

# 大衰退

東方出版社

辜朝明

## ◎導讀 ( 1 )

我們正站在歷史的轉捩點上。

由美國次貸危機引發的金融風暴在一夜之間徹底顛覆了美國的金融格局，曾經在世界金融舞臺上叱吒風雲的五大投行轉瞬間不復存在。源于美國的這場金融災難進而席捲全球，重創歐洲經濟。歐盟各國深受其害，自顧不暇，號稱北歐天堂的冰島，國家經濟更是瀕臨破產的邊緣。與此同時，近年來居高不下的原油價格急轉直下，縮水近半。曾經以傲人的經濟增長速度帶動全球經濟，被譽為明日之星的巴西、俄國、印度、中國等“金磚四國”(BRIC)新興經濟體的股市前所未有地同時全面暴跌，市場前景一片黯淡。自20世紀20年代末30年代初的“大蕭條”以來近一個世紀中，世界經濟還從未出現過目前這樣的驚恐和混亂。

格林斯潘日前將這場風暴稱為“百年一遇的危機”。這位長年執掌美國中央銀行、被評論為比美國總統更具影響力的美聯儲前主席，言行一向謹慎，他此次的評論顯然不是危言聳聽，而是恰如其分地代表了主流專業人士的擔憂和恐懼。更加令人難以釋懷的是，這場災難現在看來似乎才剛剛拉開序幕。這場風暴最終將如何演變，會把我們引入怎樣的困境，到目前為止，尚未有人給出令人信服的答案。

但是有一個事實顯而易見：越來越多的學者、專家以及政府決策者在談論當前的這場金融危機時，不斷將其與1929年爆發的大蕭條相提並論。如果認真回顧80年前爆發的那場同樣發源于華爾街的金融風暴的軌跡，我們不難發現，它給當時的世界帶來的不僅僅是經濟災難，更為希特勒上臺、德日兩國軍國化鋪平了道路，並最終將人類拖入世界大戰的深淵。80年後，現在發生的這場金融風暴是否會帶來同樣的惡果？雖然我們現在尚不敢妄言，但是隨著金融風暴的擴大，我們已經看到美俄這樣的傳統對手之間對立急速加劇，也看到英國為了維護自身利益，毫不猶豫地與昨天還是盟友的冰島反目成仇，動用反恐法案對其予以制裁。美國總統布希日前非常露骨地要求世界所有其他國家都要與美

國“同赴國難”，不可在這場危機中尋求獨善其身。這對於像中國這樣，本來與次貸危機毫無瓜葛的國家來說，與其說是要求，倒不如說更像是一種要脅。

這場風暴將會如何演變？我們的世界將何去何從？我們自身又該做出怎樣的抉擇？在當前的混沌之中，幸運的是，我們終於有了一個可以參照的座標，這就是辜朝明先生的大作《大衰退》。

辜朝明先生祖籍中國臺灣，是已故臺灣海基會前董事長辜振甫先生的侄子。辜先生自幼在日美等國接受教育，在約翰霍普金斯大學完成經濟學學業後，作為經濟學家任職于美聯儲紐約支行，後於 20 世紀 80 年代末期，受聘於日本最大的證券公司野村證券，在其旗下的研究機構野村綜合研究所擔任首席經濟學家。作為一名經濟學者，辜朝明先生有別于眾多同行，他不是藏身於純學術的象牙塔中，而是長期活躍在日美經濟金融舞臺的第一線，因此他對於諸多經濟問題的視角和理解也就顯得特別獨到、深刻。更加難能可貴的是，辜朝明先生的工作性質使他對各種經濟現象的分析貼近現實，在解析經濟問題的同時能夠指出相應的解決方案，這對於身處當前這種經濟迷津的我們來說尤為重要。

辜朝明先生的這本著作建立在他長年研究所得出的重要成果，即“資產負債表衰退”這個在經濟學領域具有開創性意義的嶄新概念的基礎之上。長期以來，對於美國 1929 年爆發的大蕭條 ( Great Depression )，以及 20 世紀 90 年代日本長達 15 年的大衰退 ( Great Recession ) 這兩次罕見的大規模經濟衰退的傳統解釋一般都認為：股市崩潰導致銀行不良貸款等問題凸顯，因此造成信用緊縮，流動性陷阱產生，進而導致企業借貸困難，最終引發了整體經濟大規模的倒退。基於這種理解，到目前為止的主流觀點對於這種大規模經濟衰退的解決辦法基本上都著眼于貨幣供給方，主張政府在大力治理銀行不良貸款問題的同時，主要利用貨幣政策工具，向銀行系統注入大量資金，增加流動性，遏制並消除信用緊縮現象，從而達到促進經濟實現良性迴圈的目的。

## ◎導讀 ( 2 )

但是資產負債表衰退概念卻徹底顛覆了這種傳統理念，經過對大量歷史資

料和資料的縝密細緻的分析，資產負債表衰退概念認為：問題的根源並非貨幣供給方，而是貨幣需求方——企業。這種觀點認為，經濟衰退是由於股市以及不動產市場的泡沫破滅之後，市場價格的崩潰造成在泡沫期過度擴張的企業資產大幅縮水，資產負債表失衡，企業負債嚴重超出資產，因此，企業即使運作正常，也已陷入了技術性破產的窘境。

在這種情況下，大多數企業自然會將企業目標從“利潤最大化”轉為“負債最小化”，在停止借貸的同時，將企業能夠利用的所有現金流都投入到債務償還上，不遺餘力地修復受損的資產負債表，希望早日走出技術性破產的泥沼。企業這種“負債最小化”模式的大規模轉變最終造成合成謬誤，於是就會出現即便銀行願意繼續發放貸款，也無法找到借貸方的異常現象。

與此同時，擔心外界發覺自己已經技術性破產的企業，與極力避免既有貸款不良化的銀行之間心照不宣地達成默契，對企業普遍存在的資產負債表失衡問題諱莫如深，從而使借貸方不足這個造成信貸緊縮、流動性停滯的關鍵因素深藏於幕後，不為世人所知，並最終導致了我們在 20 世紀 90 年代的日本大衰退期間所觀察到的貨幣政策失靈現象的發生。

作為對策，辜朝明先生通過詳細舉證 20 世紀 30 年代大蕭條時期的美國，以及日本 20 世紀 90 年代大衰退後經濟復蘇過程的波折，指出在資產負債表衰退期間，當今學術界主張的貨幣政策工具的有效性令人懷疑，真正具有效力的是由政府主導的財政政策工具。

為了進一步說明資產負債表衰退的概念及其應對措施，辜朝明先生創造性地將經濟週期形象地分為“陰陽”兩個階段。當經濟週期處於“陽”態階段時，經濟狀況屬於傳統主流經濟學可以涵蓋的範圍，企業資產負債表健全，將利潤最大化作為經營目標，利率正常，存在通貨膨脹傾向。這時政府可以有效地運用貨幣政策工具來調控經濟，而財政政策工具由於會產生擠出效應 (Crowd Out) 則應該儘量避免運用。

然而當經濟週期處於“陰”態階段時，企業資產負債表失衡，出現資不抵債現象，企業大規模轉向負債最小化模式，從而導致合成謬誤，將經濟拖入資產負債表衰退之中。此時利率降至極低點，通貨緊縮現象發生，貨幣政策完全失靈，

政府必須大膽使用財政政策工具來刺激經濟復蘇。

通過引入陰陽週期理念，資產負債表衰退概念最終得以體系化。必須指出的是，這個概念建立在大量的史實調查和驗證之上，邏輯嚴密，自成一體，在經濟學領域具有獨樹一幟的首創性。

更重要的是，這部於 2008 年春天才以英文版面世的著作並不僅僅滿足於對純學術概念的探討，以及對歷史的回顧，在本書中，作者結合當前的次貸危機，用了大量篇幅對當今世界經濟局勢做了廣泛而細緻的分析與探討。

由於此次次貸危機和金融風暴的突然性，迄今為止，系統分析其前因後果的著述寥若晨星。而在本書中，我們卻可以找到諸多論述可供參考，這就使得本書在當前這個時候顯得難能可貴。

由於辜朝明先生長期活躍於西方經濟第一線，因此他這本著作不僅具有重要的學術價值，同時還為我們瞭解和把握現實世界的動向提供了許多鮮為人知的重要線索。

例如，日前，中國國際金融投資公司以當前的金融風暴為主題組團赴美進行了考察。在美期間，中金考察團成員分別訪問了美國財政部、美聯儲以及世界貨幣基金組織等不同機構。在考察期間，這些美國機構的人員屢次告訴中金考察團成員：美聯儲主席伯南克因研究大蕭條和日本大衰退而聞名。在美國出現金融危機之時，由他出任美聯儲主席可謂恰逢其時，是美國不幸之中的萬幸。

然而從本書中我們卻得知這樣一個事實，伯南克本人與密爾頓·弗裏德曼一樣，是貨幣政策的堅定信仰者，堅信 1929 年大蕭條完全是由於當時的美聯儲沒有及時向銀行系統注入足夠的流動性所致。並以美聯儲主席的身份公開聲明美聯儲應該為此受到譴責。然而當伯南克將責任歸咎於貨幣供給方時，卻完全沒有考慮到貨幣需求方行為變化這個客觀事實。因此，在 20 世紀 90 年代日本大衰退期間，伯南克雖然向日本政府提出過各種建議，但在貨幣政策效果不彰的情況下，伯南克依然極力主張日本政府大力推行以通貨膨脹為代價的貨幣政策，同時對於因此將產生的通貨膨脹規模卻含糊其辭。此外，由於伯南克對貨幣政策普遍性的過分信任，本書也預言了伯南克將會比他的前任進行更大幅度的利率下調，然而辜朝明先生在本書中以日本大衰退的事實為依據，論述了在

當前這種經濟衰退中利率下調作用失效的機理。

另外一個值得玩味的例子是在 1999 年，美國著名經濟學家保羅·克魯格曼在與辜朝明先生就日本當時的經濟困境進行的對話中毫不諱言地主張，理論上依靠印刷鈔票也能刺激需求，因此日本央行通過增加貨幣供應就能產生有效作用。當辜朝明先生回答道，這樣就意味著難以想像的通貨膨脹時，克魯格曼教授毫不猶豫地說：日本正是需要 200%~300% 的通貨膨脹率。辜朝明先生聽後不禁愕然。作為經濟學界最優秀頭腦的代表之一，克魯格曼教授的這種觀點或許在理論上無可厚非，但是在現實中卻不會有哪一個負責任的政府敢於讓自己的國民承擔 200%~300% 的惡性通貨膨脹。然而克魯格曼教授 2008 年被授予諾貝爾經濟學獎這一事實顯示，傳統經濟學理論與經濟現實的背離並沒有受到足夠的重視。伯南克、克魯格曼等堅信貨幣政策普遍性的主流派人士依然主導著當今世界經濟領域，不管是學術理論還是具體決策的走向。

在瞭解這些內容之後，加上本書向我們揭示的一個重要事實：在由資產價格泡沫破滅誘發的經濟衰退中，貨幣政策工具可能會失靈。我們就不得不重新考慮美國業內人士對於伯南克的樂觀期待，同時也為我們預測美國為應對此次危機將會制定的策略以及未來的走向提供了有力佐證。

作為一名務實的經濟學者，辜朝明先生在本書中對中國當前的經濟狀況也做出了客觀、正面的分析，儘管篇幅不長，但是依然能夠感覺到辜朝明先生對於中國經濟發展面臨的艱巨性有著深刻的認識，值得我們認真思考。

《大衰退》這本書在內容上涵蓋了當前世界經濟風暴的核心問題，並在確保學術嚴謹性的同時，結合當前現實，深入淺出，對許多重要的經濟常識做了細緻全面的解釋和介紹。因此可以說，不管是作為專業人士、政府決策者，還是普通大眾，這本書都為我們瞭解當前各種複雜經濟現象，尋找應對策略提供了極具價值的參考。

作為譯者，我本人非常榮幸能在當前這個重要時機將本書翻譯介紹給國人，由於時間緊迫，這本約 20 萬字的著作前後僅用了一個月就倉促譯成，加上自己學術水準有限，錯漏之處在所難免。在翻譯此書時，考慮到讀者層次的不同，我對書中的一些人物和內容做了簡短注釋，不當之處望諒解、指正。

喻海翔

2008 年 10 月 14 日于成都

## ◎一、結構問題與銀行問題 ( 1 )

### 無法解釋日本經濟的長期衰退

日本經濟的復蘇已經不容置疑，長達 15 年的經濟衰退即將結束的徵兆已經出現。但是我們必須牢記的是，基本性和週期性的因素都可能影響經濟形勢。目前的日本只是在前一部分——也就是在過去 15 年間令其焦頭爛額的那些特殊問題——的範疇內出現了明顯的復蘇跡象。而一些週期性或者外部因素，諸如匯率波動、全球化壓力——尤其是來自中國的競爭壓力，以及美國經濟的混亂等，依然在產生著負面作用。因此，儘管最近的資料在基本性因素上顯示了樂觀的傾向，但是日本仍然必須時刻留意週期性的波動和外部壓力。

這一章將以明確日本經濟衰退的類型為出發點，然後在第二章中詳細論證日本當前的經濟復蘇。全球形勢以及經濟週期的動向將在第六章和第七章中加以闡述。

#### 1. 日本的經濟復蘇並非源於結構改革

關於導致日本長達 15 年經濟衰退的原因，一直以來眾說紛紜。有人將其歸咎於結構缺陷或者銀行問題，有人指責錯誤的貨幣政策及其造成的過高利率，還有人認為罪魁禍首是日本獨特的文化，等等。也許可以這樣總結，當眾多外國媒體和公眾人物紛紛指責日本的文化或者結構缺陷時，學術界則力主貨幣政策失敗一說。而與此同時，金融界人士卻把日本經濟不景氣的原因歸結為銀行問題。

結構缺陷論陣營的代表人物包括美國聯邦儲備委員會前主席艾倫·格林斯潘( Alan Greenspan )<sup>1</sup>，他認為日本能否擺脫“僵屍企業”( Zombie Companies，指依靠銀行貸款苟延殘喘、避免破產的企業 ) 是問題的關鍵。還有日本前首相小泉純一郎，他的行動口號是：“沒有結構改革就沒有經濟復蘇”。儘管結構改革這個詞對於不同的人或許有著不同的意義，但是對於日本前首相小泉純一郎和

他的經濟財政政策擔當大臣竹中平藏 ( Heizo Takenaka ) 來說，就只意味著雷根—柴契爾式的刺激供給改革。他們推動刺激供給改革的理由是：通常面向需求方的貨幣與財政刺激政策顯然已經無法改變日本的經濟形勢。于 1998 年辭職的日本首相橋本龍太郎同樣也是把推動結構改革作為復蘇日本經濟的關鍵所在。

在德國，結構問題同樣被視為 2000 ~ 2005 年長達五年的德國經濟大衰退的元兇，這是自第二次世界大戰之後德國經歷的最嚴重的經濟衰退。在這期間，德國經濟對來自於歐洲中央銀行 ( ECB ) 的貨幣刺激政策反應遲鈍，而同期歐元圈內的其他經濟體卻反應積極，這就更加支援了德國需要進行結構改革的主張。

在學術界，克魯格曼 ( Paul Krugman , 普林斯頓大學經濟學教授，1998 ) 辯稱通貨緊縮才是日本經濟困境的主要原因，他甚至認為追究日本陷入通貨緊縮的原因已經無關緊要。<sup>2</sup> 為了抑制通貨緊縮，克魯格曼力主實施寬鬆的貨幣政策，以推動通貨膨脹的發生為目標。這種不糾纏於通貨緊縮的根源，而直接實施療法的方式也得到了伯南克 ( 2003 ) 的贊同，他主張政府發行國債以增加貨幣流通量。另外還有斯文森 ( Lars E.O.Svensson , 普林斯頓大學經濟學教授，2003 ) 和艾格爾遜 ( Gauti Eggertsson, 紐約聯邦儲備銀行資深經濟學家，2003 )，他們建議實行價格水準目標制與貨幣貶值相結合的政策。這些專業學者都熱衷於更加積極的貨幣政策，之所以如此，是因為在過去的 30 年中，艾森格林 ( Barry Eichengreen , 2004 )、艾森格林和薩克斯 ( Jeffrey Sachs , 1985 )、伯南克 ( 2000 )、羅默 ( Christina Romer , 1991 ) 以及特敏 ( Peter Temin , 1994 ) 等專家關於美國大蕭條的研究專著全都認為：如果當時美國中央銀行實施更積極的貨幣寬鬆政策，長期經濟蕭條以及流動性陷阱等現象是完全可以避免的。

儘管這些觀點都具有一定的價值，但是日本所經歷的這場極其罕見的漫長經濟衰退必然有其獨特之處，因此，找出這場持續了 15 年之久的經濟衰退的主要驅動者就顯得異常重要。為此，我將首先驅散一些對於日本過去 15 年經歷的迷思，與此同時，詳細地逐一驗證前述各種觀點的現實可行性。我將從那些與結構問題和銀行問題有關的觀點開始，因為這將為之後對於貨幣政策和文化問

題等觀點的探討奠定基礎。

## ◎一、結構問題與銀行問題（2）

“沒有結構改革就沒有經濟復蘇”的口號被 2006 年 9 月下野的日本前首相小泉純一郎鼓吹得深入人心。首先我同意日本確實存在諸多結構性問題——畢竟，我本人也曾經為老布希總統于 1991 年發起的美日結構協定直接提供過一些建議。<sup>3</sup> 但是這些問題並非日本長久陷於經濟衰退的根本原因。我從來就不相信這些問題的早日解決能夠重振日本經濟，就如同我從來都不認為小泉時代結構改革的兩個主要成果——日本高速公路集團和郵政部門的民營化對於目前日本的經濟復蘇有過任何貢獻一樣。

我們如何才能確定結構問題並非日本經濟長期衰退的根源所在呢？為了回答這個問題，首先必須瞭解那些因結構缺陷而深受困擾的經濟體的主要特徵。

從結構問題上為經濟困境尋求解釋的歷史其實並不久遠。20 世紀 70 年代末期，美國總統羅奈爾得·雷根和英國首相柴契爾夫人最早提出，傳統宏觀經濟學關於總需求的理論已經無法解決這兩個國家所面臨的經濟難題。當時，英美兩國已經完全淪為結構缺陷問題的溫床，工人罷工頻繁、企業生產力低下，因為本國產品不可靠，美國消費者開始轉而購買日本企業生產的汽車。美聯儲試圖刺激經濟的積極貨幣政策最終卻導致了兩位數的通貨膨脹率，與此同時，由於消費者對本國低劣產品的摒棄導致進口擴大，進而使得貿易逆差不斷攀升，從而迫使美元貶值，加大了通貨膨脹的壓力，高通脹反過來又加速了美元貶值。當美聯儲最終希望通過加息來遏制物價上漲時，企業只能開始暫緩投資。正是這樣的惡性循環導致美國經濟陷入泥沼。

### 2. 針對供給方的結構問題

當一個經濟體深受結構缺陷的困擾時，頻繁罷工等問題將使企業難以提供質優價廉的產品。這樣的一個經濟體自然會產生巨額貿易逆差、高通貨膨脹率以及貨幣貶值，而這些又會進一步導致高利率，最終傷害企業的投資意願。這種無力提供優良產品和服務的缺陷是由微觀層面的問題（譬如結構問題）導致



的，而宏觀層面上的貨幣與財政政策無法對其進行矯正。

但是當年的主流經濟學家們都認為美英兩國面對的問題可以通過適當的宏觀調控政策來加以解決。許多人嘲笑雷根和柴契爾的刺激供給改革是“巫術經濟”（Voodoo Economics），認為雷根的主張毫無可取之處，這些政策只不過是騙人的鬼把戲。當時日本的絕大多數經濟學家也對刺激供給政策持輕蔑態度，將雷根的政策譏諷為“賞櫻豪飲經濟”，這一說法出自日本的一個古老傳說：有兄弟倆帶了一桶清酒打算去賣給在櫻花樹下設宴豪飲的人們，結果卻是他們自己把酒全喝光了。他們一個人先賣一杯酒給自己的兄弟，然後再用這筆錢從對方那裏買回一杯酒自己喝，這兄弟倆就這樣一來一往，最後把那桶酒喝了個底朝天。

儘管我本人從 20 世紀 70 年代末期作為一名經濟學研究生求學，到之後供職于美聯儲期間，一直都完全浸淫于傳統經濟學領域之中。但是我仍然支持雷根的主張，因為我相信傳統的宏觀經濟政策無法解決當時美國的問題，相反，切實提高這個國家提供優良產品與服務的能力才是必不可少的。我現在依然堅信自己當初的判斷是正確的。英國經濟當時面臨的也是同樣的問題，柴契爾首相所推動的也正是相同的刺激供給的改革。

當雷根開始執政時，美國正承受著兩位數的通貨膨脹率和罕見的高利率：當時的短期利率為 22%，長期利率為 14%，30 年期固定房貸利率則為 17%。罷工是家常便飯，龐大的貿易赤字仍在不斷增長，美元大幅貶值，這個國家的工廠無法生產出優質的產品。

### 3. 遭遇需求不足的日本經濟

日本過去 15 年的經濟狀況幾乎與美英兩國 20 世紀 80 年代的狀況完全相反：長短期利率與房貸利率雙雙跌至歷史最低點；除了 2004 年 9 月日本職業棒球選手舉行的罷工以外，在過去 10 年間幾乎沒有任何其他罷工行動；物價只跌不漲；日本一直以全球最大的貿易順差國誇耀於世，直到最近才被中國和德國取代；除此之外，日元是如此強勁，以至於從 2003 年至 2004 年間，日本政府創紀錄地動用了 30 萬億日元來干預匯市以阻止日元升值。

## ◎一、結構問題與銀行問題（3）

所有這些資料都顯示了日本經濟供給有餘而需求不足的特徵。日本產品在世界各地都大受歡迎，唯獨在日本本國例外，其根源並非產品品質不佳，而是國內需求的不足。

在企業層面上，日本企業近來日益猛增的利潤頗受矚目。然而其中絕大多數利潤都來自對外貿易，只有為數不多的企業利潤來自於國內市場。因為企業雖大力開拓國內市場，但卻無法改變內銷疲軟的局面，所以越來越多的日本企業開始重新向海外市場配置資源，而這又進一步促進了外銷，擴大了貿易順差。總而言之，過去 15 年日本所處的困境與 25 年前美國所面臨的狀況恰好相反。因為供給有餘而需求不足，所以結構問題雖然存在，但是這絕非長期經濟衰退的罪魁禍首。表 1-1 提供了日本經濟現狀與 25 年前美國經濟狀況的比較。

表 1-1 結構問題不能解釋日本的經濟困境

大衰退期間的日本 雷根時代的美國

短期利率 0  $\approx$  22%

長期利率  $\approx$  1.5%  $\approx$  14%

房貸利率  $\approx$  3%~4%  $\approx$  17%

罷工問題 無 罷工頻繁

物價 通貨緊縮 兩位數的通貨膨脹率

國際貿易 世界最大貿易順差國 逆差

匯率 大規模干涉以阻止日元升值 美元急速貶值

基本經濟形勢 供給有餘、需求不足 需求旺盛、供給不足

注：房貸利率選取 30 年期固定房貸利率。

資料來源：野村綜合研究所。

#### 4. 日本的經濟復蘇並非由於銀行問題得到解決

有觀點認為銀行系統應該為日本的經濟衰退承擔首要責任。按照這種觀點，銀行系統的問題以及由此造成的信貸緊縮遏制了資金流入經濟活動之中。然而，如果說銀行成了日本經濟增長的瓶頸，換言之，如果銀行不再願意放貸，那麼我們就理應觀察到信貸緊縮導致的幾個典型現象。

對於急需資金的企業，替代銀行貸款的最佳途徑就是在企業債券市場發行債券。儘管這個方案僅對上市公司有效，但是在日本依然有超過 3 800 家企業在無法從銀行申請到貸款時，可以轉而到資本市場發行債券或股票來應對資金短缺。

但是在日本經濟衰退期間，這種現象並沒有發生。圖 1-1 頂端的曲線追蹤記錄了從 1990 年迄今為止日本企業的未償債券總額的變動情況。自 2002 年起，未償債券總額開始穩步下降——也就是說，債券償付額已經超過了新增發行額。一般說來，這種現象在利率近乎於零的情況下是難以想像的。即便我們同意銀行或許出於某些原因拒絕向企業發放貸款，但這些企業有權決定自己是否發行債券。如果企業急需資金，我們理應觀察到企業未償債券額的急速攀升。然而事實卻是，這樣的債券額反而在急速回落。

圖 1-1 金融指標並不支持信貸緊縮的觀點

不同於那些在 20 世紀 80 年代末期的泡沫經濟（也被稱為平成泡沫）破滅之後的日本同行，在日本的眾多外資銀行並不存在嚴重的不良貸款問題，而這也為上述這種常見觀點提供了更多顛覆性的反證。如果是因為日本銀行本身的不良資產和呆壞賬影響了它們對於日本企業正常借貸需求的供給能力，那麼對於在日外資銀行來說，這正好應該是搶佔市場份額的絕佳時機。傳統上，對於外國金融機構來說，開拓日本市場一向都是一個艱巨的挑戰，因為在日本，銀行方面的任何抉擇往往都要受到企業與人際關係的重要影響。假如日資銀行不再願意放貸，那麼我們理應觀察到外資銀行對日本企業放貸的顯著增長，以及外資銀行分支機構在日本本土的迅速擴張，但事實並非如此。

1997 年之前，外資銀行需要獲得日本金融大臣的許可才能夠在日本開設新的支行。1997 年，隨著被稱為“大爆炸”的金融改革，這一規則煙消雲散。因此理論上，在日本，外資銀行可以在它們認為合適的任何時間、任何地點開設新的支行。然而這一變革卻並沒有導致外資銀行支行數量在日本的顯著增加。儘管少數外資銀行擴大了在消費貸款市場的份額，如圖 1-1 中間的曲線所顯示的那樣，但是過去十幾年中，在日外資銀行放貸額的增長可以說是微不足道，甚至有幾個時期呈現出急速下降的趨勢。這就說明日本銀行放貸能力的低下並不

足以成為阻礙日本經濟發展的瓶頸，因為同期的外資銀行也同樣無法擴大它們的放貸規模。

#### ◎一、結構問題與銀行問題（4）

第三種將日本經濟衰退歸咎於銀行問題的觀點認為，問題的根源出在銀行利率上。許多中小型企業和非上市公司因為缺乏利用資本市場的管道，不得不依靠銀行貸款來滿足資金需求。假如銀行是由於不良資產與呆壞賬的原因而難以向這些企業發放貸款，那麼市場的力量理應導致貸款利率的提升。其中的原理是：如果借貸方遠多於放貸方，那麼借貸方就會甘願支付更高的利率來爭奪數量有限的貸款。

然而這種現象並沒有在現實中出現。正如圖 1-1 下端的曲線所表明的，在過去 15 年中，銀行利率一直在持續降低，並最終跌至歷史最低點。在此期間，包括一些中小企業在內的許多企業主管都直接向我諮詢：當利率處於如此低位時，是否可以放心借貸。他們難以相信銀行會願意以如此低的利率放貸，擔心背後另有玄機。假如銀行問題確實成了日本經濟發展的瓶頸，那麼利率理應攀升，外資銀行在日本國內信貸市場的份額也將會擴大，並且企業債券市場應該呈現出欣欣向榮的景象。然而，現實卻與這些截然相反。

#### 5. 日本的經歷與美國 20 世紀 90 年代早期遭遇的信貸緊縮完全相反

之所以指出以上三種現象，是因為這三種現象在美國 20 世紀 90 年代早期經歷的那場嚴重的信貸緊縮中都表現得非常明顯。那次緊縮的肇因源於對杠杆收購（Leveraged Buyout，LBO）和商業不動產市場的整治，加上 1989 年美國眾多儲蓄借貸（S&L）機構的崩潰（這場經濟災難最終花費了納稅人 1 600 億美元來收拾殘局）。當時的情況是，對於杠杆收購和房地產市場的整治已經讓美國銀行界焦頭爛額，而對於先前儲蓄借貸機構危機的錯誤調控使得形勢更是雪上加霜。為此，美國政府銀行監管部門對商業銀行資金狀況進行了緊急調查，並得出結論認為許多銀行存在著嚴重的資金不足，因此最終導致了 1991～1993 年間全美範圍內的信貸緊縮。

面對信貸的緊縮，美國的上市公司轉而投向了債券市場，掀起了企業債券發行的熱潮。在此期間，在美外資銀行在商業和工業信貸市場所占份額迅速擴大。4

日本的銀行在當年那場浪潮中也受益匪淺。當時正在東京工作的我經常接到在美國企業擔任財務主管的高中和大學同窗從日本打來的電話。當我詢問他們來日本的目的時，回答都是因為美國銀行削減了他們公司的貸款額度，因此他們就轉而到日本來尋求日資銀行的幫助。

然而，在過去 15 年間，幾乎沒有日本企業的代表到紐約、香港或者臺北去尋求能夠提供日元信貸的銀行的幫助。對於日本企業家來說，花上三個小時飛到臺北，以和日本幾乎相同的低利率從中國臺灣銀行獲得貸款，是一件輕而易舉的事情，但事實上卻沒有人這樣做。

我們再轉到第三個問題：銀行貸款利率問題。1991 年美國的經濟形勢是如此惡劣，以至於時任美聯儲主席的格林斯潘將聯邦基金利率調低至 3%。但是美國銀行卻仍然因為資金不足而無法放貸，不管中央銀行如何降低短期利率，始終無法解決資金不足的問題。而由於眾多企業都在尋求借貸，對於有限信貸資金的競爭使得基本貸款利率飆升至 6%，甚至更高。這使得銀行可以在抵消 3% 的信貸成本後，將另外的 3%~4% 裝入自己的口袋。格林斯潘連續三年容忍了這種“揩油”的行為。對於銀行來說，因此獲得的利潤相當於它們全部資產的 10%，甚至更多。因為銀行必須保持占其總資產 8% 的準備金率，這些宛如天上掉餡餅一樣的利潤完全彌補了美國銀行最初所面臨的資金不足，從而使信貸緊縮得以終結。隨著銀行問題的解決，美國經濟在 1994 年終於開始了強勁的復蘇。

而在日本，在 2005 年經濟開始復蘇之前的情況卻是完全相反：銀行貸款利率持續低落；外資銀行的市場佔有率同樣在減少；企業債券發行總額下降。如果一個國家的經濟困境主要是由信貸緊縮引起的，那麼，這些現象都不應該發生。事實上，這些現象恰恰證明了日本所面臨的經濟困境既不是來自結構問題，也不是來自銀行問題。

當然，這也並不是說日本的銀行系統就不存在問題。儘管摩迪（Moody，世界知名的認證評級組織）對於日資銀行的評級已經有所改善，但是直到 2007

年 5 月 5 日，仍然沒有任何一家日本主要銀行的評級超過“D”，而通常認為對於銀行來說，“B - ”是能夠接受的最低標準，這也顯示了即使是在不良貸款危機解決之後，日本的銀行系統依舊問題重重。不過即便如此也必須再次指出的是：即使在初期就能夠解決以上這些問題，也無法引導日本經濟走向全面復蘇。

## ◎二、經濟泡沫破滅引發的資產負債表衰退（1）

### 1.20 世紀 90 年代日本經歷的資產負債表衰退

如果日本經濟的根本問題與結構和銀行無關的話，那麼是否就可以認為，如同許多專家、學者所主張的，是錯誤的貨幣政策導致了日本經濟的衰退呢？為了回答這個問題，我們必須注意一個在任何一本經濟學或者商學教科書中都不曾提及的，日本經濟所特有的貨幣現象。或許一些讀者會認為這是天方夜譚，但在過去的十餘年中，在零利率的情況下，日本企業依舊在忙於償還債務。遍訪全世界所有大學的經濟學系或者工商管理學院，沒有任何一位學者會在課堂上說，當資金實質上是免費時，企業應該去償還債務。

他們不會這樣講授的理由非常簡單。在零利率時，如果一個企業依然在償還債務，這就說明這個企業即便在資金取得成本為零的情況下都無法有效地利用資金，而這樣的企業根本就沒有繼續存在下去的必要，應該早日“關張大吉”，將資金還給股東，好讓他們把錢投向那些知道如何有效運用這些資金的企業。簡而言之，企業之所以存在是因為它們比其他實體更會賺錢。個人直接或間接地將他們的儲蓄投資給有盈利能力的企業，作為交換，收取利息或者參與分紅。但是這種運作方式不會容忍一個拒絕借貸的企業，當利率和通貨膨脹率雙雙為零時，很少有人會試圖去清算既有債務。這就是為什麼沒有哪家工商管理學院的課本會登載這樣的案例。

然而大約從 1995 年起，日本企業不僅開始停止申請新的貸款，而且竟然無視幾乎為零的短期利率，反而開始償還既有債務。圖 1-2 展示了短期利率與日本企業從銀行和資本市場獲得貸款規模的對照。在 1995 年時，利率已經接近於零，但是日本企業不僅沒有增加借貸，反而開始加速還貸。事實上，在 1990

年經濟泡沫破滅之後，儘管當時日本還存在著通貨膨脹，日本企業降低借貸規模的傾向就已經有所顯現。在 2002 年和 2003 年，淨債務償還額已經上升到每年 30 萬億日元以上的空前規模。

#### 圖 1-2 零利率時依然選擇償還債務的日本企業

當本該募集資金擴大生產的企業反其道而行之，反而開始償還現有債務時，整個經濟就會從兩方面喪失需求：商業機構停止將現金流進行再投資，企業也不再借用個人儲蓄。這種總需求的萎縮最終導致經濟陷入衰退。

#### 2. 資產價格的暴跌引發企業資產負債表問題

那麼，為什麼在通常情況下當利率降低時會尋求更多借貸的企業卻在利率接近於零時轉向還貸？答案就是：在超過 10 年的時間裏，日本的資產價格以駭人聽聞的頹勢暴跌，極大地破壞了數以百萬計的日本企業的資產負債表。圖 1-3 反映的是日本六大城市的商業地產價格、東證股指以及高爾夫俱樂部會員權價格。圖中顯示：以 2008 年 2 月 22 日資料為準，股票價格在得到外國投資者支援的情況下“僅”下跌了 54%，而另外兩種無法吸收到外國投資（至少到目前為止）的資產價格則承受了嚴峻得多的暴跌。

儘管有許多外國媒體認為“日本式管理”才是造成日本經濟困境的罪魁禍首，但是在過去 15 年裏，在日本股票的淨買入總額中，外國投資者的買入額占一半以上。過去五年間開始興起的線上交易推動了個人投資者規模的擴大，雖然日本也是如此，但是絕大多數日本本國投資者因為在 1990 年經濟泡沫破滅時深受其害，因而對參與股市投資意興闌珊。反而是外國投資者對日本企業的產品品質和全球市場佔有率依舊保持著高度信心，他們的參與遏制了日本股價的進一步下滑。

但是在那些沒有外國投資者參與，或者至少到目前為止沒有參與的市場，情況則大相逕庭。日本高爾夫俱樂部會員權和六大主要城市商業不動產價格從泡沫高峰期到位於穀底的 2003 年和 2004 年，分別暴跌了 95% 和 87%，使得它們的現值只有當初的 1/10。

#### 圖 1-3 資產價格的暴跌誘發了資產負債表衰退

在資產價格暴跌時，當初用來購買這些資產（或者以這些資產作為抵押獲

得)的貸款數額卻沒有變，全日本的企業突然發現，它們不僅喪失了大筆的財富，同時它們的資產負債表也陷入了困境。比如一家企業原本擁有價值 100 億日元的土地，現在卻發現這些土地只值 10 億日元，而資產負債表上卻依然保持著 70 億日元的負債。換句話說，本來盈餘的資產負債狀況突然變成了 60 億日元的淨負債，就這樣，這家企業的資產負債表上出現了一個大窟窿。

## ◎二、經濟泡沫破滅引發的資產負債表衰退 ( 2 )

### 3. 日本企業集體轉向負債最小化

當一家企業的負債超過其資產時，從技術上來說就意味著破產。但是在日本所發生的卻並非一般意義上的破產。一般企業破產的標準過程如下：譬如一家汽車或者照相機製造廠發現自己的產品不再像以前那樣暢銷，雖然它加大了產品銷售力度卻依然毫無起色。在這樣的情況下，企業的資產日趨減少，最終整個企業的資產淨值淪為負值。這種企業的失敗屬於無可救藥，因為它的產品已經被市場淘汰。

但是從 1990 年起在日本發生的情況卻沒有遵循以上的規律。在絕大多數時期，日本以全球最大的貿易順差國誇耀於世，這意味著世界各地的消費者仍然對日本產品充滿需求，同時日本企業也依舊擁有優秀的技術和開發熱門產品的能力。在整個 20 世紀 90 年代，日本與美國之間頻繁的貿易摩擦從一個側面顯示了日本產品的優良品質，以及市場對其旺盛的需求。

也就是說，產品開發與行銷以及技術這兩大核心部門運轉正常，盈利狀況良好，企業仍然在不斷地創造利潤。但是即便如此，許多這樣的日本企業照樣因為國內資產價格暴跌在它們的資產負債表上出現的大窟窿而身陷淨負資產的困境。成千上萬的日本企業都屬於這種情況。

不管是日本人、美國人、德國人，還是中國人，一個狀態良好、正在盈利，但同時又正在為資產負債表所深深困擾的企業管理者毋庸置疑都會做出同一個選擇：他將毫不猶豫地立即將企業盈利用於償還債務。換言之，以負債最小化，而非利潤最大化作為企業運營戰略的首要目標。只要企業還在盈利，它就有能



力償還債務。因為資產價格不會變為負值，所以一家企業只要持續減少負債，那麼它的債務遲早總會償清。這時的企業就會如經濟學教科書上所講述的那樣，重新將實現利潤最大化作為其追求的目標。

在這個過程中，企業總是以光鮮亮麗的面貌應對外部媒體和分析人士，極力宣揚它們一片光明的盈利前景，以便將外界注意力從資產負債表上轉移開，與此同時這些企業卻在不動聲色、全力以赴地償還債務。企業的主管們只能如此行事，因為企業資產負債表的問題一旦曝光，必然會對企業的信譽造成嚴重打擊。假如一家企業被媒體披露在技術上已經破產，那麼第二天這家企業就會人仰馬翻，銀行自然會切斷它的資金鏈，供應商也將拒絕賒賬而要求以現金結算，從而導致這家企業的生存變得岌岌可危。因此，不動聲色地償還債務對於企業來說必不可少。

日本企業因為在 20 世紀 80 年代後期比它們的歐美同行借了更多的債務來擴大經營，所以清償債務對它們來說顯得更加迫切。日本企業之所以負債累累是因為它們擁有較高的成長率，並且在經濟泡沫破滅之前，這些企業通過借貸購買的資產價格都在一路攀升。然而，任何一個高負債企業的經營者，在經濟形勢即將走壞或者資產價格暴跌的苗頭剛剛出現時，理所當然地會加速償債。這是他們唯一的選擇。

企業主管們不會積極向外界披露企業的財務問題，這是一種正確且負責任的行為。因為這些企業大體上都不存在結構性缺陷，假以時日，它們有能力利用自身盈利來清償債務。相應的，企業的利益相關者也會贊同這樣的選擇，因為這是一個“時間”可以解決的問題，直接宣佈企業破產只會讓所有人都損失慘重。比如，股東們顯然不希望他們手中的股票成為一堆廢紙，而企業債權人也同樣不希望他們的資產變成壞賬。只要企業能夠保持盈利，那些不屬於諸如技術落後、管理不力之類結構性缺陷的問題最終都會得到解決。總而言之，這就是大多數日本企業在 20 世紀 90 年代開始償還債務時的基本狀況。

#### 4. 經濟泡沫的破滅摧毀了 1 500 萬億日元的財富

如此眾多的企業同時開始轉向償債，說明經濟泡沫的破滅導致了企業資產負債表的大範圍受損。圖 1-4 顯示了 1990 年地產與股票價格的下跌給日本帶來

的財富損失。僅這兩類資產就造成了令人難以置信的 1 500 萬億日元的損失，這個數位相當於日本全部個人金融資產的總和。

## ◎二、經濟泡沫破滅引發的資產負債表衰退（3）

圖 1-4 資產價格下跌造成了 1 500 萬億日元的財富損失

這個數字還相當於日本三年國內生產總值（GDP）的總和，也就是說資產價格的暴跌抵消了日本三年間的國內生產總值。就我所知，在和平時期，從來沒有哪個國家曾經遭受過規模如此巨大的經濟損失。

日本並非唯一一個在和平時期遭受巨額財富損失的國家。早在 1929 年開始的美國大蕭條期間，股票與其他資產價格的暴跌迫使私營企業同時開始忙於償還債務。時隔多年之後，對於經濟規模更大的日本來說，這場昔日的災難有著可怕的暗示意義（這一點將在本書第三章進行更加詳細的探討）。當年的美國人同樣是在股票價格飆升至高峰時通過大舉借貸購買了從股票到家庭耐用消費品的各種資產。但是在 1929 年 10 月股票和其他資產價格開始暴跌之後，留給美國人的就只剩下了債務。每個人都急於減少自身的巨額負債，這就進而引發了市場總需求的急速萎縮。在隨後的僅僅四年內，美國的國民生產總值（GNP）下降至 1929 年巔峰期的一半。失業率在大城市超過 50%，在全國範圍內也高達 25%。股價跌至最高時的 1/8。儘管如此，據測算，在這場經濟悲劇中損失的國民財富總金額也只相當於美國 1929 年一年的國民生產總值。<sup>6</sup> 這就更加折射出日本因平成泡沫破滅所遭受創傷的嚴重性。

### 5. 借貸不足導致經濟陷入頹勢

當全國範圍的資產價格下挫抵消了資產價值，造成債務遺留時，私營企業就會一起轉向債務償還，最終導致在整體經濟中出現經濟學家所謂的“合成謬誤”（Fallacy of Composition）現象。合成謬誤是指對個人（或者個別企業）有利的行為，在所有人（或所有企業）都實行時反而會造成不利後果。日本經濟在過去 15 年中就經常遭遇這種謬誤。

在一個國家的經濟生活中，銀行和證券機構作為紐帶將個人儲蓄與貸款企

業聯繫起來。舉例來說，一個人有 1 000 日元的收入，他把其中的 900 日元用來消費，將剩下的 100 日元存進銀行帳戶。他所花費的這 900 日元又成為其他人的收入，並且如此不斷地在經濟生活中迴圈下去。而存入銀行或其他金融機構帳戶中的 100 日元則最終被借給了一家尋求資金的企業。最初的 1 000 日元就以這樣的形式轉移到了其他人的手中。每一筆這樣的 1 000 日元收入都轉化成了 1 000 日元（900 日元+100 日元）的支出，從而保證了經濟的持續運行。

接著上面的例子，假如沒有企業打算借用此人帳戶中的 100 日元，或者只打算借用其中的 80 日元，那麼銀行就會調低貸款利率以吸引更多的借貸。低利率將促使原本在高利率時對於借貸態度謹慎的企業將剩餘的 20 日元也全部借走，如此一來，全部的 1 000 日元（900 日元+100 日元）最終轉移到了他人手中，經濟運行得以保持正常狀態。反過來，如果借貸方數量過多，對資金的競爭就會促使銀行相應調高貸款利率，排除某些具有潛在借貸意願的企業，直到 100 日元全部被借出。這就是經濟運行的正常機制。

但是在日本，即使當貸款利率為零時也照樣沒有願意借貸的企業。這不足為奇，因為一個債務沉重的企業不會因為貸款成本降低就繼續借貸。現實是，儘管利率幾乎為零，日本企業仍然在以每年數十萬億日元的速度償債。在這種情況下，我們假設存在銀行裏的那 100 日元存款既無法借出，也不會被花費，最終因為銀行殫精竭慮也找不到借貸方，這 100 日元只能作為銀行儲備滯留下來。結果是最初的 1 000 日元中只有 900 日元轉化成了另一個人的收入。

現在繼續假設下一個人同樣也是消費了其收入的 90%——也就是 810 日元，而將其餘的 10%——也就是 90 日元轉化成了儲蓄。同樣的，這 810 日元又會成為其他人的收入，而另外 90 日元則因為無人借貸而沉澱在了銀行中。這個過程不斷重複，於是最初的 1 000 日元收入持續遞減為 900 日元，810 日元，729 日元……並且這樣不斷遞減下去，結果最終將經濟一步一步引向惡性循環通貨緊縮（Deflationary Spiral，也譯作緊縮的螺旋式上升）。這樣的經濟低迷進一步擠壓資產價值，加劇了企業償債的緊迫感。雖然對於單個企業來說，償債是正確且負責任的行為，但是當所有企業都開始同時採取這樣的行動時，就會造成嚴重的合成謬誤。這種最令人恐慌的局面就是所謂的資產負債表衰退

( Balance Sheet Recession )，這時企業的目的不再是利潤最大化，而是負債最小化。

## ◎二、經濟泡沫破滅引發的資產負債表衰退 ( 4 )

當無人借貸，所有企業都無視零利率，而忙於償債時，將個人儲蓄轉化為企業投資的最根本的經濟機制也隨之失去作用。70 多年前，當美國大蕭條導致國民生產總值在四年中下滑 46% 時，這種現象就曾經出現過。

需要順帶指出的是，上述例子只考慮了個人儲蓄。在現實中，總需求的縮小額度等於個人淨儲蓄額和企業債務淨償付額的總和。這部分資金將滯留在銀行系統內部，只要借貸不足的情況繼續存在，就會不斷積累下去，再也無法流入經濟生活中。

### 6. 日本企業的需求下滑超過其國內生產總值的 20%

那麼在日本過去 15 年期間，到底是誰在儲蓄，又是誰在借貸呢？圖 1-5 匯總了各種有關資金流向的資料，從而表明在整體經濟中哪些部分在積累資金，又是哪些部分在借用這些資金。圖中的水平線上方表示淨儲蓄，水平線下方表示淨投資。這張圖包括了個人、非金融企業、政府、金融機構、海外等五類資料曲線，圖中任何一個時點的五類資料值的相加值均為零。由於圖 1-5 中各類資料曲線過於密集，可能造成混淆，在圖 1-6 中，將非金融企業與金融機構資料合併，從而將資料曲線減為四條，因為這兩個部門所遭遇的是相同的資產負債表問題。

### 圖 1-5 企業行為的劇變改變了 20 世紀 90 年代後的日本經濟 ( 1 )

在理想的經濟狀況下，個人部分曲線應該位於圖 1-5 的頂端 ( 也就是淨儲蓄 )，企業部分應該位於圖 1-5 的底端 ( 也就是淨投資 )，而另外兩個部分——政府和海外則應位於正中。在圖 1-5 中，個人部分曲線如果接近頂端，表示個人儲蓄率較高。而貼近底端的企業部分曲線則意味著企業的借貸與投資非常活躍，也就是說投資率很高。最後，代表政府和海外部分的兩條曲線穩定于正中，意味著政府財政和境外帳戶的收支平衡。這種情況就屬於理想的經濟狀態。

## 圖 1-6 企業行為的劇變改變了 20 世紀 90 年代後的日本經濟 ( 2 )

那麼這裏就有一個疑問，日本經濟是否曾出現過上述這種理想狀態？答案是肯定的，那就是在 1990 年，平成泡沫正處於頂峰時。當時日本的個人部分曲線恰好位於圖的頂端，而企業部分則位於底端，海外部分處於輕度淨投資的位置（低於水平線），而政府部分則處於輕度淨儲蓄的位置（高於水平線）。海外部分的淨投資意味著其他國家正在從日本借錢——也就是說，日本享受著對外貿易順差。政府部分的淨儲蓄則表明日本政府維持著財政盈餘。歸納起來，日本經濟在 1990 年度的特徵就是高儲蓄率、高投資率、對外貿易順差以及政府財政盈餘。當時日本經濟形勢表現得非常理想，1979 年，哈佛大學的傅高義( Ezra Vogel ) 教授出版了一本名為《日本第一》的暢銷著作，在某種意義上，這個書名非常貼切。從資金流向的角度來看，日本經濟在 1990 年的表現堪稱楷模，那麼，日本在當時的世界經濟舞臺上所向披靡、無與爭鋒，也就不足為奇了。

不幸的是，1990 年的一切其實都只是一個泡沫，當這個泡沫破滅之後，一切都隨之改變。首先，於 1990 年開始的資產價格暴跌撕裂了私營部門的資產負債表，驚恐萬分的企業們齊齊轉向償債，使得企業的資金募集顯著減少（這一點在圖 1-6 中由粗線表明）。

忙於償債的日本企業數量持續增加，作為一個整體，到 1998 年，企業部分已經變成淨儲蓄者，將表示其資金流向的曲線抬升至水平線以上。這就意味著企業不僅停止了從個人部分吸收投資，甚至還將自有資金用於償債。如此一來，所有企業都在忙於償債，這對任何一個國家的經濟來說都是一種危險的狀況。至 2000 年，日本的企業儲蓄已經超過了個人儲蓄，在正常經濟形勢下本來應該是資金最大借貸方的企業現在變成了最大儲蓄者，忙於償債而不是融資，這種狀況在日本一直持續到了最近。

作為這種企業行為轉變的結果，從 1990 年到 2003 年，由於企業需求下降造成的損失相當於日本國內生產總值的 20% ( 如圖 1-6 所示 )，也就是說，由於資產價格暴跌，導致約占國內生產總值 20% 的企業需求煙消雲散。如此大規模的需求下降足以將任何一個國家拖入經濟衰退的境地，並且最終演變成另一場大蕭條。

### ◎三、財政支出支撐日本經濟（1）

#### 1. 為什麼經濟泡沫破滅之後日本國內生產總值卻沒有減少

日本大衰退與美國大蕭條最大的區別在於，儘管喪失了相當於日本國內生產總值 20% 的企業需求和 1 500 萬億日元的國民財富，但是日本的國內生產總值不管在名義上還是實質上仍然高於泡沫頂峰期（如圖 1-7 所示）。根據美國大蕭條時的經驗，這種狀況應該會將日本經濟拖入通貨緊縮的泥沼，國內生產總值相對於經濟頂峰期將大為降低。那麼，為何在日本所發生的事實卻完全相反？

#### 圖 1-7 日本的 GDP 在經濟泡沫破滅後依然保持增長

這裏面有兩個原因，且都能夠由圖 1-6 說明。首先，作為淨儲蓄的個人部分曲線在經濟泡沫破滅之後一直呈現下降勢頭。換句話說，就是日本民眾在持續減少他們的儲蓄。之所以如此，可以歸結為經濟崩潰引發失業以及薪酬降低，致使民眾難以像他們所期望的那樣繼續進行儲蓄。

在 1990 年之前，日本人對於住宅和子女教育的投資判斷都是建立在他們永遠不會失業，並且薪酬將持續增長的預期之上，事實上，在那之前的 45 年間，情況也確實如此。但是這個預期在 20 世紀 90 年代被徹底顛覆。員工成了企業債務償還和結構調整過程中的受害者。在現實世界中，企業員工在獎金和紅利減少甚至完全取消的情況下，需要支付的住房貸款和教育費用卻絲毫沒有減少，於是很多人不得不開始動用以前的儲蓄來彌補虧空。這種壓力對於那些由於企業進行結構調整而失業或者收入劇減的個人來說尤其沉重。

日本人曾經以全球最高的儲蓄率著稱。但是現如今日本每四戶家庭中就有一戶的儲蓄額為零。<sup>7</sup> 儘管擁有好工作和穩定薪酬的個人仍然能夠像以前一樣進行儲蓄，但是那些收入減少的民眾卻只能被迫動用他們的原有儲蓄，這就在總體上導致了個人儲蓄額的下降。

再回到前面 900/100 日元的例子，那些本來打算存 100 日元的人突然發現，因為收入急劇減少，現在他們只能存 50 日元。對於個人來說，儲蓄縮水當然是件不幸且值得同情的事情，但是從宏觀經濟學的角度來看，這樣反而使滯留於

銀行系統內部的資金減少，從而起到了支撐經濟的作用。

## 2.財政刺激支撐了日本經濟

更為重要的進展出現在政府部分。因為稅收收入在經濟泡沫破滅之後的最初兩年裏依然高昂，所以日本政府在 1990 年和 1991 年兩年間仍舊保持了財政盈餘。然而經濟形勢在 1992 年前後急轉直下，當時，決策者們認為這不過是又一次週期性的低迷，只需利用一到兩年時間，通過刺激投資就可以解決問題。這不足為奇，這種想法得到了當時執政的自民黨內部那些慣用政治恩惠籠絡選民的政客們的大力擁護，他們力主政府應該通過諸如修建道路橋樑之類的財政政策來刺激經濟。

所謂財政刺激，簡單來說就是政府發行公債並擴大支出。更直觀一些的說法就是，由政府出面借出並花掉個人存在銀行裏被閒置的那 100 日元存款。這樣就能確保每一筆 1 000 日元收入最終都能轉化成 1 000 日元（900 日元+100 日元）支出，通過實施財政刺激政策，使經濟形勢迅速穩定下來。

首先，通常來說，一旦經濟形勢如預期的那樣穩定下來，那就意味著政府的財政刺激政策開始奏效。但是到下一年度，當這種效果開始消退時，經濟頹勢勢必重現。為什麼財政刺激只能產生暫時性的效果？在六大城市商業不動產價格暴跌 87%，1 500 萬億日元國民財富灰飛煙滅的形勢下，沒有哪家企業能夠在一兩年之內修復遭受重創的資產負債表。對於一個正常的企業，這樣的過程至少需要五年的時間。而對於那些不幸在泡沫高峰期購買了不動產的企業，則可能需要 20 年。在此期間，只要這些企業有現金收入，它們就會繼續償還債務。而且只要這個過程不結束，它們就始終不會從個人儲蓄部分借貸，最終迫使政府年復一年地利用財政刺激來彌補缺口。

這個結果在圖 1-6 中得以再現。政府的財政赤字急速膨脹，導致了我們現在看到的龐大國債。但這又是必需的，因為正是由於這些支出，才使得日本在企業運作急劇轉變，相當於三年國內生產總值的國民財富喪失殆盡之際，依然能夠維持高於經濟泡沫高峰期的國內生產總值。政府支出在支撐經濟中起到了關鍵作用，也只有通過這樣年復一年的一攬子刺激政策才得以抑制通貨緊縮缺口（Deflationary Gap）的出現（在經濟學理論中，通貨緊縮缺口被定義為潛在

國內生產總值與實際國內生產總值之間的差距。在本書中，通貨緊縮缺口這一概念則被用來表示因為借貸不足而滯留在銀行系統之內的個人儲蓄和企業債務淨償付額的總和。這種定義也可以表示為收益的累積，並且在此處顯得更加貼切，因為這樣就不會與潛在國內生產總值相關的問題糾纏不清）。

### ◎三、財政支出支撐日本經濟（2）

日本當前存在著規模龐大的國債，但是如果日本政府不以此為代價去刺激經濟，那麼日本的國民生產總值就會跌至高峰時的一半或 1/3，這還是樂觀的預計。美國大蕭條期間，在資產價格暴跌摧毀了與 1929 年美國全年國民生產總值相當的國民財富之後，美國的國民生產總值下降了 46%，日本的情況有可能更加嚴重。這種可怕的後果之所以能夠得以避免是因為，日本政府從一開始就決定實行財政刺激政策並一直延續多年。最終，日本政府的行動阻止了經濟末日的到來。

總而言之，日本私營企業認為“理所當然”有責任償還債務的舉措最終導致了前面所提到的合成謬誤，但是由此可能導致的災難性後果卻因為日本政府採取了與企業完全相反的行動而得以避免。通過“理所當然”地實施財政刺激政策，日本政府在遭遇經濟危機時仍然成功地阻止了國民生活水準災難性的下降。從這一點來看，日本的財政刺激政策可以被稱為人類歷史上最成功的經濟政策之一。

不幸的是，直到最近，日本的決策者們才學會從這個角度來看待問題。他們之所以在這個問題上耗費了如此長的時間，是因為從來沒有人告訴他們，企業在面臨嚴重的資產負債表問題時，會將企業目標從利潤最大化轉向負債最小化。即使是現在，也很少有大學老師告訴學生，有時候企業會無視零利率而專注於償還債務。日本政府也從來沒有向公眾說明，因為私營企業都在忙於償還債務，所以由政府主導的經濟刺激政策不可或缺，並且也正是因為這些財政政策的實施，才使國民生活水準得以維持。

此外，成功防止了一場經濟危機的政府行動最終卻導致了針對日本經濟政策的極其荒謬的批判，尤其是許多對日本經濟漠不關心的旁觀者們，其中包括



1997 年以前的世界貨幣基金組織( IMF ), 他們堅持認為日本政府沒有正確運用資金, 因為儘管以擴大公共建設投資為主的大規模財政刺激政策已經全面展開, 日本的國內生產總值仍然定格在 500 萬億日元, 國內經濟也毫無起色。

但在現實中, 正是由於政府增加了財政支出才防止了國民生活水準的驟降。事實上, 在損失了 1 500 萬億日元國民財富和相當於國內生產總值 20% 的企業需求的情況下, 日本的國內生產總值仍然能夠維持在泡沫經濟時期的最高點以上, 這無疑是一個奇跡, 而使這個奇跡成為現實的, 正是政府財政支出。然而媒體以及世界貨幣基金組織和大學裏那些思想陳舊的經濟學家們卻看不到這一點, 只是一味翻來覆去地批評日本政府的公共建設投資, 而他們的批評完全建立在即使沒有財政刺激, 日本的國內生產總值也會維持在 500 萬億日元的錯誤假設上。

### 3.防止危機的人無法成為英雄

更加不幸的是, 正如有人曾經說過的, 沒有人會因為事先預防了危機而成為英雄。在好萊塢的世界裏, 所謂的英雄都是在危機爆發、無數人已經喪命之後才出來拯救無辜、消滅壞蛋的。假如有一個睿智之人事先意識到了危險, 並成功地將災難化解的話, 那麼就不會有傳奇, 不會有英雄, 更不會有什麼電影了。一個英雄需要的是一場貨真價實的災難。

日本在 15 年間成功地避免了一場末日般的經濟危機。但是對於從來就抓不住問題實質的新聞媒體來說, 日本政府花費了 140 萬億日元卻沒有帶來任何改變, 於是他們就通過曲解事實來指責日本政府濫用資金, 從而激起了公眾對公共建設項目的反對。儘管投資具有社會意義的公共項目要比修建可有可無的公路更加重要, 但重點是, 過去 15 年間花費在諸如道路修建和其他公共建設上的投資化解了一場伴隨著國內生產總值持續降低的、潛在的災難性通貨緊縮。

曾在大蕭條期間擔任美國總統的名人赫伯特·胡佛 ( Herbert Hoover ) 也是結構改革論的擁護者。他認為由股市投機者引發的股市暴跌及其損失並不能成為擴大政府支出的合理理由。作為這一判斷的結果, 美國被捲入了前面所說的惡性循環通貨緊縮的旋渦, 僅僅四年間, 美國的國民生產總值就下降了 46%, 全國範圍內失業率升至 25%, 普通大眾不得不流落街頭, 為了生存而苦苦掙扎。

這些人的數量要比股市裏的投機者多上無數倍。而在日本，自民黨中那些善於討好選民的政客反倒填補了由於私營企業忙於償還債務(這樣會導致儲蓄過剩)而產生的通貨緊縮缺口。這就是日本大衰退最終沒有演化成另一場大蕭條的原因所在。

#### 4.政府對存款的擔保也有助於化解危機

另一項有助於化解危機的措施是日本政府於 1997 年頒佈的存款全額擔保政策。20 世紀 30 年代初期的美國還沒有聯邦存款保險公司 ( Federal Deposit Insurance Corporation , FDIC ) , 甚至連存款保險的概念都沒有。因為沒有任何安全機制，所以如果一家銀行出現問題，就會引發公眾對於所有金融機構的擔憂，進而導致大規模的擠兌風潮。在 1929 ~ 1933 年之間，大約有 10 000 家美國銀行倒閉，占當時美國銀行總數 ( 25 000 家 ) 的 1/3 以上。當時的情形，對於任何一個把錢存在銀行的儲戶來說，都是令人恐懼的。

在日本，直到 1997 年之前，銀行問題還沒有成為全國性的問題。但是當它一旦成為問題，日本政府隨即宣佈將為所有銀行存款提供擔保。日本當時已經損失了與三年國內生產總值相當的資產，而其中很大一部分都集中在銀行部門，因此，日本銀行所受到的打擊要遠遠大於 70 年前的美國同行 ( 因此它們的信用等級也一直很低 ) 。但是危機一出現，日本政府就宣佈所有存款都將受到保障，這一舉措成功地防止了局勢的進一步惡化。這個簡單的宣告化解了一場規模更加龐大、有可能導致 1/3 日本銀行倒閉、造成國家數百萬億日元經濟損失的危機。那些推動政府實施財政刺激政策，對銀行儲蓄進行全額擔保的決策者們才是這場日本大衰退中真正的英雄。

### ◎四、負債最小化與貨幣政策 ( 1 )

#### 1.貨幣政策對資產負債表衰退無能為力

到現在為止，我們的討論都只集中在財政政策上，但是政府當局手中其實還有另外一個政策工具，即貨幣政策。經濟學教科書告訴我們，政府是通過同時使用貨幣和財政這兩種政策來調控經濟運行的。正如我們在本書一開始就指

出的，眾多理論經濟學家在目睹了日本央行的不作為之後就開始了同聲指責。他們的注意力都集中在各項貨幣政策上，因為較之財政政策，經濟界人士通常都更青睞貨幣政策。自從 20 世紀 70 年代以來，幾乎所有發達國家為了應對經濟波動而推行的措施都是以貨幣政策為主導的。這一現實使得許多人士主張：主導貨幣政策的日本央行應該發揮更大的作用。

在小泉純一郎執政期間，由竹中平藏所主導的日本政府經常要求中央銀行增加貨幣供應，並且威脅日本央行，如果拒絕將導致其自身獨立性的喪失。不管是日本國內還是國外的經濟學家們也總是喋喋不休地宣稱：如果日本央行當初能夠更加熟練地運用貨幣政策，日本的經濟衰退本來是可以避免的。這種聲音也經常能夠從像世界貨幣基金組織和經濟合作與發展組織（OECD）這樣的國際機構那裏聽到。

本書第三章將詳細解釋為何如此眾多的學者持有這種觀點。但在這裏，讀者需要瞭解的只是資產負債表衰退的一個關鍵特徵，也就是貨幣政策的失靈，這是一個百年不遇的現象。身在日本的人們早已親身經歷了這個現象：從 1995 年至 2005 年，即使在利率幾乎為零時，貨幣政策依然失靈。股市難以恢復元氣，經濟也無法復蘇。在 20 世紀 80 年代末期，2.5% 的官方貼現率催生了資產價格的泡沫。然而相對應的是，在僅僅數年之後的 1993 年 2 月，同樣 2.5% 的利率卻沒有產生任何刺激作用，甚至之後的零利率仍然如此。

## 2. 貨幣政策在缺乏投資需求時將失靈

這就提出了一個新的問題，是什麼使得日本經濟在這麼短的時間內對於貨幣政策的反應發生了如此戲劇性的轉變。簡單地說，就是因為企業資產負債表的急劇惡化使得有借貸意願的企業數量大幅減少。儘管在經濟學著述中從來沒有明確指出過，但是貨幣政策的有效性是建立在一個重要假設之上的，即企業有借貸意願。當這個條件不具備時，貨幣政策就會失去效力。比如，在經濟過熱時，中央銀行就會相應提高利率，使得打算借貸的企業三思而行，從而降低資金需求。而當經濟低迷，企業借貸意願不足時，中央銀行則會降低利率，擴大借貸企業的數量，提高借貸需求。

而在經濟泡沫破滅之後的日本，不僅沒有打算借貸的企業，甚至已經借貸

的企業也在忙於還貸，即使在零利率的情況下也照樣如此。不管中央銀行如何調低利率，對於那些在理論上來說已經破產，正在為還貸苦苦掙扎，並且因為全國範圍的資產價格暴跌而造成資產負債表受損的日本企業來說，它們對銀行貸款已經失去了興趣。事實上，整個日本經濟都對利率調節毫無反應。在這種情況下，貨幣政策本身就失去了意義。

然而日本國內外的眾多學者以及像竹中平藏這樣的政治家卻向日本央行施加了巨大的壓力，他們鼓吹只要日本央行通過注入更多流動性來增加貨幣供應就能啟動日本經濟的復蘇。這種觀點其實只能暴露出他們對於日本經濟長期衰退根源的無知。

### 3.貨幣供應量增長的機理

首先我們來瞭解一下經濟學教科書上對於貨幣供應量增長過程的解釋。這個過程從中央銀行（在這個例子中我們指的是日本央行）向商業銀行提供流動性開始。一般說來，中央銀行主要通過購買商業銀行持有的國債以及其他優質企業債券來實現這個目的。然後這些商業銀行就會將交易所得收益作為貸款借出，以賺取利息收入。這樣借出去的資金作為借貸方的支出，進而又成為第三方的收入並再次存入其他銀行，而這些銀行在留存一部分資金作為準備金之外，又會把剩餘的金額再次轉借出去。總之，借出的錢就是以這種形式被借貸方支出，並最終成為其他銀行的存款，而這些銀行在留存部分準備金後會再次將其貸出。在這個過程的不斷重複之中，存款（借款）總額也隨之在銀行系統內部不斷膨脹。

### ◎四、負債最小化與貨幣政策（2）

商業銀行根據兩個因素來決定準備金的額度：日本央行的法定存款準備金率和商業銀行自主追加準備金。如果商業銀行只留存法定存款準備金的話，那麼存款額就會以與準備金率相應的比例膨脹。譬如，當存款準備金率為 10%時，由日本央行提供的流動性將最終催生 10 倍於最初注入金額的存款額。

這些銀行存款加上流通中的現金（紙幣與硬幣）的總和被稱為貨幣供應量。

貨幣供應量中最大的一部分當屬銀行存款，而中央銀行最初注入的流動性與最終產生的貨幣供應量之間的比率被稱為貨幣創造乘數( Money Multiplier )。在上面的例子中，貨幣創造乘數接近於 10。8

貨幣供應量的增加——其中絕大部分為銀行存款——意味著企業有更多的資金可以利用，從而進一步推動經濟發展。這就是經濟學家們青睞貨幣供應的原因所在。

在以上敘述中，顯而易見的是，如果中央銀行注入流動性是為了增加貨幣供應量的話，那麼願意從銀行借錢的借貸方就必不可少。當借貸方不存在時，因為中央銀行注入的流動性無法流出銀行系統，那麼貨幣供應量自然也就不會增長。這同時也意味著當所有私營企業都轉向償還債務時，貨幣創造乘數將降低。

企業與個人基本上都是通過從他們的銀行帳戶中提取資金來償還債務。因此當私營企業全體都在償還債務時，銀行存款勢必減少，貨幣供應量也隨之萎縮。因為缺少借貸意願，償債的風潮就會侵蝕貨幣供應量。美國大蕭條期間，就是因為企業和個人提取銀行存款以償還債務，從而導致美國貨幣供應量降低了 33%。

#### 4. 日本政府借貸推動了貨幣供應量的增長

儘管 1998 年以後的日本私營企業處於持續償債的狀態，但是同期日本的貨幣供應量 ( M2+存款證，M2：市場流通貨幣和銀行存款的總和——譯者注 ) 不僅沒有減少，反而以每年 2%~4% 的速度在擴張。圖 1-8 通過披露支撐日本貨幣供應量持續增長的借貸方的身份解釋了這種表面矛盾的現象。圖 1-8 中的淺色曲線代表企業借貸，深色曲線代表政府借貸。如圖 1-8 所示，私營部門的淨借貸額從 1998 起轉為負值並且一直持續下去，而同期政府部門的淨借貸額卻一直都為正值。

#### 圖 1-8 政府借貸支撐了貨幣供應

私營企業爭相償債，資金回流到銀行，當銀行試圖將這些資金重新貸出時卻發現，由於私營企業都在忙於減少負債而無法找到願意借貸的對象。但是由於此時政府正在通過發行國債來實施財政赤字政策，於是商業銀行就會把手中

因為無人借貸而剩餘的資金用來購買政府國債以賺取利息，也就是說銀行把錢借給了政府。這樣的國債交易最終將惠及諸如道路橋樑等公共建設、建設公司及其員工，以及銀行的儲戶。簡而言之，銀行把無法借給私營企業的資金用來購買了政府國債。這就是日本長期景氣低迷期間貨幣供應量不減反增的原因所在。

#### 5.財政政策決定了貨幣政策的效果

這就說明了，日本的貨幣政策和貨幣供應在過去 10 年間完全依賴於政府的財政政策。自 1998 年以來，私營企業專注於償債，使得政府成了唯一的借貸方，政府借貸的增加導致了貨幣供應量的相應上升，加強了貨幣政策的效果。如果政府停止借貸，那麼不管日本央行採用何種方法都無法阻止貨幣供應量的萎縮。因此可以認為，財政政策是日本貨幣供應規模的決定性因素。

儘管日本國內外的經濟學家們指責日本央行行事保守，但是在缺乏企業借貸的前提下，政府借貸的增加是確保貨幣供應量穩定增長的唯一途徑。當政治家們希望增加貨幣供應量時，只有政府大量增加借貸，日本央行才可能爽快地接受這一要求。

對於面臨資產負債表問題的企業，不管是政府還是日本央行都無法要求它們停止償債。一個債臺高築的私營企業不會理睬政府的勸說，只會選擇儘快修補自己受創的資產負債表，因為它慘不忍睹的資產負債表隨時都有可能被外界察覺。但是如果政府只是站在一旁袖手旁觀，那麼日本經濟必然陷入像美國在 1929～1933 年之間經歷的那種災難性的通貨緊縮。為了擺脫這種惡性循環，日本政府只有一個選擇：在私營企業忙於償債之時，它必須刻意反其道而行之。換句話說，政府必須借入（並花掉）那些私營企業不再需要的銀行存款，這是日本政府的最後選擇，也是在喪失了 1 500 萬億日元國民財富和相當於國民生產總值 20% 的企業需求之後，日本的貨幣供應量卻並未縮小，國民生產總值依然維持在 500 萬億日元水準的根本原因。

#### ◎四、負債最小化與貨幣政策（3）

## 6.傳統經濟學理論不認同企業負債最小化

圖 1-9 追蹤了三類指標的長期走向，向我們展示了日本當前的實際情況與教科書上所講的是何等不同。這三類指標分別是貨幣供應量、私營部門借貸，以及市面流通貨幣與商業銀行存在日本央行的準備金，也就是所謂的高能貨幣。前面兩類在圖 1-8 中也出現過，第三類則用來評估日本央行的流動性供給。

### 圖 1-9 在資產負債表衰退期間貨幣流通動向的激變

傳統經濟學理論認為，這三種指標應該是同步變化的。譬如，如果中央銀行增加 10% 的流動性，通過銀行貸款，貨幣供應量也會相應擴大 10%。從 1970 年到 1990 年間，日本經濟也確實在按照這種模式運行，三類指標的變化都能夠做到步調一致。

但是從 1990 年日本陷入資產負債表衰退開始，情況就發生了變化，這三類指標的變動開始各行其道。當時，日本央行受到了來自日本國內外政治家和學者們的巨大壓力，要求通過擴大高能貨幣的供給來刺激日本經濟，而日本央行也最終屈服於這種壓力。假定 1990 年的流動性數值為 100 ( 1990 年第一季度 =100 )，等到 2005 年，流動性的數值已經升至 300。也就是說，在 15 年的時間裏，日本央行將流動性擴大了三倍。而貨幣供應量，也就是私營企業實際可以運用的資金卻僅增加了 50%，而且這還要歸功於政府借貸的貢獻 ( 圖 1-8 )。

私營部門借貸就是指金融機構提供給私營部門的債務和貸款。如前面指出的，如果沒有相應的銀行貸款增加，銀行存款也不會增加。因此，在正常情況下，私營部門借貸決定了貨幣供應量。但是到 2006 年 6 月，私營部門借貸從 1990 年的 100 跌落至 95，這就意味著，如果貨幣供應量是由私營部門的資金需求單獨決定的話，那麼日本的貨幣供應量應該是 95 而不是 150。換句話說，此時的貨幣供應量理論上應比實際低 37%。事實上，日本經濟經歷了與美國大蕭條同樣的困境，而當時美國的貨幣供應量減少了 33%。

日本最終得以避免陷入美國大蕭條般的泥沼，應該歸功於政府持續的借貸和支出。即使是在私營部門借貸下降的時候，公共部門借貸的增長，即銀行對公債的購買保證了貨幣供應量的擴大，從而確保私營部門還貸的資金不會滯留在銀行內部。從這種意義上來說，圖 1-8 和圖 1-9 表明日本經濟已經超越了傳

統經濟學理論所涵蓋的範圍，置身於一個財政政策決定貨幣政策效果的未知世界之中。

## 7. 德國曾面臨同樣的問題

最後，還有一種觀點，對日本長期經濟衰退的原因從文化上進行解釋。比如，艾倫·格林斯潘將無力消除僵屍企業視為日本陷入長期衰退的關鍵原因。但是正如前面已經闡明的，是那些擁有收支盈餘的日本企業的償債造成了通貨緊縮的缺口，而不是那些沒有收益、無力償債的僵屍企業。

在本章的開始曾經提到，德國於 2000～2005 年的五年間經歷了第二次世界大戰後最嚴重的經濟衰退。如果從資產負債表衰退的角度來觀察的話，你會注意到：直到最近，德國企業在利率處於歷史最低點的情況下依然忙於償債，在高峰期的 2005 年，淨償債額約占德國國內生產總值的 1.8%。並且，這種傾向是在之前的 2000 年，德國電信泡沫破滅之後即開始出現的，要知道，當時的德國如同 20 世紀 90 年代初期的日本，通貨膨脹仍然存在。這些事實在圖 1-10 中得以再現，這張圖顯示，德國的長期衰退與德國企業轉向償債的時期完全吻合。

圖 1-10 同樣在修補資產負債表的德國個人和企業

德日企業都是因為經濟泡沫破滅造成的資產價格暴跌嚴重損害了它們的資產負債表，而不得不開始減輕因此承擔的龐大債務。日本六個最大城市的商業不動產價格從 1990 年的頂點狂跌了 87%（見圖 1-3）；2000 年電信泡沫的破滅則使德國遭遇了嚴重的股價下跌，德國的新市場證交所（Neuer Markt）的股價從最高點驟跌了 97%。

當日本和德國遭遇嚴重的資產價格暴跌時，許多企業突然發現它們背負了龐大的債務，甚至資不抵債，技術上已經破產。雖然資不抵債通常就意味著倒閉，但是這又與一般意義上的企業倒閉截然不同，因為在大多數情況下，這些企業依然運營正常，收益良好。德日兩國所保持的世界最大貿易順差表明，這兩個國家的企業仍然能夠依靠自己先進的技術、有效的行銷手段，以及全球客戶的支援而擁有強大的競爭力。

無論哪個國家企業的 CEO，在企業運營狀況良好，卻面臨資產負債表困境



時，都會不約而同地做出一個決定：利用手頭的現有資金來償還債務。但是，當許多企業同時開始這樣的嘗試時，就會把經濟推入資產負債表衰退之中，在現實中，這種形式的衰退與之前發生的全國性資產泡沫一樣都非常罕見。

當時歐洲中央銀行（European Central Bank，ECB）為了應對經濟下滑，決定將利率調至第二次世界大戰後最低點，從而引發了法國、西班牙，以及愛爾蘭等國的房地產泡沫。但是德國的房地產市場卻依然低迷，房價無視創紀錄的低利率，仍舊一路下跌。在歐元區內其他國家的貨幣供應量顯著增長時，唯獨德國增長緩慢（如圖 1-11 所示），所有這些現象都表明，德國經歷的是一場資產負債表衰退。

圖 1-11 德國的貨幣供應量增長低於其他歐元國家

這就說明，這種類型的經濟衰退有可能在資產價格崩潰後的任何國家出現。事實上，下一個可能發生資產負債表衰退的國家就是美國，而現在，它的房地產泡沫剛剛破滅。

這裏的重點是：這些經濟衰退與文化差異毫無關係。全國性的資產價格崩潰以及企業資產負債表因此受到的破壞，才是引發長期經濟衰退的罪魁禍首。

## ◎一、經濟學家們為何忽視資產負債表衰退（1）

### 1. 企業負債最小化：被長期遺忘的可能性

到這裏，我們已經做好準備，要“深入虎穴”，去找尋失落的聖杯。在第一章開篇就已提到，迄今為止，所有關於日本以及美國大蕭條的學術論述都建立在同一個絕對假設之上。它們假設那些導致經濟脫離正常軌道的外部衝擊的性質並不十分重要，因此認為，即便在受到外部衝擊之後，受其影響的經濟行為者的既定目標也不會改變。

而資產負債表衰退這一概念卻主張：特定的外部衝擊會從根本上改變企業或個人的行為目標。尤其是當一個國家整體資產價格出現下跌時，就會迫使企業將它們最優先的目標從利潤最大化轉變為負債最小化，以修復受損的資產負債表。而這種行為轉變反過來又會導致比一般經濟衰退更加嚴重的後果。這一

章將要闡明，在美國大蕭條時代所發生的通貨緊縮和流動性陷阱，都是由於 1929 年股市崩潰之後企業目標的轉變所致。第四章和第五章則將繼續闡明，企業的負債最小化目標及其對總需求和貨幣供應量的影響是長期被忽視的，能夠將宏觀經濟學自 20 世紀 30 年代末期以來出現的各類理論統一起來的關鍵。

傳統經濟學和商科教科書都很少提到企業大規模地追求負債最小化，而非利潤最大化的可能性。即便是叛離了新古典主義經濟學陣營，提出總需求這個概念，試圖通過資本邊際效應的轉移來解釋企業行為的凱恩斯 ( 1936 )，為了讓自己的觀點站得住腳，也不得不假設企業的目標就是為了追求利潤最大化，最終又回到了新古典主義經濟學思維的窠臼。<sup>1</sup> 歐文·費雪 ( Irving Fisher , 1933 ) 在一篇發表在《計量經濟學》雜誌上、關於債務通貨緊縮的著名論文中，用大量篇幅探討了負債累累的企業償債的現象。但是他沒有意識到償債對於降低總需求所產生的直接作用。他認為企業為降低負債採取的廉價拋售行為加劇了通貨緊縮，而這將導致實際 ( 去除了通貨膨脹的影響之後 ) 負債的持續上升。費雪沒有考慮到企業在零通脹和零利率下依舊堅持償債的情況。關於資產負債表衰退與費雪的債務通貨緊縮之間的區別，本書將在第五章的最後部分進行更深入的探討。

本·伯南克 ( 1983 ) 在他提出的“金融加速器”理論中曾提到資產負債表問題，按照他的說法，在經濟衰退期間，資產價格的下跌將損害銀行判斷企業資產負債表狀況的能力。這就使得銀行不願放貸，進而加劇經濟困境。但是他的這一理論將焦點聚集在了放貸方，而非借貸方身上。

## 2. 作為借貸方現象的流動性陷阱

在一場資產負債表衰退中，企業將工作重心放在負債最小化，而非利潤最大化上，以應對資產價格的急劇下跌。這就改變了經濟對於作為標準工具的財政和貨幣政策的回應。尤其是在私營部門借貸不足的情況下，貨幣政策的效用將大打折扣。更準確地說，在私營部門沒有借貸意願時，利率就失去了其作為將個人儲蓄導入企業投資的溝通管道的傳統作用，最終導致這部分資金被閒置。總之，身負巨額債務的企業不管利率多低都不會有興趣再增加負債。

這個結論與經濟學界的主流共識產生了尖銳的抵觸，主流經濟學理論認

為，在應付經濟波動上，貨幣政策要比財政政策更加有效。這個共識建立在 1945 年之後全球經濟的實踐經驗以及對政策傳導理論的認識之上。就如多數先進國家曾經實行的，從 20 世紀 40 年代至 70 年代期間，凱恩斯主義者們試圖運用財政政策來調控這些國家的經濟變化。這場全球範圍的實驗開始於 20 世紀 40 年代末期，當時的經濟學家們親眼見證了從美國大蕭條到第二次世界大戰結束的這段時期財政刺激政策的驚人力量，因此他們堅信，正確的財政政策可以扭轉任何形式的經濟衰退。

但最終結局卻是，儘管這些經濟學家和政策制定者們付出了最大的努力，他們的財政政策卻只導致了通貨膨脹、高利率、私營部門投資擠出以及資源的不當分配。20 世紀 70 年代由於財政政策不當造成的通貨膨脹加上兩次石油危機的爆發，促使經濟學家們開始重新探討貨幣政策的重要性。隨後在美國和英國進行的供給改革致力於建立一個儘量減少市場干預的小政府，這也加速了對財政政策的摒棄，因為財政政策本身需要一個強有力的政府做後盾。此外，在通貨膨脹形勢下，對經濟行為者行動和願望進行分析的需要也推動了理論界向新古典主義分析體系的回歸。

#### ◎一、經濟學家們為何忽視資產負債表衰退（2）

貨幣政策再次受到關注，加上從 1945 年到 20 世紀 70 年代期間財政政策的不良記錄，促使學術界在過去 20 年中對美國大蕭條進行了重新檢驗。受 1945 年至 1970 年間財政政策拙劣表現的影響，學術界逐漸開始認為，財政刺激政策對於幫助美國走出大蕭條陰影的作用被誇大了。總而言之，是美國大蕭條本身推動了整個經濟學界向凱恩斯主義財政政策的轉變。

作為這場再檢驗的結果，許多經濟學家得出結論，認為 20 世紀 30 年代的大蕭條完全可以通過正確的貨幣政策加以避免，尤其是如果這些貨幣政策能夠在危機初期就得到執行的話。並且，與 20 世紀 40 年代到 70 年代在課堂上所宣講的完全相反，現在的主流經濟學家相信，讓美國經濟從大蕭條中復蘇的，是貨幣政策，至於羅斯福新政中的許多財政刺激措施則根本沒起到多大作用。

但是在一場資產負債表衰退中，企業會在外界分析人士發覺其資產負債表問題之前，迫不及待地儘快將自己的負債降低到可以接受的水準。對於這些企業來說，不到走投無路的地步是不會想到再去借貸的。因此，企業不再對諸如降低利率之類的金融措施做出反應。此外，企業還將停止將利潤投入再生產，也不再從個人儲蓄部分借貸。企業的這一系列舉動最終導致總需求降低，整體經濟被削弱。

當總需求的降低造成經濟滑坡時，中央銀行通常會通過降低利率來實行寬鬆的貨幣政策。但是在發生資產負債表衰退時，由於企業此時的焦點都集中於負債最小化，因此整體經濟對於央行的這些舉措就會無動於衷。在持續推出的金融措施依然無法扭轉經濟頹勢後，中央銀行就開始驚慌失措，最後將利率調低到近乎於零的程度。可是即便如此仍然毫無效果，經濟陷入了經濟學家們所謂的流動性陷阱。

經濟學理論將流動性陷阱描述為這樣一種狀態：利率降低至債券完全等同于貨幣（現金）的程度。此時，資金供應方會因為利率過低而選擇繼續持有貨幣，而不是以購買債券的形式將手中的貨幣借給企業。由於這些資金不再被用於投資，所以接下來不管怎樣降息都無法刺激投資和經濟的增長。在傳統經濟學領域，將這種由於利率過低而造成的對於貨幣的喜好稱為“投機性貨幣需求”（Speculative Demand For Money）或者也可以叫做“流動性偏好”（Liquidity Preference）。換句話說，流動性陷阱是導致部分借貸方行為轉變的根源。正是因為相信日本陷入了這樣一種流動性陷阱，所以斯文森（Svensson，2003）才會發表論文，主張日本央行應該通過提供資金來阻止貨幣（現金）替代債券。

這種以放貸方為中心的觀點的一大缺陷是，它無法令人信服地解釋清楚為什麼在利率降至如此之低的情況下，整體經濟卻毫無反應。要知道從 1991 年到 1995 年間，日本的短期利率下調了 800 個基點而經濟卻沒有任何顯著的改變。還有一個問題是，為什麼日本經濟和資產價格在 20 世紀 80 年代末期對低利率反應強烈，而僅僅在數年之後，面對同樣低的利率時卻無動於衷？

然而，只要我們換個視角，將流動性陷阱看做借貸方行為轉變的結果，一切問題都將迎刃而解。日本經濟在泡沫期之前和泡沫期之後的關鍵區別就在於

企業資產負債表實際狀況的改變。在泡沫期之前，日本企業擁有狀態良好的資產負債表，以及為全世界所羨慕的信用等級。那時的企業領導者們目光超前，對於日本央行的利率調整反應迅速。然而在經濟泡沫破滅之後，千瘡百孔的資產負債表和大幅貶值的企業資產迫使他們變得保守和小心謹慎，並且開始將企業的首要任務定為削減債務。在這種大環境下，任憑日本央行實行怎樣規模的貨幣寬鬆政策，都無法說服企業增加借貸。所以，造成流動性陷阱的真正原因在於借貸方行為的改變，而非放貸方。

當企業在為負債最小化而奮鬥時，它們不僅會將利潤用來償債，而且還會停止從個人儲蓄部分借入資金用於再生產。這就進而造成了通貨緊縮缺口。經濟一旦開始低迷，中央銀行就會下調利率，但是由於負債沉重的企業已經對擴大投資失去興趣，因此，整體經濟對央行的舉措毫無反應。最終，驚恐萬分的央行將利率下調到最低點，但是依然沒有任何效果，於是媒體開始報導經濟陷入了流動性陷阱。其實這個陷阱早在企業開始追求負債最小化時就已經形成了。

### ◎一、經濟學家們為何忽視資產負債表衰退（3）

現在我們就能夠瞭解，利率水準和流動性陷阱之間毫無關聯。實際上，這個陷阱在企業將其目標從利潤最大化轉移到負債最小化的那一刻就已經出現。並且，企業的這種行為轉變可以在任何利率水準時產生。比如在 1993 年前後，當日本企業開始將它們的首要目標轉移到負債最小化時，當時日本的短期利率高於 3%，長期利率高於 4%，這使得日本央行擁有足夠的空間來進行利率下調。然而，日本央行施行的金融措施卻無法發揮作用，因為許多日本企業早在此之前就已經開始清理負債，從而使得企業借貸額急轉直下。這就解釋了，為什麼日本經濟在利率從 8% 下調至 0.5% 的四年間毫無作為。

日本央行於 2001 年開始實施的積極定量寬鬆政策讓短期利率下降為零，並使得 2003 年的 10 年期國債利率跌至有史以來最低的 0.4%。但是即便如此，也沒有出現如投機性貨幣需求或者流動性偏好理論所預測的，資金從債券向現金轉移的現象。這個例子說明，流動性陷阱與現金投機需求或者債券現金完全

替代性之間毫無關係。可以說，流動性陷阱完全是由於借貸方，而非放貸方行為的轉變所致。2 這一發現也證明了，傳統經濟學教科書中關於流動性陷阱的所有解釋都是錯誤的。

### 3.獨立貨幣政策的消亡

貨幣政策的有效性需要建立在與貨幣流通總量關係穩定的基礎之上。但是一旦作為借貸方的企業轉向追求負債最小化，那麼這種穩定關係就會如圖 1-9 所指出的那樣完全破裂。在一個經濟體中，當所有人都從銀行帳戶中取錢還債時，貨幣創造乘數最終將變為負值，這是因為儲蓄的下降就意味著貨幣供應量的下降。如圖 1-8 所指出的，如果不是因為政府借貸的增加抵消了私營部門的償債，那麼日本的貨幣供應量早就已經縮小了。

同樣的結論也表現在圖 3-1 中，這張圖將日本銀行系統 1998 年 7 月的資產負債表和 2006 年 7 月的做了比較。由儲蓄代表的貨幣供應量對於銀行來說就表示負債。當貨幣供應量增加時，銀行的資產也必然會同時增加。從這兩點上對銀行資產進行的觀察表明，政府借貸的擴大阻止了貨幣供應量的減少，即使當私營部門貸款下降時也是如此。在私營部門集中精力償債時，只有公共部門的借貸和支出才能阻止經濟活力和貨幣供應量的同時萎縮。

圖 1-9 顯示，假如日本政府當初沒有擴大借貸和支出，貨幣供應量將會縮小 37%。圖 3-1 進而清楚地表明，如果日本政府不採取擴張性的財政政策，任憑貨幣供應量由私營部門單獨決定，那麼在 1998 年 7 月至 2006 年 7 月期間，日本的貨幣供應量將減少大約 100 萬億日元，假如再加上由於這種收縮而造成的累積通貨緊縮的影響，那麼減少的貨幣供應量總量還要遠遠超過 100 萬億日元。

簡而言之，當私營部門沒有資金需求，經濟處於資產負債表衰退期時，單獨的貨幣政策將會失去作用。因為在這種經濟狀況下，不管中央銀行注入多少流動性，貨幣供應量都只會隨著財政政策的擴張而增加，隨著財政政策的收縮而減少。因此，在企業為了償債而疲於奔命時，政府就必須修改財政政策來阻止貨幣供應量的收縮。

### 圖 3-1 日本銀行的資產負債表

政府對私營部門投資的擠出效應是財政政策最大的負作用，但是這種現象並不會在上述情況下發生，因為此時的私營企業都在集中精力償債。大量的公共支出也並不會導致無效的資源分配，因為沒有被政府部門利用的資源最終也會被束之高閣，而對於資源分配來說，這才是最壞的結果。

#### 4. 惡性循環通貨緊縮的原理

作為經濟學的一個傳統理念，企業都以利潤最大化為目標這一假定默認這些企業全都擁有健康的資產負債表。利潤最大化設定企業：

$$\text{資產}-\text{負債}>0(1)$$

然而在現實世界中，這個不容置疑的設定卻經常在全國性的資產泡沫破滅之後被推翻。這時，企業的資產負債表顯示：

$$\text{資產}-\text{負債}<0(2)$$

這時，企業的首要目標就將轉變成負債最小化。一旦這種轉變出現，企業就不再從個人儲蓄和企業的淨償債額中繼續借貸。作為結果，整體經濟每年將喪失與個人儲蓄和企業淨償債額總和相當的需求。總需求的持續降低，最終會將經濟推入惡性循環通貨緊縮的旋渦。

#### ◎一、經濟學家們為何忽視資產負債表衰退（4）

假如不加以制止，這種緊縮過程就會持續下去，直到私營部門收入減少到無錢可存的窘境。就如第一章舉過的例子，收入會從 1 000 日元到 900 日元，再到 810 日元，729 日元這樣一直遞減下去，整體經濟最後將到達一個點，在這個點上，私營部門已經沒有收入可以用於儲蓄。假設這個點為 500 日元，那麼所有這 500 日元收入都將用於支出，沒有一分存入銀行，於是經濟最終陷入一種緊縮均衡狀態，也就是通常所說的經濟蕭條。

一個國家陷入惡性循環通貨膨脹的原理可以表示為：

$$GDP_t = GDP_{t-1}(1-S-R)(3)$$

在這裏  $GDP_{t-1}$  是最初或者泡沫頂峰期的國內生產總值， $S$  是個人儲蓄， $R$  代表的是企業淨償債額。 $S$  和  $R$  都以相對於國內生產總值的百分比來表示。在

普通經濟學著作中，R 一般以負值的字母 I 來代替，I 代表的是投資。在這裏之所以用字母 R 表示，是為了強調其代表的是償債。第一章所列出的，經濟從 1 000 日元到 900 日元，再到 810 日元不斷萎縮的例子，可以在將  $GDP_t=1$  設為 1 000 日元，R 為 0，S 為 0.1 的情況下，通過公式 ( 3 ) 來加以證明。

在通常環境下，企業都是以利潤最大化為目標，R 將由對利率敏感的正 I 來代替，並且金融機構會通過利率調節來確保所有個人儲蓄 S 都被企業借走並用於投資。金融機構的職能就是防止經濟陷入公式 ( 3 ) 表示的那種惡性循環通貨膨脹。然而，當企業以負債最小化為目標時，R 就不再對利率做出反應，於是利率調整也就無法再發揮確保儲蓄等於投資的作用。

事實上，S 和 R 都會隨著時間的改變而改變。例如，當經濟處於緊縮均衡狀態時，個人不再有任何余錢可用於儲蓄 (  $S=0$  )，企業也沒有利潤來償債 (  $R=0$  )。這時，緊縮就會結束，經濟狀況也歸於穩定，雖然此時的經濟活力異常消沉。

因為 S 和 R 都容易產生變化，而政府和外部因素同樣能夠在這種類型的衰退中發揮重要作用，因此，對於惡性循環通貨膨脹的更精確的表述就可以表示如下：

$$GDP_t = GDP_t = 1 \prod (1 - S_i - R_i + G_i + EX_i) \quad (4)$$

這裏 G 代表政府支出 ( 淨稅收收入 )，EX 是淨出口，都以相對於國內生產總值的百分比來表示。公式 ( 4 ) 表明，當外部因素平衡時 ( 比如  $EX=0$  )，為了穩定經濟，政府借貸和支出 G 的規模必須足以抵消 S 和 R。這也正是福井總裁在表 2-1 的對話中試圖向本間教授解釋的內容。

伴隨著全國性資產價格泡沫的資產負債表衰退並不經常發生。然而它一旦出現，傳統經濟政策的應對方法就會變得無能為力，甚至幫倒忙。這意味著現有經濟學理論體系中的某些關鍵部分必須改變，以適應這種現象。尤其是在一場資產負債表衰退中，亞當·斯密所謂的“看不見的手”完全是從相反的方向將經濟推入緊縮均衡之中。

在 1990 年，平成泡沫的最頂峰，日本的企業部門借入並支出了相當於國內生產總值 9%，也就是 41 萬億日元的債務 ( 圖 1-5 )。但是在 1998 年，企業已



經變成了淨儲蓄者，等到了 2003 年，企業的淨償債額已經達到相當於國內生產總值 9% 的 44 萬億日元。換句話說，在這段期間，全部轉換金額高達 85 萬億日元，也就是 18% 的國內生產總值。相當於國內生產總值 18% 的總需求的喪失，足以把任何國家推入衰退狀態，即使沒有演化成徹底的經濟蕭條。

然而，即便企業正在進行負債最小化的過程中，企業主管們也不會主動向外界提供這類消息，尤其是在企業的淨資產值為負或基本為負的時候。對於將錢借給這些企業的銀行來說也是相同的心態。與此同時，標準的金融和財政政策在推動經濟復蘇上的明顯失敗也使得一般公眾，包括許多經濟學家都得出結論，認為根源出在結構問題上。這種錯誤的結論造成了過去這些年中，在日本和德國出現的對於徒勞政策的廣泛爭論。

但是現在日本和德國的經濟已經開始復蘇。假以時日，企業創造的利潤終將會修復它們的資產負債表，重新回到教科書所教授的利潤最大化的模式上來。因此這只是時間問題，而非結構問題。同時，企業依舊會保持低調，盡可能迅速和隱秘地償還債務，以避免引起外界對它們的資產負債表的注意。這就是自從 1990 年資產價格泡沫破滅以來，日本企業一直所處的狀態。同時，這也是自 2000 年 IT 泡沫破滅以來，全世界許多企業的狀態。

## ◎二、作為資產負債表衰退的美國大蕭條（1）

### 1. 關於美國大蕭條的最新研究發現

在流動性陷阱和惡性循環通貨膨脹的真正原因已經解明的前提下，我們就可以開始探討它們與美國大蕭條的關聯。在遭遇資產負債表衰退時，單獨的貨幣政策將失去效力，甚至連貨幣供應量規模都將由財政政策左右的這種觀點，與經濟學家們過去 20 年中關於美國大蕭條的研究互相抵觸，這項研究使得當今的經濟學家們都認為貨幣政策具有無與倫比的威力。要跨越這兩種觀點之間的鴻溝，只有兩個辦法，要麼證明過去 15 年中貨幣政策在日本確實發揮了效力，要麼證明美國大蕭條也是一場資產負債表衰退。對於第一個問題的答案，我們已經明確，並且證明了貨幣供應量的規模是由政府借貸所決定。因此真正的挑

戰是按照我們的理解來回答第二個問題。如果我們能夠證明美國大蕭條是一場資產負債表衰退，那麼就可以得出貨幣政策對付不了這場經濟災難的結論。

一些讀者也許會感到懷疑，為什麼一個關於 21 世紀經濟挑戰的討論要繞回到 70 年前發生的事件上去。然而我們必須回顧過去，因為：第一，正是大蕭條導致了宏觀經濟學作為一門獨立學科的誕生；第二，許多日本國內外經濟學家們為日本經濟開出的處方（包括通貨膨脹目標政策和定量寬鬆政策）都極其依賴於近年來這個領域的研究成果。就如前面已經指出的，這項研究使“大蕭條本來可以通過美聯儲更有技巧的貨幣政策得以避免”的觀點逐漸成為當今經濟學界的一個共識。與此同時，作為對他們這個理論的測試，許多學者力主應該在 20 世紀 90 年代的日本實施他們的建議，當時日本已經掉進了與 20 世紀 30 年代的美國相同的流動性陷阱。假如貨幣政策能夠成功復蘇日本的經濟，那麼就能夠有把握得出結論：貨幣政策同樣能夠在美國大蕭條時發揮作用。因此，這些經濟學家們聚集在日本央行周圍，要求進行更大規模的金融調節。按照他們的這些要求，就有必要從大蕭條也是一場資產負債表衰退的角度來重新驗證剖析大蕭條中的各種現象，以及當前學術界對這些現象的解釋。

現今學術界的主流意見認為，是 1929 年 10 月的股市崩盤引發了經濟衰退，因為美聯儲沒有即時向美國的銀行系統注入足夠的流動性，從而進一步導致衰退演化成了大蕭條。研究者們認為，假如當時美聯儲注入足夠的流動性的話，那麼大蕭條和銀行恐慌都可以避免。現任美聯儲主席，同時也是因為對大蕭條的研究而聞名的伯南克在密爾頓·弗裏德曼（他第一個將大蕭條的責任歸罪於美聯儲的失誤）90 歲的生日聚會上宣讀的發言中，公開承認了，美國的中央銀行應該為此受到譴責。

然而，傳統經濟學的理论體系中卻從來沒有資產負債表衰退這個概念。所以，幾乎所有關於大蕭條的研究都立足於將問題歸咎於資金供給方或者放貸方這一前提。例如伯南克（2000）曾明確宣稱，正是因為美聯儲沒能注入足夠的流動性造成的金融衝擊導致現實經濟中的各種問題進一步惡化。<sup>3</sup> 但是，如果我們的假設前提是借貸方行為轉變導致了大蕭條發生的話，那麼我們就會得到一個完全不同的結論。<sup>4</sup>

## 2. 銀行危機本身無法解釋儲蓄的減少

在第一章中曾經提到，假如沒有日本政府所實行的廣泛財政刺激政策，日本的貨幣供應量或許已經減少了 37% 以上。一些讀者也許會回憶起，在 1929 年至 1933 年期間，美國的貨幣供應量減少了 33%。因此可以說，日本過去 15 年間的貨幣變化與美國 70 年前所發生過的情形驚人相似。

到底是什麼原因導致了美國的貨幣供應量減少 33%？作為貨幣供應量關鍵構成部分的銀行儲蓄在大蕭條的最初四年間減少了 30%，也就是 177 億美元。5 弗裏德曼和施瓦茨 ( Anna Schwartz, 1963 ) 將銀行儲蓄減少的原因歸咎於銀行擠兌及銀行倒閉導致無數美國人的存款被一掃而光。如果考慮到在那四年間，有將近一萬家美國銀行關門倒閉，那麼他們的這種觀點成為這個問題的標準答案就不足為奇了。

果真如此的話，就可以下結論說：假如當時美聯儲能夠提供更多的流動性，那麼造成貨幣供應量下降的這場銀行危機，甚至整個大蕭條都完全能夠得以避免。換句話說，最大的問題就在於：在此期間，尤其是從 1929 年到 1931 年，美聯儲向美國金融系統供給的準備金幾乎沒有任何增加。但是，如果從資產負債表衰退的角度仔細研究當時的資料，那麼，對於美國的貨幣供給為何減少這個問題就將找到完全不同的解釋。

### ◎二、作為資產負債表衰退的美國大蕭條 ( 2 )

首先，美國聯邦儲備委員會理事會 1976 年推測：在整個大蕭條期間，由於銀行倒閉造成的個人存款實際損失只有 14 億美元。<sup>7</sup> 此外，在 1929 年 12 月至 1933 年 12 月之間，由於對銀行狀況不斷惡化的擔憂而囤積在個人手中的貨幣僅為 12 億美元 ( 圖 3-2 中 C 線 )。<sup>8</sup> 而這兩筆金額的總和——26 億美元只能解釋這段期間 177 億美元儲蓄減少總額的 15%，其餘 85% 的儲蓄減少額必然另有原因，而非來自銀行倒閉和貨幣的民間囤積。

圖 3-2 1929 年之後美聯儲貸款減少 ( 101 個主要城市的會員銀行的資產和負債 )

當然，如果是銀行系統以外現金的增加導致了銀行準備金的相應減少，那麼貨幣創造乘數也會隨之產生相反作用，造成銀行放貸和儲蓄按照前面提到的 12 億美元的相應乘數而減少。資料表明，在 1931 年下半年期間，當美國歷史上最具毀滅性的銀行擠兌風潮爆發，美國遭遇空前的銀行儲蓄減少和銀行外部現金增加時，美國銀行保有的準備金實際減少了 4 億美元（圖 3-2 中 B 線）。然而與此同時，商業銀行從美聯儲借貸額（圖 3-2 中 A 線）也在 1931 年下半年增加了 5 億美元。因此，銀行的總準備金（圖 3-2 中 A+B 線）其實並沒有減少，並且銀行的庫存現金（圖 3-2 中 D 線）也同樣維持不變。所以儘管 1931 年下半年的銀行擠兌風潮使得前面提及的 12 億美元中的 9.7 億以現金的形式流出了銀行系統，但是銀行準備金（包括從美聯儲借入的部分）卻沒有任何改變。也就是說，由於美聯儲採取措施沖抵了銀行外流的準備金，所以，沒有造成貨幣創造乘數產生逆向效應，以及銀行準備金的減少。儘管有人認為，對於一般銀行來說，它們寧可保持自有準備金也不願意從美聯儲借貸，但實際情況是，在 1928 年到 1929 年這段經濟景氣時期，美國銀行從美聯儲借的資金要遠遠多於 1931 年下半年。當時銀行系統總準備金（圖 3-2 中 A+B 線）的幾乎 1/3 都是借自美聯儲。

同時，美聯儲也將現金供應從 1929 年 10 月股市崩盤時的 45 億美元增加到了 1933 年 3 月全美銀行同時停業整頓時的 60 億美元，在此期間，最大規模的現金供應增加發生在 1931 年下半年和 1933 年最初幾個月，當時銀行系統的處境最為艱難。儘管無可否認，在少數孤立的案例中，銀行擠兌可以觸發貨幣創造乘數產生逆向效應，但是在蕭條期間，美聯儲通過增加對銀行的現金和準備金供應沖抵了銀行準備金的流失。

### 3. “信貸緊縮”本身無法解釋銀行放貸的減少

同樣是從 1929 年到 1933 年這段時期，銀行對私營部門的放貸減少了 47%，也就是 198 億美元。9 迄今為止對此的解釋都是，銀行為了應付自身準備金減少的問題，開始強行回收貸款。但是正如我們已經看到的，在此期間，由於美聯儲對銀行發放的貸款，銀行的準備金實際上並沒有減少。

此外，根據全美工業會議于 1932 年代表美國聯邦政府針對 3 438 家製造企

業進行的一項調查表明：只有占調查企業總數 13.6%，也就是 466 家企業在與銀行打交道時遇到了問題，而這些企業絕大多數都屬於中小企業。在其餘 86.4% 的企業當中，1 322 家企業沒有借貸需求，另外 1 650 家企業則在申請貸款時沒有遇到任何困難。這項調查結果與當時美國新聞媒體所描述的企業正陷於信貸緊縮困境的圖景是如此不同，以至於連這些調查者本人都感到非常意外。10

只有 13.6% 的企業在貸款問題上遇到了困難，而且這些企業幾乎都是小型企業，影響甚小，這就清楚地說明，即使是在 1932 年，企業部門借貸的減少並非當時銀行放貸總量減少 47% 的根本原因。

現在我們可以明確，銀行倒閉和公眾的貨幣囤積只能解釋儲蓄減少總量的 15%，銀行對於放貸的謹慎態度（也就是信貸緊縮）只造成了放貸下降總額的 13.6%。換句話說，減少的銀行儲蓄中，有 85% 與銀行倒閉或貨幣囤積無關，而幾乎同樣規模的銀行放貸減少也與銀行破產或者信貸緊縮沒有任何關係。

那麼，到底是什麼導致了其餘 85% 儲蓄和放貸的減少呢？答案只能有一個，那就是：企業正在自發地削減債務。企業之所以全力削減債務，是因為在經濟泡沫時期企業通過借貸購買的資產價格在美國股市崩盤之後一落千丈，導致企業最終負債累累。換句話說，這些美國企業遇到了 20 世紀 90 年代日本企業所面臨的同樣問題。

## ◎二、作為資產負債表衰退的美國大蕭條（3）

這時，只要企業償債的步伐能夠快於銀行回收貸款的步伐，那麼這些企業跟銀行之間就不會產生任何矛盾。這一點在前面提到的全美工業會議的調查報告中已經得到了印證。此外，由於企業是在動用自身儲蓄來償還債務，這也就很好地解釋了同期銀行儲蓄急劇減少的原因。

就如佩爾森（Charles E. Persons，1930）所指出的，這種債務償還的激增並不令人意外，因為到 1929 年股市崩盤之前，不管是美國企業還是個人的借貸額都已經飆升至歷史最高紀錄。之所以出現如此驚人的負債增加，在很大程度上是由於 20 世紀 20 年代許多新型金融產品的出現。其中一個就是按月分期付款

款方式，這使得數以百萬計曾經沒有資格借貸的美國人從此也有了借貸的管道。最終，美國普通消費者的借貸額在 20 世紀 20 年代的八年間激增了三倍以上，從最初的 25 億美元增至 80 億美元。<sup>11</sup> 因此而產生的消費增長使得美國企業銷售額上升，從而推動了生產力爆發性的擴大。例如，美國收音機產業的產能在 1929 年一年間就增長了三倍。<sup>12</sup> 當然，企業為擴大產能所需投資中的很大一部分資金也是來自於借貸。一些現在已經臭名昭著的投資信託基金和控股公司在當年也最大限度地利用了各種借貸。<sup>13</sup>

那些為了擴大規模而大量借貸的企業當然也會留意到自身負債相對於資產的猛增。但是只要經濟能保持繁榮，高負債也就同時意味著企業股票價格上漲而帶來的高回報。<sup>14</sup> 實際上，從 1925 年到 1929 年間，美國資本市場的股票價值總額從 25 億美元增長至 87 億美元。<sup>15</sup> 個人和企業所持資產價格的上升又進一步促進了借貸的增長。

這種高負債與高成長相伴的場景也同樣出現在 20 世紀 50 年代至 80 年代經濟快速增長時期的日本（圖 2-2）。只要資產價格不斷上漲，收益增長保持旺盛，負債規模即使擴大也不會被認為是個值得關注的問題，實際上，許多這樣的日本企業還被日本和海外的信用評級機構給予了很高的信用評級。

然而，一旦經濟形勢開始低迷，企業利潤開始下降，負債過多的企業就會面臨因無法清償債務而突然破產的危險。對於那些曾目睹 1929 年 10 月股市崩盤，意識到自身資產負債表問題在經濟衰退情況下的嚴重性的企業來說，開始忙於償還債務就是很自然的選擇。這股償還債務的風潮造成了貨幣供應量和總需求的雙雙下降，從而將美國經濟帶入了資產負債表衰退。經濟景氣的衰退進一步壓低了股票和其他資產的價格，最終引發了如公式（3）和公式（4）表現的那種惡性蕭條的迴圈之中。此外，當時在美國有大約 60 萬股票投資者利用押金購買的方式（也就是用借來的資金）投機股票，當美國股市崩盤，股價暴跌時，他們被迫立即套現以償還追加保證金。<sup>16</sup> 這也就讓這些證券投資者在事實上開始忙於債務償還。

弗裏德曼和施瓦茨主張，在 1929 年 10 月之後，貨幣存量沒有跟隨高能貨幣供應量的增加而相應增加的根源在於銀行危機。<sup>17</sup> 但是由於美聯儲已經投入

15 億美元貨幣來阻止銀行系統準備金(圖 3-2 中 A+B)和庫存金(圖 3-2 中 C)的減少，因此除了那些因為銀行倒閉而損失的儲蓄(14 億美元)以外，銀行擠兌和公眾的貨幣囤積(12 億美元)就不能成為貨幣供應量減少的根本原因。美聯儲的這些沖抵措施使得銀行擠兌風潮只是將貨幣供應量的構成從儲蓄為主、現金為輔轉變成了現金為主、儲蓄為輔而已。換句話說，在私營部門都忙於債務償還的情況下，不管美聯儲向銀行系統注入多少高能貨幣，貨幣存量依然會持續下降。

就如同它們 70 年後的日本同行，當時的美國私營部門將負債最小化作為根本目標。但是這就催生了惡性循環通貨緊縮的出現，造成總需求、貨幣供應量，以及資產價格的整體萎縮，最終嚴重地傷害了美國經濟和銀行系統。

儘管沒有任何文獻曾提及企業都在自發償債的可能性，但是平均貸款利率從 1929 年的 5.8%到 1933 年的 4.3%的下降<sup>18</sup>，以及作為最接近銀行貸款替代品的企業債券總額從 1929 年的 21 億美元到 1933 年的 4 000 萬美元的驟跌<sup>19</sup>都顯示了這種可能性。與此同時，商業銀行從聯邦儲蓄銀行的借貸也較 20 世紀 20 年代後期顯著減少。在經濟形勢繁榮的 1928 年中至 1929 年之間，商業銀行平均要從聯邦銀行借入 7 億美元以滿足私營部門的資金需求。但是等到了 1930 年的初春，這個數額跌落到了 5 000 萬美元，僅有高峰期的 7%(圖 3-2, A 線)，這也顯示了私營部門資金需求的急劇降低。

## ◎二、作為資產負債表衰退的美國大蕭條(4)

但是，當時美國的企業債券回報率和銀行貸款利率的下降程度卻沒有 70 年後的日本那樣顯著，這或許是因為在大蕭條期間，美國經濟倒退的嚴重程度使企業的債務償還能力受到的質疑要超過它們 70 年後的日本同行。反過來說就是，日本在大衰退時期依然高於經濟泡沫頂峰期的國內生產總值支撐了日本企業的債務償還能力。

伯南克(2000)<sup>20</sup>主張美聯儲本應在 1929 年至 1931 年期間注入準備金，因為在此期間銀行可以有效地運用這些追加準備金。但實際情況是，當時的美

國銀行甚至連它們在 1929 年以前從美聯儲借的七億美元都無法有效利用，正在向美聯儲歸還準備金。當銀行由於缺少來自私營部門的資金需求因此轉而向美聯儲歸還所欠債務時，美聯儲增加銀行系統內部準備金的做法就完全是無的放矢。這種情況一直持續到 1931 年。儘管美聯儲的放貸在 1931 年後期爆發的銀行危機，以及 1933 年初全美銀行停業整頓期間有所增加，但這兩次貸款回升都只是暫時性的，在長期走向上依然保持著下跌趨勢。所有這些事實都表明，自 1929 年起，美國私營部門資金需求在急劇降低。

儘管伯南克（1983）和其他學者也觸及過諸如無力償還債務和負債過高等與債務人有關的問題，但是大多是從它們對放貸機構的影響這個角度來展開的，例如債務人的困境如何引發了銀行危機，或者增加了債務仲裁成本等。這些學者從未考慮過債務償還本身的破壞力，也沒有意識到全國性的償債風潮能夠在無須放貸機構做出任何改變的情況下，顯著降低總需求和貨幣供應量。每當一個無力償還債務的借貸方遭到銀行清算，就會有千百個借貸方更加努力地償還債務，以避免那種可悲的下場。也正是這些借貸方償還的債務，最終摧毀了美國的經濟和貨幣供應量。

特敏（1976）注意到了個人部門的去債務化（Deleveraging）現象，但卻以“資料中一些微不足道的痕跡”<sup>21</sup>否認了它的影響。而事實是銀行儲蓄已經減少了 33%，銀行貸款減少了 47%。米什金（Frederic Mishkin, 1978）通過考察個人資產負債表得出結論，認為消費的下降是由於負債導致個人資產減少所致，他的觀點只留意了資產價格下跌造成的負財富效應，而沒有考慮到個人債務的償還對於消費和貨幣供應量的負面作用。放眼 1929 年以前美國個人債務驚人的急速擴張，也就毫不奇怪為何個人也像企業一樣忙於償還債務了。

同樣的，伯南克和米霍夫（2000）同艾森格林（2004）在探討貨幣創造乘數效應減弱的原因時，他們也都將責任完全歸咎於公眾對於貨幣囤積需求的增加。<sup>22</sup> 他們從來就沒有考慮過因為借貸方開始償債而造成貨幣創造乘數效應減弱的可能性。事實上，導致貨幣供應量減少的債務償還才是削弱貨幣創造乘數的最重要因素。因此，對於伯南克和米霍夫“為什麼貨幣存量的變化如此反常（從 1928 年到 1931 年）”<sup>23</sup> 的疑問，回答就是：因為企業和個人都在償債。



儘管公眾囤積貨幣傾向的上升總是和銀行擠兌的發生相輔相成，但是這種傾向僅僅導致了貨幣創造乘數效應最多 15% 的減弱，其餘的 85% 則是由於公眾減少負債傾向的上升。以上提及的這些學者之所以很少考慮到這種可能性的原因就在於，他們最基本的假定就是：企業永遠都在追求利潤最大化並尋求資金。

當企業開始動用銀行儲蓄來償還債務時，就對貨幣供應量和經濟發展兩個方面造成了損害，進而導致了通貨緊縮和銀行危機的發生。雖然艾森格林( 2004 ) 認識到了借貸方對於通貨緊縮的預計使他們停止繼續借貸，但實際情況是，資產價格下跌引發的經濟低迷以及隨之而來的通貨緊縮導致這些借貸方不僅停止借貸，而且還開始積極地償還債務。

#### 4. 對於弗裏德曼的批判

有意思的是，在密爾頓·弗裏德曼和安娜·施瓦茨聞名於世的著作《美國貨幣史，1867 ~ 1960》中，有許多篇幅的內容實際上支援了在大蕭條期間美國承受的是貸款需求不足的觀點。比如弗裏德曼和施瓦茨講述了當時的紐約聯邦儲蓄銀行行長喬治·哈裏遜( George L. Harrison ) 如何給其他地區聯邦銀行行長們寫信，企圖說服他們在 1930 年 6 月增加更多的流動性。但是結果只有亞特蘭大和里士滿的兩名聯邦銀行行長支持他的建議，另外九名行長則大多毫不猶豫地拒絕了他的請求。

### ◎二、作為資產負債表衰退的美國大蕭條 ( 5 )

比如當時的芝加哥( 美國的第二金融中心 ) 聯邦儲蓄銀行行長詹姆斯·莫杜格( James B. McDougal ) 反駁道：“市場內部已經存在著大量的資金，在這種情況下，就應該謹慎行事.....作為聯邦儲蓄委員會應該採取更明確的姿態，只有在資金需求上升時予以支援，而不是在市場並不需要的時候注入更多的準備金。”<sup>24</sup> 同樣的反駁也出現在三藩市聯邦銀行行長約翰·柯欽斯( John U. Calkins ) 的回信當中：“在貸款利率低迷，資金數額龐大的情況下，我們不認為更低的貸款利率、更龐大的資金數額會有助於加速經濟的復蘇。”<sup>25</sup> 實際上，反映當時美國金融市場供求狀況的短期利率從股價頂峰期的 5% 滑落到了哈裏

遜寄出這封信時的 2%，而等到 12 個月以後，已經跌至 1% 以下。利率的這種急劇下滑也說明了當時資金需求的大幅度降低。

弗裏德曼引用其他地區聯邦銀行行長們的反駁顯然是為了表明，紐約聯邦銀行與其他地區聯邦銀行之間對於金融知識的理解存在巨大落差。26 總之，弗裏德曼認為，除了與自己意見一致的紐約聯邦銀行行長以外，其他人都不稱職。我之所以懷疑弗裏德曼持有這種想法，是因為他從來都不認為資金需求會發生逆轉；他的研究都是建立在借貸方永遠存在的前提下，通過調查儲蓄/準備金比率和儲蓄/貨幣比率來解釋經濟的增長。

正如弗裏德曼指出的，不僅是各地區聯邦銀行行長們不支持紐約聯邦銀行的看法，就連由全美主要銀行代表組成的聯邦顧問委員會也持有同樣的觀點，反對注入流動性。27 也就是說，不管是政府還是私營部門，那些活躍於金融市場第一線的人們都已經覺察到了 1930 年間私營部門資金需求的大幅下降。他們意識到，在企業正忙於削減債務時，中央銀行注入流動性的舉措不會產生任何效果。哈裏遜於 1930 年 6 月寄出的這封信顯示自股市崩盤的八個月間，美國私營部門資金需求已經急轉直下。如果考慮到當時銀行危機尚未發生，這就更加證實了美國企業是如何迅速且自發地將它們的工作重心從利潤最大化轉移到了負債最小化上。與此不同的是，日本銀行在 20 世紀 90 年代的貸款額一直等到經濟泡沫破滅整整六年之後才開始出現下降。

甚至連身為紐約聯邦儲蓄銀行行長的哈裏遜本人也承認，當時的美國經濟短期資金需求匱乏，即使通過市場操作注入流動性，也沒有確鑿證據可以證明經濟狀況將因此好轉。不過這顯然並沒有阻礙他宣揚注入流動性的主張，他說：“我們看不出執行這一政策會有什麼危害性，況且當前的經濟形勢如此嚴峻，我們必須採取任何必要的措施來扭轉局勢。”28 但是與那些 70 年後主張日本實行定量寬鬆政策的人士一樣，哈裏遜同樣無法提出令人信服的理論依據來證明這一政策的可行性。

當企業動用銀行儲蓄來償還債務時，銀行儲蓄和貸款都會隨之減少。雖然一部分銀行出於對發生銀行擠兌的擔憂開始考慮回收貸款，但是只要企業能夠及時還貸，銀行最終將會發現沒有立即回收貸款的必要。如果銀行沒有進行貸

款回收，那麼企業也就不可能遭遇信貸緊縮的難題。這就是 86.4% 的受訪企業在接受全美工業協會的調查時表示它們和銀行打交道時沒有遇到任何困難的原因所在。

#### 5. 流動性本身無法阻止銀行危機和企業償債

弗裏德曼關於銀行危機造成了貨幣供應量減少的觀點只能解釋貨幣供應總量 15% 的減少，企業的債務償還才是造成另外 85% 貨幣供應量減少的真正原因。即便我們承認是銀行危機導致了貨幣供應量的減少，弗裏德曼認為美聯儲本來能夠阻止危機產生的觀點仍然存在兩個誤區。其中第一個是，這樣大規模的銀行危機不可能自發地產生。只有當眾人相信銀行的貸款已經成為壞賬時，這種現象才有可能出現。但是如果有那麼多貸款成為壞賬，那麼經濟形勢就要遠比放貸方和借貸方所認為的嚴重得多。1931 年下半年，當第一波銀行危機襲來之時，美國已經在大蕭條的旋渦中度過了兩年，名義國民生產總值下跌了 20%，從 1929 年的 1 030 億美元減少到 1931 年的 760 億美元。經濟活動劇烈萎縮，導致那些曾經對美國經濟的繁榮做出過重要貢獻的高負債企業和個人的收入劇減，再也無力償還債務。這些個人和企業的破產進而引發了銀行危機。也就是說，銀行危機是經濟蕭條的一個結果，而非原因。

### ◎二、作為資產負債表衰退的美國大蕭條（6）

弗裏德曼的觀點還有另外一個誤區，由於銀行借貸人破產而引發的銀行危機其實是因為銀行自身資不抵債而造成的，與流動性不足並沒有關係。假如銀行危機真的是由於銀行系統內部流動性不足所引起，那麼就會像弗裏德曼所認為的，只要美聯儲注入流動性就可以解決這個問題。但是如果銀行本身已經陷入了資不抵債的困境，那麼中央銀行即便注入再多流動性也於事無補。此外，如果美國大蕭條時期銀行問題的癥結在於流動性不足的話，那麼理應出現資金不足的銀行從美聯儲借貸大量增加的現象。但是正如已經指出的，從 1929 年到 1931 年，這個數字降低了 93%。只有到 1931 年下半年以後，當銀行擠兌風潮變得更加普遍時，商業銀行才開始從美聯儲增加借貸以避免準備金減少。但是

這些銀行所借的資金也僅有 1928 年至 1929 年間的一半，並且都是暫時性的行為。即便如此，仍然有 10 000 家銀行最終倒閉，這就說明，當時銀行部門問題的根源是由於借貸方破產而導致的銀行資不抵債，而非流動性不足。

退一萬步說，就算我們承認銀行問題都是由於流動性不足所致，那麼通過美聯儲注資能挽救的也只是那 13.6% 存在借貸困難的企業，對於其餘那些正在忙於削減債務的 86.4% 的企業來說毫無意義。這就和日本央行從 2001 年起執行的定量寬鬆政策沒能阻止企業繼續償債的事實如出一轍。但是只要這 86.4% 的企業不停止償還債務，整體經濟就無法從惡性循環通貨緊縮的泥沼中脫身。所以我們可以得出結論認為，即便當時紐約聯邦儲蓄銀行的哈裏遜行長向銀行系統注入更多的追加流動性，也依然無法扭轉經濟下滑的整體趨勢。

總而言之，只要我們接受全美工業協會的調查結果，那麼我們就必須承認，美國大蕭條根源的 13.6% 是由於信貸供應的問題，而另外 86.4% 則是信貸需求的問題。

#### 6. 將金本位當做罪魁禍首的觀點同樣也是誤導

弗裏德曼指責美聯儲對銀行系統的問題袖手旁觀。特敏 ( 1994 ) 認為是由於決策者對金本位制度的執著妨礙了美聯儲實行金融寬鬆政策，從而加深了經濟蕭條的程度。29 伯南克 ( 2002b ) 更是進一步斷言，美聯儲為了抵消 1931 年以前流入美國的黃金所產生的效應，事實上採取了更加嚴格的貨幣政策。30

但是正如艾森格林和特敏 ( 2000 ) 本人早已指出的，在此期間“金本位問題根本就很少被提及”<sup>31</sup>。這一點也並不奇怪，因為只有在準備金需求上升，而支持這些新增準備金的黃金儲備不足時，黃金才會成為一個問題。當時的決策者們之所以沒有提及金本位制度，或許是因為資金需求的下降速度要快於供給，因此美聯儲和銀行主管們都沒有察覺到增加準備金的必要性。當時商業銀行對於美聯儲注入更多準備金的反對，以及 1929 年至 1931 年間銀行從美聯儲借貸的急速下滑都印證了以上這一假設。

此外，紐約聯邦儲蓄銀行行長哈裏遜的請求之所以被其他聯邦銀行行長和聯邦顧問委員會不約而同地拒絕，原因不在於他們擔憂金本位，而是他們看不出市場對準備金產生了更大的需求。在股市崩盤後的僅僅兩年內，美國的短期

利率就從 5% 跌落至 1% 以下，這表明準備金事實上完全足夠。假如當時美國的決策者們如艾森格林（2004）所認為的那樣在擔心金本位問題，那麼哈裏遜就根本不會提出那樣的請求。即使他提出了，這個請求也必然會由於對金本位問題的擔心而被拒絕。

在資金需求急速萎縮的情況下，黃金的流入或者流出基本上不會產生任何影響，因為問題的關鍵不在這個方面。美聯儲在 1929 年至 1931 年期間沒有增加準備金不是因為金本位制度的制約，而是因為根本就不存在對於準備金的需求。

這就向當今學術界流行的，美國大蕭條可以通過更有技巧的貨幣政策加以避免這一共識提出了一個重要的疑問。在當時那種由於借貸方缺乏而造成的私營部門資金需求急劇下降的情況下，央行注入的流動性將找不到任何理由進入經濟活動之中。這一點也經由日本央行在 2001 年至 2006 年期間，試圖通過實行定量寬鬆政策增加貨幣供應量的最終失敗而得到了證明。也就是說，在美國大蕭條和日本最近發生的大衰退期間實行的金融寬鬆政策都是經濟學中所謂“推繩子”的經典範例（推繩子：泛指貨幣政策效應的不對稱性，貨幣政策對於通貨膨脹效果明顯，但是對於通貨緊縮卻效果不彰——譯者注）。

## ◎二、作為資產負債表衰退的美國大蕭條（7）

至此就已經可以明確，美國大蕭條的最大禍首就是私營部門的償債摧毀了整個經濟的貨幣供應量和總需求。作為其後果的惡性循環通貨緊縮對於金融寬鬆政策無動於衷，因為此時負債累累的私營部門都在為了減少負債而疲於奔命。對於美國大蕭條的這種解釋也得到了當時金融管理機構那些被伯南克稱為“貨幣供應量的反常舉措”的印證。

伯南克（1995）曾經這樣寫道：“找出 20 世紀 30 年代席捲世界的那場經濟崩潰的原因，依舊是一項令人著魔的智慧挑戰。”現在，我們已經找到了關於美國這部分的答案，那就是：大蕭條是一場罕見的資產負債表衰退。

### 7. 政府借貸導致了 1933 年以後美國經濟的復蘇

在大蕭條之後的 30 年中，經濟學家們普遍認識到了貨幣政策的局限性。但是他們的這種認識是建立在一種對於實際情況非常錯誤的理解之上的，那些經濟學家們誤以為流動性陷阱是一個放貸方現象，但事實上它是一個借貸方現象。不過至少他們承認了貨幣政策並非萬能的靈丹妙藥。

20 世紀 70 年代的通貨膨脹和對於“小政府”的認同導致了以貨幣政策為根本的貨幣主義，以及重視單獨經濟行為者行動的新古典主義分析方法的復興。此外，特敏（1989，1994）和羅默（Romer，1991）的研究成果對曾經是主流意見的凱恩斯主義的財政刺激政策使美國得以從大蕭條脫身的觀點提出了質疑。他們力主是貨幣政策對美國經濟的復蘇發揮了關鍵作用，駁斥了一直以來認為貨幣政策作用有限的共識。譬如，羅默認為 1934 年到 1941 年之間，美國貨幣供應量的快速增長對引導美國經濟走出大蕭條的泥沼發揮了決定性的作用。她辯稱，金融擴張（緩和）加速了私營部門的投資，從而誘發了經濟的復蘇。<sup>32</sup>

特敏進一步主張，由於在 1933 年之後，美國政府預算赤字與國民生產總值的比率沒有上升，這就證明財政政策對於 1933 年之後美國經濟的復蘇貢獻甚微。<sup>33</sup> 比如，他寫道：“（對於 1933 年至 1937 年美國經濟的迅猛增長）財政政策沒有任何貢獻……政府赤字沒有增加，因此也就無法對促進經濟成長起到相應的作用。”<sup>34</sup> 他進而補充道，正是由於美聯儲容忍來自歐洲的黃金進入美國，從而擴大了銀行的準備金，最終才造成了 1933 年至 1938 年之間貨幣供應量的擴大。他們這些說法無異於在重新改寫歷史。

如果將特敏和羅默在試圖解釋大蕭條時所使用的證據從資產負債表衰退的角度重新進行驗證的話，就會得到完全不同的答案。他們的觀點存在兩個根本性的問題。首先，黃金的流入並非導致貨幣供應量增加的真正原因。就如在第一章已經解釋過的，當銀行儲蓄增加時，必然會有人借入並花費這筆資金。並且這個借貸人同樣會將這筆資金存入另外一家銀行，於是同一筆資金又會被新的銀行再次貸出。在這個過程的不斷重複之中，銀行的儲蓄（也就是貨幣供應量）和貸款得到了增加。1933 年之後，美國銀行的準備金由於來自歐洲的黃金流入而急劇增加，但是同期美國銀行對私營部門的貸款增長卻是微乎其微（圖 3-3）。就如已經指出的，美國銀行向私營部門發放的貸款持續減少到 1935 年，

其後的回升也是異常緩慢。也就是說，美國銀行增加的絕大部分準備金最終都成為過剩準備金滯留在了銀行系統內部。

圖 3-3 全美銀行的貸款、投資和存款,1923 ~ 1941 年

這就產生了一個問題：那麼到底是哪一方的借貸導致了羅默所指出的，1933 年以後美國貨幣供應量的增加呢？答案很簡單，這些新增借貸基本上都來自政府，也就是說，是美國政府的借貸導致了銀行資產的增加。圖 3-4 和圖 3-5 顯示銀行對私營部門放貸的減少導致了 1929 年至 1933 年間貨幣供應量的萎縮，而對政府放貸的增加則導致了其後貨幣供應量的擴大。換句話說，在 1933 年以前，由於私人儲蓄和企業的債務償還而流入銀行系統的資金因為借貸不足而被迫滯留在了銀行內部。1933 年以後，由於羅斯福新政的實施，這筆資金得以被政府借入並支出，從而離開了銀行，重新進入經濟迴圈之中。圖 3-3 和圖 3-4 清楚地表明瞭，自 1934 年以後，在對私營部門放貸依舊低迷的同時，對政府放貸的增加最終導致了銀行儲蓄的增加。

## ◎二、作為資產負債表衰退的美國大蕭條（8）

圖 3-4 1933 年以後政府借貸導致貨幣供應量大幅攀升（1）

圖 3-3 還顯示出，對私營部門放貸的低迷甚至持續了更長一段時間。即使到了 1941 年，銀行發放給私營部門的貸款也僅有 253 億美元，比 1929 年的 416 億美元減少了 39%，較之 1933 年的 222 億美元也不過增加了 14%。這就動搖了羅默關於私營部門可利用資金的增加導致了經濟復蘇的說法。1934 年以後美國貨幣供應量的增長基本上都要歸功於政府借貸和支出的增加。

圖 3-5 1933 年以後政府借貸導致貨幣供應量大幅攀升（2）

私營部門的借貸一直徘徊不前，就如全美工業協會的調查報告中所提到的，即便與銀行關係良好的企業對於借貸也是極其謹慎。這些私營部門之所以竭力避免借貸，大概是由於在償還債務期間的痛苦經歷使得它們都不願再增加新的負債。

這個場景在 70 年後的日本又重新上演。在日本企業自 1998 年起成為淨儲

蓄者之後，完全是由於日本政府的借貸才有效防止了貨幣供應量的萎縮。圖 3-6 顯示了 1929 年之後的美國與 1997 年之後的日本在貨幣總量上的相同變化。

#### 8. 不僅是預算赤字，支出與稅收也應該加以考慮

第二個問題是，特敏使用了預算赤字作為衡量財政政策對國民生產總值影響程度的工具。但是當經濟處於蕭條期時，這是一個非常不適當的衡量工具，因為在這種經濟形勢下，實行大規模財政刺激政策將啟動經濟成長，導致稅收收入快速增加，最終造成遠低於預期的預算赤字。從開始實行羅斯福新政的 1933 年一直到 1936 年為止，美國政府的財政支出增加了 125%，國民生產總值增長了 48%<sup>35</sup>，政府稅收收入增長了 100%（圖 3-7）。也就是說，稅收收入增長要比經濟增長快了大約兩倍。雖然在此期間，羅斯福總統數次調高了稅率，但是，經濟活動能夠從 1933 年的低迷狀態中復蘇，才是政府稅收收入迅速增長的最主要原因。

圖 3-6 1929 年後的美國與 1997 年後的日本貨幣關聯指標的相似性

圖 3-7 羅斯福新政在沒有增加財政赤字的情況下將財政支出擴大了兩倍

從 1932 年起，美國所有年收入超過 2 500 美元的已婚夫婦，以及年收入超過 1 000 美元的單身人士必須申報個人所得稅。從 1933 年至 1939 年，由於經濟增長，導致更多個人的收入超過了最低申報額，使得個人所得稅申報人從 389 萬上升到 772 萬，增加了約一倍。同期個人所得稅收入也從 3.7 億美元增長到 9.3 億美元，增長了 150%（圖 3-8）<sup>36</sup>，而年均物價上升率僅為 1.2%<sup>37</sup>，這顯示了實際收入的增長和低通脹。美國政府實行的經濟刺激政策促進了經濟的復蘇，以及隨之而來的個人收入增長。政府稅收收入也因此水漲船高，並得以進一步將預算赤字控制在一個穩定的範圍之內（圖 3-7）。

圖 3-8 個人所得稅申報額在羅斯福新政時期出現激增

儘管特敏貶低了財政刺激政策對於 1933 年之後美國經濟復蘇的貢獻，但是如果不是由於政府支出增加了 125%，很難想像同期美國國民生產總值能夠擴大 48%。到 1936 年，美國政府稅收收入和實際國民生產總值終於恢復到了 1929 年的水準，但是這也使得 1936 年的政府支出規模比 1929 年增長了 2.6 倍。但從另一方面來看，銀行在 1936 年對私營部門的放貸額依舊只有 1929 年



的 51%。從 1933 年到 1936 年，美國政府支出與國民生產總值的比率從 6.9% 增至 10.5%，上升了 52%。儘管同期政府預算赤字與國民生產總值的比率保持穩定，但是政府支出在美國經濟中所占份額 52% 的增長顯然意味著，政府在 1936 年間對美國經濟的支持要大於 1933 年，更不用說 1929 年了。

事實上，充分就業赤字 ( Full-employment Deficit ) 這個概念應該已經提醒了特敏和羅默，當經濟處於急速復蘇階段時，穩定的預算赤字 ( 相對於國民生產總值的比率 ) 並不能說明財政政策的無效。充分就業赤字的前提就是當經濟向著充分就業狀態恢復時，稅收收入將會增加，而預算赤字則會縮小，經濟狀況越接近充分就業，預算赤字就越小。

但是儘管稅收收入由於經濟的迅速復蘇而增長了 100%，美國的預算赤字卻依然沒有縮小。這並不表示財政刺激政策沒有產生效果，而是說明經濟復蘇本身是主要依靠財政刺激政策才得以實現的。在此期間，美國聯邦支出占國民生產總值的份額增長了 52% 就足以說明問題。1937 年美國政府削減經費，結果造成經濟整體滑坡，也再次印證了 1933 年以後美國經濟的復蘇對政府財政支出的依賴性。

## ◎二、作為資產負債表衰退的美國大蕭條 ( 9 )

在這段時間裏，政府財政支出共在全美各地協助修建了 651 087 英里公路、124 031 座橋樑、125 100 棟公共建築、8 182 個公園以及 852 個飛機場。此外還在公共場所新增了 2 400 幅壁畫、108 000 幅繪畫和 18 000 座雕塑。並且還種植了 30 多萬億棵樹木，開墾了 8 440 萬英畝良田。僅美國公共工程署 ( Public Works Administration, PWA ) 就動用 40 億美元資金修建了諸如華盛頓州的大庫利水庫、紐約市的林肯隧道和三區大橋這樣的大型工程，美國工作進步總署 ( Works Progress Administration , WPA ) 則直接雇用了 800 萬人參加公共工程建設。據最終推算，所有這些公共建設一共提供了 2 500 萬個直接或間接的工作機會。<sup>38</sup> 那些認為這些支出對於美國國民生產總值毫無影響的觀點顯然是荒謬透頂的。

因此，對於當時美國經濟狀況的正確解釋應該是，政府支出 125% 的擴大導致了國民生產總值 48% 的增長，從而使得曾經極其低落的稅收收入翻了一番。這就是預算赤字相對於國民生產總值的比率沒有出現顯著上升的原因所在。

特敏 ( 1994 ) 和若田部 ( 若田部昌澄，日本經濟學家、早稻田大學教授——譯者注 ) 都引用美國預算赤字相對於國民生產總值比率增長緩慢的實例，來支援他們關於政府支出對經濟復蘇貢獻不彰的論點。實際上，他們是想說，即使政府無所作為，經濟照樣能夠按照同樣的速度增長下去。假如事實果真如此，那麼美國稅收收入在沒有政府經濟刺激措施的情況下依然能夠翻番，美國政府理應在 1936 年就擁有高額財政盈餘。如果按照他們的主張進行推理，那麼就將得出結論，即使美國政府實行嚴格的財政緊縮政策，經濟增長依然不會受影響。

預算赤字比率之所以沒有增長只有兩種可能。要麼是政府支出和稅收收入都沒有發生大幅變化，要麼是二者的變化同步。前一種情況是收入和稅收沒有明顯變化，也就是說政府對於經濟的增長影響甚微。而後一種情況則顯示，由於巨額財政支出推動稅收收入和國民生產總值同時顯著增長，使得政府財政支出與這二者相比顯得變化不大。20 世紀 30 年代稅收收入和國民生產總值的大幅上升顯示，當時的美國經濟正是後一種情況。

國民生產總值和稅收收入的持續增長，同時也表現出財政刺激政策強大的乘數效應。事實表明，羅斯福政府似乎偏好將大型工程作為新政的一部分，這是因為政府官員們注意到了，最初的財政刺激可以誘發經濟劇烈的上升和稅收收入急速的增長。隨著政府支出的不斷擴大，經濟復蘇的潮流最終也就變得勢不可當。

#### 9. 過早的財政整頓導致了高失業率的持續

在 20 世紀 30 年代，美國的失業率一直都高於 14%，一些人將這作為羅斯福新政沒能帶來經濟復蘇的證據。<sup>39</sup> 但是持續的高失業率應該歸咎於 1937 年實行的財政整頓，它將在那之前一直在持續好轉的失業率重又拖回穀底 ( 圖 3-7 )。1937 年政府削減財政支出的舉措導致了經濟的再次低迷，工業生產總值下滑了 33%，股價暴跌了幾乎 50%，這就再次證明美國經濟依舊處於資產負債表衰退之中，經濟增長完全是由政府的財政刺激來支撐。

通過與同期德國經濟的比較，美國政府在 1937 年財政政策改變的草率更加凸顯。從 1933 年至 1938 年，德國穩步擴大的財政支出將失業率從 26.3%降低到了 2.1%(圖 3-9)，同期工業生產總值增長 89%，實際國民生產總值增長 58%。雖然政府預算赤字也升至國民生產總值的 10%，但是當失業率降至 2.1%時，很少有人會為此感到不滿。圖 3-7 和圖 3-9 的對比顯示，假如不是因為美國政府在 1937 年和 1938 年間削減了財政支出，美國的失業率本來也有可能在 20 世紀 30 年代末期降低到一位數以下。

圖 3-9 德國的財政政策極大降低了失業率

#### 10.財政刺激政策結束了經濟衰退，化解了銀行危機

特敏和羅默都忽略了，實際上正是美國政府的借貸支持了 1933 年之後貨幣供應量的增長。他們的注意力只集中在淨預算赤字，而不是政府支出和稅收收入上，因此也就忽略了政府借貸所造成的大規模財政支出的影響力。

### ◎二、作為資產負債表衰退的美國大蕭條 ( 10 )

因此我們或許可以大膽地說，刨除公式 ( 4 ) 所表示的，政府行為對於通貨緊縮迴圈的阻礙，美國大蕭條不僅是一場資產負債表衰退，而且還是這種衰退最純粹的形式。經濟泡沫時期積累了巨額債務的私營企業，在 1929 年 10 月之後同時開始進行債務償還，這就造成了貨幣政策效力的弱化，最終將經濟送入惡性循環通貨緊縮之中。這也就解釋了美聯儲在 1929 年到 1933 年之間為何“無所作為”，答案並不是美聯儲不作為，而是在私營部門資金需求大幅縮減的情況下，美聯儲的選擇有限。

今天的經濟學家們認為，大蕭條時美國貨幣供應和經濟活動雙雙萎縮的根源在於銀行系統流動性不足導致的資金匱乏。

但是正如我們已經看到的，只有 13.6%的企業存在資金不足的問題，而且這些企業中的大多數有可能正陷於經營不善的困境。換句話說，即便美聯儲注入足夠的流動性，這些企業也會因為收益不佳、財務狀況惡劣等原因而很難從銀行獲得資金。

從弗裏德曼一直延續到伯南克的主張，也就是認為美國大蕭條本來可以通過更有技巧的貨幣政策得以避免。這種觀點或許只適用於身處惡性循環通貨緊縮泥沼中的美國經濟的一小部分。而對於另外 86.4% 的美國經濟來說，任何貨幣政策都難以奏效。

當經濟陷入資產負債表衰退的困境，將眾多借貸方（以及它們的放貸方）推至破產的邊緣時，只有兩種應對政策可以產生作用。一種是政府向這些瀕臨破產的企業和銀行注入資金，將它們拖出負資產的困境，這同時也就意味著私營企業的國有化。另一種就是由政府出面向這些企業發放大量訂單，以改善這些企業的收益狀況，使它們能夠通過自己的力量來償還債務。

美國政府於 1933 年開始實行的新政同時包括了以上這兩種政策。首先，政府以通過復興銀行公司（the Reconstruction Finance Corporation）收購銀行股票的方式向銀行系統注資超過 10 億美元。此外，政府進行了前面提到過的大規模公共工程建設。相當於當時美國所有銀行自有資本總和 1/3 的 10 億美元政府注資 40 改善了銀行的資產負債表，增強了它們應對風險的能力。大規模的公共工程建設增加了企業收益，為數以百萬計的人提供了就業機會，進而刺激了經濟的增長。

這兩項政策最終制伏了大蕭條所產生的惡性循環通貨緊縮，為經濟的最終復蘇鋪平了道路。並且，這兩項政策都是與政府支出直接相關的財政政策，同弗裏德曼和伯南克主張的注入流動性的貨幣政策性質完全不同。

因此我們也就可以看到，是財政政策而非貨幣政策幫助美國和德國從 20 世紀 30 年代的大蕭條之中擺脫出來。並且，對於私營部門的償債風潮，貨幣政策能夠起到的作用有限，這一點在 70 年後的日本得到了再現。

### ◎三、經濟衰退的類型不止一種

#### 兩種類型的經濟衰退

迄今為止，經濟學家們都認為經濟衰退的類型只有一種，美國大蕭條則是這種類型經濟衰退的一個極端表現。並且這種衰退是由於資金供應方受到衝

擊，從而使得企業融資發生困難而導致的。因為這些經濟學家假定所有企業都以利潤最大化為目標，所以他們相信只有在企業無法募集到所需資金時才會發生經濟衰退。但是本章已經證明，經濟衰退至少有兩種不同的形式：由於經濟週期造成的衰退和由於企業資產負債表問題造成的衰退。對於前一種衰退，就如眾多研究已經表明的，身陷其中的企業基本上還是以利潤最大化為目標，貨幣政策正是應對此類衰退的最佳工具。但是當發生後一類衰退時，企業的首要目標已經從利潤最大化轉移到負債最小化，這時就需要利用財政政策作為應對措施。

伯南克（2000）說，經濟學對於美國大蕭條成因的解釋依然並不充分。究其原因，主要是因為迄今為止的經濟學理論對於能夠造成大蕭條這種悲劇發生的資產負債表衰退尚無明確認識。尤其是一般觀點都將大蕭條視為經濟衰退的一種極端表現，這就表明了主流觀點對於普通衰退和大蕭條之間差別的見解只局限於規模不同而已。由於假定企業即使在經濟長期衰退時依然重視將來，致力於利潤最大化，所以作為當今經濟學界主流的新凱恩斯學派（New Keynesian school）倚重各種價格“粘性（Stickiness）”來解釋經濟衰退。這個學派的經濟學家認為：調配成本和工資的下降“剛性（Rigidity）”阻止了物資和勞動力市場向均衡水準的回歸。但是，即便價格的粘性和剛性可以用來解釋短期失業率和經濟衰退，對於長期衰退卻依然缺乏說服力。這是因為在長期範圍內，價格的變化都是依照市場力量的改變而進行的。

在一場資產負債表衰退當中，由於眾多企業都在同時進行債務償還，從而引發了總需求的持續下降 [ 公式（4）]，這與價格剛性或粘性並無多大關聯。而總需求的惡化會一直持續到企業的資產負債表得到最終修復之時，或者整個私營部門（包括企業）都陷入無錢儲蓄的困境為止。

經濟衰退存在至少兩種不同形式的見解，對於經濟學家們來說充滿了嘲諷意味，因為正是美國大蕭條導致了今日宏觀經濟學的誕生。然而，儘管是由於大蕭條的衝擊才使得宏觀經濟學作為一個獨立學科出現，卻沒有任何人意識到大蕭條的根源與普通經濟衰退完全不同。因此，經濟學家們一直都在運用同樣的理論體系來試圖解釋所有的經濟衰退，包括美國大蕭條。這就導致了許多奇

怪（如果不是愚蠢）的經濟觀點，尤其是在關於長期經濟衰退的解釋上。通過向現有經濟學框架導入負債最小化的概念，經濟學理論對於長期衰退的研究與探討，終於得以從依賴價格和工資粘性剛性之類的雕蟲小技的困境中解脫出來。

#### ◎一、美國的現狀：次貸危機（1）

當前美國經濟正面臨著房地產泡沫的破滅和次貸危機。在這場危機中，大西洋兩岸的眾多金融機構已經遭到了沉重打擊，美國無法售出的住房數量達到了空前規模。這次危機正是由於一種資產價格泡沫的破滅所致，所以這有可能將美國拖入另一場資產負債表衰退。

這場次貸危機的起因需要回溯到 2000 年的 IT 泡沫。當時在 IT 泡沫破滅之後，美聯儲立即意識到美國的總需求正在迅速下降，如果不遏制住這股下降勢頭，那麼美國整體經濟就有可能捲入一場全面衰退之中。作為回應，美聯儲將利率從 6% 大幅調降到 1%。在 IT 泡沫期間，美國的住房市場表現平穩，沒有出現過熱現象。然而當美聯儲將利率調降至自 1959 年以來的最低水準時，能夠承擔住房貸款的人數由於低利率而迅速增加，最終引發了房產泡沫的產生。

儘管房價飆升，但是格林斯潘仍然保持冷靜，拒絕用泡沫這個詞來形容房地產市場出現的狀況，他之所以能夠保持冷靜，或許是因為他心中已經在醞釀一個計畫。當時眾多因為 IT 泡沫破滅而受到打擊的美國企業正埋頭於資產負債表的修復，格林斯潘的意圖就是通過支持房地產市場來維持正承受著下降壓力的總需求。通過以房地產泡沫代替 IT 泡沫，格林斯潘讓美國經濟繼續保持增長，從而使美國企業能夠有足夠利潤來清理它們的資產負債表。

在那個時候，格林斯潘或許相信，一旦美國企業完成資產負債表的修復，它們就會重振旗鼓，開始為前瞻性的專案貸款投資，在這種情況下，利率就會回升，進而終結房地產泡沫。按照這種方案，健全的企業部門將作為帶動經濟發展的火車頭，最終帶領美國走出 IT 和房地產泡沫。

在頭三年中，格林斯潘的這個策略成效顯著。當企業仍舊在努力修復資產負債表時，美國經濟因為得力於房地產泡沫而保持了強勁勢頭。到 2003 年年

底，絕大多數美國企業已經完成資產負債表的清理，於是美國聯邦儲備委員會從 2004 年 6 月開始連續 17 次提高利率，將聯邦基準利率提升到 5.25%，並且認為企業資金需求的復蘇也會提升長期利率。

但是結果卻發現，財務狀況良好的企業依舊不願借貸，這就最終導致了問題的發生。格林斯潘甚至在國會聽證會上公開表示驚訝，為什麼理應借貸的企業卻不這樣做？<sup>1</sup>就如本書第二章已經指出的，美國遭遇了日本在過去數年間曾經遭受過的“債務抵觸綜合征”。事實上，美國經濟正處於經濟陰陽週期的第四個階段，在此階段中，那些曾經被迫修補資產負債表的企業在完成目標之後依然缺乏借貸意願。

由於這種債務抵觸綜合征，儘管美國的短期利率已經回升到了 5.25%，但長期利率依然徘徊在 4%~5% 的水準。由於房地產市場一般只受到長期利率的影響，而長期利率並沒有隨著美聯儲的緊縮政策同步上升，這就導致美國的房地產泡沫又多持續了兩年。

另一方面，大多數普通購房者已經於 2001~2003 年期間購買了新的住房。在企業沒有貸款需求，普通購房者也不再需要資金購房的情況下，華爾街的資金管理者們在 2004~2006 年間開始迫切需要開拓新的借貸者，特別是那些願意支付高於貨幣市場利率的借貸者，於是他們開始發掘大批次級借貸者資源的潛力。華爾街的銀行家們說服自己，這些次級借貸者支付的高利率將會彌補可能產生的風險，於是他們向這個市場注入了大約 10 000 億美元的資金。

這些資金的突然湧入徹底改變了次貸市場的原有結構，放貸標準和信用評級被不負責任地全面放寬。這些貸款又進一步被分割並證券化，和其他金融產品打包一起轉賣給其他投資者，此外，眾多貸款發放者對放貸也採取了重量不重質的馬虎態度。

2006 年春，美國的房價終於到達頂點並開始回落。由於眾多次級借貸者當初購買房產都是因為相信房價將一路上升，這樣他們就可以通過購買房產來累積資產，從而躋身優惠級借貸者之列並享受優惠級固定利率，所以對於他們來說，房價下跌就意味著被次級房貸的高利率套牢。因為許多這樣的借貸者只負擔得起最初的誘惑利率（Teaser Rate，為了吸引借貸者申請住房貸款，放貸機

構將借貸者最初所需支付的放貸利率調低，該利率即為誘惑利率。在誘惑利率期結束之後，借貸者就必須支付正常利率——譯者注），在誘惑利率期之後恢復的正常利率就造成了大量貸款拖欠現象的發生，由此導致的次級借貸相關金融產品的價格暴跌進而對全球金融市場造成了巨大衝擊。

## ◎一、美國的現狀：次貸危機（2）

雖然次級貸款總額只有 10 000 億美元，但是因為這些次級貸款被分割並和其他金融資產打包後證券化，所以與次級貸款有關的金融產品總額也許高達數萬億美元，然而沒有人知道這些金融產品的確切金額。此外，優惠級房屋貸款的違約率也在快速攀升，這顯示在房地產泡沫期間，許多優惠級借貸者也特意購置了新的房產。儘管優惠級貸款的違約率只有次級貸款的 1 / 4，但是前者的市場規模要遠遠大於後者，這就意味著銀行和金融系統因此受到的打擊也將會異常嚴重。

導致局勢更加危險的是，由於這些證券結構複雜，絕大多數投資者無法確切瞭解它們的風險程度，所以投資者們只能依靠評級機構來做判斷。當評級機構開始同時下調這些證券的等級時，整個市場開始崩潰，在這個過程中，數以千計銀行的資產負債表因此受到慘烈的創傷。與此同時，評級機構表現出來的不可靠性又影響了其他許多與次級貸款無關的、結構複雜證券的價值。同時，這些金融產品的複雜結構又阻礙了其他股票投機商的介入，因為除了極少數能夠真正理解這些金融產品的投資者，股票投機商們也同樣難以找到其他願意購買這些證券的客戶。

### 1. 次貸危機所導致的資產負債表衰退的特徵

此次美國次貸危機存在幾點以前的資產負債表衰退所不會出現的特殊之處。首先，問題出自個人和銀行部門，而非一般企業。假如像當年日本的商業不動產泡沫那樣，問題主要集中在企業部門，那麼局面就會比較容易掌握，因為被宣佈技術性破產對於企業來說無異於死刑宣判，所以企業都會盡一切可能迅速清償債務以修補受損的資產負債表。這種情況在過去 15 年的日本和 IT 泡



沫破滅之後的德國和美國都曾經發生過。

但是對於個人，情況則截然不同。如果一個家庭在購買了住房之後，房價出現了大幅暴跌，當房貸金額超過已經縮水的住房現有價值時，這個家庭在技術上就已經破產。但是在現實中，只要這個家庭能夠繼續償還貸款，那麼就不會成為問題。作為銀行，它關心的只是每個月能否及時收到按揭，至於這個家庭的淨資產是否為負並不在銀行的關心範圍之內。因此，只要就業和收入能夠保持增長，個人就能夠繼續擁有他們的房產，不會出現大規模拋售房產和房價暴跌的現象。對於那些能夠按時支付固定利率房貸的個人來說，由於房價下跌而產生的財富遞減效應也會因此變緩。

但是對於那些因為浮動利率貸款的誘惑利率到期而不能繼續支付每月按揭的個人來說，他們別無選擇，只能開始拖欠貸款。最終這些借貸者將喪失抵押品贖回權並被收回住房，銀行也將因為過多的不良貸款而遭受損失。過多的不良貸款反過來又降低了銀行的資本充足率 ( Capital Adequacy Ratio )，於是銀行不得不減少放貸以恢復資本充足率，而這又導致了信貸緊縮。此外，當借貸者因為喪失抵押品贖回權而被銀行收回的住房重新被拍賣時，隨之可能出現的雪球效應將使相同區域的房價受到影響。現在美國大約有 200 萬違約借貸者，違約率的急速飆升已經給住房供給和房價造成了災難性的後果。

作為金融部門，與次級貸款有關的金融產品的價值崩潰已經給它們造成了巨大損失，而這種損失向那些與次級貸款無關的複雜結構金融產品的擴散更讓局勢如火上澆油。金融機構的困境在歐美已經導致了信用緊縮現象的出現。

## 2.重溫 20 世紀 90 年代日本經濟泡沫的崩潰

這場次貸危機將會如何發展下去？假如它出現日本平成泡沫破滅之後同樣的狀況，那麼大概就會出現以下現象：

( 1 ) 在泡沫剛破滅時，幾乎所有人都會將因此出現的經濟低迷視為暫時現象，他們相信在某些特定產業經歷數個季度的煎熬之後，經濟就會恢復正常狀態。這種過度自信在經濟泡沫剛破滅時一般都會非常普遍，原因在於經濟泡沫幾乎都是在經濟最繁榮的時候破滅，在這個時候，每個人都拒絕承認經濟出現頹勢。在日本，這個階段從經濟形勢依然強勁的 1990 年持續到了 1992 年。

( 2 ) 然而，一旦泡沫的破滅開始影響到個人和企業 ( 對於美國來說，尤其是指銀行 ) 的資產負債表時，公眾就會變得更加謹慎，並採取防禦的姿態。如果這種防禦姿態促使個人增加儲蓄，而銀行加強違約房貸住房的回收和拍賣，那麼整體經濟就會受到合成謬誤的影響，國內需求和資產價格因此而發生的惡化就會像滾雪球一樣日趨嚴重。在日本，這個階段從 1993 年前後開始，當時人們已經在談論第一章中提及的“資產負債表恐慌綜合征”。

### ◎一、美國的現狀：次貸危機 ( 3 )

( 3 ) 與此同時，各個銀行都會立即開始縮減放貸以提高自身資本比率，這些銀行只是一廂情願地相信這樣的努力將會提高自己的核心資本充足率，卻沒有意識到整體經濟已經因為它們的行為而陷入合成謬誤之中。所以，這些銀行越是努力，信貸緊縮和整體宏觀經濟就越是惡化，反而導致銀行想要實現的目標更加遙遙無期。

( 4 ) 經濟低迷造成的傷害最終迫使公眾做出妥協，同意向資本不足的銀行注入資本，幫助這些放貸方擺脫困境，終結信貸緊縮。在日本，這個時點出現在 1997 年末期，最終促成了日本政府於 1998 年和 1999 年向銀行系統的資本注入。

政府也可以通過借入和支出私人部門的過剩儲蓄來執行強有力的財政刺激政策。在日本，這種政策從 1993 年就開始實施，只是這些刺激政策從來沒能做到先發制人，總是落後于現實形勢。

財政支出和資本注入可以終結合成謬誤，讓經濟形勢恢復穩定。但是必須指出的是，雖然前述的政府措施可以起到穩定經濟的作用，但是在私營部門修復資產負債表，並克服“債務抵觸綜合征”之前，經濟不會自我復蘇。日本直到泡沫破滅 17 年後的今天，依然沒能擺脫這種綜合征。

### 3. 美國陷入泡沫破滅之後的困境當中

在前面所說的四個階段之中，第一階段與美國 2007 年夏秋的局勢一致。美聯儲於 2007 年 10 月宣佈降息的決定是在這個階段中的經典反應。

但是當銀行資產負債表問題開始變得嚴重時，市場的疑惑和恐慌情緒開始蔓延，拋售問題資產的企圖導致價格下降，從而進一步惡化了局勢。2007 年年底，銀行系統的虧損增加顯示經濟狀況已經進入第二個階段。伯南克在 2008 年 1 月 10 日的演講中宣佈美聯儲“已經做好準備在需要的時候實施切實可行的行動”，這表明對於美聯儲來說，“拒絕承認”的階段終於結束了。

儘管像花旗銀行和瑞士聯合銀行（UBS）這樣的大銀行已經選擇利用諸如阿拉伯和亞洲的主權財富基金（Sovereign Wealth Funds, SWF）來充實資本，但是 8 560 家美國銀行中的大多數都無法獲得這種管道。那些難以獲得外部資本的銀行只能被迫相應縮減放貸，數以千計這樣的銀行採取了這種應對措施，而這又進一步惡化了住宅和商業不動產的頹勢，最終累及了整體經濟狀況（第三階段）。

此外，花旗銀行為這些注入“資本”支付了 11% 的利息，而瑞士聯合銀行則為 9%。事實上，這兩家銀行支付的都是高於次級借貸者所支付的利息。為了償還高額利息，這些頂級銀行不得不進行有可能給經濟和金融市場帶來負面影響的重大結構調整。像花旗和瑞士聯銀這樣的頂級銀行只有通過支付高額利息才能獲得資本，這說明了當前形勢的嚴峻性，同時也凸顯了數以千計非頂級銀行獲得資本的困難程度。

這樣的信貸緊縮是由於銀行病態資產負債表所導致的資產負債表衰退的一個獨特之處，並且這種現象在銀行獲得充足資本之前將不會消失。然而，通過收益來補充銀行資本的過程將會異常漫長，尤其是當經濟處於衰退期時。由中央銀行主導的流動性注入也無法結束信貸緊縮，唯有政府主導的資本注入才能實現這個目標，但是在公眾對於救助那些“愚蠢、貪婪、收入過高”的銀行家的抵觸情緒消除之前，政府也難以做出任何實際行動。

2008 年 2 月，在東京舉行的 G7 會議上，在一場角色徹底轉換的會晤中，日本財務大臣額賀福志郎要求美國財政部長漢克·保爾森（Hank Paulson）動用政府資金充實美國銀行資本，額賀所主張的正是 20 世紀 90 年代中期美國政府曾經向日本施壓以解決日本銀行問題的要求。但是，保爾森卻無法公開承諾美國政府的決策，因為他擔心因此招致反對政府救助“富得流油”的銀行家的不良政

治後果，而這也正是日本官方在 20 世紀 90 年代中期曾經面臨的政治困境。

保爾森或許知道，日本前首相宮澤喜一在 1992 年也曾建議政府利用公共資金來解決日本銀行的問題。但是這項建議引發了以無知媒體為首的公眾大規模的反對，使宮澤的提議被完全掩蓋。事實上，這些反對的威力如此之大，以至於在此後的整整五年裏，沒有任何政治家敢於談論銀行的拯救計畫，一直到 1997 年年末，當信用緊縮問題已經變得異常嚴重（圖 2-3），連媒體也不得不承認必須採取行動來應對為止。考慮到這些先例，保爾森或許相信，政府過早的動作實際上有可能引發反對浪潮，最終使計畫無法付諸實施。

#### ◎一、美國的現狀：次貸危機（4）

這就意味著美國經濟和公眾將不得不繼續承受信貸緊縮，直到因此造成的困境迫使公眾在政治上容忍資本注入為止。到那個時候，也許就會有人提出，與其讓美國銀行向亞洲或者中東的主權財富基金支付高額利息，還不如由美國政府來承擔這些主權財富基金的角色，如此一來，收入轉移就會被限定在美國內部。美國在 1933 年進行的資本注入和日本在 1999 年的資本注入都沒有增加納稅人負擔，這些歷史記錄也使這樣的提議更容易被公眾接受。就如圖 2-3 所顯示的，日本在 1998 年 3 月的資本注入阻止了信貸緊縮的進一步惡化，1999 年 3 月的資本注入則使日本銀行能夠繼續發揮它們作為金融仲介機構的作用。

日本的經驗同時表明，在進行資本注入時，許多專家和政治家所堅持的，為了“治理”銀行以使它們不再犯相同錯誤的附帶條件應該限制在一個合理的範圍之內。這是因為改革銀行和終結信貸緊縮這兩個目標之間並不存在一致性。事實上，許多銀行寧願縮減放貸也不願意接受附帶過多約束條件的政府資金。但是如果銀行不接受這些資金，那麼結束信貸緊縮的政策提議也就無從實現，經濟將會繼續沉淪。

日本的這個教訓得來不易：當政府於 1998 年初開始執行包括美國財政部等眾多觀察家所堅持的，附帶了嚴格條件的資本注入政策時，沒有一家日本銀行申請這種資本注入。包括竹中平藏在內的眾多海內外銀行分析人士和觀察家都

主張銀行不應接受這種資本注入，取而代之的是縮減放貸，精簡規模。雖然這些建議適用於單個銀行，但是對於已經遭受信貸緊縮的日本來說，卻導致了宏觀經濟上的災難。最終，日本政府不得不取消資本注入的附帶條件以拯救經濟。這裏的關鍵在於，試圖運用資本注入這個唯一途徑來達到方向相反的兩個目標的政策本身就顯得不負責任。治理銀行的工作應該留給銀行監管部門，而資本注入政策必須集中在中止信貸緊縮這個對於宏觀經濟更具緊迫性的問題上。

當前，一些歐洲房產市場，尤其是西班牙和英國市場也同樣出現了低迷狀況。由於過去數年間的房產熱潮加速了西班牙國內生產總值的增長，所以這個泡沫的破滅對於成長中的經濟造成了重大打擊。當大西洋兩岸的金融機構已經呈現頹勢之時，泡沫的破滅意味著決策者們需要竭盡所能來防止全世界的經濟陷入像 20 世紀 30 年代那樣的全球合成謬誤。

#### 4. 政府金融機構支撐了美國的房產市場

目前，唯一在努力解決這種合成謬誤的美國官方機構是聯邦住宅貸款銀行 ( FHLB )，這個機構僅在 2007 年下半年就已經向金融機構提供了數百萬億美元以維持美國房產市場的運作。

也就是說，正是聯邦住宅貸款銀行、房利美( Fannie Mae )和房地美( Freddie Mac ) 這類公共基金在支撐著美國的房產市場。假如這個市場只依靠私營部門的話，也許早就已經崩潰。令人感到諷刺的是，組建於 20 世紀 30 年代大蕭條時期的聯邦住宅貸款銀行在拯救 21 世紀的房產市場的過程中依然發揮著主要作用。

然而這也同時折射出情況的嚴峻性。再加上銀行需要縮減放貸，提高自身資產比率，局勢在短期內不會有所改觀。

#### 5. 美國正在重走日本當年清理不良貸款的老路

到數年之前為止，日本的銀行系統面臨著嚴重的不良貸款問題，除了少數銀行向國際市場出售股份以外，這些問題大部分最終在日本國內找到了解決方案。

當時，美國對日本的謹慎態度進行了激烈的批評，主張日本的銀行應該儘快將它們的不良貸款從資產負債表上註銷，並且直到市場出清為止聽任資產價

格的下落，美國的這些主張在日本國內得到了竹中平藏的遙相呼應。然而情況現在出現了逆轉，美國在財政部長保爾森的領導下正在執行的恰好就是當年他們所抨擊的日本所執行的政策。馬丁·沃爾夫（Martin Wolf, 英國《金融時報》的資深編輯和首席經濟評論員——譯者注）在《金融時報》的文章中也已經指出了美國 10 年前對於日本的指責和當前保爾森部長的所作所為之間的反差。<sup>2</sup>

美國當年對於日本的指責是完全錯誤的，日本當時的選擇和美國現今正在實行的對策對於兩國所面臨的問題來說都是恰如其分的。當時之所以會產生那種誤解的原因在於，那些評論者們沒有意識到，按照資金需求是否存在和問題的影響程度涉及局部還是整個銀行系統，銀行危機實際上有四種不同類型，以及四種相應的解決之道。它們分別是：

#### ◎一、美國的現狀：次貸危機（5）

第一類（Ⅰ）：存在資金需求的局部危機。

第二類（Ⅱ）：存在資金需求的系統危機。

第三類（Ⅲ）：不存在資金需求的局部危機。

第四類（Ⅳ）：不存在資金需求的系統危機。

前兩類危機發生在經濟週期處於“陽”態階段時，而後兩類則發生在經濟週期的“陰”態階段。

這四類危機表示在表 7-1 中。<sup>3</sup>

表 7-1 四種類型的銀行危機及其解決之道

“陽”態階段

資金需求正常 “陰”態階段

資金需求低迷或者不存在

銀行危機

局部 （Ⅰ）迅速清理不良貸款

奉行問責制 （Ⅲ）穩步清理不良貸款

奉行問責制

系統 ( II ) 緩慢清理不良貸款

向銀行讓利 ( IV ) 緩慢清理不良貸款

資本注入

在此基礎上可以判定：

1989 年的美國儲蓄信貸協會 ( S&L ) 危機屬於第一類。

1982 年的拉丁美洲債務危機，1991 ~ 1992 年遍及全美的信貸緊縮，以及 20 世紀 90 年代初期的北歐銀行危機屬於第二類。

日本在 1995 年之前的狀況屬於第三類。

日本自 1996 年、中國臺灣自 2000 年、美國 20 世紀 30 年代的大蕭條和美英兩國自 2007 年開始的次貸危機都屬於第四類。

從以上的表 7-1 中可以看出，只有在面對第一類銀行危機時，迅速清理銀行不良貸款才是最佳解決之道，而對於其他類型的銀行危機，只有謹慎穩步的方式才能產生較好的結果。在面對第二類和第四類系統危機時，在缺乏購買方的情況下，試圖銷售不良資產的嘗試有可能將資產價格進一步壓低，使得經濟形勢更加低迷，最終造成更多的不良貸款發生。因此，借用斯蒂芬·英韋斯 ( Stefan Ingves, 瑞典央行行長——譯者注 ) 的話來說，過於匆忙地清理不良貸款只會“破壞價值”<sup>4</sup>，使局勢進一步惡化。事實上，美國正是以非常緩慢而謹慎的節奏在處理第二類銀行危機中的不良貸款問題。

第三類銀行危機雖然不存在雪球效應，但是依然沒有立即解決不良貸款的緊迫性，因為在這種情況下，不良貸款並不會對經濟成長構成障礙。因此顯然也就沒有理由在第三類銀行危機時動用納稅人的資金來加速對不良貸款的清理。

與此同時，在資金需求依然存在的第二類系統危機發生時，政府當局可以通過讓利措施來支援銀行系統。所謂的讓利就是指中央銀行調低向銀行系統提供流動性時的利率，同時又允許銀行的貸款利率不變。在現實中，美國正是通過這種方式解決了在第一章中已經指出的，於 1991 年至 1993 年間發生的全國性信貸緊縮。雖然這種方式將儲蓄者的收入轉移給了銀行，顯得很不公平，但是由於這種方式不需要政府動用公共資金，因此作為權宜之計仍然可以容忍。

然而對於第四類危機，由於私營部門的資金需求不足，從而造成中央銀行的讓利措施失去效力。在這種類型的銀行危機發生時，政府需要在局勢進一步惡化之前就採取行動，開始向銀行注資，這正是美國在 1933 年和日本在 1998 年與 1999 年所執行的政策。由於美國當前的次貸危機可能將會導致信貸緊縮現象更加嚴重，因此美國當局必須考慮實行這種補救措施的可能性。

在英國，英國政府最終在 2008 年 2 月放棄了尋找願意接手北岩銀行（Northern Rock, 英國第五大銀行，因為次貸危機的影響陷入經營困難，而不得不向英國當局尋求援助——譯者注）的下家的企圖，轉而將這家銀行國有化。沒有任何私營部門願意出來接收這家銀行的事實強烈顯示出，現在發生的是一場系統危機，所有的金融機構都深受其害，自顧不暇，遑論解救他人。1998 年中期，在日本長期信用銀行面臨破產之際也出現了完全相同的情況，雖然日本政府花費了大量精力來為長期信用銀行尋找合併夥伴，但是卻沒有任何一家國內外投資者願意出來接手這個燙手山芋，最終，日本政府只得出面將長期信用銀行國有化。事實上，在日本政府實行大規模注資和公共工程建設政策，使日本經濟和銀行系統得到穩定之後，國外的投資者才表示出了購買這家銀行的意願。

儘管眾多專家和投資銀行出於私營投資者永遠存在的推測，強烈主張為銀行危機尋找“市場解決方案”，但是事實上，這種解決方案只對第一類和第三類銀行危機奏效。當第二類和第四類系統危機發生時，沒有私營投資者和投資銀行會願意購買這些資產，所以政府部門必須出面接收那些破產的金融機構，直到銀行系統和整體經濟重新恢復穩定。

#### ◎一、美國的現狀：次貸危機（6）

6. 次貸危機的解決方式與拉丁美洲債務危機存在相似之處，但是依然有所不同

10 年前，當日本受到來自美國的激烈批評時，像美聯儲前主席保羅·沃爾克這樣，對於系統性銀行危機有著深刻認識的人士卻不斷發出警告，指出當眾



多日本銀行都面臨同樣問題時，急於清理不良貸款的舉措將會是一個錯誤。這些發出警告的人士顯然明白，日本經歷的正是第四類銀行危機。

2001年6月23日，沃爾克先生在接受《東京經濟》雜誌的採訪時明確指出，日本應該對銀行登出不良貸款的進程實施“限速”。這個觀點大概是基於這位美聯儲前主席關於1982年拉丁美洲債務危機的親身經驗，當時的情況就和日本所遇到的一樣，整個美國的金融系統都受到了嚴重威脅。事實上，次貸危機的發展過程在許多方面都與拉丁美洲債務危機有著相似之處。

拉丁美洲債務危機的起因是由於數以百計的美國銀行過於貪婪，向拉丁美洲的獨裁政府發放了規模巨大的最終變成壞賬的貸款。因此而造成的危機將美國許多主要銀行的資本席捲一空，情況嚴重到美國政府都不敢公開討論這個問題。最終，花費了10年以上的時間才將這場危機導致的混亂清理完畢。

此次的次貸危機也同樣是由於眾多美國金融機構的草率行徑所引發。需要再次指出的是，因為公眾強烈反對使用稅金來拯救這些放貸方，所以這場危機將需要漫長的時間才能夠得到解決。<sup>5</sup>

但是在拉丁美洲債務危機爆發時，由於當時還沒有什麼主權財富基金，因此銀行只能被迫使用它們自身的日常運營利潤來補充資本。而在這一次危機中，像花旗和瑞士聯銀這樣的許多銀行能夠利用亞洲和中東的主權財富基金來補充資本。所以，這些銀行這一次或許不再需要像拉丁美洲債務危機時那樣，花費很長的時間來重建資本。

7.由於美國經濟放緩，此次危機也許要比拉丁美洲債務危機更難應對

另一方面，當年的拉丁美洲債務危機除了減少美國對於這個地區的出口之外，基本上對美國國內經濟沒有其他影響。但是這一次，美國的國內經濟卻遇到了嚴重阻礙，例如房產市場的復蘇就因為大量無法售出的積壓房源而顯得遙遙無期。

使得情況繼續惡化的是，當前銀行對於房地產關聯的借貸顯示出不斷增長的抵觸情緒。這樣的放貸抵觸情緒就將抑制房產購買，使得房地產的低迷期進一步拖長。而這種傾向在歐美都表現出越來越明顯的勢頭。

到最近為止狀況還算良好的美國商業不動產市場也已經亮起了紅燈。本來

一個健康的商業不動產市場能夠消化由於住宅市場低迷而剩餘的建築物資和勞動力，但是商業不動產市場最近出現的萎靡給美國的建築業和國內生產總值造成了沉重的打擊。

美國不動產的整體萎靡將會影響到各部門的收益，對於眾多美國銀行來說，克服次貸危機和當年的拉丁美洲債務危機一樣，將會是一個嚴峻的挑戰。

雖然我不認為美國的復蘇會像日本那樣，需要花上 15 年時間才最終走出大衰退的困境，但是除非歐美政府實施與第四類銀行危機相匹配的資本注入政策，否則金融部門的機能弱化顯然將會持續一些年頭。

#### 8. 住房期貨市場預計房價將繼續下跌

除了金融機構的資本虧損問題，當前經濟所面臨的另一個實質性問題就是住房過剩。這種住房過剩的解決依賴於房價的走勢。如果房價緩慢下降，那麼美國經濟就能夠平安度過這段險境。但是，如果房價呈現出暴跌趨勢，那麼美國經濟就將陷入嚴重的資產負債表衰退。自 2006 年以來在芝加哥商品交易所進行的房價期貨交易已經表明，市場參與者也預計房價到 2010 年為止至少要下降 20%（圖 7-1）。儘管期貨市場的預測並不精確，但是這種預測會促使人們延緩購買房屋的決定，從而使房源過剩問題繼續惡化。同時這種預測也可能促使那些正為房貸而受煎熬的個人選擇放棄他們的住房，因為即使他們現在選擇違約，等到三年後再購買住房也要比繼續支付現有房貸划算得多。

#### 圖 7-1 美國預計房價至 2010 年為止呈現下降趨勢

這張圖也顯示了東京和大阪地區房價在日本經濟泡沫時及其破滅之後的實際走勢。值得回味的是，東京房價在 1991 年之前的變化與美國房價在 2006 年之前的狀況非常吻合。雖然有人會找出理由主張美國的房價與日本相比多少都會下跌，但是如此多的金融機構由於這次的次貸危機而受到打擊，以及積壓的待售房源居高不下都顯示出美國經濟有可能硬著陸。萬一處理不當，歐洲（甚至中國？）的房產泡沫也一道破滅，那麼我們就將陷入一個危機重重的世界。

#### ◎一、美國的現狀：次貸危機（7）

我們必須記住，製造美國房產泡沫的主要因素就是大量被開發出來的創新金融產品 ( Innovative Financial Product )，包括諸如次級利率和負攤還 ( Negative Amortization, “neg-am” ) 貸款這樣的，初始按揭較低，但是數年之後按揭額將顯著增加的房貸。一些推算認為，在過去幾年間，有大約 1/3 的購房者所依賴的正是這樣的金融產品。對於這一點有必要關注，因為在大蕭條之前的數年中，也正是新開發的金融產品利用寅吃卯糧的方式擴大了當前需求，最終導致了大蕭條的發生。

#### 9. 格林斯潘與伯南克的區別

對於美聯儲主席伯南克，本書已經對他進行過數次批評，原因在於伯南克過度依賴貨幣政策的力量。對於貨幣政策的這種過度自信很可能導致在處理美國經濟所面對的威脅時，伯南克會比他的前任進行更大幅度的利率下調。但是日本的經驗早已表明，這種措施將不會產生預期的效果。

在一場資產負債表衰退中，利率下調的措施失效正是這種衰退的一個顯著特徵。在第四章中已經指出，一旦泡沫破滅，資產價格將不再對利率下調產生反應。這是因為那些在泡沫期無視現金流量折現 ( Discounted Cash-Flow, DCF ) 推動資產價格飆升，最終卻又因此而受損的人們出於對自身草率行為的反思，於是轉而嚴格按照現金流量折現法來衡量資產價值。總之，泡沫之所以會產生完全是因為資產買家們無視現金流問題，人為抬高價格所致，而在泡沫破滅之後，這些買家們會發誓再也不忽視現金流量折現價值，那些遵守誓言的買家們在資產價格回落至未來現金流量折現值之前不會進行資產購買。簡而言之，美國房價在下跌至它們的現金流量折現值時，將不會對美聯儲的利率下調產生任何反應。

以日本的例子來說，在日本央行將短期利率從 8% 降至零的情況下，包括住宅在內的不動產價格卻沒有產生任何變化。現在美國所面臨的問題是，這一幕是否會在美國重新上演。如果投資者們認定房價依然大幅高於現金流量折現值，那麼利率下調將失去作用，美國經濟就有可能無法避免硬著陸的命運。

一旦貨幣政策的失靈得到證實，政府就必須毫不猶豫地立即動用財政政策。2000 年當 IT 泡沫的破滅造成美國經濟陷入這種狀態時，格林斯潘令人意

外地一反他自己的立場，轉而支持布希總統的減稅方案。一年之後，“9.11”恐怖事件剛一發生，格林斯潘又令人意外地勸說白宮實施相當於美國國內生產總值 1%~1.5% 的財政刺激政策。布希政府聽從了這位美聯儲主席的建議，這項大規模的財政刺激政策，再加上格林斯潘通過調低利率而引發的房產泡沫最終幫助美國經濟戰勝了 IT 泡沫破滅和“9.11”事件聯手造成的惡性循環通貨緊縮。

與此相對照的，伯南克出於其貨幣政策可以解決一切問題的信仰，很可能會動用大規模的貨幣寬鬆政策來應付現在的問題（他說不定會如他曾經為了扭轉日本經濟形勢向日本央行所建議的，命令美聯儲去購買番茄醬）<sup>6</sup>。但是伯南克今天遇到的問題比格林斯潘在 2000 年和 2001 年遇到的還要棘手。格林斯潘當年還能夠通過低利率來刺激對於利率變動最敏感的房產市場，而在 2008 年，伯南克已經沒有任何對於利率變動敏感的市場可以用來刺激了。事實上，他的處境與 20 世紀 90 年代早期，股市和房產泡沫雙雙破滅之後的日本央行如出一轍。

儘管經濟學家們可能會把他們的雞蛋都放入貨幣政策的籃子中，但是令人振奮的是美國的政治家，甚至世界貨幣基金組織都在推動財政刺激政策。美國國會和白宮於 2008 年 2 月，迅速通過了一項 1 680 億美元的減稅法案，這樣的刺激政策毫無疑問將會有助於美國經濟。

更令人感到鼓舞的是，世界貨幣基金組織常務董事多明尼克·施特勞斯·卡恩（Dominique Strauss-Kahn）於 2008 年 1 月 27 日在達沃斯發表見解，不僅建議美國實行財政刺激政策，甚至主張全世界都採取這樣的措施。一貫堅持財政整頓的世界貨幣基金組織轉而開始推崇財政刺激政策以避免全球經濟危機，它的這種立場一百八十度大轉變引起了巨大震動，《金融時報》將這種轉變稱為“大逆轉”。世界貨幣基金組織建議在全球範圍內實行財政刺激的主張具有重大意義，因為它是唯一一個有資格向全世界預警全球性合成謬誤的機構。<sup>7</sup>

## ◎一、美國的現狀：次貸危機（8）

### 10.更多的財政措施不可或缺

然而，華盛頓現在關於財政政策的辯論存在著兩個令人不安的因素。一個是過於強調減稅政策，這在正常情況下尚情有可原，但是在資產負債表衰退時，很大一部分減稅額將被用做儲蓄，或者用做包括房貸在內的債務償還。此外，到 2006 年為止的房價上升造成了眾多美國人儲蓄的下降，現在當房價開始出現下降趨勢時，不少美國家庭覺得有必要重新增加儲蓄。在這種情況下，政府支出將比減稅更有利於刺激總需求的增長。

第二個令人不安的因素就是過於強調財政措施的短期效應，這導致了降低財政刺激對於政府長期財政健全所造成傷害的呼聲。但是當資產負債表衰退發生時，在個人和銀行的資產負債表得到修復之前，情況將不可能得到改善。考慮到當前問題的規模，顯然沒有任何理由可以相信，一次性的政府刺激政策就可以解決所有的資產負債表問題。在 1992 年至 1993 年日本政府實施第一次財政刺激政策期間，也出現過像今天華盛頓所進行的這種辯論，但是最終用了長達 15 年的時間，日本才爬出衰退的泥沼。

之所以花費了如此漫長的時間是因為，當年在經濟學領域中還不存在資產負債表衰退這個概念，政府的財政刺激政策總是間歇性地執行，而且還多是“馬後炮”。也就是說，這些財政刺激都是在前一項刺激政策已經過期，通貨緊縮壓力重新惡化經濟形勢之後才得以實施。就如在第四章中指出的，這種時斷時續的應對方式最終導致了高達 100 萬億日元的累積赤字，並導致衰退多持續了完全不必要的五年時間。

現在我們對於資產負債表衰退的原理已經有了全面認識，因此美國就沒有任何理由重蹈日本當年的覆轍。所以，希望美國政府在以後數年間能夠執行一系列準確無誤的財政刺激政策，擴大政府支出，並且做好向銀行注資的準備，一旦政治時機成熟時就將其付諸行動。

與此同時，伯南克領導下的美聯儲很有可能將大幅下調利率，因此導致的美元貶值將有助於美國擴大出口，減少進口。事實上，匯率變動對於出口的幫助也許是貨幣寬鬆政策唯一的一個正面效應。儘管由於美國現在巨大的貿易赤字，使得這樣的出口增長無法有效消除銀行和房產部門的負面影響，但是如第四章提出的，並不能因此就指責華盛頓為了改善貿易平衡而將美元貶值的政策。

如果美國經濟停滯，美元貶值，那麼日本以及其他貿易順差國家就應該共同回應世界貨幣基金組織的建議，動用財政政策，刺激國內需求。這樣的行動將會有助於日本和全球的經濟，尤其是在日本的稅收收入和個人儲蓄增長都顯著高於私營部門資金需求增長的情況下。

## ◎二、中國泡沫（1）

另一個有發生資產負債表衰退的潛在危險的地區就是正氾濫著多種資產泡沫的中國。例如，房地產價格在上海、北京、青島這些大城市居高不下，股票價格也一路上升。

然而不能忘記的是，同樣的（也許稍微低一些）房地產價格上漲速度在日本和其他亞洲國家也曾經出現過。比如日本在 1955 年至 1970 年的經濟高速成長時期，國內生產總值的年間實際增長率為 9.8%，名義增長率為 15.6%，同期年間房地產價格的上漲速度達到了 21.4%。<sup>8</sup>就如同現在的中國一樣，日本在佈雷頓森林貨幣體系的框架之下也實行著 1 美元兌換 360 日元的固定匯率。隨著出口旺盛，經濟持續擴張，房地產價格也相應出現高企。這種現象也出現在了中國的臺灣以及其他亞洲地區。

中國政府深知經濟泡沫會帶來的傷害，已經在試圖通過不同方式來解決這個問題。比如，以前在不需要支付首付的情況下就可以申請到住房貸款，但是現在買家卻必須首先支付大量的首付。中國政府顯然打算通過加強微觀層面上的調控來實現穩定經濟的目標。

在股市方面，中國當局調高股票交易印花稅來冷卻股市。儘管這種增稅無法從根本上解決造成經濟泡沫的經濟失衡問題，但是只要政府將稅率上調到位，就足以達到放緩過熱經濟的目的。這是因為資產價格泡沫一般都會伴隨著交易量的激增，也就是頻密交易，這種頻密交易將會給市場參與者一種錯誤的安全感，以為這些資產的流動性充沛，他們可以隨時在危險發生之前從中脫身。提高交易稅能夠加大炒作成本，從而有助於遏制市場頻密交易的烈度。

一般說來，當決策者們打算清理經濟泡沫時，他們首先會檢查貨幣供應是

否已經失控。因為在沒有金融機構資金支援的前提下，任何泡沫都不可能發生（或者終將破滅），所以決策者們通常會調查貨幣供應相對於國內生產總值的增長速度。意味深長的是，美國在大蕭條前，以及日本在大衰退前的貨幣供應量與國內生產總值的比率，也就是貨幣流通速度表現都非常穩定，這一點在圖 7-2 中得到了體現。這就可能給中央銀行一種錯覺，認為貨幣狀況還沒有出現失控的跡象。而在這兩次經濟危機前的穩定物價更是加深了這種天下太平的錯覺。

圖 7-2 貨幣供應與 GDP 比率在經濟泡沫時期依然保持穩定

貨幣供應規模與國內生產總值的比率也許是衡量一般價格所受壓力的有效指標，但是在衡量資產價格時，這個指標就失去了效用，這是因為資產交易不包括在國內生產總值之中。要想瞭解資產價格所受到的壓力，就必須瞭解貨幣業務的總量，這是因為資產，尤其是金融資產價格的上升基本上都會伴隨著交易量的大幅擴張（頻密交易）。

衡量貨幣業務總量的一個有效指標就是存款周轉率，存款周轉率就是將銀行系統的取款總額除以銀行系統內的活期存款平均餘額。在美國，這個資料可以直接從美聯儲得到，在日本，則可以從日本銀行的《儲蓄者分類儲蓄》調查報告中查到活期存款的總支付額和活期存款總額，然後將前者除以後者即可得到。

存款周轉率的上升意味著同一筆銀行存款的周轉速度加快，因此在相同時間內就能夠支援更多的交易。如果存款周轉率的上升快於國內生產總值或者貨幣流通速度，那麼就意味著資產交易一定出現了增長勢頭，反之亦然。

通過對 20 世紀 80 年代末期日本和大蕭條之前美國的驗證，就不難發現存款周轉率在各自的經濟泡沫到達頂峰的過程中都呈現出迅速上升的趨勢，而當泡沫破滅之後又全都開始暴跌，日本的情況在圖 7-3，美國的情況在圖 7-4 中各自得到了體現。日本在經濟泡沫頂峰的 1990 年時，同樣的銀行存款所支援的交易量相當於“非泡沫”期的 1985 年時的兩倍。在美國，這個資料在 1929 年比 1925 年要高 80%。在各自的泡沫破滅之後，日本的存款周轉率降至頂峰期的 1/6，美國則是 1/3。

圖 7-3 伴隨日本股市泡沫同期出現的存款周轉率上升

存款周轉率如此劇烈的震盪說明僅參考貨幣供應量和貨幣流通速度是遠遠不夠的，因為同樣規模的貨幣供應量可以支援不同規模的交易。這一點在衡量資產價格而非一般價格壓力時尤其重要。

## ◎二、中國泡沫（2）

因此，由於存款周轉率與資產價格的這種緊密關聯，中國政府於 2007 年 6 月開始提高股票交易印花稅（或者稱托賓稅）稅率的決定也許就是緩解股市投機的一種途徑。這種稅率的提高將降低存款周轉率，促使公眾在決定投資之前三思而行。

圖 7-4 伴隨 1929 年美國股市泡沫同期出現的存款周轉率上升

### 1. 中國臺灣與日本之間經濟泡沫的反差

在與經濟泡沫作鬥爭時，金融管理當局應該儘量將捲入的金融機構和企業數量減少到最低程度。這是因為完全由現金支撐的泡沫一般不會導致嚴重的資產負債表衰退以及由此產生的信貸緊縮現象。

這一點在中國臺灣自 1987 年至 1990 年出現的股市泡沫中得到了清楚的體現，當時臺灣的股價在僅僅四年的時間裏，在攀升了 11 倍之後又暴跌了 80%。但是儘管股市崩潰，臺灣的 GDP 卻沒有受到太大影響，繼續保持了年間 6% 的增長速度（圖 7-5）。之所以出現這樣的狀況，完全是得力於兩個因素。

圖 7-5 中國內地和臺灣的 GDP 增長率以及股市泡沫

首先，進入股市的資金大部分都是私人存款，也就是“私房錢”。“私房錢”一詞就意味著這些存款都是瞞著配偶或者家人的。當這些資金在股市的投資落空時，為了保密，它們的投資者們當然也就無法公開自己的損失。

其次，當時中國臺灣的所有主要銀行都是由政府所有並經營，中國臺灣地區政府在銀行運作上秉持非常保守的態度。因此，僅有極少數的資金從金融機構流入股市，臺灣的企業部門亦然，所以 1990 年的股市泡沫破滅也就沒有給銀行和企業的資產負債表造成傷害。

這一點和日本在 20 世紀 80 年代末期發生的經濟泡沫截然不同，當時大量



的日本金融機構和企業捲入了泡沫之中，因此當泡沫破滅時，數以百萬計企業的資產負債表受到了嚴重創傷，將日本帶入了長達 15 年的資產負債表衰退的苦痛之中。

中國內地股市泡沫的情況大概將會介於日本和中國臺灣的先例之間，因為在中國內地，大量的個人存款和私房錢與企業的秘密基金（企業小金庫）結合在一起催生了股票價格的泡沫。

雖然經濟泡沫本身難以預防，但是它們造成的破壞卻可以通過提高投機交易成本，阻止金融機構和企業捲入泡沫來最大限度地降低。

## 2. 中國國營企業改革所產生的影響

中國個人儲蓄增加的一個重要原因在於國營企業的改革。那些曾經就職於國營企業的員工，他們因為能夠享受到一定程度的社會福利，所以不需要進行過多的儲蓄。

但是在中國政府對國營企業進行改革的過程當中，這些國營企業的員工很大程度上失去了原有的那些福利。當這些員工經過一段時間終於找到新的工作，生活趨於穩定，又能確保相應的收入之後，由於以前國營企業的養老金和健康保險

已經改為個人與單位的雙重交付機制，所以他們只能開始依靠存款來未雨綢繆。此類目的的儲蓄約占中國國民總收入的 40%，這就拉大了國內需求與國內生產之間的差距，迫使企業更加依賴出口，進一步加大了對外貿易的差額。

為了糾正這種狀況，中國政府就需要儘快完善社會保障體系。但是這對於一個擁有 13 億人口的發展中國家來說，並不是一蹴而就的事。即便能夠，對於公眾來說，也需要時間來對這種社會保障體系產生信賴，從而改變他們的儲蓄習慣。即使如日本和美國這樣的發達國家的納稅人也會對他們的社會保障體系的支付能力產生懷疑，這就說明了中國所面對的這個問題的艱巨程度。