

CRISIS

索罗斯说，鲁比尼是所有经济学家中最正确的一个
中国银行业协会首席经济学家巴曙松教授领衔翻译

危机经济学

〔美〕努里埃尔·鲁比尼 斯蒂芬·米姆 著

NOURIEL ROUBINI STEPHEN MIHM

巴曙松 李胜利 吕婕 等 译

ECONOMICS

A CRASH COURSE IN THE FUTURE OF FINANCE



浙江人民出版社
ZHEJIANG PEOPLE'S PUBLISHING HOUSE

CRISIS 危机经济学 ECONOMICS

A CRASH COURSE IN THE FUTURE OF FINANCIAL MARKETS

[美] 努里埃尔·鲁比尼 斯蒂芬·米姆
NOURIEL ROUBINI STEPHEN MIHM
巴曙松 李胜利 吕婕 等



浙江人民出版社
ZHEJIANG PEOPLE'S PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

危机经济学 / (美) 努里埃尔·鲁比尼, (美) 斯蒂芬·米姆著;
巴曙松等译. —杭州: 浙江人民出版社, 2018.7

书名原文: Crisis Economics

ISBN 978-7-213-08811-7

I. ①危… II. ①努… ②斯… ③巴… III. ①经济危机—世界—
通俗读物 IV. ①F113.7-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 133960 号

上架指导: 金融趋势 / 畅销书

版权所有, 侵权必究

本书法律顾问 北京市盈科律师事务所 崔爽律师
张雅琴律师

浙江省版权局
著作权合同登记章
图字: 11-2018-310 号

危机经济学

[美] 努里埃尔·鲁比尼 [美] 斯蒂芬·米姆 著
巴曙松 李胜利 吕婕 等译

出版发行: 浙江人民出版社 (杭州体育场路 347 号 邮编 310006)

市场部电话: (0571) 85061682 85176516

集团网址: 浙江出版联合集团 <http://www.zjcb.com>

责任编辑: 朱丽芳

责任校对: 姚建国

印 刷: 河北鹏润印刷有限公司

开 本: 720mm × 965mm 1/16

印 张: 18.5

字 数: 286 千字

插 页: 1

版 次: 2018 年 7 月第 1 版

印 次: 2018 年 7 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-213-08811-7

定 价: 69.90 元

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与市场部联系调换。

CRISIS

危机经济学

ECONOMICS

湛庐文化
Cheers Publishing

a mindstyle business

与思想有关

危机中的机遇

有人说，金融危机对于金融界是灾难，但是对于金融研究界似乎是机遇，因为这意味着新的理论模式和分析方法正在酝酿之中。这种讨论听起来似乎有些幸灾乐祸，但是从金融经济理论史的发展来看，往往也确实如此。正因为如此，全球金融危机之后哪些新的理论和实践动向正在酝酿，值得我们关注。而在种种争论与观点之中，鲁比尼教授的看法是尤其瞩目的，这不仅仅是因为他被全球金融界视为准确预测危机的少数学者之一。

金融危机也以另外一种形式为我们展现了全球经济金融体系的紧密联系。来自美国的金融产品，可以迅速通过全球化的金融网络，演变为全球性的金融危机。而全球联合的干预行动，也使得这次金融危机免于陷入 20 世纪大萧条式的噩梦。

其实，金融研究与政策决策的互动也日益紧密。这本书的出版就是一个十分有趣的证明。我读大学时，阅读的往往是多年前，甚至数十年前西方国家的专家的著作。而现在，我们和出版者一道经过努力，将这本书送到读者面前，我可以告诉读者：您正在阅读的这本著作，与英文版几乎是同步出版，这是全球化的一个小小的缩影。

由于本书是中、英文同时出版，经过出版者的精心策划，我们从作者的初稿开始翻译工作，此后又根据其最终版本做了大规模的修订，前后历时仅仅3个月。全书的翻译由我主持，并且由我来担任全书的校订工作，李胜利博士作为主要的协调人，协助我做了大量的协调和统稿工作，巴曙松、李胜利、吕婕、杨现领、王留成、矫静、尹煜等参与了初稿的翻译。为提高翻译质量，我们对初稿进行了两轮的交叉校对，几易其稿，力求尽可能地提高译文的准确性和语言的优美程度。客观地讲，本书作者思维灵活、用词风趣，增添了翻译的难度，因此，翻译中的错误和不足也在所难免，恳请各位读者批评。

现在看来，2010年春季，当我们承接本书的翻译工作时，经过各国协调一致的大规模经济刺激计划，全球经济似乎已显示企稳回升的迹象，并成功地避免了20世纪30年代大萧条的重演。无论是经济学家还是政治家，都情不自禁地设想最坏的情况已经过去，并踌躇满志地迈向“后危机时代”。然而，美国“无就业的复苏”和“欧猪五国”（葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊及西班牙，简称PIGS）的主权债务危机却再一次使我们警醒：历史总会反复，危机可能还会再来。为了避免一场新的金融和货币灾难再次袭击全球，我们需要收起习惯性的无知和傲慢，并虚心地对人类历史上曾经发生的经济危机做一个系统的梳理和总结。

历史告诉我们，经济危机绝非一种偶然事件。相反，它是我们必须预防并做好直面准备的一种状态。无论是20世纪30年代的大萧条、80年代的日本房地产泡沫、90年代的亚洲金融危机和拉美金融危机，还是2008年的全球性金融危机，都无可辩驳地表明，经济危机并非可以忽视的“小概率事件”。

然而，这并不意味着我们只能束手无策地、宿命地迎接危机的破坏性冲击。在一定程度上，任何经济危机都有其内在的规律性。虽然它们像飓风一样，会在毫无预警的情况下突然登陆、改变风向或者忽强忽弱，但通过合适的角度、工具和方法，我们可以做好准备，要么预防它，要么尽可能地把它的破坏性影响限制在可以承受的范围内。

事实上，本书的作者鲁比尼以他良好的直觉、专业的经济学思维方式及丰富的工

作经验，被全球金融界视为早在 2006 年就准确预测到美国将遭遇一场百年一遇的房地产泡沫危机的学者。而且他还曾警告，房地产市场的崩溃将引发美国金融市场的大幅动荡，并给全球金融系统带来全面冲击，使危机在世界范围内传播与蔓延。当然，鲁比尼的预言最终变成了现实，并使他赢得了“末日博士”的美誉，声名鹊起。这促使我们反思，与其过于强调经济危机的不可预测性，倒不如坦率承认是我们对它的了解过于有限，并以此为基础，调整我们的认知框架和思维方式，以一种客观公正、不偏不倚的态度，从历史的视角出发，通过兼收并蓄的分析方法和专业严谨的研究，增强我们对危机经济学的认识。

基于这种想法，这本书的翻译也算是我和此次一起参与翻译的几位同人在这方面的一种尝试和贡献。虽然对于此次国际金融危机的研究和认识还在反思和探索之中，但本书至少可以作为一个参照，希望可以引发更多有识之士对危机进行反思，共同推进我们对经济危机的理解、认识和把握。

从我个人的工作阅历看，我可以说是亲历了两次金融危机。亚洲金融危机发生时，我正好在中银香港从事风险管理和重组上市的工作。而这一次全球金融危机发生时，我正好在中央人民政府驻香港联络办公室经济部担任副部长，从事金融危机的跟踪研究。因此，对于危机的巨大冲击力，有了切身的体会。

从目前的趋势看，预计这次全球性金融危机之后，世界经济格局将发生前所未有的调整与重组。在这种巨变之中，中国经济与金融秩序应如何进行改革，才能积极稳妥地融入全球和避免冲突，已经成为一个不可避免的重大课题。作为一名金融研究人员，能够亲身感受和参与这种历史性变迁，十分难得。希望通过这本书，可以与广大的读者一起感悟、体验和把握这个历史馈赠给我们的难得机遇。

巴曙松

译者序 危机中的机遇 / 1

引言 末日博士的危机经济学 / 001

01

危机不是“黑天鹅” / 011

如果金融危机是“黑天鹅”，就像飞机失事一样，尽管后果非常严重，但可能性很小，更不可能预测，那么我们就没有必要担心它们。但事实上危机并非偶然，是注定要发生的，是可以预测的。

02

让危机经济学家们站出来 / 033

如果在暴风雨的季节，经济学家能告诉我们的只是当风暴过去很久以后，海面又会恢复平静，那么他们给自己制定的任务就太简单、太没用了。那些拥护放松监管、有效市场和金融创新的经济学家仿佛突然被一些非主流的学者取代了。他们是怎样的一群人？他们告诉过我们什么呢？

03

破解真正的危机之源 / 053

影子银行既没有柜员，也不需要到街头摆摊。它们有的是“由杠杆率较高的非银行投资管道、工具和结构组成的包罗万象的一盘缩写字母汤”，而这些证券业务并不反映在传统的银行资产负债表之中。但糟糕的是，影子银行体系已壮大到可与商业银行体系相匹敌的程度，资产规模相差不多。因此，影子银行体系处于银行挤兑风暴的中心也就不足为奇了。

04

危机远没有结束 / 075

危机的严重程度总是有起有落，常常重击一轮后暂做中场休息。正如飓风一般先以强势袭来，稍稍减弱片刻后又以更具有毁灭性的力量再次袭来，绝不会因为一家银行的倒闭或被救援，甚至整个金融部门的崩塌而善罢甘休。

05

灾难是全球性的 / 101

同样的投机热潮，同样的成就，同样的困难和挫折，并且同样陷入了近乎疯狂的灾难，危机通过各种各样的渠道逐步蔓延开来，传播到其他国家经济中的健康领域。全世界已经高度融为一体了，我们必须经历共同承担的痛苦。

06

货币政策能否真正奏效 / 121

和危机中几乎其他所有问题一样，设计通货再膨胀，或更坦率地说，创造通货膨胀，并不像看起来那么简单。一旦通货紧缩的螺旋式上升占据了主导地位，常规的货币政策往往就失去了效力，它对于金融危机中产生的其他问题也同样无能为力。

07

财政刺激政策的拯救之路 / 143

完美无缺的财政刺激政策只是一种幻想，糟糕的是，某些财政政策虽能刺激当前的需求增长，但却以未来的需求减少为代价。减税和公共工程建设只是一个起点，政府还有很多复杂而花销不菲的方法来抵御无法逃避的危机。

08

什么样的金融改革才最有意义 / 165

资产证券化改革最重要的一点就是提高所用材料的质量。即使材料被切整得面目全非，也比最开始就用糟糕的材料带来的问题少得多。换一种说法就是，“发起并配售”的问题，更多地出自“发起”，而不是“配售”，即最重要的是原始贷款的信用。

09

“大而不倒”的银行不应再存在 / 191

“大而不倒”的企业不只是因为太大而不能倒、太大而不应再存在，还因为它们过于复杂，很难得到妥善的管理。坦率地说，它们不应该存在，至少应该被拆分。

10

人民币是救世主吗 / 217

中国是世界上最大的经常账户盈余国，人民币也是价值低估最为严重的货币之一，它对货币双重战略的运用堪称完美。美元的衰落将会是一个渐近的过程，而不是突发的、无序的崩溃，这使得人民币成了美元的长期替代性选择。

危机不会消失，但可以减轻伤害 / 243

在大萧条最严重的时候，政治家及政策制定者们对金融体系进行的大刀阔斧的改革，为之后将近 80 年的稳定与安全打下了坚实的基础。尽管问题并未从根源上被解决，但是 80 年已经足够长久，是一个人一生的时间！

结 语 末日博士的金融预言 / 253



扫码下载“湛庐阅读”APP，
搜索“危机经济学”，
回顾 2008 年金融危机时期美国的真实状况。

末日博士的危机经济学

2009年1月，在小布什总统结束任期的前夕，时任副总统迪克·切尼（Dick Cheney）接受了美联社的采访。当被问到“政府为什么没有预见到这次大萧条以来最大的金融危机”时，切尼答道：“无论多聪明的人都不可能预测到这次危机，我不相信有人预见到了。”

与切尼持相同观点的人不在少数。回顾一下金融界精英和政坛明星的高见，他们和切尼一样，总是说：“金融危机与‘9·11’事件非常类似，都是破坏性巨大，而又无法预测。”

这并非事实。2006年9月，本书的作者之一努里埃尔·鲁比尼就准确地预测到了2008年金融危机。2006年9月7日，身为纽约大学经济学教授的鲁比尼在位于华盛顿特区的国际货币基金组织的一次演讲中发出了警告：

美国将遭受一场百年一遇的房地产泡沫引发的金融危机，这场危机将引发原油价格大幅波动，造成消费者信心大幅下降，并使美国不可避免地陷入一场经济大衰退。

悲剧远远不止这些，鲁比尼还预测到更为可怕的一幕：随着房地产抵押贷款违约事件的不断发生，规模超过万亿美元的房地产抵押债券市场将陷入崩溃，整个金融市场也将发生剧烈震荡。他指出，房地产市场价格泡沫的破灭“将给整个金融体系带来全面冲击”，对冲基金、投资银行、政府控股的房地产信贷怪兽房利美和房地美等都将遭遇巨大的灾难。对于他的观点，听众多数持怀疑态度。

在随后的一年半时间内，鲁比尼的预言开始逐渐变为现实。接着，他又作出了进一步的预测。2008年年初，当大多数经济学家都认为美国经济仅仅是受到了流动性短缺的影响时，鲁比尼则认为更为严重的信用危机将击垮房地产投资者、企业及金融机构。事实上，在贝尔斯登（Bear Stearns）破产前，鲁比尼就预测到将有至少两家大型投资银行会破产，其他的大型投资银行也将失去独立性。如其所言，华尔街发生了自20世纪30年代以来的最大危机：美林证券被美洲银行收购，摩根士丹利和高盛也转变为银行控股公司，接受了严格的金融监管。

鲁比尼还预测到，金融危机将在世界范围内蔓延。当市场观察人士信誓旦旦地说，其他国家的经济将不会受到美国的影响时，鲁比尼警告说危机将向各国扩散，美国内部的金融危机将演变为全球性问题。此外，他还预测到这场世界性的金融危机将持续数年，并将波及中国、印度等被认为经济健康的国家。当其他经济学家还在关注通货膨胀的风险时，鲁比尼就准确地预测到世界经济已走到大萧条以来最大规模的通货紧缩边缘。

鲁比尼的确十分神奇，没有任何经济学家的判断如此精准。但是，他也并非是唯一一位预言到金融危机的经济学家，不少人曾就金融危机的某个方面作了分析，这些分析启发鲁比尼抓住了问题的关键。鲁比尼的前同事，耶鲁大学的罗伯特·希勒（Robert Shiller）教授就在IT泡沫破裂之前预言到证券市场的“非理性繁荣”。他创设的Case-Shiller房价指数对未来10年房地产泡沫的各个拐点作了详细的预测。

鲁比尼不仅仅是从希勒那里获取了灵感。早在2005年，芝加哥大学金融学教授拉古拉姆·瑞占（Raghuram Rajan）就在美国西部风情小镇杰克逊霍尔（Jackson Hole）告诫众多的经济学家和政府官员：银行家和交易员们的薪酬机制必将鼓励他

们选择风险更高的交易机会，抬高资产杠杆率，这将导致世界金融体系变得脆弱，从而引发金融危机。

近年来，不少有识之士也发出了类似的声音：

- 华尔街的传奇人物詹姆斯·格兰特（James Grant）在 2005 年说过，美联储帮助市场创造了“金融史上最大的信贷泡沫”。
- 国际清算银行首席经济学家比尔·怀特（Bill White）曾警告过资产市场的系统性风险和信贷泡沫。
- 纳西姆·尼古拉斯·塔勒布（Nassim Nicholas Taleb）曾指出，金融市场还没有作好准备解决与以往不同的风险“厚尾”分布现象。
- 经济学家莫瑞斯·奥博斯特弗尔德（Maurice Obstfeld）和肯尼斯·罗格夫（Kenneth Rogoff）曾指出美国目前财政赤字的不可持续问题。
- 摩根士丹利首席经济学家斯蒂芬·罗奇（Steve Roach）和美林证券前首席经济学家戴维·罗森伯格（David Rosenberg）也早已指出美国消费者的入不敷出问题。

尽管这些经济学家和分析人士十分有名，但大家却对他们的忠告置若罔闻。很多人坚守着一个简单的悖论：这个靠金融创新支撑起来的 21 世纪的资本主义大厦具有自我纠错机制，从而能够保持相对稳定的均衡状态。

虽然这一逻辑曾屡次被现实证明是多么的幼稚，但多年以来却始终被奉为神明，成为宏观政策制订和投资决策的理论依据。毫无疑问，在这一理论中，经济危机发生的概率微乎其微。实际上，如果发生经济危机，才是不正常的，甚至可以用毫无可能、异乎寻常、无法预言、世所罕见等词汇来形容。经济危机还常常被一些学术界人士认为只可能出现在欠发达的“问题”国家，而像美国这种经济巨人是不可能发生危机的。

本书主要研究经济危机问题。研究表明，经济危机并非偶然事件，而是无论新兴国家还是发达国家都会出现的必然事件。经济危机作为一种不可持续的繁荣之后的经济崩溃现象总是与我们形影相随，不可消除。虽然在资本主义兴起之前经济危

机就曾发生过，但资本主义和经济危机之间仍存在某种必然的联系。从某种程度上讲，经济危机根植于资本主义经济内部。创新和冒险精神是资本主义充满活力的源泉，也是资产和信贷泡沫产生并最终破裂的导火索，其带来的负面影响即使在危机结束后还会持续很长的时间。

经济危机很常见，也有一定的规律可循。它们就像飓风一样，从一定的角度讲是可以预测的，但也可能在毫无预报的情况下忽然改变方向、迅速减弱或者增强。本书给出了预测经济危机的主要原理，通过对近期的经济危机进行实证分析，证明危机不仅是可预测的，更是可以被人为扼杀在摇篮里的。最后，本书给出了如何重建金融体系才能把将来经济危机的冲击降低到最小的建议。总之，本书通过对已经发生的经济危机进行分析来帮助我们将来可能发生的危机作出正确预测。

为了便于理解，本书着重分析了人们关于这次金融危机的一些疑问，比如最常见的“导致金融动荡几十年的泡沫在开始阶段为什么会形成”“放松金融监管是否会导致金融机构过多地承担风险”，以及“金融危机是否必然导致政府过多地干预市场”，等等。这些疑问在理解金融危机的问题上显得很另类，甚至可以说与常规思路完全迥异。而且，对这些疑问的不同回答也会导致不同的救市政策。

同样地，本书也分析了引发这次金融危机的深层次原因：是市场信心的崩溃还是凯恩斯所谓的根植于资本主义的“动物精神”？或者是过高的金融杠杆及市场效率缺失之下的必然产物？甚或相反，是流动性和偿付能力的缺失引发了金融危机？如果是最后一点，那么这对将来有哪些启示？

或许危机与所有问题都有关。在危机愈演愈烈之时，各国央行终于果断出手，开始凭借其“最后贷款人”的身份着手解决金融体系中的各种问题。这些行动是否会把问题变得更糟？会不会只是起到鼓励金融机构进一步增加风险敞口的作用，进而孕育更大的泡沫和危机？同样，加强金融监管预示着什么？是会带来金融体系的健康稳定，还是只解决了问题的表面，而不能阻止金融危机的再次发生？

这些都是现实的问题。正如凯恩斯所说：

经济学家和政治思想家的思想，不管其正确与否，都比通常所认为的

力量更大。事实上，世界是由少数思想统治的……善于道听途说的疯狂掌权者，从若干年前的拙劣的学者那里获取疯狂之念。

这句经常被引用的名言写于 70 多年以前，但用来描述当今世界依然十分恰当。所以，历史上的那些金融危机的起因和教训，同样也能用来解释这次危机。

首先需要澄清的是，我们并不是一味地推崇某些经济学家。事实上，几乎每个经济学派都探讨过金融危机的问题。我们的分析是建立在前人的大量研究成果的基础上的，其中既包括凯恩斯的思想，也包括其他学者的智慧。我们认为研究金融危机不能约定俗成，而是需要历史的视角和兼收并蓄的分析方法，以及客观公正、不偏不倚的治学态度。毕竟，金融危机的形式多种多样，循规蹈矩地研究不会得出任何有价值的结论。

在评估未来的金融体系时，本书同样使用了这些实用主义的分析方法。

比如，将来我们应该更加关注通货膨胀还是通货紧缩？美联储和各国央行采取的经济刺激和定量宽松政策将引发什么后果？盎格鲁 - 撒克逊式的自由放任的资本主义制度将何去何从？美元的未来如何？这次金融危机是否预示着美国强权的终结和中国等新兴经济体的崛起？最后，怎样对国际经济体系进行改革，以减轻将来的经济危机的危害？

通过与以前的各国经济危机的对比，本书努力解答了有关本次金融危机的各种问题。毕竟，我们所生活的世界与历史上的世界十分相似，类似的背景也会产生类似的结果。这些解答比传统理论更具普遍性，也更易于理解。在各个章节中，我们借古喻今，分析上文提到的问题在以前的各次危机中是如何被提出，又是如何被解决的。

基于此，本书对那些在经济学中常常引起争论的问题进行了讨论，如道德风险、杠杆、银行挤兑、监管套利、经常项目逆差、资产证券化、通货紧缩、信用衍生品、流动性陷阱等。我们希望这些讨论能给大多数读者带来收获，不仅包括华尔街的金融专业人士，还包括企业管理者，商务专业、经济学专业和金融学专业的学生，各国政府官员和政府顾问，以及对错综复杂的国际金融秩序知之甚少的普通投资者。

本书采取平铺直叙的方式展开，首先，回顾了经济危机的历史及研究经济危机的经济学家；然后，着重分析了近期经济危机的深刻根源，并解答了这些危机是怎样以一种可预测的方式发展的；最后，展望未来，描绘了金融体系的改革蓝图，并给出了未来发生金融危机的可能性。

第1章首先回顾了经济危机的历史，展示了那些早已被经济界遗忘了的经济繁荣、泡沫和崩溃。我们把重点放在资本主义和经济危机的关系上，首先回顾了17世纪30年代荷兰的郁金香泡沫，接着分析了18世纪20年代的南海公司（South Sea Company）泡沫、1825年的首次世界性的金融危机、1907年的大恐慌、20世纪30年代的大萧条，以及20世纪80年代发展中国家的一系列经济危机。我们认为，经济危机并非像现代经济学分析的那样是偶然事件，也不是所谓的罕见的“黑天鹅”，而是经常会发生并且可以预测的，可以称之为“白天鹅”。

对于大多数发达国家来说，20世纪后半叶经济发展异常平稳，并实现了低通胀、高增长的最优组合，被经济学家称为“大稳健时代”（Great Moderation）。这使得主流经济学家要么对经济危机问题不屑一顾，要么认为那是发展中国家的特殊现象。为了扩大视野，认清经济危机的前世今生，必须对历代经济学家的思想进行回顾和总结。在第2章中，我们介绍了这些经济学家，他们有些家喻户晓，如凯恩斯，有些则默默无闻，如海曼·明斯基（Hyman Minsky）。

第3章解释了2008年金融危机的深刻根源。2008年这次金融危机爆发以来，人们都不约而同地把矛头指向次级抵押证券，认为这是引发全球金融市场动荡的罪魁祸首。本章批判了这些谬论，指出近几十年来的流行思想和政策把国际金融体系塑造得摇摇欲坠，不计其数、缺乏透明度的神秘金融工具被创造出来。所谓的“影子银行”（shadow banking system）是引发金融危机的另外一个因素，包括抵押贷款机构、对冲基金、经纪商、货币市场基金等，这些近年来涌现出来的机构就像银行一样从事借贷活动，但不同的是它们不会像银行那样接受严格的监管。

第3章还分析了道德风险问题，即市场参与者在侥幸心理、补偿机制或者责任不对称的情况下有承受更大风险的倾向。另外，还分析了长期以来糟糕的公司治理