

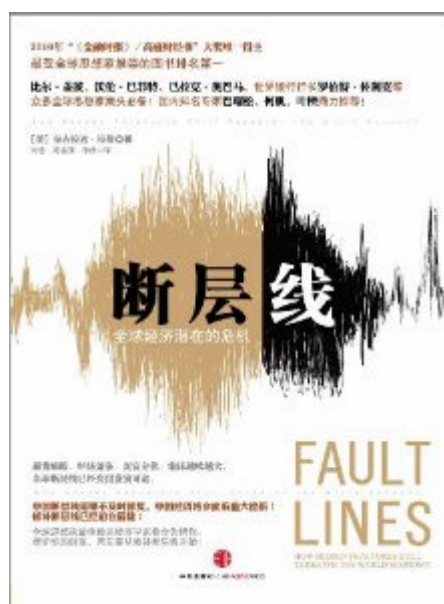
# 断层线:全球经济潜在的危机

《金融时报》/高盛财经书大奖得主，巴曙松、叶檀、何帆重磅推荐

作者:拉古拉迈·拉詹

刘念、蒋宗强、孙倩、刘开雄 译者

中信出版社 2011 年 8 月版



## 内容简介：

如果你想登临世界上最聪明人的“思想海拔”，首先应该从阅读《断层线》开始！在《断层线:全球经济潜在的危机》中，“厄运预言博士”拉古拉迈·拉詹挑明了一点——金融危机的始作俑者不是贪婪的银行家、沉睡的监管者、不负责任的借款人，而是“全球收入的不平衡”！“金融崩溃的始作俑者是停滞的收入和不断攀升的物价之间的不平衡。”

拉詹还警告世人：我们的经济中存在着严重的缺陷，如果这些缺陷不能得到修补，那么一场潜在的更具毁灭性的危机正在等着我们！

拉古拉迈·拉詹给中国经济开出的药方虽然简单，却直击“要害”：中国的总体储蓄率近几年来之所以上升，是因为中国公司的收益和储蓄在增加。中国家庭消费之所以低，是因为中国家庭的收入在 GDP 中占据的比例远低于其他国家。如果中国要重新平衡增长，政府就必须开始善待家庭！

## 编辑推荐

---

《断层线：全球经济潜在的危机》编辑推荐：比尔·盖茨、沃伦·巴菲特、巴拉克·奥巴马、世界银行行长罗伯特·佐利克等众多全球思想家案头必备！国内知名专家巴曙松、何帆、叶檀鼎力推荐！通货膨胀、经济萧条、贫富分化、泡沫越吹越大，全球断层线已经变得岌岌可危。

中国断层线如果不及时修复，中国经济将会面临重大挫折！修补断层线已经迫在眉睫！

全球思想家最信赖的经济学家将会告诉你：保护你的财富，首先要从修补断层线开始！

## 媒体推荐

---

在各种危机的反思之中，拉詹的分析，包括这本《断层线》，可以说是独树一帜的。在众多反思金融危机的学者当中，拉詹应当说属于个性鲜明、才华出众的一类，有这些特性的学者注定在大的动荡时期会引人注目。

——巴曙松 国务院发展研究中心金融研究所副所长、博士生导师、研究员，中国银行业协会首席经济学家

美国金融危机爆发之后，许多著名学者都出版了他们的新作，对金融危机进行了深入的剖析……尽管已经有了这么多出色的作品，拉詹的新书《断层线》仍然显得卓然不群。

——何帆中国社会科学院世界经济与政治研究所副所长

关于这次金融危机所带来的教训，以及未来所要面对的艰难选择，《断层线》提供了一个出色的分析。在对这次经济崩溃进行反思和警醒的书籍中，这就是那本正确的书。

——乔治·阿克洛夫诺贝尔经济学奖获得者

简洁明了，极有说服力，并且具有很高的可读性。这是一本关于全球不平衡的最好的书，而这个不平衡给我们带来了上次金融危机，并可能给我们带来下一次的危机。

——肯尼思·罗格夫著名经济学家、哈佛大学教授

## 作者简介

---

拉古拉迈·拉詹，麻省理工学院博士、芝加哥大学商学院金融学终身教授。2003年9月出任国际货币基金组织首席经济学家。他是美国艺术和科学学院院士，并在2003年获得了美国金融协会颁发的费雪·布莱克奖，该奖只颁予40岁以下最优秀的金融经济学家。

作为国际货币基金组织的首席经济学家，拉詹在2007年就对全球顶级银行家发出严正警告：金融市场即将步入厄运。可惜的是，这个警告导致的唯一结果是，拉詹被命名为“厄运预言博士”。直到2008年金融危机爆发。2010年5月，拉詹把自己的预言写成了一本书，名叫《断层线》，顿时风靡全球。

# 目录

---

推荐序一 XVII

推荐序二 XXIII

序言 1

第一章

“放心贷款吧，有人埋单”

收入不平等的加剧 30

为什么美国会落后？ 33

工资差距拉大不平等 35

如何对待不平等 36

政治应对措施 38

住房信贷的始末 40

房利美和房地美 42

经济适用房计划 43

“居者有其屋”战略 45

所有权社会 46

信贷也疯狂 48

有趣的美国特征 51

沉重的反思 53

第二章

中国的断层线：世界各国的发展历程对中国  
意味着什么

增长的不确定性 61

增加资本有利于发展？ 62

组织资本 63

先发国家如何建立组织资本 64

后发国家的战略 67

制高点 67

特权政策 70

外向型增长和管制资本主义 72

错过转型 74

德国和日本为什么富？	75
断层线：日本的案例	77
中国的断层线将会加深还是弥合？	79
出口增长型国家的难题如何解决？	81
第三章	
外资的诱惑：全球资本是如何运转的？	
储蓄与投资	86
生产导向型经济体中的金融部门	88
1994 年墨西哥危机	89
企业投资与管制资本主义	92
1998 年东亚危机	93
断层线正在加深	98
危机之后的改革	99
美国成了外资最引人注目的目标	101
第四章	
危机之下薄弱的社保体系	
经济刺激的意愿	106
薄弱的社保体系	109
失业型复苏	110
社保体系为什么薄弱	112
经济层面的答案	112
救济金的政治学	116
自主刺激的弊端	121
第五章	
谁在制造泡沫	
美联储的目标	131
利率及其作用	133
网络泡沫的破裂	134
美联储有错吗？	136
上涨的资产价格	137
资产价格脱离基本面	139
格林斯潘的对策	141
货币政策的目标究竟是什么	143
经济学家为什么容易犯错误	145

美国最大的失误之处 147

## 第六章

当货币成为一切的价值衡量

金钱能够衡量一切：银行家该不该受到指责 157

贷款经纪人出了什么错 161

究竟由谁来承担责任 165

这场危机并没结束 167

## 第七章

赌徒心理：银行在拿命运开玩笑

尾部风险：增加了风险爆发的可能性 176

为什么银行家选择尾部风险 177

为什么风险管理者发挥不了作用 179

风险成了耳旁风：高层的冒险行为 182

股东：眼睛死死盯在收益上 187

有政府做后台还有什么好担心的 190

如果银行家闯了红灯…… 194

## 第八章

金融改革：如何才能让金融灾难不再发生

如何规避风险：当人人都可以贷款的时候 202

金融改革应该遵循的原则 204

我们应该限制竞争吗？ 204

政府不应该成为危机的救命稻草 206

终结政府对金融机构的补贴和特权 206

制定适应经济周期的监管规则 207

把尾部风险打压下去 208

改变由薪酬带来的风险动机 210

让高级经理承担投资风险 211

让债券持有者明白，风险投资是要付出代价的 214

政府对市场的介入 215

“大而不能倒”应该扫进垃圾堆了 217

任何一家金融机构都是可以倒的 219

缓冲机制：让风险有一个缓冲区 222

让金融机构更容易清盘 223

应对无法预知的意外事件 225

掌控资源的获得 225  
不能把鸡蛋放在一只篮子里 226  
逐步淘汰存款保险制度 228  
恺撒的妻子 230  
这样的救助以后再也不会发生了 231  
第九章  
任何人都应该公平地获得机会  
提升人力资源质量 238  
早期的劣势 238  
非认知能力的培养 240  
给孩子更公平的教育 241  
教学质量影响重大 241  
大学入学及大学阶段的教育 244  
工作学徒制和培训 245  
让差距变小 245  
保险和安全网 246  
区别对待失业保险 246  
全民医疗保险 248  
社会救济与劳动者的流动性 251  
储蓄 254  
政府能力 255  
在逆境中重塑自我 256  
第十章  
说服中国：怎样才算最正确的做法  
二十国集团和国际货币基金组织 265  
多边组织及其影响 268  
获得全球影响力 271  
全球经济治理改革 274  
中国和世界 276  
币值低估的代价 278  
说服中国 280  
现在就要行动起来 282  
后记 285

# 沿着断层线追溯金融地震的形成与演变

（巴曙松荐序）

金融危机让金融机构和决策者一筹莫展，但是却往往激励着金融研究者寻求新的经济金融分析框架，来更好地解释和理解金融危机，为下一步更好地把握金融危机提供理论参照。因此，危机之后，往往是理论创新的活跃时期。

在当前关于金融危机的各种反思文献之中，凯恩斯在 20 世纪 30 年代关于大萧条的反思常常被引用，凯恩斯在一篇题为《1930 年的大衰退》（The Great Slump of 1930，发表于当年 12 月份）的文章中说：“我们已置身于巨大的混乱之中，在操控一台精密机器时出了差错——其运行机理是我们所不理解的。”从特定意义上说，金融危机的爆发，往往是由于传统的理论分析框架无法完全解释，使得金融界对于全球经济金融体系这样的精密机器的机理难以理解。同时，这种反思也促使金融界进行创新。

在各种危机的反思之中，拉詹的分析，包括这一本《断层线》，可以说是独树一帜的。在众多反思金融危机的学者当中，拉詹应当说属于个性鲜明、才华出众的一类，有这些特性的学者注定在大动荡时期会引人注目。拉詹现在担任芝加哥大学布斯商学院金融学教授，曾任国际货币基金组织的首席经济学家。在他担任国际货币基金组织首席经济学家期间，他的一篇论文“Has financial development made the world riskier?”被视为为数不多的在危机之前预见到此次危机爆发的出色论文之一，至少在 2011 年的奥斯卡最佳纪录片《监守自盗》中，拉詹及其论文被视为有远见的预警者，他的这篇论文强调美国金融创新中存在的显著的激励约束机制的不对称、风险和收益的不对称必然会导致美国金融体系的崩溃。

拉詹在中国经济界广为人知，我想一个因素是 2011 年的奥斯卡最佳纪录片中的叙述以及对拉詹的多次采访，另外一个因素便是此前拉詹和津加莱斯合著的《从资本家手中拯救资本主义》已经在国内翻译出版，并得到不少的好评。拉詹



曾获美国金融学会的费雪—布莱克奖，这个奖项是奖励有才华的、40岁以下的金融研究者的。

从直接原因看，此次世界性的金融危机是由于美国房地产价格下跌波及金融市场，导致金融机构持有的大量次贷支持证券大幅缩水，但问题的背后是在当前的国际货币体系和经济结构下所形成的全球经济金融结构失衡，以及建立在这个失衡基础上的华尔街投行模式的制度性缺陷。在拉詹的分析中，他借用了地质学的一个概念，就是断层线，地震往往是沿着断层线爆发的，因此，沿着断层线的痕迹去追溯，可以为把握金融危机及其演变提供一个新的视角。

拉詹在本书中进一步强调，对于这次金融危机并没有一个单一的解释，而是发达国家贫富悬殊与政治压力之下的过度宽松房贷政策、新兴国家出口导向政策与发达国家过度消费、发达国家与新兴国家在金融监管上的尺度不一以及不当的政府干预措施等因素形成了多条“断层线”，这些深层次的不平衡相互作用，阻碍了各自功能的正常发挥，并由此打破了各国为抑制金融膨胀而建立的制衡体系，在积累了巨大的泡沫之后，整个世界金融体系便出现了深度的调整。

与不少分析金融危机的著作不同，本书并没有将视野局限在经济领域和金融市场，而是从社会变迁、政治制度、世界经济一体化、国际货币体系等宏观视角入手，层层推进，并结合对不同体系的微观分析，尝试从系统的角度道出金融危机的来龙去脉和演进根源。

作者认为，新世纪以来，在计算机和通信技术革命的推动下，以美国为代表的发达国家出现了大量结构性失业现象，导致收入水平严重不平衡。在政治压力之下，政客们极力推动了以扩大住房信贷为代表的宽松信贷政策，促使低收入阶层提前消费，改善生活质量，其后果就是助推了房地产市场的巨大泡沫，构成了第一个“断层线”。

与发达国家过度消费相对应的是新兴市场国家的过度储蓄，由于内部市场狭小，新兴国家对出口型企业的补贴政策会抑制家庭消费，使国内市场受到进一步压制，其巨额的外汇储备又只能以低廉的资金价格流回发达国家，助推了资产泡

沫，这是造成金融危机的第二个“断层线”。

在一些发达国家，社会保障体系薄弱，加上较高的失业率，使得政府倾向于制定减税、增加支出、降息等宽松的经济政策，一方面造成了巨额的财政赤字，另一方面推高了资产价格，形成了第三个“断层线”。

极度宽松的货币环境加上金融自由化浪潮下的监管放松，使得金融机构的道德风险彰显，倾向于大规模扩张业务，制造了大量的衍生证券，而各国廉价的资金涌入美国又进一步刺激了以次级贷款为基础的金融衍生品的交易扩张，这是第四个“断层线”。

作者给出的国际金融体系改革路线图也是清晰的：减少政府不当的市场干预，制定适应经济周期的监管规则；终结对金融机构的补贴和特权，鼓励金融竞争，变革金融机构的薪酬体系，降低道德风险，消除大而不倒的难题；减少对金融债权的过度保护，逐步淘汰存款保险；建立良好的危机缓冲机制，完善金融机构的破产机制等。简单来说，就是要在继续推行金融市场化的同时，确保金融系统的风险被有效控制和释放。这些建议大部分已被人们意识到，但真正去修补金融市场的断层需要国际社会、政府监管部门、金融机构等多方势力的博弈，推行起来还是会受到既得利益阶层的重重阻挠，系统性的国际金融体系改革既复杂，又具有艰巨性和长期性。

所幸的是，金融危机爆发后，各国迅速建立了沟通协调和金融合作机制，通过政府信用向金融机构输血，采取了大规模的财政刺激计划和更为宽松的货币政策，将世界经济和金融机构从危机的边缘拯救过来，避免了 20 世纪 30 年代“大萧条”的重演。更为重要的是，过度扩张的金融风险引起了监管机构和市场参与者的广泛认识和警觉，改革国际金融监管体系成为各国的共识，特别是要提高复杂的金融衍生品的透明度、加强对影子银行的监管、完善信息披露等，以《巴塞尔协议III》和美国《现代金融监管结构蓝皮书》及《金融改革框架》为标志，一场全方位的世界金融体制改革正在迅速推进和落实之中，那些世界经济和金融市场的断层也得以逐步修复。

但是，任何经济政策的选择都具有两面性。经过各国的共同努力，目前金融危机已经走出了最为艰难的时期，新兴市场国家经济实现了全面复苏。同时我们也看到，大规模财政刺激计划和量化宽松货币政策所造成的负面后果也逐步显现，在美元依然作为主要国际货币的制度框架下，大量的货币发行导致美元不是进入美国实体经济，而是流向国际市场，一方面带来资产泡沫和通货膨胀，另一方面推动新兴国家的货币大幅升值，冲击其出口市场。

从金融市场发展的历史看，金融机构和监管者的博弈难以停止，每次危机之后，市场的漏洞总是会被聪明的人们不断修补。而技术的发展和金融创新活动的加快又将给市场带来新的风险，给监管者带来新的课题。因此，世界经济金融体系中的断层有的可能会得到修复，也有的断层不但不会被完全修复，原有的断层还可能会进一步加深，新的断层也可能继续出现。因此，从金融历史的角度看，这次金融危机不是第一次，也不会是最后一次，但是，金融市场却会随着人们认识的不断加深和对断层的不断修复而走向更有效率的发展路径。

是为序。

巴曙松 研究员

## 媒体报道：断层线

“断层线”，原本是个地质学概念，指的是“地壳构造板块相互挤压和冲撞在地壳表面而形成的断裂”。挤压和冲撞压力越大，岩层承受的拉伸或挤压力越可能超出可容极限，进而发生地震。现代科学可以通过对断层线的观测分析，判断预测地震。这本书用地震、“断层线”两个概念，分别指代金融危机，以及长期累积、造成危机的社会经济问题。

该书作者拉古拉迈·拉詹，是麻省理工学院博士、芝加哥大学商学院金融学终身教授，曾任国际货币基金组织首席经济学家。拉詹是美国次贷危机之前明确提出风险警告的少数经济学家之一，但当时掌控全球金融权力的政治家、银行家、其他名气更大的经济学家们根本听不进去，反而嘲笑拉詹，给他起了个外号“厄运预言博士”。

拉詹写作并出版这本书，就是为了“乘胜追击”，充分发挥“预言”正确的价值效应，详细阐释金融危机成因，进而劝说美国当局和华尔街接受他有关金融监管等一系列观点。

### 三类“断层线”

应该说，拉詹在这本书中划分的三类“断层线”，即金融危机背后隐藏的社会经济问题，还是大致准确的。首先，近几十年来，美国人收入的不平等情况严重恶化，1976年，收入排在美国前1%的家庭总收入占当年该国国民总收入的8.9%，但30年后的2007年，这一比例上升到23.5%；简而言之，美国平民变得更穷。在此方面，拉詹还进一步强调，美国不同阶层、不同收入等级的民众接受教育的情况也呈逐渐明朗的分化趋势。可以说，教育不平等既是收入流动性减缓的原因，又反过来弱化了收入流动性和社会流动性。

面对越来越穷的平民和中产阶级，美国许多政治人物为了赢得选票，向银行和住房金融机构施压，要求放松住房信贷；对应的，在银行等金融机构手法繁复的资产证券化手段梳理下，高风险的住房贷款可以打包组合成债券出售，这被理解为风险的合理转移。由此，美国官方与金融机构一拍即合，有意放松了住房信

贷及其监管，风险便悄然累积了起来。这就是第一类“断层线”。

第二类“断层线”来源于贸易失衡。拉詹在书中，谈到了中国等国家和地区，依赖出口为导向的制造行业所积累的国内国际两个层面的问题。

第三类“断层线”则产生于金融行业本身。第二类“断层线”造成中国等国拥有大量过剩资金，这些资金流入美国，购买第一类“断层线”形成的“金融成果”：次级债券等低质量证券。拉詹认为，缺乏警惕性的外国投资者过于天真地相信了美国的公平交易体系，却没有想到，他们过多资金的流入，使得这一体系已经被腐蚀，价格变得极其不真实。至此，三类“断层线”的结果叠加起来，已经构成了爆发金融危机的重要条件。

### 贫富差距为何拉大

需要指出的是，拉詹在书中虽然阐述了大致准确的“断层线”，却对导致“断层线”形成的“挤压或冲撞压力”的解释却均出现了明显偏差。

关于第一类“断层线”，简言之，收入不平等的加剧，形成了放松金融业务标准及监管的政治压力。那么，近几十年来，为什么美国等国家会出现贫富差距拉大、财富向上层加速聚集、中产阶级沉沦、低收入阶层失去自救可能等问题？书中回避了此问题的主要原因，而是设法将读者的注意力转移到次要原因上：技术进步和美国同期产业结构调整，使得劳动力知识水平要求发生改变，但美国的教育和人才体制未进行同步进化，尤其是中产阶级及以下阶层家庭的子女，入读大学的比率逐年下降，因而这些人更难改变处境，难以实现社会流动。

实际上，收入不平等的结果，来源于美国近几十年来政治、经济、社会、文化全方面的向右转，美国在自由放任政策方向走得越远越为彻底——富兰克林·罗斯福时期确定的对富人阶层征收的高税率，到了里根执政及以后已经大大缩水，减税现今已成为政治人物讨好富人阶层的最佳竞选政纲；美国的工会体制力量遭到了很大削弱；政府供给的公共产品范围越来越窄、水平越来越低（中低收入阶层家庭的子女受教育权、受优质教育的机会受影响，也与此有关）……拉詹的芝加哥大学教职背景，决定了他很难认识到上述因素对造成收入不平等的关键

影响。

### 贸易失衡的源头在哪里

贸易失衡的现实，与美国等工业化国家“去工业化”、中国等后发国家确立出口导向型增长并长期维持这一固定模式有关，这是常识。拉詹在书中主要谈及了后发国家(二战后新兴民族国家)的发展路径，对日本、中国等国建立的外向型增长和管制资本主义进行了利弊分析。

那为什么前者会“去工业化”、后者要建立并维持该模式呢？拉詹很巧妙的回避了这方面的追根溯源。后者(后发国家)可以分为两类，1970年代及其后启动出口导向型增长模式的国家，比如中国，很显然是受到了日本、西德等已腾飞国家模式的激励，并采纳了芝加哥大学等美国学府自由主义经济学家提出的政策建议。

再往前，二战后一开始对接全球化贸易体系、发展出口导向制造业的国家，其政策选择也是美国及其主导的联合国、国际货币基金组织等国际组织影响下作出的，同样由芝加哥大学等美国学府或相关基金会组织派出的经济学家、政策顾问指导发展——这后一类的国家和地区，大多发展失败，陷入拉美化的发展窘境，唯独被纳入美国战略支持体系的少数几个国家，比如日本，才完成了经济起飞。

### 诱发次贷危机的责任该归谁

《断层线：全球经济潜在的危机》书中强调了美联储等美国监管当局过去一些年里，在利率政策、货币政策等方面的判断错误。这其实是老生常谈，2001年诺奖经济学奖得主、知名经济学家斯蒂格利茨在其著作《自由市场的坠落》中有过针对性的批评。斯蒂格利茨指出，将危机诱因归结为监管部门(美联储或其他国家的央行、财政部)维持了太久的低利率，这种解释显得莫名其妙：低成本的资金如果利用得好，用于支持新技术的投资和企业的发展，宏观经济和银行都能藉此获益；银行有了低成本的资金，政府监管也不断减缓，理应创造比严格监管环境下更好的业绩、更多的利润，怎么能倒打一耙呢？

如前述，拉詹还谈到了美国内外机构投资者对垃圾证券及其评级的迷信，“一些官僚化的养老基金和外国银行并不在意他们所购买的产品究竟是什么，只要该产品承诺较高的收益并且拥有 AAA 评级”。他又不得不说，“这并不是说私人部门(投行、信用评级机构、住房贷款发放机构等金融机构)没有可指责之处，而是说持有大量资金但对价格和风险并不敏感的投资者和具有高度进取心的私人金融部门的结合存在着大量的风险”，言外之意，风险与危机的造成，都是自然而然的，在“私人金融部门”手中出现的违约责任似乎就需要由投资者共同来承担。

（作者：郑渝川；时间：2011 年 09 月 11 日；来源：经济参考报）

## 序 言

2007 年的金融崩溃以及随之而来的经济衰退让许多经济学家不得不采取退守之势。无论是新闻节目，杂志，权威人士，还是英国女王都在追问同样一个问题，为什么你没有预见到金融危机的到来？经济界人士或撰写文章或召开各种会议，反思他们怎么会犯如此大的错误；其他人则拼了老命地维护自己的权威。对于那些一向敌视主流经济学的基本假设的人来说，这次金融危机无疑证明了他们一直以来都是对的：皇帝终于恍然大悟原来自己根本就什么都没穿。公众对政府的信心也因此发生了剧烈的动摇。

当然，我们也不能说没有一个人预见了这场危机。一些对冲基金经理人和投资银行的交易商只顾埋头赚钱却对即将到来的危机闭口不谈。为数不多的几个政府官员和美联储官员对此曾表示过深切的担忧。一些经济学家，如肯尼斯·罗格夫(Kenneth Rogoff)，鲁里埃尔·罗比尼(Nouriel Roubini)，罗伯特·希勒(Robert Shiller)和威廉·怀特(William White)，曾多次就美国房价水平和家庭债务水平向民众发出过警告。历史学家尼尔·弗格森(Niall Ferguson)层将此次经济繁荣同过去那些结局悲惨的经济泡沫相提并论。问题并不是没人提醒过可能存在的风险；问题是那些从一个过热的经济中尝到甜头的人----这是一个很庞大的群体----根本就没心思听。经济评论家们常被人们戏谑地称为卡珊德拉(Cassandras)或“永久的悲观论者”，因为他们总是预测一个很长的经济下滑期，所以不管怎样他们的预测最终都是对的，这就好像是一座停了的钟，一天中也总有两次所指的时间是对的。我知道，因为我就是这些卡珊德拉们中的一员。

每年，世界各国央行的领袖们都要在美国怀俄明州的杰克逊霍尔城(Jackson Hole)召开为期三天的会议，就会议主办方堪萨斯联邦储备银行(Federal Reserve Bank of Kansas City)提交的主题论文展开辩论，参加会议的还有私营部门的分析师，经济学家以及金融记者。每天会议结束之后，参会人员都会去游览美丽的大提顿国家公园，在那令人叹为观止的湖光山色中，他们又谈起了自己的老本行：



在潺潺流水声的配乐中激烈地讨论维克塞尔（Wicksellian）利率。

## 2

2005 年，美联储主席艾伦·格林斯潘卸任前最后一次参加杰克逊霍尔会议，因此会议的主题被定为格林斯潘时代的遗产。那时我担任国际货币基金组织（IMF）首席经济学家，而此前的二十年中，我曾任教芝加哥大学，教授银行学与金融学课程。主办方要求我提交一份论文，主要论述格林斯潘时代金融领域的发展演进。

当时我写的那篇典型的金融行业论文是一篇关于金融市场在全球迅猛扩张的长篇大论。主要讲述了证券化的神奇之处，通过证券化银行将住房贷款和信贷打包在金融市场上出售，以此方式规避风险。同时，金融市场中包括养老基金和保险公司在内的长期投资者因购买此类债券而承担一小部分的风险，由于他们投资期限长且资产组合多样化，所以抗风险能力要优于银行。从理论上讲，风险得到缓释之后，投资者所应获得的收益也相应减少，使得银行能够降低贷款利率，也就扩大了贷款者的融资渠道。

在撰写论文的准备过程中，我请员工为我搜集了一些图表和表格。在研究这些图表和表格的过程中，我发现了几个令人好奇的地方。首先是这些图表对美国大型银行风险的度量不同，其次是这些资料显示，在过去的十年中，银行所承担的风险逐步加大了。这着实令人吃惊，如果银行通过出售债券将高风险贷款从资产负债表中转移出去的话，银行的安全性应该提高才对。最终我才想通原来我是犯了经济学家们最大的一个禁忌，我假设了其他条件不变，也就是说我假设了除我所要研究的证券化这一现象以外的其他条件是不变的。而通常来讲，万事万物都是在不断发生变化的。更重要的是，放宽管制以及证券化的发展加剧了金融市场的竞争，从而使银行家们（更广泛地说是财务经理们）开始追逐更加复杂的风险形式。

当我认清了这一趋势时，论文也就一气呵成。我将标题定为《金融业的发展是否加剧世界的风险》。华尔街时报曾在 2009 年刊登一篇文章中对我的这篇报告

发表评论：

拉詹先生认为，工人们赚钱的时候收益颇丰，赔钱的时候损失却很轻微，使得激励制度严重失衡。这促使金融公司将资金投入于能够产生巨大收益的金融产品中，这种投资如果赔钱将会损失惨重。

他提到了为债券风险提供保障的“信用违约互换”。拉詹先生称，承保人或其他人通过出售这种看似风险较小的掉期合约获得巨大利益，可是违约情况一旦出现，损失也是极其惨痛的。

他还认为银行同样持有这样的信用证券，如果这些债券出现问题，整个银行体系将出现动荡。他说，那样的话，银行之间将彼此失去信心。“银行间市场的冻结也就不可避免，金融危机的全面爆发更是近在咫尺了。”

两年之后，这一切真的都应验了。

在那时，预测未来的经济走势并不要求有多么高超的先见之明：我只是运用了我和同事一起研发的理论框架将一些点连接起来而已。然而，我却并没有预见到一向彬彬有礼的大会听众将作出何种反应。并不十分夸张的说，我就如同一个早期的基督徒，蒙头蒙脑地闯入了一个饥肠辘辘的狮群。我的观点自然是遭到了一些杰出人物从头到脚的严厉批评（当然也不乏一些例外），从大会的讲台走下来的时候，我感到十分不安。这并不是因为我受到了抨击，因为在各种研讨会上身经百战之后，人们自然会练就一张厚脸皮：如果总是对观众的意见耿耿于怀，今后就甬想发表任何观点了。令我不安的是，批评者们似乎对眼前发生的事情视而不见。

首先，我因为说跑题而遭到了炮轰。会议中的一些论文紧跟格林斯潘时代这个大主题，探讨格林斯潘是否是有史以来最为杰出的央行行长之一。而有些人则给这些赞誉之词浇上了一盆冷水，他们说一切都很糟糕，并呼吁加强监管，众所周知，格林斯潘对监管的有效性是持怀疑态度的，这种论调自然是被嗤之以鼻的。其次，大家的反应都是在竭力为自己辩护，如果金融业发展严重脱轨，监管者们

难道不应为自己的疏忽负责吗？而且，听众的反应也显示了监管者的盲目乐观。由于美联储成功地应对了 2000-2001 年由互联网泡沫引起的经济衰退因此自信地认为可以在金融体系再次触礁时力挽狂澜。

尽管我在演讲时担心的银行家的动机，在讲话结束的时候就已经开始担心监管者的动机了，虽然越来越来多的评论者和监管者开始接受我的观点，我认识到这些问题只不过是冰山一角罢了。这次金融危机的真正根源不仅更具广泛性而且更具潜藏性。我们不应把一些看似说的过去的原因堆砌起来，再把一切问题归咎于它们。那些贪婪的银行家们会受到规范；不称职的政府官员也会下台。这是一个最轻松的解决法案，因为坏人总是很容易地被辨认出来，人们就可针对这种不法行为和渎职采取措施。更进一步说，我们就无需为加速经济衰退负责了，这也搬走了压在每个人心底的一块石头。但是这种说法未免太草率了。

我们不能对这次危机掉以轻心，觉得它似乎和以前的危机没什么两样，也是由房地产市场和外资流通所引起。尽管每次金融危机的起因都存在着十分广泛的共性，但很多人认为，这场危机的真正原因是全世界最为复杂的金融体系出了问题。一贯起作用的监管和制衡到底怎么了？市场本身的规范机制到底怎么了？个人自我保护的本能到底又怎么了？难道自由企业制度基本已经崩塌了吗？如果这只是发生在一个发展中国家的一次“平常的”危机而已，我们也不会有如此多的质疑。可是考虑到此次危机的代价，我们又岂敢作出轻率的抑或错误的判断。

虽然我认为自由企业制度的基本思想是有理可循的，但加剧这次危机的那些断层线却遍布于整个系统之中。它们不仅来自于某一个人或是某一个机构。为这次危机负责的应该是一个更加庞大的群体：其中有国内的政客，外国政府，像我一样的经济学家和像你一样的普通百姓。而且，并不是大家都被一种集体狂热的气氛笼罩着。我们不能说人们的行为缺少理智，因为利益的诱惑实在太大了。尽管有越来越多的证据表明金融市场的出了问题，但是所有人还是幻想未来会云开雾散，并紧紧抓住这个希望不松手，因为这和每个人的利益息息相关。然而，

我们的行为“齐心协力”地把世界经济逼到了灾难的边缘，如果不认识到自己的错误并采取措施亡羊补牢的话，悲剧还会再次上演的。

在全球经济中存在着很深的断层线，并且不断加深，因为在经济一体化和全球一体化的背景下，对个人和机构来说最适合的未必适合整个系统。其中一些十分严重的断层并不是由经济原因导致，它们是政治的产物。不幸的是，在金融危机将一切暴露无遗之前，我们并不知道这些断层线分布在哪。如今政客们宣称，要“永远告别危机！”。但毫无疑问的是他们只会抓几个替罪羊而已，这并不仅仅是因为体系实难改变，更是因为政客们若是追踪这些断层的所在，那么就会发现他们自身也存在着断层。如果经济复苏加快，人们安于现状的想法就会变得更加坚定，作出改变则会显得尤为困难。因此，本书意在吸取本次金融危机的经验教训，从更深的层次剖析问题产生的原因，从而提出能够应对本次危机真正原因的政策选择，以避免重蹈覆辙。

大家普遍认为的本次危机的根本上是由历史性危机的延续造成的，首先，我要说说我对此的看法。20 世纪 90 年代末，一些曾经依靠外国借款花钱大手大脚的发展中国家（为简练起见，我用“发展中”这个词来指代那些人均收入水平较低的国家，用“工业化”来指代那些人均收入水平较高的国家）决定改变消费习惯，以省钱来取代花钱。全球第二大经济体日本当时也处于日益加深的经济下滑之中。于是总得有人扩大消费和投资以防世界经济大幅度放缓。对于那些愿意花钱的国家，好消息是现在的发展中国家，日本以及紧随其后的德国和石油富国们已经有足够的盈余为他们买单。

20 世纪 90 年代末，在工业化国家中，一些公司在以信息技术和通信为代表的行业中进行大规模投资。不幸的是，这股投资热潮最终演变成了我们如今所说的互联网泡沫，2000 年初泡沫最终破灭，同时各个公司也在大规模地缩减投资。

随着美国经济的放缓，美联储加大干预，大幅度削减利率。希望以此激活经济领域中对利率敏感的经济活动。正常地讲，此举本应拉动企业投资的增加，但是这些企业在互联网泡沫的时代已经进行了大量投资，此时已有些力不从心。相

反，较低的利率刺激了美国消费者购买住房的热情，从而抬高了房价，使房地产投资猛增。这些住房购买者有相当数量的人信用评级较低或者有不良的信用记录----也就是所谓的次级贷方和 Alt-A 贷方----这些不符合常规抵押贷款借贷条件的人如今也获得了贷款途径。持续走高的房价使次级贷款者有能力为低息抵押贷款重新融资（从而避免违约）。对于许多贷款者来说，还贷似乎还是一件遥遥无期的事。

海外投资者通过对美国的出口集聚了大量资金，这些资金便如洪水般向美国的借贷者涌来，这样也就助长了美国无节制的消费习惯。那么德国斯图加的一名牙科医生是如何把钱借给美国内华达州拉斯维加斯的一名次贷者的呢？这名德国的牙医当然不能直接把钱借给要贷款的人，那样会产生巨额的成本，因为她既要调查该贷款者的信用程度，也要使贷款行为符合地方的各项法律法规，还要收回还款，一旦发生违约时还要进行干预。而且，每一个次级贷款购房者违约的可能性都很高，必然会高于一个保守的私人投资者可接受的范围。

此时，错综复杂的美国金融业就有了用武之地。贷款的证券化让一切问题迎刃而解了。如果将该抵押贷款同来自其他地区的抵押贷款打包出售，那么多样化的投资则有利于风险的降低。风险最高的贷款可以出售给有能力进行风险评估，喜欢在刀尖儿上跳舞的买家。安全性较高的贷款则可以直接卖给这名德国的牙医和她的银行。

以这种方式，美国的金融业填补了美国与其他国家之间的鸿沟。一边是过度消费，需求旺盛，而另一边则是消费不足，市场低迷。但整个大厦是建立在房地产市场的基础之上的。新的住房建设工程以及房地产销售增加了美国建筑业，房地产中介以及金融业中的就业岗位。而攀升的房价还可为贷款和新的消费融资。美国的消费者看起来欲壑难填，其他国家可以一边通过对美国的出口拉动经济走出低迷，一边又借钱给美国为进口买单。人们就好像活在一个甜蜜的梦中，可梦终究是会醒的。

但是当美联储宣布要提高利率并抑制房价上扬时，这列飞速运行的欲望号街

车终于戛然而止，疯狂的借贷行为也因房价的走低而偃旗息鼓。次级抵押贷款的证券价格骤降，因其背后的抵押风险比宣称的风险更大。结果这些看上去很精明的银行家们手里却持有大量评级高但质量低的证券，即使连他们自己都知道这是在玩火。而且，他们竟然通过大量的短期债务为这些证券融资。结果可想而知，短期债务的持有者惊恐万分，当债务到还款期限时，他们拒绝再为银行融资。一些银行以破产告终，其他银行获得了政府的援助，而整个体系却濒临崩溃的边缘。世界经济急速下滑，虽然现在已处于恢复期，但是恢复得十分缓慢。

于是人们不禁要问，为什么大量流入美国的资金被用来给次级信贷融资呢？其他经济体，如德国和日本靠出口走出了 2001 年的经济衰退，为什么美国不能效仿此法呢？为什么像中国一样的较为贫困的发展中国家要为美国这样的富国的非可持续性消费融资呢？为什么美联储要在如此长的一段时间内保持较低的利率呢？为什么金融公司要贷款给那些无收入，无工作，无资产的三无人员呢——这种做法极为普遍，甚至已经有了自己专有的名称，叫忍者贷款(NINJA loans)。为什么当银行——也可以说是香肠生产者——知道将要发生什么时还要留着那么多的香肠自己吃呢？

我试图在本书中解决所有这些问题。首先我要说对于这次金融危机，我并没有一个单一的解释，因此也就谈不上有什么预防危机再次发生的灵丹妙药。任何单一的解释都会显得过于简单化。为了更好的解释，我引用了断层线这个比喻。在地质学中，由于地壳构造板块相互挤压和冲撞在地壳表面形成的断裂称为断层线。来自四面八方的巨大压力慢慢集聚，挤压着这些断层线。我将要在本书中对全球经济中出现的断层线加以论述，并解释这些断层线是如何影响金融行业的。

第一类断层线产生的根源是国内政治压力，尤其是对美国来说。几乎每一场金融危机都有其政治根源，尽管各不相同，因为强有力的政治力量能够战胜大多数工业国为抑制金融膨胀而建立的制衡体系。第二类断层线则产生于上游经济增长模式所引发的国家间的贸易失衡。最后一类断层线的产生是由于不同类型的金融体系走到一起为不平衡的贸易融资：尤其是当像美国和英国这样的建立在合约

基础上的透明的公平金融体系为其他大部分国家不透明的金融体系融资或接受后者的资金时。因为不同的金融体系运作的原则不同，政府干预的形式也多种多样，因此当它们相互作用时会阻碍各体系自身功能的发挥。所有这些断层线都会影响到金融领域的行为，对理解此次危机具有核心意义。

## 不平等的加剧助推了住房信贷的发展

第一种断层线的最典型例子便是美国日益严重的收入不平等现象及其要求放松信贷所造成的政治压力。很显然，美国高收入人群的显性收入持续增加。1976年，收入排在美国前 1% 的家庭的总收入占当年国民总收入的 8.9%，但到 2007 年，这一比率已上升至 23.5%。换句话说，从 1976 年到 2007 年，美国实际总收入每增长一美元，就会有 58 分流入这些超高收入家庭。2007 年，对冲基金经理约翰·鲍尔森的收入为 37 亿美元，是美国中等收入家庭的 74000 倍。

尽管精英人群的巨额收入受到了公众的关注，甚至还激怒了代表中产阶级的专栏作家，但是这样具有亿万资产的对冲基金经理在美国还是很少见的。人们更关注的是和自己的经历相关的事情，比如自 20 世纪 80 年代以来，美国高收入工作者（如办公室经理）工资的增速要远大于中等收入工作者——工厂工人和办公室助理是该类人群的典型代表。可以说多方面的原因导致了收入差距的拉大。其中最重要的一点是，尽管美国的生产技术的进步要求劳动力掌握更高的技能——对于我们的父母那一代人来说，有个高中文凭就够了，但是如今的大学本科学历只够当一个办公室文员——我们的教育体系并未能够为广大的劳动力提供足够的必需的教育。这是因为营养，社会化和学习在人们的孩提时代并未受到重视，加上小学和中学的教育又差强人意，使得很多美国人没有做好进入大学继续深造的准备。

结果，中产阶级工资水平几乎停滞不前，失业的可能性却持续上升。虽然政客们能够体察民怨，但改善教育的质量实属不易，只有通过某一地区实行切实有效的政策改变才可实现，而该地区的既得利益者往往更希望维持现状。更重要

的是，任何改革都不会立竿见影，所以无法立刻解决选民的燃眉之急。因此政客们就自觉不自觉地选择其他能够快速见效的方法来安抚选民。我们一直都明白一个道理，即消费能力比收入多少更加重要。说穿了就是，如果能够提高中产阶级家庭的消费能力，让他们隔几年就可以买辆新车，偶尔还可以出国度假，那么他们也就不会那么在意收入是否还是在原地打转了。

因此，面对日益加剧的收入不均现象，政府采取的是扩大对家庭借贷的措施，此举尤其针对低收入家庭。政府如此应对选民的诉求，不知这是谋划在先还是顺水推舟。于是，拉动消费和扩大就业的成效立刻就显现了出来，然而人们距离偿还贷款的期限还远着呢。回顾历史就会发现，当政府无法直接消除中产阶级家庭的深层次焦虑时，就拿宽松信贷出来当作安抚剂。然而，政客们在表述这一目的的时候并不是平铺直叙地告诉人们要扩大消费，他们的宣传更令人振奋也更具煽动性。在美国，拥有住房被视为美国梦的重要元素，让中低收入家庭也能购买房屋是实现扩大信贷和消费的关键。一方面资金雄厚的政府积极推动宽松信贷政策，另一方面以利益为驱动的金融行业错综复杂，竞争激烈且道德缺失，当二者发生相互作用时，一条深深的断层线便产生了。

当然，这不是有史以来第一次政府通过扩大信贷的方式来缓解一部分人因被别人落在了后面而产生的担忧情绪，这也不会是最后一次。实际上，这样的例子在美国就俯拾皆是。在 20 世纪早期，美国的放松管制政策和银行业的迅速扩张从很大程度上来讲是对民粹主义运动（populist movement）的回应，该运动得到了中小型农场主的广泛支持，他们认为自己已经落后于队伍日益壮大的产业工人，并要求获得更加宽松的贷款。而过度的农村信贷是美国大萧条时期导致银行业崩溃的重要原因之一。

### 出口导向型增长及其依赖性

靠借债来维持的消费往往有着各种各样的限制，尤其是对美国这样的大国来说。对消费品和服务的强烈需求使得物价不断攀升从而引发了通货膨胀。为缓解对通胀的担忧，央行通过加息来扼制家庭的借贷能力和消费欲望。从 20 世纪 90



年代的晚期到 21 世纪的头十年，在美国日益增长的家庭需求中，有相当一部分是通过从国外进口得到满足的，比如说过去是从德国和日本进口，现在更多是从中国进口，这些国家历来都是靠出口来带动经济增长并且拥有十分充足的产能。但是正如我在第二章中所讲的那样，如此强大的消费品生产能力也反映出这些国家在增长模式上存在着严重的缺陷，即过度依赖国外的消费者。这种依赖是形成第二条断层线的根源所在。

全球经济之所以不堪一击，是因为传统的出口国国内需求疲软从而迫使其他国家不得不扩大开支以维持平衡。因为出口国的能够提供充足的商品，像西班牙，美国，英国这样忽视甚至鼓励家庭债务的国家，以及像希腊这样缺少政治意愿去压制政府民粹主义和工会需求的国家，就开始了长远的规划来拉动国内需求。最终，这些国家的家庭和政府都债台高筑，不仅未来需求能力的扩张受到了制约，也不可避免地要走向全面改革的阵痛。但是，只要像德国和日本这样的国家死守以出口为导向的经济结构不放，大量的商品就会像潮水一样在全球范围内涌动，寻找政策和自制力最为薄弱的国家作为突破口，诱使其消费，直到其最后无法负担，继而陷入危机之中无法自拔。

为什么会有如此之多的经济体要依赖其他国家的消费才能得以发展？这种依赖性产生于他们渴望摆脱二战的毁灭性打击或者摆脱贫困实现飞速发展时所选择的发展道路。在这些经济体中，政府（和银行）广泛地进行干预，以牺牲本国家消费能力为代价，打造实力雄厚的企业和极具竞争力的出口商。

长久以来，这些国家建立了十分高效的以出口为导向的制造行业----如佳能（Canon），丰田（Toyota），三星(Samsung)以及台塑(Formosa plastics)都处于全球领先的地位。为保护其在海外市场上的竞争力，他们必须时刻保持警醒。尽管全球性的竞争减轻了政府干预出口领域所产生的恶性影响，但是面向国内的生产领域就难逃此劫了。银行，零售，餐饮以及建筑行业通过对政府的政策施加影响限制了各行业内国内竞争。所以，这些行业的效率很低。比如在日本，没有一家银行能在全球范围内同汇丰银行相抗衡，没有一家零售商在规模和价格优势上超

过沃尔玛，没有一家快餐连锁在分店数量上击败麦当劳。

所以，尽管这些经济体能够实现高速增长并跻身富国行列，但低劳动成本优势会渐渐消失，出口也会变得愈加困难，那些效率极低的内向型行业就会成为严重制约国内经济自发性增长的瓶颈。到那时，这些经济体在正常时期获得自身发展已经很难，要是赶上萧条期，若不通过巨额财政开支的刺激作用，实现国内增长更是难上加难。当政府迫于压力不得不解囊时，政府就会出于本能地眷顾那些具有较大影响力的国内生产商，但是这些企业效率偏低，并且对经济的长远发展作用甚小。所以，这些国家不得不依赖国外需求来使自己走出经济低谷。

前景看起来并不容乐观。随着这些国家人口结构的老龄化，改革会变得更加困难，其依赖性也会日趋严重。尽管中国可能会在不远的将来成为世界第一大经济体，但中国目前也正走在这样一条危险的路上。中国若不想沦为全球经济增长的绊脚石，则必须作出实质性的政策转变，只有这样，中国才能充分发挥其重要的推动作用。

### 体系的碰撞

过去，在一些快速增长的发展中国家中，尽管工厂生产的主要目的是为了满足不同国家的需求，但这些国家并不是净出口国。在 20 世纪 80 年代及 90 年代早期，包括韩国和马来西亚在内的一些国家增长节奏较快，因此要从德国和日本等国大量进口机械设备。这就意味着这些国家要承担贸易逆差并要从世界资本市场贷款为其融资。

甚至连出口导向型的发展中国家最初也帮助消化了一些剩余的出口。但是发展中国家在 20 世纪 90 年代遭受了一连串的金融危机，使这些国家认识到从工业化国家大规模贷款来投资无疑是自找麻烦。在第三章中，我将会解释为什么这些国家会从剩余产品的吸收国转型为净出口国，从而导致了问题的出现：从实质上说，这些国家的金融体系与其融资国的金融体系是建立在不同的基本原则之上的，而且两种体系是互不相容的。这种差异性断层线产生的另一根源，也极大地提高了通过借债来为本国投资和增长提供资金支持的风险性。

像美国和英国这样具有竞争力的金融体系强调的是透明度及合同在法律体系内的可执行性：因为商业交易并不依靠幕后的私人关系进行，这被称为“公平交易”制度。因为金融家们有能力搜集各种公开的信息，也了解借款者的运作方式，并且深知自己的债权会得到法律的保护与执行，所以信心十足。所以他们愿意持有长期债权（如股份）和长期债务，不需要通过银行等中间机构就可以为最终受益人直接融资。每一笔交易都应该公正公平并且要通过激烈的竞标。上诉说法显然有点讽刺的意味——因为在最近的一次金融危机中透明性已经荡然无存——但这种说法反映了该体系的实质。

对于那些政府和银行积极干预经济增长的国家，其金融体系与上诉体系是截然不同的。公开的金融信息非常有限，或许是因为政府和银行在经济发展过程中直接指挥资金的流通，不需要也不想要公众监督。如今，虽然在大多数这样的国家中，政府已经放下了手中的指挥棒，但银行仍在发挥着重要的作用，而且信息被严密地掌控在一些内部人士手中。由于公开的信息较少，所以合同条款的执行基本上要依赖于长期的商业关系。借款方要么还款，要么同贷款方通过诚信的方式进行协商以防关系破裂产生不良后果，在这样的一种体系中，关系就是金钱。这就意味着体系外的金融机构，尤其是外国的金融机构，几乎无法融入该体系。事实上，恰恰是这种差异令这一体系能够顺利地运转，因为如果借款人能够像在公平交易体系中那样让贷款人之间相互竞争，干预将失去效力。

因此，如果来自工业化国家公平交易制度中的私人投资者需要给发展中国家的公司融资——正如 20 世纪 90 年代早期所发生的那样——那么会出现什么情况？外国投资者因为不了解这些剪不断理还乱的内部关系，所以会采取三项保护措施。第一，只提供短期贷款，以确保能随时撤资，达到风险最小化。第二，只接受以外币标价的付款，以防该国一旦发生通货膨胀或者货币贬值时其债权缩水。第三，通过当地银行放款，如若发生撤资，而当地银行无力还款时，政府将出面协助银行以避免大面积的经济损失。所以，投资者得到了政府隐性的担保。由于担心当地经济出现动荡而受到附带性损害，这些来自公平交易体系中的投资者愿意将他

们的钱委托给这个模糊的关系体系。

这样一来，东亚在 90 年代中期就出现了问题，外国投资者由于受到这些措施的保护，几乎没有任何动力去审查得到融资的企业。而国内银行体系的贷款一直都是由政府来掌控和担保，几乎没有能力进行细致的评估，尤其是当贷款者运用复杂的技巧或是投资复杂的资本密集型项目时。看到信贷的自由流动，贷款者高兴都来不及，哪会有功夫去想潜在的问题。但是，当项目出现表现不佳的迹象时，外国投资者就会迅速撤走资金。因此，严重依赖外资为该国融资的发展中国家就经历了周期性的暴起暴落，最后以 90 年代末的金融危机而告终。

那些危机不仅极具破坏力而且令人感到丢脸。例如，印尼的 GDP 从峰值一路狂降 25 个百分点，堪比美国大萧条时期的经济下滑。但这一切只发生在短短一年的时间里。经济自由落体式下滑，使得数百万工人失去饭碗，衣食无着，也让印尼遭遇了种族暴乱和政治动荡。最糟糕的是，印尼曾经为从殖民者的统治中获得解放并取得了一定程度上的经济独立而感到自豪，可这时却要可怜兮兮地哀求国际货币基金组织（IMF）给其贷款，为此还不得不接受了大量的附加条件。其中很多条件都是工业化国家为满足自身利益而直接制定的，印尼虽然怒火中烧，却只能眼巴巴地看着自己的主权受到侵犯。

从此以后，许多发展中国家都暗下决心以后绝不能再靠国际金融市场（或国际货币基金组织）的怜悯度日。联想到印尼的遭遇，这也就不足为奇。这些国家的政府和企业决定不再从国外贷款，彻底抛弃大规模的投资项目和以借债来维持的经济扩张。此外，一些国家还决定通过低估货币来繁荣出口。他们不仅通过购买外汇来维持较低的汇率，还建立了大规模的外汇储备，未雨绸缪，以防国外债主再次恐慌。所以，在 90 年代末，发展中国家缩减投资，从商品和资本的净进口国转型为净出口国，也就加剧了全球商品的过剩。

不久之后，工业化国家企业的投资的项目也在互联网泡沫中迅速崩溃，于是世界经济在新千年的头几年间陷入衰退期。像德国和日本这样的国家，因其经济模式是出口导向型，所以也自身难保。刺激增长的重任便落在美国的肩上。

## 失业型复苏和刺激政策

正如我前面所提到的，美国的政治因素决定其必须刺激消费。但是尽管美国为世界经济走出 2001 年的衰退期提供了必要的刺激，但人们仍然发现，正如 1991 年的复苏一样，工作岗位并没有随之增加。由于美国的失业救济期限较短，进一步刺激经济活力的政治压力显著升高。正如我在第四章中所说，失业型复苏并不一定是一个过去时——实际上，目前的复苏情况已经表明美国迄今为止在增加就业岗位方面进步缓慢。失业型复苏是尤其有害的，因为长期刺激政策的目标是迫使私营部门非自愿地增加就业，这样做会削弱该部门的积极性，尤其是对金融行业来说。这样也就行成了由政治和金融领域的相互作用而产生的另一条断层线，这一次，它随着经济循环发展到不同阶段而不断变化。

从 1960 年到 1991 年的经济衰退之前，美国的每次经济复苏都是很迅速的。经济从衰退的低谷期回升到衰退前的产量所用的平均时间不到两个季度，恢复就业所用的时间也不到 8 个月。但是，1991 年和 2000-2001 年之后的经济复苏情况就大不一样了。尽管恢复产量的时间，1991 年为三个季度，2001 年仅为一个季度，但两次经济衰退之后，恢复就业的时间却分别用了 23 个月和 38 个月。确实，尽管经济回暖，但失业仍在继续，所以这类复苏被名副其实地称为“失业型复苏”。

不幸的是，美国简直被它搞得手足无措。一般来说，失业津贴仅能发放六个月。更糟的是，医疗保健福利一直以来都是和工作捆绑在一起的，一个失业的工人很有可能无法承担医疗费用。

只有在经济回升较快且工作岗位充足时，短期的福利才会有效。工人们因为担心在找到下一份工作之前就失去失业津贴，于是就会更加卖力地寻找适合自己的工作。但是新增工作岗位数量很少，积极的动力又沦为巨大的焦虑和不确定性——不仅对失业者来说是这样，甚至那些拥有工作的人也担心某一天会丢了饭碗，茫然落魄。

政客们若是无视公众的焦虑，只能自食苦果。尽管老布什在伊拉克不负众望地打了胜仗，但他第二次竞选仍然失败了，大家普遍认为这是由于他对 2001 年

经济衰退后的失业型复苏所引发的公众担忧缺少关注。政客们充分地吸取了这个教训。从政治上来讲，经济复苏的关键不是产量，而是就业，政客们愿意从财政方面（政府开支和低税收）和货币方面（降低短期利率）加大对经济的刺激，直到就业出现起色为止。

从理论上讲，这种行为反应了民主的优越性。而实际上，公众要求政府采取行动的巨大大压力反而让政客们可以无视美国长久以来政策制定的制衡体系。在危机的阴影下，政府出台一些长期的政策，那些在经济下滑的时期恰巧执政的政党就可以借此机会打自己的小算盘。这样在政策制定上就会产生更大的不确定性，这是选民们所不愿意看到的。这同样也会招致过度开支，不利于政府长期的财务稳定。

在第五章中，我将会探讨这些政治因素是通过什么具体方式影响美国的货币政策的。货币政策当然由美联储来掌管，但美联储的独立只不过是表面文章罢了，若是有一位美联储主席敢挑战政府的权威，在就业没有转好之前就提高利率的话，我们只能说，您的胆子可真大。确实，美联储的职责之一就是保持高就业率。而且，当失业率居高不下时，工资上涨（央行的主要担忧）的可能性也不大，因此，美联储就会认为保持低利率是理所当然的事情。但这会产生不良的后果：一方面，一些其他的市场，包括国外市场，就会对宽松的货币政策做出反应。例如，大宗商品的价格，如石油和金属的价格可能会上扬。另一方面，资产价格，如房屋，股票以及证券，也会发生膨胀，因为投资者会抛弃较低的短期利率，转向收益更高的投资。

更严重的是，在这些时期，金融行业所面临的风险性更大。在 2003-2006 年间，低利率使得政府原本就鼓励的低收入购房行为更加疯狂，助长了巨大的房地产泡沫，同时也加重了美国的债务。美联储为鼓励企业投资，增加就业岗位，曾承诺会在较长的时期内保持低利率，这无疑是火上浇油。这个承诺让资产价格继续走高，并加深了金融行业的风险。在艾伦格林斯潘的最后一搏中，这位美联储主席在 2002 年告诉市场，如果市场发生自爆，美联储不会出手去捅破资产价格

泡沫，而会通过新的扩张帮美国度过危机。如果金融市场在进入狂热状态之前需要一个证书的话，那么这番话就是那张证书。

美联储仅仅关注就业和通胀——实际上，只有就业受到了关注，这是一种在政治上缺乏谋远虑的行为。尽管这完全是美联储的职责所在，但这是极其危险的。因为手中的工具有限，美联储央求别人不要一下塞给他们这么多具有潜在竞争性的目标。尽管如此，我们仍然不能忽视其狭隘的侧重点对经济产生的广泛后果：尤其是，美联储倡导的低利率和高流动性对金融行业的行为产生了广泛的影响。断层线因以政治为动机的刺激政策与正在寻求竞争优势的金融行业相互作用而产生，就如同鼓励低收入购房一样，潜藏着巨大的危险。

### 美国金融行业的结局

来自各个断层线的微震是如何集中爆发，差点毁了美国整个金融行业的？我认为有两点是值得一提的。首先，大量的资金从海外或通过政府扶持的抵押贷款机构，如房利美和房地美，流入了低收入住房市场。这导致了房价暂时的飙升以及按揭贷款的质量的不断下降。其次，商业银行和投资银行承担了大量的风险，包括购买大量为次级抵押贷款融资而发行的低质量证券，但却通过短期贷款的方式进行融资。

让我说得再具体一些。在新世纪的头几年中，发展中国家靠出口积累了大量的资金，而美国，在其财政政策和货币政策的刺激下，对商品和服务的需求大量增加，尤其是在住房建设行业，于是发展中国家就扮演了美国的融资者的身份。为安全起见，外国投资者购买了由政府扶持的抵押贷款机构所发行的证券，如房利美和房地美，于是进一步推动了美国政府的低收入住房计划。这些投资者中，很多都是来自发展中国家，暗地里揣摩着美国政府会为这些机构背书，这就好像当时的工业国投资者认为会在危机发生之前得到发展中国家政府的支持一样。尽管房利美和房地美承担了巨大的风险，他们已经不再按照市场的套路出牌了。

还有一部分来自国外私有领域的资金流入了评级较高的次级按揭证券。此时，缺少警惕性的外国投资者过于天真地相信了美国公平交易体系。他们充分相

信该制度中的评级和市场价格，并没有意识到，流入次贷市场的来自抵押贷款机构和国外投资者的大量资金已经腐蚀了这一体系。因为公平交易体系的弱点之一便是，正如我在第六章中所说，它依赖于价格的准确性：但是当洪水般的资金必须得到吸收时，价格可能会变得极其不真实。在这里，不同金融系统之间的相互作用再一次加重了金融领域的脆弱性。

然而，这次金融恐慌的主要原因并不是银行将低质量的次级抵押贷款证券打包出售，而是银行本身就持有了大量的此类证券，并通过短期债务为其融资。说到这里，我们就又回到了我在杰克逊霍尔演讲的主题。是哪出了问题？为什么这么多美国的银行愿意承担如此高的风险？

在第七章中我将会讲到，问题出在这些风险的特殊性。来自投资者的大量资金流入美国次级贷款市场，以及政府在住房市场中的积极参与，似乎暗示着在购房者没有发生违约之前，这种状况还会持续很长时间。与此相似的，由于高失业率，美联储愿意在较长的一段时间内保持宽松的环境，因此融资紧缩的风险短期之内还不会出现。在这种环境下，现代金融体系吸收了过量的风险。

对于银行来说，通常情况下，承担的风险越多，收益越大。但也有可能损失惨重。从社会的角度看，银行不应当承担这么大的风险，因为一旦遭受损失，代价是十分高昂的。不幸的是，金融体系的利润构成强调利用短期的优势，这也使得银行从业者们更热衷于追逐风险。

尤其有害的是，为推动政治目标的实现，或避免政治痛苦，来自政府和中央银行的已经或即将进行的干预形成了一股强大的力量，让很多金融实体承担协调一致地承担同样的风险。这样一来，风险转化为损失的可能性就更大了。金融行业当然应该为风险承担主要责任。在这次危机中，金融业的失败表现在一下方面，如扭曲的动机，盲目乐观，贪婪，错位的信念以及从众心理。但是政府也难逃其咎，它让风险看上去更加诱人，妨碍市场遵守规范，甚至还违规的行为叫好。不幸的是，在危机发生之后的政府干预才可以说当上是恰如其分的。在这次危机之中，政治道德风险与金融业的道德风险一拍即合。令人担忧的是，此类情况很有



可能会再次出现。

换句话说，在现代民主制度中，自由企业资本主义的主要问题一直都是如何平衡政府和市场所扮演的角色。尽管很多学者都把心思放在定义两者的合理行为上，但是两者之间的相互作用才是脆弱性的主要来源。在民主制度中，政府不会允许普通百姓遭受来自残酷市场的附带损害。老练的现代金融业深谙于此，通过各种方式利用政府为不平等，失业以及银行业的稳定担忧的良好初衷。问题的症结是，从根本上讲，资本主义的宗旨和民主制度的宗旨互不相容。但两者却能够携手并进，因为两种体系可以互相弥补彼此的缺陷。

我并不是要为银行家们辩护，他们在危机发生之后的公共救助阶段仍然享受高额津贴，从道德上说，这是令人愤慨的，从政治上讲，这也是缺乏远见的。但是光有愤怒是没用的。尽管金融行业罪行累累，但由于它处在多条断层线交汇的中心位置，行为也会受此影响。包括银行家，政客，穷人，国外投资者，经济学家和中央银行在内的每一位参与者都做了自以为正确的事情。但实际上，像政客和银行家这样的关键参与者极有可能无意识地分别受到了选举模式和市场认可的影响，才让他们一头猛扎进危机之中。我们无法找到真正的恶人，而且每一个参与者都没能够在断层线之间建立良好的协调，使我们更难找到解决方案。规范银行高管的的津贴只能解决一部问题，尤其是当他们没有意识到自己承担着多么大的风险时。

### **我们面临的挑战**

如果此次危机是由参与者的合理行为（至少从他们各自的角度来说，他们认为这些行为是合理的）造成的，那么我们就有大量的工作要做了。很多都是金融行业以外的工作；怎样才能让美国的那些不甘落后者拥有真正的成功的机会。我们是否应该建立更加强大的社会保障体系以便在金融危机来袭时保护家庭的利益，还是寻找别的方式使工人们抵御风险的能力更强？如何让世界上的一些大国戒掉对出口的依赖？怎样才能使他们完善本国的金融行业，更加有效地分配资源和风险。当然，还包括美国应如何改革金融体系，避免再次将世界经济推向深渊。

在改革的过程中，我们必须认识到，真正安全的金融体系既不承担任何风险，也不鼓励创新和增长，更不会帮助穷人脱贫，消费者的选择余地也很小。这是一个满足于现状的体系。但是从长远来看，尤其是从人类所面临的各项严峻挑战来看——如气候变化，人口结构老龄化，贫穷等等——满足于现状才是最大的风险，因为这会让我们无力去应对即将到来的挑战。我们不想再回到过去那些糟糕的日子，银行业是多么的乏味：我们总是忘记在一个严格管制的体系中，消费者和企业的选择是那么的少。我们希望金融业富有创造力和活力，但不想看到过高的风险和令人愤慨的行为。这很难实现，但是值得我们为之努力。

我们也应该认清，好的经济和好的政治是分不开的：这就是为什么经济学曾经被称作政治经济学。经济学家错就错在他们相信一个国家只要建立起制度的钢筋铁骨，政治的影响就会被削弱：这个国家就会永远的摆脱发展中国家的状况。我们现在应该看清，只有当政治合理且均衡的时候，制度（如监管者）才能充分发挥其影响力。深层次的不平衡（如不平等）能够在政治上掀起巨浪，也盖过了制度的约束性作用。一个国家，若是政治失衡，不管其制度多么发达，都会重新退回到发展中国家的状态。

我并没有什么灵丹妙药能够解决这些问题。进行改革需要仔细的分析，有时也需要对细节的观察，这是有些乏味的。我将在第八章和第十章探讨可行的改革，并会主要关注宏观政策。我希望我的建议比那些要求严惩银行家及其监管者的呼声更加简明，更具建设性意义。如果这些建议得以实施，我们的世界将发生根本性的变化，它将摆脱日益加深的危机，走上一条经济更加健康，政治更加稳定，合作更加广泛的道路。我们将会克服全球挑战方面取得进展。这些改革的成功也需要各个国家改变生活方式，增长方式以及做出选择的方式。任何改革都难免会经历短期的阵痛，但是它能够给我们带来更加广泛并且深远的好处。这种改革因为见效慢，所以很难迎合民众的胃口，从而对政客们的吸引力也很小。但是如果无所作为的话，我们要付出的代价会比这次经济动荡更加惨痛。如果不加以补救，断层线就会日趋加深。

世界的前景并非是暗淡无光的。今天的我们有两个足够充分的理由来保持乐观：技术进步让几个世纪以来都难以解决的问题迎刃而解，经济改革带领大批的穷人从中世纪的生存条件一跃进入了现代经济。只要能够从危机中吸取正确的经验教训，稳定世界经济，未来的我们就会大有作为的。同样，如果从中汲取了错误的经验，我们将会失去更多。现在，让我把这些断层线和艰难的抉择一一呈现在你们的面前，此时此刻，我的心中怀揣这一个信念，只要我们同心同德，就一定能够书写一个更加美好的明天。为了我们自己，我们必须这样做。

## 第一章 让他们消化信贷

简在一家非营利性的研究组织担任助理，她在这个岗位上已经干了 32 年了。她在学校的时候曾是一名出色的打字员，而且还修了一些商务方面的课程。上完大学第一学期的课程之后，她觉得对她来说大学教育的成本要高于所能带来的收益；市场对打字员的需求很大，而且薪水也比较有吸引力。她的第一份工作就是在这家非营利性组织，一开始她要为两位上司工作。她的主要职责是缮打报告和研究论文，整理堆积如山的文件并接听电话。

很多年之后，好多最初和简做同样工作的人都失去了工作。计算机的出现——先是大型机，然后是个人计算机——缩减了助理们的日常工作量。中层主管和经理们都学会了自己打印文件。报告和基础分析都外包给了其他公司来做，那些公司中的工作人员能够很快地完成任务。大多数过去存放在柜子里的文档现在都以电子的形式存储在硬盘里。而且，简的老板越来越习惯通过电子邮件交流，电话也就不常用了：他们的业务运转并不迅速，不需要时刻同客户保持口头交流。结果，简的秘书工作也受到了威胁，最后，她失业了。

然而，简通过重新给自己定位，顶住了来自机器的侵袭。她很快地又在这个组织中找到了另一份工作。她成了新上司们的“维修工”，协助处理他们没有时间和精力处理的事务——比如，挑选餐厅，为办公室订餐，邀请演讲人并负责安排日程，阻拦愤怒的客户并确保他们的问题得以解决，或是跟一个执拗的会计打交道，弄清她的上司提交的账单。因为简现在所处理的事务都是不常规的，是无法通过机器来解决的，因此她需要向更多的上司汇报工作——最近的一次计算是九位上司。由于有来自各个方面的压力，所以工作是很辛苦的，但是她很庆幸自己至少还有一份工作。现在，这份工作变得越来越有趣了。

简的上司们是计算机和通信技术革命的极大受益者。他们发表的研究报告和文章得到了更加广泛的传播。过去，他们还要把这些文章影印出来通过邮递的方式寄送给一小部分真正感兴趣的人，但是现在，他们把文章上传到一个网站上，

很快就会被广泛地阅读。他们的报告更加丰富，论坛也办得更加有趣，吸引了越来越多的关注。他们经常会回答一些来自陌生人的请求，这些人在网站上读到了他们的文章，这些陌生人希望同他们交流，咨询或是征求专家的意见。

科技的突飞猛进式的发展产生了十分广泛的影响。秘书工作和文职工作人员的日常工作如今已经逐步被自动化所替代，他们像简一样，大多数人拥有高中教育甚至是大学教育的背景。但是那些高层人员需要处理的非常规性的，富有创造力的工作得到了技术的辅助。由于运用了先进的技术，CEO 们在键盘上敲打几下就能看到公司目前的库存状况，分析师和咨询师的报告在世界各个地方都可以读到，对于那些具有技术性和创造性的工作，其影响的深度和广度都有所增加。尽管技术的发展抢了一些人的饭碗，但是它确实提高了人们的生产力。

然而，一般来说，技术的进步从长远上看对每一个人都是有益的。它能够缩减单调乏味的工作，让工作者能够有时间和精力充分发掘自己的才能。现在我们可以把文章直接发到网站上供人浏览，不再需要让秘书去贴上千张邮票，再把这些最终都会被丢进垃圾箱的信件邮寄出去，这样一来，还可以保护大量的树木。但是从短期来看，技术进步也可能极具破坏效应，而且如果人们缺乏应对措施的话，这种破坏效应甚至会一直持续下去。

美国在历史上曾经对技术的变革作出了适应性的调整。19 世纪中期，随着农业的主导地位被制造业所取代，美国掀起了一场接受小学教育的热潮，使美国人成为当时世界上受教育程度最高的人口。但是随着时代的发展，工厂的劳动日益复杂化，一些新兴的大公司也划分出多个部门，对能够处理大量工作的办公室工作人员的需求量不断提升，拥有高中学历的工人也越来越受到欢迎。在 20 世纪早期，高中教育开始繁荣起来，为美国的工厂和办公室培养了一批灵活，且训练有素的工人。在 1910 年，不到十分之一的美国工人拥有高中学历，到了 70 年代，也就是简开始工作的时候，四分之三以上的人都接受过高中教育。

尽管美国早期对技术变革的适应是成功的，但是正如哈佛经济学家克劳迪娅·戈尔丁（Claudia Goldin）和劳伦斯·凯茨（Lawrence Katz）所言，在下

一个阶段中，美国在教育方面的进展远远不能令人满意。近来的技术进步要求工作人员拥有大学本科学历才能够胜任。但是，大学毕业生的数量却无法满足需求——确实，各个年龄阶段的高中毕业生比例都停止了增长，甚至和 70 年代的水平相比还有略微的下降。随着就业市场出现大学毕业生供不应求的状况，那些有学士学位或者更高学历的幸运儿们发现自己的收入直线上升。但是那些没那么幸运的人——据 2008 年的统计，占美国人口的 70%——收入水平则原地不动，甚至还有所下降。

美国的社会保障体系不堪一击，下一波技术改革和外包热潮又很可能吞噬掉大量的工作岗位，令人愈加担忧，面对这一切，许多美国人很难对未来保持乐观。虽然大部分美国人在寻求机遇方面比较灵活——他们愿意背井离乡，漂洋过海到另一个国度去开始一份新的工作——但是时代对他们提出了更高的要求。很多人不得不回到高中去充电，然后才能尝到继续教育所能带来的好处，而这一切都是为了获得那些遥远的不确定的工作机会。有些人缺少接受继续教育的毅力和动机；而另一些人则是压根就没有资源。例如，一个有两个孩子的单身母亲，她每月要做两份报酬很低的工作，总是入不敷出，对她来说，继续教育简直就是天方夜谭。

由于美国的教育在质量和数量上都存在不足，因此在对技术人员的需求和供给之间存在巨大的鸿沟，这只是不平等状况日益严重的原因之一，或许是最重要的原因。到底是什么原因造成了这种不平等，这是一个极具争议性的问题。左派和右派都各执一词。不可否认的是，还有一些其他的因素，比如，近几十年大范围的放宽管制以及由此引发的对资源（如人才）的日益激烈的竞争，税率的变革，工会力量的削弱，合法移民和非法移民数量的增加，这些都起到了推波助澜的作用。不管这种现象是如何产生的，它已经让很多人深感不安。

美国曾被誉为一片充满机遇的土地，这种说法曾经得到了广泛的支持，也让美国成为自由经济的大本营，但是现在很多人都对这一说法失去了信心。政客们总是对选民的心声非常敏感，他们试图寻找一剂灵丹妙药来应对这一发展难题：

为那些在经济增长和技术进步的过程中落在后面的人提供宽松的信贷资金。于是，美国在教育事业上的失败以及公民因机会难寻而产生的焦虑情绪都被间接地转化成沉重的家庭债务，也最终成为了这次金融海啸的震源。大部分观察家都忽视了这些因素之间的关联，恰恰说明了这些断层线隐藏之深，危险之大。

### 收入不平等的加剧

美国收入水平的不均衡状况日益加剧。工资是收入中最重要的组成部分。工资金额排在美国总人口的的前 10%的人（即比美国总人口中 90%的人工资要高的人），在 1975 年到 2005 年间，其工资的增长额要比排在后 10%的人高出 65%。（这一差异被称为 90/10 工资鸿沟。）在 1975 年，前者的平均工资比后者多三倍，到 2005 年，则多出五倍。这种增长主要体现在极高收入人群中：中等收入者和低收入者之间的分化并没有同高收入者之间的分化那么严重。

很多来自学术界和大众媒体的评论人士比较关注前 1%甚至是 0.1%的精英人士的薪水，或许是因为人们总是喜欢往上看。我认为美国目前最令人担忧的趋势就是 90/10 和 90/50 工资鸿沟，这些差异真正地反应了普通美国人的生存状态。90/10 工资鸿沟的产生的原因可基本归结为经济学家口中所说的“大学升水效应”。拥有本科学历者的工资同只拥有高中学历者的工资之间的比值自 1980 年以来稳步上升。美国人口普查局 2008 年进行的人口调查结果显示高中毕业生的工资中值为 27963 美元，而本科毕业生为 48097 美元——比前者高出将近 72%。拥有专业学历的人（如医学博士或工商管理硕士）的薪水则更高——工资中值为 87775 美元。“大学升水效应”同样也能解释为什么 50/10 工资鸿沟并未迅速扩大，因为中等收入者和低收入者都没有进过大学或没有完成大学学业。实际上，中等收入者的队伍主要由像简和她的同事一样的白领工人构成，这些人受到技术变革的冲击是最大的。

为什么“大学升水效应”会日益显著？有一种观点认为技术的发展要求工人拥有更高水平的技能，反映了经济学家所提出的“偏重于技能的技术变革”。但是戈尔丁和凯茨指出，科技的进步会对技能提出更高的要求，但是二者之间的相

对发展速度的是稳定的：在 20 世纪初，车辆和飞机的对人们的生活方式的影响不亚于出现在 20 世纪末的互联网和组织结构变革。真正发生改变的是受教育者的数量。在 1930 年到 1980 年之间，30 岁或 30 岁以上美国人的平均受教育时间每隔十年增长一年。到 1980 年，美国人接受教育的平均时间比 1930 年多 4.7 年。但是，在 1980 年到 2005 年间，这种增长十分缓慢——整整四分之一一个世纪中仅增加了 0.8 年。

人才输出减速的部分原因是高中毕业率的停滞不前。尽管回顾历史，美国高中毕业生在总人口中所占的比重曾处于世界领先地位，这一比重自 1980 年以来一直岿然不动，但是其他国家却已经赶上并超越了美国。而且，尽管现在有越来越多处在 20 岁到 24 岁这个年龄阶段的美国人正在接受大学教育（这些人占该年龄段总人口的比率从 1980 年的 44% 上升到 2003 年的 61%），毫无疑问，这得益于潜在高薪的吸引力，但是大学毕业率的提高却跟不上这个速度：尽管“大学升水效应”日渐显现，但是很多像简一样的学生还是选择了从大学退学。70 年代出生的年轻人的大学毕业率比 40 年代的高不了多少——当我们联想到现如今大学毕业生的需求量与日俱增这个事实时，就不能不感到震惊。

教育发展停滞不前的一个合理解释是一国国民所能接受的教育总量或许是有着内在限制的。毕竟，不是每一个人都有写出一篇博士论文的潜质。如果真是这样的话，那么就只有美国受到了限制，其他国家似乎并未受制于此。尽管美国历史上曾领先全球，如今却在四年制大学毕业率上落后于其他 12 个富国。我们要是也注意到美国的高中毕业率在富国排名中位列倒数第三，那么我们会明白为什么美国不仅输给了自己的历史也输给了竞争对手。

话说回来，工资并不是收入的唯一组成部分。总收入应该包括来自股票和债券的收益，并从中去除所应缴纳的税金。很有趣的是，在 20 世纪末，美国前 0.01% 的最富有人士的收入中有 80% 来自工资和自营产业，只有 20% 是来自金融投资。这一比例同 20 世纪早期的情况形成了鲜明的反差，那时富人的收入多数是来源于资产。现在的富人都是勤劳致富——不管是比尔盖茨一样的企业家还是像



高盛集团的劳尔德·布兰克福恩（Lloyd Blankfein）一样的银行家——而不是坐享其成。这是一个有了好工作就能致富的时代，但是对于很多美国人来说，这甚至是不幸的，因为他们缺乏良好的教育背景，只好眼睁睁地看着自己被那些能带来财富的好工作拒之门外。

尽管我一直都在用“教育”这个词，但是有时我所指的也包括就业的能力，其实一个更好的说法是人力资本，即广义上的能力，包括健康，知识，智力，态度，社交能力和责任感，正是这些素质让人成为对社会有益的一份子。传统教育或许在培养个人人力资本的过程中最为关键，但是家庭，社区和雇主所发挥的作用同样不可小觑。在后面的内容中，我将继续关注教育的话题，但是其中也包含着上诉其他因素。

教育不仅仅能够帮助人们增加收入，拓宽就业前景，它的意义要远胜于此：教育通过其内在的价值让人们充分利用自己的潜质。此外，据研究表明受教育者通常情况下更关注保健，参与犯罪活动的可能性更小，更愿意参加公益活动和政治活动。而且，他们也会潜移默化地影响着下一代，从而让子孙后代从中受益。因此，随着美国教育的衰退，整体社会的质量也每况愈下。

### 为什么美国会落后？

为什么美国的教育体系令人失望？美国的大学教育体系仍可称得上世界一流，吸引着来自世界各地的莘莘学子，所以问题显然不是出在大学体系上。其实，我在前面的论述中已经提到了三个很显著的问题。首先，很多学生在学校的学习经历极其糟糕，很多学生没等高中毕业就退学了。其次，即使在那些能够从高中毕业的人中，仍有很多人没有准备好接受大学严格的环境。最终，随着“大学升学效应”的增加，高等教育的学费也在不断攀升：这是一个由受过良好教育的人提供的一项服务，但近些年来这项服务并没有多大改进。（通信技术有很大的提高并没有让芝加哥大学的班级规模显著的扩大，尽管学生的学习体验或许有所改善）。尽管美国有意扩大对学校的经济支援，但是把子女送到私立大学接受高质量的教育甚至对中产阶级家庭来说都是可望而不可及的事。随着各州预算吃紧，

连州立大学也在大幅度地增加学费。

当然，在学校的学习并不是唯一接受教育的方式。在营养摄取，学习环境和行为期待值方面的差异使得每个孩子在童年时代就显现出不同的学习能力。家庭至关重要，同时，孩子们渴望效仿的对象以及朋友们的看法也会产生关键性影响。我女儿所在的大学附属中学里，班级里一个最聪明的孩子总是出类拔萃，尽管她不是受欢迎的那种，但却是其他孩子秘密崇拜的对象。拔尖的学生在高中的时候就已经开始学习大学的课程，甚至和教授签约进行项目的研究。然而，在美国很多学校中，聪明极有可能意味着危险，因为孩子们总是对那些敢于跳出低期待值陷阱的孩子充满怨恨。还是这个道理，强者总是越来越强。富人们能够住在体面的街区，为孩子提供充分的健康护理和营养，使得他们能够健康地成长，功课若是掉队了，家长也能出钱给他们请家庭教师和学习助手。如果父母有钱的话，即使是残疾对于孩子来说也不会像它看上去那么痛苦。正如政治分析家罗斯·多尔特(Ross Douthat)和赖安·瑟拉姆(Reihan Salam)所说：“康涅狄格州预科学校的孩子抽着大麻却仍能像他们的父母一样去读大学；印第安纳州农村的孩子吸食冰毒并且辍学；纽约南布朗克斯的孩子吸食可卡因最终死于流氓斗殴中。”

家庭的不稳定对穷孩子的伤害也更大。贫困且受教育程度低的夫妻关系破裂的可能性更大，一旦离婚，经济的担子要比富人沉重的多：因为他们需要同时维持两个家庭，轮流照看孩子，这些就要花去他们收入中的一大块，使得其他基本需求都很难得到满足，就更不用想给孩子请辅导教师帮助孩子渡过难关了。因此，在穷人的家庭中，离婚对孩子的健康和教育所产生的影响要远大于富人的家庭。在这种社会环境中，不平等往往会愈演愈烈。

我们并不需要触及那些极端不平等的例子中所引发的道德问题就可以看出这是一个多么令人厌恶的现象。大批的人因无法接触到优质的教育资源而不能够实现自身的发展，这显示出社会严重的低效性。对头脑的浪费是一件极为可怕的事情，美国已经浪费掉了太多。

### 造成不平等的其他原因

在日新月异的技术革新对劳动者技能提出更高要求的大背景下，受教育程度的差异只是造成不平等日渐严重的原因之一。还有其它原因也助推了这一问题的加剧。在过去三十年中，日趋严重的不平等问题又偏逢美国放宽管制期。激烈的竞争确实加大了对人才的需求，与此同时拉大了美国人口的工资差距。激烈的竞争提高了歧视有才能的穷人所要付出的代价，本应该有助于缓解不平等的现象，但是总体来说，不平等仍然加剧了。放宽管制也增加了企业的经营的灵活性，放大了员工的工资的涨落幅度：一个企业家在经过若干年的颗粒无收之后突然赚了上百万，这会增加收入分布曲线最顶部和最底部的分布范围。（对于一个后来成为一位收入颇丰的教授的穷学生来说也是如此！）这些影响要为不平等现象的加剧负三分之一的责任。

更大规模的移民和贸易也在这个问题上难辞其咎，因为移民直接参与到非技能性工作的竞争，而远在其他国家的非技术性工人也通过贸易间接地参与到竞争之中，两者共同压低了美国非技术性工人的工资。大部分研究认为这一因素的影响比较小。然而，非技术性移民只是通过一种不同的方式助长了不平等。他们基本上是位于收入分布的底端，从而使收入差距拉大的现象更加严重了。矛盾的是，尽管他们在美国的收入要高于在自己本国的收入，但是他们仍然成为美国贫困人口的一员。

战后惩罚性边际税的削减（在 20 世纪 50 年代到 60 年代期间，最高税率曾高达 91%，后来经过一路的起起伏伏，到我撰写本书时，已经降到了 35%）刺激了人们去追求更高的收入，可能也促进了更多的企业家精神的以及更大的不平等。尽管放宽对竞争和进入的管制以及通过进口所带来的间接性的竞争是造成很多工会成员失去高薪的工作的主要原因，但是工会的软弱也削弱了那些受教育程度不高的工人进行讨价还价的能力。尽管只有一小部分的美国工人领取最低法定工资，但是在通货膨胀的情况下，最低工资标准相对保持不变就意味着实际最低工资必然要下降（这样一来也能够确保那些有可能没有工作的人能够找到工作）最后，妇女也入到劳动力的大军中来，这也会对不平等性产生影响。因为具有有

广泛社会关系且受教育程度较高的人更愿意相互结合，这种类聚婚姻也是导致家庭收入不平等的原因之一。

造成日益严重的不平等现象的原因是究竟是什么，毫无疑问，这是一个被热议的话题。在我看来，一些最具说服力的证据表明，最令人担忧的不平等，即 90/10 工资鸿沟，主要是由市场对高度受教育人士的供求关系失衡所致。继罗纳德·里根总统开始执行反劳工政策以来，该政策一直都得到了在他之后的共和党政府的延续，其中，革新派发挥了重要的作用，然而，保守派则通过倡导压制工资的方式来支持罗斯福提出的反竞争政策。然而，这两派都不否认教育的不平等是导致不平等问题的重要原因。

### 对待不平等的态度

美国人历来不太在意经济上的不平等，除非这一现象走向极端——像十九世纪末所发生的那样。通过采用包括反托拉斯法和房产税在内的多种方式，人们确信由公司所有权所创造的财富并没有高度集中到能够左右政治力量分配的程度。为限制银行的权利，政府曾进行了多次的干预——这体现在安德鲁·杰克逊（Andrew Jackson）为关闭美国第二银行（Second Bank of United States）而作出的斗争（在此之前，他指责该银行干涉政治领域），1913 年美联储的建立，让它成为各个银行除摩根大通之外的另一根救命稻草，1933 年的《格拉斯斯蒂格尔法案》（Glass-Steagall Act）将最具实力的银行拆分开，实行分业经营的模式。同样地，通过反托拉斯调查，政府扼制了商业大鳄的实力，其中最著名的两项调查是针对洛克菲勒的美孚石油公司（Standard Oil）和比尔盖茨的微软公司。但是，除一些特殊时期外——如大萧条时期——政府和公众并没有强烈的意愿要向富人征税，以实现收入分配的均衡。

向富人征收重税的政策并没有得到穷人的热捧，这并不一定是因为他们同情富人，而或许是因为穷人相信自己终有一天会变富：赫拉修·阿尔哲（Horatio Alger）所写的关于普通人在这片充满无限机遇的土地上获得成功的故事具有十分广泛的吸引力。尽管这种乐观主义的精神一直以来都不切实际，但是或许在过

去，可能性与现实之间的差距并不十分大，以至于美国人可以把这个梦继续地做下去。根据世界价值调查（World Values Survey）的数据显示：高达 71% 的美国认为穷人很有可能摆脱贫困，而只有 40% 的欧洲人持有这样的观点。这一差异令人感到十分惊讶，因为根据跨国研究的结果显示，美国人的收入流动性并不比欧洲人高，实际上在美国，收入位于后 20% 的人的收入流动性极低。尽管如此，收入流动性这一概念还是深深根植于过去的。美国伟大的社会学家托克维尔（Alexis de Tocqueville）曾说，在美国，“财富流动的速度是令人震惊的，实践表明很少有上下两代人都受到财富眷顾的例子”。

在过去的 25 年间，越来越多的美国人不得不面对一个痛苦的现实，即他们已成为教育质量不达标的受害者。《纽约时报》专栏作家罗伯特·萨缪尔逊（Robert Samuelson）评论说“大体上，美国人并不十分担心不平等——即贫富差距——但他们更在意的是能否获得机会与成就：难道这说明人类进步了吗？”但是教育不平等的危害是极其隐秘的，因为它能够造成机会的不平等。一个人若是高中就读得马马虎虎的话，就很难在新兴经济的产业中谋求一份工作，这是连做梦都很难发生的事。很多美国人“将政治自由定义为完全的平等，却将经济自由定义为拥有平等的机会去实现不平等的成就，”在高质量教育面前并非人人平等这一状况恰恰动摇了美国人心目中实现经济自由的根基，因为机会已不再平等。

如果美国人不再有机会让收入水平挤入更高的层级，他们就很难对未来保持乐观并对其他人的收入流动性保持容忍——因为眼睁睁看着别人往高处走的滋味并不好受。当其他人变得富有时，一切的价格都会上涨，而那些原地不动的人的实际收入——即通过购买力来衡量的收入——实际上就降低了。若是这些人通过自己的资产来衡量自己的价值时，情况就更糟了，当我的邻居们都开上了现代和玛莎拉蒂的时候，我的雪弗莱就显得十分寒酸了。美国人历来不喜欢嫉妒别人，因为他们都很自信。但是当自信心即将离我们远去的时候，嫉妒和仇恨这对手足兄弟离我们还会远吗？

随着越来越多的美国人开始意识到自己为参与竞争所做的准备并不充分，他

们也就开始接受了对自身期待值降低这一事实，“经济自由”这两个词也不再为他们勾画出一个充满无限机遇的美好愿景。它们反而成了一个可怕的梦魇，充斥着持续增加的不稳定性和嫉妒情绪，因为穷人越来越难咸鱼翻身了。如果不加以遏止，任其发展的话，毁灭性的阶级冲突也就不可避免了。

## 政治回应

政客们已经意识到不平等现象所导致的问题。因为和其他群体相比，非裔美国人和拉美裔美国人受到教育质量低的影响更大，所以，他们缓慢的发展经常被人们同种族原因相联系。然而，政客们深知，改善教育只能解决一部分问题。多位总统都曾推动过教育改革，但成效甚少。而且，即使他们的改革真的奏效，变化也会姗姗来迟，来不及改变人们当下的生活。

税收和再分配应该是可选的解决方案，但是政治学家诺兰·麦卡迪（Nolan McCarthy），基斯·普尔（Keith Poole）和霍华德·罗森塔尔（Howard Rosenthal）指出，日益加重的收入不均问题让国会更加两极分立，从而更难在税收和再分配问题上达成一致。就在我写着本书的时候，议会中两党对医疗改革的政策和态度大相径庭，民主党一致支持，而共和党则一致反对。政客们正在学着接受亚里士多德的智慧，他说：在一个不平等的社会中，争吵是自然会发生，费力地去纠正不平等的现象反而可能加剧公民所不愿看到的冲突。

所以，政客们开始寻求方式来提高选民们的生活质量。自 20 世纪 80 年代初以来，宽松信贷一直都是一个最具吸引力的解决方式。从某种程度上来说，这是一条障碍最少的道路。由政府提供的信贷并不会像收入再分配那样引起右派的关注——尽管，通过自身的经历，我们认识到它最后可能会成为成本最高的再分配方式，不仅危害接受者，同时也牺牲纳税人的利益。

政客们愿意让银行来扩大住房信贷，因为信贷能够同时实现多个目标。它能抬高房价，让房屋所有者觉得自己变得更富有了，还能推动他们消费。信贷还能够增加金融行业，房地产中介行业和房屋建筑行业的利润和就业岗位。而且，别担心，一切都是安全的——向房屋一样牢固——至少目前是这样。

宽松信贷真是好处多多，它收益大，见效快，而且受益面广，可是苦头还在后面呢。它的收益结构正中政客们的下怀，让许多国家都拜倒在宽松信贷的石榴裙下。一段时间以来，在很多富国中出现了一些金融行业的监管机构，它们同政客们唱对台戏，批判这种短浅的目光。然而，这次美国的问题是，政客想办法绕过了这些监管机构，而且住房信贷享有广泛的民众支持，以至于没有人敢提出反对。

### 住房信贷的简要历史回顾

美国大萧条爆发之前一段时期内同样出现了大规模的信贷扩张和严重的收入不平等现象，或许这并非巧合。那时的按揭贷款和现在的并不一样。住宅按揭由银行和储蓄公司来提供（也称储蓄与放款机构）。按揭的期限较短，大约为五年，到期时需整笔还本付息，除非借款者能够重新融资。而且，大部分贷款的利率不同，所以借款人要承担利率变动的风险；一般情况下，贷款人只提供不超过按揭价值 50% 的贷款，因此，房屋所有者要承担因房产价格波动而带来的大量风险。

到了 20 世纪 30 年代，大萧条越陷越深，融资干涸，房产估价骤降，房屋拥有者没钱偿还到期的贷款，大批借款者开始拖欠贷款。全国 10% 的房产被取消了赎回权，政府不得不介入，挽救即将跌入深渊的住房市场。房主贷款公司（HOLC）和联邦住宅管理局（FHA）是政府最初建立的两所机构。

房主贷款公司的作用是从银行和公司手中购买违约的抵押贷款，把它们重组为固定利率的 20 年完全分期付款抵押贷款（在贷款期限内偿还本金）。较长的还款期限和完全分期的还款方式意味着房屋所有者不必再去面对灾难性的融资难题。政府愿意在一定时期内持有这些抵押，但并不打算长期参与贷款业务，所以政府必须寻找一种方式让私有领域的贷款者对这些抵押贷款感兴趣。那些历来都排斥长期贷款的私人贷方是不会轻而易举的信任借款者的。

解决这个问题的办法是，联邦住宅管理局通过提供抵押保险来承担违约风险——主要是为了让贷款者吃一颗定心丸，一旦发生违约，联邦住宅管理局会偿还

贷款。为了保护自己的利益，联邦住宅管理局收取保险费，并严格设定它所担保的最高贷款上限（最初为房产价值的 80%）以及贷款金额。这些限制性条件也确保了一个政府不愿担保的私人抵押贷款市场的出现。

所以，那些购买由联邦住宅管理局提供担保的抵押贷款的银行和储蓄公司只需承担利率风险——利率风险的产生是由于他们用短期的可变利率存款来为长期固定的利率的抵押贷款融资。只要短期利率不走高，这笔生意还是有利可图的。

在 1936 年，房主贷款公司停止运作。为了向银行提供融资渠道，政府建立了联邦国民抵押协会（FNMA），来再次吸引长期私人贷款进入抵押贷款市场。事实上，FNMA 还购买了有 FHA 担保的抵押并且发行长期债券，出售给像保险公司和养老基金这样的投资者，以此方式来为购买抵押贷款融资。和银行以及储蓄公司不同的是，FNMA 拥有更长期的固定利率的融资渠道，所以即使长期持有抵押贷款，也不用承担利率风险。

该体系一直运转良好，直到 60 年代，短期利率上扬，导致存款从银行和储蓄公司流出——因为在大萧条时期，政府为防止过度竞争而制订了调控性存款利率上限，使银行和储蓄公司无法与更高的市场利率进行竞争。对抵押的贷款的融资又干涸了。为了补救，1968 年，政府试图通过将房利美一分为二来加强市场的直接融资能力——新建了的政府全国抵押协会（GNMA 或基利美），继续从事抵押贷款的担保，打包和证券化，房利美经过改制成为私人持股公司，通过想公众发行债券和证券化债权为抵押融资。那时，林登约翰逊总统正需要资金为越南战争中越堆越高的账单付款，私有化巧妙地将房利美的债务从政府的账单中抹去，让政府的资产负债表看上去更健康了。不久之后，房地美（全称美国联邦住宅贷款抵押公司）成立，负责将储蓄公司的抵押贷款证券化。最终房地美也被私有化了。

70 年代末到 80 年代初，通货膨胀愈演愈烈，美联储主席保罗·沃尔克（Paul Volcker）为扼制通胀将短期利率上调到迄今都难以想象的水平。储蓄和贷款行业的投资组合中大部分都是利率较低时购入的固定利率的长期抵押贷款，而他们在融资的过程中却要支付高得离谱的短期利率，这些机构最终都破产了。政府并



没有让储蓄公司关门大吉：房地产市场太重要了，而信贷又是一个牵一发而动全身的行业，让纳税人去填补这个巨大的窟窿实在是难以启齿了。

为此，政治体系作出了回应，通过了 1980 年的《存款机构的管制取消及货币控制法案》(Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act) 和 1982 年的《甘圣哲曼储蓄机构法》(Garn-St. Germain Depository Institutions Act)。两部法律拓宽了储蓄公司的贷款范围以及借款方式，帮助该行业重新赢得了稳定。后面的故事就十分令人遗憾了，尤其让人愤懑的是这些储蓄公司拿着纳税人的前在商业房地产市场上进行了一场血本无归的豪赌，我想这些都是众所周知的。对于储蓄公司来说这是一次巨大的损失，而对纳税人来说这简直是一次不可估量的损失，而政府在这场悲剧中却扮演了帮凶的角色。不用说大家也会知道结果，房利美和房地美取代了储蓄公司并在抵押融资领域扮演越来越重要的角色。

### 房利美和房地美

众所周知，房利美和房地美是受政府扶持的企业，它们是两个奇特的怪兽。尽管它们都是由私人持股且全部利润归股东所有，但它们并不完全私有。它们当然也并非公有，因为它们不归政府所有，但是它们在享受政府优待的同时还肩负着公共责任。它们享有很多优惠待遇，包括免交国家和地方收入税，董事会中拥有政府指定的董事，以及拥有美国财政部批准的信用额度。对于那些投资的民众来说，和政府之间的这些千丝万缕的联系意味着这些机构拥有整个美国的信用为其撑腰。所以房利美和房地美可以以只比财政部高一点的利率筹集资金。这些优惠的待遇也为两房带来了公共责任——支持住房融资。

房利美和房地美做了两件事来完成自己的使命。他们按照自己的设定的规模限制和信用标准从银行购入抵押贷款，从而使银行获得资金放出更多抵押贷款。接着，这两个机构将大量贷款打包，并在为抵押提高违约担保之后发行资产抵押证券。他们还直接从市场贷款，购买由其他银行背书的抵押支持。因为这些抵押贷款的信用较好，所以投资的安全性高且回报极其丰厚。但是大部分收益都得益

于在政府的隐性担保下实现的低成本融资。这样做是有严重政治风险的。

### 可支付性住房计划

在 20 世纪 90 年代初期，大量的证据表明越来越多的美国人看到自己的工资总是维持在原有水平甚至有所下降，因此政治集团便开始寻找速效的解决办法——当然要比教育改革见效更快才行，教育改革要等上几十年才能看到成果。最显而易见的答案就是为低收入群体提供可支付性住房，此时，房利美和房地美显然是最佳渠道。国会知道可以将房利美和房地美作为实现这一目标的手段，因为他们从政府那里拿走了大量的好处，如果政府停止通过政府预算秘密地为“两房”拨款，那么他们的经理人一定会承受巨大的压力。

1992 年，美国国会通过了《联邦住宅企业金融安全与稳健法》，推行的此法的目的之一是改革对这些机构的监管，另一个目的是以一种直接的方式帮助低收入者和少数人群体实现他们的买房梦。美国住宅与城市发展部（HUD）在该法案的指引下为房利美和房地美制定了可支付性住房目标计划，并跟踪计划的实施。每当国会在某个法案中用了“安全和稳健”这样的字眼，结果往往就会和他们的初衷背道而驰，这部法律也不例外。

尽管两房不能阻拦法律的出台，却能够影响法律的制定，使其为自己的利益服务。他们确保了法律允许其持有的资本数额低于其他受到监管的金融机构，并确保新的监管机构——HUD 中的一个在金融服务监管领域中初出茅庐的部门——要依靠国会的拨款才能维持运转。这就意味着，监管方若是想束住两房的手脚，他们在国会中的铁哥们就会削减对监管方的预算。国会积极的参与，由政府撑腰的私人企业对利益穷追不舍，监管者软弱且自主性差，所有这些因素摆在一起，便昭示着灾难的来临。

最初，房利美和房地美并不愿意把这些有利可图的业务暴露在风险之下。但是当看到了政府出台的政策时，他们屈从了。上世纪 90 年代，《纽约时报》记者斯蒂芬·霍尔姆斯（Steven Holmes）曾警告说：“房利美进入了这个新的贷款领域，甚至可以说这是有意而为之的，该行为导致其所承受的风险大量增加，若是

在经济向好的时期，这倒没什么问题……但是一旦经济出现衰退，这个由政府资助的实体就会陷入泥潭之中，政府救助也会随之而来，就像 80 年代政府挽救储蓄与贷款行业那样。”随着住房市场的繁荣，两房发现对低收入者贷款中的高利率十分具有吸引力，良好的市场环境再加上缺乏低收入贷款的经验，所有这些都蒙蔽了他们的双眼，让他们看不到其中的附加风险。

在克林顿执政的时期，HUD 逐步提高了对房利美和房地美的低收入住房业务指标。两房欣然接受，他们还巴不得这样呢：他们有时似乎是在怂恿政府去委任给他们更多的权力，这样才能说服股东去冒更大的风险（除此之外，还要说服他们给管理层发放更加高额的津贴）。1995 年，HUD 为房利美和房地美制定的低收入住房业务占总业务的比例为 42%，到 2000 年（克林顿执政的最后一年），这一比例上升至 50%。

一些批评家曾担心房利美和房地美对针对无还款能力者的掠夺性贷款睁一只眼闭一只眼。但是，在回顾与两房之间的关系时，HUD 在 2000 年的公布的一份报告中承认，两房“拒绝”透露“他们所购买的高价抵押贷款”，所以 HUD 决定不再对两房施加“不必要的额外压力”！

### 居者有其屋战略

国会的努力得到了克林顿政府的支持。1995 年在一份旨在扩大房屋自有率的战略性文件的序言中，克林顿总统写道：“去年，我指示住宅与战略发展部的部长亨利·G·西兹内洛斯（Henry G Cisneros）…制定一个长远规划，实现住房自有率在本世纪末达到历史最高水平。提高住房自有率不仅有利于家庭和社区，还能够促进经济发展，壮大中产阶级队伍。重新点燃每一个家庭的购房梦会让美国为迎接新世纪的机遇做好充足的准备。”这番话有何实践性意义？这份战略性文件接下去说：“对于潜在购房者来说，没钱支付高额的首付和借款手续费是限制购房的主要障碍。而另一些家庭则没有充足的固定收入，无法每月根据标准借款条件所规定的市场利率还款付息。*由公私领域充分发挥其创造力和才智*（文件原文并非斜体，为作者所加）而打造的融资战略应当解决购房者的这两大金融障

碍。”

简单地说，克林顿政府的意思就是金融领域应该开拓创新型解决方案帮助那些无力购房者实现买房梦，政府也会不遗余力地给予支持。尽管该战略有别于在危机中十分显著的忍者贷款和“骗子”贷款（指不要求借款者提交资料，借款者可谎报收入的贷款），但是却给即将出现的危机定下了基调。

克林顿政府还通过其他方式对金融领域施加压力。1977年通过的《社区再投资法案》（Community Reinvestment Act）要求银行在本地市场中运营贷款业务，尤其是针对低收入群体和少数人群体。但是该法案并没有明确规定贷款的指标，其执行由监管者负责。克林顿政府向监管机构施压，要求其通过对银行进行调查和威胁来执行《社区再投资法案》。仔细研究银行的抵押贷款业务之后就会发现，在90年代，随着该法案执行的力度逐步加强，贷款也在有所增加，尤其是在那些显眼且政治敏感的大城市里，因为在那里银行最容易受到监督。

这也使我回想起联邦住宅管理局曾为这些抵押贷款提供担保。主要是针对其他金融机构敬而远之的高风险抵押贷款。该部门直接受到政府的管控，并称得上是物尽其用。2000年，克林顿政府将借款人可申请联邦住宅管理局担保的最低首付标准大幅度地削减至3%，并增加了该部门可担保的抵押贷款的规模上限，同时还将借款人所应付的保费金额削减了一半。所有这些举措都为低收入住房建设和贷款市场的繁荣铺好了道路。

### 所有权社会

到了乔治·W·布什执政的时期，美国房产市场的风头正劲。布什同样也认识到了如果有相当一部分人无法分享经济增长的成果，后果将会是危险的。正如他所说：“如果你有一些资产，这个国家的未来就会与你息息相关。如果越来越多的人拥有资产，那么美国就会更加朝气蓬勃，而且也会有越来越多的人与这个国家的未来息息相关。”在布什2002年对HUD发表的讲话中，他说：

但是我相信仅仅拥有一些资产也只是美国梦的一部分而已。我相信，只有当居者有其屋的时候，他们才算真正地实现了美国梦……昨天在

亚特兰大，当我走进一个房屋拥有者的新家的时候，我对这一点则有了更真切的感觉。这家的男主人对我说，欢迎来到我家，眼中洋溢着自豪感。他没有说，欢迎来到政府的家；他没有说，欢迎来到我邻居的家；他说的是，欢迎来到我家……他为此感到自豪……我希望这种自豪有朝一日会传遍整个美国。

后来，在解释他的政府如何实现这些目标时，他说：“我要十分自豪地告诉大家，房利美已经响应了这个号召，据我所知，在过去的一段时期内，他们将向借款人提供了 4400 亿美元的资金。他们通过影响力为我们前面所说的购房人群筹集了充足的资本。为住房市场融资是房利美的使命；现在他们必须将其付诸实施。房地美也有兴趣帮忙。我本人很感谢房利美和房地美强大的资金支持。

2004 年，尽管美联储已开始加息并表达了对房市过热的担忧，布什政府还是将房利美和房地美对手低收入者的贷款业务提高至总业务的 56%。美国企业研究所(American Enterprise Institute)高级研究员皮特·沃里森(Peter Wallison)和哥伦比亚大学教授查尔斯·卡罗米尔斯(Charles Calomiris)认为房利美和房地美在这一段时期内更是脚踩油门，开足马力的原因并非是他们有无私奉献的精神，而是因为 2004 年曝光的会计丑闻让他们对国会关于低收入贷款的要求更加惟命是从。

到底有多少贷款从这些机构中流出，它们是什么时候流出的？我们很难得知房利美，房地美和联邦住房管理局的账本上到底有多少次级贷款和 Alt-A 贷款，正如房利美前首席信贷官爱德华·平托(Edward Pinto)所说的那样，这部分是由于在这些实体的账本上，很多贷款实质上都是次级贷款，但并未被归入到次级贷款的名下。比如说，只有当原始权益人将一项贷款归为次级贷款时，房利美才会跟着这样做。所以，很多对低信用借款人的贷款都没有被归入次级贷款或 Alt-A 贷款。平托发现，当贷款被正确归类后，对于两位抵押贷款巨头和联邦住房管理局来说，仅次级贷款这项（包括通过购买抵押支持证券的融资）就从 1997 年的 850 亿美元一路飙升到 2003 年的 4460 亿美元，此后，又徘徊在每年 3000 至 4000

亿美元之间，直到 2007 年，平托的研究结束。在这段时期，这些实体占市场的平均份额为 54%，而 2007 年则高达 70%。据他计算，到 2008 年 6 月，两位抵押贷款巨头，联邦住宅管理局和其他政府扶持的项目的总次级贷款和 Alt-A 贷款金额将达到 2.7 万亿美元，约占此类贷款总金额的 59%。我们只能说，这是一个主要由政府投资，或由受政府影响的机构投资来做大的市场，除此之外，我们真的很难再得到其他结论了。

### 信贷也疯狂

随着越来越多的资金从政府扶持的机构涌入低收入住房的融资领域，私有领域也不甘寂寞地来凑热闹。毕竟，他们都很会算账，他们知道政府行为背后的政治压力不会转瞬即逝。只要有政府的支持，刺激贷款就会继续保持其流动性，低价住房的价格也会上扬。低风险高回报——还有比这更诱人的吗？不幸的是，在政府的资金的支持和教唆下，私有领域将可支付性住房指令以及建立居者有其屋的社会的良好初衷演变成了一场金融灾难。

克林顿和布什对经济增长让大量人口掉队的担忧是正确的，而且他们解决问题的方式——扩大房屋自有率——也是一个合理的权宜之计。问题的出现并不在于政府的初衷，而在于初衷和结局总是相去甚远，更在于政府在实现其目标的过程中所动用的组织和个人与政府是同床异梦的关系。从近期的历史中（包括 储蓄与贷款危机）的得到的教训对政客们来说是再清楚不过的了：政府若是强迫善变的金融领域以某些特定的方式行事，结果往往会事与愿违且代价高昂。然而，为了满足那些相信政府会摆平一切的人的需求，政府必须做出行动，通常情况下，连那些最理智的政客都不会拒绝这样做。

而且，怀疑政府的动机是容易，但建立意图确是一件难事，尤其是当参与方都不愿去承认该意图时——在金融危机这个例子中。政客们把宽松信贷当成一针安抚剂。我在本书中多次地说到，很多主要参与者们很可能根据民众的欢呼和喜好行事，而并非是通过深思熟虑来做决定。即使没有一个政客想出这个马基雅维利式的计划，即通过宽松信贷减轻选举人的焦虑——有大量证据表明政客们确实

努力地推动了宽松信贷——他们的行为也会被他们所在乎的选民所左右。换句话说，政客们会试图传递不同的信息直到有一条和选民产生共鸣。那条信息——例如，承诺让选民买得起房子——就成为了他们的政治平台的一部分。事实上，很可能是选民主导了政治行为（就如同市场主导企业行为一样），而非政治行为主导选民。至于到底政治行为是出于清晰的意图还是受到无意识的引导，对于它所产生的广泛后果来说，这一点已经无关紧要了。

阿蒂夫麦恩（Atif Mian）和阿米尔·苏菲（Amir Sufi）是我在芝加哥大学博思商学院（Booth School）的两位同事，他们进行了一项很有趣的研究，将危机爆发之前的一些结果进行了微观数据分析。他们用邮政编码来表示那些潜在次级借款人（低收入和低信用评级较低的借款人）过多的地区，发现在 2002 年至 2005 年期间，这些地区的信贷增长是优级贷款地区的两倍还多。更有趣的是，在那段时期中，次级贷款地区的贷款数量和家庭收入增长呈负相关的关系：也就是说，在 2002 至 2005 年间，收入增长缓慢的地区反而得到更多数量的贷款。回想起我在前面所讲的内容，这一发现也就不那么令人惊讶了：这完全是由政府精心安排的，政府的目的是要把钱借给穷人。

在这些次优级贷款地区，随着信贷规模的扩张，房地产价格也在不断上涨。事实上，在 2002 年至 2005 年期间，低收入增长地区房价的涨幅比其他地区更高（因为低收入增长地区是贷款的重点地区）。不幸的是，信贷推动了房价继续走高，使得家庭的基本收入无法负担还款的要求。结果造成违约率上升。2006 年以后，次优级贷款地区的违约率是优级贷款地区违约率的三倍，和其本身的历史违约率相比也要高出很多。

难道低收入家庭贷款的增加是受到了需求的驱动？毕竟，我曾提到过，他们的收入一直停滞不前甚至有所下降。很难想象这些经济拮据的家庭会主动出去借钱来买房子。并非是需求的增加推动了借款行为：实际上由于政府出台的一些重要政策推动一些金融机构主动向低收入家庭提供贷款的意愿。

并不是所有此次危机发生之前的狂热贷款行为都和低收入住房有关：很多贷

款也发放给了大规模的公司收购。然而，次级贷款和次级资产抵押证券是引燃这场危机的元凶。尽管那些经济人，发放不良贷款的银行和虚报收入的借款人都难辞其咎，但是我们也要认识到不管政府的初衷是多么的良好，有证据表明政府的行为大大地推动了这次经济危机的爆发。一些金融机构也难以逃脱由危机带来的恶性影响。随着这些金融机构的抵押贷款投资组合损失日益加重，购买资产抵押证券的投资者也日渐担忧。2008年9月7日，财政部长亨利·J·保尔森（Henry J. Paulson）发布的消息印证了市场上的猜测，他宣布：政府将接管房利美和房地美并承担两家公司的债务。据保守估计，为救助两大金融机构，纳税人要付出数千亿美元的代价。而且，政府接管两房之后，就完全包揽了房地产市场所出现的问题。在我写这本书的时候，这两个由政府管理的机构正在扩大房地产市场的敞口，试图将房价维持在一个不切实际的水平，这意味着纳税人要为此付出更加高昂的代价。

在和政府挂钩的机构中，并不是只有房利美和房地美出了问题。2007年至2008年间，虽然危机不断加深，但联邦住宅管理局仍在继续为低收入借款人的贷款提供担保。如今这些贷款的违约率超出20%。这或许还情有可原（虽然并不怎么明智），政府部门需要在经济艰难的时期通过支持贷款发挥一个反周期的作用。但是，美国企业研究所的皮特·沃里森指出，令人难以理解的是为什么联邦住宅管理局还要在2005年和2006年的两年间为本已经失控的次级贷款推波助澜，让这个房地产泡沫越吹越大，直到最后破灭。在这两年间，受担保贷款的违约率也超过了20%。联邦住宅管理局或许也需要纳税人的援助才行。政府扩大对低收入者贷款的行为给纳税人造成的损失还会持续增加，或许还会达到无法估量的水平。

### 有趣的美国特征

在1999年到2007年间，随着房价的上涨，美国家庭办理了房屋抵押贷款。这种贷款的范围很广，以至于尽管房价呈两位数增长，但美国现有按揭贷款的贷款与价值比率在这一段时期内几乎没有降低。房价的上涨让低收入家庭有能力获



得其他形式的非抵押贷款。例如，美联储的消费者财政状况调查结果显示，在 1989 年至 2004 年间，未偿付抵押贷款的低收入家庭（收入位于后四分之一的家庭）的比例翻了一倍，而那些拖欠信用卡债务的低收入家庭的比例提高了 75%。相比之下，那些高收入家庭（收入位于前四分之一的家庭）拖欠抵押贷款或信用卡债务的比例在这段时期内则略微下降，这表明，家庭负债的迅速蔓延主要是集中在低收入群体中。

确实，尽管世界各地都受到低利率影响而出现了房地产热潮，但美国的房地产市场的繁荣主要集中在那些以前难以申请到贷款，次级贷款和 Alt-A 贷款的借款人中。细致的研究表明，美国此次房地产热潮之所以与众不同，是因为低收入群体房屋价格的涨落幅度要高于高收入群体。

相反，在美国历史上的房产热中，高收入人群的房屋价格往往比低收入群体的波动更大。包括爱尔兰，西班牙和英国在内的其他工业国历史上都曾经出现过房产价格泡沫，不同的是，美国的整体房屋价格并不像上述国家那样同基本面的联系那么紧密。房地产泡沫发生在那些对市场崩盘抵御能力最弱的人群中。至少从一些细节上来看，美国的的房地产热是与众不同的。

一些激进的经济学家争论这次危机是否是完全由政府对低收入住房信贷的干预所导致。这当然不是唯一起作用的因素，如果把责任完全归咎于政府，这是有误导性的。但是，如果说政府完全没有责任也同样具有误导性。私有金融领域在 21 世纪初瞬间吸收了大量的低收入住房贷款，他们这样做并不是要搞慈善，也不是得益于金融领域的创新——毕竟，资产证券化在那时已不是什么新鲜玩意儿了。忽视政客，政府和准政府机构所扮演的角色就如同对屋子里的一头大象视而不见一样。

我已经提到过，政府对不平等现象的一个重要的回应就是推动平民领域的信贷扩张，让那些收入水平停滞不前的人也能够消费得起。很显然，是美国当时的特殊环境让这种政治回应成为可能——尤其是，政府对住房融资拥有强有力的控制，而且考虑到当时美国政治上的两极分化日益加深，实行直接的收入再分配也

是很困难的。而且，为实现扩大住房自有率的目标，政客们还试图把人们带回那些具有象征意味的过去，在过去那些美好的旧时光中，美国的小企业家和农场主都拥有自己的房产，并且和社会的进步息息相关。这些特殊的社会环境并不一定会出现在其他工业化国家。

美国的过去和一些新兴市场现在的经历有很多共同之处，因为两者都用信贷当作安抚剂。美国上一次收入高度不平等的状况出现在 19 世纪末到 20 世纪初。当中小型农场主发现自己已经被产业工人落在了后面时，他们借平民党之口表达了他们缺少融资途径以及希望银行业改革的声音。由于来自这方面的压力，在 20 世纪早期，银行业的放松管制得到了推进，银行业的规模也壮大了起来。确实，在一位平民党候选人在农场主的支持下赢得了 1916 年的北达科他州州长竞选之后，平民党创立了美国第一家州立银行——北达科他银行。此后，农村银行信贷经历了一段时期的繁荣，然而，在 20 年代，农产品价格逐步下跌，农民失望情绪加重，大量小型农村银行倒闭。这和最近的这次危机一样，说明平民信贷的扩张有些过头了。

利用与政府挂钩的金融机构向那些信用评级不高但却有重要政治价值的选民提供贷款的传统在新兴市场中也是根深蒂固的。比如，哈佛商学院教授肖恩·科尔(Shawn Cole)发现，在印度的州立银行会在大选年期间增加对一些农民的贷款，增加幅度约为五到十个百分点，这些农民相对贫困，但却具有重要的政治价值。在选举势均力敌的地区，这种现象则尤为突出。这种贷款导致违约率大幅增加，而农产品产量却没有明显提高。由此可以看出，这的确是一种高成本的收入再分配形式。最近，印度联合进步同盟政府在 2009 大选之前，将中小型农户所拖欠的债务一笔勾销，评论者认为此举帮助了该政府重新当选。看来在全世界，平民主义和信贷都是一对亲密无间的伙伴。

### 摘要与结论

在美国，由于人们受高质量教育的机会不均等，导致社会收入分配不均，从而加大了扩大住房信贷的政治压力。由此产生的断层线严重扭曲了美国金融领域

中的信贷业务。扩大住房贷款途径，提高住房自有率是解决不平等问题最方便，最受欢迎，也是最快捷的途径。为实现这一目标，政府借力于他们在大萧条时期为解决房屋贷款危机而一手创办的金融机构和部门。具有讽刺意味的是，这些组织如今反而成了此次房地产灾难的助推器。

这里并不是要怪罪他们的初衷。克林顿政府想让穷人也能买得起房，布什政府想提高住房自有率，这些初衷都是值得称颂的。他们在集中精力为落后者排忧解难的同时也在为根本性措施的奏效来争取时间。但是政府的意图和最终的结果可能会背道而驰，尤其是当私有领域在其中扮演中间人的角色时。对那些耐不住性子的政客来说，越多看起来就会越好。任何政府政策工具都有其限制，在小范围内奏效的做法，一旦大面积推广，尤其是在短时间内大面积推广，就可能演变成一场噩梦。对低收入住房贷款给与一定量的扶持，不仅能使各方受益，而且也不会引起私有领域过于激烈的反应。但是大规模的扶持政策却可以扭曲房价和私有领域的动机，这就是过犹不及。更进一步说，私有领域的目标和政府的目标并不一致，通常政策的制定都没有将这个这个差异考虑在内。于是就出现了人们所不愿意看到的严重后果。

一届又一届的政府都接连对房利美和房地美施压，迫使他们支持低收入贷款。由于两房过去的业务主要是针对优级贷款的，所以他们没有发放和购买次级贷款的直接渠道，也就无法达到政府规定的指标。所以在资金最充足的几年中，他们购买了次级资产抵押证券，但并没有根据陡增的风险进行自身的调整以适应这种风险。而且，承担这些风险所带来的早期回报颇为丰厚。初期较低的违约率让房利美和房地美的胆子更大了起来，而他们软弱且易受政治影响的监管者几乎没有限制这种冒险行为。同时，银行的经济人获悉有人愿意购买这些次级资产抵押证券，而且什么都不问，出手相当痛快，于是他们就开始忙不迭地发放贷款，根本不审核借款人的信用，信贷的质量自然要跟着下降。但是在开始的一段时期，问题被上涨的房价和较低的违约率掩盖了起来——宽松的信贷自己蒙住了自己的眼睛——直到房价停止上涨，违约便如山洪爆发。

通过本次金融危机这个典型的例子，我们不难发现宽松信贷是一个成本极高的再分配方式。太多本来并没有购房欲望的贫困家庭赔掉了本来就少得可怜的积蓄，现在又落得无家可归；太多的房子建好之后就得永远地闲置在那里；太多的金融机构损失惨痛，不得不让纳税人花上几年的时间慢慢地吸收这些损失。尽管住房自有率的确是提高了——从 1994 年的 64.2% 提高到 2004 年的 69.2%——太多本来无力偿还贷款的家庭也没有抵制住诱惑，自从 2004 年开始，住房自有率开始下滑，随着越来越多的家庭被取消抵押的赎回权，这一比率可能还会继续下降。

这场教训具有广泛的借鉴意义。没有什么“解决方式”能像打开贷款的水龙头一样，在开始时给人支持与信念，结束时却只剩下相互指责和埋怨。贫困的国家现在仍在热切地希望能够得到外国的援助。现在我们知道，援助只会带给人们依赖，债务和差劲的管理，却很少带来增长。一个解决问题的新方式是微型信贷——通过小组贷款的形式将钱借给穷人，在这个系统中，来自组内其他人的压力会增加个人还款的动力。尽管这种方式在小范围内适用，但是历史教导我们，任何做法一旦大面积推广，尤其是被当作政府的政策工具时，就可能会出现严重的问题。

看着我们的美国梦日渐衰微，看着美国民众的机遇正在渐行渐远，美国应该做些什么？对问题视而不见只能让事情变得更加糟糕。如果不加以纠正，不平等现象只能回变本加厉，甚至会激起群众强烈的反应。在民主的社会中，当人们看到经济前景黯淡无光时，他们会寻求政治上的解决途径，如果政治不能对此做出反应，他们就会想其他的办法。在政治上充当替罪羊的第一受害者往往是那些最显而易见，最易被妖魔化，却最没有自我保护能力的人。非法移民和国外的工人并不参加选举，但是他们对经济的发展至关重要——因为非法移民所做的工作是正常情况下别人不愿意去碰触的，而国外的工人为我们生产了廉价的进口商品，提高了美国人，尤其是那些低收入者的生活质量。总会有一个比寻找替罪羊更好的解决途径，我将要在接下来的几章中探讨可行的解决方法。

在这一点上，我想转向一个在全世界范围内都日益突出的一个问题。正当美国在政治压力的作用下开始走上刺激消费的道路时，像德国和日本这样的靠出口拉动增长的国家已经占据了全球经济的更大比重。为什么这些国家以及越来越多的新兴市场通过这种方式形成了经济上的依赖性，以及这种依赖性会对美国这样的国家产生何种影响，这便是我下面将要探讨的问题。

## 第二章 出口拉动增长

由于我父亲是位印度外交官，因此我跟随他到过世界上很多地方。我对印度真正的记忆得追溯到 20 世纪 70 年代中期，那是父亲回到德里工作，而我才刚十岁出头。那是一个艰难的时代。我们不算贫穷，但是父母要养活四个孩子，而家里唯一的收入就是父亲在政府工作的薪水。更严重的是，市面上能买到的东西很少，尤其是对于习惯了欧洲超市琳琅满目的商品的孩子，日子更是难熬。每天

晚上，我们都会来到超市搜寻面包。当时，政府正在努力限制非必要消费品的生产，面包当时也被认为是非必要的。此外，由于政府对面包进行官方定价，仅有的少量面包都被那些有关系的人买走，并以黑市上的高价转手。因此，我们在空荡荡的超市转来转去，想着怎么取悦于售货员，虽然其价格是政府定价的两倍，还是希望他们会有人从他们隐藏起来的存货中卖给我们哪怕半块儿面包。我记得有一次我一个朋友的哥哥在市场上买下了一个铺位，我们都极其兴奋，这使得我们不必再去市场上苦苦寻觅了。

但是，我们在找汽车上就没这么幸运了。高额的进口税使进口汽车价格十分高昂，让人难以承受。政府只允许三家国内的企业生产汽车，而且产量有限，因为汽车也被认为是非必要商品。能够容得下我们一大家子人的唯一一种印度制造的汽车就是大使牌轿车，这是 1954 年款的老爷车的印度版，几乎与原版没有什么区别。虽然这种车在其他国家都被认为是老古董了，但是印度想要购买这款轿车的人却要等好几年才能轮到自己。因此，我的父亲决定买一辆小型摩托骑着去上班。因为公共交通很不发达，我们全家很少出去游玩。

政府希望限制消费，并鼓励储蓄，而家庭的储蓄的确很多。但也出现了意料之外的后果。由于商品短缺，而价格定得非常地低，在公开市场上很少能买得到。黑市因此繁荣了起来，如果你有现金或有关系，在黑市上一切都能买到。就业机会很少。增加汽车产量就意味着对餐馆和电影院的需求增加，于是，不仅汽车工人，而且侍应生和售票员的需求也增加了。我想这种现象背后可能有我理解不了的宏伟计划，但政府的政策显然是没有什么作用的，因为印度依然很贫穷。我决定深入了解一下，于是我对经济学产生了兴趣。这本书也是印度政府政策无心催生出来的一个结果。

三十五年之后，描述成功的国家寻求经济增长所遵循的发展道路就变得比较

容易了。这种政策一方面注重政府在早期发展阶段加强干预，这正是我为什么将其称为关系资本主义或者管制资本主义，另一方面注重出口。尽管描述起来容易，但实施起来却并非易事。在关键发展阶段，政府的行为必须背离其自然倾向。我青年时期的印度就搞砸了。也许这是为什么近年来只有少数几个国家迅速地摆脱贫困的原因。

政府调控下的外向型增长战略，在得到很好实施的情况下，成为了战后摆脱贫困的主要途径。在这一战略刚出现的时候，出口国的出口量很小，使得世界其他国家能够增加支出并消化其出口商品。不幸的是，当德国和日本这样的出口国富裕之后，他们在长期追求外向型增长过程中所形成的习惯和体制已经使他们无力催生强劲而持续的内需，经济增长也难以均衡化。

他们在全球市场上为其剩余商品寻找那些能够消化这些商品的国家，并吸引世界各地的国家、公司和家庭增加支出。在 20 世纪 90 年代，发展中国家担负了巨大的贸易赤字，这对于消化剩余商品来讲是很有必要的。下一章我们将会看到有多少国家为此而遭遇了严重的金融危机并发誓绝不再担负进一步的赤字以及不再借款。

虽然发展中国家在 20 世纪 90 年代扔掉了依靠外债增加支出这个烫手的山芋，美国以及欧洲国家，如希腊、西班牙以及英国却接了过来。不过，我想先描述下政府调控下的外向型增长战略，以及这种战略行得通的原因。

### 寻求增长的不确定性

很少有人会意识到今天很多国家之所以富裕，是因为他们都经历过长期的稳步增长，而不是因为他们增长的速度很快。在 1820 年到 1870 年之间，澳大利亚

和美国都是当时发展最快的新兴市场，它们的人均收入增长率分别为 1.8% 和 1.3%。相比之下，智利、韩国和台湾这些后起之秀在短期内的增速是这个速度的好几倍，短短几十年内跻身世界富裕经济体之列。日本在 1950 年不是个穷国。但是在 1950 年到 1973 之间，日本的人均收入涨幅高达 8% 左右。这些后起之秀为今天的发展中国家树立了梦寐以求的发展标杆，但今天的发展中国家的发展道路不同于这些后起之秀，尤其是在增长速度方面。

那么，这些后起之秀怎么会发展如此之快呢？在整个人类历史上，日本在 1950 年到 1973 之间的增速是任何国家都无法匹敌的。但是从那以后，韩国、马来西亚、台湾和中国已经接近甚至超过了这个发展速度。为了了解这些发展态势，我们必须了解为什么有些国家最初会贫困，以及他们是如何摆脱贫困的。

### 增加资本对增长很关键吗？

任何一个从富裕国家到贫穷国家的人都会发现他们之间一个明显的区别，即实物资本的层次不同。在富裕国家，巨大的机场里停放着巨型飞机，大型的工厂摆放着高科技机器，灌溉良好的田野里轰鸣着大型的联合收割机，而且家庭里有着各式各样的家庭用电器。这都告诉我们富裕国家的实物资本远远多于穷国。实物资本能够提高收入，因为能够提高每个人的生产效率。一个使用反铲挖土机的工人所挖的泥土比好几个使用铁铲和独轮手推车的工人完成的工作量都要多。

然而，芝加哥大学诺贝尔经济学奖得主罗伯特·卢卡斯在 1990 年得一份有创意的论文中提出这样一个问题，如果富国与穷国之间的唯一差别在于实物资本的多少，那么为什么富国的富余资金不流向穷国使穷国能够购买所需的实物资本呢？毕竟，资本投资每增加一点点，穷国从中得到的利益更多。在非洲一些地区，要去数百英里远的某一个非洲城市，乘飞机去伦敦或纽约，然后再转机去这个城



市，比直接去还要划算。如果非洲城市之间的道路修好的话，那么非洲的商业将会得到很大的促进。但是，增加一条大路对于交通已经很发达的日本对没有多么大的作用。的确，卢卡斯计算得出，一美元的实物资本在印度创造出的价值将是在美国创造价值的 58 倍。他提出，即使考虑到在印度投资可能伴随着较大风险，全球金融市场也不能无视这些收益的巨大差别。

卢卡斯总结说，也许是因为在穷国的收益会比计算的少很多，因为这些国家缺少创造收益必需的其他因素，也许是教育或者人力资源的缺乏。也许，一个使用牛和耕犁（已经延续了五千年的耕作方式）的埃及农民，在使用了拖拉机之后会大幅提高生产效率。相比之下，一个美国爱荷华州的农民在已经使用了多种现代化的农业机械之后，即使在多一个拖拉机，效率也提高不了多少。但是，印度农民也许受教育程度没有爱荷华州的农民高也许不了解废料和杀虫剂，不了解什么时候该使用这些东西实现产量最大化。因此，印度农民使用一辆拖拉机所增加的产量可能低于爱荷华州农民多买一个机器所增加的产量。

然而，即使在考虑到富国和穷国之间人力资本的差异之后，卢卡斯断定，资本的使用效率在穷国还是要高于富国。此外，有证据显示近年来世界各国教育领域的巨额投资，并没有对经济增长产生很大的影响。穷国可能缺少其他的要素，不利于机器和受教育的人实现生产效率最大化，妨碍这些国家变富。少量的外国援助也不会轻而易举地提供这些要素。

## 组织资本

在我看来，发展中国家在早期发展阶段面临的真正问题，就是没有合理的组织结构支撑实物资本的有效利用。你不能购进一个复杂高速的机器后只雇佣一个聪明的人来操作它就行了。如果想将这台机器投入使用，这名操作员周围必须有

一整套组织体系。你可能需要一个可靠的供货商来提供原料，需要买家购买生产出来的商品并将这些商品应用到实际生产中，需要经历决定产品结构，需要一个维修团队来负责机器的维修，需要采购团队与供货商接洽，需要营销团队来与买家打交道，需要安保体系在夜间保护机器，等等。一个小型汽车修理铺和丰田之间的区别，或者一家小药店和 梅奥临床 之间的差别，都是相当巨大的，而且这种差别据定了他们是否能够有效使用现代化的大型尖端设备。

当然，这些复杂的组织并不是在真空中运作的。他们需要其他复杂的组织来提供投入以及优势购买产出。同等重要的是，他们还需要金融，电力、运输以及通讯网络等基础设施。同时，还需要良好的政府管理体制，来确保生命财产安全并推动商业交易的进行。

### 起步较早的国家如何建立组织资本

奥地利伟大的经济学家约瑟夫-熊彼特曾提出，资本主义是在创新过程中发展起来的，新来者带来了创新性的方法和技术，摧毁了原有企业的生意。工业化国家中资本主义的很多动态确实反映了这一过程。比如，在过去很多年间，摄像行业的很多发展都由于数码摄像技术的革命而黯然失色。柯达这样的公司没有预料到这场变革会进步如此之快，结果现在苦苦挣扎力求重塑自己。

这是考虑到这一增长过程，体制派经济学家（只是宽松的定义）提出，政府在经济发展中的作用就是创造促进竞争和创新的体制环境，即确保财产权、完善专利法、削减准入门槛、减税，之后再让私营部门发挥作用。但是这种观点有个小问题。没有任何一个大国是遵循着这条道路迅速脱贫致富的，部分原因是因为穷国没有必要的私有组织来有效利用这样的环境，而这种环境又不利于快速创造出这样的组织。

比如，殖民地时期的印度具有很多这派经济学家所提倡的特点：政府小而清明、国内税率低、关税低、注重铁路等基础设施建设，并采取了放任自由的政策（甚至在处理饥荒问题上也袖手旁观）。然而，在 1820 年到 1950 年之间，印度人均收入的增长几乎停滞，年增长率仅有 0.1%，因为英国殖民当局在印度几乎没有培育工业，而是鼓励从国外，尤其是从英国，进口商品，引进管理经验：1880 年，印度的关税世界上最低的国家之一。结果，印度的私营部门几乎没有赖以发展组织资本的政府鼓励和必要保护。

实际上，经济学家可能夸大了体制对于经济增长的影响。历史经验表明，体制性变革通常不是先于经济增长，而是在这一增长过程中产生的。比如，发展中国家的开明政府在工业起步之际不会制定强有力的法律体系来保障知识产权，因为这样的法律将会终结对外国人的疯狂的盗版，而这种盗版对其早期的发展是很有裨益的。而他们却会在国内企业足够强大了，能够创新，而且需要保护的时候才通过知识产权保护法。一般来讲，体制似乎是有了现实需要的时候才应运而生的。这些体制在实际运用中得以完善，并防止那些应用这些体制的组织滥用权力。在很多方面，发展中国家的真正挑战是创立各种有效而复杂的组织。

起步较早的富裕国家，如澳大利亚、加拿大和美国等，都是在长期过程中逐步建立其复杂组织的。新的产业最初常常是有很多小公司发展起来的，其中有些公司经营较好，创新能力卓越。他们比竞争对手的利润更高，雇佣的工人更多，而且逐步建立了有效、稳定的组织架构。起初，这些企业发展缓慢，既因为他们需要花很长时间建立起能够确保本企业正常运作的社会关系、组织规范以及组织程序，也因为一个处于起步阶段的企业使用外部融资的能力有限。最终，有些企业获得了良好声誉和财富，很多都是，像安海斯布希公司和美国嘉吉公司一样的家族式企业，它们的名誉可以代代相传。因为银行将这种名誉和财富视为融资的

抵押品，这些企业就能获得贷款并实现更快的发展。然而，一般来讲，它们增长缓慢而稳定，很多公司都中途倒闭了，新成立的小公司失败的比率特别高，即使在今天也是如此。

一般来讲，起步早的国家的政府，没有多少能力创造一个有力的发展环境，即使它们有意为之。在大萧条期间政府支出大增之前，美国政府在 1930 年的支出占国内生产总值的比重仅为 3.4%。那是，人们认为政府的职责就在于国防和法治两个方面，但是要加强国防，也需要财富，而且富有的人不会滋生麻烦。因此，政府的确需要大力发展经济，尤其是通融过贸易壁垒和关税的使用。

笛福是商人、记者和散文执笔者，也是《鲁宾孙漂流记》的作者，他在其《英国商业方略》中详细描述了早期政府扶植产业的发展状况：都铎王朝的国王如何将英国从一个依赖原毛出口的国家转变成一个依赖羊毛制成品出口的国家。玫瑰战争后，亨利八世即位。即位之前，他曾在低地国家地区流亡。当地羊毛生产带动的繁荣令他震撼，于是他决定在英国鼓励羊毛生产。

他采取了诸多措施，包括确定适宜生产羊毛的地区、从低地国家挖来熟练工人、提高羊毛出口关税，甚至禁止羊毛出口，以及禁止出口布料半成品，同时促进毛呢服装出口。伊丽莎白一世甚至向俄罗斯、蒙古以及波斯帝国派出了贸易专使。只有当都铎王朝的统治者们确信本国的生产者能够使用到充足的羊毛，而且在出口多余原毛上具有国际竞争力，才回允许原毛出口，这充分表明了对工业的支持是多么的用心良苦和谨小慎微。这种政府管制下的竞争结果导致了低地国家羊毛业从业者纷纷溃败。

政府还竭力创设银行业和贸易领域的私人垄断。（当年，东印度公司获得了对印度贸易的某些垄断权，结果摧残了次大陆的很多地方）但是，公民们将这视

为一种间接的征税，而且随着民主权利普及，公民们开始反对这些措施。结果国内市场的竞争不受制约，政府几乎不干预。政府干预的程度高低，是起步早的国家和起步晚的国家之间的一个重大差别。

### 起步晚的国家的战略

起步晚的国家，尤其是二战后独立的国家，起步时期的组织缺陷和起步早的国家当初的情况相似。印度的政治家们常常回忆到，在 1947 年独立时，印度不得不进口缝纫用的针线。然而，他们的政府却迫不及待地实现经济增长，尤其是考虑到刚刚获得自由的人们的期待。此外，当他们起步的时候，他们面临着发达国家的竞争，这种竞争是起步早的国家当初所没有遇到的。从起步早的国家开始工业化的时候，到起步晚的国家开始工业化期间，运输费大幅降低，但来自富裕国家的潜在竞争可能会更加激烈。

然而，发展的战略还是很清晰的，即沿着富裕国家走过的发展道路，逐步从低端科技转向高新科技和创新的前沿领域，并利用廉价劳动力保持竞争优势，直至技术得到改进以及可用的资本储备（包括人力资本）增加。

组织资本发展的基础也不是很好。由于起步晚的国家的政府不相信本国小而且不发达的私营企业会引领经济以自己满意的速度增长，政府面临两个选择：他们可以创立官办企业来进行商业活动，或者干预市场运行，为少数企业提供优待，使其能够不受竞争羁绊的情况下实现较快发展。无论哪一种情况，国家的储蓄都是通过金融体系提供给特权企业。政府一般还会通过高关税和进口限制来保护国内市场免受外来竞争，给予国内企业足够的繁荣空间。

### 制高点

先考虑一下第一种情况，即设立国有企业。在发展中国家，除了军队，政府组织通常算是最完善的了。政府很容易运用现有的组织模式（通常是殖民地时期的产物），另外设立负责管理投资和生产的部门。其实，列宁在 1922 年发表的一篇著名的演讲中指出了这条道路，他宣布国家必须控制最重要的经济部门，即他所说的“制高点”不过，这是在为其新经济政策做辩护时提出的，而新经济政策主张给农民和商人更大的自由，有点讽刺意味儿。

有些经济体依靠公立企业的巨大贡献而变富，比如法国和台湾，但这种情况不是很多。且不提经营复杂的企业，修建学校、道路和大坝等政府项目的根本问题就在于，其动机不是出于高效利用资源，政府的主要角色就是确保保障公共安全、市场运行以及履行合同等私人活动的上层建筑的有效运转。这意味着政府要保持中立立场，要透明地使用权力，而不能出现权力寻租。社会学家马克斯·韦伯认为，官员的收入应该来自其长期的政绩、职位和为公益服务的知识，而不是来自于滥用权力。换言之，他认为缺乏金钱激励符合官员工作的性质。

此外，由于很多政府活动的表现不好衡量，政府官员通常没有金钱激励，因为如果这样，恐怕他们会将精力放在那些易于衡量的事情上（比如，处理的文件数量），而不是有用的事情上（比如，决策的质量）。知道他们行为的准则有很多。因为如果组织内部补偿机制差异化过于明显，那么成员之间可能会出现摩擦和嫉妒，这很难处理。所以，在进行可以衡量的任务时，比如进行一个任务明确、时间明确的项目时，金钱上的激励不是很多这并不足为奇。结果，政府项目拖得太久，负责人也不灵活应变。因为这种应变意味着政府官员要发挥主动性，而这可能有悖于某个规定。

极力不足引起的组织内部的低效，被这样一个事实加重了。这个事实是：政

府是垄断组织，只要纳税人还可以压榨，不必担心资源不足。激励不足，加上缺少竞争，导致政府在进行本该属于私营部门的活动时，结局往往很差。比如，20 世纪 80 年代阿根廷国营的电话系统效率低得出名，等待一根电话线的时间居然长达六年！而且有的公司还专门聘人负责拿着电话，一直拿几个小时，知道拨通为止。

历史上确实有一些国营企业带来发展的例子。在斯大林时期的苏联发展很快，而世界其他国家正在大萧条的泥潭中苦苦挣扎。日本固然为韩国等东亚其他经济体树立了榜样苏联也以其国营企业的增长速度，为尼赫鲁和毛泽东等领导人树立了榜样。不幸的是，效仿苏联的人并没有意识到，苏联官员的动力来自于革命热情或爱国热情，另外还有一层恐怖的氛围加强了他们的动力，即如果不能按时完成项目，就会遭受搞破坏的指控，可能会被判死刑。这种氛围下，官员的精力异常的充足。然而，这种激励不会持久，热情变成了愤世嫉俗，恐怖也逐渐蔓延。

此外，即使国营企业的激励措施得以维持，但长期来看，随着国家经济实现了基本的自给自足之后，企业之间的关系也会变得日益复杂。经济增长最终不仅需要更多钢铁，还需要一些更多的详细信息，比如需要什么级别的钢铁，需要多少，何时需要以及哪里需要等等。诺贝尔奖得主弗里德里希·范·哈耶克认识到，这种信息分散在社会中，存在于全国的钢铁消费者和分销商那里。这些信息可以被计划部门所获取，但是如果要求把个人的具体感受转化成为冰冷的数字，那么就会失去很多隐含的信息。而且，报上来的数字可能因为人的不同动机而被扭曲，比如，消费者向隐瞒需求量，希望加大产量，进而降低价格，而生产者希望降低生产指标，进而减轻压力。

哈耶克最重要的贡献就是认识到市场价格可以在不受到组织缺陷或偏好的

影响来搜集信息。比如，不同级别钢铁的价格每天都在根据供求关系的变化而调整，有时也会根据有组织的交换来变动。生产者和消费者并不写报告，而是通过他们期望的买卖价格来表达自己的意向，这些价格反映了他们对市场前景的独立见解。最重要的是，他们不是为了满足官方的要求，而纯粹是出于私利的动机。无论这些信息质量如何，无论对某些人是否有害，只要时常还运作，价格变动就能帮助搜集这些市场参与者的信息。在苏联，经济体制最终崩溃的部分原因是中央部门赖以决策的信息是虚假的，不符合实情，不过这些数据被篡改得如此精巧，就算美国中情局的人也不会知道苏联经济的真正缺陷在哪儿。

总之，确实有一些运转良好的国营企业。但运转最好的那些企业往往会远离政府那一套规则、程序以及干预，除了所有权归国家之外，一切都遵循私营企业的模式。

### 特权政策

很多政府不再依靠国营企业来拉动经济增长，而是在依靠市场信号来进行资源配置的同时，着力弥补私营部门的组织缺陷，并努力打造国内的龙头企业。这种牵线搭桥的过程常常被奚落为权贵资本主义，换个好听点的说法就是关系资本主义或管制资本主义。在这种经济体制下，政府在鼓励企业提高效率的同时，不仅保护少数企业使其免受外国竞争，而且给予其大量特权，以使这些企业能够实现盈利，增加自己的组织资本。

20 世纪 50 年代，台湾为了促进其纺织工业发展而做出的种种努力就是很好的例子。台湾第一批纺织企业是由中国大陆人士创办的。这些大陆人士在 1949 年国民党撤退台湾而中共接管大陆时把大量的机器装到了船上，最后来到了台湾海峡的对岸。不就，在 20 世纪 50 年代早期，台湾当局开始提高纱线企业的准入



门槛，以防止“过度竞争”。之后，为了扶植现有的企业，台湾当局直接给予他们原棉，提前提供周转资金，并购买这些企业生产的所有纱线。对纺织企业的支持也采取了类似的举措。台湾当局还对进口纱线和布料征收关税，甚至在关税不奏效时禁止进口。随着纺织企业逐渐崛起，当局鼓励企业之间相互融合兼并，以实现规模经济效应。

一般来讲，政府使用的工具库包括设立准入门槛、提供减税政策，帮助私营企业实现更多利润并利用现有资金进行投资、鼓励银行与特权企业加强联系，使银行能够给予企业充裕（以及低息）的贷款、向企业提供原料并提供价格补助、征收关税消除外国竞争的威胁。有了政府的补助和保护，少数特权企业便能够快速发展，获得了更多的利润，获得技术、组织能力和稳定性。

政府干预的力度有时候还会更大。尹仲容是一位电气工程师，并尤其钟爱经济学著作（包括亚当·斯密的著作），是 20 世纪 50 年代台湾经济的设计师，被誉为台湾工业之父。他在 1953 年进行得一项研究中，将塑料工业确定为台湾进军的重要领域。据传，他利用自己能够接触银行存款信息的便利，敲定了一个名叫王永庆的人作为扶植对象。王永庆有一定的储蓄资金，而且浓厚的创业激情。尹仲容决定上一个塑料的项目，便指示王永庆去做。台湾第一个生产聚氯乙烯的工厂就是在政府监督下建成的，并在运转良好的时候于 1957 年转给了王永庆。王永庆接着打造了台塑集团，这是台湾最大的企业。

然而，政府特权政策的干预会产生很多问题。如果政府腐败，那么它就可以随心所欲地将优惠分配给竞争力低下的朋友或亲戚，什么也阻止不了政府的这种行为。菲律宾之类的国家就面临这样的痼疾。即使政府最初的意图是良好的，而且对现有企业进行了仔细的筛选，政府的保护依然意味着慵懒而低效的企业不用遭遇无奈的倒闭。因此，政府面临的一个重大难题就是如何在让特权企业盈利并

提升组织能力的同时，依然保留住市场的约束性和激励性。

有些政府努力直接增强企业的效率意识和质量意识。比如，台湾经济的设计师尹仲容曾下令在台北公开销毁两万只不达标的灯泡，并没收数吨不达标的谷氨酸一钠(一种食品添加剂，味精的化学成分)。在这些案例中，生产者能够领会政府的意图。但是政府需要的不是某些官员的心血来潮式的约束，更加系统化的约束机制，这种机制即使在特权企业面前也一视同仁。

发展中国家的特权政策还有另外一个问题，就是家庭遭到不公正的待遇，导致家庭消费水平往往走低。对于新成立的企业而言，工资往往很低，因为很多在低效率的农业领域的劳动者等待着工厂的低薪工作，构成了随时可以替补的预备大军，结果妨碍了工业领域的工资快速上涨。而且，随着时间的推移，政府有可能会干预工资制定过程，这种有利于资方而有损于劳方的行为有助于增加企业的竞争力和盈利能力。此外，特权企业能够以低价购买政府控制的能源和矿产等自然资源。政府为了弥补由此造成的财政收入的损失，便加大对家庭的征税力度，而在这样的垄断市场中，企业向家庭出售的商品价格很高。然而，银行给家庭的储蓄利率是由政府制定的，非常之低，而政府却对企业贷款提供补助，这就进一步剥削了普通家庭，这无异于火上浇油。

总之，打造强势企业的需要，可能会导致政府在牺牲公民利益的基础上，给予企业和银行特殊利益。因此，这些经济体中的国内消费就受到了认为的压制。我年轻时候的印度与我的韩国朋友记忆中的韩国没什么两样，工资低、工作时间长、消费受到抑制。没错，他们很多人都回忆起夜色下的首尔是何其黯淡，因为明亮的霓虹灯是不准用来为消费品做广告的。宵禁既确保了安全，同时也阻止了年轻的工人将经历浪费在跟经济生产无关的也生活上。因此，管制资本主义的第二个问题就是公司由于国内消费不足而丧失了广阔的国内市场。

## 外向型增长和管制资本主义

约束低效企业并拓展商品市场的一个途径，就是鼓励国内的大公司进军国际市场。通过出口，企业不仅被迫生产出成本更具有竞争力的商品来赢取国际市场的份额，而且国际市场还有可能使这些企业发挥规模经济的效应。此外，由于出口企业不再受制于国内市场的狭小，便可以加大力度生产本企业在国际市场上最有比较优势的商品。

发展中国家中，新成立的企业常常集中在技术门槛低的劳动密集型产业上，比如服装业和纺织业。正如前面所述的那样，一旦国内企业在政府庇护下站稳脚跟，政府便开始鼓励企业进军国际市场。到 1961 年，台湾的纺织品出口对美国构成了巨大的威胁，以至于美国不得不对台湾纺织品实行了配额制。这一现象无疑表明台湾的纺织业已然成熟。

一旦企业了解了纺织品制造的基础，便开始沿着技术的阶梯爬得更高，生产更加复杂的商品，比如，到 1970 年，韩国主要出口纺织品，但今天主要出口汽车、硅片和手机等。而中国、越南和柬埔寨依然在竞相出口纺织品。

发展中国家的政府为了加大鼓励出口的力度，提出对出口企业提供更多的补贴。比如，在早期发展阶段，由于外汇稀缺，国家便会限制进口。然而，政府会给一些出口业绩显著的企业发放进口许可证，而这些许可证一转手便能获利，因此，企业便有了扩大出口市场份额的强大动力。如果遭遇了外国的进口配额，或者原料稀缺，政府也会将这些资源更多地分配给成功的出口企业。因此，效率高的企业就这样或直接或间接地收到了鼓励。

外向型增长战略不意味着政府要减少对内向型产业的支持。的确，如果出口

企业想要具有全球竞争力，的确会在初期需要更多的政府支持。有些国家依靠认为压低本国货币汇率，或通过压制、笼络工会来压低工资水平，以此向企业提供变相的一般性补贴。这种策略更受专制政府的青睐。还有的政府会向企业提供特定的补贴，压低关键原料或能源的价格，或直接对出口商品或进口生产外贸商品所需的设备提供补贴。

政府加强干预、做大国内企业的战略必然伴随着这样一个问题，即推动这些企业经受出口市场的检验。管制资本主义在使国家脱贫的即期目标上确有奇效，但落实起来绝非易事。

### 错过转型

管制资本主义初期需要给予企业特殊优惠政策，但这种政策在民粹主义的民主国家中不容易持续下去。然后，政府尽管在企业成立初期给予了大量的优惠，最后还是要将其推向出口市场的。对于台湾这样小经济体，内部市场狭小，使得出口成了燃眉之急。而对于巴西这样国内市场巨大的国家来说，内销转向出口的进程却一拖再拖。

在转型问题上的一个反面教材就是印度。在首任首相贾瓦哈拉尔·尼赫鲁的治理之下，印度着力加强企业的组织能力。尽管尼赫鲁将钢铁和重型机械等产业收归国营，却从未大力压制私营企业的发展。而是实行了一套臭名昭著的“执照管理统治”，表面上是为了谨慎使用国家储蓄，而实际上的意思却是引导投资撤出官员们认为不能为未来增长奠定基础的产业（甚至包括汽车这样的耐用品产业），而是将投资引向重型机械这样的能够为经济增长助力的产业。可是，这种政策的结果就是那些现有的企业，尤其是早已经站稳脚跟的企业，收到了政府保护，无须参与竞争。政府还设法阻止外国竞争，一次来为印度的薄弱产业提供一

个成长环境，知道他们羽翼丰满并有竞争力为止。

然而，印度政府向这些企业提供的保护，却使企业堂而皇之地成为了“彼得潘”（苏格兰剧作家 James Barrie 所著的剧名，及该剧主角，一个不肯长大的小孩），即永远壮大不了的公司。汽车工业即为明证。将近四十年中，印度只生产了五种款式的大使牌轿车，而且不同款式之间仅有的区别就在于头灯和风栅得形状上。印度取得独立之后，其经济实现了快速的增长，但现在却陷入了人均实际增长率仅有百分之一的泥潭中，这一增长率被奚落地称作“印度增长率”

早在 20 世纪 60 年代，印度就应该像韩国和台湾那样，转向出口市场，建立更加开放的经济。但由于印度国内市场受到保护，而且市场很大，至少与一般的发展较晚的国家相比，企业全然不顾国家鼓励出口的政策，而甘于仅仅开发国内市场。这不是说政府试图变革极其艰难，尤其是考虑到受到保护的企业为执政党角逐选举提供了重要的资金来源这一事实。这一阶段的民主国家却显示了很多的缺点：韩国朴正熙和新加坡的李光耀却不必为这样的细节所忧虑。结果，在韩国等国家爱的经济腾飞了很久之后，印度依然封闭、贫穷、没有竞争力，而早在 20 世纪 60 年代印度与他们的人均收入水平相似。

### 出口国富裕之后的情况：德国和日本

并不是每个国家都能成功地实施外向型增长战略。而且，这种战略会随着国家的富余而逐渐显露其局限性。为了理解这些局限性，我们需要仔细地考察一下德国和日本这两个国家的情况。二战之后，两个国家都不算真正地贫穷，它们拥有受教育程度高的国民、明确的组织发展蓝图，而且一些制度基础也得以幸存，但两国的经济都在战火中遭到了严重的打击，股金总额大幅减少，大型企业或联合企业或者崩溃或者被占领当局压制着，而且家庭破败，无力消费。显然，出口

成了他们解决问题的必由之路。

由于很多人依然在农业领域，而且劳工组织都很温顺，战后的工资最初并没有与生产力增速的迅速提高保持同步（生产力增速用于衡量生产性投入的使用效率，因此，也可用来衡量利润率）。结果，公司能够暂时获得巨大的利润。

在德、日两国，成熟的银行体系承担了国家的部分职能。企业与全能银行之间的密切合作由于相互持股而得到了巩固，催生了国内卡特尔，弱化了国内市场的竞争，这就使企业能够将精力集中于角逐国际市场上。与德国相似，企业与银行之间的关系是经典版的管制资本主义。日本的企业集团以银行为中心，受到财政省和国际贸易工业部的监管。

然而，一旦农业部门的劳动者被完全吸引到了工业部门，出口企业中的工资水平难免会与生产率的增长保持同步。截止到 1975 年，德国每小时的工资水平已经赶上了美国的水平，而日本则在 20 世纪 90 年代赶上美国的水平。因此，出口企业不再因为低工资而在国际市场上享有相对优势。更大的问题在于，一旦德国和日本的初期的发展阶段结束，赶上了美国等发达经济体的人均资本水平，则其经济增长率和资本商品的进口大幅下降。由于家庭消费在战后受到抑制而内需不足，而且历届政府关注的是宏观经济政策领域的调控而增加生产，因此，这些国家难免出现大量外贸盈余。起初，这些盈余能够帮助这些国家支付外国借款，但最终会加剧本国货币升值的压力。

为了保持竞争力，德国和日本不得不进入到价值链的上游和需要创新的领域，制造出更多科技含量高的技术密集型产品。更为重要的是，他们还不得不稳步提高生产效率。当然，在贸易部门，两国做到了这一点。但在国内不可贸易的部门，问题还是出现了，比如建筑业、零售业和宾馆业这些外国竞争不存在或者

被刻意消除的领域。虽然政府为了支持出口企业而对市场进行的干预受到国际市场竞争程度的制约。毕竟，无论政府提供了多少帮助，如果一个产品的生产成本过高，那么必然失去国际市场的份额，而国内不可贸易领域不存在这样的问题。这些部门生产增长率之所以低下，就是因为迫使低效企业收缩或彻底倒闭的市场力量受到了抑制。

在这方面，日本的表现要逊于德国。德国是欧盟的一部分，在国内竞争方面受制于欧盟的规则。因为德国在欧盟内部权力很大，因此一旦自己打破规则很容易使这些规则彻底失效。而日本在亚洲则找不到任何相同的外部规则。结果政府和企业之间的密切联系对于内向型生产部门提高效率具有极大的危害。

很多到过日本的人都惊奇地发现，日本宾馆的电梯尽管灯光明亮，指示清晰，任何人都能看到，能听清，竟然会有专职的女士负责为宾客升降电梯。也许这些女士在电梯是个新生事物的时候有这一个职责，因为那是正确使用电梯对很多人来说都是挑战，而且老年人必须费尽口舌才能诱使他们进入电梯。这些年来，这一工作一直都存在，也没有经过改革而保留其迎宾的必要职责，使得这些女士可以做其他有用的工作。这说明日本的服务业还没有竞争力。

确实，当壮大的理发连锁企业开始在全国迅速开设美发沙龙，提供快捷廉价的理发服务，并削减现有的理发店数量时，就引起全国理发店协会的注意了。这个协会要求加强对其管理，并提出抗议说如果没有在理发之前先用香波清洗的话，会很不卫生，并最后通过一个法令，要求所有的理发店都必须采用昂贵的洗发设备。这里既就削弱了新发展起来的企业，并打击了这些企业的低价战略。

由于外贸生产部门的工资上涨推高了其他经济部门的工资水平，高工资（相对于生产率而言）以及理发、餐馆饭菜、宾馆房价等不可贸易商品的价格上涨，

削弱了国内民众对它们的需求。因此，创造了出口奇迹的国家看起来有点发展畸形，颇似只有一半肢体的人：因为在这些国家中，效率奇高的生产部门和病态的服务部门想并存，即使国内需求萎靡却依然注重外国需求。

### 断层线：日本的案例

日本和德国对外向型增长的依赖在其发展的早期问题并不是很大，因为他们相对于世界其他国家来说相对较小。但随着他们成为了世界第二大和第三大经济体，它们便会给其他国家创造超额需求带来巨大的负担。

对遵循外向型发展道路的国家未来而言，尤其有警示意义的是日本并虽然曾经努力实行变革，却没有成功。在 1985 年的《广场协议》中，日本迫于美国的压力而同意允许提升日元对美元的汇率。由于日本的出口面临压力，日本银行大幅削减利率。根据日本银行一位高官说，“我们打算首先提振股市和楼市。如果有这两个不断繁荣的市场作支撑，出口导向型产业会重新洗牌，能够转型适应高内市场。这一步骤之后将会推高每一个经济部门的资产价格。这种财富效应之后便会刺激个人消费和住宅投资，之后工厂投资和设备投资也将增长。最后，宽松的货币政策将推动实体经济的增长”

然而，宽松的货币政策引发的是大规模的股市泡沫和楼市泡沫，一时间导致人们普遍认为东京帝国广场那块儿土地比美国整个加利福尼亚州还要值钱。当然，这种说法有点夸张。公司投资的确增加了，但并不是投向了内需型生产上，很多资金都投到了那些劳动成本低廉的东亚国家，其投资的目的依然是为了增加出口。日本的建筑量和个人消费确实增加了起来，但这都是暂时的高涨。20 世纪 90 年代早期，当日本央行在一片惊恐中开始加息之际，股市和楼市的崩盘导致了



严重的经济大崩溃，其影响至今犹在。

因此，依靠出口拉动增长的国家非但没有在富裕之后自然而然地实现经济增长均衡化，反而发现依靠自身实现进一步发展的难度极大，因为增加最终消费的正常渠道在着力扩大出口的过程中已经趋于萎缩。由于银行习惯了政府庇护下的市场，并习惯了根据上级命令来决定放贷对象，因此，当他们有了自主决策权的时候却迷茫彷徨，不知如何放贷了。由于政府与企业之间关系密切，因此，政府更容易通过国内企业加强消费引导。不过，虽然企业的影响力大，却未必有效。在日本，政府支出越多，新建的路桥越多，但多数时候是没有必要修建的。只是建筑领域的游说能力多余强大，因此，得到了大量的政府刺激资金。尽管日本国内到处都铺遍了为刺激经济而导致的混凝土，但其经济病态依旧。

结果，不仅日本这样的国家不能帮助世界经济走出下挫泥潭，反而需要其他国家伸出援手拉它们一把。这是很深刻的断层线。事实上，在 20 世纪 90 年代，日本经济弊病的一个重要原因就是美国并没有完全克服它在 1990 年到 1991 年之间所遭遇的经济衰退，因此对日本商品的需求很小，（历史上去很大），也就无力帮助日本走出衰退。知道 21 世纪早期，日本为了摆脱经济泥潭的多次努力都失败之后，美国为了应付互联网泡沫破裂而采取的措施才增加了日本的出口量，再次帮助其走出了困境。

要摆脱对出口的依赖，进而实现经济的均衡发展，这个过程定然不会是自然顺利而没有曲折的。暂且不说出口部门的作用及其继续带来的巨大收益，但是转移经济发展的侧重点就需要付出很大代价，而且政府用来扭转过去造成的经济结构失衡的工具也是很有限的。比如，国内部门的工资较之于这些部门的生产率还是相对比较高的。允许工资差别化，虽然对于促进服务业繁荣来讲具有一定的作用，但是将会使当前在服务业就业的人群的收入大幅下滑。他们反对这种变革的

动力很强。此外，外国资金进入服务部门将有助于提高效率。但多年的政府保护和过度调控却很难客服，而且强大的利益集团，比如日本的理发店，就爱个年会反对竞争和外资进入的。

相似地，消费者越来越懂得谨慎消费了，而且零售金融业也不是很发达。日本家庭不同于美国家庭，他们不愿意借钱来花。老年人很难忘却战后的贫穷与不安全感，也很难忘记之后储蓄被认为是爱国行为的经济增长阶段。而恰恰是老年人最有消费能力，使他们决定了消费格局。曾有一段时间，日本的年轻消费者被寄予了厚望。但数年萧条的经济形势之后，他们似乎也无奈地退却了，或许巨大的公债和资金短缺的养老金计划会给他们造成另外的重担。日本的经济改革需要巨大的政治意愿。而由于现状令人十分舒服，而且相对衰落的速度较慢，因此，改革的政治意愿十分缺乏。

### 中国将会加深还是弥合断层线？

随着后起之秀不断强大，世界在未来会变得更加平衡吗？德国和日本的历史经验给未来敲响了警钟。许多后起之秀即将加入到中等收入国家行列中来。他们是否会继续过分依靠出口？一旦他们富裕了，他们是否会进行经济改革让经济重新回到平衡增长的轨道上来？中国的表现至关重要。如果没有什么重大事件的阻碍，在未来十到二十年，中国很可能成为世界最大的经济体。虽然中国拥有巨大的国内市场，但它也走了外向型增长的道路。

与其他走外向型经济道路的国家相比，中国的家庭消费占国民收入的份额远低于平均水平。因为像其他发展中国家一样，中国的经济数据是不能完全相信的，经济学家经常认为中国非常规的畸形发展是数据问题。但是假设这些数据是正确

的，那为什么中国的家庭消费如此之低呢？部分原因是因为中国家庭不能再依靠亚洲传统的养老保障，即孩子。根据政府的政策，大部分夫妇只能有一个孩子，六个大人（四个祖父母和两个父母）将来都要这一个孩子来赡养。难怪大人们，尤其是祖父母，都想快点攒钱。更糟的是，他们当中的许多曾在国企工作的人，都失去了从摇篮到坟墓的福利待遇。随着经济发展，所需要的医疗等服务，价格上涨非常快。中国正在改善养老和社会保障系统，但是国家要花几十年的时间才能说服公民相信政府的承诺。

中国的外向型增长战略还面临另一个更传统的问题。作为中国经济总收入的一部分，家庭收入很低。工资低是因为大批的劳动者仍然想从农业转向工业。家庭收入受限的另一个原因是国家会以低利率的形式向国有企业进行补贴，这就意味着家庭存款从银行得到的利息也低。另外，许多福利，比如教育和医疗，都不再由国家免费提供，这就进一步减少了可支配开支。

最后，家庭消费低可能是因为中国人觉得自己比实际上要穷。国有企业并不把红利分给国家，因为每个家庭并不是直接拥有他们的股份，他们没有看到国有企业的高利润变成自己财富的一部分。当然，从长远来看，这些国有企业创造的财富会被重新分配为公民服务。但是现在，家庭认为他们并没有从中受益，所以他们的消费比他们应该消费的要低，如果他们能把自己想的富有一点的话。

国内消费水平低使得经济过度依赖国外的市场需求。此外，即使中国能够找到合适的途径，在危机中促进家庭消费，但这种消费在全部需求中所占的比重十分小，因此对拉动经济增长的作用也不大。因此，每当中国当局需要在全球经济下挫之际保持经济涨幅时，便会刺激投资，而且他们确实需要保持经济增长来符合民众的期待。他们把大量的贷款从国有银行体系下拨给地方政府和国营企业，使其能够在现有的基础上增加规模，而不考虑长远的盈利能力。目前为止，中国已经成功地落实了“栽好梧桐树 引来凤凰栖”的策略来发展基础设施。固定资产投资过快也会带来很大的危害，尤其是在基础设施已经完备的情况下。正如麻省理工学院的黄亚生教授所指出的那样，中国官员热衷于形象工程，建造巨大的

机场、豪华的现代化大楼（尤其是官员们自己用的大楼）以及大型购物中心。这种经济刺激方式是不是能够长久维持下去尚不明朗。过去，中国的领导层在必要的时候已经做了调整。他们能在为时已晚之前远离出口拉动增长以及固定资产投资的诱惑吗？只有时间才能告诉我们中国是深化断层线还是弥合断层线。

## 摘要与结论

发展较晚的国家最初并不注重创新，也没有创新的动力，因为富裕国家已经客开发了必要的技术，而且这种技术可以被特许使用或者可以借来使用。他们在处理基础教育缺失、劳动力技术水平低以及医疗保健体系不完善等传统发展问题的同时，竭力弥补一个基础性的缺陷：现有组织的缺点。它们认为，加强组织的过程需要政府进行大规模而比较慎重的干预。新成立的企业必须得到优惠待遇。然而，真正的危险在于，新成立的企业要求长期保护，并会遏制经济增长，这一点在印度 20 实际 60 年代到 20 世纪 70 年代的经济停滞中已经暴漏了出来。

其中的一个选择就是增加国内竞争，削减准入门槛，取消多重补贴。但政府认为这将浪费资源，可能会危害到当前刚刚实现盈利的企业。此外，国内市场狭小，再加上对企业的优惠政策会抑制家庭消费，使国内市场受到进一步压制。解决之道在于发挥世界市场的约束力以及吸引力。政府运用向外资开放经济带来的威胁迫使企业实现自立，强迫运行良好的公司展开竞争，扩大出口。政府强行进行这种转变面临着强大的压力。企业希望政府能够继续保护它们，这样就能过上平静而盈利的生活。但有些政府，尤其是设法避免私营企业的影响的专制政府，会推动向出口导向型经济的转变。今天让我们庆祝的就是这样的增长。

不幸的是，他们的增长严重依赖出口。在追赶发达国家的那些年中形成的政府政策，国内及的利益团体以及家庭习惯的共同作用，也导致了这种依赖性。世纪因此失衡了，而市场却不易扭转：

我在世界货币基金组织任职的多数时间都在就全球贸易失衡的问题发出警告，而不是金融问题。

这两者相互关联，因为全球出口国有着大量的外贸盈余，他们迫切需要寻找那些政策不足而倾向消费、却又能够凭借自身的信用借款的国家。，至少短期内是这样。在 20 世纪 90 年代，发展中国家，尤其是拉丁美洲和东亚地区的国家，因过度支出而陷于困境。这如何发生以及为何发生是我接下来要讲的。

### 第三章 不稳定的外国融资

20 世纪 80 年代及 90 年代，德国、日本等出口大国正在努力为其过剩的商品寻找销售市场。发展中国家比较贫穷，人均消费水平及投资水平偏低，但如果能够成功实现融资，则其消费水平很可能会大幅提高。事实上，韩国等很多发展中

国家虽然十分注重出口型生产，但在经济增长的同时也进行了较高的投资，进口了大量的原材料、资本商品及机械设备。这种做法虽然令他们背负了大量的贸易赤字，但有助于消化剩余商品。

结果，发展中国家不得不依靠外国融资，来弥补支出（指消费和投资）与自身总产出之间的差额，并为其贷款还本付息。20 世纪 50 年代及 60 年代，这些贷款中的大部分都来自其他国家或者世界银行之类的多边国际机构。然而，到了 20 世纪 70 年代及 80 年代，中东国家富余的石油美元越来越多地流入西方各大银行，使得这些银行对发展中国家的贷款随之攀升。20 世纪 90 年代，向来与发展中国家保持距离的外国基金，如共同基金和养老基金，都纷纷增持发展中国家政府公债及企业债券，提高对发展中国家的贷款额度。因此，民间性质的贷款在发展中国家的外国融资中所占的比重越来越高。

不幸的是，即便在背负高额贸易赤字的时候，也很少有国家会自觉以认真的态度来规划本国的贷款与开支。大量的外国融资的确能够刺激人们作出浪费性的开支决定。从 20 世纪 80 年代及 90 年代的经济危机中，很多发展中国家得到了这样一个教训，无论增加的支出是用于消费还是用于投资，依靠大举外债来快速增加支出的做法具有很大的风险，。

20 世纪 90 年代，破产现象大幅增加，对发展中国家的经济行为产生了不同的影响。对于巴西和印度这样的国家，由于支出太多而陷入了金融困境，不得不实行经济自由化政策，剥离冗繁的政府福利性支出，以此实现更加稳定和快速的经济增长。大量的破产现象导致以借债来进行投资的出口大国（如东亚各国）削减投资，以弱化对外国融资的依赖程度。他们开始干预汇率，增加外汇储备，并在此过程中将其大量的储蓄投放到全球经济之中，准备贷给任何需要扩大开支的国家。由于东亚各国的进口能力弱化，国际上的剩余产品开始在其他地区寻求销

售市场，结果导致全球经济更加失衡。前一章中所描述的经济断层线因此而更加严重。

## 储蓄与投资

在经济学家们所设想的理想世界中，一个国家的投资不应该取决于其储蓄水平。毕竟，如果一个国家面临良好的投资机遇，他们应该能够从国际金融市场上筹措到足够的资金，而且不应该与他们的国内储蓄挂钩。因此，一个国家的投资与其储蓄之间的联系程度应该很低。在 1980 年一份具有创意的文件中，来自哈佛大学的马丁·费尔德斯坦与来自大阪大学的查尔斯·堀冈证明这个假设是不准确的。他们指出，如果资本能够在国家间流动顺畅，一个国家的投资与储蓄之间的正相关程度要远远高于人们的预期。

这些发现可作如此解读。一个国家，尤其是布隆迪和厄瓜多尔这样的贫穷国家，不能得到足够的外国融资来满足其需要，因此他们不得不削足适履。然而，还有另外一种解读，未必与第一种解读相斥。国家也有可能主动限制本国的外国融资，借此使其投资行为更加符合其储蓄水平。但是，如果这个国家能够克服前一章中所提到的组织缺陷，而且其投资机遇十分良好，为什么还会限制外国融资呢？

为了弄清楚这个问题，很多年前我与埃尔温德·萨布雷曼尼安（现供职于彼得森国际经济研究所）、埃斯华·普拉萨德（现供职于康奈尔大学）二人进行了一项研究。在这一研究中，我们考察了最近几十年以来发展中国家的平均经常项目盈余与其经济增长的联系。经常项目盈余就是一个国家的储蓄与投资之间的差额。盈余表示该国将储蓄投放到了全球金融市场，而赤字则表示该国借助外国融资来进行投资。经常项目盈余常常也意味着贸易盈余，即一个国家的出口总额大

于其进口总额。我们在研究发展中国家的时候发现了这样一个正相关，即一个国家越是借助其国内储蓄来进行投资，其经济增长越快。反之，利用的外国融资越多，其经济增长越慢。当然，一个国家之所以需要外国融资，可能是因为其储蓄相对不足，或者是因为投资过度而超出了其储蓄水平。但无论依靠什么来投资，我们发现一个国家投资越多，其增长速度越快，这是自然而然的事情，因为通过投资，建设了更多的道路，生产了更多的机器，所有这些能够大大地提高其工人的生产效率。然而，外国融资在其投资额中所占的比重越高，其增长速度越慢。有趣的是，发达国家的情况却并非如此。发展中国家，至少是那些能够持续增长的国家，似乎总是竭力避免大规模的外国融资。

发展中国家创造了一个有利于生产者的环境，但这却阻碍了本国金融体系的发展。这使得他们很难利用外国融资来有效地扩大国内民众对商品和劳务的需求。确实，除了外国直接投资（比如丰田汽车在中国设立分厂），外国融资的发展程度都直接或间接地取决于发展中国家的政府扩大内需的决心，而非私营部门的意志。因为外国贷方注重的是国家及其政府的信誉如何，而不是该国政府所投资项目的具体特点。而且由于外国贷方比国内贷方的资格更老，外国贷方往往在考虑到投资项目的好处之际表现出非凡的宽容。此外，政治上的因素往往迫使一个国家加紧步伐进行外国融资，他们往往会过度使用这些资金，直到外国融资的渠道被封死方休。于是，接踵而至的破产倒闭风潮往往极大地遏制了经济增长。

## 偏向生产者的经济体中的金融部门

政府指导的、偏向生产者的增长战略往往会遏制一个国家金融部门的发展。因为放贷的对象是由上级命令来决定，而且国内生产者之间的竞争程度有限，因此银行便无心去搜集市场信息，无心掌握信用评级技能。强迫财力薄弱的借款者关门或者迫使高风险借款者还款的法律架构几乎不存在。



正如我们之前所看到的那样，政府确实会努力通过压低储蓄利率的方式帮助生产者。然而，因为银行间竞争有限，银行的工作效率往往会变得非常之低，员工傲慢无礼，官僚主义的程序过于繁杂。无论是谁，凡是想在发展中国家的公立银行兑付支票，必须抱着逆来顺受的态度，眼睁睁地看着自己的支票辗转于一个又一个柜台，被签上了一个又一个的名字，最后才出现在出纳员的窗口。效率低下，加上银行间竞争不足，结果导致利率差距非常之大。利率差距是指银行的贷款利率与银行资金成本（即储蓄利率）之间的差距。在巴西，即便是资信状况良好的公司进行短期贷款，其利率差距往往会高达 10 个百分点，而这在工业化国家却不足一个百分点。因此，很多本该由压低储蓄利率带来的一系列资本优势，却由于银行部门的效率低下而被抵消了。

不仅普通家庭从其储蓄中得到的利息微乎其微，而且他们发现，如果自己想贷款，难度却很大。给家庭放贷，即使在美国这样现代化的金融体系中，也是有风险的，在欠发达的金融体系中的风险将会加倍。信用记录追踪机制根本不存在。因为在正式的备案的部门就业的人数很少，而且相当一大部分的收入，比如工人给父母寄的钱，并不是建议在正式的合同关系之上，所以银行用来决定是否放贷的信息是少之又少。此外，因为司法制度并不允许银行处置公民的个人财产，银行不能轻易地以房子或洗衣机等作为抵押来放贷。

家庭的确能从放债者那儿贷到款，但是得付出尊严的代价，因为债主担心其拖欠不还，而且利率奇高，宛如天文数字。正式的银行体系为了防止发生拖欠不还的状况，也会设定很高的贷款利率（依然低于民间放贷者的利率），但是一些政客往往会被阻止这样的做法，他们宣称将会压低公立银行的贷款利率，为公民的权益而“战斗”。而压低贷款利率也使得公立银行的贷款行为无利可图，从而迫使需要贷款的家庭转而求助非正式的、不受国家调控的放贷者。随着金融体系

的不断完善，这样的局面将会有所缓解，但是，这的确反应了在 20 世纪 90 年代许多发展中国家的局面。

之前我曾经说过，总体而言，有两个原因使一个发展中国家亟需外国融资：低储蓄，或者投资额超过其储蓄额。现在，让我们来考察下一个国家在什么情况下储蓄会非常少。

## 低储蓄与 1994 年墨西哥危机

由于发展中国家的家庭很难获得零售贷款，因此他们一般不敢超出预算，而是节衣缩食，以备不时之需。因此，与美国金融部门不同的是，发展中国家中欠发达的金融部门使该国政府很难通过执行放松信贷的政策来落实惠民政策。发展中国家的政府反而履行了本该由银行部门来履行的职责，比如先借款然后给享受优惠的选民进行汇款或补助，以使这些家庭能够扩大支出。因此，发展中国家低储蓄的原因就是本国政府背负了大量的国债，并通过借债来完成资助。通常来讲，这些财政赤字是由于给予了有政治上享受优惠的那一部分人过多的补助，这是基于政治逻辑，而非出于经济考量。

为了便于理解，我们以肯尼亚为例。这个国家依靠国际援助才得以维系下来，2006 年人均年收入为 463 美元。但是，其议员每年的基本薪资却高达 81,000 美元，不仅免税，还有额外的补助和津贴等，导致他们的实际收入翻了一番。曾经在一个大旱之年，肯尼亚议员们的公务用车竟然为梅赛德斯-奔驰 E 级轿车，每月的基本车补多达 4719 美元。即便如此，这些议员们还不满意，竟然在议会厚颜无耻地压住缓解旱灾的议案，使其迟迟不能通过，同时以选区路况不佳为由要求提高车补。民众要求议员维护道路的呼吁如石沉大海，但是议员们提高车补的提案却通过了。在肯尼亚，这不足为奇。这些“公务员”的收入远高于大多数

企业高管，甚至比发达国家的公务员的收入还高。

当政府的贷款超过了可用的国内资源、而不能使用政府间贷款援助时，便转而求助外国的私人性质的放贷者。因为政府具有一定的公信力，而且能够从国际货币基金组织之类的多边国际机构获得贷款，所以放贷者会愿意暂时给他们提供资助。然而，某些政府投机心理严重，竟会通过将本国货币升值来冲销债务，或者不停地筑高债台以期赖账。知道了这一点，国际上的放贷者便开始未雨绸缪了。他们便要求债务国使用外国货币来还款付息，因为这种途径不受债务国货币升值或变贬值的影响，并根据债务国负债水平来缩短还款期限，以便能够在短时间之内将贷款收回。

因此，已经无力向国内民众贷款的民粹主义政府，为了获取足够的资金，便转而求助外国放贷者，而不是选择控制开支。因此，外来贷款的环境并不是很有利。知道了这一点，外国放贷者便要求保护措施，贷款政府为了提供这样的保护措施，只得牺牲国内现有债权者的权益，比如，负债过多的政府以外币形式借的债越多，最终其通货膨胀率就越高，这样才能弱化国内债权人要求还款的压力。此外，因为外国放贷者提供的都是短期贷款，任何政治上的风吹草动都会把他们吓得拒绝给予政府任何资金。问题更大的是，放贷者本国内部环境的改善，比如利率上扬，将导致外国放贷者大量抽回资金。

在 1994 年的墨西哥危机中，这些因素兼而有之。当年，墨西哥总统卡洛斯·萨利纳斯·德戈塔的六年执政期将满。按照执政党——革命制度党的一贯作风，他大肆扩大支出，以取悦于选民。1991 年到 1994 年之间，储蓄额降低的幅度高达其国内生产总值的 3.3%。在新增支出中，政府新增支出占据了很大一部分，导致其经常项目赤字在 2004 年高达国内生产总值的 7%。就在大量需要外国融资的时候，墨西哥国内的政治事态趋于恶化。在墨西哥南部的恰帕斯州，愤怒的农民

开始武装反抗政府，同年晚些时候，革命制度党的总统候选人多纳多·克罗西奥被暗杀。此外，美国联邦储备委员会在 1994 年不断提高本国利率水平（从 3% 提到 5.5%），导致许多美国投资者纷纷将资金抽回美国。

正当外国投资者在为是否要出资帮助墨西哥缓解经常项目赤字而犹豫不决时，墨西哥政府开始将其以比索偿付的短期债务转化为了基于特索债券（Tesobono）的形态。特索债券（Tesobono）是一种短期债券，与美元挂钩，将使投资者免受货币贬值的影响。但是，随着政治形势日益云谲波诡，这样的举措也不足以保护投资者的利益。投资者纷纷开始抛售所持有的债券，将比索兑换成美元，逃离墨西哥。墨西哥中央银行的外汇储备随之耗尽，及至下届总统欧内斯托·塞迪略就职之时，一场危机已经充分形成，愈演愈烈。最终，美国财政部和国际货币基金组织为了防止墨西哥政府发生债务违约的情况，给予其一大笔贷款，持有特索债券的投资者得到了偿付，但是墨西哥这个国家却经历了一场痛彻心扉的危机，而那些持有以比索偿付的债券的债权人蒙受了巨大的损失。

1994 年的墨西哥危机是一场发生在新兴市场经济体中的、具有代表性的危机，其内在的动因是政府开支过多。而 1998 年的亚洲金融危机则与之不同。首先，亚洲金融危机的起因是某些国家虽然拥有不少储蓄，但投资过热；其次，在亚洲金融危机中，很多国家内部的私营部门都负有重要的责任。为了弄清楚当年的事情，我们有必要考察一下企业是在一个有利于生产者的经济体中是如何进行投资的。

## 企业投资与管制资本主义

我在前面提出，在一个有利于生产者的经济体中，尽管某些贷款者享有优惠政策，能从政府那里得到一定的补助，但是从银行获取贷款的代价依然是巨大的。

在这些经济体中，企业追加的投资，往往是来自企业本身的资源，比如，销售额和利润提高所产生的资金。对那些与银行有着良好联系的企业来说，这个做法有利于减少从银行的高息贷款。对于那些刚起步的、在银行部门没有关系的小企业来说，高息贷款则是唯一的选择。因此，企业总是只有在实现快速发展之际才会利用自身积累的利润大幅扩大投资。有利于生产者的战略有利于实现这种增长，因为经济体中的剩余资金被直接分配给生产者，提高了他们的盈利能力和投资能力，这样就绕开了家庭或者不能有效放贷的金融体系来进行，规避了了曲曲折折的复杂程序。

这样的一种资源配置在很多方面都是很有利的。盈利状况良好的企业，可能有较好的投资机遇，在现有业务上追加投资的资源就比较多。因而，盈利推动投资，使得国家或银行免于做出政治性投资决策。当然，这样也有一定的负面作用，即企业会继续追加投资，直到生产能力过剩、利润消失。对于出口导向型的小国家，世界市场往往足够大，使得这种情况不大可能发生。但对于中国这样的大国，生产能力过剩则是一个明朗而切实存在的危险因素。

为了缓解这类问题，企业会采取多元化发展战略。韩国的财阀，即广泛涉足建筑和电子等领域的企业集团，以及印度的家族式企业集团，比如主要从事钢铁和汽车制造的“塔塔”与业务遍及水泥和移动电话等领域“伯拉”，基本上都承担了与银行类似的角色。他们在企业集团内部设立资本市场。尽管发达国家经常存在企业政策的焦点不在企业集团的问题，导致很多公司历史上辉煌一时却如昙花一现，比如国际电话电报公司和立顿工业公司，但是，企业集团在发展中国家却被证明是十分珍贵的，因为其另一个选择，即依赖金融体系融资这一做法的局限性太大。

当然，如果企业想是想真正的快速增长，内部基金是不够的。另外，刚刚进

入新兴产业的企业也需要融资。快速增长的新企业便转向国内银行来贷款。如果国内储蓄不足，它们不得不依靠外国融资。这正是 20 世纪 90 年代早期东亚国家是企业所采取的做法。

## 投资过度与 1998 年东亚危机

我们已经了解了东亚各经济体所走的外向型经济增长道路。这些经济体在经历了一段高速的增长之后，便开始增加投资了，其资金来源是 20 世纪 90 年代早期大规模流入的外资。以韩国、马来西亚、泰国三国为例，投资额占国内生产总值的平均比重，从 1988 年 29% 的高位增长到 1996 年的 42%。

但是这些国家实际上根本无力进行如此高水平的投资行为。野心勃勃的公司梦想着引进硅片制造设备、设立石油化工公司和钢铁联合企业。1995 年 12 月，泰国成立了一家投资 12 亿美元的半导体工厂，是由全球最大的手机晶片制造商得州仪器和泰国阿尔华特集团共同出自筹建的典型的合资企业。这个半导体工厂的制造设备都是世界一流的，计划生产 16 兆及 64 兆的动态随机存储器，其产品由得州仪器负责购买。最终的目标是建立面积为 4000 英亩的高科技工业园区，名为阿尔华特科技城，以同台湾新竹科学工业园区相竞争。这一愿景是很宏大的，但也许有点过于宏大而脱离实际了。

在最初发挥了信贷分配及建立强大的国营龙头企业之后，东亚各国政府便从信贷分配的业务上撤了出来，因为企业的发展水平不断提高，科技水平也日益复杂。信贷分配的任务便下放给了国内银行。

国内银行在以往曾通过与企业建立长期而亲密的关系来克服了不利于贷款的因素，比如强制还债的困难。通过与定期拜访和会见客户。这样的做法能够使

银行接触到一些不公开的信息，其作用类似于企业之间的交叉持股和公司董事会的董事席位的作用。此外，鉴于外人接触这些信息有一定难度，银行便对贷款有了一定的控制。借款者担心银行会拒绝给予他们更多的贷款，以及其他银行也不肯贷给他们，所以，他们便会老老实实在地还本付息。

这样的关系有很大的代价。银行不能轻易地给现有关系圈之外的人提供贷款。而且他们所支持的企业客户很有可能是一个早就该倒闭的企业。外人几乎不可能知道这个企业内部真正发生的事情。企业的做法是不透明的。企业金字塔式组织结构和交叉持股公司内部或相互之间的现金流状况也是不透明的。很难评估一个企业与银行或政府的关系有多么密切，也无法准确估计其能够或明或暗地得到的贷款金额的多少。此外，万一公司发生破产，在清偿债务的时候其他投资者在要求公司财产方面是否具有相对优先权也不确定，而且缺乏一套明确的、有效执行的破产法规，这都降低了投资者的信心。

由于企业投资的增速超出了国内资源可以承受的水平，他们便不得不转而求助外国资本。但很多的外国投资者都是银行，这些银行对申请贷款国内部的企业知之甚少，也不确定是不是能在法庭上通过强制手段保障自己的合法权益。国内的银行都与企业都有着密切的联系，而国外的银行与国内银行所不同的是，他们不愿意给予企业长期贷款，不愿承担企业可能会出现的不规范行为带来的风险。

外国放贷者通常会同意以外币的形式给予短期贷款，通常不是直接贷给公司，而是先给该公司所在国家的银行，然后通过该银行再转贷给需要贷款的公司。贷给国内银行实际上把政府也拉了进去。因为，除非政府愿意眼睁睁地看着银行关门大吉，否则一个健康的政府必然会出手救助陷于困境的银行，从而也救助了给这个银行贷款的外国投资者。其他外国投资者通过股票市场也加入进来，成为资产组合投资者，他们相信自己能够在问题萌芽之际抛售并撤出这个国家。

公司从国内有关系的银行获得的贷款也往往是以外币的形式。因为银行想要将货币风险转嫁给企业来承担。企业也愿意承担这份风险，因为以外币的形式取得的贷款的利率相对较低，本国货币与外国货币比起来一直表现出相对稳定的特点。

因此，问题就出现了。管制资本主义没有能力处理来自外国的大量资金。当资金不足、政府指导借贷的时候，大型项目往往在政府指示银行给予贷款之前就经过了认真审查。尽管与政府关系密切的人享有使用资金的特权，并获得过多的利益，至少还存在一层监督。另外，企业也不得不谨小慎微，因为一旦拖欠不还，将失信于长期合作的银行，这意味着可能永远不会再获得这家银行的贷款了。但是现在，由于国外放贷者的资金充裕，而且这些国外的放贷者认为自己的利益会得到很好的保护而很少对投资项目进行审查，各投资方竞相放贷，国内企业也不用担心被国内银行永远拒之门外了。企业开始变得不谨慎，国内银行掌握着过多必须贷出去的资金，也无奈地放下了高傲的架子，希望企业能够从自己这儿申请贷款，完成放贷指标。

因此，东南亚金融危机在很大程度上是企业在商品房市场和制造业过度投资引起的。虽然社会关系良好的精英和投资者在经济形势良好的情况下能够获得很多利益，但最终经济崩溃的风险却要由政府 and 当前及以后几代国内的纳税人来承担。外国融资其实是私营部门将系统性违约的风险转嫁给银行、政府，进而将风险社会化的一种途径。

少数几个政府的行为就是这一问题得最佳明证。比如，马来西亚首相马哈蒂尔·穆罕默德提出“2020 宏愿”的跨世纪发展战略，其中包建设括巴贡水坝（亚洲最大的水力发电大坝）、马来西亚石油公司综合办公大楼的双子塔（世界最高



的大楼之一)、超现代的机场以及在吉隆坡附近建造新的国家行政首都,名为布城(国王之城)。马哈蒂尔的宏愿具有法老式的特点:当我最近经过吉隆坡时,巨大的机场虽然基本上没有了飞机的轰鸣和熙攘的乘客,维护得非常好,看起来依旧是那么的壮观,不愧世界一流的技术水平。但一般来讲,政府的过度支出不是核心问题之所在(前面所提到的发展中国家遭遇的经济危机,如1994年墨西哥危机,的情况与之类似),错就错在私营部门投资过热,其资金来源是外国贷款。这些外国贷款轻而易举就能取得,因此用起来有失谨慎,并带来了一定的风险。

导致破产现象发生的典型因素包括借助短期债务进过度投资,以及外国货币错配的风险。这两大因素俱在时,危机一触即发,唯一欠缺的只是压倒骆驼的最后那根稻草而已。这根“稻草”来自两个相关的方面。

首先,野心太大的投资项目告吹。截止1997年初,阿尔华特因为债台高筑而流于崩溃,当时其所建造的存储器工厂尚未完工。阿尔华特原本是家小型的家族式企业,在经营半导体工厂方面的经验有限,这种经验的欠缺在其投资过程中便显现了出来。工厂的建设进度也一再延期,因为厂址选择在了一块儿湿地上,混凝土桩必须打得非常之深才能保持大楼的稳定,这样的做法代价又很大。并且那儿没有清洁水或能源,这都是制造存储器所必需的条件。因此,阿尔华特不得不另外建造必不可少的设施,这又增加了成本。甚至在阿尔华特这样的高科技工业园区还没有完工时,很多投资者就开始对园区建设的可行性忧心忡忡,纷纷开始撤股。

其次,从1995年起,日元对美元汇率的开始疲软。由于东亚各国的货币与美元挂钩得更加紧密,导致日本出口的商品比东亚出口的商品更有竞争力。由于泰国的商品质量优劣不确定,而且泰国的科学家和工程师数量不多,因此,在汇

率错配之际，进口者更倾向于重新选择久经考验的日本产品，而不是泰国产品。东南亚各国的出口额开始动摇，企业的盈利能力骤降，投资项目纷纷下马。

外国投资者开始将其资金撤出东南亚各国。投机倒把的人看到很多政府竭力维护此刻已经明显被抬高的汇率，也开始趁火打劫。而各国的外汇储备在维护汇率过程中已经耗尽，货币贬值已是板上钉钉的事了。贬值后首先破产的便是以外币形式借贷的企业，接下来便是给这些企业贷款的国内银行。虽然企业无力偿付本国银行的贷款，但是国内这些银行欠外国银行的钱还必须还。就这样，东亚奇迹瞬间就幻化为了大规模的倒闭浪潮。

东南亚各国的银行不得不向本国政府求助。政府呼吁国际货币基金组织给予他们所需的外汇，用来偿付外国银行的贷款，并挽救本国银行。不过国际货币基金组织的贷款是附带有条件的，要求申请贷款的政府必须采取这样或那样的措施，来满足一个合格的、资信良好的贷款者的条件。有些条件是在获得贷款之前必须采取的，有的则是在获得贷款之后采取的。有些条件是相对规范的，毕竟，当没有人愿意提供贷款的时候，愿意放贷者就需要通过订立合同来确保借款人会偿付借款，但有些条件未免有些苛刻了。

东南亚国家的政府认为，国际货币基金组织在两个方面做得过了头。首先，它规定的条件表明，它并不明白它此时所面对的“客户”并不同于以往的客户。总的来说，东南亚政府不是像墨西哥政府那样因为过度开支才陷于困境的。而是国内的私营部门疯狂的投资，外国放贷者也缺乏自律性，因为他们自己认为政府会给予一些隐含的担保。燃眉之急是及早恢复金融稳定，也许通过政府采取的刺激措施，才能弥补经济活动减少造成的损失。然后，随着信心的恢复，再逐步收拾乱局。

这就是西方国家的政府在 2008 年到 2010 年间所做的事情，也是国际货币基金组织最终所采取的措施。但是骄傲的东亚国家的政府官员被当成了不了解如何管理廉洁政府的玩忽职守者。一夜之间，管制资本主义被贴上了权贵资本主义的标签，任人唯亲的例子不胜枚举，报道出来足以让西方的财经媒体声名大噪。国际货币基金组织、世界银行和西方政府最初的政策建议集中在惩罚裙带关系上，而没有认识到整个体系是相互关联的，很多无辜的人将会在这个过程中跟着遭殃。同情心的缺失，或许是因为管制资本主义对局外人太冷漠了，而这些局外人现在却成了发号施令的了。

其次，国际货币基金组织之所以要求过分是因为其在设定条件的时候，常常被美国等主要成员国所左右。它的条件总是试图按照西方的管理理念来改造亚洲国家。比如，要求印度尼西亚在 1998 年采取大约 140 项措施，包括打破丁香垄断、加强植树造林、实行小额信贷计划等。在愤世嫉俗的人看来——他们有时候时正确的——这些措施的真实意图是迫使印尼向西方公司和游说团体开放一度受到国家保护的广大领域。虽然就长期而言，其中的一些措施是有利的，但也应该由本国人民自主采取，而不是在自己落难时任由外国人来指手画脚。在一张不幸流传开来的照片上，国际货币基金组织的总裁米歇尔·康德苏与印尼总统苏哈托正在签署一份国际货币基金组织的协定，前者交叉双臂抱于胸前，高傲地俯视着似乎被吓得唯唯诺诺的印尼总统，这样不禁让人想起来征服者接受战败者无条件投降时的场景。虽然签字现场的情况可能比较友好些，但是这张照片却加深了人们的认识，即这就是一种新型的金融殖民。

## 断层线加深：发展中国家的分化

总而言之，在发达国家，尤其是资本市场和金融机构运行良好的国家，国外投资者一般与该国内投资者享有相似的信息和权利。他们不会要求什么特权，

也不会试图以该国内部银行为中介来放贷，获取该国政府暗地里的保证，也不会通过直接给政府贷款来获得明确的支持。公司和普通家庭能够直接获取贷款，这就迫使外国投资者谨慎决策。不然，一旦出了问题，责任只能由自己来负，不能诉诸贷款者所在国家政府。

相比之下，在发展中国家，外国融资往往是无奈之下的最后选择。因为外国投资者担心自己比贷款者所在国家银行了解的信息较少，也无力强制贷款者偿付，他们便尽力要求使用外汇来偿付、并缩短债务偿付期限，以保障自己的利益诉求。矛盾的是，国内金融体系的落后使得后来的外国投资者们能够要求并享受特权，而这些特权则会侵蚀掉当前国内投资者的利益，或者由于政府暗地里给予外国放贷者这样那样的保证，会侵蚀掉纳税人的财富。此外，这些外国投资者们得到了保护，就不是那么谨慎地考虑所资助项目的可行性了。结果这又使得借债者——无论是当前的政府还是银行——不再认真考量向外国借款的全部成本，他们往往倾向于过度借款。

在这里附带性地说一句，读者们会注意到美国次贷市场，由于存在着大量的准政府行为，背离了发达国家普遍采用的金融准则，并在许多方面折射了发展中国家存在的缺陷。这些相似点正是我们加以比较的对象。我稍后会谈到这些问题。

## 改革

20 世纪 90 年代的危机对各国经济的影响是不同的。那些低储蓄的国家被迫实行了一系列必要的改革。像印度这样的国家，在 1991 年由于政府财政赤字和经常账目赤字巨大而发生了危机；而像巴西这样的拉丁美洲国家，他们的经济由于低储蓄而十分脆弱。对于这两类国家来讲，这些金融危机就发出了一个信号，即原来政府管制的、内向型经济发展模式已经被打破了。印度和巴西两国都实行

了经济自由化政策，减少政府对经济行为的控制，削弱政府产权比重，消除价格管制和利率管制，提高金融体系内部的同业竞争，开放进口与外来投资，并采用浮动汇率制度。他们同时采取了更加明智的宏观经济政策，削减政府赤字（至少暂时性地），并改善货币政策管理。

在政府的管制和保护下，这些国家实现了长期的增长，并在此过程中建立了强有力的企业组织，即使在竞争加剧之际也能够保持繁荣。竞争程度的加剧也会促使这些国家的公司显示出其最佳的优点。在收购欧洲钢铁巨头康力斯集团之前，印度的塔塔钢铁公司是世界上钢铁生产成本最低的公司之一，而巴西航空工业公司，一个私营化的飞机制造商，在全球中型飞机领域开拓了广大的市场。

这些实行经济自由化政策较晚的国家有着巨大的国内市场，这使他们不必过于偏袒出口部门。巴西和印度都“管理”他们各自的汇率，但是他们并不竭力通过压低汇率来获得巨大的竞争优势。此外，他们不必在贷款问题上压制私营企业了，并不是因为他们当前充满活力的民主制度不允许他们再行压制之举，而是由于这些私营企业已经具有了强大的实力。他们实行了储蓄利率自由化政策，减少对普通家庭的征税，并准许金融部门扩大对家庭的信贷业务。因此之故，巴西和印度两国的个人消费和内向型生产部门都实现了健康发展，其效率足以与出口部门相媲美。虽然巴西出口额的迅速增加得益于其商品量的增加，但是其经济具有多样化和弹性强的特点，即便出现暂时性的商品价格下跌，也足以熬得过去。他们错过了转向出口的有利时机，他们仍有一线希望，因为他们本不必进行转型。现在，他们的经济更加协调，其经济增长对出口的依赖性弱化。

东南亚各经济体，除了印度尼西亚之外，恢复得都很快：货币的低汇率使他们的商品很有竞争力，他们甚至在用更加廉价的国内商品取代进口商品的同时，也扩大了出口。他们还大幅减少投资，就韩国、马来西亚和泰国的平均来讲，投

资额在国内生产总值中所占的比重从 1996 年的 41% 降低到了 1998 年的 24%。这很重要，因为他们外贸盈余不断攀升的原因不是国内的普通家庭大量减少消费、增加储蓄，而是因为政府和企业削减了投资。同样，这对全球储蓄资金的供应量也产生了积极效应。东亚经济体不再是最初的纯借款者，开始将他们的储蓄输送到全球金融市场。但是，投资货物——比如工厂和设备之类的硬资产——需求量锐减。这些往往是曾经需要进口的商品，因此，全球市场都能感触到其影响。全球过剩的商品也再次开始寻找那些会过度开支的国家。

## 概要与结论

那些过于注重外向型增长的国家得到了沉痛的教训，他们开始认识到一味地追逐廉价商品和低息贷款是很愚蠢的行为，因为以大举外债为前提的开支最终往往会让人欲哭无泪。说得更明确一点，因为管制资本主义在外国投资者看来很难理解、很难驾驭，他们应对的办法只能是保留债券，并要求短期偿付债务，随时准备做空债务国。一旦他们真的不顾债务国国情开溜了，那么依赖这些不稳定的外国融资，无异于经营一家没有存款保险的银行，十分脆弱而经不住任何风吹草动。尽管出口国深知改革金融领域的必要性，他们却认为这些危机中凸显的问题，并不是外向型增长的大战略的问题。这些经济危机反而使他们更加坚定地认为，实现外贸盈余比单纯地出口还要好，因为有了贸易盈余，国家便能够积累起大量的外汇储备。实现外贸盈余的途径就是削减投资，这也有助于帮助这些国家摆脱一度困扰他们的繁荣——萧条怪圈。

不过，这些出口国独善其身的努力增强了其他国家的脆弱性。他们后来纷纷奉行的出口拉动增长的战略，不仅加重了其他国家的负担，压制了其他国家对其商品的需求，也凸显了这个政策所导致的国内问题。这一点在前一张已经重点讨论过了。

这项战略同时也导致出口国外汇储备大量增加。这些储备在世界范围内寻找放贷目标。为了吸引这些资金，国家必须愿意让自己的支出超出国内生产者的承受能力。而且，还需要有一个健全的金融体系来吸引资金流入，使资本输出国相信自己的资金会很安全，比在发展中国家要安全得多。最为引人注目的目标便是美国（其次是西班牙和英国）。

由于美国的不公正现象日益严重，其政治环境越来越有利于负债消费的增长，（我在第一章已论证过），所以，美国便是最终的、也是最佳的贷款对象。但是，本世纪前几年美国采取的一些政策使其成为了全球公认的消费大国，这些政策的背后有一个新的现象，即美国的恢复越来越呈现出“失业性复苏”的特点，而美国的社会保障体系却不足以应付这一问题。

## 第四章 薄弱的社保体系

巴德里 25 年前到美国读书，并取得了许多学位，其中包括冶金工程博士学位。1997 年他在华盛顿附近的一家美德合资企业找到了工作，这家企业是制造顶级存储芯片的。这是巴德里的第一份工作，任务是协助建立新型芯片生产线，以及降低芯片的次品率。这项工作使他充分运用了他的渊博知识和技术，因为发现残次品需要极其了解十分复杂的程序和机器，每周连续工作 70 个小时是正常的事。

之后，美国投资方将股票卖出，德国公司就把合资公司变成了拥有全资的独立公司。之后公司分成了两部分，一部分专注于逻辑芯片，另一部分专注于资本密集型存储芯片。所以尽管巴德里数年专注于存储芯片的制造，使芯片由大变小。在盛衰荣枯循环罔替的资本密集型产业里，公司由两大财力雄厚的投资方控股的合资公司，转变为芯片制造多样化的公司，最终成为了一个孤立的、业务单一、

债台高筑的公司。

终于，不可避免的事情还是发生了。2008 年初，巴德里的雇主发现公司陷入财务危机，因为他之前将巨额资金投入到了最新科技领域。当时他可以选择关闭在美国或德国的工厂，但考虑到关闭德国工厂将会面临更大的困难，而且保留德国工厂还可以从德国政府那里得到补贴，最后他选择了让美国工厂的工人全部下岗。

一夜之间，巴德里发现他的六位数收入募然而逝了。因为公司宣告破产，也就不必付给他遣散费来补偿他为公司效命 11 年的辛劳。此时，他只有每周 400 美元失业救济金，他不仅要用这些钱来支撑四口之家，还要还银行的抵押贷款。更令人忧虑的是健康保险。失业之前，公司每月都为他交 50 美元的保险费，这钱对他和他的家庭来说意味着打水漂了。当他去私人保险公司咨询时，他发现这些公司不帮他办理，因为他血糖高，有轻微的糖尿病。即使没有这些病，私营保险公司每月的家庭保险费也高达 1100 美元，占据了他每月的失业救济金的三分之二还要多。巴德里真的非常需要一份工作，至少在没有保险的情况下不必拿自己的健康和经济冒险。他投了成百上千份简历，但是都如石沉大海。他的失业保险将要花完了，只有动用为儿子上大学准备的储蓄金。从这点讲，巴德里算是幸运的。不像其他许多同样境遇的美国人，至少他还有些储蓄！

同时，巴德里所在公司的美国资产清算很彻底，一些昂贵的机器设备被其他生产商买走了。这些资产被迅速有效地加以利用。在关闭美国工厂几个月之后，公司无奈地意识到他们的业务不是很盈利了，于是德国工厂也被关闭了。

## 经济刺激的意愿

从上一章我们知道，在 20 世纪 90 年代晚期和 21 世纪早期，由于发展中国家的进口量下降，传统的出口大国纷纷为其剩余商品寻求新的销售市场。随着世界经济在网络泡沫破裂之后进入了衰退期，而美国在一段时期内实行极度扩张的



财政政策和货币政策，为剩余产品创造了过量的需求，使这些商品得以吸收，而美国的资金来源却是从外贸盈余国家借来的外汇储备。从某种意义上来说，就像我曾说过的一样，美国毫无选择地成为了消化剩余商品的最后的救星，因为像德国和日本这些国家都自顾不暇。但是，美国考虑继续采用扩张政策没非出于世界公民的义务，而是迫于其国内压力才进行过度刺激经济的。

巴德里的经历提供了一个重要的解释。与其他富裕工业国的工人不同的是，如果经济衰退深入发展而且旷日持久，美国的工人不会自动地得到社会保障。美国人历史上一直反对高福利，结果国家的社会保障体系就比较薄弱，其中包括失业救济。二战以来，美国经济结构进行了调整，可以快速、敏捷地应对困境。银行会拒绝贷款给经济效益不好的公司，而且风险资本家也不会资助那些刚刚起步的、业绩不佳的企业。现有的公司倒闭之后，其资产被清算，并被卖给那些能更好运用它们的公司，就像巴德里的公司所经历的一样。这些举措为新企业的出现创造了空间。另外，因为失业救济不能维持长久，那些失业的工人迫切需要找到一份新工作，即便新工作的薪水低、工作内容变化或者经常出差也在所不惜。

也许正是由于这种形势，二战后到 1990 年之间的重建进度很快。平均来讲，产出水平不到两个季度就恢复到了经济衰退前的水平，就业率也在经济低谷过后的八个月内得以恢复。政府和中央银行政策的只是在经济下挫时期提供点帮助，那只能解决很小部分问题。大部分阵痛还是由银行、公司和工人们来承受。

但是，1990 年—1991 年的经济衰退打破了这种战后发展模式。经济产出迅速增长，但是就业岗位的增速并没这么快。虽然生产量在 1991 年的三个季度里就恢复了，而 1991 年经济低谷造成的失业却需要 23 个月才能缓过来。因此，不难理解，失业者或即将失业者肯定非常焦虑，因为他们积蓄很少、失业保障金有限、没有健康保险，而失业期很可能持续很久。政治家们忽略了公民的这些担忧，产生了很多不利的影响。美国前总统老布什在这方面就上了沉重的一课。尽管在他的努力下结束了冷战，并赢得了第一次海湾战争的绝对胜利，但在总统竞选中他还是败给了比尔·克林顿，最主要的原因就是选民对 1990—1991 年的经济危机

中的大量失业很不满。由竞选谋士詹姆士·卡维尔为克林顿制定的指导原则之一就是“傻瓜，经济才是关键！”。如今，这一教训已经充分被华盛顿政府所吸取。今天，华盛顿政府的主流想法就是，当前的失业率是决定能否连任的主要问题。

薄弱的社会保障体系和失业型复苏的出现表明，美国的选民，与其他工业国的选民相比，对经济下挫的忍耐度更低。自 2001 年发生经济衰退以来的恢复过程中，美国之所以实施了长期的经济刺激计划，就是因为尽管经济产出在 2001 年的一个季度里就恢复了，但是就业率只有在此次危机结束之后 38 个月才得到全面恢复。其实，即便在经济恢复期也会发生失业现象。为了引导不太顺从的企业提供更多的工作机会，政府和美联储，特别是后者，停止了对它们的经济援助，并支持房价泡沫，尽管这可能会引起金融危机也在所不惜。

我在写这本书的时候，美国政府正在努力处理高达两位数的失业率。华盛顿的权力走廊中肯定会弥漫着一种恐慌的气氛。而与此同时，虽然欧洲大陆各国的失业率水平与美国相似，但它由于们的社保体系更加完善，应对起来就显得有点从容不迫了。因此，美国国会和美联储感到格外的创造就业的压力。虽然根据具体形式来制定具体政策的弹性具有一定的优点，但是出于政治目的，而非经济目的，制定出的政策不会是有效的政策。其影响有两大方面：首先，正如我在本章所证明的那样，它将使美国成为世界头号经济刺激方案的实施国家，这会减轻其他国家的负担，使他们不那么愿意改变其经济增长战略；其次，正如我在下一章中将要论证的那样，如果政治动机过于强烈，经济刺激政策就会削弱金融部门的积极性，并有可能再次引发我们刚刚经历过的金融灾难。

## 薄弱的社保体系

在历史上，美国和欧洲大陆各国之间的一个重大的差别就是失业救济金的水

平不同。比如，1989 年到 1994 年之间开展的一项全面研究表明，不仅美国的失业救济金低于欧洲大陆各国的水平（平均来讲，美国的水平是失业前薪水的 50%，而德国为 57%，法国为 63%），而且美国的救济金持续时间更短。平均来讲，美国的救济金不出六个月就会用完，而法国的会持续三年之久，德国的是无限期。那次研究之后，德国进行了改革，将失业救济金的持续时间缩短为一年半。但法国和德国的工资补偿率均有所上调，而美国的却几乎纹丝未动。

美国的失业救济金不仅数额较小，而且还有其它漏洞。尽管失业保险的覆盖率达到 90%，但只有 40% 的人在失业的时候能拿到救济金。因为有的人资格不够，他们或者因为工作年限不够，或者因为自动离职，有的因为卷入了劳务纠纷，甚至有的人是因为在失业期间没有时间再就业。

由于美国没有全民医疗保健体系，以及廉价的私人医疗保险，美国失业者会更加让人忧心。由于美国的税法只对工人在失业之前、由雇主支付的医疗保险提供补贴，一旦失业，工人则需支付多出好几倍的费用，才能获得与失业前同样的待遇。此外，即使是个人能够支付巨额保险费，私人保险公司也可拒绝让其投保，因为投保人先前可能有轻微的健康问题，正如 **Badri** 一样。考虑到即使是生龙活虎的人可能有他们没有注意到的潜在的健康问题，多数美国人对可能会失业的焦虑便不难理解了，失业人员想重新就业的愿望是巨大的。并且，美国人焦虑时，他们不吝于让他们选出的代表们知道。随着失业率上升，政客们面临的压力也就随之增大，他们亟需采取点应对措施。

## 失业型复苏

我们已经知道，自战后的萧条期以来，美国的就业率迅速攀升。因此，在之前历次经济衰退时，虽然失业救济金的持续时间很短，这些津贴足以在大多数失

业者找到新工作之前维持他们的生活。与欧洲大陆国家相比，长期失业的情况很罕见，可能是因为救济金期限太短，这样就迫使失业者加倍努力地找工作，即便工资较少，也愿意稳定下来。

经济学家们至今仍在争论为何美国 1990-1991 年的经济衰退和 2001 年的经济衰退不同。一种理论认为：在以前的萧条期，工厂在需求萎缩时暂时裁退员工，等到需求上升时再重新雇佣，而如今却不同。经济正在发生深层结构变革。资源正由成熟老工业流向新兴工业——可以说，从钢铁工业转向软件工业。结果，被解雇的员工不得不更加努力找工作并为可获得的工作接受再培训——因此失业率回升了。尽管这一说法貌似可信，在这些衰退期期间，各产业之间有更大的工人流动的迹象并不明显。

另一种解释跟衰退期的“净化作用”有关。如果森林经常发生小火灾，矮树丛就会被除去，这样就不可能发生更大更具毁灭性的森林火灾。同样地，经济衰退迫使各个公司企业认真思考其资源使用现状，并强迫他们果断地重新配置资源，而这在非危机时期是不会发生的。这一过程有助于避免持久而深刻经济损失。例如，企业的管理层在扩张时期积聚了各种办事效率低下的员工和职位。解雇一个不称职的员工不仅仅对于管理者是痛苦的，这也会降低幸存员工的士气，因此人们自然会倾向于避免不近人情的严厉行为。而衰退期提供给管理层一个来裁减冗员的借口：“我们不得不通过裁员来保证竞争力。”此外，留下的员工的焦虑仅限于在衰退期期间。因此，公司利用衰退来“高效地打扫屋子。”

1990——1991 年和 2001 年两次衰退的不同是每次衰退发生于将近十年的经济增长之后。根据这一观点，公司企业在扩张期间收取了太多的“矮树丛”：因此需要更多的净化，其影响也更深远。换一种说法，富足的年份越长，饥荒也越长。但是因为战后长期扩张后并没有发生许多经济衰退，也找不到足够的证据来支持这种解释。

然而另一种假设与招聘过程的改善有关。在早期的经济复苏时期，公司会张贴广告招聘，人们通过邮件回复，接受审核，然后等待面试通知，所有这些事情

都花费时间。长时间用于雇佣意味着公司要担忧他们有可能没有足够员工满足上涨的需求，如果不尽量提前开始招聘，销售可能遭受损失。随着网络的出现，有空置职位的公司企业和符合要求的应聘者能更容易地实现双向挑选。网络使公司能简单便捷地等待和监管其订货簿，并及时招聘来员工满足生产需求。当然，如果每个公司都这样做，就会减少招聘的动力：不仅仅失业率会居高不下，需求萎缩，可用的应聘人员也会很多，因此，不用着急尽快招聘到最好的员工。

支持“及时”招聘理论的一个证据是，在最近的两次经济复苏中，公司过于依赖临时工，这表明公司不愿意去创造长期性的工作。在目前这轮复苏中，临时性工作也在增加，全美独立企业联盟的威廉姆·丹尼斯也认同了这一观点，他说道：“当一个工作出现空缺时，我们的企业便雇一个临时工，或者延长兼职人员的工作时间，或者找一个自由工作者——之后他们等待着看看接下来会发生什么。”

无论哪个理论是正确的，如果未来的经济复苏都是失业型复苏，那么社保体系薄弱的美国根本无力应对。

## 社保体系为什么薄弱

为什么美国的失业救济金如此之少呢？就爱心和慷慨而言，美国人不一定逊于其他富裕国家的公民。事实上，美国人在做慈善方面比很多其他工业国的人好得多。根据 2000 年进行的一份研究显示，美国人平均在作慈善上花 691 美元，而英国的平均水平是 141 美元，欧洲整体上是 57.9 美元。由此看来，美国人并不小气。但如果不是因为小气，那么原因是什么呢？关于这个问题没有固定的答案，但是了解一下这个政策的起源有助于我们理解为什么美国救济金制度改革举步维艰，并有助于我们理解为什么近期以来经济刺激政策面临如此巨大的压力。

## 经济层面的答案

漫画之所以有用，就在于其能够把刻画对象的本质特性表现出来。如果非要我刻画美国公司（或者广义上的英美公司，包括澳大利亚、加拿大、新西兰、联合王国以及美国的公司），我会如此描述它们：与供货商、放贷者、客户和雇员关系疏远，思想行动有创新性和极端性，奖惩方面公事公办不讲人情。而欧洲大陆或日本的公司却依赖与供货商、银行、客户和雇员的长期良好关系，思想行为具有渐进性，而且合作伙伴之间更加愿意分享痛苦和成果。促使它们保持交流互动的是这种长期有好的精神，而不是冷冰冰的法律合同。

这些特点既不是一成不变的，也不具有普遍适用性。全世界的公司都在迅速变化。在日本，过去人们会在同一个公司里效力很久，但是现在这种一生只为一家公司效劳的观念却不再被奉为圭臬，很多年轻人的工作都是不是长期的。在美国也不难找到一家有关怀精神、乐于分享的公司，在欧洲也不难找到不人性化的企业。但我已经说了这只是漫画性的描述，总体上正确，细节上略有出入。

刻画这些特点的意义就在于论证他们可能属于同一类，可能催生出不同性质的社保体系。具体来讲，欧美国家成熟的公司面对的是以市场为导向的金融体系，这样的金融体系依赖于透明管理，各种信息及时发布。类似于季度销售、营业收入以及现金流等硬信息能够轻易地传达给市场上的投资者。但是管理层所获得的更加及时的信息，比如当前的销售数据和库存量以及市场传言等，却不能传达给投资者，因为这些信息可能不准确、不具体。此外，诸如管理层性格、能力以及意志力等软信息只有通过投资分析师的评估才能传达给市场，而他们自身的观点也会妨碍其他人做出正确的判断。比如，在投资者大会上，尤其是在公司的首席执行官敏锐地选择回答哪些问题，拒绝回答哪些问题时，投资者们如何才能判断

他是对公司内部的一切都了如指掌，还是仅仅在利用别人捉刀的 PPT 做个陈述呢？

相反，在欧洲大陆和日本的体系里，公司与投资方之间长期保持友好的关系，他们之间的互动沟通也都是基于良好关系的。投资方往往是银行和保险公司之类的机构。公司往往能和一位相交多年的银行家分享大量的软信息和内部消息。这种关系有助于帮助银行在决定是否放贷时作出正确的判断，有助于影响管理层的行为，而且这种关系鼓励她在公司面临困境时出手相救，因为她甚至当该公司时来运转时不会轻易抛弃自己。

美国冷漠的制度体系迫使公司高层必须拿出硬性的、可衡量的和能传达的结果，因为这是市场评估他们的依据。这个体系中充斥着这种压力，不公布数据的经理会受到警告。在经济下挫时期，压力尤其大，因为营业收入成为了判断公司是否盈利的关键指标，也是决定是否对其提供资助的依据。而公司这时候也不愿意供养过多的人，往往会裁减冗员，等到经济复苏时再把他们找回来，或另招新人。相似地，在经济衰退期，市场会无情地将业绩不佳的公司排除在可贷范围之外，以确保这些公司进行结构调整或者破产清算，市场强迫巴德里的雇主关闭在美国的业务就是这个道理。

依靠关系的制度给予了公司高层更大的回旋余地。因为放贷者熟悉他们，评判的眼光不会局限于经济下挫时期的数据，能容忍盈利能力暂时的下降。裁减冗员的压力相对较小，特别是员工被认为比较重要，长远来讲难以取代时。反过来，员工们会更加忠诚，以更大的动力去发展自己的技能，是自己对公司的价值更大，即使这些技能在市场的其他地方轻易是用不到。最后，政府往往愿意竭力保留现有的工作岗位。

最近发生的事情很好地说明了这种差异。2009年初，由于金融恐慌以及由此引发的贷款困难，全世界的汽车需求量锐减，美国和欧洲的政治家们都批准了数十亿美元的资金援助汽车制造商，因为他们觉得汽车产业创造的是百万就业岗位实在太重要了，汽车行业必须不能崩溃。在美国，通用汽车和克莱斯勒获得政府资金的条件是必须采取大动作来调整公司结构，关闭效益不好难以自立的公司，并出售无利可图的品牌。第一次调整方案被政府官员斥为太怯懦而拒绝，之后，这些公司确实采取了大动作，公司虽然免于倒闭命运，却大为缩小。相比之下，在法国，标致汽车和雷诺汽车获得大批政府资金的条件却是在政府贷款期限之内，不得关闭工厂，不得裁员。

这是否意味着英美冷漠的经济体制一无是处呢？未必。在英美这种体制下，资源能够更为迅速地被重新分配，得到更加高效的使用：汽车产业的规模确实也需要大幅缩小了。除了效率提高，不近人情的意愿有助于创新。过去的经验和关系对于推动人们彻底创新的作用不大，因为实际上人们的本能倾向是重复劳动和服务好当前的客户与需要，过去的关系在这一点上是很不利的。冷漠的方式却有很大的优点。一方面，因为新企业可以找到新的资助方，之后会有更多这样的联系，新思想可以得到资助而被实践。此外，因为不好的思想无法继续吸收资源，这个体系可以进行更有风险的实验。不近人情的风险资本家一旦发现某种思想的盈利前景不好，便会立即将其放弃。这对于资本家的成功的作用犹如在未经雕琢的石块儿中发现钻石的能力一样。冷漠的体系种下一千棵树苗，再拔掉数百棵长势不好的，最后留下仅有的几棵使其茁壮成长。新的机会出现了，而旧的落后的业务被无情地淘汰掉了。这个体制的优点就是绝不努力偏袒任何当前享有特权的公司和工人。

在注重关系的体制下最容易出现的是渐进式变革，因为公司可有足够的自由时间来适当地改革旧体制、旧方法，而银行等贷方对于现有的公司也很了解，愿



意资助一些适当的创新。但因为很少有新创立的公司能够进入体制内，而且这种体制不会及时发布可信的硬信息，新的投资者也会感觉很不舒服，这种情况下进行大幅度创新的难度就更大。因为这样的体制不要求无情地淘汰无法盈利的思想，其进行彻底实验的意愿也是有限的。巴德里的雇主之所以关闭在美国的工厂而保留在德国的工厂就是因为两个厂所处的体制环境不同。

德国工厂关闭之前的阵痛更长只能说明竭力维持一个无法盈利的业务只会造成更大程度的资源浪费。

美国研发水平往往更具有创新性，这一点通过以下数据就可以体现出来：2008 年，美国和欧盟的国内生产总值的规模大体相同，他们所发表的科学和工程学方面的期刊文章比例也大体相似。（美国为 28.1%，欧盟为 33.1%）。但引用率最高的文章（也是最有创新性的文章）中美国占 51.6%，而欧洲占 29.6%。

美国经济体制的挤出效应和失业救济金的本质可以很清楚地实现完美结合。美国注重在经济困难时迅速进行企业结构调整，关闭垂死的企业并资助新企业。经济衰退既有毁灭性也有创造性。不仅毁灭了很多原来的工作岗位，还创造了种种新的就业机遇。救济金持续时间短，激励着失业者积极去寻找适合自己的工作。公司之间的人员流动性很强，因为被解聘的雇员数量很大，所以失业也没什么不光彩的。实现再就业也比较容易，因为经常会出现人员被解雇的事情，同一个工作岗位不会长久地为现任者所占据。巴德里当初被解雇后很快找到了新的工作，最终去了中东一家新成立的企业，其薪水没有失业前薪水多，但其工作内容更有创造性，负责研究新型材料，他获得了很多的新技能。

在注重关系的体制下，失业救济金不仅数量大，而且持续时间长。这种体制的救济金与工作的长期性和保障性之间不是很协调，因为工作越稳定，越不需要这么久的失业救济金。但是之所以行得通，就是因为工种更加细化，人员流动性

大为降低。注重关系的体制下分为内部人和外部人。内部人，即受雇于企业和政府的人，生活富裕有保障。而少数不幸的外部人很难成为内部人，失业之后成为外部人的少数人注定会遇到很大的艰难，因为他们所从事的工种太细化，以至于很难找到合适的工作，还因为外人不容易在短期内进入这种体制内。在这种体制下，失业救济金几乎不能促使失业者加快找工作的进度。但是这种体制下长期而大量的失业救济金使得失业者能够容忍长期失业，进而安抚失业者的愤怒情绪。

因此可以说，每一种经济体制都形成了与其内在的经济结构相适应的失业救济金。这不是说每件事情都是很完美的。巴德里的工作很显然是非常专业化的，但是他一夜之间就成了失业人员，谁也不会摆脱这样的命运。此外，很难说经济结构和失业救济金哪个更重要。实际上，二者的背后可能还会有第三种因素的驱动，即意识形态或政治。

## 救济金的政治学

美国人的“小气”不仅体现在失业救济金上，还体现在其他社会福利上。在写作本书之际，尽管美国在医疗保险上的支出在国内生产总值中所占的比重远高于其他发达国家，但仍然没有实现全民覆盖。其他福利项目上的支出也不多。比如，1998年，美国养老金和残障抚恤金在国内生产总值中所占的比重为7%，而德国和法国的比重分别为12.8%和13.7%。65岁以上人员的退休近只是原来税前工资的19.3%，而德国和法国的退休金为37.2%和58.6%。美国的福利水平之所以低，并不是因为美国人储蓄多得足以补偿失去的收入而不需要社会福利，而。根据麦肯锡全球研究所表示，1945年—1954年生育高峰期间出生的人群中，有三分之二的人退休时储蓄不足，无法过上舒适的日子。

美国社会福利水平较低的背后可能还有一些特殊历史因素的驱动。其中包括自由主义的政治传统，缺少强大的全国性工人组织，部分人群中的贫困集中（与种族有关），国内大规模的人员流动以及经济决策权的分化妨碍统一立法。

一些历史学家指出，美国的文化和政治精神中有些自由主义的根基。按照洛克的解释，自由主义即是崇尚个人自由，反对政府干预正常生活。美国历史上没有受到暴君和封建主义的统治，美国国内不存在强大的贵族集团。因此，美国人没有形成强烈的阶级意识，也没有必要利用政府来征服那些压迫人民的精英集团。调查中美国人依然在述说着这样的信仰：美国的机会几乎是无限的，每个人只要努力奋斗都可以变得富有，贫穷的人是因为没有做出足够的努力和奋斗。这样的信仰和美国福利水平有限很吻合。尽管对于无法流动的、贫困的下层人民以及越来越多的中等阶级的人来说，美国的机遇和流动性是一个无法企及的神话，但是他们的现实遭遇并没有改变美国的国家精神。

另外一套相似的论据将美国福利水平的现状归结为缺乏强有力的工人组织。美国的白种男性不必反对国内的精英来获取选举权，结果，美国从来没有必要形成全国性的工人运动。这与英国形成鲜明的对比。在英国，工人组织在 19 世纪争取选举权的斗争中就形成了。选举权是一个涉及面很广的问题，团结起来的工人因此而克服了工作环境和目标的差异拧成了一股绳。如果没有争取选举权的斗争，工会就会处于支离破碎的状态。

确实，在 19 世纪的后半叶，当世界其他地区的工会蔚然成风时，美国却有着尚未得到开放的广大边疆地带。这一事实意味着工人如果觉得当地的环境很压迫人，他们大可以放弃工作，迁移到尚未开发的地区。这种流动性反过来又限制了工作环境对工人的压迫程度。因此，在这样一个环境差异巨大，工人可以自

主决定是否辞职的国家中组织一个全国性的工人组织，其难度是何其大啊！

关于为什么美国没有形成全国性的工人组织，还有一个相关的论点，即在美国（南部除外），缺乏备受压迫的农民阶级，而只有农民阶级才能与工人阶级结为同盟，而且美国也没有经历过每次世界大战之后的极度剥削和权威崩溃，而欧洲各国却经历过。实际上，西欧国家在一战之前只有 20% 的劳动者享受某种形式的保险，只有 22% 的人有健康保险，至于失业救济金根本没听说过。在一战的战壕里作战时，很多工人的政治觉悟都形成了，他们在战争结束后纷纷组织起来以要求在经济困境中得到某些保障。在战后的混乱中逐渐壮大的社会主义党派表达了工人的利益诉求，欧洲很多国家也确实颁布了一些法律来保护工人的利益，而美国的社会主义党派一直没有获取足够的选举权。

我们也不应该小看了人口多样性的重要性。美国人常说“若非看在上帝份儿上，我非走不可”这句豪言壮语，这为社会保障提供了强有力的逻辑依据。如果人们觉得自己所交的税是用来帮助与自己境遇类似的人，而不是帮助自己并不认同的人群，那么他们还是很愿意交税的。他们在选择受益人的问题上更有控制力，这正说明了为什么美国人会在做慈善问题上慷慨解囊。如果政客们企图阻止救济金立法工作，就会立即提出这样一个老生常谈的论调，即纳税人辛辛苦苦挣的钱可能最后被用来资助那些没有责任感、不值得救助的懒人。如果这些人的行为和长相与这些政客的选民不一样时，这种蛊惑人心的论调尤其嚣张。

在 20 世纪的很多时候，这些论调都指向了非洲裔美国人，但随着时间的推移，美国人开始了解了这种言论背后潜藏的阴谋。近来，非法移民成为了这种论调新的攻击对象，越来越多的人开始担心美国人纳的税可能被用来救助这些非法移民。其实，在最近一轮医保改革中，美国人围绕是否允许非法移民享受社会福利（以美国纳税人的钱为基础）展开了激烈的争论。在这场争论中，很少有议员

问道这样一个问题，即如果美国社会里有一群身患疾病而得不到任何保障的人，美国社会是否还能依旧是一个健康和人道的社会。

最后，企业利益和金钱的力量一直是美国社会中非常重要的力量。除非某一项法案影响了所有的企业，迫使这些企业团结起来一致抗议，否则，将这些企业组织起来的难度，绝不亚于在一个幅员辽阔、多样性明显的国家把所有工人组织起来的难度。这些企业有着两方面工人不具有的优点。首先，尽管公司的老板们组织程度低，但他们积累了巨额的财富，比任何工人都有权有势。其次，如果一个州的投资环境不利，他们会转战其他州。有的州，尤其是那些工业化水平较高的州，由于担心会失去引进投资的机遇以及相关的税收，就会尽心竭力地维持低水平的社会福利，以期保障企业在本州的盈利能力。

当然，并非所有的社会福利项目都会降低企业长期的盈利能力。公司老板也并非都像狄更斯笔下描述的那些榨干工人每一滴血的冷血动物，其实，这样刻薄的行为根本实现不了利润最大化。如果工人能够得到足够的失业保险和养老金，他们就有安全感，如果他们得到医疗保险，便会拥有健康的体魄。这样的话，他们的心情就会更加愉快，就会以更加饱满的精神为其雇主效力，在技术要求较高而难以监督工人是否用心用力的那些岗位上，这种怀柔政策的效果更加明显。然而，在 20 世纪早期，相当一大部分的美国雇主资金都不雄厚，无力支付员工福利，他们提供的工作岗位的性质也不需要工人有高兴的心情和饱满的热情。由于担心这些公司丧失竞争力，担心在争夺这些公司的过程中会输给其他州，公司所在的州往往会避免通过立法的形式强迫公司给予员工福利。

然而，美国的社会保障体系虽然很薄弱，的确确实是存在的。尽管上述的种种困难，美国还是在大萧条时期通过了保护工人利益的法律。这些法律的核心部分就是 1935 年的社会保障法案。这项法案不仅规定了老年人的社会福利，还规

定了失业救济金。为什么社会保障法案会在大萧条时期通过呢？答案是非常有趣的，因为这些答案解释了美国社会演变的轨迹。

首先，在大萧条时期，失业的工人长期感到了巨大的痛苦。截止 1930 年中期，失业率迅速攀升到 10% 以上，到 1933 年达到 24.9% 的最高点。整个 20 世纪 30 年代，尽管人们认为可能会出现一次复苏，之后会有另一次下跌，美国的失业率都一直徘徊在 10% 以上。1939 年，在第二次世界大战早期，失业率在 18% 左右。而且，这次失业是全国性的。约翰·斯坦培克经久不衰的小说《愤怒的葡萄》中，乔德一家是一个农场的雇农，当这个农场无法盈利时，他们被迫来到充满希望的加利福尼亚州寻找工作，但却无奈地发现加州也没有什么工作机遇。在失业的影响下，全国的工人的要求开始趋于一致。

其次，弗兰克林·罗斯福获总统得了强有力的政治授权，并开展了全国性的立法工作。这种统一的立法消除了各个州的隐忧，使他们不必担心只有自己立法保护工人权益会将本州的工厂吓到其他州去。

再次，立法也有意外。比如，农业工人的利益就没有得到法律保障，可能是南方民主党人不愿增加黑人劳工薪水，他们的势力很强大，迫使联邦政府不得不表示赞同。另外也有可能是因为一些政客的“黑人可能会享受福利”的言论造成了民众恐慌，从而使立法流于破产。

最后，强大的企业也支持立法，这一点令人感觉有点意外。

最后这个原因很有趣。既然立法会增加企业的成本，他们为什么还赞同呢？如果工人的福利由州政府负责，这对企业，尤其是大企业，有两方面的好处：首

先，如果企业原本就给工人提供了养老保险之类的福利，那么立法之后可能会将这个负担转移给州政府一部分；其次，一毛不拔的小公司不得不承担一些额外的工人福利支出，无论这种成本的提高是否会带来利润的增加。假如一个公司对工人的技术熟练程度没有要求，那么增加工人福利会提高成本而不会带来相应的利润。如此一来，即使是新设立的企业也不再享有支付低工资和低福利的优点，也就弱化了州与州之间对新企业的争夺。罗斯福新政时期颁布的很多新法律都带有反竞争的特点。

我们应该从这些事情中得到什么教训呢？不利的经济大震荡十分有利于汇聚全国的智慧，因为每个人都受到了影响。因此，经济形势的震荡就成为了实现变革的良好机遇。最后，我们往往需要在安全与竞争、创新、灵活性、准入以及效率之间实现平衡。安全就意味着保护特权，而为了安抚民众的焦虑情绪，这种对特权的保护必须不加区别地普及到每一个人。这就意味着，资源将会不可避免地被转移到所有受益人手里，无论其使用的效率高与低。为了保证一个人的利益，就会牺牲另一个人的效率。一项好的法案会谨小慎微地实现效率与公平之间的平衡。

## 自主刺激的弊端

我在前面已经谈了很多了导致美国的社保体系薄弱的因素。但这一事实却很令人费解。毕竟，美国民主制度健全，对国民方方面面的问题都能照顾得到，在经济下挫时期也能颁布法律保障困难人群的利益。不幸的是，这种形格势禁之际的政策往往是为了应对某种特定的局面而急匆匆地制定的，考虑不全面，带有机会议主义的特点。虽然深刻的经济危机给予了我们一个认真反思、实现变革的机会，但是如果我们在每次经济下挫时期都被动地制定相应的新政策来应对时局，那么最终的结果将会是不合适的、不好预测的，立法任务会过于繁重。

约翰·梅纳德·凯恩斯，也许是继卡尔·马克思之后最有影响力的经济学家，提出经济衰退是由需求不足引起的，政府应该增加支出，促进经济复苏，即使出现预算赤字也在所不惜。他的观点在二战之后深入人心，但其失业保险等政策建议早在大萧条时期就得到了有效实践。如果需求下降，政府应自动将购买力转移给民众，比如通过失业救济金之类的形式来进行。此外，由于公司由于利润下降，纳税减少，政府的税收大幅降低。大多数主流经济学家认为，若非经济形势到了危若累卵的地步，政府大可不必煞费苦心地增加支出力挽狂澜，因为经济体制之内存在着自动稳定因素。他们认为，推动经济复苏的主要任务主要不是依靠财政政策，而是要依靠货币政策。

然而，由于美国的社会保障体系相对薄弱，再加上经济复苏期间就业率依旧难以恢复，从政治角度来考察，备受经济衰退折磨的每个人的情况都相当严重。因此，政府就面临着巨大的刺激经济发展的压力。这种刺激方案既有减税、增加支出等财政政策，也有宽松的货币政策。有的刺激措施有助于完善社会保障体系，比如，在当前这轮经济衰退期，很多失业人员的失业救济金和健康保险都大大增加。但一篮子刺激方案总是能做得更多点。因此，关键问题就出现了：如果就业率恢复依然缓慢，一味地进行自主刺激经济而不加强社保体系的做法会有什么问题吗？

答案是肯定的！首先，工人自己会感受到很大的忧虑，因为他们不知道衰退期是否会长期深入地发展下去，是否会促使政府增加支出来刺激经济，而且即便会这样，他们是否会受益。

其次，财政政策与货币政策都有滞后性。今天筑路的投资也许到数月之后才能落实到位。但选民们要求政客们关心眼前的需求。如果政客建议民众保持忍耐，



就会被认为是无能的表现，这对其连任很不利。如果当前的失业率和就业增长率是某项政策的动因，那么这项政策可能会在很长的一段时期内都有刺激作用。如果今天制定预算修建公路，可能个一年之后才动工，而那时经济开始复苏，可能会导致经济过热，迫使政策调整，而调整的代价很大。

第三，也许是最重要的一方面，自主刺激经济的做法会导致权力被滥用。如果政客们在非常时期行使权力，可能会动机不纯，引起很多问题。具体来讲，在经济衰退时期，政客们会提出各种项目，无不是打着刺激经济复苏的大旗来提出的。政府支出的很大一部分都是政客们为了强大的利益集团的回报，或者是为了履行自己选举时期的承诺。他们几乎没必要解释这些项目的短期效益。奥巴马政府在最初的几个月里通过的刺激计划中，超过三分之一的都涉及到一次性退税。众所周知，这对增加支出的作用微乎其微，更大程度上不过是奥巴马履行精选承诺的举动而已。

政府支出还有更加不合理的情况。为了安抚某个参议员，联邦政府批了 65 亿美元用于癌症研究。短期来看，癌症研究不可能创造很多的就业机遇。与其仅仅为了兑现增加拨款的承诺而将大批资金盲目用来资助一个研究项目，还不如循序渐进地增加投资。但由于每位议员在是否要通过一揽子经济刺激方案的问题上都有投票权，所以刺激方案就必然带有这种特点。

最后，即使在我写本书之时，房地产产业已经确保会重新给予首次购房者临时减税，理由是如果取消这一措施将会对房价造成重创。这样的减税无异于对少数人的补贴，其中包括首次购房者、房产中介及建筑公司，对促进经济增长的作用往往非常有限，因为这些措施只是提前将未来的销售实现了而已，总销售额并未变化。如果有什么有点的话，那就是这些措施是临时性的，而且能在经济活动萎缩之际促使人们纷纷购买，从而为经济注入活力。这一措施之所以得以长久维

系，是因为利益为少数人享有（游说强度大的那部分人），而代价由多数人（游说强度不足的那部分人）承担。

机会主义可以说是没有党派之分的。当 2001 年的经济衰退袭来之际，美国财政部采取了积极措施。为了刺激经济，并履行竞选承诺，布什政府在收入所得税、资本收益和红利领域进行了减税。布什政府的这一举措不同于奥巴马政府所拥护的凯恩斯派经济刺激处方（即增加政府支出），反映出布什政府保守的、奉行供应经济学的根本特点。所谓供应经济学指的是通过减税来鼓励企业增加投资和生产。但在世界贸易中心遭到恐怖袭击之后，国家安全方面的支出渐增，这一做法对政府的财政造成了很大的影响。更重要的一点是，由于工业领域的投资大增，布什政府的经济刺激措施无论有什么样的长远效应，短期来看是不可能推动投资和就业的。

从更广的角度看，自主决定的财政刺激手段往往基于意识形态和之前的义务或利益，而不是基于具体形势的需要。很显然，如果创造长期性工作或者规避自我毁灭的经济下挫，很少有人会质疑支出的必要性。一般来讲，这样的措施意味着有限的、有针对性的支出或减税。然而，在实际操作中，联邦政府只是在经济衰退的掩盖下做了之前一直想做的事。奥巴马的幕僚长拉姆·伊曼纽尔在奥巴马政府就职之前曾表示，“永远不要浪费这次严重的危机所带来的机遇”。

在这样的危机时代，容易以立法的形式确定下来的政策往往带有党派特点，不可能是中立的。当现任政府有机会通过其较长期政策时，自然会先通过那些可能在长期而合理的争论中被毙掉的政策。因此，经济危机时期的紧迫性就会导致一些党派特色明显的政策，过去如此，将来也是如此，因为国会中的党派对立日趋严重，这就意味着如果一项法案不是绝对中立的，一旦没有了危机时期的大好机遇，就很难被通过。由于党派性质明显的法案总是容易被未来另一派的政府推

翻，有效保障体系的缺失不仅会导致资源浪费，还会引起政策的动荡和不确定性。

在失业型复苏的情况下，有效保障体系的缺失还有另外三个负面作用。首先，尽管政府可能会出台自主刺激方案，工人们却不知道他们是否会受益，何时能受益。这种不确定性导致工人阶级的担忧，导致政治压力逐渐增大。而社保体系的宗旨之一就是避免政治压力。其次，世界其他各国的人很容易理解为什么美国缺乏强有力的社保体系，以及为什么美国人愿意经济刺激措施延续到就业率彻底回升方休。当外向型战略导致结构性需求下降，而全球经济低迷使其影响持续更久之际（2001 年便是如此），不仅很多国家发现很难有效刺激经济，他们还知道在全球性的政策较量中，最先打退堂鼓的肯定是美国。很多国家的经济与美国经济挂钩，他们只是认为靠着大树好乘凉，因此他们独立采取的措施远远少于美国。美国拉动经济增长的压力，以及自身经济遭到重创的可能性大为增加。最后，也是最重要的一点，自主刺激过程中所采取的长期性的、基于政治动机的货币政策，可能会对美国经济的长期健康发展造成更大的威胁，因为这种政策严重影响金融部门的行为。现在我回到断层线的问题上。

## 第五章 泡沫不断

作为美国联邦储备委员会主席，本·伯南克每次改变观点都会吸引公众的关

注，在这点上，任何一个国家的央行行长都无法与之相提并论。2004年2月，时任美联储理事的本·伯南克在东部经济协会发表的一次演讲中，谈到了“大缓和”。所谓“大缓和”，是指自20世纪80年代中期开始，工业化国家的产出波动和通货膨胀就开始稳步下降。因为经济管理的理想目标是经济强劲、稳步增长，没有大起大落或高通货膨胀，这种“大缓和”的趋势表明一些政策措施确实发挥了作用。

本·伯南克考虑了以下三种可能的解释：第一，可能是我们比较幸运，这段时期内，战争和石油价格上涨之类的事情少了许多；第二，经济管理方式改变了，比如公司建立了新型管理体系，能更加快捷地获取销售信息，并持续地把这些信息转化为生产和库存管理决策。这些改进可以解释各国如何能够避免大幅度的库存挤压和生产锐减。这是前几次经济衰退的典型特点。第三，因为我们对经济的了解不断深化。很多中央银行的官员以前是大学里的经济学家，更了解金融政策是怎样影响经济产出的。

伯南克是一位优秀的经济学家，作风非常严谨。他表示上述三种解释都有道理。但是，他强调说现在的货币政策比以前好多了。20世纪60年代和70年代的决策者们制定的政策是基础性的，而且他们对经济关系的认识有时会出错，而今天的央行专家们更了解经济运行的规律。伯南克比普通的决策者更谨慎小心，但是他的演讲的总体语气依然充满了炫耀的口吻：我们非常了解现代经济管理的各种手段，这是为什么我们的经济只遭遇了轻微的衰退。其中的言外之意是（也许是无意的），随着我们的不断进步，我们可以彻底消除经济危机。

2008年9月，时任美联储主席的伯南克已经意识到了到货币政策的局限性，呼吁国会帮助。他指出：“尽管美联储、财政部和其他部门做出了努力，可是全球金融市场仍然处在极大的压力之下。这迫切需要国会采取行动来稳定形势，避免我们的金融市场和经济经历严重的后果。”简单地概括起来就是说，货币政策没有起作用，只有国会对金融体系进行紧急救助才能稳定经济、避免萧条。那么，美联储到底哪里出问题了呢？

事后认识到，美联储似乎犯了两个错误。第一，2001 年的经济衰退之后的失业型复苏迫使美联储长期维持非常低的利率。这就在美国及世界其他国家和地区产生了经济过热现象，然而这时理论和政策要求美联储按兵不动。第二，美联储积极鼓励金融市场相信它的不对称政策：既不依赖潜在的、不可持续的资产价格上涨，又要做好泡沫破裂时收拾残局的准备。这两个含蓄的许诺带来了相当大的危害，因为他们在刺激就业增长的同时，也提高了人们承担金融风险的勇气。

很不幸，因为美联储的方案与自身的使命相一致，并有学术界的主流思想作支撑，所以他们并没有被迫反思其政策究竟是否合理。再者，当时失业率长期居高不下，出于政治压力，必须继续实施这些政策，这就使政策转变难上加难。

## 美联储的目标

美联储得到国会授权来促进美国经济的健康运行。这表示它要最大限度地保持充分就业和价格稳定。自 1913 年（即 1907 年金融危机之后）成立以来，就被赋予了确保金融系统稳定的使命。

以前，经济学家认为维持经济健康运行的两大要素——保持充分就业（即高增长）和价格稳定（即低通货膨胀）的目标，长远来看是不可兼得的，因为高增长必定需要高通货膨胀。威廉姆·菲利普斯研究了 1861 年到 1957 年的英国经济之后发现了这一关系，这个平衡被称为菲利普斯曲线。这个平衡中似乎隐含着这样一个观念：你时刻都能欺骗所有人，因为通货膨胀使人们认为他们从所售卖的商品中会得到更多的报酬，使得他们更加努力地工作，于增加产出，但他们没有意识到其他所有产品同时都变贵了。

在 20 世纪 60 年代晚期 20 世纪 70 年代早期，就在实际的经济数据显示菲利普斯曲线关于通货膨胀与失业二者之间关系的论断错误之际，“合理预期学说”开始主导货币经济学理论。它解释了为什么菲利普斯曲线在理论上站不住脚。最主要的论据是人们了解决策者的目标和他们制定的政策，所以他们不会甘心被愚

弄而跟政府合作。如果中央银行采取的政策会导致通货膨胀膨胀，生产者会理性地预料到所有产品的价格都将上涨，并且当他们看到自己产品的价格上涨时也不会更加努力地提高产出，因为他们清楚，就购买力而言，自己多挣的钱其实是贬值的。一个经济长期的就业水平并不取决于通货膨胀膨胀，而是取决于商业环境、创新动力以及公司在雇佣或解雇工人上的自由度等因素。

从长远看，这个观点消除了低通货膨胀和充分就业这两大经济目标之间的矛盾。依据“合理预期”这一新的主流理论，保持低通胀，就消除了难以掌控的高通胀带来的不确定性和认识扭曲，央行专家此时最有可能实现充分就业。但是，有一种观点认为，经济增长和通货膨胀之间还有一个短期的平衡。这种观点认为每个经济体都有一个潜在的增长率，即内在最高安全增速。经济走得稍快一步，工资和通货膨胀就开始加速增长，因为需求超出了生产能力；放慢经济增速，工资和通货膨胀就开始下降。当达到潜在增长率时，经济正好能有效维持充分就业率，即所有的失业者都忙于寻找合适的工作或不能被雇佣，任何加快经济增长的努力只会增加竞争和雇佣工人的工资，这样通货膨胀就产生了。所以理想的央行政策就是让经济永久地保持在它的潜在增长率上。

不幸的是，虽然他们具有合理的猜测，但还是没人真正知道潜在增长率是多少。这个增长率随着经济结构的变化而变化。例如，如果经济的主导产业变化，增长率就会随之改变。对央行来说，最好的标志就是通货膨胀膨胀。通货膨胀膨胀率的上升表明经济发展速度正在超出速度限制；如果通货膨胀率下降，将会刺激经济增长。当然，因为货币政策具有滞后的特点——现在提高利率，几个月以后才能在经济中看到效果。如果央行一直等着通货膨胀结束再撤回刺激措施，那他们会等上很久。所以，央行会预测其政策的效应（通常是两到三年之后的效应），并会采取措施遏制未来的通货膨胀水平，这样就能使增速接近潜在最佳增速。

在经济危机之前，央行和学术界一致把控制通货膨胀作为他们的主要目标。当然，他们还必须顾及金融稳定的目标。依据历史经验，央行只有一个工具可以实施货币政策——短期利率，用这个手段他们只能实现这一个目标。人们对金融

稳定的忧虑使货币政策的制定过程变得更加复杂，也更加轻率。结果，只有通过改变资金需求量之类的稳健措施来实现金融稳定，而执行的权力则下放给了央行下属的监管机构。

## 利率及其作用

美联储在很大程度上依靠短期利率（联邦基金利率）引导货币政策。它通过干预银行同业间准备金市场来制定这个利率。美联储希望可以通过这个短期利率影响长期利率。一个被大多数人认同的经济观点是，市场上的投资者根据各种可能长期持续的短期利率来判断长期利率（比如十年期的财政部债券利率）。所以如果人们预计短期利率在未来十年内仍然能继续走低，长期利率就会很低。相反，如果预计利率只在未来两个月较低，但将会上涨到新的水平，那么长期利率就会很高。这一推理被称为*预期假说*。通过调低短期利率，尤其是市场认为短期利率将长期走低时，美联储可以影响人们对未来短期利率的预期，从而影响长期利率。

长期利率在经济中极其重要。较低的长期利率会增加股票、债券、房产等长期资产的价值。因为股息、利息支付、房产提供的服务的折现率较低。这样就能增加家庭财富，刺激家庭消费。长期的低利率也弱化了储蓄对家庭的吸引力，使其更倾向于消费，这又增加了市场需求。最终，长期利率决定了实际投资的盈利能力，刺激了公司的投资动力，同时强化了公司的贷款能力。

短期利率也对经济活动有直接的作用。很多贷款利率与短期利率联系在一起：例如，如果美联储降低利率，可调利率抵押贷款的利息支付就会下降，就会给予家庭更多的资金用于消费。通过低利率政策，美联储也向市场发出了信号，即它打算在可预见的未来保持宽松的流通状态。这时，银行和金融集团就愿意提供固定期限的贷款，因为他们有信心再从市场中筹措到资金。

我所指出的是货币政策运行的传统观点。现在让我们了解一下美联储是怎样应对 2001 年的网络泡沫破裂和经济衰退的，并看看传统观点在那些方面有纰漏。

## 网络泡沫破裂的应对措施

在 2000-2001 年纳斯达克指数暴跌之后，经济衰退接踵而至，美联储试图通过不断降低短期利率消除投资锐减的影响。利率从 2001 年 1 月的 6.5% 降到了 2003 年 6 月的 1%。利率之低达到了 1971 年的浮动汇率时代之后的空前水平，这给市场发出了强烈的信号。购买房产又热起来，因为更多人们发现他们有能力承担较低的抵押贷款。房产需求增加刺激了房地产业，而工程建设也享受了低利率，以便开发商能够顺利贷款。

在生产力提高基础之上的产出实现了强劲的增长，但是公众和政府官员最想要的是就业率。经济增长本身并不会自动把食物摆在桌面上，不会承担家庭消费开支，不能减轻失业者看着他们的福利消耗殆尽的焦虑，也不能减轻人们对失业的恐慌。不幸的是，就像我们看到的那样，就业率并没有增长。工业企业和服务类公司继续裁减员工，建筑业产生的新的工作也没有抵消其他领域的失业。2003 年 6 月，失业率便达到高峰，而此时产出早已实现恢复、经济衰退也早已结束。

面对低通胀和高失业的状况，为了维护经济健康运行，美联储应当保持低利率。事实上，失业率偏高和经济衰退让包括本·伯南克在内的美联储官员非常担心可能会产生通货紧缩，即使 2003 年中期也不例外，那时，季度 GDP 增长率为 3% 左右。联邦储备好像受到日本的影响。由于房地产泡沫破裂，日本经济在 20 世纪 90 年代经历了长期的通货紧缩和低增长。但这个担忧是错误的：不像日本，美国在 2001 年并没有经历债务危机，只是估价过高的技术股票崩溃了。债务危机可能导致银行倒闭现象增加，失业和通货紧缩。从历史经验来看，股票崩盘的影响要小得多。尽管有低价进口商品的下行压力（当然，我们无从得知如果没有美联储的宽松政策，情况还是不是这样），美国的消费者价格指数在这一时期从未低于 1%。更重要的是，通货膨胀未来预期一直在 1% 以上，接近 2%，这是美联储的非正式目标。事实上，当时反通货膨胀的压力已经上升，不是因为市场需求过低，而是因为外国竞争者强迫美国制造商提高生产率并限制工资增长，。



2003 年中期，除了通货膨胀和失业之外，所有的经济指标都实现强劲好转。美国的市场需求强大：美国的贸易赤字（用来衡量外国商品满足美国市场需求的指标）迅速扩大。实际上，美国就业率，尤其是制造业的就业率，增长非常缓慢的原因可能是美元走弱，而中国和日本等国拒绝升值本国货币，使他们出口的商品在美国市场继续保持竞争力。美联储实际上刺激的是本已快速发展的世界经济，为他国，而不是为美国，创造就业机遇。世界大宗商品价格开始平稳上涨，这表明世界经济衰退状况正在逐步扭转。如果美联储这个事实上的世界央行一直将注意力放在世界经济的持续增长上，它就应该提高利率，采取紧缩的货币政策。但其使命范围仅仅局限于美国自身。

斯坦福大学的约翰·泰勒指出，即使根据人们所熟知的泰勒规则来衡量，美联储早在 2002 年初之前就应该开始提高利率了。（泰勒规则是指泰勒于 1993 年根据美联储利率政策的实际经验而确定的一种利率调整规则，该规则将短期利率视为产出缺口与通胀缺口共同作用的结果。）但美联储降低利率的政策一直延续到了 2003 年 6 月。2010 年伯南克在美国东部经济协会的年会上发表讲话时，为美联储的政策做辩护，指出如果通胀能够被恰当测量，就会发现美联储在这一时期的政策并未偏离泰勒规则。其实，美国的产出增长并未带来失业率的提升。根据泰勒规则，美联储的焦点不是产出，而是就业。

当美联储最终在 2004 年 6 月开始提高利率时，却担心会中断刚刚出现的就业率上升的势头。因此，在调高利率的同时，还煞费苦心地宣布，利率将会继续走低一段时间，最后才会“缓步”上升，意思就是美联储的每次例会上提高 25 个基点。这一策略显然有助于使长期利率保持在较低的状态，但这样做的原因并不是由于人们对未来短期利率的预期下降了。这点根据预期假设理论上可以看出来。而真实的原因是，美联储提高短期利率导致政府长期债券的风险溢价下降，最后还导致长期利率下降和债券价格上扬。事实上，即使美联储提高利率的进度

缓慢，偏低的风险溢价也能够确保房产等各种风险资产或者长期资产的增值。美联储的政策似乎发挥了作用，因为其政策提高了人们对风险的忍耐度。

但是，贷款质量的日趋下降的确引起了美联储的担忧，使其发出了加强监管的呼声。但由于其过于依赖利率促进增长，监管措施并没有实效。最终，可能是美联储的行动结束了这一乱象。较高的短期利率提高了可调整利率抵押贷款的还款额度，并通过利率重置提高了抵押贷款的前瞻性支付额度。随着住房需求量下跌，以及房地美和房利美减少了对按揭证券的购进，房价不再上涨了。结果，最初较低的诱惑利率结束之后，那些从银行大举贷款的买房者发现资金严重不足，开始拖欠还贷了。大量的房子被银行没收，而在大量的人丧失抵押品赎回权时，房价开始下跌了，繁荣的表象戛然而止。我们此时都知道，美联储干预得太晚了。泡沫已经大为膨胀，接踵而至的便是令人痛苦的破产倒闭浪潮。

## 美联储犯错了吗？

等到一切都已确定下来，我们很容易就发现，美联储即使是在制定传统政策的制定上都犯了错。比如，它可能高估了通货紧缩的风险。不过，从某些方面来讲，美联储很可能利用发生概率很低的通货紧缩问题来转移公众注意力，用来解释为什么一直压低利率。真正的问题在于失业，这使得提高利率的政治压力很大而最终无法实现。过去，当经济增长与就业复苏并存时，这不是问题。然而，在失业型复苏的背景下，增长和就业就分离了。美联储必须长期保持低利率，只有如此才能实现就业机遇增加。

对于那些认为美联储十分独立的人来讲，很难相信美联储也会承受很大的政治压力。然而，这如美联储官员私下里所承认的那样，国会时刻都会给美联储施

加压力。国会中有权力的政客们在与美联储官员私下里谈话时，会有意无意地威胁美联储官员要仔细审查其政策。如果美联储不顺从他们的意愿，他们就会企图削弱美联储的独立性。尽管一般来讲他们不干预货币政策的制定，但是不难理解，一旦失业率上升，他们也是很有压力的。具有讽刺意味的是，美联储对于独立的渴望却成了国会迫使其顺从的途径。

然而，此时，美联储几乎不需要任何的理由就能保持低利率。主流的思想建议美联储的决策者们只有在通胀失控的情况下才应该担忧。但其实不是：商品和服务的价格上涨是静态的，美联储实际上担心的是通货紧缩。因此，美联储大可以毫无顾虑地将注意力放在其第二项使命上，即实现充分就业上。然而，即使美联储竭力说服公司利用超低利率进行投资时，金融资产和房产的价格却在飙升。但主流思想的建议却是可以忽略资产价格。

## 上涨的资产价格

迅速飙升的资产价格本应该敲响警钟。导致这些资产价格飙升的原因不是一些传统因素，比如风险抵抗能力提升、外国热钱涌入以及信贷扩张等。

短期利率偏低促使投资者愿意承担更大的风险，其原因有很多。有些机构，比如保险公司和养老基金，都已经压缩其长期债务。凭借着安全资产享有的低利率，他们偿付这些债务的希望十分渺茫。与其为了提高保险系数而不足，他们更愿意进军风险更大但利息率更高的较长期债券业务，比如抵押债券业务。另外，随着长期利率下调，以及股票、债券和房产价格上扬，家庭感觉更富有，更有承担风险的能力。有些冒险的选择也许不是理性的。正如我的同事理查德·泰勒所指出的那样，当赌徒赢钱了。他们会冒更大的风险，因为他们将其所赢得的钱视

为他人的钱，因此一旦失去也不觉得很可惜。无论原因是什么，由于投资者更愿意承担风险，各种资产的风险溢价也就下跌了。

随着美国大量的热钱奔出过门寻求投资收益，尤其是流入高收益债券、股票和发展中国家政府债券方面。不过由于这些国家中有很多担心在对美国出口的竞争中处于不利地位，他们的央行便采取干预措施，从国内的私人实体那里大批买进美元，压低本国货币汇率，然后将这些美元冲洗投资，用来收购美国的政府债券和机构债券。因此，尽管美联储一直想把美元推出国外，最后却都流回了美国。在很多工业国，很多私人实体都有循环使用美元的业务。德国银行和日本保险公司利用其客户的美元存款来购买看起来很安全的美国抵押债券。奔出美国国门寻求高风险资产投资的资金于是又重新回到了美国，寻求看似安全但收益更高的债务类债券。在某种程度上，美联储的政策将美国变成了一个巨大的避险基金，在全球投资风险资产，但资金来源却是在自己世界范围内放出的债务。

信贷也在扩张。不断上涨的资产价格本身就给予了家庭和企业用以贷款的抵押品，美联储主席伯南克在普林斯顿大学任教时曾指出过这一点。确实，很多低收入贷款者的融资都是建立在房价不断上涨的基础之上，一旦最初的诱惑利率终结，他们也能够依靠出售资产实现再融资。因此，房价上涨，而不是收入增加，更能够保持贷款者的持续偿付能力。

另外，美联储承诺在可预见的未来流动性充足，就意味着银行家们愿意给予企业长期的、非流动的，因而也是风险性的贷款。但由于企业不愿进行投资，银行只有寻找有贷款需要的交易项目。其中的一个选择就是私人股本收购企业，因为私人股本只有借助银行借贷才能完成收购。银行会将其发放的贷款整合为贷款抵押债券，然后出售债务性证券来获得更多资金来发放更多的贷款。结果是，杠

杆收购规模变得越来越大，来满足投资者无法满足的债务索偿要求。由于各银行竞相放贷，贷款标准迅速降低，这就构成了典型的低门槛贷款。这种贷款使银行失去了用来在债务人状况恶化时用来索偿的各种条件，以及实物付息债券，即债务人无力偿付时用来支付债权人更多的债券。正如我之前所说，最近的金融危机并不是由给穷人放贷引起的。

## 资产价格脱离基础

如果市场状况良好，而且资产价格并未脱离基础，那么资产价格上涨也不足以成为一个问题。在房地产市场中，价格应该是利率水平、当地人口、家庭收入水平和当地调控措施综合作用的结果。

不幸的是，资产价格的上涨会自动强化。例如，房价上涨，现有的业主就能有更多的能力向银行抵押贷款再用这些贷款去购买更好的房子。在这种操作下，新购得的房子价格也跟着上涨。房价不断上涨的历史就会导致幼稚的新的置业者们预料房价会继续上涨。的确，在一段时期内，这种语气是符合逻辑的，因为总是有很多资金充裕的、现成的业主跟上来接盘。

在多数市场中，精明的投资者们在价格过于偏离基础价格时，便会采取克制立场。在楼市中，投资者很少有机会作空头交易，即依靠出售并非自己所有的房子来牟利。这意味着乐观的接盘者发挥着极为重要的作用。因此，房价以及资产价格能过度增长，而一旦价格回归现实，结果是很残酷的。

央行专家们认为，他们不应该将估测合适资产价格过高作为自己的责任。毕竟，他们比市场经济的参与者们知道得多吗？很多市场都能够自发运行得非常良好，而引进各种刺激或抑制措施制造出的问题比解决的问题还要多。但是历史经

验警告我们，像楼市这样的依靠银行贷款来驱动的市场的情形却是不同的：不仅非常脆弱（较少的楼市交易决定了全国的楼市价格），而且不允许投资者作空头交易。这些市场的价格可能会严重脱离基础。房价泡沫破裂，引起的不利形势具有很强的破坏性，因为随着价格下跌，借贷终结了，人们无力还贷。之后便是抵押房产赎回权大量被取消，导致价格进一步下跌。

资产价格不可持续增长的关键预警信号就是信贷同时也在扩张。在 1929 年股市崩盘之前，这一预警信号就是，尽管股价增长，股票保证金贷款依然增加。在最近的经济衰退之前，房价持续高涨、房地产市场贷款、私募股本贷款增加和交易价格上涨本应该给各央行敲响警钟。历史上，信贷增加的确是银行家确定利率的一个重要因素。但近年来，学术机构说服了很多，使他们相信这种做法是过时的。令他们引以为荣的是，欧洲央行和一些发展中国家的央行，比如印度储备银行，在制定货币政策时，都持续关注信贷增长。

信贷快速增长在过去被认为具有重要的含义，部分原因是因为它被认为预示了通货膨胀，部分原因是因为反映了信贷质量可能下降。学界专家们表示，信贷整张和通货膨胀之间的联系十分微弱（这一点上他们是正确的）。并认为信贷问题已一去不复返，因为现代银行的管理和监管都已经得到大幅改善（这一点上他们显然是错误的）。

第二个论据央行专家们所提供的就是在投资狂热中，当透支着预料到价格会以超过百分之十的高速增长时，小幅提高利率的作用是微乎其微的。这一观点有两个问题，其一，问题得关键是预期。如果央行让投资者们相信，央行会拿出遏制商品价格上涨的姿态来遏制资产价格上涨，那么他们的价格高涨的预期就会大大泄气，尤其是在泡沫形成的早期。换句话说，央行利率的微调能大大地影响人们对于价格增长的预期。资产价格以超过百分之十的高速增长的事实并不意味着

着银行利率也要做出如此大幅度的调整。其二，泡沫形成的基础是所谓的“博傻理论”，意思就是即使一种资产的成交价格已经被大幅推高，仍然会有人出更高的价格来接盘。此时，如果央行表示将要减少流动性并限制融资和交易，就能够告诉投资者有能力接盘的傻人就会更少。如此，泡沫便很难继续膨胀。

而事实上，美联储非但没有阻止泡沫的膨胀，反而通过银行的承诺来助长泡沫膨胀，这一项举措也许比美联储其他任何措施的危害性都大。这种承诺就是所谓的“格林斯潘对策”，意思就是美联储不可能准确判定资产价格会在何时高涨到泡沫的地步，因此美联储将忽视资产价格，只要做好一旦泡沫破裂出来收拾残局的准备就行了。为了理解他为何做出这个承诺，我们需要回到 1996 年。

## 格林斯潘对策

阿兰·格林斯潘是一位目光敏锐、经验丰富却有点拘泥于意识形态的经济学家。1996 年末，作为美联储主席的他开始担忧股市的高涨。他曾在美国企业研究所发表了一篇著名而大胆的演讲，在演讲中，他质疑央行是否有必要担忧房地产、股票等盈利资产价格的迅速上涨。这位央行行长以字斟句酌的模糊性言辞，几乎明确地指出股票价格被高估了。他的讲话如下：

但是我们如何才能得知非理性繁荣已经极大地推高了资产价值，并演变成日本在过去十年所经历的那种非预期的、长期性的衰退呢？……只要金融资产泡沫的破裂不危及实体经济、实体经济生产、就业及价格稳定，我们这些央行专家就不必担忧。……但是，对于资产市场和实体经济之间相互作用的复杂性，我们也不应该低估，或者盲目乐观。因此，我们在制定货币政策的时候，必须从总体上评估资产负债表，并有针对性地评估资产价格的变动情况

在其自传中，格林斯潘承认他并不知道市场是否能了解他的意思。实际情况是市场确实没领悟他的意思，并把他忽略了，因为实际情况证明，股票市场次日开盘之际就惊现大幅下挫，但不出一天就恢复了元气。而且忽略格林斯潘是正确的。因为即使格林斯潘在其演讲中暗示了采取这样的举措，美联储并没有因为他的忧虑而加息，。格林斯潘从来没有解释过他为什么没有采取行动，很可能是因为当市场参与者们看透了格林斯潘打算让市场着陆的真实意图之后产生了强烈的反应，结果束缚住了格林斯潘的手脚。

互联网热潮中，当股价继续飙升之际，美联储采取了观望的态度，没有盈利、甚至连销售收入都没有的公司，纷纷开始根据各自网站所吸引的眼球，以天文数字的高价出售股票。在俄罗斯在 1998 年发生债务危机并严重违约以及长期资本管理公司的避险基金崩溃之后，美联储甚至采取了减息措施，直到 1999 年才开始小幅加息。

股市终于还是在 2000 年崩盘了，不过美联储在早期采取的重大措施保证了即使就业恢复比较缓慢，这次崩盘的负面作用也是轻微的。阿兰·格林斯潘曾于 2002 年在怀俄明州杰克逊霍尔讲话时提出自己的主张，他认为，尽管美联储不能及时发现或者阻止资产价格高涨，却能够“在它发生时缓和其影响，而且有望促进向下一个扩张阶段的过渡”。格林斯潘早在 1996 年就有一种敏锐的直觉，即美联储在资产价格过高时不应该采取干预措施，但是一旦出现破产现象，却能及时发现并收拾残局。这篇演讲似乎在事情过去之后说明了为什么格林斯潘有这种直觉却没有采取行动的原因。

格林斯潘的不对称逻辑并不仅很奇怪，因为底层怎么会比顶层更容易认识呢？而且很有危险性。它告诉华尔街和美国的银行，美联储将不会依靠提高利率来遏制资产价格，而且一旦形势恶化，美联储将会介入并推高价格，这就助长了



资产价格高涨的气焰。这种为资产价格准备好保障的承诺被戏称为“格林斯潘对策”。他告诉投机商和银行家们，如果他们赌博，美联储不会限制他们的收益，但是如果他们赌输了，美联储将会限制后果。他们只需确保他们的赌注下在同一个事物之上就可以了，因为如果他们是各自下赌，那么将难以构成系统性的威胁。

同样重要的是，美联储愿意在经济严重下挫的时候向市场提供充足的流动性，这给银行家们发出了明确的信号：“不必储存现金或易售资产来防备意外事件，美联储会及时出现帮助你们。”这样，美联储不仅减少了采取预防措施的价值，也暗地里鼓励银行家短期吸储并长线放贷，使银行家们相信一旦资金不足了，有美联储帮忙。举债经营的现象在整个金融体系内大量增加。长期以来，央行一直在解释为什么没有将焦点放在资产价格上，其依据是如果格林斯潘在 1996 年根据自己的直觉行事，那么将会扼杀掉美国股市的繁荣和美国家庭财富的空前的增长。在 2009 年 3 月 2 日，标普 500 指数以 700 点收盘，低于 1996 年格林斯潘发表重要演讲那天的 744.38 点。当然，到目前为止，这种说辞已经颇有市场，但是如果当年格林斯潘讲话之后进行相应的利率调整，那么就on能避免 13 年之久的受益丧失。当然，政治人物是否允许他这么做就是另外一回事了。

## 货币政策和金融稳定

尽管在我写本书之际，美联储迫于失业率偏高以及所有资产价格都在上涨的形势，依然将利率保持在最低水平，最近的衰退还是导致人们开始反思货币政策的目标究竟是什么。今天，唯一的值得庆幸的是信贷扩张的速度很缓和，楼市泡沫也不可能在我们惊魂甫定之际卷土重来。但金融部门如果说有什么优点的话，那就是它有创新性，即使招惹麻烦的方式也颇有创新性。

我之前曾说过，学界和央行专家们一致认定，经济增长最大化和保持低通胀率的目标在长期来看是可以并存的。但是，旨在促进直接投资及实质增长的货币政策，与旨在阻止市场参与者进行高风险性单向赌博的货币政策相冲突。前者长期保持可以预计的低利率，并会在市场流动性紧张之际保持充足的流动性，而后者政策风向不可预测，也不会保证在流动性不足时采取补救措施。

那种认为货币政策无法阻止资产价格泡沫的论点是怯懦的，也是自私的，让美联储摆脱了保持金融稳定的关键角色。当然，美联储应当谨慎决策，在出现泡沫迹象时防止泡沫形成，而不应该天真地认为人们对泡沫的担忧是没有依据的。放弃本身应有的职责来获得政治认同会给经济带来巨大的风险。

更具有争议的是，美联储是否应该为经济振兴而将利率保持在最低水平。尽管这样的举措似乎是什么都没有，但是却给储户强加了很大的成本，给债权人，尤其是银行，带来了意外的收益。因为这就是一个相对隐蔽的转账，几乎不会引起评论和抗议，尤其是当富余的储户倾向于在危急时刻保持沉默时。但这却是实实在在的利益转移，每年的金额高达数千亿美元。此外，它给银行家门提供了一个单项赌博的机会：虽然他们使金融体系陷于困境，却依然能依靠利率获益匪浅。最后，尚不清楚超低的名义利率（几乎为0）是否会比低利率（2到3个百分点）给予投资者更大的投资动力

不过，美联储依然在推高房价，这一点的危害性更大。其间接手段是保持低利率，直接手段是给予楼市大量贷款。尽管美联储这种支持性举措有助于促使楼市泡沫逐渐消解，却一再推迟了楼市的调整。业主和贷方并没有不畏损失而贸然前进，而是采取了观望的态度。但只要还有进一步调整的希望，买家也不会进入市场。除非房产存量被彻底消化，建筑商是不会有较强的恢复建设的动力。因此，美联储不仅是在耽搁楼市的恢复，也使人们更加相信美联储不会阻止价格上涨，

只会防止价格下跌。格林斯潘对策迅速地演变成了伯南克对策。

总之，美联储在 2002 年到 2005 年的货币政策具有很大的局限性，因此受到了严厉的批评。但明显例外的是，央行专家和货币经济学家却没有提出严厉批评。其局限性表现在：首先，这种政策过于关注持久的高失业率，只是尽力通过鼓励投资来降低失业率。这意味着美联储将会长期坚持低息政策，如果企业对此有所怀疑，美联储就会抛出林斯潘对策使其安心。批评这种政策的人应该认识到这种政策与美联储的使命是完全一致的，而且更重要的是，如果美联储的加息来的稍早，就会付出巨大的政治代价。然而，这种政策的更大作用体现在扩张信贷和推高资产价格上，但是对于房地产业之外的就业，作用却不大明显，因为各企业仍然忙于应付互联网泡沫带来的后果。

其次，学术界的主流思想认为，只要通货膨胀率保持不变，央行专家们就没有什么可担忧的。确实，担忧就意味着玷污了理论体系的纯洁性，因为这将会娇嗔个人多种目标，导致市场困惑。因为，央行专家应将目光放在抑制通货膨胀上，如此一来，就会使银行管理者们开始有点风险意识。不幸的是，管理者们却糊涂了，这次他们基于意识形态的立场，采取了抑制私营部门的政策，结果弊大于利。

底线是，货币政策的争论，过去一度被认为已经有了定论，不得不重新进行。在各种紧迫的问题中，包括刺激投资和就业的政策，与旨在确保金融稳定的政策之间的平衡。资产价格上涨肯定会成为政策争论的其中一个方面。此外，美联储将不得不考虑是否只是在为美国制定政策，或者，其实是为了更大的全球经济。要做的还有很多。

## 学界的败笔

了解宏观经济领域的经济学家们的败笔是很有意义的一件事。许多评论者都公开奚落经济学家们的模型，讽刺说这些模型过于简化。还有的人怀疑一些模型过于复杂的数学阐释，还有人不仅提出批评，同时还指出人类的行为过于复杂，根本不可能为一些数学模型所把握。

最现实的模型恐怕就是详细描述所有个体以及他们任意的行为，以及所有制度。但如果这样，模型就十分复杂，在实际分析中价值不大。经济模型的全部意义在对经济进行有用的简化说明，使我们能够在变化不定的政策和环境下分析未来的经济发展动向。那么，这种模型是有用的简化还是过于简化就只有在实际运用中加以检测了。

曾有很多经济模型都假设只有一个代表性个人来承担所有的决策权。这种代表性个人模型非常简单，便于使用，的确能够使人们进行正确的政策预期，但是它对工业经济的各种要素的分析过于主观化——金融债权、交易、激励结构、公司、银行、市场、规章等。只要这些机制运行良好，这种模型就是有用的简化。在伯南克提到的“大缓和”中，这些因素都处于正常状态，因此这种模型为人们进行抽象推理提供了基础。

但一旦这些要素反常，这种模型就显得过于简化了。确实，这类模型本身可能加速了这些要素的崩溃：由于美联储过于关注利率对于产出的影响，而非承担金融风险的成本（很少有模型会将金融部门纳入其研究范围，更别提银行了，金融风险因此就不受抑制了。

众所周知，罗伯特·卢卡斯曾批判过凯恩斯的模型，指出这些模型将会失灵，因为没考虑到如果政策试图运用历史关系的时候经济会作何反应。同样地，没有

对经济要素的评判主观性太强的模型也将会失效。在未来数年中，宏观经济模型必须更多地考虑到经济要素，这在其他经济学科分支中被广泛研究。

危险就在于货币主义经济学家将会努力抹杀掉货币政策、风险以及资产价格泡沫之间的联系。伯南克于 2010 年在美国经济协会的一篇演讲中近乎明确地提到了这一点，他指出，引起危机的并不是美联储的货币政策失误，他认为其政策完全合适，符合美联储在通货膨胀问题上的观点。危机的原因是监管不足。他总结说，尽管当短期利率达到历史最低水平时，价格的涨幅最大，货币政策并不能独立地解释为什么房价涨幅那么高。此外，国际经验并没有表明货币政策与房价上涨之间有什么显著关系。”

当然，没有人会声称要美联储为楼市崩溃负全责。政府制定的有利于廉价房产和私营部门的政策也起了很大的作用。但如果说美联储一点责任也没有也有失公允。确实，《圣路易斯联邦储备银行商业评论》在 2008 年发表了一份详细研究，指出“货币政策对楼市投资和房价具有显著的影响，2002 年至 2004 年为了避免通货而紧缩采取的宽松的货币政策，极大地促成了 2004 年到 2005 年的楼市繁荣”

此外，在任何一个时期之内，不同国家的货币政策与房价涨幅之间都不可能具有严格一致的关系：价格涨幅可能受制于本国特有的一系列因素，包括当前的房价水平。更普遍的意义在于，货币主义经济学家必须关注货币政策还有没有其他发挥影响的渠道（正如他们目前所做的那样）。

## 摘要与总结

20 世纪 90 年代经济危机之后，发展中国家的需求降低，而且互联网泡沫破

裂之后，工业国家的公司不再进行过度投资， 结果导致世界上的出口大国再次寻找那些消费必然超越本国生产能力的国家，即那些能够消化他们剩余产品的国家。美国已经开始鼓励家庭消费，以此来抚慰那些未能享受到经济增长成果的人。美国自身的失业型复苏和薄弱的社保体系，使其更有理由借助财政政策和货币政策的双重刺激来应对经济下挫。巨额的财政刺激方案耗尽了政府预算尚有的那么点盈余，使政府背负了巨大的财政赤字。除此之外，美联储还在货币政策上越走越深，向市场保证会维持宽松货币政策，而且会在金融市场出现问题时提供足够的流动性。这些保证达到了扩张信贷的预期目标，但不幸的是，即使在美联储开始紧缩信贷以后，贷款范围不断扩大，贷款质量上不断降低。然而，在长时期内，美国为世界上其他国家提供了亟需的需求。

薄弱的社保体系导致美国的政治体系对就业增长极度敏感。如果经济衰退很短暂，那么美国失业救济金的短期性和失业者的高价医疗保障还不太让人痛苦，因为这些不利因素会促使失业者在美国企业创造就业机会的同时，以更高的热情去寻找新的工作。但是如果经济萧条持续时间比以前要长，这种体系就不得不改变，因为原来那种“衰退期短，救济金少”的社会契约逐渐崩溃了。

一种原因是纯粹出于道德的考虑。在任何一个现代经济中，失业者都不该被迫做出使哪个孩子享受医疗保险，而将其他孩子排除在外的痛苦选择。这种状况不仅太残忍，也不会持续长久，因为那些在经济上彻底失败的人，会努力借助政治手段重新获得他们所失去的东西。民主体制会最终作出反应时，结果不能预测，增加了工人的不确定性。因此，我们完全有理由以不伤害经济的灵活性的方式强化美国的社保体系。

美国社保体系薄弱的另一个问题就是美国对经济下挫往往会反应过度，而其他国家却应对不力。因为每个国家都知道美国在政治上脆弱，不得不采取扩张性的政策来应对经济下挫，这就使美国市场对商品和劳务的需求流向其他国家，所以，在经济下挫时期，这些国家进行经济结构调整或者政策调整的动力相对较弱。

但是，美国在经济衰退期所被迫采取的特殊政策的最大问题在于会直接危害经济长期健康运行，也可以通过影响金融部门产生间接的损害。有人可能会提出，美国在经济下挫时期自主采取的财政政策和货币政策使其能够根据具体形势确定自己的反应，但是在危急时刻实施的财政政策肯定不会公正、不会周密。是的，正如国会在目前的危机中所做的那样，国会能够轻而易举地增加失业救济金，但是政客们通常想做更多的事情。民众的焦虑允许政客们拿出所有喜欢的项目，所有有利于特权阶级的优惠措施，以及其意识形态和政治关系网已经决定了的项目。

相似地，正如我们所看到的那样，美联储尽管表面独立，实则任务艰巨。在一个统一而创新的经济中，很难保证就业快速增加，因为企业利用经济衰退期来重新将注意力放在了提高生产力或者强化全球供应链上，进而转移到其他地区或国家。此外，招聘过程中采用的新技术给予需要招聘的公司更多的招聘机会。美联储在就业机遇稀少之际实行的长期宽松的货币政策，会导致人们更加愿意承担风险，并推高资产价格泡沫，而这从长远来看又一次弱化了经济结构。如果美国不能容忍长期的失业，而这又确实存在，那么我们可能会面临泡沫连连的风险，因为美联储会被迫勉强自己力不能及的事，并在增加就业的希望几乎为零的地方去努力。

现在，我们该谈谈金融部门的弱点了，借此来看看为什么断层线会导致银行承担目前这样的风险。我关注两个问题：首先，为什么抵押贷款如此疯狂？（即下一章的主题）；其次，为什么银行会承担这么多的还款违约和流动性风险？（即第七章的主题）

## 第六章：当货币成为一切的价值衡量

18 世纪当货币制约着法国君主制政权时，越来越具有创造性的筹集资金的很多方法随之产生。其中之一是出售年金债券——即对享有年金的个人在其死亡前发放固定数量的政府债券。在真正的养老金产生之前，这种年金提供了一个有保证的生活收入，所以它曾经在公众中非常流行。而政府也非常喜欢这种能够预先获得收入的债券。

专制政权主要将这种政府年金推销给五十岁出头的富人，这些富人拥有购买年金的能力，而且在当时较低的寿命预期下他们并没有多长的时间可活。另一方面，年金价值颇高，对富人而言也是很好的投资产品。此外，对于年金的购买者而言，年金收益的支付对象可以他自身以外的其他人。也许，这个疏漏并非是由于设计者的粗心大意，因为，正是这一点增加年金的需求：比方说，对于一个想为女儿的未来做好准备的富商而言，年金的上述特点使得其很具有吸引力。他在选择年金受益人时可以选择年轻健康的女孩子（和现在一样，女人的预期寿命比男人长），这些被选择的女孩往往有着从家族史可以推断出的长寿遗传基因，并且她们在当时儿童高死亡率和天花的致命威胁下存活了下来。在这些条件都满足的情况下，这位富商可以为她们从法国政府那里购买年金。这些仔细挑选出的健康的十岁女孩比起其他的年金受益人有着更长的寿命预期，因此，她们在一生中所能得到的年金收益远比购买年金的成本高。

当时日内瓦的一些银行家就是这样做的。他们在日内瓦挑选满足条件的女孩



并且从法国政府为她们每人购买一份年金。而后，为了规避女孩们意外死亡的风险，银行家把这些年金以三十人为一组集中起来，再对日内瓦的平民售卖她们意外死亡后的现金流入的索赔权。这种早期证券化的形式让这些银行家创造出了虚拟的货币机器，使得他们能够从法国政府手中便宜地购买保险而后再在市场上以更高的价格出售给投资者。这种投资在当时很流行很畅销——特别是当银行家有着好的信誉并且这些年金的赔付方又是政府时。

然而，投资者却并没有认识到政府违约的风险。法国革命在 1789 年爆发，专制政权被推翻后，新建立的革命政府很快就不能够如期履行年金的支付义务。最终，革命政府使用新发行的流通货币指券（Assignat）来偿付年金，但实际上指券贬值严重，一文不值。而日内瓦的银行家们对当地投资者债务却是以较为坚挺的瑞士货币计算，在上述情况下，虚拟化的索赔偿付无以为继，银行家们只能违约。同样的道理，对于那些借债购买“包赚不赔”的保险收益的投资者而言，他们也只能对其债主违约。

这场历史的小危机给了我们四个重要的经典的启示：第一，银行家是最善于捕捉赚钱机会的人。我们并不能武断地说银行家过于贪婪。尽管亚当·斯密的名言中写到“并不是因为屠夫、酿酒师、面包师的慈善我们才能有我们的晚餐，而因为他们自己的利益。”，他认为“自利原则”是资本主义的核心。但是，很少有生意人是全然不顾他们行为对社会的影响的。勿宁说，无论怎样掩饰，银行家们对赚钱机会的渴望，部分来自于竞争激烈的银行业的本质，部分来自于银行从业人员业绩的衡量标准——一个银行从业人员的好坏几乎只靠能赚多少钱这一项来衡量，至于其行为对真实生活的影响则不作考虑。在美国和英国这样国家所建立的独立金融系统中，银行业与真实生活之间的分离是最为明显的。

第二，银行家们总是在投资新手或者是很没有很强赚钱动力的投资者身上寻找

最大的机会。非常清楚的，对金融领域不太熟悉的个人投资者是潜在的顾客目标，但这些人也会认识到他们自身的无知，因此他们往往只跟自己熟悉的中间人做生意。并且，一般而言，他们所持有的资产量太小不足以引起银行家们的兴趣。更具吸引力的顾客目标群体则是受过一定训练的管理大型基金的基金经理，比如养老保险基金或者外国国有基金；这些基金经理无法知道这些银行家们可能对某些情况也不知情，因此，银行家们会对这一点加以利用。但是，最具吸引力的目标也许是政府。无论政府资金的代理人有多么精明，政府本身具有的非流通非经济的特点，使得政府容易成为狡猾的银行家们的猎物。而且，相比较于资金有限的天真的个体投资者，政府拥有大量的可持续的资金流，赚取这一部分的资金能够长时间的支撑许多银行家们奢华的生活方式。

第三，银行家的行为至少在一段时间内会有一种自我强化的趋势。具体来说，在上述年金的案例里，当来自第一份保险方案的利润变得清晰可见时，不仅越来越多的银行家会被吸引到这种投资中，而且第一份保险方案出售的有价证券的价格也随之被推高，这将会给银行家们传递更强的投资信号。同样的，当最初的房屋贷款变得有利可图时，更多的银行会拓展这项贷款业务，从而推动房屋价格的上涨，这反过来又使得最初的房屋贷款显得更具价值。这种行为会使得投资趋势放大并且使得价格的增长远远地超出投资实体价值。市场中的先行者会认为自己是天才，但其实他们只是一群快速冲向悬崖的羊群中的领头羊而已。原本只是一些银行家和相关投资者的冒险引发的小型损失，由于上述羊群效应，转变为一个严重得多的群体性损失。

第四，投资者数量的增加同时在另一方面也带来了安全性。由于银行业倒闭对于普通公民的关联性影响，负责任的政府不可能让所有的银行关门。因此，即便是在法国大革命时期的革命政府也仍然持续偿还前专制政府所欠下的债务，直到其财力不能支撑为止。这并不能一定得出这样的结论，即银行家们一开始就预

计到他们会失败但最终会被政府救助：尽管政府介入这种可能性存在，但银行家们明白失败从来不是一件让人感到愉快的事情。而且，被政府救助这个想法也许从来没有真正出现在银行家们的考虑之中。更确切的说，政府介入的预期所带来的问题在于，冷静的市场力量不再能够阻止银行家们在看似有利可图的机会面前所被激发出来的羊群的竞争性狂热——我把这种情况称之为被市场或投票者所决定的主要演员行动产生的无意识指引。在这种情况下，借款给银行的人并不要求与银行家所冒风险相对应的补偿，因为他们知道失败带来的损失会由政府买单——由此，在行动上，这些借款者推动了风险行为和羊群行为。市场的正常的基础性作用（有时市场自身也可能陷入狂热）被重复的政府介入所减弱了。

在本章和下一章中，我将进行一个现代的比较。对于政府想要推进低收入人群房屋贷款的意图和外国对于高利率债券的需求，美国发达的金融系统做出了反应。金融部门据此需求，开辟次级债相关金融衍生品，其依据是按揭代理人和外国投资者几近官僚的未经思考的估值方式。按揭代理人发现他们可以随意贩卖各种金融垃圾，特别是当金融产品的信用质量退化被巨额的进场资金所掩盖时，市场规则被破坏了。当崩盘的时刻最终到来时，政府和美联储不能够对金融系统的整个危机以及房屋所有者所遭受的损失袖手旁观，只能对市场进行介入以刺激住宅价格和次级债券价格；而这一举措恰恰让市场之前漫不经心所带来的恶果没有得到相应的惩罚。

在本章中，我讨论了违约的多米诺骨牌所涉及的各个角色，他们原本是不道德的金融部门赚钱的目标人群，但这些人的行为联合起来造成了抵押贷款质量的稳步退化。接下来，我将解释为什么银行会在其自身的资产负债表上持有巨额的以高风险资产为基础的有价证券。

## 金钱无谓香臭

大多数人并不仅仅是为了金钱而工作。一些人希望能够改变世界，另一些人则想要留下一些能够流传后世的艺术文化作品。一些人千方百计想要出名，而另一些人则满足于默默地做善事。然而，对许多人而言，从一项工作中所能得到的最大收获是其看得见的成效。对于一个老师而言，见证一个学生终于理解了某个问题时的喜悦；对于一个农民而言，看到大片大片的金色麦田随着微风摇摆；——对于所有这些人，他们最初的动力都是他们的工作能够使这个世界变得更好。

麻省理工大学和芝加哥大学的研究人员曾做过一个简单的实验。实验证实了金钱以外的意义对于工作动力的重要性。这个实验的对象是哈佛的学生，他们被要求将指定的“生物乐高积木”套装拼起来（麻省理工的研究人员很可能认为这对哈佛学生是一个很大的挑战！）。这些学生每多拼一个模型所得到的报酬是递减的，因此，最终他们会停止搭建更多的积木模型——他们所得的报酬已经不值得他们多拼一个模型的努力。在这个实验的第一组情况设定中，每一个完成的模型会被放在完成该模型的学生的面前，而该学生会得到另一个相同的模型盒子来组装下一个；而在另一组情况设定中，学生在完成作品后也会得到另一个模型盒子来组装新的，但不同的是，研究者会当场拆毁刚刚完成的模型，并把模型碎片放进之前的那个盒子里，当学生在完成后一个模型时再把之前的那个模型给学生，让他们重新拼装。

尽管货币报酬是相同的，实验对象的工作成果是得以保存（至少是在其参与实验的整个过程中）还是立即被不留痕迹地拆毁，这一简单的差别对实验参与者继续工作的意愿产生了巨大的影响。在完成的积木模型被保留放在参与者面前时，平均每个参与者能完成 10.6 个生物积木模型；而当完成的积木模型在他们眼前被摧毁时，其能完成的模型个数仅有 7.2 个。由此我们认为，当实验被设计为赋予工作更多的意义时，实验参与者会在趋于降低的工资下继续搭建积木模型。能够亲眼看到你工作的成效，即便是在像模型搭建这样微小的工作里，对于持续

工作的动力而言也是很重要的。

然而，在一些工作中，成效是很难看到的。比如在装配流水线上，一个工人仅仅是巨大的生产机器中微不足道的一环。难怪现代管理艺术努力让每个工人感受到自身以及作为团队成员的重要性：比方说，以“持续完善”为核心理念的日本“KAIZEN 系统”让所有工人都参与到提高生产力的过程中来，不管他们所做的改变有多么微小。

在充满竞争的公平的金融系统中，许多工作也存在着问题，主要原因有二：第一，正如债券经纪人看不见电子债券交易背后传送电力的发电站一样，她自己也根本无法看到其劳动的物质成果。像流水线上的工人一样，她也仅仅只是巨型生产机器上微不足道的一环。第二，金融领域从业人员业绩最为直接的衡量就是金钱——即她为所在机构所创造的利润或收益。在这里，货币是该从业人员工作和自身价值的衡量物，而且，这也同时是公正金融系统的优点和缺点。

例如，某个交易员卖空一个他认为经营不善的公司的股票（卖空：借入并以现价卖出他实际上并不真正持有的股票，在该股票价格下跌的预期下，他能够稍后以较低的价格买入该股票平仓并获得可观的利润）。几乎没有人比卖空者受到更多地辱骂，他们就像秃鹫一样，他人的损失是其获利的盛宴。然而客观而言，他们却为社会贡献着十分有价值的功效——即从经营不善的公司手中掠取资源。一个股票价格大幅下跌的公司不容易筹集到资金，因而更容易被迫关门。卖空该公司股票的交易员不会看到因之失去工作的工人以及他们家庭因此而遭受的困境；交易员所能看到的是其正确的判断所能带来的巨额利润。然而正是他对其交易后果的无视使他成为一个进行改变的极具效率的冷血工具。

如果在目标公司对自身经营情况的一再确认以及背后的政治力量支持下，交

易员没能够造成该公司破产。该公司的经营状态良好，而卖空者的判断错误，那么，其他交易员就会抓住这次机遇，大量购入，推高股票价格，最终使得卖空者赔钱。卖空操作成功的通常仅仅发生在卖空者的判断被市场的大部分参与者所认同，而且该公司的经营状况非常糟糕的情况下，这时，该公司的股票才会大幅下跌。经营不善是公司陷入麻烦的根源；交易员仅仅是反映其经营状况的一面镜子。而且，该交易员与目标公司之间的联系越少，他越能提供一个可靠的镜子。然而于此也埋下了另一个隐忧。因为交易员与其行为的后果之间十分隔膜，所以交易员社会价值的最佳衡量只能是他从交易里的盈利能力：利润的获得证明了他对于目标公司判断的正确，也同时证明了他的行为对社会的贡献。

尽管市场并不总是正确的，但在大部分的时间里，市场仍然是准确的。虽然能源巨人安然公司的表面经营状态对其卖空者造成了猛烈的打击，但是像华尔街尼克斯联合基金公司的詹姆斯·查诺斯（James Chanos）这样的卖空者却深知其会计账目里面隐藏着巨大的问题。从本质上而言，安然当时自己设立了资产负债表外实体，并向其以极高的利润“卖出”失败的项目，因此在资产负债表上创造了盈利和增长的表象——而实际情况却是恰恰相反。正是卖空者迫使安然公司的股价骤然下跌并最终导致了其破产，尽管该公司背后拥有传统银行家的支持，给予与该公司“创造性”的会计方法相匹配的更具“创造性”的贷款。正如查诺斯后来为捍卫卖空者作为专业怀疑者的角色的文章里写道的：“我们与华尔街各种公司进行关于安然公司估值的讨论。然而使我们震惊的是他们竟然有那么多人认为根本没有什么办法对安然进行分析，但是却应该“相信”安然并进行投资。其中有一个分析师是这样说的，尽管安然的利润是一个‘黑箱’，但是，只要是安然报表上的，谁会有异议呢？”。

查诺斯对安然的分析以及他敢于挑战“羊群”普遍对安然估值问题的勇气，为他赚取了上百万的金钱，更为他赢得了名誉。这正是公正金融系统的力量所在，

即金钱是一切的衡量物，当然，这也是这一系统的弱点所在。就像一句拉丁的古谚所言，“金钱无谓香臭”。金钱的匿名特性，其可替代性以及来源的不可追溯性，都使得它不能够很好的作为引导雇员行为为社会需要服务的机制。交易员的获利是来自于比其他人更为敏锐的投资直觉，还是来自于他提前于其代理的客户进行交易（在大户下单前进行交易就能在大单造成股价改变时赚取利润）？抵押经纪人赚取的佣金是通过给一对想要改善住房条件的白领夫妇提供多种合理的贷款选择服务，还是通过煽动一对老夫妻为他们本不能承受的住宅进行抵押再贷款？在上述的两个例子里，显然都是前一种情况更为理想，但是对于交易员或代理商而言，后一种情况赚钱却更为容易；而且坏的选择仍然能够赚钱，并且几乎没有立即的不良后果或触动任何预警规章，因此它是最为诱人的交易选择。

总而言之，银行家其实并不是现在公众眼中的长角的贪婪的恶棍。多年以来，我在课堂上一直说未来的银行家们应该像学生一样热切、友善、并随时准备共享，当然银行家们可能更聪明一点（要知道，金融领域的薪资水瓶在很长一段时间里大大高于别的行业而且吸引了最具资质的人才）。我毫不怀疑他们仍然是正派的关怀他人的人。但是因为他们所从事的行业几乎没有给出任何可以让他们的道德的以安身的支撑点，因此，他们最基础的衡量标准变成了赚钱的多少。在政府对银行的援助行动之后，银行家们为了奖金做牛做马的形象不仅让人无可容忍而且可悲——其可悲之处在于他们一直在大声要求恢复他们自身价值和地位的衡量方式。

一般而言，竞争性市场机制能够将对利润机会的寻找规范在正轨上——即利润的创造也能够为社会带来价值。这是自由市场的资本主义得以运行的最基本的原因，这也是为什么银行家们在为自身带来大量财富的同时也能够为社会带来好处。然而，我们之前提到的违约的多米诺却扭曲了这一轨道。以物质激励为核心的金融系统由此迅速脱轨。通过把责任全都归罪于金融系统上，我们就很难去认

识到违约多米诺在其中扮演的角色。对银行家们不道德的严厉指责在历史上一贯以来已经形成了很好的一套修辞学和政治学，但是这并不能够从解决其能够造成如此重大危害的根本原因。让我们来看一看这些因素在风险极大的次级抵押贷款形成中是如何起作用的。

## 经纪人和哪儿出了错

在最近的这次危机的积累过程中，有大量的令人震惊的抵押贷款的例子。伴随着政府对于次贷市场支持力度的增加，以 300 万美金的风险资本创立于 1995 年的新世纪金融公司进行了大量的次级贷款。因为次级借贷曾经是一项蕴含着极大潜在机会的创新，所以当时有大量的风险资本被吸引入场。新世纪公司在 1997 年上市。1998 年，俄罗斯的贷款违约引发投资者逃离风险行业，一些次级贷款者关门大吉，但是新世纪在这次危机中存活下来并且在此后发展迅速。

像新世纪这样的公司主要是通过小型的、独立的抵押贷款经纪行来寻找顾客。抵押贷款经纪人找到顾客，向他们建议可选择的贷款，然后再贷款交易开始后赚取佣金。伴随着新世纪和其对手间商业竞争愈演愈烈，经纪商们会更倾向于与能够快速完成贷款的公司达成交易。正如某一个经纪人所言，他喜欢与新世纪合作，因为和这个公司做生意“非常容易”。新世纪基本上不要求对于作为贷款基础的各项评估进行审查。因为新世纪将其业务外包给经纪商，因此它省去了雇佣更多的员工以及租用办公空间的麻烦，进而能够进行快速扩张。经纪商们每天从自己的家出发开着自己的车就可以开始工作了，他们一般都会愿意在晚上或者周末去拜访客户。新世纪的快速扩张使得它一度成为美国第二大的次级抵押贷款者，在 2006 年其抵押总额高达 600 亿美元。

将贷款推销给有信用问题的人，这不需要一个天才才能办到；而且新世纪公



司在 2007 年初之前也从来没有因为交易商放贷的质量问题对其进行过惩罚，而当它在 2007 年初意识到问题的严重性时已经为时已晚。《华尔街日报》曾报道过一个这类贷款的典型例子。露丝·希拉里在加利福尼亚的三居室房子每个月需要偿付 952 美金的贷款；而 2006 年，一个地产经纪商劝说已经 70 高龄的她从新世纪公司一项专为“老年人”设计的贷款项目进行抵押再贷款。露丝当时认为这项贷款可以使她在接下来好些年都不用在每个月进行偿还。但事实上，这项总额为 33 万 6 千美金的可调利率贷款开始时每月所需要的偿付额高达 2200 美金，比露丝月收入的两倍还要多。2006 年底，这位希拉里女士再也不能够按时偿还贷款，因此新世纪公司通知她将收走她的房子。正如她的律师所言：“递给新世纪公司的贷款申请中，收入一栏是空着的。这样的一份申请在第一个经手的人那里就不应该被批准”。而俄亥俄州的首席检察官助理罗伯特·M. 哈特也说，新世纪公司的放贷标准实在太低，“他们甚至会给一条狗进行贷款”。

尽管新世纪公司的贷款标准低地耸人听闻，但是它在一段时间内获得过辉煌的成功；尽管媒体上对于类似案例有突出的报道，但是新世纪的增长并非主要基于其脆弱的退休的贷款人而是基于不断上升的房价和资产的证券化。随着房价的上涨，新世纪的经纪商放出的贷款能够在贷款开始阶段以较低的“引诱利率”来吸引借款者；而在房价不断上升的预期之下，当借款人进入可调利率的高利率还贷阶段时，他们可以进行再融资以享受新贷款的低利率。确实，这种设计就是一架虚拟的印钞机；因为再融资的成本将会被一而再再而三地归入新的、更大的抵押中去——直到房价停止上涨。到了那时，所有调到高利率的抵押将会变成实实在在的负债——即必须要偿还的债务——这种强制的高额偿付就像膨胀的气球使得在萧条中的房主不堪重负。

新世纪的经营层一定知道房价的上涨不会没有尽头。那么，他们为什么直到其倒闭的那一天之前一直持续地放出风险极大的房屋贷款呢？一种回答说该公

司不是将所持有的抵押死板地拿在手中而是将它们卖给了投资银行，而投资银行又将其打包，再把该证券化产品（被评估机构大大高估了）出售给房利美和房地美、养老基金、保险公司、以及全世界的银行。

难道真的没有人关注过信用质量吗？投资银行（以及他们的信用评级机构）关注，但只是一种勉强的做法。推销抵押信贷证券化产品，他们必须首先说服自己这些金融衍生产品的潜在信用质量是没有问题的。过去，当银行放出一笔抵押贷款时，它会找该可能的贷款者电话或面谈。贷款专员在谈话中会要求贷款者出示可靠证据来证明其工作单位和收入，并且评估他是否愿意并有能力举债。上述的这些评估并非仅仅以客观的事实为基础；在他们的考虑中也包括了一系列关于该贷款人的举止是否得体、衣着是否整洁、是否值得信任、工作是否稳固等问题的评估电话结果。文化上的细微差别，比如该申请人握手时的坚定或者回答问题时看着放贷人的眼睛等等，也会在贷款成功与否中起到一定作用——不幸的是，种族同样也是一个影响因素。但是，这些判断中的大多数因子确实增加了信用评估的价值。同样的，如果贷款专员引诱客户进行了一项他不能承担的房屋贷款，他与该客户之间的了解会使得他的良心收到谴责。

但是，随着投资银行将大量抵押贷款打包后再进行整合，评估电话在信用评估中的重要性越来越低：毕竟，没有任何客观机械的办法可以判断一个人做稳一份工作的能力。而且，评估电话中不依赖于客观事实的部分很可能给了抵押贷款人以歧视的名义进行法律诉讼的可能。对于投资银行和评估机构来说，其关心的基本上是对贷款者信用的数字化打分以及相对于房产价值的贷款总额。这些客观信息很容易操作而且也能够从表面上概括信用质量。相应的，经纪商在放贷时也只盯着这些客观指标，不考虑其他因素。而当市场不断走高时，他们甚至不再麻烦去验证其工作和收入信息的准确性了——一个兼职的园艺工作者被声称为一个拿着中等六位数年薪的树木修整专家。

在历史上由贷款专员所进行评估电话其实对于整体全面的信用评价有着极其重要的作用。当这一评估手段被摒弃后，尽管各项客观数据指标一直都不错，但抵押贷款的放出质量却是恶化了。实际上，评估电话所判断的因素对于信贷质量是重要的。因为不管信用打分是多少，在面试中贷款者的举止、言谈、着装确实与他工作的稳定性是相关的。而在赚取佣金的激励下，经纪商和新世纪公司有着极大的动力扩张贷款量——在这个时候，他们知道应该盯住的数字是哪个。因此，经纪商丝毫不会受到良心的谴责，他们会尽力帮助想要获得贷款的客户改善其信用打分，聘请好说话的评估师将抵押住宅价值估高以保持贷款对房价的比率在一个较低的水平。由于他们愿意为达成贷款交易做几乎任何事情，新世纪的贷款部分以“成交大学”而著称。

然而，新世纪的低信贷标准最终让其自食恶果。越来越多地，新世纪的贷款者甚至不能够偿付刚开始的那几笔额度进而违约。这些违约会产生一系列问题：购买这些抵押用于打包的银行可以将这些在早期就出现的违约抵押给新世纪公司。越来越多的抵押被退回并进入新世纪的会计账簿，而且借款者又开始降低甚至收回其授信额度时，新世纪公司最终宣布破产。人们不得不佩服新世纪公司创始人布拉德·莫里斯的厚颜无耻——他在2007年4月2日宣布公司破产的新闻稿中说道“新世纪公司帮助了几百万的美国人体验了房屋拥有者的好处，如果没有新世纪公司，他们很可能没有机会获得贷款来实现他们的这一愿望”。而实际上，对于这些上百万元的房主们而言，他们的房产就像是掉在脖子上的一块巨大的石头，将他们拽入债务的深渊。

## 归咎责任

私人金融部门对于发生的一切负有不可推卸的巨大责任。但是经纪商的行为真的是不道德的吗？十分清楚的是，误导退休人员认为其每月应偿付的额度是不

对的而且是超越了法律所规范的界限的。然而，尽管这样的案例在报纸的头条上屡见不鲜，但是这种掠夺式贷款的典型性却并不明显。经纪商以及像新世纪这样的公司所提供的正是许多房主所梦寐以求的东西：以更低的利率进行再融资，而不考虑未来自己的偿付能力。难道经纪商应该告诫这些饱受债务困扰的房主们，说他们应该在减少消费、还清信用卡债务、搬进一个更小的经济上更能承受的房子吗？也许其中一些经纪商为了培育一些信任他们的老客户曾经这样做过。然而，当他们知道他们成交的这些抵押贷款将会被打包出售时，他们想与客户建立长期关系的动力就被完全破坏了，剩下唯一重要的就是佣金——衡量他们工作好坏的唯一指标。所谓的公平交易市场没能培育信贷双方的同理心以及对长期的关注。

在所谓公平交易市场这一运转良好的竞争性市场上所要背负的，还有另一项指责。如果对新世纪公司加以规范，使其被迫以相对公道的价格来售卖其抵押贷款的话，那么这些抵押的风险就根本不会膨胀到这次危机中所暴露的程度，而且他们也就不会劝诱那么多的贷款者为他们根本无法负担的房屋举债。竞争性市场应该提供规范新世纪公司的机制，然而，不幸的是，市场在当时以大大高于这些抵押价值的价钱购买其证券化产品，没有能够执行其传统的原则。

原因之一是市场当时呈现非理性的繁荣状态并坚信房价永远不会下跌。然而，大部分的泡沫都存在并日益积聚于低收入家庭房屋贷款领域的证据越来越多，表明这并非是一种普遍性的非理性状态而且其他因素也在其中起作用。

另一种更为可能的解释是政府大力推进为低收入家庭提供住房计划使得大量的资金加速进入这一领域。经纪商、借款人、打包商、评级机构只不过是没有人手和能力来有效地驾驭巨大的工作量。尽管，他们也许也会担心其马虎的工作对其声誉的潜在损害；但是由这些业务所带来的巨额佣金收入显然缓和了

这种忧虑。比方说，很多新世纪公司的高级经理都是金融行业的老手，他们深知像这样地几近于印钞的机遇期不会很长：尽管新世纪公司的流动资产在2005-2007年间不断下降，尽管该公司被迫消化其会计账簿上不良贷款所带来的损失，其每股的分红还是上升了。

这些还不是完整的探讨。因为上述种种只是触及到了解释这一谜题的第一步而已。上述解释只是说明了为什么投资银行（以及评级机构）在新世纪公司的违约抵押中扮演了推手的角色，而没有说明为什么他们能够以极高的溢价将上述资产打包证券化卖出。也许是最终的买家被评级所愚弄了，也许是对于这些交易发起的强劲需求，造成了他们对于上述金融产品潜在价值或者质量的忽视。

毋庸置疑的，一些官僚化的养老基金和外国银行并不在意他们所购买的产品究竟是什么，只要该产品承诺较高的收益并且拥有3A的评级；然而，他们却忘了问问自己，凭什么能够在不冒风险的情况下获取收益。作为事后诸葛，他们当然知道不应该盲目信任而应该更多的进行核实，尽管他们仍然相信公平市场中像评级公司这样的机构。同时，对这次次贷之祸需要承担责任的还有，以房地美、房利美为代表的公司和像联邦住宅管理局这样的政府机构。前者为完成政府配额，不得不购买大量的次级贷款证券化产品；而后者则造成了房产市场部门不可持续的需求。正如美国企业研究所的彼得·瓦利森所指出的：“2008年末，联邦住宅管理局持有450万次级及近优贷款；房地美、房利美被接管时会计账簿上也躺着上千万；在社区再投资法的要求下，其他银行到目前仍持有270万。”这些政府指令下的贷款几乎占到金融系统中所有抵押垃圾金融产品的2/3，而这些贷款比优质贷款的违约率高9-15倍。

与上述指令一样有问题的是上升的速度。考虑到金融机构和政府组织被迫在较短的时间内快速购买的数量，除了集中精力在像信用打分这样的硬性指标以

外，他们不可能执行太多的质量控制。而信用打分我们已经在前面证明了其存在的问题。也许政客们不是那么着急的推进穷人拥有住宅的计划，贷款的放出也许会更加谨慎，信用评级机构的监察会更彻底，购买者也会对于其购买的产品更加小心。

那么责任究竟由谁承担了呢？不是新世纪公司的创立者，他们在公司状况逐步恶化的过程中将股份出售了；不是交易商们，他们在危机崩盘之前轻轻松松地赚取了大量佣金；不是信用评级公司，他们仅仅只是没有注意，或者说是选择性地忽略掉了潜在的贷款质量恶化问题；不是某些房产所有者，他们将本不应该属于他们的房产当做了虚拟提款机进行了超前消费。最终，责任被那些退休了的老人们承担了，他们被骗进行了昂贵的抵押贷款，在本不需要再有任何忧虑的老年，他们却不得不面对从自己的房子中被逐出的窘状。最终，责任被养老基金和保险公司承担了，他们要面对巨额损失所带来的依赖于他们的每个家庭的投资收益减少。最终，责任由纳税人承担了，他们所缴纳的美元被用于拯救有联邦住宅管理局撑腰的房利美和房地美。

## 总结及结论

金融部门的表现——特别是在一个金融从业人员与终端消费者进行的多是一次性交易而非建立长期关系的公平金融系统之中——往往只能用金融从业者创造的利润来衡量。当大部分的人在金融以外的部门被雇佣时，对个人的衡量往往包括是否创造了对社会有用的产品这一问题；但这种情况在金融部门中则较少发生，因为对于金融从业者而言赚钱才是唯一的王道。在极具竞争性的环境中，价格的极小的扭曲都能够造成金融部门极大的震荡。

许多因素合力积聚成为了贪婪。然而，贪婪，或者用更为平淡的词来说，自

利是任何公平交易的动力源泉。这是一个常量，并且不能够解释经济的繁荣和萧条。私人部门按照一贯的方式运作：寻找最能赚钱的机会。不加疑问的外国资金和部分由于政府指令推动的国内资金给了私人部门将次级贷款引向灾难性后果的推动力。这并不是说私人部门没有什么可指责之处，而仅仅是说将以下二者结合起来存在着大量的风险：持有大量资金但对于价格和风险并不敏感的投资者和具有高度进取心的私人金融部门。

外国投资者在其中扮演的角色尤为有趣。伴随着外国对美国出口的扩张和美国投资者在国内低利率的压力下转向海外寻找获利机会，外国中央银行面临着巨额的美元流入。在这种情况下，为了缓解本国货币的升值压力，中央银行在能够获取较少收益的条件下购买美元资产。谨慎起见，他们不得不将手中持有的美元进行债券投资；而房利美和房地美债券所暗含的特殊保护，使得他们对其进行了大量的投资。因此，在美联储的低利率政策下转移到发展中国家的资金反过来刺激了以次级贷款为基础的金融衍生品的交易扩张。由于这些金融产品的代理商所享有的政府背书，外国中央银行对于这些代理产品的风险并不担心。具有讽刺意味的是，在本次危急中发展中国家中央银行对于美国所做的，正是在他们自己的经济危机中外国投资者曾经对他们做的。

同样有问题的是像德国兰德斯银行这样的私人投资者。他们相信了以次贷为基础的金融衍生品评级，并于房利美和房地美一起推高了这些证券产品的价格，使其具备了远超出自身价值的吸引力。第三章中的新兴市场危机描述了公平交易市场中的资金涌入以长期关系为基础的市场系统时会发生的问题。在某种程度上，在现在这场危机中我们所看到的问题正好相反，是在公平交易市场系统中涌入了来自国外和国内半政府性质的对价格和风险不那么敏感的资金。

这场危机故事并未就此结束。不知什么原因，私人金融部门将其前沿领域转

变为了自我破坏的工具——商业和投资银行将抵押资产一起打包证券化出售，却最终成为了这些证券化产品的主要持有者。和所有其他因素比较，这一现象使得美国住宅泡沫的破裂没有演化为灾难性的全球金融危机。要理解为什么这些会发生，我们必须越过风险收益层面，深入探究现代银行家的动机。这是我要在下一章探讨的问题。

## 第七章：赌上银行的命运

在贷款泡沫繁荣期间，大概有 60% 以房屋抵押为基础的金融衍生品被评级为 AAA；而同期只有 1% 的企业债券被评为 AAA 级。这无论如何也是有悖于常理的，特别是在这些金融衍生品所基于的还是次级房贷。这难道不是评级机构进行了欺骗吗？

理论认为这不一定是欺骗行为。在一定的条件下，以低质量的贷款为基础的很大部分的证券化产品可以得到较高的评级。下面，我用一个例子和一些简单的可能性分析来说明这一点。假设将两个面值均为 1 美元、违约几率均为 10% 的抵押打包，而进行该产品设计的投资银行发行了两项基于该打包的证券产品——一个次级证券，面值为 1 美元，承担 1 美元以下的主要损失；一个优先证券，承担 1 美元以上的损失。



优先证券仅仅承担在两个抵押品都违约情况下的损失。如果抵押违约的发生是相互独立的（这是指二者的违约没有关联性），那么优先证券仅仅承担 1% 的违约损失。这就是将多样化和债务分组结合起来的魔力——即创造出具有不同优先级的证券产品。将足够数量的来自不同地区不同发起者的次级贷款抵押放在一起，再把基于这些抵押品的证券分组；如果这些抵押品违约发生的关联性不强，那么确实是有可能将大量的次级贷款的青蛙变为 AAA 评级的王子。

在平常，住宅抵押违约之间的关联性是较低的；这是因为人们只有在个人状况恶化时才会违约，比如生病或者失业（更多的是较突然的有特殊理由的，而非一般性的失业）。但在经济不景气的情况下，由于经济的不良表现导致的大量失业以及住宅价格在全国范围内的下跌所造成的再融资困难，没有人真正知道此时违约之间的关联性。如果此时违约间的关联仍然低，那么之前的评级就是恰当的。如果此时违约间的关联变高了，那么所有的赌注就丧失了——比如说，关联性变为 1，那么优先证券与次级证券所基于的抵押品违约率变成一样的 10%。

AAA 级组别的住房抵押贷款证券非常具有吸引力。相较于具有同样评级的企业证券产品而言，它们常常提供更高的回报率。但是这样高的回报率其实是基于它们实际上具有的高风险的。违约相关性比评级机构或投资者所预期的要高得多。首先，贷款放出时的质量较低，许多贷款者依靠房产价格上升后的再融资来还贷，这样，房价下跌和再融资枯竭基本上就注定了许多人的违约。其次，太多的打包产品并没有根据地区进行足够的多样化：太多的抵押来自于加利福尼亚某个分支机构的同一个可疑的激进的经纪商。

确实，如此多的银行暴露于同样的多样化池子，这一事实使得可能的违约关联性上升；因为在市场出现问题的时候，全国范围内的银行会同时减低抵押贷款

和再融资。这种集体性的反应又导致了该问题在全国范围内的蔓延。当然，在经济景气的时候，该问题的严重性找不到任何蛛丝马迹；因为在房价不断创下新高和再融资放松的情况下，没有人违约。然而就像捕蝇草一样，AAA 评级的住房抵押贷款证券用其评级掩盖了高风险，其高收益又吸引了大量对金融知之甚少的投资者以及更多应该知道其风险性的专业投资机构。

而在上一段末尾提到的专业投资机构中包括美国国际集团（AIG）。它的金融产品部（AIGFP）现在声名狼藉，其通过信用违约互换出售包括前文提到的 AAA 评级的优先次级债之类金融产品的保险。它向互换产品的购买者承诺如果保险的证券违约的话，AIGFP 会补偿他们。AIGFP 实际上是在赌博——他们所预计的违约率远比市场的预期低。在私下的场合，AIGFP 的执行人员说这些互换合同就像是永远不会发生的灾难进行的保险：不费吹灰之力就能够赚钱！正如在媒体中被广泛报道的，AIG 在此期间实现了数十亿美元的利润，而 AIGFP 的主管，约瑟夫·卡萨诺则获得了 2 亿美元的奖金。

然而，在 2007 和 2008 年，随着经济陷入衰退，AIGFP 发行的以房产抵押为基础的衍生债券价值出现暴跌，房贷违约相关性比预计得高，而且违约发生的可能性越来越大。尽管很少有债券真正违约，AIGFP 在互换产品上的负债稳步上升，直到 AIGFP 不得不兑现。到了 2007 年，即便 AIGFP 不得不因为资产组合削价而损失数十亿美元时，卡萨诺依然保持信心，他说“并非轻率，但现在仍然很难看到有任何理由会导致我们在互换交易中损失 1 美元的情况发生。”最终，这些损失大到不能忽视，卡萨诺离开了。但是他并不是被解雇的：他带着优厚的合同“退休”了——连续九个月每个月 1 百万美元的收入以及进一步获得奖金的权力。AIG 的客户开始要求附属担保品以保证 AIG 会补足其互换产品负债。2008 年 9 月，AIG 成为美国历史上最大的金融输血对象，它从美国政府那里收到了超过 1500 亿美元的援助资金。

## 尾部风险

极具风险性的抵押贷款衍生金融产品的创造本身并不令人意外，但是让人惊奇的是那些看似谙于此道的金融机构，其中包括创造这类证券的机构，竟然持有这种产品的很大部分。这些典型的 AAA 评级的证券产品有着违约的风险。金融机构还承担了另一些违约风险，比如来自于附属贷款义务的证券的风险，而这些贷款被用于并购和收购。更糟糕的是，这些投资中许多的融资来源是极短期债务，这就注定了当抵押贷款金融衍生品出问题时，金融机构将会面临巨大的债务偿还风险。

那么，为什么金融机构同时承担了被高度评级的住房抵押贷款证券的违约风险和以短期借贷支撑长期资产的流动性风险？正如我在本章中阐述过的，这些风险集聚的特殊方式使得其特别易于被大型银行所持有——事实是，也许看起来非常错误，但是对于银行来说将上述两种风险结合起来其实是有些道理的。

这些风险的本质有些特殊。显然，银行认为违约的风险很低——不仅仅是那些住房抵押贷款证券，也包括这些银行持有的（或者 AIG 保证的）优先的高度评级的那些证券。因此，抵押贷款的违约必须是很大量的，其衍生证券的违约才会发生。同样的，融资枯竭的机会也被认为是很小的。这些风险被称为尾部风险，因为它们在概率分布的尾部——这意味着可能性很低。

这些风险的第二个特征是要使这些违约发生必须有系统性的不利于这些抵押的事件发生：要使优先证券违约，全国范围类的抵押需要违约，这意味着许多家庭陷入贫困。相同的，对于那些投资多样化的大型银行来说，融资不会枯竭，除非出现系统性的大恐慌。第三个特征，从社会的角度来看是最为重要的一个，当这些风险兑现的时候，其损失将会是巨大的，因此就算其发生的概率很低也不应该被忽视。

不幸的是，这些系统性尾部风险的特征使得金融机构和市场都将其忽略了。具有讽刺意味的是，这同时增加了这些风险爆发的可能性。当银行将所有的违约可能都归于一个极其不可能发生的事件时（因此，他们也有了原谅自己的借口，谁能够预见一个极其罕见的事件？），他们有意地忽略了他们的行为会增加上述不可能发生的事件发生的可能性——这样的事件几十年一遇，而花旗银行在过去的三十年间从未陷入过这样的麻烦，因此也遗忘了这个周期。

我在这里描述的是现代金融系统中的动机结构导致金融从业者会选择承担这种风险。接下来我将讨论为什么公司治理系统没有能够阻止这样的风险偏好，为什么不同的市场，特别是银行债市场并没有被波及。

### **为什么银行家选择尾部风险？寻找 Alpha**

要理解金融部门中的动机结构，我们必须了解风险和收益之间的内在关系。现代金融的核心宗旨是投资者天生就是风险规避的，作为更大风险的回报，特别是那些会雪上加霜的情况下，将会有更大的收益。因此，风险更大的资产一般而言会有较低的价格（为未来预期的每一美元的分红或利益所付出的价格），这样会带来更高的收益：股票的收益一般而言比债券更高。对于银行或者基金经理而言也就有了为其客户带来更高平均收益的简单途径：他们只需要冒更大的风险去购买股票就行了。这意味着基金经理的表现并不能仅仅由收益来判断：他们所冒的风险也必须被考虑。

金融经济学家的工作就是去构建精妙的计量模型来确定一定的风险所对应的“合适”或者说是市场决定的收益水平。金融部门的经理只要超过这一模型测算的基准值，他们的表现就能够比市场的平均水平更好。投资门外汉所认为的基准是拿来与基金经理的类似投资组合收益相比较的：比如说，基金经理所投资美国

大型公司所创造的收益将会拿来与由包括美国主要大公司的标准普尔 500 指数收益相比较。这样的基准是合乎逻辑的，因为投资者只要购买低成本的指数基金就可以很容易的得到标准普尔 500 的指数收益。基金经理如果只能获得这样的收益，那么他不应该赚取佣金；但如果他能够持续地创造超出风险适度的基准值的超额收益，那么投资者会让他赚取丰厚的佣金。在行业内，这样的超额收益被称为”Alpha”。

为什么金融部门的经理们要赚取这个”Alpha”呢？如果他/她想要持续不断地吸引大量的新资金流这一让他赚取大量金钱的关键，他/她应该至少看起来具有超出平均市场表现的能力。最直接方法的是对收益作假。最近，一些基金经理，比如伯纳德·麦道夫，简单地伪造收益数字，而其他则持有复杂的极少在市场交易的证券组合，根据一些与现实相距甚远的金融模型造成其极高的价格。但大部分金融部门经理所创造的收益是很容易被跟踪和观察的，因此，造假一般而言并不是一个可行的选择。那么，那些既不是卓越的投资者也不是伟大的金融企业家的普通经理们，如果没有新证券产品或者计划来出售的话应该怎么办？

对于很多人来说，这个问题的答案是在尾部风险部分试试运气。下面举个例子来更好地说明这个问题。假定一个金融部门的经理决定制定一个地震保险政策而不告诉其投资者。那么当他/她开始实施这项保险并开始收取保费时，其所在公司的收益将会增加。并且，由于地震很少发生，在很长时间内不会有索偿发生。如果该经理不为地震发生后所需的保费赔偿提前留出资金（地震尽管很少发生，但其的确会发生），那么他/她就会被看作是新的巴菲特：所有他/她所收取的保费都会被看成纯收益，而且没有任何看得到的风险。这些钱可以作为奖金或分红。

当然，当地震发生的那天，他会不得不赔付索赔。由于其事先并没有预留相应资金，他很可能不得不对这些索赔违约，而她造假的行为策略也会被揭露。但

在此之前，他将享受投资者们的奉承，也许能够从巨额奖金中储蓄足够的钱可以在巴哈马拥有一幢面朝大海的别墅舒服地退休。如果运气够好，地震是在一场更大的灾难之中发生，那么他可以把地震带来的糟糕表现归因于万年一遇的灾难上，而且可以很快找到其他的工作。在羊群中失败很少让个人承担不利的后果。

更一般的情况是，当融资充沛时，银行家和基金经理之间会存在巨大的竞争，那么创造 Alpha 的需求无情地迫使他们转向尾部风险。由于尾部风险发生的概率极低而且能够隐藏很长的时间：一个经理甚至可能并不清楚自己正处于尾部风险之中。但是为避免在光景不好时的灾难性损失，人人往往愿意支付大笔金钱，因此这种尾部风险的相应收益是很高的。因此，如果某经理能够拿着投资者的钱承担额外的风险，进而创造出他的投资者自己所不能创造的收益（至少是在一段时间内），那么他会被看作是投资天才并会得到丰厚的酬金。他很可能自己也相信自己就是一个天才。换句话说，正是现代金融市场上对罕见的 Alpha 愿意提供的巨额酬金催生了蒙骗投资者的强力动机。

因为这种动机遍布金融机构之中，高级管理层没有任何理由限制这种创造 Alpha 的实践。实际上，公司结构中每一层级的相互制衡都被破坏了。尾部风险特别恶性情况在于，当市场大范围地暴露于其中时，它将会产生冒更多尾部风险的动机。一个看似不理性的震荡可能是金融机构太过理性计算的产物。

## 前线的风险

一家经营良好的金融公司会承受经过计算的有限的风险，风险能够为公司带来收益，即使这一收益没有实现，其损失也不至于给公司带来灾难性的后果。但美国国际集团、贝尔斯登、花旗集团、莱曼兄弟这样的公司则铤而走险，选择承担极大的风险，尽管风险发生的可能性很小。促使这一冒险行为发生的最明显的因素是薪酬系统——对于赚取利润的金融从业人员，往往有丰厚的奖金等待着他

们，然而对于其造成的损失则很少进行严厉的追究。这种有利可图的单边赌博有着不同的行话名称，比如：阿卡普尔科把戏，不行就跑，以及在芝加哥的奥黑尔选择（即在奥黑尔国际机场买一张机票，如果赌博策略失败，用这张机票走人；如果成功了，撕掉机票回办公室）。这样的策略在行业中显然十分普遍，以至于其有了专门的命名。这说明了并不是所有的交易员对于所面临的风险处于无知无觉的状态。

瑞士银行巨人瑞银集团现在的问题就是由于其投资银行部门为了利润在 AA 评级的银行里借入低成本的资金然后投资在高回报率高评级的抵押金融衍生品。由于其投资的产品评级很高，所以银行资本的规范要求被放置一边，上述策略得到了支持。在危机发生之前，该项投资虽然单位收益率并不高，但是由于其高达 500 亿美元的投资总额，总的利润额相当可观，因此瑞银投资部也得到了丰厚的奖金。不用说，这种在车轮滚滚的蒸汽机车前捡钱的作法在一段时间内获得了成功，直到次贷危机将瑞银所有的利润化为乌有。

银行中一些更为聪明的交易者则越来越懂得和担心创造和持有抵押衍生金融产品所带来的风险。比方说在莱曼兄弟，固定收入的交易员开始卖空这些基于住房抵押贷款的证券，尽管当时地产和抵押贷款情况尚好。显然，任何专业从事对某一类资产的创造和持有的部门很自然会不愿意宣告该项资产增长前景的终结。该部门的规模、实力、声誉将会与其投资的资产命运紧紧地联系在一起，其部门主管人员就成为了该项投资的主要推动者。对于莱曼的抵押贷款部门而言，宣告抵押贷款上升势头的终结无异于宣判自己的死刑。但是，了解到某项投资的关系密切者可能在评估该投资相应风险时并不可靠，一个公司的风险管理经理们应该介入阻止进一步的投资发生。可惜的是，很多公司并没有这样做，理解这背后的原因非常重要。

风险经理应该根据相应的风险调低证券的单位收益，从而降低那些顽固而危险的冒险动机。在这次危机中的风险——违约或者说信用风险和流动性风险——对训练有素的风险经理来说并不是很难辨认的，只要他/她能够看到该部门的账目。然而，风险经理对风险的忧虑和让高级经理层也有这要的担忧是两件很不一样的事情。

在很多作风激进陷入麻烦的公司里，风险管理首先是作为规则的顺从角色而非管理控制的工具。比如说在花旗集团，风险经理有时会向负责收益的运营部门管理人员报告，这不是让狐狸照看鸡群吗？最能反映出公司对于孰轻孰重观点的事实是，风险管理职位的薪酬大大低于运营部门职位，因此，必然导致风险管理部门吸引不了那么多有天赋的人，而该部门也只能得到较低的尊重：不令人惊奇地，研究表明在那些风险管理经理不独立于运营部门、薪酬也相对于其它部门经理低的公司在这次危机中表现很糟糕。他们的弱点在繁荣增长时不断积聚。当一个 CEO 宣告在明星交易员和风险管理经理之间存在不同意见时，当前者在过去的十个季度持续创造每季度 5 千万美元的利润，而后者则反对前者所冒的越来越大的风险时，自然的抉择会是在明星交易员那一边。风险经理们常常被描绘为不理解新模范的老朽——而冒险者则用过去的成绩证明这一点。

我记得在 2007 年春季与众多主要银行的风险管理经理和学术界人士的一次会议。在这次会议上，我们这些学界人士非常惊奇地发现这些经理们并没有十分担心来自于房地产市场的巨大风险。在我们的问题基本没能够得到满意的回答之后，以为敏锐老练的风险管理经理在休息的间隔把我拉到一边说道：“你必须明白，任何对你所说的问题表达出关切的人都被炒掉了，不在这个房间里了。”高级经理层将所有准确的在最危险时刻限制冒更大风险的人全部解职了。但是，如果这是真实情况的话，那么鼓励赌上公司命运冒尾部风险的责任要归结到高级管理层。



## 高层的冒险

管理层究竟在想什么？一个明显的答案是：像其他交易员一样，他们也在进行一个单向押注。然而，一项有趣的研究表明遭受最严重打击银行的 CEO 们并不缺乏管理好其所在银行的动力。莱曼兄弟的理查德·福尔德在 2006 财年年终拥有大约 10 亿美金市值的莱曼股票，而贝尔斯登的詹姆斯·凯恩拥有股票市值为 9 亿 5 千 3 百万。当上述银行由于现今的挤兑而破产时，其 CEO 的损失是巨额的。确实，该项研究表明那些 CEO 拥有大部分股份的银行恰恰是在危机中表现最糟糕的。如果他们的赌注没有下对（不管其成功后会拥有多少财富），其损失是十分可观的。因此，他们并不像其他的交易员，其赌注不是单向的。

一个解释是 CEO 们高高在上。一个并非奉承的福尔德画像上，他在其莱曼兄弟总部 31 层的办公室里窝着，完全不知道办公室外的大楼里发生着什么。而在纽约时报上卡文·崔林的一篇口吻讽刺的文章说，华尔街的问题在于它经历了一个跨时代的人员质量的革命性转变。在崔林上大学的时候，只有那些在学校里垫底的学生会去华尔街工作，这份工作无趣而且收入也只是一般。然而，正当这些笨蛋升到银行的顶层时，华尔街变成了一个更为激动人心而充满挑战的地方，其报酬超越了人们最大胆的想象。华尔街开始吸引和招收班级里最聪明的学生，他们认为可以将担保债务凭证(CDO)的价格成平方和立方的增长（特别是那些涉及 CDO 的证券的各种令人惊奇的形式），同时还能应付相应增加的风险。正如崔林写道的“当一个聪明人开始从事资产证券化，而其证券化的资产却并不存在时，谁在他们所工作的公司里头做负责人呢？我们这代人里头在班级里垫底的那些人！他们对于信贷违约互换连最基本的概念都没有。他们仅仅知道会因为这项产品赚到很多钱，所以必然会喜欢。”

相比于在高薪酬低管制时期招募进来的班级里最聪明的雇员，在过去稳定和

较严管制时期被招募进金融领域的老板水平要低一些——这种说法并不是没有道理的。一项有关美国金融部门的有趣的研究表明，相比于其它部门，金融部门雇员的收入在上世纪 80 年代伴随着对该部门管制的放松开始爬升。而且，金融部门的工作变得越来越复杂，要求更强的数学能力。尽管本科毕业的金融从业人员和工程专业人员的工资差距几近于无，但两个专业的研究生工资之间的差别变得很大（金融研究生工资的增长幅度远远大于工程研究生）。工商管理硕士和博士们在金融公司从事分析员和经理工作。因此，不仅仅在于金融部门需要更高教育水平的人，而且由于其能够提供的高薪酬，相比于过去更多聪明的人被吸引到该领域——和我的观察一致，在我的 MBA 班上许多聪明的学生都被吸引到了金融部门。显然，管制的放松和随之而来的更为剧烈的竞争和创新提高了在金融部门任职的技能要求，相应的该部门的报酬也因而增加了。

某些 CEO 相对于其手下而言既不聪明又不懂专业，尽管上述结论看似很吸引人；但是公司层级本质上是一个艰难上升的阶梯，很多能力不足的人会被淘汰出局，特别是在金融部门严峻的竞争和不原谅错误的环境下。在 21 世纪的头几年，位于高级经理层的大部分人都是在上世纪活跃的 80 年代加入该领域并且在市场的起起落落里存活下来的，很难去想象他们不是能力很强的极具智慧的个人。因此，纯粹用高级经理层的能力不足不能解释这场危机。

一个更好的解释是 CEO 们之间的竞争使他们不顾长期风险，而仅着眼于短期内能够创造的更多利润又或者在包销和借代榜上位居前列。在上世纪 90 年代初，我写过一篇描述银行问题背后的类似上述动机的文章，我相信现在上述现象应该是更为普遍了。斯坦·奥尼尔，美林的总裁，为了与像高盛这样的对手竞争，激进地推进看似高利润的抵押资产的金融衍生证券。他密切地注意高盛的季度数据而且经常询问公司职员其它对手的相对表现。美林在该领域经验的缺乏造成了巨额损失以及与美国银行的短暂联姻。

CEO 们身上的压力不只是来自于股东或者是自我膨胀，也来自于激进的下属。在距离市场开始转向前仅一个月的 2007 年 7 月，花旗集团 CEO 恰克·普林斯所做出的评论已经成为了现今这场危机中 CEO 角色的最好注脚。一个记者问他为什么他的银行仍要继续以宽松的条件为收购贷款时，他答道：“这是一个关于流动性的问题，如果音乐停止的话，事情将会变得更为复杂。但是只要音乐还在继续，你就不得不继续跳舞。现在我们仍然在跳舞”。

这个言论被普遍看作银行家门对于风险漫不经心的态度和他们对短期利润的疯狂追求。几个月后，我在一个会议上和普林斯参与了同一个讨论小组，我问他那句话的本意究竟是什么。他解释道，尽管他知道风险的存在，正如他那句话的第一部分所提到的，但他只是不能停止借贷，因为借贷是保障投行业务的关键：当他停止借贷时，他会使很多关键的高级雇员流向那些仍然在“跳舞”的对手。因此，影响继续放贷决定的因素中，赚取短期利润的企图并不占主要，而维持花旗集团在投行地位以及其未来发展的能力的动机才是主导。当然，继续发放质量低下的贷款，其雇员伤害的不仅仅是其所在部门的未来更是整个集团在市场的位置。后见之明告诉我们如果少跳几只舞，普林斯和花旗集团的状况会好一些。

一些 CEO 勇敢的面对了来自于敢冒风险的雇员的压力。JP 摩根的 CEO 杰米·迪曼，从 2006 年开始在阻止该银行深入涉足高评级的抵押贷款衍生证券领域以及对已涉足的部分进行收缩的方面，起到了十分关键的作用。正如他经常对其员工强调的：“我们必须有一个起到堡垒作用的平衡表！……没有人拥有假设商业循环不会发生的权利。每五年左右，你必须为不好的事情做准备”。此外，他还提高了风险经理们的工资，这样该职位能够吸引到有学识的交易员。同时他还尽力让风险经理们拥有影响力。尽管比起他手下的很多高级管理人员，他自己对衍生品有更深入的理解，但他有一项原则：如果他不懂某项赚钱的生意，那么他不会参与。不懂的风险不要去冒，这是一般而言最好的风险管理方式。但是，拥有信

心不足或者资历不够的 CEO 的公司大多只是跟随着羊群，在雇员野心的驱使下，一起奔向悬崖。

但是，在对 CEO 的先见之明做出过重或过轻的评价之前，让我们在看一则近期很清醒的研究：该项研究考察了危机前多个金融机构高级管理层的薪酬以及薪酬与其后表现之间的关系。

结果是在 1998-2000 年间，一些公司倾向于对高级经理层薪酬采取激进的奖励政策；这一结构对明显有影响诸如银行规模这样的因素做了调整（大银行薪酬更高是因为他们一般而言能吸引也需要更有能力的人）。激进薪酬计划执行者包括大家都会联想到的贝尔斯登、莱曼、花旗集团、美国国际集团，而保守薪酬计划执行者则包括 JP 摩根这样的公司。该项研究表明那些在危机前薪酬计划最为激进的公司，在 2001-2008 年间有着最糟糕的股票回报率，最高的股票收益波动，最多的暴露于次级抵押，通过计算，他们一般也拥有最高的杠杆率。正如我之前的讨论中所表明的，激进的薪酬政策与激进的风险原则以及其后在危机中糟糕的表现似乎是相关的。

十分有趣的是，研究人员在不同的时期重复进行了上述分析，探讨 1992-1994 年间的薪酬政策与之后 1995-2000 年间的业绩表现。在这个时段，采取激进政策的基本上是同样的公司，但是他们其后的表现却比保守政策的公司好很多。他们股票收益更高，尽管就风险衡量而言，比如说股票收益波动，也要更高一些。因此，该研究的作者得出结论认为某公司的最终市场表现并不取决于特定 CEO 的敏锐或无能：倒不如说，某些银行有着特定的喜欢挑战高风险的文化并且对短期利润给予很高的奖金，这样的文化吸引相似风格的交易员、投资者（激进的银行的股份由更短期的机构投资者所持有）、甚至是 CEO。当这些银行在繁荣时期表现优异时，其 CEO 被夸大为英雄；但是当他们在场信用危机中表现极差时，

这些 CEO 们（常常是前任）又变成了恶棍。然而事实是，他们可能既非英雄也非恶棍。他们只不过累积了太多的风险，包括尾部风险；但是这次这些风险没有转化为利润。

过去的经验可能导致 CEO 们高估他们处理尾部风险的能力。《纽约》杂志上关于莱曼的一段话将这一点揭露无遗：

“2006 年底，莱曼的一些员工开始认为房地产长期的上涨趋势就快接近尾声了。麦克·格尔本德负责的是商业和住宅房产部分，在这个时点开始决意转向看空。根据某位了解格尔本德思想的人说，格尔本德在其 2006 年的奖金复议中告诉理查德·福尔德‘世界在起变化，我们应该重新考虑现有的商业模式’。

但是，对于莱曼而言，房地产是其命脉；格尔本德所言不实福尔德所想要听到的。当福尔德看到自身股份周期性的下行，但他的态度是‘我们经历过这样的困难时期，结果我们总是熬过来而且变得更强大。’他告诉格尔本德‘你太保守了’。

福尔德坚持说‘我们被上涨的潮汐所举着呢’

所以，在福尔德看来，当时有问题的是格尔本德而非市场本身。‘你不想冒风险’，他说——这在投行交易圈的行话里是极深的侮辱。”

很快，格尔本德被炒了，莱曼的高风险继续不断堆积。在其破产前的一些日子，它请回了格尔本德来挽救危局，然而为时已晚，莱曼在 2008 年的大动荡中没能逃脱破产的命运。更为一般的情况是，基金的银行风险策略在过去曾为其赢得了较高的收益，这是为什么那些享受着极高薪酬的 CEO 坐享大笔资产的原因。

他们似乎并没有认清，是风险而非能力给他们带来了过去的收益。然而这一次，当他们摇动手中的色子时，出现的状况却十分糟糕。

然而，“也许 CEO 所做过最为重要的事情就是穿着合适的西装准时出现而已”，这种 CEO 没有任何影响力的说法太过绝对——斯坦·奥尼尔将保守的美林变为激进的风险偏好者。一定程度更有说服力的是，杰米·迪曼与花旗集团分道扬镳，经由美国第一银行公司加入了保守的 JP 摩根。他在 JP 摩根将高风险运作急剧紧缩，也许是因为他的警告正好进入了具有接纳性的耳朵。我们并不清楚他在花旗集团是否也拥有相同的影响力。《纽约时报》的专栏作家安德鲁·罗斯·索根报道了美国国际集团 CEO 鲍勃·维拉姆斯德与其财务总监罗伯特·钱德的一次谈话，当时美国国际集团出现了资金短缺：“正是在这个时候，维拉姆斯德接受了 JP 摩根可能不会再继续提供资金的现实。在此之前美国国际集团的财务总监，罗伯特·钱德已经警告过他这可能会发生，但是他没有完全相信。‘JP 摩根总是很强硬’，他提醒钱德，‘花旗集团则会做任何你要求它们做的事情。’但是谨慎的钱德只是颇具讽刺意味地回答道‘坦率地说，我们可以采用 JP 摩根对我们采用的一些原则’。”

总而言之，一些激进银行里采用的尾部风险模式在很长时间内为其赢得了丰厚的利润。这些银行的管理层似乎没有意识到它们的优异表现有多少是由于运气，或者说他们自身的集体行为如何使得他们本该恐惧的事件猛地发生了。

## 股 东

一个问题很快产生：如果激进的银行确实清晰可辨，那么为什么危机前市场不对它们进行惩罚呢？在危机的前一年，即 2006 年，在危机中表现位于底部四分之一的银行的股票收益比位于顶部四分之一的银行高得多。因此，市场似乎是鼓励风险偏好行为的，在危机前其股价一路飙升。

那些相信市场基本是无效的人很快用这一结果作为证据，以证明股票市场经常出错而且市场有效地将所有的公开信息转化为价格的理论——即“有效市场假设”——是无可救药的误导。但是，在有效市场理论里没有任何部分说市场总是毫无缺陷的。市场也许信息不完全——毕竟，就算是监管者事后也被银行持有的表内表外基于抵押的衍生证券数量所震惊。更有甚者，就算对所有的可能性事件都给予相应的发生概率，只有其中的一个可能性实际上会发生。由后见之明带来的优势，特别是某项影响巨大的事件发生时，市场会被看作出现了判断失误，而之后会带来一系列的连锁失误。但是，这并不是说任何人可以持续地做得更好。用经济学家的行话说，市场被认为是具有理性预期的，但这并不意味着它具备完美的预见性。

更为一般的是，当从危机的深度进行回顾时，对高风险进行批评是有危险的，特别是在现在如此严重的危机中。从这个角度来说，任何事前的风险都看似不负责任，处置不当。保守主义看似是具有预见性和敏锐的——确实，保守主义与现在的市场很合拍，危机之后它成为了选择的基本策略，而此时其实是可以容许更高的风险的。然而，判断危机前行为的正确方法应该是一项风险是否是有利可图的。

而且，由于有限债务保护股东不用承担尾部风险带来的极限损失（因为股东在股价跌至 0 时可以放弃股份，而具有无限债务责任的合伙人却必须用自己的资产来偿还债务），所以有可能是股东们倾向于认为尾部风险带来的收益预期是值得的——他们获得收益而借债者和纳税人承担了尾部风险爆发后的巨大损失。用另外一句话说，如果尾部风险按照可能性估算没有爆发，那么吉米·凯恩（贝尔斯登），迪克·福尔德（莱曼），恰克·普林斯（花旗集团）可能现在仍被视为金融界的伟大人物。这不是说他们所冒的风险对社会来说是件好事，只不过是他们

拥有让股东愿意下注的产品。

作为股东代表的公司董事会，其行动可能告诉我们股东利益在何处。不是所有的董事会都具有相同的能力，但即使是在拥有者像罗伯特·罗本（高盛的前 CEO 和财务总监）这样的中间分子的花旗集团董事会也可能根据懂行股东们的倾向性选择做出判断。有证据表明正是这个董事会推动了花旗集团不断进行高风险投资，最终导致了其失败。尽管我们无法判断董事会是独立的还是被管理层所操纵，显然它并没有限制银行的风险水平。

最后，资产市场也并没能完全意识到风险的严重性。从 2005 年的第二季度到 2007 年的第二季度，标准普尔 500 两年间股票期权的价格波动——对股价波动提前两年进行预期——高于短期一月间波动 30%-40%。这一个数据表明，尽管在高位运行的市场并没有认为对股东不利的事件发生的可能性很高，但它预计到最终市场的下行无可避免。如果市场相信银行在尾部风险之中，那么这正是我们预期的市场应有的表现。

因此，当讨论涉及的角色从公司层级到交易员到风险管理经理到 CEO 到董事会到股东不断的进行变化时，我们没有在任何一个地方发现对尾部风险不断积累的担忧，特别是在那些激进的银行里。在这幕大剧的主要演员里——交易员、经理层、股东——都把注意力放在尾部风险的好处上。用保险的用语来说，当世道好的时候，他们能够分得巨额利润的一杯羹，而当极端情况下的风险爆发时，他们被有限责任所保护从而避免承担了巨额损失。那么，这些损失由谁来买单呢？

典型的答案应该会说是银行的债务人。对商业银行来说，其中一些是联邦存款保险公司担保的储蓄人，他们在任何情况下都不承担损失；而另一些则利用放出短期贷款和对其贷款进行证券化来保护自身。如果以资产为抵押的证券违约不断积累，短期资金出借者会认为他们能够在市场崩溃前将资金取回。然而，不是



所有人都能够毫发无伤地成功逃脱。那么，他们怎么没有更加担心呢？

同样的，为什么长期没有安全保护的债务持有者没有极端担忧呢？特别是考虑到在股票市场上预期到的未来大幅波动？银行债务持有者一般而言是讨厌波动的，因为他们在市场上行期不能享受其收益而在下行时却要承担所有的损失。作为衡量银行违约风险的指标的银行债分布直到危机前仍保持在看似良性的状态。

### 政府的帮手是如何造成伤害的

债券持有人对风险的无知，这一点是很难辩驳的，特别是当资本期权市场释放出危险信号时。对于他们持续暴露于风险之中的明显解释是债务持有人并不认为他们会承担损失，因为政府最后会来收拾残局。对于这种安心的来源可能性有两个——这些理由实际上是由大事件产生的。第一，没有安全保障的债券持有人没有应有的担忧是因为直接政府介入的预期，在房产和信用市场政府不会让事情变得无法收拾。第二，赌博最高风险的机构是那些被认为对整个金融系统影响巨大到政府无法让其破产的金融巨头。如果政府为上述金融机构注资救市的话，银行债务持有人不用承担任何违约风险。使银行债随着其风险水平的增加而走高的原因，有对政府介入的信心因素，更重要却还是，由于债务持有者完全的放心，经理层采取越来越大胆的策略运用杠杆为资产创收。

考虑尾部风险的本质。与违约发生相互隔绝的普通贷款或个别的抵押不同，高评级的、多元化的住房抵押贷款证券的违约只有在全国范围内违约大面积发生时才会发生。而如果这样的不可能最终发生了的话，政府可能不得不对房地产及房地产金融市场进行介入：当以百万计的房产所有者都违约时，它不可能坐视不管。同样的，当这样巨型的系统风险发生时，不仅仅是大型银行感觉到融资的困难，而且从大到小的各种公司会面临更为艰难的融资限制。同样的，美联储不太

可能对这样的流动性丧失局面坐视不管，特别是其主席格林斯潘曾经作出过信誓旦旦的承诺。所以，尾部风险系统性的本质确保了如果风险爆发，银行会集体遭遇困境，而那时候政府的支持会到来。这减小了该风险的成本。

现在这种预期的支持已经到来。具体而言，为了支持房地产市场，联邦政府引入了税收工具鼓励房产持有，其中包括对首次置业者的税收优惠。从 2008 年起，房利美、房地美、联邦住宅管理局借出了数以十亿美元计的贷款给低收入者，以期维持房产价格。彭博的金融网站上估计，2009 年美联储和财政部总共购买了 1300 亿美元的基于抵押贷款的衍生证券，是该类型证券发放总量的 76%（包括再融资的部分），是市场总量净增长的三倍。上述统计数字表明，这些交易将抵押率降低了 75 个基点。问题资产援助计划在其 2010 年 1 月对国会进行的特别监察长报告中说：“政府不仅仅只是就住了抵押房贷市场。从许多方面来说，房贷抵押市场绑架纳税人承担由私人投资者造成的风险”。《金融时报》报道说，特别监察长尼尔·巴诺夫斯基提到“在房地产市场上被毁坏的一切和各种私人游戏参与者所扮演的角色现在已经被我们部分认清了…而实际上造成泡沫和引致危机的那些因素都被政府方面的角色复制了。”

在房地产市场以外，美联储也展开了所有可能的缓和危机的努力，特别是在莱曼兄弟破产后。美联储将利率降低至不能再降的底部，创造出为私人部门提供贷款的创新计划；于此同时，财政部通过问题资产援助计划为金融企业注资并改善其资本结构。联邦储蓄保险公司也通过在 2008 年为所有银行提供暂时性保险以及提升储蓄保险配额的方式进行援助。在 2001 年美联储就曾以大幅降息对当时的危机出手相救，之后格林斯潘有一句名言说美联储会“在危机发生时减少损失并希望能够帮助完成从低谷向下一轮繁荣的转变”。所以记得上述事实的银行有理由相信他们会被再次施以援手。那些面临流动性风险但最终存活下来的银行由于其后的利润得到了补偿——但其中一些没有能够坚持到盈利的那一天就倒

下了。

也许让银行债持有人安心的另一个重要因素是他们知道借款的这些大型银行被当局认定对整个金融甚至经济系统拥有太大的影响而不能让其破产。羊群行为更是使得这一判断变得毫无疑问：如果许多大型银行都面临同样的尾部风险，那么他们会在同一时间变得脆弱，这样，政府冒险让其中之一出局引发系统性恐慌的可能性就会成比例减小。对于 2008 年 9 月联邦储蓄保险公司带头的援救华盛顿互惠银行方案，布什任内援助计划的领军人物、财政部长哈里·保罗森写道：

不幸的是，尽管根据联邦储蓄保险公司设计的程序，对华盛顿互惠银行问题较为顺利地处理了，但该援助方案并非完美。JP 摩根的交易没有花纳税人的钱，没有储蓄者遭受损失，但是其为华盛顿互惠银行高级债务持有人提供的交易是每美元 55 美分，这基本上与当时其证券交易价格相当。回顾这一点时，我认为在恐慌的中心，这是一个错误。华盛顿互惠银行是美国第六大银行，它对整个系统很重要。而对优先和次优债务的打压和对高级债务持有人的剥夺使得其他金融机构债务持有人更为不安，增加了市场对于政府行为的不确定性预期。

因此，尽管就在华盛顿互惠银行救助方案出台之前，市场完全预期到债务持有者不会被全额支付，尽管联邦储备保险公司完全有合法的权威界定债券持有者的损失，财政部长仍然对这一行动表达了自责和懊悔。要知道，对一个大型的较好地进行多样化资产配置的行业来说，唯一可能遭遇困境的时机是在全国范围内的经济下行和可能的恐慌之中，财长的逻辑应该是保护银行债券持有者遭受任何损失并避免银行家仅仅依据市场规律采取行动。

总而言之，如果银行经理层能够完全了解他们所冒的风险，他们的决策可以按以下的步骤逐步展开。在涉足尾部风险的早期，比如说像住房抵押贷款证券违

约风险和借入短期债为长期资产融资的流动性风险，他们可以小心谨慎甚至是偷偷的进行。毕竟，如果没有人知道所面对的风险，这些交易所带来的利润会看起来健康得多。相应的，花旗集团的表外渠道容纳了大量的以短期债务为融资手段的资产证券化产品，躲过了除最细致的分析师以外的大多数人的视线。

当足够多的银行模仿创新者并且涉足类似的风险，当市场参与者都认为危机发生时政府会介入，那么大规模涉足尾部风险的动机就会极度增强。即便极小可能爆发的风险最终爆发的时候，大部分的损失会最终被政府和纳税人承担；知道这一点后，市场会偏重于这类风险能带来的潜在利润。确实，以短期借债为融资手段的资产，在流动性收缩的时候就会有偿债问题，因此它会有很强的动力去将对“流动性永远不会枯竭”的赌注加倍——通过两个手段：购买依赖于流动性的资产，如果流动性枯竭，则资产就会贬值；利用更高的杠杆率。其背后的原因很简单，有限债务责任的保护使得股东即使判断失误，流动性枯竭对他们造成的损失不会很多；而如果他们赌赢了，其获利却是巨额的。难怪在危机之前，住房抵押贷款证券交易和短期杠杆的使用都稳步增加。

对政府介入的预期使得在危机前的上行期采取保守策略变得更为艰难。比方说，维持一个具有充足流动性的资产负债表的好处之一在于，当市场上的流动性枯竭时，银行能够从那些太过激进的对手手中以最低的价格买入资产。但是，如果美联储在这种时候介入进行无息借贷的话，资产打折出售的价格就会大大高于没有介入时。很多问题银行在危机中成功地保住了他们手中那些原本不得不出售的资产。他们由没能维持流动性而遭受惩罚大大减少了，进而也使那些采取保守策略的银行抄底可以赢得的潜在收益。

最终，这一行为大大增加了尾部风险爆发的可能性。当银行在资产负债表中大量利用杠杆，而几乎没有人持有流动性储备时，市场上极小的与预期相反的震

荡就能使整个系统陷入全方位的恐慌。同样的，当住房抵押贷款证券交易持续增长，而对违约风险却全然没有关注时，抵押借贷随之扩张，借贷质量也相应扭曲，这反过来又使得房价万一下跌造成的大范围违约更可能发生。

在所有的这些情况中，我们不可无视监管者的行动。而推动银行涉足住房抵押贷款证券交易的原因之一就是其相对于直接借贷更低的资本要求。然而，市场却认为这些证券具有比监管者所认为的更高的风险（事实上也确实如此），从而给出了更高的价格。银行进而获得了这些证券带来的更高收益，同时维持了少量的资本。这样资产收益看起来就十分健康了。从某种意义上而言，监管者不经意间将银行引入了这些证券的交易中。这样的实践多少是监管不可避免的后果。如果银行有动机涉足某项风险交易，他们总会寻找机会从监管漏洞中创造最大的收益。但是对某些市场行为的资本要求过低的监管错误在这次危机中恶化了，因为银行在利用该监管漏洞时集体暴露在了同样的风险中。系统性风险暴露的动态后果此时出现了：如果所有人都大规模地暴露于同样的风险中，如果风险兑现的话，政府除了介入挽救银行业和整个市场以外别无选择——在这种情况下，银行通过暴露于该风险而获取最大的利润。

## 总结和结论

尾部风险的问题在现代金融系统中特别尖锐。因为在现代金融系统中，银行处于创造风险调整绩效的巨大压力下。很少有人能够在通常的情况下做出出色的表现，但是正是由于这个原因，对于那些能够做到的人，奖金是十分丰厚的。那么，对于那些二流市场参与者而言，涉足尾部风险并在一段时间内假扮超级明星的压力是很强的。

市场应该从理论上鼓励好的风险管理，惩罚过度的风险承担。但是，尾部风险很难控制，原因有二：第一，它们在风险暴露前很难辨认，即使是那些涉足了

尾部风险的人。第二，一旦风险累积到足够大，政府部门介入以减缓危机的动机就会很强。一旦介入，政府会扭曲市场规律，从而在事实上促使市场支持风险行为。由于市场预期到政府在房地产市场和流动性方面的介入以及美联储和联邦储蓄保险公司的借贷支持，银行家门也许实际上是被引导涉足尾部风险的。

这一观点并不是要为银行家们开脱。一些人知道这些风险意味着什么，但是仍然忽视它；更多的人原本应该意识到但却并没有认清风险。而特别值得警惕的是，暴露于这一风险也许对于股东而言是最好的事前利益。对于花旗银行董事会能力的判断依据不应只是在危机中其股价跌至 1 美元以下的事实，也应该考虑到在危机前的 2007 年春季其股价曾高达 50 美元。股票市场不是一个无名的疏远的存在：它就是我们自己，我们集体都认可了最终被证明是对社会极其有害的投资行为。那些坚持保守策略的银行 CEO 们对社会做了有益的事情，但是如果仅就股东利益而言，他们的行为可能并不对。可以确定的是，危机前市场的观点就是这样。

换种说法，如果我们认为银行家们闯了红灯，解决方式很简单：我们应该给他们罚单或者让他们坐牢。但是如果我们精心设计的交通指挥系统引导他们向着错误的方向前行呢？我们也许可以说他们应该以道德当做指南针，一些人也确实这样做了；但是，正如我在前一章所表达的，金融产业的整个价值体系用金钱作为衡量一切的标准。如果信号灯坏了的话，解决方法会难得多，至少从社会集体利益的角度来看，是这样。

进一步来说，将危机部分归因于银行家和市场对于政府介入的信心，我并非建议政府应该坐视经济崩溃。而且，我想要强调的是，内生于现代金融系统的对于出色业绩的追求和文明政府不愿意坐视由于金融部门的崩溃造成普通公民陷入困境，二者结合起来造成了潜在尾部风险的产生和周期性的昂贵的后续处理。

甚至，正如我所写到的，数额庞大的纳税人金钱被导入房地产市场，银行家们创造出对政府和美联储在下次危机中政府行为的预期。在任何改革中，我们的聚焦中心应该是消除这样的预期，这将是我要马上就要转入的话题。

## 第八章 金融改革

对于危机的重要原因我们已经做了全面的探索。正如我写到的，全世界的金融部门通过政府的保证、资本的注入、和中央银行的借贷从危机的边缘给救了回来。极低的利率持续以储蓄者的利益为代价救助银行：如果银行能够无息借入资金并大范围的放贷，不赚钱是不可能的。世界范围内的政府支出维持了上述银行行为，然而，不确定的是，已经大量负债的普通家庭能否在政府刺激计划退出后接过消费的接力棒，特别是在美国。预测最可能的情况是一段时期内在工业化国家将会有缓慢的增长以及大量的政府债务。幸运的是，我们总算停止了沿着三十年代大危机的道路发展的可能性。尽管这次危机造成的损失惨重，但是它完全可能朝着更坏的方向发展。

我先前指出的断层（fault lines）和脆弱性不会随着时间的流逝自然消散。其中一些还在加深，需要直接地面对。但是即便当政治家们感觉到了改革的需要，公众对于任何改变现状的事情的不信任感却在上升。极端的建议盛行于博客圈，——尽管有着这样大的动荡，公众对于转变引起的额外的不确定性的容忍度还是很低。

公众对于整个系统失去了信心，因为这个系统的游戏规则似乎仅对少数人有利。一些在无眠的周末赶出来的援助计划建议往好了说是缺乏周全考虑，往坏了说则是被贿赂了。滚石乐队的迈特·泰比将高盛叫做“吸血的乌贼”——高盛在政府的各个部门里都有校友，尽管它宣称自己并不支持，但最终却成为援助计划最主要的受益者。泰比给高盛的这一绰号似乎代表了当时公众的情绪。而听不进批评的银行家们却在被政府救助的过程中给自己发放大笔奖金，而更让人愤怒的是，在得知公众的反应后，他们还表现出了吃惊和受伤。

但是，私人部门并不是唯一应该被指责的对象。有很充分的证据表明政府介入和监管的失败在这次危机中与私人部门一样也起到了负面作用：确实，正是上述两个因素结合起来引发了最为严重的后果。政治家的企图则是将导致危机的特定趋势找出并加以修正——而这些趋势当中，主要的责任人是私人部门。其所要取得的反应力量目标是非常明显的。公众广泛地表现出了对引致更不稳定的金融市场和更为自由的金融机构的自由化的反感。反全球化的力量——全球化即通过贸易、跨国公司、资本流动、以及移民将世界各国更紧密的联结起来——也重新组织起来，本能地从国外为自身问题找根源。顽固的社会主义者却对这场大危机幸灾乐祸，因为他们认为这正是资本主义崩溃的先兆。

金融、市场、全球化、自由企业的资本主义会熬过这次危机。但是这个大事



件却用艰难的抉择拷问我们，不是关于资本主义自身，而是关于我们所需要的自由企业资本主义的实现形式。如果我们不修复断层（fault lines），我们会有下一场危机，尽管细节会与现在的危机不一样。下一场危机会在已经脆弱的公共和家庭财政基础上加重税负，也会挑战系统背后的政治共识，甚至会达到某个拐点。改革到那时会困难得多。我们最好不要检验老天爷，应该将这次危机当做改革的警钟。

艰难的抉择放在我们面前，因为任何选择都会同时带来好处和坏处。认为系统从根本上有问题的极端立场是很流行。这种观点与公众情绪不谋而合，在现在的情形下也很容易被接受，而他们最大的优点是与现有制度的距离。

要为已经失败的现有系统的基础结构进行辩护，我面临着被看作保守主义者、不知悔改的辩护者、或更糟糕的被看作一个支持银行利益的捍卫者的风险。但是尽管系统性的失败意味着深刻改革的必要，但这并不意味着一个完全不同的系统会更好。我相信我们必须努力改革，但是仍然有许多值得保留的好的东西。因此，我认为没有必要进行彻底的“休克式”的改革：可以选择能够修正之前所指明的那些确实很严重的问题的方式。下面从金融部门开始，这里是大量连锁违约的发生地。

作为开始，我们必须作出一个判断：金融部门实际上是能够促进经济增长和社会福利，还是只是一个无关紧要的只在周期性的爆发时才让人感觉其存在的部门。如果是后者，改革很简单：禁止金融部门很多现有的作法，创造几个稳定的垄断者，对留存的业务紧密管制，在接下来的几十年就不用再管这个部门了。严肃的经济学家和政策制定者已经广泛地在“让金融变得无聊”标题下，号召了这样的改革。但如果金融部门是经济增长的中心，改革就会更具挑战性。因为这样的话，我们就不得不为了减少金融部门可能造成的损害而为其创新能量披上马胄

加以限制。这一挑战我会在本章加以讨论。

为了让这个辩题更为充分地得以展现，我将摆出两方在同一特定问题上的不同观点：即信贷的扩张。我认为继续扩大人民所拥有的选择是民主而有效的。想要朝相反方向努力的监管改革从长期来看是不持久的，特别是在民主体制中。因此，真正的问题是怎样在限制金融部门不稳定的同时又从金融发展中获益。我在这里强调改革需要尊重的一些基本原则，在此基础上讨论更为具体的问题，即如何减少在这次危机中如此普遍的涉足尾部风险的动机。最后，我会以关于如何让系统对不可预测的危险更有弹性的思考作结。

## 民主化与债务

从很多角度来说，金融部门是现代经济的大脑中枢。当运行良好时，它能够有效地分配资源和风险，从而刺激经济增长，使我们的生活更加轻松、安全、充实。它给更多的人机会并攻击特权。它为我们所有人服务。当然，当运行出现问题时，就像现在发生的，它造成巨大伤害的同时只让极少数人获益。

一个触及到每个家庭但较具体的担忧是：是否信贷可获得性的危险到了这样的程度，即我们应该完全不让一些人获得贷款或者对他们的借贷行为进行严格的限制。而完全相反的看法则存在于对另一个相关问题的讨论：即通过信用卡、房产信贷、工资日贷款等方式是人们能更容易地进行借贷，这是好事还是坏事。一种观点认为，信用民主化是一项杰出的吸引人的发展。它使得每个家庭都能够根据未来的收入进行贷款并将他们的消费和支出在不同的时期进行平衡；同时也让小企业家具备事业起步的能力：许多小型风险投资都是从信用卡透支开始的。

这种观点的支持者所依据的最根本的假设在于大多数家庭是理性而负责任的：他们只会借贷其所需要的数量，并且完全清楚其行为后果。任何企图限制他

们选择的行为都是家长专制主义和没有根据的。这种观点的持有者用“信用”来描述“借贷”。在《韦氏英语词典》中，信用被定义为“对购买能力的信心和支付的愿望”；“信用”这个词也与传统的美国式乐观相一致。如果最好的还在后头，那么为什么不从未来借贷来让今天过得更好一些呢？

而相反的观点则认为：借贷是不道德的，它是对诱惑的投降。那些负债累累的人没有自我控制能力也没有自我负责的意识。其中一些责任应该归于金融家（被认为是借贷鲨鱼），他们是轻易信贷获得的提供者；一些责任应该由市场和刊登广告者担起，他们向公众灌输了其对本不需要的商品的强烈需要。然而，根据上述观点，信贷扩张的全部后果是过度消费和过度负债，以及一个短暂的幻象的最终会导致贫穷和懊悔的繁荣。持该观点的人往往用“负债”来描述“义务”。在美国长久以来也有一个反映该观点的传统，正如本杰明·富兰克林的《穷理查德年鉴》中所概括的“但想象一下当你负债时你会做什么；你给了他人左右你自由的权利。如果你不能按时还债，你会在借债者面前感到自惭形秽；当你跟他说话时，你会感到害怕，你会制造可怜兮兮的狡猾借口，而且逐渐丧失你的诚实并陷入卑劣的毫无羞耻的谎言之中；正如可怜的理查德所言，第二大恶性是撒谎，而第一大恶性则是借债。”

信用作为通向机会的钥匙和通向你应得的消费的手段，又或者是作为罪恶的债务和你抵押的永远不会拥有的未来——这两个相反的观点贯穿于美国的历史，前者往往流行于繁荣时期，相伴随的是贫富差距的扩大，后者则在经济萧条时期变为主流，此时清醒和令人压抑的悲观主义呈现主导。他们代表着我先前提到的重构这个问题的方法：我们想要享受金融的创造能量，还是我们认为金融过于危险以至于大多数人不应该接近而且我们应该将它限制起来？社会对于金融改革的态度取决于是否相信在给予相应的方法的条件下，人民和公司大体上能够做出理性的财务决定。

关于这一问题的辩论在学术界尚无定论。即便是在行为经济学中的研究告诉我们，在财务决定中，一些人会持续犯错；但同时它也告诉我们大多数的行为是理性的。正如我在本书中一直坚持的，理性决策者一般而言并不是问题所在。应该说，有问题的是决策所带来的外在利润是否完全地反应了社会的成本和收益。我们的目标应该让做决定的人能够将其决定的所有后果都考虑进去，而不是武断的组织他们做决定的权力。

更普遍的是，就算我们作出结论说有一些人在繁荣时期存在着过度借贷的问题，但斩断他们通向市场的途径或者限制他们的财务选择（典型地方法是通过立法来限制他们对产品、价格、和机构的涉足）是家长制的、不民主的、没有希望的方法，这会让那些被保护者没有机会去学习和改进他们自身。当然，我们需要确保他们被给予所有的机会来认识为什么某些选择是不好的，并认识到人民传统上会犯的错误从而能够改进他们的行为。我们也必须保护他们不受恶劣的捕食者的掠夺。但是限制选择权不是正确的答案。

自由社会确实会在危机后回复到更为家长制的作风和对选择作出更多的限制。将危机的原因归责于选择自由的扩大是很自然的事：如果选择在之前就被更为严格地限制（并且，伴随着后见之明，现在我们十分清楚哪些应该被监管），那么我们就不会作出那些糟糕的选择。但是，文明民主社会的整体趋势是不断为所有人扩张选择的权力而不是限制选择，更不用说仅仅对特定的人群进行限制。从一个可行的立场来看，限制选择的监管可能在危机后的一段时间内流行，但是当对于危机的记忆消退之后，这种方式将不可避免地被削弱。实施那种将会很快过时和淘汰的监管伴随着内在的成本：它在公众中创造了撤销关之规定的动力，而这种动力可能会过度。因此，更好的选择是做出正确的监管，不要在任何一个方向上犯错误。

总而言之，如果我们不同意金融是一个无用的工具，或者我们仅仅为少数被选择的具备知识的人提供金融的利润的观点，那么，改革的目的就应该是让尽可能多的人们享受金融能带来的最好的东西，同时将不稳定的风险降到最低。

## 改革的广泛原则

改革所应该遵守的指导性原则是什么呢？让我把关键的原则先一一描述，然后再举出具体的例子。

### *我们应该限制竞争吗？*

一个惠泽普通民众的健康的金融系统需要竞争和创新。寡头垄断意味着对于拐头而言利润的获得是非常容易的，因此他们会非常不愿意冒险。而与之相反的是，将机会扩展到新的需要更多服务的客户和未来的创新者那里，要求金融系统愿意承担合理的风险，而这必然需要竞争。在自由市场经济的危机时期，这不是一个受欢迎的观点，因为此时的自然趋势是去谴责市场以及像竞争这样使市场自由的因素。

大萧条时期的主要担忧之一是价格过低，而错误的判断了过度竞争。“罗斯福新政”是通过形成卡特尔推高价格。为了平滑通过必要立法的政治路径，竞争往往被描述为“经济的同类相食”、“致命的价格战”。“粗野的个人主义”正式地成为了“工业强盗”。意味着创造卡特尔和压制竞争的监管成为了“公平竞争法典”，而各种形式的官方批准的勾结共谋被刻画成“合作行为”。当然，寡头企业对于经济的监管和卡特尔化是十分配合的，因为这对于他们而言会使很多事情变得简单。

现在危机中的主要担忧聚焦于风险的低估。再一次的，这一担忧颇具吸引力地错误地指责银行间竞争。正确的方法应该是减少各种来自于实际和潜在的政府介入和羊群行为造成的风险估价的种种扭曲。我们不应该对所谓“粗野的个人主义”过分担忧，真正应该担忧的是无差异的集体思考，因为这是系统性问题的首要来源。

一个竞争性的系统也更易于产生金融创新，而这也是机会扩展和风险扩散的必要前提。现代的金融创新看似与信用违约互换、担保债务凭证、衍生证券这些除了华尔街之外没有人认为应该被创造出来的产品成了同义词。但是，要看到，创新也为我们带来了货币市场账户、信用卡、利率互换、指数基金、交易型开放式指数基金，这些都被证明是极为有用的工具。所以，金融创新所带来的好与坏是伴生的。一些人建议完全禁止提供任何未经审查的金融产品，就像食品和药物管理局对新药品进行审查一样。这一建议可能有点过了，因为许多产品只是对之前的产品作微小的改进，而且并不是十分危险的，在实际使用之前没有办法真正被理解。温和自由的试验应该被允许，但是大面积的扩散应该等到监管者真正了解某项创新并知道该如何面对随之产生的系统性风险之后才能进行。

更一般的是，在一个不断变化的全球经济中，停滞往往是不稳定的最大来源，因为停滞意味着该系统没有适应变化。相反的，竞争和创新帮助系统调整，而且如果被正确地引导，竞争和创新是多样性、弹性、以及随之而来的动态稳定的关键。批评者会很快指出竞争和创新在经济上行发展到危机的过程中会导致更大的不稳定：毕竟，像二次、三次担保债务凭证这样的证券是极端难以被定价的，因为一旦抵押贷款开始出现违约的话，它们就变得全无市场。然而，并非竞争本身，而是扭曲的银行家逐利动机和风险价格导致了这些有害工具的产生。

### *减少不良动机和价格扭曲：管理对政府介入的预期*

正如我们在第七章所讨论的，承担过度风险的某些动机也许是从在银行内部和外部管理的故障带来的。这些机制需要被修正，我将会在下面讨论一些可能性的选择。但是一个系统性故障的首要原因总是对风险的低估。而低估的来源，其一是非理性繁荣：起初的、适中的风险低估互相推动直到它们累积为巨大的问题。然而，这样的泡沫一般不是凭空突然出现的。导致现有危机的风险低估，部分来自于对政府或者中央银行对市场的介入的预期。并且，自从危机爆发以来，财政部和美联储强力地介入了市场，从而证实了之前市场的预期。对于认为政府或者其代理人会支撑房地产市场或流动性市场的预期，我们需要找到一个办法消除。

### *终结政府对金融机构的补贴和特权*

和政府介入特定市场一样具有破坏性的是政府对特定金融机构的支持。自由企业资本主义的本质在于让失败和成功拥有同样的自由。市场往往青睐那些政府会在其失败时进行扶助的机构，对他们往往不太问问题，而且给他们自己的产品太多的资源。更过分的是，这样的保护扭曲了竞争形态。我们必须以这样的系统为目标：即在这个系统中，没有私人机构直接或间接地被政府进行保护；在这个系统中，每个私人机构都知道如果犯了严重的错误，其后果将由自己全部承担。

### *制定适应经济周期的监管规则*

当我们从恐慌中恢复过来，正直的政治家觉得有必要做些什么。被公众指着脊梁骨责怪曾经的不作为的监管者们几乎想要实施任何限制，而脆弱的资产平衡表和对危机的生动记忆使得银行家们避开任何可能的风险，因而对监管者们所要实施的限制更能够接受。但是，我们的改革似乎是在以下幻觉中的：被监管的金

融机构和市场是静止和被动的，监管环境不会随着经济周期变化而变化。具有讽刺意味的是，监管在经济周期的底部最严厉，而此时市场中没有太多需要监管的参与者。相反，在经济周期的顶部，市场自治的误解却是最流行的，而此时却是经济系统最危险的时点。我们需要认识到这样的差别，并制定出适应经济周期变化的监管规则，因为与周期不适应的规则不会持续长久。为了能够更好的创造出能够贯穿经济周期始终的稳定性——即不被周期影响的——新监管规则应该是全面的、非随意决断的、依情况而定的、具有成本效益的。

能够适用于运用了各种不同的杠杆的金融机构的监管不太可能在繁荣时期鼓励金融机构行为从严厉监管下的模式向放松监管下的模式转变。这样的转变成为不稳定的来源之一，因为其破坏性的后果会反过来通过无法预见的渠道，在繁荣中打击被严格监管的机构。比方说，花旗集团曾经将资产担保证券（asset-backed securities）摊薄放在资本化的表外，但这些证券在商业票据市场枯竭时转回到其资产负债表上，这造成了花旗集团巨大的问题。我们必须认识到由于金融部门的所有领域互相都紧密联系着，因此，要创造出一个绝对安全的区域是极其困难的，忽视在所谓的安全区域外的行为是轻率鲁莽的。

那些非随意决断的、透明的监管有着更大的机会被遵守，即便在极度乐观的时期。在这种情况下，媒体和大众中的利益相关成员能够更容易地监督市场参与者，从而部分地为监管者分忧。而被监管者也清楚监管规则会怎样实施。这种规则的一个例子是 1991 年联邦储备保险公司修正法，该法案要求监管者对法定资本降低到一定水平以下的银行采取一系列收紧银根的措施。该法案的缺点在于公众和媒体很难实时监控银行的法定资本，因此就很难监督监管者是否按法律要求去做了。不过，该法案为新的法规提供了可能的发展方向。

尽管存在这可能性，只有在十分需要时监管才应该被实行：监管应该再有害



的大事件发生时启动，而不应该是一个常态的存在。这样依据情况触发的监管有两个影响。其一，因为他们只有在特定时间才会介入，他们比总是存在的监管少了很多麻烦，银行也不用用那么多的聪明人去发明绕过监管的办法。其二，监管的要求水平——比如对资本水平的要求——可以在必要时提高，从而能够达到预期的效果。

最后，这样的监管对于被监管者而言遵守起来并不特别的昂贵，又或者说，对于监管者实施起来也比较不容易被绕过或者被忽视。而且，这样的监管在关于过去问题的记忆消退后，也能够有更持续的影响力。

### *减少对尾部风险的寻找*

让我们将所有上述原则应用于以下具体问题：我们怎样防止差一点就给金融部门带来毁灭性打击的系统性尾部风险的发生呢？我将精力集中于讨论两个相关的尾部风险的例子——存在于优先资产担保证券中的违约风险和以极短期债券为存在潜在流动性风险的资产进行融资所带来的流动性风险。我探讨了减少上述风险的详细建议，因为第一眼看起来有道理的方法常常在仔细审视后产生更多的问题。

正如我在第七章中论述过的，如果他们能够在业绩评估手段里较好地将风险隐藏起来的话，金融系统的每一个层级都存在着涉足尾部风险的强烈动机。那些放弃尾部风险的人愿意放弃相应的收益；而那些涉足尾部风险并小视该风险破坏力的人则将该风险带来的收益看成纯利润，看成是他们天生智慧的结果，没有看到其实这些所谓的利润只不过是对其对应高风险的补偿而已。贩卖风险所带来的收益与这些风险可能带来的预期损失是成比例的（如果预期地震发生的可能性越大，则相应的保险价格就会越高）；收益越多，金融公司的销售部门就愿意冒越

高的风险（因为当他们的公司最终要面对这样的风险所带来的损失时，这些人并不认为他们还在公司里）。太多的金融机构急切地涉足一些代价极其昂贵的风险领域，因此他们会在过低的价格水平上对这些风险产品进行竞争。这样做的后果就是创造出太多的风险。

因为风险水平过高，如果每一个人都预期政府或是美联储会对尾部风险冲击下的市场或金融机构施以援手，那么，事情会变得更糟。在这种情况下，由于政府提供的类似安全网的预期，即使清醒地看到风险，涉足尾部风险的人仍然会认为是值得的。很少有金融机构愿意错过这一风险盛宴的狂欢。因此，如果足够多的机构这样行为并推动对政府介入的预期，那么开始时作为隐蔽风险和愚弄市场的企图就变为会被市场奖励的一个公开的有利可图的交易。

如果认识到尾部风险，或者说是知道该风险是被证券场所鼓励的，那么面对这种风险的方法就是改变金融公司里各层级里从上到下面对风险的动机、债务结构、监管结构。一个看起来明显的减少这种涉足尾部风险错误动机的方法是在这种高风险系统化之前消除所有与业绩表现挂钩的报酬：像给官僚支付薪酬的方式给银行家们薪酬。当然，金融公司可以根据银行家的表现给予他们其它的奖励，比如地位和升职，这种奖励是很难被消除的。即便防止对监管的规避是可能的，也可能有另一个明显的劣势：银行家们会丧失动力去努力工作或者承担适度的风险。在今天的竞争激烈、快速发展的经济中，官僚化的银行家们不会是现状的改善力量。我们从银行家那里需要的是称职的风险管理，而不是完全的风险规避。因此，我们必须在找到减少涉足尾部风险动力的方法的同时，又根据银行家的业绩给予奖励从而他们能够继续创造出创新产品来满足消费者的需求以及给予虽然具有风险但同时也具备成功潜力的早期创业者提供资金。

这意味着，只要可能就应该让冒险者承担风险真正发生后相对应的惩罚，从而社会不需要觉得有宽恕他们的必要，因为那些无知者、关联者、以及利益相关

的公众人物（politically vocal）也会跟着遭殃。当然，过高的惩罚也会打压掉一般性的风险行为，某些惩罚将不得不被恰当地测量。也可能没有人，包括市场自身，能够遇见某些风险。面对这样的可能性，私人部门必须建立起自己的缓冲系统来吸收这些冲击同时让系统产生处理他们的弹性。现在，我将会更为具体地进行讨论。

### *改变由薪酬带来的风险动机*

涉足尾部风险最为明显的形式来自于个体交易员或者公司部门，就像美国国际集团金融产品部门一样，该部门职员从额外盈利中获利而且在上行阶段享受了巨额奖金，而在下行阶段他们又避免了付出这些奖金来处理他们创造的恶果。一个能够使金融部门将高级经理层或者风险经理没有发现或者不懂的小概率尾部风险内化的方法是将每个年份部门奖金的很大部分以有附加条件的契约形式加以保留，这部分留到以后的年份，根据部门的持续表现逐步以补偿性收入的方式兑现——这个建议我早在银行家的奖金问题成为政治化的皮球被踢来踢去之前就提出过了。简单而言，如果交易员今年获得了大笔奖金，那么这笔奖金中只有一部分会在当年兑现，其它的部分会被银行保留并在一定条件下逐年发放，即如果该交易员没有将本年所赚的钱在以后的时间里全部赔掉的话。这将给予交易员长期视野，创造出关于尾部风险的不确定性，即该风险是否会在他的奖金被支付完之前爆发，进而也给了他更大的规避该风险的动机。

当然，这样的薪酬结构只有在交易员清楚地指导他涉足了尾部风险的情况下才是有效的；如果他自己无意中被诱导进了这种风险，那么这样的薪酬结构就无效了。

### *顶部动机*

上述控制尾部风险的办法假定位于公司顶部的高级经理层希望降低这种风险。而之前，我已经讨论了一些 CEO 可能没有动机降低尾部风险的原因，比如说，他们与其他公司经理层竞争的愿望、对政府介入预期所带来的对下行风险的认识不足。一些银行界老手很喜欢回忆投资银行界仍盛行合伙制时光，那时候合伙人对他们所有的资产负全责。现代银行的规模和在世界范围内的扩展使得回到合伙制变得十分困难，因为合伙人的相互监督蕴含着过度的风险行为。另外，强制银行缩小规模也不一定能够提高安全性。我们也看到仅仅给予经理层公平的奖金是不够的，——因为尾部风险在爆发之前能够给他们带来的收益巨大，而爆发后的损失对他们个人而言很有限。

有用的作法也许将一定的风险负担放到高级经理层身上，而没有必要让所有人都卷入到风险之中去。比如，斯夸姆湖金融监管工作组（在这次危机后由达特茅斯学院的肯·法兰奇教授组织的一个提供改革方案的独立研究机构）的建议就提到，不仅可以保留部分高级经理层的奖金以用于在未来出现损失时扣除——就像我上一节提到过的带附加条款的契约一样——而且还可以在公司将来不得不接受以任何形式出现的紧急援助时，将这些保留的奖金扣除。因此，保留的这部分奖金的效果就像有特定作用的普通股票一样，将让高级经理层拥有十分谨慎对待紧急援助的动机。

金融公司的董事会本应该是管理不善的另一个监督者。但是即便涉足尾部风险并非股东的利益，银行董事会也可能并非是制止该风险的有效力量来源。董事会成员在真正独立时，一般而言得不到足够的信息，而当他们不独立时，他们对管理层就不会指手画脚。比方说，莱曼的董事会成员组成都是一些逢场值得尊重的独立董事。但是，当它在 2008 年申请破产时，其董事会的十个成员中有九个都退休了，其中四人年龄在 75 岁以上。一个是戏剧出品人，另一个是前海军上

将。只剩下两个人有直接在金融服务产业的从业经验。尽管高龄并非意味着能力不足，但是它与现代金融的肉搏形态是不那么符合的。这样的董事会对于莱曼的风险监管显然是有限的，更何况其下属的风险委员会每年仅开会两次。

董事会可以通过引入金融服务领域的专家和华尔街以外的专业人士并举来增强能力。更近一步而言，如果公司内部的风险管理经理被要求对董事会进行常规性汇报，那么董事会的信息掌握情况会更好。董事会下属的风险委员会也应该设置一个常规性的会议，这个会议高级经理层不能参加，而由全公司的各部门经理共同讨论公司范围内的风险问题，这样，公司的各个部门都能够从交易前沿的从业者那里对正在涉足的各项业务有一个了解。当然，如果有能力的董事会与高级经理层一样被同样的利益所驱动，那么我们将不得不寻找别的办法来规制风险。

那么，银行监管者是否能够作为董事会之后的第二道防线，对高级经理层涉足的风险进行监控呢？一些评论员，包括著名的阿兰·格林斯潘，对于这些监管者扮演此角色的可能性持怀疑态度。尽管享受更高的工作稳定性，监管人员的薪酬比私人部门的执行官低得多。除了那些真正被公共服务这项事业所激励的人以外，监管人员一般要么不那么聪明要么是极端风险规避者，这两种者对于私人部门的风险规范都没有什么帮助。然而，监管者拥有两种力量能够帮助他们对私人部门风险进行有效监控：首先，他们有不同于私人部门的动机：他们更注意小概率事件所带来的风险；其次，他们能够从整个金融产业的各个公司搜集数据从而能够很好地看清风险积聚领域。因为尾部风险最要命的地方在于整个系统暴露其中，所以信息完全的监管者能够监控整个金融部门的风险暴露程度，并警告那些超过行业平均风险水平的公司停止类似交易。关键在于，监管者要找到的平衡——既不要过于频繁地以自己的判断代替公司的判断，也不要太过自由放任忽视系统风险的积聚。

要想让这样的系统良好的运行，我们需要更好的信息流通。现在，太少的金融机构能够每日更新他们公司的风险暴露程度：如果利率上升 25 个基点，如果意大利政府债券信用评级降级，如果俄罗斯的一家银行被监管者查处，接下来市场里会发生什么？信息更新滞后的后果之一就是让监管者也处于不知情的状态。当美国国际集团已经深陷次贷泥潭而无法脱身时，正在处理莱曼悬而未决的破产问题的监管者似乎才刚刚得知美国国际集团有问题——这部分是因为通过购买小额储蓄和贷款以及确保自身交易行为在储蓄监管局的界定内，美国国际集团让自己处于一个较弱的监管之下。在现代，对于一个监管者而言，无知就是没有觉察。许多获取和分析信息的过程是能够自动进行的。通过提供标准化程序和模型对风险暴露程度进行计算，监管者能够持续获得这些信息。标准化对于非流通证券、资产、职业是非常有用的，因为现在每个金融机构对价值和风险的计算都有一套自己的办法，因此他们的报告之间没有可比性。

当然，监管者很少能够在过度管制和自由放任之间找到恰到好处的平衡。政治压力往往让他们在市场繁荣期过于放松管制，在市场衰退期又过于保守，这恰恰是其应有行为的反面。如果将他们搜集的信息公开，这能够提供运用公众监督监管行为的途径。比方说，一旦关于总体风险水平和个别金融公司的风险水平的信息被整合在一起，在一定的时滞之后，市场就能以一种很好消化的方式分享这些信息。当风险水平超标时，监管者就必须对其作为或不作为做出解释。

监管部门常常不愿意公开市场风险水平的过多细节，因为他们害怕其希望尽力避免的恐慌会被触发。然而，再清楚不过的是，当公众对于银行运行状况产生担忧时，开始公开银行的风险水平是一个错误的时机。而开始公开这一信息的正确时机应该是在某个市场处于常态、不会发生恐慌的时间点。从这一时间点往后，如果信息对公众的公开呈现常规化，那么公众能够对金融机构产生稳定而健康的压力。

对公众的信息公开能够在尾部风险早期就加以控制，因为只有在公众不了解公司风险水平的情况下，早期尾部风险才能够为金融部门带来巨额利润。债券持有人一般而言总是不喜欢这样的情况：上个季度过亿美元的利润获得是基于价值上万亿的小概率风险的。

### *金融债权和动机的重新估值*

通过金融债权人对其对应公司的过度风险检查，对公众的信息公开可以实现。当然，股票持有人能够从尾部风险交易中大量获益，他们实际上可能喜欢尾部风险，只要金融公司的资本率相对于公司规模比较低的话：他们没有什么可损失的。因此，更高的资本率是停止过度投机的必要前提。下面，我建议一些融资的方法。同样，正如我前面指出的，很多债券持有人——不仅仅只是已投保的储蓄者还包括那些长期的无担保债券持有人——认为他们最终会被政府施以援助，因此在金融公司进行更高风险水平的投资时，他们所要求的利率没有相应上升。如果让债券持有人承担下行风险的话，他们则可以对风险行为实现有效约束，因为对未来损失的预期会反映在他们对金融机构更高的利息要求上。

如果某金融公司在进行更具风险性的投资时，其大部分债券利息也相应大幅上扬，他们的利润就会随之减少，经理层和董事会就有可能停止这样的风险行为。至少，这样的利率增长将会对公众和监管者发出强烈的信号，让他们知道该公司正在进行大量的风险投资。因此，金融监管改革应该在这个方面集中精力：即确保金融机构大部分的债券持有人知道他们会为其所持有债券的金融公司的风险行为付出痛苦的代价。

但是，当某一风险变得极具系统性，市场普遍认为政府会在风险爆发时介入

支持，股票持有者和债券持有者就都不会太过担心了。在这种情况下，经理层与股票持有者或债券持有人一起将风险行为看成了利益最大化的行为。如果某金融机构对整个系统的影响太大以致于政府不能让其破产，那么该金融机构不当操作所造成的损失就不会仅仅让其投资者承担。这种情形实际上鼓励了尾部风险行为的发生，因为该公司在市场好的时候赚了很多钱——每个人都从像美国国际集团这样会被政府支持的公司购买尾部风险保险——如果尾部风险不幸发生，那么美国国际集团会跑去向政府要求援助。让我们一个一个地考虑上述情形。

### *政府对市场的介入*

当政府直接地通过联邦住房管理局和吉利美、间接地通过房利美和房地美很深地介入抵押贷款交易，当住房信贷市场，特别是次级房贷市场，一定会在风险爆发时被政府援助。同样的，美联储和财政部最终援助了那些选择涉足流动性风险的大银行。

清楚的是，在这些情况下减少尾部风险行为的办法是尽可能地减少政府介入。没有任何内在原因让政府必须在住宅信贷市场进行如此深的介入，除了中产阶级已经习惯政府的间接住房补贴这一事实以外。政府对房利美和房地美的监管，通过打破垄断和创造一些私人机构，让市场有机会真正创造出没有间接政府保障的私人部门住宅信贷。同时，联邦住宅管理局和吉利美应该稳步减小规模。尽管一些人认为私人部门的浮躁——目前私人住宅次级贷款枯竭是这种浮躁的证明之一——是政府保持其在市场的介入的原因之一，但是这次危机中住宅价格冲高到无法持续的地步以致于私人信贷枯竭，其背后的部分原因也正是政府的介入。

相同的，除了政治压力以外，没有其他的因素让美联储通过零利率的手段让市场上流动性泛滥，进而让我们经理一个有一个的泡沫。具有讽刺意味的是，大



萧条的教训——让银行破产不是个好主意——已经被美联储充分吸收消化，它反过来被银行所挟持。我在第九章将要讨论的一项改革就是创建一个更强的社会安全网。这样一来美联储的压力会减少一些，因为在以往，当经济困难时，只要就业没有增长那么美联储就会一直采取刺激性的经济政策。

此外，货币政策的实施应该把其对私人部门风险行为的影响考虑进来。金融稳定应该与就业和通货膨胀控制一样重要，应该成为美联储指令中一个更为明确的部分。美联储应该问问自己，即便经济仍处于困难之中，名义利率是否还是有可能太低了呢？19 世纪的《经济学家》编辑，瓦尔特·巴杰特喜欢做这样的阐述“英国可以忍受很多事情，但它不能忍受 2% 的利率水平。”同样的，没有人能够忍受接近于零的利率；当美联储将短期利率压到极低水平，特别是通货紧缩前景尚未明朗而只是一种可能性时，储蓄者会转移到投资风险更高的资产，这就会使得风险资产的价格上升而风险收益则会下降。一个极低的短期名义利率推动了风险投机行为并且使得价格泡沫膨胀；但是，不清楚的是，在促进公司资本投资和就业增长方面，极低的利率与一个较高一些但仍属于低水平的短期名义利率相比，前者是否更有帮助。

而且，如果美联储处于不得不大幅降低利率的状态，它应该准备好，当这种紧急状态结束后，将利率比市场决定的水平进行更大幅度的提高。这样的利率政策对那些维持资产负债表良好流动性的银行有利，而且会阻止那些导致流动资金链过于紧绷的市场行为。它也会让美联储停止以储蓄者利益为代价对负债者有利的单边歧视性介入。

不管哪套推荐建议都不会很容易被接纳——从住宅市场上退出或者实行更为公平的货币政策。利益集团，包括房地产开发商和信贷机构，会希望看到住宅市场上持续的政府介入。难道我们应该等着下一次更大的危机来让政府退出吗？同

样的，货币经济学家和中央银行家们（这二者往往是一回事）会认为利率应该只与实际市场行为挂钩，而所有想将利率与除此以外的任何其他因素相联系的想法是疯了——这一观点，本·伯南克在 2010 年 1 月 3 日亚特兰大举行的美国经济协会上的演讲里已经被充分地表明。但是，正如我们已经看到的，金融部门能够对实际市场行为产生复仇性的恶果。我们已经在以前犯了错误，我们没有注意风险行为，这样的错误，我们不能再犯。

### **消除“因为有系统性影响所以不能破产”**

市场没有对大举涉足尾部风险的金融机构进行惩罚的原因之一在于它们对于整体系统太过重要以致于政府不能眼睁睁地看着它们破产。通过在危机后对几乎每一个大型或相关的银行进行援助，其中包括最具争议的那些已经从美国国际集团购买了保险的大银行，政府的行为再次印证了上述观点。但是，政府不能够被金融机构或者金融市场看成是一个轻易上当的人。因此，改革议程上最重要的项目之一是确保任何私人金融机构都不享有特殊的政府保护。

市场上某些特定经济实体太具系统性影响而不可能让其破产，这一认知的广泛存在不仅会使得动机扭曲，而且相对于那些不被保护的经济实体，它们就拥有了竞争优势：它们能够承受潜在损失巨额的尾部风险，因为他们知道在风险尚未爆发时他们能够享受该风险带来的收益，而在风险爆发之后他们则能把损失转移到政府头上。同样有问题的是，市场投资者，知道他们投资的那些机构有政府保护，因此也就没有动力去限制过度的风险投机行为。确实，因为尾部风险能够带来巨额的潜在利润，而风险带来的损失则有限（对于股份持有者而言），因此投资者会鼓励该风险行为：危机爆发前，风险偏好最强的银行在市场上的股价最高。因为债务持有者不要求更高风险应该对应的更高收益，银行因而能够运用杠杆将赌注翻倍。最终，因为这些银行享受到融资的更低成本，他们的规模能够变得更

大业务也更具综合性；他们也有动机去进行这样的扩张，因为这样他们会变得更具系统性。

当经济步入下行通道时，上述实体经济带有的问题就被认为具有太强的系统性而不能让这些机构破产。这样的结果是，尽管某些公司结构已经被不断证明了其无效，但资源还是被困在其中；随着这些金融机构对价值的破坏，来自纳税人的更多资源也吸入其中。出于对政府介入的自信，这些机构会与政府玩“胆小鬼游戏”，拒绝采取措施，比如提高资本率，对风险进行更为谨慎的规避。

这样援救的政治后果也许很严重。因为这样一来，政府就很难否定裙带资本主义的存在。除了已经阐明的挽救经济的目的，在以下两种动机之间没有很明显的可辨明的区分：特定金融机构太具系统性影响政府不得不出手施援，还是政府官员想要挽救朋友或是他们曾经和未来的老板。假使阴谋论者有一个户外集会日，将与金融系统有任何关系的人都看成是腐败的，这对私人企业系统的公众信心有着毁灭性的打击：这意味着有两套游戏规则，一套是给具有系统重要性的机构的，另一套是给其他人的。而这些阴谋论者的观点在一定意义上是有道理的：政府机构在对某机构是否具有系统性影响时的偏向潜在着极大腐败的可能性。

我在前文中避免了这一说法“金融机构太大了以致于不能让它破产”。这是因为有些经济实体规模很大但具有透明简单的结构，从而很容易能够处理破产事宜——比方说，经营家族共有基金的金融机构。相反，一些规模较小的企业反而能够导致系统压力的大规模上升——这样的金融企业包括背书市政债券的垄断债券承保人和贝尔斯登。规模以外的很多因素可能使得一个金融机构拥有系统重要性，包括市场的集中性，其他具有系统重要性机构的风险暴露水平，损失发生后债权人会承担的部分在多大程度上会同样加诸到资产本身，该金融机构与金融系统之间关联的复杂程度（这使得政府当局不确定该机构破产后会引发的系统性后

果，也不愿意冒险去承担这一可能的后果)。

应对这些问题有三种主要途径。首先，避免金融机构变得具有系统重要性。如果他们确实很重要，迫使他们创造其他的私人部门缓冲机制以减少对政府援助的需要。如果尽管有这些私人部门缓冲机制，金融机构的情况仍然恶化到一定程度，让他们的破产对政府当局而言变得更容易。我会逐一对上述途径进行讨论。

### *避免金融机构变得具有系统重要性*

关于如何避免金融机构的系统性影响，存在各种各样的建议。最通常的情况是防止他们在一定的规模以上继续扩张，这与前任美联储主席保尔·沃尔克的想法最为一致。尽管乍看起来很吸引人，该建议还是有缺点的。

尽管大的机构最有可能具有系统性影响，但是规模既非必要条件也非充分条件。虽然贝尔斯登被认为关联众多而需要被援助，但是在很多的计算方法下，贝尔斯登的规模都不被认为是大的。从另一方面来说，共同基金先锋集团管理者超过一万亿资产的资产，但是它却不具有系统性影响。所以规模的各个方面不是同等重要的。

更进一步，即便我们能够清楚地指明规模中造成麻烦的因素，通过对资产、资本、利润等作为标准的部分进行缩减，银行也可以避免任何在规模上的限制。粗糙的规模限制可能使银行停止很多金融活动以规避监管者，在最糟糕的年景里再让这些交易活动回归（同时也会体现在资产平衡表上）。有很多隐蔽资产规模的合法手段。将资产放在资产负债表以外，银行能够为表外资产作担保，正如最近的这场危机中所盛行的。作为替代的方法，如果资产得以规范，那么我们能够推动银行尽可能地缩减规模；但这不是能够获取安全的药方。如果利润被规范，

那么我们应该让健康的银行把利润放在别处，同时允许不健康的银行进行扩张。

而且，规模大有着很多优点。大型银行在多样化投资和吸引管理性人才（包括风险管理经理）方面更具优势。尽管 2 万亿规模的银行由于经营不善给整个系统带来了大麻烦，但是如果 100 个规模为 200 亿的银行同时涉足相同的风险给系统带来的问题则会更大。重要的不是规模本身，而是系统内部风险的集中和关联，以及相对于资本的风险暴露水平。确实，在过去，由于某些经济实体规模太大，监管者对整个系统进行了援助——上世纪 80 年代对美国储蓄和信贷产业的宽容就是一个例子。

替代对金融机构的规模限制，监管者应该运用更为精巧的机制，比如说禁止大型银行兼并或者是鼓励有问题的大型银行进行拆分。像联邦贸易委员会这样的实体已经拥有了上述的权力。尽管关于监管者是否会滥用职权的担忧从未消失，但对于立法者和法院进行监督的难度来说，对上述权力的监督比基于反竞争考虑的权力的监督要容易得多。

已投保银行建议的通过某种现代版的 1933 年格拉斯—斯蒂格条款限制交易行为方案，经过进一步的考虑，看起来也不具有吸引力。显然，一些大型银行的行为带来了更大的风险和不透明性。在可能的范围内，这些行为应该在合法的经济实体里进行分离从而避免将来损失发生时造成影响。比方说，银行不应该在其经纪部门（这些部门出借证券、提供贷款、为客户进行理财、典型的是对冲基金）使用抵押的客户资产进行进一步的交易。客户资产与银行自身融资行为的混合降低了透明度、增加了风险，也是许多投资银行在本轮危机里发生挤兑的原因——客户试图在银行倒闭前取出他们的资产以免除银行倒闭给他们造成损失。当然，这样的分离会提高银行借入资金的成本，但是归结起来还是利大于弊。

自营交易——利用部分包括政府担保储蓄的资产负债表，银行在其中进行投机交易仓位——是另一项被谴责的行为。批评者想要禁止这项活动的原因在我看来是错的，但是，限制这项活动确实是应该的，只不过我认为的原因有所不同。批评者认为自营交易有风险。但很难将这看成此次危机的原因：银行并不是因为交易仓位带来的巨额损失陷入麻烦的。银行的问题来自于其持有的抵押资产证券，而不是因为交易它们。地区性银行成批破产的原因是没有人说过要禁止的对商业住宅的贷款。只是因为一些交易看起来比另一些更具风险性，认为让银行远离这些交易就完事大吉了，这样的想法是错误的。如果银行想要涉足风险交易，它们只需要在任何允许它们涉足的交易里选择风险更高的。比方说，只要他们能够借入资金，他们就能够自由地向负债很高的企业继续提供不安全的、长期的、“低门槛”贷款。关注点不应该是禁止某一特定的行为，而应该是限制他们的风险动机以及他们跟随其他银行进行风险投机的羊群行为。

尽管如此，还有一个另外的原因需要我们寻找限制自营交易的方式。与各个公司有业务交往的银行往往能够获得相关的大量信息。这些信息从原则上来说应该被用于帮助这些客户，而不是被用于不利于它们的交易。就交易而言，银行比其他入拥有不可相比的信息优势：尽管为了防止将敏感客户或市场信息泄露给市场交易者，银行内部设有防火墙，但银行自己仍然能够使用这些内部信息。应该通过限制自营交易减少这种优势。我这里说“限制”是因为一些合法的行为，包括对冲和庄家行为，与自营交易之间很难区分。不管交易目的，而武断地将银行自身账户交易进行全面禁止是一种可能性，但是这种方法与其他任何不加选择的武断限制一样有着同样的缺陷。也许和资本限制的情况一样，开始时采取武断全面的限制，随着时间进展，逐步根据实践经验放松管制也许是一条出路。

防止金融机构变得太具有系统重要性的最好方法也许并非对规模和交易行为的武断限制，而是通过监管者对机构间相互暴露和系统风险集中度信息的搜集和

监督。通过指令和控制，监管者可以确保系统不会过于暴露于单一风险来源或特定机构。监管者自身也需要被监管；因此，正如我之前建议过的，在一定的时间之后，关于暴露度的信息应该定期公开地公布。比起规模或交易行为限制，这样的手段更少波动性和惩罚性，而更容易被执行，很可能也更有效率。

### *创立更好的缓冲机制*

无论政府如何尽力不让金融机构变得具有系统重要性，某些金融机构还是会具备这样的影响力。也许一些机构会拥有特别的能力来主导特定产品市场和客户；另一些也许仅仅会比那些大机构更有效率。然而不管是什么样的原因，一旦某些机构被认为具备了系统重要性，它就会自动地在融资和销售方面获得优势。要抵消这样的优势，监管者可以要求这些机构拥有更多的权益资本。权益资本的成本很高，因此这种间接的征税（因为权益资本对于金融机构来说是比较昂贵的一种融资方式）能够抵消他们的融资优势；而且通过创立额外的缓冲机制，使得这些机构成为纳税人负担的可能性更小。

正是因为权益资本的昂贵，如果强加给银行的成本太高则它们会尝试逃避，所以监管者应该想出能够实现资本缓冲机制的合适规模。监管者对额外永久性权益资本的强调可以少一点，而更多的强调或有资本——或有资本能够在机构或者系统出现问题时介入。在或有资本的一种版本中，系统重要性的银行能够发行某种特殊债券，能够在银行资本率降低在特定值以下后自动变为股权。另一种版本，杠杆化的系统重要性的金融机构应该被要求购买完全的抵押保险（从没有杠杆化的金融机构、外国投资者和政府手中），这些保险能够在出问题时注入资本。

可转换的或有债务和资本保险二者都同样暴露于经济下行风险，而且，如果市场进行了合适的定价，二者都能够成为著名的“矿井金丝雀”起到很好的预警

作用：它们能够反映出市场对于特定机构风险水平的判断。当然，如果特定风险被给予合适的定价，每个人都应该知道不管政府当局对别的机构如何，它都不会对这种风险带来的债权人损失进行补偿。政府当局对于金融机构债权人进行补偿的原因之一是它们不知道这些债权是否被其他金融机构所持有：如果是，那么让这些债权人承受损失有可能加速危机的扩散。因此，更为重要的是监管者阻止任何杠杆化的金融机构进行或有资本转换或者进行资本保险（或者，持有其他杠杆化金融机构发行的未保险的长期债务）。作为替代的，互助基金、养老基金、主权基金应该成为投资者的选择。

通过要求具有系统重要性的机构拥有更强大的缓冲机制，监管者能够降低它们利用自己这一特殊地位的可能性。如果某一机构通过资本作垫基本实现自身破产保护，那么政府的可能性介入前景就不会给它带来太大的额外优势。

### *让金融机构更容易被清盘*

在十分可怕的危机中，不管监管如何完善，不管缓冲机制如何充分，一些具有系统重要性的公司可能还是会面临资本不足和濒临倒闭的境地。如果他们特定的一些行为对整个经济体的健康具有本质性的作用，我们需要找出办法来“清盘”——让投资者承担适当损失的同时保持核心的经济活动继续。这一清盘机制的关键目标之一是让债权人承担部分损失，这样他们就不会倚仗对政府在必要时进行介入的信心，在股权人进行尾部风险投资的时候放弃额外风险溢价的要求而保持沉默。

对非银行金融机构或者拥有多家银行的公司，监管者目前并不具备实施上述清盘机制所需要的“清盘权”，而通过一般性的破产法律程序所耗时间又过长：金融产业可能在这个过程中已经消失了。因此，对于监管者而言，最本质的是要



获得权威让其能够有效地实施破产法庭的功能。破产程序缓慢的原因之一在于法庭首先需要界定企业的所有资产和负债，然后才能决定什么可以被保留而谁应该承担损失。而在简单的银行结构中，所有这些信息是已经存在了的。但是具有系统重要性的机构一般而言其结构非常复杂。这种复杂性的其中一部分是随着时间通过并购和拓展海外分支逐渐积累的；一部分来自于避税行为和对监管的躲避行为；还有一些则来自于不规范的管理。莱曼在破产时拥有的分支机构高达 600 余家。

因为清算这样的一家巨型金融机构在今天简直就是一场噩梦，更别提还要快速地完成，所以援助看起来是唯一可行的选择。然而，一种出路是将这项任务的责任放回到金融机构自己身上。每一个具有系统重要性的金融机构都应该与监管者定期会面讨论其“生前预嘱”，即一项能够使其被快速清盘的计划——理想状态下，是一个星期内——在面临生存危机的紧急事件情况下。这样的计划在细致度和及时性上大大提高了金融机构记录自身风险暴露水平的要求，要满足这样的要求很可能需要依靠更好的利用相关技术。为了防止流于形式，在“生前预嘱”计划里的许多细节应该以容易理解的形式对公众和市场公布。

由于要预计到所有的意外情况几乎是一件不可能的事，“生前预嘱”计划可能只被有限运用在指导特定机构的实际清算过程中。然而，它能够大大有利于简化银行结构。进行“生前预嘱”计划的需要不仅仅给了金融机构与监管者合作降低组织复杂性和简化解机制的动力，而且它也确实促使管理层在繁荣时期考虑小概率事件从而帮助银行避免突发事件带来的昂贵代价。更为重要的是，这能够让市场知道政府当局会允许具有系统性风险的金融机构破产。当这场危机逐渐过去，这个信息的传达是最为重要的。

## 弹性

在之前我们已经讨论了如何降低尾部风险行为和让具有系统重要性的机构破产的相关问题，现在让我转向无法预知的意外事件的可能性。到现在为止，我已经探讨了减少由委托代理行为造成的危机的方法。但是，我们也必须对产生于不可预见的大事件和环境变化所造成的危机的可能性进行讨论；我们必须清楚地认识到即便有着世界上最好的激励机制，错误、非理性的信心加上坏运气结合在一起还是会让危机再次降临在我们身上。我们必须为经济系统找到对不作为行为更具弹性的办法——即，不管问题的来源是什么始终维持经济活力。几乎可以肯定的是，下一次危机的触发点不会再是次级贷款抵押证券了。换句话说，我们不仅仅需要执行防火规范来避免火灾发生的可能性：我们还需要装配洒水车。

## 资源

清楚的是，资源对于处理任何危机来说都是十分重要的。在现在的危机中，工业经济体没有步入曾经发生在新兴市场身上的典型宿命的原因之一就是它们的政府能够对银行债务进行担保进而压制住了恐慌的发生，而其政府的承诺是可信的。然而，这场危机已经扩散到了大部分工业国家的金融领域，其中许多政府丧失了其顶级的信用评级。要为以后的突发事件再次做好准备，它们必须通过偿还债务重建政府金融健康；这要求它们增加税收、减少支出，但同时又不能对经济增长造成太大的逆向影响。在下一章，我会就美国在这方面的经济政策做更为详细的探讨。

尽管拥有对抗危机的资源十分重要，但是使这些资源随时待命并不总是一件好事。现在正在辩论中的提议就是让政府和中央银行能够容易的得到资源来进行救助，从而避免像 2008 年国会通过《问题资产救助计划》之前的几周所发生的

市场恐慌再次发生。这样的行动可能是一个错误，因为它为救助提供了合法性。如果通过提供救助资源的可获得性，国会批准了救助，那么财政部长还会让任何一个大型金融机构破产吗？我们不应该让救助危机的资源获得程序更容易。正如瓦尔特·白哲特所正确地感受到的一样，系统性金融机构和市场应该对于问题发生后的状况是不确定的。让国会对于是否救助进行辩论显然增加了这种不确定性和一定程度上的监督，而且国会表现出了在必要时采取行动的能力—— 尽管也许在国会发言人正式宣布救助计划之前，财政部长几乎要下跪恳求国会通过救助法案。为了给其他人树立先例，在拯救一切的骑士到来之前，让一个或两个大型金融机构经历这样严重的压力，或者甚至是让它们破产，并非是一个坏主意。

## 冗余

如果一个系统过于依赖于单一机构、市场、监管者、或者规则，那么它就会变得脆弱。我们需要真正意义上的冗余和多样化—— 任何金融服务都应该有多项途径可供选择，而且对其中的某项途径不应该有过多的依赖。比方说，随着次级贷款市场的升温，太多的投资者开始依赖于评级进行决策。这些评级由不同的评级机构提供，或者投资者可以通过对不同的抵押贷款证券进行多样化投资，这些都不重要：危险的是评级过程本身。当评级系统开始遭受质疑时，整个市场崩溃了。要提供真正意义上的冗余和多样化，我们不仅需要属于证券化过程中各个水平上的多种参与者，也需要除了证券化以外的进行抵押融资的多样化途径。

获得多样化的一种途径是在不同的金融机构组织间采取统一的规范。比方说，欧洲的银行发行担保债券，其实质是基于抵押贷款池子的债券。它与抵押贷款证券是类似的，除了一点，即在抵押贷款池子被证明不能够偿付债券时，担保债券的投资者能够要求银行偿还。将抵押贷款的大部分放在表外而在问题发生时将其转回到表内的做法，美国的银行没有采纳，它们选择了将抵押贷款证券化。事后

再看，担保债券的做法可能让抵押贷款的持有更加透明，也给了银行更多小心行事的激励。但是资本要求更鼓励表外工具。不同金融机构组织形式之间更轻的更为统一的规则实际上为制度多样化留出了更大的空间，并允许更有效、更少监管者决定的行动方式的存在。

但是，我们应该认识到当更多的机构被统一到同样的规则保护伞下时，我们在同时又为另一个错误打开了大门：如果监管者犯了错，那么这一错误会影响到更多的机构。比方说，如果全世界的监管者对优先贷款抵押索赔都只要求很少的资本准备，那么全世界的银行就都会大量进行这种交易并同时遭受巨额损失。相反，许多大型对冲基金却没有涉及上述证券交易，部分原因则是因为它们的活动不在资本管制的范围之内。由于被监管者会跟随监管者犯错误，因此监管错误的伤害性很强：监管者监管的界限越宽，其所犯的错误造成的后果就越严重。

因此，这是一把双刃剑。当我们把监管之网撒得越开之时，我们能够确保没有金融机构受到特殊待遇或者被歧视，而且最合适特定交易的金融机构总是能够获得特定交易的市场份额。但同时，我们也使得监管错误的影响变得更大。缓解这一问题的途径之一是降低监管者在规则制定中界定本质上定性判断的程度——比如说，特定交易所需要的资本储备。轻的有效的规则在错误发生时造成严重后果的可能性更小。

### *逐步淘汰储蓄保险*

最终，为了确保多样性，我们不应该让任何特定的制度形式拥有特权。银行享有的特权的主要来源是储蓄保险：如果某一金融机构的融资来源碰巧为某一种特定的可请求债务形式——储蓄，储蓄是完全由政府的储蓄保险机构所担保的，其所需要的保费只是名义上的形式。没有其他的制度形式享有这种短期债务的保

险。

我早前提出过，是否可以限制对银行进行保险的行为。也许更好的问题是，是否银行应该享有储蓄保险。在现今全世界的政府都在为所有的银行储蓄进行背书的现状下，问这样一个问题显得有点奇怪。但是这正是我提出这个问题的原因。储蓄保险原本并不是通过防止银行挤兑来压制市场恐慌的手段：政府，正如我们现在所看到的，才是这项任务的承担者。但是，政府却只是保护了个别的银行不受市场原则约束。换句话说，既然政府在各个角落都进行着间接的担保，难道我们不应该在尽可能的情况下移除那些看得到的直接担保吗？

过去储蓄保险存在的原因之一是为普通家庭提供一种安全的储蓄方式。今天这种逻辑已经不适用了——对短期国库券进行投资的货币市场基金能够提供这种安全。一支多样化良好的货币市场基金投资于高评级的商业票据并且按照市价进行估值，这已经几乎是与储蓄保险同样安全并且不会出现像其他没有按市价估值的基金一样在危机中遭遇挤兑。

另一个重要的原因是确保支付系统的相对安全：未被规范的、不安全的、未保险的资产不能够影响到它，进而不能让系统崩溃。但是现在随着科技的进步，比如说实时支付结算系统的产生，现在有可能保护支付系统不受任何支付者的违约影响，尽管这样做的理论基础并不充分。

储蓄保险确实有助于帮助小型的、没有进行多样化投资的银行。这些银行对于地方信贷而言是很重要的——比方说，对于小型的蛋糕店或者玩具店——小型银行具有一定的经济和社会价值。一种可能性是对中小型银行保留储蓄保险，相应的它们需要支付一定的储蓄收益；对于大型银行则要逐渐减少直到完全消失。

显然，如果银行被认为是“太大不能倒”，消除储蓄保险是无实际意义的，因为这些银行无论如何最终会被政府援助。英国储蓄保险系统是局部性的，但是没有能防止英国北岩银行的挤兑风波，也没能阻止政府最后的介入。消除储蓄银行的关键点在于让储蓄者在事实上造成银行“太大”之前，对这个问题进行思考。与英国的储蓄者不同（所有银行储蓄都是被部分保险的，因此在大型银行的储蓄会安全的多），在我的建议中，大型银行的储蓄者拥有以下选择：选择小型银行，得到全额的保险；选择大型银行，基本得不到保障。这样的措施能够对一些有严重管理问题的大型银行设置限制，同时也能够平衡游戏参与的各方。

逐步淘汰储蓄保险并不意味着淘汰监管。因为当金融部门真正出现严重问题时，政府最终还是会介入的，因此政府必须要对金融机构进行监管。但是，可以基于大型机构的资本结构（资本大小和短期债务）和资产性质（持有的非流动性证券和非流动性的贷款），对它们进行更为统一的监管，而不应该像以前做的一样基于是否拥有银行业从业执照。

深入思考消除储蓄保险并不容易。今天很少有储蓄者能够想起曾经一度储蓄可以不被保险。然而，不被保险的银行曾经存在过几百年。随着确保家庭投资和支付方式安全的替代性方法（比如货币市场储蓄）的产生，以及因为最近的这些大事银行已经被足够保护了，也许现在是时候我们淘汰这种过时的特权了。

### *凯撒的妻子*

在作出结论以前，还有最后一件事需要讨论。我已经集中探讨了一些措施来确保政府不会轻易对特定市场或私人机构的展开救助。我假定政府就像凯撒的妻子一样，是不被怀疑的。而根据在博客圈和网络新闻网络中进行的一项快速调查（要承认这不是一项无偏差的样本），公众有着普遍的担忧政府并非如此，而且

其中一些担忧是很有道理的。当某个美国财政部雇员从历史上最大救助基金的管理职位直接跳槽到世界上最大的债券基金公司时，当另一个财政部雇员从金融救援的组织工作直接跳槽到最需要救助的银行之一的经营职位时，公众对政府的信任自然要打折。不管个人的出发点值得尊重的程度如何（我绝对相信其值得尊重），或者不管新雇员多么小心的避免利益冲突，这种交易往轻了说总归是说不清楚。

即便私人金融部门对于这样做的政治后果置若罔闻，其政府部门中的校友们显然也没有能够理解这一困境。在常态下，政府和私人部门之间的上述“旋转门”总是使得世界范围内的政府部门能够吸引到大量的人才，即便其支付的薪水总体来说偏低。而且，一般来说，在这种“旋转门”之间转换的利益冲突很小。但是在经济下行期，利益冲突就可能很大了：政府的金库是完全打开的，一支签字笔和一把钥匙能够决定数以十亿计的公众资金的走向。因此管理这一“旋转门”的规则必须被重新审视。

还有一个更宽泛的问题，即政府行为是否过度被华尔街所影响了。我相信当华尔街的校友们占领政府或者美联储的重要职位时，他们会做他们认为对美国最好的事情。但是当他们根据被华尔街训练出来的思维方式和他们所咨询的华尔街的熟人们的意见进行思考时，他们会想些什么呢。相比于裙带资本注意，注意力捕获是这种现象更好的一种描述。这种纽带需要被打破，可能性之一是通过雇佣华盛顿和纽约之外的人才，甚至是雇佣金融领域以外的人才，来填充财政部的关键职位——比如说职业监督员，具有金融从业经验的公司执行官，甚至是学术界人士。多样化是改善信任问题的关键。

## 小结和结论

我们怎么能够在保留金融民主化的好处的同时确保金融系统不会容忍过高的风险度呢？在这章里我所提议的并没有很极端，不像进步论者建议的对私人部门抛弃，也不像意识形态正确者建议抛弃政府和监管部门。私人部门和政府连接处出现的问题——即，断层出现的地方——但是，既然我们不能抛弃任何一边，现实的改革就必须在两者的结合部展开。我们正处于一个需要前进方向的点。

金融部门已经最大程度的利用了政府想要推动住房贷款和推动就业的想法为他们带来的间接担保，最终却也结结实实地摔了大跟头。政府已经尽最大的努力对市场进行救助，实际上，做得已经有些过头了。现在政府的责任是让金融部门相信这样的救助以后不会再次发生。

但是现在政府还没有从房地产金融领域撤出：实际上，目前政府卷入得更紧了。即便政府是由于政治原因对特定市场和金融部门进行支持，它还是必须让金融部门相信没有任何一个经济实体是太具有系统性而不能让它破产的。因此，金融部门改革的关键性问题是，我们如果让私人部门再次对风险进行正确地估价，而不再理所当然地认定政府最终会介入进行救助。本章中讨论过的一些建议提供了一条可能性的路径。

重要的是，必须使信息透明以吸引有兴趣的公众加入到监督政府或监管者与金融部门之间的关系中来。我所提倡的大部分措施可能不满足一些人希望的剧烈的变革。但是正如贾斯丁·路易斯·布莱德斯在 1922 年的一封信中所言，“不要相信你能从对社会进行根本性变革中找到对付不良境况或不道德行为的全能药方（就像国家社会主义者所说的）。也不要对立法有太大的信心。为改革所设立的特定机构将会变为完全为敌人所控制，并成为镇压的工具。”他所提议的替代措施正是我们今天所言的“透明”，在他的信里他使用了“公开”一词：“公开是一个值得推荐的治疗社会和工业化疾病的良方。阳光是抵御细菌的最好办法，电灯



是最有效的警察。”

现在，我将转入美国经济所需要的改革步伐，重点讨论如何改进良好教育的可获得性和如何巩固安全网。

## 第九章 改进美国获得机会的公平性

在第一章中，我指出在美国由于很多人相对停滞的工资增长所造成的压力跟许多在典型发展中国家的情况一样；它们导致美国政客们用扩大信用作为权宜之计。次级贷款只是这一问题的表象，真正的原因是许多人面临的经济机会的缩减。

从纯粹经济意义上来说，并非所有形式的收入不平等都是有害的。更高的工资给更有才能和更勤奋的人，区分出经济中需要更多技能的工作，也给年轻人信号让他们知道投资其自身的人力资本的好处。忽视不同工作者边际贡献的工资的被迫平均化会使人们丧失工作动机并且导致资源的错误分配。

但是，当通往高工资的唯一的可能性路径被认为是出生、影响力、运气、或者甚至是欺骗，这样的话工资间的区分可能不会是刺激人们努力工作的动力。当努力不再是得到相应收益的途径时，为什么要努力呢？的确，正如政治经济学家阿尔伯托·阿里西亚和乔治·阿格雷托论述的，在民主社会里，对于工资或财富的高低程度的认知能够产生一个自我复制的模式。如果一个社会相信高工资是培训和努力的结果，那么它对高收入者的征税就会少一些，进而确保了人们有获得技能和付出努力的强烈动机。但如果一个社会相信高收入来自于关系、机会、或者是欺骗，那么它就会对收入征收重税，而且诚实者很少人会努力工作，只有那些有关系的、幸运的、以及欺骗的人会越来越多。

美国今天的全体选民好像很接受这样的观点，即对富人征更重的税，造成这种结果的原因之一是他们对于富人是谁的认知发生了改变。不是很久之前，美国社会典型的富人是当地自我成就的企业家，比如汽车零售商和电影院所有者，他们跟当地其他人一样曾经上过同样的高中。而今天的富人，是那种让人有距离感的、薪资过高的 CEO，贪婪的银行家，或者是进行大量内部交易的对冲基金经理。

对他们的成见和认知很重要:富人不再是我们中的一员,富人是“他们”。

不管从现实上还是认知上,美国都需要防止进一步的社会两极化。进行这一任务的具体方法很重要。如果大多数人经历的工资上的不平等扩大,是像我在第一章中所论证的,起源于高人力资本的工人的相对稀缺的话,那么对这一不平等的社会反应就是改进劳动力的人力资本水平。仅仅靠征收重税来将工资平均化对于解决问题没有什么作用,并且会降低努力工作或获取技能的动力。这是为什么我会认为减少不必要的收入不平等的最好方法是降低人力资本培训资源的不平等性。

机会可获得性的公平能够减少冲突的发生。比方说,如果富有的家长可以让他们的孩子上更好的高中,最终更好的大学,而贫穷的家长则不能,这样的结果就是贫穷者会对富人越来越没有容忍度。除了穷富之间不断增长的冲突之外,不平等的机会也可能会导致对扩大机会的经济改革的抗拒。比方说,没有机会上大学的贫穷城市工人可能对于有助于小企业创业的改革没有兴趣,因为他无论如何也没有机会获得这样的贷款。

我们在政治上的取向取决于我们的立场:如果我们处于完全不同的位置,那么我们就很难聚在一起作为一个社会做出互相有利的决定。而且在发达国家和发展中国家之间,比机构质量之间的差别更重要的是各自社会中的政治共识以及以此带来的采取行动以短期的痛苦确保更好未来的能力。不平等的机会会导致事实上的不平等,并会破坏社会共识。尽管这一章聚焦于美国,这里探讨的问题对很多国家也都有参考意义,包括像中国和印度这样的发展国家。

问题在于任何改进机会可获得性的政治经济成本——比方说,为贫困家庭的孩子提供更高质量的学前教育——都只是铺垫性的,而其好处要在未来才能显

现。很难让公众，以及其后的政治家，对于这样的行动兴奋起来，特别是在目前公共财政拮据的局面下。但是，如果在这方面无所作为的，不平等会自动复制。以后再来处理这一问题的成本会越来越高，而且许多公民也会在社会上由于缺乏必要条件而不能创造出有生产力的生活。换句话说，目前的状况继续下去会不断积累这种不可接受的不断增长的成本，并拒绝将这种显然的成本作为成本收益计算的必要部分。

在达成解决办法的过程中，我们应该拒绝两项看似具有吸引力但是非常危险的概念。其一是政府支出能够解决任何问题。事实是资金在很少情况下是缺少的关键性因素，正如发展中国家中发生的一样。确实，政府的大笔资金如果没有腐败发生的话，会挤出私人部门的投资。但是，另一方面这不意味着所有的社会问题会通过自发的私人行为来解决，这是另一个危险的概念。政府的努力（有时是资金方面的）在协助个人和社区方面，能够起到关键杠杆作用。一次又一次的，我们看到，成功需要关键市场参与者的聚集，比最初看起来更广泛地界定问题所在（因此也能找到更多的解决办法），以及重构所有参与者共同协作的动力。

## 改进人力资源质量

正如在第一章中所描述的，人力资本指的是一整套的素质能力集合，包括健康、知识、智力、态度、社会能力、同理心等等铸就一个具有生产力的社会成员的要素。学校教育、家庭、社区在其中都是影响因素：要让一个孩子能够从他们的教育过程中得到最大的收益，确实需要付出很大的努力去创造让他们能够这样做的价值观和学习态度。而一旦个人完成了他们的正式教育阶段，雇主在推动雇员的继续培训和鼓励他们在工作中继续积累人力资本中，会起到十分重要的作用。在工作中的个人发展将伴随着我们一生中工作年限的增长而变得越来越重要：现在，一个典型的知识型员工在完成正式教育阶段之后，可能会工作差不多

五十年。在接下来的篇幅里，我会对在美国能够改进人力资本质量水平的一些重要途径进行描述。

### *早期的劣势*

让一个人成功的基础在很早就铺就了。对于遗传基因，我们做不了什么，但是怀孕期间和儿童早期的营养对于孩子成人后的智力和健康有着很大的影响。儿童早期的营养不良被认为与晚年的衰退性疾病有关，比如冠心病和糖尿病。孕妇的不良习惯，比如抽烟和喝酒，对其子女的健康有长期性的损害。不幸的是，这些问题更可能发生在贫穷和缺乏教育的家庭的子女身上，这实际上使得贫穷成为了自我死循环。要打破这种循环，更多的资源应该用于贫穷家庭孩子的早期发展阶段，可以采取提供营养补贴、医疗、以及对父母的教育等形式。

早期教育也被认为有很大的作用。在 8 岁以前，根据一般性的标准，智力发育已经基本完成。因此，对于儿童来说是否能够接收到有质量的小学教育和学前教育资源是及其关键的。研究表明，早期儿童学习项目会减少未来从高中退学的可能性，增加进入大学的比率，进而增加他们的收入。同时，也减少了儿童在未来成为流氓、罪犯、瘾君子、或者少女妈妈的可能。

头脑启动计划是美国一个全国性的儿童发展计划，其主要手段是通过为儿童提供教育、健康、营养、社交机会等等各项服务加强儿童发展以增进学前准备。尽管政府对该项目的评估仍然比较混乱，但是从本地实验和常规评估的视野来看，很难相信由政府资源支持的为贫穷儿童提供的更多的幼儿园和学前教育项目不会产生效果。墨西哥在这方面有很好的成功经验。通过设置一定的标准并为达标的贫困家长提供福利补贴的方式，墨西哥成功地鼓励这些家长在孩子的营养、健康、教育等方面倾注更多的注意力。纽约市长布隆伯格也利用捐款采取了类似

的现金转移的手段来进行类似的计划。但现在还太早得出其是否有效的结论。不过，类似计划在世界范围内的成功保证了更多这样的试验会被进行下去。

家庭对于儿童成长而言很重要。早在 1966 年，影响广泛的《科尔曼报告》的结论中说道，对于学生的在校表现而言，家庭背景比学校环境，包括学校对每个学生的支出等其他方式更为重要。而家庭中，不光是家庭收入重要，父母之间的关系也很重要，这二者影响到家庭对资源的获得和这个家庭能为孩子提供的环境。如果父母是十多岁的青少年，又或者是成长于单亲家庭，这样的孩子成功的几率会小一些。而同样，这些问题更容易在贫穷家庭中发生。尽管政府在巩固家庭关系中只可能是一个作用有限的角色（政府绝对不应该像现在一样对结婚后的家庭征收更高的税），在社区范围内更多地认识到少年父母、单亲家庭、破裂的婚姻对孩子的伤害，这能够成为一项促进改变发生的力量。

正如芝加哥大学诺贝尔奖获得者詹姆斯·赫克曼所言，更一般的情况是，孩子之间的差别在很早就已经被铺垫下了：大多数在 18 岁时被观察到的能力差别其实在 5 岁时已经存在了。而且，儿童是最具可塑性的：年纪越大，要改变能力和行为就越来越困难和代价也越来越大。因此，对儿童成长的早期介入对于改变孩子的成长路径而言是十分重要的。

### *非认知的技能*

介入并不仅仅意味着增进儿童的学习能力。学业的成功与职业生涯的成功一样，与非认知能力有非常重要的关系，比方说毅力、决心、自律等。而且，认知能力相对固定得比较早，非认知能力能够被改变的时间段则长得多。

好的学校能够教给学生好的价值观，这能够在学生以后的生活中起到好的作

用。以往的研究表明，教会学校的学生一般而言比城市内的公立学校学生更为成功，这也许是因为教会学校能够让学生更为自律和更有动力。而公立学校学生表现的改善正是由所谓的“家长式”学校带来的，这些学校对纪律加以坚持；学生不允许旷课、必须穿着规范、对违规的学生加以惩罚。但是，没有任何系统性证据可以证实这类学校的成功、以及让其成功的关键性因素、或者是怎样的环境能够更利于成功。不管如何，学习环境和非认知技能的学习都能够通过知识和行为的教育被改善。

学校内外发生的事情都同样重要。不好的家庭和社区让孩子更难获得那些能够帮助他们成功的价值。课余教育和课外辅导——让学生有机会与成功而有爱心的成人在一起——能够弥补部分不良家庭和社区带来的伤害。同样的，社区内的良好领导和家长责任的分担也能起到这样的修补作用。正如在 2004 年民主党大会上，当时还是参议员的奥巴马说：“到任何一个市内公立学校里和附近的社区走一走，就能够知道单政府本身不能够完成教育好孩子的重任；父母必须教育他们的子女，如果我们不能够关上电视并提高孩子对自己的期望值，那么这些孩子就不会获得成功。”政府对教育的支持需要这样的家长和社区的责任感。

更为一般的，长时段的在芝加哥的深入研究表明一个失败的学校可以通过集体努力加以改变：好的领导能够创造出一个环境，在这个环境中教员互相合作对学生提出挑战，而教员自己则被鼓励去发展他们的技能，学校和其他社会服务组织则一起合作来改进学生的整体学习环境而不是将改变仅仅局限于学校内，家长和社区也能够参与进来成为这项综合工程的一部分。

### 学校教育总量

研究表明，小学阶段公立学校中，社会经济阶层较低的学生和社会经济背景

较好的学生在数学和阅读考试成绩上所取得的进展是差不多的，尽管前者在早期发育中的不足会带来一些劣势。但是，随着时间的发展，不同社会阶层学生间的成绩差异也变得越来越来大。最主要的因素是低收入家庭的孩子收获在暑期时间内是停止或下降的，而高收入家庭的孩子的智识在暑期间则是不断增长的。家庭间的学习环境是不同的，高收入家庭的孩子的成长过程中有教育游戏、书籍、私人辅导、暑期学校等等，这些让他们在学校之外也能够继续学习。而一些经济学家因此建议延长学校教育时间：日本的学年长达 240 天，而在美国则只为 180 天。还有人建议给贫困家庭提供代金券来帮助他们的小孩参加暑期学校。这两种方法都值得进行试验。

### 教学质量

很清楚的是，教学质量也影响儿童的教育经历。有动力的、具有启发性的、知识丰富的老师能够带来巨大的差别。同样的，班级的规模也一样。

得到好的老师要从雇佣开始。当给妇女和少数族裔的其它机会受到局限时，很多具有天分的人就被吸引到教师这一职业中来，因为这一职业能够获得尊重并且向他们敞开了大门。那么，随着机会的大门向社会的弱势人群敞开，教师职业的吸引力就相应下降了。薪酬必须成为吸引人才的组成因素。但是，薪酬的增加应该与教师在课堂内外的表现挂钩，而这一表现应该部分地根据学生的学业进步来衡量。额外的薪资增长应该给那些难度大但是必需科目的老师，比如说数学和自然科学；也应该给那些在不好的教学环境里工作的老师，比如市内教师工会就反对薪资差异，特别是仅仅根据学生表现的薪资差异。但是他们慢慢的开始接受改变。

和薪资一样重要的，是能够充分利用教师经验的职业生涯。只有部分教师喜



欢，或者说适合担任学校的行政职位。其他的人则能够担任其他的重要角色，比如初级教师的辅导员、开设教学法课程的数学老师、又或者是某学科的专家教师。这些职业生涯必须被清晰地设计并能带来合适的报酬。

某课程的专家教师是重要的，但是我并不认为教师需要获得一个关于怎样教书的学位。可以肯定的是，我自身对教书的学习（必须承认的是，我的学生仅限于大学生）是直接来自于课堂经验和其他同事的指导。要求教师拥有教育学学位可能会大幅缩小教师职业候选人的范围，也可能让很多学科专家没有机会成为教师。学校应该做的不是要求特定学位，而应该是设立更为正规的辅导系统来给予初级教师建议并帮助他们分享经验。而且，学校系统应该找到办法来利用那些有动力有天赋、但不把教师视为长期职业的人。比如在“为美国教书”项目中的，想要试试教书职业的年轻大学毕业生，和那些想要用不同的角色重返社区生活的老年人，都应该被欢迎。

人数少的班级利于学生的学习，因为他们能够得到更多的关注。这在孩子的早期教育中尤为重要，因为这段时间是帮助儿童发展注意力和纪律性的时期。我们需要更多的资源来减小班级规模和添置像电脑这样的教学辅助设施。因此，必须基于仔细的成本收益分析来权衡资源的分配方向。

让更多的学生能够获得最好的教师资源的方式之一是通过科技。科技能够帮助教师们分享经验、做课程计划、以及设计课后作业和问题。我是一家总部在印度但业务遍及三个大洲的名为 **Heymath** 公司的主管。这家公司给教师们提供设计数学课程和课后作业所需要的工具、模板、以及评估系统。它创造了一个交流社区，让全世界范围的数学老师能够分享最好的实践经验。**Heymath** 也根据老师允许的范围内为学生提供辅导和帮助。因此，技术能够以相对少的投资帮助改进教学质量。

学校也需要一套问责系统。该问责系统的关键是一套全国范围通行的对学生表现的衡量标准，再加上常规的基于该标准的测试。因为学校录取的学生水平是参差不齐的，学生的成绩衡量也必须考虑到学生的被录取时的质量：因此成绩的进步程度和成绩的绝对数值同样需要被衡量。我们也需要找出办法来公布对学校表现的评估，这一评估必须能够在学校之间进行比较而且能够被家长轻易地理解。不好的学校需要给予启动资金进行改善，但不应该给他们多次机会。2002年的《不让任何孩子落后法案》是朝着这一方向努力的，但是还需要进一步加强。

最后，家长的选择也能够帮助学校间树立竞争原则。学校代金券项目如果被恰当地执行，那么学生能够用脚投票从而不好的学校不会阻碍好学生的发展。特许学校也能够起到一定作用。这些准公立学校比公立学校较少受到监管约束，拥有更大的自由的同时也承担更大的责任。他们从学区所得到的经费拨款与其从所吸引到的学生数量成正比。证据表明这样的学校能够带来巨大的成绩改善，特别是相对于那些几乎没有关门风险的公立学校。

表现最差的公立学校显然需要更长的时间来进行改变，因为存在与这些学校和周边社区的问题更深一些。组织化的资本投入和社区介入需要建立起来（这和发展中国家的情况一样）。如果每一个人都认为某一学校会关门，那么集体救援行动就不可能发生。因此，必须有一个特定的时期，在该时期内资源被提供、改变被鼓励、关门的威胁被搁置。但是，如果在这一时期内，没有学习成绩改进要求，安静的非竞争的生活被永久的保证，那么集体努力也很难被引导出来。与发展中经济体一样，初期的哺育和保护与随后的竞争结合起来能够较好地起作用。

奥巴马政府为教育改革铺就了一条道路，其中涉及了比之前的《不让任何孩子落后法案》更为细致的评估学校的方法。该教育改革计划要推动全国范围内的测试标准、根据学生表现对教师进行评估、为进行改革的州和地区提供额外的资

金。这些是重要而有用的想法，而且如果被执行下去，将会对改进教育是很大的一步。但是，我们不应该低估对统一标准、公布成绩、以及淘汰不好学校和老师的抵触，尽管他们只是少数——但安静的没有竞争的生活是让人沉浸的而且值得他们为之抗争。

### *对学生考入大学及大学阶段的帮助*

来自家庭收入底部 1/5 的年轻人中，仅有 34% 最终进入了大学，而相对的家庭收入在顶部 1/5 的年轻人则有 79% 进入了大学。而且，那些进入了大学的学生中，家庭收入位于底部 1/5 的学生只有 11% 能够毕业，而家庭收入在顶部 1/5 的学生则由 53% 的毕业率。因此，退学的比例在贫穷人口中不成比例地高。

在更早时期被培养的认知和非认知技能对于上述差别的形成具有很重要的影响，而且我在之前也讨论了对此进行弥补的可能性。还可以加上一条，大学可以对这些弱势的年轻人的给予便利，让他们能够更容易对学校进行申请、学费更能负担、更容易能够在学校呆下去并取得成功。

来自于更好的社会经济背景的学生拥有大量资源能够帮助他们完成大学申请过程，包括学校的咨询老师和家庭中曾上过大学的亲戚。而来自弱势家庭的学生则没有这些资源。尽管存在着很多政府的辅助项目，但是其效率值得质疑。最近，有一些项目被建立起来帮助来自弱势家庭的学生与拥有大学申请经验的大学生之间形成联系。如果这一做法起作用的话，那么就值得进行进一步研究和推广。

助学金也能够有所帮助。研究表明 1000 美金的补助能够将大学出勤率提高约 4%，能够提升毕业率，并能够让学生选择用 4 年制本科教育替代社区大学。大量的助学金计划已经在进行中了。其效果好坏的关键在于能否将助学金发给那些只

有依靠这笔资金才能上大学的年轻人手中，同时也要讲申请助学金的程序设计得简单一些——目前这样的助学金项目有很多，但都没有被广泛地宣传，而且每个项目都有独立地申请程序，这些都增加了没有条件上网和打印的贫困家庭孩子的困难。最后，这些助学金的持续发放也要根据学生的在校表现来进行。

### *工作学徒制和培训*

人力资本也能够通过在职训练来获得。学徒制，特别是在私人部门，对于培养工作习惯和行为进而帮助贫困青年拥有一份稳定的工作是很重要的。在美国，人们在其职业生涯中往往会更换工作多次，因此必须有外力来推动公司来提供这种学徒制。在公司自身很可能不能够长时间地使用其培训好的员工以及学徒制所需要的大量资源的事实面前，为公司提供补偿使公司拥有提供学徒制的动力是必要的。

### *决定什么能够真正起作用*

很多关于如何帮助弱势人群增加人力资本的建议已经而且正在被提出。但是，在理论上不错的建议常常在实践中行不通。尽管我们应该尝试那些有证据和尝试表明成功几率很大的建议，并且在理想状态下，这样的项目也应该定期评估。这些评估将能够帮助辨别效用不佳的项目，同时也能够帮助项目的改进。

随着弱势人群的人力资本质量被改进，工资的不平等也应该逐渐消失。尽管还存在很多的不确定性，比如：是否任何形式的对项目的介入应该被实施，是否某个项目会成功，又或者，这样的成功需要花费多少时间。对于那些在社会资源再分配上落后的人会有政治压力，这种压力要么是直接的要么间接的来自于实施了这样政策的人所获得的好评。相反的压力则会来自于那些承担了更高赋税的人

群以及那些不相信收入再分配的人群。在一段时间内，较大的政治分歧还会继续存在。但是，我们必须希望随着弱势人群看到了这些项目提供的社会阶梯能够帮助他们的孩子拥有一个更好的未来，那么机会再分配的前景会减少潜在的冲突和增长的代价。

## **保险和安全网**

正如我在第四五章中所讨论过的，在美国能够在长时间的萧条中支持失业人员的安全网的缺失使得公众焦虑感增加而且会产生不成比例的货币和财政上的反应。增强工人对经济逆境的抗风险能力是改进措施的目标之一。这一问题不是与不平等不相干的。低收入导致人们的安全度低或者说让他们没有能力有足够的储蓄帮助他们自己度过失业期。

在寻找救助方法的过程中，我们应该认识到美国企业和雇佣关系的本质，即强调灵活性和移动性，这可能与欧洲大陆的长时段安全网不相匹配。在接下来的部分我会考察既能提升美国工作者在经济萧条期的抗风险能力同时又能保持其系统固有的灵活性的一些改变可能。

### *区别对待但规定明确的失业保险*

现有的失业安全网依靠的是一个用暂时性延长失业救济的办法来应对长期大量的失业的政治策略。关于失业救济是否会被继续延长以及获得失业救济的标准，劳动者都有极大的不确定性。而且，政治家在紧急立法这一借口的掩盖下，利用公众对于救助行动的需求，不经仔细推敲地推动通过了许多他们个人感兴趣的项目。

如果美国的复苏确实从本质上有所改变，工作机会变得越来越少的话，那么是否失业救济应该更为长期地进行就是一个值得辩论的问题。更长时段的失业救济不仅仅要求更高的成本而且让一些失业人群对找工作这件事情在一定程度上丧失了焦虑感。一个反应不那么灵敏的劳动力市场可能改变美国的雇佣关系本质，同时这种宽松也能让企业能够抓住一些新机会。美国可能想要为了给劳动者更多的保障在一定程度上放弃一部分公司灵活性，但是这一决定是长期性的，所以如果我们能够先更好的分析复苏的本质是否改变会让这一问题更为充分地被考虑进而也能更好地设计解决方案。

但是，有两项改革的净福利是很清楚的。第一，规定明确但又对不同情况区别对待的失业保险的延长对美国是有好处的。用另一句话说，不是基于当下政治形势采取特事特办的失业救济延长，而是将对失业救济的延长决定与一个公式相结合。这一公式的可以是工作职位减少的数据（一些州已经提供了）、创造的新职位和减少的职位的比例、以及萧条已经持续的时间这几个因素的简单函数。更复杂一些的公式则可以考虑加入以下因素：其一，工作的减少是在哪些领域（是那些产出具有周期性的产业还是说特定工作的减少表明的是更为长期的变化？）；其二，新创造工作的性质（是那些全职的、长期的工作还是兼职的、暂时性的工作？）。保持问题简单性的好处在于，劳动者能更容易地预测和计划失业救济的延长，而这正是减轻焦虑感的关键。

第二个需要改变的是医疗保健领域。很多围绕失业产生的焦虑感来自于伴随着失业产生的自身及家庭的医疗保险的丧失。正如我所写的，国会刚刚通过了一项接近于全民保险的法案，——这里说接近全民保险是因为即便法案的条款全部被执行，非法移民也仍然不包括在内。在实现有效全民保险的长期而艰难的征途上，这项法案的通过只是第一步而已。该项法案的许多条款确实在一年内就要陆续开始实施了，但是许多州立法都试图跳出该法案条款之外，当保守党当权后有

可能废止该法案，同时主要的法律障碍是否被完全克服也仍然存在一些疑问。即便该法案在立法上的挑战被顺利地克服掉，那么有效的改革也需要想办法在减缓甚至减少医疗保险成本的同时确保把每个人都能被纳入其中。但是，该法案中所反映的政治计算中，强调了医疗保险覆盖范围扩大的好处是清晰而且见效迅速的，尽管法案里关于成本和控制细节很少。这项法案中有很多好的想法（当然也有一些坏的），但是只有时间能够告诉我们哪些想法能够得到发展的动力。关于全民医疗保险和其成本之间的辩论离最终的结论还很远，这一辩论还将在接下来的很多年伴随着我们；因此更为仔细地研究关键因素是有用的。

### *全民医疗保险*

美国完全没有兴趣对私人医疗保险进行激进的彻底改变。全民医疗保险的关键在于逆向选择问题。如果一个保险计划不成比例地吸引了过多的已经有健康问题的人群，同时吸引的年轻人和健康的人群又太少的话，这一保险计划就是不可持续不经济的，因为前者具有更高的保险风险，而后者对于补贴前者是必需的。

如果不少的年轻和健康人群选择不保险的话——年轻人对于其自身的健康有着很强的自信——那么，在每一个计划都不能拒绝有健康问题的人群加入而同时能保持适当水平收益的全民保险系统成功的关键在于确保那些年轻和健康人群付钱加入。激励机制可以是胡萝卜和大棒的组合——胡萝卜可以是对没有求偿的人给予回扣，大棒可以是对没有参加全民保险的人进行罚款。罚款和回扣都应该足够高可以使让那些健康的个人加入全民保险，而不会宁可交纳罚款而只在需要时加入保险。并且更多地吸引了有健康问题人群的保险计划应该从那些较少吸引有健康问题人群的保险计划得到补偿。

全民医疗保险也会需要对穷人进行补贴。我在第四章中讨论过无条件再分配，

对穷人进行补贴显然会造成与那些讨厌的上述再分配的美国人的矛盾。很多美国人确实相信那些倒霉的、收入低的美国公民仍然应该给自己及家人支付健康保险，这并不正确。而且，许多没有保险的病人最后也会得到治疗，但是由于之前没有任何的预防性治疗，这恶化了健康问题并增加了治疗成本。最后，全民健康保险有更大的好处。在世界上其他地方的政策制定者都被告知需要扩张宏观政策时，全民健康保险在萧条期带来的焦虑感的减少以及相应的对更大范围宏观政策的减少，都能够使美国能更好地根据实际运用其财政和货币政策。

扩大医疗保险覆盖范围的最主要问题在于，一旦逆向选择问题被解决，美国医疗保险似乎就不再需要成本收益分析了。2006 年，美国在医疗保障上花费了 15% 的 GDP，而该比例在德国和法国为 11%，在英国和日本则只有 8%。以人均水平来说，美国在医疗保障上花费 6347 美元，而日本则只有 2474 美元。这一区别一直在扩大：1970 年美国人均在医疗保障上的花费比上述其他国家多花 40%，而 2004 年这一差别扩大到 90%。但是人民的健康水平则没有得到相应地提升：1970-2004 年间，上述其他国家在 65 岁人群中的预期寿命增加都高于美国，只有加拿大除外，加拿大和美国一样只有 3.7 岁的增长。

三个因素对于成本上升很重要。第一，在美国投入的价格更高：比方说，美国换臀的价钱是加拿大的两倍。造成这一差别的原因部分在于美国医生的报酬水平。第二，由于支付医生和医院报酬的依据是其提供的服务而不是疗效，由于保险最终买单，这样的系统容易导致对健康保险的过度使用。第三，该系统倾向于使用创新产品即使在有效性的证据还不那么充分的情况下。比方说，核粒子加速，花费了超过 1 亿美元，对罕见的脑部和颈部肿瘤很有效；但是它也被用于治疗普通的前列腺癌，但却不会带来额外的好处。一项好的法案能够鼓励更多的竞争，能够为结果而不是投入买单（同时给每个用户都设定一个每次看医生的减免费用水平，这一水平含有对特定医生的判断在内），能够更多地把注意力集中在已被



证明有效的治疗上而不是只关注更便宜的替代性治疗手段。

还有其他三个因素对美国医疗保险的高成本有影响，但不是最主要的。第一个因素是行政成本。这一点很难准确的估量，但据一个估计显示 2006 年美国人均行政成本约为 465 美元，而日本则仅为 52 美元。之前提到的美日人均医疗保险花费的差别有十倍之巨，显然行政成本的差别并不是唯一的因素。然而，改进成本效率的方法是很重要的。信息技术革命能够最终被应用到医疗保险中去，比方说通过标准化病人的电子病历从而使病历档案转移能够更容易。

第二个因素是操作效率。美国的医院间能够从彼此之间进行学习，同时也能够从别的国家的医院学习，比如说印度就通过将在制造业中完善了的大型生产技术应用到医疗之中降低了成本。印度的医院已经发现当医生专攻某一类手术时失误率会降低。手术时间也在没有降低安全率的同时被缩短了。降低不必要的冗余和最有效地使用像医生时间这样的昂贵资源也有所帮助：即使印度的好外科医生和美国的赚得一样多，手术的总成本在印度却比美国低得多。美国的规章制度使得美国的医院成为“全能”医院而不是专门医院，这又使得成本上升。医院之间更强的竞争也能降低成本；鼓励跨国竞争的简单做法是让像墨西哥和泰国这样其他国家的授权医院里进行的手术也能够得到医疗保险以及医疗报销。

第三个因素则是医疗事故索赔的威胁，这使得内科医生会向病人推荐会保护他们在未来避免法律诉讼的治疗方案，即使这些治疗对于病人的健康毫无必要。医疗受益人的支出在一些医疗事故赔偿高的州能比其他国家高 5 个百分点：这一区别是很明显的，但仅这一条也不足以解释美国高昂的医疗费用。不过这些都是导致高昂医疗费用的因素，而且关于医疗事故索赔的改革也应该是有效法案的一部分。

需要发生的复杂改变很容易被最小化。医生们需要向病人推荐必要的治疗，包括预防性的，但是不应该有由于附带的费用带来的过度治疗的动机。统一的医生工资、参加健康维持项目的每名病人的费用、或者是对特定小病的治疗方式，这些都是吸引人的，但却都不是万灵药。比方说，没有其他的激励来源，统一工资能够扼杀努力的动力。相同的，如果对医生、医院、医疗程序的效果进行信息公开，那么病人就能够对去哪里就医以及他们希望如何被治疗有更好的判断。最终，大部分的人的决定还是会基于权威，也就是我们的医生的建议。伴随着教育的发展，许多试验正在进行，来探讨如何正确地混合激励、透明、竞争、以及组织变化，让医生、医院、保险公司、病人、以及政府一起创造一个有效的医疗卫生系统。我们需要找出什么样的解决办法能够起效，并能让这样的解决办法按比例增加，并在运作过程中持续对其进行评估，并意识到各种不同的方法会使整个系统抗风险性更强。这都需要快速地完成。有效的改变不会容易，但可负担的全民医疗保险的好处远远不只是美国社会民众的身体和精神健康；它还能延伸到美国经济体的健康。

### *改善社会救济以及劳动者的可流动性*

增进个体劳动者在经济萧条期的抗风险能力，其中一个重要因素就是储蓄和养老金的可流动性。依赖雇佣者提供长期储蓄的劳动者——比方说，如果他们足额支付养老金计划，或者在其公司持有大量股份作为计划的一部分——在其雇佣者有麻烦时会遭受双重打击；他们会同时丧失工作和养老金。理论上来说，养老金计划必须保持足额支付，但是陷入困境的雇佣者往往不会足额支付。尽管政府能通过“养老金保障公司”部分买单，但更好的长期解决办法是让劳动者的储蓄独立于公司的健康状况，具体方法则是通过确保他们投资于多样化投资养老计划（在这样的计划中，多样化互助基金的雇佣者投资形成了养老金积累）。更一般而言，让收入一般的劳动者包括医疗保险在内的长期福利独立于其供职公司的健

康情况，能够降低劳动者的焦虑感和政府为了保护劳动者必须救助陷入危机的公司的政治压力。

对劳动者流动性的限制也是导致焦虑感的原因之一。工作场地越来越要求保密和资格证明：比方说，医生和律师在不同的州需要不同的执照。对于美国乃至世界而言，很重要的是不要被各种一旦迁移到新地方就需要重新建立的各种职业标准所割裂开来。法律上的考虑和职业资格要求（以及考试程序的质量）可能在不同地区不同，而正是对精通领域有所要求，证书有时的用途在于将竞争挡在外部而给现有证书持有者更多的收益。比方说，很难相信医疗实践在在不同的州之间会有很大区别。这一程序需要被仔细地再审视以缩小标准之间的差距，或者是在可能之处推动跨地区证书，并简化考试和证书的再授予。有钱的职业组织没有任何动力放弃他们的既得利益，因此要靠公共压力迫使他们重新审视资格要求。

在现在的萧条之中，另一个限制流动的因素是住房所有权。案例证据表明很难售出的住宅以及那些市场价值低于所欠贷款的住宅让劳动者不堪重负并阻止他们到别处找工作。很多建议家庭购买房价下跌保险的金融创新已经被提出了，而且在现在的危机之中，对这类工具的需求也会上升。这也是为什么政府对住房所有权的关注需要重新考虑的原因。

尽管现代经济需要一些工人专业化，比如在第四章中所提到的 **Badri**，但这可能导致一个产业变得过度专业化。耶鲁大学的罗伯特·希勒所探讨的“生活”保险——一项对劳动者所从事的专业化领域的工作和收入下降进行保险。在某种意义上说，长期失业保险是社会提供的“生活”保险的一种形式。这种保险的缺点在于它降低了劳动者保持其自身人力资本与时俱进的动力。但有一个不具备生产力的依靠保险生活的下层阶级比有一个贫穷的下层阶级好；然而最好的还是让保险

支付仅仅作为帮助失业人群培训再就业的过渡阶段的支持手段。

另一替代性手段是让劳动者通过打造自身人力资本的灵活性来保持流动性。公司没有直接动力来鼓励劳动者学习该公司利用不了的技能。然而，更大潜在的流动性却能让劳动者更安全。为了吸引到好的劳动者，企业应该提供人力资本发展的机会。一些公司已经这样做了，但是更多的公司却没有。也许问题在于年轻的高质量的劳动者不害怕他们的未来，而企业不想要通过提供职业发展机会吸引不安全的劳动者。也许劳动者自身一旦踏入了公司门槛，也会延迟利于其流动性的技能发展——返回学校并不容易——直到对他们而言已经太难去进行发展。

不管是什么原因，随着工作生命的延长和技术的快速发展，越来越多的劳动者，特别是在知识密集产业，越来越容易发现他们自己拥有过时的和过度专业化的人力资本。在学术界，一般每七年就会有一年公休假用于知识更新。（芝加哥大学的教员除外：那里的人认为除了没有别的地方能够比芝加哥大学学习到更多东西，因此没有必要公休。）随着越来越多的劳动者像学界一样，也许雇员公休应该变得更为普遍一些。因为政府能够从劳动者人力资本更新中获得好处，所以可以考虑为已经工作了一定年限并决定休假进修或者再培训的劳动者提供税收优惠。这样的动作能够给公司施加压力，让他们也允许这样的公休。

大学也应该采取行动。在美国，寿命预期自 1900 年以来已经延长了 30 年，这几乎是整个的工作生命长度。尽管现在越来越多的人取得了高级学位，但大多数人仍然在其生命的较早时期就停止了正式教育，正如 100 年以前一样。教育仍然指向第一份工作，即使技术革新、竞争、更大的工作流动性意味着对大多数人而言，第一份工作或者是第一个职业生涯并不会是最后一个。

一个正式教育结束于 21 岁的系统很可能提供了太多第一份职业生涯头几年

的信息，但是却提供太少关于之后半世纪的知识。那么，减少对早期专业化的强调而更多地在今后提供正式教育，是不是更合理呢？这样的话，个人就能够更好地应对环境和偏好的改变。

通过对那些觉得自身 MBA 教育培训的技能需要升级的高级执行官提供开放注册更新课程，商学院在这方面已经走在了前面。但是仍然有可能需要对美国高等教育的整体结构进行再思考，因为这一系统结构是被设计为当学生离开校园时一般而言会在一生中受雇于同一家企业并从事于同一个职业。我们需要更多的模块式学位和在一生任何阶段都能够进入的高等教育系统（至少是各种教育项目），因此学生能够在需要的时候选择什么才是他们想要的。

远程教育的发展运用互联网技术帮助个体在进行全职工作的同时也能及时更新知识，并帮助减少高等教育的成本。一些学校已经提供只需要几周集中上课的 MBA 学位，其大部分必要的交流和讲授则是通过网络讨论组、电子邮件和网络讲课完成。这种项目会扩张。因此，帮助普通公民应对其生命中更大不确定性的一个重要工具将会是高等教育的一项革命。

### 储蓄

最后，劳动者在有足够的储蓄时面对不幸遭遇时的抗风险能力更强。对太多的美国劳动者来说，其财富增长的幻觉都来自于不断增长的房价。在这一次的危机之前，也就已经存在着财富幻觉——毕竟，如果你必须住在某处，那么如果你所住的房子价值的增长并不意味着你真正拥有了额外的可支配的财富——这种幻觉最终随着房价的崩溃和留给借债者巨额贷款而破灭。

美国人需要更多的储蓄，而政府不应该鼓励人们更多的消费。随着普通家庭

从这次危机中挣扎出来，储蓄率会增加。很多鼓励储蓄的方案被提出，这值得进一步去探索。比方说，我芝加哥大学的同事理查德·塞勒建议用普通家庭采取创新的方法进行更多的储蓄。在他与斯罗莫·伯纳兹一起倡导的“明天储蓄更多”计划中，劳动者和他们的老板以及金融服务提供者一起签约，承诺他们会将未来工资增长的一部分存入储蓄计划之中。该建议的关键在于，当劳动者承诺这样做时，额外增加的储蓄并没有让预算缩水而且不要求牺牲现有消费。因此，劳动者被“引诱”进行更多的储蓄，这一决定会被劳动者长时间自愿遵守——不然的话，他们能够在任何时间毁约。

也许对大多数美国人而言，未来安全的最重要来源是社会保障。不幸的是，社会保障系统是一个现购现付的系统，在这个系统里现在的付款者为现在的收款者买单，这在长期内由于人口老龄化是不可持续的。现在的劳动者不得不延长工作年限而未来的退休金获得者则不得不领取更少。这些真实的改变不得不发生，对社会保障我们不应该假装会存在没有痛苦的改革方式（比方说，通过在公司资产里进行投资）。这一系统需要被改革，主要方式是通过延长退休年龄和放慢福利增长的速率；越快地完成改革，那么成本就越能被公平地分散到各代人之间。

### *政府能力*

最后，政府财政在这次危机遭受的巨大损失后必须重塑健康。政府支出的能力总是萧条时期银行和公众抗风险能力的来源。也许美国政府最大的资金不足的欠债就是医疗保险和补助。这又使得把健康保险成本控制排在政府议事日程前列多了一条理由。

通过公平和有效率的方式减除不必要的支出和增加税收来降低赤字，必然是答案的一部分。我们需要两党派共同的努力来找寻所有的可能方案——包括加值

税（一种全国的消费税）和碳税，这些方案都已经出台了。贫困人口可以通过其更高的收入税减免而抵消这些加诸于消费至上的税收。但是，只有富有者需要被征税来修补政府财政健康的概念与这一事实相抵触：这一税收概念对富者工作动力的扼杀效果大得多（因为他们不是为了谋生而工作），而且他们也很可能可以通过往税收低的地区搬迁和制定税收计划来实现避税。在所有可能性里，所有人必须扎紧腰带。

### 概要和总结

美国人的过度消费是被政策推动的，而这些政策是用于应对公众不断增长的不公平和不安全感，同时这些政策还助长了金融部门的过度扩张。修正美国经济的措施不会很容易而且将要求更多的政府介入。考虑到政府行为错误的可能性，我们在实施政府介入时应该谨慎而且带着批判精神。但是不作为将会让事情更糟糕。

对于年轻人，答案存在于拓宽各种途径让他们的人力资本得以成长。对于年纪大一些的，我们则必须帮助他们更新技能保持竞争力。对那些不能改变的人，我们则需要在提供必要支持的同时找出办法让他们始终作为有生产力、有价值的成员参与到社会之中。这些都不是容易完成的任务。美国社会不得不在同情和理解之间找到平衡，来避免创造出一个依赖性强令人讨厌的寄生性下层阶级。

一些今天需要的改变可能看似与美国自我形象不符，美国一贯的形象是能够不受政府大手干预能够获得成功的企业家形象。然而，这一自我形象的中心在于任何一个人只要够努力就会成功，美国人相信明天会更好。而教育和医疗保险的不平等以及不安去昂的增加，特别是长时期的萧条，打击了这一自我形象。

一个不安的美国会给整个世界带来担忧，因为这最终意味着一个更为向内审视不知何以自处的世界。世界需要美国进行改革。美国总是能够在逆境中重塑自身，因此现在没有理由认为美国不能够再次这样做。正是美国的历史让我们看到美国未来的希望。那么整个世界又会怎样呢？下一章我将进行讨论。

## 第十章 再现“蜜蜂的寓言”

1714 年，伯纳德·曼德维尔，一个生活在英国的荷兰人，写作了《蜜蜂的寓言：私人的恶德，公众的利益》。这部散文诗小册子是对残酷现实、奢侈、以及富裕的统治阶层的控诉。比方说，在他虚构的蜂巢里对律师的刻画，几乎是一则毫无掩饰的对他所处时代英国的寓言，而这对于今天许多国家也具有借鉴意义：

律师，这个行业的诀窍之根本  
乃是均分办案所得，聚敛资金，



... ..

他们总是故意拖延出席听证  
却掰着手指计算聘请的费用  
为了给一项邪恶的理由辩护  
他们便去检索浏览法律全书  
如同窃贼商店和客栈之所为  
寻找着最能乘虚而入的机会

但是，在曼德维尔对律师进行了批评之后，他笔锋一转，指出了一个很重要的经济意义：富裕有权阶层奢侈的生活以及他们不断改变的时尚品味实际上给许多人提供了工作。因此，

奢侈驱使着百万穷汉劳作；  
可憎的傲慢又养活着另外一百万穷汉。  
嫉妒和虚荣，是产业的奖励者；  
其产物正是粮食、家具和衣服的变化无常；  
这种奇怪而荒唐可笑的恶德，  
竟然成为回转商业的车轮。

确实，当蜂巢中反对的声音变得足够强大，当腐败和过度消费被终结时，蜜蜂社会的经济也随之崩溃了。曼德维尔由此简明地指出，充满了酷爱节约的储蓄者的经济体不能够实现长期的繁荣，因为如果没有人花钱那么就没有人赚钱。我们提倡节俭而压制借贷，但是在一个有活力的经济体中，你实际上不能够只取一端。

近些年，世界经济又开始变得像曼德维尔的蜂巢。美国的消费（以及一小部

分其它富裕的工业国家，比如西班牙和英国）已经比它们生产或赚取得多，因此它们以借债来补偿之间的差额。而像中国和越南这样的穷国所做的则恰恰相反。

能源的利用也是实际商品消费的参考指标。2003 年美国人均使用 7.8 吨石油，这一数字是法国、德国、日本人均消费数量的两倍；是中国的 7 倍；是印度的 15 倍。当然，美国的人均收入也位于世界前列，但是其消费与其他富裕国家相比，还是不成比例地高出很多。而且因为其储蓄也相应的低，美国 2006 年的消费资金来源是通过借入世界上其他国家 70% 的储蓄来实现的。

这种消费模式的产生，部分是因为美国政策鼓励借贷消费，不管是在平时时期还是作为走出衰退的一种办法，同时也是因为国际金融市场也愿意满足美国的需要。像智利、中国、德国、日本、马来西亚、沙特阿拉伯、以及韩国这样的国家，则是通过一种依赖出口的增长模式来供给美国，同时又通过购买美国国债为美国提供了购买其出口物资的资金；这跟曼德维尔时代手持挥金如土的贵族借条的商人是一样的。对于很多这类国家而言，为外国需求提供供给比起创造本国需求而言是一条更为稳定的增长道路。

这一互相有利但最终不可持续的平衡已经被金融危机以及随后的经济萧条所打断了。就像许多发展中国家一样，美国也开始认识到通过平民信用扩张支持的消费是不具备生产性的。深陷债务中的美国家庭，被市场价值低于抵押借贷的住宅所拖累，他们已经开始更多地进行储蓄。为了确保消费不会崩溃，美国政府已经开始扩大支出，但是政府在多大程度上能够有效地进行支出是有限制的。今天共同的预测认为美国不得不面对一个较为长期的缓慢增长。预测总是很困难的，但是如果这些预测是正确的，那么持续的高失业率将会为已经被停滞增长的工资所打击的中产阶级更为严重的不确定性。从上涨的房价和财富的幻觉中醒来，他们不得不面对这一现实。西班牙和英国的家庭也处于类似的处境，而像希

腊这样的更小的国家则在危机的边缘。

谨慎的宏观经济操作表明，赤字严重的国家应该压缩开支而增加储蓄。如果世界经济增长没有大大地减缓，那么具有贸易盈余的国家将不得不通过更多的支出来抵消这一转变的影响。理想中的情形是，这些国家中的富国——德国和日本——应该在国内像银行和零售部门提供生产力从而其增长能够带来更多的收入和消费，同时这些国家中虽然穷但是发展很快的国家——比如中国和越南——应该逐渐减少其经济对出口的依赖并推动国内消费。

甚至存在这发展中国家开始再次出现大量贸易赤字的希望，从而能够将工业化国家拽出增长滑坡的泥潭，特别是多边借贷机构已经进行改革更加支持借贷。这种希望是不现实而危险的，因为发展中国家的历史经验告诉我们很难安全地通过借用外债来扩大国内需求。问题在于国内需求通常在政府具备政治目的或者金融部门的动机发生扭曲的时候扩张得很快。在这样的情况下，基础资源配置被扭曲了。可预期的多变机构的金融支持只会在危机不可避免地到来之前增加不必要的铺张浪费。不负责任的外国出借人得到更多的补贴，而纳税人最终需要买单的财政窟窿却越来越大。当然，多边机构还是有一些发挥空间来为那些具有负责任政策的国家提供贷款的，这样的话那些拥有贸易盈余的国家能够不仅仅只是大量堆积外汇储备。但是在可预见的未来，对于工业国家贸易赤字可持续的减少这一现象，其反应不应该是相对应的发展中国家赤字和债务的扩大，而应该是在世界范围内，工业国家和发展中国家中缩小贸易盈余的差距。

在实践中，这样的转变无论是对贸易赤字国还是贸易英语过，在短期内政治上都是十分痛苦的。就在我写作本书的过程中，美联储正在人为地将利率控制在极低的水平（特别是在房地产市场上），以此希望普通家庭能够重新启动消费——毕竟，家庭消费是今年来经济增长的基础动力。中国积极地介入人民币对美元

的汇率稳定，以此来保护其出口。这些短视行为都使得从现有的不可持续的均衡中跳脱出来变得更为困难。

当然，正如尼克松总统的经济顾问委员会主席赫伯·斯坦恩曾经说过的，“如果不可持续，那么它将停止。” 外国投资者已经越来越担忧美国政府为赤字融资而不得不发行的巨额债券。美国纳税人的大部分相信他们在繁荣时期几乎没有得到什么好处，对于谁应该承担额外税收负担的战争可能会变得很丑陋。不想典型的新兴市场国家，美国在危机中并没有出现的资本流入的“突然停止”，因为它仍然能够从世界的其它地方很容易地吸引到资本。但是，如果外国投资者害怕美国政府不能够达成为有序解决政府财政困难所需要的政治共识，他们可能会开始担忧美国政府会采用其一贯以来通过高通胀来降低其公债实际价值的作法。如果他们恐慌，他们将出口美国政府债券，进而导致美元大幅贬值。美国利率由此可能不得不大幅提高以维护外国投资者利益，从而比预期地更为严重的减缓美国增长。这样的转变能够降低美国的贸易赤字和消费，但是这种方式使得其经历痛苦最大化。

即使现状比我们所预期的延续得要久，维持现有不平衡模式会导致长期后果。第一，世界范围内的环境可持续问题。毋庸置疑的是，随着发展中国家变得富裕，他们的家庭会更多地消费。在现有技术水平下，对于世界而言，像美国郊区普通家庭那样进行消费和浪费是不可行的：正如印度前财长施旺特·辛哈所言，那时“世界”将不存在，我们将无家可归。技术必然会随着时间的推移而进步，从而使得消费对环境的破坏逐渐减小。但是，如果牺牲被平均地分配到全世界的话，消费增长从富裕的赤字国向发展中国家的转移是合理的。

改变策略同样符合出口国的长期自身利益。尽管出口导向策略成功地促进了快速增长并确保了稳定，日本的经验却让我们对以下问题进行思考：是否应该坚

持出口导向直到一国变得富裕为止——同时冒着在富裕之后停滞发展的危险——或者在变得富裕之前就转向更为平衡的发展路径。对于很多的出口国而言，比如中国和马来西亚，构筑能力的初始阶段早已结束。现在的挑战是拓宽其增长的动力，逐步撤销对出口的直接和间接补贴，同时还要把竞争原则拓展到国内生产部门。像中国这样的大国，除了迫使自己从对全球需求的依赖断奶以外，没有别的替代性办法，因为如果中国不从别的国家更多的进口，那世界上别的国家吸收中国出口的能力也将是有限的。当然，比经济上丧失购买中国产品能力到来早得多的，可能是国际社会对中国出口的政治容忍度的极限。

因此改变将会帮助全球的稳定性和可持续性，并对每个国家的长期都有利。但是改变确实会让打破舒适的现状以及既得利益。比方说，美国房地产业的政治说客完全不希望看到政府减少对房产市场的支持，尽管美国的住宅存量很可能已经比它能够支付的要多得多。同样的，中国出口产业的政治说客也不希望看到人民币大幅升值。因此，我们被夹在金融上和环境上部可持续的全球需求模式与政治上难以改变的国内政策之间，左右为难。

这些问题都不是新问题。哈佛大学的政治学家杰佛瑞·弗里德曾著述写过 20 世纪的 20 年代，当时世界宏观经济不平衡就是表现为拥有持续经常账户赤字的大国和为这种赤字提供融资的新兴国家之间。当时崛起的新兴国家代表为美国，而当时的赤字大国则为德国。那时候德国从国外大笔举债来支持国内的消费繁荣，以此来缓解困扰魏玛共和国的潜在社会矛盾。这不是小事：如果没有美国借债让德国能保持其经济活力，魏玛共和国的社会和政治不稳定性可能造成威胁整个欧洲的严重问题……

美德之间经济金融关系的政治基础却是脆弱的，因为这两个国家没有哪个为这样资本流动的潜在含义作好了准备。美国不愿意为德国商品提供一个开放的市

场，而德国商品出口正是德国得以偿还债务的手段；同时美国也没有提供任何政府措施来缓解德国经济上的困境。德国方面，则不愿意也不能够做出偿还债务所必要的牺牲。

当大萧条来临时，美国国家都关注自己而忽视对其他国家的影响。1930年6月，为了保护国内就业，美国国会通过斯姆特-霍利关税法提高了进口关税，这一政策使得那些世界上的举债国更难偿还债务。这些国家要么债务违约要么推翻试图采取紧缩政策的当权政府。希特勒正是利用经济危机登上了权力的舞台，在他于1933年1月上台后所作的第一件事就是宣布德国不会偿还其外国债权人所持有的债务。他所传达的仇恨和复仇恰恰迎合了感觉自己被全球化经济剥夺了的德国民众。

美国没有像魏玛共和国一样的政治忧患，但是更大的问题在于，如果没有进行变革所需的国际经济合作，各国采取投机的民族主义会严重伤害国际经济和政治环境。民族主义，与对政府平衡劳资双方矛盾能力的盲目信仰一起，在历史上曾经出现过：它被称为法西斯。要竭尽一切可能避免这一历史的重演。

已经存在的国际机构，比如国际货币基金组织和世界银行，如果还按照其过去的模式进行运作，那么它们在培育全球合作机制方面将会被证明是无效的。它们在运行方式上必须进行彻底的改革，能够更多地直接代表民众的利益而不是领导人的利益，更多地关注软实力而非硬权力。我将讨论这一方法是如何能够与中国所需要的改革很好地结合。毋庸置疑的是，多边机构的软实力也能够被用于推动之前章节讨论过的美国所必需的种种改革。

## **二十国集团和国际货币基金组织**

2009年9月，世界上最大经济体的领导们齐聚匹兹堡，建立了二十国集团作为全球经济合作的基础论坛。与其前身七国集团有很多相似之处，这一自称为世界经济保驾护航的组织排除了很多国家——为了实现对话避免过多的摩擦，这可以说是必须的，但同时却也是不民主的。谁在其中谁在之外这一决定也是武断的：阿根廷是成员国之一，而GDP总量5倍于它的西班牙却只是通过欧盟作为间接的成员国。尽管如此，二十国集团的领导能够得到安慰的是他们共同应对危机进行了“协调的”财政和货币刺激政策，并对政策结果使用了一个极不常见的简洁的（在官方声明中）描述：“它起作用了。”它们继续说道：“今天我们发起一个强劲、可持续和平衡的增长框架。为落实这一框架，我们承诺制定一个流程，依此制订目标、实施政策并共同评估进展。我们要求国际货币基金组织帮助分析各国或地区的政策框架是否协调一致。……我们将共同努力，确保财政、货币、贸易和结构调整政策有助于推动更加持续和平衡的增长。”

所以，成功携手应对了危机的二十国集团现在面临更大的挑战，即确保各国的增长与全球增长的再平衡相协调。这正是我所说的必须要完成的事。尽管在这场危机中二十国集团已经获得了一些成就，但是我们对通过国际货币基金组织运作的二十国集团的有效性是否有信心呢？

不幸的是，我们并没有这样的信心。在面对危机的时刻，很容易让政治家们实施刺激计划，让中央银行们采取宽松的货币政策。因为每一个国家都想要尽可能的刺激经济发展，因此不需要什么协调：二十国集团的领导人在号召协调的刺激政策时，实际上是在推一扇已经打开的门。当各国在政治上需要进行痛苦的改革时，真正的困难出现了。这些改革短期看起来更有利于其他国家而不是自己。而政治永远是本地的：全球经济可没有选区。

我之所以这样说，是因为我们在以前曾做出过全球政治协调的尝试，具体来

说是在协调全球大额贸易不平衡这一问题上。这一努力失败了，而且这一失败对于理解为什么具有指导意义。

在 2006 年，随着美国经常账户赤字一次又一次地创出新高，随着中国经常账户赤字盈余急速上升，国际货币基金组织对这一现象非常担忧。当时的基金董事罗德里戈·拉托决定需要一个新的方式。我当时在基金组织任首席经济学家，我们召集了对贸易不平衡负有最大责任的五大经济体——美国、欧元区、中国、日本、沙特阿拉伯——一起讨论他们如何能够合作将不平衡降低。为了准备这一系列会议，我领导了一个基金组织小组，在 2006 年夏天飞遍世界各地与这些国家商谈，试图帮助这些国家达成共识。就像一句老话说的，大多数国际会议上不会有任何实质性的进展；所有重要的问题都在会前已经讨论完毕了。

在沙特利雅德阴凉处的气温都高达 122 华氏度，而在东京却又出奇的凉爽。但参与谈判的人反应却很一致。各国同意贸易不平衡是不稳定的潜在来源，要降低贸易不平衡需要在市场恐慌或者政治家采取保护主义政策之前进行经济改革。但是每一个国家同时却也都指出为什么自己不是不平衡的原因，而为什么这一任务其他国家更容易实现。

比方说，美国当局坚持说世界上其他国家都愿意把他们的钱投在美国，这不是他们的错：不平衡是中国人的错，中国人购买美元来阻止人民币升值。这样巨大资本流入压力导致了美国的消费。中国人则坚持如果他们让人民币更快地升值，中国对美国的出口会下降，但是柬埔寨或越南则会替代中国的份额，美国的贸易赤字不会改变。在他们的眼里，美国消费者没有自制力。而且，中国人的巨额贸易盈余仅仅只是由于美国限制了其高科技设备对中国的出口。诸如此类。每个人都指责别人。事实是每个人都对问题负有部分责任，但是没有人愿意承担解决问题所需的代价。



2006 年底，我离开基金组织的位子回到芝加哥大学，对于一无所获的事实感到沮丧。当 2007 年磋商最终结束时，基金组织宣布他们获得了成功：大家自由而坦率地交换了意见，但这实际上只不过彻底不同意见的官样说法。每个国家都同意做一些它们已经一直在做的事情，这对于解决问题基本上于事无补。磋商没有能够产生实在具体的行动。几个月后，部分由于造成这种不平衡的行为，这次危机开始了。

国际货币基金组织失败并不是因为我们的论证不具有说服力。各国相互指责的原因并非他们不懂得自己的责任而是因为没有人能够真的承诺解决问题所必需的行动。比方说，没有美国总统能够承诺大举减少财政赤字：这个决定只有国会能够做出。同样的，没有中国领导人能够单边同意允许人民币升值：这是需要国务院和共产党中央各级梯队经过仔细研究才能做出的决定。而且，需要的改变也远远不止于裁剪预算赤字或让人民币升值。所需要的是经济上更深层次的根本性改变。而且，当事情发展到需要最根本的改变时，世界的整体利益对于美国的政治家或者中国的共产党而言并不算什么。

尽管心存希望，但上述种种是为什么我对于二十国集团雄心勃勃的宣言保持怀疑的原因。同样，我也不认为国际货币基金在未来能够比在 2007 年底结束的多边磋商获得更多的成果。变革的发生只有在各国被迫时，或者变革是符合他们国家利益时，但是这个过程对于世界经济而言可能成本太高，发生太慢。

如果不作为不是一个选项，那么我们如何才能让全球合作得以实现呢？我想，这个问题的答案必须要从像国际货币基金组织这样的多边组织机构本身及其与主权国家的互动方式的彻底改革中寻找。

## 多边组织机构及其影响

多边组织机构迄今为止以两种方法起作用。一种方法是 WTO 所采取的准法定模式，WTO 在参与国之间制定贸易规则，其行动基础是一套限制贸易壁垒的协议。这些协议由成员国政府在长期和健康的谈判后共同签署和修订。WTO 有一套分歧解决机制来迫使参与国遵守协议，而且因为规则相对清晰，各国的遵守情况就能在一个类似法律的机制内进行评判。对违反协议者的惩罚，通常是对其进行贸易制裁，这很容易实现。WTO 参与国一定程度上放弃部分主权，比如设定进口关税或补贴特定产业的自由，来换取别的国家也和他们一样做出同样的牺牲。这些妥协促进了互利的贸易。当产业人士给政治领域施加压力来争取保护时，政治家们可以简单的袖手旁观而指责 WTO。

第二种方法是国际货币基金组织（IMF）采取的国际宏观经济治理和协调，由于其任务的本质导致了其有效性要弱得多：本质上是一种规劝模式，这种模式只对找基金借钱了的国家有用。这里的问题是游戏规则完全不清晰。一国的行为模式何时会对全球造成伤害呢？当美联储将利率降低到接近于零，由此释放出的全球性风险偏好浪潮，其他国家是否有权抗议呢？美联储能否不说其政策仅仅只是关注美国经济情况吗？当中国对汇率市场的干预阻止人民币对美元升值时，是不是利用了不公平手段来获取竞争优势呢？一些人争论说中国巨额的外汇储备是其不公平政策的证据。但是，与发达国家不同，中国限制其公民和企业持有外国资产，因此其所持有的外国资产不可避免地显示为中央银行的巨额外汇储备。而且即使有证据说明中国故意低估人民币，中国能够不声称自己是一个贫困国家从而利用汇率低估来弥补它其他方面的劣势。

因此，IMF 不像 WTO，它不能构建一套详细而有普遍性共识的规则，而这样

的规则是有其优点的。尽管建立规则的过程需要大量的谈判和讨价还价，但参与各方却也能够从整体框架中看到长远的更大层面的利益。结果，在 WTO 分歧一般能够采取可能的“给与取”方式进行细节设置，通过复杂的贸易回合谈判来解决。基金组织想要解决贸易不平衡问题，它必须尝试根据各国不同的情况确保覆盖多国的政治改革的共识得以实现，但问题在于无论是国家层面还是国内层面，赢家和输家都一目了然。而且每个协议都是自成一体的，基金不可能进行跨协议承诺来安抚那些觉得自己在特定领域内受损的国家。

当然，国家可以省却所谓的规则或者协议，而将裁决争议和根据情况界定违反政策导致国际性破坏的处理权交给像 IMF 这样的机构，对不遵守的国家实施惩罚。但是由于宏观经济政策覆盖范围如此之广，它所要求国家主权向国际机构的让渡会非常大，这不太可能发生。历史上，世界的大国总是不愿意看到独立、强劲的多边机构产生。当多边机构很强有力时，它往往不能保持独立性；当多边机构保持独立性时，它们往往不那么有力量。而像中国和印度这样的发展中国家新兴力量也不愿意改变这一现状，因为它们都不想要自己的政策被限制和批评。

即便有一个像 IMF 那样的机构既独立又有力，它仍然有其局限性：其思维模式是由一种特定的经验所驱动的。几乎是无法避免的，像 IMF 这样的机构会招收在工业国受教育的学生，特别是美国。所教授的大部分宏观经济学原理是从工业国的经验总结出来的。工业国家的市场是有组织的而且一般而言运行良好。所以，对于 IMF 里的工作人员而言，很自然在市场运作中会倾向于某种特定的干预，比如说货币政策，同时又对其他形式的干预持有批评态度，比如对汇率市场的干预。当然，发展中国家很少有运行良好的而且更大规模的政府干预是需要的，这样在基金组织对其政策进行评估时往往是一个缺点。

而且，经济增长是以谜一样的方式进行的。如果所有的国家都模仿上世纪五

六十年代盛行的经济模式发展，那么我们就不会有日本或者东亚的增长奇迹。如果国家允许宏观经济政策被国际组织来监管，给予它使用惩罚措施的权力。这可能会导致政策多样性的缺乏——这样的话，学习被限制而且也会对世界增长造成不利影响。

最后，即便 IMF 能够提出一整套在理论上可接受的推荐方案，不是所有国家都愿意执行。WTO 规则不仅仅有制裁手段作为后盾，也能够通过政府规范贸易秩序来得以执行：商务部能够降低关税或者消除补贴。IMF 的推荐则没有任何执行力来支持：大部分工业国家和大的新兴经济市场国家不需要 IMF 的贷款，而这是它进行劝诫的主要手段。而且，其推荐的改革一般与统治阶级的想法相左，因此让财长或者国家元首不可能承诺执行。

总而言之，IMF 在宏观经济政策协调中的角色与 WTO 在贸易便利化中的角色是很不同的。首先，因为没有关于什么是允许什么是不允许的清晰规则，而且任何规范规则的企图都很可能让很多国家觉得不可接受。第二，改革必须根据情况达到共识，而且政府一般不会有国内政治支持来自信地承诺进行国际协议所需要的改革。第三，没有能力承诺意味着需要每个国家进行基础性改革的普遍国际协议很难达成，即使是当改革对每个国家的长期利益都有好处。

即便基金组织不是总是对的，但是其药方常常是对症的，因为基金组织没有政治性。但是，基金组织不会拥有像 WTO 那样的制裁力量，因为其面对的是宏观经济政策这样虚无的难以衡量的东西。同样在国际社会“点名蒙羞”的方法，对违反协议者不会那么有效。财长的首要考虑是国内的选民，他们一般不关心 IMF 的工作。这些财长们很不负责任。

但是观察给出了另一个选项。与其通过命令将自己的意愿强加给特定国家，

IMF 没有权利使用这一手段，相反，IMF 应该想办法施加让民众满意的影响。这同样也能帮助政府累积改革所需的支持。换句话说，与其尝试 WTO 的方式和使用强力，它应该仿效牛津饥救会的办法使用软实力。

## 获得全球影响力

推动消除气候变化，这是一个典型的以短期牺牲换取长期利益的例子。如果不是因为其选民中的草根运动，政治家们会避开这样的议题。促使政府这样做的压力上升不仅是因为气候变化的大量证据十分具有威胁性，而且因为各种机构，从本地的到国际性的，都组织群众促使代表采取行动。同样的，像博诺这样的摇滚明星领导的群众运动迫使富国的政府免除穷国债务并在 2005 年格伦伊格尔斯峰会上许诺给穷国更多的援助。

当然，政府还没有对减排达成一致的承诺，而且他们撤回了援助承诺，但是关键在于这些草根运动通过让政治领导人相信国际协议存在着国内支持的基础而获得了影响力。随着互联网通过社会和政治网络网站而壮大的力量，随着真正民主的扩张，公众影响自下而上的可能——领导人会听取公众意见——会与自上而下的影响越来越趋于一致——领导人说服公众其观点的正确性。那些要影响政治家的人不能通过他们美好的愿望而需要直接通过领导人的主人，即民众。

像 IMF 和世界银行这样的多边机构要扩张其能量所需要做的还很多——它们要为世界了发展对整个世界发声。除了对各国财长和元首的劝说，它们应该直接走向公众，包括各国政党、非政府组织、以及有影响力的名人来解释它们的观点。他们需要更善于利用互联网社区来影响被网络连接的普通民众并寻找进入学校和大学的方法，在那里学生是最容易吸收全球公民这一观念的地方。

比起政府，公众更为长远地掌握权力，而且一般而言更为理想主义而且关心

全球的利益。而且更易于接受劝告，特别是在比危机状态更安定的状态下。当然，相比于要求一国为全球的利益作出牺牲，那些从长久来看对一国好处大于成本的改革更易于被人接受，但是即便是前者也不应该被排除：首先，最纯粹形式的援助要求单边的牺牲，而且在富国思维活跃的公众已经在推动了。同时，其他国家的公民投入协作需要一定的知识——即以全球和多边为目的的解决办法——这对于让劝说得以实现是很重要的。而且，让关心自己国家多变责任的国内公民发展壮大到一定程度，政治领导人就不能再认为违法国际义务不必在政治上承担成本；因此，“点名蒙羞”的方式也许能更有力。

这种运动不是现有的多边机构能够带领实施的。比方说以 IMF 为例，它认为其首要的受众是各国财长和中央银行行长。一直努力不冒犯任何成员国多年后，IMF 工作人员已经发展出了一套写作报告的方法，能够确保所有要点都能够被那些熟知其写作方式因而知道怎么阅读字里行间意思的人所看到（特别是 IMF 工作人员和成员国的官员），而其他人则会被其表面浮夸散漫的行为弄得睡着。IMF 在与各国官员和财长的沟通方面已经有多年经验，但是却很少直接与非政府组织或媒体进行对话。世界银行在这方面稍好一些，但也只是稍稍好一些而已。

而且，不确定有权力的成员国政府是否会愿意让国际组织在其国内传达一些他们不能控制的信息，即使这些信息是纯粹限制在经济方面的。不仅仅是那些压制言论自由的非民主国家；民主国家在公开场合虽然鼓吹需要透明和诚实的评估常常是那些在私底下扭曲国际组织意图的国家。

我想起 2005 年春天，在华盛顿举行的发布 IMF 和世界银行半年期的《世界经济展望》的记者招待会的同时，英国大选正在进行。为了回答一个《金融时报》记者的问题，我提到英国需要在增加财政收入或者缩减支出方面做出更大的努力，以实现财政平衡，这暗示着英国可能不得不增税。我的评论是基于 IMF 工作

人员的分析报告，但是当时英国的财政部长，戈登·布朗却对我的评论非常气愤，因为这和他对公众所做的公开演讲内容相抵触。尽管英国财政部施加了极大的压力，基金组织还是坚持自己的分析结果。布朗当时也是基金组织执委会的主席，在第二天也安排有一个记者招待会。当时，IMF 总裁罗德里戈德拉托也参与了布朗的记者招待会，他相当尴尬的坐在一旁，而布朗则开始了他对基金组织如何对英国作出了错误判断的炮轰（被记者会上不可避免的问题触发）。罗德里戈德拉托礼貌的没有做出回应，但是他的行为间接表明了他对基金组织工作人员的支持。从那以后的数据表明，基金组织的分析是正确的。

一方面，一个客观的评论员对政府政策的评论可能造成的公众影响让政府担忧，这本身表明这种途径还可以大为发掘利用。另一方面，这样的行为需要多边机构改变它们看待自身的方式——是成为像 WTO 一样追逐它们永远不可能得到的硬权力的“想要们”，还是尊重各国主权并为全球的共同利益而工作，一个国家一个国家地进行，通过软实力和劝告的方式。

### 全球经济治理改革

如果多边机构要改变其劝说的策略，从基础上进行的改革时必须的。这样的改革将会包括组织本身的改变和其在各国运行的工作方式。它们的治理结构需要被改革因此他们能够获得不被任何国家过分影响的独立性，而这样的改变正在进行中。他们应该刻意地通过招收美国以外培训的人员来扩大其知识框架。伴随着发展中国家研究能力的提高和培训出更高水平的研究生，这一想法会逐步实现。多边机构应该把参与成员国公共辩论作为他们鼓励实施对全球有力的国内政策最为重要的工具之一。最终，这些多边机构约束其成员国的规则应该能够促使成员国积极参与、帮助实施、并加以保护。这确实需要对 IMF 成员国签署的协议条款进行重大的修订，也许甚至需要一个新的历史性协议，就像在布雷顿森林体系下创立 IMF 和世界银行一样。

这最后的一点是重要的。没有哪个拥有权力的大国，特别是但也不仅仅是那些非民主的国家，愿意给多边机构一个畅所欲言的平台。各国必须了解到，通过采取更好的政策将会有重要的集体利益随之而来，而且如果他们想要一个能够影响别国政策的平台，他们必须允许别国也能通过这一平台来影响自己。这应该被理解为多边机构会将自己的角色限制在经济和社会经济层面，其观点是通过机构内一个公平和慎重的过程产生的，首先基于的是令人信服的经济研究和数据分析。它的观点应该被国际协议所保护，就像各国大使馆以及其活动受到的保护一样。当然，一个透明和公平的过程将会是说服各国公民相信多边机构是为他们利益说话的。换句话说，与W T O的经济政策国际协议的方式不同，我们需要一个国际协议来解决各国国内政策如何能够被多边组织所影响来配合全球利益的问题。

我已经在贸易不平衡的背景下讨论了多边机构改革问题。但是改革还需要许多其他的事情一起配合，而目前这种配合却没有形成。比方说，当粮食价格上涨时，许多国家就会限制粮食出口。尽管在短期内这样的措施确保了他们本国公民能够获得低价的食物，但是这却让他们本国的农民不能够享受更高的价格进而打击他们种粮积极性。同时这种政策也让别的国家感受到不安全并开始自己种植粮食，尽管这样做总体上来看是不经济的：现在在阿拉伯沙漠地区出现的大片农作物显然不适合当地水资源缺乏的现实。这样做法的净产出是政府保护其国内民众短期利益的短视行为导致长期内全球粮食的不安全以及生产的不经济。因此，我们需要一个全球性的协议来确保国际粮食市场不被政府行为所干预——但是现今没有政府愿意冒险面对签约放弃保证本国居民获得食物的能力这一指责。多边机构需要为国际协议创造必要的觉悟和动力。

我不会幻想这样的改变会轻而易举。作为全球性事务工作者的本能是推动建



立更为清晰的规则。但是即便是在欧盟这样拥有建立规则权力和限制成员国政策能力的组织内部，尽管组成国相对类似，但也已经证明了各国不愿意接受来自外部的对其政策制定的强行约束。随着时间发展，来自布鲁塞尔欧盟总部的管理被欧盟成员国民众视为被迫接受的负担，因为成员国的领导者总是将任何不愉快的事件归罪于欧盟而将所有的功能归结于自己。因此，毫不意外的，当欧盟成员国民众被问到是否想要一个更为强大的欧盟时，他们会大声喊叫着回答“不！”。

我们必须记住，即便是凯恩斯也曾担忧过全球不平衡并建议采取措施惩罚那些拥有持续贸易盈余的国家。这样的想法不易于被今天独立的国家所接受。一个多样化的世界不会接受任何强制性的全球政策合作来填补国家之间的断层。我并非倡议停止现在正在进行的为实现改革协调进行的多边会议，但是这些会议到目前为止说的多做得少。也许二十国集团（G20）能够实现奇迹。但是，由于这一问题太过重要，不能仅仅让官员和政客来解决，所以，我建议另一条道路，即由更小的，非二十国集团成员国组成的渠道来确保大国政策的相互协调。像 IMF 这样的多边机构应该向各国拿出一套行动方针，能够实现各国以及集体的利益，同时也能避免不作为的政治和经济危险。多边机构不得不一个国家一个国家的做工作来说服它们最终的收获是值得用短期的牺牲来换取的。如果有了国内政治动力的支持，对各国领导人而言就更容易接受国际协议。换句话说，全球性政治协商必须要纳入到各国的政治辩论中去，这样才能够最终再回到全球领导人会晤的谈判桌。全球性多边机构将必须以全球民主的原则进行工作而非避免它。

## 中国和世界

在接下来的十年，世界上除了美国以外最为重要的经济体很可能是中国。很多中国以外的政策制定者都担心中国采取的盯住美元的汇率政策。从 2005 年 7 月开始，中国人民银行开始允许人民币对美元稳步升值，但是随着 2008 年 10

月金融危机的到来，中国停止了其升值的步伐并重新回到盯住美元的汇率政策。随之而来的是来自华盛顿对中国不公平贸易的职责。而且美国失业率达到 10% 的同时中国 GDP 却实现了 10% 的增长，这二者之间的分别是如此的明显，以至于无论美国国会采取任何形式的贸易壁垒或者重申人民币升值问题都不能平息这一差别带来的刺痛感。

那么，中国到底是否不公平地介入了汇率市场呢？如果是，那对象又是谁？从某种意义上来说，答案是明显的。中国出口商已经享受了低融资成本、低价的土地和能源这样的补贴。而被低估的人民币让他们生产的产品更为低价，中国出口商由此能在与工业国家企业的竞争中胜出。这种情况看似是很不公平的。但是这一观点在很多其它方面意味着国家间的平均主义：每个国家的基础设施、法制质量、监管结构、教育水平、以及其它方面都是不一致的。因此，当一国采取政策获得优势时，看似是违反了规则的。

但是看待竞争也有其它的角度。大多数局外人在思考中国时，想到的是奢华时髦的北京和上海，而不是那些落后得多的中西部省份。在发达国家中，基础设施要好得多；法律系统执法能力要强得多；监管结构更具预测防范能力而更少腐败；教育方面，不管学校在怎样不发达的地区，也仍然有所需的基本教育条件。

进行对比也许是有效的。在一项国际体育赛事中，一个参赛者被发现服用了兴奋剂。他由此由于违规而不能出赛。但是更为仔细的调查发现，当赛跑开始后，有一部分参赛者使用的是最新的特别根据空气力学制造的装备，这些装备是被赛事规则制定者们所允许的。这些赛事规则制定者又大部分来自使用这些装备参赛者的国家。另一方面，那个服用兴奋剂的参赛者使用的却是普通的便宜的装备。这里，到底谁在不公平竞争？在游戏规则之内，仍然是兴奋剂服用者违反了竞争规则。但是规则本身却造成了巩固了特定的优势造成了特定的劣势。

“不公平”这个词应该谨慎地使用，在使用时必须要考虑评估的框架；这个词对发展中国家的领导人是不起作用的。比方说，哈佛大学的达尼·罗德瑞克曾争论到货币低估也许是发展中国家能够用以平衡其制度劣势的弥补性手段。显然，一旦弥补了发展中国家的劣势，币值低估是不公平的（今天的中国运动员确实拥有先进的装备）。对于更穷的国家而言，它们不但不具备中国现在所具备的一些优势，它们还要与中国在出口方面进行竞争，这也是不公平的。不管怎么说，判断是否公平是非常难的。

反对持续的币值低估的一个更有力的理由是基于中国自身的利益。币值低估是补贴一国出口部门的方式之一，这种补贴实际是以进口者和汇率干预机制资金提供者的纳税为代价的。反对中国继续进行干预的论点认为这样的补贴并不能真正帮助得到补贴的人，同时让那些为补贴买单的人越来越不堪重负。

中国的很多产业发展已经超越了需要“朝阳产业保护”阶段。而且因为中国企业间的激烈竞争，他们所获得的任何补贴都在竞争中以低价的形式转让给了工业国家的购买者。因为其它亚洲经济体为了与中国竞争也在干预其汇率市场并对出口进行补贴，亚洲国家贫穷的普通家庭实际上是被征税来支持出口商的利益，最终是补贴了工业国家富裕家庭的消费。这种情况既没有效率也不公平。

而且，从币值低估中建立起竞争优势的企业会在生产领域创造出没有效率的企业，造成二者均依赖币值低估才能维持竞争优势。这些企业最终会与支持币值低估的政治说客汇合起来。像许多没有效率的扭曲一样，币值低估在中国创造了大量利益既得的支持者，他们会极力维持现状。持续的币值低估将会继续增加中国对贸易的依赖并进一步缩小其政策调控空间。

但是最为重要的，是维持币值低估的努力造成了经济极大的扭曲，压制消费，在一个拥有大量劳动力资源的国家进行极度资本密集型的生产投资，金融部门没有得到发展。

## 币值低估的代价

如果中国的中央银行，即中国人民银行从中国出口商手中购买美元以防止人民币升值，那么它必须以印钞为代价。如果人民银行过多干预，流通中大量的人民币将会推动通货膨胀。要避免通胀，人民银行需要在购买美元的同时发行债券，以此抵消超发人民币的影响。换句话说，出口商实际上是以美元兑换人民银行发行的人民币债券——这一过程现在被称为“冲销干预”（“消毒干预”）。人民银行使用出口商的美元购买能够赚取息差的美国资产，包括第一章中讨论的机构债券，从而在赚取美元资产息差的同时偿付人民币债券的利息。

如果美元资产的利息很低，而人民币资产利息很高的话，哪么中央银行实际上就是持有低收益的资产而发行高收益的债券——这意味着会有损失发生。如果这一负的收益差乘以中国价值 2 万亿美元的外汇储备（当然不全是美元），这将导致中国财政预算巨大的漏洞。而且，人民币的高利率将会吸引更多的外资流入。为了在进行冲销政策的同时又不承巨额损失，人民银行将整个经济系统的利息维持在比美元利率更低的水平，采取的手段则是强制银行维持家庭储蓄低利率以及对其发行债券维持低利率。

这种政策的直接影响之一就是中国成为美国货币政策的镜子。如果美国利率非常低，哪么中国就不得不保持低利率。这样做导致了信贷、股票、以及房地产市场泡沫的风险，就像美国所发生的一样。由于没有使用利率政策来对冲这

种趋势的自由，中国政府当局必须使用强制性的政策工具：比方说，如果信贷强劲的话，中国银行监管者就会放话紧缩信贷供给。一般而言，与政府没有牢固关系的私人企业将会不得不遭受这种信贷短缺的正面冲击。中国产业将经历从信贷盛宴到信贷饥荒的转变，而这打乱了企业的长期计划。

低利率还有另外的副作用：它减少了家庭收入，而且甚至会导致家庭为了充裕的退休计划略为顽强地反向增加储蓄。这压制了消费，进而让中国更依赖于外国的需求。更有问题的是，企业最大限度地进行借贷投资于机器替代劳力的资本密集型项目（同时在信贷供给停止时，存有这些资金）。这样一来，一个劳动力富余的国家却大量投资于资本密集型产业，创造出的就业机会远远满足不了其需求。

最后但并非最不重要的一点是，尽管以极低的真实利率对企业进行贷款，给储蓄更低的利率让银行仍然有巨大的利息差收益。这一资本靠垫以普通家庭的支出为代价进行积累，允许中国的银行犯下巨额的信贷错误而不会破产。这同时也允许银行排除其他来源的金融竞争，比如说企业债市场。所有的银行需要做的只是让借贷差缩小一点点从而让企业不去发债而来借款，进而让企业债市场缺乏流动性和吸引力。

此外，还存在着其他相关的扭曲。危险之一在于，一个没有效率的、银行主导的金融系统会导致与银行关系好的企业能够获得贷款，而与银行没有关系的企业则得不到贷款。在中国，主导的国有银行系统一般的借贷对象就是国有企业——没有贷款专员会因为贷款给国有企业而被控腐败——私有企业融资却极其困难。能够在国内获得低廉成本融资的国有企业和能够从国外获得低廉成本融资的外资企业的夹缝中，中国私有企业艰难地求生存。难怪在中国没有像印度一样，有很多较大规模的私有企业存在。如果中国想要更好地进行资本和资源配置，中

国必须要对经济运作更有头脑，而现在所达到的水平还远远不够。中国金融部门正在成为国家政策没有效率的工具。这对于中国的长期发展没有好处。

被强有力的出口部门说客所推动的人民币币值低估，很可能危害到中国的发展。出口导向路径会像它对日本造成的影响一样，带来中国的衰败。正如我们所见的，这是一条危险的道路。

## 说服中国

不管何时我在中国提到人民币是否应该升值这一话题时，接待我的主任就会提醒我日本在 1987 年在美国压力下进行急速升值后所造成的错误。根据中国人的说法，日本从那个时期开始的灾难是由于它放慢了其最为成功的出口部门的增长而没有换得任何其他的利益。中国会选择更为缓慢和仔细的过程，正如邓小平所说的，要“摸着石头过河”。

而他们没有看到的是，从出口导向增长模式转向更为平衡的增长，这一转型日本开始得太晚了，所以现在才不得不在面对这一问题的同时还要面对一个加速老龄化的人口结构。中国能够在其人口结构还相对年轻的时候开始朝更为平衡的增长路径转型（尽管老龄化将是独生子女政策不可避免的记过）。

中国所必须的改革对于普通家庭而言是具有吸引力的，这也是为什么如果多边机构向中国民众解释什么是应该完成的以及这样做的原因，它们就可能找到感兴趣的听众。更强健的人民币将允许中国的中产阶级进口更为便宜的外国商品和渡假。更高的市场决定的利率也能给他们带来更高的收入。而将国有企业股份分配到社会保障系统中，将现有的养老金和社会保障系统打造得更为强健和覆盖面更广，这又能给中产阶级带来消费的信心。

当金融机构不得不为自己的借款支付更高的利息时，利润率会随之降低，因此他们将没有多大的空间可以给国有企业提供具有吸引力的贷款。国有企业中的一部分将会通过债券市场和资本市场直接进行融资，这将会推动企业提高透明度、改进公司治理、增加红利分配。企业债券市场能够成为银行的一个可行替代方案，这在所谓“关系”系统之外创造出一条融资渠道。如果银行丧失了最好的客户，他们就会不得不跳出“舒适区域”。他们也许会开始给中小私有企业进行贷款，从而为这些企业带来成长的空间。他们也许会扩大零售贷款，从而减少家庭在真正需要用钱之前的储蓄需要。中国能够变成一个不那么生产者导向、资本密集的经济体，而变成一个更私人企业导向、不那么依赖外国需求的经济体。

这样的转型并不容易，但现在时机已到。因为粮食价格已经上涨，人民币升值所造成的外国农产品进口，将不会给在中国占到大多数的农民带来很大的伤害。国有企业流动性充足，因此这些权势集团能够承受由资本、能源、土地补贴减少而造成的利润损失。最近，国有企业已经进行了大量投资，因此投资的减慢也不全是坏事。但是，改革必须从现在的稳步试验的渐进主义走出，它所需要的是进入多项不可预知的前沿的胆识——比如说，汇率、利率、以及一些受管制的价格的自由化。监管者将不得不极度谨慎确保银行系统不会在这一转型过程中崩盘：这是日本转型失败给我们的非常重要的教训。

在这个时点，有两个理由支持中国可以对多边机构和协议更为开放。第一，它非常依赖出口，而在发达国家不断增长的贸易保护主义情绪对这会造成威胁。中国能够通过多边机构的说服一定程度上避开发达国家的贸易保护主义行为，因此中国有动力支持多边机构的发展。第二，中国所持有的超过 2 万亿美元的外汇储备完全暴露于所持有债券国家的不良宏观经济政策影响之中。因此，从规范国家政策的强有力的国际经济协议中，中国能够获得的利益比其他任何国家都更

大。这意味着为了让中国认识到改变的价值，工业国家必须也证明自己是能够被说服的。

总而言之，现在对多边机构而言可能是个很好的时机，它们可以获得授权推动与中国有思想的中产阶级的直接沟通——通过文章、会议、以及互联网，用容易理解的措辞向中国知识分子解释其研究、分析以及建议。如果多边机构的角色能够被恰当的界定，中国的领导层也可能接受这一授权，特别是在一个别的地方已经做过的类似变革，而如果不进行这一变革的结果是导致全球经济步入保护主义的路径的话。确实，二十国集团应该给予像 **IMF** 这样的多边机构灵活处置的余地，在成员国国家内部展开更大范围的讨论从而能够实现之前提到的全球性调整的宏大目标。如果要获得更广泛的接受，**IMF** 应该在推动政策改革方面，将美国和其他国家一样平等对待。在跳出“舒适区域”的过程中，多边机构没有任何损失，相反如果他们不能够处理这样的问题也许才是我们这个时代全球宏观经济的最重要问题。

## 总结和结论

导致全球贸易不平衡和创造出现今如曼德维尔笔下的“蜜蜂社会”的断层是很深的。而且，因为这些不平衡是由于深层次被实施的国家策略所造成的，改变将会十分痛苦。这不仅仅是在这里调高利率、在那里增加税收的问题，也不是在别的地方调整汇率那么简单。痛苦在于国际机构想要把调整看得简单，而其后却一再为所期待的改变没有到来所惊讶。它同样还会给政治领导人一个危险的印象，即改变对于别人来说更为容易，因此惩罚性的贸易制裁能够说服别人。我们不应该有这样的幻想：改变对于所有国家而言都很困难，尽管他们在长期都将从一个更为稳定的世界经济以及更为持续的国内增长策略中获益。



降低持续的贸易盈余或赤字的行动需要国内的政治动力，因此，那些国际会议没有带来实际的改变，对这一点我们不应该感到惊奇。省去陈词滥调，每个人都应该知道没有任何事能够得以完成。我已经说明像 I M F 和世界银行这样的多边机构应该从推动对气候变化问题采取行动和支持对穷国的援助这样的运动中得到启示。他们应该不再局限于领导人这个层面，而应该使用所有可能的现代科技手段扩张到更广泛的群众之中来获得各国国内的政治支持。他们应该直接与有影响力和有关系网络的人进行对话，向他们解释为什么改变是必要的，向他们说明为什么尽管调整需要代价但是最终会获益。多边机构应该帮助缩小国家之间的断层，帮助他们看到应该采取的行动。

这不是一个私人或非盈利部门能够承担的任务。可爱的考拉、热带雨林、赤贫的儿童激发出人们的爱心、思考、与捐助。全球贸易不平衡、汇率、以及粮食短缺这样的问题不太可能引发同样的公众同情，因此也不能由非政府组织来推动。这正是为什么资金充裕的多边机构必须涉足这些领域。与非政府组织不同，多边机构不用选择兴奋的、感性的话题来吸引资金：他们能够专注于影响全球未来的更为理性的领域。

最后，不管是使用大棒强力推行全球性原则，还是鼓励普通民众自下而上进行推动，多边机构所要引领的变革不会容易。同样，考虑给予多边机构影响国内政策的自由，这对于所有国家而言也非常困难。中国对于国内讨论没有显示出足够的容忍度，甚至如我写到的，因为审查制度，中国卷入与搜索引擎巨头谷歌的纷争。但是，即使是中国也越来越难以控制网上的讨论。在中国实际上的民主比其选举所反映出来的要多。不断增长的使用互联网的中产阶级正在获得对共产党和政府越来越多的影响力。最近，政府当局想要限制世界范围内影响广泛的阿凡达的上映的行为激起了公众的愤怒，最终导致了政策的改变（必须承认的是这样的实例很少），这也许是未来事态发展的一个预示。无论如何，严厉限制与外界

联系的手段也许在短期内能够奏效，但最终将会伤害到中国的经济，而中国经济增长是中国共产党所关心的核心问题。而且，要求中国成为一个负责人的国际公民的压力，从国内和国外两个方面都在增长。

总而言之，多边机构应该在界定何为国际经济公民方面发挥更大作用，应该与全球有思想的普通民众进行直接沟通，不再使用模糊不易于阅读的论文而是采用现代科技手段。我的建议并不妨碍那些没有成果的国际会议的举行，为什么不试一试呢？

## 后 记

我们正生活在物质充裕的年代。如果我把作为一名学者在过去三十几年中经历的所有变化都反思一遍，那会是一件令人头痛的事情。我第一次有机会感受计算机是在读电气工程学的大学二年级。之所以称之为“感受”，是因为我们根本没有见到或触摸到计算机本身。计算机被放在一个神秘的装着空调的房间内，只有经过特许的人才能进去。我们普通人通常是先在穿孔卡上写下程序，然后交给计算机业务柜台。当计算机没有紧急任务时，穿孔卡才被输入计算机中。只有当几天后我们满怀期待但却得到非常奇怪的结果时，才懊恼的意识到，当初提交的有些卡片上逗号放错了位置。一个在如今只需几分钟就能调试好的简单程序，那时要耗费我们几周的精力。

个人计算机的出现给学术工作生产力带来了巨大的改变。早先的文字处理机使我们脱离了打字机和修正液，但文字处理机很难用，尤其是需要用它形成数学方程式时。攻读博士学位时，我用了几个晚上的时间设法做出了在电脑中看似正确的方程式，但随后的分析却发现这些方程式是错误的。当然，那时候的电脑游戏虽远不及现在这样复杂，但也随处可见。曾经就有位同学因为迷上了俄罗斯方块这种游戏而延期一年才取得了博士学位。我之所以没有上瘾只是因为我一点都不擅长于玩电脑游戏。

在我刚开始从事学术研究那个时期，跨地区的联合研究还极为困难。越洋电话费用昂贵，文件也只能通过人工投递的平信来发送，这无疑使得完成整个项目所需的时间大大增加。查找相关文献得在图书馆中投入很多时间，而且通常我们只知道已经公开发行的资料，并不是全部的相关文献。由于论文出版前要经过很长的准备时间，即使最新的期刊上发表的论文也往往是几年前写成的。你们可以想象一下，当我即将步入大学就业市场的几周前，突然在《财经期刊》上发现了一篇文章，这篇文章包含了我毕业论文的核心思想，那时我会多么沮丧。（幸运

的是，我们的论点上有很多不同之处，这能有力的证明我本人做了很多研究，但这样的经历仍让人感到失落。)

如今所有的事情都改变了。现实是，我写这本书所用的笔记本电脑的处理能力是不久前我刚开始从事学术工作时接触的那种足有一个房间那么大的大型计算机的千万倍，而成本却是那种大型计算机的千分之一。对我的孩子们而言，我的整个学生生活是在网络时代之前度过的。他们无法想象竟然有像我这样古老的人！科技戏剧性的改变了他们的生活，也改变了我的生活。过去三十多年中所经历的巨变使我充满希望，我想如今很多看似棘手的问题在将来是能够被解决的。

这种棘手的问题有很多。赤贫仍然是很多发展中国家所面临的灾难。尤其是大自然似乎往往喜欢捉弄穷人。近期在海地发生的地震夺去了数十万人的生命。世界其他一些地方也发生了同样的强震，但没有这么大的伤亡，可能是因为这些地方的建筑是防震的。贫困的根源以及大自然对于本就脆弱的人群看似缺乏同情的原因可能是一样的：世界上许多地区都无力为人民建立基本的基础设施，无法保障让人民为自身建造安全和体面的生活的建筑。

工业国家也有其自身的问题。当危机过后政府债务攀升的时候，许多国家的人口也正快速老龄化，而且政府之前承诺的老年安全和医疗保健也可能成为泡影。因为政府也在勒紧裤腰带维持艰难的现状，并为将来做准备；如果再发生什么的话，将来的形势可能更严峻。

似乎还不止这些，我们正因过去犯下的错误而受到惩罚（我们过去犯下的错误正报复在自己身上）。气候变化的迹象及其可能对环境 and 经济造成的恶劣影响看起来确有其事。尽管我们总有可能反应过度，但那些最富裕的国家需要设法想出减少不必要的能源和原料消耗的方法，发展中国家也需要思索维持可持续性发展的更多途径。

如果我们仍然对人类的足智多谋有信心，并且能够为其留出发挥空间，这些问题都能得到解决或能在将来被解决。中国和印度的经济改革已经使世界上超过三分之一的人群的创造力得到了释放。中国和印度有成百上千万训练有素的工程

师正在发挥着他们的智慧来面对挑战。目前，中国企业在电动汽车电池研发方面处于领先地位（中国企业是电动汽车电池研发的领先者），而印度企业正在生产着价格可以被接受的电动汽车。同时，工业国家在原子太阳能和风能方面也在不断取得进步，不久的将来我们就能以可行的成本实现零排放的目标。如果中国和印度能在几十年中逆转几个世纪的衰退，那么甚至是海地也可能利用近期灾难所造成的动荡来克服其历史中更大的灾难。

国与国之间的合作在其他方面也很有用处，例如，发展中国家的健康管理业务可以对发达国家采用何种方式使其公共卫生服务更能被民众负担得起形成启示（发展中国家的健康管理业务可以向发达国家说明使其公共卫生服务更能被民众负担得起的方式）。凭借“医疗旅游”，富裕国家的病人可以在发展中国家以低得多的成本享受到急需的医治程序；而凭借“退休移民”，老年人可以移民到那些有益于健康但不那么昂贵的国家的退休社区中，这既有助于为发展中国家带来更多收入，同时也使治疗和老年救济成为更易负担的事情。相反，从发展中国家移民到工业国家的年轻劳动力会作为工业国家的计税基数，从而有助于工业国家供养其老龄化人口，同时也能平衡全球收入水平。移民们给家乡亲属的汇款能使他们过上更好的生活：印度、墨西哥及菲律宾的所有地区都因移民汇款而有了改观。如果加以正确管理，人口的双向流动能够作为解决世界上最棘手问题的一种方式。

活跃的金融市场能为全世界的改革者提供风险资本，同时也为老年人提供储蓄工具，并为移民提供货币汇兑条件。但金融业现已声名狼藉。各地都能听到限制金融业的呼声。更危险的是，工业国家尤其是美国，可能对曾经使它们变得强大的金融系统失去信心。而人们对市场和竞争中不完善之处的愚蠢认识正导致其对政府愈加信任。尽管政府可以做（而且是必须做）一些事情，但不是重要的巨大变革和创新。

有些国家的政府无法满足已被提高了的期望，于是他们试图通过带有进攻性的民族主义和贸易保护主义手段来维护其既得利益，这对他们而言是轻而易举的

事。工业国家没有接受发展中国家成长的现实，也没有保持自身国内市场的开放性，而是固步自封，这会有损于大家的利益。根据皮尤研究中心（Pew Foundation）民意调查显示，49%的美国人认为他们的国家应该在国际上做好自己的事情，这比1964年首次对该问题进行调查时得到的结果高出30个百分点。同样，发展中国家也没有承担起更大的责任，这些责任是随着其经济增长产生的，相反，其行为更加强烈的表现了他们的观点，即他们的政策依然不会对整个世界产生什么影响。我们依然可以把希望变成冲突，再变成绝望，就像此前世界上已经发生过的许多次一样。

经济停滞是产生冲突的温床。要阻止历史重演，我们必须理解近代危机发生的原因，并且在理解的基础上做出对策。金融市场和民主政府是相互矛盾的。金融市场的作用是将资源配置给最擅长利用这些资源的群体，并将风险分散给那些最能够承受风险的群体。而民主政府的作用是为金融市场的运转创造一个合法、规范并受监管的体系。然而，民主政府还拥有其他的角色，包括通过税收、补贴及安全网络来限制市场经济中存在的最不公平的结果。当民主政府不合理地使用其他手段时，当其试图利用现代金融市场来实现政治目的时，当其变成市场参与者而不是管理者时，就会出现我们已经经历过的种种灾难。

有人辩称，是放任主义的意识形态将我们引向困难的处境：管理者醉心于能够自我调节的市场典范，而当市场自我毁灭时他们站在场外袖手旁观。管理者们仅仅做对了一部分。尽管依靠乐观主义（有时是悲观主义）盛行风向理应是管理者的本分，但美国的管理曾受到了认为市场将会自我调节这种错误观念的驱使，这种观念一次又一次地使左派思潮落入右派思潮的圈套。美国政府受政治欲望的驱动，然而老练的金融部门设法求得美国政府乐于提供的优越感，大部分损失都是在这时候造成的。

美国的革新主义者在责备银行家，而保守主义者在责备政府和美联储。令人担忧的现实是尽管二者都应该受到责备，但没有哪一方能够充分认识到彼此间存在的断层影响着他们的行动。改变行动者，或尝试直接改变他们的动机，也许都

只能起到有限的作用：我们需要缩小他们之间更深层次的断层。如果我们不能重建政府及金融部门的正确角色，并且修复国与国之间的不平衡，那么以前发生的也许还会再次发生。

金融部门需要知道，其行为所造成的所有后果都将由其自身承担而不是纳税人，当然其中一定包括由其造成的损失。美国政府必须为其人民重新创造有关的权利和机会，这些历来都被看成美国经济水平的标志；同时，政府还需要帮助那些落后的群体。这样可以减轻政府面临的压力从而能够干预金融市场或对经济进行过度刺激。

其他国家必须实施改革，改革应有助于恢复世界经济平衡，并能减轻这些国家对全球增长的依赖程度。其间，正如世界面临的其他挑战一样，我们需要国际合作。世界大国，不论是形成已久的还是新兴的，都必须认识到他们的政策合起来并不是一个连贯的整体。大国已建成了强大的全球机构，而这些机构可能强行限制大国的某些政策，这是他们不情愿看到的。为消除他们的不情愿，我们需要将政策论战扩展到全世界，以说服每个国家的民间团体去推动其政府制定能促进全球形势好转的政策。

我参加了一个在莫斯科举行的会谈，并乘坐汉莎航空返回美国，在飞机上完成本书最后的这些文字。此时已是深夜，冬天的落日朝着我们前进的方向，柔和的夕阳在飞机巨大的引擎上闪耀着光芒。会谈举办的地点让我想到我们已经走了多远。其实，三十多年前莫斯科离西方的学者也很近。昨天我抵达莫斯科机场后发现，从机场到市区的道路非常拥堵，就好像莫斯科人把共产主义瓦解以来买到的所有上千万辆小汽车都开到了公路上。这就是进步，尽管这种进步已经明显地带出了新的问题。

这样的场景使我们想到，世界各国在过去三十多年中都有了巨大改善，因为各国在获得经济自由的同时也很好地利用了全球市场和资金的力量。但不幸的是，我们也纵容了国家之间政治及经济不平衡的发展。在很多富裕国家，不安全和失望的感觉已经取代了希望。我们不应该让已经出错的事情掩盖还可以做对的

事，也不应该推翻已经取得的进步。要想维护并重建对市场体制的信任，我们必须进行根本性的改变。政府必须更有作为，帮助公民提高自身能力，过上富饶的生活。同时，政府在某些方面也必须往后退一步，容许市场有效运行。这次危机正是由于政府和市场陷入了混乱而不恰当的角色中而导致的。我们需要再次找回正确的平衡点，我相信我们能够做到。