



# THE GREAT DEFORMATION

The Corruption of Capitalism in America

# 资本主义 大变形

---

DAVID STOCKMAN

[美] 戴维·斯托克曼◎著

张建敏◎译

---



中信出版社·CHINACITICPRESS

图书在版编目（CIP）数据

资本主义大变形 / （美）斯托克曼著；张建敏译. ——北京：中信出版社，2014.10

书名原文：The Great Deformation: The Corruption of Capitalism in America

ISBN 978-7-5086-4778-4

I.资... II.①斯... ②张... III.资本主义经济-研究IV.F03

中国版本图书馆CIP数据核字（2014）第203336号

The Great Deformation: The Corruption of Capitalism in America by David A. Stockman

Copyright © 2013 by David A. Stockman

Simplified Chinese translation copyright © 2014 by China CITIC Press

Published by arrangement with PublicAffairs, a member of Perseus Books Inc. through Bardonia-Chinese Media Agency

All rights reserved

本书仅限中国大陆地区发行销售

资本主义大变形

著者：[美] 戴维·斯托克曼

译者：张建敏

策划推广：中信出版社（China CITIC Press）

出版发行：中信出版集团股份有限公司

（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

（CITIC Publishing Group）

电子书排版：张明霞

中信出版社官网：<http://www.publish.citic.com/>

官方微博：<http://weibo.com/citicpub>

更多好书，尽在中信飞书App：<http://m.feishu8.com>（中信电子书直销平台）

# 资本主义大变形

[美] 戴维·斯托克曼 著  
张建敏 译

中信出版社

美国已陷入大变形。

美国，特别是作为央行的美联储已经被权贵资本主义势力彻底占领了。自由市场经济和繁荣已经危在旦夕。

——本书作者

谨以此书献给  
我的女儿瑞秋和  
维多利亚，正是  
她们的未来激励  
了我撰写本书。

同时也把它献  
给我的妻子詹妮  
弗，正是她的无  
私包容和爱心支  
持，才使本书得  
以顺利出版。

# 目录

[推荐序](#)

[前言](#)

[第一部分 2008年“黑莓恐慌”](#)

[第一章 愚蠢的保尔森：救助AIG和华尔街纯属锦上添花](#)

[第二章 都市谣言：ATM的黑屏故障和银行倒闭风潮](#)

[第三章 权贵资本主义掠夺的年代](#)

[第二部分 重访里根时代：被误读的年代](#)

[第四章 里根革命：否定和变形](#)

[第五章 战争国家的胜利：引爆扩张主义](#)

[第六章 福利国家的胜利：共和党的反税传统是如何诞生的](#)

[第七章 为什么搬起石头没有砸自己的脚：1971年8月，让人厌恶的尼克松](#)

[第三部分 美元末路：罗斯福新政传说和稳健货币政策](#)

[第八章 罗斯福新政：经济复苏的神话](#)

[第九章 新政真正的遗产：权贵资本主义的胜利和国家财政的破产](#)

[第十章 被战争掩盖的财政政策插曲](#)

[第十一章 艾森豪威尔的最低限度：国防和财政公正的最后时期](#)

[第十二章 美利坚帝国和稳健货币的终结](#)

[第十三章 愚蠢的弗里德曼：美国国库券本位的崛起](#)

#### [第四部分 泡沫金融的时代](#)

[第十四章 猪腩交易商、浮动货币和投机金融的崛起](#)

[第十五章 美联储错在哪里：格林斯潘的新理论](#)

[第十六章 牛市文化：一夜暴富的幻觉](#)

[第十七章 泡沫、泡沫，还是泡沫](#)

[第十八章 资本市场的大变形](#)

[第十九章 从华盛顿到华尔街：房地产金融大变形](#)

[第二十章 美联储催生全民狂赌](#)

[第二十一章 金融工程的大狂欢](#)

[第二十二章 大掠夺](#)

[第二十三章 美联储被绑架了](#)

[第二十四章 赤裸裸的掠夺](#)

[第二十五章 疯狂交易：债务僵尸的崛起](#)

[第二十六章 势如野火：债务蔓延](#)

#### [第五部分 美国日落西山：自由市场和民主的终结](#)

[第二十七章 泡沫金融](#)

[第二十八章 愚蠢行为在蔓延](#)

[第二十九章 被盗抢一空的绿色能源计划](#)

[第三十章 自由市场的终结](#)

[第三十一章 难以复苏的实体经济](#)

[第三十二章 伯南克泡沫](#)



[第三十三章 美国日落西山：即将出现的国家废墟](#)

[第三十四章 另一条道路：治愈大变形](#)

[关于参考文献](#)

## 推荐序

戴维·斯托克曼一直是美国资本主义经济最尖锐的批评者之一，而且是一个“内部觉醒”的深刻批评者。金融海啸之后，他猛烈抨击伯南克领导美联储实施的量化宽松货币政策，认为这样的政策只会加剧美国的收入差距、贫富分化、恶化通货膨胀预期、刺激资产价格泡沫、制造未来更大规模的金融危机。他的批评和预言很大程度上已经成为现实。

身为美国白宫预算和管理办公室前主任，斯托克曼对美国肆无忌惮实施财政赤字以支持庞大财政开支也深表忧虑，并始终强烈反对。他的基本经济政策就是稳健货币和稳健财政，大规模解除管制以刺激民间投资，大规模改善收入分配以刺激普通民众的消费。斯托克曼所分析和批评的经济政策，正是当今发达国家普遍实施的主流经济政策。这些经济政策的无效和严重的负面作用已经众所周知。人们应该回归基本面了，不能再沉溺于货币万能和赤字万能的虚幻梦想之中了，这就是斯托克曼从内心深处发出的呐喊。

《资本主义大变形》是斯托克曼思想的完整呈现，他的分析表明：美国以及其他发达国家的资本主义经济制度已经发生深刻蜕变，蜕变成成为权贵资本主义和金融资本主义，蜕变成成为投机赌博资本主义，蜕变成成为贫富两极分化的“拼爹资本主义”。如果没有全局性的深刻变革，美国资本主义必然深陷泥潭甚至完全衰落。任何希望全面了解当今全球经济困境和可能出路的人，都应该仔细阅读斯托克曼的这部书。

向松祚

中国农业银行首席经济学家

中国人民大学国际货币研究所副所长

前海国际资本管理学院（筹）院长

# 前言

在本书出版前不到两周时，华盛顿的权贵们艰难地达成了一项“协议”。他们声称，协议将成功阻止美国掉下财政悬崖，可事实上，他们所做的只不过是提高了债务上限，允许美国政府在未来10年里无限期地增加约5万亿美元的财政赤字，但华盛顿的统治注定不堪巨额债务，必定因致命的瘫痪而轰然倒下。

事实上，财政悬崖是美国永远不能克服的难题。悬崖下面的万丈深渊是未来10年20万亿美元的财政赤字。这还是保守估算，是基于对经济前景进行冷静设想的前提，并假设共和党、民主党两党在税收和支出等方面依然泾渭分明，固守传统阵线。尽管政府税收减免体系早已漏洞百出，预算也越发庞大，但在两党背后进行游说的权倾一方的权贵利益集团，为了争取每一条税收减免政策，为了获得每一项支出项目，仍会竭尽全力地争斗到底。

众所周知，财政悬崖是大变形所引发的不幸结果。导致这个结果的原因是，美国这个国家，特别是作为央行的美联储已经被权贵资本主义势力彻底占领了，它们极其敌视自由市场和民主价值观。

我撰写本书就是一个探寻答案的旅程，在写作中，深入剖析美国为什么会深陷无法自拔的泥潭。我写书的冲动最早可以追溯到2008年9月，当共和党政府宣布对华尔街实施7 000亿美元的问题资产救助计划的时候，我惊呆了。在随后众议院的投票中，虽然共和党议员一度勇敢地对救助计划投了反对票，但最终不得不违背自己的立场，在第二轮投票中妥协了。对此，我的怀疑变成了极大的愤怒。同样，我非常震惊地发现，一个个厚颜无耻、公然行贿、进行权钱交易、蛮横的超级银行间的交易方案，都是在财政部部长的办公室里密谋诞生的。财政部好像变成了高盛集团的并购部门。

同样非常重要的一点是，我本人还是一位业余历史学者，一直在研究20世纪财政和货币政策历史。这或许源于当年我曾在美国国会和里根政府内任职的经历，当年，我常常被卷入财政和货币问题。事实上，在进入美国政坛之前，在1968~1970年，为躲避兵役，我曾就读于哈佛神学

院，跟随伟大的历史学家弗兰克·弗莱德尔研究罗斯福新政。自那时起，我没有放弃过对这一领域的研究。因此，当时任美联储主席伯南克开始在华盛顿东奔西跑，声嘶力竭地宣称大萧条2.0时代即将到来时，我就感到大事不妙了。

随后，美联储开始盲目地鼓吹货币流动性。在美联储的资产负债表上，前94年累积的总债务约为8 500亿美元，但在短短的13周内，总债务快速增加到13 000亿美元的水平。因此，我相信当时美联储完全是在依靠直觉做决定，目的很明显是尽快浇灭华尔街的怒火。而其鼓吹大萧条2.0时代这一威胁，无非是为疯狂印发货币找一个借口而已。这绝对是前所未有的疯狂举动。

最终，汗流浹背的时任财政部部长保尔森又一次出现在电视屏幕上。这一次他是来宣布华盛顿的决定的：财政部开出130亿美元的巨额支票拯救通用汽车公司。我正是在那上面栽了跟头。当年，我离开白宫去华尔街闯荡，从事了20年杠杆融资收购业务。正是在那个时期，我在底特律遭遇了非常倒霉的变故而名列“伤员名单”。我曾经组建和部分拥有一家价值约40亿美元的汽车零配件供应厂，也曾为其融资，并且不慎欠下了巨额债务，最后被通用汽车（和克莱斯勒公司）那些狂妄自大的领导者彻底搞垮了，现在他们自己反而“紧急迫降”成功了。

在底特律的那段经历，使我当时深陷法律纠纷，竭力向检察官证明，公司的倒闭是因为杠杆和（我的）愚蠢所致，并非由于欺诈。我全身心与官司缠斗了3年，我确认有一件事是确定无疑的：底特律的汽车工业早已债务缠身、羸弱不堪，它变成了华尔街“游乐场”里的“纸牌屋”<sup>[1]</sup>，充斥着公司间的交易、杠杆融资收购。这同样包括我自己的公司，也已经沦落为别人手中的一张牌。但它真正需要的仅仅是洗个自由市场经济下清理门户式的“冷水澡”，与此同时，对于那些受全美汽车工人联合会控制的就业岗位，应该大幅度降低每年高达10万美元的薪资、福利支出。

保尔森宣称，一旦汽车工业崩溃将导致数百万工人失业。对此，我哑然失笑。当年我公司旗下有40家北美工厂，为此我跑遍了美国整个汽车工业地带。在北部，我亲眼所见那些受全美汽车工人联合会控制的几十家工厂破败不堪；而在南部，几十家由外国汽车厂商投资兴建的工厂，厂房簇新、运行高效、设备先进，它们随时准备发力，再次拉紧行业发展的缰绳。如果没有汽车救助计划，汽车市场也不会缩小，工人也不会失业，恰恰相反，一旦遵循自由市场经济的规则，汽车工业将会从

北部搬迁至南部。

在小布什政府后期，共和党人掌控的白宫行政当局漠视传统财政准则而恣意妄为，其主事者便是政治新星保尔森，和由他率领的、野心勃勃的高盛银行家团队。当年我曾在早期里根政府中谋事，同样深陷激烈的现代财政斗争之中。从斗争中，我学到一些与事实大相径庭的东西，即国会是由435个小王国的代表组成的，他们决策的首要思维方式就是先例推论。所以，一旦开此先例，华尔街、AIG（美国国际集团）和通用汽车将被放出牢笼，这个国家的财政运行便没有了边界，公共财政成了所有人追逐攫取的对象。

多年前，里根在预算斗争中最终以黯然失败告终，那时我就发现了这个令人担忧的景象。尽管几十年里，共和党人发表各种演讲，为里根辩解，化解人们对“大政府”的指责，但他们从来没有把这种反思付诸行动。因此，在这期间，尽管共和党政府对外宣传的口号是“更小的政府”，实际上他们的所作所为只会让“大政府”更加臃肿。到了2008年，政府已经庞大到了没有任何财政“回旋余地”的地步，美国不得不进入“救助国家”的名单中。

1985年，在我离开白宫时，我曾撰写过一本朝气蓬勃的作品《政治的胜利》，谴责共和党在揭露赤字财政邪恶上的虚伪。但我也试图传递某种更积极的观点：既然里根没有提出要对预算支出进行系统性缩减，那么也就证明了没人愿意去削减那些构成“大政府”的核心支出了。

因此，巨额的联邦医疗保险和社会最低保障计划从来没有被划掉过。对于经过经济情况调查的福利补贴，仅仅做了温和的改良，而且被保留的改良措施少之又少。原因十分简单，因为这里面牵涉太多“福利女王”<sup>[2]</sup>；农业补贴和退伍军人福利也没有被砍掉，因为这些补贴的受益人是共和党的选民；由于中产阶级家庭强烈要求增加学生贷款和奖学金，教育部门的预算变得十分庞大。总之，在里根身后，留下一个“福利国家”，其福利支出占GDP（国内生产总值）的比例，仅仅比卡特政府时代低了0.5个百分点，与此同时，又增加了庞大的结构性赤字。

这是25年前的事。如果说那时候在国会的共和党老人多多少少还保留了一些财政公正的话，现在这些财政公正的痕迹早已荡然无存。在小布什执政的8年间，共和党的财政政策从减支转换成增支，这是自约翰逊总统以来难得一见的情形。通过了医疗保险中的处方药福利，大量增加教育支出，设立恶魔般的国土安全部，发放巨额农业补贴，到处是过



剩的“猪肉桶”<sup>[3]</sup>。更糟的是国防预算成倍增加，而且，共和党的所谓招牌已经沦落为：无论何种原因皆可减税，无论游说集团在白宫前街采取何种形式，都可以获取其影响力。

因此，当小布什离开白宫时，留下了空前庞大的救助计划和财政赤字，金额高达12 000亿美元，占到了GDP的10%。这还是奥巴马推出经济刺激计划前的水平。但真正让人感到担忧的是，那些占据着财政部大楼三层的华尔街主管们成功地说服了倒霉的小布什，实施一次性1 500亿美元退税政策以刺激经济发展。

我与供给经济学说之流早已分道扬镳。在我离开白宫时，我还非常尊敬里根，因为他固守已经失控的国防建设。我还佩服他拒绝承认是他造成了20世纪80年代的巨额财政赤字，他认为卡特才是罪魁祸首。尽管如此，我还是认为保尔森的退税方案如同扇了里根一个大耳光，因为里根当年最伟大的成就就是埋葬了凯恩斯主义的理论观点：华盛顿通过借钱给消费者购买皮鞋和苏打水，可以创造经济繁荣和社会财富。

现在，保尔森把这块遮羞布也扔掉了。这些来自高盛的脑子不清醒的“托钵僧”<sup>[4]</sup>们难道不知道，当年在里根“远征军团”中有许多年轻人，特别是“供给学说之父”杰克·肯普曾经嘲笑过卡特，说卡特实施每户家庭50美元退税计划是一件愚蠢透顶的行为。而在2008年2月，保尔森兜售给南希·佩洛西的所谓退税方案，与当年50美元退税的蠢事如出一辙。

最终在稳健财政上，我看到了一丝曙光，但这与保尔森毫无关系，他依旧对稳健财政政策的清规戒律无知无畏。共和党政府推出了无数救助方案，美联储也在疯狂印发货币，这表明共和党人开始信奉凯恩斯主义税收刺激的初级理论，并达到令人生畏的程度。这事实上是华尔街发动的一场政变，其结果是华盛顿会接受任何权宜之计以维持金融泡沫，而不顾这些措施是不是对自由市场、稳健货币和财政公正等历史原则的背叛。

小布什刚刚搬离白宫，奥巴马便迫不及待地推出了8 000亿美元的经济刺激计划，把人们对凯恩斯主义回归的疑云一扫而光。白宫与华尔街狼狈为奸，很快便开动了印钞机，重新开始制造经济泡沫。这是一杯自酿的毒酒，因为这意味着最终推动华盛顿的政策行为是华尔街那些快钱投机者和无人值守交易机器人，而不是白宫。特别是就第一轮问题资产救助计划投票时，人们悲哀地发现事实果真如此。这同样意味着那些

大手大脚花钱的人、在白宫前街游说的捐客们、挥刀自宫的共和党减税派们，都臣服于股市这个伟大的救世主。而正是他们共同推动了国家财政赤字，如海啸般地汹涌而来，达到了在和平时期不可想象的规模。

奥巴马上任才21天，就毫不迟疑地批准了8 000亿美元的救助方案。这个救助百宝箱包罗万象，有消费者退税宣讲手册、商业救助计划，联邦和地方政府从中也获得了充足资金，其中包括高速公路“猪肉桶”项目和绿色能源计划等额外项目。批准之前，在白宫前街的捐客们中间进行了一场壮观的“大鱼吃小鱼”的吞食游戏。毫不夸张地说，参议员皮特·多梅尼西和肯特·康拉德等财政公平的坚定守护者，其数十年来不断削弱联邦预算怪兽的努力，在一眨眼的工夫就被冲刷得无影无踪。

我追根溯源，归纳了一些令人崩溃的问题：我们是如何走到今天这个地步的？到底为什么美联储在13周内印发的货币数量是原先一个世纪的货币发行量的两倍？在短短的140天内，国会批准了问题资产救助计划和奥巴马刺激计划，总额高达15 000亿美元，其政策依据甚至不曾在国会立法文件中出现过，更不要提这些政策依据是否被仔细研究和分析过。财政谨慎的原则是如何被彻底抛到脑后的？为什么股市指数从2007年10月的1 560点在15个月内跌到670点的坑底？华尔街前十大银行，其估值在2007年年中超过了1万亿美元，但为什么在随后短短的12个月内就濒临破产，需要接受政府救助了呢？为什么没有人预测到次贷危机？为什么庞大的华盛顿房屋金融中介代理商会突然陷入烈火中？为什么担保债务凭证、信用违约掉期等有毒金融衍生品交易市场会突然分崩离析？最无解的问题是，AIG为何令人震惊地突然就解体了呢？

我的理解是，AIG就像是“柴火堆里的臭鼬”。我闯荡华尔街20多年的经历让我读懂了这个跨国巨头及其传奇创始人莫里斯·格林伯格。他不仅被看作金融行业的黄金标准，而且被视为金融界全能上帝的左右手。那为什么AIG突然间就需要1 800亿美元的政府救助才能继续维持其业务呢？更糟的是，这样一笔数额惊人的救助款，相当于美国商务部、劳工部、能源部、教育部和内务部的全部预算支出金额，却被伯南克当作圣诞节的潘趣酒，在虚拟数字货币机器上轻轻地按下了“发送”键，就这么轻率地分掉了。

我的探寻旅程最终成就了本书。我总是在想，在这些重大的、莫名其妙的、有征兆的事件背后，一定是有其必然的规律和历史原因。而我在华盛顿和华尔街工作了将近40年，在那个年代，绝大多数人都想象不到，这种天方夜谭式的事情有一天会发生。零利率？财政赤字占GDP的

10%？6万亿美元的房地美和房利美大厦顷刻倒塌？伯南克本人前脚刚宣布“大稳健”时代已经到来，后脚就马上宣布美国进入大萧条2.0时代，为什么？

的确，这才是事情的本质，直抵本书精髓。伯南克曾在2004年宣称，美国的繁荣将永续，因为美国政府和美联储在调节经济周期，舒缓资本主义市场经济盛衰起伏方面，已经深得要领，技艺出神入化。本书却得出完全相悖的结论：美国已陷入大变形。自由市场经济和繁荣已经危在旦夕，美国政府和美联储由于太贪婪、臃肿和外部竞争，而悲惨地失败了。它们已经堕落为某种权贵资本主义和金钱政治的工具，依然被当今集权政策的观念所束缚着。而华盛顿经济的三驾马车：凯恩斯主义、货币主义和供给经济主义都有着相同的集权政策的观念。

我们面对的是20万亿美元财政赤字这个悲惨的现实，因此似乎很难想象还会发生什么更可怕的事情。但事实上货币膨胀更加凶险。本书的核心就是美联储胡作非为的故事，控诉它如何彻底放弃了稳健的货币政策。正是它的所作所为，才使政客们对巨额公共债务实行货币化，尽享财政赤字带来的快感，却不用承受赤字所带来的痛苦。

利率机制作为金融市场可靠价格信号也已经失效。国债收益率曲线被扭曲，成为投机领先者的天堂；套利交易的杠杆被急剧放大，1%的市场波动都会给投机者带来意外横财，而一旦崩盘，这些杠杆交易又急需政府的救助；华尔街摇身一变，成为一个鲁莽、危险和贪婪的赌场。与此同时，美联储实施零利率政策，无情地压榨储户的血汗，导致全球大宗商品泡沫越吹越大。而这泡沫衍生出来的食品和能源价格上涨，又无情地打压普罗大众的生活质量。为了CPI（消费者物价指数）稳定，美联储又无耻地把食品和能源价格从CPI中剔除。

不用说，美国并非是在一夜之间沦落到如此悲惨的地步的，而是前后花了将近100年的时间。这正是我现在搜寻的当代修正主义的历史。它将揭示出，即将到来的“国家废墟”景象的渊源可以追溯到罗斯福，正是他抛弃了坚持稳健货币的两党传统，我们可以在罗斯福新政的权贵资本主义中找到蛛丝马迹。本书也简要回顾了20世纪中期，国家回归稳健货币和财政公正的黄金年代。在那一时期，艾森豪威尔入主白宫，小威廉·麦克切斯尼·马丁任美联储主席。

自此以后，国家废墟的早期景象又再次复活了。1971年8月，“狡猾的尼克松”背信弃义，在马里兰州戴维营公然宣布，美国不承担在布雷



顿森林体系中的债权债务。把美国带离金本位是一个危险的开端，自那以后，游资泛滥、巨额债务缠身、全球超发货币都导致了极其危险的动荡。尼克松的罪行从来没有被清算过，到了里根时期，罪恶继续延续，直至最终摧毁财政公正，促使“战争国家”和“福利国家”继续膨胀，而对于普通民众并不加以任何税赋约束。在美国最终滑向泡沫金融的时代，对于格林斯潘和伯南克掌舵下的美联储，金融操控变成了常态机制，加上财富效应和纵容华尔街的政策，所有这些就像是扣下了扳机，危机随即发生。

本书并非按时间排序。它首先像剥洋葱般地揭开了人们的困惑，由华尔街、救助方案的辩护者和华盛顿经济学家一起演唱的三重奏，他们皆假设国家可以拯救失败的经济。而在现实中，是失败的国家正在摧毁芸芸众生的福祉。

本书的第一部分讲述了“黑莓恐慌”<sup>[5]</sup>，是特指在2008年9月那个历史时刻，华盛顿如何动用援助资金来拯救华尔街。这部分也对所谓的都市谣言进行了澄清，展示这些虚构传闻是如何诞生的。据悉，当年美联储和财政部就是用这些所谓的都市谣言来刺激国会，让国会在恐慌中匆忙通过问题资产救助计划。同时，美联储也不惜将谣言当作借口，为资产负债表上激增的债务寻找理由。所谓的金融危机其实只发生在华尔街，是华尔街自我毁灭给投机者造成了损失。与此对应，市场上其他银行系统并没有受到严重危害，ATM（自动柜员机）没有关闭，货币市场也没有崩盘，而所谓的大萧条2.0时代也没有到来。

这个观察很重要，因为它表明在2008年9月发生的华尔街危机，并不像来自深邃太空的彗星一样，突然神秘到访太阳系，从而需要使用“紧急隔热罩”，如采取超发货币、财政赤字和救助方案等破坏财政法则和纪律的做法。相反，危机是在过去几十年里，华盛顿不断违背准则和纪律所慢慢累积的。它用未经国会拨款的战争、减税和“福利国家”的扩张，腐蚀了国家的金融传统；它允许权贵们疯狂掠夺国库，在美联储总部举办了一场场金融赌场的盛宴。

第二部分又揭开了历史的另一层面纱，更加清楚地看见比现实更远一点儿的大变形历史。我将会戳穿共和党的怀旧老调：尽管这几年美国患上了一些神秘的小毛病，造成了金融危机，只要我们回归到原汁原味的里根主义，一切都会好起来的。但“美国的早晨”<sup>[6]</sup>的情形从来没有在现实中发生过，财政灾难却正在发生。

同样，本书第三部分扫清了其他一些思想上的困惑，来理解目前危机的历史深度。即现今凯恩斯主义“大主教”宣称，罗斯福新政早已经写下神圣的誓言，他们所要做的就是紧紧跟随，准备随时战斗；而事实是，除了一些历史书还在对罗斯福新政大吹大擂之外，所谓的新政就是一场政治秀，它根本没有解决当年的经济大萧条。同时，大萧条是由全球贸易和大宗商品交易市场崩溃所引起的，因此，与造成目前美国经济创伤的原因相去甚远。

本书讲述了自“一战”以来不断演进的故事，是对历史事实的简要描述，是对那些错误行为的批判。本书以那些政策反叛人物为主角，他们是非稳健财政的最主要成员。这些人物包括罗斯福、尼克松、阿瑟·伯恩斯、沃尔特·海勒、米尔顿·弗里德曼、约翰·康纳利、乔治·舒尔茨、阿瑟·拉弗、卡斯帕·温伯格、格林斯潘、纽特·金里奇、罗伯特·鲁宾、小布什、亨利·保尔森、蒂姆·盖特纳、杰夫·伊梅尔特、麦晋栢、保罗·克鲁格曼、劳伦斯·萨默斯和奥巴马，特别还有伯南克。

对应着这些反叛角色，还有一批政策英雄们，包括早期的卡特·格拉斯、H·帕克·威利斯、柯立芝、胡佛、刘易斯·道格拉斯和詹姆斯·沃伯格，以及后期的杜鲁门、艾森豪威尔、乔治·汉弗莱、小威廉·麦克切斯尼·马丁、道格拉斯·狄龙、比尔·西蒙、保罗·沃尔克、霍华德·贝克、皮特·多梅尼西、克林顿、保罗·奥尼尔、罗恩·保罗、理查德·谢尔比，以及希拉·拜尔。

反叛人物和英雄之间的战争，其结局并不公平。当故事结束时，我们会得出清晰的结论：权贵资本主义如何最终赢得了胜利，为什么说财政悬崖是不可逾越的，以及我们将面临一个怎样的凯恩斯主义国家废墟。在本书的最后章节，我尝试指出另一条可以选择的道路。基于大变形根深叶茂，尽管那条道路所通往的前景催人奋进，但道路本身将极其崎岖险峻。

[1] 纸牌屋：来自迈克尔·道布斯所创作的小说。在其中，每一项国会议案、投票都变成权力交易，因此把国会比喻为纸牌屋。后引申为权力交易、商业收购等。——译者注

[2] “福利女王”：美国俚语，贬义，指通过欺诈或篡改文件等方式骗取福利的人。——译者注

[3] “猪肉桶”：指政府财政资助或投资的项目，油水很足。——译者注

[4] 托钵僧：托钵修会成员。托钵修会是完全依靠捐助而生存的宗教修会，从个人到团体都不积蓄财产，以便将所有时间和精力投身于宗教工作。因成员以乞食为生，所以被称为托钵修会，又称为乞食僧团、托钵僧团。——译者注

[5] “黑莓恐慌”：黑莓手机原盛极一时，随着智能手机出现，逐渐被淘汰。在本书

中，“黑莓恐慌”暗指华尔街金融危机就像黑莓手机的发展悲剧重演。——译者注

[6] 美国的早晨：里根经典的政治广告名称。该广告帮助里根顺利连任美国总统。——译者注



# 第一部分

## 2008年“黑莓恐慌”

# 第一章

## 愚蠢的保尔森： 救助AIG和华尔街纯属锦上添花

进入21世纪第二个10年时，美国正步履蹒跚，遭受双重危机。在公共管理方面，国家正处于政治无能和财政崩溃的边缘；在私营企业层面，经济演变成投机赌场，财富被少数人掌控。这个悲惨的现状是权贵资本主义的雅努斯神<sup>[2]</sup>的两个面，一个突变的体制正威胁着美国的基石，摧毁了国家的民主政治和自由市场经济。

美国的资本主义和民主演变成权贵资本主义的盛宴，其具有决定性意义的引爆点发生在2008年10月3日。在这一天，7 000亿美元援助华尔街的问题资产救助计划“闯关”国会山成功。政府对金融市场干预，包括美联储对大银行和金融机构几千亿美元的救助，是“大而不倒”<sup>[8]</sup>反资本主义制度同盟基石上最新堆砌的那块红砖。这个基石已经构筑了几十年，但现在一切已成定局。到了2008年，华盛顿对华尔街的救助把美国仅剩的那一点儿传统财政法则彻底抛弃了。

现在它们已经撕下所有伪装，不需要假仁假义地说自由市场规律会决定谁是赢家、谁是输家，也无须虚伪地说必须要有令人信服的证据证明有益于社会民生，才能占公共财政的便宜。统统不需要找借口了，AAA级信誉的通用电气公司用隔夜拆借资金来投资有毒资产，当突然遭遇资金断裂时，为避免可能遭受的一定程度的经济损失，竟拿了纳税人300亿美元的贷款和担保。

更加不应该的是，高盛拿了100亿美元的救助以避免遭遇所谓的破产清算。但3个月后开始的那个财年，它竟时来运转，产生290亿美元的财务盈余，包括130亿美元的净收入和160亿美元的工资和奖金。

正如高盛事后所宣称的那样，它并不需要这笔救助，但在长达15个月内，招摇的富人们一再欺骗公众，不断突破人们信任的底线。这令人联想起加里·库珀在20世纪50年代在对共产主义表示怀疑时所说的经典

语录。他向美国国会委员会表示：“据我所知，这是不诚实的。”

同样，华盛顿对华尔街进行紧急救助，也是不诚实的：救助本身并非必要，又救错了对象。这次金融危机并不是真正的危机，它只是冰山一角，是更深层次、基础性经济痼疾的表象。事实上，几十年来，不可持续的贷款泛滥、投机、国家经济的金融化，最终榨干了美国经济，并带着它滑向突如其来的终点。

自1980年起，美国开始开展类似杠杆收购的业务，现在公共和私人债务合计已经超过30万亿美元。如果我们谨守久经考验的金融法则和财务审慎的原则，我们的债务状况不会如此不堪。正是由于这些金融法则和财务审慎原则，确保美国实现长久的经济繁荣。但现在这个巨额债务负担，是透支了国家的未来才造就了过去30年的经济繁荣。现在，结账还钱的日子到了，美国繁荣的假象已经结束了。

各种峰值债务集结而来，虽然这并不意味着市场上的经济面临突然萧条的危险，但它却成为施救者唬人的谎言。真正有威胁的是深层次的、更持久的衰败。长达30年期的超级债务陷入死亡，意味着还债的时间到了。美国经济已经失去了未来预期增长的机会，相反，在债务紧缩和经济挣扎的长期衰落中，美国家庭、企业和政府部门正试图重建它们的清偿能力。

美国经济遭遇突然转向，并不令人惊奇。而令人惊奇的是美国人，无论公共部门还是私人和企业，都沉迷于举债度日，这是史无前例的。举例来说，在1980年前的一个世纪，美国资产负债表显示，公共和私人债务总额很少有机会超过GDP的1.6倍。而在2007年，当年国家债务达到高峰时，美国家庭、商业、银行和政府新借的债务突破了4万亿美元的水平，是当年7 000亿美元GDP的6倍。一个简单明了的事实就是，GDP的增长速度永远赶不上我们向未来借钱实现虚假繁荣的速度。

事实上，发生金融危机时，美国总债务的余额是52万亿美元，国民收入是14万亿美元，前者是后者的约3.7倍。因而，现在美国债务占其经济的比重增长了两倍。其中所隐含的数学意义是令人生畏的，即在1980年前的一个世纪，历史最高的债务与国民收入比例是1.6倍，如果按此比例推断，2008年的美国公共和私人债务总额应该只有22万亿美元。

因此，整个国家、家庭、企业和纳税人都在吃力地背负着这多出来



的30万亿美元债务，前行的步伐当然沉重，而且这巨额的金融负担也远远高于被证明是健康、谨慎和可持续的历史水平。问题资产救助计划及其他所有类似的救助方案、美联储无休止的货币印发，都不能降低美国债务水平。而且，华盛顿肆无忌惮地透支山姆大叔的信用为奥巴马刺激计划注资，注定会让美国在从泡沫经济的虚假繁荣走向复兴的道路上渐行渐远。很明显，问题依然是：为什么债务瘟疫会发生？美国人民在遭遇道德沦丧和社会没落时，怎么就变成了恣意妄为的享乐主义者呢？

没有任何证据可以证明这个贪婪疾病的理论，但有许多推论足以怀疑存在一个更可怕的原因：目前发生债务和金融混乱的危机的真实原因在于公共政策误入歧途，允许美国和美联储扩张膨胀到前所未有的水平上。在这过程中，作为资本主义最关键的神经中枢系统，货币和资本市场被扭曲变形，华尔街变成了宏大的赌场，杠杆投机和寻租取代了金融市场应具有的价格发现和资本配置的核心功能。

所以，2008年9月之所以发生金融危机，是形势逼人，是急需使华尔街这个巨兽泄泄气，因为多年来，美联储印发货币和操纵市场催生出来的这个庞然大物，已经变成十分危险的、不稳定的赌场。但政策却向着反方向发力，基于一个十分错误的预测，继续支撑着这个泡沫，并且催生罪恶效应。

一小撮如惊弓之鸟的政府高官们，在时任财政部部长保尔森和时任美联储主席伯南克的领导下，对外宣称美国金融体系已经感染上一种来源不清但致命的“瘟疫”，并威胁说这将导致连锁金融故障，直至整个系统陷入瘫痪。这个声明完完全全是错误的，却给一个决定性的禁令开了绿灯：所有自由资本主义的准则和财政谨慎的原则统统靠边，公共资源史无前例地、毫无限制地被用于拯救挣扎中的华尔街巨兽。

## 不会倒闭的AIG

金融危机期间，在雷曼兄弟破产的第二天，华盛顿就在AIG问题上画了条红线。但相关证据表明，AIG的倒闭不会引发相关连锁反应，金融体系的末日不会就躲藏在转角处。事实上，没有一个拯救方案是必要的，因为金融熔断只发生在华尔街。如果华盛顿允许自由市场发挥作



用，最终这场熔断的大火只会烧向一小撮资不抵债的华尔街公司，如摩根士丹利、高盛和花旗集团等。

简言之，小布什执掌下的政府和伯南克领导下的美联储，相信了金融瘟疫的预言，随即扣下了疯狂救助的扳机。但这个预言毫无事实依据。做出这个判断的证据一开始就隐藏在AIG：它是模范救助的典型案例，一个号称如果没有得到救助会导致连锁反应的金融巨头。这个毋庸置疑的事实就是，AIG业务结构的设置本身就决定了这种危机不会传染。由于在虚假信用违约掉期的保险上崩盘，导致AIG资产负债表上全球性银行大客户的资产受到一定冲击，只会对有毒资产做一次洗盘，使其变得更健康。与此同时，AIG几百万保单客户不会受到伤害。他们永远会假以各种借口，掩盖华盛顿实施救助的真实目的。

在危机期间，AIG有90%的清偿能力，不会对金融系统或其他企业和机构造成威胁。公司资产负债表上有价值8 000亿美元的资产，其中绝大部分是优质股和债权，可以约定回购支付，从而可以让所谓的传染理论失效。事实上，在合并财报上显示的巨额资产是在统计中进行人为处理的产物：根据法律和法规的不同管辖范围，公司大量的优质资产被分别藏匿于分布在全球的保险子公司里。锁定这些资产不仅可以保护投保人的利益，而且确保公司不会有抛售资产的行为发生，而后者正是可能造成传染的催化剂。

因此，危机不会牵连AIG的巨额资产，危机仅限于公司正“大出血”的信用违约掉期的债务，这应该很容易被控制住。这些债务完全可以由AIG的控股公司进行约定回购支付来解决，而且这部分的债务在公司合并负债中的占比不足10%。并且，这些债务可以很容易地通过破产清算进行处理，不会给公司的保险业务、可靠资产或其投保者带来损失。

但无须担保，AIG就获得了大量的来自纳税人的注资，最终援助总额高达1 800亿美元。保尔森从美国财政部三楼办公室内发射出最具破坏力的、无制导的导弹，射向了自由市场。事后他宣称：“如果AIG倒闭，我们会面临真正的灾难。AIG比我所能想象的其他任何一家金融机构，都将受困于全球系统，并且灾难同样会蔓延到商业和消费者身上。”

这真是一派胡言和托词。如同斑马身上有“斑”一样，一家“全球化”的公司按其定义应该在全球各地都有分支。但这个定义并不能证明

自由市场的交易可能导致经济疾病在全球范围内传播，但保尔森和他的救助者们却不断暗示会引发传染。事实上，给予AIG慷慨、不公平的援助，并不是要保护大众免于受到伤害，而是用来保全那一小撮投机者免遭损失。

美国国会调查人员发现的书面记录显示，由AIG投保的信用违约掉期保险单，标注价值为4 000亿美元，其投保人就是一小撮世界上最大的金融机构，没有一份保单由市场上其他美国银行持有。事实上，商业银行已经受到了保护盾隔离而免遭AIG倒闭牵连。即使AIG破产，这一小部分金融机构可能遭受的最大损失，预计不会超过它们几个月的奖金预提金额。

但没有丝毫证据证明，那些整天围着保尔森、陷入恐慌中的“菜鸟”们，是否曾经对那些持有信用违约掉期保单的金融机构做过调查，以了解它们消化损失的能力。相反，保尔森和他的高盛团队仓皇失措，盲目地保护这些金融巨兽，避免AIG在保单上损失一分一厘。这是有史以来最臭名昭著的失职行为。

美国国会调查人员后来证实，AIG的大银行客户接受了多渠道的救助现金，累积金额达到惊人的程度。这个证据也同样表明，每一家接受救助的金融机构，其资产负债表都显示其有足够的去消化在AIG所受到的损失，因此，这些救助实际上保护了这些机构的短期收益，以及这些机构高管和交易员的奖金。这就是AIG救助计划最终达成的目标，一个令人非常震惊的事实。让无辜的纳税人去承担自由市场经济中商业企业的损失，这永远是滥用国家权力的不当行为。而打破政策规定和先例，只是为了保全几千名银行管理人员的奖金，更是越界的违规行为。

毫不奇怪，高盛是这个纳税人慷慨救助计划的最大受益人，接受了各种AIG的赔偿，金额高达190亿美元。其他金融巨兽也不甘人后，法国第二大银行兴业银行获得了总额170亿美元的救助款，德意志银行拿到了150亿美元，美林银行拿到了140亿美元，伦敦的巴克莱银行拿到了100亿美元。巴克莱银行同时又获得了额外奖赏，可以收购倒闭的雷曼兄弟。

不言而喻，既然这些金融机构大腹便便，拥有巨大无比的资产负债表——它们全部资产加起来超过一万亿美元，因此对它们来说，无须纳税人的帮助，便能轻而易举地消化可能遭受的损失。接受最多救助的高盛，纳税人的救助款比其下一个财年中8个月的利润和奖金还要少。

事实上，在危机期间，这十几家获得AIG救助款的国际银行手中的资产高达20万亿美元。与此对照，假设出现最坏的结果，即超AAA级信誉的AIG保单出现一美元损失20美分的情况，它们全部的损失最多不会超过800亿美元。

因此，在懦弱和困惑的恐慌中，华盛顿把巨额援助金扔向了AIG，但与AIG背后这些巨大的全球银行客户的天量资产相比，这仍是杯水车薪，只占其资产的0.5%。

因此，2008年9月的救助计划显示出政治体制最高层在面对危机时所爆发出来的疯狂。保尔森和伯南克阴谋集团把危机定义为世界末日，称所有的支票和资产都将化为乌有。而其他在华盛顿的“演员”们，包括总统和国会领袖们，在雷曼兄弟递交破产申请后几个小时内，在听到这个凭空捏造的巨大都市谣言即将成为现实时，不禁黯然退场。

上场的是陷入恐慌的美联储和美国财政部官员，他们忙于颁布金融法令，也就是说，他们要不惜一切代价阻止AIG陷入破产，因为他们宣称破产会造成整个金融体系瘫痪。在华盛顿金融罪行的历史中，绝不可能找出同样一项重大的提案是基于如此破烂不堪、漏洞百出的预测的。

这些自命不凡、整天围着财政部部长保尔森团团转的年轻人，光从性格上来看就不能胜任他们的工作，那时他们已心慌意乱，甚至不愿意去审查AIG公开递交的财报资料。如果他们仔细审查，一定会发现，AIG天量的资产负债表完全就像是一个蛤壳，壳的下半部分由几十家大的保险分公司组成，资产丰裕，如前所述，包括总价值达8 000亿美元的优质股票、债券和其他投资。这些保险分公司的负债是细水长流型的长期负债，主要包含保险持有人在当期和未来提出的寿险、财险和意外险的赔付要求。

与银行存款不同，这些保险负债不会被零售保险持有人恐慌性挤兑一空。而相反，只有当赔付条件成熟、符合规定，这些保险金才会在几年，甚至几十年后到期时被兑付。所以，如果他们对此做一点儿功课，就会发现AIG的负债表基础雄厚稳健，既不会染上，也不会传播“瘟疫”。

如果他们找到能干的律师事务所，寻求法律意见，他们也会发现，如果母公司递交破产申请，几十家有偿债能力的AIG保险分公司将被锁定，一旦有必要，可以由当地州或国外有司法管辖权的执法者依法对其

进行扣押，并在指定地点按约定支付。这些保护性措施反过来将为被隔离处置的保险持有人，通过正常途径或正当的司法途径实现赔付要求铺平了道路。

而且，如果他们去咨询华尔街博学多才的分析师，也会很快消除自己幼稚的见解：AIG的倒闭将会引发全球经济瘟疫。在实际操作层面，AIG并非一条遍布全球的大章鱼，一条保尔森用来款待并恐吓国会议员们的大章鱼。尽管格林伯格50多年来精心打理他的金融帝国，AIG只不过近年来才在多头市场上成为呼风唤雨的混合体，一座偷工减料、经济上无知、收购套利的丰碑，它受益于20世纪90年代后期由格林斯潘领导下的美联储所引发的股市泡沫。

在股市的市盈率飙升到35倍之前，AIG就已经开启了一系列的收购计划，用手上高价值的单据来收购其在股市中看中的公司。一般来说，当时的溢价还是相当便宜的地板价。因此在1998~2001年，AIG收购了一系列大型寿险和意外险保险公司，包括Western National保险公司、SunAmerica保险公司、哈特福德蒸汽锅炉检验和保险公司、美国人寿保险公司。这4家被收购的企业当年估价合计约450亿美元，帮助AIG实现了资产增值的目标，在负债表上的估值从最初的1 400亿美元溢价涨到3年后的4 500亿美元。

但在财政部三楼暴跳如雷的这批人已全然忘记隐藏在这个金融泡沫时代的“第22条军规”<sup>[9]</sup>，即AIG是一个被神化的保险业互惠基金。它通过收购和投资发展成“巨无霸”，但它并没有自动获得权力，去处置各地保险分公司所扣押的资产。

是的，单是SunAmerica就拥有数百万退休养老金的客户，美国人寿保险账上也有几十亿美元寿险金余额，而哈特福德蒸汽锅炉检验和保险公司为客户提供消防和意外事故预防服务，因此在全国工业设施业中占据很大的市场份额。精致小巧的AIG总部就坐落在纽约，在那儿，格林伯格和他的继承者可以通过业务规划、人员招聘、高管薪酬计划和保险业标准等从容掌管这个金融帝国。但他们不能从任何一家保险分支机构中抽取现金或资产，除非他们能够证明相关操作符合当地州保险委员会条例中关于保护持有人和保证清偿能力的规定。

保尔森犹如热锅上的蚂蚁，在华盛顿东奔西跑，虽然他一而再再而三地向美国国会议员们重复他的谎言，让议员们呆若木鸡，但他真正的目的并不是拯救那些拿养老金和退休金的美国中产阶级，因为事实上，

无论是在康涅狄格州还是在加利福尼亚州，养老金和退休金的主权已经由州保险监管部门保护着。相反，号称数百万保险持有人的利益受到侵害的这一威胁，只是借口，其背后是一小撮金融巨兽，它们从AIG那儿购买了赌博式高风险保险产品。

诚然，在AIG超大金融客户名单中，有些客户如美国银行或法国兴业银行，仍勇敢地捍卫自由市场企业的荣誉，它们还没有膨胀到大腹便便的地步。它们被视作笨拙的国家监护人，看护着由美联储和其他国家的央行催生出来的超低利率债券产品、道德风险危机和连环投机泡沫。因此，毫不奇怪，它们正绝望地向财政部部长低声下气地请求，希望帮助它们从AIG收回赌博式高风险债券。

不用说，保尔森毫不犹豫地代表这些赌徒，把公共财政的钱袋子扔在了赌桌上，立即引发高盛和其他华尔街机构的股票价格飙升。保尔森因此亵渎了自由市场的经济法则，而他可悲的理由却是：应修复赌博式保险索赔债务，以保全高盛、德意志银行和其他金融巨兽。事实上，这些赌博式高风险保险业务一开始就是一种迂回进攻的金融产品设计，以逃避相关条例的规范要求。

如前所述，所有有问题的信贷违约掉期的赌博式高风险债券都发生在控股公司层面，也就是说，是在AIG蛤壳负债表的上层。控股公司最终丧失流动性，其原因是公司巨额资产中绝大部分是数十年来AIG收购或建立的无数保险分公司的非流通股份。作为一个公开的秘密，固执的保险业监督管理者已经引入了保护屏障，即股息制动机制，来保护保险持有人免遭控股公司股东抽逃资本的危险。

这就意味着，一旦公司破产，不可能对保险子公司的资产进行任何侵吞以弥补控股公司的债务。这同样意味着不可能传播经济瘟疫，即AIG无法对保险分公司的资产进行降价出售，来满足控股公司承保信用违约掉期保险时对保证金和索赔金的要求。而破产也意味着这些身为投保人的全球金融巨头最终将因诈骗出局，承担它们在信贷违约掉期保险上的价值损失。这可能是这个事情的最终结局：在自由市场体制下，按照法律和规则，诚实地解决此事。

在这个例子中，解决市场公平的关键是股息制动机制，而在20世纪90年代，我在黑石公司负责杠杆融资收购业务时，就已经学到了这个永恒的真理。当时，我们准备买下一家由政府监管的财险和意外险保险公司，说来也巧，我们撞大运的计划正可以用来证明在2008年9月没有必

要救助AIG。我们打算用80%的债务融资方案来控制未受监管的控股公司，达到买下这家保险公司的目的，随后，从保险公司中挖掘、抽逃出现金。

更加委婉的表述是，这家保险公司的利润被放置在利息的“上游”，可以用来支付控股公司债务的利息。我们对控股公司进行少量的股权投资，便可获得极大收益，然后，我们把保险公司股票卖给新的投资者，或许是AIG这种保险业巨擘，就此结束，完成了一桩高额利润的交易。

但在操作收取这笔不义之财的过程中，黑石的联合创始人史蒂夫·施瓦茨曼十分固执，开始担心并不友好的州保险业委员会可能会利用我们，以“保全资产”的名义保护保险持有人的利益，禁止公司支付股东股息。这在我们内部审核过程中被称之为“臭名昭著的股息制动机制”。为寻求解决之道，我们深入调查并咨询专家意见，但最终，施瓦茨曼放弃了这个方案，因为在一个受到国家监督管控的保险公司之上，放置一个杠杆化的控股公司的做法是“不安全的”。

15年之后，了解到AIG的救助方案，很明显看出当年的插曲是如此清晰无误。在那个时候，施瓦茨曼已经是一位亿万富翁、杠杆融资收购的“皇帝”、久经考验的“点金手”。如果他都不能找出办法来绕过股息制动机制，套取保险公司的现金，那么，这种办法就压根儿不存在。事实上，AIG的控股公司被极大地杠杆化了，如果按照信贷违约掉期保险合同中保证金的规定要求，那么就如同施瓦茨曼所担心的一样，它已经倒闭破产了，那些赌徒们花了4 000亿美元买入一钱不值的信贷违约掉期保险，最后只能搁浅在退潮后的沙滩上，孤立无援。

## 子虚乌有：AIG赌博式高风险保险

由AIG签发的信用违约掉期保险是伪造的，这是多么美妙的讽刺啊。被骗的金融巨头们一开始买入信用违约掉期保险，就是为了要防范不幸的事情发生，即允许银行规避监管者对资本金的要求。AIG的“保险”神奇地把高风险资产，如担保债务凭证和其他次级抵押债券等资产，转换为AAA级信誉的蓝筹股信贷产品，从而把对资本公积金的要求给剔除了。



当盛宴还在继续时，AIG的大银行客户获得了两头通吃的好处。它们在更高收益的投资上赚得盆满钵满，计入季报的收入被吹得很大，同时，它们只需为信用违约掉期保险支付相对少量的保费即可。这实际上是一笔横财。

与此同时，它们的负债表还是维持原始价值的水平，因为它们的垃圾资产被贴上了AAA级信誉的标签。由于对应于用信用违约掉期“包装”的资产，并不需要留出股本金来匹配，银行的股本回报率就被急剧放大了。这是一个神奇的数学方程式，分子部分的收入项被最大化，而分母部分（投资的股本）则被最小化。

在实际交易中，它被称之为监管套利，但事实上是一个大骗局。在这个骗局中，大银行在把堆砌如山的信用违约掉期证券放入负债表的同时，不需要花费一分钱的资本金，股本投资的回报是无限的。于是，在雷曼兄弟危机发生的那个周末，这些证券资产的前景突然显示出，AIG可能破产倒闭，而一旦缺少AIG对信用违约掉期的保险，银行负债表将展示被托管的有毒金融证券将变得一文不值。难怪华尔街银行的癌症会周期性地发作，并很快传染到财政部大楼三楼的办公室。

因此，如果AIG被要求在破产法庭上与掉期证券出票人对质，美国国内外的保险监管部门将有可能查封其保险分公司来保全相关资产，从而保护数以千万计的保单持有人的利益。最后，祖父级寿险保单将会维持其效力，坐落在皮奥瑞亚市的卡特彼勒工厂的消防险也将维持正常。保尔森在华盛顿的走廊内公然散布误入歧途的谣言，与之相反，由AIG签发的数以百万计的退休养老金保单，没有一份会因其控股公司破产而违约。

简言之，阻止AIG的倒闭死亡，不关乎任何公共利益。事实上，救助最主要的功效就是把公共财产提供给完全不需要的私人利益，即保护那些拿着高薪，却给其他机构造成令人尴尬的损失的交易员和高管——其实他们咎由自取。

涉事的银行高管和股东也许会感到沮丧，但这种由市场驱动的结果完全符合公共利益。事实上，如果货币金融市场的中枢神经通过周期性的清理，把贪婪和错误剔除出去，将保持健康和平衡，而社会能够受益于自由市场的资本主义。

# 大而不倒取代了自由市场：美联储公然进行干预

2008年9月，危机发生时，自由市场资本主义的古老法则命中注定将被侵蚀，传统的市场规律被大而不倒的潜规则逐步取代。反过来，大而不倒的歪理邪说脱胎于系统风险威胁的观念，指任何一家华尔街机构一旦倒闭，呈阶梯形传导的损失将会造成重大灾难，因此，可以准许它不受制于自由市场准则的束缚。

无论如何，没有任何证据来证明这种新奇学说。它暗示资本主义是一台自我毁灭的世界末日机器：一开始会培育出巨型企业或机构，连接的触角深入社会的每一个角落；然而，在自由市场里，任何一个企业发生了一件偶然事件，这台机器就会变得不堪一击，最终在灾难面前轰然倒塌。

事实上，如果大而不倒暗示美国市场制度最终会遭遇终极灾难，那么显然就有一个解决方案，即我们需要为银行划定一个安全边际，然后推出一个类似20世纪30年代的“格拉斯-斯蒂格尔法案”的法案，规定一旦银行、金融机构规模超过安全边际，就进入破产阶段，或者进行相似的资产剥离处理。虽然在过去20年里，大而不倒争议不断，但对于这个显而易见的大而不倒的解决方案，我们从来没有进行过认真和公开的讨论，其决定性的原因是，在格林斯潘时代，美联储已经变成大而不倒学说的倡导者和保护神。

这是令人惊讶的变化，因为这意味着，作为艾茵·兰德<sup>[10]</sup>的得意门生，格林斯潘曾经鼓吹纯粹自由市场的资本主义理论，但在他担任了华盛顿权力圈的第二把手后，也不得不入乡随俗了。事实上，里根曾经错误地以为格林斯潘是一个坚定的货币金本位学说的倡导者，想不到在宣布对格林斯潘的任命后的5个月内，在面对1987年10月股市崩溃时，格林斯潘惊慌失措，顷刻之间，华尔街就被泛滥的货币所淹没。

因此，史上第一次，美联储把标普500指数水平作为制定货币政策的目标对象。更糟糕的是，在20世纪90年代，格林斯潘制造的股市泡沫集结起力量，美联储更进一步，开始信奉一个危险的理论观点，即美联储可以通过股票价格上升所带来的财富效应，来达成刺激经济增长的目标。

对于坚信自由市场的朋友们，这如同是清晨的闹钟铃声，惊人心



魄。它暗示着美国可能用错误的假象让民众相信，他们将会变得更加富有，从而引诱他们借更多钱，消费更多商品，最终达到创造经济繁荣的目的。而事实上，格林斯潘财富效应学说是凯恩斯主义刺激理论的美化版本，只不过针对的对象是那些富裕阶层，而不是政府客户阶层。但财富效应学说的出台出乎人们的意料，因为按理来说，格林斯潘在谨慎管理国家货币体系的时候，应该始终坚守其传统理论观点，在某种意义上，应该效仿弗里德曼的做法，顽固坚持其极度错误的浮动汇率的货币学说。

确实，从表面上看，格林斯潘的财富效应学说较保守、可靠，尤其是他用弗里德曼之流的辞藻来解读自由市场经济的辉煌历史，描述20世纪90年代新技术和生产浪潮下的奇迹，更显得如此这般。事实上，格林斯潘已确认了这笔“浮士德的交易”<sup>[11]</sup>：一旦美联储涉足股票市场的管理，必然会把推动股市上涨和纵容华尔街的投机行为当作货币政策的手段，借口自己是美国经济繁荣的管理者而公然干预市场，因此他不会坐视不管，让股市重新跌回自由市场年代那个水平。

于是，在20世纪90年代，格林斯潘领导下的美联储对自由市场的资本主义发动了狡猾的攻击。美国的就业率、收入、GDP和总体上的繁荣，不再是由无形之手在控制，也就是调节数百万生产者、消费者和投资者之间互动关系的自由市场。取而代之的是，美联储对美国经济进行明目张胆的管理调控，在进入20世纪最后光景时，美联储已经成为美国日常经济生活中无所不能的国王，影响着美国14万亿美元GDP的方方面面。

在大师<sup>[12]</sup>财富效应学说的指引下，美联储精心调配金融市场、股价平均数、国债收益率曲线、银行贷款、房屋信贷、美元汇率、商品交易流动、跨境资本流动等，林林总总，无所不包。不消说，这是彻底的经济权力篡位，反映了美联储制度性狂妄自大的恶性爆发，也是一个公权机构在执行蜕变使命时所进行的伟大冒险之一。

在格林斯潘新学说的指引下，美联储也开始相信，通过灵巧的操纵，其可以消除所有经济周期中的问题，把“潜在的”GDP中几乎每一美元的潜力都挖掘出来。但不可否认的是，所有这些自负和借口，都有着其“阿喀琉斯之踵”：完美实现宏观经济调控成败的关键，在于可持续的金融稳定和稳定上升的资产价格。满足这些条件就可以产生正向财富效应，可以实现信心、消费、就业和收入的良性循环。

市场显然讨厌股价平均数和其他金融资产价格的暴跌，因为它们会对财富效应造成威胁，同样，财富效应也只是对美联储新的市场操作行为的隐喻说法而已。所以，美联储逐步接受大而不倒学说，把它提到实现繁荣的议事日程上。随后，格林斯潘宣布了疯狂的利率下调的命令，并且在华尔街于1998年8月遭遇因俄罗斯人违约带来的小规模金融风暴时，宣布为华尔街量身打造的救助方案开绿灯，实施了一项拯救鲁莽赌场的行动，那就是，救助美国长期资本管理公司。这正式宣告了格林斯潘财富效应学说的粉墨登场。

当时，“格林斯潘对策”<sup>[13]</sup>已经得到确认，即美联储将会动用无限的流动资产和其他干预手段来取悦华尔街，在遭遇股市大跌时将保证继续抬升股价平均数。因此，这确保了美国走上了一条通往2008年9月金融危机的不归之路。剩下的问题仅仅是危机什么时候发生；在这过程中，还会有什么低级别的泡沫会破灭。

1998年9月，在实施了对长期资本管理公司的救助后，美联储开宗明义，说明其货币政策的目的是，就是保护金融市场免遭系统风险的经济瘟疫。但在自由市场的环境下，承诺打造一张金融安全网络的想法，注定是自欺欺人的幻觉。这张托底的网起到了为华尔街的投机者和杠杆操纵专家壮胆的作用，意味着金融泡沫膨胀和破灭所带来的动荡幅度会比以往更大。同时，这也意味着，格林斯潘对策一旦被行权，由救助带来的金融损失也将会扩散至整个社会，因此，虽然不是政策的本意，但它会给无辜的美国人民带来真正的伤害。

## 可怕的救助方案：收购长期资本管理公司

美联储实施可怕的救助方案——收购长期资本管理公司，其理由完全站不住脚，却成为永久救助体制的蓝本，也成为美联储操控国家货币和金融市场的典范。诚然，华盛顿对金融市场的愚蠢干预并非没有先例可寻，一路追溯可以看到，1994年在墨西哥比索危机，对货币中心银行实施救助；1984年收购伊利诺伊大陆银行；1979年上半年拯救克莱斯勒；早至20世纪70年代早期，对富兰克林国民银行、宾州中央运输公司和洛克希德公司等公司的救助中，我们都看到过华盛顿的身影。

但它们至少是历史悠久的全国性公司，拥有成千上万的员工。与此相比，格林斯潘实施长期资本管理公司收购计划，只是去拯救一家金融赌场。这家金融机构开张不到4年，只有区区几百名员工，对美国国家经济没有做出过任何有益贡献，而且只提供金融交易服务，其业务也很容易被人复制仿效。所以，美联储出手相助隐藏着阴险含义，换言之，在美联储的眼里，无论其原先的商业行为有多么可恶，被救助企业是否具有救助价值，只要它认定存在系统风险、金融稳定受到威胁，就会实施救助。

实际上，长期资本管理公司是一列愚蠢的金融列车残骸，使用高达30倍的累积杠杆率，为投机商提供资金，在全球范围内对汇率、股权、债券和金融衍生品市场进行豪赌。此项计划绝对鲁莽，且投机规模巨大，在美国金融历史上没有类似先例。与此相比，1929年大崩溃前，由塞缪尔·英萨尔<sup>[14]</sup>、高盛、美洲创始人集团和其他臭名昭著的人一起树立起来的金融金字塔和赌博机制都相形见绌。简言之，长期资本管理公司发出的恶臭直抵天空，绝对没有资格获得公众的授权、资源，甚至同情。

华尔街主要金融机构通过大量的信贷授信，帮助这个杠杆化投机机构快速发展到了1 000亿美元的规模。通过各种渠道，包括大宗经纪、柜台回购和场外交易掉期，华尔街竞相把更多的信贷投向了令人匪夷所思的交易中。基于这么可怕的事实，任何一个称职的美联储（比如在保罗·沃尔克领导下的美联储）都会允许，甚至鼓励这么一个提议：立即对长期资本管理公司严厉地执行死刑。

但格林斯潘和他的美联储在追寻繁荣的道路上，深受某种虚假学说的毒害，这种学说认为多头市场投机兴旺反映了美国整体经济的健康。事实上，把股市指数维持在高位，并继续往上爬升，美联储假定这一做法会确保GDP强劲、无止境地增长，这与原先美联储的传统做法背道而驰。过去美联储担忧股票市场的非理性繁荣，因此在投机失控前，时不时地把“大酒杯”拿走。

1998年8月由俄罗斯人违约引发的全球金融市场风暴，在短短几周内造成股价平均数下降了将近20%，这完全是对美联储在20世纪90年代初期实行泡沫金融政策所发出的严重警告。虽然这场市场意外休克，把长期资产管理公司和那些次要投机军团逼入困境，但这种暴烈的市场修正行为在过去很大程度上是可以被市场接受的，认为是必要的，而且是对金融市场中的贪婪行为、债务和幻觉进行自然审查把关。

但格林斯潘和他领导的美联储却展示了其新近才获得的超级智慧，他们完全取消了1998年市场自然修正行为，相反，在整体经济完全健康并在稳定发展的情况下，美联储超发货币，并大幅度下调了利率（见第十五章）。在大量人为宽松的货币市场状况下，纽约联储银行安排从华尔街交易商处收款30亿美元，转给长期资产管理公司，情形很快就变得很清楚，市场“触底”了，于是，投机商们再次坐上单向自动扶梯，市场往更高水平发展。

在接下来的15个月内，标普500指数飙升了50%，但这并不是因为对美国公司的盈利预测突然上涨了一半。更糟糕的是，华尔街开始相信投资错误不会被惩戒，因此，进行杠杆交易所带来的损失风险和所增加的费用被极大地降低了。

因此，股市和其他股权的估值急剧放大，意味着同样的收益在现在的估值更高。而事实上，在互联网泡沫破裂前，在纳斯达克上市的股票市盈率达到100倍，比历史平均估值水平高了近6倍。这些几近疯狂的股票价格，反映出华尔街越来越强的信心：它们有一位可以信赖的“在美联储的朋友”，他会负责扼杀任何可能造成资产价格下降的可恶计划。

金融安全网被称为“格林斯潘对策”，根据华尔街“广告促销员”的宣传，这个期权使股市收益更大、风险更小。尽管那些阿谀奉承的金融媒体不断吹捧，这个期权所造成的多头泡沫市场，并没有证明一个充满活力的资本主义繁荣时代将到来。真正崛起的反而是山寨资本主义。在这个金融体制下，股价平均数所反映的是美联储预期发行的货币潮，而不是反映自由市场条件下企业预期增长的利润。

更糟的是，由于美联储采取了纵容华尔街的政策，所以它向市场传递了一个错误的信息，也就是说，如果可能，美联储会容忍、支持任何没有限度的投机行为和不计后果地使用杠杆的行为。没有比这更加貌似合理的推论了。在长期资产管理公司救助计划中所体现出来的金融草率行为，真是举世无双。

几个月后，互联网泡沫在2000年3月达到了狂热的地步，相关股票指数在短短的5年间增长了900倍。即使是格林斯潘对策也不能维持如此绝对的疯狂，恶魔已经紧紧扼住了纳斯达克，把它推向危险的高峰。在这种情况下，美联储依然没有在第一时间里弄清楚股市价格怎么会走到这么极端的高度，同时，它也没有弄清楚其原因就是超低货币利率政



策，以及在对长期资产管理公司实施救助时所废除的自然选择机制，一种制衡金融市场投机行为的机制。

的确，在2001年，GDP出现了几乎难以察觉的下降趋势，作为回应，在随后几年里，美联储再一次释放了货币超发的狂潮，把短期利率打压到只有1%的水平——这是自大萧条以来从未有过的低利率水平。很快，单向投机周期意在复仇，再次袭来，引爆了房地产市场和抵押贷款市场，出现了另一个没有先例的泡沫。

当然，在房地产欣欣向荣的过程中，美联储的政策制定者坚信其中没有任何问题。尽管自世纪之交以来，美国全国房屋价格上涨了一倍，而且在许多“沙漠州”市场，白热化的投资收益有2~3倍，但根据格林斯潘和他的继任者伯南克的说法，根本就没有泡沫。

在他们眼中，房屋价格的快速上涨反映了一个日趋繁荣的国家经济，也体现了公众对华盛顿的信心，仅此而已。但他们忽视了，在一个整体经济在不断失血的历史时期，房屋价格的上涨恰恰是因为美联储实施最严厉的利率打压政策所导致的结果。

2002年年初到2005年年中，美联储积极主动向投机者送上政策大礼，把用来调节通胀的市场利率打压至绝对荒谬的水平。在这40个月间，CPI平均上涨了2.6%，但短期借贷利率只有1.5%。这意味着实际利率为负数，而且这不是一两个月的事情，而是维持了4年左右的时间。同样，10年期财政国债的实际利率也跌至历史最低水平。

用金融市场的话来表述，美联储维持利率压制的疯狂行为，把利率上限降低到历史最低点，意味着其相对应的金融资产价格突然暴涨到历史最高位。因此，美联储正驾驭着一台不折不扣的泡沫机器，以前所未有的超低利率债务，促进了美国经济的发展。

事实上，在2002~2007年，信贷市场的总债务（包括公共和私人）余额增加了惊人的18万亿美元，在同一时期，GDP是3.5万亿美元，债务增长的数量是GDP的5倍多。因此，美国经济不堪重负陷入破产，只是时间早晚的问题。

[7] 雅努斯神：罗马神话中的门神、双面神，被描绘为长着前后两个面孔或四方四个面孔，象征着开始。——译者注

[8] 大而不倒：美国《纽约时报》首席记者及专栏作家安德鲁·索尔金的作品。该书主要描写金融危机期间，华尔街各投行和华盛顿监管部门就是否应该救助华尔街和出台各种救助方

案的故事。该书书名形象表达了华盛顿出台救助方案的核心想法：华尔街的投行已经庞大到不能倒、倒不起的地步。——译者注

[9] 第22条军规：源自美国作家约瑟夫·海勒的同名长篇小说。它代表了统治者对民众的愚弄，也代表了民众对统治者的抨击，也比喻人们处在一种荒谬的两难之中。此处表示非常荒谬的商业逻辑。——译者注

[10] 艾茵·兰德（1905—1982）：俄裔美国哲学家、小说家，作品有《源头》、《阿特拉斯耸耸肩》等。她开创了客观主义哲学运动，强调个人主义的概念、理性的利己主义以及彻底自由放任的资本主义。——译者注

[11] 浮士德的交易：源自歌德的《浮士德》，又称魔鬼交易、恶魔的契约。——译者注

[12] 大师：西方对格林斯潘的尊称。此处为反讽。——译者注

[13] 格林斯潘对策：美国市场俚语，是指美联储前主席格林斯潘为防止市场大幅持续下跌而采取的市场干预措施。——译者注

[14] 塞缪尔·英萨尔：英裔美籍公用事业巨头。1892年起，任芝加哥爱迪生公司总经理；1912年，其大型电力系统因购并而扩大，拥有多达数百座发电厂。1932年，这些公司因大萧条而倒闭后，他回到欧洲；1934年，被迫回到芝加哥，因欺诈、违犯破产法和侵占罪而多次受审，都获判无罪。——译者注

## 第二章 都市谣言： ATM的黑屏故障和银行倒闭风潮

当金融大泡沫最终在2008年9月破灭之后，人们震惊地发现AIG信用违约掉期保险是伪造的。由于很明显这是由极度鲁莽和投机泛滥所造成的，因此，美联储白捡到了一个最后的历史机遇，可以重塑金融市场准则的形象。

但到了最后时刻，美联储对金融市场准则毫无兴趣。格林斯潘对策现在被更加险恶的伯南克期权所代替。新上任的美联储主席无视稳健货币政策的经典教义，在面对2007年8月（见第二十三章）第一波股市震荡的时候，就开始惊慌失措，随后，标普500指数就变成了一个活跃的、无所不能的传导机制，目的就是验证美联储的金融政策。其结果是，雷曼兄弟出事后，直线下降的股价平均数被不顾一切地制止了，并且被重新抬升了。随后，对AIG进行救助，是第一个也是最重要的稳定标普500指数的政策演练。

当然，这个封面故事的核心就是宣扬一种潜在威胁，号称AIG破产倒闭所形成的负面冲击势必引发金融瘟疫，会对实体经济造成破坏和损失。但我们已经知道，在AIG身上不存在任何传染因子，所以伯南克和保尔森的叫嚷完全是一派胡言，其目的是让国会默许他们的独裁行为，并且赶快浇灭他们一直嘲笑的“民族主义”的怒火，换言之，正是那些政治上的少数派，为了纳税人的利益而勇敢地站了出来，对救助方案百般挑刺，不停地发出责难的声音。

这些坚定的反对者是对的，其中就有国会议员罗恩·保罗和参议员伯尼·桑德斯。即使最后不去救助，AIG最终输得一无所有，美国人民也不会因此而失眠，也不会因此而失业。但救助者仍然四处叫嚣他们的都市谣言，宣称在2008年9月，美国金融支付系统处于瘫痪的边缘，如果不去救助，美国公司将会付不出工资，ATM将会黑屏，整个金融体系将会土崩瓦解。但这就是一个谣言，他们从来没有拿出证据来证明这一

点，因为他们压根儿就没有证据。

雷曼兄弟在9月15日破产后，如果华盛顿顺其自然，那么唯一可能在华尔街市场上发生的就是仅剩的两家投行——高盛和摩根士丹利也将陷入倒闭。但毋庸置疑，绝对短视的投行家保尔森目前正在财政部操纵着美国政府，他可不舍得花一秒去判断确认，在目前的情况下，美国人民的公共利益是否与高盛的股价背道而驰。

根据保尔森自己在回忆录里的记载，在雷曼兄弟倒闭的那个早晨，保尔森就已经“知道”需要不惜代价去拯救的下两家投行是谁：“下一步我们会失去摩根士丹利和高盛，如果它们倒下，金融体系将会蒸发，随之，整个经济也是如此。”

在这个具有启示录意义的陈词滥调中，更加显而易见的是其中充满了偏见和无知。尽管毫无根据，但保尔森和他的团队却把它当作真理，这实在是发人深省。它强烈反映出在泡沫时代，华尔街派驻在国会的“总督”和“王子”们已经全面掌控了公共政策的制定。在早期历史中，人们绝对不会看到这种自私自利的蠢事，甚至那些偶尔担任金融管理高官的行业领袖，在他们身上也没有出现类似的踪迹。

乔治·汉弗莱曾经在艾森豪威尔政府里担任财政部部长，他强烈反对“大政府”学说，显而易见，他绝对不会把资本主义的未来，与华尔街两家或者甚至二十几家机构的股票价格混为一谈。道格拉斯·狄龙是肯尼迪总统的财政部部长，即使出现他自己的家族企业也将受此危险牵连的情况，他也不会出手相助。比尔·西蒙是福特的财政部部长，是一位自由市场资本主义的狂热信徒，肯定会在暴跳如雷的斥骂声中，把任何救助方案撕碎。唐·里甘是里根在财政部的亲信，他曾经是华尔街的操盘手，一手缔造了现在的美林证券，直到最后一刻，他都试图阻止通过救助伊利诺伊大陆银行的方案。

一旦美联储在格林斯潘和伯南克领导下，直接参与从管理国家经济繁荣，那么不可避免地，美国国家公共政策就会屈从于华尔街的金钱需求。由于华尔街已经担任了政策传导机制的关键角色，而且宣称股市上涨会带来财富效应，从而推动美国经济的发展，因此，在这种情况下，没有任何可能出现另外一种结果。

毫不奇怪的是，高盛“占领”了财政部，几乎与此同时，美联储完全同意将金融化、杠杆交易和市场投机当作货币管理的关键工具。在这个



时期，高盛在华盛顿的使者——罗伯特·鲁宾和保尔森，绝对不会因为违背自由市场的规则而感到一丝内疚。他们只是推定，这个国家的美好前景完全取决于如何使华尔街的轮盘赌继续转下去。

盘踞在财政部的高盛的职员一点儿也不会欣赏，为什么那些老派的公共财政“卫士”们会坚决反对救助，如西蒙。最值得赞赏的是，西蒙充分意识到坏先例所具有的危险效应，担心一旦有此先例，权贵资本主义一定会汹涌而来。这一担心是对的。他同时也知道，每一次危机都会被描绘成是一次例外，而一旦政府官员开始四处扑灭市场大火，公共政策制定流程很快就会被简化成无须分析剖解，只凭直觉便可做出临时决议，直至最后无法无天的地步。

事实上，在高盛占领财政部后出台的标志性救助方案过程中，情形正是如此。在1994年墨西哥比索危机中，时任财政部部长鲁宾一手策划的200亿美元华尔街救助方案，不仅完全没有必要，而且招致美国国会压倒性的反对。最后，财政部的律师们曲解了一条管理经济平准基金的过时法规，以此威胁国会，称除非掏出几十亿美元救助墨西哥和华尔街的贷款人，否则美国纳税人不得被推到前台，承担违约的法律责任。如此这般之后，鲁宾更是对国会嗤之以鼻，暗示华尔街的美味大餐远胜于民主程序。

同样，在2008年9月危机中，由保尔森领导的救助华尔街的整个计划就是一种摸底测验，直至把现行法律推到即将崩溃的边缘。雷曼兄弟没有获得救助，主要是因为雷曼兄弟在周日晚上才递交了破产申请文件，而华盛顿的官员还没有来得及从中找出法律的漏洞。但当恐慌的脚步越来越近时，财政部和美联储却神奇般地在周二那一天，找到了足够的法律之光拯救AIG。

经过此番考验，保尔森和他的团队自视为荣耀的投资银行家，拥有无上的权力，为了确保华尔街的生存，他们利用法律上的便利榨干公共财政的财富。为了还不成熟的各种合并方案的利益，他们在全球横冲直撞，恐吓各地银行和各国政府。这是史上罕见的现象，他们完全玷污了美国财政部部长办公室的名声。

## 高盛和摩根士丹利：还未倒下的捕食者

这分明是政府统治的失败。我们将会看到，在金融泡沫吞噬美国的最后阶段，高盛和摩根士丹利最终成为经济捕食者。如果它们破产，不会对美国的整体经济造成任何伤害，或许还有益处。如果它们倒闭，可能还会撕下华尔街投机商的狰狞面目，让他们在羞辱中带着巨额的个人损失灰溜溜地回家。这是唯一可能的出路，也只有这样，才能终结权贵资本主义占据美联储的可恶体制。

高盛和摩根士丹利帮助创造和发行了数千亿美元的有毒资产，如抵押贷款证券和以次贷为基础的担保债务凭证，它们现在已经是市场上绝大部分机构的资产负债表上的常客，这些机构不仅包括公司年金基金和保险公司，也包括全球各地的投资机构。但问题资产救助计划与美联储向高盛和摩根士丹利注入的资金，根本就不可能帮助这些容易上当受骗的客户挽回其所遭受的巨大损失。

相反，华盛顿的救援只是拯救了行凶作恶之人，而不是受害者。也就是说，救助款几乎全部被华尔街的圈内人士和基金经理瓜分殆尽，而这些投机者们原本就持有这两家投行的普通股和长期债券，他们遭受损失应该说是罪有应得。正是他们助纣为虐，帮助高盛、摩根士丹利、贝尔斯登、雷曼兄弟以及寄生在花旗集团和摩根大通里面的投行，让它们野蛮生长，成为巨大又鲁莽的捕食者。

读者们可以在第二十章中看到，这些投行在25年前还只是出资不足、涉世未深的顾问公司，它们的负债表很小却健康，但现在它们被称为“投行”，这完全名不副实，只是反映出术语匮乏。很久以前，它们就已经变身为巨大无比的超杠杆对冲基金，碰巧还保留着相对来说很小一部分的监管证券发行业务和兼并收购的咨询服务。

但它们绝大部分的虚拟盈利均来自大量对拥有大象般负债表的公司进行买空卖空的交易操作，它们不仅荒谬地使用超高杠杆（30：1），而且也危险地依赖不稳定的短期融资资金运营这些资产。事实的确如此，它们所设立的机构拥有成千上万亿美元负债和主权资本，已经成为“批发”货币市场基金的贪婪消费者，主要包括短期回购贷款和无担保商业票据。通过这些渠道，它们打造了一座座高达万亿美元的热钱投机金融塔。

在金融危机前夕，高盛拥有1.1万亿美元资产，摩根士丹利的资产也超过了万亿美元水平。但它们大量的批发融资资金的到期时间都已经不足30天了，有一些已经以周甚至是隔夜来计算了。比如，贝尔斯登在

2008年3月陷入困境时，实际上，它每天需要滚动的资金高达600亿美元，直到这一天，它突然滚不动了。

不言而喻，在高度流动的批发融资市场，由于出借方不支持展期，而且常常出借给有充分担保的借贷方，因此，利率特别优惠。同时也很明显，在它们资产负债表的另一边，是对冲基金实际拥有的资产，这些资产通常是非流动的、长期的，也存在信贷和市场价值的风险，但会产生可持续的、更高的平均收益。

由于期限和信贷之间存在不匹配，每一美元资产所产生的利润差价相当大，如果被放大到几万亿倍时，全部利润是非常巨大的。以高盛为例，在危机前一年，其税前利润高达180亿美元，这相当于每一名员工（包括秘书和快递员）创造了50万美元的利润。用超低利率的批发债务来背负巨额的负债表，其创造出来的经济力量是显而易见的。

这就是高估值债券和股本金基金会所发挥作用的地方。对于这些巨型投行，对其通过批发性融资所拥有的资产数量存在着种种限制。即使是在泡沫尚存的2008年，如果一家公司的负债表主要包括那些缓慢的、非流动的资产，而且绝大部分资产是用短期负债融资获得的，那么这家公司就可能被放入交易的纸牌屋里。所以，投行的基础是永不枯竭的资金，事实上，这就是整个华尔街大厦稳固矗立的核心所在。

因此，在危机发生时，即使是以那一周被打压的股票价格来计算，在庞大的高盛负债表上，长期负债和优先股价值高达2 200亿美元，普通股价值600亿美元。同样，按当时股票市场价格计算，摩根士丹利拥有1 900亿美元长期负债和优先股、250亿美元普通股。合并计算，两家投行共拥有约5 000亿美元的长期资本。

在经济景气的年份，这些长期资本以利息和股息的形式可以产生丰盈的回报，即使是最低级别资本的普通股，也能够产生足够的价格上涨。高盛的股价在2007年年底攀升至每股250元，是1999年5月IPO（首次公开募股）发行价的5倍。

但在投资方面，犹如在歌剧中，胖妇人未演唱前，戏总是还没有进入尾声。在每家企业中，资本的核心经济目的是起到金融“减震器”的作用。因此，当遭遇经济不景气，高级别批发贷款出借方就可能免遭受损资产账户的损失，因为这些损失将会由更低级别的、永久性资本来消化——先由普通股权，最终由长期负债来消化。

当2008年秋来临时，这些“减震器”开始发挥作用了。突然之间，雷曼兄弟递交了破产申请，美林证券也被当作财务延伸机构被美国银行收购了，这个时候，它们的资本都被认定不足。两家机构最后都倒下了，因为它们的永久性资本都不足以弥补损失，因此对它们实施破产清算。

在9月15日之后的几天里，只剩下高盛和摩根士丹利两家投行，它们的“减震器”同样没有通过测试。它们流动性最差的资产，如证券化抵押贷款、担保债务凭证、商业房地产证券以及公司垃圾债券，在金融危机中，其市场价值下跌了20%~50%。即便把这些资产与其持有的低风险政府债券和蓝筹股公司证券捆绑在一起，对资本的冲击还是具有很大的破坏性，靠它们自己，已经无法幸存了。

## 被中断的健康运行

事实上，当雷曼兄弟在9月15日倒下之后，金融危机走向高潮。高盛，尤其是摩根士丹利，不幸成为由批发信贷出借方发起的银行挤兑猛烈风潮的受害者，这是对抵押物品的价值失去信心的传统经典手段。然而，正是这一挤兑受到了华盛顿的官僚们的严厉批评和谴责。但事实上，挤兑是一件好事，因为市场机制在发挥作用，它可以把华尔街资产负债表上堆积如山的不良资产给冲刷掉。

在这种情况下，这些机构没有其他选择，只能尽快清算资产，甚至采取减价出售的方式，目的只是为了回笼现金，来兑现如潮水般涌来的到期短期贷款。它们向来都在做这种短借长贷、拆借热钱来投资非流动资产的蠢事，这就是它们应得的惩罚。

如果顺其自然的话，这两家投行在资本价值方面可能遭遇重大损失，会对市场起到深刻的警醒作用。这可能将决定性地证明，在过去几十年里，高盛和摩根士丹利一共发行的约5 000亿美元长期负债和股权资本金，其价值已经被高估了，而且更容易招致灾难性的损失。这些高估的价值和更高的风险，远远超出持有这些证券的趋势跟踪货币基金经理所能理解的范畴。

美联储对利率实行压制，对风险资产进行期权套利，使金融盛宴得

以继续，华尔街的业务模式依然兴盛、风行，发行高估值债券和股权仍可以获得超低利率的批量资金，催生出更加臃肿的负债表，从而获得巨额利润。可以说，华尔街的投机狂热就诞生在美联储伊寇斯大楼的会议室里，正是在这些误入歧途的各类会议上，通过了各类救助方案，才最终成就了华尔街的投机狂潮。

然而，当破产来临时，被抬高价格的高盛和摩根士丹利股权和债券遭受了毁灭性的打击。持有这些股权和债券的基金经理们遭受了极大损失，而且被解雇，成为一代货币基金经理的典范。这段经历让他们变得更加冷血坚强，来年轻受另一次华尔街的危险骗局。

但在死亡之神即将完成它预定的巡游前，保尔森和伯南克挺身而出，阻挡了自由市场规律。华尔街的投行高管们一直在抱怨，称他们是恶意做空者的牺牲品，保尔森和伯南克的行为至少给了这些蹩脚的抱怨者一些安慰。但这是又一次欺骗，他们实际上仅仅是卖方市场的受害者。造成股价暴跌的原因，正是那些后知后觉的投资者和交易商认识到，这些巨大对冲基金的资本证券很快将遭受巨大损失。

如果没有华盛顿的救助干预，高盛的股票即使还值点钱，其价格也可能远远低于60多美元的账面价值。显然，与巴菲特每股115元“低廉价格”和泡沫高峰时每股250美元相比，有着天差地别的差距。但不要忘了，巴菲特是在山姆大叔铺开一个金融市场安全网之后，才买入了高盛的股票。

最终，华盛顿用问题资产救助计划实施了干预，美联储的流动性字母汤阻止了批发银行挤兑。它们使用了非常简单的权宜之计来实现，即把数以千亿计的私人批发贷款，如短期商业票据和隔夜回购资金，统统藏匿起来，然后用刚刚印发的美联储信贷来替换。救助的终极恶魔就是即时的、重来一遍的低息融资。

事实上，批发融资市场出现挤兑是市场自我修复的机制在起作用，它可以使华尔街的投机热潮降火退烧。在金融危机中，批发融资的蒸发不啻治病的一剂良方，将迫使高盛、摩根士丹利和其他对冲基金，包括那些已经被清算的雷曼兄弟和美林，把它们库存的大量有毒证券，以远远低于账面价值的价格清算掉。

而且，这种清算针对的对象极其准确，这与华盛顿间歇性地挥舞经济瘟疫的标语完全不相同。特别是，被减价出售的资产并不包括来自美



国8 000多家商业银行和储蓄所发放的老式“全贷”品种。这是因为传统储蓄银行在面对日益减值的抵押物的时候，它们会预提坏账准备金，而不是把抵押票据在公开市场抛售。

与此相反，华尔街投行持有的房屋和房地产证券，绝大多数是由证券化抵押贷款以及相关合成和衍生品工具组成。这些资产的账面价值一开始是根据相对应的抵押贷款池大小，对资产进行难以置信的、乐观的错误假设，随后再人为地使其上涨。

而且，虽然在其走向证券化并被卖出的每一步过程中，屡次被抽取各种费用，这些贷款池从来没有被抽干。被收取的一系列费用包括抵押贷款发放，把抵押贷款打包成抵押贷款证券，再把抵押贷款证券重新打包成债务抵押证券，甚至进一步再把债务抵押证券打包成“债务抵押证券的债务抵押证券”。

但由于在批发融资市场发生挤兑，这个臭名昭著的大厦被迫进行调整，有毒证券化抵押贷款和衍生品工具被下调到实际价值。同样，批发融资市场也接受了一个严厉的教训，即不计后果地发放贷款，其结果是让一个小型的投行发展壮大成为万亿美元规模的巨兽。

与此同时，投行资本证券的价格也急剧下跌，如前所述，高盛的股价在几个月内从每股200美元下跌到不足50美元。总之，这些超级杠杆对冲基金所依赖的危险商业模式，正在被清理出金融体系。事实上，雷曼兄弟和美林已经倒了，高盛和摩根士丹利也像是个摇摇晃晃靠在拳台围绳上的拳手，处于被击倒的边缘。

市场先生就如同一名棒球运动员，站在本垒上，有机会击打出一个全垒打<sup>[15]</sup>，来消灭这些超级杠杆对赌业务。不幸的是，伯南克和保尔森完全错误理解了这个银行间货币市场的健康挤兑行为。他们不仅把它视为对美联储货币政策集权计划所带来的财富效应的威胁，而且把它当成大萧条时代银行挤兑风潮的再现。

但大家可以在第八章看到，这不是事实。与伯南克错误的自以为是的学识相反，1930~1933年发生的银行挤兑风潮，并不是1929年美联储在货币政策方面的错误造成的。相反，在1914~1929年，由于大战和战后债务堆积，并且出现大量无力偿还的借款人，才引发了挤兑风潮。

同样，华盛顿在2008年9月实行大规模干预，并不会阻止大萧条2.0

时代的到来，因为华尔街的倒闭不会引发大萧条。我们不会面临经济上的世界末日，只会经历一段漫长的时期：债务清算、生活水平降低和节俭过日子，这也不是头一遭了。

现在我们面临的情形与20世纪30年代完全不同，因为美国现在是巨额国际债务人和贸易进口国。1929年的美国经济状况与现在正好相反，美国是那个年代最大的债权人、贸易出口国和工业产品生产国，即美国那时的角色与今天中国所扮演的一样。

最后，我们发现2008年的金融危机首先在华尔街爆发，在最危险的那几周，当有毒资产被清算和批发性融资被收回的时候，危机实际上已经被控制住了。如果华盛顿允许市场规律自行运转，把那些犯错的投机商处理掉，危机将会悄然消亡。但事与愿违，伯南克和保尔森领导下的一小撮官员被恐慌吓破了胆。在他们的推动下，华盛顿进入瞬间歇斯底里的状态，使得美国纳税人和美联储的美钞印刷机启动错误模式。通过这些，他们阻止了银行挤兑，尽管这种挤兑是必要的；他们保留下来了两家巨型金融“捕食者”，尽管这种保留是完全没有必要的。

## 其他银行的好牌

华盛顿高官曾经不断重申，一旦华尔街受损，必将拖累美国12万亿美元的商业银行系统，风波还会再进一步影响市场上的实体经济。这种说法没有任何逻辑或事实的依据。由于其资产基础构成不同，市场上的商业银行系统未曾陷入过危机，因此完全没有必要从问题资产救助计划中输入资本。

真实证据表明，银行间货币市场的挤兑已经完全被控制在华尔街，在美国全国8 000多家商业银行和储蓄所，除了极小部分已经濒临破产的高市盈率银行之外，如Indy Mac银行、华盛顿互惠银行，大部分银行和储蓄所没有发生任何挤兑现象。如果没有问题资产救助计划 and 美联储对华尔街发动的主动救助行动，商业银行系统也不会发生挤兑风潮。

华尔街的倒闭风潮无论如何也不会削弱美国联邦存款保险公司的存款保障，因为它向美国民众保证，绝不会发生让他们去当地银行排队取



钱的情况。美国商业银行系统持有的绝大部分资产，已经被用于投资安全的美国财政国债和政府担保的抵押贷款证券，或者被用作全贷产品借贷给房屋业主、商业机构或开发商，这些开发商必须把全贷计入它们的“银行存折”，而不是计入它们的“营业”账户里。

没有理由担心这些资产也会感染减价出售清算的瘟疫，或者出现零售银行存款搬家的情况。即使国家经济陷入衰退，商业银行系统遭遇的是不断上升的贷款损失准备金计提，以及不断下降的盈利能力。但这种影响会在几个季度甚至几年里慢慢产生，而不会即刻产生巨大损失，变成美国全国头条新闻。如果万一发生的话，那么这将刺激公众产生恐慌情绪，担心他们存在本地银行里的存款是否安全和完整。

如果把相对安全的商业银行系统与陷入金融风暴的华尔街进行对比的话，我们会注意到一个令人震惊的讽刺现象。抵押贷款证券化机器原先就如同一台巨型的吸尘器，把那些最糟糕的次贷和有毒抵押贷款证券，从当地社区信贷机构的负债表上吸走，放到华尔街堆积起来的、数以几十亿美元计的证券池里。

在这个过程中，非银行抵押贷款经纪行业是华尔街获取低息资金的主渠道。在2003~2006年最近一次房屋市场繁荣期间，事实上，抵押贷款经纪渠道提供了75%的房屋抵押贷款。金融危机来临后，市场上的商业银行却很健康安全，因为，具有讽刺意味的是，这些银行原先被华尔街和抵押贷款经纪代理机构排挤出了高风险的抵押贷款业务市场。

2003年春，当格林斯潘领导的美联储在银行间货币市场把利率打压至1%时，它促使华尔街向当地抵押贷款经纪和银行提供了巨大的信用额度大仓库。由于有了华尔街巨额融资资金做后盾，抵押贷款经纪和银行再也不需要零售存款或资本，相反，它们变成纯粹佣金制的抵押贷款经纪商，因此可以在发放高风险贷款领域随心所欲、无所顾忌。它们在临时房里办公，也不需要金库、出纳或者外卖窗口<sup>[16]</sup>；它们没有“共担风险”的意识，完全只是为了增加抵押贷款的数量而拼命工作（见第十八章和第十九章）。华尔街巨型投行，包括贝尔斯登、雷曼兄弟、高盛和摩根士丹利，以及摩根大通、花旗集团和德意志银行的批发银行业务部门，全部积极参与向当地抵押贷款银行、经纪商和电话交易所提供融资，在这种情形下，通往次贷危机的跳板已经铺好就位。华尔街的投行通过商业票据、回购债券市场，与当地抵押贷款银行和经纪通过仓储信用额度进行再循环，便能够获得几乎无限的低成本批发融资资金。但不幸的是，几十亿美元的仓储信用额度突然冲进房屋金融市场，被证明是

一剂金融毒药，而不是如投行所称的是一种造福社会的“创新”。

不用说，这些抵押贷款经纪代理新军是由华尔街的信贷额度催生出来的，它们在当地房屋抵押贷款市场并没有经过多年浸润，来打造自己的专营业务。因此，能否在房屋抵押贷款业务经营中长期幸存下来，自然取决于它们在谨慎承销和借款人审查方面能否获得足够的技能。但它们确实知道如何把锅炉茶水间改造成能产生惊人数量的新房屋抵押贷款的电话交易场所。

这些抵押贷款经纪新军同样有能力实现跳跃式发展。它们很快发现，目前有一些安利产品销售员把他们的二手车进行改装，装上铝边框，在几天、几周内就可以变成功能完备的抵押贷款银行。特别是有政府资助的企业，如房利美和房地美，以及大型华尔街银行推出网络承销后，这种情况更加盛行。

就如同麦当劳经营外卖窗口业务一样，经纪商只需简单地拍一拍窗户，里面就会立刻递出房屋抵押贷款的所有材料。经纪商根据自己的仓储信用额度，累积起来足够数量的抵押贷款业务，然后整体打包出售给华尔街的合作伙伴，作为交换获得贷款垫付资金，再分配给房屋业主。而华尔街的合作伙伴则完成整个证券化和分销流程，并且在每一个步骤都收取不菲费用，并赚取高额利润。

在房屋市场繁荣的鼎盛时期，由主要华尔街机构提供的仓储信用额度余额高达几千亿美元。这些信用额度创造出一条高效的金融高速公路，把市场上美国银行的各类抵押贷款装满一辆辆卡车，直接运往华尔街。

不用说，这些经纪机构对抵押贷款申请来者不拒，像是贷款合同盖章机，一点儿也不可靠，按传统意义来理解，压根儿不能把它们称之为“银行”，因为它们不会共同承担风险。华尔街事实上走得更远，它们聘请传统银行，替它们发行次贷证券和其他高风险抵押贷款证券。然后，华尔街周期性地把所有合成起来的贷款以批发的形式整体购买。这意味着，乔治·贝礼<sup>[17]</sup>的储蓄和信贷所余留下来的也被抵押贷款，如同反复漂洗的洗衣机，循环往复地吸走了。

因此，商业银行系统的住宅贷款登记簿是令人惊讶的干净，甚至在2008年第四季度，当证券化抵押贷款危机正在聚集起能量时，也是如此。在那个时间点，商业银行总资产高达11.6万亿美元。但其中只有2

000亿美元是有毒资产，仅占总资产的1.7%。这些由华尔街证券化机器开发出来的抵押贷款证券，堪称华尔街的自有品牌，其证券价值目前正在急剧下降。

而且，商业银行少量持有的自有品牌有毒抵押贷款资产，与房利美和房地美在抵押贷款证券上近乎一万亿美元的投资相比，显得无足轻重。这些有政府机构资助的抵押贷款证券常常被看作蓝筹信贷产品，接近于财政部证券。当美国政府国有化房利美和房地美时，这些证券被正式评级为“无风险”。

然而，从大局上来看，这些内陆地区的银行在抵押贷款方面打了一副好牌。首先，它们把绝大部分由它们发行的次级房贷，全部出售给华尔街抵押贷款证券化机器。其次，它们又在很大程度上避免再次投资于由华尔街从次贷池里合成的垃圾证券。最后，它们买入由山姆大叔担保的抵押贷款证券，如房地美和房利美担保，而不是由AIG卖给华尔街和欧洲银行的那种虚假保单，来充实它们的投资账户。

## 不会被传染的商业银行

商业银行在它们负债表上保持着约两万亿美元的住宅抵押贷款和房屋净值贷款额度。但这些抵押贷款绝大部分属于优质信贷，在信贷簿上标注为“全贷”，而不是那种被切割成可交易的抵押贷款证券。因此，当经济动荡进入衰退期，房屋平均价格下跌了35%，这些损失将被记入呆账准备金，并且在未来几年里销账，而不是在华尔街证券化交易市场进行减价销售。商业银行系统不易被恐慌击溃，而是会缓慢地、耗时长地演变。

简而言之，在房屋资产方面，政府支持企业的证券和所有抵押贷款合并总额达到3.2万亿美元，但房地美和房利美（政府支持企业）的证券是有还钱担保的，整体上贷款的质量比较高，而且按照监管要求是有足够的呆账准备金支撑的。因此，市场上商业银行系统令人惊讶地与华尔街假定的金融瘟疫隔绝开来。

在危机发生时，商业银行负债表上还剩余6万亿美元非房屋抵押贷

款资产，其情形大致相同。其中约1.6万亿美元是低风险长期偿还的抵押贷款，以及发放给商业和工业的定期贷款，即工商贷款。

绝大部分商业贷款在借款人资本结构中占据高等级，即最高支付等级，而且通常情况下，银行对借款人的营业资产有优先留置权。所以，这类遭受损失的风险较小，商业和行业贷款危机出现的可能性几乎不存在。事实上，真正有风险的商业信贷是当时约1.5万亿美元无担保次级债务，这些都是垃圾债券，而且都是由机构投资者和互惠基金拥有的债券，而不是由银行拥有的。

市场上的商业银行持有的商业物业贷款登记情况差不多，这些物业是指商业楼宇、沿马路单排商业区、零售商业物业以及住宅土地收购和开发。而且，3万亿美元的商业物业债务余额中近一半又出售给了华尔街，由华尔街进行证券化包装，打包成商业抵押贷款证券。在危机中，这些烫手山芋未被出售，依依不舍地待在华尔街负债表上，或者被塞进养老基金和保险公司的投资组合，但它们从市场上的商业银行系统的贷款登记簿中消失了。

当时，商业银行系统在商业物业类持有的全部贷款约1.7万亿美元，但几乎没有爆发瘟疫的风险。其中绝大部分是5~10年期“仅需付息”贷款，意味着对于借款人来说，只有经历多年的现金消耗并出现拖欠付息的情况，银行才会对失败的单排商业区或未完工住宅小区取消抵押品赎回权。这种慢慢失血的景象与2008年9月在华尔街肆虐的金融风暴相比，是完全不同的。

的确如此，在危机爆发后几年里，根据美国联邦存款保险公司调查，有500家商业银行倒闭，其中大部分是因为其持有的商业物业贷款出现止赎。但所有这些银行的倒闭都发生在周末如此精确的时间节点，美国国内没有一个地方，没有一位零售存款人事先得到过警示。不同于华尔街热钱融资，市场上贷款组合通常是与高度持续性的存款一同匹配安排好的，即短借短贷、长借长贷。损失通常是在相当长的时间内慢慢失血造成的，而不是减价出售造成的。

截至2008年10月，商业银行负债表上的剩余资产余额达两万亿美元，它们完全远离任何传染瘟疫的风险。其中大约一万亿美元是信用卡、汽车和其他消费贷款，通常有抵押物做担保，并且都已经计提了深度呆账准备金。另外的一万亿美元，绝大部分是美国政府证券和投资级别的企业债券。



因此，经过对商业银行系统的分析，其结果是一种缓慢的、资产价值流失，而不是类似折磨华尔街的那种瞬间猛烈的金融熔断。没有任何出现零售银行挤兑的基础，如果没有问题资产救助计划，也绝不会发生任何挤兑风潮。

这个结果实际上在2008年9月已经被确认，是经过对美国非华尔街银行系统的联合负债表的初步调查的。没有任何理由恐慌、担心金融瘟疫会向市场上其他银行传播扩散；也没有任何借口暂停执行银行通用规范，要求美国联邦存款保险公司关闭破产银行，并且彻底抹去债务，让银行股票持有人血本无归。

## 都市谣言：被跳票的工资单和ATM的黑屏故障

另一个以讹传讹、关于经济瘟疫的都市谣言，发生在货币市场互惠基金领域，其结果是造成商业票据市场快速萎缩。从这里开始传出都市谣言，称ATM将被关闭，企业员工的工资将被拒付。事实上，商业票据市场已经膨胀成一个巨大的泡沫，需要削减其规模，但若说这种必要的调整将影响并导致整个支付系统濒临崩溃，则是完全离谱的谣言。

事实上，在就第一轮问题资产救助计划投票时，美国国会勇敢地否决了这个计划。在这之后，救助方案的总指挥伯南克和保尔森冷嘲热讽地宣扬这些支付冻结的恐怖故事，目的是恐吓国会议员和政策制定者们，让他们最终屈服。参议员梅尔·马丁内斯回想起他们的游说活动时表示：“我只是记得自己当时在想，你知道的，世界末日.....如果这些身在其中的家伙.....都相信世界将会是像他们所描述的那样黑暗，这肯定是太黑暗了。”

参议员马丁内斯的回忆揭示了一个真实的瘟疫传播故事，伯南克和保尔森这两个惊慌失措的家伙，在雷曼兄弟公司倒闭后几小时内，让恐惧的瘟疫谣言如野火般在华盛顿蔓延。但这些华盛顿官僚宣称的金融“核熔毁”的景象，从来没有发生过，甚至连一点儿影子都没看见。

这个虚假恐慌谣言的核心，追根溯源就发生在货币市场互惠基金领域。在危机发生时，短期存款总额高达3.8万亿美元。因此，一旦投资

者实实在在去挤兑，确实可怕。但其结果是，挤兑只不过是货币市场不同种类资金进行了一次周转，对市场经济几乎没有任何影响。

恰在此时，其中约1.9万亿美元，也就是整个货币市场一半的存款，被用于专门投资财政国债、政府债券或免税的市政公债上。在华尔街危机整个过程中，这“仅限政府”部分的货币市场基金行业没有遭受任何损失，或者遭遇任何投资者清算的结局。

与此相反，另外1.9万亿美元是投在主基金上。除了投资于政府债券和银行信用掉期外，主基金还被允许投资商业票据，因此可以获得比纯政府债券更高的利息收益。

在雷曼兄弟破产后几周内，大约4 300亿美元资金，约占整个存款的25%，在主基金的半壁江山中逃离消失了。引发逃离的原因是，其中最大、历史最悠久的基金，储备主基金，宣布其600亿美元资产中大约有7.5亿美元，因投资于雷曼兄弟的商业票据而出现基金跌破面值的情况。被淹没在嘈杂声中的事实是，投资失败的部分是很微小的，只占其资产的3%。在现实中，在货币基金市场跌破面值就像是摔了一跤，一屁股坐在地上，这不是世界末日的前奏。这相当于一个温和的叫醒铃声，警示投资者当心行业的一个虚假宣言，即货币市场账户是绝对安全，不会有任何损失的。

由此，在9月15日以后的一两周内，从储备主基金传出的突然震动引发了主基金市场极其猛烈的挤兑风潮。但根据金融危机调查报告，这些所谓的逃离资金并没有走远。逃离资金中的85%，约3 700亿美元仅仅是转移到被认为更安全的“仅限政府”货币市场基金。

事实上，这个挤兑完全是发生在整个货币市场互惠基金中的一次周转，其中出借方是主基金，而贷方是“仅限政府”基金。的确，这种司空见惯的资金转移对于投资者来说，仅仅像按下发送键那样简单。他们在同一家基金管理公司的两种账户间转移他们的存款，仅此而已。

伯南克、保尔森和其他救助官僚们却只盯着从主基金流出的总资产，不断地挥舞着4 300亿美元的“血色衬衣”。不用说，他们不会大费口舌地向国会解释，说在10月3日问题资产救助计划投票前3个星期内，其实只有区区600亿美元，总资产的约2%，流出了货币市场基金行业。

他们也不会提及，600亿美元资金中的绝大部分并没有离开货币市

场领域，最终全部投给信用掉期和其他银行存款，一点儿也没逃离市场。而且，所有这些数据都是由美国投资公司协会实时发布的，因此对于政策制定者来说，应该非常明显，即使是在危机中，从主基金循环流向“仅限政府”货币基金和银行的资金（合计600亿美元），不会对所谓的金融体系稳定造成任何威胁。

[15] 全垒打：棒球术语，指打者、在垒包上的每位跑者皆可得到一分的击球。此处隐喻大获全胜。——译者注

[16] 外卖窗口：原指快餐公司为开车来餐馆购买快餐的顾客而准备的对外窗口，顾客无须下车就可完成下单、付账和提餐的过程。此处指办理抵押贷款也如此方便，无须下车，即可办理。——译者注

[17] 乔治·贝礼：电影《生活多美好》中的主人公，电影讲述主人公如何认识到自己的生命价值。——译者注



## 第三章

# 权贵资本主义掠夺的年代

货币主基金缩水约25%，的确引发了痛苦的纠错调整。在这个例子中，受到冲击的是商业票据市场，但紧接着的市场纠错行为所造成的损失全部由华尔街承担，也就是对市场没有伤害。

在危机前夜，大约6 500亿美元资金，占全部主基金资产的1/3，流向了商业票据市场，使得主基金成为两万亿美元商业票据市场里最大的单一投资者。因此，当主基金涌出的巨额资金流向不能拥有商业票据的“仅限政府”基金时，公开市场上A2/P2级企业30天期限商业票据的利率急剧飙升。在2008年春收益率仅为1%的贷款票据，在9月危机中收益率突然上升至6%以上。

任何一名普通的经济学家都可能发出提醒，商业票据已经被严重高估了。从主基金逃离的资金就是一个鲜活的证据，证明天生不能忍受风险的主基金投资者，已经把他们的投资需求转移到商业票据市场，从而造成市场的假性上升。现在，由于利率总是在寻找更高的市场供求平衡，商业票据市场正处于剧烈的再平衡模式中，导致资金借款人正在感受“价格发现”的快乐中。

## 救助的真正催化剂：伊梅尔特的奖金受到了威胁

但在这特殊时刻，美国通用电气公司（GE）首席执行官杰夫·伊梅尔特显然不在学习价格发现理论的状态中。事实上，与华尔街其他机构的首席执行官一样，他正在学习一门更加痛苦的课程：愚蠢的借短贷长的商业实践。尽管GE是少数AAA级信誉的美国公司之一，伊梅尔特现在突然发现公司旗下最赚钱的金融部门——GE金融，正成为不稳定的纸牌屋。

GE金融的点金术来自华尔街的剧本，依赖一个看似简单但超级强劲的方程式。在危机时刻，GE金融号称拥有6 500亿美元量身打造的金融投资组合，包括房地产、设备租赁、营运资金融资和私募股权投资。尽管这些高度自营的投资可以获得很好的收益，但这些资产也是高度非流动的，有可能遭受高于常规的损失，因此，背负这些资产组合需要获得巨额的股权融资资金。但事实上，在GE金融巨量的资产负债表上，杠杆率已经达到了10：1，包括拥有超过1 000亿美元的短期商业票据。

不用说，这个天量的商业票据的利率虽然很低（4.7%），但给GE的资产带来非常不错的利润差价。只是这个超低利率的商业票据融资也遭遇短期到期的麻烦，意味着，GE金融在不停地对商业票据债务做展期操作。

当商业票据利率在雷曼兄弟危机中突然飙升后，如谚语所言，人们发现GE在裸泳。但伊梅尔特没有拿出男子汉的气魄来直面应得的金融冲击，相反，他却跳起来拿起电话，打给了保尔森，并冲着电话狂喊：“着火了！”

在几天内，由于华盛顿的干预，做空商业票据的市场交易令人震惊地被叫停了，GE的麻烦得以缓解，否则将不得不以市场利率为其庞大的资产池提供融资支持。共和党政府其实是对整个商业票据市场实施了国有化。

即使只是大致研究一下数据就可以发现，伊梅尔特发出的紧急呼叫，其实是一种自私自利的谣言。他的荒谬消息是，商业票据市场失灵了，所以GE濒临倒闭了。这真是可笑的观点。但这个断言很快就如同真理一般在惊慌失措的官僚们中传遍，再从他们那里很快传到了华尔街和金融媒体那儿。

毫不奇怪，两年后，所有的事实都证明这是一个不实的谣言，但保尔森依然坚持在他的回忆录中重复GE的这一谣言。在记录9月17日星期三那天的流水账中，他写道：“我们最紧迫的议题.....对资产担保商业票据市场施救，以防止它把类似GE的公司给拖垮了。”

这真是断章取义的一派胡言。GE甚至不是一个重要的资产担保商业票据的发行人。它的确发行过很少一部分票据（50亿美元的规模），但都是无追索权、自动清偿的票据，意味着GE金融已经把资产的所有权转移给了资产担保商业票据系统，因此是票据的投资者，而不是

GE，承受着可能的危机冲击。

同样，GE是无担保商业票据的重要发行人（发行1 000亿美元），但与庞大的GE相比，这点金额难以撼动GE这棵参天大树。每周票据展期所需的资金不足50亿美元，这对AAA级信誉、销售收入高达2 000亿美元的全球化公司来说，只是一点儿零花钱而已。

尽管GE不会滑入深渊，但它会面临一轮痛苦的流动性制造过程，要求公司要么对黏性资产实施减价出售，要么对长期主权或债务资本进行高度稀释。两种方案都可行，但无论哪一种选择都会对公司收益造成极大的冲击，从而影响高管的奖金。

但不是让自由市场顺其自然地解决问题，相反，纳税人又被推到台前，全力防止华尔街低息批发融资资金市场陷入挤兑风波。我们再一次看到，一个必需的、健康的市场纠错行为被取消，与此同时，权贵资本主义者依然过着逍遥快活的日子。

## 为什么ATM不会出现黑屏故障：“销售所得”账户的秘密

由伊梅尔特煽动的对商业票据市场的救助行动，也是完全不必要的。事实表明，救助者凭空想象出来的所谓“经济小精灵”不曾存在过。而这些商业票据救助最主要的作用，就是支撑银行业进行“销售所得”利润的骗局。

其中最突出的一个事实是，在大约两万亿美元商业票据市场里，前面提及的资产担保商业票据占了一万多亿美元。这是证券化的另一个形式，在金融领域相当于“被两次烘烤过的土豆——熟透了”。

在这种情况下，华尔街通过银行和信用卡公司，购买大量的“应收账款”，即因亏欠数以百万计的汽车贷款、信用卡、学生贷款或其他分期付款信贷而必须支付的款项。这些应收账款被注入票据系统，一个法律意义上仅存在于网络空间的系统。而银行或发放信贷的金融公司则对应收账款所代表的贷款付款和信用卡付款，进行相关处理和回收。

不过，这一管道被标普和穆迪评为最高信誉等级，因为它们被过度抵押，也就是说，每发行一美元的资产担保商业票据，都有超额的资产来担保，来消化信贷借款人可能出现的违约。基于AAA级信誉，资产担保商业票据系统就能够发行数以几十亿美元计的商业票据债务以堆积在“资产”上，当然，这些实际上就是美国消费者的债务。

但关于这个一万亿美元的资产担保商业票据市场，有一个关键点在于它不再发行新的贷款，它仅仅是对现有债务进行再融资。因此，在美国各地的消费者并不需要资产担保商业票据市场，才能使用信用卡或者获得汽车贷款。

相反，事实上，摩根大通、美国运通、美国银行和其他数百家银行和金融机构每天处理和发放消费贷款。所有的货币是这些银行，而不是由票据市场，通过信用卡或汽车贷款直接流向商户收银机或汽车消费者。

虽然票据市场不能为消费者创造任何价值，它却允许银行享受神奇的“销售所得”账户带来的好处。根据银行业的会计特许，银行一旦把消费贷款主权出售给证券化的票据系统，就可以立即把整个贷款周期的利润记到银行账上，而无须理会这些贷款还有几个月甚至几年才会到期。

举例来说，一个5年期的汽车贷款利润从贷款成立之日开始计入，信用卡公司收取的利润如同静脉注射般细水长流。换言之，消费者刷信用卡的一瞬间，信用卡的应收款已经变成无追索权的票据，出售给票据系统。就在此时此刻，通过现代科技和魔术般的会计处理，信用卡发卡银行就可以把预期的销售所得直接计入自己的利润。

因此，当伯南克和保尔森用商业票据市场的“崩溃”谣言来忽悠国会时，他们没有提及最主要崩溃的是那些摩根大通、花旗银行、第一资本投资国际集团和其他发卡机构的速成销售所得利润。资产担保商业票据市场在2008年秋遭遇危机后，没有一份信用卡授权，也没有一份汽车贷款申请被拒绝。

因此，商业票据市场危机不会对实体经济造成威胁，这是一个非常清楚的事实。今天资产担保票据市场规模比2008年9月缩水了75%，但银行没有出现任何问题，通过它们负债表上的自身存款或其他融资渠道，它们继续向消费者提供信用卡融资和其他消费贷款。事实上，今天的银行系统现金宽裕，以至于它们能以几乎可以忽略的0.25%的年化利

率，反向出借1.7万亿美元给美联储。

两万亿美元商业票据市场中还有4 000亿美元是由商业公司发行的票据，用来满足商业公司营运资本的需求，包括支付工资。因此，华盛顿的救助者很快就凭空想象出一个令人恐怖的景象，称那些使用商业票据的大公司所发放的数百万只工资袋将空空如也。

如果在焦头烂额的保尔森身旁忙忙碌碌的财政部官员，是来自市场上其他银行贷款部的职员，那么，他们肯定比来自华尔街投行并购部门的职员，对此有更好的了解。在危机中，每一家发行商业票据的行业公司在票据背后都有“备用”银行信贷额度支撑着。

是的，商业公司在发行商业票据计划的时候，都必须有类似的备用信贷额度。设计这种强制要求就是为了保护投资者：如果发行公司遭遇无法滚动展期的到期票据，它们就会立即用银行信贷额度取款来保证按时还款。

而且，商业公司每年为此备用信贷额度向银行支付15%~20%的费用，因此，银行受到合同约束，有义务按要求提供相应的融资保证。在此次事件中，没有一家银行违反法律上具有强制执行效力的贷款合同，来提供票据备用信贷额度。因此，也就根本不会出现这些商业公司没法支付员工工资的情况。

## 肮脏的权贵资本主义：非银行金融公司是如何掠夺财政部的

最后剩下的6 000亿美元商业票据市场，是为所谓的非银行金融公司提供的资金，而恰恰是在这一领域，权贵资本主义攀登上腐败的顶峰。在泡沫时代，有三家超重量级的金融“流氓”在这个特定的华尔街暗箱中进行操作，它们是GE金融、GMAC（通用汽车金融服务公司）和美国银行控股公司。这三家公司都从一个有漏洞的商业模式中赚取了惊人的会计利润。

当一家金融公司借出长期的非流动资产，同时用短期热钱来融资，



那就必须在利润表上定期计入损失准备，以备发生不可避免的金融危机动荡，如短期货币利率上升或融资彻底枯竭。如果发生这种情况，不得不降价出售资产，因此即使会蒙受巨额损失，但能够筹集现金应付每天到期的热钱借款。

但这三家非银行金融巨头却没有这种“荒年”储备。因此，当商业票据市场卡壳了以后，市场先生来敲打一番，就是要来弥补性夺取原先几年过高的利润。但在短期内，这其中的两家巨型金融公司，GE金融和GMAC，获得了纳税人的救助。这再次证明了在新型权贵资本主义里，起决定性作用的力量是政治，而不是金融。

其中最臭名昭著的就是GMAC，它一点儿也不无辜，这或许从其董事长名字就可以感受到：埃兹拉·梅尔金担任公司的董事长，他最出名的核心业务就是替伯尼·麦道夫<sup>[18]</sup>打理几十亿美元的联接基金。

在次级汽车贷款和房屋抵押贷款市场中，GMAC不仅是最差业务的经营承包商，而且它是即将被撞毁的巨型金融列车残骸。它运用10：1的杠杆，使用大量短期商业票据融资，一旦在贷款簿上出现任何小损失，它都没有能力承担。

GMAC积累了数年真正的烂贷。公司的业务经营部门似乎想用“买一送一”打造出“次级美国”的形象。因此，臭名昭著的网络抵押贷款营运部门Ditech，把数百万已经财务破产的美国家庭安置在他们负担不起的房子里，然后又额外提供“买一送一”组合优惠，将用6年期的次级汽车贷款购得的新车，停放在他们的车库里。这个6年期汽车贷款几乎从第一天起就是“倒置”的（如，其贷款大于汽车价值）。

许多美国家庭上了“买一送一”的当，在GMAC这个次贷捕食者引诱下，背负了难以承担的债务。当房屋价格下跌、经济衰退时，他们无计可施，只能在汽车贷款和房屋抵押贷款上违约。其结果是，GMAC减记了250亿的贷款，比它前几年计入的累积利润都多。

根据资本主义的每一条规则，GMAC是一家愚蠢、危险、贪婪和资不抵债的企业，就应该在金融风暴中进行破产清算，金融风暴正是要起到这种清理门户的作用。但相反，由于获得了问题资产救助计划的160亿美元资金，以及额外的来自联邦存款保险公司和美联储300亿美元的担保，因此它依然“大而不倒”。

但没有任何证据可以证明，实体经济从GMAC人为的生命延续计划中，获得一丝好处。我们从来不缺有清偿能力的银行、储蓄所和金融公司，来为美国日益缩小的、信誉良好的借款人群体，满足其汽车和房屋金融需求。所以，当华盛顿的救助者以GMAC等正陷入危险为理由，阻止商业票据市场崩盘时，他们功败垂成。

华盛顿给予AAA级信誉的GE的300亿美元救命钱居然还是无偿的。雷曼兄弟递交破产申请后的第二天，在伊梅尔特打电话给保尔森时，股市和债市都深陷动荡和恐慌中。甚至在这种可怕的情况下，世界金融市场却依然给予GE普通股2 000亿美元的估值，并且以面值价格进行了4 000亿美元的GE有期债券的交易。这样，按照公司金融基本衡量标准，即企业价值等于负债加上股权主权，即使发生了危机，市场对GE的市场估值达到了6 000亿美元。

虽然救助者当时竭力宣扬，而且辩护者自那时起也不断重复，这还是让这些所谓的都市谣言无处遁形。他们荒谬地宣称，GE这个价值6 000亿美元、横跨全球的庞然大物，没有办法为其即将到期的250亿美元商业票据找到替代融资，这些票据都将在2008年9月15日至年底这段时间内陆续到期（例如，非见票即付的到期票据）。GE号称甚至已经没有办法在一天内筹集10亿美元的资金，这种说法显然是荒唐可笑的。

大众舆论却严肃地接受了这一说法，这本身就表明华盛顿救助者无耻引诱公众所造成的恐慌程度之深。当然事情的真相几乎是截然相反的。GE金融可以很容易地筹集足够的现金，履行商业票据赎回义务。因为如果必要，他们甚至可以以账面价值的50%的价格出售8%的资产，即可满足其融资需求。

还有另外一种选择，GE母公司或许可以通过发行新债券和主权资本来进行融资——尽管在那个时刻，正在遭受煎熬的市场或许要求它再次以很高的折扣价格来发行。举例来说，只要再发行4%的长期债券，即使它必须付出比GE平均5%债券利率翻倍的息票，就能够融得150亿美元。而且只要它再发行普通股余额10%的新股，即使是以10美元的价格发行，较市场上正在交易的20美元股价折让50%，仍可能获得100亿美元的融资。

这样的话，GE拥有的选择近乎无限，包括出售资产和发行新股、新债券。任何一种组合都能够为公司融得足够现金，来兑现即将到期的商业票据。事实上非常清楚，纳税人对GE的救助只是帮助它改善了每



股收益，化解了对高管奖金的威胁，而这些是通过资产出售和发行新股、新债券就可以实现的。

的确，按照自由市场的规则，这些融资的自救方案会重创GE的收益，由于亏损或收益稀释，受到冲击的幅度约为每股两元。但无论采取哪种方案，投资股东们遭受这些损失，都是应得的。只能怪他们自己，为什么在GE的收益包含了这么多债权的情况下，还要给GE如此高的估值；只能怪投资者自己，为什么委托如此鲁莽的投资经理来打理他们的股票。

而事实却相反，GE的股东们免遭这些永久损失。同样，GE和GMAC两家公司将近5 000亿美元的长期债务余额，由于有山姆大叔金融安全网的保护，全都维持全值。

这就意味着，作为使金融公司债务金字塔摇摇欲坠的始作俑者，债券管理经理们最后却能够全身而退，安然无恙。而且，这种模式还在不断重复。后雷曼兄弟时期发生在银行间货币市场上的动荡风暴，包括各种商业票据，只有在华尔街才有其重要意义。在这个泡沫年代，用永久债务和主权资本的薄板支撑起资产价格飞涨和有毒衍生品的金字塔，这才是市场先生愤怒攻击的目标。

如果允许市场先生自行发动攻击，支撑着华尔街投机机器的成千上万亿美元的长期债务和主权资本，也包括高管们和圈内人士拥有的大量股票期权，将会消失殆尽。如果出现这种结局，从社会进步的角度来看，是真正具有建设性的意义的。它将会在美国社会植入类似20世纪30年代具有长久影响力的时代教训，让我们时刻警惕杠杆投机将带来的危险。

## 伯南克传播令人恐慌的大萧条警报

最终，政府宣称救助华尔街的目的，就是要避免20世纪30年代历史的重演，这是对美国人民的彻底误导。其所依赖的虚幻威胁完全归功于某一位官员的错误学说，他曾是数学教授，然后又担任了美联储主席。甚至其理论分析也不是他自己的原创，而是借鉴了弗里德曼的理论。

40年前，弗里德曼曾经做出一个著名的论断，称在1930~1932年美联储没能全速开动印钞机是导致大萧条的原因。伯南克对这个完全错误的论断也撰写过几篇密密麻麻、堆砌着数学公式的论文。这些论文试图表明在GDP暴跌与货币供应之间存在不可否认的相关性，但不能证明两者之间有任何因果关系。

事实上，正如第八和第九章所述，1929~1933年的经济紧缩是1929年的前几年所积累起来的债务泡沫和金融投机造成的，而不是在泡沫破灭后美联储的错误导致的。2008年秋，美国经济面临不同的繁荣与萧条的周期，但由一位狂热学院派学者领导的美联储现在却把原因和结果弄颠倒了。

因此，在2008年9月华盛顿突然陷入恐慌，但这并不是在对事实进行清晰明了的分析后做出的判断。相反，是伯南克曲解历史典故，浓妆涂抹重新包装后造成的，其实在这一历史典故与现实之间，根本就没有任何关联。

然而，耗费几万亿美元进行的救助是对健康货币政策和自由市场资本主义的攻击。而且，一旦“大鱼吃小鱼”的游戏被错误学说的催化剂激活，它就会被金融机构中的政治力量引爆，而最终也是这些金融政治力量坐收了渔翁之利。

这些变化导致了巨大的讽刺。弗里德曼曾经是自由市场资本主义理论领域最重要的现代信徒，但现在，他最伟大的货币理论的错误误导了他的学生，而这位学生则把集权的力量释放了出来，反过来吞噬了老师所信奉的自由市场理论。在9月和10月那几周里，展现自私和野蛮权力的演出在华盛顿闪亮登场，彻底击溃了美国的政治民主。自由市场的每一条规则都失效了，民主政治所要求的对审慎原则的尊重被扔向空中，随风飘去。

自此以后，大门向华盛顿白宫前街的游说掮客军团完全敞开，而他们所依附的政治活动委员会则给他们分发巨大的酒杯，让他们一起冲向公共财政的钱袋，进行无情的抢夺。与此同时，失败的风险也从美国经济的制高点上被毫不含糊地消灭了，而自由市场资本主义则被废除了清理错误和投机的机制，从而变得危险和失常了。

但2008年9月发生的金融危机仅仅袭击了幽深的华尔街，而且在很短时间内就彻底消失了。这个真相把权贵资本主义于2008年秋在华盛顿

发动的这场暴动，暴露在光天化日之下；这个真相也戳穿了一个自私自利的观点，那个观点宣称美国正面临全国性的经济冲击，在它的摧毁下，美国社会的方方面面将会遭受彻底破坏。

从来也没有任何证据可以证明，伯南克发布的萧条警报是真实可靠的。我将在第二十八章和第三十二章中全面揭示真相。因此，毋庸置疑，为救助辩护的人无法解释为什么华尔街会发生金融风暴。事实上，他们把它解释为“独特的”现象，意味着不管如何，金融瘟疫毫无征兆地突然降临，就如同彗星在深邃的太空中突然出现一般。从发生危机，到2009年年初投机者们回归股市再次炒作银行股，中间相隔了将近10周，就如同“瘟疫彗星”拜访太阳系约10周之后，再次折返，然后消失在黑暗太空中。

因此，毫不奇怪，财政部和美联储官员、职员发动了这场“金融政变”，却拿不出任何详细的分析来解释，为什么这场神秘的瘟疫会突然到访。他们无法展示各种金融系统是如何相互影响作用的，以及预测瘟疫传播的走向。他们也没法详细汇报被救助的金融机构的成本和收益分析，以及救助之外的其他选项。他们从来没有做过一页展现其专业能力的报告，向美国总统或国会领袖陈述他们救助华尔街的正当理由。

事实上，由伯南克和保尔森领导的暴乱专横而又诡秘。希拉·拜尔是联邦存款保险公司的主席，作为监管者，她对美国银行系统的负债表了解得很透彻，她并不赞同银行存在“系统风险”，认为这是谣言传播所造成的无意识恐惧。但她被排除在决策外，只能被迫同意救助方案。拜尔回忆当时的情形：“我们没有被征询意见……我没有获得任何信息，他们却对我说：‘你必须同意，否则系统将会崩溃。’我听了一次又一次这个老调……没有分析，没有任何有意义的讨论。这令人非常沮丧。”

在危机时期，拜尔是华盛顿最见多识广、意志坚定和勇敢的金融官员。她富有经验，把握住了危机的重点，认为是存款保险被滥用了，为银行系统的过度冒险行为提供了资金，并果断判定资本结构中的动力因子，即银行债券和股权持有人，而不是保险基金和纳税人，应该为此承担损失。

由尼尔·卡什卡利率领的保尔森的核心高盛团队，对此一点儿都不理解。34岁的卡什卡利曾经是一位太空望远镜领域的工程师，在加入财政部并领导救助组合方案前，他曾经在高盛的旧金山办公室工作过两年，做成过一些微不足道的收购兼并交易。

一方面，极度不称职的卡什卡利在领导着救助“消防”团队；另一方面，拜尔则被有组织地排除在流程之外。这个事实胜于雄辩，证明公共政策的制定是如何完全落入华尔街的手中的。卡什卡利和他的团队对稳健公共金融的需求没有任何感觉。所以，对公共利益的理性考虑彻底而迅速地消失在华盛顿恐慌谜团中，留下的只有对私利的保护和防范。

## 2008年“黑莓恐慌”

在整个过程中，这些救助团队的领导者使用的专用诊断工具就是他们的黑莓手机。这就是2008年“黑莓恐慌”。真正衰落的不是美国经济，而是高盛和其他大银行的股票价格而已。

在许多位金融记者所撰写的关于这段历史的记述中，有许多份“目击”报告表明，在每一次行动和每一个决定的背后，是股票价格的瞬间波动、信用利差，以及在全球各地金融市场的开市、闭市和休市。毫无疑问，在“战场”上，在随身携带的黑莓手机上跳动的数据，甚至他们随时记录下的处于“战争”状态的金融机构的股票和债券价格，都表明这些与公共利益毫无关联。

记者笔下的历史同样清晰地表明了，华盛顿官员们是如何说服人们同意把国库的钥匙交给华尔街，以及他们在财政部、美联储的代理人的。总而言之，他们就是利用可怕的预测来制造恐慌，如ATM出现黑屏故障、工资无法如期支付、航班被迫停运、生产线被停产等。

但冷静下来想一想，就能完全明白即使没有问题资产救助计划，所有这些灾难也不会发生。联邦存款保险公司早已采取了各种安全保护措施，来确保数以万亿的美元存款的安全，接管资不抵债、濒临破产的银行；同时，只要成员银行能够提供标准抵押物品，美联储有能力向成员银行几乎无限地发放贴现贷款。

恐慌性的溃败、急于出台问题资产救助计划，都使得白宫轻而易举地找到借口，绕过政策制定的流程。其实，如果比较小布什政府在2008年9月背信弃义的行为与共和党政府在1971年背叛保守主义准则的举动，我们会发现两者有着惊人的反差。

回顾当年，尼克松召集他的政府成员在周末赶赴戴维营，亲自领导对相关政策进行攻击的行动，如工资和价格管制、进口保护、关闭黄金窗口，这些都是与共和党的原则相悖的。2008年9月，小布什只是把对美国纳税人的抢劫行动授权给了财政部，然后，在所有有关经济的事务上，回归习惯性的沉默。

毫不奇怪，在小布什短暂的从商经历中，他只从得州游骑兵棒球队的特许经营中收获过可观的租金收益，除此之外，他对商业经济知之甚少，几乎完全不懂整个国家经济已经被沉重的债务压得喘不过气来。因此，作为总统，身处白热化的危机中，他很容易听信保尔森和伯南克策划的恐慌阴谋。

在与国会领袖的会议上，总统只是非常简洁地陈述即将发生的重大事情。他告诉国会领袖们：“这个吸血鬼要倒了。”于是，惊慌失措的议员们赶着签发了一张7 000亿美元的空白支票。

于是，问题资产救助计划就被奉若神明般地供奉起来，当作违规救助金融系统的最后一个手段。作为永远的“口误大师”，小布什总统很快就对外公布：“我已经放弃了自由市场原则，来拯救自由市场系统。”

但非常具有讽刺意味的是，真相几乎正好相反。2008年金融风暴之所以发生，是因为事实上多年前美国就放弃了稳健的经济原则。正确的解决方案应该是重塑这些被废弃的教义，而不是继续把精华剔除。换言之，在危机中刚刚开启的巨大的赌博大厅应该被立刻拆除。

这样的话，也会表明美联储将回归本身正确的角色，即美联储是美元价值的守护者和银行系统流动性的严厉监工。美联储应制定一项政策，对合格抵押物品，只能以惩罚性利率，来发放贴息贷款；与此同时，把无力偿还贷款的金融机构退回联邦存款保险公司，由其处理关门休市事宜。但最重要的是，应该对美国经济30多年来堆积如山的债务和杠杆投机进行清算。

## 傲慢的华尔街：麦晋桁风格的权贵资本主义

美联储回归稳健货币政策的紧迫必要性，可以通过其对立面来说明。在雷曼兄弟破产后的两周内，财政部对摩根士丹利实施无耻和免费的救助。2008年9月29日，摩根士丹利已经资不抵债，毫无清偿能力了，完全可以把它推入停尸房，与雷曼兄弟为邻。

但就在这一天，摩根士丹利却向公众宣布它的“资本和流动性状况很好”。这是一个彻底误导公众的声明，但它没有引来美国证券交易委员会的调查，因为担心摩根士丹利会用纠结于细枝末节的手法来为此辩护。事实上，后来联邦金融危机调查委员会经过调查发现，摩根士丹利在被调查的那一天拥有990亿美元的流动资产。但调查也显示，也是在那一天，它从美联储救助计划的字母汤里，获得了1 070亿美元的流动资产注入。就是因为它已经成为纽约联储的分支机构，它的资产才又流动起来了。

如果没有从美联储多渠道、大量的救助计划中获得现金注入，摩根士丹利将会陷入没有可流动性资金的困境。它的热钱债主将会查封其几十亿美元的抵押物品，然后，不计损失地出售这些物品换取现金。雷曼兄弟在递交破产申请时被认为有400亿美元损失，但如果与摩根士丹利从庞大的一万亿美元负债表上散落下来的损失相比，相形见绌。

正如此前提及的，对美国经济来说，摩根士丹利是否能幸存，无伤大局。它是一个巨型的杠杆对冲基金，在追加保证金方面，得到了犹如母爱般的溺爱，即它可以不计后果地依赖隔夜货币资金，为巨量受损的、非流动的、高度不稳定的资产进行融资——这些资产正遭遇严重缩水。

救助者宣称，需要保留它已经退化的收购兼并以及发行股票和债券的业务，这纯粹是荒唐的解释。这两项业务都不需要大量资本支撑，在华尔街，有不下几十位正统华尔街“老兵”正等着机会挂上精致的投行营业招牌，试图恢复往日那么一点儿景气。

没有任何为公共利益考虑的意思，美联储给予摩根士丹利1 070亿美元救助方案的细节，体现出美联储屈服于权贵资本主义的命令那一卑鄙可怜的面目。其中有610亿美元的资金来自美联储一级交易商信贷安排，联邦金融危机调查委员会的数据表明，摩根士丹利仅仅提供了660亿美元抵押物就获得了这笔预付款。这意味着，“折扣”，也就是安全边际，仅仅只有8%。



但摩根士丹利的抵押物池是一个名副其实的破败、减值证券的垃圾桶。事实上，大约只有220亿美元是由普通股组成的，约占总额的32%，因此，只设置8%的安全边际真是一个笑话，因为股票市场的价格波动可以在几天内就达到这么一个水平。

同样，另外10%的抵押物是由垃圾债券组成的，在那个时候，垃圾债券有价无市，几乎无法出售。另外200亿美元由“未知评级”资产组成，约占总数的30%。简而言之，在2008年危机前，任何一家央行都绝不可能接受摩根士丹利的垃圾资产桶为合格的抵押物，也不会发放哪怕是610亿美元中一小部分的预付款给它。

在这个事件里，我们发现华尔街救助本身会造成长久伤害的证据。摩根士丹利的首席执行官兼董事长麦晋桁是一个冷酷的赌徒和恶霸，他会毫不犹豫地利用任何可能的途径赚钱，更不必说面对几十亿美元的诱惑。在危机前夕，摩根士丹利已经包下了所有卖空交易，以期获得潜在收益，包括一笔巨额的房屋市场卖空交易，而最后这个卖空交易出现爆仓，摩根士丹利不得不赔上90亿美元进行冲销。

但在市场先生处理了雷曼兄弟和美林证券后，做空者开始盯上摩根士丹利。很明显在那个时候，它的批发融资正在快速消耗，将被迫在垃圾资产上遭受巨大损失。这些堆积在负债表上的垃圾资产是它好几年内在华尔街泡沫时候积累起来的。

但在不到一分钟的时间内，麦晋桁扭转了局势，他横冲直撞，越过了国会和白宫前的层层障碍，要求发布证监会禁令，禁止卖空摩根士丹利的股票和其他银行、金融机构的股票。例如，在9月16日星期二下午，时任财政部部长在他的回忆录写道：“听了麦晋桁一大堆废话……做空者正盯着他的银行。他手上的现金正在蒸发。”

在这一瞬间，权贵资本主义达到其神坛顶峰：一位傲慢的、不可一世的华尔街“王子”正在要求他原先的主要竞争对手，现在是地球上最有权势的金融政策制定者，叫停所有做空的市场行为，来解救他的银行。从谁手里解救摩根士丹利？答案是从它自己的客户里解救它。事实上，一级经纪人客户和他们的交易对手已经在疯狂撤离保证金和撤销保证金账户，因为他们知道得很清楚，如同雷曼兄弟和贝尔斯登，摩根士丹利也将会是下一个纸牌屋。

有一个说法称，做空者正在抽干摩根士丹利的现金，这完全是谣



言。摩根士丹利的债权人和出借人都在逃离，这迫使公司减价出售受损资产，从而引发公司破产。做空者疯狂进攻行将就木的摩根士丹利，就是因为他们知道公司要完蛋了，谁让他们愚蠢地使用杠杆交易，谁让他们在过去几年从银行间货币市场借入热钱收获了丰厚的不法收入？

但做空者们万万没有料到的是权贵资本主义将最终胜利。摩根士丹利活下来了，因为高盛想要救它。在危机进入白热化时，高盛（现任）首席执行官劳尔德·贝兰克梵给保尔森打了电话，表示应该冒此风险去救它。作为一个偏听偏信之人，保尔森在他的回忆录中竟然坦陈，他已经动用了极大的权力来拯救高盛：“劳尔德担心，如果放任不管，摩根士丹利可能就要倒下……即使高盛有足够的流动性和现金，它也会是下一个。”

因此，在麦晋桁专横暴怒的淫威下，美国政府没有进行分析，也没有按照相关流程，就满足了他的要求。克里斯·考克斯曾经是国会议员，并自称是自由市场资本主义的真正信徒。作为小布什政府证监会主席，考克斯发表了一份真正可怜的声明。在声明中，他向美国人民解释，为什么只有15天的期限，可以自由买入金融机构的股票，但不能自由地卖出这些股票。

卖空禁令是华尔街赤裸裸进攻而收获的成果，在摩根士丹利的案例中，其目的是不言而喻的。在危机前夕，摩根士丹利的股票从每股80元跌到40元；在雷曼兄弟破产后，又跌到20元；9月底，其股价只有7元，一路快速跳水。

就这样，从9月底那一周，到决定命运的批准问题资产救助计划的10月3日，华尔街的紧急命令高于一切，推动华盛顿采取相关行动。换言之，不惜代价救市，拯救摩根士丹利、高盛、摩根大通、美国银行和花旗集团，避免它们遭遇雷曼兄弟的相同命运，同时这也确保了像麦晋桁和其他华尔街金融寡头的个人资产不受损失。

当然，危险在14天内早就结束了。摩根士丹利拥有了只有主权国家才能赋予的权力礼物，即获得了市场禁令，禁止卖出其股票，同时用垃圾抵押物获得了1 000亿美元的现金注入。在遭遇市场先生愤怒的进攻后，摩根士丹利依然满血复活，不仅重新开业，而且其股票价格漂亮地回升了。截至那年年底，涨了两倍；而在12个月内，股价比救助时上涨了4倍。

在华盛顿救助分配层级表中，摩根士丹利并没有被放入特殊优先级别。与摩根士丹利一样，花旗集团从流动性救助水龙头里也获得了1000亿美元的救助，美国银行被注入910亿美元，高盛也同样拿了800亿美元，几乎与欧洲银行出借的数量相当。在2008年最后几个月中，美联储总共发放了将近7000亿美元的紧急贷款，再加上问题资产救济计划所拨的救助款，美联储相当于下了双倍赌注。

到最后，动用数以万亿美元公共财政备用金，为这些机构注入资本和流动性，只取得了一种至关重要的效果：它从整体上消除了市场先生从银行间货币市场撤走同样数量的资金所造成的影响。因此，货币扭曲，也就是大规模低息隔夜资金，同样也是华尔街金融泡沫赖以生存的基础，却在美联储贴现窗口、联邦存款保险公司和美国财政部再一次出现。

清算华尔街泡沫的相反路径当然被绕开了。因为如果走那条路，将会使在高盛、摩根士丹利、摩根大通以及那些伤痕累累却仍然在苟延残喘的公司的股票和债券上大肆投机的人血本无归。权贵资本主义获得胜利，也是因为在危机进入白热化后，华尔街在与体制较量中拥有许多狡猾的借口。事实上，两党主流的经济学家都被逼入凯恩斯主义的死胡同里，宣称是全国性债务造成了金融危机，而避免被这个包袱压垮的唯一解决方案，就是再背负另一个债务包袱。

因此，这些“大而不倒”的银行不能破产倒闭，因为据说需要它们再为债务缠身的家庭和企业负债表塞入更多的信贷。同样，那些原本应该在危机中承受巨额损失的投机者们，被美联储在货币市场实行的零利率政策刺激得满血复活了，因此，他们很快就重新在大宗商品、外汇、股权主权、金融衍生品和其他风险资产上进行大规模套利交易，而正是这些套利交易才是在第一时间引发了金融危机的罪魁祸首。

## 意识形态的篝火

从狭义上来说，共和党应该对这个灾难负责。共和党执掌的政府把美联储变身为印钞机器，把华尔街纵容成宠坏了的孩子，它不仅任命格林斯潘和伯南克担任美联储主席，而且面对它所精心培育的虚假繁荣，

弹冠相庆，称之为“共和党经济的胜利”。

更糟糕的是，作为小布什的高级顾问和副幕僚长，卡尔·罗夫掌管着白宫的人事大权，因此自然是各种政治派别成员整天纠缠的对象。但他对稳健货币政策和自由市场资本主义的主张也一无所知，以至于美国最高的经济管理工作岗位一次又一次地落入主张集权主义和凯恩斯主义的官僚手里。因此，格伦·哈伯德、格里高利·曼昆、爱德华·拉泽尔等教授一路畅通，直接向小布什进言：两次巨额减税计划和两场负债融资战争，从财政赤字角度来看是极其完美的。终于，这个巨额财政赤字的结果给了凯恩斯主义“请带上我”的机会，最终被富裕阶层所接受。

2002年2月，白宫的罗夫集团最终批准了对伯南克的任命。可是在这以前，伯南克就已经一直在大肆宣扬，他对无节制发行货币和集权化货币政策规划的偏好和主张。提议和任命伯南克的这派政治力量也把原先的财政部部长保罗·奥尼尔赶下了台，因为他冒冒失失地发表意见，称减税和负债融资战争将会导致财政赤字方面的灾难。最终，白宫任命了亨利·保尔森接替财政部部长一职。在出任财政部部长前，保尔森一直从事收购兼并业务，但他从来没有研究过任何关于经济管理的问题。

尽管在国会里的普通共和党议员们也对房利美和房地美这些金融“弗兰肯斯坦”之流，保持着警惕。但在2008年9月，保尔森在完全有机会关闭两家公司让其破产时，却毫不犹豫地对它们的债权人伸出了援助之手。同样，2008年春，在遭遇格林斯潘-伯南克金融泡沫破灭的灾难后，美国经济步履维艰，这个愚蠢的共和党财政部部长重新激活了卡特当年荒唐的每家每户50美元的退税计划，好像健康稳健的金融政策就应该让美国家庭得以用山姆大叔的信用卡购买更多的麦当劳欢乐餐和蔻驰包。

因此当华尔街金融风暴来袭，共和党早就屈从于“财政赤字没有关系”这一古老论调，以允许打开公共财政水闸的姿态来实施问题资产救助计划。事实上，共和党人早就把对财政赤字的古老敬畏抛到脑后：众议院共和党领袖邀请他的队伍享用7 000亿美元“烂泥三明治”<sup>[19]</sup>，他们投票通过的法案违背了所有自由市场资本主义经济的原则。现如今，他们大规模的、公然的干预行为充斥于金融市场的每一个角落，也同样充斥在美国经济的方方面面。对美国来说，国家边界已经荡然无存。

在这种背景下，国家经济政策成为对任何人开放的权宜之计。共和党无法解释灾难发生的原因。归根结底，美联储主席曾经保证，我们会

实现永久繁荣，但美联储最终却培育出巨大的金融泡沫，直至最后轰然破灭。同样，尽管共和党宣称给美国经济大吃特吃了大剂量的退税补药，但美国经济却突然衰退。共和党政府已经毅然决然地把正在损耗的金融监管架构拆卸得一点儿不剩，所以现在美国才会遭受华尔街投机复仇女神的攻击。

共和党无法解释或说明，金融和经济大火如何在2008年秋袭击了美国，因此，它开始宣扬如魔术般神奇的历史，例如里根经济学的黄金年代。我将在第二部分详细说明，共和党实际上是在逃避现实，躲进里根时代的虚幻辉煌里，这是彻底的历史修正主义。里根革命实际上是美国发生如今灾难的历史元凶，因此压根儿不应成为被复活的替代体制。

与此同时，凯恩斯主义者们偏离了罗斯福和他的新政路线，制定了前进的路线。但这同样陷入了历史修正主义。罗斯福新政从根本上来讲是集权主义试验的摸彩袋，从来没有成功过，甚至连罗斯福本人也早就放弃了。本书第三部分将详细讲述，那不是个开明经济管理的黄金年代，最多只是一个政治“铜锣秀”<sup>[20]</sup>。罗斯福新政并没有终结大萧条，与现在的危机也毫不相干。因此左派们在2008年秋试图复活的不过是修正主义的幻想。

人们将看到，把大萧条与2008年华尔街“赌场”崩塌、国家经济被债务压垮相比，其原因和根源是完全不一样的。具有讽刺意味的是，罗斯福新政的唯一相关性，就是它已经成为我们当今肆虐的病魔的最初源头。这个源头就是，用集权经济学和权贵资本主义体制，来代替稳健的货币政策和可靠的自由市场经济。

事实上，在世纪之交，罗斯福新政的干预主义和福利国家的扩张主义，曾经与里根经济学的财政挥霍学说组合在一起：供给经济学的减税政策成为富裕阶层的凯恩斯主义鸦片。但促使它们结成罪恶联盟的，却是美联储和货币信贷政策的大变形。这个大变形最早由罗斯福发起，在1971年9月戴维营罪恶行动中最终成形。

在一次影响后来几十年的行动中，尼克松放弃了美国在布雷顿森林体系所应承担的义务，放弃用黄金赎回美元，由此开启了一个全球贸易不平衡、货币操纵、巨量债务制造和金融投机的时代。那是一个前所未有的时代，成为泡沫金融的时代，我们将在第四部分看到它悲惨的全面景象。

所以，2008年的救助行动仅仅证明了权贵资本主义的胜利。但其根源源远流长，深埋在过去几十年的历史中，这段历史可以从1914年8月开始，直至2008年的“黑莓恐慌”。在这过程中，经济治理时而停顿，时而散落一地，而且通常都依靠最后一刻的紧急救助推动，根本没有形成持久的影响，而最终成为“海中怪兽”<sup>[21]</sup>。

但它们的共通之处在于它们都认为，现代工业资本主义是不稳定的，有陷入周期性波动和衰退的倾向，而通过国家，特别是通过美联储，实施干预和修正措施，就能够扭转这些不利影响。这完全是颠倒黑白。最大的缺陷和对人民福祉的威胁就存在于美国自身，存在容易被利益集团俘获的弱点。从白宫前街游说掮客队伍空前扩张，到政治教育委员会组织的各种预算分配活动，我们便可以一窥究竟。为了试图改善资本主义，现代经济政策把更多的使命和任务拼命地压在美国身上，而根本不管这个国家是否有能力去实现。其结果是权贵资本主义，一个畸形的变异，致命地摧毁了自由市场资本主义和民主价值观。

<sup>[18]</sup> 伯尼·麦道夫：美国历史上最大诈骗案制造者，因操纵规模达500亿美元的“庞氏骗局”被判处150年监禁。——译者注

<sup>[19]</sup> 烂泥三明治：暗喻问题资产救助计划。——译者注

<sup>[20]</sup> 铜锣秀：来自美国同名电视节目。该节目邀请观众参与表演，表演者表现不佳时会响起铜锣声，请该名表演者下台。——译者注

<sup>[21]</sup> 海中怪兽：在西方文化中，象征邪恶的海怪。——译者注





第二部分  
重访里根时代：  
被误读的年代

## 第四章 里根革命： 否定和变形

30年前，里根革命向美国人民许下美好的诺言：这块土地的人民富裕幸福，政府勤俭节约。而在2008年9月发生的金融风暴，以及在惊慌之中政府对市场的干预，无一不是走到了它的对立面。事实上，虽然这些誓言早就消失在意识形态的梦想里，但共和党政府通过并实施问题资产救助计划，是这个誓言崩裂坍塌时发出的休止音符。这是对里根革命的彻底否定。

这证明了1981年轰轰烈烈的减税减支运动，没有在历史上刻下任何清晰的轮廓，而只是昙花一现，在27年后的今天，没有发出一点儿亮光。

的确，直到2008年9月，里根时代的某一项财政遗产依然留存着，但讽刺的是，展现出来的却是它被扭曲和堕落的那一面。里根在他政治生涯里一直谴责财政赤字，但共和党的政治家们从总统那里继承的政治遗产，却是里根用事实来证明其对立面：财政赤字没关系。

而且，在小布什当政时期，这个阴险的想法变成了政府运行的政策。它被嵌入两场昂贵的负债融资战争和两次巨大的减税政策中，这些费用都是通过发行大量的财政国债来支付的。

因此，在华尔街金融风暴来临的时候，美国面临着前所未有的财政考验，却发现找不到任何保守党来守卫美国国库的大门。事实上，共和党的政治家们全盘接受了一个危险的观念，来磨灭已经退化了的财政信念。这个信念就是，财政赤字是经济表现不佳的被动结果，而不是恣意挥霍财政政策的蓄意产物。

于是，共和党把工作重点从财政争斗转移到更加愉悦的烦琐事务中，即兜售新的减税方案来刺激“增长”。其潜台词是，如果华盛顿不对

经济实施经常性管理，美国的经济发展就会停滞。所以，在金融危机中，共和党就成了最容易被伯南克和保尔森的谣言所欺骗的对象，误以为华尔街的危机持续发酵会把市场上的整体经济拖入经济崩溃的旋涡里。

因此，共和党的政治家们一反常态地得出结论，签发一张7 000亿美元的空白支票会导致更低的联邦赤字，而不是相反。这其实是亲商型凯恩斯主义的另一种形式，它是里根班子减税传统的变形。事实上，共和党人变成了吸血鬼，几乎可以接受任何供给经济学说的奇谈怪论，即更高的增长会带来更低的赤字，而华尔街则能带来更多的财政收入，因此，他们很快就把这个骗人的鬼话变成了合理、合法的政策。

## 愚蠢的尼克松：美联储成为财政部国债的仓库

财政挥霍在侵蚀着美国，其实质是对国家稳健货币政策的破坏，这种破坏可以追溯到1971年8月。尽管当年尼克松并不清楚其未来结局，但他违背了美国在布雷顿森林体系中所承担的金本位义务，拒绝用黄金来兑换外债，这其实是在“财政赤字没有关系”的时代被引入的观念。

在退出金本位、实施浮动汇率机制后，美联储和世界上很多国家的央行纷纷疯狂超发纸币、实施汇率操纵。于是，金融准则如同脱缰的野马，财政公正成为奢侈品。

实行固定汇率，并对国际贸易不平衡进行连续结算，慢性预算赤字最终会造成储备外流和国内财政困难。而反过来，应对这个挑战则给了政治家们一个借口，来实施不得人心的减支或增税政策。

但当战后积极财政政策取得优势后，先是凯恩斯主义的理论家，然后是集权主义的政治家们，都竭力鼓吹反黄金政策。在布雷顿森林体系接近崩塌时，年轻的格林斯潘观察道：“对金本位的反对.....是由更狡猾的观点所推动的，这个观点认为金本位与慢性赤字型政策支出并不匹配。”

在1971年以后的几十年里，尼克松的浮动汇率机制提供了一条出

路。当多余的美元在全球泛滥时，重商主义的出口国从来没有停止操纵本国的货币，以维持其产品的低廉美元价格的优势。

对外汇市场的干预导致大量以美元标价资产的堆积，诸如财政国债和票据，而同样也在超发货币的国家的央行则把这些美元资产囤积在自己的金库里。

事实上，截至2012年年底，美国总共公开发行了12万亿美元的财政部国债，其中有5万亿美元是由包括美联储在内的各国央行和其他金融机构持有。

在美国和全球范围内对债务实施货币化的过程中，需要规避财政赤字的传统副作用，包括货币性通胀、高利率以及对私人投资的挤压。但这种失败的货币政策不会消灭这些副作用，只是推迟了清算之日。

事实上，与美元在美国以外泛滥所对应的，是在美国国内资产负债表上堆砌的债务之塔，以及对房地产和其他任何金融资产进行相关杠杆操作。弱势美元政策造成了无痛财政赤字，并且在2008年9月突然导致了金融危机全面爆发，然而，讽刺的是，我们却用更高的预算赤字来治疗金融危机。

问题资产救助计划在第一轮投票失败后，股市在恐惧中又一次跳水，因此当进行第二轮投票时，它不证自明地表明，美国在财政上已经无法自我克制。现在，在政治舞台上，进行着两场“免费午餐会”，而一切对赤字金融的古老禁忌和畏惧统统被清理干净。

事实上，自里根时代爆发财政赤字以来，30多年间累积了大量财政债务，其中大部分已经被美联储所吸收。债务危机的第一次爆发就促使一个更加致命的传奇诞生，即里根时代的财政灾难实际上是一个辉煌的成功，因为它在税收上划定了最后界限，并引发了更长期的经济增长和资本主义繁荣。

上面这个传奇绝对是错误的解读，是公然制造神话。而且正因为这个毫无根据的里根时代财政神话，才使得华盛顿在面对权贵资本主义无休止的金融掠夺时，变得软弱无力、不堪一击。

## 里根传奇：财政紧缩和经济复兴

里根传奇始于一个错误的观点，即里根行政当局制止了“大政府”的行进步伐，给华盛顿带来了财政紧缩。然而，在里根第二个任期内，经济反弹，防止衰退而实行的庞大支出计划也渐渐缓和下来，但联邦预算支出已约占GDP的21.7%。而在号称“大支出”的卡特时代，支出约占GDP的21.1%，与卡特相比，里根的成绩根本不是什么进步。而在约翰逊实行“大炮和黄油”挥霍政策的4年间，支出占GDP的比例也只有19.3%，因此，与约翰逊相比，里根更应该感到汗颜。

里根革命也没有播撒未来财政紧缩的种子。在老布什任期内，联邦支出平均约占GDP的22%，这是历届总统中最高的纪录，而且不应忘记这个纪录还是在冷战已经结束、国防支出下降15%的情况下实现的。

但也正是在小布什任期内，他把里根经济政策发挥到逻辑上的极致，用疯狂的“大炮和黄油”以及减税赠品，一劳永逸地摧毁了共和党人的财政公正。小布什最后一年的财政预算中，联邦支出占GDP的25%。这绝对是“二战”后的最高纪录，但数字本身并不能完全表达出小布什财政政策的危害程度。

以扣除通胀因素的美元价格（2005年）计算，在小布什8年任期内，联邦支出从2.1万亿美元增加到3.2万亿美元，增长了约50%。因此，小布什在任上增加了1.1万亿美元的联邦支出，所有前任的挥霍神话与小布什相比，都是小巫见大巫。共和党的演说家曾经嘲笑约翰逊在1968年通过的灾难性预算，称之为“大炮和黄油”，同样以扣除通胀因素的美元价格计算，整个“大炮和黄油”预算只是刚刚好超过了一万亿美元。

共和党的“卫道士”们一直以来很成功地否认了里根的财政放荡和布什（老布什和小布什）的后果，而且宣称里根革命在一些有价值的地方还是成功的：它促使国家经济走上复兴的道路，并且成功地推动经济在后面几十年里继续增长。可问题是，这两件事都不曾发生过。

与其说这是一个永久兴旺的自由市场增长的时代，还不如说里根革命引领的是两轮大规模集权刺激政策，直至进入世纪之交，刺激政策的势头才最终落了下来。第一轮由华盛顿刺激的繁荣来源于巨额的里根财政赤字，第二轮则来源于20世纪90年代格林斯潘领导的美联储实施货币

超发和纵容华尔街的政策。

然而，这是国家制造的难以为继的经济泡沫，而不是自由市场资本主义带来的真正意义上的经济增长和繁荣，这一事实的依据只有进入21世纪，才变得清晰起来。然后是另一轮格林斯潘的泡沫金融，在小布什财政挥霍政策密集作用下，形成了虚假繁荣的临时狂欢：美国国内消费兴旺和房地产市场的泡沫。但现在，这些泡沫都已经彻底破灭了，相关数据明确显示，美国国家经济的基础在过去几十年里已经被无情地破坏了。

自2000年以来，长期投资每年增长不足1%，非农就业数据在过去12年间没有任何增长。同样，中产阶级的实际收入下降到1996年的水平，而且美国欠世界各国的债务数额之大已经到达了非常可怕的地步。简而言之，美国经济并不是因为在2008年9月发生了神秘瘟疫而出现衰落，相反，在过去30年中的大部分时候，美国经济一直在走向最终崩溃。

## 凯恩斯主义在里根和布什时代的兴盛

在里根和老布什任期内，虽然没有公开承认，但大规模实行了凯恩斯主义财政赤字金融政策，刺激了第一轮虚假繁荣。累积的联邦财政赤字达到了惊人的2.4万亿美元，这意味着在这12年的共和党当政期间，公共债务增加了两倍，联邦赤字占GDP的比例增长到近70%。

辩护者们会宣称里根-布什年代的赤字泛滥，与GDP的绝对增长数量没有关系，但国家GDP的账目是由20世纪30年代和40年代出生的凯恩斯主义经济学家设计的。他们绝对相信公共领域的总借款，一定要花在能够刺激GDP增长的方面。例如，政府的工资和采购支出直接被纳入GDP，而且，转移支付也很快被归到GDP的个人消费支出领域。由于在1980~1992年，这三项预算翻了一番，因此这无可辩驳地证明了，里根的财政赤字确实对GDP的强劲增长做出了贡献。

而且，在GDP内部构成中，也没有任何类似供给学的增长。实际私人投资支出，即真正供给学增长的终极衡量标准，在这个时期每年只增



长了2.5%，比1954~2000年平均的4.7%低了很多。同样，另一个关键供给学衡量数值，私人领域的生产力每年只增长了1.7%，同样也要比战后的平均数据更低。

与此对照，与长期平均数相比，在GDP账户里的需求方，消费支出和政府支出增加了25%。因此，综合起来，一个虚弱乏力的供应方和一个强劲增长的需求方合起来，此消彼长，没有任何特别之处，就是在12年中GDP以年平均3%的速度增长，这与50年的平均数完全一致。

当然，传统保守的经济学家可能会反驳，由赤字催生的GDP增长是虚假的，因为从历史上看，赤字支出的一部分会进入货币通胀，而不是进入真实增长，另外由于山姆大叔的揽储竞争所导致的高利率造成私人投资支出受到部分挤出影响。

但在一个不可赎回、浮动汇率的美元新时期，这种说法不再准确。财政部发行国债为赤字融资，其中绝大部分被全球各国央行购买并放入它们的金库，而进行赤字融资的支出则进入美国国内日趋庞大的GDP账户。因此，并没有多少可以抵消。

1971年，尼克松发表了一份著名的声明，宣称他自己是传统的凯恩斯主义者。但在击倒布雷顿森林体系所代表的国际货币准则时，他超越了普通凯恩斯主义门徒的概念，成为推动20世纪后期世界经济繁荣的凯恩斯主义“教父”。

事实上，尼克松的浮动美元的金融安排，无情地逐步演变成世界各国央行竞相购入货币化的美国财政国债，这的确是一个绝妙讽刺。仅仅10年以后，它允许这个时代最保守的总统，在发动了赤字融资下的凯恩斯主义繁荣后，能够全身而退。

## 在中国致富光荣，在美国借钱光荣

第二轮虚假繁荣也要归咎于尼克松在1971年对全球金融准则的破坏。格林斯潘在美联储工作的第一个15年间（1987~2000年），标普500指数从300点涨到将近1 500点。这个巨大的4倍增长，被共和党的演说

家吹捧为开创了里根时代的繁荣，但这恰恰反映出由美联储驱动的泡沫时代已经到来，这是一个虚假的、充满了债务和投机的繁荣，一个美国经济中核心贸易商品被外包转移之后的繁荣。

1994年，邓小平作为中国在20世纪最后10年里推动经济转型的领导人，他提倡“致富光荣”。随后，中国制定相关政策，帮助那些在中国广东地区蓬勃发展起来的出口型企业壮大。现在数以百万计的中国人聚集在中国东部的崭新工厂里。无论他们来到这里是为了致富还是为了吃饭，他们形成了人类历史上最大一次劳动力迁徙。

因为拥有几乎免费的劳动力、便宜的资本和土地，中国的出口经济如同火箭一样腾飞。例如，在20世纪最后10年，美国每年从中国进口的商品的价值从50亿美元猛增到1 000亿美元。

更加重要的是，中国是东南亚国家贸易舰队的新成员，它已经学会如何把人民币钉住美元，然后引爆出口贸易，实现强劲发展的新模式。同时，中国买入和储存了更多的美国财政国债和票据。

一切都明摆着了：自1991年起的9年里，美国贸易账户完全崩溃了，其进口每年增长了11%，相当于出口增长速度的两倍；贸易赤字从1991年的660亿美元飙升至2000年的4 500亿美元，从而达到了GDP的近5%。

在世纪交替时，美国过着入不敷出的生活。自1991年衰退起，美国累积的贸易赤字高达两万亿美元。如果按照传统固定汇率原则，在这种情况下，美联储的职责应该是如何紧缩货币、提高利率、削减国内需求，来消除贸易赤字和减少货币储备的相关损失。

但格林斯潘领导的美联储却反其道而行之，与格林斯潘在早期发表的金本位思想的演说也截然相反。其结果是出现了和平历史时期不曾有过的虚假美国国内信贷繁荣。在1993~2001年，美国信贷市场债务余额从160亿美元上升到290亿美元，相当于每年增长8%。

哪怕是一个稳定的经济体，都承受不了以这种速度增长的债务规模。何况在20世纪90年代，美国经济甚至承受不住哪怕是其中一小部分的债务增长，因为它正在遭受历史上最严重的通货紧缩的打击。换言之，联系汇率使得便宜的劳工和便宜的商品如海啸般从亚洲涌向了美国。

美联储没有采取恰当措施以及时应对这个巨大的、来自亚洲的通货紧缩，其事实依据是非常明显的。在这8年中，美国名义GDP增长了3.6万亿美元，但与其13万亿美元的信贷市场债务增长相比，相形见绌。换言之，每增加1美元GDP，债务增加3.6美元。而且，情况越来越糟，信贷市场债务在2001年一年间增加了2.2万亿美元，是名义GDP增长的6.5倍。

20世纪90年代后期被人称颂为“伟大的繁荣时代”，其实并不是那么回事。事实上，它反映了一种虚假的、用格林斯潘巨量债务泡沫催生出来的国内需求。而且，这种虚假的国内需求反过来又产生更高的进口和贸易赤字，因此进一步造成美国经济的不平衡。

当然，治疗过度需求和过度信贷的良方是高利率。但当1991年的衰退结束后，格林斯潘的美联储从来没有把利率恢复到衰退前的水平。这当然与他身为稳健的美联储主席的职责相矛盾，他应该削减国内需求，严厉控制经常项目下的赤字。

到了1998年下半年，美国经济在巨量的信贷力量推动下逐渐发展起来。在遭遇俄罗斯违约和长期资产管理公司危机等事件后，一个近乎疯狂的股市最终踉踌跚、摇摇欲坠。但并不是让泡沫破灭重新洗牌，美联储选择了往错误的方向进攻，把短期利率最高限定在4%，一个比货币周转率的起始利率要低很多的水平，这又使美国国内债务狂欢得以继续。简言之，美国早已严重入不敷出，但格林斯潘的美联储却继续踩下货币加速器，而不是踩下刹车。

这的确是彻头彻尾的凯恩斯主义风格的货币激进主义，也就是说，美联储印钞机的运转是基于美国联邦公开市场委员会12名成员心血来潮的想法，特别是基于美联储主席的异想天开。

当然，他们的梦想就是要清除经济周期中的自然起伏，并且灵巧地管理美国经济，实现更高水平的发展和繁荣。美联储自封为国家集权中央的计划者，觉得自己的角色更适合追求充分就业和价格操控，把模糊的立法委任状转化为爱管闲事和微观管理的开放式营业执照。

一旦感觉就业和生产增长出现停滞，美联储就扳动货币政策的控制杆来应对。这根控制杆就是美联储资金的利率。美联储这个国家的分支机构因此承担起监护国家经济的责任。

里根来到华盛顿，是来解放自由企业的。但他任总统期间最大的讽刺就是，他任命的美联储主席否决了他的核心目标，通过激进的货币政策的后门，反而实现了集权体制的制度化。

## 格林斯潘的垃圾经济学：中国价格和泰勒规则的谬误

美联储主席特别中意的一个幻境是CPI，CPI走势从1990年衰退期的4%左右下降到20世纪90年代后期的2.5%左右。格林斯潘对此总结道，这源于生产效率的奇迹和美联储应对通胀有方。

于是，他鼓励联邦公开市场委员会全盘接受美化的“菲利普斯曲线理论”<sup>[22]</sup>，即失业率与通货膨胀率存在交替关系。这个新的货币主义理论变异被称之为“泰勒规则”<sup>[23]</sup>，但这相当于老套的需求端谬误。这个理论提倡降低利率、鼓励华尔街的泡沫金融盛宴，因为该理论认为更低的通胀和产量可能出现的下降，会让更宽松的货币政策合理化。但这种推论颠倒了因果，泰勒规则是伪装成货币学真理的数学垃圾。

CPI上涨的趋势放缓，并不是美国国内生产效率的奇迹，而是美联储在控制国内通胀方面取得了十足的成功。而且可以相当肯定，这不是美国经济长期低迷不能实现“潜在的”产量所造成的。但泰勒教授却幻想如此，并以他自己的名字来命名这条规则。

CPI下行的压力实际上来自外向因素。中国出口企业所带来的大幅度工资下降，很快就摧毁了美国经济中现有的生产力。这才造成了“潜在的”产量下降，而不是如泰勒规则的狂热信徒们所错误认为的产量上升。

事实上，中国价格造成进口商品成本的下降，也造成了美国制造商进口竞争力的下降，其幅度之大足以带动美国平均价格水平下降，而不是上升趋势，但实际没有发生价格下降。从1990年12月到2000年12月，CPI平均年度增长率是2.7%，并且在最后的两年里，突破了3%。

美国国内价格年度增长接近3%是不合适的，因为这压缩了国内工

资和生产成本需要进行下行调整的空间，这种调整对于保持美国经济的竞争力和工人就业率至关重要。而且，把亚洲通货紧缩通过货币政策转嫁给美国消费者，会让名义工资的国内购买力捉襟见肘，以至于影响名义工资所能支撑的实际生活水平。

相反，美联储用低息债务注入美国经济，这个政策相当于培育更高的消费和更低的生产。这也意味着在这10年里，CPI增加了30%，同时每小时工人工资增长了35%。这样一来，尽管美国工人在世界就业市场中已经因价格高而出局了，但他们依然很难追上生活成本的上升趋势。

因此，美联储宣称在20世纪90年代有效控制住了通货膨胀，虽然这在算术层面是对的，但在经济上不是良性趋势。它极大地扩大了美国名义工资与中国出口企业之间的差距，也为更凶猛的进口商品浪潮的来临铺平了道路，并且这将给美国制造和就业形势带来更大程度的破坏。

简而言之，中国“致富光荣”是一个标志性的宣言，它开启了一个威力巨大的全球工资和价格紧缩浪潮。但格林斯潘的美联储却搞砸了：本可允许美国经济去收获因价格紧缩而带来的生活质量的改善，并且可以借机调整因名义工资和利润下降而带来的阵痛，但美联储却把它转变成了债务盛宴。

## 13万亿美元债务盛宴

20世纪90年代，美国经济生病了，已不能承受更高的债务，国民收入也不能承担更高的杠杆负担。事实上，在亚洲的冲击下，美国经济产生更多收入的能力也永久下降了。这意味着美联储鼓励巨额债务增长的政策是彻底错误的。实际上，美联储是把它自己的前途也抵押出去了。美国经济需要更高的由债务推升的消费支出，才能弥补亚洲出口给美国产量和国民收入带来的负面影响。泡沫金融取代了真实收入和生产力。

1993~2001年，美联储13万亿美元的债务同样催生了华尔街的虚假繁荣。在这10年结束时，股市指数的飙升部分反映了公司每股收益的估值倍数增加了两倍。这个几乎是史无前例的市盈率增长，暗示着美国经济增长潜力在不断加速。

在实际中，这个增长潜力被美国国内飙升的债务，以及东亚国家迅猛增长的出口制造业严重侵蚀了。这些经济基础力量的衰退却因对技术革命到来而爆发的欢呼声以及股市泡沫所掩盖了，而股市本应如实反映这种衰退。

然而，实际情况非常严峻。公司收益实现了温和上涨，但主要是由于宽松信贷所造成的消费支出增长，以及在商业和住宅房地产市场，以债务驱动的抵押贷款贷款实现爆发式增长。

同样，市场上出现许多涉及公司收购的债务融资、杠杆收购以及公司股票回购推升每股收益的计划，这些将会在第二十一章和第二十二章详细叙述。而当美联储将利率打压至更低水平时，那些所谓的房地产市场和其他金融资产的利率上限就被打破了，使资产价格上涨，养成了更贪婪的投机欲望。

在实际中，美联储的低利率政策使得美国工人的工资相对于亚洲来说更贵，同时债务的价格相对于收入来说更便宜。因此，在华尔街追求更高的每股收益的需求推动下，美国企业很快纷纷采取层层推进的类似露天采矿作业的方法，把劳动力成本从季报的利润表中剔除，同时用便宜贷款得来的融资资金负担分摊到好多年的离职补偿金和重组成本上。

公司债务毫无悬念地飙升。公司用融资的资金来回购股票、收购竞争对手，以及买断员工工龄。1993~2001年，非金融商业债务余额从3.5万亿美元增加到6.8万亿美元，上升了近100%。但税前商业收入仅仅增长了50%，这意味着商业杠杆率在稳固上升。

美联储也忽略了造成经济基础疲软的证据。相反，它宣称股市的繁荣应归功于美联储，应该说是美联储错误的政策导致了巨额债务泡沫和贸易赤字，而泡沫和赤字又引爆了股市的繁荣。

最后，美联储在20世纪90年代制定了纵容华尔街的货币政策，掩盖了在东亚地区发展起来的对美国经济的重大威胁。因此，非常讽刺的是，由格林斯潘领导下的美联储一手促成的消费信贷繁荣和金融投机盛行，却被吹捧为里根革命时代供给学政策成功的证据。

事实上，凯恩斯主义在20世纪80年代的盛行和90年代货币超发泡沫，都是反供给学说的。在这20年里，美国输出财政国债和美元，反过来却造成对美国经济的伤害，而且受伤最深的正是美国经济中生产和就



业的实际能力。

事实清楚地告诉我们，在21世纪初，伟大的亚洲出口经济远远超越了有史以来任何一种降低成本的干预手段。它超越了互联网、沃尔玛、数控机床、福特的装配线、中心发电站、铁路、蒸汽机、珍妮纺纱机，甚至超越了汽车。

这主要影响了美国的生产、就业和收入，美国经济危在旦夕。在现存的自由贸易体制下，只有往下调整成本和工资水平，来面对亚洲各出口国强大的通货紧缩挑战，才能保住美国国内的就业和收入。

在这些情况下，美国经济所需要的最后一件事情，就是降低利率和家庭信贷快速增长。因为美国国内家庭承载了远比收入更高的债务，这在过去完全不可想象。事实上，美国家庭债务占GDP的比例已经攀升至30年最高，从1975年历史标准的45%左右，在世纪之交时上升到100%。

与此同时，一方面，美国国内商品和服务供应商只获取了部分人为上浮的消费支出；另一方面，越来越多的消费品需求订单正源源不断地直接流向了低价外国供应商，特别是中国工厂。

其潜台词是非常清楚的。在伟大的亚洲出口机器面前，美国家庭的工资增长前景正在受到损害，而他们承受债务的能力也正在被快速地削弱。

在这种情况下，美联储应该把利率提高到足够高，以鼓励储蓄、降低家庭债务，而不是促使投机泛滥、刺激更多借贷。但美联储沉浸在增长胜利的喜悦中，迷失在伪科学的政策规则里。

所以，在现代经济历史周期中可能最差的时候，美联储却让美国家庭把自己埋在抵押贷款和信用卡的债务里，从而把美国国家经济中生产与消费的不平衡推升到一个更加危险的程度。

因此，20世纪90年代的繁荣不但不代表生产力和技术出现了爆发式增长，而且事实并不如吹捧得那般好。相反，巨大信贷泡沫造就了所谓的繁荣，同时也掩盖了美国经济在生产、就业和收入方面所面临的深层次挑战。

## 反供给学的繁荣

互联网泡沫破灭后，紧接着在2001年发生了轻度衰退，美联储选择新一轮最低利率政策为美国经济增添动力，华盛顿则将更加冒险的财政挥霍当作回报。这些政策导致了周期性的反弹，在2002~2007年，GDP和非农就业人数获得了适度上升。但这一次，已经没有办法来掩藏这么一个事实：这个繁荣是不可持续的。

在华尔街金融风暴发生4年以后，经济硬指标表明，美国经济10年来真的熄火了。在21世纪的12年里，实际商业固定资本投资每年仅仅微增了0.8%。

无论如何，这不是供给学主义的繁荣，如果不能在生产能力上做出有效投资的话，将会摧毁未来的GDP增长和人民的生活质量。事实上，在同一时期，实际GDP的增长平均也只有1.7%，如果我们把通货膨胀的因素真正计算进去的话，这个微小的增长数字可能是零，甚至是负数。

同样，2012年9月非农就业人数是1.335亿，这与2000年后期报告的美国全国就业人数几乎相同。更令人担忧的是，养家的全职就业人数只有6 600万，与世纪之交时的水平低了近10%。制造业产量与2000年2月相比没有多少增加。

所以，里根革命并没有造就供给学的奇迹，也没有促成宏观经济发展的进一步提高。里根革命的遗产被一系列政策催生的泡沫增长所掩盖：1983~1992年凯恩斯主义赤字繁荣；1993~2000年格林斯潘的美国国内信贷和股市泡沫；而在2001年轻度衰退后，美联储荒诞地实行低利率政策，导致巨大的房地产和消费繁荣。

最终，所有这些迎来了2008年秋的惊天危机。几十年国家债务狂欢遇上了天然的上限，生产与消费之间、出口与进口之间的巨大不平衡，达到了难以为继的程度。但里根革命的辩护者们除了责备奥巴马政府把国内经济弄得更糟之外，从来没有试图解释为什么会发生这些事情。

虽然如此，当宏观经济繁荣的虚假叙述被剥去以后，留下来的里根时代的真实故事是：这个国家的保守党如何在美国这块土地上，培养滋生出重大的财政崩溃，并如何侥幸逃脱，并伪称美联储这台印钞机正在培育着真正的繁荣。

对这段历史的解读是错误的。重回里根时代，我们看到财政准则首先被新保守主义者打破，他们纵容着一个战争国家追求着国家安全的假象。然后是被退税保守主义者打破，他们用供给学理论摧毁山姆大叔的收入基础。最后被正义保守主义者打破，这些普通的共和党人愤怒地谴责“大政府”，但在福利国家的集体游说面前一退再退。

## 为什么轮船没有随潮水一同上涨

里根革命的失败和变形，并不仅仅导致财政准则被破坏。供给学说曾经预测涨潮会帮助所有轮船上浮，但过去30年所带来的却完全相反：对于中产阶级来说，这是经济停滞；而对于处于经济阶梯顶层的富裕阶层来说，是名副其实的财富增长。

事实上，在过去30年里，5万美元中产家庭收入在扣除通胀后每年仅仅增长了0.3%，同时，时薪工资水平实际上出现了下降。真的，高中毕业直接进入就业市场的工人，他们平均的实际工资比1979年下降了25%，而高校毕业生的工资水平在此之前一直维持不变。

所以，1980年里根总统竞选时有一个虚假的问题：“你还好吗？”30年后，中产阶级的答案非常明确：不怎么样。

实际上，这是金融泡沫的天性使然，用杠杆和投机把获胜所带来的利益全部给了处于经济阶梯最顶尖的富裕阶层。毫不奇怪，1%的最富裕家庭所拥有的财富比例，从1979年的20%增加到35%，同时，他们的收入比例上涨了一倍，达到了25%。

按照美联储报告的净资产总量来衡量，往最富裕家庭倾斜的曲线停留在更令人瞩目的焦点上。5%的最富裕家庭目前拥有40万亿美元的净资产，比1985年的8万亿美元足足增加了32万亿美元。

相比之下，余下的95%家庭的净资产在2011年年底仅仅是8万亿美元，尽管比25年前高了一点儿。因此5%的最富裕家庭的净资产比95%家庭的多了4倍。

里根革命所设想的上涨潮水，是由自由市场资本主义推动的财富增长，而且是在生产力、产量和真实财富等方面，由自由市场创造的可持续增长。在一个健康资本主义经济体中，收入分配理应体现市场经济的公平正义，而不应由国家政治体制来操控和决定，应该完全如此。

但在过去30年里，绝大部分财富的增加并不是自由市场的成果。正如我们将在第四部分看到的，与之相反，财富来源于金融和房地产市场的泡沫，而美国挥霍借贷和美联储超发货币造成了这些泡沫。

围绕着明显的财富分配不均，爆发了激烈的政治辩论：2012年美国总统竞选时出现了“阶级斗争”的问题，这同样非常讽刺。由尼克松和里根造成的稳健货币政策的变形，播撒了这些不幸灾难的种子。但现在却是他们政策所背叛的自由市场资本主义背负了所有骂名。

不言而喻，国家的边界并没有后退，正如里根革命所打算的。但无论是在福利国家还是在战争国家中，尽管用于政府融资的税收负担在不断减轻，政府却变得越来越庞大。事实上，里根竞选时承诺，1980年的不稳定的、滞涨的经济，将会在稳健的货币和财政政策上重建，但30年的历史证明，稳健的货币和财政政策早已经被彻底抛弃了。

过去几十年的历史特征表明，家庭和商业债务负担扩张的速度在降低。在实际中，美国实施了疯狂的国际借贷，使得美国人的消费金额比他们过去30年的产量还要多8万亿美元。

从某种意义上来说，这些里根革命的变形，在其本身的政策剧本里就暗示着错误、矛盾和困惑。从表面上看，自约翰逊开始一直延续到尼克松、福特和卡特，他们都用税收、支出、调整、上涨等范式定义国家政策，但这些范例都失败了。与此相比，里根革命的核心思想却是一个有吸引力的选择。

但一旦进入政府管理讨论时，里根革命也好不到哪去，最终只是自证仅仅是竞选口号而已，而不是一个严肃的政策议题。更加重要的是，自里根时代以来，共和党已经不断证明，在里根独特的演讲里出现的“小政府”原则，只是经常口头说说而已，而只有违背它，才能收获荣耀。

[\[22\]](#) 菲利普斯曲线：表示失业与通货膨胀之间替代取舍关系的曲线，由新西兰统计学家威廉·菲利普斯于1958年最先提出。后来，萨缪尔森和索洛将原来表示失业率与货币工资变动率之间交替关系的菲利普斯曲线发展成为用来表示失业率与通货膨胀率之间交替关系的曲线。

——译者注

[23] 泰勒规则：常用的简单货币政策规则之一，由泰勒于1993年针对美国的实际数据提出。泰勒规则描述了短期利率如何针对通胀率和产出变化调整的准则。其从形式上看来非常简单，但对后来的货币政策规则研究具有深远影响。——译者注

## 第五章

### 战争国家的胜利： 引爆扩张主义

一个疯狂扩张的战争国家是里根革命最大的政策失误。里根就任总统没几天，白宫就犯下了致命的历史错误：签发给五角大楼一张被称为“7%实际增长支出”的空白支票。

在随后的6年中，财政的大量注入促使美国年度国防预算几乎增加了两倍，从1 400亿美元增加到3 700亿美元。更重要的是，这在一个错误的历史时期，引爆了整个军工联合体内强大的扩张主义冲动。

### 苏联核攻击战略：新保守主义的稻草人

在20世纪80年代后期，日趋衰落的苏联经济面临终极崩溃的局面。虽然随处可见苏联工业的衰败景象，但美国军工联合体内的新保守主义势力重拾起20世纪60年代肯尼迪的宣传衣钵，再次鼓吹与苏联的虚假导弹差距。

而且，新保守主义势力把这个虚假的军事能力描绘成普遍的、有预谋的、而且是正在加剧的差距。苏联正在拼命获取打赢核战争的能力，即第一波攻击破坏绝大部分美国核威慑力量的能力。再加上苏联大力发展其国内防御系统，以防范任何可能的报复打击，甚至是在2 500万人甚至更多的伤亡情况下，依然具有生存和反击能力。

这些战略核威慑能力据称包括一个崭新的现代重型轰炸机编队，以及分导式多弹头战略导弹，导弹射程和精度都有了巨大的进步。除此之外，据称苏联正在部署新的移动洲际导弹部队，以及快速发展先进的核



攻击潜艇编队。

所有这些多重威胁引发了美国发展新型武器的需求，同时新保守主义势力散布恐怖传言，称克里姆林宫决心征服世界，这重新激活了华盛顿对冷战的恐惧。随后在重整军队装备的擂擂战鼓声中，开启了里根政府的国防计划。但这都源于一个个超级错误。

事实上，苏联的核战争攻击战略子虚乌有。而且，庞大的美国国防发展计划从来没有分配任何资源用于战略武装力量和反制措施等。相反，五角大楼投资了数以千亿美元的资金，来装备和训练常规部队：陆军、海军和空军，这些与假想的苏联核打击完全没有关系。

非常具有讽刺意义的是，当叶利钦手拿着伏特加酒，站在一辆坦克上，宣告苏联红军没落时，里根的常规军事作战能力达到了顶峰。后来的那些美国总统主要应该感谢里根，帮助他们打造了一支无敌舰队，从而有能力发动任何无谓的侵略战争和占领战争。

## 超级昂贵的糊涂账：五角大楼意外获得1.5万亿美元

五角大楼打造军事能力的计划在预算上一开始就无比混乱。从原先的7%的国防大跃进进到5年国防支出计划，并没有任何自下而上的项目细节，甚至连像样点的专业分析都没有。

预算报告的开头部分是候选人里根在1980年9月发表的“芝加哥演讲”，演讲宽泛地概述了经济和预算计划，并承诺在国防方面实现5%年增长的目标。但连这个数字本身都没有获得竞选班子的认可。当年竞选班子成员包括由超级鹰派、参议员约翰·托尔率领的新保守主义顾问团，他们需要的数字是8%~9%的增长。5%的增长数字反而是被里根的主要经济顾问格林斯潘和马丁·安德森硬塞进计划里的。设计这个计划就是试图显示这些预算数字并非不可能实现，也就是说，美国可以有涵盖社会各阶层的退税计划，也可以有重大军事增长，并且预算也可以实现平衡，而且所有这些都可以在1983年实现。

当一个新政府成立后，一般而言需要经过几个月，才能弥合深层次

的军事支出分歧。其中专业任务团队会对威胁评估做出分析，并对预算和资源做出恰当的平衡取舍。但在里根就职总统前所发生的两件事，彻底省略了对预算进行理性化分析研究的过程。

里根在竞选中严厉攻击卡特政府“损害了”国家安全，但不曾想，即将离任的卡特政府已经在预算中提议每年增加5%的实际国防支出。因此，里根班子就立刻决定不能止步于里根在芝加哥演讲中所建议的数字。

更重要的是，新政府承诺在2月18日前递交一揽子经济复苏计划和5年财政计划。这就意味着，只剩下不到4周的时间来重新编制一个完整的联邦预算。

由于没有时间制订一个自下而上的国防计划，我们只能拼凑一个粗制滥造的临时方案，也就是说，在5年财政计划中，我们仅仅在每一年给数字留了个位置。如此这般，里根就任总统后10天，在与国防部进行半小时会议后，我们就在这些数字上达成了一致。

从国家安全的角度来看，这5个神奇的数字完全空洞无物。事实上，参加国防部预算会议只有4人，两位主角分别是新上任的国防部部长和白宫预算办公室主任，他们对国防事务一无所知。同样，另两位新保守主义的副部长和副主任在会议前已经就数字达成一致，因此，他们在会议期间保持谨慎和默契，一言不发。

的确，这次会议的目的就是为了在国防增长数字上达成一致，因此，这是对职业精神的侮辱。会议没有图表、计算机打印稿、彩色演示文件，也没有“手上拿着6英尺<sup>[24]</sup>长木制指示棒的上校军官们”<sup>[25]</sup>。在桌上放着的唯一文具是“惠普便携式计算器和一张白纸”。

参加会议的国防部部长卡斯帕·温伯格连国防部简报都没有看过，就开口说卡特政府提议的5%肯定不行，又说托尔团队的8%~9%的要求可能太高了。我在惠普计算器上按了几下，历史上最庞大的5年国防预算就这么定下来了。

但那还没有完。此后，国防预算一直处于一种混乱的状况中，不断进行增加和补充，因此预算总额增长得很快。在伊朗人质营救行动失败后，国会里的紧张情绪在蔓延，更倾向于增强军事实力，而共和党鹰派宣扬苏联威胁论的言论更是火上浇油。

在这个背景下，1980年1 420亿美元的国防财政预算，就成为共和党在竞选活动中攻击的“皮纳塔”<sup>[26]</sup>，他们把它当作卡特政府在国家安全政策方面失败的证据。关键是，它也被当作芝加哥演讲所承诺的5%国防增长速度的起始点。

然而在这期间，国防委员会首先把卡特政府1981年的国防财政预算提高到1 700亿美元，然后，通过年中补充拨款把它再一次提高至1 800亿美元。即将退场的卡特政府的国防部再次不断增加，把1982年预算请求提高至2 050亿美元。

即使是这个虚高的数字，新保守主义者们依然觉得预算严重不足。因此，参议员托尔甚至在里根就任总统前就获得了白宫的保证，可以把国防人员薪金增长和其他军事行动类的费用放入“待情况好转”的补充项目中，因此又增加了170亿美元的预算。

最后，1982年的国防预算定格为2 220亿美元，比在总统竞选期间受到猛烈攻击的1 420亿美元“皮纳塔”预算，增长了近60%。而且，被大大提升的1982年预算数额取代了号称不足的1980年实际支出水平，成为计算年度预算增长的基数。

因此，在那一瞬间，复合运算的规则与军工联合体强强组合在一起，其结果当然就是政府管理的愚蠢失败。

按照当时预测的通胀趋势，如果以芝加哥演讲承诺的5%实际增长率来计算，那么1986年的国防财政预算应该在2 500亿美元左右。但如果调整为7%的增长率，并调整更高的起始数字，那么出现了一个令人瞠目结舌的新数字：在1986财年，国防支出预算接近3 700亿美元。

简而言之，在还没有削减任何国内支出，更不用说承诺的巨额减税方案之前，美国下一个财年的国防预算已经比原先假设的要高出50%。芝加哥演讲中所引用的财政数字是里根竞选总统时唯一一次与战争财政目标保持一致，而现在已经被扔进了垃圾堆里。

几天后，当听说这个灾难性结果时，我目瞪口呆。1982~1986年，五角大楼的巨额国防预算几近1.46万亿美元。这个数字比卡特政府3个整年的联邦预算总和还高，整个联邦预算除了国防，还包括利息支出、社会保障、医疗保险、安全金融网、国家公园服务和品茶委员会<sup>[27]</sup>等。

这实在是太离奇了。事实上，我确信只要采取常规的预算编制方法和流程，自下而上对国防预算项目细节加以完善，这些数字完全可以缩小。但最终这项庞大的国防预算成为新时代的起点，而任何削减和修改只能成为一厢情愿的美好想象。

## 一生只有一次的采购狂潮

里根政府从来没有重新制订或者修订一个战略上与预算相一致的国防计划。这个巨大的、空洞无物的支出增长计划，最后被国防部各团体之间进行利益交换的支出项目与军工联合体空前猛增的预算项目所填满。

在这一年里，国防部支出增长栏下面的空白预算项目，转换为越来越多、无所不包的国防部巨额采购清单。其中很大一部分是几年来甚至几十年来高级军官们的愿望清单和军工承包合同，而现在没有遇到任何麻烦就获得了资金。

由于国防资金几乎都流入4个兵种之中，因此其中许多资金进入了常规军队。虽然关于苏联核攻击能力的幼稚谣言四处流传，但除了新的战略轰炸机和MX“和平卫士”洲际导弹更新计划外，再没有制订什么有效的国防计划来应对。

因此，里根国防发展计划本质上是暗度陈仓的骗局。战鼓敲响的地方是彻底毁灭美国文明的战略核威慑，资金实际却投向了坦克、两栖登陆舰、近距离空中支援直升机，以及庞大的常规飞机和军舰群。

在现存的核对峙的情况下，这些武器毫无用途，但非常适合用于帝国主义的侵略和占领。因此具有讽刺意味的是，里根政府用即将灭亡的“邪恶帝国”为借口为国防发展辩护，但到头来，发展起来的国防力量却被用于对所谓的“邪恶轴心”发动选择性战争。

在所有昂贵的、与战略核威胁无关的项目中，虚拟的600艘舰船的海军项目首当其冲。海军需要数千亿美元资金来采购昂贵的水面舰艇和航母战斗群。这些庞大的钢铁舰船在苏联的核攻击中毫无用处，除了可



以当作蜡烛在海上燃烧以悼念文明最终被毁灭之外。

同样，常规的陆军和空军也挥霍了数以千亿美元的资金，包括13 000辆新型战斗坦克和M2布雷德利步兵战车。在随后的10年里，里根的国防发展计划还包括了18 000架新型战术战斗机和直升机，几十万枚巡航导弹和精确制导武器。

但在最初的一两年里，即使是五角大楼也没有更多的高价项目可以消耗掉所有增长的预算。因此，军事服务机构实施了一生只有一次的采购狂潮，采购备件、弹药、工具和设备、电子元件以及所有备货清单上的物资。有些物资采购费用在几年里都以每年50%的速度增长。

相比之下，在1.46万亿美元的国防支出中，只有很小一部分的资金用于战略核采购。比如，大概花费了300亿美元，约占总额的2%，用于B-1老式隐形轰炸机项目。具有讽刺意味的是，1989年<sup>[28]</sup>5月，第一批100架B-1轰炸机交付空军服役，6个月后，在布拉格发生了“天鹅绒革命”，最终导致虚弱的苏联帝国分崩离析。

实际上把苏联逼入绝境的是几千艘拥有三叉戟导弹的潜水艇，以及相同数量由陆基“民兵”洲际弹道导弹携带的独立制导核弹头，它们能够实行核报复打击，把核弹头射向对方的城市。苏联人对这些陆基和海基报复性核力量没有任何防御能力，也没有开发出相应的防御计划。

这些核遏制武装部队才是在过去许多年里，真正保卫美国安全的军事力量。美国在1981年的核安全几乎不需要增加任何花费，当然不需要200亿美元MX“和平卫士”洲际导弹，这是一种破坏威慑能力的防卫性武器，直到冷战马上就要结束了，才被部署。

事实上，里根国防发展计划里几乎没有一项影响了战略核平衡。基于656枚北极星潜水艇导弹和1 054枚民兵陆基洲际导弹的“相互确保摧毁”战略<sup>[29]</sup>系统，经过可靠性检验，已经被采购完毕。这保证了美国的核安全，直至1991年苏联解体。

所以，有观点认为，里根国防发展计划在一定程度上促成了苏联的解体，这是一个谣言，完全与事实不符。20世纪80年代，原先存在的核威慑平衡从来没有改变，美国在国防上没有实打实的投入，对“邪恶帝国”实施真正的威胁。苏联领导人最后确认被包围和威胁，但那是由于僵化的国家出现了严重的经济失败所造成的，而不是由常规舰艇、坦克

和飞机组成的新型美国无敌舰队所引发的。

也有观点认为，苏联致力于发展全球军事优势和核战能力。这个观点从来不可信。即使在当年，也没有证据支持这个观点，而且持有这个观点的只是到处叫嚷的、热心讨论国家安全的一小部分人。

现在公开的苏联历史档案也证明了，苏联从来没有在国防支出方面有过突破性增长。20世纪80年代早期，苏联军费支出以每年1%~2%的速度增长，而且，由于当年苏联的计划经济正处在崩溃边缘，甚至连这个统计数字的真实性也是非常值得怀疑的。

在令人恐怖的武器方面，苏联重型固定发射井洲际导弹的精度也要比其所宣称的低得多，意味着这些核攻击武器并不像新保守主义者大肆宣传的那么可怕。新型的移动洲际导弹的精度更低，也不足以被用于第一波核攻击。

苏联也没有长途重型轰炸机计划，只有一种中距离飞机，不可能对北美地区目标造成实际威胁。同样，苏联也没有大规模国内防御计划，有的只是一些杂乱无章、差强人意的废铜烂铁大杂烩而已。

简而言之，新保守主义者拿“相互确保摧毁”战略做文章，主要是基于虚幻和想象。苏联领导人并没有做好准备来发动核攻击，引发世界末日，因为即使他们屈从于自杀的冲动，他们也远没有这种能力来实施。

更加有意义的真相是，这个结论对于自由主义者来说始终是非常明确的。当年苏联经济正不可避免地走向失败，这严重影响了其是否有能力发动一场核战争，也影响到是否能够跨越边界地区，发动重大常规军事侵略战争。苏联陷入阿富汗这个战争沼泽，就是一个明证。

如果美国仅仅只是超前实施大规模的国防发展，那么除了浪费大量资源外，例如GDP损失几个百分点，那么也许并没有更持久的历史影响。但在实际中，里根的国防发展计划催生了一个历史怪兽：正是有了里根遗留下来的巨大常规战争机器，老布什才有能力发动侵略占领战争，实现帝国主张的梦想。



# 真正的里根国防发展计划：美国帝国无敌舰队的崛起

里根政府动用1.46万亿美元的预算，真正打造出来的是常规军事作战能力和兵力投送能力。在20世纪的历史上，只有艾森豪威尔作为军事专家入主过白宫，而换作是他，也会拒绝这种军事发展，因为这对于核对手来说，并不具有边际价值。在越南的惨败已经证明了他的观点是正确的，“越战”非常惨痛和悲壮地表明，大规模常规军事力量不可能摧毁对手的意志，因而也就不可能成功地占领、平定和重建第三世界国家。

但这正是庞大的里根政府预算支出所花费的地方：打造一个强大的常规军事力量，如果艾森豪威尔将军在世看到这种战略错误，他一定也会震惊不已。这常规军事力量的核心，是15个武装到牙齿的海军航母战斗群，配备强击机、直升机、巡航导弹、两栖登陆艇，以及大量配套的通信和电子战设备。在实际中，一艘标准的航母由80架飞机和10多艘护卫舰队组成，除了一部分国家外，这种军事打击力量相当于一个国家的全部军事作战能力。

正是这些核动力航母战斗群给了美国政策制定者们很大的底气，滋生出侵略性帝国的傲慢气焰。其中，海基战斧式巡航导弹就是一个典型案例，说明这些平台只是很好地增强了美国军事打击能力，而不是用于抵抗苏联的进攻。

战斧式巡航导弹的兴起始于1983年里根国防大发展时期，但“邪恶帝国”的消亡丝毫没有影响到它的发展。到20世纪末，美国大约有150艘水面舰艇和攻击潜水艇，有能力发射这些致命巡航导弹，并拥有大约5000枚导弹。

战斧式导弹的射程有700英里<sup>[30]</sup>。这就意味着它们的攻击范围从其海上发射平台，可以覆盖3/4的世界人口地区。在过去20年里，战斧式导弹曾被“单独”用于实施军事打击的，包括伊拉克、波黑、阿富汗、苏丹、利比亚和其他地区。这种形式的军事打击启发了美国总统们，提醒他们可以随心所欲地干涉别国内政，而不用付出血的代价。

里根国防发展计划同样给了军队借口，大规模更新常规固定翼和直升机部队，这是一次疯狂的军备采购，一个在和平时期从未有过的先

例。在里根8年任期内，国防部被授权采购了将近9 000架固定翼飞机和直升机，与此对照，在过去8年间，仅采购了3 000架。

这个严重浪费的采购狂潮源于一个毫无根据的判断，即苏联人决心在欧洲发动自杀性常规地面战争。但那时候，苏联红军每天都在证明，在贫瘠、广阔的兴都库什山地区，他们都没有能力征服使用便携火箭推进榴弹的当地部落武装。而且，当苏联在1991年解体后，美国高频率的飞机采购力度也从来没有减弱过：尽管世界安全形势已经大变，东欧现在正快速地被汉堡王和必胜客所占领，但美国国会议员认定国防采购是和“就业”相关的计划，因而决不会否决采购计划。

里根的国防大发展留给美国国家安全政策制定者们的是大约13 000架固定翼飞行器 and 直升机。除了20架B-2隐形轰炸机外，这个巨大的库存是为常规军事作战和长距离兵力投送能力而度身打造的，其中包括4 000架常规攻击机和战斗机、5 000多架直升机，这些飞机主要用于常规军事战场，执行攻击、运输的任务或充当公共设施。

在里根国防大发展期间，实施了两项地面战争武器计划，即M1A1艾布拉姆斯坦克升级计划和M2布雷德利步兵战车计划。这两项计划在讨论时都曾遭遇麻烦。在1981年里根国防支出大增长时，专家们发生了激烈争辩，是否应该在M1坦克基础上开发新型的、更昂贵的升级坦克。

但在1981年1月30日通过了7%国防支出增长预算之后，对于成本和功效之间的讨论已经烟消云散。在国防部新的1.46万亿美元预算中有太广阔的空间，就算把这两个项目统统塞进预算，都绰绰有余。在随后10年里，国防部采购了7 000辆M2布雷德利步兵战车和6 000辆M1A1艾布拉姆斯坦克。这些战车和坦克在苏联核打击之下毫无用处，但是实施军事侵略和占领手段的理想武器。

而且，一旦M2布雷德利步兵战车和M1A1艾布拉姆斯坦克生产线开启，关闭生产线的可能性极小甚至没有。装甲战车由高密度钢铁、精密机器、复杂的电子元器件和电路等组成，也可以说，它们是最出色的“就业项目”。

相关案例说明可以在俄亥俄州的利玛观察到。在当地，40年前，7%的国防支出预算增长才带来这个项目；40年后的今天，当地工厂却拒绝关闭M1坦克生产线。自从那时候，我们所有的工业竞争对手，苏

联和中国都已经停止了类似的坦克生产，或实行军转民用。

一个有着7 800万人口的国家被当作美国的敌人，在过去30年里，他们最主要的军事斗争就是反抗伊拉克的战争，在那场战争中，他们年仅12岁的战士还在使用长柄步枪，与邻国伊拉克军队进行较量。但在美国，军工联合体仍然设法对9 000辆艾布拉姆斯坦克进行再加工、升级和现代化，就像1961年柏林危机从来没有结束。

最后，我们发现，1981年1月通过的7%国防预算增长计划，不仅完全没有必要，而且只是历史偶发现象，其却打造了一个规模庞大的国家远征军和常规作战机器。但经过了1988年“天鹅绒革命”之后，世界格局发生巨大变化，已经不再需要国家远征军，也不会发生需要强大工业支撑的常规战争了。

## 里根无敌舰队的试验场

苏联解体后很快就分裂成多个国家，欧洲则关注福利国家的衰老状况，而中国则转型为世界工厂。简言之，除了中东一些沿海国家外，对于这支远征军来说，已经没有地区可以插足作战。

不幸，中东地区成为理想场所。虽然柏林墙倒了以后，海军的600艘舰船项目开始不断缩水，但不可否认其强大的作战能力，仍保证其可以从深海作战平台对环波斯湾地区发动毁灭性的进攻。

同样，对于那些不听话而又没有多大军事实力的中东国家，直升机编队、近距离空中支援和攻击、歼击轰炸机编队以及大量战术导弹和智能武器，都证明很适合用于占领这些地区。也没有比广阔的沙漠、用碎石和泥土堆砌建造起来的村庄，更适合作为艾布拉姆斯坦克和布雷德利战车理想的测试场。

唯一欠缺的是貌似可信和能自圆其说的战争理由，可以指挥这支意外成长起来的远征军发动地面战争，让阿富汗的崇山峻岭地区荒无人烟，让底格里斯河和幼发拉底河的平原血流成河，或者让科威特的沙丘蝎子横行。所有这些战争都不会让石油更便宜，尽管这曾经是、现在不

再是国家出兵的合法理由。

按照五角大楼的估算，在阿富汗的“基地”组织成员从来没有超过几百名。因此，他们应该一点儿也不惊讶地发现，6年来，这位圣战领袖把自己躲藏在一间农舍里，和他的3位妻子、6名孩子和几十头羊一直生活在一起。本·拉登的最后灭亡无可辩驳地证明了，在搜索和抓获现实世界里的恐怖分子方面，几沓美元比一支远征军更有效。

因此，之所以小布什和他的父亲能在环波斯湾地区发动战争，毫无疑问，就是因为他们拥有这种战争能力。一个历史的偶然事件赋予他们一台强大的常规战争机器，因此，他们就能够无须证明，也无须征税就能养活一支军队，也无须获得国会的宣战，就可以发动战争。

事实的真相不证自明。举例来说，基于什么样合法的国内安全理由，美国政府可以做出判断：一个是腐败和暴戾的阿富汗军阀，10年之后还可以领着美国工资；而另一个是贪婪的部落酋长，把塔利班血腥恐怖活动当成他生活的一部分？

同样，伊拉克现在是三个独立王国，腐败和暗杀到处横行，而不是原先的一个。但无论是旧政权还是新王国，这都与美国人民的福祉没有任何关系。

在伊拉克的邻国科威特，情形也是一样。从真正国家利益的角度来看，萨达姆已经死了，在一场起初与美国没有关系的历史边界争端中，他站在了错误的一边。

仅仅几周的时间，伟大的古城巴格达就变成残垣断壁。随后，小布什选择登上美国航母甲板宣告战争的胜利，这种行为方式事后受到了相应的批评。这完全不是胜利的标志，它只是证明从第43届美国总统所站立的航母上，美国可以随心所欲地对几千里外的任意城市发动毁灭性的打击。

## 1981年战争国家预算的临界点：几乎终结了，但不必要地复活了

20世纪80年代初，苏联在计划经济的束缚下正濒临灭亡，军事化的“国中之国”吸干了整个社会。在那个历史节点上，美国所要做的就是等着它灭亡，在民兵导弹和三叉戟潜艇组成的战略报复军事力量的保护之下，美国还是很安全的。这个更加温和的历史进程，一个历史已经坚实地踏上的进程，却在最后时候被否决了，这结果主要是新保守主义者从中作梗才造成的。

新保守主义者获胜了，因为他们背后有两个顽固的家伙提供强力支持，他们是温伯格和里根。他们两人之中，温伯格更应被谴责。

在他担任华盛顿高官的20年经历里，温伯格向来以思想保守著称，但事实并非如此。温伯格实际上是冒牌集权主义者，无论在领导哪个国家部门，他总像是一个冷酷无情的律师。他的招牌式口头禅就是：“给我委聘书，我从不屈服。”

在美国联邦贸易委员会的时候，他是一位热情的管理者。当他在尼克松政府预算办公室工作的时候，他就变成了“给刀上鞘”的人。1973~1975年，一向号称节俭的温伯格在担任卫生、教育及福利部部长期间，预算却增长了45%，这是政府在社会福利方面的最大支出，是史无前例也后无来者的。

担任国防部长仅仅10天，他便把空白的国防增长预算表给填满了，自那以后，温伯格那律师腔的结案陈词从来不变：7%的国防支出增长必须成为美国首要原则。意味着不容争论，更不要想着去做任何改变。

因此，国防部长顽固地、教条地、不屈不挠地坚守着1.46万亿美元增长目标。1983年3月发生的一个插曲，可以形象地说明温伯格是如何顽固坚守7%的国防增长预算立场，是如何人为地扩充国防部的财源的。

在那个时候，财政平衡等式出血了，造成了1983年财政年度赤字高达2 100亿美元，相当于GDP的6%还多。自“二战”以后，从未出现过这么高的赤字，因此，警报铃声高声响起。

这个警报更是引起了美国国会中的共和党主流领导们的警惕，他们对里根革命本来就不是那么热情积极。更糟的是，里根近期递交的1984年预算也是一个灾难，要求批准2 000亿美元的年度赤字，这相当于在5个财政年度里，总共计划要借1万亿美元。

那一时代当权的共和党国会领袖们依然尊重传统的财政准则，因此，他们完全被总统递交给他们的预算给吓呆了。

到了那年春天，共和党国会领袖们已经与白宫分道扬镳，至少是在私下里的衣帽间里，他们之间已经形同陌路。参议院多数党领袖霍华德·贝克和预算委员会主席皮特·多梅尼西率领参议院共和党人，设计出一个大胆的计划：从下一年起，每年减少1 000亿美元的赤字。

贝克计划包含了一些真材实料的东西，如削减社会保障和其他福利改革，大幅度减少“猪肉桶”项目支出，并且在上一年秋天总统签署成为法律的一揽子税法漏洞修补计划之外，又把津贴补助调整到适度范围，以利于进一步增加财政收入。

但把这些措施整合在一起的关键胶合剂，则是给国防支出的增长设定了每年5%的上限，也就好比国防部在经历了3年快速增长后，略微停下来喘口气。但这遭到了国防部部长极其坚决的反对。温伯格形容参议院共和党的计划是对国家安全的重大威胁，而事实上，实际国防支出在1981年和1982年均增长了12%，在1983年又增加了8%，合计总共增加了35个百分点。他告诉共和党领袖们走开，别挡道，然后他在1984年总统预算上锱铢必较，在扣除通胀后，提出再次增长11%的目标。

由于担心预算赤字越来越大，也考虑到如果他们妥协，势必减少国内削减计划所带来的政治烦恼，参议院共和党领袖们不可能忍受在国防支出方面一直保持两位数的增长，这使得他们在怀疑中气急败坏。他们看见了赤字，而温伯格坚持还要更多的预算。

随后，贝克做最后努力来进行妥协，建议在随后三年里，每年实际预算增长依次是7.5%、7%和6%。温伯格依然拒绝接受，在这种不妥协中有着一种肆无忌惮的讽刺。

里根在1982年8月签署税收增加法案时，是基于一个前提：每增加一块钱的税收，会削减三块钱的支出。而削减法案就包括国防部在3年里节省下500亿美元支出，但墨迹未干，国防部就早已经忘了有削减支出一说，而且在总统预算中也早就完全忽略了这一条。

碰巧的是，贝克在1984年国防预算上的最后妥协的方案，也正好是国防部在未来3年里节省下500亿美元支出，也就是说，国会共和党人最后愿意用“已削减”的预算额度来解决。因为他们在绝望中为附和白宫，



从原先预算周期里已抽出了相同数额的节省费用，进行了重复计算。

当温伯格连这块遮羞布都不打算要时，谈判最后破裂了。参议院共和党人决定按自己的方式办事，在那以后，已经没有任何可能对国家财政政策困局进行全面的中期调整，也没有任何基础对高速增长的国防预算进行聪明的、有序的削减调整。

但这还不是这个愚蠢故事的结局。在经济复苏以后，里根为1982年税收增加法案感到懊悔不已，认为在削减支出承诺上他受到了蒙蔽。事实上，国会原先承诺的削减支出的主要差额就是国防部削减的500亿美元支出。是的，总统受到了蒙蔽，被他的国防部长蒙蔽了。

这不是第一次了。温伯格从第一天起就在误导总统，虽然不是有意掩盖事实。较大的欺骗就是温伯格不是里根原先想象的那样，也就是说，他不再是“给刀上鞘”的人。

依附在国防部长委任状背后的是温伯格偏执狂的目的，他毫不关心一个向来提倡节俭持家的政府应该追求的事情。管理一个高效率的国防部不是他的一贯做法，当然根除浪费和重复、对武器系统吹毛求疵、寻求以更低成本达成目标等，也不是他的作风。

温伯格背弃了美国总统对内阁官员所期待的诚实、奉献的精神。相反，他让总统相信，在为国家提供国防安全的巨大业务里，没有其他选择，没有权衡取舍，也没有层次渐进。

事实上，温伯格一再重复的信息就是，国防部预算增长是事先准备好的必需品。在国防部工作的专家们和爱国者们，只能在这个预算框架内做出科学的选择，因此在波托马克河畔的白宫，没有人可以或者有能力来干预国防预算。

## 战争国家为何复兴：里根的致命失误

作为美军总司令，里根很悲惨地失败了。在大多数政策领域，即使在增加税收事务上，里根展现出灵活变通的能力，一旦机会出现，就会

做出相应妥协。

但他在国防高速发展事务上却没有表现出灵活。总统把这个事务盲目、全权授权给他的顾问、国防部部长温伯格，这是一个致命的判断错误，温伯格在他的权力范围内对于所有事情表现出超乎自然的顽固和专横。

这就让国家决策过程处于一个可怕的历史错误影响之下。里根完全彻底地接受了新保守主义者的故事，他们强烈夸大宣扬苏联的威胁，宣扬虚假的理论描述，称克里姆林宫正在追求打赢核战争的战略。

更糟的是，里根对美国军事力量有着几乎孩童般的自信。因此，他毫不在意在军队中出现军种之间的竞争，对官僚作风盛行蔓延也视而不见，他的放任也造成军工联合体的“猪肉桶”项目在五角大楼内到处泛滥，以至于有人称呼五角大楼为“浪费的沼泽地”。

特别明显的是，里根对于高层军官表现出令人吃惊的盲目崇拜。每一次参谋长联席会议主席到访白宫，总统都表现得十分敬畏，好像他们来自奥林匹斯山，屈尊来到白宫。

真相是，在椭圆形办公室里，战争国家预算从来就不可以圆滑变通。作为保守主义者，里根在其30年的政治活动中，一直宣扬“小政府”的理念，但他曾经信奉的信念却来自出身贫寒的家庭背景：在20世纪50年代，他家所在地区被认为“赤色分子”猖獗而遭受政治迫害。事实上，在好莱坞与左派分道扬镳后，里根在其保守主义生涯中，一直从《人事》和《国家评论》等保守派媒体中汲取摩尼教的冷战福音。

因此，里根在演说中描述了一个幻想中的世界，一个自由的力量与克里姆林宫为了统治世界进行传说中的大决战。面对末日威胁，公民里根轻易相信，为了保障国家安全，必须时刻保持庞大军事力量，并处于备战状态。

事实上，在军事和国家安全领域，里根是一个不折不扣的中央集权主义者。尽管他对“大政府”的怀疑有着充分的根据，例如政府官僚倾向于打造一个帝国大厦，公共部门的垄断带来固有的低效率和浪费，自私自利的官僚们倾向于掩盖事实、歪曲真相，但他对波托马克河畔另一边的五角大楼却没有丝毫的怀疑。

同样，他也没有体会到，在国防军事方面的支出与其他政府部门一样，都会造成纳税人的负担和消耗国家的经济。相反，他不断地说：“不，当涉及国家安全时，你不是按预算来花钱，你要按你的需要来花钱。”

毋庸置疑，五角大楼的高层军官和国防承包商由衷地同意这个观点。当然他们也更懂得如何定义更昂贵的“需要”。所以，非常具有讽刺意味的是，当年“小政府”理念的捍卫者却极大地促进了20世纪80年代战争国家的复兴——一个造成极大浪费并导致可悲历史后果的项目。

## 艾森豪威尔将军和未曾走过的道路

在实施国防扩张战略领域，如果想要阐释里根的性格特征，走前人“未曾走过的道路”，最好把国防扩张规模和实质与艾森豪威尔的政治遗产进行比较。

首先，艾森豪威尔实行了大规模裁军和缩小其他常规军事力量的规模，因为他认为，自由主义外交政策势力偏好有限战争的学术概念，这在核武器时代是一个幻觉。因此，他重新编制了更小、更瘦身的国防预算，因为他相信只有大规模核报复威胁，才有可能遏制苏联。

其次，他坚信对于国家安全来说，一个强健的民用经济和坚定的财政准则，与国防军事实力同样重要。在这方面，艾森豪威尔在白宫8年时间里亲自参与这场运动，不仅裁减常规军事力量架构，而且对必需的军事项目，尽其所能进行压缩、克扣、节省、减少等。

正因为如此，他建立了或许可以称之为“艾森豪威尔最低限度”的国防战略。艾森豪威尔，这位20世纪的将军，在入主白宫后，把国防支出削减到他认为足以遏制苏联的最低水平。对于此细节，本书在第十一章将会专门叙述。因此，当他卸任时，国防部与当年他从杜鲁门继承过来时那个战争规模相比，缩减了1/3。

按2005年美元购买能力，艾森豪威尔的最终国防预算是3 700亿美元，相比他当政初期的5 150亿美元，实现了大幅度下降。他的卓越之

处在于，当年在太空竞争时期，面对苏联工业经济正处于最鼎盛时期，在对国家安全需要进行评估后，他能够提出艾森豪威尔最低限度战略。

相比之下，按相同美元购买力计算，里根卸任时的国防预算是4820亿美元。这不仅意味着里根国防支出比艾森豪威尔最后一年的预算实际上高出了30%，而且两个时期的历史背景完全不同，在里根时代，“邪恶帝国”已经进入最后崩溃阶段。

而且，人人皆知，苏联的国家阴魂早就使其工业经济窒息，从公开渠道获得的许多证据都证明了，苏联的解体即将到来。在经历了长达30年东西方冷战后，历史赋予美国一个机会，可以减轻美国纳税人沉重的金融负担。因此，国防支出应该大幅度削减，到20世纪80年代结束时，应该低于艾森豪威尔最低限度水平，大概在2 000亿美元左右。

然而，恰恰相反，国防支出草率地、毫无必要地上升到5 000亿美元的水平。发生这么不幸的结局，其中有个根本原因就是，里根过度顺从了一切与军事相关的东西，他可能早已经忘记了艾森豪威尔在20年前发出的警告。

艾森豪威尔在发表著名的卸任演讲时，警告美国人民：“我们必须时刻警惕军工联合体，它们会自觉或不自觉地施加毫无根据的影响。权力腐败的不幸崛起不仅存在，并且一直会延续下去。”

滥用政治权力而最有可能发生的事情是，军工联合体通过对战争恐惧的动员，实施与战争国家实质相一致的庞大“猪肉桶”项目，达到榨取未经论证的、过度的国防支出的目的。在这点上，艾森豪威尔把他与从冷战时期直至（包括）里根的所有继任总统们区分开来。

所有这些总统们都可以被描述为军事凯恩斯主义者，也就是说，他们相信国防支出包含“买一送一”的好处：在保证国家安全的同时，又可以创造就业和推动科技发展。

与此相反，艾森豪威尔坚持老派的传统观点，认为军事支出本身就是浪费。它所消耗的资源本可以用在满足民用经济的需求上。

事实上，在一段极其抒情的流行语录中，艾森豪威尔曾经这样讲道：“每生产一支枪，每建造一艘军舰，每发射一颗导弹，归根结底都是对那些食不果腹、衣不蔽体的人们的无耻偷窃。这个穷兵黩武的世界

不仅仅耗费了金钱，它同样挥霍了劳动者的汗水，浪费了科学家的才华，磨灭了孩子们的希望……在战争的阴云下，人类终将被钉在那钢铁十字架上。”

不用说，没有一位继任总统，包括左翼社团组织者奥巴马，在阐释军事支出的社会成本方面，可以与艾森豪威尔的雄辩口才相比肩。尤其在里根政府内，当庞大的国防支出聚集起发展势头时，每天的议事日程充斥着毫无头绪的事务，战争国家本身就成为在海外实施帝国主义、在国内增加人民经济负担的理由。

里根时代的传闻谣言众多，但最大的谣言恐怕就是华而不实的里根国防发展计划导致了苏联的崩溃。如前所言，在里根任期内，国防总支出达到3.5万亿美元（以2005年美元购买力计算），这并没有导致克里姆林宫举旗投降。几乎没有一个项目是用于直接威胁苏联安全的，或者达到破坏其战略核威慑的目的。

通过采购常规坦克、飞机、直升机、导弹和弹药等军事武器，美国也没有发动一场克里姆林宫担心自己难以承受的武器竞争。事实上，20世纪80年代的重启军备竞赛，在没有任何合法的国家理由下，打造了一支庞大的远征军力量，用于没有任何回报补偿的目的，只为了总统们拥有发动战争的能力。

如果说里根国防发展计划与遏制“邪恶帝国”的所谓国家目标没有关系，那么这种发展却致命地破坏了任何适度发展日益萎缩的国内福利社会的前景。在1981年1月后的一年内，事实上，国内预算与国防预算的差距，变得十分突兀和站不住脚，以至于彻底毒害了政治力量的源泉。

五角大楼日趋肥大，在华盛顿的民用政府部门造成了刻薄的怨恨气氛，即使在那些幸运地获得国防承包合同和本地经济刺激计划的选区，也是如此。最后，怨气又反过来惹怒了原本在国会中极力支持白宫，实施国内机构紧缩政策的那些势力。

因此，最后，我们发现反映里根时代财政政策鲜明特征的，不是公共财政的匮乏，而是国防部飙升的预算所引发的对财政的挥霍与浪费，以及那些富得冒油、臭名昭著的“猪肉桶”项目。一个超级讽刺的事实是，在1981年早期，里根只在很短的一段时间内面对国内福利的挑战，很快就转到了它的对立面；一个快速扩张的战争国家。这不仅在当时纯属杞人忧天，而且注定成为未来几十年帝国主义灾难的孵化器。

[24] 1英尺≈0.305米。——编者注

[25] 在西方传统军事战略计划会上，均由上校军官们手持木制指示棒，按照将军们的指示，在沙盘上演示各种军队部署方案。此处暗示会议简单、无实质内容。——译者注

[26] 皮纳塔：一种纸糊的容器，其内装满玩具与糖果，于节日或生日宴会上悬挂起来，让人用棍棒打击，打破时玩具与糖果会掉落下来。此处暗喻政府预算。——译者注

[27] 品茶委员会：创立于1897年，由7名品茶师组成，每年在布鲁克林的仓库内举行为期两天的品茶会。国会授权列入联邦预算，直至1996年，国会通过终止法案。——译者注

[28] 原文为“1988年”，与历史记载不合，疑为原书错误。——编者注

[29] “相互确保摧毁”战略：冷战时期美苏两国的一种军事战略思想，是指美苏双方都拥有第二次核打击能力，即使有一方先实施核打击，另一方仍能生存并具备完全摧毁对方的核报复能力。——译者注

[30] 1英里≈1.609千米。——编者注



## 第六章

### 福利国家的胜利： 共和党的反税传统是如何诞生的

在税收政策领域的里根革命，同样也充满了错误和混乱。这些失败最终演化为共和党反税学说，一种令人昏厥的对现实的否定，实际上完全颠覆了共和党在1980年前一直坚守的财政传统。

在那之前，保守主义者通常把税收当作平衡支出和收入账目的调节器，而不是露骨的经济刺激手段。三位战后共和党总统，艾森豪威尔、尼克松和福特，均依靠税收增长消灭赤字，尽管是把它当作削减支出方案穷尽以后的不得已手段。

这几任共和党政府也支持低税收的经济理论，以鼓励资本和私营企业发展。但最后，税收减免体系只成为国家收入的首要也是最重要的手段，而不是促进经济发展的万能灵丹。

了解稳健财政政策的传统如何在自1980年以来的历史中迷失，对我们理解在当前四处蔓延的经济变形至关重要。尤其是因为，如果对这个传统的起源和制度化，没有有目的的、明确的理解，那么，就如同无法理解它们曾经是那么令人费解、看似偶然孤立一样，共和党依旧会停留在财政无知这一层面上。

### 里根减税政策的起源：凯恩斯主义的通胀

尽管两党修正主义者都试图掩盖事实真相，但里根减税政策首先可以在早期保守主义传统中找到根基。而只是到了晚期，才出现巧言善变般的修正主义理论，诸如“饿死野兽”的观点。同样，退化的供给学提出

了拉弗曲线的概念，称税率下降并不一定导致收入减少。这除了拉弗本人外，几乎没人相信。

事实上，尽管里根政府和务实的共和党政治家们都相信，降低税率会刺激经济增长和部分收入的回流，但他们都不相信这些减税政策会100%增加收入。之后很久，在与拉弗齐名的诡辩家裘德·万尼斯基<sup>[31]</sup>和其他一两个江湖骗子的怂恿下，减税才被合并到共和党政策问答册子。拉弗、裘德等几个人就组成了供给学说的整个圈子。

事实上，里根政府执政时，面临巨大的税收障碍，它们阻碍着经济扩张。20世纪70年代，两位数的通胀和个人所得税收的累进制结构，进行了恶性互动，导致由于税级攀升<sup>[32]</sup>而出现税率快速增长的现象。

根据1981年年初的预测，通胀将出现继续上升的前景，由于税级攀升，现行税法将极大地自动增加联邦税赋负担。1980年，国民收入中的19%来自税收，这个数值在1986年将被提高到史无前例的24%。

税收增长占GDP的比例上升5个百分点，并非小事，按照今天经济规模计算的话，相当于每年增加7500亿美元。因此，里根政府面临着税收负担被急剧放大的前景。

另外一个传承下来的政治遗产则是凯恩斯财政激进主义，其结果是自20世纪60年代后期起导致制度化的慢性赤字，并造成美联储实施超发货币的政策。保罗·沃尔克正积极采取措施，应对美联储货币超发政策，但要征服美联储还尚待时日。

在这些情况下，并不需要完全理解供给学说中的每个细节，才能理解削减所得税的紧迫性。如果不加以控制，“税级自动攀升”，社会的怒火会捣毁经济复苏和增长的能力。

另外，这个即将来临的、已无须通过立法的税收负担增长，是财政阳光下的新鲜事物。诚然，1913年《联邦储备法》制定和确立了个人税法 and 美联储的体系，如果老右派们很久以前就严厉抨击这个“讨厌的1913年法案”的话，那么今天也就根本不会存在这个问题。但不管怎么说，在和平年代，这个潜在通胀货币和没收型税收的混乱状况，从来没有像今天那么如此具体、真切。

例如在“咆哮的二十年代”，消费价格平均涨幅为零。同样，在个人

所得税第一个和平时期，没有出现税级攀升的情况。相反，在战时高税率时期，盖世无双的安德鲁·梅隆<sup>[33]</sup>设计的大幅减税方案最终获得国会的批准。

同样，在大萧条后的头4年里，消费价格在下跌了20%后，只是温和地反弹了一些，这种情况一直维持到“二战”爆发。因此，在20世纪30年代，没有“税级攀升”一说。只有罗斯福有预谋地通过调整税收立法，对富人课以高税。

在朝鲜战争后，经济恢复常态，消费通胀率进入和平时期的缓慢爬升状态，在1953~1967年，每年平均只上涨了1.6%。而且再一次，重大的税级攀升没有出现。同时，可自由裁量的立法行动起到了温和降低所得税率的作用。

恰在此时，约翰逊实施了卑鄙的“大炮和黄油”改革运动，最终把1913年的妖魔鬼怪全都释放了出来。在1967年后的几年里，懦弱胆小的美联储在和平时期，第一次释放出恶性通货膨胀，并且在1971年废除了金融市场的金本位制，黄金抑制通胀的最后防线被彻底攻破。

现在大家都已经忘记了这个和平时期爆发的独特通胀，但它的重要性无论怎么强调都不过分。消费价格在15年间，平均每年上涨将近7.5%，其中4年出现了超两位数的增长。其结果是残酷地把已经被通胀虚增的收入推向更高的税率，这确实遏制了企业家的活力，侵蚀了商业投资的信心，因此造成了实际GDP增长突然放缓。

所以，在1971年8月，尼克松抛弃了稳健的货币政策，导致国家经济遭遇滞胀型发展困境，也最终引发了里根革命。在这10年的大部分时候，实际增长几乎停顿；在1981年前8年里，通胀严重，经济平均每年增长2.5%；与此相比，在1969年前20年里，年平均增长率达到3.8%。

这些才是对中产阶级生活质量的威胁，它们为1980年登台亮相的总统竞选口号“你还好吗”做足了铺垫。正是公众相信自己过得不好，而且担心未来会更糟，这才把里根送进了白宫，解决尼克松遗留下来的深层问题。

## 里根的退税计划：拉弗曲线的魔力？

长久以来被遗忘的事实是，里根减税方案最初究其实质相当于预防性指数化，也就是说，在预计收入通胀前，把税率体系进行隔离，以避免税率进一步攀升。在那个时候，格林斯潘也是以此为基础明确为里根减税政策辩护。共和党保守主义卫道士们同样完全接受了这个务实的辩解，但他们中也很少有人看好免费午餐理论的作者和号称是经济学家的拉弗，以及他写在餐巾纸上的理论。

事实上，税收指数化在理论上与老派传统的共和党财政政策的正统教义完全兼容。从1981年年初的情况来看，至少它没有创造难以克服的财政缺口问题：温和的减税方案仅仅起到了预先防止因税级攀升而导致税收负担增加的作用。

在这种情形下，最初的里根税改方案，即肯普-罗斯的10-5-3减税法案，并不是非常激进。这个方案建议个人所得税连续三年削减10%，加速商业资产折旧减值。事实上，如果完全执行这些建议，将造成政府收入损失扩大，并按量配比达到GDP的4.5%，这不过是对争论中的5年财政计划中预计的税级攀升做抵销处理。

因此，里根减税方案的计算结果表明，1986年预计的税收负担重新回落到GDP的19.5%，这与卡特政府最后一年财政预算（1981财年）所体现的美国经济税收水平完全一致。与传说相反，里根税改方案的最初版本，并不是为了降低遗留下来的税收负担水平。按照当时的初步估算，这个税改草案不过是将税收水平恢复到卡特原先状况而已。

## 贝克图书馆财政数学：全部泡汤

在卡特离任时的政府预算里，支出在GDP中占到了约22%。按照计划中的税收紧缩方案，还剩下占GDP 2.5%的赤字，这在当时来看，并不是一个大得危险的赤字数字。但里根革命还是准备减少政府的财政支出，因此，一个节省2%~3%支出的方案似乎应该恰到好处，并且能够实现。

的确，按照最近的规范，把预算平衡在GDP的19.5%水平并不需要特别激进地削减支出：在20世纪70年代，联邦预算支出的GDP平均占比是20%左右，到1979年也不过是20.2%。里根预算方案真正激进的地方是把国内支出全部砍掉，特别是与尼克松-福特时代的国内支出大幅度上升的历史情况相比较之后，尤其显得如此。

在总统宣誓就职的前一天晚上，当共和党大佬们齐集在多数党领袖贝克的图书馆策划财政战略时，平衡里根在竞选时自相矛盾的各种承诺，并非是一项不可能完成的任务。考虑到税收占到了GDP的19.5%，这还是比和平时期的任何年份都要高，另外国防发展计划还没有进行定量处理，因此，虽然压缩GDP几个百分点的联邦总支出，对于这群共和党领袖们来说很麻烦，但还是可能完成的任务。

但总统宣誓就职不久，对财政安排的破坏又开始了，而且从来就没有停止过。直到今天，这个遗孽依然盘旋在美国混乱不堪的财政金融账目上，如同财政的达摩克利斯之剑。

国防发展的支出非常庞大，远远超过芝加哥演讲中粗略财政计算所暗示的水平。在1981年7月的竞价战中，减税的数量大幅度增加。与此同时，与最初的“美好前景”相比，国家经济和收入基数的最终结果要缩小了很多。

最后，在贝克图书馆里谋划的最温和的国内支出削减计划，事后全部泡汤。其结果是财政失血是如此突然、巨量和无情，乃至于其原因在当时就不大被理解，直到现在依然消失在两党争斗的迷雾里。

尽管如此，预算崩溃中所包含的财政基础规则还是相当清晰的，两党争辩所催生出来的修正主义传闻也是不值辩驳的。民主党指责里根政府的巨额赤字是有意为之，这是不实之词，因为事实正好相反，也就是说，这是白宫在预算上无知所造成的结果，是共和党党内尔虞我诈、分裂的各派势力角逐的后果。

共和党宣扬里根时期的赤字无伤大雅，这一说法更是漏洞百出：最初1981年的预算方案所引发的财政赤字规模巨大，影响深远，只是在随后的几年里，采取了严厉的增税计划，才略微减轻其破坏程度。而这些增税总额，以今天经济指标计算，相当于3 500亿美元。

此外，即使是在里根增税之后，依然留下占GDP 3%~4%的结构性



赤字。在1982年衰退结束后，经济确实有了强劲反弹，即便如此，这个财政缺口还是无法被填补，而且任何想象中的高增长也不能消灭这个赤字。

事实上，里根时代的财政遗产就是永久巨额赤字的财政政策。它所带来的巨大破坏从来没有被平复过，只不过是美联储在后来的25年里，通过疯狂买入财政国债而不断推迟其爆发的时间而已。

## 美好前景：两万亿美元的错误搅乱了里根的预算

其中最大的祸害就是5年经济预测，也就是人们一开始就知道的那个“美好前景”。里根最初计划所涵盖的1982~1986年的经济预测，过高估计了这一期间名义GDP的增长，所得出的错误金额达到令人难以置信的两万亿美元。

事后看来，人们也许会感到困惑，在1981年经济前景还不是很清晰的情况下，为什么有人还会试图把未来5年的经济前景描绘得如此灿烂。在卡特政府最后几年里，社会环境吵闹杂乱，许多曾经被认为不可能的事情都如同昨日重现般再次发生，诸如13%的年通胀率、石油每桶价格达到40美元、基准利率达到20%、金价突破800美元一盎司<sup>[34]</sup>等。

但里根革命不是渐进主义式的小修小补。它所寻求的政策的变化需要有经年滚动展开的空间，因此，它必须在更长久的经济预测框架下重建，尽管这如同在黑暗中挥刀一般漫无目的。

但挥刀刺向错误致命的地方却不是它被严重诟病之处。在经济遭受超高通胀、税级攀升和边际税率突然飙升等打击后，“美好前景”完全没有必要严重美化前景，并预测经济会实现爆发式反弹。

在实际中，里根复苏时期的前三年实现的实际GDP增长分别达到了4.5%、7.2%和4.1%。在这期间实现了平均5.4%的增长，与“美好前景”最初几年经济增长目标是完全符合的。问题是这不是同一个三年。

如同所有新政权一样，在1981年，里根政府从来没有考虑到，它强



力推动刺激经济复兴的计划，可能会导致在最初时期收获破坏性的衰退。相反，实际经济增长突然在1981年第四季度冲破计划中4%的闸门，到1982年第一季度实际增长了5.2%，并且在随后许多季度里保持了高增长。

由于新政府在实现增长的同时，对通胀实行严厉打击的货币政策，事后看来，这个“没有衰退”的预测或许可以不顾事实真相，而被描述成故意为之的结果。但在现实中，里根政府当时全力支持时任美联储主席沃尔克提出并负责执行的严厉货币紧缩政策，就应该预计到会对通胀“高烧”起到降温的效果，而同时也会导致临时性生产和就业的倒退。

这就是实际发生的情况。一方面，通胀率从1981年的9%直线下降到1982年的3.8%，这比“美好前景”所估计的结果还要好。

另一方面，在里根减税计划实施的第一年，实际GDP增长没有如供给学所预测的达到5.2%的繁荣水平。相反，1982年的实际产量缩水了1.5%，而到年底，失业率飙升到将近11%的水平。

所以，里根计划所产生的结果是依次而来，而不是平行同时发生的。首先发生的是货币紧缩所制造的通胀下降的效果，紧随其后的是产量反弹和供应端的扩张。的确，按照“美好前景”的日程安排，产量反弹应该在更后期才出现，几乎应该比计划晚两年。这就是财政数字出现错误崩溃的地方。

经济调整所导致的一系列后果产生了累积效应，这意味着美国经济复兴的道路实际上与“美好前景”的分歧越来越大。例如，在1982年，由于比预期更低的通胀和实际产量出现负增长，名义GDP仅接近1 400亿美元，比原先的预测减少了4%。这个名义GDP预测与实际之间的楔子在1983年时扩大到3 700亿美元，相当于与“美好前景”之间有10%的差距。

在预测周期的后几年里，这个楔子越来越大。到了1986年，里根计划的第5年，同样是这些遏制通胀和延缓产量复苏的经济力量，又促使名义GDP与实际的差距达到了每年6 600亿美元。这就意味着美国经济总量比1981年2月发动里根革命时，“美好前景”所预期的规模，缩水了15%。

在20世纪80年代早期发生的美国经济预测与实际之间的巨大差异，

并非只是财政政策考古研究中的细枝末节。

作为一种机械性思维，名义GDP的高增长率，无论是基于实际产量还是由于通胀，在一个累进制税收体系下，一定会产生收入的增加。首先，纳税公民会全体一起、稳定地步入更高税率中。其次，税收收入会从正在快速上升的名义收入基数中同样获得增长。最后，两者组合在一起，若允许其一直持续，这些力量势必成为没收民众收入的末日机器。

与之相反，在名义收入缓慢增长的情况下，无论由于低通胀还是低速实际增长，相同的税收体系都会因为更低的税率造成更低的平均税率。因此，在低税率适用于大幅度降低的名义收入时，合并产生的税收收入会更低。

不用说，就在这里，里根革命的财政数学无解了：甚至任何一条退税政策都没有通过立法之前，它就无解了。特别是，“美好前景”预计1986年名义GDP将达到4.8万亿美元，而其假设的前提是通胀逐步下降，而没有突然坠落，并且经济没有衰退，而且名义GDP会在5年内继续以平均4.7%的速度增长。

在这些前提假设下，按照当时的税收法律，即卡特税率，预计1986年的财政收入高达1.16万亿美元。这代表着税级攀升诱发的联邦税收，从卡特预算方案中占GDP的19.5%，到1986年上升到占GDP的24%。这个天量的“基线”水平，才是里根减税计划所要削减的地方。

但在实际中，1986年名义GDP只有4.15万亿美元，比“美好前景”的数字少了15%。由于远远少于攀升的税率，按照里根前税法的规定，联邦税收收入只占到了GDP的22%，而不是24%。这意味着在1986年，卡特税法所允许的联邦税收总额相当于9 000亿美元，比“美好前景”估计的数字少了2 500亿美元。

这意味着，在实际操作中，在随后的几年里，减税只可能存在于虚幻的世界里。如果我们当初在编制“美好前景”时，有着更好的洞察能力或者更可靠，那么，我们或许应该把沃尔克的衰退所带来的负面影响放在第一位，把货币主义者成功控制通胀的假设也放在前面，而把供给学者预测的实际增长放到最后。

如果是这样，新政府在1981年2月对经济发展的预测，就有可能与上述描述的实际经济的状态相当接近。但这样的话，巨额的里根减税方

案也就可能完全出不了白宫的大门。由于收入基线水平远低于预测，那么很明显，里根在2月18日宣布的财政计划，就有可能带来2 000亿~3 000亿美元的年度财政赤字。

这会把里根经济学打入冷宫。在那个时候，共和党议员们对巨额赤字吓得要死，我也同样害怕。所以，里根可能也会如此。

诚然，通胀下降的实际情况，也造成了计划中的指数化社会福利项目的基线支出也下降了。但出于同样的原因，未曾料到的大衰退、高失业率和巨额的初期财政赤字，都造成了相反的效果：庞大的社会保障系统和债务还本付息的费用，远比“美好前景”预计的要高，因此在财政支出端的项目支出，远比从低通胀获得的账面上的收入多得多。

简而言之，里根减税计划是从继承卡特预算政策开始的。虽然卡特预算政策预测在20世纪80年代中期将出现相当大的财政盈余，但这只是海市蜃楼。这代表着一个不可持续的通胀虚增经济，却使得美国行政管理和预算局的计算机不得不从恶性的税级攀升程序中，吐出一笔虚构的意外之财。

事实的真相是，沃尔克不可避免地会对高速上升的通胀造成毁灭性的打击。这意味着，无论财政政策如何变化，美国经济将在“榨汁机”中被挤出水分。

因此，实际上，当里根宣誓就职时，美国已经陷入巨大的财政赤字，不能自拔，只不过这些赤字隐藏在不可持续、通胀虚增的经济里。当巨额的里根减税计划被放到这个被继承的赤字上时，这个财政数字高到离谱，它就成了具有繁殖能力的沉重负担。

## 1981年的税收竞价战：被收买的联盟

在随后几个月内，随着国会采取行动对供应端实施减税，连同税收竞价战的爆发，财政收入的情况继续滑向困境。但实在滑稽的是，税收竞价战与当初国会设立的初衷背道而驰，当初是为了反对任何大动作的减税计划。

1981年年初，在国会共和党人中，没有人赞同最初未经稀释的30%所得税减税方案。特别是在参议院共和党大佬中，人人熟知的“肯普-罗斯减税法案”把他们吓得不轻。犹如多数党领袖贝克所描述的一样，这是一个巨大的“江轮上的赌博”。

因此，从一开始，共和党就承受了巨大的压力，被迫稀释减税方案，做出妥协。非常不幸的是，在国会争斗的核心里，税收法案往反方向倾斜。由于里根政府不可能在投票中获得过半票数，税收法案似乎越来越是大问题，因此，白宫开始与国会中的多数党联盟进行讨价还价式的谈判。

最后，具有历史意义的1981年里根《经济复兴税收法案》，不是由被成功说服的国会投票所通过的，而是由被收买的联盟通过。如果最初方案被全部采用，白宫的减税总额将占GDP的4.5%，然而，国会最终通过的方案是所减税额在下一财年占GDP的近6.5%。

随后的结果是联邦财政收入基数陷入困境，其程度令人十分震惊。当然，在白宫正式于1981年1月签署税收法案时，经济衰退的程度以及下一财年名义GDP的增长落后于“美好前景”等现象，还没有完全显现出来。但1981年余下的几个月中以及1982年年初，各种经济预测数据都更加明显地表明，一辆财政列车残骸正展现在美国面前。

最后结果是，按照20世纪80年代实施的具体化经济反通胀措施，新的税收法案创造出来的税收收入可能不到GDP的16%。里根减税方案跨越好几个财年旅程，才能平抑具有经济破坏力的税级攀升的问题；到了1980年中期，才使得联邦税收负担回落到占GDP 19.5%的水平，正巧与卡特政府时的预算一致，所以，这个减税方案实际上南辕北辙，没有达到减税的目的。

因此，无论是在错误百出的预测迷雾里，还是在毫无法则的国会争斗中，美国的税收负担出乎意料地回落到早期民主党总统杜鲁门1948年预算的水平。

唉，那个财政时代早就过时了。杜鲁门可以用GDP的16%来支付山姆大叔的账单，因为冷战时代国防发展计划还没有开始，大部分退休人员还不符合领取社会保障的条件，而且约翰逊的“伟大社会”<sup>[35]</sup>计划还没来得及考虑。

1981年夏，尘埃落定时，平衡预算的财政法则曾经是共和党的圣杯，从此以后便消失在国家财政历史里。在财政预算方面，很明显存在着占GDP 5%~6%的机构性赤字。在所有后来的预算历史中，也只有30年后令人吃惊的永久赤字规模才比得上1981年的。

而且，出现财政失血的内部原因也暴露出更加不祥的征兆。1981年7月下旬爆发的税收招标战，导致了一个妥协的方案——“科纳布尔-汉斯法案Ⅱ”的出台，这是一棵有着惊人规模的税收“圣诞树”。在当代财政变形的历史中，这是一个具有模仿繁殖意义的法案，因为它揭示了，一旦从财政金融的传统禁忌中释放出来，权贵资本主义在掠夺公共财政方面所具有的可怕权力。

最后的结果是，为了达到在纯供应端帮助纳税人实施减税一美元的目的，白宫就不得不配一美元的利益，交换给商业游说掮客和特殊利益集团，这样才能确保法案获得国会支持。其中一些慷慨交换是重大的、具有历史意义的，例如，由于把商业楼宇的折旧报废期定在10年，而其建筑寿命却长达50年以上，因此几乎是把房地产从联邦收入税收中剔除出去了。

其他赠品包括，对使用木炭的炉灶给予退税。虽然这只有象征性意义，但在新英格兰等地，依然对获取选票有一定作用。还有其他补贴，例如石油忠实用户信贷和免税存款单，这些都是为获得产油各州代表以及储蓄和贷款行业的支持而付出的代价。

其中一些收入赠品更像是把鼻子伸进帐篷的骆驼——得寸进尺。例如房地产的税收条款规定，如果第一年成本高达几亿美元，但以每年50倍折旧，10年后全部残值为零而停止缴税。

机会主义商业游说集团入选了供应端的十字军团，并以这种方式，如同强盗般恣意掠夺联邦收入。而且，他们对财政的抢夺都是重负荷的“雪藏”行为，是为了在更长期的时间内掩藏真实的成本。

因此，当大部分条款在1990年生效后，财政收入损失达到惊人的数额，占到了GDP的6.2%。按今天的经济规模可计算出每年在税收收入上的损失大约是一万亿美元。

没有比这个数字更应该引起重视的。这个数字汇总了在1981年7月的几周时间里，对国家财政收入实施的绝对重度伤害行为，其程度无以

复加。关键是，在这个庞大金额中，有超过半数的金额是以新的税收漏洞和税收补贴等方式，进入美国政府许可的经济活动中，而不是把工人和企业家从更高的边际税率束缚中解放出来。

因此，1981年的7月21日是值得在恶性预算编年史中特别记录的日子。在供应端思想家宣布他们胜利时，正是那些白宫前街的游说掮客们确保他们拥有赢得胜利的投票。在他们公开的、声名狼藉的买票活动中，他们同样用不加粉饰的犬儒主义思想侵蚀财政政策的制定流程。而正是犬儒主义思想的流行，才造成了权贵资本主义在未来的几十年里茁壮成长。

## 在黑暗中挥刀：税收强盗如何保全里根的经济遗产

1981年7月，美国跨过了财政上的卢比孔河<sup>[36]</sup>，但平衡预算的老派共和党传统却仍然坚守了几年才彻底灭亡。的确，它死亡时，痛苦地留下了一个讽刺的遗产。里根在1981年税收竞价战中，把许多财政收入扔进了无底洞，在随后的几年里，他的确又签署了6个增税措施，增加的额度相当于当初被掠夺总数的约45%。但他总是偷偷摸摸地或者掩人耳目地签发这些税单法案。

这个过程后来被演化成“在黑暗中挥刀”的传闻，称里根是被哄骗后才签署这些增税协议的，这在某种程度上确实如此。另外，传闻后来被歪曲，说这些阴险的增税措施最多不过是注脚而已，并不具有持久的经济影响力。历史就这样被篡改了，对于下一代共和党政治家们，他们不需要太大的思维跳跃，就可以把他们新的反税正统教义套用到新的更大的传闻上，这个更大的传闻就是里根退税法案开启了20世纪80年代中期的经济繁荣。

证据却完全走向相反的方向。在财政政策错误的编年史中，1981年里根减税方案最终成为空前的“侥幸逃脱”之事，但逃脱的原因仅仅因为随后增加的税单，把失血的赤字控制在了可控水平。其中最重要的是1982年《税收公平和财政责任法案》，单是这条法案就收回了相当于GDP 1.1%的财政收入。按今天经济规模计算，相当于每年1 500亿美元。



在那以后，也很快推出了所谓“格林斯潘社会保障拯救计划”，这是一个略微伪装后的工资税增长计划，追回的税款相当于GDP的0.67%。同样，也通过1984年“赤字减少法案”追回了一小部分财政收入。这些“里根增税法案”所挽回的损失，按今天经济来算，总共是每年4 000亿美元。因此，不容置疑的事实是，里根增税的数量无论以哪种方式计算都是巨大的，而并不是像注脚一般小打小闹。

但同样一个不容置疑的事实是，总统和白宫团队从来就不是对这些立法行动拥有主导权的人。当然，里根政府从来不会承认这个事实。

因此，随着时间的推移，美国经济于20世纪90年代步入虚假繁荣，一代共和党政治家们成长起来了，但他们忘记了四个重要的事实。

第一，最重要的是1981年里根的经济复兴计划是一个财政灾难。出台了庞大的减税计划，却没有相配套的支出缩减计划，导致结构性赤字毫不夸张地爆发至不可想象的地步，占到GDP的6%。

第二，在里根第二届任期内，即在1982~1984年通过一系列重大的增税计划，虽降低了实际赤字，但其仍然处在相当高的水平，占GDP的3.5%。实施这些不可避免的纠错措施，其指导思想是以传统老派的共和党教义为基础，即政府应为其行为埋单。

第三，这些不可避免的税收措施在为政府买单的同时，没有阻碍经济复苏。在1983~1985年，GDP的平均增长率为5.4%，就响亮地证明了这点。同时，这个三年经济增长水平与先前从深度衰退中复苏时的水平相当。

第四，当电视上开始播放“早安美国”宣传片时，美国债务的加权平均成本依然处于两位数的水平。如果没有用这些增税措施来纠正结构性赤字占GDP 6%的问题，随着利息支付呈螺旋式上升直至无法控制时，就会很快挖好“债务陷阱”。要不是有白宫和共和党国会领袖们中的那些“税收强盗”<sup>[37]</sup>的话，里根经济遗产早在他第二届任期结束前，可能就已经被毁灭殆尽。

饿死野兽的神话：从未如此宣称过，却不容置疑地

## 失败了

令人惊讶的财政缺口引发了一系列必要的财政收入追回措施，这也为“饿死野兽”减税理论提供了一个真实环境下的测试，但这个测试完全失败了。

在那个财政历史的节点上，一个非常可怕的前景是一个和平、充分就业的国家却有着占GDP 6%的结构性赤字。所以，如果政治家们想要准确地实施大规模削减支出的强力措施，那么当时就是理想环境。

虽然在里根余下的任期内，没有再出现大规模财政赤字，但自1981年以后，美国在减少社会福利方面，没有取得任何明显进展。从里根第二届任期的财政数据便可以清晰看出，在缩减联邦支出占GDP比例方面，乏善可陈。

在那个时候，美国经济取得了强劲复苏，针对失业的反周期支出也已经在很大程度上被叫停了。但联邦财政支出占GDP的比例依然达到平均21.7%，这个数值如前面所述，实际上还是高于卡特政府“大支出”四年任期的21.1%。

与卡特政府的总支出平均数值相比，里根的国防发展计划当然是在占GDP的比例上增加一个百分点。但在里根的管理下，联邦支出占GDP的比例却飙升到和平时期最高水平，其中真正解释得通的事实是，在第二届任期内，尽管里根在1984年的选举中获得巨大的胜利，同时经济强劲复苏，但就是拒绝实施美国社会福利收缩措施。

具体来说，除去国防和外国安全援助之外，里根第二届任期的联邦支出占GDP的比例平均在15.5%，这与卡特时期平均15.9%的数字有了适度的进步。在里根任期内，出现经济衰退之后，巨大的结构性赤字威胁并没有造成对社会福利的实质压缩，因为是政治而不是财政政策的紧急状态，决定了这个结果。其政治根源可以追溯到1981年春。

## 施韦克计划：里根财政滑铁卢

在1980年参与总统竞选时，里根承诺在国内财政支出问题上实行全民公决，但这个承诺是短暂的，在1981年4月通过联邦预算决议后，民意的呼声就达到了高警戒水平。自那以后，几乎每一项新支出削减的动议，诸如1981年5月的社会保障改革方案，都被国会扼杀在摇篮里。与此同时，许多初步预算削减决议要么被打折了扣，要么兜好大一圈才能获得通过。

社会保障改革方案被揭开面纱才10天，就在1981年5月12日夭折。这强烈展示了，对社会福利进行任何实质性压缩时，都会遭遇强大的政治反抗力量。毫无疑问，这些强大的政治逆风来自党内各种派别力量，特别是来自里根政府内部。

最初里根财政计划实施才三个月，而且预算决议也于4月在国会胜利通过，为什么在这个节骨眼上，会向国会递交第二个广泛的支出削减建议呢？这其中其实没有什么秘密可言。在最初的财政计划中有个大漏洞，也就是说，应该采取哪些额外措施，来实现这个庞大的每年440亿美元支出削减计划，还“有待计划中”。

参议院多数党领袖霍华德·贝克给这个“有待计划中”的口头支票，加上了“神奇的引号”。参议院共和党领袖们很不情愿放过这个权宜的预算决议草案，因为它一开始就是一个没有任何约束力的设计草图，而在实际中，这个草案只是罗列了一串“即将通过”的税收和支出法案。因此，国会的共和党人，尤其是财政政策的坚定分子，对于这份看上去更像是一张空头支票的平衡预算草案，感到十分愤怒。

因此，他们期待白宫制订额外的支出削减计划，也意味着原先440亿美元草案没有任何神奇之处。它当然不是哄骗国会的邪恶把戏，但参议院共和党领袖们、共和党国会议员们都还没有做好准备，因为这第二轮财政支出削减计划将对社会保障发动无情的正面进攻。

的确，440亿美元的支出削减计划明显是我一直准备的“占位空格”，也就是说，让他们信以为真，将对社会保险基金会发动直接进攻，而这基金会的历史最早可追溯到罗斯福新政时期。但就如同国防部预算增长计划一样，这个占位性质的临时方案被重新安排，因为从总统就职到2月18日这个短暂期间，根本没有时间去准备超级复杂的方案。

即使算上到5月12日实施的这段时间，白宫社会保障改革方案还只是一个序曲，而不是一个能够平衡里根财政计划的全方位支出压缩方

案。尽管如此，这个方案还是非常有针对性，即削减一些十分明显是“不劳而获”的利益，而这些都是早些年财政放水时所增加的项目。

这其中最重要的是部分消除双指数化的巨大错误，这个错误就是尼克松在1972年选举前夕签署的法案。对退休金实行与年度CPI挂钩的增长条款，本身虽然引起很大争议，但通常能够被理解。但除此之外，1972年的法案犯了一个更加严重的财政错误。它实际上把整个积极的就业人口工资指数化，包括18岁刚刚踏入就业市场的年轻人，把他们的工资调整与每年消费指数和国家的生产力挂钩。

由于这种工资指数的复合效应，因此，经过40年到退休时，他们能够获得的保障金额要远远大于他们税单证明的工资税总额。5月12日白宫的计划并不是要取消，而是对这些明显是不劳而获的利益做实质性的稀释，同时也包括其他一些相同和类似的改革。

比如说，把在62岁提早退休的处罚金比例从20%提高到45%。同样，不劳而获的“最低保障”条款被逐步取消，取消了对学生被抚养人的保障性支出，以及某种类型的残疾人保障性收益。

所有这些都是不劳而获的保障，而且也没有包含在原始方案里。削减这些不劳而获的利益，不仅在原则上是十分明智的，而且经过几年的过度后，能够削减大约400亿美元的联邦财政支出。因此，这不是一个“有待计划中”的方案。

然而，这些初期改革所涉及的支出削减总额只不过占GDP的1%。如果想对社会福利进行实质性压缩，就必须对社会保险实施广泛而直接的改革，也就是必须对免审查的收入转移原则进行改革。

虽然如此，这个温和的“不劳而获”转移收入改革方案，是里根紧紧抓住并热情接受的几项削减支出措施之一。在白宫批准这项方案的会议上，他简洁地总结了不劳而获的问题：“从1964年起，我就不断发出警告，认为社会保障正走向破产边缘。而在这个方案中，就可以找到其中一个原因。”

虽然财政灾难不知何时爆发，但由詹姆斯·贝克领导的白宫政治事务团队决定不在此时此刻冒政治灾难的风险。因此白宫发布命令决定，此项方案不以白宫的名义发起，而是由美国卫生和公众服务部部长理查德·施韦克发起。

很快，在国会的政治家们闻到了血腥味，这项方案从诞生到死亡的速度可以成为类似的最快纪录之一。从每日白宫事务会议发给美国行政管理和预算局的备忘录中，记录了一个即将发生却遭遇戏剧性转折的过程。

在计划宣布后的第3天，白宫事务会议的进攻令是：“社会保障——需要更加努力地‘总统的建议’告知人民。”到了第7天，每日主题转变为：“我们不是放弃这个方案，但‘总统不会领导这个方案’。”到了5月21日，经过了10天反应敏捷的修改，又改变了方向，这种见风使舵的本领足以让苏联历史学家都感到脸红：“社会保障——必须从头版上撤下。只能应国会委员会要求，才能发送给国会山……‘总统不参与此项方案’。”

那时那地，很清楚的是社会福利不应该做任何让步，而且随着人口发展生育高峰的到来和无情指数化的社会福利，这个问题注定会在未来几年里不可阻挡地成为现实。事实上，免审查的社会保险计划综合覆盖了社会保障、医疗和失业保险，在1981年，占到了GDP的6%，今天的数字是10%，到这10年结束时将达到15%。

历史有时候会画出一个善意的惊叹号，来感叹这个结局或这个故事清晰的本质。在这个事件中，政治的喧嚣是如此震耳欲聋，以至于让参议院共和党领袖们感到一种紧迫感，必须通过一项决议谴责政府的一揽子改革方案。这项决议当天就以96：0获得了全票通过。

这个投票结果，不仅彻底埋葬了对社会保障制度中保险计划实施改革的前景，而且同时，在这个时代植入了财政测试的试金石：无论何时，政治家们谈论缩减政府的规模 and 把税收负担调整到1980年前的水平，他们要么是沉迷于纯粹的欺骗，要么接受施韦克方案最终被抛弃的结局。财政数学证明无其他路可走。

那些鼓吹里根削减国内支出神话的人，一直试图否认这点，否认施韦克方案的失败，称是因为方案有缺陷、时间太匆忙，因此不具有历史重要性。但事实恰恰做出了反证。

也许有比施韦克方案更好的选择，但30年来，从未见到过这种更好的方案。的确，在社会保障方面有过一个重要的立法法案，即1983年“格林斯潘社会保障拯救计划”，但正是这个法案狠狠地关上了对社会保险进行重大紧缩的改革大门。

格林斯潘委员会的计划被誉为两党合作的成功范例，确实是恰如其分的赞誉。它做到了两党计划唯一可行的一件事，就是通过更高的工资税率，大幅度提高应纳税工资基数，把联邦和州政府雇员纳入征税系统等，大幅度地增加税收。

这些措施确保了神秘的“信托基金”在中期时间范围内维持其清偿能力。另外，这个计划整体上试图通过大肆宣扬但名不副实的退休金增长，来伪装政府税收荷包丰满的形象。温和的退休金增长计划要在20年后才开始，完全实施则要到40年以后，也就是说，到现在都还没有完全执行。因此，在财政上的此时此地，格林斯潘的计划纯粹就是一个增税方案。

也不能说这个增税方案起到的作用微乎其微。工资税占GDP的比例提高了将近一个百分点。因此，中产阶级家庭被永久地拖回美国税收系统的累退税区域。

中产阶级家庭的工资税收负担，从1980年的平均9.5%上升到1988年的11.8%。与此对应，个人所得税的比例有所下降，到1988年，在中产阶级收入中的比例下降到6.6%，反映出所得税的负担几乎是工资税的一半。

在那时候，赞成并通过此项计划的两党多数派领袖们依然相信，政府必须为自己的行为埋单，但最终通过对工薪阶层实施增税计划得以实现。这一事实的讽刺意味不可谓不强烈。

## 里根：福利社会的税收征收员

当施韦克方案被白宫批准时，里根曾经坚定地表示，他再也不会选择增税这条简单的路径，来掩盖国家财政丧失清偿能力的现实。的确，他对1977年卡特法案表达了深深的鄙视：“他们给了我们历史上最大幅度的增税计划，并承诺这种健康状况将会持续到2030年……现在刚过去了4年，财政却已经陷入破产。”

可两年后，里根令人作呕地盛赞两党通过的增税计划，使用了与卡



特同样的语言，来描绘实现长期清偿能力的前景。里根向公众承诺社会保障体系会（再一次）在未来一代人中保持其清偿能力。当他做出承诺时，里根已经跨过了财政的卢比孔河，而自那以后里根的传记作者们则对此矢口否认。事实的真相是，一旦他放弃了施韦克方案，而选择两党清偿能力的一揽子方案，里根就已经成为这个福利国家的税收征收员，而在他眼里，福利社会不再那么让人讨厌了。

简而言之，施韦克方案和格林斯潘计划是历史长河中的两片书挡，正好是美国财政史上的两个转折点。自那以后，真正的问题是如何有效地、公平地为福利社会融资，并且把对美国经济的伤害降低到最低。

诚然，在1983年3月，由纽特·金里奇领导的少数普通议员们，在投票中对格林斯潘的计划投了反对票。在以后几十年里，他们抨击共和党任何回归平衡预算的老派财政传统的倾向，认为这是重蹈里根当年的覆辙，即成为这个福利国家的税收征收员。

但随后的历史证明，他们无法回答的问题依然如故。除了选择增税以外，没有其他手段来解决福利国家核心的社会保险问题。如果不是里根来做这事，还会是谁？如果不在1981年5月通过，会拖到何时？

无论如何，历史已经在选择的道路上前进，美国的福利社会并没有缩小。1986年，整个国内支出项目金额高达5 160亿美元，比前任卡特政府的5 680亿美元的规模仅仅降低了9%。

国内支出只出现温和的下降，其主要原因是福利社会预算中，55%是由社会保险组成：医疗保险、社会最低保障、失业保险和其他无须接受经济状况调查的收入援助项目。非常明显，在社会保险方面没有发生里根革命。

最后实际支出与前任卡特政府的基线相比，温和地下降了7%，这反映了对某些利益做出了微小的修补，以及一次性延期三个月支付社会保障中的生活费用调整。但基本上，这些支出的节省来自对医疗保险中的医院费用实行了“不像里根”的价格管制措施。

另外有一大块国内预算支出是退伍老兵和农业方面的支出。这些支出是强大的共和党选民支持的项目，因此，作为回报，实施了政策倾斜，只削减了2%。

即使是纯“福利”项目，如食品救济券、医疗补助计划，以及对有子女家庭补助计划，都比卡特政府的水平削减了10%。其结果不像共和党华丽宣传辞藻所暗指的一样，而是出现了更少的“福利女王”，出现更多有争议的贫困人士。

最后，实际上唯一大幅度削减支出的地方，只是整个预算很小的部分，它们是大社会就业和社区服务项目，与卡特政府时代相比，足足削减了25%。很不幸，所有这些节省下来的费用，总共也只不过是每年120亿美元，在1986年整个联邦支出的1万亿美元中，仅占了1%。

果然不出所料。当里根革命遇到国内支出的时候，其结果不是那么回事。它甚至没有像样的改革，相反，只是对一些项目小修小补，没有开启任何新项目，绝大部分联邦活动依然照旧。

在财政方面，国内福利维持在GDP 15.5%的水平上。这只是比卡特政府遗留下来的少了那么一点点，并且一直维持这个水平，直至克林顿的第二届任期结束。

## 增长治愈赤字：供给学的白日梦

自里根以来，共和党政治家们全盘接受了异化的供给学理论。他们不再明确宣称赤字是无害的，他们只是试图通过定义来偷换赤字的议题。他们争辩说赤字核心是一个疲软经济的副产品，因此解决赤字的手段，就是出台政策和采取行动，促进GDP的增长，而不是试图缩小预算数字。

毫无疑问，低税收永远是实现更高GDP增长的手段，这是放之四海皆准的真理。随着时间的推移，经济增长，财政收入也水涨船高，财政赤字会消失。但这个惯例的麻烦之处在于，在1982年之后的里根-老布什经济复苏时期，它曾经被测试过，但失败了。

有历史记录以来，GDP持续增长最长周期之一始于1982年第三季度，当时沃尔克的良方最终扑灭了通胀的熊熊大火。在随后长达31个季度的周期内，直至20世纪90年代中期，GDP实现了无中断的增长，在这

周期结束时，从任何务实的角度来看，美国经济达到了充分就业的水平。

事实上，实际GDP增长达到每年平均4.3%的水平，除了约翰逊在1968年年底实现“大炮和黄油”的虚假繁荣之外，这是自“二战”以来增长最快的发展时期。尽管如此，在这个异常的周期性复苏周期里，从1983财年到1990财年，累积的赤字却高达1.5万亿美元。这在原先和平的经济环境中，是完全不可想象的结果。

而且，到了经济扩张第8年，联邦赤字占GDP的比例依然超过4%。简而言之，寄希望于能够找到一个比这8年经济增长更好的宏观经济背景，是完全不可能的，但即使到了1990年第二季度，经济开始低迷，支出占GDP的比例依然维持在接近22%的水平，收入占到GDP的18%。财政赤字就是这样直白、直接，而且是结构性的，这是政策选择的结果，而不是低迷经济所造成的。

尽管实现了连续8年积极的GDP增长，美联储借贷需求平均占到GDP的4.2%。这个数值与1980年前相比，毫不夸张地说是大大打破原先纪录的。在里根选举前25年间，联邦赤字平均占GDP的1%，而且在这个周期里，包括了4个不同的经济衰退周期，而不是连续往上的扩张周期。

因此从一开始，“发展走出困境”的理论是无效的。但自那时起，国会中的共和党人开始接受这个理论，并且，把国会对美国政府的财政管理职责，转变为对政府分支机构的集权主张进行管理。换言之，通过对税收的长期调整，来达到集中管理私营经济增长的目的。

## 真实的里根遗产：人人享用的财政免费午餐

这些数据已经糟透了，但还没有抓住里根革命最重要的财政遗产。更加深刻的结果是，共和党已经放弃了和平时期对慢性赤字金融的传统禁忌。至少从罗斯福新政开始，共和党在预算政治上，一直是平衡财政的拥护者和执行者，在可以忍受的两党平衡拔河中，发挥着推一推、拉一拉的作用。

与此相反，国家的财政等式已经被五马分尸了。正当自由主义挥霍者继续把支出水平推向更高时，保守党则变得长期倾向于把收入拉到更低的水平。

根据里根和老布什时期共和党执政的12年财政数据，赤字金融禁忌已经被彻底击溃。在这12年间，每年都出现财政赤字，这个情况在原先和平时期从来没有出现过。如前文所述，在这一时期累积的赤字高达2.4万亿美元，造成国家债务增长了2倍。

在更早的10年之前，乔治·舒尔茨和其他提倡亲商型凯恩斯主义政策的共和党人，曾经说服尼克松在“充分就业”的伪装下，全盘接受赤字支出的理念。尽管如此，他们至少坚持了长期发展的原则。换言之，在商业衰退时期发生的任何反周期赤字，都可以通过在经济扩张周期获得的盈余，来进行补偿抵消。

但在新的里根-老布什时期，全部一直都是赤字。事实上，在这12年里，联邦赤字平均占GDP的4.3%，这是1980年前，甚至最激进、自由的凯恩斯主义者都不敢想象的水平。

在对巨大的赤字数据做统计分析时，包括1986年发生的那些数据，以及对不确定的未来做相同前景预测时，我发现这些变化是令人担忧的。在我的回忆录《政治的胜利》一书中，我曾经抱怨，白宫“正把美国经济的前途，托付给政治上鼓吹高支出和理论上提倡低税收的政客身上”。

按照1986年年初的观点，非常确定的是“巨大的公共债务最终会产生严重的经济问题.....白宫却称之为‘正在蓬勃发展的经济成功’.....但当政府出台的政策，是用全国净私人储蓄的2/3来为美联储的赤字融资，那么怎么可能将经济增长维持在高位、通胀控制在低位呢？”

因此，我毫不迟疑地认为，美国已经“陷入财政准则的无序状态，这种程度是在和平时期从未经历过的。在经济历史或理论中，找不到任何证据来相信，在这个摇摇晃晃的基础上，我们能够实现一个长期的繁荣.....在某一时刻，全球的投资者将会对我们泛滥的美元和负债融资的繁荣失去信心，到那时，我们将会搬起石头砸自己的脚。”

但石头还没有砸自己的脚。相反，在长达20年里，美国似乎很幸运实现了实际GDP无中断的增长，同时把通胀控制在低位而且还在下降，

金融市场和房地产市场持续牛市，这些都是史无前例的。伴随着繁荣，在大众消费领域，无论是涉及领域之广还是富裕程度，都是令人吃惊的。

接下来，我们将看到这都是繁荣的假象，一间即将以令人吃惊的速度和力量倒塌的纸牌屋。但当这假象还存在时，虚假繁荣还在强化顽固不化的传闻，还在强调里根革命是一个成功：1981年的减税法案是20年繁荣的孵化器，还在辩解财政赤字没有关系。

正如前文所述，1980年以后，共和党政府导致了巨额赤字，并且最终在小布什执政时期，达到了“万亿美元救助国家”的程度，但这并不是“真实可靠的”。在经济水面之下，自1971年以来，超发货币的邪恶势力一直在积蓄爆发的能量。而正是这个空前的货币变形，最终可以用来解释负债繁荣的假象，以及财政清算的日子为什么被长久地推迟了。

[31] 裘德·万尼斯基（1936—2005）：美国记者、时政评论员和政治经济学家。——译者注

[32] 税级攀升：在累进税率下，通货膨胀将薪酬推高至较高税收级别，导致税务收入上升，人民实际收入减少。也就是说由通货膨胀引起的虽未改变税率而增加的税收负担。——译者注

[33] 安德鲁·梅隆（1855—1937）：银行家、实业家、慈善家和艺术收藏家。在1921~1932年，担任美国财政部部长。——译者注

[34] 1盎司≈0.028千克。——编者注

[35] 伟大社会：或称为“大社会计划”或“大社会”，指在20世纪60年代，由时任美国总统约翰逊提出的一系列国内政策。1964年，约翰逊发表演说，宣称：“美国不仅有机会走向一个富裕和强大的社会，而且有机会走向一个伟大的社会。”——译者注

[36] 卢比孔河：意大利北部河流，为当时高卢和罗马共和国的界河。根据当时罗马法律，任何将领都不得率军越过卢比孔河，否则就会被视为叛变。直至今日，西方还用“渡过卢比孔河”或者“卢比孔河”形容人们采取断然手段，将自己投身于没有退路的危险境地的行为。在某些时候，还被用来描述其本意所指的某人对自己的祖国使用武力的行为。——译者注

[37] 税收强盗：暗喻在政府和国会中支持增税的人。——译者注

## 第七章

### 为什么搬起石头没有砸自己的脚： 1971年8月，让人厌恶的尼克松

到了1980年后期，经济的强劲增长和巨额的财政赤字组合在一起，形成了一个传统财政理论解释不了的谜团。里根时期赤字泛滥，违反了所有经典稳健货币政策的教义，但债台高筑的赤字并没有导致明显的通胀或升息，也没有对经济增长和投资造成有形的伤害。

在财政放水过程中，这个宏观经济大厅的通行证起到了关键的作用，其结果是今天财政赤字洪水已经淹没了整个美国。它也造就了愚蠢的切尼定律，换言之，里根证明赤字没关系，而这个定律同样对此坚信不疑。共和党的政治家们都开始接受这一定律，因为没有实验性证据能够对此进行反证驳斥。这里可以引用伟大的法国货币经济学家雅克·鲁艾夫警句：“通往赤字的大门已经打开，路上却没有眼泪。”

于是，共和党解除了保守党对现代福利社会民主的召唤，换言之，不再担负起维护财政公正的繁重责任。的确如此，由于担心赤字消失，共和党不知不觉地陷入为富裕阶层服务的凯恩斯主义，减税成为它所偏好的工具，用来刺激宏观经济，孵化私营企业，走向更加充满活力的复兴之路，而这或许是减税不可能实现的目标。

在这其中，我们看到了一种讽刺，因为是国家 and 政治家们，而不是自由市场经济，成为经济的裁判员：他们决定要增长多少，他们预测什么样的繁荣是可能实现的。共和党供给学的圣人规定了经济增长速度，实际中出现的差距又变成了借口，实施进一步赤字融资下的减税措施。更糟糕的是，白宫前街成为各种凯恩斯主义税收刺激政策工具的滋生地，华盛顿从而深陷发放各类“鼓励政策”的业务中，专注于划拨资金，忙于在各行各业和各地区之间，监管着增长和就业的潮起潮落。

但这是走向错误道路的巨大倒退。在坚持财政公平以对抗国家浪费方面，它剥夺了美国两党竞争的健康民主体制，而且释放出破坏性的政



治力量。在这种格局下，民主党人明修栈道地占据着负责财政支出的系统，而共和党人则暗度陈仓地染指财政收入的基础。

正如前文所述，对里根黄金时代的误读与美国目前财政失控状态是同宗同源，都源于1971年尼克松做出的令人厌恶的决定。一旦在货币政策上，放弃了布雷顿森林体系金本位的“定海神针”货币锚，尼克松开始为美联储最终变形铺平道路。随后出现了一个凑合的货币体制，以取代稳健货币体系，并在全球范围内传播开来。在稳健货币政策中断的30年里，华盛顿发行了数万亿美元的财政国债，而各国央行忙于把这些国债囤积在它们的金库里。因此，背负沉重债务所带来的经济阵痛，在麻醉剂的作用下消失了。

只有这个原因才能解释，为什么1980年之后的财政赤字并没有造成传统上的经济混乱。比如说，赤字没有造成美国国内利息和投资出现持续波动和震荡，这是因为山姆大叔对债务实行了货币化并且对外输出，而不是用国内储蓄库来为债务融资。在20世纪80年代之后，消费价格也没有上涨，这是因为在快速发展的东亚贸易各国，各国央行非常乐意买入多余的通胀美元。

所以，这是一个很大的讽刺。里根时代在国防、税收和国内支出等财政方面的疯狂失败，通过另一个金融变形而被消除了。换言之，这个金融变形就是尼克松和约翰·康纳利在1971年8月，迫使全球各国接受浮动汇率的美元货币安排。这个歪曲的故事有力地诠释了，为什么说里根革命并不是自由市场资本主义的黄金时代，它只不过是通往2008年“黑莓恐慌”的驿站。

## 浮动汇率的肮脏秘密

向共和党建议放弃布雷顿森林体系的保守主义经济学家，自身都是自由市场派，只不过得了货币健忘症。也就是说他们忽略了一个事实：1914~1918年发生的巨大战争通胀终结了传统的金本位制度，改变了货币的根本属性，从而让货币成为国家政策的操纵工具。忘了提醒诸位，世界各主权国家的央行都在肆意操纵货币，它们错误地把浮动汇率当作好事，因为相信自由市场的浮动最终能够稳定在一个汇率上。

然而，作为国家的守护者，各国央行现在都被政策需求所束缚，而不能对稳健货币进行监管。在实施浮动汇率后的第一个10年里，爆发了毁灭性的通货膨胀，这就非常肯定地证明了这个观点。确实，20世纪70年代末尾，很明显作为理论“自由市场”的代表，全球货币市场的表现乏善可陈。

那时候全球货币市场已经成为“不自由浮动”货币的避难所，各国都在执行操纵汇率的做法。同样，在这个新的货币安排中，唯一“自由”的是美联储现在拥有了一种新的超级特权，用原先不曾想象的汇率“自由”地扩张资产负债表，其结果是任何保守主义经济学家一点儿都不曾料到的。美联储买入政府票据和国债，而不用保持对外清偿能力的法则，这就使得美联储大规模向华尔街银行系统注入流动性，而越来越多的流动性最终流向投机金融市场，而不是实体经济。

因此，布雷顿森林体系之后的货币安排并没有任何进步。“狡猾的尼克松”关闭了金本位的窗口，把一个稳健的、可赎回的货币带到一个随意的终点。而这并不是因为他是现代货币体系的改革者，希望摆脱金本位“野蛮的遗迹”体系的束缚。这个金本位体系之强大，甚至连凯恩斯本人在1944年也被迫接受了。

相反，尼克松是一位愚蠢的民族主义政客，他把寻求连任当作头等大事，其余皆无关紧要，包括维持美元可靠的货币地位，以及用固定比例黄金来支付国际债务的责任。货币安排必须持续长久，才能获得良好信誉。但这个自私的尼克松模板框架对于其所应承担的责任没有做出任何承诺，这或许是造成在1972年11月前美国失业率上升的原因。

不难看出，布雷顿森林体系的金本位制度在本质上是存在缺陷的，因此这个制度迟早会在一位夸夸其谈的白宫主人手中倒下，诸如约翰逊或者尼克松。尽管如此，当它最后被抛弃，量入为出的财政原则——这个在金本位制度中起到不可或缺的核心作用，并被强加于各个国家的艰难守则——也被丢弃了。而在1971年彻底倒塌的是布雷顿森林体系，它的终结以一种在现代金融历史上从未有过的方式，解放了各国央行。

基于当初美国经济和美元占据主导地位的现实，最致命的危险就是，当时美联储占据着核心地位，可以通过美国银行系统无限制地发放信贷，而唯一真正的约束是世界各国囤积和持有美元债务的意愿。

其结果是，世界各国非常乐意为之。美元在全球经济中泛滥，并没

有导致汇率崩溃，这主要是因为贸易伙伴国的央行常常非常迅速地买入美元，以平抑国家货币汇率的波动。当初鼓励提倡浮动汇率的保守主义经济学家绝不曾料想到，外国央行会实施大规模、持久的储存美元债务的行动。

的确，这真是史无前例的现象。东亚贸易伙伴国和波斯湾地区的国家，把天赋的自然资源和人力资源用于无休止地换取美元债务。它们所追求的商业发展模式是有缺陷的增长和繁荣。这是大变形之一，是现代全球经济的危险所在。

1971年8月后，这个货币变形一步一步地聚集起可怕的能量和规模。最终，如同一条饥饿的寄生虫，放纵贪吃，把美国财政和政府部门的债务全部吃了下去。

不难看出，这个货币大变形不会停止它的脚步，因为美国的保守党在其发展的过程中不能理解而进行调整。在尼克松和伯恩斯煽动起全球大宗商品价格，使其在20世纪70年代暴涨之后，共和党人对美联储继续超发美元进行了不负责任的辩解，称通胀必须要获得“融资”，而且通胀只可以被慢慢地控制下来。

1986年2月，共和党执掌的政府最终解雇了保罗·沃尔克，他是唯一把通胀果断平抑下来，并且貌似恢复了稳健货币政策的美联储主席。20世纪90年代，一位无耻的共和党美联储主席在继承了里根财政灾难之后，又打开了货币的水闸，引发美国经常账户和贸易商品出现毁灭性的崩溃。

进入21世纪以后，另一个共和党政府在美国联储大楼里放满了印钞机，用来讨好华尔街，而美联储自己都分不清是公然的投机还是真正的投资，也分不清是巨大的债务泡沫还是可持续的繁荣。当货币泡沫最后在2008年9月破灭，共和党财政部部长与由共和党钦点的美联储阴谋团队保持紧密合作，发动了又一波极其猛烈的货币洪水，有效地摧毁了金融自由市场。有这样的所谓朋友，稳健货币无以维系。

## 转折点：约翰逊用“大炮和黄油”来攻击稳健货币

在第三部分将会看到，稳健货币的死亡宿命可以追溯至“一战”，以及罗斯福在1933年全盘接受经济国家主义的主张。但最终引发布雷顿森林体系最终倒塌的，却是约翰逊实施的“大炮和黄油”财政政策。自1966年起，美国经济开始极度过热，其原因是约翰逊开启了史无前例的“借贷和支出”热潮。在这种情况下，稳健货币的伟大守护者和长期担任美联储主席的小威廉·麦克切斯尼·马丁敦促约翰逊通过增税，而不是由美联储新发货币为超预算冒险行动提供资金。

但约翰逊不仅顽固地拒绝了增税建议，而且毫不夸张地讲，他亲自推动美联储主席，迫使他对快速扩张的联邦债务实施货币化。不出意外，美联储资产负债表很快就从谨慎模式转换为一列混乱不堪的货币扩张列车。事实上，美联储在1966年遭遇约翰逊霸道胁迫时，政府债务余额总计在440亿美元。但当保罗·沃尔克于1979年8月来到美联储，实施货币超发时，债务总额增加了约两倍，达到了1 200亿美元。

当然，美联储凭空捏造了新增信贷，注入银行系统，以获得资金来购买政府国债。在随后10多年里，新增银行储备金以每年8%的速度增长，这完全不可理喻，脱离了历史货币法则。比如说，在这之前的25年里，经济增长稳健，也没有出现通货膨胀，美联储负债表只是每年略微上升2.8%。

## 尼克松的货币政策：“阿瑟，给我们更多货币”

尽管马丁很不情愿，但还是屈从于约翰逊的胁迫，但即使如此，在尼克松当选总统后，他还是对这位美联储主席十分不满，上任伊始，就解除了马丁的职务。毫无疑问，尼克松对接任者阿瑟·伯恩斯充满期待，在其1970年1月的宣誓就任美国总统的就职仪式上，尼克松对伯恩斯“提前表达谢意，感谢他投票实行低利率和宽松货币政策”。

走出伊寇斯大楼正门，离任的美联储主席直言不讳地表示：“我们遇到大麻烦了。我们正处在自内战以来最狂野的通胀时期。”很明显，没有比马丁的话更好地预言了这一段历史的。

伯恩斯过去从来没有曲从于权力，但现在完全不同了，尽管最伟大

的美联储主席发出了响亮的警告，伯恩斯却改变了立场。尼克松需要更多的货币，伯恩斯从来就没有让他失望过。

事实上，白宫臭名昭著的录音系统，记录下伯恩斯在货币政策上是如何完全投降于尼克松寻求连任的需要。在1972年选举前的一次私下会谈中，美联储主席采取了可以描述为“可怜”的谄媚姿态。原来，“狡猾的尼克松”深信在1960年的选举时，美联储曾经做过对他不利的坏事，因此为了打消“狡猾的尼克松”的怀疑，伯恩斯向尼克松保证，美联储不会再破坏他的竞选。

作为理应独立的美联储主席，伯恩斯是这样向尼克松保证的：“我用我所有的权力，尽我所能来帮助您成为总统先生，支持您的声誉以及您在美国人民和历史上的地位……没有人比我更尽力来帮您了。”

事实也是完全如此。在他任期的前两年，伯恩斯所发行的货币，超过了任何前任主席所曾经设想过的数量。因此，在这期间，美联储负债表每年都以将近11%的速度增长。

这还不算超出正常范围。在伯恩斯的领导下，美联储在随后几年里，继续积极主动地购买政府债务，即使是在通胀上升的时候也是如此。到了1978年他的任期即将结束时，美联储很快就成为国家债务的仓库。

毫无疑问，曾经被认为是一个价格稳定的世界，曾经在1953~1966年平均CPI涨幅只有1.4%的时代，被远远地抛在后面。取而代之的是，超发货币和错乱的信贷扩张所导致消费价格上涨的经典风暴。在那个年代，还没有浮动汇率，没有贸易出口国的央行，更没有大量亚洲廉价劳动力吸走过高的美国国内需求。

因此，在1967年年中，CPI第一次突破了3%，然后在这之后的每12个月内，分别加速上涨至4%、5%和6%。这些通胀率十分惊人，大大超出了20世纪和平时期的正常范围。

一直到1971年春，这些价格上涨还只局限在美国国内，而催化剂几乎无疑就是银行信贷扩张的增长。由于大规模军事支出和国内民用支出的繁荣，美国经济已经在沸腾了。产能利用率达到了难以为继的历史最高水平，失业率跌落至最低点，截至1970年年初的前48个月之内，失业率保持在4%以下。这是反映美国经济进入白热化的最好指标。



于是，由于在美国经济中，没有任何富余的工时，更不要说空闲的生产线，美联储的银行信贷增长速度已经达到每年8%，在这种情况下，美联储继续扩张银行信贷是不可理喻的。不证自明，这相当于火上浇油，把需求推升到更高的水平。

在美联储主席任期的最后几个月里，马丁终于扛住了白宫的压力，有效地控制住信贷增长，并且在1969年第四季度引发了温和衰退。尽管目前通胀这匹马以6%的速度奔跑，早已经离开了马棚，但此举还是非常必要的。

马丁紧缩措施对增长的最初打压，只相当于用针刺了一下，实际GDP在1969~1970年两个冬季季度中，只微微地下降了0.4%。但在任命伯恩斯为美联储主席后，尼克松无情地紧逼新任主席，因此，他在1970年第二季度和第三季度，顺利地实施了稳固的复苏计划。从实际经济意义上来看，这标志着1970年衰退的结束。在那个时候，发生了另一个更重大的事件：1970年第四季度，通用汽车爆发了长达67天、具有里程碑意义的罢工。这似乎有助于给经济降温，但数据显示，这纯粹只具有统计学上的意义，罢工只是把季度性库存进行了一番调整而已。

毋庸置疑，尼克松不喜欢糟糕的经济数据，在与连任选举碰在一起的时候尤其如此。而且，回到当年，通用汽车还是很有经济实力的，它占据了美国汽车市场的50%份额，并曾经是世界上最大的企业，都可以作为佐证。

所以，罢工造成40万通用汽车的工人直接闲置，然后在通用汽车的供应商和经销商架构中，以几何倍数连锁推高了失业率的数字。合计起来，失业率从当年年初的4%，在1970年的选举日上升至将近6%。

在几个星期后，罢工结束，大部分的损失被证明是短暂的。但罢工在1970年最后一个季度中对美国经济的冲击，占据了尼克松全部和有针对性的注意力。

## 必须繁荣：尼克松的命令



当中期选举民调结束后，一个更糟的统计数据成为现实：共和党在众议院丢失了9席，在参议院的收获则寥寥无几。尼克松反复咀嚼这些讨厌的结果，告诉他最贴心的心腹——幕僚长鲍勃·海德曼和国内事务顾问约翰·埃利希曼，他正在思考未来两年的经济政策。

海德曼在日记中写道：“总统依然担心1972年。不管通胀有多高，也无法冒下降风险。”

埃利希曼记录了一个更准确的总统警告：“经济必须在1972年7月达到繁荣。”

尼克松正在为1971年8月的行动方针做准备：在美国国内经济方面，实施工资和价格管控；在国际债务方面，从戴维营开始准备违约。在这个现代历史上最伟大的悖论中，尼克松被建议创建一个彻底集权的构想，而提出这个构想建议的，却是总统身边最庞大的一群自由主义经济学家。

他们给这个周末计划起了一个臭名昭著和非常滑稽的名字：新经济计划（NEP）。这个名字来源于半个世纪前，列宁为他部分重回资本主义的计划的命名。但在这个计划背后的潜在经济判断却完全是错的。尼克松政府正在向美国经济注入新一轮信贷扩张，而在当时这不仅完全没有必要，而且绝不合理。

他们所用的借口是宏观经济疲软，但如前文所述，1970年的衰退只是相当于一个头部的假动作。在1969~1970年两个冬季季度期间所发生的经济下降很温和，相当于今天经济规模的200亿美元。即使是这个临时停顿，也是在连续经历了35个季度的GDP迅猛增长之后才发生的，而且是在经济运行远远超出可持续能力水平之上的情况下。

当然，统计数据显示，在1970年第四季度，年化GDP第二次下降到4.2%的水平。但其中85%的下降几乎都是库存清理。这是67天汽车工人罢工所造成的结果，一点儿也不惊奇，因为罢工已经清空了汽车经销商和供应链的库存。

事实上，在下一个季度，经济又很快恢复过来了。在1971年第一季度，实际GDP反弹了11%。其中增长的一半来自汽车行业快速生产，它们把清空的汽车供应链又重新塞满了。

因此，当罢工引起的大幅度库存水平摆动被平抑后，其潜在的事实是不容辩驳的：在截至1971年6月的前4个季度中，以最终销售额为基础的实际GDP实现了平均2.5%的增长。因此，没有任何下降趋势，也就不存在NEP所要应对的经济困局。

然而，在1971年年中，有充分证据显示，美国经济正在忍受恶性循环通胀的痛苦。消费价格比一年前上升了5%，处于经济基础上的工资开始快速上涨。制造业工资福利成本比上一年增长了7%，建筑业工资更是上升了9%，在工会组织化的企业里，第一年的安置费用达到了18%。

正如下文将会讲述的，这个日益加剧的恶性循环通胀，对美元来说是坏消息，因为现在很大一部分泛滥的美元由欧洲各国央行持有。但政府无动于衷，不去安抚海外美元持有者，尼克松在这个问题上完全都是夸夸其谈，毫无实质举措。

1970年年底，当听说伯恩斯因为担心美元而非常抵触反对降息，尼克松通过埃利希曼表达了他的愤怒，希望美联储主席“用变化来做正确的事”。在先前1970年12月的一次会谈中，尼克松告诉他的团队，如果伯恩斯再提交对货币政策收支平衡实现限制的建议，“我会把他开除了，就像他从没有加入过我们团队”。

也正是在那个星期，尼克松宣布约翰·康纳利出任财政部部长。康纳利一直认为利率还可以更低，因此从历史的角度来看，尼克松正在货币政策上玩火。布雷顿森林体系的立足点在于世界各国对美国金融法则的信任。欧洲各国央行和其他地区持有美元，而不是黄金，当作外汇储备，就是因为它们信任美元如同信任黄金一般。现在尼克松向他们推出了一个去势的美联储主席，同时任命一个恃强凌弱的牛仔为财政部部长。

如将在第十二章中详细叙述的，对美国是否会恪守布雷顿森林体系中的承诺，世界各国的信心早因为约翰逊的战争赤字和美联储主席威胁采取宽松货币政策而大大动摇了。在交易商和外国央行的眼中，这些政策很显然会引发美国国内通胀的飙升，加速扩大进口，因而会极大地破坏美国的国际收支情况——何况尼克松还执迷不悟。

这对于世界各地美元持有者来说是个警告，因为美国已经向海外输出了大量美元，为冷战世界的霸主地位提供财力支持。如果现在美国继

续大量用美元，进口丰盛的民用产品，继续过着奢华的生活，巨量海外美元储备将可能到达引爆点。

事实上，一场美元比例平衡的历史危机正在逼近，但到了1971年春，尼克松把两位还懂一点儿国际货币事务的顾问打入冷宫。伯恩斯尽管在疯狂印发货币，但依然是被忽略、轻视的对象，而白宫经济顾问保罗·麦克拉肯甚至已经被排除在参加关键经济会议的名单之外。

因此，尼克松只听取康纳利的意见，但他对经济历史的愚昧与尼克松的无知相比，有过之而无不及。在这种情况下，潜伏着极度的危险。

美国面临着“最后审判日”的挑战。布雷顿森林货币体系虽然残缺，但还能勉强维持，如果想保持其基本框架的完整，就必须恢复财政和货币政策的法则。

或者，继续沿着民族主义金融挥霍的道路高歌猛进，这一定会彻底摧毁战后货币体系。这是一个凶险的前景。毫无争议，在布雷顿森林体系的培育下，全球经济复苏并取得了持续增长，同时通胀的倾向和法定货币体系所固有的金融投机现象也被遏制住了。

尼克松并没有认识到危险，也没有研究其即将做出的决定所带来的重大影响。事实上，如他核心圈内流出的私人文件所披露的，尼克松对待这些问题极其漫不经心。

于是，在一年后，在椭圆形总统办公室，他指示海德曼完整审查这个议题：“我不想操心国际货币事务……不想再看到国际货币事务的报告了。”

很难去猜透尼克松这种不负责任的姿态所隐藏的意义，因为自从他第一天入主椭圆形办公室，尼克松一直收到警告，称即将发生严重的国际货币市场动荡。其中最令人信服的警告来自保守主义经济学家亨利·黑兹利特，他在1969年3月的《新闻周刊》发表了题为“即将来临的货币崩溃”的文章。

黑兹利特公开警告白宫：“总有一天，美国将会被迫公开拒绝以每盎司35美元卖出黄金。”黑兹利特坚持表示，其结果将会是“无论是出现挤兑狂潮还是外汇市场的危机”，都将彻底终结自由兑换，“如果发生了……给美国和世界带来的结果是悲惨的”。

黑兹利特真有先见之明，战后货币秩序正处于关键拐点。它很快就会倒塌，引发长达40年之久的全球债务飙升、金融投机和大规模经济不平衡。但尼克松甚至不屑读一下简报。

因此，当危机即将来临，只能是康纳利来阅读报告，但这份1971年6月商品贸易的报告的确很糟糕。报告称，美国还没有开始支付100亿美元军事和外国援助账目下的支出，即使在这种情况下，美国1970年的贸易收支依然显示还有30亿美元的顺差。

但现在贸易账目也开始出现负数，完全有可能造成年度贸易收支出现逆差，这会是自1893年以来美国第一次出现国际贸易赤字。在经历了78年顺差之后，国际收支突然转向的原因是十分清楚的。并不是世界各国突然把它们的港口封闭起来，迫使装满美国产品的货轮开回美国。

事实上，美国的出口还是以两位数的速度增长，但依然不足以追赶上国内工厂和货架堆满进口商品的速度。在这之前的30个月内，国内进口以火箭般的速度上升了65%，从尼克松当选总统时300亿美元的年度规模，到了1971年夏，突破了500亿美元。

## 敲诈他们：康纳利的货币政策

即使财政部部长知道这些情况，未必会让他更明白迅速蔓延的贸易问题。康纳利曾经对一群听众说道：“我的根本对策就是外国人胆敢敲诈我们，就让他们出局。我们的任务是先敲诈他们。”

但在一个更广的历史空间来看，康纳利把事情弄反了。布雷顿森林体系是黄金兑换的货币本位制，它更加依赖外汇储备发行国所坚守的政治和金融法则，而不是依靠这种黄色金属的内在价值。

这条真理早就嵌入欧洲央行的基本知识里。自“一战”后，英国曾经试图建立一个以英镑为基础的黄金兑换本位。正好是这之前的50年，实际上法国、荷兰、比利时、瑞典和其他国家的央行，曾经把自己本国货币资产当作储备外汇，它们因此风险而得到了沉痛的教训。

20世纪20年代，各国央行囤积了大量可兑换为黄金的英镑外汇。但由于英国财政部和英格兰银行从20世纪20年代初开始，不断宣传英镑与黄金交换标准，因此，各国央行把外汇兑换成依赖于所谓黄金交换标准的英镑。

1931年9月20日上午，这些伟大的欧洲央行们发现自己被欺骗了，因为外汇储备的价值即刻下跌了35%。之所以发生这种情况，是因为当时英格兰银行违背了英镑兑换黄金的承诺，而且在违约前未发出任何警告，尽管英格兰银行曾一再保证将不惜一切代价保卫英镑的汇率。

所以，现在这个时候，欧洲人特别是法国的戴高乐总统，拒绝接受这种欺骗行为。到了1971年春，黄金流出美国的情况愈演愈烈，到6月公布贸易赤字时，到达了警戒水平。尼克松和康纳利现在面临银行挤兑的危险，但这是他们作茧自缚，咎由自取。

## 谁来决定自由货币的命运

1971年8月15日的那个周末，发生在戴维营的令人憎恶的历史事件，背后唯一的原因是：确保到1972年7月出现尼克松所期待的经济繁荣。但当时美国经济正遭受通胀高烧的煎熬，因此出现一个实实在在的繁荣并不现实。

基于这些情况，白宫希望在选举年强势推出一系列经济刺激措施，包括商业投资退税、个人所得税减免，以及开放式货币扩张政策等，这些都将会加剧黄金流出，并发展成为旋涡激流。但当美国政府召集自由市场经济学家抵达戴维营时，他们立即在海军陆战队把守的大门口核查他们的知识行李箱，在那个周末里，他们奉承着尼克松的每一个想法。随后实施的方案，其核心是90天冻结一切经济要素，包括工资、价格、租金和利率。

这满屋子的弗里德曼的学生们，想必受过老师的训导，知道通胀“无论何时何地都是一种货币现象”，因此应该抵制这种官僚控制经济的假象。如果更好的话，他们或许应该坚持要求同在戴维营的美联储主席伯恩斯，对通胀采取一些有意义的措施，例如对每年增长10%的信贷

扩张踩下刹车。

在那个周末，在场的弗里德曼的大弟子是乔治·舒尔茨，他早已对向总统解释的报告进行了精雕细琢的艺术加工，正巧就是总统想听的东西。提及90天的冻结，舒尔茨用一个弥天大谎向尼克松献媚：“在你的声明里，你应该表示我们将在这段时间内制止通胀，让它回到正常轨道。”

如果弗里德曼一整天只听到他的学生提出这么差劲的主张，宣称总统的电视演讲可以平抑咆哮的货币性通胀，他一定判定这个学生不合格。但在那个周末，这种天方夜谭式的经济学主张明显具有传染性，因为它也折磨着弗里德曼很久以前的博士论文指导老师——不是别人，正是伯恩斯。

作为美联储主席，伯恩斯给戴维营弥漫着的愚蠢气氛添加了更加无聊的演讲：“我会实施三个月的冻结期，这会有休克疗法的价值，会给我们争取时间来理顺应对稳定问题的机制，以获得稳定。我会邀请国会领袖加入（工资和价格）委员会起草整个计划……如果工人和管理层不能达成一致，将引发明显的威胁，必须对他们予以强制实行某种措施。”

就这样，在这个经济引擎的房间里，美国一万亿美元的经济体正发出嘶嘶的泄压声，释放着工资和价格的通胀压力。华盛顿将颁布命令，在未来13周，几十亿美元的价格和工资将维持不动。

之后，在经济停滞期间，另一个难以置信的景象展现在人们面前。一个三方政治家管理委员会将颁布工资和价格法令，其中也包括如何处罚参与市场资本主义的违法行为。

从来没有在和平时期实施过如此愚笨的经济管理措施，也从来没有出现过这种经济要素被冻结、越发具有破坏性的、无效的管理“阶段”，并且会产生如此可预见的、灾难性的后果。

尽管如此，如果舒尔茨在戴维营只是匆忙冻结工资和价格便就此结束的话，历史或许会忽略他背信弃义的行为，因为无论如何，尼克松和康纳利都会实施这项法令。但他不可饶恕的罪行是，为康纳利攻击布雷顿森林体系，和政府懦弱逃避国家对外债务责任，提供了智力上的掩护。



## 乔治·舒尔茨：浮动货币的“教父”

演讲稿撰写人比尔·萨伐尔后来成为《纽约时报》社论观点版面的专栏作家，他是一位忠诚的会议记录员，因此，他对尼克松如何决定关闭美元黄金窗口这段历史的记录真实无疑。尼克松首先承认，在黄金的问题上，他从来“没有看见这么多专家学者的观点是如此截然不同”。

然后，如同钉驴尾巴<sup>[38]</sup>的游戏一样，蒙到哪里是哪里，对于即将发生的美国违约黄金体系，他继续说道：“乔治·舒尔茨和其他人偏好浮动汇率的主意。”

现在繁荣破灭只是时间的问题。工资和价格冻结不可能控制住美国国内经济的通胀压力，但美元浮动，然后在进口商品价格上涨10%，一定会造成美国进口产品价格继续飙升。

虽然冻结和管控临时压制住了消费价格，但很快对能源和原材料造成了破坏，因为这领域的价格绝大部分是由世界市场价格来决定的，不受美国管控。在戴维营会议后的24个月内，原料价格指数惊人地上涨了80%，随着1973年管控机制最终失败，CPI很快跟上了上涨趋势。

事实上，消费价格在1973年上涨了8.7%，在1974年上涨了12.3%。这是对美国生活成本的巨大冲击，但随着时间的推移，价格依然扶摇直上。在1966年之后的13年间，生活成本上升了125%。

在戴维营之后，尼克松每周日晚上发表电视讲话。在这档家喻户晓的固定节目里，他的承诺与现实正好相反：平抑价格，让通胀回到正常轨道。尽管这与对进口商品加税和浮动美元等现实彻底不一致，但康纳利也只得做着徒劳无益的事情。

在戴维营进行重大磋商时，总统也在琢磨如何为关闭黄金窗口寻找辩护理由。即使在这最后时刻，尼克松还在犹豫不决，贵为总统是否应该做出让美元贬值的决定。

康纳利则没有那么多烦恼，对于把美元与黄金割裂开可能造成的大幅度通胀的后果，他一无所知。因此，他简洁地向总统解释说：“我们的资产正在大量流出。你的命运掌握在货币兑换商手里。”

因此，尼克松随后向全国人民做出解释，称他正在应对由“国际货币投机商们”牵头发动的对美元的“全面战争”。他称对美元的战争是残酷的，在这点上他没错，但事实的真相是，尼克松政府发动了这场战争。事实上，通胀加剧、世界市场抛售美元以回应美国违背在布雷顿森林体系上的承诺，财政和货币法则更加被剔除干净。

舒尔茨再一次成为稳健货币政策的终结者，他曾经是芝加哥大学工业关系教授。虽然舒尔茨当初作为自由市场经济学圣徒时，是否接受过自由市场原则的洗礼，这个问题还有待考证，但毫无疑问的是，免费午餐的灵丹妙药，以及在白宫的权力楼梯上毫不松懈地往上爬，无不证明了他已被吸引到了对立的方向。

最具破坏力的免费午餐就是充分就业预算。这个概念很久以前被哈佛大学的凯恩斯主义教授会全盘接受，但现在，由于舒尔茨，尼克松政府也骄傲地奉行起这个主张。

充分就业预算吸引人的地方，就是你可以把流入政府金库的理论财政收入，在充分就业的前提下全部花完。如果财政部实际现金收入不足的话，预算甚至出现赤字，但都没关系。这么一来赤字情况下的信贷也就无关大局了。

而且，在计算这些虚假的充分就业的财政收入时，理论基础是更加缥缈的“潜在的GNP（国民生产总值）”。但这极有可能是计量经济学家被指派任务，来为可怕的经济阴影占卜，他们往实际的经济体上吹了口气，吹出来一个数字正好是理论上充分就业所需的财政收入，可以完美平衡白宫实际的支出需求。

在这个事情上，充分就业预算的借口就是为这个目的服务的。尽管尼克松强令美国公众吞下苦果——冻结工资和价格，但在1972财年，联邦支出上升了10%，导致实际赤字增长到将近234亿美元。这个结果完全说明了充分就业预算的邪恶本质。

在那一时期，华盛顿依然是以6月30日为财年截止日期，所以，在1971年8月宣布新经济计划之后的经济发展情况，完全反映在1972财年的财政报告中。于是，在初期两个季度里，实际GDP以年化2.2%增长，随后就爆发出惊人的能量。

在随后一个季度里，GDP以7.3%增长，紧接着1972财年结束，全年

的增长速度高达9.8%。在自1950年以后的250个季度里，从来没有看见有这么4个季度GDP的增长率是如此之高。

同样，戴维营之后的一年里，非农就业人数增长了将近4%，这12个月是非农就业人数历史上最高纪录之一。

舒尔茨收获的不仅有庞大的经济泡沫，还有貽笑大方的充分就业预算理论。当经济急速扩张到极限时，人们期望政府出台聪明的财政政策来进行约束和调整。很明显，舒尔茨-尼克松的经济计划包括了为选举年所准备的“经济休克”措施。

## 伯恩斯如何受到尼克松的重用：最后摧毁稳健货币政策

在货币政策方面，情形更加糟糕。在戴维营之前，伯恩斯已经叫嚷了一年多，要出台“收入政策”。不用说，美联储的核心使命正是保持价格稳定，而美联储主席却谋求通过三方管理委员会来干预工资和价格，“此地无银三百两”，伯恩斯正是想掩盖他在货币政策上的彻底失败。

果真如此，伯恩斯拿到工资和价格管控的借口之后，他马上启动了货币加速器，因此获得了尼克松的重用。于是，在1972年，银行贷款余额猛增了17%，达到1 000亿美元，而且这种增长是在超额需求泛滥、美元疲软导致猛烈输入性通胀的经济环境下实现的。

但对于伯恩斯来说，这才刚刚开始。到了1973年，商业和家庭银行贷款增长了16%。这意味着，在短短的24个月内，伯恩斯主导了超过33%的银行信贷扩张。

银行信贷新增了2 000亿美元，占到了GDP的20%，在美国历史上，从没有再现过第二个猛烈的、时间长达两年的信贷风暴。

面对空前的财政挥霍和货币泛滥，刚刚摆脱束缚的美元的确浮动了一下，可惜几乎一路往下。在戴维营之后的24个月内，美元下跌了约

20%。不用说，白宫认为这场灾难与其政策无关。

这种阿Q胜利法是舒尔茨的特长，现在他被提拔为财政部部长。后来，他与常驻白宫的凯恩斯主义经济学家赫伯·斯坦恩形影不离，他们的小圈子被称之为“虔诚的漂浮者”。

1973年5月底，美元暂时止住了下降的趋势。当年一位主流历史学家回忆起这段超现实主义的历史典故，做出了传神的描述：“到了月底，舒尔茨发表投机性评论，称浮动汇率‘表现不错’。想不到第二天德国升息，美元再一次跌入货币的深渊。”

在此期间，美国经济也是如此。1973年第二季度的实际GDP，用今日美元计算是49亿美元。自那以后，实际产量开始下跌，持续时间长达27个月。直到1975年第四季度，实际GDP才重新回到1973年第二季度的水平，而1975年5月的失业率则上升到创纪录的9%。

同样在1975年春，5月CPI比两年前舒尔茨发现浮动汇率“表现不错”时期上涨了21%。事实上，尼克松政府领导下的新经济计划造就了经济滞胀的噩梦。

## 波及全球的通胀灾难

与此同时，全球外汇市场陷入了混乱。不难理解，汇率自由市场彻底沦为虚幻的镜像，各国政府加入相互争斗，以保护国内产业和就业，保卫他们的人民，来抵抗投机者和外汇交易商的所谓掠夺。

但这种肮脏的浮动机制并不是最终的问题。世界经济现在受制于“储备美元”，而美元的价值又只取决于制定美国政策的官员们是否具备足够的克制能力，但布雷顿森林体系的倒塌，足以证明克制能力正是他们所缺乏的品格。

所以，刚切换到浮动机制的头几年，美联储制造出大量的货币和信贷，泛滥扩张到世界各地。而反过来，这又造成新一轮更凶猛的大宗商品价格暴涨，这景象是自1919年战后价格飞涨以来不曾见过的。

先由原油开路。当尼克松在1971年8月召集自由经济学家汇聚戴维营时，世界上石油的价格一直处在每桶1.4美元。4年以后，每桶石油价格飙升至13美元的短暂高峰，以后又一路狂飙，到了1980年上涨到每桶40美元。

自1971年以后，世界石油价格的剧烈上涨，其原因被官员们归咎为政治因素而非经济力量，还指责欧佩克联盟操纵市场攫取暴利。在现实中，除了1973年10月爆发中东战争的那个时期，世界原油市场并没有发生系统性的囤积惜售行为。

问题不是原油的短缺，而是货币泛滥和超额需求。1972~1974年，全球经济出现红火扩张的趋势，其中很大一部分原因是尼克松式繁荣带来的火车头效应。比如，在戴维营之后的第一年，美国非石油进口额增长了15%，在下一年增速到22%，到了1974年8月前的12个月内，再次加速增长了28%。毫不夸张，这些进口商品数量的急剧增长都是创纪录的。

因此，美国需求的泡沫激发了全球生产的兴旺，世界各地都出现工厂开工率上升、供应链订单堆积如山等现象。而且，出现了一个完全崭新的甚至更加强烈的经济力量。面对美联储的货币和信贷洪水，世界其他国家的央行也以过度的货币扩张措施来回应。

在这个勇敢的新世界里，各国央行在外汇市场买入美元、卖出本币，以预防消除浮动货币所固有的汇率上升的压力。也就是说，原先一直谨慎小心的各国央行，当面对由伯恩斯发动的美元狂潮时，也开始疯狂超发货币以求自保。

事实上，当汇率不再是固定的和有形的，一个更加微妙的竞争性贬值进程就成为这个体制的惯常做法。在这个意义上，美联储把通胀货币政策对外输出，传遍了世界其他地区。

所以，是货币和信贷风暴造成了1971年以后的第一轮大宗商品泡沫，而不是仅仅甚至主要由欧佩克造成的。因为，如果问题仅仅假定是由欧佩克操纵价格引起的话，那就没有办法解释同样在这两三年内，为什么其他大宗商品也同时出现了价格上涨的现象。

例如，在大米、铜、猪肚、工业油脂等大宗商品市场上，很明显，没有证据表明有类似的联盟操纵迹象。但在1971~1974年，大米从每英

担（约等于51千克）10美元上涨到30美元，而猪肚从每磅<sup>[39]</sup>0.30美元爬升到1美元。

同样，每吨废钢的成本从40美元上升到140美元，锡从每磅2美元飙升到5美元，咖啡的价格如火箭般上涨了约7倍，从每磅42美分飞涨到3.2美元。甚至工业油脂也搭上了顺风车，从每磅6美分涨到20美分，其他相同的情况也出现在玉米、铜、棉花、铅、木材和大豆等价格上。

不用说，这第一轮浮动货币造成的通胀周期让政策的制定者们惊呆了，尤其是美联储和美联储主席。依他的信仰，伯恩斯应该仍然是一位反通胀的鹰派人物，但遇到华盛顿刀光剑影的权力游戏时，伯恩斯就成了懦弱的调停者。

所以，当尼克松走进水门事件的廊桥时，伯恩斯恢复了他的勇气，踩下了货币政策的刹车。随后，两位数的银行信贷扩张戛然而止，在1975年只微微地上升了1.2%。

## 1974年的衰退：由美联储导致的库存清理和产量暴跌

其结果是经济出现严重衰退，当时被描述为20世纪30年代以来最严重的一次，但两者并没有真正的可比性。

住房建设的确遭遇急剧下降，商业投资支出也有很大的收缩。但美国经济的核心，甚至占到了GDP 2/3的消费支出，却几乎没有降低。实际峰值到峰谷的降幅只有区区0.7%。这根本算不上与大萧条类似，甚至与大萧条时期实际家庭消费骤降20%相比，都相去甚远。

相反，1974~1975年发生的经济下行，其核心是彻底清理工业和商业库存，这部分相当于实际GDP下跌2/3的总量。而且，通常紧随着通胀性繁荣而被忽视的事实，现在则因为布雷顿森林体系解体而变成了现实。

1972~1973年，全球大宗商品价格加速上涨，导致企业纷纷买入期



货，抢夺资源，并打算制造奇货可居现象而大量囤积原料、零配件甚至制成品的安全库存。买入期货和囤积居奇是戴维营之后经济繁荣与萧条的核心。

当货币扩张最终被叫停、价格压力被平抑之后，企业在随后的市场修正阶段疯狂吐出这些库存。于是，在1973~1975年衰退周期，实际GDP从峰值到峰谷下降了3%，但与最终销售相比，只是下降了1%，其余都是清理原先就是富余的库存所导致的。

这相当有说服力地证明，通胀性货币政策不会带来长期发展，而只会动摇存货周期，但这对于政策制定者们来说很难完全理解。在实际中，经济下行暂时打破了商品投机周期，并造成CPI从上升暂时掉头下降到5%以下，伯恩斯和福特政府却做出了错误的决定：他们出台了新一轮刺激计划，很快就使得更致命的通货膨胀死灰复燃。

福特在1974年8月就任总统之后，就取得了开门红的局面。福特在财政上属于正统的中西部共和党人，他担心近期发生的恶性通货膨胀，拒绝接受尼克松对千变万化的工资和价格所实施的疯狂管制。福特同时也对尼克松执政5年所带来的巨额预算赤字后果，明显感到局促不安。

因此，在1974年秋的某个短暂片刻，福特启动了一项去末归本的计划。他建议放弃预算是经济政策手段的主张，命令华盛顿严肃认真地管理联邦政府支出和收入账目。

为了达到这个目的，福特要求大量削减支出，把当年预算控制在3000亿美元以内。他同时要求对公司收入和相当富裕家庭增收5%的附加税，来弥补预算可能出现的赤字。在那个历史时刻，福特提议增税的行为受到财政保守主义者欢迎，周围也没有供给学团体对此进行谴责。实际上，拉弗也从美国行政管理和预算局离职了。

## 肃清充分就业的预算假象

舒尔茨已经离开了财政部，比尔·西蒙接替他担任财政部部长，这一安排非常有力地帮助福特实施计划，让华盛顿摆脱对财政刺激的依

赖。西蒙来自完全不同的地方。

事实上，西蒙曾经是一位讨厌通胀的证券交易员，他热忱地相信自由市场资本主义和“小政府”的主张，对于那些为政府干预市场、大支出、大信贷等行为辩解的所谓学术理论，他都绝不容忍。因此，在一次国会听证会上，当被问及是否准备把充分就业预算当作财政政策指南时，西蒙直率地回答道：“不，先生。”

因此，西蒙立即废除了尼克松政府当年早些时候提交的1975财年预算。舒尔茨曾宣称这个预算包含了80亿美元充分就业的“盈余”，但在实际中却是100亿美元的赤字。

所以，自“西蒙在5月掌管财政部”之后，历史学家艾伦·马图索观察道：“他的目标是砍掉100亿美元的支出，来消灭这个赤字。”

与凯恩斯主义主张相比较，马图索认为西蒙的这种努力是“愚蠢的”，但今天，从站在正在阴燃的预算废墟上来回顾这段历史，西蒙发起的削减政府支出的运动，看上去更像是明智财政政策最后飞逝的那一个瞬间。1974~1975年冬，实际GDP发生了临时性的下降，但这不能成为更高支出和更大赤字的合法借口。这个下降其实反映了堆积在美国工厂和仓库里的、受通胀影响的库存最终被清除干净，而不是被称作“总需求”的经济催化剂突然神秘地消失了。

西蒙也被人诟病恪守老古董的观念，认为预算赤字会引发通胀。但在那个时代，外国贸易强国的央行还没有开始把它们货币钉住美元，财政赤字确实会鼓励美联储通过快速扩大资产负债表，来满足财政部的借贷需求。把储备金注入银行系统以刺激借贷，直到新一轮通胀最终迫使美联储被动地收紧恶性信贷增长的油门。

事实上，西蒙完全认识到，亲商型凯恩斯主义宏观管理理论的变体，虽然在尼克松政府时期形成了制度化，却是威胁金融稳定的永动机。当美联储引发通胀爆发，就会导致剩余库存堆积，而一旦快速信贷增长停止，就会不可避免地引发库存清除。

这所谓的衰退“成本”因此就不是真正的可避免成本，它是把早些时候增加的库存，记录在GDP账户下所造成虚假“增长”的“回扣”。在1971年8月以后出笼的这种一收一放的货币政策，导致经济周期不稳，因此而形成的经济扩张并不长久，而是像跳房子游戏一般，高低起伏不一。

此外，如在第十一章详述，艾森豪威尔政府已经证明，凯恩斯主义反周期刺激理论的核心前提是错误的。在20世纪50年代的两次经济衰退中，通过拒绝采用权衡性财政刺激措施，它已经证明库存清理将会自生自灭。

比尔·西蒙就这样走到了时代的前列，尽管他最后被那个时代开明的保守主义经济学家解雇了，他们称他为“顽固的吝啬鬼”。他认识到实施财政刺激措施以应对库存清理周期，这实际上是破坏新一轮繁荣与萧条周期的催化剂。由于现在美联储缺乏像沃尔克一样的决断力，它再次推出了通胀性货币扩张政策，然后导致价格和剩余库存再度快速增长，最后又一次被迫使用经济衰退来进行修正。

## 预算：吃力不讨好

西蒙在财政政策上的原教旨主义思想，体现了另一个或许更关键的真理。一旦传统预算平衡的原则被废弃，而且联邦预算沦为经济稳定的工具，财政管理的基本流程就进入混乱状态。每一项支出项目和每一个收入代码特征就成为“费劲棘手”的工程，被当作反周期宏观管理的工具。

当年的预算的命运就与所谓国家经济的运行情况的好坏紧密联系在一起。痛苦的财政削减计划一直被推迟，直到国家经济取得全面复苏。可惜全面复苏的情况从来没有实现过，但无休止的延迟财政计算，很快就造成预算编制流程的突变。

传统的平衡预算原则提供了一个政策框架，聚焦于预算内部的细节和优先顺序。因此，利益团体就不得不相互争夺稀缺的预算资源，政治家们则因受过良好培训而精于权衡和取舍。

与此相反，凯恩斯主义的政策框架把预算演变成宏观经济的“管道系统”，支出项目和税收支出仅仅是管道而已，通过这些管道就可抽取美元注入经济发展。这种货币流动，按照传统凯恩斯主义的理论，必须对所谓的“总需求”缺口做出补偿，或者按照重商凯恩斯主义的观点，刺激经济发展中投资不足和缺乏鼓励措施的领域。

无论在何种情况下，政治家们都沉湎于与利益各方周旋博弈，或削减税收，或增加支出，以刺激生产和就业。同时，当他们试图去理解预算里每一分的价值时，却被预算背后一长串虚假的经济辩护理由所淹没。

因此，在精妙的、累积的和铁面无私的预算编制流程中，游说利益团体和权贵资本主义反而可以操控预算。假如权贵资本主义占据了道德高地，他们或许辩称对财政的抢夺实际上是为了创造就业、发展经济等公共利益，因此，社会民主赋予财政的脆弱的保护根本经不起任何破坏。

西蒙在福特政府里发起了回归传统财政信念、释放自由市场活力的激进运动，但无疾而终。诚然，他对私营经济的主张，并非只是普通共和党的陈词滥调。无论是演讲还是在国会听证，西蒙都对各种各样政府对市场的干预行为，表达了一致、有力和聪明的反对，无论这种政府干预是出于刺激经济，还是支持房地产、农业或能源等某个特定行业的目的。

西蒙特别坚决地反对救助濒临倒闭的行业和企业。事实上，他对权贵主义的批评直言不讳，指出权贵资本主义是造成“大政府”崛起的罪魁祸首。

因此，他后来指出：“在商言商的自由市场逻辑被极大地削弱了，因为商人们发现通过向政府索取，便可以获得短期的利益优势……我真不敢相信却目睹每次发生危机，商人们都跑进政府，叫屈喊冤，寻找救助或保护。”

福特曾经收到纽约的援助请求，他著名的“去死吧”答复还是在无意中，泄露了福特和他的财政部部长共同追求财政公平的基本理念。但福特最美好的愿望，一转眼就消失在了尼克松政府遗留下来的经济残骸。

## 大规模赤字时代到来：福特大败于预算战争

到了1974~1975年冬，美国经济表现疲软，美国行政管理和预算局

局长罗伊·阿什一副商人的模样，在他和经济发展委员会的大企业游说团体的敦促下，福特政府的经济政策向后转向。福特在1975年1月的预算讲话中，建议国会通过160亿美元的减税计划，以取代10月增加附加税来弥补预算缺口的建议，这个160亿美元的减税计划包括120亿美元的家庭退税方案，旨在鼓励美国人进行更多消费。

最终，国会把减税方案提高到了300亿美元，而且完全不顾福特的请求，取消了原先旨在抵消大幅减税而提出的50亿美元支出削减项目。

随后在1975年秋，福特政府加速了减税刺激计划，建议的减税金额比1月的计划扩大了一倍。这在国会引发了更多慷慨的减税提议，然后又遭到福特否决，最后在1975年平安夜通过了最终版本的减税法案。参议院金融委员会主席拉塞尔·朗很生动地将这个最后决议形容为“把圣诞老人放回到雪橇上”。

的确如此，这产生了永远不幸的结果。当花花绿绿的减税方案最终签署成为法案时，木已成舟。上一个冬天发生的严重的库存问题，早就被强劲的经济反弹所取代。

事实上，在1975年第二季度，正当国会对减税方案进行激烈辩论时，实际GDP已经取得了年化6.1%的增长。随后在1976年第一季度，增长速度再次跳到9.4%，这时候的经济已经热得发烫。

于是，1969~1972年的历史周期又重演了：当福特大减税计划通过时，库存早已清除完了，紧接着的是一个自然而然的经济反弹。所以，20世纪70年代第二轮财政刺激计划注定会引发新一轮的通货膨胀，因此这一次，毫不夸张地说，它揭示出预算编制过程中的丑陋之处。

尽管福特决意要推翻一些拨款法案，但民主党利用1974年水门事件的影响，在随后的国会选举中取得了国会多数党的地位，所以福特依然投鼠忌器。国会要求增加支出，只要与预算支出的数字核实无误，便不会被否决。

1975财年，联邦支出增加了23%，在随后的1976年和1977年，又都上升了10%。在福特政府最后一年预算中，联邦支出总额高达4 100亿美元，比6年前尼克松召集他的经济顾问齐聚戴维营的时候翻了一番。

现在联邦支出占据了GDP的21%。这个纪录原先只有一位总统打破



过，那就是罗斯福在“二战”期间因全力备战所造成的。

这是非常讽刺的现象。福特是坚定的财政保守主义分子，在一连串否决支出法案中，他于1976年黯然下台。但在尼克松时代通过的巨额福利支出计划，尤其是社会保障指数化的1972年法案，当年旨在缓解民众因恶性通货膨胀导致生活成本上升的状况，现在不可能只动用总统的否决权就能够废止。事实上，在尼克松-舒尔茨充分就业预算的华丽外表下面，掩藏着他们与财政准则决裂的历史事实。

这在1976财年中表现得淋漓尽致。在这一年，尽管经济往上反弹，但财政预算依然入不敷出。在1976年6月之前的4个季度里，实际GDP增长了6.1%。但由于在这一时期巨额减税计划完全生效，导致财政收入下降到GDP的17.1%，相当于朝鲜战争前的水平。

由于支出依然维持在21.4%，财政赤字上升到GDP的4.2%。因此，尽管怀着最美好的愿望，但福特政府把约翰逊时期赤字占GDP 2.9%的纪录，远远地甩在后面。

因此，美国正走上一条未知的财政道路，一条完全免费的巨大赤字的道路。1974~1975年，库存问题最后自生自灭，两位数的通胀被平抑回落到5%。但随着年度财政信贷需求达到空前的750亿美元，心有余悸的伯恩斯不计后果地往银行系统注入货币储备金。

很快，美国银行系统开始进入信贷扩张竞赛。1976年，银行贷款总额增长了10%，随后在1977年和1978年又都各自上升了15%。在很短时期内，通货膨胀再一次加速了。

1976年年底，CPI曾经下跌至5%，似乎显露出通胀周期被平抑的微弱曙光，但27个月之后，到了1979年3月，通胀再次爆发呈两位数增长。在那个时候，新一轮大宗商品价格暴涨已经开始，石油价格在12个月内飙升了3倍，每桶价格高达40美元。

## 卡特政府如何引爆最后的通胀烈火



可以说，无论是共和党还是民主党，都依赖赤字支出和混乱的银行信贷扩张政策。新上台的卡特政府在1977年年初就提出320亿美元减税和增加支出的一揽子计划，试图继续增加财政刺激措施。

这些措施包括臭名昭著的每家每户50美元退税计划（被嘲笑为每周增加0.96美元零花钱的计划）。卡特的一揽子计划还包括市政工程和直接就业，以及与当地政府多分享反周期收入。

上述最后一个项目的名称，就显示出财政政策的混乱程度：并非防止经济滑向崩溃深渊的紧急措施。相反，在那个时候，美国国会预算办公室预测1977年和1978年实际GDP的增长率在6%左右，这意味着当经济预测已经显示出现过热的情况下，卡特政府还在尝试实行经济刺激措施。

事实上，实际的经济挑战正好相反。国会预算办公室也预测到在这两年里消费价格将会上涨6%，如果10年里一直以这种通胀率上升，美元的购买力将只有一半。这个可怕的前景正是巨额财政赤字和美联储超发货币导致的，但在以凯恩斯主义者自居、现在是卡特高级经济顾问的西奥多·舒尔茨身上，却根本看不到这种噩梦，效仿伯恩斯继续敦促美联储往通胀的烈火中添油加薪，急促地表示需要制定一个“收入政策”。

简而言之，华盛顿无助地陷入反周期微调之中，并没有认识到它正在不负责任地给已经严重通胀的经济施加更大压力。结果，实际GDP到了1977年第一季度就实现了9.4%的增长，到年末，大部分卡特刺激计划还没有被执行，当年实际GDP仍很稳健地实现了5%的增长。

另一方面，通胀比预期变得更加糟糕，到了1978年第四季度上升到9%，并且随后稳固向上继续攀升。

另外，尽管财政政策一直无视通胀浪潮的再次爆发，卡特政府倾全力保证美联储随时按照财政计划每年发行500亿美元财政证券。伯恩斯在1978年年初任期届满离任，白宫任命威廉·米勒，一位愚蠢的航空零配件和高尔夫球车制造商，接替伯恩斯。

米勒甚至都不知道如何背诵伯恩斯撰写的反通胀咒语，他仅仅是惟白宫凯恩斯主义的命令是从，向早已疯狂扩张的银行系统注入更多储备金。米勒在美联储主席位子上只待了短短的18个月，这18个月更像是伯恩斯开启的美国银行信贷疯狂扩张的额外奖励。

马丁在1969年年底卸任美联储主席时，银行贷款余额不到5 000亿美元。到了1979年10月，银行贷款余额却高达1.5万亿美元，沃尔克不得不猛烈收紧货币政策，这让金融市场感到十分震惊。

在这10年间，美国的银行信贷增加了两倍，这为金融泡沫下的货币体制打下了基础，也为里根时代继续实行财政赤字政策创造了条件。

## 尼克松误入歧途

1971年8月，尼克松政府为保守党背书，开启了一个与黄金不能自由兑换、浮动的美元时代，并实行了激进的、赤字驱动的财政政策。第一轮就引发了恶性大宗商品价格和工资的上涨。

随后，美联储把大规模债务货币化的实践付诸制度化，同时债务货币化的历史恶臭却被充分就业预算的政治骗局所掩盖。集权主义者和经济改良的商人们就这样被解除了束缚，免于遭受沉默寡言的传统财政真理信徒们的再次打击。当亚洲出口强国几十年前就开始把它们货币钉住美元时，一台无情的美国财政赤字机器已经摆放到位。

但这不是唯一的道路。尼克松在戴维营宣布美元违约之前，回溯到罗斯福新政的铜锣秀，在这个时期时不时出现那些试图恢复稳健货币政策和财政公正的种种努力。罗斯福新政的铜锣秀，更像是原始集权主义财政实验和货币欺骗行为的大杂烩，它并没有让大萧条结束，在许多方面更是推迟了复苏的到来。不难看出，杜鲁门、艾森豪威尔和肯尼迪用他们自己的方式，试图扭转权贵资本主义和民族货币政策的胜利，他们推动历史的努力几乎取得了成功，这在很大程度上归功于小威廉·麦克切斯尼·马丁对美联储的坚定领导。

但历史的道路不能重新选择。尼克松用国家财富、公共金钱和私营经济，复辟了罗斯福风格的民族主义和机会主义，沉迷于总统竞选的政治活动，这带来了十分讽刺的后果。尼克松政府当年选择了浮动货币机制，当这个精巧机制最终在2008年9月彻底引爆金融危机时，那些辩护者们却呼吁采取更加宽松的超发货币和激进的财政政策，也正是他们再次复活了成书于20世纪五六十年代的罗斯福新政和罗斯福圣人传。

这些战后诡辩著作对于大萧条的原因描述是完全错误的，也没有真正讲清楚20世纪30年代美国经济在从长期挣扎走向复苏的过程中，到底发生了什么重要的事情。尤其是，它们把经济复苏的力量，归功于罗斯福新政中错误的起点、死亡的终点和依然健在的变形，而这些是后者从来也不曾有过的东西。

如果热衷于罗斯福新政的复兴运动人士，如普林斯顿大学的保罗·克鲁格曼，仅仅只是胡吹乱编、兜售历史秘闻，那么这些做法本身并不令人生厌，因为它扭曲的是遥远的历史。然而，这些历史秘闻实际上是现在的现实的变形，它们把现实中不能实现的政策，在历史中进行合理化处理，但历史终将证明，这些政策终不能成功，一定只会导致美国在债务中埋得更深。更糟糕的是，它们让破产的货币制度不朽，在尼克松误入的歧途中，崛起的权贵资本主义也因此获得了永生。

[38] 钉驴尾巴：西方万圣节的传统儿童游戏。参加游戏的孩童必须蒙上双眼转圈，然后为远处的纸驴子钉上尾巴。——译者注

[39] 1磅≈0.45千克。——编者注



第三部分  
美元末路：  
罗斯福新政传说和稳健货币政策

## 第八章

### 罗斯福新政： 经济复苏的神话

罗斯福新政是一场政治的铜锣秀，而不是一个开明经济政策的黄金时代。它动摇了稳健货币政策的基础，建立了一个恣意妄为的财政体制，开启了激进主义管理风格，残酷地导致国家权力的膨胀和依附于权力的权贵资本主义的兴盛。罗斯福新政没有终结大萧条，也没有拯救资本主义跳脱导致其失败的沉疴宿疾。

事实上，当年罗斯福新政服用了一剂经济民族主义和闭关自守的猛药，而能带来迅速复苏希望的恰恰是重新向世界贸易开放并建立国际货币体制。但罗斯福的奇特贡献就是，他果断地、明确地、永不回头地关上了国门，让美国人民在经济大萧条的环境中做好长期艰苦奋斗的准备。

罗斯福和他的所谓智囊团无法正确理解，美国的大萧条其实是由出口市场崩溃造成的。其结果是在美国许多行业，如生产资料、汽车、钢铁、化工和农业，出现严重的产能过剩，远远超出美国国内市场需求。在“一战”期间和“咆哮的二十年代”，这些行业通过一种短视的骗术，实现了大规模出口，也就是向那些买不起美国产品的国际客户提供出口卖方信贷。

以今天的经济规模来计算，这些卖方信贷金额高达3万亿美元，其中一部分是在“一战”期间由美国财政部提供的，另外一部分是在股市兴旺时期的最后5年通过华尔街融资获得的。但股市泡沫在1929年破裂了，庞大的华尔街金融市场在国外的债券更是遭受重创。没有了新融资，国际买家很快就开始陆陆续续地撕毁贸易协议，几乎同时停止了采购美国农产品和工业产品，直接造成输出量和产能利用率在1930~1932年里直线下降。

美国需要采取果断的行动重新激活国际贸易客户，但可供选择的行



动并不是很多。首先也是最重要的，大幅降低进口关税和消除其他贸易壁垒，以促进国际贸易客户能够赚取足够的外汇，而不是通过债务展期购买美国的产品。

美国也要豁免英国和法国的战争债务，这样一来，两国尤其是法国就会停止向满目疮痍的德国提出雪上加霜的赔款要求。而且美国必须领导世界各国围绕固定汇率和金本位制，重建稳定的外汇交易市场，以恢复市场信心，重整国际贸易和国际商业的资本流动。

罗斯福从他的前任手里接过了一手烂牌。胡佛虽然是自由经济和财政公正的坚定拥趸，但不幸的是，他还是一位麦金莱<sup>[40]</sup>共和党人，拥护一种致命的矛盾观点，即坚持美元的金本位和贸易保护主义。

胡佛在1930年6月签署了臭名昭著的“斯姆特-霍利关税法”，这给国际商业复苏造成了致命的打击。它引发了国际大宗商品价格和贸易额再次下跌，进一步重挫了美国农业和其他出口行业。众所周知，它也导致了破坏性报复行为的增多，加剧了以邻为壑的民族主义势头。在这10年，这种情况愈演愈烈，使得国际贸易和资本市场陷入休眠状态。

值得赞许的是，胡佛确实在1931年6月执行了长达一年中止战争赔款的决定，但那时，欧洲央行系统正在分崩离析，政治反应和经济道德的没落都有着很深的根基。英国在1931年9月违背了英镑的金本位赎回承诺，这更进一步加剧了国际贸易下行的趋势。

因此，当罗斯福在1933年3月4日宣誓就任美国总统时，他面临着巨大的危机。但这不是像他的传记作者所炒作的国内银行危机：在1932年11月到1933年3月最后一周，银行出纳窗口前都会排起长长的取钱队伍。银行危机纯粹是罗斯福自己造成的，其原因是罗斯福作为当选总统，在处理2月中旬爆发的底特律当地银行危机中，顽固地拒绝与胡佛政府合作，以强硬姿态向公众保证，他坚决不接受任何通胀性货币方案。

几周后，银行危机就结束了。大约有20亿被囤积起来的美元重新流回银行系统。这不是因为实行了罗斯福新政，而是胡佛看守政府悄悄地制定和实施了银行重启计划。

相比之下，事实上，国际贸易陷于停顿、货币系统和外汇交易市场陷入混乱，这才是真正的危机。扭转这个崩溃局面的最后希望是即将在

6月召开的伦敦世界经济会议。这次会议由胡佛政府主办，但罗斯福却再次果断拒绝在会议筹备事务上进行合作。

## 不是克鲁格曼新政

罗斯福在1933年7月初亲自发动了对伦敦世界经济会议的破坏活动。通过一系列活动，他击溃了国际黄金体系，把战争赔款的问题扔给国际社会，让他们相互指责对骂，他甚至根本不谈及美国市场必须对世界各国开放以恢复国际贸易。简而言之，胡佛本打算利用大会为美国谋利，促进美国出口经济的复苏，但罗斯福终止了这项工作，他击溃了黄金体系，让国际贸易和资本流动陷入停滞，也没有解决具有破坏性的战争债务问题。

很明显，对于这些关键问题，罗斯福根本就不关心，因为不管经济情况如何，他自身就是一个不负责任和一知半解的联合体，一会儿是陷入幻想的堂吉诃德，一会儿又变身为彻头彻尾的江湖郎中。这在他判断大萧条的原因方面尤其明显，他非常简单地认为是低价格造成了美国大萧条，因此重启美国经济引擎的关键就是由华盛顿启动的“通货再膨胀”政策，拉动棉花、小麦、猪和钢铁等价格的上升。

但罗斯福确实对强劲的凯恩斯主义需求刺激计划等类似的东西有一种天然的喜好，诸如奥巴马政府的8 000亿美元救助计划。劳伦斯·萨默斯曾是克林顿政府的财政部部长，在早期奥巴马政府中担任高级经济顾问，他在2009年2月就宣称，8 000亿美元救助计划的历史脉络可以追溯到罗斯福。事实上，罗斯福曾经与凯恩斯见过一次面，觉得完全难以理解这位伟大经济学家的思想，而且发现与他有同感的人不在少数。在下文中将看到，在罗斯福新政中唯一有点儿像凯恩斯需求刺激理论的，就要算1936年庞大的退伍军人额外津贴计划，可那是政治意外事件的产物，而且最终罗斯福否决了那个计划。

罗斯福新政与现代凯恩斯主义反周期需求管理理论几乎毫无关联，这个发现对了解美国现在的经济变形非常关键。与诸如克鲁格曼等一些僵化的凯恩斯主义者所宣称的截然相反，在2008年9月危机之后推出的庞大财政刺激和货币超发计划，并不曾在大萧条期间进行过试运行或者

验证。它们从头到尾都是建立在一个错误的历史故事之上，即大萧条的成因和罗斯福新政采取的实际措施。

事实上，罗斯福新政就像是一份外文菜单，没有规律也没有逻辑，杂乱无章。它包含着类似法西斯主义的计划，如对工业和农业实施强制管理，也包括回馈新政利益联盟的市政工程和“猪肉桶”项目支出，还包括通过价格补贴和产量控制手段提高农产品价格，以及以工代赈和社会福利项目，来扶助极其贫困的失业群体，减轻他们的痛苦，当然还有无止境的利益团体游说法案，诸如工会、房地产业和其他组织。

其中一些项目提供了人道主义的救助和社会最低保障系统。但大部分项目或无助于经济复苏，或在造成更大伤害前就已经被取消了。而有一些（例如行业工会法、普惠制社会保险、房利美、银行存款保险和农产品价格补贴）则延续下来，在历史长河中投下了浓重、日益衰竭的阴影。

因此，罗斯福发动的首次攻击就是毁灭性的，其影响源远流长。在国内，他直截了当地摧毁了稳健货币政策的基础；在国外，他阻止了稳定汇率和通用国际货币的回归和复兴，即黄金兑换制的货币。

罗斯福在入主白宫后一年内就实现了上述目标。在这过程中，他完全暴露了自己对于货币政策是名副其实的愚昧无知。的确，他的货币政策行为和观点让长久以来民主党固守的稳健货币政策纲领成为笑柄，令人尴尬地与那些乖戾之人的观念很接近，例如库格林神父<sup>[41]</sup>和参议员休伊·皮尔斯·朗<sup>[42]</sup>。

## 当罗斯福手握黄金

罗斯福领导了著名的“百日新政”，其长久的历史印记并非来源于银行休假日、《全国工业复兴法》、《农业调整法》、田纳西河流域管理局或者公共工程管理局，而只是被载入标准历史的注脚里。这就是罗斯福1933年4月颁布的黄金法令，根据这项法令，可以在美国国内没收任何一家企业或个人持有的黄金。之后不久，他又接受了《托马斯修正案》，获得了可以任意大幅降低美元黄金含量的无限权力。换言之，总

统拥有了摧毁国家货币的权力。

这些行动所构成的并不仅仅是一个迟来的“野蛮遗迹”的葬礼。在一个更宽泛的货币政策的历史体系下，这些都反映出关键的临界点。它们引发了货币政策变形的历史进程，历史的伏线连接到尼克松在戴维营对金本位制的终结，也连接到格林斯潘在1998年面对长期资本管理公司危机时的恐慌，更连接到在2008年发生“黑莓恐慌”时货币政策公平正义和金融准则的最终毁灭。

现在更广为人知的是美联储实行的通胀货币政策，这更突显了与历史决裂的激进本质。在1832年，美元的含金量被固定在每盎司20.67美元，自此以后便没有更改过。在一个世纪里，国内的通胀几乎为零，美元在国际商业中的黄金价值除了战争期间，从来没有变化过。

《托马斯修正案》摧毁了这个坚如磐石的货币基础，并取而代之地允许总统随心所欲地削减美元的黄金含量，幅度最高达50%。这个举动发出了明确的信号，表明货币不再是一成不变且不受国家机器控制的，相反，它是国家机器异想天开和权宜之计的典型产物。

罗斯福在竞选时不止一次地承诺，要不惜任何代价维护“稳健的货币政策”，而且民主党主流的标准观点也是更加偏向金本位的，但现在这一切都与之背道而驰，是令人震惊的背叛行为。同样，从来没有人提交过正式议案，建议把黄金从货币流通中彻底去除，即使是民主党最受欢迎的总统候选人威廉·詹宁斯·布赖恩<sup>[43]</sup>也没有提出过，而他最受人关注的正是其“黄金十字架”演说。

毫无疑问，相较于金币，纸币和支票货币一直以来是更便捷的支付工具，但黄金的作用更主要体现在金融准则上，而不是手手相递的流通便捷。纸币和银行存款的黄金可兑现性赋予民众一条最后的防线，阻止国家和美联储对民众实行货币掠夺的行为。的确，民众能够自由地把纸币换成黄金，就完全可以保持官方货币和银行货币的可靠性。

但在那时，心有余悸的人们（甚至是保守主义反对派）几乎不知道国家已经跨过了卢比孔河。事实上，罗斯福的预算主任和主要经济顾问刘易斯·道格拉斯对此发表了著名的演说。1933年4月18日，当听到总统打算批准《托马斯修正案》时，道格拉斯响亮地高呼：“这是西方文明的终点。”



在时间上，道格拉斯的思想至少超前了80年，他对修正案的意义有着完全正确的理解。罗斯福的鲁莽行为突然带领民主党走上一条政府操纵货币并使之成为纯粹国内货币的道路。

因此，《托马斯修正案》实际上拒绝承认民主党在1932年建立的美元国际硬通货立场的政策纲领，同样也违背了阿尔弗雷德·史密斯在1928年、约翰·戴维斯在1924年以及詹姆斯·考克斯和罗斯福在1920年作为总统候选人时发表的支持金本位制的观点。不仅卡特·格拉斯和民主党多数派支持金本位制的原则，其他民主党先驱克利夫兰、杰克逊和杰斐逊等同样坚守金本位制，并且正是基于金本位制的原则才创建了1913年《联邦储备法》。

简而言之，在公众担忧的气氛下，在自作自受的银行危机警报声中，罗斯福一厢情愿且凭借一己之力废弃了两党金本位制的货币传统，这种鲁莽的行为实质上与货币历史的潮流分道扬镳。直到1933年6月，几乎所有人都坚信金本位制是资本主义的基石，但仅仅几个月后，这种信念已经进入冰冷如石般的休眠状态。

当然，多年以后，一个日益强大的美联储占据了 this 货币政策的真空，让以信用货币为基础的金融体系彻底摆脱黄金准则的束缚。在这期间，经济大萧条在很长一段时间内打消了货币通胀的预期，消灭了货币投机的本能，也产生了一代保守的银行家和美联储领袖们，他们依然热切地试图恢复传统的货币准则。

但只要环境条件成熟，这个政策的真空迟早会被不健康的偏好所占据。渐渐地，尼克松的犬儒主义以及弗里德曼诱人但危险而天真的浮动汇率制和货币数量论，重拾起了罗斯福的历史遗产。尽管尼克松的政治阴谋顶着弗里德曼知识分子体面的光环，但他的愚蠢行为实际上是粗糙的经济民族主义行为，而罗斯福在20世纪30年代就种下了这颗灾难的种子。

## 罗斯福破坏伦敦世界经济会议：终结了自由国际经济的秩序

在罗斯福事实上终止了金本位制之后，美元基本上变成了本国货币。世界上最主要的经济体（包括美国）都退回到自给自足、停滞不前的封闭状态，而这反过来又滋生了极端民族主义、重整军备，并最终引发世界大战。而这个结果本是可以避免的！

的确，自由国际经济秩序能否幸存在整个20世纪20年代一直是迷雾重重，当时世界还在“一战”遗留下来的通胀创伤中苦苦挣扎，试图恢复各国货币的可兑换性。1925~1928年，随着英国、比利时、瑞典甚至日本（在1930年）恢复了金本位制货币体系，汇率、资本市场和贸易正常化方面也取得了巨大的进步。

在国际联盟的支持下，英国花了10年时间推广金本位制的英镑货币体系，但到了1931年9月，英国却自毁长城，宣布废弃英镑的金本位制，这又重挫了刚刚有点儿进步的自由国际经济秩序。因此，重新恢复到1914年前超级稳定和繁荣的自由国际经济秩序，这一前景岌岌可危。在这种情况下，历史学家一致认为，是罗斯福亲自用著名的“爆炸性”信息给予1933年7月召开的伦敦世界经济会议致命一击。

罗斯福一意孤行地拒绝了顾问们的建议，一个不剩，包括当年智囊团的首席顾问雷蒙德·莫利。他完全由着性子处理国事，轻易地驳回了预算主任道格拉斯的警告，而道格拉斯本身是位极有才华的实业家和金融学者。他也漠视詹姆斯·沃伯格偏向金本位制的观点，而沃伯格本人有着华尔街和国际金融的经历，是他最重要的金融高参。而且，罗斯福甚至都没有征询参议员格拉斯的意见。在这种情况下，这种疏忽遗漏就不可能是无心之过，而是可恶至极。

在将近30年的时间里，格拉斯作为来自弗吉尼亚的传奇议员，担任过伍德罗·威尔逊总统的财政部部长，也是《联邦储备法》的主要作者，以及民主党在货币和银行事务方面的模范权威。格拉斯是美元金本位制的坚定支持者，亲自参与撰写了1932年民主党的纲领性文件，因此，在这种情况下，民主党不可能倾向实施宽松货币政策和通胀措施。

在3月4日就任总统前的几个星期里，罗斯福向格拉斯保证将任命他为财政部部长。但60天后，格拉斯最终拒绝了任命，因为罗斯福在出台划时代的货币政策措施之前，甚至没有征询他的意见。格拉斯作为金融政治家，一生致力于打造金本位制货币体系，罗斯福也曾打算任命他负责政府中最重要的工作。但罗斯福在1933年4月废黜金本位制的阴谋，实质上就是废弃格拉斯一生的成果。



在历史的关键时刻，罗斯福在格拉斯和金本位制等问题上出尔反尔，表明处在狂暴经济危机的紧要关头，罗斯福的漫不经心发展到了无以复加的程度，对于任何一个自相矛盾的东西，只要符合他的想法，他都深信不疑。

在这种情况下，到了6月底，在“百日新政”的紧急措施完成之后，罗斯福乘坐文森特·阿斯特的游船度假。他派遣莫利作为他的私人特使前往伦敦参加世界经济大会，当时人们还普遍认为伦敦这场大会绝对是维护国际贸易和货币秩序的最后希望。

伦敦世界经济会议非常幸运，因为由美国国务卿科德尔·赫尔担任大会主席。赫尔曾经是田纳西州的民主党参议员，也是一位出色的政治家，他坚定地支持自由贸易原则、金本位制货币体系和一个开放的国际经济秩序。

参会的绝大部分金融官员（包括赫尔）都认识到恢复汇率稳定的重要性，哪怕只是表面上的稳定，都是决定会议其他议程的关键。特别是要消除保护主义的贸易壁垒，否则这些壁垒会迅速阻断世界贸易。在“斯姆特-霍利关税法”颁布之后，贸易保护主义在世界各地迅速崛起，而且随着英镑金本位制体系的崩溃，它又与以邻为壑的汇率操纵掺杂在一起。

美国、英国和法国等牵头的金本位制国家都设法在大会上达成共识。经过长时间的艰苦磋商，在莫利抵达伦敦后不久，会议各方就达成了一个货币稳定协议的框架。在罗斯福核心圈中，莫利总是发出刺耳的民族主义自给自足的声音，甚至他也被赫尔和英国人说服了，同意为这项临时性的国际协议背书。

协议的核心是把美元重新与英镑挂钩，设定的狭小汇率幅度只是比原先的低约20%（例如，每英镑兑4美元相比于原先的4.86美元）。以此为基准，法国法郎和其他重要货币同时与美元挂钩。

不可否认，这个突破具有非常重要的意义。各方都认识到浮动汇率制将会毒害国际贸易体系，鼓励破坏性的货币投机行为，引发热钱在各金融中心之间汹涌流动。而且从总体上说，热钱流动会继续破坏国家货币市场的稳定，也会摧毁各方对国际贸易体系的信心。

但作为历史上少有的重大不幸事件，在全球达成重启国际金融体系

共识的关键时刻，罗斯福却把自己放逐在完全与世隔绝的状态中。他当时没带任何官方随从，就登上了阿斯特的豪华游船“诺尔马哈尔”号，和他在一起的只有他富有而浅薄的密友文森特·阿斯特——也只有文森特的意见他才听得进，以及他的管家兼荣耀的白宫“部长”路易斯·豪。

莫利最后找到了一艘海军军舰去搜寻“诺尔马哈尔”号，并通过电台向总统简要汇报了伦敦协议的初步设想。而这时，罗斯福、豪、阿斯特，或许还有游船船长，似乎就聚集在甲板上的一盏煤油灯旁。在那儿，他们胡乱写下复电，交给海军，让他们通过电台发给伦敦。

在所有美国总统通信公文中，罗斯福的这封回电无疑是最放纵、最无理和最夸张的。它不仅仅震惊了在伦敦参会的世界各国政要，当场扼杀了货币稳定协议，也无助于改变经济民族主义化的全球体系，而正是这种破坏性的民族主义势力，最终导致了战争。

在伦敦世界经济会议失败后，高关税、贸易补贴、国家主导的经济复苏和军备重整计划以及对法定货币的操纵等，在全球盛行起来。瑞典、荷兰和法国也在几个月后被迫放弃金本位制，这导致国际金融市场更加萎靡和混乱。

最终，直至1939 ~1940年战争爆发，世界才摆脱了高涨的经济民族主义和严重的经济停滞。而无论是经济民族主义还是经济停滞，都要归咎于罗斯福采取的堂吉诃德式的政策措施。这同时也意味着，美国国内经济与至关重要的出口市场被完全割裂了，从而迫使美国的复苏陷入停顿，被迫继续接受昏庸的新政治，而罗斯福新政只是种下战争国家扩张和权贵资本主义的种子而已。

历史学家倾向于原谅罗斯福在“诺尔马哈尔”号甲板上的糟糕行为，认为这是入主白宫没多久、被国人寄予厚望的总统在心烦意乱时做出的鲁莽决定。实际上正好相反，是罗斯福一手破坏了伦敦世界经济会议，从而开启了一个长达38年的新时代，而这个时代的终点出现在1971年：尼克松同样鲁莽地摧毁了布雷顿森林体系。

在这两个事件中，罗斯福和尼克松采取了相同的手法。虽然他们是咄咄逼人的政治家，但在经济政策上都缺乏民众长久的信任。他们通过滥用国家权力实行税收、支出、政策管控和货币印发等措施，以实现他们国内政治和选举的目的，对此他们没有丝毫的内疚。在现代金融历史的伟大进程中，罗斯福和“狡猾的尼克松”就像是一个集权豆荚中的两粒

豌豆。

## “一战”和“咆哮的二十年代”：大萧条的摇篮

罗斯福对国际货币的稳定和国际贸易的秩序给予致命的打击，通过这种模式，罗斯福新政得以成型。罗斯福一回到闭关自守的国内，新政只能注定成为吃角子的老虎机。在美国国内经济的供应端，它恣意地推、拉和推倒重来，但它不可能再次催生1914年之后美国繁荣所严重依赖的外部市场。

胡佛的观点是正确的：美国的萧条源于国际贸易的崩溃，而不是资本主义固有的缺陷，也不是因为如罗斯福新政所预测的那种独特的国内苦难。实际上，自1914年8月以后，美国经济一直是完全国际化的，而且作为世界经济中高效率的出口机器和财力雄厚的银行，美国经济获得了突飞猛进的增长。

随着美国经济的腾飞，在1914~1929年，出口的繁荣给国内收入带来了巨大增长，反过来又促进了战后新的耐用品工业的发展，如汽车和家用电器。出口工业和耐用品产量的大幅增长也引发了历史上最大一次资本支出的兴旺。例如，汽车工业的生产能力从1920年不足200万辆增加到1929年的600万辆，同时一些新兴产业（如收音机和洗衣机）一夜之间也如雨后春笋般出现。

美国由于出口增长的持续和耐用品产业的兴旺而成为超级经济体，但这也就是“阿喀琉斯之踵”。如果核心工业的需求增长放缓，快速的产能扩张就会停止，生产资料行业就会遭遇下行压力。同样，如果20世纪20年代末泡沫引发的需求停止，那么消费品工厂就会陷入巨大的产能闲置，紧接着就会造成收入、利润、就业和消费等急剧下降。

当巨大的股市泡沫在1929年9月膨胀至极限时，厄运已经来临。股价上涨带来的临时“财富效应”，以及消费分期付款贷款和房屋抵押贷款金融的蓬勃发展，都极大地培育和促进了汽车、电器、收音机和其他耐用消费品的发展。而当股价应声从天上掉落到地上时，这些产业也突然面临停顿。

然而，金融泡沫不只是在国内发生。1914年爆发了“八月炮火”，把美国变成了“一战”的兵工厂和粮仓，也让美国成为快速发放巨额贷款的全球债权人。虽然战争促进美国经济实现了十分明显的发展和繁荣，但这并不是一条自然或可持续的高速发展之路。

到了1920~1921年，停战后经济遭遇了短暂而深度的下跌，之后，美国重拾其作为巨额债权人和出口国的角色。与此相反，在战争期间巨额政府债务和货币通胀的影响下，其他国家则苦苦挣扎，试图重启国内经济和恢复金融和货币的正常秩序。

影响战后稳定进程的一个关键因素，特别对于中欧国家和拉美大宗商品生产国来说，是由华尔街签署发行的100亿美元外国债券。按今天的经济规模计算，这相当于1.5万亿美元。债券的借方分布很广，从丹麦和德国的实业家到汉堡和里约热内卢的市政府。

补充说明一下，美国财政部在1917~1919年发放了巨额战争贷款，到20世纪20年代，外国债券市场已成为美国战争贷款在和平时期的延伸。正是通过这些巨额贷款，许多国际客户可以用信贷融资购买美国的出口商品，因而促进了美国国内经济的发展。所以1914~1929年的15年间，实际GDP平均每年以将近4%的速度增长，这是在过去相当长的一段时间内不曾有过的。

问题是这个发展和繁荣既不是原生性的，也不是可持续的。除了由债务融资提升美国出口需求外，股市财富和消费信贷的爆发也刺激了美国家庭消费，产生了旺盛的、不可持续的购买高价耐用消费品的需求。所以，当股市最终破裂时，这个由金融信贷打造的连锁经济扩张就轰然倒塌了。

第一个受害者就是外国债券市场，相当于当年次贷市场里的金丝雀<sup>[44]</sup>，发出了早期预警。经过几个月的崩塌，新债发行的数量与1928年最高峰相比减少了95%，造成外国对美国出口的需求也崩溃了。更糟的是，将近100亿美元外国债券余额也很快跳水——1美元面值债券的价格不足10美分，这意味着当年这个市场崩溃的速度和量级与2008年次贷抵押贷款崩盘危机相当。

外国债务人不得不借新贷款支付利息。当华尔街股市在1929年10月戛然而止时，代表着美国出口繁荣的“纸牌屋”也轰然倒塌了。到1933年，美国对外出口下降了近70%。

华尔街市场的垮塌同样造成了国内依赖出口行业的连锁紧缩。比如，股市赌场的赢家可以轻松购入新车。但当汽车和卡车销售量到1929年增长到530万辆时，突然下滑，到1932年只有140万辆。显然，汽车销售减少75%会导致汽车供应链出现连锁反应，包括金属加工、钢铁、玻璃、橡胶和机床等机器工具，而且是极具破坏力的影响。

这些成长型行业的倒塌也引发了商业投资的萎缩和削减。1929~1933年，工厂和设备方面的支出减少了80%，1929年所有生产的库存中有将近一半在之后3年里才得以清除。这个空前巨大的周转库存清除从380亿美元下降到220亿美元，相当于周期触底前造成20%的GDP损失。

总体来说，名义GDP在1929年是1 030亿美元，但到了1933年，它萎缩到只有560亿美元。但在这个空前巨大的紧缩中，绝大部分是出口、库存、工厂和设备等固定资产以及耐用消费品。这些项目在1929年之后的4年间减少了330亿美元，在名义GDP的下降金额中占据了70%。

这些数据背后的故事驳斥了战后凯恩斯主义对大萧条的描述和解释。在1929~1932年出现的并不是可以通过开明宏观经济刺激政策在某种程度上恢复的国内“需求”的神秘损失，相反实际上是出口、耐用消费品和一生一次的资本投资等，发展到不可持续时必然产生的紧缩，这与1994~2012年在中国发生的巨额投资周期完全不同。

1932~1933年，大萧条时期的GDP处于底部，但可以避免；大萧条之前，在债务和投机的推升下，GDP在1929年增长到了顶峰，难以为继。因此，问题是不可能通过国内宏观经济的刺激计划得以解决的。大萧条从来就不是用凯恩斯主义疗法可以治愈的“病人”，因为凯恩斯主义疗法是固有地向内看，并且具有民族主义的特性。

当然，罗斯福新政的百日狂热行动成了历史学家笔下的神话。但当国家“虚胖”的出口、汽车、资产投资等领域发生向内破裂时，把新政放在这个背景下看，就会很明显地发现真正治愈大萧条的，并不是从华盛顿涌出的、以字母缩写为名称的经济刺激计划。

因此，在1939年之前的6年里，经济确实发生了温和的复苏，但与流传甚广的凯恩斯主义传说相反，罗斯福新政对此没有做出任何贡献。事实上，在这一时期展现出来的交替式经济扩张，其实在1932年夏就已经开始了，远早于罗斯福当选为总统之时。

## 胡佛的复苏计划被迫中断了

罗斯福新政的传记作者们从来不会提及，作为大萧条核心指标之一，工业生产下降了50%，但到1932年9月，在胡佛政府的领导下，这个损失就已经弥补。胡佛政府经济复苏的催化剂不是以华盛顿为中心的政策诡计，而是1929年之后严重的固定资产和库存清除周期因触底反弹而自然发生的复苏现象。

1932年年中，库存清除最后完成，生产资料和耐用消费品的生产再无下降空间。于是，到1932年7月，几乎每一项经济活动都在往上发展。7~9月，美国联邦储备委员会工业生产指数上升了21%，同时，铁路货运量增长了20%，建筑工程施工合同数量增长了30%。

同样，美国劳工联合会公布的工业失业人数从7月1日至10月1日减少了将近75万。零售额和电力生产在7月以后也取得了相当好的增长，一些曾经几乎陷入破产的核心行业现在也逐渐起死回生了。

例如，棉纺织业的产能利用率从7月的56%上升到10月的97%，毛纺织厂羊毛的消费量在同一时期几乎增加了两倍。同样，巨大的美国钢铁公司是美国工业经济的核心，其订单储备在16个月内实现了首次增长。

相关指标同样证实，这是一次广泛而富有活力的复苏。批发价格从1932年年初的谷底回升了将近20%，这是自1929年9月以来的第一次上涨。股票市场很快就敏锐地捕捉到这个信息，道琼斯指数很快从1932年7月7日大萧条时期最低的41点反弹至9月初的80点，后来由于担心罗斯福获得总统大选，股市又被打压回去。

其实，经济反弹最重要的迹象出现在陷入困境的银行业。1929年之后，几乎每个月都有将近300家银行关门歇业，但在6月以后，每个月关门的银行数量大幅减少到七八十家。

事实上，在1932年7~10月，新开业银行吸收的存款金额超过了银行歇业造成的存款流失金额，与之前逐月银行存款净流出相比有了彻底的改变。同样在金融系统内，自7月以后，美国已经连续5个月实现黄金的净流入，表明由英国于1931年9月废弃金本位制所造成的恐慌性黄金流出的局面，已经被彻底扭转了。



那个时期出版过一本严谨的新闻事件汇编，其中写道：“在6月，随着破坏性通胀立法法案相继失败……（和）外国重新建立起对美国黄金地位的信心，在全国大地上都能感受到复苏气息。”

没有人比沃尔特·李普曼在洞察国家状态方面更具权威性，那时，他正处在职业和影响力的高峰。后来，他回忆道：“有一个非常好的统计证据……作为一个纯粹的经济现象，世界经济到1932年夏已经处于最低点，在所有主流国家中，虽然非常缓慢，但真正的复苏已经开始了。”

然而，到了选举的时候，反弹再次冷却下来。随后，从选举日开始到1933年3月4日总统就职日，在这个过渡期内，所有经济和金融活动的指标都急剧减弱。

正如下文所述，有非常有力的证据表明这个经济倒退可以归咎于在黄金和银行市场爆发的“罗斯福恐慌”。而“罗斯福恐慌”本来是可以避免的，它是在总统竞选和总统过渡时期，罗斯福犯下了无数错误以及蓄意挑衅所造成的。因为事实是，1932年7月，世界其他主要工业国也开始了经济复苏，但没有一个国家像美国一样，在1932 ~1933年冬再次遭遇经济萧条。

## 罗斯福制造的银行危机

在历史书中，胡佛经济复苏全部被忽略了，从而给读者造成一种印象，好像美国经济在1929年10月之后一直下落，直到1933年3月4日抵达绝望的谷底。对历史事件的解读并不准确，但这闪亮地打造出罗斯福魔幻般的传奇，其传奇就是，罗斯福果断地重新激活了陷入冬眠的银行体系，重新启动了商业的巨轮，在“百日新政”期间，通过华盛顿出台的各种救助计划，重新恢复了资本主义的鲜活生命。

但被公认的1933年3月的银行危机本来就是小阿瑟·施莱辛格和其他战后时事评论员发明出来的，用罗斯福的“银行假日”作为分割线，来区别胡佛的黑暗时期和罗斯福创造的奇迹。与此相反，当年最博学聪明的金融领域的观察家们则对此有完全不同的观点，而且有非常令人信服的

理由：在罗斯福就任总统前那个周五的晚上，绝大部分美国的银行系统还是拥有清偿能力的，包括在纽约金融中心的那些银行，如大通国民银行（大通银行前身）、第一国家城市银行（花旗银行前身）、摩根银行以及其他更多银行。

实际上，上述这些银行是被迫同意纽约州银行假日的，这一假日是州长雷曼在罗斯福就职前凌晨4点30分签署成立的。巧合的是，州长的祖先成立了以家族姓名命名的雷曼兄弟银行，而州长的法案拯救了雷曼兄弟银行；但2008年的情况与1933年的情景正好相反，它宣判了雷曼兄弟的死刑。

当年，华尔街并没有出现银行挤兑的情况，因为这些大银行大多遵循了久经考验的标准，也就是对股票融资收取完全充足的抵押物，并保留高达20%的存款准备金。1929~1930年发生的股灾当然非常残酷，但在那些所谓黑暗的日子里，官员们还是有着不错的判断力，允许市场按自身的规律行事。

因此，在“黑色星期四”之后，当高达90亿美元的保证金贷款被提前收回时，数以千计的股市投机商被快速、干净地清理掉了。在几个月内，被清偿的银行和经纪人所涉及的保证金泡沫，以今天的经济规模来计算，高达1万亿美元，这些保证金都是在股市进入最后几年疯狂时，随着股价平均数上涨而不断累积起来的。

在这4年里，从发生股灾到罗斯福就任总统，在纽约金融中心，没有一家银行关门歇业，也就是说银行丧失清偿能力的问题只发生在其他地方，而不是在国家的金融中心。

事实上，银行倒闭挤兑风潮在很大程度上已经被控制在所辖区域，也就是1914~1929年农业和工业出口经济造成产能过剩的地区。随着农业和工业出口经济的崩溃，在工业繁荣的城镇，如芝加哥、底特律、托莱多、扬斯敦、克利夫兰和匹兹堡，许多贷款比例极高的银行都遭受了沉重的打击。

在农业发达的内地，在股灾发生之前的10年，大萧条就已经开始冲击这些地区，其原因是伴随着“一战”，农业发展本身就出现了起伏的状况。1914~1918年，工业发达的欧洲地区陷入空前的战争状态，其农业生产和农产品市场遭到极大破坏，造成了对美国农业地区出口需求的爆发性增长，也引起了农产品价格上涨，从而带动美国农业产量迅速增

长。这些又很快引发了对土地和房地产的投机炒作风潮，相对而言，这股投机浪潮甚至超过了2002~2007年发生在“沙漠州”地区的房地产泡沫。

然而，一旦欧洲农业地区重新恢复生产，美国的大粮仓就丧失了被战争刺激起来的虚假出口市场，导致1920~1921年农产品价格暴跌，在随后10年里一沉不起。毫无疑问，在战争期间，数以千计的银行星罗棋布地分散在这片乡村地区，然后在战后农业泡沫破灭的紧缩时期又遭受巨大的、无情的损失。

总体而言，在1920~1933年，大约有12 000家银行倒闭，但其中有10 000家是小型乡村银行，它们所坐落的城镇的人口都不超过2 500人。在整个20世纪20年代，这些银行以每年1 000家的速度倒闭，这当然是惊人的历史统计数据，但它们与国家总体上的GDP在很大程度上没有关联。在1932年之前的12年间，倒闭银行所造成的损失实际上累积起来只占存款的2%~3%。

银行倒闭风潮愈演愈烈，更像是在控诉反分支机构的限制性银行法，这项目光短浅的银行法是乡村立法者迫使州议会通过的；这个倒闭风潮同样提醒人们，战争引发的通胀和破坏依然在人们的未来发展上投下长期的阴影。但关键的一点是，这几千家倒闭银行没有清偿能力，本应该关门歇业。它们不是银行系统发生基础性崩溃的实证，也不是美联储不能提供足够流动性的旁证，当然也不是资本主义发生了系统性危机的明证。

1929年股灾之后，在1932年年中之前的12个月内，银行倒闭的速度甚至加快到2 400家左右。虽然银行倒闭呈周期性爆发的态势，但仍然不是一个全国性范围的问题。相反，受到冲击的都是分布在农业和工业内陆的区域性银行。而且毫无例外，发生区域性银行倒闭的地区，都深度陷入投机性房地产贷款和其他不良货币或信贷行为之中。

1930年11月，因考德威尔连锁银行倒闭而爆发的首个重大银行挤兑风波，正是在这种背景下发生的。一些投机性的控股公司控制着100多家银行，分布在田纳西、阿肯色和北卡罗来纳，当美国南部产棉地带的北部地区的房地产价值急剧下跌之后，银行便陷入倒闭。尽管给本地银行带来一些间接影响，但挤兑风潮并没有传播到其他地区。很快，存款被转移到稳健的银行，而不是被藏匿囤积起来。因此，挤兑风潮逐渐平息了。

1933年2月以前，银行倒闭并不会造成传染，能够证明这个观点最有力的证据就是著名的美国第一银行在1930年12月倒闭之后发生的事情。美国第一银行是纽约市银行界的新贵，在20世纪20年代通过一连串兼并，以激进的房地产贷款业务以及控股公司资本的堆塔效应，实现了突飞猛进的发展。

这家银行成为股票市场上的火箭股，股价从1925年的每股5美元开始火箭般飙升，直至230美元，然后遭遇暴跌。但银行创始人之一的伯纳德·马库斯就像那个时代的桑迪·威尔<sup>[45]</sup>，更擅长收购兼并，而不是经营优良的信贷业务，因此很快就使得他匆忙建立的银行帝国陷入破产。虽然这个银行帝国曾经是纽约市第三大金融机构，旗下拥有70家分支机构，吸揽的存款数额相当于今天的300亿美元。但州银行管理部门将它关闭，并没有对纽约其他银行造成任何影响。

6月在芝加哥发生了同样的情况。20世纪20年代，芝加哥郊区的房地产市场产生了巨大的泡沫，但由于伊利诺伊州特别通过了反分支机构的限制性银行法，那些卢普区的银行不得不退出各分行业务，造成郊区房地产信贷热潮陷入资金匮乏的局面。

在1914~1929年农业工业出口业大发展时期，芝加哥成为经济中心，因此，当银行信贷盛宴随着股灾的降临突然结束时，与底特律周边的工业中心相比，芝加哥地区的经济遭受了更沉重的打击。在新开发的郊区住宅区域，房地产价格遭遇毁灭性的暴跌，引发大量的商业抵押贷款和住宅抵押贷款贷款违约。

但一年后，意外的情况没有出现，这些卢普区的银行依然保持着清偿能力，在它们的业务窗口前也没有出现排队的现象。相比之下，在郊区分行发生的“挤兑”过程很短，而且储户能够获得保障，因为这些分行是完全没有清偿能力的。简言之，芝加哥的案例进一步澄清了一个事实，即1930~1932年发生的银行倒闭潮并不是由非理性的公众情绪或某种“传染”因素造成的，也不是银行的流动性出现了基础性的问题；相反，这表明是有眼光、理性的储户将他们的存款从这些不良银行和市场撤离了。

即使是当银行倒闭潮往东部扩展的时候——如在1931年10月费城也出现了银行挤兑的情况，其模式中理性的成分也要远远多于大家公认的传统故事。在这个案例中，发生倒闭的绝大部分是根据州法律特许创立的信托银行，相对于全国性银行，当地法律对这些信托银行资本和现金

准备金的门槛要求要低得多。

1931年年底，这波费城银行倒闭潮迅速偃旗息鼓。由于信托银行一直处在房地产信贷和证券投机的前沿，储户们把存款从疏于监管的信托银行转移到资本金更充足的全国性银行。确实如此，美联储在当年10月中旬提高了贴现率，极其充分地证明了，在这一时期美国银行系统基础性的清偿能力并没有受到影响。

美联储的这种行为是惯例做法，现在支持美联储货币超发政策的拥趸都对此持严厉批评的态度，但按照当时的金本位制，这一做法完全恰当。特别是英国在1931年9月退出金本位制，市场最初的反应是担心美国步其后尘，因此造成黄金大量流出美国。所以，提高贴现率是阻止黄金外流的必要手段。事实上，在美联储采取这一措施后的几个月内，黄金损失的速度急剧下降，直至1932年年中，彻底扭转了黄金外流的情况，黄金开始流入美国。

更重要的是，在提高贴现率之后，银行倒闭的情况并没有加剧，反而在几周内倒闭的速度大幅放缓，同时，贴息贷款有了实际上的增长。这从正面证明了银行倒闭并非是因为它们的流动性出了问题，也不是因为不能从美联储获得紧急救助资金，真实的原因是它们因资不抵债而破产了。

事实上，胡佛实施的银行救助疗法，即在1932年1月紧急设立金融重建公司，就是为了改善银行清偿能力不足的情况，而不是提供紧急救助资金或者替换银行囤积的存款。但很不幸，该举措后来成为权贵资本主义实施救助的典型案列，他们用其拯救几十家破产的铁路公司，向几千家陷入破产的银行注入资本，让它们起死回生。因此，其结果是非正义的，陷入破产的股东和债券持有人获救了，竞争对手却受到了伤害。因此在国家经济中，仍然存在过剩的铁路运输能力和过多的银行，而它们相互之间必定倾轧争斗、难分高下。

## 在罗斯福开启新政前，银行危机已经结束

尽管如此，到1932年11月8日晚罗斯福当选总统时，这场所谓的银



行危机在很大程度上已经偃旗息鼓。全国范围的银行倒闭——主要是小型乡村银行，已经下降到每周不足24家，银行存款水平上升，剩下的就是对内陆地区银行清偿能力不足的遗留问题进行温和的清理工作。

现在这个调整工作已经变得十足的政治化，也就意味着陷入破产的银行将从金融重建公司获得资本注入，而不是接到州和联邦银行监管部门的关门通知。但其中的关键是美国银行系统没有出现严重的流动性问题。美联储、银行监管部门和聪明的储户们已经做好各自的本职工作，悄悄地、系统地把巨额的银行存款转移到更稳健的银行。

在罗斯福拯救银行的经典故事中，无法自圆其说的是，从他当选总统到2月3日登上文森特·阿斯特的游船开始10天不劳而获的假期的这90天里，为什么没有发生任何重大的银行挤兑事件。美国货币监理署<sup>[46]</sup>发布的每日报告就是明证，一直到2月初，都没有报告实质性的货币囤积现象。

现实中，在这选举后的3个月里，美国上下只发生过两起城市范围内、持续时间只有一天的银行停业情况。同样，在1932年大部分时间里，货币波动的余额约为55亿美元，即使是在1933年2月8日结束的那一周，每天波动的货币也仅上升了800万美元。

与此相反，党派历史学家虚构了一个印象，他们通过对类似于在乡村还有一些银行倒闭等奇谈怪论进行拼凑加工，造成货币恐慌趋势还在上升的假象。内华达州州长在11月宣布了银行假日，但其原因是一家连锁银行陷入清偿能力不足的问题，涉及的存款金额只有区区1 700万美元，这个金额只相当于大通国民银行或芝加哥卢普区大银行几个小时资金清算的数量。

同样，星星点点分布在密苏里、田纳西、威斯康星州的乡村银行，以及坐落在内陆农业-工业地带中型城市的银行，如在查特努加、孟菲斯和小石城，这些银行还陆陆续续出现倒闭的情况，但这只是过去几年大规模风暴过后的余波而已。风波中还掺杂着一些明显滑稽的闹剧，诸如休伊·朗毫无征兆地宣布州公共假日，以纪念与德国中止外交关系，其目的却是为路易斯安那州主要银行赢得时间筹集额外资金。

实际上，直到2月14日早晨才真正引发了选举前的恐慌。那一天，密歇根州州长鲁莽地宣布，由于底特律第二大连锁银行遇到资金困难，银行放假一周。卫士信托集团旗下拥有大约40家银行，集团由埃兹尔·



福特控制，其主要股东还包括高盛。

这又是一个典型的20世纪20年代后期银行金字塔的案例。这家银行最初在1927年从500万的中等规模资本起步，经过两年的收购兼并和换股安排，发展成为有2.3亿美元的控股公司。这一系列资本运作极大地提升了股价，从原先的每股20美元一路上涨至1929年最高时的350美元。

不幸的是，银行的主要资产包括回购公司股票的融资贷款，以及在火爆的底特律汽车带地区发放给房地产开发商和住宅业主的抵押贷款。在之前30年间，底特律人口从30万暴增到160万，直接导致底特律房地产价格呈火山爆发式增长。即使用今天阳光地带相同规模的房地产市场与此相比，都会黯然失色。

随后，由于汽车产量下降75%并造成大量工人失业，卫士信托集团的股票下跌了95%，银行贷款也无助地受到损失。这原本可以算是埃兹尔·福特和他的权贵们一次令人尴尬的投资失败，现在却上了全国头条新闻，卫士信托集团的危机转变成亨利·福特与他瞧不上眼的合作伙伴之间的口水战，然后亨利·福特又跟密歇根民主党参议员詹姆斯·考森斯发生了争执。

参议员考森斯是后来的泰勒·文克莱沃斯<sup>[47]</sup>，相信他自己是被亨利·福特骗去了原先福特汽车公司的股份。因此，他不能容忍金融重建公司出手帮埃兹尔·福特收拾烂摊子，所以他动用作为一名美国参议员的巨大影响力，在这桩案子上发表了不当言论。

胡佛在争吵最激烈时也帮了倒忙，参与了论战。但他很快认识到底特律的头条新闻正变成金融恐慌的催化剂，而在总统过渡时期，罗斯福采取完全不合作的立场，并且有意在未来金融政策上保持沉默，这些都使得恐慌不断发酵。

罗斯福激进的智囊团包括哥伦比亚大学教授雷克斯福德·特格韦尔和“影子农业部长”亨利·华莱士，智囊团不断透露出消息或暗示未来新总统可能采取让美元贬值的政策，并寻求其他通胀方案，这些都已经引发了市场挤兑黄金和货币的现象。因此，在2月18日，胡佛亲笔写了一封极具说服力的私人信件给罗斯福，概述了这些市场变化的危害，并紧急要求当选总统尽快发表声明，安抚市场情绪，纲要性地阐述他在黄金、货币、银行和预算等方面即将实施的政策。

## 长达14天的罗斯福恐慌

就这样，一连串的错误开启了。也正是这些错误让罗斯福和他新成立的政府在入主白宫才14天的时间，就造成银行系统陷入瘫痪和恐慌。在这个关键期间，罗斯福依旧保持着完全的静默状态，在长达10天内他没有回复胡佛的私人信件。10天后，他才找了一个没有及时回信理由，称他的秘书忘了寄出回信。这个理由就如同孩童说“是家里的狗把家庭作业给吃了”一样，牵强附会、漏洞百出。在胡佛寄出书信的当天，参议院支持白银政策的民主党阵营通过电台向全国发表了题为“扩大使用白银和通胀”的讲话。梅尔文·泰勒是美国伟大的银行政治家，他是芝加哥卢普区一家大银行的董事会主席，并且是1932年民主党总统候选人的热门人选。在这之后的星期一，梅尔文·泰勒在私人谈话中告诉参议院金融委员会：“当选总统应对通胀发表立场坚定的声明，这是能够避免国家陷入全国性恐慌的唯一办法。”

第二天，由各储备地区主要银行组成的联邦储备咨询委员会向罗斯福提交了一致通过的决议，敦促发表澄清公告。同一天，有报道称格拉斯已经拒绝出任财政部部长，正如《巴尔的摩太阳报》的报道所称，人人皆知其原因：“如果参议员获得满意的保证，即新政府在任何情况下都不会接受通货膨胀的政策，那么他对邀请出任财政部部长的回答将是不同的。”

随即，罗斯福宣布共和党人威廉·伍丁取而代之，出任财政部部长。伍丁本是无名之辈，原来从事火车机车的生产制造，所以罗斯福选择他的理由很快就显露出来了。尽管令人尊敬的胡佛政府财政部部长奥格登·米尔斯天天发出越来越绝望的恳求，但伍丁总是双手一摊，表示拒绝：“每一次伍丁先生都强硬表示，在3月4日之前，新政府不会采取任何行动，也不会承担任何责任。”

根据当时一位圈内人所流传下来的记录，到了2月24日，罗斯福和他的核心圈都已经接受了完全悲观的前景预测。凭他们的直觉：“毫无疑问，全国的银行将会几天内崩溃。这个责任应该完全由胡佛承担。”

事实上，在同一天，在货币政策方面同样毫无头绪的特格韦尔教授透露了新政府的秘密计划，即颁布黄金出口禁令，停止向国内民众支付黄金，并且采取措施提高农产品和工业品的价格。

到了2月27日星期一的上午，特格韦尔透露的消息在金融市场内疯狂传播。恐慌开始了。

正如纳德勒和博登教授在他们关于1933年银行危机的经典著作中所记录的，纽约联储的黄金库很快就变成了混乱的中心：“随着恐慌周（2月27~3月3日）向前推移，人们排起了长队来这里兑换黄金，数量越来越大，直到最后黄金被装入大箱子和旅行箱里，搬上了卡车。”

在之后的5天里，大约有8亿美元等值的黄金或被民众兑换取走，或被外国央行打上标记，或被大量做空美元的投机商暗中购买，约占整个黄金库存的20%。英国在1931年9月废弃金本位制的教训还历历在目，因此，那些聪明的投机商马上反应过来，采取积极措施保证自己的资金安全。在市场上，人们能立刻感觉到恐慌带来的撞击连锁效应。

华尔街的历史学家巴里·威格莫尔在他关于大萧条的权威著作中描述道，由于黄金“大出血”，“人们开始怀疑银行系统的最后出借人（如美联储）。惊恐万分的储户们立刻排起了长队挤兑，现金替代银行存单成为唯一可流通的货币”。

威格莫尔的观察十分敏锐。当年具有金融知识的人们都知道，美联储发行的美元纸币依法令必须要用40%的实物黄金来支撑，而这是战后凯恩斯主义者从来没有搞清楚的。公众随即明白，如果恐慌性兑换黄金的情况再持续几天的话，就将导致市面上流通的货币供应和整个银行系统的货币供应急剧下降。

因此，以下这些每日货币数据向人们提供了明白无误的证据，表明罗斯福对于危机负有罪责：到2月23日，每日新增的货币余额从2月初的800万美元增加到4 000万美元；然后进入危机周，在星期一飙升到2亿美元；而到3月3日星期五，总统宣誓就职前一天，更是达到了4.5亿美元。

据最后统计，银行挤兑和货币囤积合计造成货币余额从56亿美元增加到最高峰的75亿美元。但其中的15亿美元，约占增加数量的80%，是在罗斯福入主白宫前10天内增加的，这10天也就是从格拉斯拒绝出任财政部部长到罗斯福宣誓的那天早晨。

威格莫尔的著作由700页的大量文件和资料组成，只是偶尔穿插一些观点和评论。但在谁应该对银行危机负责这个问题上，他一点儿也不

含糊：“罗斯福加重了危机。如果他在‘跛脚鸭’<sup>[48]</sup>期间采取不同的处理方法，也就不会有‘银行假日’了.....在银行危机前，银行系统的流动性是非常好的，从危机中恢复流动性也是非常快速的.....（证明）罗斯福过渡时期的特殊状况才是危机发生的原因。”

罗斯福正式关闭了全国17 000家银行金融机构，4天之后，参议院经过75分钟的辩论，甚至在没有任何书面文本的法案的情况下，批准了《紧急银行法》，授权财政部部长“只有确保在稳健的状态下，银行才可以重新开业”。

但在这个法案里没有任何罗斯福新政的魔法棒。法案由胡佛看守政府中的留守成员起草，实际上是没有任何实质内容的授权法案，其对于申请“重新开业”执照的银行流程没有做出任何改变，也没有审查标准或财政部批准许可。

事实上，这项法案是罗斯福一连串诡计的开始。一旦胡佛在3月4日被悄悄地安上骂名，为陷入停顿状态的银行系统和大伤元气的国家经济承担罪责，罗斯福却表示没有关闭银行或实行银行改革的意愿，之后便切换到下一个议题。于是，白宫宣布下一个星期一（3月13日）银行开业。到了星期三，全国性银行中90%的储蓄银行就重新营业了。这种盲目的调整安排，一定会让现代互联网时代从事大数据研究分析的人羡慕不已。

在随后的10天里，将近20亿美元的囤积货币重新流回银行系统，美联储黄金储备也很快回升到危机前的水平。到了4月初，13 000家银行重新开张，这些银行的储蓄存款高达310亿美元，随着金融重建公司注入更多的资本，另有2 000多家银行业也很快重新营业了。

与此对照，到1933年年底，只有1 000多家小型乡村银行倒闭，合计存款金额不到10亿美元，这表明在罗斯福银行危机期间，全国银行存款中只有3%还留存在陷入破产的银行机构里。实际上，大萧条期间严重的周期性商业清算风潮在罗斯福当选总统前就已经结束了，在受他煽动的银行危机发生后几周内，美国经济重新实现了自生性反弹。

1933年6月，经济活动重新恢复到1932年9月的水平，随着固定资产投资和营运资本出现稳定补充，经济继续缓慢地回暖。诚然，经济复苏在很大程度上因国际贸易停止带来的负面影响而变得脆弱，但在不停的拉动和停止的过程中，到1939年，名义GDP终于重回900亿美元。经过

长达7年的罗斯福新政的治疗，美国经济收入很不容易地回升到1929年的水平。

## 新政初期：华而不实的集权主义摸彩袋

这次经济恢复也根本不能归结于吵吵闹闹的“百日新政”。罗斯福不得不采取的措施，除了导致旧的国际秩序灭亡之外，在美国国内方面，仅仅是一个装满了试验、华而不实或不契合实际想法的摸彩袋。这些临时性华盛顿干预措施，包括成立田纳西河流域管理局、《全国工业复兴法》、《农业调整法》，对于恢复陷入休眠状态的市场资本主义和创造经济财富毫无作用，相反，这些法案毫无目的地在不同区域、行业甚至特定商业机构之间对收入和资源进行调整。

有一些新政措施添加了总需求，但其代价是浪费经济资源，比如在田纳西河流域管理局项目上的无效投资，不仅浪费了资金，而且对环境造成了永久的破坏。田纳西河流域管理局项目被历史学家定义为新政标志性的成果，但实际上只不过为修建无效的水坝和电站而创造了最多几千个就业岗位，而这个地区在20世纪20年代经济繁荣时已经建造了过多的水利、市政工程。新政花费了数亿美元，把水流湍急的天然河流变成可以通航的水道，可是在这个区域已经有足够的铁路运输和公路运输。

还有其他造成巨大和持久伤害的经典新政措施，其中包括1935年的“瓦格纳法案”。制定并颁布这个法案号称是为了保障工人集体谈判的权力，但法案设计得如此糟糕，以至于即使是大公司在面对静坐罢工和其他强制措施时，在法律上也无法保护自己。其最终结果是在20世纪八九十年代大批商业公司陷入破产时，具有强制力和垄断地位的行业工会收获了巨大利益。

## 蓝鹰运动：恣意妄为的权贵资本主义



“百日新政”的标志性立法措施就是通过了《全国工业复兴法》。根据各种流传的说法，1933年9月起严格执行这一法案之后，经济复苏实际上遭遇了迎头痛击。究其实质，这个法案是一个法西斯主义的方案，它控制着市场供应，用政府审批过的工业联合体取代自由主义的“嘈杂和混乱”。这些措施就是限制产量、增加工资和提高价格。通过在500个不同行业领域进行操作，《全国工业复兴法》联合体神奇地提高了企业收入和工人工资，从而促进了投资和家庭消费的增长。于是，遭受大萧条重创的经济车轮重新启动了。

当然，亚当·斯密曾经睿智地告诫人们，每当有两个以上的资本家开始协商的时候，就很有可能策划出限制商业发展的阴谋。在这方面，《全国工业复兴法》没有出现任何侥幸的例外：它实际上强迫竞争对手加入工业辛迪加，颁布各行各业的清规戒律，于是竞争被限制、价格被操纵。

毫不奇怪，这些所谓的“蓝鹰”标记刚刚被投入使用，就爆发了滥用“蓝鹰”标记而引发的骚乱。商业遭受伤害的事件中，最具代表性的无疑是著名的“谢克特兄弟事件”，他们因出售符合犹太教规的洁净鸡肉而被认定违背法案守则。

然而，新泽西州一位商人因为其干洗一套西服收费低于规定的40美分而被投入监狱，这一事件更是切中要害。它强烈而具体地反映了这一法案的危害：法案不仅使美国经济陷入萧条，更使其变成权贵资本主义的卡特尔联盟。

1935年5月，出于慈悲，最高法院终结了《全国工业复兴法》，可这只是消除了部分负面影响。其中对劳工权力的关键规定，即最低工资和组织垄断工会的权力，在1935年的“瓦格纳法案”和1938年的《公平劳动标准法》中重新复活。这些法案披着社会公正的外衣，公开允许在国家最基础的行业内实施垄断性行业工会措施，允许遭沦陷的监管部门人为地限制和提高价格。这些对自由市场规则的违背在之后的30多年一直逍遥法外，而只是在偶尔的情况下才会受到惩罚。

20世纪30年代的贸易闭关政策，以及战后美国经济和美元在全球的霸主地位，都一时成为把工人工资提高到高于市场水平的借口。事实上，在一个不存在或者没有关联的世界市场上，根本无法对美国工人的工资做出定价，这就像缘木求鱼，完全是不可能的事。



但这只是缓解了一时。具有讽刺意味的是，正是1933年5月新政的另两块基石，即《托马斯修正案》和《农业调整法》，最终导致了清算。

## 怪诞的罗斯福货币经济学：乔治·沃伦的黄金买入计划

早期罗斯福新政总是以政府的救济计划展示给公众，但其核心是怪诞的罗斯福货币经济学。这种荒诞不经如同随意乱吹的微风，而不是罗斯福在思想上对经济有着深刻的理解和赞同。最终，在1933年3月14日，他授权了第一个法案，即《联邦政府经济法案》。此法案由赞成金本位制的预算办公室主任领导，其结果是削减了15%的联邦支出，包括政府雇员工资和退伍军人养老金。这项法案被历史学家篡改为非凯恩斯主义的效仿计划。

与此同时，新政历史依然充斥了对愚蠢的罗斯福货币政策的纪念。这些插曲反映了他在政治上如何一步步建立起新政联盟，但对恢复世界贸易和货币秩序起到了完全负面的作用，而恢复世界贸易和货币秩序对于美国摆脱经济大萧条来说，是必不可少的外部条件。

在罗斯福的故事中，最臭名昭著并且有着指导性意义的莫过于他在1933年特别着迷的康奈尔大学乔治·沃伦教授的农业经济学。在农业经济学方面，沃伦曾经留下过令人叹服的精彩论文，如《苜蓿草》、《一个奥尔良县苹果园的调查报告》。再回到宏观经济学领域，他也曾经写过名为“价格”的论文专著，在这篇论文中，他辩称美国应该大肆卖空美元。降低美元的黄金价值将会推高大宗商品的价格，而大宗商品价格的上升又会提升整个工业经济。

罗斯福是经他在达奇斯县的邻居、乡绅小亨利·摩根索的介绍才注意到沃伦的，并了解到他所谓高黄金价格会推动农业和工业经济复苏的理论。摩根索曾经跟随沃伦在康奈尔大学深造园艺经济学，现在被罗斯福召集到华盛顿，成为贴身助手，后来很快通过不光彩的手段成为政府财政部部长。

当初，格拉斯拒绝出任财政部部长，然后火车机车制造商威廉·伍丁出任财政部部长一职，可惜就任不久，伍丁就去世了。在这种情况下，财政部部长一职应该合乎逻辑地由副部长迪安·艾奇逊接任。艾奇逊极具才华且经验丰富，曾经是华尔街的律师。然而由于经济到了1933年秋还未走出困境，艾奇逊因公开反对罗斯福荒谬的货币政策而遭到解职。

这赤裸裸地摆明了罗斯福想在财政部部长位子上安插一位忠诚的助手，因此他把机会给了乡绅邻居。在美国经济遭遇史上最严重的大萧条时，摩根索非常欠缺出任财政部部长这个关键职位所需的资历和才能。但在权力的舞台上，罗斯福都听取他的意见，而到了1933年10月中旬，摩根索也已经常常听取他的老师沃伦的意见。

事实上，他们每天早晨在白宫罗斯福的卧室里碰头。他们一边吃着鸡蛋和吐司，一边密谋黄金的价格，当然至少也得讨论当天即将发生的国家宏观经济进程。沃伦把讨论的要点都写在一沓沓餐纸上，内容五花八门，包括农产品、工业品以及黄金价格的图表和曲线，甚至包括加州淘金、西班牙征服美洲殖民等历史掌故。

在金融重建公司主席杰西·琼斯的帮助下——他被迫向市场发放更多的货币，这三人小组得到机会空手套白狼，最终如愿推动黄金价格的上升。然后很快，美国政府用上涨后的黄金价格，向在伦敦的黄金经纪商报价申购。

许多年后，摩根索承认，退一步讲，美国政府的黄金报价申购设计得并不科学。有一次，罗斯福决定把每盎司的黄金价格提高0.21美元，其理由却是：“（21）是一个幸运数字，是7的3倍。”

罗斯福倾心于沃伦怪诞的观点，其潜在的原因不证自明：这位好心的教授声称，他有办法提高小麦和其他农产品的价格。这正中罗斯福下怀，因为他需要用涨价平息在南部和中西部地区农业和乡村“乡巴佬联盟”的怒火。在7月中旬遭遇农产品价格暴跌之后，这些联盟已经怒火中烧。在罗斯福破坏了伦敦世界经济会议之后的三天内，小麦价格就暴跌了30%。

在那个时刻，经验丰富的金融观察员对此都目瞪口呆，感到难以置信。由于罗斯福在早餐时下单在伦敦市场购买黄金，造成英镑对美元的汇率上升，因此使得英国首相拉姆齐·麦克唐纳出离愤怒，几乎到了语

无伦次的地步。凯恩斯在总结这个插曲时给过一个最形象的比喻，称“这是金本位制的痛饮盛宴”。

但是无论这些黄金是运回美国还是留在英国，罗斯福购买黄金都并不能推高小麦、工业油脂或其他大宗商品的价格。经过几周类似的采购操作后，唯一看得出变化的是伦敦黄金经纪商们银行账户里的资金多了起来，他们隔夜低价买入黄金，早晨开市后再高价卖给罗斯福。

后来某个时候，罗斯福突然对稳定黄金价格失去了兴趣，在1933年12月底，又开始采纳另一种异端邪说的货币理论。这一次，他加入了由威廉·詹宁斯·布赖恩残余门徒鼓吹的自由白银运动，承诺用世界白银价格的两倍无限量地购入白银。

来自内华达州的参议员基·皮特曼领导着银本位运动，在宣传他的大宗商品涨价运动时，他还是比较节制的。他建议，通过投标申购不断推高白银价格，在西部几个州投给民主党人的选票数量也会增加。在这一点上，他被证明是完全正确的。

最终，罗斯福根本没形成前后一致的宏观经济观点和政策，有的只是粗鄙的、通胀论者的观点，即认为大萧条是由低价格造成的。事实上，低价格只是现象，在“一战”和“咆哮的二十年代”，巨额的全球债务和货币超发政策不可避免地引发了清算，这才是低价格的真正原因。

尽管如此，罗斯福把实用主义摆在首要位置。他很快发现所有主要的第一轮新政措施，包括《全国工业复兴法》、《农业调整法》、沃伦购买黄金运动，以及随后在1934年1月调整黄金的官方价格从每盎司20美元提高到35美元，统统都没能推高大宗商品价格，也没有办法促进购买力和工业产品的生产。

因此，罗斯福又接着启动了新一波临时法令。他彻底地、一意孤行地放弃了最初罗斯福新政的核心内容，这足以证明：尽管新政对农产品和工业品生产采取了限制措施，对货币实施了莫名其妙的操纵，但从那时到1936年6月，名义GDP还是取得了稳健的反弹。因此，这结果跟新政措施没有一点儿关系。

## 凯恩斯主义再通胀的新政神话

有个历史观点声称，罗斯福证明了赤字支出使得美国经济摆脱了大萧条，这是新政神话中最重要的部分。正是基于这个经久不衰的陈词滥调，布什和奥巴马政府都采取了大规模的赤字支出措施，以期能够在2008~2011年避开虚幻的萧条恶魔。

事实上，如果以传统凯恩斯主义理论为标准，罗斯福新政制定颁布了两个重大的政府经济刺激计划。一个是纯属意外，即1936年退伍军人额外津贴计划；另一个就是公共事业振兴署，其相当于一台巨大无比的、为民主党竞选拉票的赞助机器，而不是为了扭转蔓延全国的经济衰退而做的努力。

第一个意外刺激计划覆盖了在法国北部发生的毫无意义的大屠杀中幸免于难的美国军人。当他们回国时，国家感谢他们的贡献，并且承诺适当的时候，他们会收到一份慷慨的“额外”退休金，精确地说是从1942年起之后的25年。但由于受到大萧条的影响，在这些退伍军人中出现了大规模穷困潦倒的现象，因此，退伍军人协会就组织发起了请愿活动，坚决要求提前支付这笔退休金。

1936年年初，他们最终成功地获得国会的支持，拿到了一大笔额外津贴款，按今天的经济规模计算，相当于3 000亿美元。其结果导致政府不得不在预算编制上虚拟一个财政刺激方案来涵盖这笔意外支出。罗斯福政府强烈反对支付这笔支出，事实上罗斯福也确实否决过这项法案，但在共和党人的帮助下，这项方案最终获得通过。

莱斯特·特尔塞教授对每周的财政部报告进行仔细重建后发现，这笔巨额转移支付中，有将近60%集中在1936年6~7月的6周内，而且其余全部支付也都在一年内完成。特尔塞注意到300万贫困潦倒的退伍军人一收到这些津贴，“很可能会很快用光”这笔意外之财。实际上，这相当于“退税冲击”，甚至是萨默斯都会对此等好事感到很高兴。在支付高峰的几周内，财政部现金支出的年化比率，按今天的经济规模计算，相当于1.7万亿美元，这意味着这些额外津贴支票造成了规模庞大的财政支出热潮。

随着商店货架上的商品被意外地一抢而空，补货订单纷至沓来。很快，整个美国经济的供应链系统强劲跳动起来，企业纷纷增加库存、扩

大生产、招兵买马。在听到盼望已久的经济反弹已经开始时，甚至沉睡中的华尔街都开始苏醒了，在不到9个月的时间里，股票指数上涨了40%。

但到了1937年春，美国经济再次陷入静默期。零售业的顾客流量跌回津贴发放前的正常水平。其结果是，补货订单日趋枯竭，批发库存几近爆仓，工厂生产计划被大幅削减。很快，失业率再次上升。

这场巨额的津贴支付热潮猛烈地横扫整个美国经济，其速度之快甚至超过一只饥肠辘辘的鹅风卷残云般吃下青草。这是彻头彻尾没有计划的“刺激”方案，与新政财政政策毫无关联，相反，它只不过是选举政治让经济“抽搐”了一下而已。

但凯恩斯主义经济学家永远在“1937年的错误”问题上喋喋不休。他们坚持认为白宫政策制定者们在收紧财政措施时故意收得太快，以致造成不必要的二次经济衰退。

然而，有记录显示，并不是财政政策制定者们主动选择这个金额巨大、时间集中的刺激方案，而是国会的法案允许数百万退伍军人从1936年6月15日起领取他们的现金津贴。出人意料地，他们中绝大多数人选择立即、突然、毫无计划、蜂拥而至地领取这笔巨额财政支出。毫无疑问，其结果是催生巨大的经济泡沫，而这繁荣是虚假的，实质上是不可持续的。当美国退伍军人花完他们的战利品之后，这个泡沫轰然破灭。究其原因，并不是财政政策错误所致，而不过是对长期退伍军人的养老津贴要求没有制订好合理支付计划所导致的必然后果。

## 不一般的刺激计划：基于选举周期的刺激措施

罗斯福领导的凯恩斯主义刺激计划还号称包括另外两个非常不一般的计划，计划的首字母缩写分别为PWA和WPA，是三个同样的字母组成。但证据显示，无论哪一个，对美国经济摆脱“大萧条”影响的作用都微乎其微。

首先是公共工程管理局（PWA），由“铁公鸡”律师哈罗德·伊克斯



负责运行。在罗斯福任总统的13年间，伊克斯领导下的公共工程管理局虽然工程进展缓慢，甚至在每个项目上都精打细算，并且在每个环节上避免腐败，但的确建造了数以千计的机场、县政府大楼、学校、医院、农村电站、本地高速公路和桥梁。

最终，它为美国经济贡献了40亿美元的产值。但公共工程管理局并不是一个反萧条的打桩机，在长期的运行中，它的投资总额只占GDP的0.3%，几乎可以忽略不计。有一些用它名字命名的工程是当地政府一定会建造的项目，而其他一些项目则如“白象”<sup>[49]</sup>一样毫无价值，例如花费巨大的大古力水坝。但无论结果是愚蠢的项目还是具有公共效应的基础建设，公共工程管理局平稳而缓慢的资金管理节奏一点儿都不像是反周期财政政策。

公共事业振兴署（WPA）实际上是亲周期性运作——至少从它的运行年周期来看，其本身几乎就是政治腐败的化身，起到的主要作用就是辅佐民主党的竞选运动。

从1935年5月通过授权冷启动以来，公共事业振兴署的员工人数到1936年选举日时已增加到300万。而一旦选票投出之后，到1937年年底，公共事业振兴署的员工人数快速下跌至150万。到了1938年11月，这个数字如火箭般再次飙升至350万。到了1939年，其又再次回落到100万的水平。因此，这明显不是一个经济周期。

事实上，公共事业振兴署是作为新政名副其实的反伊克斯运动的私人领地经营，由哈里·霍普金斯负责打理。他觊觎公共财政，做人毫无道德底线，这种性格在与罗斯福的一次对话中显露无遗。他告诉罗斯福：“我现在有400万人在工作，看在上帝的份上，千万不要问我他们在干什么。”

公共事业振兴署最终陷入丑闻，因为人们发现霍普金斯曾经在1938年公然发起一项勒索运动，要求员工把微薄的工资奉献给亲罗斯福新政的参议员们。而且在长达6年的时间里，在总投资高达110亿美元的情况下，却建造了非常匮乏的公共工程，包括8 000家公园、6 000家移动图书馆、3 000个网球场和800条飞机跑道。从根本上看，公共事业振兴署就是与当地社区合作，共同浪费政府公共收入的一家机构，它通过按需转移支付，向数百万失业农民、工人、会计人员和音乐家等提供了不当资金。



在这些情况下，这些公民拥有从公共财政中获得公平支付的权利。但公共事业振兴署招工和退工的周期围绕着选举日起伏不定，而不是跟随正常的经济周期。因此，公共事业振兴署并没有创造出凯恩斯主义传奇的乘数效应。

## 资本主义再生力量发挥作用

在罗斯福银行恐慌危机结束之后，国会出台了“百日新政”的紧急措施，在没有对美国经济架构造成致命伤害的情况下，这些措施最终得以全部完成。这时，“胡佛复苏”再次出现。商业库存的反弹首先到来，紧接着是耐用消费品领域的支出稳定恢复，最后出现固定资产投资的温和复苏。

但数据清晰显示，罗斯福政府在执政前两年密集出台这些大名鼎鼎的新政措施，对复活私人经济几乎没起到任何作用。比如，1934年私人非农工作时间与1932年的水平相当，表明在这一时期出现的温和反弹只不过是逆转了由罗斯福银行恐慌所造成的选举后衰退。

同样，名义GNP在1934年只有650亿美元，表明在1932年的基础上，经济反弹的年化增长率只有6%。即使这样，最强劲的增长还是来自耐用消费品和固定资产投资，这源于它们从大萧条谷底自然出现的报复性反弹。

在整个20世纪30年代中期，国家资本主义经济一直保持反弹状态。但真实的情况是，年化的数据之所以看上去强劲，主要是因为出口、投资和耐用品等崩溃的情况比较严峻。尽管如此，在1939年，紧迫的备战取代经济发展成为国家的重点，经济复苏又出现缓慢甚至停滞的状态。1939年的名义GDP只有900亿美元，还是比1929年的最高值低12%。

类似的，固定商业投资与1929年的水平相比下降了40%，私人非农工作时间也是一样的情况。美国劳工统计局的记录显示，1939年非农工作时间是750亿个小时，比1929年的900亿个小时降低了令人惊讶的15%。同样，钢铁生产只有5 500万吨，1929年的数字是6 200万吨，所有制造业的增值只有245亿美元，比股灾前最高峰值的310亿美元下降了

20%。

简而言之，罗斯福新政的历史依赖于欺骗，也就是假设如果没有新政，美国经济还会在大萧条中苦苦挣扎，而温和的经济复苏也被认定完全归功于新政——这纯粹是歪理邪说。

事实上，当组成新政的如苦行僧般的试验项目磕磕碰碰地一路往前推进时，它也在一定程度上促使了政府扩大开销。当罗斯福入主白宫时，政府支出相当于GDP的5%，1939年该比例上升至近10%。

尽管共和党人挥手向罗斯福的“大政府”致意，但不要忘了这是新政恶魔中最好的地方。1932~1939年，总GNP恢复到330亿美元，与此相比，在国民收入中只有50亿美元的政府支出，约占总数的16%。

事实上，《全国工业复兴法》、《农业调整法》、公共工程管理局和公共事业振兴署等是财政扩张的生力军，但它们并不能组成前后统一的反周期财政政策。1939年，假如胡佛仍在白宫主政，并继续保持胡佛经济复苏的势头的话，超越罗斯福新政的成果应该不会有任何问题。

## 选错了传奇

2008年初春，对财政一窍不通的财政部部长和政治上懦弱的白宫制定了庞大的1 500亿美元原凯恩斯主义的经济刺激方案，希望用一次性的退税措施支撑正在衰落的经济。刚刚在2008年11月赢得总统选举的奥巴马政府立刻出台了8 000亿美元经济刺激计划，这完全是凯恩斯主义的财政分配方案，也或许它经过了当今世界大思想家的代理人萨默斯的授权。

除这些措施外，还有7 000亿美元的问题资产救助计划和其他财政慷慨馈赠措施，在一年内，其总计授权出台了2万亿美元财政刺激计划，以防止国家经济陷入崩溃。这种对美国公共财政挥霍掠夺的历史意义不容被否认。

在里根政府早期的一个瞬间，凯恩斯主义的核心观点被猛烈压制。

这种观点认为，经济周期的下行趋势是可以避免的，应该积极利用公共财政对抗经济周期的下行趋势。现在，27年后，因为有了两党高涨的热情，这个观点得以完全再现。

具有讽刺意味的是，“金融巨兽”成功地逃脱了罗斯福新政的束缚（见第九章），成为经济下降的直接原因。这不仅对美国经济造成了严重的破坏，还引发凯恩斯主义项目重新复活。作为应对，绝望中的政治家们开始召唤新政的神灵，相信它会是应付深度经济衰退的一种有效的休克疗法。这是双重讽刺，因为新政从未推动经济复兴。在新政的诸多遗产中，有久经考验的《1933年银行法》（“格拉斯-斯蒂格尔法案”），还有对稳健货币政策的恣意攻击。对稳健货币政策的破坏，最后演变成格林斯潘-伯南克的泡沫金融。这是不受约束的银行系统恣意狂欢的催化剂。

然而，除了银行和货币政策之外，新政不过是由政治需求驱动的华盛顿激进主义的抽搐而已。它没有分析指出大萧条的原因，没有提出治疗方案，甚至没有减轻笼罩在美国经济上的阴影。因此，新政无论在经济一致性方面还是针对性措施方面，都一无是处。

尤其是有一种观点认为，新政通过实施反周期财政政策成功地探索出了实现经济复苏的路线图。这通常是战后传奇的学术理论观点，但不难证明，其与历史事实大相径庭。正如前文所述，在罗斯福当选总统之前，自然的经济周期复苏已经启动，美国经济已经开始转危为安。

[40] 威廉·麦金莱（1843—1901），第25任美国总统。他坚持提高关税，保护美国工业；维持金本位制度，反对推行通货膨胀政策。他开创了共和党执政30多年的时代。——译者注

[41] 库格林（1891—1979）：美国神父，1916年被授为罗马天主教神父。1926年起以无线电广播从事宗教和政治活动。新政初期曾支持罗斯福政府，1935年起转而抨击新政。——译者注

[42] 休伊·皮尔斯·朗（1893—1935）：美国民主党政治家，1928年当选为美国路易斯安那州州长，他的口号是“人人皆是没有戴王冠的国王”，1935年遭刺客暗杀。他在美国历史上是一个有争议的人物，支持者认为他的改革提高了穷人的生活水平，反对者认为他实行独裁，破坏权力制衡制度。——译者注

[43] 威廉·詹宁斯·布赖恩（1860—1925）：美国政治家，民主党领袖。1896年7月8日在芝加哥的民主党全国代表大会上，他发表了著名的“黄金十字架”演说，鄙薄了黄金就是货币唯一坚实后盾的观点。演说结尾是：“你们不能把人类钉在黄金的十字架上。”这句话很快成为著名警句。那次演讲也被称为“黄金十字架”演说。——译者注

[44] 此处借喻“煤矿里的金丝雀”。金丝雀对瓦斯十分敏感，因此早期矿工会在矿坑里放金丝雀，以提前示警。——译者注

[45] 桑迪·威尔：华尔街奇才、资本之王。1998年，威尔成为花旗集团掌门人。——译

者注

[46] 货币监理署隶属美国财政部，主要负责对国民银行发放执照并进行监管。——译者注

[47] 泰勒·文克莱沃斯：泰勒及他的孪生兄弟曾指责并起诉他们的前校友、Facebook（脸谱网）创始人马克·扎克伯格，称其窃取了他们的创意用于创立Facebook。——译者注

[48] 跛脚鸭：指即将离任的政府或总统，此处特指两届政府交替时期。——译者注

[49] 白象：西方俚语，意即“沉重的负担、累赘”。——译者注

## 第九章

### 新政真正的遗产： 权贵资本主义的胜利和国家财政的破产

尽管新政出台的以工代赈和其他社会救济措施的确让数百万美国人民免于遭受更长期的苦难，但并没有针对造成大萧条的原因推出根本性的解决方案。因此，绝大部分社会保障措施都是临时性的，如公共事业振兴署未能形成制度，也未能在20世纪30年代之后延续。

真正延续下来的有害遗产是对财政的无度挥霍和权贵资本主义对国家权力的滥用。其中的政策措施，诸如房利美、存款保险、社会保险、“瓦格纳法案”、农业调整计划以及货币激进主义，都有着共同的不稳定性。而且它们都未认识到国家与生俱来就存在缺陷，这一缺陷让自由市场备尝苦难。也就是说，政策总是以公共利益为借口，到头来却被利益团体和权贵集团无情地操纵，成为他们抢夺社会公共资源、满足一己私利的工具。

罗斯福无原则和放纵的激进主义行为就是这方面最有力的案例。正统的历史学家都把罗斯福定性为“经济保皇党”的天敌和社会公众的圣斗士，但他都不是。事实上，他是权贵资本主义的守护神。

作为追逐权力的政治家，他在公共政策方面没有原则或标准，在国家的角色上也没有丝毫权力的边界。事实上，作为“实用主义者”，罗斯福从来没有受到过任何挑战，他不断进行尝试，直到找到一些“管用”的东西。因此，被罗斯福公开鄙视的权贵资本主义者攫取其以公共利益的名义颁布的救助计划并为己所用，只是时间的问题。

### 房利美：从临时性新政计划到“巨兽”

房利美是权贵资本主义攫取新政成果的经典案例。它成立于1938年，在诞生之初只是作为又一项临时性的新政计划，旨在帮助促进陷入困境的房地产市场。之后，它逐渐发展成完全不同的事物：一个在70年后的今天导致国家整个金融体系变形和崩溃的巨兽。

房利美的政策初衷是在住宅抵押贷款市场制造一个“迫使水往山上流”的机制，以至于中等收入的工薪家庭有能力获得30年的低息抵押贷款。但这种抵押贷款根本不存在，因为它们没有任何经济性。没有一家谨慎的银行或储蓄所愿意接受这种贷款的风险。

房利美却推翻了这种市场的否决权：它把这些本地银行和储蓄所转变成政府承包商或代理商，而不是抵押贷款发放机构。于是，它们原先讨厌的贷款违约风险就可以通过华盛顿出资建立的次贷市场得以化解。次贷市场用现金购买这些本没有商业亮点的抵押贷款，就使得本地银行在政府无限循环的支持下，一次又一次地把现金再贷出去。

同时，原本市场拒绝承担的违约损失被转嫁到纳税人头上，其原因是房利美的资金暗地里就是来自美国的公共信贷。就这样，正在缓慢复苏的住宅市场从新政政策制定者的摸彩袋里，拿到了类似助长素注射液的东西。

不幸的是，房利美同时也把家庭抵押贷款市场推向了灾难的深渊。这包括把贷款审理发放流程与申请人的工作服务年限和抵押贷款的所有权完全分开，虽然这号称是金融“创新”，却造就了几代贪婪的抵押贷款中介交易市场的兴盛。

同样，它也开辟了一个新通道，即通过美国主权债务国际市场，而不是通过本地银行客户的储蓄存款，向住宅贷款市场注资。房利美所具有的准主权地位使之成为可能，也就是说投资者是向美国公共信贷注资，而不是投资于承担风险的本地抵押贷款人或各种住宅市场。

在随后几十年的历史进程中，这个原始的新政计划发生过几次关键的升级换代。直到2008年9月，华盛顿在匆忙之中用6万亿美元的国有化和救助计划，以令人眩晕的大团圆结局来收场。其间的历史丰碑包括约翰逊在1968年想尽办法把房利美放至“预算外”，来掩盖山姆大叔的信用卡被刷爆的事实。

结果，约翰逊所谓的私有化方案为房利美变身为混合体铺平了道



路。这个混合体被称为政府支持企业，虽然其所有权归个人，但在暗地里其债务由政府担保。政治家们和政策制定者们继承了罗斯福“管用的东西”之衣钵，津津乐道地把政府支持企业描绘成富有创意的“公共私人合作伙伴关系”。

但事实并非如此。政府支持企业实际上是危险的、不稳定的经济怪胎，它躲藏在新政批准授权的幌子下，用欺骗性的勤俭持家标签来支持中产阶级的住房需求。房利美IPO之后尤其如此，它可以从公共资本市场获得无限的资金。

作为另一个关键步骤，华尔街对抵押贷款证券化的模式进行了优化。这个“创新”极大地增强了房利美的经营能力，因为它能够把本地银行业发放的抵押贷款以巨额批发的规模进行收购、再担保和包装后，在更广的范围内发行，包括美国和国际资本市场。当这种模式与20世纪90年代高速计算机化的发行包销相结合之后，类似美国国家金融服务公司的灾难就不可避免地出现了。

随着时间的流逝，房利美这个“巨兽”演变到空前奇幻的程度。在世界范围内通行美国国库券本位，更是造成了重商趋利的各国央行对美国政府债券或准政府债券产品趋之若鹜。这些巨大的货币证券品种并非只是经营来自克利夫兰或迈尔斯堡抵押贷款的可靠“市场”，其间藏污纳垢，犹如满是蟑螂的汽车旅馆。但政府支持企业却开足马力，向贪得无厌的各国央行大量提供美元债务，特别是1994年以来，各国央行把本国货币与美元挂钩之后。

毋庸置疑，当财政部部长保尔森的巴祖卡火箭筒沦为玩具枪时，华盛顿不得不对政府支持企业实施国有化计划，而各国央行和其他政府机构拥有超过2万亿美元的美国家庭抵押贷款，其中，中国人民银行的持有量超过了1万亿美元。

简而言之，房利美的进程开始于1938年的华盛顿，初期的几千份抵押贷款单经过一番美化包装后，便被美其名曰国家的“次级抵押贷款市场”。然而经过80年的发展，它们的后代散落在世界各地，有些存入挪威渔村的信托账户里，而超过1万亿美元的证券则被存放在中国央行的金库里。

在这期间，大量的社会成本和经济损失在房地产市场中堆积起来，成熟乃至爆发，在第二十章中会有更详细的介绍。整个政府支持企业机

制所起的作用就是压低抵押价格、破坏贷款标准、拔高房屋购买者信誉、刺激经纪中介进行抢夺以及营造投机环境。

在整个过程中，美国中产阶级和其家庭成员的最主要资产变成了银行的ATM，成为疯狂买卖和连续不断再融资的对象。不幸的是，这个破坏性的旅程并非只是一个意外，更像是一个不可阻挡的趋势。

在其间的每一个环节，强大的利益集团（如抵押银行、房地产开发商、建筑企业、建材供应商、华尔街证券发行包销机构、律师事务所、评估师和经纪人）都将政策变得更倾向于他们的利益。各种变化、运作、放大和夸大都是为了一个共同的目标：促使房利美（和房地美）抵押贷款机器收获更高的销售、利润和费用。

实际上，房利美传奇证明了一旦权贵资本主义操控了国家权力部门，就会出现如癌细胞扩散般真正的危险的可能。更重要的是，这个传奇强调了当初为政策干预辩护所指出的社会弊端与现在造成的破坏性结果相比，极其不成比例。

在这个案例中我们看到，在房利美创立之前，房地产市场实际上已经复苏。1931~1933年，市场跌至谷底，每年的新房开工量是12.5万套，而到了20世纪30年代后期，新房开工量增加了两倍。但在那时，美国各地的贷款人和有清偿能力的借款人在新房开工数量上显然找到了一个“错误”的答案。为了推高新房开工量，新政出台了刺激措施，最后却导致权贵资本主义“巨兽”的诞生。这就是整个故事。

## 社会保障：新政财政的“庞氏骗局”

1935年颁布的《社会保障法》实际上与结束大萧条毫无关系，如果有，也一定是起到相反的作用。工资税于1937年起开征，而定期救济金直到1940年才开始支付。

然而，新政的财政遗产预示着当今的灾难，因为其核心的“社会保险”的原则势必造成财政的世界末日。当把这个原则放入现代政治民主的环境中，国家向其公民提供普惠制的转移支付而无须提供任何证明，

其实就预示着国家最终的破产。

与此相反，1935年的法案中有一小部分包含对立的原则，也就是对社会最低保障的经济情况进行调查，它分门别类地分发救济金，包括低收入的老年人、残疾人士和被赡养的家庭。这些救助计划本来就具有自我约束的特性，因为需要进行经济情况调查的救济支付的受益人并不具备必要的政治资源和手段，如政治行动委员会和有组织的游说机器，它们“操控”政策制定并由此威胁公共财政。

需要经济情况调查的社会救济福利完全应该以现金为基础，与弗里德曼在他的负所得税计划中所倡导的一样。因此，从这个意义上来说，这项计划在财政上更加稳定。这种完全基于现金的转移支付，不会招致和调动以实物资助的供应商和销售商的游说势力，诸如房地产商和医疗机构。

另外，社会保险则遇到双重的不利条件：在救济分配方面，它是在倒退；在财政方面，它却实现爆发性扩张。这两个弊端的源头是在对巨大的人口规模实施强制性的社会化时，向其提供的“收入替代”原则。

在融资端，为筹集救济资金势必加重税收，而这又导致某种神话在政治上成为可能，也就是说参保者是付了“保费”才“挣得”退休金，而不同于纳税的概念。其结果是，工资税的融资完全走向倒退，因为所有参保者不管收入高低都以同一税率支付。

与此同时，救济金也在倒退，因为那些整个工作期间收入最高的人将获得最多的替代收入。这种倒退的结果通过所谓的“拐点”获得部分改善，即只针对自付工资部分提供更高的替代收入，而不是替代全部工资部分。

因此，新政的社会保险政策的倡导者就碰到了“浮士德交易”<sup>[50]</sup>。为了给最需要救济的群体提供政府资助的养老金和失业救济金，他们取消了经济情况调查，而同意提供慷慨的普惠制工资。为了筹集巨额的普惠制救济金，他们同意在工资税上妥协退让，把工资税伪装成保险费。但长期的结果没有比这个更加违背常理的。

就这样，工资税成为反就业的“巨兽”，但在普惠制福利的标语下，组织起来的工人被蒙蔽，坚定地保卫着他们会遭到报应的东西。与此同时，富裕阶层获得了转移支付中更大的那块蛋糕，而且现在声称那块大

蛋糕是他们自己挣的——但富裕阶层本不应该获得任何公共资金。

正因如此，社会保险拉拢了所有政治反对力量的潜在资源，使之天然地成为财政的末日机器。举例来说，其庞大的受惠群体将操控两党的福利政策，尤其是收编了亲保守财政政策的反对势力。

事实上，数十年内，共和党人在财政政策上的顾虑消失殆尽。尤其明显的是，1972年尼克松没有对《社会保障法修正案》行使否决权，而是在选举之夜签署了这项法案。更糟的是，这项法案还包括臭名昭著的“双指数化”规定，自那时起，这项规定通过对工人工资的过度指数化，导致了巨额隐性福利的增长。

普惠制福利的鲁莽扩张形成的财政成本压力推动了工资税的大幅增长。最初1937年的工资税率大约是工资的2%，但经过无数次福利增加法案，如1965年的医疗保险补充条例、尼克松福利扩张以及卡特和里根时代的工资税增长计划，现在雇主和雇员合计的税率高达16%（包括失业税）。

于是，联邦和州在社会保险工资税收上每年为财政增加1.2万亿美元的收入，此金额比企业所得税的收入多了4倍。由于有世界上最高的劳动力成本，美国现在对工资也强征了惩罚性的税收。这样，它依然是政治意外事件中随时可能失去的东西，就如同80年前遭遇的破坏性的国际贸易打击一样，是高关税壁垒挡住了进口商品，而不是来自廉价劳动力国家的、装满便宜商品的集装箱船堵塞了港口。

但还有更多更糟的结果。目前惩罚性工资税事实上还是太低，也就是说，未来福利的融资存在巨大的缺口。这是因为在原先75年的精算预测中，经济增长率高于实际的增长率。其结果是，在自动驾驶模式下，福利结构步履沉重地往前运作，只要不停下来，就不会有任何政治上的反对声音。与此同时，日益逼近的清算日期又被信托基金的会计假账轻轻地掩盖起来。

实际上，信托基金毫无意义，而且入不敷出。每年福利支出超出税收收入的缺口高达500亿美元，而所谓的3万亿美元信托基金准备金是过去几十年积累起来、虚造的财政证券，究其实质，只不过是一种对未来权力的保障，保证美国政府可以行使征税的权力兑现日益高涨的福利支出。

新政的社会保险采取了“缴付”保费“挣得”养老金的做法，并且把累积起来的养老金充作信托基金的“准备金”。这完全是一个财政骗局，因为在现实中社会保险已经变成跨代的转移支付系统。

而且这种跨代转移支付依赖于错误的假设，即划拨到系统的工人人数和工资总额的增长永远比福利的增长快。在1967年约翰逊执政期间，经济繁荣，凯恩斯主义经济学家保罗·萨缪尔森和他的助手坚信，美国经济能够以每年5%的速度实现持续增长。因此，这位诺贝尔经济学奖得主在《新闻周刊》的专栏里向他的读者保证，每个人都可以毫不费力地把非劳动所得支付给当期的社保受益人：“社保的好处就是从精算的角度来看是不稳健的。每一个人.....所获得的福利总是远远多于他所缴付的.....”

萨缪尔森在文章中提出：这是如何做到的？然后自问自答地给出简单的答案：“GNP以复合利率的速度增长，很明显未来也会如此.....社会保障刚好就是基于复合利率.....这就是有史以来最伟大的‘庞氏骗局’。”

然而，5%的增长率不过是凯恩斯主义的幻觉，自19世纪和20世纪之交以来，每年的产值增长萎缩到1%~2%，萨缪尔森的“庞氏骗局”的精算基础倒塌了。很明显，华盛顿现在不能收缩社保规模，或踩下我们脚下的末日机器的刹车。

嵌入新政社会保险计划的财政灾难并非不可避免。1935年，罗斯福政府曾经聘请资深的专业分析师，他们明确建议用财政的一般收入为可以进行经济情况调查的退休计划融资。由劳工部部长弗朗西丝·珀金斯率领的社会福利改革团队认为经济情况调查有损申请者的人格，但其根本不清楚，在一个福利社会的民主环境中，经济情况调查是保护公共财政唯一真正有效的手段。

美国经济在1960年实现了高速成长，萨缪尔森的“庞氏骗局”所提取的工资税收入相当于GDP的2.8%。50年后，由于受到就业转移至东亚地区和其他新兴经济崛起的影响，工资税的提取比例提高了2.5倍，达到了GDP的近6.5%。因此，制定1935年法案的那些糊里糊涂的理想主义者屈服于当时社会保险的“浮士德交易”是完全正常的。但令人困惑的是，75年之后，在充分认识到所有可怕的事实之后，“左派”们依然忍受着教条主义的信念，称社会保险改革是新政最伟大的成就。事实上，这是史上最昂贵的错误。

## “格拉斯-斯蒂格尔法案”：另一个失败的“浮士德交易”

新政的另一个不幸的遗产是1933年制定通过的、令人极其厌恶的“存款保险”。当年最敏锐的金融专家竭尽全力地反对存款保险，因为他们完全了解部分准备金银行制度的内在危险，也就是实际上的短借长贷。

当时的金融保守主义者认为，对银行有效的约束主要针对的是资产负债表中的负债部分。人们相信，只要银行接受持续的风控审核，面临存款流失乃至挤兑的威胁，就可以防止银行在信贷风险上失控，或者出现短借长贷不匹配的愚蠢行为，即用太多的、流动性差的长期贷款和投资匹配短期流动性存款。

这当然是勇敢的参议院银行委员会主席格拉斯在1933年所持有的观点。当年持有相同观点的还有美国银行家协会，以及一些特立独行、与银行保持一定距离的专家学者，例如哥伦比亚大学教授、《联邦储备法》的起草者帕克·威利斯。另外不要忽视的事实是，罗斯福本人也同样强烈地反对存款保险。

经历了几个月的国会争斗，“浮士德交易”最终还是板上钉钉，一一得以落实。国会议员亨利·斯蒂格尔在遭受银行倒闭并被严重破坏、贫瘠的亚拉巴马州庆祝胜利，称这代表着普罗大众要求用存款保险来保护他们这些“小人物”。与此同时，最终的法案吸收整合了由格拉斯和威利斯设计的银行系统资产监管机制。

银行系统资产监管机制极好地聚焦于把投行与商业银行分离。但监管机制也包括对银行持有流动性差的房地产和公司证券进行限制，禁止对活期账户支付利息，剩余部分则被称作“格拉斯-斯蒂格尔”监管体制。

因此，这个由两位议员领导的妥协方案所隐含的理论是，由于纳税人对存款债务进行保险，所以风险控制和道德危机的重大诱因可以通过对银行运营和所持有的资产实施严格、安全、健康的管控而得以化解。生效后，传统上对银行存款和资产负债表上的负债部分起到约束作用的市场准则，就被对银行资产负债表上资产部分进行严格监管的机制所取代了。



在那时，1933年银行法案中的“斯蒂格尔”部分和“格拉斯”部分似乎紧密相连。20世纪30年代，美国的众议院成为反银行情绪的滋生地，而参议员格拉斯则是一位知识极其渊博但十分严厉的监工。

即使是华尔街也很不情愿听命于他。而“格拉斯-斯蒂格尔法案”的融合似乎能免于在国会中遭遇任何银行界主导的稀释或废除的法律动议。正是基于这个认识，那个时代最伟大的银行界专家格拉斯无奈地接受了存款保险。

最终，这又是一个遭遇失败的“浮士德交易”。20世纪70年代，世界普遍接受美国国库券本位，从而导致通胀加剧。当年参议员格拉斯精心设计的对商业银行资产和运营的监管，承受了要求放松监管的巨大压力。

到了20世纪70年代，随着尼克松终结布雷顿森林体系，美国发生了大通胀，这实际上摧毁了“格拉斯-斯蒂格尔法案”的政治基石。也就是说，一个糟糕的货币体制很快催生出糟糕的银行体制。其原因是高通胀造成流动性存款流出银行系统，同时高通胀又把陷入困境的固定利率资产打压得支离破碎。

“格拉斯-斯蒂格尔法案”的一个关键特征是对银行存款设定利率上限（Q条例）。设计这一条例是为了限制银行激进地扩张贷款规模，然后使用更高的利率从竞争银行中吸揽更多的存款支撑它们的信贷扩张。利率上限的安排是对自由市场规则的极大侵犯，但参议员格拉斯充分理解到，考虑到存款保险的道德风险和部分准备金银行体系，竞争性不得不为银行安全做出牺牲。

但当伯恩斯为尼克松重新竞选而点燃通胀的烈火时，Q条例造成了恶意的结果。这是来自弗吉尼亚州支持金本位制的参议员都想象不到的恶果，即银行存款流向不受监管、利率更高的货币市场基金。而货币市场基金反过来把资金投向银行系统的优质资产，诸如优级商业票据和短期国库券。

与此同时，不断加剧的通胀造成商业银行对所持有的核心固定利率资产（如长期国债和抵押贷款）进行调至市价的调整后蒙受了巨大的损失。这个血淋淋的压榨不仅威胁着银行系统的清偿能力和生存能力，而且在华盛顿产生了同情银行界的情绪，这是自20世纪20年代以来从未有过的现象。

一点儿也不夸张地讲，尼克松和伯恩斯是“格拉斯-斯蒂格尔法案”的真正终结者。20年后，他们才制定了“格雷姆-里奇-布利雷法案”，以此废除了“格拉斯-斯蒂格尔法案”。事实上，银行界通过大摇大摆地展示大通胀的伤口，百折不挠地为整个银行业争取更高风险的业务空间而进行辩护，同时也推动取消Q条例。

在里根时代，美国国会有意帮助国内银行和储蓄所减轻这种压榨，正是这种情绪真正引发了放松监管的运动。比如，有着里程碑意义的1982年的“加恩-圣杰曼法案”，此法案授予大量无清偿能力的储蓄所和商业银行极度资产扩张的权力，包括允许发放房地产开发贷款和投资垃圾债券。

尽管在参议院，支持这项“二重奏”法案的国会议员们内心偏向自由市场的教义，但来自罗得岛州的参议员弗雷迪·圣杰曼起到了决定性的作用。圣杰曼议员是一位务实派政治家，他总能给游说者找到调停的空间。

圣杰曼放松限制的案例并非自由市场资本主义的荣耀，而仅仅是在不可避免的紧急状态下出台的一项权宜之计，来帮助储蓄所扩大盈利空间，走出负债表灾难的泥潭。就这样，大通胀滋生出放松监管的疗法，而这比弊端本身更糟糕。随着整个储蓄行业纷纷逃离本地抵押贷款业务，鲁莽地挤入投机市场，整个行业迟早会崩溃，陷入破产的泥潭。

同样，商业银行不断推陈出新，鲁莽地推出各种新兴产品，如证券化抵押贷款、利率互换和其他衍生品、股票和债券发行，甚至作价买卖和自营业务，其根源都在于此。所有这些具有终极破坏力的银行业务拓展，都是从一个不容置疑的事实上获得最初的动力和立法的借口的，即高通胀和两位数的利率已经造成资产负债表“爆表”，以及传统银行存款经营模式的破产。

诚然，自里根时代以来，自由市场的思想被不恰当地运用到银行业。在现代制度的安排下，包括存款保险、美联储救助窗口和银行等都属于国家的固有领地，不可能安全地放松监管。

但随着美联储不断营造投机环境，以及自1987年之后美国经济推动金融化进程，格拉斯的金融监管束缚被一步步地拆除，然后在1999年被完全废除。废除之后，只剩下国会议员斯蒂格尔存款保险制度所暴露出来的道德风险。

美联储自2000年12月开始用几乎是无成本的货币注入银行系统后，1933年的“浮士德交易”就演变成即将发生的巨大金融事故。如果平民主义的斯蒂格尔议员在九泉之下听到他保护“小人物”的初衷却成就了花旗集团在80年后的掠夺行为，无疑会感到十分震惊。这项法案的联署作者，也是他在银行业的传奇门生，参议员格拉斯先生毫无疑问地会和他的老师顶嘴：“我早就跟你说过了。”

总之，“格拉斯-斯蒂格尔法案”的杂乱结局是绝大多数新政恶魔工场出产的作品所具有的典型终极命运。通常，75年前在绝望或妄想中诞生的计划，其结果往往是一颗财政定时炸弹——如社会保障，或者成为某个权贵资本主义辛迪加的垄断领地。

## 罗斯福“乡巴佬联盟”的权贵资本主义根源

1933年的《农业调整法》是新政恶魔工场出产的另一个无与伦比的精品，它破坏了当代经济，留给下一代贻害无穷的遗产，却以此为荣。《农业调整法》的巨大错误在于它是一个反市场机制，因此完全没有能力缓解“一战”所带来的异常农业萧条。

“一战”在1914年爆发之后，美国农业就成为世界的“粮仓”。在这辉煌而不可重复的美国农业历史插曲中，农产品出口从原先的每年10亿美元被战争推向将近40亿美元的高峰。

“一战”把美国农业核心地带转变成相当于出产小麦、羊毛、棉花和猪肉的“波斯湾”，比如小麦的价格从每蒲式耳<sup>[51]</sup>0.7美元上涨到2.2美元。因此，美国农产品的供应突然变得“稀缺”而意外产生了巨额横财。农业收入从1913年的35亿美元增长到1919年90亿美元。

然而，这种令人震惊的增长还没有反映出其全部的影响：农业经济令人感到不可思议地在一夜之间转变为殷实，乃至富裕。高涨的战争繁荣同样带来了土地价值的成倍增长，促进在农业基本建设和机械化建设方面加大投资，鼓励乡村银行激进地扩大信贷规模。

但到了1919年春，美国政府突然停止向欧洲盟友继续提供巨额战争

贷款。在几个月内，对美国粮仓的需求快速萎缩，到了下一年（1920年），欧洲农业开始重新播种生产。

1920~1921年，农产品价格遭遇暴跌，内陆地区的农业经济发展势头很快发生了逆转，天价的农产品价格被无情地砸了下来，以小麦为例，从每蒲式耳2.2美元暴跌至两年后的0.95美元。

到了20世纪20年代，农业经济回到战前的均衡状态，但又被另一个负面因素再次拖累，即农业机械化革命很快因虚假的战时出口市场繁荣而遭受损失。在1914年，美国农场使用的拖拉机和卡车数量分别只有15 000辆和17 000辆，但到了1930年，发生了天翻地覆的变化——这些数字大幅增长，拖拉机的数量是将近100万，农用卡车的数量也与之接近。

农用拖拉机和卡车装备大规模的使用极大地促进了农业生产率的提高，但与此同时，美国农业出口到了1922年下降了一半，并且在20世纪20年代的剩余时间里维持这一水平。当外国证券市场在1928年崩溃之后，就连这最后剩下的虚假需求也消失了，导致美国农业出口再次遭遇暴跌，到1932年跌至7.5亿美元的水平。

因此，在这12年的周期内，美国农业出口的价值损失了80%。由“一战”引发农业的意外收获和乡村经济的增长，到20世纪30年代初就变得像噩梦般糟糕透顶。

毫不奇怪，战时最高峰时农业收入高达90亿美元，到1925年下降到50亿美元，到1932年继续下降到20亿美元。因此，农业土地价格也跟随着收入下降的趋势，下跌了50%。到了20世纪30年代，每英亩<sup>[52]</sup>农业土地的价格跌至自1900年以来从未有过的水平。

但自罗斯福就任美国总统以来，按照自然经济规律的发展趋势，有一项农业经济指标却保持继续增长的势头，即农业抵押贷款和其他债务。1921年，农业债务已经翻倍至120亿美元，而自那时起到1933年，农业债务依然维持在100亿美元的高位水平。

因此，这再一次直白地验证了一条传统经济学的真理：尽管收入和资产价格从天上跌至地上，但债务是契约，是固定不变的。实际上，农业收入下跌了80%，而农业债务却只减少了15%。

于是，美国农民的债务负担从1919年占收入的5%，上升到1933年的将近35%。毫不奇怪，抵押贷款的止赎率上升到惊人的高度，以致几乎所有农业州都颁布了债务延期偿付的条例。

因此，随着期限的到来，由“一战”的异常经济发展引发的大规模农业借贷热潮，最终以悲剧收场。在整个国家都市经济暂时繁荣的20世纪20年代，农业借贷在乡村经济中占据很高的比重，但随着世界经济到30年代初期遭遇真正的萧条，它最终在美国农业经济业已萎缩的残骸中崩溃倒塌。

## “乡巴佬联盟”的崛起：新政真正的政治基础

美国农业带变成了大萧条的震中地区。1933年3月，农产品价格的暴跌造成现金短缺干涸，大量陷入破产困境的银行拒绝发放更多贷款，乡村经济从战时繁荣的顶峰跌入极度的萧条，这在美国历史上是史无前例的。

新政的内部真相是，在1932年民主党大会以及总统选举时，罗斯福获得了来自南部、中部、大平原农业带地区以及西南和西部农业及矿业地区压倒性的支持，确保他顺利入主白宫。而现在农业带地区一派萧条的景象，所以罗斯福所制定的反萧条政策的核心内容均来源于这些地区的“乡巴佬联盟”，许多混乱不堪的救济土法、计划、改革、宣传运动以及货币骗术等，都源于遭受经济萧条影响的农业地区。

罗斯福彻底接受了“乡巴佬联盟”的萧条理论，即认为在乡村地区持续的农业萧条将降低农业地区对工业品的需求，从而导致经济下行，诸如工厂关闭数量增加，失业率上升，导致城市收入和消费支出的下降，从而影响美国的经济。

因此，恢复美国经济的关键就是大幅提高农产品价格，这将促使农业收入出现相当可观的反弹。很快，工业品的订单就会被激活，工厂重新开工，工人再次有钱可花，整个国家的经济大引擎将再次发动。

毫无疑问，这场农业运动对于如何提高小麦、玉米、棉花和其他大

宗商品的价格有着精巧的计划，这个精巧的价格固定机制就是20世纪20年代家喻户晓的“麦克纳利-豪根农田救济法案”。

在那时，美国的消费者已经知道如何逃避这种粗鲁蛮横的加价敲诈行为。柯立芝勇敢地否决了共和党农业法案，这项动议使得那些自封“农业游说团体”可以针对每一种农产品组建相当于有法律约束力的卡特尔联盟。

与此相反，罗斯福则热情地接受了农业价格固定机制，播种下另一个破坏性新政遗产的种子。《农业调整法》的最初7种农产品卡特尔包括玉米、小麦、棉花、大米、牛奶、花生和烟草，在政府管控区域实施产量限制和人工价格管制措施。这些方案在随后的几十年间进行不断修改，以至于每个卡特尔都变成完全独立的乡村权贵资本主义的领地。

如同在所有权贵资本主义的案例中，经济成就不但是资本主义发展的成果，更像是国家赠予的礼物。其结果是，自执行新政以来，美国农业部农产品卡特尔警惕地驻扎在美国财政政治的中心，他们总是在自己的小圈子里进行投桃报李式的利益交换，并且与城市利益团体进行政治投票的交易。

确实，“食品券”计划与营养毫无关系，它实际上是另一种货币形式的转移支付，现在已成为美国农业部预算不可分割的一部分。它同样也是农产品卡特尔依赖的周期性授权法案的核心要素，是招募“城市农民”的有力手段，并使“城市农民”永存。

在美国的政治治理中，来自小州的参议员们总有着非常不合比例的影响力，而没有比农产品卡特尔对于财政政治所施加的影响更能清楚地反映这种现象。事实上，今天日益庞大的福利国家和日趋腐败的税收减免体系发展到不可救药的地步，很大程度上是在过去几十年里，在某些关键拐点上，农业州参议员——本来就是“大政府”的天敌——常常出卖公共财政来换取他们所在州的权贵资本主义的欢心。

在这种投桃报李的投票交易中，农业参议员可以用他们的投票交易换取任何东西：住宅计划、城市发展津贴、石油行业税收漏洞、武器系统，甚至残疾人士的教育费用都成为大型立法法案交易市场的一部分。

事实上，农业方案都是时代的错误和经济上的愚蠢行为，如果没有这种野蛮权力政治，这种方案是不可能生存下来的。同时，这种权贵资



本主义的表现所导致的沉重财政负担，则由美国公众以消费者或纳税人的角色来埋单。

乡村权贵资本主义与自由市场原则进行了一场价值1万亿美元、时间跨度长达75年的争斗，以阻止农业地区不断萎缩的历史潮流。这场争斗是毫无价值的徒劳运动。在1935年，700万个农场里总共有3 500万农业人口，产出占全国总产量的25%左右。今天，美国农业人口不足200万，存留下来的具有商业规模的农业企业不到25万个，农业产量在GDP中只占了区区的4%。

因此，新政的农产品卡特尔远没有恢复“一战”时期农业繁荣的黄金年代。相反，其结果导致了大规模滥用国家权力成为一种制度，把好几代人的不当经济利益拱手送给乡村权贵资本主义的特殊利益集团。

最糟糕的是，这些权贵集团跨坐在国家财政政策上，用他们可以左右摇摆的投票筹码，永久地叫卖给出价最高的利益团体。因此，《农业调整法》并不只是另一个没能把国家从大萧条中解救出来、实现经济复苏的新政计划，它实际上是一个政治轴心，正是在这个轴心上，美国才建立起现代的福利国家。

## “乡巴佬联盟”：现代货币超发政策的源头

1931年爆发英国危机时，并不是凯恩斯对金本位制的口诛笔伐才最终摧毁了金本位制和稳健货币政策。相反，最终导致金本位制寿终正寝的是两年后的《托马斯修正案》。这项法案是货币民族主义的强烈表现，使罗斯福的“乡巴佬联盟”欢欣鼓舞。

这项修正案诞生于1933年4月18日午夜。当时，在著名的白宫会议中心，罗斯福会见了怒气冲冲、陷入困境的农业带领袖们。在会谈期间，罗斯福总统呈现了4个废弃黄金美元制度的“自由裁量”的选择方案。这些措施被历史学家误以为是罗斯福随意打发农业州的激进主义者的恩赐，但没有比这些更加错误的东西。

《托马斯修正案》是一个当今流行的错误观点的早期雏形，这个观

点认为所有经济上的挫折、不足和失望都是由于货币不足引起的。但真正的原因，不论是在20世纪30年代还是在现代，实际上都是债务泛滥造成的。这种正解从来没有获得过政治家的青睐，因为对于过度债务的清偿问题从来就没有特效药，只能靠时间的流逝以及没收从金融泡沫中攫取的不义之财才能解决。

与此相反，新政的民族主义者认为，国家可以通过多印发货币简单而快速地解决货币短缺问题。在这方面，他们与民族主义的后裔伯南克对人民的掠夺可以说是一脉相承。

这条传承的脉络可以追溯至罗斯福和参议员托马斯，也包括后者的专家助手、来自耶鲁大学的欧文·费雪教授。相传至今，包括来自芝加哥大学的弗里德曼，都全身心地接受费雪关于通货紧缩的古怪理论。而弗里德曼的门徒、来自普林斯顿大学的伯南克则完全痴迷于他老师的理论，他自己的学术著作就是基于弗里德曼对大萧条的错误理解。

就任美联储主席之后，伯南克在慌忙应对2008年9月发生的华尔街危机时，偷偷地把费雪-托马斯-弗里德曼的通缩理论硬塞入国家经济。但货币通缩并不是大萧条的原因，同样也不是2008年危机的原因。

20世纪二三十年代的货币民族主义者，包括费雪，都把因果关系颠倒了。1929年之后，货币供应急剧下降，是清偿垃圾债务的必然结果，而不是可以避免大萧条的原因。当年用M1（狭义货币供应量）来衡量的货币供应量，主要是由银行存款而不是现金组成的。而银行活期存款急剧下降，是之前15年累积的贷款坏账和投机信贷崩盘造成的算术结果。

1929~1933年，商业银行的贷款余额从360亿美元下跌至160亿美元。毫不奇怪，当客户的贷款余额急剧下降之后，与流通中的货币相对应的活期存款，即银行存款，也应该同样下降。事实上，在1929年之后的4年中，后者每年增加11亿美元，总计55亿美元。

相比之下，M1中紧缺的是由贷款带动的活期存款，它在同一时期从250亿美元下降到170亿美元。其原因一点儿都不神秘：银行开立活期存款的方式是先向客户发放贷款额度，而在当今世界，货币供应是跟着信贷的，因此美联储不会过度限制信贷的增长。

实际上，在1929年崩盘前的金融泡沫时期，贷款余额和活期账户存

款飙升至过度高涨的水平，随后便不可避免地下降。但这与大萧条的原因毫无关系，美国在20世纪30年代初失速的真实原因是它失去了国际客户。

相反，由于对垃圾贷款实行清偿而导致的M1下降，是金融回归健康的标志。事实上，银行信贷收缩的最主要部分就是在股灾中实际上消失的90亿美元保证金贷款。在股灾发生前，股票价格飙升至疯狂的高位，而一旦股市崩盘，保证金便像打了水漂一样彻底蒸发消失。因此，弗里德曼和伯南克都指责当年的美联储对大萧条的发生负有责任。他们都暗示说，当年美联储应该承担1926~1929年保证金贷款的投机热潮所带来的损失，以防止M1收缩。

## 《托马斯修正案》中行不通的方案：为伯南克的美联储埋下了伏笔

就这样，《托马斯修正案》成为当今伯南克的货币超发政策的路线图。尽管把货币注入经济中的某些特殊机制散发着略微陈旧的气息，但它们都体现了具有破坏性的货币集权计划理论，一种流传且祸害至今的货币理论。

《托马斯修正案》的第一种方案是授权美联储可以在公开市场购买最多30亿美元的政府债券。这可能会导致美联储所持有的政府债务翻一番（从24亿美元上升至54亿美元），这与伯南克的美联储在2008~2011年实际操作的手法一致。虽然大规模购买政府债券或称为“债务货币化”应该把“货币”注入银行系统，但伯南克的违规操作证明他没有遵循这个法则。

在对私人债务进行清偿的背景下，美联储购买债券主要会导致其成员银行在美联储金库中存放的超额准备金账户余额快速上涨。换言之，货币供应增长主要由于商业银行信贷扩张所致时，即使美联储购入再多债券，也不能迫使成员银行向业已债务累累的市场发放更多贷款。

罗斯福和托马斯参议员设计的第二种方案是基于他们的共识，即当年依然保持冷静的美联储也许会为达到继续购入债券的目的而拒绝启动

印发货币，因此修正案同样授权财政部启动货币印刷，发行30亿美元的新钞，即绿币美钞。

实际上，这个方案跑题了。它可能会让流通中的货币翻一番，但到1933年4月末，银行恐慌已经消散，被囤积的20亿美元从各个角落汇聚起来，重新流向银行系统。由于缺钱的局面不复存在，《托马斯修正案》授权印发新钞就不会对家庭或商业支出产生影响。

但这个表面上看来陈旧的印钞方案，实际上反映出当今美联储在购买债券运动上所表现出来的愚蠢。如果白宫选择实施货币印发方案，就可能用无息美钞来临时支付账单，而不会用当时利率为2.5%的国库券来支付。但连罗斯福都回避采用这一措施，因为它相当于疯子金融。

可是，80年后，华盛顿却完全按照《托马斯修正案》所设想的去融资。事实的真相是，美钞的历史污点是曾经被作为无息债券而发行，为南北战争融资。今天，美国财政部发行美钞等价物，例如收益率为0.35%的3年期票据，便是远离印发货币所取得的一个微小的进步。

美国财政部之所以能够以这么违背常理的低收益率发行票据，是因为美联储已经做好准备，消化任何市场没能以目标收益率包销的票据。这就是货币印发，只不过换一个名称而已。

被“乡巴佬联盟”的领袖们接受的第三种方案，包含另一种把货币人为注入经济的方法。在这种情况下，全国的白银采掘业和投机商都将成为经济增长的经纪人。因此，财政部被授权以每盎司约1.25美元的价格无限量地采购美国的白银，并且把采购的白银块铸造成可流通的银币。

在当时，国际市场的白银价格只有每盎司0.35美元，因此罗斯福和托马斯参议员只能推迟以市场价值3.5倍的价格对白银实施货币化的计划。虽然这引发了威廉·詹宁斯·布赖恩的古怪经济学，但它包含着与当今伯南克美联储实施货币印发的相同原则，只是有一点除外，即美联储在铸造数字美元货币时，获取了几乎无限的利润。

《托马斯修正案》中的白银方案与当今美联储的货币政策还在另外一个方面很相像，即用远高于国际市场的价格大量收购白银，很明显将会给白银采掘乡镇和投机商们带来发横财的机会。

但新政应该也可以通过大量采购金属钨或者奶牛的所谓货币化，创

造相同的不法横财。事实上，这种货币化的不法横财已经洒落在投机商们的头上。今天，那些抢先购买原本为美联储准备的财政部证券和政府支持企业股票的交易商，要让白银投机商们自叹不如了，后者当年在罗斯福于1934年实施《托马斯修正案》的白银方案后借此发了一小笔横财。

《托马斯修正案》的最后一种方案是罗斯福黄金熔铸运动的基础，也是他1934年1月行政命令的雏形，这项命令废除了自1832年以来一直执行的每盎司20美元的标准黄金价格，把黄金价格提高至每盎司35美元。显然，大幅度更改历经一个世纪的美元的黄金含量，相当于摧毁了金本位制。

然而，更改美元黄金含量的潜在原理正是《托马斯修正案》真正危险的特征。它是今天货币实行央行计划体制的先驱，而且它还反映出一个观点，即通过简单地提高市场上大宗商品的美元价格，就可以实现对整个国家的GDP进行管理的目的。经过初期包括黄金在内的大宗商品的“提价”，经济萧条将立即结束，在这之后，经济周期将被永久打乱。

## “乡巴佬联盟”的东部地区代表

《托马斯修正案》的条例反映了所谓“补偿美元”的计划，这是耶鲁大学欧文·费雪教授的独创。它是弗里德曼提出的美国国库券本位制的鼻祖，而弗里德曼实际上是把费雪的通缩理论塞到了他自己的著作里：大萧条是货币供应太少造成的。

费雪的美元补偿计划建立在这样一个理论观点上，即经济周期是商业经营者们在应对价格大幅波动时所犯的错误造成的。当价格快速上涨时，他们会在生产、库存和固定资产方面进行过度投资。而一旦利率随大宗商品价格上涨而上升后，他们会大幅降低贷款、清理库存、减少生产以及削减资本支出，因此引发下一个衰退周期，甚至是萧条。

而且，这些价格的大幅下降和客户订单的大量减少会随之引起一个相反的错误，导致商业经营者们对未来的态度变得太过悲观消极。然后，他们会生产不足，在库存和固定资产方面投资不足，于是长期维持



一个通货紧缩的周期，就像大萧条中所反映的一样。

费雪的观点是商业经营者总是会犯错，因此必须有相应的货币安排，把这些愚蠢的错误消灭在萌芽状态。出于这个目的，费雪提议建立一个政府智囊委员会，其职责就是通过熟练调整美元的黄金含量达到稳定大宗商品价格的目的。

因此，费雪神奇的美元补偿计划就是对货币政策实行集权计划管理的雏形：他的“大稳定”将会消灭经济周期，然后会创造永久的繁荣和长期维持充分就业。于是，篡改操纵黄金价格就成为当代格林斯潘-伯南克通过篡改操纵货币市场利率以实现经济繁荣模式的雏形。

费雪不像凯恩斯那样晦涩难懂，他头脑清晰，利用一切机会向政治家们呼吁游说，包括罗斯福。1933年春，费雪在华盛顿的走廊里徘徊，相信如果实施他的美元补偿计划，大萧条就会结束。但这一理念并不是完全出于他的爱国情怀。

他原本斗志昂扬，却遭受了大萧条的沉重打击。1929年10月股灾前10天，他大声宣称股票市场已经抵达“永久的高原”，并随之入市投资。但非常不幸，费雪不仅赔光了原先投资罗拉代克斯<sup>[53]</sup>所获得的利润，而且把他妻子继承的遗产都搭了进去。但无论如何，他向他在华盛顿著名的学生、参议员托马斯提出了对《托马斯修正案》的意见。之后，1933年5月，罗斯福也倾听了他的意见。于是他又变得兴高采烈起来，在那个夜晚，在他下榻的华盛顿卡莱尔酒店，他匆匆地写了一封信给他的妻子，说道：“我们的财富得救了！”

罗斯福接受了《托马斯修正案》，随后在“诺尔马哈尔”号上发出了那封著名的回电，彻底破坏了伦敦世界经济会议。这几乎完全反映了费雪美元补偿计划的核心想法，同时，罗斯福在与沃伦保持政治上越轨的交往中，随意玩弄和操控黄金价格的心态也反映在这封著名的回电中（见第八章）。

罗斯福操控美元的黄金含量，其目的一直是想提高农产品和工业品的价格，因为他相信更高的价格会提升工人和商业的购买力，也因此激活经济复苏的引擎。所以，罗斯福坚决相信应该出台“经济刺激计划”，但这是基于费雪的理论，而不是凯恩斯主义的理论框架。

阻碍费雪通缩计划的障碍则是陷入衰退的国际贸易。在国际出口工



业中存在巨大的过剩产能，这导致了可贸易商品的价格大幅下跌。例如，1933年春，工业原材料的国际批发指数，如铜和橡胶，下降了60%，而标准食品价格指数下跌了55%，可贸易工业制品的价格指数甚至与1929年的最高峰相比跌落了40%。

在这种背景下，黄金的美元价格就成为非常脆弱的杠杆，难以撬动全球商品价格。的确，实现持续通缩的唯一有效途径可能就是国际贸易的大幅反弹，把产能过剩这把高悬的达摩克利斯之剑消除掉。但这种可能性已经被随处可见的贸易壁垒和相互攀比的货币贬值扼杀了。

所以，罗斯福想通过费雪美元补偿计划对国内美国经济进行反周期管理，这种做法在很大程度上是一个失败。1934年1月，美元的黄金含量下降了40%（金价上涨至每盎司35美元），人们认为它应该像一把火，能点燃批发价格的熊熊烈火，可是什么也没有发生。在罗斯福入主白宫之前，批发价格指数已经启动实质性的复苏，然后在那几年中一直像一条线似的维持在80。1939年年中，美国经济即将转换到战时备战状态时，批发价格指数还只有77。

简而言之，和平时期的新政确实接受了一种反周期政策，但这种政策是费雪的通缩政策，并不是凯恩斯的赤字金融政策。然而，最后是《托马斯修正案》对美元金本位制进行破坏性的打击才促使了国家财政正义的灭亡。罗斯福开启了这项历史任务，只等待合适的时间，让弗里德曼为尼克松提供理论依据，来完成最后的致命一击。

## 重估黄金价值和白宫的贿赂基金

费雪美元价格补偿计划有一点成功的地方，就是罗斯福筹集了白宫贿赂基金，也称为外汇平准基金。罗斯福用笔轻轻一画，黄金的价格就从每盎司20.67美元上升至35美元，因此，整个国家的黄金储备价值就从42亿美元升至70亿美元。

这28亿美元“重新估值”的收益中，大部分被划拨至新成立的外汇平准基金。根据《托马斯修正案》的规定，平准基金用于总统授意这一目的。但在20世纪30年代余下的和平时期，财政部部长摩根索变成了事实

上的“货币沙皇”。究其原因，作为美国央行的美联储陷入了无所作为的休眠状态，从而促成了摩根索在货币政策上的主导地位。对于美联储为何无所作为，并不难理解：1934~1935年，美国国内银行系统到处是闲置的现金，反映了美国经济依旧衰落，对贷款的需求极其微弱。

事实上，现金为王的铁证反映在美联储堆积的过量银行准备金上。准备金从1933年的27亿美元增加至1939年117亿美元，代表了这一时期美联储资产负债表75%的增长。

所有这些货币都以短期利率计息，而短期利率自1934年之后一直低于1%。事实上，在20世纪30年代，美联储有能力减缓任何货币紧缩措施。而有结论性证据显示，在持续债务清偿的过程中，银行准备金的增加只会产生有力使不上的“推绳子”效应，而不是促成信贷扩张和刺激经济增长。

具有讽刺意味的是，今天的美联储依然遵循20世纪30年代中期的相同做法，过度增加银行准备金，而同样没有取得任何效果。就这样，伯南克在研究大萧条时期的货币政策方面所建立的声誉，完全成为溢美之词：他正在推着那根相同的绳子，而这根绳子，当年最伟大的美联储主席马瑞纳·伊寇斯早就知道，是无法培育出经济复苏的。

诚然，从国外大规模流入黄金是造成20世纪30年代中期美国国内银行准备金过度增长的原因，而不是美联储执行货币印发政策。但这两者之间只存在技术上的区别。银行准备金可以从这两个渠道获得，但在持续债务紧缩的周期里，无论哪种渠道的准备金，都不会新增一个有清偿能力的贷款客户。

## 罗斯福的有害遗产：国家的货币导致了永久的财政赤字

随着战争的阴影在欧洲上空汇聚，美国越发成为安全的天堂。因此，在20世纪30年代后半期，国家官方黄金储备从100亿美元翻倍至200亿美元，占据了全球黄金储备的2/3。黄金的流入给美元兑换价值带来了持续的上行压力，招致财政部使用外汇平准基金对外汇交易市场进行

定期干预。与费雪的货币观点一致，白宫干预外汇市场的目标主要是支撑法郎和英镑走强，从而促使美元进一步贬值。

所以，在新政的货币政策措施中，最早拉动的那个绳子就是从1933年4月6日执行私人黄金没收命令开始的。然后这一系列平庸的政策延续至罗斯福接受《托马斯修正案》，破坏伦敦世界经济会议，以及与沃伦在早餐会策划黄金阴谋，当然更延伸到在1934年重新估值美元的黄金含量，并且动用外汇平准基金干预外汇交易市场。

当一切都尘埃落定之后，这些政策和措施都凝结成一个历史的终点，也可以说是货币国有化的开始。自此之后，美国的货币政策就沦为服务于国内维稳政策的工具。货币供应所扮演的历史角色不再是进行商业交易的私人契约工具和价值的宝库，也不再是可以用来兑换具有恒定价格、内在价值和免于国家剥削的资产。

最终，真正与传统金融历史决裂就从罗斯福新政开始，而之前的胡佛则永远站在了正统金融教义一侧。尽管胡佛曾经在压力之下出台过一系列不太有把握的权宜政策，包括金融重建公司的救助计划、操控企业的工资和实行价格管制以及签署臭名昭著的“斯姆特-霍利关税法案”，但他从来没有在金本位制上动摇过，这当属他值得骄傲的地方。

新政激进的货币政策并没有包括美联储激进的货币印发政策，正因为如此，当代的分析研究人员并没有突出新政所带来的深远影响。但这两者是一回事。由于经济疲软和强劲的黄金流入，货币市场的状况本质上是宽松的，至少以今天的标准来看的确如此。1934年之后，商业票据和财政国库券的收益率一直被压制在0.5%之下，长期国债的收益率只有2.5%，蓝筹公司的债券收益也不过3.5%，而市场上的现金则是超级宽裕。

在这些情况下，美联储完全清楚“推绳子”是毫无作用的，根本不去想启用公开市场操作作为全面宏观经济管理的手段。事实上，马瑞纳·伊寇斯在1934年之后就担任美联储主席，他是一位严谨的财政主义者，一直在说服白宫实行赤字支出政策，而不是放任宽松的货币市场状况。

但费雪的“货币管理”理论不仅体现在新政货币政策上，而且建立了一个重要的理论观点，即货币操控是体现国家政策的合法手段。如此，它为后来通过凯恩斯主义赤字支出，以及格林斯潘和伯南克通过对货币实行集权计划管理以对GDP进行操纵管理铺平了道路。

而事实的真相是，在美元金本位制的体系下，凯恩斯主义的政策完全没有成功的希望。民众可以在任何情况下阻止赤字财政的政策，因为他们一旦对国家的财政原则失去信心，就有权用纸币赎回黄金。

于是，虽然费雪的美元补偿计划对现代人来说无疑有点儿奇怪，但它却是通往永久赤字支出和国库券本位货币政策的新时代道路上的一个关键驿站——这个新时代最终还是到来了。

## 闭关自足的凯恩斯主义：为原始商品和国有化货币着想的大思想家

新政同样建立了另一个理念，这个补充理论观点与完全彻底的凯恩斯主义宏观管理理论同样重要。它实质上就是在国内经济上实行闭关自守的保护主义政策，同时把国际商品贸易、资本和货币的国际流通等政策置于国内经济政策之下。罗斯福破坏伦敦世界经济会议实际就是秉持了这个观点。

这其实就是美国至上的封闭经济政策，正是基于这个共通点，新政认同了凯恩斯的理论，认为它为大萧条时期的政策辩论做出了真正的贡献。事实上，激励新政诞生的从来就不是1936年《就业、利息和货币通论》中博学睿智的观点。凯恩斯在1933年发表了题为“自给自足的国民经济”的演讲，正是这篇臭名昭著的、充满保护主义观点的文章促使了新政的诞生。

在这篇文章中，大思想家断言艺术、好客的人文文化和美丽的景色还会在国际范围内存在，但凯恩斯认为新时代已经到来，作为经济的核心要素，商品和金融资本的流动将会逆历史潮流而动。

几乎所有人都认同，之前300年西方文明的进步都是来自国际贸易和比较优势，但在宣判亚当·斯密的观点是错误的时，凯恩斯没有感到一丝内疚。根据明显是突然被挖掘出来的史料——这些资料在他之前几年的著作中还不存在，凯恩斯鼓励回到国家自给自足的闭关状态。

躲在边界的长城墙之下，国家可以在国内经济生活中任意调集和发

布命令而不被干涉：“因此，我支持那些尽力消除国与国之间经济摩擦的人……只要有一丝合理和合适的可能，就让商品回归到自给自足的原始状态，尤其是让金融基本回归到一国自治的状态。”

当然，凯恩斯自己是个爱打扮的人，从来不会穿着用甘地织布机生产出来的面料制成的粗鄙衣服。但一旦涉及整个国家和普罗大众就不一样了，他理所当然地认为最早采纳他计划方案的候选国家中，最有可能的是民族主义和自给自足的纳粹德国。他甚至亲力亲为地妥善安排，以确保在德国可以一直阅读到他的著作。

凯恩斯在20世纪20年代是一名外汇投机商。那时，他经常对政府的政策走向进行猜测下注，这段经历或许能为新近发现的凯恩斯诋毁国际商业的证据添加更为生动的注解。凯恩斯对政策走向的赌注永远是相同的，那就是，世界各国，包括英国，何时会以何种汇率“恢复”可兑换性和固定汇率。

事实上，在战后，法国、比利时、意大利和其他国家都努力追求“恢复”本国货币的可兑换性，期间的痛苦与磨难成为无可辩驳的经验和教训，而凯恩斯则敏锐地抓住了这一点。一旦国家接受可靠的、金本位制的国际货币，那么国家对于国内财政政策措施和宏观经济管理的范围就受到极大的限制。

因此，在关于英国何时恢复可兑换性的问题上，各方争论不下，久而未决。在这期间，凯恩斯竭力反对金本位制和国际货币的想法，而世界也早已熟知他在金本位制上的观点。这位来自剑桥的、极其自负的教授因此得出结论，“闭关自守的凯恩斯主义”将是未来的潮流，他的万应灵药实际上就是自给自足的封闭经济 and 一国自制、不能自由兑换的法定货币。

在这个意义上，罗斯福是一位使凯恩斯主义梦想成真的“护民官”。罗斯福顽固地拒绝了国际主义者的建议，包括刘易斯、沃伯格、赫尔和格拉斯，扼杀了复活自由世界经济和正当的国际货币体系的最后一丝机会。因此，在罗斯福的费雪方案的全力促成下，凯恩斯主义得以最终实现。

当然，摆脱了国际货币体系和准则的束缚，并不意味着新政就懂得如何行使刚刚获得的行动自由。正如大家所知，许多新政标志性的授权法案，包括《全国工业复兴法》、《农业调整法》、“瓦格纳法案”以及



《公平劳动标准法》，都是对经济进行限制的措施，而不是实施凯恩斯主义需求扩张的政策。

## 最后一战：为什么美国财政破产还有待时日

新政具有令人惊讶的讽刺意味。即使在赤字支出上几乎没有任何货币约束，由于退化的国家意识还未丧失殆尽，新政并没有毫无保留地支持凯恩斯主义的刺激政策。也就是说，新政还保留着一贯的信念，坚守平衡预算的正统观念。

在新政之后的40年里，政策制定者们仍遵守老派的财政传统，这是阻止凯恩斯主义发展的最后防线。事实上，更讽刺的是，共和党在1980年之后放弃了平衡预算的正统观念，随后导致国家走向财政死亡之路。但这个终极死亡的命运早在罗斯福接受《托马斯修正案》和结束稳健货币政策之时，就已经注定了。

碰巧，在罗斯福的核心圈中，财政部部长摩根索是坚守财政正统观念的主要代理人。摩根索是仅次于罗斯福、同样狂热地支持费雪激进美元补偿计划的人，但如同后来那些两次战争之间的政策制定者，摩根索把他在财政和货币上的观点完全割裂开。

一次次地，摩根索竭力限制新政的支出和赤字。他著名的日程表几乎全部排满，以显示出他对财政公正的追求。一方面，他如此热忱地信奉不能与黄金自由兑换的美元体系；另一方面，他却允许财政赤字膨胀到萨默斯都会感到高兴的程度。

在“二战”前夕，摩根索筋疲力尽，在他的日记中表达了他对赤字支出彻底的失望：“我们尝试花钱。我们比过去花更多的钱，但不起作用.....我想说在政府运行8年之后，我们现在的失业率与我们当初刚开始时一样高.....还有巨额的债务。”

但让财政部部长摩根索担惊受怕的财政趋势，按照过去正派的标准来看，原来不过是小烦恼而已。在罗斯福6年的和平时期（1934~1939年），财政支出从来没有超过国民经济的10%，而且财政赤字只占GDP



的3.9%。这是在世界历史上最大的经济萧条时期所取得的财政成就。

自那时起，美国的政治家们开始逐步了解到，传统的诚实货币政策已经结束，因此逐步扩大财政的边界。比如，1975~1980年，财政赤字平均占GDP的3%，随后上升超越新政时期的纪录，到了里根执政时期，赤字平均占GDP的4.3%。这是里根8年执政时期的平均水平，而且其中的6年是“早安美国”的经济繁荣时期。因此，这为小布什执政时期的财政失常以及奥巴马执政时期凯恩斯主义的最后挣扎铺平了道路。

随着20世纪30年代落下帷幕，摩根索自相矛盾的观念冲突只不过是新政保守势力多重派别观念被集中放大后的情况。许多南部民主党的坚定分子批评罗斯福联盟，例如副总统约翰·南斯·加纳、金融重建公司负责人杰西·琼斯、来自南卡罗来纳州的参议员詹姆斯·伯恩斯，以及来自佐治亚州的参议员沃尔特·乔治，尽管他们还是对财政赤字保持警惕，但往往欢迎宽松的货币政策和美元贬值措施。

随着财政正统观念的追随者（如摩根索和保守的南部民主党势力）最终退出历史舞台，作为金本位制重要组成部分的财政正统观念也逐渐消失。尽管他们对财政赤字还是摆出一番挣扎抵抗的样子，但新政破坏性的财政遗产只是刚刚登场。

权贵资本主义的种子播撒在农业带和其他遭受重创的经济行业里，包括铁路运输业和商业海运业。社会保险这颗正在滴答作响的定时炸弹已经形成制度化，正如工会垄断组织在国家经济前景上投下的长长的阴影，都在考验着国家经济承受社会成本负担的能力。

同样，刺激房地产狂热发展的联邦机构被授权成立，银行监管束缚的软弱无力让暂时可控的存款保险孕育着巨大的道德风险。最重要的是，罗斯福最终摧毁了金本位制，这为开放式集权干预和对国内经济的过度管理铺平了道路。

这项政策规划是将国家经济引入歧途的财政上的毒瘤，但两党很快都接受了。随着发展，它必将在权贵资本主义的胜利中和国家财政的破产中寿终正寝。

[50] 浮士德交易：在西方，意指出卖关键的东西以获取短期利益，出自传说中浮士德以灵魂为代价与魔鬼交换三个愿望。——译者注

[51] 1蒲式耳≈35.238升。——译者注

[52] 1英亩 $\approx$ 4 046.86平方米。——编者注

[53] 罗拉代克斯：费雪发明的一种索引卡片系统，可用来盛装名片、地址卡和电话号码卡等可移动卡片的台式旋转夹。——译者注

## 第十章

### 被战争掩盖的财政政策插曲

在罗斯福新政下，临时的集权管控经济政策最终因现实的改变而被升级换代：日本发动珍珠港突袭而把美国拖入了全面战争状态。在全面战争的紧急状态下，所有现代财政扩张和货币操纵的手段都被挖掘出来，进行开发、测试、修改并加以完善。

当和平在1945年重新降临时，这些被战争刺激的政策手段，有些没有完成，有些还没来得及实施。事实上，在战后25年里，无论是杜鲁门还是艾森豪威尔，以及长期出任美联储主席的小威廉·麦克切斯尼·马丁，我们发现他们都对正统财政的真谛进行过某种表述，尽管这些表述是断断续续，并且只是偶尔具有深刻意义的，甚至连肯尼迪也保留了一些正统的财政政策，至少在财政部和国际美元政策方面是这么做的。

因此，我们应当重视追溯美国财政政策的来龙去脉，自珍珠港事件以来，延续至尼克松，他当年决定违约，终止美国在布雷顿森林体系中承担的义务，停止用黄金偿还美元债务，并最终引发了纸币超发和巨额财经赤字。在这期间，发生了一些触及财政和货币准则的小插曲，长久以来，这些插曲一直隐没在主流记忆的历史长河中未被发现。但这些具有信号意义的治理管控插曲，向人们强调了我们在老派的、正统的财政政策上所失去的东西。

其中之一是当年杜鲁门为筹集朝鲜战争资金的事例，他坚守诚实品质，征收更高的当期税收。另外一个例子是艾森豪威尔，他在任期内遭遇两次经济衰退，但他拒绝实施减税刺激政策，从而使他实现了最高的财政目标——平衡的联邦预算。

另一个闪光点出现在1958年8月，那时经济复苏才刚刚开始4个月，当年的美联储主席小威廉·麦克切斯尼·马丁就迫不及待地“拿走大酒杯”，抑制股市的投机行为。我们罕见地发现，在其第一次经济施政报告中，肯尼迪也曾经宣布会坚定不移地承担布雷顿森林体系下美国的义务，维护美元金本位制的地位。

我们可以完全正确、非常有把握地说：尼克松完全接受了弗里德曼的浮动纸币美元体系，这是一个毁灭性的转折点，因为他终止了稳健的货币政策。但如果我们理解了美国是如何亦步亦趋地走上这条道路，直至1971年8月的转折点，便可以理解了为什么民众必然会对“狡猾的尼克松”产生如此憎恶的情绪。但这一路走来，事实上还一直存有一缕稳健货币政策的曙光。

## 美联储：国家战争的融资机器

宣布进入战时状态后，罗斯福行政当局很快就重新启用了全面的命令管控政策，涵盖了美国经济的每一个细枝末节。这种政策曾经在1917~1918年“一战”期间，政府进行战争动员时被首先采用。钢铁、汽车、冶金、机械以及其他重工业被强制命令生产军舰、飞机、坦克。而与此同时，房屋、汽车、家庭耐用消费品和其他消费品的生产则完全停滞了。

在一个消费品匮乏的民用经济中，所有的价格和工资都被政府的官僚体系严格地管控起来。同时，政府通过没收性税收或者无休止地发行战争债券等类似强迫性的储蓄手段，对个人收入以服务于战争的名义实施强制征收。

因此丝毫不奇怪，货币市场和资本市场在全面战争动员的经济中陷入深度冬眠的状态。同样，美联储摇身一变，成为国家战争的融资机器。财政部部长摩根索甚至根本不顾美联储的所谓独立性，直截了当地颁布法令，把联邦债券的利率实施“固定”处理。由此，短期国库券的收益率只有可怜的0.375%，而长期国债的收益是2.5%的息票。

很明显，所有私营机构均不愿以挂钩收益或低于挂钩收益购入财政债券，因此，实施这种挂钩的唯一可行方案就是中央银行对债券实行包销政策。因此，美联储很快就成为巨额财政票据的买家，从而使得联邦债务“货币化”的规模达到空前的程度。

美联储买入债券和票据的数量极其惊人，在其资产负债表上，债券

和票据占据着非常显著的地位：在战争开始时，美联储拥有23亿美元的联邦债券，而当1945年战争结束时，债券规模达到惊人的243亿美元，在4年战争期间，增长了近10倍。

由此，美国的央行被驯化了，通过在公开市场持续大规模地购入联邦票据，实施对政府债券市场、国债收益率曲线的控制。这种做法在今天相当普遍，但在当时，它是一种离经叛道的激进行为，因为在那以前，这一工具从未被使用过，却在战时财政的紧急状态下成为一种常态。

美联储成立于1914年11月。由于战争紧急状态，美联储在其前31年的历史里，操作目的和手法两次被彻底颠覆。因此可以公平地讲，在战争状态下，美联储已经沦为服务于政府债券市场的永久居民，似乎沉迷在战争的“坩埚”里“锻造”出美国国库券本位。但这种大规模政府债券购买行为与1913年为美联储成立而立法的创始人的想法却是背道而驰的。

## 一个没有公共债务、与华尔街没有关系的央行

众议院银行委员会主席格拉斯接受过传统英式银行教育，并且坚信真实票据学说。他曾经目睹过美联储变成商业贷款市场的代理商。事实上，他曾狂热地相信美联储不应该参与政府债券市场的操作，更不期许美联储成为巨额政府债务的仓储保管员。

因此，应准备建立一个新系统为商业与产业提供流动性，通过“再贴现”的操作流程，“储备”银行向本地商业银行提供预付现金，而商业银行则以短期商业贷款账目做抵押获得“储备金信贷”的授信。

商业银行系统因此获得可靠的现金流，以防出现不可预测的储户提现，从而避免由于储户提现而不得不收回商业贷款等破坏正常商业银行运转的情况发生。所以，设立联邦储备金系统就是为了建立一个“银行的银行”，而美联储不应成为国家经济管理的一个机构。这个议题被排除在当今美联储设立的章程外，是基于这样一个事实，即在1913年，根本没有出现过一个政府债券市场，所以美联储当然不可能操纵这个不存

在的市场。

在美联储成立之时，全部联邦债务余额为12亿美元，仅占GDP 3%，以当年美元计算人均12美元，即便以今天大规模贬值后的美元来计算，也不过人均400美元。因此，美联储建立的时候，政策制定者并没有试图让政府寅吃卯粮、举债过日子。

一个令人关注的对比是1913年12亿美元的债务余额，几乎与此前半个世纪葛底斯堡战役时期的美国债务水平相当，即在50年间，即使在名义货币的意义上，政府债务也没有任何增长。这种不举债过日子的事如果发生在当今世界，大家一定认定是神经错乱的人才会这样做。

如果没有现代政府债券市场，我们可以肯定地说，美联储的设计者从来没有预想过美联储会与华尔街狼狈为奸。只要美联储自身也进入政府债券交易者市场、进行无数次买卖国库券操作，与华尔街亲密无间的关联就不可避免了。

格拉斯和他在国会的多数党同僚可并不这么想。他们设想的美联储银行系统的去中心化，就是为了从华尔街手中夺取被长期掌控的国家货币控制权。这个设想并非仅仅是乡村民族主义的借口。

1863~1914年，格拉斯对根据当时的《国民银行法》对金融货币做的某种安排颇有微词，而且他的批评与法案制定者的初衷是一致的。格拉斯在众议院银行委员会进行相关研究后发现，这个系统会产生强大的吸引力，造成国家的流动银行储备金系统把乡村银行的资金抽到华尔街的大城市银行。

然后，这些储备金就被用于有利可图但是有风险的、不稳定的短期贷款市场的业务。对于这种短期贷款向市场投机行为提供资金，国会议员格拉斯曾有如下生动的描绘：“这个国家的银行把富余的资金撵往金钱中心……然后作为短期贷款进入股市和大宗商品这些赌场。”

这种投机业务周期性地造成华尔街金融恐慌和整个银行系统的剧烈动荡，所以国会有一些偏远的城市，如亚特兰大、达拉斯、堪萨斯和旧金山，建立了12个储备银行。

这些地方储备银行为各地区银行的流动储备金提供了安全的天堂。来自乡村银行的富余存款再也不必季节性地流向华尔街。



在试图减少从内地流向华尔街的银行储备金方面，格拉斯在货币领域表现出一定程度的老练和高深，甚至连今天凯恩斯主义的鼓吹者都被彻底骗过。比如，克鲁格曼不断地引用1873年、1884年、1893年和1907年的金融恐慌，当作金本位制失败的证据。

在通过《联邦储备法》的1913年，几乎每一位货币学的学生，从哈佛大学的奥利弗·斯普瑞格教授到自学成才的众议院银行委员会主席，都对此有更好的理解。证据清晰地显示金融危机的罪魁祸首不是金本位制，而是有明显缺陷的国家银行法案系统。

但人为地把全国银行储备金注入华尔街银行，在股市形成了非自然的、超规模的、注定是不稳定的短期贷款市场。用保证金贷款投机的赌徒们会周期性地得意忘形，结果导致泡沫滋生并最终破灭。一旦贷款资金耗尽，必将造成高价股票进入暴力清算。在大多数情况下，这种“恐慌”并不会传导至内陆地区，同时也不会造成长期的但是有益的通货紧缩。在19世纪最后30年间，这却导致了通货紧缩。

在1913年的法案下，这个被理解得很好的真相在新的金融货币安排中很是明显。当时，全国银行系统的存款总额大约200亿美元。在新的银行系统下，根据严格的储备金要求，需要安排约30亿美元的现金或其他流动资产作为“预备储备金”匹配总存款，而不是把这部分作为贷款发放出去。

但在国会，对新系统持支持态度的议员们坚定地表示，这几十亿美元的资金不能落入华尔街金融中心银行，并应从用途上与华尔街隔离。法案最主要的立法作者后来对此法案取得的成果进行了抒情的描述，国会议员格拉斯先生是这样说的：

我们通过筹建并设立地区储备银行，而不是（华尔街的）私人银行，成功治愈了这个金融毒瘤.....这个国家储备资金的监护人.....把这些资金用于商业和产业，而未用于投机冒险的机制中。乡村银行获得了自由，商业摆脱了束缚，梦想和事业有了发展的空间，我们再也不会有货币恐慌了。

## 战争债务和美联储的新使命

但30年后，美联储创立者的愿景成了一幅讽刺漫画。与原先的全国银行系统相比，美联储与华尔街的关系更密切了。如前文指出的，这是源于在两次战争期间政府大量借入资金，并全盘放弃一贯以来国家平衡预算的原则。公共债务便随之从轻微水平发展至巨额高度。

1913年美国的债务只有12亿美元，但到“二战”结束时，爆炸式地增长到2 600亿美元，在GDP中的占比从3%变成了125%。这些公共债务数字反映出国家金融结构发生了划时代变化的本质，特别是人均债务数字表现得更加明显。按今天的购买力价格计算，1913年人均400美元的公共债务相当于1945年的人均30 000美元。

如果央行不扮演政府财务代理的角色，并且不是债务的最后购买者，联邦政府不可能累积起这么巨额的债务。如此，美联储被隐蔽地安排在政府债券市场的中央，其首要的操作就是从华尔街券商手中购买政府债券，维持政府债券市场的正常运作。

在推行这么大规模债券货币化的过程中，美联储也在指挥监督商业银行系统资产负债表和创造银行收益方面获得了宝贵的经验。在1941~1945年战时金融时期，商业银行持有的美国政府债券呈爆炸式增长，从200亿美元增长至840亿美元。这占了商业银行资产负债表90%的增长意味着，实际上银行的主要功能已经沦为巨额政府战争债券的储藏室。美联储重要的战时学习经验来自自身拼命证明，美联储在银行系统持有的美国政府债券的价值。为达到这个目的，美联储把贴现率最高控制在1%，因此造成战时存款的收益很低。同时，银行如果投资长期美国国债，却可以获得2.5%的息票。

美联储就这样让商业银行从低成本的资金中获取了高额利润。事实上，在战争期间，银行从证券投资上所斩获的收益增加了两倍，净利润翻了一番。截至1945年，对商业银行系统投资的资本回报率达到了顶峰，在其后的25年中，未曾超过这个高度。

尽管如此，对于这个国家的银行家来讲，在战时金融的临时操作中，他们获得了比大后方的繁荣更有意义的发现。在实际操作中，美联储发现了如何通过控制国债收益率曲线创造银行利润这个玄机，因此美联储巧妙地调整上升曲线方向，使之变成持有国债时间越长，收益越

多。一旦发现这个货币魔术师的诡计，美联储就在随后的演出剧本里一直把它当作主角。

在扮演美国财政部财务代理这个角色时，美联储也彻底地告别了自身的愿景。当年美联储的创始者设想它是应该被动操作，是向银行系统提供流动性的备份。在美联储最初的愿景中，商业银行需要现金时，必须把其合格的贷款抵押物递交给美联储贴现窗口，才能获得短期预付款。

于是，商业银行系统作为活跃的代理桥梁，根据当地实际商业活动的需求，引导美联储的现金注入经济活动中。我们今天的模型则与之相反，美联储通过公开市场操作主动把现金注入银行系统，其操作依据是货币政策核心策划者想象整个国家和世界经济应当需要的现金数量。

换言之，根据1913年法案最初版本的规定，商业经济是货币增长的驱动力之一，由贷款、存款和储备金组成，最终形成金钱和信用的银行系统，随着商业经济潮起潮落。美联储的信用来自早已存在的商业银行信用，它不会寻求在现有的银行贷款或者GDP上增加一分钱的财富。

与此相反，在1942~1945年战时金融期间，美联储转变为强势的主动型管理者、一个整个国家银行系统的操纵者。在那个国家危机时期，它存在的目的就是为这个国家管理日益庞大的战争债券。这种通过扭曲国债收益率曲线控制银行系统管理的手段，以后也被借鉴用来操控GDP。

60年后，美联储对这种操控不吝赞美之词。2008年9月的危机余波未了，美联储就排练了一出僵尸舞的戏码。重新回到战时金融的课堂里，美联储把债券先付发行费率降低到几乎为零，从而再次操控推高债券收益率曲线。

通过这种操作，美联储赋予那些破产的银行虚假的利润。因此，那些银行储蓄的持有人便理所当然地越发贫困，而如同僵尸般的银行以及这些僵尸银行的高管们，在相当长的时间内还拿着他们的奖赏，苟且偷生。

## 战争国家预算：财政边际是如何被考验的

正如在“二战”期间，美联储被驯化成财政部的一个分支机构，战争状态下的财政边际被急剧放大了。这是新生的事物。虽然好几代共和党的演说家把“大支出”这顶帽子扣在罗斯福新政上，但其实在1938~1939财年里，最高联邦预算支出平均只占GDP的9%。

只有全面战争化的预算到来，才真正体现了国家的真实实力如何把国家的收入全部纳入囊中。于是，在1943~1945年，联邦支出占GDP的44%。

同时，在财政方面持保守态度的摩根索是不会去犯“一战”时期悲伤的错误的。在那时，大多数人拒绝通过税收筹集资金、承担工业化的战争负担，而是依靠采取新一轮破坏性的债券发行和货币超发进行战争筹款。

相反，摩根索选择征收高额税收。在罗斯福新政后期的和平年代里，联邦税收占GDP的8%，而到1943年，摩根索把这个比例提高了一倍，后来到1945年，甚至提高了两倍，占GDP的比例达到24%。

实现这么高的税收所采用的政策措施包括对富人实行没收性税收，对其他人则是提高税收水平。这张税收法网包括对公司课以高额的超额利润税，对消费者征收消费税，并且对所有人都课以极高的所得税。

摩根索因此实现了19世纪传统公共财政理论推崇的但欧洲列强一次都没有实现过的理想：当期税收收入为战时财政提供了至少50%的资金，而不是用债券和超发货币来实现。

事实上，在1942~1946年的5个战时预算周期内，财政部确实实现了这个目标。它累积征收的税款高达1 800亿美元，正好相当于3 700亿美元联邦支出的一半。

罗斯福政府在“二战”期间实施严苛的税收制度，这种做法与传统的经济模型是暗合的，而非与凯恩斯主义一脉相承。整个臃肿官僚机构的管控和苛捐杂税，其设计本身就是为了抑制民用市场需求且扩大全国的储蓄。这与凯恩斯主义的经济疗法背道而驰。

## 美国依靠储蓄走出萧条：巨额战争债务下的凯恩斯主义神话

在很大程度上，这个模型是可行的。在5年的财政预算中，有30%的融资，约1 000亿美元，来自私营企业和民众的储蓄。这个结果部分反映了爱国战争债券计划的成功，但更主要是由零售商店内空空如也的货架造成的。民众被迫通过买入战争债券把钱存起来，因为他们在市场上也买不到什么东西。实际上，市场上的糖、黄油、肉类、轮胎、鞋、自行车甚至是糖渍土豆，都实行严格配给供应。

总结一下，当年这个国家被动员起来进行了一场战争，打败了德国和日本，其巨额财政费用的80%左右是由这个国家的国民用某种存款方式筹集起来的。其中50%的资金是由美国国税局通过强迫“储蓄”（如税收）征收的，而另外30%则通过对政府债券的“自愿”投资和其他储蓄手段实现。

事实上，美国经济没有通过这个消费支出走出大萧条，而是依靠民众的储蓄走出了大萧条，安然度过了人类历史上最具破坏力的战争。

但在1945年以后的岁月里，摩根索关于战争金融的严格正统的方案被凯恩斯修正主义者歪曲过两次，变得面目全非。他们不停地宣称，“二战”证明了财政赤字支出的力量，以及经济对接受国债占GDP的高比例的承受能力。

然而，在这个特别的凯恩斯主义传奇中，有一点是对的，即在1945年的某个瞬间，联邦债务余额确实达到了GDP的125%。但更重要的数据是总的债务比例，包括私人债务和公共债务。凯恩斯主义者从未谈及过甚至承认过这个关键数据，其原因很好理解：因为在战争期间，总债务余额没有增长，实际上还出现很大的下降。

在1945年战争财政年度结束时，总债务占GDP的比例大约是190%。这个数字包括了商业、家庭和政府债务，低于1938年罗斯福新政和平时期210%的水平。

这个实际数据让不断重复的谎言遁于无形。该谎言说“二战”是债务融资的一次伟大实践，事实上在战争期间，在中央管制的经济环境中，

私营部门节衣缩食支援了政府财政。

举个例子，1938~1939年家庭储蓄率的平均水平大概是GDP的2.5%，但到了1942~1945年，这个数字飙升至17%。无论是战前还是战后，民众的储蓄率从来没有哪怕是靠近过这个数值。

反过来，这种爆发式的节俭水平导致家庭和商业负债水平急剧下降。在战争期间几乎没有产生新的商业或个人贷款，这也有力地佐证了债务账户在此期间不断被清算销户的事实。

作为这种趋势导致的结果，美国家庭债务从1938年占GDP的60%，下降至1945年的20%多一点儿。这意味着美国消费者在战争结束时几乎是无债一身轻。同样，公司债务也在此7年的时间内，从占GDP 90%下降到40%。

由于在战争期间被干预实施强制储蓄，所以私营部门的债务（商业公司和家庭）从战前占国民收入的150%退回到60%，这个数字远远低于19世纪以来的任何记录。如果用其他表述来说明，就是美国经济以如此稳健的财务状态从战争阴影下走出来，主要归功于私人债务被清除殆尽，也因此给国家资产负债表腾挪出巨大的“头部净空”，使得政府债券随时可以被有效的国民储蓄吸收掉。

然而，这一高水位线是极其短暂的。在战后时期，一个厌战情绪蔓延的国家要求尽快解除战争机器的动员，政府年度财政支出从1945年的950亿美元，跳水至1947财年的370亿美元。同时，负债率也急剧下降，这是业已退化的华盛顿保守主义财政政策可能奏响的最后篇章。与此同时，尽管战时严苛的税赋水平只是温和地调整了一下，但还是造成1947财年的联邦预算出现了盈余。这种盈余的财政状况维持了好几年，直至下一次战争爆发。

联邦政府负债率由此完成了一个大幅度的圆弧旅行。政府负债率从1938年占GDP的50%到1945年飙升至125%，到达这个顶峰后，又从战争期间的升幅回落了3/5，到1950年，降低到占国民收入的80%以下。

此外，尽管私人贷款出现了温和反弹，但1950年总信用市场债务下降到了国民收入的170%，恰好回落至美国内战以来的历史正常水平。简而言之，1941~1945年的战争经验证明战争资金应该通过税收和储蓄来筹集，但它不能证明联邦财政赤字是无害的，也不能证明财政赤字是



治愈大萧条的良方。

## 杜鲁门的诚实战争

“二战”后初期的财政平衡注定不会持续长久的。因为这个平衡依赖于战时的高税收和宽松的、暗藏着通货膨胀倾向的货币政策。

最终，美联储屈服于霸道的约翰逊和尼克松，突然打开了印钞机的开关。这就像打开了潘多拉魔盒，通胀造成了1980年的CPI比1967年的增长了两倍。

但这是一步一步走来的，名人堂里的政治家们一直试图抵抗财政浪费和货币贬值的诱惑，而诱惑的种子早在罗斯福新政和战争时期就已经被埋下。轮到杜鲁门在朝鲜战争中出台战争金融政策时，他决定坚守财政责任。

当然，从现代社会进步发展的角度回顾，美国出兵朝鲜半岛进行战争干预的最终目的究竟是什么并不清楚。

但一旦决定出兵，杜鲁门便坚持按征税这一传统方式筹集战争资金。随后，他于1950年9月迅速在国会通过了提高税收的法案，并且在1951年1月战争扩大后，他再次通过国会提高了税收水平。

最后的计算表明，在朝鲜战争期间，联邦财政支出增加了大约80%。但令人惊奇的是，朝鲜战争的融资是按照“现购后付”（费用发生后拨款）的方式实现的。按（2005年）不变美元计算，1951~1953财政年度的支出总额达到1.76万亿美元，而同期的财政收入几乎完全相同，约1.75万亿美元。没有一次自愿选择性战争是通过如此明确的财政准则获得融资的。

其结果是，朝鲜战争标志着稳健的战争金融的终结，也标志着扩大的占领战争的开始，越南战争、伊拉克战争、阿富汗战争都是以财政国债筹款的。这一对比，并非只是巧合。由于杜鲁门总统坚定不移地遵守严厉的战争税收政策，共和党的保守派对在朝鲜荒芜的山顶进行无休止

的开放式战争毫无胃口。无休止的战争意味着无休止的高税收，所以大家寄希望于艾森豪威尔当选后尽快做出和平的决定。

但直到战争结束，约翰逊都没有寻求战争税收，这个重大倒退为以后共和党政权采取同样不负责任的战争金融手段开了绿灯。事实上，40年后，当小布什发动徒劳无益的帝国主义战争时，同样没有采取税收的方式筹集资金。

## 美联储的报复

下一个富有建设性的但最终证明是徒劳无益的恢复稳健货币政策的事件发生在1951年春。那时，激烈的华盛顿政治对抗终结了美联储作为财政部战时劳役部门的状态，并取消了对财政部利率实行增长“限制”的措施。

当朝鲜战争升级后，人们感到恐慌，而华盛顿可能重新实施价格管制措施，因此市场价格发生了预期性飙升。这种加速发展的力量在聚集。很快，CPI以两位数增长，远远超过公开市场的利率水平，虽然利率也在上升，但远远落后。

因此，实际利率水平就变成了负数，“低息货币”的爆发，造成银行信贷的泛滥扩张。1950~1951年冬，贷款的增幅事实上达到每年20%的水平。这种信贷扩张速度是自“咆哮的二十年代”以来不曾有过的。

尽管通胀加剧、信贷增长，美联储依然被迫快速大量地买入财政部国债，以维持长期国债的票面价格，并防止收益率曲线突破2.5%的战时限制。

所有政府债券的货币化当然是由美联储新近铸造的货币来融资的。美联储把新的储备金注入银行系统，这又造成更多的通胀型信贷扩张。

美联储的领导者，包括主席托马斯·麦克凯和传奇人物马瑞纳·伊寇斯，都认识到大萧条年代的货币静默政策已经结束。所以，伊寇斯和麦克凯认为，美联储应当在向银行系统提供储备金方面保持一致的操作纪

律。在一个本质上是法定货币的制度里，与银行系统紧密合作是唯一可以阻止经济滑向恶性通货膨胀的崩溃边缘的方法。在1951年年初发生的猛烈通胀就是最有说服力的提醒。

毋庸置疑，1951年美联储的领导者和职员并不都是学术型的货币专家，那时，弗里德曼甚至还没有形成货币数量理论。但伊寇斯和他的委员会成员并不需要学术理论和数学模型开展他们的业务。美联储第一代战后领导者曾目睹过20世纪20年代的恶性信贷扩张，特别是股市保证金贷款业务爆发并最终因泡沫破灭造成债务缩水的创伤，因此，这代领导层在骨子里对银行信贷有一种先天的、有益的恐惧。

同时，这代美联储领导者当时也没有后来才有的幻想，认为便宜债券是经济发展的关键。所以，对美联储来说，很明显应该毫不犹豫地立即终止财政部的利率限制措施，以便它对银行系统的储备金采取更谨慎的管理方式，从而只允许可控信贷向商业和家庭扩张。

在向当时的国会委员会做证时，伊寇斯中肯地表示，将遵守以银行储备金为中心的货币政策教条，并解释了为什么要坚持放弃战时利率限制：“只要市场仍然希望美联储购买政府债券以维护由财政部建立的固定利率机制，我们就得准备创造无限的、新的银行储备金。这个政策使得整个银行系统通过美联储系统的操作，变成了通货膨胀的引擎。”

在整个1950~1951年秋、冬，美联储的领导层不断地向杜鲁门政府建言，提醒政府遵守利率限制将会造成通货膨胀的危险。非常不幸的是，杜鲁门对货币政策的愚钝，如同他在财政事务上所展现出来的勇气一样。更糟糕的是，他已经任命来自密苏里州的政治伙伴和三流的银行家约翰·W·斯奈德担任新的财政部部长。

与许多中部边界地区的农家子女一样，在处理利率和货币政策事务时，斯奈德就是罗斯福“乡巴佬联盟”中的一位忠实信徒。因此，他顽固地坚持要求美联储继续以限制性利率购买政府债券，并且最终误导杜鲁门在1951年2月与国家央行进行了一场公开的摊牌行动。

此前，杜鲁门曾要求与美联储委员会进行面对面的会谈。经与斯奈德串谋，他随后发表了一封致美联储委员会的公开信，感谢委员会在限制性利率议题上做出的所谓“重建”的决定。杜鲁门的公开信是一个彻头彻尾的谎言，因此很快就触发美联储采取了报复行动。这展示美联储极大的政治勇气，在现代历史上是难得一见的。

当伊寇斯把美联储委员会与杜鲁门总统在白宫的会谈纪要透露给《纽约时报》时，他的政治勇气或许足以为他赢得美联储总部大楼以他名字命名的权利。被泄露的会议纪要明白无误地证明，美联储委员会从来没有做出过这个决定。

白宫很快就寻求妥协，因此当斯奈德部长住院时，聪明的财政部副部长发明了一个新的操作准则，使双方都能够保全脸面。财政部被迫发行收益率为2.75%息票、不可流通的长期国债。与此同时，美联储用原先发行的5年期国债，在规定的几周时间内以票面价格与此互换。这貌似为白宫披上了一块遮羞布，因为白宫曾经保证持有国债不会有任何损失的风险。但很快美联储就匆匆结束操作，5年期的财政国债则流入贴现国债二级市场。美联储操作政府债券市场的第一季戏码走到了终点。

## 稳健货币的守护者

那位帮白宫保留颜面的副部长正是小威廉·麦克切斯尼·马丁，他很快就被任命为美联储主席。不久，马丁就声名鹊起，表示他一直与美联储站在一条战线上。在发表演讲接受对他的任命时，他表示与朝鲜战争相比，通货膨胀是“对美国的活力更为严重的威胁”。

讲完这句话，马丁就结束了他的演说，开始了他长达19年的美联储主席职业生涯。虽然在就职演说中他表达了对稳健货币的支持，但除了在1979~1987年发生沃尔克插曲期间，人们后来很少在伊寇斯大楼的大厅里再次听到他的演说。他的讲话仅仅是正统金融教义的宣讲而已。

在那段敏感时期，金融领袖们知道通货膨胀所具有的破坏力，以及它所带来的不公平。因此，马丁的讲话也不仅仅是一些华丽辞藻的堆砌。他清楚地表示通货膨胀应该被控制在接近零的水平：“我保证自己将支持采取所有合理的手段，来保持美元的购买能力。”

马丁严格遵守金融规则，对通货膨胀保持警惕，这与当今美联储假仁假义地宣布维持2%通货膨胀目标相比，有着天壤之别。今天的美联储站在稳健货币的对立面，总是在寻找借口为信贷扩张和华尔街的投机再添薪火。今天的美联储默默地削减美元的购买力，在一个美国人一生

的工作期间内，美元购买力下降了50%。

相比之下，马丁于20世纪二三十年代在金融市场中心工作的经历，对他形成稳健货币的观点起到了至关重要的作用。他的父亲曾经帮助格拉斯起草1913年法案，并且在担任圣路易斯联邦储备银行总裁一职时，继续在新的货币财务安排方面施加影响。

随后，马丁有机会参与早期由他父亲同事举办的货币政策演说餐会。这些同事中包括著名的本杰明·斯特朗，他是纽约联储的强势领袖。同时还有H·帕克·威利斯，他是那个时代货币学说和银行研究领域领袖级权威，同时也曾亲手操刀具体起草了1913年法案中很大一部分内容。

威利斯同时也对传统英国银行模式有深入的研究，并支持这种银行模式。这个模式认为商业银行应该只接受流动性强的应收账款作为抵押物而发放贷款，而不接受房地产、公司债券或其他非流动性的抵押物。的确，如果他看到今天我们可以开发出无担保“现金流”贷款这一银行产品，一定会把这斥责为异端邪说。

威利斯倡导对可允许抵押的银行资产实施严格的审查措施，并非因他是反市场的调控者，相反，正是因为他认识到只交纳部分储备金的银行存款系统是很危险的。他坚持认为，由于大部分银行存款可能被储户随时支取，为维持银行系统的稳定，必须把银行资产维持在短期可变现和可流通的状态下。

为了达到这个目的，在威利斯和他同事设计的框架下，联邦储备银行只有很少一部分托管业务。联邦储备银行的唯一功能是帮助商业银行保持其流动性。无论何时，只有商业银行向联邦储备银行的贴现贷款窗口递交流动性的商业贷款抵押物，联邦储备银行才可以向成员银行注入现金。

在1913年建立的中央银行系统并不是用来对经济实施其管理业务的，因此，它并不需要知道GDP是增长了还是下降了，也不需要知道房屋开工率是高了还是低了。而且它绝对不会对非流动性的有毒证券抵押物提供任何贴现，而2008年9月伯南克领导下的美联储却全盘接受并提供了贴现。例如，伯南克领导下的美联储向摩根大通注入了1 000亿美元，来掩盖其赤裸裸的无耻的谎言，粉饰其偿付能力。这在当年是不可想象的。



威利斯设计的美联储对华尔街的麻烦事漠不关心，其原因是它在国会的保荐人，特别是格拉斯，对基于信贷的投机行为有着深深的担忧。这也是为什么在美联储最初的条例中，没有规定可以购买或者出借政府债券，也没有规定可以通过公开市场购买或销售投资的债券。

尽管后来实施了上述这些规定，但他们把它设计为央行信贷注入金融系统，目的是刺激信贷、消费乃至GDP。因为威利斯相信，央行的信贷一定会被分流到投机性信贷和股票市场的赌博中去。

1927年夏，纽约联邦储备银行打开了信贷的龙头，目的是帮助英国维持其在金本位制下的责任。很快，威利斯证明他原先的担心是正确的。信贷放开的后果就是吹出一个巨大的保证金贷款泡沫，在随后两年里，掀起了华尔街史无前例的投机狂热。

当马丁执掌美联储时，威利斯的教义当然已经被逐渐稀释甚至妥协了，特别是经历了战争时期美联储沦为财政部的财务代理后。但在马丁的货币哲学思想里，他对不受管控的信贷膨胀、银行驱动的商品市场和股市投机行为的危害，保持着固有的警惕。

事实上，马丁年轻时就在华尔街受到了第一手的金融教育。当时他只有21岁，被选为纽约证券交易所总裁，他工作的内容就是清理受到丑闻影响的纽交所这一肮脏之地。他的保守派伙伴理查德·惠特尼长期担任纽交所总裁一职，因监守自盗的丑闻最终在1938年黯然下台。

马丁最终沉着地完成了他的使命。6年里，他对交易实践进行改革和调整，以适应新的证交会交易政策制度。在离开时，马丁获得了广泛的赞誉。更重要的是，他在那里对当年保证金贷款的猖獗程度有了深刻的理解。正是当时猖狂的保证金贷款使股市变成了名副其实的赌场，成为1929年大萧条的序曲。

## 大萧条的教训

这些所谓的经纪人贷款是一种不可控的热钱，随时可能被收回。在市场高峰期，这些热钱曾经占GDP的9%左右，以现在的经济等量计



算，相当于1.4万亿美元的规模，并非不足为虑的金额。

而且，当投机狂潮到达顶峰时，经纪人贷款余额疯狂膨胀。在股市狂躁的最后12个月里，发放给股票投机者的保证金贷款余额增长了50%。

股市大崩盘导致了“大屠杀”。透过“大屠杀”，马丁一眼就看清了这是保证金贷款火山爆发式的增长，把股价平均数拉到了疯狂的水平。因此，他坚信，应该使投机性信贷与华尔街脱离，这是恢复可靠股票市场和复兴健康国家经济的关键所在。

马丁也毫不怀疑地相信，美联储在20世纪20年代实施的宽松货币政策，特别是1927年的银根特别宽松，导致了投机信贷的爆发，并最终流入华尔街。对于这个基本事实，战后的历史学家和货币学家都未予关注，因为保证金信贷泡沫隐藏在商业银行的总贷款数据中。举例来说，1925~1929年，银行贷款余额温和地增加了75亿美元，年增长率为5%。

但淹没在这个平凡数据中的事实是，发放给商业和产业这些实体经济的银行贷款在这4年中急剧下降。结果是总贷款增加，而其中的一部分一定是由于给华尔街经纪人贷款的爆发所造成的。

实体经济贷款的下降，部分原因是随着1920年经济发展到达顶峰，公司内部现金流极大地增加。但商业对于获得银行贷款意愿下降的最主要原因是完全违背常理的。那个时代最有远见的实用经济学家本杰明·安德森曾经不断指出其中的奥秘。

安德森曾经担任大通国民银行首席经济学家，根据他的说法，华尔街的兴旺使得公司通过新股和债券发行获得了融资，其金额远远超过这些公司本身因实际投资而对资金的需求。因此，他们不仅可以使“剩余现金”偿还银行贷款，而且可以周转其中很大一部分，回流到华尔街短期拆借市场。也就是说，工业企业变身为兼职的银行。

在大崩盘前夕，总额达90亿美元的经纪人贷款余额中，将近60%并非是由银行系统提供的，而是富裕的投资者和公司从他们先前股市获利中周转出来的资金。在这种情况下，美联储在20世纪20年代中期尝试通过印发货币增加的流动性都涌入了华尔街，推动了金融投机的永动循环。

具有讽刺意味的是，60年后，同样一副棋局又出现了。日本人发明了“财术”的完整理论，来解释公司如何通过金融工程项目获得副业的发展。根据日本人的版本，日本央行在1985年后疯狂印发货币，导致股市和债市价格飞涨，因此，公司通过卖出股票和可转债获利。随后，日本公司让获利的现金回流到股票市场进行投机，而这又推高了公司报告利润和股票价格。

毫无疑问，当日本央行被迫在1989年刺破疯狂的金融泡沫时，与当年美联储在1928~1929年的做法一样，以财术为基础的“纸牌屋”立刻土崩瓦解。日本就这样重演了一幕60年前华尔街危机中出现的情形。

与当代日本和美国的同行相比，马丁接受过传统货币和银行学说教义的熏陶，并不需要重复1929年大崩盘，就懂得必须避免在股票市场使用杠杆投机。因此，他职业生涯的标志就是他著名的讽刺妙语：美联储的工作“是当晚会还在举办时，拿走那个大酒杯”。

## 马丁的宝贵遗产

1958年8月，马丁展示出的决心比任何时候都要清晰、果敢，要对投机泛滥进行压制。那时，国家经济从1957~1958年的衰退中复苏才仅仅4个月，美联储就开始收紧政策。毫无疑问，他能选择的手段是把股票交易中对账户保证金的最低要求从50%提高到70%，同时，美联储针对其成员银行提高了紧急借款的贴现率。

三个月后，美联储再一次提高了贴现率。为保证其向市场传递的信息不被歪曲，美联储将股票交易保证金比例再次提高，要求股票交易商每进行一次新交易，90%必须用现金结算。

根据当时的标准，美联储有充分理由采取这种进攻性的行动。1954~1957年，银行贷款余额每年增加12%；在截至1958年3月的财政年度里，CPI上涨了3.6%。马丁领导下的美联储发现，这两个数字发展的趋势令人非常担忧，因此相信，如果不加以控制，它们将会对美联储根本的使命造成可怕的威胁，而美联储的根本使命就是维护美元的购买力和金融市场的稳定。

此外，今天的央行会狡辩说，推高股市会带来财富效应，从而推动经济增长。同时，央行也会对报告的通货膨胀率进行折让处理，把诸如食品和能源价格排除在外。这些做法当年还没有被发明出来。因此，美联储得以继续在1959年全年实施货币紧缩政策。

这些行动具有决定性的作用。马丁的做法与后来的格林斯潘完全不同：格林斯潘喜欢使用提高25个基准点的调整方式，像孩童走路的样子，步幅小，又没有效果；马丁在调整提高贴现率时，每次采用的都是一个整百分点。

在一次会后的声明中，美联储直接瞄准泛滥的银行贷款。不像今天的央行债务缠身，马丁时代的美联储对信贷增长是非常担忧，而不是只有一点点担心，曾表示它将“限制膨胀的信贷增长，来促进经济的可持续发展”。

接近年底时，马丁已经很好地、准确地诠释了“拿走那个大酒杯”意味着什么。公开市场的利率已经从1958年6月实施紧缩前的1%，上升至1959年12月的5%。同期，财政债券收益率从不足3%上升到将近5%。

与此同时，货币紧缩政策的疗效很快就起作用了，市场价格很快就恢复平稳。在1959年，消费者价格增长回落到1%的水平，并且一直维持到1963年。

另一个通胀被平抑的信号是，在1958年，由于担心通货膨胀而发生的巨额黄金外流的现象，也被美联储的果敢立场所制止了。美国的黄金储备在随后几年里都保持了稳定。

同样，维持稳健的货币政策，其代价并不是疲软的经济。到1959年，实际的GDP年增长率反弹到6.4%，而在美联储“拿走大酒杯”的后5年里，GDP的平均增长率是4.3%。

的确，朝鲜战争对宏观经济的破坏力一结束，在马丁的领导下，美联储确实实现了美国经济的黄金时代。1954~1963年，实际GDP的年平均增长率达到了3.4%，而同期的CPI通货膨胀率被控制在1.4%。

在这以后的岁月里，我们再也没有看见过另一个9年的发展历史时期会取得比这些核心指标更好的成就，也没有任何一个年代能够留下这么一笔宝贵的遗产：整体经济和金融系统是如此健康和稳定。

## 第十一章

### 艾森豪威尔的最低限度： 国防和财政公正的最后时期

美联储主席马丁寻求恢复稳健货币的努力在20世纪50年代获得了财政政策的鼎力相助，而这种政策背景在这之后再也没有出现过。从杜鲁门使用税收融资方案为朝鲜战争筹款开始，连续两届总统都全力支持货币政策。他们坚定地维护预算准则，并且随时准备动用政治资本保障其最终获得成功。

刚巧是艾森豪威尔把老派的传统重新带回到和平时期财政政策的中心。艾森豪威尔是一位厌战的战争英雄，他曾经是史上最昂贵军事行动的最高统帅，也是实现平衡预算令人尊敬的国家领袖。因此，艾森豪威尔毫不犹豫地挥舞起预算的大刀。而当他举起大刀后，第一刀便硬生生地砍向了五角大楼。

## 愚蠢的战争赤字

艾森豪威尔在其8年执政期间实现了联邦预算实质性的收缩，这个巨大财政成就的核心就是他成功地驯服了战争国家。因此，他为山姆大叔在10年中的大部分时间内用当期税收收入支付国家支出打下了坚实的基础。

这个成就的伟大程度只能通过与其对立面的比较，才能获得充分的理解和欣赏。其对立面就是在之后50年间，在三位总统任期内出现的破坏性财政倒退，这三位总统分别是约翰逊、里根和小布什。每一次财政倒退都是巨额战争国家预算的复活，导致国家财政陷入深深的赤字。而对于巨额战争预算，艾森豪威尔总是坚定地予以拒绝。

在艾森豪威尔之后出现的三波国防军事支出高潮最终导致国家财政千疮百孔，其关键的同谋者是凯恩斯主义的经济繁荣管理理论。这个理论展现了其独特的两面性，即激进主义的新经济面貌和保守主义的供给学变体。这两派观点都主张华盛顿采取正确的政策措施，刺激经济实现永久的超高速增长，比如5%的年增长率甚至更高。其结果是，三任总统的执政团队相信了高速GDP增长的幻觉，错误地认为他们可以不通过增加税收便达到增加战争预算的目的。

当然，他们所收获的是赤字。但按照凯恩斯主义教授们的观点，这是好事情，因为赤字会给经济带来需求，从而提升产量至接近充分就业的水平。拉弗减税理论的供给学门徒们也赞同这个观点。节俭、投资甚至冒险等经济刺激措施推动GDP的增长，实现的经济增长将负担国家的战争支出。

事实上，战争赤字是难以想象的最糟糕的财政政策。它们增加了民用需求，却生产出没有市场的消费品或生产资料。由此，战争赤字过度鼓励经济发展，导致需求过剩、通胀到了瓶颈极限、利率上升以及金融不稳定。它们摧毁财富，降低了民众的生活质量。

因为时间不朽，所以政治家们已经尝试用印发货币来减轻战争债券的融资压力。约翰逊就是这样做的，这摧毁了美联储主席马丁执行反通胀货币政策的决心。

同样，在世界各国接受美国国库券本位之后，里根和小布什也东施效颦，把他们的战争债券出口到日本央行和中国央行，因此推迟而非消灭了最后清算日期的到来。

## 否决庞大战争预算

艾森豪威尔甫一上任，就对杜鲁门交接过来的庞大战争预算开刀，实施他的财政准则运动。其中著名的插曲就是他在朝鲜问题上旗开得胜的故事。艾森豪威尔在赢得1952年11月的总统大选之后，立即飞往朝鲜并启动停战谈判，最终促使朝鲜半岛形成预想中的停战状态。



由于原本预料战争费用将会下降，由赤字鹰派人物、财政部部长乔治·汉弗莱率领的白宫团队在对杜鲁门下一财年国防预算进行审核时，感到大吃一惊：这个预算依然比当年高出了6%。由于获得了艾森豪威尔的授权支持，最终他们对杜鲁门政府交接过来的预算削减了将近30%，并且对未来几年的预算也做出了削减调整。

尽管国防支出从来没有削减到艾森豪威尔满意的地步，但新政府迅速对杜鲁门战争预算进行了大幅度的调整。如果按照2005年不变美元购买力计算，国防预算从1953财年最高峰时的5 150亿美元，下降到1956财年的3 700亿美元。在艾森豪威尔第二任期内的剩余财年中，国防预算都维持在这个水平。

而且，尽管民主党人指责艾森豪威尔和汉弗莱“听任他们尼安德特人的远古财政观点来危害国家安全”，但实际证据表明，艾森豪威尔政府削减五角大楼支出并不仅仅因为吝啬。相反，新政府对国家安全战略进行详尽理性的调整后，才做出合乎逻辑的削减，这个战略就称为“新面貌战略”<sup>[54]</sup>。

艾森豪威尔政府的新政策要求对陆军和海军的力量进行裁减，而同时显著增加空军轰炸机编队的核威慑力，以及迅速发展洲际弹道导弹。除此之外，还号令欧洲盟友扮演拓展扩张的角色，在其边境地区遏制苏联的传统武装力量。

新面貌战略与上届政府所谓的NSC-68号文件的战略反差很大。NSC-68号文件由杜鲁门核心圈内坚定的冷战分子起草，如迪安·艾奇逊和保罗·尼采。这个战略强调维持强大的传统武装力量，以保持美国有能力同时打赢多场地面战争。

最后，曾经指挥过美国最大地面军事进攻的将军，最终却认为书生气的有限战争理论在核时代根本不可信。同时，他极其担忧维持NSC-68号文件有限战争理论所需的巨大军事预算将侵蚀国家的经济基础，而终极的国家安全则来自雄厚的经济基础。

在艾森豪威尔时期，对实际国防支出削减了近1/3，主要是通过大幅修改战略优先目标和调整军事力量的结构实现。这包括陆军裁军近40%，对海军也大幅度裁减，整个军队人数从1953年年初的350万削减到1960年12月的250万。



同样重要的是，军队原先相互制衡的预算分配制度，即海陆空各分得1/3预算的做法，被彻底废除。取而代之的是，在“新面貌”战略的“大规模报复”观念指导下，空军获得了国防部47%的预算，而陆军因大量减少军事任务而只获得22%的预算。

## 为什么选择放弃

毫无疑问，艾森豪威尔对国家安全战略观念进行的重大改变，以及对传统武装力量结构实施的重大调整，极大地限制了国家开展地面战争干预和占领的能力。这在军队中也掀起了波澜。

事实上，参谋长联席会议的两位代表马修·里奇韦将军和马克斯韦尔·泰勒将军甚至辞职以抗议艾森豪威尔将军的新战略，这暗示着军队不会很快再有另一项类似朝鲜战争的军事任务。

讽刺的是，罗伯特·麦克纳马拉任国防部部长时，又重新启用了里奇韦和泰勒。在担任国防部部长之前，麦克纳马拉原来是福特汽车公司的“神童”和高管，他对国防和军事事务知之甚少，就如同艾森豪威尔对销售带后掠翼的汽车那样一无所知。然而，在接受肯尼迪任命之后不久，麦克纳马拉重启了NSC-68号文件战略，重新扩编了强大的传统武装力量，来保证“使用有限战争，以防止自由世界被逐步侵蚀”。

毫无疑问，随着里奇韦和泰勒重掌军权，国家再次陷入“有限战争”，即另一场在亚洲进行的错误地面战争，其结果比朝鲜战争在战略上显得更加毫无意义，但在财政上更具有腐蚀性。

事实也早就证明帝国战争民心向背，所以不能通过增加税收筹集战争资金，最终注定是一个彻底的失败。在战争融资方面，以不变美元价值计算，1968财年的国防预算从艾森豪威尔和平时期最低的3700亿美元重新反弹至5150亿美元，这个数字也正好与1953年杜鲁门离任时交接给艾森豪威尔的预算计划持平。

同样，武装力量比1960年艾森豪威尔执政时的规模扩大了40%。越南战争交战正酣时，武装部队的人数回升到350万，与朝鲜战争时的规

模相当。

在短短数年里，一批来自常春藤联校的政策研究人员加入肯尼迪—约翰逊政府，他们所制定的国家安全政策与前任的完全相反。事实上，为了帝国主义的冒险战争，他们重建了危险和代价高昂的军事打击能力，而这正是毕业于西点军校、久经考验的国家勇士艾森豪威尔将军曾经坚持放弃的国家安全战略。

## 战争国家战略再次登台

约翰逊偏爱战争国家战略，而且同盟者众多。艾森豪威尔的继任者们从来没有在五角大楼的预算问题上，复制他对财政准则的强烈热情。他们从不惧怕军事工业复合体在国会中扶持的庞大利益交换同盟，也不担心国会领袖们倾心于不断责难财政准则，用大炮来交换黄油。

事实上，在艾森豪威尔离开白宫的短短几年内，战争国家战略与福利国家战略之间存在极其危险又很明显的共生关系。休伯特·汉弗莱“大炮和黄油”政策的印记再次泛起，预算的收入和支出在1968财年双双达到创纪录的高峰。按2005年不变美元价值计算的国防支出重新回到朝鲜战争最高峰时的5 150亿美元，国内支出也随之高涨，达到空前的4 550亿美元。国内支出要比艾森豪威尔1961年卸任时的预算高出了75%，这意味着在现有的税收体系下已经没有任何融资的空间。因此，联邦赤字激增到约占GDP的3%，又创下现代和平时期的一项纪录。

之后一个时期的情况更糟，尽管这8年依然在共和党的执政领导下，但越南战争结束后，武装力量的复员和庞大后勤支援体系的解散，导致根本无法恢复艾森豪威尔时代财政准则的状况。事实上，华盛顿利益交换同盟立即把全部2 000亿美元的“和平红利”（按2005年不变美元价值计算），拨回国内支出方面。

由于联邦预算实际上增加了20%，即按2005年不变美元价值计算，1968~1977财年大约是2 000亿美元，因此国内支出就增加了令人震惊的4 000亿美元。在这一时期执政的共和党政府（尼克松——福特）按理应该拥有否决的权力，但从来没有使用过。实际上，在这8年的共和党

执政时期，扣除通胀因素后，国内支出居然增加了80%，甚至超过了肯尼迪——约翰逊时期的纪录。

由于在卡特政府过渡期国内支出继续温和扩张，到里根就任总统时，国内福利支出已达到1万亿美元（按2005年不变美元价值计算），在1968年的水平上翻了一番。这就无法给财政带来任何腾挪的空间，来支持第二波后艾森豪威尔时期战争支出的增长，结果导致里根政府只能依靠财政债券融资支撑庞大的国防发展计划。正如第五章所述，里根国防支出热潮极大地鼓舞了军事工业复合体，滋生培育了恶性权贵资本主义，并最终推动国防支出上升至连艾森豪威尔都想象不到的水平。

如上所述，在里根1989财年的预算中，不变美元价值计算的支出比艾森豪威尔最后一年的预算总额还要多30%。而且，即使在随后一年里冷战正式结束，预算也只是温和地收缩一点儿。克林顿执政时期最后一年的预算，在扣除通胀因素之后，只比艾森豪威尔执政时期略微降低了一点儿，尽管2000年在世界工业国家中，美国已经没有敌对国家了。

随后，小布什发动了毫无意义的地区战争，造成兴都库什山贫瘠地区以及底格里斯河和幼发拉底河平原地区的灾难，而这些战争导致了后艾森豪威尔时期的第三波国防支出增长。

小布什执政最后一年的预算中，不变美元价值计算的战争支出达到空前的6 000亿美元。与艾森豪威尔最低国防预算时的3 700亿美元相比增长了60%，尽管在2008年艾森豪威尔时期所面临的军事威胁早就消失殆尽了。

最后，在艾森豪威尔发表告别警世演说50周年之后，可以十分明显地看到军事工业复合体在奥巴马2011财年预算中显示出无敌的力量。2008年总统大选当然十分明显地比1968年的选举更“和平”<sup>[55]</sup>，因为这一次是诺贝尔和平奖的候选人最终获胜。但无论是否获得选举授权，后艾森豪威尔时期的第三波战争国家战略，无论如何都不会退缩。

事实上，在扣除通胀因素影响之后，2011财年的国防支出是创新纪录的6 700亿美元，与此相比，甚至连小布什最后一年的战争预算都黯然失色。因此，十分明显，即便一个彻头彻尾的“和平”总统与现代战争国家形象和权贵资本主义的利益集团毫不般配，这些利益团体也紧紧盯着预算中他们该分得的蛋糕。

实际上，奥巴马在推动战争国家的边界方面比以往走得更远。这位和平总统把他的授权之犁打造成更加锋利的剑，穷兵黩武，推高国防支出，与艾森豪威尔认可的必要支出水平相比，在扣除通胀因素之后，增加了80%。

最后，历史非常明确地证明了，在所有战后总统中，艾森豪威尔在削减扣除通胀因素的联邦预算方面取得了非凡的成就。而其成功的源泉首先在于他成功地驯服了这个战争国家，尤其是考虑到当时的世界形势：美国在世界工业国家中依旧还有敌人，而且在世界地图上可以观察到一长串雷达站和防空避难所，人们时时感受并担忧可能随时遭受苏联的核攻击。根据随后的历史进程，艾森豪威尔最低国防战略是财政政策上一个标志性的成功，尽管历史证明他的成功没有延续，也没有被复制。

此外，在实现其最低国防战略的同时，艾森豪威尔也能够非常关键地避免在财政上出现利益团体相互交易谋利的情况，而那时一个暂时的“和平红利”或许就可以成为国内支出爆发的借口。事实上，正是由于艾森豪威尔在税收和平衡预算方面都坚守财政正统观念，并且把他的“和平红利”隔离起来，才避免了被国内支出热潮所侵吞。事实上，在之后几轮国防预算削减过程中，两党的政治家们都想方设法用国内支出项目填补国防预算削减造成的真空。

## 国家的萎缩：艾森豪威尔无与伦比的财政胜利

归根结底，艾森豪威尔的财政记录是独一无二的。在1953~1961财年，联邦总支出占GDP的比例从20.4%下降到18.4%。按不变美元价值计算，联邦预算从6 800亿美元下降至6 500亿美元。

在历史上，从来没有一届总统在其任期内对预算成功地实施过削减（扣除通胀因素），不要说4%的降幅，甚至连一点点降幅都没有出现过。

艾森豪威尔在其任期内实现了联邦支出减少（按不变美元价值计算），与此相反，在其后三波战争国家大支出时期，财政支出大幅增



加。肯尼迪——约翰逊期间增长了50%，而在里根8年任期内，扣除通胀因素后的联邦支出增长了22%。

当然，小布什在任期内创下了空前的纪录，按不变美元计算的联邦支出增长了53%以上。实际上，在那个预算狂飙突进的时期，战争国家的财政支出在快速扩张，而同时由于存在财政利益交易的现象，实际上国内支出的发展趋势也很明显在加速上行。

因此，在小布什8年任期内，按不变美元计算的福利支出每年增长7%。相比之下有一丝安慰的是，尼克松——福特时期的实际国内支出增长更快，达到每年8.5%的水平。在那时，掌管着国家经济的所谓保守派们，如乔治·舒尔茨、卡斯帕·温伯格和赫伯·斯坦恩，看起来总能为重大福利支出增长找到合理的借口。

然而，在小布什执政时期，按2005年不变美元计算的财政支出增加了1万亿美元。与此相比，连“大炮和黄油”时期的大支出热潮都相形见绌。因此也可以说，小布什政府实实在在地向人们清晰地解释了“大政府”的含义。

所以50年前，在艾森豪威尔的领导下，共和党回归到了老派财政传统的希望之乡，但他在政治上的继任者们却对他们的宝贵遗产嗤之以鼻。这个不幸的结局证明了，正是这位年长政治家的坚强意志，才使20世纪50年代出现了一缕规范财政的曙光。他没有接受任何凯恩斯主义的异端邪说，但不幸的是，在这之后，凯恩斯主义重新回到政策的舞台上。

## 艾森豪威尔财政成就的支柱：削减财政支出

不言而喻，当艾森豪威尔在1961年1月卸任总统时，肯定预想不到，今天的国家财政会不可避免地陷入破产境地。造成这种事态局面的，除了这位美国第34任总统驯服了战争国家之外，还有四个方面的原因。

首先，美联储依然致力于实施稳健货币，并不愿意对联邦债务实施

证券化。其次，共和、民主两党维持共识，赞同美国在布雷顿森林体系中承担黄金赎回的责任。再次，共和党还没有接受似是而非的凯恩斯主义充分就业预算的学说。最后，更重要的一点是，保守党依然把税收看作预算管理中不可分割的重要组成部分，而不是实施永久宏观经济刺激计划的全能手段。

在这四个方面，艾森豪威尔无疑是遵守正统财政教义的典范。但他留下的更持久的历史印记是，在采取通常的减税手段之前，首先对财政支出实现实质性的削减。

## 艾森豪威尔-汉弗莱：必须控制支出才有权力实施减税

艾森豪威尔从杜鲁门那里还继承了高战争税收，他任命乔治·汉弗莱担任首席经济事务发言人和财政部部长。汉弗莱本是一名坚定的反税收的实业家，一位研究艾森豪威尔经济政策的传记作者曾经说：汉弗莱“认为相比共产主义，高税收对美国的危害更大”。

尽管他持有反税收理念，但汉弗莱并非早期供给学主义者。事实上，他赞同艾森豪威尔的观点，即只有首先削减财政支出，才有权力实施减税政策。因此，当他向国会委员会做证而被问及立场时，他直言不讳地表示：“我会尽我所能.....在与财政赤字的斗争中赢得减税的权力。”

今天，共和党的财政部部长们为了执行减税的部门荣耀，会避免卷入内阁部门之间的财政支出争斗。而汉弗莱则完全不同，他作为艾森豪威尔的主要助手，挥舞起预算的大刀。例如，在早期内阁会议上，汉弗莱曾经以提交的预算削减计划不够充分为由，当面威吓国防部部长查尔斯·威尔逊。威尔逊曾是通用汽车的首席执行官，因此汉弗莱用汽车界的行话对着威尔逊咆哮，训诫国防部部长把原先的计划扔掉，重新修改：“拿出你一生中最好的新车型.....我们不能只是鼓捣你那辆破烂的汽车。”

但最终还是艾森豪威尔一锤定音，在减税与预算平衡发生冲突时，



他总是倾向于后者。而在1953年的形势下，朝野中也有很强烈的政策主张，要求废除已经采用了10多年的战时高税收体制。

的确如此，高税收体制正在扼杀资本形成和经济成长。除此之外，在共和党商业选区里，呼吁减税的政治压力势不可当。经过了20多年民主党的执政统治，无论是普通经商的共和党人还是来自大企业的共和党商界巨贾，都坚决要求解除“税收和支出”的束缚。

作为理论观点，艾森豪威尔无法拒绝。他着手准备退让，表示在传承的杜鲁门财政观点之下，国家正很快“逼近税收和支出的极限”。

然而，对艾森豪威尔来说，尽快恢复平衡预算无疑是首要任务，当务之急是如何大幅削减在杜鲁门转交下来的1954财年预算中出现的120亿美元财政赤字。

这个赤字数字相当于GDP的3%，如果按照当今标准来衡量的话，真是小事一桩。但艾森豪威尔做出抉择，要求必须马上提交平衡预算计划，而不是做长久打算，否则就会推迟把共和党减税计划摆上议事日程。

实际上，1953年7月，在写给朋友的信中，艾森豪威尔对于财政工作的重点十分清醒：“自1952年6月以来……我一直守住一件事，即在减税开始以前，必须消除年度联邦预算赤字……因此，我投入全部精力试图削减支出、平衡预算，然后才开始着手降低税收这项大受欢迎的行动。”

事实上，虽然已经对1954财年的预算进行了彻底的、痛苦的调整，但新总统还是非常沮丧地发现，扣除所有的削减和调整之后，在他向国会提交的修改后的预算计划中，依然存在66亿美元的赤字。而且应该指出的是，艾森豪威尔认为，按照传统的“行政预算”标准来衡量，该赤字水平是不可忍受的。

把大约30亿美元的社保信托基金盈余做入账目之后，“现金赤字”（后来被称为“统一预算赤字”）只剩下36亿美元，约占GDP的1%。但对艾森豪威尔来说，社保信托基金并不会与支付给棉农的补贴或国防采购项目一样，容易在政治上遭受攻击。同样，在掷马蹄铁游戏中，“最靠近木桩”的马蹄铁或许可以计算得分，但在重建国家财政准则上却得锱铢必较，马虎不得。

## 艾森豪威尔的核心财政战略：反金里奇的典范

由于艾森豪威尔把平衡预算置于绝对优先的地位，所以他拒绝提前结束杜鲁门的战时高税收体制。相反，他寻求延长几项即将在财年结束时失效的措施，以增加收入。

通过这些措施，艾森豪威尔在现代财政历史上作为反金里奇式人物的地位不容否认。不同于当今共和党人，一旦他穷尽所有努力对即将到来的财年预算实施削减，艾森豪威尔还是愿意为实现福利国家（包括战争国家）而成为税收征收员。

同时也不应忽视“即将到来的财年”的因素。在当年，没有所谓的10年预算一说，艾森豪威尔无论如何都不可能孤注一掷，把困难的选择留给不明确的未来。毕竟，10年之前，他还站在诺曼底登陆的前线，压根儿不知道人类文明还能否继续幸存10年。

事实上，按照艾森豪威尔的理解，重要的预算选择应该反映在当年的财政支出方面，而在财政收入方面，与当今财政保守派征收的部分相比，不会有太不合理的区别。比如，在2012财年，被大肆宣扬的“瑞安预算”增加了7万亿美元国家债务，直至25年以后（2037年），才可能实现平衡预算。如果艾森豪威尔看到这种方案，一定在猜想这是哪个疯子想出来的主意。

毫无疑问，艾森豪威尔寻求延长杜鲁门高税收体制，来实现减少1954财年10亿美元的财政赤字。而当他这么做的时候，他在共和党商业团体中制造了不小的忧虑和痛苦。他同时坚持取消原定在1954年4月生效的公司税降低5%的计划，以保证下一年财政预算获得足够的收入支持。

除此之外，艾森豪威尔领导他的政府，对不大愿意配合、由共和党控制的众议院筹款委员会实施全方位的节俭运动以进行探查，不放过任何税收增长的可能性。在向国会就此事做证时，即使是持反税收观念的财政部部长，也毫不犹豫地政府对政府财政工作重点表达得十分清晰：“如果政府有勇气来到这里，向各位先生请求延长这项税收计划，那么这是最坚定的善意信念，表明我们平衡财政预算并实现稳健（的经济复苏）的决心。”

对于普通的共和党议员，艾森豪威尔同样也没有显示出任何宽容。在1953年年中，当国会通过废除对电影票征收20%消费税的法案时，艾森豪威尔动用了否决权，以保障他第一年的预算收入维持在原先预测的水平。

其结果是，国防支出下降的速度比政府预测的更快。因此，当年年初发生的短暂且温和的经济衰退并没有造成预算偏离轨道，所以1954年的预算赤字最终刚好落在10亿美元的水平上。事实上，在考虑到4 000亿美元经济规模的情况下，即使是按照他本人的标准，艾森豪威尔首个全财年的赤字也几乎可以忽略不计（占GDP的0.3%）。

## 1953~1954年的衰退：艾森豪威尔是如何避免反周期激进主义的

在1954年发生温和衰退的时期，艾森豪威尔拒绝恐慌，拒绝偏离原定路线，继续实现可持续平衡预算的目标。他认识到，由于失业保险支出上升和所得税收入下降，自动稳定机制失衡会临时性放大财政赤字。尽管如此，他仍拒绝出台新的无目的计划，例如减税或刺激支出方案。

其结果证明，艾森豪威尔的想法是完全合乎情理的，因为经济下行趋势几乎像是一个假衰退。实际上，根据美国国家经济研究局使用高度机械的公式记录下来的1953年第三季度历史经济数据显示，长达270天的衰退期仅仅是阶段性的经济疲软，是在经历朝鲜战争引发的经济过热后的自然冷却现象。

比如，在1951~1952年朝鲜战争期间，实际GDP增长平均达到每年5.5%的水平。而且，在这段强劲增长期内，增速在1952年第四季度到1953年年初突然飙升至平均10%的高水平。

事实上，美国经济发展动力强劲，衰退期结束仅仅几个月后，在1953年10月，根据当年美国劳工统计局的定义，失业率只有1.8%；到年底，失业率仅为3%。在经历了战时经济发展动力的最终爆发，以及在1953年年末和1954年年初短暂的回落之后，到1954年6月，美国经济再次实现相当快速的发展。实际上，到1954年第二季度，实际GDP比朝鲜

战争经济高速发展期之前的水平高出近7%。简而言之，在1953年年末和1954年年初，美国经济一点儿都没有走向深度衰退的迹象，它不过是在经历了朝鲜战争疲惫之后重新启动而已。

虽然艾森豪威尔被指责为对经济事务缺乏“经验”，但他认识到民用经济在经历战争之后总会遭遇“冷却”期，于是他决心不被它迷惑而偏离原先设定的财政道路。

不过，艾森豪威尔的首席经济顾问伯恩斯在1954年春却一直警惕地观察着经济发展，也有些妒意地眯眼观察老派风格的财政部部长。而财政部部长始终向艾森豪威尔建议，做好出台经济刺激措施的准备，同时在财政准则方面坚持既定路线。

但在尼克松执政时期（1969~1973年），在预测更糟糕的未来前景时，伯恩斯不断提醒他的同事，他在经济周期领域有着名扬四海的学术专长，在设计出台对症下药的经济计划方面有着独特的能力。在伯恩斯的一再要求下，共和党在国会通过了削减消费税的法案，对此艾森豪威尔没有进行据理力争的斗争。

尽管受到此法案影响，预算税收收入减少了几十亿美元，但人们因此欢欣鼓舞，更愿意花钱买珠宝、看电影和打电话。后来，伯恩斯大肆吹嘘经济由此受到极大的刺激：“由于反周期的原因，我们感觉到减税或许不是一件坏事情。”

同样，艾森豪威尔也允许伯恩斯设计开发一份“备用”政府建筑项目清单，上面都是些或许能加速经济发展的项目，如防洪水利、高速公路和商船游轮。与此同时，他也确保汉弗莱把这份清单束之高阁。

1954年4月初，经济即将好转的前几周，在一次新闻发布会上，艾森豪威尔向大家证明，他能够区分经济阶段性疲软和另一次经济大萧条，而他的经济周期专家却将两者混为一谈。在反复确认经济发展稳健之后，艾森豪威尔果断地终止了经济刺激政策的辩论，表示：“除非有必要，你们的政府不会实施任何鲁莽的紧急计划。”

尽管艾森豪威尔认为没有必要，但伯恩斯一再纠缠。因此，在5月14日，艾森豪威尔同意实施伯恩斯的方案，让每一位内阁成员尽早开始执行“备用”建筑项目。后来的经济数据表明，这些弱小的经济加速措施，只不过是一个无效的姿态，因为经济复苏早就开始了。

另外，在这个插曲里，老派的财政传统依然取得了胜利。在听取了汉弗莱的建议后，艾森豪威尔拒绝公开宣布整个经济加速的建筑项目计划，因为公开宣布或许会破坏商业信心！最后，聪明的退役将军在明知经济衰退不可能出现的情况下，叫停了这项非经济刺激的秘密计划。

## 反周期财政政策和大萧条的幽灵

然而很明显，在战后初期，凯恩斯主义的优势不断扩展，平衡预算和稳健货币的好日子已经屈指可数。事实上，在1952~1954年，当繁荣、下降而后反弹的经济表现最终实现平衡之后，没有其他经济评估比这个结果更能体现逻辑上的完美可能。

它们展现了一个3年期的宏观经济表现趋势，其中实际GDP的年化增速达到了3.2%，而平均失业率是4.6%，这些数字都远远超过之后60年的实际平均指标。最后，在艾森豪威尔第一任期内，经济略微回落，但没有丝毫寻找合理化借口的痕迹，来实施紧急赤字支出计划和产生永久公共债务的情况。

因此，伪装在“开明的”反周期财政政策外衣之下，实际上实施的却是赤字金融政策，这即将永久地成为我们生活的一部分。在1953~1954年，华盛顿还没有屈从于实施凯恩斯主义的刺激政策，但这主要是因为艾森豪威尔仍然坚持老派的财政传统观点，当然也因为有一位勇敢的财政部部长。

事实上，在经济周期稳定的问题上，艾森豪威尔的个人想法也自相矛盾。艾森豪威尔在历史观念上接受过良好的教育，他敏锐地觉察到，作为自胡佛以来的第一位共和党总统，他必须避免在他的任期内发生严重的经济下行状况。因此，他非常专注地审核经济数据，以搜寻任何发生经济自由落体的信号。他也时常被伯恩斯坦杞人忧天式的特性弄得心烦意乱。

另外，还有一些经济事务方面的建议来自于白宫外部，它们与伯恩斯坦的建议一样，只会搅乱心智，让人误入歧途。一些大企业的商界领袖和他们的代表机构——经济发展委员会，以及许多有商业背景的共和党



经济学家，都已经接受了“简化版凯恩斯主义”的反周期政策观念。

虽然他们避免使用市政工程等比较原始的经济刺激方案，但他们的理论似乎认为通过对税收措施进行灵巧的调整，以及对已批准的支出进行时间上的调整，就可以消除经济周期曲线。及时的防范性措施似乎就能够阻止另一个螺旋形下跌演变成经济萧条。

确实，这些与商业保持良好关系的早期集权计划者通常并不接受关于资本主义结构性缺陷的核心凯恩斯主义主张。而正是这个资本主义结构性的缺陷才使得反周期政策从一开始就成为必需的东西。因此实际上这个简化版的凯恩斯主义主张，似乎对经济周期根本没有一个特定的理论观点。

他们似乎仅仅假设，称大萧条本身就足以证明美国经济有猛烈自动收缩的倾向。因此，联邦政府必须做好准备，即使出现一丝苗头，也要随时动用财政救助措施抢先把它们扼杀在摇篮里。

但大萧条不是脆弱的、有容易复发倾向的经济周期产物，众所周知，它是一系列独特历史发展演变的结果，在20世纪50年代战后世界格局下，几乎没有复发的可能性。

发生大萧条的独特历史先例包括20世纪20年代沉重的战争债务和战争赔偿、由“一战”造成的大幅度货币通胀，以及贸易和生产的转移。20世纪20年代，主要国家没能在有瑕疵的金本位制下重新创造切实可行的贸易和货币体系，由华尔街融资支撑的出口产业繁荣造成了1925~1929年虚假的全球出口产业扩张，随后跟随着华尔街的股灾，发生了大宗商品价格和交易数量的猛烈下跌。

以上条件没有一个符合战后世界的格局，相反，美国经济则从国际贸易和资本流动的重建和复苏中受益匪浅，而且在“二战”的命令经济管理之下，美国经济极大地改善了国内资产负债表的情况。在国家宏观经济之下，没有潜伏着危险的巨兽。美国经济在20世纪50年代“重新启动”后，不会再次滑入另一场经济大萧条。

## 海勒的糟糕建议：新经济学的幽灵



当美国民众对于大萧条的苦难还记忆犹新时，两党的政治家们却很快接受了“反周期”的财政政策，把它当作走出老派的平衡预算传统的简易通行证。而一个更加致命的凯恩斯主义谬误却虎视眈眈，准备随时为这种反周期倾向辩护。这个谬误也被称作“新经济学”。

这个谬误声称，我们不仅需要反周期财政政策来消除另一场经济萧条的苗头，它实际上还能对经济周期的复苏阶段进行“微调”。开明的经济管理也因此能够从美国经济中挖掘出每一美元GDP的“潜能”。

沃尔特·海勒是这个新经济学理论的最主要信徒，他后来在肯尼迪政府中担任经济顾问委员会的主席。自1954年年中起，经济已经开始复苏，到了1955年1月，在他出席众议院联合经济委员会听证会并被问及如何加快经济复苏时，他十分乐意地给出了他的建议。

他认为：“我感觉到在现在这个时代，财政赤字是积极有益的。”他继续提出建议，“联邦赤字很有可能形成更高的产量，而不是更高的价格。”

但数据却突显潜伏在新经济学中的完美主义是多么滑稽可笑。在没有出台任何财政刺激措施之前，实际GDP在1954年第三季度增长了4.6%，在当年第四季度，实际GDP的增长率高达8.3%。这些成果都是在海勒出席听证会之前取得的。

除此之外，正当海勒在1955年年初向国会建议如何进一步完善经济管理时，美国经济已经开始全速奔跑。1955年第一季度，实际GDP的增速达到了惊人的12%，在随后第二和第三季度，增速分别为7%和5%。

事实上，当海勒建议如何提升国家经济水平时，美国经济正处在连续5个季度高速增长期的中点上，在这期间，平均年化增长率达到了7.5%。在现代美国历史上，这是空前的水平。

简言之，在1955年年初，美国并没有出台过任何赤字融资的财政刺激计划，但这位来自明尼苏达大学的自命不凡的教授不仅画蛇添足，而且不给自由市场经济一个美国人民自由选择和发展的机会。

而在通胀的问题上，海勒也彻底搞错了。当他出席听证会时，美联储在1953~1954年实施的紧缩周期已经成功浇灭了朝鲜战争引发的通胀烈火，全年同比的CPI已经接近零。

但到了1956年6月，消费者价格比上一年度上升了2%；到了1957年3月，12个月的CPI攀升至近4%。因此，实际上经济发生了“更高价格反应”，而这是海勒当初说不会出现的情况——这还是在他当初建议出台的刺激计划还没有被实施的情况下发生的。

其实，这令人不安的通胀趋势是美联储的错误招致的，因为美联储在经济复苏阶段允许银行信贷快速增长，引发了商业过热扩张，随之造成价格和工资的攀升。在这种情况下，很明显美联储最不应该做的事情就是海勒所建议的扩大政府借贷的经济疗法。对于过热的银行信贷扩张，美联储早已束手无策，如果再扩大政府债务，将与过热的银行信贷周期发生叠加的复合效应。

## 充分就业预算的崛起：老派财政传统的终结者

海勒并非首位发布错误经济预测的经济学家，但其险恶之处在于，这种经济理论的要点造成财政政策在20世纪60年代发生了大规模的系统错误。因为凭借海勒的观察，“我们的生产运行还可以挖掘出200亿美元左右的潜力，或许更多”，那么就还有空间刺激经济实现无通胀增长。

换言之，海勒和其他新经济学家掌握了一套经济数学模型，能够告诉他们GDP的浴缸是否已经满了。如果没有，这套模型便会计算出准确的生长数量，以及通过采取何种“需求刺激”手段能够安全地实现这种增长。

当海勒在国会听证时，名义GDP的规模大致在4 000亿美元，因此如果按照他的公开声明来计算，那么潜在的名义GDP规模应在4 200亿美元。但海勒是如何推算出，在美国正在营业的1 500万农场、矿业公司、工厂和服务机构，在没有追加投资、通胀压力或向其他区域转移的情况下，整齐划一地实现增加5%产值的目标的？

凭借对后来历史的观察，我们发现这个答案既粗糙简单又十分可笑。看上去，潜在产值必须靠“充分就业”来起作用，因此，当失业率被压低至4%时，海勒认为就可以实现“充分就业”了。

在上一年度，实际失业率是5.5%，这意味着当年美国6 400万就业大军号称能够创造出1.5%的额外就业机会。按此计算，相当于100万的额外就业岗位。如果以每人平均创造2万美元的产值，这额外就业就能够创造额外的200亿美元GDP。

在海勒的计算公式中，很难说哪部分被证明是错误的。自1950年以来，只有在朝鲜战争和越南战争期间，有350万适龄男性加入军队，才使失业率降低到4%。在这两场战争期间，过热的战争经济加剧了通货膨胀。

因此，在和平时期，不管是之前还是以后，从来没有证据证明美国经济可以在无通胀的基础上长期保持4%或更低的失业率。事实上，对战争时期超低的失业率进行分析，可以很明显地看到，当某些国民经济行业过热时，总是会出现严重的瓶颈和破坏现象。另外，通常来说，不愿受约束的就业个性和资本流动性造就了资本主义经济的活力，因此其内在的摩擦性失业就必须通过额外津贴来修补。

实践之后，方知好坏。1954年以来，除4年越南战争的经济高峰期外，在大约600个月中，美国的平均失业率不是4%，而是6%。因此，平均失业率要比新经济学家所假设的充分就业率高50%左右。事实上，在这期间，失业率每隔30个月就下降至海勒4%的目标。

这是非常关键的趋势，它反映出在现实世界里影响美国经济的整个动荡进程，其中包括外部大宗商品交易震荡、气候干旱与洪水、房地产业的起起落落、主要工业的兴衰、外汇交易混乱等。

而这只是其中一个错误而已。在1954年，工人的平均产值只有7 000美元。在海勒的数学模型中，这个数值被增加了两倍。这意味着即使把充分挖掘宏观经济的潜能作为合理的财政政策目标，如果有这种额外产值的话，海勒便是极其夸张地放大了额外创造的产值数量。

而更深层次的新经济学错误，并不只是对充分就业理论的实证性极限缺乏敏锐的观察能力。其更加深重的罪孽是甚至煽动国会政客们接纳一个观点，即华盛顿可以掌控美国经济，使其走上一条平坦的完美大道，而通过对联邦预算进行直截了当的操控就可以实现这个目标。

最终，这个观点很明显是颠倒黑白：真正结构性的“缺陷”存在于国家当中，而不是在资本主义的经济里。一旦平衡预算的原则被抛弃，华

盛顿便彻底没有办法来维持哪怕只是表面上的预算准则和诚实财政清算的原则。与此相比，资本主义无法严格遵循充分就业设定的路线来发展的这点儿瑕疵，就显得微不足道了。

1962年，新经济学被奉若神明，成为“总统经济报告”中的官方学说。之后不久，这个官方学术新贵开始造成财政论述语言的腐败。政治家们原先一度害怕预算赤字，但现在，真实的预算赤字被重新包装为“充分就业预算盈余”。

这种改头换面式的表述很明显是为了打消那些所谓闭塞政治家们的顾虑，他们依然固守着对财政赤字支出的恐惧。但引入这个观念是极其有害的，凭借新经济学的光芒，这种花里胡哨的“充分就业预算盈余”观念实际上会对宏观经济造成伤害，因为据称它们会限制总需求。因此，治愈的方法是通过减税或增加支出，来消灭充分就业的预算盈余。换言之，新经济学的教授们实际上是邀请政治家们把现金赤字部分编制得更大一些。

## 艾森豪威尔坚持到底：实现平衡财政

非常幸运的是，艾森豪威尔一点儿也没有与简化版的凯恩斯主义理论扯上关系，也没有接受海勒的全能版新经济学观念。但一些政界要人却不尽然，如民主党参议员保罗·道格拉斯和休伯特·汉弗莱。由于艾森豪威尔严格控制财政支出，所以在1956~1957年政府能够实现预算盈余，并且提交任期余下4年的平衡预算计划。

1957~1958年，经济遭遇短暂而大幅度的衰退。由于税收和就业等财政自动稳定机制失灵，导致联邦预算也滑向赤字状态。但这个短暂的经济衰退所造成的明显后果是，艾森豪威尔再一次拒绝接受反周期减税政策或增加支出来应对衰退，因此依然保持着 he 长期的财政目标。

而且到了1958年年中，当经济反弹开始后，艾森豪威尔亲自领导全方位的节俭运动，实现了在第二年将130亿美元的衰退赤字全部扭转为财政盈余。在执行平衡预算的运动中，艾森豪威尔意志坚定，当他对某些财政支出运用总统否决权但不被国会所支持时，他甚至威胁要召开国

会特别会议，讨论增税方案。

事实上，在1960财年，艾森豪威尔的确实实现了小幅财政盈余。这不仅证明了他果敢的财政领导才能，更重要的是，这是对凯恩斯主义理论的坚决否定。艾森豪威尔实施的削减赤字运动完全违背了他们大肆宣扬的数学模型，却在1959~1960财年实现了所谓“充分就业预算盈余”增长2.5%。按今天的经济规模计算，这个增长相当于4 000亿美元，应该能够解决发生可怕的“财政拖累”的情况。若非这样，“财政拖累”将把经济再次拖入严重萧条状态。

然而，最后证明可怕的“财政拖累”只是一个学术假设，并未在现实世界中被证实。从1958年第二季度的衰退谷底到1961年第二季度，在这长达3年的衰退期中，实际GDP的年化增长率为4.2%。

诚然，在这12个季度的稳固复苏期，GDP的基本年化增长率在每个季度差别都很大，从增长11%到下降5%，但这些上下震荡完全是库存变动造成的。期间只有很少一些例外，商业投资、消费支出和个人收入在整个时期都实现了强劲的环比增长。

然而，到1960年总统大选期间，由于GDP增速暂时放缓，新经济学的拥趸开始大声指责艾森豪威尔“尼安德特人”的财政政策。但几个月后，当美国经济重新加速之后，这些指责当然很明显就成为无稽之谈了。到1961年第二季度，经济实现了8%的年化增长。

这次经济反弹非常确定地反映了内生性自然经济力量。直到肯尼迪上任100天发生“猪湾事件”，一直都没有推出任何明显的新经济学政策措施。

事实上，在1960年总统大选期间，凯恩斯主义的教授们一直在抨击经济上的假想敌人。他们所谓的经济放缓证据，原来是GDP的库存项目下主要存在短期波动的现象。

1960年，每个季度对外公告的实际GDP增速平均只有0.8%，但在把库存变动从基准数字中去除之后，录得的GDP季度增速平均达到了2.6%——一个相当体面的增长数字。因此，凯恩斯主义的教授们高声指责艾森豪威尔审慎的财政政策，只能表明华盛顿对宏观经济管理的职责已经延伸到全部消灭经济中存在的短期库存波动的程度。20世纪六七十年代，所谓的“财政微调”政策试验最终以灾难结束，充分表明了这个凯恩

斯主义观点是多么荒谬。

无论如何，历史的进程明显到达了一个转折点，这将引发一些灾难。肯尼迪赢得了1960年的总统大选，他把海勒和他自命不凡的凯恩斯主义教授们拉进了权力的舞台。更糟的是，尼克松在竞选中失败了，他怀着一种永久的怨恨，把他的失败归咎于艾森豪威尔的正统财政政策和马丁的稳健货币。

## 艾森豪威尔的财政公正如何加强了稳健货币

不可否认，艾森豪威尔主宰着老派的财政准则，对于保存稳健货币至关重要。这在下一个10年中显得尤为突出，无论是白宫还是国会，操控赤字的政客们都开始要求美联储“奉命执行”他们的财政刺激计划。

事实上，当凯恩斯财政激进主义者开始在华盛顿安营扎寨时，坚定的马丁风格货币准则注定要消失。反过来，这种变化又注定了摇摇欲坠的布雷顿森林体系难逃终结的命运。

艾森豪威尔在财政预算上的成功所依赖的理论被现代共和党人视为异端邪说。由于在实现平衡预算之前，他不愿意彻底废除杜鲁门的战时高税收制度，所以在降低税收负担方面成效甚微。在杜鲁门战时高税收制度下，税收收入占GDP的比例在最高峰时达到19%，而在艾森豪威尔执政时期，只是略微下降到18%以下。与此同时，凭借削减国防支出和坚决抵制增加或扩张国内支出项目，艾森豪威尔把财政支出比例降低了2%。

于是，国家的财政账目总算保持了适当的平衡状态，在艾森豪威尔的最终预算中，总账两侧的收入和支出差不多都占GDP的18%。这个结果体现了老派财政传统观念，即只有穷尽一切办法控制国库支出之后，才能用税收支付政府的账单。

确实如此，如果共和党政府不是有目的地接受杜鲁门传承下来的高税收体制，那么就不可能实现财政正统理论的遗志。而在这个过程中，艾森豪威尔承受了来自共和党内普通议员对他施加的强大压力。



由于在有些财年实现了预算盈余，即使在经济衰退时期有由“自动稳定机制”失灵造成的有限赤字，艾森豪威尔8年任期内累计的赤字金额仍是微不足道的，即总赤字金额是150亿美元，或者相当于GDP的0.4%。自那以后，从来没有任何一届政府的预算计划能够接近这个健康的财政结果。

## 新经济学如何破坏艾森豪威尔的财政成就

毋庸置疑，艾森豪威尔是财政领域最后的莫西干人。在新经济学压倒性地攻击平衡预算原则的情形下，他在1960年留下的坚实财政立场早已荡然无存。

无疑，当华盛顿的普通政客们陶醉于充分就业预算和财政微调理论时，他们很快就丧失了准确辨别预算账目中赤字的能力，更不用说感到有动力去消除赤字。

最终，新经济学成为关键的转折点。以为私营资本主义经济注入超强动力之名，新经济学最终致命地损害了国家基本的财政诚信。

但数据总结性地证明，与艾森豪威尔时代相比，在牺牲了传统财政原则之后，新经济学在宏观经济表现上几乎一事无成。因此，人们在对凯恩斯主义的教授们进行评价时应该看到，他们对传统财政原则进行严厉而又持续的指责，而在他们的任期内却引发了财政和货币政策的灾难。

对他们的控诉，必须从揭露并还原他们自我粉饰的历史开始。他们宣称，艾森豪威尔时期的经济沉闷、了无生气，而正是新经济引领经济发展才实现了巨大的飞跃。但他们对这段历史的描述不可能提供支撑，除非从一个错误的起始点观察艾森豪威尔的经济成就，这个起点就是1953年1月，他从杜鲁门手上传承下来的过热的朝鲜战争经济。

但杜鲁门时期用战争刺激经济发展乃至过热，到和平时期是无论如何不可能得以延续的。因此，朝鲜停战后几个月内，GDP的增长势头很快就掉头向下。事实上，如果把艾森豪威尔执政时期和之后的经济发展

进行比较的话，就会显示出更加深刻的真相： 20世纪30年代以来，所有异常的实际GDP增长都是通过大幅增加战争支出而获得的。

当然，这些国防预算膨胀所导致的短暂经济繁荣，并不能代表国民财富的实际增长，因为战争支出摧毁了经济资源，降低了消费者效用。实际上，公告的GDP增长是一种统计上的幻觉，因为事实上，GDP账户所反映出来的仅仅是支出，而不是财富。

## 艾森豪威尔时期真实的经济记录：独一无二的民用经济发展时期

因此，通过对艾森豪威尔时期的经济发展进行观察后发现，这是一个更加真实可靠的经济表现，如实地反映了朝鲜战争的破坏力是如何传导至国民经济中来，直至1954年第二季度短暂的“冷却期”结束。在之后的7年里，很大一部分虚假的国防支出增长被逐步剥离出GDP账户。

实际上，1954年年中以后，由于国防支出下降了22%，导致国防支出对GDP的贡献实际上变成了负数。因此，如果把国防支出负增长剔除的话，艾森豪威尔在朝鲜战争之后的7年任期中，实际GDP以每年平均3.5%的速度增长。同样在这7年间，非农就业人数以每年1.4%的速度健康成长。

与此同时，从战争时期延续下来的通胀被消除了，而价格管制机制也被废除了。在艾森豪威尔任期的最后12个月，CPI的年增长率只有0.7%，就此结束了战后的价格稳定周期。换言之，艾森豪威尔时期创造了“金发姑娘经济”，即高成长、低通胀的经济发展，这正是2006~2007年乐观的华尔街经济学家梦寐以求的盛世美景。

然而，在艾森豪威尔之后的10年里，三任总统都激进地执行凯恩斯主义的财政政策。约翰逊和尼克松甚至恐吓美联储，尽快实施联邦债务的证券化措施。

这一时期或许可以被称为“凯恩斯主义插曲”。1971年8月，尼克松废除美元金本位制达到高潮，但在此期间，GDP和就业都只是实现了温

和的增长，同时却爆发了严重的通货膨胀，而且难以控制，甚至拖累了布雷顿森林体系，直至毁灭。

与艾森豪威尔时期背道而驰，肯尼迪——约翰逊接受了有限战争的帝国主义观念，因此，很快又把国防支出增长重新纳入GDP账户。1968财年，实际国防支出增长了40%。因此，为了对两个时期做对等条件下的比较，就必须把国防支出从GDP账户中移除。

在对等条件下，在凯恩斯主义插曲时期（1961~1971年），实际经济增长达到了平均每年4.3%的水平，比艾森豪威尔时期高出80个基点。同样，非农就业人口的年增长率为平均1.8%，比艾森豪威尔时期高出40个基点。如果考虑到突袭美国经济的恶性通胀因素，这些增长实际上是极其微弱的。

1969年，不仅CPI以空前的6.2%的速度上涨，而且通胀加剧的势头明显，在1968年年底和1969年，甚至在财政和货币政策上都采取温和的刹车措施都无济于事。当货币市场的利率飙升至8%时——这是在20世纪不曾出现的高利率水平，经济再次陷入衰退。即便如此，到1970年年底，CPI通胀指数仅仅缓慢回落至5.6%。

所以，凯恩斯主义的教授们终结了老派财政传统，取而代之的是给国家带来破坏性的宏观经济衰退，而不是他们所宣称的开明经济学。20世纪60年代的凯恩斯主义试验最终在1971年之后简化成另一个自我，即弗里德曼的浮动汇率制。浮动汇率制并非无中生有，它已经孕育了10年。

回到之前，在1960年总统大选期间，当民主党发动“让美国再次前进”的竞选运动时，新经济学首次受到了人们的欢迎，但在那时，其货币系统理论中存在大麻烦的危险警告就已经响起。1960年10月，在伦敦首先爆发了布雷顿森林体系实施之后严重的黄金挤兑事件。投机商们开始下注，看空新经济。理当如此。

[54] 艾森豪威尔政府上台后，对美国的遏制战略做出了重大调整，调整后的战略被称为“新面貌战略”。新面貌战略以“用最小的代价取得对共产主义最大的威慑”为目的。

[55] 暗讽奥巴马在2009年获得诺贝尔和平奖，意即2008年与1968年相比是一个更和平的年代，不需要更多的国防预算支出。——译者注

## 第十二章

### 美利坚帝国和稳健货币的终结

在1960年总统大选中，民主党的竞选纲领直截了当地攻击艾森豪威尔“缓慢”的经济发展，承诺将提升实际GDP增长，达到每年5%的目标。这个增长目标实际上透露出即将实施鲁莽的政策试验，因为这个数字远远超出原先想象的范围，更不必说现代美国经济不可能在可持续的基础上实现这个目标。如果用更直白的语言来说，5%的增长率根本就是胡说八道。

随着竞选进入最后几周，形势越发明朗，肯尼迪将胜出，并且会邀请新经济学的教授们来华盛顿，实施激进的财政和货币政策。这时，伦敦黄金市场出现了激烈的买盘，投机商们开始激进地抛售美元，囤积黄金，他们打赌新政府将实行美元贬值政策，也就是说，会把黄金的美元价格提高至目前的每盎司35美元之上。

### 伦敦黄金市场爆发恐慌：对凯恩斯主义的警告

当时，伦敦黄金市场是一个真正自由的市场，无论是私营的还是官办的，交易商们都能以竞拍价格买入或卖出黄金。它与布雷顿森林体系平行运行，在布雷顿森林体系下，仅限各国央行通过黄金交换来对国际收支不平衡进行决算，并且官方的黄金价格集中在每盎司35美元。

在官方的布雷顿森林体系下，黄金交易过程中出现的摩擦具有高度的随意性和政治性，而不是像基于1914年之前金本位制那样，更加自动和市场化。因此，官方的黄金交易与传统黄金标准体系不同，不具备“结算了结市场”的能力，也没有能力迫使国际收支逆差的国家立即收缩货币，调控国民经济。

事实上，在以美元为基础的黄金交易标准下，拥有美元盈余的交易商会（华盛顿）“说服”，放弃将美元通过美国黄金窗口兑换成黄金。因此，它们被迫累积短期美元债权，将其视作货币“储备”资产。

由于在冷战时期的霸权地位，美国不证自明地拥有一切必要的手段，实际上强制实施非自愿货币储备的政策。因此，尽管在20世纪60年代美国国际收支赤字一直在增加，并且没有得到解决，但储藏在各国央行的海外美元数量还是逐渐增多。

作为一个安全阀手段，各国把他们不需要的美元悄悄地通过伦敦黄金市场兑换成黄金。因此，在布雷顿森林体系早期发展过程中，国际货币基金组织的官员们通过各种努力，促使各成员国制定法律禁止私营黄金市场的运行。

他们知道，如果自由市场的黄金价格与每盎司35美元的价格差距过大，总有一天会对官方价格造成威胁。事实上，由于在中国澳门、丹吉尔和中国香港存在一些临时性的私营黄金市场，同时苏联也一直不断从事秘密黄金交易来换取它们急需的硬通货，所有这些最终促使英国央行在1954年3月重新开启伦敦黄金市场。

在之后的5年间，伦敦黄金市场悄悄地与美国财政部官方黄金窗口并列运行。这个早期以伦敦为基地的黄金自由市场为苏联的金银块销售、各国央行的小额黄金提供交易渠道，并且也是私营黄金投机商派驻下士守卫的地方，它们之间进行小规模黄金对赌交易。

如果由艾森豪威尔和马丁分别领导平衡预算的财政政策和货币政策，仍然保持完整不变的话，那么对于投机商们来说，根本就没有理由在每盎司35美元的黄金价格上进行投机操作。但在1960年美国国际收支发生适度的恶化，并且市场预测美国的经济政策将偏离财政传统政策，这两个因素组合在一起，很快就打破了沉寂的市场。

查尔斯·A·库姆斯曾经是纽约联邦储备银行国际部的主要交易员，他在回忆录中记录了他当时的观察：“市场已经感到要打雷了……在1960年10月15日的那个周末，市场气氛发生了突然转变。”

经过多年围绕官方汇率的缓慢波动，1960年10月底，伦敦黄金市场的黄金价格突然上涨至每盎司40美元，这在当时是非常意外、令人震惊的市场变化。在肯尼迪公开表示将继续维持官方的每盎司35美元可兑换



价格之后，自由市场的黄金价格停止了继续上涨的趋势。但正如库姆斯在回忆录中所记载的，美联储早些时候担心，“伦敦黄金价格将成为美元信心的晴雨表，现在这一预言正在成为现实”。

在总统大选前发生的这次黄金恐慌，是新经济对布雷顿森林体系即将造成致命威胁时，自由市场所呈现的早期征兆。但凯恩斯主义的教授们根本不在意这个市场警告。

尽管在1944年夏，凯恩斯和他的同道亨利·迪克特·怀特一同出现在新罕布什尔州布雷顿森林，经过整整两个月的密谋，完善更新了世界货币体系理论，但他们终究还是没有彻底铲除自由黄金市场的“原始废墟”。事实上，伦敦黄金市场是一面窥视镜，通过它就可以了解1914年之前的世界货币秩序。

正如前文所述，在传统的金本位制下，政府和央行在纸币上的放纵倾向会很快导致私人投资者和投机商用脚投票，把纸币兑换成金币和金块，从而纠正他们放纵的倾向。在肯尼迪当选总统前夕，随着华盛顿被新经济学所沦陷，这条古老的黄金定律正通过在伦敦黄金市场上的暴力行为再次呈现出来。

## 布雷顿森林体系和黄金：古老货币体制的残留痕迹

对官方来说，黄金市场的变化出乎他们的意料。事实上，伦敦黄金市场上的风暴与布雷顿森林体系的设计者的初衷完全相反，他们当初热切希望这个体系完全成为国际货币的混合体，起到国家最终对国家货币进行管理的作用。

实际上，为什么在布雷顿森林体系下，是黄金而不是凯恩斯纯粹手写的、被称为“班柯”的法定货币单位成为官方结算资产。对此，只有一个答案，而且与货币理论没有任何关系。1944年7月，美国拥有全世界80%的黄金储备。毫无疑问，美国代表团想当然地认为，诺克斯堡的金库可以向国际收支结算提供足够的、由布雷顿森林体系创造的金条。

从这个信号里，大会很快得出一个浮夸的、未阐明规则的结论，换



言之，尽管在20世纪20年代发生过英国悲壮失败的历史先例，但在金本位制下，美国将继承为国际储备货币的发行国。当然在表面上，由于两个国家存在非常不同的历史条件，这个赌注貌似是可信的。

不列颠帝国从“一战”中幸存下来，经济遭受了重创，公共财政积聚着沉重的债务，伦敦货币市场衰败，而且英格兰银行的黄金储备几乎告罄。只剩下英国式的傲慢和自大，让他们自以为可以在这个摇摇晃晃的地基上重建金本位制。

布雷顿森林会议做出恰如其分的判断，美国完全具备条件，可在尝试复活金本位制过程中起到定海神针的作用。有了200亿美元黄金储备做后盾，美元貌似完全可以成为一种可靠的储备货币，换言之，从所有表象来看，1944年的美元完全具备了1925年反英镑的条件。

事实上，在1944年，除北美之外，其他世界各国的经济都遭受重创。因此，对于会议的主要策划者来说，美国可能产生慢性国际收支赤字的前景并没有打乱他们的美好想象。

因此，在布雷顿森林体系中，“原始废墟”被当作“储备”或“结算”资产获得了重建。但在经历了1930年封闭经济的灾难和各国货币贬值这段历史之后，尽管各国与会者都真诚地希望恢复可靠的国际货币，但这种安排还是完全没有从当年英镑兑换体系的根本性错误中吸取教训。

如果这批庞大的黄金储备最终被消耗殆尽，作为储备货币的发行国，美国同样面临英国在20世纪20年代所遭遇的危险。与当年的英国一样，这会诱使国际贸易伙伴大量集聚超需求的美元债务，而不是致力于维护它们本国的金融秩序。

## 英镑兑换体系的教训没有被吸取

由于在20世纪30年代遭受的经济创伤，以及由此引发的集权主义独裁的崛起，布雷顿森林会议的与会者们完全明白，应不惜一切代价避免再次发生类似英国黄金兑换体系的崩溃。与现在不同，当初不证自明，一旦缺乏全球金融秩序和经常项目下国际贸易和金融交易结算系统，那

么总是潜藏着未知的货币领域便充满金融恐怖。

但为了再次启用类似“一战”以前的那种金本位制，创建单一的世界货币和金融秩序的机制，会议抵挡不住诱惑，再次犯下20世纪20年代的错误。换言之，在凯恩斯的指导下，会议聚焦于如何促进经济发展、解决所谓的黄金储备短缺问题。但真正需要的是重建国际金融秩序的机制，一个不依赖于储备货币发行国政治自律的体系。

事实上，1921年在热那亚召开的会议启动了对世界黄金储备实施“经济化”的措施，即允许世界各国通过支付指定“储备货币”或黄金，对经常项目的不平衡进行结算。但此设想存在很大的缺陷。这次会议是国际联盟负责召开的，旨在修复“一战”对货币体系的破坏，重建国际金融体系。

当时，英国自私地认为，相比于纯粹金币体系，一个充分而灵活的货币储备资产系统更能培育和促进世界经济的复苏。因为英国在“一战”期间早已经把黄金储备消耗殆尽，所以这相当于一个乞丐提出的货币标准。

尽管如此，在整个20世纪20年代，这个“黄金加储备货币”的安排获得了广泛接受，超过30个国家终止了战时法定货币机制，即不可兑换货币机制，回归固定汇率制，与黄金、英镑或美元按固定汇率进行兑换。如上所述，这个粗制滥造的金本位制体系正是它们所需要的东西，因为在1924~1929年，全球经济在复苏，并以强劲势头增长。

但也应该看到，这个经济复苏是华尔街用发行大量外国债券催生出来的，也是美国出口和世界贸易繁荣推动的。当这一系列虚假繁荣戛然而止时，英镑金本位制的潜在缺陷立刻暴露在光天化日之下，英国既没有资源也没有政治意愿，来承担作为储备货币发行国所应尽的责任。

## 英国在金本位制的掩护下超发货币

事实上，“一战”之后的金本位制最终成为主权债务货币的第一次尝试。既然如此，那么法国、荷兰、瑞典、意大利和其他中欧、东欧国家

纷纷在20世纪20年代储藏大量的英镑储备货币。

但这些“储备”只不过是英国债务的后门而已，允许它过着入不敷出的日子。“一战”对金融的毁坏导致英国工业经济破败不堪，而政府和大部分行业都陷入沉重的债务。但英国宁可接受这个虚幻的错觉，也不愿降低消费水平、工资和生活质量，来重建经济和偿还战争债务。

它试图以战后工资和价格的水平把英镑汇率恢复到战前水平（1英镑兑换4.86美元）。但由于在战争期间，英国孤注一掷地印发货币，造成英国的价格水平上涨了200%，所以它想贪大便宜以“恢复”汇率的努力注定导致灾难。它造成了英镑的过度升值、慢性的经常项目赤字以及通胀性货币政策，而在这种货币政策下，英国大规模超发了英镑。

最终，英格兰银行印发货币的超级试验无法实现促进国内经济复苏的目的。英国没能跟随世界各国实现复苏，相反在20世纪20年代的大部分时间里经济停滞。但这个货币挥霍政策的确在国际金融体系中造成英镑债务泛滥，远远超出可承受的范围，也就是说，英国想通过借钱来实现经济繁荣。

走出“一战”债务困境最简单的方法就是实行英镑贬值措施，对陷入困境的行业无情地实施破产。众所周知，在华尔街外国债券融资机器关闭之后，全球经济大幅收缩，随之国际贸易下降得更为迅速。反过来，这种贸易下行趋势引发了全球债务泡沫，在达到1928~1929年的渐近高峰之后最终破裂。

这场泡沫首先在中欧开始破裂。那个时期华尔街最恶劣的“次级”贷款就出自中欧，最后在1931年5月造成了奥地利最大的银行发生极其轰动的挤兑事件。随后，挤兑风潮首先波及奥地利银行，一个月后蔓延至德国银行，人们准确地感觉到这些银行濒临破产边缘，因为这些深受打击的国内客户已经不可能偿还贷款了，特别是美元贷款。

雪上加霜的是，它们国家的政府也囊中羞涩，无力拯救这些国内银行。同时，世界各国的纳税人还没有授权银行互助会——一个类似国际货币基金组织的救助机构。因此，危机迅速波及陷入困境的奥地利银行和货币，蔓延至德国、其他中欧和东欧各国，人们都拼命地抢夺黄金。

很快，1931年夏发生在欧洲大陆的黄金挤兑抢夺风潮也波及英国。当风暴来临时，英国政府运用各种手段抵御风暴袭击，维护它所领导的

金本位制体系的完整。但和40年后约翰逊和尼克松领导下的美国一样，它无法鼓起政治勇气承担储备货币发行国的责任。

## 1931年9月的大背叛：英格兰银行的违约并非必然选择

1931年8月，在英国违约前几周，英国全国联合政府刚刚成立。新政府开始实施严厉措施，通过增加税收、削减工业补贴和社会保障支出，达到减少财政赤字的目的。

所有这些措施都有助于英格兰银行获得充足时间，来执行并完善调控手段，并且把贴现利率从当时仅仅2.5%的基础上大幅度提高，以阻止短期货币流出伦敦。的确，在道义上，英格兰银行责无旁贷，必须采取这些痛苦的措施。

多年来，傲慢的英格兰银行官员们一直敦促法国、瑞典、比利时，特别是荷兰，继续储存超额的英镑储备，而不是兑换成黄金。但总不可能无限地存储英镑，因此，这只是缓兵之计，以避免出现不愿看见的黄金外流现象，防止英国已经膨胀的经济再次收缩。

就这样，1931年9月20日，在惊慌失措中，在毁灭性的经济民族主义压力下，英格兰银行违约了。凯恩斯带头问责，慷慨陈词地指责违约行为。他的措辞虽然辞藻更华丽，但与40年之后康纳利所说的内容别无二致。与戴维营时的尼克松政府一样，当时英国想极力摆脱固定汇率和可兑换货币的“束缚”，以刺激国内经济的发展。

然而，英国拒绝承担把英镑兑换成黄金的责任，也就意味着彻底打破它1921年以来在世界各地苦心推销的金本位制。不用说，那些在英国劝说下一直储存英镑的国家不得不下来收拾烂摊子。在几周内，英镑对美元的汇率下跌了35%，因此这些国家遭受了巨大的损失。

特别是荷兰，遭受重创。由于私下获得英格兰银行的明确保证，荷兰央行一直拒绝减少其巨额英镑储备，尽管市场气氛日趋恐慌。在违约当天，依然如此。

千里之堤毁于一旦，世界再次陷入抛弃纸质货币的潮流。在很长一段时间内，人们囤积黄金，而国与国之间不得不陷入以邻为壑的保护主义状态。世界立即陷入经济民族主义、保护主义、不可兑换货币以及经济停滞的黑夜中。

## 凯恩斯和他第二次尝试恢复货币秩序：布雷顿森林体系并未完美恢复金本位制

到了1944年，除了美国，整个世界都已经在战争的摧毁下濒临破产。因此，美国在布雷顿森林举办关键会议，讨论如何在战后重建世界金融体系和做出适当的货币安排。在这个历史点，出现了一个难得的机会，可以推倒重来，从20世纪20年代金本位制的失败和30年代更加具有灾难性的保护主义中吸取教训。

然而，史上最残忍的讽刺的是，凯恩斯被选为货币安排委员会主席。尽管已是花甲老人，可他并不想倚老卖老，或者在美国代表团团长、财政部副部长亨利·怀特面前随意打断他的辩驳。

在凯恩斯的指导下，会议适时启动了英国在债务货币上的失败试验。凯恩斯本人曾帮助指导英国在1931年9月实施了致命一击，但最终难逃失败的命运。因此，两次相同的失败绝非偶然。

现代的凯恩斯主义历史学家顽固地坚持，大萧条是由金本位制造成的。而真相是，“一战”导致的金融毁灭残骸，及随后华尔街的外国债券发行热潮则在本已破产的经济和业已崩溃的国家之上堆积起巨额债务。

但这些修正主义者宣称，1929年之后金本位制的死亡只不过是加速了正在没落的命运。在这一点上，他们无疑是正确的。但他们羞于承认造成1931年国际经济崩溃的并不是金块本身，而是经济等式中“兑换”的部分。

在危机发生时，英格兰银行的黄金储备的确已经告罄，世界上绝大部分黄金储备实际上已经被美国和法国持有。但造成这种不平衡的局面并不是黄金的错，而是英国政府的错误政策导致的。在长达10年的时间



里，英国通过不断扩大短期英镑债务来回避金融法则的问题，而在20世纪60年代，在美元金本位制体系下，这个模式被再次复制。

事实上，由法国、荷兰和其他具有清偿能力的欧洲国家持有的30亿英镑，是已经转变为国际货币的英国债务。根据英国制定的黄金规则，英国自愿承担以固定黄金重量赎回这些债务的责任。

1931年9月危机发生时，凯恩斯却声称，采取提高利率和实施财政紧缩来保卫英镑是“不合时宜的”。因此，在国际上进行英镑违约是为在国内实行他所钟爱的经济疗法铺平了道路，诸如超低利率货币，以及市政工程和公共就业等赤字融资的经济刺激措施。

当会议在1944年7月闭幕时，相同的缺陷被植入新的体系。因此，它迟早会遭到新凯恩斯主义的攻击。

不过这一次，民族主义的攻击必定在美国崛起，而终结者将是凯恩斯的门徒。第一波攻击来自认可凯恩斯指导的自由经济学家。

但最后，来自芝加哥大学的经济民族主义者、凯恩斯的隐秘门徒发现现金本位制的法则在1971年同样不合时宜，就同在1931年凯恩斯宣称英镑金本位制不合时宜的情形一样。于是，弗里德曼的门徒向美国总统建议，世界上最富有的国家在债务责任上违约，这是一种连凯恩斯本人可能都不齿的背信弃义的行为。

## 与全球黄金自由市场较量：必败的布雷顿森林体系

一旦凯恩斯的新经济学门徒铺平道路，弗里德曼最终将亲手摧毁凯恩斯的布雷顿森林体系。他们之所以能够成功击溃布雷顿森林体系，是由于利用了体系中存在的两个基础性漏洞，以在美国财政部与外国央行进行官方结算时限制使用黄金。第一个漏洞是，在美国私人购买和持有货币黄金是非法的，但美国公民在国外购买和持有黄金则没有限制。

因此，一旦伦敦黄金市场与官方每盎司35美元之间出现缺口，缺口将很快被套利。如果想大量引进美国资本到伦敦黄金市场进行交易的



话，大概只需聘请一位出色的律师，委托一家专业银行，再加上其他一些必要的经营条件就可以。

同样，外国央行可以悄悄地用多余的美元在伦敦黄金市场购买小部分黄金，而不必冒着得罪华盛顿的风险去美国财政部黄金窗口进行兑换。1960年夏，实际上在伦敦黄金市场上出现了意大利银行大量购买黄金的情况，而当时这种情况首先引发了私人投机商的出现。

因此，原先在伦敦可能存在的窥探黄金市场的漏洞，被私人投机商和在官方规范之外进行操作的外国央行急剧放大。这意味着从第一天起，新经济和布雷顿森林体系就运行在即将碰撞的轨道上。

如果过度的财政扩张和赤字支出迫使美联储实施超宽松的货币以进行调整，那么国家经常项目的状况就会恶化，与世界其他国家关联的物价水平将上升。在这种情况下，投机商会挤进伦敦黄金市场，有效地做空美元。

无论是投机商还是外国央行持有的多余美元兑换成黄金后，都将导致物价水平继续上升。总之，伦敦黄金市场变成古老货币体制的残余部分。一旦凯恩斯主义计划走得太远，它就会威胁把这些哈佛的经济学家赶回哈佛的利陶尔图书馆。

诚然，在官方层面，美国政府可以继续威吓西德和日本，让其放弃在美国财政部黄金窗口兑换多余的美元，也让它们克制不去伦敦黄金市场进行投机诈骗。但华盛顿强大的外交压力无法阻止私人投机商下赌注，打赌这种货币帝国主义会不会长久。

当然，美国的核保护伞为美国官员提供了强大的控制杠杆，这是英格兰银行在1931年9月不具备的手段。但即使是美国在冷战时期拥有绝对的霸权，当它遇到货币基本原理时，还是有它的局限性。

外国央行储存的多余美元迟早会到达一个极限破裂点。如果它们以布雷顿森林体系的汇率继续购买美元，它们就会被迫印发本国的货币，从而导致输入美国通胀的问题。

因此，20世纪60年代初，新经济相当于双倍下注。由于美国在冷战时期的霸权地位，它在世界许多地方进行军事和安全行动，因此已经造成严重的美元外流现象。除此之外，还由于出现过度的国内需求和日益

增长的商品进口，新经济现在几乎铁定可以消除在私营贸易和服务领域的美国贸易顺差。失去了商品贸易的巨额顺差，巨大的帝国成本就会在整个美国国际收支上产生难以忍受的赤字。因此，投机商有充分的理由下注，最终看空美元，并且相信黄金价格总有一天会摆脱布雷顿森林体系的束缚。

换言之，肯尼迪的凯恩斯主义教授们自我膨胀着，尽管他们并不承认，但其实准备和全球黄金自由市场进行一番较量。而与他们博弈的对手每天在伦敦黄金市场上进行着黄金竞价交易，因此他们注定会输掉这场较量。

他们用国际赤字支出刺激GDP高速增长的理论一定会被政治家们滥用，并最终导致超低利率货币、国内通胀、贸易赤字，并且对美元黄金汇率施加难以承受的压力。脆弱的布雷顿森林体系下的金本位制，迟早会成为他们数学模型经济学的牺牲品。

## 不变：每盎司35美元的黄金价格

清算的日子直到肯尼迪——约翰逊时代的末期才浮出水面，那就是约翰逊在1968年3月关闭了伦敦黄金互助基金。但非常讽刺的是，把这个必然发生的事件推迟这么久却是因为肯尼迪有先见之明——他在财政部安插了一位传统货币主义者，他成功地找到了维护美元地位的创新权宜之计，即用黄金支付国际债务，甚至在多余美元泛滥成灾时也是如此。

事实上，当肯尼迪宣誓就任总统之后，他的经济政策很快便明朗。他把国际和国内政策割裂开进行考量。在国际上，他通过财政部始终如一地阐明硬美元的政策；在国内则通过经济顾问委员会高调宣称，将采取激进的扩张主义财政政策，其结果是冲突不断。

凯恩斯主义的需求管理理论是民族主义和自给自足的产物，只能在封闭经济体内起作用。因此，在实际情况下，它刺激美元不断流向海外，而财政部高明的操作手法只能暂时掩盖这种趋势。最终，约翰逊猖狂实施“大炮和黄油”政策，导致了巨额赤字，这完全超出了财政部掩盖

和拖延的能力范围。

为了平衡新经济的威胁，肯尼迪首先任命道格拉斯·狄龙为财政部部长。狄龙是共和党人，曾经在艾森豪威尔政府的国务院担任高级官员，是华尔街老牌银行创始人的后裔。任命他为财政部部长主要是为了打消金融市场的顾虑，在初期也的确做到了这一点。

事实上，狄龙不会让新经济学教授们有一丝机会，来惊扰国际金融市场和黄金投机商，而那时，新经济学教授们已经在白宫对面的街道上安营扎寨。甫一上任，他就安排肯尼迪发表第一次经济演讲，阐述国际货币政策和美元政策。

肯尼迪的演讲直截了当、毫无保留。新总统承诺完全支持布雷顿森林体系，保证他的政府继续执行每盎司35美元的“不变”黄金价格。当时，总统的讲话还是具有公信力的，因此没有人会不理解“不变”的含义。

财政部部长狄龙和财政部国际部门的官员用一系列行动支持肯尼迪的承诺，抵御市场压力，维持每盎司35美元的黄金价格。这些措施包括各国央行联合建立的黄金互助基金，以及货币互换协议额度，甚至发行外币公债（罗莎债券）。

在实施保护布雷顿森林体系措施时，狄龙还拥有一个优势——这是后来再没有出现过的现象，即时任美联储主席马丁。这位同盟者在货币政策上笃信稳健货币、固定汇率并担负起国家责任，维护美元在国际货币体系中的地位如黄金般可靠。

在20世纪60年代，每次召开美联储会议，美联储主席马丁总要听取纽约联邦储备银行关于国际金融形势和外汇市场动态的报告。在那些平静的岁月里，纽约联邦储备银行一直是稳健货币的坚定拥护者，而不是像90年代，已经蜕变成积极推进美元贬值的帮凶。

最近几年，蒂姆·盖特纳和比尔·达德利都持弱势美元的观点，这的确让人感到十分惊恐。因此，作为在外汇市场上维护美元完整地位的守护者，当年纽约联邦储备银行参与设计和操作了财政部的主要防线——伦敦黄金互助基金。

## 伦敦黄金互助基金：财政部的主要防线

1961年12月，美联储联合由德国、法国和英国牵头的7家欧洲央行，正式成立了伦敦黄金互助基金。美国向基金提供了价值2.7亿美元的黄金，占基金的一半，另外一半则由欧洲央行提供。尽管在理论上，这个央行辛迪加可以在伦敦黄金市场上买入或卖出黄金，但其根本目的是卖出黄金，以阻止投机商试图把黄金价格推高到每盎司35美元以上。

当然，黄金投机商下的赌注是，美国终究会选择贬值美元，而不会通过国内自给自足的经济的发展，或收缩海外军事行动和外国援助支出，来控制国际收支平衡。如果发生这种情况，黄金价格会上升，这就会给投机商提供发横财的机会。

但央行辛迪加一开始就把投机商们逼入困境，其中的部分原因是市场从来不知道这个互助基金的规模到底有多大。事实上，美国私下向欧洲伙伴保证，美国在后期将全额补足基金对外抛售的黄金。就这样，美国钻进了完全用自己的黄金维护每盎司35美元平价黄金的圈套。

在20世纪60年代上半期，美国的国际收支赤字整体还维持在适当的程度，这有力支援了财政部在保卫美元上的各种努力。1961~1965年，累积的黄金外流数量只有40亿美元。

另外，老天好像也眷顾美国财政部。当时苏联粮食严重歉收，迫使苏联在1963~1964年抛售15亿美元的黄金，来换取硬通货购买粮食。由于苏联出售黄金起到了消除伦敦黄金市场的自由价格上涨压力的作用，那些做空美元的投机商非常讽刺地被可笑的社会主义农业歉收打败了，最终血本无归。

事实证明，苏联遭遇的问题帮助美国暂时避免了必须出售大量黄金，以支撑庞大的国防支出、应对苏联威胁的需要。最终，在1965年，央行的黄金互助基金还实现了10亿美元的盈余。

## 海勒-托宾对稳健货币的攻击

自那以后，黄金互助基金开始一路下行，其主要原因是美国融资等式的基本面开始恶化。一方面，因“帝国成本”加速上升导致美元外流，从1965年约翰逊扩大越南战争规模之前的每年6亿~7亿美元，上升至1968年的9亿~11亿美元，并在之后几年里一直维持在这个水平。

与此同时，肯尼迪的新经济学教授们获得了超越梦想的成功。到1962年年中，他们成功地说服了肯尼迪，使肯尼迪对赤字财政的态度从憎恶变成可以仔细考虑。而到了1962年年底，他们又成功邀请肯尼迪在纽约经济俱乐部发表了涉及减税经济刺激政策的演讲。

在演讲中，肯尼迪表示政府计划对个人所得税和公司税实施相当大的削减。出乎他的预料，这个愿景获得了华尔街的广泛喝彩。当时，联邦预算还处于赤字状态，按照艾森豪威尔的财政原则，政府还没有挣得减税的权力，但在山姆大叔的信用卡里进行减税“刺激”的想法还是非常有吸引力的。

因此，肯尼迪就放心大胆地接受新经济学的行动计划，在1963年1月的预算咨文中提出实行大幅减税方案。这样做本身就是无视财政部部长狄龙的担忧，即采取这种蓄意的财政赤字政策将破坏财政部保卫美元的战略。历史就将这样记载：在坚守正统财政教义方面，保罗·奥尼尔在2003年坚决反对布什减税的狂热计划，除此之外，狄龙则是以稳健财政的名义捍卫国家的财政收入基础的最后一任财政部部长。

而且，狄龙发表异议的时机刚好在政府内部发生严重分歧之后。那时，肯尼迪政府内部针对根本性的国际收支平衡和美元问题，爆发了日益激烈的分裂斗争。事实上，几个月前，由海勒和托宾牵头的凯恩斯主义教授们提交了一项通货膨胀计划，建议暂时关闭黄金窗口，降低国内利率，与欧洲就一项“长期借款安排”进行谈判。

有着凯恩斯主义鲜明特征的词汇再次出现在计划书里，由此引发了争论。由海勒和托宾建议的“借款”安排只不过是故弄玄虚的花招。针对日趋上升的短期美元债务，教授们的建议不是向外国央行付清债务，而是把短期债务改成长期债务，然后通知欧洲，让它们忍气吞声地接受这个方案。

实际上，海勒-托宾的建议是民族主义观点，是对布雷顿森林体系赤裸裸的攻击，因为它把体系中关键的自由可兑换性剔除了。而且，它还迫使那些诚心诚意储存美元的欧洲人无奈地接受美国的霸权行径。

因此，财政部部长狄龙非常激动，不得不劝诫教授们，说这种举措将“从根本上动摇体系，这与德国在1931年宣布停止战争赔款或1933年美元贬值的做法如出一辙”。

不出所料，这个计划引发了欧洲的警惕，它们发出警告称这将导致布雷顿森林体系的迅速崩溃。见此情景，财政部部长狄龙和美联储主席马丁还是可以撤销海勒-托宾的建议。因此，对于长期遭受白宫教授们的攻击，狄龙还是感到十分恼怒，他明确地提出，稳健的国际货币政策必须建立在前后一致的金融法则的基础之上，而托宾提出的所谓10年欧洲贷款的建议，旨在无限期地拖延美国国际收支的问题。

狄龙因此向他的内部对手发出挑战：“他们不停寻找，想让这个真正的问题消失，而不影响他们自己的项目即在美国实施超低利率，或在欧洲维持庞大的美国军队。但这些人要求是白日做梦。所有国际货币交易的前提条件……是没有任何国家可以在巨额国际收支赤字中持续运行。”

美联储主席马丁也同样被海勒——托宾的建议惊呆了。这个发生在1962年的插曲最终与9年后尼克松废弃金本位制一样，内在的逻辑苍白脆弱。因此，马丁断言：“这项计划无疑会被当作美国破产的声明重创世界金融市场，同样也会被当作投降书，让破产受益者从过去美国政策的残骸中抢救出尽可能多的财产。很难相信，你能够期待从它身上恢复市场信心。”

这是在实施政治上的权宜之计和债务融资方案时，两位坚守稳健货币的人所发出的严厉措辞。但随着时间的推移，他们的声音终究还是消失了。肯尼迪政府内部的货币政策之争，的确清晰地显露出一缕稳健货币的曙光。

## 新经济学的高潮

狄龙和马丁的智慧无法使正在开启的新经济列车减速，取而代之的是，白宫教授们激进地推动1963年的减税方案，成功地将减税方案摆上肯尼迪最优先的议程。他们坚称，这是转变为开明财政政策的转折性突



破——让美元的国际价值滚蛋吧。

后来，海勒大肆吹捧肯尼迪和约翰逊在此事上的作为，鼓吹他们“愿意首次使用全方位的现代经济管理手段”，以及通过“弥合经济顾问和政策制定者之间的智力差距……放松了对经济神话进行令人崩溃般的控制，并且解除了对新经济政策的莫名恐惧”。

狂热的凯恩斯主义达到了高潮。在原始的海勒减税方案中，甚至有一个“启动和关闭”的开关机制。根据白宫经济学家们对经济预测报告观察，总统可以决定是提高还是降低税率。这不禁令人想起罗斯福与沃伦共进早餐的那一幕情景。

为了说服肯尼迪迈出走向赤字融资减税方案的第一步，教授们为最终为税收减免体系转换为国家经济繁荣的管理手段铺平了道路。同时，他们也把经济繁荣的管理手段当作皮纳塔供奉起来，而后来的权贵资本主义游说集团却无休止地敲打皮纳塔，把它当作敲诈不法利益的工具。

但凯恩斯主义教授们却在国会碰了钉子。法案被卡在参议院财政委员会，共和党参议员宣称肯尼迪的减税方案是“史上最大的赌博”。仅仅因为发生了达拉斯的悲剧事件，约翰逊才能召集国会多数党领袖们，让他们放弃古老的财政法则，同意考虑在和平时期实施赤字融资方案。

在那时，老派的财政传统昙花一现，最终还是被尘封在黑暗的历史里。随着“肯尼迪减税”方案得以通过，到1964年，实际GDP的增长达到了5.3%，1965年更是上升到5.9%，与此同时，通胀继续得到控制，每年仅上涨1.5%。

但这无疑预示着麻烦即将到来。《时代》周刊把凯恩斯作为1965年年底的封面人物，断言经济周期已经被彻底打乱。按照编辑的观点，政策制定者们已经“找到逐步实现稳定和无通胀增长的秘密”。

毫无疑问，在之后的岁月里，这个“秘密”被无休止地重新发现：在1984年之后被里根政府发现，在1996年12月之后被格林斯潘发现，而在2004年2月，伯南克在他华丽的“大稳健”中也宣称发现了这个秘密。

《时代》周刊的文章对20世纪60年代中期的繁荣极尽粉饰美化，称之为“史上最大、时间最长、分布最广的经济繁荣”。但如果要找出更令人信服和非预设的答案，必须洞察在工商业界的态度上出现的深刻变

化。

现在甚至连资本主义者也接受了这种观念，即经济的发展和繁荣来自国家对宏观经济的管理，而非来自商业和消费者之间在自由市场环境中的交互作用，“他们相信无论如何，政府总会知道如何维持经济的强劲和发展”。

## 新经济学应得的惩罚

正好是15个月之后，在1967年春，美国经济出现了明显的失控现象：通胀无法控制，价格指数上升至每年5%的水平，而且还在继续上行。白宫的教授们发现，他们已经不再是华盛顿最受欢迎的人，不得不仓促逃离。

他们推定性的“平衡”充分就业预算已经变形为约翰逊总统庞大的“大炮和黄油”赤字。因此，在1967~1968年，出现了一轮白热化的国民经济，以至于需要踩刹车才能控制其发展。

教授们也发现，他们当初让“微调”小精灵从宝瓶里跳出来，现在却怎么也不能把它装回宝瓶中去。约翰逊和国会议员们发现，相比于当初接受减税和刺激支出增长，现在更难采取财政刹车的措施，如增税和缩减支出。

通过早些时候增加国内需求，导致进口快速增长，造成1964年出现了70亿美元的商品贸易顺差。而到1968年，贸易顺差快速下降接近于零，这意味着已经没有财力为帝国成本埋单了。尽管美国的海外资产性收入有所增加，导致国际收支盈余出现温和增长，但也被更高的私人资本外流所抵消了。

所以，以盈亏线为基础，多余的美元开始在离岸市场上再次堆积起来。这一次，再也没有苏联饥荒可以给伦敦黄金市场补充更多的黄金。因此，黄金价格上行的驱动力变得越发强劲。

在这期间，财政部和美联储已经增加了保卫美元的工具，如央行货

币互换协议。但与黄金互助基金相比，互换协议显得更加虚弱无用，仅仅是帮助美国得到一丝喘息的机会而已，但黄金市场的上行驱动力还在继续累积。

## 推迟清算的日期：互换协议和罗莎债券

货币互换协议在理论上是双向通道，取决于美元汇率的强与弱，可以进行买进或卖出操作。但在实践中，主要是美联储用互换协议来吸收海外多余的美元，因此会避免在伦敦黄金市场卖出黄金或提交进行官方黄金兑换。

欧洲央行一开始对美联储的想法表示怀疑，因为正如库姆斯在他的回忆录中记载的，互换协议方案看上去“像是企图设置障碍，阻止客户去财政部的黄金窗口。这跟要噱头骗人差不多”。

互换协议变得更像是一种缓兵之计，因此它被限定在一年期。这意味着在强调互换协议只是被当作短期汇率市场的平滑机制，而不是替代基本金融法则和修正美国国际收支不平衡的手段。

财政部所面临的巨大挑战是互换协议变成了“毒品”，而随着时间的推移，对“毒品”的依赖越来越强烈。在1962年创立之后，互换协议扩大到几十亿美元的规模，被当作常规却随意的手段来维护美元的地位。财政部从来没有认真对待过潜在的国际收支不平衡问题，更不用说加以改善。

因此，财政部又发明了欧洲外币公债，也就是美国财政部的罗莎债券。这又是一种权宜之计，发行这些债券获得的数十亿美元收益仅仅被用于偿还早些时候的外币贷款，如德国联邦银行的德国马克贷款，因为这些贷款将在一年内到期。因此，它们又相当于是草草伪装的策略，违背了特有的原则，即不确定的经常项目赤字，而财政部部长狄龙曾经对此进行过正确的批判。

最终，肯尼迪-约翰逊时代的财政部被五角大楼里的战争挥霍者和经济顾问委员内国内经济扩张主义者在金融意义上五马分尸了。财政部

发明的各种支持美元地位、保卫国家黄金储备的花招最终都导致新一轮的技术并发症，而不是有益于解决潜在的金融准则问题。

于是，他们出台了一种被称为扭曲操作的手段，尝试把长期利率压低，以鼓励国内投资和经济增长，同时推动短期利率上升，以支持美元的地位。但实际上事与愿违。外国债券发行人在纽约吸收大量便宜的长期债券，然后很快把收益互换成其本币的收益，因此在外汇市场上倾倒了更多的富余美元。

因此，财政部又推出补救方案，被称为“利息平衡税”，来惩罚这种投机商，但这还是不起作用，只是引出了更多的权宜之计。因此，一颗危险的定时炸弹就放置在表面之下。外国私人和官方所持有的美元资产大部分为短期资产，在1965年之后开始快速堆积，而所谓的互换协议、罗莎债券和全部额外拖延措施，都只会促进美元资产的泛滥。

1962~1965年，这些国外的美元债权每年增加大约20亿美元，与此相比，1967~1969年的3年间，这种美元债权分别增加了70亿美元、100亿美元和130亿美元。这个引人注目的是，这些离岸美元债权每年增长的数量超过美国整个黄金储备的余额。

市场信心一旦受到打击，便会即刻导致恐慌地抛售美元资产来兑换黄金。然后就会对全球货币体系造成事实上的挑战，而现在这个体系早已塞满了多余的美元。

## 对布雷顿森林体系的倒数第二次打击：英国凯恩斯主义再次违约

1967年，危机果然出现了。当时阿拉伯和以色列之间在6月爆发了第三次中东战争，产生了一连串令人不安的破坏力量，其中的断裂线集中出现在英国经济上。当时，英国遭受了双重灾难的打击：一方面，几十年来工业经济由于受到工会组织破坏而导致长期衰退；另一方面，由于工党政府执行凯恩斯主义政策，导致出现通胀高烧。

与美国同病相怜，其急剧恶化的国际收支危机反映出英国也过着入

不敷出的日子。尽管在当时，不列颠帝国早已四分五裂，但由于承受社会福利的沉重负担，所以还是不能量入为出。

当中东战争造成苏伊士运河关闭时，已出现巨额赤字的英国贸易前景急转直下，陷入了更糟糕的状态，在外汇市场上引爆了一轮强大的做空英镑的投机行为。早些时候，在工党政府领导下，英国已经成功地消除了两次英镑危机，但旨在摧毁英镑的各种力量现在又汇聚起来，引发第三次危机，甚至有投机商发动恶意破坏、逼迫英镑贬值的运动。

面对这个可怕的挑战，工党政府犯下了影响深远的错误，很快引发了英镑贬值、美元挤兑以及伦敦黄金互助基金的倒塌。几年后，尼克松在戴维营制定了对黄金的最后攻击方案，最终摧毁了布雷顿森林体系。

正确的解决方案早已被收录在150年的英国货币历史中。英格兰银行应该立刻大幅提高贴现率，以抑制国内需求，同时出台紧急预算，对用融资进口所造成的赤字进行止血处理。这些传统措施会吸引资金买入英镑，缩减进口，以及减少收支赤字。它们也会向投机商发出信号，政府将致力于遵守金融准则，保卫1英镑兑2.80美元的汇率。

相反，英国工党政府却求助于凯恩斯主义理论，尽管实际上利率早已是很低的负利率，但还是坚决拒绝英格兰银行提高贴现率的要求。如同当今实行金融挥霍政策的政府一样，它试图通过借贷走出危机，开闸放水，与美联储和其他欧洲央行一起，共同推出数十亿美元的外汇互换协议。

互换协议不是金融市场上的巴祖卡火箭筒。尽管实施疯狂的外汇市场干预措施，但英格兰银行购入英镑的速度根本应对不了投机商抛售英镑的狂潮，这些投机商已经看清，工党政府希望通过借贷走出金融灾难。

1967年11月14日，货币市场上熊熊燃烧的火焰照亮了最后的决战。当天，英国政府宣布10月的贸易赤字达到有史以来的最高峰。这不过是再次告诉市场，英国的经济正在快速恶化，因此，政府疯狂推出的互换协议和其他货币支持措施和操作注定会失败。4天后，英镑贬值14%，世界经济正在末路上狂奔，前面是等在戴维营的尼克松，他将最终亲手摧毁布雷顿森林体系。

## 对伦敦黄金市场发动的最后一击：新经济学是如何被击溃的

事实上，在1967年11月17日周六那一天，英国宣布了英镑贬值的消息。根据库姆斯的回忆，到周一上午，“一股投机狂潮正席卷整个伦敦黄金市场”。

尽管黄金互助基金已经提高到3.5亿美元，但在黄金自由市场的原始威力面前，很明显是杯水车薪。的确，攻击目标从原先的通胀性经济政策和金融准则转为美元。在11月19日周一那天，黄金互助基金被迫出售价值2 700万美元的黄金，以满足市场对每盎司35美元平价黄金的需求，而到了周三和周五，自由市场的需求飙升至1.06亿美元和2.5亿美元。

在英镑贬值后的一周内，英国央行的黄金互助基金总共抛售了6亿美元黄金，不得不请求成员央行紧急补货。事实上，财政部不得不征用一架军用运输机，空运黄金到伦敦！

在1967年的最后几周里，约翰逊政府感到难以承受可自由兑换黄金所固有的古老金融准则。当初，约翰逊实行“大炮和黄油”的财政政策，并公然威吓美联储实施货币印发措施，现在则引来全世界的一片嘘声。一旦他们担心政府发行的纸币正在贬值，私人交易商和投机商依然有权要求政府坚持诚实的货币需求，现在，他们正强力行使他们手中的权力。

12月，再次爆发了新一轮黄金挤兑风潮，在短短3天内，黄金互助基金又被提走了4亿美元的黄金。在那时，白宫部分投降了，约翰逊宣布他将寻求征收10%的附加税和采取其他措施实现预算平衡。这些措施被他推迟了好几个月了。

如同在古老的制度下，黄金市场现在给了这个时代最伟大的政治家所需的借口，来向国会要求增加税收和削减支出。同时，政府还宣布了一系列笨拙的措施，试图阻止美元的外流。这些措施包括对直接海外投资实施强制性控制，强制调回海外收益，而且还可怜地向美国公民发出警告，在两年内推迟所有不必要的海外旅行。



但根本性的问题还是过度的美元债务。仅仅在1967年一年里，美联储持有的财政部国债上升了12%，并且在之前的24个月内，购入政府国债的规模和提高银行储备合计扩大了21%。与此相关的新增美元债务泛滥成灾、无处可藏，但约翰逊却拒绝做一件最有效的事情，也就是说，他没有要求美联储大幅提高利率，以及逆转原先的白宫命令，停止超发货币，从而阻止制造更多的美元债务。

然而，仅仅消停了几周，黄金挤兑风潮再次来临，这一次的强度更加惊人。任凭黄金市场对金融准则发出强烈的召唤，约翰逊政府内的凯恩斯主义经济顾问们还在为“狡猾的尼克松”最终完成摧毁金本位制的肮脏任务铺平道路。

到1968年3月8日，黄金互助基金以每天一亿美元黄金的速度大出血。在这之后，经济顾问委员会的主席加德纳·阿克利敦促约翰逊关闭财政部黄金窗口。换言之，如果欧洲拒绝无条件地出售手中的黄金来支援陷入困境的美元，那么美国将逼迫持有大量美元债务的欧洲陷入绝境。这个潜在的恐吓手段与1931年9月英国财政部的背叛行为不相上下。欧洲多年来一直坚信美元如黄金般可靠，因此储存了大量的美元资产，而如今它们却不得不为这种愚蠢的想法承担巨大的损失。

无疑，这需要一位比约翰逊更粗鲁的得克萨斯州人才能对欧洲人发号施令，说“美元是我们的货币，但问题却是它们（欧洲）的”。此人便是3年后的约翰·康纳利，他的这番言论震惊世界。但事实是，在约翰逊政府内的凯恩斯主义顾问中，没有人会承认正是他们的通胀性经济政策加速了这场危机。

随着穷途末路越发临近，原本自信得意的教授们束手无策，只能出台愚笨的措施，对美国公民在海外的经济活动加以限制。他们的观点已经沦落到关注细枝末节的尴尬境地，宣称美国游客和商人在海外进行资本主义的个人行为是造成市场疯狂抛售纸币美元、兑换成黄金的原因。

参议院以微弱多数批准了一项紧急措施，废除了美联储发行美元纸币必须含有25%黄金的多余要求。1967年年底，财政部公告持有约120亿美元的黄金储备，现在意味着财政部可以全部动用这些黄金，来履行布雷顿森林体系中美国所应承担的责任，维护每盎司35美元平价黄金的汇率。

当时当地，华盛顿还有一丝机会来表明支持稳健货币的立场。换言

之，在政治上利用国家在黄金交易上所蒙受的屈辱损失，在国会推动增加税收和削减支出的行动，同时授权美联储对5%的年化通胀率实施坚决的打击。如果这样的话，那么黄金挤兑风潮便可能停止，布雷顿森林体系的框架可能得以保存。

很明显欧洲国家，尤其是德国、瑞士和荷兰，非常乐意配合美国采取合理和果断的行动，来重建金融市场的秩序。但到1968年3月14日，当黄金外流现象每天高达4亿美元时，约翰逊只得认输，无奈地关闭了黄金互助基金。

约翰逊同时也老调重弹，宣称美国将不惜一切代价保卫每盎司35美元平价黄金的汇率，但这个保证完全是一张空头支票。自那以后，只有华盛顿愿意的时候，美联储和其他国家的央行之间才会以每盎司35美元的平价进行黄金交易。

那时所谓的开明经济观点认为，黄金互助基金的关闭是次要事件。因为当时已经开始启动实施一种新的国际货币基金组织的法定货币方案，它被称为“特别提款权”。但按当时的逻辑，而且也是被后来的历史所证明的，尽管美元是一种各方政治上妥协的产物，而且当时正在被人们抛弃来换取黄金，但国际货币基金组织的货币实际上比美元更难以让人信服。

不幸的是，在凯恩斯主义的共识中，宣称的科学真理总是要比实际的少。即将出现的问题并非如那些教授所辩称的，在全球货币体系中出现储备资产短缺，而是美国缺乏遵守金融准则的意愿和行动。不仅如此，美国还坚持在布雷顿森林体系下把美元作为新的国际货币体系中的储备资产。

当美元和伦敦黄金市场的联系在1968年3月被终止，博弈结束了。美国金融准则或许有复活的可能性，但这一丝可能也不可避免地被消灭了。

## 帝国的毁灭和通往戴维营之路

美国在实施金融挥霍政策时，其核心想法是不愿意为帝国的崛起支付巨额的、在很大程度上未被承认的费用。从20世纪60年代初到1968年年底，为支撑美国在全球的军事霸业、东南亚地区的越南战争、日益庞大的安全支援网络以及外国援助等，花费的资金累积高达700亿美元。到尼克松关闭财政部黄金窗口时，累积费用高达1 000亿美元。

当然，以艾森豪威尔的想法，完全没有必要在所谓的国家安全上进行如此庞大的财政支出，尤其是其中有一部分是用于对越南进行占领战争上。但作为自由世界的霸权力量，为了抵御苏联帝国，美国应该有能力承担占GDP几个百分点的费用，用于创建一个稳定、和平和更加繁荣的全球秩序。

但美国不能用借钱资助的方式建立一个全球的帝国。诚然，支付海外军事基地的费用和实施经济援助并不会自动导致国际收支出现赤字，这种情况无异于从秘鲁渔场进口凤尾鱼或从巴西种植园进口咖啡。但在选择实施将导致美元外流增加的国家安全活动的同时，没有通过输出贸易和服务换取足够的贸易顺差来抵消，这才会导致出现国际收支赤字。

如同英国在19世纪向世界所展示的那样，一个帝国霸权需要有稳定的经常项目盈余，才能资助其在海外的霸业，包括私人资本投资和国家的军事项目。因此，美国在20世纪中期无法经营一个财政稳健的帝国是源于昏庸的政策，而不是在海外冒险经营所带来的必然后果。

1964年，除去国防支出之后，美国经常项目的收支盈余是90亿美元。到1968年，这个数字下降到45亿美元，而到1972年，甚至出现了将近10亿美元的赤字。

与此同时，美国在全球展开了帝国足迹的美元支出，包括在亚洲的地面战争，以及支付给各附庸国的经济援助，从1964年的60多亿美元大幅增加到8年后的120亿美元。在经常项目下民用收入日趋缩小的同时，对外扩张的国家安全费用支出却在增加，其间的差距越来越大，当然就造成了多余美元在海外以更快的速度堆积起来。

由于华盛顿担忧无法支付帝国的支出，不愿意对过热的国内经济实行大幅度的紧缩措施，所以尽管财政部已经勇敢地采取了拖延战术，但肯尼迪时代的国家货币储备仍逐渐流失。在1959年，国家黄金储备最多时大约有220亿美元，而到1968年3月的危机时期，已经下降到不足100亿美元。

更糟的是，外国央行所持有的短期美元债务继续增加，已经高达将近200亿美元。这意味着，布雷顿森林体系下“储备货币”的发行国已经从它的银行账户里大规模提款，而且与1931年英国的情况一样，它已没有足够的黄金支撑所欠的美元债务。

所以，在1968年3月，面对国内爆发的日益高涨的反战浪潮，在宣称自己即将卸任之后，六神无主的约翰逊关闭了黄金互助基金，从而引发了最后一波挤兑美元的狂潮。这次风暴如期引爆市场投机行为，猖獗地做空美元，在主要国家的央行，人们纷纷用多余的美元兑换成德国马克和法国法郎，而不是黄金。当这些多余的美元很快在各国央行的柜台上堆积起来时，“做空”美元的压力随即增加。

## 与帝国相依存：美国的稳健财政

事实上，与海外帝国相辅相成的应该是在美国国内实现预算盈余，以及执行严谨的稳健货币政策。如果它希望把苏联的坦克旅远远地隔离在欧亚大陆的内陆地带，同时向防线后方的人民提供衣服、投票箱和可口可乐，那么美国就承受不了刺激国内需求的后果，也负担不起用通胀货币和低息信贷货币购买进口商品的费用。

然而在1965~1968年，当美国在越南的远征军规模从1.7万人增加至51.5万人时，国内银行信贷以每年8.1%的强劲势头增长。在这种情况下，这与稳健的国家财政所要求的正好相反。

当约翰逊在黄金美元危机和自己政治前途上举白旗投降时，便是权贵资本主义在发展过程中承前启后的历史时刻。约翰逊是罗斯福“乡巴佬联盟”和新政集权主义的继承人，30年前，他作为来自南得克萨斯丘陵地带的国会议员，领导着政府资助的乡村电站运动。

当他结束总统任期时，约翰逊已经对罗斯福新政做出了巨大的升级，通过类似模范城市、建房补贴、就业工作团、公共交通援助等计划，把毫无计划的集权主义推广至美国的都市经济中，同时通过实施联邦医疗保险计划，形成了社会保险的循环机制。的确，约翰逊的“伟大社会”是“更新版”的罗斯福新政，而重建伟大社会反映了民主党政治基

础正在向北部和城市迁徙。

尽管“伟大社会”是一场充满浪费、不公平、无效率的运动，但单凭运动本身，这种国家扩张并不会导致财政上的毁灭。真正导致毁灭的是约翰逊狂妄地把“伟大社会”运动推广至湄公河流域。

在这场历史性灾难的冒险中，约翰逊把战争国家从艾森豪威尔时代的最低限度扩张了40%，因此把艾森豪威尔重新夺回的1 500亿美元（以2005年不变美元价格计算）财政净空完全浪费了，而把净空填满的则是“大炮和黄油”预算、赤字融资选择性战争，以及绑架美联储、实行国家财政挥霍的通胀金融政策。

在1967年年底和1968年年初发生的伦敦黄金市场动乱是一个强烈警告：金融准则已经到了破裂的时刻，稳健货币危在旦夕。黄金动乱事件同时也是一个历史的里程碑，象征着20多年正统财政和货币运动的斗士们，从杜鲁门、艾森豪威尔、马丁甚至到肯尼迪政府的财政部，所有的努力都白费了。

因此，通往戴维营最后一公里的旅程是从1968年3月开始的。伴随伦敦黄金市场危机出现的所谓双重黄金市场的存在注定是短暂的，因为美元不再是应公民需求即可兑换的货币，而只是随国家的愿望和便利才可兑换的货币。

众所周知，尼克松很快发现，担负起用黄金来支付美元债务的责任和维护布雷顿森林体系，给他的执政理由带来明显的不便，而他希望在1972年总统大选中再次当选。

而且，尼克松发现在他的经济智囊团中有一位通晓多种语言的顾问，劝说他废弃老派共和党金融教义核心，即平衡预算的规则和稳健货币的金本位制。因此，现在共和、民主两党都接受了繁荣管理的模式，财政政策的制定沦为不受欢迎的枯燥工作，只能对就业人数和GDP指标进行统计分析。公共政策的制定流程演变成特殊利益集团和权贵资本主义寻找借口、掠夺国家财政的合理化工具。

更糟的是，切断与黄金的联系，为美国国库券本位以及之后几十年美联储实施债务证券化和货币超发政策铺平了道路。由于浮动汇率制从来没有在全球范围内实施过，所以凯恩斯主义的教授们和弗里德曼货币理论的合作者们或许可以自找借口，称无法预见到最终的破坏性结果。

但之后几十年的历史消除了所有的疑虑。如果把自由市场和自由印发货币组合在一起，必将导致致命的金融变形。换言之，世界经济巨大的金融化进程、无止境套利交易的崛起、投机对冲基金的大规模安排、一连串的巨额债务，它们都是由债务控制的，并由更多的债务支配。



## 第十三章

### 愚蠢的弗里德曼： 美国国库券本位的崛起

由此，一幕美元末路狂奔的大戏徐徐拉开，在金本位制的第二次“远足旅行”中，“储备货币”的发行国实施了一次严重的背信弃义的行为。在这一幕发生时，美国人民觉得很合适的场景应该是：1969年1月，一名站在白宫门前的男子拼命把黄金货币和金融准则砸得稀巴烂。

众所周知，尼克松天生具有许多性格缺陷，有些缺点臭名昭著。而排在首位的是对他认为导致其竞选失败的人一直怀恨在心，尤其是经济学家、政策制定者甚至是旁观者，只要是他认为应该对导致1960年温和经济衰退负责的人——当年正是因为衰退才使得他在大选中输给了肯尼迪。

尼克松对造成1960年总统大选失败的人真的有着极大的仇恨。例如，他坚持认为一名中层官员对他的竞选失败负有不可推卸的责任。他就是当年美国劳工统计局局长杰克·戈尔斯坦，尼克松认为是他有意在1960年总统大选前夕捏造月度失业报告来破坏他的竞选活动。8年后，尼克松告诉白宫团队，第一项工作就是确定戈尔斯坦是否还在劳工统计局，如果还在的话，立刻解雇他。

因此，毫不奇怪，当尼克松入主椭圆形办公室之后，他是想尽快换掉美联储主席马丁，逼迫美联储唯命是从。诚然，日益上升的失业率对共和党的成功造成了巨大的威胁，因此他对货币政策真正感兴趣的是，确保在竞选期间不要再次出现失业率上升的情况。

但非常讽刺的是，到底是什么东西让尼克松迷上弗里德曼的浮动汇率制货币理论的呢？众所周知，尼克松需要的正是完全自由的政策空间，能够在1972年第二任竞选活动期间促成国内经济的繁荣。弗里德曼的门徒在戴维营献给尼克松的正是这个礼物，而且用知识界保守派领袖的货币政策教义将其包装起来。

## 一派胡言的弗里德曼规则

坚守传统货币政策教义的人总是有着正确的判断，担心国家法定货币通胀所带来的威胁。因此，到1969年1月，CPI上涨到和平时期从未有过的6.3%，这是一个危险的信号，表明摇摇晃晃的布雷顿森林体系已经到了危险的转折点，而战后世界货币基础正处于危险的边缘。

但按照弗里德曼的观点，情况并非如此。作为保守的芝加哥经济学派的典型代表，他完全漠视日益严重的通胀危机，把它视作美联储傻瓜政策的产物。弗里德曼坚持认为，马丁当年屈服于压力，放松货币供应以支持约翰逊实行赤字财政，这个“错误”很容易被修复，几乎只要摁下开关就行了。

弗里德曼对庞大的历史数据进行研究后认为，只要货币供应量的增长被控制在一个固定的、不变的速率上，如每年3%的增长，那么通胀就会很快被抑制住。如果能一直坚持这个法则，就可以开启资本主义的繁荣，而不需要其他条件，如黄金的可兑现性、固定汇率、货币互换协议额度，或者任何央行围绕着布雷顿森林系统开发的必备手段。

的确，一旦央行把货币供应量的增长保持在固定和可靠的状态上，自由市场会照管好其余一切，包括确定美元与世界各国货币的正确汇率。例如，按照神奇的弗里德曼货币理论，这只“看不见的手”会悄无声息而又有效地促进经济繁荣，惩罚金融证券市场的错误。于是，也就无须对金融机构进行笨拙且无效的监管。

但弗里德曼“固定法则”的货币理论从根本上来说是错误的，其原因是马丁很久之前工作于金融市场第一线时就发现了的。致命的错误是美联储无法控制弗里德曼的单变量，即按照活期存款和现金货币计算的M1。

在美联储主席任上经历了将近20年，马丁深知美联储唯一能够大致控制的只有银行准备金的水平。除此之外，没有任何固定的算术比率，比如货币乘数。

货币乘数是衡量银行准备金与银行存款之间的比率，即潜在货币与实际货币之比。但如上所述，商业银行不会直接创造实际货币（活期存款），它们发放贷款，然后把贷款收益划入储户账户。因此，银行准备

金与货币供应的传递过程走的是银行贷款部门和信用创造流程。

毫无疑问，美联储无法控制借方或贷方的动物精神，那是自由市场利率该起的作用。因此，在贷款需求强劲时，银行会激进地利用银行准备金，直到旺盛的借方热情被高利率扑灭为止。与此对应，在贷款需求疲软、市场利率徘徊在低位时，银行准备金就躺在银行里闲置着。因此，货币乘数会随着经济和金融状况出现巨大波动。

而且，即使最终货币乘数可以被精确地衡量和控制——事实上是不可能出现的情况，它也不会是固定“速率”，也不会与经济活动或GDP有任何关联。实际上，在信贷扩张疲软的通缩期，速率趋向于下跌，表示M1每增加一美元，创造的GDP增量越少。相反，在银行信贷快速扩张的通胀期，速率会趋向于上升，表明M1每增加一美元，创造的GDP增量越多。

所以，其间原因链很长且很难准确把握。从公开市场操作（银行准备金增加）连接到商业银行信用创造（M1增加），再连接到额外信贷支出（GDP增加），影响最终结果的因素很多，就好比是在驾驶一辆破车时松开了转向装置，那么打了方向并不一定意味着能够避免冲入河沟。

肯定没有理由相信，M1可以被控制在3%的增长率上而不出现错误。而且无论怎样，把M1的增长率维持得中规中矩，会导致经济活动实现任何可预期的增长速度，或者实际GDP增长和通胀混合的结果。简言之，弗里德曼单变量固定货币供应量的法则，基本上就是学术领域的一派胡言。

当然，对于这些问题，货币主义者已经有现成的答案，那就是在货币政策传递过程中实行“提前错后”法，只要给予充足的时间，货币乘数和速率将退回至标准值。但这个“充足的时间”条件的解释，有两个无法克服的缺陷：弗里德曼的固定法则不可能在日常快速变化的现实金融市场中得以实施；更重要的是，它违背了货币主义者在政治上绝望的天真本性，尤其是弗里德曼。

## 货币主义的圆锥体：白宫的弹性图表

在里根执政时期，我曾遇到过一个真实的案例，当年财政部主管货币政策的主管贝利尔·斯普林克尔是一位虔诚的弗里德曼门徒。每周参加白宫经济吹风会时，他总是拿出独特的“货币主义的圆锥体”图表来做汇报。图表由两条上行虚线组成，从起点日期开始，两条虚线分别表示货币供应量的两种情况，即以上限的4%增加货币供应量，以及以下限的2%增加货币供应量。

这就暗示着，如果美联储遵循弗里德曼的法则，实际货币供应量的路径使随着每个月、每个季度滚动，紧贴在“圆锥体”内运行，因此表明在货币管理上只有这件事才重要，只要如此，一切都好。而实际并非如此，图表上跟踪每周货币供应量增长的实线呈螺旋形波动，几乎总是运行在圆锥体外，有时在高端，有时在低端。

换句话说，当代最强势的央行主管保罗·沃尔克在每周一次的“货币考试”中均不及格。因此，斯普林克尔每隔几周都要拍桌子发脾气，因为美联储的货币供应量要么紧、要么松，十分危险。万幸的是，斯普林克尔的图表没有引起多少人的注意：里根总是一脸茫然，白宫幕僚长詹姆斯·贝克打着哈欠，而国内政策顾问艾德·米斯则示意赶快切换到下一个话题。

更重要的是，沃尔克很容易解释，货币供应量数字在短期运行中存在的多种复杂性和各种反常情况，而且经“调整”后，他的实线还是运行在圆锥体内。除此之外，信贷增长大幅下降，从1979年的12%下降至1981年的7%，1982年继续下降至3%。这导致了经济发展出现暂时放缓的趋势，在短短24个月内，通胀从两位数水平大幅下跌到4%以下。无论是否按照货币主义圆锥体的要求，沃尔克都算完成了他的任务。

事实上，货币主义圆锥体只不过是橡皮泥式的数字游戏，代表着从任意一个起始点开始计算，反映出货币供应量年化增长率的变化，而由于出现一个接一个的异常情况，起始点也不停地被重置。其实更相关也是迫在眉睫的事情是，降低美联储资产负债表危险扩张的速度。在沃尔克来到美联储伊寇斯大楼之前的9年间，资产负债表翻了一番，从600亿美元增加到1 250亿美元，导致银行系统新增准备金泛滥，拥有了各种通胀性信贷增长的必要手段。

沃尔克很轻松地完成了平抑通胀的真正目标。通过到1982年把美联储资产负债表的增长速度收缩至5%以下，沃尔克成功地让市场相信，美联储再也不会被动地确认通胀，如伯恩斯和米勒曾经所为，同时也让

市场知道，在上涨的价格上进行投机再也不是只赢不输的赌注。沃尔克通过展示美联储的决心，成功地控制了通胀，而不是通过聚焦弹性货币统计数据中的单变量，来实现平抑通胀的目标。

沃尔克同时也证明了，M1的短期增速在很大程度上是不相关的，也是不可能被控制的，但美联储却可以通过在资产负债表上展现坚定的纪律，实现控制通胀怒火的目标。然而，这一成功直指货币主义固定货币供应量法则的致命弱点：弗里德曼从来没有解释，一旦从布雷顿森林体系的外部准则中被解放出来，美联储如何才能继续被像沃尔克一样具有钢铁般意志的政治家所领导；一旦出现像1982年的货币政策崩溃，他们如何才能禁受住挤压逼迫，而继续领导美联储。

事实上，沃尔克时隔一年再度出山纯属侥幸，因为对他的任命存在政治上的争议，当初他所制定的政策导致经济遭受衰退的重创，所以白宫团队和参议院共和党领袖们都希望他下台。例如，参议院领袖霍华德·贝克愤怒地要求沃尔克“不要阻碍美国经济的发展”。

沃尔克能够最后胜出，完全是因为里根坚持这一正确选择，相信美联储长期以来的挥霍政策已经造成通货膨胀的严重后果，只有在货币政策方面坚持一段节衣缩食的日子，才能治愈通胀。但自那以后的几十年里，历史明确地证明了美国政府的统治制度很少会产生类似里根那样的总统，而沃尔克之类的政治家几乎在这个体制中绝迹了。

因此，弗里德曼把浮动汇率制货币政策这个经济恶魔解放出来，其依据的幼稚观点认为，伊寇斯大楼里的官员不能也不会遵循他的货币规则。这是令人吃惊的姿态，因为弗里德曼在自由市场经济理论上的杰出学术成就，最早可以追溯至20世纪40年代后期，当年他开创性地批判纽约市政府对房屋租金的管控。因此，他的学术造诣充满着对政治家们的一贯怀疑，而他的著作总是包含着对政治家们的各种作弄。

然而，弗里德曼把美联储从固定汇率制的束缚中解放出来，并且解除了用黄金赎回美元债务的责任，因此，弗里德曼的货币教义实际上给了政治家们一个巨大的奖赏。与它所带来的恶果相比，实施他的货币教义的回报微乎其微，因为他的教义是对自由市场理论的种种羞辱，包括租金管控或者跨州货运监控等措施。



## 货币教条主义的潜规则

弗里德曼的货币理论实际上把国家银行准备金、货币和信贷置于12人的“货币政策政治局”的完全控制之下。一旦解除金本位制的外部束缚，美联储就把其使命扩展至无穷，包括对国家GDP发展承担起全面管理的责任，对货币金融市场实施有深度、一贯的和终极的破坏性干预。

当然，不言而喻，这位持自由论的教授并没有兜售集权主义的计划。因此其潜台词是，美联储被一群克己的货币教条主义者掌控着，他们从不会受到诱惑而偏离固定货币供应量增长的法则，或偏离其使命。毫无疑问，弗里德曼从来没有寻求特权来培育和任命美联储的领袖，也从不对美联储的选拔过程或日程运行方式等提出任何重要的建议。

但这种明显的不作为使得弗里德曼的货币主义更加危险。他的货币理论著作《美国货币史》出版后4年，他的门徒们由乔治·舒尔茨率领于1969年成为尼克松白宫团队的生力军。

他们的心中充满信仰皈依后的热情，很快就在真实世界中把弗里德曼的伟大理论付诸实践。他们这么做也是暗自坚信一个不大现实的观点：货币主义可能成功，因为这些被任命为联邦公开市场委员会委员的普通官僚和他们的继任者，无论原来是银行家、经济学家、商人，还是前任政治家，终将被货币供应每年增长3%的逻辑搞得彻底的晕头转向。

## 弗里德曼送给华尔街的大礼

让联邦公开市场委员会成为忠实执行货币教条主义政策的机构，并且让委员们紧盯货币供应量的指标，一旦出现偏离3%的目标，无论是高还是低，就敏捷地调整转盘，这种想法纯属白日做梦。不仅因为这在政治上非常幼稚，而且是通过倒霉的伯恩斯准确传递出来的，显示出尼克松在政治上的残酷无情。

弗里德曼严厉的、受规则约束的、有着自由裁量权的央行理论也完



全忽视了美联储容易受到市场影响的特性。这种特性被华尔街债券交易商及其庞大的会员银行网络所捕获利用，这些金融机构，无论大小银行，都把它们现金储备存在美联储。一旦美联储不再担心如何保护美元的外汇价值和美国黄金储备，那么它便追逐更大的管理范围来实施金融压制政策，例如低利率政策和扭曲收益率曲线操作，这些都内生性地实现了华尔街的繁荣。

恰在此时，美联储不知不觉地沦落到制定讨好和纵容华尔街政策的地步，但这种状况暂时被沃尔克开展反对大通胀的划时代运动制止了。通过无情地紧缩货币市场，沃尔克艰难地平抑了通胀，制造了一场华尔街和银行都深恶痛绝的噩梦，即实施了空前猛烈的收益率曲线倒挂操作。

当短期利率达到20%或更高、远高于长期国债收益（12%~15%）的时候，这意味着投机商和银行不可能从套利交易中获利，交易商股票和债券存货价值就会遭到重创：不断上升的高利率意味着金融资产价值的流失。因此，沃尔克领导下的美联储毫不奢望通过“财富效应”或者纵容华尔街的投机商，来造成泡沫经济。

然而，1987年，当沃尔克取得初步成功之后，便被贝克领导下的财政部废弃了。反通胀的任务转移到更加意气相投的机制，那就是邓小平的“工业军团”和在20世纪90年代之后席卷美国经济的“中国价格”通缩。由于抵抗通胀的银根紧缩政策失去了紧迫性，所以格林斯潘领导下的美联储很快就把促进经济繁荣摆上议事日程。

但它首先得摆脱弗里德曼固定货币供应增长法则的限制。在20世纪90年代初，通过改变监管政策，很容易消除多余限制，允许银行提供“可转移”的活期账户，换言之，每天核对活期账户，超额就隔夜转存入储蓄账户。因此，弗里德曼的M1供应量就不可能地被精确衡量了。

眼不见心不烦，在过去20年里，美联储在弗里德曼的引导下，从布雷顿森林体系的暴政下解放出来，以至于能够承诺实施固定货币供应增长的法则，但现在却不屑回顾总结甚至提及货币供应的问题。的确，格林斯潘和伯南克的美联储已经全身心地投入货币价格的操纵，也就是指对利率的操控。同时，他们把弗里德曼的货币理论统统扔进历史的垃圾桶，而伯南克声称他一直是弗里德曼的门徒！

没有了黄金的限制，也废除了固定货币供应的法则，美联储在适当

的时候公然宣称，联邦公开市场委员会将担负起对整个国家GDP实施计划和管理职责。当然，在这场巨大的事业中，华尔街的债券交易商起到了关键的作用，它们就像传输带，把信贷扩张所带来的经济繁荣传递至市场，把资产通胀的万灵药传给了投机阶层。其结果是，只要事情涉及华尔街，美联储一开始总是信心满满，而以灰头土脸告终。

辩护者或许会声称，弗里德曼不可能预见到这个结局：针对有着自由裁量权的美联储，他在尼克松政府中的门徒发动了伟大的实验，最终却导致无耻地投降于华尔街。这种现象首先出现在格林斯潘时期，在伯南克时期却变成挥之不去的可怕现实。但上一个时期的金融政治家曾经接受了金本位制，他们有一个充分的理由：黄金是抵抗美联储自负和愚蠢的终极堡垒。

## 弗里德曼打开了潘多拉魔盒：公开市场操作

最终，明显出于集权主义的原因，弗里德曼放弃了金本位制。正如凯恩斯一样，他总怀揣着经济学家的野心，希望能够找到实现更高国民收入和经济繁荣的途径，以及能够实行的干预手段和经济疗法。他们之间唯一的区别在于，凯恩斯最初和最主要是一位财政主义者，而弗里德曼则利用美联储的公开市场操作，把它当作通往最佳经济总需求和更高国民收入的途径。

在这个立场上，存在多种巨大的讽刺。它把美联储置于主动积极地通过公开市场操作买入政府债券的地位上，而这在道德上是被禁止的市场行为。当然，弗里德曼辩解道，联邦公开市场委员会应该以不超过3%的年收益率购买债券和国债，但这个限制是靠不住的。

确实，不可否认，弗里德曼是“大政府”理论的元凶，他引领并精心培育着共和党控制下的美联储，而且对此事专心一意。在他们的保护下，美联储很快就贪婪地享用着财政部的债权大餐，从而缓解了财政上用增税支持政府扩张的尴尬。

弗里德曼也曾经说过，在自由市场机制下，民主才会更加兴旺，在这一点上，他是完全正确的。但他偏爱使用繁荣促进的工具，以及美联

储对货币供应的管理，与凯恩斯相比，这更是反民主的表现。财政政策激进主义至少还要通过立法院的商议，在更广的意义上，需要公民通过选票进行审议。

与此相反，12人的联邦公开市场委员会是美国行政管理当局批准成立的，就如同是未经选举的政治局。久而久之，联邦公开市场委员会就会站队，直接站在了债务方那一边，如房地产业主和使用杠杆操作的金融投机商，来对付在银行存款的储户，如工薪阶层和进行股权融资的商人，而后者没有获得任何来自政策行动方面的帮助。

然而，隐藏在弗里德曼货币理论中的密室集权主义最大的不幸结果是，弗里德曼明确无误地站在美联储创始者愿景的对立面上。众所周知，格拉斯和威利斯分配给联邦储备系统一项谦卑的使命，就是被动地把商业银行提交的优良抵押物转化为银行的流动性。

其结果是，开设贴息窗口服务的“银行的银行”与持续开展公开市场操作的央行有着本质上的巨大差别，而不仅仅是技术手段上的区别。在1913年通过立法成立的早期“储备银行”，针对部分准备金制的储蓄银行，对其资产负债表的资产和债务之间进行更好的流动性匹配，因此，无疑提高了银行的效率、稳定性，以及整个银行系统准备金的利用率。

但贴息窗口操作对整个银行系统货币和信贷的影响，特别是如果借贷利率被合理地设定在高出市场利率的惩罚差额水平，那么这种影响就是纯属偶然和派生性的，而不是政策性影响。很明显，这种基于贴息窗口操作的管理系统不可能对宏观经济总量有任何主张，诸如对产量、支出和就业的管理。

简言之，在贴息窗口操作的模式下，全国就业人数、生产价格和GDP都是在自由市场环境中自下而上的结果，而不是国家政策操纵的结果。相反，公开市场操作将会内生性地导致国家对GDP和其他宏观经济总量进行计划和目标管理。真相是，控制M1的唯一原因就是，华盛顿可以对经济需求、生产和就业实施操纵。

为什么作为自由主义经济学家，一位对政府的计划和工作深恶痛绝的人却要赋予联邦公开市场委员会这么大的权力，对国家经济进行计划和管理，尽管他自己也认为委员会更像是早期货币市场的政治局，而且通过看上去非常隐秘的方式操纵M1？那只有一种答案：弗里德曼彻底地误解了大萧条，得出错误的结论，认为在1929~1933年，美联储过度

尊重了金本位制的规则。这导致了在公开市场无法激进购买政府债券，由此在股灾之后的45个月内无法制止M1的深度下降。

但历史的证据清晰无误。美联储在履行央行的职责时，没有出现流动性短缺，也没有失误。的确，在这个时期，联邦储备系统的6 000家成员银行没有很好地利用美联储贴息窗口的作用，在所有提交优良抵押物的银行中，没有一家被拒绝获得借入准备金。其结果是，商业银行并没有在发放贷款或产生活期存款方面受到任何约束。

但30年之后，弗里德曼坐在芝加哥大学图书馆梯子的上端，却判定银行系统无论如何应该再增加新的准备金。尽管弗里德曼被评为院士是后来的事，但丝毫不影响他的这个判断直指公开市场操作的问题核心。

实际上，通过贴息窗口这一机制，银行可以自由地从系统中获取新的准备金，来满足贷款和存款的扩张。相反，作为初期集权经济计划管理部门，美联储通过公开市场购买债券的机制，不管其成员银行是否愿意，都强制向银行系统注入准备金。

因此，弗里德曼站在集权经济计划管理部门的立场上争辩道，那时候市场错了，虽然几千家银行拥有超额准备金，但按照货币主义真理的规定，还是应该可以再注入准备金，直到银行开始出借资金和开设活期存款。显然，历史已经证明这个观点完全是滑稽可笑的，40年后，在真实世界中，伯南克领导下的美联储完全依据弗里德曼的理论，照本宣科地实施注入银行准备金的操作，最后注定完全失败。这是一个不朽的“推绳子”案例。

## 弗里德曼打开了大门：开启货币主义集权计划管理

历史真相表明，那个时期美联储的核心使命是对银行贷款票据进行再贴现操作。从1929年10月股灾开始直到罗斯福在1933年3月宣誓就任总统，在这关键的25个月内，12家联邦储备银行统一、有效和完整地完成了这项使命。文件记录显示，成员银行对贴现窗口借贷的需求不足，并不是因为美联储征收惩罚性的高利率。事实上，美联储的贴现率在逐步降低，从股灾前的6%下降到1933年年初的2.5%。

更关键的是，在这45个月，银行系统的“超额准备金”大幅增加，暗示着货币市场银根宽松。1929年9月，股灾之前，银行系统的超额准备金有350亿美元，1931年1月上升至1 000亿美元，最终在1933年1月飙升至5 250亿美元。

简言之，超额（闲置）准备金以10倍以上的速度增长，突出证明了银行系统没有陷入流动性饥渴的状态，实际上出现了泛滥。美联储唯一没有完成的使命，也就是30年之后弗里德曼所分配的任务，那就是，通过公开市场购买美国政府的债券，强制向银行体系注入准备金，从而任意维持M1的水平。

恰在此时，在这45个月，M1的确下降了23%，同期的超额准备金增长了10倍。从技术上来讲，这意味着“货币乘数”已经坠落。但正如大家所见，活期账户存款（M1的主力）的大幅减少并不代表银根收紧。而是在这期间，商业银行的贷款登记簿收缩了将近50%。

如上所述，这种大规模的不良贷款清偿是不可避免的，是对原先的债务泡沫进行修正。事实上，在之前的15年里，银行贷款余额以疯狂的速度增加，从140亿美元增长到420亿美元。同所有信贷扩张所带来的经济繁荣一样，在“一战”和“咆哮的二十年代”，银行借贷的高速扩张使得银行充斥着不良贷款，而到1929年10月经济繁荣乐章停止之后，这些不良贷款再也不能滚动了。

其结果是，在股灾后的一段时期，对高达200亿美元的不良贷款进行了清偿，其中几十亿美元的贷款由于商业失败和止赎，进行减值和冲账处理。如上所述，将近半数的贷款收缩归咎于股市，当股市泡沫在1929年破裂时，高达90亿美元的保证金贷款被收回。

同样，营运资本借贷余额跟随着生产而下降。这是工业和出口行业泡沫破裂之后导致的被动结果，而不是美联储无法提供足够银行准备金所造成的。简言之，不良贷款的清偿完全只是实体经济泡沫被刺破所造成的，而不是美联储的吝啬使然。

事实上，从来没有大规模的证据证明，1930~1933年银行贷款下降是由银行收回优良贷款或者拒绝优质客户的贷款需求造成的。然而，除非这些事情发生，几乎没有一个案例能够证明是货币政策紧缩引发了大萧条。

弗里德曼和他的追随者，包括伯南克，提出一个学术谬误，试图解释这些明显的事实。由于在股灾后的45个月内，批发价格急剧下降，因此，他们声称“实际”利率在扣除通缩因素之后是非常高的。

这是学术欺骗。实际上，面对急剧减少的订单，商人们避免新贷款的原因很明显，因为他们不需要更多的资金，而不是因为他们认为“通缩因素调整后”的利率太高了。

最终，弗里德曼的货币理论不能自圆其说，而仅仅宣扬了他的歪理邪说，即货币供应量的被动下降是导致生产和支出减少的主动原因。真正的因果关系正好相反：在股灾后一段时期，生产和支出减少才是全国货币存量急剧下降的原因。因为只有银行有了贷款的需求，才会产生银行存款。因此，当臃肿的贷款规模被削减到可以忍受的水平时，存款的M1同时下降。

由于信贷极度收缩和相关货币乘数下跌，所以对于美联储来说，只有一种办法可以尝试增加货币供应。这就是可能要去美联储购买财政部当年160亿美元的债务余额，并实施证券化。

今天，屡教不改地坚持超发货币的人会毫不犹豫地回答：“没问题。”但由于当时普遍存在憎恨货币通胀的心态，这种举动毫无疑问会在金融市场造成彻底的恐慌和混乱。弗里德曼从来没有解释过，美联储应该如何重新推高正在下坠的货币乘数，或者如果不能，如何向金融市场解释为什么美联储要买入所有的公共债务。

除此之外，弗里德曼亦不能证明，当他在1965年撰写《美国货币史》时，他无中生有地创造出巨额的银行准备金，应该可以使银行系统把这些准备金转化为新贷款和存款的上升驱动力。事实上，弗里德曼也没打算证明这个观点。按照货币需求理论，这是一个推论真理。

事实上，在1932年大萧条到达谷底时，利率证明正好相反。美国国债和商业票据的利率分别是0.5%和1%，意味着几乎不存在信誉良好客户的贷款需求被拒绝的情况。12家美联储银行的贴现业务量日益萎缩也进一步证明了这个观点。在1929年9月，成员银行从贴现窗口共获得将近10亿美元的贷款，但到了1933年1月，贷款金额下降至2.8亿美元。总之，银行没有发放贷款不是因为缺少准备金，而是因为缺乏信用良好的客户和真正的信贷需求。



不管怎样，弗里德曼最著名的门徒伯南克在2008年9月之后进行了真实环境中的试验。为应对金融危机，伯南克领导下的美联储实施了大规模公开市场操作，购买了两万亿美元的财政债券和政府部门债券，并实施了证券化。试验的结果彻底毁灭了他的导师关于大萧条的全部理论。

现在已经水落石出，结果证明是竹篮打水一场空。事实是，现在美联储保存着1.7万亿美元的超额准备金（相比危机前的400亿美元的水平），这意味着美联储债券购买狂潮所创造的新增银行准备金已经胎死腹中。

这些储存在美联储的准备金没有推动市场上商业银行贷款或货币供应量的增加，所以无论如何都没有理由相信，最终的结果会与1930~1932年有任何不同。

## 弗里德曼：淡水边<sup>[56]</sup>的凯恩斯主义经济学家

极大的讽刺是，这个国家最著名的现代保守主义经济学家已经成为“大政府”、慢性赤字和国家财政破产的发明者和创始人。弗里德曼首先敦促政府废除布雷顿森林体系的金本位制，解除了美联储印发货币的束缚，然后又雪上加霜，保守地支持美联储无限期地通过公开市场购买政府债券。因此，弗里德曼的货币理论促使政治家长期地尽情挥霍而无增税之忧，并使之成为惯例和常态。

同样，正是这位芝加哥经济学派的自由主义论教授却赞美凯恩斯主义的基本观念，称华盛顿必须坚持对国家经济实施管理和刺激措施。诚然，弗里德曼的“淡水边”主张用保罗·克鲁格曼的著名语言范例来表述的话，远比他“海水边”的竞争对手的“微调”借口来得谦虚。20世纪60年代，“海水边的凯恩斯主义经济学家”主张刺激经济发展，直至挖掘出所有GDP的潜力，也就是说，他们会促使国家实施任何必需的财政干预手段实现经济繁荣。

与此相比，作为“淡水边的凯恩斯主义经济学家”，弗里德曼认为只要始终精确地控制货币供应量，资本主义会照管好自己，无须操劳。也

就是说，只需国家控制好M1的增长，弗里德曼认为就可以实现经济繁荣。

但他们的共同点是不容否认的。众所周知，弗里德曼认为不能依靠联邦储备系统的成员银行，当它们需要准备金促进经济活动发展时，它们是不会自愿积极地通过美联储贴现窗口为经济提供足够的货币存量的。相反，美联储不得不聚焦于提供精确的M1，只有这样，GDP的发展才能反映经济学家所预测的可能前景，而不是仅仅等它自然发展，成为消费者、生产厂商和市场上的投资者发生交互作用后的自然结果。

但实际上是弗里德曼把国家货币的基础从黄金转变为财政部国债。确实，按照弗里德曼的所谓计划，美联储购买财政部的债券和国债就是货币制造过程，通过它就能够管理和实现经济的繁荣。

弗里德曼没有发现的是，一位聪明的经济学家的M1数量规则是可以被另外一位聪明的经济学家的M2数量规则（一个更宽泛的货币供应量衡量值，包括储蓄存款），或者另一种总需求的数量目标（名义GDP的目标），也或者是就业增长的数量所代替的。例如，芝加哥联邦储备银行总裁查尔斯·埃文斯最近宣布，每月增加20万就业岗位的目标，甚至还有可能是伯南克一直倡导的罗素2000股市指标的数量变化，都会对经济发展产生影响，而不仅仅依靠M1的数量规则。

因此，很难想象，如果这些可替代的“数量”中的任意一个达到了支持者认为对国家经济福利至关重要的“目标”水平，这个世界会变得怎样。简言之，是弗里德曼的浮动汇率制货币理论解放了联邦公开市场委员会，这12位聪明人总会找到购买政府债券的理由，从而为没有痛苦的赤字财政政策奠定基础。

## “看不见的手”从未出现过

美联储对美国财政部债务实施开放式货币化，仅仅是由戴维营引发的稳健货币终结的一部分。当年实施摧毁布雷顿森林体系并实施浮动汇率制的决定，导致了国际金融准则不可挽回地出现崩溃。

世界上国与国之间的贸易账户从来没有得到很好的解决，尤其是在美国的案例上。如上所述，自1971年以来，累积的经常项目赤字高达8万亿美元，意味着美国人向世界各国借贷了国民收入的“一半”，过着入不敷出的生活。

自“戴维营事件”之后，尽管美国人认为他们甚至不应该这样做，但他们对巨额的贸易赤字已经习以为常。当年弗里德曼向尼克松建议说，市场的力量事实上能够通过“正确”市场均衡汇率的“价格发现”消灭初期的美国贸易赤字。

如此一来，浮动汇率制会根据各个国家变化的情况，不断调整商品贸易、直接投资、组合投资资本和短期金融工具的流动，以达到重新平衡的水平。根据亚当·斯密定义的演变，一只全球“看不见的手”会取代传统的金本位制，起到稳定金融秩序和解决贸易摩擦的作用。而当年被废弃的布雷顿森林体系则建立在金本位制之上。

简言之，国际市场会通过汇率的不断重新定价得以均衡。这意味着赤字国家将遭遇货币贬值，而盈余国家则相反，从而维持国际收支的均衡。

如上所述，这个看似开明、务实和市场化的安排，在实际中却运转不畅。其结果是，自从弗里德曼的浮动汇率制在全球投入使用，亚当·斯密的“看不见的手”甚至从来没有出现过。

与其说它与市场力量一起浮动，还不如说汇率已经被各国政府长期和严重地操纵了，尤其是某些重商主义的亚洲国家，它们追求一种“通过出口实现繁荣”的经济增长模式。

日本、韩国以及紧跟模仿的东亚各国，把它们的本国货币汇率操控在远低于市场均衡的水平，纯粹疯狂地追求出口优势，从而储存大量的美元。然后，它们用储备美元购买美国财政部国债和国库券，并且把这些国债和国库券储藏在它们央行的金库里。

多年来，这些国家遵循完全古老的观点，依然认为美元是“储备货币”，因此它们把这些庞大的美元债务贴上“外汇储备”的标签。但这些央行持有的7万亿美元债务根本不是传统意义上的货币储备。

传统的货币储备是被当作零用现金账户使用的，也就是说，黄金承

担起世界性货币的角色，被用来对各国之间贸易和资本流动所产生的暂时性不平衡进行结算。但只要这些重商主义国家依然操控汇率，国际收支不平衡就会无限期地存在，因此目前的体系也就不需要零用现金储备来对收支逆差进行结算。

对其结果更为恰当的表述是，这些巨额的美元储备是这些国家向美国经济提供的卖方出口信贷。与所有卖方信贷一样，它们都被用来鼓励美国消费群体，在远远超出他们实际收入的情况下，超前购买外国产品和服务。

这股持续不断的卖方信贷潮流大量地吸走了财政部国债和国库券，暗地里也买入了房利美和房地美的担保票据。因此，美国政府债券就成为布雷顿森林体系的真正基础。美国政府债券成为变相货币交换媒介，允许美国人民消费远远大于他们的产出，从而促进亚洲出口经济的发展，往美国销售更多消费者原本负担不起的产品。

确实，随着时间的流逝，重商主义国家的出口与美国政府的债券之间相互交换，成为全球经济的常态做法。弗里德曼设计的货币机制变成了山姆大叔债务的“贪吃蛇”，这结果肯定不是这位理想主义教授最初的规划。

然而，到2012年年底，事实毋庸置疑。在实行了30年的“赤字没有关系”的财政政策之后，美国国家公共债务高达11.5万亿美元。但正如前文所述，其中将近一半，令人震惊的5万亿美元并非由国内外私人投资者持有。相反，这笔巨款就储藏在主要出口国的央行金库里，其中也包括美联储。

## 货币的蟑螂汽车旅馆：国债只进不出

这种央行大量储藏美元债务的变态行为是空前绝后的货币印发狂潮所造成的。其核心的潜台词是：我们印发货币，然后他们也印，这种怪圈不会停止。如此一来，美联储制造的巨额美元债务就被汇率操控的竞争对手消化了，然后循环进入它们疯狂印发货币的狂潮，无论是日元、韩元还是林吉特。

随着近年来以美国债务为基础的全球货币体系变得越来越不稳定，由央行消化的新增财政国债达到惊人的数量。因此，在2004~2012年，美国公共债务增加了6万亿美元，而其中的70%，即4万亿美元，是由各国央行所持有。

因此，可以毫不夸张地说，世界各国央行已经变形为全球连锁的货币蟑螂汽车旅馆。国债进去，却从不出来。因而其中隐藏着“无痛赤字”的秘密。

美国政治家们从而发现自己在享用史上最甜蜜的财政糖果。在未来几十年里，他们拥有特权，可以通过美国财政部无限额地发行国债、国库券和各类票据。他们只是迷迷糊糊地感觉到总有一天，当世界上再也没有那些重商主义国家愿意把其人民的幸福与华盛顿为挥霍、享受而恣意发行的债券进行交换时，财政极限的时刻才会再次出现。

恰在此时，并非所有的美国政治家立刻认识到美国早就应该进入财政天堂。因此，在20世纪90年代上半期，在老布什和克林顿的领导下，老派的共和党人与极端保守的民主党人联手通过了广泛的财政计划，其中包括削减支出和增加税收收入的核心内容。

可是，克林顿勇敢实施平衡预算财政政策已成为传统财政教义的绝唱。这些成果依赖于政治家脆弱的个人信念基础，而这些传统财政信念是他们从上一代那里学习、继承的。

在美国，随着权贵资本主义的出现，仅仅希望依靠不受真实世界中经济和金融压力所束缚的个人信念，传统财政教义注定不会成功。相反，在白宫前街聚集起来的游说集团，很快就找到攫取国家公共财政的秘密通道。

总有一天，在刺激经济发展的名义下，无论是乙醇工厂、私人航空还是GDP等各种借口，财政收入终将被洗劫一空。与此同时，预算支出则被各种各样的福利补贴吞噬，包括病人关怀中心、住宅区、教育支出、农业补贴联盟，以及可替代能源补贴的字母汤。

在更长久的发展过程中，人们不应感到奇怪，在20世纪后半期，美国就已经陷入无节制、无限期财政挥霍的状态。在推出美国国库券本位之前，历史就很清楚地表明，无法依靠政治家的坚毅信仰坚守财政法则。



## 伟大的金融变形：弗里德曼无与伦比的愚蠢

1994年，格林斯潘领导下的美联储突然放弃推出温和货币准则的努力，在此之后，以国库券本位为基础的货币体系就开始了它在全球疯狂的旅程。美联储疯狂印发货币，换来了东亚国家实施更激进的汇率操控行为。

在各国央行争相印发货币的刺激下，全球经济很快出现繁荣，美国经常项目赤字暴增。1995年，美国经常项目赤字金额是1 140亿美元，已经达到占GDP 1.6%的警戒水平，但与此后借贷刺激的经济繁荣相比，这才刚刚开始。

自此之后，美国与其他国家的经常项目赤字呈抛物线上升的趋势，到2000年，增加到4 160亿美元，占GDP的4.2%。实际上，在整个20世纪90年代，美国累积的赤字高达两万亿美元，这像是来自国外的巨额贷款，让美国家庭寅吃卯粮，去购买牛仔裤、个人计算机、花岗岩台面的橱柜、大排量SUV（运动型多用途汽车）以及豪华游轮。

但由格林斯潘领导的美联储催生的借贷狂潮才刚刚开始。进入21世纪之后，在出口国卖方信贷融资的支持下，美国的过度消费达到了几乎疯狂的程度，在2006年，经常项目赤字高达8 000亿美元，约占GDP的6.1%。

截至2011年，在之前10年里，美国累积向世界各国借贷的金额高达6万亿美元，与20世纪90年代两万亿美元的水平相比，增加了两倍。因此，美国人的库房、食品储藏室、视听室和休闲住所摆满了用巨额信贷购买的东西，而这些巨额信贷的来源正是全球国库券本位的货币体系。

久而久之，浮动汇率制引发了前所未有的财政挥霍现象。无税收顾虑的支出为遍及美国经济各个角落的国家津贴、救助和无休止的税收优惠打开了大门。

但导致权贵资本主义崛起的正是这种由全体政府动员参与后推出的干预措施，包括美联储的经济繁荣管理机制。有一个政治学上老生常谈的真理，即有目标和有组织的利益集团总是会战胜散漫的公共利益。因此，一旦攻击财政部、利用华尔街和银行系统被视作实现更好事业的途径，那么白宫前街的游说集团和政治行动委员会就紧紧抓住政策工具，



抢夺公共财政的资源。

所以，到处都是讽刺。在金本位制和美联储在大萧条中的责任问题上，弗里德曼和历史学家完全错了。因此，作为芝加哥经济学派的自由主义论经济学家，相比于其他知识分子，在促使尼克松摧毁货币完整性和财政公平上，弗里德曼要承担更大的责任。当年艾森豪威尔煞费苦心重建的财政公平已成为历史绝唱。

通过提出所谓历史后知后觉的、虚假的货币供应量增长的规则，弗里德曼开创了美国国库券本位制，导致了国际贸易金融体系的巨大混乱和不平衡的状态，重商主义的国家却用它们本国人民的劳动力和自然资源换取了仅仅是以美元标价的美国家债务。

更糟的是，这种交换过程演变为当代金融泡沫的基础。在此基础上，将会演绎出伟大的金融变形，最终导致日益猖獗的华尔街投机狂潮和寻租现象。这是史无前例的金融变形，而弗里德曼的愚蠢也是无与伦比的。

[56] 淡水边：此处有两层意思。第一层是，弗里德曼是芝加哥经济学派的代表，而与此相对应的是新英格兰地区沿海的大学，包括普林斯顿、哈佛等。因芝加哥附近的五大湖名扬天下，所以把芝加哥经济学派称为“淡水边的经济学家”，而把普林斯顿和哈佛等院校的教授称为“海水边的经济学家”，以区分两派经济学家。第二层是，表示其毫无经验。——译者注



## 第四部分

### 泡沫金融的时代

## 第十四章

### 猪腩交易商、浮动货币和投机金融的崛起

在尼克松的召集下，值得尊敬的自由主义经济学家齐聚在戴维营，提出了关闭黄金窗口和浮动美元的政策建议，但他们对这两项政策后果完全不清楚。他们根本无法料到，这将会造成资本主义货币和金融体系神经紊乱。他们也无法想象，这将导致长达40年的金融化风暴，美联储和各国央行被一群狂妄自大的政客们把持，而整天在市场里进行赌博的私人投机者则陶醉在财富狂喜中，在债务所带来的虚幻繁荣刺激下，他们同生共死。

1971年8月15日，当尼克松宣布取消每盎司35美元官方黄金兑换价格时，这些经济顾问压根儿不知道市场将会如何反应。由财政部部长康纳利牵头的民族主义者，当然希望美国的贸易伙伴来承担美元大幅度贬值所造成的损失，因此，依然维持对进口商品非法征收10%附加税的政策，直到贸易伙伴们难以忍受，求和为止。

美联储主席伯恩斯等人则认为，虽然戴维营声明令世人震惊，但也不过是促进世界各国通过谈判“重置”布雷顿森林体系而已。黄金的价格将更加理性（更高），而且美元与其他货币的汇率也将更加优惠（更低）。伯恩斯等传统主义者相信，一旦“重置”黄金体系，固定汇率的优势将会显现，全球金融稳定和秩序将获得重建。

而由乔治·舒尔茨所代表的自由市场派，却坚持不必采取任何后续动作。相反，他们设想，尼克松在周日晚上宣布退出布雷顿森林体系，第二天早晨，市场将会随之主导未来的变化。不必费力，一切将会如愿以偿。

### 外交欺骗：史上最重要的国际货币协议

事实上，事后情况一团糟。正由于缺乏任何貌似可行的计划，尼克松政府在此后的20个月内，不停进行多方调整，修正当时贸然行动所造成的错误。

经过伯恩斯和康纳利共同努力，美国与其他主要贸易伙伴在1971年12月达成了“史密森协定”<sup>[57]</sup>。在“戴维营事件”发生后不久，康纳利宣称无论美国经济遭遇何种困难，找到解决方案都易如反掌。而当年的问题就是，美国正好需要130亿美元的外汇收入，来填补国际贸易赤字的缺口。可靠的应对方案应该是美国收紧国内经济，因为这将会促使由卖方信贷融资所导致的进口下降。相反，美国通过史密森协定，迫使贸易伙伴把它们本国货币与美元的汇率升值了15%左右。

由于货币升值，直接导致主要国家央行屈从于华盛顿的霸权，不敢把美元兑换成黄金而遭受巨额损失。这一幕正是1931年9月的情形重演。

不但他国的资产负债表遭受打击，而且更多价廉质优的美国商品给它们本国经济带来了冲击。与此同时，由于它们商品的美元价格更高而失去竞争力，因此，它们对美国市场的出口呈现下降。

但到了1971年11月，股市在经历了初期兴奋之后，由于担心即将爆发全球贸易战而掉头向下，这就使得康纳利公然采取的重商主义行动不得不因此终止。见此机会，作为主管货币事务的财政部副部长保罗·沃尔克采取断然措施，打乱了尼克松和康纳利的最初设想。在罗马召开的财政部部长会议上，沃尔克提议把美元与黄金的比率上升10%~15%。

而事实上，伯恩斯计划的核心是重置布雷顿森林体系，通过提高黄金的美元价格抵御市场的投机行为。但由于直到那个时候，尼克松和康纳利仍顽固坚持重置后的黄金价格，参与谈判的欧洲各国把沃尔克的提议视为美国所采取的巨大让步。如果欧洲各国同意这项修改方案，这将使得它们本国的货币与美元的汇率上升。

几周后，康纳利等顽固保护主义分子最终与贸易伙伴友好地结束了这场粉饰太平的外交欺骗行为。美国同意取消10%的进口附加税，并且把黄金的美元价格提高9%，至每盎司38美元。与此同时，聚集在史密森学会的主要贸易伙伴同意提高本国货币与美元的汇率，平均升幅达8%，其中德国马克升值14%，日本日元升值17%。

表面上看，这个协定貌似重建了固定汇率体制下国际货币的秩序，为公认的“新布雷顿森林体系”构建了一个框架。的确，在12月18日那一天，尼克松突然出现在史密森学会的闭幕晚会上，高度评价这项协定，把它称为“史上最重要的国际货币协议”。

## 史密森协定：没有黄金的金本位制

事实上，史密森协定名不副实。因为很简单，美国没有对以每盎司38美元的价格赎回美元一事做出任何承诺，也没有保证以其他方式维护黄金比率。美元失去了黄金的稳定作用之后，世界各国将不可避免竞相贬值本国货币，来应对美元的泛滥，因而注定导致新设立的固定汇率体制陷入长期混乱和不稳定。

史密森协定实际上给予美国货币政策上的便利，允许美联储按其意愿印发货币，也使得美国经济得以继续实行通胀型信贷扩张，大幅度增加进口，并且把经常项目下的债务输出世界各国。具有讽刺意味的是，伯恩斯之流的传统主义分子曾经希望，美联储把黄金重新固定在每盎司38美元的水平上，如果这样的话，这将是“重置”布雷顿森林体系的诚实之举，也将促使美国信守承诺，一旦外国央行提交申请，美国将以黄金赎回美元。

但每盎司38美元的黄金价格根本就毫无意义，史密森协定所带来的成果使得伯恩斯有机会完成另一项任务：执行来自尼克松政府的严厉命令，必须在选举年突击印发货币。没有了黄金兑换的威胁，伯恩斯唯一能够反抗的举动应该是挺直腰板坚持立场，但很显然，他并不具备对尼克松说“不”的品格。

当尼克松在史密森学会的晚会发表荒谬演讲时，保罗·沃尔克看到此景，做出了更加冷静和准确的判断，他说道：“我希望这项协定会维持3个月。”多年后，他被推上美联储主席的位子，叫停由此带来的货币印发灾难。

沃尔克当年的悲观完全是根据的。史密森协定企图从根本上建立没有黄金的布雷顿森林体系下的金本位制度，这注定是徒劳的。它赋予



白宫责任，来领导粗制滥造的新布雷顿森林体系，但白宫很快擅离职守。既然美国没有对维护黄金比率做出承诺，那么新创建的史密森汇率体系就很容易成为投机攻击的对象。

于是，英镑很快就遭遇猛烈的攻击。到1972年春末，英镑危机达到顶峰，到了这个时候，美国已经没有办法保卫几个月前刚刚强加于世界的体系。

当时，舒尔茨已经担任财政部部长一职，他在固定汇率问题上自然保持克制的态度，但这并非是在浮动汇率的优势上与弗里德曼维持表面上的观点一致。尼克松在这个问题上同样言不由衷，这并非基于意识形态，而是由于政治上的原因。当英国最终在6月22日放弃抵抗，允许英镑自由浮动时，白宫幕僚长海德曼在第二天早晨的白宫例行会议上提及此事并准备做进一步汇报，尼克松不耐烦地打断道：“我对此毫无兴趣。”

当海德曼尝试继续展开这个话题的时候，白宫会议录音系统捕捉到了即将造成国际货币体系混乱的真实原因。美联储主席伯恩斯告诉与会的白宫官员，英镑实行浮动，势必鼓励投机商实施更多的攻击，并且意大利里拉很有可能成为下一个攻击目标。美国总统回应道：“我根本不在乎里拉。”

在之后的8个月内，国际社会做出种种努力和尝试，希望拯救史密森协定。但其结局早已注定，到了1973年3月，曾经在国际货币市场一度流行的矛盾词汇——没有黄金的金本位制，终于让位于完全浮动的汇率制度。

因此，在历史上第一次出现，几乎所有国家的经济都使用老派经济学家所称的“信用货币”。实际上，这相当于是国家的一种承诺，换言之，货币购买力高低完全取决于央行的决心和意愿。

## 货币主义的盲区

尼克松的经济顾问们在国际货币体系上栽了跟头，却对他们所造成

的国际货币秩序紊乱完全视而不见。实际上，他们创造了投机者的天堂，但他们在货币政策上的盲区让他们无法看清事情的真相。

事实上，并无证据表明尼克松政府的政策制定者们是否已经注意到，工业企业和银行机构在遭遇史无前例的汇率和利率严重失控时所采取的金融反击行动。他们也没有尝试与华尔街或其他主要金融机构进行合作，实施必要的套期保值交易和风险削减措施。

这种令人震惊的失察行为并非是白宫严格遵循放任政策而导致的。当黄金美元在流失，尼克松政府正忙于在美国经济的方方面面实施其工资和价格管制政策。事实上，“虔诚的浮动汇率信仰者俱乐部”在白宫消极忍耐，是由于他们自身遵守极端错误的弗里德曼货币主义理论。

正如在第十三章中所述，弗里德曼是一位坚定的反集权主义者，他十分蔑视政治家，也更鄙视他们试图对社会经济实行改良的行为。他的这些观点是完全站得住脚的。但在废弃金本位和固定汇率机制并使之成为历史的垃圾堆这一领域，当今自由市场经济的教父却培育出集权主义干预和援助的最大计划，这不再是空前的幻想，而是被付诸实践，那就是美联储对美国乃至世界经济，实施货币集权计划管理。

弗里德曼从不认为这将是对自由市场和稳健货币的致命威胁，但这是出于他对政治的盲目蔑视以及莫名其妙的假设，他认为伊寇斯大楼里的核心权力圈，由无权无势的货币学阉人组成。他们远离白宫和国会的政治风云和斗争，无视短期经济波动、选举周期、失业率和行业经济混乱，也漠视瘟疫、干旱或洪水对宏观经济的影响。

如果是弗里德曼的学说控制了美联储，那么它会把货币增长完全控制在每年3%的水平上，年复一年，永远如此。就如同是那个时代虚拟的美泰格<sup>[58]</sup>修理工，在弗里德曼的构想中，美联储的绝大部分官员应该安静地坐在伊寇斯大楼的图书馆里，玩玩拼字游戏，看看书。

因此，毫无疑问，弗里德曼在1971年之前的作品中根本没有讲述庞大的套期保值交易将在浮动货币体制下繁荣的故事。之所以遗漏这部分的内容，是因为弗里德曼认为，如果由芝加哥学院培训出来的美联储官员完全遵循货币主义的规则，那么套期保值交易没有太大的获利空间。

因此，弗里德曼从来不曾考虑，一旦美联储摆脱维护黄金储备体制的严厉规则之后，它是否会落入货币激进主义者和集权计划者的掌控之

中。可以肯定的是，弗里德曼不会认识到，一旦由政治推动的宏观经济改良计划占据政策上的优势，美联储作为政策执行机构，将成为对金融市场不断干预和整治行为实施合理化操作的源头。

而且绝对肯定的是，弗里德曼不会认为，摆脱束缚的美联储最终将会把他所钟爱的自由市场经济，转变为赌场和代价高昂的投机金融场所，而且将不可避免地导致美联储用低息信贷毒害私人金融市场，并且同时为套利交易提供“期权”对冲保护，为肮脏浮动汇率和汇率操纵行为提供便利。所有这些金融变形往往会造成汇率、利率的激烈波动和金融市场的猛烈动荡。

事实上，弗里德曼完全低估了即将从法币央行计划模型中诞生的对冲基金所产生的巨大威力，以至于在“戴维营事件”发生后的几周内，这位著名教授对商业化开发他的浮动货币理论，挂出的价格非常低廉：只有区区7 500美元，即使在那个年代，也极其便宜。

恰在此时，尼克松关闭黄金窗口后不久，弗里德曼为他在浮动汇率上的专业咨询服务开出了极低的价格。他曾经接到过请求，希望他就潜在的汇率对冲市场给出专业意见，可是这个请求并非来自纽约或伦敦进行大型汇率交易的国际银行，甚至也不是来自他的家乡芝加哥卢普区商业中心的银行。

在那个时候，摩根信托公司、花旗银行和伊利诺伊大陆银行都高度专注于国际贸易金融以及资本和货币的流动，每周在汇率交易上的金额高达数十亿美元。但这些大型金融机构中没人会预想到，随着华盛顿在货币体系上的失败，一个巨大的商业计划将开启。就是在“戴维营事件”之后，也根本没有金融专家会相信一个纯粹的浮动汇率机制即将诞生或可以运行。

这就开始了利奥·梅拉梅德的传奇故事。他原本是一位小规模猪腩交易商，经营培根等猪肉产品，在芝加哥商品交易所的交易大厅附近，有一间相当规模的办公室，里面堆放着大量的TUMS牌咀嚼钙片和骆驼牌香烟。办公室开张时，他请到了弗里德曼。在芝加哥商品交易所，梅拉梅德和其他几十家交易商每天默默无闻地专注于几千份双向期货合约的买卖，其涵盖的商品包括鸡蛋、洋葱、虾、牛和猪肉，而梅拉梅德也忙于筹划开展外汇期货交易业务。正因如此，他无意中证明了，国际金融市场对于在戴维营发生的弗里德曼金本位制变局，还没有做好充分的准备。

## 猪腩：开启一代投机金融

利奥·梅拉梅德是金融期货市场的天才与鼻祖，在20世纪的最后30年间，在他的领导下，芝加哥商品交易所取得了突飞猛进的发展。他艰辛而勤奋的一生，给他带来了巨大的财富，但在1971年8月13日周五的下午，对于绝大多数市场观察员来说，无论是芝加哥商品交易所的发展，还是梅拉梅德的财富，都对于即将发生惊人的变化毫无征兆。

当改变世界金融市场的“戴维营事件”发生的时候，芝加哥商品交易所还是一家偏僻的农产品期货市场。它起源于一个世纪前，前身是黄油与鸡蛋行业公会，后来扩展至畜牧家禽等产品。利奥·梅拉梅德是一颗冉冉升起的明星，他早期就取得了商业上的成功，经营的产品包括鸡蛋、培根和洋葱合约，并且展现了出色的领导能力，整天着迷于如何通过创新，来扩展交易所的品种和交易合约的数量。

无法想象，仅仅经过30年的发展，今天每个小时内通过芝加哥商品交易所进行的交易总额达数以百亿美元，交易范围包括各国外汇、债券和股票期权合约。这些都只能更加突显梅拉梅德在“戴维营事件”前10年间只取得了一项非凡成就：在那个时候，他成功地说服了交易所的老前辈们放弃古老的交易真理，即期货合约只适合可以储藏的农产品，如玉米。由于实现了观念上的突破，梅拉梅德帮助他们实现了巨大的飞跃：经营范围不仅包括活家畜，也包括未熏制的培根。

后者变身为著名的“猪腩”合约，梅拉梅德通过完善当天买卖投机的机制，促成了交易量的剧增。1971年，梅拉梅德每年从高度活跃的培根交易中，赚取几十万美元，成为十几家纯投机商中的翘楚。在那个时候，他和这些投机商为在交易所拥有席位的“套期保值者”，如食品加工企业，提供套期保值的交易市场。但梅拉梅德在金融市场风生水起的前景还没有露出任何端倪。

## 恶魔狂欢：5万倍的增长

在这之后，梅拉梅德和芝加哥商品交易所取得了绝对令人震惊的成

就。1970年，梅拉梅德对他知之甚少的外汇和其他金融市场，进行了广泛的研究，寄希望于能够找到新的业务增长点，来弥补日趋萎缩的鸡蛋期货合约交易。鸡蛋期货合约曾经是交易所的传统业务，当时每年的交易额大概是5 000万美元。

40年之后，梅拉梅德当年的研究项目结出累累硕果，交易所现在经营着极其广泛的期货和期权合约，包括外汇、大宗商品、固定收益产品和股权，通过庞大的计算机化交易平台，实现24小时全天候交易的盛况。毫不夸张地讲，当年鸡蛋期货合约的年交易额，现在只要一眨眼的工夫就完全超越了。

很显然，现代信息科技帮助芝加哥商品交易所的成交量获得了爆炸式增长。但梅拉梅德和他的团队具有非凡的创业精神和创新条件，开发了新兴的期货合约业务，因此在交易所交易不断的品种中，有数百种奇异的期货合约在现实中并不存在。

事实上，在进入新兴的金融期货交易之前，梅拉梅德也曾把业务扩展至其他商品期货业务，如冻虾、冻鸡、废钢铁、苹果和洋葱等，但均半途而废。因此，德国马克和短期国库券期货合约的交易量如火箭般上升，其原因是“戴维营事件”彻底颠覆了货币和金融的核心本质。事实上，弗里德曼的浮动货币机制创造出一个巨大的套期保值市场，而在布雷顿森林体系中，特别是在1914年之前传统强势黄金本位的货币制度下，这种套期保值市场压根儿就不可能存在。

在实行固定汇率的机制下，最主要的货币都可以按约定的黄金含量进行赎回，因此，贸易进出口商没有必要对采购的商品或外汇收益进行套期保值。即期和远期汇率除了存在技术上的差异之外，永远是固定不变的。

同样，在金本位制，特别是在1914年之前的黄金体系下，利率常常也是恒定的。例如，在布雷顿森林体系平稳运行的1955~1964年，如果有人提议进行短期国库券套期保值合约交易的话，必定贻笑大方。在此期间，收益率的波动不足以获利或可信，因为事实上，在那个安稳年代，收益率没有一点变动。

更重要的是，企业和投资者近年来纷纷进行汇率和利率套期保值交易，以防范外汇和货币市场的风险，这引发了金融市场其他重大变化。换言之，企业和投资者在专业金融套期保值交易业务上，投入了大量资

本和交易资源。这项业务纯粹是不稳定的货币机制人为制造出来的，因此，在这些业务上投入的任何资本、技术和人力资源都是严重的浪费。

在“戴维营事件”发生之后的40年内，弗里德曼的浮动货币机制一直显示出极度的不稳定状态。自1971年以来，每一次经济周期都把货币系统中信贷和收入比率放大了，导致连环债务不断累积膨胀，而变得越发脆弱。

与此同时，美联储对金融市场更加不断地、孤注一掷地实施大量和公然的干预行为。金融系统的杠杆累积，再加上美联储的激进主义行为，依次导致纯粹投机套利交易猛烈增长。事实上，被套期保值交易所吸引的大量资本，很快就发现了比在集运丰田汽车业务上进行套期交易更有诱惑力的目标。

以华尔街为中心的货币和资本市场，本身就成为进行极其高效的资本投机的理想场所。虽然它们曾经是银行储户和投资者进行交易的经济区域，但在1971年8月之后，华尔街逐步蜕变成投机者的赌场，在大量套期工具和各种市场上进行投机，而不是为主流经济提供资本融资服务。

很明显，久而久之，绝大部分芝加哥商品交易所和全球类似交易所所经营的活动，都可以归结为对源自央行的金融趋势进行抢先交易和套利的行为。在市场上为一般企业和投资者提供的套期保值服务也会受到金融趋势的影响，但相对而言，这部分的业务规模很小。

例如，目前全球期货和期权市场上，每天外汇套期保值的交易额大约是4万亿美元，与之相比，每天全球商品交易额只有400亿美元。尽管套期保值的交易额与所代表的商品交易额之间出现100：1的比率，但在现实中并不存在被放大100倍的商品数量，只是因为像在丰田内，外汇管理主管们会不停地把套期保值合约进行再次套期保值，每14分钟就可以再做一次套期保值的合约交易。

由于过度频繁交易导致社会遭受巨大损失，因此，套期保值交易的赌博行为是严重的资本主义变异，而不是伟大创新。套期保值交易消耗了大量的社会资源，却没有为社会创造产值或财富。套期保值交易把收入和资本净值集聚在经济金字塔的顶端寡头上，即社会的财富被一小部分激进和高超投机者所集中掌握。因此，在这40年里，利奥·梅拉梅德自认为是在替天行道，但他只不过是恶魔般的金融市场里一位高超的赌



徒而已。而正是弗里德曼的浮动货币机制，使得外汇套期保值市场成为恶魔狂欢的场所。

## 弗里德曼的计划书：外汇期货的关键时刻

根据梅拉梅德的自述，到了1970年，他已经“成为忠诚于弗里德曼理论的狂热门徒之一。他是我们的英雄、我们的教师 and 我们的导师”。

在那些悠闲的日子里，梅拉梅德偷偷溜进教室旁听弗里德曼的课程，把它当作猪腩交易商进修学习的必修课：“他的演讲使我兴奋异常。这是经济学的最高权威所发出的声音，（他）断言固定汇率机制错了。是时候把它埋入坟墓了。”

在弗里德曼理论的激励下，梅拉梅德尝试在英镑上开立做空仓位，但在跟芝加哥大卢普区商业中心的银行沟通之后很快发现，他们对纯粹的投机交易不是十分感兴趣：“如果你没有商业理由来支持投机交易，银行对此并不热心。”

当时，银行系统还未开展外汇投机的融资业务，其理由十分充分。在固定汇率机制下，大型国际银行的外汇部门纯粹是服务部门，它们不会投入资金，所有的外汇业务操作都是在安静的交易室里进行的，而不是在吵吵闹闹的环形交易大堂里。外汇交易业务与信托或房地产业没有区别。甚至连梅拉梅德当时都在怀疑，在为大豆和鸡蛋设置的市场约束之下，“外汇套期工具能否成功”。然后他自问自答道：“为什么没人曾经成功地把金融工具应用于期货交易，或许有其基本的经济原因。”

事实果真如此，的确有着充分的理由。虽然有迹象表明，梅拉梅德或许曾经旁听过弗里德曼的课程，但很显然，他肯定没有通过弗里德曼的考试。当时，没有出现外汇期货合约，是源于当时外汇市场的现状，即只要固定汇率机制依然保持稳定，就不会在远期外汇交易中出现投机获利的机会。

的确，现实很显然如此，在史密森协定公布后不久，梅拉梅德曾经向一位纽约的银行家咨询过相关问题，而他遭到了严词拒绝，这也同时

印证了这个答案。这位银行家据说对此嗤之以鼻，表示：“把外汇交易委托给一群进行双向赌博的猪脯交易商，这显然是非常滑稽可笑的想法。”

无论上述轶闻是否属实，但把握住了1971年8月“戴维营事件”的实质。完全接受尼克松在货币政策的疯狂举动的，不仅有民族主义经济学家，还包括弗里德曼的信徒以及政治上的犬儒分子。正因如此，在长达40年的时间里，金融系统向一群“进行双向赌博”的投机分子敞开了大门，他们最终在无止境的投机赌博的狂潮中，彻底吞没了资本主义。这些投机分子根本没有把经济财富的蛋糕做大，而只是把国民收入重新分配给处在金字塔顶端的投机分子。

因此，即使在1971年秋，共和党授权的工资和价格管控措施席卷整个国家，梅拉梅德却在独自寻找如何在即将到来的外汇混乱中实施金融化，而在这过程中根本没有获得现存银行系统的任何帮助。正如他10年后告诉记者时所说的：“华尔街对此讽刺挖苦，而华盛顿也毫无兴趣。摩根信用担保公司对我嘲笑不已，好像我是一名疯子。”

恰在此时，梅拉梅德没有错失良机，他认识了躲在白宫幕后的经济学巫师。1971年11月13日，在纽约华尔道夫酒店的午餐会上，正如他事后所称，梅拉梅德走到了他人生的“关键的时刻”：他向弗里德曼展示了他的商业计划。

在请求弗里德曼“不要笑”之后，梅拉梅德描述了他的计划：“我屏息静气，向他讲述了外汇期货市场的想法。这位伟大的经济学家（听后）没有丝毫犹豫。”

弗里德曼告诉他：“这真是绝妙的想法，你必须去做这件事！”

然后，梅拉梅德建议弗里德曼给他写封推荐信，以消除芝加哥商品交易所同事的担忧，以从事这项冒险的事业。在那个时刻，弗里德曼用他那著名答复表示道：“你知道吗，我是个资本家。”

但很显然他是一位相当胆小的资本家。作为支付7 500美元报酬的回报，梅拉梅德获得了一份11页的计划书，由此开启了史上最宏大的赌博交易市场。它使得梅拉梅德收获了巨额财富，也使得弗里德曼未曾谋面的无数农产品交易商们同样成为百万富翁。

这份报告的标题相当谨慎，起名为“建立货币期货市场的必要性”，今天读来更像是自由市场经济中的无稽之谈。但在当时，弗里德曼在其货币理论获得市场肯定的过程中，这无疑起到了决定性的作用。

在谈及这份计划书的影响时，梅拉梅德毫不吝啬其赞美之词：“在我手上拿着芝加哥商品交易所的圣杯。20世纪最有影响力的经济学思想为芝加哥商品交易所提供了智力上的支持，正是在这个坚实的基础上，我们开创了金融市场的伟大构想。”

## 梅拉梅德开启货币期货市场

弗里德曼的计划书来得正当时。有了重量级经济学家的肯定和支持，梅拉梅德在史密森协定宣布后的第二天，即1971年12月22日，匆忙对外公布了货币期货市场的新计划。诚然，梅拉梅德和他的交易所创新设立了金融期货市场，这意味着另一场投机竞赛已经到来，因为不用多久，随着全新的浮动汇率机制的出现和印发货币狂潮的全面到来，几乎每一项金融工具的价格，诸如外汇、商品以及利率，都将陷入疯狂。

因此，套期保值产品在芝加哥大学的影响下得以爆发，并非完全是捏造。在梅拉梅德对他新兴期货产品不断自我推销的宣传中，已经清晰可见，而且他的猪腩交易商们浴火重生，也同样在他们的交易所里刻上了相当明显的自由市场福音传道的烙印。

梅拉梅德把弗里德曼的计划书称之为“无与伦比的秘密武器”，因此他重新谋划他精悍的团队如何“覆盖整个国家.....延伸到地球上的每一个国家.....（而且）如果有人说我们是疯子的时候，我们将回应他们说，弗里德曼和我们在一起！每一次，他的名字将使我们与众不同.....正是由于他的名字，总统、财政部部长、美联储官员以及商人们，才会拨出时间与我们见面.....才允许我们获得接近他们的机会”。

## 外汇期货为何红火：马克汇率波动

梅拉梅德在1972年5月匆忙推出了外汇期货合约，其中包括了美元、里拉、英镑、马克、法郎和荷兰盾。但出乎他的意料，对华盛顿宽松货币政策“纵火犯”来说，这一期货合约并没有引起他们的注意或兴趣，而他们本该领悟这一举动的重要性。他事后回忆道：“没人真正关心此事。”舒尔茨把梅拉梅德客气地送走，并且认为：“我不过是给足米尔顿面子。”

简而言之，国际货币体系虽然羸弱不堪，但仍然可以挽救。然而，尽管已经呈现出那个时代的智慧和最佳实践，却依然在短短几周时间内贸然地、毫无征兆地被废弃。而在白宫，货币政策“纵火犯们”对于货币体系的灾难即将出现漠不关心。布雷顿森林体系终结所带来的金融变形，即对金融期货和期权的大规模挥霍投机行为，在芝加哥商品交易所里已经默默无闻地诞生了，而且它还穿戴着从同城大学里借来的自由市场的理论外衣。

最终，所有货币领域的“邪恶势力”将摆脱束缚。外汇汇率和利率的激烈波动将成为常态，金融市场被放大的摆动曲线将是和平时从未有过的现象。德国马克的失控之旅为此提供了最恰当的案例。

当梅拉梅德在1972年5月开启外汇期货市场的时候，西德是美国最大的贸易伙伴，当时的汇率是1美元兑换3.2马克。由于在伯恩斯和威廉·米勒担任美联储主席的时候，实行货币超发政策导致美元剧烈波动下行。1980年年初，美元与马克的汇率达到阶段性的最低点1.72马克，至此，美元已经损失了45%的实际购买力。

在沃尔克的领导下，美联储果断采取了行动，遏制国内通胀，重建美元的强势地位，因此，马克与美元的汇率突然改变波动方向，朝着有利于美元的方向大幅度上升。到了1985年2月，汇率重新回到1美元兑换3.05马克的水平，这意味着从1980年年初开始，美元升值幅度高达90%。

随后，贝克由里根政府的白宫幕僚长转任为财政部部长，他重拾起康纳利的货币政策，再一次实施了弱化美元的攻击行动，这次行动便是1985年9月签署的“广场协议”<sup>[59]</sup>。在美国威胁将不惜一切代价抛售美元的情况下，日本和德国不得不加入美国的行列，在外汇市场无情地“抛售”美元。

随后在24个月之内，美元对马克的汇率被重新打压至1美元兑换1.6

马克的水平，意味着到1987年年底，美元再一次大幅度向下波动，不到30个月，与马克的汇率贬值幅度达到了50%。

总而言之，在芝加哥商品交易所开立外汇期货交易之后的15年间，美元与马克的汇率贬值高达50%，而且在这过程中汇率上下起伏波动的幅度，累积起来相当于400个基准点。毫无疑问，以联邦德国马克计价做生意的企业，不得不选择购买昂贵的套期保值合约，规避空前激烈的汇率波动。

与此同时，为了应对即将出现大规模汇率套期保值需求，梅拉梅德需要投机资本在快速扩张的期货合约的另一边，设立对赌合约。其结果证明一切顺利。

芝加哥商品交易所只要求交易商对外汇期货合约交纳2%的保证金。这意味着如果美元波动10%，例如从1美元兑换3马克下跌至2.7马克，投机商即可获得500%的利润。如果这个汇率波动在3个月内达10%，这种波动机会应该不难出现，那么风险资本的年化收益将高达2000%。

## 上天旨意？

在传统的农产品交易市场，梅拉梅德把这种超级风险资本收益视作投机者在替天行道的证据。因为最终必定要有人愿意站在期货交易的另一边，来满足养猪农户和机械工具出口商进行套期保值的需求。

但这其中还是有很大的区别。在玉米和猪肉商品上进行投机并非是在替天行道，但肯定是在发现和确立其价格。传统商品期货的主要经济作用不是把玉米变成赌场的筹码，而是允许投机者在随意一个时间段内猜测玉米的价格。

因此，这些传统期货市场起到从根本上平缓农产品季节价格波动的作用。通过这个交易平台，农户们可以在春天播种前锁定秋天收获时的农产品价格，而面粉厂的买家也可以同样通过这个平台，锁完他们在秋天收购时的价格。



由于季节气候的变化和波动迄今为止依然遵循着上天的意志，因此，农产品期货市场是一个了不起的价格发现机制。例如，在玉米生长期间，根据美国农业部和其他私人农作物服务公司连续不断提供的农作物状况报告，期货市场的价格反映出每天气候变化所造成的影响，无论是高温、下雨或干旱，还是冰雹、强风或霜冻。

例如，在6月份农作物季节早期，相关报告会显示每周农作物播种和出苗的比例，而在随后的季节里，它们都会发布玉米生长情况的报告，诸如长须、乳熟期和凹玉米的比例。出口商们把这些信息和其他更多资料与往年同时期的数据进行比较分析，从中推断出未来供应和价格的趋势，从而最终开立他们的期货价格。

因此，季节性的气候变化成为传统商品期货市场的核心变量，它通过影响农作物的收成和供应，导致农作物价格在短期内发生不可预测的剧烈波动，因此来自投机者的风险投资就广受买卖双方欢迎了。

天然气与农产品的情况相类似。气候因素会从根本上影响天然气的需求，例如由于在夏天出现空调运行高峰，以及在冬天出现取暖季节，势必对燃气发电供应提出更高要求。甚至在某些金属商品上，如铜，它们的市场需求和库存情况都对经济周期高度敏感，因此通过期货交易发现短期价格，将有助于买卖双方规避伴随库存周转和下降而引发的极端价格波动。

简而言之，投机资本向靠天吃饭的农产品市场和高库存的大宗商品市场，提供了短期价格发现所需的流动性，其产生的套期保值交易消耗适度的真实经济资源，并从交易中分配出足够的利润给投机者，以吸引投机者继续投入资本为市场提供流动性。

因此，这就完美解释了为什么农产品期货市场业已存在了数百年的时间，但此前从来没有出现像梅拉梅德这样的改革人物，把他的货币期货市场推向全球。真相就是在稳健货币体系下，并不需要投机资本为实现价格发现提供相应的服务。

举例来说，在1717~1931年长达214年的时间里，除了战争期间外，英镑的黄金含量从来没有变动过，同样，美元的黄金含量在1832年设定之后，一直维持不变，直至1934年1月，罗斯福调整黄金的官方价格。

的确，甚至在1971年8月，美元也不需要价格发现。它所需要的恰



恰是白宫最诚实保卫美元的立场，担负起布雷顿森林体系所赋予的责任，制定并颁布量入为出的国家经济政策。正好相反，最终的结局是货币像天气般上下波动，而且在货币市场经常出现猛烈的、毫无征兆的风暴。

而且，在弗里德曼的浮动货币世界里，没有任何衡量基准，无须在7月4日独立日统计玉米抽穗的情况，也不会把一月份暖气温度做成表格，并且与历史平均值进行比较。实际上，新兴货币市场中的风暴我行我素，毫无规律可循：完全取决于各国央行对利率、消费价格、产量、就业、贸易以及最终对主权债券价格和股票市场指数所进行的无休止操控。

## 黑暗货币时代再现

因此，在从1914年8月“一战”走过半个世纪之后，世界再次滑入黑暗的货币时代：经济民族主义盛行，各国政府都对本国货币政策进行操控。这真是具有讽刺意味。因为在1914年前的半个世纪里，世界货币体系在建立金本位制货币的共同道路上，几乎不间断地取得进步和启蒙，从而使得整个发达世界可以实现统一的消费价格和工人工资。

正是由于黄金和其他货币储备所具有的自发流动性，推动了黄金和其他货币储备从国际收支赤字国流向国际贸易顺差国。黄金储备作为金融准则的强制执行者，其国家间的流动将会造成各国国内银行系统扩张或者收缩，从而引发相关国家的经济过热或者紧缩。

因此，在这些国家里，批发和零售价格、国内工资和生产成本不断地被拉平，从而在“单一价格的原则”下实现了均质化。遭遇黄金外流的国家不得不实行货币紧缩政策，导致工资和价格下降；而那些黄金所流入的国家则实行宽松的货币政策，常常造成通货膨胀。

然而，在20世纪70年代世界遭遇严重通货紧缩的灾难之后，人们已经彻底遗忘了1914年之前世界曾经有过的共同货币体系和统一价格机制。假如凯恩斯主义者和民族货币主义者了解到，在19世纪末，经过关税调整之后，曼彻斯特、杜塞尔多夫、里昂、米兰、巴塞罗那、匹兹堡

和芝加哥等地的工资水平几乎完全一致，他们会震惊不已。

威廉·麦金莱参议员在1896年参加总统竞选时提出了“完整午餐桶”的竞选口号，他可以凭记忆背诵出这些城市的工资水平。毫不惊讶，作为总统候选人，麦金莱也乐意向选民解释道，正是由于“麦金莱关税”提高了世界其他国家的商品价格，才使得美国工人在竞争中取得了优势地位。

换言之，固定汇率机制毫无疑问调和了主要发达经济体的工资和价格水平。如果这些经济体之间国际收支和贸易账户出现不协调的状况，固定汇率机制将默默地通过自由市场，对国内需求、成本和价格强制进行调整。

与此相反，浮动货币和不可兑换货币机制使得经济调整依赖于对外汇率，而不是国内需求和价格。这导致政府对调整过程进行操控，从而造成工业国家经济体更加分化而不是集中，从而出现保护主义、经济低效和实际收入下降的现象。

在这种情况下，各国央行成为随意定义国家货币价值的源头，这与1914年之前的单一黄金货币体系完全相反，当时黄金货币在许多不同货币中具有恒定不变的价值。实际上，正是由于愚蠢的弗里德曼理论把国家货币变成经济因果关系中残留的变动因素，才使得梅拉梅德和他的投机军团一夜暴富。

美元实际上变成了金融市场上的“墨西哥跳豆”。原先默默无闻的汇率波动性突然吸引了无数投机资本进入货币期货市场，从仍处于早期发展阶段的低效交易市场收割了巨额利润。

更重要的是，通过在交易市场制造短期羊群效应，大量焦躁不安的投机资本使得刚刚失常的各国汇率价格波动更加剧烈。在应对汇率价格混乱局面时，各国经济政策的主管官员致力于推动国内利率、价格、需求和就业与汇率波动保持更加一致方向，并实行了相关政策，试图抵消这些市场力量的影响。

其结果是造成外汇汇率市场更加剧烈的动荡。不用说，对于刚刚变得胆大起来的外汇期货投机者来说，这种连锁效应真像是上苍的眷顾。梅拉梅德和他的朋友们操着标志性的华尔街行话，驾驶着装满投机资本的卡车，把交易所位于杰克逊大道的“装卸码头”堵得严严实实。

真相是，这些金融衍生品市场并不会对气候类型的市场力量，给予理性和有效的定价，同样，今天利率和汇率波动不会总是因为外部因素。它们绝对不是漫不经心地追逐奇思怪想的金融神灵的杰作，而是反映了各国央行在与市场进行拔河比赛时所采取的行动：政策措施引发市场反应，再不断调整形成无限循环的模式。

正由于这个原因，外汇期货市场没有真正参与有效、有益的价格发现行为。它们没有产生“公益”，因为外汇市场永不停止，它永远在无限循环中。实际上，各国央行的做法很快就固定下来，主要持续操纵针对影响外汇市场的宏观经济驱动因素，包括利率、通胀、产量、对外贸易和资本流动等。

因此，外汇期货和期权市场很快就沦为纯粹个人寻租行为的场所。反应神速的投机者总会找到央行笨拙手法的漏洞，并加以利用，实施套利行为。

## 意大利里拉的教训：投机者的天堂

在芝加哥商品交易所开展外汇期货市场15年之后，意大利里拉遭遇了与德国马克完全相反、更加极端的情况。这是因为意大利政府的财政和货币挥霍情况，与美国相比更胜一筹所造成的。

1972年5月，意大利里拉的汇率处在1美元兑换582里拉的水平，但与美元对马克大幅度贬值相反，从那时候起到1980年年初，美元对里拉的汇率实际上升了将近40%。而且，在沃尔克踩下货币扩张刹车之后，美元对里拉的汇率更是继续飙升，1985年2月时，已升至1美元兑换2040里拉的高位。

不用说，在梅拉梅德外汇期货市场里持续做空里拉的投机者，可能在这13年内收获了120倍的利润。即使投机者错过最高位而没有及时了结合约，并且受到贝克抛售美元的“广场协议”影响，到1987年年底，他依然可以收获1美元兑换1300里拉所带来的利润，这意味着整个期间的收益达到60倍。

但这可能只是新手的投机策略。梅拉梅德交易所里勇敢的投机者完全跳过了美元，他们把联邦德国马克和意大利里拉绑定在一起：做多马克、做空里拉，因此，在初期的15年间，外汇期货市场给他们带来了170倍的回报。同样，在华盛顿的得州政客戴着大帽子，频频对政府施加政治压力时，注意到日本政治家反应言论的交易商会感到十分胆怯，甚至被吓破了胆，可能会下注认为日元汇率很快会上升，360日元将会兑换更多美元。

事实上，在日本政治家受到康纳利财政部部长的“待遇”之后，很快宣称乐意接受美国的方案，在随后的13年里，他们收获了更多贝克的“待遇”。在贝克方案实施后，到了1987年12月，日元的汇率如火箭般飙升至1美元兑换128日元的水平，意味着在这15年间，投机交易的收益将高达120倍。

简而言之，正当芝加哥商品交易所的投机商，把外汇期货合约兜售给那些遭遇汇率损失的倒霉进出口商时，他们有充分的理由向弗里德曼致敬。在金融历史上，从来没有像梅拉梅德在杰克逊大道开设的外汇期货市场更赚钱的投机赌场了。在芝加哥大学教授弗里德曼的帮助下，芝加哥商品交易所成为投机者的天堂。

## 不再是“卢普区的妓院”

诚然，很少有交易商技能高超到把交易做到完美的境界，他们必须交纳最低保证金，而且一旦交易的方向逆转，必将承受巨大风险。然而，在扣除这些可以容忍的差错之后，投机资本的回报还是非常丰厚，而且很难在其他交易中收获如此高额的利润，以至于外汇期货交易强烈吸引了众多金融资本。事实上，在此前20年，由于芝加哥商品交易所在进行洋葱和鸡蛋交易所引发的贪婪古怪行为，被人耻笑为“卢普区的妓院”。现在，由于开设了外汇期货市场，在1972年5月涌入芝加哥商品交易所的资本，超过了原先好几年所有商品期货市场合计资本的总额。即使纯粹按照交易所物理空间来计算，芝加哥商品交易所的发展也同样惊人。在1987年，每天期货合约的交易量实现了千倍数量级的增长，芝加哥商品交易所的交易大堂从原先的普通社区沙龙的规模，扩展至足有3个橄榄球场大小的空间。

实际上，蜂拥而至的资源、交易和投机资本如此庞大，以至于投机商很快就成为相互对赌的对手，也就是说进行真实商业套期保值交易的比例急剧下降。在第一个10年结束时，在芝加哥商品交易所外汇期货市场上，大约90%的交易纯粹是对赌合约。当然，交易所负责对外宣传的公关主管很乐意把这些赌徒描述为“提供流动性的人”，但这种说法远远经不起认真的考证。

梅拉梅德对这种现象毫不在意，认为芝加哥商品交易所旨在提供均等赌博机会，他表示：“为什么个人不应该拥有和大企业一样的权利来进行期货交易……个人不可以有保护或发展可动资产的权利吗？”

这个问题的答案或许是，个人散户投机者通常没有以马克或里拉计算的收入来支撑期货合约。当然，实际上成年人在自由市场进行赌博的权利，与最初为什么要设立外汇期货市场的货币原因混淆了。

大量投机资本的涌入也促进了大量新型金融期货与期权产品的发展，并且很快就超越了仍然在爆发式增长的外汇期货市场。毫无疑问，这些新型期货合约最初聚焦于利率产品，与外汇期货市场一样，它们也是由货币政策激进主义者所推动发展起来的。

的确，各国央行密谋出台各类政策导致利率的上下波动，在最初15年里，这种波动的幅度完全可以和汇率的幅度相媲美。如上文所述，这完全背离了历史的经验。

从1955~1964年年底的10年，无可争辩地成为马丁——艾森豪威尔严守金融准则的黄金时期。尽管马丁所领导的美联储曾经在周期变化的转折点上，乐意推动货币市场的利率变动，但其首要目标一直是零通胀、强势美元、保持金融市场的长期稳定，以及对公开市场操作进行轻度干预。

因此，在此黄金时期，短期利率的变化非常缓慢。例如，在1955~1964年，财政部短期国债的利率一直维持在1.5%~3.5%的窄幅范围内。事实上，在此期间，80%的月度记录交易的收益率是在上述范围之内，并且在任意12个月的期限内，没有任何国债交易的收益率超出上述范围100个基准点。

不用说，在上述情况下，由于商业企业使用短期循环信贷或者中期资本性贷款，几乎没有重大利率波动的风险，因此不可能出现利率期货



市场。从1960~1965年年末的连续75个月内，商业贷款的优惠利率一直维持在4.5%，而且这个时间跨度超过了当时95%银行工商贷款余额的期限。没有一位商人，无论其是否理性，都不会投入资金对在贷款期限内不会变动的利率进行套期保值的投资。

## 两个市场的传说

1960年9月，芝加哥商品交易所业务极度萎缩，只进行一种商品的交易，死气沉沉的鸡蛋期货合约在一块狭小区域内进行交易，周围都是球桌和打纸牌的人。讽刺的是，鸡蛋合约几乎濒临灭亡，因为现代家禽养殖技术的发展，把靠天吃饭的母鸡农舍转变成工业化的养鸡场，稳定的养鸡场环境使鸡蛋产量十分稳定。定期生产使得鸡蛋期货交易无利可图。

16年之后，1976年2月，弗里德曼亲自前往芝加哥商品交易所，站在已经大幅度扩建和新建的交易大堂里，为开启世界上第一笔短期国债期货合约交易剪彩。与当今完全工业化母鸡下蛋的安静环境相比，短期国债期货市场变得嘈杂、混乱不堪。

例如，从1972年1月至1974年年中，短期国债的收益率从3.2%飙升至9.2%。不用说，短期浮动利率借款人根本没有想到，他们的债息成本上升了空前的600个基准点。

他们同样没有想到在经历最初猛烈上升之后，收益率又遭遇急剧下跌。在试图控制恶性通胀的过程中，美联储成功地驾驭了美国经济，因此导致利率猛烈下跌。虽然周期性下行的情况并非首次出现，但在1974~1975年，短期利率跳水400个基准点，又一次空前震惊了商业贷款市场。

总之，“戴维营事件”引发利率出现前所未有的剧烈波动和变化。作为当时商业贷款的主要衡量指标，优惠利率以激烈波动的方式结束了自20世纪60年代初开始的平缓趋势，从此在金融市场上变得极其亢奋。在史密森协定签订后最初的4年间，优惠利率变动了44次，从5%上涨至12%，又回落至7%，因此，在一个典型5年期贷款周期里，利率上下来



回穿越，幅度高达1 200个基准点。

## 短期国债期货市场的诞生

1975年下半年，梅拉梅德来到华盛顿，并到处拜访，推销他的短期国债期货产品。正是由于制定货币市场政策的官员造成了市场波动，利率期货市场才得以兴旺，因此他们普遍容易接受梅拉梅德的建议。那个时候，他已经成功说服斯普林克尔加入交易所旗下负责货币期货市场的委员会。斯普林克尔是弗里德曼货币理论最主要的门徒之一，曾经在一家主要的芝加哥银行担任首席经济学家。更关键的是，他当年研究生毕业论文的导师就是伯恩斯，因此，他一直肩负着传递弗里德曼货币主义薪火的责任。在里根政府中，他担任财政部副部长，负责制定货币政策。

因此，斯普林克尔在华盛顿轻车熟路，他领着梅拉梅德径直来到了伊寇斯大楼的会议室。在那儿，他把梅拉梅德直接推荐给了美联储主席。

这次会面真可谓恰逢其时。根据30年后出版的伯恩斯自传所述，作为美联储主席，伯恩斯当时对货币市场感到完全困惑、迷茫。对于经济周期突然从繁荣倒向衰退、利率剧烈波动、大宗商品价格、汇率，以及伴随而来的通胀预期，伯恩斯都感到无法解释、预测或控制。事实上，作为认真学习金融历史和之前经济周期的学生，伯恩斯完全知道发生在1972~1975年的剧烈金融动荡，在和平时期未曾发生过。

因此，梅拉梅德的方案不可思议地获得了赞赏。如果央行不能够为市场提供稳健的货币政策，那么为什么就不能促进私人市场自我保护，免于遭受由美联储造成的混乱呢？据称伯恩斯当场表示：“好聪明的想法。不仅投机商，而且政府债券交易商、投行和所有其他商业机构，都可以参与这种期货交易。”

美联储主席的预测得到了部分应验。大型华尔街证券机构如雷曼兄弟、摩根士丹利和高盛等投行开始试水金融期货市场，在短短不到15年的时间里，这些机构就已经完全颠覆了它们传统的业务模式。

过去，它们的证券发行、承销业务以及咨询服务完全依赖于信托责任，对资本的需求极小。但一旦挤进新型的金融期货市场，并开设相关的柜台交易场所，它们的资产负债表急剧扩张，以及使用高比例杠杆和短期批发融资产品，这都使得这些机构的财务状况发生了翻天覆地的变化。正如在第二十章所述，它们的资产规模在短短的20年里从百万级发展到万亿级。

讽刺的是，这些极其暴利的华尔街核心业务包括向客户卖出场外期权，然后通过有组织地在两边同时设立期货和期权的交易方式转移风险。如果猪腩交易商或者其他投机者没有获得弗里德曼的奇妙浮动货币理论的指导，得以创建金融期货与期权交易市场，那么贝尔斯登、雷曼兄弟、高盛、美林和摩根士丹利等投行就不可能依托场外期权产品，快速成长为巨型金融机构。

但伯恩斯对梅拉梅德方案中最重要的部分完全搞错了。根据梅拉梅德对这次会议的转述，伯恩斯很快就抓住了金融期货市场概念中“自由市场”的部分，他转向斯普林克尔，问道：“贝利尔，期货合约会成为预测利率变化方向的可怕风向标，对吗？”

这暗示着美联储在制定实施货币政策时，又可以获得一种有价值的工具，来捕捉货币和资本价格通过自由市场发出的信号。当斯普林克尔冒失地表示，市场信号或许会像美联储自己的经济预测模型一样准确时，伯恩斯用向尼克松屈服时所学来的自证招数，来打断了这位经济学家的冥想。

美联储主席讪笑道：“那个模型不名一文。”

在这里就直抵“戴维营事件”之后货币政策的核心问题。美联储一直试图寻找到“管理模型”，而伯恩斯形象地承认，由于美联储模型简陋，数据和公式漏洞百出以及美国经济庞大的表象，因此这根本行不通。而现在这套方案则建议美联储可以通过“管理信号”达到调控货币政策的目的。由于这些利率信号是从芝加哥商品交易所的公开交易市场里有规律地发射出来的，更加可靠，因此货币政策更容易获得成功。

这是一个错误的假设。新成立的金融期货市场的确很快就发射出大量的市场信号，但并非如预期般包含健康有益的自由市场特征。相反，期货交易市场很快就对美联储的未来政策，采取机会均等和蒙眼瞎猜的方式进行操作。例如，假如交易商预测联邦基准利率在4个月内上升50

个基点的概率有80%，那么在那个月份里的期货合约的利率同样会超出现货汇率50个基点。

更重要的是，在均等猜测美联储“可能”采取的措施之外，期货市场同样为华尔街提供了一条向美联储传递“应该”做什么的通道。毫无疑问，市场的共识总是偏向更低的利率。如果美联储采取降低利率的行动，无疑会提升交易商持仓股票和证券的价格，从而为套利交易提供了空间。这同样会激活金融环境，帮助交易商把证券和其他投资产品推销给客户。

因此，与真实反映金融市场状况相比，伯恩斯所想象的市场价格信号，最终截然不同。实际上，它们变成华尔街向美联储发出的出发令。命令的信息是，如果华尔街对通过降低利率进行持续经济调整的“预期”表示“失望”的话，那么就意味着市场下跌的经济威胁或更加恐慌的情况，即将发生。

这就是为什么格林斯潘所领导的美联储，在股市经历1987年10月如潮水般短暂的熔断之后，单方面缴械投降的原因。如在第十五章中所介绍的，美联储极度恐惧，担心市场预期叠加融合到期货市场，因此，美联储配备各种市场监测手段，在推出未来货币政策行动之前，可以帮助它核实华尔街特有的市场投机猜测。

如果美联储想要抑制这种厚颜无耻的抢先交易行为，那么它只需用突袭手段打破华尔街的预期，如突然提高股票交易账户最低保证金的水平，或者毫无征兆地提高联邦基准利率150个基准点，甚至重新使用令人感到震撼的修辞语言，如著名的马丁警语：美联储的任务是“当晚还在进行时，拿走那个大酒杯”。

简而言之，美联储所要做的就是公然让敢于下赌注的市场预期落空，从而猛烈打击“知情赌注”，让那些兴风作浪者自食其果。但在1994年，除了短暂采取紧缩措施外，格林斯潘所领导的美联储允许市场主导货币政策。正因为如此，金融期货市场变形为一种工具，华尔街由此有效地掌控了美联储。

因此，新兴的金融期货交易所根本名不副实。像梅拉梅德这种期货交易的传道士，把期货市场宣传为完全自由市场的创新表现。但究其实质，它们是由随波逐流的美联储货币体系所引发的自由市场变形，而货币体系本身也早已经被交易所的投机者所控制和推动。

## 谁在保护自由市场的期货交易

由于这种由美联储促成的金融投机行为可收获暴利，参与新兴期货赌博交易的人，便寻求各种方法不惜代价来保护自身利益。讽刺的是，常常旁征博引弗里德曼语录的期货市场领袖，加强对立法和监管部门施加影响，因此，金融期货市场很快变成了权贵资本主义的温床。

恰在此时，梅拉梅德拜会了伯恩斯之后，又去拜访了福特经济顾问委员会的主席。在那里，梅拉梅德农产品交易所的荒谬变形，有了另一个奇遇。梅拉梅德把这次会面描述为“一支强心剂”。据他事后回忆道，在他还没来得及解释短期国债期货合约的方案时，便被格林斯潘的惊呼声所打断，格林斯潘高声说道，“这真是一个伟大的想法”，然后就“快速说出十几个期货市场的客户名单”。

诚然，在1975年下半年的那个下午，格林斯潘只是经济顾问委员会主席，无所事事。当时福特政府仍然倾向于不干预美国经济，因此这位未来的经济大师也帮不上大忙，只是不停感叹，短期国债期货合约可能带给金融自由市场的理论效率。

但格林斯潘在那天，从心底里接受了梅拉梅德金融期货市场的想法，这最终成为金融期货市场发展的“一支强心剂”，这种说法经过包装宣传几乎传遍了全世界。因此，在其长达19年的美联储任期期间，格林斯潘一直坚定地保护着金融期货市场，使之免于审查和监管部门的偶尔质询。

这种做法本身并无不妥，因为在国家的政治首都，永远需要有人挺身而出保护自由市场经济。但格林斯潘完全漠视了他的货币理念方面出现的前后割裂现象，他把他早期对硬通货货币的赞美，以及他最早于1966年撰写的金本位制度，和现在热情拥抱金融期货市场的自由市场浪漫主义，完全割裂开来了。

相比于其他人，作为堕落的金本位主义者，格林斯潘更应该懂得梅拉梅德的外汇和利率期货市场没有任何盈利的理论基础。除非货币出现不稳定、不可靠的状况，并且随着12人“货币政策政治局”千变万化的幻想而随波逐流，因此这种市场也没有任何存在的理由。所以，与靠天吃饭的玉米或天然气期货市场不同，在芝加哥金融期货交易市场不存在“价格发现”的经济基础。

真相是美联储不断地对货币期货市场，实施各种干预、操纵和调控。事实上，只要格林斯潘认真反思这些不可逃避的真相，他或许就会认识到，以不能与黄金进行兑换的货币为基础的期货市场，本质上就是寻租的市场行为。也就是说，它们是从金融工具的交易中赚取差价利润，本质上没有任何有益的或富有成效的经济目的。

更重要的是，格林斯潘或许也应该认识到，这些寻租的期货经营者一旦在政策行动的促成和鼓励下，诸如美联储推出经济救助计划支持投机资产价格，那么可能会像癌细胞似的迅速转移扩散。

事实上在1987年10月，格林斯潘就是用这种市场救助计划，给予芝加哥商品交易所的投机者奖励。尽管当时整体市场经济依然健康稳定，但在梅拉梅德最致命的期货产品——标普指数期货合约上，格林斯潘向市场提供了大量的流动性以拯救这些投机者。从那个拐点开始，华尔街踏上了疯狂投机的旅程，并在2008年9月以市场暴跌、熔断告终。

## 另一个芝加哥学院：另类监管政治学

在芝加哥，梅拉梅德又旁听了另外一门课程：是由理查德·戴利在市政厅开讲的另类监管政治学。1987年10月，期货行业已经买通了影响华盛顿政策的游说势力，在某种程度上正是借鉴了这位芝加哥市市长，在平衡市参议员各方利益上所采取的完美技巧：首先要确保房屋检查员知道他为谁工作。

当时，梅拉梅德正为国债期货合约四处奔走，而他第三个会面对象就是他的房屋检查员威廉·巴格莱。巴格莱曾经是加州注册律师和州议员，虽然他对大宗商品或期货市场一无所知，但不妨碍他担任新成立的商品期货交易委员会主席。他的确认识福特的幕僚长拉姆斯菲尔德，而当时拉姆斯菲尔德正催促他赶往华盛顿，赶在1975年4月法定期限前使新成立的商品期货交易委员会运转起来。

几个月后，梅拉梅德向他施加压力，希望尽快批准国债期货业务，但巴格莱明确表示他知道为谁效力。尽管在技术上，批准国债期货业务完全在商品期货交易委员会的职权范围内，但巴格莱却仍然坚持此事完

全超越了他的职位级别。他是这么回复梅拉梅德的：“我与你情同手足，而且也愿意成全此事，但我需要比我更高级别的人授权同意。”

那个人就是新近被任命为财政部部长的比尔·西蒙。梅拉梅德还没有登门拜帖，见识这位从证券交易商转身成为政策制定者的传奇人物。但他不愿意贸然上门，生怕遭到冷遇，其芝加哥式的理由就是“毫无准备就贸然造访，肯定无功而返”。为此，他开始“四处打点”，而且根据梅拉梅德的讲述：“果不其然，我找到贵人了。”

他所指的贵人就是桑迪·威尔，他当时掌管的希尔森公司是一家激进的证券交易公司。梅拉梅德形容威尔是一位“精明的市场分析员”，他“对我们国债期货业务的巨大潜力，了解透彻”。

梅拉梅德从来就不是讲话低调、保守的人，但这一次他肯定是低估了。桑迪·威尔不仅因为一开始参与了金融期货业务就取得成功，而且在随后的30年里，经过与所罗门兄弟、花旗银行和数十家证券公司一系列合作兼并，成功地打造出一家巨型金融交易公司。2006年的某天，桑迪·威尔陪同梅拉梅德参观他在华尔街的办公室，在很大程度上正是由于梅拉梅德所领导的金融期货市场，花旗集团才产生了这些巨变，其当年的资产负债表比整个美国银行系统的还要大。

但至少按照梅拉梅德的讲述，甚至也不是仅仅依靠令人生畏的桑迪·威尔就取得了成功。作为“额外的保险措施”，他请求弗里德曼给西蒙打电话，并且“再一次编织出神奇的魔力”。毋庸置疑，弗里德曼不费太多口舌便说动了热爱自由市场思想的西蒙。

最终的结局并不意外，也并非不适当。但梅拉梅德金融期货市场的核心问题，不是自由市场，而是摧毁自由市场的随意超发货币行为。

当梅拉梅德最终说动西蒙之后，“交易成功了”。然而，在通往2008年9月的道路上，它和其他一系列类似拐点一样，财政部在做出重大决定之前，没有经过任何听证程序，也没有进行过详细分析。按照梅拉梅德的说法，财政部部长西蒙“很快就同意并签署了批准文件，并交给了巴格莱”。



## 比所罗门兄弟更聪明：堪萨斯农户变身美联储主席

很快，到了1976年1月6日，弗里德曼敲响了芝加哥商品交易所国债期货市场开市的锣声，从而引领了一个利率期货时代。梅拉梅德一如既往地疯狂推广其新兴期货业务，在这一过程中，他遭遇了两个截然不同的故事，形象地表现出他所引发的金融变革的真实程度。

当时，所罗门兄弟是政府债券现金交易市场的交易商，自然出现在了梅拉梅德新业务销售拜访清单的首要位置上。但受人尊敬的高级合伙人威廉·所罗门在礼节性听取梅拉梅德一番推销后，便草草断言“这不适合所罗门兄弟”，随即把这位芝加哥农产品交易商礼送出门。

这或许显示了在“戴维营事件”发生4年半之后，当金融体系即将发生激进变革，即使是世界上最聪明的证券交易商都想象不到金融衍生品游戏正在成为可能。它们没有发现，在进行证券现金交易收获薄利之外，它们还可以在国债期货市场开设20：1的杠杆交易，而这个期货交易的变动是由刚刚被解除束缚的美联储政策所推动的，并且也将紧紧跟随美联储未来政策的一举一动。

尽管所罗门公司拒绝参与国债期货，但当我们发现一位拥有金融经济学博士学位、来自堪萨斯州的粮食种植户却没有对此表现出相同的抵触情绪，也并不令人意外。韦恩·安格尔在堪萨斯州拥有3 300英亩<sup>[60]</sup>的小麦农场，他精力充沛，不仅当选为州议员，在当地一所学院担任经济学教授，而且还是康瑟尔格罗夫市国民银行的高级主管。

堪萨斯州的银行都很小，因此肯定不会出现在梅拉梅德的拜访清单上。所以，安格尔主动出击，他在《华尔街日报》读到了关于新兴国债期货市场的报道，于是，他查到梅拉梅德行事高调、权倾一时。

作为小麦期货的资深客户，安格尔十分熟悉套利交易，即在某个月份卖出合约的同时，在另一个月份买入合约，以及基本套利交易，即在同一个当地交付日期，对交易所的期货价格和现货市场之间的差价，进行谋利的交易方法。

安格尔从他熟悉的小麦期货交易特征进行推断，告诉梅拉梅德，他计划在现货市场做空短期国债，同时在期货市场买入同期国债合约。随后，他可以无风险地实现套利，因此用很少量的资金就可以提高他的银

行的投资组合收益。

于是，康瑟尔格罗夫市国民银行很快就一夜暴富，而同时所罗门兄弟却不敢涉足期货市场。更重要的是，一位善于经营的小麦种植户迅速抓住了金融期货市场的机会。随之，期货市场开展了更多新兴杠杆投机业务，如对于开立国债期货的新合约，客户提供5%的保证金即可，因此，“套利”从来没有真正被卖掉过。相反，美联储公开市场部门不断操纵财政国债市场，导致市场一直动荡，引发更多跨期套利和基本套利交易，从而创造永不枯竭的投机交易利润。

无论如何，安格尔的交易数学中，没有什么特别高深的科学原理。一年不到的时间，所罗门兄弟大梦初醒，加入了国际货币市场（芝加哥商品交易所的金融部门），按照梅拉梅德的说法，所罗门兄弟成为“我们国债期货市场的第一大客户，永远是我们国际货币市场的朋友”。

的确，所罗门兄弟很快就成为第一家上市的华尔街机构。通过市场融资，它获得了大量资本，用于产生暴利的金融期货交易，而期货品种从政府债券的现金市场和期货市场，扩展到更多的其他证券领域。

但安格尔并不因为自身交易量很小而与梅拉梅德疏远，他们的关系甚至比所罗门与梅拉梅德的关系更近。1985年，有件事让参议员鲍勃·多尔感到十分棘手，因为联邦储备委员会急需从他的选民中挑选一位小镇银行家和农户代表。不用说，尽管唐·里甘自己也曾是华尔街的巨人，并且对来自堪萨斯州的乡村银行家印象一般，但参议院金融委员会主席很快就让白宫幕僚长批准了对安格尔的任命。

成为美联储副主席之后，安格尔与格林斯潘在金融期货和衍生品交易的价值方面观点一致。其结果是，1987年10月发生股票市场暴跌时，从伊寇斯大楼领导层下达的指令是全方位的：芝加哥商品交易所标普指数期货交易只是传递市场信息，而未确定的市场“动物精神”才是股市暴跌的元凶。简而言之，在1976年，聪明的梅拉梅德把格林斯潘和安格尔联系在一起，从而在长达十多年的时间里，成功地建立起强有力的防守阵线，直到有一天他知道需要这条防线来保护他。

## 权贵资本主义在行动：芝加哥商品交易所与农业卡

## 特尔相勾结

事实上，关系远不只这么简单。梅拉梅德深得权贵资本主义的精髓，凭借一己之力结党营私。在20世纪70年代中期，他最初目的是确保那些控制众议院农业委员会的“好男孩们”<sup>[61]</sup>成为他核心联盟的基石。

梅拉梅德在金融期货市场的实验应该引起国会银行业委员会的兴趣，但他却施加影响以确保1974年下半年才成立的商品期货交易委员会，归属于国会农业委员会的管辖范围。在那里可以受到经营美国农业卡特尔的小麦、棉花和玉米以及畜牧业联盟的保护，更加安全。

为获得农业集团的支持，梅拉梅德聘请众议院农业委员会传奇主席波格的首席助手，担任他在华盛顿的说客。无独有偶，在国会对自由市场主义极尽煽动诽谤之事者，波格的同事、得州人詹姆斯·克劳德无出其右，他当时是众议院多数党领袖，在整个20世纪80年代担任众议院议长。

然而，在帮助梅拉梅德化解危机的华盛顿政客中，克劳德是第一个被授予“谢礼”、来访问芝加哥商品交易所交易大堂的贵客，他毫不费力地就理解了期货交易。自由市场的期货行业将会支持反自由市场的农业计划，以及依赖这些计划的农业领域民主党议员。作为回报，农业委员会将保护自由市场的期货交易，使之免于监管部门的干预。

随后，梅拉梅德注意到，克劳德“理解芝加哥商品交易所和未来发展潜力，他将成为我们行业的拥护者”。但克劳德真正理解的是维持民主党在众议院的多数党地位，需要越来越多的竞选资金，其中相当大的份额来自商业游说活动。

正是在这个领域，梅拉梅德的期货行业能够满足克劳德最美好的期待。事实上，在国债期货市场开启后没几个月，梅拉梅德就被委派负责筹建一个政治行动委员会，这也正是他四处活动的一贯嗜好。

意外的是，正是来自商品期货交易委员会的主席推荐了梅拉梅德。因此，他顺水推舟，邀请巴格莱访问芝加哥商品交易所，向500名交易所的交易员就政治议题发表坦率的讲话。梅拉梅德无疑更进一步掌握了权贵资本主义的精髓。梅拉梅德利用在华盛顿负责期货市场监管的官员，给这些交易员上了一堂好公民课，告诉他们如何需要为政治行动付

出代价：“只有在政治上有力量，你们呼吁的声音才会被听见。正因为如此，你们需要一个政治行动委员会。”

在芝加哥商品交易所政治行动委员会慷慨捐献一事上，梅拉梅德肯定不会征询弗里德曼的意见。例如，1988年总统竞选时，它向共和党人老布什和鲍勃·多尔，以及民主党人戈尔、理查德·格普哈特和保罗·西蒙各捐赠了两万美元。

但政治行动委员会仅仅是兜售梅拉梅德政治影响力的冰山一角。正如梅拉梅德曾经得意地解释道：“在芝加哥商品交易所农产品交易全盛时期，来这里的常常是被评为冠军的牛或者得奖的猪，但在金融期货落户芝加哥商品交易所之后，来访的都是政客。”

于是，在20世纪70年代中期后的15年间，有不少于85名参议员和200多位国会议员参观过芝加哥商品交易所。在那里，他们无疑都打扮得干净得体，与当年那些冠军牛或者得奖的猪一样在交易大堂里环形站成一圈。政客们兴奋地来到芝加哥，见识了如何下单买入1 000万美元国债期货合约，或马来西亚林吉特外汇合约，当然在他们结束访问时，也非常兴奋地笑纳了不菲的谢礼。

事实上，多年来，几乎每一位有着全国影响力的政治家，都访问过芝加哥商品交易所，并收到丰厚酬金，其中包括奥尼尔·菲利普、休伯特·汉弗莱、埃德蒙·马斯基、沃尔特·蒙代尔以及里根。但有一位交易所的常客呈现出新式权贵资本主义的本质，而其根源则可以追溯到弗里德曼在金融期货上所表现出来的自由市场理念。

丹·罗斯滕科斯基当时是众议院筹款委员会主席，也是众议院多数党的核心民主党议员的领袖。20世纪80年代初，在为新扩建的芝加哥商品交易所题词时，罗斯滕科斯基非常直白地写道：“芝加哥商品交易所之于芝加哥，就如同石油之于得克萨斯或俄克拉何马，或者如同牛奶之于威斯康星、玉米之于艾奥瓦。”

## “现金结算”时代到来



到了1980年，芝加哥商品交易所外汇和国债期货交易欣欣向荣，这也吸引了来自纽约、伦敦等地加入竞争，特别是它的同城竞争对手——芝加哥期货交易所已经成功地进行了30年期国债合约的交易。与竞争对手相比，芝加哥商品交易所要实现真正爆发性增长还面临更加强大的障碍，它也是农产品期货交易所由来已久的传统，即拒绝在合约到期时进行“现金结算”。

这其实就是要求实物交割以抑制投机。在合约到期的最后一天，过度溢价的投标人可能会发现自己被整车的玉米或培根所淹没，无奈之下，他还得支付仓储费用，并且最终在现金市场进行清算时而承担损失。实际上，梅拉梅德自己也已经发现了这一点：“如果不进行交割，我们与赌场没有太大区别。”

卡特政府时期，詹姆斯·斯通担任商品期货交易委员会主席，此前他曾经是联邦保险事务专员。由于他在保险业浸润多年，充分认识到保险业的道德风险，因此对期货市场有着同样的想法。于是，对于新兴期货合约，斯通根本不会接纳以现金结算交割的提议，仍然坚持传统的实物交割方式。

因此，这对于梅拉梅德和他研发部门来说，斯通的顽固反对实际上就是关上了期货交易走向无限发展的大门：从传统的实物期货走向金融指数或其他衍生品的期货合约，相当于整车的培根或一沓财政国债。

随之，这个问题超越了学术讨论的范畴。那个时候，竞争焦点在于针对巨大的离岸美元市场，筹划欧洲美元<sup>[62]</sup>的期货市场，以开展套期保值的投机业务。

当然，只要开设这种期货市场，本身就是对“戴维营事件”所造成的国际货币秩序混乱的一种悼念。美联储无节制、不计后果地超发美元，就如同向市场输送了大量燃料，直接造成20世纪70年代大宗商品的火爆和兴旺，同时这些大宗商品价格的暴涨，反过来又导致欧佩克产油国在伦敦的银行中，存入美元存款，赚取了巨额意外之财。

美联储实行宽松货币政策以及对货币市场的操纵，直接造成了快速扩张的美元离岸市场中利率疯狂上涨，对此，有利可图的投机机会非常诱人。这个利率就是伦敦同业拆借利率（LIBOR），它是伦敦十几家银行之间借入资金的短期存款利率指数。

结果，由于没有真实的欧洲美元合约可以在某些愚蠢交易商的草坪上进行清算，因此无法交割这一问题，致使欧元美元期货市场的计划胎死腹中。而进行期货交易的“商品”只是银团之间公布的书面指数，久而久之，这种交易操作将显露出其欺骗的本质。

进退维谷之际，1980年里根当选总统却带来了具讽刺意味的解决方案。1974年，梅拉梅德曾经支持创立商品期货交易委员会，而他当时的想法与弗里德曼的观念相去最远。梅拉梅德回忆道：“我突然想到，只有联邦机构才有权决定是否可以进行现金结算。一旦通过这一决定，芝加哥商品交易所将会开展股票指数期货，至于会发生其他什么，只有天知道。”

权贵资本主义纵横于金融衍生品市场的秘密，就这样大白于天下。由于没有联邦法律的禁止，芝加哥商品交易所一直在毫无限制地提供现金结算的期货合约。正如赫伯·斯坦恩所言，它们是“成年人之间的自愿合同”。

梅拉梅德真正所需要的不是监管许可，而是联邦批准。对于现金结算的期货合约来说，监管许可只是相当于贴上“已经清理干净”的标签。简言之，如果梅拉梅德想要从平凡的农产品价格发现的期货市场，走向真刀真枪进行赌博的竞技场，那么他需要山姆大叔的神奇祝福。

同样，包括伊利诺伊州在内的某些州还在执行禁止赌博的法令，因此他需要联邦法律优先权事先化解潜在风险。于是，由里根政府任命的、脱胎于自由市场的商品期货交易委员会的委员们很快就发现他们被拖入一个尴尬的项目中。

在不断引述弗里德曼对自由市场交易的赞美声中，以及重申交易商有现金结算合约的权利之后（其实早就拥有此项权利），商品期货交易委员会批准了期货行业的计划。如此一来，他们实现的不仅仅是宪法第十条修正案的简略版，可称为解决了长期悬而未决的监管赌博的州立法权问题。

## 期货监管的终极沦陷：赌博特许经营业务上场



当然，无论这种解决方案最早是出自于波托马可河畔的恶作剧，还是在伊利诺伊州斯普林菲尔德市郊通过立法哄骗手段所取得的，归根结底，与其他“保姆式社会”侵犯个人自由和权利的情况一样，反对赌博的州法律与自由社会、个人自由的权利主张格格不入。然而，里根政府的商品期货交易委员会的委员们，通过授权芝加哥商品交易所的欧洲美元合约计划，却不像其华丽的辞藻所暗示的，对保姆式社会进行真正有效的打击。

相反，它们促使监管彻底沦陷，改变了金融历史未来发展的方向。或许对一些委员来说，他们纯属不了解实情，但在这个政策制定的插曲中扮演关键角色的加里·西弗斯完全理解它的含义。在条例颁布后不久，他就成为高盛的合伙人，而且毋庸置疑，他专门从事现金结算的金融期货业务。

所以，最终就产生了一个很大的讽刺。按照纯粹自由市场的理论，商品期货交易委员会没有任何存在的理由。但凭借被伪装成“解除监管”的行动，它实际上却被无端地赋予设立期货市场的法律和道德处罚权，而这种期货市场即使在稳健货币体系下，都可能十分危险有害。在美联储超发货币的机制下，这就是一张走向灾难的通行证。

不用多久，事实就完全印证了上述观点。芝加哥商品交易所的欧洲美元合约凭借自身力量，取得了极大的成功，但期货行业认为其真正的“贡献”在于，它验证确立了现金结算合约的概念。这种突破立刻开辟了新兴指数期货和其他衍生品合约的市场，通过交易所和场外交易，期货交易最终形成数以万亿美元的“巨无霸”市场。

所有的评价都比不上梅拉梅德自己的评论，来得更加中肯贴切。1993年，衍生品交易才刚刚显露威力，梅拉梅德就写道：“商品期货交易委员会可以骄傲地指出，现金结算的创新比其他任何一条更能够向市场证明其价值。”

为防止出现混淆，认为商品期货交易委员会没有遭遇沦陷，而且还在进行独立监管，梅拉梅德继续写道，彻底打消了我们的疑云：“我严重怀疑，如果没有把期货交易中进行实物交割的要求废除的话，我们这一行业是否还能够取得今天的成就，哪怕是目前交易量或计划交易量的很小一部分。没有商品期货交易委员会，这个辉煌永远不会发生。”

## 违背常理的秩序：通胀结束了，赌博却开始了

恰在此时，在欧洲美元合约上实现现金结算的突破，来得非常及时。很快，1982年4月，芝加哥商品交易所真正开展了颠覆性的交易手段：以现金结算的标普500指数期货合约。

在不到6个月的时间内，由沃尔克平抑恶性通胀而引发的惨痛经济衰退，开始触底反弹了，随之而来的是长达50个月经济产量的蓬勃增长和通胀的持续下降，实际GDP的年化平均增速超过5%。

毋庸置疑，在之前16年间，股票市场的道琼斯指数一直徘徊于1966年高峰时的1 000点之下，现在浴火重生开始反弹，其理由十分充分：企业收益开始反弹，同时，通胀率的急剧下降使得市盈率跳出了自大通胀以来一直被打压在一位数的超低水平。1983年年初，道琼斯指数快速上涨超过1 000点，几年后超越2 000点，最后在1987年8月时攀升至2 700点。换言之，自标普指数期货推出以来，股市上涨幅度超过了两倍。

虽然股市大幅度增长可以部分归结于收益的增加和通胀的下降，但毋庸置疑，市场现在已经有了一个虚假的超级引擎。不仅是标普期货交易中现金结算合约直接造成投机泡沫，而且它们也促使股票投资经理大量采纳这种想入非非的交易计划，而这最终会把牛市的狂欢演变成悲剧。

互惠基金和其他股市投资经理则被说服可以搭上牛市上涨的快车，而不用担惊受怕，因为有了一种被称为“投资组合保险”的标普指数期货合约机制。这种保险机制可以使得他们在遭遇标普指数下跌至他们投保的指数位置之下时，依然毫发无损。

这种推动股市上涨的新兴金融机制一点儿也不神秘。当标普指数期货价格跌破触发点后，投资组合承保人将会自动卖出指数期货合约，而且不停地抛售直到期货市场停止下跌。因此，如果在现货市场做多时，投资者的投资组合下跌10%，那么这个损失可以通过在指数期货市场做空获利10%抵消。

但在现实中没有这么简单。正如安格尔从一开始就直观地感觉到，市场总会不断地对同一个股票或一篮子股票指数的现货价格和期货价格

之间的差价进行套利。这就意味着在一个市场强劲买入或卖出，都会导致在另一个市场进行相同方向的操作。因此，如果这股趋势足够强大，那么这种相互交叉的市场套利行为将变成疯狂的、自生性的末日机器。

1987年年初，贝克的得州风格的货币计划<sup>[63]</sup>已经导致全球货币危机，美元与世界主要国家的货币汇率直线下跌。因此，财政部部长不得不在巴黎召开另一个国际会议，在会上，他改变了整个货币计划，从“全体向左”转为“全体向右”。

现在美元获得了支撑而不是打击。这项所谓“卢浮宫协议”<sup>[64]</sup>的核心内容包括利率协调计划：美联储提高利率，而德国进行反向操作。格林斯潘履新不久，并且对隐藏在弗里德曼浮动货币机制下面的金融紊乱认识不足，但在当时的情况下，他做出了正确的决定。

依照弱势货币的传统疗法，格林斯潘开始提高利率。于是，那些市场经验丰富的人很快就明白美联储稳定美元的措施将导致里根时期的经济繁荣陷入停滞，进而造成联邦赤字越来越大，最终推动利率上升到更高水平。

## 格林斯潘恐慌：通往“黑莓恐慌”的道路

为了应对这些负面的金融前景，先知先觉的内线资金开始在9月和10月上半月抛售股票，导致原先蓬勃向上的股市突然停滞不前。然后，在10月12日那一周，后知后觉的资金也开始卖出股票。已经像野火一样迅速覆盖股票市场的投资组合保险，开始发挥作用了，导致标普指数期货交易市场被如潮般的抛单淹没，疯狂景象超出梅拉梅德的想象。

10月19日，“黑色星期一”出现，已经被植入芝加哥标普期货交易的末日机器毫不夸张地摧毁了整个市场。经过空前惨烈的暴跌之后，标普指数期货合约跳水下跌了29%，任何进行套利的交易全部被碾压爆仓，包括标普500市场一篮子股票指数。

“黑色星期一”是现代金融历史上的真正拐点。当时当地，格林斯潘和安格尔有机会顺势而为，制止股市的赌博行为。但与此相反，他们惊

慌失措，下令美联储公开市场部门立即向华尔街注入现金。许多年后，格林斯潘回忆道，美联储一些年轻的职员曾经提出劝告：“也许我们反应过度了。为什么不多等几天，看看到底会发生什么情况呢？”

具有讽刺意味的是，里根的最初反应与这些在伊寇斯大楼辛勤工作的无名职员的想法一致。里根提出的忠告是“稳住航向”，并且补充道：“我认为谁都无须恐慌，因为所有指标都显示经济稳定可靠。”

事实的确如此。尽管财政赤字在扩大，但国家经济并没有陷入衰退。1987年第四季度，GDP增长高达7%，而且1988年两个季度GDP的增长也都达到了5%。

也许格林斯潘对历史知之甚多。他判断里根的讲话更像是胡佛在1929年股灾发生之后所发表的“稳健与繁荣”著名声明，因此，这位新上任的美联储主席在周二与里根会面后，“建议总统改弦易辙”。同时，美联储继续开启了紧急救援模式，完全无视经济并没有遭遇真正危险的事实。

## 启动“大而不倒”救助计划

更糟的是，美联储开始养成了金融官僚以任意方式随意干预、操纵市场的坏习惯，并且这些习惯在以后发生的危机中成为标准操作流程。历史已经证明在1987年，这些干预措施是完全不必要的，甚至也并非无害。它们扼杀了市场自行清理恶意赌博和恶劣行径的做法，它们无疑播种下了“大而不倒”的种子。

与以后反复发生的情况一样，这场闹剧也是由纽约联储来领导的。杰拉德·柯瑞恩是纽约联储的总裁，后来也成为高盛的合伙人。当时他在华尔街发疯似的四处活动，恐吓各家银行和交易公司，命令它们必须与自己并不信任的交易对手进行交易。不用说，这种保姆式干预行为，狠狠嘲笑了斯坦恩在出现金结算期货决定时所引用原则：国家无权干预成年人之间发生的资本主义行为。

当然，柯瑞恩这个成年人却不愿同意这个观点。因此，纽约联储发

布了前进的号令，即无论何种情况，交易对手的所有交易全部清算交割。这就使得保姆式管教方式形成了制度，并且随着以后每一次金融恐慌的发生而显得越来越厚颜无耻。

这同样遗留下了无法估量的道德风险。由于纽约联储粗暴干预了所有有争议的交易，并使之完成清算交割，因此，没有任何不安全的交易对手合约失效，也没有人因此被解雇。这些宽松的交易方法成为惯例，得以继续留存并发酵，直至下一次危机来临。

真是无法理解！为什么格林斯潘并不觉得，在他对自由市场的信仰与这种随意干预市场的行为之间，存在着相互矛盾的地方呢？在他的回忆录里，他把柯瑞恩形容为“这种市场救援活动的英雄”，并称正是“他称职地担负起纽约联储的责任来说服……华尔街继续放贷和交易，游戏继续进行”。

游戏继续进行！18年后，负责花旗银行破产清算的倒霉律师查克·普林斯也说过同样的话。换言之，只要音乐没有停止，他会让舞会继续进行下去。

风波平息之后很明显看出，格林斯潘上任不到3个月，就已经沦落在小事上斤斤计较的地步。尽管他承认“命令银行发放贷款……是滥用政府权力”，但他同样赞赏并引用这段柯瑞恩标志性的语句。他试图给僵化的华尔街金融家上一堂课，专门传授客户关系的基本知识：“我们不是要求你们发放贷款……你们要知道人们的记性通常都很好，因此如果你们拒绝客户的贷款申请……他就会永远记恨你们。”

你认为这堂课的效果会如何？的确，根据格林斯潘对柯瑞恩授课技巧的描述，人们很难确切了解到，为什么这种居高临下、传授商务基本知识的培训内容，会使得柯瑞恩好好地“教训了几个不听话的金融家”。然而，真正的问题不是纽约联储是敦促还是命令银行，承担与不受欢迎的交易对手进行交易的风险，而是在市场遭遇最猛烈暴跌的情况下，华尔街为什么需要政府的帮助进行风险评估和交易结算？

## 自由金融市场出局



政府出手相助的潜台词是自由市场在最关键的时候不起作用了，金融体系崩溃了，而且极度不稳定，不被信任了。这场危机发生在1987年10月，在这之后才出现了信用违约掉期、债务抵押债券等创新金融产品，以及许多被巴菲特称之为“金融领域大规模杀伤性武器”的产品。

事实上，格林斯潘第一次上场挥棒，就三击不中，然后他就开始废除市场自我修复的功能。金融体系的崩溃反过来，又需要不断地“免费”向银行系统注入流动性，才能确保化解自由市场的恐慌。美联储已经开始滑向灾难的边缘。

在股市暴跌后的第二天，也就是10月20日星期二，又发生了一次更具有破坏力的保姆式干预行动。这一天上午，市场先是做了一番垂死挣扎的向上反弹，但到了中午，又遭到突然打压，连当天大盘股的买单也都很快消耗殆尽。在中午休市的两个小时内，市场弥漫着恐惧和疯狂的气氛，纽交所在休市后几分钟内，疯狂情绪到达了顶峰，由于股市没有了任何买盘，呈现自由落体下跌趋势，因此芝加哥商品交易所实际上停止交易长达35分钟。

下午12点半左右，市场突然重新向上启动，就像是摩根大通的精灵，派遣使者来到美国钢铁公司的交易柜台，并且下单买入股票，如同它在1907年所做的一样，靠一己之力制止了股市的恐慌。

但在那个星期二中午，并不是飞来了什么精灵下单买入股票造成了市场反弹，也不是亚当·斯密那只看不见的市场之手，寻找到了廉价股票。相反，华盛顿出手干预股市，并请求、威胁乃至恐吓大公司首席执行官们，逼迫他们一起买入这些公司的股票。

有人或许会为这次对自由市场的攻击行动找到借口，称这是陷入困境中的官僚们在舒缓他们过度紧张的情绪。即使博学多才如格林斯潘，或许也不了解罗斯福在处理1907年华尔街风暴时所展现的大将风范。当时，罗斯福不为纽交所发生的市场风暴所动，仍然悠闲地待在路易斯安那州的沼泽中，继续追猎野熊。

然而，非常肯定的是，格林斯潘和其他官员们并没有开始意识到，拥有杠杆赌博机制和计算机化投机交易系统的资本市场，其实遍布陷阱。事实上，在10月20日，由于没有让市场自生自灭，在随后几天里，美联储竟然引发了更加危险的投机泡沫现象。



在这历史关键时刻，市场需要一位超然的、严守准则的人掌控全局。但恰恰相反，束手无策的美联储对市场进行一番保姆式干预之后，在没有任何验证的情况下，就发出了“警报解除”的信号。

事实上，1987年10月发生的股市危机没有对美国经济造成持续伤害。正如在2008年“黑莓恐慌”中一样，美联储和财政部在实施救助计划前，没有做过任何简单、快速的分析，来研究整个危机可能演变的过程，并指出如果刺破这个巨大的、人为的股市泡沫，将如何造成美国整体经济陷入困境。因为正如下一章所述，根本就不存在这种前景。

美联储甚至也没有预先考虑清楚股市托市行为所带来的长期收益。在标普指数期货市场上，投机商用5%的保证金进行疯狂投机，由此开展的投资组合保险业务更是一种绝对愚蠢的行为。所以，市场先生报复性惩罚并不像美联储含蓄认为的一样，是动物精神的非理性爆发，而是对由美联储自身培育起来的市场过度投机行为，必须实行的清理措施。“黑色星期一”的真正含义是，货币体系已经彻底崩溃了，而权贵资本主义已经逐步在市场上用危险的、不稳定的金融工具，布设了各种陷阱。

## 谁忽略了金融历史上最惊心的警报

在“黑色星期一”，股票指数暴跌了23%，而在1929年股灾期间最糟糕时，下跌不过13%，前者下跌幅度将近翻了一番。账面市值瞬间蒸发了5 000亿美元，相当于法国一年的GDP。美联储难道曾经还收到过这个更加紧急的警告，显示出美国金融体系已经彻底失常了？

但由格林斯潘领导的美联储没有理解金融历史上最惊心警报的含义。纽交所和芝加哥商品交易所投机市场发出了哀号和呻吟，如果美联储对此不太在意的话，它或许会发现“戴维营事件”之后，对空前严重和危险的投机和杠杆交易机制而言，货币超发政策正是孵化器。

格林斯潘、安格尔和美联储其他官员们也许被自由市场的奇观震呆了。他们莫名其妙地完全忽视了美联储随意超发货币导致的腐败影响。

值得注意的是，20多年以后，当格林斯潘在撰写他上任头几个月所遇到的创伤性故事时，他没有提供任何线索来解释，为什么暴戾的市场野兽会突然出现在“黑色星期一”，并且露出其锋利的牙齿撕咬市场。肯定的是，美联储从来不曾自我反省，考虑股市暴跌是否与新的浮动货币机制下的货币政策的自身行为有关，是否也是为应对浮动货币而出现的巨大套期保值交易所导致的。

相反，金融期货市场被证明为一切健康，在当时情况下这完全是荒谬的结论。德威公司的负责人尼克·布雷迪，也是伟大的狄龙在公司管理方面的继承人，率领着一队华尔街的名流评估股市暴跌事件，但布雷迪辜负了他的前辈狄龙。标普500指数期货交易已经变成了狂怒的金融飓风，在那一天导致市场暴跌29%，然而，德威委员会却没有发现任何不当行为，只是提出了一些改善措施，如引入熔断机制。

因此，美联储没有从中吸取任何教训，随心所欲的货币政策愉快地踏上旅程，越来越起到美联储对经济实行计划管理的作用。多年来，格林斯潘一直不停地追踪各类经济数据，警惕着任何细小的经济动态，从废钢铁的价格、硬纸板的出货量，到任何初期商品和服务通胀的迹象。但非常讽刺的是，他完全忽视了金融市场日积月累的危险。

所以，即使是他最不愿意看到的情况，格林斯潘的期权时代已经开始了。美联储不允许市场清理、净化第一次巨大投机泡沫，这一泡沫正是在弗里德曼浮动货币机制下产生的，它走向了相反方向。

当债券市场在1994年发生市场骚动，随后又发生了“比索危机”，以及在之后10年间出现的一系列危机中，如亚洲金融危机、俄罗斯危机和长期资本管理公司危机等，用于应对处理1987年10月股市暴跌的独特处理方式被不断复制，而且救助的强度越来越大。最终，市场自我修正的能力被彻底废除，这为“大而不倒”的恶性变形做好了铺垫。

[57] “史密森协定”：西方10国集团于1971年12月达成的新的国际货币制度协定。因会议在史密森学会召开而得名。——译者注

[58] 美泰格：美国四大家电生产公司之一。——译者注

[59] 广场协议：美国、日本、英国、法国及联邦德国等5个工业发达国家的财政部部长和央行行长于美国纽约的广场饭店签署的协议。目的在联合干预外汇市场，使美元对日元及马克等主要货币有秩序性地下调，以解决美国巨额贸易赤字，从而导致日元大幅升值。——译者注

[60] 1英亩≈0.004平方千米。——编者注

[61] 好男孩：美国俚语，主要指来自美国南方地区的白人男子，冒失莽撞、智商不高，

但忠于家庭和朋友。此处明显是贬义。——译者注

[62] 欧洲美元：指存放在美国以外银行的不受美国政府法令限制的美元存款或是从这些银行借到的美元贷款。——译者注

[63] 贝克计划：又称“美国关于发展中国家持续增长的计划”或“贝克建议”。1985年，美国时任财政部部长詹姆斯·贝克在韩国首尔召开的世界货币基金组织和世界银行第40届年会上提出新的债务危机解决方案。该计划收效甚微。——译者注

[64] 卢浮宫协议：1987年2月，西方7国财政部部长和央行行长在巴黎卢浮宫达成协议，一致同意在国内宏观政策和外汇市场干预两方面加强“紧密协调合作”，采取联合措施制止美元跌势，保持美元汇率在当时水平上的基本稳定。——译者注

## 第十五章

### 美联储错在哪里： 格林斯潘的新理论

短短几年后，股市“黑色星期一”已成为历史的一个注脚。它没有给整体经济带来一点儿打击，也就意味着美联储没有必要惊慌失措。这好像是一次中子碰撞，碰撞之后，美国经济不仅屹立不倒，而且还兴旺发展。由于1987年第四季度以股市猛烈暴跌开局，因此当季经济取得7.1%的增长，完全出乎人们的意料。

但如果只把“黑色星期一”视为华尔街所发出的喧嚣与愤怒，没有任何实际意义，那是一个巨大的错误。标普500指数在8月中旬还站在340点上，在10月19日突然跳水至225点。除了20世纪30年代之外，股市再没有发生过如此重大的变局：在60天内下跌幅度超过1/3。

### “黑色星期一”：被浪费的危机

“黑色星期一”曾经发出警报，但它只是预告了金融体系中日积月累的风险和不稳定性。20世纪80年代后期，由于弗里德曼的浮动货币机制，资本和货币市场与实体经济传统贴合的地方发生了很大的松动。

因此，在华尔街所发生的危机更是美联储阴谋诡计的真实写照，而不是反映整体经济的发展前景。股市不再具有预先反映公司收益的机制，相反，它成为货币市场的“老虎机”，人们在股市下注赌博，猜测美联储下一步会采取何种行动。

如前文所述，计算机化的投机手段，尤其是标普指数期货交易机制，加速了“黑色星期一”的股市暴跌。但最初抛售股票的恐慌，来源于

股市对紧缩政策的错误反应。这一政策是新任美联储主席在1987年8月上任几周内实施的。华尔街看似相信它将与又一位沃尔克打交道，而新主席其实是公认的经济上的保守派，曾经接受过艾茵·兰德关于金本位制的教导。

格林斯潘在应对股市暴跌时所采取的软化立场一下子就驱散了这种错误印象。他也浪费了天赐良机，否则，他有机会在美联储重塑金融准则，树立冷静应对的处事风格。这位新上任的美联储主席只需向市场强调，美国经济依然在健康运行，与此同时，按照75年前格拉斯谋划的蓝图来修复稳健货币的形象，仅此而已。这么一来，华尔街将明白美联储在股市没有利害冲突，因此，美联储对股价平均数波动漠不关心。在自由市场资本主义的原则下，是投资者、投机者和交易商的责任，而不是美联储的责任，来判定股市该公司未来收益做出何种估值。

然而，在“黑色星期一”之后，美联储对股市采取抢救性保障措施，无异于表明由格林斯潘所领导的美联储跨过了货币市场上的卢比孔河。这是历史上第一次，美联储把股价平均数当作其货币政策的目标，并且确认穿越华尔街的峡谷之后，美国就将走上经济繁荣的道路。

这真是个致命的错误决定。随着美联储被引诱参与华尔街的投机阴谋，这个未经选举产生的国家机构就因权贵资本主义的袭击而沦陷。因此，美国在戴维营拒绝承担对外债务和遵守国内金融准则的同时，开启了一个金融变形，而“黑色星期一”则是这个长久变形周期中另一个重要的转折点。

## 华尔街不要“吸金罐”[\[65\]](#)

美联储与华尔街之间的传导机制就是由一小部分获得授权的“主要”证券交易商，它们执行联邦公开市场委员会的决定，购买和出售政府债券。在布雷顿森林体系消亡之后，美联储开始长期大量买入财政部国债，偶尔才会出售国债。

这种交易的不对称性本身在金融上就具有腐蚀性，因为美联储买入政府债券时，就把新增货币存入了交易商的账户，造成货币市场超低信

贷的泛滥，正是这部分资金在20世纪70年代被用于大宗商品的投机炒作，从而造成了八九十年代股市和债市的投机繁荣。

但这种交易方法还有更阴险的一面。“戴维营事件”之后，美联储被授权对政府债务长期实施证券化操作，导致证券交易网络发生危险的变形。这些金融机构长久以来一直是华尔街内死气沉沉的地方，一小部分出资不足的证券交易商常驻于此，在政府授权下进行政府债券的买卖交易。

然而，到了格林斯潘时代，它们就成为拥有巨额资产负债表的金融巨兽，积极参与财政国债交易和保管业务。实际上，这些证券交易商之所以积极有效地说服美联储，实行宽松货币政策，其原因不言自明：这些主要交易商持有的证券将会因低利率而收获意外之财，并且会降低这些被高度杠杆化的资产负债表的持仓成本。

因此，在“黑色星期一”之后那段时期，华尔街对政府施压、实施政府债务证券化达到了登峰造极的地步。于是，第一次格林斯潘股市泡沫终于诞生了。例如，在1987~1998年，美联储持有的政府债券翻了一番，也就以每年7.5%的增长速度向华尔街主要交易商的银行账户内，注入大量新增货币。这种超发货币的狂潮完全超过了伯恩斯在通胀的20世纪70年代所创造的纪录。

然而在1987年之后，华尔街想要的和美国经济的真正需求恰好背道而驰。由于东亚地区工资大紧缩，美国经济需要的不是宽松货币政策和随之而来的虚高生活质量，而是勤俭持家的生活方式，因此，一步步提高利率将会降低高涨的家庭消费，提高国内储蓄水平，增加国内投资，从而促使国内价格和成本持续下降。

“黑色星期一”之后的那段时间里，美联储有绝好的机会减持高达200亿美元的政府债券，这是在大通胀时期和里根赤字爆发阶段盲目累积起来的。减持政府债券将迫使利率升高，升幅或许会很高，但美国经济所急需的正是债券市场的均衡价格。

然而，到了那个时刻，主要证券交易商却对从美联储手中买入证券和票据不是很感兴趣，因为这将从华尔街吸走现金。这像是在华尔街放了一个“吸金罐”，吸干了银行流动性，吸走了个人信贷，投机交易商的风险明显升高了。



如果美联储加息、减持政府债券以及紧缩资产负债表，也会降低交易商持有债券的市场价格，从而使得它们的利润以及管理层的奖金减少。简言之，这在华尔街交易商眼中，根本就不是通往金融准则和稳健货币的正确道路，它们认为美联储的职责正好相反，美联储应该是金融“看门人”，专门负责向市场提供现金和流动性，尽管这会把更多的美国联邦债务进行证券化处理。

## 曾经的格林斯潘消失了吗

很不幸，把1971年之后日积月累的巨额政府债务从美联储资产负债表上坚决移走，这种安排没有出现在格林斯潘的剧本里。对科技繁荣的赞美声听上去则更加悦耳。于是，美联储继续快速增加政府债务，向市场供应了更多货币，银行可以发放更多私人信贷。这种情况一直延续，甚至在1997年5月之后，股市泡沫膨胀到极限时依然如此。

格林斯潘所领导的美联储选择纵容华尔街，而不是扑灭日益猖獗的投机冲动，这实在令人惊讶。对华尔街溺爱有加的做法曾经在20世纪20年代后期出现过，但造成了灾难性的后果，而且当年，格林斯潘曾经严厉谴责过这种行为。

1966年，在一篇捍卫金本位制的著名文章中，当时的格林斯潘坚持认为，1929年股灾和随后发生大萧条的原因就是美联储在1924~1928年“向美国银行注入了过多的纸币准备金”。这个错误的政策曾经导致个人信贷过度增长，并且“溢出流向股市，造成疯狂的投机繁荣景象”。

如果人们还心存幻觉，认为20世纪20年代后期的股市暴涨还是良性的话，那么格林斯潘对当年美联储所犯下的巨大错误和错失扭转乾坤的机会的控诉，则消除了所有的历史疑云。他曾经写道，到了1929年，“已经太晚了……投机所造成的不平衡已经变得十分明显，以至于试图（加紧）急剧紧缩，并且最终打击了商业信心……美国经济崩溃了……世界陷入了20世纪30年代的大萧条中”。

很明显，到了20世纪90年代中期，格林斯潘已经忘了，他原先对金融泡沫和无限制投机狂潮将引发可怕后果的认识和观点。他原来相信到

了1929年一切已经太晚了，原来认为不应该在第一时间培育投机泡沫，那么现在，如果不算是彻底推翻的话，他至少已经放弃了早先的观点。

于是，在大师掌管美联储的第一个10年里，格林斯潘的新修正主义理论开始成形。格林斯潘不仅摆脱了长久以来反对联邦债务证券化的理念，而且有了新理论后，他屈从于压力，向华尔街交易商持续提供新增货币。

## 华尔街的新看门人：泡沫金融是如何诞生的

在强烈通货紧缩的经济环境下，美联储向华尔街举白旗，对于资本和货币市场来说，极具煽动效果。由于“影子银行”系统再抵押成倍增加，以及传统银行部分准备金贷款的扩张，美联储持续超发货币造成了猖獗的信贷扩张。

绝大多数新增贷款都被用于投机房地产市场和金融资产，而不是购买制成品。值得注意的是，制成品的价格日益受到东亚廉价劳动力的影响，这意味着商业企业预期商品和元器件的价格将会下降，不会像20世纪70年代一样大量囤积。于是，大量新增贷款就涌向了资产市场，而不是CPI中的商品和服务。

与此同时，一旦发生不可预测的市场下行波动情况，美联储随时准备向主要交易商注入大量现金，这种情况越来越常地成为现实，也就是用格林斯潘救助计划加强股市的安全性。这实际上鼓励更激进和更高杠杆的套利交易，加速提高了资产价格，造成了更多的抵押债务。

1994年以后，美联储实行了有利于投机的货币政策，其影响远远超越了股票市场。正如前文所述，它促使华尔街通过数以千计、经营房屋抵押贷款服务的租赁门店，把金融化的触角伸向全国家庭金融市场。这些小本经营的交易商完全依赖于从华尔街延伸出来的、极其宽裕的仓储信贷额度，由于自身利益没有与信贷业务进行捆绑，因此，这些街边金融门店就成为发放不良房屋信贷的危险地带。

真是难以想象，这些臭名昭著的抵押贷款业务曾经是自由市场的产

物。没有一个正常思维的银行家会向堆满几十亿美元非流动资产和可疑抵押贷款的金融仓库提供融资，除非他相信，美联储让利率钉住它公开宣称的政策目标。只有当美联储把自己当成华尔街可靠的“看门人”，交易商才会有足够的时间对这些大量的原始资产进行证券化处理，并剔除可疑资产。事实上，在类似沃尔克风格的货币机制下，美联储政策总是出乎市场预料，因此非常肯定的是，这些经营抵押贷款业务的门店、众多发放信贷投机产品的流动店铺根本就不可能诞生并发展。

同样，商业街、办公大楼、麦氏豪宅<sup>[66]</sup>在美国各地如雨后春笋般出现，其收购、开发和建造贷款违背了稳健信贷的原则。这些贷款发放的金额全都包含100%的融资成本，使得开发商可以预提高额的前期费用和利润，或者在收购物业遭遇现金流严重不足时，完全依赖“外卖”融资来补足差价，这些都已经成为美国行业惯例。

所有这些狡诈的融资手段全都来源于美联储超级宽松的货币政策。有些小型社区银行正是从这些超低利率建筑周期信贷额度起家的，它们也很有信心收回贷款，因为一旦竣工，借款人就可以从华尔街的证券化抵押贷款体系中，获得低成本的替代融资。

事后来看，这些臭名昭著的金融过度行为回避了一个重大的问题。这个从未得到回应的问题就是，为什么格林斯潘允许这个金融领域变形且发生恶性“癌变”转移，并且经过多年裂变，最终导致互联网泡沫以及后来房地产泡沫的破灭？这些泡沫毕竟是20世纪20年代金融狂潮的再现，而格林斯潘曾对此做出过非常精准的诊断。

## 本土偏好：中国储户的神话

当年下班之后，格林斯潘大师曾经在艾茵·兰德的沙龙喝过茶，讨论过金本位制度。但白天，他的全职工作是工业经济学家。在长达20年的研究中，他学习研读订单、库存、出货和单价等经济术语的实质，专业水平几乎超越了所有同行。而到美联储担任主席一职后，他没有荒废专长，继续从事这方面的研究。

然而，年复一年，人们发现废钢铁的价格和硬纸板库存水平越来越

没有关联性：钢铁行业严重开工不足，工业包装材料的需求转移到了中国广东中西部地区。

因此，旧的经济本质所表现出来的良性指标假象，给了人们错误的安慰。这些虚假指标显示产量有了温和的上升，通胀得到了控制，单位劳动成本呈现下降的趋势。例如，在1987~2000年，新增就业岗位3 000万个，企业固定资产投资实际上翻了一番，消费支出以每年3.5%的速度增长。就像是在蛋糕上抹了一层奶油，以硅谷为中心的科技爆发，显示出空前的科技创新能力和企业创新活力。

然而，20世纪90年代的科技繁荣最终在金融的天空留下了耀眼的痕迹，但在经济最基础的产量和就业方面却收效甚微。而且，除了红火的高科技园区，美国经济分裂成泾渭分明的两个极端：受到国际贸易影响的产业，遭受空前的外部竞争冲击；与此同时，美国国内服务产业受益于债务上升、资本增加和政府支出扩张而欣欣向荣。

在受到冲击的经济行业，如农业、制造业、林业、矿业以及能源产业，在“黑色星期一”之前大约有2 200万就业人口。然而，在经历了20世纪90年代的宏观经济繁荣之后，在上述可贸易商品行业，就业人数下降了7%，而且这还只是开始，随着下一个10年来临，中国出口产业开足马力，对美国可贸易商品行业造成了毁灭性的打击。在21世纪的第一个12年里，这些产业的就业率急剧下降，只剩下1 400万就业人口，可贸易商品行业在整个产量中的比例跌至工业时代之前的水平。

截至2000年6月之前的13年里，就业人数增长最明显的是在第二和第三产业，而不是第一产业。就业增长最快的行业包括房地产和金融行业（增长20%）、零售行业（24%）、建筑业（33%）、旅游休闲业（41%），以及健康和教育行业（暴增近60%）。事实上，美国经济在消费、借贷和融资活动的推动下实现了繁荣。

更关键的是，根据格林斯潘的新理论，这种金融变形的主要表现形式应怪罪自由市场。这种观点是极其错误的。对于这种金融变形的主要表现形式，如国家杠杆比率的暴涨或贸易账户的崩溃，市场的“看不见的手”用其超级智慧完全可以避免，或者至少化解。

如下文所述，格林斯潘把这个观点发挥到荒唐可笑的地步。甚至在他离开美联储之后，他依然简单地认为，根据其表象，国家贸易账户崩溃，并且随之把很大一块的中产阶级的经济活动外包给海外市场，这些

都可以理解为是自由市场的结果。格林斯潘新理论辩解道，这种毁灭性的变化中不存在任何强迫甚至人为的因素，相反，全球各地的储户们都莫名其妙地决定，自愿把钱投入巨量的美国投资性证券上。

格林斯潘甚至发明了似是而非的概念，即“本土偏好”，来解释由于他所推行的弱势美元政策而导致经常项目赤字飙升的现象。大师在他的回忆录中对这种理论进行了解释，：“本土偏好的下降，反映在储户日益跨越国界，对海外资产进行投资，于是这种变化就导致了某些国家的经常项目盈余，与此对照，另一些国家经常项目的赤字则出现了上升。”

但他没有解释为什么是刚刚摆脱农业经济的东亚国家，因为出现跨境投资而出现“盈余”，也解释不清为什么这些国家的央行高度集中地使用这些“储蓄”来购买美国的资产，同时又调节它们本国的汇率来鼓励出口。而且他也没法解释，为什么越来越多的背负沉重债务的美国家庭是这些“储蓄”的终极用户。

简而言之，格林斯潘的本土偏好理论就是用个复杂的合理化过程，解释美国家庭债务危机为什么会爆发。从历史趋势来看，家庭债务占GDP的比例从1980年前的45%，上升到世纪之交时的80%以上，而最终到了2008年房地产泡沫破裂前，占到了GDP的100%。然而，格林斯潘坚持认为，正是东亚出口经济体中众多勇敢的“储户”们造成了美国家庭债务上升的可悲变化，而不是美国实行低利率和宽松货币政策所导致的结果。

按照格林斯潘大师的观点，这些刚刚从贫困村庄和稻田里走出来的节俭家庭，却最终迫使美国在经常项目中出现巨额赤字。因此也就解释了美国消费者过度挥霍了进口商品，最终在自由市场“看不见的手”的命令下，美国家庭不得不背负沉重债务。

毋庸置疑，早期的格林斯潘一定会批驳本土偏好理论，把它斥之为无稽之谈。美国经济并不会因为有10亿中国储户大肆购买美国资产，而感到心满意足。事实上，源自1914年之前的金本位制的真正全球资本流动模式，给出了完全相反的解释。

相关金融历史显示，所谓本土偏好并不如格林斯潘所断言的一样，是在20世纪90年代被抛弃的，而是在19世纪70年代。而且，当年是最富裕的国家，而不是最贫穷的国家，抛弃了本土偏好。

在“一战”前的半个世纪的绝大多数时候，英国把它手上多余的储蓄输往大英帝国散布在全球的殖民地，以及美国、中国、阿根廷和其他拉丁美洲地区。因此，资本输出根本就不是新鲜事物。

在那一时期，英国储蓄的输出真正反映了在稳健货币机制下，资本流动的明显特征；法国也具有相类似的特征，但不如英国那么明显，这都揭穿了格林斯潘似是而非的修正主义的谎言。英国向海外输出资金，投资于那些能够产生良好回报的产业，如铁路、矿业和工厂。这与当今的情况恰好相反，现在是其他国家，而不是发达资本主义，向海外输出资本。

更重要的是，这些所谓的“储蓄”帮助美国家庭购买了厨房电器、橱柜和起居室里各种音响、多媒体电器。毋庸置疑，这些国家央行所购买的美国财政国债，实质上是还未出生的美国纳税人将要承担的债务，而不是能够产生收益的资产。

随着这种经济现象的持续，由信贷滋生的经济繁荣造成传统经济指标的上升，掩盖了虚弱的“实质”。例如，美国劳工统计局的档案显示，从20世纪90年代中期到20世纪00年代中期，非农就业人数增加了2 200万。但令人吃惊的是，高科技行业所产生的新增就业人数，即使把相关行业也包含在内，也只占了其中的3%。

例如，在设计和计算机工程领域，新增就业岗位80万个，而这部分的增长却被计算机主机、外围设备和电子元器件制造领域的就业人数下降20%所抵消。最后，人们发现高科技行业的蓬勃发展，更多地带来了金融繁荣，而不是美国国内经济增长。它并不像纺织或汽车行业一样，是一个新兴的巨大生产规模产业。

因此，格林斯潘对经济增长、高科技和自由市场的颂歌完全是不彻底的。高科技的确开创了创新奇迹，但它对经济产量和就业人数的贡献非常有限。正如下文所述，被大肆宣传的20世纪90年代就业增长，主要还是来自传统服务业，如零售业、餐饮酒吧、美容、市政机构和房地产中介等。在这些服务领域需求的增长，反映了股市、家庭和商业债务等泡沫金融的发展和增长。



## 不可持续的股市繁荣

20世纪90年代美国的经济的发展，被大肆吹捧为自由市场繁荣的复苏，这在本质上是完全错误的。事实上，它是由美国家庭和商业债务大幅度增长，以及资本市场暴利所造成的不可持续的繁荣。

其中最重要的是股市牛气冲天般崛起，与此相比，20世纪20年代的股市传奇都相形见绌，20世纪90年代的经济的发展根本无法与此比肩。恰在此时，在“黑色星期一”危机过后的仅仅24个月，股市已经重整旗鼓，市场指数重回1987年8月的高峰。

在1989年股市重新企稳之后，对照历史数据，股票价格并不便宜。标普500指数重回350点之后，大盘指数正好落在市盈率14.5倍的历史平均水平上。

10年之后，股票指数暴涨，进入完全不同的金融世界里。标普500指数翻了两番，冲上了1470点，反映出标普指数中500家上市公司1999年的市盈率达到28.5倍。在这10年里，上市公司的收益固然取得了稳固的增长，但年增长率不到8%，称不上是突飞猛进的增长。因此，1999~2000年，狂飙突进的牛市给予上市公司的估值，几乎是这些公司市盈率的4倍。

尽管美联储官员没有勇气说出股市出现了泡沫，但还未沉迷于股市狂躁的证券分析师已经在用泡沫来解释股市的非理性上升。即使是那些在产品、成本或技术领域具有持续领先地位的高成长型公司，一般而言，其估值不会超过盈利增长率一倍的水平，即所谓两倍的PEG指标（市盈率相对盈利增长比率）。

因此，标普指数中上市公司的PEG指标超过了4倍，不证自明是令人难以容忍的现象。尤其是因为在20世纪90年代期间，标普指数的盈利增长率获得了温和的上升，其主要原因是企业的利润率获得了提升，但利润率不可能无限增长，因此到了90年代末，企业的利润率到达了40年来的最高峰。

如果还不足以证明这是金融历史上最疯狂的股市的话，那么我们只要想到这种高估值不仅出现在快速成长的“新经济”企业身上，而且出现在那些组成标普500指数的所有上市公司上，其中不乏涉及国计民生的

企业，如大型工矿企业、航空公司、便利连锁店及市政设施企业。事实上，标普500指数中，只有20%的上市公司可以大致归纳为科技成长企业。

而在科技产业界，越加疯狂。纳斯达克指数在2000年3月疯狂飙升至历史高位，其对应的市盈率高达100倍，导致市场先生最终不得不认输。即使是在那个时刻，尽管美联储的表态已经无关大局，但它依然恪守沉默。

2003年年初，曾经欣欣向荣的股市遍地残垣断壁，标普指数下跌了45%，而纳斯达克指数更是被砍去了80%。股市的暴跌足以证明，美联储曾经孕育了历史上前所未有的股市泡沫。如果还需要说明的话，那么我们看到，10多年后，纳斯达克指数还停留在互联网泡沫高峰时40%的水平上；标普指数在2011年年底收盘时，刚刚重回1999年3月时的水平。

## 成为投资者最好的朋友

美联储任性地漠视它用政策培育出来的金融泡沫，这一点在格林斯潘的回忆录中表现得淋漓尽致，主要可从他讲述如何应对“非理性繁荣”的插曲看出。5年后，当格林斯潘撰写回忆录时，另一个金融泡沫已经在房地产市场孕育发展，因此在讲述非理性繁荣插曲时，格林斯潘强调20世纪90年代股市疯狂上涨的泡沫是由自由市场所推动的，而且美联储对此无能为力，无法制止它最后的疯狂。

马丁还在世的话，他一定会对美联储无法控制自己“大酒杯”的言论感到十分震惊。马丁当年曾经研究过1929年股灾，他肯定会认为是宽松货币政策导致投机泛滥，而这也是格林斯潘早期在其1966年的文章中所表达的观点。

马丁一定也会驳斥一种明显荒谬的论调：20世纪90年代股市的疯狂传奇是市场“看不见的手”的杰作。然而，无论是失忆也好，阴险狡诈也罢，有了新理论的格林斯潘从来不会质疑这种观点。他选择性相信，成千上万的买家和卖家在自由市场上进行价格发现的股票交易，通过竞价

方式，自己把股票价格鲁莽地推升至4倍于市盈率的水平。

格林斯潘陷入虚假前提，他对股市泡沫的解释如此漏洞百出，以至于让人茅塞顿开。这比其他任何东西都更加直白地揭示出事实的真相：一个由失忆的稳健货币门徒所领导的美联储，导致美国经济进入毁灭性金融化过程。

格林斯潘在1996年12月5日发表了著名的非理性繁荣的演讲，但这丝毫无助于减少股市猖獗的投机活动，其理由十分显而易见。在演讲里，他对市场投机行为的警告只有短短的一段话，这其实是在向市场暗示，只要产量、就业和通胀不会受到负面影响，美联储根本不关心市场泡沫。而且，格林斯潘已经清楚地表明，甚至连1987年那么残酷的股市暴跌都没有对经济产生负面影响，那么未来产生负面影响的可能性更是微乎其微。

在1997年2月4日召开的美联储委员会会议上，格林斯潘主持了可能实施“先发制人行动”的讨论，但其论调显示出，美联储已经形成令人不寒而栗的恐惧，即如果美联储实施紧缩政策，市场或许会发脾气，而且会引申到政治的范畴。“如果我们提高利率，其原因是希望控制股票市场，这将会引发一场政治风暴。我们会被指责伤害中小投资者，破坏人们的退休养老计划。我想在下一次国会监管听证会上，将不得不接受议员们的拷问。”

沃尔克或许曾经提到过，在国会接受严厉的拷问更加接近于美联储主席所应该承担的工作之一。然而，格林斯潘从伯恩斯的剧本里草拟了一个“骑墙主义”计划后，便草草收场。这个计划就是，经过联邦公开市场委员会的同意，他先发表公开讲话，暗示可能采取紧缩行动，但把是否提高联邦基金利率的决定推迟至下一次委员会会议。正如他向委员会所解释的一样：“我们要避免刺破这个泡沫。”

于是，在3月25日的一次会议上，联邦公开市场委员会通过表决，批准了小幅度加息的决定，同意提高基金利率25个基点至5.5%，以确保不会刺破泡沫。事实果真如此，因此格林斯潘让市场对他原先看似漫不经心透露的口风，确信无疑。他写道：“我会亲自撰写联邦公开市场委员会的声明，宣布这项决定。”并且强调原先的讲话，完全只是谈及“威胁产生通胀的基本经济力量，并没有涉及资产价值或股市”。

尽管格林斯潘在声明里没有提及，但现在这只是一个泡沫。看到这

个声明，华尔街的交易商还在琢磨，美联储到底是它们的朋友还是敌人。但作为对加息的回应，它们立即抛售股票，导致市场下跌了7%。然而，几周之后，交易商开始明白，格林斯潘的讲话并没有谈及“泡沫”两字，美联储压根儿不会控制正在华尔街上演的疯狂赌博行为。

于是，在随后的春天，牛市重现，不仅收复了原先下跌的失地，而且到了1997年6月中旬，股市又上涨了10%。通过这次操作，格林斯潘针对非理性繁荣发动的不切实际的攻击行动，戛然而止。

格林斯潘在回忆录中写道，在那个重大时刻，他只能令人震惊地承认，美联储在追求对虚幻经济繁荣管理的议程中，已经完全丧失了维护稳健货币和金融准则的核心使命。正因为如此，美联储才完全沦落为华尔街的家奴。格林斯潘总结道：“事实上，投资者给了美联储一个教训。”

然而，这是一个奇怪的教训。如果当时华尔街有任何疯狂想法的话，那个想法就是“千万不要与美联储作对”。所以即使迟至1997年春，如果美联储真的希望打击过度投机行为，那么勇敢地采取与牛市上涨情绪相反的举措，会是一个非常有力的武器。

但很不幸，高盛派驻在财政部三层的使者鲁宾已经成功劝服格林斯潘，让他单方面解除武装。以自由市场的名义，美联储将成为投机者最好的朋友。格林斯潘在回忆录中讲得非常清楚：“罗伯特·鲁宾是对的：你不能决定市场何时被高估了，而且你不能与市场力量作对。”

鲁宾曾经是著名的套利交易商，成功劝服格林斯潘和美联储，继续执行鼓励投机的政策，是他一生中最伟大的套利交易行为。通过对疯狂投机行为保持沉默，美联储向市场发出了明确信号：它有意为股市提供便利环境，推动股价平均数无限上升，因而导致华尔街的抢先内幕交易日益泛滥。在此之后，股市指数上升至更高水平，美联储对它自己一手培育的金融投机狂潮视而不见，而它的借口是它不能与已经上涨起来的市场作对。

早期的格林斯潘可能会立即驳斥这种诡辩。甚至当代的历史也会证明，一个致力于稳健货币政策的美联储，应该会毫不犹豫地严厉遏止这种短期市场投机狂潮。历史上，在1979年，市场对大宗商品和石油进行投机造成失控，沃尔克在面对这一情况时，他并没有向投机商询问，是否会因为套利成本仅仅增加25个基点而停止市场投机行为。相反，他提

高了800个基点的投机成本，再也没有给投机者任何可乘之机。

毋庸置疑，格林斯潘所领导的美联储采取了相反措施。格林斯潘回忆道，“我们试图找到化解泡沫风险的其他途径”，但在1997年5月之后，“我们没有再次提高利率，而且我们从来没有试图再次控制股市价格”。

## 长期资本管理公司危机：美联储纵容华尔街

事实上，当美联储放弃刺破股市泡沫的18个月后，在面对俄罗斯和长期资本管理公司危机时，市场自行进行了大幅度调整。但即使在那个时候，格林斯潘所领导的美联储仍然看不清方向，没有适可而止，允许市场去做一点儿脚踏实地的工作。相反，美联储在1998年第四季度实施了激进的干预措施，完全废除了市场自我修复调整的功能。

所以，让“市场力量按自己的意愿行事”的政策，现在仅仅在市场上行时才会被采用，而在动物精神萎靡不振、股价平均数崩溃时，这种政策被束之高阁。美联储在长期资本管理公司危机后推出了救助计划，就此确定了格林斯潘对策的救助网络已经完全到位，于是加速形成了股市泡沫，进入近乎歇斯底里爆裂的最后阶段。

事实上在此期间，有证据显示美联储的政策措施的目的之一，就是完全纵容华尔街的投机行为。在1997年3月平抑股市投机泡沫的努力流产之后，一直到1998年7月，美国联邦公开市场委员会把联邦基金利率维持在5.5%的水平。华尔街看到美联储已经发出“解除警报”信号，便轻松推动市场大幅上扬，标普指数在15个月内从750点左右上涨至1 200点。按传统的观点，在原先已经大幅度增长的基础上再次上涨60%，将把股市推至非常危险的境界。

因此，在1998年8月，当俄罗斯违约以及长期资本管理公司投资惨败的消息公之于众之后，市场毫无悬念地快速下跌。到了9月底，标普指数下跌了12%，考虑到市场负面情况，这种跌幅还算比较温和。

然而，这足以刺激美联储进入全面恐慌状态。在不到50天之内，它

急匆匆三次削减联邦基金利率，从而制止了市场自我修复。人们在事后会感到非常困惑，当时市场虽然在下跌，但依然比1997年3月的时候要高出40%，在这种情况下，美联储为何轻易进入紧急救助状态？1997年3月，联邦公开市场委员会首先发现市场出现投机泡沫，也曾半心半意地想要刺破这个泡沫。

格林斯潘的解释冗长复杂，实在难以归纳总结，需要全部引用。美联储当时对俄罗斯违约事件进行研究后认为，它对美国经济的影响微不足道。用格林斯潘自己的话来说：“美国经济很有可能会继续以健康的速度发展。”

那为什么要给那些越发无耻的投机者一个错误的承诺：美联储一定会推出救助计划，用现金来帮助华尔街应对这次最轻微的经济打击？格林斯潘的回答难以令人信服，其可信程度甚至比不上在机场自动贩卖机上说服自己购买飞机失事保险。

尽管实体经济的发展前景稳健，但美联储还是选择降低利率，因为它相信“违约事件或许会破坏全球金融市场的稳定，风险虽然很小但是真实存在的……我们判断它不会爆发，但一旦爆发将对经济繁荣造成巨大破坏，远比宽松货币政策可能造成的高通胀来得更加凶险”。

很明显，高通胀的威胁根本就没有关系，而真正问题是中国在世界的崛起。在中国东部地区，出口企业以惊人的速度在扩张。同样，在1998年秋，美联储的主要经济指标，如订单、出货、消费和投资等高频率指标，仍然十分明确地显示出相当强劲的短期经济活力。

1998年第四季度，消费实际上以每年6.3%的速度增长，固定投资支出以每年13%的幅度上升，实际出口增长了16%。这些数据令人信服地证明，经济并没有出现紧急状态。

在俄罗斯违约和长期资本管理公司危机之后，市场并没有出现一丝混乱，这是有充分理由的。这之前10年发生的金融恐慌很类似，它们在经济上不具有“传染性”，主要是在纽约、伦敦和莫斯科的金融赌场内发酵。

事实上，作为国家经济最基础的指标，美国实际GDP在1998年第四季度以7.1%的速度增长。因此，宏观经济根本不需要美联储的救助，虽然长期资本管理公司危机暂时给股市降了降温，但现在美联储真正面临



的危险却是股市重燃起来的投机狂潮。

## 盛宴继续：格林斯潘推出救助计划

当美联储在9月28日降息，股市依然维持在惊人的高位，可能需要再下跌25%才会回落至1997年3月的水平。对于为什么不允许股市下跌，回落到几个月前他称之为非理性繁荣现象的水平，格林斯潘的解释是苍白无力的。正如在2008年“黑莓恐慌”时期一样，起决定性影响的是一个耸人听闻的比喻：“市场上的恐慌情绪如同液氮，它会很快冻结交易的活力，最终摧毁整个市场。”

这一辩解是如此的牵强，足以看出自由市场在劫难逃。标普500指数温和地调整了一下，还是比之前10年的点位上涨了两倍。因此，美联储在这种情况下还要推出救助计划，真是不可理喻，这只能归结为它在向市场暗示：股市已经成为末日机器，如果没有外部帮助，它将掉入万丈深渊。

如果这是格林斯潘推出救助计划的原因，那么华尔街就已经超越了“大而不倒”的临界点。如果美国金融体系都不能消化莫斯科股市崩盘所带来的影响，或者承受不了像长期资本管理公司这种中型赌博基金的破产清算，那么只能说明这个体系已经太危险了，已经面临崩溃瓦解的危险。

因此，格林斯潘的观点极其荒谬。让股市经历痛苦和磨难并不会造成经济灾难，这种观点在两年后就得到验证，标普500指数从2000年年中的高点开始跳水，跌幅高达50%。虽然这种冲击据称会破坏稳定，但真相是整体经济几乎毫发无损，2001~2002年股市下行的幅度被证明非常有限，以至于很难被定义为经济衰退。

因此，事实的真相是美联储在1998年9月和10月向华尔街提供货币救助，这在逻辑上根本站不住脚。被误导的“紧急降息”措施导致标普500指数从1 000点飙升至2000年6月的1 500点。这相当于在不到20个月内，指数突然上涨了50%，也可以说它最终注定会重新跌落到原点。

在市场进入最后的疯狂阶段后，非常明显看出格林斯潘大师对美联储一手培育的投机狂潮，完全熟视无睹。在1999年股市进入最后上涨阶段时，格林斯潘告诉国会委员会，美联储不会“对成千上万消息灵通的投资者下一步将要采取何种行动，妄加猜测”。

的确，华尔街的投资者“消息灵通”，但他们被告知，美联储热切希望在股市铺就一个政策底，甚至把过度市场投机行为演变成“不能输”的命题。在国会听证时，美联储主席实际上向投机者广而告之，美联储将继续避免采取任何有助于加强金融准则的努力。

自此以后，假如金融泡沫破裂，事后美联储总会来收拾残局的。不用说，这种表述相当于向市场保证，股市泡沫可以越吹越大，因为现在再也不用担心，美联储会重新找到马丁的大酒杯，并且把它拿走。甚至当美联储在1999年年中开始提高利率，加息的幅度也像婴儿步幅那么小，只是微调了25个基点，这就向市场更好地传递了美联储的这个想法。

自始至终，格林斯潘在领导美联储的时候，明显持有真正拙劣的假设，即金融泡沫是市场沿着正常轨道上升所产生的结果，因此政策制定者没有必要过度担心。格林斯潘认为：“尽管泡沫破裂从来不是温和的过程，但我们需要确保，其结果不会导致经济灾难。”

在获得如此保证之后，金融市场的盛宴得以继续进行。然而，这就是整个巨大错误的本质，它错误引导美国金融体系，在未来几年中发生不可逆转的变形。美联储主席虚伪地把那些猖獗的金融投机狂潮，归咎为自由市场自行裁定的结果，而不是美联储精心培育的货币通胀所带来的恶果。

## 自由市场的教义是谁的遮羞布

于是，具有讽刺意味的是，自由市场的教义成为美联储鲁莽失察行为的遮羞布。即使资本市场早已沦为危险赌场，美联储无法控制它一手培育起来的股市泡沫，格林斯潘毫不犹豫地为此辩解：“我开始认识到，我们从来无法确定何为非理性繁荣，因此更不必说能够对此采取行

动，直到非理性繁荣成为事实。那些听我解释的政客们并不关心此事，相反，对于美联储不愿采取措施终结股市泡沫，他们深感宽慰。”

不言而喻，政客们的职业冲动是推动投机行为得以延续，而不是终结股市泡沫。到了1999年，华盛顿甚至不需要美联储解释，如何发现并确定股市泡沫，因为已能很明显看出华尔街已经成为大众疯狂投机的场所。由此，在泡沫破灭前的最后阶段，纳斯达克指数出现了令人震惊的暴涨。

1997年1月，当美联储已经开始研究非理性繁荣问题，纳斯达克指数站上了1 200点的点位。到了1998年年底，在实施对长期资本管理公司的救助计划之后，纳斯达克指数翻了一番，冲过了2 400点。仅仅一年以后，到了2000年3月，指数再次上涨了一倍多，冲破了5 000点大关。

总之，投机者把纳斯达克指数推升到疯狂的程度，指数在39个月之内上升了约320%。当年日本股市大崩溃前夕所发生的羊群效应，今天在太平洋东岸的美国再次发生。占主导的市场言论是：“如果我们集体闯红灯过马路的话，怎么会被汽车撞伤呢？”

在20世纪90年代最后几年里，日本股市泡沫所带来的灾难性后果已经变得十分明显，它所造成的伤害也并非像美联储“等它崩溃”立场所暗示的那样温和。相反，日本股市大崩溃后，日本经济陷入低迷，这证明了股市泡沫极其有害并具有破坏性。

格林斯潘自1987年8月起担任美联储主席的时候，日本被看作世界上永不停止的增长引擎，然而，日经指数从1989年5万点的高峰，在短短几年里跌破1万点，日本经济因此陷入崩溃。日本GDP在整个20世纪90年代呈现零增长，金融体系分崩离析，到处是陷入破产的资产和无法偿还的债务。

日本经济陷入悲惨的崩溃，并不是因为日本工薪阶层厌倦了每天辛苦的劳作，也不是因为日本工厂突然失去了竞争优势，也不是因为日本无力承受进口原材料和能源的沉重负担。这些都是长久以来日本经济结构的组成部分，在1989年之后这些组成部分并没有发生任何改变。

日经指数崩盘的原因完全不在于实体经济。相反，日本股市的惨败是日本央行一手造成的，尤其是在1985年“广场协议”之后，日本央行向

经济无限制地注入银行信贷，试图不惜一切代价创造经济繁荣。

因此，有日本这么惨痛的教训在先，格林斯潘还要追随当年日本央行的足迹，重新培育一个几乎完全相同的泡沫，这令人感到十分震惊。然而，他真的这么做了，只不过晚了10年而已，这意味着他早就知道了这个故事的结局。

这实际上是日本银行泡沫的再现，由于受到美联储长期超发货币的影响，美国银行和各类“影子”金融机构，在互联网泡沫破灭之前取得了空前大发展。当“黑色星期一”在1987年10月爆发，银行贷款和投资，以及由货币市场基金、政府支持企业证券、商业票据和回购债券所持有的资产，总额高达4.5万亿美元。

然而到了2000年3月，当纳斯达克指数开始急剧下跌，这部分金融资产总额已经上升至17万亿美元的水平。在这15年间，金融资产以每年将近11%的危险速度增长，而这完全是拜美联储所赐。

不证自明，17万亿庞大金融资产所需要支撑的资金，并不是美国家庭和商业企业突然偏好储蓄所积累起来的。事实上在这13年间，美国全国储蓄率从10%左右下降到4%，这表明美国家庭的银行储蓄在下降，而不是增加。

相反，美联储向银行系统持续注入了大量准备金，同时格林斯潘对策的救助保障计划又变得日益频繁和可靠，这些都造成金融体系产生连锁反应：美联储新增的货币供应刺激私人债务的快速增长，而私人债务增加又带来了资产价格的上升，更高的资产价格又引发抵押信贷的扩张，而信贷扩张又将资产价格推升至更高水平。

## 投机狂潮继续：美联储放行

奥地利经济学家路德维希·冯·米塞斯曾经在1911年时对这种信贷繁荣循环做出过很精辟的解释，然而到了20世纪90年代，货币政策集权管理者的傲慢取代了早期悲哀的货币智慧。在过去那些黑暗的年代，无论是经济学家还是立法者，他们都清楚知道，人们的真实储蓄和无中生有

的信贷之间的区别。

诚然，银行系统的信贷货币出现惊人的增长，并非货币政策蓄意所为。而是在20世纪90年代中期，当美联储沉迷于通过操纵基金利率促进经济繁荣，势必带来信贷扩张。美联储已经不再关心货币和信贷的增长速度。

事实上在那个时刻，格林斯潘已经用尼克松式的方式终止了弗里德曼固定速率货币供应增长的原则。他曾经宣布这种原则“不再具有任何操作性”，而且理由很充分。如前文所述，一旦美联储允许隔夜“溢出”账户的操作方式，即在人们睡觉的时候，活期存款自动转入储蓄账户，那么美联储根本无法精确衡量“货币供应量”。

因此，根据已公布的会议纪要显示，美联储的官员有目的地持续跟踪数以百计的经济指标，包括诸如由铁路或汽车货运的碎石数量等晦涩难懂的数据。然而，相关会议纪要同样显示，联邦公开市场委员会却不考虑对最重要的信贷指标进行跟踪和评估的要求，而在所有传统银行和“影子银行”监控数据排列中，信贷毫无争议被称为“经济指标之母”。

随着美联储进入格林斯潘时代，它开始抛弃所有先前的央行政策原则和方法，甚至包括弗里德曼固定货币供应量增长的原则。稳健货币和金融准则的老派观念，这些曾经在早期格林斯潘教义中得以体现的理念，再也不会获得任何反响。

相反，美联储狂妄地宣布，它专注于对宏观经济增长和繁荣进行有效管理，这成为格林斯潘新理论最重要的议题；而联邦公开市场委员会的12名委员，通过对“传入数据”进行分析考虑之后做出临时认知和判断，这成为他们追求繁荣管理的最简单方式。

不用说，艾茵·兰德的门徒已经把美联储变身为“货币政策政治局”，这个称谓一点儿都不是讽刺。通过自我授权，格林斯潘所领导的美联储对美国经济实施全面和终极的管理。虽然它对未来一无所知，却还满不在乎地从容漫步；尽管所有市场信号都闪烁着红灯，与当年日本股市泡沫在最后阶段发出的警告一模一样，美联储依然允许华尔街的投机狂潮继续进行下去。



## 自食其果：美联储把命运押注在华尔街

这个立场是历史在鲁莽之中所犯下的错误，源于一个流行于伊寇斯大楼的致命幻觉，认为美联储有权利管控美国经济。美国“货币政策政治局”因此开始相信，它可以通过公开市场和大肆喧嚣的联合操作，熟练操控当时10万亿美元的经济体。美联储可以对整体经济进行转向、刺激、加速或刹车等操作，把美国经济的增长速度、就业和通胀水平控制在它认为合理的范围之内。

当然，所有这些宏伟的集权计划运作都是基于一个假设的前提：美国联邦公开市场委员会拥有一个可靠和有效的传导机制，可以不打折扣地执行它的旨意。但怎么想都知道这并不可能。美联储的所有命令和信号都必须通过华尔街，也就是货币和资本市场处理。然而，在听从美联储的证券买卖指令、美联储调整联邦基金利率、在未来政策措施领域发出口头提示或狼烟信号方面，华尔街并不是可靠的代理人。

事实上，无论美联储做什么或说什么，华尔街都只是一个激进的交易对手参与交易、套利和抢先内幕交易。而且，随着美联储向银行系统注入越来越多的准备金，并且对严重依赖信贷和股票价格泡沫现象，表现出越来越强烈的厌恶时，美联储的政策目标发生了偏移。因此，稳定华尔街的传导机制，比对宏观经济实施管理更容易掌控货币政策的方向。

正如格林斯潘在回忆录中坦率承认的一样，美联储最终把自己的命运押注了出去，因为它无法对代理人华尔街进行有效的控制。他提到当美联储第一次紧缩措施即将在1995年2月结束时，股市迅速逆转了上升趋势，而且“当我们在1997年再一次实施紧缩措施.....股票价格在加息后延续了上升趋势”。

格林斯潘大师认为，美联储陷入了“迷宫”，紧缩政策将会起到和宽松政策一样的效果。“我们实际上在一步步推动股票价格的上升.....如果美联储的紧缩政策不能打压股票价格的话.....那么持有股票就会变成风险更小的行为。”

然而，这种小碎步、层层推进的理论有个巨大缺陷，即每次美联储调整基金利率，它都是很微小的25个基点的变化，而且市场事先就获悉了调整的内容。相反，如果采取沃尔克的风格，突袭市场，货币市场利



率就会被反向踢向高空，那么这种行动就不会如此无能了。格林斯潘也持有同样的观点：“一个大幅度的加息行动，将会产生完全不同的效果……（随即）我们将会立刻引爆泡沫。”

毋庸置疑，格林斯潘立刻搁置了这种方案，因为这与美联储对经济繁荣实施管理的议程存在直接冲突。任何加强金融准则和抑制资产价格猖獗上涨的严厉措施都将“破坏经济，我们试图保护的经济增长将会消失。为了治疗疾病，我们却把病人治死了”。

这种疾病的比喻并非故意，但很贴切。到了1998年，美国的金融体系事实上已经沉痾自若：美联储货币超发政策所导致的杠杆和投机行为越发猖獗和膨胀。用尼克松的令人难忘的语录来形容，美联储现在是一个“可怜无助的巨人”，担心自食其果，不得不面对它一手培育起来的投机泡沫。

## 房地产市场泡沫就在美联储的抽屉里吗

格林斯潘大师用更加优雅的表述，委婉地承认了这个现实：“直接和优先地处理股市泡沫的想法，似乎超出了（美联储）力所能及的范围……相反，美联储更有能力保护经济，以抵御股市暴跌所带来的冲击。”

正如下文所述，美联储选择“等着瞧”的策略，对还在不断膨胀的20世纪90年代股市泡沫所带来的附带伤害，视而不见。更糟糕的是，在美国联邦公开市场委员会内部已经形成了“共识”，准备在股市泡沫破裂之后，继续执行激进的货币超发政策。

格林斯潘后来回忆道，在把相关计划放入抽屉里之后，美联储实际上就站在边儿上等着股市的暴跌，而在泡沫破裂之后，“我们的政策将是积极向前，采取降低利率并且向金融系统注入流动性的措施，以减轻其附带的经济后果”。

毋庸置疑，美联储实际上是把下一个泡沫放入了抽屉，而这个泡沫就是即将席卷整个美国经济的房地产投机狂潮。不证自明，美联储仍然

没有从股市泡沫中吸取教训，认识到长期维持低利率和推出更有利于华尔街的政策所带来的危险。

在面对互联网泡沫破裂，以及随后附带对电信和其他高成长行业带来重创时，美联储惊慌失措、毫无章法，这就充分证明了这一点。2000年12月圣诞前夕，联邦基金利率还处在6.5%的高位，然而在随后几年里，利率就像是顺着货币政策的烟囱，哗啦啦地一路向下滑。

## 降息运动：美联储的莫名慌乱

美联储经过11次降息操作之后，终于实现了其政策目标，因此到了2001年圣诞前夕，利率已经跳水至1.75%。如果说原先华尔街对美联储是否会惊慌失措还有一点儿怀疑的话，那么现在连这点疑虑都被这种可耻的降息行为给打消了。

在历史上从来没有在这么短的时间内降息75%。然而，整体经济并未出现任何紧急状态，实际个人消费支出在2001年第四季度，比一年前恐慌性降息开始实施时还要高出2.8%。同样，尽管在2001年第四季度，由于“9·11”恐怖袭击事件导致出现大量商业库存清理的状况，但实际GDP依然处在历史的高位。

因此，美联储疯狂超发货币只是希望制止股市的下跌，而不是维持美国经济的高速运行。事实上，这次货币超发行为不仅没有任何必要，而且完全疯狂。到了2003年2月，标普指数终于触底，美联储进展神速地购入总额高达1 200亿美元的财政国债，这相当于在24个月之内，美联储所持有的国债又增加了24%。

诚然，美联储在委员会会议之后发布的公告中，用经济繁荣管理的新词汇来描述这种购入国债行为，称其新购入的国债具有高度的保值潜力。美联储像变戏法似的变出大量现金用于向华尔街购买财政国债，然而，作为国家央行，它却坚称只是确立了“调整政策的立场”，并且“将有助于改善金融状况”。

但这些辞藻没有任何实质性的经济意义，它们只是想掩盖事实的真

相，即在2001~2002年股市暴跌期间，美联储毫无理由地向主要交易商的账户打入了1 200亿美元的现金，其目的始终是想救治华尔街在过度投机泡沫中自我加害的金融创伤。

另外，美联储也无法把股市政策底当作预防灾难的最后防守堡垒，来证明不惜代价超发货币的正当性。事实上，在2003年2月市场触底时，标普500指数回落至840点，这代表着从1987年10月“黑色星期一”以来，股市指数依然以每年9%的复合增长速度上升。

这还不够吗？事实上，9%的年增长率是历史上股市连续16年增长的最高纪录！因此，美联储根本没有理由担心股价平均数下跌，也无须向华尔街注入如此多的现金，以至于不可避免地出现另一个泡沫。自1971年8月以来，在国家金融体系的变形过程中，的确没有比这更引人注目的插曲了。

没有确凿的证据证明，经济出现了紧急状态。尽管在2000~2002年，股市出现了暴跌，但整体经济只是呈现温和的下降，即使经济出现停滞，也完全有能力依靠自己的力量，获得健康和持续的复苏。相比之下，我们有足够的理由来清除美联储植入美国经济中的不良风气，诸如入不敷出、大肆挥霍、沉迷赌博和一夜暴富等丑陋行为。因此，只要赌博和投机之徒看不到美联储救助的希望，只得自己重整旗鼓，那么股市暴跌所造成的痛苦，就可以转化为前进的强劲动力。

简而言之，互联网泡沫的破裂，为美联储提供了解救美国经济的最后一次机会。美联储一手培育起来的经济金融化腐蚀了美国经济，这种现状必须得以扭转和改变。如果实行明确的更高利率政策，并且放弃任何格林斯潘对策的救助计划，那么将会为经济回归经常项目平衡、美国国内储蓄大幅度上升、投资相比于消费更快增长，以及在公共和私人领域重建金融准则，铺平道路。

毋庸置疑，美联储从来没有考虑过这个历史机遇。相反，它选择变本加厉地将利率一降再降，达到前所未有的超低水平。但它必将自食其果，不可避免地引发下一个最具破坏力的经济泡沫。

[\[65\]](#) 原文是锡罐，指乞讨时放置钱币的锡罐。此处喻为有着吸金魔力的罐子。——译者注

[\[66\]](#) 麦氏豪宅：如麦当劳快餐般以廉价材料建造起来的超大面积住宅。——译者注

## 第十六章

### 牛市文化： 一夜暴富的幻觉

2003年6月，美联储结束了这一轮宽松政策周期，短期货币利率在之前的30个月内被削减了85%，回落至1%的超低水平。不用说，人们迫切想知道美联储为何会实施空前鲁莽的政策。

简单来说，美联储从世纪之交开始采取完全纵容华尔街的政策，部分原因是美联储接受了错误的货币理论，认为通过操纵利率，并且定期向华尔街的主要交易商提供大量新增货币，就可以实现对美国经济进行“微观管理”。非常不幸的是，这与当时美国经济所面临的真正挑战毫无关系。

美国面临日益严重的结构性挑战，包括巨额贸易赤字、可贸易商品生产和工作岗位快速向海外转移，家庭债务水平迅速上升、国内储蓄率严重下降以及如电信等泡沫行业出现严重的产能过剩。所有这些经济困难都不可能通过1%的超低利率得以化解，这些问题都要求我们选择量入为出的生活方式，少消费、多储蓄，但超低利息的货币供应只会造成更高的债务水平。

但在大萧条以来最严重的互联网泡沫破裂之后，美联储降息的不理智行为，很难完全用“国家货币政策政治局”狂妄自大的思想理论来解释。在2001~2003年，国家货币政策实际上被一种更阴险的力量所掌控。

在“戴维营事件”之后的30年里，一种强大的牛市文化在华尔街诞生，并且席卷整个美国，这种牛市文化的观点认为股市应该无限上涨，这样，金融资产和房地产价值的大幅上涨，将会带来巨额财富。现在随着21世纪的到来，美联储完全害怕它的政策会造成牛市的动荡。

因此，美联储采取了超低利率政策以实现对经济繁荣的管理，这不



仅无法解决过度消费和信贷的实际问题，而且会导致市场对低利率的宽松政策产生严重依赖。实际上在过去30年里，美联储激进的货币超发政策，最终破坏了金融体系的基本原则，从而孕育了空前严重的投机牛市文化。

## 一夜暴富和不劳而获：储蓄为何过时

触手可及的快速致富想法最早成形于华尔街的交易圈内，然后很快传遍大江南北。每天股市上涨带来的巨额财富似乎暗示着传统资本主义财富创造的规律，即灵感、辛劳和忍耐已经被取而代之。现在，杠杆金融投机这种不劳而获的手段，成为实现一夜暴富的捷径。

即使是在稳健财政时期，作为非主流现象，快速致富的种种方法和手段总是与资本主义经济共生发展。然而，美联储新的繁荣管理模式导致股市估值乘数偏离了正常轨道，从而使得金融资产出现了大幅度难以为继的上升现象。但那些自负的联邦公开市场委员会的官员们从来没有表现出，他们曾经停下来思考过，美联储政策所引发的股市暴涨是否会破坏美国的金融文化。

市盈率以倍数扩张，即昨天还以现金流5倍估值的资产，到了今天其估值却是同等数量现金流的15倍。这种想象并非新生事物。它其实就是20世纪20年代股市繁荣的实质，并且在那个时代，一些稳健货币政策的评论家，如大通银行首席经济学家、令人尊敬的本杰明·安德森都曾对此不断发出警告。

然而，没有任何迹象表明，格林斯潘新理论曾经重温过20世纪20年代股市泡沫的经验教训，更不要说对当年导致股市崩盘、飞速上涨的市盈率倍数扩张现象，曾经做出分析。事实上，根据这10年里联邦公开市场委员会的会议记录，在所有对股市泡沫的反思中，格林斯潘或其他人根本没有对1929年的股灾进行过哪怕粗浅的讨论。

这就好像1966年时期的格林斯潘理论已经被冲入伊寇斯大楼地下室的记忆空洞<sup>[67]</sup>里。因此，当美联储最终在长期资本管理公司危机之后，仓促实行宽松货币政策时，它甚至都没有认识到，之后市盈率倍数扩张

上涨的曲线与1929年10月股灾前最后阶段所发生的情况一模一样。

尽管是更早时期经济学家所发表的评论，但只要对这些20世纪20年代凯恩斯主义之前的评论进行粗略回顾，还是会让格林斯潘所领导的美联储吓出一身冷汗。凯恩斯曾经用这种方式来嘲笑他之前的经济学家的智慧，但在这个例子上，安德森、威利斯和其他稳健货币政策评论家都已经看得很清楚，1929年的股灾一定会发生。

他们认为20世纪20年代联邦储备系统催生了太多的个人信贷。正如上文所述，绝大部分信贷都涌向了华尔街的活期贷款。从1922年到股灾前最后几个月，信贷增长了4倍，整体规模翻了一番，信贷占GDP的比例从4%上升至9%。甚至连胡佛对活期贷款投机泛滥造成股市疯狂也深感忧虑。

安德森注意到，在胡佛辉煌却又被遗忘的历史里，无论是繁荣还是萧条，只要美联储引发投机性信贷泡沫，并且对交易商的贷款增长不加以任何抑制，那么股市崩盘只不过是时间早晚的问题。“随着美联储在1927年夏末再次实行低利率货币政策，股票价格再次加速大幅度上涨.....一旦对投机的质疑和反思打破了投机者的从众心魔，那么股市暴跌就将是铁板上钉钉的事.....”

1998~2000年股灾的重演并无二致，除了这一次热钱来自更复杂的渠道。投机者不必只依靠保证金贷款了，因为资金可以来自更广泛的渠道，甚至可以借助华尔街主交易商精心设计的股市期货、期权和源源不断的场外柜台投机资金等更便宜的杠杆手段。

毋庸置疑，当股市泡沫发展至疯狂时，美联储官员们为他们进行繁荣管理的英勇事迹而高兴，因为他们再也不用从发霉的历史叙事中寻找美联储英雄的足迹了。因此，当格林斯潘的早期牛市最终遭受重创后，美联储只是聚焦于如何帮助华尔街尽快走出困境，却从来没有考虑到互联网泡沫的破裂或许是一件好事，也没有认识到，危机发生后更迫切需要的是，彻底清洗牛市文化和根深蒂固的投机趋势。

因此，这又为下一轮更加危险的金融泡沫铺平了道路。在这20年里的绝大部分时候，股市泡沫一直在延续发展，这个事实诱导了投机者，使得金融回报的错误假象在市场上广为流传。纳斯达克泡沫的最后膨胀产生了巨大的甚至是畸形的资本收益，以至于2000~2002年严重的股市暴跌，都不能扑灭这些巨额横财在华尔街和市场上所孕育的赌博冲动。



最终，格林斯潘的股市泡沫在历史上第一次展现出，比任何金融狂潮更严重和持久的危害。1983~2000年，一夜暴富的范例从美国经济非主流的边缘地带，走到了舞台的中央。

## 格林斯潘泡沫的起源：非稳健货币的祸害

在互联网泡沫和房地产泡沫时期，一夜暴富的股市文化发展到了狂热地步，但其根源还是在“戴维营事件”所导致的货币变形中。弗里德曼的浮动货币机制缓慢但一步步、不可阻挡地促使金融市场发生了危险的变形和动摇。其结果是，股市周期的激烈动荡最终促成了股价无限上涨的错误假象。

事实上，20世纪70年代大宗商品价格上涨，然后在80年代后期，资产价格发生上涨都对这个假象的形成产生了复合影响。由于在第一阶段，股市受到了压制，因此在第二阶段出现货币超发时，股市爆发出疯狂的能量，最终它们都崩溃了。由于它们在1971年之后的40年里依次发生，自由市场价格发现的机制只能服务于寻租的投机行为，而不是促进资本效率和经济增长的原动力。

第一阶段发生在1972年年中至1982年8月。那是大通胀的时代，因此对于资本市场来说是一个糟糕的时代。在那一时期，CPI飙升以及两位数的利率都压缩了市盈率的上升空间，且理应如此。名义收益的增长被恶性通胀所削弱，这意味着企业资本化的速度比较缓慢。

因此，标普500上市公司的市盈率被削减了一半，从1972年的20倍水平下降到1982年的10倍的当代低水平。毫无疑问，尽管在20世纪70年代，名义每股收益取得了实质性的增长，但也不足以抵消估值倍数的巨大缩减。到了1982年8月，在沃尔克的货币紧缩政策最终降服了大通胀之后，美国经济终于触底，那时标普500指数处于110点的水平，与1972年8月处在完全相同的点位上。不用说，在这10年严重通胀时期，名义股票价格没有任何增长，反映出投资者持有股票的实际价值下降了50%。

因此，在“迷失的10年”即将结束时，《商业周刊》刊登著名的封面

文章，宣称股市的死亡，这并非偶然。那个时候，投资者的信心长期低落，投资者甚至对股市产生了憎恶心理。但由1971年8月稳健货币政策死亡所导致的股市混乱才刚刚开始。

沃尔克果断实施平抑通胀的运动取得了成功，但同时也造成了股市发生新一轮的变形。这一次是激动人心的股市反弹。由于通胀下降，投资者对预期收益也做出相应的下调，因此，股市市盈率倍数也快速下降至传统水平，这就推动了股价平均数开始上升。

在经历长达10年的低迷之后，股市突然启动并大幅度上涨，这正好为里根在1984年争取连任的竞选活动所利用，被巧妙地整合进“早安美国”的竞选宣传主题里。但股市在1982年触底反弹，并不能证明供给学减税计划的成功，实际上这归功于沃尔克平抑通胀的努力，以及由此所带来的市盈率倍数的强劲上升。

例如，到了1986年下半年，标普500指数从原先的点位上涨了将近90%，但成分指数股的每股收益却停滞不前。1982年，标普成分指数股的收益大约是每股14美元，然而到了1986年还停留在每股15美元的水平。所以，造成股市上涨的动力不是收益的增长，而是估值倍数的回升。在这期间，估值倍数从原先超低的10倍收益恢复到非常健康的17倍。

用金融术语来解释的话，这表明市场正在消除大通胀给股市估值带来的惩罚性限制，从而使得上市公司收益的资本化速度恢复到正常水平。但当沃尔克初步成功地恢复稳健货币时，有先见之明的投资者又重新回到了股市，因此这种完全理性的调整给他们带来了巨额回报。

诚然，自由市场经济并不会阻挠投资者赚取意外之财，创新、发现和创业突破都会给第一个吃螃蟹的人带来丰厚的第一桶金。但现在股市展现给人们的是美联储对市场的随意操纵而带来的意外之财或无妄之灾，而不是熊彼特式的企业家所爆发出来的资本创新或毁灭。因此，20世纪80年代中期，股市市盈率倍数的反弹仅仅是拉开了货币扭曲所导致的牛市爆发大幕。

与当年白宫的宣传相反，里根革命没有带来经济成长和效益增长的新时代，股市投资者的幸福感来自通胀紧缩所带来的一次性估值调整。对当时而言，由于部分重建了稳健货币政策，股市恢复常态。

里根的政治顾问曾经批评沃尔克实行严厉的货币紧缩措施，里根却对这种说三道四的说法予以驳斥，这给总统带来了伟大的荣耀。但正如前文所述，这个胜利非常短暂，而总统对其背后的原因知之甚少。在1985年年初发生著名的“里甘-贝克职务互换事件”<sup>[68]</sup>之后，这就意味着得州风格的经济学家掌管了财政部，政府就开始实行得州风格的经济政策。

## 康纳利的复仇：“广场协议”和弱势美元政策的回归

贝克来自美国得州休斯敦，在通胀和货币政策方面没有特别的理论信仰，但他的确完全倾向于接受康纳利的顽固立场，认为美联储的首要任务就是通过低利率政策刺激经济发展。在担任白宫幕僚长4年之后，他变得非常擅长操纵里根核心政策的制定。

因此，新任财政部部长早晚会终结里根的稳健货币政策。基于同样的原因，作为现代历史上唯一取得胜利的稳健货币政策的规划师，沃尔克发现自己被扫地出门。事实上，在贝克上任后仅仅几个月后，得州风格的经济学家就已经全面掌控了货币政策的制定，并且在1985年9月实施不幸的“广场协议”而达到其权力的高峰。所以绝非偶然，最初健康的股市复苏周期也很快时日不多了。

稳健的货币政策依然走在通向经济复苏的路上，到了1986年年底，CPI下降至1.5%，这是20年来的最低水平。但随着“广场协议”后美元大幅度跳水，导致进口商品价格逐步上升，因此，沃尔克好不容易平抑下来的通胀很快又再次失控。一年之后，1987年5月的CPI已经上升至4%，迫使出任美联储主席才几周时间的格林斯潘，匆忙实施货币紧缩措施，从而最终引发“黑色星期一”。

## 宽松货币政策运动：1987~1992年牛市再现

20世纪90年代下半期，股市进入了疯狂的牛市周期，这就是股市变形的下一个阶段，但早在1987~1992年，格林斯潘就已经打下这一轮股市投机的基础。当时，格林斯潘抛弃了沃尔克设定的货币政策路线，采取了纵容华尔街的立场，在通胀再次爆发的情况下，对共和党政府的巨额赤字实施了货币化操作。

格林斯潘不仅无法彻底证明其长期宽松政策的合理性，而且也对支持牛市的基础做出了错误的解读。这种观点认为，美联储可以有效地消除经济周期，推导出通胀和就业之间更好的平衡关系，推动生产效率和实际GDP实现更高增长，从而为股市估值倍数大幅度上升，打下坚实基础。

为了实现这个错误的政策目标，格林斯潘彻底放弃了稳健货币的观点，转而采取了混合了凯恩斯主义宏观经济学和临时利率操纵的政策立场。毋庸置疑，这是完全错误的前进路线，因为事实上，通胀的再次爆发及里根政府沉重的赤字负担，都要求采取新一轮货币紧缩政策，并且取消对利率市场化上升空间的限制，从而达到消除新生的债务泡沫和股市投机的目的。

恰在此时，由贝克领导的财政部实施了弱势美元的政策，造成了新一轮通胀周期，同时，里根政府巨额的财政赤字产生了巨大的利率上行推力。因此，1988年是再一次实施类似沃尔克坚定平抑通胀的政策的好时机，也就是说美联储拥有所有政策上的理由来退出政府债务市场，并且迫使利率大幅度上升，达到市场均衡的水平。

相反，格林斯潘领导的美联储选择敷衍、推迟或小幅度调整利率的政策。其实不难猜测这巨大错误背后的原因：对于那些把他推上神坛的人，格林斯潘不会恩将仇报。在他所有的经济讲话中都透露出共和党必胜的理念，这不仅毫无根据，而且与他曾经坚持的稳健货币原则背道而驰。因此，毫不夸张地说，格林斯潘对稳健货币原则的背叛，是通往2008年“黑莓恐慌”的关键转折点。

1988年春，美联储在实施平抑消费价格上涨时就表现得漫不经心，美联储放弃稳健货币政策的立场昭然若揭。在之后一年里，美联储进行了无数次的加息操作，但总是以25个基点的小幅度上涨速率进行，这根本不会让华尔街感到意外或者担忧。与沃尔克不同，在1989年5月，格林斯潘的美联储刚看到宏观经济出现疲软的征兆，便开始惊慌失措。

在那个时候，CPI还在以每年6%的速度上升，但美联储决定向市场投降，开启了长达44个月的宽松政策周期，一直到1993年2月才结束。美联储就是以这种方式放弃实施两位数利率，从而果断平抑通胀的严厉措施，但它采取宽松政策，并不是因为美国经济无力承受实施严厉金融准则所带来的后果。

事实上，在美联储1989年实施宽松货币政策后紧接着的4个季度中，失业率只有5%，而实际GDP的平均增幅将近3%。因此，美联储投降的真正原因，不是经济正在下降而脱离了正常轨道，而是在经历了“黑色星期一”之后，格林斯潘变得条件反射地担心股市再一次发生暴跌，因此决定不惜一切代价防止这种情况的发生。

格林斯潘领导的美联储担心打乱华尔街的心理，也使得里根政府在其任期最后一年里无暇解决财政赤字问题。这样就把赤字没有关系的神话彻底固化，定格在里根革命的历史中，也促使共和党放弃了在美国民主中扮演财政正义守护神的角色。事实上，如果美联储追寻哪怕只是模糊的诚实货币政策的话，它将迫使美国在1988年发生金融危机，这不仅会摧毁刚刚上升的资本牛市，而且会破坏里根的经济遗产。

在这种情况下，一个稳健的货币政策将迫使财政部想方设法，充分利用适度规模的储蓄资金，为日益膨胀的财政赤字提供融资。这将推动利率大幅度上升，导致政府债券市场暴跌，并且使得所谓“债券义和团”<sup>[69]</sup>倾巢而出。与其被“注意听我说”<sup>[70]</sup>那么愚蠢的竞选口号钉在历史上，老布什更有可能在1988年采取广泛的赤字削减紧急计划，其中可能会包括重大的增税方案及在国防和福利领域实施痛苦的削减方案。

如果选择这条道路的话，将摧毁里根经济政策取得巨大成功的神话，因为如果美联储拒绝为财政赤字融资，将导致严重的经济衰退，使得1989年整体经济与1981年一样糟糕。同样，如果里根在离开白宫前被迫签署紧急赤字削减计划，那么共和党中的金里奇派就不可能通过“背后捅刀子”的方式攫取权力。关键是，如果在1989~1992年宽松政策下，格林斯潘对策的救助计划没有获得批准，那么20世纪90年代疯狂的牛市就不会出现。

当然，正如所发生的事实一样，格林斯潘领导下的美国美联储选择用更多的政府国债来塞满央行的金库。在长达44个月的宽松政策期间，美联储所持有的美国国债总额增加了700亿美元，增持幅度超过30%。事后来看，这成为关键的财政桥梁：很多国家也很快加入了疯狂买入美



国国债的行列中，这为之后20年的美国无痛赤字铺平了道路。

与此同时，长达44个月的格林斯潘国债购买运动，导致准凯恩斯政策理论的诞生，没有比这个理论更适合促进华尔街的投机手段，和整体经济中牛市文化的发展的了。1989年5月，当格林斯潘开始实施宽松货币政策时，CPI比上一年增长了5.4%，相当迫切需要重重踩下宽松货币政策的刹车。但无论如何，格林斯潘还是开始实施货币超发计划，因为这位曾经的工业经济学家和经济预测专家，现在已经迷上了美联储用于分析美国经济的巨型经济模型。

正如在第十四章中所述，即使是倒霉的伯恩斯都已经做出结论，认为这个模型一无是处，但现在却被他原来的学生以令人震惊的反资本主义理由所接受，因为这将允许美联储执行货币集权计划管理的功能，按照嵌入美联储模型中的凯恩斯主义世界观，对美国经济进行指导管理。

1989年春，据美联储的模型预测，在未来几年里，CPI快速增长的趋势将开始放缓。所以，当美联储开始化解5%通胀险境的时候，所有违背稳健货币原则的基础完全就是凯恩斯主义理论：基于未来通胀的下降，美联储现在可以“为更高水平的就业和生产提供”腾挪更多空间。

这个崭新的观点出现在纪实散文集《美联储如是说》[\[71\]](#)中，但它被概括在一件令人震惊的事实里：在为里根巨额赤字悄悄融资时，美联储已经接受了被粉饰一新的菲利普斯曲线理论，即未来通胀的下降就是给现在留出更多空间刺激就业增长。格林斯潘的早期理论到此彻底沦陷了。从此之后，只要通胀被控制在可接受的范围内，美联储就可以对越来越多的公共债务进行货币化操作，以刺激总需求的增长，从而达到促进GDP和就业增长的目的。

不证自明，“公众以逐渐更高的利率买入”大量政府债务的情况，再也不会像格林斯潘大师曾经坚称的那样出现了。但在1966年的文章中，他也曾观察到“在金本位体系下，政府赤字支出受到了严厉限制”，但“废弃了金本位制使得（政府）有可能.....把银行系统作为信贷无限扩张的途径和手段.....”

不用说，在长达44个月的宽松货币政策期间，格林斯潘改变其原有的经济观念，赢得了凯恩斯主义教授们和华尔街投机者的赞扬。但同样在他的“不具有操作性”的文章中，他也观察到“供应和需求的原理没有被人们熟记在心。随着货币供应的增加.....价格最终肯定会上涨”。



恰在此时，美国人民的利益没有被他们记在心里。在其第一个4年任期内，格林斯潘引发了历史上最严重的通货膨胀之一，只有倒霉的伯恩斯才能与之比肩。在此期间，CPI以每年4.6%的速度上涨，以此通胀率计算，每隔15年，美元的实际价值就会下降50%。

从1987年8月到1991年年中，这段时间是真正考验格林斯潘货币政策的最佳时期，因为在这之后几年里，工资通缩的潮流从中国和其他东亚国家如潮水般涌来。考验的结果显示，理论更新后的格林斯潘已经成为“密室里的通胀主义者”<sup>[72]</sup>，在任期后期，他因为平抑通胀所获得的赞誉名不副实。

格林斯潘的早期理论认为，“价格最终一定会上涨”，而在这一时期，这个观点远比CPI的糟糕表现产生了更热烈的反响。在凯恩斯主义之前，传统的稳健货币理论认为，资产价格的上涨同样也是货币超发所带来的不幸结果，并且认为，金融泡沫的最终破灭将对经济造成巨大和不必要的伤害。

然而，这就是格林斯潘的新货币理论将要指引美国经济走向的地方，即史上最恶性的、持续时间最长的金融资产价格上涨。随后发生的事很清楚地证明，“黑色星期一”之后的恐慌和之后拒绝平抑新一轮的通胀，都有力地说明了这个事实。这些行为都像是华尔街投机者的保证：它们不会面临沃尔克风格的紧缩政策，美联储现在会专注于推出支持股市上涨的政策，而不是实施严格货币准则的措施。

1989年5月至1992年年底，美联储不断执行降息政策，进一步验证了上述观点。在长达44个月的宽松货币政策时期，美联储实施了超过12次的降息操作，每一次都只是小幅度地下降了25个基点。

通过这一系列操作，联邦基金利率走出了一条相当陡峭的下降曲线，从开始时的9.75%一路向下降，直至1992年12月的3%。不用说，华尔街沸腾了：在此期间，标普500指数从300点上涨至450点，涨幅高达50%。在美联储的历史上，还从来没有出现过如此宽松的货币政策：在这么长的时期内，毫无理由地实施了如此巨大的降息措施。通过这675个基点的下行调整，在扣除通胀因素之后，货币市场利率已经变成负利率。毋庸置疑，在此期间，美联储和股市之间形成了唇齿相依的共生关系。

## “中国价格”时代到来

当1990年下半年CPI上升突破6%时，美联储声称除了因科威特危机导致原油价格飙升外，其他一切正常。但其实除了原油价格部分符合实际情况外，这一说法完全误导了市场。在随后的几年里，美联储声称已经把海湾战争所造成的偶发通胀因素成功降服，因此，其货币超发政策与抑制通胀的目的完全相得益彰。

但这绝对是欺骗：事实的真相是“中国价格”把可贸易商品的通胀因素，完全从CPI中挤压出来，使得CPI可以消化由美联储货币超发所导致的美国国内商品价格上涨压力。因此，华尔街获得了货币流动性，在伊寇斯大楼的货币政策集权计划管理者则同时声称取得了抑制通胀的胜利。

与格林斯潘第一任期内4.6%的CPI相比，在随后的12年里，CPI的上涨速度的确下降到每年2.6%。但美国国内通胀压力实际上从来没有得到缓解，而是隐藏在组成CPI的不同价格篮子里。

例如，在1991~2003年，耐用消费品的价格没有任何净增长，而一些全进口商品的价格，如鞋类和服装，实际上下降了。与此相比，完全代表着美国国内生产的服务类价格指数则在这12年里上升了将近3.5%。

很明显，表明上看似良性的通胀不是由于美联储的政策所导致的，而是“中国价格”所造成的。反映了巨大的工资通缩的进口消费品从亚洲各国涌向美国市场，打压了整体CPI。事实上，美联储的政策导致可贸易商品行业转移到海外，这样就调整出了美国国内服务价格大幅度上涨的空间。

在面临来自东亚各国的廉价商品冲击的时候，稳健货币政策可以产生一个完全不同的结果。它可以促使国内价格和工资的下降，以保持美国经济的竞争力和缩减贸易账户的赤字。

但格林斯潘领导下的美联储实行了掏空美国经济的政策，把货币通胀从CPI转移至股市，引发标普500指数大幅上涨。正如在华尔街引爆了破坏性的牛市狂潮一样，这一政策也使美国整体经济遭受巨大损害。

## 泡沫盲区：为什么高成长公司不得不倒闭

正是在这种经济环境下，在1991年经济衰退结束后，新一轮的股市周期爆发出强劲的上漲动力，从此一发而不可收。到了2000年股市暴跌成为残酷现实时，一夜暴富的投机文化已经深深地扎根于华尔街和整个美国社会中。总之，标普500指数在18年里上涨了本要半个世纪才能够实现的上涨幅度。

标普指数从1982年8月的110点一路上漲至2000年8月的1 485点，才最终停止上升趋势。这相当于在将近20年里，股市上涨了12.5倍，每年的复合增长率高达15.5%。这在现代金融历史上真可以说是空前绝后，并且似乎证明了“金融之树高耸入云”<sup>[73]</sup>，特别在整体股价平均数发生疯狂上漲方面，这种假象表现得尤其明显。的确，只有对一些疯狂个案进行研究，了解它们如何身体力行地向一代代投资者传授股市无限上漲的所谓真理，才能真正体会格林斯潘牛市的疯狂程度。

当我们进行个案研究时，首先跳入我们视线的是戴尔公司。戴尔曾经是计算机时代标志性个人计算机制造商，也是开启计算机行业定制生产商业模式的先驱。在1990~2000年3月，戴尔的股价在未拆分前相当于每股5美分，在10年后涨至每股54美元，涨幅高达1 100倍。

戴尔在其蓬勃发展的过程中，无论是在产量和利润，还是客户服务方面，都实现了巨大的成长，但它并没有创造出永动机式的商业模式。12年之后，到了2012年，个人计算机已经逐步没落，面临被淘汰的命运，戴尔股价因此下跌了85%，回落至每股10美元的水平。尽管戴尔的销售额增长了两倍，但其市值在2000年扩张至1 300亿美元的规模之后，重新缩减至180亿美元的当前水平。

格林斯潘牛市的险恶之处，不仅是其命中注定的暴跌使得投资者遭受经济打击，而且在许多案例中，简直是让投资者血本无归。它把戴尔和其他数千家上市公司的当期收益，进行了大幅度的高估，实际上是废除了股市的基本经济功能，即对公司预期利润进行理性贴现。

在戴尔的案例中，在股市泡沫最高峰时，戴尔的股价高不可攀，这意味着公司的预期收益将无限高速增长。可戴尔并不拥有实质性的专利，其产品一般，根本称不上是货真价实的科技公司。其成功来自创新的商业模式，即全球供应链管理和按客户订单生产交货的模式。这种模

式容易被抄袭，事实也是如此。

进入21世纪，戴尔的高速增长急剧放缓，在截至2011财年的11个财年里，公司净收益仅以每年5.6%的速度增长。毫无疑问，在2000年技术泡沫最高峰时，公司市盈率倍数达70倍，即13倍于实际收益增长率，没有任何业绩支撑的根据，只是体现了格林斯潘金融泡沫，而不是可持续的经济学原理。

2000年春，互联网泡沫最终破裂，戴尔股价暴跌，导致公司市值如同空气般瞬间蒸发了1 000多亿美元。但这不是蓬勃兴旺的自由市场遭遇失败的明证，而是对股市无休止价格发现所导致的错误，进行自我修正而已。

相反，它证明了货币超发政策已经触发了空前猖獗的投机狂潮。数以百万的投资散户持有的戴尔股票严重缩水，其市盈率倍数高达1 100多倍，然而这些痛苦的散户们依然相信，只要掌握好股市节奏仍然可以瞬间暴富。尽管这些被套的散户最终自食其果，但新股民却认为他们之所以遭受损失，是没有掌握好出逃的机会。新股民没有认识到戴尔股价全面崩溃，是股市投机疯狂溃败所导致的结果。

科技泡沫并不是历史孤立现象。戴尔只不过是20世纪90年代诞生的无数新时代公司中脱颖而出的一家企业而已，其壮观的盛衰景象令人不禁想起20世纪20年代，新时代高成长公司最终毁灭时所遗留下来的历史痕迹。在那个时代，无线电曾经是欣欣向荣的新兴行业，美国无线电公司是股价疯狂上涨的典型企业。

在1929年之前的5年里，美国无线电的股票从每股5美元飙升至400美元，这代表着公司的估值水平超出收益的200倍。无论该公司发明如何神奇，业绩增长如何出色，这只能表明牛市的疯狂程度，根本不能反映出企业家的创造能力。在经历了1929年股灾之后，美国无线电股价重新回落到每股10美元的水平。这个教训如此深刻，以至于在过去60多年里，它一直留存在华尔街金融机构的记忆里。

20世纪90年代，格林斯潘股市泡沫造成的另一个不良恶果，已经被华尔街从其记载深刻教训的教科书中抹去。思科的经历极具戏剧成分。1990年上市时，思科的股价相当于每股10美分，而到了2000年年初最高时，飙升至每股77美元。这代表着880倍的增长，使得思科成为数百万401（K）养老金计划<sup>[74]</sup>投资组合中“必须持有”的股票。



2000年3月，思科股价瞬间冲到了最高峰，思科成为最早的市值突破5 000亿美元的公司之一。这相当于思科2000财年销售额的26倍，或者净收益的200倍，明白无误地印证了股市的疯狂程度。毋庸置疑，在纳斯达克指数最高峰时，思科5 000亿市值中的80%，相当于4 000亿美元，最终与戴尔的市值泡沫一样，随风飘去。今天，尽管思科持续不断地研发新产品，并且稳固提升销售增长，但其市值也只有1 000亿美元。

思科估值的崩溃是股市以非理性或其他形式展现了一种超级恶性力量，而不是股市兴旺发展的体现。它真正反映了格林斯潘领导下的美联储一手培育的严重金融畸变。在流星般陨落的股市里，思科并不孤独，有着许多与之相类似的公司。例如，雅虎的市值曾经在24个月内从50亿美元飙升至1 200亿美元，随后又很快跌落至40亿美元。因此，股市的各个角落都在上演疯狂传奇，在长达20年的股市传奇最后阶段，无论是新经济中快速成长的公司，还是传统经济中老字号企业，每一个领域都充斥着巨大泡沫。

五大电信巨头，朗讯科技、瞻博网络、北电网络、世界通信和环球电讯，它们的总市值从实施长期资本管理公司救助计划之前的900亿美元一路上涨，在股市最高峰时估值将近一万亿美元，然后遭遇崩盘，市值跳水般跌落至区区100亿美元。在这剧烈的下跌中，金融体系很明显发生了基础性变形。自由市场不会无缘无故地产生这么巨大的价格错误，无论在哪里，这种疯狂膨胀的投机泡沫，永远是央行货币超发政策所造成的恶果。

AIG主要从事普通的保险业务，在经营业绩方面受到全面监管所带来的限制，但其市盈率倍数却高达40倍。在截至2000年10月之前的4年里，AIG的股价翻了两番，从而把公司市值从1 250亿美元提升至5 000亿美元的水平。同样在这4年里，GE的股票从每股12美元上涨至60美元，但GE不愧是“煤矿里的金丝雀”，已经发出了危险的警告。GE是传统的工业企业，虽然其新兴金融业务遍布各地，但绝对不足以支撑其股价上涨30倍——这是新经济企业市盈率倍数的天价水平。事实上，在格林斯潘泡沫之前，GE的市盈率倍数只是10倍左右。但由于它庞大的资产组合中，主要是历史传承下来的低成长性业务，如火车机车制造、照明灯具和洗衣机生产等，并且严重依赖其金融业务所产生的“低质量”收益——这部分的收益最高占到了其全部利润的40%，因此，与其他公司相比，GE的市盈率倍数打了很大的折扣。

在20世纪90年代，GE实际上没有实施任何项目或计划支撑其市盈率的急剧扩张。杰克·韦尔奇（GE时任首席执行官）狂热迷信对公司每季收益进行节约式管理，同时严厉控制普通业务领域的成本，从而实现每季收益的增长目标。但对于一家全球性公司而言，对短期收益进行平滑管理<sup>[75]</sup>与长期资本化率之间没有关联，成本控制在根本上总有其极限，不可能产生更高的终值。

最终，并不是“中子弹杰克”单枪匹马给GE的股东带来了丰厚的回报。事实上，正是格林斯潘把美国最大企业集团的传奇式领袖推上了神坛。在截至2000年10月之前的4年里，看似是“神奇杰克”把GE的市值从1 250亿美元提升至6 000亿美元，实际上给GE股东创造巨额意外财富的，是波托马克河畔伊寇斯大楼里的官员，而不是那些哈得孙河畔克罗顿六西格玛学院培训出来的GE管理人员。

非常具有讽刺意味的是，牛市狂潮中最疯狂的莫过于微软。微软无疑是历史上最伟大的资本主义企业之一，它在整个个人计算机行业的生态系统中占据着主导地位。其出类拔萃的财务数据可以证明微软史上罕见的行业地位。在过去20年里，微软的销售额从20亿美元增长至700亿美元，现在微软每年的净收入高达250亿美元，这相当于自20世纪90年代中期以来，微软每年的复合增长率是17%。

但格林斯潘牛市却把微软的市值推升至绝对愚蠢的境界。1990年，微软的估值在预期收益的30倍左右，企业整体市值大约在60亿美元。自此以后，一路上涨，到了2000年1月，增长了100倍，市值扩张至约6 000亿美元。

这种暴涨所带来的意外财富毫无依据，也不可持续。在那个时候，微软的年销售额已经增长至240亿美元，净收益将近100亿美元。6 000亿的市值相当于微软2000财年净收益的64倍，没有比这更荒诞的情况了。

如果以固定两倍的PEG指标来计算，在泡沫最高峰时期，微软的估值倍数可能暗示着，在截至2010财年之前的10年里，微软的净收益以每年30%的速度增长，并且到2010财年，其净收益可能达到1 500亿美元。这个数字高出了当时个人计算机的全球销售额。

事实上，微软的净收益的年增长速度是6%，而不是30%，在10年里净收益额是185亿美元，换言之，净收益是以两倍的市盈率增长，而不



是科技泡沫时期估值所固定折算出来的15倍的市盈率。今天，微软的市值只有2 000亿美元，意味着在2000年股市泡沫破灭时，将近4 000亿美元的市值随着股价的下跌而随风飘去。

微软股价的错位和暴跌并非孤例。20世纪90年代科技革命浪潮中涌现出来的伟大企业无一幸免。英特尔一直雄踞世界半导体和微处理器行业领先地位，与微软在软件行业的成就相比肩。英特尔强大的科技实力反映在其大幅的销售和利润增长上：1990~2000年，其年收入从40亿美元增长到340亿美元，而净收益以每年32%的速度增长，最终上升至105亿美元。

但格林斯潘牛市把这些货币化的经营业绩再次资本化，似乎就是二次金融化。由于在很大程度上，其市盈率倍数在2000年时高达48倍，英特尔在这10年里股价上涨了75倍。结果，公司市值从1990年的100亿美元上升至5 000亿美元，这再次给市场投机者带来了空前的巨额意外之财。

毫无疑问，即使对于原先就已经成熟的大型公司来说，公司市值再增加5 000亿美元也是空前的。48倍的估值意味着其净收益在2010财年将会达到1 000亿美元，而事实上在2010财年，英特尔的净收益只有115亿美元。这表明在2000年之后的10年里，其收益年增长率仅仅只有1%。

在进入21世纪后，两次经济衰退，来自韩国、日本和中国台湾的技术挑战，以及大数定律<sup>[76]</sup>，都打压了英特尔的财务状态，使之日趋扁平。随着残酷经济现实的到来，英特尔的股价从每股75美元下降至2000年秋的每股17美元，由此，其公司市值缩水了将近4 000亿美元。

## 2.7万亿美元泡沫：格林斯潘装聋作哑

2000年4月，当互联网泡沫正在集聚最后疯狂，乃至毁灭的力量时，格林斯潘却不这么认为。在当月参议院金融委员会的会议上，当被问及是否应该加息以缓解股市泡沫时，格林斯潘回答道：“这就假定了我知道存在着股市泡沫.....我认为除非事实摆在面前，我们并不知道是

否存在泡沫。假设我们现在知道，那就是假定我们具有预测（股市）价格即将下跌的能力。”

很难得看见如此位高权重的官员的讲话会被随后展现出来的事实彻底嘲笑。如上文所述，在随后的18个月里，股市中十几家高成长公司股东价值平均下跌了将近75%。这意味着这些高知名度的大型上市公司市值蒸发了大约2.7万亿美元。与整个股市市值下跌超过7万亿美元相比，这些公司的庞大损失占据了主要部分。

与大师在参议院金融委员会上证词相反，格林斯潘和他的“货币政策政治局”并不需要水晶球预测即将到来的股市灾难。市场很明显正在聚集崩盘的危险，但美联储依然固执地拒绝对清楚显示在后视镜上的证据进行评估。

这些高成长公司市值遭遇了史无前例的暴跌，甚至在1929年股灾期间也不曾有过如此惨象。事实上，这些大型公司市值先前的暴涨实在荒谬可笑，正意味着空前惨烈的暴跌即将到来。

格林斯潘当年忧心忡忡地发表了非理性繁荣演讲，而仅仅过去了40个月，他却于2000年4月在参议院做证时，不负责任地表达了泡沫盲区的观点。在这期间，上文提及的高成长公司总市值从约6 000亿美元上升至约3.8万亿美元。这种非理性上升彻底违背了任何已知的经济价值创造定律。

在自由市场环境中，巨型公司的市值在如此短暂的时间内获得60倍增长的情况，是绝不可能的。因此，这种非理性爆发不是非主流的罕见特例，也并不是昙花一现，没有对未来产生持久而又重要的影响。事实上，它明确表明，金融市场已经因为美联储不断超发货币和纵容华尔街的政策，而变得彻底疯狂了。

格林斯潘大师在把利率下调至1%，并且引发房地产泡沫之前，他或许已经对这些高成长公司的命运进行了评估。毋庸置疑，没有理由相信在自由市场环境下，2.7万亿的股权价值可能会“损失掉”。

终极命运的迹象很快就到来了，这个迹象非常明确：在格林斯潘牛市繁荣的舞台上唱主角的高市值、高成长公司一落千丈，没有发生哪怕是死猫式反弹<sup>[77]</sup>。相反，在2002~2006年，格林斯潘领导下的美联储忙于把泡沫金融移植到涵盖美国整体经济的房地产市场。在那个时候，这

些高成长公司的股价依然低迷，毫无起色。

事实上，12年之后的2012年，其中4家公司已经消失了，剩下的几家公司的合计市值是8 500亿美元。最后清算下来，这十几家高成长公司的股票没有涨到天上去：这些公司归属于股东的市值，在过去16年里实际上仅以2.5%的速度增长。

无论是格林斯潘还是他的继任者——疯狂实施货币超发的伯南克，都没有对美国公众讲述这些高成长公司传奇的真相。换言之，在自由市场环境下，没有不劳而获，也没有一夜暴富。

## 泡沫金融的偏执谎言：没有必要真实储蓄

美联储或许接受过更好的建议，应该对泡沫进行分析和化解，而不是去创造一个新的泡沫。作为股市狂潮的完美代表，这十几家高成长公司的股价在过去16年里，仅仅以2.5%的复合增长率上升。而与此同时，它们可能会发现，格林斯潘股市狂潮却已经导致数百万投资者相信，在股市赌博中可以一夜暴富。

然而，美联储对此没有坦陈真相，也没有接受并实施稳健货币政策，从而引导美国中产阶级回归节俭生活，并且实施储蓄养老计划。相反，自从互联网泡沫破裂之后，美联储的政策动力就是要永久维持这个谎言。于是，庞大的生育高峰一代本应该拼命储蓄以防不测，却痴迷于格林斯潘和美联储蒙骗美国公众的金融假象。

非常不幸的是，这种执迷不悟的政策，不仅使得美联储把自己的命运押注在华尔街，而且使国家经济基础发生扭曲和变形。在培育了20世纪90年代股市赌博的牛市文化之后，美联储扩大了赌场的规模，在2001年之后提供了更多的赌博项目，其中包括房地产市场和金融衍生品。

恰在此时，美联储使得投机盛宴得以继续维持一段时间，但在这过程中，美联储也在美国经济的运行中植入了最致命的错误。换言之，美联储认为把当期收入一部分存入银行的理念已经过时，甚至认为这种储蓄理念阻碍了生产的发展，因为更高的储蓄将会降低消费支出，从而放

缓GDP增长。

与此相反，在美联储繁荣管理的新机制下，财富的增长不再需要牺牲和奉献，也不会延迟消费。相反，财富可以通过在金融赌场取得永久资本收益而获得。如此一来，健全财政的历史定律被美联储所嘲笑：尽管美国家庭用借贷来满足他们入不敷出的奢侈生活，但他们依然可以变得越来越富裕。现在，牛市文化已经彻底使得自由市场发生了变形。

[67] 记忆空洞：一种对任何不合适的历史记录、档案进行修改、删除的机制，来自乔治·奥威尔的小说《1984》。——译者注

[68] 里甘-贝克职务互换事件：1985年年初，美国财政部部长贝克与美国白宫幕僚长唐纳德·里甘互换职务。——译者注

[69] 债券义和团：该术语由经济学家埃德·亚德尼于20世纪80年代提出，指那些由于不满政府货币政策，采取罢买国债、迫使国债收益率大幅上升、侵蚀政府融资能力的债市投资者。——译者注

[70] 注意听我说：1988年8月18日，老布什在共和党全国大会上接受总统候选人提名，并发表讲话时，提出这一口号。全句是：注意听我说，不会新征税！——译者注

[71] 《美联储如是说》：或译《格林斯潘如是说》，主要记录格林斯潘和美国联邦公开市场委员会隐晦、模糊的公开声明，是讽刺性散文集。——译者注

[72] 密室里的通胀主义者：格林斯潘领导美联储时期，《新共和党》杂志曾刊登过一篇报道，描述一个华尔街的宗教仪式：密室里点着蜡烛，挂着格林斯潘的肖像。很久以后，人们才意识到这个故事原来是有人刻意编造以讽刺格林斯潘的。——译者注

[73] 金融之树高耸入云：改编自华尔街某格言：树再高也高不过天空，原意与“花无百日红”相近，表示牛市或者好生意不可能永久存续下去。此处为反讽。——译者注

[74] 401（K）养老金计划：也称401（K）条款，始于20世纪80年代初，是美国一种由雇员、雇主共同缴费建立起来的完全基金式的养老保险制度，这一名称因其来自1978年美国《国内税收法》新增的第401条K项条款。——译者注

[75] 平滑管理：指管理层为隐瞒公司的实际业绩表现，利用应计项目等会计调整方式来平滑盈利。即有意缩减生意兴旺年度的报表利润，将其转移到亏损年度，使公司财务报表反映出持续稳定的盈利趋势。——译者注

[76] 大数定律：在随机试验中，每次出现的结果不同，但大量重复试验出现的结果的平均值却几乎总是接近于某个确定的值。——译者注

[77] 死猫式反弹：美国俚语，意指只要跌下来的位置足够高，就算是死猫也会略为反弹。——译者注

## 第十七章

### 泡沫、泡沫，还是泡沫

从1987年格林斯潘就任美联储主席，到2000年年初互联网泡沫破灭的这段时间内，美国家庭的金融状况发生了巨大变化。储蓄和节俭的传统习惯让位于泡沫金融，在股市和互惠基金上快速增长的价值投资成为家庭金融变形的主流，从1987年的规模不足两万亿美元到2000年的13万亿美元。

这种程度的财富增长史上罕见，甚至在“咆哮的二十年代”也不曾出现。在这背后有着神一样的逻辑推论，即如此巨额财富的增长方式公然挑战了持续经济发展的规律。

例如，在格林斯潘股市泡沫的12年里，美国家庭在股市和互惠基金上的投资价值以17.5%的复合增长率增加，而同期名义GDP的增长率只有5.7%。这表示股市上涨的速度是GDP增长的3倍多，但很明显股市不可能永远以这种速度持续发展。

一眼望去，只要稍有常识的人都会认同这种观点，简单的复合计算更进一步证明了其合理性。在1987年，美国家庭在股市和互惠基金上的投资价值，相当于GDP的40%，而到了2000年泡沫最高峰时，这个占比上升至创纪录的130%。如果股市价值继续以3倍于GDP增长的速度上升，那么再经过12年，家庭股市和基金投资价值将达到GDP的500%。

这种增长的极限，即使在1989年日本股市狂潮中，或者在2007年中国股市全面疯狂期间，都没有出现过。因此，格林斯潘领导下的美联储正在把美国经济带入一个死胡同，整体经济将遭遇直接打击。

### 格林斯潘股市泡沫的代价



到了世纪之交，美国家庭金融发展踏上了一条不可持续的道路。格林斯潘的泡沫金融误导美国民众，使他们相信自己远比事实上更富有，并且诱导美国家庭大幅度减少金融储蓄。事实上，美国家庭在储蓄和消费支出习惯上的改变之大，以至于成为由格林斯潘的美联储所导致的金融变形的主要特征。

1955~1980年，美国家庭储蓄占可支配个人收入的比例，一直在7.5%~10%的窄幅区间内波动，25年的平均储蓄率在8.5%左右。即使在格林斯潘就任美联储主席的前一年，1986年的储蓄率也只有7.6%，处于这个窄幅区间的下限。

然而，自从格林斯潘和美联储实施宽松货币政策，并在“黑色星期一”之后采取纵容华尔街的立场之后，美国家庭储蓄率跌破这个历史区间，并且一路向下。到了1993年，储蓄率下降至5.8%，而1997年的数值更低，只有4.6%。随后在截至2001年12月的6个季度中，美国家庭储蓄率更是跌落至2.5%的罕见超低水平。

美国家庭储蓄率在史上最糟糕时期猛跌。2001年，对于“婴儿潮”那一代人，最早的还有10年即将退休，在他们身后还有7 500万“婴儿潮”一代正排着队进入退休年龄。

因此，明确和现实的危险是，即使储存在401（K）养老计划和互惠基金账户中的泡沫财富不是虚假的，也不可能再持续10年。事实上，格林斯潘和美联储用它们一手制造的财富泡沫取代美国人民量入为出的节俭习惯，这一巨大错误使美国经济的长期发展前景暗淡。

在这一时期，2000年股市的崩溃并没有唤醒美国民众，他们没有认识到，在美联储股市泡沫的影响下，美国经济已经陷入孤立无援的困境。无论互联网泡沫破灭的影响多么深远，国家货币政策的集权计划管理者还是拒绝让金融现实浮出水面。事实上，这次泡沫破灭给美国家庭的资产负债表造成了极大的冲击。2002年年底，美国家庭在股市和互惠基金上的投资价值，从互联网泡沫最高峰时的13万亿美元，下降至7.4万亿美元。

1987~2000年，格林斯潘股市泡沫和互惠基金的投资价值，最终蒸发了50%，因此这种猛烈的市场修正行为应该能够促使民众幡然醒悟，重新回归节俭的持家之道。但储蓄率在短暂而又疲软地反弹至3%~4%的水平之后，又一次掉头向下，最终在2008年金融危机的时候，下降为



零。

个中原因并不神秘。在互联网泡沫破灭之后，美联储和美国民众之间就像是《花生》[\[78\]](#)漫画里的查理·布朗和露西，总是以美国民众不断地受到美联储的欺骗作为开局，误以为美联储最新、最大的金融泡沫将使美国民众不必再抑制消费，也不必为“婴儿潮”一代退休高峰即将到来，而开始实施储蓄养老计划。

最终，在进入21世纪之后，过度消费和储蓄不足成为美国经济中的根本问题，美联储对此负有不可推卸的责任。面对家庭储蓄的持续下降，美联储不仅放任自流，而且漠不关心，这是在变相向华尔街发出明确信号：低利率的盛宴将会无限期地进行下去。

## 不必担心：中国已经承担起储蓄的经济职责

进入21世纪之后，美国储蓄不足的问题显而易见，但美联储的态度摆明就是漠不关心。正如在第十五章中所述，格林斯潘和美国货币政策管理者总是若无其事地以“不必担心”回应外界的指责。他们告诫美国民众，中国人已经以外包的形式自愿承担起美国人民的储蓄职责。

因此，在互联网泡沫破灭之后，美联储没有着手处理美国经济日益严重的变形问题，而是选择重复实施这个注定失败的骗局。美联储再次启动货币超发政策，其目的是打压利率，从而造成股市和其他风险资产的投机性套利交易再次复活。

毋庸置疑，错误的赌博计划再次取得了疯狂的成功。2003~2004年，美联储把利率成功打压至1%的超低水平，从而向华尔街发出明确信息：格林斯潘对策的救助计划成功复活，使得套利交易获得空前广泛的蔓延和泛滥。在美联储重新恢复泡沫金融的操作之下，可以预料资产价格将快速上涨，而同时市场隔夜融资成本则一直在谷底徘徊。

事实果真如此，股市泡沫很快重现。2003年2月，标普500指数触及840点的谷底之后，几乎无成本（1%的利率）的资金带动杠杆投机再次疯狂，推动标普指数如火箭般飙升。一年之后，指数上涨了36%，并且

随着GDP和企业业绩的增长，股市继续稳步上涨。然而，这种GDP和企业业绩的所谓“增长”，最终被证明也是虚假的，因为美联储货币超发政策在推动股市上涨的同时，也导致房地产和个人消费信贷的泛滥，最终成就了虚假繁荣。

事实上在2007年5月，标普500指数超越了科技泡沫时期1929年的最高峰，并且在当年10月第二次冲击到了1560点的顶点。由此，2000~2002年股市投机者所领教的惨痛教训被美联储一笔勾销了，在宽松货币政策的充分刺激下，标普500指数在50个月内上涨85%。到了2007年下半年，股市一夜暴富的信念再次在华尔街和社会上盛行起来。

如在第二十一章中所述，美联储利用股市上涨的制度化途径，成功帮助美国家庭挽回了5.6万亿美元的损失。这一损失是在当年互联网泡沫破灭时，在股市和基金投资价值上所造成的。这个标志性的时刻发生在2000年下半年。在此之后，股价平均数继续以难以为继的方式上涨，因此导致美国家庭的账面财富继续上升，达到创纪录的新高。2000年年初，美国家庭在股市和互惠基金上的投资价值高达14.2万亿美元。因此，传统的节俭美德再次遭到美联储的经济繁荣管理者的嘲笑。在美联储月度会议纪要中，不断重复美国经济强劲发展的信息，因为美国人再次倾其所有、尽其所能地进行消费和借贷。

与此同时，美联储推动金融市场保持上升趋势，由此，美国家庭的资产价值能够与家庭债务同步上升。中国承担起美国社会的储蓄职责，并大量购入美国国债和房利美的债券。

## 格林斯潘毫不在乎： 150个月的非理性繁荣

毋庸置疑，在华尔街金融危机时期，如同露西又动了查理·布朗心爱的足球一样，美国家庭的财富遭遇了巨额损失。2008年年底，美国家庭账目显示，在股市和互惠基金上的投资价值，从超过14万亿美元下降至9万亿美元，这意味着超过5万亿美元的股市财富再一次蒸发了。而且，与互联网泡沫相比，2000~2008年日益膨胀的股市建立在更不稳定的投机基础之上，市场充斥着更加盲目乐观的情绪。

2008~2009年，标普500指数进行了猛烈的修正，在2009年年初跌破了格林斯潘所设定的市场底线，并且在3月9日最终跳水跌至675点。在进入恐慌底部区域时，股市残酷地彰显出美联储操纵股市所带来的绝对伤害。在2009年3月初最黑暗时期，标普500指数比12年前格林斯潘在1996年12月发表非理性繁荣讲话时，还要低10%。

事后来看来，那次著名的演讲或许可以更好地被定义为：艾伦耸了耸肩，表示毫不在乎。美联储已经踏上一条毁灭性的道路，却拒绝承认这个现实。最终，在格林斯潘演讲后的150个月期间，“非理性繁荣”盛极一时。

在美国金融史上，从来不曾在此短暂的过程中，出现两个巨大无比的泡沫，并且遭受两次毁灭性的打击。在这个金融动荡周期中，格林斯潘的继任者设法“探测”到“大稳健”时期，这只能更加证明货币政策混乱疯狂的程度而已。

因此，纽交所、纳斯达克和其他股权衍生工具市场，不再是融资和主权资本交易的自由市场。相反，它们是极其不稳定的赌场，被美联储不恰当操纵，从而十分依赖货币超发政策的市场，也就被凶猛的华尔街投机力量所左右，变成胆小懦弱的家奴。

## 伯南克惊慌失措：13周货币超发狂潮启动

不幸的是，货币政策集权计划管理者还在继续制造系列泡沫。实际上，伯南克领导下的美联储，不仅废弃且明确鄙视格林斯潘早期理论中的智慧。美联储以空前的规模，开启了货币超发的机器，因此它成功地再次找到股市上涨的秘籍，在15年里制造出第三个股市泡沫。

到如今，一切又是熟悉的套路。当年“黑色星期一”之后，格林斯潘和美联储极度惊恐之下，却还能装着从容镇定，而今天伯南克领导下的美联储却以疯狂的节奏扩张其资产负债表。在截至2008年9月3日的那一周，美联储的资产负债表大约在9 060亿美元，这是美联储自1914年10月成立以来，用了94年的时间慢慢累积起来的所有资产。

今天，华尔街投机者和他们的财政部代理人在惊慌失措中申请紧急救助，在这种情况下，美联储在短短7周内便在资产负债表上增加了9000亿美元的资产。

然而，疯狂还在延续。到了12月10日那一周，在雷曼兄弟倒闭13周之后，美联储的资产负债表上升至2.25万亿美元。由此，美国的央行在一瞬间，把自己的资产规模增加了约1.5倍。

伯南克实施货币政策庞大变形的根源在于，自1987年10月以来，美联储已经在利率政策上有效地摧毁了自由市场的原则。一旦美联储采取宽松货币政策，并且通过以华尔街为基础的财富效应，实施经济繁荣管理，那么利率的特性就已经彻底被改变了，它只有联邦公开市场委员会实施官僚管理的价值，而不是货币和债权资本之间反映真实供需状况的均衡价格。

由于自由市场原则下的利率已经遭到破坏，现代华尔街的恐慌危机及其余波所展现的特性，与101年前在1907年10月发生“华尔街大恐慌”时所反映出的健全财政原则截然相反。当年掌管美联储的不是来自普林斯顿大学的数学教授，当年甚至连美联储都不存在。

## J·P·摩根击倒投机者

在当年喧闹的时代，华尔街由伟大的金融家J·P·摩根<sup>[79]</sup>所掌管。摩根坐在其位于曼哈顿中区的私人图书馆内，管理着华尔街金融市场，虽然他没有印钞机，但在他身上有着一生金融传奇所积累的出色的金融智慧。在他传奇的金融生涯里，货币具有固定的黄金含量，利率则反映了市场的均衡价格。

总之，摩根清楚地看到，在经历前10年的猖獗投机之后，华尔街已经溃烂了，因此急需市场均衡的利率净化金融体系。于是，在1907年最惊恐的几周里，当时的基准利率，即活期贷款利率，在某些时候以3~5个百分点的幅度加息，在危机最严重的时候，基准利率达到惊人的25%。



在这种情况下，摩根亲自负责金融状况鉴别，只拯救那些真正具有清偿能力的金融机构，而不是像伯南克那样实施无差别救助计划，否则只会刺激最初导致危机的过度投机，使之愈演愈烈。最终，随着活期贷款利率飙升，保证金贷款有条不紊地被提早收回，因此，当时那些投机者被无情地击倒。

在被迫离场的投机者中，不乏铜金属交易大亨，还有好几家参与高杠杆交易的铁路公司、大批房地产投机商以及大量资金不足的信托银行。“伤亡”名单中还包括数以千计的股市交易员，他们曾经通过保证金交易累积起大量的财富。

毋庸置疑，硝烟退去，当年那些金融罪恶已经摧毁了整个金融系统，而牛市激情长期处于完全休眠。5年之后，尽管美国经济已经增长了30%，但股市根本无法重新回到1906~1907年9月时的高峰。

## 投机者的奖励

2008年华尔街恐慌与之前的显著区别在于，伯南克领导下的美联储立即关闭了货币市场，从而阻止了自由市场的利率实施众所期待的净化。在雷曼兄弟倒闭前的星期五，作为最接近真实货币市场利率的LIBOR还只是2.1%，没有跳出整个夏天的波动区间。雷曼兄弟倒闭的新闻导致LIBOR在星期二突然跳升至6.2%，但参照当年摩根的加息标准，也只能算是小巫见大巫。

公开市场利率发生温和的上涨，只不过是向华尔街发出危险警报，然而资本主义的权贵们却很快下达命令，采取大量干预措施来平抑市场利率。市场先生最初通过推升市场利率以净化市场的想法，立刻因美联储实行紧急借贷救助而半途夭折，利率很快就调头下降。

9月30日，问题资产救助计划在第一轮投票时被否决，市场利率再次跳升至6.5%，但在美联储向银行注入大量流动性之后，很快又平息下来。到了10月10日，LIBOR下降至2%，到了月底跌破1%，而到了2008年年底，最终定格在0.15%，这真是一个滑稽的货币价格景象。

将近4年之后，LIBOR依然维持在这个水平上，毫无生气，它不幸成为美联储愚蠢货币印发狂潮的牺牲品。不言而喻，在摩根时代的好多年里，投机者不得不东躲西藏，直到自由市场利率的死神最终离开华尔街之后，才重出江湖。与此相比，在伯南克的自由货币机制下，仅仅过了100个股市交易日，投机者便得出“警报解除”的结论。

事实上，在雷曼兄弟倒闭之后，当投机者看到美联储可怜地听从华尔街命令时，他们就已经判断出，“货币政策政治局”的12名委员整天躲在伊寇斯大楼里，他们最担心的就是华尔街是否会再次发脾气。其理由不言自明。于是，史上罕见地出现隔夜银行间货币拆借利率几乎为零的情况，美联储也罕见地承诺，将无限期地维持零利率。

## 美联储制造了第三个股市泡沫

如果说自由市场利率机制还没有被摧毁，至少也被严重损毁了。由于股市和其他风险资产的下行风险已经被彻底消除，股市从危机后的谷底开始反弹，到2010年3月时终于上涨了50%。股市的疯狂上涨与了无生气的整体经济毫无关联。当时，实际GDP增速只是3%，低于2007年经济周期的高峰，同时全职就业人数下降了700万，工业生产下降了10%。

因此很明显，华尔街股市的暴涨所反映出来的，不是传统经济正在复苏的事实。相反，它表示华尔街确信美联储将继续无限期实行货币供应政策。

投机者没有押错宝。到了2012年年初，标普500指数站上了1 300点，这表明自2009年3月9日市场反应低位以来，股市的上涨幅度已经超过了100%。看起来股市将疯狂上涨，但事实也并非真的如此。在1999年3月初，标普500指数就首次突破1 300点的大关。现在查尔斯·布朗<sup>[80]</sup>正拿着橄榄球第三次冲向对方的阵地。

美联储关于家庭资产负债表的数据揭示出事实的真相。2011年年底，当美联储还在不断制造第三个股市泡沫，美国家庭在股市和互惠基金上的投资价值回升至12.7万亿美元的水平，与1999年12月公布的数字



完全一致。

过去10年里，美国整体经济一直低迷疲软，但股市正在创造第三个泡沫，尽管在这过程中，股市遭遇猛烈上下波动所带来的双重损失。因此，美联储继续推动股市上涨的各种努力，使得一夜暴富的想法依然盛行。而且，美联储的新闻公告和其他信号，又给股市泡沫综合征添加了肮脏扭曲的症状。换言之，由于美联储已经非常明确地表明它将清除任何其他选择，因此不管愿不愿意，查尔斯·布朗被迫向前猛冲，制造出美联储第三个股市泡沫。

伯南克向市场承诺，在2008年12月至2015年年中的6年间，美联储将把低风险货币市场基金的名义利率维持在零，因此，他实际上是在扬言，除非与华尔街配合追逐高风险资产，否则将没收美国整个社会的真实财富。不要小看了被没收的财富。在美联储“零利率政策时期”，CPI每年上涨的速度平均为2.5%，而同时，无风险和货币市场流动基金的税后收益几乎为零。

经计算，在伯南克对储蓄实施打击的6年里，美国经济的真实财富下降15%。毫不奇怪，由于“美联储正迫使你购买股票”，因此鼓吹泡沫的金融新闻网站总是能找到预测股市上涨的货币经理。他们将会被证明是对的，除非美联储正在制造的投机泡沫发生第三次破裂为止。

无论美联储第三个泡沫能够持续多久，不可否认，在过去10年里，美国中产阶级节俭的传统再一次被打入冷宫。即使在经历房地产泡沫毁灭性的破灭，以及股市暴跌之后，美国家庭储蓄率仅仅出现温和反弹，到了2012年年底反弹至3.5%的水平。

最终，在这10年里，美国家庭只把很少一部分收入存起来，追逐金融投机所带来的快速致富的假象，因此陷入更严重的困境。2000~2002年，格林斯潘股市泡沫发生猛烈膨胀和破裂，这些事实都不能让他们幡然醒悟，反而促使他们吸食另一剂货币“毒品”，最终在伯南克领导下的美联储时期，变得无法自拔。

## 5万亿泡沫消失了

史上最大的房地产泡沫暂时掩盖了根本贫困的现实。2003年6月，当美联储把利率猛砍至1%，的确造成房地产价格大幅上涨。格林斯潘、伯南克和“货币政策政治局”的委员们声称，没有注意到泡沫的产生，他们也不承认这会扩大低储蓄率的问题。

总有一天，历史学家肯定会感到疑惑，当家庭房地产收益的上涨明显是人为的和不可持续时，美联储是如何成功地驱使老年人口的储蓄率在2007年下降至零的？每个季度，美联储都会公布资金流报告，根据其中美国资产负债表的数据，美国家庭房地产的市值实际上已经从1999年年底的11.8万亿美元，上升至2004年年底的20.2万亿美元。

只有故意漠视这些数据的美联储才会认为，在短短5年内，房地产市值上涨75%不是一个危险的变形。部分住宅价格的上升终究不代表房地产市场的迅速复苏。家庭房地产价值上涨已经持续了几十年，在最近一次格林斯潘股市泡沫时期，即在1987~1999年，家庭房地产价值以每年5.3%的速度上涨。

最终，美国全国资产负债表中家庭房地产价值与股市一样，遭遇了“露西和查理·布朗综合征”。住宅资产价值一直攀升，到了2006年上升至23.2万亿美元。美联储泡沫制造者们在2007年年初及时公布了这个数字，但他们可能相信，美国家庭房地产价值在短短7年之内增加11.4万亿美元吗？或许这只是代表着，一个巨大的意外事故即将发生吗？

最终，这个意外还是发生了，而且非常显眼，按照它对美国整体经济造成损失的广度和深度来看，它无疑是美国史上最大的金融灾难。家庭房地产价值连续5年下降，到2011年年底跌至18万亿美元的水平。另一个5万亿泡沫消失了。

总之，在互联网浪潮之后，美联储制造了一系列泡沫，没有增进总体财富净值，反而使得整个社会被欺骗性宣传和盲目乐观情绪搅得心浮气躁。当昙花一现的股市和房地产泡沫破灭之后，家庭资产的增加已经跟不上通胀上涨的速度，与此同时，在这12年里，家庭债务负担却翻了一番。

因此，在21世纪的第一个10年里，以定值美元计算，美国家庭资产净值仅仅上升了2.5%，即使是这么小幅度的增长，也难以掩盖一个更加残酷的现实，即家庭资产净值中值在扣除物价因素之后，实际上减少了27%，从10.6万美元下降至7.7万美元。在扣除物价因素之后，由于前

10%的富裕家庭资产净值实际上升了17%，因此，其余家庭的资产净值下降的幅度更大。

真应该把如此违背常理的斜交曲线图，直接摊在美联储官员面前，让他们好好看看。除了前10%的富裕家庭之外，后90%家庭的资产净值都集中在其所持有的住宅物业上。真让人不明白，美联储当初鼓励家庭大幅度增加抵押贷款债务，最终事实却证明它无力阻止房地产泡沫的破灭。房地产市场崩溃导致房屋价格下降了35%，但家庭所承担的抵押贷款债务，根据原先合约却固定不变，如此一来，整个社会家庭资产净值就被打压至空前超低的水平。

## 每年1.3万亿美元的借贷消费

在过去10年里，美联储不断向华尔街投机者提供宽松货币供应，如果说它唯一的副作用只是造成美国家庭真实财富缩水的话，那么或许可以争辩，称其造成的伤害有限，即“婴儿潮”一代注定要过上远比他们想象得更为节俭的退休生活。然而，事实上在这20年里，美国家庭储蓄率远比正常的要低，为此付出不菲的代价，因而对美国经济基础造成了不可弥补的伤害。

特别是，超低家庭储蓄带来的过度消费促进了GDP的增长，这就像是透支未来的“败家子”经济模式。与8.5%的历史基准储蓄率相比，在过去10年里，实际储蓄率仅仅只有3%，这意味着将近6%的美国个人可支配收入，即每年大约6 000亿美元，被释放出来用于额外消费支出。

非常不幸的是，弗里德曼所设计的浮动货币机制，消除了奢侈生活经济通常会带来的负面影响。在稳健货币体系下，储蓄下降的传统影响就是导致利率上升。利率上升之后，它先会极大地压缩在生产性资产上的投资，最终导致消费下降；并且，被视为延迟满足消费需求应得的奖赏，储蓄随之而上升。因此，免费午餐式的国民经济总是昙花一现，至少在“戴维营事件”之前都是如此。

但在1971年之后，美国国债本位赋予美元“过度的特权”，在这种情况下，绝大多数过度消费都是通过海外借贷的方式获得融资的，而出借

人主要是其他国家的央行和这些国家的金融机构以及普通工薪阶层。迄今为止，美国累积的国内储蓄缺口就是通过8万亿美元的类似海外借贷予以填补的，从而消除了对国内利率和投资的不良影响。

一旦美联储停止了在政府债券价格上的欺骗手段，不断上升的海外债务最终还是由美国家庭承担。美联储实施金融压制政策，人为导致收益率扭曲，但这主要是因为投机者相信，美联储和其他国家央行会不断购买美国国债，从而推升国债价格远远高于市场均衡水平。然而，当这种信心破灭之后，投机者和各国央行将会抛售美国国债，随着美国国债价格下跌和美元利率上升，最终将逼迫投资者绝望出逃。

随后，面对不断增加的到期利息单据，负债累累的美国家庭只能砍掉所有过度消费。这种债务崩溃的惨烈程度不仅惊心动魄，而且还会充分揭露格林斯潘——伯南克时代GDP增长的虚假本质。

例如，在1954~1965年的艾森豪威尔——马丁黄金时期，个人消费支出平均占GDP的62.5%。这是一个相当健康、稳定增长以及无通胀经济所期待的消费趋势水平。

尼克松在1971年8月废弃了传统金融准则之后，消费水平稳步上升，到了1986年，消费占GDP的比例提高至65%。当格林斯潘货币超发时代正式开始之后，个人消费占GDP的比例毅然向上飙升，从此一发而不可收。到了1993年，消费占比上升至67.3%，而进入21世纪之后，攀升到69%。最终在2007年信贷泡沫最高峰的时候，消费占比定格在71%。

而且，随后在财政“刺激”机制下，家庭支出得到了大量转移支付和减税计划的力挺，在这些赤字融资的全力支撑下，美国国民收入中消费比例继续上升。事实上，在2010年，消费占比水平达到了历史最高位的71.5%，这远远超出世界上其他任何主要发达国家的水平。

美国不断上升的消费比例是正在折磨美国经济的最主要变形之一，它的严重程度绝对令人震惊。目前消费在GDP中的占比达到了71.5%，比1954~1965年黄金时期的高出9个百分点。

以2010年GDP来计算，这高出的9个百分点相当于美国家庭每年额外多消费了1.3万亿美元。不证自明，一旦这个不可持续的数字下降，那么必将拖累GDP的增长，当初的增长有多夸张，将来的下跌就有多残

酷。

但实际的故事更加残酷。个人住宅建造被当作“投资”而不是消费，计入GDP账户中，而业主自住型住宅提供的住宅服务则相当于消费，这与购买运动鞋或比萨并无二致。在GDP账户中，就是假定美国家庭“投资”建造住所，再“出租”给他们自己。

在房地产大泡沫时期，新建家庭住宅的平均面积从1 400平方英尺<sup>[81]</sup>增加到2 400平方英尺，因此在内部装修装备上的支出急剧上升，而且，麦氏豪宅在美国各地如雨后春笋般出现。住宅固定投资总额急剧上升，但这不应与在生产性商业资产上的投资相混淆。

因此，格林斯潘泡沫所带来的真正变形，可以运用个人消费支出加上业主自住型住宅投资进行更准确的衡量。通过对比1999年峰值与2007年峰值，我们发现格林斯潘泡沫下的美国经济正在被可怕的消费狂潮所吞噬。

在这8年内，美国名义GDP增长了50%，约4.7万亿美元。然而其中82%的GDP增长，约3.9万亿美元都可以归于个人消费和住宅投资的增长。与此相对照，在1954~1965年黄金时期，这两项消费支出合计平均占到了国民收入的67%。

在格林斯潘泡沫时期，家庭消费支出远远超出所有历史水平，而且这个变形是由债务快速上升所导致的。

毫不奇怪，美联储对债务是如何促进消费的，都无动于衷。事实上，在1999~2007年，信贷市场债务余额翻了一番，从25万亿美元上升至50万亿美元。然而，在这个时期的美国联邦公开市场委员会的会议纪要中，根本没有提及任何家庭、企业和政府借贷急剧增长的情况。

这正是“房间里的大象”<sup>[82]</sup>，而且是还在快速增长的“大象”，但美联储对此视而不见。在这7年间，名义GDP仅仅增加了4.5万亿美元，意味着美国国家资产负债表上的债务增长是国民收入增长的5倍。尽管联邦公开市场委员会明显没有注意到这个特别的经济变化，但毫无疑问，正是债务的爆发才促使格林斯潘消费泡沫不断扩大。



## 25万亿债务爆发：美联储第三波货币超发狂潮

因此，从1999年年底到2007年第四季度，是格林斯潘泡沫金融变形和自相矛盾最鼎盛的时期，而且，最重要的是，它表明这一时期的核心事件并不像相关人士所宣称的那样表里如一。

美联储宣称，它创造了兴旺的周期性复苏和日益辉煌的经济繁荣，而股市和房地产行业试图以其蓬勃发展印证时代的变迁。事实上，所有这些都是关于美联储在2000年12月开启第三波货币超发狂潮之后，如何把25万亿新增债务注入美国经济的故事。

美联储昧着良心迅速买入政府债务，尤其是在美国整体经济并没有出现任何危机的情况下。在截至2004年12月的4年间，美联储买入的公共债务总额高达2 000亿美元，导致其资产负债表以每年8%的速度快速增长。

美联储曾经宣称超发货币实属必要，因为美国经济需要超大规模的货币刺激，包括采取超常规的1%利率政策，才能避免陷入经济困境。但相关数据表明这种说法滑稽可笑。事实上，2001年的“复苏”非常微弱，以至于在更新后的数据中，它实际上被标注为：根据政府自己的统计记录进行过“修改”。

最新官方数据显示，实际GDP只是出现了非常微小的下降。在2001年第一季度，实际产量仅仅下降了0.3%，在第二季度又反弹上升了0.6%，到了第三季度滑落了0.3%，并且从此之后直至2007年年底，每个季度都在增长。更加切中要害的是，实际消费支出从来没有下降，在截至2001年12月的“复苏”之年，消费支出增长了将近3%，从此以后增长速度更快。

这些最新数据明确显示，在整个2001~2002年，经济低迷只是在“9·11”事件之后清理库存所导致的暂时结果。尽管由于科技股市泡沫破裂，原先高歌猛进的商业投资不得不进行温和的调整，但毋庸置疑，实际上并非虚弱的经济刺激了美联储实施第三轮激进的货币超发行动：因为商业资本性支出从未跌破1999年科技泡沫最高峰时的水平。

2000~2001年，美联储慌忙应对各种经济状况，与格林斯潘在1987年10月和1998年9月一样，都使用了同一本危机处理操作手册。华尔街



对增加货币供应的需求，以及格林斯潘错误地把“财富效应”当作央行政策管理的工具，再一次成为美联储实施救助政策的推动力。这一次，美联储制造了25万亿美元的债务泡沫，在华尔街和整个社会导致了空前严重的杠杆投机行为。其结果是快速推升了房地产和股市泡沫，并且随后刺激生产和就业出现暂时性人为增长，最终促使投机者推动资产价格向更高水平上涨。

与此同时，联邦公开市场委员会全速开动印钞机，顽固认为快速上升的房地产价格和股票价格，只是反映了它所采取的政策已经引导经济出现健康发展的趋势。在2005年7月接受美国CNBC新闻台采访时，伯南克故意忽视房地产市场泡沫的问题：“毫无疑问房地产价格是上涨了一点，但我想说经济的基本面非常强劲，经济增长、就业、收入……（国内价格方面）所发生的一切都有足够的经济实力来支撑。”

被格林斯潘领导下的美联储称颂为经济周期管理上的出色实践，事实上只不过是混乱的货币假象而已。美国经济并没有像虚假的华尔街股市曲线图所预示的那样，出现经济周期的线性增长，它实际上正孕育着5万亿美元的房地产和股市泡沫，而这两个泡沫正导致美国整体经济的基础发生扭曲和变形。

## 格林斯潘对策的邪恶力量

格林斯潘对策和1%的超低利率政策组合在一起，释放出可怕的投机力量。在稳健货币体系下，均衡的利率水平以及对金融杠杆固有风险的恐惧，对经济冲动起到抑制作用。在消失的稳健货币世界里，只有长期资本项目才会采取债务融资的方式，它用高额回报来抵消潜在风险，从而吸收当地社区的储蓄。

与此相反，由于几乎是无成本持有资产，并且预计美联储将会推动资产价格单向上涨，自由市场就名副其实地成为“魔鬼的工厂”：投机性信贷不仅从传统的准备金银行蜂拥而出，而且“影子银行”系统的方方面面也都参与其中。投机信贷的爆发很快就再次证明了，银行准备金作为货币供应的传统组成部分，这一货币主义观点早已经被“戴维营事件”所废弃了。

在美国国债本位制下，只有金融资本才能真正限制信贷发放，而不是特许银行的准备金。而且，新增信贷所需的资本数量取决于投机市场所能够容忍的极限。

当然，银行和华尔街券商都受到最低资本的监管约束，但这项规定漏洞百出，早已失去意义。因此，在未受监管的“影子银行”系统内，资本并不是一个限制因素，随着抵押物品价值的上涨，无论是住宅物业还是铜金属期货合约，都会推动新增抵押债务的上升。

正因为他们相信美联储在背后支撑着，所以出借人才敢用更高的贷款预付比例，为上涨的资产提供融资（例如，不再预留更多的资本来应对潜在的信贷风险）。事实上，市场对格林斯潘对策进行了货币化操作，因此，取消了对出借人真实资本的需求。很明显，各种金融泡沫越是膨胀，金融市场越是对格林斯潘对策进行更多的货币化操作。实际上，市场用负债表上的真实资本替代了美联储对资产上涨的承诺。

循环再抵押，即把已经被抵押的资产再次抵押，聚集起可怕的能量。例如，住宅业主把自己的房屋抵押给出借人，出借人则把抵押贷款抵押给证券信托基金，证券信托基金发行的证券再被抵押给债务抵押债券系统，而债务抵押债券又被抵押给债务抵押债券平方<sup>[83]</sup>系统，以此类推。

信贷的金字塔快速上升。实际上，格林斯潘期权已取代了资本，否则在自由市场下，资本不足将叫停投机信贷的增长。因此，在格林斯潘泡沫期间，各式各样“影子银行”系统的债务都呈现爆发性增长的趋势，其中包括回购债券、资产抵押债券、货币市场基金、商业票据以及政府支持企业抵押贷款组合等，这些债务从1987年的两万亿美元上升至2008年9月的21万亿美元。简而言之，在这21年里，未受监管、无准备金的“影子银行”系统，以12%年复合增长率的惊人速度持续增长。

这才是格林斯潘和伯南克期权真正邪恶所在，即在储蓄没有增长的情况下，却允许债务以几何倍数的速度增加；在收入没有增长的情况下，却允许资产价格大幅度上涨。然而，当资产价格最终在“黑莓恐慌”期间暴跌之后，在面对持续恐慌性抛售时，市场对格林斯潘和伯南克期权的信心很快消失殆尽。由于美国国家债务金字塔面临严重的资本不足的问题，因此抵押物品被收回，对泡沫时代的信贷实施猛烈的清偿处理。

只要投机者保持对格林斯潘对策的信心，那么遍及整体经济的信贷市场债务增长，几乎就毫无障碍可言。因此，在互联网泡沫之后，美联储超发货币的第二年，信贷市场余额增加了2.5万亿美元。这相当于增长了8.6%，信贷余额增长的绝对值相当于2002年美国国民收入增长的6倍。从此，美国国家资产负债表上的总债务余额每年都以大数量和高速度增长，这种情况一直持续到2007年的最高峰。

例如，在2004年，随着房地产泡沫逐渐增大以及股价平均数持续上涨，年度债务增长达到3.2万亿美元，当年债务增长率高达9.2%。事实上，当这个周期结束时，债务泡沫几乎濒临膨胀崩溃的边缘：2007年，信贷市场债务余额增加了4.7万亿美元，以此计算的年增长率高达10.3%。

很明显，爆发性增长的金融变形已几近崩溃，因为事实上，在2007年，名义收入仅仅增长了6700亿美元。现在美国经济中，债务增长的速度是收入增长的7倍。然而，在2007年12月7日的当年最后一次会议上，美联储非常荒谬地得出了安慰性结论：“预计第四季度美国国内非金融行业的债务，将会比第三季度增长得稍微慢一些。”

## 伊寇斯大楼：根本没有泡沫

在那个时刻，美国的杠杆比率已经到达了“一级戒备状态”：杠杆比率是国民收入的3.6倍，远远超过历史水平。把它画成图表的话，它甚至会冲出纸去。然而，美联储压根儿儿不惧怕债务，对此根本不予关注。事实上，伊寇斯大楼里的官员们看到因他们无休止货币超发所造成的反馈环效应，就好似看到了美国上下一派繁荣景象。

正如将在第二十九章中所介绍，伯南克是不折不扣的凯恩斯主义者，他相信债务是经济发展长生不老的万能灵药。与此同时，格林斯潘也持有彻底错误的观点，认为快速上升的债务水平是金融创新生生不息的明证，而不是像整个金融历史所彰显的一样，是恶意投机的结果。

同样，在格林斯潘泡沫时期，在美联储工作的商业经济学家紧随大师的足迹，亦步亦趋，他们的工作仅限于统计在最近公告期内，美国人

民大肆举债到底买了哪些东西，也就是房屋开工率、煤炭出货量、零售金额、就业人数增加等。他们从来不会追问，其根本的经济趋势是否可以持续发展下去，相反只紧盯着由政府统计部门用正面数据推导出来的经济繁荣假象。

这些报告被称颂为有力的佐证，证明美联储已经创造出“金发姑娘经济”，完美地平衡了低通胀和稳定的经济增长。而事实上，政府统计部门只是监测漂浮在极其不稳定的、破坏性债务泡沫之上的经济表象，而这个债务泡沫还在下面继续膨胀。

愚蠢的弗雷德里克·米什金掌管着美联储支持服务部门，也正是他所率领的一群官员和经济学家完全否认债务泡沫的存在。在2006年加入美联储之前，米什金曾经为爱尔兰政府做过一项研究，而他的结论是爱尔兰的银行系统是稳健的，在爱尔兰只有那些著名的温泉才会喷发出泡沫。但爱尔兰银行系统的资产负债表总额，比爱尔兰整个国家的GDP都要大10倍。米什金莫名其妙地把这当作爱尔兰竞争优势，而不是即将发生的畸形经济危机的源泉。

因此，在他加入美联储之前，米什金就已经展示了他完美的泡沫盲视能力，而在被任命为美联储副主席之后，他当然不能荒废他这方面的才能。米什金身居高位，不断出现在金融新闻网络媒体上向他的观众保证，美国经济的发展比以往更强劲。事实上，当房地产泡沫已经显示巨大裂缝即将破裂，在2006年12月的会议上，米什金依然向联邦公开市场委员会保证，房地产市场的衰退“不会造成大的影响”。

而且，20世纪30年代以来最严重的经济衰退出现前的12个月，正如他当年在爱尔兰项目上所表现出来的一样，米什金再次展示了他对美国经济基本面的盲视和无知。他断言：“对一些地方表现不佳，人们有点担心，但我认为正确的表述是‘一点点’，而不是全部。”

令人震惊的错觉不是因为未来难以预测，相反，它反映的是美联储货币集权计划管理者太沉迷于自己的歪理邪说。由于众所周知的原因，他们甚至不能承认，他们所选择的繁荣管理工具，即低利率、不断购买财政国债向证券主交易商提供新增货币，以及格林斯潘对策，都将在根本上导致华尔街形成信贷扩张和杠杆投机的狂潮。

因此，即使债务缠身和投机猖獗的美国经济即将不可避免地紧急迫降，大部分联邦公开市场委员会的委员们还附和米什金的观点，不理智



地否认麻烦即将来临。2007年7月，距离8月发生华尔街首个迷你危机仅仅几周，凯文·沃尔什理事透露了他的一个观察，这是这位高权重的金融高官曾经说过最愚蠢的话之一。他说道：“我们没有发现任何即将发生的系统性风险征兆.....那些大型全球性商业和投行是市场准则最重要的守护者。”

即使是在2008年9月，华尔街发生危机之前，让一个喝酷爱牌饮料<sup>[84]</sup>上瘾的人相信“投行”是“市场准则”的源泉之一，沃尔什也真是喝得太多了。在他35岁加入“货币政策政治局”之前，沃尔什曾经在摩根士丹利工作过7年，担任过初级律师，据推定，他可能帮助制造过金融泡沫。此后，他曾经在布什白宫政府内打过4年杂，专门撰写歌功颂德的通告文书。

阴谋论者可以在沃尔什案例上找到他们的理论根据。无懈可击的证据表明，沃尔什是从华尔街“新兵训练营”被直接派送到华盛顿的。

三个月后，沃尔什工作过的投行所发表的演讲要点，获得了美联储理事兰德尔·克罗兹纳的支持。克罗兹纳曾经是芝加哥大学商学院经济学教授，在自由市场理论的“堡垒”中工作学习了10年，他应该学到了一些稳健货币的理论知识。2001~2003年，克罗兹纳在担任经济顾问委员会委员时，或许也传播过某些稳健货币的观点。

但事情并没有往这个方向发展。相反，克罗兹纳完全接受了布什白宫政府“赤字没有关系”的经济必胜信念，于是，作为奖赏，他被任命为美联储理事。白宫的这项任命或许希望必要时，他能够确保布什政府的财政赤字可以通过美联储购买财政国债获得融资。为了达到这个目的，克罗兹纳致力于让人深信不疑，认为美联储长达6年的货币超发狂潮，根本不会对号称稳固的银行体系基础，造成任何哪怕再微小的影响。

因此，在2007年9月，在美国国家金融服务公司已经面临倒闭，125家抵押贷款公司也已经发生内部混乱，作为货币市场重要指标之一的LIBOR-OIS（隔夜指数掉期）利差，在8月迷你危机中已经快速上涨，然而克罗兹纳却认为一切都没有问题：“有效的银行监管已经帮助银行系统.....（现在）安全、稳健并且资本充足.....美国商业银行资本非常充足，反映出多年来强劲的业绩发展。”

那一年，在他发表这番不负责任的讲话之后，美国银行系统遭受了

1 000多亿美元的损失。由于华尔街曾经把证券发行，以及美联储泡沫金融的主要产品交易的虚假增长计入业绩中，如贷款、证券和衍生品等，所以克罗兹纳所说的“多年丰厚收益”实际上也不存在。因此，如果在2007年秋最关键的时候，在伊寇斯大楼里的货币集权计划管理者还不了解，金融系统本来就是建立在收购兼并之上的这一基本常识，那么他们对于金融泡沫是如何一步步膨胀发展起来的背景故事一无所知，也就不足为怪了。

## 大稳健：历史的错觉

“货币政策政治局”对于它一手缔造的美国经济大变形视而不见。在互联网泡沫破灭之后，美联储只是被这一场股市风暴惊得目瞪口呆而已。如前文所述，美联储随后实施了一连串金融史上罕见的猛烈降息措施，鉴于这些措施必定制造出巨大的经济泡沫，因此这些降息行动极其不理性。

2000年11月，美联储基金利率还处在6.5%的水平上。考虑到当时2%~3%的通胀率以及迫切需求恢复低迷的美国国内储蓄水平，这个利率水平相对合理。但众所周知，联邦公开市场委员会疯狂开启了长达30个月的降息运动，经过17次25个或50个基点的连续降息操作，联邦基金利率最终在2003年6月下降至1%的谷底。

通过不惜一切代价实施降息行动，美联储显示了它已经完全接受了繁荣管理的“财富效应”理论。随后，股市的确发生了反弹，重新进入泡沫区域，尽管美联储取得了短暂的成功，但前途依然未卜，更致命的是在这过程中，整体经济受到了巨大伤害。

虽然降息引发了固定资产投资的繁荣，但受益的仅仅是美国国内房地产市场，因为“中国价格”的死神把投资者驱逐出可贸易商品的生产领域。尽管降息引发了社会消费的繁荣，但是通过资产增值抵押贷款实现的，而不是靠诚实劳动收入获得的。

降息也推动了耐用品零售销售大幅度上升，但必须注意到，这些产品完全来自东亚国家。降息也产生了大量的消费服务需求，从房地产中



介、瑜伽课程到消费导购顾问服务，但这些服务需求的资金来源，更多的来自家庭住宅抵押贷款和股市收益，而不是依靠实际收入和消费能力的持续增长。

毋庸置疑，虽然美联储低利率政策的恶性效果搅乱、扭曲了整体经济，但它的确推开经济活动的标准指标向上运行，因此维持了一种经济复苏和增长的错觉。年复一年，联邦公开市场委员会每逢开会必定不断引述这些增长指标，并且自我吹嘘，号称是美联储精明的政策才有了这么漂亮的宏观经济成果。

美联储的狂妄自大已经到了厚颜无耻的程度，特别是在2004年2月鼓吹经济繁荣的代表人物，发表了题为“大稳健”的著名演讲。在演讲中，这位未来美联储主席提到，在过去20年里“生产和通胀两个变量急剧下降”，然而，正是他要对自20世纪30年代以来最残酷的就业和生产下降承担不可推卸的责任。毫不奇怪，伯南克在演讲中坚持认为，稳定、永续增长的黄金时代应该归功于“对宏观经济政策，特别是对货币政策进行改善和调整”。

事实上，商品通胀水平之所以被压制在全球经济的超低水平，是因为有些国家的央行采取了汇率操纵政策，同时，自从1990年以来，数以千万的中国农村劳力前往中国东部地区出口加工企业，也正是由于他们生产的廉价商品，才使得美国通胀水平下降。与此对照，资产价格进入更加猛烈循环上升的轨道，这是自1929年以来最疯狂的时期。如果伯南克费心思考一下，在大稳健时期发生的两次股市泡沫破裂（1987年和2000年）所隐藏的含义，可能不会忽视这么重要的现实。

在凯恩斯主义的经济模型下，债务只有在被当作当期支出之后才会被确认，而不是一直停留在资产负债表上，这或许因为在凯恩斯主义的模型下，根本就不存在资产负债表的缘故。因此，透过这些凯恩斯主义“蒙眼罩”，伯南克在臆想他的大稳健理论时，根本就没有看见那些令人担忧的宏观经济现实。

更重要的是在经济周期中，伯南克所声称的大稳健完全是彻底的错觉。所谓大稳健是在信贷大幅度增长的条件下对GDP的估算结果，特别是美联储整天忙于增加的25万亿信贷泡沫，最终流入GDP的账目里。这些信贷泡沫以个人消费支出的形式，被当作增加的总需求，但这些信贷泡沫也被计入住宅和商业房地产的投资账目里。

但这只是信贷货币增长，不是可靠的、根本性的经济扩张。如果GDP的统计报告是以复式记账法进行统计的话，那么记账人就会在计入全部或部分债务所引发的支出增长时，同时在未来信贷损失和投资破产的账户中计入一个借项来进行平衡。最终，如同罗马帝国，大稳健完全依赖对外掠夺所带来的消费力增长。既然这样，美联储如此坚持不懈地参与和促成华尔街杠杆和投机交易，必定会导致货币供应增长，从而为大稳健提供了源源不断的外生性消费力。

[78] 《花生》：美国漫画家查尔斯·舒尔茨所创作的连环漫画，漫画以小狗史努比和查理·布朗、露西等几位小学生为主要角色，以儿童生活为题材，观察世界。漫画总是以霸道的露西和上当受骗的查理·布朗作为开场白。此处暗讽美联储是露西，而上当受骗且最终失败的总是查理·布朗。——译者注

[79] J·P·摩根（1837–1913）：美国银行家。1892年，他撮合了爱迪生通用电力公司与汤姆逊-休斯顿电力公司合并成为通用电气公司。在出资成立了联邦钢铁公司后，他又陆续合并了卡内基钢铁公司及几家钢铁公司，并在1901年组成美国钢铁公司。——译者注

[80] 查尔斯·布朗：美国橄榄球运动员。1969年，他曾经创造奔袭115码（约106米）成功达阵（橄榄球得分方式之一，指球员带球进入达阵区内）的纪录。——译者注

[81] 1平方英尺≈0.093平方米。——编者注

[82] 房间里的大象：英文谚语。意指所有那些触目惊心存在，却被集体明目张胆地忽略甚至否定的事实或者感受。——译者注

[83] 华尔街对抵押贷款债券进行二度和三度的债务抵押债券，也被称为债务抵押债券的平方和立方。——译者注

[84] 喝酷爱牌饮料的人：来自1978年“琼斯镇事件”（邪教“人民圣殿教”一系列迫害事件），现引申为盲目追随某种信仰或理念的人。——译者注

## 第十八章

# 资本市场的大变形

在不到10年的时间内，3个5万亿美元的金融泡沫相继破裂，这证明美国国家资本市场已经遭受了严重破坏。虽然标普500指数和凯斯-希勒房价指数大幅度上下波动，但这些还不是美联储泡沫金融的全部成果。实际上在这些狂野的浪潮下，还潜伏着更大的变形，换言之，巨大的美国政府债券市场支撑起华尔街的基石，推动着华尔街的金融体系发生交替变化，现在华尔街正脱离正常的轨道向前运行。

在“戴维营事件”之后，在整个20世纪70年代，美国政府债券市场一直身陷即将崩溃的危险中。但在随后的30年里，在金融体系中，它一直受到热捧，国债价格持续上涨，这不仅促成了历史上最壮观、不间断的债券牛市，而且造成了金融大变形。

这一情形相当于向华尔街不断灌输完全错误的观念：可以通过套利交易获取财富。这是一种错觉，只有当财政国债价格不停地上涨才会成为可能。然而在稳健货币体制下，公共债务不可能在相当长的时间内一直上涨，更不用说是在长达30年的时间内。

## 英国统一公债的盛行

英国统一公债的盛行可以充分说明政府债券的真相。统一公债是英国政府最早于1757年首发的政府债券，固定年息3%，直到1888年才停止流通。除了在战争期间年息有所波动之外，在长达131年的流通期间，统一公债的年息一直固定在3%。

因此，没有一个投机者通过对统一公债进行杠杆操作而暴富，但由于可获得固定收益，也没有一个储户因此一贫如洗。统一公债是以稳健

货币命名和支付的稳健公共债券。

与此相反，在1971年8月之后，美国财政国债演变成“反统一公债”，即成为投机者的赌博筹码，而不是储户的坚强后盾。当20世纪70年代的大通胀打压美国国债价值时，交易的策略就是做空国债；当20世纪八九十年代通货紧缩提升美国国债价格时，交易的策略就是持有国债；在2000年12月之后，当美联储发起并参与美国国债购买运动，并且使得持有国债成为内幕交易者的财富梦想时，最好的策略就是出租国债。

当然，货币体制是区分稳定公债时期和反复无常的反公债时期的关键所在。在长达131年的统一公债流通期间，英镑的含金量恒定不变，事实上英镑含金量保持不变长达212年。与此相反，在过去40年里，除了美国联邦公开市场委员会心血来潮的说法之外，美元根本没有任何含金量。毫无疑问，这里所蕴含的意义远远超越了传统黄金本位的“有趣事实”。

反公债时期展现了资本市场在非稳健货币机制下，丧失了给债券可靠定价的能力，债券价格最终只能跟随央行的意图而上下波动。换言之，金融资产交易价值的定价取决于央行对市场的干预措施，而不是反映现金流、主权和风险的内在价值。

在过去40年里，资本市场发生了重大变形，决定了当今华尔街的发展方向。华尔街的金融机构曾经经历了濒临死亡的大通胀时期，那时候股票和债券存货的价值遭遇重创，因此证券经纪、承销以及兼并收购咨询等业务活跃度明显萎靡不振。但当沃尔克踩下工资和商品通胀的刹车之后，华尔街再次重生，由此开启了长达30年的财政国债牛市。

在这长期上涨的过程中，华尔街逐步认识到，美联储正在试图运行的完全不是常规的通货紧缩周期。相反，美联储启动了资产上涨的机制，并且不惜一切代价呵护和支撑这个上涨机制。因此，华尔街的操作思路就是积攒金融资产，用短期债务进行融资，最终收获正向差价收益。

在这30多年里，债券价格几乎连续上涨，而在银行间货币市场上，债券持有成本下降。最终，基本收益率曲线的套利交易，以及在此基础上各种变异交易，都给投机者带来了丰厚的回报。

其中一些收益体现在华尔街利润表中的利润部分，但绝大部分的意外收益都被分毫不差地转入了华尔街主要金融机构的薪资和奖金账户中。无论是何种情况，它都是在发出错误信号，即美联储发动的金融市场变形，正把华尔街的资产负债表转变为赚钱机器：负债表越大，收益越高。

## 投机者的天堂

如果想把套利交易转变为财富的宝藏，关键的第一步就是要将大通胀时期两位数的货币市场利率给降下来。1981年年中，当沃尔克对通胀实施严厉打击时，公开市场商业票据的利率高达16%，在随后的15年里，商业票据利率下降至6%~8%。在那一时期，美联储在稳步降低了短期利率水平的同时，依然保持经济周期的良好运行以及通缩节奏的稳定。

然而，互联网泡沫的破裂成为转折点，这种小心稳健的做事风格被突然放弃。美联储很快在2000年12月开启了疯狂降息的周期，而华尔街的交易员则高兴得以为走进了投机者的天堂。

作为华尔街货币市场的基准利率，AA级金融商业票据的利率在降息前还处于6.5%的水平。到了下一年年底，无担保金融票据利率已经下降到4%，到2002年年底继续下降至2%，最终到了2003年春跌落至1%的超低水平。而且，即使是有抵押担保的回购债券，其融资利率下跌幅度更大。

华尔街的生产成本，即资产融资的成本，一下子下降了85%，面对这种局面，几乎每一种金融资产都会产生丰厚的正现金流。华尔街用1%的超低银行间货币利率进行融资，而那些金融资产，如国债、企业股权、政府支持企业、房地产贷款、垃圾债券、垃圾抵押贷款等，收益率远远超过融资利率，从而产生了极大利差。事实果真如此，如果对绝大多数上述金融资产，用标准的90%杠杆率进行套利操作，美联储赋予华尔街的巨大“利差”收益，相当于给这些交易商配备了印钞机。

## 200倍的业务增长：投行有了印钞机

恰在此时，美联储实施凯恩斯主义繁荣管理，目的在于刺激GDP的增长，但适得其反，让那批华尔街的“天才”们获得了解放，他们不顾一切地热衷于追逐资产负债表的增长。其中最具代表性的就是五大所谓投行的高速发展，它们是高盛、摩根士丹利、美林、雷曼兄弟和贝尔斯登。在2008年金融危机前夕，这五大华尔街投行的合并资产总额高达5万亿美元，意味着它们的资产规模已经超过当时日本GDP。

然而，在之前的1998年，这五大投行或它们的前身的合并资产负债表仅仅只有一万亿美元。再往前回到1980年，这些投行还只是对冲基金，它们的资产总额只有几十亿美元而已。因此，35年前，这5头巨兽还只有现在规模的1%，但靠着不断上涨的债券市场快速成长。

正如前文所述，它们的历史发展速度不快是有其道理的。传统的华尔街商业模式，如证券承销、兼并收购咨询和证券经纪，并不需要大量资本支撑。它们通过提供增值的金融服务获取收益，而不是通过收益率曲线的内部交易和掉期交易赚取暴利。

而且，由于大通胀导致金融市场遭受了严重破坏，使得投行的业务需求日趋萎缩，从而造成华尔街几乎分崩离析。1971年8月还在营业的金融机构，到了沃尔克完成通胀出血治疗之后，其中的2/3已经关门歇业或者被收购。因此，当市场在1982年7月触底时，华尔街的资产负债表并不大，业务也不多。

在随后的30年里，这些幸存者获得了重生，但它们进入了完全崭新的金融领域。所罗门兄弟曾经是华尔街的典范，在1985年之前它无可辩驳地成为“华尔街之王”，它所获得的巨大成功，是1929年以来其他金融机构无法相提并论的。或许这也是吸引我在1986年年初来到这里谋职的原因，当时我刚逃离了华盛顿，由于原先从事政府预算工作，因此对企业的资产负债表业务一无所知。

但在合伙人餐厅四处游荡时，我很快就了解到了这些获得重生的华尔街金融机构的真实本质。也就是说，在利率下行时，债券价格随之上涨，所罗门兄弟利润表上的利润就是正的；相反则债券价格下跌，利润表上就出现了亏损，但很少出现亏损的情况。



公司的幕后大佬当然不会承认，公司赚大钱的方式只是守株待兔式地等候美联储掉下来的降息馅饼。因此公司把无与伦比的庞大盈利归咎于投资魔法，特别是约翰·梅里韦瑟和他的数量化投资团队发明的数学交易方法。后来，梅里韦瑟率领这个团队成立了长期资本管理公司。

的确，梅里韦瑟发明了如何用计算机化交易技术对政府债券市场的微小价差进行套利交易。但通过大量专属交易，至少以今天的标准来看，他也一定发现了一个更加重要的市场真相，即更好的交易方式是“高杠杆做多”。实际上，这几乎确保常年稳赚不赔。在收入固定并且两位数通胀正在下降的环境下，债券价格毫无疑问总是在上涨。

然而，债券市场脱离常规的根源，可以追溯到20世纪70年代，那个时候的债券投资者已经被两位数债券收益的货币噩梦给彻底打趴下了。大通胀的灾难虽然无法与德国魏玛时期的“手推车超级通胀”<sup>[85]</sup>相提并论，但还是对投资者造成了巨大的伤害。

因此，到了20世纪80年代初，当投资者们最终停止抛售和诅咒固定息票债券时，他们已经矫枉过正。1981年7月，长期国债收益率上涨到15%的最高峰，这不仅包含了对过去4年里平均9%通胀水平的补偿，而且也反映了人们极度不信任鲁莽货币政策，因其对固定收入市场暴跌惨剧负有责任。

简而言之，政府债券的高利率反映了人们用法定货币来惩罚政府的货币政策，虽然这种情况最终消失，但经历了30年缓慢、逐步和不可逆转的过程才得以实现。除了有过短暂周期性回调之外，10年期财政国债收益长期下行，在1985年收益率跌破至个位数，在20世纪90年代中期一直徘徊在6%~7%，到了世纪之交跌破5%，最终在31年之后坠落1.5%的谷底。

这意味着如果瑞普·凡·温克尔<sup>[86]</sup>在1982年对长期债券使用适度的杠杆率持有债券的话，那么在过去30年里，他尽可以放心睡觉，最终收获3倍的收益，如果使用大型金融机构的高杠杆率持有债券的话，那么收益还要多好几倍。最终，在变化无常的权力面前，与超越常规的重要性相比，现代金融历史上根本没有任何一种长期趋势可以相提并论。

对于重获新生的华尔街来说，在长期下跌的债券收益率上肆意投机，成为最直接的赚钱方式。久而久之，交易商认识到债券价格逐月上涨（反映了收益率下降）的可能性非常大，这也意味着用高杠杆率持有

债券的风险很小，因此，用更少的资金参与杠杆交易所获得的回报，被极度放大。

在美联储进入格林斯潘对策和伯南克大稳健时期，华尔街的交易商不仅在赌博方向上确信无疑，而且现在有了官方的金融安全网。由于美联储在操纵联邦基金利率上采取逐步下行的方式，并且时不时对未来政策发布狼烟信号和口头暗示，因此，交易商在市场交易期间保持部分清醒就足够了，尽管是用95%短贷资金来购买并持有国债，但根本没有任何理由担心。

如果持仓的成本即将上升，美联储会给华尔街足够的警示，让其做好准备。与此同时，只需很少部分的长期资金就可以收获越来越大的套利收益，因此这一事实证明了，即使不是美国印钞厂，也可以合法印制货币。

## 谁是投行的模板

但在开始几年里，一切都还没有自然而然地上到理想的轨道。1987年夏，所罗门兄弟开始遭遇严重损失，因此，公司传奇首席执行官约翰·古弗兰任命了一个高级别的任务小组，要求他们尽快提交修复计划，解决公司的盈利问题。

其中部分原因是华尔街投行与交易商之间发生的常规冲突。尽管资历肤浅，我还是被召集加入任务小组，主要是为了调和冲突各方的矛盾。其中，最紧要的是存在三个重要层面的问题。

首先，在1987年年初，10年期美国国债收益下跌至7%的低水平，然后在全年的大部分时间内逐渐往上恢复，到了当年8月月末和9月，当市场开始担心格林斯潘将实施紧缩政策时，国债收益率最终上涨至9.5%。因此，如果你只是原地等待，希望收获美联储降息馅饼的话，那么在那个时刻，你将一无所获，因为长期国债的市场价值在9个月内突然损失了30%。

其次，所罗门兄弟在之前几个季度内，因巨大的政府和市政债券交

易蒙受了巨大损失，任务小组中的投行家们因此断言“生意不景气”。因此，他们的“重组”计划是建议公司退出为客户进行的“做市”交易，把公司巨大的债券营运部门重新聚焦在梅里韦瑟主管的、能产生巨大利润的“自营”交易。

但既然自营交易部门有自己的利润表、员工、计算机以及市场上的声望，而且梅里韦瑟与抛售政府债券的营运部门没有什么来往，那么他的交易员是如何获得客户投资组合方面的“市场情报”的呢？

于是，所罗门兄弟的投行家们开始认识到“做市”交易，包括抢先交易的客户，对于公司“自营”交易的盈利至关重要，因此，政府债券营运部门得以保留。同样，在“黑色星期一”之后，格林斯潘开始实施紧缩措施，债券收益继续下跌，而所罗门兄弟的利润表开始很漂亮地反弹。随后，任务小组被解散，公司没有进行任何“重组”，长达30年的债券价格上升的旅程又重新开始了。

自此以后，在华尔街重生的“高杠杆和做多”模式下，所罗门兄弟实现了超级增长，并且最终被桑迪·威尔的系列收购计划吞并。于是，所罗门兄弟在20世纪80年代率先开启的高杠杆交易模式先被移植到所罗门美邦公司，最终被纳入花旗巨兽的名下。

最后，基于一个更加可靠和顺从的央行政策，对于庞大的花旗集团市场交易部门来说，实现巨额盈利是相当容易、无须动脑的事。秘籍就是激进地囤积金融资产，在绝大多数情况下，用低成本的商业票据和回购市场进行融资，然后就可以开始计入利润，这种方式就像是声称戈尔康达<sup>[87]</sup>的大街再次被黄金铺满的道理一样，毫无新意可言。另外，当公司利润已经达成了20%股本回报率的公司目标后，大量剩余的交易收益就源源不断地流入公司奖金和员工分红的账户里。

随着岁月的流逝，以及各种兼并完成之后，这个庞大的所罗门金融子公司逐渐融入花旗集团，其真实金融规模难以在花旗集团朦胧的合并财务报表中辨认出来。但在华尔街，成功总是会有人模仿，因此在20世纪90年代末，原先的五大投行都以所罗门兄弟为样本，进行了重生、改造和转型。

## 投行之死：真相在哪里

1980~2000年，五大投行的合并资产负债表增加了1万亿美元，相当于增长了34倍，但这与投行或受监管的证券“承销”业务没有任何关系。兼并收购的银行服务和企业咨询服务都不需要一分钱的资本。

它们的收费依据是投行的“监管品牌价值”，换言之，这个品牌价值就是投行在美国证券交易委员会里建立的安全港价值，也是委托公司无法进入的区域。例如某公司首席执行官和董事会要实施一个典型兼并收购案例，其经济上存在可疑之处，只能委托像摩根士丹利这样的投行了。同样，标准的股票和债券承销实质上是证券交易商卡特尔联盟，在公开市场上“尽力销售”新发行的证券。

“投行”永远不会对证券发行收取过低费用，低费用意味着证券发行的风险很低。因此，投行部门的营运对资本的要求很低。巨大的承销价差在股票发行中最高可以达到7%，反映了监管品牌价值的回报，而不是资本风险的回报。

与此相反，五大投行中增长最快的是其销售和交易营运部门，它们乐意称之为“机构经纪”部门。很明显，这些部门的业务与它们名称所暗示的没有任何关系，它们一点儿都不是美林证券经纪业务在机构市场上的翻版，美林证券至少还是真的在经营客户服务的业务。

事实的真相是这5家经纪自营商已经变身为对冲基金。虽然它们还披着投行的外衣，但它们传统的金领业务实际上已经沦为副业。相反，这五大投行现在已经全身心投入到资产负债表的业务中，配置大规模证券，积极开展与外部对冲基金“客户”进行对手交易。

同样，在证券“承销”中，在证券交易委员会监护下的IPO泡沫之外，它们真正感兴趣的是OTC承销。这种交易方法包括对现存证券进行切割，使得其中不同部分可以被调换进客户定制的交易中。

这种金融点金术是通过私人经纪商来实施的，整贷、证券化贷款池以及贷款池的各种衍生品，都在监管交易所之外的场外市场进行双向交易。在绝大多数情况下，投行在标的证券或一篮子标的指数上出售的“对冲”，所针对的并非是其客户持有的头寸。通常在市场交易时间内，实际上是这些交易的双方在进行对赌。



所有这些新型交易和OTC产品都是资产和负债高度集中的交易活动。因此，在自由市场上，这些非常危险的交易方式必定遭遇强大的阻力，即需要配置大量股权和其他风险资本，为迅速增长（和高风险的）资产负债表进行融资。

但这5家重获新生的投行并没有多少主权资本。即使到了1998年，它们合计的资本净值也只有400亿美元，这意味着它们使用的杠杆率是28：1。自由市场根本不可能容忍如此激进的杠杆率，也就是说，如果没有美联储站在这些投行背后，为它们庞大的资产负债表进行担保，那么根本没人会与它们做生意。

的确如此，美联储在1998年9月对长期资本管理公司施以援手，本质上就是为其提供担保，这种救助应该被谴责。到了那时候，已经有很明显的迹象显示，华尔街的金融机构即将遭遇兼并收购的命运。尽管危机发生后，相关金融机构对长期资本管理公司“大量杠杆化”交易行为进行了严厉谴责，但事实的真相更加令人震惊：长期资本管理公司从“机构经纪”那里获得了大量借贷，而“机构经纪”的母公司——投行也和这些著名的对冲基金客户一样进行了杠杆交易。

因此，与新闻头条报道的内容相反，长期资本管理公司并不是孤独的局外人，事实上，它是华尔街的成员之一。如果梅里韦瑟在所罗门兄弟没有做过“自营”对冲业务，如果他的“自营”对冲模式就不可能被华尔街其他机构复制，并加以改进，那么他在康涅狄格州格林威治镇创立的长期资本管理公司，也就一事无成。

美联储对长期资本管理公司实施了救助，实际上就是向华尔街盛行的30：1杠杆率交易开启了绿灯。事实上，美联储错误地认为，1998年9月股价平均数的上涨是美国繁荣的关键所在，因此它授权在华尔街进行危险杠杆交易的机构，对它们中的一员施予援手。

## 美联储支持杠杆交易：投行有恃无恐

最终，美联储出手对长期资本管理公司实施救助，与2001年恐慌性降息行动相比，这种懦弱行为可能更加致命。降息措施实际上相当于大

幅度提高了格林斯潘对策。正因如此，它为之后10年华尔街资产负债表的末日狂欢，铺平了道路。

正在那个时候，15家华尔街主要金融机构的负责人都已经赶往纽约联储总部，参加了讨论如何救助长期资本管理公司的关键会议。不出所料，在那里，他们如期观察到美联储官员是如此的害怕和慌乱，因此准确预测，美联储会不惜一切代价维持华尔街的赌博交易。

经历了那场学习课程之后，五大投行毫不迟疑地向它们的资产负债表，注入了一剂金融兴奋剂。事实上，从长期资本管理公司发出警告，到2008年9月发生惊天金融风暴，五大投行的资产和负债规模增长了3倍。因此，美联储的降息行动和纵容华尔街的格林斯潘对策，无疑造成了整个金融系统的大变形，从而最终导致了“金融危机”。

为美联储政策辩护的人，在提高经纪自营商杠杆交易上限的问题，进行了错误的陈述，试图以此来推卸美联储的罪责。但证券交易委员会修改这些规则的时间要更晚些，而且这些修改本身就毫无意义。修改后的条例是在2004年才生效，而那个时候，30倍的杠杆率交易规则早就为华尔街普遍采用。早在1998年，五大投行就已经尽可能在“控股公司”层面，建立危险的高杠杆率交易机制。相反，证券交易委员会的新规则适用于它们开展经纪自营业务、“受监管”的子公司，对这些子公司无限拓展但毫不相干的资产负债表进行约束。

但这些“经纪自营”子公司的业务营运不易被独立观察到，它们在形式上更像是会计独立核算的部门，可以对财报报表进行任意修改，以满足任何监管要求。因此，2004年证券交易委员会允许提高杠杆率的规则，主要是在会计操作上对这些公司制造一些麻烦而已，而且仅仅被当时戴着“绿色遮光眼罩”<sup>[88]</sup>、专注于财务会计细节的专业人士所注意到。

但在1998年之后的9年里，这5家投行在控股母公司资产负债表上所发生的变化，才是问题的关键所在，它们在这方面暴露出来的实际问题像是在严厉控诉美联储的错误政策。2007年，当抵押贷款和信贷泡沫步入疯狂，五大投行的资本净值高达1 400亿美元，这表明自长期资本管理公司危机以来，它们的主权资本增长了1 000亿美元。这些增长几乎完全是“留存”收益，其中很大部分后来被证明是可疑的会计收入。

同样在这9年时间里，它们的资产规模也增加了惊人的3.4万亿美元，增长了33倍。毋庸置疑，这5家原先从事兼并收购咨询和零售经纪



业务的投行，经过短短几年时间，其资产负债表已经疯狂扩张到4.5万亿美元的规模，这完全是对自由市场经济的高声嘲笑。如果没有格林斯潘和伯南克期权，美联储没有实施市场早就心知肚明的利率操纵政策，这些投行根本不可能积聚起如此庞大的资产，并且进行如此高杠杆率的交易。

如果资本和货币市场完全暴露在市场风险之下，早在1998年之前，投资者就会严厉谴责所罗门兄弟“高杠杆和做多”的交易模型。如果这样的话，这些投行永远不可能在它们资产负债表上，积聚起4.5万亿美元。如果充分暴露在市场风险之下，没有一个理性的投资者会参与华尔街投行的赌博游戏：仅仅用1 400亿美元的少量普通股权，来支撑4.35万亿美元的债务池。

其实，真正支撑五大投行如此庞大负债表的资本股权是格林斯潘对策。在对长期资本管理公司实施了救助之后，金融市场始终把格林斯潘大师对真正自由市场的恐惧，用货币来进行量化处理。

当然，与此同时，这些庞大的资产负债表就成为各种有毒抵押贷款证券化产品和投机金融衍生品的致命繁殖地。原因非常简单：银行间货币市场已经毫无畏惧。

于是，只要是交易部门收购的或者谋划出来的任何产品，都能获得融资。由于短期回购融资充斥于所有类别的资产中，包括垃圾债券和股权、无流动性的私人贷款以及任何级别的抵押贷款和抵押担保证券，因此，华尔街资产负债表的规模和质量都几乎没有边界。

## 贝尔斯登：金融市场上布满了定时炸弹

这个谎言的真相就藏在贝尔斯登和其他公司倒闭之后暴露出来的数据中。在2000~2008年，贝尔斯登的资产负债表从900亿美元上升至4 000亿美元。但在倒闭前，它的融资状况显示出公司就像是坐在金融火药桶上。公司2007财年财务报表显示，股东主权仅仅只有120亿美元，长期债务却达到了550亿美元。

这表明，公司剩余的4 000多亿美元的债务主要由热钱贷款组成，其中包括1 000亿美元的短期回购融资、300亿美元的无担保金融票据和750亿美元的客户应付款。2007年下半年，贝尔斯登不期遭遇巨大损失之后，其资产负债表的质量出现了很大的问题，很明显导致热钱快速撤离。于是，回购融资交易对手拒绝展期，无担保贷款额度被削减或取消，而客户则要求立即支付交易收支的余额。

贝尔斯登资产负债表出现危险，主要是由于公司每天都面临大约600亿美元回购融资展期的压力，也就是说公司15%的资产负债表仅仅只有一天的期限。随着危机加剧，那些有担保的出借方开始不断地缩减周转天数，从30天回购期缩减至15天，然后再压缩至5天，最后要求当天回款。

更糟的是，在这些大量的当天回购融资中，1/3是贝尔斯登的会计人员认为有必要归入到“三类”资产的抵押债券。这意味着这些证券剧毒无比，几乎没有任何外部市场可进行此类证券交易，因此其估值的基础完全取决于交易双方是否能让对方接受自己的估值水平，或者用委婉的说法就是“按模型估值”。

因此，贝尔斯登的流动性最终彻底流失，也就一点儿也不神秘了。当这些隔夜贷款出借人甚至连一天都不愿展期之后，贝尔斯登在3月3日星期二那天还有200亿美元的现金；而到了星期四，现金很快就被抽干，只剩下120亿美元；而两天之后，则完全被抽空。

于是，公司临时首席执行官、倒霉的艾伦·施瓦茨在贝尔斯登倒闭前一天，出现在金融电视新闻上，在那个时候他才把真相和盘托出。而他的前任们，特别是无耻卑鄙的吉米·凯恩多年来一直在欺骗公众，称其荒谬的高杠杆赌博业务不会出现问题。

不用说，贝尔斯登破产不是唯一的案例。6个月后在雷曼兄弟和其他华尔街金融机构身上发生的故事与贝尔斯登的情况一模一样，都是在相同资产类别上出现热钱融资快速撤离的现象。毫无疑问，贝尔斯登在2008年3月突然倒闭是明白无误地证明了，美联储纵容华尔街股市的政策，以及在高风险资产价格上悄悄地进行“期权”保险，都最终导致华尔街金融的大变形。

但贝尔斯登“一级戒备状态”的警报没有引起美联储进行任何反思，相反却导致美联储仓促出手，通过与摩根大通达成的私下交易，对贝尔

斯登贷款方和交易对手实施了保护措施。考虑到贝尔斯登金融管理人员赤裸裸的欺骗行为，美联储和财政部的官僚们很明显是故意视而不见。贝尔斯登倒闭后留下的残骸，向所有前来调查的人展示了一个事实：金融市场上布满了定时炸弹。

## 超级银行间的兼并狂潮

格林斯潘领导下的美联储莫名其妙地判定，华尔街出现某些畸变溃烂完全是金融创新的结果，并且坚持认为资产价格上升所带来的财富效应，可以推动经济繁荣。所以，美联储对这种华尔街资产负债表“爆炸”的情况，表现得漫不经心，以为相对于五大投行迅速增加的资产规模，这仅仅是一个小小的威胁而已。

1998~2007年，美国最大的5家银行控股公司也在资产负债表上取得了类似的增长。除了普通的存取款银行业务之外，所有这些控股公司也都开展了大量金融交易和金融承销业务，并且越来越依靠批发融资。而且，每家银行都成为美联储繁荣管理模式所释放出来进行疯狂兼并和收购的产物。

到了1998年，5家超级银行的前身，即摩根大通、花旗集团、美国银行、富国银行和美联银行，与罗斯福新政之后保守的商业银行机构之间没有任何相似之处。在格林斯潘第一个10年任期内，这几家大银行都是通过非常危险的兼并和收购交易而组成的，这种发展方式与之前50年银行业发展历史完全相反。

在之前50年里，在大银行之间或者在分布广泛的连锁零售银行业，几乎没有出现任何兼并。因此，在20世纪90年代，在历史的沉寂中，突然出现这一兼并狂潮，或许向人们提出了一个问题，这些吵吵闹闹的“协同增效效应”和合并“效能”是如何凭空出世的？在受监管的储蓄银行业，银行家们很明显在之前50年里没有在这方面取得任何发明或创造。在那个时候，没有任何研究证明商业银行可以取得实质性的规模效应，到现在也还没有类似的研究结果。

恰在此时，开疆辟土的首席执行官们并不需要任何研究结果。银行

业是政府特许经营行业，接受政府的监管，并且强制参加存款保险，因此，这些银行在很大程度上没有通常自由市场上企业所遭受的压力，也就致力于打造高效率企业，而不是纯粹为追求规模。

与此相反，那些金元帝国的缔造者，如花旗集团的桑迪·威尔和美国银行的休·麦科尔一直竭力拓展各自帝国的规模，也是格林斯潘领导下的美联储所期待的。因为在20世纪90年代股市泡沫时期，规模的扩大推动了市盈率倍数的增长，对它们来说实施一系列收购兼并，其目的一定会带来“增值”的效果，因此对于股东和投资者来讲，绝对是好事情。

这些金融行业收购大鳄自我判定，合并后将会使企业更强劲发展，因此赋予兼并后的企业更高的市盈率倍数，这成为收购和兼并行业的另一个变种。反过来，如此超高股票估值又起到了从股市产生“收购”货币的作用，即由投机者产生的大量货币，而不是生产商和投资者产生的货币。

以一个标准银行兼并为例，一个15倍市盈率的收购者将会使8倍市盈率的收购对象获得更高的每股收益。因此，扣除实质性的收购溢价之后，收购者的市值依然开始上升。收购完成后股价的上涨，反过来又验证了金融帝国缔造者所发明的收购发展模式，从而鼓励他们开始下一轮收购操作。

毋庸置疑，这种系列银行收购和兼并行为也产生了大量的“规模不经济”效应，这些成本隐藏在这些金融巨兽之中，使得它们越来越大而变得难以理解或管理。在2008年9月，从这些金融机构内部爆发出来的绝对混乱，就充分证明了兼并狂潮已经破坏了金融企业传统的效率、准则和价值。但在长期的金融泡沫和银行兼并狂潮过程中，这对金融大鳄来说根本不足挂齿。

追涨杀跌的基金经理，如美盛的比尔·米勒，一直增持超级银行的股票，而同时他根本不会去问这些金融魔术是如何操作并产生效益的。稳步上升的股票价格就是最好的解释，换言之，“市场的反应”已经证明，这些金融帝国的缔造者是不会出错的。

## 银行协同增效的骗局：成本只要1/4

这些银行巨兽是建立在毫无事实依据的陈腐理论之上。因此，有关金融“超级市场”理论就成为花旗集团的口头禅，但迄今为止并没有事实可验证它已经产生了可持续的“交叉销售”或者其他增量收入的增长。同样，超级银行在实施每次收购时都会程式化地宣称，收购将会带来成本的下降。这根本就令人难以置信，相当于随口说是两倍、3倍甚至4倍的下降，根本没有依据。

这种系列兼并的连线实在是太长了，以至于他们宣称能够获得的连续成本下降的协同增效效应，在逻辑上根本无法实现。以美国银行为例，在2004年收购富利波士顿金融集团时，它宣称将节省大量成本。但在前次收购中，当波士顿银行与富利金融集团在1999年合并时，它们也都做出过同样的承诺。而富利金融集团也曾经进行过一系列的收购，当它在1995年兼并肖马特国民银行的时候，也假设通过收购，可以削减富余人员和节省营运支出。

即使是在1995年，能否挖掘出协同增效的潜能都还是一个未知数，因为在1991年富利金融集团与新英格兰银行合并时，它曾经宣称节省了大量富余成本；而如果真的确有这一大笔费用节省了的话，那它又是从1988年富利银行与奥尔巴尼的挪斯大银行合并的时候取得的。总之，环环相扣，无止境的协同增效根本就是一个幻觉。

在1992~2007年席卷美国的兼并浪潮中，美国银行的“合并”案例仅是其中的一朵浪花。总之，在这股兼并浪潮中，金融大鳄们号称在成本上可以产生数百亿美元协同增效的效果，而绝大多数都集中在富余员工和相关薪资福利方面。

但这些宣传根本没有经过实践的检验。事实上，美国劳工统计局的月度就业薪资数据显示，1992年储蓄银行业的就业人数是176万，而到了2007年，就业人数略微上升，达到了182万。而席卷整个行业的兼并浪潮号称可以削减大量富余员工，现在看来只不过是公关宣传的骗局而已。

金融帝国缔造者对此大吹大擂，当然给人留下印象，以为这些收购兼并将推动整个银行系统的生产力和效率，而那些过时的分支机构纯属多余，应该坚决予以关闭。但在1992年美国全国共有11.5万家各类银行分支机构和办公室，到了2007年，数量已增加到16.5万。



## “大而不能赢利”：不可信的银行业收购兼并

20世纪50年代，加里·库伯发现共产主义的理论宣传不可信，而现在他或许会认为2005年金融帝国缔造者的新闻宣传比这更加不可信。事实的真相是，在此期间信息科技的创新和发明，如ATM，极大地降低了传统储蓄银行的营运成本。

没有证据表明，这些生产力的提高是由于数万亿规模的金融超市合并所带来的，还是因为这些合并浪潮给相关技术创新带来额外收益所造成的。事实上，美国最高效银行的资产规模都在500亿美元之下，相当于花旗集团资产规模的2%，但在发展银行业信息科技革命方面的同时，都没有放弃规模经济效应的想法。

以哈得孙城市银行为例，在所有上市的美国银行中，它的营运成本率最低，但它的资产总值仅仅只有450亿美元，只有135家分支机构。与那些在新泽西州和它进行激烈竞争的超级银行相比，如大通银行和花旗银行，它的营运成本率不到这些竞争对手的一半。

众所周知，哈得孙城市银行没有交易部门或自营业务部门，其业务被严格限制在住宅抵押贷款和社区储蓄银行领域。与那些银行业巨兽不同，它没有遭遇“规模不经济”效应的困惑，维持着良好的传统贷款业务。它从不发放次级贷款或其他高风险“创新”抵押贷款，并以出色的抵押贷款组合自居。它发放的抵押贷款组合的贷款价值比平均只有60%，是银行业的最低水平，因此，在所有借款客户中几乎没有出现资不抵债的情况。

因此，哈得孙城市银行以其谨慎和高效贷款业务而成为明星企业：在它发放的8万笔抵押贷款中，仅仅有500笔不良贷款。它同时也揭穿了那些银行收购大鳄所散布的谎言：规模是关键。哈得孙城市银行不仅没有遭遇规模上的劣势，同时也避免了那些“大而难以管理”的竞争对手所遇到的贷款混乱现象。

事实上，超过500亿美元资产规模的零售银行，不存在任何实质性的规模效益。因此，银行业监事根本不应该放任零售银行进行大规模的合并行为。

同理，在企业贷款和证券承销上的操作手法最能说明问题。这些企

业都是在全球市场经营业务，这也是为什么这些企业的规模融资都要依赖大银团来负责实施。因此，企业在融资过程中，常常会吸引不同地区、不同客户群体和不同规模的金融机构参与其中，这种做法的原则恰恰与超级银行实施收购兼并时的想法背道而驰，即组成银团的目的在于分散规模化解风险，而不是集中形成规模。

某些大型银行，如摩根大通，常常声称它成长为巨型公司，主要是应其全球客户的“要求”，这真是信口雌黄。摩根大通已经成为全球最大企业贷款的辛迪加，即使在这种条件下，它也没有独自承担客户贷款从而累积起数以万亿的资产负债，相反，其通过广泛分散信用风险的方式，来“安排”新增贷款。

超级银行的其他营运主要包括大规模的内部对冲基金，以及相关交易和机构经纪业务。对于内部对冲基金业务来说，是否具有规模经济效益毫无意义。如果伟大的格拉斯在世的话，他或许会慷慨陈词地断言，储蓄银行一开始就应该远离这些业务。

然而，作为有能力彻底扑灭金融帝国梦想的监管机构，美联储却碌碌无为。相反，美联储实际上还鼓励传统的储蓄银行与地区性商业银行进行合并。而且，美联储甚至接受了废除“格拉斯-斯蒂格尔法案”的立场，因此赞同商业银行实施“合并”并在所有交易市场设立分支机构的做法，从而使得这些商业银行逐步成长为华尔街金融巨兽，并且几年之后就在美联储的面前彻底崩溃。

毋庸置疑，货币政策集权计划管理者如此盲目地专注于推动股市上涨和发展泡沫经济，从而对出现在面前的警告信号视而不见。超级银行的股票被疯狂推高，这并不能代表国家经济的繁荣，而只是反映了华尔街和信贷市场猖狂的投机行为。“大而不倒”的灾难就在美联储的眼皮子底下酝酿着，然而它却没有阻止任何一项重大收购兼并交易。

在1987年，五大超级银行前身的合并市值仅仅只有几十亿美元，然而正由于获得了美联储慷慨的恩赐，到了2008年它们的市值扩张到8000亿美元的水平。正是它们膨胀的市盈率倍数、超低利率的批发性融资以及监管部门对银行兼并狂潮放任不管的立场，才最终导致金融联合体的估值出现不可理喻地上涨。

不言而喻，股市整体的上涨带动了所有股票水涨船高，甚至像花旗集团这种不易波动的股市“巨无霸”也是如此，因此自由市场对股市资金

进出，以及披露的收益报告进行理性分析和评估，在疯狂上涨的股市面前都无济于事。所以，随着互惠基金经理和重新变得胆大妄为的投机者纷纷加入追涨的行列中，这些快速成长的金融灾星得以继续膨胀。

当然，这些金融巨兽终究会沿着从“大而不能理解”到“大而难以管理”，最终“大而无法赢利”的道路，持续发展。然而，股票价格不断上涨，首席执行官们、董事会和收购兼并的银行家们便有了充足的理由，来实施更大的兼并和重组计划。

## 银行兼并狂潮：“格拉斯-斯蒂格尔法案”的终结者

在整个超级银行从疯狂到毁灭的故事中，最让人唏嘘不已的是华盛顿的官僚们眼睁睁地看着它们一步步走向疯狂的巅峰。1998年年底，五大超级银行已经积聚起总共2.5万亿美元的资产负债表，比它们前身在1987年的中等规模增加了35倍。但这些庞然大物依然不肯停下沉重的脚步，反而加速奔向毁灭的终点。

以纽约化学银行为例，在那个时候它已兼并了汉华实业银行，之后又与大通银行进行合并。尽管在20世纪30年代以来，每家银行都取得了不错的发展，成为独立的储蓄银行，但这三家银行都认为自己难以胜任泡沫金融时代的发展要求。因此，当年已是响当当名号的大通银行与J·P·摩根公司合并，成立了摩根大通，从而一下子改写了大萧条以来的美国金融历史。

当然，历史又很快被重写。2004年，摩根大通又吞下了芝加哥第一银行。而其前身就是俄亥俄第一银行与芝加哥第一银行，而芝加哥第一银行在过去几十年里不断兼并了中西部地区的储蓄银行。于是，摩根大通当时的资产已经突破了1万亿美元，经过短短4年的兼并，其总资产再次超过了两万亿美元。

在银行兼并狂潮中，1998年花旗公司与桑迪·威尔的旅行者集团的联姻则命运多舛。合并时，花旗公司是美国最大的储蓄银行，而旅行者集团则是桑迪·威尔在20世纪90年代东拼西凑的金融服务公司，被桑迪·威尔收罗其中的包括所罗门兄弟、美邦银行、旅行者集团、安泰保险公

司的部分资产、希尔逊公司零售经纪部门、普瑞玛瑞卡公司消费信贷部门，还有不计其数被兼并的企业。

最后，连“收购大王”自己都觉得难以驾驭两万亿美元巨兽。而作为世界级的银行家，约翰·里德虽然和桑迪·威尔牵手，却被排斥在外，不能参与管理。最后，无奈之下只能托付给律师查尔斯·普林斯。虽然普林斯面对花旗集团的困局也一头雾水，不知从何做起，但他向参与股票交易的赌徒们保证：“只要音乐还在响起，舞会将会继续进行下去。”事实上，他兑现了他承诺，舞会还在继续。

在接受救助前几年里，花旗集团管理混乱并最终撞向冰山，这一事实雄辩地说明，华尔街正在发生可怕的金融变形。不言而喻，在最初发生变形时，没人注意到任何危险。而且事实上正是那些官僚们投票同意，金融变形才可以顺利成行。无论是美联储主席格林斯潘、财政部部长鲁宾、财政部副部长萨默斯，还是参众两院的银行委员会，他们都支持废除“格拉斯-斯蒂格尔法案”，这为花旗公司与旅行者集团的合并扫除了法律上的障碍。

而当花旗集团的亮丽外衣下早已是暗潮涌动时，监管当局却允许花旗集团花费1 000亿美元的现金，在2004~2008年实施股票回购和股息支付的计划。这是极其盲目愚蠢的行为，但这或许可以解释伯南克、保尔森和救助团队的其他成员对2008年9月发生巨大的金融危机无法自圆其说的原因。

按他们的说法，这如同是从深邃太空飞来的彗星、凭空出世的神秘“瘟疫”突然造访华尔街。但他们从来没有想过，正是他们彻底误导公众的政策，如降息措施、格林斯潘期权以及对银行兼并狂潮开启绿灯，才导致了花旗集团和其他超级银行最终轰然倒下。

其他超级银行也在相同时期快速崛起和倒下。另一个“收购大王”是众国银行，它在1998年与美国银行合并，然后又在美国各地开启了一系列收购活动，像多尼诺骨牌一样，吞并了许多地区性连锁银行。操作手法与美联银行在2001年兼并第一联合银行时所采取的如出一辙。

每一家被兼并的银行原先都曾经“收购”了大量地区性连锁银行，因此合并后，实际上加快了它们继续吞食更多银行脚步，兼并高潮最终出现在2006年，以收购金西金融公司失败而告终。这家公司是一个失败的金融巨兽，账面上充满了骗贷和“负摊还抵押贷款”，如果查尔斯·庞

兹再世的话，他肯定也会发明同样的金融骗术。

因此，在对长期资本管理公司进行救助之后的5年里，五大超级银行的资产负债规模增加到3.8万亿美元，增长了50%。而且，在2003年之后，由于合并后增加的银行存款可以用于相同的银行间货币市场，资金的泛滥导致投行业务呈现爆发式增长，因此资产负债增速实际上在加快。到了2007年，这5家超级银行的资产负债规模又翻了一番，达到了7万亿美元的水平。

1999年，“格拉斯-斯蒂格尔法案”被废除只是一个形式而已，其背后的真相是，“格拉斯-斯蒂格尔法案”所建立的谨慎银行机制已经被彻底打破了。促使这种转变的就是10年来风起云涌的银行兼并狂潮，在这过程中，美联储不仅尽心呵护，而且格林斯潘大师还把它们称颂为资本主义创新和活力的另一个胜利。

## 无人看管的超级银行

而且，还有更糟糕的事情。作为国家监护的领地，特许存款储蓄银行必须接受严格监管，以防止银行滥用部分准备金的特权，更不必说隐藏在由纳税人担保的存款保险制度中的道德风险，以及银行可以通过美联储贴现窗口获取紧急贷款的权利。

但在银行收购兼并的问题上，错误解读自由市场理论相同结论再一次发挥了作用，从而导致监管部门不负责任地采取了“不干涉”的立场。因此，这些金融巨兽们被允许进入到华尔街已知的所有投机赌博领域。

因此，这五大超级银行很快就深度介入各种金融投机领域，包括股权交易和承销、机构经纪、期权和期货交易、大宗商品、掉期交易和衍生品、私募股权、内部对冲基金等。它们实际上已经成为欧洲风格的“综合银行”，在所有传统的华尔街交易商和投行市场，都可以看到它们活跃的身影。

果然，到了2008年，经历了15年收购兼并狂潮之后，并且受惠于银



行业放松监管和彻底进入非存款金融市场，这五大超级银行都发展成为史上空前巨大的怪兽。事实上，与它们的前身在1987年8月格林斯潘出任美联储主席时的规模相比，它们的资产负债规模已经增加了100倍。

同样明显注意到，在1998年之后，尽管这5家超级银行依然属于由联邦存款保险公司承保的金融机构，但其巨额资产负债中只有部分是用存款人的资金进行融资的，绝大部分融资来自银行间货币市场。

事实上，这些新增资产被快速攫取，并放置在迅速增长的负债表里，然后再把这些新增资产迅速地抵押给回购债券市场。因此，这五大超级银行就像华尔街投行一样，在金融上越发不稳定，很容易遭受银行间货币市场发生挤兑后所带来的冲击。

但美联储对这些越来越严重的金融脱轨现象熟视无睹。它根本不清楚这五大超级银行在短短10年里所积聚起来的7万亿美元资产，实际上是它们匆匆忙忙堆积起来的，而不是传统意义上被妥善经营的银行资产负债表。美联储也没有认识到，这些分布广泛的金融机构最终会不可避免地失去对其混乱的资产负债表的控制，更不用说有效控制那些分布广泛的交易对手。

## 全速前进：华尔街开往崩溃终点

美国联邦公开市场委员会的会议纪要显示，美联储的领导层忽视了这些超级银行的风险，因为他们对美国经济做出的判断和假设根本就是错误的。因此，他们完全忽视了一个事实：这些糟糕的资产负债表，根本无法抵御正在发生的宏观经济负面影响，诸如家庭债务大幅度上升、实际收入的下降、巨额的贸易赤字和可贸易商品经济向海外转移等不利因素。

甚至到了2007年下半年，在次级市场和华尔街交易商的资产负债表上出现了严重的资金紧张问题，美联储对国家经济状况出现了明显的误判。在月度经济数据上出现了虚假的快速增长的痕迹，而各种金融比率和价差都出现了短期波动。事实上，美联储的会议纪要显示，美联储对危机酝酿阶段出现的各种警告迹象都采取了鸵鸟般的回避立场。

货币政策集权计划管理者像鸵鸟一样，把头深深埋入沙土里，无视美国经济的真正威胁，相反，这些占据着伊寇斯大楼的管理者斤斤计较于经济统计中无足轻重的细节上，诸如地区性采购经理调查、建筑业就业人数和零售销售金额等。与此同时，他们漫不经心地忽视了另一个不容回避的现实，即在不到20年的时间里，华尔街已经发生了彻底改变，现在已经培育出了10个奄奄一息的金融巨兽。

2007年年底，这五大投行和五大超级银行加在一起，合并的资产负债表高达11.4万亿美元。它们比1998年时的规模大了2倍，而在同一时期，经济实际上只增长了29%。

因此，泡沫经济再一次产生了巨大变形。在仅仅8年时间里，这些恶性收购兼并和银行间货币市场重新洗牌的产物，在它们资产负债表上增加了令人惊愕的8万亿美元资产。毋庸置疑，正是美联储把利率卑鄙地控制在荒唐的超低水平上，这种不理智的增长才会在完全金融化的经济体中得以实现。

相反，在自由市场中，这些超级银行巨大资产负债表上的抵押物品被无限再抵押，这一循环过程早就会被彻底制止了。原因非常简单，就是经济上的供需法则。

在银行间货币市场，如果价格机制自由发挥作用，也就是没有受到美联储利率操纵，一旦华尔街急需回购债券和其他短期融资，那么就会导致利率急剧上升。这与1914年之前在活期货币市场发生的情况一致：过度储蓄的供应和需要产生了不一致，其结果是货币市场利率将会飙升至两位数。

随后，两位数的货币市场利率将会平抑批发货币融资的需求，因为作为回购需求的最重要来源，套利交易将会出现严重的负数情况。换言之，核心的交易原则显示，如果借贷的利息成本超过抵押贷款，或者企业债券、政府债券甚至垃圾债券的收益，那么就根本不存在套利的空间。

而且，如果出借方通过做空抵押物，凭空造成回购信贷的萎缩甚至取消，都将会迫使超级银行寻求传统储蓄存款融资的方式。毋庸置疑，在自由市场中对储蓄存款的争夺，将是治疗华尔街资产负债表恶性扩张的一剂猛药。

社会上真正的储户将会要求更高的利率水平，来作为他们放弃心仪消费的额外补偿。的确如此，要想使消费者收紧他们的口袋，就需要创造比美联储价格管控的货币市场更具吸引力的优惠条件。所以，在自由市场上，对资产负债表进行套利交易的神奇利润，就会在很大程度上被消灭掉。

而一旦货币市场缺失了美联储一手促成的套利交易，那么华尔街资产负债表就不会出现8万亿美元资产扩张的情况。这反过来意味着，华尔街“金融毒品实验室”，即制造出数以万亿美元的次贷、债务抵押债券和其他有毒证券的金融机构，早就关门歇业。没有回购和其他银行间货币市场，就不可能有这些垃圾金融产品的藏身之地。

但在2007年下半年，随着格林斯潘-伯南克的房地产和股市泡沫进入颠覆时刻，华尔街的金融机构早已经忘记了美联储成立之前活期货币市场的原则和机制。华尔街和货币政策制定者都开始相信，只要美联储非法操纵利率并把利率压制在极低水平，就会创造一个“崭新和正常”的货币市场。

因此毫不奇怪，政策制定者根本没有认识到，这些膨胀的资产负债表早就脱离了正常的金融发展轨道。他们也根本没有理解这些资产负债表充满了受损和非流动资产，其原因正是那些受奖金刺激的交易部门不计后果地堆积资产。总之，美联储根本没有想到，这列金融列车残骸正全速开往它崩溃的终点。

## 消失的一万亿美元

最终，美联储一手缔造的银行股估值溢价狂潮，加速了在这10家华尔街超级银行和投行身上发生的金融变形。1987年之后，银行股的市值高速上升，清楚地表明了金融帝国缔造者积极拼装金融列车残骸，如花旗银行和美国银行，也清晰地反映了各家银行创新地开发出荒唐的金融产品，如债务抵押债券平方。股票期权和以股票为基础的现金奖励，前所未有地赋予银行管理层大量的财富。

1987年10月“黑色星期一”之前，这10个金融巨兽前身的市值大约在

400亿美元左右。2000年下半年，在第一轮格林斯潘股市泡沫结束时，它们的合并市值已经高达5 000亿美元。之后在2001~2003年，美联储开启了一轮降息狂潮，因此，这10家的市值实现了“全垒打”，大获全胜：到了2007年年中，合并市值高达1.25万亿美元。

简而言之，这10个张牙舞爪的金融巨兽没有给整体经济增加任何价值，但在不到20年里，其合并市值增加了30倍，而银行高管则收获了数千亿美元与公司估值挂钩的现金奖励和股票期权的现金行权支付。不久之后，银行股票泡沫就完全展现在世人的面前。

2009年3月，在华尔街金融风暴所造成的损失确定之后，这10家中有4家已经倒闭破产，幸存下来的6家的合并市值，已经减少到2 500亿美元。也就是说，在很短的时间内，大约有一万亿美元的市值就从华尔街的峡谷地带彻底消失了。

货币政策集权计划管理者压根儿没有对一万亿泡沫猛烈破裂的意义进行过任何反思。这不仅仅是另一场泡沫而已，如同之前发生的房地产市场、电信、互联网和高科技股票泡沫一样，这些在格林斯潘任期内已经成为标志性遭遇。在这场泡沫中，作为金融传递机制，一个美联储用来落实其货币政策的主要交易商网络却在这场风暴中损失了80%的市值。

这10家金融机构组成了主要交易商网络的绝大部分，而美联储正是依赖这个网络来实施利率操纵、债务货币化以及风险资产剥离等操作。在任何一个理性的环境下，人们都会做出合理的判断，认为这充分暴露出这个核心政策传递机制已经完全被鲁莽的赌徒所霸占，而且它们资产负债表上巨额的金融资产都是按天租借过来的。

2008年9月，金融危机发生时，这10家金融机构对美联储运行的繁荣管理模式造成了事实上的威胁。毫无疑问，美国“货币政策政治局”在惊慌失措之下，选择救助这些卑鄙的金融巨兽，而不是反思其构思拙劣的管理模式。

[85] 手推车超级通胀：德国魏玛时期发生了严重的通货膨胀，以至于需要用手推车装满纸币去买东西。——译者注

[86] 瑞普·凡·温克尔：美国作家华盛顿·欧文所创作的同名小说中的主人公，他在山中一睡20年，醒来后发现世事全非。——译者注

[87] 戈尔康达：曾经是印度东南部的一座城市，以出产大钻石而闻名。传说满城都是财富，穿过这座城市的人都会变得富有。——译者注

[88] 绿色遮光眼罩：19世纪末到20世纪中期，财会人员、电报局工作人员、报馆文字编辑等用绿色遮光眼罩来缓解白炽灯下的用眼疲劳。后来引喻为对财会等细节过分关注的人。  
——译者注



## 第十九章

### 从华盛顿到华尔街： 房地产金融大变形

1971年8月“戴维营事件”所引发的货币变形，发展到2007~2008年时，住宅抵押贷款市场正处在崩溃的边缘。毋庸置疑，罗马不是一天建成的，这个货币变形周期不仅经历了漫长的时间，其间也历经各种曲折才抵达其毁灭的高峰。

在20世纪70年代大通胀时期，传统银行和抵押贷款出借方的毛利率遭受了猛烈的挤压。按照旧约时期的演变方式，毛利率的暴跌引发了放松监管的错误政策，并且导致在20世纪80年代储蓄和贷款行业一派萧条。随后，传统储蓄贷款银行的倒闭又导致在90年代，以经纪中介为基础的抵押贷款金融出现爆发性增长，这其中最具代表性的当属房地美和房利美。

最终，在进入21世纪之后，席卷美国大地的抵押贷款风潮，造成了以华尔街为中心的次级贷款金融快速崛起。在这过程中，美联储的利率压制政策始终推动着在抵押贷款金融领域和住宅市场的过度投资，从而导致这些金融变形继续恶化发展。

## 大通胀的遗产：传统抵押贷款金融破产，自由市场无能为力

在戴维营，美国宣布废弃了稳健货币政策，而随后伯恩斯又实施了掠夺性的货币政策，这些直接导致了大通胀的产生，并且造成对传统抵押贷款出借方的资产负债表进行掠夺攻击的行为。尽管在1980~1982年，沃尔克对两位数的通胀实施了无情的打击，但这依然在住宅金融的

未来投下了重重阴影。

事实上，沃尔克标志性的成功来得太晚了。到了那个时候，由于存款债务的利率不断上升，而抵押贷款的固定利率则相对较低，使得它们之间出现了负价差，因此经营抵押贷款金融的传统银行业实际上已经面临倒闭。不言而喻，正是失败的货币政策才导致银行和抵押贷款出借方遭受重大损失。这根本不是自由市场的产物。

因此，既然不是它一手造成的问题，自由市场自然也就无能为力。然而，对于糟糕货币政策的恶果，放松对储蓄和贷款的监管则无疑是极其错误的解决之道。唯一的正解就是对成千上万无清偿能力的银行和储蓄机构，实行大规模清算。

毫无疑问，即使是里根政府都没有政治勇气来接受这种正确的市场解决方案。因此，解除储蓄和贷款特许监管的束缚虽然是一种善意的选择，却只能使事情变得更糟。

正如下文所述，传统储蓄银行对家庭抵押贷款市场的困境了如指掌，放松监管正好鼓励它把业务转向它一无所知的商业房地产市场和垃圾债券投资。在这种彻底混乱的情况下，住宅金融行业拼命想抓住仅存的救命稻草，这就是由房地美和房利美经营的政府资助抵押贷款担保计划。

## 突变的巨兽：房地美和房利美

不言而喻，里根政府在自由市场经济上的首要任务，是要取消政府支持企业和由纳税人补贴的住宅融资渠道。当年作为美国白宫管理和预算办公室主任，我直接领导了对政府支持企业实施缓慢“安乐死”的金融计划。

设计方案的核心就是联邦“保证金”机制，用来提高房地美和房利美的融资成本，使之与私人市场的均衡价格水平相当。这项机制允许纳税人通过私人市场利率和财政部的融资成本之间的价差谋利。

毋庸置疑，如果政府支持企业必须以市场利率的价格来获取资本和资金，那么无法想象它们能够在与传统储蓄机构的竞争中生存下来，因为传统储蓄机构在住房金融上实行的是“发放并持有”的商业模式。正因如此，保证金机制激活了权贵资本主义的力量，这在联邦住宅计划历史上非常罕见。住宅建造商和木材供应商、五金器具、供暖空调以及电器产品的制造商纷纷加入房地产中介、抵押贷款银行、经纪商、产权律师等的队伍，组成了强大联盟帮助私营企业，充分挖掘利用社会化的低息贷款市场。

正如拉尔夫·纳达尔多年后回忆道：“房利美和房地美具有快速学习的能力……（它们）已经很熟练地掌握了私营企业残酷无情的市场策略……（并且）紧紧抓住联邦政府中最有利可图的福利计划之一。”

政府补贴和住宅金融管制的危险最终是显而易见的。但在1981年，当政府支持企业还处在婴儿期时，我们还真有机会把它们扼杀在摇篮里，然而就在那个时候，美国国会里的共和党人却牵头对管理和预算办公室发起的保证金计划，发起了绞杀行动。他们断言，美国住宅行业实在是太重要了，不能落入自由市场，任其自生自灭。

在罗斯福新政时期档案柜里意外诞生的房利美，40年之后又被共和党人给“收养”了。现在它已经变成具有破坏力的巨兽，而且我们在立法层面上已经无法控制它继续野蛮生长。因此，在里根第一届任期内，政府支持企业合并的保证金收入和直接抵押贷款金额，从2 000亿美元增加到4 000亿美元，并且到了1988年再次翻了一番。

当1992年老布什离开白宫时，政府支持企业的资产规模已经高达1.5万亿美元。在共和党人执政的12年里，房地美和房利美（以及吉利美）的资产负债表已经不能用迅速来描述它们的增长速度了，事实上，它们发生了突变，与当年被里根革命暗地里钳制的时期相比，它们的资产负债表已经增长了7倍。

## 巫术经济学反戈一击

因此，在共和党人执政时期，“大政府”的行政作为在美国最大的行

业——住宅建筑和金融行业内卷土重来。更加糟糕的是，老布什在离任前签署的最后几项法案中，就包括灾难性的《1992年住房和社区发展法》。

这项令人厌恶的法案重新定义了“巫术经济学”，这个提法是在1980年总统初选时，老布什给里根的经济纲领所起的绰号。但现在他却用离任前签署的最后法案来证明，他才是愚蠢经济学的伟大实践者。

例如，有一项条款的内容就是对该项条款标题的嘲笑。在用红色字体标注为“金融安全和稳健”的标题下，房地美和房利美被允许以负债表200倍的杠杆率发放担保抵押贷款组合，而整体贷款的杠杆率超过负债表的100倍。

这项法案充满了疯狂的内容，然而老布什的白宫政府却稀里糊涂地签署了这项法案，这使得围拢在签署现场的权贵资本主义欣喜若狂。老布什把这项法案称颂为母性的第二次降临，断言它将“帮助那些最需要帮助的人，提高住宅自有率，确保财政公正以及授权发放联邦住宅补贴”。

法案实质性的内容其实就是把贷款标准普遍地、无情地降低了，这实在是金融毒药。所谓的廉价住宅目标一开始要求，政府支持企业发放的贷款中的30%必须贷给中低收入人群（后来又被行政部门逐步提高至56%的比例）。法案还规定，贷款标准可以大幅度下调来确保实现这些目标，包括授权政府支持企业取消原先“利益捆绑”的规定，即借款人必须以实质性现金首付款与贷款进行利害共担的操作方法。

不言而喻，把这项条款放在长达10年住宅价格泡沫的背景下来看，抵押贷款只有象征意义的首付款，更没有追索权，不啻是灾难的种子。尽管政府支持企业花了几年的时间，慢慢消除传统贷款的准则，但几年后，房利美突然打破常规推出了Flex 97贷款品种。这种愚蠢的廉价住宅金融产品允许借款人只需付3%的首期，甚至允许用其他人的资金来支付。

这种创新产品明显反映出华盛顿非常愚蠢地痴迷于提高住宅自有率，尤其是在住宅价格出现异常上升的情况下更是如此。在住宅价格飞速上涨的情况下，政府支持企业应该大幅度提高首期款比例，而不是降低首期款比例，以此来改变住宅抵押物的市场价值出现逆转的不利局面。

但真正的罪恶不是廉价住房的强制目标本身。保守主义批评者习惯大声抱怨，政府支持企业背负了不相称的“社会政策”使命，但这种批评是自相矛盾的。政府支持企业本身就是从事一项社会政策事业，但由于存在被权贵资本主义“招安”的固有危险，它们的身份总让人觉得表里不一。

因此，虽然“廉价住宅”的目标定义不清而且变化无常，但它真正的作用是让住宅金融成为权贵资本主义彻底狂欢的领域。事实上，仅仅几年时间，那些醉心于股市期权激励机制的企业高管就把房地美和房利美转变为用山姆大叔的信用卡来融资的住房泡沫机器。

## 疯狂上涨的房地美和房利美

曾几何时，房地美和房利美的股价进入了全速上涨的轨道。虽然华尔街对“两房”的估值不断向上调整，看似非常荒谬，但这就是倒霉的保尔森始终想要突出的事实。在2008年7月，保尔森深陷政府支持企业股市暴跌的困境中，他依然妄想推高它们的股价，因此宣称在他裤兜里还藏着“巴祖卡”火箭筒<sup>[89]</sup>的秘密武器。

但政府支持企业从创立到最后疯狂陨落，经历了半个世纪才完成这个过程。在1981年，当众议院共和党人把政府支持企业从自由市场经济的危险中拯救出来时，房利美的市值还不到10亿美元，房地美还没有公开上市。在1992年大选前8天，老布什签署了卑鄙的《1992年住宅和社区发展法》，而那个时候“两房”的合并市值也仅仅只有几十亿美元。

但房利美和房地美的股票很快就开始上涨。《1992年住房和社区发展法》更像是政府在提高住宅自有率方面开出的一张空白支票，因此非常符合克林顿安插在美国住房和城市发展部、政府支持企业中真正自由派的议事日程安排。美国住房和城市发展部部长亨利·希斯诺斯很快就设计出“全国住房自有率的发展战略”，并且在1994年8月的会议上正式推出。这次会议热闹非凡，吸引了相当数量的权贵资本主义者和社区工作人员。

由于是山姆大叔承担所有费用，因此双方在这项战略上的立场高度



统一。在一份战略声明中，社区组织推动改革协会与抵押贷款银行都表示，赞成政府出台措施，克服抵押贷款首付款和月供款方面的弊端，认为这将有利于大幅度提高住宅自有率。然后这份声明信口雌黄地表示，“缺乏现金来支付首期款和房产交易费用，已经成为购买住宅的主要障碍”，并且认为许多家庭“收入不足，难以支撑后续的月供款”。

声明提出，克服这个障碍的解决方案就是“充分利用个人和公共资源和创新能力，来完善相关融资战略”。其中提到的“资源”很明显就是指政府支持企业的资产负债表，在随后4年内，它们的资产负债表增加了5 000亿美元。

但真正快速的增长还是房地美和房利美的市值。1997年，“两房”的合并市值为800亿美元，而到了2000年年初，华尔街给予这两家政府支持企业的市值高达1 400亿美元。这才是刺激住房行业进入最后疯狂的动力所在。

尽管政府支持企业的股票不可思议的上涨带动了华尔街的投机炒作，但真正的狂热正是房地美和房利美公司的高管。股票期权价值的爆发性增长，刺激政府支持企业的高管们像当年互联网公司的高管们一样目光短浅，他们不断向华尔街展示更高的公司收益和更加疯狂的增长速度。

## 房地美和房利美：彻头彻尾的经济寄生虫

非常不幸的是，政府支持企业获得增长的唯一途径，就是充分挖掘国家抵押贷款的潜力。政府支持企业实现更高业绩表现的手段和途径，使人充满疑惑，而其真相不能完全暴露在阳光底下。换言之，它们不是正常的商业操作，它们也没有给美国经济带来任何附加值。因此，它们增长的方式并不可靠，它们的市值不应该高达1 400亿美元，甚至不值140亿美元，实际上应该一文不值。

尽管政府支持企业拥有庞大的资产负债表和高涨的市场估值，但它们实质上是经济寄生虫，依靠从财政部免费获得的美国政府信用来寻租获利。它们没有创造任何经济附加值，其确凿的证据就隐藏在它们的利

润表中，其中明明白白地显示，除了很少一些支付给负责数据系统运转员工的薪酬福利之外，政府支持企业几乎没有任何生产性成本。

以2000年财报为例，房利美计入财报中的利息和保证金收入高达70亿美元，而营业费用只有9亿美元，其毛利率高达87%。在房利美雄伟的总部大楼内，其实只有收费机，在每份抵押贷款上，它们只需盖上“（由山姆大叔）担保”字样，就收取了高额费用。

依据纯粹的会计理论，政府支持企业真正的生产性成本是它们的预期损失，这与保险公司的情况相似。它们在每一份抵押贷款上做出“担保”，也就意味着它们应该产生呆账准备金的费用。然而，在2000财年里，它只是计提了1亿美元的预期损失，只占其营业收入的1.7%，比例非常低。

在泡沫金融时期，政府支持企业的财务报表中最混乱不堪的正是这一点。几乎从克林顿政府在1994年8月召开住房会议的那天起，住房价格开始上涨，而且是一骑绝尘。与此同时，这项旨在提高住宅自有率的全国性改革新政，却导致政府支持企业的信贷质量下降到严重恶性循环的程度。

这些历史因素汇集在一起，就形成了一条通往终极崩溃的不归路。一方面，政府支持企业信贷损失的历史记录，与每年新增的低质量信贷业务越发显得不相称。另一方面，尽管住房价格快速上涨，但由于对拖欠抵押贷款不断进行重新融资，损失日益扩大。

## 所有信贷泡沫的元凶：130个月上涨

从1995年7月开始的11年时间里，将近每一个月美国全国住房价格都在上涨。在2001年年底，凯斯-希勒房价指数上涨了60%，而到了2006年5月最高峰，房价上涨了195%。总之，在这种彻底畸形的金融变形之下，在一个连国家“货币政策政治局”都滑稽地认为无法探测到的金融变形中，在连续11年里，住房价格以每年11%的复合增长率上涨。

其结果是，在政府支持企业的业绩单上根本找不到，由住房自有率

改革新政所导致的真实信贷损失。当借款人拖欠月供之后，他们的抵押贷款会被重新融资，而且在通常情况下其本金会因包含原先的欠款而有所增加。连环融资以及格林斯潘货币泡沫所导致的房企股票不断上涨，都暂时掩盖了政府支持企业损失日益扩大的事实。

不断上涨的住房价格和微不足道的实际损失，都使得政府支持企业的管理层能以最低限度计提预期损失的最低准备金。因此，他们得以继续在不断增长的营业收入中获得将近90%的毛利率。漂亮的财务结果引发公司股价继续高速上升，这也刺激公司管理层继续降低政府支持企业贷款发放标准，以促进抵押贷款数量继续高速增长。

因此，在1998年一年间，政府支持企业的合并资产负债表增加了2000亿美元，这个数字与当年里根对政府支持企业实施钳制政策时候的总资产规模相当。3年之后，政府支持企业的资产负债表再次增加了4000亿美元，使得它们未偿还抵押贷款的财务风险高达3.1万亿美元。贷款风险不断上升而对预期损失又几乎没有计提，房地美和房利美实际上是在伪造利润。

混乱的营业收入和收益增长却为房地美和房利美的股票价格创造了奇迹，这又反过来为管理层带来了丰厚的奖金和股票期权收益，在1990~2002年，这部分的支出高达几十亿美元。这在金融历史上是极其愚蠢的荒唐事：政府疯狂发展住宅建设，却把美国政府信用转交给了一小撮政府支持企业的高管和华尔街的投机者，而他们贪婪地把这些不法收益攫为己有。

不用说，当住房价格泡沫在2006年达到顶峰并且逆转了上涨趋势之后，隐藏在政府支持企业抵押贷款中的隐性损失开始浮出水面，一开始比较缓慢，然后在2008年年中之后呈现爆发增长趋势。于是，自从那时起，房地美和房利美遭遇的损失累积将近2000亿美元，这把它们早些年赚取的利润全部抵销，而且还远远不够。

## 致命网络：房利美行贿基金都干了啥

除了华尔街投机者不劳而获地赚取意外横财之外，政府支持企业的

市值荒诞地扩大至1 400亿美元的规模，还产生了另一个不良的影响：它使得房地美和房利美手上握有大量的活动经费，以至于它们可以买通任何一位华盛顿的权贵，也可以打通住宅行业金融联合体内的任何旁门左道。它们用抛售一小部分热门股票所获得的收入，创建了3.5亿美元的房利美基金，这实际上就是行贿基金。它直截了当地买通住宅行业的参与者，以期获得他们在政策上的支持，这些人包括学术研究人士、市政当局官员和社区管理工作人员。

尽管社区组织推动改革协会是一个为穷人住房利益摇旗呐喊的组织，但作为房利美基金几乎全资拥有的分支机构，它备受争议。这个基金甚至赤裸裸地在美国国会中四处活动，向那些所谓的非营利组织直接提供经费，如国会黑人议员同盟和国会西班牙裔议员同盟。

到了20世纪90年代末，它们结成了一个致命网络。通过这个基金，房利美实际上已经买通了一大批住房政策倡议者和权贵们，能够在住房政策领域产生确切的游说压力。它们唬人般的开场白总是宣称，它曾经“迫于”政治压力降低了抵押贷款的发放标准，并且几乎取消了抵押贷款的首期款。

## 住宅的美国梦：与潮流背道而驰

与此同时，克林顿政府的住宅自有率战略已经变成广泛的改革运动，尤其是美国住房和城市发展部部长安德鲁·库默接手这项计划之后。库默是一位犬儒主义政治掮客，他把住宅自有率运动视作自由民主党人的政治工具，用于锁定商界对住宅金融联合体的广泛支持。因此，与白宫前街的游说组织建立起了超过50个独立的“全国性伙伴关系”，来推进更便捷的信贷标准和更高的住宅自有率。

这些所谓的公共私营合作制<sup>[90]</sup>相当于公开化的权贵资本主义。另外还与美国估价学会、美国抵押贷款银行家协会、美国全国住宅建筑商协会、美国全国房地产经纪协会等建立了独立的合作伙伴关系。所有这些资本主义游说集团都拥有极大的影响力，在集权主义者库默的领导下，步调一致地推动相关政策和政治行动。

在白宫前街活动的游说集团的想法不仅仅是实现满足穷人拥有自有住宅的需求。它们真正想要的是更多的经纪人佣金、房屋开工率、发放更多的抵押贷款、房产评估、产权保险政策等。然而，在住房联合体内，实现更高营业收入的政策途径，总是会引导至同一个立足点：降低首付款比例和降低贷款发放标准。

事实上，克林顿政府发动这场改革运动的政策纲领，就被写入住房和城市发展部的文件中，这份文件有一个很适合的名称：“全国住宅自有率战略：联合起来实现美国梦”。这份文件用数百项单独的政策行动，明白无误地反映了这份计划的“梦”之所在。其中包括某些出色的计划，如“降低首期款和抵押贷款成本的补贴计划”。

不言而喻，降低“首付款”的“补贴”是一个自相矛盾的说法，因为它废除了把抵押贷款与住宅业主“利益捆绑”的初衷。事实上，所有这些政策行动只能是金融“梦”，因为它们恰恰与强大的、根本性的宏观经济潮流背道而驰，也就是前文中提及的由“中国价格”引发的严重工资通缩潮流。

这项计划对美国中产和低收入阶层产生了腐蚀性影响，增加了就业群体的不安全感，逐渐削弱家庭承担自有住宅的金融能力。从更广的范围来看，这些盲目的政策措施再一次深刻反映了，为什么权贵资本主义会对自由市场和理性的公共政策，实施严重破坏的行为。

住房和城市发展部的住宅自有率战略认定，住宅“首付款”是一种武断的、不公平的社会壁垒，如同种族歧视，并宣称可以通过政府干预，逐步消除这种社会壁垒。但这种观点是完全错误的，因为首付款实际上是自由市场的根本动力，它来源于美国的法律和惯例，即认为传统固定利率、无追索权的抵押贷款可以被看作单向的看涨期权。

如果市场利率上升，那么借款人的抵押贷款依然受到保护，他可以坐享所节省的费用；如果市场利率下降，借款人可以要求对抵押贷款进行重新融资而不必付出罚金；而如果借款人丧失收入来源，他可以把住宅的钥匙邮寄给放贷银行，即选择放弃抵押物，从而不必担心会为此坐牢或接受其他相应的民事处罚。正由于具有这些特征，因此，用相对较多的现金首付款方式利益捆绑借款人与放贷人，是根本必要的措施以防止借款人滥用权利，并且为抵押贷款投资者带来良好的市场回报。



## 权贵资本主义的荒唐勾当

当代政治管理现实的重要特征，就是以金钱为基础的利益集团政治。因此，如果按照某种可能的公共政策标准，美国需要把某个阶层的奖励性收入进行转移，那么最差的方案就是通过私人市场，用非现金补贴来奖励这个阶层中任意一小部分人群。

这些非现金补贴的利益总是会为制造商和供应商所攫取；补贴成为权贵资本主义寻租者辛迪加的饕餮大餐。比较好的方案是进行经济状况审查，并且把现金补贴邮递给审查合格者。对于住房和城市发展部的提高住宅自有率计划，如果选择现金补贴的方法，将允许受益人在补贴方式上进行选择，既可以申请现金，然后出租，也可以选择抵押贷款，或者其他方案。

把它放在这种框架下来审视的话，很明显地发现，通过住宅金融补贴来追求社会的进步是一个严重的错误政策。克林顿政府权贵资本主义粗糙的定量化目标，即到2000年把住宅自有率提高至67.5%，是特别致命的。长期住宅自有率趋势的曲线图就可以非常清晰地证明，为什么说这种目标是有害的。

从1987年第一季度到1995年年初，这条曲线一直紧紧地围绕着64%的水平上下波动，背后的原因是在这个时期，美国低收入家庭的实际收入大约下降了15%。由于缺乏承受住宅抵押贷款的能力，包括无力承担有着实质经济意义的首付款，因此根本无法保证提高住宅自有率的水平。

而且，1994年是一个转折年。当年人民币大幅度贬值，并且开启了出口贸易狂潮，这无疑继续吞蚀了美国工薪阶层的收入。总之，如果按照自由市场的发展规律，在1995年之后，随着美国全国住宅自有能力的逐步下降，住房自有率的曲线将会掉头向下，或许在50%~60%内波动。

相反，公共政策却推动这条曲线急剧向上发展。在进入21世纪后不久，住宅自有率突破了69%，这意味着鼓励政策下的结果与自由市场“反事实”之间存在着巨大差距。或许有1 000万~2 000万个美国家庭是在人为引诱下申请并获得了住房抵押贷款，或者对原先使用抵押贷款购入的住宅进行再抵押贷款，以获取资产增值抵押贷款的收益。

## 6万亿美元抵押贷款系统变身末日机器

毋庸置疑，华盛顿通过降低抵押贷款的发放标准，强行推广提高住宅自有率的住房改革运动，很快就积聚起可怕的能量。其结果是，政府支持企业的资产负债表以前所未有的速度爆发性增长，这是在美国政府机构的账目中从来没有出现过的现象。在1994年开始在美国全国实施住宅自有率战略时，政府支持企业的总资产负债表是1.7万亿美元。在随后克林顿任期的6年间，这些债务增长了约70%，达到了2.9万亿美元。

到那个时候，权贵资本主义联盟已经深深地扎根于民主、共和两党，小布什的白宫团队曾经试图让这辆金融货运列车开得慢一些，但他们微弱的努力最终被证明是完全徒劳的。到了2004年，政府支持企业的资产负债表膨胀到了4万亿美元，而当保尔森最终对这台野蛮的放贷机器实施国有化时，它的负债规模已经达到将近6万亿美元。

不用说，在短短14年间，政府支持的住宅金融增长了5万亿美元，这是极其严重的金融变形。由于格林斯潘领导下的美联储实行了货币超发政策，也由于很多国家央行也实行了重商主义汇率操纵政策，因此涌现了无数买家购买美国政府国债，包括政府支持企业的变相债券。在这种情况下，政府支持企业住房保证金和投资的增长已势不可挡，除非房地美和房利美实施自我约束，并且收紧贷款发放。

但所有的经济和政治力量都在向着相反的方向以惊人的速度前进。格林斯潘股市泡沫正在把房地美和房利美的高管变成股票期权的投机者；权贵资本主义同盟无底线地把政府支持企业的贷款发放标准一再压低；而华盛顿的官员们则在弹冠相庆，为住宅自有率从64%上升至69%而感到欢欣鼓舞。

与此同时，他们忽视了政府支持企业的资产负债表已经变得异常庞大，并且动辄以万亿美元的速度在跳跃式增长；贷款价值比正在快速上升；新借款人的信用评级逐步下降；住宅价格飞速上涨，使得根本性的信贷风险被完全掩盖了。

到了世纪交替时，政府支持企业的抵押贷款金融系统已经彻底变成了末日机器，不仅没有刹车系统，而且驾驶员对即将到来的危机根本没有察觉。然而，事实上，这还只是在准备阶段，更加猛烈的住房次贷狂

潮还未到来。华盛顿完全错误的住宅自有率战略引爆了政府支持企业的飞速发展，却意想不到地促成了次贷金融的严重后果。

## 谁在欣喜若狂

社会化住宅信贷的大幅度增长颠覆了传统的住宅金融市场，但其中最关键的是抵押贷款经纪人和非银行放贷人的“外卖”金融服务，获取了快速成长。与传统储蓄银行不同，它在很大程度上没有受到监管，因此抵押贷款经纪人的崛起又被称颂为自由市场的另一个成功经典。然而它不是，绝对不是。

正如上文所述，住宅抵押贷款的融资渠道号称来自“资本市场”，而实际上是来源于美国财政部属下的房地美和房利美这两个分支机构，因此与自由市场毫无关系。房地美和房利美的政府背景不断被忽视，甚至连忠实的自由市场理论信徒也没有认清这个事实，其中的原因是政府支持企业为住宅抵押贷款创建了一个“次级市场”的幻觉。

但正如上文所述，它实际上是一种倒卖信用、赚取差价的寻租行为，恰像是当年“罗斯福新政”期间的陈年老酒，现在用新瓶重新包装一下而已。尽管它们的公关宣传号称它为抵押贷款市场提供了可靠的“流动性”，并且能够降低抵押贷款融资成本，但政府支持企业在市场上所具有的流动性，主要源于它是财政部债券市场的分支机构。而政府支持企业的抵押贷款融资成本较低，这是因为它们是用山姆大叔的信用为抵押贷款融资背书。

政府支持企业的其他宣传都是营销上的烟幕弹，都是为了转移视线，掩盖住房融资结构的真实背景。换言之，它们鼓吹次级市场是房地产市场的救世主，而正是次级市场把传统的储蓄银行和储蓄所全部赶出了抵押贷款金融市场。

银行和储蓄所被纯粹的抵押贷款经纪人所代替，这些经纪人是美国政府（房利美和房地美）抵押贷款的承包商，它们高效运作，赚取服务费用。如果在五角大楼，这些承包商实际上是经营“成本加成”的业务，也就是说业务量越大，它们提成的费用越多。

因此，这又是自由市场的严重金融变形。在白宫前街为抵押贷款银行家站街的游说集团和抵押贷款经纪人把他们的委托人描绘成在未受监管市场上辛勤耕耘的资本主义企业家。但抵押贷款经纪人自身都根本没有存在的理由，因为把抵押贷款的发放与抵押贷款的长期投资功能分离开来，不会创造任何附加值。正如在第二十章中所述，历史将很快证明，由于贷款发放过程中出现的种种错误，加上信息流通不畅，以及在融资证券化的连环过程中充满了欺诈和滥用权力的现象，这种人为分离实际上为摧毁市场价值提供了众多机会。

## 华盛顿摧毁真正银行家

在1971年8月之前，住宅抵押贷款金融在很大程度上属于本地储蓄和贷款银行主要经营的范围，因为它们“发放并持有”贷款的模式为它们打造了很强的竞争优势。因此，住宅抵押贷款业务的盈利能力最终完全取决于长期固定利率抵押贷款合同的违约率的水平，而不是依靠贷款申请和发放过程中收取的各种费用。无论在哪里，住宅金融的借款人总是会选择更经济的抵押贷款产品。

因此，传统银行和储蓄所在深刻理解社区经济和社会发展趋势上，积累了巨大的无形资产，同时它们也建立了借款人信用和品行档案，也不断从严格的贷款申请评估流程中获取大量信息。它们在贷款发放上的熟练和专业程度取决于这些无形资产，也依靠对不良贷款直接和即刻的问责制度，也源于防范贷款拖欠的强大激励机制。

传统抵押贷款金融行业都是依靠那些经验丰富的银行家才能生存下来，这是被长久遗忘的真相。现在，由于政府支持企业在实施证券化模式上取得了成功，银行家因此被淘汰了。现在重要的是抵押贷款销售的快速增长，以及在抵押贷款经纪人办公室办公的所谓高级文员如何尽快处理各种抵押贷款申请材料。

正如下文所述，这种拙劣的抵押贷款银行和抵押贷款经纪人模式之所以能够取得成功，是因为伯恩斯的货币破坏政策引发的通胀和两位数的利率，使得传统的精打细算的抵押贷款金融行业遭受了巨额损失。例如，1980年，在受联邦监管的储蓄和贷款中存在将近4 250亿美元的抵



押贷款，这些贷款的平均利率只有4%，而在公开货币市场，利率已经飙升至15%。因此，以调至市价为基础的话，抵押贷款行业早就严重资不抵债了。

如上文所述，现在已经出现了周期性的规律，即稳健货币破产所引发的金融变形总会引发另一个变形。在这个案例中，这正是当年里根白宫政府期间会计造假和放松监管所导致的混乱局面。问题的核心是储蓄和贷款行业过度集中在共和党国会选区里，因此帮助行业在一定程度上减轻市场经济的残酷打击，被认为有助于共和党人在储蓄和贷款行业内产生政治影响。

## 巫术经济学

然而，储蓄行业早就严重资不抵债了，它所需要的救助可能高达250亿美元，这与里根政府整个支出削减计划相当。作为白宫管理和预算办公室主任，我坚决反对把好不容易节省下来的现金收入，用于拯救资不抵债的储蓄行业。与此同时，在艾德·米斯的率领下，白宫的政客们猛烈地挥舞起亚当·斯密的理论旗帜，坚持认为政府应该帮助储蓄行业，因为储蓄和贷款方面并没有造成危机。这个观察或多或少是正确的。

财政部对此的回答是没有问题。储蓄和贷款行业将把净值证明出售给政府保险基金，获得几十亿美元的“监管”股权资本，而政府保险基金买入这些增发股票，不是用现金支付，而是用欠条。这种安排一目了然，濒临破产的储蓄和贷款行业是在给联邦政府发放贷款，让政府买下它们一文不值的股票。如果查尔斯·庞兹在世的话，那他一定会为后继有人而备感自豪。

财政部的官员为此骗局辩解称，这只是争取时间的展期战略，等待一个更加错误的解决方案来支撑。事实果真如此，等来的就是对储蓄和贷款的资产权利放松监管。这些官员仅凭直觉就想当然地认为住宅抵押贷款“生意不好”，如果要用它们生存下来，就得允许它们从所谓的资产负债表陷阱里逃脱，而它们传统的资产负债表中80%是住宅抵押贷款。在方案的另一个方面，他们吹嘘说多元化经营是特别好的想法，可



以让储蓄银行更多地投资于商业地产、商业贷款、资本证券，包括垃圾债券，因为这些投资据说可以带来“更高”的回报。

很难再找到比这更混乱的想法和理论了。住宅抵押贷款实际上是一个很好的生意，通过它，储蓄和贷款行业可以建立起长期的核心竞争力，但美联储通胀的货币政策却把它变成了行业的梦魇。现在为了降低损失，储蓄和贷款行业被放松监管，允许经营商业地产贷款业务。它们不仅对这个崭新领域一无所知，而且是在最糟糕的时候进入这个领域。

正如第六章所述，“被收买的联盟”推动了1981年巨额的减税计划，其他包括了涵盖整个商业地产开发行业的减税方案。因此，它们从这减税计划中收获了巨大的奖赏，即对办公楼、酒店和其他商业地产实行超短期（10年）税收折旧的优惠政策，而在通常情况下，这些商业地产的使用寿命在30~50年。因此，随着经济很快从沃尔克时期的衰退中复苏，商业楼宇市场在税收政策刺激下开始上涨，而刚刚被放松监管而入市的储蓄行业，正好赶上贷款出借最红火的时候。

## 浴火重生的储蓄业：难逃一劫

因此，里根时期会计造假和放松监管的“解决方案”，导致浴火重生后的储蓄业变得凶猛无比。它们在虚假的“监管资本”基础之上可以突飞猛进地发展，尽管它们对商业地产领域知之甚少，却把大量的商业地产资产和高风险垃圾债券，塞进它们的资产负债表。

而且，它们经常在未受监管的经纪存款市场用纳税人担保的债务进行融资。不用说，这种粗制滥造的灾难性的发展模式违背了稳健银行的经营原则。因此，毫不奇怪，到了20世纪80年代末，储蓄行业遭遇当头一棒，蒙受了1 500亿美元储蓄和贷款的损失。

然而，经过华盛顿主导的善后处理后，在储蓄和贷款危机上所遭受的巨额损失，从长远来看还是小巫见大巫。在随后的岁月里，直到遭遇终极死亡之前，这些突变的储蓄机构大举从住宅抵押贷款市场撤离，而这个市场原来一直是它们具有传统竞争力的领域。例如在1980~1986年，储蓄和贷款行业的住宅抵押贷款占总资产的比例从80%下降到

55%，在20世纪80年代剩余的几年里呈现继续下降的趋势。

简而言之，银行储蓄业本应该是受到监护的国家领地，然而里根政府却错误地把银行机构当作自由市场的一种经济力量，再加上美联储错误政策所造成的大通胀，这些都导致了原先具有核心竞争能力的抵押贷款机构，最后难逃一劫。1970年，住房抵押贷款行业呈现出健康的活力，为美国中产阶级提供稳健的金融服务。在“戴维营事件”发生20年之后，随着华盛顿开始实施提高住宅自有率的错误改革运动，住宅贷款市场遭受了致命打击。

## “橙色人”的侧翼攻击

储蓄和贷款行业资不抵债和政府支持企业开拓抵押贷款的外卖渠道，在这双重打击下，一个全新的（而且明显更差的）住宅金融渠道——抵押贷款经纪行业——兴起。在1987年，美国有大约7 000名抵押贷款经纪人，但这个数字到了1992年增加到1.6万人，到了1998年继续增长至3.6万人，而到了2004年则超过了5.3万人。

以抵押贷款金额来计算，在1987年，由抵押贷款经纪人发放的住房贷款仅仅有1 100亿美元，但到了1998年，这个数字飙升至1万亿美元，而这仅仅是开始。在2003年经历了划时代的再融资贷款的迅猛发展，抵押贷款经纪人发放的住房贷款超过了2.6万亿美元，这意味着在短短的15年里，抵押贷款经纪人发放的贷款金额增长了26倍。

经纪人制度在1981年被引入住宅金融市场，那时候，整个市场死气沉沉，而现在抵押贷款经纪人已经成为整个社会经济游乐场的巨兽。这些靠服务费生存的抵押贷款承包商在美国各地的街坊社区中无所不在，并且把摇摇欲坠的传统银行业从住宅贷款市场几乎赶尽杀绝。现在不仅借款人的首付款比例越来越低，而且绝大部分由经纪人发放的住宅贷款，也都没有与经纪人进行利益捆绑。

而且，经纪人市场的发展已经超越了家庭经营的小打小闹阶段，20世纪90年代末，美国单一最大的抵押贷款发放机构是经纪公司——美国国家金融服务公司，它每年新增住宅贷款将近2 000亿美元。它不再是

银行存款的代理媒介，而是一个强大的销售机构，每天以惊人的数量向房地美和房利美输送新增贷款的申请材料。

雄心勃勃的安杰洛·莫兹罗把他的美国国家金融服务公司开设在他的家乡南加州，他皮肤黝黑，然而在不断出现在金融新闻电视屏幕上时，他脸上总是散发着橙色光泽。他不停地向美国人民灌输他的想法：美国国家金融服务公司将使每一个美国家庭拥有自己的住宅。由于华盛顿的官员曾经鲁莽地干预金融公司向政府支持企业资产负债表源源不断地输送大量抵押贷款，因此，他与华盛顿的官僚们关系并不十分亲近。

例如，在老布什时期，作为美国住房和城市发展部部长，肯普曾经建议缩减政府支持企业的规模以恢复住宅金融的自由市场功能。由莫兹罗主导的抵押贷款银行家协会对自己大吹大擂，伪称是自由市场的成功代表。然而，当一位真正自由市场经济的代表建议在政府支持企业的融资机制上实施这些法则，那么只能另当别论了。

由于金融公司的整个业务模式取决于它在出租美国政府信用时能否搜刮到薄薄一层价差，因此，莫兹罗很快就跳出来反击。这位住房抵押贷款行业的大佬怒批肯普，称肯普是“住房和城市发展部有史以来最差劲的部长”。

肯普代表自由市场资本主义与政府支持企业的发展模式叫板，最终被证明完全是徒劳，并且很快在白宫前街游说集团强大的势力面前消失得无影无踪。但人们可以从他的失败中吸取两个教训：美国国家金融服务公司和它的同伙们现在已经完全统治了住宅金融行业；风雨飘摇之中的传统银行已经被淘汰了。

此外，一旦克林顿政府住宅自有率战略进入全方位实施的阶段，那么住宅金融无比重要、不能放任不管的观点，就变得神圣不可侵犯了。现在真正起作用的只有权贵资本主义，而处在这项政府战略核心地位的是代价不菲的住宅抵押贷款证券化业务。

## 虚假的抵押贷款证券化经济学

正如上文所述，房地美和房利美推出的各种抵押贷款证券化产品，都没有创造社会价值，它们只是从政府信用中寻租赚取差价而已。这些意外之财中的大部分被政府支持企业的高管们和股市的投机者所攫取，其中也包括一些大型互惠基金的经理。

以美盛的比尔·米勒为例，早些年他所管理的互惠基金大量买入房地美和房利美的股票，为此他还自我提名为“下一个巴菲特”奖的候选人，然后他一直持有这些股票直至最高峰（最终掉下悬崖）。以这种方式，政府支持企业把从美国1.5亿纳税人头上搜刮得来的收益进行资本化处理，然后把这些股票转移至米勒互惠基金中数万名投资者，以及许多仿效米勒追捧强势股票的基金投资者。

在华尔街，那些自营抵押贷款证券化业务同样也代价高昂。但经营自营业务的企业与政府支持企业不同，它们将面对极其挑剔的投资者。而政府支持企业则是美国财政部AAA级企业，因此它们可以避免投资者的财务审查，几乎可以无限度地获得市场融资。

大型机构固定收益的投资者，诸如企业年金基金和人寿保险公司，总是寻找更高的收益产品。但在早期，美联储还没有操纵并压制利率到足够低的水平，来吸引投资者对这些新奇而又复杂的自营抵押贷款证券的兴趣。事实上，由于华尔街无法与政府支持企业在优级抵押贷款产品上竞争，因此自营抵押贷款证券发行企业不得不把两种产品组合，再向投资者出售。

首先，由于结构融资的原因，部分最高利率的自营抵押贷款证券具有AAA信用等级，这意味着投资者应该对这种全新的债券信托契约感到满意，因为这种契约对抵押贷款进行切割和包装，年份越长，现金流越高。其次，投资者也忍不住注意到还有优先抵押贷款，但这些贷款质量可能很差而且风险很高，其贷款违约系数超过平均水平，贷款来源于低端市场，诸如橘子县郊区和克利夫兰市中心平民区。

因此，在1994年，当克林顿政府开始实施住宅自有率改革运动时，华尔街发行的自营次贷证券只有110亿美元，仅仅占抵押贷款市场的1.4%。两年之后，自营次贷证券的发行量上升至350亿美元，而到了1998年，金额上升至850亿美元。但这部分证券金额占美国全国抵押贷款的比例仍然不足6%，这反映出华尔街还没有倾全力支持自营次贷证券，并把这些证券塞进它们的资产负债表。

20世纪90年代末，华尔街还依然站在边上观望，这无疑是延缓次贷瘟疫到来的关键制约因素。非常确定的是，抵押贷款经纪人行业已经准备好了。20世纪90年代中期，到处响起经纪人的叫卖声，这些经纪人可以为申请人立刻发放贷款。

但当时所缺乏的正是足够多的仓储式信贷公司和一个深度自营、可以对垃圾抵押贷款进行包装和分销的抵押贷款证券市场。正由于这个原因，在1997年之前，美国国家金融服务公司还没有开始着力开发自营次贷产品，换言之，它在政府支持企业上的业务蒸蒸日上，而自营次贷证券业务还没有壮大起来，无法与大规模的抵押贷款业务明显区分开。

## Ameriquest: 阿尔诺的掠夺性销售机器

然而，次贷市场是正在等待恶性突变的金融毒瘤。现在，政府支持企业已经把它庞大的触角伸向抵押贷款银行和经纪人行业，就等着格林斯潘点亮火柴，推动华尔街开发仓储金融服务，并且为垃圾抵押贷款提供证券化外卖市场。

在这种形势下，有一位叫罗兰·阿尔诺的权贵资本主义操盘手已经开始在美国全国范围内建立起庞大的业务网络。其中包括由他控制的控股公司——Ameriquest（美国最大的次贷公司）以及许多跟风模仿的企业，例如原阿尔诺的部下自立门户创立了21世纪不动产和Option One抵押贷款公司。这些公司组合在一起，完美建立起一台强力销售机器，在美联储2001~2003年匆忙实施降息之后，它们就迫不及待地推出一系列高风险抵押贷款产品。

Ameriquest最终在美国各地建立了300多家经纪分支机构，次贷抵押贷款的年销售额达到了800亿美元。这家企业真是一台超强销售机器，不仅把原先二手车销售员网罗其中，甚至连原先帮忙洗车的人都被招募进经纪人团队。Ameriquest的招聘政策要点就是要让经纪人完全忘记他们经手的抵押贷款，而是全身心关注每天以一定配额数量发放出来的流动产品，就把它们当作工厂流水线上下来的产品一样。

为了保持经纪人团队旺盛的活力，Ameriquest发明了许多经典的次



贷产品，其中包括个人申报收入贷款<sup>[91]</sup>，即“欺骗性贷款”，以及2/28抵押贷款产品。2/28抵押贷款把前面两年的利率设计得非常低，引诱客户购买，然后在剩余的28年里对利率进行大幅度调整。这更像是一个贷款陷阱，那些倒霉的借款人到时候只能进行“转按揭贷款”，而两年后又面临同样的困局。

另外，这种经纪人抵押贷款业务的成功之处还在于高额的前期提成和收费，也正是这一点使得投资者对阿尔诺风格的次贷抵押贷款反应极其冷淡。事实上，阿尔诺控股公司2002~2004年的财报初步显示了美国最大的次贷抵押贷款经纪公司完全没有诚信经营。

在这3年里，Ameriquest总共发放了约1 500亿美元的次级贷款，都是先由仓储式信贷公司提供资金，然后整体打包，出售给华尔街的承销商。仓储式信贷流程可以每20天完成一个新抵押贷款，而正是通过这种抵押贷款产品的流转，Ameriquest赚取了约75亿美元的销售收入。

这对于纯粹的经纪人业务来说，是极其诱人的经济刺激，因为其前期提成和收费总计占贷款金额的5%。因此，Ameriquest经纪人在抵押贷款业务上的毛利率是优级政府支持企业贷款正常毛利的6倍。

毫不奇怪，在这期间，Ameriquest通过巨额的抵押贷款销售，实现了27亿美元的利润，与阿尔诺在Ameriquest上少量的投资相比，这种投资回报率高到无法想象的地步。但它们这种业务模式更可恶的地方就是被它们盘剥之后销售出去的抵押贷款。

Ameriquest的财报显示，它从所有抵押贷款中总共收取了约50亿美元的费用。但公司在各地的经纪人办公室根本就没有永久性资本投入，这些办公室都是租来的，除了数据处理之外，经纪人办公室也没有产生其他营业费用。即使在扣除几十亿美元用以支付仓储式信贷公司的利息和华尔街承销商的批发折扣之后，用来支付销售员工资和奖金的剩余利润还实在惊人。公司实际上向几千名对外号称是“信贷员”的销售团队，支付了几十亿美元的佣金、奖金和其他津贴。

毋庸置疑，鼓励信贷员进行掠夺性销售和实施明目张胆的欺诈行为，已经成为Ameriquest压倒一切的要求，并且通过对传奇销售人物的宣传加以强化，在忙碌的销售队伍中形成了一种胡作非为的公司文化。一位Ameriquest前经理后来写道：“我的经理和其他管理人员给我讲述了抵押贷款骗术的来龙去脉，也向我传授了毒品、性、金钱、金钱以及更

多的金钱.....在休息室里，任何时候都可以看到超过1/3的员工在吸食可卡因或注射兴奋剂，超过一半的人在伪造文件骗取贷款，而超过75%的员工声明完全是虚假的.....（新员工）入职时所拿到的欢迎礼物是剪刀、胶带和涂改液。”

## 翻进翻出<sup>[92]</sup>：次贷的风格

与此同时，有越来越多的迹象表明，Ameriquest和次贷行业的其他同行，在财务上漏洞百出。其中最令人惊讶的就是它们违背经济学常理的超高盈利率。在2004年，阿尔诺以20亿美元的身价跻身《福布斯》富豪榜；2005年1月，他作为小布什第二届任期总统就职仪式的联合主席，出现在公共场合，之后不久，他个人财富增加到了30亿美元。

通常情况下，纯经纪贷款的毛利率很低，因此Ameriquest的真实市值即使只是《福布斯》对其的估值的小部分，阿尔诺的个人财富也不应有很多。任何一个谨慎的买家，当他从Ameriquest购买抵押贷款产品时，或许已经察觉到有些异样。

在自由市场经济下，Ameriquest绝对不可能实现如此高的销售收益，发放如此慷慨的薪资福利，同时还能够赚取高额利润。任何一个理性的投资者都不会买入像Ameriquest那样的抵押贷款产品。在Ameriquest，抵押贷款被随意发放，并且被不断地再抵押，借款人申请材料虚假、混乱，财务盈利严重依赖反复买卖的交易机制。

换言之，根据观察到的Ameriquest操作手法，谨慎的投资者或许会对这些疑问贷款要求给予大幅度的折让优惠。然而，如果因为商业模式中存在固有的未知风险，Ameriquest被迫以95折向投资者出售这些贷款产品的话，那么它的收益将被全部抹去，而巨额利润和疯狂的薪金福利也将消失殆尽。

最终，Ameriquest及其次贷行业的跟风者实施了具有强大破坏力的负反馈环操作。由于公司垃圾贷款产品在华尔街以愚蠢的高价格进行销售，公司对信贷员实行高额薪酬奖金制度，这使得掠夺性销售机器疯狂运行；随后，由于销售人员带来高额销售收入，反过来又产生更高的薪

酬奖金，而这又继续推升垃圾抵押贷款的金额。

整个次贷行业完全依赖于市场严重高估垃圾抵押贷款产品，因此，它生存发展的原因路人皆知，特别是2001年之后更是如此。华尔街创造了次贷产品，而它恣意野蛮生长。正如在第二十章中所述，2000年，高风险的抵押贷款市场仅仅只有1 000亿美元的规模，但在随后的6年里，它狂飙突进，发展成为具有万亿美元规模的巨兽。

## 美联储的完美风暴

次贷风暴对美国社会的冲击，其真正险恶之处并不是那些像阿尔诺和其他一小撮异常暴富的操盘手。他们在美国各地开设数以千计的经纪人办公室，里面挤满了虎视眈眈的销售人员；美国社会已经到处都是电话推销证券业务，而其中一些手法极其下流。

区别在于阿尔诺不是推销铝墙板或化妆品，而是50万份抵押贷款。如果不是美联储奉行繁荣管理模式，这些抵押贷款是不可能获得融资的。正如前所述，美联储的繁荣管理模式是基于其粗浅的观点，认为只要货币超发不对大宗商品和产品价格造成过度的上涨压力，任意数量的货币超发行为都是可以接受的。

真是毫无约束。当世界面临美国经常项目的巨额赤字和“中国价格”时，美国经济实际上是在输入强大的工资和价格紧缩。这种状况不会改变，除非有朝一日，中国农村再也不能向城市输送过剩劳动力。

因此，在2000年12月之后，美联储匆忙启动货币超发的行为，在经济意义上是一种魔鬼交易：它使得美国经济在短期内过上了奢华的生活，与此同时，把美国可贸易商品生产行业转移至海外，并且从长期来看把外债塞入它的资产负债表里。讽刺的是外债中就包括政府支持企业发行的抵押贷款债券。

在2001年美联储还未推动抵押贷款发展之前，由中国牵头的外国央行所购买的政府支持企业债券，不足1 000亿美元。然而，通过不停消化它们出口企业赚取的多余美元，到了2008年7月，它们积聚的房地美

和房利美的债券已经突破了1万亿美元。亚洲国家的央行对多余美元债权进行隔离，从而确保不会造成CPI上涨，也不会导致债券市场暴跌。

随着这些债券被存入中国金库，1%货币市场利率重新激活了华尔街的投机狂潮，引发了严重的套利交易，其疯狂程度前所未见。事实上，要想促使华尔街用仓储式信贷，为次贷抵押贷款银行的掠夺行为提供融资，并且持有数以千亿美元的垃圾抵押贷款，直到最后被重新分割和包装，打包成自营抵押贷款证券，没有比这更好的办法。

随着2002~2003年华尔街房地产套利交易积聚巨大的能量，可以明显感到荒唐的美联储金融泡沫即将到来。在一个信贷饱和的经济体内，最最重要的价格就是信贷的价格，换言之，这个价格就是短期借贷的利率和包含所有中长期债务证券的收益率。

然而，美联储繁荣管理模式彻底忽略了，对流动信贷和债务证券进行可靠和准确定价的需求。事实上，美联储彻底矮化了自由市场在利率上的作用，从而造成家庭抵押贷款的疯狂上升，也导致华尔街不断为经纪人抵押贷款公司创造的垃圾抵押贷款，提供融资和证券化操作。

最终，房地产市场的大崩溃并不代表着自由市场的失败。它之所以发生大崩溃是因为自由市场被美国的两个金融大变形所取代，即政府支持企业和美联储：政府支持企业导致了掠夺性经纪抵押贷款金融的诞生，而美联储发动华尔街每一家金融机构的融资欺诈机器助纣为虐。

[89] 裤兜里的巴祖卡：这是保尔森的名句之一，意思是当你裤兜里有巴祖卡，它自会产生震慑效果。——译者注

[90] 公共私营合作制：政府与私人组织之间，为了提供某种公共项目和服务，以特许权协议为基础，彼此之间形成一种伙伴式的合作关系。——译者注

[91] 个人申报收入贷款：贷款申请人自行申报收入，无须提供工资单、所得税申报表等证明材料。——译者注

[92] 翻进翻出：频繁买卖证券，尤其是为了赚取佣金，而不是为了客户收益而频繁交易的行为。——译者注



## 第二十章

### 美联储催生全民狂赌

美联储2001年货币超发政策推出之后，房地产等长期资产的“上限利率”被大幅压低，从而导致这些资产价格上升。无论是住宅还是大型商场，这些被抵押的资产价值上升之后，又很快引发更多借贷，同时把价格推向更高水平。

另外，现在美国社会也到处游荡着当年互联网时代的投机者，他们对自己的遭遇极度失望，同时也急切盼望寻找到另一种资产，能够再次一夜暴富。于是，他们很快就觅得了新的投机机会——住宅业主的杠杆收购，即随着住宅估值的上涨，对资产不断进行再抵押和炒卖的行为。

抵押贷款的数字清楚反映了美国国内房地产市场出现的大量循环债务。以住宅业为例，2002年住宅抵押贷款余额增加了7 500亿美元，涨幅为13.2%。这是非常强劲的增长态势，尤其是美国经济才刚刚从互联网经济衰退中走出来，这一增长更显得鹤立鸡群。

在整个2002年，就业零增长，工资收入增长也不足1%。因此，住宅抵押贷款的繁荣从一开始就是住宅资产价格上涨所导致的，而不是源于家庭收入的增长和借贷能力的增强。

随着住宅价格的上涨，住宅抵押贷款余额也以越来越快的速度增长。2003年，住宅抵押贷款余额增加了15%，然后在2004年又增加了15%，2004年的增长相当于当年增加了1万亿美元，并且保持在上行的轨道上：从2004年到2007年下半年，住宅泡沫濒临破裂，住宅抵押贷款一直以每年万亿美元的规模增长。

与任何历史数据相对照，这些增长都是绝对离谱的。以1990年经济衰退之后5年为例，当时每年住宅抵押贷款增长平均只有1 700亿美元，即使在1999年增长最快时，也只有4 250亿美元。

然而，住宅抵押贷款余额从2000年的5万亿美元上涨至2007年的11



万亿美元，实际上，还只是整个住宅抵押贷款泡沫中相对温和上涨的一部分，还没有反映出潜伏在泡沫中再抵押贷款疯狂发展的情况。

## 住宅金融的“大跃进”

再抵押贷款的疯狂发展意味着，旧的抵押贷款被新贷款取代。其结果是“贷款总额”要比上文中引述的抵押贷款余额高出许多倍。如果按照原先标准，它实际上高得非常离谱了。

2002年，住宅贷款总额高达3.1万亿美元，是实际新购住宅金额的4.1倍。因此，美联储对利率实施压制政策之后，浮动利率在住宅抵押贷款领域被迅速推广，短期货币利率折扣又催生出优惠抵押贷款产品，这些都使住宅业主在抵押贷款上节省了大笔费用。

随着美联储狂躁地推行破坏性利率政策，并在2003年6月把短期利率打压至1%，抵押贷款系统逐渐脱离正常轨道。2003年住宅抵押贷款总额高达4.4万亿美元。这意味着，在这一年里，抵押贷款金融系统产生的总销售收入相当于GDP的40%。与此相比，在2001年之前，住宅抵押贷款从来没有超过GDP的17%，通常情况下大约在12%。

2003年第二季度，抵押贷款金融进入全面爆发的鼎盛时期，以年化率计算的抵押贷款总额达到惊人的5.4万亿美元。但在同一时期，美联储却火上浇油，再次采用降息措施。在6月的会议纪要中，美联储宣布把联邦基金利率下调至1%，几乎到了免费的水平，却只字不提抵押贷款疯狂扩张的情况。美联储的声明实际上只是替降息政策辩解，谎称降息“将为经济实现更强劲的增长提供更多的保障”。

2003年之后，抵押贷款疯狂发展的劲头根本没有缓解的迹象。2002~2007年住房市场大发展时期，每年抵押贷款总额都超过3万亿美元，整个期间的抵押贷款总额将近20万亿美元。

正如第十九章所述，超低利率抵押贷款的泛滥造成住宅价格疯狂上涨，对整体经济产生了连锁的负面影响。在大宗商品市场，一些非货币因素，如玉米种植地区发生干旱，或者主要铜矿工人罢工等导致供应中

断的重大情况，才会造成相关商品的价格出现如此大幅度的上涨。然而住宅资本市场分布广泛，交易数量虽低，但交易成本很高，因此，价格发生如此大幅度的突然上涨，绝对是超低利率抵押贷款所造成的，而不是因为美国家庭收入发生实质性增长之后所产生的刚性需求。在2000~2003年，尽管住宅价格上涨了50%，名义工资收入在这期间仅仅增加了6%，如果扣除通胀因素，实际上还是负增长。

显然，初期住宅价格加速上涨之后，导致全民加入炒房热潮，在一些非常火爆的地区，炒房交易甚至占整个交易数量的35%。炒房者们热衷于推动房价增长，期待更快收获暴利，并且重新寻觅下一个炒作的机会。不管是否具有主观的故意，美联储实行货币超发政策，有效地把投机赌博狂潮从互联网转移至住宅房地产市场。

## 美联储虚假繁荣的关键

当然并不是所有人都想变卖家庭住房，因此许多家庭选择了再抵押贷款方案。在住宅价格快速上涨的情况下，臭名昭著的资产增值抵押贷款应运而生。这是一种把家庭自住住宅进行再次抵押，获取房产增值收益的融资品种。由于原先抵押的房产原值相对较低，通常情况下贷款价值比也相对较低，所以以目前更高的住宅价值进行再次抵押，新的抵押贷款不仅可以还清原先的住宅抵押贷款，而且可以给业主带来房产溢价的收益。

通过这种套现操作，业主可以从中套取现金收益，而且是一笔巨额的意外之财。这在其他市场上从来没有出现过这种致富之道。

例如，一栋原值10万美元的住宅，其原先抵押贷款是6万美元，包括部分首付款，现在以20万美元进行再次抵押，并且按92%的贷款价值比发放抵押贷款，那么在扣除相关成本之后，业主从中可以套现12万美元。因此，在2003~2007年资产增值抵押贷款发展高峰，每天成千上万的美国家庭在参加完抵押贷款提前结算的会议之后，总会拿到5万、10万甚至20万美元的意外之财。

由于资产增值抵押贷款可以产生出乎预料的现金收入，不是互联网

股市泡沫时期的账面收益，所以它在整个美国社会产生了一夜暴富的强烈冲动。毋庸置疑，它也导致了美国家庭合同固定债务的大幅度上升，因为尽管资产价格的短时期暴涨使人获得现金收益，但羊毛出在羊身上，最终的现实还是更高的整体家庭债务水平。

资产增值抵押贷款是美联储催生的最致命的经济毒药，但格林斯潘领导下的美联储却把它作为繁荣管理的重要工具之一。美联储2003年6月的会议纪要显示，联邦公开市场委员会投票决定，实施1%的联邦基准利率以加速经济发展，同时宣称降息具有另一个财富效应。

那就是，“股市上涨使得消费者资产增值的财富效应”将促使经济增长。美联储期待的不仅仅是产生财富效应的万能灵药，它还希望“通过众多消费者更多地从住宅资产的溢价中获益”，从而推动经济增长。

几十年前，人们采用资产增值溢价套现的做法，肯定会让货币稳健派惊恐不安。但现在美联储的首席债务推手却怂恿说不必为此担惊受怕，他认为，住宅价格上涨和宽松抵押贷款导致人们纷纷从住宅资产中套取大量现金。事实上，这位未来的美联储主席通过发表“少安毋躁”的建议，证明他根本不了解GDP发展的本质，不了解通过劳动和生产效率提高而获得的GDP增长，与反映投机借贷的货币超发之间存在本质的区别。

2005年3月，伯南克宣称“更高的住宅价格激励美国家庭更敢于扩大消费”，因此这是“好事”。伯南克继续为美国人的奢侈生活辩解，认为这理所应当，因为这反映了“绝大多数美国家庭可以通过再抵押贷款套现和房屋净值信贷额度，实现住宅资产财富的增加”。

然而，货币政策集权计划管理者并没有解释，为什么美国人会首先从自有的房屋资产上套取如此高额的“增值”现金。事实上在稳健货币体制下通胀极低，因此住宅资产不会增值。耶鲁大学教授罗伯特·希勒曾经做过一项探索性研究，结果发现在20世纪80年代前的一个世纪里，在扣除通胀因素之后，标准的美国家庭住宅价值没有任何增长。

其中的经济学原因显而易见。在美国不存在土地稀缺的问题，因此房地产价格不会随着时间的流逝而上涨。实际上，美国的公共政策通常会对在城市郊区开发住宅建设给予大量补贴，因此会加强自由市场对房地产价格的平抑功能，换言之，在这种公共政策的执行过程中，通过把住宅建设总是推向地价更便宜的城市郊区，来抑制市中心地区土地价格

的上涨极限。

由于超低利率抵押贷款的爆炸性增长是人为造成的，所以住宅价格的上涨完全是一种货币现象。在格林斯潘抵押贷款增长最快的时期，作为住房需求的边际来源，在扣除可能违约损失和通胀因素后，次级和次优级抵押贷款的真实利率通常出现负数。

## 5万亿美元的资产增值抵押贷款

因此，毋庸置疑，由于抵押贷款利率超低甚至为负数，再加上抵押贷款的利息支出可以长期享受税收补贴，所以资产增值抵押贷款便如潮水般泛滥。在2005年第二季度发展到巅峰时，美国家庭通过住宅抵押贷款的方式所套取的现金，以年化率计算达到1万亿美元，相当于美国家庭可支配收入的10%。这是一个相当惊人的比例，量化地反映出，由美联储发起的抵押贷款金融已经泛滥成灾，出现了金融变形的现象。

2001~2007年，资产增值抵押贷款累积金额总共将近5万亿美元。政府统计部门适时地公布了这个巨型变形的成果，作为经济繁荣发展的明证。而从资产增值抵押贷款套现出来的现金被广泛地用于美国经济的各个方面，诸如购买大屏幕电视机等电子产品，也被用于旅行、餐饮、家庭帮佣、花园景观服务等许多个人消费产品和服务领域。

另外，资产增值抵押贷款所套取的现金中，很大一部分也被用于家庭装修和房屋改造，而这部分支出被计入（住宅）投资支出。根据美联储自己统计的数据，在大部分住宅房地产繁荣时期，资产增值抵押贷款所套取的现金被用于购买花岗岩厨房操作台、卫浴产品、户外平台等，100%被当作“住宅改造”项目计入GDP账户。

无独有偶，一些实力超强的家居建材用品零售商，如家得宝和劳氏，在满足美国家庭过度需求的同时，也取得了出色的经营业绩。2000~2007年，这两家公司的合计销售额翻了一番，从650亿美元增加到1300亿美元，从而完美演绎了美联储实施金融压制政策所取得的虚假繁荣。

与此对照，5年之后，家得宝和劳氏两家公司的合计销售额，比2007年下降了近8%。这两家实力超强的公司经营业绩出现如此明显的下滑，并非因为其缺乏商业头脑或者痛失了市场份额，而是依赖资产增值抵押贷款的装修承包商和个人DIY客户，对住宅装修的虚假需求被极大地挤压掉了。

最终，在2001年之后的6年间，在信贷扩张的推动下，美联储繁荣管理战略导致了经济复苏，但这是在美联储的政策呵护下取得的，其中的基础便是20万亿美元的抵押贷款和5万亿美元的资产增值抵押贷款。

从这两部分抵押贷款套现出来的信用货币支出产生了一次性的消费增长，并且被计入GDP账户，但它们并没有推动永久性的经济增长或者可持续的财富增长。事实上，它们真正造成的是永远高悬于大部分美国人头上的巨额家庭抵押债务，这必将对未来经济增长产生负面影响。

## 金融悬崖跳水

住宅投资支出部分被计入GDP账户，这十分明确地表明了，由抵押贷款融资支撑的经济增长更像是对未来的透支。在20世纪90年代的经济繁荣期，房地产获得了应有的发展，但它并没有实现全面的繁荣。

新房开工率从1990年衰退结束后的每年100万套，到20世纪90年代末上升至150万套。同样，在扣除通胀因素后，GDP中的住宅投资支出以每年4%~5%的温和速度增长。

然而，当美联储把利率打压至1%，并且在很长时间内维持这个超低水平时，房地产市场开始起飞了。2001年住宅投资增长了7%，2002年又增长了10%，2003年更是迅速增长了17%，在2004年和2005年又分别增长了15%。

以总金额计算，包括新建住房和家庭装修在内的年度住宅投资额从2000年年底的4 500亿美元，到了2005年第四季度增长到8 100亿美元。公布的新房开工率实现了大幅增长，从每年150万套，到2006年1月上升至每年230万套。



这些数字所反映出来的实际意义并不只是上升的速度和高度，而是它们随后发生的市场暴跌证明了，2002~2007年所公布的经济繁荣很大程度上是格林斯潘泡沫金融的虚假产物。当然，房地产市场暴跌的悲惨景象众所周知，更加确信无疑的是，这种暴跌完全是自由落体式下跌。

从2006年1月的巅峰期开始，新房开工率在随后的40个月里减少了80%，直到2009年5月触及谷底。更有针对性的一点是，当住宅投资金额在2005年年末上涨至8 000亿美元的高峰后，它就一直下跌，直到2010年年底跌至3 300亿美元的谷底。

大部分国民经济行业的活动率下降了60%~80%，但这并不代表自由市场资本主义已经不得不进入一轮不稳定周期。相反，经济忽上忽下的猛烈震荡（一会儿上涨100%，一会儿又暴跌70%）表明美联储有形的手正在对利率进行公然的操纵，并且通过华尔街自营商市场的贪婪行为，试图实现管理国家繁荣的目标。

正是在2004~2005年的这个节点上，当美联储所诱导的房地产泡沫膨胀到极限，并且濒临破裂时，伯南克却发表了称颂大稳健的演讲。

事实上，伊寇斯大楼里的集权管理者从不关心美国整体经济的健康状况和美国社会的真正财富，他们纯粹是用经济数据来粉饰太平的货币操纵者。他们从来不会聚焦于经济核心趋势是否具有可持续发展的能力，而是只顾眼前，盯着每个季度GDP的各项数据能否按期运行，并且处心积虑地考虑，如何促使华尔街凭借市场的风云变幻，推动股市和其他风险资产价格的上涨。

一个关注经济核心竞争力的央行不会因房地产市场肆虐暴涨而欢欣鼓舞。相反，它将警觉地注意到抵押贷款泡沫正在明显失控，也将会认识到美国家庭的收入增长不足以支撑泡沫时期疯狂增长的住宅投资支出。

以2000~2005年为例，名义工资收入仅仅以平均3.3%的速度增长，即使不扣除通胀因素，也意味着购买力的增长十分有限。同样在这一时期，新房开工率以每年7.5%的速度上升，住房改造和装修支出增长了10%，而整体住宅投资支出以每年12.5%的速度上涨。

很明显地看到，在有限增长的家庭收入与房地产市场的暴涨之间存在巨大的鸿沟，而抵押贷款和资产增值抵押贷款的爆发恰好弥补了其间

的差距。此类市场趋势不可能永远持续下去，然而美联储为房地产市场的泡沫繁荣感到兴高采烈，并且承诺将继续执行低利率政策，加之格林斯潘对策已经在市场上牢固地建立起来，因此，它明确无误地向市场发出了平安无事的信号，促使新一轮投机金融变形愈演愈烈。

## 住宅开发商兴衰的荒诞剧

这一次，住宅开发商成为华尔街追逐暴富游戏中的市场宠儿。股票市场很快疯狂热捧公开上市的住宅开发商，尤其是六大全国性住宅公司。它们在城市边缘地带拥有大片土地，用来标准化开发“社区”住宅。2000~2005年，这些公司的股票暴涨，因此投机者从还在土崩瓦解的互联网泡沫中逃离出来之后，就开始纷纷盯上这些市场宠儿。

6家公司中最大的当属美国霍顿公司，其公司股票在这期间从每股4美元暴涨到40美元，而它的竞争对手霍夫纳尼安公司的股票几乎是垂直飙升，从每股3美元一下喷射至70美元。其他4家公司——普尔特、莱纳房产、托尔兄弟和KBH，在这5年间也都几乎按照相同的轨迹增长了10倍。毋庸置疑，这6家全国性住宅开发商的合并市值实现了跨越式增长，从2000年的65亿美元，上升至2005年最高峰的650亿美元。

这些高成长住房开发商的传奇故事充分体现了格林斯潘领导下的美联储恶意诱发的“财富效应”。如果股市依然对上市公司的盈利能力和业绩预期普遍采取谨慎乐观的态度，而不是任由央行运用货币超发政策引发市场投机炒作，那么这6家经营业绩一般的住宅开发商的股票价格不可能在2004~2005年暴涨至天价。

令人感到匪夷所思的是这些住宅开发商超高的估值水平，因为实际上它们不过是“专为金融电视新闻频道打造的”售楼门店而已。它们没有创造任何经济附加值，它们对外公告的大量利润其实大部分来源于倒卖闲置土地所得。

这些公司号称住宅开发商，但工资单上却没有任何木匠、水管工或电工的名字。同样，设备清单中也没有电锯、水泥搅拌机或者卷尺，公司也没有与木材供应商、油漆公司或者屋顶制造商签订过任何采供协

议。

这些公司雇用了相当一部分会计和销售人员，以及土地买手，当然还有一位能说会道的首席执行官，可以常常出现在CNBC电视屏幕上吹捧推销住宅行业。当房地产泡沫不断膨胀时，电视机前的观众或许会看到，这些公司的高管们不停地吹嘘他们所谓的业绩，如最新的订单数、交货量、新楼盘的情况，以及来看房的客户数量。

但他们总是会漏掉最关键的一点，即这些看似红火的住宅开发商都没有通过新建住宅获利！相反，它们纯粹是土地“倒爷”。它们把先前购买的土地进行平整和基础开发之后，分拆成住宅小区进行市场营销，但把住宅建筑和销售这部分业务全部承包给第三方。

最终，格林斯潘领导下的美联储成为全国住宅开发商的守护神。美联储把利率打压至超低水平，先使住宅开发商“土地银行”的价值暴涨，然后随着住宅价格开始上涨，它们把住宅建筑业务外包，使得它们低成本的土地库存摇身一变，成为高价新建住宅，随着当地房地产中介纷纷签下购买合同，便可以在财报上计入可观的利润。

不用说，股票市场把一次性的过高估值土地收益转化为股本主权，但没有从住宅建造中持续赢利。然而，住宅开发商的股票泡沫并不仅仅是股市投机交易所造成的。事实上，住宅开发商离奇的高估值只是连环金融变形和不良投资的下一个环节，其背后的原因正是美联储2000年12月之后实施的货币超发政策。

在此情况下，住宅开发商的泡沫很快猛烈收缩。即使是每年3万亿美元的抵押贷款都不可能无限地向上推升住宅价格，因此到了2005年下半年，住宅价格和新房销售开始下降。一年之后，新房销售下降了30%，而到了2007年10月下降幅度扩大至50%。与此同时，新房销售很快出现了滞销和积压，积压的销售额从泡沫高峰期的三四个月的供应量，发展到2005年10月的6个月的供应量，而到了2007年第四季度更是高达11个月的供应量。

这时距离2008年9月的金融危机还有一年的时间，但成长最快的住房开发商霍夫纳尼安公司的股票已经被抹去一个零。2007年年中，它的股价是每股7美元，而不是70美元。

在几个月内，所有住宅开发商的股票价格都回到2000年12月的起

点。它们合计市值也只有60亿美元，而不是高峰时的650亿美元。查理·布朗和露西的故事重演。

## 次贷把泡沫吹到最大

不言而喻，房地产市场的暴跌和住宅开发商苟延残喘对美国整体经济造成了极大的伤害，最明显的是，暴跌之后与住宅建筑相关的300多万个就业岗位突然消失。然而，美联储却仍然不断地向华尔街保证，美国经济依然在繁荣发展的轨道上前行，而且无论出现何种情况，只要华尔街的投机者还在狂欢，美联储绝不会突然拿走那个大酒杯。

相反，从2004年6月开始，美联储非常荒谬地把联邦基金利率从1%的超低水平，以每次25个基点的微小幅度的逐月加息，这轮缓慢的加息过程持续了两年。但用如此小的烈度冲击华尔街的投机赌场，只能促使投机者把泡沫金融转移至新的行业领域。

正如第十九章所述，其中受到泡沫金融冲击最直接的热点领域就是末路狂欢的次贷和其他高风险抵押贷款。即使是粗略的分析也表明，美联储对最终惨败的结局负有直接责任，正是这种缓慢的加息节奏，最终导致泡沫经济和实体经济遭遇最严重的惨败。

日趋收紧的货币环境确实逐步抑制了再抵押贷款领域炙手可热的可调利率抵押贷款。因此，当一年期可调利率抵押贷款的利率从2004年4月的3.5%，两年后上升至5.5%之后，发放给优级信誉家庭客户的可调利率抵押贷款大幅下降，从最高峰时的2.5万亿美元下降至2006年的1万亿美元。

与此同时，美联储不断向市场保证它将会以蜗牛爬行的速度加息，这无疑给了华尔街从事仓储式抵押贷款和抵押债务证券化业务的金融机构充足的时间和低廉的资金，来启动并大幅增加次贷的规模。在转移过程中，优级可调利率抵押贷款和其他符合要求的抵押贷款（可以出售给房利美）留下的缺口，则由华尔街资助发放的高风险抵押贷款填补，其中的风险巨大。

美联储的拖延战术是完全错误的解决方案。现在需要的是沃尔克式的强硬政策，在全美范围内果断叫停极其庞大的抵押贷款金融产品，以免造成更多的伤害。然而事实却恰恰相反，美联储实际上是把华尔街的经济损失转嫁给了中低收入阶层。

采取类似破坏性冒险行为的原因是显而易见的，因为在那时愿意借贷且信誉良好的客户群越来越小。这方面一个显著的标志是待售房屋存量快速上升，在2005年1月，存量房还维持在200万套的正常水平，然而24个月之后，存量房增加到了400万套。也许因为房价上涨趋于平缓后，对于炒房者来说即时收益的前景不再那么诱人，因此可以获得抵押贷款的购房者人数严重萎缩。

但最终是住宅自有率的终极上涨向人们表明了清晰的迹象，反映出抵押贷款系统已经变成吃人的金融捕食者。2003年6月，住宅自有率已经触及68.2%的历史最高水平。正如前文所述，在之前10年里，住宅自有率稳步攀升，而在1980~1994年，住宅自有率一直维持在64%~65%的均衡水平。

如果美联储没有把自己当作向华尔街提供无尽流动性的不二之选，它肯定会发现，美国最底层的家庭越发负担不起自有住宅了。那时东亚国家出口企业给美国工薪阶层的收入带来了极具破坏性的压力，因此底层家庭收入实际上是在快速下降。但由于出现诸如“无须证明文件”和“负摊销”次贷，住宅自有率被泡沫金融的末日狂欢继续推高，从2004年大部分时间到2007年年初，住宅自有率一直维持在69%以上。

在次贷行业内，存在具有异常讽刺意味的专用术语，这些新发明的抵押贷款术语中最引人注目的是，借款人可以在申报收入时撒谎。而且如果无法还款也没有关系。如果家庭缺乏现金支付月供，可以选择把部分或者全部月供添加到抵押贷款的余额中。

毋庸置疑，抵押贷款经纪人把华尔街仓储式信贷机构提供的大量现金非常轻易地发放给这些借款人，却根本不在乎他们是否有能力或者愿意支付抵押贷款的月供。正因为如此，他们引发了经济危机。次贷的暴涨和暴跌是伊寇斯大楼里的繁荣管理者曾经孕育出来的金融变形之一。



## 华尔街如何把典当铺里的次贷业务发扬光大

20世纪90年代，当次贷业务从传统典当铺式的经营中自立门户之后，一开始它在抵押贷款市场中只占据很小一部分市场份额，在2002年之前的8年里，次贷业务在整个住宅抵押贷款中的份额只有9%。然而到了2004年，次级贷款金额从每年的1 250亿美元突然增长到5 300亿美元的规模，在2005和2006年均超过了6 000亿美元的规模。到那时，次级贷款在整个抵押贷款中的份额已经上升至25%。

而且，上述金额中还未包括次优级抵押贷款，这类贷款的欺骗性相对少一些，要求借款人的信用等级略微高一些，但其中有些贷款品种，包括“无须证明文件”和“负摊销”抵押贷款并非如此。这些“欺骗性贷款”实现了迅猛增长，从2001年的600亿美元增加到2006年4 000亿美元的规模。

但事情并未到此结束。在同一时期，一些巨型的货币中心银行，如摩根大通和美国银行，也高速发展了第二留置权抵押贷款业务。第二留置权抵押贷款本质上是较差质量的贷款品种，因为一旦出现抵押物止赎的情况，只有第一留置主权人的债务全部结清之后，如有剩余才留给第二留置主权人。但在2001~2006年抵押贷款市场的疯狂发展期，第二留置权抵押贷款和房屋净值贷款从每年1 300亿美元发展至每年4 300亿美元的规模。

由于第二留置权抵押贷款（包括第一留置权抵押贷款）通常把贷款价值比率提高至将近100%，因此它的爆炸性增长把数以百万的美国家庭置于危险的境地。借款人因此没有任何出错的空间，无论是住宅价格出现下跌，还是就业和收入出现意外，都将出现无法履约支付月供的问题。

整体上看，在2006年，这三类高风险信贷占到了新增抵押贷款的50%，当年的总金额高达1.5万亿美元。抵押贷款市场的混乱程度真是难以言表：2006年发放的“高风险”抵押贷款金额比2001年之前任何一年中所有抵押贷款的总金额都要高。

因此，在2004~2006年，美联储以婴儿走路般的微小幅度（25个基点）实行的加息措施，根本无法阻止房地产泡沫的膨胀。相反，它给美国社会带来了极高的风险：它给美国家庭增加的高额债务，是他们根本

无法偿还的。美联储的繁荣管理者应该被这种疯狂景象吓得魂飞魄散，但记录显示他们实际上根本就没把这当回事儿。

在整个2004~2006年，美联储所有的会议纪要都对房地产市场的强劲增长感到欢欣鼓舞，并且赞誉了金融“创新”之举，例如称赞抵押贷款证券化把住房金融的福利传递给更多的美国家庭。其中没有一次会议纪要反映出，美联储曾经关注过正在美国社会蔓延的抵押信贷质量出现严重恶化的情况。

相关的数据一点儿也不神秘。一本私人行业出版物《抵押贷款内情》曾经报道，根据每周数据，在2003年之后，所有的趋势和变化都向高风险抵押贷款转移。因此，“货币政策政治局”应该知道，在2004~2006年房地产市场的终极上涨时期，一颗经济的定时炸弹正在被埋入美国整体经济的中心地带：在这末日狂欢时期，次级、次优级以及第二留置权抵押贷款的累积总额已经高达4万亿美元。

高风险的抵押贷款盛宴最终戛然而止，并非由于美联储的干预。因违约率快速上升，这类抵押贷款的新增金额突然大幅跳水，到2008年下降至微不足道的1 000亿美元。

与其他情况类似，次级、次优级和第二留置权抵押贷款的循环周期，其猛烈程度并非是在自由市场中正常商业行为的真实写照。在这8年里，每年的贷款发放金额从1 500亿美元飙升至1.5万亿美元，然后又跌回至1 000亿美元，这种循环往复完全体现出，这是泡沫金融时代所催生出来的另一个金融变形。

## 约翰·梅纳德·格林斯潘<sup>[93]</sup>和对“经济报告”的崇拜

不言而喻，高风险抵押贷款市场暴涨和暴跌在美联储的政策历史上留下了永久的污点。美联储的罪责不仅体现在掠夺性贷款激发的极其荒谬的夸张规模，更准确地反映出它完全盲目地追逐繁荣管理模式这一客观事实。伊寇斯大楼里的人所关注的只有每个季度和财年抵押贷款的发放金额。尽管在支出时无法区分贷款与收入，但这些抵押贷款增长本身还是极大地推动了消费和投资支出，正是在这个严格意义上，美联储继

承了凯恩斯主义衣钵，认同了抵押贷款市场爆发性增长对消费和投资支出的促进作用。

随之而来的是，消费与投资支出的增加带动了GDP的增长、资产价格的上涨和股市的繁荣。格林斯潘的繁荣管理模式实质上是用现代理论术语对过时错误观念进行改头换面的重新包装后的结果，这种错误观念认为国家可以通过借贷实现经济繁荣。

这真是一个极大的讽刺。早期格林斯潘的理论核心是反凯恩斯主义的经济主张，曾经对20世纪20年代后期出现的资产泡沫进行了深刻批判，认为是投机信贷的过度扩张才人为导致资产泡沫危机。与此对照，格林斯潘新理论却颠覆了自己的早期理论，改弦更张地接受了原汁原味的凯恩斯主义观点。

在理论更新后，格林斯潘把确保资产价格上涨放在第一位。至于这种资产价格上涨是由诸如太阳黑子爆发等自然现象造成的，还是美联储的政策操纵引发的，格林斯潘根本就不在乎。说来也真是奇怪，由于住宅资产价值上涨比债务上升更快，所以整个社会日益增长的债务负担根本不足为虑。资产负债率实际上是下降了。

因此，在2004~2006年，货币政策管理者根本不在意高风险抵押贷款已经猛增至4万亿美元这一事实，相反他们认为，这部分贷款将推动消费和投资支出，从而促使“经济报告”表现得更好。这些“经济报告”包括十几项被认为能够反映宏观经济表现的经济“数据”，例如非农就业人数、零售销售额、可支配收入、新房开工率、住房销售量、资本支出、公司利润以及GDP。这些经济指标为华尔街的投机者提供了线索，他们能够据此猜测美联储繁荣管理政策的未来走向，从而实施非常诱人的抢先交易。

2004~2006年，当抵押贷款市场的变形发展至高潮时，美联储正在担忧华尔街是否会发生动荡。因此，它根本不敢公开讨论经济趋势和产业结构状况是否正在恶化并威胁着国家的表面繁荣，以免惊吓了正在热炒股价和资产价格的投机者。抵押贷款泡沫有助于提升当期的“经济报告”，这就足够了。尽管信贷恶化和经济变形等严峻形势正在经济表象之下持续发酵，但美联储对此毫不在意。

## 金融“创新”的传说：为什么真的出现了抵押贷款证券化

诚然，在乔治·贝礼时代，保守银行家的传人肯定不会发放如此规模的次级和其他高风险抵押贷款。以社区为中心的银行和储蓄所，由于是用自身存款发放贷款，所以它们普遍不敢涉足次级贷款，担心会背上永久的资产债务。

在银行抵押贷款部门，工作经验丰富的信贷员一眼就看出，尽管次贷利率已经很高，但其毛利水平根本无法消化贷款违约造成的损失。于是，在2004~2006年发放的次级贷款，其中82%都被绑定并且进行证券化操作，然后作为次级贷款证券向资本市场发行，也就是说，这些债务不再由原发放金融机构承担。

现在看来，当初把抵押贷款债务从发放贷款金融机构的资产负债表上剥离，是一个致命的错误。然而在当时，无论是美联储还是华尔街，都把这种经济功能分离的做法吹嘘为现代金融史上的伟大“创新”，因为它把次贷风险进行细分和转移处理，号称能更好地适应投资者的需求。

尽管它们极尽粉饰美化，但这种看似光鲜亮丽的“风险转移”理论，实际上就是为货币超发行为进行辩解的巧妙说法而已，根本不存在任何经济效益。调整后的抵押贷款金融最主要的特点就是为寻租者提供了无限的机会，在抵押贷款证券化的过程中，不断收取好处费，赚取差价，并且转移推卸债务风险。

真相是当抵押贷款被批准和融资时，就已经产生了“风险”。从这一刻起，抵押贷款开始了全球之旅，从银行贷款部门到抵押贷款批发商，然后再到抵押贷款证券承销商和评级机构，在对抵押贷款证券上市进行一番包装之后，又流向华尔街的销售和交易机构，从华尔街又流向全球，最终或许流向了挪威一个渔村的投资基金。而在这全球之旅中，最初的贷款风险不断地被合并、摊平和重新组合，最终被模糊化处理掉了。

无论如何，最初贷款发放时的风险并没有被降低或者化解，而且在整个过程中又产生了资不抵债证券的交易和信息成本，更不必说遭遇诈骗的风险，但它们却用“分散化投资”和投资者风险自担的理论托词进行

堵塞。

最终，真实的结局证明，这种分散化投资理论纯属无稽之谈。来自不同地区投资者获取所谓收益的新闻、抵押贷款证券的债务结构以及借款人的背景资料，被证券化过程中累积的虚假信息完全淹没。同样，由抵押贷款证券公司发行的各类债券极大地低估了这些债券背后的贷款风险，从而严重误导了寻求调整投资风险的投资者。

因此，迄今为止，3万亿美元非政府支持企业的抵押贷款债券中，出现的损失高达1万亿美元。这意味着，如果这些抵押债券一开始就被准确定价，来抵消损失风险的话，那么对于这些投资者来说，通过简单财务模型进行数百亿美元的多元化分散投资，就能够防止产生巨额的经济损失。

换言之，整个抵押贷款证券和担保债务凭证行业，在自由市场环境永远不可能有立足之地。由于这些债券背后的抵押债务的风险不会因为证券化而消失，所以对这些贷款债务实施证券化的真正原因在于更低的运作和服务成本。但在证券化之后，从来也没有实证证明抵押债务的整体运作能够带来实质性的规模效益。事实上，若干年之后却有明显相反的例证，现在全球的客户可以通过平板电脑非常方便地购买成本最低的抵押贷款证券化产品。

抵押贷款证券化产品中最具优势的是，由房利美和房地美发行的6万亿美元政府担保债券。但正如第十九章所述，这些债券只不过是乔装打扮后的财政国债，本来就不该发行。同样，完全因为格林斯潘领导下的美联储实施泡沫金融政策，华尔街对次级和次优级抵押贷款进行包装的2.5万亿美元“自营”抵押贷款债券当年也盛极一时。

正如第一章所述，美联储的货币超发政策给华尔街注入了大量的超低利率批发货币，从而造成高风险的抵押贷款产品泛滥。那些贪婪的抵押贷款经纪人广泛分布在美国社会中，他们首先用华尔街提供的“仓储式”信贷为垃圾抵押贷款提供资金。当这些信贷被定期转移到华尔街的资产负债表后，贷款合同的期限通常被设定为足够长，以赚取丰厚利润。然后，在对这些抵押贷款进行证券化操作之后，抵押贷款债券就被那些一头雾水的机构货币基金经理所购入。

在证券化完成之后，华尔街的销售和交易业务部门到处向机构投资者推销，而最终总有那些愚笨的机构投资者把通过复杂数学模型计算出



来的卖方报价一再“提高”而成交。通过销售这些有毒垃圾债券，华尔街并非只是自由市场的中间人，起到撮合买卖的作用。因为对于次贷行业来说，根本就没有所谓的自由市场。

## 美联储一手促成的再融资产品

如上文所述，次贷是从典当铺的黑色金融世界中演变而来的，但两者之间的商业模式毫无共同之处。这一领域的领头羊，诸如声名狼藉的守护者银行和长滩储蓄银行，它们的核心经营原则与典当铺的经营原则完全不同，即对不良贷款进行再融资，绝不烂在手上。

传统的硬贷款放贷机构，如家庭实益融资公司，实际上是通过没收贷款违约者的抵押物来满足其财务需求，而新的次贷经纪人一旦遇到违约，便通过再融资的方式来满足财务需求。这种操作方式有助于改善违约数据，并且大幅降低抵押物的没收成本，但这种模式的盈利完全依赖房地产市场的持续上涨。

因此，次贷经纪人的模式是美联储牛市思维在房地产市场的延续，而且事实上，一旦房地产价格停止上涨，这种模式注定会失败。以守护者银行为例，它曾经大肆宣称，借款人支付月供款的能力与新型次级贷款的盈利之间没有关联。当年守护者银行总裁罗素·杰迪纳克曾经对此做出形象而又讽刺的表述：“只要他们有房，脉搏还在跳动，我们会向他们发放贷款。”

不久，一位杰迪纳克的前合伙人幡然醒悟地反省道：“他们贷款经营的模式就是依赖一个不断上涨的房地产市场。”这无疑完整形象地表达了守护者银行的商业模式。

不断上涨的房地产市场和循环再融资，使得银行公布的贷款违约率出现奇迹般的超低水平。当不良贷款即将被计入违约数据时，次级贷款放贷机构便采取缓兵之计，把即将或实际已经违约的贷款转为新贷款。因此，还款压力和贷款违约的红色警报就摇身一变，成为新增贷款迅猛增长的信号。

毋庸置疑，早期次级贷款的85%是再融资贷款，而且经常出现套现的贷款，即借款人通过贷款套取足够的现金支付月供款，一直维持到下一次再融资贷款为止。经过此番操作，借款人得以继续维持在当期借款人的状态下。

在传统证券市场里，这种翻云覆雨的行为是一种欺骗的勾当。但这种定义出现在20世纪90年代之前，那时对于未受监管的金融机构来说，住宅房屋价格还未出现强劲上涨的长期趋势。因此，即使是政府抵押贷款证券业务的狡猾鼻祖拉里·芬克<sup>[94]</sup>，也想象不到有一天会出现自营证券化次贷市场。

20世纪80年代末，芬克出席某次国会委员会会议，当被问及华尔街是否会进行高风险抵押贷款证券化的尝试时，他断然予以否认：“我甚至无法想象这会是何种抵押贷款产品……但如果出现这种野兽般的产品，那么市场……将会把这种证券赶出去。”

简而言之，次贷行业不是自由市场自然发展的产物。它是1987年10月“黑色星期一”之后，美联储一贯推行金融资产上涨政策所导致的金融变形。拉里·芬克无法想象，在经济上可以进行高风险抵押贷款的证券化操作，这是因为他还没有认识到，正是由于超低利率的抵押贷款债务的发展和房地产价格的不断上升，才使得暗中把违约的抵押贷款进行再融资的反复操作成为可能。

## 抵押贷款经纪人泛滥成灾

事实上，华尔街的金融创新的确创造出类似信用增级这种无法估量的金融机制，例如把次贷组合进行超额抵押和次优级的分级处理。但无论对抵押贷款金融实行何种改造和美化，都无法使次贷成为更安全或者更经济可行的金融产品。

次贷发放机构极力压低贷款违约的预期损失，而在证券化过程中，华尔街把这些粗制滥造的数据进行整合后，向不同类别的投资者推销。这些贷款违约的预期损失不仅受到在房地产市场牛市思维下违约贷款再融资固有偏好的影响，而且随着住房价格加速飙升，这种贷款业绩表现

数据失真的现象实际上会加剧。

对于次贷行业在实施抵押债务证券化过程中的欺诈行为，投资者给予的疯狂反馈环效应则是造成2004~2006年次贷市场末日爆发的关键因素。无独有偶，次贷金融领域最臭名昭著的企业家之一、来自长滩储蓄银行和主要次贷公司Ameriquest的罗兰·阿尔诺曾经在1994年正式宣布，废弃节俭的银行章程。这就是十分明显的迹象。随着次贷盛宴正式开启，行业最重要的人物选择转型为纯抵押贷款发放和抵押贷款经纪人的商业模式，用华尔街仓储式信贷为抵押贷款提供资金，并且把发放的抵押贷款打包，批发给华尔街金融机构，进行抵押贷款证券化的操作。

因此，脱胎于泡沫金融时代的金融大变形之一就此诞生。抵押贷款经纪人开创了一个几万亿美元规模的房地产贷款市场，但这种可疑贷款业务实际上在自由市场中是不可能获得融资或资金的，即使是在有政府支持的担保存款市场，境遇也将如此。最终，美联储在2000年12月之后向华尔街注入了大量的流动性，正是在这种情况下，拉里·芬克所说的“不可能”的抵押贷款市场才能实现腾飞。

事实上，如果没有抵押贷款银行和经纪人行业的崛起，如果政府支持企业和华尔街完全依赖的融资渠道缺失的话，那么之后10年，抵押贷款信贷质量出现毁灭性下降的情况也就根本不会发生。而正是由于远离次贷市场，市场上那些固守传统的银行和储蓄所才最终幸免于抵押贷款危机，有数据显示，这些风险资产仅仅在它们的资产负债表上占1%的超低水平。

所以，全国性房地产市场的大灾难并非不可避免，但正是华盛顿的政策制定者连续推行恶性房地产和抵押贷款政策才导致了这场大灾难。正因如此，他们把美国街头巷尾变成了疯狂赌博的场所，最终，经济上最容易受到伤害的普罗大众也加入了这股狂潮。

[93] 约翰·梅纳德·格林斯潘：这是把约翰·梅纳德·凯恩斯与艾伦·格林斯潘的名和姓混合后的新创姓名，暗喻集权主义繁荣管理与货币超发政策两位一体。——译者注

[94] 拉里·芬克：美国最大的资产管理公司之一黑岩公司的创始人兼首席执行官。——译者注

## 第二十一章

### 金融工程的大狂欢

对于摇摇欲坠的超级银行、庞大的房地产泡沫、家庭消费狂潮以及其他许多危机前征兆，在伊寇斯大楼里的美联储完全视而不见。相反，美联储把所有赌注都押在经济大稳健上，而且在2006年1月，美联储就迎来了这种自欺欺人理论的鼓吹者。此前，华尔街就把这种所谓的低通胀和温和增长并存的现象称为“金发姑娘经济”，并且认为伯南克可能会无限期地维持这种经济发展，并且推动股价平均数恢复到互联网泡沫的高点，甚至走得更远。

然而，“金发姑娘经济”没有出现，美联储孕育的破坏性金融工程狂欢正人为地推动股票指数的上升。实际数字显示，美国经济正在遭遇严峻挑战：国内通胀被中国出口企业输入的工资通缩暂时平抑了，而不是被美联储灵活的政策和措施打压下来。尽管美国家庭债务以完全不可持续的速度增长，但实际GDP的增长步履蹒跚。这是自20世纪30年代以来美国经济最糟糕的时期。

因此，“货币政策政治局”应该关注如何平息由债务推动的企业金融工程爆发，即杠杆收购、兼并与收购和股票回购。美联储对金融工程的威胁无动于衷，这很大程度上要归咎于美联储现在的领导，在这位懦弱的学究身上，丝毫没有沃尔克的踪影。华尔街的投机者、掠夺者和金融帝国的缔造者正把美国的金融体系带往崩溃的边缘，而美联储主席甚至都不敢有一丝征服整个华尔街的念想。

### 伯南克深感恐惧

伯南克无法履行自己的职责降服华尔街的投机狂潮，这仅仅是由于他个人的性格弱点。在理论上，他深深地陷入对通缩和萧条的恐惧之



中。正如第八章所述并且将在第二十九章中继续阐述的，通缩和萧条与美国经济的实际情况毫不相干。因此，当破坏性的格林斯潘泡沫开始收缩时，美联储没有让市场来清理它一手造成的华尔街金融列车残骸。

相反，美联储猛然陷入恐慌之中，竭尽全力为濒临死亡的金融巨兽打气加油。因此，在原本无所畏惧的伊寇斯大楼里，伯南克的观念营造了一定程度上的绝望气氛。美联储做出错误的判断，误以为美国经济正走向新一轮的大萧条，因此它不仅短短的13周内，把资产负债表扩大了1.3万亿美元，也就是说平均以每小时6亿美元的速度发放救助，而且在发放时人人有份，因此毫无原则或计划可言。

正如第一部分所述，美联储现金救助的字母汤包含了对整个两万亿美元的商业票据市场有效实施国有化计划，向所有大公司（如埃克森美孚、微软、伯克希尔·哈撒韦以及多元化经营、AAA级信誉的GE）提供300亿美元的担保贷款，它甚至人为推动资产支持商业票据<sup>[95]</sup>市场。如此，像花旗集团这样的公司，在消费者刷卡的瞬间，就可以计入财务利润。

美联储在实施这些现金救助计划时，如此鲁莽而不计后果，甚至一些极其荒诞可笑的传闻都无法反映出美联储当时愚蠢和疯狂的程度。在某个荒唐的真实故事里，美联储向两位纽约家庭主妇提供了超过两亿美元的贷款担保，以支持她们的创业计划。令人啧啧称奇的是，提供如此高额担保的目的是支持这两位勇敢的家庭主妇购买大量证券化汽车贷款，而对于自己将要涉足的证券化汽车贷款领域，她们一无所知。

即使是在2008年11月，美国经济也没有糟糕到需要靠两位业余人士经营发放汽车贷款。除华尔街之外，市场上其他银行现金充裕，并且乐意向信誉良好的客户提供类似的汽车贷款。特别是这两位家庭主妇根本不需要美联储的救助：她们的丈夫都是摩根士丹利的高管，而摩根士丹利那时已经拿到了美联储的救助款。

像上文中如此愚蠢的故事，突显了伯南克错误理论的可悲结果。那时，他是如此绝望地想要拯救华尔街，因此他批准了这项两亿美元的汽车贷款。拿到两亿美元贷款的是摩根士丹利首席执行官麦晋桁的太太克里斯蒂·马克和她的朋友苏珊·卡克斯。

事实上，美联储所面临的真正问题并非外因性的产业崩溃，像大萧条那样的危机，而是慢性内部债务紧缩。在21世纪第一个10年的所谓



经济繁荣时期，如果把两项主要经济指标按峰值对峰值进行比较的话，很明显，两者之间出现了完全背离的现象。

第一项指标就是名义GDP，在截至2007年年末的7年周期内，名义GDP每年以5.1%的速度温和增长。第二项指标就是信贷市场债务余额，其年增长速度达到9.2%，是名义GDP增长速度的两倍。这两者之间的比例关系是扭曲的，也是不可持续的，这些数字完全不证自明地揭示出整个事实真相。

总债务余额增长了23万亿美元，从2000年的27万亿美元增长至2007年的50万亿美元。然而，国家名义GDP仅仅增长了4万亿美元（从10万亿美元增长至14万亿美元）。因此，在第二轮格林斯潘泡沫时期，国家需要借贷将近6美元才能产出1美元的国民收入。

美联储对利率实施激进的打压政策，导致了这场前所未有的债务大爆发，因此完全是卑鄙的伎俩。它故意把利率控制在1%的超低水平，这种想法不仅仓促草率，而且违背了所有健全财政的传统教义。

最终的结局是恶性的金融泡沫，随着金融泡沫持续疯狂膨胀，终于在2008年9月彻底破裂。正是在美联储的政策推动下，金融工程的疯狂发展才一直支撑着股市泡沫。然而对于为什么最终会导致华尔街轰然倒下，美联储根本无法自圆其说。

## “直升机伯南克”<sup>[96]</sup>的警告

格林斯潘债务泡沫的缓解使得去杠杆化周期得以延长，泡沫时代的虚假繁荣又将死灰复燃，而消费价格又产生持续下行的压力。经过40年慢性通胀的无情压榨，美国家庭的生活成本已经大幅上升，1971年节省下来的1美元现在就只值25美分。然而这种温和通胀原本应该是对大多数人有利，尤其是那些收入甚至还赶不上保守的CPI-U<sup>[97]</sup>指数的工薪阶层和退休人员，他们将受益更多。

美国债务狂欢的结束导致了缓慢却有益的通缩，但这种紧缩与1929年股灾之后消费价格下跌30%的情况根本无法同日而语，而且也不会造

成生产和就业的大幅下降（见第二十九章）。

事实上，伯南克正是利用他作为大萧条研究学者的声望，兜售凯恩斯主义的歪理邪说，他谎称价格稳定（通胀在零上下波动）是一件糟糕的事。事实上，伯南克已经完全走向奥威尔主义<sup>[98]</sup>：对于美联储货币超发政策支持者来说，2%的“通胀”也就意味着“通缩”。他们坚持认为通过某种未经验证的经济魔术，只要货币供应量每年以2%的速度增长，就可以保证就业和生产的增加。按2%的通胀来计算，在标准情况下，一个美国工人在其工作期间美元的购买能力将下降50%。

这是伯南克第二次打出通缩牌。2002~2003年，他发表了完全相同的理论主张，为美联储匆忙推出的第一轮降息措施辩护。刚刚被任命为美联储主席，他便阴险地向美国人民重提20世纪30年代的萧条景象。事实证明这完全是一派胡言。

商品和服务价格上涨趋势还是非常明显，并且一直维持在这个水平上，直到格林斯潘泡沫的末期。例如，上文中提到在2000~2007年，在巨额债务的推动下，名义GDP增长了4万亿美元，但GDP也充满了通胀因素。其中2.2万亿美元不能代表真实产量的增加，比例超过了总数的一半。这仅仅是价格上涨对经济的量化影响而已，但伯南克之前曾经声称通胀将很快被通缩取代。

事实证明，伯南克对通缩威胁发出的警报是愚蠢的：在2007年之前的5年里，CPI实际上以每年2.7%的速度上升，这根本不是温和通胀的表现。这意味着美元的购买力每隔30年将会损失60%。因此，在这个价格趋势里隐含着某种潜台词：随着生活成本不断上升，现实的通胀“应验”了伯南克的“通缩”警告。

伯南克在表现出对通缩的虚假恐惧之后，他总是由此推导出相同的结论：美联储将实行降息政策，因此现实的通胀同样也应该让美联储的名誉彻底扫地。但恰恰相反，伯南克在2005年被提升为美联储主席，成为貌似实施“稳健货币”政策的共和党政府的代言人。

卡尔·罗夫和小布什周围的共和党人在招聘秘书时，曾经用堕胎测试应聘者的政治倾向，这让他们终生蒙羞。但他们完全不知道，他们这次请来了一位凯恩斯主义的信徒，当年他曾经公开宣扬如何从直升机上撒钱，不仅推崇货币超发政策，而且不知羞耻地坚持“大政府”的理念。

## 格林斯潘-伯南克的货币超发政策

在这一时期，美联储不仅超发货币，而且对利率进行操纵打压，但这些措施对提升美国整体经济的增长没起到什么作用。在2007年高峰期之前的7年里，在扣除通胀因素之后，国民产出的年增长率只有2.3%。这是自20世纪30年代以来GDP增长最低的时期，这意味着美联储疯狂的货币超发政策完全打了水漂。

相反，货币超发政策的确带动了由信贷滋生的消费支出，但没有促进实际投资支出和劳动收入的提高。事实上，作为美国经济的三大消费领域——个人消费、住宅和政府支出的增长几乎占到了经济增长的全部。2000~2007年，这三大领域的消费增加了4.1万亿美元，占整个名义GDP增长的98%。

然而，这三大领域的债务增长也十分强劲。值得注意的是，在格林斯潘泡沫时期，GDP“指标”上的增长大部分都是依次循环的反馈环：更强劲的GDP“指标”反映出，美联储所注入的流动性被当作债务循环至消费支出。

与举债消费支出增长的情况相反，投资和收入方面的增长微乎其微。以固定资产投资支出为例，在这7年里，实际支出仅仅上升了1.7%，而且如果把大衰退时期投资“回收”加以平均的话，那么实际支出更是低于1%的水平。同样，个人实际工资薪金所得仅仅增长了1.6%——这是一个十分缓慢上升的增长率。这显然回避了一个问题：在这一时期，个人实际消费支出的增长如何实现约2.8%的增长，相当于收入增长率的两倍。

答案众所周知，美国经济现在已经深深地陷入财务幻觉。超出个人工资薪金收入的家庭消费支出部分，由家庭住宅资产增值套现后的现金来补充，当然相应的家庭储蓄率也会随之下降。而且，整个家庭消费领域的支出还会增加来自债务经济后门的另外两项巨额补充：转移支付和政府工资支付所带来的消费增长。

正如第二十九章所述，这后两项消费增长并不属于国民收入中真实“变更用途”的支付，因为变更用途之前转移支付是用税收收入来提供资金的。然而，转移支付来源于公共财政的债务，更进一步，外国政府或个人以及美联储通过超发货币后购买的国债，来为公共财政债务提供

资金。

尽管共和党政府大肆宣传，但转移支付的增长超出个人工资薪金收入增长的一倍，因此，转移支付与政府工资支付一起构成了国民收入中增长最快的部分。在格林斯潘泡沫时期，7年间这两部分的支付总额从1.8万亿美元增加到2.8万亿美元，相当于美国税前收入增长的一半左右。因此，很难把这称为资本主义繁荣的标志。

当然，如果在自由市场环境中出现如此巨额的政府借贷，一定会有相应的补偿进行平衡。利率会被迫上升，对利率敏感的资本货物支出和耐用消费品支出很快受到抑制，从而导致立法者热衷于推行福利经济的冲动被完全遏制。正如上文所述，造成格林斯潘泡沫时期虚假繁荣的诡计就是，美国与世界各国贸易往来出现的经常项目巨额赤字。2006年，美国贸易赤字到达惊人的7 500亿美元，占整个国家GDP的6%，突显出格林斯潘的泡沫经济繁荣不仅依靠来自东亚各国的进口廉价商品，而且依靠世界各国通过不断购买美国国债获得融资。

因此，到格林斯潘泡沫即将破裂时，由于贸易收支账户的赤字和举债消费的不断扩大，美国的外债会以每天20亿美元的速度增加。但金融体系与整体经济之间变得越来越无瓜葛，因此，即使整体经济的债务越来越多，但随着企业金融工程变得越发疯狂，金融资产价值，特别是股市平均数，攀升至历史新高。

## 13万亿美元金融工程的交易游戏

每天有关股市的新闻，尤其是财经电视频道的报道，通常只是从传统视角讲述上市公司的经营业绩和未来展望。但在真实世界里，推动股价平均数上涨的动力往往是华尔街金融工程的交易游戏，如兼并、股票回购和杠杆收购。这些交易通过缩股来推动每股收益的增长，从而成为华尔街股市交易员追逐的对象。

资本市场上大量的投机者参与金融工程的交易，但其根源是国家的政策，而不是自由市场的原动力。常见的交易催化剂是充足的低利率债务、格林斯潘-伯南克期权，以及杠杆化资产负债表享受的税收优惠。

美联储在2001年推出宽松货币政策之后，这些股市催化剂导致金融工程交易的节奏加快，而且从此一发不可收拾。

2001~2008年，美国收购和兼并交易的总价值大约为8万亿美元，另外股票回购的金额和杠杆收购交易的金额都是2.5万亿美元。因此，在整个格林斯潘泡沫时期，这些金融工程交易的累积金额总计高达13万亿美元。

而且，这三种交易都是通过缩小流通股份的规模，达到推高普通股价格的目的。华尔街流入这些股市交易的资金相当于整个美国GDP的规模，但这些资金中没有一分一厘被用于新增生产性投资的股权主权上。

这一点直接击中格林斯潘—伯南克泡沫金融的核心。在自由市场环境中，二级市场股票交易的目的是为储户和投资者创造足够的流动性，只有这样才能创造一个有活力的资本市场，为上市企业发展提供融资保障。与此相比，除了互联网泡沫时期出现短暂的IPO狂潮外，在整个两次格林斯潘股市泡沫时期，只有很小一部分新股在一级市场发行。

股市交易高潮出现在1999~2000年，然后在2006~2007年再次出现，这两次高潮主要都是由二级市场投机交易造成的，其背后的推动力正好与融资目的相反。换言之，由于股票回购、收购和兼并等造成流通股份的减少，从而促使股价上涨。即使是在兼并收购交易中，绝大多数也是现金交易，而不是原先一直流行的换股交易。

事实上，美联储公布的“资金流量”报告显示，在格林斯潘执掌美联储的20年里，公司股权资本呈现缩减的趋势。1988~2008年，其间只有3年出现了非金融公司权益净额实际增长的情况，而且都出现在20世纪90年代初经济衰退期间。在此之后，随着美联储繁荣管理模式变得越发激进，从公司流出的权益净额出现快速增加的趋势。

1988~1994年，与很少有新股发行的情况相比，市场上出现大量股票回购和以现金交易的兼并收购案例，因此非金融上市公司减少的权益净额高达3 000亿美元。在之后7年里，又有将近7 000亿美元的权益净额被清偿。而且考虑到第二个时期内出现高科技泡沫，尽管发展成为每家公司的口头禅，但实际上公司权益净额缩减的规模更大。

在2001年美联储实施打压利率政策之后，上市公司纷纷发行债券，因此公司股权套现的情况逐渐增多。2002~2008年，全部收购和股票回



购交易造成公司股权退出二级市场的金额将近2.3万亿美元。美联储“资金流量”报告显示，在2007年，“新股发行净额”约负8 000亿美元。用这么点儿资金通过股票回购的方式快速缩小上市公司的普通股规模，完全人为地推动股市在2007~2008年创下历史新高，由此可见，这种上涨难以为继。

毋庸置疑，伯南克和美联储像是在梦游一般，在推动股市上涨时偷偷张望，找寻任何通缩的迹象。于是，它根本没有注意到美国上市公司的资产负债表也被掏空了，其手法与抵押贷款对美国家庭资产实施掠夺的情形如出一辙。事实上，由于这些金融工程交易，在2008年之前的20年里，大约有3.5万亿美元的公司股权退出。因此，由美联储造成的信贷市场崩盘严重打击了美国私营经济的金融基础。

## 掠夺公司的现金

由这些金融工程交易推动的股市上涨，本身没有增加任何国家财富。同时，这些交易也根本没有提高经济效益、增加就业机会或改善公司的管理水平。但除此之外，有一个更阴险的作用，换言之，华尔街成功地树立了一个假象，而且格林斯潘常常附和这种说法，即这种规模的金融工程及股票清算是一件好事，因为它是自由市场规律运作的结果。

这个观点背后的逻辑是，如成功地开发出新产品或者新发明一样，收购和股票回购都源于对所谓公司控制权的争夺，其结果代表了市场的判断和选择。因此，当经营不善的公司被有能力的管理层收购时，据说这种行为完全符合股东的利益。同样，当拥有股权激励可以实施杠杆收购的高管对“表现欠佳”的公司中人浮于事和铺张浪费的现象进行精简整合时，据说整个社会将从经济效率提升中获得收益。

事实上，在自由市场环境中，公司控制权的转移可以产生积极效果。但关键在于借入资本必须以市场价格收购公司股权，并且所涉及的税务安排必须相对中性。然而，在格林斯潘泡沫时期，其背后的现实几乎与此相反，因此意味着在2001~2008年发生的13万亿美元金融工程交易，其市场公正性非常值得怀疑。

反映出来的可疑迹象包括，这些公司并购交易的失败率非常高，而许多公司股票回购计划更像是巨额金融洗钱方案（见第二十二章），在这些计划中，公司从公开二级市场回购股票，其目的在于向高管发放新的股票期权计划。同样，正如第二十四章和第二十五章所述，杠杆收购主要是为了实施掠夺现金的计划，而不是为了提高公司经营效率而做出的独特安排。因此，与华尔街销售人员和自由市场必胜主义者所宣称的相反，这些金融工程交易并没有真实反映追逐有形经济收益的市场行为。

事实上，金融工程交易的猖獗也表明了另一种原动力在起作用，即国家的税收和货币政策。不言而喻，进入21世纪之际，债务成本变得十分低廉。在税后的基础上更是如此，这是因为公司利息支付可以进行长期抵扣的税务安排，但对于股息不能做出类似的税务安排。更重要的是，导致这种市场失衡现象最强大的动力在于公司可以大幅降低资本利得税。

## 古驰走廊<sup>[99]</sup>的游说风暴

随着美联储推出低利率信贷机制，出现了一种致命畸变的免税财务安排，被称作“杠杆债务累积”。造成这种现象的关键因素是，由于通过立法成功地降低了资本利得税，从而导致普通收入的高税率与几乎可以忽略不计的资本利得税之间的差距扩大。巨大的税收诱惑成为资本结构重组的强大动力，最终促使普通收入可以转化为资本收益。

当年里根在与古驰走廊游说势力的激烈对抗中取得胜利，并且最终签署通过了《1986年税收改革法》，把所得税税率调整到更加公平竞争的市场化水平。这完全可以成为里根总统的不朽功绩。虽然最高所得税税率降低到28%，但在整个税务政策框架下，征税范围却被大幅扩大。因此，所有的个人收入，包括工资薪酬、股息和资本收益等，全都按照28%的最高税率来征税。

当高科技泡沫在20世纪90年代爆发时，代表风险资本、私募股权投资、对冲基金和房地产开发商等利益的游说集团和其他集结起来的特殊

利益集团，以企业家和“就业机会创造者”的名义组成了强大的联盟。20世纪90年代中期，他们成功地说服鲁宾派民主党人和金里奇派共和党人支持他们的倡议，即技术进步和商业创新的关键所在是对资本主义胜利果实实行低税收的保护政策。

当然，那时，历史上一些最伟大的资本主义发明创造已经成为现实。在技术革命中诞生的伟大企业，如微软、英特尔、思科、苹果、戴尔等已经成长为市场上的巨人。但在几十年孕育发展的过程中，它们缴付的资本利得税从来没有低于《1986年税收改革法》所推行的28%税率水平，实际上，远比这个数字要高。

但在1997年，华盛顿把资本利得税继续下调至20%，表面上是为了把企业家从所谓税赋的束缚中继续解放出来。在之前几年里为了平衡财政预算，普通收入的最高税率已经被提高至39%，但在1997年的调整中维持不变。曾经出现的税率差距又再次出现了，最高税级“普通”收入的税率差不多是资本利得税的两倍。

2001年，小布什政府上台时，尽管所得税率呈现如此明显不对称的状态，但不久之后游说集团同盟再次开足马力四处活动。这一次，白宫前街的游说者集结在古驰走廊，大声呼吁把资本利得税继续下调至15%。当然在那时，互联网泡沫破裂已经证明，现行的20%资本利得税可以轻易推动投资者进行极其冒险的投机交易。例如，投资者在向硅谷创业公司投入数十亿美元资金进行商业开发时，并不需要来自美国国税局的额外鼓励政策。

虽然如此，最终结局依然是存在巨大的税率差距，普通收入的所得税维持在35%，而资本利得税再次下调至15%的超低水平。犬儒主义者习惯把这称为“促进充分就业的税务会计法案”，事实上它更糟糕。

它不仅造成税务筹划师可以找到聪明的解决方案把普通收入转化为资本收益，而且在评估公司价值时，引导整个金融系统，偏向杠杆“债务累积”的指标。这种财务思路是，尽可能地把债务装入公司资产负债表，于是当期收入就会被可抵扣的利息支出吞没，而现金流则被安排用于支付债务。因此，通过3年、5年甚至10年的财务安排周期，就可以尽可能降低公司的税赋负担。

然后，当公司最终被收购时，就可以一次性获得股权价值收益，并且只需以15%的税率缴纳资本利得税。通过这种操作，高税率的所得税

就可以系统地转化为低税率的资本利得税。这就是推行高杠杆资本结构的强大动力。

现在，税收政策和货币政策实际上组合在一起，产生了强大的金融变形。杠杆债务累积原先一直是房地产开发商使用的金融手段，现在它成为公司的通行标准，从而导致杠杆化操作在整个经济中泛滥。

超低资本利得税的错误并不在于低税率本身，而是它与税收优惠政策组合在一起对债务和主权资本的影响。而且，严重偏向“杠杆债务累积”的税务安排，对于杠杆收购的投机者来说不啻是份大礼，而对企业研发人员来说则无利可图。

这就是发生在罗伯特·诺伊斯和戈登·摩尔身上的故事。这两位英特尔和半导体行业的天才创始人和鼻祖在开创英特尔时，资本利得税高达35%。更确切地说，由于高通胀时期资本收益的计算还没有进行指数化处理，所以实际缴纳的税率比这还要高。

同样，比尔·盖茨和迈克尔·戴尔在各自建立起数百亿美元的巨型公司并雄霸个人计算机行业时，资本利得税与普通收入所得税的税率完全一样。最有说服力的案例是创立苹果公司的乔布斯，他曾经被董事会开除，然后又回到苹果公司，开创了他人生最后的辉煌。这些都发生在布什政府把资本利得税向下调整之前。

毋庸置疑，只要政府还有资金负担各项支出，收入所得税的低税率总比高税率有益。但在资本收益和普通收入之间出现巨大税率差距，通常是经济祸根，在格林斯潘泡沫时期尤其如此。事实上，由于在股市泡沫末日狂欢时期，它严重造成华尔街疯狂追逐公司股权退出现象，因此它已经成为经济发展和长期金融稳定的巨大障碍。

## 12万亿美元的公司债务

举债金融工程的疯狂发展，对美国公司的资产负债表造成了严重伤害，尤其是在2000年12月之后，格林斯潘领导下的美联储完全实行超低利率的货币政策。那时，美国非金融公司的总债务大约为6.6万亿美

元，相当于这些公司营业资产的重置价值50%以上，而这些营业资产是指厂房、设备和库存等资产。

在之后的8年里，公司债务急剧上升而营业资产却没有。因此，下列数据从整体上勾画出美国公司实施杠杆收购的规模。2008年9月爆发金融危机时，企业债务已经上升至11.4万亿美元，8年间增加的债务将近5万亿美元，年增长率为7.5%。与此对照，在格林斯潘泡沫时期，公司营业资产仅仅以2.8%的速度增长。

因此，公司大量借贷并没有用于相应规模生产性资产的融资，它只是提高了公司杠杆率的水平。公司债务上升至营业资产重置价值的60%。

然而与华尔街在危机时期刻意传播的都市谣言相反，美国公司的现金流并非十分充裕，其财务状况也不健康。自2007年年末经济周期高峰之后，公司的现金持有量增加了6500亿美元，但公司债务却增加了8500亿美元。事实上，公司大肆宣传的现金持有量都是借贷来的现金，因此在资产负债表上的另一侧会增加同等数量的债务。

今天，公司债务负担实际上已经高达11.6万亿美元。为防止国家经济出现崩溃等不确定因素的影响，美国公司持有的现金储备达到3.3万亿美元，但与其高额的债务相比，明显矮人三分。事实的真相是，在格林斯潘泡沫时期，美国公司大肆进行金融工程的交易游戏，从而使自己陷入沉重的债务。在经历了3年半的所谓复苏之后，没有一丝迹象表明美国公司已经从债务泥潭里走出来。

但有一点确信无疑，美国经济从来没有经历过太稳健时期，所谓的大稳健只是美联储1%超低利率货币政策造成的举债经济的虚假繁荣。同样，股市在2003~2007年的上涨也从来不是货真价实的，而是由金融工程的疯狂发展引发的。国家货币和税务政策促使金融工程对公司的资产负债表进行疯狂掠夺，最终留给美国公司的却是12万亿美元的沉重债务。

[\[95\]](#) 资产支持商业票据：具有资产证券化性质的商业票据，大型企业、金融机构或多个中小企业把自身拥有的、将来能够产生稳定现金流的资产出售给受托机构，由受托机构将这些资产作为支持基础发行商业票据，并向投资者出售以换取所需资金的一种结构安排。——译者注

[\[96\]](#) “直升机伯南克”：伯南克的绰号。2002年，在针对通缩问题发表演讲时，伯南克引述弗里德曼的观点，认为国家只要从“直升机上撒钱”，即印发法定货币，就可以解决通缩问



题。批评者据此给他起了这个绰号。——译者注

[97] CPI-U: 城市居民消费价格指数。——译者注

[98] 奥威尔主义: 政府通过洗脑式宣传, 歪曲事实、掩盖历史, 从而实施对社会的控制。来自奥威尔的小说《1984》。——译者注

[99] 古驰走廊: 美国参议院筹款委员会听证大厅外狭长走廊的昵称, 是美国最有实力、穿着打扮最豪华的游说人士出没的场所。昵称本身含有讽刺意味, 把意大利奢侈品牌古驰与类似峡谷的走廊两个单词组合在一起, 而且两个单词发音几乎一模一样。——译者注

## 第二十二章 大掠夺

在第二轮格林斯潘泡沫时期，美国公司遭遇金融工程大规模的疯狂掠夺。在2008年之前的8年里，通过股市暴涨，金融工程从公司资产负债表上盗取的现金和股权高达13万亿美元。因此，它极大地削弱了国家金融基础，甚至出现了公司的首席执行官和董事会为了推升股价和高管期权的价值，不惜监守自盗的疯狂做法。

不言而喻，这一时期公司实施杠杆收购获得的2.5万亿美元现金令股东们欢天喜地，但这不是公司苦心经营赚取的利润，而是用资产抵押才拿回来的血汗钱。与此同时，对于债务和资本主权的同样偏好也推动股票回购和兼并收购等金融工程交易疯狂蔓延。作为略为温和的杠杆收购交易形式，这两种金融工程也把公司的大量现金派发给陷入“困境”的贪婪投机者。在泡沫金融时期，这些饥肠辘辘的投机者成为股市的主力军。

### 融资收购的后门

与其他公司股权退出的形式一样，股票回购计划和以现金融资的兼并收购交易不仅给缩股的股东带来现金回报，而且推动了股价上涨。对于外部股东来说，这些交易增加了资本主权，但对于公司来说，不过是在资产负债表上堆积起更多债务而已。

在这种机制下，股票回购是格林斯潘泡沫时期特别狡猾阴险的金融工程。它们打着“用现金回报股东”的幌子，背地里却让高管巧妙地挪用公司财务资源。换言之，股票回购帮助管理层掩盖实施大规模股票期权计划，从而造成股东主权严重稀释的卑鄙勾当。

在许多大市值蓝筹股上市公司身上，这种股票回购的症状特别明显。在最近几年里，它们大规模实施了回购计划，但股票的规模并没有大幅缩减。这是因为从公开市场回购的股票很大一部分被当作股票期权奖励给了高管层。

股票回购计划和兼并收购交易也制造出新闻故事，在动量交易者中也被称为“催化剂”。围绕着这些金融工程交易，股市出现大量传闻和公司宣传，都引发了投机者的追捧，进行疯狂炒作，从而推动股价脱离公司经营业绩和基本面而上涨。

因此，高管层通常禁不住诱惑而实行金融工程。在制造股市泡沫的同时，他们也为自己创造了实施“一次性低税率”（15%）股票期权特别计划的机会。不证自明，公司首席执行官和董事会沉迷于这些股市泡沫，最终不惜铤而走险，一而再地进行杠杆交易。

## 思科：有史以来实施股票回购最疯狂的公司

在股票市场连续不断实施股票回购计划的明星公司当属思科。思科曾经是高科技泡沫时代冉冉升起的明星公司之一，现在已经跨入成熟发展时期。直到最近，公司从未支付过股息，其股价在1998年11月之后一直在每股20美元下方徘徊。

乍一看，在整个15年中股东投资的零回报，与思科大规模回购股票的名声，似乎完全不相符。2007~2011财年，公司用于股票回购的资金高达370亿美元，回购的数量大约占股票总数的28%。

在此期间，大规模股票回购的数量相当于企业净收入的102%，远远超出思科在资本支出上只有60亿美元的水平。在这5年里，资本性支出不仅只有折旧和摊销费用的一半，而且只占到2000亿营业收入的3%。这个比例远远低于全球科技同行资本支出占销售收入5%~10%的平均水平。

这表明，它不惜以大幅降低生产性资产投资为代价，推动股价的上涨，这已经成为这家原本是科技时代增长引擎的公司的主要经营目标。

但如果税率处在一个更加公平竞争的环境中，而且金融市场还没有演变成投机赌场，那么这种花费大量现金购买自家股票的现象几乎就不可能发生。

思科案例中最糟糕的一点是，尽管它的股票回购数量达到了18亿股，但计划所隐含的大幅度缩小流通股的情况并没有出现。在这5年间，思科公司全面摊薄后的股票数量仅仅减少了7亿股，占股票回购总数的比例不到40%。

其余回购的股票被公司用于各种员工股票期权计划，这部分股票总数目前已经高达12亿股。长期以来，思科的首席执行官约翰·钱伯斯无疑是传播低水平资本利得税福音的杰出代表。

但事实的真相是，思科建立了一个股东补贴机制，它把钱伯斯和其他高管的收入变成免于国税局征税的收益。因此，在这期间，思科的高管、员工和内部人士从股票期权上收获的资本收益超过150亿美元。不证自明，针对这部分收益的税率水平很低。

在这场股票回购游戏中，思科并不是唯一的另类。在2004年年底到2011年第一季度，标普500指数中的上市公司完成股票回购的总金额高达2.3万亿美元。这意味着上市公司不断地把现金回流至股市，从而强劲推动股价上升，与此同时又给公司腾挪出大量的股票，可以源源不断地注入股票期权计划。特别是标普500指数中前20位蓝筹公司，它们贪婪地实施股票回购计划，在此期间回购股票的总金额将近8 000亿美元。

其中回购数量最多的是埃克森美孚，在2004~2011年，它总共回购了1 600亿美元的公司股票。紧追其后的是微软，回购了1 000亿美元，IBM（国际商业机器公司）回购了750亿美元，而惠普、宝洁和思科分别回购了500亿美元。即使是在困境中苦苦挣扎的“并购狂”时代华纳，也回购了250亿美元。

公司高管和董事会总是为股票回购辩解，众口一词地表示这是最充分、最完美地利用了公司现金，即这是自由市场环境中最有效的结果。如果这种狡辩是正确的，那么最近一段时期这种普遍大规模股票回购计划似乎表明，美国公司在寻求市场发展机会方面已经黔驴技穷了。以此推测的话，他们认为在纽约证券交易所里进行的投资要比在机器厂房上的资本支出，或者在海上钻井平台中打一口油井，投资回报率更高一

些。

事实上，公司实施股票回购计划最主要是由国家政策推动的，而不纯粹是自由市场资本主义的行为方式。在满足投机者的同时，把低税率资本收益装入自己的口袋，这才是驱使首席执行官实施回购计划的真正动力。而正是格林斯潘-伯南克期权所导致的超低利率信贷和股市严重变形，才使得这场游戏可以进行下去。

## 埃克森美孚的股票回购计划

与其他上市公司一样，埃克森美孚的案例使得人们怀疑股票回购是不是自由市场的真实选择。简直令人难以置信，世界上最大的私人能源公司每天开采的石油价值每桶100美元，却面临巨额公司现金无处可投的窘境。

但这正是埃克森美孚在现金分配结构上反映出来的想法。2007~2011年，埃克森美孚的1 750亿美元净收入绝大部分被用于股票回购计划。

在此期间，公司花费了1 250亿美元回购公司股票，回购股票的数量将近17亿股，约占其总股本的30%。与此对照，在此期间，公司用于折旧和损耗净额上的资本支出不足500亿美元。这意味着，尽管很明显可以通过增加化石能源生产获得非常可观的效益，但埃克森美孚选择把净收入的70%用于华尔街的投资。

但现金分配不平衡并不足以证明，股票回购就代表埃克森美孚充分地利用了公司现金。有一点非常确定，尽管公司实施了1 250亿美元的巨额股票回购计划，但公司总股本的缩减相当温和。在整整5年时间里，公司总股本仅仅减少了17%，相当于股票回购总数的一半多一点儿。

由于公司十分慷慨地授予高管股票期权，出现如此巨大缺口的原因也就昭然若揭：股票回购后被授予内部人士，而不是退回到司库里。例如，长期执掌公司的首席执行官雷克斯·蒂勒森在此期间的收入高达1.5



亿美元，其中大多数是以股票激励的形式支付的。

事实的真相是，与其他上市公司一样，埃克森美孚的管理层和董事会沉迷于股票回购计划。回购能够推动股价上涨，同时能够保证现有股票期权仍处在盈利价格，并且掩盖对新授予的期权计划产生的稀释影响。同样，股票回购也为公司在向高管层发放薪资奖金时，通过神奇的资本利得税，避免了联邦收入所得税。

## 如果美联储无为而治

在过去几十年里，美联储实施货币超发和纵容股市的政策，因此使得美国公司的最高管理层成为股票期权的追逐者。现在，公司首席执行官的主要工作就是，用可分配的巨额现金和借贷资金实施股票回购等金融工程计划，从而达到推高公司股价的目的。如果美联储宣布对华尔街实施无为而治，即对股价平均数的涨跌抱着无所谓的态度，那么这个命题的真相就会变得十分清晰明了。

如果任由市场发展，并且实行市场公平竞争的税率机制，上市公司的高管将会选择向股民支付现金股息。他们将会把剩余的现金流进行再投资，无论是用于支付债务还是获取更多的生产性资产，都会致力于提高公司核心竞争力的领域。

如果像上述大型美国公司倾心于股票回购所暗示的一样，身处夕阳产业，公司也应该利用多余的现金流支付债务，避免陷入资不抵债的困境。无论外部环境如何，公司高管不应该以发行大量债务推升公司股价，从而获取股票期权的巨大收益。一个可靠的股市和公平的税率机制不允许这些伎俩横行肆虐。

一个可靠的股市也应该让金融工程的把戏无处遁形。市场应该认识到，公司实施股票回购基本上是为了掩盖缺乏业绩增长的残酷现实。以埃克森美孚为例，在过去的经济周期里它的经营业绩平平。在2007年，公司的净收入为410亿美元，EBITDA（未计利息、税项、折旧及摊销前的利润）为700亿美元，而在2011年，公司上述两项业绩指标几乎相同。因此，在这4年中，公司每股收益从7.26美元上升至8.42美元，完全

是公司实施股票回购计划所致。

犬儒主义者或许会感到疑惑不解，在能源行业实现历史上最猛烈上涨的行情下，为什么埃克森美孚的股价仅仅上涨了3.5%，却向其首席执行官蒂勒森支付1.5亿美元的股票期权。事实上，由于美联储和国家税务部门推行的扭曲政策，因此出现一个更加急迫的问题。换言之，为什么埃克森美孚的经营模式更像是一个缓慢清算的信托基金？在过去5年里，公司向股民派发的股息或者实施的股票回购计划总额高达1 650亿美元，相比其1 750亿美元的累积净收入，所占的比例高达93%。

尽管市场普遍认为化石能源的价值肯定会上涨，但或许就是因为它身处夕阳产业的缘故吧。然而，如果在税率公平竞争的环境中，一个夕阳企业完全不可能把股票回购和推升股价作为其优先经营战略。尤其是对于税率不敏感的投资者，他或许会毫不犹豫地选择真金白银的股息作为投资回报，而股票回购虽然会起到暂时推升股价的作用，但最终“账面”收益还是会遭遇公开市场不可预测的价格风险。

但有了格林斯潘-伯南克期权的保护，自由市场的真实风险被极大地消除了。这完全合乎逻辑。华尔街的预测是美联储会不惜一切代价确保股价上涨。于是，股市的风险被尽可能地消除了，而税率则严重倾向于债务累积和资本收益的财务安排，因此埃克森美孚选择仅仅把净收入的2.5%作为股息向股民派发，而10%净收入的剩余部分却被用于促进股价上涨的庞大股票回购计划。

作为世界上规模最大和盈利能力最强的公司，埃克森美孚实施这种经营战略不仅完全体现了当前政策所导致的金融变形，而且进一步发扬光大。如果连实力强大的埃克森美孚都不能避免其财务模型受国家错误政策的扭曲影响，那么不可否认，这种政策正在重塑所有美国公司的经营战略。大部分巨型蓝筹公司实际上已经选择了这条相同的经营之道。

## 宝洁：拉高出货的经营风格

在采用拉高出货财务模型的公司中，令人尊敬的宝洁当属典范。在过去5年里，公司花费350亿美元在股市实施股票回购计划，从而推动股

价实现了一定程度的上涨。事实上涨幅非常有限，宝洁的股价从2007年年初每股64美元上涨到2011年年末每股67美元，上涨幅度仅为4%。

公司股价缓慢上升，恰在此时，宝洁的利润表也乏善可陈。在这5年，每年的税前收入一直维持在150亿美元的水平，而EBITDA更是从2007年的200亿美元下降至2011年的170亿美元。唯一导致其每股收益上升的是公司缴纳的税率下降和总股本缩减了12%。

大致说来，一家典型的清算信托基金都比宝洁的收益高。宝洁在这5年里所追求的拉高出货财务战略与清算信托基金的经营风格并无二致。合并股票回购花费和股息支出高达600亿美元，完全超过了其550亿美元的净收入。所以，尽管公司大肆吹嘘其品牌价值，但它已经暗暗地举起了白旗，开始慢慢实施自我清算，以勉强维持股价的上涨以及管理层股票期权处在行权价格之上。

当类似宝洁的公司暗中实施夕阳战略，而不是选择投资经营业务的话，那么绝对更好地利用现金的做法应该是偿付公司债务，因为一家不会成长的公司所面临的风险本质上很高。但美联储超低利率机制使公司把这种选项彻底排除了。在过去5年里，宝洁根本没有从它巨额现金中拿出一分一厘来偿付其300亿美元的债务。

宝洁的市值将近2 000亿美元，绝对是美国企业界的翘楚。但它选择花费巨额现金采用拉高出货的财务模型，从而造成了严重的后果。由于这种模式并非自由市场自然倾向导致的结果，相反是错误税收和货币政策的产物，因此很明显，这种难以为继的金融泡沫已经深深地融入美国公司的经营之中。

## 肆虐横行的金融工程

很不幸，伴随着超低利率的错误政策和不公平税收制度，金融变形愈演愈烈。相比宝洁相对温和的做法，曾经是信息科技和个人计算机行业巨头的惠普，其破烂不堪的财务报表体现了更致命的操作手法。

在过去十几年里，惠普的首席执行官频繁更换，换人的标准主要是

看谁能在CNBC节目里把公司的股价忽悠得更高。因此，无论是谁，有一个主题是永恒的，他们都会吹嘘公司庞大的股票回购计划和一连串兼并收购方案，宣称这些内容组合在一起肯定会带动每股收益强劲增长，从而促使股价上涨。

但从2010年春天起，惠普的股价却一落千丈。其原因很明显，金融工程严重破坏了这家曾经声名显赫的科技公司的运营管理，使其陷入资产负债表恶化的局面。事实上，公司的市值从1 200亿美元缩减至300亿美元，而公司几任首席执行官无疑都应该对市值暴跌负有不可推卸的责任。

远不止如此。它也反映出，美联储推升股市上涨的决心促使整个公司高管层热衷于各种破坏性的金融工程项目，而华盛顿推行偏好债务和资本收益的政策则进一步增强了他们实行金融工程的信心。

2010年春，惠普的股价上涨至每股53美元，随后开始下跌，无情地跌至每股15美元，退回公司1997年6月的股价水平。而且尽管最近几年，惠普一直在实施大规模的金融工程项目，这是其他高市值科技公司难以望其项背的，但股价依然如此。

在2011财年之前的5年里，尽管惠普的净收入只有390亿美元，但依然回购了480亿美元的公司股票。因此，股东分配总额，包括一部分股息支付，相当于净收入的133%。惠普的财务战略可谓自食其“利”。

股东分配金额大大超过净收入的财务安排，很难为公司维持长期财务健康提供保障，在惠普的案例中，更是起到事与愿违的作用，因为它使公司在固定资产投资方面严重不足。尽管惠普是世界上最大的高科技设备制造企业，同时也面临来自东亚地区同行的残酷竞争（而且有些企业常常不按公平竞争的市场规则行事），但在这5年折旧和摊销费用高达220亿美元的情况下，公司的资本支出只有180亿美元。

2010年春，公司股价开始暴跌之前，自由市场的投资者应该反对这种自我毁灭的公司财务政策。但华尔街流动性泛滥，导致股市投机行为日益猖獗，因此这种情况并没有出现。相反，公司每次宣布兼并收购计划，甚至出现类似兼并收购的市场传闻，公司董事会每次重启或者扩大股票回购计划，都导致公司股价出现一轮爆炒上涨的行情。

由于华尔街充斥着兼并收购的各种传闻和内幕消息，公司又承诺这

些收购交易能够实现巨大的协同增效，所以投机者疯狂炒作，导致股价一路上扬。正如第二十三章所述，投机炒作公司的收购交易计划是对冲基金进行赌博式套利交易的关键内在机制，而现在这种炒作也同样出现在股市中。

然而，很明显在这5年间，惠普在兼并收购上花费了370亿美元，但最终没有如当初实施计划时公司首席执行官大肆吹嘘的那样，对公司收益产生积极影响。事实上，这些眼花缭乱的收购交易导致公司规模快速膨胀，造成了公司运营和长期发展战略的彻底混乱。

因此，尽管惠普年度销售额从1 000亿美元增长到1 300亿美元，但最终根本无助于提高公司的盈利水平。2007年，公司的净收入为73亿美元，4年后，依然维持在70亿美元的水平。毋庸置疑，当公司并购的伎俩最终无法满足巴甫洛夫式增长欲望之后，投机者又开始寻找下一个有炒作前景的目标。

显而易见，惠普一连串的公司并购计划最终遭遇了彻底的失败。最新的例证是，惠普最近被迫为两项收购项目减记将近200亿美元的商誉及资产，这两个收购对象分别是电子数据系统公司和英国高端搜索引擎软件公司Autonomy。毫无疑问，惠普为这些失败交易支付了大量冤枉钱，导致其资产负债表上堆积了巨额垃圾资产。在这5年，惠普实施了大量金融工程项目，在股东分配及并购交易上耗费了900亿美元，但资本支出之后的营运现金流只有450亿美元。

简而言之，惠普的首席执行官痴迷于资本市场的运作，拿出了两倍于现金流的资金实施各种金融工程项目。因此，导致公司债务不可避免地直线上升，在这一时期增加的净债务高达250亿美元，使得这个国家的科技巨人患上严重的泡沫金融后遗症。

当年，美联储实施了会产生财富效应的货币政策，同时伴随着这一政策，用充裕的流动性来实际推动股价平均数的上涨，而惠普案例则是对这一政策和行动的有力批判。由于存在这些阴谋诡计，资本市场充斥着极其擅长短线炒作的投机者，他们不断诱使公司的首席执行官和董事会抛出交易筹码，即向投机者提出各种方案的股票回购计划或公司并购交易。像惠普这样的大公司不再是由经验丰富的专业人员管理，而是由一帮短线炒作的投机者打理。

董事会和首席执行官只能硬着头皮扛住压力，实施另一个“修改”计



划，否则将会面临被那些大声嚷嚷的投机者扫地出门的真实威胁。如果金融工程项目成功的话，股价上涨以及通过股票期权计划收获资本收益，对于董事会和首席执行官来说，这无疑是非常诱人的美好景象。

但还有一个原因能够解释，为什么首席执行官会屈从于这些贪婪的投机者。不管他们是否知道，由于存在格林斯潘-伯南克期权，他们并非在公平竞争的环境中进行博弈。格林斯潘-伯南克期权为市场上大量的投机掠夺者提供了廉价的股市做多机制，这种安全保障机制保证投机者在遭遇标普500指数暴跌等情况下还能全身而退。

当然，在自由市场环境中，不可能存在格林斯潘-伯南克期权，也就意味着在标普500指数上进行真实期权交易的成本，远比在今天美联储赞助的资本赌场通行的成本高许多。由于大多数投机者，诸如如雷贯耳的对冲基金、趋势交易的互惠基金经理，甚至是精明过人、依然具有清偿能力的散户，必须不断地购买做多保险，才不至于被踢出赌局，因此问题也就不言而喻了：他们从炒作强势股上获得的收益，部分甚至全部被市场定价的做多交易成本消耗殆尽了。

因此，格林斯潘-伯南克期权最终导致自由市场严重变形。在这个案例中，我们看到，它引诱着美国资本主义的伟大传人之一最终在金融上承认彻底的失败。尽管如此，华尔街赌场对惠普等公司趁火打劫的行径早已习以为常了。

## 蓝色巨人：精心设计的股票回购计划

与此相反，IBM庞大的股票回购计划显示，金融工程项目并不总是产生股价立即上涨的效果。尽管如此，它生动反映了美联储泡沫金融机制使得公司可以通过耗费巨额现金“自买”公司股票，促使股价获得至少是暂时性的上涨，从而在市场上制造公司收益强劲增长的假象。

IBM的财报显示，其每股收益从2007年的7美元以每年16%的速度上涨，到了2011年每股收益达到了13美元，但结果并不是像大家所想象的那样——两个数据具有同等的含义。公司实施股票回购计划之后，成功地缩减了22%的总股本，由于美元以百分比两位数的速度贬值，因此

其庞大海外运营的利润被人为地虚增了。IBM的财报同样反映出，其缴付的税率水平下降了12%，在收购交易上的花费高达160亿美元，由于这些资金主要都是用超低利率的长期债务进行融资的，所以交易成本随着时间的推移还会继续上升。

但如果没有这些一次性的财务因素和金融工程交易，其经营业绩不会如此亮丽。根据核心业务收入，按照恒定汇率来计算，如果没有税率和总股本的调整，那么过去5年里，每股收益的年增长率只有5%左右，而不是16%。因此，毋庸置疑，在这一时期IBM公司实际5%的增长速度，无法为股价翻倍上涨提供足够的支撑。

仔细研究之后发现，IBM并非像华尔街炒作投机者所吹嘘的那样浴火重生，成为业绩稳定增长的公司。事实上，它针对华尔街精心设计了股票回购计划。在2011财年之前的5年里，公司花费了670亿美元的巨额资金，进行股票回购，这个数字与公司在这一时期的净收入相当。

通过实施这些庞大的股票回购计划，IBM回购的股票数量大约是5.5亿股，相当于公司15亿流通股的36%。但这些股票没有一直留在公司，大约2/5的股票又重新进入二级市场，主要用于补充管理层的股票期权计划。

不言而喻，在这一点上股市交易员和公司高管层的利益是完全一致的。IBM的流通股被有计划地大幅缩减，使得IBM股票依然成为市场追捧的对象，从而创造出“完美”的上涨曲线。在过去5年里，IBM的股价不断上涨，从每股100美元上涨至200美元。对于套利交易者来说，这真是梦寐以求的事情。

同样，不管他们是否受之有愧，公司高管层都获得了大量一次性的奖励，而他们收到的奖励信封上标注着“一次性低税率”的字样。以前任首席执行官彭明盛为例，在退休后仅仅几周内，他就套现了价值1.1亿美元的股票期权。

这种股票回购的循环操作和给予高管层的股票期权，无疑成为“左翼”分子痛诉资本主义罪恶的典型案列，他们宣称高管与普通工人的收入差距从原先的30：1上升至300：1。但问题的关键不在于近年来这种金融工程是否拉大了收入差距，更向1%的高管层倾斜。毫无疑问，仅仅通过一般数学运算就可以发现这种说法并不成立。

在这个案例中更关键的问题是，以IBM公布的数字来看，巨额的公司股本退出与惠普相似，是否会导致另一个标志性的美国公司最终倒在前进的道路上。在这一点上，相关数据并不乐观。在这5年内，股东分配的总金额（包括股息）高达820亿美元，相当于净收入的122%。同样在这5年内，IBM在资本支出方面的投入比折旧和摊销费用更低，并且以不变美元价值计算的话，IBM在研发方面的投入每年以将近2%的速度递减。这些财务趋势根本无法保证IBM在日趋激烈的全球技术竞争中保持领先优势。

与所有高市值全球性公司一样，IBM的收益不可能因为美联储的泡沫金融而无限增长。从2011年到现在，由于处于美元疲软的周期，公司庞大的欧洲业务产生了巨额收益，而现在欧元的下跌使得在兑换账目欧元收益时产生了汇兑损失，从而给公司的业绩造成了重大负面影响。事实上，由于公司将近2/3的销售额来自海外地区，因此以美元计算的销售额实际上已经出现下降，而且在不确定的未来，这种状况将持续下去。

## 史上最糟糕的收购交易

在许多情况下，无论是对于内部管理层还是华尔街的投机者，金融工程项目总会有不尽如人意的时候。时代华纳与美国在线的糟糕交易就是一个典型案例，两家公司宣布合并的时点正好就在互联网泡沫即将破裂的2000年1月。

不用说，自此之后，两家公司走上了衰落的旅程，美国在线的市值从最高时的2 250亿美元，缩水至仅仅200亿美元。合并后不久，美国在线时代华纳公司就创造了令美国公司叹为观止的纪录，即2002年公司的净亏损高达1 000亿美元。

糟糕的财务表现促使公司不得不实行“分拆”。在与美国在线合并之前的20年里，时代华纳实施了一系列并购，包括书籍、音乐、杂志、有线电视等，甚至还收购了亚特兰大勇士棒球队。现在却把其中与主营业务不大合拍的部分再重新“分拆”出去，相当于美国在线把有冲突的业务再剔除出去。

2006年年初，尽管公司股价已经从最高时的每股228美元下跌至每股65美元，但华尔街的金融工程项目还没有全部完成当时的收购交易。在那时，以卡尔·伊坎牵头的一批投机者迫使公司实施进一步的重组计划，把更多原先收购进来的业务进行分拆，并且对这些出售的资产进行大幅减值处理，从而造成巨额财务损失。因此，在2011财年之前的6年里，时代华纳的累计销售收入达到了2 000亿美元，但其累计的净收益只有50亿美元。然而，尽管净收益的表现如此糟糕，公司还是依照与伊坎之间的金融工程约定，实施了价值260亿美元的股票回购计划。

由于在此期间没有攒够足够的现金收益，时代华纳不得不通过持续缩股的方式为回购计划融资。公司的年收入从2007年的460亿美元下降至2011年的290亿美元，EBITDA从140亿美元下降至70亿美元。尽管这种大规模精简的做法不啻是对过去30年里毫无目的的收购行为进行理性的矫正措施，而且还实施了260亿美元的股票回购计划，但价值不会凭空创造出来，正所谓“种瓜得瓜”。2011年年底，时代华纳的股价只有每股35美元，与2000年格林斯潘泡沫时期的最高点相比，下跌幅度高达85%。

## 《财富》25强实施资本缩减计划

人们经常把时代华纳股价大幅下跌当作证据，指责时代华纳收购美国在线是史上最糟糕的并购交易。毫无疑问，的确如此，但整个庞大的美国在线时代华纳公司得以苟延残喘，也揭露了金融工程的本质，正是这些摇摇晃晃的金融工程才支撑起格林斯潘泡沫时代的虚假繁荣。

随着泡沫时代在2007年进入高潮，财经电视台所报道的似乎都是公司收益非常稳定以及股价创下历史新高等令人感到十分欣喜的新闻，但在繁荣表象之下却是另一番景象。正如下文所述，那些“调整后收益”的报道，过分夸大了这些公司真实的盈利能力。与此同时，美国经济正在遭受猖狂金融工程的掠夺，公司资本被极度缩减，资金一点儿也没有流向生产性投资和增长领域。

十分明显的是，《财富》500强中最大的25家公司都将大把收益消耗殆尽。2007年，它们合计的净收入高达2 420亿美元，但它们只把其

中的15%（约350亿美元）投入自身业务。这部分的再投资也就是指，在现存资产折旧和摊销之后的额外资本支出和其他营运资本。

与此对照，这25家各行各业的龙头公司，如沃尔玛、埃克森美孚、美国国际集团、家得宝、摩根大通、菲利普·莫里斯和美国电话电报公司，却在金融工程和股东分配上投入了将近3 450亿美元。这个惊人的数字相当于这些公司合计净收入的140%。

这两个数字巨大的反差清楚地表明了美国公司在财务安排上的优先次序。这些大公司毫不犹豫地选择用10倍的现金对外进行收购、股票回购或股息派发，却没有在固定资产和营运资本上加大投入，以利于自身业务的发展。

诚然，股东有权分得部分利润，而且《财富》25强的确派发了900亿美元的股息，相当于它们净收入的40%。但错就错在它们耗费了2 500亿美元用于回购股票和并购，这部分的金额相当于扣除股息后净收益的165%以上。显而易见，它们不得不向外借贷1 000亿美元，为股票回购和并购计划融资，难就难在这里。尽管很难相信如此可疑的庞大金融工程项目符合自由市场的标准，但几乎可以肯定的是，理性的高管层和董事会不会把1 000亿美元的借贷资金投入没有把握的事情上。

不公平的税率水平以及美联储所引发的股市投机和超低利率信贷泛滥都产生了严重的后果。股价平均数的上涨似乎暗示着空前繁荣的时代正席卷整个国家，但所有的迹象都表明真正在美国社会播下的却是华尔街鲁莽投机的种子。

## GE搭上疯狂投机的过山车

在过去15年里，美联储“财富效应”的泡沫战略使得一大批贪婪的投机者趁机在股市翻云覆雨，他们在GE的股价上“大肆炒作”便是其中的一个明证。GE股价如过山车般跌宕起伏，与公司沉稳的形象完全不相符。

GE一直保持着精简紧凑的集团管理模式，其多元化的业务不仅占



据国内市场，而且遍及全球各地。公司强劲的收益增长和AAA级的信誉都使它成为巨型蓝筹公司中的翘楚，GE就是严谨、可靠和沉稳的代名词。但在过去20年里，对于普通投资者来说，持有GE股份的风险要比理解公司资产负债表日后事项<sup>[100]</sup>来得更高。

华尔街的分析师时不时地给GE贴上“成长性股票”的标签，但令人惊讶的是事实正好相反，它是名副其实的“毫无成长可言”的股票。当格林斯潘在1996年12月发表非理性繁荣演讲的时候，GE的股价是每股17美元，而在2011年年底，它依然徘徊在每股17美元的水平。

然而，在过去15年股价回归原点，不是真正危险之处。在股价来回猛烈折腾中，GE的股票就像搭上华尔街的“投机过山车”一样，惊险刺激，使得普通投资者晕头转向、不知所措。

在格林斯潘科技泡沫时期的最初4年间，GE的股价从每股17美元上涨至2000年年中的每股60美元。在这4年里，交易商和投机者获得了本垒打全赢的收益。然而，在随后的24个月里，股市从天堂跌落回原地，到2003年年初，GE的股价回落至每股23美元。对于那些兴冲冲刚入市的新手来说，股票价值蒸发掉了60%，当然对于管理严谨、多元化经营的百年老店来说，损失并非如此惨重。

对GE股票进行的下一波炒作正好发生在第二轮格林斯潘泡沫时期，整个炒作周期长达4年。到了2007年9月，GE股价重新上涨到每股42美元的高点，投资者相当于收获了一个二垒打的收益。但随后出现了断崖式的跳水行情，快速而又猛烈。当市场在2009年3月触及底部时，GE的股价只有每股10美元，这意味着GE在第二波过山车行情中损失了75%的股票价值。

目前，GE正进入第三波炒作时期。美联储不仅实施了伯南克期权政策，而且向陷入困境的GE注入300亿美元的救助贷款。这一次，炒作的力度渐衰，到2011年年底，GE的股价勉强回升至每股17美元的水平。这是GE在1996年12月首次突破的临界线。

当然，华尔街之所以出现过山车似的行情，完全是由于在金融体系中可靠的自由市场机制已经失灵。事实上，在自由市场环境中，像GE这样基本收益非常稳定的巨型公司，其股价不可能在10年内连续出现60%和75%的跳水行情。出现这种超常规行情的原因显而易见，每次跳水暴跌前的投机炒作都是美联储引发股市变形的产物。

对于那些职业（和一些当天快进快出）的贪婪投机者来说，格林斯潘-伯南克期权使他们做多机制的成本非常低廉。对于一个甚至连业余股市K线图分析员都不如的普通股民来说，他也明白在这4年连续投机炒作过程中，即使在用“低廉成本”的标普期权控制市场风险之后，交易商也应该很容易使用期权和杠杆斩获丰厚的回报。

每一次波及整个市场的格林斯潘泡沫不堪重负最终破裂时，华尔街的投机者都因为有足够的做多保障而幸免。那些裸奔的股民和刚入市的新手都是通过市场上其他金融机构进行交易，往往惨遭无情的绞杀。

有人辩称，把GE股价第一波上涨部分归因于公司在杰克·韦尔奇领导下所取得的良好业绩，但最主要的原因是，整个市场市盈率倍数出现疯狂和不可持续的暴涨。在20世纪90年代末格林斯潘股市泡沫时期，GE的市盈率被疯狂炒到40倍。

然而，在2001~2003年GE的估值倍数被打回原形之后，下一波股价爆炒绝不可能在自由市场环境中出现。这一波行情就是源于公司不知羞耻、不计后果地实行金融工程项目，由此引发市场更疯狂的投机炒作。参与炒作的人中，有些人有做多保障，而有些人则在裸奔。

毋庸置疑，尽管最后统计计算的结果惨不忍睹，但问题的关键不是1%的投机者搜刮了多少暴利，其他散户遭受了多么惨痛的损失。正如下文所述，问题是这些年里GE频繁实施巨额的金融工程项目，以至于严重削弱了公司未来成长和盈利的能力。

通过对GE 2007年的金融工程项目进行分析，可以大致了解，其对公司未来成长所造成的严重伤害。在那年，这些金融工程项目推动公司股价创下每股42美元的年内新高，根据公司延期向证券交易委员会正式递交的文件，以此计算的估值是每股收益的20倍。即使假定每股收益的数字可以延续下去——事实上并没有，但对于一家集团公司来说，20倍的市盈率绝对是一个离谱的水平。GE旗下业务不仅种类繁多，而且多是传统产业，如白色家电、喷气引擎、塑料、照明用品、发电机组、铁路机车，还包括规模庞大但可能极其不稳定的金融业务。

但GE金融公司并非是一家诚实经营的公司。2007财年里，它所公布的净收入是220亿美元，但它花费了相当庞大的480亿美元拉升公司股价和扩张公司资产。这其中包括250亿美元的股票回购计划和股息、170亿美元的并购交易，并且除把资产折旧费用计入资本支出外，还花费了

80亿美元用于固定资产投资。

并不需要超强的财务知识便可以看出，即使是一家AAA级信誉的公司也不可能长期维持支出是净收入两倍的水平。事实上，18个月之后，GE的净收入下降了50%，公司股价跌破每股10美元的关口，在公司首席执行官的请求下，获得了巨额政府财政援助，来救助处于风雨飘摇之中的GE金融。

实际上，GE在递交的财务报告中已经发出明显警报，高度虚增的每股收益远远不能支撑每股42美元的股价水平。例如，很容易在财报中发现，其金融公司巨额利润没有反映出真实收益，而是包括用不平衡的金融套利操作所产生的收益。用于进行金融套利的高风险、非流动资产大约有6 000亿美元，其中都是用大量债务和超低利率热钱来提供相关融资的。

恰在此时，与格林斯潘泡沫高峰时期所公布的高收益水平相比，GE真正可持续的收益水平不到其一半。例如，在2011年3月之前的2年里，公司平均每股收益只有1美元，而在2007年每股收益曾经达到2.2美元的水平。

因此，按照它后期公布的实际收益计算，公司在2007年泡沫高峰时期的股价估值高达40倍。无独有偶，在2000年互联网泡沫高峰时期，公司的股价估值也在40倍，这种疯狂的估值倍数与2007年的水平完全一致。

## 发了疯似的金融工程

正如GE过山车似的行情所暗示的，货币政策制定者铁定要把股价平均数推升至2000年的水平，从而恢复曾经在互联网泡沫破裂时蒸发的5万亿美元家庭财富。因此，股市上大量出现50%的“收购溢价”，以及不断有公司实施股票回购计划，这些完全符合美联储的想法。

如家庭抵押贷款债务爆发的情况一样，在实施金融工程项目的过程中，公司投入巨资策划、组织和实施，因此公司背负的债务越来越沉

重。对此，美联储依旧漠不关心。随着金融工程项目在商界蓬勃兴起，股价平均数如期上涨，这才是最重要的。最终，股市上涨的目的就是让美国家庭感到越来越富裕，不管是否确实如此，这样才能吸引他们进行更多的消费。

因此，财经电视新闻欢快地重复着华尔街的陈词滥调，宣称公司耗费巨额资金，在纽交所实施股票回购计划和并购交易，表明美国商界领袖对未来发展持非常乐观的态度。但这只能证明，恶性金融工程已经使华尔街通过投机交易、交易费用和金融工程融资攫取了闻所未闻的暴利。以2007年为例，单是全球公司并购的交易费用就高达500亿美元，与此相比，在2002~2004年，并购的交易费用平均每年只有200亿美元。而这只是冰山一角。

毋庸置疑，从2007年起，美联储的会议纪要中都没有对此表示过担忧，似乎显示它根本不在乎美国公司正在通过注入大量现金，以及从资产负债表中抽取更多股权收益的方式，推动股价平均数的上涨。美联储的会议纪要也根本不认为，金融工程交易已经发展到异常泛滥的程度。

以2005年为例，美国公司并购交易的总额高达1万亿美元，这在当时已经创下历史最高纪录。但在2007年第二季度，公司并购交易的年化总额又创下3万亿美元的新纪录。与此同时，支付这些新交易的价格也在飙升。

因此，收购溢价高达60%，与传统的25%~30%的平均水平相比，再次创出新高。同时，收购公司的估值倍数更是高得离谱。传统公司的估值水平一般都在EBITDA的5~6倍，而在2007年年中，收购公司的平均估值倍数疯狂超越EBITDA 11倍的水平。

2007年第二季度，杠杆收购的新交易金额高达8 000亿美元，比几年前的水平高4倍。在第三季度，股票回购计划也创下新高，年化金额高达1万亿美元。而在2004年，当年股票回购的交易金额为3 000亿美元，在当时被认为是相当强劲的增长。

这些金融工程交易合并起来所产生的增长态势完全脱离正常的发展轨道，但国家货币政策制定者一点儿也不为此担忧，因为他们认为这三个领域的变异发展是市场自由意志的体现。

货币政策的最高权威、美联储主席格林斯潘也完全赞同这个观点，

并且把它归入美联储对外政策宣讲的教材。事实上，多年来，格林斯潘一直不惜余力地支持公司并购交易，把它称颂为市场加强对公司控制的有力证据。

格林斯潘解释道，无论是并购、回购还是收购都是自由市场运行的具体体现，它们把资本和其他商业资源转移到能够进行更好利用的公司身上。他宣称，正因如此，这种对公司控制的强大市场力量，赋予美国经济无与伦比的灵活性和自我更新的能力，这是其他发达国家的竞争对手们所不具备的一种活力。

就此而言，格林斯潘的观点在理论上是正确的，但他没有认识到，如果自由市场充斥着宽松货币，而且美联储操控主要金融价格，如利率和股市指数，那么自由市场早就名存实亡了。因此，格林斯潘所想象的理想化金融市场或许曾经存在，但很早以前就消失了。它之所以消亡是由于美联储在1971年之后推行货币超发政策，特别是货币政策制定者采取纵容华尔街的政策，但非常具有讽刺意味的是，这才是格林斯潘长期担任美联储主席给世人留下的印象。

## 变形的证据

格林斯潘眼中的理想化市场实际上是金融变形，这一点在GE的案例上体现得淋漓尽致。GE首席执行官就是权贵资本主义的典型代表，他还在声名显赫的纽约联邦储备银行顾问委员会中担任要职。如果GE首席执行官杰夫·伊梅尔特被问及如何描述公司金融工程狂欢的话，那么其疯狂的程度甚至连美联储都会惊讶得停下货币超发的脚步。

在掌管GE的19年生涯中，韦尔奇和华尔街之间彼此熟稔，创造出金融上的奇迹。GE的规模庞大，业务周期性强，而且全球化经营也面临地域风险，但公司“营业利润”的增长却极其精确，与公司预告的数字完全吻合。

尽管这些单调乏味而又毫无惊喜的增长业绩完全是饼干桶会计<sup>[101]</sup>造假的产物，但在韦尔奇的领导下，这些利润还是用传统价值创造的方式得以实现的，即狂热遵循成本的原则，产品开发上不断创新并实施激



进的市场营销手段。饼干桶会计手段并没有创造利润，只不过把收益在不同季度和年份之间调整，从而使得增长的曲线走得非常平稳。

但自韦尔奇退休之后，GE全面实施更加危险的金融工程项目。从2000年年初到2008年年初，公司总债务余额从4 000亿美元上升至8 000亿美元，其中大部分是用于股票回购计划、公司并购交易以及用难以为继的高价购买营业资产和金融资产。

面对投资者、监管部门甚至评级机构，公司毫不掩饰其举债经营的疯狂行为。根据公司向证券交易委员会递交的财报文件，GE在2007财年中资产负债表增加了1 000亿美元，增长幅度达到19%。但有确凿的证据显示其中的危机。大量债务中只有40亿美元是通过股权融资的方式获得的，而其余810亿美元是新增债务和其他固定负债。

这其中必有蹊跷。GE是AAA级信誉的公司，蓝筹公司中的翘楚，现在却用96%的激进杠杆率进行扩张，并采取扭曲资产负债表的方式，即操纵每股收益不断上升来迎合股市投机炒作的需求。然而，美联储却依然无忧无虑地推行它的繁荣管理模式，人为刺激股价平均数回升至2007年年中的高位，以期用所谓的财富效应的方法实现GDP增长的目标。

## 调整后收益的障眼法

对于这种公然使用金融工程项目操纵收益的行为，“货币政策政治局”采取了高高挂起的态度，因为这与华尔街粉饰美化公司每股收益的手法如出一辙。这种华尔街大肆兜售的财务操作方式被称为“营业收入”或者“调整后收益”，是对公认会计原则进行删减后演化而来的，也就是在向证券交易委员会递交的文件中，删除任何一次性或非重复的项目。

这些调整包括资产减值、商誉减记，特别还有“重组”费用来承担裁员成本，包括支付员工遣散费。不用说，当面临劳动力成本上升而债务成本下降的局面时，由于员工遣散成本不会对收益造成不良影响，即投资者会忽略这种一次性费用，因此公司纷纷采取裁员的措施。

同样，对于公司并购交易出现的高失败率，市场也坦然接受。因为在适当的时候，这些打水漂的投资将会被减记掉，因此其损失不会被计入调整后收益。

简而言之，华尔街对公认会计原则关于收益部分进行有系统的篡改，使得公司财报上的市盈率比实际的要低很多，从而继续维持格林斯潘股市泡沫时期市场依旧“便宜”的美丽神话。因此，在2007年年中，当标普500指数疯狂上涨到历史最高点时，华尔街却向投资者散布平安无事的观点，认为市盈率依然在历史区间内运行。

事实上，在2007年，标普500指数的上市公司共录得7 300亿美元的调整后收益，与此对照，当年平均市值约为13万亿美元。如此计算后的18倍市盈率并非高得离谱，但这个数字是错误的。实际上在那一年，标普500指数的公司按照公认会计原则录得的净收益只有5 870亿美元，比调整后收益低了20%。其中的原因是调整后收益扣除了1 440亿美元的“一次性”费用。所以，按公认会计原则计算的实际市盈率是22倍，对照历史平均水平来看的话，这是相当高的市盈率，尤其是考虑到当时正处在经济周期的高峰。

到2008年，事实的真相开始浮出水面。公司不得不把原先估值过高和无望转亏为盈的资产进行减记处理，这部分减记的资产合计高达3 040亿美元。于是，标普500指数上市公司按照公认会计原则录得的净收益大幅缩水，仅有1 320亿美元。这意味着相对于当年10万亿美元的股市平均市值，市场平均市盈率高达77倍。

毋庸置疑，2008年第四季度发生的金融危机导致巨额股市财富一夜之间付诸东流。冷静下来之后，上市公司按照公认会计原则计算的合法收益，与华尔街篡改后的调整后收益之间的差距，有了相当程度的缩小。但经历了这场洗礼，在2009年和2010年这两年里，上市公司又从华尔街计算的所谓“清白”的标准普尔收益里，扣除了1 000多亿美元的各种费用。

因此，如果把这4年连起来看的话，那么很容易就看穿这个骗局。在这期间，华尔街号称，标普500上市公司公布的累积净收益高达2.42万亿美元。这些公司的首席执行官和首席财务官都被要求签署遵守“萨班斯-奥克斯利法案”的声明，他们并不认同华尔街的数字。上市公司公布的净收益合计达到1.87万亿美元。这两者之间的差距高达5 500亿美元，而且美国会计专业人员坚持认为，这部分企业亏损完全真实可靠，

如果他们不这么做账的话，美国证券监管当局将把他们送入监狱。

在这4年里，标普500指数从高峰到低谷再到复苏，走出了上下震荡回归原点的行情，4年平均股市市值为10.6万亿美元，大约是以公认会计原则计算出来平均收益的23倍。以任何合理标准来衡量，这不仅不“便宜”，而且同样反映出美联储泡沫金融造就了股市的虚假繁荣和变形。

事实上，在2007~2010年，华尔街选择不把5 500亿美元的费用计入上市公司的收益，这其实是对股东价值的侵害。当初上市公司为公司并购交易一直支付超额费用，4年后却进行商誉减记，这就是华尔街在计算收益时所调整的项目。但无论如何，上市公司为此付出的真金白银就付诸东流了。这与企业关闭工厂时减记机器设备等资产，或者商店打烊时减记租约价值等情况完全相同。当公司在裁员时，耗费数百亿美元支付遣散费、医疗保险费和养老金，毫无疑问，这完全就是对股东价值的破坏。

诚然，无论如何，其中一部分费用是用于提高公司营运效率的行为，也就是熊彼特所说的创造性破坏<sup>[102]</sup>机制在起作用。但它们的巨大区别在于，上市公司实施的金融工程项目和被计入公认会计原则利润表的巨额费用根本就不是一次性的费用。相反，自1971年8月之后，逐渐出现了利率压制、美联储期权、猖狂金融投机以及全球重商贸易主义势力抬头等经济过热现象，在这种经济环境中，这些费用成为公司经常性成本的一部分。

由于这些真实成本经常出现，所以应该对投资失败、企业重组和资产清理所造成的经济损失进行恰当的会计处理，进而平摊到每季度和每年的财报里。因此，在2007~2010年这一市场周期内，股价平均数的走势非常能够说明问题。

在这期间，华尔街所计算的标普500上市公司“调整后”净收益，比公司真实会计利润高出惊人的30%。换言之，以调整后收益为基础，时间加权的市盈率已经高达17.6倍。但市场估值实际上是公认会计原则下真实收益的23倍。

这么高的资本化率实在是太荒谬了，因为在这一时期，这些巨型公司经营所依赖的美国国内经济已经陷入增长停滞的困境。同时，这个超高估值水平所依据的收益基础完全是虚增的，是公司通过回购、并购和

收购等金融工程项目，用5万亿美元的公司债务堆砌起来的。

[\[100\]](#) 资产负债表日后事项：资产负债表日至财务报告批准报出日之间发生的有利或不利事项，它包括资产负债表日后调整事项和资产负债表日后非调整事项。——译者注

[\[101\]](#) 饼干桶会计：也称为“饼干桶储备”，是一种会计操作手法，把在景气的年份里赚取的利润储备起来，当遭遇周期性困难，拿出来用于抵消业务亏损。——译者注

[\[102\]](#) 创造性破坏：经济学家熊彼特认为，创造性破坏是资本主义的本质性事实，经济学家所研究的重要问题是资本主义如何创造并进而破坏经济结构，而这种结构的创造和破坏主要不是通过价格竞争而是依靠创新竞争实现的。——译者注

## 第二十三章 美联储被绑架了

在经历了4年半稳步攀升之后，随着房地产和抵押贷款市场的崩溃，股市终于在2007年8月开始出现疲态。看到市场出现抛售迹象，尽管极其微弱，但美联储做出了快速响应，拼命想把股价平均数再次推升上去。匆忙之间，伯南克期权就这样出笼了。

2007年秋，美联储再次实施疯狂降息，这实际上是重演了2001年、1998年和1987年美联储贸然救市的那一幕荒诞剧。正如剧中所呈现的，相对于整体经济和公司业绩的基本面，股市的估值已经被过度推高了。与其让市场为时未晚地进行自我修正，货币政策管理者选择再次利用所有资源展开救市行动，试图遏制股市下跌的趋势。

伯南克领导下的美联储无疑被华尔街绑架了。2007年8月3日，吉姆·克莱默<sup>[103]</sup>在CNBC电视节目中痛骂美联储的那一幕就惟妙惟肖地刻画了这个可悲的事实。对着摄像机镜头，克莱默把美联储官员比作一帮傻瓜：“他们这帮混蛋。他们一窍不通……美联储还在呼呼大睡……我们从事这行已经25年了……这些金融机构即将破产……打开（贴现）窗口吧。”

克莱默在电视节目中暴跳如雷时，他不仅仅是以CNBC节目主持人的身份发表这些言论，他更是华尔街那帮任性暴躁的投机者的代言人。多年来，格林斯潘采取了纵容华尔街的政策，才使得这些投机者在股市呼风唤雨。美联储全然没有认识到，尽管现在克莱默之流已成为市场主流，但他们的所作所为根本就不是市场行为，也与所谓的股票价格发现理论毫无关联。

## 美联储向金融暴徒举旗投降



现在，股票价格发现观点已经成为思想上的谬误。那些金领暴徒占领了华尔街，每天需要不断地服用市场的兴奋剂，才能感到满足。通过克莱默的嘴，这些投机者宣传他们的主张，要求政府采取必要的措施，保证市场投机可以继续全速前进。

如果说在2007年8月之前，他们对此还扭扭捏捏的话，那么此时在电视直播上，他们表述得清晰完整。想不到，美联储被这些投机者的一番咆哮震住了。第二天，聪明的基金经理巴里·里萨兹在他的公告中准确地总结了这条新闻：“我有一个词送给吉姆：道德风险。与我们在格林斯潘宽松政策下所认识到的规律相反，美联储不应该支持市场投机行为，也不应该为单边上涨行情保驾护航。”

但美联储恰恰反其道而行之。在投机者向伊寇斯大楼咆哮几天之后，美联储就削减了贴现利率，紧急叫停了货币市场正常化的行动。11月初，基金利率下降了75个基点，而到2008年1月底又下降了150个基点。2008年5月初，胆小如鼠的美联储已经把对货币市场的管理权拱手让给了华尔街的克莱默之流。尽管美国经济早已经投机泛滥，但美联储再一次向股市增加了2%的货币供应量。

这种救市行动不仅没有任何作用，而且反映出政府货币政策的懦弱，因此它只会进一步鼓励华尔街提出更强烈的救助要求，果不其然，几个月之后，真正的危机如期而至。事实上，2007年8月初，在克莱默痛骂美联储的那一天，标普500指数收盘在1 433点。大盘指数仅仅比10天前市场创下的1 553点历史高位下跌了7%。

10天之内，市场在瞬间创下高点之后出现温和回调，这很难说是华尔街发生危机的信号。即使是在两周后市场继续小幅度下探，在8月15日收盘于1 406点，它依然在2007年1月市场行情的上方运行。

然而8月16日，美联储就举旗投降了，宣布把贴现率下调50个基点。尽管无法自圆其说，但美联储现在已经可怜巴巴地认输了，它准备且愿意听从华尔街交易商和对冲基金投机者的号令。克莱默之流已经在华尔街这个赌场里遭受了“大失所望”的4周煎熬，他们急切需要美联储的现金救助，而且现在就要。

不用说，股票市场对于美联储的投降之举欢呼雀跃，8月17日，道琼斯指数一开盘就上涨了300点。标普首席经济学家毫不迟疑地表示，美联储的行动是向华尔街发出了明确的信号，投机盛宴可以继续下进行下

去。他表示：“这不仅仅是象征性的行动。美联储是在告诉银行，贴现窗口已经重新打开，想要什么就来拿吧。”

银行心领神会，完全遵照执行，因此，投机盛宴得以再延续几个月。到了10月的第2周，市场又上涨了10%，标普500指数再次创下1 565点的历史新高。自那时起，市场再也没能回到这一水平。

美联储向股市注入了货币流动性，并且向投机者发出信号，它会再一次力挺他们的投机行为，这无疑是为了一个转瞬即逝的愚蠢目的，而浪费资源、丢尽脸面。它的确推动市场行情继续往历史高位攀升，但也仅仅在2007年秋维持了短短6周的时间。

## 美联储是如何被绑架的

2007年秋，美联储可悲地屈服于克莱默之流的无耻要求，其根源在于在长达10年的时间里，它姑息纵容华尔街的投机行为。美联储沉迷于“财富效应”的新教义，它对股市的看法就如同一则著名的拉斯韦加斯的广告所言：它不想知道在那儿到底发生了什么。因此，它对正在发生系统化裂变的金融市场变形视而不见。下面部分节选了当年历史的一些典故，反映出美联储最终如何无耻地被财经电视节目的头号小丑所绑架。

货币政策集权管理者所在意的是大盘股价平均数能够继续上涨，使美国人民感觉到更加富裕，从而敢于借贷、敢于消费。它错误地假设，在市场上公开交易的8 000多只股票中所发生的一切都是市场自由发展的结果；如果真要让美联储担忧的话，那也是排在第三位，因为对于它来说，首要的两项任务就是对经济繁荣承担起管理职责，以及对14万亿美元的经济体的日常表现进行指导。

但在股市内所发生的一切真像是噩梦一般。原先在货币工具市场和资本证券市场上通常起相互制约作用的机制，现在已经被美联储的所作所为彻底废除了。美联储的措施包括格林斯潘对策、对利率的严厉打压，以及向政府国债主交易商反复提供大量现金等。

然而，美联储的所作所为导致了严重的后果。由于操纵货币市场利率，导致了套利交易盛行，这是市场失衡的重要原因。而套利交易人为放大了风险资产的出价行情，因此资产价格出现不对称上行趋势。

格林斯潘对策则对这种单边上涨的趋势起到了火上浇油的作用。对于对冲基金投机者来说，这相当于给大盘下行风险上了一个超级便宜的保险。这同样吸引了更多的资金，投机性做多行情出现过度上升。

同时，美联储在管理货币市场利率时，经常出现政策预告的情况，这也进一步加剧了股市不平衡的状况。由于对联邦基金利率实施操纵，在收益率曲线的前端出现意外的风险也就随之消失了。其结果是，在银行间货币市场，交易商用现存证券进行抵押和再抵押的方式，获取了大量新增信贷。换言之，他们用同一抵押物多次获得贷款。

美联储对短期利率的操纵同样造成“影子银行”系统的强劲扩张。正如上文所述，在格林斯潘执掌美联储期间，影子银行规模从2万亿美元扩大至21万亿美元。非银行信贷以几何倍数增长，同样继续推高股票和其他风险资产的“出价”。

对资本损失、意外风险和流动性不足的担忧原本就是自由市场的自然短板。然而，信奉家长式管理风格的格林斯潘为了实施经济繁荣管理，不惜消除这些自然的市场短板。因此，他率领美联储陷入一个周而复始的连环套。马丁的言论正好相反，当年他建议拿走大酒杯，从而增加更多的市场短板。然而，现在大酒杯的酒都已经溢出来了，市场的短板同时也消失了。

在一个日益成为单边上涨的市场里，投机者敢于大胆出价，对出价实施杠杆，然后再出价购买资产。随着时间的推移，出现了日趋严重的、利用不对称的市场行情进行谋利的投机和操纵现象。

“成长型股票”总是受到市场的追捧，因为投机者可以通过炒作公司近期新闻、季度财报和业绩传闻（如“第三方消息渠道核查”）等抬升股价。在进行投机炒作时，由于通常进出的时间只有几周、几个月或几个季度，投机者绝对自信地认为，美联储将会操纵利率，大盘行情一定会上涨。

而诸如收购兼并和股票回购等金融工程项目，更是受到市场的青睐，因为这些项目会导致事件行情的产生。无论是市场传言还是公司澄

清公告，都会快速引发市场反应，吸引各路资金进入炒作。同样，投机者自信美联储将会支撑他们，而进行杠杆交易的投机者感到十分高兴，因为美联储已经用超低利率批发货币的实际行动支持他们的投机炒作。

最终，股市演变成追涨杀跌的赌场，而不是储蓄和投资的场所。由于赌博性股市是由美联储一手孕育产生的，而不是市场的自然结果，所以它是极其不稳定的。这意味着在绝大多数情况下，大部分参与投机的人会从中获利，而对于在华尔街内部运作、掌握内部消息的大型对冲基金来说，它们更是常常赚得盆满钵满。

毋庸置疑，这种炒作几乎胜券在握，并且回报惊人，从而引发更多人的参与，更多人从中获益。随着格林斯潘泡沫逐步膨胀，在1997~2000年和2003~2007年，这么多人对市场的预期几乎演变成华尔街的命令，要求美联储必须保证投机盛宴继续进行下去。最终，华尔街所要求的是一个永远不会结束的盛宴，更具体地反映在它的权利要求上，即股市永远上涨，或者至少美联储不会让市场出现崩溃或下降的趋势。

最终，这种权利意识的股市成为嘈杂的疯人院，充满了莽撞、急躁和贪婪。克莱默把它呈现在世人面前，为它代言。当克莱默咆哮时，美联储却被它所创造出来的巨兽所捕获。现在，由于担心说“不”，美联储又不得不向这头野兽投食。2007年8月17日之后，在伊寇斯大楼里再也不用为政策论证寻找借口，也无须为完善措施而煞费苦心。它们手上仅有的选项就是：超发货币、操纵利率和推升市场。

## 第一轮交易狂潮：“被追逐和被抛弃”交易的崛起

格林斯潘泡沫中极大的讽刺之一就是，曾经信奉自由市场理念的大师却率领着美联储一步步地走上一条不归路，最终臣服于克莱默之流的恐吓。在这个过程中，美联储对股市疯狂的投机行为视而不见，而且明显不予以重视，只是粗暴地认为这是资本主义过于兴旺发展的产物。

然而，到格林斯潘泡沫即将破裂的最后几年里，市场充斥着危险的信号，显示出这不是过于兴旺发展的问题。轮番炒作的动量交易方式、大量资金进入股市、炒作连环公司并购交易，这些都显示出正常的市场

准则已经不起作用了。事实上，公司并购狂潮是对美联储繁荣管理模式的有力批判。

这些因实施并购交易而股价极度活跃的公司更容易遭受股价暴跌的折磨，而这在自由市场环境中，很难把这归咎为偶发性的股市暴跌。但正如次贷狂潮案例所示，美联储的官员无疑都从新闻头条上了解到，公司股价暴跌的情况一再发生，但他们却从不费心把它们联系在一起加以思考和总结。

以美国世界通信公司（世通）为例，它在2001年遭遇股价暴跌。这既是伯尼·埃博斯偏爱实施连环收购所致，也是交易失败后他不顾一切地进行财务造假的结果。在此前几年里，世通为超额支付收购交易背负了沉重的债务，2001年春，当世通宣布减记200亿美元商誉资产时，它不得不搬起石头砸自己的脚。多年来，财经媒体赞扬世通在实施收购交易时敢做敢当，同时也称颂它是打破长途电话市场垄断的先驱，但那一刻，公司股价发生了坍塌，它自始至终是债务缠身的纸牌屋。

那个时代，还有两家电信设备制造商遭遇了市场的暴跌，即北电和朗讯，它们都曾经孕育过一系列公司并购交易。例如，1998年4月至2000年年末，北电所完成的交易项目将近24个，交易价值超过300亿美元。朗讯更胜一筹，在这一时期，它几乎每个月都要完成一个交易项目，在不到3年的时间里，它完成收购交易的总价值高达440亿美元。

然而，在2001年这两个电信设备巨头遭遇股价暴跌之后，这一系列收购交易的价值所剩无几。以朗讯为例，到2002年9月，公司的市值已经大幅缩水至40亿美元。朗讯的前身是具有100多年历史的美国西电公司，因此，即使对公司庞大的资产、客户和技术给予最低的估值，缩水后的市值意味着市场对过去3年里所有收购的交易实际上给予零估值。

同样，北电的市值最高峰时高达4000亿美元，24个月之后股价暴跌，市值缩水至50亿美元左右。此外，朗讯和北电都不是资本市场一闪而过的流星，其资产负债表也没有出现日后披露项目而不得不进行调整的情况，也不是市场中非主流的高价股。它们的前身是大名鼎鼎的贝尔电话公司庞大的电信设备业务部门，曾经在北美市场占据垄断地位，两家公司的合计销售收入高达600亿美元，员工人数大约20万。

作为收购交易的巨兽，两家公司频频登上了财经电视新闻，无论是投行还是华尔街的交易场所，朗讯和北电的名号无处不在。因此，当它



们的股价暴跌时，这显示出股市已经疯了。

然而，在第一轮格林斯潘泡沫时期席卷整个市场的兼并狂潮中，终极经典的案例当属捷迪讯光电收购SDL公司。两家公司在2000年7月10日宣布合并计划，而那时正是科技泡沫狂潮的最高峰。当时捷迪讯光电的市值大约为900亿美元，为收购SDL公司支付了400亿美元。

但兼并后不久，合并后公司的市值急剧下降，甚至引发了罗斯·佩罗著名的评论：“把就业全部吸到南方去了。”<sup>[104]</sup>2002年年初，合并后的市值只有20亿美元，这意味着全盛时期98%的市值全都被抹去了。曾经被大肆宣传为科技行业史上最大的企业并购交易，最终化为乌有。

## 格林斯潘对策和公司并购的变形

第一轮格林斯潘泡沫向人们充分展示了，猖狂金融工程项目所带来的危险。这场空前疯狂的公司并购狂潮不仅为股市末日狂欢提供了充足的动力，而且也正如上文所述，经常产生引人注目的并购灾难。换言之，这些灾难过于荒唐，以至于无法把它们归咎于自由市场环境中普通的商业失败。

事实上，在格林斯潘执掌美联储期间，对华尔街姑息纵容的货币政策已经形成机制，从而造成公司并购产生严重变化。这些传统上是企业经营战略中有限使用的商业工具，现在摇身一变，成为投机金融中屡试不爽的运作机制。它给收购投机者带来大量意外收益，也向被收购公司的高管支付丰厚的退出补偿。而对于收购公司的高管来说，他们获得了一个运作机制，可以打造自己的商业帝国，也可以通过并购获取股票期权和明显的、即使是一次性的收入增长。

这种新型金融化公司并购的另一个特征也非常关键，换言之，它终结了是否存在“市场对公司实施可靠控制”的争论。如世通和朗讯并购案例中所示，在被收购公司中出现非理性的收购溢价、巨额黄金“降落伞”补偿方案、在并购中公然滥用并购会计储备、合并之后股价出现暴跌，这些都显示出公司过度使用收购金融手段，而不是反映出市场上存在大量估值偏低的公司资产。

20世纪90年代末，公司并购经常成为破坏公司价值的手段。公司常常支付巨额的收购溢价，以至于它们很难通过合并后的协同增效实现合理的经营利润。但自由市场无法阻止这种破坏价值的狂潮，因为市场与生俱来的制衡作用已经失效。

正如其他领域所发生的那样，货币扭曲是罪魁祸首。在2000年4月之前的40个月里，美联储在华尔街培育的投机环境，完全可以与20世纪20年代后期兴旺景象相媲美。标普500指数翻了一番，纳斯达克指数更是翻了两番。与此同时，在1998年9月美联储对美国长期资本管理公司进行的救助，明白无误地显示出股市下行的风险已经被格林斯潘对策完全消除了。

毋庸置疑，正是由于这种浮躁的环境，公司很快就不计后果地实施各种荒谬的并购交易。无论是科技、电信、金融等行业的企业，还是进行多元化经营的集团公司，那些致力于打造商业帝国的首席执行官，根本就不担心超额支付收购公司所带来的股价稀释最终会造成公司股价下跌。从收购储备共同资金中收获的短期“会计收益”，将会掩盖公司能否实现每股收益的目标，也会极大地推升市盈率倍数。

由于华尔街认为美联储不会允许市场停摆，所以猖獗金融工程所导致的伤害依然没有浮出水面。自由市场的正常制衡力量也因此失效，恶意并购狂潮却被称赞为自由市场活力的体现。

20世纪90年代末，哥伦比亚大学的马克·索尔教授曾对公司并购进行过广泛调查，其调查发现令人震惊。他发现，65%的大型并购交易破坏股东价值：“按照市场对公司控制的假设，公司收购的市场价值应该是对管理不善甚至假公济私的管理层起到约束作用的机制。很明显这个反面证据让人严重怀疑公司收购的市场价值。”

这是一个非常严肃的观点，因为它无情地褪下了公司并购行善好施的光环。被并购公司通过重组理应提升效率、提高资产利用率和其他协同增效的经济利益，从而给公司带来更大收益。然而，如果收购公司的股东基本上无法从公司并购中获益，那么收购交易只不过凭空产生不义之财而已。

这直接点中了泡沫金融的要害，即公司资产管理中的并购工具已经演变成华尔街投机军团进行寻租交易的理想平台。事实上，在“宣布”收购交易之后，双方股价成为市场炒作博弈的对象，由此收获的不义之财

并非真实资本市场的结果。因此，在1998~2000年牛市最疯狂的时期，华尔街名副其实地成为攫取并购不义之财的风水宝地，而且这一幕在2005~2007年再次上演。

公司大多数并购计划最终失败，实施并购交易的华尔街犬儒主义者却视之为理所当然的事情。但在20世纪90年代末收购狂潮中，随着这种老套现象层出不穷，格林斯潘的理论遭遇挑战，因为按照他的观点，在大多数情况下，自由市场不会一直出错。

对于这种前后矛盾的观点，伊寇斯大楼里的货币政策管理者无法自圆其说，他们甚至不敢承认公司并购的崛起根本不是自由市场活力的体现，而是对公司价值的毁灭。相反，他们赞同并支持市场并购潮流，因为只有不惜一切代价推动股价上涨，才能确保他们采用繁荣管理的模式。

## 丹尼斯·科兹洛夫斯基：泡沫金融的化身

美联储应该为市场出现公司并购狂潮而感到自责，而丹尼斯·科兹洛夫斯基则用事实来印证为什么美联储应该感到羞愧。20世纪90年代，科兹洛夫斯基曾经是华尔街并购交易圈的风云人物，也是泰科国际的创始人。泰科国际是经过一系列并购之后的产物，与它相比，美国在线时代华纳、世通和其他实施并购交易的公司都会感到无地自容。

表面上看，泰科国际的发展历程十分荒谬。例如，在1992~2002年，公司进行了约1 000次并购交易，交易金额高达700亿美元。参与这些交易的有专门从事并购的公司，也有封闭式互惠基金，最终的结果是把来自美国各行业的废弃资产进行混合之后的大杂烩。

经过一番胡乱并购之后，泰科国际公布的销售收入从1997年的70亿美元上升至2001年的340亿美元，每年50%的销售增长并不代表原先管理不善的公司资产在并购后得到了更好和更有效的利用。相反，它体现了泰科国际反复不断地实施金融工程项目，背后却没有足够的商业理由支撑这些并购交易。

事实上，它进行并购的真实目的是想打造一个平台，充分利用美联储一手打造的华尔街投机浪潮。并不是倒霉的科兹洛夫斯基创造了泰科国际，而是华尔街。一帮华尔街的投机者聚集在泰科国际，因为他们相信美联储绝不会让投机盛宴草草结束。

20世纪90年代中期之后，泰科国际的股价的确暴涨，这完全证明了货币政策的变形是格林斯潘股市泡沫的根源。泰科国际恰恰是反互联网企业的典型代表，它只是毫无新意地把传统经营业务拼凑在一起，按照它自己的匡算，每年的增长速度基本上不会超过3%，但它的股价从1994年年初的每股25美元最高飙升至2001年1月的每股250美元。

像其他高科技公司一样，泰科国际的股价上涨了9倍，但其利润却没有以相同的速度增长。真正增长的是泰科国际的估值倍数。在1994年，泰科国际的估值是每股收益的17倍，这对于工业集团公司来说，已经是很高的估值水平，但到了1999年年末，估值倍数疯狂地上涨到67倍。

在那个时刻，对于泰科国际的资产负债表上表现出来的危险信号，股市完全视而不见。例如，在1994~2001年，公司债务从5亿美元增加至430亿美元，意味着在这7年里，其债务负担增加了85倍。毫无疑问，公司商誉从10亿美元扩大至400亿美元，反映出公司长久以来一直超额支付并购交易，与此同时，有形股东主权直线下降，到2001年年底，更是亏损了200亿美元。

科兹洛夫斯基最终以傻瓜的形象告别商界，他从美国最伟大的首席执行官的神坛上快速跌落。财经媒体在匆忙中重新挖掘出他的种种劣迹，科兹洛夫斯基因此被刻画成一个骗子首席执行官：肆意侵占股东的主权为其奢靡生活埋单，如花费6 000美元购买浴帘，耗费200万美元在撒丁岛举办生日宴会，而且请人仿照米开朗琪罗的大卫雕像制作了冰雕作品，只不过冰雕上的大卫洒下来的是苏联红牌伏特加。

但其中真正有罪的是金融市场环境，正是这个环境导致了泰科国际的市值增长到2001年的1 250亿美元。在真实世界中，泰科国际只不过从美国各行各业搜罗到各种废弃零件，重新拼凑成一辆支离破碎的商业列车，而公司首席策划者有勇无谋，无法抗拒诱惑。当然，这种诱惑就是把他塑造成牛市行情的传奇人物，果然，2001年《商业周刊》以他为封面人物，称赞他为美国最激进的首席执行官。

不言而喻，泰科国际的股价很快出现快速猛烈的下跌。到2002年6月，当科兹洛夫斯基被迫离开公司时，公司市值只有250亿美元。在不到6个月的时间里，超过1 000亿美元的公司市值如空气般蒸发得无影无踪。

泰科国际的股价暴涨暴跌的情况在自由市场的环境中不会出现，同样，出现这种情况的原因也不是像媒体发现的那样，科兹洛夫斯基的某些收入津贴没有经过董事会的严格审查。相反，泰科国际是第一轮格林斯潘股市泡沫中的明星，它的突然暴毙敲响了警钟，但市场对此充耳不闻。

## 追涨杀跌的动量交易者

2000年12月之后，美联储疯狂实施降息措施，延长了格林斯潘对策保障，这又引发了另一波金融工程狂潮。在回购、收购和并购三种工程中，无论采取哪种方式，最终目的都是从公司中获取股权收益。在房地产抵押贷款市场，美国家庭从资产增值抵押贷款中套取现金，而且大多数美国中产阶级都从中获取现金收益。与此相反，公司股权退出只是导致社会金字塔最上面的那部分人收获现金收益。因此，金融工程发明了各式各样的公司股权退出机制，从而沦为最富裕阶层套取现金的工具。

最富裕阶层对公司的资产负债表实施掠夺，从而把公司股权退出收益据为己有。到第一轮格林斯潘泡沫即将消失时，美国10%的最富裕家庭拥有80%左右的金融资产，并且通过收购和回购，从这些金融资产中套取了至少80%的现金。事实上，在最富裕阶层中，资产分布并非按比例均分，甚至从资产中套取的意外财富也不是在富裕阶层中平均分配的。在美国10%最富裕阶层中，只有最上面的1%的家庭获得了公司股权退出收益中最大的那部分。

金融资产财富特别集中在最富裕阶层，其原因在于货币通胀悄无声息，反复地造成金融市场变形。美联储一手造成超低利率信贷泛滥，以及对市场的操纵行为，都导致金融资产价格出现无规律、跳跃式增长。与此同时，股市和其他风险资产突然上涨的频率日益增加且程度逐渐加深，这更加剧了金融资产价格出现跨越式上涨。



这些突然上涨的收益通常都是由“事件”驱动的，诸如75%收购溢价、企业宣布巨额股票回购计划，以及在所谓成长股上经常出现的短期股价跳跃式上涨等。对于机敏的交易商，而不是一般投资者，事件行情提供了获取丰厚回报的机会，同时反过来，它又吸引更多投机者参与市场的投机博弈。

在第一轮格林斯潘泡沫时期，这些事件行情最初是从科技行业兴起的，例如思科股票受市场追捧，在短短8个月内公司市值增加了3 500亿美元。同样，英特尔的市值在4个月内增加了2 500亿美元，捷迪讯光电的股价在3个月上涨了2倍，如此种种，不一而足。当然，科技实施IPO更是超大事件。首先是网景，在1995年8月9日，公司股价从每股14美元直接跳跃至78美元，因此，这些技术公司实施IPO，经常会在一天之内产生巨额收益。

而且，对于交易频发的上市公司，如时代华纳、朗讯和安然，如果要实现10倍的股价收益，行情展开需要更长一段时间。虽然如此，它们同样体现出火箭般收益的原则。所以，美联储货币超发政策造成金融资产市场普遍出现剧烈上涨行情，形成了日趋庞大的金融狂潮的弄潮儿一族。

随着时间的推移，弄潮儿一族的规模越发庞大。因此，格林斯潘对策孕育了所有错误的投资渠道和手段，即一大批对冲基金、私募股权机构、高杠杆房地产合伙基金，以及那些在华尔街和靠着华尔街发展的场馆会所，这些地方逐步成为快钱交易的场所。

这些金融机构很乐意宣称自己为“投资”伙伴，但它们从事的是投机交易，并且经常使用各种杠杆手段。它们追逐五花八门的战略和技巧，但万变不离其宗，就是在它们的金融舞台上千方百计地通过寻找内幕消息获取巨额利润。

讲得更清楚一点儿，这里的潜台词并不是说这些快钱交易场所参与了非法交易，如通过被证券交易委员会严令禁止的公司内幕信息等模糊概念进行谋利交易。这里所指的“内幕消息”主要是指合法的内部信息，是那些华尔街聪明的分析师和交易员在追踪每周、每天甚至每小时热门股时掌握的信息。

换言之，股价突然跳涨收获三位数百分比的收益，或者1 000亿美元市值突然蒸发，这些情况在自由市场环境中不会因为基本投资研究报

告出炉而出现。事实上，真正能够导致价格猛烈波动的价值变化信息很难被封锁住，因此也很难毫无征兆地搅动市场。这虽然不是百分百的规律，却是极有可能的意外。

与此对照，在格林斯潘时期，股市一直出现某些上市公司“伤痕累累”或“折戟沉沙”等现象，这些都反映出金融系统已经被信贷膨胀和宽松货币的体系所摧毁和扭曲。最终，导致资产价格要么如闪电似的上涨，要么如热刀切黄油一般的下跌，其最关键的原因是投机者之间的窃窃私语。宽松信贷政策以及为此提供一切条件的美联储则是股市投机的源泉。

## 对冲基金和内幕交易

因此，随着美联储把华尔街转变为投机赌场，内幕人员投机机制和安排得到了巨大的发展。1990年，对冲基金规模只有约1 500亿美元；到20世纪和21世纪之交，它们的规模发展到1万亿美元，而到2007~2008年最高峰时，对冲基金规模更是飙升至3万亿美元。

在这一时期，对冲基金的规模增长了20倍。与此同时，华尔街投行的交易账户发展得更为迅猛，增长了30倍，也扩张至3万亿美元的规模。这两者合计在一起，组成了投机金融的内部交易平台，即快钱交易场所。

而且，在这迅猛增长的快钱交易平台，最有价值的信息并不是被交易证券发行公司的资料，而是关于其他交易商的出价情况。同样，上市公司的资料中最有价值的信息是适合交易的新闻事件，如季度财报和金融工程的动态，而不是驱动长期价值增长的公司发展趋势和战略等基本面的情况。

不用说，对冲基金最不愿意做的事情就是进行套期保值交易，这项交易或许还能在资本主义经济中增加一些附加值。事实上，对冲基金所做的无非是炒作、追涨、拉高和出货。它们安排博弈交易并从中抽取经济租金<sup>[105]</sup>，但对于整体经济来说，这种交易不会产生任何附加值。

通过华尔街的桥梁作用，上市公司的金融工程项目和对冲基金博弈交易之间就完全联系在一起了。华尔街通过其投行部门发起金融工程交易，然后从主交易商操作过程中获取信息和相关交易服务，提供给对冲基金，使其运行得更为顺畅。而整天在华尔街流传的无非就是强大的交易秘籍和各种热门强势股的小道消息。

华尔街投行向上市公司的董事会提供咨询服务，告诉他们何时并以何种规模实施股票回购计划。有鼻子有眼的推测就流传开来。而如果公司实施重大的并购交易，通常都是与那些信誉卓著、华尔街赫赫有名的顾问公司合作，那么更多的消息被泄露出去。

杠杆收购更是以华尔街为中心，因为杠杆收购包含多组收购顾问，同时也会激活必要机制，来承销和组成财团购买垃圾债务和杠杆贷款。因此，在杠杆收购交易过程中，内幕信息就像是用筛子装水一样，必然会泄露出去，甚至在向证券交易委员会提交申请前，就已经传得满城风雨。

毋庸置疑，从各种渠道涌入的市场流动信息视当时的情况，将在内幕人士快钱交易平台刺激买盘和卖盘的神经。这些波动经常会吸引更多买盘和卖盘的加入，从而引发行情势头和跟风炒作。

最终，动量交易充满了爆发的能量，吸引各路对冲基金加入博弈行情，同时加入的还有追涨杀跌的互惠基金经理、零售投机者和程序化交易的量化基金。如此，市场继续制造出新的“伤痕”，而那些突然“折戟”的公司则很快就被抛弃了。

## 投机者在行动

尽管市场上的许多“伤痕”故事非常愚蠢，乃至成为金融行业中被嘲讽的对象，但这些故事的确在某种程度上戏剧化地呈现出资本市场已经变形。自行发展的自由市场绝不会放弃不断推陈出新的热门股票和行业，而在美联储繁荣管理的机制下，这些公司和行业已经开始蓬勃发展。例如，2006~2007年，市场上最可笑的过客就是卡骆驰，它是一家专门生产颜色艳丽、吹塑成型拖鞋的公司。

由于最初这种时尚拖鞋大为流行，销售额直线上升，因此卡骆驰的股价在短短12个月内，从每股14美元上升至70美元。在最高峰时，股价所对应的市盈率高达40倍，这意味着美国每家每户的鞋柜里很快就会塞满这种聚丙烯材料的拖鞋。

但当这种股市神奇暴涨背后的会计假象最终大白于天下时，卡骆驰的股价跌至每股两美元的水平。背后的罪魁祸首是不断膨胀的应收账款和库存，而且很快膨胀到无以复加的地步。

卡骆驰在每季财报中都公布日趋庞大的资产负债表比率，但当追涨炒作的投机者最终理解其中的含义时，悔之已晚。真相是市场上小孩的塑料拖鞋早就滞销了，卡骆驰还在不断地生产和运输的产品最终全部进入公司的库存。

卡骆驰无法消化200天的庞大库存，经销商也“堆满”了滞销的产品而无法给公司回款，这场拙劣的商业游戏早晚会被彻底揭穿。同样，卡骆驰从未因诈骗而被起诉，那么就有充分的理由相信诈骗从来也没有存在过。

事实上，在向证券交易委员会递交的报告中，就已经很清楚地显示出为什么卡骆驰会昙花一现，但股市投机者都完全忽略了这些证据。他们所在乎和关心的数据从来也没有出现在年报和季报中。这些数据全部都是显示股价动量趋势的指数，诸如20天、50天甚至100天的移动平均数，以及与股市大屏幕上显示的图表曲线等类似的数据。

毋庸置疑，卡骆驰并非个案，市场上有数以百计类似卡骆驰的公司。例如，在2007年10月之前的2年里，佳明曾经是被市场热烈追捧的公司。公司股价从每股20美元飙升至120美元，然后在几个月内又重新跌回20美元。虽然佳明生产的移动车载GPS（全球定位系统）导航仪实际上是一款不错的产品，但佳明股价最高时市盈率高达40倍，这与卡骆驰一样，根本就是难以为继的估值水平。

在截至2007年12月的财报中，佳明宣称公司销售增长了100%，这让动量交易者兴奋不已，但毫无疑问，各大汽车公司纷纷加入抢夺导航仪市场的行列，它们在汽车出厂前就安装了原厂导航系统，这使佳明移动导航仪的“二级市场”需求很快开始萎缩。结果，到2008年6月，佳明的销售增长率下降到20%，而到当年年底，销售再次下降。

今天，佳明的销售额只有2007年高峰时的40%。由于汽车公司在大肆宣传新款汽车时都把原厂导航系统作为卖点之一，佳明今天的结局看来早已注定。因此，随着第二轮格林斯潘泡沫即将破裂，很明显股市并没有预料到公司的销售额、收益或者其他业绩表现而做出响应调整，相反，市场只是期待伊寇斯大楼什么时候能够向市场注入更多的流动性。

2008年当泡沫膨胀至极限时，金融系统的大变形使得股市沦为追涨炒作的博弈场。事实上，投机者对类似卡骆驰和佳明给予高估值的愚蠢行为，与他们对住房开发商、抵押贷款经纪公司、房利美和房地美以及华尔街投行给予高估值，其背后的市场逻辑完全是一脉相承。

还有几百家高股价上市公司轮番登上了被炒作和被抛弃的交易舞台，诸如太阳能能源公司、青少年服饰零售商和赌场，为此现象辩护的人总是用同一种答案来搪塞。遇到这些公司股价暴跌，他们总是劝围观者往前走，强调这是动物精神的体现，只不过是偶尔失去控制之后所造成的一点儿破损，仅此而已。

## 对冲基金以及被伤害和被抛弃的规律

华尔街对冲基金是所有投机交易中最不稳定的，因为它利用一切可能使用高杠杆交易。即使是最温和的杠杆交易，即从银行间货币市场和债券回购市场进行融资，其投机力度也足够猛烈。如上文所述，在大多数情况下，对冲基金都进行了套利交易，这不仅可以产生丰厚的差价回报，而且为进一步推高资产价格提供资金保障。

在泡沫时期累积的大量套利资金，在面对强大的金融压力时，也会导致市场出现猛烈逆转。在这种情况下，批发性融资损失殆尽，而资产价格随之一路下跌，直至跌入无人问津的深渊。市场在2000~2003年出现下跌45%以及2008~2009年下跌55%的极端破坏性行情，就是其中生动的例子。

然而，在对冲基金交易中，最猛烈的震荡放大器体现在对期权和场外市场衍生品进行杠杆交易。场内买卖期权当然需要交纳监管保证金，但在追涨炒作的动量交易中，保证金因素起到了加剧市场波动的作用。



在市场上行行情中，由于并不需要交纳额外的保证金，所以期权加剧了标的资产价格的上涨；一旦出现下行行情，它们将会导致交易淤积：价格下跌就需要投机者按1：1的比例交纳额外保证金。显然，动量交易塌陷后，受理保证金的业务员像是在爬杆上涂抹油脂的人。

与场内买卖期权相比，由华尔街交易商一手打造的场外市场衍生品的交易显得更为火爆。由于这种双向交易不受监管，所以对保证金标准没有统一和连贯的要求，保证金管理也不受监管。这就意味着投机者会突然收到大量追加保证金的通知书；它们会加剧爆仓的风险，如同在雷曼兄弟、美国国际集团和美国全球曼氏金融等案例中，大量追加保证金的通知导致这些金融机构突然死亡。另外，这些场外市场的仓位控制也采取了上涨生效期权和下跌失效期权的触发机制，一旦这些生效或失效点位被触及，市场将出现巨大的价格波动。事实上，巴菲特曾经评论过这些金融工具，称它们是“金融市场上的大规模杀伤性武器”，可以刺激杠杆率放大到极致和愚蠢的地步，甚至很难对某些高杠杆率进行实质性的定量分析。

## 另一个神话：投机者为市场提供了流动性

因此，华尔街快钱投机交易到处埋着地雷，一不小心就会触发猛烈震荡。但为此辩护的人却自相矛盾地诡辩道，这些金融恶变的巨型二级市场是推动经济发展的力量。对冲基金和华尔街交易柜台被认为是在替天行道，换言之，它们为市场提供了流动性，而作为回报，只是获得了一小部分交易金额。

他们辩解，那些看上去像翻进翻出和轮流炒作的投机行为只是市场上非主流的现象。喧嚣的二级市场的真正作用是，帮助发行证券的公司更有效地销售证券，同时允许养老基金、保险基金和401（K）投资者方便地进行投资和退出投资。

但正如同伯南克所宣称的“大稳健时代”，真相恰恰是其对立面。美联储繁荣管理机制实际上导致资本市场发生剧烈震荡，而不是增加其流动性。实践证明，如果这些巨型交易所实际上促进了流动性，那么市场的震荡就会慢慢减弱，而不是在振幅和频率上日趋猛烈。高杠杆套利交

易是格林斯潘时期万试万灵和金融解决方案，但在巨大的市场压力之下会突然消失，因此更像是与流动性背道而驰。

与此相反，在市场紧张的情况下，真正的造市者会尽可能减少杠杆的使用，从而能够最大限度地发挥制造旺市的能力。由于做好了应对最坏结果的准备，所以交易商可以充分利用市场循环的部分，在这种情况下，买卖差价最大，它们可以从可操作的仓位上赚取高于平均水平的收益。

正是由于这些原因，在自由市场环境中真正的交易商为市场提供流动性的作用，与使用杠杆、追涨炒作的委托交易商之间根本没有相似之处。除此之外，自由市场会寻求进行资源配置的最有效方法，但现在这些“交易商”拥有数万亿美元对冲基金的资金，却根本无法应对这种市场考验。

因此，可以恰当地推定，存续在金融合伙基金和华尔街投行中的6万亿美元对冲基金，并没有通过辛勤工作挖掘每一“万能美元”的作用。这些资金留在市场里并不是为资产市场带来流动性，而是为了从中赚取差价。

毫无疑问，今天的对冲基金没有在自由市场环境中运作，它们既不是交易商，也不是投资者。它们通过轮番炒作进行投机交易，没有产生任何经济附加值，却吸引了数万亿美元的资金，因为政府和美联储会帮助它们赚得盆满钵满。

超低持权成本和格林斯潘-伯南克期权是这种温室交易业务盈利的基础。它们将会降低正常市场利率下基金组合的成本，也会缓解自由市场环境中维持资产价格的风险成本。一旦没有这些人为的经济刺激，对冲基金来说，如果还有利可图的话，那么高频率翻进翻出的投机交易很难取得丰厚的回报。

## 对冲基金的理论基础

但真正让轮流炒作的投机交易有利可图的是公司的金融工程项目。

它刺激了追涨炒作的动量交易，同时也是向华尔街对冲基金泄露某种内幕信息的地方。事实上，金融工程把凯恩斯曾经描述为“选美比赛”的投资原则，作为对冲基金交易最优先和最重要的原则。

在其1936年著名的宏观经济论之中，这位学识渊博的教授在报纸上讨论，如何从6个女孩的照片中挑出公认为最漂亮的那个。凯恩斯曾经也是在投机领域有点儿名气的人，他的建议是不要从中挑出自己认为最漂亮的那个，甚至不要选大多数人可能喜欢的那个。

他继续分析道：“我们现在找第三个女孩，我们可以发挥聪明才智来预测，大多数人会猜测大多数人会选谁。当然，我相信会有人继续分析，直到找到第四、第五和最后那个女孩。”

毋庸置疑，在凯恩斯关于就业、利率和货币的一般理论中，还有更多类似思维的骗人鬼话。但凯恩斯在1936年写下的关于投机艺术的理论，最贴切地反映出75年之后在已变形的金融市场中对冲基金的交易行为，也正是由于他的理论得到全面的实践，才会出现如此变形的金融市场。

市场先生决定把6万亿美元的资金交给对冲基金，可以说这个金额完全超出了正常理智的范围。但如果知道对冲基金的交易最适合按照凯恩斯的方法论设置金融环境，那么也就理解了这个极其反常的现象。

多亏了美联储，追逐炒作的动量交易成本很低，而且相比普通市场不可预测的下降也相对安全。但个股行情要大幅度波动，才能够帮助投机者按照凯恩斯的方式盈利。对冲交易是根据一般市场交易者会买入何种股票来进行交易，而一般市场交易者则根据上市公司通过合法甚至不合法渠道提供的信息进行“选美判断”。

而且，对冲基金业内，在“凯恩斯选美比赛”中只有判断最机敏的人才能获得成功或者幸存下来。市场资金会不断调整，并最终集中在炒作交易中猜中的对冲基金。也就是说，只有在一般投资者决定购买哪只股票之后，对冲基金才会进行对冲交易。

与此同时，持续犯错的对冲基金很快就缩水了，甚至被彻底清偿。投资者所拥有的季度性退出权则是这个筛选过程中关键的因素，另外，还有一种相当奇怪的“基金中的基金”<sup>[106]</sup>机制也会起到重要的作用。

外界并不十分清楚基金中的基金提供了多少附加值，才能在固定管理费用之外挣得5%的投资利润，但这其中包括它对投机者提供投机建议，即根据对冲基金投机交易的最新结果，建议应该把投机资金投向哪些证券。换言之，它们起到了调度的作用，根据短期对冲交易结果不断调配资金，有时甚至每天或每周进行相关调整，把资金向表现最好的“选美评委”倾斜。

由于相关费用负担很大，因此这种固定调整的机制非常重要。这些费用包括支付给对冲基金20%，5%是基金中的基金扣除的管理费，另外还有2%管理费涵盖其他所有杂项。不言而喻，绝大多数追涨炒作的动量交易必须成功，否则无法消化沉重的费用负担。这也意味着投资者会很快从失败的或者无所作为的基金中退出，并且加入目前在对冲交易中取得骄人战绩的基金。

因此，基金中的基金实际上是动量交易者中的动量交易者。它们的作用像是金融界的礼宾服务员，整天忙于安排高净值的客户和其他大型投资者加入最合适的对冲基金，并且推出基金短期业绩指标评价系统。

综合来讲，这些调整机制是一种强力金融润滑剂：它们清除沉积不动的资金，推动这些资金快速流向获利交易基金。其结果推动任意时期热门股的交易，反过来，它又导致更多追涨杀跌的动量交易，并且继续吸引新的投资者加入追逐上涨的交易。

## 主要经纪商和华尔街金融中的旋转木马游戏

除非上涨行情最终到头并且出现反转，一般来说，跟风者的交易风险很低，因为他们都是通过华尔街投行的主要经纪商进行代理的。主要经纪商的交易柜台会及时通知对冲基金的客户哪些是最热门的基金“热门股票”，而且说来也奇怪，这些热门股很快就吸引了投机者。

诚然，华尔街的主要经纪商也开展合法的服务业务，如保证金贷款、综合报告、交易委托及清算与结算业务。事实上，正是主要经纪商独立的清算功能，才防范了类似麦道夫之流实施自我清算“交易”，这种自我清算实际上并不能视作真正意义上的清算交易。

但华尔街的投行通过相互间的清算，来实现独立交易和清算的功能，而不是像麦道夫内部自我清算的方法。这意味着对冲基金就寄生在每家大银行的内部，并且以其他银行作为自己的主要经纪商。而在银行内部，各业务部门很乐意用无意义的不同名字来彰显它们的个性，如“自营”交易商、“委托”交易商和“对冲”交易商。

例如，现在摩根大通声名狼藉的“伦敦鲸”交易部门，用高盛作为它的主要经纪商。如果相信这两家银行巨兽所维护的无形长城墙，能够阻止有用的交易和仓位信息流传到对冲基金交易圈内，那么人们是过于天真了。

除了越来越依赖热门交易信息外，对冲基金交易圈也需要增量资金，尤其需要低成本贷款资金加大在上涨交易中的投入。在这方面，主要经纪商通过各种变相的部分准备金银行贷款提供大量资金。在这里使用的机制是再抵押，这完全是现代金融的奇迹。

主要经纪商实际上从事的是把二手车再倒卖一次的业务，甚至进行两次或者多次倒卖。当它们为某个对冲基金客户交易买入证券时，它们受客户委托，持有对这些证券的保管权。但在通常情况下，主要经纪商会立刻把这些证券抵押出来，以获得自己的贷款。这其实是用客户财产为自己抵押，把贷款资金的收益全都收入自己囊中。

更准确地说，主要经纪商把这部分贷款再借贷给另一个客户，并且建议这个客户也加入这种交易模式，以获得更多新增资金。结果，第二个客户买入证券后又添加了更多抵押物，从而引发了新一轮再抵押循环。显然，主要经纪商还会第三次出借贷款，并且再次低声向客户提出建议。这就给最初的交易带来了越来越大的上涨动量，而就是通过这种方式，金融火箭发射升空。

因此，毫不奇怪，整个对冲基金行业依然紧紧围绕着这些响当当的主要经纪商，如高盛、摩根士丹利、摩根大通、美林、巴克莱（前身是雷曼兄弟）。事实上，整个华尔街对冲基金圈压根儿就是一根绳上的蚂蚱。

华尔街投行部门为动量交易提供各种金融工程催化剂，而它们的主要经纪商则为对冲基金客户提供清算与结算服务、资金以及内幕信息，包括在华尔街银行内部的自营交易和“对冲”柜台的信息。因此，这种超大型动量交易安排的标志就是它们之间相互近亲繁殖且高速流动，就像



是巨大、波浪形的金融变形虫，而不是传统的独立金融机构所形成的单一市场。

为了这个目的，对冲基金以眼花缭乱的速度进进出出，反映出来的高流动性是其他行业难以企及的。以2010年为例，总共出现过935家新对冲基金，而在2009年，被清算的对冲基金超过1 000家。这些对冲基金都使用主要经纪商的同一套后勤办公系统，由于它们从事着高流动性的交易业务，因此与传统银行证券业的特征格格不入：华尔街的交易部门经常摇身一变成为独立的对冲基金，而老牌的对冲基金经常又诞生新的子基金，子基金又诞生孙基金。这种制造、融资和复制成功动量交易的演变能力，无论怎么夸张都不为过，并且已经产生了数万亿美元永久动量追逐资本。

约翰·保尔森是大名鼎鼎的交易员，曾经大量做空次贷市场。由他管理的对冲基金展示出相同的手法，用追逐动量交易的热钱完全掌控了华尔街的投机赌场。保尔森的传奇印证了一条不变的真理，即对冲基金就是靠着无情的再分配法则赚得盆满钵满。

## 炙手可热的交易员走向陨落

在其职业生涯的大部分时间里，保尔森是一位沉稳而机敏的交易员，他熟练地管理着一个中等规模的对冲基金，专门从事并购套利交易。然而，在2005~2006年，他偶然发现了迄今为止“最大的套利交易”：做空次贷。在随后几年里，这项交易不仅给他带来巨额的投资回报，也为他在华尔街树立了不朽的丰碑。在此期间，他所管理基金的年回报率超过300%。

随后流向保尔森旗下几个对冲基金的增量资金瞬间达到惊人的程度，即使是按照现在华尔街的标准来看也是如此，保尔森的资产管理规模一瞬间从40亿美元增加至400亿美元。新增资金实在太多，而且他所从事的动量交易在时机把握上非常奏效，因此，在2006~2010年，保尔森从基金利润中分得的个人收益为将近150亿美元，这个数字甚至比2001年最大对冲基金旗下的资产管理规模还大。这无疑让他再次声名鹊起。

但这些日益膨胀的对冲基金只会在意基金经理最近的表现。保尔森的对冲基金快速缩水就是一个具有代表性的例子。2012年年初，他旗下的基金投资者成批逃离，基金规模只剩200亿美元。

保尔森潮起潮落的故事令人唏嘘不已，但这不是自由资本主义成功与失败的写照，也不是一个投资者对自己才能过度自信的寓言剧。相反，这显示了金融市场的大变形已经渗入整个体系，为恣意妄为的投机行为提供了巨大的获利空间，而这是在自由市场环境中永远不会发生的。

在一个还没有被国家摧毁的自由市场环境中，尤其是如果美联储放弃货币超发和对华尔街姑息纵容的政策，那么就不可能出现抵押贷款毫无忌惮地发展，房地产价格也不会因此疯狂上涨。因此，也就不可能对房地产价格下跌和不良住宅贷款实施“大量做空”的投机操作。

但市场就是为保尔森提供了这种千载难逢的机会，使他收获了几十亿美元的意外财富，也吸引了几十亿美元的资金加入追逐动量交易的对冲基金。而且，由于从抵押贷款市场崩溃中收获了暴利，所以规模暴涨之后，保尔森旗下的对冲基金依然在锱铢必较的狭小空间内寻找投机机会，依靠高度投机的所谓理论，动用几百亿美元的资金进行博弈。很快，这种投机思路遭遇了惨败。

例如，2009年年初之后，保尔森猜测美国经济将遭遇通胀，因此他大量做多黄金、银行、住宅开发商和其他受益行业。尽管保尔森并不擅长宏观经济理论，但他偶然发现了一本破旧的弗里德曼货币量化理论的书。因此，当伯南克在2008~2009年秋冬开启货币超发的机器后，保尔森随之投下了他的赌注。

几十年来，曾有些默默无闻的经济学家试图按照弗里德曼错误的货币理论预测经济的走向，都以失败告终。但这一次，保尔森投入高达300亿美元的资金，想要证明弗里德曼货币供应的增长等式。当通胀并未如期而至时，保尔森的对冲基金遭受巨大损失：2011年年底，基金亏损高达45%。

为美联储实施破坏资本市场政策摇旗呐喊的人，看到数百亿美元的资金在保尔森旗下的基金中快速进出时，并没有把这看作金融市场出现严重混乱的迹象。的确，在美联储的眼中，保尔森就是对冲基金业中敢于第一个吃螃蟹的人，一个想击打出界外全垒打却想不到在本垒上被三

击出局的交易员。

但真相往往就在反面。正是美联储的错误政策释放了金融市场猛烈投机的能量，对冲基金才能在动量交易中大胆博弈。保尔森只是那个最耀眼的实践者而已。

## 对冲基金：各路资金为1%的利润轮番炒作

描述大型对冲基金资金池的关键词是“反复无常”。在自由市场环境中，基金储户通常会起到执行金融准则的作用，在选择基金时，他们完全依据经验丰富的基金经理是否有着勤奋、严谨和稳定的从业记录。按照定义，在自由市场环境中，传统的基金储户选择推迟消费，并且克制消费冲动，因此他们会谨慎挑选投资基金，希望能够为他们带来长期稳定和可靠的回报，而不是期待一夜暴富。

美联储的繁荣管理模式已经导致传统储户阶层完全消失。自格林斯潘对长期资本管理公司实施救助以来，14年间美联储一直实施利率打压政策，这已经导致在扣除通胀因素之后，6月期定期存款的利率实际为0。这相当直白地告诉人们，美联储的政策就是“不要把钱存放在任何可以流动的金融工具上”。

美联储昧着良心对传统储户进行打击，这是极其不正当的行为，因为这种政策主要对中产阶级造成伤害，而非富裕阶层。大多数中产阶级在这种政策的阻止下完全放弃了银行储蓄这一金融工具，美国家庭储蓄率的数据就清楚地反映出这个凄凉的现状。更糟糕的是，1998年9月之后，美联储的政策导致了股市和房地产市场接连产生泡沫，出于绝望或贪婪，或者两者兼而有之，美国家庭被引诱进入投机市场。这种做法最终导致他们遭受重大损失。

与此同时，美联储实施的利率打压政策却使得美国最富裕家庭的储蓄和投资习惯发生了根本性的改变。与中产阶级的那些倒霉的储户不同，富裕阶层拥有一条安全通道。真是不明白，监管政策制定者为什么要规定承担金融风险的门槛是500万美元的流动资产净值。于是，只要对冲基金不吸收少于500万美元净值的投机者，就可以避免受到证券交

易委员会的监管。

在证券交易委员会成立后的几十年里，人们根本不关心这种金融风险工具的门槛，因为富裕阶层不会有事没事地折腾他们的储蓄存款。1953~1971年，扣除通胀因素之后，银行存款的年平均收益为2%；扣除通胀因素后，企业债券的年收益是3%；而对于股权投资，扣除通胀因素后，包括股息在内的年收益是5%。

与此对照，一夜暴富的发生概率非常低。正如前文所述，像伊寇斯和马丁这样的人，根本就不认为投机冲动会有什么市场价值。

但当格林斯潘领导下的美联储拉开泡沫金融时代的序幕之后，情况就发生了翻天覆地的变化。富裕阶层没有实现令人敬畏的金融财富，因为他们相信“温柔的人有福了，因为他们必承受地土”<sup>[107]</sup>。因此，当他们被赶出传统固定收益的安全港之后，他们积极主动地组建“家庭办公室”，并且聘请专业人员寻求其他投资途径，以期扭转负收益的局面。

与此同时，金融市场杠杆和动量交易的崛起极大地提高了在风险资产市场中收获意外财富的概率。由于美联储实施的政策有意推升风险资产价格，所以进行投机，特别是“逢低买入”的投机行为，就成为一件合乎情理的事情。

对于那些机敏的投机者，他们经常快人一步，敏锐地嗅到美联储的下一步货币政策举措，因此获得了特别丰厚的回报。他们能够在投机市场中追逐不断变化的高价股，同时，又依赖格林斯潘-伯南克期权给他们的投机交易上保险，以避免大盘行情出现意外下跌的情况。

讽刺的是美联储从来也没有认识到，格林斯潘对策对金融市场造成的可怕伤害，而长期资本管理公司事件就非常明显地体现了其可怕的程度。造成长期资本管理公司出现危机的直接原因是，梅里韦瑟自以为天衣无缝的下跌保险机制失效了，无法有效地保护其投机交易。在这个案例中，他们几乎在所有固定收益和货币头寸等投资组合上进行“做多”投机，因此，下行的风险就是以美国国债收益率为具体体现的“基准”利率出现大幅上升。

基准利率的上升将导致长期资本管理公司围绕收益率进行投机的交易出现巨大损失。因此，保险的机制就是做空美国国债市场，这样的话，如果美联储实施紧缩政策导致全球利率上升，长期资本管理公司将



从国债价格下跌中获得收益。通过这种方法，在做空国债上的收益将会抵消在投机交易上做多所造成的损失。

在之前20年里，对于梅里韦瑟来说，下跌保险十分奏效。但在1998年8月，当出现俄罗斯违约之后，一切都改变了。俄罗斯的违约引发了全球资金猛烈流向更加安全的美国国债产品，这种资金流动的速度和规模都是史无前例的。长期资本管理公司的交易模型曾经获得过诺贝尔奖，但其模型交易的历史数据中根本无法找到类似的情况。事实上，这是格林斯潘时代第一次“无风险”大恐慌。它暴露出长期资本管理公司所谓先进的金融投资模型，只不过是全球金融行业中一个让人嘲笑错误而已。

长期资本管理公司的基金在投机交易上做多，被从风险资产转移而来的巨额资金无情痛击。与此同时，在美国国债上做空，结果却不能给予意外保障，而是一个被延迟的噩梦。国债价格并没有如期下跌，却残酷地上涨。全球出现购买美国国债的狂潮，无疑给长期资本管理公司长久以来做空国债造成了巨大损失。因此，仅仅在几天之内，长期资本管理公司的保险计划就吞噬了基金的全部资产，残酷的结局无情到来。

这个著名的金融故事所揭示的真相是，对于投资组合保险的真实成本，梅里韦瑟的认识一直是错误的，即这个成本远远超过了他多年来投机交易所获得的巨额利润。

做空美国国债的真实成本很高，平时就好像是躲藏在金融市场的草丛中，无影无踪，却突然凭空出现并猛烈上涨，出现了“肥尾效应”。因此，在20多年进行投机交易的过程中，梅里韦瑟有能力获得超低价格的投资组合保险，使他极具天赋的交易团队误以为并不需要保留足够的损失储备金，却不曾想到某一天突然产生肥尾成本。事实上，如果天堂里无所不知的会计能够把肥尾损失的成本按比例每个季度计入财报的话，那么原本非常亮丽的历史收益率曲线将会反弹回中间值。

因此，当年长期资本管理公司所取得的辉煌只不过是拜运气所赐。1996年12月，当格林斯潘为“非理性繁荣”而烦恼时，以及1998年8月，当风险和杠杆交易都发展到极其危险的程度时，它都及时和准确地发出了警报。更关键的是，它彰显出超低价格的下跌保险机制，在遭遇大盘意外跳水的行情时出现的燃烧效应<sup>[108]</sup>。

由于长期资本管理公司没能为下跌保险预留足够的储备金，它遭遇



了突然死亡的危险。但对于由长期资本管理公司造成的中等程度市场风暴，美联储的解决方案就是把它的下跌保险机制以几乎零成本扩展至整个华尔街的投机交易。格林斯潘对策实际上已经成为明确的承诺，因此被投机者当作近乎神圣的誓言：从今往后，美联储就是他们最大的后台。

变形后的股市立刻就变得更加致命，并且最终发展到极具破坏性的阶段。现在，由对冲基金所聚集起来的投机资金激增，在进行投机交易时越发不计后果，更加坚定地、不惜任何代价来维护格林斯潘对策的荣耀。

## 这时凯恩斯是正确的

20世纪末，由美联储政策导致的金融资产膨胀带来的后果，与凯恩斯在他著名的1919年论文中对《凡尔赛和约》的警告一模一样。当年放任货币贬值的后果与当今美联储的政策毫无二致。在离开英国财政部发表临别赠言时，年轻时更睿智的凯恩斯指出了这种危险：“随着通胀周期的开始，财富创造的过程退化为一场赌博和一张彩票。”

于是，随着格林斯潘领导下的美联储继续推行极端货币通胀政策，对于富裕阶层来说，透过证券交易委员会的监管漏洞，把他们的资产托付给对冲基金进行动量交易的快枪手和投机者，这无疑是极其理智的行为。一开始，富裕阶层的投资者还比较稳健，然后在1998年9月美联储举旗投降，并且在2000年12月开始疯狂降息之后，他们突然加快了步伐，从而放弃了讲究控制和准则的传统。相反，他们把数万亿美元的资金通过各种渠道流向近期业绩表现最好的对冲基金。

经济法则告诉我们，当某样东西的供应和价格都上涨时，那一定存在同样上涨的需求。因此，一旦格林斯潘对策明确到位，富裕阶层的投资者带着所有资金不停地寻找心仪的对冲基金。

1990年，市场上大约有1 000家对冲基金，但所管理的资产规模只有1 500亿美元。经历了20年泡沫经济的发展，对冲基金的数量暴涨至10 000家，资产管理规模超过6万亿美元（隐藏在华尔街投行内的对冲

基金也包括在内)。

恰在此时，占据着快钱交易场所的交易员马不停蹄地挤压和动摇着金融市场。与之前其他金融势力不同，他们有能力发动一次几十亿美元的市场攻击，直至出现金融悬崖。现在毋庸置疑，对冲基金使用群狼战术的能量足以摧毁自由市场的信号机制和纪律机制。

因此，格林斯潘对策释放出华尔街的复仇女神。对冲基金成帮结伙，打一枪换一个地方，在13万亿美元收购、回购和并购的金融工程项目推动下，疯狂实施投机掠夺。

如互联网泡沫一样，第二轮格林斯潘泡沫是如此巨大，日益增加的债务是如此沉重，投机交易是如此鲁莽，以至于它迟早会不堪重负而轰然倒塌。当然，当它破裂时，格林斯潘也早就逃离了伊寇斯大楼。但他的党羽和共犯还在那里，当2007年8月纸牌屋开始倒塌的时候，他们瞬间呆住了。

这时，来自投机者的咆哮响彻了整个伊寇斯大楼。不久之后，美联储就被一群暴躁的克莱默之流绑架了。现在，金融变形将呈现出更加致命和更具破坏力的狰狞面目，因为伯南克期权诞生了。

[103] 吉姆·克莱默：美国CNBC财经电视节目《疯狂金钱》的主持人。——译者注

[104] “把就业全部吸到南方去了”：是罗斯·佩罗在参加美国总统大选时对《北美自由贸易协议》的批评，后来引申为担心就业岗位被竞争对手地区或国家吸引过去的情况。——译者注

[105] 经济租金：从要素的所有收入中减去那部分不会影响要素总供给的那部分要素收入，它类似于生产者剩余，等于要素收入和其机会成本之间的差额。——译者注

[106] 基金中的基金：一种专门投资于其他证券投资基金的基金。这种基金并不直接投资股票或债券，其投资范围仅限于其他基金，通过持有其他证券投资基金间接持有股票、债券等证券资产。——译者注

[107] 此句出自《圣经·马太福音》。——译者注

[108] 燃烧效应：市场恐慌情绪快速蔓延的现象。——译者注

## 第二十四章 赤裸裸的掠夺

金融工程为投机资金进行疯狂炒作提供了动力。大型对冲基金可以动用巨额资金在瞬间进行投机，因此靠着金融工程变得越发庞大。金融工程源源不断地制造行情事件，诸如并购、收购和回购的传言和公告，造成股价脱离公司的基本面震荡，从而为投机者带来意外收益。

对冲基金的快闪族整天聚集在金融工程交易上，必定会获得稳定回报，否则这些投机基金很快就会偃旗息鼓。因此，在格林斯潘泡沫时期，公司股权退出是推动股市投机活动继续维持下去的关键收益。

然而，对于高达几万亿美元的公司股权退出，商业企业的自由现金流根本不足以满足这部分融资需求，因此，不得不向信贷市场借贷，为并购、回购和收购的金融工程项目融资。在这个过程中，美国公司的大量股权收益遭遇赤裸裸的掠夺，而掠夺这些收益的主要就是1%的最富裕群体，他们是对冲基金资金最主要的提供者。

### 对冲基金和公司股权退出的大洗牌

公司股权退出导致商业企业的资产负债表出现严重恶化的后果。1996年12月，当格林斯潘对非理性繁荣发出警告时，商业企业的债务余额为4.4万亿美元。2008年年底，当金融市场出现崩溃之后，商业企业的债务余额几乎增长了两倍，达到了11.4万亿美元。

从宏观经济的视角来看，这7万亿美元的债务增长来得真不是时候。面对来自重商主义国家的廉价商品和服务，商业企业需要尽可能降低债务成本，同时把自由现金流更多地用于生产性资产的投资。

然而，由于必须按期偿还金融工程交易的借票，公司发展计划全都成了泡影。为了到2008年完成13万亿美元金融工程交易的融资任务，公司进行了大量的借贷。这就导致商业企业的杠杆率上升了1/3：1996年，债务与固定和营运资产的比例为44%；而到了2008年，这个比例超过了60%。

金融危机之后，华尔街不遗余力地宣称公司的金融状况得到了很大的改善，但与这种都市谣言相反，公司的债务杠杆率直到2011年年底依然维持在60%。2008年9月之前的10年里，对公司股权退出收益进行疯狂掠夺，严重造成美国公司的资产负债表出现永久的创伤。

这种重大伤害是不可能在自由市场中发生的。与此相反，如果国内储蓄出现严重短缺，将会导致利率大幅度上升，以达到均衡市场的目的。一旦债务价格急剧攀升，商业借贷就会下降，但相反，进入21世纪之后，公司纷纷加入债务狂欢的行列。

因此，在互联网泡沫破裂之后，出现数万亿美元的金融工程和公司股权退出，罪魁祸首就是美联储。它在慌忙之间推出了宽松货币政策，这导致了金融市场出现一波强劲的借贷和投机狂潮，而这又导致美国商业企业中数万亿债务流向了华尔街金融赌场。2002~2007年，对冲基金的资产管理规模每年都以将近4 000亿美元的幅度增长。

在这5年间，隐藏在背后、对公司现金的掠夺行为达到了登峰造极的地步。企业每年的股票回购金额增长了5倍，从1 000亿美元上升至6 000亿美元。公司兼并收购的金额翻了两番，从每年的4 000亿美元增加到1.6万亿美元。而在金融工程交易中增长最快的无疑是杠杆收购交易，其交易金额从2002年的600亿美元，在2006~2007年最高峰时上升至6 000亿美元。

## 对冲基金如何获取现金收益

在公司兼并收购中，除了15%的交易是以股权对换之外，其余都是现金支付交易。随着现金进入股东账户，流动性极高的对冲基金则通过这些交易的内幕信息收获了更高比例的收益。在股价开始上涨之前，这

些热钱就已经埋伏在交易股票中，而至于他们是如何先知先觉的，这早就是公开的秘密。

臭名昭著的拉杰·拉贾拉特南就是通过非法的途径获得这些信息的。他曾经是帆船对冲基金的创办人，而目前则是美国政府的“客人”<sup>[109]</sup>。在某天早晨的例会之前，他收到了一封来自高盛常务董事的邮件，邮件中有两个词：“tiddie biddies”。毫无疑问，这封邮件极大地帮助了拉贾拉特南，他随后做出了极其精准的入市交易，并且由此获取了极高的回报。

诚然，在交易商、银行家和对冲基金经理之间的联系网络中，通过邮件散发市场信息，如市场预感、有根据的推论、可靠消息来源、名家观点、很有可能发生的事件、预测局势可能的变化，甚至是“直觉”，这都没有违背法律规定。这些都是华尔街每天的例行公事，在一个可靠的市场中，这相当于从事“价格发现”的高尚事业。

但由于泡沫金融所带来的市场变形，华尔街不再是一个可靠的市场。华尔街耗费大量额外费用，用来支付与交易相关的信息，而不是上市公司的基本面信息。因此，价格发现的高尚事业就沦落为争夺交易内幕的高风险信息战，诸如股价变动传言、事件、公告等类似“tiddie biddies”的内幕信息。

毫无疑问，在自由市场环境中，股价的上涨通常比较缓慢，因为它如实反映了企业生产率提高的基本过程，而且市场通常用资本回报、技术创新理念的不断进步来衡量这个过程。如果希望通过这种方式对市场发展做出判断，那么华尔街的银行家和交易者就得静下心来，认真做好公司基本面的分析和研究，而不是整天忙于搜集“tiddie biddies”之类的内幕信息。

## 错乱的杠杆金融

在互联网不景气时期，公司通过杠杆贷款市场筹集金融工程项目的必要资金，由于存在隐形“风险”，所以杠杆贷款市场萎靡不振，行将就木。但当美联储把利率打压至空前超低水平时，杠杆金融市场真正开始



爆发了。

高杠杆银行贷款和垃圾债券的年度发行规模增加了1万亿美元，实现了跳跃式增长，从2002年的3 500亿美元增加到2007年的1.35万亿美元。因此，可用于杠杆收购和杠杆资本重组的资金翻了两番。在此6年间，总共发行了4.5万亿美元的所谓高收益债券，这个惊人的数字超过了原先所有高收益债券的总和。

而且，高风险债券在数量上的增长只是故事的一面，另一方面，其质量更是严重退化。杠杆贷款的风险通常用贷款利率与LIBOR之差来衡量，风险越大，利差越大。例如，LIBOR与杠杆银行贷款利率的利差从375个基点下降到175个基点，表明高杠杆贷款借款人向出借人支付的风险损失补偿几乎为零。

同样，按照被称作“简化契约”的委婉说法，垃圾债券几乎取消了对借款人的传统限制，从而使垃圾债券成为另一类金融突变产品。按照标准债券契约，除非债券支付已获保障，否则公司不能用现金给处于资产结构底层的普通股股东支付股息。但按照简化契约，私募股权基金出资人可以从公司收获大量不当现金股息，而债券持有人颗粒无收。

其隐含的违约风险急剧上升，按照平均交易倍数来衡量，违约风险从现金流的7倍上升至约11倍。而且，在接近最高风险杠杆贷款狂潮时，越来越多的垃圾债券沦为“转换”债券品种。也就是说，如果借款人无法用现金偿还贷款，他可以向出借人再发行更多的债券，换言之，他可以借新贷款支付利息，就像“负摊销”住宅抵押贷款一样。

然而，在这一时期，能够反映出贷款质量严重退化的终极指标，无疑是杠杆“股息资本重组”的出现和崛起。实施杠杆收购的公司可以在负债累累的情况下继续发行新债券，但新借贷款全都没有用于公司经营或资本支出。

相反，用资本结构最底层的股权主权交换得来的新增贷款资金，被公司当作股息支付给实施杠杆收购的私募基金出资人。通过这种方式，私募基金出资人可以全部收回它们最初的投资资本，甚至在最初收购交易完成后几个月内实现盈利，这远早于公司开始支付任何早期债券。

在第二轮格林斯潘泡沫时期（2003~2007年），杠杆股息资本重组完全超越了原先的发展速度，实现了惊人的爆发式增长。在这一时期，

支付的总额超过了1 000亿美元，与此对照，20世纪90年代末每年支付的金额不超过10亿美元。由于私募基金出资人通常有权获得20%的利润，因此，按此计算，几十家收购基金的老板和相关负责人就把200亿美元的现金股息收入囊中。

但真正的问题不是这些私募老板如此贪婪，而是这种方法完全是不计后果的做法。大多数股息资本重组的交易都是通过刚刚完成的杠杆收购来实施的，有些杠杆收购还没有来得及拿到第一次半年期息票支付，就开始进行股息资本重组交易。

因此，狂热的杠杆贷款市场才是真正的元凶。投资者不加选择地抛弃所有高收益债券，却为了可能最糟糕的原因。随着2003~2007年格林斯潘泡沫进一步膨胀，基金经理开始相信美联储真的已经实现了大稳健，也就是说经济衰退或多或少已经被击退了。

尽管难以置信，这种市场判断却导致垃圾债券的定价出现巨大错误。垃圾债券的高收益是源于它们与生俱来的股权风险，其中最大的风险曾经是现金流可能遭受的巨大损失，以及商业周期性衰退所引发的违约率上升。

现在，垃圾债券的风险降低了，甚至被完全消除了，因此，高收益债券经理开始觉得它好像财政国债一样，会带来丰厚的收益，因此开始大量买入垃圾债券。由于市场对新债券趋之若鹜，以至于华尔街债券发行商几乎是乞求私募基金出资人尽快实施“股息资本重组”，从而让他们可以有新产品满足客户的需求。

这是美联储泡沫金融导致鲁莽投机泛滥的另一个迹象。在我17年的私募经历中，我从未见识过私募基金出资人，当他们有利可图时，无论何时何地，他们会忸怩作态、故作矜持。但大多数私募机构觉得最谨慎的做法应该是尽快脱离险境，即支付债券和降低杠杆率，很少有私募出资人旧债未还再添新债，更不用说是在一分股息也没有收回的情况下。即使是在第一轮格林斯潘泡沫时期（1997~2000年），股息资本重组也很少出现，每年的金额平均只有17亿美元。

与此对照，在第二轮格林斯潘泡沫时期，每年股息资本重组的金额飙升至250亿美元。垃圾债券和杠杆贷款不仅成本低廉，而且供应丰富，整个金融市场充满了极其乐观的情绪，以至于大型杠杆收购机构也开始违背自己制定的投资规则。事实上，债务缠身的几十家公司早已不

堪重负，现在又要进行1 000亿美元的股息资本重组，这不仅违背了历经考验的投资规则，而且已经是近乎群体性神经错乱的现象。

杠杆股息支付的崛起揭示了美国1%最富裕群体是如何从公司股权退出中套取现金的。更加重要的是，它也让整个自产自销的泡沫金融网暴露在光天化日之下，而正是美联储的货币政策，造成资产价格的泡沫越吹越大。

在这种情况下，股市在2000~2001年暴跌，而随之而来的中度经济衰退导致过度杠杆金融突然停滞。因此，高收益债券的二级市场也开始塌陷，新增贷款数量急剧下降，而杠杆收购交易陷入低潮。

金融市场试图自救，事实上也是完全如此。杠杆贷款的违约率从1997~1999年占贷款余额2%的平均水平，在2001~2002年上升至10%。违约率上升又导致投资者对垃圾债券的兴趣大幅下降，因此，在1998~2000年，垃圾债券的发行量下降了60%多。事实上，由于收购公司的现金流出现了极高比例的杠杆率，曾经在20世纪90年代末盛极一时的杠杆收购交易面临被市场淘汰的危险。

但美联储拒绝了金融市场实施自我修复的计划，这不会是美联储对市场最后的干预行动。2003年6月，联邦基金利率被打压至1%的超低水平，对垃圾债券市场产生了惊人的影响，与格林斯潘下令打压利率时的预期完全相反。

从2002年年中至2004年年中，在这24个月间，垃圾债券的利率从10%下跌至6%以下。由于债券价格的走势与收益率完全相反，所以垃圾债券的价值一路飙升，投机者在曾经极其“廉价”的债券上大发横财。事实上，仅仅在几个月内，曾经是频频违约的债券丑小鸭，突然之间成为人见人爱的美丽天鹅。

投机者大发横财并非因为他们对美国经济的未来走向未卜先知，也不是因为他们对当时市场上几百种中等规模的公司垃圾债券有着超人的“百里挑一”的才能。相反，在2003~2004年，杠杆债务市场出现了出乎意料的复苏行情，而正是投机者完全猜对了格林斯潘不愿得罪华尔街的想法，才在债券投机上收获数百亿美元。

随之，这导致了华尔街的债券发行机构开始推销新的资产债券，其创新程度让原先垃圾债券的设计者都自叹不如。当然，投机者赚取暴利

并非取之有道，因为按整个债券周期计算，垃圾债券的风险丝毫没有下降，或者说价值更高。但美联储的利率打压政策使得这些账面收益转化为真金白银的利润，这再一次反映了市场价格信号机制失效的可怕后果。

而且，在2007年之前的3年里，风险信贷的需求强劲反弹，高杠杆贷款和债券新增了将近3万亿美元，其结果是“稀释后的错觉”。垃圾债券的违约率下降，主要是计算的基数扩大所致，即作为分母的债券在扩大，而不是作为分子的违约数在缩小。

因此，到第二轮格林斯潘-伯南克泡沫即将破裂时，总杠杆债务余额比2001~2002年高出将近3倍。与此同时，美国经济在信贷刺激下出现短期扩张，使得新发的垃圾债券市场表现相当不错。由于这个计算上出现的正面结果，市场监测显示违约率大幅下降，到2007年跌至0.6%的水平。

然而，这个数据极其荒谬且难以为继，令人对垃圾债券的风险产生错觉，因为它暗示着美联储可以永久地推动股市上涨，在信贷刺激下继续推动GDP的增长。但在2001~2002年，美联储遏止了垃圾债券市场进行自我清理的苗头，从而使杠杆金融走出低谷，重新进入上升周期。

## 大稳健刺激债券生态圈

2006~2007年，当金融泡沫进入最后膨胀期，垃圾债券的收益率大约为7%，与此同时，违约率几乎可以忽略不计。这无疑导致大量贪婪资金进入垃圾债券市场，这是证券化银行贷款市场高速扩张的结果。

这其中就有贷款抵押债券——另一个泡沫金融所产生的神奇产品，同样出自制造债务抵押债券等有毒证券的金融机构。但在这个产品上，华尔街交易商出售给市场上贪婪投资者的债券，实际上是由金融产品“零售门店”发行的产品。它们上面的控股公司所经营的全都是杠杆收购的垃圾贷款，而不是次贷。

金融工程的生态圈又继续向外延伸：杠杆收购现在依靠银行贷款融

资，而银行发放贷款的资金却是用贷款抵押债券进行融资。而这还不是杠杆循环的终点。那些经营贷款抵押债券的“零售门店”也经常使用杠杆扩大收益。因此，在整个循环系统中，真正有价值的股权在金融泡沫的阴影下越陷越深。

在2006~2007年发展到鼎盛时，债务不断循环的贷款抵押债券市场以每年1 000亿美元是速度高速扩张，与此相比，之前7年间市场增长的最快速度也不足每年50亿美元。因此，美联储用高额的债务注入金融系统，来盲目追求资产价值上涨。

恰在此时，与当年次贷发展初期的低违约率相比，2007年垃圾债券的超低违约率更加难以为继。到2009年，垃圾债券的违约率重新上升至10%以上，标志着自1990年以来的第三次垃圾债券市场崩溃已经到来。

于是，投资者和交易商急忙撤离杠杆贷款市场，其逃离的速度比他们当年蜂拥而至的速度还快。垃圾债券的发行数量比最高峰时减少了85%，贷款抵押债券市场更彻底地消失了。

悬崖跳水式的结局可以说是意料之中。在市场疯狂时，许多机构发行垃圾债券纯粹是为了还本付息，根本没有足够的现金流应对经济大规模衰退的情况。因此，美联储金融压制政策所导致的大规模杠杆收购债务注定会出现这种结局。

然而，由于风险资产市场暂时受到大稳健神话的麻痹，杠杆金融泡沫还在苟延残喘，直到2008年华尔街金融风暴前夕。如果正如伯南克所宣称的那样，美联储确实消除了美国经济出现急剧下行的意外风险，那么应该可以推断出杠杆收购交易者还会把杠杆率推升至更高的水平。这是通过计算机软件很容易计算出的结果：经济衰退的消失明白无误地表明，杠杆业务的现金流应该不会枯竭。

这也意味着，由于市场对经济衰退引发违约的预期降低，垃圾债券与无风险国债之间的利差也将缩小。因此，垃圾债券市场把美联储大稳健的论调解读为，这像是在为现金流托底、为违约率戴帽设限。更乐观的是，由于许多垃圾债券已经具有可以“转换”的特性，所以它们不会违约，它们只需在它们的债务上再增加一张新债券即可。

如果用这种方式降低甚至消灭债券违约率，那么投资垃圾债券就可以获取巨额的回报。毋庸置疑，杠杆贷款市场变得肆无忌惮起来，想当



然地认为美联储在推动经济增长和控制风险成本方面无所不能。在2007年，将近2/3的新发垃圾债券都是所谓的简化契约品种，而这又是煤矿里的另一只金丝雀，显示出危机即将到来。

债券契约的目的是维护债券持有人的利益，锁定公司资产负债表上用于杠杆收购的现金流。因此，一旦这种保护条款可以被删除，就意味着投资者看中债券的高收益，并不是期望用借款人的现金保证投资人可以全身而退。相反，投资人早就料到债券到期后借款人根本无法用现金赎回债券，借款人一定会进行再融资。换言之，投资人不会从债券发行人身上拿回现金，而是从庞氏骗局中的下一个投机者身上收回投资。

同样，大型杠杆收购的购买价格上涨到现金流的10倍以上，与此对照，在2001~2002年，当市场曾经想解决杠杆金融泡沫过度膨胀的问题时，购买价格只是现金流的6.5倍。这的确向市场开启了绿灯，允许发行各种高风险信贷产品。这些产品中包括第二留置权贷款，这实际上就是把杠杆收购公司的应收账款和库存进行二次抵押。

## 私募股权的繁荣

2005~2007年，由于杠杆金融源源不断出现，金融工程交易市场异常火爆，从而导致市场出现反馈环效应。由于收购、回购和并购等金融工程项目在债务刺激下快速扩张，标普500指数上涨至1 500点，再次创出历史新高。股市的繁荣随之又促进了私募股权交易机构，通过二级市场上市或并购拍卖销售的方式，进一步发展私募股权的“退出”交易机制。而通过这些“退出”交易和股息资本重组，私募基金出资人又可以把大量现金投资回报支付给养老基金和保险公司等机构投资者。

毋庸置疑，投资者收回巨额现金回报，又推动市场进入再次循环。2003年，机构投资者在新增私募股权交易上承诺的投资金额只有300亿美元，但这个数字开始猛烈增长，2005年上升到1 600亿美元，2006年上升到2 000亿美元，2007年继续上升至3 000亿美元。2007年的金额如此之大，以至于从1983年吉布森贺卡公司第一次成功进行私募股权交易到1999年，所有私募股权的金额都比不上2007年一年的投资金额。

私募股权年投资金额在短短几年内增长至原来的10倍，因此几乎无法再用语言形容这数字背后所隐藏的疯狂投机行为。2004~2008年，新增私募股权投资合计金额高达1万亿美元，从数量等级上看，这完全可以说空前绝后，这也正是杠杆金融交易发展的顶点。按现行杠杆比率，杠杆收购的资产负债表中必须包括20%~30%的股权出资，因此，1万亿美元的新增私募股权可以为3万亿~5万亿美元的杠杆收购和资本重组提供融资。毋庸置疑，这显示出在金融工程交易市场已经出现了空前猖獗的投机狂潮。

当然，在杠杆收购发展的第一个20年里，对于通常每笔交易只有2亿~4亿美元规模的“中间市场”来说，完全不可能承受如此大规模的投机资金。因此，超大型杠杆收购时代拉开了序幕，但随之出现的100亿~500亿美元规模的交易，很难反映出公司最初实施杠杆收购时的管理模式和发展思路。

## 附带主权和巨兽型杠杆收购

这些超大型杠杆收购纯粹是杠杆投机钻营的行为。它们的崛起是由于私募基金出资人不会让他们账上大量的投资资金“睡大觉”，一定会寻找投机目标。私募股权投资的经济学原理十分强大。

例如，在5年的股权持有期间，如按照行业最低的每年20%投资回报率来计算，1万亿美元的新增资本可以为私募股权基金带来约1.5万亿美元的利润。随之，以20%的“附带主权”比例进行利润分配的话，归属于私募基金机构的普通合伙人的利润高达3 000亿美元。不言而喻，这种回报是惊人的，尽管这只是理论上的数字，但它完全反映出推动私募股权基金进行杠杆收购真正强大的动力。

事实上，在私募股权上所承诺的大量资金中，80%都是用于几十家大型公司所进行的杠杆收购交易。这也就意味着这3 000亿美元的附带主权，可能分配给几十位高级合伙人和几百位项目负责人。正是美联储的政策导致了金融市场变形，才为这些少数人提供了获取巨额投机收益的机会。这在金融史上绝对是前所未有的现象。

与互联网泡沫不同，这次金融变形是超大型杠杆收购的恶性发展。即使是粗略审阅相关资料也很容易得出结论，这些大规模收购交易根本就没有合理目的，它们只是想在商业企业中实施公然掠夺的行为，并且把抢夺来的现金回流给对冲基金和私募股权基金——它们占据着美国金融化经济的核心。

## 掠夺黄页服务商

在杠杆收购市场，交易规模呈现数量级增长的、一马当先的是电话黄页公司Dex Media。2003年，它以75亿美元的价格成功进行了杠杆收购交易。由于公司销售收入只有16亿美元，而且公司所提供的黄页服务在互联网时代日趋没落，所以将近5倍于销售收入的交易价格无疑令人瞠目结舌。

这同样预示着即将来临的投机狂潮。仅仅几个月之后，由凯雷集团牵头的私募股权出资人通过增加债务的方式套取了10亿美元的股息，这对于已经背负了60亿美元债务的Dex Media来说无疑是雪上加霜。但由于美联储把利率打压至1%的超低水平，并且延续推升股市的政策，所以增加这点儿债务对于市场来说，可以说是沧海一粟。

事实上，在2004年年中，Dex Media成功在二级市场上市，除了杠杆收购债务之外，公司估值为30亿美元，与最初的估值水平相当。因此，在相同条件下进行比较，IPO时的估值是私募股权出资人15个月之前15亿美元股权投资的两倍。

这个传奇故事更好地诠释了如何尽快实现一夜暴富。随着格林斯潘泡沫在2005年积聚起更强势力，那些在华盛顿掌管凯雷的内部人士或许向格林斯潘赠送过一箱香槟酒，以表谢意。当年10月，凯雷把Dex Media出售给另外一家黄页服务商——受人尊敬的当纳利父子公司，交易价格为43亿美元，另加上所有杠杆收购和股息重组的债务。

整个投资交易周期前后只有40个月，但债务累积的速度是惊人的。在实施杠杆收购时，公司债务为60亿美元。后续为快速套取股息现金又背负新的债务，然后又采取高杠杆经营，实际上是被公开上市的杠杆收

购公司所兼并。因此，在实施杠杆收购之后，公司实际债务已经高达110亿美元。

对于公司和接盘者来说，债务不断堆积。与此同时，私募股权出资人则通过公司股权退出机制获取了惊人的收益。在它们入主黄页服务业务的短时期内，它们收入囊中的除了从Dex Media掠夺的50多亿美元股息外，还有并购交易之后出售当纳利股份所获得的收益。

尽管在这个过程中没有创造任何明显的价值，但它们依然取得了原始投资3.3倍的收益。在公司的基本面上，分散在各地的黄页服务销售收入和EBITDA都继续下降，这反映出凯雷和其他私募出资人在帮助Dex Media拓展电话簿黄页服务方面不仅无所作为，甚至可以说毫无进展。

但一个无可争辩的事实是，当凯雷集团和其他私募出资人在持股之后，华盛顿把资本和股息利得税降低至15%的历史最低水平。因此，凯雷和其他投资者在赚取几十亿美元意外收益时，他们还享受了几乎免税的优惠待遇。

这个私募股权的案例同样明显体现了当时正处在巅峰时期的投机潮流，即这项交易更像是经济学意义上的欺诈性转让——如果在法律上不能如此认定的话。的确如此，交易背后的商业现实是凯雷从中收获了绝大多数现金收益，而无论是当初凯雷入主Dex Media，还是与当纳利进行超高杠杆兼并交易，从一开始，这两项交易便注定会走向失败。

在Dex Media和当纳利合并之后，两家公司合计销售收入为28亿美元，营业收入为11亿美元，但债务负担超过了110亿美元。即使在进行杠杆收购之前被称为“现金牛”的公司，无论怎么苦心经营，也不可能在整个商业周期内维持11倍的杠杆率。

到2006年1月，当合并交易完成之后，黄页服务已经是明日黄花。黄页服务的销售收入和现金流被谷歌搜索服务无情地蚕食殆尽。

更糟的是，由于Dex Media规模是当纳利的两倍，而且当初进行杠杆收购时已经把成本结构削减至极致，所以合并之后没有产生任何神奇的“协同增效”效益。同时，备考营业毛利率已经高达40%，没有任何迹象表明在这一行业内这么高的毛利率还有提升的空间。

经过多年惨淡经营，并且试图实现从纸质黄页向互联网转型，几乎每家黄页服务公司最终都陷入破产境地。当纳利也没能逃脱这个命运，但在2005~2008年，那些出资人曾经相信能够改变这种命运，这完全是在他们身上出现了金融狂躁的表象。

这种彻底停止怀疑的做法与10年前杠杆收购行业内的想法大相径庭。当时整个行业一年的杠杆收购交易金额都比当纳利的债务要少。在那个更加淡定的年代，我在黑石的同事认为，任何试图把传统业务延伸到互联网的商业构想都不应考虑。这种商业模式不仅被认为是垂死挣扎的表现，而且避免涉足这种商业模式的另一个原因是，格林斯潘还没有在非理性繁荣问题上向华尔街投降，并且主流的投资者认为美联储还没有消除周期性的商业衰退。

简而言之，如果一个夕阳产业已债台高筑，那么它根本就不可能再有立足之地，这正是黄页电话服务进入21世纪之后面临的窘境。毫无疑问，这是一个行将就木的行业，但投资者现在却相信商业出现周期性下行的风险是一个可以忽略的小概率。因此，由于出现了经济大稳健，在黄页业务彻底消耗完现金之前，5年期和10年期的贷款还有还款保障。

于是，当纳利110亿美元的债务以平价交易，公司股价在合并后的一年内上涨了25%。由于公司已经是电话黄页服务领域的百年老店，所以无论是债券还是股权的投机者，他们显然都认为当纳利拥有基业长青的秘籍。可惜它根本没有，在日益萎缩的电话簿市场，它唯一拥有的是岌岌可危的广告经营权。

另外，它还拥有一本可以销售广告的电话簿，而这完全依赖于汽车经销商、保龄球馆和其他60多万家公司是否愿意和有能力购买黄页广告。仅仅根据当时的现实就可以判断，当纳利的好日子已经走到尽头了。

然而，疯狂的牛市根本没有注意到这些。公司备考盈利为每股2.25美元，市场给出的定价却是每股78美元，这意味着尽管分布广泛的300多个本地电话簿经营业务在5年内没有取得任何实质性的增长，但市场依然给予净收入35倍的估值。这真是“无畏的希望”<sup>[110]</sup>，它出现在奥巴马发明这个词汇之前，也出现在美联储的泡沫经济还未最终破灭之前。

结果，在经济衰退时期，黄页电话簿上的商业广告业务量出现严重下滑，这导致公司现金流急剧减少。公司资产负债表的毁灭过程是快速



而又利落：当纳利在2009年6月递交破产前重组计划时，公司市值已经损失了50亿美元，并且被迫减记60亿美元债务。

因此，在杠杆交易的4年间，Dex Media和当纳利打造了一个价值110亿美元的企业，然而，当股权主权消失且债券价值损失一半时，庞大的市值最终成为海市蜃楼。在这期间，私募股权操盘手，以及在当纳利股价跳水之前成功出逃的投机者，从中获得了60多亿美元的意外收益。这里就留下了公司股权退出的烙印。在自由市场环境中，这些行将就木的黄页服务商根本就不可能被杠杆收购。

## 投机狂潮汹涌而来

Dex Media与当纳利的传奇故事并非孤例，而是跟随的榜样，它引领了一系列超大型杠杆收购和超高杠杆交易，形成了第二轮格林斯潘泡沫金融的核心内容。事实上，正是这些巨额债务融资交易的出现，才使得股市和其他风险资产在泡沫膨胀的最后阶段上升至疯狂的高度。

在超大型杠杆收购狂潮中，如果美联储不曾孕育出脆弱的信贷经济，也就不会连续出现被收购公司债台高筑的现象。因此，全面兴盛的超大型杠杆收购更像是由国家资助的欺诈性转让骗局。从这些被收购公司的资产负债表上，投机者通过公司股权退出机制抽逃出数千亿美元的资金，然后转移给经济社会中最富裕的群体。但杠杆收购融资给公司带来了巨额债务，使其在未来经济变局中不可避免地走向最终破产。

正因为如此，在自由市场环境中，几乎没有一宗超大型杠杆收购交易禁得起市场的检验，在第二十五章中会有更详细的叙述。它们是美联储对债务和风险的市场均衡价格进行严厉打压所导致的结果。

至于超大型杠杆收购狂潮的强度和速度，我已经无法用语言来形容，但通过观察2005年年初至2008年春发生的30宗大型杠杆收购交易，我们可以感受到它们所带来的巨大冲击。每一宗交易看上去都要比前一宗更大，但它们的命运完全相同：最终的结局都是在破产的边缘挣扎，主动实施公司重组，或者像财务僵尸一般苟且偷生，直到今天依然承受着累累债务。

其中最大一宗的交易金额将近500亿美元，平均的交易规模在170亿美元左右。这30宗交易的平均规模十分惊人，因为除了1989年雷诺兹-纳贝斯克收购交易外，没有一宗杠杆收购交易超过这个平均水平。而且，所有30宗交易的累计金额高达5 000亿美元，而在此期间，杠杆收购交易合计金额共1.1万亿美元，可见，这30宗超大型交易的金额就占了将近一半。

在超大型杠杆收购交易中，有两个数据具体体现了其中存在的巨大金融混乱。首先，私募出资人投入的增量资金大约为1 150亿美元，占交易公司全部股权的25%左右。与此同时，原股东在交易完成时所拿到的股权转让金高达3 750亿美元。公司股权退出机制像被打兴奋剂一样高效运转。其中大部分资金又重新流回华尔街的对冲基金，再次寻找下一个投机项目。

其次，为了向巨额公司股权退出计划提供融资，这30家实施杠杆收购的公司在资产负债表上又增加了3 750亿美元的债务，这个债务数字是公司实施杠杆收购前累积债务的4倍。但正如下文所述，其中绝大多数公司明显不具备实施杠杆收购的理想条件，几乎所有公司都把未来的现金流进行了大幅度正向调整。

其结果是，5~7年之后，这些债务没有按照传统杠杆收购模式获得清偿。30家公司中将近半数已经进入破产清算程序或主动实施公司重组。其余大部分公司沦为财务僵尸公司，在2009~2012年美联储第三轮金融泡沫时期，它们通过“延期和粉饰”等再融资方式，推迟偿还到期债务。

现在遗留下来的是高达4 000亿美元的债务，因此，当经济出现衰退或者这些公司不堪重负时，它们终将轰然倒塌。

## 第一波超大型杠杆收购浪潮

在第一波浪潮中，首先出现的是2005年3月发生的玩具反斗城收购交易，交易金额为70亿美元，自此之后，交易金额扶摇直上。紧接着的是不动产特许经营商Realogy，交易金额为90亿美元；西班牙语传播公

司Univision，交易金额为120亿美元；赫兹公司，交易金额为150亿美元；飞思卡尔半导体公司，交易金额为180亿美元。这5家企业都在2006年年底之前完成杠杆收购交易，但当初都不具备实施杠杆收购的条件，现在或者陷入停滞状态，或者自那时起就一直是财务僵尸公司。

这5家公司的合计市值为620亿美元，其中450亿美元是公司通过新发垃圾债券和银行杠杆贷款获得的融资。在实施杠杆交易之前，这些公司的债务合计只有50亿美元，这个事实有力地说明了它们为什么不适合实施杠杆收购。传统上，这些公司的经营模式是尽可能避免使用杠杆，但现在公司债务却增加了9倍。

例如，玩具反斗城当时正陷入与沃尔玛抢夺市场份额的敌意竞争中，根本无力承担用有限的现金流支付沉重债务还款的压力。同样，在周期性十分明显的半导体行业，飞思卡尔纯粹是参与大宗商品交易的公司，因此一直被排除在杠杆收购交易之外。

这些交易也如实地反映出，超大型杠杆收购是如何从公司股权账户中抽取巨额的股权退出资金，并把这些资金注入金融市场。私募股权出资人在这些超级交易中投入了170亿美元的资本金，但当这5宗交易完成之后，他们套取的现金高达570亿美元，并且将这些资金作为股权转让收益，重新流入金融市场。正在上演的是公司股权退出的一幕大戏。

## 步步陷入困境

公司完成交易后就一直在困境中挣扎，明显反映出当年这些收购交易本身就是丧失理智的行为。玩具反斗城是其中具有代表性的公司。2005年年初，公司就已经褪去了往昔成功的光环，同样数量门店的销售额出现了危险的下降。2004年，公司销售已经下降了将近4%，与2001年的水平相比，更是下降了将近10%。这反映出沃尔玛强势进军玩具市场，把玩具反斗城从雄霸玩具行业25年的龙头地位给拉了下来。

沃尔玛成功地做到了这一点。当玩具反斗城进行收购交易时，沃尔玛的市场份额已经上升至25%，远远领先玩具反斗城16%的市场份额。实际上，沃尔玛已经证明，试图用杠杆收购的方式与之竞争将是十分危

险的。曾经是大型玩具零售业第二大公司的KB玩具公司，在之前几年也被贝恩资本推上杠杆收购的金融列车，但到了2004年年初，公司已经完全陷入破产困境。

但各公司很明显进入亢奋状态，它们不仅忽视市场竞争的现状，而且把交易价格推升至危险的程度，这无疑是雪上加霜。贝恩资本和KKR集团根本没有讨价还价，直接赢得竞卖，支付的交易价格相当于营业收入（税息前收益）的22倍。他们出此高价的理由十分明显，如果把折旧费用剔除的话，那么交易价格仅相当于EBITDA的10倍。

在杠杆收购行业内，这种计算买入价格倍数的方法相当普遍。但在某些情况下，公司必须把每一分折旧费用都用于资本支出，只有这样，才能在市场的激烈竞争中生存下来。而现在公司正面临这种情况，正在与沃尔玛进行殊死搏斗，吸引举棋不定的消费者光顾自己的门店，因此公司绝不能节省折旧费用。

更糟的是，玩具反斗城在2004财年所获得的6.6亿美元EBITDA全部都是在第四季度实现的。因此，即使是按照这种收益来衡量，玩具反斗城在实施杠杆收购时也选择了错误的时机，正好是脱离最糟糕时期后的圣诞季。

当交易完成后，公司债务上升至54亿美元，相当于EBITDA的8倍。再往前10年，即使是激进的杠杆收购机构，即使杠杆率降低一半，它们也不敢对一家即将被沃尔玛大鳄吞没的公司实施杠杆收购，部分原因是高收益债务市场无法为此提供融资。

最终，无论是时间还是“神奇”的私募股权管理，都无法治愈公司奇高无比的债务率造成的严重缺陷。2011财年结束时，玩具反斗城的债务依然维持在52亿美元的高水平，其杠杆率依然超过EBITDA 5倍。这是公司遭受重创之后又一个糟糕圣诞季。

事实上，玩具反斗城正是2005~2008年超级杠杆收购所产生的财务僵尸中的典型代表。公司实施了杠杆收购，但其债务却从5亿美元快速上升至55亿美元，其中有50亿美元的资金是通过公司股权退出机制套取的，并且流向了华尔街。

但在这之后，公司陷入苦苦挣扎的困境，门店销售疲软，公司战略失效，完全受困于杠杆收购所带来的沉重债务，根本无法缓解。公司不

得不借新债进行融资，债务还款计划一再被推迟。因此，公司正经历着新一轮的衰退，或许在亚马逊或沃尔玛的新一轮攻击下彻底倒下。

## 违背投资原则的事故现场

飞思卡尔的故事更加悲惨。黑石主导了这宗176亿美元的交易。在1999年之前的12年里，我一直是黑石的合伙人之一，因此清楚地知道，作为一家谨慎小心、重视投资原则的私募公司，决不可能进行这笔金额高得如此离谱的交易。在过去那段时期，我们曾经避开周期性行业，尤其是那些技术和研发成分很高的公司，因为，一旦市场出现新的取代技术，这些公司的销售将遭遇大幅下滑。同样，由于东亚国家具有廉价劳动力、政府补贴和汇率钉住等竞争优势，所以那些与东亚国家公司竞争的公司也不在黑石考虑实施杠杆收购的名单中。

到了2006年，黑石明显屈从于当时的市场投机狂潮，摒弃了绝大多数传统的投资准则。半导体行业具有明显的行业周期性，由于销售构成的特点，这种周期性在飞思卡尔身上表现得尤其明显。公司销售中近45%完全来自于周期性的汽车市场，另外1/3的销售来自于原先的母公司——摩托罗拉，而摩托罗拉已经在手机市场上远远落后于竞争对手。因此，公司的销售基础非常脆弱，而且它们的销售也不像表面上那么可靠。

飞思卡尔为了保持竞争优势，跟上技术发展的潮流，每年需要投入12亿美元的资金，相当于销售额的20%，用于技术研发。这就意味着即使短期收入大幅下滑，研发费用在很大程度上是固定不变的。另外，在飞思卡尔所专注的领域，日本公司和以三星为首的韩国公司，正在市场上展开激烈的竞争。

大型杠杆收购机构组成了两个对垒的阵营，2006年秋正好是泡沫金融接近疯狂颠覆的时候，双方发动了一场竞买战。最终，黑石和它最重要的合作伙伴——TBG集团和凯雷，战胜了KKR和同样具有悠久历史的合作伙伴，但最终价格完全超出了任何理性估算，实在荒唐。尽管飞思卡尔完全不具备杠杆收购的条件，黑石还是开出了176亿美元的竞买价，这相当于该公司2006年9.5亿美元营业收益的19倍。



按照私募出资人一厢情愿的构想，他们是以EBITDA计算倍数，而不是按营业收益计算，其结果“还”是一个较低的两位数，但这不是一个由前提条件推断出来的结论。在面对像西门子、三星、东芝或高通等公司的激烈竞争时，没有一家公司会提出节省资本支出，换言之，它会要求获得每一分折旧费用。因此，这个交易金额的倍数是按照公司在行业周期高峰时的财务数据进行疯狂估算之后的结果。

事实上，这体现出前所未有的超高水位线，绝对如此。飞思卡尔在2006年的销售额是64亿美元，但在2007年就下跌了10%，而且这是在经济衰退还未开始之前，公司销售就已经开始下降。之后，销售一路走低，直到2009年跌至35亿美元的谷底。飞思卡尔的销售出现下跌45%的灾难性后果，正是我们在20世纪90年代的黑石投资委员会会议上极力避免的恐怖场景。

我们所担心的正是这类公司在短期内出现“黏性”成本，如果公司销售出现周期性下跌，营业收入和EBITDA将会遭遇重创。在这方面，飞思卡尔最终成为投资教科书获得再次验证的案例。

到2009年行业周期进入谷底时，公司的营业收益彻底消失，出现了1.5亿美元的亏损。公司的EBITDA也下滑至3亿美元，这意味着其75亿美元的债务是EBITDA的25倍。即使是这个致命的杠杆率，也是私募出资人注入20亿美元的资本金偿还债务之后取得的，否则公司就会陷入资不抵债的局面。

尽管飞思卡尔从2009年濒临死亡的局面中慢慢恢复过来，但它还是一个财务僵尸。公司45亿美元的销售额依然比进行杠杆收购时低30%，而且营业收入和EBITDA分别比当年下降了20%和33%。公司债务依然维持在66亿美元，也就是说，尽管合作伙伴注入了不菲的资本金，但债务负担仍与当年杠杆收购时相当。

因此，在全球半导体行业，飞思卡尔已经沦落为一个可以忽略不计的公司，在下一次周期性衰退中，它将无法幸存下去。它是第二轮格林斯潘泡沫时期非理性繁荣的不朽成果，是杠杆收购交易最初构想走向彻底反面的产物。这宗杠杆收购交易所剩下的唯一目的就是通过股权退出机制套取了100亿美元的资金，并且使这些资金再次流向了华尔街的赌场。

上文所述的3宗交易中，无一例交易出现公司债务下降的情况。例

如，Univision的93亿美元债务一点儿也没有减少，在2011年，公司债务依然是营业收入的14倍。于是，美国最大的西班牙语电视网络在捉襟见肘的财务状态下苦苦支撑，自2006年进行杠杆收购以来，公司每年都出现净亏损，累积亏损金额已经超过60亿美元。

总而言之，这5宗超级杠杆收购交易开始时，合计债务为450亿美元，除了私募出资人曾经注入过股本金之外，这些债务越滚越大。其中4家私营公司财务状况岌岌可危，但还是在2010~2012年寻求二级市场上市，希望美联储能够把第三轮泡沫保持得更久一点儿，从而把公司股票推销给进行下一波炒作的投机者。但很不幸，这种情况没有出现，因此，它们依然是财务僵尸公司，背负着沉重的债务，无处可逃，只能继续步履蹒跚地前进。它们最终难逃被巨额债务压垮的命运。

## 7宗最大的杠杆收购交易

随着收购狂潮的兴起，杠杆收购交易在金融市场迅速蔓延。美国最大的无线电广播公司——清晰频道通信公司进行了价值230亿美元的私有化交易。Alltel公司是一家大型移动电话基础设施服务公司，和希尔顿酒店集团一样，实施了270亿美元的杠杆收购交易。第一资讯公司是美国顶尖的金融服务公司，交易金额为280亿美元，紧随其后的是哈拉斯娱乐公司，作为大型博彩娱乐公司，杠杆收购交易的金额达到290亿美元，而全美最大连锁医院HCA公司实施的收购交易金额更是高达320亿美元。

最后，也是最大的一笔交易无疑是美国大型公用事业公司之一TXU所进行的杠杆收购。作为得州市政设施服务供应商，TXU的杠杆收购交易金额高达470亿美元。所有这些超级杠杆收购交易都发生在2006年年末至2008年年初的将近20个月的时间里，它们合计的交易金额高达2100亿美元。但它们从当年寻找买家的巨额私人股权中仅仅消化了400亿美元的增量股本。

因此，这7宗交易无疑是第二轮格林斯潘泡沫时期真正的杠杆交易巨兽。这些交易融资绝大部分依靠1750亿美元的银行贷款和垃圾债券，从而导致公司债务资本比率高达80%。但除HCA公司曾经进行过私

有化之外，其余公司都不符合传统杠杆收购标准，尤其是超出正常值的债务比率更不符合收购的要求。

在几乎所有这些巨额交易中，私募机构都临时组成同盟或“俱乐部”，围绕着交易竞买进行激烈的争夺，其结果便是十分荒唐的交易价格。这无疑注定了交易最终的失败命运，但这也正是因为高收益债券市场发展几乎到达疯癫的状态，才使得私募“俱乐部”可以不断推高竞买价格，直到它们可用的债券融资资金消耗殆尽。

当这些超级交易尘埃落定，7家公司资本化的金额合计2 100亿美元，分别是营业收入的16倍和EBITDA的11倍。根据现有资料显示，这种估值倍数根本就不是一个心智正常的人可以想出来的。它们都是按照商业周期最高峰时的收益进行计算的，但这些公司大多数所经营的行业比较成熟，因此增长发展的趋势与GDP紧密相连，换言之，它们给出的估值倍数比在自由市场环境中理性做出的正常判断高出一倍。

而且，在这些大型公司中，绝大多数还有大量的经常性资本投资需求。因此，在收购时就给予超高估值不是传统杠杆收购标准解决方案，因为这几乎100%耗尽了公司的经营现金流，其肩上沉重的债务只能慢慢地逐步减轻。

后来的事实清晰证明，这种完全脱离传统估值比例的做法绝对是疯狂的举动。5年之后，公司最初资本化所欠下的1 750亿美元的债务根本没有偿还。事实上，在对等基础上，这7家公司当期的债务为1 650亿美元，其中的微小差额主要是私募出资人补充的资本金，用来偿还公司陷入困境的部分垃圾债券。

对于这些公司来说，无力偿还债务是致命的，因为这与杠杆收购的初衷根本就是驴唇不对马嘴。杠杆收购的真正作用在于，公司通过增加大量债务向股东预先支付未来的超额现金流。因此，如果最初实施杠杆收购所欠下的债务没有被偿还，那么也就意味着公司一开始就不存在所谓的超额现金流。

这就是在这7宗超级杠杆收购交易上发生的真实故事。这些交易假定公司未来会出现大量超额现金流，并且对此进行货币化操作。因此，在整个第二轮格林斯潘泡沫时期，通过公司股权退出机制，其现有股东收获了1 600多亿美元的股权转让收益，可是，原先说好的大量超额现金流却根本没有如期而至。

收购之后，这7家公司在经营中产生的现金，仅能够维持支付债务利息和满足公司最低再投入的经营需求。因此，它们就成为背负永久沉重债务的僵尸公司，根本无力偿还所欠债务，处于资不抵债的破产边缘，不得不继续寻求“延期和粉饰”再融资方案。在下一次经济衰退到来时，它们必将彻底倒下。

[\[109\]](#) 2009年10月16日，拉贾拉特南被美国联邦调查局以内幕交易逮捕，2011年10月13日，他被纽约南区联邦地区法院判处11年监禁。因此，作者讽刺他是美国政府的“客人”。——译者注

[\[110\]](#) 无畏的希望：奥巴马担任美国参议员时所著的同名图书。——译者注

## 第二十五章 疯狂交易： 债务僵尸的崛起

在芝加哥商品交易所，跟着梅拉梅德从事猪腩投机交易的人做梦也不会想到有朝一日，大宗商品交易可以像杠杆收购那么疯狂，比如得州公用事业公司TXU实施价值470亿美元的收购交易。这项交易纯粹就是对廉价煤炭与昂贵天然气之间出现的巨大价差进行投机，也就是不可持续的“燃料套利”交易。因此，史上最大的杠杆收购交易是彻底愚蠢的泡沫金融行为。

### TXU天然气价格泡沫的破灭

对于电力公司来说，尽管增长缓慢，却通常可以为公司带来稳定的现金流。但在2007年2月实施收购的前一年，TXU的财务业绩相当不稳定，使得公司杠杆率出现良性的假象。在收购之前，TXU的销售收入为110亿美元，营业收入为45亿美元。但在2011财年，公司销售下降了35%，销售收入只有70亿美元，而营业收入更是只有9.6亿美元，盈利水平比杠杆收购之前下降了将近80%。

因此，公司的杠杆率就像是一场恐怖秀。2011财年，公司债务高达360亿美元，相当于营业收入的38倍。在杠杆收购圈内，这种水平的杠杆率对于私募机构来说是完全无法接受的，它是名副其实的金融怪状。

史上最大的杠杆收购交易为何会在金融歧途上越走越远，这个关键问题直指金融大变形的核心。这项收购交易是格林斯潘泡沫时期在金融领域出现的“大溃败”，而不仅仅是偏离主流发展、可以忽略的金融事件。TXU收购交易是由“最佳和最聪明”的私募机构主导进行的，其中包



括杠杆收购行业的鼻祖KKR集团，以及由杠杆收购传奇人物庞德文领导的TPG（得州太平洋集团）。

由于股权融资金额只有80亿美元，只占整个公司资本化的17%，所以为了完成整个交易，公司不得不对现有的120亿美元传统公用事业债务进行调整，增加至380亿美元。于是，华尔街组织了一场资金进出的好戏：这项交易所缴纳的服务费就超过了10亿美元，在杠杆交易完成后支付给股东的转让交割资金高达320亿美元，包括早就获知内情、买入公司股票的对冲基金。

在当时，TXU杠杆收购所呈现出来的鲁莽投机特性，经过一番伪装之后，让人觉得没有任何特殊的地方。交易购买价格是EBITDA的8.5倍，号称与公开交易的公用事业公司7.9倍的市盈率相差无几。但一两年之后，随着事实的真相被层层剥开，人们发现杠杆收购所设定的市盈率倍数高到疯狂的程度：交易价格是公司2004年EBITDA的18倍。

如此巨大的差距反映出公司的营业收入出现了暂时性大幅度提高，其背后的原因除了天然气价格暴涨之外，公用事业行业在放松监管后出现行业泡沫是最主要的原因。根据新的得州监管机制，批发电价按照电力供应的边际成本核算。虽然许多发电厂是用天然气发电，但TXU主要是火电和核电。因此，当天然气价格暴涨时，公司的燃料成本仍维持在谷底。所以，公司从燃料成本上实现了毛利率的增长，从2004年的38%上升至2006年将近60%。增加的部分纯粹是公司的净利润。

如果放松监管意味着公司的利润率可以一直增长，那么在2007年2月实施杠杆收购时，对目前现金流的估值进行放大或许还有一点儿道理。但基本的现实是，得州批发电价因为天然气供应短缺才出现了临时性上涨。2005年8月卡特里娜飓风严重摧毁了海上天然气生产，天然气价格随之暴涨。

天然气价格暴涨至闻所未闻的程度，从前几年一直稳定在每千立方英尺<sup>[111]</sup>2~5美元，暴涨至每千立方英尺10~15美元的波动区间。因此，TXU的现金流出现了井喷状态，可以说，这是近年来最大的几个大宗商品泡沫之一。

与此同时，TXU所计入的收入则依然按照天然气价格核算的每千瓦时13.7美分计算，但公司核电站在基本负荷情况下的燃料成本只有每千瓦时0.4美分，而火电的燃料成本也只有每千瓦时1.2美分。因此，在格

林斯潘信贷泡沫和2007年2月天然气价格泡沫的双重影响下，TXU的电力销售价格分别是火电和核电成本的12倍和36倍。

这种价格暴涨所带来的暴利实在是太疯狂了。公司因在电厂和管理部门增加人手和加强维修而增加了部分固定营业成本，但即使这样，公司也收获了巨额利润。因此，随着天然气价格泡沫的破裂，TXU的毛利终究会被打回原形。

## 美联储如何打乱了TXU的如意算盘

恰在此时，美联储把利率降至历史最低位之后引发市场信贷泛滥，债务融资又刺激海上石油开采的快速复苏和繁荣，因此，很快导致天然气供应增长和价格的暴跌。如此一来，公司电厂的“燃料套利”空间缩小，随之公司的财务业绩也暗淡了下来。因此，美联储无意间搅黄了史上最大的杠杆收购交易，它充分证明了美联储是如何严重破坏自由市场经济的。

当伯南克把联邦基金利率降至几乎为零时，这使得华尔街拼命寻找“收益”金融产品兜售给绝望的投资者，而恰在此时，天然气供应短缺造成海上石油开采公司蜂拥而至，纷纷愿意发行高收益债券。天然气价格泡沫刺激了海上钻井平台和油气开采行业的繁荣。水力压裂开采作业方法可以释放出大量天然气，否则的话，天然气还被困于低孔率的页岩层内。但使用这项开采技术需要大量的资金：在起初的几个内，水力压裂钻井将会产生大量的天然气，但随后就很快枯竭了。因此，所谓水力压裂法的技术革命，其秘诀就是“钻井、钻井，不停地钻井”。

对于华尔街快钱交易商来说，向水力压裂法页岩油气开采提供数百亿的资金，是一件轻而易举的事，因为华尔街刚刚开发出一个金融解决方案：一种被称为VPP（体积产量支付）的高收益天然气投资产品。这又是一种不通过资产负债表、不透明的债券品种，在这种情况下，投资者向油气钻井开采预付前期资金，而回报则是高收益和天然气的抵押权。

于是，华尔街的热钱像潮水般涌向页岩气钻井开采企业，如后来被

埃克森美孚吞并的克洛斯提柏石油公司，以及水力压裂法页岩开采技术的核心企业——切萨皮克能源公司。2003~2011年，切萨皮克的资产负债表呈现爆发式增长，公司探明的天然气储量从2万亿立方英尺增长到20万亿立方英尺，公司总资产从40亿美元扩大至400亿美元。

实际上，正是华尔街无止境地提供资金，才导致了页岩油气开采的混乱扩张。在这8年间，切萨皮克“高收益”借款余额，包括债券、优先股和VPP，从20亿美元上升至210亿美元。在这方面，切萨皮克成为全行业“借贷开采”潮流中最闪耀的先驱。

在债务信贷刺激下，天然气储量、生产和储存出现快速扩张，最终导致大型开采公司（如切萨皮克）的债务清偿能力衰退，与此同时，天然气的大量供应又开始导致价格逐步疲软，并且最终下跌。到2012年春，天然气的交易价格出现崩盘式低价（每千立方英尺2.5美元），以至于天然气行业巨头埃克森美孚都彻底投降了，公司首席执行官蒂勒森感慨道：“我们将一贫如洗。”

由于天然气很快复苏的前景十分暗淡，所以TXU的销售收入和营业收入只能在超低水平继续挣扎。因此，在格林斯潘泡沫高峰期，公司实施杠杆收购所欠下的360亿美元债务几乎肯定出现违约。其原因非常讽刺，一个更大的债务泡沫在引爆水力压裂狂欢之后，无意间却刺破了TXU杠杆收购债务的泡沫。

更重要的一点是，人为超低利率的信贷在整个实体经济中流转时，导致了严重的信贷扭曲、错位和错误投资。在这个案例中，超低价格的信贷孕育出超大型、很不经济的杠杆收购交易，也造成了在水力压裂法天然气开采上的严重过度投资。当这两者最终碰撞之后，导致了史上最大的杠杆收购交易以失败告终，因此，毫无疑问，正是伊寇斯大楼里愚蠢的美联储官员超发货币，也正是杠杆收购的出资人自愿上钩，才最终导致了这场悲剧。

## 为什么债务僵尸还在苟延残喘

2006~2008年，由大型杠杆收购交易遗留下来的巨额债务，一直让

美国经济难以消化。这个判断甚至在280亿美元Alltel杠杆收购交易中也得到了应验。在这项交易中，作为私募股权出资人，高盛和TPG在短短30周规定任期内，虽然承担起临时业主的风险，但最终非常轻松地收获了13亿美元利润。然而，当出资人拿走了速成财富后，为杠杆收购交易提供融资的240亿美元债务却永久地留了下来。它跟随着收购者踟蹰而行，在威瑞森通信现有420亿美元的债务基础上，再添一笔新债。

因此，Alltel的杠杆收购起到了金融洗钱的作用。公司的债务从20亿美元上升至240亿美元，并且把同样数量的现金支付给了二级市场流通股股东和投机者。然后，仅仅几个月之后，以杠杆收购的名义，把已经大量抵押出去的资产再出售给新买家。

Alltel的杠杆收购交易被认定为非常成功的案例，因为它的出资人获得了50%的年化投资收益。但正因为有了接盘者，出资人才有可能坐收暴利。威瑞森通信本来就举步维艰，是一家准公用事业公司，在过去10年里一直不断地损害股东的利益。这一次，它匆匆地了解交易方案之后，就对小部分股权投资支付了不菲的溢价，随后把堆积如山的杠杆收购债务收罗到自己的资产负债表上。

在自由市场环境中，这种荒谬的债务转移是不可能发生的，因为威瑞森通信支付的交易价格是营业收入的19倍，这十分荒唐。特别是收购交易新增了Alltel“相邻”的无线业务，而不是威瑞森通信的电话业务在某“当地”市场获得扩张，因此收购本身几乎不会带来经营成本的下降。

真正从中获得协同增效的完全是在财务领域。威瑞森通信债务的税后成本只有3.7%，意味着280亿美元的购买价格体现在财务上的融资成本每年只有10亿美元。由于收购Alltel之后每年可以新增15亿美元的营业收入，大大超出债务成本，所以经过计算后把这项收购认定为“增值”交易。

这清晰而又简单，交易是在国家政策刺激推动下产生的，即债务资本可以享受减税优惠，而同时美联储又执行了极端的金融压制政策。毋庸置疑，“货币政策政治局”曾以为，超低利率机制将促进厂房设备等固定资产的投资，或推动信息技术系统的升级。可在现实中，它为金融工程提供了超低利率的信贷货币，这是向公司高管发出了明确的信号，让他们用便捷的方式实现资产扩张。这种便捷的扩张经营战略就存在于纽交所的交易大厅。

在获得了Alltel 240亿美元的杠杆收购债务之后，威瑞森通信自鸣得意，但它是金融工程领域屡战屡败的典型。在之前10多年里，威瑞森通信实施了一系列并购交易，业务经营范围不断扩大，收益却逐步下滑：2004年，公司每股收益为2.7美元，近年来已经下跌至不足90美分。尽管通信业是资本密集型行业，威瑞森通信在资本支出方面却十分吝啬，因此，在2002~2011年，在扣除通胀因素后，公司厂房设备等固定资产的价值缩水了25%。但在这10年间，公司高管们沉迷于并购交易和推升股价，从而使得公司的名义资产增加了600亿美元，增长幅度为35%。

类似的证据比比皆是，将近90%的新增资产是由于商誉价值成倍增长，即在并购交易中所支付的溢价。威瑞森通信目前的商誉价值已经超过1 000亿美元，几乎占公司总资产的45%。

如此大规模的商誉价值反映了，债务缠身的威瑞森通信是美联储泡沫金融环境中进行疯狂并购交易的机器。令人震惊的是，作为全美最大的通信服务商，威瑞森通信的有形资产净值为负170亿美元。在过去10多年里，在美联储超发货币政策的纵容下，痴迷于并购交易的高管们早已把公司价值摧毁殆尽。

## KKR如何对全美最大的连锁医院实施公然掠夺

2006年11月，HCA收购交易之所以引起市场的关注，不仅是因为其破纪录的330亿美元交易金额，而且因为收购方对资本主权账户进行了极其疯狂的掠夺。KKR和它的合作伙伴投入的新增股本金只有39亿美元，只是整个收购交易资本化金额的12%左右。华尔街拿出了几乎所有的看家宝贝，为公司280亿美元的资产负债表提供融资保障，包括循环贷款、定期贷款、垃圾债券、外币贷款，甚至包括极其前卫的“第二留置权转换票据”。

乍看之下，HCA旗下160家医院完全不适合大规模长期举债经营。在HCA的营业收入中，45%来自联邦医疗保险和医疗补助计划。长久以来，这两项政府计划一直处在财政困境的边缘，越来越受制于不确定的、不可预测的政府监管和财务报销的风险。



但KKR和贝恩资本使用了极其激进的手段，通过超级收购交易从HCA掠夺了大量现金，这恰恰意味着结果完全相反。KKR和贝恩资本在HCA的资产负债表上增加了280亿美元的债务，来为收购交易融资，在这之后，他们从中套取的股息和股票回购金额总计70亿美元。出资人拿走如此巨额的收益，几乎耗尽了HCA所有现金和借贷能力。事实上，在2011财年前的4年里，扣除资本支出和投资之后，HCA的营业收入只有50亿美元，这意味着被套取的股息和股票回购相当于公司自由现金流的140%，真是令人难以置信。

按照传统杠杆收购的原则，所有自由现金流应该被用于支付债务，只有这样，公司才能安全地渡过险关。但4年之后，HCA堆积如山的债务一分都没有减少，因此，它一开始就是极其荒谬的高杠杆收购交易。

或许证明这一观点最有效的证据来自公司首席执行官小杰克·柏文德的供述。当被问及杠杆收购交易给他带来的最大震撼时，他回答道：“坦白地说，你能够借到280亿美元，这事就非常震撼。”

KKR设法借到了280亿美元的资金，这是因为最初交易的时间节点正好是在第二轮垃圾贷款泡沫疯狂膨胀的时候，在经历了2009年的暴跌之后，垃圾贷款市场卷土重来，恰好为HCA在2010年进行股息融资提供了市场机会。事实上，在雷曼兄弟破产后，伯南克实施疯狂的货币超发政策，已经刺激投机者蜂拥而至，重新炒作那些在金融危机中暴跌的风险资产。

实际上，自1987年泡沫金融拉开序幕之后，垃圾债券经历了三次不可思议的重生。这一次，不是因为市场信贷泛滥，而是投机者带来的大量资金进入垃圾债券这一资产种类，从而推升了债券价格。大多数杠杆信贷发放机构正面临举步维艰的困境，它们既无力偿还高额的债务，也无心进行更多类似的操作。

但美联储向套利交易输送了大量免费的“融资货币”，因此，机敏的投机者现在期待垃圾债券市场出现上涨行情。如果出现上涨，它将使得陷入困境的杠杆交易借款人有机会实施再融资计划，否则就会出现“延期和粉饰”的状况，而且，行情上涨之后将会大幅降低实际违约率，从而使得垃圾债券更具吸引力。于是，到2010年11月，与雷曼兄弟破产之后的最低点相比，垃圾债券价格上涨了85%。

现在，对冲基金投机者实际上参与了第三级别的“凯恩斯选美比

赛”（见第二十三章）。投机者大量买入垃圾信贷产品，因为他们相信，一旦陷入困境的借款人在美联储担保的无休止再融资信贷帮助下，可以继续延期目前即将到期的庞大债务，那么其他投机者也会认为这些信贷产品更具吸引力。

毫不奇怪，尽管美国经济还在默默挣扎，期待“复苏”的到来，并且按照凯恩斯主义最主要“巫师”萨默斯的说法，美国经济还没有获得“逃逸速度”，但在2010~2011年，垃圾债券发行创下了历史新纪录。在这两年里，新发行的垃圾债券金额高达5 000亿美元，相较2006~2007年由超级杠杆收购引起的债券高峰期，还要超出65%。

在2010~2011年垃圾债券火爆繁荣的背景下，重新启动杠杆股息资本重组计划就显得非常及时。因此，在2010年11月，KKR和贝恩资本宣布它们将获得20亿美元的股息付款，而这项付款将会以新发垃圾债券的方式进行融资，这无疑在HCA原有的280亿美元的债务上又增添了新的债务负担。

而且，这实际上是它们当年拿到的第三次股息付款。前两次获得股息付款的方式更加恶劣：2010年2月，私募股权出资人从HCA的银行循环贷款中借得17.5亿美元，用来作为它们的股息付款，然后在当年5月，难以置信的是，它们再次从循环贷款中抽取了5亿美元的股息付款。

贷款出借人可以从循环贷款中抽取股息付款，这种做法在几年前是完全不可想象的。但到了2010年，美联储开始信奉“大而不倒”的理念，这使得华尔街大型杠杆收购银行允许借款人从他们自己生死攸关的流动资金贷款中套取现金，就像是把循环贷款当作零钱罐，想拿就拿。以前，华尔街投行至少会坚持，为了给股息付款提供弗罗廷贷款，应该首先向无担保或有从属关系的出借人索取相关收益。雷曼兄弟破产之后，各投行拼命鼓励“追逐风险”，因此，这种原则也就被搁置起来。如此来说，美联储释放出“金融复仇女神”。

最终，HCA三番五次地实施股息资本重组，突显出垃圾债务和杠杆收购已经成为金融市场全新的操作方法。大型华尔街投行甚至不再担心债务偿还的风险，因为美联储已经有力证实了债务可以不赎回。

相反，在伯南克的调配下，公司债务可以无限期地进行再融资。无独有偶，这些债务的“常青”池，如HCA的280亿美元债务，也会讨得华

尔街的欢心，因为华尔街可以从中不断收取债券发行和再融资的费用。

而且，在这种无限期再融资机制中，美联储的职责就是拿着流动性喷射软管站在一旁，一旦遇到金融危机，当华尔街投行体系可能被太高债务淤塞时，美联储随时准备用现金流把堵塞的债务冲开。历史上出现过坏账导致银行遭受巨额损失的情况，负有责任的相关高管也被解雇。现在，这些不良信贷被重新定义为一种新型金融疾病，这种金融疾病被称为“瘟疫”或“系统风险”，需要不惜一切代价与之进行抗争。即使像在HCA股息付款中公然表现出来的那样，华尔街冒着危险违背稳健债券发行的原则，但获得了经济上的补偿。

到2011年春，对KKR和贝恩资本来说，情况更加乐观。在伯南克泡沫刺激下，风险资产市场疯狂上涨，以至于HCA可以启动IPO。在这时，HCA的绝大部分收益已经被私募股权出资人抢夺一空，公司金库早已空空如也，无力偿还债务。根据原先股息分配情况、IPO股票承销的情况，以及IPO时每股30美元的剩余价值，KKR和贝恩资本在这项杠杆收购交易中早期分别投入了12亿美元的股本金，最终分别获得了30亿美元的意外收益。

## 国家政策肆意妄为

最终，在HCA价值330亿美元的收购交易中出现的种种怪状，无一不是对现行国家政策的严厉批判。HCA是全美最大的连锁医院，但它的蓬勃发展完全是仰仗每年从联邦医疗保险和医疗补助计划获得的150亿美元费用支出。这部分营业收入被大幅度虚增了。与此对照，如果在一个可靠消费市场，它必须为获得每一位病人每一分支出竭尽全力的时候，它所获得的营业收入或许就没有这么可观。

更糟的是，KKR和贝恩资本收购交易之所以成功，完全是因为小布什政府试图对联邦医疗保险制度下、处于风雨飘摇之中的医院费用报销体制进行改革。在2006年HCA实施收购时，在强大的医院和医疗机构权贵联盟干预下，医院费用报销体制出现了停摆。按照小布什政府的改革方案，对于某些昂贵的医疗服务，如心血管、神经外科和整形外科，诊断相关分组的收费标准将会降低，降幅最高达到33%。

过去，这些医疗服务的诊断相关分组收费被极大地抬高了，这部分收费已经创造了某些医疗机构最高达70%的利润，比如HCA旗下的医院。这些虚增利润是政府给予的馈赠，最早可以追溯至里根政府。当年，在绝望中，我们想到依靠虚假的医院价格管制系统，抑制联邦医疗保险预算出现爆炸性增长的趋势。

当时，我们曾经收到警告，称诊断相关分组系统并非像所宣称的那样，是一项伟大的改革。但我们笃信不疑，因为在原先的报销体制下，联邦医疗保险按照实报实销的原则，按天支付医院的费用，这种实报实销的体系明显造成了住院时间被不必要地延长，也造成医疗成本结构虚增。与此对照，新的诊断相关分组系统对此有了明显的改善，因为它是按照医疗案例实行一次性支付，而不考虑住院时间长短的因素。医疗服务被划分为大约450种诊断治疗案例，诸如心脏手术，而案例中的成本结构主要是根据系统成本因素，而不是按照医院自己的成本因素进行编制。

这种新的方案确实消除了旧体制下按天计算这种糟糕的激励机制，但问题是医院很快就学会了如何玩转新的体制。医院开发出一套复杂流程，称之为“诊断相关分组蠕变”系统，它会对每种诊断分组进行编码，从而使医院获得最高的支付费用标准。

于是，在几年内，原先对诊断相关分组收费实行每年2%通胀补贴的标准，最终由于“诊断相关分组蠕变”系统，造成大批案例进入高支付类别，因此每年实际的收费通胀补贴上升至6%。唯一真正有效的解决办法就是加强监管，同时对最常见被滥用的医疗流程，定期下调诊断相关分组的收费标准。

诊断相关分组收费标准是政府指导价格，而不是市场价格。其结果是，收费标准的制定流程（如价格管制）被权贵资本主义者和他们雇用的游说集团按照利益集团的需求进行操纵。每种受到影响的医疗服务供应商，从人造髋关节产品的制造到综合连锁医院的经营，都全程参与了政府指导价格的调整。

而且，在这种情况下，权贵资本主义实际上把它当作家庭事务处理。在HCA杠杆收购交易中，10亿美元的资本金完全是由受人尊敬的小托马斯·弗里斯特提供的。弗里斯特是HCA的创始人，尽管他的财富建立在“大政府”财政支出基础之上，但他是“大政府”原则的积极反对者。在开展反对“大政府”的运动中，弗里斯特家族不遗余力，成功地把比尔

·弗里斯特送入美国参议院，并且千方百计地确保他最终成为多数党领袖。

毋庸置疑，参议院多数党领袖无须培训便清楚地知道，联邦政府为何要削减33%的心脏支架手术费用，或者把除颤器植入手术支付费用从3万美元降至2.2万美元。事实上，整个诊断相关分组收费的调整计划就是为了把这些昂贵的特种医疗从高成本的综合医院中剔除，如HCA，并且把它们打造成医学领域的低成本、高产出“专业工厂”。

当时的预测是，这种席卷整个医疗保险报销体系的改革将导致医院支付费用降低30%，并且将会对高成本综合医院连锁集团，如HCA，造成致命的打击。换言之，在HCA的EBITDA中，每年都包含20亿美元的债务利息，现在EBITDA中的大部分将被政府以纳税人利益的名义追回。

恰在此时，当比尔·弗里斯特在2006年年底从参议院退休时，他头顶着耀眼的光环：在反对“大政府”的运动中，他进行过无数抗争，并留下他的烙印。其中在联邦医疗保险报销改革方案上，他率领国会进行了成功的阻击。这项改革方案实际上每年将会增加数百亿美元的财政支出，而且这项改革如果通过的话，也会给弗里斯特家族带来更多财富。

由于联邦医疗保险报销被国会锁定在相当“开放”的范围内，自2005年以来，HCA的营业收入每年以5%的速度健康成长，EBITDA也以每年5.5%的速度增长。这就使得它有能力支付每年20亿美元的债务利息，与此同时，如上文所述，还能支付巨额的股息付款。

然而，只有在美联储实施利率打压政策以及在利息支付上实施减税优惠的情况下，HCA才有可能用这种方法支付280亿美元的债务。这个案例不证自明地告诉人们，所有这些政策都导致了一个高度杠杆化的资本结构，然而，在一个真正自由市场环境中，如果在税收上实行中立原则，那么这种情况根本就不可能出现。而且，现在又推出了“大而不倒”的机制，这无异于雪上加霜，鼓励银行提供信贷融资，不顾一切地为自我支付股息行为提供融资保障。10年前，这种谋私交易也将会让杠杆收购行业感到震惊不已。

简而言之，KKR和贝恩资本对HCA实施了杠杆收购，促使自由市场资本主义彻底灭亡。正如上文所述，在一个出现种种金融怪状的世界里，自由市场的原则和准则早就消失得无影无踪了。



## 债务僵尸层出不穷

杠杆收购行业内的所有老牌机构，包括KKR、黑石、阿波罗、TPG和贝恩资本，都深陷巨额收购交易，最终这些被收购公司全都沦为债务僵尸。因此，在2006~2007年爆发的超级杠杆收购狂潮，并非一两家私募机构野蛮生长所导致的结果。相反，它反映了在金融市场变形的大背景下，疯狂和鲁莽的投机行为已经扩散至整个私募界。

以最终的结果来看，这或许可以被描述为总承包竞标大战。华尔街大型投行组成联合辛迪加，向目标企业提供一揽子金融方案，包括大量不同等级的有担保、无担保债券，甚至非常前卫的“转换”和“第二留置权”债券，与私募机构招标同盟展开竞争。对于私募机构来说，在他们提供的债务结构中，他们的底线是“嵌入”20%~30%的股权保证，这样就可以与被收购的大型公司达成一个总投标价格，让其他华尔街投行参与竞买。

因此，在顶级私募机构中出现了日益火爆的竞价大战，导致收购交易的价格“节节攀升”，反映在债券市场则是收益率疯狂上涨。在这种凶猛的狂潮中，即使是最讲原则和准则的私募机构也会失去理智，因为华尔街已经对宏观经济中第二个致命假设深信不疑，即美联储所打造的大稳健将确保GDP不会停下增长的脚步，金融市场将继续狂飙突进。

第一资讯公司是全美最大的为银行和商家提供信用卡和借记卡数据处理服务的公司，在它身上发生的价值280亿美元的收购交易充分展现了杠杆收购交易竞价大战的疯狂。理论上，第一资讯公司或许可以避免陷入僵尸债务的泥潭，因为无论如何信用卡一直是一个成长型行业，而且尽管出现了经济大衰退，但自2007年以来，公司的营业收入以7%的速度增长。

可是，自从在2007年9月实施杠杆收购背负上220亿美元债务之后，第一资讯公司在削减债务方面毫无进展。这其中唯一不可抗拒的原因就是，美联储所营造的市场投机氛围过于疯狂，以至于即使是私募行业的幕后大佬KKR，也禁不起诱惑，以荒唐的价格收购了一家优秀的公司。280亿美元这一令人震惊的交易价格相当于公司2007年备考营业收入的51倍、EBITDA的16倍。

不言而喻，公司相对温和的销售和现金流增长，一直无法负担每年

20亿美元的债务利息。因此，在收购后的18个季度期间，公司的净亏损将近70亿美元。在营业收入中扣除资本支出和少数股东主权之后，公司在此期间的自由现金流不足4.5亿美元。如果公司每季度以仅有的2 500万美元偿付债务，那么要耗费长达220年的时间才能还清债务！

事实上，目前第一资讯公司还未破产，完全是因为数十亿美元的收购交易债务被不断地“延期和粉饰”。例如，在2012年第一季度，公司又以更高的利率从银行获得了30亿美元的融资，从而把债务到期时间从2014年推迟至2017年。然而，第一资讯公司根本无法以自由市场的利率水平，把即将到期的230亿美元的债务进行再融资。因此，让这些债务僵尸公司苟延残喘，是美联储金融压制政策所导致的另一个变形。

## 被“硬撑起来”的债务僵尸

2008年5月，贝恩资本和托马斯·李认为在对一家传播公司进行收购时，按公司营业收入的14倍定价是比较合理的估值水平。这家公司就是清晰频道通信公司，用比喻的说法来描述，它就是广播行业中的马车鞭制造商<sup>[112]</sup>。事实上，在不起眼的无线广播行业内，清晰频道通信公司是其中出类拔萃的，它依靠联邦通信委员会的牌照，也就是俗称的无线电“天线”，来经营中波和调频无线电电台广播业务。

当公司在进行价值230亿美元的杠杆收购交易时，清晰频道通信公司拥有850个无线广播电台，不可否认，无线广播电台业务还是有利可图的。在2007年，清晰频道通信公司的营业收入为16亿美元，对应68亿美元的净收入，其24.1%的毛利率还是非常健康。

因此，收购交易出资人毫不犹豫地实施举债经营，为了向现有股东支付180亿美元的股权退出金，公司的债务水平从50亿美元上升至200亿美元。但如此大规模的融资没有遭遇任何问题，因为在格林斯潘泡沫时期，无线电“天线”是受市场追捧的热点行业。

由于债务融资泛滥且成本日益降低，大大小小的杠杆收购机构已经把无线电牌照价格炒得越来越高，从电台覆盖人口每人不足8美元，到2007~2008年最高峰时，暴涨到每人20美元。那时，收购交易价格不是

按照它们的营业收入进行估值，而是根据转手倒卖的价格来估算，即按照无线电牌照炒卖的价格定价。

因此，清晰频道通信公司230亿美元的收购交易体现了公司无线电牌照和广告时段的市场价值，而不是理性反映公司的营业收入。事实上，在2007年前的4年里，公司营业收入仅仅增长了4.5%，而且其中大部分增长来自先前的收购。这种无线电牌照价格的神奇上涨完全依赖于泡沫金融的双重促进作用，也就是指泡沫金融带来了消费广告的增长和超低利率的债务。

在泡沫时期，无线电广播的广告收入取得了不错的增长，因为投入最多的广告业主（如汽车经销商、住宅开发商、餐饮酒吧）都是从火爆的房地产市场和由住宅资产增值套现引发的消费热潮中受益的公司。事实上，由于消费者信贷消费增长，带动了无线电广告业务和现金流的增长，所以公司的估值也就水涨船高。而且，那时用于杠杆收购交易的超低利率融资资金也导致无线电牌照估值倍数被炒得更高。

然而，炒作的风潮在2008年9月戛然而止。由于汽车和房地产行业遭受重创，无线电广告业务还没有从大幅下滑中恢复过来。现在，无线电广播经营者又面临更大的困难，因为各公司的广告投入已经开始从电台广播转向互联网，广播电台又遭遇新技术的挑战，如潘多拉等网络电台的出现。

毋庸置疑，清晰频道通信公司的财务业绩不可避免地下滑。2011财年，公司总收入比2007年还要低10%，更重要的是，曾经体现了由政府分配稀缺广播频率资源所带来的超高毛利率，在面对真正自由市场环境中的竞争时，也开始快速下跌。

因此，2011年，清晰频道通信公司的营业毛利率从原先的24%下降到16%。在收入下降和毛利率快速收窄的双重打击下，营业收入大幅下降。事实上，2011年的营业收入只有10亿美元，与2007年杠杆收购之前的16.5亿美元相比，减少了将近40%。

因此，清晰频道通信公司现在每年需要支付的20亿美元债务利息是公司营业收入的两倍，这意味着公司所进行的“延期和粉饰”游戏将变得越来越危险。目前，公司的杠杆水平是营业收入的20倍，并且很快就将面临巨额债务到期的悬崖：2014年到期的债务为40亿美元，另外120亿美元债务即将在2016年到期。到那时，由于其他媒体的竞争，公司广告

收入将长期遭遇深度下滑，与此同时，无线电“天线”的价值也将随之蒸发。事实上，数码技术革命正在把清晰频道通信公司持有的联邦通信委员会电台牌照转变为世界上最大的马车鞭收藏品。

## 被伯南克溺爱的“私生子”

杠杆收购交易可以背负大量债务，还可以永不偿还，这种想法完全违背了传统杠杆收购的第一原则。它曾经是不言而喻的真理，即任何杠杆收购交易如果缺乏在5年内实质性地偿还杠杆收购债务的务实计划，那么这项交易注定会失败。

这背后的原因纯粹与时间和风险有关。很少有公司能够在长达10年甚至以上的期限内，一直在濒临破产的边缘维持财务僵尸的现状。因为在未来发展中，无论是由于需求下降、产品或技术退化，还是出现新的强劲竞争对手，抑或宏观经济出现周期性下行，公司现金流一定会遭受重创。因此，在自由市场环境中，如果杠杆收购交易背负与当期和未来现金流不相称的债务，这项交易绝无顺利进行的可能，因为这种高杠杆的公司实际上一定会成为摧毁资本价值的债务僵尸。

2007年年底，黑石完成了对希尔顿酒店价值270亿美元的杠杆收购，这项交易正是这种自由市场发出无声反抗的僵尸之一。如果公司债务没有获得大规模税收补贴，美联储也没有采取纵容华尔街的政策，那么这项超级杠杆收购交易绝无顺利诞生的可能。事实上，5年之后，希尔顿酒店的全球业务依然在困境中挣扎，濒临破产。因此，这项交易呈现出泡沫金融的完整症状，是正在折磨美国经济的金融工程变形的产物。

放在2006~2007年超级杠杆收购狂潮之前，黑石提出的收购方案将是无法获得融资的冷笑话。交易价格是希尔顿酒店2006年13亿美元营业收入的21倍，这违背了所有投资原则。其每年的营业收入都抵不上15亿美元的债务利息，因此这意味着从第一天起这项交易就将把它带入无尽的深渊。

当然，在那浮躁的年代，杠杆收购机构倾向于关注公司的

EBITDA，而不是营业收入，因为这样一来就可以扣除折旧和摊销费用，从而使利润看上去更高、杠杆率更低。在这项交易中，收购价格是EBITDA的15倍，这应该是无法令人感到宽慰的水平。希尔顿酒店对资金使用的要求很高，也就是说它需要把折旧和摊销费用重新投入经营，从而无力支付巨额杠杆交易所带来的债务。

例如，按照希尔顿酒店2007年的业务规划，它将在资本支出上投入10亿美元，经营所带来的EBITDA约为18亿美元，仅比2006年增长4.5%。这些数字根本不是秘密，当时都是作为公司财务“指引”向公众投资者公开，因此，这些数字证明了收购交易的价格是多么鲁莽、不计后果。这也暗示着黑石的交易价格相当于8.3亿美元预期自由现金流的32倍，这简直难以置信。

简而言之，这项交易相当于在行业周期的高峰，私募机构用超高价格收购一家盈利缓慢增长的公司。事实上，收购希尔顿酒店的交易定价实在太高，以至于私募股权出资人也在挣扎是否要停止银行融资计划。想不到出了著名的“克莱默咆哮事件”（见第二十三章），随着伯南克在股市出现小幅自我修正的情况下举旗投降，并且在8月17日实施紧急降低贴现率，全面开启恐慌救市方案，“紧急状态”的真实内容就开始浮出水面。

危机的引爆点是华尔街和排队等待融资的庞大金融工程交易，如希尔顿酒店的杠杆收购交易。在那时，由于美国经济已经出现产能过剩的情况，所以它并不需要超低利率的贷款，来进行固定资产投资，或者投入新技术的研发。事实上，在美国经济中真正需要股市和债务市场上升的，正是那些私募股权机构和杠杆金融工程的参与者。

正是那些在公司股权退出操作上陷入困境的私募机构和参与者，急需立即发行数百亿美元的高收益债券。2007年8~9月，在华尔街排队等待融资的金融工程项目中，大概有1 000亿美元的资金还没有落实融资方案，因此，在这中间就隐藏着美联储进行救市，并且在几个月后就开始不断实施“震撼与威慑”金融干预的真正秘密。

因此，当伯南克把所有的担心统统抛到九霄云外之后，希尔顿酒店的交易神奇地复活了，从而在10月初的某一天给华尔街带来了又一个公司股权退出的狂欢盛会。可见，此次交易是美联储独特风格溺爱的结晶。



经历了这一风波之后，这项交易给现有股东带来的意外收益总计为210亿美元。不言而喻，这些被天上馅饼砸中的人无不对他们的福星感恩戴德。在12个月内，希尔顿酒店的双胞胎“姐妹”——喜达屋酒店集团，其股价却从每股60美元暴跌至10美元。这不仅因为酒店的入住率和价格暴跌，而且因为向酒店客房数扩张提供融资的第三方机构突然撤资了，而这些被投机者盯上的酒店股票就是按客房数进行估值的。

## 华尔街通往救助的桥梁

恰在此时，黑石的承销商无法出售计划中的120亿美元商业房地产抵押贷款支持证券，同时也无法从银团辛迪加获得80亿美元的夹层融资贷款。相反，收购交易完全依靠7家华尔街承销商提供的为期3年“过桥贷款”进行融资，但正好12个月之后，这7家华尔街承销商不幸成为金融风暴中倒下的机构。

当华尔街投行向这项交易史无前例地提供205亿美元的过桥贷款时，这是有史以来极其鲁莽的银团贷款之一。交易达成时恰巧是标普500指数创下历史新高，但这种死猫式反弹是伯南克启动第一轮匆忙救市措施引发的结果。

毫无疑问，其中提供了将近1/4过桥贷款的主承销商不是别人，正是贝尔斯登，它在自己摇摇欲坠的资产负债表上又增加了47亿美元的短期信贷，而借款人实际上是一家酒店管理和特许加盟经营的公司。事实上，在收购之前，希尔顿酒店早已把大部分硬资产出售给第三方房地产投资公司，并且用凑起来的现金通过股息和股票回购的方式推升公司股价的上涨。

因此，在进行收购交易的时候，希尔顿酒店仅拥有2 500家酒店中54家。这意味着交易没有用房地产资产进行担保，过桥贷款是用希尔顿酒店与加盟酒店签署的长期特许协议中并不牢靠的营业收入进行担保。只有在投机狂潮进入最后阶段，才会出现把无形资产与合法的贷款抵押物混为一谈的情况。

当贝尔斯登在几个月后陷入困境时，它的资产负债表上最大的“有

毒”资产就是希尔顿酒店用虚无缥缈的无形资产担保的骗人过桥贷款。因此，摩根大通在收购贝尔斯登优良资产之前就坚持，美国纳税人应该承担贝尔斯登向希尔顿酒店提供47亿美元过桥贷款所遭受的损失。

在希尔顿酒店的过桥贷款中，紧随贝尔斯登的其他华尔街投行，包括美国银行、高盛和德意志银行，每家都分别向希尔顿酒店提供了40亿美元的过桥贷款。与已经倒下的贝尔斯登一样，这三家“大而不倒”的金融机构很快就从问题资产救助计划和美联储的救助信贷中接受了大量救助资金。过桥贷款最后剩下的50亿美元则由华尔街投行中排名最后的3家金融机构承担，它们是美林证券、摩根士丹利和雷曼兄弟。

由于这3家投行的资产负债表不堪承受严重损毁和非流动资产，如希尔顿酒店过桥贷款，因此在12个月之内，它们都彻底陷入崩溃。或许更能说明当时金融市场疯狂程度的是，到2008年6月，当商业房地产金融市场已经明显崩溃，并且美国经济出现下滑的情况下，雷曼兄弟还以93%的贷款比例背负着希尔顿酒店的过桥贷款。

因此，希尔顿酒店的过桥贷款完全证明了，格林斯潘——伯南克时期实施纵容华尔街的政策不仅严重破坏了金融原则和准则，而且百般掩饰其恶劣行径。2009年年初，美国整体经济已经陷入大衰退，而过桥贷款出借方所依靠的“延伸”金融市场也一片萧条，如垃圾债券和商业房地产证券。那时，希尔顿酒店的EBITDA已经下降了30%，因此，依据商业条款对收购交易进行再融资的希望十分渺茫。

显然，如果在可靠资本市场，那么希尔顿酒店堆积如山的债务将出现违约止赎。但起治疗作用的自由市场准则却再一次被美联储匆忙推出的几乎为零的短期利率政策所否定。尽管这种愚蠢政策压榨了依靠储蓄的中产阶级，但的确起到了预期效果：它向套利投机者提供了巨额利息补贴（隔夜资金的成本几乎为零），因此这些投机者可以重新回到市场继续竞买风险资产。

从2009年下半年开始，这种与华尔街友好相处的“刺激”货币逐渐流向商业房地产抵押贷款支持证券和酒店房地产投资信托市场。很快，杠杆投机者把已经崩溃的各类资产价格重新推升上去，上涨幅度达50%~90%。同样，几个月前深陷困境的贷款证券也重新上扬，这又使得银行重启了全方位的“延期和粉饰”模式，推迟还款日期、豁免违约金以及推迟还款计划。

酒店债务市场出现神奇的“复苏”，既是美联储赠予投机者的巨大礼物，又是市场完全扭曲的信号，但它的确达到了预期结果。在2010年4月，银行同意把希尔顿酒店的贷款到期日期推迟至2015年年底，同时，由于黑石支付了8亿美元的现金，作为回报，银行也同意把债务余额削减18亿美元，并且把另外20亿美元的次级债务转换为优先股。

然而，希尔顿酒店依然背负着160亿美元的债务，相当于2011年扣除资产支出之后自由现金流的16倍。因此，这次所谓的交易重组证明，金融市场服用了美联储的“补药”，来维持那些债务僵尸公司继续残喘待终，它不能证明希尔顿酒店经营的基本面得到相当明显的改善。

事实上，2011年，希尔顿酒店的EBITDA只有19亿美元，与杠杆收购前的2006年的水平相比，仅仅以每年1.6%的速度增长。不证自明，如果其一直以这种疲软的状态发展，那么它根本无法走出债务泥潭。

因此，希尔顿酒店超级杠杆收购交易依然成为美联储重点监护的领域。到2015年，如果美联储把利率恢复到正常水平，从而使得拥有这些债券的套利投机者纷纷要求支付债务，那么希尔顿酒店160亿美元的到期债务将会导致公司寿终正寝。

但这种情况是不会发生的，美联储已经承诺到2015年之前，它将保证风险资产持续人为上涨，而偏好储蓄的中产阶级依然无法取得良好的投资收益。毋庸置疑，由卡尔·罗夫从普林斯顿大学招来执掌伊寇斯大楼的数学教授所制定的货币政策，与自认为是凯恩斯主义者的克鲁格曼在2002年互联网泡沫破裂之后悄悄敦促格林斯潘出台的政策如出一辙。

克鲁格曼的建议不是让自由市场消灭投机者，摧毁他们的所得，相反，他敦促美联储推出大规模刺激计划，让投机者重回市场。这位博学的教授吟诵道：“为了打败经济衰退，美联储所需要的不仅仅是市场快速恢复。格林斯潘需要创造一个房地产泡沫，取代纳斯达克泡沫。”

格林斯潘遵照了那个愚笨的建议，其结果导致美国社会数百万家庭为此遭受严重损失。现在，伯南克更是变本加厉，为了达到让杠杆投机者重回市场并让债务僵尸继续存活下去的目的，他疯狂地坚持货币超发政策，这不仅推高了中产阶级的生活成本，而且摧毁了节约美德所应得的回报。

[111] 1 000立方英尺≈28.317立方米。——编者注

[\[112\]](#) 马车鞭制造商：现代营销学的奠基人之一西奥多·莱维特于1960年在《哈佛商业评论》中提出“营销近视”，其中用马车业被汽车产业取代这个案例进行阐述：汽车取代马车之后，世界上最好的马车鞭制造商也会被淘汰。——译者注

## 第二十六章 势如野火： 债务蔓延

市场上银行和储蓄所被贷款经纪人赶出了住宅抵押贷款业务之后，这些传统贷款放贷人只能机械地进行证券化操作，同时到处寻找其他营生。他们发现商业房地产开发正是红火的时候，而酒店建设是其中最炙手可热的亮点之一。

2004~2008年，酒店客房出现如海啸般增长，这不是自由市场需求的真实表现。正如互联网泡沫破裂之后的其他许多经济领域一样，自由市场的表现正好与之相反，也就是把在20世纪90年代末建造的大量过剩酒店清理淘汰掉。

但在第二轮格林斯潘泡沫时期，当美联储推动超低利率信贷泛滥时，货币政策制定者在已经出现客房过剩的酒店业再次成功孕育了投资狂潮。新增酒店客房的供应量从2003年的3万间上升至2006年的10万间，而到2008年高峰时，更是猛增至20万间。

由于酒店投资火爆，全美酒店建设的年度支出从2003年的100亿美元上升至2008年的400亿美元。开发商纷纷把新建酒店项目推向税收优惠的房地产信托和商业房地产抵押贷款支持证券市场，而金融投资者又纷纷在品牌加盟经营和酒店管理公司的交易上进行大量投资。

酒店行业提供了一个极好的样本，反映出美联储金融压制政策是如何孕育出一个又一个经济变形的。用资产增值抵押贷款套现的资金人为催生出的消费需求带动了休闲旅游业，从而促进酒店收入和营业利润的增长。酒店服务业需求增长又使酒店客房建设出现兴旺景象，开发商不仅可以用超低利率债务提供融资，而且可以享受优惠的税收机制。行业的兴旺增长和充沛的现金流又引发酒店管理公司纷纷实施杠杆收购，在2006~2008年，通过公司股权退出机制，数十亿美元的现金被处于股票市场顶端的少数投机者收入囊中。就是通过这种手段，数百万美国家庭



从住宅资产增值抵押贷款中套现的资金，最终全部流向了1%最富裕群体。

2004年3月，黑石对美国长住酒店实施的杠杆收购就是其中典型的例子。这项收购交易的价格是31亿美元，其中出资人股权融资的金额不足5亿美元。尽管在2002年和2003年，由于20世纪90年代泡沫所遗留下来的客房过剩问题，酒店的“每间客房销售收入”出现负数，但黑石完全踩准了第二轮格林斯潘泡沫膨胀的节奏。在2004年，美国长住酒店每间客房销售收入增长了5%，在2005年和2006年继续加速增长，实现了两位数的增长目标。

与此同时，由于前期开工建造的酒店陆续竣工，美国长住酒店大量新增的客房开始接待客人。仅仅39个月之后，在2007年6月，正好在它IPO的前夕，黑石从美国长住酒店的投资中成功退出，在这时，整个连锁酒店的客房数量从5万间上升至7.6万间，每间客房销售收入增长了将近20%。更重要的是，酒店金融市场中的投机狂潮正处于巅峰。

结果，黑石成功地把这家有着680家连锁酒店的公司以80亿美元的价格出售，从中获得的收益高达21亿美元，是原先投资的4倍。这是令人咋舌的价格，相当于每间客房的出售价格高达10.5万美元，但公司旗下都是经济型酒店，没有豪华的服务设施，每间客房每晚的销售收入只有35美元。

这些数字突显了当时酒店旅馆业的疯狂景象。对于10年以上老旧客房，在拨备资本支出之后，如此超低价格的客房每年为公司的EBITDA只能贡献3 500美元，这相当于买家的收购价格是可持续自由现金流的30倍。

金融狂潮的特征之一就是，那些非常荒谬的观点却在市场上受到狂热追捧。在这个案例中，自格林斯潘在1987年10月开启泡沫金融时代以来，作为光石集团的控制人，利希滕斯坦就一直在房地产市场从事杠杆交易业务。因此，利希滕斯坦在金融上顽强坚守着一种信念：美联储已经封杀了市场下行的空间。他的这种想法在2004年的讲话中展露无遗：“我们不在乎分析师的观点。我们什么都会买。”

因此，随着美联储的金融盛宴在2007年6月进入高潮，利希滕斯坦公然无耻地声称，他很乐意接受这种非常荒唐的收购价格。他近乎癫狂地说道：“在华尔街好像有一种观点，认为黑石即将上市，它们想要看

一看整个收购交易过程会怎样。而我们恰巧就是那个受益人。”

的确如此。随后在2007年6月达成交易时所发生的一切，无情地展现出美联储所打造的金融大变形。在那时，杠杆贷款市场已经彻底陷入疯狂的状态。由美联银行牵头的华尔街承销商银团，包括贝尔斯登、美国银行、美林证券和其他常常混迹在一起的金融机构，联合向光石提供了74亿美元的贷款，占整个交易价格的92.5%。

事实上，美国长住酒店每间客房的价值大约为3.5万美元，其中包括干壁墙、胶合板、煤渣砖、钢筋、油漆等建筑材料成本及人工费。可神经错乱的金融市场却认为，可以向公司的新东家提供3倍于重置成本的贷款，确切地说是每间客房9.7万美元。

这些经济型酒店很像是在一个大的屋顶下连接在一起的活动房营地，入住这些“客房”的都是流动建筑工人和疗养院的临时工，他们平均入住的期限为20天。因此，人们不禁要问，为什么投资者能够以3倍的重置成本把这种酒店抵押出去。

对此，利希滕斯坦有现成的答案：“我对酒店旅馆业知之甚少，但这个价格十分合适……另外，这也是十分简单的业务……旅馆不提供食品和饮料，没有会议室，也没有酒吧等成人消费场所，对此，我十分喜欢。而且，只需按照每10间客房配备一名员工的比例安排人员，就可以对这些旅馆实施有效管理。”

然而，按照自由市场的通行原则，如果某样东西的制造成本很低，那么它肯定也不值多少钱。但正是这句老生常谈的真理，点中了超级杠杆收购市场正在肆虐的严重变形这一事实的核心。在杠杆收购金字塔顶端长袖善舞的，正是那些利希滕斯坦之流的投机者，他们只不过是相对较低的成本，在那些债务累累的公司身上买入看涨期权而已。

因此，其结果证明，隐藏在光石74亿美元债务底下的所谓股权主权，并不像它们所断言的那样值钱，因为这其中大部分是贷款。黑石本身提供的两亿美元只是“滚动”股权资本。结果，光石仅仅凭借这两亿美元的“股权”投资，就成为公司的控股股东。但在花旗银行里为利希滕斯坦出谋划策的疯狂赌徒们显然认为，只要能够从客户交易中收取佣金，银行绝不会对交易说“不”。因此，为了获得600万美元的交易佣金，银行向利希滕斯坦和他的合作伙伴提供了1.2亿美元的贷款，以便他们能够为两亿美元的股权投资进行融资。

简而言之，光石仅仅凭借8 000万美元的现金投资，就掌控了一个80亿美元的金融帝国，其余都是借贷而来的资金，这些债务充满了摇摇晃晃收购交易资本结构的每一个层级。毫无疑问，利希滕斯坦把他1%的投资完全当作下注的赌金。交易失败之后，在回答有关两亿美元“股权”投资的问题时，他将其完全归咎于银行：“正如银行刚才和盘托出的一样……我们不在乎……只是想尽快出售股权。当初花旗银行只是要求我们尽可能支付银行酬金即可……而我回答他们说，要拿到95%甚至99%的贷款……最后就成了。”

至于花旗银行为什么在向客户提高咨询时如此漫不经心，答案也是不言而喻的。它正巧发生在桑迪·威尔打造他的金融大“超市”之时，那时，在花旗集团的“超市”中，还没有出现多少内部“交叉销售”所带来的收益。它被黑石聘为IPO的联合主承销商，因此所获得的1.7亿美元慷慨酬劳很快就会被各承销商瓜分一空。与此同时，花旗集团的收购兼并部门已经锁定了利希滕斯坦，把他当作收购方的客户。

谁都不会想到“协同增效的效益”：花旗集团的某个部门发现了“猎物”，而另一个部门却只想攫取酬金。而且，黑石退出美国长住酒店的交易是在匆忙之中做出的决定，因为黑石希望把这次漂亮的投资行为包装成一个完美的案例，在它自己IPO的路演中向投资者展示。因此，黑石在2007年2月签署出售美国长住酒店的协议，与行业内所称的“基本融资协议”一起形成了一个整体。

因此，有意向的买家很明确地获悉，为了促成交易，美联银行和贝尔斯登已经对70亿美元债务做好了融资安排，而他们所要做的仅仅是勇敢地站出来，在预先打包好的债务上再投入一部分“股权”。

黑石的基本融资绝对是市场疯狂的表现。这种安排也就可以解释清楚，为什么花旗银行让利希滕斯坦不用理会第三方的独立评估，而原先他所聘请的第三方评估机构给出的估值只有50亿美元。很明显，对于花旗银行来说，利希滕斯坦是它们成功的“标志”，而不是客户，因此，它的任务是尽快完成交易，而不是担心交易价格是否比估值高出了30亿美元。恰在此时，光石在收到招募备忘录仅仅55天之后，也就是在4月12日，它签署了价值80亿美元的巨额收购协议。最后，这项交易在6月初完成，而仅仅5天之后，花旗集团就正式启动了黑石IPO路演。因此，在2007年6月，如果来自弗吉尼亚州的参议员格拉斯复活的话，他一定会暴跳如雷。

## 光石的恐怖经历

当美联银行和其他华尔街银团成员向这项交易提供74亿美元过桥贷款时，它们从标普公司获得的分析报告显示，美国长住酒店的估值只有48亿美元。因此，在黑石IPO诱发“酬金盛会”的前夕，华尔街投行向美国长住酒店发放了一笔过桥贷款，其贷款金额甚至是它们花钱请来的评估机构所确定的实际估值的150%。

正如上文所述，美国长住酒店的资产实际上是徒有四壁，用3种颜色喷涂的汽车旅馆客房。这些成熟的银行家为什么会相信如此破败的资产可以获得其实际价值1.5倍的贷款，据推测只有一种可能，即他们是在实施一个藏豌豆<sup>[113]</sup>的骗局。

其中期限较长部分的41亿美元抵押贷款被放入结构性融资的资金池，也就是俗称“管道”的商业房地产抵押贷款支持证券。随后，这笔巨额债务被切割成18个不同等级的贷款。其中6种贷款被授予最高的AAA级信誉，意味着用这部分贷款发行的26亿美元抵押担保证券，将优先从资金池中获得利息和本金的还款支付。在AAA级信誉之下还有许多等级的贷款，每一部分从抵押贷款资金池中索偿的比例更低，因此不良贷款的风险也就越大。

这还是容易理解的部分！商业房地产抵押贷款支持证券对酒店下属的分支公司拥有直接留置权，但还有许多等级的债券，除了分支公司的股票外，并没有任何留置权。这些分支公司已经把它们的硬资产全部抵押出去，而且这部分债券的金额高达33亿美元。这部分被称为夹层债务或次级债务，又被切割成十几种不同等级，每一种等级的债务按约定从酒店获得相应现金流支付的权力，其复杂程度令人难以理解。

这种资本结构的细节令人生畏，但这种设计的目的十分清楚，它就是要白菜当作黄金卖。在债市繁荣时，由于次级债券可以满足由美联储利率打压政策所引起的“收益”饥渴，所以这部分债券可以出售给高收益互惠基金和信贷导向型的对冲基金。但这些垃圾证券具有与生俱来的风险，因此其真实价值被大幅高估了。因此，当2008年美国经济陷入衰退，并且酒店业的每间客房销售收入开始下降时，这部分次级债券的价值缩水。

这些次级债券以及被华尔街大量复制的所谓“结构性融资”交易突然

出现价格暴跌，是2008年9月金融风暴的直接原因。美国长住酒店74亿美元债务的命运就充分说明了这一点，直到危机爆发，其中绝大部分债券依然被制造有毒证券的华尔街金融机构所持有。

因此，美联银行依然持有15亿美元美国长住酒店的金融证券，而美国银行和贝尔斯登所持有的数量分别为14亿美元和11亿美元。参与这项交易的3家承销商无一幸免，很快全部加入破产的行列，原因之一就是他们不成比例地保留了结构性融资产品中处于最低等级的垃圾债券。

在这方面，美联银行保留了大约10亿美元最低等级的夹层债券，而其他两家承销商也分别持有10亿美元的这类债券。在美国长住酒店交易上发行的总共33亿美元的夹层债券中，有将近85%的债券被这3家承销商持有。这些债券几乎一文不值，即使在克莱默发出“解除警报”的信号之后，证明依然无法出售这些债券。

更糟糕的是，随着2008年经济出现下滑，那些每一次都要在美国长住酒店住上20多天的流动工人遭到了遣返，因此，每间客房销售收入暴跌了25%。EBITDA也很快出现大幅下降，远远低于计划水平，恰恰在此时，当初利希滕斯坦从黑石那里收购过来的酒店客房又年久失修，进行翻修所需的资本支出无疑大大超出基本融资协议中出售备忘录所提及的金额。

的确如此，以一个可靠自由市场利率来计算，每间客房10万美元的债务，其每年还本付息的金额就超过1万美元，是公司可用自由现金流的3倍。因此，美国长住酒店的收购交易连财务僵尸都不如，从黑石那帮可怜的承销商炫耀地显示基本融资方案的那一刻起，它就已经彻底失败了。

当华尔街金融风暴来临时，这项交易失败已成定局。到了2009年6月，黑石正式递交了破产申请文件，而公司破产流程所揭示的正是泡沫金融的实质。一项法院命令评估显示，美国长住酒店的资产价值只有28亿美元，仅仅是当年80亿美元收购价格的35%。

这个结论意味着，美国长住酒店的净值甚至低于交易融资方案中41亿美元的担保抵押债务。全部33亿美元的夹层贷款纯粹是废纸一张，但在黑石IPO前夕，它就是用这些一文不值的债券，大张旗鼓地为21亿美元的股权退出计划进行融资。



## 为什么华尔街的赌场还在营业

极度虚高的债券最终在自由市场遭遇了沉重的打击，但由于有顺从的美联储悉心呵护，华尔街得以安然无恙。例如，当伯南克领导下的美联储于2008年3月对贝尔斯登实施救助时，它的资产负债表上堆积着数百亿美元亏损，甚至是一文不值的资产。

在这些金融垃圾中，有11亿美元是还未销售出去的美国长住酒店债券。因此，通过美联储，美国的纳税人不幸成为这些破产债券的主人，而且请注意，当年在向光石出售美国长住酒店股权时，黑石所获高额利润中将近一半是用这些债券进行融资的。

在这个经济型酒店的传奇故事中，泡沫金融的种种邪恶暴露无遗。它生动地展示出在第二轮格林斯潘泡沫时期，超级杠杆收购狂潮如何加速了社会收入和财富向1%最富裕群体转移，在上述这个案例中财富向最富裕的0.0001%的阶层转移。更重要的是，它记载了为什么华盛顿在2008年9月15日之后疯狂实施的救助计划不仅误入歧途，而且事与愿违。

自20世纪80年代以来，巨额债务泡沫一点点累积起来，但传统意义上的债务清偿之日却姗姗来迟。一代投机分子肆意投机狂潮中长袖善舞，必须一劳永逸地把他们掀翻，扔进历史的长河。这是应该很容易做到的事情：2007年8月，当克莱默的咆哮在整个华尔街的峡谷回响时，伯南克只需充耳不闻即可，同时命令美联储的公开市场操作部门坚定不移地承担起应尽的职责。

如果这样做的话，美联储就是在实行正确的“调控”措施。这将促进华尔街尽快开展金融清理工作，正像摩根先生在1907年10月所做的那样，应该可以取得出色的效果。

置身于国债市场之外，美联储将会允许短期市场利率上升，从而对华尔街制造有毒证券的各家金融机构起到严重遏制的作用。它们仓库里的大量有毒证券可能就会在市场上大幅减价出售，它们将别无选择，因为交易部门将在债券回购和银行间货币市场面对压倒性的两位数百分比的基金利率，而且联邦基金利率每隔一个小时就会上升，并且发出威胁的信号：利率将飙升至令人胆寒的水平。这就是历史上市场恐慌的终极结局，也是历史上为什么投机行为没有像泡沫金融时代那样深入金融市

场的每一个角落，并且制度化的原因。

其结果是，这些投机债券和票据将会付之一炬，而这个教训将令人终生难忘。每一家投行，包括高盛、摩根士丹利，以及寄居在摩根大通、花旗银行和美国银行内的对冲基金，将立刻资不抵债，在法院的监管和联邦存款保险公司的保护下破产和解散。投机者在未来数十年里将会一直抨击格林斯潘对策，但在市场的熊熊烈火中，再也不会出现如此鲁莽的银行金融机构，对价值3.5万美元的酒店客房提供10万美元的过桥贷款。

同样重要的是，这场大火将主要在华尔街的峡谷地带燃烧，而不会蔓延至市场上的非金融行业。这主要有下列4个方面的原因。

首先，2008年之前的15年里，美国商业企业的债务水平大幅上升，从4万亿美元增长到11万亿美元，因此，解决之道是对债务进行清偿，而不是继续进行抵押贷款。在一段时期内实施高利率政策并抑制新增债务的水平，在经济上将起到积极调整的作用。

其次，在那个时刻，健康的、具有清偿能力的商业企业并不需要低成本的债务，来对生产性资产进行融资。美国经济中许多以商业房地产、零售、医疗以及其他自由消费支出为中心的产业，已经出现了大量产能过剩。因此，一段时期内债务成本上升将极大地抑制格林斯潘泡沫所引发的过度投资，并且逼迫企业把内部现金流或高成本的长期债务用于高回报的项目融资。

再次，高利率的政策将阻止数万亿美元的新增债务流向金融工程项目。正如上文所述，回购、并购和收购等金融工程无助于改善商业企业的生产效率，也不会促进国家财富的增长。它们只会从商业企业中抽取经济租金，并且把这部分收入转移给1%最富裕群体。

最后，成千上万诸如美国长住酒店那样债务累累的商业企业将不得不进入破产程序，但在法院的保护下，这些公司再也不能正常经营。更重要的是，它们再也不需要华尔街来进行债务重组。商业企业在向杠杆收购、股票回购和公司兼并项目提供融资时所欠下的数万亿美元债务，在破产法庭上将被债务人拒绝清偿，并且将会被单一的、以股权为基础的资本结构代替。

从此，商业企业将摆脱华尔街债务的束缚，历经破产的折磨而重新

站起来，它们将由聪明的商人掌舵，并且自始至终由精通业务的员工管理和运营。从此，美国经济将重新走上去金融化的道路。真实的经济生产力、投资、创新以及以公司诚实、自由经营为基础的经济增长，这种经济繁荣或许会重现。

相反，雷曼兄弟破产之后，伯南克领导下的美联储疯狂地实施货币超发政策，而保尔森领导下的财政部疯狂地实施财政救助计划，这些都使得华尔街停止了清理门户的行动。华尔街的唯一变化就是那些“死亡”的残骸，如贝尔斯登、美林、雷曼兄弟和美联银行，都被吸收进体量更大、“被执行缓刑”的金融机构，它们是高盛、摩根士丹利、摩根大通、美国银行、巴克莱、花旗集团和富国银行。

那个曾经在2008年9月失败的体系，实际上以更加致命的面貌再获新生。相比于格林斯潘对策，伯南克期权更加阴险，因为在向华尔街注入新一轮的流动性之前，它甚至不允许股价平均数出现10%的调整。

同样，套利交易成为一边倒的投机行情：投机者获得了天赐良机，可以用几乎零成本的批发货币对风险资产进行融资，与此同时，货币集权管理当局则郑重地向对冲基金经营者保证，在未来几年里，套利交易的成本将被冻结在免费的水平上。

## 黑石两次“入住”美国长住酒店

但所有的选择中最糟糕的结局出现了，华尔街的金融机器和金融工程体制中的主要参与者很快就重操旧业了。这个重要现实明白无误地体现在2010年5月法院签发解除美国长住酒店破产的法院文书上。美国长住酒店引以为豪的新东家还是黑石。好像是为了强调投机者们已经从先前的沉沦中重出江湖，黑石选择约翰·保尔森的对冲基金作为此项交易的合作伙伴。

常常上当受骗的财经媒体倾向于把这个结局描绘成资本主义的胜利，也就是说市场灵活调动了私募股权资本，对一家破产公司进行重组和资本调整。但这种说法完成是错误的，因为黑石与保尔森之间的合作并没有对公司进行任何资本调整。相反，它们只是重新启用那一批华尔

街的律师和银行，对光石交易遗留的债务进行缩减和调整，整合成新的一篮子约35亿美元的票据、债券和优先股。

因此，黑石的第二次交易只给美国长住酒店带来很少一部分新增股权——约几亿美元。事实上，黑石-保尔森的投资者还是玩起了老套的把戏，那种华尔街危机前非常流行的骗术：他们以10倍的杠杆率在债务累累的公司买下了另一张看涨期权。

美国长住酒店的总资本被削减了一半，从80亿美元调整为40亿美元左右，但至于这是否真实反映了其7.6万间年久失修客房的投资价值，还需通过实践来检验。但这背后的事实令人沮丧：正是这些导致美国长住酒店兴盛、衰落和重生的金融变形，使得整个酒店业在过去几年里的巨额投资血本无归。

事实上，华尔街为美国酒店业投资所奠定的基础是不牢靠的，这一事实根本就体现在令人震惊的行业数据上：世界上的酒店客房数量大约为1 320万间，而其中560万间在美国。美国人口只占全球总人口的4%，却拥有全球42%的酒店客房。

美国经济中酒店业在某种程度上出现过度繁荣，主要是因为有一部分就业大军出现了流动的趋势。其中一部分是新潮的流动技术工人，还有一部分是传统的行销人员，但最主要的原因是政策诱发的大变形。美联储的政策导致美元债务大量上升，这促使许多可贸易商品的生产从美国转移到拥有“廉价劳动力”的重商主义东亚各国。与此同时，美联储的货币政策又引发美国阳光和沙漠地带的“廉价土地”上，出现房地产开发和建设的过度繁荣。

正如前文所述，在格林斯潘时期，至少有1 000万可贸易商品的就业人口被转移至海外市场，使得人们过去定居的地区（如密歇根州的弗林特市）出现了就业难的现象。与此同时，阳光地带债务经济的繁荣，如医疗保健、退休社区、度假休闲等行业，以及无休止地建造房地产开发项目、购物中心和其他商业房地产项目，碰巧都是在边缘地区，当地很少有人定居下来（如佛罗里达州的麦尔兹堡）。

毫无疑问，在长住型酒店业内，由于商务旅行占整个客房需求的75%，因此，在两轮格林斯潘泡沫时期，这部分需求增长迅速。这些酒店为流动就业大军和迁移人口提供了停靠的驿站。但如所有过度投资的案例一样，当为这些产业提供融资的投机泡沫破裂时，最终一切都会结

束。而现在出现的正是这种情景，从而导致金融、建筑、休闲旅游、零售和消费服务等领域的庞大就业大军出现了大规模的减少。

因此，在新的建筑高峰期5年后，长住型酒店业依然出现过度建设和超高估值的现象。但美联储的零利率政策顽固压制着自由市场惩罚投机和把资产从过度债务中释放出来的修正能力。相反，它促使“延期和粉饰”的假象可以无限期地延续下去，在这个假象中，债务这种货币太棒了，因为价值被大幅虚增的资产就是靠债务支撑才得以存活下去。

## 食利阶层的繁荣抑制了经济活力

事实上，伯南克是债务僵尸公司的教父。尽管他采取的激进利率打压政策还没有导致新增贷款的大量出现，但这种政策已经消灭和取代了自由市场清理泡沫时期信贷泛滥的能力。对于没有担保的巨额债务，银行和其他放贷机构没有采取大规模减记的操作，而是一直促使借款人寻求“延期和粉饰”的解决之道，也就是把无法偿还的债务进行延期操作，与此同时，由于借款人继续在当期支付利息，所以可以把债务继续以全价计入财报。

无论是对泡沫时期债务实行低利率政策，还是在危机之后对债务进行重组，用历史的眼光来看，这些都将贻笑大方。银行应该为即将逼近的债务悬崖预提足够的准备金，但由于源自伊寇斯大楼的彻底愚蠢的行为，银行并没有被要求做好这方面的准备。换言之，美联储愚蠢地做出保证，当将来有一天它要实行利率“正常化”的时候，它将确保不会造成华尔街出现大规模债务损失的突发状况，也不会导致美国整体经济大幅下滑。

因此，由于无须预提大量准备金，华尔街投行在公布的财报中再次出现了虚高的利润。事实上，以摩根大通为首的华尔街投行为了虚增收益，把原先预提的准备金大规模逆向操作，并且扩大了高管层股票期权的规模。虚幻的银行利润只是表象而已。

真正的经济问题是，正如黑石和保尔森在对美国长住酒店实施重组时出现的情况，在物业资产和商业资产中塞满大量重组和延期的僵尸债



务，那么自由现金流将被吸走，去支付实际上是不劳而获的经济租金。这些不当收益被臭名昭著的凯恩斯主义食利者收入囊中，而今天，这些食利者就是固定收益基金的投资经理。

换言之，泡沫时代的商业物业和商业企业在不菲的利息成本压榨之下不断流血，几近破产倒闭，因此，根本无力在厂房设备、技术、新产品、人力资源和其他生产要素上投入资金，以维持经营发展。因此，在沦为债务僵尸10年之后，典型的商业物业将陷入终极死亡的状态，典型的商业企业则将成为一文不值的空壳。

对于所有这些结局，凯恩斯时代之前的经济学家都不会感到惊讶，因为他们知道信贷泛滥便意味着骗术横行。信贷货币为虚假需求提供了资金保障，而这又导致了第二波和第三波需求的产生，并且通常会带来基础设施和生产能力的增加，而随着泡沫不断扩大，这些基础设施和生产能力最终会出现过剩。

对于这个最终崩溃的繁荣周期，历史上的经济学家再熟悉不过了，而这一次，在长住型酒店业，这一幕场景重现。在泡沫经济鼎盛时期，这些在建筑、金融和房地产业打工的流动就业大军实际上为自己创造出部分需求，也就是说，他们入住这些酒店客房，也就产生出建造更多酒店客房的合理理由。但开发商建造起来的客房不可能无限地被他们的建筑工人所占据，同样，美联储也不可能商业房地产市场永久地延续开发建设的投机狂潮。

因此，现在美国各地到处出现大量产能过剩的情况，诸如商场、酒店、餐厅、汽车经销商、办公大楼、电影院，其产能完全超越了美国经济持续性收入和消费能力。具有讽刺意味的是，货币集权管理当局把这些产能过剩当作“需求”不足的证据，从而证明有必要超发更多的货币。像19世纪推行出血疗法的医生一样，他们一条道走到黑，直到病人最终死亡。

[\[113\]](#) 藏豌豆：把豌豆藏在手里，谎称在胡桃壳下，以此骗人钱财的把戏。——译者注



第五部分  
美国日落西山：  
自由市场和民主的终结

## 第二十七章

### 泡沫金融

2012年的总统大选标志着美国开始走上没落的道路。这不仅是因为一个公开宣称巨额支出的集权主义者赢得了选战，更重要的是，共和党候选人言行一致地证明了，在美国已经不存在任何保守党派，或者至少是那些愿意且有能力捍卫稳健货币、自由市场和财政公平等核心价值的保守党派。因此，美国正加速滑向权贵主义的终极游戏，并无情地把所剩无几的自由市场价值和真正政治民主力量赶尽杀绝。

在通往白宫的道路上，对于许多具有启示性意义的问题，威拉德·罗姆尼做出了自己的判断，这些选择都不可辩驳地证明了传统的保守经济学不可能重获新生。杰拉尔德·福特绝不会去救助通用汽车公司；如果他所服务的总统只要提起所谓的救助计划，比尔·西蒙将会从总统办公室摔门而去。有充分的理由相信他们会做出这种选择。正如第三十章中所述，汽车行业的救助计划是对自由市场原则的公然挑战：800亿美元的救助计划无疑是对无辜纳税人实施的盗窃行为，因此，共和党的总统候选人理应对此进行勇敢的抨击。

但总统候选人罗姆尼却试图把这个议题掩盖起来。在回应人们质疑他为什么会从2008年《让底特律破产》这篇评论性文章所反映出来的观点中倒退时，罗姆尼含糊其词，暗示说他与奥巴马观点相左的地方是究竟哪里应该破产，而不是政府是否应该实施救助。罗姆尼没有选择把我们这个时代具有决定性意义的议题作为美国全国性总统竞选的核心目标进行打击，其原因十分明显：他的竞选团队相信，巧妙处理好汽车行业的救助计划，对于赢得俄亥俄州的选战和总统选举团的最终结果至关重要。

而这就是他全面溃败的原因。救助计划可以为俄亥俄州“保留”大约1万个就业岗位，占500万俄亥俄州选民的2%。因此，罗姆尼在汽车行业救助问题上的突然转向，实际上既反映了他的懦弱，也证明了共和党的政治机器已经相信，如果共和党坚持自由市场的核心原则，将会导致

总统竞选以失败告终。

同样，罗姆尼对财政正义的打击将会使艾森豪威尔不寒而栗，让乔治·汉弗莱暴跳如雷。2012年总统大选的核心议题是国家债务呈现爆发式增长，而真实的景象是，以保守的10年财政计划推测，国家累积的赤字将达到20万亿美元。正如第三十三章所述，这是遵循共和党的税收政策，并且以“不美好前景”为基础，按照福利社会和战时现状的财政预算，进行测算所得出的结果。也就是说，这10年预测与美国经济过去10年的实际表现完全一致。

面对财政实力的终极挑战，罗姆尼选择把他选战的前途双倍地押注在共和党减税的万能灵丹上，尽管小布什政府的减税方案早已使国家财政增加了数万亿美元债务，但罗姆尼还是建议在此基础上实施20%的减税计划。然而，他又习惯性地承诺，将通过封杀税收“漏洞”来填补5万亿美元财政收入的窟窿，对此，白宫前街的游说集团乐得静观其变，因为他们当然注意到，这位总统候选人并没有响亮地把这些所谓的漏洞一一列举出来。

## 一揽子财政补贴的幌子

但罗姆尼在财政上真正失察的地方是预算支出方面，因为这里已经被福利社会和战时现状的庞大支出占据。说来也奇怪，能够证明这一点的恰恰是罗姆尼采用保罗·瑞恩预算作为他未来的财政计划，并且邀请瑞恩作为他的竞选伙伴。尽管民主党人对这项方案表示欢迎，但瑞恩预算规定了在未来10年里，没有任何一项社保或医保的支出将被削减。

因此，共和党2012年的财政计划实际上是代表共和、民主两党，对当年罗斯福在8年任期内实施社会保险的错误政策给予最终的认可。正是如此，这使得瑞恩谴责“大政府”的谎言无处遁形。它同时也揭露了国会在共和党反对支出增长计划上所通过的方案，本质上是对通过经济情况调查的社会保障体系实施残酷的、无原则的打击。罗姆尼揶揄47%的美国民众<sup>[114]</sup>的失语行为，曾经引起一场轩然大波，虽然他感到十分后悔，但此番言论充分反映了他的上述立场。



在选举时所推出的10年财政计划，美国国内支出部分总计为33万亿美元，即使是这位认真的预算编制者仅仅只是想在预算“控制”上提出一个大数字而已，但其计划内容说明了为什么瑞恩预算相当于宣告美国社会爆发阶级冲突。福利制度中核心的社会保障计划，即社保和医保，大约19万亿美元，相当于未来10年预计国内支出总额的55%。瑞恩把社保计划隐藏在冗长、虚假的信托基金和保险行话之中，并且在2022年之前给予免于国会通过的待遇。这项数万亿美元的庞大支出计划将流向高收入群体和富裕的退休人员，但对于这些群体来说，这笔收益不仅是不劳而获，而且他们也并不需要。

与此相比，通过经济情况调查的福利计划，如食品救济券、医疗补助计划、附加保障收入以及劳动所得税减免，总计仅为7万亿美元，是现行法律下预计美国国内支出总额的22%。但由于瑞恩财政方案对国内支出进行了大刀阔斧的削减，因此，现行法律下，未来10年美国国内支出总额被削减30%。这就意味着那些证明应该获得政府资助的人群（大多数通过经济情况调查），也就是那些显然生活在经济状况崩溃边缘的群体，将被削减两万亿美元的福利补贴。

瑞恩和他的同僚从来也没有展示过任何弹性如此松垮的申领标准，也没有编造任何削减30%甚至3%这种赤裸裸骗局的虚假证明。他们也没有假惺惺地有选择地修复或增强社会保障体系，即类似1981年我们曾经实施的里根时代福利改革。相反，对覆盖通过经济情况调查群体的社会保障体系，瑞恩实施的两万亿美元福利削减计划，仅仅是从目标倒推出来的数字：它起到了塞子的作用，从而出现财政紧缩的表象，与此同时，还可以被美化成一揽子财政补贴的“改革”方案。根据这个方案，尽管福利补贴金额被削减了30%，但联邦政府承担起低收入阶层医疗、食品和补贴的所有责任。

这是非常可耻的阴谋诡计。与州长比起来，目前联邦政策制定者和管理者拥有更多的资源，可以为养老院或医院急诊治疗提供更好的经济保障。通过经济情况调查的社会保障体系并非一个涉及联邦分权的问题，而是如何以公平、有效的手段设计和支付社会福利的问题，同时，这种方案设计应尽可能地降低道德风险，更重要的是，应避免被权贵资本主义利益集团控制和利用。

对此，弗里德曼显然早已有了现成的答案，即完全使用现金补贴、具有单一利益点且与联邦所得税结合在一起的福利保障体系，而不是简单地把华盛顿最强力的管理功能任意分配给50个资源不足的州政府。事

实上，一揽子财政补贴的幌子强有力地证明了，罗姆尼-瑞恩所领导的共和党人真是到了智商秀下限的境界。

## 罗姆尼的“大政府”构想

事实上，为了保险起见，罗姆尼又采取了大规模削减财政收入的举措，总计约为5万亿美元，这与当年里根政府在1981年2月启动大规模减税计划的初衷如出一辙，换言之，其有责任对国内预算核心的社会保险部分实施正面打击，以维持财政平衡。

显而易见，社会保险是华盛顿“过度支出”问题的真正本质。在未来10年里编制19万亿美元的社会保险支出，使得福利社会过于臃肿，同时也证明了为什么说普惠制的财政补贴是一个有限政府的噩梦。

但罗姆尼-瑞恩赤字计划的鼓吹者并没有提出“施韦克计划”（见第六章），也没有其他措施遏止社会保障和医疗保险等福利支出大规模流向富裕的退休人员。一直等不到有一个更好的时机，维持覆盖广泛的经济情况调查手段。最终，富裕的社会保险受益人正是选民的核心组成部分，他们狂热地相信，数以万亿的财政赤字是对经济的致命威胁，而且他们认为把选票投向奥巴马是越轨的行为，他们绝对不会这么做。事实上，如果罗姆尼把在社会保险中实施经济情况调查作为总统竞选活动的倡议之一，那么他就是站在美国社会阶级冲突的正确一方，而不是摆出一种姿势，想要以牺牲贫困退休人员的利益，为亿万富翁的减税方案提供资金。

罗姆尼-瑞恩提出了一项财政支出调整计划，但这项计划不仅缺少大刀阔斧的力度，而且根本无法在国会获得通过。他们建议通过打破以经济情况调查为基础的社会保障体系，在未来10年里可以节省两万亿美元的财政支出，但这是彻头彻尾的假象。正如前文所述，这完全取决于实施普惠制一揽子财政补贴，而这无疑对早已经摇摇欲坠的联邦和州政府财政预算造成大规模的克扣、欺骗现象。毋庸置疑，40年前，尼克松政府的“特别收入分成”改革胎死腹中，就完全证明了在现有联邦体制内进行不平衡的交换永远不会成功。简而言之，罗姆尼-瑞恩的财政方案彻底反映了共和党信奉免费午餐式的财政政策。

这还没有结束。总统候选人罗姆尼在他周围挑选了一批信奉新保守主义观点的外交政策顾问，其中为首的就是夸夸其谈的约翰·博尔顿，他曾担任美国驻联合国代表，而且是特别好战的政治家。因此，按照新保守主义外交政策的激进思想，罗姆尼的国家安全预算就需要每年8000亿美元的庞大支出，来维护和更新实施侵略和占领的战争机器。

在扣除通胀因素之后，罗姆尼新保守主义的国防预算计划相当于艾森豪威尔任期最后一年预算的两倍。当年艾森豪威尔的预算计划是在美国面临真正核战威胁的背景下编制的，而且在制订过程中还被军事工业复合体不断用预先警告的手段进行强化。如果今天艾森豪威尔转世再生的话，他将会把博尔顿和他手下的新保守主义者赶走，并且让罗姆尼好好接受教育，即在美国已经没有工业化国家敌人的情况下，如何充分利用有限的军事力量。

总而言之，可以准确地说，2012年罗姆尼-瑞恩进行的总统竞选运动给美国带来了财政的彻底没落。在与一场日益迫近的财政灾难进行对抗的“最后一搏”选举中，号称信奉保守主义的政党却向美国人民展示了一个充满预算骗术、错觉和谎言的大杂烩。正因如此，它让美国总统选举团依然蒙在鼓里，根本不了解即将到来的可怕挑战和节衣缩食的痛苦岁月。同样，那些从罗姆尼竞选失败中幸存下来的国会共和党人也不去设法寻求国会授权，来试图推动解决国家巨额的财政赤字问题。相反，他们仅仅做出承诺，称将继续抨击“大政府”的实际运转，同时始终如一地重复着通过减税创造就业的咒语。

因此，财政管理就开始沦为末日机器。由于老派的财政传统致命地陷入失语的状态，对于源自两党、蜕化的凯恩斯主义者发出的叫嚣根本就没有制衡的力量。换言之，这种论调认为美国的经济过于疲软，既无法要求“就业创造者”，也无法要求“消费者”承担用于政府支出的税收负担——就好似国会两党在走廊两端对峙、无法调和。事实上，在11月总统大选之后，国会最初几轮所谓的财政悬崖争斗就已经充分证明了，华盛顿已经陷入无法运转的混乱状态，并且正在滑向国家破产的悲惨境地。

## 罗姆尼在华尔街的同伙

在即将到来的财政危机中，总统候选人罗姆尼出师未捷，但这还仅仅是开始。后果更严重的是他完全无法理解，美国自由市场资本主义之所以走向致命的失败，正是由于过去20年里美联储实施纵容华尔街的政策，也是在过去将近40年里全球范围的游资以及各国央行采取通胀政策所造成的。诚然，他在总统初选中提出要撤换伯南克，但很明显这是为了躲避里克·佩里州长对伊寇斯大楼的猛烈抨击。

但罗姆尼在挑选他的首席经济顾问上所释放的信号表明，在美联储引发金融大泡沫的问题上，他好像还在梦游，根本搞不清状况。根据《纽约时报》头条人物的报道，哥伦比亚大学商学院院长格伦·哈伯德正是总统候选人的“最可信赖的经济学家”，同时也是总统竞选活动中正式经济政策纲领的设计师，哈伯德曾经是小布什的首席经济顾问，并且是2001~2003年“小布什减税计划”的总设计师。毋庸置疑，哈伯德同样认为，格林斯潘——伯南克时代实行纵容华尔街的政策是一个巨大的成功。他向罗姆尼建议应该留任伯南克，因为伯南克是“专家型官员的典范”，值得“肯定和鼓励”。

正如前文所述，在所有泡沫金融中，最致命的变形就是在美国房地产市场涌现5万亿美元资产增值抵押贷款。这是造成美国社会消费狂潮的最直接原因，但狂潮过后，美国家庭则深陷于巨额的抵押债务，住宅房地产市场则是一片萧条。

然而，哈伯德曾经无耻地支持了华尔街推出资产增值抵押贷款这一金融产品。2003年春，抵押贷款总额已经高达5.3万亿美元，占国家GDP的40%，房地产市场泡沫即将到达最高峰。就在这个时候，作为白宫经济顾问委员会主席，哈伯德认为导致“资产增值抵押贷款大幅增长”的“房地产金融革命”是一种健康发展，并且认为这是“消费支出增长的原因之一”。

这完全是凯恩斯式的废话，但哈伯德却意犹未尽。2004年年末，在一篇与威廉·杜德利联合署名的文章中，他断言，由于美联储解除了对华尔街投机的束缚，所以“房地产市场的周期性波动已经出现明显下降”。当年杜德利是高盛的首席经济学家，现在是纽约联邦储备银行总裁，是伯南克货币超发政策的得力干将。

又胡说八道了！哈伯德并没有意识到，美国的房地产市场即将出现史上最猛烈的暴跌：在泡沫金融支持者中，他可是受过全面训练的经济学家。而且，哈伯德和杜德利认为“百分百融资购买住宅”将会极大地推

动当年正在出现的所谓经济大繁荣。互联网上一位愤怒的博主为这番言论贴上了恰如其分的标签，称这“相当于是抵押贷款银行家发行的一本《无政府主义者食谱》<sup>[115]</sup>——一本制造灾难的食谱”。

然而，有了这本“食谱”，哈伯德就可以不断地向罗姆尼灌输，如何加强华尔街与美联储之间的默契合作。其结果是，选民们没有听到任何关于在全美大地上蔓延的真正威胁。这种威胁就是，作为美国民主制度中的公民，他们的生活、前途以及在社会中所起的作用正经受来自伊寇斯大楼“货币政策政治局”的无情破坏。

历史在这里出现了一丝机会。当年在伯南克-保尔森唆使下，美联储在应对“黑莓恐慌”时匆忙推出了救助计划。现在一切都尘埃落定，在“黑莓恐慌”后的首次总统大选中，罗姆尼本可以大张旗鼓地把攻击的矛头指向他恰如其分地描述为“失败”的美国经济，找出其失败的根源。罗姆尼本可以对美联储的金融压制政策发动猛烈攻击，谴责这种政策不仅是美联储送给华尔街投机者的一份大礼，而且是对美国社会节俭朴素的群体、低收入和中等收入家庭实施的无情掠夺，使得他们每天不得不面临食品和能源价格不断上涨的生活窘境，与此同时，这种政策也促使美国依靠举债维持入不敷出的生活，从而欠下世界各国8万亿美元的债务。

然而，尽管令人惊恐的华尔街金融危机以及美国经济随之出现大幅度下滑，都是在小布什所领导的共和党政府执政期间发生的，而且绝大多数选民对此心知肚明，但罗姆尼-瑞恩把责任推给了奥巴马。由于罗姆尼-瑞恩在美联储政策上选择沉默，并且极力维护失败的免费午餐式财政政策，所以，罗姆尼-瑞恩的竞选活动无法获得总统选举团的充分信任、做出放弃现任总统的决定，尽管这位现任总统毫不掩饰地痛饮凯恩斯主义的酷爱牌饮料。因此，在奥巴马第二个任期内，巨额赤字和大规模超发货币都是政策选择的产物，而不是像罗姆尼-瑞恩在他们不成熟的方案中所暗示的那样，是不可避免的结果。

历史学家将来会感到困惑，当自由市场资本主义和财政实力的前途危在旦夕时，为什么保守党会溃不成军。简单明了的答案就是，在沉浸其中30年之后，整个共和党已经在泡沫金融的虚假世界里彻底迷失了自我。

在这方面，相当一部分责任应该归咎于共和党最后一批深藏不露的凯恩斯主义经济学家，诸如哈伯德和他的继任者——来自哈佛大学的格



里高利·曼昆和斯坦福大学的爱德华·拉泽尔。作为小布什总统经济顾问委员会的最后一任主席，拉泽尔在2008年5月曾坚持认为：“数据相当清晰地反映出我们没有进入经济衰退。”不用说，当几个月后华尔街的金融风暴猛烈来袭时，拉泽尔根本就理不出头绪来——为什么会爆发金融危机。他只是转过身来，看着伯南克和保尔森领着一批华盛顿的官僚，陷入“黑莓恐慌”之中。

但究其本质，共和党是代表商人和金融家利益的政党，正是共和党人在过去几十年里，用金·凯瑞风格的无厘头方式，一步步打造起巨大的、人为的金融泡沫和一场美国经济生活中真实上演的“楚门秀”。因此，他们不清楚华尔街为什么在2008年9月会突然崩溃，也没有意识到美国经济已经岌岌可危，其债务水平是国民收入的3.6倍。更重要的是，他们没有察觉到华尔街从大红大紫到大厦将倾，正是具有破坏力的货币集权计划体制所造成的人为结果。

由于置身于泡沫之中无法理解，泡沫金融的世界摇摇欲坠即将崩溃，因此他们只能重新启用空洞无物的里根式修辞手法，而这真是一针见血地讽刺共和党政府实际上的所作所为。当经济管制在20世纪70年代盛行时，他们谴责过度管制。事实上，从里根时代起，唯一遭遇政府管制的重要进口贸易服务就是银行被“放松管制”，但之后出现了灾难性后果。银行是特许的、国家监护的领地，从诞生之日起，它们从来就不是完全自由的商业企业。

在小布什领导的共和党执政时期，联邦政府的财政支出达到了“二战”以来占GDP最高比例的水平，不仅把克林顿政府时期遗留下来的一小部分财政盈余花得一干二净，而且出现了巨额的财政赤字。不证自明，在小布什执政时期，经过疯狂的减税计划，联邦税收负担已经被降至50年来的最低水平。简言之，共和党的咒语就是美国的税收太高了、管制太严了，然而这些指责毫无经济事实依据，正如谴责财政赤字的长篇大论所展示的那样，毫无逻辑关联性可言。

## 在泡沫金融世界里遨游

罗姆尼却不这么认为，而且有着令人信服的理由：他就是在泡沫世

界里遨游的金·凯瑞。在过去20年里，他在美联储一手促成和强力推进的债务和杠杆投机狂潮中长袖善舞，收获了巨额财富。毋庸置疑，罗姆尼错误地把泡沫金融所带来的意外横财当作自由市场环境中诚实经营的成果，因此，他完全漠视了美国经济中严重的货币和金融混乱现象。

于是，他在总统竞选活动中迅速改变策略，开始使用里根式的修辞语言，对税收负担、“大政府”弊端、政府监管以及财政巨额赤字等议题展开空洞无物的辩论。在罗姆尼看来，美国经济根本没有什么大问题，也没有椭圆形办公室里勤奋肯干的商人不能解决的问题，而且这位商人懂得如何激发“就业创造者”的激情、执行财政准则以及释放资本主义的活力。

这实际上完全是一种政治欺骗的手段，无助于解决任何问题，但突显出罗姆尼在金融泡沫中浸润太久，以至于他完全不适合担负起共和党旗手的职责。他是一位非常成功的商人，但正是国家和美联储的可悲失败成就了他。美国需要的不是释放已经残缺不全的自由市场资本主义活力，而是大幅降低虚假繁荣的增长速度，换言之，就是要结束美联储的金融压制政策，停止疯狂购买国债的行为，对于联邦政府支出每一分钱都要向选民征税的财政恶法。国会虽不愿意削减这部分税收，但这种做法必须停止。

当然，恢复稳健的货币政策势必会给最富裕的1%群体造成损失，也会使得美国社会不得不节衣缩食地过上几年节俭的生活。毫无疑问，普罗大众可能不会喜欢这种做法，尤其是在一位出生于“婴儿潮”时期、乐透大赢家的领导下实施这种想法，他们会更加反感。更重要的是，他还没开口说要在伊寇斯大楼采取清理门户的行动，或者把资本利得税的税率调整至工薪阶层一样的水平，华尔街就会想办法让他充耳不闻、默不作声。

事实上，把总统候选人安全地用里根式修辞语言包装起来，正是像哈伯德那样来自华尔街的经济顾问所擅长的。例如，富有进取心的哈伯德最终受聘去调查美国国家金融服务公司的经营状况，而结果是他对美国国家金融服务公司称赞有加。因此，很明显，他的存在只是为了让竞选活动看上去更加倾向于剔除沃尔克法则<sup>[116]</sup>，从而使得巨型华尔街银行不再担心被解散的命运，也授权伊寇斯大楼里的货币集权计划当局继续向市场注入更多的流动性。

正如前文所述，泡沫金融为金融工程提供了一个肆意狂欢的投机场

所，在债务融资的帮助下，各种收购、回购和并购有条不紊地把金融财富和收益转移给了经济社会中最富裕的阶层。但这些意外收益并没有带来自由市场资本主义的发展和财富的创造，它们只是从华尔街这个投机赌场抽取了不义租金而已，也正是在杠杆收购业务上，投机者捕获了最惊人的意外横财，也就是在这里，罗姆尼收获了他个人的财富。

当一切尘埃落定之后，人们发现“白手套”<sup>[117]</sup>罗姆尼就是金融大变形的产物，而他父亲当年担任住房和城市发展部部长的联邦政府正是一手造成大变形的元凶。对于老罗姆尼如何看待尼克松对金本位制的最终毁灭，历史没有留下任何痕迹，但他儿子的经营之道明白无误地印证了，尼克松的行为最终摧毁了金融自由市场，导致美国社会进入了不可持续的发展阶段，在此阶段，GDP的增长更多的是依靠债务融资，而财富的积累却被1%最富裕阶层通过投机而攫取。

极具讽刺意味的是，罗姆尼最终成为保守党参与角逐2012年美国总统大选的候选人。正如下文所述，罗姆尼从早年在贝恩资本的经历中收获了泡沫金融给他带来的财富，但这是在真正自由市场中绝无可能发生的荒谬故事，因此，这也就难怪，罗姆尼2012年的竞选活动只剩下一个巨大的陈词滥调。他真诚地认为，他在杠杆收购领域的经验可以帮助他，找到解决美国经济弊端的方法。事实上，罗姆尼曾经是这个金融化过程强有力的代理人，可是今天他所领导的竞选运动却想在这个金融化过程所导致的失败经济中找出解决之道。

## 泡沫金融中的贝恩资本

罗姆尼所创建的贝恩资本是大变形的产物。与华尔街绝大多数同行一样，贝恩资本通过金融市场的杠杆投机收获了难以置信的暴利，而美联储在过去30年里实行的货币超发政策，导致金融市场出现了扭曲和变形。因此，贝恩资本数十亿美元的利润并不是资本创造的回报，它们主要是从被操纵上涨的投机市场收获的不义之财。

这是罗姆尼在贝恩资本上的言论与事实的真相如此矛盾的原因，他曾经宣称，他竞选总统最重要的资历是他曾经担任贝恩资本掌门人长达15年之久。尽管在罗姆尼掌管贝恩资本期间，即1984~1999年，贝恩资

本的平均年收益率超过50%，但这也是为什么如此高额的回报率并不能充分表明他已经掌握了如何发展经济和创造就业的秘籍，也无法证明他已经完全准备好承担重新开启美国资本主义蓬勃发展动力的职责。

事实上，罗姆尼不是自由资本主义商人，如同其他杠杆收购大王，他也是金融投机大师，不断对商业企业进行收购、出售、炒作和掠夺，但他从不以传统的方式创建商业企业，即依靠创新和努力，不断地在自由市场辛勤耕耘，创造新产品、新服务或者新的生产流程。相反，在这15年里，他在华尔街进行巨额债务融资，使得贝恩资本可以收购那些被美国商界所淘汰的企业，然后在这些企业身上最大限度地堆积债务，进行粉饰美化，包装成焕然一新的“合并后”形象，最后在华尔街出售推销——越快越好。

这就是罗姆尼在“楚门秀”期间工作的主要内容。同时，这也是杠杆收购业务的标准操作手法，在真正自由的市场经济中，这种业务根本就没有生存的空间，因为它本身不会创造任何经济价值。但正如上文所述，我们有一个被非法操纵的系统，一个权贵资本主义的体制。在这个体制中，税收负担水平向债务和资本收益倾斜，与此同时，美联储通过推升金融资产的价格和严厉打压杠杆融资的成本，有目的地营造猖獗的投机环境。

因此，在最近几十年里杠杆收购业务大规模泛滥，这是糟糕政策所导致的结果，而不是资本主义企业经营的产物。我曾经在私募行业先驱之一的黑石以及后来在自己的公司从事了17年的杠杆收购业务，因此，我对此有切身的体会。整个业务流程就是关于如何最大限度地堆积债务、套取现金、裁员、克扣资本支出、外包生产、粉饰交易，并且以最快的速度、最高的利润退出交易。偶尔，我们也会投资于一些真正的成长型公司，但如果没有超低成本债务和特别优惠的税收补贴，绝大多数交易根本没有经济上的投资意义。

正如上文所述，人为膨胀的杠杆收购业务出现潮起潮落的现象，这与美联储营造的泡沫经济出现兴盛与衰落完美地对应起来，所以，对这项业务来说，核心是时机的把握。在这方面，罗姆尼在杠杆收购行业的经历就明白无误地说明了一切：他的经历与第一轮格林斯潘泡沫时期几乎完全重叠，这个泡沫时期在19世纪和20世纪之交到达了巅峰，然后在2000~2002年以令人震惊的股市暴跌告终。罗姆尼所提供的证明其商业头脑的文件，实际上主要证明了在史上最伟大的牛市行情期间，他无所事事地到处闲逛而已。这也是说称颂罗姆尼在贝恩资本的经历完全是违



背常理的原因。他的经历实际上是关于富豪们如何通过完全不正当的手段，在反自由市场的泡沫金融体制中收获意外财富的故事。

## 瑞普·凡·罗姆尼<sup>[118]</sup>

当罗姆尼在1984年创立贝恩资本时，标普500指数只有160点。1999年年初，当他临危受命去盐湖城参与冬奥会组织管理的时候，标普500指数已经出现大幅上涨的行情，站上了1 260点的高位。这意味着，如果现代的瑞普·凡·温克尔当初买入标普500指数，并且在这15年里一直持有的话，包含股息的年收益率将达到惊人的17%。当然，贝恩资本的投资回报率远远高于这个水平，但它们的成功并非源于精明的商业头脑。

其中的秘籍就是杠杆化、运气、内幕，以及私募机构在杠杆博弈中所特别具有的非对称力量。正如前文所述，杠杆收购的资金主要用于在被收购企业资本结构中处于最底层的股权投资，这就意味着如果交易失败，提供80%~90%贷款资金的出借人并没有追索私募出资人的权利。因此，对于私募机构来说，杠杆收购如果失败，将会以1：1的比例损失投入的资金，但一旦成功跑回本垒，将会以10倍甚至50倍的比例获得收益。在市场上升、估值倍数上涨和信贷泛滥的时期，与1倍比例损失的可能性相比，以“高出市场平均水平”实现成功跑回本垒的机会更大，它可以产生巨额的投资回报。

简单地说，这正是贝恩资本在罗姆尼时期所做的事。《华尔街日报》对这一时期完成的77宗交易进行核查，根据贝恩资本提供的融资资料来看，其结果完美地体现了牛市行情中出现的非对称现象。总体上，在投入11亿美元资金的情况下，贝恩资本取得了相当不错的收益，投资回报为25亿美元，但其中10宗交易的收益合计占到了全部利润的75%。

因此，贝恩资本的绝大多数交易，准确地说是77宗交易中的67宗，即使扣除杠杆风险和支付私募机构的费用之后，它们的实际收益率也要低于标普500指数被动投资在这一时期可能获得的收益。在所有这些交易中，投资者的收益乏善可陈，是最初投资金额的0.7倍，如果以平均5年私募股权持有期来计算，那么每年的投资回报率大约是12%，远低于



同期标普500指数每年17%的增长率。

与此对照，取得最佳业绩的10宗交易中，虽然最初的投资金额只有2.5亿美元，却获得了18亿美元的利润，其投资收益率到达惊人的7倍。因此，正是这一小部分成功跑回本垒的交易成就了罗姆尼的投资传奇，同时也完成了对罗姆尼的控诉书：这些数据显示，贝恩资本只不过是进行杠杆投机的金融工具而已，它不可估量地受益于格林斯潘泡沫经济。这里是投机运气很好的风水宝地，而不是资本家辛勤努力而获得高额回报的投资机构。因此，罗姆尼时期的贝恩资本并不是觊觎总统权力野心家的黄埔军校，实际上是泡沫金融“楚门秀”的演出舞台。

## 险胜：贝恩资本如何获益

令人吃惊的是，在贝恩资本10宗“全垒打”交易中，有4宗交易最终以破产告终。其中的原因是显而易见的：贝恩资本在20世纪90年代格林斯潘泡沫繁荣高峰时及时退出，拿到了投资收益，然后这些企业在2000~2002年经济衰退期间陷入困境，不堪承受贝恩资本遗留下来的巨额债务。事实上，在接近6亿美元“全垒打”交易的收益中，其中有1/3是从这4家最终成为债务僵尸的企业身上获得的。

其中最具象征意义的是一宗合并交易，它主要是把因沃尔玛和其他大卖场出现而陷入困境的百货商店和沿街的服务商店全部合并在一起。贝恩资本在1988年投入了1 000万美元，9年之后，它拿到的收益是其初期投资的18倍，即赚取了1.75亿美元的利润。

非常凑巧的是，百货店运营商Stage Stores是由德雷克塞尔-米尔肯垃圾债券发行机构在倒闭前认购的最后一宗交易。初期杠杆收购所筹集的3亿美元资金就是米尔肯的行贿基金，他手下的那帮收购专家利用这些行贿基金来收罗被遗弃或“破败不堪”的企业，并且把它们重新打扮成“成长型”企业。

在之后的8年里，贝恩资本苦心经营，收罗合并了300家小型的沿街店铺，其中不乏那些不容易记住的品牌，如Royal Palais、Bealls、Fashion Bar以及Stage Stores。但公司的业绩并没有取得多大的提升。到

了1996年，它还是无法偿还米尔肯的债务，收益只有1 400万美元，与1992年店铺数量不及一半时所产生的利润正好相当。

1997年春，美联储主席格林斯潘下定决心，认为非理性繁荣不是一个令人担忧的事情。在这时，贝恩资本也决定放手一搏，它让已经是上市公司的Stage Stores再次发行3亿美元的垃圾债券，把筹集到的资金用来收购正处于倒闭边缘、拥有250家店铺的家族服装商店C.R. Anthony。

经营面积达1 100平方米、店铺形状类似饼干桶的C.R.Anthony主要经销中档鞋类、衬衫、套装，因此正好符合沃尔玛扩张的要求。为了拼命增加“协同效益”，贝恩资本立刻对C.R.Anthony进行更名，改成与“Stage Stores”和“Bealls”一个系列、更加吸引眼球的招牌。尽管商店更名后并没有避开来自本顿维尔的死神<sup>[119]</sup>，但它突然把Stage Stores打造成一家“成长型”的企业，这正是格林斯潘牛市急切盼望看到的故事。这个表面上看似“转型”的交易在完成后5个月内，那些惯常的“协同效益”和“品牌再造”计划还远未产生结果的时候，公司的股价却已经翻了一番。贝恩资本和它的合作伙伴高盛在收获上文所说的18倍收益之后，立刻就抛售了它们持有的公司股票。

事实上，所谓“转型”的C.R.Anthony交易完全是牛市中的一个骗局。几乎同时，公司的业务出现下滑。贝恩资本在1997年闪电般退出之后，当年C.R.Anthony的销售额仅仅增长了4%，而到了1998年和1999年，在相同店铺数量的情况下，销售额分别下降了3%和7%。之后不久，C.R.Anthony提交了破产申请，而在那时其销售额还在继续下降。1998~1999年，C.R.Anthony亏损的现金流高达1.5亿美元，而这仅仅是贝恩资本和高盛从陷入困境的Stage Stores逃离后两年不到就出现的悲惨情景。

贝恩资本随后又宣称，“在我们持有公司期间，公司持续盈利，而且还在成长，是一家成功的企业”，然后，公司才遇到了“经营困境”。无论怎么说，这都是一个弥天大谎，但对于私募机构来说，这是典型的托词，它把企业在自由市场中真正创造价值的成长时期与私募选择进入企业进行投机的时间节点混淆起来。事实上，导致公司陷入困境的过高库存和严重高估的资产问题并不是在贝恩资本退出后的24个月内突然出现的，实际上它一开始就是金融工程项目所导致的恶果。

更糟糕的是，如所有泡沫金融时期的惯常做法一样，在Stage Stores的交易中隐藏了所有的杠杆债务。当困境来临时，由于贝恩资本几乎已

经把压箱底的东西都抵押出去了，因此公司根本就没有任何资产可以动用，来帮助公司摆脱困境。也就是说，贝恩资本把公司应收信用卡账款出售给第三方，而且在所有650间店铺中，它真正拥有的刚好只有3间！但在其余的租赁店铺中所堆积的资本化债务却高达7.5亿美元，如果把这与公司公布的资产负债表中的债务相加的话，那么公司的真正债务余额高达13亿美元，是公司最好年份中自由现金流的25倍，实在是太具有破坏力的杠杆率。

公司破产倒闭导致旗下大约250间店铺不得不关门歇业，占有店铺数量的40%，受此影响而失业的人数大约有5 000人。但Stage Stores传奇所反映的商业道德，不仅仅是贝恩资本在这个案例中到底扮演了就业消灭者的角色，还是就业创造者的角色。更重要的一点是，这是一个华尔街的投机者罔顾健全财政的原则、操弄市场上商业物业经营公司的故事：一个反熊彼特<sup>[120]</sup>的金融工程项目，它利用政府补贴债务，从那些店铺中榨取现金，但如果在自由市场中，这些店铺早就该关门歇业了。

贝恩资本另一个引以为傲的成功案例也是一家零售企业——史泰博，但事实也不是像它所吹嘘的那样。托马斯·斯坦博是一位具有远见卓识的企业家，1986年，当贝恩资本还在从事风投业务时，他从贝恩资本拿到了500万美元的种子基金。贝恩资本是后来才转型为米尔肯风格的杠杆收购经营模式。仅仅几年之后，贝恩资本从史泰博退出，所收获的利润为1 500万美元，在贝恩资本整个发展过程中，这点金额的收益几乎可以忽略不计。

在斯坦博的打造下，史泰博在自由市场竞争中脱颖而出，成为办公用品零售市场中高效率的创造者。这是真正可靠的资本主义高效率，它的这种效率是对市场上数以万计的文具和办公用品商店，以及传统批发商之间的流通渠道进行破坏性挤压，甚至造成大量失业才得以实现的，当然，这种高效率让数百万客户从中受益。现在，这些死气沉沉的传统经营方式根本无法与史泰博相比，因为它们在销售劳动力成本上毫无竞争优势可言，包括在市场零售商上游批发领域出现的传统低效率，以及在流通环节中的劳动力成本。

具有讽刺意味的是，今天的史泰博拥有5万名兼职员工，员工总数高达9万人，但在其经营过程中，史泰博所消灭的数千家企业以及受此影响而失业的几万名员工，与Stage Stores旗下那些小型店铺相类似，只不过是经营文具和办公用品而已。最终，沃尔玛淘汰了这些销售鞋类、衬衫和套装的饼干桶商店，而在贝恩资本持有期间，它却人为地延长这

些商店的寿命，并且在自营店的经营中，通过用后台自动化替代人工以及在前端大量使用兼职员工来降低人工费用。由于在自由市场中出现的这些具有划时代意义的变化，所以在选举年里统计就业人数的增长或下降就显得毫无意义，然而，这与罗姆尼是否有资格成为总统明显没有任何关联。但贝恩资本从一家成功的企业身上只收获了1 500万美元，却从一家倒闭的企业身上攫取了1.75亿美元，这个事实无疑证明了它并非靠自己的努力累积起巨额财富。贝恩资本从美联储的货币超发政策中受益匪浅。

## 价值1亿美元的黄色记事簿

Ampad（美国纸本纸张公司）是一个20倍的全垒打，也就是说，在1992年投入500万美元，而其最终收益却是1亿美元。对于贝恩资本和罗姆尼来说，这是一个奇迹般的结果，但对于Ampad的员工和股东来说却并非如此，当公司在1999年因债务累累而破产时，他们两手空空。该公司在2012年总统大选中成为争议焦点，但它所反映的真正问题与就业人数的增减毫无关联，它只是一次抢夺现金的杠杆收购行为，如果在一个可靠自由的市场里，而且美联储没有向华尔街注入过度的流动性，那么这种案例不可能出现。

Ampad是纸业巨头米德公司旗下的公司，在美国14个州有加工工厂，苦心经营记事簿、信封、文件夹、书写板等过时产品的生产，包括黄色记事簿。毋庸置疑，在互联网和无纸化办公潮流席卷世界的年代，米德觉得Ampad“适应不了业务发展”，因此把它出售给贝恩资本是“旨在提高生产率的第一步”。但人们不禁又要问同一个问题，既然来自俄亥俄州代顿市、经验非常丰富的公司高管认定Ampad是破坏股东价值的夕阳企业，那么在罗姆尼发回波士顿的电子表格文件中，又包含什么秘籍能够让这家企业重新焕发生机呢？

答案就是杠杆金融工程，也就是说把相类似的企业，不管是遭人遗弃，还是残花败柳，统统收罗合并在一起，最终把它包装后送到华尔街的介绍性舞会上。为此，米德在送出门之前把它好好地美化了一番。不仅实施了涉及全公司的“重组”计划，而且把13家工厂和配送中心整合成6家，并且设立了9 000万美元的“重组储备金”来应对资产减记，以及遣



散最多1 000名员工的费用。

于是，贝恩资本和米德的高级管理层成为引以为傲的新东家，公司经过一番瘦身之后，经营规模大约为1亿美元的销售收入，在尺寸大小适于书写法律文件的黄色记事簿市场占据了统治地位。尽管米德事先已经缩小了工厂规模、裁减了部分员工，Ampad在1991年的利润（未计利息、税收、折旧和摊销）总计为490万美元。

米德还为贝恩资本微不足道的500万美元股权投资提供短期融资配套资金，并且大范围地向高管层提供大笔贷款。尽管为了摆脱陷入困境的Ampad，米德采取了这些紧急救助计划，但结果显示，来自波士顿的重组方案并未改善公司的业绩。1993年，Ampad的利润轻微地上升至510万美元，这意味着经过18个月的努力，贝恩资本仅仅为企业的现金流带来100万美元的增长。

于是，公司认为只提升黄色记事簿的业绩远远不够，所以在1994年夏它又收购合并了一些公司，以为可折叠文件夹和商业信封将会是未来业务的增长点！市场将非常广阔，每年信封市场的容量将达到1 690亿只，而公司目前发展的障碍是只能以每只1.6美分的价格对外销售。因此，为了改善公司业绩，Ampad需要每年销售100亿~150亿只信封。

结果当然是没有问题。当时市场上还有一批进行杠杆收购的机构在整合商业信封市场，经过长达9年的收购之后，它们在Williamhouse这一公司品牌下积聚了许多工厂和资产。到了1995年，合并信封制造商和分销商后的Williamhouse，其债务为1.5亿美元，销售额为2.5亿美元，营运现金流约为1 600万美元。

因此，在1995年11月，贝恩资本再一次孤注一掷，实施“转型”收购交易。它花费3亿美元收购了Williamhouse，承担起所有债务。收购价格是营运现金流的18倍，这完全是头脑发热后的举动，但贝恩资本却令人信服地向美国信孚银行证明，这次收购一定可以产生“协同增效”的效果。它们对Williamhouse的巨额债务进行了再融资，除此之外，还额外提供了2.45亿美元的贷款。贝恩资本却只需要1.5亿美元收购Williamhouse的股票，并且支付相关交易费用。因此，它向信孚银行的银行家赠送了一箱香槟酒以示谢意，并且自己也从中拿到了6 000万美元的股息，以补偿他们高效率的工作，可以在一天之内就完成具有潜在“协同增效”效应的合并交易。



到了1995年年底，Ampad的业务范围不仅仅是黄色记事簿，还增加了商业信封和可折叠文件夹的生产和销售，但在进行疯狂收购的过程中，贝恩资本严重损坏了Ampad的资产负债表。与1994年年底4 500万美元的债务相比，到了2006年6月，Ampad的债务增加了9倍，达到了4.6亿美元！

因此，它急切盼望能够看见协同增效的预期效果，但它们没有如期而至。在1996年的前6个月里，Ampad所产生的营业收入甚至无法支付日益增长的利息，致使其每股净收益只有区区的5美分。但由于贝恩资本现在已经拿到了12倍于初期投资的股息收入，因此，无论是在营运奇迹上还是在聪明的市场营销和会计上，所设立看涨期权的结果如何，对于贝恩资本来说已经无所谓了，它实际上已经大功告成。毋庸置疑，贝恩资本选择在眼花缭乱的市场营销和会计骗局上设立看涨期权。在1996年6月，它以每股15美元的价格开启了IPO上市计划，这完全是疯狂的估值，是公司前6个月实际年化收益的150倍。

上市路演的运气则完全不同。IPO上市计划大肆吹嘘“备考”财务业绩，也就是说这些都不是实际销售收入和利润，只不过是“可能”的结果。因此，1995年的备考销售额为6.2亿美元，已经反映了收购交易对全年业绩的影响，暗示着Ampad已经重新成为“成长型”企业。与1991年实际销售金额只有一亿美元相比，公司宣称取得了每年增长53%的骄人成绩。事实上，90%的增长来自于债务融资收购，但想必这个事实已经被忽略了。

然而，这其中的魔术棒正是来自对备考收益所进行的“调整”。实际上，公司曾经发布公告称，1995年营业收益只有区区的150万美元，在计入利息和税收之后出现了净亏损。但在这有着神奇魔法的5页招股说明书中，它详细罗列了几十项备考“调整”，都与刚刚完成收购的公司相关，Ampad与Williamhouse、Globe、Weis以及Niagara等公司合并交易，并且预计这些交易将会带来巨额利润。公司的利息成本因此而增加了两倍，但由于预期将会出现“协同增效”的效果、成本下降以及营运效率的提高，因此，1995年150万美元的实际利润可以被视作5 700万美元的备考营业利润。

但这5 700万美元的利润包含了许多还未孵化成小鸡的蛋，预期太高了。例如，预期公司从收购Niagara的交易中将新增850万美元的营业利润，然而，直到IPO招股说明书发布的时候，收购交易实际上还未完成。同样，招股说明书中提到将关闭Williamhouse在纽约总部，从而可

以节省450万美元的费用，然而，收购会计处理中已经包含高出好几倍的租金和遣散费用，并且预计在未来几年内支付。

但在1996年7月，格林斯潘的股市泡沫已经开始膨胀。这就意味着尽管其招股说明书漏洞百出，充斥着备考调整项目，使人完全难以理解，而且说明书所描述的“成长”故事太离谱了，使人难以相信，但Ampad还是可以轻而易举地发行将近2.5亿美元的股票。贝恩资本还可以向容易轻信的IPO投机者出售5 000万美元的公司股票，从而使其投资回报超过一亿美元，实现传说中20倍全垒打的投资收益。与此同时，对冲基金的投机者疯狂炒作公司股票，在1996年夏末把股价推升至每股26美元的高位，使之越发明显地证明了Ampad的交易实际上就是关于华尔街疯狂投机的故事，它根本就不是一个“老黄狗”<sup>[121]</sup>式的企业从夕阳行业的废墟中复活的传奇。

当时公司合并的债务和主权被估价为11亿美元，是公司1997年实际公告的3 000万美元营运自由现金流（EBITDA减去资本支出）的35倍，这是一个不可思议的数字。但在IPO上市以及发布利润预警之后几周内，快钱投机者感到大事不妙，跟随贝恩资本一起迅速逃离了这家上市公司。协同增效的预期效果还未出现，但在超市连锁商店的挤压下，公司的毛利率下降得更快。到1999年年初，公司的股票被摘牌，之后不久公司最终进行破产清偿时，有担保的出借人收回了大约1亿美元的债务，而其他债权人则颗粒无收。也就是说，公司的价值是其高峰时估值的1/10。

再一次，这个故事所反映出来的商业道德是关于糟糕的公共政策所起的不良作用，而不是讲述像贝恩资本那样更精明的投机者如何战胜头脑较为迟钝的商人的故事。事实上，杠杆收购只不过是投机者赚钱的手段而已，但这种杠杆收购交易极其危险，一旦失败，将会导致不必要的经济混乱，以及随之而来的裁员现象。这也是为什么在可靠自由的市场里杠杆收购很少被使用，而人为造成杠杆收购泛滥现象的正是超低成本的债务、利息抵扣政策以及荒唐超低的资本利得税。

## 轻轻松松的杠杆投机

1996年9月，贝恩资本和其他合作伙伴一起以11亿美元的价格收购了益百利公司，它是天合汽车集团旗下专门从事消费信用报告的分支机构，但贝恩资本仅仅支付了8 800万美元的股权资本金，它的合作伙伴所支付的股权资本金也不相上下，其余收购资金都是通过垃圾债券和银行贷款等融资方式获得的。仅仅7周之后，它们以17亿美元的价格将益百利出售给了一家英国集团，它们在收购中投入了很少一部分股权资本，时间间隔如此之短，甚至于他们还来不及打开公文包，就已经转手赚取了6亿美元的利润。

很明显，贝恩资本在转手倒卖益百利之前并没有创造任何价值。因此，它突然抽头赚取1.65亿美元的巨额暴利，这与投资技巧毫无关系，甚至跟交易胆量都沾不上边。相反，益百利的估值在短短50天内增长6亿美元，看上去更像是一桩内幕交易。

这或许就能解释得通，为什么全美最著名的交易大王、集团首席执行官约瑟夫·格曼在把集团下面的分支机构推上拍卖台，并且向贝恩资本和它的合作伙伴第一次出售的时候，会把公司收购价格定得如此之低，也就是说，为什么他们会在几个月后以转手价格的65%出售给贝恩资本和它的合作伙伴。

事实上，第一次拍卖活动是由贝尔斯登组织的，而且很明显，在2008年3月之前，贝尔斯登从来没有从事过客户委托服务业务，它一直从事博弈交易业务，主要用自身的资产负债表为极其有利可图的“风险资产”进行承销和交易。毋庸置疑，私募基金或机构是投行及资本市场部门进行风险资产交易所获利润的主要来源，因此，“投行”根本就不会有动力越俎代庖，自己寻找企业实施资产剥离的交易机会。

但在那次收购行动中，他们从资产分拆部门内部管理层获得了许多支持，这些内部人士通常被视作企业的“核心资产”，并非常积极参与计划中的杠杆收购交易。因此，益百利首席执行官D·范·斯基林及其助手们几乎还没有转换门庭前，就已从这场华尔街导演的交易中得到了数百万美元的意外收益。但斯基林根本不在乎这种讽刺，他为贝恩资本短期内收获1.65亿美元暴利辩护，坚称“根本就不存在任何金融欺骗”。

他把因果关系给搞颠倒了。这桩交易纯粹就是欺骗，这么说不是因为私募投资人在暗中相互勾结，而是由于美联储货币政策以及政府的税务优惠政策人为地促成了这桩收购交易，它们才是这种从企业杠杆收购交易中投机抽头的真正元凶。

## 慧眼难以穿透的迷雾

卫斯理是一家小型专业厂商，专业生产美容眼镜镜片和用于矫正散光的复曲面透镜，业绩出色。在1995年年中，当先灵葆雅公司有意出售时，贝恩资本以600万美元的价格把它买下，到1999年，当贝恩资本转手出售时，它赚取了3亿美元的利润。也就是说，在50个月内，贝恩资本获得了50倍的投资回报。然而，以完全对等条件进行对比，公司的营业利润在此期间仅仅增长了两倍：其余所有的利润，确切地说是2.75亿美元，都是由于巨额杠杆债务、格林斯潘泡沫及可以客观地说是短视的会计处理所造成的。

贝恩资本运用了古老的逃避骗术：它让公司会计把工厂、设备和无形资产全部做减记处理，重新分配约4 000万美元到库存账目中，然后在紧接着的两三个季度中把这部分库存计入营业利润中。这种会计骗术把所有未来的折旧费用全部抹去，从而在卫斯理一亿美元销售额的基础上，神奇地增加了1 400万美元的备考营业利润。

当然，投资者很快被告知不用理会所产生的亏损，因为这些库存费用是“非经常性”的项目！事实上，在贝恩资本倒卖运作团队出现在伊利诺伊州德斯普兰斯市的公司总部之前，先前卖家在交易前实施的“重组”行动中所节省的费用，以及加上神奇的会计操作，就已经合计产生了2 400万美元刚刚编制完成的“营业利润”。因此，卫斯理的业绩出现所谓“反转”，很大程度上是贝恩资本进行公关宣传的虚假结果。

1996年第四季度，公司融资7 000万美元从皮尔金顿公司手中收购了竞争对手隐形眼镜全功能护理液公司Barnes-Hind。兼并合同字迹未干，贝恩资本就递交了IPO上市招股说明书。尽管在收购之前一年，Barnes-Hind就已经出现1 700万美元的营业亏损，但由于贝恩资本进行了备考调整，Barnes-Hind在这期间的业绩被提高了2 300万美元，从而打造了业绩出现彻底反转的公司形象。

在收购之前的12个月内，两家公司实际亏损金额合计为2 700万美元，但由于对兼并会计和预期节省进行了5 000万美元的税前调整，这些亏损全部消失了。于是，公司备考收益就出现了明显的改善迹象，换言之，公司计入会计利润1 400万美元相当于每股0.73美元的收益。

毋庸置疑，由于正好赶上美联储在1997年3月启动新一轮刺激股市

的措施，因此股票市场热切追捧Barnes-Hind新发的股票，每股15美元、总计4 500万美元的股票被一抢而光，每股15美元的发行价格相当于被包装后业绩的20倍。对于贝恩资本来说，这无疑是大吉大利的好事。几乎就在IPO上市180天锁定期到期的同一天，贝恩资本就马上通过已经火热的股票市场抛售了第一批二次发行的股票，出售的价格非常好，比IPO新股的价格上涨了60%。

那时，卫斯理还没有递交按一般公认会计原则编制、哪怕是有一美元净收入的财务报表，但贝恩资本的承销商已经在1997年8月以每股23.5美元的价格出售了这批股票，并且把收益汇给了贝恩资本。25个月之前，贝恩资本买下这批股票的价格为每股0.43美元，而后抛售的价格是当初收购价格的52倍。最终，导致贝恩资本轰出50倍全垒打收益的原因是高杠杆率、虚假会计操作和泡沫金融，而不是所谓的企业家的胆识。

## 迄今为止最大的意外收益

1997年11月，贝恩资本成功地对受到社会党保护的意大利电话黄页公司实施了名副其实的资本主义掠夺。它向意大利电话黄页公司投入了1 700万美元的资金，取得了3.75亿美元的收益。这不仅仅是一个22倍的全垒打收益，而且对于罗姆尼来说，根本就是毫不费力便可收入囊中的财富。按照公司首席执行官的说法，罗姆尼唯一参与的活动就是在做尽职调查期间友情出演了一番：“他来到房间，立刻问了几个非常尖锐的问题，然后和我们握了握手就离开了。”28个月之后，在2000年2月，当罗姆尼在盐湖城冬奥会履职期间，他以前在贝恩资本的同事找到他，给他汇去了他在意大利黄页公司项目上的那份收益，据说是5 000万美元。

当初引入贝恩资本和私募股权机构联合体，就是为印证政府“私有化”阴谋计划而释放的烟幕弹。那时，在意大利财政部中起关键作用的官员是马里奥·德拉吉。他的主要任务就是把国家巨额财政赤字降至《欧洲联盟条约》所允许的3%的水平，他选择了当初普遍欢迎的表外融资中的经营性租赁策略实现这个目的。



简单来讲，贝恩资本和其他投资者按营业收入的5倍各自投入资金，一旦当地情况明朗，消除了继续租赁的必要条件，它们就可以按照营业收入的100倍获取投资回报。这种荒谬的盈利倍数的增长就直接明确解释了贝恩资本22倍全垒打的来龙去脉。

在此期间，互联网泡沫达到了鼎盛阶段，因此，这家意大利纸质电话黄页公司摇身一变，成为一家发展迅速的互联网企业，宣称是下一个“美国在线”。1999年，当全世界都陷入金融泡沫时，一帮企业掠夺者自己手中没有多少资金，却控制了意大利著名的打字机生产厂商Olivetti，然后巧言如簧、筹得巨资，通过Olivetti的平台控制了意大利电信公司。

因此，这帮企业掠夺者占据了一个制高点，在他们下面到处是庞大的交易纸牌屋。他们下一个掠夺对象就是被打扮一新的黄页公司，对于这么一家日落西山的企业，他们支付了240亿美元进行收购，是企业净收入的180倍。事实上，贝恩资本在2000年2月退出意大利黄页公司所收获的天价收益，预示着格林斯潘打造的纳斯达克泡沫的破裂已经进入倒计时，自那时起，就开始萎缩直至最后消失。从来也没有看见过一帮已经爬上岸的私募出资人笑得如此开心的情景。

上文对贝恩资本的投资历史进行了分析，涉及的投资金额为14亿美元，是贝恩资本过去15年累积收益的60%。其中的4家企业最终以破产告终，1家企业是涉及内幕交易和快速投机倒卖，还有1家企业（卫斯理）实际上给贝恩资本带来了巨额兼并中介费用，而第7项，也是收益最高的这个意大利项目，名副其实的是财务运作的怪胎。

总之，它明白无误地反映了一种危险的杠杆博弈方式，而导致这种危险博弈的正是美联储和联邦政府失败的货币和税务政策。罗姆尼曾经用这些经历证明，他是一位经验特别丰富的资本主义企业家和就业岗位的创造者，然而，毫无疑问这一切却是验证我们这个时代金融变形的铁证。

它也同样证明了，为什么说2012年总统大选标志着美国从此夕阳西下。罗姆尼是一个非常崇拜泡沫金融的总统竞选人，他积极开展总统竞选活动，并且向美国人民公开他在贝恩资本的经历，想以此证明他曾经是一个“就业岗位创造者”，但保守党却因此证明了它对美国经济中存在的日益严重、令人痛苦的疾痼毫无头绪，从而使美国选民感到深切不安。

共和党需要反对任何促成罗姆尼今天功成名就的东西，那就是整个泡沫金融的体系。它必须谴责美联储疯狂购买财政国债的行为、破坏利率价格信号的行为、操纵和推升风险资产价格的行为、向套利交易提供免费隔夜资金的行为，以及损害美元对外价值的行为。同样，不要为了创造就业岗位而不停地抱怨且呼吁实施减税计划，它必须抨击债务税收补贴政策、资本利得税以及导致巨额联邦赤字的虚假繁荣，即使需要增加新的税收，如在能源和消费领域，也要坚定不移地弥补财政缺口。

最后，共和党必须认识到，美国经济出现严重过度金融化的现象，以及在华尔街金融工程领域出现疯狂投机的现象，这些都不是自由市场自然运行发展的产物。相反，它们是货币超发政策和习惯性财政挥霍政策所导致的恶果。这些金融变形又导致美国社会富裕阶层收获了巨额的不义之财，尤其是最富裕的1%阶层。

总之，美国社会出现富人越来越富裕而整体经济却越来越衰败的泡沫现象，这不仅不正常，而且根本不值一驳。奥巴马领悟到了，游说民众反对它；共和党却矢口否认，反而让罗姆尼用它来煽情。

## 迷失在金融泡沫之中

我也是历经磨难才找到这些真理，当初我也时常在想象或许我将在政府的监狱里度过我的余生。最终，对我涉嫌诈骗的起诉证明只是某个检察官出离愤怒后超越理性的个案而已，美国政府最终以“公平正义的利益”撤销了对我的所有指控。我当初陷入这个困境，不是因为我违反了某项法律规定或会计准则，而是因为拼命进行杠杆收购交易，疯狂到了利令智昏的地步。

就这样，经过20年泡沫金融的浸润，我俨然是一位成功的投行家和私募基金的出资人。尽管与罗姆尼相比，是小巫见大巫，同时，我也像华尔街里绝大多数人一样，对杠杆投机的危险视而不见。但由于我的懒散导致公共领域的债务灾难，因此，这就使得我的这种懒散行为尤为明显。

事实上，正是在亲身经历因过度使用杠杆而陷入困境之后，我才幡

然醒悟，真正认识到大变形的危害。如“婴儿潮”时期出生的那代人在泡沫经济中埋头打拼一样，我根本就没有注意到金融环境出现了严重变形，正转变成用债务支撑进行投机和寻租的赌场。

事实上，如果你沉迷于金融泡沫之中，那么投机盛宴永远不会真正停止。在经历了1987年、1998年和2000~2002年的短暂中断之后，金融交易的机器一次次重新启动，而且一次比一次疯狂。高收益债务和其他形式的高风险资本的供应变得越来越丰盛，投资门槛的要求却越来越低；基准利率一步步滑向更低水平，意味着金融资产的估值被推升得越来越高。

如第十四章至第二十六章所述，每种金融要素市场都变得越来越庞大：抵押贷款市场规模、华尔街金融机构的资产负债表规模、兼并收购的规模、股票回购的规模、对冲基金行业的资产管理规模、杠杆收购的规模、在私募股权和其他资产类别上资金投入的规模等。金融市场的发展很快就出现完全不协调的现象，同时也给实际生产和财富带来了增长的可能。

因此，即使是一个健康、平衡的自由市场经济，它如果以每年3%的速度实现可持续发展，那么10年的增长速度就将达到35%，50年的增长速度将会达到300%。但由于金融泡沫的快速膨胀，杠杆交易、各种股票和风险资产经常会在短短几年内实现5倍、10倍甚至50倍的增长。正如上文所述，贝恩资本的投资项目并非卓然超群的案例。

大多数弄潮儿，包括我自己，并没有理解泡沫时期在适度经济发展与跨越式金融发展之间出现了断裂现象。经济发展中出现了一系列综合因素，包括冷战的结束、科技创新和互联网革命、中国和东亚国家的快速崛起，以及股市的暴涨行情，这都让怀疑论暂时烟消云散。为了看清格林斯潘所谓的经济繁荣实际上是巨大的、正无情膨胀的金融泡沫，你必须从弄潮儿的角色中脱离出来，以空中俯瞰的视角观察地面上发生的变化。

2005年春，我正好就遇上了这种机会。当时，我们私募基金所实施的一宗最大的杠杆收购交易爆发了破产危机，这非比寻常。这家公司就是柯林-艾克曼，它是底特律汽车内饰部件供应商，主要生产仪表板、车门内饰板、塑模地胶等。它在经营中使用了高杠杆率，债务水平将近EBITDA的6倍。当福特公司和通用汽车的投资评级被降为“卖出”后，我们私募公司的资本结构中就出现了债务契约危机，供应商的商业信用很

快就出现枯竭。

柯林-艾克曼仓促递交了破产申请，这在当时被认为是不合时宜的行动，但后来证明，它是2008年秋汽车行业分崩离析导致全行业最终进行大整合的序曲。正如第三十章所述，在泡沫时期，汽车行业已经深陷连环债务困境，这是完全不理智的行为：汽车行业是整个经济中出现周期性动荡最猛烈的领域之一，但在第二轮格林斯潘泡沫时期，行业供应链上的每一个环节都背负了沉重债务，包括大规模资金不足的退休基金和医疗服务。

但柯林-艾克曼是第一个倒下的企业。尽管我亲自参与了一系列兼并收购交易以重整公司业务，因此背负了大量债务，同时，作为公司首席执行官，我不拿薪水，竭尽全力拯救公司于危难之中，而且通过我的私募股权基金，我已经是公司的大股东，但公司董事会在震惊之余却要求我辞去首席执行官的职务。无论董事会的行为是否正确，公司递交破产申请和我突然离开公司都在底特律引发了激烈的辩论，争论究竟谁应该为此承担罪责。

这一事件同时也引起了上文提到的那个检察官的注意，她就是纽约市南区检察官海伦·坎特维尔。她刚刚对毒品和凶杀犯罪行为成功地实施了打击，因此，她很明显想在白领犯罪领域抓到一条“大鱼”。尽管坎特维尔从来没有主导过任何商业犯罪案，但她很快就递交了起诉书，指控我违反了某项我从来没听说过的会计准则。

这与供应商回扣的会计处理有关。当年在底特律，整个汽车行业由于债务泛滥导致产能大量过剩，导致行业的价格体系出现了崩溃的局面，因此，供应商向买家支付回扣是一种行业惯例。为了保住业务量以及维持现金流、满足企业还本付息的要求，处于绝望中的供应商只得向以标价购买的客户支付大量现金回扣。

为了生存，柯林-艾克曼每个季度都要向通用汽车和其他OEM（定点生产）工厂支付数百万美元的回扣，同时，反过来又压榨自己的供应商，要求获得以开票价格购买后应得的现金回扣。很聪明的是，我的公司把每个季度支付给OEM工厂的大量现金回扣计入当期费用，而把收到的供应商回扣计入当期收入。

由于整个汽车行业供应链体系正落入价格下跌和资不抵债的经营困境，因此这种操作手法司空见惯。当时我们正在为支付沉重的债务而苦

苦挣扎，所以我从来也没想过这种系统性的、全行业的惯例是否合乎规范。

幸亏这位想钓大鱼的检察官没有和商业、会计、金融和汽车行业受过培训或者有过相关经验，她最后发现我们只是违反了一项还未被通过的会计准则。这条准则就是EITF 02-16，前面4个大写字母代表着“新兴的”，因此表明它还不是一项已经被接受的准则，而是在会计专业领域仍处于争论中的规则，但坎特维尔断定，柯林-艾克曼在我的授权下对商业回扣的会计处理是一种刑事犯罪。

这让我想起塞缪尔·约翰逊曾经提到，绞刑可以让人的思想高度集中。因此，我发现这种刑事犯罪指控的确让我的思想集中起来，至少让我在一段时间内集中精力向检察官证明，在这1 500万页的材料中，根本就没有任何证据可以证明柯林-艾克曼的任何人曾经违反EITF 02-16会计准则，甚至听说过有这条准则。

那时，坎特维尔已经离开了政府部门，去了一家顶尖的律师事务所，专门为白领犯罪进行辩护。她做出这个决定是有充分理由的：她提出的指控毫无事实依据，现在已经被纽约市南区法院予以撤销。当法院撤销所有指控时，涉及公司其他8位员工的案件也被一同撤销，然而，毋庸置疑，他们的人生已经被一个佩戴徽章、一心想在法律仕途上爬升的检察官彻底毁了。毫无疑问，这个案件也一如往常地吸引了相当数量的集体诉讼，并且向美国证券交易委员会提交。所有这些诉讼案件最终以700万美元息事宁人的费用达成和解，没有一件进入法院审判程序，也没有否认或承认在任何涉案的场所有过任何不当的行为。

在这些年里，我一直试图证明柯林-艾克曼的会计操作没有任何过错，因此，这让我有大量时间仔细钻研公司资产负债表和其他财务报表的方方面面，并且与多年来从事杠杆收购业务所认识的，以及在柯林-艾克曼案例中有借贷业务的巨型债务机构，进行面对面的沟通。

简单来讲，由于可以想到的任何资产已经被抵押出去，任何类似可自由决定的费用已经被削减，柯林-艾克曼在财务上没有任何缓冲的余地。因此，公司所有的应收账款已经被出售给GE金融，或“快速融资”借贷机构，同时，它们把销往汽车三巨头所应得的远期付款进行减价处理。柯林-艾克曼在全球80家制造企业中价值数百万美元的塑模机器几乎全部被出售以换取现金，同时又回租这些设备，这样一来，如同定期债务一样，柯林-艾克曼又必须支付设备租金。柯林-艾克曼最大限



度地利用供应商的商业信用，而资产负债表上则堆积着好几家不同银行的循环贷款、6种不同等级的垃圾债券、免税的经济发展债券和其他另类的债务。

然而，如果称不上是保守的话，柯林-艾克曼也是汽车行业的典型代表。从2001年起，它就开始收购合并内饰部件供应商，而当初所使用的杠杆率是EBITDA的3.8倍，远低于2006~2007年杠杆收购高峰时的标准水平。但问题是，随着汽车行业价格下跌危机进一步恶化，整个行业供应链落入竞相跌价的狂潮中，其中的原因无法抗拒：企业债务还本付息的固定成本相当高，以至于任何一家还能够在偿还债务方面产生“不定量还款”的企业，都将会面临残酷的竞争——尽管工厂的资本回报率和企业管理费用都已经出现了负数。

如此这般的价格战越来越激烈，企业随之开始削减成本。汽车行业供应链往上的所有企业，包括通用汽车，都不惜牺牲企业的前途来满足当前对现金的渴望，而企业裁员成为最可靠的首选项。以柯林-艾克曼为例，按照我们最终破产时40亿美元的年销售额计算，公司最初的员工数量为3.2万，在破产时下降至两万。

为了成为首席费用削减主管，我把自己的办公室搬到了位于底特律的首席执行官商务中心，因为我自认为对公司了如指掌，而且我的私募基金已经在公司身上投入了数亿美元。当时我就知道，日积月累，这些沉重的债务会导致那些理性的高管最终彻底毁灭自己的公司。

我们从削减长期费用开始，如市场营销、研发、新业务扩展、信息服务和人力资源，把所有“摆花架子”的费用也全部砍掉，如员工食堂、草坪修整服务以及周末供暖。然而，随着市场价格和企业收入继续下跌，仅是这些还不够，很快把养老金也砍了，为员工401（K）养老计划配套的雇主缴费也取消了，奖金停发，员工医疗费用分担也大幅降低，移动电话补贴缩减，费用账目也被砍到只剩下最基本的东西，林林总总，不一而足。

但债务余额仍然持续上升，市场价格和现金流则继续下降。因此，情况日益严重。销售队伍开始缩减，最受公司重视的工程师队伍也开始大幅缩减，工厂副经理的职位被取消，一半以上年薪超过10万美元的高级管理人员被裁掉，他们的工作职责被重新分配给留任的管理人员。到了2005年4月，公司已经被裁减得支离破碎，关门歇业是早晚的事。很快，该来的真的来了。

在我刚刚从事杠杆收购业务时，我曾经热衷于发表讲话，喜欢讲述能够产生效率和生产力的债务魔力。在黑石和自己的私募基金工作时，在季度董事会会议上，我总是折磨底下的经理们，告诉他们必须削减得更多、“调整”得更快。在柯林-艾克曼的最后那段时期，我已经变成一个绝望的斧头帮帮主，一个为了那个债务巨兽不惜牺牲、沾满鲜血、尖牙利爪的金融怪兽。

只有远离公司，才让我理解了柯林-艾克曼不单是一个孤立的事件，或者只是生不逢时的问题，它实际上反映了一种经济变形，一种在自由市场绝不会发生的变形。堆积如山的债务以及表外杠杆融资都是在华尔街的心脏地带、由那些金融辛迪加操作的，而真正牵头的正是摩根大通、瑞士瑞信银行、德意志银行、GE金融以及许多其他类似的金融巨头。它们可以发行有毒证券，并销往数百家银行、贷款抵押证券基金、高收益互惠基金、养老基金经理、保险公司甚至纯粹的投机者，因为，在泡沫金融的世界里，经济风险被严重低估了，而高收益证券则被过度持有。

最终，在汽车行业，除了福特汽车和江森自控，底特律所有主要公司都陷入破产倒闭的困境，投资者不得不消化这些交易纸牌屋倒塌所造成的将近1 000亿美元股权和债务损失。这应该是终生难忘的教训和振聋发聩的呐喊：超低成本债务、格林斯潘-伯南克期权、巨额债务税收优惠以及资本利得税，它们都对自由市场资本主义造成了致命的威胁。它们影响着人们的言行举止，由此决定了企业和财富被最终摧毁的命运；在它们的影响下，诞生了投机者，像我本人、罗姆尼、其他杠杆收购大王以及对冲基金，他们在投机路上不断收获不义之财。

然而，到了2008年9月，在矿井中焦躁扑腾一番的金丝雀已倒地身亡，这标志着自由市场资本主义就此终结。正如第三十章所述，在向通用汽车实施可怕救助、美联储在2009年3月开始启动全面货币超发政策的短短几个月内，汽车行业便燃起了熊熊大火，投机者却乘机收获了不义之财。因此，泡沫金融的“楚门秀”开始了新一季的表演。在2012年总统大选期间，共和党遭遇滑铁卢，而当初保守党所选择的旗手实际上又是金融“楚门秀”中的一名演员，从此之后，谁都无法阻挡权贵资本主义取得最后的胜利。

美国开始走向没落。稳健货币、自由市场和财政正义是泡沫金融的对立面，是华尔街投机机器和寻租行为最为讨厌的东西，因此，在政治舞台上已经失去立足之地。对于华尔街来说，它们对此漠不关心，它们

关心的只是更多债务和更多流动性，只有这样，注定会毁灭的投机盛宴才能持续下去。

[114] 47%的美国民众：2012年总统大选期间，在一次私人筹款活动中，罗姆尼向富豪们揶揄47%的美国民众不交税、靠政府养。其不当言论被暗中偷拍，引起轩然大波。——译者注

[115] 《无政府主义者食谱》：威廉·鲍威尔于1971年写的一本极端主义著作。——译者注

[116] 沃尔克法则：由美联储前主席、现任美国总统经济复苏顾问委员会主席保沃尔克提出，其核心是禁止银行从事自营性质的投资业务，以及禁止银行拥有、投资或发起对冲基金和私募基金。由于该法则以空前强硬的态度对待银行自营性质的投资业务，曾被视为此次美国金融监管法案中最有影响的改革内容之一。——译者注

[117] 白手套：罗姆尼的中间名“米特”在英文中还有“手套”的意思，暗喻罗姆尼获取财富的手段并不光彩。——译者注

[118] 瑞普·凡·罗姆尼：把瑞普·凡·温克尔与罗姆尼进行重新组合，带有强烈的讽刺。——译者注

[119] 来自本顿维尔的死神：即沃尔玛，沃尔玛的总部在本顿维尔。——译者注

[120] 反熊彼特：违背熊彼特的创造性破坏的观点，即企业经营不善，该倒闭就倒闭，这也会为其他企业的创新或创立提供条件，即资本主义的创造与毁灭因此同源。与凯恩斯的观点对立。

[121] 老黄狗：1957年迪士尼出品的同名电影，描写了主人公与老黄狗的深厚感情。——译者注

## 第二十八章 愚蠢行为在蔓延

2008年，美国政府陷入“黑莓恐慌”，这要拜两个人所赐：伯南克和保尔森，他们俩是在最糟糕的历史时刻错误地占据了政府要职。当历经几十年酝酿发酵的金融大泡沫随着雷曼兄弟的倒下最终猛烈破裂时，伯南克像格林斯潘一样懦弱，无力与来自华尔街峡谷地带、大声喊叫的复仇女神进行对抗。而保尔森本人就是一位复仇女神，仅凭一己之力就让共和党彻底丧失抵抗能力，最终向愚蠢的财政救助计划举旗投降。

在这种情况下，伯南克显然更加危险，与他作为“货币政策政治局”政委的角色相比，格林斯潘大师显得更加谨慎。即使在华盛顿财政挥霍的政治氛围中放弃了金本位制的理论主张，格林斯潘还是保留着货币实验主义者的本色，喜欢钻研经济数据。更加确信无疑的是，如果是格林斯潘，在面对2008年9月的金融危机时，他可能不会贸然行事，而是先要确认金融系统为什么会突然出现崩溃的迹象。

与此对照，伯南克是一位理论大师，他“知道”发生了什么，问题是他所知道的大错特错。因此，非常不幸的是，美国的前途就维系在伯南克灾难性的错误上。

2008年9月15日早晨，当华尔街股市和债务抵押债券出现暴跌时，在首都华盛顿，几乎没有一位官员把这幕看作1930~1933年大萧条场景的再现。消息灵通的市场观察员了解到，在次贷问题爆发之前，周五股市的收盘价与2007年1月相比仅仅下跌了10%。他们也知道，与此对照，股市在1987年和2000~2001年出现过更猛烈的暴跌，下跌的幅度比这一次大三四倍。

确定无疑的是，与1929年的股灾相比，前两次市场暴跌与现行的金融体系有着更紧密的联系，但它们都没有导致经济萧条，甚至是经济衰退。在1987年出现“黑色星期一”之后，股市下跌了30%，然而事实上，美国经济依然保持了长时期的增长，直到2001~2002年，紧随更加严重的股市暴跌，美国经济才出现了轻微的萎缩。

因此，伯南克到处叫嚷美国经济出现萧条，表面上来看是不可原谅的鲁莽行为，而且令人深信他就是导致华盛顿很快就弥漫恐慌情绪且出现财政救助狂潮的罪魁祸首。毋庸置疑，在雷曼兄弟事件发生的当天上午，在美国首都华盛顿的数以千计的政客、政策制定者和权贵中，没有任何人会把当天的景象与大萧条联系在一起。

仅仅因为伯南克宣称自己是研究这些历史事件的学者，他就可以在自己的演讲中肆无忌惮地提到大萧条2.0时代的威胁，以及美联储如何在短短7周内把资产负债表从9 000亿美元疯狂地扩张到1.8万亿美元。具有讽刺意味的是，作为羽翼丰满的凯恩斯主义者，伯南克却呼唤着坚定的反凯恩斯主义者——弗里德曼的道德权威，来认可他作为美联储主席所实施的救助计划。

在9个月内，实证数据显示，在9月15日那天发生的事件，与1929年股灾之后的情况根本没有任何相似之处，而美国正面临大萧条2.0时代威胁的观点貌似有理，实则是胡说八道。然而到了那时，一切都追悔莫及。尽管人们已经对这些证据做出恰当的解读，但美国的政治体制脱离了正常的运行轨道。

民众对大萧条的记忆早已经尘封在历史长河里，但在金融市场暴跌和围绕着是否因问题资产救助计划而出现歇斯底里症状的背景下，伯南克对大萧条的不断描述唤醒了人们对这段遥远金融历史的回忆。它所带来的影响具有强烈的煽动性，不啻是在华盛顿充满特殊集团利益、集权主义经济救助计划和社会进步的拥挤舞台上，高声断喝一声“着火了”。

这个城市中，按部就班的政策流程一旦启动，便很难停下来，因此，制止大萧条2.0时代的紧急国会项目相当于在立法层面启动中止财政和经济条例的程序。伯南克成功地塑造了一个大萧条妖魔，为开启市场干预和救助打开了方便之门，同时又成功引入了权贵资本主义，把它作为美国政治治理中起决定性作用的议事规则。

这对自由市场和政治民主而言是一个莫大的威胁。抗击经济萧条引发华盛顿所有政策派系纷纷在自己的利益代表身上加大投入：货币主义者、凯恩斯主义者、共和党减税派……他们争相推出的政策不仅殊途同归，而且事实上金融危机是对他们理论观点的彻底否认：货币主义制造了连环泡沫，并且摧毁了资本主义市场经济；减税政策制造了巨额公共债务，并且对杠杆投机实施了巨额补贴；凯恩斯主义则成为政府增加财



政支出、实施财政挥霍政策的万能借口。现在，深陷泥潭的美国经济将会轮番接受这三种政策派别分别推出的大量的、致命的经济治疗方案。

## 不愿离开的灾难

事实上，美国经济已经完全掉入实行这些理论而设下的变形圈套里。例如，由于政府对房地产行业进行了无休止的援助，房地产市场已经彻底无药可救，而且政府所有援助都打着恢复可靠房地产市场价格和自由市场选择的旗号，其中可供选择的方案让人无所适从：是租房还是买房，是消费还是储蓄，是住大房子还是小房子，是继续持有增值的房产还是将增值的房产套现。

正如前文所述，1994~2007年，在房利美和房地美、美联储、税收优惠政策和华尔街的共同作用下，房地产价格出现了异乎寻常的暴涨，上涨幅度高达180%。这种暴涨为随后的暴跌做好了准备，在一些主要市场，从2008年起房地产价格出现大幅下跌，最高跌幅达80%。然而，伯南克的大萧条妖魔却顽固否认可以从中吸取任何教训，从而形成后危机时期的政策，被简化为争相推高房地产价格的愚蠢行为。

在次贷危机中，缺乏自有住宅业主是难以忘记的教训，然而，联邦住房管理局却很快又向市场推出大幅提高贷款价值比的住宅抵押保险计划，其最高比率可以高达97%。其结果是，在2011年6月之前的4年里，联邦住房管理局的抵押保险金额从3 000亿美元暴涨到1万亿美元以上，再一次把美国纳税人直接拖入险境。

由于几乎没有首付款缓冲，随着房地产价格在这一期间继续下跌，联邦住房管理局的担保抵押贷款很快就变成“负资产抵押”贷款。根据美国企业研究所的一项研究调查，预计超过一半以上的联邦住房管理局的抵押贷款已经“资不抵债”，这意味着随着美国经济继续在困境中挣扎，借款人交还住宅钥匙，即贷款违约率，将会攀升。

事实上，在联邦住房管理局760万抵押贷款借款人中，已经有将近17%的人出现了拖欠还款的现象，而且随着新增抵押贷款数量的上升，拖欠还款的比例还将继续攀升。因此，美国企业研究所的研究报告预

计，联邦住房管理局还需从美国纳税人头上再吸收500亿美元的资金。这个前景不仅令人震惊，而且反映出权贵资本主义无情掌控公共政策的悲惨现实。

现在已经非常明确，高比例首付款对于抵押贷款市场的健康发展至关重要。如果不是受到美国房地产经纪人协会、抵押贷款银行、住宅开发商、美国评估学会和其他房地产游说集团约束的话，即使是那些控制国会住房政策的笨蛋们，也不愿意接受联邦住房管理局提出的97%贷款价值比政策。

同样，2008年9月房利美和房地美濒临破产，随即政府以2 500亿美元的价格对两房实施了国有化，但“两房危机”所带来的冲击并没有使政府支持企业在欺诈行骗方面有任何收敛。为了推升房地产价格，华盛顿孤注一掷地设计了一种贷款策略，允许合格抵押贷款借款人的贷款上限提高到73万美元，几乎比原来翻了一番。因此，华盛顿没有让政府支持企业放慢发展的速度，相反，华盛顿释放出政策信号，暗示它们可以更深入地介入住宅金融。2011年，房利美和房地美占据了抵押贷款市场的70%，如果把所有政府计划都考虑在内，如联邦住房管理局和美国退伍军人管理局，那么这个数字将会上升至97%。

还有一种住宅业主税收抵免的诡计，是布什政府和来自佐治亚州共和党参议员、一向叫嚷反对“大政府”的约翰尼·艾萨克森共同设计的产物。如果把它作为一项政策，这种把戏显得特别愚蠢，但对于一个晚上黑漆漆、了无生气的佐治亚州来说，它完美地反映出权贵资本主义的终极游戏：在这里，这项政策根本没有任何合理的公共目的，实际上，这就是特殊利益集团对公共财政实施掠夺。在这项政策规定之下，房地产经纪人和住宅开发商可以为所谓的“初次”购房者提供每套住宅8 000美元的税收减免担保，这完全是不计后果地刺激房地产市场的投机行为，否则的话，当地房地产市场早就崩溃了。

最终，在2009年和2010年，这部分联邦支出达到了300亿美元，而在那时联邦财政赤字已经超过1万亿美元，而且由于大衰退的出现，穷人数量直线上升。尽管如此，政府根本没有做出任何努力，通过经济情况核查的方式使用本已稀缺的联邦政府支出。相反，这项“人人有份”的政策适用于所有家庭年收入25万美元以下的纳税人。

很难想象，还有比把8 000美元当作礼物赠送给年收入达15万美元的家庭更随意地使用公共资金的情况，例如，一个不断进行房地产炒作

的人可以很聪明地在36个月内暂时离开市场，从而获得“初次”购房的资格。除此之外，在400万申请税收减免的纳税人中，90%是购买现有住宅，这就意味着这项税收减免政策仅仅刺激了很小一部分新增住房建设，因此带来的新增就业也就相当有限。

事实上，这项计划相当于把现有住宅存量上搜刮得来的资本收益进行大量、随意的发放。有证据清晰显示，税收减免期限在某一天届时结束，将会导致房产交易过户提前进行，从而在到期日之前形成交易高峰。例如，现有住宅的月度销售率从税收减免开始之前的年化430万套的谷底水平，到2009年11月最后期限前上升至将近700万套的最高水平，然后在税收减免期限结束之后重新回落至衰退的谷底。

因此，或许可以客观地质疑，为什么浪费了300亿美元的财政支出，仅仅促使现有住宅存量的周转率出现几个月微幅上升。这种人为增加住宅需求也导致了住宅价格向下调整出现了暂时性的停顿。然而，一旦税收减免到期结束，价格跳水行情则又重新延续，这意味着它所“刺激鼓励”的新房购买浪潮立刻就偃旗息鼓了。

这种“打鼹鼠效应”在二三线房地产市场尤为明显。从2010年年中（最后延期期限结束）到2011年12月，在某些地区最低端的1/3市场中，明尼阿波利斯市的住宅价格下跌了20%，芝加哥下跌了30%，而在亚特兰大下跌幅度更是高达50%。那些被税收减免吸引、入市购买自有住宅的低收入群体最终遭遇了很大的经济损失。

在亚特兰大市靠近地区边界地带，在税收减免到期之前6个月内购买的低端住宅，其价格下跌的幅度可能达到4万美元。总之，在房地产市场出现前所未有的、不可避免的价格修正时，政府试图通过干预刺激房地产市场的做法只会人为导致重新洗牌，最终很有可能吸引财务状况最窘迫的家庭陷入困境。

更糟糕的是，房地产行业的游说集团再次发现，它可以威胁国会，准备对国家财政实施掠夺，这种恐吓虽然看上去难以置信，但能够获得共和党和民主党相等数量的支持。那些没有债务的自有住宅业主和租房的房客又看见大手大脚过日子的邻居拿到了一份来自华盛顿的大礼包。

尤其重要的是，那帮招摇撞骗之徒原本只敢在暗处偷偷摸摸地挖政府财政的墙角，现在变得胆大妄为。后来相关的欺诈行为调查显示，在成功申请到税收减免的人群中，7.5万人不符合条件，1.9万人甚至根本

没有购买住房，1 200人已经在美国监狱中服刑，500人是未成年人，3起是以狗的名义申请，还有1名申请人是4岁儿童。

## 美联储如何进一步毁灭房地产市场

在伯南克领导的美联储眼里，这种对社会公平原则的践踏貌似无足轻重。在雷曼兄弟事件之后，美联储开始疯狂超发货币，不仅直接购买了1万亿美元的财政国债，而且购买的政府支持企业的抵押担保证券和政府公共部门债务累积将近1万亿美元，占到了全部债务余额的20%。美联储购买国债的目的很明确，就是要压低抵押证券的收益，从而振兴濒临崩溃的房地产市场。

然而，采取这种愚蠢的措施想要遏止房地产价格暴跌，到头来只能事与愿违。一方面，房地产价格比5年前高峰时依然要低30%，这就说明了美联储刺激政策一事无成；另一方面，它人为压低了由政府支持企业担保的30年期抵押贷款证券收益率，从金融危机前夕的5.3%下降至目前的3.3%，这意味着一部分住宅业主已经有机会把他们的抵押贷款进行再融资，从而收获巨额的意外收益。

这部分意外收益以目前价值计算的话约为6 000亿美元，反映出美联储的利率操纵并不是自由市场的产物。这个观点的证据就是，如果把税收和通胀因素一起考虑在内，抵押贷款证券的收益率就几乎不存在了。在可靠市场里，银行储户不会以0.7%的利率向外出借30年期的抵押贷款资金，然而，由于自2008年金融危机以来，CPI以每年2.3%的速度增长，因此，税后抵押贷款证券的实际收益率就只有0.7%。

因此，自2008年9月以来，美联储操纵抵押贷款证券收益率，造成名义收益率下降了两个百分点，这完全是政府馈赠的意外礼物，它把银行储户的利益恶意地、随心所欲地转移给了抵押贷款债务人。自2008年金融危机以来，由于有将近5万亿美元的抵押贷款进行了再融资，所以美联储实际上是以每年1 000亿美元财政转移支付的金额，从银行储户那里转移给那些进行再融资的抵押贷款债务人，而且这些债务人经常进行多次再融资。与此同时，住宅抵押贷款市场中幸存下来的巨型金融机构，如摩根大通银行、富国银行和美国银行，已经从这种再融资业务中

收取了不菲的意外费用。

这种再融资的疯狂做法并不符合经济规律，在自由市场中绝不会出现这种现象。因此，美联储的货币超发政策导致了十分惊人的财富重新分配。目前美国大约有5 000万户家庭拥有住房抵押贷款，但其中的2 500万户家庭不能进行再融资，主要原因是“资不抵债”，或者他们抵押住宅的净值不足以支付首付款和再融资的费用。因此，在另外2 500万户家庭中可以进行多次融资的一般都是富裕家庭，或者是那些抵押住宅还具有相当大净值的家庭。除此之外，还有3 500万户美国家庭是租房居住，另外2 500万户家庭拥有自有住宅，而且没有抵押贷款，这两部分家庭无法套取抵押贷款再融资的意外收益，但毋庸置疑，在美联储的财政转移支付游戏中，作为存款账户持有人，他们的利益遭受了损害。

自2008年金融危机以来，大约有15%~20%的美国家庭最终从抵押贷款再融资的操作中收获了不义之财，而这种方式反映了权贵资本主义最丑陋的一面。他们赚取暴利是以牺牲大量银行储户的利益为代价，在这场大规模的财富转移中，这些储户毫无发言权，而未经美国人民选举产生的美联储在受到来自华尔街投机者巨大压力的情况下，通过制定和实施财政金融政策，最终促成了美国社会财富的大转移。

诚然，伯南克和他的货币计划管理部门的同事通过推出蹩脚的凯恩斯主义经济刺激计划，来掩盖其满足华尔街投机者要求的投降行为。他们辩称，通过对抵押贷款进行再融资操作，美国家庭的可支配收入将进一步增加，因此他们的消费支出也会增加，从而在社会零售、生产、就业和收入等方面引发一轮乘数效应。这或许可以被命名为“资产增值抵押贷款的新理论”。然而，在新方案中，进行再融资的家庭通过按月支付更少月供款的还款计划，而不是一次性套现的方式，套取住宅资产增值的收益。

2008年8月以来，个人利息收入的下降金额达到了令人震惊的4 350亿美元，这完全印证了资产增值抵押贷款的新版理论实际上是美联储投降行为遮羞布的事实。在2008年金融危机前夕，GDP账户中计入的个人利息收入每年高达1.42万亿美元，但美联储实施金融压制政策4年后，到了2012年8月，个人利息收入水平下降至9 850亿美元。而且这些数字还只是名义美元价格，在扣除通胀因素之后，实际利息收入的下降幅度甚至达到了40%。毋庸置疑，家庭利息收入遭遇大幅下降所带来的负面支出乘数效应，超过了更少抵押贷款月供款所带来的收益。



因此，现实的真相非常残酷。美联储成功地对抵押贷款利率实施了打压，目前的利率水平甚至比20世纪30年代的水平还要低。正因为如此，尽管这种政策造成美国家庭之间出现大规模、随意的财富转移现象，但它既没有推升房地产价格，也没有导致凯恩斯主义的支出乘数效应。因此，只存在一种可能的解释，即美联储顽固坚持其愚蠢政策立场。换言之，伯南克发布了完全错误的经济萧条警报，然后就开始彻底实施货币超发政策。现在，美联储在无比强大的华尔街面前孤立无援，只得继续向庞大的投机泡沫注入更多的流动性。

## 虚假的萧条警报

华尔街占领财政部三楼的办公室，这来得非常及时，而且具有十分重大的战略意义。在伯南克带着教授腔调发布经济萧条的警报之后，来自高盛、独断专行的那帮家伙在他们流氓头目的带领下，实际上宣布了实施经济管制的戒严令。在布什政府执政剩余的几个月内，这帮自大、贪婪和无知的阴谋团体使得华盛顿一直生活在经济萧条的恐惧之中，而就是在这种氛围中，挥金如土、信奉凯恩斯主义的奥巴马政府很快就开始大肆利用人们的这种恐慌心理。

然而，尽管奥巴马政府是在2009年2月正式通过8 000亿美元的巨额“刺激”计划的，而且这个庞大计划一无是处，但从2008年秋起，市场出现了猛烈而快速的库存清理行动，到奥巴马通过刺激计划时已经偃旗息鼓了。事实上，到2009年6月，美国经济已经触底，开始出现自然的周期性反弹。到了那个时刻，甚至第一批750亿美元的经济刺激方案——约占GDP的0.5%，还没有流到美国经济的消费支出领域。正如下文所述，根本就不存在即将到来的经济大决战，但政客们却已经在财政支出和减税计划方面采取无理由的放纵立场。

事实上，有大量证据可以证明，所谓的伯南克萧条警报根本就是一个笑话。例如，制造业的库存清理一直是商业经济下行的早期催化剂，因此，在1981~1982年和2008~2009年的两个周期内，很明显出现了几乎完全一致的库存数据。以2000年不变美元价值计算，在1981~1982年，工厂库存下降了600亿美元，降幅14%；在2008~2009年，工厂库存下降了700亿美元，降幅15%。

毋庸置疑，在1981~1982年，沃尔克并没有用经济萧条的假警报让华盛顿吓破胆。他清楚地知道，在1974~1975年出现过同样幅度的库存清理，并没有引发任何经济萧条的迹象，而且无论如何，在大萧条期间库存过高出现暴跌时，库存规模要比1974~1975年大4倍。而且，当时周期内工业生产的实际降幅只有17%，这与1929年股灾时期和1932年7月大萧条最严重时期工业生产出现50%的降幅不可同日而语。

事实上，在雷曼兄弟破产后的9个月里，没有任何经济数据显示美国遭遇经济萧条的冲击。同时，由伯南克虚假萧条警报引发的异常财政或货币刺激计划还没有影响到相关经济数据。因此，这短短9个月是公平验证美国经济潜在的或“政策出台前”发展思路的绝佳时期。

例如，无论在伊寇斯大楼里的“货币政策政治局”计划采取什么政策，到2009年第二季度结束时，也就是美国国家经济研究局正式公告衰退结束的日期，这些政策措施显然还没有影响美国经济的活动率。这是因为货币政策没有传导至信贷流程，而信贷流程则是聚集市场支出和收入的唯一途径。事实上，在这一时期，债务清偿的自然力量完全超越了美联储不计后果的货币超发政策，这也就解释了为什么向自营商市场和银行系统注入的新增存款最后几乎全部流回美联储，成为美联储的超额存款准备金。

因此，在华尔街金融危机后的9个月内，美国实体经济呈现了一个特立独行的发展趋势。诚然，美联储的零利率政策和流动性字母汤救助计划的确拯救了陷入破产困境的银行和投机者，并且在3月市场触底之后重启了华尔街的套利交易。但美联储注入的货币流动性根本没有促使实体经济中消费能力的增强，正如相关数据所显示的那样，在这一期间，银行商业贷款下降了18%，消费者信贷收缩了约5%，住宅抵押贷款下降了2%。

同样，正如上文所述，当经济衰退结束时，奥巴马的经济刺激计划还只是向实体经济注入了一部分增量资金。例如，每个家庭享受800美元税收减免的政策，相当于每周减少15美元的税款，这项政策直到2009年第二季度才开始进入实际操作阶段。

因此，在这9个月内所发生的经济状况相当明显地反映出当时正在自然演变的商业周期性变化。然而，尽管实体经济出现下滑，但还是出现了减缓经济衰退的某些因素，而在2008年9月15日，进行市场研究的分析师应该明显注意到这些因素。其中最重要的因素就是，几十年来扎

根于整个经济体系的财政政策自动稳定器，即失业保险、食品救济券、残疾补贴、提前退休社会保障以及税收减免。

另一个重要经济现实就是美国已经成为一个服务经济体，因此，经济体中的库存集中度就会小很多。2008年9月，整个商业库存规模相当于GDP的10%，这个数字比1929年最高时的35%有了大幅度的下降。这也就意味着库存清理所引发的乘数效应将会显著下降，也不会出现自我发酵的现象。

美国经济资产负债表出现这种良性状况的原因非常明显。在大萧条前夕，当时美国经济中的初级产业（农业、矿业和制造业）占据了GDP的70%以上。在这些产业中，生产环节很长，生产过程中的库存包括原材料、零配件和半成品以及制成品，因此存销比就显得特别高。

然而，到2008年金融危机时，初级产业已经比早先弱小了许多，仅占GDP的17%。因此，当美国经济陷入衰退时，库存清理所导致的下降趋势就会比较温和。例如，健身教练的时薪会温和下降，但与工矿企业不同，健身中心不会为了消耗过剩库存而关门歇业，它们只会维持开业，继续消耗卡路里。

事实上，到了2008年，中国、澳大利亚和巴西成为世界上以矿业和制造业为主的新兴经济体，与美国1930年的经济结构状况相当。因此，由于库存清理和生产调整主要在海外外包经济体中进行，而美国国内财政政策的自动稳定器还在起作用，所以美国国民收入和支出没有出现突然下降的趋势。

1930年和2008年之间的巨大差别具体体现在个人消费支出和个人收入的数据上。在大萧条时期，当初级产业出现崩塌造成就业和收入大幅下降时，实际个人消费支出随后下降了将近20%。与此对照，在2008年9月之后的9个月内，即使政府还没有推出大规模的凯恩斯主义经济刺激计划，实际个人消费支出仅仅下降了2%。

两者之间出现了决定性的数量级差距，即只有“大萧条”时期影响的1/10。而且，占据GDP 70%的个人消费支出相对具有弹性，即使假定没有特别的刺激政策，也应该很容易在2008年9月就预测到个人消费支出的弹性空间。因此，事实上，伯南克做出经济萧条警报是非常鲁莽和无知的行为。

个人消费支出具有弹性空间的原因主要是在目前情况下，大约90%的个人收入来自私营服务产业、政府公务员和转移支付。当伯南克发出警报，宣称大萧条2.0时代即将到来时，完全没有理由相信来自上述部分的个人收入将出现下降。

事实上，在接下来的9个月间，政府转移支付上升了16%，年化金额相当于3 000亿美元，因此，抵消了工资收入下降2 750亿美元所带来的负面影响。而且，即使作为消费支出原动力的工资收入出现了4.1%的下降，这种认识仍是非常片面的。在2008年金融危机前夕，政府公务员薪资报酬的总额为1.15万亿美元，毫无疑问，在雷曼兄弟破产后的9个月内，这部分薪资报酬又增加了2%。同样，私营服务产业的薪资报酬总额为4.2万亿美元，在随后的9个月内，仅仅出现了小幅下降，年化下降幅度为3.8%。

另外，在过去几十年里，商品制造产业（制造业、建筑行业 and 矿业）持续萎缩，因此，到了金融危机爆发时，这些产业工资薪酬的总额仅仅只有1.2万亿美元。因此，尽管在危机过后的9个月内，制造业的工资总额出现了12%的大幅下降，但从更广的范围来看，这种下降还是相当微小的，仅仅相当于全部个人收入的1.1%。

具有讽刺意味的是，美国经济所面临的长期结构性挑战（如制造业向海外转移、转移支付的巨额增长，以及政府公务员工资）并非是用当期税收来进行融资的，却在华尔街金融风暴的冲击中起到了稳定实体经济的作用。而且，所有这些结构性力量的稳定作用都是显而易见的。

作为经济学教授显然应该具备的专业素养，美联储主席应该知道绝大多数工资收入不再来自库存密集的制造业，他也应该了解自动转移支付将会强劲推动消费支出的增长。因此，在伯南克为了恐吓国会议员而上演的大萧条2.0时代恐怖片中，他所暗示的能够自我强化的经济自由落体现象根本就没有任何结构性基础。

恰在此时，最初华尔街金融风暴所引发的库存清理和失业率上升浪潮，在雷曼兄弟破产之后的9个月内很快就平息下来。因此，在2008年8月，商业库存的金额为1.54万亿美元。尽管在经济衰退期内，库存金额仅下降了2 150亿美元，但在2009年6月之前库存清理的金额已经达到1 850亿美元。自此之后，2008年8~12月，商业库存金额下降至1.325万亿美元的谷底，反映出经济下行的动量已经消失。

非农就业人数的情况大体相同。尽管从技术上看衰退提前几个月就已经开始出现，但在2008年8月，非农就业人数还是13.68亿人。在随后的经济衰退期间，直到2010年2月经济衰退最终触底，总共减少了750万非农就业岗位，而其中的660万（约占总数的90%）又是在2009年6月之前就已经出现了。

从11月到下一年的4月，在这6个月内非农就业人数平均每月减少75万人。之所以在这期间出现大量就业人数下降的现象，是因为华尔街的金融风暴相当于经济意义上的句号，显示出在信贷催生下，房地产和消费出现的疯狂繁荣景象一去不复返了。因此，出于对美国经济更加悲观的预测，美国的商业企业开始一次性地缩减5%的就业岗位，但这并不代表商业企业出现了将会导致经济萧条的非理性裁员现象。

事实上，劳动力市场的调整很快且令人信服地平息下来。在5~6月，减少的就业人数下降至每月40万人；7~9月，每月减少的人数下降至25万人；而在2009年第四季度，每月减少的就业人数大约为13.5万人。到了那时，就业市场开始稳定下来，并且在2010年年初出现反弹。另外，商业企业在设备和软件方面支出的调整周期更短：从2008年第三季度到2009年第一季度，商业企业在这方面的支出下降了16%，然后在第二季度就稳定了下来，并且随后开始复苏。

总之，到2009年第二季度结束时，除了有人还在大肆叫嚣之外，华尔街金融风暴所引发的严重经济衰退已经偃旗息鼓。无论是库存、生产、消费和收入，还是商业企业的资本支出，所有经济指标一点儿都没有显示出美国经济已经出现自我强化的末日景象。美联储主席伯南克吸取了1930~1933年美联储没有发布萧条警报的教训，并且按照世界甚至在2008年9月行将毁灭的预测发布了经济萧条的警报。

## 财政荒诞剧的大溃败

我曾经参与过一个新政府的筹建工作，当时整体计划就已经有形势比人强的感觉，但与鲁莽的、无比愚蠢的奥巴马经济刺激计划相比，里根时期的财政灾难根本无法与之比肩。奥巴马政府刚刚执政22天，8000亿美元一揽子财政支出和减税方案计划就完成了从策划、起草、散



发到国会授权以及签署成为正式法案的整个过程，整体计划规模相当于GDP的6%。

但这项一揽子计划不是一个理性的经济方案，而像是一个财政上的挪亚方舟，上面放满了华盛顿各个机构与白宫前街游说集团合谋的个人偏好型项目。大部分项目没有经过任何政策审批或成熟的监管就登上了挪亚方舟，反映出这项计划从头至尾是各派势力进行政治交易的产物。

事实上，奥巴马“经济刺激”计划的危害不仅仅体现在它庞大的规模上，还体现在新政府在匆忙之中对公共财政实施了无情的掠夺。这是华盛顿最年长的权力玩家在之前12个月都不敢想象能够成功的计划。但在2008年9~12月，由于出现了“黑莓恐慌”，这个国家的财政管理能力被伯南克的虚假萧条警报给吓跑了，也被心烦意乱、歇斯底里的财政部长所采取的疯狂行动震慑住了。

因此，到2009年2月，在凯恩斯主义首发团队已经在华盛顿的权力宝座上安营扎寨之后，任何财政决定所必须经历的听证、审议和尽职审查的程序全部被中止，唯一重要的事情就是以最危险的速度和最大的规模，尽快抛出减税和财政支出“刺激”计划。

因此，伯南克虚假的萧条警报就变成了赠送给白宫前街游说集团的礼物，而且不停地给他们送上这份大礼，同时，这也让国会中的政客们像是拿到了尚方宝剑，可以肆意瓜分财政预算中美味的赠品，这是他们原先做梦都没有想到的。更糟糕的是，数十年来财政老兵，如共和党参议员多梅尼西和民主党参议员肯特·康拉德，一生的心血成果在短短几天内便付诸东流。

这种神经错乱的做法无疑是在号称“渐进改革派”白宫政府的纵容下出现的，导致了大量的肮脏交易。因此，住宅开发商原先在泡沫时期缴纳的150亿美元税金，可以获得“退款”；制造业企业原先应该在5~15年内进行折旧会计处理的设备可以在第一年100%冲销税金；权贵资本主义在“绿色能源”遮羞布的掩盖下，为太阳能、风能和电动汽车争取到了900亿美元的财政补贴；绝缘材料供应商在为住宅业主实施住宅热效率改造项目中获得100亿美元的税收减免；市政工程委员会中的国会议员们为他们家乡争取到了100亿美元的专项拨款，用于水利和土地开垦等“猪肉桶”项目；已经十分庞大的国防预算又获得100亿美元的拨款，用于建造无用的设施。所有这些都只是冰山一角。

这项计划最致命的错误就在于，当美国经济已经触底反弹时，这些项目和其他刺激计划开始影响消费支出领域。因此，庞大的奥巴马经济刺激计划相当于赤裸裸地向未来美国政府进行借贷，以人为刺激当前消费支出和收入。所以，根本没有造成国民财富的永久增加，而是以美国未来几代人更大的税收负担为抵押，换来了目前消费支出和收入的增长。

由于根本不存在需要预先防备的经济萧条，无论是仓促的程序还是其8000亿美元奥巴马刺激计划的实质内容，都是极其错误的。事实上，美国经济已经开启了“全新正常”的旅程，也就是说，债务累累的美国经济正在经历不可避免的通货紧缩，它将造成美国经济规模实质上的收缩，也因此降低了政府财政的承受能力。

因此，经济刺激计划不是一项“投资”，换言之，它不可能推动陷入周期性衰退的美国经济走出困境，从而当经济出现凯恩斯主义式拉弗曲线之后获得回报。事实上，由于美国经济永久地受到过重债务的拖累，所以根本不会出现周期性的“投资回报”。这项计划只会永久地增加联邦财政的债务。

## 切尼的秘密赤字

由于奥巴马白宫政府所接手的财政基础远比表面上的状况更加糟糕，所以美国经济未来的前景显得尤其悲观。事实上，小布什执政期间，由于进行了未经国会拨款的战争和减税计划，财政上出现了大规模赤字，而这只是财政腐败最显眼的地方；潜伏在底下的是切尼的秘密赤字，暂时被第二轮格林斯潘泡沫掩盖了起来。因此，新政府接手的财政窟窿远比想象的更深，而且，在短短两周之内，它被自己疯狂和鲁莽的行动拖入更深的深渊。

在小布什任期内，联邦预算收入由于资本收益、奖金支付和庞大的工资薪酬等意外收益因素而暂时出现增长。切尼曾经顽固地认为财政赤字影响不大，但一旦债务经济狂欢结束，那么这些税收收入将难以为继。同样，由于房地产和消费出现虚假繁荣，实施最低社会保障的财政支出被人为地降低了。总之，在2008年金融危机前，官方公布的财政赤

字约为5 000亿美元，但泡沫经济所带来的意外收益被排除之后，实际赤字远远超出1万亿美元的规模。

毋庸置疑，在雷曼兄弟破产之后的9个月调整期内，当美国经济出现突然失速状态之后，这些财政意外收入和支出项目被快速地抹掉了。因此，经济大衰退并不像凯恩斯主义者所坚称的那样，导致财政赤字出现暂时性增长，而是完全暴露出原先一直存在的结构性赤字，这正是切尼一直不负责任地否认的事实。

已变现的资本收益和由此缴纳的税金等数据十分有力地说明了这种变化。在20世纪90年代中期之前的30年里，已变现的资本收益平均约为GDP的2%，期间很少出现偏离这种趋势的现象。但在第一轮格林斯潘泡沫时期，已变现的资本收益上升至GDP的6%（1998~2000年），然后在第二轮格林斯潘泡沫时期继续上升，2007年攀升至GDP的7%。

因此，格林斯潘领导下的美联储孕育出来的金融化和投机行为，在实现资本收益方面产生了不可持续的、大踏步的提高，上升幅度达到了GDP的5%。当金融泡沫在2007年膨胀至最大时，已变现的资本收益合计将近1万亿美元，比历史趋势水平高出约6 500亿美元。

即使是以15%的低档税率计算，资本收益所带来的财政收入被人为地增加了，2007年，这部分收入达到了1 400亿美元。毫无疑问，当第二轮格林斯潘泡沫破裂之后，这部分意外收入大幅跳水，在2009年下降至400亿美元的水平。同样，由于佣金、奖金和其他泡沫就业相关的收入突然消失，普通收入所得税和工资税所带来的财政收入也下降了约1 500亿美元。

与此同时，由于残疾人社会保障、提前退休计划、食品救济券以及失业保险支出等都呈现快速上升的趋势，财政支出方面出现了2 500亿美元的增量支出。这些都真实反映了一旦泡沫从美国经济中消失，依据现行税法和支出政策所出现的永久财政成本。

因此，华盛顿在2009年2月出现的大萧条2.0时代恐慌掩盖了两个强大的现实。首先，联邦财政赤字的实际增长水平每年将近1万亿美元。由于已经不存在传统的“周期性复苏”自动缓解赤字，或者可以把某些支出推迟至不确定的未来，所以首要的政策任务就是要毫不犹豫地缩减财政赤字。

其次，由于与泡沫经济相关的收入和就业减少，而且美国经济衰退导致失业人数增加，所以用于最低社会保障的财政支出出现了结构性增长，每年增加最多约2 500亿美元。最低社会保障出现突然上升表明有必要进行相应改革，减少最低保障流向非贫困人群，并且确保用可持续的税收收入为最低社会保障支出提供资金，而不是通过借贷融资的方式。

因此类现实状况，很有必要执行严格的财政准则、提高财政效率并保持财政审慎的原则。已经没有任何财政的腾挪空间可以留给无关紧要、漫无目的的改善性项目，或者用于没有经过严格经济情况调查的转移支付。但在歇斯底里的萧条警报驱动下，奥巴马的经济刺激计划正好走向其对立的方向。

其中2 500亿美元对家庭资助的一揽子措施相当于用直升机撒钱，毫无针对性可言，而500亿美元商业企业鼓励措施则完全被白宫前街的游说利益集团收入囊中。同样，高达2 500亿美元的一揽子医疗补助、教育以及联邦和州政府的补助纯粹是透支政府财政的短视行为。而另外1 500亿美元则被用于基础设施和能源项目，这相当于制造了一种借口，可以实施更多凯恩斯主义风格的赤字财政政策，因此，它们根本不是明智的公共财政投资项目。

## 奥巴马到处撒钱

尽管各式各样的方案无一是处，但刺激计划最核心的部分，即2 500亿美元对美国家庭的资助方案，尤其是蠢到极点的行为。它的主要特点就是向1.4亿缴纳所得税的纳税人，以及6 500万享受社会保障、退伍军人福利保障、附加保障收入和其他福利计划的美国公民，发放250~800美元不等的现金。

毋庸置疑，虽然这项慷慨馈赠方案被隆重地冠以“劳有所得”计划，但它与工作毫无关系，因为它针对的是缴纳所得税的纳税主体，而不管他们工作与否，甚至不管他们是否欠税。年收入20万美元以下的纳税主体都有资格享受这项计划，他们的人数占到美国人口的95%，而在6 500万可以享受“经济复苏补贴金”的人中，只有600万拿附加保障收入的人

需要经过初次经济情况调查。

另外，在标准补助之外，将近3 500万纳税主体还可以获得每个孩子1 000美元的额外税收减免。按照每个申请主体的特殊情况，大约有2 500万纳税主体平均获得了3 000美元的补助。在向纳税人发放的补助中，大约有700亿美元是被纳税人过度利用各种漏洞而获得的不当收入，按照现行税法的规定，这部分收入应该需要缴纳最低税额！

联邦政府已经背负1万亿美元财政赤字，却还要不加区别地发放财政补贴，为这种行为进行辩护的人正是凯恩斯在当今世界的代理人（暨白宫“经济沙皇”）萨默斯。按照教授的金融模型，由于美国家庭实际经济状况比较拮据，所以他们在商品和服务上的支出就显得不足。但不用担心，通过MWP（“劳有所得”税收减免计划）和ERP（经济复苏补助金计划），政府将会为他们虚增收入，寄希望于他们能够用这笔收入购买剪草机、平板电视机、鹅绒被、去红龙虾餐厅吃龙虾或者买一双漂亮的新鞋。

由此看来，奥巴马的撒钱计划不是基于提高生产力或生产需求。相反，它以经济上机械划分为“消费单位”的名义，向广大美国公民发放补贴。不断地将赤字融资的财政补助发放给“消费者”，完全是无目的地侵占未来纳税人利益的行为。然而白宫的经济教授却坚持认为，这将会产生“乘数”效应，并且认为撒出去的财政补贴实际上是对经济复苏的“投资”。

然而，到了2009~2010年，当凯恩斯主义的乘数效应并没有给经济带来多大活力时，MWP又获得再次延期的机会。在圣诞节平安夜的那一天，它化身为价值1 100亿美元的2011年“退税计划”，按照此项计划，1.65亿美国工人可以享受2%工资税的退税补贴。然而，尽管撒钱计划已经缩小到只针对中等工资收入的工薪阶层，平均水平下降至1 000美元左右，但没有任何迹象表明将会从凯恩斯主义乘数中产生“逃逸速度”：2011年的实际GDP增长只有1.8%，事实上比2010年2.4%的疲软“复苏”增长还要低。

因此，退税计划再次延续至2012年。当强劲的周期性反弹并没有如期出现时，萨默斯的继承人和受让人（那时萨默斯已经离开白宫）开始把希望寄托在违反事实的假设上。凝视着只有凯恩斯主义信徒才看得见的虚幻世界，他们妄称道，如果在2009~2012年没有通过增加政府债务的方式实施MWP、ERP和工资税减免计划，发放5 000亿美元，那么美



国经济将更糟糕。

事实上，这项一直延期的消费刺激计划在债务紧缩面前不仅不起任何作用，而且对奥巴马白宫政府大肆宣传的渐进式政策原则造成了极大的破坏。作为传统收入分配的问题，对于处在工资税最高等级的双职工家庭来说，工资税退税计划相当于4 000美元的实际退税价值，然而对于最低收入的工薪阶层来说，他们只能获得300美元的退税。因此，工资税退税计划只会刺激并不需要帮助的富裕家庭购买几个蔻驰手袋，却几乎不会刺激那些急需帮助的家庭去沃尔玛购买食品和日用品。

因此，在金融危机的余波中，出现了一个更重要的社会公平的问题，也就是说奥巴马撒钱计划本质上是反渐进式政策原则的。国家的资产负债能力正在快速下降，而它却把仅剩的那一点儿也浪费了。事实上，30年前，里根革命所引发的长期赤字金融时代已经把国家的债务水平从GDP的30%推升至100%。

由于美国政府的资产负债表上已经没有什么周旋的余地，所以为了向代价高昂的撒钱计划提供资金，它开始大肆借贷。事实上，失控的债务增长所带来的真正风险即将来临。因此，民众向华盛顿提出了一个不屈的要求：消灭经常项目赤字，对联邦财政收入要精打细算，把钱真正用到刀刃上。

这就是客观现实，但奥巴马执政的白宫政府中的“渐进改革派”从来没有抽出时间来发现它。他们被伯南克的萧条警报吓破了胆，而且听取一帮过时的凯恩斯主义教授提出的糟糕建议，因此，他们匆忙之中在波托马克河畔启动了迄今为止最疯狂的货币超发政策。一个号称领导贫困民众且提醒自己“永远不要让有益的危机唐捐”的政党，在这两个方面都一败涂地。

## 餐巾纸上草就的财政刺激计划

从表面上看，1 600亿美元的医疗补助计划和教育项目比较符合按需原则的转移支付。事实上，这部分资金可能被用于资助低收入家庭，使他们的子女可以走进课堂，或者帮助他们实现门诊医疗服务，这些都

只是孤立的偶发现象。这项计划相当于以临时过桥资金的方式，把赤字融资的财政支出转移给州政府和当地政府。

他们考虑的真正目的还是实施凯恩斯主义计划，就是用政府信用实施借贷，从而有能力把所谓的“需求”注入美国经济。如大多数刺激计划一样，这种错误的目的常常被强大的利益集团绑架，从而极大地加深了国家财政危机。

这种错误一开始就体现在白宫政府的总体政策阐述上，即它宣称奥巴马的刺激计划将会产生传统意义上的周期性反弹。结果，原先由衰退造成的庞大支出出现下降，而州政府和地方政府的收入却得以增加。因此，1 600亿美元医疗补助计划和教育项目的过桥资金具有自偿性的特点。

但这种政策阐述根本就是不准确和不真实的。医疗补助计划和教育项目的资金危机是结构性的和永久性的，而不是经济衰退人为造成的短暂现象。如果这些支出作为社会政策问题来说是必需的，那么必须通过税收解决它们的资金来源问题，而不是通过赤字融资方式。使用赤字融资，经济刺激计划将再次陷入另一个财政陷阱，在未来几年里潜伏着，随时可能爆发。

泡沫时代的真相是，由于收入、销售和房产价值的上升，以及可以从新建的购物中心和地区商业网点收取一次性费用和其他税收，州政府和地方政府的预算被这些意外收益撑得非常庞大。因此，在1990~2008年，州政府和地方政府从自有渠道获得的收入（不是通过联邦政府的补助）增加了将近两倍，从7 000亿美元增长到将近1.9万亿美元，而且它们收入占GDP的比例从12.2%上升至13.6%。

收入占GDP的比例增加部分相当于2 000亿美元，然而在这一时期，教育和公共福利支出（大部分是医疗补助计划支出）的负担，以其在GDP中的比例来看，增长得更加迅猛。同样在这18年里，州政府和地方政府在这些方面的支出比例从占GDP的6.8%上升至8.6%。在2008年泡沫鼎盛时期，这相当于在支出方面增加了2 500亿美元，这就意味着州政府和地方政府已经把全部意外收入用于这些方面的支出，但还远远不够满足所有支出需求。

正是在这个背景下，白宫政府内的凯恩斯主义代理人亲手交给佩洛西和哈里·瑞德一张字条，上面潦草地写着几个字：“8 000亿美元”。萨

默斯的命令状足以和拉弗的餐巾纸相媲美：它像是一种愚蠢的宏观经济的万灵药，只会煽动政客们大肆滥用其权力。在这种情况下，教育界的游说代表、养老院经营者、家庭护理机构以及更多利益集团代表纷纷在众议院议长办公室外排队，都表示愿意在萨默斯8 000亿美元的餐巾纸上填满刺激计划的项目内容。

正如上文所述，填满凯恩斯主义代理人刺激计划的1 600亿美元项目形成了巨大的财政陷阱。在大衰退期间，那些原本由泡沫经济滋生的很大一块财政收入已经不复存在。例如，2010年州政府和地方政府的财政意外收入已经缩减了一半，只有1 000亿美元的规模。

与此同时，在需求日益增强和临时性联邦财政刺激计划的双重推动下，教育和公共福利支出继续大幅度上升。2010年，在这些领域，州政府和地方政府的支出已经占到GDP的9%，这意味着以1990年的GDP为基准，现在每年的支出增长达到3 000亿美元。

毋庸置疑，由此产生的缺口对华盛顿推出更多救助计划和财政转移支付造成了极其痛苦的压力，也就是说，这是为了弥补因鲁莽的奥巴马刺激计划而产生的州政府和地方政府财政缺口。最初“有益的危机”就这样被浪费了。面对泡沫经济所产生的财政收入下降，州政府和地方政府应该被迫做出艰难的选择，也就是说，应该提高税收来支撑这些庞大的教育和福利计划，或者对这些项目进行深度改革，并且削减财政支出。

事实上，在一些边缘地区，州政府和地方政府已经采取了一些类似的措施。例如，在2010年，亚利桑那州大幅度削减与课堂读书无关的教育拨款，同时，批准在全州范围内就是否为筹集专项教育经费而提高销售税税率进行全民公决。由此，它证明了如果向选民坦率地提供各种方案，选民们是愿意直面困难的。

但这是一个特别例外的情况。基本上，由凯恩斯主义代理人开出的8 000亿美元经济刺激计划，给州政府和地方政府提供了巨额财政救助，帮助他们渡过暂时的难关，把皮球再踢回给华盛顿。因此，他们能够避免引火烧身，招惹选民的愤怒，或者更进一步，避免与造成财政困境的真正元凶遭遇直接冲突，也就是那些教师、市工会组织、医疗保健服务等一大批享受医疗补助计划的权贵资本主义机构。

由此，伯南克虚假的萧条警报引发了长期的财政混乱。它使奥巴马新政府在短短22天内高效率地推出了经济刺激计划，这完全是一团糟的

政策措施。在这种背景下，凯恩斯主义代理人被授权开启了一项雄伟的凯恩斯主义试验计划，而这只能是几十年前，他的叔叔们<sup>[122]</sup>在教科书上描绘的空中楼阁而已。

萨默斯在餐巾纸上潦草地写下“8 000亿美元”这几个字之后，这也就意味着这个国家签署财政支票的权力转移到议长佩洛西和瑞德身上。毋庸置疑，他们把财政支票开给了全国教育协会、学校校长游说机构、教材印刷出版商、学校建筑行业、特殊教育中心、学前教育机构以及其他许多类似机构。另外，他们还额外增加了160亿美元的教育拨款，由此，数百万中产阶级的大学生可以获得每人1 000美元的佩尔助学金。这些财政补助仅仅组成了刺激计划中总额1 000亿美元的教育项目。

诚然，为奥巴马经济刺激计划辩护的“渐进改革派”无疑会顽固地认为，即使全国教育协会和学前教育计划的游说代表在白宫前街有办事机构，他们与抵押贷款银行、石油和天然气钻井公司或者私人飞机租赁企业相比，完全不是臭味相投的同类人。但他们是从公众利益出发，还是为了一己私利，这要视具体情况而定。然而全国教育协会对政府财政管理的影响力，与那些臭名昭著的商业游说机构对税收减免政策的掠夺，其本质完全相同。

事实上，之所以说奥巴马的经济刺激计划十分阴险，恰恰因为它鼓动了一大批代表社会改善性商业企业的特殊利益集团，使得它们拼命瓜分华盛顿以债务融资的财政补贴。至于2008年1.22万亿美元州政府和当地政府的教育和公共福利支出，是否无懈可击、无法做进一步的缩减，还是充满了重复和浪费、可以大幅削减，这显然不是他们考虑的问题。

真相是，上文讨论的巨额到期财政账单是在过去20年虚假繁荣中累积起来的债务。因此，在2009年2月，联邦政府系统所面临的问题是如何勇敢地削减这些项目，或者提高现行税收、开征新税来为此融资，或者两者兼而有之。这些项目中的绝大多数支出都流向了长期项目和固定客户——学校预算和养老院需要照顾的人，而不是由衰退引发的、待处理的申请个案。因此，对于由泡沫经济收入下降导致的财政缺口，根本就没有正当的理由选择赤字融资进行弥补。

然而，这就是当初事情的真相。1 600亿美元一揽子健康和教育计划仅仅是50个州政府采取迂回战术的产物，因为所有50个州的法律都禁止对正在执行中的预算进行赤字融资操作。因此，4年又白白浪费掉了，由于华盛顿无休止地进行财政项目调整，现在的财政缺口比以往任

什么时候都大。

虽然奥巴马的刺激计划暂时弥补了州政府和地方政府的巨额财政缺口，但它们依然是悬在头上的达摩克利斯之剑，必将继续威胁华盛顿已经瘫痪的财政管理。被凯恩斯主义代理人煽动起来的游说集团，必将不停地找上门，寻求第二次和第三次财政掠夺的机会。

2010年，当奥巴马经济刺激计划正在产生最大的影响时，各州政府和地方政府的预算还是出现了令人震惊的财政收支平衡问题，这似乎暗示着已经出现了这些现象。州政府和地方政府自主征收的税收收入大约为1.27万亿美元，相当于GDP的8.7%，这意味着州政府和地方政府税收收入占GDP的比例已经一路下滑至泡沫经济之前1990年的水平。

与此同时，一般政府支出（不包含养老金和保险基金）已经达到创纪录的2.54万亿美元，相当于GDP的17.5%，比1990年州政府和地方政府支出占GDP的14.3%有了大幅度的上升。因此，随着20年泡沫经济的最终破灭，州和地方税收金额根本达不到预算要求，并且总体财政支出占GDP的比例上升了3.2个百分点，相当于大幅增加了4 750亿美元。

现在的情况是，尽管州政府和地方政府征收的当地税收相当广泛，包括收入、销售和房产，但这些财政收入仅满足其总预算一半的资金需求。剩余的一半，约6 250亿美元则来自华盛顿，也就是在奥巴马经济刺激计划下出现大幅增长的财政补贴和转移支付。

此外，剩余部分的收入来源包括那些迅速增长的使用费、服务费、许可费、授权费以及州立大学和学院不断上涨的学费。理论上，这些以用户为基础的收入来源是政府优先选择的融资途径，可以为地方政府服务提供资金保障，但它们也反映出州政府和地方政府财政出现了紧张和不稳定的现象。

总而言之，凯恩斯主义代理人在美国经济中埋下了一颗财政定时炸弹。显而易见的是，州政府和地方政府官员已经彻底无力承担财政责任，来征收与其庞大的财政支出相匹配的一般税收收入，而征收更多的费用和收费或许已经超越了他们的政治能力。因此，华盛顿还将承受更严重的财政压力，继续填补这个财政的无底洞，而一旦下一次经济衰退出现，那么财政灾难将如期而至。

[122] 叔叔们：保罗·萨缪尔森和肯尼斯·阿罗。萨缪尔森在1970年获得诺贝尔经济学奖，阿罗在1972年获得诺贝尔经济学奖。——译者注



## 第二十九章

### 被盗抢一空的绿色能源计划

在奥巴马上任后的22天内，国会山就已经打造出一艘财政挪亚方舟。在船上有一项高达600亿美元的绿色能源计划，这是继早先推出300亿美元的贷款担保法案之后，又增加的一项经济刺激方案。然而，从美国纳税人头上搜刮得来的血汗钱被人大手大脚地挥霍一空，这才是真正财政危机的警示信号。事实上，这份由据称是“左”派的白宫政府提议并获得了约翰·杜尔等著名风险投资人支持的企业福利臭名昭著，完全证明了美国已经彻底抛弃自由市场资本主义。

### 光天化日之下的盗抢

对于在奥巴马刺激计划中出现的各种绿色能源，如太阳能、风能、电动汽车和生物能，除了它们的技术优势和经济前景之外，有一个基本事实可以让所有争论者都哑口无言。毫无疑问，对于新能源技术，私人市场提供了惊人数量的风险资本进行研究和商业化开发。流传甚广的所谓“市场失败的故事”，主要是“科研项目”的支持者们和钻法律空子的人用来兜售新能源技术和商业创业计划时拼凑的不实传言。

事实上，庞大的奥巴马绿色能源计划好像画蛇添足，根本就是多此一举。金融化已经给美国经济造成了极大伤害，不可否认，这项计划又导致了前所未有的最大规模的投机者和寻宝者。至少是自20世纪90年代初以来，实际情况是在任何商业发展领域都已不存在任何可以投机的项目，无论是互联网广告、移动通信、社交媒体、网络在线服务，还是传统的零售行业、软件应用工具等领域，都吸引不了更多资本，如果还有一点价值或可行的地方，怎么会连追逐动量交易的投机者对此都不感兴趣？

事实上，徒劳无益的奥巴马绿色能源计划好像是某种意识形态穿越时间隧道后的产物。仿佛是埃默里·罗文斯<sup>[123]</sup>重新来到白宫，来看看卡特是否还穿着羊毛衫，并且抓住机会向现任总统兜售太阳能技术的优势。然而，其间诞生了第一太阳能公司的传奇，以及许多同类企业。这些传奇故事具有决定性的影响：它们既证明了罗文斯早在1979年就是一位预言家，同时也证明了自那之后，能源部一直都在浪费国家的公帑。

第一太阳能创立于20世纪80年代末，公司创始人没有专注于奇异科学的研究，而是侧重解决实际问题，希望找到可以持续降低太阳能发电成本的方法，推动太阳能能源实现所谓的“平价上网”的目标，从而可以让太阳能能源与传统化石能源相竞争。公司先驱和发明家哈罗德·麦克马斯特认为，不可能通过现有的、昂贵的晶硅电池技术实现上述目标。因此，在对各种薄膜光伏制造工艺进行了大量实验之后，他最终找到了在玻璃基板上沉积碲化镉涂层的解决方案。

到了20世纪90年代末，沃尔顿家族（沃尔玛创始家族）的风投基金开始相信，麦克马斯特的思路和方法是正确的。因此，沃尔顿家族买下公司股份，并且投入大量资金实施大规模商业化的计划。2002年，公司制造出商业化产品；2005年，公司产能达到了惊人的25兆瓦。

更关键的是，第一太阳能在降低太阳能发电成本方面取得了持续和令人赞叹的进步：2003年，每瓦发电成本首次跌破两美元大关；2007年，下降至每瓦1.2美元；2011年，发电成本又跌破1美元大关；直到现在，已经下降至每瓦0.70美元的水平。这种重复再现的成本下降才是替代能源商业化发展的必经之路。第一太阳能在相对另类的第二代太阳能技术方面，即碲化镉薄膜技术，取得了成功，有力地证明了真正的企业家并不需要白宫前街的游说集团帮助寻找并落实科研经费或工厂的投资资金。

由于在薄膜技术的成本控制方面取得了突破，第一太阳能实现了飞速发展，从而在2006年下半年成功地启动了IPO，公司市值将近20亿美元。然而，毋庸置疑，当时的金融市场充满了投机者。金融投机的现实摧毁了美国能源部对新能源采取保姆式管理的观点，无论其部长是1979年强势的詹姆斯·施莱辛格博士，还是现在稀里糊涂的朱棣文教授，他们都对新能源发展呵护备至。也就是说，在上市后16个月内，第一太阳能的市值从20亿美元飙升至220亿美元。

这相当于在16个月的时间里，第一太阳能的市值增加了10倍，也意

味着再也不会出现资金不足的问题。公司也不会像其他在奥巴马刺激计划中实施连环诈骗的公司一样，需要依赖纳税人的资助建造工厂、开发和生产新产品。事实上，第一太阳能的产能出现了快速增长，从2005年的25兆瓦增加至2007年的300兆瓦，而到2011年更是增加到2 400兆瓦的规模，也就是说公司产能在6年的时间里扩张了将近100倍。今天，公司拥有员工8 000人，销售收入28亿美元，在全球各地的资产合计达到60亿美元。

更明显的是，与2008年的最高价位相比，公司股价下跌了将近90%，这意味着市场上到处都是投机者，因此，即使是不折不扣、轰动一时的成功，也常常会吸引太多的资本和投资者的信心。在这个案例中，作为风险投资人，沃尔顿家族以其远见卓识收获了巨大财富。然而市场充满了太多的投机资本，所以即使是那些做空者，也因第一太阳能的股价大幅度调整至低位而赚得盆满钵满。

为了向第一太阳能的模仿者提供资金，而让未来的纳税人承担数百亿美元的债务，这可谓一种犯罪行为。在第一太阳能身上，即使是做空者也要通过承担市场风险的诚实方法才能收获暴利。但由于奥巴马的刺激计划，市场基本的投机交易就是知情者可以无风险地做空美国财政部。

这就是美国太阳能创业公司Solyndra的教训，它最终浪费纳税人的公帑（包括税收优惠）达惊人的8.5亿美元。事实上，就产品而言，Solyndra与第一太阳能没有太大不同：它一直从事于更加独特的铜铟镓硒薄膜技术的研究和开发，以期能够取代晶体硅光伏电池技术，同时它所生产的是管状光伏组件，而不是平板形状的晶体硅光伏组件。

长话短说，Solyndra没能尽快或最大幅度地降低成本，因此，在2011年，当中国太阳能光伏企业向市场大量销售成本低廉的传统晶体硅光伏组件时，Solyndra陷入孤立无援的困境。然而，第一太阳能在成本大幅下降之后，在全球各地建造了几十家传统装配工厂，以提高产能，但Solyndra孤注一掷，最后以失败告终。甚至在制造工艺还未确认之前，它就已经开始建造一家巨型制造工厂，来生产其独门秘籍的薄膜涂层，并且把它装配到管状组件上。

毋庸置疑，即使是华尔街大型投机机构也不愿意付出5亿美元的代价，投资一家以探索性技术为基础的绿色能源企业。但热心的朱棣文却为了那种荣耀而筹集了纳税人的公帑，由此，一家从未正式开张、毫无

用武之地的工厂就这样建造了起来。更糟糕的是，这家工厂虽未拿到订单或销售产品，但启动了供应链。因此，当Solyndra随后递交破产申请时，相关资料显示它已经从一家幸运的德国企业——肖特集团，购买了100多万条玻璃管材。

由此可见，其结果是，在5亿美元纳税人的公帑中，有很大一部分实际上是用来增加德国的贸易顺差：如果把肖特销往加州Solyndra工厂的大量玻璃管材首尾相连的话，长度将达到965千米。然而，现在这些高纯度玻璃管无用武之地，破产法院已经下令全部销毁，以节省仓储费用。最糟糕的是，法院的销毁命令无疑帮助中国增加了贸易顺差：用来搬运这些玻璃管的升降铲车都是中国制造的。

尽管如此，直到事情逐渐平息，权贵资本主义的恶魔才露出其狰狞的面目。在Solyndra实际控制人、奥巴马的政治捐款人、石油行业亿万富翁乔治·凯撒提供7500万美元“救助”资金的情况下，朱棣文同意把5.35亿美元的政府贷款作为从属贷款，这真是赔了夫人又折兵。作为浸润石油行业多年的老手，凯撒肯定在偷逃税款和营业亏损结转延后操作方面有着丰富的实际经验。

现在对于凯撒和他的权贵们来说，最好的结果莫不过是把工厂拆了，因为作为优先债权人，他们已经收获了净营业亏损所带来的税收收益。这部分的价值高达3.5亿美元，而且凯撒可以把这部分收益用于他的盈利业务上，或许可以掩盖石油生产的利润。换言之，通过实际上“做空”美国政府，凯撒从虚假投入公司“救助”资金中获得了4.6倍的投资回报。

很明显的一点是，那些把第一太阳能市值推升至220亿美元的投机者陷入了茫然不知所措，不知道在薄膜太阳能能源技术领域到底是碲化镉还是铜铟镓硒才是未来发展的正确道路。显然，朱棣文对此心知肚明。但他对太阳能能源的认识与问题的答案毫无关联，因为问题的核心是每瓦制造成本的下降速度，而光伏知识本身不会提供解决方案。

同样，公司扭亏为盈、浴火重生的前景都体现在每季度的财务数据上，如订单、出货量、毛利率和营运资金比率，而在金融市场，即使是那些投机者，也是靠这些数据进行分析研究。与此相反，能源部明显没有注意到这家占地4.6万平方米的工厂存在巨大问题：它没有生产、没有出货量，甚至没有订单，但在它的仓库里却堆满了玻璃管材。难怪Solyndra首席执行官把公司在白宫政府中的赞助机构称之为“华盛顿银

行”。

对比第一太阳能与Solyndra，就可以清楚地看到，为什么说绿色能源计划完全是无意义的浪费计划。两家公司都拥有实现平价上网的薄膜技术途径，但前者的创始人吸引了大量的投机资本，后者的实际控制人却利用白宫的政府官员急于花光代理人8 000亿美元的机会收获了不义之财。事实上，考虑到碲化镉薄膜技术已经在市场上取得了巨大成功，还要花费纳税人8.5亿美元的公帑补贴它的“同门师弟”，开发铜铟镓硒的太阳能薄膜技术，这无疑是权贵资本主义风格的重大盗抢行为。

## 菲斯克和特斯拉：亿万富翁的绿色名利场

与权贵资本主义在电动汽车领域大肆盗窃的行为相比，他们在太阳能能源企业上的做法还是比较收敛的。在电动汽车行业，奥巴马政府向菲斯克汽车公司和特斯拉汽车公司分别提供了5.3亿美元和4.65亿美元的担保贷款，同时，通过经济刺激计划，向专业电池生产商A123公司提供了2.7亿美元的财政补贴。前两家公司实际上是硅谷亿万富翁绿色梦想计划破灭的产物，现在却为了含糊不清的理由，用纳税人的公帑救助它们。第三家公司已经递交了破产申请，因此纳税人的公帑显然打了水漂。

美国财政部在这三家公司身上陷入困境，并非仅仅为了推广富有争议的电动汽车概念。在全球汽车产业中，现有的公司都纷纷在这一领域加大投入，以期有所作为，其中包括丰田公司推出的普锐斯、日产公司的聆风、雪佛兰公司的沃蓝达，福特公司也即将在2013年推出翼虎电动汽车，还有其他许多公司的产品。

华盛顿却反其道而行之，投入巨额财政资金支持风险资本，豪赌数十亿美元兴建全新的汽车公司。除非你偏执地相信底特律已经把每加仑汽油可以跑100英里的化油器专利全部买下的荒诞观点，否则的话，最不需要政府支持创业的产业就是汽车产业。事实上，由于存在巨大的产能过剩问题，全球汽车产业的公司都极其渴望推出新产品，而且它们本身都具有汽车工程和制造能力，也就是说，如果消费者愿意购买的话，它们完全有能力向市场推出电动汽车。



但由于汽油的实际价格还停留在1973年的水平，所以混合动力和电动汽车在市场中只占据着非常微小的份额。因此，尽管风投基金投入了大约12亿美元，其中主要是来自KPCB风险投资公司，菲斯克的风头实际上正在逐渐下降：除了公司在财务上出现巨额亏损之外，在它所出售的混合动力汽车中，有500辆汽车因在车主的私家车道上燃起熊熊大火而彻底毁坏。事实上，华盛顿对菲斯克实施财政补贴的愚蠢行为被桑迪飓风完全切中要害：当飓风袭击新泽西地区码头带来巨大风暴潮时，十几辆菲斯克汽车被海水冲刷后开始着火燃烧，并且最终全部烧毁。

然而，考虑到这些汽车价格不菲，每辆售价高达10万美元，这不是轻易购买菲斯克卡玛汽车的车主独自遭遇的悲惨故事。由于故事背后的丑陋交易很快大白于天下，所以实际苦难最终落到纳税人头上。似乎是硅谷著名的风投公司在一家汽车创业公司上遭遇了失败，而在副总统拜登的家乡特拉华州，一家通用汽车的制造工厂也陷入困境。于是，KPCB主管绿色能源的行家、奥巴马政治献金的主要捐款人约翰·杜尔从中牵线搭桥，安排了一项交易。

为了促使公司偿还上文中所提到的美国政府5.3亿美元的担保贷款，杜尔和他据称是共和党人的合作伙伴雷·兰恩向亨利克·菲斯克——这家汽车创业公司的无畏的设计师和创始人，提交了一份新的商业计划。按照这份计划，华盛顿再注入一笔巨额资金，帮助陷入困境的菲斯克开发第二代电动汽车——零售价格仅为5万美元的“平民跑车”，但新车制造项目就放在特拉华州那家闲置的汽车工厂。

虽然副总统拜登认为这是非常圆满的解决方案，并且如期出席了工厂重新开工的剪彩仪式，但菲斯克并不是在特拉华州纽瓦克市打造平民跑车的最合适人选。事实上，在成为电动汽车大亨之前，他一直是超豪华跑车的著名设计师，他所设计的作品就包括2005年敞篷版阿斯顿·马丁DB9，这部超级跑车的售价高达25万美元，是由实际上已经是英国汽车博物馆的工厂的工人手工打造出来的。

尽管如此，在等待这部名为Atlantic的平民跑车开发成型的过程中，菲斯克从能源部拿到了1.7亿美元的分期补贴款，用于补贴每辆售价高达10万美元卡玛跑车的设计、工程开发、机械加工和制造。经过多次延期，第一部卡玛跑车终于交付给了公司的发起用户（和投资者）莱昂纳多·迪卡普里奥，但有一点是肯定的，当这辆卡玛跑车抵达他位于比弗利山庄的豪宅时，这位热衷于绿色能源改革的好莱坞演员一定没有计算过这部跑车完整的碳足迹。

事实上，这部跑车是在芬兰装配完成的，但其铝合金车架是在挪威生产的，而内饰舱则由加拿大汽车巨头麦格纳国际生产，再运送至芬兰进行最后装配。另外，这辆跑车的核心部分——电池动力传动系统，是由A123系统公司在马萨诸塞州的沃尔瑟姆生产，然后再运送至芬兰的。

A123不仅是菲斯克的投资方，也从奥巴马经济刺激计划中获得了2.6亿美元的财政补贴。在迪卡普里奥拿到跑车后的几个月里，在众人的重重疑虑中，A123递交了破产申请，其中让市场疑虑重生的包括，已经交付给客户的500多辆卡玛跑车遭遇了电池起火燃烧的事故。

所有部件都是在芬兰和其他地区穿梭往返，分布广泛的供应链所累积起来的碳足迹相当高，但这一点也不是卡玛跑车被人严重质疑不是绿色产品的原因。现代经济中伟大真相之一就是，集中式电站从热学角度来看是非常没有效率的，传输到工厂锅炉的热量最终只有不到30%能够有效地送达到家庭和工厂。因此，考虑到在使用碳氢燃料的电厂和电网传输过程中巨大的热损耗，电动汽车的燃料效率很难以所谓的“从油井到车轮”为基础进行客观公平的测量。

结果是，以从油井到车轮为基础进行测算，卡玛跑车的燃料经济性相当于每加仑汽油可以跑19英里，这比福特汽车的探险者SUV的油耗还要高。所以，这个问题再次出现：为什么公共财政资金被用于生产富人们的玩具，并且花费大约12亿美元的财政资金救助菲斯克，而这家企业的投资方都有着显赫的背景，包括KPCB、艾伯特·戈尔、卡塔尔控股公司以及不计其数的其他非常有钱的人？

## 由高盛引进的平民跑车

诚然，哪怕是对于华尔街来说，电动汽车也是风头正劲的市场宠儿。这也就解释了为什么高盛也赶时髦加入电动汽车的投资领域，2010年4月，它把特斯拉——一家与菲斯克一模一样的企业，通过IPO成功地引入二级市场。特斯拉也是制造高端电动跑车的企业，是由另一位风投资本家、亿万富翁埃隆·马斯克一手创立的。马斯克也是经常采摘华盛顿财政“摇钱树”的果实的资本家。事实上，这两家公司的交往情节

十分夸张、不可思议：在菲斯克早年创业期间，马斯克曾经花钱请菲斯克设计了一款电动汽车，后来，当菲斯克推出他自己的电动汽车时，马斯克向法院起诉他抄袭了特斯拉的设计。

毋庸置疑，特斯拉从能源部获得4.65亿美元的担保贷款所采用的表面理由与菲斯克的操作手法如出一辙。特斯拉开发了一款售价高达11万美元的电动汽车Roadster，因此，这笔来自纳税人的巨额公帑就理应帮助它开发出一款平民跑车Model S，这款平民跑车的售价高达5.5万美元，但购买这款电动跑车的消费者可以从美国政府那里获得7 500美元的税收减免优惠。

毫无疑问，与菲斯克一样，特斯拉在推出平民跑车的过程中也历经坎坷。事实上，菲斯克的项目进展十分缓慢，以至于能源部不得不冻结其资金；公司已经解雇了那些在特拉华州的闲置工厂内无所事事的工人，并且表示如果顺利的话，Atlantic或许将在2015年推向市场。

然而，特斯拉的经历更坎坷，因为它本身已经是高盛保荐的上市公司，公司创始人、亿万富翁马斯克总是以愤世嫉俗的态度、居高临下地对财政部发号施令。那时，尽管Roadster售价高达11万美元，甚至还利用那些名人车主进行大肆宣传，如乔治·克鲁尼，但特斯拉已经在制造和销售2 000辆Roadster的过程中，亏损了5亿多美元。

因此，到2008年下半年，由于公司濒临破产，马斯克不得不公开承认万众期待的、大批量生产的Model S还是一个空想，而且已经中止了产品研发，这意味着特斯拉正在等待美国政府的拯救计划，希望通过获得能源部巨额的财政资金来开发电池驱动的“平民跑车”。毫无疑问，奥巴马政府轻易就相信了世界还需要兴建另一家汽车公司，并且认为，像马斯克那样绿色真理的忠实信徒可以把大批量生产的电动汽车推向市场。

2009年6月，特斯拉获得了4.65亿美元的联邦贷款，随即便将其投入Model S的研发，而且出资打造高端大气的具有欺骗性的形象，让人觉得公司实力强劲、生产能力强大，而且客户订单源源不断。为了达到这个目的，它采用预订销售的模式，要求客户支付5 000美元的订金，当然，客户也很方便从联邦政府和加州政府获得价值一万美元的电动汽车税收减免。

这种销售模式为富裕阶层提供了现金融资。毫无疑问，公司确认收

到了大约一万辆新车的订单，并且在国税局的秘密奖励帮助下，从顾客那里获得一亿多美元的现金。

2010年5月，公司使用4 000万美元的联邦贷款购买位于加州弗里蒙特的通用汽车与丰田的合资工厂。这家工厂的厂房犹如巨型洞穴，装有遮阳百叶窗，而且后来发现它离Solyndra的工厂大约只有1 600米。气势恢宏的外表下掩藏着不争的事实：弗里蒙特工厂最辉煌的时候可以每年生产25万辆汽车，而与此对照，公司在2012年计划生产的Model S电动跑车数量不超过3 000辆。

尽管是电动汽车税收减免所带来的虚假繁荣，但纷至沓来的订单正是高盛吹捧特斯拉神话所需要的催化剂。因此，在2010年6月，仅仅在用纳税人的贷款收购制造工厂后的一个月，特斯拉便在资本市场以每股17美元的价格成功上市。上市第一天，股价就上涨了40%，显然，特斯拉成为动量投机者疯狂追逐的对象。随着高盛和华尔街的其他金融机构连篇累牍地发布了所谓的“研究报告”，到2010年的下半年，特斯拉的股价上涨至每股35美元，自那时起，便一直在这个水平徘徊。简而言之，特斯拉凭借对Model S超级电动跑车的大肆宣传，以及用政府4.65亿美元贷款和电动汽车税收减免政策塑造的虚假形象，把公司市值成功推升至35亿美元的水平。

公司向证券交易委员会递交的申请材料确凿无疑地证明了，正是卑微的美国纳税人帮助马斯克支撑其华丽的虚荣景象。2008年1月之后的18个季度里，特斯拉累积销售金额达到了5亿美元，可其累积净亏损高达7.5亿美元，运营现金流将近负10亿美元。毋庸置疑，2012年10月，特斯拉得到了能源部的同意，暂缓偿还贷款，并且豁免其债务契约。因此，随着特斯拉的快速陨落，它实际上跟随着隔壁邻居Solyndra的足迹，走向同一个终点。

不言而喻，如果没有4.65亿美元的联邦贷款，几年前特斯拉就会陷入破产。不管怎么，未来结局也会如此。然而，问题又一次突显，为什么一开始公共财政就向这种商业骗局敞开了大门。毕竟Model S将是一款高端超级跑车，其普通客户配置的零售价格至少为7.5万美元。与所有电动汽车一样，以最好的情况计算它所宣称的环境效益也是非常可疑的。但与大多数平庸的竞争对手不同，它的确可以在4.4秒内实现从0加速到每小时96千米。

事实上，区分自由市场和国家的历史边界已经被彻底铲除，因此，

那些权贵资本主义者，如马斯克和杜尔，以社会进步的名义兜售的各种骗人鬼话畅行无阻。在此情况下，由于已经完全确立了荒诞的两党财政政策，奥巴马政府接受了完全随意的目标，即到2015年实现100万辆电动汽车，然后就大把地往里砸钱。

虽然奥巴马的经济刺激计划为这项错误政策提供了大部分资金，但其中的200亿美元其实来自于小布什执政期间推行的先进技术汽车制造贷款项目。正是通过这个平台，菲斯克和特斯拉获得了联邦政府的担保贷款，更重要的是，它也为此提供了政治上的包装。

由此可见，浪费纳税人公帑的电动汽车项目不完全是奥巴马劳民伤财的绿色能源计划的一部分，也是“共和党的贷款”项目，而且是在小布什执政时期，企业就已经开始在鼓励政策项目框架下提出申请。事实上，菲斯克的主要董事雷·兰恩就宣称自己是支持小布什的共和党捐款人，他曾经对汽车公司无须政府帮助也能成功的说法嗤之以鼻，认为这种想法“非常愚蠢”。

在这一点上，他是正确的，然而在汽车产业出现严重产能过剩的情况下，政府应该出面创建汽车公司的想法显然还没有成为共和党众所周知的信条之一。因此，无论承认与否，正是小布什政府埋下的政策种子为菲斯克和特斯拉的丑恶行为铺平了道路。

像马斯克这种狂妄自大的鼓吹者轻易就骗得5亿美元纳税人的公帑，在不到4年的时间里挥霍一空，而且在这期间他自己却在好莱坞名声大振，这些都强烈反映出，被公认为保守的共和党人已经放弃坚守财政部——这个自由市场资本主义的堡垒。在面对碰巧是权贵资本主义掠夺者所极力支持的市场宠儿时，现在的财政部早已在政治上陷入孤立无援的境地。

## 真正有效的绿色能源计划

最终，特斯拉和菲斯克与真正的能源节约没有什么关系。很明显，这项绿色能源政策没有达到预期效果，即在汽油税上实现大幅度增长。诚然，没有明显的证据证明，把现有电网继续延伸覆盖到电动汽车，是



否可以真正改变一辆典型汽车每年行驶1.6万公里的碳足迹。但如果这项政策的目的在于降低汽油消费，假如以欧洲燃油税为标准，即每加仑4美元计算，那么美国的汽油消费每天将减少300万桶，大约占总数的35%。

事实上，朱棣文花费一半时间否认他早年对严厉汽油税的支持，又花费另一半时间给绿色能源派系的权贵资本主义者发放财政补贴。这极其形象地概括了这个问题的实质。

高能源税的好处就在于它给整个美国经济的方方面面套上一个价格机制，它可以达到悄无声息地、高效率地、无情地改变人们行为习惯的目的。如果这项税收征收的范围可以延伸至对进口石油产品进行变量控制的话，那么这种政策效果会更明显。执行这种机制，这项政策将会永久固定美国国内价格的最低水平，例如每桶125美元的价格水平，然后通过提高或降低能源税率水平，收获国内最低价格与世界价格之间的差价。

于是，在美国经济生活中，每个消费者和生产者都会按照他认为合适的单一价格原则进行调整：液化碳氢化合物的价格就是每桶125美元，无论何时、何地。因此，每当出现在油价最低的情况下有利可图的投资机会，从保温绝缘材料和项目到太阳能光伏组件和电动汽车，数以千计的创业家将会释放创业的激情，创造节约使用液化石油产品的机会。同样，在一个确定无疑、永久固定的高能源价格机制下，消费者或许会购买功能少一点儿、动力小一点儿的小型汽车。他们甚至会选择居住在小一点的住宅里，或者选择离工作地更近的地方居住，或者选择轻轨作为每天出行的交通工具。

出于相同原因，由于源源不断的原油供应和现有的汽油税减免优惠，政府也找不出理由提供补贴和担保贷款来鼓励能源生产。由于永久固定价格的存在，它向市场传递的信息将是，只要有利可图，能够收回在环境等方面遵规守纪的成本，那么，“宝贝，尽管去开采吧”。获利最多的是那些石油工程师和地球物理学家，而不是白宫前街的游说分子。

不言而喻，共和党与民主党在对石油税收进行变量控制上将会达成惊人一致的共识，换言之，如果必须设立国家目标的话，两党都会同意选择市场的力量来达成国家节约能源的目标。这种机制将使能源领域的权贵资本主义者丧失存在的价值。与此同时，它将使得国家实现无为而治，国会能源委员会将被解散，而那些只会无休止干预市场、浪费社会

资源、忙碌的政府部门和机构也就没有存在的必要了。更重要的是，将来华盛顿再推出经济刺激计划时，与能源相关的项目将在财政支出的清单上消失。

## 公共投资不足的神话

奥巴马的经济刺激计划包含对绿色能源项目实施大量补贴和税收减免的内容，这公然藐视一个客观事实：对于那些只要貌似可行的替代能源技术，市场上已经有不可限量的投机资本在提供资金保障。但出现这种割裂现象的原因之一就是，他们虚假的渐近式改革的论调，称美国经济出现种种困难就是因为“公共投资”严重不足。

因此，在他的经济刺激计划中，奥巴马在公共基础设施领域投入了850亿美元，但最终这些项目并没有如一开始所宣传的那样——“万事俱备，只欠东风”。但为了不至于被人诟病，这些项目被一而再地往后推迟，这无疑证明了大多数公共投资项目与美国经济的长期发展和生产效率没有任何关联，它们只不过是代理人拿来充数，拼凑所谓的8 000亿美元财政支出刺激计划。

看一看这些项目，便一目了然。这个计划包括：42亿美元用于修缮和更新国防部的相关设施，投资2亿美元建造新的国土安全部总部大楼，2.8亿美元用于野生动物和鱼苗孵化保护区，在印第安人事务局的基础设施项目上投入5亿美元，拨款5亿美元用于防止森林火灾，向林务局拨款6.5亿美元，向国家公园管理局拨款7.5亿美元，7.5亿美元用于联邦大楼修缮工程，以及在陆军工程兵团的水务工程上投入46亿美元。如果30多年前的卡特总统看到这些项目，他一定会觉得国家早就破产倒闭了。

其中有些支出或许有助于改善公共设施，但没有任何一个项目涉及生产性资本投资。没有一个项目属于紧急项目，需要使用赤字融资的方式获得资金，而不证自明，其中甚至还有几十项在国会中通过利益交换而直接出笼的类似项目，没有一个项目有助于增强美国经济长期发展能力。因此，那些赞美渐进式改革的颂歌，称公共投资一直是奥巴马经济刺激计划的重要内容，到头来却只有300亿美元高速公路和桥梁项目，

以及200亿美元各种铁路和公共交通项目。然而，在这些具有一定规模的项目背后隐藏着一个“公共投资”理论的真相，那就是压根儿就没有公共投资项目。

联邦政府和州政府每年在高速公路、道路和桥梁等项目上的支出大约为1 500亿美元，可见在这方面实际上是项目太多了，而不是太少了。高速公路的支出大约占GDP的1%，这与战后的平均水平完全一致，因此，根本就不存在政策“疏漏”，无论是共和党还是其他党派的政策，都不会有这种政策疏漏。但即使是这种正常水平的政府支出，也不会刺激经济效率的提高和增长，相反只会有损于经济发展：在这1 500亿美元的财政支出中，将近一半的资金来自使用费和汽油税。这意味着有两类用户，即住在郊区每日长途往返以及从事长途运输的人，会获得总体纳税人的大量补贴。

具有讽刺意味的是，那些渐进改革派总是抱怨铁路货运运力严重过剩或者乘坐公共交通的人数不多，但刺激计划却投入了300亿美元的普通基金，侧重发展有利于公路运输和单人乘坐的汽车交通。

除此之外，没有证据表明国家的高速公路系统已经年久失修。除了在一些大城市，如纽约，有限的资金不仅被工会和承包商挥霍盘剥，而且还被用于提高工人工资待遇和工作规范，这才导致城市道路与城市形象格格不入。美国的高速公路系统并没有比50年前的标准状况有多大的下降。事实上，在高速公路系统中，真正影响GDP账户中货物运输生产效率的州际公路比以往任何时候都更好。

今天在所有重要的高速公路上都采用了电子收费技术，因此，互通式立交桥、二级公路和桥梁等工程项目可以通过收取路桥费的方式进行融资。几乎可以肯定，这种系统将有助于改善交通运输系统的效率，从而有可能提高国民经济的生产力。而且可以确定，由于高速公路浪费和损耗情况，尤其是载重卡车导致的路面磨损，将大幅减少，所以高速公路的总体支出也将下降。在拥挤的城市快速道路上，采用分时段收费的方式也将通过平摊交通压力大幅增强“有效交通能力”。

与其他奥巴马刺激计划的内容相同，300亿美元的高速公路资金相当于“借贷和支出”，而不是生产性公共投资。通常来看，刺激计划的资金主要被用于路面维护和修理，却没有这方面的需求；或者用来更新乡村桥梁，但桥上的车辆通行量很小；或者建造互通式高速公路立交桥，但与之相连的乡村二级公路行驶的车辆也不多。建造一座金字塔也会取

得相同效果。

当然，在奥巴马刺激计划中，真正一无是处的“金字塔”无疑是200亿美元的交通中转和轻轨项目。45年来，美国国家铁路客运公司整天无所事事、遭人厌恨，它的经历证明了，横跨全美的铁路客运在经济上完全不可行，因为它根本无法与航空运输一较高下。

例如，目前经营新奥尔良到洛杉矶的日落号列车，每卖出一张车票就要补贴500美元，这要比同线路的大客车换飞机的费用还要高。事实上，美国国家铁路客运公司的长途业务仅仅占总客运人数的15%，但其经营亏损占总亏损的80%。换言之，美国铁路客运公司的长途线路出现了无可救药的亏损，然而，每年惠顾的400万乘客却获得约10亿美元的补贴。在发放这部分意外补贴时，并不会考虑乘客的经济支付能力，反正最终受惠的也不是乘客，这部分补贴就是为了保障美国国家铁路客运公司中受工会保护的员工，保证他们可以继续享受超高工资待遇和舒适的工作环境。

唯一可行的公共轨道交通的梦想计划或许就是建在大城市之间和周边中心城市密集的都市走廊地区，如费城和纽约之间或者洛杉矶和旧金山之间。然而，如果筹建这么一条城市间轻轨交通，那么不言自明的真理就是，必须坚持“谁受益，谁承担”的原则，由地区交通运输当局从本地税收中筹集建设经费。

这源自一个客观事实，即如果可以衡量的话，那么对于商务旅客来说，时间节省所带来的生产效率的提高是相当可观的。另外，重复建设、过于密集的交通班次以及发展轨道交通造成的人员配置过度，都可能给土地投机者、房地产开发商、建筑承包商、轨道车辆生产供应商、运输行业工会、休闲旅行社等带来极大好处，尤其是当部分甚至全部建设资金来自其他地区纳税人时。

因此，按照经济刺激计划，用联邦财政为十几个城市间的轨道交通项目提供资金保障，肯定会造成稀缺财政资源的浪费和国民生产力的下降。这个真理已被40多年来，联邦铁路公司运营和对本地公共交通提供财政补贴的实践充分验证。历史不断证明，交通系统会出现重复建设的问题，亏损经营的交通线路还将维持运营，受交通行业工会保护的员工仍会享受超高工资待遇，而当地的政客们会受到利益集团的鼓动，呼吁增加更多服务内容、降低票价，并且要求华盛顿用联邦财政弥补轨道交通出现的经营亏损。

从经济公平的角度来看，用联邦财政为地区轻轨交通提供资金保障，这尤其是不正当的。绝大多数项目都是建在美国最富裕的地区，从加州到东海岸，而联邦财政收入也来自低收入阶层和人口比较稀少的内陆地区的纳税人。更糟糕的是，这种把财政资源从贫穷地区转移分配给富裕地区的做法，将在华盛顿引发另一个激烈的利益交换机制。

事实上，在数十亿美元地区公共交通的资金问题上出现的长期争斗，只会继续削弱国家在财政管理上的能力，正如这种争斗会逐渐破坏当地交通系统管理和运营的效率、责任和人文关怀。因此，用联邦财政为地区轨道交通提供资金不是公共投资富有成效的形式。它只是实施财政赤字支出的另一个借口而已，也为白宫前街的游说集团提供了以牺牲无辜公众利益的代价、实现其代理业务蓬勃发展的机会。

## 反对派的福利

最终，奥巴马的经济刺激计划是一个巨大的浪费，而且是向许多年前、另一个时期凯恩斯主义代理人的叔叔们撰写的教科书致敬所付出的高昂代价。然而，从国会和白宫前街蜂拥而来的利益集团代理人忙于争夺瓜分经济刺激计划，在这种情况下，这导致了华盛顿对于真正紧急的任务草率应付处理的局面，而那个紧急的任务就是，华盛顿必须加固和调整社会最低保障体系。

在金融危机4年之后，美国中等家庭的收入实际上下降了10%。同样，正如第三十一章所述，美国经济中养家全职就业人数减少了500万，这个数字比2007年下半年的水平至少降低了8%。总之，美国整体经济多年来一直疲软，现在又推行巨额债务通缩，这必将极大地加重经济的恶化程度，造成数百万美国公民依赖低工资、打零工等不稳定的就业方式苦苦挣扎，或者依靠家庭、朋友和慈善团体的救济，甚至一贫如洗。

但在奥巴马经济刺激计划中，向通过经济情况调查的贫困人群提供的资助总计不到280亿美元，仅仅占8 000亿美元一揽子计划的3.5%。然而，为冗余的桥梁、立交桥和道路维护等项目提供的资金却超过了食品救济券、劳动所得税减免、为公共援助提供的联邦补助，以及妇女、婴



儿和儿童健康营养计划的总额。这个结果十分能够说明问题，因为它反映出美国所谓的渐近式改革政党已经陷入凯恩斯主义的迷雾，无法看清在未来几年的国家治理中，压倒一切的任务就是要维护好社会最低保障体系，并且为之提供足够资金。政府面临的挑战将是如何系统地、坦诚地满足日益膨胀的人类需求，但在执行过程中，必须严格按照通过经济情况调查发放补贴的方式，并且以不鼓励依赖和不劳而获的方式提供最低保障。

然而，事实上，在奥巴马的经济刺激计划以及后来推出的新一轮刺激计划中，对于社会保障部分都是采取不加区别的、无须通过经济情况调查的救助补贴方案，特别是在延长失业救济和残疾人社会保障方面。自2008年9月以来，政府大约投入了3 000亿美元用于发放失业保险救济金，但超过1/3的救济金流向了原先从事金融、房地产和其他白领行业的富裕的失业人群，或者流向总收入比较高的双职工家庭。与此同时，不容置疑的是，长达99周的失业救济金已经成为重新就业的绊脚石，对于兼职工作或低工资职位来说同样如此。

同样，自2009年6月正式结束经济衰退以来，总共新增了350万残疾人福利案件，这个数字超过了同一时期新增的20万养家全职就业人数，而且与金融危机前待处理申请数量相比，增长率将近翻了一番。总之，残疾人福利已经成为最低社会保障的后门，而且在这个过程中，它鼓励数百万处于困境中的美国公民滥用这项福利计划，成为国家永久抚养的对象。

然而，政府没有通过劳动所得税减免计划重新调整资源，也没有把食品救济券转化为经过恰当经济情况调查的现金转移支付体系，相反，渐进式政策议题依然掉入时间隧道。它用徒劳无益的刺激计划，把美国政府拖入更深的债务危机，甚至为完全低效率的社会保险计划提供巨额补充资金而辩护，妄称这将刺激消费需求。但在今天面临财政实力危机的背景下，这些措施被用来支撑宏观经济的增长，而不是把社会资源转移给贫困的公民和家庭，因此它们是反对派的福利。

事实上，被伯南克虚假萧条警报所激活的、像传统罗斯福新政一样的计划措施，吸引了特殊利益集团对公共财政实施前所未有的掠夺。其结果是，华盛顿被拖入更深的财政危机，无法履行它所应尽的职责，诸如为美国最低社会保障体系提供足够资金。更糟糕的是，所有这些卑鄙的抗击经济萧条的措施最终把残存的、诚实财政的文化消灭得一干二净。

[\[123\]](#) 埃默里·罗文斯：世界能源和能源政策专家。——译者注

## 第三十章

### 自由市场的终结

对克莱斯勒和通用汽车的救助根本就是多此一举，整体上看，它没有保留住汽车产业的就业岗位，它所做的只不过是牺牲了位于争取工作权利地区、兴旺发展工厂的就业岗位，然后把它们转移到受全美汽车工人联合会控制的、垂死挣扎的工厂。但汽车产业的救助计划并不仅仅是从“黑莓恐慌”延伸出来的另一项错误的政策产物，它们实际上是压垮自由市场资本主义的最后那根稻草。

汽车产业的救助计划造成了无法补救的政治话语腐败，官员和权贵资本主义者把他们编造的谎言和欺骗提升到了一个新高度。随着华盛顿全面介入全美最大的产业和其金融操作层面的重组安排，共和党政府主导了这场救助行动，从而导致公共财政未来将遭受权贵资本主义无休止的掠夺。

实际上，对汽车产业发起救助行动的正是国家救助行动的总指挥保尔森，他对公众危言耸听地表示，如果不进行救助的话，汽车产业将会失去100万个就业岗位，然而，根据美国劳工部的统计数据，整个产业的就业人数只有75万。在劳工部的数据中，将近一半从事汽车和零配件制造的产业工人分布在肯塔基、田纳西、密西西比、亚拉巴马、佐治亚和南卡罗来纳的新兴汽车带。毫无疑问，如果克莱斯勒和通用汽车被允许进入破产程序，那么其他汽车OEM工厂，包括丰田、日产、现代、宝马和奔驰等品牌的OEM工厂，将会填补它们留下的销量空缺，消化它们流失的产业工人。

因此，两党欣然接受的汽车产业救助计划改变了一切。现在，美国国家经济的每个层面和每个部分都成为华盛顿不断进行捕食和掠夺的地方。然而，本应领导整个国家经济避免遭遇各种打击的政府，最终却臣服于彻底的权贵资本主义，在这种新的体制下，它不可避免地陷入财政破产的困境，而任何残存的自由市场经济都将遭遇无情的毁灭。

更重要的是，这意味着政治民主遭遇了致命的沦陷。具有讽刺意味

的是，奥巴马并没有在2012年光明正大地赢得连任。他用纳税人的公帑拯救俄亥俄、密歇根和威斯康星等地区的汽车产业，从而取得了总统连任，而且他还利用共和党支持的救助计划，来掩盖他买通汽车产业地区选民支持的行径。但对于救助行动的必要性所编造的可怕谎言在民主党总统竞选活动中不断地重复，远远超越了党派虚伪宣传的程度。事实上，它们反映了，对于美联储破坏性金融压制政策和金融市场操纵行为，以及由此产生的经济事态和状况，民主党根本无法认清其本质。

## 通用汽车救助计划

在华尔街金融风暴出现的时候，通用汽车无法获得破产保护贷款，这个古老的都市传奇生动地阐述了，美联储对利率价格信号破坏所导致的不良后果。的确，通用汽车无法以5%的利率水平获得破产保护融资。但按照2008年12月的实际情况，在处理通用汽车即将崩溃的财务状况时，自由市场将会提出与风险水平相匹配的苛刻条件和利率水平。

但在这时，政策制定者早就忘记了应该让自由市场利率来起作用。因此，在参议院正确地驳回了对底特律实行救助的方案后，保尔森再次提出救助的想法，而他表面上的理由是，如果通用汽车无法从市场上公正地获得低息贷款的话，纳税人有义务承担这个任务。

在他自说自话地讲述这个故事时，却从来没有要求通用汽车进行必要的重组，从而能够顺利地获得破产保护贷款——尽管可选择的条件相当苛刻的。事实上，财政部部长保尔森甚至都没有要求通用汽车证明它曾经做过这方面的努力。

美国财政部具有强大的援助实力，而且拥有实施问题资产救助计划的无限权力，因此它在经济层面上实施了政变。当时，保尔森刚刚结束对中国的10天访问，在那次访问中，他深深着迷中国经济发展的奇迹，回来之后，他不愿意看到整个股市，特别是高盛的股票，再次遭遇重创。

通用汽车完全是名副其实地缺乏经营管理能力，而且长期以来一直采取各种欺骗手段，然而这一次它再也不能躲避市场和破产法院所采取

的严厉和全面的解决方案。但没关系，现在，一个短视而强悍的政客正在通过颁发“我能行”的军令状，来管理美国的经济，然而他根本就不知道，对于制定公共政策，采取做交易的华尔街风格是非常可怕，将会对自由市场资本主义的原则与活力造成致命的一击。

在没有任何分析研究的情况下，任期将满的倒霉总统一边狼吞虎咽地享用着热狗午餐，一边听从财政部部长“签这里”的指示，向通用汽车开出了一张130亿美元的问题资产救助计划支票。因此，现代历史上自由市场资本主义的一次最重要的考验就这样被取消了，而最紧急的取消理由就是美国财政部部长不希望第二天，即2008年12月12日星期五，股市开盘的时候出现掉头向下的趋势。

在渡过卢比孔河的关键时刻，保尔森尴尬的表现完全展示了其短视的政策行为。他妄称，如果布什政府不把底特律从自己愚蠢的困境中解救出来，那么“共和党就会冒着被人指责为是胡佛政党的风险”，这也就暗示说，这个国家的纳税人是为了执政党的政治利益而存在的。

更糟糕的是，保尔森的回忆录揭示了一个思想上自我陶醉、行动上自说自话的“经济沙皇”，他一意孤行地中止了所有自由市场的准则，除非他另行通知。华盛顿将接管汽车产业，而给出的表面理由令人瞠目结舌，即美国正“处在金融危机中，经济正在严重衰退”。因此，通用汽车“宣布破产”是完全不合时宜的，因为“它们还没有做好充分的准备，也没有足够的资金有序地展开重组活动”。

从那一刻起就没有回头路可走，美国不仅深陷通用汽车的贷款泥潭，而且更严重的是，无法从救助式资本主义的永久机制中全身而退。向通用汽车提供的问题资产救助计划贷款说好了只是三个月期的过桥贷款，然而一旦小布什政府放手之后，预料中的结局就出现了：通用汽车无法获得可靠的破产保护贷款，因此，问题资产救助计划的资金也就成为通往实施全面联邦政府干预的“桥梁”。

对一家只有6.2万时薪工人的企业来说，最终不讲原则地实施500亿美元的救助计划，而且仅仅是在严重滥用国家权力的作恶者和受益者编造了所谓的借口之后——说通用汽车是由于金融市场的全面停摆才陷入了生存危机，就被凭直觉疯狂实施市场干预的共和党政府给确立了下来。

这是完全错误的。即使是思考片刻，保尔森和他的团队也会恍然大



悟，通用汽车还是有大量可抵押的资产。因此，应该用十分明确的语言告诉他们，不要再指望华盛顿的施舍了，应该把自己的大量资产抵押给地球上任何愿意提供破产保护贷款的投资者，不管这对于底特律的显赫人物来说是多么苛刻的贷款条款和利率。

对保尔森和他的团队来说，这是个很容易完成的使命，因为在2007年年底，通用汽车的财报显示，公司总计有将近1 500亿美元账面价值的资产。尽管总资产被相等数量的债务所抵消——这些债务主要是借款、资产报废负债和应付账款，但按照美国破产法的规定，这种情况下的核心要点是允许新引进的、受法院保护的债权人把他的债务权利“置于优先”的地位，即先于其他所有债务获得还款。

换言之，任何破产保护贷款的债权人将获得第一个处置1 500亿美元资产的权利，这将包括价值数十亿美元的机器设备、升降铲车、大量的工厂和工业用地、在巴西和中国子公司价值数十亿美元的资产，以及还没有被无能的公司管理层（尽管他们竭尽所能）毁灭殆尽的品牌（如凯迪拉克和雪佛兰）等资产。对于这些资产，破产保护贷款的债权人将拥有第一留置权。

而公司的所有债务与破产保护贷款的债权人没有任何关系：无论是受损害的经销商提起法律诉讼，位于团结大楼里的全美汽车工人联合会所领导的劳动合同纠纷，占美国政府便宜、资金不足的员工养老金，还是公司欠供应商的250亿美元应付账款，公司欠银行和债务基金经理的450亿美元长期债务——他们还莫名其妙地持有这些明显一文不值的废纸。总之，如果通用汽车被迫进入普通破产程序，那么这些原告的债务权利都将排在破产保护贷款债权人之后。

## 通用汽车不需要山姆大叔的贷款

事实上，通用汽车根本就不需要纳税人的救助。整天叫嚷通用汽车无法获得破产保护贷款的真正含义是公司无法获得个位数利率的贷款，而在那种情况下理应不可能拿到个位数利率的贷款。由于几十年来自作自受的行为，通用汽车已经变成一个“巨无霸”企业。在进入21世纪之后，公司财报上写满了“让我死了吧”的字样。

没有任何其他办法来解释，为什么公司会出现如此庞大的亏损：2008年之前的5年里，累积亏损高达850亿美元。这一时期，由于通用汽车在全球的销售额将近1万亿美元，因此出现如此巨额的亏损实在难以理解。然而，巨大的销售额背后所隐含的是累积超过3 500万辆汽车和卡车的出货量，即便如此，也难以弥补公司的巨额亏损和无止境的资产减记。

因此，公司的财务危机不是在2008年秋出现暂时性销量下降所引起的。通用汽车的问题是长久存在的，只有通过大规模精简裁员并在普通破产法的规范下实施解散才能获得解决。正如下文所述，在法院保护下进行广泛的成本重组和资产清偿，通用汽车仅仅需要中等规模的破产保护贷款即可。在市场上很容易获得与风险相匹配利率的贷款，如15%甚至是25%的利率。

这种情况的确如此，因为在底特律汽车产业内有一个不可告人的秘密。在奥巴马当选总统后，当所谓的汽车产业工作组接手保尔森过桥贷款事务时，这个小组从来就没有透露过这个秘密。这个秘密就是，如果出现破产保护的情况，通用汽车在精简冗余工厂和生产流水线之后，营运并不需要注入太多的现金（如巨额的破产保护贷款）。实际上，美国三大汽车公司的业务模型一直是拖欠支付供应商的应付账款，同时尽快催促经销商回款，因此会产生巨额的周转资金。

因此，通用汽车庞大的供应商队伍相当于工业时代的契约奴隶：它们的工厂里充满了属于通用汽车的机器设备，而且短期来看，如果没有这些机器设备和通用的零配件订单，这些供应商数十亿美元的生产线将毫无用武之地。正因为如此，通用汽车在向供应商采购零配件时，可以在开票后的45天之内延期付款，这实际上把它的供应商当作为通用汽车提供250亿美元应付账款信贷的“银行”，通过它来为自己的生产周期提供资金保障。

与此同时，通用汽车北美公司通常只持有50亿美元的应收账款，因为在向经销商交付汽车后的几天内，公司就已经拿到了回款，从而使得通用汽车的司库里有200亿美元的现金余额，可以为自己的营运提供资金保障。事实上，到2008年年底，它把如此巨大的现金储备完全耗尽，这完全是经营不善的体现，而不是它需要纳税人贷款的证明。

一旦递交破产申请，这种应收账款与应付账款现金周转的有利局面又会很快出现，因为公司破产申请前的债务将被冻结，这将包括供应商

的欠款和应付账款。因此，任何一个严谨的破产保护贷款债权人都将看到，一旦公司从契约债务和烧钱的工厂中脱身，通用汽车可以很容易就步入正常运营的轨道。

事实上，通用汽车的确资不抵债，因为它已经累积了太多的契约债务，而破产程序正好能够缓解它的债务压力。例如，除了450亿美元的银行借款和债券外，公司还拖欠550亿美元的退休人员医疗保险、养老金和其他类似的债务。

毋庸置疑，这些合计1 000亿美元的坏账将会被首先开刀。任何一个称职的破产法官都将把这个数字削减至400亿或者150亿，或者任何能够支持破产重组后公司可以重新营运的合理数字。

这些坏账的“突起”完全是几十年来公司在与工会、员工和债权人的利益交换中一直做亏本生意所造成的，而不是旁观者、无辜的纳税人所导致的结果。此外，在破产法院努力把这些堆积如山的债务进行公平削减时，公司的财务支付还将维持正常状态，而破产保护贷款也将被用于与收入有关的生产运营。

通过正常的破产程序实际上可以冻结1 000亿美元的债务，这一事实无疑戳穿了虚假的谎言——称只有美国政府才有足够的财力维持通用汽车的正常运营。事实上，如果除去那些冻结债务的现金外流，以及按照破产程序关闭的工厂，通用汽车对营运现金的需求是非常小的，这是华盛顿具体经办救助计划的人不敢向公众透露的真相。

例如，到2008年年底，通用汽车美国地区的业务包括47家动力总成、冲压加工和装配工厂，时薪员工人数约6.2万，生产8个不同品牌的汽车。按照真正的破产程序，所有这些方面的数字都会大幅度下降。事实上，通用汽车只有3个具有活力的品牌——雪佛兰、凯迪拉克和GMC卡车，因此只需要一小部分工厂就可以满足生产需要。

美国轻型汽车市场十分稳定，每年的需求约为1 500万辆，因此，如果通用汽车把业务进行恰当精简并把品牌减少到3个，那么它就可以在盈利的基础上占据15%的市场份额。这意味着公司每年只需生产230万辆轻型汽车，其中180万辆可以在公司旗下最先进的美国工厂生产，另外的50万辆则可以安排在高效率的墨西哥和加拿大工厂生产。

根据每年《哈伯报告》公布的北美地区行业基准数据，令人惊讶的

事实是，通用汽车精简后的生产需求完全可以安排在美国地区的8家装配工厂以及8家动力总成和冲压加工工厂进行。这意味着公司只需要16家工厂，而不是当时的47家工厂。公司把生产规模精简之后，假定按每辆汽车约25个工时的生产效率计算——公司已经在其最先进的工厂实现了该生产效率，又会使时薪员工人数下降至2.5万人。

另外，按照法院监督的破产程序，通用汽车可以支付给员工的最高现金工资不能超过每小时28美元。这是因为按照全美汽车工人联合会的雇用合同，在每小时60美元的工资标准中包含了很大一部分的养老金、医疗保险、补充失业救济金和其他约定的福利，但在进入破产程序后这部分工资将会被法院冻结。因此，如果以公司进入美国破产程序的假定场景来推算，通用汽车每个月需要支付的现金工资仅为1亿美元。

在获得100亿美元的破产保护贷款之后，通用汽车可以计提一整年的员工现金工资，同时还可以拨备90亿美元用于对破产申请前供应商应付账款进行战略性支付，来维持生产的正常运营。但这还绰绰有余，它还可以用来负担工厂运营成本，支付公司的日常管理、市场营销和产品开发等费用，直到几个月后公司能够重新产生固有的、大量周转的资金。

因此，在自由市场的环境中，即使出现最极端的状况，如2008年金融危机，市场也不会缺少寻求两位数利率的高风险投资者，他们可以向通用汽车提供其所需的中等规模的破产保护贷款。他们的资金可以用来重新启动公司大幅度精简重组计划，重塑一个“精干而又有活力的通用汽车”，与此同时，他们的资金受到1 000亿美元被冻结资产的保护，而且又有公司数百亿美元优良资产的超额抵押。

## 权贵资本主义掠夺的典范

因此，“无法获得破产保护贷款、除了华盛顿进行干预之外别无选择”，这些都市传奇实际上就是掩人耳目的谎言。事实上，救助计划只是把通用汽车的坏账转移给纳税人而已，而不是在破产期间需要美国政府注入流动性。而且非常肯定的是，除了可能出现精干而又有活力的新通用汽车之外，美国经济不会“需要”一个臃肿膨胀的通用汽车。换言之

之，美国经济不需要30家冗余工厂，4万多名受全美汽车工人联合会控制的时薪工人，也不需要公司已经彻底失败的汽车品牌，如庞蒂亚克、悍马、土星和别克。

如果通用汽车通过常规破产程序实现重生，那么公司300亿美元的债券很有可能将被一笔勾销，而公司退休员工医疗保险计划也将会以当时的资产水平进行冻结，不会出现以8折水平进行融资的情况。同样，按照凯迪拉克处理模式，全美汽车工人联合会的养老计划也会被终止，在削减25%的福利之后，剩余不足部分将由美国联邦养老金担保公司支付。

在这方面有人辩称，政府救助行动使美国联邦养老金担保公司避免了数十亿美元的损失，这实在是十分可笑荒谬的观点。其实，每家有养老金担保计划的公司，如果在递交破产申请后接受救助的话，都会出现相同的情况。在通用汽车中，政府救助行动真正拯救的对象是全能汽车工人联合会的养老金福利计划，这项工会福利十分优厚，在自由市场环境中，没有一家汽车公司能够真正负担得起。

同样，由摩根大通牵头的银团将会对60亿美元的贷款进行大幅度削减，而供应商将自己消化部分破产申请前的应付账款。类似地，公司旗下几家被关闭工厂的员工将会获得与其他美国工人一样的失业保险救济金，而由公司支付的部分，也就是组成95%税后工资的所谓补充报酬福利，将会受破产影响而被砍掉。

然而，权贵资本主义的弊端并不仅限于经济效率的下降和支撑无竞争力的公司的庞大成本。在这场不公平的救助行动中还存在更大的社会罪恶：“强征”无辜纳税人的公帑，为通用汽车的坏账和经济特权提供资金保障，而这些经济特权远远超过普通公民可以从私人市场和公共项目中获得的水平，如失业保险救济金。

毋庸置疑，共和党在实施汽车产业救助计划时，根本没有遵循基本原则，有的只是等级机会主义。在对汽车产业救助计划的两次投票中，国会议员保罗·瑞恩的总结性陈述具有决定性的影响，他表示通用汽车在威斯康星州简斯维尔的工厂应该获得比自由市场裁决更好的命运。

但最虚伪的是渐进主义的民主党。那时，他们认为把领取失业保险救济金的期限延长至99周，对1 000万美国失业工人来说已经是非常慷慨的政策，然而，奥巴马政府却挑选出6万名工人中的精英，让他们可



以享受州政府提供的特别优惠的经济特权。

事实表明，在对通用汽车实施救助时，北美汽车产业已经表现得十分清楚，奥巴马政府就是怀有赤裸裸的政治目的，想要表达对全美汽车工人联合会的感谢。正如上文所述，救助计划没有保留住任何一个就业岗位，它仅仅是把汽车行业的销量、生产和就业进行跨地区和跨公司的转移和调整。

所谓整个汽车产业危在旦夕、国家正面临丧失100多万就业岗位的言论，完全是愚蠢的宣传。更糟糕的是，那些发起这种宣传、偏袒汽车产业的骗子，如美国汽车研究中心，实际上从纳税人那里获得了大量的资金。

事实上，在那时，北美汽车产业正深陷产能过剩的泥潭。2009年1月抵达产业谷底时，全行业的产能利用率下降到27%。即使在关闭将近300万汽车制造产能之后，汽车供应依然十分充足。按照三班倒来计算，并且把后备工厂的产能计算在内，在北美地区依然还有2 200万轻型汽车装配产能，但所有的经济预测都表明，在北美自由贸易协定区，汽车和轻型卡车的可持续需求都没有突破1 600万~1 700万辆。

最终，对通用汽车的救助计划演变成以梅森-迪克森线<sup>[124]</sup>为界、南北工厂分享工资总额的救助方案。在稳定状态下，美国OEM汽车制造商旗下动力总成、冲压加工和装配工厂的工资总额约为150亿美元，以平均每小时50美元计算，相当于3亿工时。这是对汽车销量、生产和效率进行基本运算得出的结果。

由于美国消费者根深蒂固的品牌忠诚度和消费习惯，正如过去几十年里一贯表现的那样，很容易推定美国汽车市场的进口数量为20%~25%。因此，如果假定美国汽车市场稳定在每年1 500万辆轻型汽车需求的话，那么进口汽车的数量大概是350万辆，而其余的1 150万辆汽车将在北美工厂中生产，其中1 000万辆将由12家北美自由贸易协定区的汽车OEM工厂生产（其余150万辆将从加拿大和墨西哥采购）。

从这些汽车产业的现实来看，这完全是汽车产业对工资法案进行赤裸裸的食物链争夺的政治斗争。来自亚拉巴马州的参议员谢尔比代表着自由市场的利益，他背后是27家坐落在南方、设备更新、生产效率更高的汽车装配联合体。而罗恩·布鲁姆则是被工会老板指派参与白宫汽车业特别工作组的工作，他所代表的是50家位于北方、设备更陈旧、生产

成本更高、受全美汽车工人联合会控制的工厂。

当一切都尘埃落定之后，人们发现通用汽车长达40天的破产传闻只不过是虚惊一场，与此同时，数十亿美元汽车产业工资总额被人随意地从参议员谢尔比所代表的南方地区转移到布鲁姆所代表的北方地区。如果按照市场的自然发展规律，通用汽车在经历破产重组之后重生，公司规模将会精简至2.5万时薪工人，相当于每年约4 500万工时的规模水平。但由于白宫采取了政治干预手段，通用汽车在2011年美国地区时薪工人人数仍然为4.8万，相当于每年约8 500万工时的规模水平。以每小时60美元计算，4 000万工时差距是一份相当有分量的礼物，可以向全美汽车工人联合会表达其政治谢意。确切地说，这份感激之情价值25亿美元。

## 奥巴马如何赢得2012年总统大选

然而，即使是如此沉甸甸的大礼，都无法完全表达奥巴马政府对全美汽车工人联合会的感激之情。在通用汽车的救助中，任何与劳工问题相关的“坏账”——养老金、退休人员医疗保险和工资，都没有被取消或被大幅削减。汽车产业“沙皇”史蒂夫·拉特纳随后向底特律经济俱乐部发表的一番讲话打消了所有疑云：“我们没有要求任何全美汽车工人联合会的成员削减他们的收入。”

毋庸置疑，把25亿美元的工资总额随意地从一个地区的工厂转移到另一个地区，这不会创造任何公共福祉。尽管美国的消费者发现市场上多了60多万辆来自通用汽车的汽车（这个数字是以通用汽车目前19%的市场占有率计算的，而不是15%），而同时市场上却少了60多万辆来自福特、丰田、日产、本田和现代的汽车，但消费者也不会因政府救助而多买一辆汽车。

同样，在美国市场上大约有两万家汽车经销商，他们也发现汽车销量没有出现任何增长——只不过各品牌的销量此长彼消而已。事实上，为政府救助计划辩护的人通常会拿某些变化数据来炫耀，但所有这些有疑问的证据都符合这种规律。任何被拿来当作救助行动的“好处”，例如更高的薪金支票和工厂购买电力数量的上升、工厂设备维修合同和危险

品废弃物搬运数量的上升、当地税收收入以及向联合劝募协会捐赠金额的上升，只不过是拥有绝大多数汽车OEM工厂的约24个郡中，所有这方面的支出进行互换，导致此长彼消的结果而已。

在政府实施救助后的两年里，汽车销量从2008年下半年最恐慌时期的900万~1 000万辆，到了2010年年中漂亮地恢复到1 300万~1 500万辆。但最终销量出现这种自然而温和的反弹，相对于零配件和整车生产来说产生了“长鞭效应”<sup>[125]</sup>，因为在2009年上半年，整个汽车产业的供应链几乎已经完全清空了库存。事实上，在和平时期的历史上，从来没有在汽车产业供应商的仓库里出现如此空荡荡的景象。因此，在2010~2011年生产出现了所谓“繁荣兴旺”的场面，实际上是把供应链上已经清空的库存拼命进行一次补货造成的结果。

毋庸置疑，在2010年11月，当各供应商忙于进行库存补货时，华尔街成功地帮助通用汽车以惊人的估值水平在公开市场上市。在随后的6个月内，市场快钱又进行频繁炒作，把公司股价抬得更高，因此，到了2011年年初最高峰时，通用汽车的市值到达了600亿美元。

毫无疑问，这种增长没有任何真材实料——白宫汽车行业特别工作组并没有在通用汽车身上洒上任何魔力。相反，这家底特律的“巨无霸”正在向经销商渠道进行新一轮积压产品操作，同时，它把部分运营成本隐藏在退出破产程序、进入“全新开始”时储备的大量现金中，通用汽车正以这些办法编造出暂时性的利润增长。同样，世界各国央行也实施货币超发政策，造成汽车产业出现短暂反弹，这些都让通用汽车在欧洲的业务扭转了亏损的局面，同时在巴西和中国的业务则出现了销量和利润双双攀升的短暂繁荣景象。

然而，到2012年年底，通用汽车奇迹般的复苏终止已成定局。美国的经销商被库存压得动弹不得，阻碍了北美地区生产和利润的增长。与此同时，公司欧洲业务再次出现数十亿美元的亏损，巴西的业务也出现了下滑，原先中国业务所贡献的巨额利润也因中国国内的经济状况而很快消失。

白宫对通用汽车实施的长达40天救助行动没有解决任何问题，但它的确产生了暂时性的反弹，并且在2012年11月6日画上完美的句号。一个简单而又明了的事实是，奥巴马竞选连任时所取得的领先优势都是在俄亥俄州通用汽车（以及克莱斯勒）的所在地区取得的。

支持政府救助行动的必胜主义者，由于在一开始没有认识到这是华尔街的骗局，所以因通用汽车股价在IPO之后出现暴涨而感到欢欣鼓舞，但现在却要接受激烈的责难。通用汽车正重新滑向亏损的困境，而正在快速蒸发的公司市值已经把公司上市之后出现的增长一笔勾销。

因此，在2009年年中至2012年年中所发生的一切，不是汽车城出现了奇迹，而是权贵资本主义上演的又一出悲惨的插曲。华尔街的操盘手，先是财政部部长保尔森，然后是汽车行业“沙皇”拉特纳，肆无忌惮地废除了自由市场的修复机制。其结果是华盛顿挑选出“赢家”和“输家”，然而对于“输家”来说，他们对所发生的一切甚至一无所知。换言之，作为“输家”之一的纳税人却不得不为救助行动埋单，而作为另一个“输家”的竞争对手却不得不面对被救助者偷走其业务的残酷事实。

就这一点而言，克莱斯勒根本就没有任何存续下去的理由，因为在北美市场已经有17家全球性的供应商。它们中的任何一家都将会高兴地买下克莱斯勒具有活力的部分——吉普品牌的经营业务和道奇Ram皮卡业务，但他们中却没有人会对受全美汽车工人联合会控制的、破败不堪的制造工厂有任何兴趣。

事实上，在克莱斯勒旗下的这些工厂里，员工工资总额大约为15亿美元，这意味着在通用汽车和克莱斯勒旗下被人为复苏的工厂里，白宫汽车业特别工作组赋予全美汽车工人联合会的工资总额将近40亿美元，如果不是救助它们的话，这笔工资总额将拨付给其他汽车公司北美工厂的员工，如现代、丰田、本田、福特、宝马以及其他6家OEM工厂。出于同样的原因，白宫汽车业特别工作组没有给供应商企业带来任何销售或就业的增长，它只是把现有的业务进行重新洗牌，把位于中南部地区的零配件工厂转移到“铁锈地带”<sup>[126]</sup>。

但这种对汽车供应商体系进行的人为干预导致了惨痛的代价。政府救助行为明确暗示出的信息是，汽车行业的OEM工厂也被列入“大而不倒”的优先行列。更重要的是，它无可辩驳地反映了白宫也在待价而沽，由此，美国的财政实力和自由市场经济遭遇了致命危害。

## 游说汽车产业的救助计划



不证自明，汽车公司的高管总是高调地乘坐湾流私人飞机到华盛顿寻求政府的施舍，然而这一次，不是他们搞定最后的救助方案，甚至也不是凭全美汽车工人联合会的一己之力最终完成这种赤裸裸的掠夺。事实上，之所以实施救助行动，是因为整个汽车产业的供应链——从设备制造商、零配件供应商到汽车搬运公司和经销商，全部深陷于沉重的债务。

在泡沫金融时期，美国经济中这么一长列经济食物链背负上了巨大的债务包袱，因此，一旦终端汽车销量出现实质性下降，汽车产业很容易遭受公司连环破产和严厉精简重组的打击。其结果是，当雷曼兄弟破产后的几周内新车销售出现暂时下滑时，整个汽车产业弥漫着绝望的情绪，尤其是在汽车经销商中间。

这与薄板加工业务是否受到债务牵连没有关系。汽车经销商已经把其经销商店等全部资产进行了抵押，按其经销汽车批发价值将近100%的比例，向银行借贷了存货贷款。同样，其销售也完全依赖于贷款和租赁等融资手段，向零售顾客提供金融服务，而其中许多金融服务本身就是赔本的买卖。所有这些就是格林斯潘——伯南克美联储的金融压制政策和随后信贷市场的可靠价格信号遭到破坏的结果。

毋庸置疑，全美两万家汽车经销商，以及按照劳工统计局分类、归属于汽车和零配件经销商的200万就业人员，在面对自由市场严厉而公平的打击时，他们不会坐以待毙，在10月10日华尔街十大银行在保尔森办公室排队领取100亿~250亿美元不等的救助支票后更是如此。因此，好像是有一列汽车经销商的大篷车队突然来到华盛顿，要求政府对汽车产业实施救助。其中带头的就是全美最大的汽车经销商、陷入沉重债务困境的全美汽车租赁公司，而奔走呼号的正是该公司首席执行官、权贵资本主义者麦克·杰克逊。

2008年10月，作为上市公司，全美汽车租赁公司深陷绝境，这不仅整个汽车销售行业具有代表性的现象，而且是1994年以来席卷整个国内经济、由信贷爆发造成金融变形的一个缩影。归根结底，当问题资产救助计划的资金和美联储救助的信贷字母汤到处散发的时候，那些造成“救助国家”的种子在美联储长达20年的泡沫金融体制中早已经生根发芽。

在这一时期，全美汽车租赁公司完全踏准了泡沫金融发展的节奏，在20世纪90年代后半期推动了一系列兼并狂潮，把200多种汽车的代理



权收罗到公司旗下，经销的范围几乎涵盖了所有国内和进口的汽车品牌。依赖于高负债经营模式，公司每年新车和二手车的销售额高达200亿美元，而公司负债中包括20亿美元用汽车库存抵押的存货贷款，引人注目、崭新亮丽的汽车经销商店和其他货物则是通过经营租赁或资产负债表负债进行融资的。

通过举债经营和兼并收购，全美汽车租赁公司的销售实现了爆发性增长，从1996年的50亿美元上升至1999年的200亿美元，但公司出现困境只不过是早晚的问题。作为行业惯例，全美汽车租赁公司在汽车代理权上投入了过量资金，因此在2008年不得不把高达18亿美元的商誉和特许经营权等资产进行减记。其结果是，在2005~2011年的6年间，公司在汽车、零配件和服务等方面的销售额达到850亿美元，但公司累计净收入仅仅5 000万美元，几乎可以忽略不计。换言之，所有在这一时期计入的正收入全部被巨额的资产减记一笔勾销了。

## 杰克逊：权贵资本主义的推销员

毋庸置疑，长期担任全美汽车租赁公司首席执行官的杰克逊，在每一次汽车产业谋划掠夺美国国库的行动中总是充当站台推销的角色，这些行动包括2008~2009年汽车产业救助计划，以及完全是荒谬的、浪费纳税人公帑的所谓2010年“老爷车现金”补贴计划。尤其是在2008年10月，在关于华尔街金融风暴对汽车产业和美国整体经济潜在影响的问题上，杰克逊发表了歇斯底里的观点。

2007年年底，全美汽车租赁公司债务高达40亿美元，因此它无法承受汽车销售哪怕出现一点点的下降。公司所有的汽车库存全部抵押给了存货贷款的放贷人，而其所拥有200多种汽车代理权的汽车经销商店和相关房地产资产，每一家都背负着数百万美元的债务。

因此，在雷曼兄弟破产后的几周里，当新车销量下降至1 000万辆的水平时，杰克逊奔走呼号，大肆散布悲观情绪，好像天就要塌下来了。但实际上这明显是汽车销售出现暂时性突然下降，不是销售真的出问题了。

作为另一个美联储超低利率货币政策所引起的大变形，美国新车销售在过去10多年里已经出现了巨大幅度的增长。事实上，1 600万~1700万辆季节性调整后年化销量虽然是汽车产业和全美汽车租赁公司竭力维持的销量水平，但其中的300万~400万辆完全是由于超低利率信贷硬塞进美国经济中的。

其中最恶劣的是，40%的汽车贷款都是次贷借款人，他们中的许多人起初根本买不起新车，因此，很快就出现很高的贷款违约率。但市场扭曲实际上已经延伸至整个汽车金融体系。例如，每年有数百万辆新车是以租赁的方式销售出去的，但在标准的3~5年租赁期满后，汽车的“残值”依然很高。这就意味着每月的租金被人为压低，并且存在大量的补贴。

同样，传统上3~4年期的汽车贷款被逐步延长至7年以上。这导致贷款损失率上升，因为汽车的折旧速度已经超过贷款余额偿还的速度。然而，由于在融资时汽车贷款放贷人实际上接受了美联储的大量补贴，所以他们不会对顾客实施惩罚性的利率措施，而且总能自我消化这部分损失。

而且，汽车租赁公司每年购买200多万辆新车，但在绝大多数情况下，这些汽车全都在机场的停车场内闲置着。但由于高杠杆举债经营和超低利率，这种资产闲置浪费的商业模式通常却实现了人为盈利，从而刺激新车销售出现不理性的增长，同时向汽车经销商转交的（驾驶里程很少的）二手车供应数量也逐步增加。

到了2008年秋，整个汽车产业面临大厦将倾的危险。汽车零售顾客数量急剧下降，但这是健康的市场修复行为，因为美国人的车库里停满了太多的、用超低利率信贷购买的高档汽车。事实上，在之前的20年里，尽管美国家庭的实际收入仅仅上升了10%，每个家庭拥有的汽车数量却上升了50%。同样，次级汽车贷款逐渐枯竭，尽管这是一个健康的经济现象，但由于其客户的停车场里已经塞满了闲置的汽车，汽车租赁销售和汽车租赁车队的规模也都逐渐缩小。

之所以杰克逊产生火烧眉毛般的恐慌，最主要是因为美国家庭在面对股市出现暴跌行情时采取了停止消费的举措，尤其是10%最富裕家庭，他们通常是购买豪华汽车的生力军。毫无疑问，在全美汽车租赁公司的销售中，1/3的销售收入，甚至更高比例的销售利润来自豪华汽车品牌，如凯迪拉克、林肯、奔驰、宝马、雷克萨斯、保时捷和路虎。除

非富豪们重新被哄骗至销售商店，否则杰克逊背负的40亿美元债务将很快对公司的现金流造成重创。

因此，杰克逊竭尽全力地到处游说，希望美国的纳税人可以拯救过度信贷的汽车产业，其目的昭然若揭，说白了就是为了把所有主要汽车品牌的消费者拉回空荡荡的商店里来。通过汽车经销商协会，杰克逊成为权贵资本主义啦啦队队长之一，拼命地为问题资产救助计划、汽车产业救助计划以及美联储的零利率政策和向汽车金融市场直接注入流动性等计划摇旗呐喊。

当杰克逊敦促国会“为了大多数人的幸福，坚持这些原则”时，在他脑海里出现的并不仅仅是位于俄亥俄州洛兹镇通用汽车工厂里那些倒霉的产业工人。同样，当国会没有通过问题资产救助计划，杰克逊预测会出现大决战时，他所思所想的并不仅仅是那些“铁锈地带”的工薪阶层。他歇斯底里地警告，这个国家将面临“整个汽车产业出现系统性崩溃的局面，数百万就业岗位将会消失，经济陷入萧条，失业率将高达20%”。

杰克逊真正想保住的就业岗位位于德国的斯图加特和日本的丰田汽车城，那里生产的高利润豪华汽车才会促使他债务累累的“阳光地带”汽车代理同盟继续经营下去。尽管如此，杰克逊为推进底特律救助计划而鼓噪的虚伪表现，生动地体现了由格林斯潘泡沫金融引发的金融变形的严重程度。

事实的真相是，超低利率的信贷和格林斯潘对策已经把美国经济推到命悬一线的境地，尤其是在复杂而冗长的汽车产业链领域。绝大多数关键环节，如供应商、经销商、汽车租赁客户、零售顾客甚至底特律三大汽车公司，特别依赖于巨额债务能否继续展期，一旦在生产和销售的节奏上出现任何中断，都将会带来一场灾难。

事实上，美联储实施的繁荣管理政策剥夺了自由企业经济在面对外部变化时具有的减震功能和应对调整能力，换言之，与国家管制经济相比，私营企业给市场带来巨大优越性的特征和能力被美联储抹杀了。为了人为促进和推进经济繁荣，美联储向全美商业企业注入了大量的超低利率债务，从而消灭了企业在自由市场中所应具有弹性和灵活性。在这种政策之下，企业的高管和业主成为乞求国家救助和干预的绝望的求人。

## 超低利率债务

在这一点上，全美汽车租赁公司的基本财务结构已被清晰地描述出来，美联储政策是如何把商业企业转变为债务僵尸企业，把美国企业中杰克逊之流变成暴力无赖，乞求政府的施舍的。总之，并不是由于恶魔般集权主义的意识形态，更多的是出于债务魔鬼的冲动，才使得它们出此下策。

例如，经过3年所谓的经济复苏，全美汽车租赁公司依然债务累累。在2011年，公司的债务余额将近36亿美元，相当于自由现金流（EBITDA减去资本支出）的7.2倍。债务堆积如山以及高杠杆率所暗示的极端风险，公司的税后利息支出总计只有6 800万美元。很明显，在可靠的自由市场里，在一个如此不稳定、存在周期性变化的汽车产业，背负如此高债务的公司是不可能以每年1.9%如此低的利率获得借贷资金的。

事实上，在自由市场里，一家背负如此高信贷风险的企业很有可能以大约10%的利率获得借贷资金，而且在中性税收政策下，这部分利息支出是无法被抵扣减免的。计算表明，自2008年金融危机以来，全美汽车租赁公司的所有利润几乎都不能反映自由市场环境中的真实盈利水平，但实际上却体现出在目前政府政策之下，超低税后债务成本的荒唐事实。

这种政策性收益尤其是不义之财，因为它恰恰加剧了前文中所提及的金融工程交易。在这个案例中，全美汽车租赁公司67%的股票由两家对冲基金和其他管理内部人士拥有。因此，在2009~2011年，它们未能运用纳税人提供的汽车产生救助资金偿还债务，把公司带离险境，相反，为了向大规模股票回购计划提供资金，把公司的债务率推升得更高。

仅仅在这3年，公司在股票回购上就花费了12亿美元，相当于公司净收入的两倍，尽管净收入本身也完全是超低利率债务人为造成的结果，但这种对自己的司库进行不负责任的掠夺是为了达成预期的目的：它导致总股本缩减了20%，从而推升了每股收益，即使这种操作会对公司现有的债务负担造成雪上加霜的效果，也在所不惜。

毋庸置疑，杰克逊是财经类电视节目的常客，在电视上，他常常严

厉驳斥反对汽车产业救助计划的观点，却对美联储的货币超发政策赞赏有加，与此同时，兜售公司盈利反弹等完全虚假的信息——盈利主要是大规模股票回购导致的结果。事实上，在2011财年，全美汽车租赁公司的净收入比2005年下降了43%。

基于股票回购计划，公司的股价增长了3倍，从金融危机前每股10美元的低位，到2011年年底飙升至每股40美元。这一次，公司对对冲基金的股东和拥有期权的内部人士则通过这种操纵的股市骗局赚得盆满钵满。

在公司经营业绩十分糟糕的情况下，公司股价却出现飙升的奇迹，这实际上是国家实施向1%最富裕群体倾斜政策的产物。如果按照自由市场10%的真正利率，以及前文所述的中性税收政策预测来计算的话，那么全美汽车租赁公司2011年的盈利水平只有每股0.2美元。因此，那些在实行救助计划后进入公司董事会的对冲基金投机者则收获了暴利，因为公司股价的估值是实际盈利水平的200倍。

在实施汽车产业救助计划的余波中，类似全美汽车租赁公司的骗局一次次在市场上重演。商业企业应该定期清理它们的资产负债表，防范出现像2008年下半年那样负债表遭遇挤压的危险情况。相反，内幕交易者 and 他们的华尔街同谋则继续对资产负债表进行掠夺，为股票回购计划和其他金融工程交易提供资金。

事实上，在这个国家，有太多的商业企业首席执行官像杰克逊一样，信奉具有腐蚀性的权贵资本主义，并且付诸实践：他们出现在财经类电视节目中，不停地为股票回购计划和超低利率货币所导致的股价上涨摇旗呐喊。与此同时，他们毫无例外地坚称，在雷曼兄弟破产后，国家竭尽全力地推升经济发展的行动是完全恰当的，可以防止国家经济出现大决战的危险。

毋庸置疑，如果在2008年9月美国经济真的站在离经济悬崖一步之遥的地方，那么如何解释这样一个事实：在雷曼兄弟破产后的4年里，为什么没有人把一分钱的净自由现金流用于降低企业的债务水平。事实上，在2012年年底，美国商业企业资产负债表上的债务高达11.8万亿美元——这要比杰克逊等人当年声嘶力竭地叫喊“天要塌下来”时高出6 000亿美元。

出现这种令人震惊的情况，其无可辩驳的理由就是：公司首席执行官



官们没有降低债务水平，主要是因为美联储痴迷于实行金融压制政策所释放出来的严重虚假信号。实际上，税后利率是如此之低，以至于公司高管达成共识，如果现在把公司债务还清的话，这实在是愚蠢的行为。

美联储对投资级和高收益公司债务的市场价格信号实施破坏，同样使得公司高级财务经理对再融资<sup>[127]</sup>的风险变得麻木不仁。由于美联储采取购买国债的操纵行为，导致国债中长期收益率曲线被残酷地拉平，从而在公司债务价格上引发前所未有的争夺。于是，公司再融资就出现了比2002~2006年住宅抵押贷款“再融资”更加疯狂的繁荣景象。

仅仅以美国为例，在2010~2012年，市场发行的投资级和高收益债券总计为3.2万亿美元，与上一个商业复苏周期（2003~2005年）相比增加了40%。而且，由于在目前这个经济周期里发行如此多公司债券最主要的目的是为现有的债务进行再融资，所以公司高管发现了一个非常危险的市场真理：债务不会带来风险，而且债务“延期和粉饰”将是一个永久的解决方案。

同样，在伯南克领导的美联储的培育下，华尔街“追逐风险”的金融赌场与公司首席执行官们对债务的嗜好产生了十分明显的叠加效应。每一次公司高管把现金流用于股票回购计划和其他金融工程项目，对冲基金投机者总是用更高的股票价格和更有利可图的股票期权回报公司高管。因此，这就像是巴甫洛夫的条件反射原理一样，美国商业企业的领袖们不断地推升杠杆，只要有机会就把现金流分配给金融工程项目，甚至用更多的借贷资金为金融工程融资。

因此，美国经济没有从命悬一线的困境中抽身，它继续滋生出像2008年下半年出现的杰克逊式恐慌，随之产生救助计划和货币超发狂潮。事实上，在我写本书时，美联储宣布在6个整年里维持零利率的政策——一直到2015年年中，这几乎确保了在未来几年里，自由市场经济还将在权贵资本主义的集权体制下继续沉默甚至窒息。

对自由市场原则最致命的压制力量是，人们对自由市场利率的集体记忆已经被彻底消除，而随之一起消失的还有宽容自由市场高利率的政治意愿。但如果利率的力量不能被允许出现周期性的爆发，以扭转金融市场的变形，正如2008年9月全美汽车租赁公司和通用汽车的情形，那么一边倒的市场和不计后果的赌场将会肆无忌惮地发展下去。最终，它们将会把整个经济体系抵押出去，造成美国经济出现不可逆转的空心化，完全沉沦于金融化之中。在这个过程中，像杰克逊那样暴躁的权贵

资本主义者将继续收获数以亿计的不义之财。

[124] 梅森——迪克森线：美国宾夕法尼亚州与马里兰州的分界线，在美国南北战争前曾经是南北地区的分界线。——译者注

[125] 长鞭效应：在供应链上的各企业只根据来自其相邻的下级企业的需求信息进行生产或者供应决策时，需求信息的不真实性会沿着供应链逆流而上，产生逐级放大的现象。当信息达到最源头的供货商时，其所获得的需求信息和实际消费市场中的顾客需求信息出现了很大的偏差。——译者注

[126] 铁锈地带：从前工业繁荣，但现今已经破败的地区。——译者注

[127] 再融资：此处更多的指公司借新债还旧债的筹资方式。——译者注

## 第三十一章

### 难以复苏的实体经济

2009年6月，在经历了清理过大库存和冗余就业岗位之后，美国经济开始触底反弹，跌跌撞撞地出现了一个极其不自然的“复苏周期”。小布什的减税计划被人为地延长，2%的工资税被取消，而奥巴马的经济刺激计划相当于从未来纳税人那里透支数万亿美元，目的是向现在的“消费单位”送上大礼，竭尽全力让他们尽可能地购买更多的消费品。

但在最重要的实体经济中却没有出现复苏的迹象：自由市场上养家全职就业人数和劳动所得没有出现上升。我们所看到的又是一个虚假的繁荣。事实上，与上一轮泡沫相比，目前的伯南克泡沫显得更加粗糙，其实质就是故意把金融资产价格持续推高。

事实上，这相当于是货币政策版的“涓滴经济学<sup>[128]</sup>”。2012年9月，个人消费支出比上一个高峰期增加了约1.2万亿美元，相当于比2007年下半年的水平增长了2.2%（扣除通胀因素后为0.6%）。但其中一半（6000多亿美元）的增长反映了政府转移支付的大幅增长，而个人消费支出的确出现反弹的主要集中在最富裕的10%~20%的美国家庭。总之，美联储的金融压制政策使得美国政府几乎以无成本举债的方式，向美国社会最底层群体发放了转移支付，而与此同时，他们通过资本市场的财富效应向最富裕群体提供了更多的流动性，让他们可以去诺德斯特龙购买更多的高档商品，如蔻驰手袋。

在雷曼兄弟破产后，美联储实施的货币超发政策最终没能挽救实体经济，但在风险资产领域引发了新一轮疯狂的投机炒作。因此，1%最富裕群体的财富价值又暂时恢复到危机前的水平。毋庸置疑，在快钱投机领域的成功并不是可靠的经济复苏迹象：它只反映出华尔街新一轮投机狂潮又拉开了序幕，当下一次音乐停止时，灾难会再次降临。

## 就业市场的变形

伯南克泡沫的危险基础十分明显地体现在就业人数的内部结构上。当美国经济在2007年12月创出新高时，承担养家糊口重担的养家全职就业人数约为7 180万，分布在建筑业、制造业、白领行业、政府和全日制私营服务业等领域。这些就业人数超过了1.38亿全美就业总人数的一半以上，他们平均年薪在约5万美元——仅仅够整个家庭的日常开支。

这部分养家全职就业人口也创造了65%的劳动工资收入，因此是美国实体经济的重要基石。然而，在大稳健时期，养家全职就业人数下降了560万，这个残酷的现实突显了一个令人惊讶的真相：经过40个月所谓的经济复苏，养家全职就业人数仅仅恢复了下降总量的4%不到。

从衰退以来直到2009年6月，全美就业人数增加了300万，实际上完全集中在两个边缘类别上，尽管它们同样也是全国就业人口的组成部分。其中的一半以上（约160万）实际出现在“兼职经济”领域。目前，兼职经济的总就业人数为3 640万，广泛分布在零售、旅馆酒店、餐饮、街边擦鞋服务以及临时家政服务等领域，他们的平均年化收入只有1.9万美元。分布甚广的兼职就业人数占到了全国就业人数的27%，但基本都是那些最低工资水平的工作、家庭第二份收入或者间歇性工作，因此，对于这些就业人员来说，只能是勉强维持生计而已。

剩余的就业增长人数（约110万）分布在医疗卫生、教育和社会服务领域，而这些领域的总就业人数约为3 070万。他们的平均收入相对高一些，每年大约3.5万美元，而且这个类别的就业人数呈现逐年增加的趋势。但这些领域日益不利的因素是它完全依赖政府支出和税收补贴，因此将会面临国家财政实力日益衰退的负面影响。

人们对这三个领域的就业情况进行分析后发现，国家就业市场的整体情况呈现一边倒的局面，这完全颠覆了媒体头条新闻所宣称的经济复苏形象。不证自明，健康的实体经济依赖于养家全职就业人数的增长，但即使是在金融危机前的泡沫时期，也没有出现过这个景象。2000年1月，劳工统计局公布的养家全职就业人数为7 180万，然而7年之后的2007年12月，在经历了住宅、房地产、家庭消费和股市等超级繁荣之后，这个数字依然停留在7 180万的水平上。

因此，美联储泡沫金融导致虚假繁荣的实质就暴露在光天化日之

下。这是检验实体经济是否健康的最重要的指标，不仅在以峰值对峰值的比较中养家全职就业人数出现了零增长，而且这个令人担忧的真相却被自负的“货币政策政治局”彻底忽略了。

美联储正得意地监测自己的货币政策所制造的反馈环。美联储的宽松货币大量流向华尔街，股价平均数随之上涨，看到这些景象，美联储自鸣得意地宣称，对这些政策所产生的“财富效应”感到十分满意。美联储把美国人的住宅变成了从债务中套取现金的机器，因此它不仅见证了美国家庭出现的消费狂潮，而且还发布了令人惊喜的消息——“即将公布”的宏观经济数据比预期更加出色。这些经济变形被误认为是经济繁荣的体现和经济持续增长的标志，但其只能证明目前在伊寇斯大楼里盛行的理论观点是愚蠢的货币主义教义。

诚然，在2000~2007年，名义GDP的确增长了40%，大约为4万亿美元。至于它是如何实现的，应该是路人皆知的秘密。正如前文所述，在同一时期，总债务余额增加了20万亿美元。美国经济因此被一波巨大的债务浪潮往前推进，而不是被日益增长的生产效率和劳动所得提升至更高的水平。

事实上，就业人数在这7年里温和增加了750万，恰恰反映了美国经济中债务所带来的活力，也解释了为什么就业增长没有出现在养家全职就业领域。相反，将近250万的就业人数增长出现在上文中所述的“兼职经济”领域。按相等收入基数来计算，他们实际上是“40%就业”，因为他们的收入是按照平均每周25小时和每小时14美元时薪来计算的，与此对照，养家全职就业的收入是按照每周40小时和每小时22美元的全国平均时薪来计算的。因此，把从资产增值抵押贷款中套现出来的数万亿意外收益用于购物、餐饮酒吧、旅游、健身等个人消费，住宅业主和富裕阶层实际上是临时雇用了住房租赁人和日益庞大的、被他们抛在后面的兼职服务人员。

同样，另外500万新增就业人口出现在医疗卫生、教育和社会服务领域。在这方面，就业人数增加了20%，但增长的主要原因是这几个领域内最主要的支付者——政府预算和税收优惠的雇主医疗保健计划，出现了暂时性繁荣。

正如下文所述，这也是“债务推动”的就业增长，而且这些就业岗位的收入水平一般。在第二轮格林斯潘泡沫时期，医疗卫生、教育和社会服务领域的就业人数以每年2.6%的速度稳定增长，这的确使得月度就



业“报告”非常讨巧，只要政府和企业的健康计划继续以高于国家经济增长的速度支出的话，它还会继续增长。

## 全职就业人数的下降和低迷

2008年9月华尔街的金融危机导致已经启动的经济衰退出现了加速趋势，因此，从2007年12月经济高峰期到2009年6月经济衰退结束，美国就业人数下降了730万。那时就已经十分明显，正是美联储的泡沫金融掩盖了美国经济内部出现下降和衰退的真相。将近3/4的就业损失正是上文中提到的养家全职就业人数下降了560万造成的，这个数字相当于经济衰退前总就业人数的8%。

在这个灾难性的打击之下，全国主要就业人数只有6 620万，导致就业形势退回到1998年年初的水平。事实令人震惊：那时还没有出现任何格林斯潘—伯南克纵容华尔街的政策行动，还没有出台推动财富效应的救助行动，即1998年问题资产救助计划、2001~2003年疯狂降息措施、2007年8月推出伯南克期权、在雷曼兄弟破产后美联储的资产负债表增长两倍等，但那时的养家全职就业人数居然比现在多。

自“黑莓恐慌”以来，美联储向21个政府债券交易商持续注入了新增货币。因此，毫无疑问，在华尔街和实体经济之间出现了越来越不和谐的背离现象。

2012年9月，标普500指数已经从衰退时期的低点上涨115%，收复了之前所有的下跌损失，回到了第二轮格林斯潘泡沫时期的最高峰。与此对照，在同一时期，养家全职就业人数在减少了560万之后仅仅增加了20万。

诚然，美联储和华尔街的那些骗子连篇累牍地公布喜人的月度就业“报告”，它们精心挑选和改变各种统计期间的起点和终点，不断地用改进和季节性调整等数据，强力维持这个虚假的表象。但诸如养家全职就业人数等基本面的情况是无法被篡改的。

例如，在2012年总统大选前夕，商品制造领域的就业人数为1 830

万，这包括制造业、矿业和建筑业。在大衰退期间，这些生产性经济领域遭受了重创，就业人数减少了350万，下降幅度为15%。然而，在经历了3年半所谓的经济复苏之后，商品制造领域的就业人数一点儿都没有出现反弹，相反，它实际上还在2009年6月衰退结束时的1 850万的基础上微幅下降。

同样，金融、保险和房地产行业的就业人数为780万，意味着与经济衰退结束时770万的就业人数相比几乎没有增长。律师、会计师、工程师、建筑师和计算机设计师的就业人数同样没有任何增长：劳工统计局在2012年9月搜集的就业人数数据为500万，与2009年6月的480万相比几乎没有增长。在信息产业——出版、广播、电信、动画和音乐等领域，所统计到的就业数据甚至还略微下降：2009年6月统计的人数为280万，到了2012年总统大选前一个月下滑至260万。

类似地，在交通运输和商品批发领域，2012年9月统计的就业人数为1 000万，相比2009年6月的数据几乎原地踏步。最后，在其他重要的养家全职就业领域——政府公务员（教育行业除外），其平均薪资报酬超过了每年6.5万美元，但就业人数实际上却有所减少。在2012年总统大选前夕统计到的1 100万就业人数，与2009年6月衰退结束时相比下降了4%以上。总之，经济大衰退对所有领域的养家全职就业都造成了沉重的打击，然而在经历了40个月的“复苏”之后，就业人数却几乎没有任何变化。

## “重生”的就业骗局

这些数据极其重要，它们把美联储四处兜售美化后的就业形势来欺骗公众的本质暴露在光天化日之下。事实是，美联储的货币政策只是为了纵容华尔街的投机冲动，并不是为了实体经济的健康。就在上文中所提到的、被大肆宣传的300万就业人数的增长可见，它们掩盖事实的行径昭然若揭。正如上文所述，无法辩驳的事实是，绝大多数的增长来自兼职就业领域，主要分布在餐饮酒吧、零售商场和临时就业机构等行业。

55%的就业人数反弹全部出现在低收入、兼职就业领域，这一事实

不仅反映了美联储所谓经济复苏的虚假本质，而且向市场传递出一条新闻快讯，即160万新增的兼职“就业”过去曾经被“创造”过一次。在第二轮格林斯潘泡沫时期，兼职就业人数曾经从2000年年初的3 470万上升至2007年12月的3 720万。然而，作为又一个查理·布朗和露西的故事，在大衰退期间，兼职就业状况更是每况愈下。到了2009年6月，兼职就业人数实际上一路下滑，退回到20世纪和21世纪之交时3 470万的起点水平。

因此，2012年总统大选前夕出现的状况仅仅是部分回调。那时，劳工统计局公布的兼职就业人数为3 640万，这意味着经过3年半的“复苏”，恢复的兼职就业数量仅仅是2000~2007年泡沫时期增长数量的60%。不证自明，这些显然是“重生”的就业却体现了令人震惊的讽刺意味：伯南克领导下的美联储宣称，它正在履行其法定的使命，最大限度地促进就业。

更大的真相是，如果把这些重生的就业岗位去掉的话，所剩无几。从2000年年初到2012年9月的12年间，每月实际新增的兼职就业人数平均只有1.1万，因此相对于每个月新增15万劳动适龄人口来说，实在是相当悬殊。

事实上，这种“重生”症状也适用于整个非农就业数据。自衰退正式在2009年6月结束以来，非农就业出现了温和的反弹。数据显示，格林斯潘-伯南克的政策就是货币领域中的葛培理牧师改革运动：同样的就业岗位一而再再而三地被“保留”起来。

在2000年1月，美国总体就业人数为1.308亿，到2007年12月最高峰时，这个数字上升至1.380亿。经历了大衰退之后，就业人数大幅度下降，一路下滑至最初的起点：到2009年6月，甚至比起点更低一点儿，只有1.306亿。

然后，经历了40个月的“复苏”之后，在2012年9月，劳工统计局公布的非农就业人数为1.335亿。由此可见，伯南克泡沫仅仅“重新创造”了40% 格林斯潘第一轮泡沫所“创造”的就业岗位。

伯南克的泡沫政策甚至没有恢复美联储早些年新增就业人数的一半，这个事实又一次证明了“经济复苏”的虚假本质。当我们把美联储向宏观经济不断注入的流动性放在一边，可以十分明显地看到，美国经济几乎丧失了持续创造就业增长的能力。自2000年年初以来的12年里，每

个月净增的就业人数只有1.8万，仅仅是劳动力增长的1/8。

之所以总体就业人数出现如此疲乏的增长，是因为除了医疗卫生、教育和社会服务领域，其他国家经济领域都成为抑制就业增长的不毛之地。除了在兼职就业领域出现微弱增长之外，2012年9月养家全职就业人数只有6 640万，与2000年1月将近7 200万的统计数据相比出现了大幅度的缩减。这就是铁证：在这12年间，主要的养家全职就业市场以每个月净流失3.5万就业人数的速度缩减。

事实上，自2009年6月以来，养家全职就业人数以每月5 000的速度缓慢增长，这意味着如果要完全恢复经济衰退期流失的560万就业人数的话，需要90年的时间。换言之，如果要恢复到20世纪末的就业人数水平，我们要到22世纪才能实现这个目标！这种荒诞的推论彻底终结了一种观点，即目前正在经历传统经济的复苏。

事实上，正是这种对“失业率”进行的政治化计算操作，掩盖了经济反弹没有出现就业增长的本质。由于纯粹随意的计数规则，美国超过800万适龄劳动人口不再被列入劳动力人口。事实上，如果按照与2000年1月一样的劳动力参与率计算的话，2012年总统大选前夕的失业率已经达到13%左右；如果对就业人数从全职到兼职的大幅变动继续进行调整的话，失业率将上升至20%。

## 债务融资带动了就业繁荣

在从衰退的谷底复苏之后所出现的300万新增就业人数中，医疗卫生、教育和社会服务领域增加了110万，约占总数的40%。这些实际上都是新增就业岗位，而不是重生的就业增长，也就是说复苏之后就业人数真正出现增长的是医疗卫生、教育和社会服务领域，每月新增的就业人数为2.7万。同时，这个数字又显示了，这一领域长久以来的增长趋势得以延续。在2007年12月之前的7年里，医疗卫生、教育和社会服务领域新增的就业人数大约为470万，相当于每个月新增5万。这个趋势在大衰退期间一直持续。尽管兼职就业和养家全职就业在以百万级的数量减少，但医疗卫生、教育和社会服务领域可谓逃过一劫，在整个18个月的经济衰退期，以每个月新增3.5万的速度创造出新的就业人数。

一个更大的问题由此出现。在20世纪和21世纪之交，当美联储全力以赴地支持华尔街的时候，它所使用的借口就是：美联储的双重使命之一是“最大限度地创造就业”，因此执行金融压制政策显然是必要的手段。但这只是为了掩盖美联储推升风险资产价格、继续纵容华尔街投机者的荒唐理由。

实际就业数据显示，货币集权管理当局一直试图通过“财富效应”的迂回方式创造就业，他们应该对自己的无能表现感到无地自容。在过去10年里，在“创造就业”方面唯一出现的变化就是医疗产业和文凭工厂的大规模扩张和发展，包括养老院、医院、家庭护理机构和营利性大学。事实上，自20世纪90年代后期以来，医疗卫生、教育和社会服务领域包揽了美国所有新增的就业人口。

对这一领域进行更深入的了解，为我们的观察提供了必要的信息。例如，在2012年9月，仅仅在流动医疗服务方面，如医生办公室、门诊中心和家庭护理机构，总体就业人数就达到了640万。这超过了美国整个建筑行业550万的就业人数，甚至远远超过消费品制造业450万的就业人数——包括食品饮料、纸品、化工塑料和石油产品。

除流动医疗服务外，在医院和养老院还有800万人就业，从幼儿园一直到大学，整个教育行业的就业人数将近1 400万。在2012年总统大选前夕，医疗卫生、教育和社会服务领域的总体就业人数合计为3 070万，与2000年1月的就业人数相比增长了27%。当年，小布什上任伊始就承诺要重新促进资本主义繁荣。

健康和教育的确承担了重要的社会和经济功能，但它们却成为全美就业市场上最亮丽的中心，这又产生了可持续性和财政支付能力的问题。事实上，自2000年1月以来，医疗卫生、教育和社会服务领域新增的就业人数达到了650万，相当于过去12年加上三个季度新增就业人数的2.3倍。

隐藏在这异常趋势背后的是国家财政实力受此拖累的问题，这不是自由市场上繁荣的私营经济和充满活力的创造发明所带来的结果。促使医疗卫生、教育和社会服务领域增长最主要的直接原因就是，政府在医疗福利方面的财政支出增长，以及私营企业受到特别优惠税收补贴的影响，增加了医疗方面的支出（如可抵扣税收的雇主医疗保健福利计划）。这些财政支出很大程度上又依赖于借贷资金。



例如，联邦政府在医疗保险和医疗补助上的支出已经从2000年的3 000亿美元增加到2012年的8 000亿美元，几乎是名义GDP增长速度的两倍。在这12年里，政府财政从相当幅度的盈余水平发展到今天出现1.2万亿美元的赤字，应该注意到，联邦医疗保健支出的强劲增长和随之而来的新增就业增长明显是由赤字财政造成的。

事实上，如果联邦医疗保健计划是由恰当的当期税收收入提供资金的话，那么此消彼长，就会在美国经济的其他领域产生相应的需求下降，也就意味着这些领域的产出和就业就会受到负面影响。至于最重要的教育领域支出，情况也如出一辙：在这12年里，非公立高等教育领域的就业人数增加了将近45%，而其中原因路人皆知。在这期间，学生债务余额从1 500亿美元爆发性增长到1万亿美元，这表明营利性文凭工厂业务兴旺，学费收入和就业人数都出现了高速增长。

同样，如果高等教育的快速增长是通过家庭收入和财政税收收入提供资金保障，而不是通过新增公共债务的融资方式，那么也将会在经济的其他领域产生相应的需求下降。家庭的消费能力将会受到抑制，例如在外就餐、购物或者家庭装潢装修项目的支出。

因此，美联储宣称它正忙于促进就业增长，这种表面理由可谓徒有其表、有名无实。实际上，在过去12年里，华盛顿的财政管理部门通过债务融资为医疗卫生、教育和社会服务领域的快速扩张提供了资金保障，从而以每月4.2万的速度创造新的就业人数。由于美联储和其他国家的央行都在按照“采购限额”计划，无限购买超低和被操纵收益率的联邦国债，所以对医疗卫生、教育和社会服务领域的财政融资并没有对其他财政支出造成影响——它仅仅增加了未来纳税人的负担。

从被美化的就业报告角度来看，在这12年里，每个月在医疗卫生、教育和社会服务领域新增的就业人数，似乎足以抵消每个月损失3.5万养家全职就业人数所带来的影响。但由于所有的就业岗位生来就不一致，很明显，这种统计学上的数据互换实际上使得实体经济在创收能力和经济繁荣的实质等方面遭受严重损害。

把不同领域的就业相提并论，这尤其会对未来经济增长产生不良影响，因为医疗健康和教育领域的增长实质上不会带来生产效率的提高。相反，在GDP账户中健康和教育领域的产出实际上是投入的一种表现，而劳动力则是投入中最重要的组成部分。因此，劳动力大量流向医疗卫生、教育和社会服务领域将会拖累生产效率，造成平均生产效率下降，

从而极大地削弱美国经济的总体增长能力。

现实中，泡沫金融是导致经济活动和就业向医疗卫生、教育和社会服务领域大规模转移的根本动力。美联储实行美元贬值政策，并且大规模扩张资产负债表（也就是购买财政国债），使得财政融资发展到了无极限的程度。同时，这种债务支撑的人为需求又给医疗卫生、教育和社会服务领域带来了本来就不存在的、数百万就业岗位。

大量经济活动流向医疗卫生、教育和社会服务领域，掩盖了“货币政策政治局”在任何胜利宣言中都不曾暗示过的一个现实，换言之，在十多年里，除了医疗卫生、教育和社会服务领域，美国经济其他领域的就业人数一直在缩减。的确如此，在2000年1月，除医疗卫生、教育和社会服务领域外，其他领域的就业人数为1.066亿，但到2012年9月，这个数字下降至1.028亿。

因此，10年来，美联储的货币超发和纵容华尔街的政策已经掏空了美国实体经济，并用财政债务融资的方式推动医疗卫生、教育和社会服务领域的扩张，以此支撑虚弱的实体经济。毫无疑问，医疗健康领域不会创造新财富，它反而会消耗财富。由于巨大的政府垄断占据着大多数教育领域，教育领域的净回报成为社会争论的焦点之一。无论如何，随着联邦政府对峰值债务的极限控制得越来越严格，把过去10年虚假繁荣继续延续的希望寄托在医疗卫生、教育和社会服务领域的强劲扩张上，这几乎是不可能完成的任务。

## 经济复苏出现回光返照

金融危机后，美联储实施货币超发政策，正如政策所期许的那样，这给华尔街的投机者们送上了一份大礼，但它也彻底搞砸了实体经济的复苏。经济复苏本来就被脆弱的传统周期性数据所掩盖，也就是那些所谓的“复苏迹象”，如就业、消费支出和库存增加。华尔街的经济学家大肆吹捧这些传统经济指标，认为尽管出现了停滞迹象或者低于预期，但累积起来的话，传统经济就会产生周期性复苏。

事实的真相越来越清晰了。在华尔街吹嘘的经济复苏表象下，是美

国经济严重陷入“借贷和消费”困境的现实，这是名副其实地对经济合理原则的冒犯。到2012年9月，自2007年下半年创出新高之后，美国经济经历了57个月的低迷，但依然没有任何迹象表明资本主义的经济活力正在恢复——仅仅是在GDP的支出账目中出现微弱的反弹，而且明显是不可持续和不健康的反弹现象。

正如前文所述，在这5年里，个人消费支出增加了1.2万亿美元——个人消费支出占GDP的70%，但其中一半的增长是用转移支付来提供资金保障的。这完全脱离了历史发展的轨迹：在经历周期性高峰后的5年间，从来也没有出现过转移支付所提供的资金占到个人消费支出增长的20%。

更糟糕的是，除了这些政府财政补贴，消费支出的资金来源都出现了扭曲现象。其中3 300亿美元的资金来自服务领域的工资收入，而医疗卫生、教育和社会服务领域由财政支出带动的收入增长占到了很大的比重。因此，在消费领域出现如此微弱增长——在这5年里实际年增长只有2.4%，是联邦财政大规模借贷造成的结果，而不是国民收入出现根本性复苏的体现。

在经济领域中，养家全职就业者工资收入的相关数据反映了美国家庭收入出现下降的趋势。在2007年12月格林斯潘第二轮泡沫最高峰时，这些养家全职就业者的年工资收入大约为3.4万亿美元。5年之后，这个数字仅仅出现了微小的变化，增加了700亿美元。换言之，美国经济核心领域的工资收入仅仅在1.2万亿美元消费支出增长中占到区区的6%，在扣除通胀因素之后，实际上缩减了7%。

同样，在这5年里，其他主要私人收入领域的工资收入仅仅增加了250亿美元；也就是3.4万亿美元主要是业主利润、租金收入、利息和股息。在扣除通胀因素之后，这些账目中的收入实际上下降了8%，这是在战后任何5年期间内都不曾出现过的现象。

因此，美国经济核心领域的收入总账稳定在7万亿美元。在2007年12月经济泡沫最高峰之后的5年里，业主利润、租金收入、利息和股息以及养家全职就业者的工资收入合计仅仅增长了1.4%，只占到了这一时期个人消费支出增长的8%不到。

与2000年下半年高峰期之后的5年相比，这个数字很明显也脱离了历史发展的轨迹。在这一时期，这些核心领域的工资收入增加了1万亿

美元，而不是1 000亿美元，它占到这一时期个人消费支出增长的50%，而不是8%。总之，传统的、以收入为基础的消费支出复苏，被主要来自财政债务支撑外围领域的温和反弹所取代。

因此，美国经济依然处在债务推动的模式中，而且很快就要失去前进的动力。在2012年9月之前的5年里，尽管在华尔街金融危机后实行了巨额的财政救助计划，在扣除通胀因素之后，个人消费支出仅仅以每年0.7%的速度增长。与前一个5年期3%的年度增长速度相比，下降幅度巨大，而下降的主要原因不难发现，就是再也没有资产增值抵押贷款可以套现。住宅资产套现的取款机停止工作了。

毋庸置疑，核心经济领域的复苏出现失速，与此呼应，在其他主要宏观经济变量上也出现了相同症状。正如前文所述，工厂、设备和软件等固定资产方面的投资是保持经济长期健康发展的必要条件，但自2009年6月开始的低迷反弹到2012年第三季度就已经出现停滞的现象。

这是令人担忧的情况，因为这意味着尽管以不变美元计算，资本支出只比5年前的最高峰时低7%，但现在这个数值出现继续下降的趋势。毋庸置疑，这是前所未有的现象。例如，在1981年高峰期之后5年，实际固定资产投资上升了11%，甚至在2001~2002年经济温和下行之后的5年里，实际商业投资还是出现了5%的增长。

## 美联储建造了波特金村庄<sup>[129]</sup>

进入伯南克泡沫时期的5年里，美国实体经济苦苦挣扎。在之前所有的战后经济周期中，前一个周期的高峰期总是要大大超过60个月，但这一次，在养家全职就业人数、商业投资或国民收入的核心领域，无一例外都没有出现任何增长，甚至消费账目也出现了停滞。消费支出的热点似乎出现在新领域，因为它们增长的动力来自于向未来纳税人的大量借贷，这些财政债务通过财政转移支付和医疗卫生、教育和社会服务领域的扩张，最终流向消费领域。

诚然，这些消费领域的增长不足以引发库存补货浪潮的爆发，尤其像是在汽车产业，在2008年年底和2009年年初已经出现过大规模库存清

理的情况下。那次库存清理已经造成相关产业回暖，甚至出现企业重新招聘和股本置换等兴旺景象。但凯恩斯主义代理人自己也有点儿不知所措，无法解释初期出现商品补货和可变劳动力的温和乘数效应，只是感叹自己刚刚发明的所谓“逃逸速度”状态，看起来刚好从我们身边溜走。

美国的实体经济拒绝按照凯恩斯主义的指引向前发展，其原因不可能有现成的答案出现在格林斯潘大师或代理人叔叔们的教科书里。凯恩斯主义的教义问答中不会出现这种观点，认为资产负债表很重要，但美国实体经济已经陷入破产，这才是最重要的大事。事实上，全美家庭中超过半数以上已经没有任何现金积蓄，每个月都是等发薪日、领支票过日子（甚至等着领政府救济支票），而剩下的大多数家庭依然债台高筑，无法偿还债务，过着入不敷出的日子，还常常出现收入不稳定的情况。

简单的事实是美国家庭资产负债表上的债务还是太高了，在战后凯恩斯主义时期，杠杆率首次出现长期被迫下降的情况，因而永久地限制消费支出比例的提高。不言而喻，这股力量扭转了所有先前战后的周期趋势。

长期存在于华尔街的老套观点认为，美国消费者有着无穷的恢复能力，总是能够重新回到购物商场进行消费。但事实上，这相当于是说，消费者总是愿意能借多少用多少。这是凯恩斯主义政策的本质，包括里根减税计划背后的想法也是如此。

例如，在1981年经济繁荣时期，美国家庭的杠杆率（家庭信贷市场债务除以工资收入）为105%，但随着经济反弹和利率下降，5年之后这个比率上升至117%。同样，在1990~1995年，家庭杠杆率继续上升，导致这个比率从130%继续上升至147%。在2000年泡沫高峰期之后的5年里，美国家庭不计后果地申请抵押贷款、增加信用卡债务，推动家庭杠杆率再次一路向上，从165%上升至190%，最终到2007年创下205%的历史新高。

因此，自1970年以来，经济周期的基本脉络就是家庭杠杆率一步步积极向上攀升。事实上，这才是美国消费者具有无穷恢复能力的真正基础。但按照斯坦定律，任何不可持续的趋势总是会停止的，而这正是最后的结果。

当格林斯潘第二轮泡沫破灭之后，美国家庭的抵押贷款、信用卡债



务、汽车贷款等合计多达两年的工资收入。这种悲惨的现状可能会让1970年任何谨慎的银行家都感到震惊不已，当2008年最后几个月里华尔街和实体经济遭受猛烈重创时，大多数美国债务人也惊呆了。这种外部创伤导致长达35年之久的、一直持续上升的家庭杠杆率趋势出现了扭转——这种转变从根本上动摇了美国消费驱动经济的扩张能力。

然而，美联储实施了一项完全不正当的行动，推行了零利率政策，这等于是向美国家庭发出了错误的信号。对利率实行激进打压的效果就是，通过降低承担目前债务的利息负担，消灭了过度债务可能导致的痛苦。美国家庭在应对目前的债务状况时，自然采取的抑制消费和实质性降低债务的冲动因此被彻底遏制了。

与此对照，如果允许自由市场按照自然规律行事，利率很有可能上升，在导致债务违约率大幅上升的情况下，也促使那些谨慎家庭自愿偿还债务。通过这种方法，过量债务将得到大幅度清偿，经济将会在健康的基础上获得“重置”的机会。

毋庸置疑，由于美联储的政策方向正好相反，因此仅仅出现了温和的去杠杆化过程，即便如此，这也是集中在最糟糕的次级住房抵押贷款和汽车贷款上，出现了止赎现象。因此，到2012年年中，美国家庭信贷市场债务余额刚刚降低到13万亿美元以下，相当于家庭工资收入的近190%。

或许这应该感谢我们身处一个迷信债务的时代，大多数凯恩斯主义经济学家，无论是受雇于华尔街还是仅仅信奉它的教义，都把债务率出现一定幅度的下降当作证据，来印证美国家庭的资产负债表已经得到很好的修复。在这种乐观的分析预测下，据说美国家庭又将掀起借贷和消费的狂潮，这意味着去杠杆化危机已经结束，美国经济很快就将重拾原先的节奏。

既然如此，又如何解释美国家庭的杠杆率还依然是1980年之前正常值的两倍呢？不可辩驳的证据早就证明这些早期的数据有着相当可靠的准确性：相比过去20年，1954年之后黄金时代的美国经济表现得更为出色。事实上，由于凯恩斯主义者受到金融压制政策陷阱的诱惑，从而在家庭杠杆率上严重误判了形势。

由于美联储对利率实行操纵打压，美国家庭背负债务的利息就被人为降低，所以很少出现债务清偿和财务灾难的情况，而如果执行自由市

场利率的话，相同数量家庭债务的财务负担则要沉重得多。但既然承认目前的状况是良性的，也就意味着否认利率将会回归正常化。这就暗示着伯南克最终炮制了免费午餐的经济政策——永远的零利率政策。

于是，华尔街的经济学家含蓄地否认这是金融压制政策的结果。事实上，他们用最喜爱的统计工具突出强调这个虚假的景象。美国家庭所谓的偿债率（=债务还本付息额/可支配个人收入）已经出现大幅下降，从最高时的14%下降至2012年9月的11%左右。由于美国消费者很快又能自由支配消费，所以这被认为是即将实现“逃逸速度”的迹象。

然而，对于这个偿债率，有两个致命的错误：分子和分母都错了！在正常金融环境中，目前家庭债务的利息成本要比目前宣称的成本高出50%~100%。与此同时，作为分母的可支配个人收入也不是它所宣称的那样。它没有像它所暗示的那样测量支付能力，因为在过去5年里，1.34万亿可支配个人收入中有将近50%是政府转移支付，剩余大部分的来源则是由财政债务推升的医疗卫生、教育和社会服务领域。

所以，又是在凯恩斯主义的歪曲欺骗下，美国家庭陷入债务的无底洞。由于在赤字融资下的转移支付和美联储利率压制政策的双重影响下，他们的偿债率已经出现了人为下降，所以美国家庭据称已经准备好开启再次借贷消费。事实上，迄今为止，美国家庭在去杠杆方面取得了微弱的进步，只是表明了家庭债务对可支配个人收入和GDP增长的腐蚀性影响才刚刚开始。美国家庭还远未到已经修复资产负债表的水平，这意味着下一个阶段的去杠杆化过程将会重创凯恩斯主义的总债务。

## 峰值债务和凯恩斯主义罪恶

经济衰退即将到来的直接原因是联邦政府正在接近峰值债务。这个所谓的峰值债务不是统计学上的神奇一点，如联邦债务率达到GDP的100%，而是一种永久危机的状态。自2012年失败的总统大选以来，每新增一美元债务，都将造成新的政治和金融压力，与此同时，每削减一美元的支出和每新增一美元的税收，都将继续阻碍GDP的增长。

主流观点认为，在财政紧缩和财政刺激之间总可以做出选择，这完

全是痴心妄想。它没有认识到由于权贵资本主义和货币超发政策的胜利，美国已经在国家财政上彻底失败了。赤字和债务已经处于危险境地，它们不仅数量庞大，而且深入社会、经济和政治的方方面面，是亟待解决的残酷现实。因此，装模作样的财政管理将成为政治铜锣秀，与此相比，罗斯福新政时期的尴尬窘境都将黯淡失色。

即将来临的是一个周而复始、持续不断的疯狂旋涡，几乎以单双日这么频繁的频率，不停地在削减赤字和推行GDP财政刺激政策之间来回折腾。因此，每隔12个月左右，削减赤字的戏码就开始上演，来购买足够的“保守”选票，从而达到联邦债务上限再提高1万亿美元左右的目的。然而，债务上限的每一次上调都越来越难以在参众两院通过，正是在这越来越困难的情况下，债务上限很快就突破20万亿美元大关，债务率开始在大大超过GDP 100%的水平上继续飙升。

事实上，大街上的普罗大众却对此了如指掌，华盛顿就是把国家的破产视同儿戏，因此，债务上限法案在国会中的投票已经变成彰显立法存在的时刻，他们在这个过程中有权要求停止最后的疯狂。于是，2011年8月债务上限危机中达成的法案样本，就成为不断重复的财政管理框架：作为提高债务上限的回报，最终勉强团结起来的参众两院多数党在财政目标、承诺和程序等方面将以新的一揽子财政约束措施，来制订削减预算的计划。

然而，这些削减赤字的一揽子协议字迹未干，它们就已经成为永久的、越滚越大财政悬崖的一部分。换言之，如果执行这些协议内容，那么就会循环出现一系列减税和削减支出的措施，从而对GDP和就业人数等经济形势数据产生负面影响。事实上，实体经济似乎将不断面临未来“财政衰退”或经济活动减弱的挑战，因为实体经济疲软、脆弱，根本无法消化增加税收和削减支出所带来的影响，而增税减支是解决国家日益扩大和不可避免预算缺口的必要措施。

因此，一些短期财政支持措施，如工资税减免以及延长失业救济补贴周期，同时颁布执行，以维持举步维艰的国家经济。不用说，这些“刺激”措施只会消耗刚刚留出来的债务上限净空，使得国家加速赶往下一次债务危机。

这场即将到来的、与峰值债务的斗争又将对美国家庭消费支出造成沉重打击，其打击的猛烈程度将超过2007年之后美国家庭因资产增值抵押贷款套现遭受的损失。造成这种威胁的原因在于，正在上演的财

政“铜锣秀”将肯定引发家庭收入的储蓄率和税率同时大幅上升的趋势。

这些不可阻挡的发展趋势标志着，数十年来借贷和消费趋势已经出现很大的松动。显然，凯恩斯主义的教授们和华尔街的跟随者甚至还没有考虑清楚，拒绝这种趋势是否会给他们货币超发模型的经济带来繁荣。

正如下文将述，美国即将推出无情的增税减支政策。这把达摩克利斯之剑将永久高悬在美国经济之上，必将一劳永逸地缩减被人为支撑起来的美国消费经济大厦。

其中的一个变化将会是家庭储蓄率得到大幅提高，这是因为社会保障和医疗保险支出缩减所带来的长期威胁将最终促使家庭为退休保障进行必要的储蓄。正如前文所述，在1980年之前，当“婴儿潮”一代刚刚成为劳动人口，美国家庭的平均储蓄率是可支配个人收入的8.5%。从现在开始一直到2030年，每年都将有400万“婴儿潮”一代的人达到退休年龄，在社会保险领域实行以罗斯福新政为榜样的浮士德交易，不言而喻其财政基础肯定将会崩溃。

其结果是，对现行和未来财政补贴削减进行无休止的争论，将在民众中间一点一点地制造出恐慌情绪，尽管现行的社会保险削减幅度是有限的，而且削减计划已经被暂时中止，任何讨论的内容将是未来的方案。因此，家庭储蓄率轻易就可恢复到1980年之前的正常值，甚至更高。如果目前3.7%的储蓄率仅仅恢复到历史平均的8.5%的水平，那么可支配个人收入将减少6 000亿美元。

同样，泡沫金融的破灭和由泡沫引发的、孤注一掷的凯恩斯主义减税计划，将导致家庭收入税率出现难以为继的大幅下降。在2007年下半年，个人所得税和员工工资税的税收金额为2.49万亿美元，相当于GDP的17.5%。然而，在2012年总统大选前夕，家庭收入的直接税收金额实际上下降到GDP的15.5%，从而释放出3 000亿美元的额外收入，可用于消费支出。

毋庸置疑，在一个财政测算的时代，免费午餐式的税收政策将最终被反转，与此同时，家庭储蓄率出现反弹。大致推算下来，如果目前人为低税率和低储蓄率体系中出现逆转，那么家庭消费支出中减少的资金将超过1万亿美元。而且，这还是假定储蓄率和税率仅仅温和地恢复到1980年之前的历史正常值。

这并不代表着高消费人群将会遭受严厉惩罚，也不意味着财政政策将退回保守的胡佛派政策。事实上，在长期财政赤字之下，任何有活力的经济都不可能生存下来，当然反过来，如果能以足够高的储蓄率为稳健的生产性固定资产投资提供资金保障，任何经济都不会失败。相反，维持现行政策的乐观假设不仅依靠自私的陈词滥调来麻痹自己，诸如“赤字没有关系”，而且还要依赖中国人的过度储蓄。

## 巨大的时代错误

现在，随着美联储和其他国家央行达到它们的外部极限，无力消化更多的美国国债，切尼的陈词滥调得到了残酷的因果报应，在这方面，十分明显的是，席卷发达国家的政府赤字和债务危机，包括日本、欧洲和美国，都出现了相同的情况。

由于货币压制政策，世界各地的主权债务都出现大幅度溢价。然而，这种情况也是人为造成的，而且难以为继：南欧国家的教训就是，当因为央行的“价格稳定”操作退出、失败或者出现疑问时，主权债务将屈从于猛烈的自由落体式暴跌。

与此同时，所谓美国经济中的储蓄功能已经转移到中国和其他重商主义出口国家的老套说法，只不过是美联储蹩脚的虚构，用来掩盖其具有破坏性的货币超发政策。事实上，过去几十年可怜的超低储蓄率反映了一个巨大的金融变形，也就是说，美国家庭错误地认为并不需要从当前收入中积攒一部分，并且持有赚多少花多少的观念，甚至举债消费。

众所周知，这个巨大的时代错误在很大程度上来源于美联储在股市和住宅市场制造的系列泡沫，这些泡沫极大地误导了美国家庭，让他们对自己的真实财富产生了幻觉。这个时代错误同样来自毫无根据的自信，认为国家巨大的社会保险福利分配将会无限地、全部地维持下去。因此，美国金融历史已经到达非常关键的转折点，因为所有这些根本性的假设都将不复存在。

房产价格下降了33%，并且只出现了非常温和的复苏。而且，随着“婴儿潮”一代进入退休年龄，并且被迫出售数以百万的空巢住宅来维



持退休的财务需求，房产价格很快又会出现剧烈的下跌。而且，在背负了1万亿美元学生贷款且工资收入不高的情况下，下一代人将不会愿意购买住宅。在一个没有买方的市场，价格将不可避免地下跌，因此，除了一个破产的政府，没有任何东西能够阻止房产价格的下降。

现在，社会保险体系正迈入永久融资危机和长期政治波动时期。正如第三十二章所述，伯南克的股市泡沫正走向彻底的崩溃，与此相比，2008年9月的金融风暴都相形见绌。因此，我们所面临的是地域性财政危机、令人痛苦的金融市场混乱，以及实体经济中日益严重的、对金融安全的担忧。

所有这些都将会从根本上改变美国家庭的消费习惯，换言之，它将击倒那些到处炫富的美国“消费单位”。事实上，尽管即将来临的税率和储蓄率调整需要几年时间才能完全展开到位，但它们大幅上升必将对消费支出造成巨大的打击。例如，如果家庭储蓄增加1万亿美元，并且税率调整在5年里完成展开，那么按名义价值计算，美国11.1万亿美元的个人消费支出将以每年2.5%的速度下降。因此，经过5年运行，在扣除通胀因素之后，GDP的核心账目实际以每年5%的速度下降（假定通胀率为2%~3%）。

毫无疑问，凯恩斯主义的顽固分子和他们供给学的追随者将提出，把“经济增长”作为走出经济上的高税率、高储蓄率箱形峡谷地带的解决方案。但低税率或高消费的财政万灵药将彻底失效，因为这些措施都需要大量资产负债表的腾挪空间，即短期和中期财政赤字，这些条件将不复存在。

诚然，鼓吹财政刺激政策的人会根据一种或一套“以目标为搜寻对象”的统计学操作，宣称找到增长的乘数。但除非他们想要支持拉弗画在餐巾纸上的神奇曲线，这些政策措施中没有一条将会接近100%的自筹资金。例如，考虑到20%的边际联邦税收收入，财政刺激措施将需要产生5倍于GDP的乘数，才能够实现收支相抵。而这就是峰值财政债务中出现的严重困境：对政策制定者来说，国家债务中已经没有任何剩余净空，以用从未来纳税人那里偷来的借贷货币冒险。

因此，美国经济将面临长期暗淡的未来前景，没有增长、增税以及日益加剧的财政冲突。这些是50多年来凯恩斯主义罪恶的因果报应，是废弃艾森豪威尔和马丁在20世纪中期黄金时代所确立的财政准则的代价。

[128] 涓滴经济学：在经济发展过程中并不给予贫困阶层、弱势群体或贫困地区特别优待，而是由优先发展起来的群体或地区通过消费、就业等方面惠及贫困阶层或地区，带动其发展和富裕。涓滴经济学通常指里根经济学。——译者注

[129] 波特金村庄：俄国女皇叶卡捷琳娜的宠臣波特金于1787年修建，专为女皇视察他的辖区时使用，以显示辖区的“繁荣”。此处暗喻实体经济的虚假繁荣。——译者注

## 第三十二章 伯南克泡沫

正如第三十一章所述，即使是2008年之后微弱的经济复苏，也不像所宣称的那样见效，尤其是华尔街的一派胡言，妄称美国消费者再一次起到GDP增长引擎的作用。不言而喻，实体经济中实际上已经出现了危险的消费困境，被史无前例的财政和货币救助计划所掩盖，它们扭曲了国民经济中的数据 and 现实。

这些扭曲涉及所有社会阶层，对富裕阶层来说尤其危险。事实上，财富效应导致高端消费领域出现短暂繁荣，造成了一个假象，好似普通消费者正在回归到金融危机前的消费习惯。这完全是虚假的幻觉。

2007年，第二轮格林斯潘泡沫达到了最高峰，5年后，扣除通胀因素之后的零售销售额还是下降了2%。这是史无前例的现象。与此对照，在1981年经济周期高峰的5年之后，实际零售销售额（不包括餐饮业）上涨了20%。同样，1996年年初，实际零售销售额比5年前增长了17%。在2005年年中，由于资产增值抵押贷款套现做出了相当大的贡献，以不变美元计算的零售销售额比5年前第一轮格林斯潘泡沫最高峰时上升了13%。

因此，这一周期与众不同，但即使是在这5年里，实际零售销售额出现了停滞，也无法完全反映消费领域遭遇损失的全部内容。在过去5年里，沃尔玛国内销售与全食超市相比出现的分化表现，引申出了另一个关键事实：在致富阶层中，普通消费者是繁荣表象下受实际通胀影响最大的群体。

沃尔玛是美国实体经济中具有代表性的零售企业，因此，自格林斯潘泡沫破裂以来，沃尔玛的销售增长出现停滞丝毫不令人感到奇怪。在2007财年，沃尔玛的国内销售额为2 260亿美元，到2012财年，扣除通胀因素之后的销售额仅仅增长到2 350亿美元，这意味着实际的年平均增长率不足1%。

与此对照，由于全食超市的主要顾客群体平均的家庭年收入达到了8万美元，是沃尔玛顾客群体平均收入的两倍多，所以它最能反映富裕阶层的消费状况。同样在这5年里，扣除通胀因素之后，全食超市的销售额从65亿美元增长至105亿美元，年平均增长率达到了10%。毋庸置疑，自第二轮格林斯潘泡沫以来，全食超市的股价翻了一番，成为支撑华尔街关于消费恢复能力歪理邪说的口实之一。

诚然，两家公司的销售增长率上出现了10倍的差距，其中也包含消费者追求健康食品的时尚因素——它跨越了收入阶梯中各自顾客群体的划分界限。但这种严重分化的消费格局同样体现在零售销售额的官方统计数据中。

## 零售行业的内幕

有一个关于食品杂货行业销售的惊人故事。隐藏在这个核心行业销售数据背后的惊人事实是，自2007年以来，扣除通胀因素之后的销售额出现了6%的下降。自1945年以来，在任何一个5年间，食品杂货行业的实际销售额从未出现过下降，因此，这个数据绝对不符合常理。但通胀和食品救济券或许可以解释，华尔街在兜售“消费者归来”的谎言时，为什么会漏掉了这么致命的发展趋势。

公开的数据显示，在2012年8月之前的5年里，食品杂货的销售额从4 900亿美元增长到5 700亿美元，增长的幅度为16%。但同一时期的食品价格指数却上升了15%——美联储有意忽略了这个数值，而且更重要的是，食品救济券发放的数量出现了爆发性增长。为了跟上实体经济举步维艰的发展节奏，自格林斯潘泡沫破裂以来，食品救济券的发放人数从2 600万上升至4 700万。其结果是，在这一时期，食品杂货销售额中使用食品救济券的比例从6%上升至13%，增加的金额约为450亿美元。

最低社会保障体系绝对有存在的必要，而且显然没有人告诉过“货币政策政治局”，老百姓可以靠iPad过日子。在剔除食品通胀和食品救济券增长的因素之后，市场上普通家庭在食品杂货上的消费支出实际上是自掏腰包。到2012年秋，这部分自食其力的支出为4 300亿美元（按2007年不变美元计算），意味着与2007年相比，家庭在食品杂货上少支

出了300亿美元。没有比这个数字更有力的证据来反驳普通美国消费者的购买力已经恢复的观点，也更有效地证实了市场上普通家庭所面临的实际财务困境。

这也不是意味着，美国普通家庭在食品上的支出减少，而在“杂货”上的支出增加了。美国人口普查局的报告中在零售消费类中有一个子项，被称为“GAFO”，它包括绝大多数的杂货和日用品，如服装、鞋帽、电子产品、家具、装潢材料、电器、体育用品、文具用品。在2007年秋，GAFO的销售额为1.15万亿美元，但经历大稳健之后长达40个月的复苏后，到2012年下半年，GAFO的销售额还是下降了750亿美元，扣除通胀因素之后的下降幅度将近7%。

实际GAFO的销售额出现前所未有的下降，这从另一方面至关重要地印证了，购物血拼的时代已经结束。毕竟，在过去50年里，GAFO类别中的物品一直出现在美国居家生活的方方面面：衣橱、食品储藏室、车库、客厅、卧室和厨房。因此，没有比与原先周期性的趋势完全背离更令人关注的现象。例如，在1991年经济下行后的5年里，GAFO的实际销售额上升了18%。同样，在资产增值抵押贷款套现的帮助下，在2005年年中之前的5年里，GAFO的销售额上升了9%。

在其他可更自由支配的类别中，与原先复苏格局背离的现象更加明显。在2007年高峰期之后的5年里，草坪和园艺工具以及其他五金器具的实际销售额下降了18%。与此对照，2000年7月高峰期之后的5年里，这个类别的销售额增长了将近25%。同样，在过去5年里，新车的实际销售额下降了10%，而在2000~2005年，新车的实际销售额增长了40%。

总而言之，市场上普通家庭的购物篮出现了巨大的漏缝，因此，在预测经济复苏传奇时，华尔街将消费者预测为“劲量兔子”<sup>[130]</sup>的核心梦想落空了。上文提及的4个最基础的零售类别——杂货、GAFO、园艺和五金以及汽车，它们的销售额占到了零售销售总额的2/3，在2007年8月最高峰时，四大类别的销售额大约为2.7万亿美元。5年之后，以不变美元计算，这四大类别的销售额为2.45万亿美元，这反映出美国家庭在这方面的消费支出下降了2500亿美元，下降幅度高达9%。

这种现象勾勒出国家正在面临的后凯恩斯主义的客观现实，同时也体现了伯南克货币超发政策的不良后果。正如上文所述，在2012年8月之前的5年里，以扣除通胀因素为基础，零售销售总额下降了2%，约



700亿美元。考虑到上文提及的四大零售类别的销售额出现了2 500亿美元的下降，这也就意味着其他消费类别的销售额增加了1 700亿美元。毋庸置疑，绝大部分增长来自网络销售，在2007~2012年，网络销售的实际金额从3 000亿美元增长到4 000亿美元。

然而，富裕阶层无疑是网络销售的生力军。根据美国全国零售联盟的统计，年收入在5万美元以下的家庭的网络消费仅占网络销售的20%，这暗示着普通消费者在电子商务的扩张中仅仅占据着一小部分的份额。与此对照，年收入10万美元以上的家庭的网络消费则贡献了网络销售的将近40%。

因此，短期来看，美联储的财富效应政策推迟了最终清算的到来：10%~15%最富裕的美国家庭拥有90%的国家金融资产，也是标普500指数上涨115%的受益者，现在，美联储鼓励他们延续消费狂欢。

## 两个零售企业群体的故事

消费狂欢严重偏向于最富裕群体，这更可以从上市零售企业的销售趋势中看出端倪。这些企业的销售业绩清楚地表明，华尔街所谓消费复苏的短视观点只是体现了美联储实施鼓励富裕阶层的政策，而不是反映市场上普通美国人的消费活力已经苏醒的事实。

普通美国人最常去购物的6家折扣商店和中档连锁百货商店分别是沃尔玛、塔吉特、西尔斯、彭尼、科尔士和梅西。这6家企业2007年的销售额合计为4 050亿美元，但到了2012年，在扣除通胀因素之后，它们的销售额下降了近3%，只有3 920亿美元。销售趋势突然改变方向引人注目：在2007年之前的25年里，这些连锁零售企业年复一年地以两位数的速度增长。

在经历了2008年下半年和2009年年初的短暂停滞之后，奢侈品和高端零售市场的销售继续高歌猛进，几乎完美地跟上了伯南克重新推升股市和风险资产的节奏。因此，高端零售品牌，如蒂芙尼、萨克斯、拉夫·劳伦、蔻驰、露露柠檬、迈克·科尔斯以及诺德斯特龙，在这5年里它们实际的销售额增长了30%。

然而，两个零售企业群体之间的明显差别并不仅仅体现在商品的定价上。更大的差距在于它们的规模：在2012年，奢侈品和高端零售企业的实际销售额仅为330亿美元，只是3 930亿美元折扣商店和中档连锁百货销售额的8%。

两个企业群体的故事充满了各种启示。它不仅表明所谓的经济复苏非常微弱，偏向经济阶梯最上层的人群，而且还显示出集权主义经济干预现在已经严重失灵。很大程度上只基于阶梯最上层群体的富裕表现，华尔街就大肆喊叫，宣称美国经济出现了复苏迹象，而根本无视实体经济还在苦苦挣扎的残酷现实。然而，当不稳定的经济基础定期露出破败之象时，华尔街却任性地坚称，国家在减税、刺激支出和货币超发方面应该放开无限的资源，来维持经济的复苏。

于是，美联储依然被华尔街的投机者所绑架：他们发脾气，威胁说要抛售股票，除非他们能不断获得流动性。货币政策因此成为倒退的、罗宾汉式收入重新分配的原动力。正如下文所述，它想方设法地推出准凯恩斯主义刺激需求的理论，这种理论在对谨慎储蓄的民众、工人和商人造成很大伤害的同时，却为华尔街的赌徒们创造出无限的博弈机会。

与此同时，两党的凯恩斯主义经济学家敦促政府立即采取财政行动，而在台上的政客们则乐善好施地推出减税和刺激支出的计划，却不管这些计划是否会导致预算超支。美国因此成为财政上难以治理的国家。华盛顿一直担心是否会中断所谓的经济复苏——尽管这种复苏既不真实，也难以以为继，因此，继续不断地采取借贷和支出的方法，来维持宏观经济“报告”中数据一点点向上攀升的局面。长期来看，这将把国家拖入沉重的债务，但在短期内，它已经足以推动股价平均数的上涨，并让1%最富裕群体收获投机性的收益。

现在，稳健货币的失败最终制造出了残酷的终极游戏。美国的财政和货币当局对自由市场不遗余力地进行无休止的打击，导致市场丧失创造财富和增长的能力。经济上的不断失败反过来又制造出政治上的需求，要求国家采取刺激行动恢复经济和就业。

但美国的统治机器已经被凯恩斯主义的教义所控制，它们要求实施需求刺激、减税和货币超发政策。从根本上说，这些都是寅吃卯粮的变异行为，是国家在财政和货币上丧失资产负债表腾挪空间时的一种危险做法。尽管如此，在权贵资本主义游说集团的要求和敦促下，徒劳无益的刺激计划成为他们乘势钻营、瓜分国库的手段。最终，美国看似忙忙

碌碌，到头来却只是为1%最富裕群体创造了经济复苏。

## 格林斯潘定理

自2009年3月以来，金融市场的反弹充满了各种明显迹象，表明泡沫金融将导致自由市场出现极具破坏力的变异。我们现在正处在美联储推动金融资产实现第三次财富效应的阶段，现在可十分清楚地看到，其结果就是为那些狡猾的投机者送上一份大礼。在每个泡沫时期，美联储最终都失去了对投机复仇女神的控制，导致泡沫极其猛烈地破裂、大部分风险资产价格暴跌。这些风险资产林林总总，包括垃圾债券、增长型大宗商品（如铜）、新兴市场货币、商业房地产、高风险股权以及华尔街不断开发的、嵌入场外交易掉期的高风险金融产品。

一旦出现市场暴跌，其产生的大面积经济损失将主要由行动缓慢的投资者和他们的代理人来消化，这其中包括养老基金、互惠基金和其他信托机构。在对冲基金和交易商的圈子里，不断扩大的亏损总是由最鲁莽和最贪婪的投机者来消化，当然也包括那些真正相信价值投资的人，但他们反应总是太慢，无法及时止损。

市场出现暴跌的主要特征就是它总是突然降临，而且气势汹汹。例如，在1998年股市大规模抛售时，4个交易日内的跌幅高达95%。同样，在2000年互联网泡沫破裂、纳斯达克市场暴跌时，15周内的跌幅高达80%。更加猛烈的市场暴跌出现在雷曼兄弟破产和2009年3月之间，这期间的总跌幅达到了45%，而其中的90%仅仅出现在8个交易日内：来势凶猛的恐慌抛售导致风险资产价格暴跌。

认输出局者在遭受市场严厉惩罚之后，美联储随即却向市场注入了大量的流动性，而市场在底部区域的长期徘徊又诱使投机者重操旧业，熟练地进行投机操作，而且通常还是杠杆投机。毫无疑问，他们的投机对象正好是那些在股市短暂恐慌中遭遇重创的风险资产。在这方面，美国小盘股指数罗素2000在过去10年里出现剧烈震荡，提供了一个绝好的样本来展示，美联储是如何操弄金融市场，以及宏观经济是如何为1%最富裕群体创造巨额的意外收益。

罗素2000综合指数是在公开市场上可以找到的、最能够反映美国实体经济中小微企业生存状态的缩影。罗素指数中有数百家公司，它们的市值只有1亿~2亿美元，公司市值的中值也只有5亿美元，只有很少一部分公司的市值超过10亿美元，而且其中95%的公司的销售和收益是从美国市场获得的。

此外，对罗素2000指数中的公司进行随机取样后显示，这些样本中的公司几乎广泛地代表了实体经济中的各行各业，从制造到运输的整个环节，以及零售、银行和服务等行业，其中有代表性的公司包括阿拉斯加航空集团、美国车桥公司、超威半导体公司、Ozarks银行和海狸之家等。这一长串名单中还包括鲍勃·埃文斯农场、卡麦克院线、美国铁路货运车厢制造商Freight Car America、伊森·艾伦家具、美国煤矿开采商James River、内衣公司Maidenform Brands、红罗宾汉堡餐厅以及Vanda制药公司等。

毋庸置疑，在第二轮格林斯潘泡沫时期，罗素2000指数跑赢了市场，5年之内从2002年10月的340点上涨至2007年10月的820点高位。对401（K）养老基金投资者来说，这相当于20%的复合增长率，而对华尔街使用杠杆、期权和先进算法交易的投机者来说，在这5年期间，他们的年收益率在50%~100%。

这些巨额收益并没有如实反映美国的实体经济，因为事实上实体经济还要好上2.5倍。正如前文所述，这5年间，美国经历了美联储一手缔造的虚假繁荣，尽管养家全职就业人数没有增加，但因为数万亿资产增值抵押贷款套现，出现了大幅度的消费支出增长。同时，国家经常项目也实打实地出现了巨额赤字，数额高达3万亿美元；相应的，可贸易商品制造领域一片萧条。因此，在格林斯潘泡沫时期，除商业房地产外，固定资产投资不温不火，但家庭和商业新增的债务余额却高达7万亿美元，并且由于布什政府发动的两场战争和实施的减税计划，公共财政出现了严重恶化的局面。

但这些都没有关系，因为主导市场交易的核心因素是美联储向市场注入的流动性、格林斯潘对策，当然还有天天被念叨的经济数据“报告”，这些被扭曲的数据暗示美国经济出现强劲和可持续复苏的幻觉。因此，当雷曼兄弟破产不小心刺破泡沫幻觉之后，罗素2000指数猛烈下跌，回到2002年10月的底部区域——在2009年3月9日罗素指数跌至360点。与危机前的高位相比，指数损失的幅度达到惊人的55%，但这不是自由市场价格发现规律的自然产物。

相反，这是在内部交易中出现的结果：华尔街的核心交易商和对冲基金暂时失去了对美联储货币政策的信心。这些快钱交易商以闪电般的速度大规模清空了仓位，而市场上的散户和互惠基金的代理商在绝望得甚至想砸烂交易柜台之前，拼命地想要抓住一根救命稻草。事实上，快钱交易商在另一侧的交易也进展神速，早就有预谋地投入巨额资金做空市场，通过在次贷上设立的“大空头”<sup>[131]</sup>而悄悄地收获了千倍的意外收益——这是财经记者发现的惊人内幕。

令人感到震惊的事实是，在罗素2000指数出现毁灭性的暴跌中，55%的跌幅出现在雷曼兄弟破产和2009年3月底之间的12个交易日。更糟糕的是，在这几天的交易中，指数的相关性高达0.95，这表明2 000多家业务前景完全分化的公司步调完全一致地经历了暴跌。非常可笑的是，在过去几十年里，十几位吹嘘开发出数学模型的经济学家获得了诺贝尔经济学奖，他们把这种现象看作“有效市场”正在发挥作用。

这完全是一派胡言。只有在完全依赖于美联储货币超发政策且因此而遭受双重打击的金融市场，才会出现这种奇怪的、无任何预兆的但步调完全一致的市场暴跌行为。其中不存在任何自由市场的自然规律，有的只是自由货币的堕落行为。鉴于此，所谓格林斯潘的定理，即你不可能防止金融泡沫的产生，你只能刺破它，随后救助它，这完全有悖常理。事实上，在进入第三轮泡沫时期之后，这种政策成为进行暗箱操作的利器，通过它，国民收入和社会财富被重新分配给1%最富裕群体。

不言而喻，在罗素2000指数暴跌的过程中，快钱交易商的损失并没有达到55%——绝对没有。然而，对于市场上的“投资者”和他们的代理机构——像比尔·米勒这种互惠基金的经理，由于天真地认为他们是从事长期投资的，而价值投资中最重要的就是挑选好公司，因此他们遭遇了滑铁卢。所以，美联储制造金融泡沫所带来的真正罪恶就在于：市场上的投资者感到莫名其妙，为什么他们所钟爱的“精选股票”在短短几个月内会出现55%的暴跌。他们总是认为，在自由市场中，股票价格不会一开始就飙升至离谱的高位，也不会在随后的货币荒中出现非理性暴跌。

随着快钱交易商强力刺破股市泡沫、打压股价，市场上的投资者不可避免地会被“市场的底部诱饵”所吸引。当他们最终被绝望和恐惧彻底打倒时，他们成为最后逃离沉船的人，在市场底部区域交出了所有筹码，在坐实亏损离场时，他们资产大幅缩水。无怪乎华尔街的名声越来越臭，随着每一轮金融泡沫的膨胀和破裂，回到市场重新博弈的真正投资



者越来越少。

## 市场重新上涨，真正的储蓄可有可无

但这真的没有关系，因为美联储在泡沫时期向市场注入了流动性，为套利交易提供了无穷的动力。事实上，短期贷款的成本几乎为零，这意味着股票和其他风险资产都可以用于质押、建立期权、反复再抵押。因此，一旦快钱重新建立起对美联储“期权”的信心，在影子银行信贷的帮助下，市场将会重新上涨。市场上真正的储蓄实际上可有可无。

在伯南克泡沫时期，正如上述虚假复苏证据所突显的那样，市场的重新上涨快速、猛烈、离谱到了荒谬的程度。这一次，罗素2000指数重新超越历史高位仅仅用了25个月，在2011年4月初，罗素指数创下850点的新高。这意味着普通交易商在这一时期的年收益率达到了50%，而采用杠杆、期权和数字模型的顶级对冲基金很轻松地获得了两倍甚至3倍的收益。

这个数据充分证明了在催进“追逐风险”交易时，美联储作为国家央行，并没有站在市场上普通投资者这边。10年之后，金融市场出现第二次惊人的暴跌，这足以让散户投资者退出市场作壁上观，而互惠基金的经理们则到处乞求投资者购买他们的基金。事实上，在伯南克泡沫时期，股市出现了长达25个月重新上涨的神奇行情，国内的股权互惠基金遭遇了2 000亿美元的资金外流，基金份额数量每天都在下降，尤其是把完全自动化的高频交易数量剔除之后，基金规模更是缩水严重。

因此，毫无疑问，在2009年3月到2011年4月的短暂期间，罗素2000指数上涨促使股市市值增长了1.5万亿美元，而其中绝大部分收益都被华尔街交易商和对冲基金收入囊中。同时也十分明显地表明从那时起，华尔街为什么一直不遗余力地叫嚣要增加量化宽松的额度、继续维持零利率政策和注入其他流动性；换言之，上市公司指数出现巨大幅度的增长，是由流动性推动的动量交易导致的结果，而不是小微企业盈利能力提高带来的价格变动。

事实上，由峰值债务所引发的财政大紧缩即将到来，这意味着小微

企业的盈利水平将下降。2013年年初，罗素2000指数再次创下历史新高，离900点仅一步之遥，这无疑证明了股市大幅上涨完全是由市场投机推动的，而市场投机则一直指望美联储继续向“追逐风险”的交易提供流动性。

毋庸置疑，2012年总统大选的结果提高了市场的期望，希望美联储推出新一轮货币超发和纵容华尔街的政策行动，这也就是说，1%的最富裕人群终于在白宫有了史上最要好的朋友。毕竟伯南克现在[\[132\]](#)是奥巴马政府的美联储主席，而且联邦公开市场委员会中有越来越多疯狂支持货币超发政策的委员，如副主席珍妮特·耶伦，她由现任政府任命、出任副主席一职。

这看起来显得十分滑稽可笑，因为奥巴马成功连任的核心政策纲领是基于为中产阶级创造“公平”的社会，尽管这只是空洞无物的竞选口号。真正具有讽刺意味的是，政治上的渐进改革派完全陷入凯恩斯主义需求刺激的理论中，以至于他们热切地把美联储从上到下完全托付给了华尔街。

在这种倒行逆施的安排下，那些内阁部长级别的重大决定，如维持零利率的政策以及通过大规模国债购买措施向华尔街大量注入流动性，都是由“学术糊涂虫”伯南克以及“职业政策官僚”耶伦一手包办。因此，在鼓励民众大胆借贷和支出的名义下，这些华尔街的雇员向套利交易提供了足够的流动性，为投机者从变形的金融市场中搜刮巨额的经济租金提供了源源不断的机会。

## 垃圾债券市场

在这一点上，自2008年9月开始的伯南克泡沫经济，为投机者搜刮意外收益连续不断地提供了无数绝佳的投机机会，其盈利方法与上文提及的、在罗素2000指数上出现的“先崩溃后重新上涨”的投机模式如出一辙。如前文所述，垃圾债券市场提供了一个恶名昭彰的案例。在2008年5月，根据领先市场指数（如美林证券），9 500亿美元的垃圾债券余额以大约10%的收益率进行交易，但到了2009年3月，当金融市场跌至谷底时，垃圾债券的收益率飙升至23%。

由于债券的收益率与价格相反，这也意味着垃圾债券余额已经损失了将近一半的市场价值，即损失金额高达惊人的4 500亿美元。毫无疑问，对于数百万401（K）的投资者，在美联储“追逐风险”的承诺下，他们蜂拥进入垃圾债券互惠基金，而现在只能无助地面对市场无情的绞杀。

然而，正当市场上的投资者还在独自疗伤时，2009年3月，华尔街迎来了美联储推出量化宽松政策的好消息，这无疑像是在打猎时吹响了进攻的号角。投机者纷纷进入原先无人问津的垃圾债券市场，到了2009年年底，他们成功地把垃圾债券的美林指数收益率重新降至10%。这意味着这些降级垃圾债券的市场价值在短短的9个月内翻了一番，而对于使用杠杆进行操作的快钱投机者来说，他们的收益翻了两番，甚至更高。

不证自明，发行这些垃圾债券、债务累累的公司根本没有在这短短的39周内出现盈利复苏的奇迹，但华尔街对伯南克期权的信心奇迹般地恢复了。事实上，在2009年年初，当美联储宣布第一次量化宽松1.1万亿美元债券购买额度时，它就向华尔街发出了强烈的信号，表明伯南克重新启动市场的计划不仅针对股市，而且希望推升债券价格的上涨。因此，垃圾债券的价格继续上涨，到了2010年年中，美林指数的收益率已经下跌至7%，意味着使用杠杆进行操作的投机者又一次实现了翻一番的收益。

这无疑展示了伯南克如何一次次给投机者创造机会，使他们在不同的风险资产种类上收获意外收益。这不仅仅给大量投资者造成不公平待遇，并且最终导致社会财富继续向1%最富裕群体倾斜。事实上，正当美联储激进的金融压制政策造成社会财富重新分配、无端流向最富裕群体时，这种政策导致了巨大的经济变形。这是因为利率就是持有货币的成本，而美联储对债券市场的严重操纵导致了货币大规模地、人为地流向风险债券——这种市场扭曲为华尔街的投机者提供了后泡沫时代更有利可图的投机场所。

于是，到2009年年底，当实体经济还在苦苦挣扎时，垃圾债券高调回归，成为当年市场上最耀眼的明星。而这一次，市场上的投资者又被吸引住了，重新回到市场追逐财富。因此，新的增量资金以前所未有的规模涌入高收益垃圾债券基金，在2009年，当国家刚刚经历了金融史上所谓的大决战之后，进入垃圾债券市场的增量资金却达到了350亿美元，在随后的4年里一路增长，到2012年上升至1 000亿美元。

市场上新的资金理所当然地需要寻找出路，其结果就是垃圾债券发行出现创纪录的大爆发。2009~2012年，新发垃圾债券的规模总计约1万亿美元，这是2003~2006年格林斯潘重新启动市场时期发行数量的两倍。更重要的是，巨量债券的60%都用于现有债券的重新融资。因此，这又是金融市场“再融资”产品受追捧的根源，意味着在降级垃圾债券上进行炒作，收获了平价账面价值甚至溢价所带来的收益。

从来没有见过如此暴利的投机炒作——在一文不值的垃圾债券上实际收获了数千亿美元的利润。事实上，虽然在过去几年里垃圾债券投机出现极其荒唐的巨额收益，但这还不是事情的全部。它也前所未有地导致垃圾债券一再展期——一种推迟清算的缓兵之计，而这又造成市场在垃圾债券发行者更加低级的优先股和普通股上进行炒作，收割暴利。

因此，在2010年12月，市场上即将在2013~2016<sup>[133]</sup>年到期的垃圾债券大约有8 500亿美元。这相当于“到期债务悬崖”，威胁到许多（如果不是全部的话）前文所述的进行杠杆收购的债务僵尸企业的财务生存能力。但由于美联储一手促成了垃圾债券再融资的兴旺发展，在2012年年末“到期债务悬崖”被压缩到3 750亿美元，下降了将近60%。

于是，市场清算的日期被推迟到这10年末尾。与此同时，私募股权机构收获了巨额的意外收益：它们在这些浴火重生的僵尸企业身上所持有的一小部分股权出现了价格暴涨的行情，而且经常以3倍甚至10倍的数量等级暴涨。同样，商业房地产也相应出现了再融资的火爆行情，这也使得在陷入困境的商铺和办公大楼上的股权投资，走出了得不偿失的失败窘境，股价大幅反弹产生了良好的投资回报。

毋庸置疑，这是泡沫金融在作怪，而不是反映出经济出现了可持续的复苏。但下一次金融风暴即将出现，这意味着正是全系列降级金融产品的杠杆炒作，即垃圾债券、杠杆贷款、杠杆收购股权投资、商业抵押贷款证券、得不偿失的商铺投资等诸如此类，导致善于钻营的投机者收获了数万亿美元的意外收益。与此同时，广泛股票市场上出现上涨115%的复苏行情，而在高风险股权投资上也出现了200%~400%的收益。把所有这些全部拼凑在一起进行解读的话，人们可以很准确地判断出，美联储已经为1%最富裕群体创造了强有力的财富复苏。



## 在汽车废墟中挖掘财富

在2012年总统大选活动中最大的谎言就是，奥巴马宣称对汽车行业的救助行动是为人民取得的伟大胜利。正如前文所述，这实际上是全美汽车工人联合会的高层人物的掠夺行为：他们把5万汽车就业岗位从梅森——迪克森线的南部区域转移到北部区域。但实际的效果远比这个更糟糕。华盛顿的财政救助和美联储赠送给套利交易者的政策礼物结合在一起，导致投机者从汽车废墟中收获了极其荒诞的暴利。

因此，在对通用汽车的救助中，除了公司4.8万名全美汽车工人联合会的在职员工和40万退休员工外，仅有十几家供应商最终分享了财政救助。更关键的是，金融投机者也获得了意外收益。当时，大部分汽车零部件制造商已经陷入破产困境，因此，使投机者赚取暴利的正是“令人痛苦”的破产文件。恰在此时，几乎是白宫对陷入破产的通用汽车进行快速救助的几个月中，在公司被降级的贷款和证券等资产上进行炒作的投机者获得了巨额收益。

诚然，通用汽车的供应商们被拖欠了150亿美元的零配件应付账款，但它们也不是受害者——它们是帮凶。尽管很明显通用汽车在快速地消耗资金，以至于公司陷入资不抵债的破产困境只是时间问题，但在向通用汽车继续授予45天商业信用时，它们根本没有考虑到存在的风险。

白宫就像承担起了虚拟破产法院的作用，因此，按照白宫的安排，绝大多数供应商100%拿到了应付账款。虽然在所有债权人的契约等级上，供应商的无担保债务权利并没有排在很靠前的位置，但通过其在白宫前街游说机构的运作，最终100%债务清偿一事就这么十拿九稳地定了下来。自由市场的纪律惩罚机制，在这个案例中，也就是商业信贷的规范，再一次处于被考虑的范围之外。

正如前文所述，我曾经作为主要投资者，投资40亿美元创建了一家汽车零部件制造企业，由于债务累累（杠杆率太高了），在白宫的驰援列车还没有赶到底特律之前的几年里，这家企业就彻底倒闭了。但我也因此理解了在通用汽车陷入倒闭困境后的很长一段时间里，为什么供应商们还会非常愚蠢地向通用汽车授予商业信用。它们中的大多数企业（包括我的企业）早已经债台高筑，为了有足够的现金流支付利息，它



们没有办法，只能靠“延期和粉饰”的骗术。

因此，在环绕整个汽车行业供应链、具有破坏力的连环债务中，通用汽车处在最后的环节。在2008年12月12日，当自由市场采取严厉的门户清理行动戛然而止时，小布什政府对自由企业制度的命脉实施了致命的打击，它的危害性远远超过只是做出决定延期执行通用汽车的破产申请，直到新当选的集权主义者正式实施救助行为为止。事实上，救助行动的必然结果之一就是继续废除商业信贷的市场准则。

尽管很少有人认识到，但在美国企业制度中，商业信用是阻止不健全财政安排的第一道防线。到目前为止，美国商业信用的余额约2.5万亿美元，这些都是下游客户拖欠供应商的应付账款。这部分企业之间的连环债务轻而易举地超过了1.8万亿美元非金融企业的银行贷款和商业票据。

根据商业信用的一般机制安排，供应商的应付账款是无担保借款，而银行贷款的偿付等级优于它，并且有固定资产和营运资金进行抵押担保。由于处在相对低级别的不利地位，所以通常来说，供应商总是非常积极地密切关注客户的财务状况。一般而言，相较于商业银行，它们对客户的经营状况和目前行业动态有着更好的一手信息和洞察力。

通过拒绝按照45天信用周期安排发货，供应商可以对客户的财务政策起到制动效果。事实上，对于像通用汽车这样如此随意挥霍的客户来说，供应商采取商业信用“挤兑”行动，可以获得与在零售银行实施众所周知的提款挤兑完全一样的效果，行动很快就会迅速蔓延，而且具有极强的破坏力。但由于在泡沫金融时期信贷市场的债务出现了大规模扩张，这种自由市场中自然运行的金融准则已经在很大程度上被废除了。

正如前文所述，在过去18年里，非金融企业的信贷余额从4.5万亿美元增长到11.5万亿美元。因此，随着供应商越来越深陷外部出借机构的债务，对付它们购货债务人最有效的手段，即拒绝按照45天信用周期安排发货，失去了它的功效。它们不敢用这种手段胁迫客户，因为它们无法承受因此中断日常现金流、无力支付外部沉重债务还本付息的后果。因此，在一个关系微妙、债务额度不断增长的信用体系中，商业信用成为越发脆弱的连环债务链，其中的每一个债务人都承担不起保护自己商业信用风险的责任。

这种商业信用连环债务链的崩溃反映了围绕着通用汽车和其他

OEM制造商的供应链系统中的一种典型状况。在底特律汽车工业在2008年年末陷入破产困境之前的15年里，国内汽车行业成为华尔街金融机构大肆实施金融工程项目的领域，包括兼并收购、杠杆收购以及对三大汽车公司的供应部门进行分拆等金融操作。在这些操作背后有着完全一致的主题，那就是不断地堆积债务。

OEM制造商对巨大的上游供应部门进行分拆操作，其影响尤其恶劣：分拆之后所有的OEM制造商全部陷入破产困境。从通用汽车分拆出去的德尔福公司年销售额达到了300亿美元，成为全球最大的汽车零配件供应商。

## 一帮“埃利奥特强盗”对德尔福的掠夺

德尔福是由通用汽车原先的四大零配件业务部门组成——散热器、车轴、照明和内饰，在20世纪90年代末从通用汽车分拆出来时，实施金融操作的投行宣称，分拆可以帮助通用汽车看上去更“专注”和“容易管理”。事实上，德尔福是通用汽车的“垃圾场”，通用汽车向德尔福倾倒了100亿美元的债务、养老金和医疗保健债务，同时也把十几家毫无盈利希望、受全美汽车工人联合会控制的工厂以及数十亿美元其他隐性债务划归德尔福旗下，如零配件质保单。

毫无疑问，德尔福迅速陷入困境，2005年秋，公司落入破产申请的境地。通用汽车对德尔福进行分拆就是为了帮助它承担财务负担，这很明显可以在德尔福自立门户的6年财报中觅得端倪。在这期间，德尔福的销售额合计为1 650亿美元，其中绝大部分是销往通用汽车，但其记录的累积净亏损高达60亿美元，并且因此产生了负经营自由现金流。事实上，非工会员工成本仅为每小时15美元，而德尔福中受全美汽车工人联合会控制的员工成本高达每小时60美元，因此，它能够苦苦支撑完全是靠行业内的“庞氏骗局”：德尔福向通用汽车授予超期商业信用，作为回报，通用汽车则为德尔福的零配件支付超高价格。

毋庸置疑，德尔福是一辆破败不堪的经济列车，根本没有可靠复苏的前景，在随后的4年里，公司承受来自通用汽车和全美汽车工人联合会的双重压力，一直处于破产法庭的监管之下。在这期间，凭借破产保

护贷款，德尔福继续向通用汽车授予几十亿美元的应付账款信用。直到白宫汽车业特别工作组认为作为救助通用汽车计划的一部分，可以动用几十亿美元纳税人的公帑实施救助，德尔福才最终得以摆脱破产的窘境。

当然，这种严重滥用国家权力的行动所造成的第一级影响就是，在密歇根州萨吉诺市更多地保留了受全美汽车工人联合会控制的、时薪高达60美元的就业岗位，与此对照，在田纳西州和亚拉巴马州则损失了更多的无工会保护、时薪只有15美元的就业岗位。但财政救助真正的罪恶所在是对自由市场准则的斥责和否定，同时，白宫政府中的操盘手由此向外传递出一个强力信息：市场的成败不再重要。即使是像德尔福那样一个彻头彻尾的僵尸企业，只要权贵资本主义依然在华盛顿盛行，也可以满血复活。

不证自明，对德尔福应该实施破产清算，拍卖一部分有活力的业务部门，与此同时，把十几家毫无竞争力、破败不堪、受全美汽车工人联合会控制的工厂停产关门。愚蠢地向通用汽车授予的数十亿美元商业信用应该进行冲销处理，而不是由纳税人（通过通用汽车救助基金）全额埋单。但这种对自由市场原则的任意攻击，只是汽车产业救助计划中隐藏的恶魔之一。

最终，政府动用了130亿美元纳税人的公帑对德尔福进行了毫无意义的救助，其中50亿美元来自问题资产救助计划，而联邦养老金担保公司则投入60亿美元来替代德尔福坐吃山空的养老金计划。在这之后，公司形势又出现了一个更加可恶的变化。有一帮四处掠夺的对冲基金投机者通过德尔福搜刮了令人震惊的40亿美元暴利，而在自由市场原则和破产法的规定下，自递交破产申请起，德尔福绝无可能在市场上还有一点儿立锥之地。事实上，作为德尔福的投资者，埃利奥特资本管理公司在2011年秋成功地实施了德尔福上市计划，从中获利13亿美元，投资回报高达4 400%。

事实上，这个案例中的许多细节散发着权贵资本主义的阵阵恶臭，强烈呈现出美联储是如何通过操纵金融市场的兴衰周期，随意地让那些不义之财流向1%最富裕群体。美国证券交易委员会的资料显示，在汽车产业深陷绝境时，埃利奥特以每股0.67美元的价格买入德尔福的股票，而那时无论是通用汽车还是德尔福，都已经递交了破产申请。两年后，当它以每股22美元向公开市场抛售这部分股票时，它的确收获了暴利。

但证交会的资料必定没有披露的信息是，在这期间，埃利奥特和它的同谋以极其低廉的价格全部买下所谓的支点证券，从而达到对德尔福破产进程实施控制主导的目的。然后，它们威胁道，可以通过停止向通用汽车交付某些不可替代的精密加工零配件，如转向齿轮，造成通用汽车业务的停滞。对于这些精密加工机床，虽然通用汽车在技术层面上拥有这些资产，但实际上被德尔福控制在它们的工厂内。

毋庸置疑，在通常情况下，破产法官将会以藐视法庭的名义严厉斥责这帮“埃利奥特强盗”，更加严厉的法官甚至可能象征性地给他们戴上手铐。但根据权贵资本主义的特别规定，法律无足轻重，政治铁腕才是摆平一切的手段。这意味着对冲基金实际上有足够的能力影响奥巴马的白宫政府，左右政府决定是否向德尔福提供130亿美元的救助。即使是汽车产业“沙皇”拉特纳——当时他正忙于欺骗敲诈纳税人，都斥责对冲基金的做法是“巴巴里海盗的勒索行径”。

这帮“埃利奥特强盗”的胜利是一个可耻的教训，反映出权贵资本主义和美联储货币超发政策是如何战胜自由市场的准则。如果没有130亿美元的财政救助，德尔福将无法走出破产困境获得重生；如果没有美联储向市场注入大量的流动性，市场将不会产生泡沫，德尔福的IPO计划最终也将搁浅。

但恰在此时，这帮“埃利奥特强盗”中贪婪的家伙张开了血盆大口，尤其是一家以信贷为导向的、从高盛分拆出来的对冲基金——银点资本，从这场交易中获利9亿美元。这并非是一个缺乏代表性的结果：这是在美联储货币超发政策的帮助下，史上最擅长钻营的投机者让一家债务累累、陷入破产倒闭的公司最终神奇般地复活。

另一个大赢家是约翰·保尔森的基金。这一次，它设立的大空头是做空美国的纳税人，市场普遍认为它的收益高达26亿美元。但最惊人的意外收益绝对应该归属于Third Point Capital对冲基金，它拿到的收益是4亿美元。这家对冲基金由丹·勒布掌管，2008年他是奥巴马的支持者，随后他却大肆批评总统采取偏袒1%最富裕群体的不公平政策。

基于这段典故，这或许会让不知前因后果的观察者恍然大悟：这就是恩将仇报。针对奥巴马所谓的“阶级战争”，勒布没有停止他目空一切的但被广泛引述的批判。除此之外，他还替罗姆尼举办募捐集会，为共和党的竞选活动捐赠了50万美元。

恰在此时，勒布竭力揭露权贵资本主义的面目，指出它们是如此险恶且又无处不在。最终，“埃利奥特强盗”团伙中另一个在德尔福身上获取40倍收益的大赢家是号称极力反对救助通用汽车的人，也是在《纽约时报》社论专版上发表《让底特律破产吧》这篇著名文章的作者。

这些贪婪的人对美国公共财政进行权贵资本主义式的疯狂掠夺，轻而易举便收获数十亿美元的不义之财。这同样充分体现在罗姆尼身上，他在德尔福的投机上分得了1 500万美元。基于这个投资传奇故事所发生的时间节点，看似故事发生时，罗姆尼正在享用鸡肉大餐，同时在为即将到来的总统大选准备的反对“大政府”言论进行推敲润色。把这称为“底特律抢劫行动”吧。

不言而喻，如果拥有这些朋友，自由市场早就无敌于天下。更重要的是，在美联储的金融压制和纵容华尔街的政策庇护下，自由市场早已名存实亡。取而代之的是在美联储货币掠夺政策下市场不断出现的、具有破坏性的兴衰周期。

在股市不断上涨、杠杆和投机疯狂到荒谬的程度的过程中，美联储最终失去了对市场的控制，把金融市场转变为经济层面的杀戮场。在匆忙中，美联储采取了重新推升市场的行动，然后又培育出贪婪资本主义者以前所未有的规模实施掠夺，这在自由市场中是不可想象的事情。这就是格林斯潘财富效应的货币政策引发的荒谬终极游戏，他错误地宣称无法看见泡沫，只能留待最后刺破它。这就是1%最富裕群体财富复苏的故事。

## 李尔公司：泡沫金融的奇迹

2009~2012年，在美联储的杀戮场上，贪婪的权贵资本主义者在享用着饕餮盛宴。事实上，在德尔福身上出现的恶劣行径成为不断被复制和学习的典范，即使在早已分崩离析的汽车产业，这也是相当普遍的现象。因此，李尔公司作为汽车产业涉足泡沫金融的典型代表，最终奇迹般重生，这一经典案例为我们展示了如何从汽车产业废墟中挖掘到财富。在20年间，公司不断进行杠杆收购、IPO、兼并收购，乃至创造股市奇迹，这些几乎完全听从了格林斯潘泡沫时代的召唤。1988年，李尔



首先进行了价值4亿美元的杠杆收购——通过在汽车总装配厂附近设立李尔汽车座椅系统公司这种独特的增长模型。为应对OEM工厂“外包”座椅生产的快速增长，李尔接受了极其微薄毛利率的苛刻条件，并且向三大汽车公司提供了巨额的商业信用。换言之，它垫付了三大公司的营运资金，而且从来没有产生过任何现金利润。

但通过这种安排，李尔的销售额出现了火箭般增长，使得它在20世纪90年代初成功地以成长型公司的形象在公开市场上市。除了继续扩张座椅外包生产业务来为OEM工厂的营运提供大量资金外，在随后的几年里，李尔还实施了兼并收购交易，投入50多亿美元把一批汽车内饰和电子设备供应商“合并”在一起。因此，李尔的销售额迅猛增长，从1993年的20亿美元上升至1998年的100亿美元，2004年则继续增长到170亿美元。毋庸置疑，这种惊人的增长消耗了公司所有的内部现金流，并且还为此堆积了大量债务，可以说债务与支出同步增长。

在那时，李尔在股票市场集聚了极高人气，把公司市值推升至将近50亿美元，为原始IPO投资者带来了10倍的投资回报。但公司始终无法创造利润。事实上，在1991~2008年将近20年里，李尔公布的累积销售额高达2 000亿美元，但累积净亏损将近10亿美元。

如格林斯潘泡沫时期其他公司身上发生的情况一样，打一枪换一个地方的投机者把公司市值推升至50亿美元之后，一旦觉得公司一文不值，便逃之夭夭：对于在20年里按照一般公认会计准则从来没有产生过净收益的公司，零价值是唯一可能的估值水平。事实上，李尔是一家在空转的巨型企业，它借贷35亿美元为兼并收购提供资金，并且为三大汽车公司建造新的加工厂。在几乎无利润的销售中，它为三大汽车公司提供了40多亿美元的商业信用——其实是用自己的资产和现金流进行抵押借贷。

因此，当通用汽车最终陷入困境时，李尔成为汽车挡风玻璃上的小虫——有碍观瞻，必须予以清除。但李尔没有吸取失败业务模式的教训，实施残酷的精简裁员计划，相反，在短短4个月的破产重组之后，李尔几乎原封不动地重新站立了起来，而被通用汽车拖欠的坏账则由白宫汽车业特别工作组全部付清。

## 汽车城进行了大修理

事实上，由于通用汽车、克莱斯勒、GMAC以及许多其他汽车供应商获得了合计800亿美元纳税人的救助，没多久，华尔街的投机者就意识到汽车产业和李尔将很快摆脱破产困境。因此，后来的事实证明，李尔因不堪承受36亿美元的债务而破产重组，几个月之后当它完成重组结束破产程序时，它的债务减少到只有9亿美元，这完全隐藏了真相。换言之，投机者像一伙强盗，通过李尔公司的假破产，实施疯狂掠夺。

2009年6月初，通用汽车的营运几乎陷入停滞，而李尔的债券根据当时交易服务的数据，1美元的票面价值实际成交的市场价格只有27美分。但贪婪的投机者激进地大量买入这些所谓的不良债权，因为那时已经很明显，李尔正在进行“大修”，与此同时，在美联储零利率的政策下，持有李尔破产债券的“持有成本”几乎为零。另外，尽管媒体的头条新闻报道把汽车产业描述得一片凄惨，但还是有充足的理由支持这种冒险行为。

问题的核心是，奥巴马的白宫政府在那时已经非常明确地表示，华尔街将不会再发生清理门户的情况。奥巴马原打算让花旗集团倒闭，起到惩一儆百的作用，但被他的经济顾问打乱了部署。同样，华尔街派驻财政部大楼的新“总督”——财政部部长蒂姆·盖特纳也假模假样地完成了“压力测试”，给绝大多数大型银行开出了完全健康的证明文件。

于是，美联储开始无所顾忌地向主要国债交易商提供无限量的增量货币，通过购买财政国债和政府支持企业的债券推动金融市场向上攀升。这对于像垃圾债券这样的资产种类来说，无疑再一次开始“追逐风险”。

事实上，自2009年3月股票市场跌至谷底以来，每个月都在见证，相比于格林斯潘对策，伯南克期权实际上更加鲁莽和凶猛。因此，在李尔破产债券上进行杠杆投机，出现了巨大的上涨潜力，同时，由于白宫汽车业特别工作组已经显现出猖狂的权贵资本主义倾向，因此破产债券下行的空间极其有限。

通用汽车是迄今为止李尔最大的客户，而通用汽车又是全美汽车工人联合会的最大雇主。因此，在白宫的破产流程中，李尔成为“通用紧缩”计划中的一部分而被削减，或者李尔的供货合同被取消，以上可能

性非常小。更重要的是，由于白宫的“操盘手”已经明确表态，通用汽车拖欠李尔的商业债务将全部还清，因此，李尔重组时在营运资金上并不需要大量循环贷款提供资金保障。

这一点非常关键，因为这就意味着李尔的价值足以满足在破产申请前银行贷款和债券的债权人中间进行分配的需求。也就是说，由于无须把公司资产抵押给新增营运资金的出借人，贪婪的投机者可以对剩余资产进行掠夺。无独有偶，李尔在2009年7月5日宣布递交预先打包破产申请，也正是在这一天，通用汽车退出了快速破产流程。与通常做法一致，这项破产交易之前已经获得公司主要债权人的同意，并且与每一类债权人约定了预期的“偿债”比例。

对于债券持有人来说，现在1美元票面价值的债券的市场成交价格为40美分，这也意味着这批投机者已经从中赚取了丰厚利润。事实上，当李尔退出快速破产流程、公司股票在11月9日重新交易时，破产交易给债券持有人带来的好处是，债券现在的成交价格为60美分，这意味着投机者的资金在短短150天内翻了一番。但真正的“修理”才刚刚开始。

在随后的两年里，汽车产业出现了亮丽的复苏，新车销售量从2008年年末恐慌时期的900万~1 000万辆，到2010年年中反弹至1 300万~1 500万辆的水平。但正如前文所述，由于整个汽车产业的供应库存几乎完全清空，汽车终端销售出现自然而又温和的反弹，对零配件和整车的生产制造产生了长鞭效应。因此，由于生产“兴旺”，尽管只是向清空的供应链库存进行激进的一次性补货，但连白菜也被当作黄金看待。

一年之后，华尔街成功地帮助通用汽车以惊人的估值水平在公开市场上市，李尔的股价也追随汽车产业泡沫的扩张乘势上涨。因此，李尔的破产债券（已经与股票进行互换）现在相当于以票面价值的130%在市场上进行交易。

总之，投机者在2009年6月市场低位时入场，在短短20个月内，他们的资金翻了两番。这还是假定投机者是以现金购买李尔的破产债券。如果他们使用超低利率和现成的投资组合杠杆的话，对冲基金的投机者将会获得10倍甚至更高的投资收益。

因此，自由市场清理门户的修复方法又一次被否定。相反，在华盛顿的美联储和财政部却推出了它们的修理方案——实施救助和超发货币，从而用无耻的投机游戏取代健康的调整过程。

2009年6月，汽车产业落入低谷，20个月之后，华尔街的投机者在汽车产业破产债券和重获新生的股票上赚取了巨额利润。但这不是因为汽车产业已经康复，事实上，这是因为这次康复进程已经被阻止了。

## 凯恩斯主义的终极游戏

2012年总统大选刚刚尘埃落定，财政悬崖便不期而至。这被华尔街视作孤立事件，是通往持续经济复苏和更强劲股市上涨行情的绊脚石。在华尔街权倾一时的人物——摩根大通的杰米·戴蒙、高盛的劳尔德·贝兰克梵以及许多相对次要的人物，纷纷要求通过“大谈判”进行适当调整。他们一致呼吁，只要有足够的政治意愿和两党的诚意，一定可以解决问题。这完全是一个大幻觉。

实体经济出现失速现象，国家正竭力通过借贷和展期维持经济的正常运行。但时光很快就会流尽。事实上，美国已经进入峰值债务时期，40年来第一次出现这种情况：无论华盛顿采取何种行动，甚至无为而治，都将导致实体经济出现摇摆、衰落和枯萎。

事实上，峰值债务将会使得在国家财政领域攀龙附凤的凯恩斯主义者遭遇突然的挫折。税收将会增加，因而家庭支出将减少。联邦财政补贴将被削减，因而家庭支出将继续收缩。军工联合体将逐渐遭遇订单不足的问题，这就意味着生产和就业的下降，因而也将导致家庭收入和支出继续缩水。创伤性的债务上限危机将不断发生，导致恐惧不断蔓延，储蓄不断增加。于是，家庭消费支出将继续减少，商业企业的经营策略越发谨慎。

因此，财政悬崖并不是一个孤立的事件，也不是通往更好、更快的经济发展、可以修复的财政状态。这是凯恩斯主义的终极游戏：在这个时刻，无论是客观的真相，还是不可避免的灾难，都清晰可辨。真相是保守主义对凯恩斯主义赤字的批评始终是错误的。它没有认识到赤字金融将会推动GDP增长，因为它实在没有料到，财政赤字融资可以数十年如一日地通过国内外的货币超发得以保障。

因此，这不是什么赤字没有关系的问题，而是货币超发才是更关键

的问题。正是货币超发导致了“不挣照样花、不存照样投”的经济怪相，其结果是在堆积如山的债务上盖起了一座虚假的繁荣大厦。但在2008年9月，私人领域的峰值债券碰巧最终爆发出来了，导致40年来家庭和企业债务累积达到顶峰，随之便出现崩塌。随后，私人支出急剧下降，造成决策者最终依靠凯恩斯主义的财政手段，即延长小布什的减税计划，奥巴马推出经济刺激计划、工资税的减免政策，以及短期支出和税收刺激措施等一揽子挪亚方舟式的救助计划。

然而现在，峰值债务也出现在国家公共财政的资产负债表上。诚然，美联储进行货币超发和购买财政国债的技术能力还没有完全穷尽，但所缺乏的正是以不计后果的狂热，继续从公共账户中实施借贷的政治意愿，即继续推升联邦债务突破20万亿美元的上限，乃至更高。

2011年8月出现的债务上限危机只是一次预热，但它暗示着华盛顿的财政治理日益陷入困境，完全丧失在朝野达成政治共识的能力，来提高哪怕是微小幅度的债务上限，其理由十分充分：如果把债务上限提高5万亿~10万亿美元，以确保维持目前凯恩斯主义财政赤字和美联储国债购买的运行轨道，那么国家债务问题将成为2014年国会选举时需要进行全民公决的压倒性议题。如果出现这种情况，那么召集起来的民众智慧将以压倒性的投票反对国家出现财政破产。这种结局将会以巨大的胜利把所有当政者，尤其是民主党人赶下台。

因此，华盛顿将陷入挣扎，只能严格控制联邦债务的上限，与此同时，想尽一切办法，拿出推、撞、挤、撬等十八般武艺，尽可能在借贷限额内推迟财政悬崖的到期和自动减赤机制的启动。但所有这些最终都将失败，因为对于政客们来说，财政悬崖已经成为一个巨大问题，难以通过各种噱头、虚假削减、短时延期等施展财政策略。事实上，它目前的规模相当于GDP的5%，以全年运行来计算的话相当于7 500亿美元，并且还在继续增长。

所以，财经紧缩将随之出现。经过预算分类，选择性地把部分税收优惠和减免进行到期终止处理，同时，绝大部分政治上容易遭受攻击的支出项目将会被克扣，甚至全部取消。更重要的是，财政争斗将成为耗时耗力、耗费所有资源的政治大戏，每天24小时、每周7天上演各种戏码：短期修复计划、补充方案、僵局、谈判、摊牌等。

毋庸置疑，这种财政治理陷入瘫痪和失灵的情况将给商业和消费者的信心带来致命的打击。这又会引发美国家庭采取谨慎的财务运作，导



致家庭储蓄率的上升，而商业企业则继续囤积更多流动性。因此，2009~2012年出现的虚假复苏将慢慢停滞，而长期财政紧缩和市场通缩的暗淡前景将不可避免地降临。

然而，不足为奇的是，顽固守旧的凯恩斯主义者，如克鲁格曼，则对联邦债务上限充满了愤怒和厌恶。对美国来说，这就像是“阿喀琉斯之踵”，它必将制止这个国家疯狂沉迷于借贷和消费的恶习。如此，它也将终止1%的最富裕群体正在享用的复苏盛宴。当财政大紧缩甚至让那些消费、GDP和就业等标题性经济报告都显得萎靡不振时，美联储繁荣管理模式的欺瞒和虚弱的本质终将被揭露。

即使“货币政策政治局”发明出新型的、更加特别的量化宽松变异方式，并仍然在货币超发上加倍努力，但有一种情况无法避免，即持续不断地出现负面的“经济数据”报告。这些负面报告将破坏人们对华尔街的信心，并且每天提醒人们，在伊寇斯大楼里，除了不断开动印钞机推动资产负债表变得越来越庞大之外，美联储一事无成。换言之，在资产负债表的左侧，美联储不断地堆砌公共债务，而在相对应的右侧又堆满了大量的银行准备金。

迄今为止，这个双子塔式的资产负债表并没有推进实体经济的发展，也没有展示出会起到促进经济发展作用的前景。事实上，自“黑莓恐慌”以来，实体经济出现的虚假复苏一直是由那些一次性因素推动的，而现在这些因素也消耗殆尽，即库存补货和大规模财政刺激。因此，随着商业周期和利润开始出现明显的长期性下降趋势，华尔街将不可避免地出现新的恐慌。

这一次，美联储货币超发政策和信用额度的救助计划将无法阻止市场的抛售行为，因为市场快钱操纵者将会看到美联储在面对区域性财政紧缩时将无能为力，所以他们会抛售、抛售再抛售。到那时，真正的财政危机将会出现。当债券市场在抛售之下出现崩塌时，客观来说，20万亿美元联邦债务的持有成本将会飙升。当市场利率正常化之后，比如说上升250个基点，债务还本付息的成本将增加5 000亿美元，这将会对华盛顿的士气造成致命的、彻底的重创。

2012年11月，美国人民因为别无选择才无奈妥协，换言之，唯一的结局就是政策治理的瘫痪和僵局。现在，作为一个财政实体，美国最终走向失败，这只是时间早晚的问题。美国的资产负债表上已经没有任何腾挪空间，但还是超负荷装载着国家命令和任务，从而使得它进退维

谷。事实上，国家的治理已经陷入更加严重的瘫痪和失灵的困境。

残酷的推导结果是，自由市场资本主义对此也无能为力。数十年来，美联储一直实行货币超发政策，这同时又引发投机性掠夺和经济寻租等金融变形，正因为如此，国家的权力被滥用，背负着沉重的债务，政治士气备受打击，市场则遭遇严重破坏。现在，白宫发出了一项模棱两可的命令，称1%最富裕群体应该做出更多贡献，可惜一切都太晚了。即将到来的崩溃将使人们忍无可忍。

[\[130\]](#) 劲量兔子：劲量电池的广告形象，以表达永不停止的强劲动力，在此被引喻为永不疲倦的美国消费者。——译者注

[\[131\]](#) 大空头：美国作家迈克尔·刘易斯的同名作品。《大空头》讲述一些无名之辈看出市场漏洞，做空市场，最终赚得丰厚利润的故事。本书中文版已由中信出版社于2011年1月出版。——译者注

[\[132\]](#) 书中所提及人物的职务均指作者在创作本书英文版时所担任的职务（约2013年）。——译者注

[\[133\]](#) 原文为2116年，疑为原文错误。——译者注

## 第三十三章

### 美国日落西山： 即将出现的国家废墟

美国社会未来的发展将非常激进——希望最好不要走上这条崎岖之路。在所有领域，国家将不得不与市场经济分道扬镳。同时，权贵资本主义也将被迫抛弃它的“同门师弟”——所有形式的凯恩斯主义经济学。国家也必须从经济发展、企业救助和社会保险等经济运作中全身而退，国家管理的重心将做出重大调整，更加关注如何建立起有效的、可通过经济情况调查的社会最低保障体系，并且为这个人人负担得起的最低保障体系提供必要的资金支持。

为了恢复国家财政实力和自由市场经济的繁荣，必须同样大幅缩减庞大战争机器和央行的规模，这意味着禁止在通往真正经济复苏的道路上设置各种障碍。例如，大幅削减军工联合体的规模，完全取决于是否放弃滋生这种怪胎的干涉主义外交政策，这看上去又不太可能。同样，如果想要防范华尔街投机博弈的灾难，那么就必须恢复利率市场化的功能和股市的价格发现机制。换言之，美联储必须停止在公开市场购买国债的操纵行为，也必须废除美联储金融压制和推升风险资产价格上涨的机制。

在目前完全堕落的宪法框架内，所有这些解决方案完全不可能成为现实。现在的宪法框架不再为民选和民治提供保障，相反，它是执政者和货币政治的专制体系。正因为如此，它激活的这台金融末日机器正不可阻挡地推动国家全力冲向财政破产和货币崩溃的万丈深渊。

伴随两年一届国会选举周期而出现的无休止的财政刺激计划，以及为推动刺激计划出台，白宫前街游说的机构和以政治行动委员会为主导的筹款体系，都不遗余力地把公共债务规模推升至天量的水平。同样，美联储自甘堕落成为华尔街的家奴，这意味着由于数万亿美元的注水资产价值，依赖于美联储和华尔街之间维持这种永恒的关系，因此寄希望改变目前这种破坏性的政策机制完全是痴心妄想。

现在距离当年罗斯福新政有80年了，因此，权贵资本主义已经发展到晚期癌变转移的阶段。对此，唯一的解决办法就是极大地压缩政治的领地及执政者的自我废黜，国家机器和改选的机制已经合二为一，努力把它们分开将引发彻底的宪法改革：通过一揽子修正案把国会和总统的任期延长为6年，但禁止现任者再次参与改选，用公共财政向候选人提供资金保证，同时严格限制竞选周期（如仅限8周），并且对曾经参与游说活动的立法或行政人员实行终身禁令，禁止他们获得总统或国会议员的参选资格。

只有这种彻底的宪法改革运动才能清除目前体制中的真正罪恶。换言之，整个经济和金融体系已经完全由金钱驱动、每时每刻无处不在的竞选活动和超级政治行动所左右。因此，这不仅仅是政客们被特殊利益集团收买的问题，事实上，在涉及16万亿美元国民经济方方面面时，他们全身心地陷入大量的公开争论和内幕操纵。在这一点上，卡尔·罗夫所领导的“美国十字路口”与美国石油学会没有分别，都有相同的问题。

事实上，自由市场原则在风起云涌的政治斗争中成为牺牲品，是凯恩斯主义理论论述中最大的祸害。只要失业率和GDP出现一丁点儿波动，都会触发如潮般的政治献媚、责难和行动。其结果是媒体上充斥着党派宣传，号称“我们”的计划将会取得更好的结果，以及“他们”的政策如何导致如此糟糕的结果，这些喧嚣不断地强化着人们的思维定式，即更偏爱用国家行为支持经济发展。

在这种逼迫式党派宣传的正面舞台上，自命不凡的罗夫出现在福克斯新闻节目中，在白板上罗列了一系列民主党的败绩，如就业人数、投资、增长以及民众的幸福。他的弦外之音是就业增长没有抵消减税带来的影响，国家经济由于税赋过重而出现停滞。毋庸置疑，这些观点已经被证明是错误的。事实上，自胡佛以来，对于1%最富裕群体中的投资者和企业家，他们的税赋负担是最轻的。同样，2011年，联邦税收金额占GDP的比例只有15.2%，已经降低到1948年的税收水平。

因此，共和党对财政准则的抛弃是基于凯恩斯主义的教条，而不是实事求是的做法。为了开展与民主党的竞争，它把手伸到了本应由国家主导的经济增长领域。现在，共和党实际上已经做出妥协，承认为了实现经济繁荣，就不能放任自由市场上生产者、消费者和投资者自作主张；它必须时常调节，与国税局的政策措施保持一致。因此，在不计后果地追求用国家权力来解决私营经济的图谋中，华盛顿已经达成了两党完全一致的共识。这种做法将会确保国家走向最终破产，而私营经济走

向彻底失败。

## 被遗忘的诚实公共财政准则

事情原本不是这样的。80年前，在1932年春，当国家经济面临最黑暗的时刻，胡佛执掌的华盛顿政府发生了激烈的争论，到底什么是政府的核心职责？那就是保持财政账目的收支平衡。自那时起，直到1932年6月，胡佛主义者在几乎每一个联邦政府部门都强制实行节约，同时，在制造业颁布实行了销售税，并且采取其他增加财政收入的措施。

这些措施放在今天所谓的“开明”时代，会被讥笑为老古董的做法。然而，事实上，仅仅在几周内，停滞不前的国家经济突然开始飞跃性增长，因此这一时期的经济表现必然在罗斯福新政的官方描述中跃然纸上。同样，在低通胀和稳增长的经济黄金时代，艾森豪威尔坚持在预算平衡之前拒绝减税的做法，以及政治家们必须为自己赢得使用财政支出的权利，这些都在共和党的历史上涂抹了亮丽的一笔。与此对照，肯尼迪不愿接受沃尔特·海勒的赤字财政减税理论，这一理论就被后人扔到了共和党的财政档案室里，尘封了起来。

事实上，就像在远古时代，“地球是圆的”的真理在人类头脑中并不存在，华盛顿在1960年之前实行诚实公共财政的记忆，早已经被类似“地球是平的”那种财政教义所磨灭了。究其核心，凯恩斯主义的理论相当于一种歪理邪说，宣称公共借贷将通过在宏观经济中注入增量“需求”创造私营经济的繁荣。正如在前几章中所述，这个观点已经演化成无数人的真心忏悔，这些自白的影响力现在已远远超过正统的凯恩斯主义教义。

众所周知，民主党人首先在20世纪60年代皈依了新经济学理论，信奉永久赤字财政的理论主张。但当里根时期爆发巨额财政赤字时，又产生了修订版本的理论主张。它体现在共和党的政策观点中，认为无形的供应端“经济刺激”是1983年之后GDP出现增长的原因，事实上，这种增长应该归因为十分明显的、大规模政府借贷。

最后出现的是罗夫在福克斯新闻频道上的变异版本，尽管他挥舞着



反政府的旗帜，但它仍然是集权主义的理论主张。他的拉弗主义的断言是，如果华盛顿不支付财政账，它将导致私营经济发展得更快！当然，如同所有免费午餐的万灵药一样，赤字推动的“增长”也将引发财政破产和货币崩溃，这完全与民主党“挥金如土”的永久赤字政策如出一辙。

诚然，共和党人坚称“刺激”创造奇迹，而不是“赤字”，但在目前边际所得税率的范围内（中等税率），根本没有一点儿证据能够支持拉弗的“餐巾纸理论”。因此，共和党无视稳健公共财政的历史传统，完全沉醉在减税这个新颖的方案上。

自从共和党窃取了沃尔克治理通胀并取得经济复苏的胜利果实之后，所谓的保守党实际上已经成为集权主义阴谋诡计的策源地，同时，它把税收减免体系转变为经济管理的手段之一，从而解决了如何推动私营经济发展的问题。因此，在过去30年里，共和党的政客们总是能实现他们所提出的减税目标。为了用“激励手段”向致富阶层提供经济刺激，他们减税的范围包罗万象，所得税、资本利得税、股息税、房地产税、附带收益税、固定资产投资税、小微企业税、绿色能源税、黑色能源税、生物能源税，还有许多白宫前街游说集团兜售的“刺激计划”。

到2012年总统大选时，共和党对传统的背叛达到了极其荒谬的程度。当时，候选人罗姆尼向选民承诺：一旦当选，将在4年任期内放弃平衡预算的做法，但会努力创造1 200万新的就业岗位。胡佛完全明白必须把国家和私营经济进行严格的区分，如果他在九泉之下有知，无疑将震惊不已。为了提出5万亿美元额外赤字融资的减税方案，这名共和党候选人彻底混淆了两个不同领域：向选民承诺改善私营经济、创造就业，同时，通过抵押公共财政的资产负债表促进GDP的增长。

如果在早些年，罗姆尼的计划将被视作赤裸裸迎合选民的行为：在选举年里的政治开局，来缓解当前美国纳税人承担新一届政府成本的支付压力。但现在却不是。在1981年年末，当巨额财政赤字出人意料地突然爆发时，人们“一望便知”这种巨额赤字恰巧是一种不祥之兆。与此对照，号称是“勇敢的”2013财年的瑞恩计划，一点儿也没有压缩巨额的预算赤字：它没有考虑平衡预算的问题，甚至连纸上谈兵的计划都没有，平衡预算在25年之后才会达成。

如果人们对这个国家是否有两个提供免费财政午餐的政党还有一丝疑虑的话，小布什时代肆意挥霍的财政政策已经把这点儿疑虑全部打消了。尽管如此，2012年总统大选还是以一场彻底的闹剧而尘封起来：最

终，除了2%的工资税，奥巴马再也提不出任何他想增加的税收；对于罗姆尼，除了美国公共电视网的大鸟补贴之外，他再也喊不出任何他想削减的联邦支出计划。

当每一条税收减免条款和每一个联邦支出项目都成为“与就业相关”的计划时，放纵的财政混乱状况就会出现。在这种情况下，根本无法恢复稳健的财政治理，除非依靠宪法抑制其放纵的冲动，换言之，通过不可更改的平衡预算修正案。当然如果还能通过禁令，即除非获得国会明确授权，否则禁止在美国本土之外承诺部署军事力量，那么这也将极为有益。

## 国家救星的失败

因此，美国现在突然日落西山了。究其原因，这是国家的失败，而不是资本主义制度的失败。这是一个巨大的讽刺。自罗斯福实行新政以来，国家实现了突飞猛进的发展，这完全是因为人们断定国家可以克服所谓自由市场固有的缺陷和无能。

这些自由市场的缺陷包括熟悉的自由放任的特性。在出现商业周期性变化时，它们会导致经济出现破坏性的摇摆；在地区、行业和社区中间，它们会产生结构性的经济位移；而对于老龄化、贫穷、失业、残疾、地位卑微等种种不幸，它们无法给予民众人道主义的关爱。因此，国家被赋予了一个又一个任务，也就是说，国家有责任抵御商业周期的动荡，平衡地区发展，推出覆盖大规模群体的巨大的社会保险体系，消灭贫穷，让居者有其屋，划拨巨额医疗补贴，对小麦种植和商业船运等传统行业予以扶持，培育扶植新兴产业，如风力发电和电动汽车。

久而久之，国家将变得臃肿、庞大——一个救星国家最终却无力拯救经济和社会，因为它成为自身固有缺陷和无能的受害者。由于承担了太多的职能和任务，在政治冲突和超负荷决策的压力下最终陷入瘫痪状态。它淹没在对公共财政无休止的索取之中，而且纳税人的反抗情绪日益加剧，因此，它根本无法在财政收入和支出上取得一点点的平衡。它完全暴露在强大的、有组织的利益集团和权贵资本主义面前，在他们进行公然掠夺时，任何的借口（公共利益清晰可辨、不容私人占有）都将

荡然无存。事实上，高盛从新年前夜通过的“财政悬崖法案”中获得了15亿美元的税收减免，这与立法所宣称的拯救中产阶级、免于更高税赋的目的南辕北辙。如果说这个案例有味道的话，那散发出来的肯定是阵阵恶臭。

但凯恩斯主义的理论贩子根本无视这些明显的短板和缺陷，继续在华尔街鼓吹风险交易，建议华盛顿采取更多财政刺激措施。事实上，他们对国家无处不在、调整经济和调配财政的现代角色早已习以为常，因此，他们对即将形成的国家废墟熟视无睹。但承载福利和战争双重财政压力的现代社会日渐式微，这与自由市场遭遇传统的失败一样，必将对人民造成严重伤害。更糟糕的是，自由市场上放任自由主义者鸡鸣狗盗，与凯恩斯主义时代权贵资本主义的肆意掠夺相比，实在是小巫见大巫。

## 增长的终结：即将形成的国家废墟

如果美国经济的三条生命线被切断的话，那么它将跌入经济收缩和金融市场崩溃出现周期性发作的困境。换言之，在这三条生命线中，私营经济完全依赖美联储的货币超发政策，两党财政体制出现永久性的财政赤字，而在制造业中硕果仅存的只剩下军工联合体。

其中，没有一条生命线是可以持续维持下去的，每一条都接近生命的终点。如同嗜酒如命的酒鬼最终命丧酒桌一样，现在的体制如此依赖国家的输血机制维持生命，以至于最终不可避免地滑入灾难之中。

讽刺的是，依靠这些生命线所滋生的繁荣假象却掩盖了其背后巨大的危险。例如，我们看到，自2007年以来，个人消费支出的一半来自赤字融资下的转移支付。这是从未来纳税人手里进行借贷，由转移支付的受益人通过消费支出推动经济出现虚假的增长。

如果这些最低保障的转移支付是用美国公众的税收收入进行适当融资的话，那么GDP就不会出现神奇的增长，因为这只是对目前生产中所产生的既有国民收入通过国家法令进行重新分配而已。正如在第三十一章所述，即使家庭储蓄率和个人税收出现适度的正常化，也将会导致个

人消费支出减少1万亿美元，降幅接近10%。

然而，这种依赖性才刚刚在美国经济发展领域显露端倪，并且正在把它的庞大触角延伸至各行各业，以加强对美国经济的控制。其中，在美联储和世界各国央行同盟货币超发政策的共同推动下，能源和食品的价格大幅上涨，与此同时，现在没有一个发达工业国家是美国和世界的敌人，但国防支出却在荒唐地增加。若不是这些由国家引发的经济泡沫，美国的工业经济还会以更惊人的速度收缩。

毋庸置疑，GDP的总量并没有即时反映出这种现实，这让亲凯恩斯主义理论的评论家依然沉醉在GDP的假象中。例如，2000年初秋，制造业商品的出货量为4.3万亿美元，而到了2012年9月，出货量上升至5.8万亿美元。从表面上看，1.5万亿美元似乎是相当不错的增长，但一旦把这一时期25%的GDP平减指数<sup>[134]</sup>扣除的话，出货量的增长显得微不足道。

无独有偶，这一时期价格的累积上涨，平均下来相当于每年2.2%，这与伯南克和美联储所宣称的理想通胀目标几乎完全一致。但果真如此吗？即使按照这种相当不可靠的价格上涨水平计算，得出的总量与事实的表象也不相符。事实上，在这12年里，以2012年不变美元计算的制造业出货量仅仅增加了2 000亿美元，而不是1.5万亿美元，这意味着出货量的大部分名义增长其实是伯南克的奇妙通胀。

即便如此，计算出来的制造业出货量以每年0.3%的微小幅度的增长，或许也能被当作格林斯潘经济繁荣的证据之一。按照他在回忆录中阐述的理论，由于中国和其他出口国家长期以来一直是过度储蓄的国家，也非常乐意把大量的存款借贷给生活奢靡的美国人购买中国制造的商品，因此，美国的制造业是否增长其实无关紧要。但一旦揭露事实的真相，即使是这种强词夺理的借口也无法自圆其说。

2000~2012年，以不变美元计算的制造业出货量正在以仅仅4%的速度增长时，国防军工产品的实际出货量增长了41%，仅这种强烈对比就不禁让人瞠目结舌。按照定义，国防生产不会产生任何经济价值，而且在这种情况下用国家安全为国防生产大幅扩张辩解，显然难以服众。

显而易见，“基地”组织的成员实际上只有几百人；对伊拉克和阿富汗的军事入侵完全是错误和失败的；美国在中东和近东亚地区的疯狂战争行为已经为自己树立了新的敌人；当如期当选的“和平总统”也难以抑

制军事支出增长的强烈冲动时，他已经开始重新跟随美利坚帝国的足迹。

但这种毫无必要的国防军事泡沫只是部分体现了虚假的经济增长。2000年以来，美联储和它在全球各国的同谋一起推行货币超发政策，导致大宗商品价格大幅上涨。大体上来说，在这12年间，能源价格上涨了100%，食品价格上涨了50%。因此，另一个被当作制造业出货量增长的部分，实际上包含了由食品和能源价格上涨所带来的原材料价格波动，而不是制造业创造的真正附加值。

在这期间，食品和能源产品的出货量翻了一番，从1.3万亿美元增长到2.6万亿美元。但是一旦把其中大幅度价格上涨因素扣除的话，以不变美元计算的产量仅仅以12%的温和速度增长。如果对1.3万亿美元由通胀推升的增长进行深入剖析的话，其结果昭然若揭。

其中80%的增长，即超过1万亿美元，都来自上游原材料价格的上涨。换言之，受益者是艾奥瓦州农场主、从阿拉斯加北坡油田开发中收取特许开采费的人，以及在波斯湾沙漠地区收取石油开采租金的王子和埃米尔。与此相比，在稳健货币体制下，在这12年中，世界各国的经济发展速度将十分缓慢，尤其是中国和其他金砖国家的经济更是如此。反过来，经济的缓慢增长又使稀缺原材料的价格出现相对温和的上涨，而不会像现在一样，伊寇斯大楼推行的货币超发政策，导致原材料价格大幅上涨和随之而来的恶性通货膨胀。

与此同时，大宗商品价格疯狂暴涨，也意味着美国制造业的内部结构在2000~2012年出现了彻底失衡的现象。因此，以不变美元价值计算，非国防消费耐用品的出货量下降了17%，非国防资本商品的实际出货量下降了24%，除食品和能源产品外，非耐用品实际产量的下降幅度更是达到惊人的25%。总之，若不是货币超发和战争，美国制造业经济将陷入毁灭性萎缩的困境。

的确，从总量来看，美国制造业的状况令人震惊。在20世纪和21世纪之交，除去国防军工和食品能源产业之后，以2012年不变美元价值计算，美国核心制造业的产量为5万亿美元。12年之后，历经第二轮格林斯潘泡沫和伯南克泡沫，核心制造业的产量却下跌至4万亿美元，跌幅高达20%。这再一次揭穿了当前正在不断强化的虚假繁荣只不过是一个弥天大谎。



# 财政悬崖：破坏国家经济的凯恩斯主义国家治理体系

2012年年底爆发的财政悬崖“铜锣秀”重创美国，其根源在于华尔街和华盛顿之间一荣俱荣的共生关系。这种破坏性关系被主流媒体描述为一种社会狂躁的表现，体现了党派冲突、琐碎政治缠斗和顽固不化的政治立场，这种情况在茶党共和党身上表现得尤其明显。事实上，财政悬崖是华尔街交易商和华盛顿政客们共同编造的骇人景象：对华尔街交易商来说，它们希望以此推动股市上涨；对华盛顿政客来说，他们则被各种各样包含减税和支出刺激的凯恩斯主义教义束缚着。

事实上，构成财政悬崖的每一个项目几乎都是十分恰当合理的财政政策行动，可以在商业复苏的第4个年头，针对危险存在财政赤字，实现削减1.2万亿美元的目标。众所周知，即将到期的1 100亿美元工资税削减计划从一开始就是十分愚蠢的想法，而人人受益的3 000亿美元布什减税计划在过去十多年里则一直是不可承受之重。

同样，由于存在税制漏洞，美国家庭多年来一直没有足额缴纳应付税款，所以1 250亿美元最低限度的增税方案只会重创美国家庭。而即将实行的8%国防支出削减计划（自动减赤机制），相对于国防支出从克林顿执政时期的3 000亿美元暴涨到如今的7 000亿美元，其中意味显而易见。

因此，讽刺的是，华盛顿完全有理由在避免财政悬崖问题上采取不作为的立场，或者为无法达成共识的无能行为辩解。在新年凌晨，参议院最终通过劫富济贫式的避免增税法案。把这种滑稽的做法称为“暴行”，不是因为两党如何斗智斗勇在最终时刻达成协议，而是因为竟然会达成这种协议。

事实上，由于债务峰值这可怕的幽灵正潜伏在转角处，所以应该允许通过每年6 500亿美元的增收减支计划，因为它们构成了一个非常难得的情形，即无须通过立法法案，同时在目前分裂的体制下，即使费时费力也不可能达成共识的情况下，可以达成实质性长期减赤的目的。事实上，华盛顿让到手的机会溜走了，与此同时，通过了一项10年缩减4.6万亿美元赤字的永久计划——这是对急需回归财政谨慎原则的重大承诺。这或许可以通过政治行动达到异曲同工的目的。在华盛顿和财经

电视新闻中狂轰滥炸的财政悬崖议题，在普通民众中却没有引起多大的反响：普通民众多多少少总是会逆来顺受。

相比之下，华尔街和它在财经电视节目中的代理机构和代言人则出现了近乎歇斯底里的症状。几十年来一直顺风顺水，因此，华尔街只是简单地推测，华盛顿可能推出的任何旨在避免经济衰退的措施都将推动股价继续上涨，“追逐风险”的交易也会继续繁荣，因此它将有资格坐享其成。

与此同时，华盛顿的官员们无须花言巧语的哄骗，就对华尔街的指令言听计从。白宫前街的游说集团早就自发动员起来，为各自客户维护税收优惠政策和国防部的采购合同。同样，那帮当选的政客们也已经随时准备把赤字杠杆撬得更高。几十年来，他们一直受到党派内部的培训，认为无论何时，当挖掘充分就业的潜能方面出现经济“表现不佳”的情况，就应该动用财政“刺激”手段推动美国经济发展。

实际上，坚持减税和在财政支出上持自由立场的共和党人认定，经济“表现不佳”的标准是GDP的增长低于3%和失业率超过6%。由于美国经济的现实远远达不到这些过时的标准，因此，政客们采取了灵活的变通立场，认定国家应该继续挥霍那些相当于经济浪费的支出（如不必要的国防支出），并且向中产阶级赠送其承受不起的礼物（如小布什的减税计划），如此一来，个人将以超出自身的能力支出和消费。换言之，由于财政紧缩不可避免，所以应该避免在所难免的经济衰退。

因此，在这个时候，为了避免与债务峰值发生撞车，华盛顿只能直奔目标高速前进，竭力寻找达成政策共识的途径，确保在随后的第5个年头里，联邦政府可以把财政赤字控制在1万亿美元。事实上，对所谓开明和勇敢政策行动的定义，已经出现曲解：现在，政治才能包括对原先已经通过和颁布的政策措施实行终止和取消——尽管结果会导致极小的财政赤字。

因此，华尔街暴躁的克莱默之流和华盛顿鼓吹凯恩斯主义税收和支出刺激计划之徒一唱一和，进入亢奋甚至扭曲的状态。他们拆东补西，在财政悬崖上又增加了6500亿美元的赤字，事实上，他们吵吵闹闹、不合逻辑地推翻的增税减支计划，正是前几年他们为了削减相同的预算赤字而通过立法颁布的。华盛顿现在不仅陷入不可避免、更加激烈的循环怪圈，而且滑入政策论述的彻底堕落之中，这将使财政治理变得越发困难。

路透社对财政悬崖的新闻报道毫无廉耻地为华尔街鼓吹所谓的“复苏”假象，在财政赤字的报道上越来越严重地出现了前后矛盾的情况。在财政悬崖之前的一篇新闻报道中，它谴责国会议员无法取得妥协，“避免在1月1日出现严厉的增税和政府减支”。

严厉？其潜台词是美国经济的基础很好，显然应该继续借贷1.2万亿美元，使财政赤字的情况再延续一个财年。政客们所需要的仅仅是鼓起足够的勇气，大胆地增加更多的财政赤字。

因此，没有任何迹象表明他们已经认识到，按照美国国家经济研究局定义的复苏周期，2013年是这个周期中第42~54个月，而且他们的研究显示，自1945年以来，平均每一次扩张周期仅仅持续45个月。甚至几年前，凯恩斯主义的“医生们”也会建议在这个周期即将结束时，撤掉美国经济“病人”的财政“呼吸机”。

事实上，这些即将到来的“严厉”的财政紧缩措施并不是由我们的敌人或外国人设立的无端障碍，而是阻碍美国经济实现永久繁荣的神圣权利——尽管只是一种借贷繁荣。相反，它们在很大程度上反映了多年来财政欺骗所设下的陷阱，换言之，华盛顿总是在编织一种借口，宣称只要再多吃一年白食，就足以使美国经济重新回到自立发展的正常轨道上。

## 美国经济新常态

众所周知，那是个可怕的幻觉。自20世纪和21世纪之交以来，美国经济年复一年地走下坡路。正如前文所述，在过去12年里，实际GDP的年增长率平均只有1.7%，净新增就业岗位为0，最能反映未来经济发展前景的指标——在工厂、设备和技术方面的实际商业投资，仅以每年0.8%、几乎难以察觉的速度增长。

美国经济出现了新的常态，这不是短时的意外状况，也不是与太阳黑子周期相关的瞬间状态。相当肯定的是，它没有显露出凯恩斯主义减税增支计划未获得充分应用的迹象。相反，它反映出在过去30年里，美国的经济发展一直被不断累积的巨额债务压制着，结果遭遇了类似国家

杠杆收购的结构性损伤，也就是说，可贸易商品的生产被转移外包，在向世界各国借贷8万亿美元之后，引发国内成本和工资的上涨，与此同时，在美国经济的各个领域遍地都是失败的投资，包括商业房地产、零售、酒店与旅游等领域。

面对峰值债务，可持续和稳健的公共财政需要美国经济不管GDP的增速和失业率的情况，果断撤掉财政“呼吸机”。因此，财政悬崖不是财政日历中一次性的事件或意外，也不是特别缓慢的商业周期性复苏道路上的一个障碍。相反，它现在已经是永久的财政状况，表明长达50年之久的凯恩斯主义经济繁荣时期已经结束。

财政政策将不会习惯性地、持续地减税增支，来改善商业周期、促进就业和推动GDP的增长；相反，它将回归旷日持久的美元货币战争，也将回归平衡预算账目的理性。峰值债务将迫使财政政策出现划时代的转变，但在华盛顿，由货币主导的政治和集权主义的意识形态将没有能力促进这种转变。在紧迫的金融需求召唤下，财政治理将回归财政的基本要求，即由艾森豪威尔、杜鲁门、摩根索、胡佛、格拉斯、柯立芝、俄亥俄州州长詹姆斯·考克斯等所坚守的财政原则，但不可避免的是，财政治理将会面临崩溃的困境。事实上，正如2012年最初财政悬崖所显示的那样，即将形成的是凯恩斯主义时代的国家废墟。

导致国家分崩离析的正是永久的财政悬崖，它是华盛顿采取10年预算周期所产生的恶果。迄今为止，这种预算周期的做法悄悄地掩盖了华盛顿在凯恩斯主义共识下推行的永久赤字体制，也掩盖了华尔街以美国经济还没有充分挖掘出潜力为借口，宣扬永久牛市的真实目的。

但10年预算周期的机制十分险恶。它准许在当前或下一个财年实行高强度的财政刺激措施，以推动经济增长，同时在财政周期余下的年度里，通过未来政策措施和假设——总是选择那些至少是在理论上最接近预算缺口的预测，制造所谓财政责任的幻觉。但现在很明显，这种权宜之计使得财政政策陷入具有破坏性的单调重复劳动之中：在财政周期余下的年度里，财政紧缩的日子永远不会来到，因为在峰值债务和下一个10年“婴儿潮”一代步入退休年龄的双重作用下，几乎可以肯定的是，美国经济永远也不可能获得“逃逸速度”，即美国经济实现3%以上的GDP增长，并且把失业率控制在6%以内。

因此，随着每一个财年的迫近，美国的政治家们——无一例外都受过凯恩斯主义理论的内部培训，都会发现他们原先预测的减赤措施现在

已经成为造成“财政拖累”的“严厉”手段，因此将威胁到国家经济出现更长的“表现不佳”的时期。但推迟在增税或减支项目上的争夺，或者采取新的、临时性刺激措施，都将产生激烈的党派冲突和相互指责。

失败的凯恩斯主义国家治理处处不和谐、天天都失灵，这对于还在苦苦挣扎的自由市场经济来说，其市场信心和动物精神又一次遭受重创。这种可怕的反馈环效应将为下一次经济表现失败做好铺垫，因此，一望而知，也为每一年的财政悬崖铺平了道路。

## 20万亿美元赤字即将出现

如今，财政危机的症状应该相当明显了。但对于永久财政缺口的庞大规模，事实上还是被严重低估了。财政政治的冲突和失灵将对国会和白宫产生长期的严重影响，然而无论是政治家还是政治评论家，都对此没有一丝的领悟。华盛顿实际上已经被它自己设计的财政末日机器所控制。

如果想理解即将到来的财政大战，可以首先从庞大的数字入手。换言之，按照前文描述的“不美好前景”（第二十七章），并且按照2012年大选期间共和党与民主党分别主张的税收和支出政策，在未来10年里累积的联邦赤字将达到20万亿美元。毋庸置疑，这种预测的场景不会在真实世界发生，因为到这个时期结束的时候（2022年），联邦债务水平将会被提高到37万亿美元，相当于GDP的160%。

因此，在目前凯恩斯主义财政治理体系下，尽管必要的增税减支措施将会阻止出现固有的国家破产的情况，但围绕着增税减支爆发的无休止的政治争斗将导致财政治理的彻底失灵。也就是指那些新保守主义战争国家预算、两党的社会保险体系，以及共和党传统的低税收政策。但至于为什么只有官方对这种预测前景有着朦胧的感知，其原因是由国会预算办公室和美国行政管理和预算局预测的所谓基线预算，实质上是编造出来的经济童话。

这种10年财政预测首先假定宏观经济表现将回归“正常”，从而对剩余财年的赤字进行了大幅度压缩。例如，国会预算办公室在2012年1月



发布了2013~2022财年10年基准预测，这份预测假定工资性收入将会以每年5.2%的速度增长，因此，到2022年，所得税和工资税的税收将占财政收入的39%左右。

但这是毫无根据的推测。自2000年以来的12年里，名义工资性收入每年仅以3%的速度增长，即使在消除工资税减免政策影响之后，2012财年所得税和工资税的税收仅占财政收入的32%。因此，不证自明，在国会预算办公室发布的长期财政收入预测中，存在巨大的向下调整的空间。

例如，在未来10年里，如果工资性收入还是以3%的速度增长，那么相比国会预算办公室的预测，仅仅通过经济学的测算，2022年的所得税和工资税的税收将减少将近7 000亿美元。超出这个范围，把所得税和工资税的税收占比从32%提高到39%，都将取决于旷日持久和残酷的两党政治争斗。这意味着年度税收政策将比基准水平提高22%，约7 000亿美元。如果要实现如此大幅度的税收增长，那么将要把在新年前夕通过的财政悬崖协议上每一项涉及减税的方案永久废除，包括惠及所有纳税人的小布什减税计划，商业企业、学生和家庭的税收减免计划，低税率的资本和股息利得税，推迟实施大幅度提高替代性最低税等。

事实上，这些大幅度影响财政收入的计划中，绝大多数都获得了永久性的延长，那么也就意味着在非美好前景和最后时刻税收政策变动的双重影响下，与国会预算办公室的基准预测相比，财政收入将出现巨大的缺口。实际上，第一次财政悬崖争斗的结果之一就是每年5 000亿美元的永久性减税。这意味着经过谨慎的经济学测算，并且考虑到调整后的税收政策，相比于国会预算办公室的基准预测，2022年当年的财政收入将减少1.2万亿美元。因此，几乎很难想象在未来几年中，为了缩小财政缺口，将会出现何等激烈的党派政治争斗，但考虑到即将来临的峰值债务，事实上选择的空间已经消失殆尽。

华盛顿在增税问题上出现无休止的争斗，这种前景并非牵强附会。事实上，在现实世界中，国会预算办公室的10年基准预算曾出现这种程度的错误预测。在2002~2012年的10年财政预测中，2012财年的联邦财政收入将达到3.5万亿美元，实际结果却只有2.5万亿美元。这里出现的29%的收入缺口，与上文中对国会预算办公室未来10年预测进行分析后得出的30%潜在缺口几乎完全一致。

在2000年8月发布的10年预测中，国会预算办公室并没有考虑到未

来10年由共和党主导的减税计划。这份报告也没有预计到美国经济正在逐步衰退，所产生的应纳税所得要远远低于预测的数字，也没有估计到联邦政府更加依赖于凯恩斯主义减税刺激计划，如工资税减免政策。当然还有白宫前街的游说集团，也在尽他们的职责促进“经济复苏”，在他们的推动下，实施了无数的企业税收减免方案。

因此，国会预算办公室在2012年财政收入的预测上出现1万亿美元缺口，是经济增长乏力和更多减税计划的双重因素影响下的结果。毋庸置疑，国会预算办公室10年前预测中出现的两个错误，几乎肯定会在当前10年基准预测中再次出现。

出于同样的原因，10年前，国会预算办公室预测2012财年的联邦财政收入将占GDP的20.5%，与现在它预测2022财年财政收入占GDP的21%几乎完全一致。事实上，2012年的财政收入仅占GDP的16%，这意味着在2012财年中出现的1万亿美元的财政收入缺口，1/3是由经济表现不佳导致的，而其余部分则是由各种旨在掏空财政收入的立法行动造成的。

但这一次国会预算办公室出现预测错误的原因与之存在十分巨大的差别。在2000年8月，联邦财政收入创下了历史新高，达到了GDP的20.5%。因此，尽管在随后的10年里，在GDP中的占比下降至15%~16%，与国会预算办公室的预测存在大幅度的偏差，这的确让凯恩斯主义乘隙而入，来推动GDP实现微幅增长。由于在联邦政府的资产负债表上还有腾挪空间，所以很幸运地从未出生的工人和纳税人那里窃取了未来GDP，实施了赤字融资下的减税计划。

但这一次，凯恩斯主义将遭遇狂风暴雨般的袭击。税收收入在GDP中的占比已经达到50年来的最低水平，根据国会预算办公室对2022年的基准预测，这个占比数字预计将会上涨1/3，即恢复到21%。毋庸置疑，围绕着更高的税收政策在国会出现的政治争斗，以及税收政策调整对实体经济产生的无情挤压，都将造成就业率、工资收入和GDP出现大幅度的下降。

## 经济前景日落西山

在增税议题上，政治争斗也将与目前国会预算办公室基准预测中财政支出上的错误因素产生复合作用，其原因十分简单，与国会预算办公室乐观的经济假设相比，一个增长乏力、债务累累的国家经济将会导致就业下降、贫穷和经济困境。因此，转移支付的支出将比基准预测出现大幅度的上涨。

正如前文所述，就过于乐观而言，国会预算办公室的预测报告让美好前景都黯然失色。例如，按照上文中提及的10年工资性收入的增长预测，到2022年工资性收入的年度增长将达到4.5万亿美元。如果按照过去10年实际的3%增长率计算，年度增长的金额只有2.3万亿美元。至少可以说，2.2万亿美元的缺口相当于很大一块虚拟的中产阶级的收入。

同样，国会预算办公室的基准预测提出假设，在未来10年里将新增2 000万就业岗位。在国会预算办公室中工作的那些财会专业人员根本不负责任，漠视过去10年实际非农就业人数几乎是零增长的事实，还在编造未来就业人数出现蓬勃增长的假象。其结果是，在国会预算办公室编造的美好前景中，没有计算在内的转移支付金额每年可能高达2 000亿美元。

这种潜在的大幅度低估现象还会重复出现。在2002~2012年的基准预测中，国会预算办公室估计，2012财年社会福利和其他强制性支出将高达1.85万亿美元，占GDP的10.8%。而实际支出为2.1万亿美元，占GDP的13.2%。尽管2 000亿美元缺口中有一部分是由立法法案更改造成的，如医疗保险制度第四部分的处方药计划，但超额转移支出中绝大多数是由远弱于预期的国民经济增长所造成的。

事实上，国会预算办公室对强制性支出严重估计不足，核心就在于它低估了劳动力参与率的水平。如果劳动力参与率在2002年66.5%的水平上维持不变，那么在2012财年平均失业率将为12%左右，与此相比，国会预算办公室估计的失业率为5%（实际平均水平为8.3%）。

这一情况说明，整体失业率在很大程度上与联邦转移支付的成本没有对应关系。真正的推动力是所谓的就业与人口之间的比例，也就是指成年公民就业的比例，包括兼职就业。按照定义，那些没有就业的人群可能会接受失业保险金，通过经济情况调查的福利，如食品救济券，或者被纳入残疾保险名册参加社会保险计划，或者提前退休参加社会保障计划。

事实上，这就是过去10年的真实情况。就业人口比例从2002年的62.5%下降到2012年平均58.5%的水平，这个比例下降意味着有超过1 000万的成年公民没有就业。整体上看，在这一时期，没有就业的成年公民（16周岁以上）数量，包括正常途径退休人员，从8 200万上升至1.01亿。正是由于没有就业的成年公民人数上升了1 900万，才导致了转移支付的金额大幅度上涨，这也就是国会预算办公室的基准预测会对联邦福利计划支出产生严重低估的原因。

这种情况几乎肯定会再次出现。由于美国经济将遭受高税收和高储蓄率的打击，所以，未来10年，根据家庭调查报告，如果能够新增700万就业岗位，那将会是非常幸运的。由于在过去泡沫经济时期，在家庭调查报告中也只不过新增了700万就业岗位，所以如果未来10年还能增加700万的话，将是相当大的成就。即便如此，到2022年，没有就业的成年公民人数将会继续增加到1.13亿，这个数字大大超过了国会预算办公室的基准预测提出的人数。

这种曲棍球棒现象<sup>[135]</sup>不断循环往复，导致长期预算预测出现过于乐观的情况。这在残疾保险、失业率、食品救济券和其他通过经济情况调查的福利计划预测上表现得尤其突出。根据预测，这些核心的最低社会保障计划将大幅下降，在扣除通胀因素后，降幅高达25%。无论如何，这根本讲不通，尤其考虑到在过去10年最低保障出现急剧飙升的局面。

以2012年不变美元价值计算，最低保障计划从2002年的1 600亿美元上升至目前（2012财年）的2 700亿美元，每年的增幅为5%左右。其中最主要的增长因素为食品救济券，以不变美元计算，从250亿美元上升至800亿美元；而残疾保险则从900亿美元上升至1 400亿美元。这些保障计划的待处理申请数量和成本出现爆发式增长，背后的原因不会很快消失。换言之，美国经济正在衰退，使得越来越多的成年公民走投无路，只能依靠政府的救助。

因此，国会预算办公室预测最低社会保障计划将走出反转趋势，到2022年下降至2 000亿美元的水平，这实在是匪夷所思，考虑到前文提及的可能状况，即成年公民失业人数将增加1 200万，更是难以置信。因此，即使最低保障计划在目前基础上以2%的实际速度增长，到2022年这些保障福利的名义支出也要比国会预算办公室的基准预测多出1 500亿美元。

这些趋势生动地反映了，凯恩斯主义国家治理最终将以政治瘫痪和日益衰落的冲突而告终。确实，如果站在一个更高的角度看整个框架，那么似乎注定会出现这种结局。由于美国经济背负着54万亿美元的债务，即在凯恩斯主义时期，日积月累的奢靡生活导致出现国民收入3.6倍的杠杆率，因此，美国经济甚至无法以历史平均的速度继续增长。

与此同时，由于“婴儿潮”一代正进入老龄阶段，以及后凯恩斯主义经济无力创造新的就业机会，失业人口将增加。因此，面对日益枯竭的财政资源，国家将被难以逾越的福利需求压垮：在2002~2022年，成年被抚养（如没有工作）人数很有可能从8 200万上升至1.13亿，增幅将近40%。

正是在这一背景下，漏洞百出的最低保障体系和社会保险体系将使国家遭受痛苦的折磨。随着被抚养人数继续增加，上文提及的最低社会保障福利的待处理申请数量和支出也将大幅上升。同时，也会出现更多财政支出流向医疗补助计划和社会保险计划的情况，尤其是退休年龄的公民将被迫只能完全依赖其社会保险和医疗补助。即使在这两项计划上待处理申请数量或利用率出现1%~2%的增长，也将导致联邦财政每年增加500亿美元的额外支出，但完全可以想象，实际会出现比这更大规模的增长。

总而言之，国会预算办公室预计到2022年，社会保险和通过经济情况调查的最低保障计划将达到3.5万亿美元，占预计GDP的14.1%。与此相比，在上文提及的“不美好前景”情况下，并且对国会预算办公室在被抚养人口、待处理申请数量和福利支出等方面低估的数值进行最低限度的修正之后，这些福利保障计划的财政支出将超过3.7万亿美元，占GDP的16%。换言之，按照最近颁布的“新年”税收政策进行测算的联邦财政收入，在国防、政府行政管理或债务还本付息上不花费一分钱，全部用于社会保险和最低保障计划，都将使国家财政捉襟见肘。这里暗藏杀机。

## 新保守主义势力拿起了武器

之所以说在永久财政悬崖议题上的争斗将难以想象的残酷，是因为



在里根时代，共和党就已经被现代帝国主义所控制。其结果是，由于它不断地寻求立法行动，为旷日持久的侵略和占领战争提供必要的资金保障，所以保守党无法承担起公共财政守护者的天然职责。正因为如此，为了新保守主义势力获得他们的武器，在面对自由主义福利要求时，它只能忍气吞声、步步退让。

这里又一次出现了背叛。在1952年共和党总统候选人的提名中，罗伯特·塔夫托和艾森豪威尔之间进行了激烈的争夺，但他们中没有人信奉美国应该承担起全球警察的帝国责任。当克里姆林宫里偏执狂式的独裁者图谋压倒性的核威慑战略时，艾森豪威尔只是提出了最低限度的遏制战略。由于最低限度战略避免了地面战争和大规模发展传统军事打击能力，所以财政支出相当有限。由于艾森豪威尔选择站在参议员塔夫托和胡佛的传统立场上，从而导致军队最高将领愤然辞职。塔夫托非常正确地争辩道，一支“空中骑兵部队”将能够维持核和平，同时又能够避免在地面上部署一支骑兵部队，从而无须劳民伤财地在全球各地建立起数百个堡垒、兵站和补给线。

现在，由于美国已经没有工业化国家敌人，因此甚至连空中骑兵部队都没有存在的必要。以2012年不变美元计算，艾森豪威尔最低限度战略的财政支出将达到4 250亿美元，因此，即使把它放到今天，都是一种多余的奢侈品。但正是在这点上，体现了共和党新上台的新保守主义势力所具有的严重破坏性。

克林顿果断地对军工联合体进行收缩，以适应冷战后的世界格局，把它控制在比艾森豪威尔的最低限度再略微低一点儿的水平上。以2012年不变美元计算，克林顿卸任时的财政预算为3 850亿美元，这种具有划时代意义的国防预算缩减却被新上台的切尼-拉姆斯菲尔德新保守主义势力彻底制止了。如同1981年里根上台后整个国防发展战略被彻底逆转一样，新的战争国家战略被重新激活，获得了长期的发展空间。

因此，2012年国防支出达到了7 000亿美元，以不变美元计算，比克林顿卸任时完全足额的预算高出了将近80%，而且其中还不包括大约500亿美元的安全援助和对外援助——这部分援助的金额在过去12年里大幅增加。但由于自动减赤机制，当国会无意中一次性削减每年550亿美元的国防支出时，这无疑让共和党内新保守主义分子暴跳如雷，包括罗姆尼和瑞恩，好像空中骑兵部队马上就要掉下来似的。

事实上，按照国防部的自动减赤机制，到2022年以不变美元计算的

国防支出约为6 200亿美元，只是比目前被大幅注水的预算规模缩小不到10%而已。目前的国防支出与21世纪国家安全没有任何理性的关系，只是为了让那些将领们和军工联合体生意兴隆而已。实际上，在自动减赤之后，国防预算仍比艾森豪威尔最低限度的预算高50%，这种令人震惊的事实生动地展现了新保守主义势力自始至终的财政恶行。

在当今世界，最有价值的无疑是军人和军事装备，也就是指维持庞大大陆海军队的士兵们和在全球范围内实施干预、入侵、占领和补给的军事能力。其中一个生动的例子就是，美国为了在兴都库什山地区维持军事存在，每周补给供应的花费就高达5亿美元。与此对照，现在成本越来越低的是硅、随时待命的核威慑力量和以卫星等高科技为基础的情报收集能力。

因此，共和党急需出现一位像艾森豪威尔或塔夫托的领袖，在财政上始终恪守厉行节约的原则，而在国家安全政策上坚持实事求是的务实风格。但在国会国防委员会中到处都有切尼和拉姆斯菲尔德的党羽，因此，无论对现行国防预算政策是否进行自动减赤，也就是6 200亿美元和7 000亿美元的狭窄空间，他们有能力发动一场全面国会战争，以把国防预算维持在这个区间的上限。正因为如此，这种行动只会浪费保守党的政治资源，造成财政悬崖状况不断延续和恶化，而不是向美国人民展现正确的前进道路。具有讽刺意味的是，凯恩斯主义国家正走向失败，其原因在于，理应与之抗争的保守党却迷恋上航母作战群和巡航导弹，以及纯属新保守主义势力捏造的所谓新伊斯兰世界的幻觉。

## 财政悬崖和财政缺口

国会预算办公室发布的当前10年预算基准预测应该被彻底废除，因为其中不断重复出现的都是毫无根据的乐观经济前景和政策假设，根本没有反映出陷入胶着状态的华盛顿政治现状——这在2012年年末第一轮财政悬崖争斗中展现得淋漓尽致。诚然，我现在无法接触到那些创建预算预测的大规模计算机模型，但我依然记取着当年“美好前景”所带来的苦涩教训，也谨记制定国家财政方针大略的政治准则。

其中最重要的是，无论是当初5年周期，还是现在更加荒谬可笑的

10年周期，长期预算基准预测绝对是一种非常有害的经济手段。它把预算编制变成不合逻辑和毫无根据的数字游戏，使得政客们把国家带入目前债台高筑的窘境，而同时却伪称财政赤字将被削减、国家财政实力在未来可以得到恢复。事实上，财政悬崖将永久存在于美国社会，它是晚期财政毒瘤所表现出的恐怖症状，而且在10年预算预测的幌子之下，这个财政毒瘤已经扩散到我们财政体系的每一个组织中。

毋庸置疑，凯恩斯主义理论和权贵资本主义货币政策已经完全掌控了华盛顿，国家的政治治理已经错失良机在本财年或下一个财年中实行诚实的财政预算。相反，基于临时多数的最后时刻危机行动，国家将继续最大限度地增加本财年的财政赤字，并且在毫无意义的10年预算预测的掩护之下，继续扩大财政的巨大缺口，直至财政最终破产。

因此，永久财政悬崖把凯恩斯主义教授们钉上永恒的耻辱柱，从海勒到拉弗，他们向政治家提出的财政建议最终导致国家陷入财政混乱。为了试图改善自由市场上人们的工作效率，他们却开启了大变形。换言之，国家无法阻止白宫前街游说集团的掠夺和权贵资本主义的抢劫；这些“强盗”来自五湖四海、各行各业，从GE到高盛，从棉花带的种植户到全美汽车工人联合会，有木材大亨，也有乙醇提炼企业家，更有来自风投行业的投机家，有在医疗补助计划的资助下开诊所的，也有生产电动轮椅车的企业家，等等。

然而，对国会预算办公室10年基准预测进行大幅度调整，显示了为什么现在想要从财政悬崖的困境中脱身、避免掉入万丈深渊为时已晚。国会预算办公室在2012年1月发布的预测显示，在未来10年里联邦支出总额将达到45万亿美元。但若根据“不美好前景”测算，并且考虑到2012年总统大选期间两党在社会福利和国防支出上的承诺，以及午夜时分第一轮财政悬崖危机的解决方案，联邦支出金额很容易就突破50万亿美元的大关。

其中的两万亿美元额外支出主要是目前测算中在社会最低保障和社会保险支出上出现的缺口。另外，削减预测中被严重高估的财政收入后，造成利息支出增加两万亿美元。余下的部分主要来自未自动减赤的国防支出和可自由支配的国内支出，这两部分支出计划分别获得了共和党与民主党中嘈杂派系的支持。

在预算的另一边，国会预算办公室在10年基准预测中估计，财政收入将达到41万亿美元，这绝对是错误的。根据以过去10年名义GDP和工

资性收入增长幅度为基础的非美好前景，并且考虑到后财政悬崖危机的税法，10年联邦财政收入只有30万亿美元。总之，随着国家开始展开与永久财政悬崖的长期缠斗，等待我们的将会是20万亿美元的财政深渊。

毫无疑问，两边都会在一定程度上做出少许妥协，但与隐藏在国会预算办公室障眼法之后的20万亿美元巨额赤字相比，这些妥协实在微不足道。如果民主党在所谓的社会最低保障生活费用调整中做出妥协，使用链式CPI，那么在未来10年里，将会节省2 000亿美元的财政支出。同样，如果共和党同意把年收入超过45万美元的家庭税率调整至克林顿时期的水平，那么在未来10年里，它将为增加约6 000亿美元的额外财政收入铺平道路。事实上，这些妥协将引发各党派和支持者爆发激烈的冲突，但妥协所带来的成果分别只相当于实际财政缺口的1%和2%。

事实上，只有彻底废除战争国家战略和福利社会政策，才有可能真正逆转乾坤。如果国防部大幅减少支出（削减40%），退回至艾森豪威尔最低限度的支出水平，同时，大规模采取通过经济情况调查的社会保险计划，把社会最低保障和医疗保险计划的支出降低1/6（每年节约4 000亿美元），那么到2022年，年度财政支出将减少5万亿美元左右，财政支出占GDP的比例下降至21.7%。尽管财政支出在GDP中的占比数字无疑只是虚拟的，但这正好就是里根第二任期内曾经实现的财政支出水平。由于到2022年美国人口比当年要老了40岁，所以如果能够再次实现里根时期的支出标准，那会是个奇迹。

毋庸置疑，随着峰值债务的到来，也意味着财政收入必须增加到GDP 21.7%左右的水平。以整数来表示的话，这相对于目前共和党低税率政策福音来说，将每年增加两万亿美元的税收。理论上，如果对组成GDP个人消费支出科目的绝大部分项目，征收15%的消费税或增值税，那么这个目标是可以实现的。

在一个日落西山的经济体中，为了恢复财政实力，或许开征增值税是唯一可行的解决办法。但在过去50年里，国家实行了凯恩斯主义财政挥霍政策，导致国家政治文化深受其害。在这种情况下推行开征增值税的前景，将会与施韦克在1981年5月推行社会保险一揽子改革方案时遭遇相同的命运：甚至无须10天的等待，在参议院将会迎来全票反对的悲惨结局。

## 权贵资本主义的压轴大戏

随着国家陷入永久财政悬崖的纷争之中，面对隐藏在背后的20万亿美元财政赤字，财政政治将堕落为血腥的派系运动。在这种不幸的竞技舞台上，各种权贵资本主义的帮派为了维护自身的利益，使出浑身解数拼死相争，从而进一步剥夺了普通纳税人和公民的权利，使得他们在华盛顿的政策交易中人轻言微。在这种背景下，军工联合体和房地产抵押贷款金融联合体将是最耀眼的角斗士，但他们维护自身利益的力量仅仅展现出所有权贵资本主义帮派的真实面目，这些帮派包括小打小闹的能源组织、医疗保健联合体，尤其是华尔街的投机集团。

军工联合体的案例生动地反映了现在国防部预算的主要目的是创造就业和推动制造业经济的发展，而不是维护国家安全。本·拉登已经死了，美国也摆脱了伊拉克战争，阿富汗的战争浪潮逐渐减弱，“基地”组织也已经只剩下几百个战士，只能躲藏在也门、马里和索马里荒凉的堡垒中。国防预算却没有实打实地削减一分钱的支出，依然维持在切尼——小布什执政时期的历史高位水平。

正如前文所述，非理性或毫无意义的军事支出随处可见其长期存在的痕迹：在国防部的预算中每年投入资金更新M1主战坦克，而事实上，就我们所拥有的9 000多台具有超级杀伤力的履带式机器来说，绝大多数毫无用武之地。同样，迄今为止，国防部的文职官员和员工人数多达80万，与军事人员的比例为1：2。而且，现役武装部队人数还是150万，居高不下，同时还有110万的预备役军事人员。这是一个以占领和入侵为目的的庞大战争机器，实际上根本没有任何防御的目的。

这就是为什么我对即将到来的财政破产确信无疑。美国人讨厌战争，拥有一位“和平总统”，而且没有一个拥有现代军事能力的敌人。但国防部却无法停止庞大的国防支出，不仅没有在总量上减少，也没有停止毫无意义的坦克现代化项目，更没有减少高达2 500亿美元文职和战斗人员的工资。总体而言，这支部队并没有一项正当的使命。

同样，在美联储的大力帮助下，庞大的房地产信贷机构联合体和税收补贴几乎摧毁了美国住宅房地产市场。但在房地产市场崩溃5年后，房利美和房地美一点儿也没有改变其公司章程，所有业务悉数照旧，联邦住房管理局的业务范围则大幅度扩展，在封闭税收漏洞、扩大



征税范围的运动还没有开始时，原先住宅业主享受的税收补贴却已经被取消了。

更重要的是，目前主要是4家巨型银行几乎垄断了住宅抵押贷款发放和还本付息业务，它们是摩根大通、花旗集团、美国银行和富国银行。在抵押贷款出现大规模违约时，这些银行在各种欺诈性和掠夺性业务经营上达成的和解诉讼，其金额合计达1 000亿美元之多。但市场交易商却倾向于忽视诉讼带来的负面影响，认为对资产负债表的影响只是无意义的“一次性事件”。与此同时，银行支付的和解赔款并没有流向律师，相反用于买断不良物业资产，使其退出市场，而赖账不还者继续保留居住权。这种操作的效果是银行到处发放不公平的意外收益，并且阻止市场发挥价格发现的作用。

更糟糕的是，在美联储对抵押贷款利率实行压制的政策下，这4家银行对市场上10万亿美元的抵押贷款池继续进行频繁的融资交易，虽然看似没有创造价值，但它们却从每一次住宅再融资中搜刮了非常可观的利润。与此同时，大型华尔街银行正源源不断地使数十亿美元的高风险贷款流向杠杆收购投机交易的新生事物，也就是为先买后租资本提供杠杆资金的新业务。在原先疲软的房地产市场中，这种业务模式现在已经占到成屋销售量的50%以上，如凤凰城、南加州、拉斯韦加斯和佛罗里达。

有一件事情确信无疑：在次贷相邻社区进行大肆炒房的快钱掠夺者，是不会开设经营性商店从而成为长期房东的。他们不会购买割草机，供应暖通空调的维修零配件。相反，他们会成立本地炒房市场，这样的话，他们就可以在搜刮炒房收益之后，如同击鼓传花一样把房子最后传给那些几乎不存在的先买后住、坐等涨价的住宅业主。总之，在美联储、大型银行、住宅开发商、房地产游说机构以及华尔街投机者之间，业已崩溃的住宅房地产市场根本不可能出现复苏，实现供需平衡和价格稳健的目标。

相反，住宅房地产市场将依然是金融游戏场，在这里，权贵资本主义帮派势力能够从纳税人和银行储户那里搜刮到数百亿不义之财。事实上，房地产市场急需实行严厉的改革措施，对半个世纪以来的集权主义变形进行一番大扫除。但由于华盛顿的统治已经陷入瘫痪，并且受到永久财政悬崖的控制，与此同时，国家经济出现了永久“疲软”的症状，急需实施“房地产刺激”，所以尽管磕磕碰碰，但权贵资本主义和他们在白宫前街的代理人终将窃取暴利。这个国家巨大的房地产市场将依然作为

瓜分赃款的场所，在这里，投机者和大型银行频繁进行炒作，而几年之后，当“婴儿潮”一代陷入财务危机时，他们将绝望地把自己的住宅抵押出去，以拿到相当可怜的回报。

## 能源帮的诱人歌声

的确，当自由市场经济变得越来越疲软时，权贵资本主义帮派势力却越发胆大妄为，在创造就业和推动经济复苏的幌子下，对公共财政进行无情的掠夺。没有比能源领域更能突显这种经济怪相，在这一领域中流传着一种奇谈怪论，称一桶昂贵的国内能源要好过一桶便宜的进口能源。因此，无论是黑色能源还是绿色能源，它们的游说机构排着队等待公共财政拨款，随时准备严厉保护已经获得的财政补贴，并且以能源行业正在复苏、将创造数百万美国就业岗位为理由，积极寻求更多的财政资助。事实上，无论是黑色能源还是绿色能源，这些能源帮正在进行利益交换，其猖狂程度很快就使得农业卡特尔都感叹自己胆小如鼠。

但能源帮提出的核心观点是站不住脚的，即他们宣称美国石油和天然气的生产正在复苏，如果有足够的税收优惠政策、超低利率的联邦贷款和直截的财政补贴，这种行业复苏的景象将扩展到所有等待振兴的行业中。事实上，美国石油产量近期昙花一现，仅仅是过去40年产量持续下降趋势中偶尔出现向上跳动的现象。至于大家都在讨论的巴肯和得克萨斯地区页岩油的生产，2012年美国的日产量只有640万桶，比1995年的产量还要低，与1970年的产量相比更是下降了33%。

正如前文所述，最近在页岩气的生产上出现的短暂繁荣是由于美联储实施利率压制政策，导致在华尔街开采出超低利率的债权资本，而不是由于发现新的油田或者采用了新的开采技术，如水力压裂法。事实上，美国本土48州是地球上曾经进行最密集油气井开采的地区——在人类历史上75%的钻井开采发生在这块大陆上。因此，目前所剩的都是高成本、低品质的碳氢化合物储量，如在页岩层的油气资源，只有投入大量物力、消耗大量资本，才能开采出这些页岩油气。

这意味着，除非融资成本低廉，并且世界油价维持在每桶100美元左右，否则，进行页岩油开采得不偿失。因此，当下一个世界性经济衰

退出现，油价下跌至每桶50美元时，北达科他州页岩油产区将重新变成荒芜之地。这与目前页岩气产区出现的情况十分相似，当初在超低利率资本的推动下，页岩气开采兴旺，但现在由于天然气的价格处在历史最低点，页岩气的开采就出现了严重的得不偿失现象。

因此，40年前，当尼克松愚蠢地设立能源部的时候，能源自给的诱人歌声就开始响起，现在只不过换了一种音调再次唱响。与此同时，石油和天然气的产量从原先的历史低位增长到每天约300万桶，与美国经济每天消耗2 800万桶石油和天然气相比，这仅仅相当于占消费总量的10%，即使油气产量出现微幅增长，也与就业问题毫无关联。

事实上，石油天然气开采业的总就业人数只有19.5万，仅仅比2008年秋的就业人数增加了3万。当年，伯南克通过华尔街开采基金和其他高收益投机工具，向石油和天然气产区注入了超低利率的债务。因此，页岩油气泡沫很有可能成为下一个破裂的泡沫，而寻求下一波政府救助的将会是，那些近年来从沙漠地带转战至布莱克丘陵地区的垃圾石油投机者。

与此同时，每年浪费在能源税收减免、补贴和退税上的财政支出高达1 000亿美元。各种黑色和绿色能源领域的企业和机构全都在促进就业和增长的名义下，大声疾呼并寻求财政资助，但绝大多数受益企业在真正的自由市场竞争中寸步难行。事实上，这些受国家保护而变得非常脆弱的能源企业处境十分艰难，甚至风电企业都成功地爬上了圣诞树，在2013年新年通过的减税方案中分得了一杯羹。这其中的寓意十分深刻：风电企业享受了免税优惠，国家却破产了，能源领域的权贵资本主义则拿到了战利品。

## 国家的终极变形

就对公共财政掠夺而言，医疗保健联合体完全成为一个统一联盟。它对自由市场造成最恶劣影响的就是雇主健康保险：如果它也像其他工资性收入一样纳税，那么这个保险产品根本就不会诞生，因此，它根本就不是保险，只不过是一种支付给医疗服务机构的预付款。如其他扭曲自由市场的变形一样，今天，每年在雇主健康保险计划上投入的2 000

亿美元巨额税收补贴，与当年罗斯福新政在战争时期推出的特别措施一脉相承。

当年，工会希望提高工资收入，但罗斯福政府对工资和价格实施管控，不希望公开打破工资帽，因此，他们邀请工会成员在下班之后通过后门悄悄拜访国税局。在1943年的某天，经过长时间谈判之后，政府颁布法令规定，员工工资中向医疗服务机构支付的预付款部分可以享受免税。余下的历史故事也就顺理成章：所谓的雇主健康保险计划在推高医生和医院收费价格的同时，又让医疗机构的消费者感觉不到现金支付的压力，从而消除了它们之间的巨大的差别。

久而久之，卫生保健价格在自己垄断的领地里疯狂上涨，远远超过了其他产品。例如，在过去半个世纪，CPI上涨了8倍，医疗服务机构的工资收入上涨了10倍，医院每天的成本上升了40倍。尽管医生费用、药品、检测和其他大部分保健服务的价格没有出现爆发性的增长，但背后根本的原因是一致的：由于医疗机构和消费者已经大幅度提高了医疗服务的频率和费用，现在，常规保健服务已经不属于可受保的风险。

例如，在某些极其明显的年龄段，肥胖和糖尿病的患病率相当高，因此，在这些人群中推广健康保险相当于为纵火犯提供火灾保险。同样，长期以来有相当明显的证据显示，每10万人口中所有手术治疗的发生率，会随着该地区医院中外科医生数量的增减而变动。事实上，由雇主提供的医疗保险是这个时代最大的变形之一，它根本不是自由市场中真正的医疗保险，只不过是另一种形式的社会保障养老金。因此，它是用税收补贴堆积起来的成本池，其中充斥着过度医疗、过高定价和搭便车消费的现象。

如果雇主健康保险的问题主要出现在这些保险计划所覆盖的中产阶级（约1.7亿人），那么将会导致经济效率和公平的成本大幅度上升，但这些还不是对自由市场最严重的损害：工人们把他们的部分收入不必要地转移给了医生和医院，因此，整体上来看，卫生保健资源都出现过度消费的现象。这里又出现了一个难以克服的问题，过度消费严重损害了无辜普通公民的利益：卫生保健价格疯狂上涨意味着，大部分没有参加雇主健康保险计划的公民最终因为卫生保健的价格过高而望而却步，这些群体包括贫困人群、自由职业者和那些被现有医疗状况排除在外的公民。

因此，一个由国家制造的市场混乱又引发一个混乱。早在20世纪60

年代中期，贫困和老年群体就已经受到社会的排挤，因此，约翰逊通过医疗保险和医疗补助计划，大规模更新了罗斯福新政中社会保障的内容。这两项计划显著和预期的目的就是，向由于卫生保健价格过高而被排除在外的失业群体有效地提供补充性收入，但约翰逊无意之中打开了方便之门，使得权贵资本主义乘机取得了空前伟大的胜利。

这其中巨大的漏洞在于，约翰逊并没有计划以现金的方式向困难群体发放补贴，相反，他把贫困和老年群体的身心健康问题托付给了卫生保健机构，并且向困难群体发放了预付费的医疗卡，但在成本分摊上对患者有最低自付比例的要求。这是最糟糕的情况，在更庞大的医疗保险计划上更是如此，因为它以平均成本来计算整个退休群体所需的医疗费用，然后从工资税和其他一般性财政收入（针对补充医疗保险）中划拨相应的费用支出。毋庸置疑，它把卫生保健领域的服务和资金保障彻底分开了，而且在这过程中，很快就出现了两个巨大的国家变形。

由于在医疗保险计划中没有实施经济情况调查，所以整个退休群体就成为一股强大的政治力量。由于是第三方（如纳税人）支付系统，患者成本分摊机制将有助于抑制医疗费用爆炸性增长，但退休群体反对任何形式的患者成本分摊措施。因此，针对医生服务的医疗补助费用一开始是按照医疗费用的50%设定的，但很早以前这个比例就已经下降到不足25%，按照目前医疗费用的水平，这部分医疗保险计划支出每年将以1 000亿美元的速度增长。同样，任何试图在医疗保险计划中实质性提高自付比例或共同支付比例的议案，都将遭到美国退休者协会和其他退休游说机构的反对。

更重要的是，在设计医疗保险和医疗补助计划时，荒谬地采取了对受益人实行社会主义，而对卫生保健服务机构实行资本主义或两者相结合的方式。尽管这两项计划都旨在通过使用率和报销上限等控制手段，对卫生保健服务机构进行规范和监督，但这台庞大笨重的官僚机器是在一个本质上不对等的竞技场上，与对手进行抗争。它所面对的强大对手是以白宫前街为代表的利益集团，以及以华盛顿政治行为委员会为主导的政治势力，有组织的代表机构几乎包括了所有的医学专业团体、供应商以及医疗卫生设施。

医疗保险和医疗补助计划成为权贵资本主义猖狂肆虐的领地，而不是资本主义公平竞争的市场，这完全可以用事实来证明。1970年，当这些计划完全投入运行之后，医疗保险和医疗补助两项计划的费用，包括国家为医疗补助计划提供的配套资金，合计150亿美元，约占GDP的



1%。30年后，这些费用上升至3 750亿美元，在GDP中的比例上升至5%。今天，这两项费用合计已经超过了1万亿美元，预计到2022年，将会达到2.4万亿美元，占GDP的比例将高达10.5%。

不言而喻，在过去50年里，老年和贫困群体的医疗卫生需求并没有以GDP 9%的速度增长。实际上，国家为不能参保的医疗服务提供了一个巨大无比的保险池，然后邀请医学界加入华盛顿最庞大的权贵资本主义游说活动之中。例如，在1965年，美国医学会参加了反对医疗保险计划的运动；但到了2010年，为了换取一个对医生更友好的控制体制，美国医学会不惜出卖自己的灵魂支持奥巴马医改计划。正是这个控制体制，在未来的岁月里，将会导致奥巴马医改计划费用呈现爆发性增长的局面。

事实上，70年前，雇主健康保险计划从所得税中分离出来，而今天，奥巴马的医改计划是雇主健康保险计划的终极游戏。在以雇主为基础的庞大资金池，以及由医疗保险和医疗补助计划管理的、更加庞大的资金池的共同推动下，医疗保健的费用不仅越来越高，而且产生了价格歧视的有害体系，这在自由市场中是完全违背常理的情况。那些所谓医疗服务的大买家，有庞大医疗保险计划做后盾，又有专业管理人员进行运营，可以为他们提供比“门市价”（如标准收费价格）更优惠的“折扣”（25%~75%不等），从而迫使针对普通患者的门市价越来越高，受此影响的包括小型雇主健康计划和个人医疗保险的参保人员。

因此，奥巴马医保计划交换机制便应运而生，其本质原因就在于另一部分人群的医疗保健主权被整个体系抛弃了。自由职业者、兼职就业的工人和小型企业业主成为三等公民，急需国家进行干预，为他们提供恰当补偿，以弥补最初由雇主支付的医疗保险出现扭曲而遭受的损失。他们提出补偿的理由与医疗保险和医疗补助中出现的歧视现象完全一致，换言之，兼职就业的工人和自由职业者同样遭受了权贵资本主义医疗体系的价格歧视，这与老年和贫困群体的遭遇一模一样。但在奥巴马医保计划中，参与国有医保计划交换的门槛为每户家庭年收入9万美元，因此，由公共财政补贴的预付费医保计划，其平均水平的医保费用必将出现难以想象的爆发性增长。

现在已经很清楚，由权贵资本主义驱动的医疗保健体系正在摧毁美国的经济，没有比下列数字更具有说服力的：1960年，全国医疗保健支出相当于人均150美元，总量占GDP的比例不足5%；到了2000年，人均医疗保健支出上升至5 000美元，总支出占GDP的比例高达13.8%；今

天，人均支出已将近9 000美元，总支出占GDP的18%以上。

诚然，对于政策专家来说，这些发展趋势人所周知，也令人不禁唏嘘不已。但其背后的故事并不为人所知，同时也是凯恩斯主义国家统治正走向彻底破产的原因。换言之，随着自由市场经济由于债务累累、货币超发和财政挥霍而走向失败，越来越多的美国人将加入“三等公民”的行列，分享医疗保险、医疗补助和奥巴马医保计划交换机制之下的国有医保资金池。

随着财政资金越发紧张，蛰伏在这些资金池中的权贵资本主义帮派势力将广泛动员各种游说力量，并充分利用各种活动利益抵抗严厉的监管和成本控制。在华盛顿的权力走廊里即将爆发徒手肉搏式的战斗，这必将导致财政治理流程继续陷入瘫痪；正是这种战争所显示出来的非对称本质，才会导致国家最终陷入破产。

## 日落西山的央行

在稳健货币的体制下，难以想象会出现20万亿美元的财政赤字，自由市场也不会到处寄生着各种权贵资本主义的同盟，依靠着公共财政和国家监管的权力而养得脑满肠肥。事实上，一剂自由市场利率的强力泻药将会使传统的谨慎财政文化枯木逢春，从而为政治家提供所需的保护，来设定预算上限、权衡取舍、平衡财政账户。

在过去几十年里，当选的执政者所急需的是间歇性地用两位数的利率突袭市场，甚至不惜把利率推高到20%。高利率的货币政策插曲是向政客们发出的市场信号，提醒他们赤字财政的真正成本，从而让他们有理由对赤字融资下的减税增支政策叫停。

这里隐藏着格林斯潘-伯南克实施金融压制和财富效应政策的真正罪恶：它以货币集权计划管理的名义摧毁自由市场的利率机制，从而让民主政客们摆脱传统财政准则的束缚。但货币集权计划管理模式不可能长期维持下去，与此同时，超低管理成本的债务将把国家的财政预算变成财政的末日机器。

正如前文所述，金本位制下的美元才是健全财政的真正体现，1914~1971年，它历经坎坷，最终也没能逃脱被彻底废除的命运。即便如此，在1913年《联邦储备法》奠基者的世界观中，还闪耀着另一个退而求其次的方案。它就是所谓的“贴现率的调动作用”，是伟大的英格兰银行理论家沃尔特·白芝浩在他著名的禁令言论上所展现出来的。在关于央行在面对金融危机时是否应该自由印发货币的问题上，当白芝浩如平常一样被要求发表意见时，他提出限制条款显然更加重要。换言之，他认为央行应该以惩罚性贴现率对合格抵押物发放贷款。

在狭义上，按照白芝浩的规则，在2008年9月，摩根士丹利绝不可能用1 000亿美元的垃圾抵押物，向美联储贴息窗口进行贴息抵押。但广义上，如果在后沃尔克时代，美联储采取可调动贴现率政策，而不是金融压制政策，那么摩根士丹利的那堆垃圾资产从一开始就不可能被创立或累积起来：这完全是超低利率和美联储诱发套利交易的产物。这是“黑莓恐慌”时期蔓延在整个体系中的金融和财政变形所体现出来的一个案例和一种表现症状。从这种相同的、十分卑鄙的央行政策中滋生出来的联邦债务日趋增高，而由华尔街创造出来的垃圾证券堆积如山。

在可调动贴现率政策下，华尔街和财政政策的变形都不可能存在。根本就不存在货币集权计划管理者来驱使这种变形，也不会存在“货币政策政治局”来提供市场上涨期权，当然也不会有信誓旦旦的保证：高利率的噩梦不会出现在华尔街进行杠杆投机的交易商身上，财政放纵政策不会出现在白宫和国会的政客们身上。

的确，在可调动贴现率的机制下，根本没有必要在美联储设立联邦公开市场委员会。拥有合格抵押物的合格银行，在万不得已的情况下，可以到美联储贴现窗口获得贷款，但它们总是偏好从银行间市场获得隔夜拆借资金，以避免支付白芝浩式的惩罚性贴现利率，一般而言，惩罚性贴现利率要比市场利率高200或300个基点。其结果是，在银行间市场对短期信贷需求严重紧张时，美联储的贴现利率也将上涨得更高。随着贴现率越来越高，它向投机者发出了严重警告，一旦金融清算的日期来临，市场将毫不留情：贪婪和鲁莽将会付出沉重的代价。

于是，美联储的日常工作将会与J·P·摩根先生手下那些年轻人一样，在1907年遭遇银行危机恐慌时，在这位伟大金融家的图书馆里日夜辛勤工作。当年，他们不会像格林斯潘和伯南克那样，自命不凡地炫耀他们管理GDP和罗素2000指数的想法，相反，他们会带上绿色遮光眼罩，在麦迪逊大街与第36街交汇处的摩根图书馆里，对递交紧急贷款申

请人所提供的资产负债表进行认真仔细的核查。显然，有偿付能力的人获得了流动资金，而无偿付能力者只能去见上帝了。

非常讽刺的是，当年在J·P·摩根手下负责抵押物核查业务的本杰明·斯特朗后来成为美国央行的首位行长：在20世纪20年代，担任纽约联邦储备银行总裁。如果斯特朗还是像1907年时那样，继续从事抵押物核查工作，那么20世纪20年代后期由美联储推动的金融泡沫可能就不会发生，1929年的大股灾和其随后的灾难也就不会出现。同样，如果格林斯潘拒绝执行背信弃义的“汉弗莱-霍金斯法案”的规定，并且宣布只有在可调动贴现率机制下采取稳健货币政策，美国经济才能走向低通胀和充分就业的美好前景，我们因此将避免遭遇现代所有的金融灾难。

不用说，今天在人人想当大师的“货币政策政治局”里，人数规模也会被削减下来。他们的主要工作将和那些银行里具有犀利眼光的吝啬核查人员一样，对每一次通过美联储贴现窗口递交的抵押物进行仔细的检查。对于股票市场，他们应该采取无为而治的立场。他们也根本不应该关心最新的经济报告中GDP是否上涨，或者失业率是否下降。非常肯定的是，这些谦卑的银行核查员将不会妄称对国家财富的增长负有管理的职责，也不会对自由市场中人们经济活动的活跃度进行干预，如产量、储蓄、投资和消费。

在可调动贴现率的机制下，健全财政的主要法则将会得到尊重。也就是说，除非有人先存钱，否则没人可以借到钱。因此，自由市场利率就会起到可靠平衡摆轮的作用，不会受到央行通过在货币市场购买国债和注入流动性的扭曲操纵。当信贷需求大幅超过储蓄存款时，市场利率的向上波动不会有任何限制，因此，它会自动在银行体系中抑制新增信贷的发放，也会防止“影子银行”中出现再抵押信贷。

其背后的原因十分明确：在一个金融化的经济体内，银行信贷的边际需求包括为某种套利交易提供资金保障。但这是违背常理的可耻做法，因为它使得政客们可以在享受财政赤字时，却不必承受它所带来的痛苦。当美联储把隔夜拆借资金利率打压为零，并且承诺在未来很长一段时间内维持零利率的时候，它为国债创造了虚假需求。

绝大部分虚假需求都是在债券回购市场获得融资：快钱交易商很乐意把美联储操纵收益率曲线所导致的价差收益收入囊中。他们买入收益率为180个基点（1.8%）的10年期国债，其中98%的国债仓位是用10个基点的隔夜拆借资金进行融资——随后长期持有这些国债，因为伯南克

已经承诺短期利率在2015年之前不会上升。这相当于对银行实施抢劫，却不用承担刑事责任。毋庸置疑，银行本身也参与了这种合法的盗窃行为。由于伯南克几乎把存款利率削减为零，因此，银行持有的国债和机构债券几乎翻了一番，从1.2万亿美元增加至2万亿美元。

大变形就此展现在我们眼前。在过去几十年里，我们总是固定地在两种利率机制中做出选择：如果不是自由市场利率和可调动贴现率机制，便是实施金融压制和放任私人 and 公共债务增长的机制。前一种选择将会限制美联储发挥“银行”的作用，以市场主导的利率并辅以惩罚性利率向市场提供紧急贴现贷款。格林斯潘却明确选择了后一种机制，随后伯南克和他领导下的美联储把这种机制发展到了极其荒谬的程度。从此，美联储“进化”成可靠金融市场的破坏者，以前所未有的程度推动金融投机行为，并且把国民收入和社会财富进行重新分配，并且转移给1%最富裕群体。

最糟糕的是，国家的央行堕落为财政灾难的始作俑者。今天，美国财政部可以10~80个基点不等的利率进行借贷，借期从90天一直到5年，基本涵盖了它所发行国债的不同期限。因此，华盛顿实际上是用几乎免费的借贷货币为庞大的财政赤字提供资金保障。美联储彻底愚蠢的利率压制政策使得政客们在面对免费午餐式的民主倾向时，在面对权贵资本主义在金钱支配的政治体制中疯狂实施掠夺和抢劫时，暴露出真实面目。

毋庸置疑，美联储把自己和国家描绘成陷入绝境、被逼无奈的样子。国家之所以走上了夕阳西下的道路，是因为美联储甚至不敢让利率出现哪怕一丁点儿的上升，更不要说利率“正常化”，或者再次出现类似于接近自由市场货币和债务的真实成本。如果它敢这么做的话，那一大帮租借98%回购债券来购买国债和机构债券的快钱投机者，将会立刻选择抛售，导致国债和机构债券的价格出现暴跌。然后，那些反应较慢的债券基金经理在散户投资者大规模赎回的情况下将被迫进行基金清算，最终甚至导致银行和保险公司出现恐慌性抛售，造成国债市场和一切与此相关的市场成为一路向下、没有买方的市场。

因此，美联储站立在金融地狱的边缘，感叹40年来自己在货币超发和宏观经济管理的邪路上走得太远了，已经身不由己。它根本无法停下脚步，只能继续购买国债，因为那帮投机者善于见风使舵，无论美联储做出何种改变，他们总能抢先一步进行交易，除非美联储维持现状，一直购买国债和机构债券，并对它们的价格进行操纵。2012年年底，美联



储的政策是以每年1万亿美元的规模，购买政府国债和政府支持企业的债务，这意味着到奥巴马第二任期结束时，国家的资产负债表将高达6万亿美元。

## 全球货币泡沫

但事情不会发展到这一步，因为世界上还有势均力敌的反制力量，它也正在积蓄更强的动力。换言之，一场以邻为壑、竞相贬值的全球货币战争正在如火如荼地上演，与此相比，20世纪30年代的货币战争都相形见绌。正如前文所述，自20世纪70年代以来，美联储一直成为护卫“货币蟑螂屋”的排头兵。毋庸置疑，伯南克在“黑莓恐慌”时期疯狂采取资产负债表扩张的行为，像野火般迅速传遍全球。

在2007年金融风暴爆发之前，8个主要国家的央行（包括欧洲央行、日本央行和中国人民银行）的资产负债表总额为5万亿美元。现在，它们的总额高达15万亿美元，并且还在爆发式增长。紧随着美联储以资产负债表4倍的速度扩张，以及英格兰银行极其厚颜无耻的货币超发行为，它们普遍采取购买多余的主权债务。

2011年下半年和2012年，欧洲央行实施了1.2万亿美元所谓长期再融资计划的货币印发操作，这仅仅掩盖了它为西班牙、意大利和希腊主权债务进行秘密融资的拙劣伎俩。对于这些国家的主权债务，目前的利率水平难以吸引真正的投资者进行投资。2012年年底，日本新当选的自由民主党政府宣布，日本央行将以它认为合适的速度印发货币，以期恢复通胀、拯救濒于破产的经济，这把货币超发政策推向了一个新的极端。

但这一次是瑞士央行扮演了金丝雀的角色：由于大量资本从欧元流向瑞士法郎，造成瑞士法郎的汇率暴涨，瑞士央行为抵消汇率上涨带来的破坏性影响，被迫大规模扩张其资产负债表。事实上，瑞士法郎一直是现代硬通货的典范，因此，连瑞士央行都被迫在存款利率上实行负利率政策——明显自毁长城的货币政策行为，这无疑表明货币战争已经打响，而且开弓没有回头箭。

日本安倍政府已经发出警告，将不惜一切代价推行竞争性货币贬值政策。它对美联储实施的直接攻击具有划时代的意义，与当年中曾根康弘政府的行动形成鲜明区别：1985年，中曾根康弘政府派代表到广场饭店，签署了“广场协议”。当年，日本政府代表把这委婉地比作早前10年的“康纳利待遇”，他们温顺地表示：“我们喜欢那种待遇，可否再来一次？”

往事不再重现。日本政府自己也深陷债务困境、无路可走，想方设法地实施各种老套的财政刺激计划。日本政府的债务占GDP的250%，因此，它不仅永久地刻画出凯恩斯主义的愚蠢政策，而且发出振聋发聩的警示，美联储和它的“货币蟑螂屋”护卫队是如何彻底、快速地摧毁财政准则的。

1981年年初，日本派出一个高级别的财政官员代表团来到白宫，在会谈中，他们客气地、谨慎地向美国确认，里根政府是否真的打算实行大规模、永久性财政赤字。在那时，日本的公共债务非常小，不到GDP的35%，因此，他们的官员感到十分震惊，美国政府将不惜违背所有财政谨慎的原则，推行大幅度赤字融资下的减税计划。

毋庸置疑，今天日本政府的税收收入不到财政支出的50%，因此，再也没有底气谈论财政谨慎的问题。如果要把税收提高到足以满足当前财政支出的水平，那么高龄人口和日益陈旧的工业将很快把日本经济拖垮，沉入太平洋。日本的国内储蓄率从当年派出代表团访问白宫时的18%，到今天已经下降为0，与此同时，长期以来经常项目的贸易顺差被彻底反转，已经快速出现严重的国际收支赤字。

因此，对于新上台的自由民主党政府来说，其承诺的大量政府债务根本找不到买家，只能由日本央行自行消化。如果日本利率从当前被日本央行滑稽操纵的超低水平（10年期的利率只有可怜的80个基点），仅仅只是上升至3%，日本庞大债务的利息成本将消耗掉整个政府财政收入。日本经济也将因此从另一条道路上沉入太平洋。

因此，日本央行也被自身的主权债务所绑架，将跟随美联储的无限量化宽松政策，越来越快地开印日元。由于在日益膨胀福利预算的压力下，欧元区国家经济不得不采取财政紧缩政策，导致经济陷入永久性衰退，所以欧洲央行也别无选择，只能实施快速货币印发政策。在面对欧洲央行货币印发极端政策时，德国很有可能选择反对，从而导致欧元爆发危机，造成欧洲大陆陷入更严重的经济衰退。

中国的情况也大体如此。不言而喻，受到出口经济的影响，中国高耸的经济大厦岌岌可危：庞大的银行信贷，几乎全民参与的疯狂投机行为，大量国家财政拨款的基础建设项目像金字塔一样，不仅成为闲置的公共设施，而且反映出无以言表的腐败。正是依靠出口经济，中国经济赚取了真正资本，不断累积起大量的外汇盈余和贸易顺差。

因此，中国央行也必须不断地印发货币。在过去几年里，为了维持出口行业的盈利水平，它根本不敢允许货币升值，哪怕只是象征意义的升值。事实上，如果世界各国都采取稳健的货币政策，中国出口经济绝无可能崛起，或者很早以前就可能全军覆没。当然，如果这样的话，也会拖累中国工厂原材料供应体系和中间零配件供应系统，也就是负责原材料供应的澳大利亚和巴西，以及提供中间零配件供应的韩国、日本、中国台湾、马来西亚和新加坡。

总而言之，货币泡沫经过40多年的酝酿和膨胀，现在已经达到鼎盛阶段，因此，世界经济正处在泡沫濒临破裂的边缘。但货币超发的下一个阶段或许将寿终正寝，因为世界上所有主要的、老龄化的消费经济体正在走向衰败——美国、欧洲和日本。因此，面对长期财政危机、经济衰退和准衰退、中产阶级在节衣缩食的同时，泡沫财富却流向1%最富裕群体，民主政治将会变得日益丑陋、喧嚣，并且具有强烈的民族主义倾向。它将导致保护主义崛起、货币战争和反资本主义的政策干预，包括资本管制、对“富人”征收惩罚性税收（但很少有人会真正纳税），以及无休止的政府救助和徒劳无益的形象工程。

在全球货币泡沫的最后阶段，美国的经济增长将戛然而止。当那一天到来时，现在被国会预算办公室“美好前景”所遮盖的20万亿美元预期债务将越来越明显地展现在我们眼前，导致财政悬崖越来越可怕、顽固地向我们逼近。其结果是，美国的政治将变得更加吵闹，政治统治陷入瘫痪，而凯恩斯主义国家将不可避免地陷入破产和失败的绝境。

在人民的痛苦之中，各种权贵资本主义帮派势力和1%最富裕群体将成为暂时的赢家，伴随着货币超发政策，他们的财富与日俱增。但是，当日落最终降临到整个国家时，哪怕是1%最富裕群体，也将无法避免地被笼罩在黑暗之中。

[134] GDP平减指数：名义GDP与实际GDP比率，是反映物价波动和货币供应的指数之一。——译者注

[135] 曲棍球棒现象：也称曲棍球效应，指在某一个固定的周期（月、季度或年），需

求曲线以类似曲棍球棒的形状波动，即前期销量很低，期末有突发性增长，而且在连续周期中这种现象会循环出现。——译者注

## 第三十四章

### 另一条道路： 治愈大变形

显然，历史的车轮滚滚向前，改变事物发展的进程十分困难。美联储的金融压制政策和对华尔街的纵容政策注定将走向失败并遭到唾弃，而权贵资本主义将在宪法的法令下土崩瓦解。

同样，庞大臃肿的战争国家和福利社会依靠宪法，才能抑制其永无止境的原始冲动，量入为出的原则将成为衰落国家的通行法则。最终，自由市场将重新恢复活力和创造财富的能力，同时，在稳健货币和可靠金融的体制下，1%最富裕群体将通过传统的方式，继续创造并享有他们的财富。这就是通过社会创新和事业发展创造出更大的经济蛋糕，而不是重新分配。

在实现上述愿景的道路上，需要我们在迈开大步的同时，走好其中关键的几步。在当今货币政治体制下，在快钱投机的市场氛围中，在凯恩斯主义经济学的理论指导下，这些措施绝无可能得以实施，但至少我可以把它们罗列出来。它们将催人奋进。

**1. 重建央行和稳健货币。**美联储的公开市场操作和利率操纵应该被彻底废除，取而代之的是在货币市场采取可调动贴现率机制，并且辅以惩罚性利率手段。“汉弗莱-霍金斯法案”应该被废止，美联储在宏观经济管理、资本和债券市场的所有法令和规定应该全部被取消。美联储已经为未来30年制造出足够的央行信贷，这意味着它无须继续购买政府国债，否则在可预见的未来将出现证券货币化的情况。美联储将重新扮演央行的角色，对于向美联储贴现窗口提交的抵押物，它将进行严格审查，并且将采取措施确保银行系统的终极流动性。与此同时，自由市场的利率将回归，发挥金融市场的核心作用。随着公开市场操作被废除，美国联邦公开市场委员会和12家地区储备银行将被解散：申请贴现贷款的银行将主要通过网上交易的方式，向伊寇斯大楼的信贷部门提交申请和抵押物。未来10年，由于国债和机构债券自动到期，美联储资产



负债表的规模将减少至2008年9月15日的水平（不足1万亿美元），从而为稳健货币（金本位制美元货币）的全面回归铺平道路。

**2. 废除存款保险制度，并且限定美联储贴现窗口业务只对存款银行开放。**声名狼藉的存款保险制度将被废除，美联储的贴现窗口业务将仅限于“新特许”的全国性银行。只有那些专注于存贷款业务的银行才能获得特许牌照，它们的业务范围将被限制，禁止从事证券交易、证券发行承销或证券、衍生品和大宗商品的经营业务，甚至禁止在自己所发放的贷款产品上经营代理业务。这些特许银行也不能开展资产管理、保险和其他金融咨询业务，它们必须按照规定，至少保持股权资本的比例在20%以上——这是在20世纪20年代之前盛行的水平。联邦政府将成立邮政银行系统，主要服务的对象为老年妇女和谨慎胆小、偏好储蓄的群体。他们不愿承担风险，把存款存入没有存款保险制度保障的新特许银行，但与特许银行利率相比，他们在邮政银行将遵循惩罚性的低利率，以补偿联邦政府，使用其资产负债表和信用等级。

**3. 采取超级“格拉斯-斯蒂格尔法案Ⅱ”。**大型华尔街银行将遭受冷遇，只能在自由市场中作为普通银行参与竞争，无法从已受保的存款中筹集资金，也无法向美联储贴现窗口申请贷款。依照“格拉斯-斯蒂格尔法案Ⅱ”的规定，这些大型银行将被迫剥离存款业务，并且限定它们的资产负债表在10年内不能超过GDP的1%（1 500亿美元），以重建可靠的、有竞争力的金融市场，防止权贵资本主义势力卷土重来。

**4. 通过一项综合性修正案改革执政任期。**美国宪法将通过一项综合性修正案，以“重新适应”21世纪的新潮流，从而恢复民治的活力、诚信和职能。因此，总统和参众两院国会议员的任期将被设定为6年，国会的交错选举将每两年举行一次，联邦政府的现任官员不可以参加再次竞选。总统选举团制度也将被废除，一人一票的选举制度将会取而代之使得国家跟上世界现代潮流。

联邦竞选的资金将严格从公共财政中划拨，联邦竞选活动的期限将被限制在每两年中仅可持续两个月。在指定竞选期限到来之前，禁止为竞选活动提供资金，并且规定，禁止在联邦政府竞选活动中使用私人资金。另外，任何前任联邦政府官员不可参与游说活动，公民联合会的诉讼裁决将被彻底推翻，取而代之的是禁止竞选募捐活动，以及禁止在立法游说中使用企业或工会的资金。总体上，综合性修正案将会使国家摆脱永久统治阶层的束缚，弱化政治党派的力量，直至其灭亡，因为在以

这项修正案建立的公民政府中，这些党派将一无是处。

**5. 要求两年一届的国会必须实现预算平衡。**综合性修正案的核心部分严格要求两年一届的国会必须实现联邦预算的平衡，除非出现符合宪法规定的正式宣战情况。财政部部长将负责监督和保障其执行状况，以月度报告的方式确保支出和收入的月度运行率，符合在两年内达到平衡预算的要求。根据类似“萨班斯-奥克斯利法案”对明知虚假陈述或故意疏忽的刑事处罚规定，总统和财政部的高官将会被要求在月度报告上签字画押。若出现无法提交报告的情况，财政支出的运行率将会全面自动地调整至财政收入的估算水平。

**6. 结束宏观经济管理，并把国家与自由市场分开。**基于综合性修正案，凯恩斯主义的理论主张将被废除。因此，国家和自由市场之间存在明确的分割界限。其结果是，社会财富、生活水平、GDP、就业、房屋开工率、硬纸板出货量等，都将由消费者、生产者、银行储户和投资者通过自由市场中的经济活动来决定。如果就业机会不足，工资水平将下降，直到产生足够的就业岗位平衡就业的供需关系。换言之，自由市场将主导就业市场，而不是华盛顿和权贵资本主义的帮派势力。

**7. 废除社会保险、救助和经济补贴政策。**凯恩斯主义财政统治终结将要求政府重建其基本角色和职能。国家和地方政府将重新承担起治安的职责（包括绝大多数国土安全的职责），并且负责提供公共物品，诸如高速公路、教育和其他公共娱乐休闲设施。社会保险、救助以及其他由联邦政府实施的经济干预行为和自由市场补贴计划等都将终止或废除。这些国家职能和政府管理水平的变化，将消除目前体制中固有的财政自我毁灭的力量，包括在社会保险中出现的跨代际偷窃现象，以及在联邦财政补助和经济补贴计划中存在的跨地区盗窃现象。

**8. 解散10个主要联邦机构和部门。**在这个体制下，许多联邦政府部门将被解散，包括能源部、教育部、商务部、劳工部、农业部、住房和城市发展部、国土安全部、小企业管理局、运输部和进出口银行。同样，在华盛顿，其他权贵资本主义经常出没的领域也将被清除，例如，房利美和房地美、联邦住房管理局、住宅业主的税收优惠，以及尾盘住宅的促销优惠等。类似地，所有形式的能源，无论是黑色还是绿色，一律接受自由市场的严厉考验；美国国家铁路客运公司将破产，或者进行私有化改造；纽约地铁乘客或纳税人将购买全价票，而不是由内布拉斯加州的纳税人承担票价补贴的成本；GE、卡特彼勒公司以及其

他一切不劳而获的企业，都将被剥夺从进出口银行获得超低利率出口信贷的权利。

**9. 建立健全的、以现金支付为基础的、通过经济情况调查的最低社会保障体系，并取消最低工资保障。**除了国防和外交，联邦政府最主要的职能是，建立和维护通过经济情况调查的最低社会保障体系。在现代城市工业社会中，在家庭支持网络失效的情况下，最低社会保障体系将履行选民人道主义关怀的职责，同时，严格控制风险，防止被那些四肢健全和非贫困人群滥用和依赖。这意味着社会保险、各种信托基金和保险神话都将被清理干净，任何公民想要获得国家补助，将会通过严格的、反复上门确认的经济情况调查，而且申请人在所有资产上的支出都将被降低到最低水平。另外，对于四肢健全的适龄人员，要求自食其力；与此同时，取消最低工资的规定，并且扩大转移支付的范围，覆盖基于所有税率的贫困工人，实行鼓励劳有所得的原则。最后，所有现行的社会福利计划，包括住房、食品救济券、医疗保险和医疗补助等，全部转为以现金支付的形式，从而消除计划提供者滥用的风险，也防止出现有利于权贵资本主义的福利政策，防止这些计划中所固有的、被行政管理部门盘剥的现象出现。

**10. 取消一切形式的医疗“保险”。**联邦医疗保险计划和医疗补助计划将被以现金为基础的转移支付替代，另外，奥巴马医保计划和大规模雇主健康保险计划的税收补贴也将被取消。一旦实行，已经变形的、巨额的第三方支付将被医疗保健市场淘汰出局，真正的消费者将完全掌控自己的医疗保健支出，从而把医疗保健服务提供商推向平等竞争的自由市场。于是，医疗保健联合体如癌细胞般恶性增长的趋势将被抑制和逆转，从而把造成福利社会破产的终极因素扼杀在摇篮里。事实上，对于所有导致国家大规模侵犯个体利益的问题，自由市场将很快产生解决方案：医疗保健的费用将更低，歧视性定价将被取消，熟练的、收费的医疗保健咨询服务将出现，这种导医服务将帮助消费者，尤其是老年和贫困群体，熟练穿行于医疗保健体系，从而让他们的医疗保健消费物超所值。唯一需要向社会主义妥协的地方将是由联邦特许的、灾难性保险基金体系：无论现有医疗状况如何，作为无条件溢价的回报，它将会自动覆盖那些通过经济情况调查的最低保障人群；这些基金将无法从受益者的现金转移支付中获得好处，只能通过竞争性招投标的形式分享其中的利益。

**11. 用真正的国防战略替代战争国家战略。战争国家战略将**

被遣散和废除，随之国防预算将下降至艾森豪威尔最低限度的水平——除非出现正式宣战的情形。外交政策将以不干涉所有国家的内部事务为原则，并辅以艾森豪威尔大规模核报复的政策。换言之，国家传统的武装力量将被削减约2/3，并且仅仅被用于保卫美国免于遭受传统的军事袭击；国内的治安部队将会负责防止和遏制恐怖主义的破坏；任何试图对美国发动核攻击的侵略者将明确知道，其结果将是他们国家的毁灭。目前，艾森豪威尔最低限度的预算相当于GDP的2.5%，对于一个正在陷入破产的国家、一个本来也没有人推选为“世界警察”的国家，这完全能够满足它所有正当的国防需求。

**12. 征收30%的财富税；开始偿还国家债务，把债务水平降低至GDP的30%。**即使选择另一条道路，由于内在性财政赤字的推动，美国政府的债务还会继续上升，至少达到20万亿美元的水平。但与目前凯恩斯主义愚蠢政策相反，虽说那种程度的国家债务是经济发展中的定时炸弹，但至少将挣扎许多年才达到20万亿美元的规模，占GDP的100%。其原因在于利率一定会回归正常，否则货币体系将在货币超发的最后狂欢中彻底崩溃。事实上，如果在美联储可调动贴现率的机制下，正常化利率上涨300~500个基点，那么将会导致预算支出爆炸性增长（最高至每年1万亿美元），并且由于自由市场利率将继续上升，在可靠债务市场所产生的反馈环效应将失去控制。因此，谨慎的解决方案是把联邦债务负担降低至GDP的30%，也就是美国发生臭名昭著的“戴维营事件”时的债务水平。在非美好前景的场景下，这相当于5年之后，当GDP达到20万亿美元时，国家债务的上限将达到6万亿美元。

毋庸置疑，以任何已知的常规财政手段，无论如何都无法实现削减14万亿美元国家债务的目标；这只能依靠一次性的财富税来实现：这实际上是针对1%最富裕群体在泡沫金融时期所累积的部分不义之财进行征收。目前，美国家庭的净资产大约为60万亿美元，其中，超过45万亿美元的资产被10%最富裕家庭所拥有。因此，对最富裕群体征收30%的财富税，并且是在约10年的期限内缴纳，这种方案将把国家债务水平降低到GDP 30%的目标。按照一次性估算，由于富裕群体取消社会保险而放弃的所有主权现值，可以从另外未缴纳的财富税中扣除。

**13. 废除第十六条修正案，用普遍性的消费税喂饱野兽。**毋庸置疑，征收财富税并且部分偿还国家债务，作为社会各阶层讨价还价的一部分才能获得成功，而这项大规模社会谈判的目的就是废除宪法第十六条修正案。从大变形中吸取的终极教训就是，社会不可能饿死国

家这头野兽；社会必须用人民的当期税收喂饱这头野兽，正如用平衡预算修正案确保当期税收一样。但在现代社会，向企业和富裕家庭征收所得税只不过是向权贵资本主义发出一份邀请函，让他们不断游说，在收入、费用、期限以及收入种类等问题的定义上，用隐晦的、吹毛求疵的做法，无止境地寻找税法的漏洞。

事实上，唯一可以公平有效地实施的就是，在销售时对国内消费征收统一的消费税。更重要的是，根据平衡预算修正案，开征所得税将最终引发真正的阶级战争，并且产生惩罚性壁垒，阻碍资本主义企业的发展。这在奥巴马政府在第一次财政悬崖辩论中所采取的可怕立场中就表现得十分明显：它会为整个福利社会预算辩护，也会温和地削减战争国家预算，但为了支撑这些支出，它只会对仅仅2%的人开征更高的税收，来增加必要的财政收入。因此，如果能够选择另一条道路，那么人民应该需要喂饱这头野兽，国家应该通过在每一个公民的消费支出中增加额外费用的形式，征收必要的财政收入，这也包括通过经济情况调查从国家那里拿到的转移支付。

如果以这些方式选择另一条道路，那么尽管“婴儿潮”一代不可避免地跨入老龄阶段，而且在自由市场经济复苏时期，经济发展可能遭遇真正的极限，但整个国内福利社会的预算将从去年占GDP的17.5%下降至永久的15%。连同大幅度削减战争国家预算和部分偿还国家债务等措施，这将使得国家财政收入和支出在GDP 20%左右的水平上获得平衡。财富税将会是对过去累积的不义之财实施惩罚和征收的必要措施，但同时它也允许国家做出一项重大的调整，使得企业家和就业创造者在未来的发展道路上完全不会遭遇所得税的问题。

最终，在财政悬崖上的毁灭性冲突将消失。民主将发挥作用，民众可以在自由市场中重新追逐他们的目标和雄心，而自由市场也早已经从权贵资本主义的腐败中、在不义之财向1%最富裕群体的转移中、从凯恩斯主义国家和美联储制造的不必要的无效和浪费中，重新获得解放。最终，治愈大变形的最好疗法就是回归稳健货币和财政公平的政策和原则，也就是修复罗斯福新政时期造成的巨大错误。换言之，为了追求人道主义关怀的目标，国家不能，也不必试图对经济周期实施管理，也不可能用刺激增长和就业的措施推动自由市场的发展；国家也承受不起普惠制的社会保险福利。

相反，国家就应该成为最底层人民的受托人，无论GDP是增长还是下降，也不管失业率是上升还是下降，永远承担起维护健全、公平和有



效的最低社会保障体系的职责。更重要的是，对于一个重视和管理最低社会保障体系的公民政府来说，它根本不用考虑克鲁格曼或拉弗的观点，也不用关心自由市场是否正在按照他们完全错误的模式和理论充分挖掘“潜在”的产量，它应该在为同胞们服务的工作中全心全意、快马加鞭。事实已经证明，它必须迎头赶上。

## 关于参考文献

不言而喻，本书是一本立论鲜明的著作，因此，它没有像学术著作一般，用势均力敌的公平立场，刻意罗列和引述正反双方的观点。它更多的是对过去一个世纪金融和公共政策事件和趋势做出自己原创性的解读，甚至可以说是基于修正主义的理论框架。本书中用来说明和支持各种观点和解读的事实和信息，均来自可任意查询的公开出版物。因此，我未在本书中做任何脚注，因为我本身的想法就是对事实进行解读，并寻找到其中的规律，而不是去发现或说明事实。

在早期研究和本书的写作过程中，我并未聘用任何研究助理协助我的工作，因此，本书中所有引述的事实性材料均是我自己独立搜索的结果。我相信在力所能及的范围内，这些事实均十分准确，并且在对原始材料进行计算或引述时，均公正、客观地表达出原文的含义。在本书中被大量引用的金融和财政数据，其主要出处我将会在后文中详细罗列，但在这里，我觉得有必要对贯穿本书的某些陈述手法加以说明。本书中出现的事实性材料是用来说明、构思和证明我的观点，而不要因为可能出现过度描述细节或细小偏差，而有损于准确表述其中的论点。基于这个原因，本书没有采用任何图表和图形。另外，由于本书的时间跨度很长，并且涉及长期的基本趋势，所以我试图采取四舍五入的方法，把原始数据转化为最接近10亿和万亿的“大数字”，这样既不失准确地反映讨论中的事实，又化繁为简，有利于读者消理解。同样，大部分反映变化的百分比数字也都进行了四舍五入的整数处理，除非在某些反映短期趋势和速度变化的情况下，需要更高精度的论据。最后，在处理20世纪70年代大通胀之前各历史时期的数据时，我试图通过按照现在的规模比例把这些数据转化为与GDP等值的数据，来与现代金融规模做出恰当的比较。例如，与今天15.7万亿美元相比，1929年名义GDP大约为1 000亿美元。所以，在适用的情况下，所有当年名义美元的数据都按照大约150倍的比例放大。因此，1929年高峰时股市保证金贷款金额，按照当年的数据，总计为90亿美元，相当于GDP的9%，但按照今天的规模来计算的话，相当于1.5万亿美元。

在本书中，最重要的数据来源是由圣路易斯联邦储备银行负责维护

的FRED（联邦储备经济数据网站），是经济学研究人员的最佳伙伴。网站包含现代和历史数据，某些方面的历史数据可以追溯到半个世纪甚至更久以前，包含美国和世界各地的数据系列多达6.1万种以上。由于网站设计非常人性化，在本书中使用的大部分宏观经济数据在网站查询时，仅需点击三四次，就可以获得所有相关数据系列。其中包括GDP和所有分类数据、CPI的趋势和数值、各种平减指数、银行业数据、利率、货币数据，以及劳动力市场、房地产市场的所有常见数据和经济活动的各项指标，如工业产量和零售额。简单举例来说，过去40年里，个人消费支出占国民收入比例大幅上升，本书予以了高度重视，并把它作为出现大变形的有力证据之一。因此，本书中出现的任何个人消费支出的数据都可以在该网站，通过点击“国民收入和生产账户”这个类别找到。这些数据包括258个数据系列，其中就包含1940年以来个人消费支出的名义美元数值和实际数值，而且都能够以图表的形式预览，以及按季度组成任意周期或子周期的数据表格。在这方面，对于组成本书核心部分的国民收入和生产账户或GDP的数据，另一个来源是美国商务部经济分析局（负责编制GDP数据）所维护的网站，网站名称为“交互式国民收入和生产账户信息查询系统”。用户也只需轻轻点击几次鼠标，就可以查询到国民收入和生产账户中各分类和子分类的信息，以及所有基本的数据系列。

本书高度关注凯恩斯主义理论的“空白之地”，也就是指家庭、商业部门、金融机构、政府和国家整体经济的资产负债表。在这一点上，研究者（和读者）的最佳伙伴就是由美联储发布的大规模数据库——“Z.1”报告，它原先被称之为“美国国家账户资金流向报告”。这份报告中的数据最早可以追溯到1946年，全部按季度表格的形式进行分类，而且在每个季度更新的报告中，包含数百页可以交互索引、完全印证的表格数据，显示的趋势包括美国总体经济和各分类的资产、负债和净值，如银行系统和美联储的资产负债表。本书中所引用的资产负债表的（除个别公司外），几乎全部来自美联储网站上的Z.1报告。

本书也用了大量篇幅对1945年之前的金融和财政历史进行考证，尤其是在第八至第十章，对罗斯福新政和“二战”时期的历史进行了分析总结。这部分数据有一些是通过上文提及的网站搜寻到的，但大部分数据来自美国人口普查局发行的、上下两册的《美国历史统计——从殖民时代到1970年》。这本书相当于是美国人口普查局出版的《统计摘要》的历史版本，本书中关于1945年之前的历史数据，包括宏观经济、银行和其他金融领域，95%都是来自《美国历史统计》。

本书的第三个关注点是联邦预算和财政趋势。无论是美国行政管理和预算局还是国会预算办公室，在它们的网站上都可以查询到大量历史和当期预算数据，基于我个人的历史渊源，在大部分情况下，我主要使用前者的网站进行查询。最主要的例外是在第三十三章对目前10年国会预算办公室预算基准预测所做的详尽分析，以及本书中其他引用部分，包括引言部分和第二十七章。这些详尽分析以及财政收入和支出的引用资料，都来自于2012年1月出版的国会预算办公室的报告《预算和经济展望：2012~2022财年》。

在本书的第四部分，我用了大量篇幅关注金融市场，以及几十家上市公司的股价表现。尽管有大量的公共网站提供金融数据，也有经纪商和咨询公司为客户提供的专用数据库，但为了保持数据的一致性，也由于在涉及上述所有公司股价和金融市场数据上网站所提供的人性化特点，本书使用来自YCharts网站的信息。在YCharts网站，可以查询到所有公开上市公司10年内向证券交易委员会递交的财务报表，也可以查询到股价、市盈率、市值以及用于财务分析的各种标准比率，如杠杆率、毛利率和增长率。另外，我也通过《华尔街日报》的“市场数据”网站和类似财经数据网站“雅虎金融”寻找上市公司的补充信息。相比公共金融网站所提供的普通类别和比率的信息，上市公司更详尽的财务数据则直接来自于这些公司向证券交易委员会递交的10Ks、10Qs和8Ks等报告，至于股票回购和兼并收购的总体数据，以及资本市场的主要活动信息，如垃圾债券的发行和公司IPO的情况，其信息来源主要是标普公司的网站和华尔街主要机构发行的一般性研究报告。

某些章节还包括一定数量的专业经济数据，如第十八章和第十九章对房地产市场的分析研究。除了如上文所述从FRED获取大量宏观经济数据外，这些章节中所引述的大量房地产金融数据来自于提供房地产行业权威信息的《抵押贷款内情》，其中包括房地产繁荣时期发放的抵押贷款数据，如次贷、次优级抵押贷款、合格贷款，以及这些种类贷款中所有的子分类信息。

同样，在第一部分讲述2008年“黑莓恐慌”的章节中，除了标准的公共数据系列外，我还从美国金融危机调查委员会搜集整理并于2011年1月出版的正式报告中，补充了有关金融危机的数据。在第二章中，银行系统的大量数据则来自美联储每周发布的名为“美国商业银行资产和负债”的H.8公告，还从联邦存款保险公司每季度发布的“季度银行业概况”和相关新闻公告中获得了大量相关数据。

在第三十一章中，针对就业和失业的问题，我从美国劳工统计局的《就业形势》报告中引用了大量专业数据，尤其是从A类表格（家庭调查数据）和B类表格（非农就业的企业调查数据）中获取了大量历史数据。在第三十一章中提及的三类就业形态，即全职就业、兼职以及医疗卫生、教育和社会服务领域的就业，是对B类表格中100多种就业种类进行重新筛选分类后获得的。其他专业的数据系列包括商务部发布的系列报告，涵盖外贸、国际收支平衡、建筑支出、个人收入以及收入支配情况，如消费、储蓄和税收。

本书对1970年之后所引用的当代趋势、插曲和事件，几乎都是基于我个人的观察和回忆，并且辅以谷歌搜索、书籍、文章等进行背景和细节的补充。例如，1971年8月在戴维营发生的事件以及尼克松时期的其他事件，都可以在艾伦·马图索撰写的《尼克松的经济、繁荣、破产、美元和选票》（堪萨斯大学出版社，1998年）中找到这些情节描述。同样，记者对当代事件的各种新闻报道为这些插曲增添了细节和风采，如安德鲁·罗斯·索尔金在他的《大而不倒》（维京出版社，2009年）一书中对2008年金融危机的描写，以及罗恩·萨斯坎德在他的《忠诚的代价》（哈珀柯林斯出版社，2004年）一书中对早期小布什政府的描述，和《自信的男人》（哈珀柯林斯出版社，2011年）一书中对奥巴马上任之初两年内制定经济政策的内幕所进行的披露。事实上，针对当代事件，我查阅了几百份类似的新闻报道和学术著作，但在本书中对20世纪60年代之后各种历史事件的大部分描述，主要是基于上述原始数据和资料来源，以及作为现代历史的观察员和在某些特定事件中的参与者，我个人对历史事件的观察和判断。

与此对照，我对1970年之前所有时期的“历史”观点，尤其是对罗斯福新政和“一战”之后所发生的历史事件的看法，主要来自于1940年之前出版的文献资料。简单来说，我认为战后凯恩斯主义的历史学家并没有对那段历史做出公正、准确和富有深刻见解的描述。他们对于前凯恩斯主义时期以金本位制为基础的稳健货币和平衡预算传统抱有深刻的偏见，因此，他们的许多做法是对历史的篡改和抹黑，与早期稳健货币传统遭遇误解甚至嘲笑并无二致。尽管这一时期出版的文献资料充栋盈车，但下列前凯恩斯主义时期的书籍对我形成那段历史时期的观点起到了主要作用：本杰明·M·安德森的《经济学和公共福利》（D. Van Nostrand出版公司，1949年），H·帕克·威利斯的《央行的理论和实践》（哈珀兄弟出版社，1936年），马库斯·纳德勒和朱尔斯·I·博登合著的《银行危机》（多德和米德公司，1933年），劳伦斯·沙利文的《恐慌



的序曲》（政治家出版社，1936年），詹姆斯·P·沃伯格的《货币混乱》（Alfred A. Knopf出版社，1934年），C·A·菲利普斯、T·F·麦克马纳斯和R·W·纳尔逊合著的《银行和经济周期》（麦克米伦出版社，1937年），哈罗德·G·莫尔顿和里奥·帕斯沃尔斯基合著的《战争债务和世界繁荣》（布鲁金斯学会出版社，1932年），伊尔斯·明兹的《1920~1930年美境内外国债券质量退化》（美国国家经济研究局，1951年），刘易斯·W·道格拉斯的《自由主义传统》（D. Van Nostrand出版公司，1935年），梅尔基奥尔·帕尔伊的《1914~1936年黄金暮色》（亨利摄政出版公司，1972年），H·帕克·威利斯和约翰·查普曼合著的《银行形势》（哥伦比亚大学出版社，1934年），哈特利·威瑟斯的《银行和信贷》（伊夫利-纳什和格雷森出版公司，1924年），国际联盟发布的《世界经济萧条的进程和阶段》（国际联盟秘书处，1931年），雷蒙德·莫利的《七年之后》（哈珀兄弟出版社，1939年），范·L·珀金斯的《1933年农业危机：农业调整管理和罗斯福新政》（加利福尼亚大学出版社，1969年），西里尔·B·阿帕姆和爱德华·兰柯合著的《倒闭和陷入困境的银行》（布鲁金斯学会出版社，1934年），J·F·T·奥康纳的《罗斯福执政时期银行危机和复苏》（达·卡波出版社，1938年），苏珊·艾斯特布鲁克·肯尼迪的《1933年银行危机》（肯塔基大学出版社，1973年），埃尔穆斯·威克的《大萧条时期的银行恐慌》（剑桥大学出版社，1996年），弗拉基米尔·P·季莫申科的《世界农业和萧条》（密歇根大学出版社，1933年），以及巴里·A·威格莫尔的《1929~1933年大股灾和它的余波：美国证券市场的历史》（格林伍德出版社，1985年）。

最后，我还充分参考了许多历史当事人的回忆录。正是这些历史人物塑造了许多历史的瞬间，他们的历史足迹值得在本书中加以彰显。这些回忆录包括：格拉斯的《建设性金融大冒险》（道布尔戴-佩奇出版公司，1927年），由约翰·莫顿·布鲁姆整理编辑的《1928~1938年摩根索日记：危机年代》（霍顿·米夫林出版公司，1959年），艾森豪威尔的《授权变革（1953~1956）》和《争取和平（1956~1961）》（道布尔戴-佩奇出版公司，1963年），由罗伯特·费雷尔整理编辑的《1969~1974年尼克松政权的内幕：阿瑟·伯恩斯的秘密日记》（堪萨斯大学出版社，2010年），威廉·西蒙的《真相的时刻》（读者文摘出版社，1978年），格林斯潘的《动荡的世界》<sup>[136]</sup>（企鹅出版社，2007年），以及亨利·保尔森的《峭壁边缘》<sup>[137]</sup>（Business Plus出版公司，2010年）。

<sup>[136]</sup> 本书中文版已由中信出版社于2013年出版。——编者注

[137] 本书中文版已由中信出版社于2010年出版。——编者注