

金融瞭望
译丛

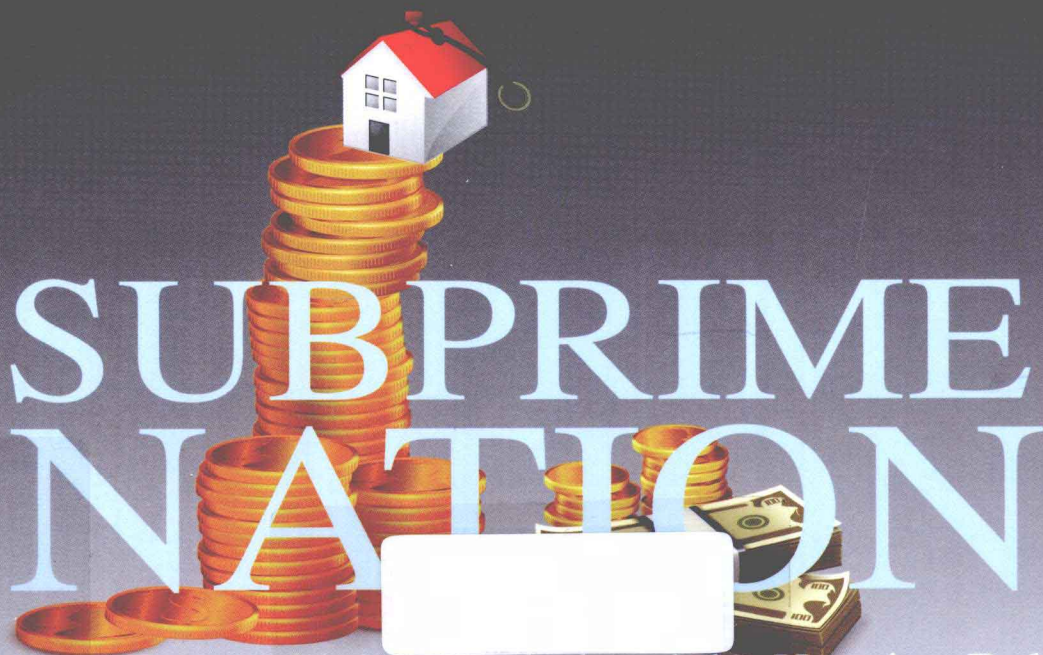


“十二五”国家重点图书出版规划项目
当代财经管理名著译库
2012年度国家出版基金资助项目

孙佳 闫晗 宋瑜 译

次贷国家

美国实力、全球资本和房产泡沫



American Power, Global Capital, and the Housing Bubble

Herman M. Schwartz

(美) 赫尔曼·M.施瓦茨 著

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



金融瞭望
2012

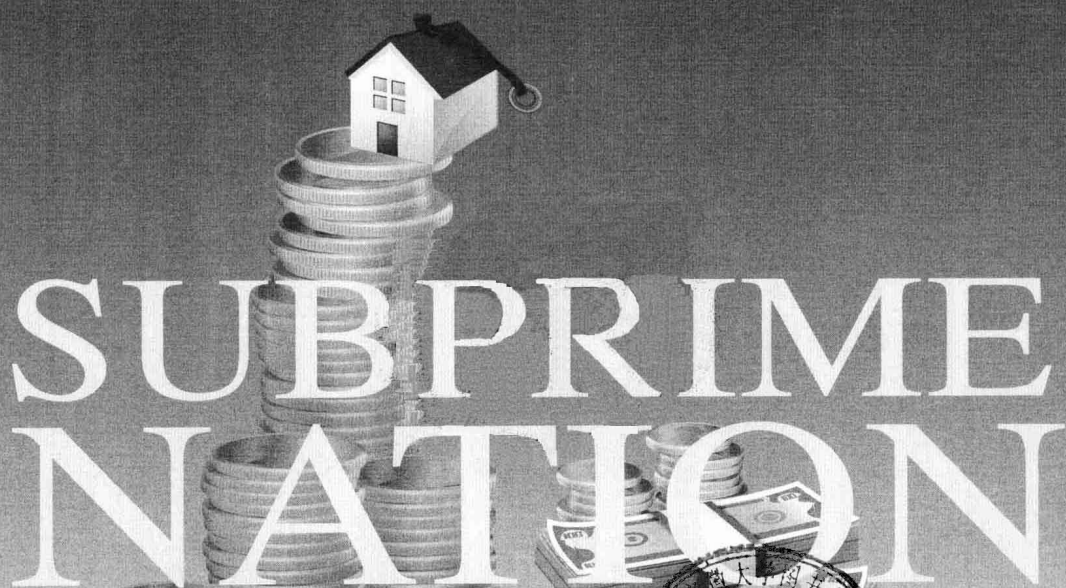


“十二五”国家重点图书出版规划项目
当代财经理名著译库
2012年度国家出版基金资助项目

孙佳 闫晗 宋瑜 译

次贷国家

美国实力、全球资本和房产泡沫



American Power, Global Capital, and the Housing Bubble

Herman M. Schwartz

(美) 赫尔曼·M.施瓦茨 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 2012

图书在版编目 (CIP) 数据

次贷国家: 美国实力、全球资本和房产泡沫 / (美) 施瓦茨 (Schwartz, H. M.) 著; 孙佳, 闫晗, 宋瑜译. —大连: 东北财经大学出版社, 2012. 12
(金融瞭望译丛)

书名原文: Subprime Nation: American Power, Global Capital, and the Housing Bubble

ISBN 978-7-5654-1017-8

I. 次… II. ①施… ②孙… ③闫… ④宋… III. 房地产-抵押贷款-信用危机-研究-美国 IV. F837.124

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 250223 号

辽宁省版权局著作权合同登记号: 图字 06-2010-469

Subprime Nation: American Power, Global Capital, and the Housing Bubble, by Herman M. Schwartz, originally published by Cornell University Press.

Copyright © 2009 by Cornell University.

This edition is a translation authorized by the original publisher, via Big Apple Agency Inc.

No Part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, including photocopying or by any information storage and retrieval system, without permission in writing from the publisher.

All rights reserved.

本书简体中文翻译版由 Cornell 大学出版社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

大连北方博信印刷包装有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm	字数: 222 千字	印张: 16	插页: 1
2012 年 12 月第 1 版		2012 年 12 月第 1 次印刷	

责任编辑: 李 季 况淑芬 刘 佳	责任校对: 贺 鑫
封面设计: 冀贵收	版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-5654-1017-8

定价: 36.00 元

译者序

作为译者，对于 Herman M. Schwartz，我们陌生又熟悉。陌生是因为没有真正面对面地见过；熟悉是因为自己的专业关系，对这位作者思想和观点甚是了解。当着手翻译本书时，我们不由得回想起开始接触次贷危机的那段日子。

几年前，我们刚开始研究由美国次贷危机引发的全球金融危机时，可以说是茫然无措。其规模之大，叫“覆压三百余里，隔离天日”似乎不为过；其关系错综复杂，叫“廊腰缦回，檐牙高啄，各抱地势，钩心斗角”也不言过其实；阿房宫在规模和结构上给人的震撼，可能与本次金融危机中的房地产泡沫有着异曲同工之妙。“楚人一炬，可怜焦土”，可能正是因为它的结构和规模，阿房宫在中国两千多年盛极的封建历史中终究没有再现，只能叫后人扼腕叹息。而此次波及全球范围的次贷危机，其爆发前后的房产泡沫迷雾却实实在在地笼罩着我们，当我们止步惆怅于这迷雾之外时，或许，我们也需要火炬——不是用来毁灭，而是为了照亮勇者脚下的征途。

Herman M. Schwartz 在我们面前展现的关于次贷国家的魔法卷轴，让我们的视野进入了一个自由而开放的新世界。自由意味着信贷现金流自由流通的实现，开放代表着全球经济一体化的理想，这对于金融信贷市场相对落后的中国来说，无疑点燃了心中的梦想。于是，许多人毫不犹豫地走进来了，希望深入到那散发自由光彩、举世人之力建造起的殿堂。但是很快，不少人退缩了。面对这样一片汪洋大海，有的人迷惑了，出海的航道在哪里？有的人倒下了，漫漫征途何时是尽头？我们常常想，如果那时他们手中就有这本书的话……



Herman M. Schwartz 携手美国弗吉尼亚大学著作团队，为我们打造了这本通俗易懂、条理明晰的专业读物，自此我们有了火把、有了航海图，于是我们就有了彼岸、有了航道，也有了补给码头。不是吗？次贷危机爆发原因虽繁，但第1、2章切中肯綮地剖析，肯定能让你神清气爽；金融套利机理虽难，但多达3章细致入微地说理，一定会让你茅塞顿开；全球环境复杂，政治诱因难以剥离，后3章试图全面涵盖相关焦点并提出展望，从而为你创造无限的思维空间。而内容的组织更是别具匠心，每章开始部分的一般性描述打破知识的局限，将每个部分的全景展现在你面前。而针对每个知识点，落到实处的独到分析，结合实例的精彩引证，又会使你沉迷于知识的融会贯通之中。总之，你面对的不再是枯燥的专业知识，而是真正能雅俗共赏的艺术。而这本书的目的无疑与此吻合。按照本书指明的道路，我们可以躲过暗礁，绕过险滩，穿过逆流，勇往直前。

阅读本书，需要一份耐心，更需要一份兴趣。当你顺着作者的思路，抽丝剥茧，阅读到本书的最后一章时，会有“蓦然回首，那人却在灯火阑珊处”的感觉！

关于译笔好坏的一点声明：原书不是纯粹的文艺作品，而是偏向金融领域的书籍，所以在翻译时，不强从直译，而唯尽力保持原文浓厚的前瞻性、专业性。

本书翻译成稿分工如下：前4章由孙佳翻译，宋瑜负责5、6章，最后两章由闫晗完成。译者们精诚合作，倾注心血，力图给读者们奉献一本通识性高、可读性强，具有一定理论深度的金融领域的专业读物。

前 言

一位有名望的银行家并不能预见并且规避危险，而是像平常人一样可能会破产，所以没有人能够真正去指责他。

——John Maynard Keynes, 《货币价值瓦解对银行的影响》，1931 年

由于对利率上升有很高的预期，所以难免会认为可调利率抵押贷款是不良资产。对于抵押贷款经纪人和贷款人来说，批准那些在利率上升时不能偿还贷款的借款人的做法是草率的，而令我惊讶的是，成熟的资本市场投资者很乐意购买那些不良资产的抵押贷款支持证券。

——William Poole, 圣路易斯联邦储备银行，2007 年 7 月

如山的抵押债务

2007 年 7 月，一家相对稳定的德国银行 IKB 突然发现自己已经陷入困境。IKB 是一家典型的专门从事中小型工业企业借贷的德国银行。IKB 在境外投资了 175 亿欧元购买美国次级抵押贷款证券的衍生产品，造成 7 亿欧元的损失。由于恐慌，德国国家开发银行 KfW 提供了 35 亿欧元用于紧急贷款，以及 80 亿欧元为 IKB 作担保，然而完全无效。之后，IKB 拖欠 70 亿美元的债务，最终被廉价卖给了一家美国私人股份公司。

15 个月后，这场小危机演变成前所未有的国家层面的全球金融危机。截至 2008 年 9 月，美国金融公司 1.3 万亿美元的股票已经蒸发，全世界的银行已产生了 0.5 万亿美元的次贷损失，并且一些传奇的、资金充裕的华尔街公司，如雷曼兄弟、贝尔斯登、美林证券等独立实体已经破产倒闭，全球股票市场急剧下滑。在所谓的新自由主义和自由市场的庇护下，美国纳税人突然发现他们自己可以重新国有化住房融资巨头房利美和房地美，并且可以



拥有美国最大的商业银行，也是仅存的独立投资银行——AIG 保险公司的大量股份。同时，美联储也为金融公司提供流动资产以抵制各种形式的抵押品，这明显背离了限制贷款给储蓄机构以及抵制美国国债和机构债券的正常做法。截至 2008 年 10 月，美联储和美国国债承诺提供超过 2.25 万亿美元的紧急救助和流动资产，这超出当时美国 GDP 的 16%。欧洲中央银行效仿此做法，为陷入困境的银行注入资金以保障储户的资金，并承诺提供达 1.3 万亿美元的援助。然而，对比先前用于全球金融危机的总额来看，这只是杯水车薪。

住房是金融体系中最令人厌烦的一部分，被学者长期忽视，而全球金融危机是如何出现于住房信贷中的呢？在过去 20 年的增长周期中，国际资金流动和住房融资已经紧密联系在一起。住房和抵押贷款使得全球经济增长突然停滞于当前的周期中，因为住房和抵押贷款，特别是美国的住房和抵押贷款，是 20 世纪 90 年代长期（1991—2005 年）美国经济增长的主要动力之一，并由此推动了世界经济增长。

先前的银行倒闭和全球金融危机都非常明显地与商品和货币的国际流通联系在一起。20 世纪 70 年代，当布雷顿森林协议第一次被提出时，一系列银行倒闭暂停了国际支付体系。富兰克林国家银行、瑞士联盟银行和西德银行的困境以及联邦德国赫斯塔特银行的标志性瓦解完全源于失败的外汇投机。同样，1984 年伊利诺斯州的瓦解归根结底也是由 1982 年拉丁美洲的债务危机造成的。1997—1998 年亚洲金融危机的国际渊源和长期信贷管理体系瓦解之间的联系是显而易见的。

20 世纪 90 年代长期，美国利用海外借款使经济强劲增长，无节制地消耗了大量进口产品。同时，亚洲发展中国家借贷给美国，经济也强劲增长，并且生产出数量惊人的出口商品。因为美国的活期存款账目赤字以及净负债增长，越来越多的不为人所信的预言者开始预测美国经济的空洞化。截至 2007 年年底，美国净外债相当于美国 GDP 的 25%，1 欧元兑换 1.47 美元，与 1999 年发行欧元时的近乎平价形成对比。

我不是对美国经济盲目乐观，但是对美国全球经济实力以及美元储备货



币地位不保的预测都依赖于对 20 世纪 90 年代长期动态演化的 3 个误解。第一个误解是在评估美国资产负债表时对总额和净负债的误解。分析美国资产负债表会发现尽管有巨大净负债，但是美国依然可以赚钱，而且说明了其原因。第二个误解是住房的作用，更精确地讲是住房金融体系过去 15 年来对美国经济增长起到了一定作用。住房体系差异创造了美国以及类似经济体的高于平均水平的就业和 GDP 增长，这也巩固了美国的经济核心地位和全球经济实力，加强了美元的经济吸引力。第三个误解是习惯于依据“国家利益”或者“公共物品”来思考这些问题，而不是依据私人、公司以及政党的特殊利益来控制全球资本的分配。通过排查公共物品和私人物品，我们可以更好地分析债权人愿意借钱给美国的动机，从而支持美元作为国际储备货币的地位。

本书解释了 1995—2005 年间美国住房金融体系带来高于平均水平的就业以及 GDP 增长的原因、国际资金流动与住房体系的联系，以及对过去和未来美国全球经济实力和经济增长的意义。此外，读者必须逐章去分析两种不同形式的欧洲经济援助使得欧元不太可能成为替代储备货币，同时也阻碍部分欧洲经济增长差异显著的原因。这些因素支持了美国经济在全球市场的核心地位。毫无疑问，本书内容简单易懂，但这并不意味着全部观点都正确。不过要提醒读者，首先，这是一位外表健康的病人 20 年的病史，而不仅仅是对 2008 年金融危机的全面体检；其次，实力是差别积累，而不是绝对收益。

我自己的净债务

与美国一样，我个人付出了巨大的脑力和体力来尝试分析差别积累这一问题。从 2007 年夏天到 2008 年夏天，Eve Schwartz 在家忍受了高强度的干扰。本项目应该感谢 3 个人：Uwe Becker，在就业奇迹项目中第一个让我想到住房与本国政治经济关联的人；Shelley Hurt，美国政治科学协会（APSA）的组织者，他督促我写出了第一篇关于这个主题的论文；Leonard Seabrooke，帮助我将一些类似的项目，如欧洲和澳洲的新住房政策放在一起。R. H. Mazal 帮助我进行早期的写作。美国弗吉尼亚大学著作团队——Gerard



Alexander、John Echeverri-Gent、Jeffrey Legro、John Owen、James Savage、Len Schoppa 以及 Mark Blyth、Randall Germain 和 Hubert Zimmermann 润色了全部原稿，使内容更加精炼。Anne-Marie Durocher 耐心画出图表，并阅读过手稿的重要部分。Eric Helleiner 和 Jonathan Kirshner 提供的众多有用意见已纳入本书第 4、7 章中，其他会议参与者也是一样。

最后，Benjamin Cohen、Peter Hall、Erik Hoffman、Aida Hozic、Sjur Kasa、Mark Kesselman、Carol Mershon、Lars Mjøset、Jens Mortensen、Stephen Nelson、Jonathan Nitzan、Greg Nowell、Ronen Palan（对“离岸”部分帮助很大）、Neil Richardson、Bent Sofus Tranøy、Gunnar Trumbull 以及 Jane Zavisca 都对原稿各章提出了修改意见。欧洲按揭基金会和 Value New Zealand 的全体员工尽全力帮助，提供了房价等方面的私人数据。Len Kenworthy 和我的同事 Brantly Womack 分别提供了公司层面和中国的数据。Roger Haydon 和康奈尔大学出版社的工作人员编辑校对了本书（英文版）。

美国弗吉尼亚大学的 Bankard 基金和 Sesquicentennial 奖学金为本书提供资助。本项目材料来源：APSA 2004 年和 2008 年的年度会议，2006 年 Rethinking Marxism 会议，ISA 2007 年和 2008 年的年度会议，加州圣克鲁斯大学、佛罗里达大学、奥斯陆大学、奥尔巴尼纽约州立大学、锡拉丘兹大学、坦普尔大学以及挪威 Res Publica 资助的在 Sørmarka 召开的研讨会。我感谢每位参与其中却未署名的人。第 4、7 章的部分内容经许可刊登于《房地产泡沫的政治影响》（《欧洲政策比较特刊》（6），No. 3，2008.9）。版权所有，侵权必究。

目 录

- 1 我们的借贷，你们的问题/1
 - 1.1 讨论及研究结果/3
 - 1.2 本书的机制和计划/14
- 2 全球资本流动和缺乏约束/25
 - 2.1 美国的资产负债表不平衡吗？/25
 - 2.2 关于美国国债的争论和尝试性的回答/29
 - 2.3 乐观的新古典经济学家 Ben Bernanke 和全球储蓄过剩/30
 - 2.4 悲观的新古典经济学家 Cline、Hausmann 和 Sturzenegger/33
 - 2.5 悲观的马克思主义者/36
 - 2.6 乐观的马克思主义者/38
 - 2.7 更多的政治争论：Dooley、Folkerts-Landau 和 Garber
以及布雷顿森林体系 II /40
 - 2.8 美国的全球金融套利——第一次降息/42
 - 2.9 美国人是火星人，外国人是金星人/43
 - 2.10 股票和债券投资组合/46
 - 2.11 直接投资/48
 - 2.12 纯粹套利交易/52
- 3 在美投资/56
 - 3.1 谁是谁/56
 - 3.2 首要分析切入点/61
 - 3.3 壳体公司/64



- 3.4 亚洲和石油出口国封闭经济体/67
- 3.5 美国化富国和被抑制的富国的对比/71
- 3.6 进一步分析/85
- 4 限于国内? /88
 - 4.1 住房融资市场和差别增长/88
 - 4.2 20 世纪 90 年代长期的差别增长/91
 - 4.3 差别增长的解释/96
 - 4.4 社会契约和增长/97
 - 4.5 住房金融市场和增长/101
 - 4.6 全球融资, 本地抵押贷款/106
 - 4.7 住房和增长/110
 - 4.8 住房和宏观经济结果/117
- 5 美国工业衰退? /119
 - 5.1 美国在衰落吗? /123
 - 5.2 英国金融套利和英镑对美国金融套利和美元/124
 - 5.3 英国制造业的衰落/127
 - 5.4 当今美国制造业/129
 - 5.5 USDIA 的利润状况与 FDIUS 的利润状况/134
 - 5.6 美国在世界市场的出口/143
- 6 美国套利的外部政治基础/148
 - 6.1 美元代表集体利益? /149
 - 6.2 没有退路? /153
 - 6.3 投资者的集体行为问题/161
 - 6.4 退出的政治壁垒 欧洲被抑制的富国/163
 - 6.5 日本/171
 - 6.6 中国/175
 - 6.7 没有退路/181

- 7 繁荣到衰退——美国的房地产、政治以及金融危机/184
 - 7.1 房屋自有政策的新旧对比/188
 - 7.2 房屋所有者，通货膨胀和房地产市场/190
 - 7.3 资金恐慌及抵押信贷市场的重新收归国有/194
 - 7.4 信贷市场的关键时刻/201
 - 7.5 政府干预和房屋贷款市场的重新收归国有/206
- 8 展望未来——套利、差异增长和经济实力/218
 - 8.1 美国在市场自由化中的“乌龙球” /228
 - 8.2 主权财富基金的赛跑？ /230
 - 8.3 美国的全球资本主义，过去和未来：再一次回到期货中吗？ /232

我们的借贷，你们的问题

——Arnold Schwarzenegger, 2004 年 9 月

国际金融资本流动与投机买卖呈现出不可逆转的普遍性、抽象性和非地域性。相比之下,房地产行业似乎是不可逆转的本土化、紧缩化和微利化。然而两者不可避免地紧密结合在一起,并在 20 世纪 90 年代长期(1991—2005 年)形成了美国全球经济实力复苏的基础。因为房贷抵押,尤其是美国房贷抵押是影响美国乃至世界经济增长的最主要一环,所以毫无疑问,房价下跌和抵押贷款违约导致了当前全球经济增长周期的停滞。考虑通货紧缩



的政策环境和美国全球金融套利手段，美国住房金融体系仍使得美国的经济增长速度相对快于大多数发达国家，即便是根据更快的人口增长进行调整。差别增长，而不仅仅是绝对增长，才是经济实力的基础。

从 1991—2005 年，美国是怎样成为全球经济大国的呢？为什么房地产和抵押贷款是 2006 年后经济低迷和金融危机的主要原因呢？通常被视为经济衰退信号的不增长的外债是怎样成为全球增长引擎的一种关键燃料的呢？在当前全球经济周期中，通货紧缩后随之而来的抵制通货膨胀又会发生什么呢？回答了这些问题就可以弄明白美国经济实力的运行状况和持久性，以及全球经济稳定性和不稳定性的根源。然而，大多数关于美国经济实力的研究都不适合回答这些问题，因为它们只看到了事情的表面，认为美国政策有意限制其他国家的行为，或是迫使它们制定政策，否则只能接受。相比之下，本书通过对实力的结构性理解，认为参与者的刻意选择并没有处于制度大环境中产生的整体行为的互动作用重要。在 20 世纪 90 年代长期，作为经济合作和发展组织（OECD）的一员，美国的全球经济实力更多地体现在住房金融体系中全球资本流动的非预期性和差别性作用，而较少体现在具体的、有针对性的政策制定上。

简言之，本书就是对本段内容的进一步展开，通过全球通货紧缩和美国在全球金融市场的套利相结合来实现凯恩斯主义的需求拉动这一正常过程。理论上，美国的套利活动包括从外国以低利率短期借款，并且以更高的收益率给它们提供长期贷款。具体地说，美国通过住房金融体系来实现套利，美国出售给外国人的抵押贷款支持证券（MBS）既激励了美国经济，又无意中抵消了美国在国外工厂和公司上的投资。海外收购美国的 MBS 压低了美国的利率，使购房者更便宜地兑现他们增长的房屋净值，从而刺激了美国的经济增长。美国的离岸投资导致了廉价进口，这产生了通货紧缩的效果，也压低了利率。美国住房金融体系中的通货紧缩和套利产生了强大的凯恩斯主义需求拉动，反过来又造成了与富国之间增长率上的相对差异。在 20 世纪 90 年代长期，具有类似于美国这样住房金融市场的国家也经历了这种凯恩斯主义的激励，使它们产生了高于 OECD 平均水平的增长。反过来，高于

OECD 平均水平的美国经济增长顺理成章地吸引了更多的外国资本流入美国，从而加大了差距。相对收益高于平均水平的增长潜在地增强了美国在国际上的经济实力。

亲爱的读者，我知道这个论点是复杂的。论证过程有 4 个鲜明的步骤和 2 个循环结构，并给予了参与者某些特权。这 4 个步骤中的每一个都展示了关于该步骤相关信息的新颖解释，读者可以从下面的章节中看到我处理每个问题的技术路线图。为了有助于理解，图 1.1 展示了本书的论述框架，后面每一章都会重复介绍这张图以突出这一章的问题所在及分析方法。在第 6 至 8 章，图 1.1 的重复出现将会反过来解释差别增长是如何动态变化的。在经典的循环模型中，右边的结果重申了左边的过程。如果读者想寻找对 20 世纪 90 年代长期的发展进行线性的、单一因果关系解释的书，那么请另作选择。

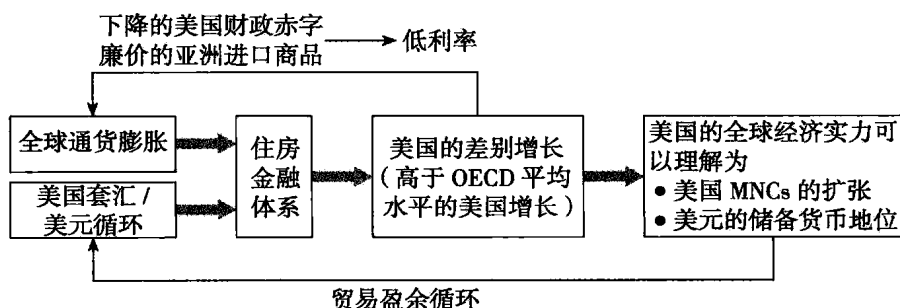


图 1.1 本书的论述框架

1.1 讨论及研究结果

本书是关于政治的，虽然政治基础最终决定了经济实力，但是实力是看不见且难以衡量的。理论上，在阐述写作本书的目的之前应该讨论一下我是怎样看待实力的，但是通过本书来阐述实力会比较枯燥，抽象地讨论实力本身更生动、形象。如图 1.1 所示，在 20 世纪 90 年代长期，美国经济实力表现在三个不同方面：缺乏约束、差别增长以及对全球生产控制的加强。我以



这种顺序介绍它们是为了便于阐述，其中差别增长是最直接的原因，其次是对全球生产控制的加强，然后才是缺乏约束。差别增长可以通过控制产业链上的关键节点以及验证和鼓励投资在与关键节点相关的新生产过程而产生大量利润，这种控制确保了持续不断的获利。差别增长吸引外资，并使美国经济消除约束。然而这些过程并不是完全独立的，因为资本流入有助于增加美国的差别增长。

因此，为了便于阐述，我认为首先应该注意到，在 20 世纪 90 年代长期，美国经济就像 20 世纪 60 年代法国总统 Charles de Gaulle 所说的“超高等特权”，而美国经济学家 Benjamin Cohen 则认为其本质是财政实力：它能不受约束地对其日益增长的经常账户赤字做任何调整。如图 1.1，其左侧部分介绍了缺乏约束就像美国（金融）套利一样，引起了前所未有的资本流入。在 20 世纪 90 年代长期，美国经济避免了国内消费、国内投资和海外投资之间的正常循环。大量的外国借贷缓解了正常的约束限制。1994 年以后，美国经济每年为美国信贷市场提供其贷款总额的 10% ~ 20%，到 2005 年占到了 25%。自以为聪明的外国人为了这些抵押品借贷而购买了大量的 MBS。1991—2006 年，名义上美国房屋市场价值增加了近 14 万亿美元，抵押贷款债务上升了近 7 万亿美元，因此仍然有足够的抵押品。

其次，外资使得美国享有国内差别增长。美国比其他富国的增长速度快得多，即相对于其他发达国家，美国在全球经济中的市场份额不断增长。1991—2005 年，美国 GDP 在富有的 OECD 国家中占据的份额上升了惊人的 4.2 个百分点，达到 42.7%。撇开夸大美国消费的谬论，GDP 衡量的是不含进口的产出。20 世纪 90 年代长期，美国的差别增长扭转了 20 世纪 80 年代的趋势，当时德国，特别是日本的增长要快于美国。然而对于美国来说，1990 年和 1992 年之后这两个国家在总量和人均上相继失去了有利地位。

美国人均 GDP 的实际增长速度比欧元区经济体快了 60%，这使得个人消费的增长速度加快了 64%。美国私人非住宅的固定成本形成以 3 倍于萎靡不振的欧元区经济的速度和超过 10 倍于境况不佳的日本的速度在增加，令人惊讶的是，这超过了美国消费增长速度的 2 倍。具有讽刺意味的是，与



美国不同，在一些欧元经济区，虽然住房占了平均差别增长率的部分比例，但是私人住房固定成本形成实际上超过了非住宅的固定投资。这说明整体投资绩效比任何当地住房投资都表现得更为不佳。与 Verdoorn 定律一致，其支持总量的快速增长促进了生产率的迅速增长，1991—2005 年，与欧洲大陆和日本相比，美国制造业的生产率和增加值以大约两倍的速度在增长，表明美国的扩张既有深度又有广度。最后，在 OECD 国家中，美国也产生了将近一半的新的净就业机会。

再次，由美国资助的国外贷款和差别增长基金被主动或被动地进行海外收购，扩大了美国在全球产量中相对于其他发达国家所控制的份额。1994—2006 年，美国在摩根士丹利资本国际公司（MSCI）的控股份额超过世界所有国家，其市场指数占总市值的比例从 10% 上升到 24%。相比之下，外国持有的美国股票上升较慢，市值从 5.1% 升至 9.7%。1995—2004 年，美国在海外的公司也比外国在美国的公司增长得快。尽管美元汇率上涨了 10%（海外活动未计入），但是其海外营业额增加值增长了 40%，几乎是全球总值 7.8% 的两倍。此外，1995—2004 年，尽管其他发达国家经济增长放缓，但通过外商在美直接投资，美国跨国公司海外销售和本土销售的比率从 1.3 上升到 1.5。

如图 1.1 的右侧所示，伴随着美元重新成为国际储备货币而出现了缺乏约束。这一复苏加强和促进了外国人再利用他们的贸易盈余来回购 MBS 的意愿（图中箭头回指左侧）。本书中的国际储备货币是指外国政府和私人人都可以使用以美元计价的债券作为出口盈余的主要价值储存手段。大量研究将美元作为一种计价单位、发票货币或参考货币，但是对于规避约束来说这都是次要的，因为这些研究不能表明政府或者私人在规避正常交易时愿意提供所需要金融支持的规模。这并不是要否认在独特的、深层的、流动的、复杂的美国金融市场上，美元一直备受关注，而是表明在那些市场上仍然有 1/3 的债务证券是 MBS。从历史上看，美元作为储备货币的角色就像美国相对竞争对手实现较快或较慢增长一样有兴衰成败。

差别增长和对全球生产控制的加强反映在美国以外国家弱点的互补上。