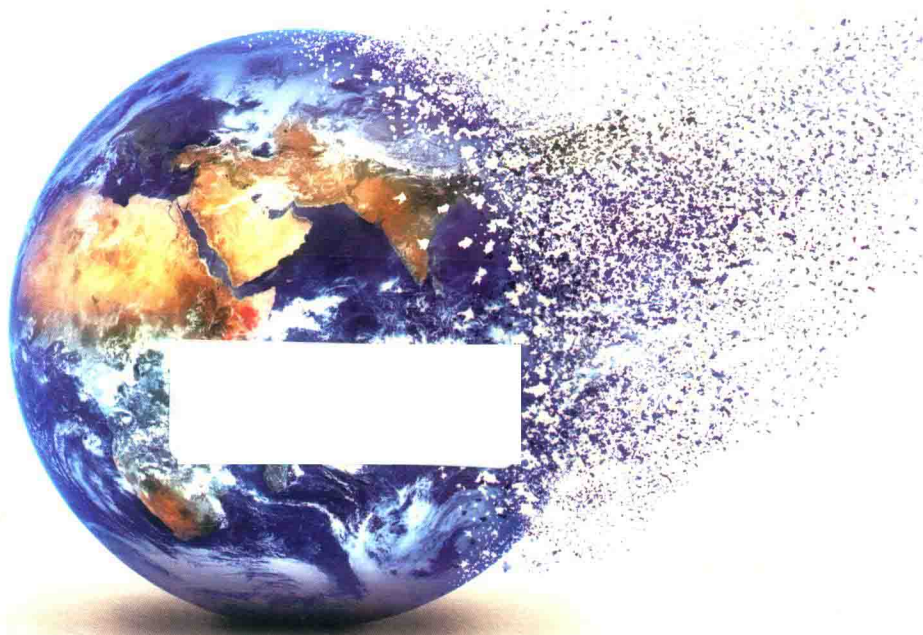


EISZEIT IN DER WELTWIRTSCHAFT

走出低迷

全球经济冰河期如何拯救私人资产

[德] 丹尼尔·施泰尔特◎著 黄昆 夏柯◎译



从债务风暴、通货膨胀到经济停滞 / 深层次剖析全球经济危机
从世界局势、国家命运到私人资产 / 全方位攻破未来经济难题



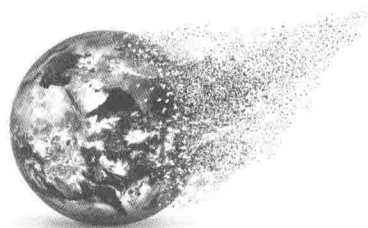
ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS

浙江大学出版社

走出低迷

全球经济冰河期如何拯救私人资产

[德] 丹尼尔·施泰尔特◎著 黄昆 夏柯◎译



EISZEIT IN DER
WELTWIRTSCHAFT



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS

浙江大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

走出低迷:全球经济冰河期如何拯救私人资产/
(德)丹尼尔·施泰尔特著;黄昆,夏柯译. —杭州:
浙江大学出版社,2019.1

ISBN 978-7-308-18643-8

I. ①走… II. ①丹… ②黄… ③夏… III. ①经济危
机—研究—世界 IV. ①F113.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 218593 号

Eiszeit in der Weltwirtschaft by Daniel Stelter

Copyright © 2016 Campus Verlag GmbH, Frankfurt am Main

Published by arrangement with Flieder-Verlag GmbH

All RIGHTS RESERVED

浙江省版权局著作权合同登记图字: 11-2018-446 号

走出低迷:全球经济冰河期如何拯救私人资产

(德)丹尼尔·施泰尔特 著

黄 昆 夏 柯 译

策 划 杭州蓝狮子文化创意股份有限公司

责任编辑 黄兆宁

责任校对 杨利军 沈 倩

封面设计 张志凯

出版发行 浙江大学出版社

(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007)

(网址: <http://www.zjupress.com>)

排 版 杭州林智广告有限公司

印 刷 杭州钱江彩色印务有限公司

开 本 710mm×1000mm 1/16

印 张 17.5

字 数 238 千

版 印 次 2019 年 1 月第 1 版 2019 年 1 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-308-18643-8

定 价 49.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社市场运营中心联系方式: (0571) 88925591; <http://zjdxcbbs.tmall.com>

慢进的萧条

2008 年爆发的经济危机转眼已经 10 年了。对那场危机的解读，经济学界可以说是众说纷纭，莫衷一是。这场危机爆发的原因与实质是什么？和以前爆发的经济危机有什么不同？如果纵观全球经济发展，又该如何看待这场危机的爆发呢？这场危机对今后的全球经济又会有什么样的影响？针对这些问题，德国经济学家丹尼尔·施泰尔特先生在其新著《走出低迷：全球经济冰河期如何拯救私人资产》中做了非常独特的解读。该书将由蓝狮子财经出版中心和浙江大学出版社出版，作为译者，我们有责任在这里对该书做一下简要的介绍，以期有助于读者的理解，加深大家对经济危机的认识。同时这也是翻译本书的价值所在。

在具体介绍本书主要内容之前，我们首先来了解一下本书作者丹尼尔·施泰尔特博士 (Dr. Daniel Stelter)。施泰尔特博士毕业于被誉为“欧洲的哈佛大学”的瑞士圣加仑大学的经济学专业，其博士论文题目是“通缩性萧条” (Deflationäre Depression)。1990—2013 年，施泰尔特博士就职于慕尼黑波士顿国际咨询公司，对经济问题有来自经济实践领域的洞察。2014 年，法国经济学家托马斯·皮凯蒂

(Thomas Piketty) 出版《21 世纪资本论》后，施泰尔特博士针对此书随即出版了《21 世纪债务论》(Die Schulden im 21. Jahrhundert)*，强调高杠杆债务的风险。施泰尔特博士 2010 年出版的《加速走出大衰退》(Accelerating out of the Great Recession) 获得了法兰克福书展中由浓缩书 (getAbstract) 集团颁发的“国际图书奖” (International Book Award)，另外他还在德国主流媒体《经济周刊》(WirtschaftsWoche)、《经理人》(Manager) 开设专栏，其对经济的研究成果也经常发表于德国《商报》(Handelsblatt)、德国《南德意志报》(Süddeutsche Zeitung) 等主流媒体。施泰尔特博士可谓研究债务、经济萧条和经济衰退等问题的经济学理论领域的专家，又因其拥有投资咨询方面丰富的实践经验，以及对公众广泛而深远的影响力，所以他完全称得上是欧洲著名的经济学家。本书的出版获得了瑞士国际知名投资分析师与企业家、有着“末日博士”之称的麦·嘉华 (Marc Faber) 巨大的赞誉。

全书共有四个部分：第一部分主题是“通往冰期之路”，从货币内生理论、现代货币创造机制谈到非生产性信贷带来的债务攀升、人口结构危机以及生产率危机，从而清晰地阐述了全球经济步入经济冰期的过程；第二部分主题是“政治激化冰期”，分别谈欧洲、中国、日本等世界主要经济体降低利率、维持债务之塔不崩溃的政策会如何进一步激化冰期；第三部分主题是“30 年冰期？”，主要讨论世界经济在未来陷入经济冰期的时间或许是 30 年，冰期中我们将遭遇什么样的情景，并从债务削减、债务货币化、货币金融改革等维度探讨经济冰期的解决方案；第四部分主题是“在冰期中幸存”，谈在冰期中让资产保值增值的投资策略，比如独立思考判断、投资多样化、优先配置优质资产、注重价值投资、谨慎操作等。

针对该书的主要内容，接下来我们聚焦以下几个问题：

1. 什么是全球经济的冰期？是什么原因导致了全球经济的冰期？经济冰期将

* 《21 世纪债务论》一书已经由中国社会科学院欧洲研究所胡琨研究员译成中文，于 2015 年 7 月由北京时代华文书局出版。

会带来什么样的后果？

本书的德文书名为“Eiszeit in der Weltwirtschaft”，翻译过来即是全球经济中的冰期，Eiszeit，英文即 iceage，原意指“具有强烈冰川作用的地史时期，又称冰川期。冰期是指地球上气候寒冷，极地冰盖增厚、广布，中、低纬度地区有时也有强烈冰川作用的地质时期”^①。此时出现全球性大幅度气温变低，在中、高纬度（包括极地）及高山区广泛形成大面积的冰盖和山岳冰川。由于水分由海洋向冰盖区转移，大陆冰盖不断扩大增厚，引起海平面大幅度下降。有人根据统计资料认为，冰期的出现具有某种周期性。作者这里使用“冰期”是形象的比喻，意指全球范围内的经济将会出现如同冰期降临地球一样的萧条。而根据作者书中的描述，这种萧条不是指一下子就出现的经济崩溃，而是慢进的萧条。根据译者有限的阅读量，在国外经济学家对于世界经济形势的论断中，著名投资家瑞·达里欧（Ray Dalio）最新出版的英文著作《理解大型债务危机的模板》（*A Template for Understanding Big Debt Crises*）有与本书近似的表述，即“未来的债务危机和上一次有很大不同，可能不会是一次‘大爆炸’似的危机，而是慢慢呈现的、更紧缩的债务危机，但会带来更加严重的社会和国际层面的问题”。^②我国著名经济学家、复旦大学韦森教授在《中国经济增长的真实逻辑》一书中《世界经济衰退与中国经济——从熊彼特的商业周期理论看目前的经济形势》一节的论述，可以说与施泰尔特博士的观点不谋而合，甚至两位经济学家的用词都是一致的，都是判断世界经济将会进入一场“慢进的萧条”^③（德文用词是 Depression in Zeitlupe）。而且尤其巧合的是，两位经济学家都提到了著名经济史学家熊彼特的商业周期理论。施泰尔特博士甚至根据熊彼特的商业周期理论判断当前的世界经济或许正处于“康德拉季耶夫之冬”。所谓的“康德拉季耶夫之冬”，是根据康德拉季耶夫的长波理论，将经济发展过程划

① 此处关于冰期的定义参考了：中国大百科全书(简明版) [M]. 北京：中国大百科全书出版社，2004：419.

② 关于达里欧最新英文著作的介绍引自国内知名自媒体“秦朔朋友圈”2018年9月28日的文章。

③ 韦森. 中国经济增长的真实逻辑 [M]. 北京：中信出版集团，2017：20.

分成“春天、夏天、秋天和冬天”4个不同的周期发展阶段。康德拉季耶夫长波理论中的“冬天”，平均持续时间超过18年，“冬天”是以“秋天”中由于高负债引发的严重衰退开始的，这场严重衰退能够持续最多3年时间，紧接着的就是最多15年的经济低速增长时期，直到下一个春天到来。这里提到的严重衰退的3年时间和最近著名经济学家魏杰教授认为未来3年将会是中国经济最困难的3年的观点，似乎有某种程度的呼应。只是不知道在这最困难的3年过去后，迎接我们的是不是如作者所预测的那样有30年的冰期，直到下一个春天来临。

世界经济将面临经济冰期，是什么原因造成的呢？造成世界经济冰期的首要原因就是由债务的攀升引发的繁荣。在本书开篇作者援引了德国波恩大学一项对过去140年发生的94次经济和金融危机研究的结论，称金融和经济危机是家庭和企业信贷过快增长所导致的结果。当国家为了银行和私有经济的稳定而不得不插手干预时，危机才会蔓延到国家层面。根据波恩大学的这项研究，2008年发生金融和经济危机绝非偶然。从1980年到2010年，我们事实上经历了一次史无前例的举债繁荣期，世界范围内的债务呈现戏剧性的急剧增长。国际清算银行给出的数据显示，工业国家的负债在国内生产总值中的占比已经从160%攀升到了320%。排除价格因素，企业负债增长了2倍，国家负债的增长超过了3倍，家庭负债的增长则超过了5倍。放眼整个西方，哪个国家不是由债务所堆积起来的繁荣？2008年美国爆发危机的原因主要就是房地产的繁荣带来的家庭负债过高以及随之而来的银行财力不足。在欧洲，欧元的推行助长了欧元区国家家庭、企业和政府的巨额负债，同时导致了欧元区内日益增长的不平衡。欧洲的家庭与企业负债水平比美国的还要高。英国、爱尔兰、西班牙、葡萄牙等国家家庭与企业负债水平更是高得异常突出，而希腊和意大利政府在2008年就已经显示出支撑不住债务负担的迹象。而世界另一大经济体日本就一直没有成功地从1990年开始的萧条中解脱出来。即使日本出现了“安倍经济学”——以廉价资金和大量政府支出来刺激经济，但是基于此的所有尝试也均以失败告终。此刻日本再次回到原点，和西

方国家一道陷入深深的衰退。而世界经济中的新兴国家——中国、印度、巴西、土耳其等国的情况也好不到哪里去，差不多都是西方债务经济模式的翻版。因此作者总结道：“2008年金融和经济危机绝非一场普通的危机，也绝非著名经济学家辜朝明所言的‘资产负债表衰退’，其实质是依靠债务支持的繁荣难以为继。”

这种由债务支撑繁荣的经济发展模式之所以产生，首先一个原因在于布雷顿森林体系解体之后，政府们对金融市场监管的放松，使得商业银行在现代金融体系中所发挥的创生货币的作用得到了大规模放大，从而引发了信贷的膨胀。其次，西方世界的政府和中央银行似乎陷入某种恶性循环，一再地下调利率，过去的低利率要求今天更低的利率，而明天的利率甚至比今天还要低，以让资金越来越廉价和慷慨地被输送到经济中去，维持由信贷所带来的繁荣。

但是债务的增长不可能是无限制的，债务的增长总会有一个极限或者临界值。根据国际清算银行的一项研究，债务影响经济增长的神秘界限在国内生产总值的90%左右。一旦国民经济的某个部门（比如国家、企业和家庭）的债务达到或超过国内生产总值的90%，就足以抑制一国的实际经济增长。而且债务到了某个临界值之后，债务所带来的刺激作用也会受到限制。也就是说，新增债务对经济增长的作用会越来越小。作者在书中提到，20世纪60年代，1美元的新增债务能创造大约80美分的国内生产总值。而到了20世纪90年代，同样规模的债务所创造的价值降到了30美分，且从2000年之后最终降到了大约10美分。这其中蕴含着不断增加通货紧缩压力和高负债的国家及整个世界经济增长越来越弱的关键原因。

既然新增的负债不会继续带来经济增长，那么经济的增长就会受到就业人口和生产率增长的制约而接近其自然水平。而在西方主要发达国家，由于受老龄化以及生育率低带来的少子化问题困扰，就业人口事实上大多不是处于停滞就是处于萎缩的状态，而人口萎缩有着严重的经济后果，具体体现为更低的经济增长和更高的支出。于是仅存的希望便在生产率的提高上了。但在这个方面，情况也不怎么乐观。生产率增长的下滑就像人口发展状况一样，数年前就已经被人们所关

注。美国智库“世界大型企业联合会”（Conference Board）甚至计算出2013年的生产率增长为负值。生产率增长是生产性投资的结果。非生产性投资如购置不动产或者其他资产都不会提高生产率。著名增长研究专家罗伯特·戈登（Robert Gordon）认为未来生产率的增长将会更加缓慢，他提到以下的原因：创新的收益下降，更加糟糕的教育培训，环保成本攀升，国际竞争更加激烈，收入与福利分配不平等。

过去这些年，世界经济之所以能够保持稳定，就在于中国和亚洲新兴国家成功找到了新的债务人。而现在这些国家的负债能力被榨干之后，这些债务国同样开始致力于削减债务，问题因此变得更大而不是更小了。在靠着负债增加实现了数年之久的超出自然潜力的经济增长之后，我们现在面临着经济增速降低和经济转折的威胁：增长低于正常的趋势，经济停滞，失业率在危机国家保持在高位，公司倒闭，人才逃离。因为对机器、设备、研发的投资进一步缩减，技术创新力继续降低。人均产值停滞或减少，西方危机国家进而渐渐陷入贫困。繁荣时期造成的债务和过剩产能负担、增多的僵尸企业、过去数十年大量的失败投资都在不断压低通胀率，我们将面临长期的价格停滞或下降。没有经济增长，社会共识度以及国家内、国家间的理解宽容度都会受到影响。分配矛盾将会大大增多，社会鉴于人口结构，会更重视财富的再分配而不是创造新财富。而这一趋势又会随着社会老龄化拒绝革新和改变的倾向得到进一步加强。于是作者设想未来若干年的世界经济冰期场景将会是这样的：“政府和央行在过去数十年进行的是一场规模巨大的庞氏骗局。不断增高的债务将短期经济问题和全球化进程中的适应过程掩盖。愈演愈烈的放贷导致资产价值的飙升。因为银行越来越愿意为现有资产的购置行为提供资金支持，而资产价值的升高又使更多的举债具有可能性。在此，新债带来的收益不断减少，这意味着，为刺激实体经济，需要债务有越来越强的增长趋势。系统渐渐来到它的极限。新债仅能用于维持现有债务尚能得到支付的幻象，于是全世界各个地区事实上的增长率下降。微弱的增长又反过来对政府和个人的

负债能力产生负面影响。通过储蓄和变卖资产来降低债务负担的所有尝试都将进一步抑制经济活力。结果便是更低的增长和趋于下降的价格水平，即我们所担心的通货紧缩。而这又加重了债务人摆脱债务的压力。于是经济冰期来临，并且由于萎缩的就业人口和降低的生产率增长而进一步加剧。央行和政府以更加激进的货币政策和进一步的举债来应对。然而它们只能暂时减轻压力，代价是更高的债务负担。它们无法结束冰期。因此，我们得对经济冰期还将持续经年有心理准备。”

如果说当前世界的经济衰退需要深层的经济理论予以解释的话，那么熊彼特的“商业周期理论”无疑是一个非常有价值的参考选项。当今世界经济依靠债务支撑的繁荣之路走到了尽头，依靠降低利率水平，实行量化宽松刺激经济增长的模式将难以奏效。低利率水平下的廉价资金无异于让人上瘾的海洛因，而指望使用这样的办法摆脱经济危机也无异于饮鸩止渴。这便是作者在本书中一再警告的。

2. 中国，西方债务经济模式的翻版？

作为中国读者，我们自然关心中国在这场全球经济冰期中会处于怎样的境地，又将有什么样的未来呢。在该书第二部分和第三部分，作者辟有专门的章节讨论这个问题。而且开篇就开门见山，直言中国可能就是欧债危机中的另一个希腊。中国的债务从2000年的2万亿美元飙升到2014年的28万亿美元。如果中国发生债务危机，将会对世界经济造成巨大的影响。作者甚至不讳言，中国一旦出现债务危机将会激化全球经济的冰期！中国经济中充斥着过度负债和产能过剩，这两者的结合将会导致巨大的通货紧缩。而且屋漏偏遭连夜雨，中国的人口结构自从2011年以来就出现了巨大的变化，中国的劳动力供应已经开始出现短缺，作者预计，中国到2030年将会出现1.4亿的劳动力缺口。劳动力减少就意味着经济增长放缓，即使提高人均国内生产总值也无济于事。根据国际货币基金组织的研究，如果中国的改革得到顺利推进的话，中国的人均国内生产总值最晚到2030年可以达到美国人均国内生产总值的40%；如果中国改革出现问题，则只能实现25%。

这样中国就有陷入“中等收入陷阱”的危险。为了跨越“中等收入陷阱”，就需要发展具有创新和高附加值的产品和服务。资本就必须投入创新和创造性领域。但是前提必须是保障产权，完善国家法治和推动创新创造。而在中国，大量的贷款流向了国有企业；那些可能成为创新发动机的民营中小企业则很难从银行中借到钱。另外作者还将中国 2015 年的股市动荡与 1929 年的美国做了比较，并称这种比较是令人不安的。作者在本节的最后一部分甚至预测，中国可能会学习日本采取让人民币贬值的办法来解决经济滞胀，这样会造成原材料价格下跌和中国出口商品价格下降，从而强化通货紧缩的压力，让中国成为“通货紧缩的输出者”。如果中国政府除了学习日本和使人民币贬值外没有其他选择的话，那么中国就会激化世界经济的冰期，欧洲和美国也会因此再次陷入衰退。

这里必须说明的是，本书作者对于中国经济的判断仅代表其一家之言，而且仅仅是在 2016 年做出的判断，在过去的两年，世界经济形势和中国经济形势都发生了巨大的变化，当今的中国经济究竟是不是如同作者所预测的那样，作为本书的译者，我们期待本书的翻译出版能够抛砖引玉，引起国内的经济学者们的讨论。

3. 全球经济冰期中的幸存之道

既然未来全球经济处于这种慢进的萧条——所谓的“冰期”之中，一个自然而然的问题就是，面对全球经济冰期，我们该怎么办？针对这个问题，作者用了最后整整三大章专门加以讨论。作者开篇就引用了美国传奇的资本市场投资人比尔·格罗斯（Bill Gross）的比喻，格罗斯曾将金融市场的形势比作攀登一座高峰，过去 30 年货币持续贬值、债务增加、监管放松、经济全球化推进和人口出生率提高，共同把金融市场的价格推到了峰值。目前我们正处于临近高峰的位置，比起爬到峰顶尽享美景，跌落山崖的风险可能更大。盛宴已经走到了尾声，终结正在降临，我们将会进入下山的通道。在这种情况下，人们无法计划出一条“越过冰山”的道路，地上的陷阱无所不在。宏观经济学的推论彰显：保证灵活性和预警

性是投资的首要因素，我们要做好准备，包括通货膨胀、通货紧缩、支付违约以及可能出现的欧元体系崩溃。面对这样的形势，我们往往需要专业人士给出意见和建议。但是作者在本书中专门给出的一条建议是：不要相信任何建议。他说，不要把希望完全寄托在银行和金融机构的咨询师身上，他们未必有能力帮你应对你提出的难题，另外，这些咨询师也未必有他们所宣称的那般独立。因此我们这些投资者别无选择，在投资中面临困境和选择时，重要的就是独立思考。同时，经济冰期中有一点是可以确定的，就是资本投资的收益会降低。根据宏观经济学理论，利率与资本收益的发展走势会趋同于市值增长趋势。因此冰期理财的第一步就是：降低成本！经济冰期中另一个重要的理财禁忌就是：操作过于频繁。所有投资的收益都会随着操作次数的增加而降低。因此，人们应当学习价值投资的理念，同时要有抵抗短暂困境的纪律与特质。面对金融市场，人们会产生错误的直觉，如果人们意识到了这一点，就可以大大抵御反弹期购入和下跌期卖出的冲动，那些跑赢市场的人往往只是因为他们比其他人坚持得更久而已。

经济冰期中还有一种重要的投资理财理念就是：不要把鸡蛋放在一个篮子里！投资应当尽可能多样化，投资组合所包含的业务项目应当广泛，同时配有相应的投资纪律。这里作者甚至给出了实践中多样化的投资组合：1. 购买不同区域的绩优股；2. 重点投资货币和不同区域的国债；3. 使用现金作为管理外汇风险的手段，如瑞士法郎、挪威克朗、新加坡元和美元；4. 黄金投资；5. 人口发展趋势较好地区的不动产。限于篇幅，这里我不再过多列举作者给出的分析建议，请读者们阅读后自己做出分析判断。

最后，作者在本书最后一节《幸福并不仅仅是金钱》中总结道，在生命当中有比金钱重要得多的东西，而幸福并不取决于账户的状态。因此除了做好防备，谨守本书中提出的基本原则，我们每一个人都应该专注于生活中美好的方面，因为金钱并非一切，真的不是！

本书得以翻译出版，首先我想感谢吴晓波老师帮助我与蓝狮子财经出版中心

取得联系。其次，非常感谢我国著名经济学家、复旦大学韦森教授在本书翻译过程中给我提供了非常宝贵的建议。无论是阅读韦森老师的著作，还是聆听他的讲座，均感获益匪浅。然后我想再次感谢我的翻译合作伙伴夏柯在该书翻译过程中给予的诸多校正性支持与帮助。同时我的研究生同学高轩、陈依慧，德国同学 Julian Conrad 在该书翻译过程中也给予了很大的支持与帮助，上海融孚律师事务所高级合伙人倪建林律师在该书翻译合同签订上给予了宝贵指导，中国社科院欧洲研究所的胡琨研究员，也是本书作者上一本著作《21 世纪债务论》的译者，在涉及本书的一个重要概念 Vollgeld 的翻译时给予了宝贵的建议，蓝狮子财经出版中心以及浙江大学出版社的编辑们在审稿过程中给予了耐心细致的帮助，在此一并深深致谢！由于译者学术水平和经济学专业知识有限，本书的翻译错漏之处在所难免，不足之处，恳请海内外专家学者批评指正！

参考文献

- [1] Daniel Stelter. https://de.wikipedia.org/wiki/Daniel_Stelter
- [2] (美) 辜朝明. 大衰退 [M]. 北京：东方出版社，2008.
- [3] 韦森. 中国经济增长的真实逻辑 [M]. 北京：中信出版社，2017.
- [4] 刘海影. 中国巨债 [M]. 北京：中信出版社，2004.
- [5] (美) 理查德·邓肯. 萧条再袭——纸币经济的崩溃 [M]. 大连：东北财经大学出版社，2013.

2008 年的危机并非一场普通的危机，也并非“金融危机”，而是由我们越来越多地依赖廉价债务的经济体系接近崩溃所导致的。世界经济就像是一个毒瘾患者，需要越来越大剂量的廉价资金。假如债务不再增长，一切都将崩溃。

只要借贷方有意将其收入的相应部分用于偿还所借贷的资本，并履行其支付债务利息的义务，债务是不会产生问题的。我将这样的债务称为“生产性的”。这种称谓适用于投资和部分私人借贷。

但是另一方面还有非生产性债务。非生产性信贷的借债者希望其所购置的资产升值，以此来满足支付义务。这里提到的资产通常指的是不动产。

非生产性信贷份额越大，系统的抗风险性就越差。在过去 30 年里，生产性信贷在国内生产总值中的比例关系并没有显著的改变，而非生产性信贷在这期间却有了数倍的增长。越来越多的债务是服务于商务投机的。

西方世界的政府和中央银行大规模地推动了这种发展。廉价的信贷与高企的资产价值被掩盖了，实体经济并不像二战结束后的前数十年那么强劲地增长。而中国和东欧进入市场所带来的工资停滞不前，则更是通过资产的升值轻易就得到了补偿。

哪里存在危机，哪里就有干预：利率一次次降低，信贷标准一再宽松，2008 年看起来是达到了极限。那些过去总是能够并且想要借贷的人，负债更多了。系

统走到了它的极限。显而易见的是，债务之塔到了崩塌的边缘。

我们原本有选择：冷静地忍痛撤出，即放弃靠借贷而活；或是继续上“剂量”。可能只有少数人会政府对选择“再来一剂”感到惊奇。操控银行资产负债表、再一次降息以及对有价证券的直接购买，都激起了债务的增长。

政府的这些举措都取得了成功。政府、企业以及私人财务的总体债务与经济产值的比率都要高于2007年。靠着额外的举债，我们在2008年再次避免了劫难。但我们只是拖延了时间而已。新增债务中越来越大的部分被用于维持幻觉，即现存的债务模式可以维持。

欧洲和美国已经从危机和崩溃中恢复，但是经济境况却是战后最疲弱的。高失业率、疲弱的需求和低迷的投资是普遍的景象，通货膨胀率极其危险地低。更大范围与规模的（资产）价格回落近在咫尺。

一切都在表明，中央银行已经陷入一种恶性循环。廉价的资金将导致投机与消费所形成的债务攀升。因此，经济危机的风险就会增加，这会再次导致要求更低的利率。

过去过低的利率会要求今天有更低的利率，进而还会要求明天比今天有更低的利率。资金必须越来越廉价、越来越慷慨地被输入这个系统。

在这种情况下，债务负担就会造成通货紧缩的影响，进而埋下经济崩溃的种子。要是我们通过越来越多的债务追求繁荣并使得资产价值“膨胀”的话，那么只要资产价格下滑或者利率上升，一场严峻的危机转眼就将爆发。我们会很快到达那个临界点，在那时出售资产不再是自愿发生的，而是被迫的。

在一个债务过多的世界里，只有为数不多的调整改革之路：以破产、倒闭和萧条为代价的忍痛撤出，或是使用不那么剧烈的解决方案——征税或者货币贬值。

目光所及，人们也可以观察到凶兆在增加。世界在高企的债务、微弱的经济

增长和严重的失业下呻吟。储蓄几乎不会产生利息。2015年夏天，金融市场正在经历剧烈动荡。恐怖主义和难民危机正在葬送全球经济稳定和政治团结。要求中央银行采取更激进措施的呼声越来越强。我们不是在经历一场新的大萧条，而是在经历一场慢进的萧条。快速崩溃被排除了，取而代之的将是一场长期持续的停滞：冰期。

几乎没有人预见到2008年的危机，也几乎没有人预见到冰期。这并不奇怪——研究清楚地显示，政经学家们不会去预言经济衰退。¹

当下这场危机早在8年前就开始了。按照《圣经》的说法，饥荒岁月之后我们就可以期待7年丰饶年景。但是之后的情况看起来却并非如此。相反，我们必须各自在资产配置中加以调整以应对这次冰期。格言教育我们：要自谋而有备无患。

第一部分

通往冰期之路

01 一文不值的金钱

30 年债务繁荣 /002

市场的放开 /003

债务——万试万灵的政策 /005

欧元作为债务引擎 /006

泡沫破裂 /007

02 银行的角色

私有银行对货币的创造 /010

没有人理解银行 /012

非生产性信贷 /014

跳出危机周期 /018

03 德国与欧元

“借”来的虚假繁荣 /020