如今 50 万亿美元的信贷创造便显得极度泛滥了。

胡作非为的部分准备金银行制度

当时，为了抑制信用的过度创造，美联储采取了另一个限制措施，即要求银行持有准备金来保障其拥有充足的流动性资金来满足客户的提现要求。《联邦储备法案》详细规定了银行必须持有准备金，但银行可以选择将其储存在自己的金库中，也可选择以存款的形式储备在联储系统中。

随着时间的流逝，我们可以看到，全球经济危机之所以会发生，是因为管理者人为地降低了金融体系所应持有的准备金份额，人们直到危机发生时才意识到这种潜在威胁的存在。此时的准备金少得可怜，甚至对于金融体系可以创造的信贷额度几乎失去限制作用。货币创造乘数无限扩大。信贷的膨胀所创造出来的经济繁荣，使得美国乃至世界的经济规模和构成发生了变



革。当借款人无力偿还借款时，经济体系便随之土崩瓦解。

到了 2007 年，金融体系整体的准备金比率已非常低，以至于该体系所创造出来的信贷量已经前所未有的庞大。其实早在世纪之交的时候，法定准备金实际上就已经失去限制信贷扩张的作用了。其主要原因是金融行业规则发生了两个改变：其一是降低了银行法定准备金比率，其二是金融行业降低了审批标准，从而使得拥有少量甚至根本没有强制准备金的新型债权人可以进入金融行业。

为了更好地理解法定准备金要求是如何控制信贷扩张的，我们首先需要了解信贷是如何通过部分准备金银行制度创造出来的。

部分银行准备金

世界上的绝大多数银行都要吸收存款，然后将一部分存款作为准备金，而把剩余的部分作为贷款借出去。银行持有准备金是为了确保其有充足的资金储备来满足储户提现的要求；否则，银行就将面临挤兑甚至整个银行体系崩溃的风险。在某些国家，这种准备金比率是法定要求的，而在其他一些国家则不是。用少于 100% 的准备金来保障其储户存款的这样一种银行制度则被称为部分准备金银行制度。在该制度下，银行以数倍于所持准备金的货币规模发放贷款，这一行为被称作存款创造。

接下来的例子很好地阐述了存款的创造过程。在这个例子中，假定该国的银行体系是建立在金本位制度的基础之上的，并且法律规定该国银行持有的黄金储备规模应达到其吸收存款的 20%。

首先，A 银行接受了价值 100 美元的黄金存款，为了达到 20% 的准备金要求，A 银行拿出 20 美元的黄金作为准备金，而把余下的 80 美元贷放出去。而接受贷款的客户将该笔价值 80 美元的黄金贷款存入他的开户行，B 银行。B 银行将其中的 20%，即 16 美元黄金作为准备金保留下来，而将余下的 64 美元黄金继续贷放出去。之后，贷款到了 C 银行。这一过程循环往复持续下去（如图表 1.4 所示）。因此，最初的 100 美元的黄金存款，通过