

导言

红色法规[⊖]



2008年秋，当雷曼兄弟公司破产，美国国际集团（AIG）被美国政府接管后，世界仿佛陷入末日。在接下来的几周里，股票市场开始了自由落体运动，数万亿美元的财富蒸发。然而，现实世界中的贸易及商业活动所受影响则更加令人不安。全球商业中心沉浸在一种奇怪的寂静中。随着全球贸易的停滞不前，银行不再开立信用证，全世界的港口附近泊满了空空的货轮。工厂歇业，数百万的工人被解雇，而工厂用于支付工资的商业票据与货币市场基金已被悉数冻结。英美各大银行几乎濒临绝境，而自动提款机中的现金均消耗殆尽。银行也不再向其全球客户开立信用证，而他们原本是值得信赖的合作伙伴。银行间市场则完全停止运转，因为没人知道哪家银行已经破产，哪家银

⊖ 红色法规，英文原文为 red code，来源于美国一部影片《义海雄风》，意指军队中得到军官允许的由士兵动手的一种体罚。在本书中，红色法规被作者引喻为央行通过大量发行货币，造成通货膨胀，从而相当于变相惩罚了储蓄者（也是相对于投资者来说的弱者）们的利益。

• 2 导言 红色法规

行还安然无恙。银行从自家资产负债表的情况就能判断出情况有多严重，也知道它们的交易对手方同样积聚了大量的不良资产。

全世界面临着通货紧缩式崩盘的威胁。如此规模的危机一个世纪只出现两次。由于债务泛滥而且缺乏足够的偿债资金，家庭与政府被搞得焦头烂额。但中央银行与政府通过印钞扭转了败局，则为金融体系注入了近乎无限的流动性。这就像医生对某个垂死病人的胸部进行强电流除颤一样，极端的措施让病人起死回生。

为了避免第二次大萧条，央行行长们在雷曼兄弟公司破产后实施的印钞活动是完全恰当的。美联储与各国央行所创造出的某些货币及信用只是部分抵消了银行的信贷萎缩。

最初的金融危机已然过去了很长时间，但这种非传统手段依然十分盛行。显然，危机一旦结束，全世界就会陷入高负债、低增长的困境。为了战胜通货紧缩与萧条的梦魇，央行行长们已经发狂了。他们继续不断地印钞。量化宽松在初次启用时曾引起轩然大波，但如今市场对此已是习以为常。目前，市场担心的是定期的货币注入不再持续。如果这一情况真的发生，情况又将如何？

中央银行所创造出来的货币数量令人咋舌。在量化宽松计划下，中央银行买入政府所发行的全部债券，将其资产负债表扩张至9万亿美元以上。是的，这一数字为9 000 000 000 000美元，确切地说，有12个0（在你阅读本书时，这一数字可能又增加了几万亿，但这一数字是由谁来统计的呢？）。普通民众很难理解这么大的数字的实际意义。正如参议院埃弗里特 M. 德克森所说的那样：“这儿花10亿美元，那儿花10亿美元，加在一起可不是个小数目。”举个大家都熟悉的例子：如果你信用卡上的信用额度是9万亿美元，你可以为全世界每个人买一台苹果笔记本电脑。你也可以为全世界每个人都买一张从纽约到伦敦的往返机票。你可以毫无顾忌地重复做这样的事情。这样的例子还可以举上很多，但我们表达的意思非常简单：这笔钱实在不是一笔小数目。

在雷曼兄弟公司破产后的4年里，央行行长们已经不按照规则手册行事，并且试图做一些他们在此前从未尝试过的事情。通常来说，利率的涨跌

取决于经济增长与通货膨胀水平。高增长与高通胀通常意味着高利率，而低增长意味着低利率。这就是正常情况下的昔日好时光。但如今美国、日本与欧洲的央行行长们已经将利率降到接近为零，并承诺几年内不再对其进行调整，利率已经降无可降，因此，某些央行行长决定实施创新活动。一般来说，中央银行会为银行的隔夜现金存款支付利息。这种情况如今已不复存在。某些银行（如瑞士国家银行与丹麦国家银行）甚至创造出负的存款利率。我们现在生活在一个颠三倒四的世界中。持有货币实际上要缴税（税收是由央行行长而非由代议政府征收！），这样做的目的是逼迫人们消费，而不是储蓄。

这些非传统政策通常有利于大银行、政府及借款人（有谁会不喜欢免费借钱？），但不利于储蓄者。利率近乎为零、政府提供巨额补贴的贷款项目让银行可以按照既有的模式赚钱：低价借入资金并以更高的利率贷放出去。这也让那些濒临破产的政府得到喘息之机，使它们可以以极低的成本借入资金。另一方面，接近零的利率惩罚了储蓄者，养老金领取者及老年人几乎无收入可言。当利率接近为零时，每个依靠毕生储蓄来度过退休生活的人都应当考虑一个替代性方案。

在我们当前所处的这样一个诡异世界中，中央银行与政府试图引诱消费者扩大支出，以提振经济，而它们的资金来自于那些原本可以获得更高回报的储蓄者。这种做法并未吸引消费者扩大支出，而是迫使消费者减少支出，以使用储蓄来度过其有生之年！

发达国家的储蓄者与投资者充当了一场史无前例的货币实验中的小白鼠。赢家与输家一目了然，因为保守的储蓄者被要求去向那些鲁莽的借款人施以援手。在美国、英国、日本及大多数欧洲国家中，储蓄者得到的利率接近于零，可他们发现汽油、日用品及房租的价格却在持续攀升。许多人的生活标准持续下滑，可经济前景依然暗淡。如今处于金融抑制时期，中央银行将利率保持在通货膨胀水平之下。这意味着储蓄者收到的利率追不上生活成本上涨的步伐。大银行接受救助并不断支付大笔的奖金花红，而年老的储蓄者受到惩罚。

在影片《义海雄风》（*A Few Good Men*）中，杰克·尼科尔森（Jack

• 4 导言 红色法规

Nicholson) 饰演陆军上校南森·杰瑟普 (Nathan Jessup)。他要求部下服从一项非常规的、极端的纪律规定——红色法规 (Code Red)。在影片的结尾部分, 杰瑟普上校在军事法庭进行的诉讼过程中这样解释道: 尽管他的办法荒谬而不合常规, 但这是保卫国家, 捍卫自由的需要。

尽管中央银行的红色法规政策确实不合常规, 甚至令人反感, 许多经济学家认为, 这对全球经济复苏及巨额债务负担的消解是非常必要的。杰富瑞投资银行 (Jefferies & Co) 的首席市场策略师戴维·泽沃斯 (David Zervos) 幽默地表示, 美联储主席本·伯南克“上校”同样坦率得惊人, 他也坚持认为他所实施的极端政策是绝对必要的。

我们可以用一位央行行长的口气来模仿杰瑟普上校的演讲。他的演讲可能会采用这样一种形式 (仿杰克·尼科尔森的台词):

你想知道真相吗? 你小子承担不了事实的真相! 小子, 我们生活在这样一个世界里: 经济活动错综复杂, 而监管经济与银行体系核心的负责人要学会使用复杂模型与印钞机。谁来做到这一点呢? 是你吗? 你, 莫尔丁中尉? 你掌握了维持一个濒临崩溃的银行体系所需的必要资源了吗?

我要承担的责任比你想象中要大得多! 你为储蓄者与债权人而哭泣, 诅咒央行行长与量化宽松政策。你养尊处优, 你有幸不必知道我所知道的真相: 储蓄者在通货紧缩与低利率中损失惨重, 尽管这是个悲剧, 但它可能拯救生命。至于我的存在方式, 对你来说是怪异而又不可理解的, 但却拯救了就业、银行、企业以及整个经济!

你不想面对这个事实, 是因为你未曾提到的潜意识里, 你需要我们中央银行! 也需要我们这个货币政策委员会! 如果没有我们默默无闻的服务, 通货紧缩将给我们的经济造成更大的震荡, 给我们国家与世界造成更大的损失。我不会让 20 世纪 30 年代的大萧条重现, 也不能容忍毁灭性的失业与生命的丧失在我的眼皮子底下再度重演!

我们惯用的词语是“充分就业、通货紧缩、稳定性”。对这些词语我们不惜用生命来捍卫, 你们却拿来当儿戏!

我既没有时间, 也没有兴趣向你这种人作解释, 你在我提供的自

由被褥下高枕无忧，却反过来质疑我提供自由的方式！我只希望你能够对我说声“谢谢”，然后有多远滚多远。

为了履行其职责，央行行长们必须隐瞒真相。卢森堡首相、曾任欧盟主席的让-克洛德·容克（Jean-Claude Juncker）告诉我们：“当形势严峻时，你必须撒谎”。我们可能不喜欢他们的所作所为，但如果政客想避免违约大规模爆发，全世界就得放松银根，开动印钞机。

本·伯南克及世界各国的央行行长们实际上已经发布并实施了一种红色法规式的货币政策。经济学理论及实践经验让他们认为，这么做是正确而又必要的——实际上，他们确信这是唯一可做的事情！

本·伯南克主席与南森·杰瑟普上校截然不同，但他们都是使命感十足的人。杰瑟普上校疯狂地沉迷于执行其在关塔那摩基地的规则。他亲历过战争，对此绝不会掉以轻心。他是一名海军陆战队士兵，绝对不会对敌人心慈手软。他并不可爱，但他乐于见到别人对其保持敬畏之心。与之相反，本·伯南克是一个话语温和的学者。你很难看到其他人对其个人品格有任何指摘之处。他的经历也令人鼓舞：他在南卡罗来纳州的狄龙镇（Dillon）长大，是南方城市中为数极少的几个犹太人之一，由于其天资聪颖，学习刻苦，伯南克获准进入哈佛大学深造并以优异的成绩毕业，很快，他就在麻省理工学院与普林斯顿大学开始了辉煌的学术生涯。在伯南克发表演说时，他的声音有时会略有些沙哑，他更愿意撰写学术文章，或是为研究生们授课，而不是与那些持怀疑态度的参议员听众们打交道。但是，伯南克是全世界大萧条研究领域的顶尖专家。通过研究历史，他发现过多的债务是致命的。伯南克由衷认为，如果不实施红色法规式的货币政策，美国会陷入长达10年之久的失业及破产困境。他承诺绝不会让美国陷入通货紧缩，也不会重蹈大萧条的覆辙。就其自身而言，伯南克就是我们的杰瑟普上校，他坚定地站在我们这一边，为我们战斗。但他并未得到足够的尊敬。

伯南克深知，这个世界集聚了太多难以偿还的债务。悲哀的是，债务只能通过如下方式得以消除：①违约（我们实际上根本就不用“违约”一词就可以找到无数种违约方式！）；②通过经济增长来偿还债务；③通过通货膨胀

• 6 导言 红色法规

或是货币贬值来逐步消除债务负担。在我们祖父母所处的那个年代，我们或许看到过违约行为出现。但是违约是痛苦的事情，没人想这么做。我们已经习惯于养尊处优，并不愿意再陷入痛苦之中。

通过增长来解决债务问题是一种理想的方案，但这一选择并不可行。经济增长很难把握，令人难以捉摸。除了制造通货膨胀及货币贬值之外，央行行长别无选择。

没人愿意听到这样一句话：我们将会在高通货膨胀中遭受损失。这很奇怪，也不是央行行长们应该做的事。但人们无法触及这样一个真相，即通货膨胀的确是中央银行有意为之。通过通货膨胀，他们消除了某些人的违约损失，却让另外一些人承受了低收益的痛苦。但是，在一个大银行与政府都违约的世界中，这几乎就意味着投资回报率不但非常低，而且完全可能为负值（有时会极低）。正如我们在《终局：看懂全球债务危机》(Endgame)^①一书中所提到的那样：我们没有什么更好的选择，只能在极度困难与完全毁灭之间进行选择。全球的经济形势不禁使我们想起了伍迪·艾伦的话：“有甚于历史上任何一个时期，人类现在正处于一个十字路口。一条路通向绝望和彻底不可救药，另一条通向完全灭绝，就让我们祈祷我们拥有足够的智慧，能够做出正确选择吧。”对某些国家来说，它们只是在灾难 A 与灾难 B 之间选一个而已。

如今，对抗通货紧缩的战役要求我们保持持续的警觉，并且将红色法规作为政策实施手段。不幸的是，正如我们在影片《义海雄风》中看到的那样，红色法规并非标准的操作程序，也非传统的政策。本·伯南克、马里奥·德拉吉、黑田东彦以及其他的央行行长们在其战斗岗位上使用丑陋的武器来完成各自的任务。他们惩罚储蓄者，鼓励人们借更多的钱，为市场注入大量的流动性，让货币大幅贬值。

这一史无前例的全球货币实验只不过是刚刚开始，每个中央银行都在跃跃欲试。这是一场货币的军备竞赛，每个人都不想被甩下。为了提高出口水平，英格兰银行通过允许渐进式的通货膨胀以及将利率保持在零水平等手段成功将英镑贬值。美联储也将美元贬值，以提振制造业、增加出口。日本银

① 本书已由机械工业出版社出版。

行也不甘示弱，也准备对日元进行大规模贬值。通过将它们的货币贬值，这些中央银行希望提高国家的出口水平，保持其相对于竞争对手的优势。在这场货币贬值竞赛中，没有谁是赢家。但大批民众显然损失惨重。

当发达国家的中央银行对其货币进行贬值时，像巴西、俄罗斯、马来西亚及印度尼西亚这样的新兴市场国家当然不会袖手旁观，它们同样采取了将本国货币贬值的措施。这些国家对以本国货币计值的储蓄与投资课以税收。在被逼到走投无路的时候，每个国家本质上都是贸易保护主义者。这场战争只不过刚刚开始，有望成为一场规模巨大、影响恶劣的货币战争。如果我们能从 20 世纪 30 年代及 70 年代的货币战争中学到什么东西的话，我们会发现肉搏战很快就会上演。各国政府将会不择手段——它们会增加关税及各种贸易限制，并且实施资本控制。这些行为早已开始实施，而未来还将上演更多的闹剧。

如果它们手里只有刀子的话，事情倒还好办。你可能还记得，在《夺宝奇兵》(*Raiders of the Lost Ark*) 这部喜剧电影中，当印第安纳·琼斯 (Indiana Jones) 面对一个挥舞着一把短刀的巨汉时，他随手掏出手枪将其击倒，然后飘然离去。有些中央银行手里的可用武器要多得多。实际上，你或许会发现，全球四大中央银行——美联储、英格兰银行 (BoE)、欧洲中央银行 (ECB) 以及日本银行 (BoJ)——都拥有货币政策的“核军火库”。在一场关系着民族存亡的战争中，人们对这么大规模危机的感受如何？央行行长们将会采用哪种重量级武器？他们会加倍实施红色法规式的货币政策吗？这些国家与邻国之间的矛盾冲突也会变得更加混乱。

在一次因过多债务所导致的经济萧条之后注入更多的债务与信用，这跟某人宿醉之后为他斟上一杯威士忌没什么区别。这张药方看起来十分矛盾，可许多经济学家与投资者却认为这正中他们下怀。在众星云集的瑞士达沃斯论坛上，亿万富翁乔治·索罗斯指出了政策制定者的矛盾所在。全球金融危机的成因都在于债务与货币的泛滥。然而，按许多经济学家与投资者的说法，解决方案或许是注入更多的货币与债务。正如索罗斯所言：“当车子发生打滑时，你得先把车轮的运动方向与制轮器的控制方向调整到一致才能控制住汽车。因为如果车轮和制轮器的方向不一，那么汽车就会侧翻。”金融

• 8 导言 红色法规

危机只有在全球经济复苏后才能得到解决。在中央银行负起责任并依照传统行事之前，它们首先必须变得不负责任，不按常理出牌。

如今恰恰是纵火犯掌管着消防队，一些央行行长是当前全世界面临的经济危机的重要推手。他们将利率长时间保持在过低的水平，他们执着于控制通货膨胀。但是，当投资银行陷入信贷泛滥的疯狂盛宴中时，他们却袖手旁观。央行行长们完全失职，丝毫没有察觉到即将到来的金融大危机。尽管危机已经开始，银行破产已现端倪，可他们对房地产市场的泡沫仍然是一无所知，央行行长们坚持认为，他们所监管的银行井然有序，一切如常。这些央行行长真是完全失职，早就应该被解雇。但政府现在需要中央银行，需要通过他们印制钞票，创造通货膨胀来抵消巨额的债务压力。

投资者应当问自己这样一个问题：如果央行行长在经济繁荣时尚且驾驭不了传统的货币政策，我们又怎能相信他们会在经济萧条时控制好那些非传统的货币政策呢？

而如果他们并未将逐步放松红色法规的工作做好，结果又将如何呢？

经济学家深知，天下没有免费的午餐。凭空创造出天量货币绝不是毫无代价的。对中央银行的资产负债表进行大规模扩张是非常危险的，并且埋下了大量需在未来解决的棘手难题。在创造未来的经济增长方面，中央银行的政策既可能成功也可能失败。要讨论其后果还为时尚早，但这场货币实验显然（至少对我们来说是如此）还未到终结的时候。

我们不难预见到当前危机的最后结局，实际上，这次危机的结局已经非常清楚了。中央银行认为它们可以扩大央行的资产负债表规模，通过印钱来弥补政府赤字，将利率保持在零水准而无需承担任何代价。伯南克以及其他央行行长认为他们有足够的预见性，可以在适当的时候彻底扭转其实施的非传统货币政策。他们已经在过去铸成大错，在未来还将一错再错。他们还会将利率长时间保持在过低的水平上，这会导致房地产、股票及债券市场出现通货膨胀及泡沫现象。他们的所作所为会对那些依赖于存款利息及债券的固定票息收入的储蓄者造成毁灭性打击，而那些借出资金并收到贬值美元偿付（如果他们能获得全额偿付的话）的贷款人的利益也将因此而受损。

我们已经看到这次庞大货币实验的意外后果了。许多新兴市场国家的股

票市场一飞冲天，然后又伴随着红色法规式货币政策的终结而骤然暴跌。垃圾债券与高风险的商业抵押贷款证券为投资者提供了前所未有的低利率。投资者承担的风险越来越高，可收益却很低。这就像冒着被压路机碾压的风险去捡拾一枚 10 美分的硬币一样。这乍一看很有趣，但结果却往往十分悲惨。那些依靠养老金度过退休生活的老年人受到不公平待遇（这是一个技术性较强的经济术语，我们将在稍后对此详细界定其含义）。在正常年景，退休人员可以购买债券，并依靠票息为生。但这段时光也一去不复返了。政府债券的收益率如今已低于通货膨胀率，以实际购买力衡量，任何将债券持有到期的投资者都是亏损的，

我们生活在一个非常时期。

当投资者确信央行行长会为他们背书时，他们就有理由将一切价格推高，为较低的收益率承担较高的风险。这样做的副作用也不仅仅是过度投机与泡沫。这看起来非常疯狂，这些鲁莽投资者所表现出的行为实际上是预料中的事情。美联储历史上最伟大的领导人之一，威廉姆·麦克切斯尼·马丁（William McChesney Martin）认为，央行行长的职责就是在宴会开始之前将调酒杯拿走。如今，央行行长们向调酒杯中掺入白香橙和苦艾，并怂恿狂欢者跳入泳池中。这场低利率与印钞盛宴总有一天会结束，而投资者则会衣衫不整地离开宴会，在清晨的阳光中回到家中，带着满身酒气，头痛欲裂。

接下来的巨变将会影响到每个人。不管是为退休生活打算的储蓄者，还是从金融市场中寻求获利机会的职业交易者，没有人可以独善其身。通货膨胀会吞噬储蓄，作为一种安全资产的备选项，政府债券（的收益率）也将毁于一旦，而那些受惠于通货膨胀与印钞的资产会表现得不错。

本书将为那些小储蓄者及职业交易者提供一幅路线图、一个剧本。本书可以为前方的路指明方向，并将用通俗的语言来解释一些复杂的术语，如零利率政策（zero interest rate policies, ZIRPs）、名义国内生产总值（GDP）目标、量化宽松、印制钞票及货币战争等。但更为重要的是，本书将向读者解释，这些政策将会对他们的储蓄产生怎样的影响，并为他们提供如何保护自身财富的一些深刻见解。我们希望本书能成为读者探索未来发展之路的一本珍贵的指南。