

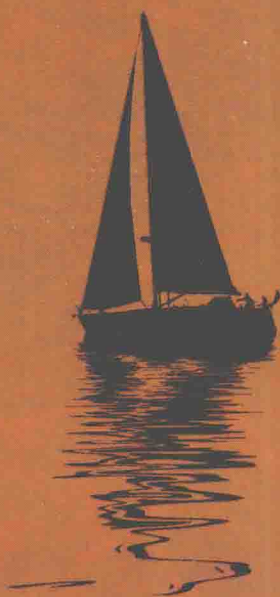
《金融时报》首席经济评论员**马丁·沃尔夫**亲笔推荐

复兴之路

让世界经济重返正轨

【英】安德鲁·史密斯（Andrew Smithers）◎著

陈丽霞 刘寅龙◎译



全球最优秀、最冷静、最博学的5位优秀分析师之一

安德鲁·史密斯

带你预知世界经济秩序的未来走向

THE ROAD TO RECOVERY

HOW AND WHY ECONOMIC POLICY
MUST CHANGE



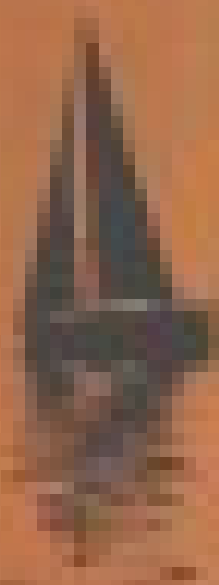
机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

《复兴之路》展览暨图书出版工程

复兴之路

中国共产党历史展览馆正厅

《复兴之路》展览暨图书出版工程
《复兴之路》展览暨图书出版工程



《复兴之路》展览暨图书出版工程
《复兴之路》展览暨图书出版工程

《复兴之路》展览暨图书出版工程

《复兴之路》展览暨图书出版工程

《复兴之路》展览暨图书出版工程

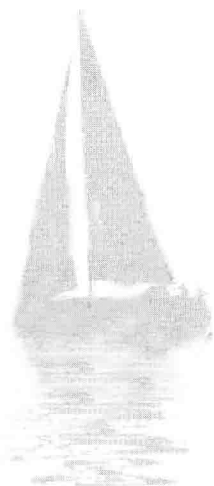
《复兴之路》展览暨图书出版工程

复兴之路

让世界经济重返正轨

[英] 安德鲁·史密斯 (Andrew Smithers) 著

陈丽霞 刘寅龙 译



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

在《复兴之路：让世界经济重返正轨》一书中，曾经成功预测过近年发生的全球金融危机、少数几位备受人尊敬的经济学家之一——安德鲁·史密斯先生认为，那些受新古典主义影响的全球经济政策制定者们必须要修正自己的观念，以避免下一次金融动荡。

为此，他提出了一系列实用的指导建议，包括减少政府、企业和家庭的债务；改变那些针对管理层的、抑制经济长期增长的经济激励措施，从内部和外部平衡国家经济。此外，他还指出，央行行长必须拓宽自己的经济理论，包括债务和资产价格因素等，以更好地指导决策。

The Road to Recovery: how and why economic policy must change by Alndrew Smithers
Copyright © 2013 Andrew Sumithers. All rights Reserved.

This translation Published under licence. Authorized translation from the English language edition, entitled The road to recovery: how and why economic policy must change, ISBN 9781118515662, by Andrew Smithers, 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.

北京市版权局著作权合同登记图字：01-2013-9365 号。

图书在版编目（CIP）数据

复兴之路：让世界经济重返正轨/（英）史密斯（Smithers, A.）
著；陈丽霞，刘寅龙译. —北京：机械工业出版社，2014.10
ISBN 978-7-111-48159-1

I. ①复… II. ①史… ②陈… ③刘… III. ①世界经济—研究 IV. ①F11

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2014）第 228177 号

机械工业出版社（北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）

策划编辑：李新妞 责任编辑：丁思檬

责任校对：舒莹 责任印制：李洋

北京市四季青双青印刷厂印刷

2014 年 11 月第 1 版第 1 次印刷

170mm×242mm·16.25 印张·1 插页·210 千字

标准书号：ISBN 978-7-111-48159-1

定价：49.90 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

电话服务

网络服务

社服务中心：（010）88361066 教材网：<http://www.cmpedu.com>

销售一部：（010）68326294 机工官网：<http://www.cmpbook.com>

销售二部：（010）88379649 机工官博：<http://weibo.com/cmp1952>

读者购书热线：（010）88379203 封面无防伪标均为盗版

序 言

马丁·沃尔夫 (Martin Wolf), 《金融时报》首席经济评论员

安德鲁·史密斯绝对是一位才华横溢的思想家。他运用多方面的知识和能力对经济与金融市场进行了深刻剖析,在我看来,他的与众不同是毋庸置疑的。毫无疑问,智慧、触类旁通的折中主义、实用主义和独立的判断能力,他集聚于一身。安德鲁致力于研究现实问题,从不为金融市场的高深知识与对经济学的透彻理解所困。最重要的是,他对真理的追求有一种超乎寻常的痴狂,任何有悖于此的东西都会让他怒不可遏。

不过,这种追求并非不可理解。安德鲁总能对经济发展趋势做出正确的判断,不仅是因为他拥有超凡的智慧,还源于他始终强调绝不做错事。他的业绩足以体现出他的人格魅力。他拥有一流的学术能力。但他从来就不是一位纯粹的经济学家,因此,他能让自己从被他所说的理论经济学“经院哲学”的束缚中解脱出来。

回顾与安德鲁在 25 年间的多次讨论,让我想起哲学家伯特兰·罗素的一句话:“每次我和凯恩斯争论时,都感觉到自己掌握了命运,而且很少不感觉自己像个傻瓜。”在与安德鲁争论的时候,我深有同感。尽管安德鲁总会让我感到自己是如此的愚蠢,但我知道,他的博才多学让我受益匪浅。要是能更多关注他的观点,我肯定会受益更多。

20 世纪 80 年代末在日本东京的一次会面,让我第一次见识了安德鲁的才华,当时,他还在最近刚刚解散的瑞银华宝证券亚洲有限公司工作。那个时候,

我从他那里了解到许多关于日本企业的事情，尤其在关于大量交叉持股的影响方面，让我大开眼界。

20 世纪 90 年代中期，安德鲁的分析第一次改变了我的思维方式。后来，我阅读了他为刚刚成立的咨询公司“史密瑟斯有限公司”撰写的一篇关于评价股市的正确方法以及美国股市泡沫持续膨胀的文章。我认为这份分析报告非常精彩，而且令人信服。它对我随后 10 年间关于股票市场的研究产生了深远影响。上述分析报告随后集结成册，并在 2000 年 3 月与剑桥大学斯蒂芬·赖特（Stephen Wright）共同出版了《华尔街价值投资》（*Valuing Wall Street: Protecting wealth in turbulent markets*）一书，当时正值市场高点。

安德鲁将“托宾 Q”（Tobin's Q，公司净资产的市场价值与公司净资产重置价值之比）引入到股票估值，这是极其重要的理念。从理论上讲，这是对罗伯特·希勒周期性调整市盈率的合理补充。对我而言，他的这一思想让我茅塞顿开。如果更多的人愿意关注其思想，他们同样会觉得大开眼界。但假如人们的工资仍由那些未被说服的人所决定，要改变他们的思想就并非易事了。

在阐述这一观点的过程中，安德鲁还向我介绍了“股票经纪人经济学”（stockbroker economics）的思想。这是一门证实资产看似便宜实则昂贵的艺术。但他也指出，“股票经纪人经济学”并非是一门学问，而是一种行销手段。到了 20 世纪 90 年代，股票经纪人经济学显然更需要非凡的想象力，因为当时的股价持续飙升，有时甚至表明股票风险溢价已无足轻重。

《华尔街价值投资》一书的突出贡献在于，它证明了有效市场假说并不支持将股票市场作为一个整体进行考虑，尽管它确实适用于个股的相对价值。股票市场并非随机游走，而是显示出有序的相关性。换言之，市场自有其趋势。有些时候，市场价值被持续高估。有些时候，市场价值则又被持续低估。这种泡沫之所以能延续，其中的部分原因就在于断定市场不会被长期高估的代价将是非常惨重的。比如说就房地产市场而言，赌定市场不会被高估实际上是不

现实的。

与经济学家的传统观点正好相反，有证据表明，不仅市场可能会出现泡沫，而且还可以知晓市场何时出现泡沫。安德鲁的结论是：央行行长拒绝识别并戳破市场泡沫而仅仅依靠事后收拾烂摊子的做法是极其错误的。在 2002 年出版的《股票市场与央行行长：艾伦·格林斯潘的经济后果》(*Stock Markets and Central Bankers: The economic consequences of Alan Greenspan*)一书中，安德鲁认为，采取一切可能措施避免经济衰退的政策铸成了大错，部分原因就在于，它制造了资产价格泡沫。他认为，避免偶尔发生的严重经济衰退的唯一方法就是接受持续存在的温和衰退。

即便是本世纪初的时候，我还不完全信服这一命题。再后来发生的事件则验证了安德鲁的观点是正确的，而世界各国的央行行长（以及我本人）是错误的。

安德鲁保持主流且能与真理为伍的能力（前者几乎必然是后者的必要条件）既体现在细节上，也体现在大事上。在整个 2000—2010 年间，安德鲁始终认为，英国的财政政策过于宽松，事实再次证明安德鲁是对的。与上述观点相类似，他认为英国和美国都是储蓄型国家，投资过少，但这一失误却被他们处理巨额经常账户逆差的能力所掩盖，并由此引入资本密集型生产企业。现在看起来，这一观点越来越重要，而且越来越富有说服力。

我建议读者应循序渐进地理解这本书，安德鲁曾暗示出，这本反思上述历史的论著或许是他的封山之作。多数读者会发现，书中的思想可能会令人不安，但也会发现这些观点的鲜明、新颖和精彩之处。最重要的是，如果以史为鉴，书中的大多数观点将被证实。

本书中最新颖的命题就是，“奖金文化”正在给美国和英国制造更大的经济灾难，其破坏程度几乎超乎所有人的想象。由于针对股票价格的杠杆期权构成经理人报酬的很大一部分，因此，他们在经营企业时必然只追求短期的股权收益，而不是长期回报。管理层回购公司股票，以此缩小股本基数，提高股票

价格，提升利润空间，进而实现他们最理想的收益。因此，公司既存在过度储蓄，又存在投资不足问题。实质上，经理们因搜刮短期租金而获得回报，却将公司搞得一团糟。后果之一就是美国和英国企业越来越多地依靠负债经营，而不是像许多人认为的那样低负债经营。

书中的观点将政府置于进退两难的困境。如果没有巨额财政赤字的持续支持，市场需求很可能迅速萎缩。巨额的财政赤字可能不得不无限期持续下去。这就会产生高通胀的风险预期。但问题是，私人部门的需求不足是结构性的，而不仅仅是周期性不足。因此，政府决策者发现他们陷入了进退维谷的地步——前有斯库拉的巨嘴（通货膨胀），后有卡律布狄斯的漩涡（经济衰退）的困境。

要清楚安德鲁是如何得出这些令人不安的结论，就必须理解他的出发点。他对于经济领域问题何在的观点源自他对于经济学固有弊端的判断。他认为，现代理论经济学存在两个主要不足：一是依赖数学模型，而数学模型有些时候是无法测试的；二是没有足够重视数据的作用，这已成为制定合理政策的主要障碍。过度依赖于华美的数学模型、而漠视经济运行数据的做法是错误的，按照安德鲁的观点，数据对已经发生的以及将要发生的一切都是至关重要的。

首先，他认为必须降低过高的负债。随着时间的推移，必须改变债务的税务处理，因为它引致了危险的高杠杆率。

其次，尽管不断积累的债务负担为企业陷入财务困境创造了条件，但危机的爆发仍需要一个触发器。而这个触发器通常就是资产价格的下降。政府决策者应投入更多精力去关注资产的估值。另外，该书认为“量化宽松”政策的本质就是在鼓励高估资产价值，因而应逐渐改变这一政策。

第三，日本、英国与美国必须在不会招致另一次衰退的情况下降低财政赤字。这就需要他们更多地关注与赤字相对应、由企业和其他国家掌控的现金盈余。因此，日本、英国和美国需要做的就是降低财政赤字，以抵消其他国家

增加的财政赤字。最重要的是，必须有一种全球性的经常账户逆差与顺差调节的平衡模式。

第四，经济发展需要财政赤字的原因，在于日本、英国和美国企业目前所掌控的现金盈余，如果政策没有重大调整，这些盈余不会消失。

第五，银行业仍是一团糟的状态。银行业需要进行重大变革，以降低行业经营风险，确保其具有适当的竞争性。银行业的变革措施应该包括增加股本以及造市交易与零售银行业的彻底分离。

最后，本书认为，更好地理解经济发展不仅局限于凯恩斯主义和货币主义学派，还需更多地去了解反凯恩斯主义政策，这也是欧元区正在实施的政策。

在强调上述六个挑战的过程中，安德鲁还分析了公司激励产生的后果，其分析发人深省。他在书中分析了金融危机之前央行的错误之处，探讨了银行业的脆弱，密切关注过高的杠杆率。他提出了凯恩斯主义者应对危机做出反应的理由，但他认为许多国家再次错误地选择了此方向的经济政策。他还认为，德国未能理解经济复苏需要更高的需求削弱了整个欧元区逃离此次经济泥潭的能力。

总之，本书富有特色，让人享受到阅读的乐趣；内容全面，充满了引人入胜的信息，也会让那些作者认为无法胜任的当权者感受到挑战 and 蔑视。从理性上讲，安德鲁是一个从不讳言的人。读者们可能会经常觉得有必要驳斥他的观点。我本人就不认可其书中的若干重要观点：我不相信巨额财政赤字引致迫在眉睫的高通胀风险或高通胀的预期；我也不认为在当前经济环境下实施量化宽松货币政策是危险的做法；而且我远不确定是否存在消除奖金文化的可能，即使正如安德鲁认为的那样，奖金文化具有破坏性。

诚然，即使在不赞同其观点的时候，我仍然牢记我人生经历中的一个重要教训：几乎可以肯定我终将被证明是错误的。

本书是一份精神大餐。尽情享受本书提供的精神食粮吧！

序言

第1章 引言 / 1

此次金融危机已经引发了自20世纪30年代经济大萧条以来最严重的经济衰退。尽管很多国家已经成功走出产量下降的轨道，但全面复苏依旧令人感到渺茫。那么到底哪些环节出现了失误，怎样才能让世界经济重返正轨，实现可持续复苏呢？

第2章 为何一直以来经济复苏如此无力 / 3

各国正在遭受经济复苏无力、停滞不前之苦。五国集团（美国、英国、法国、德国、日本）目前的经济状况表明，本次经济衰退无论是复苏速度之慢，还是经济下滑的幅度均是不同寻常的。尽管各国政府均采取了自“二战”以来最激进的财政政策和货币政策以刺激经济增长，但经济复苏仍旧乏善可陈。这到底是周期型需求疲软？还是缺少增长的能力？还是根本上的结构问题呢？

第3章 当下企业低投资、高利润的其他解释 / 41

管理层薪酬支付方式的变化可能导致企业投资的下降，但是否还存在其他影响因素呢？比如对经济增长前景的信心不足，或

者是投资收益的下降？中国加入世界经济大家庭之后，又对全球企业利润率有什么影响呢？

第4章 英国、美国的预测失误 / 53

预言家们因忽视管理层薪酬支付方式的变革而导致预测失误，如果他们能考虑到公司行为已经发生的变化，这些错误本来是可以避免的。英国预算责任办公室主席罗伯特·乔特对通货膨胀和投资低迷超出预期表示惊讶，美联储被经济增长的萎靡不振与失业率的迅速下降搞得迷惑不解，到底是什么原因导致了这种局面，让一众预测者们感到惊讶？

第5章 周期性还是结构性：经济政策的核心问题 / 59

高利润率和资本支出疲弱的共同作用，使得公司增加储蓄，抑制投资意愿，这正是当前经济低迷的核心问题。而应对储蓄超过投资意愿的恰当政策反应是政府财政预算赤字。因此，各国均提高了各自的预算赤字，以防止失业率上升，从长远看，这真的是终极解决之道吗？真的可以以此坐等经济实现持续复苏么？

第6章 金融与银行业的特殊问题 / 69

当前经济所面临的问题，是企业部门在高利润率与低水平投资支出共同作用下导致现金流增加所致。而对于金融企业而言，如果融资更为重要，则问题就会因此而放大。金融业的问题比经济体中其他部门的问题都更为危险，如果金融业变得异常活跃，就会对经济的稳定性构成重大威胁，银行又对金融危机有着不可推卸的责任。这一连锁反应是经济不稳定增长的长期影响因素吗？这对经济的危害程度到底有多大？这个影响的持续时间会有多长？

第7章 日本——原因不同，但境遇相同 / 93

对日本来说，企业部门现金盈余的原因与英美两国迥然不同。日本问题的主要起因是允许企业在计税时从利润中扣除折旧。2012年第三、第四季度日本的产出水平持续下降，自此，经济开始陷入衰退。那么，导致产出下降的原因到底是什么？日本的投资净回报率、公司账目中列示的折旧额以及工资年增长率的真实状况到底是什么？

第8章 战后时代的终结 / 111

金融危机造成的这场经济衰退不仅是我们在战后遭受的最严重打击，它还预示着战后时代的终结。“二战”结束时，如果美国打个喷嚏，全世界就会患感冒。但现在，美国、英国、日本已经黔驴技穷，这就需要其他国家对世界经济的成功复苏做出更大的贡献。那么，世界经济的四大变化会有什么？美国、英国、日本及欧元区各国将如何应对？

第9章 合理决策的障碍——信息不实 / 133

美国发布的近期利润指标明显高于国民收入核算所反映的情况，日本国民收入核算中利润被严重低估，英国公司杠杆率不高。这一系列的误读或者不是对公司披露利润的变化影响越来越大，利润波动性也随之变大。这种信息的误读到底具体还有哪些？会如何影响决策？

第10章 勿让金融危机重蹈覆辙 / 151

在艰难的复苏之时，经济政策设计拙劣已成为政策转向需要解决的当务之急。因此，我们需要警惕或将酿成另一场金融危机的政策。可是为规避此次金融危机，各国手头的弹药几乎消耗殆

尽而且不可再生，他们还有什么利器来规避重蹈覆辙呢？如果被严重高估的企业或政府债券或商业不动产价格出现下跌，另一场金融危机是否会一触即发呢？

第 11 章 认清当下的高风险 / 161

日本、英国和美国的货币政策始终依赖于量化宽松，其中就涉及通过购买扩大央行的资产负债表。这项政策的效果不得而知，而且无法考量。量化宽松会带来大规模预算赤字，且会招致通货膨胀，由此造成的资产价格大幅贬值，另一场金融危机的风险就会大大提高。量化宽松对目前的经济复苏到底起到了什么积极作用？对长远的经济可持续复苏又会带来什么负面影响？

第 12 章 通货膨胀 / 175

曾经，滞胀经济学理论都带来了颠覆性的革命。此前，人们始终认为，只要经济体中还存在闲置资源，通胀率就会下降。但是现在，人们开始意识到，只要通胀预期持续发酵，通胀率就不可能降低。那么就会遭遇一种极端恶劣的形势：经济疲软与通胀率上升并行。那么通胀到底是巨额财政赤字和大规模国债的必然产物还是解决过度举债的必由之路？还是毋庸置疑的严重威胁呢？

第 13 章 预期不等于预测 / 197

其实，任何人都不可能预测经济运行的轨迹，可取的做法是将更多的资源用于风险评估，并相应减少未来产出预测的投入。经济学研究虽不能预测世界经济的走向，但可以对当前政策招致的风险提出警示，并对不同政策如何减少这些风险进而做出合理政策导向进行解释。那么，劳动生产率低下、资本生产效率低下、资本收益率低下和对投资的抑制到底预示着什么？

第 14 章 克服“奖金文化” / 207

大型上市公司的发展使管理者与股东利益的分歧造成了所谓的“委托代理问题”。实际上，股东的长期利益始终与管理者的短期利益是相互对立的，因此，解决“委托代理问题”的答案只会加剧这一对立。这种误区的根源就是当长期利润最大化和短期利润最大化的权衡发生位移时，未能认识到管理者行为方式的变化。那么该如何设计全新的薪酬体系？如何控制工资与奖金比例？如何协调管理者与整体经济利益的关系呢？

第 15 章 改造经济理论的必要性和阻力 / 213

当下经济政策的理论基础是新古典经济学，它并不考虑负债和资产价格，因此，坚持这一理论范例必然会招致类似的先验论偏差。但很多学家也发现，要接受建立新范例并不容易，原因在于他们遭受的打击会过于强烈。那么，经济学到底是否拥有攻克理论挑战的能力，并建立一套具有相关性、可检验性和稳定性的模型呢？

第 16 章 结论 / 229

毫无疑问，我们必须认识到，当前的经济衰退在本质上是结构性的，它绝非周期性问题，而且高水平债务和高资产价格的同时出现也是极端危险的，这也是我们所面对的最关键的经济挑战。

附录 A 美国企业利润率的均值回归现象 / 233

附录 B 商品生产对资本的需求量高于服务生产的资本需求量 / 235

有关数据来源的说明 / 237

参考文献 / 241

致谢 / 243

第 1 章

引 言

世界经济因管理不善而表现极其糟糕。金融危机引发了自 20 世纪 30 年代经济大萧条以来最严重的经济衰退。尽管已成功走出产量下降的轨道，但复苏依旧令人感到渺茫。如果经济危机和弱势反弹都是不可避免的，则我们就一定要承受政策失误之苦。导致这种结果的原因，要么是因为经济理论本身合理而只是在运用中出了问题，要么是理论本身即存在严重缺陷。本书中，我们将探寻经济发展中的失误环节以及让世界经济重返正轨、实现可持续复苏所需的步骤。

政策之误，一方面源于未能正确理解和应用部分原本正确的经济理论，另一方面则源于政策制定者遵循大家普遍接受的经济理论而引致的失败。欧元区的经济政策属于第一种情形，欧元区作为一个整体，短期财政政策的目标应该是增加而不是减少赤字，可能大多数经济学家都与我持有相同观点。但我认为，这一理论在两个方面是站不住脚的。首先，错误地理解引致危机的原因，为此，政策制定者需要防止其再次发生。其次，没有识别出危机的产生，因而无法化解危机，这是日本、英国与美国经济无法持续复苏的障碍。

关于金融危机，经济学家在许多问题上存在分歧，并且我持有的许多观点不为其他人所接受。但此时此刻，在我所识别出的当前阻碍经济复苏的问题上，似乎或多或少感到有些孤掌难鸣，希望这本书的出版能够改变这个现状。如果我的观点是正确的，当前有关经济政策的争论都是误导，需要重新制定相

关政策，以使经济复苏的速度和可持续性让人更满意。

我的目的是说服读者相信，金融危机、由此引致的经济大衰退以及目前估计无法强势复苏，这一切皆源自经济管理中政策之误，我将采用大量的数据完成说服广大读者的任务。我在本书中采用大量的图表，这往往是传递数据信息最简洁的方式。我注意到爱丽丝的话：“当看着姐姐的书时，我就会打吨，进入梦境游仙境”，爱丽丝说道：“书有什么用，里面既没有图片也没有对话？”[⊖] 鉴于此，我在书中采用了图片。即使书中需要引用，我也仅只列出数量有限的讨论内容，但文中采用了大量的图片，以此弥补讨论的不足，使读者略感慰藉。

⊖ 摘自刘易斯·卡罗尔（Lewis Carroll）《爱丽丝梦游仙境》第1章。

第2章

为何一直以来经济复苏如此无力

目前，我们正遭受经济复苏无力、停滞不前之苦。图 2-1 表明，2008 年第一季，五国集团中只有德国和美国的真实 GDP 实现了增长。英国和美国的经济状况表明，本次经济衰退无论是复苏速度之慢还是经济下滑的幅度均是不同寻常的。与“二战”以来的两次衰退相比，在本轮衰退中，真实 GDP 恢复到以前峰值显然需要花费更长的时间。实际上，有人认为英国在最近的衰退中复苏的速度甚至不及它在 20 世纪 30 年代的大萧条中复苏的速度。[⊖] 美国用了四年时间（2007 年第四季度至 2011 年第四季度）恢复到之前的峰值，英国则用了四年半的时间仍未

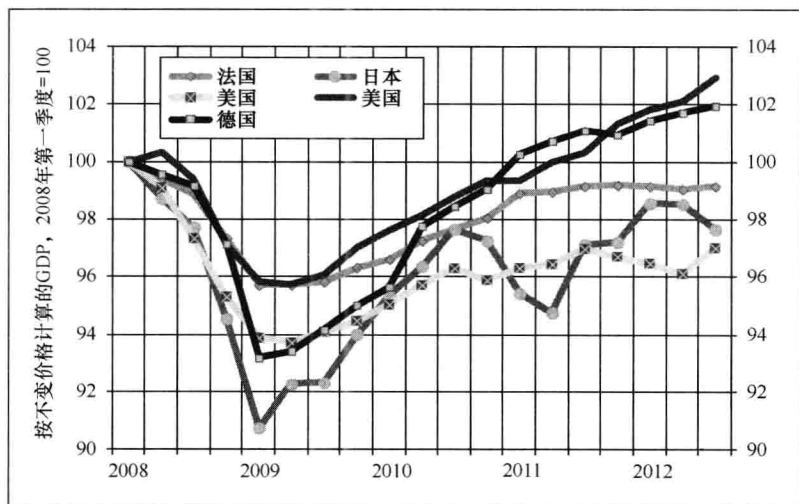


图 2-1 五国集团经济复苏乏力

资料来源：国家宏观统计账户（National Accounts via Ecwin）。

⊖ “A funny way of firing up the locomotive” by Sam Brittan, Financial Times (17th January, 2013)