

◎导读（1）

我们正站在历史的转折点上。

由美国次贷危机引发的金融风暴在一夜之间彻底颠覆了美国的金融格局，曾经在世界金融舞台上叱咤风云的五大投行转瞬间不复存在。源于美国的这场金融灾难进而席卷全球，重创欧洲经济。欧盟各国深受其害，自顾不暇，号称北欧天堂的冰岛，国家经济更是濒临破产的边缘。与此同时，近年来居高不下的原油价格急转直下，缩水近半。曾经以傲人的经济增长速度带动全球经济，被誉为明日之星的巴西、俄国、印度、中国等“金砖四国”（BRIC）新兴经济体的股市前所未有地同时全面暴跌，市场前景一片黯淡。自20世纪20年代末30年代初的“大萧条”以来近一个世纪中，世界经济还从未出现过目前这样的惊恐和混乱。

格林斯潘日前将这场风暴称为“百年一遇的危机”。这位长年执掌美国中央银行、被评论为比美国总统更具影响力的美联储前主席，言行一向谨慎，他此次的评论显然不是危言耸听，而是恰如其分地代表了主流专业人士的担忧和恐惧。更加令人难以释怀的是，这场灾难现在看来似乎才刚刚拉开序幕。这场风暴最终将如何演变，会把我们引入怎样的困境，到目前为止，尚未有人给出令人信服的答案。

但是有一个事实显而易见：越来越多的学者、专家以及政府决策者在谈论当前的这场金融危机时，不断将其与1929年爆发的大萧条相提并论。如果认真回顾80年前爆发的那场同样发源于华尔街的金融风暴的轨迹，我们不难发现，它给当时的世界带来的不仅仅是经济灾难，更为希特勒上台、德日两国军国化铺平了道路，并最终将人类拖入世界大战的深渊。80年后，现在发生的这场金融风暴是否会带来同样的恶果？虽然我们现在尚不敢妄言，但是随着金融风暴的扩大，我们已经看到美俄这样的传统对手之间对立急速加剧，也看到英国为了维护自身利益，毫不犹豫地与昨天还是盟友的冰岛反目成仇，动用反恐法案对其予以制裁。美国总统布什日前非常露骨地要求世界所有其它国家都要与美国“同赴国难”，不可在这场危机中寻求独善其身。这对于像中国这样，本来与次贷危机毫无瓜葛的国家来说，与其说是要求，倒不如说更像是一种要挟。

这场风暴将会如何演变？我们的世界将何去何从？我们自身又该做出怎样的抉择？在当

前的混沌之中，幸运的是，我们终于有了一个可以参照的坐标，这就是辜朝明先生的大作《大衰退》。

辜朝明先生祖籍中国台湾，是已故台湾海基会前董事长辜振甫先生的侄子。辜先生自幼在日美等国接受教育，在约翰霍普金斯大学完成经济学学业后，作为经济学家任职于美联储纽约支行，后于 20 世纪 80 年代末期，受聘于日本最大的证券公司野村证券，在其旗下的研究机构野村综合研究所担任首席经济学家。作为一名经济学者，辜朝明先生有别于众多同行，他不是藏身于纯学术的象牙塔中，而是长期活跃在日美经济金融舞台的第一线，因此他对于诸多经济问题的视角和理解也就显得特别独到、深刻。更加难能可贵的是，辜朝明先生的工作性质使他对各种经济现象的分析贴近现实，在解析经济问题的同时能够指出相应的解决方案，这对于身处当前这种经济迷津的我们来说尤为重要。

辜朝明先生的这本着作建立在他长年研究所得出的重要成果，即“资产负债表衰退”这个在经济学领域具有开创性意义的崭新概念的基础之上。长期以来，对于美国 1929 年爆发的大萧条(Great Depression)，以及 20 世纪 90 年代日本长达 15 年的大衰退(Great Recession)这两次罕见的大规模经济衰退的传统解释一般都认为：股市崩溃导致银行不良贷款等问题凸显，因此造成信用紧缩，流动性陷阱产生，进而导致企业借贷困难，最终引发了整体经济大规模的倒退。基于这种理解，到目前为止的主流观点对于这种大规模经济衰退的解决办法基本上都着眼于货币供给方，主张政府在大力治理银行不良贷款问题的同时，主要利用货币政策工具，向银行系统注入大量资金，增加流动性，遏制并消除信用紧缩现象，从而达到促进经济实现良性循环的目的。

◎导读（2）

但是资产负债表衰退概念却彻底颠覆了这种传统理念，经过对大量历史数据和数据的缜密细致的分析，资产负债表衰退概念认为：问题的根源并非货币供给方，而是货币需求方——企业。这种观点认为，经济衰退是由于股市以及不动产市场的泡沫破灭之后，市场价格的崩溃造成在泡沫期过度扩张的企业资产大幅缩水，资产负债表失衡，企业负债严重超出资产，

因此，企业即使运作正常，也已陷入了技术性破产的窘境。

在这种情况下，大多数企业自然会将企业目标从“利润最大化”转为“负债最小化”，在停止借贷的同时，将企业能够利用的所有现金流都投入到债务偿还上，不遗余力地修复受损的资产负债表，希望早日走出技术性破产的泥沼。企业这种“负债最小化”模式的大规模转变最终造成合成谬误，于是就会出现即便银行愿意继续发放贷款，也无法找到借贷方的异常现象。

与此同时，担心外界发觉自己已经技术性破产的企业，与极力避免既有贷款不良化的银行之间心照不宣地达成默契，对企业普遍存在的资产负债表失衡问题讳莫如深，从而使借贷方不足这个造成信贷紧缩、流动性停滞的关键因素深藏于幕后，不为世人所知，并最终导致了我们在 20 世纪 90 年代的日本大衰退期间所观察到的货币政策失灵现象的发生。

作为对策，辜朝明先生通过详细举证 20 世纪 30 年代大萧条时期的美国，以及日本 20 世纪 90 年代大衰退后经济复苏过程的波折，指出在资产负债表衰退期间，当今学术界主张的货币政策工具的有效性令人怀疑，真正具有效力的是由政府主导的财政政策工具。

为了进一步说明资产负债表衰退的概念及其应对措施，辜朝明先生创造性地将经济周期形象地分为“阴阳”两个阶段。当经济周期处于“阳”态阶段时，经济状况属于传统主流经济学可以涵盖的范围，企业资产负债表健全，将利润最大化作为经营目标，利率正常，存在通货膨胀倾向。这时政府可以有效地运用货币政策工具来调控经济，而财政政策工具由于会产生挤出效应（Crowd Out）则应该尽量避免运用。

然而当经济周期处于“阴”态阶段时，企业资产负债表失衡，出现资不抵债现象，企业大规模转向负债最小化模式，从而导致合成谬误，将经济拖入资产负债表衰退之中。此时利率降至极低点，通货紧缩现象发生，货币政策完全失灵，政府必须大胆使用财政政策工具来刺激经济复苏。

通过引入阴阳周期理念，资产负债表衰退概念最终得以体系化。必须指出的是，这个概念建立在大量的史实调查和验证之上，逻辑严密，自成一体，在经济学领域具有独树一帜的首创性。

更重要的是，这部于 2008 年春天才以英文版面世的著作并不仅仅满足于对纯学术概念的

探讨，以及对历史的回顾，在本书中，作者结合当前的次贷危机，用了大量篇幅对当今世界经济局势做了广泛而细致的分析与探讨。

由于此次次贷危机和金融风暴的突然性，迄今为止，系统分析其前因后果的著述寥若晨星。而在本书中，我们却可以找到诸多论述可供参考，这就使得本书在当前这个时候显得难能可贵。

由于辜朝明先生长期活跃于西方经济第一线，因此他这本著作不仅具有重要的学术价值，同时还为我们了解和把握现实世界的动向提供了许多鲜为人知的重要线索。

例如，日前，中国国际金融投资公司当前的金融风暴为主题组团赴美进行了考察。在美期间，中金考察团成员分别访问了美国财政部、美联储以及世界货币基金组织等不同机构。在考察期间，这些美国机构的人员屡次告诉中金考察团成员：美联储主席伯南克因研究大萧条和日本大衰退而闻名。在美国出现金融危机之时，由他出任美联储主席可谓恰逢其时，是美国不幸之中的万幸。

然而从本书中我们却得知这样一个事实，伯南克本人与米尔顿·弗里德曼一样，是货币政策的坚定信仰者，坚信 1929 年大萧条完全是由于当时的美联储没有及时向银行系统注入足够的流动性所致。并以美联储主席的身份公开声明美联储应该为此受到谴责。然而当伯南克将责任归咎于货币供给方时，却完全没有考虑到货币需求方行为变化这个客观事实。因此，在 20 世纪 90 年代日本大衰退期间，伯南克虽然向日本政府提出过各种建议，但在货币政策效果不彰的情况下，伯南克依然极力主张日本政府大力推行以通货膨胀为代价的货币政策，同时对于因此将产生的通货膨胀规模却含糊其辞。此外，由于伯南克对货币政策普遍性的过分信任，本书也预言了伯南克将会比他的前任进行更大幅度的利率下调，然而辜朝明先生在本书中以日本大衰退的事实为依据，论述了在当前这种经济衰退中利率下调作用失效的机理。

另外一个值得玩味的例子是在 1999 年，美国著名经济学家保罗·克鲁格曼在与辜朝明先生就日本当时的经济困境进行的对话中毫不讳言地主张，理论上依靠印刷钞票也能刺激需求，因此日本央行通过增加货币供应就能产生有效作用。当辜朝明先生回答道，这样就意味着难以想象的通货膨胀时，克鲁格曼教授毫不犹豫地说：日本正是需要 200%~300% 的通货膨胀率。辜朝明先生听后不禁愕然。作为经济学界最优秀头脑的代表之一，克鲁格曼教授的这种观点

或许在理论上无可厚非，但是在现实中却不会有哪一个负责任的政府敢于让自己的国民承担200%~300%的恶性通货膨胀。然而克鲁格曼教授2008年被授予诺贝尔经济学奖这一事实显示，传统经济学理论与经济现实的背离并没有受到足够的重视。伯南克、克鲁格曼等坚信货币政策普遍性的主流派人士依然主导着当今世界经济领域，不管是学术理论还是具体决策的走向。

在了解这些内容之后，加上本书向我们揭示的一个重要事实：在由资产价格泡沫破灭诱发的经济衰退中，货币政策工具可能会失灵。我们就不得不重新考虑美国业内人士对于伯南克的乐观期待，同时也为我们预测美国为应对此次危机将会制定的策略以及未来的走向提供了有力左证。

作为一名务实的经济学者，辜朝明先生在本书中对中国当前的经济状况也做出了客观、正面的分析，尽管篇幅不长，但是依然能够感觉到辜朝明先生对于中国经济发展面临的艰巨性有着深刻的认识，值得我们认真思考。

《大衰退》这本书在内容上涵盖了当前世界经济风暴的核心问题，并在确保学术严谨性的同时，结合当前现实，深入浅出，对许多重要的经济常识做了细致全面的解释和介绍。因此可以说，不管是作为专业人士、政府决策者，还是普通大众，这本书都为我们了解当前各种复杂经济现象，寻找应对策略提供了极具价值的参考。

作为译者，我本人非常荣幸能在当前这个重要时机将本书翻译介绍给国人，由于时间紧迫，这本约20万字的著作前后仅用了一个月就仓促译成，加上自己学术水平有限，错漏之处在所难免。在翻译此书时，考虑到读者层次的不同，我对书中的一些人物和内容做了简短注释，不当之处望谅解、指正。

喻海翔

2008年10月14日于成都

◎一、结构问题与银行问题（1）

无法解释日本经济的长期衰退

日本经济的复苏已经不容置疑，长达 15 年的经济衰退即将结束的征兆已经出现。但是我们必须牢记的是，基本性和周期性的因素都可能影响经济形势。目前的日本只是在前一部分——也就是在过去 15 年间令其焦头烂额的那些特殊问题——的范畴内出现了明显的复苏迹象。而一些周期性或者外部因素，诸如汇率波动、全球化压力——尤其是来自中国的竞争压力，以及美国经济的混乱等，依然在产生着负面作用。因此，尽管最近的资料在基本性因素上显示了乐观的倾向，但是日本仍然必须时刻留意周期性的波动和外部压力。

这一章将以明确日本经济衰退的类型为出发点，然后在第二章中详细论证日本当前的经济复苏。全球形势以及经济周期的动向将在第六章和第七章中加以阐述。

1. 日本的经济复苏并非源于结构改革

关于导致日本长达 15 年经济衰退的原因，一直以来众说纷纭。有人将其归咎于结构缺陷或者银行问题，有人指责错误的货币政策及其造成的过高利率，还有人认为罪魁祸首是日本独特的文化，等等。也许可以这样总结，当众多外国媒体和公众人物纷纷指责日本的文化或者结构缺陷时，学术界则力主货币政策失败一说。而与此同时，金融界人士却把日本经济不景气的原因归结为银行问题。

结构缺陷论阵营的代表人物包括美国联邦储备委员会前主席艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）¹，他认为日本能否摆脱“僵尸企业”（Zombie Companies，指依靠银行贷款苟延残喘、避免破产的企业）是问题的关键。还有日本前首相小泉纯一郎，他的行动口号是：“没有结构改革就没有经济复苏”。尽管结构改革这个词对于不同的人或许有着不同的意义，但是对于日本前首相小泉纯一郎和他的经济财政政策担当大臣竹中平藏（Heizo Takenaka）来说，就只意味着里根—撒切尔式的刺激供给改革。他们推动刺激供给改革的理由是：通常面向需求方的货币与财政刺激政策显然已经无法改变日本的经济形势。于 1998 年辞职的日本首相桥本龙太郎同样也是把推动结构改革作为复苏日本经济的关键所在。

在德国，结构问题同样被视为 2000～2005 年长达五年的德国经济大衰退的元凶，这是自

第二次世界大战之后德国经历的最严重的经济衰退。在这期间，德国经济对来自于欧洲中央银行（ECB）的货币刺激政策反应迟钝，而同期欧元圈内的其它经济体却反应积极，这就更加支持了德国需要进行结构改革的主张。

在学术界，克鲁格曼（Paul Krugman，普林斯顿大学经济学教授，1998）辩称通货紧缩才是日本经济困境的主要原因，他甚至认为追究日本陷入通货紧缩的原因已经无关紧要。² 为了抑制通货紧缩，克鲁格曼力主实施宽松的货币政策，以推动通货膨胀的发生为目标。这种不纠缠于通货紧缩的根源，而直接实施疗法的方式也得到了伯南克（2003）的赞同，他主张政府发行国债以增加货币流通量。另外还有斯文森（Lars E. O. Svensson，普林斯顿大学经济学教授，2003）和艾格尔逊（Gauti Eggertsson，纽约联邦储备银行资深经济学家，2003），他们建议实行价格水平目标制与货币贬值相结合的政策。这些专业学者都热衷于更加积极的货币政策，之所以如此，是因为在过去的 30 年中，艾森格林（Barry Eichengreen，2004）、艾森格林和萨克斯（Jeffrey Sachs，1985）、伯南克（2000）、罗默（Christina Romer，1991）以及特敏（Peter Temin，1994）等专家关于美国大萧条的研究专著全都认为：如果当时美国中央银行实施更积极的货币宽松政策，长期经济萧条以及流动性陷阱等现象是完全可以避免的。

尽管这些观点都具有一定的价值，但是日本所经历的这场极其罕见的漫长经济衰退必然有其独特之处，因此，找出这场持续了 15 年之久的经济衰退的主要驱动者就显得异常重要。为此，我将首先驱散一些对于日本过去 15 年经历的迷思，与此同时，详细地逐一验证前述各种观点的现实可行性。我将从那些与结构问题和银行问题有关的观点开始，因为这将为之后对于货币政策和文化问题等观点的探讨奠定基础。

◎一、结构问题与银行问题（2）

“没有结构改革就没有经济复苏”的口号被 2006 年 9 月下野的日本前首相小泉纯一郎鼓吹得深入人心。首先我同意日本确实存在诸多结构性问题——毕竟，我本人也曾经为老布什总统于 1991 年发起的美日结构协议直接提供过一些建议。³ 但是这些问题并非日本长久陷于

经济衰退的根本原因。我从来就不相信这些问题的早日解决能够重振日本经济，就如同我从来都不认为小泉时代结构改革的两个主要成果——日本高速公路集团和邮政部门的民营化对于目前日本的经济复苏有过任何贡献一样。

我们如何才能确定结构问题并非日本经济长期衰退的根源所在呢？为了回答这个问题，首先必须了解那些因结构缺陷而深受困扰的经济体的主要特征。

从结构问题上为经济困境寻求解释的历史其实并不久远。20 世纪 70 年代末期，美国总统罗纳德·里根和英国首相撒切尔夫人最早提出，传统宏观经济学关于总需求的理论已经无法解决这两个国家所面临的经济难题。当时，英美两国已经完全沦为结构缺陷问题的温床，工人罢工频繁、企业生产力低下，因为本国产品不可靠，美国消费者开始转而购买日本企业生产的汽车。美联储试图刺激经济的积极货币政策最终却导致了两位数的通货膨胀率，与此同时，由于消费者对本国低劣产品的摒弃导致进口扩大，进而使得贸易逆差不断攀升，从而迫使美元贬值，加大了通货膨胀的压力，高通胀反过来又加速了美元贬值。当美联储最终希望通过加息来遏制物价上涨时，企业只能开始暂缓投资。正是这样的恶性循环导致美国经济陷入泥沼。

2. 针对供给方的结构问题

当一个经济体深受结构缺陷的困扰时，频繁罢工等问题将使企业难以提供质优价廉的产品。这样的经济体自然会产生巨额贸易逆差、高通货膨胀率以及货币贬值，而这些又会进一步导致高利率，最终伤害企业的投资意愿。这种无力提供优良产品和服务的缺陷是由微观层面的问题（譬如结构问题）导致的，而宏观层面上的货币与财政政策无法对其进行矫正。

但是当年的主流经济学家们都认为美英两国面对的问题可以通过适当的宏观调控政策来加以解决。许多人嘲笑里根和撒切尔的刺激供给改革是“巫术经济”（Voodoo Economics），认为里根的主张毫无可取之处，这些政策只不过是骗人的鬼把戏。当时日本的绝大多数经济学家也对刺激供给政策持轻蔑态度，将里根的政策讥讽为“赏樱豪饮经济”，这一说法出自日本的一个古老传说：有兄弟俩带了一桶清酒打算去卖给在樱花树下设宴豪饮的人们，结果却是他们自己把酒全喝光了。他们一个人先卖一杯酒给自己的兄弟，然后再用这笔钱从对方那里买回一杯酒自己喝，这兄弟俩就这样一来一往，最后把那桶酒喝了个底朝天。

尽管我本人从 20 世纪 70 年代末期作为一名经济学研究生求学，到之后供职于美联储期间，一直都完全浸淫于传统经济学领域之中。但是我仍然支持里根的主张，因为我相信传统的宏观经济政策无法解决当时美国的问题，相反，切实提高这个国家提供优良产品与服务的能力才是必不可少的。我现在依然坚信自己当初的判断是正确的。英国经济当时面临的也是同样的问题，撒切尔首相所推动的也正是相同的刺激供给的改革。

当里根开始执政时，美国正承受着两位数的通货膨胀率和罕见的高利率：当时的短期利率为 22%，长期利率为 14%，30 年期固定房贷利率则为 17%。罢工是家常便饭，庞大的贸易赤字仍在不断增长，美元大幅贬值，这个国家的工厂无法生产出优质的产品。

3. 遭遇需求不足的日本经济

日本过去 15 年的经济状况几乎与美英两国 20 世纪 80 年代的状况完全相反：长短期利率与房贷利率双双跌至历史最低点；除了 2004 年 9 月日本职业棒球选手举行的罢工以外，在过去 10 年间几乎没有任何其它罢工行动；物价只跌不涨；日本一直以全球最大的贸易顺差国夸耀于世，直到最近才被中国和德国取代；除此之外，日元是如此强劲，以至于从 2003 年至 2004 年间，日本政府创纪录地动用了 30 万亿日元来干预汇市以阻止日元升值。

◎一、结构问题与银行问题（3）

所有这些数据都显示了日本经济供给有余而需求不足的特征。日本产品在世界各地都大受欢迎，唯独在日本本国例外，其根源并非产品质量不佳，而是国内需求的不足。

在企业层面上，日本企业近来日益猛增的利润颇受瞩目。然而其中绝大多数利润都来自对外贸易，只有为数不多的企业利润来自于国内市场。因为企业虽然大力开拓国内市场，但却无法改变内销疲软的局面，所以越来越多的日本企业开始重新向海外市场配置资源，而这又进一步促进了外销，扩大了贸易顺差。总而言之，过去 15 年日本所处的困境与 25 年前美国所面临的状况恰好相反。因为供给有余而需求不足，所以结构问题虽然存在，但是这绝非长期经济衰退的罪魁祸首。表 1-1 提供了日本经济现状与 25 年前美国经济状况的比较。

表 1-1 结构问题不能解释日本的经济困境

| | |
|----------|-----------------------------|
| 大衰退期间的日本 | 里根时代的美国 |
| 短期利率 | 0 ≈22% |
| 长期利率 | ≈1.5% ≈14% |
| 房贷利率 | ≈3%~4% ≈17% |
| 罢工问题 | 无 罢工频繁 |
| 物价 | 通货紧缩 两位数的通货膨胀率 |
| 国际贸易 | 世界最大贸易顺差国 逆差 |
| 汇率 | 大规模干涉以阻止日元升值 美元急速贬值 |
| 基本经济形势 | 供给有余、需求不足 需求旺盛、供给不足 |

注：房贷利率选取 30 年期固定房贷利率。

资料来源：野村综合研究所。

4. 日本的经济复苏并非由于银行问题得到解决

有观点认为银行系统应该为日本的经济衰退承担首要责任。按照这种观点，银行系统的问题以及由此造成的信贷紧缩遏制了资金流入经济活动之中。然而，如果说银行成了日本经济增长的瓶颈，换言之，如果银行不再愿意放贷，那么我们就理应观察到信贷紧缩导致的几个典型现象。

对于急需资金的企业，替代银行贷款的最佳途径就是在企业债券市场发行债券。尽管这个方案仅对上市公司有效，但是在日本依然有超过 3 800 家企业在无法从银行申请到贷款时，可以转而到资本市场发行债券或股票来应对资金短缺。

但是在日本经济衰退期间，这种现象并没有发生。图 1-1 顶端的曲线追踪记录了从 1990 年迄今为止日本企业的未偿债券总额的变动情况。自 2002 年起，未偿债券总额开始稳步下降——也就是说，债券偿付额已经超过了新增发行额。一般说来，这种现象在利率近乎于零的情况下是难以想象的。即便我们同意银行或许出于某些原因拒绝向企业发放贷款，但这些企业有权决定自己是否发行债券。如果企业急需资金，我们理应观察到企业未偿债券额的急速攀升。然而事实却是，这样的债券额反而在急速回落。

图 1-1 金融指标并不支持信贷紧缩的观点

不同于那些在 20 世纪 80 年代末期的泡沫经济（也被称为平成泡沫）破灭之后的日本同行，在日本的众多外资银行并不存在严重的不良贷款问题，而这也为上述这种常见观点提供了更多颠覆性的反证。如果是因为日本银行本身的不良资产和呆坏账影响了它们对于日本企业正常借贷需求的供给能力，那么对于在日外资银行来说，这正好应该是抢占市场份额的绝佳时机。传统上，对于外国金融机构来说，开拓日本市场一向都是一个艰巨的挑战，因为在日本，银行方面的任何抉择往往都要受到企业与人际关系的重要影响。假如日资银行不再愿意放贷，那么我们理应观察到外资银行对日本企业放贷的显著增长，以及外资银行分支机构在日本本土的迅速扩张，但事实并非如此。

1997 年之前，外资银行需要获得日本金融大臣的许可才能够在日本开设新的支行。1997 年，随着被称为“大爆炸”的金融改革，这一规则烟消云散。因此理论上，在日本，外资银行可以在它们认为合适的任何时间、任何地点开设新的支行。然而这一变革却并没有导致外资银行支行数量在日本的显著增加。尽管少数外资银行扩大了在消费贷款市场的份额，如图 1-1 中间的曲线所显示的那样，但是过去十几年中，在日外资银行放贷额的增长可以说是微不足道，甚至有几个时期呈现出急速下降的趋势。这就说明日本银行放贷能力的低下并不足以成为阻碍日本经济发展的瓶颈，因为同期的外资银行也同样无法扩大它们的放贷规模。

◎一、结构问题与银行问题（4）

第三种将日本经济衰退归咎于银行问题的观点认为，问题的根源出在银行利率上。许多中小型企业 and 非上市公司因为缺乏利用资本市场的管道，不得不依靠银行贷款来满足资金需求。假如银行是由于不良资产与呆坏账的原因而难以向这些企业发放贷款，那么市场的力量理应导致贷款利率的提升。其中的原理是：如果借贷方远多于放贷方，那么借贷方就会甘愿支付更高的利率来争夺数量有限的贷款。

然而这种现象并没有在现实中出现。正如图 1-1 下端的曲线所表明的，在过去 15 年中，银行利率一直在持续降低，并最终跌至历史最低点。在此期间，包括一些中小企业在内的许多企业主管都直接向我咨询：当利率处于如此低位时，是否可以放心借贷。他们难以相信银

行会愿意以如此低的利率放贷，担心背后另有玄机。假如银行问题确实成了日本经济发展的瓶颈，那么利率理应攀升，外资银行在日本国内信贷市场的份额也将会扩大，并且企业债券市场应该呈现出欣欣向荣的景象。然而，现实却与这些截然相反。

5. 日本的经历与美国 20 世纪 90 年代早期遭遇的信贷紧缩完全相反

之所以指出以上三种现象，是因为这三种现象在美国 20 世纪 90 年代早期经历的那场严重的信贷紧缩中都表现得非常明显。那次紧缩的肇因源于对杠杆收购（Leveraged Buyout, LBO）和商业不动产市场的整治，加上 1989 年美国众多储蓄借贷（S&L）机构的崩溃（这场经济灾难最终花费了纳税人 1 600 亿美元来收拾残局）。当时的情况是，对于杠杆收购和房地产市场的整治已经让美国银行界焦头烂额，而对于先前储蓄借贷机构危机的错误调控使得形势更是雪上加霜。为此，美国政府银行监管部门对商业银行资金状况进行了紧急调查，并得出结论认为许多银行存在着严重的资金不足，因此最终导致了 1991~1993 年间全美范围内的信贷紧缩。

面对信贷的紧缩，美国的上市公司转而投向了债券市场，掀起了企业债券发行的热潮。在此期间，在美外资银行在商业和工业信贷市场所占份额迅速扩大。⁴

日本的银行在当年那场浪潮中也受益匪浅。当时正在东京工作的我经常接到在美国企业担任财务主管的高中和大学同窗从日本打来的电话。当我询问他们来日本的目的时，回答都是因为美国银行削减了他们公司的贷款额度，因此他们就转而到日本来寻求日资银行的帮助。

然而，在过去 15 年间，几乎没有日本企业的代表到纽约、香港或者台北去寻求能够提供日元信贷的银行的帮助。对于日本企业家来说，花上三个小时飞到台北，以和日本几乎相同的低利率从中国台湾银行获得贷款，是一件轻而易举的事情，但事实上却没有人这样做。

我们再转到第三个问题：银行贷款利率问题。1991 年美国的经济形势是如此恶劣，以至于时任美联储主席的格林斯潘将联邦基金利率调低至 3%。但是美国银行却仍然因为资金不足而无法放贷，不管中央银行如何降低短期利率，始终无法解决资金不足的问题。而由于众多企业都在寻求借贷，对于有限信贷资金的竞争使得基本贷款利率飙升至 6%，甚至更高。这使得银行可以在抵消 3% 的信贷成本后，将另外的 3%~4% 装入自己的口袋。格林斯潘连续三年容忍了这种“揩油”的行为。对于银行来说，因此获得的利润相当于它们全部资产的 10%，甚

至更多。因为银行必须保持占其总资产 8%的准备金率，这些宛如天上掉馅饼一样的利润完全弥补了美国银行最初所面临的资金不足，从而使信贷紧缩得以终结。随着银行问题的解决，美国经济在 1994 年终于开始了强劲的复苏。

而在日本，在 2005 年经济开始复苏之前的情况却是完全相反：银行贷款利率持续低落；外资银行的市场占有率同样在减少；企业债券发行总额下降。如果一个国家的经济困境主要是由信贷紧缩引起的，那么，这些现象都不应该发生。事实上，这些现象恰恰证明了日本所面临的经济困境既不是来自结构问题，也不是来自银行问题。

当然，这也并不是说日本的银行系统就不存在问题。尽管摩迪（Moody, 世界知名的认证评级组织）对于日资银行的评级已经有所改善，但是直到 2007 年 5 月 5 日，仍然没有任何一家日本主要银行的评级超过“D”，而通常认为对于银行来说，“B-”是能够接受的最低标准，这也显示了即使是在不良贷款危机解决之后，日本的银行系统依旧问题重重。不过即便如此也必须再次指出的是：即使在初期就能够解决以上这些问题，也无法引导日本经济走向全面复苏。

◎二、经济泡沫破灭引发的资产负债表衰退（1）

1. 20 世纪 90 年代日本经历的资产负债表衰退

如果日本经济的根本问题与结构和银行无关的话，那么是否就可以认为，如同许多专家、学者所主张的，是错误的货币政策导致了日本经济的衰退呢？为了回答这个问题，我们必须注意一个在任何一本经济学或者商学教科书中都不曾提及的，日本经济所特有的货币现象。或许一些读者会认为这是天方夜谭，但在过去的十余年中，在零利率的情况下，日本企业依旧在忙于偿还债务。遍访全世界所有大学的经济学系或者工商管理学院，没有任何一位学者会在课堂上说，当资金实质上是免费时，企业应该去偿还债务。

他们不会这样讲授的理由非常简单。在零利率时，如果一个企业依然在偿还债务，这就说明这个企业即便在资金取得成本为零的情况下都无法有效地利用资金，而这样的企业根本就没有继续存在下去的必要，应该早日“关张大吉”，将资金还给股东，好让他们把钱投向那

些知道如何有效运用这些资金的企业。简而言之，企业之所以存在是因为它们比其它实体更会赚钱。个人直接或间接地将他们的储蓄投资给有盈利能力的企业，作为交换，收取利息或者参与分红。但是这种运作方式不会容忍一个拒绝借贷的企业，当利率和通货膨胀率双双为零时，很少有人会试图去清算既有债务。这就是为什么没有哪家工商管理学院的课本会登载这样的案例。

然而大约从 1995 年起，日本企业不仅开始停止申请新的贷款，而且竟然无视几乎为零的短期利率，反而开始偿还既有债务。图 1-2 展示了短期利率与日本企业从银行和资本市场获得贷款规模的对照。在 1995 年时，利率已经接近于零，但是日本企业不仅没有增加借贷，反而开始加速还贷。事实上，在 1990 年经济泡沫破灭之后，尽管当时日本还存在着通货膨胀，日本企业降低借贷规模的倾向就已经有所显现。在 2002 年和 2003 年，净债务偿还额已经上升到每年 30 万亿日元以上的空前规模。

图 1-2 零利率时依然选择偿还债务的日本企业

当本该募集资金扩大生产的企业反其道而行之，反而开始偿还现有债务时，整个经济就会从两方面丧失需求：商业机构停止将现金流进行再投资，企业也不再借用个人储蓄。这种总需求的萎缩最终导致经济陷入衰退。

2. 资产价格的暴跌引发企业资产负债表问题

那么，为什么在通常情况下当利率降低时会寻求更多借贷的企业却在利率接近于零时转向还贷？答案就是：在超过 10 年的时间里，日本的资产价格以骇人听闻的颓势暴跌，极大地破坏了数以百万计的日本企业的资产负债表。图 1-3 反映的是日本六大城市的商业地产价格、东证股指以及高尔夫俱乐部会员权价格。图中显示：以 2008 年 2 月 22 日数据为准，股票价格在得到外国投资者支持的情况下“仅”下跌了 54%，而另外两种无法吸收到外国投资（至少到目前为止）的资产价格则承受了严峻得多的暴跌。

尽管有许多外国媒体认为“日本式管理”才是造成日本经济困境的罪魁祸首，但是在过去 15 年里，在日本股票的净买入总额中，外国投资者的买入额占一半以上。过去五年间开始兴起的在线交易推动了个人投资者规模的扩大，虽然日本也是如此，但是绝大多数日本本国投资者因为在 1990 年经济泡沫破灭时深受其害，因而对参与股市投资意兴阑珊。反而是外国

投资者对日本企业的产品质量和全球市场占有率依旧保持着高度信心，他们的参与遏制了日本股价的进一步下滑。

但是在那些没有外国投资者参与，或者至少到目前为止没有参与的市场，情况则大相径庭。日本高尔夫俱乐部会员权和六大主要城市商业不动产价格从泡沫高峰期到位于谷底的 2003 年和 2004 年，分别暴跌了 95%和 87%，使得它们的现值只有当初的 1/10。

图 1-3 资产价格的暴跌诱发了资产负债表衰退

在资产价格暴跌时，当初用来购买这些资产（或者以这些资产作为抵押获得）的贷款数额却没有变，全日本的企业突然发现，它们不仅丧失了大笔的财富，同时它们的资产负债表也陷入了困境。比如一家企业原本拥有价值 100 亿日元的土地，现在却发现这些土地只值 10 亿日元，而资产负债表上却依然保持着 70 亿日元的负债。换句话说，本来盈余的资产负债状况突然变成了 60 亿日元的净负债，就这样，这家企业的资产负债表上出现了一个大窟窿。

◎二、经济泡沫破灭引发的资产负债表衰退（2）

3. 日本企业集体转向负债最小化

当一家企业的负债超过其资产时，从技术上来说就意味着破产。但是在日本所发生的却并非一般意义上的破产。一般企业破产的标准过程如下：譬如一家汽车或者照相机制造厂发现自己的产品不再像以前那样畅销，虽然它加大了产品销售力度却依然毫无起色。在这样的情况下，企业的资产日趋减少，最终整个企业的资产净值沦为负值。这种企业的失败属于无可救药，因为它的产品已经被市场淘汰。

但是从 1990 年起在日本发生的情况却没有遵循以上的规律。在绝大多数时期，日本以全球最大的贸易顺差国夸耀于世，这意味着世界各地的消费者仍然对日本产品充满需求，同时日本企业也依旧拥有优秀的技术和开发热门产品的能力。在整个 20 世纪 90 年代，日本与美国之间频繁的贸易摩擦从一个侧面显示了日本产品的优良质量，以及市场对其旺盛的需求。

也就是说，产品开发与营销以及技术这两大核心部门运转正常，盈利状况良好，企业仍然在不断地创造利润。但是即便如此，许多这样的日本企业照样因为国内资产价格暴跌在它

们的资产负债表上出现的大窟窿而身陷净负资产的困境。成千上万的日本企业都属于这种情况。

不管是日本人、美国人、德国人，还是中国人，一个状态良好、正在盈利，但同时又正在为资产负债表所深深困扰的企业管理者毋庸置疑都会做出同一个选择：他将毫不犹豫地立即将企业盈利用于偿还债务。换言之，以负债最小化，而非利润最大化作为企业运营战略的首要目标。只要企业还在盈利，它就有能力偿还债务。因为资产价格不会变为负值，所以一家企业只要持续减少负债，那么它的债务迟早总会偿清。这时的企业就会如经济学教科书上所讲述的那样，重新将实现利润最大化作为其追求的目标。

在这个过程中，企业总是以光鲜亮丽的面貌应对外部媒体和分析人士，极力宣扬它们一片光明的盈利前景，以便将外界注意力从资产负债表上转移开，与此同时这些企业却在不动声色、全力以赴地偿还债务。企业的主管们只能如此行事，因为企业资产负债表的问题一旦曝光，必然会对企业的信誉造成严重打击。假如一家企业被媒体披露在技术上已经破产，那么第二天这家企业就会人仰马翻，银行自然会切断它的资金链，供货商也将拒绝赊账而要求以现金结算，从而导致这家企业的生存变得岌岌可危。因此，不动声色地偿还债务对于企业来说必不可少。

日本企业因为在 20 世纪 80 年代后期比它们的欧美同行借了更多的债务来扩大经营，所以清偿债务对它们来说显得更加迫切。日本企业之所以负债累累是因为它们拥有较高的成长率，并且在经济泡沫破灭之前，这些企业通过借贷购买的资产价格都在一路攀升。然而，任何一个高负债企业的经营者，在经济形势即将走坏或者资产价格暴跌的苗头刚刚出现时，理所当然地会加速偿债。这是他们唯一的选择。

企业主管们不会积极向外界披露企业的财务问题，这是一种正确且负责任的行为。因为这些企业大体上都不存在结构性缺陷，假以时日，它们有能力利用自身盈利来清偿债务。相应的，企业的利益相关者也会赞同这样的选择，因为这是一个“时间”可以解决的问题，直接宣布企业破产只会让所有人都损失惨重。比如，股东们显然不希望他们手中的股票成为一堆废纸，而企业债权人也同样不希望他们的资产变成坏账。只要企业能够保持盈利，那些不属于诸如技术落后、管理不力之类结构性缺陷的问题最终都会得到解决。总而言之，这就是

大多数日本企业在 20 世纪 90 年代开始偿还债务时的基本状况。

4. 经济泡沫的破灭摧毁了 1 500 万亿日元的财富

如此众多的企业同时开始转向偿债，说明经济泡沫的破灭导致了企业资产负债表的大范围受损。图 1-4 显示了 1990 年地产与股票价格的下跌给日本带来的财富损失。仅这两类资产就造成了令人难以置信的 1 500 万亿日元的损失，这个数字相当于日本全部个人金融资产的总和。

◎二、经济泡沫破灭引发的资产负债表衰退（3）

图 1-4 资产价格下跌造成了 1 500 万亿日元的财富损失

这个数字还相当于日本三年国内生产总值（GDP）的总和，也就是说资产价格的暴跌抵消了日本三年间的国内生产总值。就我所知，在和平时期，从来没有哪个国家曾经遭受过规模如此巨大的经济损失。

日本并非唯一一个在和平时期遭受巨额财富损失的国家。早在 1929 年开始的美国大萧条期间，股票与其它资产价格的暴跌迫使私营企业同时开始忙于偿还债务。时隔多年之后，对于经济规模更大的日本来说，这场昔日的灾难有着可怕的暗示意义（这一点将在本书第三章进行更加详细的探讨）。当年的美国人同样是在股票价格飙升至高峰时通过大举借贷购买了从股票到家庭耐用消费品的各种资产。但是在 1929 年 10 月股票和其它资产价格开始暴跌之后，留给美国人的就只剩下了债务。每个人都急于减少自身的巨额负债，这就进而引发了市场总需求的急速萎缩。在随后的仅仅四年内，美国的国民生产总值（GNP）下降至 1929 年巅峰期的一半。失业率在大城市超过 50%，在全国范围内也高达 25%。股价跌至最高时的 1/8。尽管如此，据测算，在这场经济悲剧中损失的国民财富总金额也只相当于美国 1929 年一年的国民生产总值。⁶ 这就更加折射出日本因平成泡沫破灭所遭受创伤的严重性。

5. 借贷不足导致经济陷入颓势

当全国范围的资产价格下挫抵消了资产价值，造成债务遗留时，私营企业就会一起转向债务偿还，最终导致在整体经济中出现经济学家所谓的“合成谬误”（Fallacy of Composition）

现象。合成谬误是指对个人（或者个别企业）有利的行为，在所有人（或所有企业）都实行时反而会造成不利后果。日本经济在过去 15 年中就经常遭遇这种谬误。

在一个国家的经济生活中，银行和证券机构作为纽带将个人储蓄与贷款企业联系起来。举例来说，一个人有 1 000 日元的收入，他把其中的 900 日元用来消费，将剩下的 100 日元存进银行账户。他所花费的这 900 日元又成为其它人的收入，并且如此不断地在经济生活中循环下去。而存入银行或其它金融机构账户中的 100 日元则最终被借给了一家寻求资金的企业。最初的 1 000 日元就以这样的形式转移到了其它人的手中。每一笔这样的 1 000 日元收入都转化成了 1 000 日元（900 日元+100 日元）的支出，从而保证了经济的持续运行。

接着上面的例子，假如没有企业打算借用此人账户中的 100 日元，或者只打算借用其中的 80 日元，那么银行就会调低贷款利率以吸引更多的借贷。低利率将促使原本在高利率时对于借贷态度谨慎的企业将剩余的 20 日元也全部借走，如此一来，全部的 1 000 日元（900 日元+100 日元）最终转移到了他人手中，经济运行得以保持正常状态。反过来，如果借贷方数量过多，对资金的竞争就会促使银行相应调高贷款利率，排除某些具有潜在借贷意愿的企业，直到 100 日元全部被借出。这就是经济运行的正常机制。

但是在日本，即使当贷款利率为零时也照样没有愿意借贷的企业。这不足为奇，因为一个债务沉重的企业不会因为贷款成本降低就继续借贷。现实是，尽管利率几乎为零，日本企业仍然在以每年数十万亿日元的速度偿债。在这种情况下，我们假设存在银行里的那 100 日元存款既无法借出，也不会被花费，最终因为银行殚精竭虑也找不到借贷方，这 100 日元只能作为银行储备滞留下来。结果是最初的 1 000 日元中只有 900 日元转化成了另一个人的收入。

现在继续假设下一个人同样也是消费了其收入的 90%——也就是 810 日元，而将其余的 10%——也就是 90 日元转化成了储蓄。同样的，这 810 日元又会成为其它人的收入，而另外 90 日元则因为无人借贷而沉淀在了银行中。这个过程不断重复，于是最初的 1 000 日元收入持续递减为 900 日元，810 日元，729 日元……并且这样不断递减下去，结果最终将经济一步步引向恶性循环通货紧缩（Deflationary Spiral，也译作紧缩的螺旋式上升）。这样的经济低迷进一步挤压资产价值，加剧了企业偿债的紧迫感。虽然对于单个企业来说，偿债是正

确且负责任的行为，但是当所有企业都开始同时采取这样的行动时，就会造成严重的合成谬误。这种最令人恐慌的局面就是所谓的资产负债表衰退（Balance Sheet Recession），这时企业的目的不再是利润最大化，而是负债最小化。

◎二、经济泡沫破灭引发的资产负债表衰退（4）

当无人借贷，所有企业都无视零利率，而忙于偿债时，将个人储蓄转化为企业投资的最根本的经济机制也随之失去作用。70 多年前，当美国大萧条导致国民生产总值在四年中下滑 46% 时，这种现象就曾经出现过。

需要顺带指出的是，上述例子只考虑了个人储蓄。在现实中，总需求的缩小额度等于个人净储蓄额和企业债务净偿付额的总和。这部分资金将滞留在银行系统内部，只要借贷不足的情况继续存在，就会不断积累下去，再也无法流入经济生活中。

6. 日本企业的需求下滑超过其国内生产总值的 20%

那么在日本过去 15 年期间，到底是谁在储蓄，又是谁在借贷呢？图 1-5 汇总了各种有关资金流向的资料，从而表明在整体经济中哪些部分在积累资金，又是哪些部分在借用这些资金。图中的水平线上方表示净储蓄，水平线下方表示净投资。这张图包括了个人、非金融企业、政府、金融机构、海外等五类数据曲线，图中任何一个时点的五类资料值的相加值均为零。由于图 1-5 中各类数据曲线过于密集，可能造成混淆，在图 1-6 中，将非金融企业与金融机构数据合并，从而将数据曲线减为四条，因为这两个部门所遭遇的是相同的资产负债表问题。

图 1-5 企业行为的剧变改变了 20 世纪 90 年代后的日本经济（1）

在理想的经济状况下，个人部分曲线应该位于图 1-5 的顶端（也就是净储蓄），企业部分应该位于图 1-5 的底端（也就是净投资），而另外两个部分——政府和海外则应位于正中。在图 1-5 中，个人部分曲线如果接近顶端，表示个人储蓄率较高。而贴近底端的企业部分曲线则意味着企业的借贷与投资非常活跃，也就是说投资率很高。最后，代表政府和海外部分的两条曲线稳定于正中，意味着政府财政和境外账户的收支平衡。这种情况就属于理想的经济

状态。

图 1-6 企业行为的剧变改变了 20 世纪 90 年代后的日本经济（2）

那么这里就有一个疑问，日本经济是否曾出现过上述这种理想状态？答案是肯定的，那就是在 1990 年，平成泡沫正处于顶峰时。当时日本的个人部分曲线恰好位于图的顶端，而企业部分则位于底端，海外部分处于轻度净投资的位置（低于水平线），而政府部分则处于轻度净储蓄的位置（高于水平线）。海外部分的净投资意味着其它国家正在从日本借钱——也就是说，日本享受着对外贸易顺差。政府部分的净储蓄则表明日本政府维持着财政盈余。归纳起来，日本经济在 1990 年度的特征就是高储蓄率、高投资率、对外贸易顺差以及政府财政盈余。当时日本经济形势表现得非常理想，1979 年，哈佛大学的傅高义（Ezra Vogel）教授出版了一本名为《日本第一》的畅销著作，在某种意义上，这个书名非常贴切。从资金流向的角度来看，日本经济在 1990 年的表现堪称楷模，那么，日本在当时的世界经济舞台上所向披靡、无与争锋，也就不足为奇了。

不幸的是，1990 年的一切其实都只是一个泡沫，当这个泡沫破灭之后，一切都随之改变。首先，于 1990 年开始的资产价格暴跌撕裂了私营部门的资产负债表，惊恐万分的企业们齐齐转向偿债，使得企业的资金募集显著减少（这一点在图 1-6 中由粗线表明）。

忙于偿债的日本企业数量持续增加，作为一个整体，到 1998 年，企业部分已经变成净储蓄者，将表示其资金流向的曲线抬升至水平线以上。这就意味着企业不仅停止了从个人部分吸收投资，甚至还将自有资金用于偿债。如此一来，所有企业都在忙于偿债，这对任何一个国家的经济来说都是一种危险的状况。至 2000 年，日本的企业储蓄已经超过了个人储蓄，在正常经济形势下本来应该是资金最大借贷方的企业现在变成了最大储蓄者，忙于偿债而不是融资，这种状况在日本一直持续到了最近。

作为这种企业行为转变的结果，从 1990 年到 2003 年，由于企业需求下降造成的损失相当于日本国内生产总值的 20%（如图 1-6 所示），也就是说，由于资产价格暴跌，导致约占国内生产总值 20%的企业需求烟消云散。如此大规模的需求下降足以将任何一个国家拖入经济衰退的境地，并且最终演变成另一场大萧条。

◎三、财政支出支撑日本经济（1）

1. 为什么经济泡沫破灭之后日本国内生产总值却没有减少

日本大衰退与美国大萧条最大的区别在于，尽管丧失了相当于日本国内生产总值 20% 的企业需求和 1 500 万亿日元的国民财富，但是日本的国内生产总值不管在名义上还是实质上仍然高于泡沫顶峰期（如图 1-7 所示）。根据美国大萧条时的经验，这种状况应该会将日本经济拖入通货紧缩的泥沼，国内生产总值相对于经济顶峰期将大为降低。那么，为何在日本所发生的事实却完全相反？

图 1-7 日本的 GDP 在经济泡沫破灭后依然保持增长

这里面有两个原因，且都能够由图 1-6 说明。首先，作为净储蓄的个人部分曲线在经济泡沫破灭之后一直呈现下降势头。换句话说，就是日本民众在持续减少他们的储蓄。之所以如此，可以归结为经济崩溃引发失业以及薪酬降低，致使民众难以像他们所期望的那样继续进行储蓄。

在 1990 年之前，日本人对于住宅和子女教育的投资判断都是建立在他们永远不会失业，并且薪酬将持续增长的预期之上，事实上，在那之前的 45 年间，情况也确实如此。但是这个预期在 20 世纪 90 年代被彻底颠覆。员工成了企业债务偿还和结构调整过程中的受害者。在现实世界中，企业员工在奖金和红利减少甚至完全取消的情况下，需要支付的住房贷款和教育费用却丝毫没有减少，于是很多人不得不开始动用以前的储蓄来弥补亏空。这种压力对于那些由于企业进行结构调整而失业或者收入剧减的个人来说尤其沉重。

日本人曾经以全球最高的储蓄率著称。但是现如今日本每四户家庭中就有一户的储蓄额为零。⁷ 尽管拥有好工作和稳定薪酬的个人仍然能够像以前一样进行储蓄，但是那些收入减少的民众却只能被迫动用他们的原有储蓄，这就在总体上导致了个人储蓄额的下降。

再回到前面 900/100 日元的例子，那些本来打算存 100 日元的人突然发现，因为收入急剧减少，现在他们只能存 50 日元。对于个人来说，储蓄缩水当然是件不幸且值得同情的事情，但是从宏观经济学的角度来看，这样反而使滞留于银行系统内部的资金减少，从而起到了支撑经济的作用。

2. 财政刺激支撑了日本经济

更为重要的进展出现在政府部分。因为税收收入在经济泡沫破灭之后的最初两年里依然高昂，所以日本政府在 1990 年和 1991 年两年间仍旧保持了财政盈余。然而经济形势在 1992 年前后急转直下，当时，决策者们认为这不过是又一次周期性的低迷，只需利用一到两年时间，通过刺激投资就可以解决问题。这不足为奇，这种想法得到了当时执政的自民党内部那些惯用政治恩惠笼络选民的政客们的大力拥护，他们力主政府应该通过诸如修建道路桥梁之类的财政政策来刺激经济。

所谓财政刺激，简单来说就是政府发行公债并扩大支出。更直观一些的说法就是，由政府出面借出并花掉个人存在银行里被闲置的那 100 日元存款。这样就能确保每一笔 1 000 日元收入最终都能转化成 1 000 日元（900 日元+100 日元）支出，通过实施财政刺激政策，使经济形势迅速稳定下来。

首先，通常来说，一旦经济形势如预期的那样稳定下来，那就意味着政府的财政刺激政策开始奏效。但是到下一年度，当这种效果开始消退时，经济颓势势必重现。为什么财政刺激只能产生暂时性的效果？在六大城市商业不动产价格暴跌 87%，1 500 万亿日元国民财富灰飞烟灭的形势下，没有哪家企业能够在一两年之内修复遭受重创的资产负债表。对于一个正常的企业，这样的过程至少需要五年的时间。而对于那些不幸在泡沫高峰期购买了不动产的企业，则可能需要 20 年。在此期间，只要这些企业有现金收入，它们就会继续偿还债务。而且只要这个过程不结束，它们就始终不会从个人储蓄部分借贷，最终迫使政府年复一年地利用财政刺激来弥补缺口。

这个结果在图 1-6 中得以再现。政府的财政赤字急速膨胀，导致了我们现在看到的庞大国债。但这又是必需的，因为正是由于这些支出，才使得日本在企业运作急剧转变，相当于三年国内生产总值的国民财富丧失殆尽之际，依然能够维持高于经济泡沫高峰期的国内生产总值。政府支出在支撑经济中起到了关键作用，也只有通过这样年复一年的一揽子刺激政策才得以抑制通货紧缩缺口（Deflationary Gap）的出现（在经济学理论中，通货紧缩缺口被定义为潜在国内生产总值与实际国内生产总值之间的差距。在本书中，通货紧缩缺口这一概念则被用来表示因为借贷不足而滞留在银行系统之内的个人储蓄和企业债务净偿付额的总

和。这种定义也可以表示为收益的累积，并且在此处显得更加贴切，因为这样就不会与潜在国内生产总值相关的问题纠缠不清）。

◎三、财政支出支撑日本经济（2）

日本当前存在着规模庞大的国债，但是如果日本政府不以此为代价去刺激经济，那么日本的国民生产总值就会跌至高峰时的一半或 1/3，这还是乐观的预计。美国大萧条期间，在资产价格暴跌摧毁了与 1929 年美国全年国民生产总值相当的国民财富之后，美国的国民生产总值下降了 46%，日本的情况有可能更加严重。这种可怕的后果之所以能够得以避免是因为，日本政府从一开始就决定实行财政刺激政策并一直延续多年。最终，日本政府的行动阻止了经济末日的到来。

总而言之，日本私营企业认为“理所当然”有责任偿还债务的举措最终导致了前面所提到的合成谬误，但是由此可能导致的灾难性后果却因为日本政府采取了与企业完全相反的行动而得以避免。通过“理所当然”地实施财政刺激政策，日本政府在遭遇经济危机时仍然成功地阻止了国民生活水平灾难性的下降。从这一点来看，日本的财政刺激政策可以被称为人类历史上最成功的经济政策之一。

不幸的是，直到最近，日本的决策者们才学会从这个角度来看待问题。他们之所以在这个问题上耗费了如此长的时间，是因为从来没有人告诉他们，企业在面临严重的资产负债表问题时，会将企业目标从利润最大化转向负债最小化。即使是现在，也很少有大学老师告诉学生，有时候企业会无视零利率而专注于偿还债务。日本政府也从来没有向公众说明，因为私营企业都在忙于偿还债务，所以由政府主导的经济刺激政策不可或缺，并且也正是因为这些财政政策的实施，才使国民生活水平得以维持。

此外，成功防止了一场经济危机的政府行动最终却导致了针对日本经济政策的极其荒谬的批判，尤其是许多对日本经济漠不关心的旁观者们，其中包括 1997 年以前的世界货币基金组织（IMF），他们坚持认为日本政府没有正确运用资金，因为尽管以扩大公共建设投资为主的大规模财政刺激政策已经全面展开，日本的国内生产总值仍然定格在 500 万亿日元，国内

经济也毫无起色。

但在现实中，正是由于政府增加了财政支出才防止了国民生活水平的骤降。事实上，在损失了 1 500 万亿日元国民财富和相当于国内生产总值 20%的企业需求的情况下，日本的国内生产总值仍然能够维持在泡沫经济时期的最高点以上，这无疑是一个奇迹，而使这个奇迹成为现实的，正是政府财政支出。然而媒体以及世界货币基金组织和大学里那些思想陈旧的经济学家们却看不到这一点，只是一味翻来覆去地批评日本政府的公共建设投资，而他们的批评完全建立在即使没有财政刺激，日本的国内生产总值也会维持在 500 万亿日元的错误假设上。

3. 防止危机的人无法成为英雄

更加不幸的是，正如有人曾经说过的，没有人会因为事先预防了危机而成为英雄。在好莱坞的世界里，所谓的英雄都是在危机爆发、无数人已经丧命之后才出来拯救无辜、消灭坏蛋的。假如有一个睿智之人事先意识到了危险，并成功地将灾难化解的话，那么就不会有传奇，不会有英雄，更不会有什么电影了。一个英雄需要的是一场货真价实的灾难。

日本在 15 年间成功地避免了一场末日般的经济危机。但是对于从来就抓不住问题实质的新闻媒体来说，日本政府花费了 140 万亿日元却没有带来任何改变，于是他们通过曲解事实来指责日本政府滥用资金，从而激起了公众对公共建设项目的反对。尽管投资具有社会意义的公共项目要比修建可有可无的公路更加重要，但重点是，过去 15 年间花费在诸如道路修建和其它公共建设上的投资化解了一场伴随着国内生产总值持续降低的、潜在的灾难性通货紧缩。

曾在大萧条期间担任美国总统的名人赫伯特·胡佛（Herbert Hoover）也是结构改革论的拥护者。他认为由股市投机者引发的股市暴跌及其损失并不能成为扩大政府支出的合理理由。作为这一判断的结果，美国被卷入了前面所说的恶性循环通货紧缩的漩涡，仅仅四年间，美国的国民生产总值就下降了 46%，全国范围内失业率升至 25%，普通大众不得不流落街头，为了生存而苦苦挣扎。这些人的数量要比股市里的投机者多上无数倍。而在日本，自民党中那些善于讨好选民的政客反倒填补了由于私营企业忙于偿还债务（这样会导致储蓄过剩）而产生的通货紧缩缺口。这就是日本大衰退最终没有演化成另一场大萧条的原因所在。

4. 政府对存款的担保也有助于化解危机

另一项有助于化解危机的措施是日本政府于 1997 年颁布的存款全额担保政策。20 世纪 30 年代初期的美国还没有联邦存款保险公司（Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC），甚至连存款保险的概念都没有。因为没有任何安全机制，所以如果一家银行出现问题，就会引发公众对于所有金融机构的担忧，进而导致大规模的挤兑风潮。在 1929~1933 年之间，大约有 10 000 家美国银行倒闭，占当时美国银行总数（25 000 家）的 1/3 以上。当时的情形，对于任何一个把钱存在银行的储户来说，都是令人恐惧的。

在日本，直到 1997 年之前，银行问题还没有成为全国性的问题。但是当它一旦成为问题，日本政府随即宣布将为所有银行存款提供担保。日本当时已经损失了与三年国内生产总值相当的资产，而其中很大一部分都集中在银行部门，因此，日本银行所受到的打击要远远大于 70 年前的美国同行（因此它们的信用等级也一直很低）。但是危机一出现，日本政府就宣布所有存款都将受到保障，这一举措成功地防止了局势的进一步恶化。这个简单的宣告化解了一场规模更加庞大、有可能导致 1/3 日本银行倒闭、造成国家数百万亿日元经济损失的危机。那些推动政府实施财政刺激政策，对银行储蓄进行全额担保的决策者们才是这场日本大衰退中真正的英雄。

◎四、负债最小化与货币政策（1）

1. 货币政策对资产负债表衰退无能为力

到现在为止，我们的讨论都只集中在财政政策上，但是政府当局手中其实还有另外一个政策工具，即货币政策。经济学教科书告诉我们，政府是通过同时使用货币和财政这两种政策来调控经济运行的。正如我们在本书一开始就指出的，众多理论经济学家在目睹了日本央行的不作为之后就开始了同声指责。他们的注意力都集中在各项货币政策上，因为较之财政政策，经济界人士通常都更青睐货币政策。自从 20 世纪 70 年代以来，几乎所有发达国家为了应对经济波动而推行的措施都是以货币政策为主导的。这一现实使得许多人士主张：主导货币政策的日本央行应该发挥更大的作用。

在小泉纯一郎执政期间，由竹中平藏所主导的日本政府经常要求中央银行增加货币供应，并且威胁日本央行，如果拒绝将导致其自身独立性的丧失。不管是日本国内还是国外的经济学家们也总是喋喋不休地宣称：如果日本央行当初能够更加熟练地运用货币政策，日本的经济衰退本来是可以避免的。这种声音也经常能够从像世界货币基金组织和经济合作与发展组织（OECD）这样的国际机构那里听到。

本书第三章将详细解释为何如此众多的学者持有这种观点。但在这里，读者需要了解的只是资产负债表衰退的一个关键特征，也就是货币政策的失灵，这是一个百年不遇的现象。身在日本的人们早已亲身经历了这个现象：从 1995 年至 2005 年，即使在利率几乎为零时，货币政策依然失灵。股市难以恢复元气，经济也无法复苏。在 20 世纪 80 年代末期，2.5% 的官方贴现率催生了资产价格的泡沫。然而相对应的是，在仅仅数年之后的 1993 年 2 月，同样 2.5% 的利率却没有产生任何刺激作用，甚至之后的零利率仍然如此。

2. 货币政策在缺乏投资需求时将失灵

这就提出了一个新的问题，是什么使得日本经济在这么短的时间内对于货币政策的反应发生了如此戏剧性的转变。简单地说，就是因为企业资产负债表的急剧恶化使得有借贷意愿的企业数量大幅减少。尽管在经济学著述中从来没有明确指出过，但是货币政策的有效性是建立在一个重要假设之上的，即企业有借贷意愿。当这个条件不具备时，货币政策就会失去效力。比如，在经济过热时，中央银行就会相应提高利率，使得打算借贷的企业三思而行，从而降低资金需求。而当经济低迷，企业借贷意愿不足时，中央银行则会降低利率，扩大借贷企业的数量，提高借贷需求。

而在经济泡沫破灭之后的日本，不仅没有打算借贷的企业，甚至已经借贷的企业也在忙于还贷，即使在零利率的情况下也照样如此。不管中央银行如何调低利率，对于那些在理论上来说已经破产，正在为还贷苦苦挣扎，并且因为全国范围的资产价格暴跌而造成资产负债表受损的日本企业来说，它们对银行贷款已经失去了兴趣。事实上，整个日本经济都对利率调节毫无反应。在这种情况下，货币政策本身就失去了意义。

然而日本国内外的众多学者以及像竹中平藏这样的政治家却向日本央行施加了巨大的压力，他们鼓吹只要日本央行通过注入更多流动性来增加货币供应就能启动日本经济的复苏。

这种观点其实只能暴露出他们对于日本经济长期衰退根源的无知。

3. 货币供应量增长的机理

首先我们来了解一下经济学教科书上对于货币供应量增长过程的解释。这个过程从中央银行（在这个例子中我们指的是日本央行）向商业银行提供流动性开始。一般说来，中央银行主要通过购买商业银行持有的国债以及其它优质企业债券来实现这个目的。然后这些商业银行就会将交易所得收益作为贷款借出，以赚取利息收入。这样借出去的资金作为借贷方的支出，进而又成为第三方的收入并再次存入其它银行，而这些银行在留存一部分资金作为准备金之外，又会把剩余的金额再次转借出去。总之，借出的钱就是以这种形式被借贷方支出，并最终成为其它银行的存款，而这些银行在留存部分准备金后会再次将其贷出。在这个过程的不断重复之中，存款（借款）总额也随之在银行系统内部不断膨胀。

◎四、负债最小化与货币政策（2）

商业银行根据两个因素来决定准备金的额度：日本央行的法定存款准备金率和商业银行自主追加准备金。如果商业银行只留存法定存款准备金的话，那么存款额就会以与准备金率相应的比例膨胀。譬如，当存款准备金率为 10% 时，由日本央行提供的流动性将最终催生 10 倍于最初注入金额的存款额。

这些银行存款加上流通中的现金（纸币与硬币）的总和被称为货币供应量。货币供应量中最大的一部分当属银行存款，而中央银行最初注入的流动性与最终产生的货币供应量之间的比率被称为货币创造乘数（Money Multiplier）。在上面的例子中，货币创造乘数接近于 10。8

货币供应量的增加——其中绝大部分为银行存款——意味着企业有更多的资金可以利用，从而进一步推动经济发展。这就是经济学家们青睐货币供应的原因所在。

在以上叙述中，显而易见的是，如果中央银行注入流动性是为了增加货币供应量的话，那么愿意从银行借钱的借贷方就必不可少。当借贷方不存在时，因为中央银行注入的流动性无法流出银行系统，那么货币供应量自然也就不会增长。这同时也意味着当所有私营企业都

转向偿还债务时，货币创造乘数将降低。

企业与个人基本上都是通过从他们的银行账户中提取资金来偿还债务。因此当私营企业全体都在偿还债务时，银行存款势必减少，货币供应量也随之萎缩。因为缺少借贷意愿，偿债的风潮就会侵蚀货币供应量。美国大萧条期间，就是因为企业和个人提取银行存款以偿还债务，从而导致美国货币供应量降低了 33%。

4. 日本政府借贷推动了货币供应量的增长

尽管 1998 年以后的日本私营企业处于持续偿债的状态，但是同期日本的货币供应量(M2+存款证，M2：市场流通货币和银行存款的总和——译者注)不仅没有减少，反而以每年 2%~4%的速度在扩张。图 1-8 通过披露支撑日本货币供应量持续增长的借贷方的身份解释了这种表面矛盾的现象。图 1-8 中的浅色曲线代表企业借贷，深色曲线代表政府借贷。如图 1-8 所示，私营部门的净借贷额从 1998 起转为负值并且一直持续下去，而同期政府部门的净借贷额却一直都为正值。

图 1-8 政府借贷支撑了货币供应

私营企业争相偿债，资金回流到银行，当银行试图将这些资金重新贷出时却发现，由于私营企业都在忙于减少负债而无法找到愿意借贷的对象。但是由于此时政府正在通过发行国债来实施财政赤字政策，于是商业银行就会把手中因为无人借贷而剩余的资金用来购买政府国债以赚取利息，也就是说银行把钱借给了政府。这样的国债交易最终将惠及诸如道路桥梁等公共建设、建设公司及其员工，以及银行的储户。简而言之，银行把无法借给私营企业的资金用来购买了政府国债。这就是日本长期景气低迷期间货币供应量不减反增的原因所在。

5. 财政政策决定了货币政策的效果

这就说明了，日本的货币政策和货币供应在过去 10 年间完全依赖于政府的财政政策。自 1998 年以来，私营企业专注于偿债，使得政府成了唯一的借贷方，政府借贷的增加导致了货币供应量的相应上升，加强了货币政策的效果。如果政府停止借贷，那么不管日本央行采用何种方法都无法阻止货币供应量的萎缩。因此可以认为，财政政策是日本货币供应规模的决定性因素。

尽管日本国内外的经济学家们指责日本央行行事保守，但是在缺乏企业借贷的前提下，

政府借贷的增加是确保货币供应量稳定增长的唯一途径。当政治家们希望增加货币供应量时，只有政府大量增加借贷，日本央行才可能爽快地接受这一要求。

对于面临资产负债表问题的企业，不管是政府还是日本央行都无法要求它们停止偿债。一个债台高筑的私营企业不会理睬政府的劝说，只会选择尽快修补自己受创的资产负债表，因为它惨不忍睹的资产负债表随时都有可能被外界察觉。但是如果政府只是站在一旁袖手旁观，那么日本经济必然陷入像美国在 1929~1933 年之间经历的那种灾难性的通货紧缩。为了摆脱这种恶性循环，日本政府只有一个选择：在私营企业忙于偿债之时，它必须刻意反其道而行之。换句话说，政府必须借入（并花掉）那些私营企业不再需要的银行存款，这是日本政府的最后选择，也是在丧失了 1 500 万亿日元国民财富和相当于国民生产总值 20% 的企业需求之后，日本的货币供应量却并未缩小，国民生产总值依然维持在 500 万亿日元水平的根本原因。

◎四、负债最小化与货币政策（3）

6. 传统经济学理论不认同企业负债最小化

图 1-9 追踪了三类指标的长期走向，向我们展示了日本当前的实际情况与教科书上所讲的是何等不同。这三类指标分别是货币供应量、私营部门借贷，以及市面流通货币与商业银行存在日本央行的准备金，也就是所谓的高能货币。前面两类在图 1-8 中也出现过，第三类则用来评估日本央行的流动性供给。

图 1-9 在资产负债表衰退期间货币流通动向的激变

传统经济学理论认为，这三种指标应该是同步变化的。譬如，如果中央银行增加 10% 的流动性，通过银行贷款，货币供应量也会相应扩大 10%。从 1970 年到 1990 年间，日本经济也确实在按照这种模式运行，三类指针的变化都能够做到步调一致。

但是从 1990 年日本陷入资产负债表衰退开始，情况就发生了变化，这三类指标的变动开始各行其道。当时，日本央行受到了来自日本国内外政治家和学者们的巨大压力，要求通过扩大高能货币的供给来刺激日本经济，而日本央行也最终屈服于这种压力。假定 1990 年的流

动性数值为 100（1990 年第一季度=100），等到 2005 年，流动性的数值已经升至 300。也就是说，在 15 年的时间里，日本央行将流动性扩大了三倍。而货币供应量，也就是私营企业实际可以运用的资金却仅增加了 50%，而且这还要归功于政府借贷的贡献（图 1-8）。

私营部门借贷就是指金融机构提供给私营部门的债务和贷款。如前面指出的，如果没有相应的银行贷款增加，银行存款也不会增加。因此，在正常情况下，私营部门借贷决定了货币供应量。但是到 2006 年 6 月，私营部门借贷从 1990 年的 100 跌落至 95，这就意味着，如果货币供应量是由私营部门的资金需求单独决定的话，那么日本的货币供应量应该是 95 而不是 150。换句话说，此时的货币供应量理论上应比实际低 37%。事实上，日本经济经历了与美国大萧条同样的困境，而当时美国的货币供应量减少了 33%。

日本最终得以避免陷入美国大萧条般的泥沼，应该归功于政府持续的借贷和支出。即使是在私营部门借贷下降的时候，公共部门借贷的增长，即银行对公债的购买保证了货币供应量的扩大，从而确保私营部门还贷的资金不会滞留在银行内部。从这种意义上来说，图 1-8 和图 1-9 表明日本经济已经超越了传统经济学理论所涵盖的范围，置身于一个财政政策决定货币政策效果的未知世界之中。

7. 德国曾面临同样的问题

最后，还有一种观点，对日本长期经济衰退的原因从文化上进行解释。比如，艾伦·格林斯潘将无力消除僵尸企业视为日本陷入长期衰退的关键原因。但是正如前面已经阐明的，是那些拥有收支盈余的日本企业的偿债造成了通货紧缩的缺口，而不是那些没有收益、无力偿债的僵尸企业。

在本章的开始曾经提到，德国于 2000~2005 年的五年间经历了第二次世界大战后最严重的经济衰退。如果从资产负债表衰退的角度来观察的话，你会注意到：直到最近，德国企业在利率处于历史最低点的情况下依然忙于偿债，在高峰期的 2005 年，净偿债额约占德国国内生产总值的 1.8%。并且，这种倾向是在之前的 2000 年，德国电信泡沫破灭之后即开始出现的，要知道，当时的德国如同 20 世纪 90 年代初期的日本，通货膨胀仍然存在。这些事实在图 1-10 中得以再现，这张图显示，德国的长期衰退与德国企业转向偿债的时期完全吻合。

图 1-10 同样在修补资产负债表的德国个人和企业

德日企业都是因为经济泡沫破灭造成的资产价格暴跌严重损害了它们的资产负债表，而不得不开始减轻因此承担的庞大债务。日本六个最大城市的商业不动产价格从 1990 年的顶点狂跌了 87%（见图 1-3）；2000 年电信泡沫 9 的破灭则使德国遭遇了严重的股价下跌，德国的新市场证交所（Neuer Markt）的股价从最高点骤跌了 97%。

当日本和德国遭遇严重的资产价格暴跌时，许多企业突然发现它们背负了庞大的债务，甚至资不抵债，技术上已经破产。虽然资不抵债通常就意味着倒闭，但是这又与一般意义上的企业倒闭截然不同，因为在大多数情况下，这些企业依然运营正常，收益良好。德日两国所保持的世界最大贸易顺差表明，这两个国家的企业仍然能够依靠自己先进的技术、有效的营销手段，以及全球客户的支持而拥有强大的竞争力。

无论哪个国家企业的 CEO，在企业运营状况良好，却面临资产负债表困境时，都会不约而同地做出一个决定：利用手头的现有资金来偿还债务。但是，当许多企业同时开始这样的尝试时，就会把经济推入资产负债表衰退之中，在现实中，这种形式的衰退与之前发生的全国性资产泡沫一样都非常罕见。

当时欧洲中央银行（European Central Bank, ECB）为了应对经济下滑，决定将利率调至第二次世界大战后最低点，从而引发了法国、西班牙，以及爱尔兰等国的房地产泡沫。但是德国的房地产市场却依然低迷，房价无视创纪录的低利率，仍旧一路下跌。在欧元区内其它国家的货币供应量显著增长时，唯独德国增长缓慢（如图 1-11 所示），所有这些现象都表明，德国经历的是一场资产负债表衰退。

图 1-11 德国的货币供应量增长低于其它欧元国家

这就说明，这种类型的经济衰退有可能在资产价格崩溃后的任何国家出现。事实上，下一个可能发生资产负债表衰退的国家就是美国，而现在，它的房地产泡沫刚刚破灭。

这里的重点是：这些经济衰退与文化差异毫无关系。全国性的资产价格崩溃以及企业资产负债表因此受到的破坏，才是引发长期经济衰退的罪魁祸首。

◎一、经济学家们为何忽视资产负债表衰退（1）

1. 企业负债最小化：被长期遗忘的可能性

到这里，我们已经做好准备，要“深入虎穴”，去找寻失落的圣杯。在第一章开篇就已提到，迄今为止，所有关于日本以及美国大萧条的学术论述都建立在同一个绝对假设之上。它们假设那些导致经济脱离正常轨道的外部冲击的性质并不十分重要，因此认为，即便在受到外部冲击之后，受其影响的经济行为者的既定目标也不会改变。

而资产负债表衰退这一概念却主张：特定的外部冲击会从根本上改变企业或个人的行为目标。尤其是当一个国家整体资产价格出现下跌时，就会迫使企业将它们最优先的目标从利润最大化转变为负债最小化，以修复受损的资产负债表。而这种行为转变反过来又会导致比一般经济衰退更加严重的后果。这一章将要阐明，在美国大萧条时代所发生的通货紧缩和流动性陷阱，都是由于 1929 年股市崩溃之后企业目标的转变所致。第四章和第五章则将继续阐明，企业的负债最小化目标及其对总需求和货币供应量的影响是长期被忽视的，能够将宏观经济学自 20 世纪 30 年代末期以来出现的各类理论统一起来的关键。

传统经济学和商科教科书都很少提到企业大规模地追求负债最小化，而非利润最大化的可能性。即便是叛离了新古典主义经济学阵营，提出总需求这个概念，试图通过资本边际效应的转移来解释企业行为的凯恩斯（1936），为了让自己的观点站得住脚，也不得不假设企业的目标就是为了追求利润最大化，最终又回到了新古典主义经济学思维的窠臼。¹ 欧文·费雪（Irving Fisher, 1933）在一篇发表在《计量经济学》杂志上、关于债务通货紧缩的著名论文中，用大量篇幅探讨了负债累累的企业偿债的现象。但是他没有意识到偿债对于降低总需求所产生的直接作用。他认为企业为降低负债采取的廉价抛售行为加剧了通货紧缩，而这将导致实际（去除了通货膨胀的影响之后）负债的持续上升。费雪没有考虑到企业在零通胀和零利率下依旧坚持偿债的情况。关于资产负债表衰退与费雪的债务通货紧缩之间的区别，本书将在第五章的最后部分进行更深入的探讨。

本·伯南克（1983）在他提出的“金融加速器”理论中曾提到资产负债表问题，按照他的说法，在经济衰退期间，资产价格的下跌将损害银行判断企业资产负债表状况的能力。这就使得银行不愿放贷，进而加剧经济困境。但是他的这一理论将焦点聚集在了放贷方，而非借贷方身上。

2. 作为借贷方现象的流动性陷阱

在一场资产负债表衰退中，企业将工作重心放在负债最小化，而非利润最大化上，以应对资产价格的急剧下跌。这就改变了经济对于作为标准工具的财政和货币政策的响应。尤其是在私营部门借贷不足的情况下，货币政策的效用将大打折扣。更准确地说，在私营部门没有借贷意愿时，利率就失去了其作为将个人储蓄导入企业投资的沟通管道的传统作用，最终导致这部分资金被闲置。总之，身负巨额债务的企业不管利率多低都不会有兴趣再增加负债。

这个结论与经济学界的主流共识产生了尖锐的抵触，主流经济学理论认为，在应付经济波动上，货币政策要比财政政策更加有效。这个共识建立在 1945 年之后全球经济的实践经验以及对政策传导理论的认识之上。就如多数先进国家曾经实行的，从 20 世纪 40 年代至 70 年代期间，凯恩斯主义者们试图运用财政政策来调控这些国家的经济变化。这场全球范围的实验开始于 20 世纪 40 年代末期，当时的经济学家们亲眼见证了从美国大萧条到第二次世界大战结束的这段时期财政刺激政策的惊人力量，因此他们坚信，正确的财政政策可以扭转任何形式的经济衰退。

但最终结局却是，尽管这些经济学家和政策制定者们付出了最大的努力，他们的财政政策却只导致了通货膨胀、高利率、私营部门投资挤出以及资源的不当分配。20 世纪 70 年代由于财政政策不当造成的通货膨胀加上两次石油危机的爆发，促使经济学家们开始重新探讨货币政策的重要性。随后在美国和英国进行的供给改革致力于建立一个尽量减少市场干预的小政府，这也加速了对财政政策的摒弃，因为财政政策本身需要一个强有力的政府做后盾。此外，在通货膨胀形势下，对经济行为者行动和愿望进行分析的需要也推动了理论界向新古典主义分析体系的回归。

◎一、经济学家们为何忽视资产负债表衰退（2）

货币政策再次受到关注，加上从 1945 年到 20 世纪 70 年代期间财政政策的不良记录，促使学术界在过去 20 年中对美国大萧条进行了重新检验。受 1945 年至 1970 年间财政政策拙劣表现的影响，学术界逐渐开始认为，财政刺激政策对于帮助美国走出大萧条阴影的作用被夸

大了。总而言之，是美国大萧条本身推动了整个经济学界向凯恩斯主义财政政策的转变。

作为这场再检验的结果，许多经济学家得出结论，认为 20 世纪 30 年代的大萧条完全可以通过正确的货币政策加以避免，尤其是如果这些货币政策能够在危机初期就得到执行的话。并且，与 20 世纪 40 年代到 70 年代在课堂上所宣讲的完全相反，现在的主流经济学家相信，让美国经济从大萧条中复苏的，是货币政策，至于罗斯福新政中的许多财政刺激措施则根本没起到多大作用。

但是在一场资产负债表衰退中，企业会在外界分析人士发觉其资产负债表问题之前，迫不及待地尽快将自己的负债降低到可以接受的水平。对于这些企业来说，不到走投无路的地步是不会想到再去借贷的。因此，企业不再对诸如降低利率之类的金融措施做出反应。此外，企业还将停止将利润投入再生产，也不再从个人储蓄部分借贷。企业的这一系列举动最终导致总需求降低，整体经济被削弱。

当总需求的降低造成经济滑坡时，中央银行通常会通过降低利率来实行宽松的货币政策。但是在发生资产负债表衰退时，由于企业此时的焦点都集中于负债最小化，因此整体经济对于央行的这些举措就会无动于衷。在持续推出的金融措施依然无法扭转经济颓势后，中央银行就开始惊慌失措，最后将利率调低到近乎于零的程度。可是即便如此仍然毫无效果，经济陷入了经济学家们所谓的流动性陷阱。

经济学理论将流动性陷阱描述为这样一种状态：利率降低至债券完全等同于货币（现金）的程度。此时，资金供应方会因为利率过低而选择继续持有货币，而不是以购买债券的形式将手中的货币借给企业。由于这些资金不再被用于投资，所以接下来不管怎样降息都无法刺激投资和经济的增长。在传统经济学领域，将这种由于利率过低而造成的对于货币的喜好称为“投机性货币需求”（Speculative Demand For Money）或者也可以叫做“流动性偏好”

（Liquidity Preference）。换句话说，流动性陷阱是导致部分借贷方行为转变的根源。正是因为相信日本陷入了这样一种流动性陷阱，所以斯文森（Svensson, 2003）才会发表论文，主张日本央行应该通过提供资金来阻止货币（现金）替代债券。

这种以放贷方为中心的观点的一大缺陷是，它无法令人信服地解释清楚为什么在利率降至如此之低的情况下，整体经济却毫无反应。要知道从 1991 年到 1995 年间，日本的短期利

率下调了 800 个基点而经济却没有任何显著的改变。还有一个问题是，为什么日本经济和资产价格在 20 世纪 80 年代末期对低利率反应强烈，而仅仅在数年之后，面对同样低的利率时却无动于衷？

然而，只要我们换个视角，将流动性陷阱看做借贷方行为转变的结果，一切问题都将迎刃而解。日本经济在泡沫期之前和泡沫期之后的关键区别就在于企业资产负债表实际状况的改变。在泡沫期之前，日本企业拥有状态良好的资产负债表，以及为全世界所羡慕的信用等级。那时的企业领导者们目光超前，对于日本央行的利率调整反应迅速。然而在经济泡沫破灭之后，千疮百孔的资产负债表和大幅贬值的企业资产迫使他们变得保守和小心谨慎，并且开始将企业的首要任务定为削减债务。在这种大环境下，任凭日本央行实行怎样规模的货币宽松政策，都无法说服企业增加借贷。所以，造成流动性陷阱的真正原因在于借贷方行为的改变，而非放贷方。

当企业在为负债最小化而奋斗时，它们不仅会将利润用来偿债，而且还会停止从个人储蓄部分借入资金用于再生产。这就进而造成了通货紧缩缺口。经济一旦开始低迷，中央银行就会下调利率，但是由于负债沉重的企业已经对扩大投资失去兴趣，因此，整体经济对央行的举措毫无反应。最终，惊恐万分的央行将利率下调到最低点，但是依然没有任何效果，于是媒体开始报导经济陷入了流动性陷阱。其实这个陷阱早在企业开始追求负债最小化时就已经形成了。

◎一、经济学家们为何忽视资产负债表衰退（3）

现在我们就能够了解，利率水平和流动性陷阱之间毫无关联。实际上，这个陷阱在企业将其目标从利润最大化转移到负债最小化的那一刻就已经出现。并且，企业的这种行为转变可以在任何利率水平时产生。比如在 1993 年前后，当日本企业开始将它们的首要目标转移到负债最小化时，当时日本的短期利率高于 3%，长期利率高于 4%，这使得日本央行拥有足够的空间来进行利率下调。然而，日本央行施行的金融措施却无法发挥作用，因为许多日本企业早在此之前就已经开始清理负债，从而使得企业借贷额急转直下。这就解释了，为什么日本

经济在利率从 8% 下调至 0.5% 的四年间毫无作为。

日本央行于 2001 年开始实施的积极定量宽松政策让短期利率下降为零，并使得 2003 年的 10 年期国债利率跌至有史以来最低的 0.4%。但是即便如此，也没有出现如投机性货币需求或者流动性偏好理论所预测的，资金从债券向现金转移的现象。这个例子说明，流动性陷阱与现金投机需求或者债券现金完全替代性之间毫无关系。可以说，流动性陷阱完全是由于借贷方，而非放贷方行为的转变所致。² 这一发现也证明了，传统经济学教科书中关于流动性陷阱的所有解释都是错误的。

3. 独立货币政策的消亡

货币政策的有效性需要建立在与货币流通总量关系稳定的基础之上。但是一旦作为借贷方的企业转向追求负债最小化，那么这种稳定关系就会如图 1-9 所指出的那样完全破裂。在一个经济体中，当所有人都从银行账户中取钱还债时，货币创造乘数最终将变为负值，这是因为储蓄的下降就意味着货币供应量的下降。如图 1-8 所指出的，如果不是因为政府借贷的增加抵消了私营部门的偿债，那么日本的货币供应量早就已经缩小了。

同样的结论也表现在图 3-1 中，这张图将日本银行系统 1998 年 7 月的资产负债表和 2006 年 7 月的做了比较。由储蓄代表的货币供应量对于银行来说就表示负债。当货币供应量增加时，银行的资产也必然会同时增加。从这两点上对银行资产进行的观察表明，政府借贷的扩大阻止了货币供应量的减少，即使当私营部门贷款下降时也是如此。在私营部门集中精力偿债时，只有公共部门的借贷和支出才能阻止经济活力和货币供应量的同时萎缩。

图 1-9 显示，假如日本政府当初没有扩大借贷和支出，货币供应量将会缩小 37%。图 3-1 进而清楚地表明，如果日本政府不采取扩张性的财政政策，任凭货币供应量由私营部门单独决定，那么在 1998 年 7 月至 2006 年 7 月期间，日本的货币供应量将减少大约 100 万亿日元，假如再加上由于这种收缩而造成的累积通货紧缩的影响，那么减少的货币供应量总量还要远远超过 100 万亿日元。

简而言之，当私营部门没有资金需求，经济处于资产负债表衰退期时，单独的货币政策将会失去作用。因为在这种经济状况下，不管中央银行注入多少流动性，货币供应量都只会随着财政政策的扩张而增加，随着财政政策的收缩而减少。因此，在企业为了偿债而疲于奔

命时，政府就必须修改财政政策来阻止货币供应量的收缩。

图 3-1 日本银行的资产负债表

政府对私营部门投资的挤出效应是财政政策最大的负作用，但是这种现象并不会在上述情况下发生，因为此时的私营企业都在集中精力偿债。大量的公共支出也并不会导致无效的资源分配，因为没有被政府部门利用的资源最终也会被束之高阁，而对于资源分配来说，这才是最坏的结果。

4. 恶性循环通货紧缩的原理

作为经济学的一个传统理念，企业都以利润最大化为目标这一假定默认这些企业全都拥有健康的资产负债表。利润最大化设定企业：

$$\text{资产}-\text{负债}>0(1)$$

然而在现实世界中，这个不容置疑的设定却经常在全国性的资产泡沫破灭之后被推翻。这时，企业的资产负债表显示：

$$\text{资产}-\text{负债}<0(2)$$

这时，企业的首要目标就将转变成负债最小化。一旦这种转变出现，企业就不再从个人储蓄和企业的净偿债额中继续借贷。作为结果，整体经济每年将丧失与个人储蓄和企业净偿债额总和相当的需求。总需求的持续降低，最终会将经济推入恶性循环通货紧缩的漩涡。

◎一、经济学家们为何忽视资产负债表衰退（4）

假如不加以制止，这种紧缩过程就会持续下去，直到私营部门收入减少到无钱可存的窘境。就如第一章举过的例子，收入会从 1 000 日元到 900 日元，再到 810 日元，729 日元这样一直递减下去，整体经济最后将到达一个点，在这个点上，私营部门已经没有收入可以用于储蓄。假设这个点为 500 日元，那么所有这 500 日元收入都将用于支出，没有一分存入银行，于是经济最终陷入一种紧缩均衡状态，也就是通常所说的经济萧条。

一个国家陷入恶性循环通货膨胀的原理可以表示为：

$$\text{GDP}_t = \text{GDP}_t = 1(1-S-R)_t(3)$$

在这里 $GDP_{t=1}$ 是最初或者泡沫顶峰期的国内生产总值， S 是个人储蓄， R 代表的是企业净偿债额。 S 和 R 都以相对于国内生产总值的百分比来表示。在普通经济学著作中， R 一般以负值的字母 I 来代替， I 代表的是投资。在这里之所以用字母 R 表示，是为了强调其代表的是偿债。第一章所列出的，经济从 1 000 日元到 900 日元，再到 810 日元不断萎缩的例子，可以在将 $GDP_{t=1}$ 设为 1 000 日元， R 为 0， S 为 0.1 的情况下，通过公式（3）来加以证明。

在通常环境下，企业都是以利润最大化为目标， R 将由对利率敏感的正 I 来代替，并且金融机构会通过利率调节来确保所有个人储蓄 S 都被企业借走并用于投资。金融机构的职能就是防止经济陷入公式（3）表示的那种恶性循环通货膨胀。然而，当企业以负债最小化为目标时， R 就不再对利率做出反应，于是利率调整也就无法再发挥确保储蓄等于投资的作用。

事实上， S 和 R 都会随着时间的改变而改变。例如，当经济处于紧缩均衡状态时，个人不再有任何余钱可用于储蓄（ $S=0$ ），企业也没有利润来偿债（ $R=0$ ）。这时，紧缩就会结束，经济状况也归于稳定，虽然此时的经济活力异常消沉。

因为 S 和 R 都容易产生变化，而政府和外部因素同样能够在这种类型的衰退中发挥重要作用，因此，对于恶性循环通货膨胀的更精确的表述就可以表示如下：

$$GDP_t = GDP_{t=1} \Pi (1 - S_i - R_i + G_i + EX_i) \quad (4)$$

这里 G 代表政府支出（净税收收入）， EX 是净出口，都以相对于国内生产总值的百分比来表示。公式（4）表明，当外部因素平衡时（比如 $EX=0$ ），为了稳定经济，政府借贷和支出 G 的规模必须足以抵消 S 和 R 。这也正是福井总裁在表 2-1 的对话中试图向本间教授解释的内容。

伴随着全国性资产价格泡沫的资产负债表衰退并不经常发生。然而它一旦出现，传统经济政策的应对方法就会变得无能为力，甚至帮倒忙。这意味着现有经济学理论体系中的某些关键部分必须改变，以适应这种现象。尤其是在一场资产负债表衰退中，亚当·斯密所谓的“看不见的手”完全是从相反的方向将经济推入紧缩均衡之中。

在 1990 年，平成泡沫的最顶峰，日本的企业部门借入并支出了相当于国内生产总值 9%，也就是 41 万亿日元的债务（图 1-5）。但是在 1998 年，企业已经变成了净储蓄者，等到了 2003 年，企业的净偿债额已经达到相当于国内生产总值 9% 的 44 万亿日元。换句话说，在这段期

间，全部转换金额高达 85 万亿日元，也就是 18% 的国内生产总值。相当于国内生产总值 18% 的总需求的丧失，足以把任何国家推入衰退状态，即使没有演化成彻底的经济萧条。

然而，即便企业正在进行负债最小化的过程中，企业主管们也不会主动向外界提供这类消息，尤其是在企业的净资产值为负或基本为负的时候。对于将钱借给这些企业的银行来说也是相同的心态。与此同时，标准的金融和财政政策在推动经济复苏上的明显失败也使得一般公众，包括许多经济学家都得出结论，认为根源出在结构问题上。这种错误的结论造成了过去这年中，在日本和德国出现的对于徒劳政策的广泛争论。

但是现在日本和德国的经济已经开始复苏。假以时日，企业创造的利润终将会修复它们的资产负债表，重新回到教科书所教授的利润最大化的模式上来。因此这只是时间问题，而非结构问题。同时，企业依旧会保持低调，尽可能迅速和隐秘地偿还债务，以避免引起外界对它们的资产负债表的注意。这就是自从 1990 年资产价格泡沫破灭以来，日本企业一直所处的状态。同时，这也是自 2000 年 IT 泡沫破灭以来，全世界许多企业的状态。

◎二、作为资产负债表衰退的美国大萧条（1）

1. 关于美国大萧条的最新研究发现

在流动性陷阱和恶性循环通货膨胀的真正原因已经解明的前提下，我们就可以开始探讨它们与美国大萧条的关联。在遭遇资产负债表衰退时，单独的货币政策将失去效力，甚至连货币供应量规模都将由财政政策左右的这种观点，与经济学家们过去 20 年中关于美国大萧条的研究互相抵触，这项研究使得当今的经济学家们都认为货币政策具有无与伦比的威力。要跨越这两种观点之间的鸿沟，只有两个办法，要么证明过去 15 年中货币政策在日本确实发挥了效力，要么证明美国大萧条也是一场资产负债表衰退。对于第一个问题的答案，我们已经明确，并且证明了货币供应量的规模是由政府借贷所决定。因此真正的挑战是按照我们的理解来回答第二个问题。如果我们能够证明美国大萧条是一场资产负债表衰退，那么就可以得出货币政策对付不了这场经济灾难的结论。

一些读者也许会感到怀疑，为什么一个关于 21 世纪经济挑战的讨论要绕回到 70 年前发

生的事件上去。然而我们必须回顾过去，因为：第一，正是大萧条导致了宏观经济学作为一门独立学科的诞生；第二，许多日本国内外经济学家们为日本经济开出的处方（包括通货膨胀目标政策和定量宽松政策）都极其依赖于近年来这个领域的研究成果。就如前面已经指出的，这项研究使“大萧条本来可以通过美联储更有技巧的货币政策得以避免”的观点逐渐成为当今经济学界的一个共识。与此同时，作为对他们这个理论的测试，许多学者力主应该在 20 世纪 90 年代的日本实施他们的建议，当时日本已经掉进了与 20 世纪 30 年代的美国相同的流动性陷阱。假如货币政策能够成功复苏日本的经济，那么就能够有把握得出结论：货币政策同样能够在美国大萧条时发挥作用。因此，这些经济学家们聚集在日本央行周围，要求进行更大规模的金融调节。按照他们的这些要求，就有必要从大萧条也是一场资产负债表衰退的角度来重新验证剖析大萧条中的各种现象，以及当前学术界对这些现象的解释。

现今学术界的主流意见认为，是 1929 年 10 月的股市崩盘引发了经济衰退，因为美联储没有实时向美国的银行系统注入足够的流动性，从而进一步导致衰退演化成了大萧条。研究者们认为，假如当时美联储注入足够的流动性的话，那么大萧条和银行恐慌都可以避免。现任美联储主席，同时也是因为对大萧条的研究而闻名的伯南克在米尔顿·弗里德曼（他第一个将大萧条的责任归罪于美联储的失误）90 岁的生日聚会上宣读的发言中，公开承认了，美国的中央银行应该为此受到谴责。

然而，传统经济学的理论体系中却从来没有资产负债表衰退这个概念。所以，几乎所有关于大萧条的研究都立足于将问题归咎于资金供给方或者放贷方这一前提。例如伯南克（2000）曾明确宣称，正是因为美联储没能注入足够的流动性造成的金融冲击导致现实经济中的各种问题进一步恶化。³ 但是，如果我们的假设前提是借贷方行为转变导致了大萧条发生的话，那么我们会得到一个完全不同的结论。⁴

2. 银行危机本身无法解释储蓄的减少

在第一章中曾经提到，假如没有日本政府所实行的广泛财政刺激政策，日本的货币供应量或许已经减少了 37% 以上。一些读者也许会回忆起，在 1929 年至 1933 年期间，美国的货币供应量减少了 33%。因此可以说，日本过去 15 年间的货币变化与美国 70 年前所发生过的情形惊人相似。

到底是什么原因导致了美国的货币供应量减少 33%？作为货币供应量关键构成部分的银行储蓄在大萧条的最初四年间减少了 30%，也就是 177 亿美元。⁵ 弗里德曼和施瓦茨（Anna Schwartz, 1963）将银行储蓄减少的原因归咎于银行挤兑及银行倒闭导致无数美国人的存款被一扫而光。如果考虑到在那四年间，有将近一万家美国银行关门倒闭，那么他们的这种观点成为这个问题的标准答案就不足为奇了。

果真如此的话，就可以下结论说：假如当时美联储能够提供更多的流动性，那么造成货币供应量下降的这场银行危机，甚至整个大萧条都完全能够得以避免。换句话说，最大的问题就在于：在此期间，尤其是从 1929 年到 1931 年，美联储向美国金融系统供给的准备金几乎没有任何增加。但是，如果从资产负债表衰退的角度仔细研究当时的资料，那么，对于美国的货币供给为何减少这个问题就将找到完全不同的解释。

◎二、作为资产负债表衰退的美国大萧条（2）

首先，美国联邦储备委员会理事会 1976 年推测：在整个大萧条期间，由于银行倒闭造成的个人存款实际损失只有 14 亿美元。⁷ 此外，在 1929 年 12 月至 1933 年 12 月之间，由于对银行状况不断恶化的担忧而囤积在个人手中的货币仅为 12 亿美元（图 3-2 中 C 线）。⁸ 而这两笔金额的总和——26 亿美元只能解释这段期间 177 亿美元储蓄减少总额的 15%，其余 85% 的储蓄减少额必然另有原因，而非来自银行倒闭和货币的民间囤积。

图 3-2 1929 年之后美联储贷款减少（101 个主要城市的会员银行的资产和负债）

当然，如果是银行系统以外现金的增加导致了银行准备金的相应减少，那么货币创造乘数也会随之产生相反作用，造成银行放贷和储蓄按照前面提到的 12 亿美元的相应乘数而减少。资料表明，在 1931 年下半年期间，当美国历史上最具毁灭性的银行挤兑风潮爆发，美国遭遇空前的银行储蓄减少和银行外部现金增加时，美国银行保有的准备金实际减少了 4 亿美元（图 3-2 中 B 线）。然而与此同时，商业银行从美联储借贷额（图 3-2 中 A 线）也在 1931 年下半年增加了 5 亿美元。因此，银行的总准备金（图 3-2 中 A+B 线）其实并没有减少，并且银行的库存现金（图 3-2 中 D 线）也同样维持不变。所以尽管 1931 年下半年的银行挤兑风

潮使得前面提及的 12 亿美元中的 9.7 亿以现金的形式流出了银行系统，但是银行准备金（包括从美联储借入的部分）却没有任何改变。也就是说，由于美联储采取措施冲抵了银行外流的准备金，所以，没有造成货币创造乘数产生逆向效应，以及银行准备金的减少。尽管有人认为，对于一般银行来说，它们宁可保持自有准备金也不愿意从美联储借贷，但实际情况是，在 1928 年到 1929 年这段经济景气时期，美国银行从美联储借的资金要远远多于 1931 年下半年。当时银行系统总准备金（图 3-2 中 A+B 线）的几乎 1/3 都是借自美联储。

同时，美联储也将现金供应从 1929 年 10 月股市崩盘时的 45 亿美元增加到了 1933 年 3 月全美银行同时停业整顿时的 60 亿美元，在此期间，最大规模的现金供应增加发生在 1931 年下半年和 1933 年最初几个月，当时银行系统的处境最为艰难。尽管无可否认，在少数孤立的案例中，银行挤兑可以触发货币创造乘数产生逆向效应，但是在萧条期间，美联储通过增加对银行的现金和准备金供应冲抵了银行准备金的流失。

3. “信贷紧缩”本身无法解释银行放贷的减少

同样是从 1929 年到 1933 年这段时期，银行对私营部门的放贷减少了 47%，也就是 198 亿美元。⁹ 迄今为止对此的解释都是，银行为了应付自身准备金减少的问题，开始强行回收贷款。但是正如我们已经看到的，在此期间，由于美联储对银行发放的贷款，银行的准备金实际上并没有减少。

此外，根据全美工业会议于 1932 年代表美国联邦政府针对 3 438 家制造企业进行的一项调查表明：只有占调查企业总数 13.6%，也就是 466 家企业在与银行打交道时遇到了问题，而这些企业绝大多数都属于中小企业。在其余 86.4% 的企业当中，1 322 家企业没有借贷需求，另外 1 650 家企业则在申请贷款时没有遇到任何困难。这项调查结果与当时美国新闻媒体所描述的企业正陷于信贷紧缩困境的图景是如此不同，以至于连这些调查者本人都感到非常意外。¹⁰

只有 13.6% 的企业在贷款问题上遇到了困难，而且这些企业几乎都是小型企业，影响甚小，这就清楚地说明，即使是在 1932 年，企业部门借贷的减少并非当时银行放贷总量减少 47% 的根本原因。

现在我们可以明确，银行倒闭和公众的货币囤积只能解释储蓄减少总量的 15%，银行对

于放贷的谨慎态度（也就是信贷紧缩）只造成了放贷下降总额的 13.6%。换句话说，减少的银行储蓄中，有 85%与银行倒闭或货币囤积无关，而几乎同样规模的银行放贷减少也与银行破产或者信贷紧缩没有任何关系。

那么，到底是什么导致了其余 85%储蓄和放贷的减少呢？答案只能有一个，那就是：企业正在自发地削减债务。企业之所以全力削减债务，是因为在经济泡沫时期企业通过借贷购买的资产价格在美国股市崩盘之后一落千丈，导致企业最终负债累累。换句话说，这些美国企业遇到了 20 世纪 90 年代日本企业所面临的同样问题。

◎二、作为资产负债表衰退的美国大萧条（3）

这时，只要企业偿债的步伐能够快于银行回收贷款的步伐，那么这些企业跟银行之间就不会产生任何矛盾。这一点在前面提到的全美工业会议的调查报告中已经得到了印证。此外，由于企业是在动用自身储蓄来偿还债务，这也就很好地解释了同期银行储蓄急剧减少的原因。

就如佩尔森（Charles E. Persons, 1930）所指出的，这种债务偿还的激增并不令人意外，因为到 1929 年股市崩盘之前，不管是美国企业还是个人的借贷额都已经飙升至历史最高纪录。之所以出现如此惊人的负债增加，在很大程度上是由于 20 世纪 20 年代许多新型金融产品的出现。其中一个就是按月分期付款方式，这使得数以百万计曾经没有资格借贷的美国人从此也有了借贷的管道。最终，美国普通消费者的借贷额在 20 世纪 20 年代的八年间激增了三倍以上，从最初的 25 亿美元增至 80 亿美元。¹¹ 因此而产生的消费增长使得美国企业销售额上升，从而推动了生产力爆发性的扩大。例如，美国收音机产业的产能在 1929 年一年间就增长了三倍。¹² 当然，企业为扩大产能所需投资中的很大一部分资金也是来自于借贷。一些现在已经臭名昭著的投资信托基金和控股公司在当年也最大限度地利用了各种借贷。¹³

那些为了扩大规模而大量借贷的企业当然也会留意到自身负债相对于资产的猛增。但是只要经济能保持繁荣，高负债也就同时意味着企业股票价格上涨而带来的高回报。¹⁴ 实际上，从 1925 年到 1929 年间，美国资本市场的股票价值总额从 25 亿美元增长至 87 亿美元。¹⁵ 个人和企业所持资产价格的上升又进一步促进了借贷的增长。

这种高负债与高成长相伴的场景也同样出现在 20 世纪 50 年代至 80 年代经济快速增长时期的日本（图 2-2）。只要资产价格不断上涨，收益增长保持旺盛，负债规模即使扩大也不会被认为是个值得关注的问题，实际上，许多这样的日本企业还被日本和海外的信用评级机构给予了很高的信用评级。

然而，一旦经济形势开始低迷，企业利润开始下降，负债过多的企业就会面临因无法清偿债务而突然破产的危险。对于那些曾目睹 1929 年 10 月股市崩盘，意识到自身资产负债表问题在经济衰退情况下的严重性的企业来说，开始忙于偿还债务就是很自然的选择。这股偿还债务的风潮造成了货币供应量和总需求的双双下降，从而将美国经济带入了资产负债表衰退。经济景气的衰退进一步压低了股票和其它资产的价格，最终引发了如公式（3）和公式（4）表现的那种恶性萧条的循环之中。此外，当时在美国有大约 60 万股票投资者利用押金购买的方式（也就是用借来的资金）投机股票，当美国股市崩盘，股价暴跌时，他们被迫立即套现以偿还追加保证金。¹⁶ 这也就让这些证券投资者在事实上开始忙于债务偿还。

弗里德曼和施瓦茨主张，在 1929 年 10 月之后，货币存量没有跟随高能货币供应量的增加而相应增加的根源在于银行危机。¹⁷ 但是由于美联储已经投入 15 亿美元货币来阻止银行系统准备金（图 3-2 中 A+B）和库存金（图 3-2 中 C）的减少，因此除了那些因为银行倒闭而损失的储蓄（14 亿美元）以外，银行挤兑和公众的货币囤积（12 亿美元）就不能成为货币供应量减少的根本原因。美联储的这些冲抵措施使得银行挤兑风潮只是将货币供应量的构成从储蓄为主、现金为辅转变成了现金为主、储蓄为辅而已。换句话说，在私营部门都忙于债务偿还的情况下，不管美联储向银行系统注入多少高能货币，货币存量依然会持续下降。

就如同它们 70 年后的日本同行，当时的美国私营部门将负债最小化作为根本目标。但是这就催生了恶性循环通货紧缩的出现，造成总需求、货币供应量，以及资产价格的整体萎缩，最终严重地伤害了美国经济和银行系统。

尽管没有任何文献曾提及企业都在自发偿债的可能性，但是平均贷款利率从 1929 年的 5.8% 到 1933 年的 4.3% 的下降¹⁸，以及作为最接近银行贷款替代品的企业债券总额从 1929 年的 21 亿美元到 1933 年的 4 000 万美元的骤跌¹⁹ 都显示了这种可能性。与此同时，商业银行从联邦储蓄银行的借贷也较 20 世纪 20 年代后期显著减少。在经济形势繁荣的 1928 年中至

1929 年之间，商业银行平均要从联邦银行借入 7 亿美元以满足私营部门的资金需求。但是等到了 1930 年的初春，这个数额跌落到了 5 000 万美元，仅有高峰期的 7%（图 3-2，A 线），这也显示了私营部门资金需求的急剧降低。

◎二、作为资产负债表衰退的美国大萧条（4）

但是，当时美国的企业债券回报率和银行贷款利率的下降程度却没有 70 年后的日本那样显著，这或许是因为在大萧条期间，美国经济倒退的严重程度使企业的债务偿还能力受到的质疑要超过它们 70 年后的日本同行。反过来说就是，日本在大衰退时期依然高于经济泡沫顶峰期的国内生产总值支撑了日本企业的债务偿还能力。

伯南克（2000）²⁰ 主张美联储本应在 1929 年至 1931 年期间注入准备金，因为在此期间银行可以有效地运用这些追加准备金。但实际情况是，当时的美国银行甚至连它们在 1929 年以前从美联储借的七亿美元都无法有效利用，正在向美联储归还准备金。当银行由于缺少来自私营部门的资金需求因此转而向美联储归还所欠债务时，美联储增加银行系统内部准备金的做法就完全是无的放矢。这种情况一直持续到 1931 年。尽管美联储的放贷在 1931 年后期爆发的银行危机，以及 1933 年初全美银行停业整顿期间有所增加，但这两次贷款回升都只是暂时性的，在长期走向上依然保持着下跌趋势。所有这些事实都表明，自 1929 年起，美国私营部门资金需求在急剧降低。

尽管伯南克（1983）和其它学者也触及过诸如无力偿还债务和负债过高等与债务人有关的问题，但是大多是从它们对放贷机构的影响这个角度来展开的，例如债务人的困境如何引发了银行危机，或者增加了债务仲裁成本等。这些学者从未考虑过债务偿还本身的破坏力，也没有意识到全国性的偿债风潮能够在无须放贷机构做出任何改变的情况下，显著降低总需求和货币供应量。每当一个无力偿还债务的借贷方遭到银行清算，就会有千百个借贷方更加努力地偿还债务，以避免那种可悲的下场。也正是这些借贷方偿还的债务，最终摧毁了美国的经济和货币供应量。

特敏（1976）注意到了个人部门的去债务化（Deleveraging）现象，但却以“数据中一

些微不足道的痕迹”²¹ 否认了它的影响。而事实是银行储蓄已经减少了 33%，银行贷款减少了 47%。米什金（Frederic Mishkin, 1978）通过考察个人资产负债表得出结论，认为消费的下降是由于负债导致个人资产减少所致，他的观点只留意了资产价格下跌造成的负财富效应，而没有考虑到个人债务的偿还对于消费和货币供应量的负面作用。放眼 1929 年以前美国个人债务惊人的急速扩张，也就毫不奇怪为何个人也像企业一样忙于偿还债务了。

同样的，伯南克和米霍夫（2000）同艾森格林（2004）在探讨货币创造乘数效应减弱的原因时，他们也都将责任完全归咎于公众对于货币囤积需求的增加。²² 他们从来就没有考虑过因为借贷方开始偿债而造成货币创造乘数效应减弱的可能性。事实上，导致货币供应量减少的债务偿还才是削弱货币创造乘数的最重要因素。因此，对于伯南克和米霍夫“为什么货币存量的变化如此反常（从 1928 年到 1931 年）”²³ 的疑问，回答就是：因为企业和个人都在偿债。

尽管公众囤积货币倾向的上升总是和银行挤兑的发生相辅相成，但是这种倾向仅仅导致了货币创造乘数效应最多 15% 的减弱，其余的 85% 则是由于公众减少负债倾向的上升。以上提及的这些学者之所以很少考虑到这种可能性的原因就在于，他们最基本的假定就是：企业永远都在追求利润最大化并寻求资金。

当企业开始动用银行储蓄来偿还债务时，就对货币供应量和经济发展两个方面造成了损害，进而导致了通货紧缩和银行危机的发生。虽然艾森格林（2004）认识到了借贷方对于通货紧缩的预计使他们停止继续借贷，但实际情况是，资产价格下跌引发的经济低迷以及随之而来的通货紧缩导致这些借贷方不仅停止借贷，而且还开始积极地偿还债务。

4. 对于弗里德曼的批判

有意思的是，在米尔顿·弗里德曼和安娜·施瓦茨闻名于世的著作《美国货币史，1867～1960》中，有许多篇幅的内容实际上支持了在大萧条期间美国承受的是贷款需求不足的观点。比如弗里德曼和施瓦茨讲述了当时的纽约联邦储蓄银行行长乔治·哈里逊（George L. Harrison）如何给其它地区联邦银行行长们写信，企图说服他们在 1930 年 6 月增加更多的流动性。但是结果只有亚特兰大和里士满的两名联邦银行行长支持他的建议，另外九名行长则大多毫不犹豫地拒绝了他的请求。

◎二、作为资产负债表衰退的美国大萧条（5）

比如当时的芝加哥（美国的第二金融中心）联邦储蓄银行行长詹姆斯·莫杜格（James B. McDougal）反驳道：“市场内部已经存在着大量的资金，在这种情况下，就应该谨慎行事……作为联邦储蓄委员会应该采取更明确的姿态，只有在资金需求上升时予以支持，而不是在市场并不需要的时候注入更多的准备金。”²⁴ 同样的反驳也出现在旧金山联邦银行行长约翰·科钦斯（John U. Calkins）的回信当中：“在贷款利率低迷，资金数额庞大的情况下，我们不认为更低的贷款利率、更庞大的资金数额会有助于加速经济的复苏。”²⁵ 实际上，反映当时美国金融市场供求状况的短期利率从股价顶峰期的 5% 滑落到了哈里逊寄出这封信时的 2%，而等到 12 个月以后，已经跌至 1% 以下。利率的这种急剧下滑也说明了当时资金需求的大幅度降低。

弗里德曼引用其它地区联邦银行行长们的反驳显然是为了表明，纽约联邦银行与其它地区联邦银行之间对于金融知识的理解存在巨大落差。²⁶ 总之，弗里德曼认为，除了与自己意见一致的纽约联邦银行行长以外，其它人都不称职。我之所以怀疑弗里德曼持有这种想法，是因为他从来都不认为资金需求会发生逆转；他的研究都是建立在借贷方永远存在的前提下，通过调查储蓄/准备金比率和储蓄/货币比率来解释经济的增长。

正如弗里德曼指出的，不仅是各地区联邦银行行长们不支持纽约联邦银行的看法，就连由全美主要银行代表组成的联邦顾问委员会也持有同样的观点，反对注入流动性。²⁷ 也就是说，不管是政府还是私营部门，那些活跃于金融市场第一线的人们都已经觉察到了 1930 年间私营部门资金需求的大幅下降。他们意识到，在企业正忙于削减债务时，中央银行注入流动性的举措不会产生任何效果。哈里逊于 1930 年 6 月寄出的这封信显示自股市崩盘的八个月间，美国私营部门资金需求已经急转直下。如果考虑到当时银行危机尚未发生，这就更加证实了美国企业是如何迅速且自发地将它们的工作重心从利润最大化转移到了负债最小化上。与此不同的是，日本银行在 20 世纪 90 年代的贷款额一直等到经济泡沫破灭整整六年之后才开始出现下降。

甚至连身为纽约联邦储蓄银行行长的哈里逊本人也承认，当时的美国经济短期资金需求匮乏，即使通过市场操作注入流动性，也没有确凿证据可以证明经济状况将因此好转。不过这显然并没有阻碍他宣扬注入流动性的主张，他说：“我们看不出执行这一政策会有什么危害性，况且当前的经济形势如此严峻，我们必须采取任何必要的措施来扭转局势。”²⁸ 但是与那些 70 年后主张日本实行定量宽松政策的人士一样，哈里逊同样无法提出令人信服的理论依据来证明这一政策的可行性。

当企业动用银行储蓄来偿还债务时，银行储蓄和贷款都会随之减少。虽然一部分银行出于对发生银行挤兑的担忧开始考虑回收贷款，但是只要企业能够及时还贷，银行最终将会发现没有立即回收贷款的必要。如果银行没有进行贷款回收，那么企业也就不可能遭遇信贷紧缩的难题。这就是 86.4% 的受访企业在接受全美工业协会的调查时表示它们和银行打交道时没有遇到任何困难的原因所在。

5. 流动性本身无法阻止银行危机和企业偿债

弗里德曼关于银行危机造成了货币供应量减少的观点只能解释货币供应总量 15% 的减少，企业的债务偿还才是造成另外 85% 货币供应量减少的真正原因。即便我们承认是银行危机导致了货币供应量的减少，弗里德曼认为美联储本来能够阻止危机产生的观点仍然存在两个误区。其中第一个是，这样大规模的银行危机不可能自发地产生。只有当众人相信银行的贷款已经成为坏账时，这种现象才有可能出现。但是如果有那么多贷款成为坏账，那么经济形势就要远比放贷方和借贷方所认为的严重得多。1931 年下半年，当第一波银行危机袭来之时，美国已经在大萧条的旋涡中度过了两年，名义国民生产总值下跌了 20%，从 1929 年的 1 030 亿美元减少到 1931 年的 760 亿美元。经济活动剧烈萎缩，导致那些曾经对美国经济的繁荣做出过重要贡献的高负债企业和个人的收入剧减，再也无力偿还债务。这些个人和企业的破产进而引发了银行危机。也就是说，银行危机是经济萧条的一个结果，而非原因。

◎二、作为资产负债表衰退的美国大萧条（6）

弗里德曼的观点还有另外一个误区，由于银行借贷人破产而引发的银行危机其实是因为

银行自身资不抵债而造成的，与流动性不足并没有关系。假如银行危机真的是由于银行系统内部流动性不足所引起，那么就会像弗里德曼所认为的，只要美联储注入流动性就可以解决这个问题。但是如果银行本身已经陷入了资不抵债的困境，那么中央银行即便注入再多流动性也于事无补。此外，如果美国大萧条时期银行问题的症结在于流动性不足的话，那么理应出现资金不足的银行从美联储借贷大量增加的现象。但是正如已经指出的，从 1929 年到 1931 年，这个数字降低了 93%。只有到 1931 年下半年以后，当银行挤兑风潮变得更加普遍时，商业银行才开始从美联储增加借贷以避免准备金减少。但是这些银行所借的资金也仅有 1928 年至 1929 年间的一半，并且都是暂时性的行为。即便如此，仍然有 10 000 家银行最终倒闭，这就说明，当时银行部门问题的根源是由于借贷方破产而导致的银行资不抵债，而非流动性不足。

退一万步说，就算我们承认银行问题都是由于流动性不足所致，那么通过美联储注资能挽救的也只是那 13.6% 存在借贷困难的企业，对于其余那些正在忙于削减债务的 86.4% 的企业来说毫无意义。这就和日本央行从 2001 年起执行的定量宽松政策没能阻止企业继续偿债的事实如出一辙。但是只要这 86.4% 的企业不停止偿还债务，整体经济就无法从恶性循环通货紧缩的泥沼中脱身。所以我们可以得出结论认为，即便当时纽约联邦储蓄银行的哈里逊行长向银行系统注入更多的追加流动性，也依然无法扭转经济下滑的整体趋势。

总而言之，只要我们接受全美工业协会的调查结果，那么我们就必须承认，美国大萧条根源的 13.6% 是由于信贷供应的问题，而另外 86.4% 则是信贷需求的问题。

6. 将金本位当做罪魁祸首的观点同样也是误导

弗里德曼指责美联储对银行系统的问题袖手旁观。特敏（1994）认为是由于决策者对金本位制度的执着妨碍了美联储实行金融宽松政策，从而加深了经济萧条的程度。²⁹ 伯南克（2002b）更是进一步断言，美联储为了抵消 1931 年以前流入美国的黄金所产生的效应，事实上采取了更加严格的货币政策。³⁰

但是正如艾森格林和特敏（2000）本人早已指出的，在此期间“金本位问题根本就很少被提及”³¹。这一点也并不奇怪，因为只有在准备金需求上升，而支持这些新增准备金的黄金储备不足时，黄金才会成为一个问题。当时的决策者们之所以没有提及金本位制度，或许

是因为资金需求的下降速度要快于供给，因此美联储和银行主管们都没有察觉到增加准备金的必要性。当时商业银行对于美联储注入更多准备金的反对，以及 1929 年至 1931 年间银行从美联储借贷的急速下滑都印证了以上这一假设。

此外，纽约联邦储蓄银行行长哈里逊的请求之所以被其它联邦银行行长和联邦顾问委员会不约而同地拒绝，原因不在于他们担忧金本位，而是他们看不出市场对准备金产生了更大的需求。在股市崩盘后的仅仅两年内，美国的短期利率就从 5% 跌落至 1% 以下，这表明准备金事实上完全足够。假如当时美国的决策者们如艾森格林（2004）所认为的那样在担心金本位问题，那么哈里逊就根本不会提出那样的请求。即使他提出了，这个请求也必然会由于对金本位问题的担心而被拒绝。

在资金需求急速萎缩的情况下，黄金的流入或者流出基本上不会产生任何影响，因为问题的关键不在这个方面。美联储在 1929 年至 1931 年期间没有增加准备金不是因为金本位制度的制约，而是因为根本就不存在对于准备金的需求。

这就向当今学术界流行的，美国大萧条可以通过更有技巧的货币政策加以避免这一共识提出了一个重要的疑问。在当时那种由于借贷方缺乏而造成的私营部门资金需求急剧下降的情况下，央行注入的流动性将找不到任何理由进入经济活动之中。这一点也经由日本央行在 2001 年至 2006 年期间，试图通过实行定量宽松政策增加货币供应量的最终失败而得到了证明。也就是说，在美国大萧条和日本最近发生的大衰退期间实行的金融宽松政策都是经济学中所谓“推绳子”的经典范例（推绳子：泛指货币政策效应的不对称性，货币政策对于通货膨胀效果明显，但是对于通货紧缩却效果不彰——译者注）。

◎二、作为资产负债表衰退的美国大萧条（7）

至此就已经可以明确，美国大萧条的最大祸首就是私营部门的偿债摧毁了整个经济的货币供应量和总需求。作为其后果的恶性循环通货紧缩对于金融宽松政策无动于衷，因为此时负债累累的私营部门都在为了减少负债而疲于奔命。对于美国大萧条的这种解释也得到了当时金融管理机构那些被伯南克称为“货币供应量的反常举措”的印证。

伯南克（1995）曾经这样写道：“找出 20 世纪 30 年代席卷世界的那场经济崩溃的原因，依旧是一项令人着迷的智慧挑战。”现在，我们已经找到了关于美国这部分的答案，那就是：大萧条是一场罕见的资产负债表衰退。

7. 政府借贷导致了 1933 年以后美国经济的复苏

在大萧条之后的 30 年中，经济学家们普遍认识到了货币政策的局限性。但是他们的这种认识是建立在一种对于实际情况非常错误的理解之上的，那些经济学家们误以为流动性陷阱是一个放贷方现象，但事实上它是一个借贷方现象。不过至少他们承认了货币政策并非万能的灵丹妙药。

20 世纪 70 年代的通货膨胀和对于“小政府”的认同导致了以货币政策为根本的货币主义，以及重视单独经济行为者行动的新古典主义分析方法的复兴。此外，特敏（1989，1994）和罗默（Romer，1991）的研究成果对曾经是主流意见的凯恩斯主义的财政刺激政策使美国得以从大萧条脱身的观点提出了质疑。他们力主是货币政策对美国经济的复苏发挥了关键作用，驳斥了一直以来认为货币政策作用有限的共识。譬如，罗默认为 1934 年到 1941 年之间，美国货币供应量的快速增长对引导美国经济走出大萧条的泥沼发挥了决定性的作用。她辩称，金融扩张（缓和）加速了私营部门的投资，从而诱发了经济的复苏。³²

特敏进一步主张，由于在 1933 年之后，美国政府预算赤字与国民生产总值的比率没有上升，这就证明财政政策对于 1933 年之后美国经济的复苏贡献甚微。³³ 比如，他写道：“（对于 1933 年至 1937 年美国经济的迅猛增长）财政政策没有任何贡献……政府赤字没有增加，因此也就无法对促进经济成长起到相应的作用。”³⁴ 他进而补充道，正是由于美联储容忍来自欧洲的黄金进入美国，从而扩大了银行的准备金，最终才造成了 1933 年至 1938 年之间货币供应量的扩大。他们这些说法无异于在重新改写历史。

如果将特敏和罗默在试图解释大萧条时所使用的证据从资产负债表衰退的角度重新进行验证的话，就会得到完全不同的答案。他们的观点存在两个根本性的问题。首先，黄金的流入并非导致货币供应量增加的真正原因。就如在第一章已经解释过的，当银行储蓄增加时，必然会有人借入并花费这笔资金。并且这个借贷人同样会将这笔资金存入另外一家银行，于是同一笔资金又会被新的银行再次贷出。在这个过程的不断重复之中，银行的储蓄（也就是

货币供应量)和贷款得到了增加。1933 年之后,美国银行的准备金由于来自欧洲的黄金流入而急剧增加,但是同期美国银行对私营部门的贷款增长却是微乎其微(图 3-3)。就如已经指出的,美国银行向私营部门发放的贷款持续减少到 1935 年,其后的回升也是异常缓慢。也就是说,美国银行增加的绝大部分准备金最终都成为过剩准备金滞留在了银行系统内部。

图 3-3 全美银行的贷款、投资和存款, 1923~1941 年

这就产生了一个问题:那么到底是哪一方的借贷导致了罗默所指出的,1933 年以后美国货币供应量的增加呢?答案很简单,这些新增借贷基本上都来自政府,也就是说,是美国政府的借贷导致了银行资产的增加。图 3-4 和图 3-5 显示银行对私营部门放贷的减少导致了 1929 年至 1933 年间货币供应量的萎缩,而对政府放贷的增加则导致了其后货币供应量的扩大。换句话说,在 1933 年以前,由于私人储蓄和企业的债务偿还而流入银行系统的资金因为借贷不足而被迫滞留在了银行内部。1933 年以后,由于罗斯福新政的实施,这笔资金得以被政府借入并支出,从而离开了银行,重新进入经济循环之中。图 3-3 和图 3-4 清楚地表明了,自 1934 年以后,在对私营部门放贷依旧低迷的同时,对政府放贷的增加最终导致了银行储蓄的增加。

◎二、作为资产负债表衰退的美国大萧条(8)

图 3-4 1933 年以后政府借贷导致货币供应量大幅攀升(1)

图 3-3 还显示出,对私营部门放贷的低迷甚至持续了更长一段时间。即使到了 1941 年,银行发放给私营部门的贷款也仅有 253 亿美元,比 1929 年的 416 亿美元减少了 39%,较之 1933 年的 222 亿美元也不过增加了 14%。这就动摇了罗默关于私营部门可利用资金的增加导致了经济复苏的说法。1934 年以后美国货币供应量的增长基本上都要归功于政府借贷和支出的增加。

图 3-5 1933 年以后政府借贷导致货币供应量大幅攀升(2)

私营部门的借贷一直徘徊不前,就如全美工业协会的调查报告中所提到的,即便与银行关系良好的企业对于借贷也是极其谨慎。这些私营部门之所以竭力避免借贷,大概是由于在

偿还债务期间的痛苦经历使得它们都不愿再增加新的负债。

这个场景在 70 年后的日本又重新上演。在日本企业自 1998 年起成为净储蓄者之后，完全是由于日本政府的借贷才有效防止了货币供应量的萎缩。图 3-6 显示了 1929 年之后的美国与 1997 年之后的日本在货币总量上的相同变化。

8. 不仅是预算赤字，支出与税收也应该加以考虑

第二个问题是，特敏使用了预算赤字作为衡量财政政策对国民生产总值影响程度的工具。但是当经济处于萧条期时，这是一个非常不适当的衡量工具，因为在这种经济形势下，实行大规模财政刺激政策将启动经济成长，导致税收收入快速增加，最终造成远低于预期的预算赤字。从开始实行罗斯福新政的 1933 年一直到 1936 年为止，美国政府的财政支出增加了 125%，国民生产总值增长了 48%³⁵，政府税收收入增长了 100%（图 3-7）。也就是说，税收收入增长要比经济增长快了大约两倍。虽然在此期间，罗斯福总统数次调高了税率，但是，经济活动能够从 1933 年的低迷状态中复苏，才是政府税收收入迅速增长的最主要原因。

图 3-6 1929 年后的美国与 1997 年后的日本货币关联指标的相似性

图 3-7 罗斯福新政在没有增加财政赤字的情况下将财政支出扩大了两倍

从 1932 年起，美国所有年收入超过 2 500 美元的已婚夫妇，以及年收入超过 1 000 美元的单身人士必须申报个人所得税。从 1933 年至 1939 年，由于经济增长，导致更多个人的收入超过了最低申报额，使得个人所得税申报人从 389 万上升到 772 万，增加了约一倍。同期个人所得税收入也从 3.7 亿美元增长到 9.3 亿美元，增长了 150%（图 3-8）³⁶，而年均物价上升率仅为 1.2%³⁷，这显示了实际收入的增长和低通胀。美国政府实行的经济刺激政策促进了经济的复苏，以及随之而来的个人收入增长。政府税收收入也因此水涨船高，并得以进一步将预算赤字控制在一个稳定的范围之内（图 3-7）。

图 3-8 个人所得税申报额在罗斯福新政时期出现激增

尽管特敏贬低了财政刺激政策对于 1933 年之后美国经济复苏的贡献，但是如果不是由于政府支出增加了 125%，很难想象同期美国国民生产总值能够扩大 48%。到 1936 年，美国的政府税收收入和实际国民生产总值终于恢复到了 1929 年的水平，但是这也使得 1936 年的政府支出规模比 1929 年增长了 2.6 倍。但从另一方面来看，银行在 1936 年对私营部门的放贷额

依旧只有 1929 年的 51%。从 1933 年到 1936 年，美国政府支出与国民生产总值的比率从 6.9% 增至 10.5%，上升了 52%。尽管同期政府预算赤字与国民生产总值的比率保持稳定，但是政府支出在美国经济中所占份额 52% 的增长显然意味着，政府在 1936 年间对美国经济的支持要大于 1933 年，更不用说 1929 年了。

事实上，充分就业赤字（Full-employment Deficit）这个概念应该已经提醒了特敏和罗默，当经济处于急速复苏阶段时，稳定的预算赤字（相对于国民生产总值的比率）并不能说明财政政策的无效。充分就业赤字的前提就是当经济向着充分就业状态恢复时，税收收入将会增加，而预算赤字则会缩小，经济状况越接近充分就业，预算赤字就越小。

但是尽管税收收入由于经济的迅速复苏而增长了 100%，美国的预算赤字却依然没有缩小。这并不表示财政刺激政策没有产生效果，而是说明经济复苏本身是主要依靠财政刺激政策才得以实现的。在此期间，美国联邦支出占国民生产总值的份额增长了 52% 就足以说明问题。1937 年美国联邦政府削减经费，结果造成经济整体滑坡，也再次印证了 1933 年以后美国经济的复苏对政府财政支出的依赖性。

◎二、作为资产负债表衰退的美国大萧条（9）

在这段时间里，政府财政支出共在全美各地协助修建了 651 087 英里公路、124 031 座桥梁、125 100 栋公共建筑、8 182 个公园以及 852 个飞机场。此外还在公共场所新增了 2 400 幅壁画、108 000 幅绘画和 18 000 座雕塑。并且还种植了 30 多万亿棵树木，开垦了 8 440 万英亩良田。仅美国公共工程署（Public Works Administration, PWA）就动用 40 亿美元资金修建了诸如华盛顿州的大库利水库、纽约市的林肯隧道和三区大桥这样的大型工程，美国工作进步总署（Works Progress Administration, WPA）则直接雇用了 800 万人参加公共工程建设。据最终推算，所有这些公共建设一共提供了 2 500 万个直接或间接的工作机会。38 那些认为这些支出对于美国国民生产总值毫无影响的观点显然是荒谬透顶的。

因此，对于当时美国经济状况的正确解释应该是，政府支出 125% 的扩大导致了国民生产总值 48% 的增长，从而使得曾经极其低落的税收收入翻了一番。这就是预算赤字相对于国民

生产总值的比率没有出现显著上升的原因所在。

特敏（1994）和若田部（若田部昌澄，日本经济学家、早稻田大学教授——译者注）都引用美国预算赤字相对于国民生产总值比率增长缓慢的实例，来支持他们关于政府支出对经济复苏贡献不彰的论点。实际上，他们是想说，即使政府无所作为，经济照样能够按照同样的速度增长下去。假如事实果真如此，那么美国税收收入在没有政府经济刺激措施的情况下依然能够翻番，美国政府理应在 1936 年就拥有高额财政盈余。如果按照他们的主张进行推理，那么就将得出结论，即使美国政府实行严格的财政紧缩政策，经济增长依然不会受影响。

预算赤字比率之所以没有增长只有两种可能。要么是政府支出和税收收入都没有发生大幅变化，要么是二者的变化同步。前一种情况是收入和税收没有明显变化，也就是说政府对于经济的增长影响甚微。而后一种情况则显示，由于巨额财政支出推动税收收入和国民生产总值同时显著增长，使得政府财政支出与这二者相比显得变化不大。20 世纪 30 年代税收收入和国民生产总值的大幅上升显示，当时的美国经济正是后一种情况。

国民生产总值和税收收入的持续增长，同时也表现出财政刺激政策强大的乘数效应。事实表明，罗斯福政府似乎偏好将大型工程作为新政的一部分，这是因为政府官员们注意到了，最初的财政刺激可以诱发经济剧烈的上升和税收收入急速的增长。随着政府支出的不断扩大，经济复苏的潮流最终也就变得势不可当。

9. 过早的财政整顿导致了高失业率的持续

在 20 世纪 30 年代，美国的失业率一直都高于 14%，一些人将这作为罗斯福新政没能带来经济复苏的证据。³⁹ 但是持续的高失业率应该归咎于 1937 年实行的财政整顿，它将在那之前一直在持续好转的失业率重又拖回谷底（图 3-7）。1937 年政府削减财政支出的举措导致了经济的再次低迷，工业生产总值下滑了 33%，股价暴跌了几乎 50%，这就再次证明美国经济依旧处于资产负债表衰退之中，经济增长完全是由政府的财政刺激来支撑。

通过与同期德国经济的比较，美国政府在 1937 年财政政策改变的草率更加凸显。从 1933 年至 1938 年，德国稳步扩大的财政支出将失业率从 26.3%降低到了 2.1%（图 3-9），同期工业生产总值增长 89%，实际国民生产总值增长 58%。虽然政府预算赤字也升至国民生产总值的 10%，但是当失业率降至 2.1%时，很少有人会为此感到不满。图 3-7 和图 3-9 的对比显示，

假如不是因为美国政府在 1937 年和 1938 年间削减了财政支出，美国的失业率本来也有可能
在 20 世纪 30 年代末期降低到一位数以下。

图 3-9 德国的财政政策极大降低了失业率

10. 财政刺激政策结束了经济衰退，化解了银行危机

特敏和罗默都忽略了，实际上正是美国政府的借贷支持了 1933 年之后货币供应量的增长。他们的注意力只集中在净预算赤字，而不是政府支出和税收收入上，因此也就忽略了政府借贷所造成的大规模财政支出的影响力。

◎二、作为资产负债表衰退的美国大萧条（10）

因此我们或许可以大胆地说，刨除公式（4）所表示的，政府行为对于通货紧缩循环的阻碍，美国大萧条不仅是一场资产负债表衰退，而且还是这种衰退最纯粹的形式。经济泡沫时期积累了巨额债务的私营企业，在 1929 年 10 月之后同时开始进行债务偿还，这就造成了货币政策效力的弱化，最终将经济送入恶性循环通货紧缩之中。这也就解释了美联储在 1929 年到 1933 年之间为何“无所作为”，答案并不是美联储不作为，而是在私营部门资金需求大幅缩减的情况下，美联储的选择有限。

今天的经济学家们认为，大萧条时美国货币供应和经济活动双双萎缩的根源在于银行系统流动性不足导致的资金匮乏。

但是正如我们已经看到的，只有 13.6%的企业存在资金不足的问题，而且这些企业中的大多数有可能正陷于经营不善的困境。换句话说，即便美联储注入足够的流动性，这些企业也会因为收益不佳、财务状况恶劣等原因而很难从银行获得资金。

从弗里德曼一直延续到伯南克的主张，也就是认为美国大萧条本来可以通过更有技巧的货币政策得以避免。这种观点或许只适用于身处恶性循环通货紧缩泥沼中的美国经济的一小部分。而对于另外 86.4%的美国经济来说，任何货币政策都难以奏效。

当经济陷入资产负债表衰退的困境，将众多借贷方（以及它们的放贷方）推至破产的边缘时，只有两种应对政策可以产生作用。一种是政府向这些濒临破产的企业和银行注入资金，

将它们拖出负资产的困境，这同时也就意味着私营企业的国有化。另一种就是由政府出面向这些企业发放大量订单，以改善这些企业的收益状况，使它们能够通过自己的力量来偿还债务。

美国政府于 1933 年开始实行的新政同时包括了以上这两种政策。首先，政府以通过复兴银行公司（the Reconstruction Finance Corporation）收购银行股票的方式向银行系统注资超过 10 亿美元。此外，政府进行了前面提到过的大规模公共工程建设。相当于当时美国所有银行自有资本总和 1/3 的 10 亿美元政府注资 40 改善了银行的资产负债表，增强了它们应对风险的能力。大规模的公共工程建设增加了企业收益，为数以百万计的人提供了就业机会，进而刺激了经济的增长。

这两项政策最终制伏了大萧条所产生的恶性循环通货紧缩，为经济的最终复苏铺平了道路。并且，这两项政策都是与政府支出直接相关的财政政策，同弗里德曼和伯南克主张的注入流动性的货币政策性质完全不同。

因此我们也就可以看到，是财政政策而非货币政策帮助美国和德国从 20 世纪 30 年代的大萧条之中摆脱出来。并且，对于私营部门的偿债风潮，货币政策能够起到的作用有限，这一点在 70 年后的日本得到了再现。

◎三、经济衰退的类型不止一种

两种类型的经济衰退

迄今为止，经济学家们都认为经济衰退的类型只有一种，美国大萧条则是这种类型经济衰退的一个极端表现。并且这种衰退是由于资金供应方受到冲击，从而使得企业融资发生困难而导致的。因为这些经济学家假定所有企业都以利润最大化为目标，所以他们相信只有在企业无法募集到所需资金时才会发生经济衰退。但是本章已经证明，经济衰退至少有两种不同的形式：由于经济周期造成的衰退和由于企业资产负债表问题造成的衰退。对于前一种衰退，就如众多研究已经表明的，身陷其中的企业基本上还是以利润最大化为目标，货币政策正是应对此类衰退的最佳工具。但是当发生后一类衰退时，企业的首要目标已经从利润最大

化转移到负债最小化，这时就需要利用财政政策作为应对措施。

伯南克（2000）说，经济学对于美国大萧条成因的解释依然并不充分。究其原因，主要是因为迄今为止的经济学理论对于能够造成大萧条这种悲剧发生的资产负债表衰退尚无明确认识。尤其是一般观点都将大萧条视为经济衰退的一种极端表现，这就表明了主流观点对于普通衰退和大萧条之间差别的见解只局限于规模不同而已。由于假定企业即使在经济长期衰退时依然重视将来，致力于利润最大化，所以作为当今经济学界主流的新凯恩斯学派（New Keynesian school）倚重各种价格“粘性（Stickiness）”来解释经济衰退。这个学派的经济学家认为：调配成本和工资的下降“刚性（Rigidity）”阻止了物资和劳动力市场向均衡水平的回归。但是，即便价格的粘性和刚性可以用来解释短期失业率和经济衰退，对于长期衰退却依然缺乏说服力。这是因为在长期范围内，价格的变化都是依照市场力量的改变而进行的。

在一场资产负债表衰退当中，由于众多企业都在同时进行债务偿还，从而引发了总需求的持续下降[公式（4）]，这与价格刚性或粘性并无多大关联。而总需求的恶化会一直持续到企业的资产负债表得到最终修复之时，或者整个私营部门（包括企业）都陷入无钱储蓄的困境为止。

经济衰退存在至少两种不同形式的见解，对于经济学家们来说充满了嘲讽意味，因为正是美国大萧条导致了今日宏观经济学的诞生。然而，尽管是由于大萧条的冲击才使得宏观经济学作为一个独立学科出现，却没有任何人意识到大萧条的根源与普通经济衰退完全不同。因此，经济学家们一直都在运用同样的理论体系来试图解释所有的经济衰退，包括美国大萧条。这就导致了許多奇怪（如果不是愚蠢）的经济观点，尤其是在关于长期经济衰退的解释上。通过向现有经济学框架导入负债最小化的概念，经济学理论对于长期衰退的研究与探讨，终于得以从依赖价格和工资粘性刚性之类的雕虫小技的困境中解脱出来。

◎一、美国的现状：次贷危机（1）

当前美国经济正面临着房地产泡沫的破灭和次贷危机。在这场危机中，大西洋两岸的众多金融机构已经遭到了沉重打击，美国无法售出的住房数量达到了空前规模。这次危机正是

由于一种资产价格泡沫的破灭所致，所以这有可能将美国拖入另一场资产负债表衰退。

这场次贷危机的起因需要回溯到 2000 年的 IT 泡沫。当时在 IT 泡沫破灭之后，美联储立即意识到美国的总需求正在迅速下降，如果不遏制住这股下降势头，那么美国整体经济就有可能卷入一场全面衰退之中。作为响应，美联储将利率从 6% 大幅调降到 1%。在 IT 泡沫期间，美国的住房市场表现平稳，没有出现过热现象。然而当美联储将利率调降至自 1959 年以来的最低水平时，能够承担住房贷款的人数由于低利率而迅速增加，最终引发了房产泡沫的产生。

尽管房价飙升，但是格林斯潘仍然保持冷静，拒绝用泡沫这个词来形容房地产市场出现的状况，他之所以能够保持冷静，或许是因为他心中已经在酝酿一个计划。当时众多因为 IT 泡沫破灭而受到打击的美国企业正埋头于资产负债表的修复，格林斯潘的意图就是通过支持房地产市场来维持正承受着下降压力的总需求。通过以房地产泡沫代替 IT 泡沫，格林斯潘让美国经济继续保持增长，从而使美国企业能够有足够利润来清理它们的资产负债表。

在那个时候，格林斯潘或许相信，一旦美国企业完成资产负债表的修复，它们就会重振旗鼓，开始为前瞻性的项目贷款投资，在这种情况下，利率就会回升，进而终结房地产泡沫。按照这种方案，健全的企业部门将作为带动经济发展的火车头，最终带领美国走出 IT 和房地产泡沫。

在头三年中，格林斯潘的这个策略成效显著。当企业仍旧在努力修复资产负债表时，美国经济因为得力于房地产泡沫而保持了强劲势头。到 2003 年年底，绝大多数美国企业已经完成资产负债表的清理，于是美国联邦储备委员会从 2004 年 6 月开始连续 17 次提高利率，将联邦基准利率提升到 5.25%，并且认为企业资金需求的复苏也会提升长期利率。

但是结果却发现，财务状况良好的企业依旧不愿借贷，这就最终导致了问题的发生。格林斯潘甚至在国会听证会上公开表示惊讶，为什么理应借贷的企业却不这样做？¹就如本书第二章已经指出的，美国遭遇了日本在过去数年间曾经遭受过的“债务抵触综合征”。事实上，美国经济正处于经济阴阳周期的第四个阶段，在此阶段中，那些曾经被迫修补资产负债表的企业在完成目标之后依然缺乏借贷意愿。

由于这种债务抵触综合征，尽管美国的短期利率已经回升到了 5.25%，但长期利率依然徘徊在 4%~5% 的水平。由于房地产市场一般只受到长期利率的影响，而长期利率并没有随着

美联储的紧缩政策同步上升，这就导致美国的房地产泡沫又多持续了两年。

另一方面，大多数普通购房者已经于 2001~2003 年期间购买了新的住房。在企业没有贷款需求，普通购房者也不再需要资金购房的情况下，华尔街的资金管理者们在 2004~2006 年间开始迫切需要开拓新的借贷者，特别是那些愿意支付高于货币市场利率的借贷者，于是他们开始发掘大批次级借贷者资源的潜力。华尔街的银行家们说服自己，这些次级借贷者支付的高利率将会弥补可能产生的风险，于是他们向这个市场注入了大约 10 000 亿美元的资金。

这些资金的突然涌入彻底改变了次贷市场的原有结构，放贷标准和信用评级被不负责任地全面放宽。这些贷款又进一步被分割并证券化，和其它金融产品打包一起转卖给其它投资者，此外，众多贷款发放者对放贷也采取了重量不重质的马虎态度。

2006 年春，美国的房价终于到达顶点并开始回落。由于众多次级借贷者当初购买房产都是因为相信房价将一路上升，这样他们就可以通过购买房产来累积资产，从而跻身优惠级借贷者之列并享受优惠级固定利率，所以对于他们来说，房价下跌就意味着被次级房贷的高利率套牢。因为许多这样的借贷者只负担得起最初的诱惑利率（Teaser Rate，为了吸引借贷者申请住房贷款，放贷机构将借贷者最初所需支付的放贷利率调低，该利率即为诱惑利率。在诱惑利率期结束之后，借贷者就必须支付正常利率——译者注），在诱惑利率期之后恢复的正常利率就造成了大量贷款拖欠现象的发生，由此导致的次级借贷相关金融产品的价格暴跌进而对全球金融市场造成了巨大冲击。

◎一、美国的现状：次贷危机（2）

虽然次级贷款总额只有 10 000 亿美元，但是因为这些次级贷款被分割并和其它金融资产打包后证券化，所以与次级贷款有关的金融产品总额也许高达数万亿美元，然而没有人知道这些金融产品的确切金额。此外，优惠级房屋贷款的违约率也在快速攀升，这显示在房地产泡沫期间，许多优惠级借贷者也特意购置了新的房产。尽管优惠级贷款的违约率只有次级贷款的 1 / 4，但是前者的市场规模要远远大于后者，这就意味着银行和金融系统因此受到的打击也将会异常严重。

导致局势更加危险的是，由于这些证券结构复杂，绝大多数投资者无法确切了解它们的风险程度，所以投资者们只能依靠评级机构来做判断。当评级机构开始同时下调这些证券的等级时，整个市场开始崩溃，在这个过程中，数以千计银行的资产负债表因此受到惨烈的创伤。与此同时，评级机构表现出来的不可靠性又影响了其它许多与次级贷款无关的、结构复杂证券的价值。同时，这些金融产品的复杂结构又阻碍了其它股票投机商的介入，因为除了极少数能够真正理解这些金融产品的投资者，股票投机商们也同样难以找到其它愿意购买这些证券的客户。

1. 次贷危机所导致的资产负债表衰退的特征

此次美国次贷危机存在几点以前的资产负债表衰退所不曾出现的特殊之处。首先，问题出自个人和银行部门，而非一般企业。假如像当年日本商业不动产泡沫那样，问题主要集中在企业部门，那么局面就会比较容易掌握，因为被宣布技术性破产对于企业来说无异于死刑宣判，所以企业都会尽一切可能迅速清偿债务以修补受损的资产负债表。这种情况在过去 15 年的日本和 IT 泡沫破灭之后的德国和美国都曾经发生过。

但是对于个人，情况则截然不同。如果一个家庭在购买了住房之后，房价出现了大幅暴跌，当房贷金额超过已经缩水的住房现有价值时，这个家庭在技术上就已经破产。但是在现实中，只要这个家庭能够继续偿还贷款，那么就不会成为问题。作为银行，它关心的只是每个月能否及时收到按揭，至于这个家庭的净资产是否为负并不在银行的关心范围之内。因此，只要就业和收入能够保持增长，个人就能够继续拥有他们的房产，不会出现大规模抛售房产和房价暴跌的现象。对于那些能够按时支付固定利率房贷的个人来说，由于房价下跌而产生的财富递减效应也会因此变缓。

但是对于那些因为浮动利率贷款的诱惑利率到期而不能继续支付每月按揭的个人来说，他们别无选择，只能开始拖欠贷款。最终这些借贷者将丧失抵押品赎回权并被收回住房，银行也将因为过多的不良贷款而遭受损失。过多的不良贷款反过来又降低了银行的资本充足率 (Capital Adequacy Ratio)，于是银行不得不减少放贷以恢复资本充足率，而这又导致了信贷紧缩。此外，当借贷者因为丧失抵押品赎回权而被银行收回的住房重新被拍卖时，随之可能出现的雪球效应将使相同区域的房价受到影响。现在美国大约有 200 万违约借贷者，违约

率的急速飙升已经给住房供给和房价造成了灾难性的后果。

作为金融部门，与次级贷款有关的金融产品的价值崩溃已经给它们造成了巨大损失，而这种损失向那些与次级贷款无关的复杂结构金融产品的扩散更让局势如火上浇油。金融机构的困境在欧美已经导致了信用紧缩现象的出现。

2. 重温 20 世纪 90 年代日本经济泡沫的崩溃

这场次贷危机将会如何发展下去？假如它出现日本平成泡沫破灭之后同样的状况，那么大概就会出现以下现象：

（1）在泡沫刚破灭时，几乎所有人都会将因此出现的经济低迷视为暂时现象，他们相信在某些特定产业经历数个季度的煎熬之后，经济就会恢复正常状态。这种过度自信在经济泡沫刚破灭时一般都会非常普遍，原因在于经济泡沫几乎都是在经济最繁荣的时候破灭，在这个时候，每个人都拒绝承认经济出现颓势。在日本，这个阶段从经济形势依然强劲的 1990 年持续到了 1992 年。

（2）然而，一旦泡沫的破灭开始影响到个人和企业（对于美国来说，尤其是指银行）的资产负债表时，公众就会变得更加谨慎，并采取防御的姿态。如果这种防御姿态促使个人增加储蓄，而银行加强违约房贷住房的回收和拍卖，那么整体经济就会受到合成谬误的影响，国内需求和资产价格因此而发生的恶化就会像滚雪球一样日趋严重。在日本，这个阶段从 1993 年前后开始，当时人们已经在谈论第一章中提及的“资产负债表恐慌综合征”。

◎一、美国的现状：次贷危机（3）

（3）与此同时，各个银行都会立即开始缩减放贷以提高自身资本比率，这些银行只是一厢情愿地相信这样的努力将会提高自己的核心资本充足率，却没有意识到整体经济已经因为它们的行为而陷入合成谬误之中。所以，这些银行越是努力，信贷紧缩和整体宏观经济就越是恶化，反而导致银行想要实现的目标更加遥遥无期。

（4）经济低迷造成的伤害最终迫使公众做出妥协，同意向资本不足的银行注入资本，帮助这些放贷方摆脱困境，终结信贷紧缩。在日本，这个时点出现在 1997 年末期，最终促成了

日本政府于 1998 年和 1999 年向银行系统的资本注入。

政府也可以通过借入和支出私人部门的过剩储蓄来执行强有力的财政刺激政策。在日本，这种政策从 1993 年就开始实施，只是这些刺激政策从来没能做到先发制人，总是落后于现实形势。

财政支出和资本注入可以终结合成谬误，让经济形势恢复稳定。但是必须指出的是，虽然前述的政府措施可以起到稳定经济的作用，但是在私营部门修复资产负债表，并克服“债务抵触综合征”之前，经济不会自我复苏。日本直到泡沫破灭 17 年后的今天，依然没能摆脱这种综合征。

3. 美国陷入泡沫破灭之后的困境当中

在前面所说的四个阶段之中，第一阶段与美国 2007 年夏秋的局势一致。美联储于 2007 年 10 月宣布降息的决定是在这个阶段中的经典反应。

但是当银行资产负债表问题开始变得严重时，市场的疑惑和恐慌情绪开始蔓延，抛售问题资产的企图导致价格下降，从而进一步恶化了局势。2007 年年底，银行系统的亏损增加显示经济状况已经进入第二个阶段。伯南克在 2008 年 1 月 10 日的演讲中宣布美联储“已经做好准备在需要的时候实施切实可行的行动”，这表明对于美联储来说，“拒绝承认”的阶段终于结束了。

尽管像花旗银行和瑞士联合银行（UBS）这样的大银行已经选择利用诸如阿拉伯和亚洲的主权财富基金（Sovereign Wealth Funds, SWF）来充实资本，但是 8 560 家美国银行中的大多数都无法获得这种管道。那些难以获得外部资本的银行只能被迫相应缩减放贷，数以千计这样的银行采取了这种应对措施，而这又进一步恶化了住宅和商业不动产的颓势，最终累及了整体经济状况（第三阶段）。

此外，花旗银行为这些注入“资本”支付了 11% 的利息，而瑞士联合银行则为 9%。事实上，这两家银行支付的都是高于次级借贷者所支付的利息。为了偿还高额利息，这些顶级银行不得不进行有可能给经济和金融市场带来负面影响的重大结构调整。像花旗和瑞士联银这样的顶级银行只有通过支付高额利息才能获得资本，这说明了当前形势的严峻性，同时也凸显了数以千计非顶级银行获得资本的困难程度。

这样的信贷紧缩是由于银行病态资产负债表所导致的资产负债表衰退的一个独特之处，并且这种现象在银行获得充足资本之前将不会消失。然而，通过收益来补充银行资本的过程将会异常漫长，尤其是当经济处于衰退期时。由中央银行主导的流动性注入也无法结束信贷紧缩，唯有政府主导的资本注入才能实现这个目标，但是在公众对于救助那些“愚蠢、贪婪、收入过高”的银行家的抵触情绪消除之前，政府也难以做出任何实际行动。

2008年2月，在东京举行的G7会议上，在一场角色彻底转换的会晤中，日本财务大臣额贺福志郎要求美国财政部长汉克·保尔森(Hank Paulson)动用政府资金充实美国银行资本，额贺所主张的正是20世纪90年代中期美国政府曾经向日本施压以解决日本银行问题的要求。但是，保尔森却无法公开承诺美国政府的决策，因为他担心因此招致反对政府救助“富得流油”的银行家的不良政治后果，而这也正是日本官方在20世纪90年代中期曾经面临的政治困境。

保尔森或许知道，日本前首相宫泽喜一在1992年也曾建议政府利用公共资金来解决日本银行的问题。但是这项建议引发了以无知媒体为首的公众大规模的反对，使宫泽的提议被完全掩盖。事实上，这些反对的威力如此之大，以至于在此后的整整五年里，没有任何政治家敢于谈论银行的拯救计划，一直到1997年年末，当信用紧缩问题已经变得异常严重(图2-3)，连媒体也不得不承认必须采取行动来应对为止。考虑到这些先例，保尔森或许相信，政府过早的动作实际上有可能引发反对浪潮，最终使计划无法付诸实施。

◎一、美国的现状：次贷危机（4）

这就意味着美国经济和公众将不得不继续承受信贷紧缩，直到因此造成的困境迫使公众在政治上容忍资本注入为止。到那个时候，也许就会有人提出，与其让美国银行向亚洲或者中东的主权财富基金支付高额利息，还不如由美国政府来承担这些主权财富基金的角色，如此一来，收入转移就会被限定在美国内部。美国在1933年进行的资本注入和日本在1999年的资本注入都没有增加纳税人负担，这些历史记录也使这样的提议更容易被公众接受。就如图2-3所显示的，日本在1998年3月的资本注入阻止了信贷紧缩的进一步恶化，1999年3

月的资本注入则使日本银行能够继续发挥它们作为金融中介机构的作用。

日本的经验同时表明，在进行资本注入时，许多专家和政治家所坚持的，为了“治理”银行以使它们不再犯相同错误的附带条件应该限制在一个合理的范围之内。这是因为改革银行和终结信贷紧缩这两个目标之间并不存在一致性。事实上，许多银行宁愿缩减放贷也不愿意接受附带过多约束条件的政府资金。但是如果银行不接受这些资金，那么结束信贷紧缩的政策提议也就无从实现，经济将会继续沉沦。

日本的这个教训得来不易：当政府于 1998 年初开始执行包括美国财政部等众多观察家所坚持的，附带了严格条件的资本注入政策时，没有一家日本银行申请这种资本注入。包括竹中平藏在内的众多海内外银行分析人士和观察家都主张银行不应接受这种资本注入，取而代之的是缩减放贷，精简规模。虽然这些建议适用于单个银行，但是对于已经遭受信贷紧缩的日本来说，却导致了宏观经济上的灾难。最终，日本政府不得不取消资本注入的附带条件以拯救经济。这里的关键在于，试图运用资本注入这个唯一途径来达到方向相反的两个目标的政策本身就显得不负责任。治理银行的工作应该留给银行监管部门，而资本注入政策必须集中在中止信贷紧缩这个对于宏观经济更具紧迫性的问题上。

当前，一些欧洲房地产市场，尤其是西班牙和英国市场也同样出现了低迷状况。由于过去数年间的房产热潮加速了西班牙国内生产总值的增长，所以这个泡沫的破灭对于成长中的经济造成了重大打击。当大西洋两岸的金融机构已经呈现颓势之时，泡沫的破灭意味着决策者们需要竭尽所能来防止全世界的经济陷入像 20 世纪 30 年代那样的全球合成谬误。

4. 政府金融机构支撑了美国的房地产市场

目前，唯一在努力解决这种合成谬误的美国官方机构是联邦住宅贷款银行（FHLB），这个机构仅在 2007 年下半年就已经向金融机构提供了数百万亿美元以维持美国房产市场的运作。

也就是说，正是联邦住宅贷款银行、房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）这类公共基金在支撑着美国的房地产市场。假如这个市场只依靠私营部门的话，也许早就已经崩溃。令人感到讽刺的是，组建于 20 世纪 30 年代大萧条时期的联邦住宅贷款银行在拯救 21 世纪的房产市场的过程中依然发挥着主要作用。

然而这也同时折射出情况的严峻性。再加上银行需要缩减放贷，提高自身资产比率，局

势在短期内不会有所改观。

5. 美国正在重走日本当年清理不良贷款的老路

到数年之前为止，日本的银行系统面临着严重的不良贷款问题，除了少数银行向国际市场出售股份以外，这些问题大部分最终在日本国内找到了解决方案。

当时，美国对日本的谨慎态度进行了激烈的批评，主张日本的银行应该尽快将它们不良贷款从资产负债表上注销，并且直到市场出清为止听任资产价格的下落，美国的这些主张在日本国内得到了竹中平藏的遥相呼应。然而情况现在出现了逆转，美国在财政部长保尔森的领导下正在执行的恰好就是当年他们所抨击的日本所执行的政策。马丁·沃尔夫（Martin Wolf, 英国《金融时报》的资深编辑和首席经济评论员——译者注）在《金融时报》的文章中也已经指出了美国 10 年前对于日本的指责和当前保尔森部长的所作所为之间的反差。²

美国当年对于日本的指责是完全错误的，日本当时的选择和美国现今正在实行的对策对于两国所面临的问题来说都是恰如其分的。当时之所以会产生那种误解的原因在于，那些评论者们没有意识到，按照资金需求是否存在和问题的影响程度涉及局部还是整个银行系统，银行危机实际上有四种不同类型，以及四种相应的解决之道。它们分别是：

◎一、美国的现状：次贷危机（5）

第一类（I）：存在资金需求的局部危机。

第二类（II）：存在资金需求的系统危机。

第三类（III）：不存在资金需求的局部危机。

第四类（IV）：不存在资金需求的系统危机。

前两类危机发生在经济周期处于“阳”态阶段时，而后两类则发生在经济周期的“阴”态阶段。

这四类危机表示在表 7-1 中。³

表 7-1 四种类型的银行危机及其解决之道

“阳”态阶段

资金需求正常 “阴” 态阶段

资金需求低迷或者不存在

银行危机

局部 (I) 迅速清理不良贷款

奉行问责制 (III) 稳步清理不良贷款

奉行问责制

系统 (II) 缓慢清理不良贷款

向银行让利 (IV) 缓慢清理不良贷款

资本注入

在此基础上可以判定：

1989 年的美国储蓄信贷协会 (S&L) 危机属于第一类。

1982 年的拉丁美洲债务危机，1991~1992 年遍及全美的信贷紧缩，以及 20 世纪 90 年代初期的北欧银行危机属于第二类。

日本在 1995 年之前的状况属于第三类。

日本自 1996 年、中国台湾自 2000 年、美国 20 世纪 30 年代的大萧条和美英两国自 2007 年开始的次贷危机都属于第四类。

从以上的表 7-1 中可以看出，只有在面对第一类银行危机时，迅速清理银行不良贷款才是最佳解决之道，而对于其它类型的银行危机，只有谨慎稳步的方式才能产生较好的结果。在面对第二类和第四类系统危机时，在缺乏购买方的情况下，试图销售不良资产的尝试有可能将资产价格进一步压低，使得经济形势更加低迷，最终造成更多的不良贷款发生。因此，借用斯蒂芬·英韦斯 (Stefan Ingves, 瑞典央行行长——译者注) 的话来说，过于匆忙地清理不良贷款只会“破坏价值”⁴，使局势进一步恶化。事实上，美国正是以非常缓慢而谨慎的节奏在处理第二类银行危机中的不良贷款问题。

第三类银行危机虽然不存在雪球效应，但是依然没有立即解决不良贷款的紧迫性，因为在这种情况下，不良贷款并不会对经济成长构成障碍。因此显然也就没有理由在第三类银行危机时动用纳税人的资金来加速对不良贷款的清理。

与此同时，在资金需求依然存在的第二类系统危机发生时，政府当局可以通过让利措施来支持银行系统。所谓的让利就是指中央银行调低向银行系统提供流动性时的利率，同时又允许银行的贷款利率不变。在现实中，美国正是通过这种方式解决了在第一章中已经指出的，于 1991 年至 1993 年间发生的全国性信贷紧缩。虽然这种方式将储蓄者的收入转移给了银行，显得很不公平，但是由于这种方式不需要政府动用公共资金，因此作为权宜之计仍然可以容忍。

然而对于第四类危机，由于私营部门的资金需求不足，从而造成中央银行的让利措施失去效力。在这种类型的银行危机发生时，政府需要在局势进一步恶化之前就采取行动，开始向银行注资，这正是美国在 1933 年和日本在 1998 年与 1999 年所执行的政策。由于美国当前的次贷危机可能将会导致信贷紧缩现象更加严重，因此美国当局必须考虑实行这种补救措施的可能性。

在英国，英国政府最终在 2008 年 2 月放弃了寻找愿意接手北岩银行（Northern Rock，英国第五大银行，因为次贷危机的影响陷入经营困难，而不得不向英国当局寻求援助——译者注）的下家的企图，转而将这家银行国有化。没有任何私营部门愿意出来接收这家银行的事实强烈显示出，现在发生的是一场系统危机，所有的金融机构都深受其害，自顾不暇，遑论解救他人。1998 年中期，在日本长期信用银行面临破产之际也出现了完全相同的情况，虽然日本政府花费了大量精力来为长期信用银行寻找合并伙伴，但是却没有任何一家国内外投资者愿意出来接手这个烫手山芋，最终，日本政府只得出面将长期信用银行国有化。事实上，在日本政府实行大规模注资和公共工程建设政策，使日本经济和银行系统得到稳定之后，国外的投资者才表示出了购买这家银行的意愿。

尽管众多专家和投资银行出于私营投资者永远存在的推测，强烈主张为银行危机寻找“市场解决方案”，但是事实上，这种解决方案只对第一类和第三类银行危机奏效。当第二类和第四类系统危机发生时，没有私营投资者和投资银行会愿意购买这些资产，所以政府部门必须出面接收那些破产的金融机构，直到银行系统和整体经济重新恢复稳定。

◎一、美国的现状：次贷危机（6）

6. 次贷危机的解决方式与拉丁美洲债务危机存在相似之处，但是依然有所不同

10 年前，当日本受到来自美国的激烈批评时，像美联储前主席保罗·沃尔克这样，对于系统性银行危机有着深刻认识的人士却不断发出警告，指出当众多日本银行都面临同样问题时，急于清理不良贷款的举措将会是一个错误。这些发出警告的人士显然明白，日本经历的正是第四类银行危机。

2001 年 6 月 23 日，沃尔克先生在接受《东京经济》杂志的采访时明确指出，日本应该对银行注销不良贷款的进程实施“限速”。这个观点大概是基于这位美联储前主席关于 1982 年拉丁美洲债务危机的亲身经验，当时的情况就和日本所遇到的一样，整个美国的金融系统都受到了严重威胁。事实上，次贷危机的发展过程在许多方面都与拉丁美洲债务危机有着相似之处。

拉丁美洲债务危机的起因是由于数以百计的美国银行过于贪婪，向拉丁美洲的独裁政府发放了规模巨大的最终变成坏账的贷款。因此而造成的危机将美国许多主要银行的资本席卷一空，情况严重到美国政府都不敢公开讨论这个问题。最终，花费了 10 年以上的时间才将这场危机导致的混乱清理完毕。

此次的次贷危机也同样是出于众多美国金融机构的草率行径所引发。需要再次指出的是，因为公众强烈反对使用税金来拯救这些放贷方，所以这场危机将需要漫长的时间才能够得到解决。⁵

但是在拉丁美洲债务危机爆发时，由于当时还没有什么主权财富基金，因此银行只能被迫使用它们自身的日常运营利润来补充资本。而在这一次危机中，像花旗和瑞士联银这样的许多银行能够利用亚洲和中东的主权财富基金来补充资本。所以，这些银行这一次或许不再需要像拉丁美洲债务危机时那样，花费很长的时间来重建资本。

7. 由于美国经济放缓，此次危机也许要比拉丁美洲债务危机更难应对

另一方面，当年的拉丁美洲债务危机除了减少美国对于这个地区的出口之外，基本上对美国国内经济没有其它影响。但是这一次，美国的国内经济却遇到了严重阻碍，例如房产市场的复苏就因为大量无法售出的积压房源而显得遥遥无期。

使得情况继续恶化的是，当前银行对于房地产关联的借贷显示出不断增长的抵触情绪。这样的放贷抵触情绪就将抑制房产购买，使得房地产的低迷期进一步拖长。而这种倾向在欧美都表现出越来越明显的势头。

到最近为止状况还算良好的美国商业不动产市场也已经亮起了红灯。本来一个健康的商

业不动产市场能够消化由于住宅市场低迷而剩余的建筑物资和劳动力，但是商业不动产市场最近出现的萎靡给美国的建筑业和国内生产总值造成了沉重的打击。

美国不动产的整体萎靡将会影响到各部门的收益，对于众多美国银行来说，克服次贷危机和当年的拉丁美洲债务危机一样，将会是一个严峻的挑战。

虽然我不认为美国的复苏会像日本那样，需要花上 15 年时间才最终走出大衰退的困境，但是除非欧美政府实施与第四类银行危机相匹配的资本注入政策，否则金融部门的机能弱化显然将会持续一些年头。

8. 住房期货市场预计房价将继续下跌

除了金融机构的资本亏损问题，当前经济所面临的另一个实质性问题就是住房过剩。这种住房过剩的解决依赖于房价的走势。如果房价缓慢下降，那么美国经济就能够平安度过这段险境。但是，如果房价呈现出暴跌趋势，那么美国经济就将陷入严重的资产负债表衰退。自 2006 年以来在芝加哥商品交易所进行的房价期货交易已经表明，市场参与者也预计房价到 2010 年为止至少要下降 20%（图 7-1）。尽管期货市场的预测并不精确，但是这种预测会促使人们延缓购买房屋的决策，从而使房源过剩问题继续恶化。同时这种预测也可能促使那些正为房贷而受煎熬的个人选择放弃他们的住房，因为即使他们现在选择违约，等到三年后再购买住房也要比继续支付现有房贷划算得多。

图 7-1 美国预计房价至 2010 年为止呈现下降趋势

这张图也显示了东京和大阪地区房价在日本经济泡沫时及其破灭之后的实际走势。值得回味的是，东京房价在 1991 年之前的变化与美国房价在 2006 年之前的状况非常吻合。虽然有人会找出理由主张美国的房价与日本相比多少都会下跌，但是如此多的金融机构由于这次的次贷危机而受到打击，以及积压的待售房源居高不下都显示出美国经济有可能硬着陆。万一处理不当，欧洲（甚至中国？）的房产泡沫也一道破灭，那么我们就将陷入一个危机重重的世界。

◎一、美国的现状：次贷危机（7）

我们必须记住，制造美国房产泡沫的主要因素就是大量被开发出来的创新金融产品（Innovative Financial Product），包括诸如次级利率和负摊还（Negative Amortization, “neg-am”）贷款这样的，初始按揭较低，但是数年之后按揭额将显著增加的房贷。一些推算认为，在过去几年间，有大约 1/3 的购房者所依赖的正是这样的金融产品。对于这一点有必

要关注，因为在大萧条之前的数年中，也正是新开发的金融产品利用寅吃卯粮的方式扩大了当前需求，最终导致了大萧条的发生。

9. 格林斯潘与伯南克的区别

对于美联储主席伯南克，本书已经对他进行过数次批评，原因在于伯南克过度依赖货币政策的力量。对于货币政策的这种过度自信很可能导致在处理美国经济所面对的威胁时，伯南克会比他的前任进行更大幅度的利率下调。但是日本的经验早已表明，这种措施将不会产生预期的效果。

在一场资产负债表衰退中，利率下调的措施失效正是这种衰退的一个显著特征。在第四章中已经指出，一旦泡沫破灭，资产价格将不再对利率下调产生反应。这是因为那些在泡沫期无视现金流量折现（Discounted Cash-Flow, DCF）推动资产价格飙升，最终却又因此而受损的人们出于对自身草率行为的反思，于是转而严格按照现金流量折现法来衡量资产价值。总之，泡沫之所以会产生完全是因为资产买家们无视现金流问题，人为抬高价格所致，而在泡沫破灭之后，这些买家们会发誓再也不忽视现金流量折现价值，那些遵守誓言的买家们在资产价格回落至未来现金流量折现值之前不会进行资产购买。简而言之，美国房价在下跌至它们的现金流量折现值时，将不会对美联储的利率下调产生任何反应。

以日本的例子来说，在日本央行将短期利率从 8% 降至零的情况下，包括住宅在内的不动产价格却没有产生任何变化。现在美国所面临的问题是，这一幕是否会在美国重新上演。如果投资者们认定房价依然大幅高于现金流量折现值，那么利率下调将失去作用，美国经济就有可能无法避免硬着陆的命运。

一旦货币政策的失灵得到证实，政府就必须毫不犹豫地立即动用财政政策。2000 年当 IT 泡沫的破灭造成美国经济陷入这种状态时，格林斯潘令人意外地一反他自己的立场，转而支持布什总统的减税方案。一年之后，“9. 11” 恐怖事件刚一发生，格林斯潘又令人意外地劝说白宫实施相当于美国国内生产总值 1%~1.5% 的财政刺激政策。布什政府听从了这位美联储主席的建议，这项大规模的财政刺激政策，再加上格林斯潘通过调低利率而引发的房产泡沫最终帮助美国经济战胜了 IT 泡沫破灭和“9. 11” 事件联手造成的恶性循环通货紧缩。

与此相对照的，伯南克出于其货币政策可以解决一切问题的信仰，很可能会动用大规模的货币宽松政策来应付现在的问题（他说不定会如他曾经为了扭转日本经济形势向日本央行所建议的，命令美联储去购买西红柿酱）⁶。但是伯南克今天遇到的问题比格林斯潘在 2000 年和 2001 年遇到的还要棘手。格林斯潘当年还能够通过低利率来刺激对于利率变动最敏感的房地产市场，而在 2008 年，伯南克已经没有任何对于利率变动敏感的市场可以用来刺激了。事

实上，他的处境与 20 世纪 90 年代早期，股市和房产泡沫双双破灭之后的日本央行如出一辙。

尽管经济学家们可能会把他们的鸡蛋都放入货币政策的篮子中，但是令人振奋的是美国的政治家，甚至世界货币基金组织都在推动财政刺激政策。美国国会和白宫于 2008 年 2 月，迅速通过了一项 1 680 亿美元的减税法案，这样的刺激政策毫无疑问将会有助于美国经济。

更令人感到鼓舞的是，世界货币基金组织常务董事多米尼克·施特劳斯·卡恩（Dominique Strauss-Kahn）于 2008 年 1 月 27 日在达沃斯发表见解，不仅建议美国实行财政刺激政策，甚至主张全世界都采取这样的措施。一贯坚持财政整顿的世界货币基金组织转而开始推崇财政刺激政策以避免全球经济危机，它的这种立场一百八十度大转变引起了巨大震动，《金融时报》将这种转变称为“大逆转”。世界货币基金组织建议在全球范围内实行财政刺激的主张具有重大意义，因为它是唯一一个有资格向全世界预警全球性合成谬误的机构。⁷

◎一、美国的现状：次贷危机（8）

10. 更多的财政措施不可或缺

然而，华盛顿现在关于财政政策的辩论存在着两个令人不安的因素。一个是过于强调减税政策，这在正常情况下尚情有可原，但是在资产负债表衰退时，很大一部分减税额将被用做储蓄，或者用做包括房贷在内的债务偿还。此外，到 2006 年为止的房价上升造成了众多美国人储蓄的下降，现在当房价开始出现下降趋势时，不少美国家庭觉得有必要重新增加储蓄。在这种情况下，政府支出将比减税更有利于刺激总需求的增长。

第二个令人不安的因素就是过于强调财政措施的短期效应，这导致了降低财政刺激对于政府长期财政健全所造成伤害的呼声。但是当资产负债表衰退发生时，在个人和银行的资产负债表得到修复之前，情况将不可能得到改善。考虑到当前问题的规模，显然没有任何理由可以相信，一次性的政府刺激政策就可以解决所有的资产负债表问题。在 1992 年至 1993 年日本政府实施第一次财政刺激政策期间，也出现过像今天华盛顿所进行的这种辩论，但是最终用了长达 15 年的时间，日本才爬出衰退的泥沼。

之所以花费了如此漫长的时间是因为，当年在经济学领域中还不存在资产负债表衰退这个概念，政府的财政刺激政策总是间歇性地执行，而且还多是“马后炮”。也就是说，这些财政刺激都是在前一项刺激政策已经过期，通货紧缩压力重新恶化经济形势之后才得以实施。就如在第四章中指出的，这种时断时续的应对方式最终导致了高达 100 万亿日元的累积赤字，并导致衰退多持续了完全不必要的五年时间。

现在我们对于资产负债表衰退的原理已经有了全面认识，因此美国就没有任何理由重蹈日本当年的覆辙。所以，希望美国政府在以后数年间能够执行一系列准确无误的财政刺激政策，扩大政府支出，并且做好向银行注资的准备，一旦政治时机成熟时就将其付诸行动。

与此同时，伯南克领导下的美联储很有可能将大幅下调利率，因此导致的美元贬值将有助于美国扩大出口，减少进口。事实上，汇率变动对于出口的帮助也许是货币宽松政策唯一的一个正面效应。尽管由于美国现在巨大的贸易赤字，使得这样的出口增长无法有效消除银行和房产部门的负面影响，但是如第四章提出的，并不能因此就指责华盛顿为了改善贸易平衡而将美元贬值的政策。

如果美国经济停滞，美元贬值，那么日本以及其它贸易顺差国家就应该共同响应世界货币基金组织的建议，动用财政政策，刺激国内需求。这样的行动将会有助于日本和全球的经济，尤其是在日本的税收收入和个人储蓄增长都显著高于私营部门资金需求增长的情况下。

◎二、中国泡沫（1）

另一个有发生资产负债表衰退的潜在危险的地区就是正泛滥着多种资产泡沫的中国。例如，房地产价格在上海、北京、青岛这些大城市居高不下，股票价格也一路上升。

然而不能忘记的是，同样的（也许稍微低一些）房地产价格上涨速度在日本和其它亚洲国家也曾经出现过。比如日本在 1955 年至 1970 年的经济高速增长时期，国内生产总值的年间实际增长率为 9.8%，名义增长率为 15.6%，同期年间房地产价格的上涨速度达到了 21.4%。8 就如同现在的中国一样，日本在布雷顿森林货币体系的框架之下也实行着 1 美元兑换 360 日元的固定汇率。随着出口旺盛，经济持续扩张，房地产价格也相应出现高企。这种现象也出现在了中国的台湾以及其它亚洲地区。

中国政府深知经济泡沫会带来的伤害，已经在试图通过不同方式来解决这个问题。比如，以前在不需要支付首付的情况下就可以申请到住房贷款，但是现在买家却必须首先支付大量的首付。中国政府显然打算通过加强微观层面上的调控来实现稳定经济的目标。

在股市方面，中国当局调高股票交易印花税来冷却股市。尽管这种增税无法从根本上解决造成经济泡沫的经济失衡问题，但是只要政府将税率上调到位，就足以达到放缓过热经济的目的。这是因为资产价格泡沫一般都会伴随着交易量的激增，也就是频密交易，这种频密交易将会给市场参与者一种错误的安全感，以为这些资产的流动性充沛，他们可以随时在危险发生之前从中脱身。提高交易税能够加大炒作成本，从而有助于遏制市场频密交易的烈度。

一般说来，当决策者们打算清理经济泡沫时，他们首先会检查货币供应是否已经失控。因为在没有金融机构资金支持的前提下，任何泡沫都不可能发生（或者终将破灭），所以决策者们通常会调查货币供应相对于国内生产总值的增长速度。意味深长的是，美国在大萧条前，以及日本在大衰退前的货币供应量与国内生产总值的比率，也就是货币流通速度表现都非常稳定，这一点在图 7-2 中得到了体现。这就可能给中央银行一种错觉，认为货币状况还没有出现失控的迹象。而在这两次经济危机前的稳定物价更是加深了这种天下太平的错觉。

图 7-2 货币供应与 GDP 比率在经济泡沫时期依然保持稳定

货币供应规模与国内生产总值的比率也许是衡量一般价格所受压力的有效指标，但是在衡量资产价格时，这个指针就失去了效用，这是因为资产交易不包括在国内生产总值之中。要想了解资产价格所受到的压力，就必须了解货币业务的总量，这是因为资产，尤其是金融资产价格的上升基本上都会伴随着交易量的大幅扩张（频密交易）。

衡量货币业务总量的一个有效指针就是存款周转率，存款周转率就是将银行系统的取款总额除以银行系统内的活期存款平均余额。在美国，这个数据可以直接从美联储得到，在日本，则可以从日本银行的《储蓄者分类储蓄》调查报告中查到活期存款的总支付额和活期存款总额，然后将前者除以后者即可得到。

存款周转率的上升意味着同一笔银行存款的周转速度加快，因此在相同时间内就能够支持更多的交易。如果存款周转率的上升快于国内生产总值或者货币流通速度，那么就意味着资产交易一定出现了增长势头，反之亦然。

通过对 20 世纪 80 年代末期日本和大萧条之前美国的验证，就不难发现存款周转率在各自的经济泡沫到达顶峰的过程中都呈现出迅速上升的趋势，而当泡沫破灭之后又全都开始暴跌，日本的情况在图 7-3，美国的情况在图 7-4 中各自得到了体现。日本在经济泡沫顶峰的 1990 年时，同样的银行存款所支持的交易量相当于“非泡沫”期的 1985 年时的两倍。在美国，这个资料在 1929 年比 1925 年要高 80%。在各自的泡沫破灭之后，日本的存款周转率降至顶峰期的 1/6，美国则是 1/3。

图 7-3 伴随日本股市泡沫同期出现的存款周转率上升

存款周转率如此剧烈的震荡说明仅参考货币供应量和货币流通速度是远远不够的，因为同样规模的货币供应量可以支持不同规模的交易。这一点在衡量资产价格而非一般价格压力时尤其重要。

◎二、中国泡沫（2）

因此，由于存款周转率与资产价格的这种紧密关联，中国政府于 2007 年 6 月开始提高股票交易印花税（或者称托宾税）税率的决定也许就是缓解股市投机的一种途径。这种税率的提高将降低存款周转率，促使公众在决定投资之前三思而行。

图 7-4 伴随 1929 年美国股市泡沫同期出现的存款周转率上升

1. 中国台湾与日本之间经济泡沫的反差

在与经济泡沫作斗争时，金融管理当局应该尽量将卷入的金融机构和企业数量减少到最低程度。这是因为完全由现金支撑的泡沫一般不会导致严重的资产负债表衰退以及由此产生的信贷紧缩现象。

这一点在中国台湾自 1987 年至 1990 年出现的股市泡沫中得到了清楚的体现，当时台湾的股价在仅仅四年的时间里，在攀升了 11 倍之后又暴跌了 80%。但是尽管股市崩溃，台湾的 GDP 却没有受到太大影响，继续保持了年间 6% 的增长速度（图 7-5）。之所以出现这样的状况，完全是得力于两个因素。

图 7-5 中国内地和台湾的 GDP 增长率以及股市泡沫

首先，进入股市的资金大部分都是私人存款，也就是“私房钱”。“私房钱”一词就意味着这些存款都是瞒着配偶或者家人的。当这些资金在股市的投资落空时，为了保密，它们的投资者们当然也就无法公开自己的损失。

其次，当时中国台湾的所有主要银行都是由政府所有并经营，中国台湾地区政府在银行运作上秉持非常保守的态度。因此，仅有极少数的资金从金融机构流入股市，台湾的企业部门亦然，所以 1990 年的股市泡沫破灭也就没有给银行和企业的资产负债表造成伤害。

这一点和日本在 20 世纪 80 年代末期发生的经济泡沫截然不同，当时大量的日本金融机构和企业卷入了泡沫之中，因此当泡沫破灭时，数以百万计企业的资产负债表受到了严重创伤，将日本带入了长达 15 年的资产负债表衰退的苦痛之中。

中国内地股市泡沫的情况大概将会介于日本和中国台湾的先例之间，因为在中国内地，大量的个人存款和私房钱与企业的秘密基金（企业小金库）结合在一起催生了股票价格的泡沫。

虽然经济泡沫本身难以预防，但是它们造成的破坏却可以通过提高投机交易成本，阻止金融机构和企业卷入泡沫来最大限度地降低。

2. 中国国营企业改革所产生的影响

中国个人储蓄增加的一个重要原因在于国营企业的改革。那些曾经就职于国营企业的员

工，他们因为能够享受到一定程度的社会福利，所以不需要进行过多的储蓄。

但是在中国政府对国营企业进行改革的过程当中，这些国营企业的员工很大程度上失去了原有的那些福利。当这些员工经过一段时间终于找到新的工作，生活趋于稳定，又能确保相应的收入之后，由于以前国营企业的养老金和健康保险已经改为个人与单位的双重交付机制，所以他们只能开始依靠存款来未雨绸缪。此类目的的储蓄约占中国国民总收入的 40%，这就拉大了国内需求与国内生产之间的差距，迫使企业更加依赖出口，进一步加大了对外贸易的差额。

为了纠正这种状况，中国政府就需要尽快完善社会保障体系。但是这对于一个拥有 13 亿人口的发展中国家来说，并不是一蹴而就的事。即便能够，对于公众来说，也需要时间来对这种社会保障体系产生信赖，从而改变他们的储蓄习惯。即使如日本和美国这样的发达国家的纳税人也会对他们的社会保障体系的支付能力产生怀疑，这就说明了中国所面对的这个问题的艰巨程度。