

一再演变的金融危机是市场犯的错还是政府惹的祸？

**政府管制**能不能解决市场失灵问题？



当通胀势如猛虎时，是让市场自行调节，还是进行价格调控？

市场机制本身的未来和**中国经济的未来**在哪里？

THE  
**TROUBLE**  
WITH  
**MARKETS**

Saving Capitalism from Itself

# 市场的麻烦

英国顶级经济学家——汇丰银行前任首席经济学家

[英] 罗杰·布托 (Roger Bootle) 著 孙颖 译



中国人民大学出版社  
China Renmin University Press

THE  
TROUBLE  
WITH  
MARKETS

Saving Capitalism from Itself

市场的麻烦

中国人民大学出版社  
·北京·

**图书在版编目 (CIP) 数据**

市场的麻烦 / (英) 布托著; 孙颖译. —北京: 中国人民大学出版社, 2011  
ISBN: 978-7-300-13112-2

I. ①市… II. ①布… ②孙… III. ①市场经济学-研究 IV. ①F014.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 246153 号

**市场的麻烦**

[英] 罗杰·布托 著

孙颖 译

Shichang de Mafan

---

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街31号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京京北印刷有限公司

规 格 170 mm×230 mm 16开本

版 次 2011年1月第1版

印 张 15.5 插页2

印 次 2011年1月第1次印刷

字 数 202 000

定 价 39.80元

---

**版权所有**

**侵权必究**

**印装差错**

**负责调换**

常常阅读我们图书的读者一定都记忆犹新，2008年以前出版的图书中，都放置了一篇题为“一切为了您的阅读体验”的文章，文中所谈，如今都得到了读者的广泛认同，也得到了出版业内同行的追随。

在我们2008年以后的新书以及重印书中，读者会看到这篇“一切为了您的阅读价值”；而对于我们图书的新读者，我们特别在整本书的最后几页，放置了“一切为了您的阅读体验”的精编版。今后，我们将在每年推出崭新的针对读者阅读生活的不同设计和思考。

★ 您知道自己为阅读付出的最大成本是什么吗？

★ 您是否常常在阅读过一本书籍后，才发现不是自己要看的那一本？

★ 您是否常常发现书架上很多书籍都是一时冲动买下，直到现在一字未读？

★ 您是否常常感慨书籍的价格太贵，两百多页的书，值三十多元钱吗？

### 🔪 阅读的最大成本

读者在选购图书的时候，往往把成本支出的焦点放在书价上，其实不然。**时间才是读者付出的最大阅读成本。**

阅读的时间成本=选择图书所花费的时间+阅读图书所花费的时间+误读图书所浪费的时间

### 🔪 选择合适的图书类别

目前市场上的**图书来源**可以分为**两大类，五小类**：

**1. 引进图书：**引进图书来源于国外的出版公司，多为从其他语种翻译成中文而出版，反映国际发展现状，但与中国实际结合较弱，这其中包括三小类：

a) **教科书：**这类书理论性较强，体系完整，但多为学科的基础知识，适合初入门的、需要系统了解一门学问的读者。



**b) 专业书：**这类书理论性、专业性均较强，需要读者拥有比较深厚的专业背景，阅读的目的是加深对一门学问的理解和认识。



**c) 大众书：**这类书理论性、专业性均不强，但普及性较强，贴近现实，实用可操作，适合一门学问的普通爱好者或实际操作者。

**2. 本土图书：**本土图书来源于中国的作者，反映中国的发展现状，与中国的实际结合较强，但国际视野和领先性与引进版相比较弱，这其中包括两小类，可通过封面的作者署名来辨别：

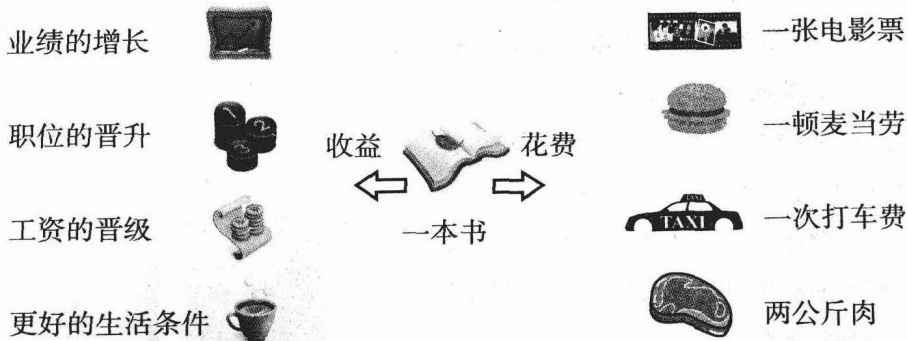


**a) “著作”：**这类图书大多为作者亲笔写就，请读者认真阅读“作者简介”，并上网查询、验证其真实程度，一旦发现优秀的适合自己的作者，可以在今后的阅读生活中，多加留意。系统地了解几位优秀作者的作品，是非常有益的。

**b) “编著”图书：**这类图书汇编了大量图书中的内容，拼凑的痕迹较明显，建议读者仔细分辨，谨慎购买。

## 老 阅读的收益

**阅读图书最大的收益**，来自于获取知识后，**应用于自己的工作**和**生活**，获得品质的**改善和提升**，由此，油然而生一种无限的**满足感**。





**我**的大多数工作时间都是在金融市场最重要的组成部分——不同的证券交易大厅度过的，在伦敦30年的工作生活经历为我观察金融市场的运作提供了极好的机会。

我曾经做过货币市场的交易员，也曾做过投资银行的顾问，还曾担任过银行和公司的首席经济学家，其中包括两家股票经纪公司、一家承兑银行以及世界最大的商业银行之一。

我一直以来都认为金融市场充满着矛盾。一方面，它们**高效、具有活力，并且在追求成功方面矢志不渝，这些都是值得赞赏的**。就个人而言，它们为那些聪明且诚实的人提供了大量工作岗位，我也有幸与这样一群人一起共事。他们用自己的智慧和力量为数百万人带来了幸福。从宏观层面看，在我自己的国家——英国，他们也创造了大量财富，并且将这些财富传播到很远的地方。虽然英国传统财富的来源已经趋于下降，但是伦敦的成功依然像灯塔一样明亮。总的来说，市场一直为我带来了很多好处。或许，大家可能会说，我所举的例子都太小儿科了。从某种意义上说确实如此，我在本书中所批评的赚钱非常容易的金融市场就是这样的。

另一方面，我也一直被一些市场所发生的问题所困扰。比如超出业务关系的日益增长的管制、超过承诺的流动性、超出公众利益的贪婪。甚至当市场日益取得成功时，我却越来越困惑，因为越来越多的人都相信他们为未来社会应该如何发展提供了一张美好的蓝图。

这本书是我的三部曲著作中的第三部。对于重大经济问题的看法，在我的书中有一个传承和发展。因此，在解决市场未来发展的一些关键问题的过程中，《市场的麻烦》一书就是在我之前研究成果的基础上进一步解决前两本书中悬而未决的问题。

《通货膨胀与通货紧缩》(*The Death of Inflation*) 出版于1996年，其主要观点认为世界将会面临着低通货膨胀率，同时伴随着较高水平的经济增长和低失业率。此书一面市，便有新闻对此书的核心观点表示支持。但是，没有人知道这种美好的状况可以持续多久，期间还出现了多次我们所谓的短暂危机。那时候，他们似乎是正确的，并且从某种意义上说，他们对未来的展望也是正确的。结果，由于某些条件的限制，低通货膨胀时代一直持续至2006年。但是就当前来看，中央银行和政府都在向经济体系中注入大量的资金，许多人认为这将会导致高通货膨胀重新出现。但是，本书认为，尽管存在着很多风险和挑战，但是低通货膨胀时代依然会持续很多年。事实上，通货紧缩是更大的威胁。

《通货膨胀与通货紧缩》一书并没有预见到低通货膨胀所积聚的力量将会导致更大的危险，甚至有一些是由其直接造成的。中国的崛起和全球化的进程都有助于维持低通货膨胀率，但是它们也使世界在资本流动的同时，利率异常的低，这刺激了市场资产泡沫的产生，尤其是房地产业。具有讽刺意味的是虽然有很多人把中国的崛起看做是一种威胁，但实际上中国却是创造财富的主要源泉。虽然很多人都在为财富的增加，也就是房价上涨而感到欢呼雀跃，但这实际上是一种陷阱和错觉。

这就是《不劳而获的金钱》(*Money for Nothing*) 一书的主要观点，它出版于2003年，这本书的命运与《通货膨胀与通货紧缩》截然相反。首先，它所提出的警告与现实不符，其警示忠告根本没人理睬。事实上，随着资产价格持续上涨，本书的观点对于绝大多数人而言都是非常荒诞的。

资产泡沫将会进一步膨胀，直至超过了预测者能够想象的基本面，

这是很正常的——毕竟，它们之所以是泡沫，正因如此——这就是互联网泡沫和随后发生的资产热潮所表现出来的情况。当资产价格不断上涨、再上涨时，《不劳而获的金钱》一书对此进行了严厉批评，认为社会普遍忽视了房价上涨。但是现在，美国、爱尔兰、英国、西班牙、法国和丹麦的房价都大幅下跌。

事后看来，《不劳而获的金钱》一书很早就对房地产危机发出了警告，时至今日书中的很多观点都得到了证实：不仅资产泡沫破裂了，而且书中还认为泡沫破裂还会波及整个金融体系。

现在，我们已经深陷困境之中了。《市场的麻烦》一书试图为我们当前的处境提供一件救生衣，并且将我们从困境中解救出来。

虽然就当前经济状况有很多话题可以说，但是本书的目的并不在于预测，我们有足够的理由相信 2007 年 9 月开始的这次经济危机将会使整个世界在相当长的时间内处于痛苦之中。但是，全球经济也可能以令人惊讶的速度快速恢复正常，就像经济衰退带给大家的惊讶是一样的。事实上，当大家读到此书时，世界经济可能已经恢复正常了。但是，这次危机对资本主义结构带来的冲击和挑战可能仍会持续很长时间，我将在本书第三部分对此提出一些补救措施和建议。



# 目录

# CONTENTS

## 第一部分 危机远未最后结束 1

很多专家和普通民众都乐观地认为：危机之后即是繁荣。然而，历史经验告诉我们，即使世界经济已经开始趋于稳定，也不能就此认为我们走出了困境，危机远未最后结束。市场经济体系深层次的弱点表明：我们需要消除的危险因素还很多……

### 第1章 市场是万能的吗 3

### 第2章 是通货膨胀还是通货紧缩 21

## 第二部分 市场的麻烦 39

市场经济自出现以来，就成为社会财富的源泉，但它并不是完美无缺的。当前，国际金融市场的动荡，就暴露了全球经济的失衡和国际货币体系的脆弱，世界也正在遭受着储蓄过剩的困扰。旧的世界货币——美元现已深陷信用危机，而中国作为世界新兴经济体系中的强国，其高额储蓄对全球金融市场又意味着什么？

### 第3章 市场何时有效，何时无效 41

### 第4章 成也金融，败也金融 61

### 第5章 高额储蓄，中国影响世界的双刃剑 91

### 第三部分 自由市场的新选择 119

当前的困境是市场的错，还是政府惹的祸。越来越多的事实表明，市场并不是万能的，市场的麻烦不是源于自由的缺失，而是管制的失败。因而，建立一个可信的世界金融新结构，成为各国政府的当务之急。然而，问题是，究竟哪种形式能够更好地解决市场的麻烦？中国在其中又起到了怎样的关键作用？

第 6 章 抓住市场的脉搏 121

第 7 章 政府不得不做的几件事 147

第 8 章 什么样的金融改革才最有意义 179

结 论 市场经济的未来取决于全球金融新秩序的确立 215

译者后记 230

# The Trouble with Markets

## 第一部分 危机远未最后结束

---

很多专家和普通民众都乐观地认为：危机之后即是繁荣。然而，历史经验告诉我们，即使世界经济已经开始趋于稳定，也不能就此认为我们走出了困境，危机远未最后结束。市场经济体系深层次的弱点表明：我们需要消除的危险因素还很多……

---



## 市场是万能的吗

市场啊，市场  
市场是万能的。  
它们拿走了所有的钱财……  
分文未给我们留下。

——无名氏

虽然此次危机已经持续6个月了，但我坚信我们现在已经度过了最糟糕的时期，只要我们继续团结一致，经济一定会很快复苏。我们肯定会有一个稳定的未来，因为我们拥有众多的美国人民，他们的智慧和品质是我们最大的财富。

——美国前总统赫伯特·胡佛<sup>①</sup>

**20**08年9月，瑞士和法国交界的阿尔卑斯山脚下进行了一场足以使世界陷入危机的实验。这项实验工程非常巨大，要在长达27公里的阿尔卑斯山隧道中利用巨型机器——大型强子对撞机（Large Hadron Collider）进行高速质子对撞。世界上很多最优秀的科学家都参与了这项实验，他们希望通过这些质子的对撞再现宇宙的起源。

但也有批评观点认为，就像宇宙的一切都会被吸进巨大的黑洞一样，这次实验只会招致地球的毁灭，全世界怀有悲观倾向的人们都在紧张地等待着结果。相比之下，阿尔卑斯山之外的金融世界已经陷入了黑洞之中。

<sup>①</sup> 1930年5月1日，赫伯特·胡佛在美国商会年会聚餐上的演说。——作者注

由世界上“最具智慧的天才”设计的复杂金融工具价格暴跌。一些大银行倒闭，另一些银行靠政府的巨额注资勉强存活，整个金融市场正处于毁灭的边缘：房地产价格下跌，股票价格暴跌，数以千万计的人们对自己的未来产生恐慌。最糟糕的时候，世界股票市值的60%蒸发殆尽，约等于美国两年的GDP总额，总计30万亿美元，如果要用“0”表示的话，就是30 000 000 000 000美元，也难怪人们会担心自己的储蓄和退休金，担心房子和工作。

整个世界的金融结构都受到了冲击，变得扭曲。一切都处于不确定和不安全之中。

**20世纪30年代是大萧条，20世纪70年代是大滞胀，20世纪90年代是大缓和，而这次就是大崩溃。**

然而，在2007年9月之前，世界经济整体还是很强势的。事实上，人们就经济发展前景的转变进行过讨论。全球化和新技术的发展大大促进了世界经济的增长，同时，经济管理技术改进，社会环境稳定，在这样的情况下似乎不可能再出现经济波动。

因此，这次经济危机就像是给人们的当头棒喝。虽然世界在2008年9月的实验中幸免于难，但毕竟随后的5年里还会进行类似的实验，我们依然不能对此项实验感到放松。就好像现在整个金融体系都面临崩溃，处在金融市场当中的我们无法为此感到丝毫放松一样。

## || 市场是有效的吗

虽然全世界已经损失了数万亿美元，也有数以千万计的人们处于焦虑之中，但更为严重的是，已经有越来越多的人处于危险之中了。因为这次危机已经对数十年来巩固社会结构、制定政治框架、塑造国际关系

的思想造成了沉重的打击。这一思想很简单，即市场是万能的，政府不要对其进行干预。

2007年9月以来，金融市场显然已经不能在正常轨道上运行了，甚至它已经引起了并伴随着一些混乱及不稳定的因素。颇具讽刺意味的是，它们不得不依靠政府做担保，而且，所有银行家所谓“赚取”的高额工资实际上都不是自己赚得的，而是从我们身上剥削得来的。如果一项制度给予一些人成功的财富是具有破坏性的，那它又如何惠及所有的人呢？如果金融市场是这样的，那么市场体系的其他部分又如何呢？

所有市场经历的麻烦并不都是一样的。一些市场运行得很好，而一些市场几乎无法运行。金融市场尤其如此，无论运行好坏，其表现都很强势。尽管所有的市场都需要监督，但金融市场需要更为重要的监督。

大家不会经常看到生产肥皂水或零售女士内衣的过程中有金字塔式的营销框架或欺诈行为。因为，即使制造商或零售商规模巨大，其破产也几乎不会对整个经济体造成强烈的冲击，然而，即使是一家很小的金融公司破产，它也可能会危及整个金融体系。因为金融业是无形的，它是建立在信任的基础之上的，一旦公众信心被摧毁了，那么整个金融体系就会崩溃。2007年9月以来发生的事情就很好地证明了这一点。

那么，我们究竟为何会陷入如此糟糕的境地呢？我认为这个问题的答案实际上是一个故事，故事中充满了大量的贪婪、假象以及自欺欺人：它不仅揭示了市场和经济的真谛，也像火把一样照出了社会的本质，以及人类自身的本性。

## 大崩溃

上述问题的答案主要有两个部分：导致2007年9月大崩溃的历史性

事件以及这些历史事件背后潜在的原因。历史性事件几句话就可以讲完。在之前的十余年里，聪明的投资银行家已经发明了一些新的金融工具，为单词表平添了一些新词汇，比如担保抵押债券（CMOs）、债务抵押债券（CDOs）、信用违约互换（CDS）等，除此之外，天知道还有些什么工具。他们声称，新融资工具和金融资产重组的诞生使得金融市场的资产交易能更好地反映真实世界的资产交易。不要管什么技术革命，这次是一场金融革命。

**金融市场的问题源自它本身。**如果真的存在金融工具交易市场，那么一旦失去市场，其价值也会随之下降。银行账簿中许多资产都太复杂，几乎不可能知道它们的合理价值。在2007年9月的那种恐慌气氛下，许多金融工具几乎都分文不值了，这也意味着很多银行的资本都面临着不确定性。换句话说，几乎无法确保银行不会破产，或许很快它就破产了。

因此，银行之间开始担心彼此的信贷能力，进而开始彼此借贷：担心还债能力的信心危机演变成了一场流动性危机（当市场中没有公司大量进行资产买卖时，市场就会缺乏流动性）。但是，流动性差会削弱偿债能力，对于那些依赖其他银行贷款生存的银行而言，缺乏现金流动就意味着破产。这正是英国北岩银行（Northern Rock）破产的原因，它的破产几乎导致了整个英国金融体系的崩溃，于是政府和中央银行很快便对金融市场进行了干预。

银行体系的危险处境使其开始缩减普通贷款额度。<sup>①</sup>由于可获得的资金量减少，个人或者企业就会缩减支出，这又导致了国内生产总值的下降，使经济体系中所有资产价值缩水，其中包括银行账簿里的资产，进而银行会继续缩减其信贷规模，如此往复，不断循环下去。

## 从崩溃到萧条

金融市场崩溃的后果迅速蔓延至全社会，甚至波及每一个人。公司

---

<sup>①</sup> 雷曼兄弟公司倒闭和其他信贷市场停滞的直接后果就是导致了银行借贷的大幅上涨，因为银行被迫要向那些被商业票据和债务市场所排斥的企业提供贷款。——作者注



和个人都开始缩减奢侈品的支出；制造商和零售商开始为流动资本而担心，进而减少手中的股票数量；外贸公司由于无法获得贸易资金而不能出口。世界贸易陷入了自20世纪30年代以来最严重的衰退之中，一些国家的出口额降低了40%，世界各地的工业产值都呈现加速下跌的趋势。

与此同时，萧条时期的一系列特征都开始显现：消费者丧失信心，消费支出增长缓慢，在一些国家甚至出现了下降，而且失业率也随之增高。始发于金融市场的崩溃使整个经济体系都陷入了困境，截至2009年中期，似乎没有哪个主要国家免受金融危机的影响。

经济大崩溃已经影响到了公共财政，使得依靠国家发放退休金的人们的担心与日俱增。经济萧条导致政府的税收收入较少，同时政府还得注入巨资为银行提供担保和支持，这也导致了国债的激增。

随着经济衰退的恶化，政府的财政赤字大幅增长，政府开始以酌情增加政府开支或削减税收的形式来维持需求的增长，在一些国家里这些情况也迅速演变成了一些问题。政府债务增加得如此之快，以至于人们普遍担心发达国家很难抉择是违约并承担通货膨胀还是大幅削减政府支出并增加税收。更为重要的是，所有这些选择的结果都与政府对银行的投资成效紧密相关。更为极端地讲，我们可以将整个英国政府看做是一家兼管公共事务的大银行。<sup>①</sup>

实际上作为纳税人，很多人都担心自己将为银行家的错误、为他们数十年来的高额红利和紧急援助埋单。相应地，他们还认为对于没有在金融市场中谋得好工作的人们来说，前途会非常黯淡。对此，我却持有比较乐观的态度，我将在第7章阐述我的观点。不过，对纠正公共财政的错误政策及其真实性的担心都可能会导致更严重的经济萧条。即使在

<sup>①</sup> 这是我对著名经济学家威廉姆·比特 (Willem Buiter) 的戏称。——作者注