亚洲金融危机后的全球金融

彼得·诺兰

“信用体系可加快生产力的物质发展和全球市场的建立。而资本主义生产体系的历史使命便是将新生产模式的物质基础提升至某种完美的程度。与此同时，信用体系也加快了一种矛盾—危机—的剧烈爆发，从而加快旧生产模式各项元素的瓦解。信用体系有两个固有特征，一方面是把资本主义生产的动力—通过剥削他人的劳动而获得财富—变成最纯粹、最野蛮的赌博和欺诈，并让剥削社会财富的少数群体规模越来越小；另一方面又是向新生产模式过渡的形式。正是其如此模糊的本质，让信用的主要代言人，诸如劳和伊萨克·佩雷尔之流，都具有这样一种有趣的混合：既是骗子，又是预言家。”（Marx, 1894, 441）

“再谈谈集中！那种以所谓国家银行为中心，并且有大放贷人和高利贷者围绕在其周围的信用制度，就是一个巨大的集中。它给予这个寄生者阶级一种神话般的权力，不仅可以周期性地掠夺实业资本家，还能以非常危险的方式来干涉实际的生产—而这帮人既不懂生产，又同生产毫不相干。”（Marx, 1894, 544-545）

一、引言

香港在 1997 年 7 月 1 日回归中国。亚洲金融危机于同月爆发。这场危机对亚洲的影响无需赘言，香港也在其中遭受重创。然而中国大陆看似几乎未受波及。外界观察者似乎认为，人民币不可兑换的属性和国家对资本账户

的严格管控，为中国隔绝了危机的影响。而事实上，这场危机通过香港金融业的通道，也对中国金融体系的稳定构成了威胁。1990 年代，在香港运营的中国大陆企业已经积累了巨额负债。这些企业的脆弱被此前的经济腾飞所掩盖，但在亚洲金融危机中却暴露无遗。在这场危机中，这些机构中有不少宣告破产，包括无数的“红筹”和“信托和投资公司”：可谓“水落石出”。控制广东的金融危机需要一系列有关香港和广东省的果断、错综复杂、牵一发动全身的政策决定。[1]这场危机对中国政府实施金融体系改革的方式产生了深远的影响。它展示了融入监管薄弱的全球金融体系对中国的危险；它演示了金融危机发展、蔓延的“火苗”跨越国境的迅猛之势；它证明了非银行金融机构（“影子银行”）在引发金融体系动荡中可扮演的关键角色；它指出了监管在大陆之外运营的中国金融机构所面临的挑战。在香港这片由英国法律和金融监管管辖的领土上经营的中国金融企业竟然陷入如此严重的困境，这引发了深刻的反思。中国政府和中国共产党为克服这场危机做出了不懈的努力。中国官僚体制的传统哲学要求政府官员对他们的决定承担一切责任。官员需要因地制宜，独立决策，知道中央政府不会给出具体的指导。解决危机既需要技巧，也需要勇气。危机的成功化解，给了中国金融体系喘息的空间，让中国能够实施改革。中国与大多数发展中国家和高收入经济体都不同，自改革开放以来的四十年中，还没有发生过金融危机，尽管总有国外评论家预言中国金融体系行将崩溃。[2]

---

[1] Nolan and Wang Xiaoqiang, 2008

[2] Chang (2001)是无数预言中国金融体系“行将崩溃”的著作中最知名的一部。Magnus (2018)是这类关于中国金融体系即将崩溃的“预言”类著作中最新的一部。Stent (2017)根据他在中国金融体系一线的深入的实践经验，对中国金融改革进行了不偏不倚的评估，与各种“预言”非常不同。

亚洲金融危机之后，全球金融体系的监管是否已有改善？深度融入全球金融体系带来的危险，是增加了还是减少了？

二、泡沫的膨胀

金融经济和非金融（实体）经济的共生关系身处政治经济的核心。监管金融体系以服务于共同利益，是国家和全球层面公共政策的必要任务。但如果要监管的东西连清晰定义都不容易，那么监管就很麻烦了。“钱”其实是个难以捉摸的概念。厘清货币的功能（账户的单位、价值的存储和交易的方式），远比定义货币本身要容易。纵观整个经济史，人们以几乎数不清的债务和信用工具作为所需的辅助来给货币下一个狭窄的定义。凯恩斯认为，“在很多情况下，承认债务本身就以足够替代货币在交易结算中的合理功能”（Keynes, 1930: 5）。主流经济学家大多认为金融市场在根本上是高效的，是基于理性预期的。但他们无法解释，为什么支撑投机泡沫的反馈回路无法形成。他们一般避而不提泡沫或庞氏骗局，只表示金融市场是在有序演进，有如数学公式般精确。而事实上，资产泡沫已经一再重演。凯恩斯、加尔布雷思、金德尔伯格和明斯基等经济学家指出，供应的波动和货币的使用是经济系统中“内生的”。在资产价格出现投机性激增时，不论货币管理机构有何作为，为满足资产投机需求，货币供应及其使用效率都会出现扩张。一旦投机过程开始，强大的反馈回路会将市场不断推高。提供信用的基础是抵押资产价格的上升，这又支撑资产价格继续上涨，由此信用进一步扩张。未受监管的金融市场易受危机侵袭，是因为投资者非理性的乐观和悲观行为，总会周期性、交替出现，而这些行为多与经济基本面无关。金融市场产生自我

强化的“泡沫”的倾向的对立面，就是产生自我强化的市场崩溃的倾向：泡沫不会慢慢泄气，只会突然破裂（Shiller, 2000）。

对金融体系明智的监管需要专业银行家的专长。但政府和金融机构之间的“旋转门”打开了“监管俘获”的可能（Johnson and Kwaak, 2010），在美国和欧洲皆是如此。1980 年代后，强大的金融机构对西方政府政策的影响与日俱增。同时以美国为中心，金融业的产业集中化也在迅猛推进，一批超大型全球性银行在这一时期应运而生，这很大程度上是一系列爆炸式兼并和收购的结果。世界前 25 大银行在前 1000 大全球性银行总资产中的占比，从 1990 年代初的 20%，升至 1997 年的 28%，2006 年时已达 41%（The Banker，2007）。

从 1970 年代开始，以美国为首的西方各国政府进行了一连串政策调整，激进地削减了金融机构自 1945 年起所受的制约。这些调整包括美元与黄金脱钩、放松对发放抵押贷款的控制、解除外汇管控和国际资本流动限制、放弃固定汇率并转用自由浮动汇率、放松跨境兼并收购管控、废除零售和投资银行间的隔离、放松国内市场份额限制、以及开放大部分发展中国家和转型国家的金融市场。而彼时金融服务行业还同时经历了一场技术革命。这些变化为金融业的颠覆性扩张（相较经济中其他行业规模）奠定了基础，同时推动了债务和信用与全国总产值（GDP）比例的无休止增长。在这些巨变上演时，“资本市场”的经济和社会地位也取得了爆炸式的提升，美国始终处于这些变革的核心。

西方资产价格得以上涨的一个重要原因，是应对消费价格通胀时对货币政策的依赖。这一倾向在 1990 年代决定建立“独立”央行后最终固定成型。

这些央行的任务是操控短期政策利率，通过限制通胀预期来为消费价格通胀提供“锚”点，从而控制价格通胀。换句话说，央行的独立程度是严格受限的，资产价格并未包含在消费价格指数中。资产价格通胀被认为是处于央行职责范围之外的。住房价格毫无疑问是最重要的资产价格。直到 1983 年，住房价格一直包含在美国政府的消费价格指数中，但 1983 年时就被业主出租房屋的租金估算值替代。到了 1998 年，指数与房地产市场的关系已被全部切断。所谓“独立”的央行，一直在围绕着对利率的细微调整进行无休止的辩论。在它们身边，资产价格通胀的“火焰”熊熊燃烧，跳过了缓缓递增，直接高歌猛进。高收入国家的政策制定者和金融监管方，允许债务扩张到了在 1980 年代前无法想象的形式和程度。在 1980 年和 2003 年之间，全球总金融存量（包括银行存款）从全球 GDP 的 109%上升到了 326%（表 1）。政府债务、私有债务证券和股票证券的总存量，从 1980 年时为全球 GDP 的 67%，升至 2003 年时的 230%。这体现了资本市场在高收入经济体中角色的革命性转变。而普罗大众也自愿加入到这一去监管化资产泡沫中，尤其是在房产市场中。正是房产市场打下的基础，让“财富”和信用的爆炸式增长得以出现，继而为投机和消费注入了资金。金融和“实体”经济之间的关系变得极度失衡。在高收入国家中，在资产价格泡沫驱动下，一场关于个人债务和消费观念的文化上的革命开始上演。

表 1. 全球金融存量增长与 GDP 对比，1980-2003 年。

	1980		2003	
	万亿美元	占全球 GDP（%）	万亿美元	占全球 GDP（%）
总金融存量	12	109	118	326
银行存款	5.4	53	35	97
政府债务证券	2.2	22	20	55
私有债务证券	1.7	17	31	85

股票证券	2.8	28	32	89
全球 GDP（名义）	10.1	-	36.1	-

来源：McKinsey，2005

人们越来越相信，通过应用现代、复杂、科学指导的经济管理技巧，高收入国家已经进入了一段低通胀、经济持续增长的新时期，金融危机的风险已不复存在。伯南克在 2004 年著名的“大稳健”演讲中说到：“大稳健时期，即过去 20 年里宏观经济波动的持续下降，是了不起的经济成就…改良的货币政策很可能已做出了巨大贡献，不但降低了通胀的波动，还降低了产出的波动”（Bernanke，2004）。

三、泡沫的破裂

2007 年 8 月，全球金融危机开始蔓延。由次贷市场发端，资产泡沫开始逆转，恐惧也渗入了高收入国家的金融市场。资本开始蜂拥逃离债务，势头犹如当初奔向债务时那样汹涌。银行不确定最终的信用风险将在何处，因此不敢相互拆借，流动性开始枯竭。高收入国家中普遍出现了信用紧缩。2008 年秋，危机进入新阶段，危险程度陡增。从 9 月初到 10 月中旬，全球金融系统的根基已被彻底撼动。美国的重要金融机构也接连遭受重创。9 月 6-7 日那个周末，房利美和房地美被政府直接接管。9 月 15 日，雷曼兄弟申请破产，这是美国史上最大的破产案。同日，美林银行被美国银行收购。9 月 16 日，美联储宣布将向 AIG 提供最高可达 850 亿美元的紧急贷款，以此换取其 79.9%的股份。9 月 25 日，美国监管方关闭并直接接管华盛顿互助银行。同时，摩根大通同意以 19 亿美元收购华盛顿互助银行。9 月 29 日，濒临破产的美联银行接受富国银行 151 亿美元的收购。而就在 2007 年 3 月时，华盛

顿互助和美联银行的市值还分别高达 370 亿美元和 1080 亿美元。欧洲的主要金融机构也经历了同样惨痛的打击。

一直高声为去监管的资本主义全球化摇旗呐喊的《经济学人》在 10 月 4 日这期的封面上，放了一个孤独的身影，俯身凝视黑暗深渊，配上的文字是“世界处在悬崖边”。在 10 月 6-10 日这周，大坝终于决堤。纽约股市暴跌 23%，伦敦 21%，东京 25%，法兰克福 22%。新兴市场股市指数下跌 26%，距当年高点已下滑 57%。主要银行股价暴跌，世界各大金融市场面临末日当头。《金融时报》10 月 13 日周一的社论标题是《银行已到午夜前的最后一分钟》：“西方世界的银行系统正经历着心脏骤停。除隔夜融资外，任何机构要在市场中融资都是几乎不可能的…世界金融系统的心脏已经停止跳动。必须要进行复苏。”

多来年，高收入国家一直向发展中国家训诫国家支持本国企业的不公平和国家所有制的低效，如今在这些高收入国家的政府却被迫用大笔资金支持本国的银行、拿下大额股份，这真是充满了讽刺的意味。在给发展中国家做完“硬预算约束”的重要性和“道德风险”的说教后，高收入国家如今却大规模地犯下了“软预算约束”和“道德风险”的错事。在“自由市场原教旨主义”和“自我监管的金融市场”时代那种充满自信的意识形态早被抛到了云霄之外。2008 年之前的过去，的确已是“另一个国家”。

四、迈向全球金融监管，或是另一场全球金融危机？

尽管全球性金融公司在金融危机中遭受重创，但他们对制定应对危机的国内外政策仍然发挥了强大的影响力。2008/09 年的危机期间出现了规模惊

人的并购。2009 年时，前 25 大银行在全球 1000 大银行总资产中的占比已升至 45%（The Banker，2010）。此外，合并统计数据掩盖了全球银行业子板块中的规模更甚的行业集中。至 2016 年，前 500 大资管机构的管理资产规模已达 81 万亿美元。2007 年至 2016 年间，前 20 大资管公司在总规模中的占比从 38%增至 42%，前 50 大公司的占比从 60%增至 65%（Willis Towers Watson, 2017）。前 50 大资管公司均来自高收入国家。北美资管公司在总规模中的份额从 2007 年的 46%增至 2016 年的 58%。2017 年，全球前 10 大投资银行收入占投资银行业总收入的 50%。其中前 5 大均为美国银行，前 10 均来自高收入国家。2016 年，前 10 大金融公司占据外汇市场 65%的份额。前 5 大中有 3 家来自美国，前 10 均来自高收入国家。2014 年，托管金融资产规模共计 123 万亿美元。前 4 大托管公司均为美国企业，占总托管资产规模 66%。

国际银行监管取得了一些进展。国际清算银行（BIS）于 1998 年制定了第一份巴塞尔资本协定，第二份于 2004 年问世。两份协定都对银行的资本金要求和杠杆率给出了建议。2010 年的巴塞尔协定 III，提出了更为严格的资本金要求，包括在高信用增长时期的逆周期缓冲、更严格的最低杠杆率、以及更严格的流动性覆盖率要求，同时严格限制使用复杂的数学模型来评估资本金要求。总的来说，巴塞尔 III 的规定以及各国银行监管方的执行，迫使了银行缩减冒险行为、强化资产负债表、降低杠杆、并增强资本金基础。此外还有额外措施来约束 32 个“系统重要性金融机构”（SIFI），对其提出提高亏损吸收能力、以及具备集团层面特殊处置计划的要求。

国际清算银行要求银行增加资本缓冲的规定，凸显了对“优质”证券的需求。国际清算银行承认，银行和公共部门资产负债表之间的紧密联系带来了“逆向反馈循环”的可能（BIS, 2016:83）。在巴塞尔 III 之下，相较于银行资本，主权债务被给予优待。这无法准确体现与政府债务相关的风险，而且会鼓励银行在获取政府债务时产生不当行为。在金融危机之后，各国监管之间协调程度日益提高，“大体上朝着偏好公共债务胜过私有债务的方向”（BIS, 2016:89）。在巴塞尔 III 规定下，给公共部门债务的权重常常是接近零的。然而，“没有资产是可真正免于违约的”，“目前对主权敞口的审慎对待已经不可维系”（BIS, 2016:92）。公共债务可能有一个限度，如果超过限度，“主权利差可能会飙升”，“稳定政策或将严重受限”（BIS, 2016:84）。主权债务违约不止是在发展中国家的历史上出现过。国内债务违约尽管比国际债务违约少见，但也“绝非罕见”（BIS, 2016:86）。主权体丧失可信度，可能会扩散影响到银行，这不止会带来资本亏损，还可能对经济产生更广泛的影响。国际清算银行警告道，主权风险和金融系统风险之间传染反馈的“灾难循环”，对“金融行业较大的国家”更加严重（BIS, 2016:87）。

高收入国家的主要应对政策，是用货币政策来重新点燃被金融危机戳破的资产泡沫，并以此刺激消费支出：“货币政策降低了利率，支撑了资产价格，目的是刺激支出并避免在危机后出现更深入、更长期的衰退”（Bank of England, 2012:11）。廉价债务让富人尝到了甜头。应对危机的其他替代方案被束之高阁。这些方案包括通过财政政策进行重新分配，用收入再分配来刺激消费需求，通过提高对收入和财富征税来获得资金，外加国家组织的公共基础设施投资，以提供能效更高的交通、建筑、电力供应和提高教育水

平，以此培养在全球劳动力市场竞争所需的技能。此外，对养老基金、保险公司和资产管理公司而言，收益稳定的长期投资本也可成为投资收入的理想来源。这些替代方案本可帮助稳固在 1980 年代以来已被全球化和技术变革撼动的社会根基。拒绝实施替代方案反映了缺乏政治想象力。由于未采取这些替代方案，自 2007 年后，高收入国家的社会凝聚力都遭到了侵蚀。在这一时期，高收入国家中的左、右翼民粹主义政治力量崛起，民众普遍的不满在心理和社会维度上转向了对中国越来越大的敌意。

在 1990 年代，英美央行的政策利率为 6-7%左右，今天的欧元区各国当时的利率为 3-4%。2001 年互联网泡沫破裂后，美联储迅速调低政策利率（2004 年时利率仅为 1%），目的是要重新点燃资产泡沫。[3]欧洲央行和英格兰银行紧随其后，2003 年时，前者将利率调至 2%，后者 4%。三者的利率后来都逐渐回升，在 2007-08 年期间达到 4-6%，但危机后又将其政策利率降至不足 1%。全球金融危机后不久，美国、英国和日本央行便开始实施大规模的“量化宽松”（QE），即大规模购买国库发行的政府债券，欧元区也最终加入其列。截至 2014 年，美国、英国和日本央行已各持有本国流通政府债券的 16%、24%和 22%（McKinsey, 2015:33），量化宽松计划即是背后最大的推手。央行巨量采购国库发行的债券刺激了债券价格走高，继而将债券收益率压低至近乎为零。

在金融危机期间，高收入国家政府通过收购不良债务来支持银行系统，同时通过自动稳定器的机制，继续社会福利的支出，尽管规模已有缩减，这对正常经济活动遭受震动冲击时的社会稳定极其重要。因此，所有高收入国

[3] 短期“政策”利率和长期利率的关系是一个广阔的研究领域，学界和业界对此都无法达成明确的共识。亚洲的高储蓄利率和西方利率之间的关系也是同样复杂、同样充满争论的研究领域。

家的政府支出占 GDP 比重均出现激增。在七国集团中，这一比例从 2007 年的 38%增至 2009 年的 44%，2018 年时仍为 39%。但这七国政府的收入却从 2007 年的 36%降至 2009 年的 34%，到 2018 年才回到 36%。在 2009-2010 年间，政府支出和收入之间的缺口高达 9-10%。危机后的十年里，收入和支出之间也一直存在显著的缺口。在 1970 年代，七国集团政府总债务各占 GDP 的比重约为 30%。此前主要在战时才会出现的政府预算赤字在全球化时代的高收入国家中成为常态。2008 至 2018 年间，政府债务总额从全球 GDP 的 58%上升到了 87%（表 2）。自 2008 年以来，利率水平的极度低位已让各国政府受益。如果超低利率出现显著逆转，如果经济停滞得以持续，这将对高收入国家的政府债务带来严重后果：包括债务与 GDP 比例可能加速上升，高收入国家可能集体朝着日本的债务水平逼近。而这将如何影响高收入国家的整体演变？这在公共政策方面是未知的领域，其中充满了不确定性与风险："'大调整'是朝向未知的旅程"（Deutsche Bank, 2017:31）。到 2019 年初，这一过程几乎还没有开始。

全球金融危机之后，主要因为巴塞尔 III 带来的更严格的监管控制，高收入经济体的金融行业迅速进行了大规模去杠杆化。2008 至 2018 年间，金融业债务规模从全球 GDP 的 91%降至 81%（表 2）。非金融企业债务规模从全球 GDP 的 72%增至 90%。企业债务的大幅增长，是由长达十年的史无前例的低利率驱动的。这对股份回购的大潮起到了推波助澜的作用。回购抬高了股价，也推动了并购活动的高涨。同时市场也产生了普遍的恐惧：如果利率回归此前长期所处的水平，将有大量企业无力偿债。

表 2. 全球债务，1997-2018.

	1997		2008		2018	
	万亿美元	占全球 GDP（%）	万亿美元	占全球 GDP（%）	万亿美元	占全球 GDP（%）
合计	74	235	178	280	247	318
非金融企业	21	66	46	72	74	90
政府	19	61	37	58	67	87
金融企业	19	61	58	91	61	81
家庭	15	48	37	58	47	60

来源：IIF，2017 和 2018

在发达经济体中，抵押贷款占了家庭债务的 74%（McKinsey, 2015:40）。唾手可得的抵押贷款驱动了房地产价格的上涨，这是金融危机前家庭债务增长的主要原因。随着房价的上涨，居民在购房时就需要更大额的贷款，银行也更愿意发放贷款，因为贷款的抵押物价格一直在上涨。各国的房价和家庭债务收入比之间呈现很强的正相关性（McKinsey, 2015:42）。在大部分高收入国家中，房价和家庭债务在 2008 年后仍持续增长。2008 至 2018 年间，家庭债务规模从全球 GDP 的 58%增至 60%（国际金融协会, 2018）。2008 年以来，家庭去杠杆化在高收入经济体中也很少见。低利率帮助维持了对抵押贷款的需求，也让业主能够用房价的增长获得个人消费借贷。本可限制房价上涨的简单措施：如将抵押贷款规模严格限制为房产价值的一定比例、按家庭收入限制还贷水平、或限制纯利息贷款，并未得到广泛实施。此外，巴塞尔协议下的连续调整也刺激了抵押贷款债务增长和资产价格通胀。在危机之前，巴塞尔 I 和 II 认为抵押贷款的风险在不断下降，于是降低了银行风险中抵押贷款的权重。抵押贷款的风险权重在巴塞尔 I 中为 50%，在巴塞尔 II 中已降到了 35%。巴塞尔 II 还允许银行选择自行计算各自的内部风险权重（Walting, 2017）。在 2010 年的巴塞尔 III 协议中，标准抵押贷款的权重被进一步降低。抵押贷款债务的巨额增长是房价不断高涨

的主要原因，也是所有高收入国家中家庭债务增长的主要动力。在利率接近零时还可维持的抵押贷款，当利率回归到长期平均水平后，将是不可持续的。而这将带来严重的经济和政治后果。

资产价格上涨和基于价格上涨的信用扩张之间的恶性相互影响，是导致全球金融危机的核心机制。在 1960 和 70 年代，全球债务总存量约为全球 GDP 的 1.3 倍，但从 1980 年代初开始，债务于 GDP 的比重走上了无休止的增长之路，到 1997 年时，已达 2.35 倍，2008 年时为 2.8 倍，今天是 3.18 倍（表 2）。换句话说，直到 1980 年代初，“实体”经济和金融经济之间大体上是平衡的。但随着时间推移，金融经济的规模已增至“实体”经济的 3 倍多。即便是在 30 年的全球化和金融市场自由化之后，全球债务大部分仍位于高收入经济体内。2018 年，“成熟”市场占全球总债务的 72%，“新兴市场”只占 28%（IIF, 2018）。

政府政策对资产价格产生的影响与决策者的希望大体上是一致的。股市所受的影响颇为剧烈。发展中国家的股市虽有增长，但在 2017 年，高收入经济体仍占据了全球股市总市值的 79%（World Bank, 2018）。在高收入经济体中，股市市值在 1990 年时为 GDP 的 52%，到金融危机前夜已增至 126%，在 2008 年又暴跌到了 63%，到 2017 年，已反弹并超过了危机前的峰值，达到了 GDP 的 138%。美国股市稳稳占据头把交椅，在 2017 年时占全球股市总市值 41%。美国股市规模从 1990 年时为 GDP 的 53%，增至 2006 年时的 148%，2008 年时跌至 80%，到 2017 年又反弹到了 166%（World Bank，various years）。在 1980 至 2000 年间，高收入经济体的实际房价几乎翻倍。2000 至 2007 年间，全球城市实际房价通胀加速，纽约、巴黎和伦敦的涨幅达到了

约 80-100%（The Economists，2019）。经历了金融危机期间的暴跌后，全球城市的实际房价恢复了上行趋势。到 2017 年，全球大部分城市中的实际房价已超过了危机前的高点，达到 2000 年水平的 2-3 倍。1980 年代后，高收入国家的债券市场增速一直远高于 GDP 增速。在 1990 至 2009 年间，高收入国家债券市场总规模从 GDP 的 98%增至 198%（Gruic and Woolridge, 2012）。至 2016 年，全球债券市场的规模据估计已达全球 GDP 的 215%（BIS，2018）。发展中国家的债券市场虽有增长，但 2016 年时，发达国家的债券市场仍占全球总额的 88%。在大部分高收入国家中，政府债券约占整个市场的 50-70%。

在高收入国家里，央行通过“量宽”计划买入大量国库发行的债券，刺激了债券价格上涨，因此压低了债券收益率。美国 10 年期国债的收益率从 2008 年时的 4%降至 2016 年中期的 0.02%（Financial Times, 2 August 2016）。到了 2016 年 7 月，全球负收益率政府债券的规模已达 13 万亿美元，约占全球政府债券总额的 30%（Financial Times, 3 August 2016）。债券价格上涨带来的“增强回报”，让投资者“对主权债券胃口大开”。挪威主权财富基金的副主席说到：“我们看到数十年来利率下滑，已让债券投资者获得资本收益。但利率还能再降多少，还能不能期待之前那样的资本收益，都需要打上个问号。”（Financial Times, 18 August 2016）如果高收入经济体中主权债券的价格继续头也不回地上涨，那与此同时，债券泡沫破裂的可能性也将增加，而且随后的“反弹”可能会促使利率激增。国际清算银行担心市场存在“流动性假象”，而且债券市场的流动性可能会“和过去的每一次一样，在压力下蒸发”（BIS，2016:34）。金融市场分析师纷纷表示，主权债券市场出现“大轮转”，即标志主权债券市场泡沫终结的可能性已越来越大。

1980 年代以来，高收入经济体资本市场的发展与财富的创造和分配密不可分。全球财富的增长速度比全球 GDP 更高，在 2000 年时为全球 GDP 的 348%，在 2007 年时达 394%，2018 年时已达全球 GDP 的 419%（Credit Suisse, 2018）。在美国，财富与 GDP 的比例为 452%，英国为 488%。财富的分配是极不平等的。2018 年，世界人口最富裕的 10%拥有全球财富的 85%，前 1%拥有所有财富的 47%。衡量财富分配的全球基尼系数高达 92.7%。财富管理也已成为全球投资银行、资产管理公司和基金公司越来越重要的业务。而他们的专长所服务的受益者主要是来自高收入国家的富裕人群。2000 至 2006 年间，北美地区平均财富增长为 17.4 万美元，欧洲为 7.5 万美元。而印度的增长是 4000 美元，非洲为 1200 美元。约有 4200 万成年人拥有超过 100 万美元的财富。他们占全球成年人口的 0.8%，却拥有全球家庭总财富的 45%。有 3700 万成年人的财富在 100 万至 500 万美元之间，约有 500 万成年人属于超级富裕阶层，即财富超过 500 万美元，其中约 180 万人的财富超过 1000 万美元（Credit Suisse, 2017）。全球的超级富裕阶层中，有相当一部分在金融服务业从业。

大部分经济学家认为金融市场自由化和深化资本市场能够实现更高效的储蓄配置，从而优化经济发展。在高收入经济体中，1980 年以后的时代见证了大规模的对金融市场解除监管，以及金融市场角色的革命性转变，但经济发展方面的成果却未达预期。虽然资本市场中的金融“投资”高速增长，远超 GDP 增速，但固定和运营资本实际投资的比例自 1970 年代后却一直在下滑，从 1980-84 年间的平均 25%，滑落至 2014-18 年间的 21%（IMF，2018）。七国集团在全球 GDP 中的份额从 1980 年时的 51%，降至 2007 年时的 38%，2018 年又跌至 30%。七国集团相对地位的急剧下降，在金融危机后

加快了步伐，给七国带来了深刻的焦虑。这七国人均实际 GDP 的年均增速在 1980-1990 年间为 2.6%，在 1990-2000 年间已降至 1.8%，2000-2007 年间降到 1.4%，到 2007-2018 年间降至 0.7%（IMF, 2018）。在人均家庭财富大幅增长的同时，也出现了中位实际家庭收入的停滞不前。1990 至 2000 年间美国中位实际家庭收入涨幅不到 10%，2000 年以后几乎没有任何增长（The US Bureau of Labour Statistics）。家庭财富的增长很大程度上是因为资产价格，尤其是房产和股票价格的增长。

对于高收入经济体而言，长期的低投资利率和低增长已是最好的可能。许多经济学家认为，这反映的是由长期力量带来的“长期停滞”的影响，这些力量包括人口老龄化、技术进步和收入分配的变化。[4]在解释两次世界大战期间美国的经济停滞时也出现过相似的理论，包括“投资机会耗尽”、“收入分配的不利变化”和“消费不足”。但自 1970 年以来，高收入经济体中最为重要的长期趋势绝对是因金融市场解除监管才得以出现的债务和资产价格的无休止增长：“债务担当收入增长的政治和社会替身已经太久了”（BIS, 2016:8）。这把可投入资源和人力资源从“实体”经济导向了严重膨胀的金融业。

然而比起长期停滞，高收入国家还可能面临一个更加可怕的场景。国际清算银行提醒道，“金融市场已越来越依赖央行的支持…因为多年来超乎寻常的通融，金融市场越来越依赖中央银行，前路注定充满颠簸”；“要是事态恶化，为此动摇了公众对政策制定的信心，这将给金融市场和经济带来严重的后果”（BIS, 2016:17）。国际清算银行对“公私领域中债务与 GDP 比

[4] 要明确证明这些长期力量导致“长期停滞”其实是不容易的，而且这些力量对经济增长有各自都有不同的、复杂的影响。

例无休止增长”所涉及的危险，以及实际利率的下滑发出警告：“这提升了债务陷阱的风险，即随利率上升，调高利率而不带来破坏将更加困难…同时不能低估‘灾难循环’的风险，即公共和私有部门资产负债表各自的弱点将彼此放大”（BIS, 2016:17-18）。2018 年，高收入经济体的金融市场里充满了不确定性。在西方再次发生金融危机的可能性是真实存在的。而要期待上次危机中采用的那种政策应对产生效果，是不现实的。

五、结论

金融经济相对实体经济的无休增长，给全球化时代经济系统的本质提出了深刻的问题。处在金融化中心位置的是占据世界“资本市场”的由金融机构组成的大厦。金融评论员时常说起“市场”和“投资者”，仿佛它们是抽象、中立的东西。它们其实是真实具体的机构。体量庞大的资本市场业务已在高收入经济体中的世界金融中心扎根，纽约和伦敦是其中的核心，由全球性金融公司将它们紧紧捆在一起。这些公司栖息在金融市场里不同、又有重合的领域里，不仅仅是零售银行和投资银行，还有一众密不可分的非银行金融机构，包括资管公司、共同基金、货币市场基金、养老基金、保险公司、资产托管公司、对冲基金、私募基金和主权财富基金。这些公司周围还有另一群为金融市场服务的企业，包括金融硬件和软件提供商、法律事务所、审计公司、交易平台、分析师、数据提供商、咨询公司和猎头公司。在高收入经济体中，这些机构在雇佣规模和收入上所占的份额随着资本市场相对重要性的提升也一起大踏步地前进。

在全球化的时代，高收入经济体中势力强大的金融公司对政府施加了巨大的压力，要求金融行业的监管自由化。自由化继而催生了一群规模庞大的

国际金融公司，他们的总部都位于高收入经济体中。主导全球资本市场的金融公司大多都把总部放在美国。它们的一大核心业务，就是满足非金融领域全球性企业的需求，因为后者已经“走了出去”，把自己的商业体系铺遍了全球各地。全球金融企业越来越多地为全球人口中最富裕的群体服务。在金融服务业的关键板块中，包括投资银行、外汇业务、资产管理、项目融资、贸易融资和托管，都出现了高度产业集中化。金融企业主要通过并购的形式扩大了自身规模，因而能够对政府施加更大的压力，要求金融业的自由化。“独立”的中央银行按政府要求，只关注消费价格通胀，对资产价格通胀置若罔闻。在去监管的金融市场下，资产价格通胀开始飙升，信用和债务也同比扩张。普罗大众也自愿参与这一过程，他们满足于“财富幻觉”和其带来的借贷能力增加。这一时期见证了发生在高收入国家中的一场与资产价格、债务和信用关系密切的文化革命。

它的结果是一场金融领域和非金融领域关系的革命性巨变。系统的稳定严重依赖资产价格。系统固有的不稳定性在 2008-09 年间剧烈爆发。“解决”西方金融危机的方法是重新点燃资产泡沫。金融系统已经证明了它给“实体”经济带来浩劫的能力，而浩劫很可能还将重演。人类没能掌握自己的命运，并没有为共同利益而明智地监管金融系统。金融系统已长成了“弗兰肯斯坦”式的怪物：虽然由我们共同创造、但是超出我们的集体控制、把控着整个政治经济结构的走向：“现代资本主义社会，其生产和交换关系，就像是一个巫师已无力控制自己召唤出来的魔鬼”（Marx and Engels, 1848:49）。高收入经济体的金融系统如今身处于极其危险的境地。建立在非金融经济基础上的“资本市场”的庞大上层建筑极有可能遭遇剧烈动荡，并给“实体”经济带来重创。

全球金融危机对高收入国家的政治经济产生了深远影响，从而也影响了整个世界。这场危机造成了西方经济体的停滞，也加速了他们在全球经济中相对地位的长期下滑。应对这场危机的政策加剧了财富不平等。这场危机还破坏了高收入国家公民对其政府能力的信心。它产生了对西方 200 年的全球主导地位逐渐流失的深刻的焦虑。对中国日渐高涨的敌意在一定程度上也是源自西方安全感极度缺失的一种社会和心理防卫机制。危机让我们加速认识到我们当下处于文明的十字路口，西方的全球主导地位正进入一段漫长而且极为复杂的转型期（Nolan, 2018）。在 50 年或 100 年内，我们的世界将大不一样，那之后更不用提了。西方全面主导的时代在世界史中将会成为一段简短的插曲。全球金融危机对高收入国家的政治经济产生了深远影响，从而也影响了整个世界。这个时代中高收入国家中民粹主义崛起，这也不足为奇。

西方成年男性在 19 世纪末才获得普遍选举权。在一战前的半个世纪里，西方各民主体制对殖民征服是全心全意地支持的。民主体制在统治辽阔的殖民领地和主导二战后的后殖民时期政治经济体系中，在功能上是“胜任”的。而这一体制在应对西方的相对衰落中是否也能“胜任”，还得打上大大的问号。这一体制受到了来自全球金融危机及其后果的严重考验。严重的金融动荡将会给西方的政治经济体制施加更大的压力，带来无法预测、可能非常危险的后果。资产价格通胀的“涨潮”掩盖了深刻的社会经济裂痕，就像是平静水面下的汹涌暗流。随着资产价格上涨的大潮转向，“石头”将会显现（水落石出）。

1626 至 1628 年间，瑞典建造了瓦萨号战舰。这艘装饰极尽奢华的舰船是当时世界上最强大的战舰之一。但它的船体上层结构太重，船身极不稳定。

在其处子航中，瓦萨号驶出斯德哥尔摩港不到几分钟就倾覆并沉没了，掀翻它的不过是比微风略强的一阵风。[5]

参考文献

Authers, J., 2016, ‘Central banks are not the enemy’, *Financial Times Magazine*, 30/3ß1 July

Bank of England, 2012, ‘The distributional effects of asset purchases’, 12 July, London: Bank of England

Bernanke, B., 2004, ‘The great moderation’, Washington DC: Eastern Economics Association

BIS (Bank for International Settlement), 2016, *86th Annual Report*, Basel: June

Chang, G., 2001, *The Coming Collapse of China*, London: Century Books

Credit Suisse, 2017, *Global Wealth Databook*, Zurich: Credit Suisse

Credit Suisse, 2018, *World Wealth Report*, Zurich: Credit Suisse

Greenspan, A., 2007, *The Age of Turbulence*, London: Penguin Press

Deutsche Bank, 2017, *Long-term Asset Return Study: The Next Financial Crisis*, London: Deutsche Bank

Gruic, B., and P. Wooldridge, 2012, ‘Enhancements to BIS debt securities statistics’, BIS Quarterly, December

IMF, 2018, *World Economic Outlook: Database*, Washington DC: IMF

Institute of International Finance (IIF), 2017, *Global Debt Monitor*, July, Washington DC: Institute of International Finance

Institute of International Finance (IIF), 2018, *Global Debt Monitor*, July, Washington DC: Institute of International Finance

Johnson, S., and J. Kwaak, 2010, *Thirteen Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Meltdown*, New York: Pantheon Books

Kaufman, H., 2009, *The Road to Financial Reformation*, Hoboken: John Wiley

[5] 斯德哥尔摩为瓦萨号专门建了一座博物馆。或许未来世代也会建一座金融历史博物馆，其中应会记载在明智地监管金融体系的时代前，金融全球化头重脚轻的结构是有多么的奇怪。

Keynes, J.M., 1930, *A Treatise on Money*, London: Macmillan

Keynes, J.M., [1936], 1967, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan

Kindelberger, C.P., 1978, *Manias, Panics and Crashes*, London: Wiley

Magnus, G., 2018, *Red Flags: Why Xi's China is in jeopardy*, New Haven: Yale University Press

Marx, K., and Engels, F., [1848], 1952, *Manifesto of the Communist Party*, Moscow: Progress Publishers

Marx, K. 1972 [1894]. *Capital, Vol. 3*, London: Lawrence and Wishart.

McKinsey, 2015, *Debt and (not much) deleveraging*, London: McKinsey Global Institute

McKinsey, 2003, *$118 Trillion and Counting: Taking Stock of the World's Capital Markets*, London: McKInsey Global Institute

Nolan, P., 2008, *Integrating China: Towards the Coordinated Market Economy*, London: Anthem Press

Nolan, P., and Wang Xiaoqiang, 2008, 'China in the Asian Financial Crisis', in Nolan, 2008, originally published in Hong Kong Fax (Xianggang chuanzhen), CITIC Pacific Research Advance, 2006, No 4, February

Nolan, P., 2019, *China and the West: Crossroads of Civilisation*, London: Routledge

Radcliffe Committee, 1959, *Report of the Committee on the Working of the Monetary System*, London: HMSO

Shiller, R., 2000, *Irrational Exuberance*, Princeton: Princeton University Press

Stent, J., 2017, *China's Banking Transformation: The Untold Story*, Oxford: Oxford University Press

The Banker, 1997, *The World's Top 1000 Banks*, London: Financial Times

The Economist, 2019, 'Global cities real house price index', London: The Economist

Watling, C., 2017, 'Blame Basel Capital Rules for the UK's house price bonanza', Financial Times, 15 June

Willis Towers Watson, 2017, *The World's 500 Largest Asset Managers*, New York: Wills Towers Watson

Wolf, M., 2004, *Why Globalisation Works*, London: Yale University Press

World Bank, various years, *World Development Indicators*, Washington DC: World Bank