

[美] 沃伦·布鲁瑟◎著 陈召强◎译

# 货币战争

The Great Depression of Debt

## 债务篇

过度消费导致的债务泡沫正在破裂

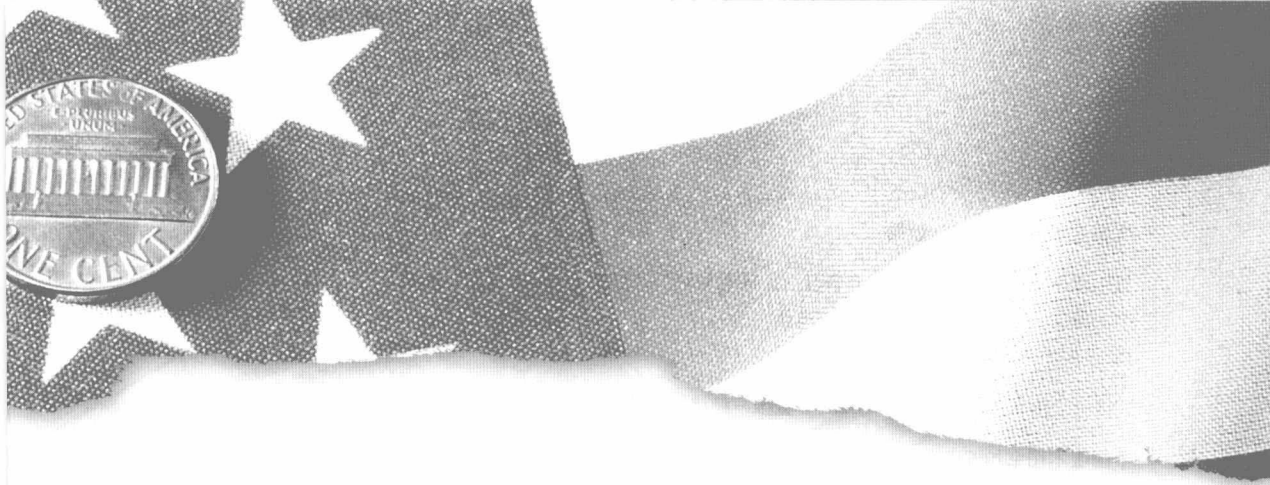
美国纸变钱的游戏还能玩多久？

债务危机的导火索已经点燃

新一轮货币战争即将打响！



中信出版社·CHINA CITIC PRESS



[美] 沃伦·布鲁瑟◎著 陈召强◎译

# 货币战争

## 债务篇

CHINA CITIC PRESS

中信出版社  
CHINA CITIC PRESS



**图书在版编目 (CIP) 数据**

货币战争·债务篇 / (美) 布鲁瑟著; 陈召强译. —北京: 中信出版社, 2010.1

书名原文: The Great Depression of Debt

ISBN 978-7-5086-1717-6

I. 货… II. ①布… ②陈… III. ①金融—经济史—美国 ②债务—经济史—美国 IV. F831.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 178218 号

The Great Depression of Debt

Copyright © 2009 by Warren Brussee

Simplified Chinese translation copyright © 2009 by China CITIC Press

All Rights Reserved. This translation published under license.

**货币战争·债务篇**

HUOBI ZHANZHENG ZHAIWUPIAN

著 者: [美] 沃伦·布鲁瑟

译 者: 陈召强

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 (北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013)

(CITIC Publishing Group)

承印者: 中国电影出版社印刷厂

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 17.75 字 数: 251 千字

版 次: 2010 年 1 月第 1 版 印 次: 2010 年 1 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2009-0441

书 号: ISBN 978-7-5086-1717-6 / F · 1767

定 价: 36.00 元

**版权所有·侵权必究**

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84264000

<http://www.publish.citic.com>

服务传真: 010-84264033

E-mail: [sales@citicpub.com](mailto:sales@citicpub.com)

[author@citicpub.com](mailto:author@citicpub.com)

20 世纪 90 年代后期，我与其他两人一同开发了一种实时的计算机股票投资程序，用来确定导致股票价格上涨的内线交易。该程序通过统计检验识别内线交易的种种迹象。对于上市公司新推出的产品或公司在其他领域取得的积极进展，如果雇员认为这会对他们的公司产生积极的影响，那么就会引发异常的、大规模的股票交易。

这一计算机程序在 20 世纪 90 年代的牛市时期大获成功。在短短两年的时间里，我们成功投资数百万美元。然而，在 2000 年股票市场形势发生变化之后，这一算法却再也没有找到投资机会。好消息是，该计算机程序让我们远离了股市。不过，我还是希望能够投资所有市场。于是，我开始寻找可适用于 2002 年之后“新市场”的算法。在对时下经济进行全面评估时，我发现了一些可怕的问题，而这也最终促使我于 2004 年写成《第二次大萧条》（*The Second Great Depression*）一书。

在此之前，我还写过两本书，分别为《易学易用的六西格玛统计分析》（*Statistics for Six Sigma Made Easy*）和《六西格玛概述》（*All About Six Sigma*）。因此，对于数据的选择和分析我还是很有信心的。六西格玛的精华就在于获得可靠的数据，然后通过对数据的分析得出结论。美国经济和股市的大量数据表明，一个由债务引发的经济萧条已经崭露头角。

在《第二次大萧条》中，我也讲过一个故事。大量的图表显

示，我们已经处于经济萧条的边缘。但导致这一情况出现的事件——始于 20 世纪 90 年代——与这些图表同等重要。正如了解大萧条必先了解大萧条发生前的情况一样，了解时下与经济相关的图表也必须先了解那些将美国经济和股市置于如此境地的人的思想。而了解了这些还将有助于我们对未来的经济形势作出判断。

以下是我在 2004 年写成的《第二次大萧条》一书中的节选内容：

到 2008 年，放弃偿还房贷的人数将会急剧增加，这是因为当前的很多抵押贷款都是可调整利率贷款、诱惑利率贷款，或需要很少的担保，甚至不用担保。届时，银行将不得不取消住房抵押品赎回权，将它们收回并予以出售，从而导致大量空置房充斥市场，房价大跌。在 2000 年经济下滑时，之所以几乎没有出现银行破产的情况，是因为人们并未利用杠杆购买股票。但房地产市场则不同，因为不管是购买者还是银行，都被杠杆化了。随着当前房价的持续下跌，很多人背负的抵押贷款将超过住房价值，也就是出现住房“资不抵债”的情况。这样一来，房主自然乐意将他们的住房交还银行，而不是继续苦苦偿还他们的抵押贷款。除非联邦政府出台救助措施，否则很多银行将会在这一次的经济衰退中倒闭。之所以出现这种情况，一是因为银行对结果的估计过于自信和乐观，二是对边际抵押贷款所产生的风险考虑不足。

届时，你将能够以非常便宜的价格买到一辆二手 SUV，尤其是悍马！汽车市场将朝着有利于低油耗汽车的方向发展，底特律将再一次陷入恐慌，并全力处理高油耗汽车。听起来很熟悉？这将导致底特律汽车制造商大规模裁员，而由于资金不足，汽车制造商的养老金将会化为乌有。数百万的日本汽车将会涌入美国，这些采用新技术如混合发动机系统制造的超省油汽车将会在之后的很多年中占据领先地位。而相应的，对新技术缺乏了解和掌握的美国汽车制造商将会落后其竞争对手一个或两个汽车时代。

沃伦·布鲁瑟，《第二次大萧条》，2005 年

我的大多数预言都已成为现实。现在，我们应该重新审视一下我所作的有关

2008 年之后的情况的预言，看看它们是否也会成为现实。而且，基于最近 4 年的数据，我想我们或许还可以更好地了解未来的发展趋势。

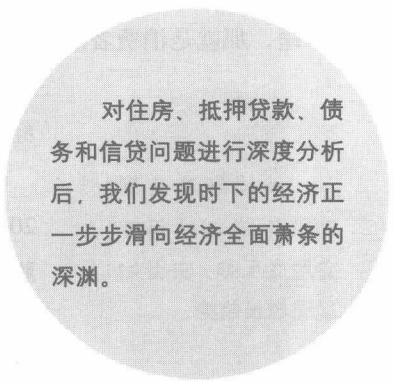
这就是我撰写本书的原因。虽然本书对《第二次大萧条》中的很多预测都有所保留，但当前的数据和基于当前信息更新的图表，却可以让我们更好地了解时下黯淡的经济，同时也更好地了解我先前所做的预测。基于此，本书将对消费者支出、抵押贷款产业和股市的急剧变化进行全面剖析，以利于你更好地掌握未来的经济走向，并从中获益。

## 下一次大萧条

如果经济活动连续几个月出现严重下滑，那么经济就会发生衰退。经济活动的下滑会体现在实际 GDP、实际收入、就业、工业生产和批发零售上。如果经济衰退进一步恶化或持续时间过长，那么就会演变为经济萧条。我在 2008 年下半年撰写本书时，衡量经济活动的各个指标均呈下滑趋势，所以我们完全可以确定美国经济已经出现衰退。而对住房、抵押贷款、债务和信贷问题进行深度分析后，我们发现时下的经济正一步步滑向经济全面萧条的深渊。

美国经济自 2007 年起开始呈现增速放缓趋势，而 GDP 在 2007 年第四季度则出现负增长。有的人仅以 GDP（国民生产总值）判断经济是否已进入衰退或萧条期。然而，政府对衰退的定义还涵盖包括失业在内的其他多个因素。而且也正如先前所提到的，萧条只是一次严重的、长时间的衰退而已。

在大萧条期间，美国 GDP 自 1930 年起连续四年下跌，之后四年连续增长，第五年再次下跌，之后随着美国参与第二次世界大战，又呈增长趋势。虽然在此期间 GDP 有增有降，但我们通常还是将整个 1929~1940 年视为经济萧条期，这



对住房、抵押贷款、债务和信贷问题进行深度分析后，我们发现时下的经济正一步步滑向经济全面萧条的深渊。

是因为它的严重性，因为居高不下的失业率，而且即便在 GDP 增长期间，其他经济指标仍表现疲软。

时下的经济衰退或萧条比我的预期延迟了近一年的时间，这是因为人们在 2007 年仍通过住房进行再融资套现，虽然这时的房价已经开始出现下跌趋势。然而，这一延迟只会导致衰退或萧条的进一步恶化，因为“资不抵债”（所需偿还抵押贷款超过住房价值）的房主的数量增加了。在我撰写本书时，10% 的房主已经出现“资不抵债”的倒置情况，而随着房价持续不断地下跌，这一比例还会继续攀升，到时将会有更多的住房因丧失抵押品赎回权而涌入市场。反过来，由于人们放弃住房不再还贷，信贷市场将受到严重冲击，并导致抵押贷款支持证券继续贬值。此外，为因应基于愚蠢的抵押贷款而不断增长的住房需求，美国还额外建造了 150 万套住房。这多建造的 150 万套住房现在已经成为住房产业复苏的严重障碍。在接下来的几年中，房价还将继续下跌；而住房建筑将基本处于停滞状态，从而导致相关产业失业率进一步上升。当然，除此之外，还有一个重要问题，那就是消费者的支出超过了他们的收入，而现在这种情况必须反转过来。但开支的减少又会导致经济增速放缓，并使得与住房相关的经济问题进一步恶化。

美国经济直到  
2012 年或 2013 年才  
会触底反弹，并开始  
呈现增长趋势。

鉴于这些问题的严重性，美国经济直到 2012 年或 2013 年才会触底反弹，并开始呈现增长趋势。与此同时，股市将会急剧下跌，失业率将超过 15%，而美元也将失去领导货币的地位。在此期间，我们将不得不调整自己以适应较低的生活标准。

虽然经济的转折点可能发生在 2013 年左右，但直到 2020 年，美国的经济才有可能完全恢复。



前言 VII

第一部分 即将打响的下一场货币战争 1

第一章 股市疯涨：萧条的前奏 3

20 世纪 90 年代美国疯狂的股市行情是这次经济萧条的先兆之一。人们停止了储蓄，并开始将他们的财务未来寄托在股市投资上面。

第二章 更危险的债务泡沫 19

消费者减少了储蓄，并且开始过度消费。正是他们推动了美国经济的增长，而这最终又导致了债务泡沫。

第三章 泡沫导火线 49

30~54 岁之间的股民人数已经趋于稳定，而持有共同基金的家庭数量也已达顶点，人们对股票的需求将不会再增加，而泡沫必然会破裂。

第四章 重演大萧条 65

大萧条之前的情况同时下的情况存在很多相似之处。

第五章 债务大萧条的受害者 73

始于 2008 年的这次经济萧条将波及诸多领域。失业率和通货膨胀率将双双攀升，而住房价值将大幅缩水。最终，房地产市场将下跌 65%，而经济则进一步走向崩溃的边缘。



## 第六章 可能恶化的萧条 85

伊拉克和阿富汗战争、恐怖分子、能源价格、美元贬值、赤字、国际收支、通货膨胀和利率都有可能导致美国经济进一步恶化，但债务是引发这次经济萧条的直接原因。

## 第七章 推动萧条的美联储 97

不能！事实上，美联储先前的决策只是延缓了这次经济萧条的到来。而它在过去所采取的措施只是将多个短暂的经济衰退演变成了一次大萧条。

## 第八章 对抗经济萧条 103

在可替代能源、电动汽车和基础设施建设等领域创造就业机会是关键；当然，这还需要辅以相关的技能培训。此外，减少债务并重建储蓄也是经济复苏所必需的。

## 第二部分 货币战争之后的股市 109

## 第九章 危险的股市 111

就当前的股价而言，即便没有时下已经开始的这次经济萧条，投资通货膨胀保值国债也优于投资股市。

## 第十章 新的入市时机 131

当标准普尔 500 指数的本利比降至 17.2 或更低时，股价便已经回落到合理水平。

## 第十一章 战胜股市 143

投资指数基金优于投资积极管理型共同基金。但当标准普尔 500 指数的本利比降至 17.2 或更低时，购买道琼斯新上市股票甚至可能会比投资指数基金更好。

» **第三部分 面对新形势，你的应对之道 171**

» **第十二章 经济形势变了，你也得变 173**

保住工作，限制债务，并在市场下跌之前远离股市。

» **第十三章 明智的储蓄之道 177**

在现有利率下，需要多少储蓄才能实现自己的财务目标，这是一个必须面对的现实。何以利用本章中的图表决定所需的储蓄？

» **第十四章 为15~40年后的退休储蓄 189**

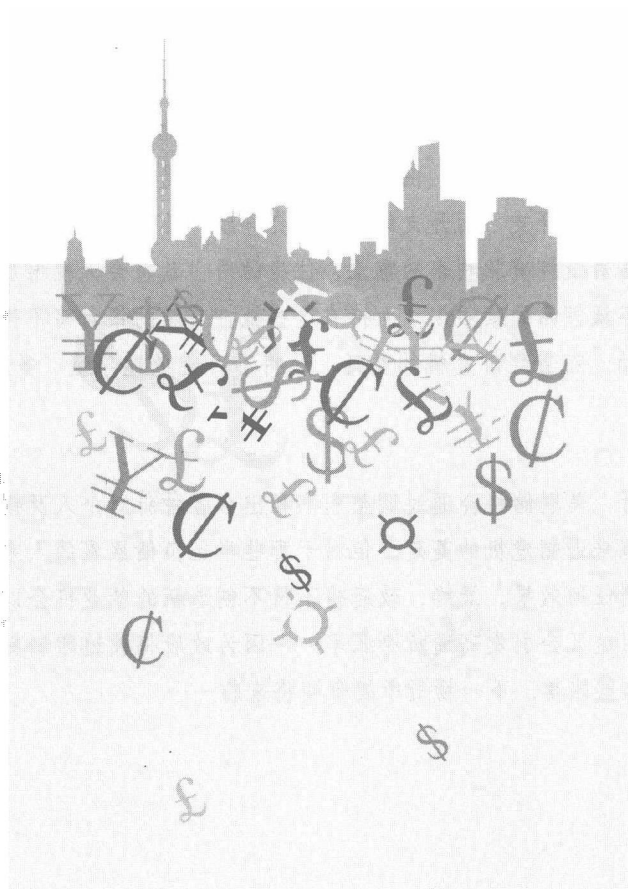
一旦退休储蓄耗尽，那么退休者所依赖的便只有社会保障金和实际价值已贬值的养老金。不过，通过利用其他资产如房屋价值，他们的退休生活仍可维持到100岁甚至更长。

**第十五章 为即将退休储蓄 213**

对于那些希望提早退休的人来说，一定要确保拥有足够的资金。而计划在未来几年中退休的人更应该如此，因为他们整个退休生活可能会在一次经济萧条中度过。

**附录 241**

# 第一部分 即将打响的下一场货币战争



自 20 世纪 90 年代起，美国的这次经济萧条就已经拉开了序幕。通过这段历史，我们将会了解到美国人是如何沉迷于股市收益，又是如何以债务而非储蓄维持他们的生活标准的。如今的消费者债务水平已经达到了极限，债务泡沫正在逐一破灭，这正是经济萧条的起因。

美国现在的情况同 20 世纪大萧条之前有很多相似之处，只不过当前这次好像是通货膨胀而非通货紧缩。虽然其他经济条件可能会导致本次经济萧条进一步恶化，但引发这次危机的却是消费者的债务，因为它迫使人们减少开支，而开支的减少则会导致产业发展速度放缓、失业率上升。随着抵押贷款利率的重置，住房的月供款将会大幅增加，房主将被迫放弃抵押品的赎回权，而持有这些抵押贷款的银行将不得不依靠政府的救助。随着经济危机的蔓延，这将不可避免地导致“多米诺骨牌”效应。

届时，美联储将会通过调整利率和出台各种针对个人及银行的财政刺激措施来遏制危机的蔓延。但对于那些早已负债累累的人来说，这根本起不到任何效果。最终，政府将不得不创造新的就业机会以推动经济发展，但这又会引发高通货膨胀率——因为政府将被迫印制更多的钞票以支付这些账单。下一场货币战争即将来临……

## 股市疯涨：萧条的前奏

20 世纪 90 年代，人们开始蜂拥进入股市。股民人数的增加导致股票需求的增长，并推动股价上涨。而随着股价的上涨，投资者日益沉迷于股票收益，并认为储蓄已经失去意义。他们不断增加个人债务，因为他们相信股市的收益将来完全可以帮助他们偿还这些债务。这就造成了 20 世纪 90 年代的股市泡沫，很多人都卷入了这个最终必将破裂的泡沫之中。

### 市场的诱惑

20 世纪 90 年代后期我有两个邻居，一个是退休医生，一个是退休小企业主。只要是在股票交易日，白天根本看不到他们的身影，但一到晚上，你就会发现他们笑得合不拢嘴。这两个邻居自认为已经找到了财富的秘密：日内交易。虽然两人均未向我透露过他们买卖股票的方法，但他们的妻子却担心他们是基于自己的预感、外界的传言和最近的新闻头条等购买股票的。显然，他们并没有对股票进行任何深度分析，也从未关注公司的业绩是否胜过市场的整体表现。他们所关心的，基本上就是交易日内账面价值的增加。而他们自认为已经找到了赚大钱的秘密！

他们的这种疯狂举动并非个案。在 20 世纪 90 年代，这种奇怪的现象几乎遍及整个美国。在现实的商业世界，“计算机迷”出乎所有人的预料，成为当时炙手可热的人物。在创建与网络或其他软件相关的公司方面，他们几乎获得了源源不断的资金支持。这些新崛起的企业家向外界公开表示，他们的网络公司没有必要获利；他们的想法是利用信息技术开发一个客户群，之后利润自然会滚滚而

来。他们通过深奥的测算方法，如“点击量”来确定网站访问人数的多少。在他们看来，这是判定公司成功与否的一个标准。或者，他们计算有多少毫无价值的网站将访客链接到了他们的网站。他们甚至都不去估计何时盈利，也不去分析未来的盈利情况。他们表示，在这些新时代的商业模式中，一个重要的评判标准就是开发客户，而之后利润自然会产生。如果按照他们对客户增长的预测，客户群很快便会超过世界人口数量，但这并没有关系。风险资本家和投资者相信他们，我的邻居相信他们，我们都相信他们！

不仅投资者（如我的邻居）深陷其中，就连大公司那些头发斑白的首席执行官也对网络公司刮目相看。按理说，他们对此应该有更深刻的了解。仅仅是在几年前，也正是这些公司高管，在仪表、举止和着装上试图与行业中的摇滚明星——日本人保持一致。这些赶超崇拜者的公司高管不遗余力，试图让他们的公司看起来和运营起来都像网络公司。虽然这些高管都参加了网络培训速成班，但在电脑买来之后，他们仍需要公司内部技术人员的帮助才能开机。通用电气公司首席执行官杰克·韦尔奇甚至不无自豪地表示投资者将通用电气视为一家网络公司。他要求通用电气的所有高管都要接受网络培训，每一个事业部都要开办自己的网站，以便顾客详细了解该部门的管理层和产品线。任何与网络相关的项目都会优先获得公司的资金支持。此外，杰克·韦尔奇和公司的其他很多高层也不遗余力地让他们的股价表现得更像网络公司的股价。虽然这一时期的可估财务收益大都来自会计创造，即通过将成本推后和运用其他财务手段，让平淡无奇的公司表面看起来光芒四射，但似乎没有人关心这些。

婴儿潮一代——他们正在考虑能否赶上他们父母那一代人的收益——突然看到了他们的救赎。正如我那两个采取日内交易的邻居，婴儿潮一代可以在这个新时代的股票市场购买股票，以实现自身财富的增长。随着股民人数的不断增加，对股票的需求越来越多，最终导致股价飙至近乎荒谬的水平。疯狂掠食的游戏由此拉开序幕。在买进压力的推动下，20世纪90年代后期股市表现相当亮眼。

不仅只有天真的投资者对他们的市场能力表现得过于自信。1994年，诺贝尔经济学奖得主比尔·克拉斯克尔和约翰·梅里维瑟创建了一家名为长期资本

管理的公司。两人对各种金融工具如公司债券和政府债券之间的“价差”进行了大量的数据分析。当这些价差超过预期的统计数据时（基于他们的计算机程序），长期资本管理公司就会购买有可能在即将到来的市场调整中获益的金融工具。

通过这一方法，长期资本管理公司在接下来的4年中取得了惊人的成功。通过发挥资金的杠杆作用，他们每年为投资者赚取高达40%的收益回报，而比尔·克拉斯克尔和约翰·梅里维瑟也由此变得非常富有。

他们取得了如此巨大的成功，以至于到1998年时，长期资本管理公司在各种金融市场头寸上的杠杆风险敞口达到1万亿美元。之后，长期资本管理公司成为“肥尾”现象的受害者，也就是说，原本平均分布的数据现在却有相当一部分滑向分布尾的一端。之所以出现这种现象，是因为相关金融市场的所有投资者都决定立即退出这一市场。这样一来，长期资本管理公司所看到的基于计算机模型的预测结果将永远都不会出现。但他们对此却毫不知情，因为其他投资者突然退出这一金融博弈之后，各种金融工具之间的价差关系将会发生变化，这也就使得早期基于计算机的概率预测失效。

长期资本管理公司所承担的巨大风险几乎扰乱了所有的金融机构。美联储主席艾伦·格林斯潘和多家世界主要银行联手向长期资本管理公司提供额外信用支持，以便成功扭转这一潜在的全球金融灾难。

长期资本管理公司损失超过40亿美元，而银行为其提供的额外信用支持后来也使得安然等公司重蹈覆辙。这一故事充分表现了贯穿20世纪90年代的那种过度自信。如果长期资本管理公司没有将资金杠杆比率提升到如此极端的水平，那么他们可能就会度过这次危机。但他们太过于自信，太过于贪婪了。在90年代，很多人都认为他们能够通过金融博弈不劳而获，而在长期资本管理公司一案中，杠杆的作用被发挥到了极致。

在90年代，很多人都认为他们能够通过金融博弈不劳而获，而在长期资本管理公司一案中，杠杆的作用被发挥到了极致。



## 潜在的股票收益

在 20 世纪 90 年代，那些将市场收益转换为资本的人完全是幸运使然。事实上，如果你在 1994 年购买标准普尔 500 指数股票，然后在 1999 年卖掉，那么你的投资回报会翻两番。图 1.1 表示标准普尔 500 指数股票自 1900 年以来的实际收益（扣除通货膨胀因素）。从该图中可以看到，在 1994~1999 年间，股票收益呈现极不寻常的急剧变化趋势。

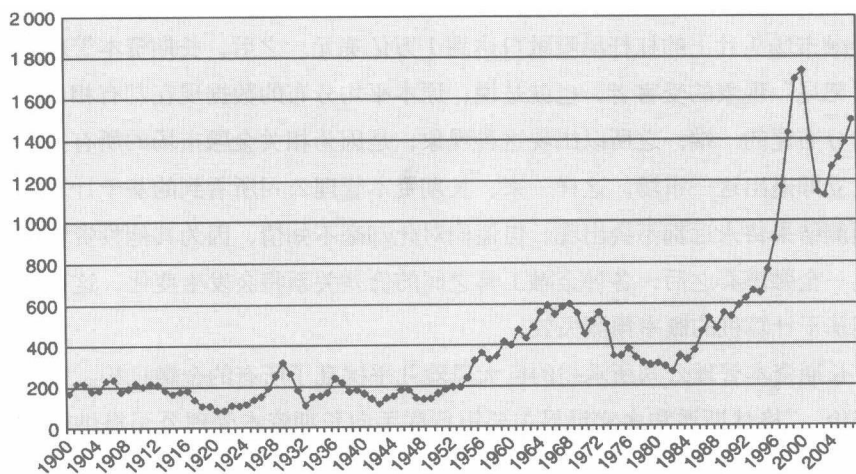


图 1.1 标准普尔 500 指数股票的实际价值 (扣除通货膨胀因素, 按 2007 年美元币值计算)

资料来源：股票数据，[www.econ.yale.edu](http://www.econ.yale.edu)

然而，1994 年购买股票并于 1999 年抛售并不符合人们的正常投资心理，而且能够幸运地把握这一投资时机的人也是少之又少。储蓄的一般方式就是连续投资，并持有股票。这也是大多数市场“专家”所建议的储蓄方法。如果一个人每年都储蓄一定的资金，并于 1994 年将这笔资金投入股市，那么到 2008 年第一季度，他只能获得 51% 的收益（包含通货膨胀），其中还包括 1.5% 的共同基金年度管理费，这也是大多数 401（k）养老金计划收取的费用。如果当时就有通货膨胀保值债券（TIPS）的话，那么这 51% 的收益与投资近乎零风险的 TIPS 基

本相当，因为在这一期间，它的收益率大都维持在 3% 左右。有关 TIPS 的问题，我们将会在第九章进行具体的讨论。因此，即便是那些在 90 年代市场“井喷”时开始投资的人，如果时机把握不准，那么他们的收益也并非都如此可观。

在股票市场，也有人得出了相似的结论。据知名公司先锋集团的创始人约翰·伯格估计，在 1984~2001 年间（这其中也包括股票市场泡沫充斥的 90 年代），股权基金的平均收益仅稍高于通货膨胀。这种糟糕的表现与共同基金收取的费用和股票的“过度扰动”——持续的股票换手率——是分不开的，因为这不仅增加了交易成本，还导致任何收益都以固定收入而非以税率较低的资本收益上税。

然而，在大多数人的记忆中，90 年代的股票市场是一个斩获颇丰的市场。他们无法忘记，如果在 1994 年购买股票并于 1999 年抛售，那么投资收益会高达 200%。

## 20 世纪 90 年代股市飙升的原因

让我们来确定一下是什么推动了 20 世纪末美国股市如此飙升。在探寻最可能的原因时，我们一定要牢记中世纪哲学家奥卡姆的威廉提出的一个逻辑原理——奥卡姆剃刀原理，即最简单的和最合乎逻辑的解释通常也是最好的解释。

在 1990~2000 年间，随着婴儿潮一代的成长，年龄在 30~54 岁之间的人口数量增加了近 25%。这正是人们购买股票的主要年龄段，因为 30 岁以下的人还在接受教育或事业刚刚起步，而 55 岁以上的人则已准备退休，有的还开始将投资转向更保守的领域。图 1.2 表示的是 20 世纪 90 年代潜在股民的数量，即年龄在 30~54 岁之间的人口数量增加了 25%。

图 1.2 还表明，随着婴儿潮一代年龄的增长，股票购买年龄段的人口数量在 2005 年之后呈现不断下滑趋势。正如 90 年代股民的增加导致股票需求量上升并推动股价上涨一样，现在，随着这一年龄段人口数量的不断下滑，股票需求量将会持续下降，而股价也将面临下行压力。这将进一步加剧由于经济危机不断深化而带来的价格下行压力。在撰写本书时，标准普尔 500 指数已经从 2007 年的最