

# 一个寻求“拿走酒杯”的人

## ——评张育军博士新书《金融危机与改革》

□中国社科院金融研究所所长 王国刚

据说在任时间最长的前美联储主席威廉·麦克切斯尼·马丁曾说过,美联储的职责就是“在宴会渐入佳境时拿走酒杯”。其含义是,美联储需要进行逆周期调节,在经济高涨期间逐步收紧货币政策,以免加重通胀风险和资产泡沫。但从实践来看,这句话实属“说易行难”。在相当多场合,决策者不仅没有拿走酒杯,反而顺溺于宴会的热烈气氛,源源不断地递上红酒助兴,以至于最后客人酒性大发的时候,只能尴尬地为他们收拾烂摊子。

这一场景似乎并不少见,理性的选择也不难达成共识。但试想一下,即便你知道这一现象的结果,在音乐轻声响起,客人兴致盎然的时候,你敢如此不识时务地拿走酒杯吗?就不怕触犯众怒吗?在现实中,大多数人都是感性的,更何况醉与不醉的边界并不清晰。你很难说清楚,是因为货币政策紧缩引致了金融危机,还是金融运行确实到了引致金融危机的程度,为此美国20世纪30年代的危机成因迄今尚在争论之中。毫无疑问,金融危机在历史上不断反复爆发,但其成因依然缺乏共识性的定论。人们总是一次次地在狂欢中跌倒,却又总是在跌倒之后努力寻回失去的理性。

如何摆脱这种怪圈?以史为鉴。历史既是当时人们实践的过程,从中可以探寻出规律性的认识;历史又是人们未来实践的指南,既有前车之鉴的教训,也有再现当今之理。经济学家无有不重视历史的。现任中国证监会主席助理张育军博士的《金融危机与改革》一书便是一本向历史寻求答案的佳作。

此书的正式写作在2013年上半年就已开始动笔。2013年5月份确定了内容框架;8月中旬,作者前往美国哈佛大学进行4个半月的访问学习。这一期间,他与哈佛大学、耶鲁大学、麻省理工学院、杜克大学、彼得森国际经济研究所等各方面的专家学者进行了一系列学术交流,哈佛大学的安德尼·赛奇教授、朱利安·张教授、哈尔·斯科特教授、尼尔·弗格森教授等在学术上都给予了积极指导;此外,作者还先后拜访了美国财政部、美联储、美国证交会、美国商品期货交易委员会、美国联邦存款保险公司、美国消费者金融保护局、国际货币基金组织、世界银行等金融监管部门,实地调研了高盛、摩根大通、美国国际集团、花旗银行、美国银行、标准普尔、穆迪等多家经历次贷危机乃至金融危机洗礼的主要金融机构。通过对近60家机构的实地调研和近80场的面对面访谈,大大丰富了此书的内容,也加深了作者的思考,使得此书成为众多研究金融危机的论著中给人以一种崭新的认识。

### 重铸新的危机观

历史不会重演,因相关条件总是变化的;但历史会有会重演,因为历史中蕴含着客观规律。张育军博士的危机观和罗格夫回顾金融危机历史得出的结论异曲同工。他跳出危机看危机,用政策和历史两个视角铸造了新的危机观。每次人们都说“这次不一样”,但结果是每次都一样,金融周期周而复始,不可避免。人类与生俱来的贪婪、恐惧、健忘、侥幸与群体性盲目,使经济金融活动无论涨跌永远都会过头,所谓的理性运行总是遥不可及。因此,不要幻想消灭危机,也不必害怕危机,危机不过是风险的集中爆发。最重要的是把握危机爆发的内在规律,随时做好应对危机的准备。

作者以其独特的视角系统探讨了金融危机的内在规律,尤其是关于周期长短和频率的分析,既有眼前一亮

的冲击,又有回味无穷的思考。第一个独特视角是,从资产的流动性强弱分析经济危机周期的长短与频率。作者认为,标的资产流动性越强,泡沫形成的速度越快,周期相对越短,反之则周期越长。货币、股票等流动性强的资产小周期通常为3-5年,大周期则在10年左右;大宗商品、房地产等流动性也较强,小周期为5-10年,大周期一般在20年左右;艺术品与稀有商品流动性较弱,小周期为10-20年,大周期通常

在30年左右。按照这种理论,中国资产市场相对分割,流动性较差,而美国的资产市场相对完善,流动性更强。因此,中国的金融周期相对更长,而美国的金融周期相对更短,切换更快。第二个独特视角是,从市场出清速度分析金融危机的时长与复苏能力。既然危机不可避免,那么危机发生之后的应对就显得更为重要。美国之所以能够较快从金融危机中复苏,与其在金融危机期间果断地实行不良资

产救助计划(TARP)、推动包括雷曼在内的众多金融机构申请破产保护等应对措施有直接关系。与此相比,作者认为日本是一个失败案例。20世纪90年代初日本泡沫经济破灭后,日本政府一再拖延,市场无法及时出清,导致出现了大量的“僵尸企业”,酿成“失落的20年”之悲剧。今日中国正站在后危机时代的十字路口,如果想要尽快的步入“新常态”,就要尽快像美国那样,让市场发挥决定性作用,使不符合效率原则的“僵尸企业”按规则破产重组,缓解对信贷资源的挤出效应,为新经济增长点的崛起创造条件。

### 世界做错了什么

金融危机的爆发就导火索而言多为偶然事件,但偶然背后隐藏着必然。2007年2月汇丰银行成为第一个倒下的多米诺骨牌也许是偶然,但在宏观政策、市场监管、风险管理等一系列隐患的助推下,金融危机一步步爆发却是必然。作者认为,这种必然大致可概括为四个方面的缺失。

一是宏观政策失常。为了实现“居者有其屋”的美国梦,美国长期实行“超常”宽松的货币政策,通过低利率鼓励人们尤其是低收入者通过借贷购买房产。最疯狂的时候,甚至不用首付,前两年不用还款都可以买房,这种畸形的政策之下,美国房价一路高歌,最终失控,成为悬在全球经济头上的“达摩克利斯之剑”。

二是经济结构失衡。首先是整体经济结构向虚,有实体经济基础的制造业下滑,而建立在泡沫之上的金融和房地产业迅速膨胀;其次是居民部门过度超前消费,家庭负债率急速攀升,超出了安全边界;最后是常年的赤字政策和持续下降的储蓄率使美国经常账户逆差(对外净负债)不断扩大,以中国为代表的新兴经济体经常账户顺差持续扩大,全球贸易失衡空前恶化。

三是金融监管失灵。1999年,伴随着《金融服务现代化法案》的出台,《格拉斯-斯蒂格尔法案》寿终正寝,结束了美国金融机构长达66年分业经营的格局,前任苦心经营的金融防火墙被悄然拆除。2000年《商品期货现代化法案》进一步放松管制,形形色色的金融衍生品粉墨登场,而相应的监管却没有跟上创新的步伐,成为孕育泡沫的温床。

四是风险监管失控。看门人的雷达一旦失灵,门里的野蛮人便成了脱缰野马,投资和投机之间的界限愈发模糊。聪明的华尔街人在诱导投机的激励机制之下屡屡越过雷池,金融机构的杠杆率成倍攀升,流动性风险加速积聚,最终在房价下跌时成为不可承受之重。

### 世界做对了什么

将此次美国金融危机引致的“大衰退”与80年前的“大萧条”进行对比,相同的是危机的内在逻辑,但不同的是危机爆发的条件、表现方式和人们应对危机的方式。总体来看,尽管此轮全球金融危机给各国经济造成重创,但在各国政府的果断应对之下,全球经济的复苏速度明显快于上世纪30年代。中国率先实现“V型”复苏,至今仍维持了7%以上的中高速增长水平;美国资本市场也仅用5年就大致收失了失地,而在大萧条期间这个期间为26年。世界上没有毫无征兆的失败,也没有莫名其妙的成功。此轮危机留给了后人并不只有教训,也还有应对危机的经验。张育军博士对比中美两国应对金融危机的措施,发现有很多相似之处,其中隐藏着克服危机的成功秘诀。

第一个秘诀就是果断及时地采取逆周期的需求扩张政策。美国货币主义鼻祖弗里德曼在《美国货币史》一书中指出,1929年的经济衰退升级为大萧条,主要归咎于美联储的不作为,即没有及时采取逆周期调控,导致当年的货币供应量骤降1/3,使经济在衰退泥潭中越陷越深。面对这一轮危机,各国显然吸取了古典主义的教训,凯恩斯主义成为主流。

货币政策方面,常规和非常规政策双管齐下。从2007年9月到2008年12月,美联储连续将基准利率从5.25%降至近零水平。除此之外,美联储先后推出四轮非常规的量化宽松(QE),直接为市场注入流动性,有效提振了资产价格,同时压低了美元汇率,利用其国际货币的地位转移了部分危机的压力。中国政府也在2008年四季度迅速调整货币政策,连续降低存贷款利率和法定存款准备金率,对储蓄存款免征个人所得税;2009年又大举扩张

信贷供给,降低企业投资成本。

财政政策方面,果断出台大规模刺激。美国政府先是推出7000亿美元的金紉纾困计划,然后又出台了《复兴与再投资法案》(又称经济刺激法案),10年内增加7872亿美元的支出。中国则出台了4万亿元投资计划,刺激经济,把保障和改善民生放在财政支出的重要位置,加快建设政府投资项目,制定十大重点产业调整和振兴规划,实行结构性减税,以投资稳增长。

第二个秘诀就是通过危机倒逼结构性的制度改革,加强对危机的防范机制。在危机的倒逼之下,美国出台《多德-弗兰克法案》,重拾对金融业混业经营的监管,防范系统性风险。《JOBS法案》则旨在为美国中小企业解决融资问题,被视为美国资本市场又一部里程碑式的法律。中国也相继制定实施了《商业银行杠杆率管理办法》、《商业银行流动性风险管理办

法》等一揽子监管新标准,不断完善中国金融体系的危机预警和应对能力。

那么,对于中国来说,我们究竟该怎么做呢?

### 化危为机 浴火重生

美国有一句谚语:“没有彻底坏掉之前,就不要修理。”危机不只是一场磨难,更是一次浴火重生的机遇。要想把握这种机遇,必须通过反思“危机”,寻找“改革”的逻辑。这也正是此书的主旨。作者在此书的第九章中系统比较了中美两国相关制度改革,从宏观审慎政策框架、危机监测与预警机制、流动性救助机制、政府接管和并购重组机制、系统重要性金融机构的监管体系、金融消费者保护制度、衍生品监管框架、破产重整机制、货币市场基金监管体系以及构建跨市场、跨行业的“超级监管者”等10个方面出发,提出了进一步完善我国金融危机预警与应对机制,做好预防与应对金融危机准备的建设性意见。其中值得特别推荐的相关要点包括:

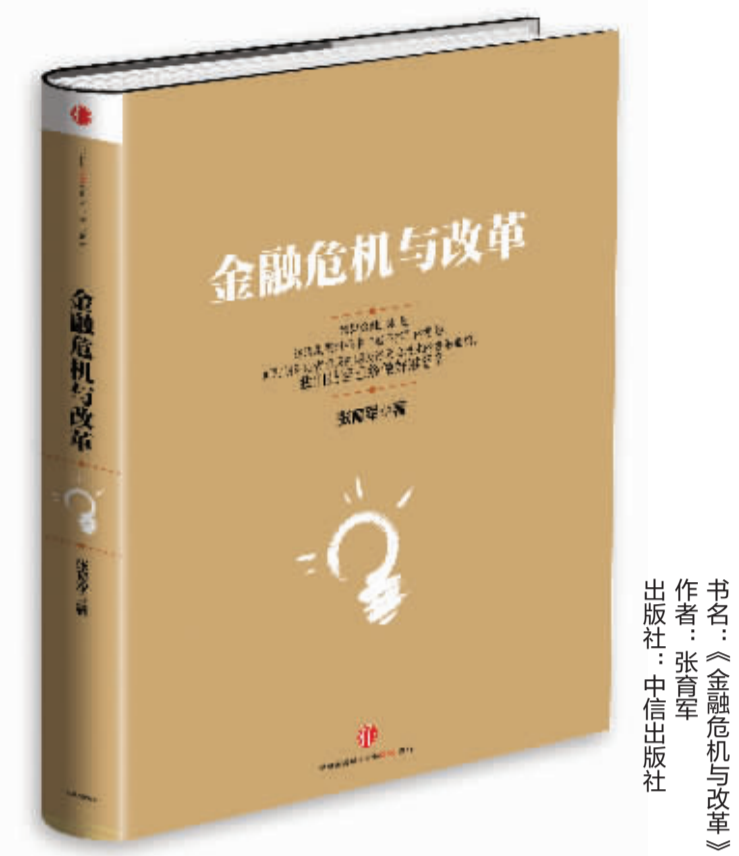
一是宏观政策要审慎平衡,不能矫枉过正。次贷危机乃至金融危机虽发生在金融领域,但此前财政、货币、房地产等宏观政策的失衡才是引发危机的深层次原因。为缓冲互联网泡沫破灭的冲击,美国政府在21世纪初实行了极端宽松的宏观政策,使经济迅速恢复生机,但政府却没有及时收手,导致治病的良药变成了助长泡沫的毒素,最终造成悲剧。

历史上,这种情况并不少见。比如,治理大萧条的凯恩斯主义最终走向了滞胀,治理滞胀的自由主义又最终走向了全球金融危机。中国当前也面临着同样的困境。2009年的“4万亿”虽然立竿见影,带动经济实现“V型”复苏,但却同时造成了严重的副作用:产能过剩和债务风险。习近平总书记提出,中国目前正处于“三期叠加”的特殊关口,其核心一点就是“消化前期政策”,“保持平常心,适应新常态”。未来中国的宏观政策必须转型,杜绝大规模刺激,容忍经济的自然减速。当然,仅仅控制增量还不够,还必须让存量出清。如果大量的低效率僵尸企业持续挤占金融资源,降低融资成本将成为一句空话。

二是微观政策要注重切合实际,不应脱离实际。如果经济持续脱离实际,容易引发资产泡沫,扰乱价格信号,造成资源错配,加速实体产业空心化,营造虚假繁荣。我们的政策不应以“做大”为目标,而应以“做强”为导向。近期,习近平总书记亲自主持中央财经领导小组会议,提出加快实施创新驱动战略,未来科技成果的转移和产业化将是主要方向。传统产业趋势性放缓,化解产能过剩前路漫漫,这种情况下,必须通过创新打造新的经济增长点。

三是监管政策要与金融创新与时俱进,不能守株待兔。金融机构的自我风险控制固然重要,但规范的金融监管是约束投机行为的重要条件。有了规范的金融外部监管,内部的风控也会随之强化。在日新月异金融创新面前,监管者怎样才能和在金融机构的猫捉老鼠游戏中占得先机?作者提出了一个可考虑的建议,即加强主要监管机构之间的协调,比如建立一个跨部委的“超级监管者”,各方共享监管信息和数据,加强主动监管。

张育军博士虽在政府部门任职,但此书以一个学者的认知,提供了一幅关于金融危机与金融改革的思考。我们应该庆幸的是,通过这种思考,下回“当宴会渐入佳境时”,可能有了一个敢于“拿走酒杯的人”。



书名:《金融危机与改革》  
作者:张育军  
出版社:中信出版社

## 我们应从金融危机中学到什么

### ——读张育军先生《金融危机与改革》

□国家信息中心首席经济学家 范剑平

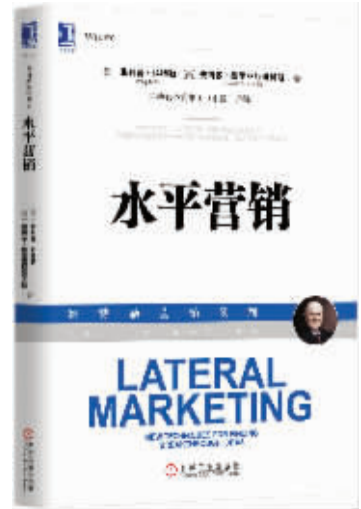
2008年9月美国次贷危机演变成国际金融危机已经快6个年头,但至今危机并没有完全过去,世界经济从危机中复苏所花费的时间比历史上任何一次都长。研究这次金融危机的论著读了不少,这几天在研究温州企业的资金困境案例,正好读到张育军先生的新作《金融危机与改革》,其中许多内容对我的研究给予了极好的启示。经济规律的展开需要时间,危机后中国经济先经历政策刺激后的“V型”快速大反弹,现在处于前期刺激政策消化期的“W型”弱势波动。对金融危机和对应策略的认识,时间越久越检验学者的功力。张育军先生在书中总结的金融危机六个共性和五个方面深化改革的启示,对当前经济改革和金融改革非常具有参考价值。

“市场出清速度决定金融危机时长和复苏能力。危机发生后,政府在应对政策和改革措施等方面存在多种选择。只有决策迅速、行事果断、执行有力的政府及时采取破产重组、政府接管、并购重组等方式,真正做到壮士断腕、刮骨疗毒,第一时间处理爆发风险的金融机构,才能避免风险毒瘤的持续恶化和扩散,赢得金融体系的复苏和新生。”(出自张育军书中前言)书中对比了美国在这次危机后的果断应对措施与日本在上世纪90年代初经济泡沫破灭后的“打吊瓶”掩盖问题的措施。美国除雷曼兄弟倒闭外,其他金融企业这两年已经恢复元气;但日本长期没有出清“僵尸银行”和“僵尸企业”,最终酿成“失落的20年”的苦果。书中对美国应对危机中的十二个困难难题和美国应对措施得失进行了反思,对中国在经济增速换挡期、结构调整阵痛期如何果断处理金融违约增多的危情,非常具有现实指导意义。

中国经济必须吸取日本的教训,必须承认在市场经济条件下,无论是实体企业还是金融企业,企业的生生死死是经济新陈代谢的正常现象,银行不良贷款不可能永远只减不增,也会随经济周期增减。无论与中资银行历史水平比,还是与外资银行比,目前中国银行业不良率处于低水平且回升幅度有限,不存在系统性风险。但“凡事豫则立,不豫则废。行前定则不殆,事前定则不困,行前定则不疚,道前定则不穷。”(出自《礼记·中庸》)张育军先生坦言:“与美国的系统性金融危机的预警、监测机制相比,中国尚有较大差距。”(第246页)我认为,中国不同行业、不同企业的风险之高

### ■ 新书快递

#### 水平营销



作者:(美)菲利普·科特勒,(西)费南多·德里亚斯迪贝斯  
出版社:机械工业出版社  
内容简介:

如果说“定位、细分、分化、品类”代表了纵向营销的巅峰,那么以“跨界、融合、混搭”为特征的水平营销将开启营销的全新时代。

在今天这个网络化、全球化的竞争市场上,越来越多的企业开始感受到营销的尴尬。痛切于企业孱弱的赢利能力。一方面,传统的广告促销等营销组合已经无法有效激发消费者的消费诉求;另一方面,企业之间的竞争在每个传统的营销层面上刀刀互现,价格战、成本战等已经将企业推入恶性竞争的深渊。无论是在传统行业,还是新兴行业,企业有机增长已经越来越困难。

在日益复杂的现代营销催化下,新产品、新品牌迅速推出,但相当比例的新产品、新品牌不能避免“一出现即注定失败”的命运。品牌数量剧增,产品生命周期大大缩短,更新比维修便宜,数字化和互联网技术引发多个市场的革命,商标数与专利数迅速上升,市场极度细分,广告饱和,新品推介越来越复杂,消费者越来越难以打动。那么,陷于新的营销困境和买方市场的现代企业如何寻求持续生存与发展?

针对这场全球范围的市场嬗变,科特勒提出了新的营销思维——水平营销。它跨越原有的产品和服务,通过原创性的理念和产品开发激发出新的市场和利润增长点。本书给出了水平营销方法的基本理论架构,一步步根除传统营销理念给创新思维造成的各种束缚和禁锢,并就如何规避产品策略的高失败风险和取得突破性成功指明了道路。这种突破性的创新思维方法是帮助我们在业已饱和及过度竞争的市场上争夺客户的制胜利器。

#### 作者简介:

菲利普·科特勒,全球知名营销学权威,科特勒咨询集团首席顾问。其作品奠定了过去40年世界营销行业的基础。菲利普·科特勒著作颇丰,其中包括《营销管理》、《营销革命3.0》、《十大致命营销误区》和《企业的社会责任》等热销作品。

费南多·德里亚斯迪贝斯,Salvetti & Llombart公司的创办人和合伙人,该公司是一家专门为百事、索尼、惠普、麦肯锡、雀巢、佳能等跨国客户提供咨询和市场调查服务的公司。

## 伟大创意的诞生



#### 作者:(美)史蒂文·约翰逊

出版社:浙江人民出版社

图书品牌:湛庐文化

#### 内容简介:

大家都认为出好创意。印刷机、铅笔、电池、互联网、GPS、Google——这些都是绝妙的创意。然而,它们是如何产生的?被喻为“科技界的达尔文”的史蒂文·约翰逊在《伟大创意的诞生》一书中,提供了深具启示意义以及有论证实据的答案。

作者以富有感染力、包罗万象的风格游历于多重领域,从神经生物学、都市研究,到网络文化,找出了独特创新背后的七大关键模式,深入人类600年重要发明的创新自然史,找寻它们的踪迹。他检视了特定情境如何加速创新进程、实体环境,以及如何使众人与创意齐聚一堂,从而造就出伟大的创意。

从达尔文到苹果公司,从万维网到Google,作者审视了近代的创新枢纽,汲取出适用法则,以及出现在创新过程中的共通点。他的发现不但引领我们重新认识创新的根源,也提供了许多有用的策略,以培养突破性的创意。

#### 作者简介:

史蒂文·约翰逊,美国著名科普作家和媒体理论家,被《展望》杂志(Prospect)誉为“数字化未来十大科技思想家”之一,TED演讲人。其著作多聚焦于科学、技术和创新领域,包括《涌现》、《幽灵地图》等多部畅销书,被译成十多种语言,在全球范围广为传播。