

西方量化宽松是怎么走进长期停滞陷阱的？

“中国面临的挑战表面上不同于西方，但在实体经济投资机会稀少上是一样的，“资产荒”在中国也日趋明显，2016 年一线及部分二线城市的房价暴涨对人们的情绪造成重大冲击。目前，中国提出了供给侧结构性改革的思路，并且通过 G20 会议等机制试图把它提升到全球议题的层面，它的内涵和贯彻势必成为世界关注的焦点。”

“管子学习小组 简练”

2016 年之来，世界明显进入了一个新的时代：英国脱欧，特朗普在美国大选中崛起。这些重大事件都在昭示世界过去二十多年许多共识正在改变，无论是西方还是中国，都面临重大改革的关口。对于西方来说，最棘手的问题便是长期经济停滞(Secular Stagnation)——国际金融危机过去八年多时间，西方不仅迟迟不能复苏，而且已经走进长期低增长、低通胀、高失业的困境，越来越多有影响的西方精英群体开始思考他们的困境和过去七八年的政策，尤其是量化宽松政策的联系。中国面临的挑战表面上不同于西方，但在实体经济投资机会稀少上是一样的，“资产荒”在中国也日趋明显，2016 年一线及部分二线城市的房价暴涨对人们的情绪造成重大冲击。目前，中国提出了供给侧结构性改革的思路，并且通过 G20 会议等机制试图把它提升到全球议题的层面，它的内涵和贯彻势必成为世界关注的焦点。

病因在哪？——英国金融监管一把手的惊人之作

在这个关键的节骨眼上，英国知名政治家、金融家、经济学学者阿代尔·特纳(Adair Turner)发表了关于西方经济、金融前景的著作《债务和魔鬼——货币、信贷和全球金融体系重建》，随即由中信出版社翻译出版，并由余永定教授写了一段长序《反思货币和信贷创造》。本书的重要性可以从如下几个方面看出来：

- 1、阿代尔·特纳勋爵本人在英美世界有很大的影响力，他是伦敦金融城重要人物，英国上议院议员，在 2008 年全球金融危机爆发时临危受命担任英国金融服务局主席，在危机后极大影响西方金融业的新监管条例制定，在巴塞尔协议 III 的形成上是领导人物。同时，他还是一些西方发起的重大命题如气候变化议程中重要国际报告的撰写者。
- 2、这本著作是在新经济思想研究所(IN-ET, Institute for New Economic Think-ing)支持的，这个机构是危机后由索罗斯主导成立的，支持者包括美联储前主席保罗·沃尔克和洛克菲勒家族后人，成立后汇聚了一大批西方重量级经济学家——主要包括政治光谱中偏“左翼”的一批学者(如斯蒂格利茨、克鲁格曼等)以及在国际金融、经济金融史领域的重磅学者(如中美国提出者弗格森、IMF 首席经济学家罗格夫、休克疗法起家的萨克斯、国际金融/金融史大家莱因哈特、埃钦格林、古德哈特等人)。这批人已经成为西方新经济思潮的重要发源地。
- 3、东西方经济政策界名流纷纷题词，包括索罗斯、沃尔克、斯蒂格利茨、斯基德尔斯基(凯恩斯传作者)及刘明康、沈联涛等东西方重要人物。

这本书的主题，正是西方当前最重要核心的经济难题——量化宽松的失效和发展的长期停滞——这是引发 2015 年以来欧美一系列政治大变动，例如难民危机、英国脱欧、美国特朗普、桑德斯等反建制派崛起等事件的根源。所以，这是一本饱含政治内涵的著作，一本关系(西方)未来根本发展方向的书。特纳勋爵也提出了他眼中的解决方案——中央银行直接创造货币(常说的印钞)“注入”经济——在他的解释中，这不同于已经实施了多年的量化宽松(或者说量化宽松还算不上“印钞”)。由于“印钞救经济”在近几十年西方经济学中是标准的异端学说，所以此书名为“债务与魔鬼”，前者指量化宽松，后者则是“印钞”——新特纳方案。而余永定教授专门给此书提序也有很深内涵——因为在 2016 年中国经济学家、政策群体关于中国经济是 L 型还是周期性波动，中国汇率政策方向上，余永定教授都提出了鲜明的主张。此书还有一个重要身份：它是对西方近几十年正统经济学的一次系统性挑战，而这正是余永定教授近几年来全力呼吁的思路。可以说，这本书本身就是一本旗帜。

西方量化宽松是怎么失效的？这是一个

很重要的问题。特纳此书覆盖话题极广，和西方量宽失效陷入长期停滞直接相关的主要有两点：第一点，是西方(尤其是英国)国内的贷款结构在危机前的二三十年(从八十年代起)发生了重大变化，从战后经济黄金发展时代以公司贷款为主，转向以面向房地产为主——以特纳的祖国英国为例，主要是用于购买已经存在的房屋(即住房、商业地产的二手交易)。特纳以此事实为起点，加上一个经济学家普遍忽视的货币原理——银行贷款创造了存款(货币)，得出结论：这是一种非常普遍的私人创造货币的机制(而不是央行印钞创造货币)，西方经济体系埋下了极不稳定的种子，这种私人创造货币不断膨胀而追逐有限资产加剧了整个体系的不稳定性，具有助涨助跌的功能。因此，特纳认为，金融危机前私人系统创造了过多的“不必要债务”，金融危机后，企业、个人都会陷入日本式的“资产负债表通缩”，即聚焦于还债而不愿意再借贷。第二点，是今天西方领军企业不再需要贷款来投资，不再需要重资本投入，例如 Facebook，只需要 5000 员工就“实现了 1500 亿美元的市值”(请注意它谈论的不是利润而是股票市值)，而它们的资本投入除了服务器外少之又少，企业存款总额超过贷款总额，成为“净储蓄者”。在这两点因素影响下，中央银行通过量化宽松——从金融市场上从银行为主的私人金融机构买入各种金融资产，只会把资产价格抬高，市场基准利率压低到零利率乃至负利率，但仍然无法启动大众经济。量宽最多只是把一些一线城市的房地产价格和热门公司的股票抬高——这进一步拉大了贫富差距，刺激特朗普这样的反建制派壮大。

从繁荣到危机,从危机到停滞

在我看来，特纳说对了好几个地方，尤其是对亚洲国家在高速工业化时期的传统金融政策的描绘十分精彩，但也有遗漏，特别是在西方金融体系走到量宽的历程上不完整。有必要把历史写的更完整一些，从而可以看到西方金融体系近二三十年从繁荣到危机再到长期困境的全貌。

首先，贷款创造存款这个原理是非常重要的，这揭秘了现代经济“钱的来源”——大部分来自于私人(银行)商业活动自己的创造。这一原理虽然暗示货币的松紧和经济升降有一定顺周期关联，但本身不会带来太多危机，只要和实体经济的需要——主要表现为和生产尤其是新的投资有关的企业贷款(包括新增房地产开发，只要房地产价格是控制较好的，比如中国的重庆)——相匹配，银行用贷款创造货币就能支持实体经济的成长。

但是，从 80 年代起，尤其是 90 年代以后，西方金融一方面在去管制的时代背景下快速繁荣，另一方面正常企业贷款占银行总资产的比重迅速减少。银行的资产结构发生重大变化。通常来说，银行传统的资产主体是对企业贷款、辅之以购买的企业债券、政府公债、至于消费者贷款(信用卡贷款)都是 70 年代以后才大规模出现的，而住房抵押贷款在 70 年代以前大多限制于专设机构(如美国的储贷协会、英国的合作住宅互助社)。七八十年代，受意识形态(主要是环境主义运动)、经济转型影响，老的重资本行业在英美欧逐渐停滞乃至下降，企业贷款的滚动、增长受到瓶颈，银行服务实体经济企业的业务受阻。80 年代英国撒切尔改革试图引入新的大型行业(如核电、航天航空等)不成功，西方金融机构贷款业务系统性转向了对企业并购、存量房地产买卖的方向以及信用卡贷款、学生贷款等非生产性方向。以英国为例，到 2012 年，英国全国银行信贷的结构为住房抵押贷款 65%、商业房地产信贷 14%、消费信贷 7%、除房地产以外的公司信贷 14%(全英贷款总量为 1.6 万亿英镑)。除此之外，随着金融“自循环业务”比重迅速加大，传统贷款外的业务比重急速增长，表现为金融资产交易业务成为主要增长点，这在欧美各快速华尔街化的原商业银行表现的非常明显，如德意志银行，90

年代以前类似于现在的中国工商银行，到 2015 年，交易性金融资产占了总资产的一半以上，传统贷款业务压缩到一半以下。商业银行内部结构发生大的变化，原来负责被动处理流动现金的资金部门地位上升，变身主动交易型部门，而那些证券公司(投资银行)也从证券发行中介变成主动进行自营交易的大型公司，两者合流为危机前欧美典型的大型银行机构。

自此，西方金融体系的变化已经完成：金融资产尤其是金融机构间相互交易产生的债权成为总资产的大半壁江山，超过信贷类资产，而信贷类资产则又以为房地产融资形成的债权为主题。为真正新的企业投资、可落实到物理资本层面的债权比重很小。这就是特纳所说的私人金融系统创造了大量货币或准货币(通过信贷和金融机构间的交易/借贷)，但却追逐有限的物理资产或进行自我循环的意思，这种格局必然导致资产品的升值。当然，欧美金融系统在危机前的几年还搞的更复杂——房地产等相关的债权又被证券化进行快速的销售，成为金融企业间相互交易的“原材料”，乃至有更加抽象的“合成 CDO”等虚拟赌博性产品，这些资产在危机前银行的资产负债表上占有很大比例。

但是，这样一个体系在很长的时间里——大约从 90 年代到 2007 年是可以走向繁荣的。具体支撑因素有这么几个：首先英美有一批新产业在这十几年时间实现能量的释放，主要是信息领域的通信产业、计算机信息产业和互联网产业；同时，更重要的是冷战结束后启动的全球化，把中国逐渐纳入到全球生产体系中，新增劳动力参与到西方主导的生产体系中，这样，那些传统行业(能源、交通、装备制造)尽管增量不多(显性增长仅有 90 年代欧洲高铁等少数例子)，也可以依靠相当部分的外包生产降低成本，扩大了利润，支撑股价的繁荣。由于西方定义的“经济健康”主要监控的是消费品(也就是经济流量意义上的产品)的通货膨胀，在全球化带来的成本降低压力下，这个领域的物价一定是稳定乃至下降的。真正价格上涨的是资产品如房地产，以及部分股市里的股票——而它们带来的财富效应在一段时间内会鼓励消费品的支出，刺激经济增长。这样一组合，就形成了高速增长，低通胀(指消费品低通胀)的最佳经济组合，这正是 2005-2007 年危机前为西方传媒津津乐道的“Goldilock Economy”的真相。仔细看看 90 年代末到 2007 年危机前的西方物价结构，就能发现奥妙：房子和金融资产上涨最快，次之是教育、医疗、租房等服务价格的上涨，最后是非资源性的可贸易消费品(及部分设备)价格保持不涨乃至下跌。所以，事实上，这一时期仍然存在“通胀”，只是不是传统宏观经济关注的新生产商品的通胀，而是存量资产品的通胀。

到 2007 年之后，上述体系的运转机制瓦解了，主要原因是：在金融方面，2003-2007 年依靠大部分欧美国家房地产上涨为基础的金衍生游戏玩的太过，引发了国际金融风暴，风暴后，这一游戏并没有恢复——英美的监管改革如弗兰克·多德法案、巴塞尔 III 协定真正发挥了影响，银行家们并不像 2009-2010 年人们所感觉的那样“毫发无伤”，欧美主要金融机构从 2011 年起逐渐走了下坡路，到 2014 年时已经显性化；而在实体经济方面，随着中国产业的升级，中国企业和西方企业之间的关系，逐渐从外包-中心的协作关系，转变为替代性竞争关系——例如中国的电力装备企业、南车等轨交装备企业和西门子、GE 等公司的关系，因此西方大量传统行业失去了利润提升空间，反而被侵蚀，产业规模萎缩。而在危机后的经济增量方面，西方主要增加的是社交-移动互联网产业群，但这一产业在业务上和银行交集不大——他们的融资主要依靠风险投资和资本市场上，不产生债权资产。而上述规模很大的企业如苹果、谷歌现金充裕，不需要什么贷款，这样就没了信贷业务原材料；危机后的金融领域，兴起的业务是高频交易，这也取代了危机前大银行里交

易部门的职能；西方央行的量化宽松把债券市场买到了零利率，造了债券牛市后在 2014 年初到顶；西方股票交易依靠早期的宽松和 2012 年起的移动互联网热，也在 2014 年底到 2015 年初进入持续的震荡状态。

陷入长期停滞的原因

历数危机八年来主要行业的起伏，可见西方金融业失去了过去 20 多年主要的增长动力——自营交易及为对冲基金的服务，同时又错过了移动互联新经济，还有自家领地也被新兴的高频交易商给占领了。很自然，莱摩高盛江河日下，汇丰花旗全球收缩，巴克莱斯和 RBS 苟延残喘，而德意志银行接近危机了。同时，在上述危机后世界里，西方央行的量化宽松又起了关键的作用。

西方银行之所以不能进行业务拓展，主要是：1、投机性业务受到弗兰克·多德法案的限制和巴塞尔协议 III 的制约，不能干(确实不应再让它们干)；2、实体经济的供给端，整个西方的传统行业受到持续的意识形态和中国竞争同行的影响，难以振作，没有需求，消费端在贫富分化，大众收入增长前景灰暗的预期下也无法提高。银行“无事可做”，央行进行量化宽松，也就是从私人机构(主要是银行)手中竞买各类资产，只能买高资产价格。对于银行来说，这种价格升值在买到顶(零利率)后就没有了，是不可持续的一次性收益。所以量化宽松政策会在各类债券(主要是长债)到顶后明显失效——这就是 2014 年下半年以来西方金融市场情绪明显焦虑的由来，资产荒全面爆发。

与此同时，量化宽松还会引发西方的产业-经济-社会一政治连锁反应。由于危机后欧美的主要新看点是移动互联网经济，这个领域的公司的特点是自身经营难以盈利，甚至是持续亏本的(美国互联网大公司里面只有谷歌是厚利，Facebook、LinkedIn 等大名鼎鼎的公司都是微利或持平，Twitter 是亏损)，它的财务模式是一轮轮从风投融资，然后去股市 IPO 或者被上市公司并购(这就是创造纸面财富(在股市好时可以随时兑现为现钱)的路子。而这套机制要支撑的环境是低利率——量化宽松“走向零利率”时是得天独厚的环境，所以美股 2012-2014 年下半年是互联网股引领的黄金时期，等到真的到零利率、资产荒了，美股升势反而趋缓了。而这种新产业的后果是产生少数巨富，增加社会矛盾，因为他们的股权分配往往是高度有利于创立者的——这些创立者成为巨富后会把核心区域的地产价格越买越高。另外，这类公司通常在营收几百万美元利润为负时就估值几十亿美元——通过增资时估价来体现，其基础是对不断扩大用户群及“变现”的信心。但这和西方人口发展趋势是矛盾的。欧洲的老龄化启动源自于 80 年代末，而欧美尤其是欧洲的利率启动系统下行是在 90 年代中期，90 年代末和 2010 年起两轮西方互联网的发展都消耗的是存量人口——之所以还能有两轮，靠的是智能手机这样的新载体，经过四五年就会到本土的极限，而中国又有同行竞争者会保持，增长的张力在泡沫热稍冷后就会显现——2014 年起出现了西方和中国争夺印度及其他发展中国家互联网市场的现象正反映了这种焦虑。而且人口老化和萎缩的影响是很深远的，它会导致对大规模重资本领域的需求放缓，对产业升级进步的需求放缓，而且很容易产生有害于种族繁衍的文化变异(如日本和欧洲)，更加排斥、消灭物质需求，在互联网产业主导的贫富分化社会场景下更抑制需求，而仅靠互联网产业很难支撑起整个经济，至于把互联网产业增长的希望放在发展中国家也不够，因为那里各类基础设施还很差。由此可见，人口、文化、利率下行、大型产业受遏制、量化宽松、零利率、互联网类股票估值泡沫、贫富分化、核心区域地价暴涨、教育等资源分配不均、进一步遏制人口……这就形成了一个锁死链条，形成了长期

停滞(Secular Stagnation)

现在回过来看看特纳勋爵主张的出路：他主张两点，一是进一步遏制私人金融力量，把银行的杠杆率(总资产除以资本)从 10-30(危机前就是这个水平，危机后多年，欧洲很多银行还是这个水平)压缩到未来的 5，也就是银行派生创造货币的功能要大为压缩；二是主张“直接印钞”——具体表现为中央银行直接认购国债，然后再把国债注销更换为“央行对政府的永久无息债权”，而新创造的货币直接由政府支配，“注入经济”(特纳认为这和量化宽松有区别，更直接，也更“省”)。这样使社会上的生息债务总量大为下降。特纳的理由是，前者是为了消除“不必要债务”形成的基础，例如要限制西方银行对房地产的贷款，限制金融机构相互的交易/借贷，这要通过进一步提高银行资本要求实现；后者是因为历史上一些债务(尤其是国债)从相对较高的水平恢复到较低水平的过程都靠的是经济复苏，带动私人债务增长和 GDP 增长——增速超过国债总量增速，现在这种可能性不大，所以要直接“豁免国债”。但特纳方案的问题也很明显，在现有经济社会环境下，即使政府手上了钱，他拿来做什么？有什么经济活动可以成为新亮点？如果西方近几十年的各种意识形态限制没有打破，就不会有大型的，需要靠债务融资的项目，商业银行服务实体经济的良好体系就难以恢复。总之，需要在供给侧摆脱目前“意识形态限制-人口老化萎缩-片面依赖轻资产型互联网产业”的链条，恢复 19 世纪中叶到 20 世纪 70 年代的发展动能，否则，只靠政策影响需求侧(财政侧、金融侧)很难有效果。事实上，特纳在当前西方思想界关于“长期停滞”的大讨论中，明显同情伯南克一派，而伯南克在 2003 年的标志性演讲中，公开主张当时的日本采取“直升机撒钱”策略，这和他任后执行量化宽松有直接关系。但是，日本多年的零利率政策及 2013 年起的安倍经济学对日本经济的改善效果如何？答案显然是无效的。值得一提的是，由于特纳勋爵在过去十几年积极参与了西方的一些热门议题，所以他会主张在气候变化等方面加大基础设施投入——然而与 19 世纪以来一百多年的科学进步驱动的各代基建网络一直有助于实现规模经济降低成本不同，这一主张只是增大生产成本(且未来二十年世界很可能变冷)，属于纯政策驱动型事业，显然难以形成自我驱动的经济循环，这也为我国发展新能源系统的思路提了醒。

中国、西方的 2016 共同关口

在西方全面陷入长期停滞之际，中国也面临着关口。从表面上看，中国的情况与西方有很大不同——中国在过去十几年中经历了高速增长，我们的房地产是经济的重要驱动力但确实不算存量房地产，而是大量的增量房地产(城市化)。但是，近几年来，中国的经济循环已经远称不上良性。2011 年下半年到 2014 年，是中国实体经济动能迅速衰退，金融自循环快速膨胀的年头。如果说西方的金融自循环是以买卖存量地产和兼并收购基础产生的债权为加工原材料的话，中国则是以期望的新增地产价值为载体哺育各种金融附加活动——各种地产及地方政府平台的非标债权指向的正是依托于未来地产价值的期望而形成的虚拟金融价值——技术成熟而建筑成本比重很小的房地产已经成为虚拟金融产品。同时，2014 年之后，经由股市一场异常波动，金融行业的资产荒越来越明显，到 2016 年已经出现用成本下行较慢的负债端融资去博取收益下行较快的资产端的回报的现象——这其实类似西方量化宽松政策效力到顶时的症状。2015 年底到 2016 年大半年的北上深及部分二线城市价格暴涨，这正是上述期望虚拟价值支撑心理的机制与资产荒下赌博性投机行为混合后的结果，也体现了这种机制的脆弱——因为这一轮社会恐慌购房只能支撑少部分一二线城市的暴涨，而且需要以大规模削减新供地为代价。(下转 02 版)