

香港傳真

中信泰富政治暨經濟研究部
中國稅務雜誌社綜合研究組

No. 2008-70

2008年9月24日

後泡沫世界的陷阱

摩根士丹利亞洲主席 史蒂芬·羅奇¹

一年前，幾乎沒有任何端倪暗示世界金融市場及全球經濟將要發生什麼。有些前兆顯示美國住房抵押貸款市場中的次貸板塊全盤表現不佳。但是，正如2000年早期的網絡公司泡沫一般，人們普遍認為次貸對宏觀面影響甚微。否認，人類最強有力的情感之一，再一次佔了上風。消費者、商人、決策者以及政客一致忽略了次貸方面正在醞釀的問題，並一致相信此前五年的全球經濟繁榮趨勢依然完好無損。

一年前的爭論被蒙上一種令人心痛的似曾相識感。1999年底，網絡公司僅佔美國股票市場市值的6%。強大、靈活、創新的美國經濟

¹ 編者註：史蒂芬·羅奇（Stephen Roach）現任摩根士丹利亞洲主席，本文曾印香港博源基金會《中國經濟觀察》第五期。個別重複的上下文在編輯過程中刪除。

被寄予厚望，相信它會為股票市場另外的 94% 以及宏觀經濟提供內在彈性及持續支持。一年前，次貸僅佔已發行證券化抵押貸款總額的 14%，依然強大、靈活、創新的美國經濟再次被寄予厚望，相信它會為另外 86% 的抵押貸款市場及宏觀經濟提供持續支持（參見表~1）。

表~1：煤礦裡的兩隻金絲雀

（單位：%）

網絡公司泡沫：美國股票市場總股票市值 17.2 萬億美元（1999 年底）	
網絡公司份額	6
其他	94
次貸泡沫：已發行證券化抵押貸款總證券化抵押貸款額 6.3 萬億美元（2007 年 3 月）	
次級貸款	14.3
優質達標貸款	63.5
鉅額抵押貸款	9.5
另類 A 級貸款	12.7

資料來源：美聯儲、美國聯邦存款保險公司（FDIC）、美國抵押貸款銀行協會（MBA）、摩根士丹利研究部。

這種邏輯是何等的錯誤啊，2000 年如此，一年前又是如此。八年半以前，網絡公司泡沫破裂，緊隨其後的是美國廣義標準普爾 500 指數在接下來的兩年半內劇跌 49%。一年前次貸泡沫破裂觸發了信貸及資本市場上危機的空前蔓延。教訓令人痛心的相似。當整個資產類別——或就此而論，一個經濟體——走向極端，整個資產鏈中最微弱的環節常常會給整個系統帶來決定性的打擊。泡沫類比恰是如此。當密封膜最薄的部分出現問題，餘下的空氣便迅速逃逸。

但是這種比喻漏掉了關鍵一點。泡沫的膨脹是一個在不知不覺中加劇的過程。從股票到房產再到信貸，泡沫在規模和風險程度上不斷擴大。泡沫豐富的美國經濟變成了一場系統性風險的滋生地，並對美國以及日益相互依存的世界經濟帶來影響。而今，只留下殘局等待我們收拾。

最初階段

沒有一個經濟體可以永久地入不敷出。但是正如那些以往嘗試如此的國家一樣，美國自認為這次與眾不同。美國經常賬戶赤字從 1995 年佔 GDP 的 1.5% 猛然升至 2006 年的 6%。2006 年第三季度，赤字的年化規模達到 8440 億美元的頂峰，美國每個交易日要從海外引入 34 億美元的資本方能補足國內儲蓄的鉅大差額。

長久以來，這些資金隨喚隨到。大量新理論被捏造出來，用以理性地解釋為什麼無法持續的東西實際上也可以持續下去。很多人辯論說，對於擁有世界儲備幣種的國度而言，無拘無束的海外借貸是一種特權。有些人走得更遠，慶祝新“布雷頓森林體系 II”的降臨，認為像中國一樣擁有額外儲蓄的國家會源源不斷地將過剩的美元換成美國資產，以此保持本國貨幣的競爭力及出口導向型增長模式。當然，到頭來，這些“新思路”解說——正如以往——未能經受住時間及市場的考驗。

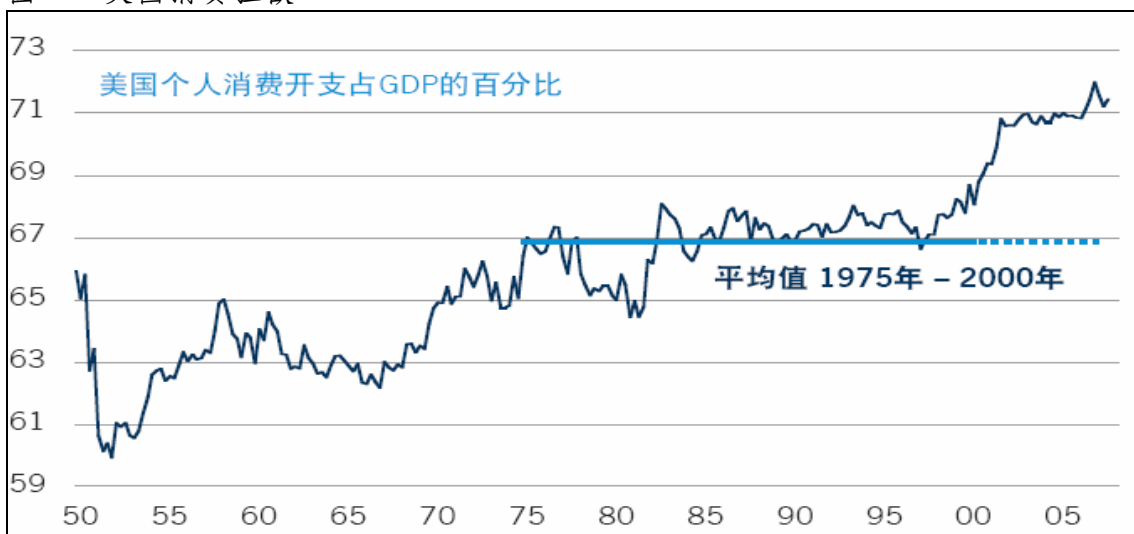
創紀錄的美國消費狂熱是問題的根源所在——觸發源便是，從以收入為基礎的儲蓄模式到以資產為基礎的儲蓄模式的冒然轉型。

問題根源是美國從收入儲蓄到資產儲蓄的冒然轉型。美國消費者率先行動，從 1994~2007 年的 14 年間，按實值計算，美國實際消費需求的趨勢增長率每年高達 3.5%——持續時間如此之長，對現代史上任何一個經濟體而言，這都是一場最盛大的消費狂熱。不要介意看似慢性衰竭的創收收入，同一時期，實際可支配個人收入增長平均僅為 3.2%。美國消費者感到他們不必再按傳統方式存款了——自大蕭條以來，他們首次將收入型儲蓄利率逼至零。為什麼不呢？畢竟，他們已經發現了一種新的以資產為基礎

的儲蓄戰術 — 先是 20 世紀 90 年代後半期拿股票質押，然後是本時代上半期拿房產質押。寬鬆的規章條例及管理監督，加之過度的貨幣政策調試，最終引發了廉價寬鬆的信貸膨脹，最後證明這也不過是雪上加霜。

回顧過去，與美國住房的價值空間相比，股票財富效應相形見绌。在 2006 年中期巔峰之時，出自住宅房產的淨資產萃取飛漲至可支配個人收入的 9%，是五年前的讀數 3% 的三倍整。這使收入短缺的美國消費者不僅可以揮霍以收入為基礎的儲蓄，還把 2007 年的消費推高至當年 GDP 的 72%，創下歷史記錄（參見圖~1）。這一結果的背後是兩個鉅大泡沫 — 房產和信貸 — 的交匯，它將住宅變成自動取款機（ATM）的功能等同物。最終，美國消費者心安理得地透支他們未來儲蓄的主要來源 — 住房財富 — 為今天的消費買單。當然，他們終於揹上了創紀錄的債務負擔。截至 2007 年底，家庭部門負債率飛漲至可支配個人收入的 133% — 比十年前時興的債務負擔率 90% 上昇了 40 多個百分點。這荒謬至極。然而這持續的時間越長，它在美國人心裡就越根深蒂固。現在，終於結束了。

圖~1：美國消費狂歡



資料來源：國民資源、摩根士丹利研究部。

亞洲連線

雖然看似美國製造，但是過剩時代的規模實則席捲全球。美國的消費狂熱是世界其他地區出口導向型經濟體的食糧。對發展中的亞洲而言更是如此——自世紀之交以來，亞洲是世界上增長最快的主要地區。它大到足以佔世界總產出的 20%（按購買力平價測算），2000~2007 年間，發展中的亞洲實際 GDP 平均增長 8%——是同一時間世界其他地區增速 3% 的 2.5 倍。尋求快速增長以達到其發展及減貧目標，發展中的亞洲視美國的消費狂熱為“來自天堂的甘露”。消費不足的日本也有類似的反應，該地區較大的新興工業化經濟體韓國和臺灣亦是如此。

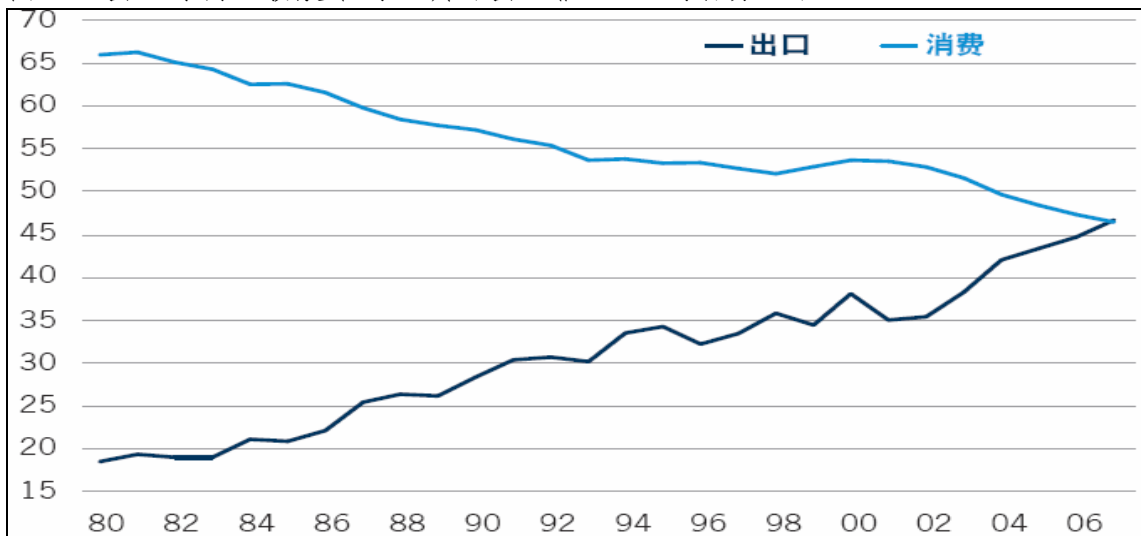
然而一點也沒錯，正是這種“高辛烷值燃料”推動了亞洲的繁榮——這是一種日益強大的出口導向型增長動力。對整個發展中的亞洲而言，2007 年出口創下紀錄，佔當年該地區總 GDP 的 45%——比 20 世紀 90 年代中期時興的份額高出十幾個百分點（參見圖~2）。這使世界上增長最快的地區比以往更依賴外部需求。

隨著美國消費最終陷入困境，亞洲的出口導向型增長動力現在處境危險。

在此，中國無疑是關鍵的。2006~2007 年，經過兩年近 12% 的 GDP 增長之後，2008 年第二季度，中國增速放緩至 10.1%。這種下調很大程度上是中國對美國出口增長明顯減速的結果——繼 2003~2007 年年均增幅超過 25% 之後，2008 年 6 月年同比增長僅為 8%。非常顯著，中國以美國為核心的出口及 GDP 增長——約佔中國總外需的 20%——受到擠壓，與此相伴的是，中國對歐洲（2008 年 6 月增長 25%）及日本（增長 22%）的出貨量依然充滿

活力。由於日本及歐洲也在減弱，迄今為止在中國外需中較有活力的部分——總計佔中國總出口額的30%——也將開始衰退。由於這些拖後腿的因素，中國GDP增長極有可能在未來六個月內從10%進一步降至8%。

圖~2：出口導向型發展中的亞洲（出口佔GDP的百分比）



資料來源：國際貨幣基金組織（IMF）、摩根士丹利研究部。

對亞洲而言，最關鍵的問題是，一次外需衝擊是否能足以抑制該地區近期爆發的通貨膨脹。在這一點上，以中國為例最能說明問題——也就是說，其可能放緩至8%的增長率是否代表著充分“著陸”，並緩和急劇增加的通貨膨脹壓力。隨著近期制定的勞動法改革，工資推動型通貨膨脹上漲高過15%，行政控制使“核心”通貨膨脹壓力偏向消極面，再加上按實值計算的短期政策利率極低，在當前的環境下，中國的通貨膨脹風險無法最小化。就此看來，中國依賴於提高銀行準備金率——與加息相對——作為首選貨幣緊縮工具也是相當有問題的。

對亞洲而言，最關鍵的問題是，一次外需衝擊是否足以抑制該地區近期爆發的通貨膨脹。

印度採取了極為不同的措施應對其通貨膨脹問題，自6月初

以來，央行激進地將政策利率累計上調 125 個基點。不像中國那樣依靠外需衝擊緩和過高的 GDP 增長及通貨膨脹壓力，印度儲備銀行在應對迎面而來的通貨膨脹問題時不會冒任何風險。因此，印度的 GDP 增速有望在 2009 年降至 7% 以下 — 與 2005~2008 年四年間年均增長率 9% 相比，這的確是一大滑坡。

就亞洲對美國主導的外需衝擊的反響而言，日本站在了光譜的另一端。日本 6 月份出口增長（年同比下跌 1.6%）在 16 個月內首次走向負值。造成這一結果的原因是由於日本對歐洲及亞洲其他地區出口中顯現出停滯 — 這些曾一度活躍的市場此前還一直掩蓋日本對美國出口減弱的事實。就亞洲的對外脆弱度來看（抵抗外部衝擊的能力），中國和日本位居兩個極端。中國擁有鉅大的緩衝靠墊 — 過去兩年內接近 12% 的增長率 — 可以避開外需衝擊的打擊。相反，日本近幾年來僅維持 2% 的增長率，缺失那樣的緩衝。在外需削弱的環境下，中國經濟增長的低端似乎在 8% 左右。而日本更可能接近零 — 凸顯出該地區最大的經濟體再度萌發衰退的明顯可能性。

2002~2007 年中期的全球經濟繁榮是全球化強大的跨境連鎖的自然結果。世界上沒有任何地區能比出口導向型的亞洲從這種關聯性中獲益更多。該地區以中國為主的飛速發展的經濟恰是佐證。脫鉤（decoupling）— 假設性地將發展中經濟體與發達世界分離 — 與過去五年強大的全球化趨勢的核心理論背道而馳。無論在全球經濟週期低谷還是高潮，這種全球化關聯度都絲毫未損。通過發達的跨境反饋機制，在一個相互依存的世界裡，亞洲出口導向型經濟體對於美國需求減弱的反應正在各地市場及經濟體中觸發強大的影響。

盤點

唉，玫瑰花花事已了 — 全球經濟週期已經轉變。在 2004~2007

年間，世界 GDP 年均增長率接近 5%——這是 20 世紀 70 年代以來全球增長最強勁的四年——現在似乎又回歸到 3.5~4% 的區間。雖然這並非什麼災難性的結果，但確實意味著增長率比之前四年減速 20~30%。

全球經濟週期可能轉向低迷，這並非空穴來風。隨之而來的是，信貸市場危機的空前爆發，這對世界金融市場構成極大破壞。金融市場和實體經濟間的相互影響無疑掌握著未來幾年全球宏觀前景的密鑰。為便於解說，我現將這項繁複的過程分為三個階段（參見表~2）。

表~2：危機的分類學

影響	傳輸機制	結果
一級	跨產品蔓延：衍生品及結構型產品	去風險、去槓桿化
二級	資產依賴的實體經濟	消費與住宅建設的結合
三級	跨境關聯：貿易及資本流動	輸出並轉售融資風險

信貸危機是第一階段。由 2007 年夏天開始的次貸危機引爆，一場跨產品的危機迅速蔓延至資產支持商業票據、抵押貸款證券（MBS）、結構型投資工具（SIVs）、銀行間同業（LIBOR）離岸融資、槓桿貸款市場、標售型利率證券（ARS）、所謂的單線保險商以及其他眾多含混的產品及結構化產品。不同於十年前那場跨境蔓延的亞洲金融危機，如今複雜的工具及結構型產品具有的“起始及擴散”²的特性最終也傳染了離岸投資者。這使當前的這場危機罕見地滋生了既跨產品又跨境的雙重特徵。美國金融機構一向激進地減計“問題”證券的價值。多半由於這個原因，我相信第一階段已經完成了大約 65%——雖然我們已經經歷了這個

² “起始及擴散”，即 originate and distribute，指貸款產品原形及包裝待售的證券化產品。

歷程的大半部分，但隨著經濟週期的介入我們仍有很多需要面對，因為這將對金融中介機構的收入造成新一輪的打擊。

金融市場及實體經濟相互交錯的三部曲掌握著未來幾年宏觀經濟前景的密鑰。

第二階段反映的是信貸及住房市場內爆對美國經濟實體面的影響。如上所述，這一階段調整的表徵可能是過分揮霍、儲蓄短缺、過度負債的美國消費者的屈從。近 15 年來，每年的實際消費增長平均接近 4%。而隨著消費者開始重建以收入為基礎的儲蓄模式，並削減債務負擔，消費需求將出現歷時多年的下滑現已成為可能。接下來的兩三年內，我認為消費趨勢增長率將減半至 2% 左右。甚至會有幾個季度，消費開支不能達標，而美國經濟也會陷入一種衰退的狀態。毫無疑問，也會有幾個季度消費增長高於 2% 這一標準，經濟也看似復甦。這樣的反彈，非常不幸的是，對於後泡沫時代的美國消費者而言猶如曇花一現。這方面的宏觀調整方才上演。因此，以我之見，第二階段僅僅完成了 20% 左右。

第三階段是全球之局 — 美國消費業及世界其他國家之間的關聯更強調了這一點。同樣如上所述，這些關聯才剛剛開始發揮效用。訂貨及跨境運輸滯後，說明這一階段的調整將花去大量時間。前期影響在中國及日本已經非常明顯 — 很大程度上以美國肇始的出口調整為基礎。在歐洲，連鎖反應才剛剛顯現，未來幾個月乃至幾個季度內，這種跨境影響將蓄勢待發。這讓我覺得第三階段僅完成了 10% 左右。

簡言之，這場宏觀危機遠未結束。主要原因在於已經破裂的泡沫 — 房產和信貸 — 變得如此之大，以至於最終傳染了美國經濟的實體面。美國正調整適應更加艱難的後泡沫現實，相互依

存、全球化的世界其他地區應當緊隨其後。此外，各個階段間存在著反饋效應——特別是經濟週期現已開始施壓於那些在信貸危機中首當其衝的金融機構。銀行及其他貸款機構承受的新一輪收入壓力可能導致信貸緊縮進一步惡化，加重美國及世界上依賴貸款的經濟體面臨的週期性壓力。總而言之，宏觀調整應該持續至2009年，並有可能擴散至2010年。

艱難的再平衡

經濟繁榮的本性源於對經濟增長的貪婪渴求，而這種繁榮現已敗落。收入短缺的美國經濟拒絕較慢的內需增長步伐。相反，它轉向了一種與歷史悠久的源自生產力的創收支柱不太相關的資產融資及債務融資的增長狂熱。對發展中世界而言，快速增長是脫離赤貧的一劑強力良方。正如發展中的亞洲那樣，旺盛增長成為不擇手段也要實現的目標——即便造成通貨膨脹、污染、環境惡化、收入差距加大及週期性的資產泡沫等負面的外部經濟效應。世界上的國家政體從前想要——現在仍然想要——增長，為此不惜任何代價。但是現在，賬單來了。

由於不可持續的非理性增長已經停止，全球經濟將會面臨一個歷時多年的再平衡歷程。

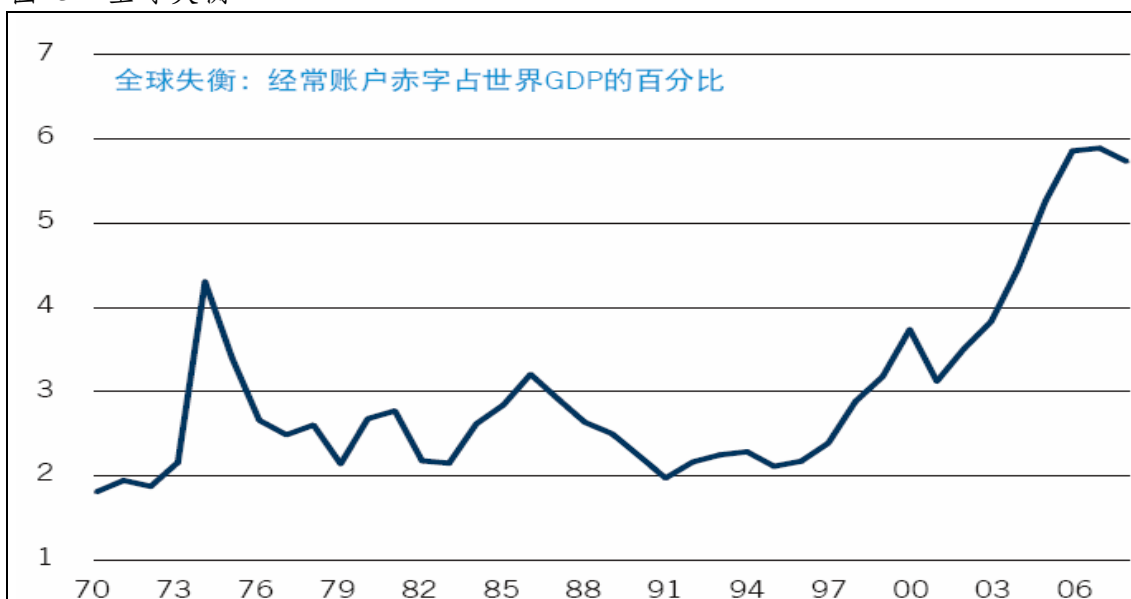
全球經濟正面臨一個歷時多年的再平衡歷程。對美國而言，拋棄新發現的依賴資產的儲蓄及消費戰術並重拾往昔的收入導向型基本功，這注定意味著個人消費增長將持續下滑。永恆的希望之泉啊，讓弱勢美元使美國人巧妙地完成這場變奏，流暢而明快——現在，消費主導型增長將讓步於貨幣主導型出口增長。一

切皆有可能，但是我對美國的出口復興甚為懷疑——特別是在美國製造及出口業經歷多年的虛空之後。曾經“永遠喪失”的工作和工業不會一夜回春。在我看來，美國現在將不得不認真應對更加緩慢的增長趨勢——在未來兩三年內乃至更久，GDP 增長可能將從過去 13 年中的 3.2% 減速至 2% 以下。

這對世界其他地方而言應該是一個具有挑戰性的結果——特別是那些發展中國家，他們向過度揮霍的美國消費者出口商品並從中獲得了太多的經濟食糧。他們的任務本質上與美國所面臨的任務相反——出口導向型的發展中經濟體應該將增長方式轉向國內需求，特別是私人消費。這對那些依賴廉價貨幣、額外儲蓄及基礎設施戰略而達到經濟大跨步發展的國家而言，並非易事。但是隨著他們的主要出口市場——美國——蒙受壓力，跟世界其他地方一樣很少有消費抵補，發展中世界幾乎別無選擇，只好著手自身的消費導向型再平衡。這可能意味著發展中世界在接下來幾年內也將面臨更加緩慢的經濟增長——前幾年 7.3% 的年均增長率可能在未來兩三年內降至 5% 附近。

這樣的全球再平衡源自經常賬戶赤字國和經常賬戶盈餘國之間幾年以來的一場空前的分化。按國際貨幣基金組織（IMF）的計算，2006~2007 年間，經常賬戶赤字的絕對值創紀錄地佔到了世界 GDP 的 6%——是 20 世紀 90 年代的三倍整，當時份額僅佔 2%（參見圖~3）。在我看來，辯護士的嚴重錯誤之處，並不在於提出新方法理性化解釋空前的外部失衡，而是在於未能意識到資產和信貸泡沫在滋生過剩問題上的影響。這些泡沫現已破裂，全球再平衡成為這一失衡世界的當務之急。毫無疑問，全球經濟也將為多年以來的疏忽付出慘重代價，未來幾年全球將走入更加緩慢的增長軌道。

圖~3：全球失衡



資料來源：國際貨幣基金組織（IMF）。

金融市場之鑒

過去幾年的大事件對金融市場當然不無影響。如同前瞻性貼現機制一樣，過去幾年已展開的宏觀調整現在都體現在主要資產類別的價格上。但是對通盤調整的抗拒依然根深蒂固，金融市場也不外乎於此。就此，有四條重要結論：

全球經濟還要經歷很多，從這個意義上說，金融資產的廣大類別——股票、債券、貨幣及商品也不外乎於此。

全球大部分地區的股市都呈現熊市，很容易讓人斷言最糟的時候已經過去。我對這種預測很是懷疑。在我看來，我們不應該把股票市場當作同質資產而看待。然而，分清楚金融機構和非金融機構很重要。前者當然已經被打倒了。前文所述的第二階段和第三階段的調整將毫無疑問地給金融機構帶來週期性的收入壓

力，股價的打折式下跌也更接近上述結果。然而非金融機構並非如此。比如，標準普爾 500 指數中的非金融機構，其 2007~2008 年的一致收益預期仍然集中在 25% 左右。隨著美國經濟增長遲緩，我完全相信收益風險將觸及非金融機構 — 凸顯出全球股票市場下一波重大下挫的明顯可能性。股票市場的熊市有可能從金融機構轉向非金融機構。

對於債券，預測的關鍵取決於通貨膨脹及經濟增長風險的相互影響 — 以及兩者的權衡對央行決策立場的暗示意義。由於通貨膨脹恐懼近來急劇攀升，市場參與者不相信各大央行將回歸更加激進的貨幣政策立場，主權政府債券收益率有所上漲。在增長緩滯的環境中，我覺得對週期性通貨膨脹的恐懼最終將會停息，貨幣管理當局也會因顧慮針對通脹下藥過猛而不安。短期看來，我得出這樣的結論，再度審視央行激進的緊縮政策之後，我認為主要債券市場有可能重整旗鼓。中期看來 — 也就是審視本輪週期 — 我承認陪審團還在庭外爭論滯脹風險 — 特別是針對有通貨膨脹傾向的發展中國家。在這段時間內，債券市場的預測會更加不確定。

幾個世紀以來，美元一直是舞臺中心。六年多來，我一直看淡美元，原因只有一個 — 美國鉅額的經常賬戶赤字。儘管美國的對外差額在過去一年半以來 — 多半由於週期性原因 — 降至 GDP 的 5% 左右，但該差額仍然過於龐大。因此，我從根本上還是看淡美元。同時，在過去的十個月裡，由於懼怕次貸僅僅是美國的問題，因此美元似乎被過度的貶抑了。我相信投資者會重新思量之前的觀點，即他們可以從歐元或日元資產中尋求庇護。因此，我能預想，美元實際上會穩定下來，甚至將在 2008 年底維持強勢，之後將因其依然龐大的經常賬戶赤字而在 2009 年重新恢復下跌。

商品市場的前景近來成為炙手可熱的話題。一年之後，我相信，對經濟變化較為敏感的商品——石油、基本金屬及其他工業原料——其價格將遠遠低於其今天的價格。軟商品——主要是農產品——以及貴金屬也許是例外。對經濟變化較為敏感的硬商品將出現調整，原因有二——全球增長明顯減速將相對改善供需失衡的狀況，追逐收益的財務投資人將在商品購買上撤資。以我之見，後者對商品泡沫的推動力不可小覷。有觀點認為對沖基金及其他投機者導致了商品市場過剩，對此我無法苟同。相反，真正起作用的主要是那些僅作長期投資且有現錢的機構投資者，比如全球養老基金——他們無一例外地接受顧問的建議，增加對商品類資產的資產配置。機構投資者的這種群羊效應常常被證明是錯誤的。我想這次也是如此——儘管我會第一個承認，我自己一直呼籲結束這場商品泡沫，而這種呼聲在過去三年內簡直是不合時宜的。

讓瘋狂延續？

由於上述提到的原因，對於當前這場金融危機，幾乎不乏各類極端的修辭。它是否真像很多人叫嚷的那樣是大蕭條以來最糟糕的一次，這仍有待觀察。但它在很多重要方面的確稱得上是一件分水嶺事件——特別是因為它提出了一個尖銳的質疑，長久以來忽略了失衡及過剩的美國經濟，其根本支柱究竟是什麼？

美國政體看上去既不願意也沒能力深入探索問題的重要性，而這一問題在這場危機中達到頂峰。從稅收政策、住房市場調整以及金融系統的管理來看，確實如此。

稅收政策便是佐證。向過度揮霍的美國消費者退稅成為第一

道防線，現在華盛頓又開始探討第二輪這樣的激勵措施。但是，2007年個人消費開支創紀錄地佔到當年實際GDP的72%，政府向市場注入可花費收入旨在延續現代史上最大的消費狂熱。對一個迫切需要增大儲蓄、降低開支——從而可以償還債務、降低鉅額經常賬戶赤字——的國家而言，降低個人稅收這一政治計策不過是錯誤的時間開出的錯誤藥方。

華盛頓對住房市場危機的反應也同樣存在問題。國會似乎志堅意決，以避免住房遭到強制拍賣作為解決任何問題的重要方針。此外，新立法為低收入家庭住房貸款融資提供了高達三千億美元的政府擔保。這與美國的施政理念相輔相成，即一直以來以不斷提高住房擁有率作為公共政策目標。事實雖如此，但次貸危機中非常明顯又非常令人心痛的教訓便是，有些美國人就是買不起房子。住房遭到強制拍賣是非理性購房的不幸結局，但最終又是注定的結局。對住房市場泡沫中的低收入受害者而言，應該給予收入上的支持，而非延續其不恰當的住房所有權。國會選擇了後者，這等於是抑制必要的房價下跌，但是為了清掃市場並結束住房市場危機，房價下跌最終還是有必要的。

財政當局——美聯儲及美國財政部——在這場危機中也沒有傑出表現。十年前是“太大了而不能允許倒掉”的一支對沖基金（長期資本管理公司），現在則是一家投資銀行（貝爾斯登）和國內貸款機構中的兩大鉅獸（房利美和房地美）。美聯儲為政府證券一級交易商開設的臨時流動性工具看上去越來越不像臨時的了。

毫無顧忌的冒險是導致危機的核心因素。通過插手風險泡沫破裂所帶來的後果，管理當局其實是在庇護不負責任的冒險者，也因此助長日益扎根在當今金融文化中的“道德風險”。同時，在制定貨幣政策時繼續忽略資產泡沫風險，致使金融市場及日益

依賴資產的美國經濟受到危害，美聯儲同樣對此負有責任。

簡言之，華盛頓在應對這場金融危機中採取了政治推動、亡羊補牢的措施。政策方案均按照眼前的狀況制定，而非就美國經濟走向可持續發展軌道的必要條件進行戰略評估。通過延續過度消費、低儲蓄、不切實際的住房所有權目標以及金融市場中的道德風險，這種修補工作有一個最大的缺陷——它對不良行為束手無策。華盛頓遠遠沒有銘記經濟危機的痛苦教訓，沒有採取行動解決一開始就讓美國陷入麻煩的一連串問題。

如果說這次危機是什麼，它是一記警鐘。長久以來，美國破壞了作為一個領先經濟體所要遵循的很多最為重要的行為準則。首先它未能存款。再者它用股市和住房市場的資產泡沫支撐空前的消費過剩。它為了維持消費而深陷債務泥沼，它為了填補資金差額而向世界其他地區大量借貸。在這場消費狂熱中，管理當局亦有同謀之嫌——特別中央銀行，它寬恕激進冒險行為並過度地進行貨幣政策調適。

美國在本該難以為繼的狀態下持續越久，它就越執迷於維持自身永久存在的魔力。這場危機傳遞的真實信息是，遊戲結束了。但是，習慣了抗拒，又在政治味十足的總統選舉年感受到選民的熱情，華盛頓的政客們堅稱遊戲可以繼續。

美國現在需要“嚴厲的愛”勝過一切——這是一節新課程，需要承認多年以來的過度揮霍並承認這種揮霍現在需要補救。不難猜測這一新舉措可能涵蓋的大體框架——增加儲蓄，並增加對人才及基礎設施的投資。能有一項能源政策也不錯——只是金融系統的監管人員需要更謹慎才行。這項提議不會贏得任何人氣競賽。但最終，它將是美國人在後泡沫時期實現可持續繁榮的惟一希望。

教訓

其實這些都能避免。美國玩得過火了，世界上其他依賴出口的國家也十分樂意湊湊熱鬧。決策者和監管者——全球經濟的守護者們——故意挪開視線，允許整個系統失控。投資者、商人、金融機構、消費者都是過剩時代的積極參與者。

今後的關鍵問題是，我們這個相互適應並且日益相互關聯的全球系統是否能從這次宏觀震盪中汲取深刻的教訓。這種自我評價的核心必須是，對追求開放式經濟增長的後果有更加深入的認識。如果僅依靠國內創收這種傳統方式，美國無法達到其增長目標，因而它轉向依賴資產和債務的全新增長模型。依賴出口的發展中的亞洲也將其儲蓄主導的增長模型發揮到極致：不願或者不能刺激國內私人消費，額外的資本就轉向流入基礎設施建設或美元資產——實際上就是將具有超級競爭力的貨幣和出口品強行轉化為新一輪發展的源泉。

世界能否從這次宏觀震盪中汲取深刻的教訓？在此，美國和中國可能是關鍵，而近期的跡象並不樂觀。

這場危機是一個強烈的信號：這些戰略將難以為繼。他們導致了不同層面上的過剩——世界上最大的經濟體內部或相互之間內外需失衡的危險的相互作用更加凸顯了這一點。利用不可持續的信貸和風險泡沫將系統捆綁在一種不穩定的平衡之中。但是現在，泡沫破裂了，暴露出一種令人擔憂的不均衡，需要新的決策方式以及家庭、企業、金融市場參與者在行為上的重大轉變。

就這種新方式而言，初期論斷並不樂觀。尤其是美國和中國——新全球化中的兩大經濟體。如上所述，華盛頓正回頭訴諸

陳腐的藥方，致使過去十年中的過度消費和道德風險問題得以延續。北京則發出了新的支持經濟增長的信號，看似已經放棄了近期的緊縮措施——鑒於中國持續存在的通貨膨脹問題，這是一個頗為失常的發展趨勢。兩國政體都固執地依附於自身的核心價值觀——快速的經濟增長是解決任何乃至所有問題的良方。對於這種增長的可持續性的擔憂一律“改日再談”。

金融及經濟危機經常決定了歷史中某些最重要的轉折點。它們可能是經驗學習過程中最為痛苦的階段。學習這些教訓並解決導致危機的系統性風險，這種迫切需求是不可避免的。而這樣繁重的學習任務通常很難與國家政體和諧相容。一條阻力最小的路徑往往會被選中並由此導致更多亡羊補牢的措施——這種權宜之計雖可以即刻調整錯位，但卻對解決根本的系統性問題毫無幫助。這正是當今的風險。如果管理當局止步於此，那麼這個全球化的世界將錯過一個重新整飭的良機。而這將會是最終的悲劇。如果這場危機說明了什麼，那就是，在一個後泡沫世界裡，收拾殘局將變得越來越難。