



Joseph E. Stiglitz

FREEFALL

AMERICA, FREE MARKETS,
AND THE SINKING OF THE WORLD ECONOMY

自由市场的坠落

| 珍藏版 |

[美] 约瑟夫 E. 斯蒂格利茨 著 李俊青 杨玲玲 等译
(Joseph E. Stiglitz)



机械工业出版社
China Machine Press

自由市场的坠落

| 珍藏版 |

FREEFALL

AMERICA, FREE MARKETS,
AND THE SINKING OF THE WORLD ECONOMY

[美] 约瑟夫 E. 斯蒂格利茨 著 李俊青 杨玲玲 等译
(Joseph E. Stiglitz)



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

自由市场的坠落 (珍藏版) / (美) 约瑟夫 E. 斯蒂格利茨 (Joseph E. Stiglitz) 著; 李俊青等译. —北京: 机械工业出版社, 2016.6

书名原文: Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy

ISBN 978-7-111-53917-9

I. 自… II. ①约… ②李… III. 自由市场—研究 IV. F713.58

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 118393 号

本书版权登记号: 图字: 01-2010-2456

Joseph E. Stiglitz. Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy.

Copyright © 2010 by Joseph E. Stiglitz .

Simplified Chinese Translation Copyright © 2017 by China Machine Press.

Simplified Chinese translation rights arranged with W. W. Norton & Company, Inc. through Bardon-Chinese Media Agency.

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

All rights reserved.

本书中文简体字版由 W. W. Norton & Company, Inc. 通过 Bardon-Chinese Media Agency 授权机械工业出版社在中国大陆独家出版发行。未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

自由市场的坠落 (珍藏版)

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 董凤凤

责任校对: 董纪丽

印 刷: 北京天宇万达印刷有限公司

版 次: 2017 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

开 本: 147mm×210mm 1/32

印 张: 13

书 号: ISBN 978-7-111-53917-9

定 价: 69.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版 本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

推荐序一	余永定（中国世界经济学会会长）	
推荐序二	何 帆（中国社会科学院世界经济与政治研究所 副所长）	
推荐序三	向松祚（中国人民大学国际货币研究所理事兼 副所长）	
译者序		
前言		

第 01 章	酝酿危机	001
	危机梗概	004
	谁应该受到谴责	007
	市场失灵	013
	谁可以预测到危机	018
第 02 章	自由坠落及其后果	027
	争论再起和总统竞选	031
	经济的演化过程	032
	前景	035

	一场大赌局：金钱和公正	037
第 03 章	有缺陷的应对之策	057
	刺激	059
	所做之事与该做之事	062
	后果	069
	今后的方向	073
第 04 章	抵押贷款的骗局	077
	传统银行业	081
	消失的革新：垃圾产品泛滥	085
	预警信号被忽略	090
	证券化	090
	复兴抵押贷款市场	096
第 05 章	美国的巨大掠夺	109
	美国的金融体制为何不符合要求	113
	并非真正的营救	115
	拯救失败金融体系的最初努力	121
	美国联邦储备系统	135
	结论性评语	143
第 06 章	贪欲压倒谨慎	147
	监管的重要性	150
	不当激励	152
	缺乏透明度	156
	肆无忌惮的冒险	162

大而不倒	165
风险创新：金融衍生品	169
掠夺性贷款	175
竞争不足：抑制创新	176
监管工作	178
金融和金融监管领域以外的问题	179
创新	181

| 第 07 章 | 全新的资本主义秩序 183

调整经济结构的必要性	185
国家的作用	195
政府应该做些什么	200
变化中的政府角色	204

| 第 08 章 | 从全球复苏到全球繁荣 209

失败的全球应对之策	212
信仰美国式资本主义所带来的损失	218
世界经济新秩序：中国和美国	226
一个新的全球储备体系	230
转向新的多边主义	234

| 第 09 章 | 重构经济学 237

思想观念之争	238
宏观经济学论战	255
货币政策的论战	260
金融领域的论战	263
创新经济学之争	269

第 10 章	走向新社会	273
	经济学如何影响社会和个人	275
	一场道德危机	276
	你用什么衡量，你就重视什么； ⁸ 反之亦然	281
	社会团体与信任	287
	结论性评语	293
	致谢	296
	注释	300

.....FREEFALL

| 第1章 |

酝酿危机

.....
1

2008 年的这场经济危机让很多人感觉惊讶，但是实际上唯一让人惊讶的就是人们的这种惊讶感觉。对于一些观察人员来说，这场危机就如同教科书上的案例，它不仅是可预测的，而且也确实被预测到了。这个缺乏管制的市场里充斥着流动性、低利率、全球化的房地产泡沫和激增的次级贷款，这些有害的因素都凑到一起了。再加上美国的财政赤字和贸易逆差以及相应在中国积累的巨额美元储备，这一切构成了不平衡的世界经济。

现在这场危机与过去 25 年内发生的很多危机的主要区别是，眼下的这场危机贴有“美国制造”的标签。当先前的危机已经被慢慢驯服时，这场“美国制造”的危机正在全球迅速蔓延。我们都喜欢将美国视为带动全球经济增长的发动机，只会出口好的经济政策而不是坏的经济政策。美国上次输出的主要经济衰退是 20 世纪 30 年代的大萧条。¹

眼下这场危机的基本发展过程已为人所熟知并经常被提及。美国存在房产泡沫，当泡沫破灭时，房价一落千丈，越来越多的房主发现他们处于负资产状态，他们在抵押贷款上所欠的钱已经超过了他们房子的价值。一旦失去房子，很多人也就失去了他们一生的积蓄和对未来的梦想，因为这些储蓄是孩子的大学学费和他们退休时享受安逸生

活所必需的费用。从某种意义上说，美国人以前确实生活在梦中。

世界上最富裕的国家正生活在透支的状态中，美国和世界经济都依赖于这种透支消费。全球经济需要持续增长的消费，但是当很多美国人的收入已经停滞许久的时候，这种增长又怎么可能呢？² 美国人想出了一个聪明的办法：借钱然后消费，这样他们的收入仿佛是增长了。他们确实去借钱了。美国人的平均储蓄率接近于零，由于很多美国富人有大量的储蓄，这就意味着美国穷人拥有大量的负储蓄。换句话说，他们背负了太多的债务。借贷双方对这一切都很欢迎：借款人可以继续他们的消费狂欢，而无须面对收入停滞和减少的现实，贷款人则因为可以通过收取不断增加的服务费而享受创纪录的利润。

低利率和宽松的监管激起了房产泡沫。当房子价格飞涨的时候，房主能够从金融机构那里用房子抵押获得贷款。在一年内，这些从抵押证券中得到的贷款高达 9750 亿美元，占 GDP（国内生产总值，测量一个经济体一年内生产的所有产品和劳务总和的指标）的 7%，³ 这些贷款允许借款者只需支付首付款就可获得一辆新车，还能为他们的退休积攒一些股票资产。但是，所有的这些借款都是建立在预期房价会继续上涨（至少不会下跌）的危险假设上。

有 2/3 ~ 3/4 的经济（GDP）活动与房产有关：建造新房子、购买各种商品填满房子，或者为翻新修房而贷款进行金融消费，这样的经济是不正常的。它是不可持续的，也不能被继续下去。泡沫的破灭首先影响到最差的抵押贷款（次级抵押贷款，即借给那些低收入人群的贷款），但是很快就会传染到所有居民的房产。

因为银行已经基于这些抵押贷款开发了很多复杂的产品，所以当泡沫破灭的时候，影响就会被放大。糟糕的事情会继续，这些产品本质是涉及与美国和全球各地产品相联系的数十亿美元的赌博。由于形势的迅速恶化和银行自身的高杠杆化（银行和居民一样也已经通过大量举债来为它们的投资融资），这些复杂产品对银行来说也已经意味着

银行根本不知道自身欠存款人和债券持有人的钱是否超过它们资产的价值。相应地，它们也不知道任何其他银行的状况。银行系统赖以生存的基础——信用和自信消失了。银行之间拒绝相互借贷，或者需要对方为可能出现的风险支付更高的利息。全球信用市场开始消融。

此时，美国和全世界都面临着金融危机和经济危机。经济危机表现在很多方面：首先出现住宅地产危机，接踵而至的是商业地产危机。由于居民看到他们的房产价值严重缩水（如果他们拥有股票，股票价值也同样减少），他们借钱的能力和意愿就会消失，这又导致需求下降。这也会导致库存的周期变化，当信用市场萎缩、需求下降时，公司就会尽快降低库存，这又将导致美国制造业的崩溃。

还存在更深层次的问题是：用什么来代替泡沫破灭之前数年里支撑美国经济的国人的大肆消费？美国和欧洲如何进行它们的经济重组？在经济繁荣时，向服务业转型的经济就已经困难重重了。因为全球化和技术进步的需要，重组是不可避免的，但重组不会一帆风顺。

危机梗概

尽管我们面临的挑战已经很清楚，但是问题依然存在：眼前这一切都是如何发生的呢？市场经济学家认为不应该是这个样子的，一定有地方出现了错误——非常严重的错误。

在历史的长河中找到我们分析的起点并不那么容易。为了简化起见，我们从 2000 年春高科技（或者网络公司）泡沫破灭开始分析。那时，艾伦·格林斯潘正在执掌美联储，他允许了泡沫的出现，那场泡沫实际上已经在 20 世纪 90 年代后期强劲持续膨胀一段时间了。⁴ 从 2000 年 3 月 ~ 2002 年 10 月，高科技股票的价格降低了 78%。⁵ 人们希望这些损失不要在更大的范围影响经济，但这是不可能的。很多投资都发生在高科技领域，当高科技泡沫破灭的时候，这些投资都被终止了。2001 年 3 月，美国陷入了衰退。

乔治 W. 布什政府以高科技泡沫破灭带来的短暂衰退为借口，借机推行了为富人减税的政策，这项政策被布什认为是解决经济问题的万灵药。然而，减税并没能刺激经济，它对经济的作用很有限，这就将重振经济恢复就业的重担交给了货币政策。因此，格林斯潘相应降低了利率，让市场充斥了流动性。由于经济中存在大量的过剩产能，因此，毫无疑问，低利率并没有导致更多的厂房和设备投资，反而只是在别的地方起了作用，它用房产泡沫代替了高科技泡沫，支撑了消费和房地产的繁荣。

随着 2003 年的伊拉克战争，石油价格开始暴涨，这加重了货币政策的负担。美国花费了上千亿美元进口石油，本来这些钱是可以用于支持美国经济的。石油价格从 2003 年 3 月伊拉克战争开始时的每桶 32 美元增加到 2008 年 7 月的每桶 137 美元。这就意味着美国人需要将其战前每天支付进口石油的 2.92 亿美元费用增加到每天 14 亿美元，从而没钱花在房子上了。⁶ 因为没有多少通货膨胀的压力，所以格林斯潘感觉他可以继续维持低利率。⁷ 他认为，如果没有低利率支撑的房地产泡沫，没有房地产泡沫支撑的旺盛消费，美国的经济早已疲软。

在那些低息贷款生意兴隆的年份里，华尔街并没有生产出好的抵押贷款产品。一个好的抵押贷款产品应该具有低的交易成本、低的利息，能够帮助人们管理房屋的风险，比如在房屋贬值的时候保护房主或者在房主失去工作的时候借钱给他。房主还希望其月供是可以预测的，月供不会没有征兆地突然增加，月供不应该有那些隐藏的成本。尽管在其他国家有这样的产品，但是美国金融市场并不打算生产这样的好产品。相反，华尔街却专注于最大化其回报，设计的抵押贷款产品具有很高的交易成本，月供的利息非常容易变化，利息会突然升高，在房子贬值和房主失去工作的时候，这些产品不能去有效地管理风险以保护房主。

我们真正希望抵押贷款市场能够做到的是这些产品设计者能够关心产品的最终用户，而不是只想着最大化他们自己的收益。如果真是这样，他们设计出来的产品应该能够持久地增加房主的利益。他们应该是“时时好才是真的好”。然而，事实上，他们想方设法设计的一系列复杂抵押产品都只是让他们自己在短期内赚到大钱，只给房主带来短暂的好处，这就给整个社会带来了很大的麻烦。

抵押贷款市场的失败预示了遍及整个金融系统的失败，特别是银行系统。银行系统有两个核心的功能：第一个核心功能是提供了一个有效率的支付结算体系，银行通过该体系便利了交易，它将那些购买商品和服务的储户的钱转移给卖家；第二个核心功能是评估和管理风险并进行放贷。第二个功能和第一个功能是有关系的，因为如果一家银行做出了错误的信贷评估，如果它只是肆无忌惮地进行赌博，如果它将大量的钱只是投在具有违约风险的投机生意上，那么它将无法兑现储户的收益。如果银行做得很好，提供贷款启动新生意和发展老生意，那么经济就会增长，工作岗位就会被创造，同时它也能赚到高的回报，这些回报足够支付储户的利息并给银行的股东带来竞争性的利润。

从交易费用中快速赚钱的诱惑使得很多大银行偏离了其核心职能。在很多经济体中，中小企业是创造就业岗位的基础，但美国及很多其他国家的银行系统并没有专注于为它们的商业活动进行贷款，而只是一门心思地推行证券化产品，特别是抵押贷款。

最终，痴迷于抵押证券化产品被证明是致命的错误。在中世纪，炼金术士总是设法将不同的金属炼成金子。现代炼金术士同样醉心于将有风险的次级抵押贷款产品打造成能够让养老基金愿意持有的 AAA 级产品。同时，信用评级公司也保证银行的所作所为能够成功。最后，银行干脆直接卷入这场赌博，银行不仅充当它们创造的风险资产的中间商，而且实际上还持有这些资产。它们和其监管者可能还以为

它们已将其创造的声名狼藉的风险转移给了其他人，但当审判日到来的时候（市场崩溃时），事实证明它们完全都被风险套牢了。⁸

谁应该受到谴责

随着人们越来越看清危机的严重程度，到2009年4月，它已经演变成自大萧条以来最长的一次衰退。很自然地，人们希望找到引起这场灾难的罪魁祸首，然而，现实中人们有很多指责的对象。如果我们想减少类似危机再次发生的可能性，如果我们想纠正当前功能明显失常的金融市场，关键就是明确谁应该受到谴责，或者至少知道什么行为是不对的。我们一定要谨防太过轻率的解释：很多类似的解释都将矛头指向银行家的过度贪婪。这有一些道理，但是这种解释没有指出问题的关键。银行家之所以表现得贪婪是因为他们有动力和机会去这样做，产生这些动力和机会的机制才是我们需要改革的地方。此外，资本主义制度的基础就是追求利润：我们难道应该容忍市场经济中其他人的贪婪行为，而单单指责银行家的贪婪，或者要求其表现得更好一些吗？

在长长的起诉名单中，很自然地，我们先从问题的始作俑者——抵押贷款发起人说起。抵押贷款公司已经将“有毒”资产推销给了上百万的用户，这些用户中的大多数并不知道他们自己到底买了什么。但是，如果没有银行和评级机构的帮助与唆使，抵押贷款公司是不会得逞的。银行将抵押贷款产品买来后进行重新包装，然后再销售给疏于警觉的投资者。美国银行和金融机构对它们这些精巧的新投资工具大肆鼓吹。这些被当作风险管理的工具而进行兜售的产品实际上是非常危险的，它们已威胁到美国金融系统的安全。评级机构本应该对这些日益增多的“有毒”资产进行核查，但实际上它们却为这些产品披上了一层美丽的外衣，以鼓励美国 and 全球诸如养老基金这样的投资机构购买，这些投资机构本应该将工人养老的钱投在更加安全的资产上的。

总之，美国金融机构已经无法执行其核心功能——管理风险、配置资产和转移储蓄并同时降低交易成本。相反地，它们创造风险、错配资产、鼓励过度负债并增加了交易费用。在 2007 年顶峰，膨胀的资本市场占据了所有公司利润的 41%。⁹

金融系统为什么在管理风险方面表现得如此糟糕，一个主要原因就是市场对风险的错误定价和错误判断。“市场”错误估计了次级抵押贷款产品的违约风险，更严重的错误是，在评级机构和投资银行对这些次级抵押贷款产品重新包装并将其评定为新的 AAA 级产品时，市场信以为真了。银行和银行的投资者还对银行高杠杆率风险做出了错误的判断。通常，为了吸引人们投资于风险资产，一般要求这些风险资产要产生高的回报，但这次，这些风险资产只有很少的风险溢价。有时，市场对风险的错误定价和错误判断还来自一个精明的预期：它相信如果出现问题，美联储和财政部就会出手救援。在这一点上，市场是对的。¹⁰

那时，美联储的掌门人格林斯潘和其继任者伯南克以及其他监管者却站在一旁袖手旁观，任由事态发展下去。他们不仅声称直到泡沫破灭前他们都无法预知泡沫的存在，而且还认为，即使他们知道泡沫的存在，他们也无能为力。这些借口都是错误的。例如，美联储可以提高购房者的首付金额或者提高股票交易的保证金要求，所有这些都可以给过热的市场降降温。但是，他们却选择了什么都不做。也许更糟糕的是，格林斯潘还允许银行介入更加有风险的贷款业务，鼓励人们购买可变利率的抵押贷款产品，这些产品的月供可能（实际上已经）很容易变得很高，甚至迫使中等收入的家庭也放弃了赎回权。¹¹

尽管放松监管的不良后果已经非常明显，但是那些坚持去监管化的人们还是坚持这样做，他们认为监管的成本会超过其带来的好处。但是，当全球为这场危机承担了上万亿美元的拯救预算和实际成本时，我们很难想象这些放松监管的拥护者还会坚持他们的立场。他们

认为监管的真正成本是扼杀了创新。令人遗憾的事实是，在美国的金融市场上创新被用于规避监管、会计准则和税收。他们创造的产品太复杂了，这只会增加风险和信息披露不对称。很明显，我们不能指望这些金融创新产品能给我们带来持续的经济增长，它只能招致经济泡沫。同时，金融市场的创新并没有为老百姓提供简便的房屋风险管理方法。本应该帮助人们和国家管理他们面临的其他重大风险的金融创新实际上并没有起到那些作用。好的监管应该将创新重新带到正路上，让它增加我们经济的效率和公民的安全。

毫不奇怪，金融部门正在努力地推卸责任，它们声称这次危机只是一次千年一遇的“意外”，不用去理睬它。

金融部门的人们经常抱怨美联储维持了太久的低利率。但这种推卸责任的说法却显得莫名其妙：难道其他工业部门会说，造成它们利润太低和表现太差的原因是因为它们的投入要素（钢铁和工资）的成本太低了吗？银行的主要“投入”就是它们资金的成本，然而，银行似乎在抱怨美联储让资金太便宜了！实际上，如果低成本的资金能够被很好地使用，例如，这些资金用于支持新技术的投资和企业的发展，我们将会获得一个更具竞争力和活力的经济。

没有低息资金的放松管制也许不会造成泡沫。而且，更重要的是，如果低息的资金是在运行良好或者有良好监管的银行体系内使用，还会带来经济的繁荣，这种情况已经在其他时间和地方得到了印证（由于同样的原因，如果评级机构做好了其本职工作，那么就只会很少的抵押贷款被卖给养老基金和其他机构，泡沫的规模也会很小。同样的道理，即使评级机构真如其现实那样表现得很差，但如果投资者自己能够正确地判断风险，那么情况也不至于太糟）。总之，导致这场危机的规模如此之大，是很多因素综合失灵的结果。

格林斯潘及其同僚反过来试图将责任推卸给亚洲国家的低利率和由于它们过多储蓄造成的流动性泛滥。¹²实际上，能够以更优惠的条

件吸引资金对我们来说是有好处的，我们求之不得。但美联储实际上却借此声称它们再也无法控制利率了。实际上，美联储当然能够控制利率；美联储选择低利率部分是因为我上面所说的原因。¹³

这些从死亡边缘被拯救回来的人们的忘恩负义行为真是令人震惊，就如农夫和蛇的寓言一样，很多银行家反而抱怨政府。他们埋怨政府没有阻止他们的行为，就如同小孩从糖果店偷了东西被抓住，反而指责店主和警察忙着别的事而没有阻止他，使得小孩以为他干完坏事后可以一走了之。但是，这种狡辩实际上更加不诚实，因为金融市场已经买通警察，让他们不要碍事。他们成功地阻止了政府各种管理衍生品和限制掠夺性贷款的努力。他们的努力在整个美国都获得了成功。每一次胜利都给他们带来了更多的金钱，这些金钱又能进一步影响政治进程。他们甚至有一种观点：放松管制已经让他们赚到更多的钱，钱是成功的标志。

保守派是不会喜欢我们对市场的这种指责的。在他们的心目中，如果经济存在问题，那一定是政府的问题。这是政府想增加居民的住房，银行家只是相应地做了他们该做的事情。他们还认为房利美和房地美更是遭到了额外的诽谤，这两家私人公司原本就是政府成立的机构，是被称为《社区再投资法案》（Community Reinvestment Act, CRA）的政府计划的产物，这个法案致力于向资金不足的社区提供贷款。要是没有向这些穷人提供贷款的努力，事情不会变得这么糟。上面这些冗长的狡辩之词大部分都是无稽之谈。AIG 2000 多亿美元的救助资金不论怎么衡量都是巨大的，这些钱大部分是用于弥补其衍生产品（信用违约互换）的损失，这些产品都是银行之间的赌博。银行根本无须通过高风险的运作来推动住房平等化。无须假借政府的住房政策而进行过度的商业房产投资。更不应该总是生产遍及全球的不良贷款，并为此一次又一次地要求救助。此外，实际上，CRA 贷款的违约率与其他行业贷款的违约率不相上下，这些表明，如果运行良