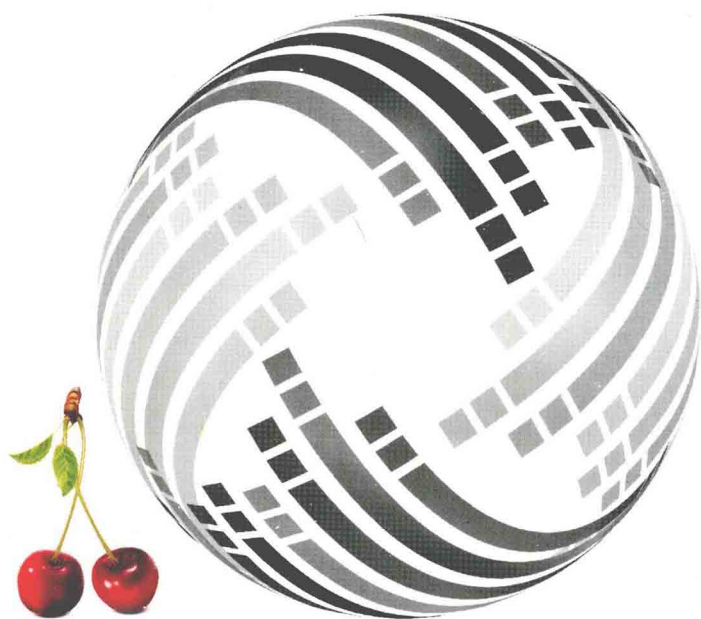


经济体系的结构性缺陷、美国政府的政策失误是经济危机爆发，并且在全球范围内愈演愈烈的深层次原因。那么，**如何拯救世界经济？未来经济之路在何方？**

未来经济之路

当前经济体系的缺陷及对策



(英) 格雷厄姆·特纳 著
王燕梅 译



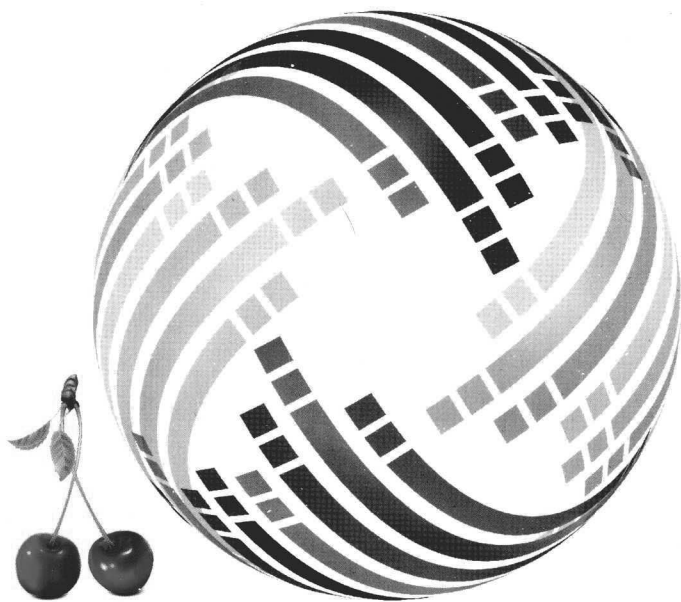
电子工业出版社

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

经济体系的结构性缺陷、美国政府的政策失误是经济危机爆发，并且在全球范围内愈演愈烈的深层次原因。那么，**如何拯救世界经济？未来经济之路在何方？**

未来经济之路

当前经济体系的缺陷及对策



(英) 格雷厄姆·特纳 著
王燕梅 译



电子工业出版社

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



术语表

资产通货膨胀 实物价格或股票市场的不断增长。

平均收益 每个人的月平均工资或薪水。

BAA 债券 既不是高度保护又不是安全性较差的中等风险债券。

英格兰银行 英国的中央银行。

日本银行 日本的中央银行。

布雷顿森林体系 1944 年，在世界主要的工业化国家中建立了规范商业和金融关系的布雷顿森林货币管理体系。

产能利用率 产业中用于生产的产能所占的百分比。

坏账率 贷款和合约的价值减去赔偿金与前者的比率，即净核销率。

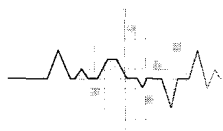
英国公债 英国政府发行的一种债券，起源于 18 世纪。

放宽信贷 中央银行通过购买高风险资产试图影响价格，进而影响这些资产的潜在收益率。

债务通缩 高债务水平导致资产价格下跌并可能负通胀。

通货紧缩 与通货膨胀相反，指物品价格整体持续下跌。

欧元区 16 国 欧元区的 16 个国家：比利时、德国、爱尔兰、希腊、西班牙、法国、意大利、塞浦路斯、卢森堡、马耳他、荷兰、奥地利、葡萄牙、斯洛文尼亚、斯洛伐克和芬兰。



No Way To Run An Economy

欧洲中央银行 欧元区 16 国的中央银行。

房利美 正式名称为联邦抵押协会,于 1938 年为方便低收入者抵押而成立, 1968 年私有化。

联邦公开市场委员会 隶属于美联储,负责美国货币政策的制定。

美联储 美国的中央银行。

止赎权 借款人违约时不能赎回资产,而是被银行占有该资产。

房地美 正式称谓为联邦住房按揭贷款公司,是美国政府赞助的企业,成立于 1970 年,旨在开拓美国第二抵押市场,即与房利美竞争。

金储备 在金本位制下,美国法律特别规定美联储对票据持有的 40%的储备黄金和 60%的额外抵押品黄金或符合条件的票据,黄金储备应在这些要求的数额之上。

金边证券 英国政府债券,发行这种债券供政府借贷。

金本位制 参与国之间的一个协议,用来稳定与黄金挂钩的本国货币的价格。

国内生产总值 一个宽泛的指标,反映了经济规模的大小,经常以产值的方式表示,也以支出和收入的方式表示。

通货膨胀 物价持续飞涨的一种状态。

凯恩斯政策 强调货币体系的作用,包括为了控制长期借贷成本而降低短期利率、购买债券和债务管理操作,同时也包括实施资本和借贷控制,以便控制利率。

凯恩斯主义者 凯恩斯主义者的政策是指在货币政策之前运用财政政策控制经济。

伦敦银行同业拆借利率 一种每日参考利率,基于在伦敦货币市场或银行同业市场中,银行之间拆借无担保的资金的利率。



流动性陷阱 由于投资者的风险规避，一般的方法已不能降低政府长期债券的利率并到了一个阻力点。

货币基础 一种狭义的货币供应量方法，包括流通中的纸币、硬币及银行存款准备金。

道德风险 不承担风险的时候与完全暴露于风险时，人们的行为可能会不一样。

纽约联储 纽约联邦储备银行。

公开市场操作 为了影响资产的价格和隐含利率，由中央银行购买资产。大规模公开市场操作的货币政策在 20 世纪 20 年代和 30 年代经常出现。

公私合作投资计划 又名盖特纳计划，指美国政府主动提出通过提供大量资助给私人资产管理公司来清理银行账户中的坏账。

适度宽松 一种货币政策手段，即中央银行通过购买资产（政府债券）影响利率及范围更广的借贷成本。

储蓄和贷款协会 第二次世界大战后美国建立的用于资助和促进住房拥有率的专业银行。

结构性投资工具 一种资产投资组合，试图从短期贷款和长期结构化金融产品的价差中获利，如具有资产保证的证券。

U6 U6 失业包括所有 16 岁以上的可以工作的个人和过去 4 周内积极寻找工作的个人，以及未就业者和非自愿兼职工作者。未就业人群包括想要并可以工作的且在过去 12 个月内偶尔获得工作的人群。因为过去 4 个月内他们并没有寻找工作，所以这些个体并不算失业。非自愿兼职者包括因为经济原因，即经济不景气或无力寻找全职工作，每周工作少于 35 小时的人群。

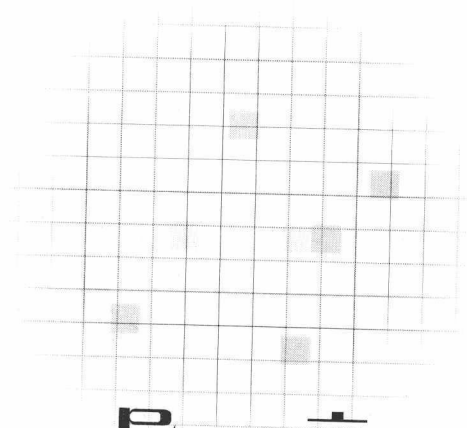
零界限 指负利率的不可实践性。

目 录

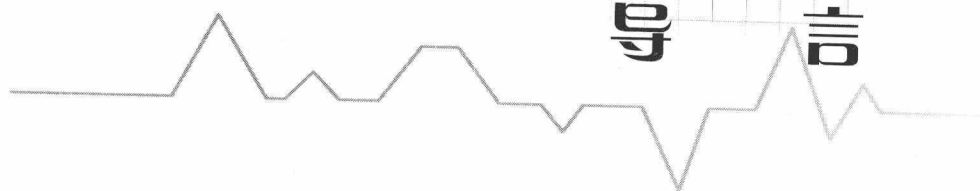
导 言	1
奥巴马的刺激经济措施	6
展望未来	8
第 1 章 从贝尔斯登到经济衰退	13
通胀危机	16
英国央行的错误判断	24
美联储的“老鹰”	26
推高借贷成本	27
央行的失误	31
雷曼兄弟倒闭	32
其他金融工具的援助	35
继续扩大国有化	36
英国银行的救助行动	37
失业率增长	41
第 2 章 前事不忘，后事之师	45
资本困境	47
抵押债券的破坏	51

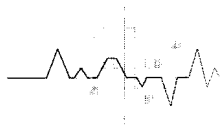
再度恶化的 1933 年	52
“分裂”的美联储	54
狭隘主义（目光短浅）	56
转危为安，再度通胀	57
“最后的”银行危机	59
扩张的再通胀	60
复苏来临	61
操之过急	63
英国再通胀	64
第 3 章 熊市中的政策失误	67
衰退的预防	69
政策的误用	70
举措不当	72
按揭利率开始下降	75
再次失败的开始	78
力挽狂澜	79
量化宽松政策发挥作用	81
债券泡沫	86
结局	87
伯南克暗无天日的一天	88
拍卖狂潮	91
理论和实践	97
第 4 章 全球化和竞次游戏	101
政府承诺的空头支票	104
企业寻求低成本劳动力	106

竞次游戏	111
零约束工资	113
第 5 章 衰退的结构化原因	117
逐利的资本本性	120
经济增长的抗衡因素	122
发展中国家的腾飞	125
殃及出口	126
过度投资	133
利润率与危机	135
第 6 章 存在缺陷的经济体系	143
持续时间和严重程度	146
宿命还是系统	149
第 7 章 奥巴马的危机	153
摆脱债务陷阱	158
国有化银行	160
扩大国有化	164
是否注销债务	166
第 8 章 突破历史	169
民主问责制	175
环境问题	179
注 释	183



음악





No Way To Run An Economy

“我们需要改变”（Change We Need），这句话在奥巴马激动人心的竞选活动中成为流行的口号。确实需要改变了，但是，在权力交接之后的最初的关键几个月中什么都没有改变。奥巴马总统依然使用小布什总统时代的经济政策。从批判的角度看，这些政策可能更糟糕。因为决策者们已经吸取了一些重要的历史教训，但美国及世界其他地区仍然深陷困境，因为他们没有制定现实所需要的激进政策。

股票价格从 2009 年 3 月的低点开始止跌反弹。大幅度减息、对银行进行大规模的紧急援助、增加公共开支和减税，这些看起来都已使必然再度通货膨胀的隐患渗透其中。

这可能被充分证明是一个虚假的黎明。所有证据表明，美国经济正在退税的影响下，出现有限的短暂繁荣。事实上，截至 2009 年 6 月底，奥巴马政府扩张的财政政策的影响已经开始消退。¹ 房价下跌推动的债务紧缩仍然积重难返。

如果世界经济在未来复苏，目前的经济体制下只有少数经济政策可供选择，那时将只留下几个常规政策来使一切恢复正常。第二次世界大战后，工业化国家普遍降至为零的利率和飙升的财政赤字已导致没有多少可供调控的空间。

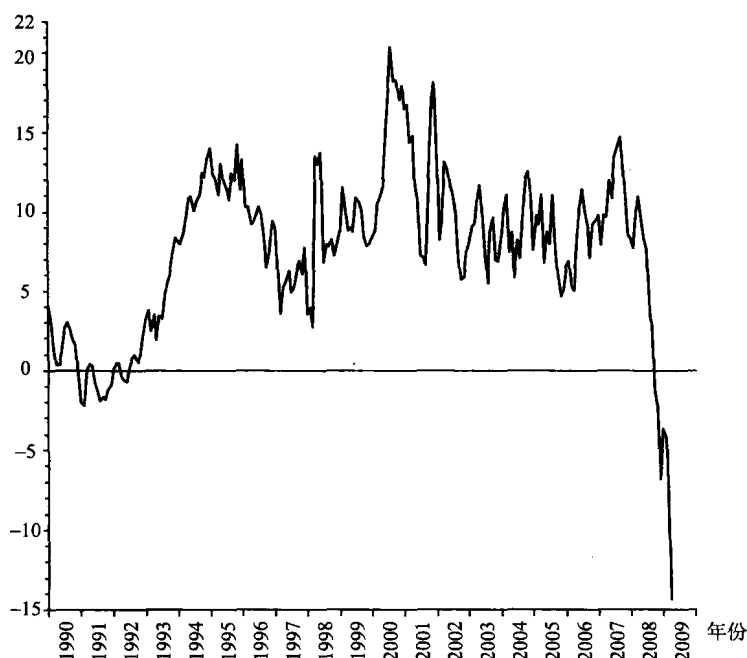
预兆难以使人振奋。截至 2009 年 5 月，美国连续 3 个月的赎回抵押已打破纪录。² 由于收回房屋，导致了巨大的存量，银行通过拍卖行进行大量销售，这以空前规模加剧了价格的下跌。但在很多情况下，空荡的楼房重归银行所有，滞销，只留下空虚和遗弃。加利福尼亚州是受影响最为严重的州之一。2009 年 5 月，尽管许多房屋提供超过 50% 的折扣，通过拍卖来销售的房产仍然有 1/8 滞销。

银行通过出售丧失止赎权的房产来剥离它们的不良资产的做法正在创

造更多的坏账。正在下跌的房价使房主处于负资产状态，从而引发了更多的违约和收回房屋的事件。这是一个看不到尽头的恶性循环，比日本在 20 世纪 90 年代的债务陷阱还要糟糕。

失业率残酷无情地持续攀升，仅在 2009 年 6 月就有 467 000 个工作职位消失，这比过去 3 个月的衰退还要糟糕。³ 经济仍处于萧条之中，恐惧笼罩下的商场仍在营业。信贷宽松的时代已经结束了，人们肆意挥霍消费的繁荣年代一去不复返了（见图 0.1）。

消费信贷额（10 亿美元）



注：图中数据按照每 3 个月的平均数绘制。

图 0.1 美国消费信贷变化趋势

美联储为了应对次贷危机而不合时宜地降息，它可以而且应该更早地采取行动，一项先发制人的政策或许可以消除一些现在的窘迫。英格兰银

行和欧洲中央银行同样行动缓慢。从一开始，这 3 家中央银行就错误地放任信贷增长，从而导致失控。但是，3 家中央银行的无所作为，也为第二次世界大战后最严重的经济通缩行了方便，因而是有责任的（见图 0.2）。⁴

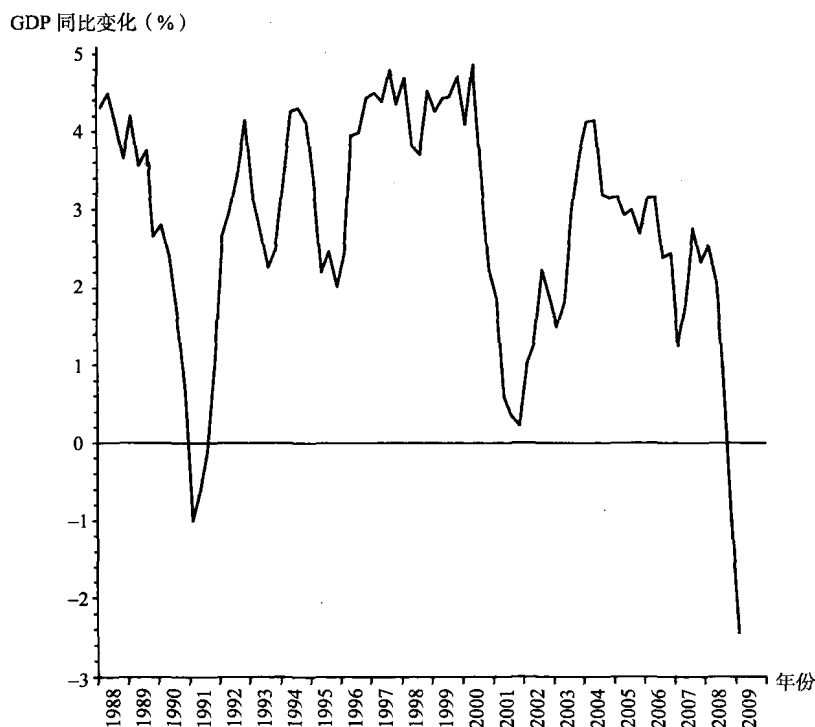


图 0.2 美国实际 GDP

当它们恶意忽视的后果在 2007 年 2 月开始显现时，3 家中央银行和政府震惊了。政府和央行们似乎无法理解自己的政策会加速一系列的银行危机，从而使金融系统瘫痪。它们完全低估了迫在眉睫的经济崩溃形势。

继 2008 年 3 月美国投资银行贝尔斯登消失后，就应该积极降低利率。推动长期利率下降的适度宽松的货币政策也是关键所在。然而，很明显，

如果中央银行不在经济危机早期使用这种货币政策，那它是不太可能起作用的。2009 年 7 月，美国已经遇到了前面所提到的这种情况。一个受限的适度宽松的货币政策刺激未能扭转经济下滑的形势。

英国央行比任何其他央行都更努力地推进政策的实施，但英国并非一个经济孤岛。由于其极端依赖金融市场推动本国经济发展，英国的命运不可避免地与美国捆绑在了一起。如果美联储失手，英国也将不能幸免（见图 0.3）。

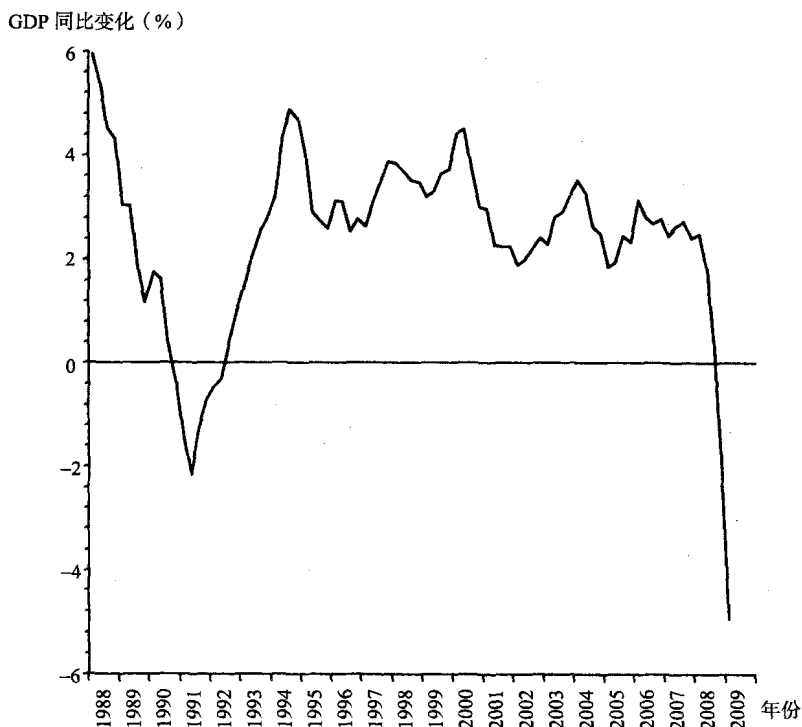
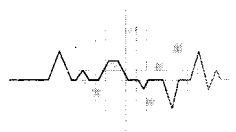


图 0.3 英国实际 GDP

正如 2009 年所表现的那样，整个世界仍然依赖于美国消费者。中国试图恢复并推动世界其他地区走出经济衰退，能否成功还取决于使西方陷入



No Way To Run An Economy

困境的政策——大规模增加银行借贷的政策（见图 0.4）。⁵

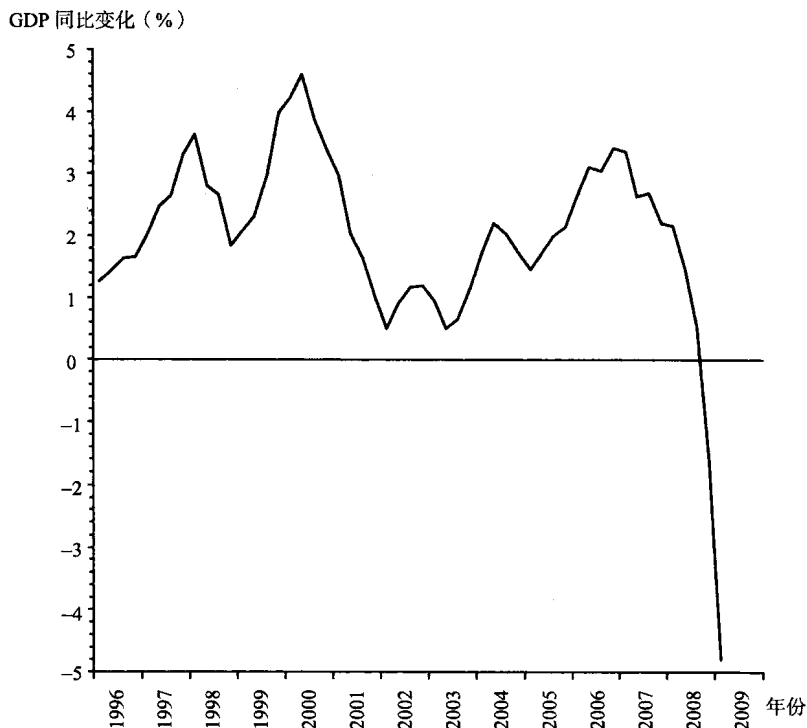


图 0.4 欧元区实际 GDP



奥巴马的刺激经济措施

到 2009 年春天，奥巴马政府有 5 项措施刺激经济增长，但无一有用。

第一，货币政策。零利率并没有稳定房地产市场，房产价格的暴跌仍然非常普遍，以致减息毫无成效。实行量化宽松政策过晚。直到贝尔斯登消亡 1 年后，也正值雷曼兄弟倒闭 6 个月后，量化宽松政策才得以引进并

推行。即使这样，该政策也未得到全面执行。

在零利率和量化宽松这两种货币政策之间，美联储开创了一种中间形式——信贷宽松政策。这种政策施加的影响非常有限。更糟糕的是，顺着这条路线，美联储偏离了更加积极的量化宽松政策。而该政策在 1932 年夏天成功地扭转了经济的下滑。

第二，通过公私合作投资计划(Public-Private Investment Program, PPIP)将更多的流动性资金注入金融系统。然而，注入流动性资金只是瞄准了债务危机的表面症状，而不是其根本原因。西方中央银行先前注入流动性资金的措施并没有成功地扭转颓势，其原因是借贷成本并没有因此迅速降低下来。这个最新的尝试很可能也无法达到预期的效果。事实上，至 2008 年 6 月下旬，美国主流报纸都在报道有关 PPIP 计划毫无成效的消息。

第三，小幅调整抵押政策。这是一个迟到的尝试，以前的方案都遭遇了惨痛的失败。这个最新的尝试很可能也被证明并非是恰当的应对措施。数以百万计的房屋拥有者因为贷款政策的调整而深陷负资产的泥淖。而同时不断上升的失业率意味着大量贷款者没有收入去偿还可能的抵押贷款。而且，即使有可能，很多人也会再次遇到麻烦，再次违约。⁶

第四，推出更多的财政扩张政策，即采取所谓的凯恩斯主义政策。美国当局不能理解凯恩斯在 20 世纪 30 年代开出的处方。为了降低借贷成本而产生了庞大的财政赤字，结果却适得其反。这种政策很可能使得西方在未来仍然陷入债务陷阱而无法自拔。

第五，最后一个手段便是压力测试。银行被要求证明它们有足够的资金来度过最糟糕的经济阶段。随着奥巴马政府的联邦监管机构挥手让“会计伎俩”通过，压力测试便公然企图操纵股市。当所有其他的选择都失败时，蒙骗本身成为一个重要的政策武器。

展望未来

银行将调整一些抵押政策以便平息人们的批评。但在私人领域，他们的首要职责仍然是对股东负责。银行将继续大量收回房屋，绝大多数转交拍卖行拍卖。2009年4月，美国10个主要城市的平均房价已从最高点下降了33.6%。从高峰下跌60%的缩水似乎不再是毫无可能的事情。若房价下跌70%，就将会使价格降至自1987年之后那种闻所未闻的水平。⁷然而，这种纸面财富的毁灭将会进一步抑制经济的复苏。⁸

奥巴马总统最初几个月通过的政策并不能打破这种恶性循环，他将不得不改变政策路线。奥巴马政府不能将一切都归咎于布什时代的错误。继雷曼兄弟倒闭之后，失业率大幅上升并不是现任总统的错。但是，奥巴马总统会因推行与前任同样失败的经济政策致使失业总人数再创新高，而被人们所关注。

奥巴马政府公开的意图是使银行保持在私营经济领域内，而且政府仍然执著于自由市场的意识形态。奥巴马是一个中间派，但他周围全是“亲市场”的经济学家，如美联储前任主席保罗·沃克。在总统竞选期间，沃克强烈支持奥巴马。奥巴马呼吁民众发起一场变革运动，但是，在打破20世纪80年代美国工人阶级的力量方面，并无其他人做出更多贡献。

美国的失败在于决心让银行继续留在私营领域。由于不受任何管束，银行将继续推动普遍性的资产通货紧缩和经济衰退。美国将会为奥巴马政府的意识形态、教条主义付出沉重的代价。



但是，这种危机从根源上并不能仅仅通过银行国有化而解决。我写的上一本书——《经济危机：自由市场的末路》(*The Credit Crunch*)，书中阐述了这样的观点：全球化和降低劳动成本是西方经济体中债务不断积聚的罪魁祸首。贷款存在增加的可能性，是因为廉价的进口产品维持着低通货膨胀。跨国公司垄断的出现、外包及劳动成本的降低加强了这个循环周期。

低通货膨胀使房地产泡沫成为可能。但是，工资保持低水平是经济增长的必要推动器。若把债务负担简单地看做监管的失误或者由宽松的货币政策所致，这就忽略了经济危机的根本原因。

从这个角度来讲，这是十分明显的政策失误。这个失误使一系列银行由失败转变为深陷衰退的困境。这并非单纯是个人的失策，但批评美联储主席伯南克和其他决策者未能及时做出反应是无可厚非的，他们显然失误了。

历史正在重演。从 2007 年开始的许多政策错误与 20 世纪 30 年代初所犯的 error 一样，这些错误把一次股市崩盘恶化为一次经济衰退。现在的政策失误已经有过之而无不及。由伯南克领导的美联储并没有从大萧条中吸取教训。一项始于胡佛总统继于罗斯福总统的通货再膨胀政策确保了经济恢复，尽管这项政策最终在 1937 年被搁置起来。2009 年的这些政策仍然不足以扭转经济低迷的现状。

如果我们不能从历史中学习，那么现在正是深刻思考这场危机根源的时候了。政策错误并不是由个人所控制的。央行官员和政治家们没有预测到近在眼前的危机，是因为他们信奉“大型公司的统治是驱动经济增长的唯一动力”的经济哲学。如果他们理解大公司在刺激债务泡沫时的作用，那么他们很可能已经迅速应对崩溃的房价了。

央行官员和政治家们认为公司经营良好，所以经济运行基本稳定。他