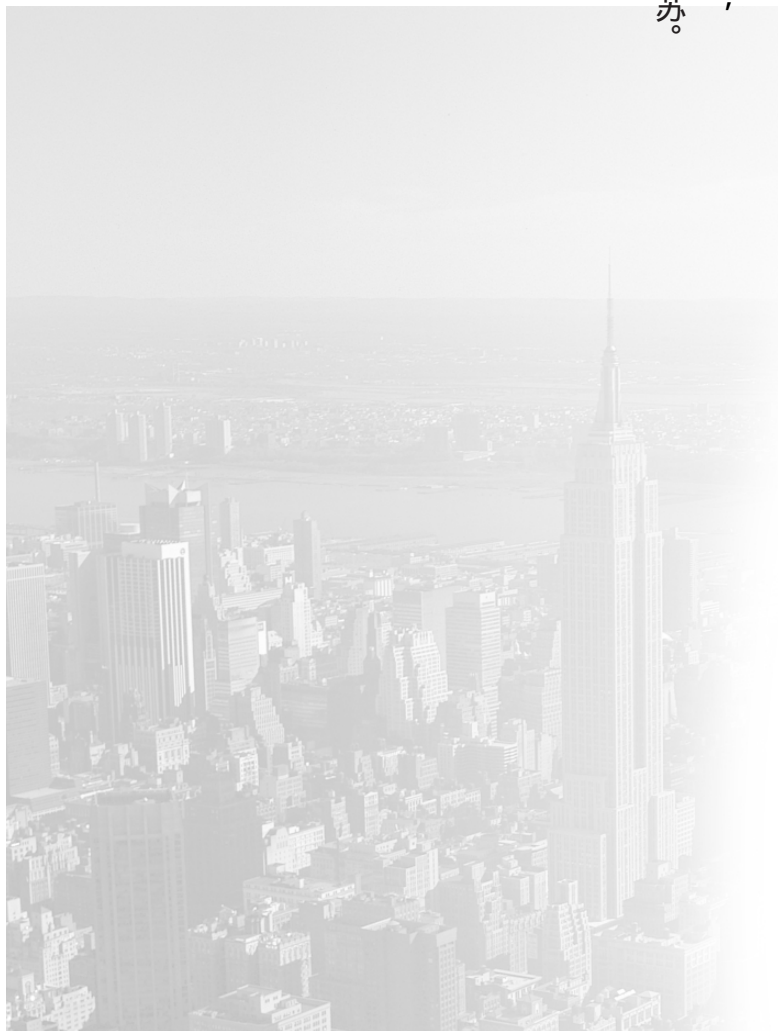


第 2 章

危机中的复兴

潮起潮落，
经济在复苏。



全球经济改善了吗

全球许多经济数据出现了改善，触发了人们对早日复苏的希望。的确，瑞信追踪的全球十大经济领先指标（如美国ISM、德国IFO、中国PMI等）中，有7个已经触底反弹。这是否意味着战后最严峻的经济衰退已经否极泰来？

毫无疑问，经济形势在向好的方向移动。各国政府的财政刺激方案积聚起巨大的订单，相信在今后数个季度陆续发力。央行的利率政策和数量扩张政策，不仅将政策利率推向零，而且将银行同业拆借利率和按揭利率大幅拉低，银行在贷款上也略有松动。

重组按揭、按揭利率下降，使美国的租金回报比按揭成本高出近1%。美国楼市的可承担程度（affordability）已经回到2003年泡沫之前的水平（当然不排除过度调整）。供楼负担的减轻，加上油价的大幅回落，使得美国消费者的可支配收入上升，零售数据从低位上升。

不过首先，欧洲、日本经济数据（尤其是消费数据）并没有像美国那样的改善。其次，经济数据从极坏变成很坏，未必代表一场危机已经见到尽头。以美国失业人数为例，最差时每月有69万份工作消失，现在有63万份工作消失，就业状况仍然极其恶劣。美国已经有500多万人失业，这是近30年来所没有的。

笔者看来，经济复苏取决于两大因素，其他经济数据的好转未必可以尽信。经济复苏的第一要素，是就业市场出现可持续的好转，如果就业不保，房市、信贷、零售、企业盈利均难有真正的好转。因为消费者一旦没有了收入，其他不过是水中月、镜中花。

第二个要素是银行信贷得到恢复。现代资本主义没有信贷支持，就像人体没有血液。央行的非常措施将利率拉低，但是贷款必须恢复，企业才能维持正常运作。银行重启金融中介功能，甚至是就业市场复苏的必要条件。没有资金流动性，企业无从扩张、无从运作，当然无从增加人手。

目前的经济、金融，有从雷曼兄弟倒闭所带来的震撼中清醒过来的迹象。世界末日未必到来，银行未必会全部倒闭，“现金为王”策略未必需要做得太极端。这种恢复是情绪上的稳定，值得祝贺，不过尚算不上经济的实质性好转。

美国政府很快会公布对银行的压力测试结果，也许这是政府变相对部分银行实施国有化的前奏。笔者如果见到银行被国有化，并成功将有毒资产剥离出去，开始借贷，则笔者会对经济复苏有乐观一点的看法。

牛市必须建立在经济的可持续复苏之上，经济复苏离不开银行恢复功能、就业状况改善。

（本文作于2009年4月，原刊于中国台湾《今周刊》）

经济的春天来了吗

上周两大变化，令笔者对世界经济复苏的前景更乐观了一点。第一个是美国非农业就业人口在4月减少了53.9万人，自雷曼倒闭以来首次大幅低于60万人。就业情况的改善，是其他经济活动复苏的前提。如果失业上升，消费信心、房地产市场数据的改善难以持久，一切不过是水中月、镜中花。

第二个是美国银行测试结果。银行需要集资数额不算太大，也许这是银行重组、重开融资大门的开端，市场对此的反应亦属正面。

笔者看来，银行测试结果，不过是一场表演。测试结果其实完全取决于政府对未来经济变化的几个假设条件。如果将条件定得严苛，一批银行通不过测试，市场暴跌，那是政府和自己过意不去。将条件定得较低，但又不让所有人过关，既保证了市场稳定，又使政府名正言顺地当上银行大股东，实行事实上的国有化，真是皆大欢喜。而且财政部将消息一点点漏出来，先调整了预期，所以当消息公布时市场并无大反应，其公关技巧值得赞赏。

然而，测试结果不是故事的结局，而是新的一章的开始。银行重组，能否加快有毒资产的剥离，能否促成银行重新借贷，才是终极考验。同时不要忘记放宽“按市价计价”后，

银行账面到底好了多少，并不清楚。

美国就业市场的改善，更值得关注。其实美国实质层面上的经济改善并不明显，但是人们从“雷曼倒闭”的震撼中苏醒了过来。企业开始下订单，而不再一味去库存。按揭利率和油价的下滑，多少增加了消费者的购买能力。不过2009年年底失业率仍然可能达10%~10.5%，这将是1938年以来最严重的失业情况。而欧洲目前的经济情况更差。

笔者看来，全球经济在从震撼期中苏醒，不过仍将面对严峻的衰退局面。金融资产价格的暴跌，消弭了市场下跌的部分动能。银行的去杠杆和降风险，斩掉了许多衍生产品的隐患和火烧连营的风险。央行的数量扩张，拉低了商业利率，增多了流动性。加上各国政府的严阵以待，第二波金融海啸发生的可能已经降低。但是去杠杆化仍在进行，银行重组刚刚开始，失业情势依然严峻，经济还会在衰退中挣扎一段时间，甚至出现反复。

暴风雪过去了，冬天里露出了阳光，不过还不是穿短袖短裤出门的时候。

（本文作于2009年5月，原刊于中国台湾《今周刊》）

天涯何处觅春芽

“春芽”是近来财经类文章中使用频率最高的一词，连美联储主席伯南克也不能免俗。对世界经济的乐观者和悲观者，都不约而同地寻找微观证据，来表明春天到来或冬天犹在。

美国标准普尔指数从3月的底部至今已反弹了近五成，新兴市场、商品市场更是一马当先。这场市场反弹中，获利最多的是不怕死的新手，而资深投资者疑虑较多，不是入市偏晚，便是踏空，眼望着市场绝尘而去。

投资老手们究竟哪里看错了？投资老手们见多识广，在经济与市场仍有诸多不明朗因素时提高警惕，这是对的。不过，他们对现代资本主义历史上罕见的低资金成本和银行体系外资金的上升认识不足，一旦风险意识改善，资金的回马枪令他们措手不及。

经济周期起伏，往往由信贷周期变化主导。当银行收缩银根时，企业投资和个人消费减少，资产价格下降，直至过剩产能被清除，工资和资产价格重新变得合理。到时银行重开信贷，经济随之复苏。

然而，目前这个经济下行周期，是一个充满个性的周期。空前的信贷扩张，催生出罕见的资产泡沫。衍生工具泛滥，

可以将一家金融机构的破产演变成整个金融体系的生死存亡。政府不得不以非常手段，进行反周期政策操作。私人部门经济活动在下降，但公共部门却抛出天大数字的刺激方案；企业和个人在去杠杆化，政府却在增加杠杆；银行不愿借贷，央行却通过一切手段影响金融、货币环境。从来没有过利率如此之低廉，从来没有过（非银行）流动性如此泛滥，从来没有过人们手持现金量超过证券如此之多。

流动性也是基本因素。资金价格和数量上的变化，拉动金融价格上扬。金融价格变化，又有助于增强银行的财务报表，改善了市场信心。

春天真的来了吗？最近，美国一系列消费、房地产数据均比较乐观，领先经济指标也好过市场预期。按揭利率和汽油价格持续下滑，消费信心有所改善乃意料之中的。在众多经济数据中，笔者相信两个数据握有经济复苏的钥匙。第一个是信贷，第二个是就业。

信贷是现代资本主义的血液，如果信贷不畅，企业投资、个人消费便缺乏持久复苏的基础。雷曼兄弟事件后，银行信贷几乎陷入停顿，央行被迫直接入市干预，暂时维持商业资金的流动性，促使利率稳中有降。这好比是心脏搭桥手术，属一时应急措施。插着辅助管道输血时病人的生命迹象不能作为康复的依据，病人的最终康复的前提是自身的心脏恢复

了输血功能。同理，经济复苏必须建立在银行重新借贷、资金市场恢复融资之上。美国对大银行的压力测试，为政府接手银行提供了依据，不过这些银行能否迅速剥离有毒资产，能否重启金融中介功能，才是关键，才是春芽的苗头。

就业是最终需求得以稳定的基础。减税和降油价可以激起一定的消费意欲，但如果就业市场不改善，无论银行坏账还是房地产市场都无法言底。企业盈利和市场信心也难以得到实质性的支持。美国非农就业数据最近有所改善，但就业市场不过从“极其恶劣”变为“仍然恶劣”，私人部门新增就业机会还很遥远。

但是同时必须看到，雷曼倒闭对市场、企业、消费者心理带来的震撼，已开始逐渐消失。企业不再信奉极端的“现金为王”，库存重建已经展开，消费情绪也有所缓和。低资金成本、低生产成本、低油价对经济好转有帮助。

笔者对经济形势的判断是，由“极差”向“困难”转移。百年一遇的信心震撼也许已经过去，不过前面仍有战后最严峻的衰退拦路。走出衰退，需要信贷重启，需要就业改善，需要时间和过程。金融体系崩溃风险的消失，并不意味着走出经济衰退的道路变得容易。

而且目前不能排除新的炸弹爆出，触发新的动荡。信用卡坏账、CDS（信用违约掉期）、商业按揭证券、东欧外债，

可能出事的高危领域比比皆是。每一个“炸弹”爆发，都可能引起市场波动。不过笔者相信，出现新一波金融海啸的可能性已明显减少。

经几轮资产价格下跌，市场暴跌的动力已经部分消化。银行收紧银根，借贷市场杠杆比率大幅降低。投资银行和对冲基金调整风险控制，衍生品触发火烧连营的机会变小。各国政府积极救市，令市场知悉政策底线，投资者恐慌抛售的可能因此减轻。笔者不敢担保经济不出现下滑，但“W”形发展中，第二个“V”的底部应该会明显高过第一个“V”，因为恐慌不再。

当前，股市反弹似乎假定经济出现“V”形复苏，这是典型的资金市。笔者认定，世界末日没有出现，但“V”形复苏的可能性也不大。“U”形复苏，也许仍是最可能的结局。“U”形意味着，经济要在底部徘徊很长时间，但衰退毕竟有个底部，而非坠入无底深渊。

（本文作于2009年5月，原刊于《证券市场周刊》）

欧洲经济已在复苏

当所有人都将注意力放在美国，议论着如何施救、是否脱险时，欧洲的手也慢慢地摸到悬崖的边缘。德国和法国在

第二季度GDP均意外地录得正的增长，尽管欧元区整体经济仍然在收缩，但那里离爬出经济衰退的日子已经不远了。

德国的IFO商业信心指数，升上7个月以来的最高位，法国消费信心也连涨4个月。欧盟区工业生产已经重回增长，最新的采购经理指数甚至远胜过乐观的预期。

在欧洲，这些领先经济指标与经济增长之间，有着强烈的相关性，欧洲经济复苏似乎已成态势，笔者估计整个地区GDP增长可望在第三季度重回正增长。

与美国白宫、国会、央行形成强烈对照的是，欧洲政府（英国除外）在拯救经济上显得并不积极。德国、法国强烈反对动用巨额公款救市，为此德国更不惜在G8峰会上与美国翻脸。欧洲央行在减息和量化宽松上也唱慢板，所以欧洲经济迅速脱离衰退，多少令人意外。

其实英国以外的欧洲经济，之前并没有出现盎格鲁—撒克逊经济中那种高债务、高杠杆、高资产价格的泡沫化倾向，多数国家消费者的储蓄率、债务比率并不高，只是就业市场出现周期性收缩，带动消费走弱。

欧洲的问题出在银行体系。尽管消费者未参与全球投机，这里的银行却参与了几乎所有灾难性的资产投机。许多机构甚至比美国同行更勇猛进取，金融机构的账面因此爆出巨额亏损，资本蒙受重创。不过金融市场的迅速回暖救了这些金

融机构。美联储为首的多国央行，以史无前例的力度注入流动性，托起了资产价格，活跃了资本市场。银行们不仅无须进一步为坏账拨备，甚至可以配股补充资本。美联储的救市行动，对欧洲金融机构的帮助，不比对美国金融机构的帮助少。

当金融风险变小时，复苏的可能性随之增大，贸易、投资信心和个人消费成为拉动经济的三驾马车，只不过三匹都是弱马。欧洲出口明显受惠于好转的订单(尤其是来自中国的机械订单)，不过欧元汇率高企，全球需求仍多不确定性，出口引擎功率有限。人们从雷曼倒闭的震惊中恢复过来，消费行为趋向正常化，可是钱包却还是瘪的。至于企业信心，尽管流动性危机有所趋缓，企业投资最终有赖于消费的恢复。笔者相信欧洲实体经济的复苏，力道一定弱。

不过哪怕最终需求比较疲软，一轮库存重置是免不了的。上半年在现金为王的指导思想下，企业多过度地消耗了库存。现在将库存水平正常化，本身就意味着工业生产需要加大马力。

欧洲复苏的主力，来自德国和汽车业，其两翼依然困难重重。拉丁语区的西班牙、意大利经济仍面临着危机，西班牙房地产市场的供需失衡触目惊心。新兴欧洲（尤其是波罗的海三国及巴尔干半岛）仍在债务危机、汇率压力和外资枯

竭的漩涡中挣扎，这个炸弹尚未被拆除。

同时必须看到，就业市场改善并不明显，许多国家失业率还在上升中，消费信心依然脆弱。欧洲银行的资产重组和剥离坏账尚未完成，信用卡坏账方兴未艾。

笔者相信，欧洲已经开始进入一个经济复苏周期，但是这是疲软和脆弱的复苏。

（本文作于2009年8月，原刊于中国台湾《今周刊》）

亚洲经济在复苏

这几个月，世界各地的经济数据纷纷爆出春芽，在亚洲则简直可以用“春意闹”来形容。

德国、法国和日本经济分别于第二季度步出衰退，美国和欧元区GDP也预计在第三季度转为正增长。不过这些与亚洲区的增长相比，则显得小巫见大巫了。以年率折算的GDP环比增长（annualized quarter on quarter GDP growth），在已公布的亚洲国家和地区中普遍录得双位数的增长（即如果经济维持第二季度增长的势头，全年经济增长会达到双位数），新加坡增长高达21%，中国也有15%，韩国、中国香港，个个生猛。

亚洲是否上了经济复苏的特快列车？答案是，上了快车

但未必是特快。第二季度经济的一大特点，是库存重建。雷曼倒闭之后，世界金融体系一度濒于崩溃，资金市场更曾断流。极度恐慌下，企业抱着“现金为王”的宗旨，尽量使用库存而不订新货，导致战后最剧烈的一次库存下降。等人们心态从震惊中摆脱出来、资金流动性得以恢复时，库存水平逐步升回正常水平，于是生产量大过消费量。亚洲是世界的加工厂，也成了库存回补的最大受益者，不过第二季度的生产数据就未必能一直维持下去。

然而，亚洲的经济基本面是健全的，明显好于美欧。亚洲的银行大多没有染指有毒证券，因此在金融海啸中逃过一劫。亚洲的财富受到一定冲击，但是受伤不深。亚洲的超高储蓄率、巨额的外汇储备在危机中稳定了经济，为复苏奠定下良好的基础。

另外，亚洲多数国家在危机期间，纷纷推出财政刺激方案。除了中国的方案外，其他各国的规模不能与美英相比，但是由于无须拯救银行，亚洲的救市对实体经济帮助似乎更大。

这轮衰退复苏中，国家大致可以分成三等：银行资本金与个人财务需要重组的（如美国、英国），复苏力度最差，属三等。无须去杠杆但内需并不强劲的（亚洲多数国家在此列），复苏较快，不过力度不强，当列二等。能够增杠杆又

有内需的（如中国），则复苏最快、势头最猛，乃头等。

资本市场的升温 and 全球流动性的重临，为亚洲经济提供了新的动力。可是笔者相信，本地区经济的全面复苏仍有赖于出口回暖。美国与欧洲GDP增长在复苏，但是“无就业、弱消费”复苏会持续一段时间，这也许意味着亚洲的“弱出口”复苏还会持续一段时间。基数效应令下半年的出口数字好看一点，不过笔者更关心广东和华东地区出口企业重新招收民工的消息。

（本文作于2009年8月，原刊于中国台湾《今周刊》）

中国因素难救全球衰退

中国政府在2008年11月9日宣布，动用4万亿人民币，通过财政扩张来拉动放缓的内需。同时将财政政策基调由“稳健”调向“积极”，将货币政策基调由“从紧”调向“适度宽松”。这是自前总理朱镕基在20世纪90年代末的凯恩斯式经济刺激措施以来，最大规模的财政扩张行动。消息传出，不仅中国股市大涨，全世界股市都跟着涨。各国政府纷纷表态赞赏中国的积极举措，中国俨然成了金融海啸中的救命稻草。中国因素能挽救全球衰退吗？

目前全球金融市场仍在水深火热之中挣扎。自从雷曼兄

弟倒闭以来的短短的5个星期，全球超过8万亿美元的财富蒸发，金融震荡席卷了世界各国，几乎横跨了所有金融资产种类。这是自1929年以来最严重的金融危机，是现代金融史上空前的浩劫。

面对银行的倒闭浪潮以及金融体系全面崩溃的风险，各国央行联手减息注资，并对拆借市场提供担保。同时美国、英国、德国等多个国家先后动用国家巨额资金入股主要银行，务求以国家信用，挽救市场对金融机构的信心，重启资金市场，将飙升的市场拆借利率拉回到合理的水平。

财政部和央行措施的成效仍有待观察，市场信心的恢复更需要时间。但是金融危机远不是世界经济所面临困境的全部，一个更大的挑战在后面——全球衰退已经逼近。

由于全球信贷收缩和金融市场动荡，此次经济衰退的世界性联动特征十分明显。在今后3~4个季度，美国、欧洲、日本同步进入经济衰退看来难以避免，此前被认为有可能与发达国家脱钩的新兴市场也受到商品价格下跌、全球需求放缓、资产价格暴跌和游资撤退的冲击，经济前景迅速恶化。笔者估计，全球经济在2009年的GDP增长将介于0~1.5%之间，与两年前5.2%的增长水平相比，回调触目惊心。IMF将3%设定为全球衰退的分水岭。

在亚洲金融风暴期间，中国曾经是亚洲经济的定海神针。

人民币坚拒贬值以及之后的“中国需求”，减轻了危机国家的痛苦，为亚洲迅速走出衰退、恢复经济活力提供了重要的支持。10年过去了，中国已经由地区经济巨人成长为全球经济巨人，“中国需求”成为主导世界经济的一支重要力量，它对商品需求、机械需求和亚洲区域内贸易的影响甚至超过美国。

中国能否成为这一轮全球衰退的拯救者？笔者认为，这种可能性不大。中国的金融机构受次贷危机的直接冲击不大，同时本国的内需在某种程度上独立于世界经济的走势。但是目前中国经济也已经进入了自身的下行周期，出口、消费、投资三驾马车同时放缓，股市一沉不起，房地产市场岌岌可危。温家宝这一届中央政府自2003年上任以来，可能第一次真正要为保持8%的经济增长而战。

中国出口业所面临的困难局面是有目共睹的，不仅美国订单萎缩，欧洲需求也会大幅下滑，中东、亚洲形势不容乐观。人民币升值和成本上涨，导致广东、浙江等省出现工厂倒闭浪潮，出口业正面临一轮结构性的调整。中国出口停滞，它对亚洲各国原物料和原部件的进口便不会理想。至于内需，由于股市、房市的价格下降，负财富效应已经开始发酵，大宗个人消费品（如汽车、旅游、家用电器）消费骤降，消费信心出现了近10年罕见的明显弱势。最近非政府资助的民间

投资似乎一夜之间消失，使经济失速的风险大增。十七届三中全会放开了农村土地的使用权、交易权，此举也许可以为农村生产和消费带来希望和活力，不过那是中期的变量，近一两年指望它来刺激需求，则远水难解近渴。固定资产投资中，基础设施建设速度在加快，政府的财政扩张政策也会加强力度，但是房地产建设在放缓。经济进入下降周期，需求减弱、市场不景之下，企业家对市场前景信心不足，工业投资和商业投资相信也会减少。

房地产市场乃中国经济下一步走势的寒暑表。由于房屋销售数量减少，融资渠道受阻，大批开发商面临着现金流的危机，随时可能因流动性不够而倒闭。针对房地产市场出现的危情，北京的政策重心已经由打压转为扶持，默许地方政府纷纷推出利好房市的政策。中央政府在购房首付、第二套房置业等方面，也会有所让步。这些对房地产的回暖和稳定会有帮助。

4万亿人民币的财政扩张计划，相当于中国一年16%~17%的GDP，数目庞大到让外国人咋舌的地步。不过大标题下并没有项目细节，几乎可以肯定这一揽子计划中，既有新项目，也有旧项目（包括许多早已列入“十一五”规划的已开工的项目）。另外，中国可能是世界上唯一一个能高效地抛出如此庞大财政开支的国家。以中央政府目前的债务/GDP

比率，中央财政应该有能力承担部分项目的费用。但是没有了土地收入的地方政府和开始惜贷的银行，却是未知数。何况许多项目需要相当长的前期准备工作（试想在新疆建铁路的设计和在城区修地铁的动迁）。

当然，中国的经济形势比起其他国家要好许多。中国是大陆型经济，13亿人需要吃饭、穿衣，这类需求游离于全球危机之下。加上加速推出的基础设施建设，以及扩张性的货币政策、税收政策，笔者认为中国的GDP增长应该可以维持在7%~8%左右。这个数目在世界上比较颇为理想，但是仍比一年前近12%的增长少1/3。

中国经济已经连续5年维持在10%以上的增长，过热迹象比比皆是——流动性、资产价格、工资增长、原物料消费。这种局面难以长期继续下去，不过政府的屡次调控却又效果不彰。全球金融风暴和国内资产价格下调，终于撬动了一个经济的下行周期。一旦经济放缓形成，相信势头很难在短期内扭转。经济重新加速需要消费、出口、房地产三个经济引擎中，至少两个转入上升势头。或者农村部、服务业出现一番新的气象。这些都不是一朝一夕可以达成的。中国经济现在规模已经相当庞大，基数甚高，重新启动所需要的动力要比10年前大，增长点也需要更多，但是这种动力和新的增长点暂时尚未出现。笔者认为，中国经济增长有可能连续几年

徘徊在8%~9%的增长区间。

中国能保持8%的经济增长，已经是对全球经济作出重大贡献，可以减轻亚洲经济遭受史无前例的金融危机以及罕见的同步衰退的茶毒。但是不要忘记中国经济本身也处于下行周期，过去几年的主力增长点已显疲态。政府和央行的刺激措施可以制止经济大幅下滑，但是光靠政策因素未必能够重新启动一个新的上升周期。笔者认为，指望中国经济短期内打救亚洲经济，是不现实的。

（本文作于2008年11月，原刊于中国台湾《财讯月刊》）

日本选举问号多过句号

断头台上的铡刀，在嘎嘎作响。自由民主党在日本政坛上长达54年的一党独大（1993年曾有短暂几个月中断）的日子，已经屈指可数了。

自民党在东京都议会选举中的惨败，成了压在骆驼背上的最后一根稻草，首相麻生太郎被迫宣布，解散议会提前选举。以麻生不到10%的支持率和选民寻求改变的心态来看，自民党输掉众议院多数党地位，将执政权拱手让出，似乎已经没有什么悬念。在笔者看来真正的奇迹，是它如何在超过半个世纪的时间里垄断着日本的政治权力，尽管日本从超级

经济强国一路沉沦。

自民党作为一个执政党，早已失去了活力。官商间的权钱授受，议席上的父子相传，政府中的官僚僵化，在日本屡见不鲜。连号称最勇于变革的前首相小泉纯一郎也未能免俗，将自己的议席传给儿子。这种政坛风气，带给了日本失去的十年，也令选民失去信心。

民主党并非选民的真心所瞩，而只是他们对自民党说“ No ”的得益者。民主党上台，无疑为政坛吹上一股新鲜的气息，但是一个由前自民党人和前社会党人组成的杂烩政党，既无执政经验，又缺乏人才，而且缺少执政理念。民主党大肆鞭挞日本现有的官僚体制，但是自己并没有可行的替代方案。民主党强烈批评麻生的救市方案，不过自己一旦执政，也会追加公共开支。

所以，政权的变化，对于日本的前途是增多了问号，而不是给出了答案。不过即使如此，笔者认为也是值得的。首先两党的政权更替，为日本树立起具有竞争的、可以问责的政治架构。其次竞争活跃思想，只有这样日本才可能有真正的政策突破。

由财界、政界和官僚组成的“铁三角”，为日本带来了政坛的稳定和官商一体的架构，曾经是日本经济崛起的一个关键因素。但是当上进的欲望和能力消失之后，这个“铁三

角”变成了横在变革面前的三座大山，抑制着日本经济中新兴势力的产生和扩大，在政策上因循守旧，在改革理念上抱残守缺。尽管日本也曾有过小泉昙花一现般的改革冲动，但是政治机制始终未能配合。将自民党推下台，有助于打破“铁三角”的僵局，不过前提是民主党不成为又一个自民党。

当然，日本经济所面临的结构性难题，远远不止于政策上的一潭死水。人口老化，是日本经济的致命伤，银发族已经到了消费周期的尾部，制约了日本的内需，使之毫无选择地依赖出口。美国人为减债而降低消费，相信日本出口首当其冲。

更大的问题是，日本已很久无缘于革命性创意了。它既没有美国IT革命那种科技创新，也没有中国成为世界加工厂那种生产方式革命。上次日本具有世界意义的革命，是70年代在质量管理上的突破，令日本产品席卷了全球市场。最近20年中日本能够引领世界潮流的，一个是索尼的PS游戏机，一个是日元的套利交易。前者不过是产品层次上的跃进，后者实属投机，均非拉动世界第二大经济体的利器。日本经济翻身，需要靠科学技术或生产方式上划时代的创新，笔者对此并不看好。

在1955年，日本政治强人吉田茂领军的自由党和鸠山一郎领导的民主党合并，成立了自由民主党，带领着日本从

战败的废墟上重新起飞。在2009年，吉田茂外孙麻生太郎所领导的自民党，与鸠山一郎孙子鸠山由纪夫所代表的日本民主党，将进行一场决定日本政坛前景的世纪对决，冥冥天意乎？

（本文作于2009年7月，原载于中国台湾《今周刊》）

微调全球超宽松货币环境

一场罕见的风暴来得急，退得也急。雨停了，到了抽水的时间。

2008年9月雷曼兄弟的倒闭，将一场十年一遇的信贷收缩，变成了百年一遇的金融海啸。一时间，信贷市场资金断流，商业利率飙升，银行信用遭到质疑，全世界的金融体系濒于破产。金融业的溃决，将实体经济推向严重的经济衰退，就业市场、信贷市场、房地产市场同步下挫。全球经济面临战后最深刻的、最全面的倒退。

然而尽管衰退很深，持续的时间却比很多人想象的要短。美国经济几乎肯定可以在第三季度重返正增长。在欧洲，德国、法国在第二季度已意外地出现轻微扩张。估计欧盟区经济也会在第三季度摆脱衰退的阴影。至于日本，也在第二季度恢复GDP增长。

经济迅速摆脱衰退纠缠的速效药，是各国央行的量化宽松政策。在危机初期，央行大幅度调低了政策利率。但是由于市场处于极度恐慌状态，银行之间互不信任，贷款数量也暴跌，实体经济中多数企业根本无法取得贷款，传统的货币政策无法传导到经济中去。对于这一历史上罕见的金融现象，央行采取了非常的货币政策，放弃政策利率，直接干预商业利率，透过大量购买商业票据，将流动性直接注向商业信贷市场、房贷市场，由此拉低商业利率，平息市场的恐慌。

随着各主要经济体先后步出衰退，央行如何退出量化宽松政策？利率何时开始上调？在回答这两个问题前，先看一看这次危机的特征和央行所面临的两难。

首先，这是一场金融危机。当信贷泡沫破灭时，金融价格的下调带动了市场—银行—实体经济的恶性循环。上一次出现金融危机先导型的经济衰退，是80年前的大萧条。大萧条时没有资金的全球化，没有衍生产品，所以我们目前所经历的，是一次与众不同的经济衰退。

其次，银行金融中介功能坏死。由于银行资金遭到重创，它们在信贷上至今都十分谨慎，这使得央行的传统政策工具失效，央行靠降息无法令银行加大信贷力度，实体经济也就难以受惠于货币政策的扩张。由于银行信贷通道的堵塞，央

行不得不通过第二渠道即金融市场来救经济。

量化宽松是另一个重要的特征。由于信贷这个流动性的主渠道不通畅，资金通过市场进入实体经济。不过这造成两个后遗症，一是央行不得不用出许多的流动性，来浮起经济、带动繁荣；二是金融资产价格飙升，甚至与经济基本面相脱离。

此次危机的最后一个特征是就业市场受伤严重，民间投资复原缓慢。没有了银行贷款，又看不见销售大幅增加的前景，企业投资十分慎重，它们将精力放在削减成本上。近几个季度，上市企业的销售收入并不理想，不过它们的盈利却好于预期，反映了它们在成本上的动作，尤其是裁员。目前，尽管GDP会恢复增长，就业市场的复苏将十分缓慢，无就业增长将维持一段时间。

各国央行面对的，是一个疲软、脆弱的复苏，一个超宽松的资金环境和火爆的金融市场。这就决定了央行在政策选择上的两难处境。同时各国政府为了拯救经济，纷纷爆出天文数字的财政赤字，央行一方面必须维护国债市场的稳定，另一方面又要逐步地将利率水平推回到合理的、市场化的水平。这是货币政策史上前所未有的挑战，没有先例可资参考，也没有什么经济学理论指导。

笔者认为，货币环境正常化、利率水平正常化，势在必行，

关键是时机和政策推出的顺序、力度。目前的形势是，CPI（消费者物价指数）通货膨胀几乎在全球范围内并不存在，而经济复苏已经在望，不过根基脆弱。央行不约而同地选择先治理衰退再回过头来抑制通胀的策略，对量化宽松政策的退出，能拖就拖。维持较高的流动性和超低的利率，等待经济形势的进一步好转。在就业市场没有好转之前，相信央行会竭力避免标志性的加息举措，用言论来控制市场的加息预期。

不过对流动性的调整其实已经开始。美联储的资产负债表的规模，已经悄悄地由最高峰的2.237兆美元，下降到1.989兆美元（危机前平均为8 640亿美元）。但是央行的流动性调整，注定是缓慢的微调，旨在为重新控制流动性做前期准备。不过这种微调的前提是：一、不致于触发国债市场恐慌性抛售；二、商业利率和房贷利率仍维持在较低水平；三、金融市场大致稳定，经济复苏前景不受负面冲击。换言之，央行希望使市场环境利率水平正常化，逐步退出量化宽松，但是一切建立在“有序”基础之上。在通货膨胀没有明显升温之前，央行有时间缓慢地、试探性地抽出流动性。

加息则是在流动性正常化之后的课题，而且仍有一定的等待空间。笔者认为，美欧加息都会等就业市场有明显的好转迹象之后，估计要到2010年上半年才会有第一轮加息。

（本文作于2009年9月，原刊于中国台湾《财讯月刊》）

就业复苏路途仍遥远

“ If in doubt, look at payrolls. ” 这是笔者师父的师父留下来的锦囊。

瑞信现在的全球总经济分析师刚入行时，当时的总经济分析师便对他耳提面命：经济数据太多，而且好坏参差。凡事拿不定方向时，多看看非农业就业数据。的确，非农业就业数据的变化，是美国就业市场的寒暑表，而就业环境决定着消费、投资、股市、房地产的长远走势。

在过去几个月，经济数据有明显好转的迹象，金融市场更出现了一轮V形反弹。一时间，“春芽”处处可见，投资情绪高涨，百年一遇的经济危机似乎可以在噩梦醒来后便瞬间消失。

美国的经济形势的确有所好转，但是改善的程度用非农业就业数字来形容，要比市场走势更贴近现实。每月超过60万个就业机会被摧毁的时期已经过去，美国经济和金融最危险的时期似乎也已经度过。但是仍有每月30万~40万份工作正在消失，这种情况仍是近30年来罕见的。失业率升破10%大局已定，美国将面临1938年以来最高的失业率。如此的就业形势下，消费快速复苏可能性不大。没有消费复苏，民间投资便难有大起色。

那么如何解释前几个月金融市场的V形反弹？太多的流动性、太低的资金成本，是此轮流动性驱动下升市的主要原因。同时资金从雷曼倒闭后的极度恐慌中解脱出来，投资情绪变得正常化，部分资金开始移出避险天堂。股价和商品价格的快速回升，又迫使大量持有现金的基金将资金投回市场。“春芽”是故事，流动性才是真实的存在。

实体经济的复苏会如何展开，需要多长时间？经济复苏已经开始，美国经济估计在2009年第三季度可以进入正增长，欧洲在第四季度进入正增长，不过在相当长的一段时间，全球经济将面临无就业复苏，人们感受不到GDP的好转。笔者预计，美国的就业市场在2010年中期见底，欧洲在2010年年末见底。真正的经济复苏，至少要等到2010年中期才能展开。

不过，此轮升市制造出一个重大受益人——金融业。股市的兴旺和风险意识的改善，为金融业集资提供了良好的机会，多数大银行和投资银行趁势补充了资本金。市场还可能有新的隐患爆出，但是金融业的根基应该是次贷危机以来最稳固的了。加之央行的数量扩张政策，商业利率水平维持在超低的水平，有利于金融业的盈利前景，有利于信贷的逐步恢复，有利于经济的最终复苏。

就业形势与经济形势，有时并不吻合；经济走势和市场

走势，有时并不吻合。笔者认为，美国加息应该是2010年中期以后的事情，欧洲应该会更迟。

（本文作于2009年7月，原刊于中国台湾《今周刊》）

全球投资路线图

雷曼兄弟倒闭至今已经有一年。在这一年中，全球金融市场像坐过山车一样跌宕起伏、震撼人心。不过一年之后，过山车又回到了出发点，除了心有余悸、腿在发软外，其他好像什么都没有变。

各国股市纷纷回到雷曼倒闭时的水平，报纸财经版开始统计哪些蓝筹还没有回到家乡。资金的风险意识已大幅改善，恐惧指数iTraxx也逼近2008年9月的水平。投资银行的借贷杠杆又重新回到雷曼之前的水平，花红估计今年也差不多会恢复之前的盛景。对于市场，一切好像都只是做了一个梦，不过却留下了一个仍待复苏的经济，几千万的失业人口和天文数字的财政赤字。

接下来的经济复苏到底是V形、U形、W形还是L形？以字母来形容经济复苏的轨迹，缺乏起码的想象力，26个英文字母怎么能涵盖千变万化的经济现象？倒是已经去世的经济学家弗里德曼在30年前，给出了这轮经济复苏的描述，叫摆

动模式 (plucking model)。弗里德曼用钟摆来比喻复苏的力度——钟摆被扯得越远，反弹便越强劲。

雷曼破产，对全世界都是一个震撼，最高信用评级的债券，竟然一夜间违约，投资者可能颗粒无收。震惊带来市场的极度恐慌和混乱，整个资金市场停止了运作，金融体系面临瘫痪。于是企业暂停所有投资、订单，导致库存暴增，工业生产与贸易出现断崖式下跌。

这些是非常时期的极端行为，但是末日并没有来临，人们仍需要吃饭、穿衣。当政府与央行超进取的救市措施稳定住了市场情绪，当流动性通过资本市场重新流入实体经济时，人们的行为模式变得理性了一点。

行为正常化，带来了库存重建。政府的消费补贴，令零售活动稍趋活跃。超低利率的债券市场，让有条件的企业部分恢复金融运作。由于库存、消费和投资均处在极端低速的水平，行为正常化可以带来相当强劲的经济活动的反弹（至少在环比数字上会如此）。

笔者认为第三季度的经济增长会出乎意料的好。如果将环比GDP增长折合成年增长率的话，这很可能是战后最强劲的一次GDP反弹（超低的起点带来超人般的成绩）。全球经济在第三季度摆脱衰退的大局已定。

但是，GDP的复苏难掩两大尴尬。

首先，银行的金融中介功能尚未恢复，信贷并没有实质性的扩张。目前的资金流动性，主要来自央行的量化宽松政策，通过资本市场将资金直接注向实体经济。不过，这种做法对具有发债能力的大企业有帮助，但对多数中小企业并无帮助，这也就决定了就业的恢复比较迟缓。另外，央行不可能永远越俎代庖，在第一线进行商业借贷。银行信贷功能的恢复，是经济持续复苏的一个重要条件。

其次，民间经济活动出现了“生命迹象”，但是投资、消费依然低迷。目前的GDP复苏，基本上靠政府财政支持。美欧政府补贴换车计划，触发了火爆的汽车销售；华盛顿对购屋人士的8 000美元补助，带起了投资者入市兴趣。然而这些仍非自发的、可持续的正常消费行为。

政府的救市措施早晚会结束，天文数目的财政赤字和央行膨胀的资产负债表，均需要消肿。当货币扩张政策、财政扩张政策进入退出状态时，全球的GDP增长势必出现回抽，这就是许多人担心的W形衰退。

笔者不很认同W形观点。增长出现回调，是正常复苏的一部分，是由人造增长切换到自主增长的一个必不可少的环节。但是由此产生的GDP回调与之前的衰退不可同日而语。

这里没有金融海啸，没有资金断流，没有极端行为。导致上一轮金融灾难的超高借贷杠杆以及多如牛毛的衍生产品

已经得到处理,所以再度火烧连营的动能似乎已经不复存在。换言之,如果真有W形增长,第二个V的底部应远高过第一个V的底部,笔者更愿意称其为复苏过程中的曲折。目前笔者对经济数据的解读是,doing better but not doing well,即有改善但仍问题多多。数据以年比增长看正在制造一个V形反弹,但是绝对数字则仅仅从超低的水平上缓慢地改善着。

这轮复苏的最大变数是通货膨胀,尤其是资产价格通货膨胀。由于失业率依然高企,传统的CPI通胀一时间未必会大升,不过资产通胀的影子已经随处可见,其背后是过度的流动性和超低的资金成本。央行退出量化宽松和加息的时机,取决于对通胀前景的判断,而这又直接影响到经济增长的前景。

过山车还没有停,不要松开安全带。

(本文作于2009年9月,原刊于《证券市场周刊》)