

海外观察

高债务会否导致低增长

□金皎皎

一个28岁的美国博士绝不会想到，自己的一份家庭作业会“撼动”两个哈佛经济学权威，会瓦解一个流行的经济观念，会引发全球经济政策转向。

2010年，彼得森国际经济研究所研究员卡门·莱因哈特（现已成为哈佛教授）和哈佛教授肯尼斯·罗格夫（前IMF首席经济学家）联合发布了一篇著名论文《债务时代的增长》。文章认为，当一个国家的公共债务占国内生产总值（GDP）的比例超过90%时，经济增长就会大幅减速。

两位哈佛教授通过对20个发达经济体二战以后的经济史进行分析研究后指出，当一个国家公共债务占GDP比例在90%以下时，平均经济增长率大约在3%-4%之间；而一旦超过这一比例，平均增长率将骤降至-0.1%。

这一研究结论在美国和欧洲被视为是财政紧缩政策的理论依据，被诸多知名政客广泛引用，其大力鼓吹者包括美国众议院预算委员会主席保罗·瑞安、英国财政大臣奥斯本，以及欧盟委员会副主席兼经济与货币事务委员奥利·雷恩等。

为了学习两位哈佛教授的研究方法，马萨诸塞大学阿莫斯特分校的经济学博士生托马斯·赫恩登（Thomas Herndon）按照导师要求，利用两位教授的数据和方法重新进行演算。结果发现两位哈佛权威算错了。

赫恩登和其导师罗伯特·波林（Michael Ash）和迈克尔·阿什（Robert Pollin）日前联合发布论文，认为莱因哈特和罗格夫在计算、数据全面性和选择标准上存在错误和偏见。他们在重新计算后发现，一旦债务占GDP比例超过90%后，平均经济增长率为2.2%，而非哈佛教授所宣称的-0.1%。

这篇论文的冲击绝不仅仅是关于计算错误这么简单，它直接质疑了一个广为流传的经济观念：政府债务越高越有损经济，因此，为了确保经济稳步复苏，必须削减政府赤字，实施财政紧缩措施。

去年第四季度，美国公共债务占GDP的比例已高达104%，美国共和党人认为，必须尽快降低这一比例以免损害经济。瑞安更是直接引用莱因哈特和罗格夫的这项研究作为他领衔制定的赤字削减方案的理论基石。而在欧洲，雷恩等高官也多次引用这一研究，为欧盟削减财政赤字的紧缩政策辩护。

如今问题出现了，高债务和低增长之间是否存在“必然”因果”关系？马萨诸塞大学阿莫斯特分校三位学者认为，历史经验证明，两者之间没有必然因果关系。也就是说，高债务未必导致低增长。他们通过分析2000年-2009年的数据发现，债务占GDP比例超过90%的发达国家的经济增速甚至大于或等于债务比例在30%-90%之间的国家。

相反，高债务可能是低增长的结果。诺贝尔经济学奖得主保罗·克鲁格曼4月16日在《纽约时报》的专栏上写道，从二战后的历史经验来看，发达国家高债务主要是低增长的结果，而非原因，典型代表就是日本和意大利。

因此，对政策制定者来说，他们面临选择困难了：如果他们认为高债务一定会导致低增长，那么就必须坚持目前的紧缩政策；如果他们认为低增长会恶化高债务，就不应继续实施短期内伤害经济的紧缩政策。

高债务会损害经济的主要原因，一是高债务会提高实际利率，从而对私人投资和消费产生挤出效应；二是为了偿还债务政府往往被迫加税，从而损害经济；三是高债务会引发市场信任危机，提高政府融资利率，由此出现类似南欧国家那样的政府融资危机。

而低增长会恶化债务的原因显而易见：经济不景气导致税收减少，恶化政府债务状况。因此，如果政府一味地紧缩财政，非但不会促进经济，反而会导致需求下降、损害经济，进而减少税收并恶化财政。因此，紧缩政策的实质是政府财政的“自我毁灭”。

梳理最近几年学术界潮流可以发现，在欧债危机爆发之初，莱因哈特和罗格夫的研究之所以如日中天，主要是顺应了当时欧洲政治家们要整顿财政、消除市场信心危机的改革需要；如今，随着短期信心危机平息，而经济增长缓慢甚至停滞，呼吁减少紧缩、促进增长的学术研究开始获得越来越多的关注。

欧盟委员会主席巴罗佐本周就尝试修正欧盟的紧缩基调，他说：“我们需要一项政策是正确的，但同时也是从政治和社会上可接受的。”言下之意是，欧洲现在的紧缩政策不得人心，应该考虑放缓紧缩步伐了。

那么，政策制定者究竟应该怎么办呢？IMF首席经济学家布朗夏尔给出了一个比较折中的解决思路。

一方面，不能完全说紧缩不对，欧债危机说明政府债务问题可能会“自我实现”，因此对一些国家来说，财政紧缩根本没得选择，这是市场压力强加给他们的。

另一方面，对于拥有更多财政空间的国家比如美国，可以采用短期增加开支、中期削减开支的方案。

海外聚焦

温克莱沃斯兄弟 比特币弄潮儿

□本报记者 陈昕雨

卡梅伦和泰勒·温克莱沃斯兄弟是奥运会赛艇选手，其与Facebook创始人兼首席执行官（CEO）马克·扎克伯格间的恩恩怨怨经红极一时的电影《社交网络》的演绎而广为流传，如今他们又豪掷重金投身炒作比特币（Bit Coin）的浪潮中，成为全球知名度最高的“比特人”。上周，比特币经过了3月的飙升后暴跌，但温克莱沃斯兄弟仍高调宣称，比特币未来将成为网络世界的黄金。

拥有全球1%的比特币

比特币是一种电子货币，通过独立于任何经济体央行和政府控制的点对点网络系统进行买卖。比特币使用者可通过电脑直接向世界任何地方的其他使用者进行比特币转移，比特币可用于购买真实商品，在交易平台兑换现金或用于投资交易。

3月，塞浦路斯爆发银行业危机，该国实施紧急资本管制措施，对大额存款实施减记措施，直接导致银行储户为银行业重组埋单。此次危机引发市场恐慌情绪，越来越多的银行储户和投资者质疑银行存款的安全性。

随着塞浦路斯银行业危机带来的恐慌情绪，11月至4月初，比特币大幅飙升。4月4日，1比特币对美元的价值为1:120:9日，升至1:190:10日，暴涨至1:260。但随后比特币走势出现戏剧性逆转，11日，比特币对美元重挫至1:130，几近腰斩。18日，全球最主要的比特币兑换平台之一Bitfloor宣布



新华社图片

即将关闭。19日，声称处理了全球80%的比特币交易的日本公司Mt.Gox也宣布暂时关闭交易。截至19日，比特币对美元跌至1:77，10日内距离1:260的峰值暴跌了70.4%。

就在比特币暴跌之际，温克莱沃斯兄弟却高调宣称其拥有全球1%或价值近1100万美元的比特币，是比特币最大的单一投资者。泰勒·温克莱沃斯称，“我们已决定将我们的钱和信仰投入到一个数学框架中，这个框架不受政治和人类错误的干扰。”卡梅伦·温克莱沃斯表示，“有人说这是一场庞氏骗局，有人说这是一个巨大的泡沫，目前把比特币作为主权货币替代品的确还不能令人信服，但总有一天虚拟货币将站稳脚跟。”

金融城传真

中国买家

□本报记者 王亚宏 伦敦报道

虽说第一季度中国国内奢侈品消费有所减速，但在伦敦金融城里的奢侈品店却不这样。对于那些奢侈品专卖店的导购来说，如果在每年年底或者年初，在店里看到几位30岁左右，游客打扮的男性中国人对着货架上标价动辄数千美元的东西指指点点的话，那么最好赶紧殷勤地迎上去。因为典型意义上的中国奢侈品买家就是这个样子，只要招待好他们，很可能就意味着能将一笔不菲的销售提成收入囊中。

目前，从香港到新加坡，从伦敦到纽约，在各大城市的奢侈品专卖店里，都能见到来自大陆的游客一掷千金。全球退税公司环球蓝联公布的数据显示，在这批“人民币买家”中，58%是男性，46%的人是利用在国外旅游度假的机会大肆购物，在年龄构成上16岁到34岁的年轻买家占到总数的45%。

全世界的旅游目的地都在想方设法吸引这些年少多金的游客，这些人无论到哪里，对当地的零售业，尤其是奢侈品商铺来说都是一个福音。据统计，中国游客比外国游客花在购物上的时间更多。这个群体平均在购物上要花超过700英镑，无怪乎有82%的人将购物作为游览日程上最重要的内容之一。在一些中国游客的眼



里，巴黎香榭丽舍大街上路易铭轩专卖店的导购比卢浮宫的蒙娜丽莎笑得更甜，伦敦哈罗兹百货商店比大英博物馆更吸引人。

国内奢侈品的高关税、不断走强的人民币、国外更多的选择和更少的假货，都成了中国游客在海外大肆扫货的理由。但这并不足以解释为何他们的购买力增长如此迅速：中国游客2012年在英国的购物花费同比大增31%，其消费金额占到所有非欧盟游客支出的五分之一。目前中国游客和中东游客以及俄罗斯游客一道，跻身最受英国欢迎的外国顾客三甲之列，而传统上被英国人嘲笑为暴发户的美国人，已经被挤到了第四的位置上。

在这些中国游客的购物清单上，手表、珠宝、时装、手袋、化妆品以及美酒是排名靠前的几个选项。按照环球蓝联的统计，劳力士、卡地亚、香奈儿、路易威登、古

华尔街夜话

虚假消息“炸坏”美股

□本报记者 樊宇 华盛顿报道

一则虚假消息令股市盘中2000亿美元市值瞬间灰飞烟灭，这是美国股市本周上演的惊心一幕。

美国东部时间23日下午1点多，一条突发新闻出现在美联社“推特”账户中：“白宫发生两起爆炸，总统奥巴马受伤。”

“白宫遇袭”的消息瞬间在美国股市掀起轩然大波。短短几分钟，道琼斯指数下跌近145点，交易员形容场面“一片混乱”。

几分钟后，美联社撤掉了消息，称是入侵黑客所为，随后白宫发言人杰伊·卡尼辟谣，表示“总统没事”。

谣言得以澄清，股市也迅速恢复失地。但人们不禁要问：在一则迅速被澄清的假消息面前，股市表现为何如此剧烈？

这不由得让人想起2010年5月美股上演的“闪电暴跌”。道琼斯指数在不到半小时的时间暴跌近1000点，创美国股市有史以来最大单日盘中跌幅。事后，监管机构经过调查发现，这场暴跌是由一家交易机构的电脑自动执行一笔41亿美元高频交易的单所引发的。

高频交易是近来美国财经媒体上的高频词汇。这种由强大的计算机系统和复

杂的运算所主导的股票交易能在毫秒之内自动完成大量买入、卖出以及取消指令。随着电子交易平台的不断完善和计算机自动交易理念的发展，高频交易逐渐占据了美国股市的半壁江山。

随着影响不断扩大，其所引发的争论也越来越多。有观点认为，凭借机器运算的高频交易将普通投资者置于被动状态，而且速度极快，给金融市场增加了不稳定性，也给管理增加了难度。

一个月前，美国政治媒体“政治家”网站上一篇名为《真实的高频交易》文章提出这样一个问题：高频交易究竟给金融市场带来威胁还是益处？作者认为，尽管不少人认为高频交易是在使用无情的、拥有闪电般速度的机器来对抗投资者，对市场的稳定和安全是一种显而易见的威胁，但他通过研究发现，高频交易以及相关的科技正使得市场变得更加优化，因为它显著降低了交易的流动性成本。凭借电脑程序，高频交易者可以在短时间内进行大量的买入和卖出操作，一种电脑算法就能替代数百名交易员的工作。

对这次“白宫遇袭”假消息在股市引起的混乱，分析人士指出，这场惊心动魄的股市震荡恰恰凸显了由计算机交易程序主导的金融市场在突发事件面前的不堪一击。

美国一家著名商业新闻网站这样描述高频交易的影响：比如你在超市花5美元买了一加仑牛奶，当你走到收银台结账的时候，价格已经涨到了5.05美元，你只能买到四分之三加仑。在这个情形里，高频交易的证券公司就是速度极快、且能推测你购买行为的其他顾客。如果这样的顾客太多，超市可能就很难维持正常的秩序了。

奇和阿玛尼等奢侈品牌是中国游客最青睐的对象。据称奢侈品生产商博柏利在英国商铺中销售的各色产品中有超过30%的货品被中国买家收入囊中，因此无怪乎两年来英国的各大奢侈品商家都纷纷推出中文导购，并引入中国银联的刷卡系统，以方便中国买家一掷千金。

在过去12个月中，有大约15万中国人到英国旅游，由于签证所限，这一数量远远少于申根区的法国和意大利等国。由于在与巴黎、罗马乃至柏林的奢侈品零售商的较量中落了下风，英国零售商协会目前正在积极游说政府，努力放宽对中国人的签证发放。他们这么做并非仅是为了推动民间交流，而是不想错过重要的经济班车，因为据世界旅游组织估计，到2020年时将有1亿人次的中国人走出国门旅游，他们在奢侈品上的花费可能将达到令人咋舌的146亿美元。

按照英国人的小算盘，通过签证制度改革，大批涌入的中国游客的消费将为英国经济带来12亿英镑的收益。据英国国家统计局数据，光是去年中国游客在英国的消费金额就超过3亿英镑，同比增加25%。对于还在探底边缘走钢丝的英国经济来说，这可是一个不易割舍的诱惑。或许这一次挽救英国经济的不再是拿着手枪的詹姆斯·邦德，而是挥动着人民币的中国游客。

华尔街夜话

虚假消息“炸坏”美股

一则虚假消息令股市盘中2000亿美元市值瞬间灰飞烟灭，这是美国股市本周上演的惊心一幕。

美国东部时间23日下午1点多，一条突发新闻出现在美联社“推特”账户中：“白宫发生两起爆炸，总统奥巴马受伤。”

“白宫遇袭”的消息瞬间在美国股市掀起轩然大波。短短几分钟，道琼斯指数下跌近145点，交易员形容场面“一片混乱”。

几分钟后，美联社撤掉了消息，称是入侵黑客所为，随后白宫发言人杰伊·卡尼辟谣，表示“总统没事”。

谣言得以澄清，股市也迅速恢复失地。但人们不禁要问：在一则迅速被澄清的假消息面前，股市表现为何如此剧烈？

海外选粹

道指或破万六 美国迎接牛市

今春，美国连创新高不仅是股指，更有职业投资者的看多热情。近期出台的《巴伦周刊》理财经理调查显示，超过七成理财经理看多股市，该比例已创下该调查有史以来最高纪录。同时，更有约三分之一理财经理认为道琼斯工业指数有望在明年中期突破万六点，尽管美国经济复苏仍处徘徊阶段、美联储政策亦游移不定，加之新的一年欧债危机大有升级之势，但丝毫不会影响这些职业投资人的乐观预期。

相比之下，美国过去十几年经历的两次牛市（分别为

1999年网络泡沫破裂前及2007年次贷危机爆发前），理财经理调查显示的看多比例均只有45%左右。而仅在前半年，看多股市的理财经理比例

也不过46%。与之相反，《巴伦周刊》的熊市论者的比例由去年的27%直线下滑至7%，创出新低。

尽管目前道指仍在14000点水平，但看多的理财经理们普遍认为明年上攻16000点不在话下，而这意味着道指将上涨10%左右。更有约25%的受访经理表示，即使突破万六点，道指也不会止步于此，还将继续走高。与此同时，标准普尔500指数也将与道指并驾齐驱，到2013年底会上涨4.2%，达到1621点，2014年中期则会上扬8.2%，达到1682点，而纳斯达克指数也将同步上升，明年中期有望突破3500点。

之所以大多数理财经理抱持牛市论，美国资本管理公司首席投资官蒂姆·考尔认为至少有四点理由可以佐证：首先美国房地产市场正在复苏；汽车制造业也重

1981年8月21日，两人都身高1.96米，毕业于哈佛大学，炒作比特币并非兄弟二人首次豪赌前景未知的新技术。

温克莱沃斯兄弟在哈佛就读期间，曾与迪夫亚·纳伦德拉一起创办了一家名为ConnectU的公司，并招募了校友扎克伯格。扎克伯格离开ConnectU，创办了Facebook。温克莱沃斯兄弟认为，扎克伯格剽窃了他们的创意，Facebook则对此予以否认。此后，温克莱沃斯兄弟与Facebook展开了旷日持久的诉讼和反诉讼拉锯战，双方的恩怨也因被写入电影《社交网络》的剧本。

直至2008年，温克莱沃斯兄弟同意签署和解协议。他们获得了6500万美元赔偿，一部分以现金形式支付，另一部分是120万股Facebook的股票。Facebook股票分拆后，目前兄弟二人所持股票已增至600万股，价值逾2亿美元。2012年，温克莱沃斯兄弟所有的公司Winklevoss Capital投资了一家购物网站Hukkster和一家数据管理公司SumZero，兄弟二人表示，在经历了和扎克伯格的纠纷后，他们还将寻找下一个Facebook。

各界对温克莱沃斯兄弟的评价毁誉参半。有人认为他们是学生创业家，代表了网络时代美国年轻人创业成功的方向。也有人对其嗤之以鼻，有报道说，哈佛大学前校长拉里·萨默斯批评温克莱沃斯兄弟称，“我很少在哈佛看到如此装腔作势的人，这样说已经够客气了。”

1999年网络泡沫破裂前及2007年次贷危机爆发前），理财经理调查显示的看多比例均只有45%左右。而仅在前半年，看多股市的理财经理比例

也不过46%。与之相反，《巴伦周刊》的熊市论者的比例由去年的27%直线下滑至7%，创出新低。

尽管目前道指仍在14000点水平，但看多的理财经理们普遍认为明年上攻16000点不在话下，而这意味着道指将上涨10%左右。更有约25%的受访经理表示，即使突破万六点，道指也不会止步于此，还将继续走高。与此同时，标准普尔500指数也将与道指并驾齐驱，到2013年底会上涨4.2%，达到1621点，2014年中期则会上扬8.2%，达到1682点，而纳斯达克指数也将同步上升，明年中期有望突破3500点。

之所以大多数理财经理抱持牛市论，美国资本管理公司首席投资官蒂姆·考尔认为至少有四点理由可以佐证：首先美国房地产市场正在复苏；汽车制造业也重

拾当年雄风；随着美国国内不断发现的页岩油气储备、能源业正异军突起，并将大幅度提高美国能源的自主性，且间接促成塑料及合成橡胶业的复兴；通货紧缩将刺激美国消费市场。基于以上四点，考尔认为，美国经济及股市将齐头并进。而牛市才刚刚开始，职业投资者的资金也正在不断涌入股市，并助推股指连创新高。

不少理财经理认为，当前华尔街的乐观情绪尚未影响到美国决策者及普通投资人。“人们过度关注财经新闻头条，并因此对资本市场产生悲观情绪，股市因此被低估。”理财经理认为，无论楼市还是股市都将走牛，而明年中期道指突破17500点并非空想。理财经理们普遍表示，未来数月，美国民主共和

两党的财政预算案的向好进展将成为股市走强的基础，而上市公司收益增长更将成为助推器。不仅是股票，包括房产信托产品在内的诸多投资品种也将走牛。不过理财经理普遍不看好黄金、债券的未来走势。理财经理们普遍看好新兴市场。大约三成受访者认为新兴市场在未来半年到一年时间里将成为投资回报率最佳市场，更有接近一半的受访者认为未来五年新兴市场都将表现最优。短期来看，巴西、中国都是理财经理们的看多对象，而欧洲则遭到冷眼。就行业来看，科技、能源、金融类股将引领市场，而日用消费品及原材料股不被看好。

《巴伦周刊》理财经理调查每年春、秋季各举办一次，参与调查者来自全美130多个机构投资者，其投资规模由小到大大不等。（石璐）