



[美]A. 加里·希林 (A. Gary Shilling) 著

乔江涛 译 徐洪才 作序推荐

THE AGE OF DELEVERAGING 去杠杆化时代

(修订版)



缓慢增长与
通货紧缩时代
的投资策略

Investment Strategies
for a Decade of Slow
Growth and Deflation

◆◆ 在通货紧缩时代，如何突出重围 ◆◆
跟随加里·希林，获得你的专属投资建议

中信出版集团

★★ THE AGE OF ★★ DELEVERAGING 去杠杆化时代

[美]A. 加里·希林 (A. Gary Shilling) 著

★★★★ 乔江涛 译 ★★★★★

(修订版)



缓慢增长与通货紧缩时代的投资策略

Investment Strategies for a Decade of Slow Growth and Deflation



中信出版集团 | 北京

图书在版编目 (CIP) 数据

去杠杆化时代 / (美) A. 加里 · 希林著 ; 乔江涛译

—北京 : 中信出版社, 2019.3

书名原文 : The Age of Deleveraging

ISBN 978-7-5086-9922-6

I. ①去… II. ①A… ②乔… III. ①投资经济学

IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 009810 号

The Age of Deleveraging: Investment Strategies for a Decade of Slow Growth and Deflation

by A. Gary Shilling, ISBN: 978-0-470-59636-4

Copyright © 2011 by A. Gary Shilling.

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

Simplified Chinese edition copyright © 2019 by CITIC Press Corporation

本书仅限中国大陆地区发行销售

去杠杆化时代 (修订版)

著 者 : [美] A. 加里 · 希林

译 者 : 乔江涛

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)

承 印 者 : 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本 : 787mm × 1092mm 1/16

印 张 : 40.5 字 数 : 502 千字

版 次 : 2019 年3月第 1 版

印 次 : 2019 年3月第 1 次印刷

京权图字 : 01-2013-2468

广告经营许可证 : 京朝工商广字第 8087 号

书 号 : ISBN 978-7-5086-9922-6

定 价 : 129.00 元

版权所有 · 侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线 : 400-600-8099

投稿邮箱 : author@citicpub.com

对《去杠杆化时代》的赞誉

加里·希林对隐约浮现的通缩阴云进行了生动而翔实的阐释。这是一部极富价值的著作，可以帮助投资者安然度过当今后泡沫时代的经济动荡。

——戴维·A. 罗森堡 (David A. Rosenberg)，格卢斯金·谢夫公司
(Gluskin Sheff + Associates) 首席经济学家及战略家

这是一本必读书，特别是在当今世界市场的现实背景下。它笔法生动，引人入胜，发人深省，切中要害，而且紧紧抓住了当今经济景象的脉搏。它最后总结出了具体的 12 个卖出和 10 个买入的建议。买下它吧！

——埃德·海曼 (Ed Hyman)，国际战略与投资集团股份有限公司
(ISI Group, Inc., 从事经纪业务) 和国际战略与投资有限公司
(ISI Inc., 从事基金管理业务) 董事长

加里·希林非常善于在其他所有人都在固守旧观点的时候洞察到长期趋势的逆转。更为重要的是，他还会告诉他的读者如何保护自己并凭借他的新观点而获利。这是加里的拿手好戏！

——特里·萨维奇 (Terry Savage)，全国性报业集团《芝加哥太阳时代报》(Chicago Sun - Times) 金融专栏作家，《萨维奇资金真相》(The Savage Truth on Money) 一书的作者

加里·希林曾经提醒过你——而现在，在这本有关经济和金融趋势的入门教材中，他又在提醒你了！洗耳恭听吧！

——詹姆斯·格兰特 (James Grant), 《格兰特利率观察》

(*Grant's Interest Rate Observer*) 的作者

加里·希林是个珍稀物种：一个拥有卓越判断力的经济学家——而且在预测和投资这两个让人无比头疼的行当中，他都有相当显赫的表现可以证明这一点。会有不计其数的投资者想要知道，当这个“后雷曼时代的世界”与通货紧缩纠缠在一起，他们会受到什么样的影响，他们又应该怎么做。对于他们来说，希林最新的一本书《去杠杆化时代》是一份不折不扣的大礼。看看这本书，等着赚大钱吧。

——凯特·威林 (Kate Welling), 威林@威登通讯

(Welling@Weeden) 编辑及出版人

加里·希林的书对我们经济中所存在的杠杆、过度投机和潜在通缩的问题提出了独到的见解。在经济学家中，希林对于这些观点的那种执着坚持是独一无二的。

——理查德·S. 勒弗拉克 (Richard S. LeFrak),

勒弗拉克集团 (LeFrak Organization) 董事长兼首席执行官

推荐序

积极应对经济下行和潜在金融风险

中信出版集团每年都要出版一些非常棒的书。2019 年新年伊始，中信出版集团又要为广大读者奉献一部新著《去杠杆化时代》。这是华尔街著名经济预测专家 A. 加里·希林（A. Gary Shilling）博士同名著作的中文版。中文版责任编辑送来了本书的审读本，邀请我为之作序。一口气读完，我被作者对经济趋势的历次“神机妙算”折服，也真切地感受到一股扑面而来的穿透力和冲击力。他文笔活泼，深入浅出，纵横捭阖，切中要害。毫无疑问，这是一部十分难得的现实主义经济学力作。

希林博士毕业于斯坦福大学。他因精准预测而闻名，两次被《机构投资者》（*Institutional Investor*）杂志评为华尔街最佳经济学家。1969 年春季，他是少有的几个预见到经济衰退将在该年年末来临的人之一。其后，他还预测到了 20 世纪 70 年代初的存货泡沫、1973—1975 年的经济衰退、20 世纪 80 年代中期的工资 - 价格螺旋通胀、20 世纪 80 年代末的日本经济泡沫、20 世纪 90 年代末

的网络股泡沫和 21 世纪初的房地产泡沫。2010 年，中国经济在“四万亿”刺激计划作用下高歌猛进，此时他大胆放言：中国经济将不可避免地转向长期中低速增长。

希林博士跟踪观察华尔街 50 多年，始终保持着旺盛的工作精力和巨大的市场影响力。他经常在主流财经媒体发表文章，出版了多部学术专著，有着“反通胀博士”（Doctor Disinflation）的雅号。当然，他的预测为市场参与者服务，其深刻洞见已经让很多金融机构和投资人受益匪浅。2008 年，美国爆发了“百年一遇”的国际金融危机，而他对 2008 年的经济展望也极为准确，刊登在 2008 年 1 月期《洞察》上的 13 条投资策略都应验了。他曾深刻地指出，金融世界和实体经济之间的严重脱节，不断飙升的财务杠杆水平，特别是全球金融业和美国消费品行业的过度杠杆化，使得一场崩溃在所难免。

近年来，美联储加息、缩表，美国消费市场萎缩，金融去杠杆，各国政府加大了对经济活动的干预，公共部门债务不降反增，大宗商品价格低迷，以及贸易保护主义盛行，这一切都将致使全球经济在未来 10 年放缓增长的步伐。难能可贵的是，他还认为 CPI（消费者物价指数）通胀通常不受欢迎，而通缩则不同。通缩有两种类型：由过剩供给引起的良性通缩和因需求匮乏而出现的恶性通缩。良性通缩的发生是因为新技术的应用和生产率的提高，令供给增加超出了需求所能消化的程度。其言下之意，就是各国必须加大结构性改革和技术创新力度，以促进经济的可持续发展。

岁月无情。回望 2018 年，虽然未发生全球性金融危机，似乎也打破了“10 年一次危机”的魔咒，但是世界各地的局部性险情却是此起彼伏，令人胆战心惊。在美联储加息、美元升值和全球贸易保护主义抬头的背景下，新兴经济体的货币大幅度贬值，股票市场剧烈震荡，投资者蒙受了巨大损失。2018 年前三季度，美国股

市延续了牛市行情，但是进入第四季度，三大股指急剧跳水，道琼斯工业平均指数、标普 500 指数和纳斯达克综合指数分别下跌 11.8%、14.0% 和 17.5%。在 2018 年年底苹果公司股价突然下跌的过程中，“股神”巴菲特因重仓持苹果股票而受到重创。相比之下，2018 年的中国股市更是惨不忍睹，全年上证综指、创业板指数、中小板指数分别下跌 24.6%、28.6% 和 37.7%；上市公司市值缩水 13 万亿元，当年全国新增 GDP（国内生产总值）为 8 万亿元，不足以弥补投资者的亏损。

世事难料。2018 年年初，IMF（国际货币基金组织）曾乐观地预计世界经济复苏势头良好，增速可达 3.9%；但是到了秋天，IMF 又下调预期，世界经济增长率可能只有 3.8%。上半年，美国经济的一枝独秀，令特朗普总统兴高采烈，二季度美国经济增长折年率高达 4.1%，失业率创下历史新低；但是到了年底，特朗普政府关门，尤其是长达 9 年的大牛市结束了。这令心直口快的特朗普恼羞成怒，对美联储主席鲍威尔破口大骂。其实，此时鲍威尔对加息也很纠结。2018 年年初，国际油价曾上冲至 70 多美元/桶，年底又跌回到接近 50 美元/桶。这让靠预测吃饭的经济学家们经常被打脸，而希林博士的预测似乎再次得到验证。

2019 年新年伊始，全球弥漫着一种悲观的气氛。世界经济未来会不会进入希林博士所预言的长期缓慢增长和通缩时代？2018 年 11 月 8 日，英国《经济学人》发表了我的署名文章《处在十字路口：全球领导人需要共同努力应对挑战》。几天后，美国财政部前部长鲍尔森在新加坡演讲，中国国家主席习近平也于 12 月在 G20 阿根廷峰会上发表重要讲话，他们都提到世界处在十字路口这一说法。毫无疑问，从现在到未来几年，全球经济治理正在酝酿一场深刻的变革，主要经济体的宏观政策充满不确定性，世界经济也将总体缓慢下行，美国、欧洲、日本等发达经济体如此，新兴经济

体和发展中国家大体也是如此。当然凡事都有例外，2019 年印度可能保持 7% 以上的经济增长，但可能不会持续。中国经济增长将缓慢回落，但对世界经济新增 GDP 的贡献仍会保持在 30% 左右。

2018 年中央经济工作会议对当前经济形势做了科学分析，认为总体平稳，但稳中有变，变中有忧。根据我的理解，所谓总体平稳，一是经济增长相对稳定，主要宏观经济指标在合理区间，对于到 2020 年全面建成小康社会仍有信心。二是物价稳定。2018 年 CPI 增长 2.1%，但 12 月份 PPI（生产价格指数）回落到同比增长 0.9%，出现了轻微的通缩苗头。三是就业形势不错。四是国际收支平衡改善，经常账户出现微小逆差，资本和金融账户保持净流入。所谓稳中有变，变中有忧，一是外部环境变化，即贸易保护主义抬头，美国在技术上对中国实施封锁，未来几年世界经济、贸易和投资增长都将放缓。二是内部条件变化，即用工成本上升，环保标准提高，投资消费增长乏力，技术进步缓慢，老龄化社会渐行渐近。

面对全球经济下行压力加大、宏观政策不确定性增加和潜在金融风险上升等挑战，国家、企业和个人都要保持战略定力，积极做出谋划。对国家而言，2019 年是中国改革开放再出发的元年，中央经济工作会议对全年工作做了部署，即坚持稳中求进的工作总基调，坚持新发展理念，按照“巩固、增强、提升、畅通”八字方针，深化供给侧结构性改革、推动经济高质量发展，扎实做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，做好“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”工作。与此同时，要加强财政政策、货币政策、结构性政策和社会政策的协调，形成政策合力。

对企业来讲，要看到公平竞争的营商环境正在形成，要把握新一轮深化改革、扩大开放和鼓励民营企业和小微企业发展的机遇，

顺应国家政策导向，谋定后动，苦练内功，加快转型和形成核心竞争力。个人投资者也要及时总结经验和教训。2018年，中国守住了不发生系统性金融风险的底线，但是企业债券违约、P2P平台崩盘和股市剧烈震荡等局部性金融风险频频暴露，让人不堪回首、心有余悸。常言道：宁可明明白白赔钱，也不要稀里糊涂挣钱。因此，个人投资者都迫切需要进一步丰富经济金融知识，多读几本好书。

摆在大家面前的《去杠杆化时代》，就是这样一本值得您认真阅读的好书。先睹为快，我要感谢中信出版集团的最新奉献，也希望大家从中受到启迪。

是为序。

徐洪才

中国国际经济交流中心副总经济师

序

当你将“博学多才者”这个词与投资、交易和经济学的世界联系在一起，一时之间你还真的想不出几个名字。华尔街的出名靠的显然不是它的艺术细胞，也不是哲学、文学或音乐方面的辉煌历史。当然，我们的脑海中也会闪过一些历史人物的身影，比如那些对艺术贡献卓著的伟大慈善家，但这些慈善之举只不过是青史留名，并非出于对历史和艺术的真正尊重。不过，我却有幸结识了一位真正博学多才的人，而诸位读者也将有幸能够拜读他这一著作。在我寻找华尔街上的博学多才者的时候，我立刻就想到了我的好朋友加里·希林博士。加里先生可以对莎士比亚的悲剧如数家珍，可以立刻说出某一段古典音乐的作曲者是谁——甚至有可能听出演奏这段音乐的指挥者和具体的乐队。他对历史经验颇有研究，如果圣路易斯联邦储备银行宣布了货币基数的调整，或对耐用品订单的月度数据做出了修正，他可以立即敏锐地道出其中的重要性。加里是一个真正的博学多才者，而且教了我很多东西。

我第一次领教加里的经济预测能力还是在 20 世纪 70 年代早

期，当时我还是北卡罗来纳州罗利市（Raleigh）的棉业有限公司（Cotton, Inc）的一个初出茅庐的经济学家。我的职责是预测棉花市场的供求趋势并形成我们自己的经济观点，这些观点会发送给我们的客户，也就是美国的棉花制造商们。当我四下寻觅真知灼见的时候，我看到了希林的文章。我记得他当时是怀特·韦尔德公司（White Weld）的首席经济学家。那个时候，他是华尔街唯一一个预言一场严重的经济衰退即将来临的经济学家。他是对的。20世纪70年代早期的那次衰退是第二次世界大战之后的美国到那时为止最严重的一次衰退。我对他肃然起敬。

20世纪80年代早期，就在加里的华尔街同僚们依然坚定不移地对美国经济保持乐观的时候，他却又一次唱了反调。加里将简单的逻辑和历史经验应用于当时的实际形势，再一次提出了正确的观点。其他人的乐观却很遗憾地沦为了笑料。

我对加里的默默关注持续了近10个年头。直到20世纪80年代早期，当我决定独立创业，成立一个以发表全球资本市场每日评论为主业的公司时，我“鼓足勇气”给加里的办公室打了一个电话，请求与他面谈。让我惊喜万分的是，他说他很乐意与我见面。我直到今天还清楚地记得我们的那次会面，那是在曼哈顿下城区的一栋非常漂亮的老房子里，他温文尔雅地花了一两个小时与我畅谈了市场、经济，还有他对莎士比亚、音乐和历史的兴趣。自此，我对他和他的作品尊崇更胜从前。

自那之后，我便满怀喜悦和期盼地一一拜读了他在诸如通胀和经济学这类主题的著作及他发给全球客户的每月通讯，而且我从未失望过。加里的智慧在他的所有作品中都显现无遗；他的文章极具说服力和逻辑性，而且往往“精准至极”。不仅如此，他在字里行间还时常露出诙谐有趣的一面。

加里从独一无二的角度教我懂得了技术变迁的重要性。例如，

今天没几个人还会在意伊利运河，但在当时那个年代，伊利运河是美国的一次重大的技术进步，以一种此前不可想象的方式打通了西部各州与东部沿海地区的贸易渠道。对于小麦贸易为什么会突然成为纽约布法罗（Buffalo）的一个重大的历史里程碑，使这座城市变成当时年轻的美国在磨粉行业的领头羊，加里提出了他的独到见解，这也让我明白了为什么硅谷在20世纪70—90年代的发展是那样的重要。他教会了我“良性通缩”和“恶性通缩”的意义，也让我懂得了19世纪农业发展时期产品和服务产出量的上升和价格的下降有哪些益处，对当今的技术变化又有什么样的借鉴意义。

加里让我懂得了在经济学的世界中保持独立精神的重要性，因为他那种特立独行的风格已经在投资世界的盛衰起伏中证明了自己的生命力。他让我懂得了与华尔街保持距离的必要性，因为唯有如此，我们才能做到旁观者清，而不是像其他人一样当局者迷。他还让我懂得了保持长远眼光的重要性及拥有一些业余爱好的好处。加里爱蜜蜂，是个出了名的养蜂和园艺爱好者……他懂莎士比亚，曾经是地区性的新泽西莎士比亚戏剧公司（New Jersey Shakespeare Festival）的董事长……他是个音乐迷，喜欢懒在家中欣赏音乐。而且最重要的是，他是一个爱家的人。他就是我们中西部的人称为“好男人”的那种人。这可是相当高的评价。

多年来，我们曾在电话中无数次地交谈，交流对市场状况和未来趋势的看法。我们曾经联合投资，还曾相互介绍客户。我们曾经共进晚餐，曾经一起开怀大笑。而且一直以来，我从他那里学到的东西都远多于他从我这里学到的。在这本新书《去杠杆化时代》中，加里分享了他对全球经济的最新观点，对于任何一个对市场和经济运作方式感兴趣的人，哪怕只是有一点点的兴趣，我也强烈建议你读一读这本书。我向你保证（别忘了人们总是说你永远不要市场中保证任何事情），你会通过这本书理解美国和全球经济是

如何运转的。读过此书之后，你会成为一个更好的投资者，而且会变成一个加里·希林迷。

最后提醒一句，不要忘记加里仍旧是一个现代人，尽管他顶着一个“博学多才者”的光环。毕竟，他还曾经在自己那栋位于火岛（Fire Island）的海滩别墅里招待过滚石乐队的基思·理查兹（Keith Richards）。这段传奇属于另外一个主题，但至少可以说，当滚石的世界和莎士比亚的世界在 A. 加里·希林的世界中相遇时，一定会发生一些神奇的事情。

所以，我衷心地希望你能读一读这部杰出的著作，像我一样好好学习加里的真知灼见。我们会因此而获益良多。

丹尼斯·加特曼

（Dennis Gartman）

加特曼资讯公司

（The Gartman Letter, L. C.）

2010 年 7 月

致谢

本书是我数十年研究成果的结晶，其中蕴含着太多太多人的心血。但本书的实际写作时间是2010年1月至4月中旬。这一年的前几个月是我的“自由时间”，可以用在像写书这样的事情上。但是从4月中旬一直到10月，我需要花费大量的时间照看我的蜜蜂。我们在新泽西肖特山（Short Hills）地区的房子及那栋位于纽约长岛南岸地区火岛上奥伍德角的海滨别墅同样也不省心，那些院子和花园也是需要精心打理的。然后就是忙碌的11月，还有感恩节和圣诞节之前的那些五花八门的的活动。直到次年的1月2日，我才算是松了一口气。

对我们来说，在繁忙的日程中用3个半月的时间编写如此一本又长又深刻的书是有相当大的压力的。但我很高兴每一个人都能加班加点地辛勤工作，而且个个斗志昂扬。

我要对我那位能干至极的编辑弗雷德·罗西（Fred Rossi）致以特别的谢意。除了我们的《洞察》（*Insight*）月报的例行编辑工作和客户名单的管理之外，他还承担了本书的输入和编辑任

务。我必须交代，我闯进了一家博物馆，偷了一个叫作铅笔的远古书写工具，这本书的每个字都是用这玩意儿写的。不过幸好我还算不上一个彻头彻尾的老古董，这还是只机械铅笔。不管怎么说，弗雷德像往常一样做得很不错，用他一贯的那种平平静静而又快快乐乐的方式把我在白格子纸上的涂鸦转化成了正儿八经的语言。

同样向我们研究团队的高级研究员科林·海顿（Colin Hatton）致以特别的谢意，本书中的许多数据、图表和分析是由他负责的。尽管他走出校园只有短短两年时间，他对经济和金融数据的理解力却堪称卓越，而且他对我们所参考的那些不计其数的图表都能记得清清楚楚，尽管本书只采用了其中的一小部分。对于我的观点和预测的基础性分析，他也提出了许多非常有帮助的建议。而且科林对于长时间加班的那种平静而又积极的态度是非常难能可贵的。

同样感谢我们的新研究助理内斯特·普拉（Nestor Pura）对书中的分析和图表所做的贡献。感谢杰克·雷德蒙（Jack Redmond），他在自己投资顾问的岗位上抽出了许多宝贵的时间发掘了一些重要的金融数据。

我最得力的助手贝思·格兰特（Beth Grant）对于团队协作发挥了极其关键的作用，确保了我们所有人都能冷静地将精力集中在准时完成这本书上，避免了因个人情绪问题而导致的低效。我不记得她有多少次以她那种令人如沐春风的风格对我说：“加里，这书怎么样了？”言下之意我再清楚不过了！贝思就是将所有人团结在一起的纽带。

最后，我要感谢我那相濡以沫近48年的太太佩姬（Peggy），感谢她对我所承受的压力理解。有那么多个夜晚和周末，我没有陪她，而是把工作带回家中，窝在我那个孤独的小角落或是餐

桌上写作，感谢她接受这一切。就连我们那只黄色的拉布拉多猎犬汉妮（Honey）似乎也理解这一切。在我写作的时候，她不会缠着我陪她玩，总是安安静静地躺在地板上，默默地陪伴和支持着我。