

B L U F F

The Game Central Banks Play and How it Leads to Crisis



虚张声势

欧美央行的出牌逻辑与宏观调控思路

[英] 安于姆·霍达 (Anjum Hoda) 著

姜忠伟 译

只要央行自信满满，表现出将经济掌控于股掌中的淡定
这套虚张声势的把戏就能够玩下去



北京联合出版公司
Beijing United Publishing Co., Ltd.

B L U F F

The Game Central Banks Play and How it Leads to Crisis

虚张声势

欧美央行的出牌逻辑与宏观调控思路

[英] 安于姆·霍达 (Anjum Hoda) 著

姜忠伟 译



北京联合出版公司
Beijing United Publishing Co., Ltd.

图书在版编目 (CIP) 数据

虚张声势：欧美央行的出牌逻辑与宏观调控思路 /
(英) 安于姆·霍达著；姜忠伟译. — 北京：北京联合
出版公司，2018.4

ISBN 978-7-5596-1195-6

I. ①虚… II. ①安… ②姜… III. ①中央银行—研
究—欧洲②中央银行—研究—美国 IV. ①F835.03
②F837.123

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第263182号

BLUFF: The Game Central Banks Play and How it Leads to Crisis
Copyright © Anjum Hoda 2016
First published in the United Kingdom by Oneworld Publications
Simplified Chinese translation copyright © 2018 by Beijing Adagio
Culture Co.Ltd.

北京市版权局著作权合同登记号：图字 01-2017-7489 号

虚张声势：欧美央行的出牌逻辑与宏观调控思路

作 者：[英] 安于姆·霍达

译 者：姜忠伟

选题统筹：慢半拍·马百岗

产品经理：慢半拍·张志元

责任编辑：管 文

装帧设计：异一设计

版式设计：森 林

北京联合出版公司出版

(北京市西城区德外大街83号楼9层 100088)

北京联合天畅发行公司发行

北京凯达印务有限公司印刷 新华书店经销

字数240千字 880毫米×1230毫米 1/32 7.5印张

2018年4月第1版 2018年4月第1次印刷

ISBN 978-7-5596-1195-6

定价：49.00元

未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书部分或全部内容

版权所有，侵权必究

本书若有质量问题，请与本公司图书销售中心联系调换。

电话：010-84369312 010-84369315 010-64243832

我看到，真正的自由行走于大街小巷祈求接纳，人们却嗤之以鼻；而堕落招摇过市，人们却趋之若鹜，以为这才是真正的自由。

——梦境·纪伯伦

INTRODUCTION

序言

.....

约瑟夫·海勒花了7年时间才写出《第二十二条军规》，青少年时期读这本书时我心里一直有一个萦绕不去的困惑：一个人怎么能够花这么长的时间写一本书呢？直到时间飞逝，人世的历练将曾经的青涩打磨殆尽。我第一次打算写这本书是在2009年，可满怀激情地创作了10个月后激情不再，然后就放下了。

时间到了2012年秋天，我受邀参加新公司的一个晚宴。当我在宴会圆桌前找到自己的名牌就坐后，其他部门的一个同事来到我旁边坐下。他瞟了一眼我的名牌后突然变得很愤怒，双手一边在空中挥舞着一边大声说：“我的工作马上就要没了，就是被你们这些人搞的！”我尽量保持善意并且微笑以对。

晚宴进行到一半时，一位坐在桌子对面的董事会成员开

始跟我聊天，当他开始说话时其他人都停下来倾听：“我之前好像没有见过你，你是新来的吗？”我回答道：“是的，最近才加入。”

“那你之前是干什么的？”他接着问。我向他讲述了自己之前的职业生涯和工作经历，然后他回说：“你的工作跟利率有关啊，利率对我们公司的业务也极其重要，你觉得美国国债利率会涨吗？”

“如果利率真涨了，所有其他东西都会崩溃。我觉得央行不敢上涨利率，除非市场出现变故。所以现在是买入政府债券的最佳时机，不容错过。”

“那你觉得会发生这样的市场变故吗？”

“不，我觉得不会发生，”我咧开嘴笑笑，想让话题轻松一点，接着打趣道，“可能也有点担心，所以我没敢抵押贷款买房。”

就在这时，我听到坐在我旁边的一位先生用鼻子发出不屑的声音，说道：“你看，这就是这些搞金融的吸血鬼！”他话里的意思是：“你看这些吸血鬼，他们攫取纳税人的利益养肥了自己，所以他们都不用贷款，就可以全款在伦敦买房子！”我被他粗鲁的表现惊呆了，也有些后悔自己说出来的话会让他产生这样的误解，因为这完全不是我想表达的意思，

事实也不是这样。我之所以没有抵押贷款是因为我根本没买房子，而是租房子住。

那晚回到家我心里反复在思考公众对我们的误解，对金融危机原因的误解，所以我又兴起写完这本书的念头。在我 20 年金融业的从业经历里，我确实看到过恐惧、无助以及激烈竞争等人性中不好的一面，但就整体而言我所见到的都是最优秀、最敬业的员工，他们拥有良好的职业道德并且时刻为公司追求丰厚收益。在这 20 年里我从未见到过外界所说的欺诈与哄骗等恶劣手段。

时间又一直延续到 2013 年下半年我才开始全身心投入到写作中，上半年我把一系列事情都处理好了，这样就可以留出足够时间来写作。经过 6 个月的高强度创作后，我把一稿拿给一个我很看重的人，希望他能给出一点修改意见。他看完后告诉我这个主题选得非常棒，但是行文风格不好。但这对我来说已经是个很大的鼓励了。

我推翻一稿重新开始写作。与此同时，大卫·海姆公司的安德鲁·戈登给我提供了许多十分有益的建议，教我如何把握叙事方式和全书结构。我还要感谢一下世界出版社出版这本书，感谢时任编辑迈克·哈普雷首先注意到我这个选题并且促成出版，因为一般讲述华尔街贪婪与奢靡的

书都比较好卖。我还要感谢本·萨姆纳，他的社评十分宝贵且有益。

最后，我要将此书献于我的父母，他们将我带到世间，教会我努力工作的价值以及平淡生活的真谛。

伦敦，英格兰

BLUFF: THE GAME CENTRAL
BANKS PLAY AND HOW IT
LEADS TO CRISIS

目录

.....

序言 1

第一篇 简论 1

第一章·为什么要质疑 2

第二章·虚张声势的动机 9

第三章·从凡人到上帝 14

第二篇 虚张声势的把戏 51

第四章·功夫熊猫效应 52

第五章·治疗通胀的药剂 58

第六章·皇冠明珠 64

第七章·经济运行报警器 75

第八章·金融市场：政策试验场还是赌场 79

第九章·杰克逊霍尔共识 85

第三篇 渐入歧途 91

第十章·不和谐的小问题 92

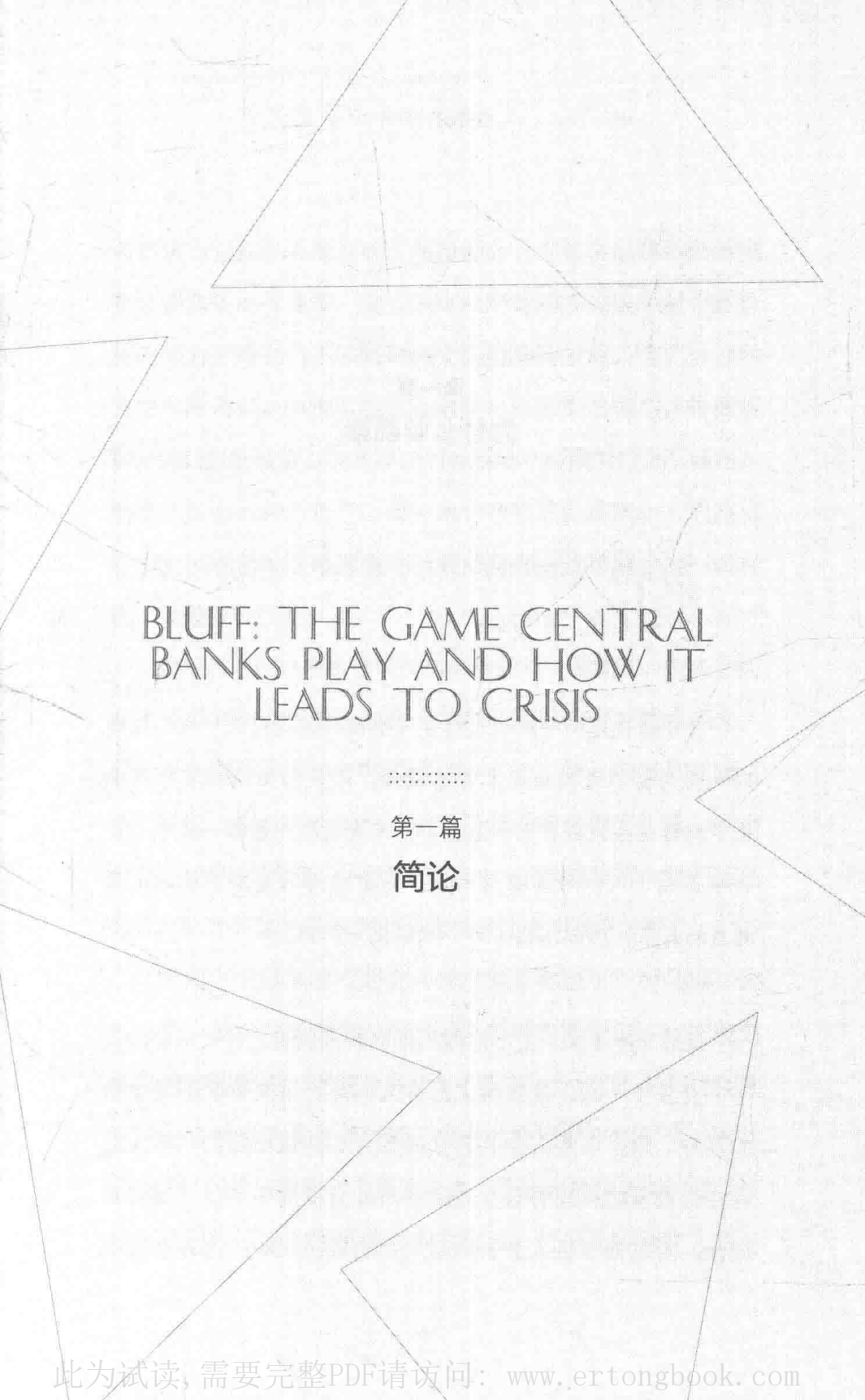
- 第十一章·意图 VS 激励 97
- 第十二章·通胀悖论 107
- 第十三章·投机 VS 实业 113
- 第十四章·20 世纪 90 年代美联储再通胀药方 117
- 第十五章·阴魂不散的再通胀 124
- 第十六章·英国房价问题 133
- 第十七章·后危机时代的角力 142

第四篇 衍生后果 151

- 第十八章·阴 影 152
- 第十九章·价格稳定的面纱 165
- 第二十章·交易 VS 投资 169
- 第二十一章·表象之下 174
- 第二十二章·永远不会破裂的泡沫 179
- 第二十三章·金光闪闪 187
- 第二十四章·首当其冲 191

第五篇 趋于稳定 203

- 第二十五章·真正的自由 204
- 第二十六章·不确定性原理 215
- 第二十七章·经济学与意识形态 220
- 第二十八章·尾 声 226



BLUFF: THE GAME CENTRAL BANKS PLAY AND HOW IT LEADS TO CRISIS

.....

第一篇 简论

第一章 为什么要质疑

约翰·斯图尔特·密尔在其 1895 年出版的作品《论自由》中写道：

当今时代是一个既缺乏信任又惧怕怀疑的时代，人们相信别人说的话不是因为话本身有道理，而是因为他们不知道如果不相信这些说辞自己该怎么办。大众之所以包容一些观点，并不是由于人们对其深信不疑，而是因为承受不了推翻这种观点的后果，所以不得不睁一只眼闭一只眼。

过去 150 年来，密尔这段用来讽刺人们缺乏怀疑精神的箴言一直颠扑不破，而且用来形容人们今天对央行的态度也恰如其分。货币在经济中具有交换媒介和价值储藏的职能，央行作为货币的调控者在今天的经济社会发展中早已占据重要地位。所以很少有人会去质疑央行的经济决策，这并不是说

人们认为它的决策是对的，而是因为其在社会经济中所扮演的重要角色不可或缺。央行鼓吹长期低利率导致的货币贬值和购买力下降有利于以后经济平稳健康的发展，人们对这种说法无可奈何。但现实中大众对纸币已经失去信心，转而将财产进行风险投资。由此导致的投资热在短期内炒热了楼市、股市、黄金及其他资产。而且由于政府债台高筑，人们害怕政府会因此积极鼓励通胀减轻债务负担，这种顾虑进一步加剧了这股投资热潮。

虽然自 20 世纪 90 年代起房价和股市一路攀升，但人们的收入却没有相应提高。结果就是低利率导致资产价格飙升，但价格上涨并不是建立在消费者收入对应增长的坚实基础之上。因此，央行每次加息都会让投资者蒙受损失，进一步则会让经济陷入困境。尽管资产价格一直持续波动，我们却把持续通胀和频繁的利率调控作为刺激经济的灵丹妙药。

我们之所以不愿质疑央行的决策主要源于一种恐惧，害怕股票、债券和房地产市场将不再是财富的象征，反而成为威胁财富的源头。当就业疲软、通胀压力过大时人们就会把钱投向楼市和股票债券市场，因为这些行业来钱更快，但這些高收益的风险投资也会带来隐患，最终绑架整个国计民生。这也是我们不愿正面质疑央行的原因：每个风险投资人都想

让资产升值而不是贬值。所以除了依靠央行不断降息来支撑金融市场之外我们别无选择。

人们普遍认为，商业银行及投资银行的银行家和交易员们的贪婪和欺诈是造成 2007—2009 年金融危机的主要原因。然而事实却是，即使在后金融危机时期，商业银行和投行的行为得到有效管控后，房地产和金融市场仍然动荡不安。这种经济动荡证明金融危机另有原因。商业银行的经营模式是吸收储户存款，将小部分资金用于日常储户提取，而将其余大部分出借给商业公司、个人或者购买融资者发行的各种债券。银行借此获得的收益远高于其向储户支付的利息。这种商业模式跟健身房的运营是一个道理，健身房办健身卡的人远比健身器材的数量多，但健身者不会一下子同时来健身房锻炼，所以健身房可以放心大胆地招徕顾客。同理，银行知道储户不会一下子都来提款，这样他们就有大量结余资金用于长期投资。

话虽如此，但银行一方面进行长期风险投资，另一方面要满足储户随时提取现金的要求，如果在这期间发生挤兑行为的话，银行就会陷入困境。为了回笼资金，银行只能提前收回贷款或出售资产，这就会导致商业衰退，失业加剧，风险债券收益降低以及房价和股价下跌。

这种情况会迅速恶化，因为所有的银行都会努力筹集现

金应对挤兑，进而加剧经济衰退和损失，最后银行和投资者会避免进行风险投资，导致经济持续恶化，最终陷入恶性循环之中。为了防止经济崩溃，作为政府独立部门的央行就要以最终贷款人的身份出面干预（本书所指央行是指英格兰银行和美联储）。贷款和债券的本质是借款人承诺在远期连本带利支付本息，商业银行可以通过扣除贴现利息的方式向央行贴现。因此央行为了稳定金融市场，会在扣除利息或以市价折现的基础上给银行提供现金贷款。

在央行出面承担起稳定金融市场的重任之前，人们经常会因为对银行的不信任激起金融恐慌。沃尔特·迪斯尼的名著《欢乐满人间》就以简练的笔墨讲述了一个有关经济恐慌蔓延的精彩绝伦的故事。故事的背景设定在二十世纪早期，乔治·班克斯是伦敦富达信托银行的一名业务精英，有一天他领着自己的儿女简和迈克尔参观他工作的地方。他带孩子去见自己的老板银行董事长老道斯先生，老道斯先生为了教育孩子从小理财的观念，拿走迈克尔口袋里的两便士零钱大谈特谈投资非洲铁路或尼罗河大坝的收益。但小迈克尔对投资什么非洲铁路和尼罗河大坝根本没有兴趣，他只想拿着自己的两便士去买鸟食，所以扯着嗓子大喊，想要从老道斯那儿要回他的钱。但他不知道自己冒失的喊叫已经引起屋外人们的恐慌

和挤兑——听到他惊慌喊叫声的顾客们纷纷挤到柜台前贴现，害怕银行已经没有钱可支付。

《欢乐满人间》的背景设定在爱德华时代的英国，正值大英帝国实力如日中天，金融业极其发达之时，但书中的故事却取材于大洋彼岸的美利坚合众国。美国内战之后，经济一直受到银行业破产问题的困扰。在 1873、1884、1890、1893 年和 1907 年，经济衰退导致大量私人银行破产，而私人银行破产反过来又加剧了人们对未来经济的恐慌情绪，蜂拥挤到其他资金状况良好的银行进行挤兑，最后这些银行也被挤兑破产。在面对储户疯狂要求提取现金时，银行会暂时停止支付存款，但这只会加剧储户心中的恐慌。为了筹集现金，银行会被迫停止贷款给商业公司和个人，造成流动资金短缺，暂时的经济波动最终演变成毁灭性的经济衰退。

1907 年的银行恐慌对经济的影响非常大，货币改革已经迫在眉睫，最终的产物就是 1913 年 12 月成立的美联储。美联储成立之初的主要目的是以联邦储备券的形式为银行提供“弹性货币”，当银行需要的时候可以迅速提供大量货币，等经济形势稳定下来再收回。这样美联储可以在银行缺乏流动性或面临挤兑时迅速提供帮助。银行可以向美联储借贷，也就无须节制贷款业务或停止向储户付款，虽然短期对流动性的

需求会有一个小高峰，但从长远来看经济整体的流动性还得保持平稳。

银行破产是美国 1929—1933 年经济危机进一步恶化的主要原因。信贷紧缩以及银行廉价抛售资产回笼现金导致物价狂跌、商业衰退和债务违约，这些反过来又进一步重创银行业。美联储的主要责任就是稳定银行系统，所以后来政客们和经济史学家认为美联储并没有发挥其帮助银行业和实体经济的作用。

认为美联储没发挥应有作用的言论一直存在，至少美联储上任主席本·伯南克和他的前任一直没忘。截止到 2008 年 9 月，不管是在金融市场还是数以百万的美国家庭中，债务风险都极其高，最终次贷危机爆发，雷曼兄弟宣布破产。虽然误判形式导致雷曼兄弟破产，美联储随后还是行使最后贷款人的角色给金融市场提供了现金。美联储最终拯救了全球经济，但颇为讽刺的是，它们也是造成全球金融危机的罪魁祸首，这场危机以 2007 年次级房贷债务违约为肇始，在雷曼兄弟破产时达到高潮。

短期内提供大量弹性货币的权力让美联储能够随时随地以最终贷款人的名义给金融机构提供贷款，英格兰银行同样拥有该职能。然而，央行通过改变存贷款利率以及人为制造通货膨胀的方式可以影响经济增长和就业。为了理解央行的问题出在