

THE HOLY GRAIL
OF MACROECONOMICS
LESSONS
FROM JAPAN'S GREAT RECESSION

辜朝明的理论不仅颠覆性地解析了美国大萧条和日
本大衰退的根源，更在全球喧嚣的救市声中提出了
可能更加有效的解决之道，而对未来的经济，他也
做出了极富智慧的预见。

大衰退

宏观经济学 的 圣杯

〔美〕辜朝明 著

Richard C. Koo

喻海翔 译

东方文库
ECONOMICS



人民东方出版传媒
Renaissance Publishing Co. Limited
东方出版社
The Oriental Press

大衰退

宏观经济学的圣杯

THE HOLY GRAIL
OF MACROECONOMICS

[美] 辜朝明 (Richard C. Koo) 著

喻海翔 译

人民东方出版传媒
People's Oriental Publishing & Media
 东方出版社
The Oriental Press

图书在版编目 (CIP) 数据

大衰退: 宏观经济学的圣杯 / (美) 辜朝明 著; 喻海翔 译. —北京: 东方出版社, 2016. 8
书名原文: The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession
ISBN 978-7-5060-9209-8

I. ①大… II. ①辜… ②喻… III. ①宏观经济学—研究 IV. ①F015

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 214544 号

The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession
Copyright © 2009 by John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd. ISBN: 978-0-470-82494-8
All Rights Reserved

This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, Published by John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder
Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal

本书版权由约翰·威利父子(亚洲)出版公司代理
中文简体字版专有权属东方出版社
著作权合同登记号 图字: 01-2016-6284 号

大衰退: 宏观经济学的圣杯

(DA SHUAI TUI: HONGGUAN JINGJIXUE DE SHENGBEI)

作者: [美] 辜朝明

译者: 喻海翔

责任编辑: 李 烨

出版: 东方出版社

发行: 人民东方出版传媒有限公司

地址: 北京市东城区东四十条 113 号

邮政编码: 100007

印刷: 鸿博昊天科技有限公司

版次: 2016 年 11 月第 1 版

印次: 2016 年 11 月第 1 次印刷

印数: 1—6000 册

开本: 880 毫米×1230 毫米 1/32

印张: 12.25

字数: 288 千字

书号: ISBN 978-7-5060-9209-8

定价: 45.00 元

发行电话: (010) 85924663 85924644 85924641

版权所有, 违者必究 本书观点并不代表本社立场

如有印装质量问题, 请拨打电话: (010) 85924602 85924603

目 录

CONTENTS

推荐序 如何应对未来的金融危机? / 1

导 读 / 7

致 谢 / 13

序 言 / 15

第一章 日本经济衰退

一、结构问题与银行问题无法解释日本经济的长期衰退 / 22

 日本的经济复苏并非源于结构改革 / 22

 针对供给方的结构问题 / 25

 遭遇需求不足的日本经济 / 26

 日本的经济复苏并非由于银行问题得到解决 / 27

 日本的经历与美国 20 世纪 90 年代早期遭遇的信贷紧缩完全相反 / 30

二、经济泡沫破灭引发的资产负债表衰退 / 32

 20 世纪 90 年代日本经历的资产负债表衰退 / 32

 资产价格的暴跌引发企业资产负债表问题 / 34

 日本企业集体转向负债最小化 / 35

 经济泡沫的破灭摧毁了 1500 万亿日元的财富 / 37

 借贷不足导致经济陷入颓势 / 39

日本企业的需求下滑超过其国内生产总值的 20%	/ 41
三、财政支出支撑日本经济	/ 44
为什么经济泡沫破灭之后日本国内生产总值却没有减少	/ 44
财政刺激支撑了日本经济	/ 46
防止危机的人无法成为英雄	/ 49
政府对存款的担保也有助于化解危机	/ 50
四、负债最小化与货币政策	/ 51
货币政策对资产负债表衰退无能为力	/ 51
货币政策在缺乏投资需求时将失灵	/ 52
货币供应量增长的机理	/ 53
日本政府借贷推动了货币供应量的增长	/ 54
财政政策决定了货币政策的效果	/ 55
传统经济学理论不认同企业负债最小化	/ 56
德国曾面临同样的问题	/ 58
注 释	/ 61

第二章 资产负债表衰退的特征

一、走出资产负债表衰退	/ 64
企业停止偿债	/ 64
日本企业已经修复它们的资产负债表	/ 65
资产负债表衰退：分析人士和经济学家盲点	/ 67
悄无声息的资产负债表衰退	/ 69
银行在经济衰退的大部分时间都有积极的放贷意愿	/ 71
企业融资趋势显示真正的经济复苏即将开始	/ 73
正在积累金融资产的日本企业	/ 74

- 企业部门变成净投资者尚需时日 / 76
- 二、资产负债表衰退期间的税收收入 / 77
- 过早的财政整顿引发了第二次经济倒退 / 77
- 日本央行和财务省已经意识到资产负债表衰退问题 / 81
- 资产负债表衰退期间的税收收入 / 85
- 亏损递延期限失效导致的税收收入增长是一个陷阱 / 90
- 持续增长依赖于私营部门资金需求的复苏 / 91
- 自由现金流的用途同样重要 / 92
- 在 2011 年实现基本财政盈余的目标没有经济合理性 / 93
- 在资产负债表衰退期间, 过多的财政刺激不足为虑 / 94
- 三、走出资产负债表衰退后的利率 / 95
- 税收增长减少了预算赤字, 并导致长期利率低迷 / 95
- 预算赤字的减少抵消了私营部门资金需求的增加, 并促进长期
 利率的稳定 / 95
- 债务抵触综合征导致低利率 / 97
- 利用消费税为社会保障提供资金的优点 / 99
- 四、要求执行宽松货币政策的呼声显示了对经济衰退本质的
 无知 / 101
- 定量宽松政策是 21 世纪最大的金融闹剧 / 101
- 正是因为没有借贷需求才产生过剩准备金 / 105
- 定量宽松政策的解除不等于金融紧缩政策 / 106
- 紧缩不会影响金融市场 / 107
- 整体物价稳定下的局部房地产价格上升 / 108
- 小泉的改革对日本有益吗 / 110
- 来自结构性改革进程的教训 / 111
- 注 释 / 112

第三章 美国大萧条就是一场资产负债表衰退

- 一、经济学家们为何忽视资产负债表衰退 / 114
 - 企业负债最小化：被长期遗忘的可能性 / 114
 - 作为借贷方现象的流动性陷阱 / 115
 - 独立货币政策的消亡 / 119
 - 恶性循环通货紧缩的原理 / 121
- 二、作为资产负债表衰退的美国大萧条 / 124
 - 关于美国大萧条的最新研究发现 / 124
 - 银行危机本身无法解释储蓄的减少 / 126
 - “信贷紧缩”本身无法解释银行放贷的减少 / 128
 - 对于弗里德曼的批判 / 134
 - 流动性本身无法阻止银行危机和企业偿债 / 136
 - 将金本位当做罪魁祸首的观点同样也是误导 / 138
 - 政府借贷促成了1933年以后美国经济的复苏 / 139
 - 不仅是预算赤字，支出与税收也应该加以考虑 / 144
 - 过早的财政整顿导致了高失业率的持续 / 149
 - 财政刺激政策结束了经济衰退，化解了银行危机 / 150
- 三、经济衰退的类型不止一种 / 152
 - 两种类型的经济衰退 / 152
- 注 释 / 153

第四章 资产负债表衰退时期的金融、汇率和财政政策

- 一、非传统金融宽松政策的问题 / 158
 - 通胀目标制与价格水平目标制 / 158

- 产品价格下跌无法解释企业行为向前瞻性的转变 / 162
- 中央银行对于风险资产的购买 / 164
- 直升机货币：比灾难更糟糕的效果 / 168
- 普通通货膨胀和恶性通货膨胀是两种截然不同的现象 / 170
- 日本央行的国债购入 / 171
- 资产负债表衰退和“无税国家” / 172
- 二、资产负债表衰退期间的汇率政策 / 175
 - 贸易顺差国家没有政策选择的自由 / 175
 - 贸易逆差国家的正确选择 / 177
- 三、必须为我们的后代留下一个健全的经济体 / 178
 - 财政政策对于经济繁荣不可或缺 / 178
 - 资产负债表衰退期间关于财政乘数的问题 / 179
 - 银行问题并非导致日本衰退的原因 / 181
 - 为我们的后代选择一个恰当的负担 / 184
 - 日本在 1996 年曾经有过复苏的机会 / 186
 - 对于财政政策的偏见 / 188
- 注 释 / 189

第五章 阴阳经济周期与宏观经济学的圣杯

- 一、泡沫、资产负债表衰退以及经济周期 / 192
 - 泡沫与资产负债表衰退的循环 / 192
 - “阴阳”经济周期 / 195
- 二、在“阴”态阶段实行“阳”态政策的错误 / 200
 - 第一个任务：判断经济处于“阴”态还是“阳”态 / 201
 - 预算平衡的功与过 / 203

超越盲目信仰 / 205

三、凯恩斯和货币主义者们遗漏的东西 / 207

凯恩斯革命的负遗产 / 207

四、迈向经济学理论的大一统 / 210

2003 年的两个重大决定 / 213

吸取日本的经验，为下一个经济泡沫做好准备 / 215

费雪的债务通货紧缩和资产负债表衰退 / 217

注 释 / 221

第六章 全球化的压力

一、发达国家需要真正的改革 / 224

日本当年的崛起也迫使西方国家进行过重要调整 / 224

日本现在正处于美国 20 世纪 70 年代的处境 / 225

欧美国家对来自日本挑战的两种反应 / 227

在日本，悲观者远多于乐观者 / 228

悲观情绪在 2007 年 7 月日本参议员选举中爆发 / 229

货币和财政政策都无法解决全球化带来的伤害 / 230

刻不容缓的教育改革 / 231

真正的结构改革终将到来 / 232

二、资本流动自由化和全球失衡 / 232

世界货币基金组织发出贸易失衡警告 / 232

美国依存增长模式的转移 / 233

美国的贸易和财政赤字之间并无关联 / 234

美国当局对于美元和资本流入的观点已经有了重大改变 / 236

利差交易削弱了中央银行的作用 / 237

- 资本流动加剧了全球失衡 / 239
- 经济 and 经济学都进入了一片未知水域 / 241
- 金融全球化造成的当前混乱 / 243
- 资本市场的开放是一个新生事物 / 244
- 假如全球经济完全一体化, 贸易失衡将不再成为问题 / 245
- 只要移民流动仍被控制, 全球失衡就是个问题 / 247
- 政府政策目标与全球化无法同步 / 247
- 政府介入外汇市场的实例 / 248
- 应该重新考虑资本市场的开放 / 250
- 投资者的资质也是一个重要因素 / 250
- 三、纠正全球失衡必须循序渐进 / 252
- 美国对于资本外逃依然脆弱 / 252
- 美元外逃曾经发生过 / 253
- 日本的回应 / 255
- 格林斯潘的观点从何而来 / 256
- 被遗忘的教训 / 257
- 矫正美国贸易失衡问题需要多久 / 258
- 美国迅速地打出白旗……然后又迅速地收了回来 / 258
- 注 释 / 260

第七章 进行中的经济泡沫和资产负债表衰退

- 一、美国的现状: 次贷危机 / 264
- 次贷危机所导致的资产负债表衰退的特征 / 267
- 重温 20 世纪 90 年代日本经济泡沫的崩溃 / 268
- 美国陷入泡沫破灭之后的困境当中 / 269

- 政府金融机构支撑了美国的房产市场 / 272
- 美国正在重走日本当年清理不良贷款的老路 / 273
- 次贷危机的解决方式与拉丁美洲债务危机存在相似之处,但是
依然有所不同 / 276
- 由于美国经济放缓,此次危机也许要比拉丁美洲债务危机更难
应对 / 277
- 住房期货市场预计房价将继续下跌 / 278
- 格林斯潘与伯南克的区别 / 280
- 更多的财政措施不可或缺 / 282
- 二、中国泡沫 / 284
- 中国台湾与日本之间经济泡沫的反差 / 288
- 中国国有企业改革所产生的影响 / 289
- 三、德国在马斯特里赫特条约下的选择 / 290
- 欧元区需要一个新条约 / 292
- 四、使世界经济能够应对“阴”态和“阳”态阶段 / 293
- 注 释 / 295

第八章 陷入资产负债表衰退的世界

- 一、来自日本的希望之光 / 303
- 二、日本的经验可安人心 / 306
- 三、需要确定一项新的社会公约 / 309
- 四、更加恶劣的当前出口环境 / 310
- 五、大规模的财政刺激政策不存在资金障碍 / 312
- 六、为正确决策搅局的信用评级机构 / 315
- 七、救助银行也不存在资金障碍 / 318

- 八、使用货币政策应对信贷紧缩的得与失 / 320
- 动用财政部，而非美联储的资产负债表 / 323
 - 美联储货币化政府债务的危险性 / 325
- 九、信贷需求将会成为比信贷供给更令人头疼的问题 / 326
- 政策失误加速了资本注入进程 / 328
 - 汲取日本的教训 / 333
- 十、亚洲需要新的增长模式 / 338
- 十一、亚洲面临的当前挑战 / 340
- 十二、亚洲面临的长期挑战 / 341
- 十三、结 语 / 345
- 注 释 / 347

附录 关于瓦尔拉斯与宏观经济学的一些思考

- 一、新古典经济学派轻视了货币存在的理由 / 350
- 作为交易媒介的货币 / 350
 - 所有商品都有两种价格 / 351
 - 货币存在的理由 / 353
 - 专业化和货币 / 354
 - 作为交易媒介的条件 / 354
 - 通货膨胀、通货紧缩和货币政策 / 356
 - 货币的使用与信息不完全密不可分 / 357
 - 不完全信息下的一般均衡与完全信息下的部分均衡 / 359
- 二、货币使用的福利含义 / 359
- 与易货交易的对比 / 359
 - 劳动分工是价格和工资粘性以及刚性的根源 / 361

在数学公式与生产现场现实之间的选择 / 362

三、结 论 / 363

注 释 / 364

参考文献 / 365

推荐序 如何应对未来的金融危机？

张 明

说来惭愧，多年来不断听闻朋友称赞辜朝明先生关于日本经济衰退的著作，甚至我还多次引用过他关于资产负债表衰退的观点。但一直都是引用的二手信息，而没有真正读过他的原著。最近，东方出版社李烨编辑寄给了我辜朝明先生《大衰退：宏观经济学的圣杯》尚未出版的文稿，我终于花了一整天时间通读了这本著作。不夸张地说，真的是手不释卷。

先抛开理论贡献不言，这本书的可读性真的很强。不少知名经济学家的财经著作风格与学术论文相差无几，佶屈聱牙，令读者云山雾罩，很难抓住主要思想。而本书的写作重点突出、文字浅显、配图精到，令人读起来很有快感。这是现在的财经畅销书中不多见的。例如，我最近也在读艾肯格林的《金色的羁绊：黄金本位与大萧条》以及伯南克的《行动的勇气：金融危机及其余波回忆录》，但坦白地说，后两本书的可读性不如辜先生这一本。

与本书第一版的中文名《大衰退——如何在金融危机中幸存与发展》相比，我更喜欢这本书的英文书名《宏观经济学的圣杯：来自日本大衰退的经验教训》（*The Holy Grail of Macro Economics: Lessons from Japan's Great Recession*）。因为这个英文书名很好地反映了作者的野心与全书的贡献。所谓宏观经济学的圣杯，这个概念最早是由美

联储前主席伯南克提出来的，也即如何解释 20 世纪 30 年代的美国经济大萧条。事实上，美国大萧条不仅直接催生了凯恩斯的宏观经济学革命，也激励着一代代学界精英对此开展研究。例如，上面提到的艾肯格林与伯南克，就因为对大萧条的研究而名扬学术圈。

辜朝明这本书的起点是解释日本经济 20 世纪 90 年代大萧条的内在根源，但他进而发现，日本经济在 90 年代的大萧条与美国经济在 30 年代的大萧条，实际上有着千丝万缕的联系。它们都属于资产负债表衰退，而非传统意义上的经济衰退。

何为“资产负债表”衰退呢？本书认为，这种衰退通常会在严重的资产价格泡沫破灭后发生，由于一国企业在资产价格膨胀期间，举债购买了很多资产。而在资产价格泡沫破灭之后，这些企业资产负债表的负债端价值不变，而资产端价值严重缩水，这就使得这些企业面临资不抵债的境地。然而，这些企业的生产经营没有问题，依然能够获得正常的营业收入。因此，这些企业在资产价格泡沫破灭之后，其生产经营目标会由“利润最大化”转为“负债最小化”，也即会利用后续的经营收入来偿还过去的负债。从企业个体而言，这自然是理性行为。但如果所有企业都这么做，这就会导致合成谬误（Compositional Fallacy）。这会导致所有企业借款需求萎缩、货币乘数急剧下降，进而总需求出现持续的负向缺口（等于家庭部门净储蓄与企业部门的净偿债额）。如果没有政府提供额外的需求，那么这个经济体就会陷入旷日持久的衰退。这种衰退，就是典型的资产负债表衰退。

为什么资产负债表衰退要比普通衰退更加严重呢？这一方面是因为，由于资产泡沫破灭导致企业的资产负债表遭遇巨大损失，企业要依靠后续收入来偿还债务，这通常是一个旷日持久的过程；另一方面是因为，如果发生资产负债表衰退，扩张性货币政策注定是

无济于事的。个中原因在于，如果企业的经营目标由利润最大化转为负债最小化，那么在企业偿还完过去的负债之前，即使借款利率降低至零，企业也没有动力举借新债，这就意味着货币政策的传导机制基本上失效了。作者指出，这其实就是凯恩斯所谓的“流动性陷阱”的微观基础。

既然如此，如何才能走出资产负债表衰退呢？作者认为，财政政策必须扮演唯一重要的角色。如前所述，当所有企业都致力于还债，以至于出现负向的总需求缺口时，政府必须出手来弥补这一缺口，这样才能避免经济增速的显著下滑，从而进一步加剧危机。这就意味着一国政府必须通过发行国债来筹集资金，进而实施扩张性财政政策。从增加有效需求的角度而言，增加财政支出要比减税更加重要。这是因为，减税可能导致家庭增加储蓄，而非用于消费，这意味着减税未必会增加短期内有效需求。

如果答案如此浅显，那么为什么日本大萧条会旷日持久呢？作者一针见血地指出，这是因为，无论是政府还是学者，大多都对赤字财政存在明显的偏见。例如，在凯恩斯主义政策在20世纪70年代遭遇滞胀的挑战后，货币主义者与新古典主义者占据了理论界的高地，后者均在大力贬低财政政策的重要性。又如，政府官员通常也会对持续的赤字财政政策心生疑虑，而欧洲的《稳定与增长公约》更是直接限制了各国实施扩张性财政的空间。作者指出，日本经济之所以陷入旷日持久的衰退，这与1997年前后桥本龙太郎政府与2003年前后小泉纯一郎政府两度过早地实施财政整固（Fiscal Consolidation）政策有关。

作者在详细论述了资产负债表衰退及其应对策略之后，提出了一个试图整合凯恩斯主义经济学与新古典主义经济学的理论框架。这个理论框架将宏观经济分为“阴”、“阳”两个阶段。区分阴阳阶

段的核心，在于微观企业资产负债表的健康程度。在阳性阶段，企业资产负债表总体健康，因此其经营目标在于利润最大化，整个社会总需求强劲，企业对于利率变化的反应强烈，因此在这个阶段，理想的调控工具是货币政策，相比之下，财政政策由于具有较强的“挤出效应”（也即政府支出会导致利率上升，从而挤出企业投资）而不是适宜的政策。相反，在阴性阶段，企业资产负债表遭遇重创，其经营目标转为负债最小化，整个社会总需求持续低迷，企业对于利率变化的反应转弱，因此在这个阶段，理想的调控工具是财政政策，相比之下，货币政策由于传导渠道失灵而归于无效。作者进一步指出，阴阳过程的交替需要较长时间，完成一个完整循环可能需要数十年，这个周期要显著长于传统的库存周期。不难看出，本书的阴阳周期，与近年来国际金融领域开始流行的金融周期之间，其实有很紧密的联系。

虽然本书作者没有直言，但言外之意是资产负债表衰退与阴阳周期理论，与传统理论相比，更好地解释了日本大萧条甚至美国大萧条，从而成功地摘取了宏观经济学的圣杯。当然，是否真的这样，自然是见仁见智的。但是本书的分析框架，对于我们分析当前国内外宏观经济形势是非常有参考价值的。

例如，作者在第二版中坦言，由美国次贷危机引发的本轮全球金融危机，就是一场新的资产负债表衰退。因此，目前各国政府的零利率与量化宽松政策，对于走出资产负债表衰退的帮助是很小的，各国需要更加坚定地实施更加宽松的财政政策。而目前，各国实施持续宽松的财政政策，要么面临国内党派纷争的掣肘（例如美国），要么收到关于赤字财政的正统思想的桎梏（例如德国），往往是知易行难。这就意味着，全球经济的长期性停滞将会旷日持久。

又如，在未来几年，中国企业部门的去杠杆与房地产部门的去