

THE ONLY
GAME IN TOWN

负利率时代

货币为什么买不到增长

【美】穆罕默德·埃尔-埃里安 (Dr. Mohamed A. El-Erian) 等著 巨涛口译

Central Banks,
Instability, and Avoiding
the Next Collapse



中信出版集团 · CHINA CITIC BANK

THE ONLY
GAME IN TOWN
负利率时代
货币为什么买不到增长

Central Banks,
Instability, and Avoiding
the Next Collapse

[美] 穆罕默德·埃尔-埃里安 著
Dr. Mohamed A. El-Erian

巨澜 译

图书在版编目 (CIP) 数据

负利率时代：货币为什么买不到增长 / (美) 穆罕默德·埃尔-埃里安著；巨
澜译. — 北京：中信出版社，2017.1

书名原文：THE ONLY GAME IN TOWN: CENTRAL BANKS,
INSTABILITY AND AVOIDING THE NEXT COLLAPSE
ISBN 978-7-5086-6784-3

I. ①负… II. ①穆… ②巨… III. ①中央银行-金
融政策-研究-美国 IV. ①F837.123

中国版本图书馆CIP数据核字 (2016) 第 240571 号

Copyright © 2016, Mohamed El-Erian

All rights reserved.

Simplified Chinese translation copyright © 2016 by CITIC Press Corporation

All rights reserved.

本书仅限在中国大陆地区发行销售

负利率时代：货币为什么买不到增长

著 者：[美] 穆罕默德·埃尔-埃里安

译 者：巨 澜

策划推广：中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行：中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者：北京画中画印刷有限公司

开 本：880mm×1230mm 1/32

印 张：11.25 字 数：195 千字

版 次：2017 年 1 月第 1 版

印 次：2017 年 1 月第 1 次印刷

京权图字：01-2016-7432

广告经营许可证：京朝工商广字第 8087 号

书 号：ISBN 978-7-5086-6784-3

定 价：58.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由销售部门负责退换。

服务热线：400-600-8099

投稿邮箱：author@citicpub.com

— 赞 誉 —
THE ONLY GAME
IN TOWN

这是现在必读的一本经济学书……如果你了解这个分叉世界和它的未来方向，再没有比穆罕默德·埃尔-埃里安更好的解读读者了……本书是一本非常优秀的入门读本……当今世界在努力应对低速增长、不平等加剧以及由此产生的民粹主义、民族主义和各个国家（从美国、法国一直到中国）的党派政治等各种问题。在这种形势下，我们对世界应该有何期许，这本书指引了我们的思考方向。

——《时代周刊》

为什么全球经济现在很大程度上是由未经选举产生的中央银行来操控的？通过极具智慧的分析，本书作者阐述了民选政府在经济管理的基本职责方面是如何失职的，以及为什么这可能会导致一场失控的巨大危机。

——CNN

还有什么能比一本书的关键词是“中央银行、不稳定、避免下一次崩溃”更给力的呢？还有谁能比穆罕默德·埃尔-埃里安写得更好呢？他从“新常态”的概念出发，敏锐地捕捉到当今时代低增长、低通胀、低投资回报率的实质……他提出，为了应对当今重大的经济挑战，电梯推销那一套已经彻底行不通了。这些观点令人耳目一新……这是一本发人深省的好书。

——《金融时报》

本书是对于联邦储备局限制的一个警告……对那些认为华盛顿政客们是酒囊饭袋的人来说，埃里安的判断有些令人不寒而栗……埃里安认为，现在最重要的是对具有更大潜力去创造稳定性的实体经济进行大规模投资，而这些措施只有总统和国会有权实施：改善公共基础设施、加强教育和职业培训、检查复杂的税收制度盛行的不当诱因。

——《纽约时报》

埃里安以银行为背景，讨论了当今全球经济的十字路口，以及各个机构在创造未来的过程中所扮演的角色……这位备受尊敬的金融从业者探讨了当前的经济形势以及中央银行发挥的作用，使得本书极具可读性，那些希望了解影响金融稳定性的经济或政治决策的读者一定会受益匪浅。

——《图书馆杂志》

本书富于启发性……埃里安详细描绘了中央银行在国家和全球经济发展中的角色变化轨迹……中央银行进行的各种实验性政策，甚至为了推动经济腾飞不惜弄虚作假……例如，在没有任何先例的情况下，实行负利率和其他非常规货币政策，其结果必然导致自上而下的经济波动。

——柯克斯评论

穆罕默德·埃尔-埃里安是一位非常出色的投资分析师、投资者以及市场评论员。他提出的“新常态”概念具有先见之明，并且已经得到了证实。不管你同不同意，他在本书中的想法都值得思考。

——劳伦斯·萨默斯 美国前财政部长

这本书完成了几乎不可能完成的任务：它将复杂的金融问题和事件化繁为简，深入浅出，寓教于乐。对那些关注全球经济和未来走势的人来说，本书是必读之作。它提出了关键问题，探索了所有相关主题，提供了全面的政策建议，非常了不起。

——杰克·韦尔奇 全球第一CEO

从Airbnb和颠覆性的技术的兴起，到对俄罗斯的外交政策的担忧和中东的动荡局势，再到负利率和“新常态”，这是个处处充满困惑的世界，决策者的工作困难到令人难以置信。要论对市场、政策知识方面的熟悉度，还有谁能比穆罕默德·埃尔-埃里安来得更加得心应手呢？这本书是一部伟大的作品。

——奥利维尔·布兰查德 彼得森国际经济研究所高级研究员

如今，全球经济饱受低增长和不平等的困扰。通过对世界主要央行正在使用的工具的观察，穆罕默德·埃尔-埃里安告诉我们如何可以促进包容性增长的方法。他是我们这个时代最有头脑的金融分析师之一。

——沃尔特·萨克森 《史蒂夫·乔布斯传》作者

穆罕默德·埃尔-埃里安从投资者、公务员以及分析师的角度解读全球经济。他在本书中迫切想要传达的信息是：如果继续把全球经济发展的重担都压在央行的肩上，势必不会有什么好结果。如果他的说法是对的，那么我们所有人，包括政府、企业、金融和个人，都需要了解为什么以及如何去未雨绸缪。

——杰西卡·马修 前卡内基国际和平基金主席

这本书是对全球经济感兴趣的读者的必读书目。不仅精确描述了全球金融危机之后央行摇身一变成为唯一玩家的过程，还阐明了其他结构和财政政策如何才能变成解决全球经济重要问题的必需。埃里安是我们这个时代关于全球关键问题最优秀的思考者之一。

——鲁里埃尔·鲁比尼 纽约大学经济学教授

在这本书中，穆罕默德·埃尔-埃里安做了几件非常重要的事情。第一，对于国家和全球范围面临的在持续包容性增长方面的多重挑战，他第一个提出了真正的、全面的评估；第二，他通过央行和货币政策来审视这一切——只有极少数例外；第三，他巧妙剖析了几乎无处不在的单手应对政策的局限性及其风险；第四，他指出这是一段我们无法再继续走下去的旅程——我们既要打破优势水平和增长质量，又要避免性能下降和不稳定性。之后，他提出了一种有帮助的思维模式——无论是对决策者还是我们来说——为我们在这个未知的复杂领域引领方向。这是一部杰作。

——迈克尔·斯宾塞 诺贝尔经济学奖得主、纽约大学经济学教授

穆罕默德·埃尔-埃里安理解市场和经济，他明确指出并冷静分析了导致当前全球经济增速放缓以及正在接近的分叉路口的力量。前方道路可能通向危险的180度转向，或者更持久、更具包容性的增长。在埃里安看来，好消息是决策者、企业和我们自己仍然牢牢把握着经济发展的轮盘，能够引导经济朝着更好的方向发展。

——艾伦·克鲁格 普林斯顿大学经济学与公共事务教授

想要理解快速扩张、央行在全球经济发展中所扮演的角色，以及我们面临的机遇和挑战，本书是不可或缺的指南。

——詹姆斯·波特伯 麻省理工学院经济学教授、
美国国家经济研究局总裁兼首席执行官

本书讲的是关于央行的事情，但它实际上包含着更多的内容：从今天的宏观经济环境所需要的投资策略，到经济所处的“新常态”下政府所面临的税收和公共事务方面的艰难抉择。埃里安令人难以置信的世界观，远比他丰富的经验更令人印象深刻，透过他的双眼看待全球经济，给我们带来了一堂真正的教育课程。

——亚当·S. 波森 彼得森国际经济研究院院长

穆罕默德·埃尔-埃里安，是全球经济趋势最敏锐的观察家之一，现在无处不在的那个词语“新常态”就是他最早提出的。五年前，他担心全球经济可能需要数年的时间才能重回正轨；而现在，他忧虑的则是全球经济将会跌落金融悬崖。本书给读者带来了一些好消息，里面谈到，如果政策制定者团结一致集体行动起来，事情也可能会有转机；然而坏消息是，那些经验丰富、久经商场的资深从业者们，并非全都抱持乐观态度。未来五年，全球经济将会如何展开，想要了解这一点，本书无疑是必需之书。

——肯尼思·罗戈夫
哈佛大学公共政策教授，前国际货币基金组织
首席经济学家和研究部主任

— 序 —
THE ONLY GAME
IN TOWN

财政之道不在多，在精。

——马丁·沃尔夫——

依靠央行的应急措施来提高增长的机会基本上已经穷尽。

——拉里·萨默斯——

在过去几年中，全球经济的发展方式一度被认为是极不可能的。然而，这种现象不但持续至今，而且就像在本书中说明的那样，在未来一段时期内还将得到进一步加强。

2008~2009年的全球金融危机几乎撼动了每一个国家、政府和家庭。尽管大量政策已经干预了央行以及转型技术创新，但随之而来的，是令人沮丧的低速增长“新常态”、不断增长

的失业率、政治机能失调以及某些时候的社会紧张状态。

现在，这种新常态的疲态日益显现，紧张迹象倍增，以致全球经济发展之路几入绝境，而且这种情况的发生很可能是突然之间的。

我们越接近这个历史转折点，特别是当这个趋势变得日益明显的时候，不可思议的事情就会变得越来越稀松平常，人们的不安全感也将与日俱增。不同于自动平稳的转型，目前的道路会被两种截然不同的新道路取代：第一条道路承诺更高的包容性增长和真正的金融稳定性；第二条道路与第一条道路形成鲜明对比，它带来的是更缓慢的经济增长速度、周期性经济衰退以及金融不稳定性的卷土重来。

幸运的是，“新常态”力竭之后随之而来的会是什么，尚无定数。家庭、政府和国家的选择都在间接影响着这条即将到来的“T字路口”（图1）之后的出路。为了做出更好的选择，我们需要理解究竟什么力量在起作用，以及它们有可能演变成什么样子。为此，我们有必要研究世界主要央行的过去、现在和未来。

这些曾经沉稳、单调、乏味的机构，如今已成为世界最主要的且大多数时候唯一的决策者。之前放任金融风险承担能力失控，这是它们的失职；但在全球金融危机期间，它们转向了

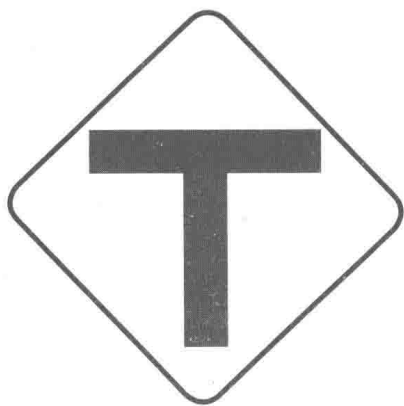


图1 T字路口

积极干预模式，在这个过程中，它们把世界从持续多年的、几乎要造成民不聊生、社会动荡的大萧条中拯救了出来。

在觉察到其他政策制定者们被机能失调的政治活动搞得斗志丧尽之时，央行发现了一些可以刺激全球经济持续增长的实验性的方法。尽管这些方法有些人为的刻意因素，尽管经济繁荣的底层引擎还有待改善，但它们还是那样去做了。

现在，人们仍然期待着这些金融机构可以继续创造奇迹，怎奈能力有限，想要反反复复地从政策帽子里变出新兔子，谈何容易。

对央行来说，这个重要的角色也是全新的。几十年来，它们一直运作在远离聚光灯的地方，这些守旧而自负的机构的大多数追随者——基本上也都是货币经济学家和政策专家这个小

圈子里的人——觉得央行里面都是一些非常传统的技术官僚，运用各种复杂的技术工具，在幕后悄无声息地工作。

17 世纪，全世界第一家央行在斯堪的纳维亚半岛建立，就在同一世纪的 1694 年，英国央行英格兰银行创建，它被普遍认为是现代央行之父。尽管大英帝国已经消亡，但“针线大街上的老妇人”（英国央行的昵称）仍然是这个“神秘独家俱乐部”中最有影响力的成员之一，它对世界上绝大多数央行的设计都产生过深远影响。

然而，与美国联邦储备委员会（FED，以下简称“美联储”）以及欧洲中央银行（ECB，以下简称欧洲央行）相比，英国央行的实力不免相形见绌，美联储是世界上最强大的央行，欧洲央行是欧洲共同货币（欧元）的发行者——欧元已经被 19 个国家使用，是地区历史一体化项目中最先进的组成部分。

但要论年纪，这两个机构和英国央行相比，都要年轻太多太多。

1913 年，为了应对当时的金融动荡，美联储得以建立。今天，作为管理美国 50 个州和地区，且得到国会授权运作的央行，美联储的任务是“为国家提供一个安全、灵活、稳定的货币和金融体系”。

欧洲央行成立于 1999 年，而欧元体系中的一部分就是要求国家和央行共同协作。欧洲央行的目标是保持价格稳定、维护共同货币、监督以银行为主的信贷机构。

为了达到某些特定的宏观经济目标，所有央行都有权管理国家货币以及货币供给。一般来说，它的目标是保持低速稳定的通货膨胀，在某些情况下会调整为提高就业率和促进经济增长。近几年来，越来越多的央行还被赋予监督部分金融体系、确保整体金融稳定的职责。

在最基本的操作层面，央行直接或间接地控制着货币流通的价格和数量：直接控制的方式是调整对银行收取的利率以及银行的信贷总额，间接控制则是指央行对整个系统风险偏好和总体金融情况的影响。在这些过程中，央行被政治领导人们授予了越来越大的经营自主权。

政府直接或间接通过议会为央行制订宏观目标，之后就放任它们去自己选择工具来实现这个目标。那些只关注自己连任前景的政客们对这件事一直保持着乐观的态度，觉得可以让央行规避短期政治风险。但也正因为如此，央行的权力和影响迅速膨胀。

以美联储为例，与其他央行一样，它在任务、工具和影响方面也经历了戏剧性的增长，它不再简单地仅是货币唯一

的发行机构，而是变成了更加复杂的银行系统的监管部门。具体来说，引用美联储在其网站上发布的声明（<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/mission.htm>），美联储现在的职责是：

- 在追求就业最大化、物价稳定以及温和的长期利率的过程中，通过影响经济中的货币和信贷状况，拟定并实施国家货币政策。
- 监督和规范银行机构，以确保国家银行和金融系统的安全与稳健，保护消费者债权。
- 维护金融系统的稳定，遏制系统性风险在金融市场上出现的可能性。
- 为存款机构、美国政府和外国官方机构提供金融服务，包括在国家支付系统中扮演重要角色。

虽然在责任、力量 and 影响方面有如此巨大的膨胀，但在过去几年中，央行本身对这种前所未有的转变的到来也是毫无准备的——无论在全球金融危机期间还是之后。

央行被迫放弃了自己多年来维护的神秘身份以及高度的技术定位，戏剧化地被推到了聚光灯之下，就好像全球经济的命脉全在它们一手掌握之中。为了应对接踵而来的紧急情况，它

们放弃了常规方法，取而代之的是把自己演变成了一系列政策的实验员。

像央行这种视传统如生命的机构，常常会做出一些非常反直觉的事情，比如，它们会被逼无奈而当场做出决定。它们已经有了很多次被迫使用未经测试的政策工具的经历。很多人觉得（并且仍然觉得）有必要探索更深入的、未知的政策领域和角色，不过希望越大，失望也越大。对于那些习惯了经济和金融系统的传统操作方式的人来说，这一切对于央行来说都是不可思议的“易容术”。然而，结构性的突变还没有停止，央行正在经历着的只是大变革中的一小部分，而这场变革终将被我们、我们的孩子、更有可能的是孩子的孩子所感知到。这是一场全球经济、市场功能以及金融格局的深刻变革，其影响范围超出了经济和金融范畴，延伸到国家政治、区域和全球谈判以及地缘政治领域。

央行从一个基本隐形的机构摇身一变成为世界政治的唯一主导者，这个转变事先没有计划且令人不安，但只要理解了这一点，就能为我们提供一个独特的视角，去观察影响世界的更大的力量：

- 在面对世界各地数亿人民的合理诉求时，全球系统

是如何变得越来越力不从心，这些诉求包括改善经济、报酬合理以及金融安全。

- 为什么世界面临的困难与日俱增，为什么国家之间越来越不平等，为什么这么多人会生活在周期性的金融动荡甚至危机之中。

- 为什么各种政治制度费尽心力只是想要理解当下这个快速发展的现实情况，更不用说向更好的方向引领它们。

生活在这个世界上，我们大多数人已经直接或者间接地观察到了一系列不同寻常的、前所未有的变化。确实，在很多层面，人们都感受到了这个现象。然而，所有这些仅仅是刚刚开始而已。

在未来几年里，我们生活的这个极具变化的世界很可能把我们推向离我们的舒适区更远的地方。我们将如何应对这个挑战？我们不能坐等政府来扭转事态。

除非我们可以理解这股爆裂力量的性质，包括它的引爆点和将会选择的方向，否则我们根本来不及应对。这种情况出现的越多，我们就越有可能失去对经济有序性、金融以及政治命运的掌控力。

这本书的写作目的，就是想从央行看待世界的角度出发，

谈谈如何才能将未来的全球经济管理得更好。通过分析央行历史上的以及意料之外的各种转型的原因和影响，结合更广阔的社会变化的大背景，解释清楚我们要如何以及为什么会迎来现在这个重要的拐点时刻。然而，这并不是一本历史书，当然也不仅仅是一本讲央行的书，而是通过对我们生活的这个世界提供诊断，谈谈我们共享的全球经济的未来，以及我们应该做些什么。所以，本书还会详细阐述怎么才能将全球系统拖出低迷状态，这种情况可能是怎么发生的，如果失败我们又将如何。

出于以上所有原因，以及在阅读过程中还会发现的更多原因，我希望各位读者的收获不仅限于理解了央行的重要角色（包括其如何与全球经济的命运交织在一起），还能够学习到具有实用性的分析框架，帮助我们取得更大的成就。