

## 大衰退

### 【1】大衰退 1：我们是否走在日本式衰退的路上？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们来讲一本很有争议的书，这就是日本野村证券的经济学家辜朝明的书，大衰退，有人认为中国正在走向日本式衰退，所以辜朝明的理论，可以借鉴。也有人认为辜朝明就是汉奸，虽然他是美国人，他的理论祸国殃民。那么今天我们就来读读这本书，看看到底谁说的对一些。

作者辜朝明自己说，写这本书的两个任务和一个目标，第一个任务，分析日本经济现状，并对未来加以展望，本书的前两章，就是分别讲日本衰退和经济泡沫破灭引发的资产负债表衰退。第二个任务，把日本长期经济衰退，带给我们的经验，融入到宏观经济学体系当中，第三章到第五章，讲的就是资产负债表衰退的理论。还跟美国大萧条进行了对比阐述。包括伯南克的一些理论，到底美国大萧条时期，货币政策有哪些重大失误。而资产负债表的衰退，可能并不是单纯的货币政策能够解决的。

到了第六章和第七章，讲的是他的那个目标，全球金融危机，也就是 2008 年那一次，让老百姓和银行的资产负债表也受到严重的损害，通过日本 15 年的经验教训，该用哪些手段，能够尽量缩短美国经济复苏的时间。所以这里面会提到三次危机，大萧条，日本 90 年代衰退，还有 08 年金融危机。当然老齐在讲这本书的时候，也会尽量跟我们现在的情况，产生一些联系。

我们先来看，日本经济的衰退，作者 2008 年写这本书的时候，就认为日本经济已经结束了长达 15 年的衰退，开始迎来了复苏。但现在你翻回头去看，其实很难得出同样的结论，因为日本经济很快就又掉下来了。直到后来 2013 年之后，安倍的三支箭启动，日本经济都依旧没有走出衰退和通缩。

美国格林斯潘给过一个诊断，说日本能否摆脱僵尸企业是问题的关键，也就是说，要让那些苟延残喘的企业破产出清，而不能让他们一直占着社会资源。日本的小泉首相，也打出过口号，没有结构性改革，就没有复苏。他们也推动了一场供给侧改革，也就是通过财政和货币刺激经济，但是收效甚微。

德国其实也出现过结构问题，2000 年-2005 年出现了长达 5 年的衰退。这期间，德国经济对于欧洲央行的货币刺激反应迟钝。但欧洲其他经济体却反映积极。所以也被判断为结构性问题。要进行结构改革。

诺奖经济学家，克鲁格曼，给日本的诊断是，通缩才是主要原因，他认为应该以再通胀为目标。而不要去纠结到底什么导致的通缩。伯南克等学者也认同这些理论，他们的一致观点就是发国债，增加货币流通量。说白了就是放大水，搞大水漫灌。这是伯南克一直的理论基础，所以他也被称之为直升机本，他认为遇到大萧条，就应该坐在直升机上往下撒钱，后来他也临危受命，在金融危机发生后，成为美联储主席，通过坚决的量化宽松，也就是 4 轮 QE 的方式，让美国避免了再次萧条。反而出现了 10 几年的科技繁荣。

作者也同意日本存在结构性问题，但这恐怕并非是日本陷入经济衰退的根本原因，啥叫结

构问题，源于 70 年代，美国的里根总统和英国撒切尔夫人提出的，也就是传统的宏观经济学理论，无法解决国家的经济难题。当时美国和英国出现生产力低下，工人罢工频繁的问题，本国商品不可靠，大家转而购买日本汽车，钢铁。造成严重贸易赤字，而美联储试图刺激经济，采取了宽松的货币政策，结果导致了两位数的通货膨胀。财政上也是赤字严重，所以最终形成双赤字，高通胀，美元大贬值的恶性循环。老齐解释一下，所谓结构问题，是针对总量而言的，他是供需不匹配了，而不是放水还是不放水的问题。简单来说，就是放水也没用。再给大家举个国内的例子，就比如 2021 年，我们的物价高企，很多人都说通胀来了，央行应该加息，但我们当时就指出，这就是猪肉的结构性问题。跟货币总量无关。后来很快，猪肉价格掉下来，通胀的威胁也就解除了。

当一个经济体出现严重的结构问题的时候，宏观政策上是没办法矫正的，比如美国频繁罢工，商品质量差，价格高。老百姓都不买本国的东西，你这个时候加息降息，意义不大。财政宽还是紧，也不解决问题。那么大家可以想想，2016 年，我们提出三去一降一补，供给侧改革的时候，是真的结构性问题，还是总量问题呢？其实最后说白了就是棚改货币化起到了作用，把经济拉起来了，那么本质就还是总量政策，总量政策有效，就并不是结构问题。

当年里根所做的结构性改革，要切实提高这个国家提供优良产品与服务能力，随后在 80 年代，我们也看到了，美国的芯片半导体，计算机风起云涌，美国的高科技制造开始席卷全球。那么我们的供给侧改革那几年，其实并没有出现这样的情景，至于新能源车和光伏，这都是 2019 年之后才起来的。那时候反而已经不提供供给侧改革了。所以里根的供给侧结构性改革是最成功的，让美国重新生产制造出了全世界需要的优质产品。

而日本的经济，跟美国完全相反，美国 70 年代滞胀的时候，日本经济高歌猛进，80 年代日本还一度跟美国科技争霸，但搞着搞着，发现土地来钱更快，所以自毁长城，大企业不搞研发了，反而都去炒地皮了。导致了在高科技赛道上，日本人被美国人完爆，出口遭遇打击，被韩国和中国台湾抢了市场，再加上本币大幅升值，这就导致日本的对外贸易萎缩，影响了大多数企业的利润。美国 70 年代最大的问题是需求旺盛，供给不足，而日本 90 年代最大的问题，就是供给有余而需求不足。最后导致了经济下滑，那么冲到顶点的资产价格，自然也就全面崩溃。股市和楼市前后脚大幅下跌。

有人把日本的衰退归罪于银行，说这些银行，为了自保不愿意给企业放贷了，导致了连锁反应，但其实企业也可以在资本市场上，发债直接融资，但是根据作者的统计，企业并没有这么做，跟我们这里出现的情况一样，企业非但没有去发债借钱，反而都在偿债还钱。

另外一点就是，如果说日本本土银行，遭遇到了巨大的不良和坏账，所以不愿意放贷，那么外资银行应该没受到太大影响，他们应该积极的抢占市场才对。但是这个也没看到。甚至外资银行数量，在日本也没有增长。

而且当时的利率也在持续走低，并且降到了历史最低点。至少说明银行很有动力，要把钱放出去，甚至开始了打折促销，但是企业并没有任何借钱的意愿。如果一个国家的经济困难，是因为信贷紧缩引起的，那么上面这些情况，都不应该发生。所以日本当时的衰退，并不是银行的问题。

那么我们接下来再看，是不是错误的货币政策导致的日本衰退呢？日本有一个特有的怪现象，在接近零利率的情况下，日本企业仍然在忙于偿还债务。一般经济学的解释就是，即便在 0 利率的情况下，企业也找不到有效利用资金的地方。也就是说，他拿着这个钱没用，根本赚不到钱。那如果企业连 1 个点的利润都赚不出来，这样的企业也就早应该关门倒闭了。所以这这也是一个悖论。也就是说，企业的生存基础就是要赚钱，当你完全不能赚钱的时候，你存在的意义是什么呢？但这种怪事，就在 1995 年之后的日本一直持续了很长时间。利率到 0 了，大家非但不借钱，还一直在还钱。这种总需求萎缩，最终导致日本经济陷入衰退。那么从日本这个情况来看，现在我们起码还没有病入膏肓，我们的利率也还没有到 0。

那么日本为啥发生这种怪现象，主要跟资产价格暴跌有关，房价和股价大幅下跌，严重破坏了日本企业的资产负债表。啥叫资产负债表，财务和会计都知道，三大报表的第一张，左边记录资产，右边记录负债，公式就是资产=股东权益+负债，左边是钱去了哪，右边是钱从哪来。到底是投进去的，还是找银行和债权人借来的。资产负债表受损的意义，就是资产暴跌，那么对应的就是股东权益也暴跌，负债是要还本付息，所以负债是不变的。

比如一家企业发现在，自己原本 100 亿日元的土地，仅仅价值 10 亿日元了，但是账上却挂着 70 亿日元的负债。原来是 30 亿日元的净资产，而现在则是 60 亿日元的净负债，这就让资产负债表，出现了一个大窟窿。那么企业会采取什么样的行为呢，对我们的当下是否有类似的情景呢？

## 【2】大衰退 2：日本泡沫破裂之后的惨状

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，大衰退。昨天我们说到了，90 年代，日本楼市泡沫破灭之后，很多企业的资产价值暴跌，100 亿的土地，就剩 10 亿日元了，还挂着 70 亿的负债，那么从技术上来说，他已经资不抵债，意味着要破产了。但问题是，很多企业的产品他还存在着较大的全球竞争力，依然可以赚钱。有着正向的现金流。所以你让他破产他肯定是不干的，那么他的自救方法，就是尽快偿还这些负债，把债都还清了。我就不用破产了。就跟我们现在这边一样，有人 500 万买的房子，贷款了 350 万，结果房价跌了 40%，现在房子就值 300 万了，里外里你还欠银行几十万，已经个人破产了。但你还能工作，还有工资。所以为了避免上征信，避免银行把你的房子拿去法拍你就得尽快还贷款。甚至找亲戚朋友借钱还贷款。

道理其实都是相通的，在资产价格膨胀的时候，大家大笔借钱上杠杆，然后等资产价格暴跌的时候，开始去杠杆。偿还债务。这些日本企业，他们 80 年代的时候，上杠杆更狠。因为买啥都涨，杠杆越高，赚的钱就越多。但反过来，资产价格暴跌的时候，杠杆越大，损失越惨重。日本 90 年代的泡沫破灭，带来了 1500 万亿日元的损失。这个数字相当于日本全部个人金融资产的总和。也就是大家所有的钱，都跌没了。3 年 GDP 也都跌没了。如果要用这个概念，换算到我们这里，相当于要跌掉几百万亿人民币。这个损失是不可想象的。所以我们的损失，现在还远不如当年日本。能跟这个灾难性损失媲美的，恐怕历史上，也只有美国的 29 年大萧条。当年也是美国人，不断加杠杆买股票，最后股市暴跌，美国人只剩下了债务。大家为了尽快还债，导致了市场需求急速萎缩。这种经济衰退，又反过来进一步打压股市。最终导致股市跌去了近 90%。但后来根据测算，1929 年的国民财富损失金额，也只相当于一年的美国 GDP。所以可见，当年日本股市和楼市双杀，带来的毁灭

性打击有多大。打个比方来说，就好比中国股市涨到了 2 万点，400 万亿市值，再加上现在的楼市 400 万亿市值，两个一起跌掉 70%，这个感觉可能跟当年日本差不太多。所以悲催的是我们的股市从没有站上过高位，但也多少有点侥幸。要真从 2 万点，往下 *cei*，那就谁来都不好使了。你看房子，到了那么高的位置，一旦开始跌，现在就根本止不住。可能房地产 400 万亿市值，已经跌没了 100 万亿了。

资产价格的下跌，抵消了资产价值，就会造成债务遗留，私营企业就会一直在偿还债务，最终导致整个经济的合成谬误，也就是大家都在干着对自己有利的事情，但是却造成了整个经济的不利后果。这也跟我们之前讲过的勤俭悖论相似，个体来说，勤俭持家坚持储蓄，对我们是有利的，但是对国家而言，就是积极消费，才能让经济更好。

日本之所以贷款利率为 0，也依旧没人愿意借贷，这个并不足为奇，因为一个债务沉重的企业，不会因为贷款成本降低，而持续借贷。大家反而在加速偿债，每年都要偿还数十万亿日元。而银行的苦恼是找不到借贷客户了。整个社会的经济，也因为没有人去花钱，而造成了严重的通缩。这反过来又压制了资产价值，最终形成了一个通缩螺旋。而在这个螺旋当中，企业最重要的任务并不是利润最大化，而是负债最小化，大家赚到一点钱，不是去扩大再生产，而是尽量的偿还负债。而这也引发了个人储蓄行为的变化，所以大量的资金，也就都淤积于银行的系统当中，不断地积累，再也无法流入经济生活。这就形成了流动性陷阱。你放多少钱出来也都是于事无补了。

作者做了一张图，分析不同部门资金盈余和资金的变化，在 90 年代初的时候，我们看到家庭储蓄是最多的，企业负债最高，投资率也是最高，而海外向日本借钱，也就是说日本享受着对外顺差，而政府部门也是财政盈余，这是一个最理想的状态。当时的日本也称之为世界经济楷模，在全球所向披靡。但后来这个泡沫破灭了，居民储蓄率持续下降，企业也持续减少负债，不断归还贷款，到了 2000 年，日本企业储蓄已经超过了个人储蓄。而政府盈余转为负债。并一直扩张到 2003 年，之后转为财政收缩。

在 1990 年到 2003 年，由于企业需求下降所造成的损失，相当于国内 GDP 的 20%，也就是说，资产价格暴跌，导致了国内 GDP20%的企业需求烟消云散。这其实已经让日本陷入了一场大萧条当中。

但是跟 29 年美国大萧条不同的是，日本人之前的投资和子女教育，都是建立在他们永不失业的假设当中，而且还预计薪酬将持续上涨。在过去的 45 年，日本也确实做到了。但这个预期在 90 年代开始被颠覆，员工也成为了受害者。奖金和红利开始持续减少。但他们的房贷和教育支出却并没有降低。所以导致他们已经无力储蓄，这也就是个人储蓄持续下降的原因。曾经日本是全球最高储蓄率，泡沫之后，日本每四户家庭，就有一户的储蓄率归零。于是那些收入减少的民众，就只能动用他们原有的储蓄，这也就形成了坐吃山空的局面。这种微观上的悲剧，但在宏观上，却反而减少了银行体系当中的资金滞留，从而起到了一定的经济支撑作用。简单解释下，就是说，好多消费都是之前固定下来的。所以当日本人收入减少后，也只能被迫消费，而这些迫不得已支撑了日本经济。否则大家都不花钱，就真的崩了。

另外，支持日本经济的还有财政，日本政府在泡沫破裂之后的 2 年，依旧保持了财政盈余，也就是说财政收入并没有受到太大的影响，然而 1992 年开始急转直下，但当时的政府也

没有过于在意，而是觉得刺激一下经济，搞一搞建设，修修桥，修修路也就过去了。但是这次财政刺激，效果甚微。主要是因为六大城市商业不动产价格暴跌了 87%，1500 万亿日元国民财富灰飞烟灭，面对如此巨大的损失，没有那个企业能够在一两年之内就能修复掉遭受重创的资产负债表。对于一个正常企业来说，修复负债表至少需要 5 年，如果是最高点买的房子，那么可能要修复 20 年。在这期间，只要企业有现金收入，就会尽快还债。所以社会需求，始终起不来。企业不借钱，不加杠杆，那么政府就只能不断地去做财政刺激，如果个人储蓄，企业不借钱，政府也不花钱的话。经济会凉的非常快。如今我们国内的经济就是这样。老百姓在偿还贷款，企业也不借钱，地方政府卖不掉土地，想花钱，但没钱，也不让借债，只有中央政府能借钱，也能花钱，但是各种各样的限制，非让投一些有效率有回报的行业，造成整个财政很不积极。经济不好应该财政扩张，但等了一年半，财政一直处于紧缩状态。这也就导致经济一直起不来，各类经济数据总是反复收缩。

日本当时政府的财政还是扩张很快的，导致后来我们看到了庞大的国债，也正是因为这些支出，使得日本在企业运作极具转变之际，依旧能维持高于经济泡沫时期的 GNP，政府投资起到了支撑经济的作用。也是通过这一轮又一轮的投资，才抑制了紧缩缺口。作者说，如果不是日本政府这种激进的策略，可能会让国民生产总值掉一半或者三分之一。这还是乐观的预计。因为美国大萧条，国民生产总值就掉了一半。作者认为，日本政府的做法是有效的，在泥沙俱下的时候，避免了灭顶之灾。

这与主流的经济学者观点并不一致，比如国际货币基金组织，他们认为，日本政府没有正确的采取行动。也没有带来经济的复苏。也就是说，作者跟 IMF 的评判标准是不同的，IMF 认为，你没有对，就是错，而作者认为，本来应该崩的，结果没有崩，就说明有效。这可能是大家对于英雄的误解，什么叫英雄，总是要在危机当中力挽狂澜才叫英雄，但英雄的出现，往往也就意味着一场货真价实的灾难，而日本政府避免了这场灾难，所以他也就失去了成为英雄的机会。反而遭到了更多人的批判，说他们浪费了 140 万亿日元，并没有带来任何改变。那么这种批评靠谱吗？我们对比一下大萧条的美国就知道了。

### 【3】大衰退 3：日本衰退和美国大萧条的对比

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，大衰退。昨天我们说到了，日本政府在衰退的时候，启动了财政的大扩张，但是也褒贬不一，作者认为，起到了效果，避免了经济崩盘，而国际上却不认可，认为他的 140 万亿日元，没有带来改变，甚至指责他们滥用资金。从而激起群众对于公共建设项目的反对。

作者对比了一下大萧条时期的美国总统胡佛，他认为股市投机者引发的股市暴跌，以及损失，并不能成为扩大政府支出的合理理由。作为这一判断的结果，美国被卷入了前面所说的恶性通货紧缩螺旋，仅仅 4 年时间，美国国民生产总值就掉了一半，失业率升到了 25%。普通大众不得不流落街头，为了生存而苦苦挣扎，这些人的数量，比股市里的投机者多了无数倍。而日本之所以没有陷入大萧条，造成全民失业，就是因为财政还是做了一点事情的。

另外，当时美国出现了大规模的银行挤兑，25000 家银行当中，有 1 万家都倒闭了。当时的情形非常糟糕。后来也是罗斯福上台，干脆把银行都关门，才截断了大萧条时期的银行倒闭浪潮。而日本的银行问题，在 1997 年之前，并没有太突出，97 年之后，日本政府宣

布为银行存款提供担保。也就是说，政府背书了，由此化解了一场银行危机。作者计算，日本当时的银行，不比美国大萧条时期的损失小，也就是说，如果不是政府出面全面担保，日本也有可能出现三分之一的银行倒闭的情况。

至于货币政策，作者其实提的不多，主要就是因为 95 年开始货币政策已经失效，利率已经归零，但股市仍然难以恢复元气，也无法复苏。这个我们之前也分析了，当企业负债突然之间增加之后，大家就都会倾向于还债。而不是再去借钱。所以不管中央银行，如何压低利率，都已经没啥用了。日本经济，对于利率的调节已经毫无反应。那么有人说，中国是不是也这样呢？其实未必能得到结论，到了 2024 年中，我们的 1 年期和 5 年期政策利率，仍然有 3.45% 和 3.95%，而我们 50 年期市场利率才 2.53%。政策利率和市场利率严重倒挂，其实就说明了我们的降息还远远不够。那么你自然就不能得出结论，说货币政策失灵。

当年日本利率已经到 0 了，但此时政府仍然在给日本央行施压，让他们继续注入更多地流动性，帮助日本经济复苏。也就是说，当时的日本政府，也并不甘心货币政策无效。中央银行，投入货币，一般是通过向商业银行提供流动性实现的。购买商业银行持有的国债和其他企业债，来实现这个目的。也就是我们说的，在二级市场上买债。商业银行在一级市场先买，然后转手在二级市场卖给央行，回笼资金，这样他们就可以持续的把钱投入经济当中。商业银行，也可以赚取息差。那些急需用钱的企业，也得到了资金支持。

此外中央银行也可以下调存款准备金率，准备金率为 10%，也就意味着商业银行能把手上的钱，放贷十次，创造 10 倍的货币乘数。也就是说，中央银行可以把水池子里的水，越放越多。但是他却不能强迫马儿低头喝水。当没人想借钱的时候，你放再多的货币也是没有用的。那么怎么判断没人想借钱呢？就是刚才说的，利率为 0 都不借。那总不能倒贴利息吧。美国大萧条时期，还没有中央银行制度，但企业和个人也都在不断地偿还债务。从而导致美国货币供应量降低了 33%。所以要想扩大货币供给，就必须找到一个需要钱的货币通路。所以财政决定了货币政策的效果，因为你财政是可控的，财政花钱，会切切实实的把钱都花下去。所以在通缩的时候，要想宽松，就多发国债。多做政府投资。这样才能托住下滑的经济。如果财政不动，央行的作用其实也不太大。所以这就需要两个部门联动，多多配合。那么说回到 2024 年的国内，财政始终不发力，所以央行的一系列数字就很难看，M1 和社融信贷，都非常拉胯。那么财政为啥不发力，拆开两部分，最想发力的地方财政已经没钱了，上面在化债，所以不让他们继续借钱。于是就成了无米之炊。而上面的中央财政可以借钱，但要求必须有效率，于是就交给发改委评估项目，雷也就落在了发改委头上，那意思未来收不回投资，拿你发改委是问，如今全国到处都是产能过剩，哪有多少能产生效益的项目，所以发改委利益最大化的方式就拖延，项目批不下来，财政也就不知道投啥。全都跟这僵着。所以这套逻辑和机制出了问题。现在太看重实体经济了，认为只有生产制造才是实体经济，才是正途，其他行业都是妖魔鬼怪。所以最后你会发现，我们制造了太多的东西，但压根没人要。到处都是产能过剩，所以你最后想投资，都不知道投什么。其实我们在生产制造环节，需要的人工越来越少，未来会越来越的机器和智能化，10%的人参与制造就很不错了，90%的人，其实都是靠服务好着 10%的人而生活。所以如何激发这 10%的人，对于生活的需要，并让这 90%的人的工作给与匹配，这才是我们要做的。这 90%的人有工作了，赚到钱了，才能消化那 10%的人，生产制造出来的东西。

再说回到日本 1998 年以来，日本的私营企业，专注于偿债还钱，这使得日本政府成为了唯一的借贷方。政府借贷才导致了货币供应量的相应提升，加强了货币政策的效果。如果

政府停止借贷，那么货币供应量就会萎缩。所以显然财政成了货币政策唯一有效渠道。

德国其实也经历了这段时期，主要在 2000 年到 2005 年期间，2000 年的时候，出现了德国电信泡沫的破灭，股价暴跌了 97%，从此之后，企业就一直偿债，没人借钱。而这种行为，导致德国经济出现了几年的衰退。

德国企业都是因为经济泡沫破灭，造成了资产价格暴跌，严重损害了他们的资产负债表，他们突然发现，自己已经资不抵债，技术上破产了。但另一方面企业运转并没有太大问题，甚至产品还有很好的市场竞争力，于是企业们为了自己，而不得不开始减轻自己庞大的债务，当时欧洲央行，为了应对经济下滑，也把利率降到了二战后的最低点，从而引发了法国，西班牙，以及爱尔兰等国家的房地产泡沫，但德国的楼市却依旧低迷，德国房价根本无视超低利率环境，之前还有很多学者解释为德国的楼市地产政策好，所以房价不怎么涨，现在看起来，跟他之前的泡沫破灭，企业和居民资产负债表受损有关。

下面我们来看，本书的第二部分，看看资产负债表衰退的特征。日本企业偿债行为，到 2004 年开始减少，到 2005 年经偿债额已经下降到了 0，许多企业又开始重新借贷。所以作者认为，15 年的衰退出现了一个历史转折。企业的负债率从最高的 85%，降到了 52%，低于了 60-70 年代的水平。但事后证明他高兴的太早了。因为很快他们会再次跟着美国一起衰退。

日本学者大前研一，写过一本书就是失去的二十年，但作者不认同这个说法，失去意味着浪费了宝贵的时间，没有取得任何进步，但是看一眼日本企业的财务报表，你就会发现，他们取得了长足的进展，他们已经清理了之前的巨额债务，使得资产负债表趋于健康。至于宏观上的赤字扩大，景气低迷，失业率增加等日本经济的问题，那是另外一码事。其实对这个观点，老齐不是很认同。失去的二十年，本身就是针对日本经济说的，而并不只针对日本企业。你恢复健康确实付出了很大的努力，但也同时带来了一些其他的问题。比如日本经济，几乎错过了互联网的浪潮，科技战当中节节败退。这其实都是巨大的代价。而这些代价，本应该避免的。不能说因为没有崩溃，就是有进步有效果，值得夸赞的。要知道日本 90 年代之前，可是全球经济霸主，把美国人打的节节败退。芯片半导体，光刻机的技术比美国还要先进。从科技到制造，全都碾压全球。相当于 4 个 2 带 2 王的牌面，最后打成了一个平庸的结局。

那么 2005 年之后，企业逐渐缩减偿债金额，并开始了新的借贷之后，日本国经济和政策又有哪些变化呢？资产负债表的修复过程，又给日本带来了什么。

#### 【4】大衰退 4：资产负债表修复的过程是什么样的？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，大衰退。昨天我们说到了，日本企业 2005 年，停止缩减债务，并开始增加新的借贷，企业部门依旧保持了盈余。但出现了一个较为奇怪的现象，大家的融资力度并不强烈，也不是很积极，虽然开始重新借贷，但是更多的日本企业，正在重建他们因为长期经济衰退，而损失的金融资产储备。这种积累，其实就相当于企业的储蓄。就好比一个人一样，以前欠了一大堆债务，然后拿储蓄偿还，也拆东墙补西墙，努力搬砖。好不容易把债都还完了。他下一步要做什么？并不是重新回到借贷状态当中，而是开始努力存钱了。不愿意再过原来那种日子

了。或者说，他们正在吸取之前的教训。一场金融灾难之后，即便是幸存者，也开始变得保守。

那么这种情况会持续多久，多长时间，企业才会忘掉原来的这些痛苦，重新开始大幅扩张。这个作者没说，只是提到，直到企业认为，已经建立了足够的金融资产储备为止。也就是说，一个人存多少钱算够，这个可能要因人而异。

作者认为，如果此时日本财政继续正常扩张，那么复苏应该就不会有意外了。但是如果不出意外，就要出意外了。日本政府看到企业借贷开始增加，归还债务逐渐减少。于是就开始了财政整顿，也就是逐渐退出了积极的财政政策，本想把这块资源，让出来，让企业的财务扩张跟上。但是刚才我们说了，一朝怕蛇咬十年怕井绳，企业虽然爬出了泥潭，但是觉不愿意再跳进去，于是自己存钱，并不积极，这下坏了。财政赤字开始收缩，企业扩张，并未顶上来。

政府辩解道，大规模的财政刺激，无法促进经济状况改善的原因是效率不高，都浪费在一些不必要的投资上，所以他们呼吁停止这些支出。从桥本龙太郎开始，也就是 90 年代末，日本就逐渐的缩减财政赤字。甚至还提高消费税税率，增加社保比例，终止减税法案。总之就是增加了社会运转成本，和老百姓与企业的负担。

很快桥本龙太郎的改革就尝到了恶果，连续 5 个季度出现经济萎缩，导致日本出现了二战之后最严重的经济倒退。这场衰退，破坏了银行系统。最终又陷入了通货紧缩。消费税率提高了，但整体税收收入反而减少了，与桥本的想法背道而驰。政府一直想要财政平衡，结果赤字反而增加了 16 万亿日元。也就是说，本想着多收钱，少花钱的，发现少花钱的结果是，收的钱更少。而且副作用很明显，让日本经济已陷入混乱。

桥本龙太郎也知道自己犯下大错了，在 1998 年 6 月，开始追加补充预算，但是这个政策也已经无力回天。直到小渊惠三，实行了更大规模的财政刺激之后，才有所改善。但没过多久，小泉纯一郎又上台了，又开始力主财政整顿。限制国债发行在 30 万亿日元以内。但他也是倒霉，正赶上美国科网泡沫破灭，和 911 事件，全球一片混乱，日本储蓄和企业偿债行为，急剧升高。造成了远大于 30 万亿日元的紧缩缺口。所以小泉的政策，又造成了财政紧缩。导致 2001 年之后，日本经济大幅倒退。股价再次急速暴跌。

2003 年，小泉被迫做出让步，放弃了他当时竞选的保证，不再强制限制国债在 30 万亿日元以内。开始加大政府支出，充当自动调节器。于是日本经济开始重新增长，税收收入增加。最终导致了预算赤字减少。

作者总结，资产负债表衰退是一种，不容易发生的罕见经济现象，但是他一旦出现，政府就绝对不能采取财政整顿，日本的经验就是惨痛的教训。其实老齐也补充一点，美国当年大萧条也是惨痛的教训，罗斯福第一个任期，以工代赈经济恢复良好，第二个任期，开始要求财政收支平衡。结果就又崩了。在后来几任美国总统当中，但凡提到财政平衡的，结果都不太好。比如约翰逊和卡特，都是财政上的保守派，相反里根到是一个积极的财政政策的推动者，所以最后就这招管用。里根任期内，让美国的财政赤字猛增，结果美国经济就走出了 70 年代的泥潭。所以这些都是历史的教训，我们国家的经济也是如此，以前地方政府，有土地出让金收入，所以持续扩张财政，导致经济还行。一旦土地卖不掉了，麻

烦就大了，2023 之后的困局，其实主要就是财政收缩导致的。地方没钱可花，中央拿着钱又不愿意乱花。结果就造成了我们的经济困局。

再说回日本，小泉被赶下台后，安倍上来就用了相反的政策，吸取了小泉政府的教训，甚至把口号都改了，小泉说，没有结构性改革就没有经济增长，而安倍则提出，没有经济增长就没有财政改革。不过当时大幅宽松，扩大政府支出，并没有深得人心，甚至农村的选民，给了安倍沉重一击，安倍仅仅干了一年，就被轰下台了。继任者福田康夫，又是个保守派。再次滑向了财政改革的老路。当时日本央行倒是挺积极的，说必须得有一个部门花钱，个人，企业都不花钱，那么政府就必须把这部分存款接走进行消费。除非个人和企业自己能主动花钱，政府财政才能逐渐退出。这个表态，已经表明，日本央行已经完全理解了资产负债表衰退的概念。并给出了正确的建议。

但是当时正统的经济学理论，就是财政平衡，所以日本财务省也就是财政部，依旧主张财政改革，不过此时他们也不太敢过于削减预算了。2004 年作者去讲课的时候，本心怀忐忑，因为他之前多次批评过财政不给力，但没想到的是日本财政的官员并没有排斥他的观点，还说在资产负债表问题得到清理，企业重新开始借贷的时候，日本政府必然整顿财政，到时候希望得到作者的帮助。此时作者觉得，这些官员，应该已经对资产负债表衰退的问题，有了一定的认知。

接下来我们看看，日本的税收收入，泡沫顶峰时期，也就是 1990 年是 60 万亿日元，到了 2005 年，GDP 增长了 13%，企业经常性收益扩大了 48%。国内生产总值 13% 的增长，理应带来相同规模的税收增长，但是到了 2005 年，政府税收收入，却只有 49 万亿，也就是说 15 年了，日本税收却萎缩了 18%。这是一个反常的现象，但也恰恰是资产负债表衰退的一大特征。

资产负债表衰退时期，降低了社会总需求，导致经济低迷，所以税收减少，来源于两个点，1 是资产价格下跌，2 是经济活力放缓。这两个因素叠加产生作用，所以引发了税收大幅下降。但这里面也隐藏了一个东西，就是资产价格大幅下跌，企业资产价值也大幅缩水，而财务上设计了一个亏损 7 年递延，所以企业用损失弥补了收益，就可以少缴税。一旦企业资产负债表修复之后，财政收入会明显增加。所以表现出来的情况，税收收入减少，反过来也正好表明，企业的资产负债表受损严重。

不过其实看企业利润状况，其实没那么悲观，从 1990 年开始，日本企业利润，也基本上是跟着 GDP 增长的。所以也就是说，其实政府没必要那么心急，要做什么财政平衡。等企业还完了债之后，自然税收就会上来，而实际情况也是如此，2005 年日本财政收入达到 7.6% 的增长，而 GDP 才 1%，多出来的部分都是递减之后的补偿。财政平衡也就能完成。那么也有人指责，留下了几十万亿的财政赤字，该怎么去解决？作者的观点就是，等私营部门开始扩张，日本经济就会变得强大起来，到时候足以消化这些赤字。所以这是一个向发展要平衡的办法，不是节衣缩食，而是通过增长，实现平衡。但说句实话，有这样理念的政府不少，但却从未成功，就拿美国举例，科技创新一茬接着一茬，不可谓不强大。但是财政窟窿越来越大，里根时期第一次让美国国债破掉了 1 万亿美元，2008 年 10 万亿美元债务，而现在已经达到了 35 万亿美元债务。并且以每 100 天增长 1 万亿美元的速度在扩张。更可怕的是还有 5% 的利息。一年光还利息就 1.7 万亿美元。而他的财政收入才 8.4 万亿美元，债务利息收入比已经是 20%。所以靠发展平衡债务，也许就是个伪命题。或者我

们反过来说，债务是否一定要平衡。财政需不需要平衡？现如今也有很多新的提法。明天我们继续来讲，资产负债表衰退的特征，以及日本当年的操作。看看还能给我们带来哪些启示？

## 【5】大衰退 5：日本的重大教训

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，大衰退，昨天我们说到了资产负债表衰退的一大特征，就是个人储蓄和企业净偿债额总和，相当于通缩的缺口，而这个缺口必须由政府的财政扩张来补上。也就是说，政府必须得把企业存款和居民存款借走花掉。就这么简单。但是难点在于，政府很难预估这个规模。企业也不愿意对外发布自己的这个财务困境。所以外界很难判断企业偿债速度。那么如果政府误判形式，造成借贷不足，就会形成通货紧缩的缺口，势必会付出惨痛的代价。1997 年桥本龙太郎的政府，就走错过路，日本经济一度走向崩溃。出现了 5 个季度的持续下滑。

到了 2005 年，日本政府的税收开始重新获得增长，意外减少了财政赤字，并导致了长期利率低迷，因为市场突然发现，不用发这么多债了，债券供给减少，就导致利率降低。整个经济也开始了复苏进程，城市不动产价格也开始出现回升，日本央行，终止了 0 利率政策，而日本的长期利率，却依旧维持在了 2% 的超低水平。这主要就是因为全社会资金需求还是非常低，存钱的多借钱的少，所以利率也就上不去。

那么这个时候其实就出现了一个警告，也就是在提醒政府，虽然赤字意外减少了，税收增加了，但是这个复苏不一定稳固，政府借贷的需求减少，可能远远超过私营部门新增资金的需求。否则不会利率一直很低。如果是这样的话，那么也就是说，还是有通缩的敞口。对经济来说，不是一个好消息。不能高兴的太早了。

我们站在企业的角度去思考问题，他们已经偿还了 10 年的债务，修补受损的资产负债表，为此疲于奔命，这些企业的老板们，自然会对负债深恶痛绝，甚至生出很多抵触的情绪，为了吸取之前的教训，所以一定是能不借债就不借债。作者管这个叫做，债务抵触综合征。所以导致私营部门，虽然财务已经十分健康，但是对于资金的需求依旧十分缓慢，大家都在小心翼翼，量入为出。这就是我们所说的疤痕效应，得在经过一段时间，才能破掉心中贼，让私营部门，重新开始借贷。在此过程中，财政仍然需要一个很高的增速。否则撤力过早，就会出现通缩。

美国其实也一样，2000 年科网泡沫破灭。许多美国企业，资产负债表严重受损，而开始清理负债，拒绝借贷，而此时格林斯潘也表示十分惊讶。为何企业不再按照经济规律办事。利率这么低了，也没能刺激美国国内的经济增长，反而推升了美国房产泡沫。甚至为次贷危机，埋下了巨大的祸根。

再看二战之后，46 年到 59 年，美国 GDP 增速是 6.7%，而同期长期利率只有 2.8%，短期利率 1.8%，也就是说，在大萧条之后的 30 年时间，美国仍然维持了低利率水平。这期间，有罗斯福新政，二战，朝鲜战争，都是催生了巨大的政府支出。但是私营部门的借贷行为，并未因此而改变，依旧对资金的需求十分虚弱。所以说了这么多，作者的意思，就是告诉我们，私人部门借贷信心的恢复是一个极其漫长的过程。伤口好了，他也不一定能忘了疼痛。

下面我们再看看消费税，之前讲过，日本的人口老龄化问题，使得削减社会保障支出的政策不再具有任何可行性，之前日本财政大臣提过一个建议，将现行的消费税，改成专门用于社会保障支出的专用目的税。也就是专款专用，但是这个提议没有得到关注。不过作者说这是一个好的思路。

日本人口老龄化，必然造成社会保障支出的增加，因此对于社会保障制度改革，已经是刻不容缓。政府把征收的消费税收入用于社会保障支出，将有助于缓解大家对于未来养老的担忧。而担忧被打消后，也就不需要过度存钱了。所以增加支出，降低储蓄，这对于经济发展，反而有利。可以形成一个良性循环。当下花钱越多，未来越有保障。消费税得益于社会保障，最后反过来服务社会保障，也是顺理成章。这其实是个挺好的主意，但不知道能不能推得动，因为他是一个先有鸡再有蛋的问题，你怎么能够让老百姓相信，老有所依，老有所养，不用为养老储蓄，这其实挺难的。起码在咱们这可能实现不了，

作者也提出了这个疑问，消费税，作为专用目的税，能不能贯彻始终，万一十几年之后，突然又有个领导说，这个不搞了，那老百姓就哭死了。日本其实也干过这么操蛋的事，比如汽油税，一开始就是专门用于修建道路的。但是后来归入一般税收账户了，也就是不再专款专用。是因为日本的道路建设的很好吗？然而并没有，日本的道路，跟中国压根比不了。无论是城市还是高速都有很大的差距。所以这才有了公信力问题，当提出消费税用来养老之后，也没人响应。

下面我们再来看看，货币政策。作者的主张之前已经说了，货币政策对解决日本面临的问题，无能为力。因为根本没有信用通道，钱没人借，也就传导不下去，但是西方传统经济学认为，货币政策无所不能。只要经济衰退，就应该货币政策提供足够多的流动性。而当年在日本社会当中，这种声音也是不绝于耳。迫于压力之下，日本央行，也只能执行定量宽松的货币政策。2001年3月到2006年4月，日本央行向银行体系注入了25万亿日元的资金。相当于银行法定准备金的5倍。然而，最终货币供应量的增长，只相当于同期政府借贷增长的额度。也就是说，原来银行体系当中，就已经有着用不完的资金，央行还往里面继续加水，所以最后也就完全没效果。即便后来日本经济复苏了，也跟货币政策无关，GDP增长的同时对应的是贷款和货币供应量双双低迷。作者说，日本经济复苏，取决于资产负债表修复的完成，而并非是货币供给。但这个事，跟那些主流的经济学家们说不通。他们就坚定的对货币政策产生信仰。认为注资25万亿日元，还是不够，甚至要注资100万亿日元。

作者还分享了一个事情，1997年当时国际货币基金组织来日本调研，作者就跟他们说过，你可不兴建议财政整顿哈，如果这时候紧缩财政，日本经济要出大问题的。国际货币基金组织的人也是满口答应，但是没想到转手就建议财政改革，后来果然发生了经济混乱，而这个团队，又一次找到了他，并诚恳的道歉，而且是对日本大众感到抱歉。作者说，这是他第一次看到国际货币基金组织的人道歉。

然而不幸的是，这个组织人员更迭很快，上一波人刚体会到教训，结果就又换了一批人。继续回到传统经济学派当中。结果他们一次又一次来日本提出建议，日本也一次又一次的跟着犯错。日本央行终于在2006年3月，结束了定量宽松政策，7月也结束了0利率政策，这一度引发了轩然大波，但是在私营部门借贷几乎不存在的情况之下，对经济并未造成太大

的影响。所以也再次证明了，货币政策的失效。

日本央行的定量宽松，是通过购买商业银行持有的国债来实现的，相反退出定量宽松，就是出售国债，造成价格下跌，利率上升。在绝大多数国家当中，回收市场流动性，逼着商业银行出售金融资产，都会造成紧缩的效果，但作者说，这事在日本不一定。因为之前央行给商业银行的 25 万亿日元，就压根没找到借贷方，一直躺在账户当中。所以当央行过来回收资金的时候，这笔钱，直接就给央行拿走就好。他根本不用抛售任何金融资产，也不需要向企业催贷。所以没有造成紧缩，也没有造成资产价格下跌，更没有造成利率上涨。总结下来就是，央行给了商业银行一笔没用的钱，后来央行又把这笔没用的钱收回来了。

政策利率的调整，主要通过两个渠道来影响经济，已经借贷的和正打算借贷的，而日本借贷者几乎没有，也没人打算借贷，所以影响微乎其微。但是从金融市场角度来说，终止零利率却又比较重大的影响，因为零利率和有利率哪怕是极低的利率，也依然存在着显著的差异。这种差异就好比是普通餐厅，和自助餐餐厅的差异，那么这有怎么理解呢？

#### 【6】大衰退 6：零利率的背后就是普通餐厅和自助餐的差别？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，大衰退。昨天我们说到了，零利率和极低的利率，有根本区别，作者说，就好比普通餐厅和自助餐，当食物的边际成本为 0 的时候，顾客们倾向于甩开腮帮子，大吃一顿。可一旦这个边际成本不是 0，哪怕他再便宜，对于食客们也不会浪费，基本都会是量入为出。货币市场上也是如此。0 利率的时候，信用利差基本跌到了非常低的水平，也就是说，任何企业借钱，都很便宜，而且差别也不大。而一旦政策利率提升到不是 0 的状态，那么信用利差就会随之扩大。市场开始关注风险溢价。

更重要的是，日本人已经习惯了 0 利率，根本就没有考虑过利率上升，会带来什么情况，这就为日后的金融市场混乱埋下了隐患。比如一些地区的房地产价格，开始出现显著回升。某些特定资产价格和整体物价背道而驰。这让大家想到了 85 年广场协议之后，日元大幅升值，也造成了物价下行，但资产价格快速膨胀的情况。那时候，其实日本央行也开始对一些放贷银行提出警告，但是大家根本就没有当成一回事。

2006 年之后，小泉被安倍赶下台，很多人还表示惋惜，说小泉的离任，让日本的改革步伐放慢了脚步，进而延缓了日本经济复苏，但作者却认为，根本就不应该感谢小泉，小泉的逻辑是，贷款和货币供应量，推升经济复苏。但日本经济的复苏，恰恰是在贷款和货币供应量增长都极其缓慢的情况下达到的，也就是说，小泉是命好，有心栽花花不开，无心插柳却柳成荫。日本的复苏另有原因，主要是 2 个，1 是企业把资产负债表清理完毕了。2 是对东南亚和中国的出口高增长拉动了经济。

至于小泉的内阁智囊，竹中平藏，作者更是没好气，说这个人 2002 年 9 月被任命为财政大臣，但没有起到什么好作用。在私营部门正在努力修复资产负债表的情况，下非得着急的去干什么银行改革，造成了竹中冲击，让日本全国的资产价格再次全面暴跌，让好不容易清理的资产负债表，再次受损。最终让日本经济陷入到新的衰退当中。也就是说，如果他们能有点耐心，多休养生息几年。日本其实本可以避免这么大的损失。在作者眼中，小泉和竹中就是才疏学浅，又好大喜功，热爱折腾的领导。这就让日本经济，反复陷入衰退。

当然往前看，还有桥本龙太郎，也是个爱折腾的人，1997 年宣布六大改革之后，国内媒体大唱赞歌，但是国外投资者却用脚投票，纷纷撤资。作者当时找英国投资者沟通，英国人的主流看法是，日本经济是靠政府支出支撑的，现在政府宣布减少财政支出，那么日本就会走下坡路，那我为什么还要买日本股票。当年，从日本出逃的外资，数额非常巨大。甚至出现了抛售日本一词，97 年消费税的增加，给日本经济带来灾难，连续出现 5 个季度衰退。所以对于海外投资者而言，他们最关注的就是，经济是否能保持在一个稳定的发展轨道上。这个也给我们提了个醒。海外投资者最关注的还是你的经济内驱力的问题，你是靠什么发展经济的，一旦这个发动机不行了，人家就倾向于先撤出再说，我们这几年，房地产出问题后，政府投资也不给力，就引发了外资的大幅度流出。主要就是外资看不到你发展经济的逻辑了。

但是媒体看到的情况，完全不一样，媒体总是希望通过结构改革来重塑经济结构，他们怀揣一种优越感，自认为无所不知，喜欢扮演上帝，喜欢规划经济的发展方向，以及规划其他人的命运。不光是日本，美国和英国的媒体也都是这样。所以这就是投资者和媒体人之间的巨大区别，投资者是不能犯错，而媒体人不怕犯错，因为犯错他也不成代价，只是希望自己能对一次。只要说对了，就能封神。所以逻辑根本就完全不一样。对这点老齐也是深有感触，我也是想明白了这点，才能从媒体转行到投资的，也是我们率先提出了，判断是判断，策略是策略，投资是应对之道，而不是打板算卦，一直是我们最重要的投资价值观。作为媒体人，我可以不断判断，对每件事都发表更多地看法，但是决不能把这些判断，太当回事。而作为投资者的我，每天都在想着，我怎么才能不犯错，或者少犯错，即便犯了错，如何才能挽救。

很多媒体人去做投资，或者一些卖方券商，转买方基金，鲜有成功的先例，其实最重要的一点也正在于此，太拿自己的判断当回事了。总想着预判市场。最后损失反而更大。

下面我们看看，作者对美国大萧条的论述，美国大萧条，其实本质也是资产负债表的衰退。之前讨论美国大萧条，都是就传统经济学理论的，也就是说，假设企业和个人，即便受到了毁灭性冲击之后行为也不会改变。但这显然是不符合实际情况的，一朝被蛇咬十年怕井绳，才是常态。资产负债表衰退理论则主张，特定的外部冲击，会从根本上改变企业或者个人的行动目标，尤其是当一个国家整体的资产价格都出现暴跌的时候。就会迫使企业，将他们的最优先目标，从利润最大化，转变为负债最小化。以修复他们受损的资产负债表。而这种行为转变，反过来会导致，比一般经济衰退更加严重的后果。在美国大萧条所发生的通货紧缩和流动性陷阱，都是由于 1929 年，股市崩溃之后，企业的目标转变所导致的。

老齐解释下，传统经济学，包括凯恩斯主义，其实都考虑的是破山中贼的事情，而作者的这个资产负债表衰退理论考虑的是破心中贼难的问题。为啥这次外资流出中国，如此坚决，其实也是受到了作者这个理论的影响，特别是长期通缩，导致外资信心严重缺乏，觉得你这就是奔着大萧条和日本泡沫去了。政策还迟迟不发力，谈什么固本培元，中医疗法，所以人家不认同，就先抛掉再说。相反，你看外资啥时候回流的比较多，1 是我们疫情放开之后，外资大幅回流每天都是 100 多亿，2 是我们发特别国债之后，外资又是一波快速回流。这两次都有一个预期基础，就是你要通过政府支出的方式，去刺激经济增长，也就是很明显，你要是刺激经济我就回来，你要是还保持定力我就走。等你扛不住，要刺激的时候，我再回来抄底。所以那么多官媒捧臭脚，都喊不回外资，而事实上，我们也出现了资

产价格的暴跌，无论是房子还是股市。正在朝着作者所说的资产负债表衰退演绎。但政策的行动，仍然缓慢，2024 年两会本来说要发 6 万亿国债，结果上半年过完了才发了 1.16 万亿。严重的不及预期。这直接导致了，经济复苏没有持续性。股市也是在国家队救市之后，二次探底。楼市就更惨了，很多地方的房价已经腰斩。老百姓的疤痕效应十分明显，即便你把首付降到了 15%，也依然没人买房了。

20 世纪 40 年代开始，凯恩斯主义盛行，试图运用财政政策来调控国家经济的变化，当时的经济学家们，也是亲眼所见，财政刺激政策的惊人力量。因此他们坚信，正确的财政政策，可以扭转任何形式的经济衰退，但是最终结局却总是事与愿违，尽管这些经济学家们付出了巨大的努力，但他们的财政政策只导致了通胀，高利率，私营部门投资挤出，以及资源的分配不当。也就是我们一直痛骂的国进民退，财政持续刺激，就容易造成国进民退的现象。道理很简单，因为你私营部门不扩张，国企扩张，所以慢慢你的市场就都交给国企了。美国 70 年代的，财政政策不当，就导致了高通胀，加上两次石油危机爆发，此后美国经济学家们，又重新思考货币的意义。此后又开始了大货币，小财政的政策方向，更多靠中央银行收放货币，来调节经济。

甚至后来又一些声音认为，美国大萧条，罗斯福的财政政策，完全没有起到效果，如果不是用财政刺激，而是转而用货币政策导向，美国可以快速的从大萧条当中复苏。但是这有点理想化了，企业在遭遇重创后，除非走投无路，否则不会再去借贷。企业不扩张杠杆，那么金融措施就基本无效。这也就是我们说的，总需求持续降低，整体经济就会被削弱。那么中央银行，即便把利率降到 0，也是流动性陷阱。对实体经济没有太多反映的。那么是不是说，货币政策在资产负债表衰退之后，就完全无效了呢？

## 【7】大衰退 7：流动性陷阱！造成货币政策失效

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，大衰退，昨天说了遇到资产负债表衰退，货币政策是否还有效呢？作者说，货币政策的有效性，需要建立在与货币流通总量关系稳定的基础之上，但是一旦作为借贷方的企业，转向追求负债最小化，当所有人都从银行账户存款中，取出钱来还债的时候，货币创造乘数最终将变为负值。这是因为储蓄的下降，就意味着货币供应量的下降。如果不是因为政府借贷，抵消了私营部门偿债，那么日本的货币供应量早就缩小了。所以在私营部门都不花钱的时候，公共部门必须得顶上才行。如果没有人顶上这个花钱的角色，那么中央银行，无论注入多少流动性，也没办法实现扩张。也就是我们所说的，必须得有一个货币投放渠道才行。正常情况下是企业和个人，比如央行一降利息，企业借贷扩张，个人加杠杆买房。但如果大家不这么干了。麻烦就大了。比如我们现在就是如此，房价暴跌之下，大家拼命还房贷。企业也因为股市暴跌，而在偿还负债，稳定自由现金流。这时候已经没人借钱了，央行也没有了信贷通道。所以全社会唯一的希望就是中央财政，而高层也做出了正确的指示，多次强调，积极的财政要靠前发力。但让人始终想不明白的是，财政就老是不给力。盲猜可能是内部协调的问题。出现了比较严重的部门扯皮或者内耗的现象。甚至出现了，倒查 30 年税这种，恶性影响的事情。

其实伴随着全国性资产价格泡沫的资产负债表衰退，并不经常发生，而一旦他出现了，传统经济政策的应对方法，就变得无能为力。甚至会帮倒忙，1990 年，日本泡沫顶峰时期，日本企业部门借入并支出了相当于全国 GDP 的 9%。也就是 41 万亿债务，到了 1998 年，

企业变成了净储蓄者，到了 2003 年，企业净偿还 9%，也就是 44 万亿日元，换句话说，这 13 年，一共 85 万亿日元的通缩缺口，占 GDP 的 18%。足以把任何国家推入衰退当中。

而美国大萧条也是如此，在 1929 年到 1933 年期间，美国的货币供应量减少了 33%，差不多 177 亿美元，后来有经济学家将银行储蓄减少的原因，归结为银行挤兑，以及银行倒闭，造成美国人的存款血本无归。当时也确实出现了 1 万家银行破产，所以得出这个结论，好像也是成立的，那么接下来的推演就是，美联储如果能提供更多地流动性，那么造成货币供应量下降的这场银行危机，就可以避免，进而避免整个的大萧条。

但后来 1976 年，美联储提供的推测显示，银行倒闭造成的个人存款损失只有 14 亿美元。而同期大家对于金融环境恶化，而把钱拿囤积在自己手里的资金量是 12 亿美元。这两者相加是 26 亿美元，只能解释 177 亿美元的储蓄总额减少了 15%。那么还有 85% 的货币减少？怎么解释呢？

作者又拿出一个数据，1932 年，全美总工会，代表美国政府针对 3438 家制造业企业，进行了一项调查，只有占调查企业总数的 13.6%，也就是 466 家企业说，自己在跟银行打交道的时候遇到了问题，而这些企业多是中小企业。而其他企业都表示没遇到什么问题。那么这就再次证明了，85% 的储蓄，与银行倒闭与囤积货币无关。那么原因大概就只剩下一个了，就是企业正在自发的削减债务。股市大崩盘后，资产价格暴跌，让企业负债累累。大萧条时期，企业遇到的问题，跟日本泡沫时期几乎相同。

这种债务偿还其实并不意外，因为 1929 年股市崩盘之前，不管是美国企业还是个人，借贷额都已经飙升到了历史最高记录，之所以出现如此惊人的负债增加，很大程度上是因为 20 年代的时候，美国已经出现了许多新型金融产品。其中一个就是按揭分期付款。这使得数以百万计曾经没有资格借贷的美国人，从此也有了借贷的渠道。最终美国普通消费者借贷额，在 20 世纪 20 年代的前 8 年，激增了 3 倍以上。从最初的 25 亿美元，增至 80 亿美元。当然这种信贷也刺激了消费的大增长，形成了柯立芝繁荣。美国汽车和收音机这些产品也都取得了巨大的销售增长。当然，一些臭名昭著的投资信托基金，和控股公司，在当年也是最大限度的利用了各种借贷，使得规模暴增。

高负债，高杠杆，意味着股市价格猛涨，取得了更高的回报表现，美国资本市场 25 年到 29 年，总市值从 25 亿美元，增长到了 87 亿美元，资产价格的上升，反过来更加刺激了借贷的增长。是不是似曾相识，日本当时也是如此，土地上涨，收益增加，越来越多的资金都流入了股市和楼市，我们这里没有股市，但是楼市的情形也一模一样，2016 年之后，居民负债率从 40% 提升到了近 70%，也是加杠杆，加上来的最后一波经济繁荣。所以你看资产负债表衰退，都有一个前提，那就是之前曾经出现了大幅借贷。居民杠杆率或者企业杠杆率大幅上升。2008 年的次贷危机，也是如此。加了杠杆之后，然后资产价格崩盘，就很容易造成资产负债表衰退的特征。

不过在大萧条时期，美国企业债券的回报率，和银行贷款利率的下降幅度，却没有后来日本那么显著，作者猜测，或许是因为大萧条时期，美国经济倒退的严重程度，要超过日本泡沫时期，大家偿还债务的能力并没有那么强。这其实也不难理解，因为日本虽然遭遇重创，但是日本企业的盈利能力，主要来自于海外和全球竞争力，美国当时遭遇的重创，有不少都是跟国内有关。所以国内经济通缩了，而且欧洲情况也没好到哪去。所以美国当年

受到的损失，应该比日本要更加严重。以至于他们想偿债，最后都还不起了，不得不转向借新还旧来维持。

后来货币主义大师米尔顿弗里德曼他也承认过类似的情况，说 1930 年纽约联储给其他行长写信，企图说服别人给市场注入更多地流动性。但只有 2 名行长支持，其他 9 人都反对，芝加哥联储主席就反驳道，市场内部已经存在了大量的资金，没必要这么干，只有资金需求上升的时候，注资才是有意义的。而不是在市场并不需要这些资金的时候还去提供更多地资金。旧金山联储主席回复，说现在市场利率已经从 5%降到 2%，又降到 1%了，说明钱很富裕。所以他不认为更低利率，更多地注资有助于经济复苏。

当然弗里德曼引用上面的观点，其实是批判这几个人，他觉得纽约联储做的对，而其他几个联储主席，并不配合。所以才导致了大萧条。

作者说，还有一点值得关注，假如说银行不断倒闭，是因为流动性不足的话，那么这些银行，应该向美联储申请更多地借贷，也就是说，银行应该主动去申请援助才对，但是 1929 年到 1931 年，这个数字反而降低了 93%。只有 1931 年下半年，银行切实遭遇挤兑之后，才开始找美联储，申请借贷。但是这些银行，他们去借的钱，也只是 1928 年时候的一半，也都是暂时性行为。而后来也还是导致了 1 万家银行倒闭。这就说明，当时银行部门问题的根源，是由于借贷的企业破产，而导致的银行资不抵债。而非流动性不足。

退一万步讲，真有流动性不足，那么通过美联储注资也就顶多能挽救 13.6%的企业，对于其余的 86.4%的企业，也是毫无意义。所以最后他的结论就是，根据总工会调查，美国大萧条的根源是 13.6%是由于信贷供给问题，剩下的 86.4%是信贷需求的问题。

至于这个事，是不是真如作者的论据这样，我们其实是打个问号的，因为年代确实久远，作者这些数据我们也无从考证，道理确实是这么个道理，但是也不能听一面之词，因为经济这个逻辑很复杂，在读这本书的时候我就始终在思考一个问题，如果说货币主义完全没用，那么 2008 年之后，伯南克是如何通过央行释放流动性的方式，来拯救危局的。好像方法也是类似。我们经常比喻，在逆周期的时候，货币政策宽松，就好比推绳子，啥意思，就是说拽绳子很简单，但推绳子一般很困难。对应的就是收缩很简单，但那是扩张却很困难，马不喝水强按头，也是没用的。而在经济底部，确实大家扩张的意愿不强，央行即便给出很宽松的货币政策，也未必能很快见效。这个时候确实需要财政的配合，或者找一条信用通道去做货币释放的通路，通常来说不是房地产就是股市。当然美国更强，他们还有强大的风险投资市场。明天我们再看看，到底是什么因素，导致的美国从大萧条当中复苏过来。

## 【8】大衰退 8：美国从大萧条复苏！到底靠的是什么？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，大衰退。昨天我们说到了，作者对于大萧条的观点。有很多主流经济学家认为，34 年到 41 年，美国货币供应量快速增长，引导美国经济走出大萧条的泥沼，发挥了重要作用。而 33 年之后，政府预算赤字并没有带来 GDP 上升，所以断定，财政政策收效甚微。之所以后来货币政策扩张，主要是因为美联储让欧洲人，带着黄金进入美国。所以扩大了银行的准备金。

但作者对这些观点完全不认同，首先，黄金流入，并非导致货币供应量增加的真正原因，得有人花钱，才能增加货币供应量，光存钱的增加，不足以说明问题。他提供了一张图，美国在 33 年之后，放贷一直很缓慢，而银行存款一直在增加，说明大部分准备金，都滞留在了银行体系当中。而 33 年之后，之所以投资能够增长，主要是因为政府借贷增加了。而这时候，正是罗斯福的第一个任期，也就是我们课本上大名鼎鼎的罗斯福新政时期。

这笔资金，通过罗斯福新政，以以工代赈的方式，被政府借入，增加了支出，从而离开了银行体系，重新进入经济循环。而同期，私营部门对贷款的需求依旧低迷，也就是说政府通过借贷，进入实体经济，然后居民赚到工资之后，又把钱存回到了银行储蓄当中。最终导致了银行储蓄的增加。那么也就意味着，只能政府持续的通过借贷，来刺激经济的增长。直到居民和企业，资产负债表清理干净为止。

第二个问题，是经济学家们，使用的预算赤字作为衡量财政政策对国民生产总值影响程度的工具，这是非常不合适的，因为大规模的财政刺激，将启动经济增长，从而导致税收收入也快速增加，最终造成远低于预期的预算赤字。从 1933 年到 1936 年为止，实际上美国财政支出增加了 125%，国民生产总值增加了 48%，政府税收增长了 100%。也就是说，税收增长，要比经济增长快了 2 倍。比如很多家庭的收入，超过了最低申报额，个人所得税申报人数从 389 万，增长到了 772 万。增加了约 1 倍。而同期的个税收入，也从 3.7 亿美元，增长到了 9.3 亿美元。所以主流经济学家们的比较方法，贬低了美国经济复苏的贡献。这段时间，政府财政支出，共在全美各地协助修建 65 万英里公路，12.4 万座桥梁，12.5 万栋公共建筑，8182 个公园，和 852 个飞机场。像美国公共工程署，就动用 40 亿美元，修建华盛顿州的大库利水库，还有纽约的林肯隧道和三区大桥。工程署总共雇佣了 800 万人，参加修建这些公共工程。提供了 2500 个直接或者间接的工作机会。所以，那些批评政府支出，没有换来经济增长的结论，荒谬透顶。客观的讲，罗斯福的第一个任期干的还是相当不错的，否则他也不可能以压倒性优势连任。当时他获得了 523 张选票。这一优势，至今无人打破，仅次于当年华盛顿的全票当选。跟罗斯福最接近的，就是 1984 年的里根。但其实也不能比，罗斯福毕竟是干了 4 任美国总统，最后直到死在了任期上。这才由杜鲁门接任，美国人才开始重新选举。可见罗斯福当年对于美国来说，威望极大。那么从这点来说，肯定也是因为干的很好。否则不会有那么高的支持率。

也有人用失业率来攻击罗斯福，说你看，失业率依旧保持在 14%，怎么能叫经济复苏呢？但这其实都是大萧条的后遗症，毕竟经济衰退了 3 分之一，股价暴跌了 50%，而且全世界都这样，德国的失业率也高达 26.3%，但后来纳粹上台，持续扩大财政支出，让失业率降到了 2.1%，工业增加值增长了 89%，国民生产总值增长 58%。美国如果不是在罗斯福的第二个任期，去搞什么财政平衡，削减财政支出，其实失业率也很有可能降到个位数。也就是说，失业率高，恰恰是因为没有坚持财政刺激导致的。而不能说成，财政刺激没效果。

罗斯福在 1933 年，干了两个重要的事，1 是通过复兴银行公司，收购银行股票的方式，向银行系统注资超过 10 亿美元，2 是政府进行大规模的公共基础设施建设，相当于当时美国所有银行，自由资本总和的三分之一，也就是 10 亿美元的政府注资，改善银行的资产负债表。增加了银行应对风险的能力。也同时通过公共设施建设，增加企业收益，为几千万人提供了就业机会，刺激了经济增长。其实德国也是一样，希特勒上台，干的也是这套财政刺激的工作。当时德国的政府支出扩大了 3-4 倍，而且纳粹干的比较彻底，所以德国经济才能迅速复苏，在二战之前，就已经超过了英法。否则他也不可能在后面横扫欧洲。那

么德国是不太可能继续超发货币的，一战之后，德国的货币已经成了废纸。作者通过，一系列的论证，就是想说明财政政策的有效性。在资产负债表的衰退当中，财政的有效性，比货币政策更重要。

接下来我们看看资产负债表衰退时期的金融，汇率和财政政策，当下流行的是一种，通货膨胀目标制，也就是说，我的货币政策盯住通胀就行，而不必刻意的去管发了多少钱。如果通胀不高，即便经济很好，发的货币很多，我也可以继续宽松货币。相反如果通胀很高了，即便经济不好，我也要紧缩压通胀。这就是经过了 70 年代之后，全球央行达成的共识。

但是他的问题就是，通胀高了的话，企业借贷反而越来越少，经济活力正在丧失，也就是滞胀的情况你咋办。按照美国人的思路，那也得紧缩。先压通胀再说。日本后来也这样，1993 年之后，物价有点起色了，但企业借款，依旧很少。大家还在偿还债务。企业偿债，不仅仅是出于承担责任，更重要的还是一种舆论压力，怕哪天媒体发现他们资不抵债，技术上破产的真相，那样会对自己正常的经营活动产生巨大影响，那就真的会被判了死刑。所以企业们都在小心翼翼的偿债，而且是尽一切努力偿债。

日本央行，当时也看到了这个问题，所以一直也对通胀目标制这个做法心存芥蒂，私营部门借贷缺乏，货币乘数为负的情况下，中央银行，根本就没办法实现通胀这个目标。你发多少货币出来，企业都不借钱。自然通胀也就起不来。然后资金就在银行体系当中空转。所以央行能不能控制通胀为目标，完全看你有没有可以借助的信用通道。

还有一种观点认为，通货紧缩，会造成实际利率上升，从而推动，企业的偿债行为，根据这种观点，实行通货膨胀目标控制，可以导致通胀预期升温，从而降低预期实际利率，打消企业偿债意愿，给您翻译下，就是说如果企业觉得未来原材料会涨价，就会先行购买。未来如果持续通胀，企业可能也会觉得早点偿还债务，更为有利。

但作者认为，这个观点存在两个问题，首先，早在通货紧缩实际出现之前，日本企业于 1993 年前后，就已经意识到自己债务过重的问题。并且日本企业的巨额负债是由资产价格暴跌引起的，而并非是产品价格下降导致。因此就很难将企业的债务偿还，归咎于产品价格下降的通缩。这种观点颠倒了因果关系。事实上，是由于日本企业同时开始偿债，因此造成了总需求的大幅下滑，最终导致整体经济出现了通货紧缩。

第二个问题是，这种观点主张在全球化的趋势下，实际利率应该按照全球价格计算，而非国内价格计算，日本拥有大量出口企业，这些企业，一般都能够在那些不存在通缩现象的国外市场，获得丰厚利润。所以这点很关键。作者还比较了一下，内需企业和出口导向企业的对比。结果发现，大家的态度并无差别，都是倾向于偿还债务。也就是说，没有遭遇通货紧缩的企业，也是愿意还债的。

那么这就引出了第三个问题，通货紧缩和资产负债表衰退，到底谁先出现的。作者坚持的认为，通货紧缩的根源，其实就在于资产负债表衰退之后，企业的行为改变。所以也就是资产负债表衰退在先，通货紧缩在后。如果不把资金需求的问题解决，释放再多货币也无法走向再通胀。那么这个理论，对于我们国家现在的经济状况，是否有所启示呢？

## 【9】大衰退 9：通货紧缩的根源就是资产负债表衰退

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，大衰退。昨天我们说了，先有资产负债表衰退，再有通货紧缩，结合我们国家来看，已经通缩一年多了，同时伴随的现象，就是没人花钱，企业借贷不积极，个人还在不断地偿还房贷利率，原来央行投放货币的重要渠道就是房地产，如今房地产正是资产负债表衰退的中心，所以央行现在根本就没有货币投放渠道，放一些货币出去，就全都是金融空转，一抓手工补息，M1数据立马就崩了，所以可见里面没有什么真实信贷需求，搞得央行现在也不敢宽松，只要一宽松，大量资金就去买债，50 年期债券收益率买到了 2.5%，中美利差持续扩大之下，汇率压力非常大。所以其实我们也反复说过，央行现在降息已经没什么作用了。最好的方案就是，财政积极扩张，给央行发一笔特别国债，然后拿来支持股市和楼市，托起股市中的高股息行业，然后给房地产收储。这样可以快速修复大家的资产负债表。修复股市和楼市之后，财政在大搞消费券，这样才能把经济尽快拉出泥潭。避免长期萧条。所以现在国内来说，第一责任人就是财政，第二才是央行。央行如今已经没有信用通道了，只能配合财政行动。只要财政不积极，经济就会很艰难。我们在最需要财政减税降费，扩大支出的时候，却突然发现，税务开始倒查 30 年，确实严重影响了大家对于经济的信心。

我们继续来看这本书，作者说，在日本第一家完成资产负债表修复，并转为前瞻性经营策略的公司，就是松下电器，2002 年，松下电器在日本还在通缩的状态之下，实现了高速增长，而松下也邀请作者给他们公司的内部刊物，写一篇关于资产负债表衰退的文章。作者询问，为啥要写这个，松下回答很干脆，因为我们已经清理完毕，修复了资产负债表。他认为这是一个很骄傲，和值得称赞的事情。

从松下开始，到 2004 年底，尽管通缩依旧在继续，日本企业的偿债已经显著减少。2005 年，日本企业从银行借贷额，也就是杠杆率，已经下降到了国内生产总值的 52%。这是 1952 年以来的最低水平。也就是说，资产负债表已经全面清理干净。

在 2004 年达沃斯论坛上，作者还跟一些企业首脑，交流了资产负债表衰退的经验，比如日产尼桑的 CEO 就说，他刚来的时候，被债务规模给吓到了。没人要求他，在利率为 0 的情况下偿还债务，但他不得不这么干，否则他晚上根本睡不着觉。也是因为日产尼桑的现身说法，让全球的 CEO 们对于资产负债表衰退理论，有了更多的认识。

当时还有另一种声音，认为即便是通胀目标，无法增加货币供应量，中央银行，也可以通过收购资产，直接向私营部门注入流动性，来刺激货币供应。这些学者认为，收购资产，将提高资产价格，同时增加货币供应量，从而唤醒经济复苏。说实话，包括老齐也是有这个想法。我也主张，中央银行撑起资产价格，同时减少资产负债表衰退的程度。同时释放流动性。但作者说这里面有两个问题，第一，在借贷方几乎不存在，货币创造乘数已经转负的情况下，中央银行需要收购巨量的资产，才能对资产价格和货币供应量产生影响。也就是说，得是一个天量才有效。第二这样的收购，会让中央银行承担较大风险。之所以称之为泡沫破裂，就是因为资产价格太高了，无法通过现金流折现来评判价值，那么意味着中央银行会成为高位接盘的人。甚至会造成一定的道德风险。会让下一次泡沫的形成，更加肆无忌惮。这些老齐也是认同的。央行高位接盘，肯定不可取。但低位接盘，跟作者说的应该就不冲突了。比如中国的股市 2024 年还是在 3000 点，股息率远高于债券收益率的时候，通过注入流动性，托起股市，从而形成信贷投放渠道，其实并没有太多的风险。比

如 2013 年之后，日本央行，就开始持续的购买 etf，因为当时日本股市已经很低迷了，所以并没有太多的信用风险。中国其实也完全可以效仿，只是我们的央行法，目前还不支持这么干，完全可以财政发债给央行，央行通过超长期专项贷款来成立平准基金，通过平准基金，来不断增持 A 股。做强资产后，将明显缓解居民去杠杆后的通缩缺口，从而带动消费恢复经济。

1999 年，作者还跟后来的诺奖经济学家，保罗克鲁格曼有一次对话，克鲁格曼说，他认为是否搞清楚日本陷入通缩的原因其实没那么重要，现在当务之急应该是印钞票刺激需求。增加货币供应量会有效果，但作者却怼他，说想使公众从债务模式当中脱身，资产价格就需要上涨 2-3 倍。并且这些资产价格还得一直维持在高位，这是不可能的。克鲁格曼回应，这就是日本需要 2-3 倍通胀的原因所在，也就是说，克鲁格曼希望一下搞成恶性通胀，然后来化解通缩和衰退。这令作者相当吃惊。因为如果这样，那么日元就会贬值为废纸。

恶性通胀确实能够结束资产负债表衰退，因为货币贬值为废纸，那企业确实没必要再还债了，但是一旦发生这种情况，日本央行就将完全失信于天下。整个社会也会发生动荡。甚至影响整个日本在国际社会当中的经济地位。这种以毒攻毒的方式，并不可取。会造成更大的问题。当然老齐觉得，克鲁格曼的说法有些夸张，但真实情况恐怕未必会这么极端，一旦通货膨胀达到 5-6% 的水平，就足以改变企业的行为。相当于每年他能通过通胀，赖掉 5-6% 的债务，那么他自然也就不着急偿还债务了。高通胀时期，大家更理智的倾向，就是加杠杆。有什么要买的东西，能早买就会早买。相反通缩的状态下，大家反而会保守，不着急买的，能不买就先不买。就拿我们国家来说，2023 年的时候，最接近诺奖的华人经济学家张五常教授，就曾经说，政策应该尽快把通胀率推高到 6%。其实也是这个意思。当时大家觉得老先生是在开玩笑，但结果发现，不舍得通胀，就会持续走向通缩。

作者认为，直升机撒钱这种货币理论，唯一能产生作用的情况，就是以金本位为前提，这时货币的价格绝对稳定，至少相对黄金是如此的。那时候直升机撒钱，就是相当于把公共部门手里的黄金，转移到私营部门手中。形成藏富于民，促进消费的作用。但老齐觉得，作者说的可能有些绝对了。至少在 2008 年次贷危机之后，本伯南克处理的很好。通过他的直升机撒钱理论，把美国带出了危机，重新带来了一波科技繁荣。美元非但没有贬值，还大幅升值了。当然作者写这本书的时候，还没有次贷危机之后的 QE 作为参考。

当时克鲁格曼这样的经济学家，还力主让日本政府调低日元汇率，通过货币贬值，来刺激经济，同时还可以提高贸易商品的价格，进而提升国内公众的通胀预期。这个提议也存在缺陷，日本已经是世界上最大的顺差国。强行贬值日元，会引来其他贸易伙伴的强烈反对。如果贸易遭遇摩擦，非但不能降低汇率，还可能导致汇率提高。比如 1999 年 6 月的最后一周，日本宣布将汇率从 117 日元兑美元，贬值到 122 日元，为了达到这个目的，他们抛售了 3 万亿日元，同时收购美元。

日本政府干预外汇的消息传出后，美国财政部长萨默斯大怒。表示美国不会容忍日本的汇率操纵举动，日本应该努力扩大自己内需，而不是依靠外需，试图把日本货都卖到美国。这种态度，震慑了外汇市场，最后日元又升回来了，而且还升到了 100 日元兑换 1 美元的地步。相当于偷鸡不成蚀把米，最后还变相升值了一点。

所以贬值汇率这个方法，对于顺差国来说，很难使用。除非你是个逆差国，这样别人也不

好说什么。比如亚洲金融危机之后，韩国就出现了巨大的贸易赤字，于是韩国让韩元贬值了 73%，通过快速扩大出口需求，把韩国从经济危机当中，给拉了回来。所以贬值这招，得看国际环境，不能完全由自己主导。明天我们再来讲讲，该如何让整个经济体恢复健康，而不是无休止的增加赤字。

#### 【10】大衰退 10：赤字会无休止的增加吗？

各位书友大家好欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，大衰退。作者一向认为，财政政策在 93 年到 2008 年的 15 年里，发挥着重要的作用，在经济泡沫破灭这段时间里，日本政府投入了超过 140 万亿的资金，用于执行财政刺激政策，并且在这个过程中，留下了巨大的预算赤字。考虑到严重的财富递减效应，以及企业的经营目标，由利润最大化，转变为债务最小化，完全可以认为，正是日本政府的这 140 万亿投资，筑起了堤坝，才最终没有造成日本经济 1500 万亿日元损失的大崩溃。

当时有经济学家斯文森嘲讽，说日本没有有效的货币政策支持，所以日本还需要失去另一个十年。而作者则反讽，说他话音未落，日本经济已经开始全面复苏了。但现在翻回头去看，其实还是人家说对了，日本不光是去了 10 年，20 年，甚至到现在已经失去了 30 年。所以老齐在想，其实争论太多，到底是货币作用有效，还是财政政策有效，没啥太多意义，为啥不能协同呢？宽财政的同时，货币也要积极起来。否则互相拆台，肯定是很难把事情做好的。

日本在 2003 年的时候，其实财政力度是很大的，赤字率达到了 7%。付出了这么大的努力，才仅仅把经济增长维持在了一个 0 的水平，要是没有这些支出，日本经济可能会发生恶性通缩，甚至是大萧条。作者说遗憾的是，日本应该再大胆一点，比如二战期间，大规模的整军备战，其实就是财政的大扩张。各国也因此彻底走出了大萧条。所以作者认为，财政大手笔花钱是没问题的，也是非常正确的，之所以大手笔花钱，还没有解决问题，那就是花的钱还不够。

作者写这本书的时候，日本的国债规模，已经是国内生产总值的 150%，当时就有人批评，日本要把沉重的债务负担，传给下一代了，老齐给大家补充一个数字，现在日本的国债规模占 GDP 的 260%，所以这个担心其实一直存在，批评者最多用到的就是这个借口，太多的债务负担，未来怎么办。作者的解释是，不必过于担心，债务规模，并不一定会对经济造成致命打击。比如英国 1945 年的国债规模，相当于 GDP 的 250%，但这并没有导致英国出问题。他之所以借这么多钱，主要是为了二战打败德国人，英国人显然做了正确的选择。财政扩张是不可避免的情况，而且下一场资产泡沫，也需要等待很长的时间，所以作者认为，当经济回复之后，政策有空间去调整财政。从而让他达到平衡。

另外，需要注意的是，留给下一代的不光只有债务总额，还有一个经济的健全性，即便有一个较大的预算赤字，但是一个健全的，不断趋于良好的经济，远胜于继承一个没有赤字预算但却千疮百孔的经济。所以那意思就是说，恢复经济最为重要。他还以美国大萧条为例，胡佛留下的就是这么一个烂摊子，虽然没有什么债务负担，但是经济却衰退了一半，失业率超过了 20%，而罗斯福与他相反，美国赤字在 1944 年，已经扩大到 GDP 的 30%。但那时候，美国已经是全球第一经济强国。也带领全世界，取得了第二次世界大战的胜利。那么日本的年轻人，是更愿意接什么样的班呢？

作者说日本，曾经有机会走出衰退，1996 年也就是桥本龙太郎改革的前一年，日本经济增长率在 G7 国家当中最高达到了 4.4%，当时很多海外资金，也进入东京，开始重新购买不动产。这些投资者发现，虽然房价大跌，但那是房租掉的并不多。即使以国际标准来衡量，日本的房地产在 1996 年，依然产生吸引力。作者假设，1997 年没有改革财政刺激政策的话，那么日本的这一经济发展势头，很可能就会被延续。日本的资产价格也许就会因为外资的大幅介入，而出现止跌企稳迹象。

但事实上，财政整顿，严重破坏了日本经济，造成了 5 个季度的衰退。那些投资者又被吓跑了，97 年之后，日本商业不动产的价格，5 年再跌一半。价格跌回到了 1973 年的水平，对日本造成了又一次沉重的打击。使得日本企业的资产负债表，进一步恶化。

下面我们来看看，作者对于经济周期理论的理解，泡沫与资产负债表衰退的循环，经济过热造成资产价格高企，必然会引发社会大众的批评，迫使政府开始紧缩银根，而持续的紧缩，会让资金撤离，最终导致泡沫破裂。当然也有一些泡沫是自然破裂的，但本质都是因为极高的价格，很难获得后续的资金维持，所以最终也就崩了。之前我们也讲过，关于泡沫是否破裂，你就想想，后面的钱多还是前面的钱多，后面的钱能不能持续不断的放量。房子是一个最典型的东西，房价上涨的过程，并不是老百姓收入增加导致的，而是不断加杠杆推上去的，那么一旦加杠杆加不动了，或者大家对于未来的收入预期出现了变化，房价就会开始暴跌，我们为什么 2016 年看空房价，就是因为大城市的杠杆率已经加不动了，棚改货币化，让最没有风险承受能力的三四线也加了杠杆买房。效果就是分散了一二线城市后续资金流。所以棚改之后，一二线基本就到顶了，但没有马上跌，是因为预期还在，杠杆率上不去也不至于往下掉，而三年疫情，让大家的收入骤减。放开之后，还不赶紧发展经济，而是先去化债，说白了就是紧缩财政。那按照这本书作者的理论，自然那就是走向通缩。所以房价这两年近乎腰斩。

在一轮资产负债表修复完成之后，企业往往也会心有余悸，而不愿意大幅借贷，这种心态的调整，往往是渐进式的。直到企业愿意重新借贷之后，货币政策才会重新发挥作用。而在货币政策有效之前，财政政策将发挥提振经济的主要作用。

如果做个周期过程的演示图大概是这样的，1 政府和中央银行收紧货币政策，导致过度膨胀的泡沫破灭，2 资产价格暴跌，导致企业负债超出资产，迫使企业行为改变，不再追求扩张，而是开始转向债务最小化，最终导致经济陷入资产负债表衰退。3 私营部门没有资金需求，导致货币政策失灵，政府不得不依靠财政维持社会总需求，4 企业完成偿债，资产负债表衰退结束，但是企业的债务抵触情绪依旧存在。导致利率低迷，企业缓慢开始恢复借贷和投资，经济逐渐回升。5 企业借贷抵触情绪消失，开始积极融资，6 私营部门资金需求重新恢复，货币政策发力，与此同时，预算赤字开始挤出私营部门投资。7 财政开始收缩，货币替代财政，成为主要调节工具，8 经济日趋繁荣，私营部门充满活力，9 信心过度，杠杆增加，再度爆发资产价格泡沫。

经济通过这 9 个环节，不断地循环往复。但是一轮周期往往要走上 10 年，甚至几十年的时间。因为他需要洗刷一代人的记忆，让他们忘记泡沫破裂之后的痛苦。甚至干脆换一代人才能重回泡沫。股市周期和经济周期，可能还稍微短一点，但是楼市周期，通常都会非常漫长。作者把 1-4，称之为经济的阴态，5-9 为阳态，也就是按照经济下行和上行来划

分的阴阳周期。下行的阴态过程，货币政策无效，主要靠财政政策维持，上升的阳态过程，货币政策有效，财政政策退出。经济一个阴阳周期，要数十年时间。这里面包含了很多个库存周期变化。

在 2008 年之前，作者说，美国，日本，欧洲都处于阴的状态，美国是科网泡沫破灭，造成了衰退，日本就自不必说了，一直没起来，德国也出现了电信泡沫破灭后的衰退，而中国处于阳的状态，成为全球经济一枝独秀的资本输出国。所以那会有个观点，中国买什么，什么就涨价。当然我们自己也都知道，中国的资产价格也是 2005 年之后才开始涨起来的。之前股市和楼市都不涨。作者认为，各国政府，对经济的逆周期调节，首先要判断经济所处的状态，到底是阴还是阳，如果是阴，就应该多用财政扩张，如果是阳，则以货币为主导。

至于各国政府心心念念的预算平衡。这是一种执念，美国人在这上面吃的亏最多，也觉悟的最早，自打里根之后，美国总统，就很少再提什么财政预算平衡了。只有小布什做到了财政平衡，但最后他也不光彩的在次贷危机当中下台了。甚至美国大萧条政策决策失误，才为希特勒这种人找到了机会。这又是怎么回事呢？

#### 【11】大衰退 11：二战的爆发！主要源于萧条

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书大衰退。昨天，我们说到了，在大萧条当中，美国应对失误，胡佛非得追求财政平衡，导致了整个资本主义世界大萧条的产生，然后底层老百姓的日子越来越艰难，而德国总理也在搞财政平衡，在他的带领下，本就在一战之后，经济十分脆弱的德国经济陷入崩溃，于是希特勒的口号就变得很有煽动性，他的上台也是一改财政平衡的做法，而是大规模的财政刺激。让德国失业率从 30%，降低到了 2%，经济上的巨大成功，把希特勒神话，因此在过渡自信当中，发动了第二次世界大战。所以希特勒肯定是历史的罪人，但不得不承认，希特勒确实当时让德国率先在欧洲实现了经济复苏，在德国经济走向繁荣的时候，英法还受制于所谓的预算平衡政策。经济上的差距，也决定了二战开始之后的战争走势。德军凭借强大的钢铁洪流，席卷了整个欧洲。这都是希特勒靠财政支出，打造的工业基础实现的。德国那时候的经济，甚至比美国都要强大，美国在 1937 年，也就是罗斯福的第二个任期当中，仍然执迷于财政平衡，所以无论是军队，还是工业实力，其实都没那么强。作者举例，本来德国非常忌惮，B-17 四引擎轰炸机，按照计划 1935 年，波音公司就应该研制完成。但是由于美国政府削减支出预算，所以这个轰炸机的研发一拖再拖，到了 1939 年 9 月，德军入侵波兰的时候，美国军队也只有 30 架 B-17 轰炸机。

从里根时代开始，美国的经济学家和媒体，就不断的批评，政府正在走向财政崩溃的边缘。一次一次的建议财政整顿，但其结果完全相反，敢于财政持续扩张的政府，都获得了很好的经济表现，反而是小布什政府，最后带来了全球次贷危机的灾难。日本更是如此，一旦财政撤力，经济马上就陷入衰退。日本之所以失去了那么多年，就是因为政策反反复复，每当伤口要愈合的时候，都会因为财政整顿而被重新撕裂开，导致再次流血不止。当然作者这个结论，可能也只是适用于大国和内债，经济学有个观点，内债不算债，因为你掌握着印钞机，可以通过通胀把内债赖掉。但是那些没有货币发行权的外债国恐怕就不行了，债务太多，确实很容易崩溃。比如我们都知道的欧债危机，那几个国家欠的都是欧元，而他们自己并不掌握欧元发行权，所以最后就国家破产了。

经济学家凯恩斯的药方，跟作者类似，都是通过政府投资，破窗理论来让经济获得复苏的动力，但是凯恩斯其实并未考虑资产负债表衰退这一理论依据，作者认为或许是凯恩斯家境富裕，从未有过借债的经验的缘故。而凯恩斯的追随者们，基本都是二战以后出现的，所以那时候他们就更没有必要去担心资产负债表衰退的问题了。从二战之后，直到 90 年日本衰退之前，世界经济就再也没有发生过资产负债表衰退。所以作者认为，这些经济学家，都是有历史局限性的。但是经济周期，始终在运动，不断完成阴阳转换。每隔几十年，就会发生一次重大的资产负债表衰退。企业的行为也会发生改变，从利润最大化，到债务最小化。从而持续造成通缩压力，把利率压到了极低的水平。让整个宏观经济陷入到资产负债表衰退当中。由这些症状，其实可以判断出来，我国经济，特别是居民端正在发生资产负债表衰退。所以才出现了 1 年的通缩现象。当务之急，就是启动积极的中央财政，增加财政赤字的预算。通过财政投资，带动社会有效需求恢复，走向再通胀。从而避免经济陷入持续的通缩和萧条。所以从这个角度来看，2023 年疫情放开之后，我们没有选择先去提振经济，而是先选择去化债，这是显然的政策决策失误。资产价格暴跌，即便你的负债减少了，债务杠杆率也会越来越高。所以这就是为啥通缩化债，只会越化越多的原因。

日本的经验已经证明，尽管泡沫的破灭，会摧毁一个国家很大比例的财富，迫使私营部门埋头偿债，但是只要政府能够维持足够规模的财政刺激，来抵消通货紧缩缺口，其国内生产总值，就能依然维持在泡沫高峰期的水平。财政的积极应对，和货币供给的支持，也是加速企业和个人资产负债表修复的唯一有效途径。

跟作者观念比较一致的是费雪通缩理念，费雪认为，发展到债务通缩一共要经历 9 个步骤，1 是债务偿还导致廉价抛售，2 大家忙于偿还贷款，造成通缩，货币流通速度减慢。3 价格水平下降，4 企业净值下跌，加速破产过程，5 企业收益也发生下降，6 开始削减产能，停工减产裁员。7 悲观情绪和社会信心丧失，8 货币囤积量的增加，和货币流通速度进一步降低。9 利率下降。

费雪这 9 个步骤，都是一环套一环，前一个问题，恰恰是下一个环节的原因，下一个环节也是上一个问题的结果。如果说区别，费雪的理论把通货紧缩当成原因，而作者的资产负债表理论，则把通缩当成结果。也就是说，费雪认为流通中的钱太少了，所以造成了一系列困难，而作者却觉得，大家不需要钱，才是一切困难的原因。这个微小的区别会影响对药方的判断，如果是钱不够，那很容易想到就是央行注入流动性。但其实之前也论述了，效果不大。在所有人都在试图偿债的时候，中央银行，根本不可能促成经济的通货膨胀。

下面我们看看全球化的压力，日本经济原来是全球出口的霸主，把美国制造按在地上摩擦，从高科技到汽车家电，甚至钢铁日本都有很强的竞争力。但是自打泡沫破裂之后，日本的出口就开始走弱，1994 年之后，日本对中国的贸易就处于逆差状态。中国开始逐渐取代日本，成为全世界重要的商品输出国。

日本从 60 年代到 1995 年，对于生活水准的提高，表示乐观的人，远超过悲观论者，但是到了 1996 年，情况开始明显逆转，2007 年，相对乐观的人，只有 8.3%了，1995 年到 2003 年，日本陷入资产负债表衰退深渊当中，大家悲观还可以理解，2003 年之后，其实经济已经逐渐恢复，但大家还很悲观，这就耐人寻味了。作者说这里面，中国的崛起，可能起到了很大的因素。日本人对于重新夺回全球化霸主地位，而感到绝望。当时日本人甚

至认为，刚刚经历了 15 年的衰退，需要喘口气的时候，将迎来中国和全球化的第二波冲击。可谓是刚出油锅，又入火海。

二战之后，其实美国经济一直都作为消费者存在，而亚洲经济的崛起之路，其实就是生产东西，然后卖给美国，无论日本，韩国，中国台湾，还是后来的中国大陆，都是走的这条路。但贸易上也是越来越失衡，美国也无法再承担这个作用。国际货币基金组织，对于贸易赤字超过 GDP3% 的国家，一般都会发出警告，相当于发一张黄牌，而如果到了 5-6%，就会严重警告，这可以算是红牌了。而当时美国的贸易赤字达到了 7%。而中国的贸易顺差，则一路向上。也就是说，小布什政府虽然让财政平衡，但是却无法让贸易平衡。那么很显然，贸易赤字，并非是财政赤字导致的。其实那段时间，美国还挺享受这种全球化，带来的低通胀环境。中国把廉价商品出口给美国，这就让美国的物价一直很低，所以也就迎来了一个货币多放水，也不会有通胀的时代。但最后就导致了，房地产价格的大涨。催生了房产泡沫，次贷危机。所以这么来看，次贷危机，跟全球贸易失衡也有着很大的关系。

日本当时由于利率很低，无论楼市还是股市都在下跌，资本根本没有回报，所以就大幅流出，进入美国去投资。这样一来，日元汇率就更是贬值。而汇率贬值，有利于出口增加，保持了日本的贸易盈余，而美国的资产很有吸引力，大量资金进入美国投资，但也同时推升了美元汇率，最后反而继续扩大了贸易赤字。所以你资本上赚的钱，靠贸易又还回去了。这就是资本环流的两条线，一个是贸易端经常项目，一个是投资端资本项目。所以全球化是一个非常复杂的系统，影响汇率的因素，以及被汇率影响的因素，非常的多。这几年中美，中欧贸易失衡，所以导致了我们的屡屡被针对。各种贸易限制，提高关税问题，层出不穷。贸易盈余多，人民币还有贬值压力，这些都不太正常。明天我们再来讲讲，如何解决全球贸易失衡问题。以及政府该如何介入外汇市场。

## 【12】大衰退 12：外汇市场的变化！干预是否有效？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，大衰退。昨天我们讲到了贸易失衡，美国的贸易赤字太高了，说白了就是被我们这些亚洲的出口国，薅了羊毛。大量的美元，从逆差国，流向了顺差国。那么就会造成美国社会通货紧缩，美联储就要持续的印钞，搞宽松的货币政策，对冲这种流动性的损失。表面上看起来，物价没涨，但实际上宽松的货币政策，对于资产价格有很强的推动作用。

另一方面，我们也看到美元指数走出了大的周期波动，从 1985 年广场协议之后，美元一路贬值，到了 1995 年 10 年间贬值了一半，然后又开始升值，到 2002 年，又升值了 50%，随后再次贬值 40%。直到 2011 年结束，重走升值之路。美元汇率的大幅周期式波动，对于各国的财富，也是一种洗劫。比如 85 年到 95 年，日本人出口赚了很多美元，但最后发现这些美元没有原来那么值钱了。同样的故事也在我们身上发生，2001 年之后，我们也赚了很多美元，美国也是如法炮制。稀释了我们赚取的外汇。

影响汇率的因素主要有这么几个，首当其冲就是你的经济实力，经济强，汇率就稳定。其次是你的外贸盈余，顺差国对于汇率有支撑。第三是利率，利率高会吸引更多钱到你这里来套利。比如日本很多钱都跑出来到美国去买国债。第四就是政府的干预。

比如新西兰央行，2007 年 6 月，开始介入外汇市场，通过提高利率，冷却国内投资，来试

图让新西兰元贬值。当时新西兰央行面临的困境就是，经常项目赤字恶化，也就是逆差严重。所以想贬值货币，增加出口。但是央行要想有效干预汇率，其实也没那么容易，2007年的时候，私人资本流动规模就远远大于中央银行可以调动的资金规模了，所以央行的干预，未必会产生效果。特别是逆势调控很艰难。必须要跟贸易流动相协调。也就是借力打力顺势而为。比如你贸易盈余之下，汇率还贬值，这个时候你想要稳定汇率，这个是好调整的。而如果经济本身就不行，贸易也不行，就靠利率想去稳定汇率，是几乎不可能的。阿根廷曾经把利率调高到 100%。但是货币该崩溃还是崩溃。像我们的央行，在经济不是很好的情况下，想单纯的靠缩窄利差维稳汇率，也很难实现。说白了就是因为他有很多副作用，比如你想的是，推升市场利率，缩小中美利差，钱就不往外跑了。但人家会认为，你在经济不好的时候，紧缩货币，更加看空你的经济，所以钱反而跑的更多了。

另外，投资者的因素，也是一个重要的维度，作者说，对于一个正在形成的市场来说，没有什么比来自发达国家，富有且无知的投资者大量涌入更可怕的事情了，亚洲金融危机就是这么爆发的。涌入的时候会快速推高汇率，让当地的资产价格暴涨，但崩了之后，这些热钱又会快速撤离。留下一地鸡毛。疫情之后，其实我们也遭遇到了外资流出的困扰。

中国和日本赚走了大量的美元，但也没地方消费，大部分又都拿回来买了美国的国债，相当于又把这些钱借给了美国人，而美国人很早就产生了担心，一旦中国和日本不买美国国债了，会对金融市场有怎样的影响。当年格林斯潘的回答是，中日买美国国债的时候，我们把利率调到低位，等他们不买了，我们把利率调高就行了。老实说，这种事确实考虑的挺早，但是也依旧没什么好的解决办法，直到 2023 年，才真的出现中国抛售美债的情况。这也让美国国债的利率一直维持在了高位。到了 2024 年，日元贬值压力也越来越大，所以日本也在警告，如果强美元继续施压，我也卖美债。然后买回日元，稳定汇率。所以显然，现在大家买卖美债，也是稳定汇率的一种方式。换句话说，美国巨大的贸易赤字之下，都是中日这样的央行在撑着美元，一旦中日选择退出，就会导致美国利率飙升。

其实这么多年来，很多人都在警告美元的崩溃，主要的逻辑就是贸易赤字越来越多，贸易失衡严重，包括财政赤字也越来越大。所以美国相当于就是生产美元，来换取全世界其他国家的商品。一旦大家看穿了这个骗局，美元就会崩溃变得一文不值。但这个提法有些过于危言耸听。或者说，他是建立在传统的以物易物的逻辑之下。那你自然就是生产不出有用的东西，人家没啥可跟你交换的，你自己就崩了。但现在已经不是那个逻辑了。美元资本和美国科技在全世界到处输出，这个巨大的软性顺差，平衡着美国的贸易赤字。也就是说，他在贸易上赔掉的钱，都通过科技和资本赚回来了。啥时候美元会真的崩溃，就是科技不再具有统治力的时候，或者是有替代品出现的时候。所以为啥这几年美国人急眼了。就是因为我们要在他的命门上捅刀子。你如果只生产皮鞋，衬衫，玩具美国人才懒得搭理你。但你要生产飞机，汽车和芯片了。还把通信和消费电子产品大量输出，那美国人肯定就不干了。当年美国三大汽车完败给日本丰田的时候，就引发了 70 年代大危机，差点就嘎了。幸好后来科技革命爆发，英特尔，苹果，微软，IBM 这些公司崛起。又拉开了差距。如果未来苹果，英伟达，特斯拉们败了，美国将比上一次损失更大。所以他绝对不能让历史重演。而对于我们来说，也同样输不起了。既然已经撕破了脸，已经退回不到当年的当马仔的状态了。

最后我们再来看看次贷危机，至于危机的过程和成因，这个之前已经讲的太多了，我们就一笔带过，主要说，作者的认知，他觉得次贷危机跟之前的资产负债表衰退相比，有些特

殊之处。首先，出在个人和银行部门，而不是一般企业。家庭购买了房子，结果价格暴跌，家庭技术性破产，如果收入没受到影响，还能正常还款，就不用担心，但是对于绝大多数家庭来说，他们已经无力支撑，所以只能开始断供。最终银行只能拿过来拍卖。自己也会因为不良贷款而遭受损失。压低银行的资本充足率。银行为了维持资本充足率，会导致信贷紧缩。法拍房增多，和银行的惜贷，反过来还会加剧房价下跌的灾难性后果。

作者也拿美国房价和日本房价走势做了对比，并预计美国房价，在 2010 年为止，仍然是下行趋势。而且他还重点批评了，格林斯潘的继任者本伯南克，强烈认为美国的次贷危机也是资产负债表衰退，所以极度宽松的货币政策不会有效。并根据自己的资产负债表衰退理论，给美国开出了药方。那就是要用更多地财政刺激。来托住经济下行的问题。但这次，作者反而打脸了自己，最后事实证明，伯南克的理论依旧有效。美国经济在 QE 之下，逐渐回到了正轨。

接下来作者还说了中国泡沫，2008 年，他就认为，房价在北京上海这样的城市居高不下。股市更是直冲 6000 点，他认为中国也发生了泡沫。而中国的政策正在持续紧缩，有意主动刺破泡沫。还拿中国台湾和日本做类比。认为中国泡沫一旦破灭，也将带来长达十几年的资产负债表衰退。但他这个预判，也说对了一半。股市泡沫确实很快就破了。但楼市泡沫，在 2008 年之后才刚刚起步。作者忽略了一个问题，就是当年的居民杠杆率才只有 20%。老百姓还不太习惯贷款买房，还有大把的加杠杆空间。不过我们解决当年次贷危机的方式，确实用到了作者的理论，搞了 4 万亿投资，但效果也不是特别好，虽然把经济拉起来了，但是也开始造成大规模的产能过剩。4 万亿也成了房价持续飙涨的导火索。

这就是本书的全部内容，作者通过日本泡沫，美国大萧条，次贷危机，给我们阐释了资产负债表衰退的理论，最核心的一个点就是说，在资产价格暴跌之后，企业的行为开始随之改变，从利润最大化，变为负债最小化，所以导致货币需求不足，央行的货币政策失效，他主张就是通过大量的财政扩张来提振经济。老齐也部分认同这个做法，经济逆周期调节，本身就是政府的工作，但也不应该割裂财政和央行，还是应该让财爸央妈统一目标，相互协同，千万别相互拆台。在经济复苏，推绳子的阶段，确实应以财政扩张为主，央行的作用为辅，而在经济收缩的时候，以央行的紧缩为主，财政平衡为辅。两部委共同作用下，才能把经济管理好。特别是 2024 年，我们也迫切的希望，财政赶紧积极起来。继续扩大赤字。弥补通缩的敞口。带动经济恢复活力。