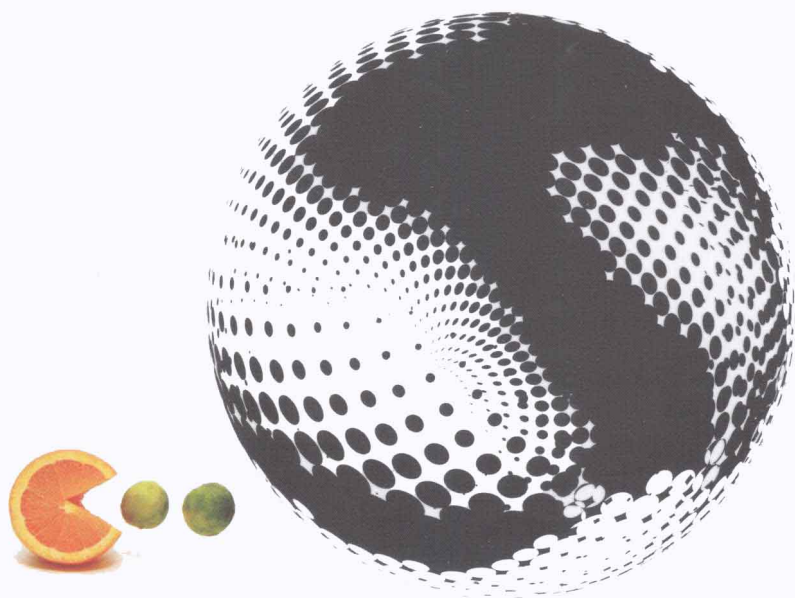


刚刚步入21世纪近10年的世界经济，正处于一个怎样的年代？

作者戴维·史密斯通过本书清晰地向您诠释：我们正处于一个“动荡年代”。

动荡年代

金融危机怎样改变未来经济



The Age of Instability

The Global Financial Crisis and What Comes Next

(英) 戴维·史密斯(David Smith) 著

张静 朱悦心 译

戴维·史密斯继畅销书《免费的午餐》后的又一力作！

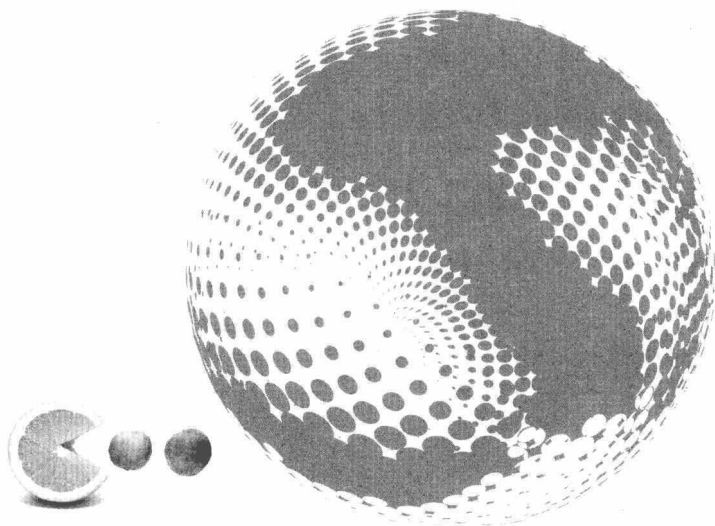


电子工业出版社

PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY
<http://www.phei.com.cn>

动荡年代

金融危机怎样改变未来经济



The Age of Instability

The Global Financial Crisis and What Comes Next

(英) 戴维·史密斯(David Smith) 著

张静 朱悦心 译

电子工业出版社

Publishing House of Electronics Industry

北京·BEIJING

David Smith: The Age of Instability: The Global Financial Crisis and What Comes Next.

Copyright © David Smith, 2010

This translation published by arrangement with Profile Books Ltd.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 Profile Books Ltd.授权电子工业出版社独家出版发行。未经书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何内容。

版权贸易合同登记号 图字：01-2010-4317

图书在版编目（CIP）数据

动荡年代：金融危机怎样改变未来经济 /（英）史密斯（Smith,D.）著；张静，朱悦心译。
北京：电子工业出版社，2011.1

书名原文：The Age of Instability: The Global Financial Crisis and What Comes Next

ISBN 978-7-121-12510-2

I. ①动… II. ①史… ②张… ③朱… III. ①金融危机—影响—经济发展—研究—世界
IV. ①F831.59 ②F11

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 240195 号

责任编辑：晋 晶

文字编辑：张素青

印 刷：北京市天竺颖华印刷厂

装 订：三河市鑫金马印装有限公司

出版发行：电子工业出版社

北京市海淀区万寿路 173 信箱 邮编 100036

开 本：720×1000 1/16 印张：15.5 字数：236 千字

印 次：2011 年 1 月第 1 次印刷

定 价：36.00 元

凡所购买电子工业出版社图书有缺损问题，请向购买书店调换。若书店售缺，请与本社发行部联系，联系及邮购电话：（010）88254888。

质量投诉请发邮件至 zltz@phei.com.cn，盗版侵权举报请发邮件至 dbqq@phei.com.cn。

服务热线：（010）88258888。

前 言

2004年夏，我有幸参加了英国财政部为庆祝国会任期结束举办的鸡尾酒会。每年，在该酒会结束后的数周内，国家的经济政策都会进入休眠期。旧的财政部大楼（所有的办公室像蜂窝一样错综复杂地交织在一起，要进入大楼必先经过一条长达数英里的红色漆布路面）已经被现代、时尚且功能完备的新总部大楼取代，财政部部长和各位官员均对此深感自豪。新大楼前有一个花园，酒会就在这里举行，我们沐浴在傍晚温和的阳光下享受着杯中的美酒。戈登·布朗（Gordon Brown）绕过众多记者和其他客人来到我面前。他知道我去年写了一本书，于是问我现在是否正在筹备另一本。他认为我应该写一本关于“大稳定”的书。还好，我那时已经开始了另一项工作，无暇写这本关于稳定的书，否则，我可能会因此陷入巨大的窘境之中。如果我当时决定写那本关于大稳定的书，那么算上研究、写作，以及准备出版的时间，恰好应该在2007年出版，也即大稳定即将被我们所见到过的最大的动荡所取代的时候。2007年，世界忽然变得危险异常，其严重程度即使与地震和飓风相比也毫不逊色。我之所以说这些，并不是为了抨击戈登·布朗。事实上，大稳定的思想在那时普遍为人们所接受。在世界各大经济体中，英国这个一贯最易遭受通货膨胀的国家，竟然连续13年保持了持续的低通货膨胀经济增长。失业人口也从20世纪80年代的数百万骤降到了几乎充分就业的水平。长久以来，关于房价崩溃的担忧也从未兑现。情况的确不同了，这也许得益



The Age of Instability

于新的政策体系，其中当然包括布朗的创举，即增加英国央行的独立性^①。

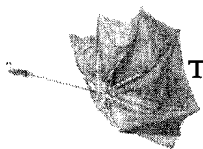
这一时期，英国的确有不俗的表现，但整个世界经济也毫不逊色，经济增长速度达到了自 20 世纪 70 年代以来的最高水平。也许，这就是全球化的硕果，全球经济搭上了一辆无通货膨胀的高速列车。中国效应带来的廉价商品当然功不可没，新技术的影响也不容小觑，金融创新更是功勋卓著。尽管大多数人在这段经济繁荣期都赚得盆盈钵满，但绝对无法与投资银行和对冲基金经理同日而语。他们充分发挥了聪明才智，对传统金融进行革新，创造了许多新的金融产品，他们的收获远非用“令人惊羨”可以形容。但我们难道就没有意识到这样做是有很大大风险的吗？我们应该意识到了，可是大多数的经济学家和经济评论员却并未对此进行过深究。他们默认政策制定者和银行早已排除了过度的风险，所有的细节都已考虑周全。不过当时如果你问他们什么是担保债务权证（Collateralized Debt Obligation, CDO）？什么是信用违约掉期（Credit Default Swap, CDS）？大部分人都会说不知道。信贷市场是投机客的乐园。这里每天都可能发生巨大的变化。许多国家的信贷市场在 2007 年夏陷入僵局，并引发了随后的一系列事件：自 19 世纪 60 年代以来的第一次英国银行（诺森罗克银行^②）倒闭事件，曾被公认为和英格兰银行一样安全的各大机构被迫重组，美国、英国和其他许多国家的政府都采取了前所未有的救助行动，国际银行体系几近崩溃，全球陷入了自 20 世纪 30 年代以来最严重的经济衰退。所有这一切事件的发生并非是毫无征兆的晴空霹雳，然而遗憾的是，大多数人都把注意力放在了其他地方，并没有意识到一场史无前例的金融风暴迫在眉睫。

① 1997 年，英国央行的货币政策委员会被赋予制定基准利率的职责以满足政府既定的 2.5% 的通货膨胀指标。这项政策决定是由当时的财政大臣戈登·布朗和布莱尔在大选前商定的，在大选后的第一天宣布实施。内容是当实际通货膨胀率高于或低于目标水平一个百分点之后，英国央行行长将以公开信的方式向财政大臣解释原因，提供解决问题的方法。——译者注

② 英国诺森罗克银行（Northern Rock Bank，又称北岩银行）位于英国北部，其前身是诺森罗克建屋互助会（Northern Rock Building Society）。诺森罗克建立于 1965 年，并于 1997 年在伦敦交易所上市，向储户与借款者发行股票。——译者注

多数金融与经济危机都遵循着一定的模式。要么是政府和中央银行刻意将经济增速放缓，随后引发一场衰退；要么是一些大的经济动荡，如石油价格大幅攀升，伴随着一系列规模较小的经济余震。但这次却与以往截然不同。各种冲击纷至沓来，且强度有增无减。起初爆发的一系列零星事件（如美国的抵押贷款危机、贝尔斯登旗下两家对冲基金关闭、欧洲银行陷入困境、诺森罗克银行倒闭）相对于随后的风暴来说简直是小巫见大巫。以往绝大多数危机，人们至少都能看到其终点，即使在最黑暗的日子里，我们也笃信一定有办法走出困境。然而在2007—2009年的危机中，人们却陷入了绝望的泥潭。正如我们所看到的那样，那时，即使是经济专家也认为把钱放在床垫下面是最安全的选择。2008年秋，整个银行体系濒临崩溃，我被问到的最多的问题就是人们应该把钱放在哪里。对此，我给了他们一个最简单的答案，那就是把钱分成若干份，放在不同的银行里，每家银行的数额都不超过50 000英镑，因为那是银行的赔付上限，别的很多国家也有类似的存款担保政策。不过要是整个银行体系都崩溃了，储户将得不到任何赔偿。因为那时，经济活动将不复存在。

我们是怎样走到今天的境地的？银行还靠得住吗？我们从未想过全球的银行体系有朝一日会走向崩溃。我们当前所处的时代是一个金融全球化的时代，同时也是一个充斥着各种复杂风险模型的时代。人们认为过去发生过的狂热、恐慌、崩溃都已成为历史的记忆，一去不返。金融衍生品的基本思想是将贷款打包后分销到世界各地广大的投资者手中，这样可以分散风险——艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）如是说。然而，这些金融工具事实上却放大了风险，摧毁了信心，并导致了现代最严重的一场金融崩溃，它们还会引领我们进入一个新的、更加不确定的时代，且持续期会远远超过当前这场危机。正如恐慌的本质从来没改变过一样——只不过在规模和影响范围方面稍有差别——经济环境中的这些更迭也几乎没什么新东西。我们刚开始会感觉不错，然后慢慢变得满足，继而恐慌，最后花费数年时间来恢复——正如当时对1997—1998年间的亚洲金融危机的描述那样：“信心增长的速度如同椰子树的生长，而信心丧失的速度却如同椰子跌落。”于是我们看到，1950—1960年的



The Age of Instability

黄金年代之后就是 1970—1980 年的大动荡，通货膨胀率居高不下，失业率也节节攀升。这似乎成了人类经济的宿命。然而，自 20 世纪 90 年代，我们进入了一个崭新的黄金稳定期，低通货膨胀，低失业率，整个世界经济十几年都发展良好。其间，世界经济经受住了若干次考验，如几次较小规模的危机、恐怖主义袭击，以及政治变革等。然而在 2007 年夏，全球经济却突然崩溃。这种新的动荡意味着世界将面临长达数年的调整，才能从这场自大萧条以来最大规模的危机中恢复过来。

我写作本书的目的是，为了将 2007—2009 年间所发生的一系列事件放置于一个更广泛的背景下研究，其中有些内容摘自我之前的一本书《从繁荣到衰退》(*From Boom to Bust*)，那本书只包含 20 世纪 90 年代初之前的内容。在英国，信心的椰子树用了许多年的时间才逐渐长成——连续 16 年，每季度的 GDP 从未下降过——这使英国建立起了强大的民族自信心。在一个较长的时间跨度里进行经济研究是非常有必要的。所谓的影子银行^①早在 20 世纪 80 年代初就已初现雏形，而 1989 年的一些具有划时代意义的大事也为经济发展注入了强大的活力。我对这些事件及亚洲金融危机、俄罗斯危机，还有对冲基金危机都做了研究，同时我还考量了这些事件对十几年之后的这场金融灾难到底起了多大程度的铺垫作用。此前两任英国首相——托尼·布莱尔 (Tony Blair) 和戈登·布朗都非常喜欢说一句话，尽管现在看起来备感尴尬，那句话是：“我们从此告别了繁荣—衰退的更迭，将走向持久繁荣。”他们为何如此大胆，或者说如此愚蠢？对于英国和美国的次贷繁荣来说，如果没有仔细调查房地产繁荣，则得出的结论一定有失偏颇。在向读者讲述危机的时候，我力求既能全面透彻地解析各次事件的始末，又尽量避免不过多地纠缠于银行为保住性命和政府、监管者之间所经历的那冗长的谈判细节。本书由于覆盖的内容繁多，免不了会只见树木不见森林（读者要是对这些事件的细节感兴趣，我想在危机爆发的当周就会有不少相关的书问世，里面或许还包含许

① 影子银行，又称为影子金融体系或影子银行系统 (Shadow Banking system)，是指房地产贷款被加工成有价证券，交易到资本市场，房地产业传统上由银行系统承担的融资功能逐渐被投资所替代，属于银行的证券化活动。——译者注



多惊险情节)。本书还将讨论这场危机给经济学界乃至整个世界所带来的重要影响：世界的重心会向东倾斜，更详细的答案将贯穿全书。

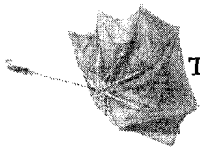
本书写于一个关键的历史时期，于2009年年末完成。那时尽管整个经济仍处于震荡整理中，但有观点认为危机最坏的时刻已经过去。读完本书以后，你将会了解到这个判断是否合理。

目 录

第 1 章	走出废墟	1
	经济史的终结	1
	长期繁荣前的衰退	3
	全球性衰退的奇特顺序	6
	失业状况的好转	8
	等待骑兵出现	10
	技术规律	13
	英国的繁荣	15
	赚钱是好事	16
第 2 章	危机的伏笔	18
	金融旋风	19
	亚洲多米诺骨牌	20
	没有早期预警	23
	决不允许再发生	26
第 3 章	管理不善的长期资本	29
	天才之死	32



没能吸取的教训	35
商队继续前行	37
第 4 章 告别繁荣—衰退周期	39
消除繁荣—衰退周期	41
银行之上的银行体系	42
英国的房地产繁荣	46
供求及基本解释	48
买了出租和资产色情	50
通货膨胀目标——胜利还是灾难	52
通货膨胀不够	54
灾难之后，适度消费	56
布朗和伦敦城	58
第 5 章 愚蠢的次贷	61
美国的非理性繁荣	62
泡沫思维	64
历史的教训	67
忍者贷款的兴衰	69
责怪华盛顿	71
房屋所有率上升有什么错	74
不要责怪《社区再投资法案》	75
指责银行家	77
第 6 章 影子银行系统	81
影子银行系统的 30 年	81
一记耳光	83
杠杆	85



The Age of
Instability

金融市场的大规模杀伤性武器	87
第 7 章 诺森罗克之死	92
贝尔斯登的次贷困境	92
2007 下 8 月 9 日	95
默文的道德风险	97
诺森罗克的消亡	100
就业市场萎缩	103
没有意味着没有	105
理性逃跑	108
追溯到 19 世纪 60 年代	110
香蕉共和国	111
诺森罗克银行国有化	112
第 8 章 贝尔斯登之死	115
消费就是爱国	117
评级系统轰然倒塌	120
贝尔斯登的垂死呼唤	123
拯救贝尔斯登	125
第 9 章 改变世界的一个周末	129
危在旦夕	130
金刚	133
富尔德的道德风险	136
房利美与房地美	138
“这种电话绝不会带来什么好事”	140
没人还能站立着	142
史上最大的破产案	145

雷曼事件中的真相	146
第 10 章 抵抗金融崩溃	153
美国国际集团——美国国际灾难	154
“反垄断的问题由我来搞定”	156
恫吓国会	158
危机蔓延	160
融化的冰岛	161
从“奉旨成婚”到“移动射击”	164
猎杀凯尔特虎	169
第 11 章 凯恩斯卷土重来	173
经济刺激	174
非比寻常与反传统的货币政策	176
印钞票	177
第 12 章 难以预知的金融危机	181
女王的问题	181
经济学家的内部争吵	185
共识的终结	187
数学欺骗	188
魔鬼的魅力	190
模型失效的后果	192
市场失效	194
这是谁的过错	196
第 13 章 新动荡年代	199
稳定的矛盾	201



The Age of Instability

新常态.....	203
让银行循规蹈矩.....	206
无信贷增长.....	210
重新思考货币政策.....	212
防范危机的财政政策.....	213
动荡的市场.....	214
一切都要仰仗中国.....	217
第 14 章 危机之后——世界的 10 种改变	221
1. 低就业经济复苏.....	222
2. 被迫实行大政府主义.....	223
3. 更高的税收.....	224
4. 全球化进程放缓.....	225
5. 受限制的消费者.....	226
6. 风险厌恶情绪和创造性毁灭.....	227
7. 保持绿色发展.....	228
8. 怀疑市场.....	229
9. 更加平等.....	231
10. 东移步伐加快.....	232
译后序.....	233

第 1 章

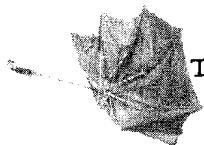
走出废墟



经济史的终结

这场危机究竟从何而起？我们需要追溯到多久以前才能找到本次危机的根源所在？坚定信奉市场经济优越性的人很自然地会得出“市场永远正确”的观点。即使有别的选择存在，也没人确切地知道别的选择到底是什么。即使市场出现了问题，市场也可以自行解决，只需政府提供少许的帮助即可。金融市场是最纯粹的市场。正是在金融市场中，信心和自我信念达到了顶峰。这种信心是时代的产物。金融开始起主导作用，在一定时期内，有些人甚至将其视为市场的基本要义。为什么资本主义会失去约束，并最终发展成野心勃勃的金融资本主义？发生在那个特殊年代的事件可以给出一部分答案。

无论在全球政治史还是经济史中，1989年和2009年无疑都是非常重要的一页，前者为全球经济发展注入了几股强大的动力，并最终造就了近20年的稳定和繁荣。那应该算是一个充满乐观情绪的年代，尽管当时的人们并不一定这么认为。冷战结束，苏联社会主义阵营瓦解，中国对大规模外商直接投



The Age of Instability

资开放，印度实行经济改革，所有这些变化很难仅仅用全球化来概括。“全球化”这个词的原始出处通常被认为来自经济学家西奥多·莱维特（Theodore Levitt）于1983年发表在《哈佛商业评论》（*Harvard Business Review*）上的一篇文章。20世纪90年代该词得到广泛应用。正是这些巨变催生了全球自由市场，并最终造就了当代全球经济的鼎盛。全球劳动力从15亿人激增到30亿人，实现翻番。相应地，进入国际市场的消费者数量也大幅增加。哈佛大学的理查德·弗里曼（Richard Freeman）教授称之为世界经济“最大的事实”。

所有这些并非是预先注定的。以中国为例，改革开放是邓小平1992年年初在深圳南巡讲话时所提出的重要发展策略。鼓励外商投资不仅使西方国家的公司和消费者受益，同时也大幅度提升了中国人民的生活水平。现在，此项政策的最大受益者就是像沃尔玛及其客户那样的企业，中国凭借较低的人力成本生产出的廉价商品使他们获益匪浅。其他的很多效应，如对金融市场的影响，则在今后逐渐显现出来。

1989年的全球政治和经济巨变产生了长期的影响力。20世纪80年代末，通货膨胀对世界经济造成了严重的破坏。而中国输出的廉价商品和印度提供的廉价服务却有效地抑制了通货膨胀。新兴国家人民强烈的储蓄意愿，使得西方世界的人们，特别是英美两国的民众降低了储蓄率。长期以来对于宏观经济的担忧都被人们抛到了一边。无论在经济领域还是金融领域，新的增长动力已经显现，这可能标志着真正意义上的全球化时代的到来。早期事件的影响力会非常有限，无论在地域上还是其他方面。

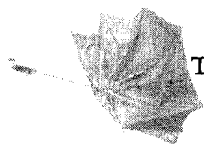
国际货币基金组织（International Monetary Foundation, IMF）每年都会对全球经济增长趋势做出评估。它认为这一时期的经济扩张速度不温不火且稳定持续——既没有发展过热而引发通货膨胀，也没有过冷而推高失业。20世纪70年代，经济增长率维持在每年3%的水平上。到2000年，增长率则攀升到4%以上。这听上去也许不是很多，但世界银行估计，以每年全球GDP总值55万亿美元来计算（2007年的水平），1%的增长相当于5500亿美元，也就是相当于每年增加一个瑞典经济体，也许还要略多一些。

然而，1989年发生的那些具有划时代意义的大事及其影响还引发了另外

一个重要问题：那就是，好景能否常在？这些突然释放出来的生产力是否太多，以至于超出我们的控制能力，从而引发很多我们当时无法预见到的问题？当然，人们对于这个问题的态度是随着经济周期的改变而改变的。最初，就像我们看到的那样，1989年所带来的幸福感是短暂的。后来，只有在2007年全球金融系统陷入极度困境的时候，那些具有影响力的人物才开始质疑快速发展是否一定会带来好处，而之前他们对此却一直是高度赞扬的。格林斯潘恰好在经济危机临近的时候出版了他的第一本回忆录《动荡年代》（*The Age of Turbulence*）。在该书中，格林斯潘高度赞扬了21世纪初“以极大的偶然性”一起出现的各种力量，认为正是这些巨大的力量造就了全球范围内长期的低利率与低通货膨胀并存的繁荣盛世。他那时比较担心如此低的利率是否会在长期内引发高通货膨胀。金融危机爆发以后，格林斯潘更新了书中的一些内容，并以平装本的方式再次出版。他在该书中写到，正是市场中这些同质的力量共同促使这场灾难发生。很多投资者会假设风险已经走远，并且认为21世纪初的那种良好状态会成为整个世界经济的常态。然而像格林斯潘这样的政策制定者们则认为这是非常危险的，他们有时也会向人们发出警告，然而，这些警告的力度却不够大，并未引起我们的注意。

长期繁荣前的衰退

尽管1989年具有非凡的历史重要性，但乐观主义情绪仍然只持续了很短的时间。甚至就在柏林墙被推倒之前，全球经济形势依然十分紧张。1987年10月19日，即“黑色星期一”，股票市场崩盘，华尔街单日跌幅超过22%，其惨状堪比1929年，道琼斯工业指数大幅跳水。于是立即有很多专家预测，美国正面临一场经济衰退，也可能更糟，步入一场像两次世界大战期间那样的经济萧条。著名经济史学家查理斯·金德尔伯格（Charles Kindleberger）在事发两周后提出了一个更加审慎的观点，尽管他也觉得有些事情看起来不太对劲。他写道：“过去两周内，对于股票市场崩盘的评论不绝于耳。然而，作为一个曾经研究过1929年、18世纪及19世纪的经济繁荣—衰退周期的经济



The Age of Instability

史学家，我很难从这些评论中找出什么新意来，完全都是些陈词滥调。然而，我仍努力从中找到一些有价值的东西”。查理斯·金德尔伯格想要看看 10 月的这次崩盘是否像 1929 年一样，是另外一个“在美国制造的”事件。他得出的结论也是怀疑主义的，虽然同时也给出了一些重要警示。

股市崩盘一定会引发经济萧条吗？不一定。1929 年股票价格暴跌后，商品价格也跟着暴跌，然后是银行破产。随后，崩溃从一个国家传导到另一个国家，并最终引发了大萧条（the Great Depression）。这次看起来，危险是在别的地方——在奢侈的房地产市场，消费者追逐高端房产，公司发行后保债券（价格低但风险高的债券）、第三世界国家债券和消费者债券。但是，当所有这些市场都是在刀口边舔血的时候，很难预测哪一个或哪几个市场会突然出现问题，并将整个经济拖入萧条。我们只能拭目以待。

金德尔伯格于 2003 年逝世，否则，他一定会将 2007—2009 年发生的一切载入史册。然而，他正确地认识到即使在 20 世纪 80 年代，整个世界经济还是在朝前迈进的。股票市场崩盘不再像过去那样是整个经济的致命伤，其他的事情也可能会对经济构成严重威胁。虽然 1987 年 10 月的股灾可能会有更加深远的影响，但据此就担心会导致经济萧条则是缺乏根据的。美国政府为了确保金融市场拥有足够的流动性，同时也为了支持经纪公司和挽救那些在抛售狂潮中苦苦挣扎的人，特别制定了一系列的规章制度。1987 年的股灾正好为美国政府的这些规章制度提供了早期的测试。这次测试的结果证明，这套规章制度还是比较奏效的，尽管有时也会出现风险。重要的是，格林斯潘就任美联储主席数月后，认为只要采取正确的应对措施就可以有效控制危机的观点日益得到加强。然而，政府和中央银行为应对刚刚显现的通货膨胀问题所采取的措施的即刻效果却恰恰相反。英国就是最明显的例子。

1987 年股灾的时候，玛格丽特·撒切尔（Margaret Thatcher）的第二任财政大臣奈杰尔·罗森（Nigel Lawson）一直在提高利率。1987 年再次当选的撒切尔政府决心严格控制通货膨胀。1987 年 8 月，罗森将利率从 9% 提高到 10%。当华尔街股市崩盘的时候，罗森认为那是“荒唐的过激反应”，但是他也降低