

金融幻象

从 2007 年 8 月我在天涯经济论坛发表《未来 3-5 年中国经济走势初探》(原贴地址：<http://www.tianya.cn/publicforum/content/develop/1/126597.shtml>) 到 2010 年 3 月中旬本书出版，点击率接近 600 万。在网友们的鼓励和支持下，从 2008 年 11 月开始决定写书，到 2010 年 2 月 2 日初稿交到编辑手中，我总共花费 14 个月时间，把个人的假日、周末都搭进去了，前后完成的初稿字数在 60 万字以上，最终出书的字数是 29 万字。

书的题目是《金融幻象》，出版社：中国发展出版社，是国务院发展研究中心下的出版社。书的厚度是 320 页，29 万字，共十一章。估计是 3 月 20 日上市。但是不同地方的书店到货的时间可能会有先后。



作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-12 21:12:30

目录内容如下：

目 录

引 言 我们必须做平一个等式 1

第一章 一买一卖的经济 7

在人类文明史上，最伟大的发明不是轮子，不是铁，更不是四大发明，而是交易。交易→分工→进步→更多交易→更细分工→更快进步→更深更广的交易，这才是人类经济历史前进的真实运动轨迹，而交易是第一推动力。

最伟大的发明——交易 / 10

血肉丰满的经济人 / 14
价格游戏：浪击礁石 / 16
经济运行与财富分配 / 21

第二章 无冕之王的罪恶 29

所谓主流经济学家们宣扬的必须保证物价以一定的速度上涨,否则会引起长期通货紧缩和经济衰退的言论根本就是个弥天谎言。那是凯恩斯之流的经济学家教唆政府用来欺瞒百姓、窃取社会财富的伎俩。

纸币只是“红孩儿” / 30
纸币的本质是信用 / 34
货币政策就是通货膨胀游戏 / 39
无处不在的财富绞杀机 / 43

第三章 流沙之上的高楼 51

过去,投机只是有钱人的游戏,今天连坟头烧纸钱的老太太都不忘嘱托阴间的亲人,收到纸钱别忘了买基金保值。在个人和企业狂热参与金融投机之后,政府也不甘落后,热衷于搞资本运作和金融创新,金融化已经渗透到了方方面面。

金融不是简单的资金融通 / 53
金融的实质：风险定价 / 58
衍生产品就在你身边 / 63

第四章 别迷恋泡沫,那只是一个“杯具” 73

未来泡沫与历史泡沫的不同之处,可能在于产生和消亡的速度会更快,多空双方的交锋会更激烈。泡沫最终一定会蔓延到政府信用体系,以及现代经济赖以存在的纸币信用体系,中央银行家们被咒骂成骗子的日子不会太远了。

双面加速器——杠杆 / 74
人性中的贪婪与愚蠢：一切祸害的起源 / 82
泡沫的发展过程：高潮之后是凄凉无限 / 94
日本梦魇 / 92
躲不开的泡沫 / 97

第五章 30 年奇迹的真相 105

“蚁族”一词是专门为 80 后贫穷大学生创造的,他们密密麻麻地聚居在城市的小角落,怀揣着希望寻找着工作憧憬着爱情却被面包束缚住手脚,每天像辛勤的蚂蚁一样以青春为代价向现代都市讨要生活和希望,“裸婚”、“蜗居”是他们的代名词。

新“四化”下的中国奇迹 / 106

第六章 还原本色的中国经济 119

我们上上下下敲锣打鼓，把外资当作“白衣天使”一般招来，好吃好喝供起来，结果我们发现，白衣外资骑着一匹“黑马”，这匹“黑马”在不断践踏我们的经济安全，不知不觉中控制了我们的经济命脉。

政府主导型的“地产”经济 / 120

中国特色不应特在“差距” / 123

蛋糕应该如何切：收入分配不尽合理 / 128

民营经济：奇迹创造者的困境 / 134

骑着黑马的“白衣天使” / 138

修炼基本功 / 143

尾大不掉的国家队 / 148

第七章 我们还要过大关 151

当市场上所有人都在与政府的政策、底线博弈的时候，政府根本满足不了市场无尽的贪欲，市场的调整最终一定会到来。政府力挺的时间越长，泡沫发酵得就越充分，最终的调整就越痛苦越漫长。

超重的政府 / 152

重塑教育，重启梦想 / 156

颤颤巍巍的未来 / 162

中国制造不能中国只造 / 164

放弃对“绑架者”的幻想 / 169

资源环境“紧箍咒” / 178

“权钱”亲密下的阴影 / 180

第八章 出来混总是要还的：金融危机的背后 185

美国金融系统主导的全球资本配置系统通过左右手倒腾把全球资本分配到了资本回报最高的地区和环节。所以，美国，更确切地说美国的资本家们，才是目前格局下全球一体化的最大受益者。

恶人先告状 / 187

第一颗扣子：M型的恶果 / 190

无孔不入的信用 / 197

美国的美元和世界的美元 / 210

贪婪下的风险定价：令人上瘾的游戏 / 218

监管的无奈：四重风险关口完全失控 / 224

第九章 一颗将爆的炸弹：下一波危机正在倒计时 235

从本质上讲，国债和纸币都是“庞氏骗局”，发行国债的政府从来就没有想过要用财政盈余还清债务，而央行发出去的纸币负债的抵押基础更是空空如也的国债。只要能够借来更多的钱，“庞氏骗局”就能一直玩下去。

忍受长期低迷的煎熬 / 236

高通胀、高失业、高债务、大泡沫 / 241

美元不会出现跳水式崩溃 / 244

未来经济走势初探 / 249

未来的路径 / 251

美国崩溃之论不足取 / 252

第十章 中国要适应低速发展 261

中国过去 30 年的经济增长成就是举世瞩目的,但如果中国能够让 13 亿人共同富裕起来,那才是人类历史上从未有过的经济奇迹。以前的奇迹不过是速度奇迹,现在我们要做的才是真的经济奇迹。

通货膨胀就在眼前 / 262

熨平大调整 / 266

未来故事的三个版本 / 273

第十一章 看准大势，合理投资 279

投资赶早不赶晚，就像不能等到 30 多岁再嚷嚷着要早恋一样。如果真的不小了，也别失去投资的动力和想法，什么年纪着手投资都不大，大势猜想晚，毕竟还有儿子和孙子享受收益。

大势猜想 / 280

投资理财的基本原则 / 287

投资产品收益的真相 / 295

对未来投资的一些建议 / 305

后 记 319

作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-12 21:14:32

全书的结构说明：

我想我的书应该是所有人都能看懂的，对经济没有概念的朋友不妨作为入门读物。整体结构还是比较严谨的。

我认为经济发展就是走了四个化的过程，分别是交易化、纸币化、金融化和杠杆化。

在人类文明史上，最伟大的发明不是轮子，不是铁，更不是四大发明，而是交易。

铁匠拿一把锄头跟农民换 50 斤粮食，铁匠和农民之间的交易本身没有增加任何成本，也没有产生额外的产品，但是交易使得物品被交换到了不同所有者手中，满足了新所有者的更大需求。农民和铁匠都因为交易提高了福利。交易的本质就是交易双方在不增加总成本的前提下通过交换直接提高双方的福利。这简直就是天上掉馅饼的好事，所以说交易是人类历史上最伟大的发明并不为过。

交易→分工→进步→更多交易→更细分工→更快进步→更深更广的交易，这才是人类经济历史前进的真实运动轨迹，而交易是第一推动力。

这个就是交易化的核心，每一个人可以集中精力专注于自己的事业，这样社会才会更快进步。这个就是我第一章的核心内容。

第二步，为了交易方便，发明了货币，货币从粮食牲畜等黄金，最后到了纸币，这个是我第二章的核心内容。

随着交易化和纸币化的过程是金融化，农民把未来十年的粮食提前卖出，这个就是金融化，例如粮食期货。如果以土地的产量率计算土地价值卖出，那就更是金融化了。这个是我第三章的核心内容。

别人向农民买土地，但钱不够，向银行贷款买入，这个就是杠杆化了。杠杆化程度有高低，例如二八开，两层首付，八层按揭。当二八开不够的时候，就可以玩一九开，最终玩到了零十开，这个就是美国的次贷危机的来由。这是第四章的核心内容。

第五章就是利用前面“四个化”分析了中国经济 30 年增长的奇迹。其实这么一看，很多问题就豁然开朗了

第六章分析了中国经济的主要特点。第七章是中国经济面临的主要挑战。

第八章我用四化分析了金融危机的实质，写的很透彻，内容很多，大概有 4 万字。

第九章分析了世界经济的未来。

第十章写了中国经济的未来。

第十一章写了世界大势，投资收益的真相，和投资建议。

最后留了一个附录，建议大家仔细看看。我的一些观点留在了那里。

作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-12 21:18:08

引言

做平一个等式

无论生在何时，无处身处何地，一个人，一辈子总要做平一个等式：一生总收入=一生总支出。结余是遗产，亏损是债务。每一个人的理想都是把这个等式做出结余，留下遗产恩泽子孙；如果不幸留下债务，就愧对子孙了。

我们究竟要做平怎么样一个等式呢？不妨先来算算账。

以中国城市家庭为例，如果要过上普通中产阶级生活，一辈子所必需的开销总额高达528 万元人民币。数字是有点吓人，但是看看下表的明细就明白这个数字还是很靠谱的。

表格请看图片。

表格一 1

表1 一辈子需要多少钱		
房子	170万元	购买成本100万元，每年的维护成本1万元（按照使用70年计算）
车子	99万元	10年换一次车，加保养税金罚金：15万元×3+1500元×12月×30年
孩子	30万元	培养一个孩子到大学毕业30万元，一点都不算多
家用	108万元	家庭开销3个人每月3000元，3000元×12月×30年
孝顺父母	43.2万元	双方父母4个人每人每月300元（不能再减了），300元×4人×12月×30年

表格一 2

续表		
退休养老	48万元	退休后只活20年，每个月和老伴花2000元，2000元×12月×20年
休闲旅游	30万元	30万元用来旅行、看电影、郊游、聚会，每年开销1万元
双方健康	0	每天疯狂跑步，不生病、不住院、不开刀、不吃药，老了完全靠医保
其他意外	0	没有任何意外，如工伤、车祸、法律纠纷、其他矛盾等等
合计	528.2万元	至少需要花这些钱才能过上普通中产生活

注：以全国70个大中城市的2009年名义平均数估算，下同。

作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-12 21:20:26

假设工资等收入按照通货膨胀率水平上升，现阶段我们能够平衡预算吗？请看下表。

表格二 1

表2 目前条件下如何平衡自己的收支		
总开支需要	528.2万元	一辈子需要赚这么多钱才能收支平衡
每月需要赚	7336元	夫妻双方平均工作30年，每人每月税后需要赚7336元
生活中实际	2436元	城镇职工平均年工资29229元（按照2008年水平）
每月差	4900元	什么？每个月差这么多？
合计差	352.626万元	总数差了两套房子
怎么办？		必须平衡预算
第一招 不管父母	43.2万元	不管父母养老，让他们自己养活自己，省43.2万元
还差	309.626万元	唉，还有这么多
第二招 不买丰	99万元	想想丰子就算了吧，省99万元
还差	210.626万元	还差这么多
第三招 取消休闲	30万元	既然车子不要，休闲旅游也就算了，省30万元

表格二 2

续表		
还差	180.626万元	咋还有这么多呢
第四招 房子减半	85万元	不是这个命就不住这个房，省85万元
还差	95.626万元	总算在百万之内了
第五招 早投胎	48万元	为了省钱，等自己不会挣钱就自行了断，省48万元
还差	47.626万元	50万元以下，终于看到点希望了
第六招 不生孩子	30万元	孩子，爸妈养不起你，连你也省了，省30万元
还差	17.626万元	彻底无语
第七招 压缩开支	54万元	吃糠咽菜，从牙缝中挤，省一半54万元
多余	36.374万元	哈哈，终于盼来了解放军，有存款了
第八招 炒股	50万元	眼红别人，到股市碰碰运气吧，借钱炒股，赚50万元
又差	13.626万元	我的命怎么这么苦啊
出绝招 跳楼	0	老子20年后不想再做人了

作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-12 21:23:22

看完看了上述两张表，恐怕大数人会直接选择出绝招，因为自己根本无法做平自己的人生等式。

问题的症结在哪里？主要是没有计算收入和支出的时间差问题，工资收入是长期持续的，但是支出却是逐步发生的，例如一个家庭不会一下子把一辈子需要的三辆车都买齐，会一辆一辆地买；人呢只会到老才需要养老金。

不过，即便把收入和支出的时间差问题考虑在内，再加上一定比例的工资增长，例如按照过去 30 年中国职工 8%的名义收入增速计算，要做平人生的经济等式还是非常困难的。除非只存钱不消费，就像第二张表格中的年轻夫妇甚至把孩子都“省”掉。

到银行存钱是不能帮你做平经济等式的。英国兰开夏郡布莱克本市，72 岁的男子托马斯·休斯顿，于 1964 年往银行中存入 120 英镑现金，一直到 2006 年才记起这笔存款。

经过 42 年的“利滚利”，托马斯大概可以从银行取出 1000 英镑。2006 年 1000 英镑的实际购买力大约相当于 1964 年的 58 英镑。托马斯的辛苦钱白白让银行用了 42 年，结果还亏了一大半，这就是傻呵呵地把钱存在银行的下场。

要做平人生等式，必须做好一生的财务规划。一旦走出校园，每一个年轻人都要创业或者就业，面对收入与支出，投资与理财这个一辈子的问题。富人理财是可以实现财富的保值增值，使自己有朝一日能够过上财务自由的逍遥生活；穷人更需要理财，量入为出，集腋成裘，摆脱紧巴巴的日子，通过自己精心理财最终获得财富与安全。

做好投资，我们就不得不面对诡异多变的金融市场和经济走势。反思经济发展的历史，似乎泡沫与繁荣共存，萧条与回暖双至；经济始终是在衰退与过热之间摇摆，金融永远是在贪婪与恐惧之际反覆。金融风暴一旦降临，倾巢之下，几无完卵，每一个人，或多或少，都为之付出了代价：股票缩水、外汇贬值、债券违约、银行倒闭、物价飞涨、降薪失业等等。

一个普通人，若想在纷繁杂乱的金融世界里，少受危机与萧条的冲击，不再经历泡沫破灭资产缩水的切肤之痛，必须了解经济金融和投资的一些基本原理和基本经验，努力看清未来一段时间全球和中国的经济大致走势，做出资产优化配置的准确判断，才能最终获得财务上的自由（financial freedom）。

令人遗憾的是，目前的中国社会，从上到下都充斥着一种浓重的浮躁投机心态。人人皆以投机为发财致富之捷径。

真正成功的投机者都必须经过浴火重生式的锤炼。一个将要成功的投机者如同一匹走在茫茫戈壁滩上的孤狼，心中怀抱一个希望，在不远的前方是那传说中的丰美草原，天高云淡，牛羊成群；可是脚下却是一片荒凉的峭壁，寒风飕飕，暗无天日；在饥肠辘辘，濒临绝望的时候，它只能仰天长啸，期望以浑厚的声音捍卫心中那不灭的信仰。经受身体饥饿与寒冷考验，抵制心中彷徨与放弃的诱惑，才能最终达到梦想的之地。

什么样的人才能算是锤炼成功的投机者呢？

如果你是男的，三十岁左右，身体健康，禁欲 6 个月之后，房间突然进来一位身材曼妙、风情万种的女郎，之后 6 个月之内，天天在房间里来回穿梭，回眸顾盼，而你岿然不动，坐怀不乱。恭喜你，你完全可以大胆地参与投机，因为你的投机“葵花宝典”已经练到了和“东方不败”一样高的境界了。

如果你是一位女的，也是三十岁，已经结婚，老公没有身材，没有情调，没有魅力，而且离家三年。如果这个时候来了一位年少多金，帅而有钱，酷而有安全感，爱做家务还有浪漫情调的男人，天天捧着鲜花在楼底下痴痴等，风雨无阻三年。如果你心中依然波澜不兴，心如止水。恭喜你，你完全可以大胆参与投机，因为你已经炼成了灭绝师太般无欲无求了。

可是，我们当中有几个人能够做到这些呢？现在市场上自以为聪明到可以驾驭泡沫的投机者们，最终都会被泡沫璀璨的光芒夺去理智。

与浮躁投机相对应的是理性投资。理性投资突出时间的积累，强调大势的把握，重视资产的配置，最终要实现自身财务规划前瞻性、完整性和可持续性。这是本书想与你探讨的核心内容。

本书从基本的经济知识谈起，在分析大量客观翔实的统计数据 and 生动可感的社会实例基础上，对货币、金融和投资泡沫的基本原理和历史教训进行了细致分析，揭示了全球金融危机发生的实质和根本原因，并对未来可能出现的经济前景做了大胆判断。结合投资理论、历史经验和未来经济前景，本书提出了未来 3~5 年内的投资看法。

最后，感谢宋东坡编辑、范鹏宇编辑、缪鲁编辑等为本书顺利出版付出的辛勤工作；感谢杨济东先生为本书设计插图；感谢身边朋友和家人的无私奉献。需要特别感谢的，是天涯论坛上百万素未谋面的网友们，他们两年来对我的支持和鼓励，是我走完这一年没有周末苦修之路的最大动力，希望本书能够对他们的殷殷期盼能有一个满意的交代。

由于本人学识所限，书中难免出现挂一漏万的错误，敬请各位读者朋友批评指正。本人电子邮箱地址：jinronghuanxiang@126.com。本人在和讯网站上专门为本书开辟了一个博客，博客地址：http://freeminds.blog.hexun.com/。

2010年2月10日于香港

看完看了上述两张表，恐怕大多数人会直接选择出绝招，因为自己根本无法做平自己的人生等式。

问题的症结在哪里？主要是没有计算收入和支出的时间差问题，工资收入是长期持续的，但是支出却是逐步发生的，例如一个家庭不会一下子把一辈子需要的三辆车都买齐，会一辆一辆地买；人呢只会到老才需要养老金。

不过，即便把收入和支出的时间差问题考虑在内，再加上一定比例的工资增长，例如按照过去30年中国职工8%的名义收入增速计算，要做平人生的经济等式还是非常困难的。除非只存钱不消费，就像第二表格中的年轻夫妇甚至把孩子都“省”掉。

到银行存钱是不能帮你做平经济等式的。英国兰开夏郡布莱克本市，72岁的男子托马斯（Thomas）于1964年往银行中存入120英镑现金，一直到2006年才记起这笔存款。经过42年的“利滚利”，托马斯大概可以从银行取出1000英镑。2006年1000英镑的实际购买力大约相当于1964年的58英镑。托马斯的辛苦钱白白让银行用了42年，结果还亏了一大半，这就是傻呵呵地把钱存在银行的下场。

要做平人生等式，必须做好一生的财务规划。一旦走出校园，每一个年轻人都要创业或者就业，面对收入与支出，投资与理财这个一辈子的问题。富人理财是可以实现财富的保值增值，使自己有朝一日能够过上财务自由的逍遥生活；穷人更需要理财，量入为出，集腋成裘，摆脱紧巴巴的日子，通过自己精心理财最终获得财富与安全。

做好投资，我们就不得不面对诡异多变的金融市场和经济走势。反思经济发展的历史，似乎泡沫与繁荣共存，萧条与回暖双至；经济始终是在衰退与过热之间摇摆，金融永远是在贪婪与恐惧之际反覆。金融风暴一旦降临，倾巢之下，几无完卵，每一个人，或多或少，都为之付出了代价：股票缩水、外汇贬值、债券违约、银行倒闭、物价飞涨、降薪失业等等。

一个普通人，若想在纷繁杂乱的金融世界里，少受危机与萧条的冲击，不再经历泡沫破灭资产缩水的切肤之痛，必须了解经济金融和投资的一些基本原理和基本经验，努力看清未来一段时间全球和中国的经济大致走势，做出资产优化配置的准确判断，才能最终获得财务上的自由（financial freedom）。

令人遗憾的是，目前的中国社会，从上到下都充斥着一股浓重的浮躁投机心态。人人皆以投机为发财致富之捷径。

真正成功的投机者都必须经过浴火重生式的锤炼。一个将要成功的投机者如同一匹走在茫茫戈壁滩上的孤狼，心中怀抱一个希望，在不远的前方是那传说中的丰美草原，天高云淡，牛羊成群；可是脚下却是一片荒凉的峭壁，寒风飕飕，暗无天日；在饥肠辘辘，濒临绝望的时候，它只能仰天长啸，期望以浑厚的声音捍卫心中那不灭的信仰。经受身体饥饿与寒冷考验，抵制心中彷徨与放弃的诱惑，才能最终达到梦想的之地。

什么样的人才能算是锤炼成功的投机者呢？

如果你是男的，三十岁左右，身体健康，禁欲6个月之后，房间突然进来一位身材曼妙、风情万种的女郎，之后6个月之内，天天在房间里来回穿梭，回眸顾盼，而你岿然不动，坐怀不乱。恭喜你，你完全可以大胆地参与投机，因为你的投机“葵花宝典”已经练到了和“东方不败”一样高的境界了。

如果你是一位女的，也是三十岁，已经结婚，老公没有身材，没有情调，没有魅力，而且离家三年。如果这个时候来了一位年少多金，帅而有钱，酷而有安全感，爱做家务还有浪漫情调的男人，天天捧着鲜花在楼底下痴痴等，风雨无阻三年。如果你心中依然波澜不兴，心如止水。恭喜你，你完全可以大胆参与投机，因为你已经炼成了灭绝师太般无欲无求了。

可是，我们当中有几个人能够做到这些呢？现在市场上自以为聪明到可以驾驭泡沫的投机者们，最终都会被泡沫璀璨的光芒夺去理智。

与浮躁投机相对应的是理性投资。理性投资突出时间的积累，强调大势的把握，重视资产的配置，最终要实现自身财务规划前瞻性、完整性和可持续性。这是本书想与你探讨的核心内容。

本书从基本的经济知识谈起，在分析大量客观翔实的统计数据和生动可感的社会实例基础上，对货币、金融和投资泡沫的基本原理和历史教训进行了细致分析，揭示了全球金融危机发生的实质和根本原因，并对未来可能出现的经济前景做了大胆判断。结合投资理论、历史经验和未来经济前景，本书提出了未来 3~5 年内的投资看法。

最后，感谢宋东坡编辑、范鹏宇编辑、缪鲁编辑等为本书顺利出版付出的辛勤工作；感谢杨济东先生为本书设计插图；感谢身边朋友和家人的无私奉献。需要特别感谢的，是天涯论坛上百万素未谋面的网友们，他们两年来对我的支持和鼓励，是我走完这一年没有周末苦修之路的最大动力，希望本书能够对他们的殷殷期盼能有一个满意的交代。

由于本人学识所限，书中难免出现挂一漏万的错误，敬请各位读者朋友批评指正。本人电子邮箱地址：jinronghuanxiang@126.com。本人在和讯网站上专门为本书开辟了一个博客，博客地址：<http://freeminds.blog.hexun.com/>。

2010 年 2 月 10 日于香港

作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-12 21:28:46

看完看了上述两张表，恐怕大多数人会直接选择出绝招，因为自己根本无法做平自己的人生等式。

问题的症结在哪里？主要是没有计算收入和支出的时间差问题，工资收入是长期持续的，但是支出却是逐步发生的，例如一个家庭不会一下子把一辈子需要的三辆车都买齐，会一辆一辆地买；人呢只会到老才需要养老金。

不过，即便把收入和支出的时间差问题考虑在内，再加上一定比例的工资增长，例如按照过去 30 年中国职工 8% 的名义收入增速计算，要做平人生的经济等式还是非常困难的。除非只存钱不消费，就像第二张表格中的年轻夫妇甚至把孩子都“省”掉。

到银行存钱是不能帮你做平经济等式的。英国兰开夏郡布莱克本市，72 岁的男子托马斯·休斯顿，于 1964 年往银行中存入 120 英镑现金，一直到 2006 年才记起这笔存款。经过 42 年的“利滚利”，托马斯大概可以从银行取出 1000 英镑。2006 年 1000 英镑的实际购买力大约相当于 1964 年的 58 英镑。托马斯的辛苦钱白白让银行用了 42 年，结果还亏了一大半，这就是傻呵呵地把钱存在银行的下场。

要做平人生等式，必须做好一生的财务规划。一旦走出校园，每一个年轻人都要创业或者就业，面对收入与支出，投资与理财这个一辈子的问题。富人理财是可以实现财富的保值增值，使自己有朝一日能够过上财务自由的逍遥生活；穷人更需要理财，量入为出，集腋成裘，摆脱紧巴巴的日子，通过自己精心理财最终获得财富与安全。

做好投资，我们就不得不面对诡异多变的金融市场和经济走势。反思经济发展的历史，

似乎泡沫与繁荣共存，萧条与回暖双至；经济始终是在衰退与过热之间摇摆，金融永远是在贪婪与恐惧之际反覆。金融风暴一旦降临，倾巢之下，几无完卵，每一个人，或多或少，都为之付出了代价：股票缩水、外汇贬值、债券违约、银行倒闭、物价飞涨、降薪失业等等。

一个普通人，若想在纷繁杂乱的金融世界里，少受危机与萧条的冲击，不再经历泡沫破灭资产缩水的切肤之痛，必须了解经济金融和投资的一些基本原理和基本经验，努力看清未来一段时间全球和中国的经济大致走势，做出资产优化配置的准确判断，才能最终获得财务上的自由（financial freedom）。

令人遗憾的是，目前的中国社会，从上到下都充斥着一股浓重的浮躁投机心态。人人皆以投机为发财致富之捷径。

真正成功的投机者都必须经过浴火重生式的锤炼。一个将要成功的投机者如同一匹走在茫茫戈壁滩上的孤狼，心中怀抱一个希望，在不远的前方是那传说中的丰美草原，天高云淡，牛羊成群；可是脚下却是一片荒凉的峭壁，寒风飕飕，暗无天日；在饥肠辘辘，濒临绝望的时候，它只能仰天长啸，期望以浑厚的声音捍卫心中那不灭的信仰。经受身体饥饿与寒冷考验，抵制心中彷徨与放弃的诱惑，才能最终达到梦想的之地。

什么样的人才能算是锤炼成功的投机者呢？

如果你是男的，三十岁左右，身体健康，禁欲6个月之后，房间突然进来一位身材曼妙、风情万种的女郎，之后6个月之内，天天在房间里来回穿梭，回眸顾盼，而你岿然不动，坐怀不乱。恭喜你，你完全可以大胆地参与投机，因为你的投机“葵花宝典”已经练到了和“东方不败”一样高的境界了。

如果你是一位女的，也是三十岁，已经结婚，老公没有身材，没有情调，没有魅力，而且离家三年。如果这个时候来了一位年少多金，帅而有钱，酷而有安全感，爱做家务还有浪漫情调的男人，天天捧着鲜花在楼底下痴痴等，风雨无阻三年。如果你心中依然波澜不兴，心如止水。恭喜你，你完全可以大胆参与投机，因为你已经炼成了灭绝师太般无欲无求了。

可是，我们当中有几个人能够做到这些呢？现在市场上自以为聪明到可以驾驭泡沫的投机者们，最终都会被泡沫璀璨的光芒夺去理智。

与浮躁投机相对应的是理性投资。理性投资突出时间的积累，强调大势的把握，重视资产的配置，最终要实现自身财务规划前瞻性、完整性和可持续性。这是本书想与你探讨的核心内容。

本书从基本的经济知识谈起，在分析大量客观翔实的统计数据和生动可感的社会实例基础上，对货币、金融和投资泡沫的基本原理和历史教训进行了细致分析，揭示了全球金融危机发生的实质和根本原因，并对未来可能出现的经济前景做了大胆判断。结合投资理论、历史经验和未来经济前景，本书提出了未来3~5年内的投资看法。

最后，感谢宋东坡编辑、范鹏宇编辑、缪鲁编辑等为本书顺利出版付出的辛勤工作；感谢杨济东先生为本书设计插图；感谢身边朋友和家人的无私奉献。需要特别感谢的，是天涯论坛上百万素未谋面的网友们，他们两年来对我的支持和鼓励，是我走完这一年没有周末苦修之路的最大动力，希望本书能够对他们的殷殷期盼能有一个满意的交代。

由于本人学识所限，书中难免出现挂一漏万的错误，敬请各位读者朋友批评指正。本人电子邮箱地址：jinronghuanxiang@126.com。本人在和讯网站上专门为本书开辟了一个博客，博客地址：<http://freeminds.blog.hexun.com/>。

2010年2月10日于香港

第一章 一买一卖的经济

故事版本之一。

在渺无人烟的沙漠里，一位经济学家遇到了一个因缺水而濒临死亡的年轻人。经济学家身上带有足够的水，完全可以救年轻人一命。经济学家心里一算计，觉得自己发财的机会来了，可以和这个年轻人做一笔好买卖，把水卖给年轻人。

但是水应该以什么价钱卖给这个年轻人呢？显然，死神逼近，一瓶水对于年轻人的价值是无穷大——几乎等于他的生命。所以年轻人应该很乐意为一瓶水出个好价钱。

因此，经济学家提议一瓶水的价格是一百万美元。问题是，年轻人身上只有 100 美元。经济学家不愿吃亏，他很聪明地想到一个办法：他要这个年轻人和他签一份劳动合同，规定做他的佣人 30 年，报酬是只管吃住。年轻人没有别的选择，只好同意。30 年里，经济学家带着这位青年四处讲学，青年人在做佣人的同时也顺带学到了一些经济学家的经济学知识。三十年快到了，青年人变成了老年人。

有一天，经济学家和他两人走在一处人迹罕至的森林里，经济学家不小心掉进一个深洞里，摔断了腿。他要仆人救他上去。这时，仆人也就是原来的青年也得到了交易的机会。他应该为救人的服务定什么价钱呢？他为自己出价一百万美元。经济学家毫不迟疑地接受了这个价格，并且心里暗喜：这个傻瓜，经济学还是没有学透，即使要价二百万美元我也会接受的，这次我赚了。

故事版本之二。

另一个经济学家在沙漠里旅行同样遇到一个因缺水而濒临死亡的年轻人。经济学家带有足够的水，就卖给年轻人一瓶。考虑到将水带到沙漠里的费用，这位经济学家提出一瓶水的价格是一美元。年轻人得救了，为了报恩，他希望给经济学家做佣人。经过商量，他们签了一份劳动合同，规定青年做他的佣人 30 年，报酬是一百万美元。从此以后，经济学家就带着青年四处讲学，青年人在做佣人工作的同时学到了另一些所谓的经济学。过了快三十年，有一天，当两人走在一处人迹罕至的森林里时，经济学家不小心掉进一个深洞里，摔断了腿。他要仆人救他上去。这时，仆人为他救人的服务要价一美元。经济学家也得救了。

这两个故事开头相同，结果也一样，两个经济学家都付出了一百万美元，年轻人也都做了 30 年的仆人。但是由于两个经济学家不同出价方式，导致年轻人的付出不同。我们可以想象，在那样的劳动合同下，第一个故事中的年轻人会心甘情愿地做佣人，肯定工作效率肯定不高；第一位经济学家当然知道他内心不乐意，因此也要多花时间和精力做监督工作。虽然他自认为在两次交易中都得到了好处，但最后，表面上两位经济学家付出相同，其实得到的反而不如第二个故事中的经济学家多。

第二个故事里，经济学家只出一个美元的价格，是因为他认为不能趁火打劫；而第一个故事的经济学家出价一百万似乎也有道理，因为年轻人接受了这个价格。我们的经济生活中这两个故事同时在上演。投机分子就是第一个经济学家，只要能够找到下家，根本不在乎价格有多疯狂；但是大多数情况下，经济行为都在按照第二个故事情节发生，价格不能脱离基本面。价格的决定因素非常复杂，投机力量的兴风作浪更使得价格变化难以预测。第一个故事里，经济学家用一瓶水强占了一位风华正茂年轻人 30 年的劳动，他心里一定得意洋洋。但是他万万没有想到将来有一天他自己也会为此付出同样的代价。

第一节 最伟大的发明——交易

在人类文明史上，最伟大的发明不是轮子，不是铁，更不是四大发明，而是交易。

铁匠拿一把锄头跟农民换 50 斤粮食，铁匠和农民之间的交易本身没有增加任何成本，也没有产生额外的产品，但是交易使得物品被交换到了不同所有者，满足了新所有者的更大需求。农民和铁匠都因为交易提高了福利。交易的本质就是交易双方在不增加总成本的前提下

通过交换直接提高双方的福利。这简直就是天上掉馅饼的好事，所以说，交易是人类历史上最伟大的发明并不为过。

当人们纷纷发现交易带来的好处之后，交易的范围便不断扩大，交易的产品越来越丰富，出现了固定的交易时间和交易场所。货币的出现更是天才般地克服了物物交易所固有的不便，使得交易双方可以不受时空的限制，交易范围进一步扩大，交易的效率更高。

交易的力量如此强大，以至于几乎所有有用的东西都被人们用来交易。以性交易为例。早在春秋时代，公元前 640 年左右，齐国的宰相管仲就开办了第一家官办妓院，“齐桓公宫中女市七，女闾七百。”西方也文明不到哪里去，大概在公元前 594 年，政治改革家梭伦在雅典开设妓院，时间只比中国晚了 50 年左右。性交易恐怕还不是人类祖传的。最近科学家们发现，母黑猩猩很可能早在人类出现之前，就已经学会了用身体换取食物，可见卖淫并不是人类的首创。

至于交易人命，例如奴隶贸易和赎买死罪，在中外历史上更是司空见惯的现象。例如，明清两代官方记载中就有赎买死刑的详细价码，根据罪犯的年纪、性别、成分、官阶等等给出了不同的价码；而在民间，械斗中的人命甚至可以提前预订和分期付款。

交易的广泛存在和不断扩大，使得任何产成品能够被交易传递到最能发挥其效用也最愿意出高价的人手中，因此交易范围的扩大事实上是交易品效用不断被交易放大的过程。古董、古玩、字画等为什么要交给拍卖行拍卖而不去市场上直接出售呢，因为拍卖行有渠道找到愿意出高价的收藏家，拍卖过程本身更是放大了需求的迫切性，因此对卖家来说，支付拍卖费用是一笔非常划算的投入。

随着交易范围的扩大，人们很快发现交易使得专注于某一产品生产效率进步的人获得了交易的最大好处，进而专业化分工出现了。专业化分工让越来越多的人专注于自身专长的行业和职业。分工细化、专业化和行业化促进经验不断积累，集中的技术研究和快速应用成为自然行为，生产效率的不断提高成为一种司空见惯的现象。正是分工和交易的存在才能使教育与科研成为独立的行业，科学技术进步的脚步才会走得更加轻松自如。

最初的交易发生在人类部落内部，然后是部落之间，接着是有着不同资源和特色的地区之间。国家出现之后，地理位置接近的国家之间很早就开始了最原始的交易行为，这就是现代国际贸易的起源。轮子发明之后，远距离的搬运不再是梦想，所以欧洲各个国家或者地区之间的贸易迅速发展，当时中国更是建立了一个完整的国家，秦始皇甚至统一了货币。

两国的政治可以对立，但是经济无法隔离，交易更不会停止。武则天时期，中原与突厥人在政治和军事上争锋相对，但是边境市场交易却异常红火。宋元时期，宋、辽、金、夏、蒙古之间的战争烽火绵延不断，民族矛盾尖锐血腥，但是边境的榷场交易却十分活跃。2009 年北朝鲜动不动就试射导弹，搞核爆，中国与朝鲜的政治关系面临严峻考验；但政治上的争端隔绝不了两国边境的经济往来，就如边民所说，除非有子弹飞过来，否则不会停止做生意。

现代造船技术的进步，让远航成为一种现实，新大陆的发现，贸易的范围从欧洲扩散到了五大洲，世界贸易市场初具形态。蒸汽机技术成熟之后，交通运输业迎来了突破性的发展，交易已经完全摆脱了地球给人类设置的地理限制，世界贸易一片红火。不管英国人如何利诱威逼，自诩天朝上国的大清死活不愿交通外夷，主动加入世界贸易的大潮流，所以英国人就“理直气壮”地用铁舰钢炮迫使中国加入世界交易的大循环。

二次世界大战都是因为后起的强国不愿意接受既定的利益格局，例如殖民地范围和交易市场范围等，向先行的强国发起的挑战。排除道德评判因素，战争是一种破坏性的创造过程。战争是解决发展矛盾最直接、最高效，同样也是最残酷的方法，因为战争可以解决不能用自愿交易解决的矛盾。

世界大战之所以能够停战，是因为胜利的一方内部达成了瓜分败方利益，重新分配全球势力范围的协议。如果胜利的一方内部不能达成协议，那么战胜者内部的战争还将继续进行，

一直打到任何一方都认为停下来谈判比继续打下去要划算为止。

全球交易的范围并没有因为战争而停止扩张，相反是更多的地区和国家参与了全球交易。二战之后，亚非拉国家纷纷摆脱了殖民身份，走上了独立发展的道路。但是他们当中没有一个能够躲得过融入全球交易的大趋势，因为所有人都发现，参与全球交易带来了实实在在的好处。

只要交易能够顺利进行，专业化分工就可以给所有参与者带来更多的福利，全球化分工更是给全球交易参与者带来了福利，尽管福利的分配不是均衡和公平的。交易范围扩大之后，建立集中交易市场是必须的。所以出现了林林总总的交易中心、交易城、集散地等等，出现了批发市场和零售市场，专门为交易发生服务的行业出现了，这就是商业产生的过程。

为了让商品和人员可以在不同地区流动，出现了物流和交通行业，人员和物品的无障碍流动使得交易不断扩大。经济发展出现了三大类职能专业分工，生产者、消费者和流通者。流通者负责商品和人员的流通，使得交易可以顺利进行，消费可以更加方便，不过流通者本身并不直接创造价值，流通者存在的意义是降低交易成本，提高市场效率。

例如义务小商品市场是一个典型的流通者，它集中了几乎所有的小商品交易商，在同一个市场公开展示，公开竞价，集中成交，降低了购买者的信息收集成本和交易成本，各路买家和卖家都愿意到这个市场做买卖，规模效应就出现了，然后是品牌效应，最终成为了闻名全球的小商品交易市场。

很多人奇怪，为什么经常出现搞实际生产的不如搞流通的挣钱呢？例如螃蟹养殖的人资本回报率肯定不会高于贩卖螃蟹的。其实理由很简单，搞螃蟹贩卖的人获取了交易扩大化的第一好处，是他们找到了愿意为螃蟹出高价的人。因此，在改革开放初期，下海经商的“倒爷们”发家的速度最快。

随着分工的不断细化，每一个人只能完成很细小的一部分的工作，我们生活对交易的依赖程度在不断加深。现代经济体中，已经没有一个人或者一个家庭可以生产满足自己需要的物品而独立于外界交易而存在。人们一切经济行为的目的都围绕交易。人们工作的主要目的是为了获取交易的筹码（货币），投资的目的是为了获取更多的交易筹码，我们储蓄的目的是为未来退休生活存储交易筹码；穷人为了日图三餐夜宿一舍而艰苦累积交易筹码，富人为了自己攒够交易筹码之后考虑的是为后代积累交易筹码。所以一切经济行为的目的都是为了交易，不是当下的交易，便是未来的交易。我们每一个人都必须与别人交易，获得自己需要的物品和服务。

交易 分工 进步 更多交易 更细分工 更快进步 更深更广的交易，这才是人类经济历史前进的真实运动轨迹，而交易是第一推动力。

经济发展到今天，人们在交易一切可以交易的东西，无论是一手交钱一手交货的现货交易，例如菜市场买菜，还是抽象的证券交易，例如股票和债券交易，还是更无形的天气指数、恐怖袭击概率交易等等。如果没有法律与道德的约束，可能很多人会从事“不道德”交易，这恐怕就是交易这个伟大发明的副作用。例如印度妇女代孕已经成为一个年产值高达 120 亿美元的行业，根据联合国儿童基金会公布的数据，全球每年被拐卖的儿童达 120 万之多。

人是社会关系的总和，你没有可交换的东西，就必然归零。

我们有理由相信，随着人类的经济发展和技术进步，未来交易的地域范围和产品范围还将继续扩大。可以设想，非洲、拉丁美洲等还没有完全融入全球化的国家会很快加入全球交易的大循环；一切可以带来现金流或者其他收益的东西都会被用来交易，包括各类概率和不可知的风险。交易范围的扩大和渗透范围的拓展，为经济发展提供了持续动力。

作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-12 21:34:47

第二节 血肉丰满的经济人

经济发展的目的是满足人的需求。

纵观古今中外的经济史，我们可以得出一个简单而直白的判断，经济发展首先要满足的是人的动物性需求，简单来说就是吃好、用好、玩好和活好。吃好就是美食佳肴，用好就是名车豪宅靓服，玩好就是轻松闲暇刺激，活好就是好身体长寿命。

就像很多人小时候的梦想，恐怕并不是口号上高喊的要当什么伟大的科学家、光荣的劳动者，而是幻想着自己是“富二代”，家有成片豪宅，终日不学无术，喝点小酒泡个小妞，没事领着一群狗奴才把跑车开到 75 码啥的；长大了，就幻想自己官场上呼风唤雨，情场上美女如云，商场上日进斗金。

很有意思，经济繁荣的时候，女人的裙子会越穿越短，这样才能吸引更多男人的目光。因为经济好的时候，男人们往往荷包与欲望一起膨胀，但忙于四处挣钱，无暇顾及细细欣赏女性的内在美，所以女性需要把裙子剪得短一些，让感官刺激更强一些。经济萧条的时候，男人收入减少，生存压力加大，成天疲于奔命，便不会关注街道上女人的美丽，所以女人只好用长裙把自己遮掩起来。

2008 年金融危机时，美国康涅狄格州一家名叫 Prince & Assoc. 的调查公司调查了 191 位拥有 2,000 万美元净资产并且和情人至少交往一年的富翁，82% 的男性受访者表示计划降低情妇的生活费，超过 75% 的人说计划减少送礼、降低礼物标准以及减少私人游艇等挥霍行为。

当美国的富裕男人们精打细算减少情人礼物之时，东方的日本情侣们却在爱情宾馆（专门为情侣亲热准备的房间）里留恋忘返。2008 年日本爱情宾馆生意非常火爆，每个房间每天平均使用 2.5 次，行业年产值达到 400 亿美元。

在满足动物性的需求之余，或许会有更高的道德和文化追求；但是生活中绝大多数人终其一生一直在追求动物性需求，因为人的欲望是无穷的。道德学究们或许会对此吹胡子瞪眼睛，但是事实是不可否认的。

人是经济行为的主体。各类经济主体，无论个人、企业、银行、政府等等，都是由人组成的，人在其中发挥主导作用或者决定作用。人的生理、心理、信仰、习惯、爱好等等都会直接或者间接影响人的经济行为，唯有洞察人心洞悉人性，才有可能读懂经济。

经济中的人至少具有以下十个最典型的特点：第一，经济行为中，绝大多数人都是自私的，他们为了满足自身需求会通过各种合法不合法的手段获取资源争取利益；第二，大数人都是贪得无厌的，有了一百万想要一千万，有了一千万想要一亿；第三，人基本上都是懒惰的，都喜欢衣来伸手，饭来张口生活，不喜欢工作和学习，喜欢享受和闲暇；第四，大多数人是容易受别人或者群体行为影响，缺乏独立思考能力，出现众人皆醉唯我独醒的情况是例外；第五，倾向于追求高收益的，会受到环境影响承担高于自身承受能力的风险；第六，有意无意使用适应性预期，认为历史会重演，今日的美好必将带来辉煌明日，今年的萧条一定意味着明年更衰退；第七，绝大数人是健忘的，容易好了伤疤忘了疼，不断重犯过去的错误；第八，大部分人不客观的，容易受到自身实际、自身利益的影响而丧失理性判断力，喜欢往有利于自身的方向思考问题，不乐意接受自己犯错或者失败的观点，金融行为学中提到，人容易往好的方面想，盼望 V 型反弹；第九，容易以偏概全，甚至喜欢自欺欺人，傲慢自大；第十，容易意气用事，甚至走极端，容易用压制记忆的方法忘记过去。

经济生活中的人，一个个血肉丰满，表情丰富，有欲望，会犯错。经济中的人是如此的真实完整，因此我们不能用统计数据把他们简化为一个个的数字，用模型预测他们在经济交易中的行为和反映。

一个国家或地区的经济在发展,简单来说,就是随着时间的前进能够生产出越来越多的东西。现代经济流行使用 GDP 统计经济增长,用货币总量来衡量经济中的最终产品价值。GDP 数量的增长反映了经济体创造最终产品的能力在增长。但是 GDP 统计是以货币总量来衡量经济体的真实规模。事实上,如果不是用货币计量来统计经济,用实物根本无法统计经济总量。我们无法把一吨钢和一顿水加起来,无法把一件衣服和一台计算机加起来,所以直接使用实物根本无法统计经济发展规模和速度。

经济体中产品生产出来之后,有三个去处,一个是满足消费需求,另外一个是为投资品成为未来的生产能力,还有一个去处就是出口。所以, GDP 最终会体现为消费、投资和净出口。假定货币价值恒定,被消费掉的产品消失了,被用作投资的产品未来会产生更多的产品。如果没有货币因素,出口应该会换来等价的进口,相当于产品换了一个形式,但是本身并没有消失,最终的去向依然是投资或者消费。

如果货币和汇率因素考虑在内,经济增长可能只是货币现象,即经济体产生的产品总量并没有增多,只是货币总量增加,最终结果是物价上涨,但是统计到 GDP 中表现为 GDP 总量增加,经济只是在统计层面上在增长。如果一个经济体出口多,进口少,最终应该换回来别国的财富。在纸币体系确立之前,黄金和白银等实物长期作为国际贸易间的财富转移标的物。但在目前经济下,国际贸易盈余换来的只是纸币外汇。

如果一个经济体长期保持一个不断上升的外汇储备,就必须增发国内货币置换出口企业的外汇盈余,所以净出口对经济体来说实质上是经济体消耗的产品减少了,但是货币却增多了;出口拉动型经济更接近于一种货币现象。如果汇率被刻意低估,那就意味着出口经济体拿更多的东西换更少的财富,赔得更厉害了。如果汇率可以自由浮动,净出口经济体的货币应该是缓慢上升,直到经济体出现进出口平衡。

经济体中的财富是存量。财富的表现形式很多,简单来说,一切有价值的物品都是财富,包括消费品和投资品两大类。生活中以使用消耗为目的的各类物品都可以称为消费品,而生活中以获取未来现金流为目的的物品可以称为投资品。真实的经济增长体现为财富的增加,例如增加了一家工厂,增建了一座房子,富余了更多的黄金等等。

如果不考虑货币因素,经济体中财富增加表现为经济体中物品总量的增加和总价格水平的上涨。GDP 增加了,意味着经济体可以生产更多的消费品和投资品。不过,加入货币因素之后,情况就复杂多了。在经济不断发展时期,如果货币的增加速度没有超过经济体生产效率的上升速度,通货膨胀就不会发生。但是,如果货币的增加速度超过了经济体生产效率的上升速度,通货膨胀一定会发生,表现为投资品和消费品价格上升。通货膨胀一般先发生在投资品领域,因为资产价格对货币的反应更为灵敏,等到零售消费品价格上涨的时候,通货膨胀问题已经很严重了。现代中央银行一般根据消费品价格指数的涨幅来调整利率,所以反应永远是滞后的。通货膨胀是现代经济的常见现象。我们将在下一章详细分析货币与通胀。

按照参与经济财富分配过程的角色来分,经济体大致有四类人,老板、打工者、政府和纯消费者。老板出资组建经济机构以资本回报的形式获得财富分配,打工者出卖劳动力以工资收入形式获得财富分配。政府既不出资也不出卖劳动力,但政府依靠国家暴力提供服务(例如国防安全、公共安全等等)获得财富分配权,政府以税收和收费形式参与财富分配,综合税率是政府分配财富的比例。我们可以把黑社会作为非法政府来看待参与财富分配过程。纯消费者是指完全依靠别人生活的人,例如小孩子和老人,他们只消耗财富,不生产财富。

因此,经济体中财富分配的核心问题很简单,就是资本回报率、工资费率和综合税率的高低问题。因为经济体创造的总量财富是给定的,所以三个比率中有升高的,就得有下降的,不可能出现三个同时升高的情况。在政府综合税率既定的情况下,资本回报率越高,相应地

雇工的工资费率肯定会下降；如果员工的工资费率不断上升，那么资本回报率自然会不断下降。因此经济增长带来的财富增量分配可能不公，但是总量并不会因为分配问题而减少，只是集中到少数人手里而已。

问题是，政府综合税率、资本回报率和工资费率是如何决定的呢？

政府的综合税率主要取决于政府的收税能力，收税能力由政府的强制管理能力和政府间的竞争决定的。法币体系下，政府的综合税率包括两部分，第一部分是比较隐晦的铸币税，第二部分是其他实体税费，例如个人所得税、公司所得税、营业税、增值税等等。政府垄断货币发行权征收铸币税，货币发行量越大，通货膨胀率越高，政府征收的铸币税就越高。政府通过税收部门和行政管理部门“无偿”直接收取其他实体税费。一般来说，民主政府的增税必须经过议会同意，故增税能力相对较弱；专制集权政府的增税能力就比较强；而独裁政府的增税能力在理论上是无限的，独裁政府不但可以获得所有增量财富，甚至可以直接掠夺居民的存量财富。解放战争后期，国民党政府因为巨额军费开支导致财政面临崩溃，物价飞涨，当时流通的货币——法币失去信用。为了掠夺民间财富，1948年8月19日国民政府以总统命令发布《财政经济紧急处分令》，规定自即日起以金圆券为本位币，发行总限额为二十亿元，限11月20日前以法币三百万元折合金圆券一元、东北流通券三十万元折合金圆券一元的比率，收兑已发行之法币及东北流通券；限期收兑民间所有黄金、白银、银币及外国币券；限期登记管理本国居民存放国外之外汇资产。这个紧急处分令抹掉了国民政府跟黑社会的最后一点区别，等于直接拿枪对着老百姓的脑袋说：要钱还是要命？

政府拿国家暴力做后盾，往往喜欢多征少干，好在政府头上有两把达摩克利斯之剑，一把是民主选举，另一把是暴力革命。如果政府征收的税收超过居民的承受范围，革命或者民主选举推翻政府会成为百姓的选择。即便不出现推翻政府的行为，如果百姓发现自己交的税收高而获得政府服务中充满假冒伪劣产品，他们会用脚投票——迁移。如果一个政府管辖的居民不断迁移，势必导致税基缩小，政府只有两个选择，一是降低税收提高服务水平吸引居民回流，二是限制移民继续提高税收直到政府被推翻。理论上，现代社会交通方便，信息通畅，居民很容易选择迁移对抗政府的高税收。这样一来，政府之间事实上存在明显的竞争关系，获取更多的税收资源。政府间的竞争保证了政府税收不会泛滥。像北朝鲜那样通过限制居民流动强行维持高税收的做法是不可能长久的。

工资费率取决于劳动力供给和人口结构。如果不考虑残疾人等特殊人群，人通常有一个非常显著的特点，人能贡献的劳动力价值和获得的报酬（人的消费总量）之间是相对独立的，即多劳不一定多得，而少劳也不一定少得。我们可以用如下曲线大致来表示人一生的劳动贡献和消费。

人的一生都是消费者，所以虚线（消费线）与X轴之间的面积代表了人一生消费的总价值。绝大部分人在20岁-60岁之间是劳动者，所以人的劳动贡献总额是实线与X轴之间的面积。不考虑货币因素，如果虚线与X轴之间的面积等于实线跟X轴之间的面积，那么劳动者对社会的净贡献量为零；假设所有的劳动者都实现了两者面积相等，那么社会就停止进步，达到了产出和消耗之间的均衡。如果社会中的每一个人都实现消耗大于劳动贡献，社会的存量财富就会不断减少，社会最终会消亡，因此在一个社会中只能是部分人实现劳动贡献小于消费。事实上，绝大多数情况下，劳动者的消费总价值都是小于劳动贡献总价值的，差额部分成为了总资本回报率的一部分，这个差额正是社会进步的关键；所以领导人讲话时反复强调，有了全国人民的奉献才能有国家的今天，这倒是一句大实话。

一个经济体的劳动工资费率取决于个人消费总量和劳动力供应水平。如果一个经济体的个人消费总量和水平都较低，年轻劳动力人口供应充足，而劳动力人口未来的养老成本被忽视，那么这个经济就具有明显的劳动力价格优势，也就是所谓的“人口红利”。正常情况下，

“人口红利”的存在肯定会拉高经济体资本回报率水平和政府综合税率，经济发展速度会显著高于没有“人口红利”优势的经济体。但是，随着劳动力人口年龄增长、经济发展和生活水平提高，个人消费的水平 and 总量都会上升，所以理论上劳动力价格应该上涨。当一个经济体的劳动力人口不断老化，劳动力价格就会持续上升，资本回报率就会下降，经济发展速度会下降。当经济体中劳动力价格接近甚至高于劳动力贡献时，经济体进入“人口负利”时代。如果继续维持“人口红利”，经济体只能采用延长劳动力劳动时间（例如延长退休年龄）、降低劳动力消费水平（例如降低养老金水平和医疗福利等等）的办法，但劳动力往往会极力反对这些做法，因此一旦度过自然“人口红利”时代，经济体的资本回报率必然下降，经济发展速度必然放缓，进入成熟社会时代。

经济体的资本回报率取决于资本供给水平、劳动力工资费率和政府综合税率。任何一个经济体中的主体基本上有三类组成，个人、企业（机构）和政府。一般情况下，政府是有多多少钱花多少钱，而且世界上绝大多数政府是负债运行的。企业依靠老板出资获得资本，依靠金融机构和金融市场获得信贷融资，企业经营盈利之后，如果没有更好的项目会把盈利分配给出资人，所以除了流动资金，企业很少留存多余资金。个人是社会盈余资本的主要供给者。个人为了养老、育儿、安全和流动性等等原因会把大量的资金储存起来，存到银行、购买债券、股票、基金等等。如果一个社会的个人储蓄率高，意味着资金供给充足，在需求既定的前提下，资金要求的回报率自然就低，最常见的莫过于低廉的存款利率。既然资金便宜，资产就显得贵了；所以低资金成本往往意味着高估的资产价格，例如股票市盈率显著高于正常水平，房地产租金回报率显著低于正常水平等等。对政府和企业而言，融资成本相对越低，同样条件下的资本回报率就会越高。

如果一个经济体的劳动力工资费率被压低，资金成本低廉，加上政府综合税率优惠，经济体的资本回报率会显著高于其他经济体，必定引来大量外来资本投资。低廉劳动力生产的低价产品出口获得贸易盈余，加上外来资本的持续流入，该经济体的资本账户和经常账户实现双顺差，经济体货币升值无法回避。前面提到外汇管制下的长期贸易盈余意味着本币货币规模持续扩大，持续的资本流入意味着更多的投资和投机，经济体的资产泡沫和通货膨胀在所难免。随着越来越多的外部资本流入和内部资本积累，经济体资本回报率下降是长期趋势。如果通过压低劳动力工资费率和政府综合税率维持一个长期的人为高资本回报率，势必引来过多逐利资本，最终的结果很可能是投资过剩和资产泡沫。

首先恭喜海神大作终于问世。。。

从 07 年一路跟来，海神丰富详实的财经知识、细致入微的评点、谦谦平和的谈吐都跟我留下了深刻印象！

书最好是可以放到网店上的，现在习惯了在淘宝、当当上买书

看了下目录，当时若能增加一节对经济学各个门派的指导性点评就更好了。因为看得出这本书的立意还是针对普通读者的，经济危机的当下，各类经济流派纷纷扰扰，我是看的一头雾水了

第三节 只能发图片给大家看了，抱歉。

市场经济讲究自由竞争，而自由竞争的实质不过是价格游戏。任何一种商品的价格最终取决于市场上供求双方的力量对比，而供求双方的力量对比取决于多种因素。要看透价格的真正走势，必须深入理解经济体运行的真实轨迹。

经济体是由无数变量组成的综合体，变量之间的关系更是错综复杂。有些变量属于外生变量，这些变量本身会对经济体产生影响，但是经济体本身很难或者根本不会影响这个变量，例如汶川大地震对四川经济而言是一个外生变量。外生变量的基本特点是无法预测发生，更无法预测其对经济的影响。

绝大部分变量是内生变量，即经济体中会互相影响（无论直接还是间接）的变量。例如化肥价格对粮食价格的影响就是两个经济体内生变量之间的关系，化肥价格高，粮食价格就会涨，粮食价格涨了导致播种面积扩大也会引起化肥价格上涨。

还有一些变量处于两者之间，例如战争。战争有可能是外生变量，也有可能是内生变量，因为引发战争的主要原因可能是经济问题，可能是政治问题，可能是宗教问题，等等。

对一个经济体而言，任何一个内生或者外生变量的变动都会直接或者间接地影响其他变量，从而导致整个经济体的一连串复杂变动。例如人口增长这个变量会影响粮食价格、环境、劳动力价格、养老压力等变量。这些变量本身又会引起与其之间相关的变量的变动，例如粮食价格会影响土地利用面积，会影响生产化肥的原材料价格变动，等等。土地利用面积、生产化肥的原材料价格变动又会影响与其相关的变量变动。

如同一池水中有一条鱼浮上来冒了一个水泡，这个水泡马上激起了湖面的涟漪，涟漪影响了倒影，倒影波动影响了在倒影下休息的鱼，这些鱼的活动泛起了池底的泥沙，泥沙影响了水质……影响的链条可以一直延伸下去。

池子之外的一个小孩投入的一块石头（外生变量）也能引发类似的反应。经济体内变量的无限联系性使得任何物品的价格决定因素无限复杂化。

经济体中的人既有独立思考能力又会受到环境影响。也就是说，不同的人，在不同时期对经济产生的变动可能是外生的，也可能是内生的；同一个人不同时期也会产生内生和外生不同的变量。人对价格最主要的作用体现在预期的方向和预期的力量上。而且，人的需求是善变的，人在排列自己需求顺序的时候，有的时候遵循重要性原则，有的时候遵循紧急性原则，有的时候则会举棋不定。

例如，2007 年股市火爆的时候，大家做梦都想炒股发财，所以书店摆在最显眼位置、卖得最火的书是炒股秘诀之类的书籍。但是 2008 年金融海啸扑面而来，使得大家对金融的关心不断升温，特别是个人资产安全。不少人重拾财经书籍，自学经济中的“十万个为什么”，就连修自行车的大爷、卖旧报纸的大妈都说“天天看央视的‘华尔街风暴’”。在各地图书大厦，像《次贷危机解析》、《债务帝国》、《大萧条》、《大危机》等紧跟世界经济发展形势的最新书籍，都被摆在了推荐书目的位置。书店工作人员介绍，过去这些图书专柜前门可罗雀，谁也没想到它们因金融风暴的来临会火起来。如果未来出现什么其他热点，人的需求马上又会转移到新的热点上。

经济体任何一个变量的决定过程体现了反身性特点。反身性是索罗斯在《金融炼金术》中提出的针对金融产品价格决定过程的观点。所谓反身性其实就是循环决定，就是说变量 A 既是变量 B 的因变量，也是变量 B 的自变量。通俗地讲，就是变量 A 既被 B 决定，也决定 B。经济体中任何一个内生变量的决定过程就是由无数直接变量和无数间接变量的各个方向不同力量的共同作用，而这个变量本身也会对无数变量产生或大或小、或正或负、或直接或间接的影响。

但是，不管经济体内变量如何复杂、多变、无序，它们最终会决定任何一件商品的供求双方的力量。供求双方其实完全可以理解为股市上多空双方

的力量。供方是空方，求方是多方。当经济体中的某一个变量导致某种商品的需求发生重大变化时，就表示多空双方中有一方的力量占据了上风。

2009 年肆虐全球的甲型流感造成了人们普遍的恐慌情绪，当人们得知大蒜可以预防流感的时候，大蒜的需求便急剧上升。但是大蒜从播种到收获有明显时滞，因此大蒜的价格在不到一个月内上涨接近 2 倍，更有市场敏感者（投机分子）囤积大蒜获取了暴利。如果由此导致种大蒜的回报率明显高于其他农产品，肯定会引发更多的人投入更多的土地和资源生产大蒜，供方（空方）力量上升的速度高过需求（多方）力量上升的速度，最终种大蒜的回报率会回落到与其他农产品没有显著区别的位置。这就是经济学教科书所谓的完全竞争市场下的价格决定过程。

我们不妨把价格决定游戏的标的由大蒜这样的实物转向稍微抽象一点的服务。在美国有两位怪诞经济学家，一位名叫斯蒂芬·李维特，另一位叫斯蒂芬·杜博纳。他们的最新研究发现，芝加哥站街妓女的收入（回报率）在过去 100 年里下降超过 76%。是男人的性需求下降了吗？不是。因为在过去的 100 年里，美国健康男人一生的平均性行为次数上升超过了 30%。两位经济学家花费大量精力，最终搞明白了其中的秘密。说白了，也很简单，色情业和其他行业一样，最怕的是竞争。最大竞争者和其他妓女吗？不是，而是任何愿意与男人免费发生性关系的女人。在过去 100 年里，美国的性风俗发生了翻天覆地的变化。100 年前，美国根本没有“一夜情”的概念，更别提什么“换妻俱乐部”之类的前卫游戏，所以当时很多美国男人的第一次都留在了花街柳巷。因此，妓女才是美国性开放的最大受害者，她们比过去付出更长的劳动时间，但是获得的报酬却越来越低了。供给（空方）结构性的变化会导致某种商品价格的持续下降，空方的资本回报率自然迅速下降。最近几年，中国出现了令人惊讶的“零工资”打工一族。“零工资”对任何在职劳动者价格（工资）的巨大破坏力，肯定不逊于美国性开放对妓女工作收入的破坏力。

18

第三节 继续，抱歉只能看图片了。文字贴不上来，不知道为什么？

4

接下来看看更虚拟的商品——股票。如果一家公司业务经营健康，赢利能力强大，其实作为公司的原始股东一般是不愿意出让股权的，为什么要把好好的赚钱机器拱手让人呢？例如，在金融业内赫赫有名的彭博公司（Bloomberg LP），其金融资讯服务业务赢利能力出类拔萃，主要股东兼创始人迈克尔·彭博从来就不愿意旗下公司上市，甚至在金融危机中把之前卖给美林的20%股权又买了回来。在刚刚过去的10年里，彭博先生个人身价大增180亿美元，超过了股神巴菲特的财富增长幅度。不上市并不意味着彭博是一家没有投资价值的公司，恰恰相反，无数投资者想要投资彭博公司但苦于没有机会。因此，股票市场真正的空方只有一个——公司的创立者们，他们在不断利用市场给出高价，摊薄自己的股份。每当上市公司高管在镁光灯下吹嘘自己公司未来业绩的时候，作为一个理性的投资者，你必须要问一个问题，既然公司的前景如此之美好，为什么要卖呢？2007年中国股市气势如虹的大牛奔跑不下去的原因很简单，因为空方来自原始股东。平安的2000亿天量增发，无数新公司的海量IPO都在虎视眈眈地盯着贪婪的投资者。当后续投资者带来的增量资金不足以吸收新发的时候，股市崩盘就无法避免了。

我们来看绕不过去的房地产价格。中国房地产价格上涨的持续推动力是恐惧。随着房价不断创出新高，大量不具备买房实力的人群陷入了对未来的恐慌，以“倾家荡产”的“创新”的方式加入楼市。楼市不断上涨的另外一个因素是卖方（空方）的“惜售”行为，例如，通过捂盘、控号手段等推迟开盘以等待高价，或者二手房卖主多次违约涨价，等等。多方的恐惧往往伴随着提前透支购买能力，空方操控的结果是大量投机性持有，最终引发楼市泡沫。一旦泡沫崩溃，被“吓破胆、榨干血”的需求方（多方）的需求会在瞬间消失，此时空方手中往往利用银行信贷杠杆积累了过多筹码，一旦无法止损，将被银行斩仓，越卖越赔，从而进一步压低房价。价格越跌，多方越不敢买，问题愈演愈烈，甚至有可能引发金融危机和经济萧条。

如果存在零成本借入做空机制，价格的走势就会比较平稳。但是现实

中，真正做空^①的成本昂贵，而且风险吓人，所以一般人都不会站在空方一边，这样多方天然就占优势。因此，没有做空机制的商品价格走势，往往如同长江上的浪，后浪推前浪，一浪赶一浪，硬着头皮勇往直前，只有碰到足够坚硬的礁石，大浪才会回头。价格一旦涨起来，很快会带来连锁效应。如果是生活必需品，价格的持续上升会引发恐慌，出现非理性的抢购和囤积，价格往往被推到了无法持续的高位。一旦高位滑落，多方的力量几乎消失，价格就会经历漫长的调整期。

市场没有所谓的长期均衡价格。每一个时点的价格只是反映了在这个时点上，各类市场力量达到的一个平衡状态，成交价格是买卖双方基于自身掌握的信息和预期做出的都可以接受的判断。长期而言，如果不考虑货币币值变动因素，某一类商品或者某一类资产的价格存在一个大致合理的区间，但是这个区间会随着需求结构变化、替代产品出现、技术进步、政府管制、人口变动等因素的影响而发生变化。价格非常敏感，任何一个变量的微小变动都会影响价格。根据短期价格变动做出的长期决定往往是错误的。

例如，2007 年国内猪肉价格狂涨，政府对短期价格判断出现了明显偏颇，出台了一系列政策稳定猪肉价格，如给低收入群体发放猪肉补贴、给养殖户发放母猪补贴和生猪补贴、取消原来生猪流通环节各类收费等。这些没有长远考虑的政策导致刺激过度，生猪供应量急剧上升，价格在 2008 年 6 月、11 月和 2009 年 3 月出现了三次大幅下挫，合计跌幅超过 50%，不少养殖户出现了重大亏损。

短期内，价格可能会被操控。市场上操控价格的例子很多，例如政府强行定价、垄断寡头定价、投机力量兴风作浪等等。不管什么方法，操控价格会扭曲价格，扭曲的价格会向经济体传导错误的信号，致使与这个价格相关

^① 简单来说，做空是指借入卖出然后在未来低价买入还给借出者的行为。例如，预计某一股票未来会跌，就在当期价位高时借来该股票卖出，等到股价跌到一定程度时再买进，还给出借方，期间的卖和买的差价就是做空的利润。

的要素配置出现扭曲，最终往往容易出现供应不足或者产能过剩等问题。价格如果被扭曲就会失灵，失去了经济杠杆的指针作用。价格失灵的后果是影响了整个行业的资源配置和服务能力，最终影响了全社会的福利。例如政府强行规定医疗服务低价格，导致医疗服务供应不足、服务质量低下、效率不高、以药养医、收受红包和回扣等问题。这些问题的严重程度恰恰反映了价格被低估的程度。

除了被完全垄断的无替代的必需品，价格是无法长期扭曲的，市场调节供求的力量最终会发生作用。所谓被完全垄断的无替代品的必需品包括以下几层含义：第一，这种商品一定是必需品，存在一个有下限的需求；第二，这种必需品没有替代品；第三，市场要被完全垄断，没有竞争者，没有地下经济活动。只有满足了这三个条件的商品价格才能被长期扭曲，否则市场一定会通过正当或者非正当的途径起作用，自动调节供求关系。

例如，中国过去实行严格外汇管制，但是永远存在一个半地下的非法外汇交易市场，事实上在不断对冲扭曲外汇价格的力量。又如，火车票确实是由铁道部一手垄断的，而且在推出武广高铁的同时，确实通过停开普通客车来减少供应维持高价，但是航空和长途汽车这两种替代品的存在使得这种价格扭曲不会出现天价火车票，而且如果铁路经营效率不高，就算是垄断经营，仍然会出现重大亏损。另外，人们支付给火车票“黄牛党”的额外价格其实均衡地反映了我们垄断经营铁路的额外成本，而且这个成本产生的收益被享有特权的人所侵占，等于所有使用垄断铁路服务的人都向他们支付“税收”。

我们不妨把价格决定游戏的标的由大蒜这样的实物转向稍微抽象一点的服务。在美国有两位怪诞经济学家，一位名叫斯蒂芬·李维特，另一位叫斯蒂芬·杜博纳。他们的最新研究发现，芝加哥站街 J 女的收入（回报率）在过去 100 年里下降超过 76%。是男人的 XING 需求下降了吗？不是。因为在过去的一百年里，美国健康男人一生的平均 XING 行为次数上升超过了 30%。两位经济学家花费大量精力，最终搞明白了其中的秘密。说白了，也很简单，SE 情业和其它行业一样，最怕的是竞争。最大竞争者和其他 J 女吗，不是，而是任何愿意与男人免费发生 XING 关系的女人。在过去 100 年里，美国的 XING 风俗发生了翻天覆地的变化。100 年前，美国根本没有“YIYE 情”的概念，更别提什么“换 QI 俱乐部”之类的前卫游戏，所以当时很多美国男人的第一次都留在了 HUA 街柳巷。因此，J 女才是美国 XING 开放的最大受害者，他们比过去付出更长的劳动时间，但是获得的报酬却越来越低了。供给（空方）结构 XING 的变化会导致某种商品价格的持续下降，空方的资本回报率自然迅速下降。最近几年，中国出现了令人惊讶的“零工资”打工一族，“零工资”对任何在职劳动者价格（工资）的巨大破坏力，肯定不逊于美国 XING 开放对 J 女的破坏力。

第二章 无冕之王的罪恶

纸币有价值吗？没有，因为它只是一张纸。给我一台印刷机，我能印出比取款机里吐出来漂亮一百倍的钞票，让你把它当作动漫把玩。

纸币没有价值吗？有。如果给我一百万，我能买来一辆宝马；如果给我一千万，我能买来一幢别墅。有道是，不管跟谁有仇，别跟钱有仇；所以有人说，如果有钱也是一种错，我

情愿一错再错，错上加错。

法官问一位假币制造者：“你为什么印假钞？”假币制造者坦白交代：“因为我不印真钞。”问题是，能印出真钞的机器也是人制造的，他们为什么不自己留着印钞呢？那样就可以想买什么就买什么了，干嘛把印钞机卖给政府呢。那么会印真钞的人敢自己印发钞票吗？他不敢。因为纸币是法币，只有国家才有权印。其他人印钞，即便他印的比真钞还好，那都叫制造贩卖假币，这个罪是可以杀头的。

问题是，政府为什么以杀头威胁百姓来垄断货币发行权呢？因为发行货币的好处是大大的，货币代表着无上的权力，是无冕之王，政府当然想独霸这个宝座。作为任何一个社会中都最牛的“黑社会”，政府想要的东西，其他人就不用再惦记了。 第一节 纸币只是“红孩儿”

人类最早的货币很可能是吃的东西，例如野果或者猎物。因为货币只会产生于交易，而人类最早需要交易的东西无非是吃的，估计那个时候我们的祖先们还顾不上穿的。不过，随着交易范围的扩大，粮食、牲畜等物品不方便携带，货币慢慢过渡到了金属，例如铜和铁。

金银被发现之后，其价值稳定、容易分割、易于保存和携带的特点很快被所有人接受了。几百年来，金银长期享受着“货币”待遇。类似“钱庄”的早期银行的出现，改变了金银一统天下的地位，代表一定数量金银的纸币出现了。一开始是“汇票”（例如中国北宋时期的“交子”）和“银票”，发出这些纸币的机构都是见票即付现银现金的。这些纸币不过是代替金银流通，还算不上真正意义上的纸币。

民间机构发行纸币，经常出现手里只有一两银子却发出二两银子钞票的情况。当然，出现这种情况是很正常的。要知道，那个时候还没有类似今天银监会一样的“大清朝钱庄事务监督委员会”等金融监管机构，盯着各地的钱庄。因此，超不超发全凭钱庄掌柜的良心。

谁都想白捞钱，总会有投机取巧的。这种“八个锅七个盖”的游戏可以一直玩下去，只要客户不要求把所有锅同时拿出来检查是否都有“盖”。有些掌柜心想，既然“八个锅七个盖”可以玩得开，为什么不玩玩“八个锅六个盖”，甚至“八个锅五个盖”呢？终于，有人玩过火了，玩起了“八个锅两个盖”的游戏。蒙来蒙去，总有蒙不过去的时候。某个精明的大客户察觉到了问题，要求提现，这家钱庄很快就破产了。

古代的钱庄也会像今天的银行一样，互通有无。另外，储户们很快就会想到，既然其中一家不可靠，那么其他钱庄也未必可靠。所以一家钱庄出问题，很快会发生信用恐慌，排队挤提现银出现了。这就是早期的金融危机。

这个时候政府就忙不迭地掺和进来了。政府完全可以义正词严地说，钱庄掌柜会作假，我政府不会作假，所以干脆由我来发纸币；我手里有多少黄金，我就按照固定比例发行纸币。这就是金本位。

1717年，时任英国皇家铸币局局长的牛顿（即伟大的科学家牛顿）把1盎司黄金价值定为3英镑17先令10.5便士，事实上的金本位在英国开始实施。不过，一直到1816年，英国议会才通过《金本位制度法案》，以法律的形式确认金本位制度。1821年，英国正式启用金本位制，维多利亚女皇选定1英镑=1/4盎司黄金，所以1英镑代表7.32238克黄金。差不多同时，美国总统麦肯利决定1美元=1/20盎司的金量，所以当时美元与英镑的汇率，5美元=1英镑。

政府发行货币真的不作假吗？当然不是。政府也喜欢玩“八个锅七个盖”的游戏。不过，政府发行的货币规模实在太大了，因此政府经常玩的是“一百万个锅五十万个盖”的游戏。普通百姓根本不可能去要求一查究竟，即使百姓要求，政府也绝不会答应，同时把“一百万个锅”一字排开摆到太阳底下来，让大家看看是不是真的有“一百万个盖子”。

政府一直在偷偷超发纸币，货币贬值就悄悄地发生了。当老百姓都回过味儿的时候，就

要求把手里的纸币兑换成黄金，政府慌了。不过，政府毕竟是合法的“黑社会”，它心中虽慌，手底下不会含糊。当它发现无法满足兑换要求的时候，它就修改游戏规则。它规定，只有达到一定数量的纸币才能兑换黄金，这就是金块本位制。一开始金块本位制很成功，把人数最多的“穷鬼”们挡在了向政府直接兑换黄金的大门之外。

不过金块本位制的“把戏”并没有演多久，很快就被演不下去了。政府一想：“反正你老百姓也不能把我怎么着，我干脆废了金本位制度。”

英国的金本位一直坚持到第一次世界大战。虽然 1925 年时任英国财政大臣的丘吉尔试图把英镑恢复到金本位制，但是大萧条危机深重，迫使英国在 1931 年永远放弃了金本位制度。1936 年 8 月-9 月，法国、瑞士、意大利、荷兰、比利时等一些欧洲国家先后放弃了金本位制，至此金本位制度退出了历史舞台。政府步步为营，处处耍赖，终于彻底背弃了当初发行货币的承诺——随时兑换黄金。

二战之后，美国实力空前强大。1949 年美国拥有当时世界黄金储备的 71.2%，合计高达 245.6 亿美元。美国人提出以其拥有的黄金储备为基准发行美元，美元与黄金之间建立 1 盎司黄金=35 美元的固定兑换比例，其他货币与黄金脱钩，只能与美元挂钩，各国都以美元为外汇储备。因为美元有黄金在背后撑腰，美元在全球通行无阻，被称为“美金”。这就是著名的布雷顿森林体系，建立于 1944 年。

然而好景不长，从 60 年代开始，美国经济实力不断走下坡路，又在越战泥潭中越陷越深。美国的军费开支、贸易赤字和财政赤字记录不断被刷新。美国人也玩起了“八个锅七个盖”的游戏，美国向世界输出了大量无法兑现黄金的美元。

处处与美国不对付的法国总统戴高乐要求美国用黄金兑付法国的美元储备。说实话，当时美国人还是比较讲信用的，他们用足额黄金兑付了法国人手中的美元。在纽约联邦储备银行的黄金仓库里，美国人把黄金从美国的储存库搬到了法国拥有的储存库。美国人说，你看，我把黄金交割到你的仓库，交易完成了；欢迎你把我黄金存在我这里，我给你非常优惠的费用，甚至付给你黄金租赁费，只要你同意我能借你的黄金临时周转一下。本来可能还没事，美国人这么一说，法国人更信不过美国人的黄金储备库了，怕自己见到的黄金不过是美国人把德国人的黄金挪过来周转一下罢了。法国人一定要把黄金运到巴黎，压在自家仓库里。从 1965 到 1968 年期间，出现了法国用飞机从美国搬运黄金的奇观。

各国纷纷效仿，抛出美元兑换黄金，美国黄金开始大量外流。到 1971 年，美国的黄金储备再也支撑不住日益泛滥的美元了，尼克松政府被迫于 8 月宣布放弃按 35 美元一盎司的官价兑换黄金的美元“金本位制”，实行黄金与美元比价的自由浮动。脱钩之后，黄金价格在一年之内上涨超过 100%；三年之后黄金价格上涨接近五倍。自此，货币与黄金彻底分道扬镳，世界进入了真正意义上的纸币时代。从此政府发行纸币几乎没有限制。

应该说，全球性的纯纸币时代还不到四十年光景。与几百年的黄金，上千年的白银相比，纸币顶多算《西游记》里的“红孩儿”，还穿着开裆裤呢。不过，决不能因为纸币出道的时间短就小看它，要知道纸币带来的危害比“黑山老妖”恐怖的多，绝不亚于“红孩儿”。

第二节 纸币的本质是信用

1715 年，中国在位时间最长的皇帝——康熙皇帝已近暮年。这一年，在欧洲，穷兵黩武的“太阳王”路易十四在他 77 岁生日前 4 天咽气。路易十四统治法国时间长达 72 年，远远超过康熙皇帝的 61 年。路易十四太长寿了，以至于他的儿子和最大的孙子都死在他前面，没有机会当上法国国王。路易十四的重孙，年仅七岁的路易十五登上王位。路易十五太小，由奥尔良公爵担任摄政王，主导内政外交。

就像自诩“十全老人”的乾隆皇帝一样，福寿双全的路易十四也热衷于金戈铁马建立功勋，喜欢豪华舞会盛大场面，所以花钱如流水。死后留给路易十五的是一幅烂摊子：国家外

债高达 30 亿里弗（Livre, 法国旧货币名称），而当时法国的每年税收收入不过 1.45 亿里弗，政府开支需要 1.42 亿里弗，财政盈余只有区区几百万，还不够还债务利息的。法国政府的信用太差，所以政府的发行面值为 100 里弗的国债，市场交易价格只有 21.5 里弗，比今天的垃圾债券还要差，信用评级估计接近破产级别了。

为了弥补财政亏空，刺激经济发展，摄政王奥尔良公爵采纳了约翰·劳——一位来自爱尔兰“混混”的意见，实施金融创新，利用发钞银行的信用发行纸币，取代铸币。

刚开始几年，新发行的纸币取得了意想不到的成功。法国政府则利用货币超发凭空获得了大量财富。因为纸币载明的价值不会随其所代表的铸币价值的变化而波动，纸币的信任度很快上升，流通范围不断扩大。随着货币流通量的扩大，工商业迅猛发展，巴黎的人口快速增加，甚至工匠的工资都开始上涨。市场上纸币的价格甚至超过了纸币的面值，最高的时候达到 15%。也就是说，100 里弗的纸币等于 115 里弗的铸币。使用方便的纸币显示出了强大的威力。

很快，法国政府贪得无厌的本性暴露无遗。就在纸币不断被民间接受的同时，政府偷偷超发了几十亿里弗的纸币。发钞银行存有的发钞储备铸币数量都不足以兑换市场上流通纸币量的一个零头。

1717 年，摄政王奥尔良公爵授权约翰·劳的密西西比公司专营当时最暴利的东方贸易，因此密西西比公司的股价扶摇直上。约翰·劳充分发挥“混江湖”骗吃骗喝的看家本领，把法国贵族、富人甚至有钱的平民都诱骗到了密西西比股票泡沫上。不断泛滥的纸币和股票泡沫让法国经济沉浸在美丽泡沫的炫丽之中。

1720 年，法国贵族孔蒂亲王要求发钞银行兑换手中的一笔巨款，发钞银行只能满足他的需求。这位法国贵族在巨大的泡沫上钻了第一个孔。很快，许多精明的富人都纷纷把手里纸币兑换成金银和硬币，流通中铸币越来越少，纸币累积起来的信用迅速崩溃。发钞银行被汹涌而至的挤提人潮包围，甚至有 15 人在同一天被人潮活活挤死。在不到几个月的时间之内，纸币的价值贬到了无人问津的地步，法国经济几近崩溃。没有了信用支撑的纸币还不如卫生纸。

从历史发展的角度来看，货币是沿着易货贸易——生活必需品——稀缺高档品——易分割的金属——天然货币属性的金银——更易标准化成本更低纸币这一路线在发展。货币起源于实现交易的方便，从不断方便到成为交易习惯，从习惯衍生了信用，信用促使货币流通范围进一步扩大。货币发展过程体现了货币的终极目标是币值稳定、方便携带、易于分割计量、降低货币成本、提高流通效率。

我们有理由相信，随着信息技术的不断发展完善，未来货币很可能会电子化、无形化，最终会消失。所谓货币的消失只是作为货币承载实体的消失，但货币所代表的信用不会消失。2008 年中国发生的 1130 万亿元的支付中，银行转账、银行卡交易、网银交易以及票据交易合计完成超过 43%，货币电子化已经初现端倪。

统一货币的诞生和发展为经济发展提供了强大的动力。货币的诞生避免了易货贸易中买卖双方必须同时出现同时有需求的限制，货币在交易的一买一卖中扮演了极其重要的中间人角色，分离了买卖双方，为卖家和买家省去寻找对手的高额成本，使得所有人更专注于自身所专长的领域，交易可以更深入地渗透到人们生活的方方面面。纸币更是克服了金属货币多个缺点：笨重不易携带、不易分割、高成本等等，高效的纸币为经济繁荣注入了高浓度催化剂。如果说，交易范围的不断扩大使得经济发展进入交易时代，那么金本位的退出和纸币诞生扩张使得全球经济进入纸币化时代。前面一章，我们提到交易是人类历史上最伟大的发明，那么纸币算得上仅次于交易的第二大发明。

当然，天底下没有两头好的东西，纸币也有天然的缺陷。纸币制度的信用完全取决于货币发行者行为，而经济体对货币发行量的重大变化产生真实而有效的反应存在明显的滞后

性，所以信用很容易被货币发行者（政府）所控制和滥用。因此在纸币制度下，储蓄者处于非常不利的地位，手中的纸币财富随时都有可能因为纸币系统的崩溃而灰飞烟灭。

1923 年年初，2 万德国马克可以兑换 1 美元，10 个月之后，需要 6300 亿马克才能获得 1 美元，这样的纸币贬值速度消灭了所有的债务，也消灭了所有以存款和现金形式存在的财富。1998 年俄罗斯卢布危机，卢布大幅贬值和巨额通胀，许多储蓄者一辈子的财富顷刻间消逝得无影无踪。

中央银行发行货币的行为实质都是将“债务货币化”的过程。央行发行货币的过程就是在货币当局资产负债表的资产一方记一笔政府债务，在负债一方记一笔货币发行。只要经济规模在膨胀，货币发行规模就可以不断增加而不出现严重的通货膨胀，而且这些债务并不需要政府归还，这是政府可以长期免费享受的货币发行收益。例如 1999 年至 2008 年，中国经济一直高速发展，货币发行当局人民币的货币发行规模从 1999 年底的 1.51 万亿增加到 2008 年底的 3.71 万亿。

没有监管，没有限制，货币容易被发行人滥用。无论是法国滥发纸币，还是美国滥发美元，都是滥用货币发行信用的典型。一旦货币失去信用这个本质，被抛弃只是时间问题。最典型的例子是十月革命时期的货币变革。1918 年俄国革命时，苏维埃政府为了筹集经费，发行了过量的卢布。因为发行太多导致卢布急剧贬值，老百姓拒绝接受。令人匪夷所思的是，革命成功之后，新政府发行的卢布没有人要，反而是沙皇时期的旧卢布因为发行量小币值稳定，很受民间喜爱。里面的原因只有一个，那就是旧卢布没有发行过量，具有纸币最宝贵的信用，在民间这种信用从来没有被破坏过。

货币的实际购买力由货币供应量决定。货币和商品一样，供求决定价格，价格反过来会影响供求。无论是纸币体系下货币发行过量出现通货膨胀，还是金属货币体系下经济发展导致货币供应不足出现通货紧缩，都证明了一个事实——货币的实际购买力由货币的供应量决定。

采用金银等作为储备发行货币最终会出现通货紧缩。随着经济发展和交易的增长，实体经济对货币的需求是不断上升的，但是货币金属的提炼技术进步非常缓慢，每年的产量基本上是稳定的，如果没有外来货币的补充，最终会因跟不上货币需求的步伐而出现通货紧缩，严重破坏经济发展。因此，从理论上讲，由独立的中央银行控制纸币发行只对纸币价值负责的制度，应该是最合适最先进最有效的货币制度。

在金本位等实物货币制度下，国际贸易可以转移实际财富，因为黄金的生产过程需要实际财富的投入，而黄金本身也有较高的工业用途和装饰用途，因此黄金本身代表了真实的价值。贸易盈余国获得贸易赤字国的黄金等实际财富，贸易盈余国可以真正强大起来。所以二战之后，当美国掌握了世界上四分之三的黄金和世界近一半的经济规模之后，作为前任霸主的英国几乎毫无守卫自身地位的能力和机会，只能拱手把霸主的宝位让给美国。

1971 年布莱顿森林体系崩溃之后，纸币体系统治世界。国际贸易本身不会使真实财富从赤字国转移到盈余国，转移的不过是纸币，而且纸币的发行量是由主要贸易赤字国（美国）完全控制的。所以尽管日本在 20 世纪 80 年代成为了全球最大的贸易盈余国，但是日本的贸易盈余以美元形式存在，投资在美国资本市场，所以美国根本不用担心日本会挑战其霸主地位。美国只需要操控美元与日元的汇率，就可以轻松榨干日本几十年贸易盈余创造的纸面财富。

以中国为代表的亚洲出口国家和石油输出国是当今经济形势下最大贸易盈余国，也是美元纸币的最大持有者，同时是美国资本市场（特别是美国国债市场）的最大机构投资者。但是这些贸易盈余所代表的纸面财富的命运完全掌握在美国手里。纸币制度下的贸易赤字对美国来说不是问题，美国并没有因为赤字而损失任何实际财富，损失的不过是美元纸币的一些信用而已。只要美元的信用不到崩溃的地步，美国就可以轻松玩弄美元汇率抽吸贸易盈余国

的财富。

中国的货币体系实际上是美元本位制。根据人民银行网站提供的数据，截至 2008 年底，货币当局资产负债表资产方剔除黄金资产的国外资产合计 16.22 万亿，占央行全部资产的 78.32%。央行的国外资产就是国家外汇管理局持有的外汇储备，大概 70%为美元资产，美元资产中大约有 8000 亿美国国债，3000 亿美国政府机构债券。

这些外汇储备是全国人民用劳动、资源等实际财富换来的，我们省着不花存在央行。而央行为了购买这些外汇储备必须发行与外汇储备等值的人民币。但是因为外汇储备增加的速度太快，央行如果直接发行人民币会导致经济体中纸币泛滥，央行不得不采用发行央票的办法回收为了购买外汇储备发行的人民币。

截至 2008 年底，货币当局资产负债表负债方直接货币发行规模 3.71 万亿，央行为了对冲流动性合计发行央票 4.58 万亿。如果剔除这些回收的流动性，仍然有高达 11.64 万亿的外汇储备通过央行成为了我们的基础货币，占央行总负债（近似于货币发行总规模）的 56.20%。所以目前我国的人民币纸币制度事实上就是美元本位制。

第三节 货币政策就是通货膨胀游戏

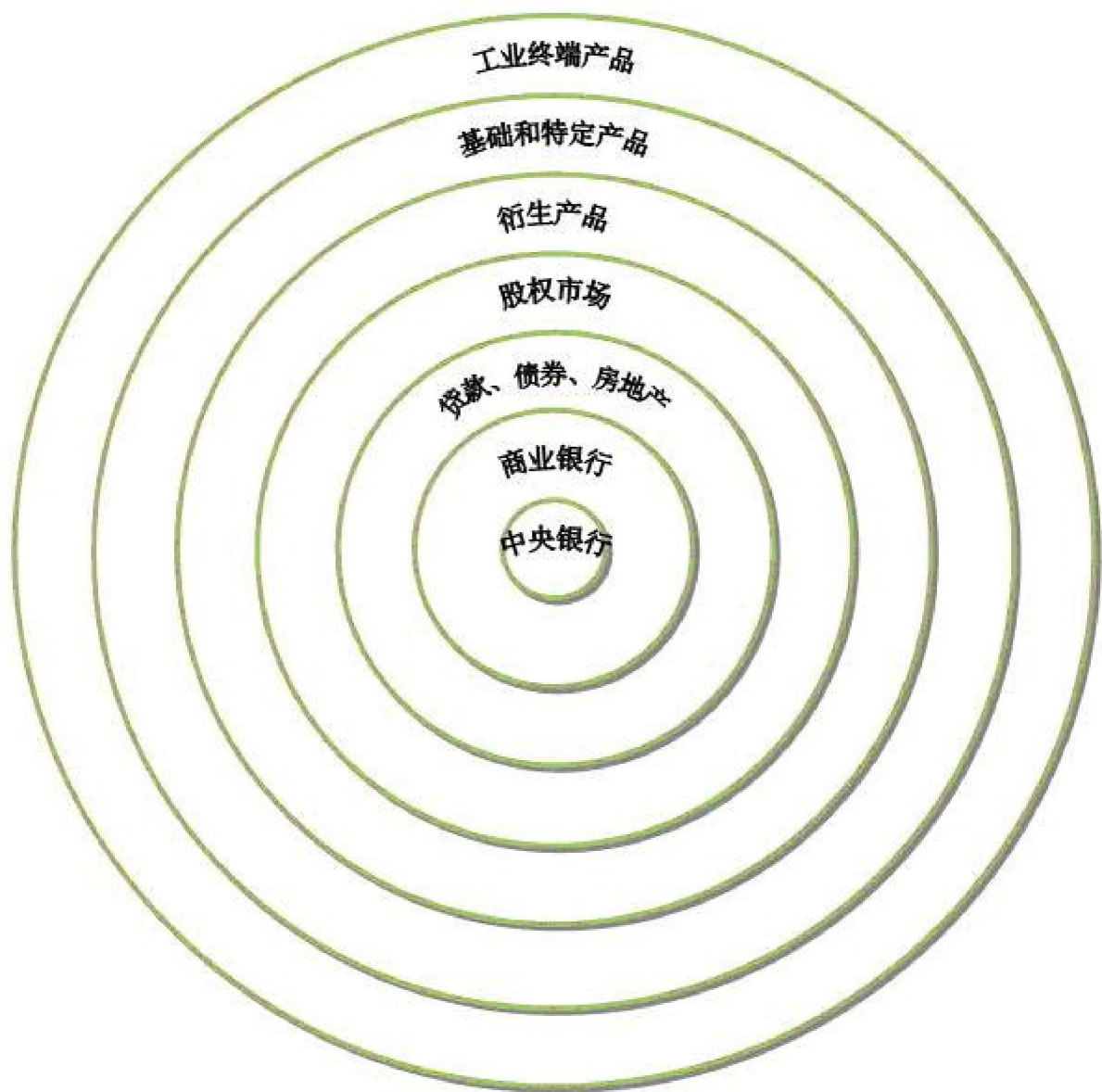
2008 年的金融危机让全世界的央行行长们永远处于闪光灯的中央。中央银行的货币政策引起了前所未有的关注。地球村的每一个公民都在担心，当前过于宽松的货币政策会不会导致手中的纸币一夜之间成为废纸。

通俗地讲，货币政策是中央银行通过影响银行体系的流动性情况来影响整个金融市场资金供给，进而影响经济体中流通货币的总量和货币成本（利率和汇率），达到刺激经济发展或者控制通货膨胀及经济过热行为。我们可以用一个漏斗梯田理论来描述中央银行、金融市场和经济体货币政策运行过程。

如下图所示。整个经济金融市场相当于一个巨大的漏斗，漏斗形状类似一层一层的梯田，最外面一层最高，最里面一层最低，最低一层是中央银行放水和抽水的通道。

第一层，即核心层是央行，处于整个体系的中央。第二层是商业银行。在商业银行之上存在一个债券市场（第三层）。在债券市场之上是股权市场（第四层）。在外汇市场、债券市场、股票市场等基础之上有一个衍生产品市场（第五层）。在衍生产品之外是基础产品和特定产品（第六层）。在基础产品之上是工业制成终端品（第七层）。

漏斗图



作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-12 22:50:32

对物价的最终影响来自经济体中的货币规模，但货币规模的大小取决于两个变量。一个是中央银行放水的规模，也就是中央银行的货币供应规模。另外一个就是货币乘数，也就是梯田系统中的水流速度，由经济体的货币需求和银行体系效率决定。

如果中央银行的货币供应规模不变，但是经济体中的货币乘数上升，流通中货币规模会上升，有可能出现通货膨胀。如果中央银行的货币供应规模上升，但是货币乘数不断下降，经济体中的货币总量可能下降，有可能会出现通货紧缩。这种情况就发生在 2008 年下半年和 2009 年，全世界货币供应量迅速上升，但是金融危机让金融机构深受重创，货币乘数迅速下降，美国的货币乘数从 9 下降到了 5 以下，所以经济体出现了明显的通货紧缩现象。如果货币供应量和货币乘数同时上升，经济体中的货币规模很可能迅速上升，最终导致通货膨胀严重恶化。

汇率是货币的对外价值，如果央行对内不发行货币，不降低利率，但是压低汇率，同样可以起到增加货币供给的目的。更低的汇率意味着本国资产对外国货币更加便宜了，可以吸引大量的外资进入本国经济体系。随着外资大规模进入本国经济体，大量的外汇转换为本币，

央行买入外汇，本币供应量自然上升，货币政策“被宽松”。但是当外资主动流出的时候，大量本币被抛售，外汇储备被提走。货币政策一开始处于宽松状态，通货膨胀可能会上升，但是央行将不得不在经济萧条的情况下加息，经济就有可能进一步紧缩，面临汇率和利率双紧缩状态。

一张百元大钞从中央银行的高精尖印钞机上吐出来，流通到拉平板车的张大爷手上，中间必须经过金融系统的放大作用和无数中间流通环节。这其中有一个秘密，很多人可能会忽视。新发的钞票一下线就和你我手中的钞票具有同等购买力，等于所有人手中钞票都被等比例贬值了，但是真正贬值不是发生在钞票下线的时候，而是要等到这张钞票流通到市场，无数张大爷们拿着钞票去买东西的时候。因此第一个到市场使用那张新钞票的人获得了额外收益，用一张不值 100 元的钱获得了 100 元的物品。按照使用这张钞票的时间先后顺序来排，第一位的是金融系统，因为央行发钞必然经过金融系统；其次是富人和企业，因为只有富人和企业才能从银行贷款，提前消费；最后才是普通消费者，他们获得工资收入之后才会拿到那张转了无数圈的钞票。

因此，整个金融系统资金满溢或缺的情况是从中间层次一层层向外蔓延的，通胀发生时，房地产、股票、债券等资产价格一般情况下比基础产品和工业制成品对货币政策和资金变动情况的反应最快，最灵敏。通胀一般最先传导到高档的大宗消费品：住房；因为住房资本容量大，收益稳定。在流入房地产市场的同时或者之后，资金就会流入股市造就大牛市。房地产和股市溢满之后，资金会顺流往下光顾到基础产品、收藏品，因为这些产品的供给弹性比较小。反应最慢的是工业制成品。工业制成品处于整个链条的末端，企业的技术进步和劳动生产率的提高以及压缩实际工资可以在一定范围抵消原材料和基础产品价格涨幅变动。即便在工业制成品中，反映较为灵敏的依然是高端产品，例如奢侈品和名车等，最后才会蔓延到统计局公布的 CPI 消费品，等到它们快速涨价的时候，通货膨胀问题其实已经非常严重了。

这方面的例子很多，我们以中国经济本轮周期为例。中国的房地产价格从 2003 年开始出现明显的涨价苗头，一直涨到 2007 年 10 月左右，平均涨幅约为 3 倍；但是股票市场是 2005 年底才开始走出底部反弹也是到 2007 年 10 月左右达到顶峰，上涨了 500% 以上；人民币汇率从 2005 年开始逐步放开，到 2007 年 10 月开始才出现明显的快速上涨阶段一直到 2008 年 6 月底达到高峰，上涨大概 20%；作为重要基础产品铁矿石价格从 2002 年的 24.8 美元/吨增长到 2008 年的 170 美元/吨，仅仅 6 年的时间就上涨 7 倍；国际粮食价格是在 2008 年上半年出现了一轮疯狂涨势；工业制成品的价格只有在 2007 年下半年和 2008 年上半年才有一波明显的涨幅。

一般情况下，中央银行会根据居民消费物价指数（CPI）的变动情况来判断经济金融系统是否货币泛滥或者货币不足，但是 CPI 指标在整个金融系统中的反应比较慢，因为 CPI 覆盖的商品主要是工业制成品和基础产品，而两类产品处于整个经济金融系统的最外面两层，反应最为滞后。

中央银行依赖一个滞后的指标，所以中央银行的货币政策很容易出现调整时间、调整方向、调整幅度等方面的一系列问题，最终导致原本希望作为经济“稳定器”的货币政策变成了经济“振荡器”，反而加大了经济调整的幅度。为了少犯错误甚至不犯错误，中央银行始终像踩钢丝一样，小心翼翼地调整货币政策。无怪乎，中央银行家们，例如美联储前主席格林斯潘，谈到货币政策时，总是喜欢使用模棱两可的语言，不可捉摸的态度，显得特别高深莫测；可能就是为了掩盖不知所然的真实面目。美国联邦储备委员会前主席格林斯潘有一句经典名言：如果你觉得听懂了我说的话，那你一定是误解了我的意思。

凯恩斯主义兴盛以来，中央银行往往以通货紧缩不利于经济发展为由，长期开动印钞机，让经济体永远处于温和通货膨胀状态。在纸币体系货币政策下，物价只有涨幅大小之分，

没有正负之别。即便出现了短暂的物价下降，很快会被中央银行拉回来。增发货币式的货币政策直接稀释货币购买力，降低利率的货币政策直接剥夺了货币供应者（存款人）的收益，因此货币政策的本质不过是“中央银行请客，存款人埋单”。

货币泛滥是一种聚沙成堆，集腋成裘的过程，货币不会一天之内洪水泛滥。货币从发行泛滥到物价飞涨之间有很长的路要走，可能会以需求旺盛的形式体现，可能会以工资上涨的形式体现，可能会以通胀预期带动实际通胀的形式体现，但是不管以什么方式体现，从中央银行印钞机上流出去的钞票，最终会成为市场上有价值货物的铁杆“追求者”。就像历史上因为追求者过多出现“一妻多夫制”一样，货物的追求者多了，出现通胀也就理所当然了。

货币政策偶尔用一下似乎很有效的，但是长期使用带来的后果是致命的。说得粗俗一点，货币政策如同春药，偶尔一用，确实会调节情趣，但是长期使用就会成为“刮骨钢刀”。在中央银行的长期慷慨之下，持续的通胀吞噬了存款人惊人的财富，直到恶性通货膨胀摧垮货币信用，纸币沦为废纸，人类经济史上出现过的纸币都在不断重复的这个故事，恐怕如今的纸币们未来很难逃脱这个宿命。

作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-12 22:53:23

第四节 无处不在的财富绞杀机

1980 年，美国马里兰州立大学经济学家朱利安·西蒙（Julian Simon）教授与斯坦福大学生态学家保罗·埃尔里奇（Paul Ehrlich）教授打了一个赌。双方赌的是不可再生性资源是否会因为人类的不断消耗导致价格飞涨。

埃尔里奇教授认为，随着经济的发展和人口增加，全球对石油、铜等不可再生资源的需求会越来越大，供应减少需求增加，不可再生资源的价格自然会越来越高。但是，西蒙教授认为技术进步及市场经济价格机制会解决所有问题，不可再生资源的价格不但不会上升，反而会下降。他们谁也说服不了谁，所以决定打赌。

他们选定了五种金属（铬、铜、镍、锡、钨）为标的，按照 1980 年 9 月 29 日的价格，以假想的方式买入每种金属 200 美元，合计 1000 美元。到 1990 年 9 月 29 日，剔除通货膨胀的因素，如果这 5 种金属的价格上升，西蒙教授就要付给埃尔里奇教授这些金属的总差价。反之，如果这 5 种金属的价格下降，埃尔里奇教授将把总差价支付给西蒙教授。10 年之后，剔除通胀因素，这 5 种金属无一例外都跌了价。埃尔里奇教授输了。不过他恪守信用，向西蒙教授合计支付了 576.07 美元。

埃尔里奇教授输就输在他轻视了技术进步、效率提高和价格机制三者相结合的强大作用。技术进步让人们发现了新的矿藏、发明了更先进的机器设备和更高效的提炼方法，绝对的短缺根本没有发生。在价格机制和技术进步的合力下，许多金属找到了价格便宜效率更高的替代品材料，例如塑料替代了不少金属的使用功能。事实上，自 1870 年以来，自然资源的价格一直在下降。

西蒙教授追溯了人类 1 万年来使用自然资源的历史，得出一个结论：当物质变得稀少，价格开始上升时，人类的智慧就会有新的发现，总能找到新资源去替代老的资源；似乎人类的智慧是无穷无尽的，我们总会绝顶聪明地找到解决问题的好办法。

3000 年前，希腊人制作青铜所必需的锡出现短缺，希腊人很快就发现了铁，由此人类从青铜时代过渡到铁器时代。16 世纪，英国木材开始变得贫乏，价格上涨，不过煤的发现，让人类很快度过了危机。1850 年左右鲸油的短少促成了 1859 年世界上第一口油井的开采。2007 年石油价格飙涨，但是高油价让过去昂贵的可再生能源显得不再高不可攀，人类开始重视利用新能源。

经济学家霍特林在 1931 年的《不可再生资源的经济学》中已经进行了深入分析。他把这类资源价格的变动率称为该资源存量的利率，这种利率会随着其他资产的利率(收益率)变动而同比例变动，这就是著名的霍特林原理。铜和石油等不可再生资源的价格上升至一定高度时，必然会因替代品的大量生产而下降，甚至低于原来的价格水平。

如果严格实行金本位制度，控制好货币发行规模。随着技术进步和生产效率提高，物价长期而言是下降的。剔除通货膨胀因素，一百年来，主要商品的价格并没有出现明显上涨，长期趋势似乎是下降的。如下图。

在 1951 年之前，受到金本位等制度限制，美国的物价只有在战争时期或者特殊短缺时期出现过明显上涨。一旦这些特殊原因消失，物价会缓慢下降到上升前的水平。期间美国物价经历了两次大的波动，一次是由于美国独立战争出口封锁和经济混乱，另外一次是美国内战，林肯政府发行了不可兑换的绿背钞。尽管战争会导致物价急速上涨，战争结束之后，物价很快缓慢回落到战争之前的水平。在金本位制度下，长期而言物价是基本保持稳定的。如下图。

如今，政府动不动拿通货紧缩说事，嚷嚷着通货紧缩会导致经济萧条。可是，事实根本不是这样的。

上图中可以清楚地显示，从 19 世纪 70 年代开始，美国物价急剧下降，到了 90 年代下降的趋势才停止。当时很多人都认为美国正在经历“大萧条”。但实际上，这段时间恰恰是美国经济飞速增长的时期。西部大开发带来了空前的粮食大丰收，安德鲁·卡内基建立了钢铁王国，石油大王洛克菲勒开始开采“黑金”——石油。

这段时间的物价下降是对美国内战引发的物价上涨的一次纠正。为了筹措战争费用，1861 年美国国会授权财政部直接发行了 4.31 亿无铸币和黄金担保的纸币，称为绿背票（Greenback）。内战结束之后，美国政府停止发行绿背票，逐渐从流通领域收回绿背票，并且采取措施减少公共债务，流通中的货币不断减少，所以商品和服务的价格下降。到 1879 年，美国政府承诺绿背票可以自由兑换成金银，至此绿背票与其他纸币没有任何区别。

如果货币不贬值，物价应该是缓慢下降的，因为生产力在提高。1974 年 7 月 13 日，《经济学人》杂志发表了一份统计报告显示，在金本位之下的英国，从 1664 年到 1914 年的 250 年里，物价保持着平稳而略微下降的趋势。如果 1664 年英国物价指数设定为 100 的话，除了在拿破仑战争期间（1813 年），物价曾经短暂地上涨到 180 之外，在绝大多数时间里，物价指数都低于 1664 年的标准，当 1914 年第一次世界大战爆发的时候，英国的物价指数为 91；也就是说 1914 年一英镑的购买力比 250 年前的一英镑购买力更强。

所谓主流经济学家们宣扬的必须保证物价以一定的速度上涨，否则会引起长期通货紧缩和经济衰退的言论根本就是个弥天谎言。那是凯恩斯之流的经济学家教唆政府用来欺瞒百姓、窃取社会财富的伎俩。通货膨胀和经济增长不是一对必然联系的兄弟，通货紧缩和经济停滞也不是绑在一起的冤家。未来很有可能出现通货膨胀和经济停滞，就是所谓的滞胀。

在通货膨胀刺激经济发展的教条之下，中央银行积极推行货币政策，通过影响货币的价值进而影响商品价格，改变企业和消费者的物价预期，改变资金成本影响资金供求关系，达到刺激经济发展或者控制经济过热的目的。

二战后，美元虽然名义上与黄金挂钩，但是美元的发行规模远远超过了美国黄金储备所能允许的上限，是一种事实上的纸币制度。在纸币制度和通货膨胀式货币政策之下，美国的物价只有更高，没有最高。即便物价下降，也是象征性的，很快就会掉头向上。到了布莱顿森林体系崩溃之后，物价更是像脱缰的野马一样直线上升，纸币制度下，通货膨胀的威力之大远远超过了普通人的想象。

通货膨胀从哪类产品开始爆发具有偶然性。全面的价格上涨不会在一天之内发生，一般情况下会先发生在供给弹性比较小的行业，例如粮食、原材料等基础产品。当然如果正好赶上了某个行业的结构性调整问题，也会最先发生在这个行业。堡垒总是在最薄弱的环节被突破。我们在判断是否出现全面物价上涨的时候，不能只看某一个商品的价格变动，更要关注其他商品的价格，特别是基础产品的价格和服务业价格。

2007 年中国物价上涨最先发生在猪肉价格上，除了货币因素之外，主要原因还有两个，一个是生猪从出生到出栏有一个大约 4 个月的周期，如果从培养母猪开始计算，生猪的生产周期就更长了，所以生猪的供给弹性较小，第二是当时中国生猪行业的猪蓝耳病处于流行期，供给确实出现了结构性下降。

如果中央银行放任货币贬值，物价猛涨。人们会怀疑中央银行控制通货膨胀的诚意，市场会很快建立通货膨胀的预期。经济体中理性人就会迅速采取行动，把任何到手的货币转换为资产和消费品，资产泡沫就会出现，大宗商品价格会不断上涨。价格上涨的现实验证通货膨胀的预期，会使得通货膨胀自我实现。

通货膨胀的预期自我实现模式一经建立，即便央行不增加新的货币，经济体中物价也会呈现螺旋式上升，因为纸币的流通速度会不断上升，货币乘数在加快，直到央行采用异常严厉手段提高利率重建信誉，才能把泛滥在外的货币回笼到金融系统。这就是发生在美国 20 世纪 70、80 年代的高通货膨胀和高利率的故事，如下图。

战后美国实施虚金本位实纸币制的货币政策、美联储在 20 世纪 70 年代采用直接将债务货币转化为财政赤字融资、布莱顿森林体系破产导致美元大量回流美国、美元贬值和地缘政治因素导致油价迅速上升等四个条件推动下，美国在 70、80 年代出现了严重的长期通货膨胀。为了维护货币信心，重建央行信誉，时任美联储主席保罗·沃尔克不得不采取空前严厉的货币政策，两次把美元基准利率提高到 20%，终于成功克服了通胀顽疾。

政府放任货币发行和通货膨胀有两个重要原因。首先，通过货币发行政府可以获得丰厚的铸币税收入。在 1975 - 1985 年的十年间，美国每年所征收的铸币税占 GDP 的比重为 1.17%，英国为 1.91%，法国为 2.73% 左右（萨克斯，1997）。其次，政府往往是最大的债务人，通胀可以使其债务不断缩水，所以政府都乐见经济体出现通胀。

长期的通胀相当于政府利用国家机器在向居民收取庞大的税收，财富在一天天的物价上涨中不断向政府转移。无处不在无时不在的通货膨胀是个人财富最厉害的绞杀机。只要你持有货币，你就应该明白，政府每一分每一秒都在从你我手里收税，即使我们睡着了，收税行为还在进行。

从 1971 年到 2006 年的 35 年时间里，相对于黄金的价格而言：美元已经贬值了 96%；意大利里拉的购买力下降了 99%；瑞典克朗的购买力下降了 96%；英镑的购买力下降了 95.7%；法国法郎的购买力下降了 95.2%；加拿大元的购买力下降了 95.1%；德国马克的购买力下降了 89.7%；日元购买力下降了 83.3%；瑞士法郎的购买力下降了 81.5%。自从 1971 年美元与黄金脱钩，这些数据清晰地显示中央银行在以什么样的速度掠夺民间财富。

改革开放 30 年来，人民币的购买力大概下降了 80% 左右。猪肉从每斤 1.5 元升到了 14 块多，汽油从 2 块多/升涨到了 6 块多，袜子从一块多一双升到了 10 块多。大城市房价从 1000 多元/平米升到了 2 万多元/平米（就这个涨幅，华远地产的任志强老总还嫌慢）！2009 年央视广告招标人气非常高的《新闻联播》时段广告最终拍得了 4330 万元的金额，相比 1993 年同时段的广告，其价格上涨了 72 倍。

根据《中国财政年鉴（2008）》提供的数据，如果 1979 年居民消费物价为 100，那么到 2008 年物价指数为 503.12。

我估计阴间的通货膨胀比阳间更严重。10 年前，天地通用银行发行的货币最大面值不

过 5 千万，而现在随处可见 5 万亿的冥币。五年后，估计会出现 5 万万亿的冥币，恐怕要不了多久估计 5 亿亿亿的冥币都该出来了。即便是以美元标价的冥币最小面值也不是 100 美元，而是 5 万美元。

通货膨胀失控会引发严重后果。长期恶性的通货膨胀会引发货币信用危机，导致经济混乱，甚至出现政治危机。据津巴布韦中央统计办公室透露，2008 年 7 月的津巴布韦同比通胀率高达 231000000%，物价水平与一年前相比猛增 231 万倍。这是津巴布韦政府公布的最后公开数据，之后不再发布通胀数据。央行发行了面额为 10 亿的货币，物价几乎天天翻倍，有的时候晚上价格甚至是早上的 3 倍，银行只允许储户每天提取大概只能买几个西红柿的钱。津巴布韦政府已经完全破产，国民经济已经崩溃。

严重的通胀能轻而易举地摧毁一种货币的信用基础，即便政府成功控制了恶性通胀，但是一有风吹草动，居民就会选择抛弃这种货币。1997 年亚洲金融危机之后，俄罗斯发生了货币危机，物价飞涨，卢布对美元贬值高达 71%，很多俄罗斯人终身储蓄化为泡影。至此之后，俄罗斯人对卢布充满了不信任的恐惧，只要一出现危机，俄罗斯人的第一反应就是把卢布换成美元或者欧元、英镑等外币。2008 年，俄罗斯与格鲁吉亚的发生战争，金融危机又扑面而来，外资迅速撤离俄罗斯，居民也冲向银行把卢布换成美元等外币，俄罗斯的外汇储备从 2008 年 8 月 5830 亿美元下降到 2009 年 2 月的 3880 亿美元，6 个月内下降了约 35%，卢布对美元的汇率也下降了 35%。

在大洋的另一端，阿根廷历史上也发生过严重的通货膨胀和货币危机。2008 年金融危机发生之后，阿根廷国民经济“美元化”势头又抬头。阿根廷中央银行公布的报告显示，截至 2009 年 5 月 22 日，阿根廷金融系统中的比索存款和年初相比出现了小幅下降，而美元存款则增加了 22%。阿根廷私人银行中 19.8% 的存款都是美元，而 2008 年这一比例为 16.7%。尽管阿根廷银行体系美元定期存款年利率大概在 0.5% - 2.5% 之间，而比索存款的年利率达到了 12% - 13%，但是当地居民仍然毫不犹豫地选择了美元。

事实上，经济体内部低成本资金只有两个，一个是处于中下层的普通消费者，他们太穷，必须要存钱才能买得起大件，特别是房子；另外一个源头就是中央银行印钞机和金融系统的货币创造过程衍生出来的天量货币供给。

为了追赶上长期的通货膨胀的速度，存钱人被迫拼命工作，希望挣钱的速度能够赶上贬值的速度。由于不断担心手中持有的纸币贬值，更迫使所有人学会了投资投机，把一个个家庭主妇逼成了宏观经济学家和金融分析师。

通货膨胀让那些过着削峰填谷式的勤俭生活的人成为最愚蠢的“冤大头”，自己省吃俭用的钱被借钱人提前享用，却得不到任何实质性的报酬。借钱者，无论经济增长还是经济衰退，却永远都受到政府、中央银行和金融系统的宠爱。

在全球化的今天，金融市场高度发达，信息传播在弹指之间，地球村的居民对通货膨胀掠夺财富的危害有着清醒的认识。任何一个国家的货币当局，如果肆意滥用货币信用，任由通货膨胀盛行，那么这个国家的国民和世界可能会在一夜之间抛弃这种货币。货币信用没有例外，美元、欧元、日元、英镑、人民币都一样。

第三章 流沙之上的高楼：金融幻相

高僧说：施主捐些款吧，三百五百的都行。游客回答说：实在没带这么多钱，下次吧。高僧回答：可以刷卡。

幼儿园阿姨说：“尿床一次罚款 5 元，尿床两次罚款 6 元，尿床三次罚款 7 元。”小男孩站起问：“包月多少钱？”小女孩站起来问：“办 VIP 年卡行吗？”

女网友在线征婚，征婚词曰：有人愿意娶我吗？可以按揭。

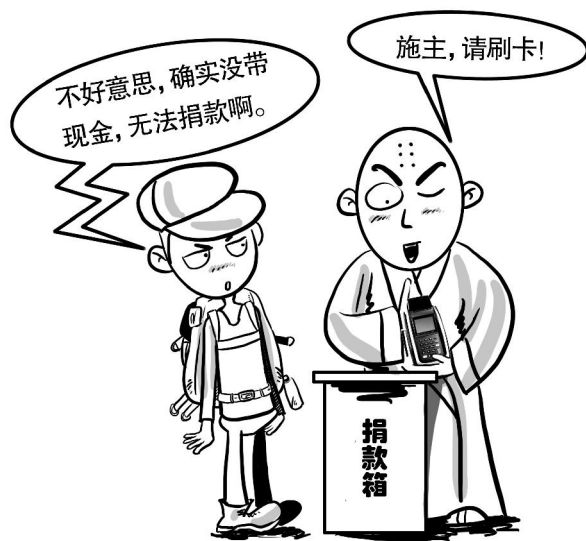
无论是寺庙道观，还是幼儿园，无论是现实生活还是虚拟世界，金融的渗透已经无处不

在。经济在度过交易化、纸币化时代之后进入了金融化时代。

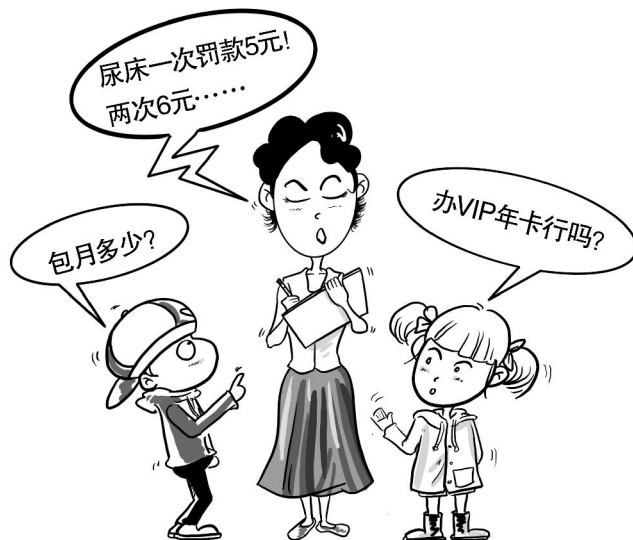
以金融家的眼光来看，世界上的东西大致可以分为两大类，一类是消费品，另外一类是投资品，不属于这两类的就处于两者之间。生活中以使用消耗为目的的各类物品都可以称为消费品，而生活中以获取未来现金流为目的的物品可以称为投资品。金融化就是指经济中越来越多的产品，包括过去被认为消费品的产品，被当作投资品，成为人们博取投资收益，特别是赚取炒卖价差收益的工具。

最近几十年，经济金融化的趋势日趋明朗：金融产品的范围不断扩大，从过去炒债券炒股票到今天人们几乎可以炒作所有的产品，甚至连地里的大蒜、墙上的辣椒都难以幸免；参与金融投资投机的人群越来越多。过去，投机只是有钱人的游戏，今天连坟头烧纸钱的老太太都不忘嘱托阴间的亲人，收到纸钱别忘了买基金保值；在个人和企业狂热参与金融投机之后，政府也不甘落后，热衷于搞资本运作和金融创新，金融化已经渗透到了方方面面。

与时俱进的寺庙



不甘落后的幼儿园



第一节 金融不是简单的资金融通

教科书喜欢把金融定义为资金的融通，似乎金融就是指资金在人、机构（泛指所有超过一个人的组织）、地区等之间这种流动现象。我们稍微深入思考一下，就会发现这个概念过于肤浅，经不起推敲，根本没有说清楚金融所涉及的一些基本内容，只是简单描述了现象，以现象解释概念。

这种定义就好像历史上有哲学家把人定义为无毛直立行走的双脚动物一样；反对者只要拔光一只鸡的毛，就让这个概念现出原形。我们要反对这个概念太容易了。例如你不小心把10元钱从口袋掉到了地上，这就是金融；如果你把它捡起来了当然也是金融；如果你没有注意到，被别人捡起来了就应该称作金融创新了；如果捡钱那个人把这10元钱交给了警察就应该称为金融衍生产品了，因为中间涉及到道德评判的问题了。

要全面理解金融的概念，至少需要回答三个问题：掌控资金流动的主体是谁，资金为什么会流动，资金流动的方向和方式是什么。

掌控资金流动的主体很简单，就是所有金融市场的参与者都是掌控资金流动的主体，包括机构和个人两大类。经济体内几乎所有的机构都参与金融市场，例如本章开头提到的寺庙。不少个人投资者通过机构间接参与金融市场，例如把钱存到银行由银行运用个人资金参与金融市场，个人购买基金由基金公司参与股票债券市场。不过，随着金融市场的不断发展壮大，越来越多的个人投资者选择了直接参与金融市场，例如直接入股企业、买卖企业的债券和股票、买卖国债等等。

资金流动的目的只有两个，一个是交易，另外一个为逐利。作为交易本质（不包括低买高卖投机性质的交易行为，例如囤积居奇）流通的资金其实是货币研究的范围，所以笔者认为作为狭义金融（不包括货币）研究对象的资金，其流动的唯一目的就是获利。

第三个问题，资金流动的方向和方式是什么。资金流动的方向简单来说就是从低收益向高收益流动，但是收益高低的评判标准是经风险调整后的收益，而不是绝对收益率。不过如何定义和评判经风险调整后的收益有很多定性和定量的方法，每个人、每个机构都有自己的观点，所以这里讲的资金流动的方向从低收益向高收益是一种相对评判标准，而不是绝对标准。因为不同时期，不同环境使得人们对各类金融风险的容忍度在不断变化，导致人们对

承担风险索要的回报要求也在不断变化,所以在不同时期不同主体对各类金融产品经风险调整后的收益要求也是不断变化的。不同机构不同个人不断变化的风险偏好是导致资金不断流动,甚至从金融系统流出或者流入的关键因素。

坦率地说,索马里海盗的职业化,其实是一种风险与收益平衡下的精确计算。索马里的无政府状态表明当地犯罪惩罚代价是零,犯罪风险接近于零。在理性人的前提下,所有人都会选择收益最高的行为。当地没有像样的银行可抢,因此抢劫有钱国家的船只成为了收益最高的最优选择。索马里海盗人数从 2001 年的 100 多人上升到 2008 年的 1000 多人,装备更加精良化,配备了现代化的全球定位系统,甚至在伦敦成立了地下的情报组织,打探来往船只信息。最近,索马里海盗已经建立了“山寨”版股票交易所为打劫“融资”,当地居民纷纷参与。金钱、枪支弹药和一切有用物品都能“入股”,有人用一枚榴弹入股 38 天内赚取 7.5 万美元的回报。索马里海盗的职业化、专业化和广泛化,甚至金融化,表明投资资金和人力资源不断从各个渠道流向海盗,海盗行为产生的风险调整后的收益显著高于其他任何投资带来的收益。

资金流动的方式是什么,简单来说就是金融产品,例如现金、银行存款、贷款、债券、股权(包括股权投资、股票等与股权相关的产品)、各类基金、作为投资品的房地产、衍生产品等等。事实上,随着金融意识的普及和强化,很多过去非金融性质的物品也开始具有金融产品的特性,例如原材料、石油、艺术品、古董、名酒名表等等。在某些极端情况下,任何物品都可以成为金融产品,例如荷兰郁金香投机狂潮中的郁金香,中国普洱茶、红木家具、奥运纪念钞等等。

近 30 年来,无论国内国外,金融创新和数理技术的应用使得金融产品越来越丰富,越来越花哨。花样翻新的金融产品、便捷的资讯技术和不断扩大的参与主体让金融资金流动的方向、速度、力度等因素发生了翻天覆地的变化。金融发展对经济生活的渗透力远远超过了以往,对经济的影响力也大大超过了历史上任何时期。从地球村的角度来看,随着资本跨国界的自由流动和日益扩大的自由贸易的深入发展,金融市场全球化、一体化的特点已经非常明显。

因此,确切地说,金融应当定位为,各种金融市场主体随着对经风险调整后的收益要求的变化使以逐利为目的的资金在不同的金融产品之间不断流动。

有了定义之后,我们来看看金融学的基本框架。笔者认为,金融学有三个非常明确的前提或者假设。一是货币是有时间价值的,二是风险厌恶原则,三是无风险套利定价原则。正是这三个假设奠定了金融学理论基石。

什么是货币的时间价值?通俗来讲,就是今天的 100 元钱和一年后的 100 元钱的值是不一样的,今天的 100 元钱比一年后的 100 元钱值钱。原因很简单,如果你今天把 100 元钱买了柜台国债或者存入一家不会倒闭的银行,一年后肯定会收到 100 元本金加利息,金额肯定超过 100 元,我们假定为 110 元。110 元中 100 元是本金,10 元是利息,利息就是货币的时间价值。同理推算,1 年后的 100 元钱现在只值 $100 / (1 + 10\%) = 90.91$ 元。

时间是个好老师,可惜他的教导能让一切变得毫无意义,货币的时间价值同样如此。如果可以,我非常乐意送给本书的每位读者一百万,不是日元,是美元。是的,您没有看错,不过兑现的时间是一百万年之后。

货币的时间价值这个假设是建立在另外一个假设之上的——如果不考虑结算风险等相关技术性因素,一个国家的本币国债是没有风险的。例如中国政府发行的人民币国债是没有违约风险的,到期一定能够还本付息。

应该说,这个假设是比较合理的,因为国债是以政府未来的税收收入做抵押发行的。政府具有暴力统治权,如果未来税收不足,政府可以加税;如果无法加税,中央银行可以加印货币还债;所以,在没有政治大动荡等特殊因素的干扰下,本币国债确实是没有信用风险的。

如果发生政治大动荡、战争、改朝换代等等特殊事件，本国国债事实上的风险对于投资者来说已经没有意义，因为这个时候就算是持有该货币的现金也是有风险的，这种货币很可能因为动乱而失去货币信用这个本质而被抛弃。

在回报相等的条件下，相对于不确定的收益，思维正常的人都喜欢确定的收益。既然其他金融产品的风险或多或少都高于国债，这些金融产品提供的回报必须高于同期国债，否则这些金融产品是没有人愿意购买或者持有的。国债收益率曲线也被称为无风险收益曲线，在货币的时间价值无风险收益之上的收益就是风险收益，有风险有收益，无风险无收益。这一点正好可以引申到金融学的第二个假设。

一般金融学教科书把风险厌恶原则定义为，在收益相同的条件下，投资者会选择风险较小的金融产品；在风险相同的条件下，投资者会选择收益较高的产品。笔者认为这个假设是不全面的，也是不准确的。仅仅凭这一条风险厌恶原则是无法实现金融产品的均衡定价，因为这条原则只是表明了收益与风险之间的一阶导关系。

随着风险不断上升，收益率不断上升，就是风险越大收益越高。按照风险厌恶原则，理性投资者都会追求收益最大的那一个点。我们知道，在微积分中一阶导为零的那一点是函数的极值点。在收益与风险函数中，一阶导为零的那个收益应该是所有投资追求的收益率。但事实上，在收益与风险函数中一阶导为零的那个点是收益无限大和风险无限大的点，这个点只是在理论上存在，在现实中应该是不存在的。另外金融实践也告诉我们，一般情况下，理性投资者不会愿意承担无限大的风险去追求无限大的收益。这就是说明目前我们提到的风险厌恶原则在理论和现实中都存在问题。

其实，金融学里所谓的风险厌恶原则除了上面提到的风险与收益的第一层关系之外，还暗藏着第二层更重要的关系。那就是随着风险的上升，投资者对收益的要求是加速上升的；也就是说，随着每一个单位风险的上升，投资者会要求超过一个单位的收益上升；到一个单位风险上升等于一个单位收益上升那一点的时候，对于投资者来说，风险与收益达到均衡，这个点就是收益对风险的二阶导为零的那个点。

只有满足了这个条件，金融产品才能用均衡定价的理论实现金融产品的理论定价；否则金融学整个大厦就失去了最重要的一条支柱——定价理论缺失。当然，均衡价格只存在于理论之中；绝大部分投资者是不可能精确追求到二阶导为零这个点所代表的收益水平，往往是在这个点之下或者之上，落在这个点上的概率非常小。接下来谈到的第三个假设也从另一个角度证明了这个观点。

金融学的第三个假设是无风险套利原则，其实准确来说应该是不存在无风险套利机会的定价原则。

什么叫无风险套利。譬如你的老板给你开 1 万块钱一个月的工资，你发现在市场雇一个人，工资只要 1000 元一个月，就能替你完成所有工作。因此你给自己雇个人，让他为你工作，你每月发给他 1000 元，你从公司每月领 1 万元，中间的 9000 元就是你自己的了。你每个月要做的就是收一次工资，发一次工资，然后坐收 9000 元，这就叫做无风险套利。当然，这样仁慈的老板只会在圣经中出现。

如果市场出现无风险套利机会，大量的套利者便会蜂拥而上直到把套利空间压缩到没有套利利润为止。所以金融学认为可以使用现在有市场价格的金融产品按照无风险套利原则对新产品进行定价。

如果说第二个假设是金融产品的绝对定价理论的基础，那么第三个假设是金融产品相对定价理论的基础。如果严格按照无风险套利定价原则这个假设，理论上除非金融市场所有的产品都处于均衡价格，否则就一定会存在套利空间。既然不可能让所有金融产品的价格同时并长期处于均衡价格，套利空间或大或小永远都存在。在无风险套利行为的推动下，金融产品价格会不断趋于均衡价格，但是也让长期处于均衡价格失去了存在的基础。金融产品均衡

价格的无法精确计算和无法使所有金融产品同时达到均衡价格是金融市场不断出现价格扭曲的主要理论原因之一。

作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-13 07:42:03

第二节 金融的实质：风险定价

在货币价值不变的前提下,任何一项资产的价格都取决于资产产生的未来现金流和折现率。金融产品的定价原理非常简单:首先预测资产未来现金流的分布情况,其次按照资产风险状况确定对这项资产所产生现金流的折现率,然后利用折现率把未来现金流折现就得到资产今天的价格。

如何确定资产未来的现金流,金融学普遍按照一定的假设对资产未来的现金流进行预测。我们以最常见的金融产品——债券和股票为例简要说明定价过程。最简单的是固定利率债券,因为利率确定,很容易得到未来现金流的准确分布情况,根据折现率对这些现金流折现就得到了债券的价格。预测股票的未来现金流比较复杂,但是基本逻辑很简单。先根据企业所在国家的经济发展情况,行业发展情况和企业本身发展情况预测未来企业盈利情况,然后预测企业利润分配方案确定未来各年份企业股利水平,最后根据折现率折现就得出企业股票价格水平。股票定价还有一种相对定价方法,简单来说,就是分析同行业同类公司的定价情况预测所研究公司的股价。

因为衍生产品是建立在利率、汇率、股价、商品价格等基础金融产品之上的,所以衍生产品现金流的确定就要复杂的多,但是其通用理论却也同样简单。根据历史统计分析等各类模型预测基础金融产品的价格,然后根据衍生产品的结构确定现金流分布,最后按照折现率进行折现就可以得出衍生产品价格。因为影响衍生产品现金流的因素较多、变动方向和幅度更无序,故确定衍生产品现金流时需要更多假设、更为复杂的数学模型、最终的结果也更为不可靠。衍生产品定价研究在金融学上是属于最尖端的技术,不少衍生产品模型专家都是数学博士或者物理学博士,在业内被称为“火箭科学家”。

现金流确定之后,剩下的问题就是需要确定折现率。前面提到其他任何金融产品的风险都要高于国债,所以折现率一般是在国债(无风险)收益率的基础上增加一个利差(spread)。利差的大小取决于资产本身蕴含风险的大小,风险越大,利差越大。例如,贩卖小商品的风险较小,一般情况下收益的利差可能不会超过20%,而走私的风险要远大于贩卖小商品,因此走私的平均利差要在50%以上。风险比走私更大的贩毒,收益的利差比例一般都维持在100%以上。直接抢银行省去了买卖物品的繁琐交易过程,直奔主题,一般情况下风险比贩毒还大,所以收益的利差几乎是1000%以上,有的可能是无穷大,因为几乎没有成本。可以想象,由于启动资本和人手的限制,黑社会“老大们”可能不得不在走私、贩毒、抢银行等“业务条线”上进行合理分配以达到收益最大,而分配的依据就是利差大小与风险的对比。

虽然市场上很多机构经常对外吹嘘采用如何复杂如何精密如何高级的数学模型,其核心的定价基础理论就是确定现金流+确定折现率。所谓的复杂高级精密体现在预测现金流和折现率上,但不会颠覆这个定价理论。

金融的本质是风险。因为对风险的定义、计量、管理和控制决定了金融产品的价格,反过来说,金融产品的定价其实就是风险定价。只有当我们能够准确地对风险进行定价的时候

才能合理确定金融资产的价格。在对金融产品进行定价过程中，其实所谓的风险定价主要体现在两个方面，一是预测现金流时需要合理处理未来现金流不确定的风险；二是预测折现率时需要预测未来国债（无风险）收益率面临的风险、利差变动风险及其他影响价格因素变动风险等。

如何对这些风险进行定价，不同主体有不同的观点和方法，使用不同的模型和假设。一般来说，机构的专业能力比较强，研究和技术方面的投入比较多，所以机构在风险定价方面有明显优势。机构普遍采用的是宏观分析师——行业分析师——机构分析师这样的模式对某一类机构进行分析，一般有专业人员分析企业财务报表和跟踪企业发展等基本信息；在技术方面，机构一般会聘用数理统计专家和信息科技专家研究验证模型，提高定价的数理水平和精确度。各家机构投入不同、专业能力不同、采用的假设模型不同、从事定价工作人员的具体情况不同、对各类风险变量的预期不同等等因素影响，机构对金融产品的定价往往相差甚远，特别是对一些比较复杂的衍生产品，因为涉及大量假设、各类模型以及复杂结构等因素，定价差距就更大了。我们经常可以在报纸上看到，不同机构对同一只股票目标价格的预测相去甚远，谁也不知道哪个价格是对，可以说 99% 以上都是错的。

个人对定价的研究和分析能力普遍弱于机构，而且个人覆盖面有限，信息获取和技术工具有限，个人对定价的研究是很肤浅和粗糙的，不会通过统计分析数据和专家研究等形式精确定价风险，特别是普通投资者基本上靠机构提供的信息做判断。个人投资者对金融产品的风险定价非常容易受到外围环境和市场气氛的影响，往往容易跟风操作，高追低抛，承担过大的风险或者逃避过小的风险，所以个人投资者的投资行为更盲目、更无序，与机构相比，个人投资者处于不利地位。

作为单个个体，个人投资者对金融产品风险定价的影响很有限，但是因为个人投资者数量众多，其整体力量对金融产品的风险定价影响能力非同小可。例如，如果有大量个人投资者盲目跟风一只热点股票，往往会把股价推到非理性的高度；如果股价长期高估，不少过去估价相对合理的机构就会开始怀疑自己的估价是否合理，会开始调整自己的估价。

现实中的典型例子如港交所上市公司阿里巴巴（股票代码 1688 HK）。其在上市之初，大量散户甚至一些机构投资者的盲目乐观过度追捧，加上公司管理层不时发布不切实际的“豪言壮志”忽悠市场，使得市场一度失去了定价理性，高峰期股价被推高到 41 港币，静态市盈率达到 300 多倍，一旦市场的热情冷却，大家都发现如此高的价格是不靠谱的，股价很快下挫，最低跌到了 4 港币左右。所以个人投资者的盲目定价行为对金融市场的影响是非常大的。

由于金融产品的定价涉及的变量众多、假设和模型差异较大、机构和个体的定价能力差距较大、市场预期的无序变动、机构和个人一时过于回避风险一时过多承担风险等等因素使得金融产品定价通常处于混乱状态。另外，金融市场经常受到政府管制干预经济政策干预、中央银行货币政策干预以及其他各类因素的影响，所以金融资产的价格变动基本上无法准确预测和控制的。这种不可预测性风险是出现重大金融风险的主要原因之一。

我们以公开交易的股票市场为例，股票市场可以说是几乎所有主体都参与的一个流动性、透明性相对较好的市场，由于不同主体在不同时期的参与度和积极性的大幅波动加上风险偏好的剧烈波动等因素，使得股票价格经常出现过高和过低这两种极端情况。这些极端情况就是金融产品定价混乱的典型例子。

坦率地讲，笔者认为金融产品是无法准确计算价格的，所以根本不存在什么确定的公允价值，只有合理价值区间。平常我们看到的价格大多是市场交易价格，这个价格只是反映了该时点市场参与各方的态度和预期等因素，并不能说这个价格就代表了公允价值或者理论价值。因为未来是无法准确预测的，风险是无法精确定价的，所以从某个角度来说，金融市场的本质更接近于赌场。只不过，金融市场是合法的赌场而已。

因为金融的实质是风险（金融学研究的主要风险类别请参见本节附录），所以任何金融交易实际上是两个交易对手在交易某个金融产品在某一个时点的风险定价。金融系统存在的意义就是通过金融交易行为实现资本供给方（例如个人和机构投资者）和资本需求方（例如企业和政府等）完美对接，使得资本实现风险调整下的合理配置。金融交易可以转移风险，但是不能消除风险。同样道理，金融创新的实质并不是消除金融风险，而是找到了比之前更有效的风险计量和风险分配办法，使得风险承担更为透明，风险定价更为准确，结果是承担风险的投资者获得更合理的收益，提高资本配置的效率和资本流动的速度。

金融系统的终极目标是通过交易风险的行为使得风险实现多元化配置，让愿意承担风险的投资者通过风险溢价获得收益，出售风险的投资者通过放弃风险溢价获得稳定回报。金融教科书经常强调的一个观点是多样化投资消除了可分散化的风险同时重新分配不可分散化的系统风险，其实在金融市场上所谓可分散的风险并没有消失，不过是由愿意承担风险的投资者承担了这部分风险，或者正好与该投资者所追求的风险相吻合，投资者获得这些风险之后，不再进入市场交易；所以从表面上看风险消失了。更重要的是，风险的消失都是相对的。风险的正确定义是不确定性，而不是绝大多数教科书所理解的可能的损失。随着风险消失的不单单是可能的损失同时也是可能的收益。金融产品发展的轨迹清晰地体现了金融对风险的认识过程。

一个高效的金融系统应该实现金融产品的合理定价和自由交易，降低金融交易行为的成本，提高金融配置效率；一个低效或者受过多管制的金融系统会长期扭曲金融产品的价格，价格的混乱导致金融资源的错配，最终出现重大金融风险（例如大规模不良资产）甚至金融危机（例如亚洲金融风暴和 2008 年全球金融危机）。

作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-13 07:43:19

第三节 金融衍生产品就在你身边

布莱顿森林体系崩溃之后，全球进入浮动汇率时代，货币汇率大幅波动，汇率风险成为当时国际金融和贸易市场最头疼的风险。有需求，市场就会发明产品，汇率衍生产品率先在 20 世纪 70 年代应运而生。

汇率的波动也引起了利率大幅度波动，加上通货膨胀严重恶化，石油黄金等商品价格动荡起伏。跨国公司、大型金融机构、国际组织和各国政府在全球贸易和全球资本流动中急需有效管理利率风险、汇率风险和商品价格风险。正在这个背景下，以控制风险为目的金融衍生品急剧发展。

客观地说，金融衍生产品的出现确实大大丰富和活跃了金融市场，在一定程度上有效分散了大量金融风险，提高了金融市场资金配置效率。金融衍生产品已经渗透到了金融行业的各个环节，金融衍生品与我们的生活和理财也密切相关。

简单来说，基础的金融衍生产品主要有四大类：远期（forward）和期货（future）、期权（option）、利率（货币）掉期（interest rate swap & cross-currency interest rate swap）和信用违约掉期（credit default swap）。这四类衍生产品的组合或者与其他基础金融产品相组合的产品称为复杂衍生产品，金融业内也有称为结构性衍生产品。

金融衍生产品的最大意义是通过报价商、交易商、投机商、和需求商等几个方面力量在金融市场上的不断交易，达到重新分配风险的过程，使得原本集中于某一方的风险通过衍生产品交易缓慢而有效地分配到市场各个参与方，使风险对冲需求方实现了比较好的对冲，使金融投机商可以通过承担风险获得收益。金融衍生产品的实质，是重新包装和切分风险的过程，只是一种转移风险的过程，本身并没有消除风险。金融衍生产品在发展之初，明显体现

了市场需求，满足了不少客户分散风险或者转移风险的需求。

我们创立金融衍生品的目的是通过衍生产品的持续交易分散各种风险，降低风险溢价。不过，就像人类发明原子能之后首先想到的是用来杀人一样，事实数据证明衍生产品并没降低风险，反而提高了风险。上世纪 70 年代，外汇类衍生产品迅速发展，但美元/英镑汇率的波动性却迅速上升了，如下图。

数据来源：DRL

与基础金融产品相比，金融衍生产品最大特点是保证金制度下的高杠杆交易。交易双方不需要进行本金转移，只要支付一定比例的保证金（信誉好的机构根本不需要保证金）就可进行全额交易，互相交换大额风险承担，合约到期结算一般也采用现金差价结算。只有部分实物交割方式履约的合约才需要买方交足实物。

金融衍生产品的高杠杆效应很快吸引了好赌的投机分子的兴趣，大量以投机为目的的交易产生了。为了加大赌注，金融创新不断向高杠杆方向发展，设计了 300 倍、500 倍、甚至超过 1000 倍杠杆的衍生产品。计算机技术和火箭科学家的加盟，衍生产品进一步走向复杂化、数字化、模型化。衍生产品慢慢失去了原本分散风险的功能，反而成了风险集中的工具。

除了加大杠杆提高刺激性之外，专业机构（例如国际大投行）在贪欲的驱使下，把简单的基础衍生产品一级一级往上衍生，层层加码，又搭配上基础金融产品，发展出了令人眼花缭乱的复杂金融产品。

国际大投行等专业机构滥用衍生产品的高杠杆性、估值复杂不确定性和场外交易不透明等特点，诱使好赌贪婪之徒上钩，让复杂衍生产品充当欺骗不明真相的投资者吞噬财富的罪恶工具。不少敢于冒险的投资者或者专业知识缺乏的投资者被复杂金融衍生产品初期“高回报”假像所迷惑，加上金融机构营销人员的不当推销，主动上了财富陷阱的“贼船”，深陷其中最重惨淡出局举不胜举。

举几个的例子说明复杂衍生产品的危害之处。利率可选择按揭贷款（Adjustable Rate Mortgage），大概有 70% 的美国次级按揭贷款产品使用了这种产品结构。前期低利率，后期高利率，让买房人在几年后“享受”一把月供“惊魂”。累计期权（Accumulator Option），中信泰富就是被这个产品所坑赔钱超过 100 亿港币。KODA（Knock-Out Discount Accumulator），香港荷兰银行、星展银行、汇丰银行等旗下多家私人银行利用 KODA 洗劫了不少大陆富豪的巨额财富。CMS（Constant Maturity Swap），2007 年欧元 2 年期与 30 年期掉期率倒挂让多家参与 CMS 交易的中国企业赔了大钱。截至 2008 年 10 月底，国资委所辖 68 家央企从事金融衍生品业务合约市值为 1250.0 亿元，形成了 114.0 亿元的浮动净亏损（浮盈 49.8 亿元，浮亏 163.8 亿元）。

很多人可能会觉得衍生产品离自己很远，其实不懂衍生产品上当受骗的例子就发生在我身边。很多朋友可能都买过银行五花八门的理财产品，但是你仔细想一想银行理财产品是不是总会给你一种“上当受骗”的感觉。不管你买哪家银行的，也不管买的理财产品和什么指标挂钩（黄金价格、石油价格、股票价格、利率指标等等）；最终总会有个感觉：如果你有幸赌对方向了，银行却提前赎回了，你没有获得高利润；如果你赌错方向了，银行会告诉你，对不起，你错了，不能提前赎回，只能亏损持有到期。这其中的秘密就是银行理财产品中广泛使用了敲出期权（Knock-out Option），银行为你赌对的盈利设置了上限。这样银行就可以轻松利用客户资金替自己赌，赌对了客户赔，银行只挣手续费；赌赢了，银行拿大头，留给客户一点蝇头小利。所以衍生产品其实就在你身边，如果你不搞明白，那就得一直明着吃“哑巴亏”。更有不少人更是因为不懂衍生产品却胡乱参与衍生产品，最终输得一塌糊涂。这方面最典型最极端的例子是美国第四大投行雷曼兄弟公司在香港、澳门和新加坡等地发行的

“迷你”债券。

迷你债券结构非常复杂，涉及资产证券化产品、信用衍生掉期和雷曼公司担保等金融产品。迷你债券最大的骗局是所谓的评级相当——很多产品在说明书中描述迷你债券买入的债券是评级相当于为汇丰等 AA 评级的公司发行的债券。这中间的猫腻是“相当于”三个字，所谓相当于就是与汇丰评级一样，而与汇丰评级一样的美国次贷产品有很多，所以迷你债券实际买入的是评级与汇丰相等的次级按揭贷款资产证券化产品（例如 CDO、ABS 等）。

在次级按揭市场比较好的时候，AA 评级的债券提供实际收益率比汇丰发行的债券高不了多少。为了提高收益率，迷你债券卖出了大量公司的信用违约掉期收取保险金。这样做实际上是使用提高风险的办法提高收益，所以这些迷你债券实际承担的风险除了次级按揭贷款的风险之外，还承担了信用违约掉期公司的信用风险。

为了提高这些债券的评级，雷曼公司注册了一家离岸公司担保这些信用违约掉期，表面上降低了风险，实际并没有降低风险，而是风险转了一圈又回到了雷曼公司身上。迷你债券的大量风险被雷曼公司承担，所以当雷曼破产之后，这些债券的价值迅速下跌，不少产品价值已经为零，因为这些债券买入的次级按揭贷款债券本身价值就很低，加上卖出了大量信用违约掉期，雷曼担保破产，你想想这些债券还能剩下什么价值呢。

香港迷你债券合计销售达到 140 亿港币左右，涉及 3 万多个人投资者，其中不少是年长者拿自己的积蓄一辈子的养老金投入了进去。迷你债券的整体亏损超过 60%（也就是当初如果拿 100 港币买入债券，残值剩余不超过 60 元，跌幅接近股票），更有不少被银行认定专业投资者的人（个人投资历史上做过五笔以上复杂交易的人）可能血本无归。

2009 年 2 月初，巴菲特与 100 多位美国商学院学生会谈时提出，衍生产品是金融界的“大规模毁灭武器”，金融机构拿远期衍生性商品的虚幻价值，美化账面数字，以换取高额奖金。衍生产品带来的交易对手风险的骨牌效应就像“性病”，“重点不只在确保与你睡觉的人有没有性病，还要确定彼此其他的性伴侣都没有病才行！”因为一旦疾病爆发，所有“参与”的人都会有所牵连，像骨牌效应一发不可收拾，防疫系统破了一个洞，就会不断扩大，目前全球金融体系最大的风险。所以，只要人类有性行为，就会有性病传播；同样道理，只要有金融行业，就离不开金融衍生产品。

我们在前面两章主要阐述了经济的交易化和纸币化；自从有限责任公司机制在荷兰出现之后，经济事实上进入了第三个阶段，即金融化。有限责任公司的本质是出资人只承担有限损失，却享受无限收益，这种风险与收益安排模式是典型的买入期权。股东以有限出资作为期权费购买了有限公司的一份无期限的买入期权，风险有限，收益无限的制度安排，激发了人们进行股权投资空前积极性，经济发展进入了金融化时代。

金融化体现在从基础金融产品到复杂金融产品的发展过程；体现在是从单一金融市场到全球全面金融市场的发展过程；从涉及的标的物来看，从可用的商品等实物，向权利、指数、概率等虚拟市场的发展过程。金融产品的发展基本上是按照由简单到复杂，由具体到抽象，由特殊使用到普遍使用的轨迹进行的。

最简单的金融产品莫过于现金或者现金等价物（例如黄金、支票、信用卡、旅行支票等等）。类似银行等金融机构出现之后，作为比现金复杂的金融产品——存款和贷款出现了。随着贸易发展，汇款和外币兑换出现了。为了提高企业资金使用效率，企业债券和企业股票出现了。国家为了提前使用税收收入，国债大量发行。为了提前满足个人消费或融资需求，个人贷款出现了。为了应对无法预期的风险，各类保险产品被不断开发上市了。

城市化进展出现之后，商业和居住地产慢慢带有了金融产品的特点。为了应对金融风险和提高杠杆率，各类衍生产品出现了，例如远期、期货、期权、利率掉期、商品衍生产品。为了控制和交易信用风险，信用衍生产品面世。

伟大的荷兰人在推广有限责任公司制度之后，还发明了证券交易所，把有限责任公司的股权

分为一张一张的小股份，在证券市场进行公开交易，让最普通的市民都能方便而直接地参与金融市场。金融化进入了证券化时代。股票市场上大大小小的投资者为数不清的企业提供了便利的融资。公募基金的诞生更是把专业投资者的投资能力证券化，让更多的投资者可以通过一份份的基金参与多个市场多个产品投资，降低投资成本提高投资收益。

进入证券化时代之后，金融市场不再只是有钱人的“游乐场”，成了所有怀抱发财梦想者的“乐园”。普通人可以通过个人账户参与公开交易的债券、股票、黄金、外汇、商品等交易，个人对金融市场的参与程度不断提高。各种各样带有财富增值性质的理财产品、基金产品的出现之后，金融投资更是进入了平民化和傻瓜化时代。股票市场的迅速发展，为创业投资（venture capital investment）提供了绝佳的机会，任何有商业价值的创意和发明都会在短时间内迅猛发展，转化为创造者的真实财富；金融化渗透到了实验室和田间地头。

为了迎合部分投机人士的需要，高杠杆比例的交易产品被开发出来，例如 200 倍杠杆的外汇保证金交易产品。在正规金融市场之外，出现了地下金融市场，例如民间高利贷、非法集资、传销、黑典当等等。金融产品不断复杂化、抽象化、高效化和多变化，金融产品对各类经济主体的渗透不断深化，影响不断加大。

金融化还有一个特点是分散化。对金融机构来说，分散化意味着多元化发展业务，在多个国家多个地点发展多项业务；对投资者来说，分散化意味着投资于不同产品、不同地区、不同风险类别的产品。分散化的好处是可以在降低整体风险的基础上提高收益率。

如果我们把金融的范围扩大化、分散化和证券化三个特点相结合，或许可以猜测未来金融发展的方向，就是所有未来有现金流的资产都可以证券化，如果把分散化的资产注入证券化资产池，可以提高收益降低风险。如果把范围扩大到人身上，或许可以考虑把人证券化。

人未来肯定会获得各种各样的现金流，不管是父母给予、工资收入、投资收入等等，都会有现金流。为什么不把人证券化呢。我曾经和一位华尔街大投行的结构性金融工程师开过玩笑，建议他研究人的证券化问题。大概意思，一个小孩生下来就具有一定的先天禀赋、家庭背景等等不同条件，等他长大一点就可以估算他的各种潜能和努力状况等，基本上可以估计未来的赚钱能力。如果金融工程师可以研究出一个个小孩成长过程中的未来现金流分布，例如现金流可能来自父母赠与、工资收入、投资收入、其他收入等等。只要我们用统计分析模型把各类型现金流的分布情况计算出来，就可以对每一个小孩进行证券化定价。这样父母生下小孩就不用担心养不来了，可以直接在市场发行证券化资产，让他自己养自己。为了分散化风险，先可以把美国不同种族、不同背景、不同地域、不同肤色、不同性别的小孩放在一个资产池里，等到条件成熟了可以把世界各地的小孩都放在一个资产池里。由于这些小孩本身不同的风险条件，一定可以获得最好的分散化效果。我当时只是玩笑话，哪里知道那位老兄觉得非常有道理，说不定是未来新金融产品的发展方向呢，回去还认真写了一篇可行性报告请笔者提意见。或许把小孩证券化的例子有些极端，但是扩大化、分散化和证券化肯定未来金融创新发展的方向。

作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-13 07:45:58

第四章 别迷恋泡沫，那只是一个“杯具”

小时候，我们都玩过吹泡泡的游戏。拿一根小管子，蘸一点肥皂水，轻轻地吹。泡泡越吹越大，晶莹剔透。一阵清风拂过，泡沫飞了起来，在阳光下折射出童年的斑斓颜色，五光十色。就在我们兴奋地拍手之际，泡沫突然破了，刚才的美丽瞬间消失于无形。失落的我们只能期盼下一个泡沫会更加五彩缤纷。



作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-13 07:48:26

经济发展中的泡沫就像我们玩的肥皂泡泡一样，美丽而脆弱，但是人们为了追逐泡沫带来的瞬间虚幻快乐而对泡沫趋之若鹜。

历史上的泡沫五花八门，有过度投资带来的行业泡沫，有集体狂热行为下的政治泡沫，有信仰极端的宗教精神泡沫，当然最常见的是以股市和房地产市场为代表的资产泡沫。

生活中的人们总是记吃不记打，光记得羡慕贼吃肉了，却忘记贼挨揍一事。一个泡沫刚刚破灭，新的泡沫又在酝酿。泡沫一个接一个，永远不会停止。前任美联储主席格林斯潘也不得不承认，人类在对抗泡沫时从来没有找到过灵丹妙药，泡沫会一直伴随经济发展的全过程。

第一节 双面加速器——杠杆

杠杆（leverage）是一个物理名词，阿基米德曾经说过“给我一个支点，我能撬起整个地球”，说明杠杆具有以小博大的神奇作用。神奇的作用如果用到位确实感觉美妙。不过，最奇妙的事物往往一半是天使一半是魔鬼，杠杆也不例外。神奇的面纱背后潜伏着可怕的魔力。杠杆如同数倍的放大镜，如果用的正确，确实可以大大加快财富积累的速度，让人一夜之间上天堂；但是用反了，一样可以在眨眼之间吞噬巨额财富，让人陡然之间坠入地狱。杠杆带给人们刺激的同时也就带来了更多的疯狂。

前面三章，我们分别谈到了经济发展的三种形式，交易化、纸币化和金融化。经济交易化的本质是让价格成为调动和分配经济资源的杠杆，企业和消费者的经济决策完全建立在每一次成交的价格上。纸币化的实质是中央银行垄断货币发行实现经济交易价格的纸币化。通货膨胀是所有经济体的“通病”，纸币信用是现代经济体的第二大杠杆。如果说，交易化只是隔离了买卖双方，纸币化只是把交易媒介（通货）杠杆化和虚拟化，那么把未来现金流贴现的金融化更是把杠杆化渗透到了更未知的未来。

价格是经济活动中的第一杠杆

自从货币出现之后，买卖双方的直接联系被割断，所有人都依赖价格传递的信息做决策。

因此，任何没有出清的价格都是一种杠杆行为。市场上任何一个成交价格只是反映了每一次成交交易的情况，并不能完全反映出市场上所有产品实际可以成交的价格水平。但是，人们都是按照每一个实际成交价格来估算自己的资产，所以价格杠杆本身会数倍地放大了经济体传递的信息。

典型例子是房地产和股票。

某一小区的楼盘刚开盘时是 5000 元/平米。慢慢地，房价涨了，涨到了 8000 元/平米，原先以 5000 元/平米买房的人就会觉得自己房子升值了，都按照 8000 元的价格在计算自己的资产。当房价涨到了 10000 元左右的时候，大家就更觉得自己越来越富裕了。所以消费也会大手大脚，觉得自己手上有钱了。其实，这个 10000 元的价格只是反映了最新成交价格，并不代表所有房子出售就可以卖到这个价格。因为每个人都在按市价计算，而市价只是反映了某一时点的价格水平，所以会导致房价快速上涨，财富效应不断体现，居民消费需求迅速上升。

股票市场因为流动性好，价格杠杆的作用更为明显。例如中国股市上证综合指数从 3000 点奔向 6000 点的时候，汽车需求直线上升，特别是中高档豪华汽车的需求更是上升神速；另外一个迅猛上涨的需求是出国游。因为大部分有一定家产的居民都直接或间接投资股市，而股市狂涨只不过需要几次成交价格，因此在泡沫化股市中，居民的资产净值迅速上涨，大家都感觉这些钱来的太容易了发财太快了，所以花钱就特别大方，导致了豪华汽车、豪华旅游等高档消费大幅攀升。

信用杠杆无处不在

信用意味着借钱，我们可以称之为财务杠杆。任何借款行为和信用行为都是或大或小的财务杠杆。无论个人、企业还是政府都在使用财务杠杆。如个人通过朋友间借款、信用卡、赊账、按揭贷款等杠杆工具提前消费或者扩大投资规模。

金融机构本质上就是经营金融杠杆的企业，金融机构的杠杆有四个表现形式。最主要的是少量资本支持大量资产。例如中国工商银行 2008 年的资产资本比例高达 16.08 倍，又如对冲基金往往会以 20 亿的本金支持 100 亿资产，甚至 300 亿的资产。二是以短期融资支持长期负债，例如银行用活期存款支持长期贷款。三是以低风险负债支持高风险业务。例如美国的政府机构发行低风险的机构债券投资于高风险的次级按揭贷款资产。四是以利用表外工具掩饰杠杆比例。现代金融机构大量使用衍生产品、担保保证等表外工具承担大量风险，提高杠杆比例以获取更多利润。货币乘数大致反应了金融系统的杠杆大小。

个人的杠杆水平主要体现在按揭贷款余额、信用卡额度占用余额、其他借款余额等。个人为了实现提前消费的梦想，使用按揭贷款是典型的高杠杆行为；而有人铤而走险借入高利贷，杠杆上升速度就更快了。

政府的杠杆水平体现在财政赤字、国际收支赤字等规模上。政府为了刺激经济，但是又没有足够财政收入时，往往使用国债筹集资金，国债规模与国内生产总值的比例一般被用来衡量一个国家财政的杠杆水平。国际收支赤字实际上是通过对外负债提高本国的消费能力，当然也是一种杠杆。国际收支盈余实际上是一种反向杠杆，缩小了经济体实际规模。不过像中国这样，国际收支盈余完全由央行持有，实际上也是一种对内杠杆。因为央行需要发行本币获得企业和个人盈余的外币，这些外币到了央行手里如果不进口货物而投资在国外，这些外汇储备实际上是央行对本国所有持有本币国民的一种负债杠杆。

看不见的三类杠杆

除了前面提到的价格杠杆和财务杠杆之外，个人、企业和政府一般还会使用另外几种更为隐蔽的杠杆，分别称之为：生活杠杆、经营杠杆和集中杠杆。

个人生活杠杆化的表现形式很多，例如为了追求高工资，从事波动性大，失业压力大的工作；又如利用住房按揭贷款把父母和岳父母拖进来，住着豪宅摆地摊，家庭收入波动性加

大。还有，为了还债或者积累资产，在个人财产分配上不断压缩消费，提高积累比例。当个人不断提高个人收入中积累比例的时候，生活杠杆随即不断提高。特别是在资产价格不断上升的时候，个人往往受到获取更多资产利润的诱惑而不断提高生活杠杆。压低消费比例，降低消费层次，把积累的财富不断买入资产。不断更新的房价、无止尽的通货膨胀以及家庭费用支出增长，让所有人的心理杠杆在不断提高，这就很好地解释了为什么我们生活越富裕，但却越来越不快乐；在过去几十年，自杀率、抑郁症发病率、和心理变态出现的概率都在显著上升。

企业的经营杠杆主要有三部分组成，包括原材料储备、产成品存货和设备利用率。

当企业预期原材料价格不断上涨时，往往会不断买入原材料，期望在价格不断上升之前锁定成本。大量囤积原材料实质上提前锁定了相当长一段时间内原材料的成本，企业承担了把所囤积原材料最终变成销售利润这段时间内的产成品价格风险和多余原材料价格下跌的风险；囤积的原材料量越大，转化时间也越长，承担的风险也越大。如果在这段时间内，产成品价格或者原材料价格迅速下降，企业将承受较大损失。例如 2008 年 9、10 月，被称为中国“光伏巨头”的无锡尚德太阳能电力有限公司高价大量囤积光伏产品的原材料多晶硅。令人可惜的是，刚刚囤积之后，多晶硅价格从 400 美元/公斤下跌到 200 美元/公斤以下，跌幅超过 50%，直接导致尚德第四季度下降 5070 万美元，对毛利率产生了 12.2% 的负面影响。更令尚德备受煎熬的是，在囤硅的同时，占尚德销量 85% 的欧洲市场电池片价格下跌接近 15%，加上当时欧元兑美元汇率的贬值接近 10%，尚德产成品价格实际下跌接近 25%。这一前一后的夹击几乎把尚德这家全球光伏行业的龙头企业推至绝境。要不是当地政府和银行联手鼎力支持，加上企业主动“断臂求生”，否则几个月前还如日中天的尚德太阳就得迎着晚霞落幕。

企业的另外一种杠杆是不断积累产成品，期望从产成品价格上涨中获得更多收益，这方面最典型的例子是房地产企业捂盘惜售，哄抬价格行为。统计分析显示，A 股上市的 46 家房地产开发类房企（不包括园区开发企业）2008 年实现营业收入约 1318 亿元，储备货币资金约 695 亿元，分别较 2007 年的 1166 亿元和 584 亿元上升 13% 和 19%，不过上升更快的是存货，存货量达到了 3041 亿元，较之 2007 年的 2397 亿元上升了 26.88%，增速是营业收入增速的一倍。其中，2008 年末，万科地产、保利地产、招商地产的存货分别达到 859 亿元、402 亿元和 239 亿元，较上年增幅分别为 29%、43% 和 39%。房地产企业宁可增加存货拒不降价的行为，表明房地产公司认为价格可以继续上涨，捂盘的好处超过降价销售。

企业的第三类杠杆是设备利用率，就是在产品需求旺盛之时，老板雇佣更多的临时工人，三班倒，歇人不歇设备。一旦订单下降，就解雇工人，缩减设备利用时间。

政府的集中杠杆指的是，在经济繁荣之时，政府因为财政收入连年高涨，便下意识地认为，未来收入会以目前的速度持续上涨。钱多了，又不去做谨慎的财务规划，花钱大手大脚，不切实际上大项目，盖豪华政府大楼，对居民承诺提供过多的医疗、养老、教育、环保等公共服务。一旦经济形势恶化，财政收入下降，导致政府项目资金链断裂带来银行信贷风险、居民公共服务质量下降带来社会不安定因素等。

财务杠杆和生活杠杆互相促进

例如个人为了更多更快获得资产性收入，开始压缩生活杠杆，通过炒股炒房获得收入，尝到甜头之后，往往抵押房地产炒股，甚至继续利用房地产抵押买来的股票做抵押再炒股炒房，杠杆比例继续上升。当资产价格上涨，这些杠杆带来正面收益的时候，个人往往因为钱来的太容易而昏头，买入大量奢侈品，反过去影响生活杠杆。但是，如果资产价格下跌，这些杠杆会要人命。天涯上有一个帖子给了我们一个鲜活的例子。一位股民在股市高峰时期，抵押房地产买中信证券股票，买来之后中信证券上涨了，信心膨胀，继续提高杠杆比例，通过地下交易抵押中信证券股票借入资金买入中信证券，最高峰时股票市值大概是抵押房产的

4 倍。4 倍的杠杆意味着，如果股价下跌 25%，这位股民的房子、股票都会归别人。而当时中信证券的股价下跌超过 60%，结果可想而知。这位可怜的股民在天涯上发帖就是为了向人世间告别。

政府、企业、个人这三者之间的杠杆也是互相促进互相关联的。例如，经济繁荣期，企业利润不断增长，上交更多的税收；个人收入不断提高，政府获得更多个人所得税；繁荣期往往土地价格高涨，政府获得更多土地出让金收入。这些杠杆互相叠加增强，容易催生出巨大的经济泡沫和资产泡沫。

资产泡沫的杠杆表现之一就是与投资大师巴菲特共进午餐的价格飙涨。在资产投资领域，巴菲特是当之无愧的大师，其信徒遍布全球。当市场沉浸在资产泡沫的狂潮之时，往往会显示出对领袖人物的膜拜心态。巴菲特每年拍卖一次与其共进午餐的机会，最终成交价格反映了市场的情绪波动。

巴菲特自 2000 年起每年拍卖一次与他共享午餐机会，最终成交价格反映了市场的情绪波动。最低中标价格为 2001 年时的 1.8 万美元。因为经济不景气和投资市场的冷淡氛围，前几年的成交价都不高。但是自 2004 年转到 ebay 展开网络竞拍后，价格上升很快。2004 年成交价飙升至 25 万美元，2005 年拍卖成交价为 35.11 万美元，2006 年一手创立步步高电子公司的段永平出价 62 万美元，2007 年美国两位对冲基金经理出价为 65.01 万美元，2008 年，被誉为“中国私募之父”的赵丹阳用 211 万美元实现了和巴菲特一起吃牛排的梦想。2008 年的金融危机改变这个价格近十年的上涨趋势。据 eBay 网站信息显示，与巴菲特共进午餐拍卖成交价下滑到了 168.03 万美元，下降 20%。

信用杠杆没有最高

一位名叫明斯基的非主流经济学家根据收入与债务之间的关系，按照杠杆比例大小，将信用杠杆融资方式分为三种类型：对冲型、投机型和庞氏型。对冲型融资，是指债务人的现金流入能覆盖利息和本金，这是最安全最常见的信用杠杆。很多人按揭贷款买房，工资收入能够覆盖月供就是这种信用杠杆。投机型融资，是指债务人的现金流只能覆盖利息。美国很多次级按揭贷款就是这种类型，买房人的收入仅够支付债务利息，本金的偿还需要出售房子来偿还，一旦房价下跌，贷款立即成为坏账。庞氏型融资则是债务人的现金流什么都覆盖不了，或者债务本身没有什么现金流，完全依靠资产价格不断上涨，最终来偿还他们的债务。利滚本型债务就是典型的庞氏型融资。

信用杠杆的实质是利用信用不可量化的弹性以及可以不断拓展到未来的展性，把属于未来的需求提前释放。如果在短期内迅速并大范围提高信用杠杆，可以集中释放对某一类产品（特别是资产）的需求，因此信用杠杆比例的提高往往对泡沫起到推波助澜的作用。

例如日本房地产泡沫时期的父子贷，不过是拉长还款期实现加大信用杠杆的目的；而在中国房地产泡沫中隐现的零首付更是一种典型的庞氏型融资杠杆。一旦资产泡沫无法支撑的时候，市场或者政府就有可能通过提高杠杆比例来维系泡沫的成长。例如，可以学习愚公子孙孙无穷尽的优良传统，推出期限超过 100 年的“愚公贷”。随着杠杆比例的不断提高，泡沫膨胀的速度更快，累积的风险迅速上升，泡沫无疑在以超高速向破灭奔去。

纵观二战后全球经济发展的全过程，所有经济主体的杠杆比例都在提高，无论是企业、政府还是个人，都在滥用信用杠杆，提前享受信用盛宴。例如 2008 年底美国的私营部门负债占 GDP 的比例已经高达 227%，英国的数据是 187%；美国政府债务和英国政府债务占 GDP 的比重分别到了 78%和 64%。日本的信用杠杆更是令人瞠目，日本政府负债占 GDP 的比重接近 200%，而日本企业负债占 GDP 的比重更是达到了创纪录的 240%。泛滥而低廉的日元资金是杠杆不断上升的源动力，但是一旦日元货币信用动摇，日元利率上升，日本经济恐怕危如累卵。

杠杆具有双向作用

杠杆的双向作用表现在倍数级上涨和倍数级下降。很多人向往杠杆提高资本回报率的美妙感觉，却忘记了杠杆放大损失速度的魔力。杠杆的双向作用在资本市场表现更为明显。例如，在全球金融危机之前，苏格兰皇家银行联合富通银行等花费近 1000 亿欧元收购荷兰银行，而在一年之后，这个价格基本上可以把全球前十大银行都买下来。这个就是资本市场资产价格杠杆双向作用的可怕威力。

金融创新是杠杆化过程

除了前面提到了个人、企业和政府利用普通杠杆的例子；金融创新事实上新的杠杆化过程。如 20 世纪末期，美国发明的证券化产品更是将杠杆一步步扩大，把未来的收入多次贴现出售，等于是进一步放大了杠杆倍率。国际会计准则的市价入账原则更是把资产价格杠杆和企业价值直接挂钩。在衍生产品、资产证券化、市价入账会计政策等新工具的推动下，发达国家经济中杠杆的时间维度、倍数维度、地域维度比之前有了质的飞跃。因此，危机一来，新老杠杆同时进入收缩状态，经济体的调整就非常痛苦。这就是为什么在 2008 年金融危机中石油等原材料价格下降速度如此之快的一个重要原因，因为货币乘数下降的速度远远高于中央银行加快货币流通的努力，最终出现通货紧缩问题。

全球化是一种杠杆推广过程

全球化是沿着财富全球化——贸易全球化——货币全球化——资本全球化——生产全球化（劳动力、资本、原材料和销售市场的全球化）——经济金融全球化的道路在一直前行，程度也在不断加深。全球化使得全球经济紧密联系在一起，一荣俱荣一损俱损。同时，全球化使得经济中的各类杠杆在地域上进一步扩张，程度上的进一步加深。例如全球化使得投资者，包括大型金融机构，奉行全球投资新概念，大量资金在全球各地寻找套利机会和投资机会，他们往往从资金低廉国家借入巨额资金投资到高风险高收益国家，国际资本流动的规模和方向会更集中，速度会更快，规模庞大的资金快进快出会使得某一些国家的经济大起大落，加大了经济波动风险。生产全球化使得产业链更为分散，各国之间的依赖程度不断提高，全球经济更为紧密相连。在过去 20 年间，产品供应链已经分布全球各地，几乎没有一个商品可以在一个国家制造完成的。所以当某一个重要经济体发生经济或者金融危机的时候，全球化杠杆会使得危机迅速向全球其他经济体扩散。2008 年金融危机虽然始发于美国次贷危机，但是次贷危机是建立金融创新的杠杆化基础之上，所以次贷危机首先引发了美国金融危机；全球化的杠杆又使得美国金融危机演变成为全球金融危机。由于金融与经济的不断渗透，这场金融危机在须臾之间转换为全球经济危机。

作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-13 07:51:40

第二节 人性中的贪婪与愚蠢：一切祸害的起源

风靡全球的美国连续剧《老友记》（Friends）中有一个经典的镜头。Joey 特别喜欢吃果酱，Chandler 问他：如果在果酱和美女之间让他选一样，他会选什么？Joey 向观众提供了最符合人类本性的回答：两个都要。

与动物相比，人有一个明显的特点。

动物一般是需要多少索取多少，不会贡献给别的动物太多，更不会想着把自己占有的留给后代。动物的后代从来都不是靠前代的积累偷生的，它们必须自己打拼自己的活路，所以动物会优胜劣汰，不断进化。

但是人不一样，人非常贪婪。人索取的永远比他自己需要的要多。即便彻底满足了自己的需求，人还会想着为自己的血缘后代留下无数财富。政治法律制度和货币制度为这种代际相传提供了制度保证。

有了制度保证，贪婪的欲望顺理成章地主宰了人类的行为。自从有文字记载以来，人类为了争夺财富、资源和人口，不断发生血腥争斗，有文争，更多的是武夺。武夺就是发动战争，文争就是制度竞争。不过，不管哪种形式的争斗，贪婪都是原动力。

贪婪有好多种，最简单最常见的是贪利。官员和企业管理人员中的腐败分子是利用手中的权力贪利，不良学者出卖知识和学术道德贪利，妓女是出卖尊严和身体贪利，叛徒是出卖原则和组织贪利，无权无势无名的凡人通过自诩精明的小聪明贪小利占小便宜；所以凡是获得不道德不合法利益的人都是贪利之人。生活中充满了贪利之人，古今中外概莫能为。

贪婪是无止境的，吃着碗里瞧着锅里，得寸进尺，得陇望蜀。普希金《渔夫与金鱼的故事》中丑陋的老太婆，一开始只想要一只新木盆，但是第一个愿望被满足之后，第二个愿望马上就蹦出来了。一个接一个，胃口越来越大。这就是人的贪欲本性。

人类最大的愚蠢是相信天上会掉馅饼，不愿动脑筋费思量就想获得利益。因为愚蠢所以会被自己的贪念控制而不可自拔，一次又一次地上当。形形色色的骗子利用人的愚蠢和贪婪编制了数不清的精心骗局，在中国历史上甚至有《骗经》一书，广泛搜罗天下骗局以警示天下。

近期，最典型的骗局莫过于美国华尔街传奇人物、纳斯达克股票市场公司前董事会主席伯纳德·麦道夫的投资骗局：麦道夫利用自己的名声和地位，以高于正常但不出格的回报和长期稳健的业绩构筑了一个投资神话，使得世界上大量机构、组织和个人为他的骗局付出了至少 500 亿美元的成本，造就了华尔街历史上最大的欺诈案。所有骗局的共性就是让人得到在正常情况不可能得到的好处，制造令人怦然心动的回报，或者满足人的猎奇心理等等；如果没有被贪婪迷惑双眼，很多骗局只要用常理去思考就可以发现其中的荒诞和可笑。

每个人的贪婪的上限是不一样的，同样每一个人愚蠢的下限也是不尽相同的。尽管有很多人贪得无厌，但是确实有人是贪得有足时。尽管有人愚不可及，但确实有人不会愚昧到死。人贪婪力量的大小变化与愚蠢程度的上下变迁，使得人类不会因为贪婪和愚蠢而自我毁灭，榨干每一滴血。

贪婪会传染。当贪婪的人发现别人在轻松获利时，喜欢一窝蜂地凑热闹，抢机遇，带来了更多的贪婪之人。贪婪还会自我增强，当人轻松挣到 100 万的时候，绝大多数想的不是适可而止而是想要 1000 万，贪念会一发不可收拾。

很多自诩聪明的人在贪婪心的引诱下，很快就忘记了贪婪的恶果。往往越是聪明的人，面对巨大诱惑的时候，忘记的更快，成为一个被贪婪奴役的蠢人。当愚蠢与贪婪相遇，贪婪引发愚蠢，愚蠢促进贪婪，最终让人类吹起了一个又一个自欺欺人的泡沫。纵观人类历史上历次严重的泡沫，我们都可以清晰地发现背后都是不断泛滥的贪婪之心在作祟。

在完全商业化的社会，逐利已经成为根深蒂固的习惯，贪婪已经被制度化和合理化。以最小的付出占有最多金钱成为每一个理性人的追求，通过投机轻松获取价差就是其中最诱人的一种。金融的发展和交易范围的扩张，使得越来越多的产品成为了投机获利的标的，例如股票、商品、房子、古董、原材料等等。“赌博”的工具越来越多，“赌场”离每一个人越来越近，参与者只会愈来愈众。

贪婪之心过去一直存在，现在也在发挥作用，未来一样不会消失，只要有人类在地球一天，贪婪之心就永远不会消失。贪婪之心不死，未来形形色色的泡沫依然会大放“光彩”。

第三节 泡沫的发展过程：高潮之后是凄凉无限

历史上公认的最著名最疯狂的三大泡沫是指荷兰郁金香泡沫、英国南海股票泡沫和美国密西西比土地狂。

荷兰郁金香泡沫

17 世纪是荷兰人的世纪，荷兰人被称为“海上马车夫”。荷兰是当时世界金融中心和经

济中心。巨额财富源源涌入荷兰，富人批量诞生。有钱的贵族们开始追求生活享受，观赏和佩戴郁金香就是当时上流社会高端享受的潮流。慢慢地，郁金香形成了一个完整的市场链条，从育种、培养、定级到交易有一套完整的市场体系，出现了郁金香期货市场。从 1634 年开始，炒卖郁金香成为荷兰的全国性运动。大大小小的投机商囤积了大量郁金香球茎以待价格上涨，很快欧洲的贵族们也参与进来，泡沫急剧膨胀。到 1636 年 10 月，不光稀有品种的郁金香价格狂涨，几乎所有的郁金香价格都在持续上涨。在一个多月期间内，郁金香的价格十几倍，甚至几十倍地涨，所有参与泡沫的人都发了大财。高潮时期，一颗郁金香球茎的价格超过几公斤黄金。1637 年 2 月，郁金香交易最终交割的时间快到了。一旦把郁金香的球茎种到地里，就很难再转手买卖。2 月 4 日，卖方开始恐慌抛售，泡沫破灭，郁金香球茎价格一泻千里，一周跌幅达 90%。到 1739 年，有些品种的郁金香价格狂跌到最高价位的 0.005%。郁金香泡沫加速了荷兰衰落步伐，荷兰的世界霸主地位就像郁金香价格一样直线滑落。

英国南海股票泡沫

1711 年英国贵族创办了南海公司，获得英国政府所赋予的专营权——与当时为西班牙殖民地的南美洲和南太平洋的贸易权。英国政府出让专营权时要求南海公司承销部分英国国债。1719 年英国政府接受了用南海公司股票偿还全部英国国债的建议。1720 年南海公司向公众出售公司股票。公司董事不断散布谣言夸大南海公司的利润前景，股价从 1 月的 128 英镑一路飙升至 9 月的 1000 英镑。一夜暴富的故事吸引了无数追随者，许多人放弃工作投身股市。数据显示，最高潮时南海公司的股票总值是全欧洲（包括英国）现金流通量的五倍。很快，内幕人士开始大举抛售股票，南海公司的故事受到质疑，股价一落千丈，12 月跌至 129 英镑，南海泡沫破灭，许多投资者破产，接受南海公司股票做抵押贷款炒股的银行纷纷倒闭。因为受伤太深，所以在此后 100 多年里，英国再没发行过一张股票。

美国密西西比土地狂

佛罗里达州位于美国的东南端靠近古巴的地方，冬季温暖湿润，是纽约富人们的度假胜地。从 1923 年开始，佛罗里达的人口大增，土地的价格急剧上升。在迈阿密近海的 200 公里地段，建设项目如雨后春笋般纷纷矗立。有限的土地供给带给人们无限遐想。开往迈阿密的一列列火车上，挤满了做发财梦的美国人（这种场景特别像 1994 年左右一船船冲向海南岛地产泡沫的淘金者）。当时买土地的定金是 10%，土地价格每升 10%，炒手们的利润便是 100%。炒卖土地必须有银行参与。一开始银行还比较理性，贷款要考察借款人的还贷能力。但是随着土地价格的节节攀升，银行很快抛弃了这一原则，审批贷款不再看借款人的财务而专注土地的价格。1925 年，迈阿密市不过 75000 人口，其中约有 25000 个地产经纪人，超出 2000 家的地产公司；按比例而言，无论男女老幼，每三位居民就有一位专做地产买卖的。不过，随着沼泽地一块又一块投入市场，新进的资本不够支撑土地价格的不断飙升。财力不够雄厚的炒手很快被贷款压垮，银行只好收回土地到市场拍卖，土地市场压力迅速上升，泡沫破灭。很多在泡沫高峰时期买入的土地价格在 30 多年之后还没有涨回来，可见当时土地价格之疯狂。

从这几个案例我们可以发现一个规律，泡沫一般只发生在投资资产市场（作为投机的郁金香球茎应该是资产而不是消费品），日常消费品市场不容易出现泡沫。前面我们谈到，任何资产的定价取决于未来现金流分布和资产折现率，而资产折现率=无风险收益率+风险溢价。所以如果资产的未来现金流分布、无风险收益率或者风险溢价发生任何非理性的变化，都有可能引起资产定价混乱。资产定价的决定因素比较复杂多变，所以泡沫一般只会发生在资产市场。泡沫的出现一般需要三个条件的配合：新故事、资金泛滥和非理性的市场情绪。

新故事的出现会扰乱投资者对资产未来现金流的理性预期。例如 20 世纪 90 年代，美国信息技术大发展，许多高科技公司创立期初几年的盈利以几十倍的速度上升，所以投资者中间很快出现了新的故事和新的理论——新经济时代出现了，传统的资产定价方法已经落伍

了,不能用原来老一套方法预测互联网高科技公司的现金流。新理论的出现颠覆了合理的定价方法,导致高科技公司股票定价混乱。许多所谓高科技公司的市盈率高达 1000 多倍,甚至无穷大(因为根本没有盈利),有的公司只要简单改一个名字,例如公司名称后面加上.COM 或者加上 NET 字样,公司的股价随即几十倍,几百倍地上升。这些现象的出现说明所谓新经济的故事开始不靠谱了。

同样,中国股市 2007 年一路狂奔 6000 点的时候,也出现了不少新理论试图解释高股价。有的人说股市高涨是改革开放 30 年来中国经济建设成就集中反映;不少投资银行更放出话来,中国经济高速发展,可以在 2020 年或者 2030 年取代美国成为全球第一大经济体,不少行业龙头公司的盈利可以长期保持 30% 以上的增长率等,所以股市高涨反应了对未来经济高速发展的强烈预期等。新故事的出现动摇了投资者对资产未来现金流的理性预期,加上泡沫中的一夜暴富效应特别容易吸引没有经验的投资者大规模进入资产市场,所以资产价格的扭曲程度往往会严重到泡沫不可持续的地步。

无风险收益率的高低取决于经济体中资金量是否充裕,如果经济体中廉价资金泛滥,钱多到淹没脚背;无风险收益率自然不断下降,所有资产,股票、债券、房地产等等,价格都会直上云端。廉价资金主要来自三个渠道:央行货币政策、汇率扭曲和贸易盈余。影响最大的廉价资金来自央行货币政策的错误。例如长期保持低利率,导致经济体中流动性泛滥。投资者害怕通货膨胀或者货币贬值,往往会热衷于追逐资产,结果导致资产价格高估。

廉价资金还有可能来自汇率扭曲,这方面最典型的例子是日本。二战之后,布莱顿森林体系确立,日元与美元汇率长期保持在 1 美元=360 日元,但是美国的经济实力不断下降,双赤字问题严重;而日本长期保持贸易盈余,日本产品竞争力不断上升。到了上世纪 80 年代,日本已经成为全球第二大经济体,而美国 GDP 占全球的比重几乎下降到了 10% 左右。1985 年的广场协议之后,日元开始大幅度升值。固定汇率一旦脱缰,进入浮动汇率,没有人知道日元兑美元的合理汇率应该在什么位置,所以大量热钱进入日本抢购日本资产,很快导致日本国内资金泛滥。到了 80 年代后期,日本为了配合美国的低利率政策主动降低利率等于给泛滥的资金又加了一把火。所以日本的泡沫是先有汇率泡沫,然后是资金泡沫。

廉价资金的第三种可能渠道是固定汇率下大规模贸易盈余资金进入,中国就是典型例子。自从加入 WTO 之后,中国凭借低劳动力和各项优惠政策,贸易盈余和资本项目盈余不断上升,外汇储备以平均每年约 30% 的速度上升。在固定汇率下,央行只能不断买入外汇卖出本币支撑汇价,导致汇率长期低估,同时释放了海量人民币基础货币。很快,各路投资投机资金发现汇率扭曲机会,便蜂拥进入中国套利人民币升值,所以中国的房地产、股票价格迅速上升,出现了明显的资产泡沫。

任何一项资产的收益都来自两个方面,一是资产现金流收入,例如股票的股利、房地产的租金;其二是资本回报,也就是资产价格上升卖出获利。因此,某个资产价格上涨一般会有两个因素驱动,资产现金流收入不断增加,持有资产的收益率上升。例如,上市公司每股盈利持续增长,红利收入上升,持有股票的红利收益率远远高于存款,股价自然上涨。资产价格上涨的另外一个因素是资产价格本身不断上涨,卖出的价格总是高于买入的价格。如果市场上某一项资产价格持续上升,市场就会慢慢建立固定的思维模式——市场预期模式。市场上越来越多的人会认为买入这种资产一定是划算的,因为未来的价格还会继续上升。如果资产价格上升的预期被现实的价格上升多次证明,市场上参与追逐这项资产的人会越来越多,导致资产价格不断上升,然后继续强化市场预期,吸引更多的人进入市场,这个循环不断进行,资产价格会持续上升,最终一定会出现资产泡沫。所以市场预期和价格上涨的现实互相强化会创造泡沫出现的第三个条件,市场情绪。市场一旦出现群体性的非理性情绪,市场上所有人都追逐这个资产,资产价格就会疯涨,新的追逐者会不断进入,泡沫往往进入了白热化阶段。

现实中，绝大多数人都有从众心理，永远在为自己的行为寻找理由作为安慰。当看到身边的人一个个都在做一件自己认为是错误的事情之时，绝大多数清醒者会怀疑自己的判断，甚至会以即便是错了又不是自己一个人在犯错为理由为自己的错误行为找到开脱理由。一旦为自己找到了犯错误的理由，就可以心安理得地与错误同行。成龙大哥“不小心”出轨了，让吴绮莉诞下“龙种”，闹得天下舆情滔滔；成龙大哥虽然文化不高，却说出了一句足以震慑天下的经典之语：“我犯了全天下男人都会犯的错”。到底是绝顶高手，明明是自己一个人的错误，愣把天底下的男人都拉来做垫背。

当人们投机发财的热烈情绪被泡沫激发之后，市场情绪会迅速传染。在市场非理性下，任何特立独行的行为都需要非凡的勇气。白起坑四十万赵军，项羽埋二十万秦兵，明末张献忠杀尽四川人，清初扬州十日、嘉定三屠几十万人引颈就戮。很多人质疑，冷兵器时代，为什么会有这么多人束手待毙而不以死反抗呢？特别是有组织有纪律的赵秦降军更有理由拼死反抗。可怕的答案是，在从众心理的驱使下，任何理性思想都会被压制。集体非理性的力量有类似滚雪球的效应，可以吞噬一切理性的声音，单个个体反抗集体非理性行为需要比走向死亡更大的勇气。群体非理性行为最终可能会一直延续到无法持续才会停止。

群体非理性泛滥的时候，往往到了泡沫的快速膨胀阶段，所有人都在花血本买烂泥。没有人知道自己买的东西值多少钱，买的原因就是看到很多人买，所以要买。一旦市场情绪的非理性与不断加大的杠杆相结合，泡沫的上升速度会更快。

泡沫发展到这个阶段，一般都会有一些理性的投资投机者站出来，不断告诫自己也告诫民众，面对泡沫要理性，要沉住气，是泡沫总会破的。一部分真理性的人可能会死等，可是绝大多数人坐等泡沫破灭感觉，就像初恋的少女在河边等情人，既怕他不来，又怕他乱来，最终都躲不过落网的结局。

在泡沫白热化阶段，资产价格往往快速窜升。网络热点、媒体报道、街头议论、手机对话、夫妻夜话，都在为资产价格不断上升激动着、兴奋着，泡沫到了最流光溢彩的顶峰阶段。

泡沫顶峰一个标志就是大家明明知道自己买的东西不值这个价，但是还是坚信有比自己更傻的傻瓜会用更高的价钱来接手，所以泡沫就到了笨人都觉得自己聪明到了白挣钱的时候。在泡沫中投机是一种令人异常兴奋的过程，甚至是一种癫狂的感觉。2007年中国股市在4000点冲向6000点的时候，很多人放出话来，辞职在家专门炒股挣得比上班快多了，又轻松又多金。

白热化的泡沫总会让所有投机者都感叹，原来世界真的可以如此美好：动一动嘴、动一动手，账上的钱就可以多个零。在毁灭之前，泡沫一定会给投机者们一个美妙的错觉：投机无所不能、投机无比美好。

简单来说，一个经典泡沫的形成过程如下。

贸易盈余/货币泛滥/汇率扭曲 经济繁荣 资产盈利上升 资产价格上升 经济继续繁荣 收入上升 更多资金追逐资产 资产资本回报率上升 市场预期资产价格继续上涨 更多外围投资进入

资产价格如预期上涨 市场被不断强化 市场情绪非理性 泡沫进入自我强化的白热化阶段

不过，现实永远是残酷的。往往就在投机者们忙着做换车子、换房子、甚至换老婆美梦的时候，泡沫会突然杀个“回马枪”，不管市场接受得了还是接受不了！

谁都清楚，钱不是家里的小狗，找个伴就能不断生出小狗来；把两张钞票放在一起，一万年也不会生出第三张钞票。泡沫投机中炒上去的价格，最终都必须有人埋单，就像每一个成功的奥特曼背后都必须有一大批默默挨打的小怪兽，泡沫是需要有很多人担任“炮灰”角色的。

例如炒到天上的房地产价格必须有真实需要房子的人去埋单。埋单人吃不消的时候，或

许可以通过压缩其他消费，增加负债杠杆来购买房子。但是如果他们无论如何都买不起的时候，无论多稀缺的房子，价格都会掉下来。历史上，任何一个国家的房价、股价每隔一段时间，少则几年，多则几十年，都会经历暴跌或者重新洗牌，就是因为这个世界还没有永远上涨的价格。其中的道理恐怕很多人都懂，但是谁也不愿意相信。就像是人都明白自己终有一死，但恐怕没有人会愿意在自己出生的时候就预先给自己订购个骨灰盒。泡沫经得起激情，却经不起常理，骗得过自以为是的聪明人，却蒙不过老实本分的实在人。

泡沫的破灭是需要满足某些条件的。如果泡沫存在的条件，例如新故事、市场情绪和资金发生了变化，泡沫很容易破灭。例如央行提高资金利率，收缩流动性，其他资产的收益显得更有吸引力了。新故事讲了很久之后变成了旧故事，市场失去了新鲜感，而且资产的收益增长不如预期高。美国科技网泡沫就是因为科技公司故事太多显得不新鲜了，加上股票的收益也没有想象的高而破灭的。市场情绪开始分化，理性的投资者开始撤出市场，继续持有资产的投资者心里犯嘀咕等等。内部理性人的撤出是南海股票泡沫破灭倒下的第一块多米诺骨牌。

除此之外，在任何经济体中，能够被不断扭曲用来购置某一类资产的资金最终是有上限的，泡沫一定会因为太大而无法持续。因此，即便引发泡沫的三个条件都没有改变，泡沫也会因为后续进入的资金不足以支持泡沫继续膨胀而破灭。密西西比土地泡沫就是因为新土地供应超过了市场资金的容忍力而破灭的。

我们都知道，从猴子变成人化了成千上万年，而从人变回猴子却只需一瓶酒就够了；一个泡沫的膨胀最多可能需要一二十年，一般也得几年的时间，最少也得是几个月，但是泡沫破灭需要的时间很短。最多只要几个月，少的可能只是几个星期，甚至几天时间。泡沫越大，价格越离谱，破灭的速度越快。例如荷兰郁金香泡沫从酝酿到高潮持续时间长达3年之久，但是破灭的速度也是异常快，一周跌幅就高达90%。

当然，泡沫出现并不一定要求新故事、市场情绪和资金这三个条件都具备，事实上只要其中一个因素符合条件就有可能导致泡沫泛滥。因为泡沫只需要几次不断上涨的成交价格就可以了，每一次价格上涨并不要求所有资产在市场买卖一遍。例如南海股票泡沫就是最典型的例子，只要不断有更高的南海股票价格出现，持有南海股票的人就会觉得自己的股票在升值。因此，虽然每个成交价格只是反映被很小一部分交易资产的价格，但是市场上所有持有该资产的人都会认为自己的资产价格上涨了，财富增值了。

如果导致泡沫的三个条件都被一一满足，就有可能导致非常严重的泡沫。泡沫的规模越大，参与的人越多，使用的杠杆系数越高，最终的下场就越惨。

客观地讲，泡沫也不是一无是处。泡沫确实可以为某一行业、某一个国家的大发展带来一定的机会。如果例如没有科技网泡沫，美国的信息技术就不会这么快就融入经济生活的方方面面。但是泡沫毕竟不是米饭馒头，可以天天吃。泡沫是兴奋剂，起效的时候是美轮美奂的，可怕的后果往往在泡沫破灭之后才会显现。

泡沫破灭，就会产生大量损失；有损失就得有人承担。那么泡沫破灭中谁的损失最大？就直接损失而言，第一是高杠杆者，特别是参与泡沫的高杠杆者；第二是富人，因为富人持有的资产多过穷人；第三才是穷人，穷人们往往希望通过资产收益成为富人，泡沫破灭会让穷人成为“负人”。

但是，如果政府在泡沫破灭之后进行大规模救助，损失分担就大不相同了。危机的拯救过程事实上就是损失不断承担的过程，因此政府参与的损失分配过程是政治问题而不是经济问题。例如使用财政资金救助和货币政策救助基本上是所有人埋单，但是承担的比例是不一样的。一般来说，财政政策中富人承担的多一些，因为相对于穷人，单个富人交的税要多一些；所以谁交税多谁就承担损失多。货币政策是所有人都在承担损失，损失产生的过程体现在通货膨胀率上，不一定完全是通货膨胀，可能是降低通货紧缩的程度。

通货膨胀是一种财富重新分配的过程，人人都在承担损失，但是穷人承担更多。从总量上来说，穷人是持有货币资金最多的群体，所以货币政策下，穷人承担最多，与此相比，富人往往是资产持有者和债务人，所以富人在通货膨胀中是受损失较小，甚至是获益者。通货膨胀从某种程度上是一种豁免债务的过程。通货膨胀阶段只要中央银行不发疯，而是采取一些合适的措施，通胀率自然会慢慢下降。滞胀可能是泡沫破灭后的另外一种可能结果，但是滞胀也不过经济发展的一个阶段。滞胀不过是经济体在慢慢消化泡沫产生损失，等到损失消耗殆尽了，泡沫也就挤干净了，经济自然会步入增长阶段。

第四节 日本梦魇

我们以日本为例分析资产泡沫的惨淡下场。

从 1950 年至 1971 年，日元兑美元汇率长期固定在 360:1 的水平上。1971 年布莱顿森林体系破产之后，日元汇率缓慢升值，但基本上稳定在 200-300 日元兑 1 美元附近。日元汇率长期低估下，日本产品所向披靡，日本不断积累贸易盈余。在 1985 年日本成为世界上最大的债权国。贸易盈余主要以美元形式存在，贸易盈余使得日本央行增发大量日元基础货币。日元汇率持续上升引来了大量套利资金进入日本，资金泛滥局面已经出现。

日元兑美元汇率 1971-2009

图形数据来源：彭博资讯，标价一美元对日元。

除了贸易盈余资金之外，日本央行错误的低利率政策更释放了海量廉价资金。为遏制日元持续大幅度升值，协调与美元的利率政策，日本中央银行连续 5 次降低贴现率，由 5% 降到了 1987 年 2.5% 的超低利率水平，这是日本战后以来的最低水平。日本央行把超低利率水平一直持续到了 1989 年 5 月。

在贸易盈余资金、汇率套利资金和央行低利率政策下，日本资产泡沫迅速膨胀。市场上出现了日本很快要超越美国的动人故事。一本名为《日本第一》的书在日本迅速流行起来，充分反映了当时日本国内从上到下日益膨胀的自信心。日本故事甚至让整个世界为之侧目，美国人开始担心自己日薄西山，经济领域的“珍珠港战役”来了。

不到 5 年时间，不断上涨的资产泡沫让日本国民的资产财富大概增加了 1000 万亿日元（按照当时汇率折算，约合 7 万亿美元）。许多日本人成了大资本家，觉得自己非常有钱。日本国内高级娱乐活动流行，高级观光饭店客满为患。日本开发商不光在日本国内开发奢侈豪华的观光设施，更是满世界兴建豪华宾馆、饭店和旅游设施。在日本人有钱，日本即将超越美国的梦想刺激下，日本国内市场情绪泛滥，日本人自信心极度膨胀，四处高价收购资产，包括美国的资产。

日本泡沫经济在 1989 年底达到鼎盛时期。东京股市日经指数比广场协议签署时（1985 年）上升了近 4 倍，股市整体的市净率在 5 倍左右；日本航空的市盈率超过 400 倍，渔业公司的市盈率超过 300 倍，航运业的市盈率的也接近 200 倍。1986 年-1990 年，日本六大城市的商业地产价格至少上升了 3 倍，不少热点地区甚至上升了 5 倍以上。80 年代中期，日本地价稍高于 GNP，到 1990 年则是 GNP 的 3.3 倍，80 年代末，日本土地财富占国家财富总额约 70%。日本还在海外高价收购了大量房地产和企业股权。

日本人为了给国内无法用基本经济理论解释的资产高价格找到许多“新新”理由：日本追求长期投资回报、日式生产方式是世界上效率最高、西方的市盈率指标在日本根本水土不服等等。

东照宫的三只著名的猴子



尽管当时日本国内国外都冒出了很多理性的批判声音,但是被暂时泡沫胜利冲昏头脑的日本人,特别是日本大藏省,选择了一种奇怪的态度。这种态度可以跟日本观光名胜日光东照宫中那三只著名的猴子雕像相媲美:不听、不言、不看。只要捂紧耳朵、闭上嘴巴、蒙住眼睛,泡沫就不存在,美好的日子可以不断延续。愚昧而兴奋的日本大藏省可能没有注意到,泡沫经济高峰期日本债务膨胀的主要形式已经悄悄从对冲型发展到庞氏型,日本私人部门的债务规模已经达到了当时 GDP 的 280%。这个数字意味着,债务膨胀已经让日本经济体提前透支了近三年的总需求。

进入 1989 年之后,日本央行看着不断创出新高的资产价格终于害怕了、坐立不安了。1989 年 5 月日本银行把贴现率从 2.5% 提高 3.25%, 10 月进一步提高到 3.75%。廉价资金不再有了。1989 年 12 月 29 日,日经指数达到了历史高点(至今仍是历史高点), 38915 点。不过在接下的两年里,日经指数下跌超过 40%。有意思的是,根据日本房地产经济研究会的统计,日本房价在日经指数下跌的两年内仍然是上涨的,比 1989 年继续上涨了 15% 左右。

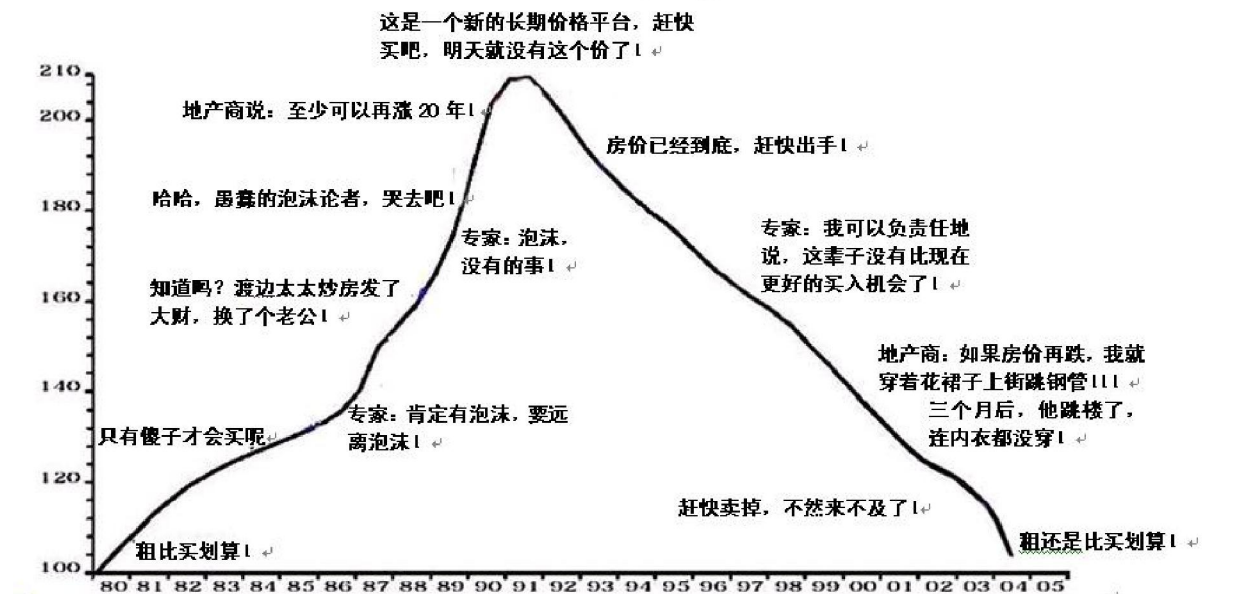
日本东京股市日经 225 指数走势 1979-2009

图形数据来源:彭博资讯

不过,日本股市和房地产市场基本上都跌了 14 年。股市从 1989 年底开始下跌,一直到 2003 年 4 月才见底,下跌幅度接近 80%。根据日本国土交通省的数据,房地产市场从 1991 年开始下跌,一直到 2005 年才见底。住宅地价下跌 46%,基本上回到了泡沫产生前 1985 年的水平;商业用地价格下跌了约 70%,是 1974 年以来的最低点。

日本土地价格走势

日本全国土地价格走势（1979-2005）



作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-13 08:03:02

根据《日本金融战败》作者吉川元忠先生的估算，日本泡沫经济破灭的两年中（1990-1992年），日本股市蒸发财富 480 万亿日元，日本房地产市场蒸发财富 380 万亿日元，规模接近于资产泡沫增加的 1000 万亿日元财富。资产泡沫下的财富怎么来就怎么去，纸上得来终是空。泡沫经济给日本银行体系留下了高达 50 万亿日元不良资产，成为银行体系和国家财政的沉重负担。

日本公司的海外收购交易中，涉及金额最大的几桩最终多以低价转手告终。三菱地所 1988 年以 14 亿美元买下的洛克菲勒中心，最终亏损高达 880 亿日元，在 1990 年代初期以半价出手；第一劝业银行 1989 年以 21 亿美元收购的金融公司 CIT，经过不断减持股票，最终在 2001 年转给了泰科公司；青木建设 1990 年以 15.3 亿美元买下的威斯汀酒店集团，5 年后作价 5.4 亿卖给了 Starwood 酒店集团和高盛；松下 1990 年以 61 亿美元之巨买到的环球电影公司也在 5 年后贱卖给了希格拉姆公司；索尼收购的哥伦比亚电影公司，尽管没有贱卖，但由于管理不善，到 1994 年中时便不得不宣布账面资产减值 34 亿美元，等同于它在 1989 年时的出价。日本人用几年时间追到美国人屁股后面给人送钱。

除了纸面财富蒸发的直接损失之外，日本的超级股市和地产泡沫使得日本经济在泡沫膨胀期以泡沫资产抵押贷款的形式透支了未来数十年的消费能力和投资能力。泡沫破灭之后，私人部门的贷款规模急剧萎缩，体现为日本社会的总需求持续下降。为了刺激经济发展，日本央行长期奉行零利率货币政策，甚至直接采取定量宽松的货币政策；日本政府也一直试图以公共债务增长代替私人债务下降扩充消费和投资能力。20 年过去了，日本政府债务规模扩张到 GDP 的 200%。无奈日本经济体泡沫时期透支挥霍过度，已经病入膏肓，货币政策和财政政策回天乏术。20 年的漫长衰退期使日本的 GDP 总量如今下降到了美国的 40%，日经指数即使在 2007 年高峰时也只有 1989 年最高水平的 46%，日本金融机构纷纷退出世界十大银行之列。日本用血淋淋的事实让世人看到了泡沫的炫丽外表下的狰狞面目。

判断泡沫出现并不难，但是要判断泡沫什么时候起飞，什么时候破灭很难。就像女孩子喜欢用天使的脸蛋和魔鬼的身材标榜自己，孰不知天使有很多面孔，魔鬼更具各样身材。因

为泡沫就是扭曲，而扭曲到什么程度使得扭曲力量到了极致最终发生逆转是很难判断。经济体暂时不出现泡沫破灭现象并不代表不存在泡沫，更不代表着未来不会出现泡沫破灭的惨烈现象。作为经济体的护航者，政府和中央银行应该承担第一责任，止波于微澜之际，化解于势起之时，警示泡沫，控制泡沫，必要时直接出手挤压泡沫都是必须的。任由泡沫泛滥，甚至助长泡沫，最终的结果就是日本树立的“榜样”。

作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-13 08:04:27

第五节 躲不开的泡沫

在 19 世纪初期，西方经济学家们信誓旦旦地拍胸脯：在自由经济体制下，经济永远不会出现全面危机，更不会出现全面的生产过剩，只承认个别行业有可能存在暂时性的生产过剩。当时经济学家们振振有词：完全竞争的市场经济是最有效率的市场，可以实现帕累托最优，供给会自动产生需求，货币不过是实现产品交换的媒介；经济像一架精密的机器运行良好，会自动调整方向和错误，不会产生经济危机，政府只要做好“守夜人”就一切“OK”了。

但是，经济学家们永远都是错的。

翻开近现代经济发展史，我们发现经济危机的阴影一直伴随各国经济发展的全过程，基本上每隔 10 年左右的时间就会发生重大的经济或者金融危机，每次危机对经济产生巨大的破坏作用。经济危机不是表现为全面的生产过剩，就是表现为资产泡沫。生产过剩的本质是投资过度，就是投资泡沫。

问题是资产泡沫和投资泡沫为什么会产生呢？

产生泡沫的最根本原因恰恰就是自由经济最为依赖的价格。第二节我们谈到价格是经济体中的第一大杠杆，因为任何一个成交价格只是反映了某一时点的供求力量和预期力量等信息。尽管价格传递的信息是强烈而直接的，但是价格非常敏感而且多变，价格传递的信息更是临时的，不是永久的。随着交易范围的不断扩大和分工的细化，越来越多的人是基于价格传递的信息做出决策。价格是短期的，但是企业的投资却是长期的，所以投资对价格的反应是滞后的而长期的。

例如，一家饭店突然增多 100 斤大米销售额的时候，店主会为突然增多的销量，而不得不增多库存 150 斤大米，以防大肚汉突然光临吃爆小店。同理，超市接到饭店突然增多的 150 斤大米的订单，自然也增多库存 200 斤大米，防止大米脱销。粮食经销商接到超市 200 斤大米订单时候，不得不向农民收购 300 大米，以防出现脱销。这样最初 100 斤大米的消费，到农民那里会多出 200 斤的库存！数据显示，即使像啤酒这样销售周期波动不大的商品，销售库存比例都在 1.6 附近，也就是说，消费者突然增加 1 瓶啤酒的消费，到啤酒厂那里就会放大到 6 瓶的生产量。当然，如果消费者减少消费，那么，上面的故事就要反过来说了。一般而言，生产链条越长，行业层次越多，相关库存量也就越大，对整个经济的波动影响也就越大。

历史上每一次投资泡沫和经济危机的酝酿、爆发和解决过程，都是某一个或者几个主导产业爆发式发展和随之带来的投资过度与竞争激化，最终出现主导产业供给过度，成本上升，产品价格下跌，利润萎缩，然后是企业大规模破产倒闭，酿成危机。危机中主导行业通过行业格局重组获得重生，经济进入下一轮扩张期，循环往复，直到主导行业成为非主导的成熟行业。

十九世纪初期的纺织业，十九世纪中后期的铁路，二十世纪初期的汽车、化工，二十世纪后期的半导体和计算机、电信等，这些行业都曾经都是引领经济发展的龙头产业。主导产业大发展的轨迹如下：经济、科技和制度创新发展到一定程度，民众对某类产品的需求出现

了井喷式增长,或者技术进步带来某些关键行业生产效率迅速提高,导致该行业的资本回报率远远高于其他行业,引来行业投资热潮,然后带动其他相关行业发展,经济进入良性发展周期;但是随着主导行业的需求放缓、投资过度和竞争恶化,技术进步带来的超额收益很快被自由竞争转移到了低价,行业利润迅速下降,出现了大规模的企业倒闭潮,引发其他行业的萎缩,导致经济萧条。

例如,英国工业革命时期,飞梭的发明迅速提高了纺织技术,蒸汽机的发明更是解决了制约纺织业大发展的动力问题,英国的城市化和经济快速发展带来了消费者对纺织品需求的高速释放,英国的全球殖民运动也为纺织业发展提供了广阔的市场和原材料。纺织业的资本回报率远远高于其他行业,很快引发了纺织业投资热潮。纺织业的大发展,一花引来百花开,带动了其他行业的发展,例如商业、物流业和钢铁业,整个经济一片红火。在纺织业投资高潮初期,随着投资的扩大和技术迅速进步,纺织业的规模效应带来的效率提高速度超过了成本上升速度,行业利润率仍然客观,消费者的需求上升速度虽然下降但是需求总量依然在扩大。但是很快投资规模扩张的速度超过了规模效应上升的速度,甚至出现了规模效应递减,因为人工成本和原材料成本迅速上升,而消费者需求进入稳定期。大规模投资释放的产能超过需求的承受力,纺织产品价格迅速下降,行业利润萎缩,大规模纺织企业的倒闭潮出现了。纺织业的衰退很快波及到其他行业,经济进入下行区间,萧条来了。萧条时期,纺织产业通过破产兼并重组,消化多余产能,“大鱼吃小鱼”,行业资源被集中到竞争力排名靠前的几大巨头,相对垄断的行业格局建立。主导行业调整完毕,经济进入了复苏时期,新的投资泡沫又会出现。之后再进入经济衰退,主导行业再经历一次产业调整。

每一次主导行业投资泡沫破灭的过程都是行业格局重新划分的过程,结果无一例外都是行业集中度提高,垄断范围扩大。某一个主导产业的调整过程一直会持续到该行业技术成熟,内部格局稳定,让出主导行业的地位为止。全球经济 200 多年发展历程见证了多个主导行业的竞争调整过程,最终优胜劣汰选择出来了《财富》500 强企业,他们在世界范围内垄断了能源、机械、飞机、轮船、计算机、电信、零售、钢铁、金融、传媒等等主要行业。

泡沫出现的第二个重要原因是货币和纸币的出现,以及由此带来的信用体系不稳定问题。

货币的出现虽然提高了交易的效率,有利于扩大专业化分工和提高经济效率,但是货币的出现也分离了交易的买方和卖方,使得买卖双方对产品需求和供给的变化判断更加依赖价格传递的信息,社会总需求体现为货币的整体购买力,而供给仍然停留在实体投资规模上。如果买卖双方绕开货币直接成交,价格信息的重要性会大大降低,产能过剩的风险也不会如此高。

货币本身价值的大幅波动会让价格传递的信息更加混乱,导致买卖双方出现重大分歧和判断失误。金本位体系下,经济规模扩张速度和货币提供量变化速度之间的错配非常容易导致价格传递错误信息。例如经济高速增长时期往往容易出现货币供应不足,导致物价下跌,企业接到产品价格下跌的信号就会停止扩张产能,消费者感觉到价格下降之后会推迟消费增加储蓄,所以经济发展的速度会受到制约,经济很可能会进入萧条期。一旦进入萧条期,价格会因为需求的下降而下降,企业会继续压缩投资规模,消费者更会捂紧钱包,所以经济容易陷入长时期的通缩型萎缩,直到价格下降到了消费者和企业的力量平衡点。

纸币的出现彻底动摇了货币价值的内在稳定性,通货膨胀成为常态。中央银行反经济周期的货币政策的最终目的都是维持温和通货膨胀状态,所以绝大多数情况下,纸币体系下价格传递的信息都是价格在一直上涨,所以企业扩张投资规模是理性之举。汇率管制国家往往会在经济萧条时期通过压低汇率刺激出口,而在经济高涨时期降低升值速度以延长经济繁荣周期。汇率政策是货币政策的衍生,压低汇率的做法事实上是通过让渡部分货币主权(同样也是出让部分了货币主权下的利益)获得货币扩张效果,刺激经济发展。

货币出现之后,社会总需求体现为货币的整体购买力。任何人在经济体中从事经济活动都会获得收入,要么是投资收入,要么工资收入等等。任何人会把获得的收入中的相当一部分转为储蓄或者投资。这部分储蓄和投资经过银行系统和资本市场乘数效应的作用会产生几倍于原始储蓄或投资额的货币供给。也就是说,一块钱的储蓄或者投资最终会产生几倍的社会货币总规模和最终的货币购买力。

银行体系建立之后,信用膨胀和收缩成为了经济波动的一个重要原因。经济增长,银行扩张信用,企业投资规模扩大,利润上升,银行获得贷款收益之后继续扩张信贷规模,延长贷款期限,信用膨胀加速,然后产生更多的投资需求和消费者购买力,促进经济发展。但是银行的信用扩张不是无限的,需求不断上升的结果最终会传导到物价上升,央行货币政策收缩,利率高涨,投资收益下降,企业贷款坏账上升,银行收紧信贷规模,企业融资能力下降,投资规模下降,经济进入衰退期。银行信贷规模的扩张能力和收缩情况体现为银行体系的货币创造功能。当银行放松信贷时,银行体系的货币乘数上升,货币供应量上升,社会整体购买总量上升;当银行收缩信贷规模时,银行体系的货币乘数下降,货币供应量下降,社会整体购买力下降。

金融创新扩大了金融体系的货币创造能力,扩张金融渗透的范围和深度,提高了货币乘数威力。金融创新从普通企业贷款发展到消费贷款和杠杆贷款,从企业债务发展到政府债务,从普通债券发展到资产证券化债券,从债券、股票等基本金融产品发展到衍生金融产品。金融标的物从货币资金渗透到房地产、金属、农产品、能源,甚至到天气、碳排放权和航运指数(例如波罗的海航运指数)等等。金融产品的期限从一年两年发展到十年二十年,甚至无期限。在第三章我们谈到衍生产品和金融创新的实质就是金融渗透和杠杆化过程,杠杆越高,金融体系的乘数效应越大。

因为乘数效应是双向的,在经济扩张期,是以指数级加快扩张,但是在经济收缩期,也是以指数级收缩的,所以经济体很容易出现投资过度产生投资泡沫和投资迅速萎缩导致经济萧条。如果货币乘数的杠杆效应和主导行业产品的价格杠杆效应相叠加,出现投资泡沫的概率就会更大,而且泡沫的程度会更严重。

对于社会经济体来说,信用是一个令人爱恨交加的东西。

信用是一种信仰,是一种相信的习惯。革命战争年代,有的人信仰坚定,至死不渝;有的人信仰逃离,容易当逃兵。经济体中也一样,有的人对货币、对债务人的信任度很高,会坚决支持信用扩张,会把自己的资产换成货币保存,会把资金投向银行和企业;但是有的人对风险很敏感,信不过货币和债务人,会持有资产对抗通胀,不愿意借太多的钱给银行和企业。

信用是无法量化的,应该借多少钱给一个债务人是合理的并没有一个统一的标准。所以,经济体对货币和债务的信仰的力量在不断变化,此消彼长。经济处于上升期,信仰的力量会像滚雪球一样迅速膨胀,贷款标准不断放低,信用便会泛滥,投资消费旺盛,经济容易过热。

债务信用的扩张事实上提高了货币总规模,扩大了以货币表现的总需求;只要债务信用扩张的规模不超过货币信用的容忍范围,经济体就表现为经济增长、资本回报率上升和资产价格上升,进而引发更多的债务信用投入,继续扩张货币总需求。但是,随着债务信用规模不断扩张,最终会导致货币总需求超过了实体经济的承受范围,通货膨胀发生了。通货膨胀的上升说明债务信用规模的扩张已经影响到了货币信用。

不过,现代经济体都会容忍低水平的通货膨胀,所以债务信用和货币信用继续被滥用,资产泡沫便不可抑制地发生了。资产泡沫泛滥最终导致了通货膨胀严重恶化,中央银行不得不收紧货币信用,泡沫破灭,经济进入收缩期,信仰的力量不断弱化,信用紧缩日趋严重,投资消费不断萎缩,物价明显下降。

在经济萧条期,为了刺激经济发展,中央银行往往采用宽松的货币政策,降低基准利率,

扩大货币投放，甚至货币化国债（直接购买国债）为政府财政赤字融资。大规模的货币投放稳定了物价和资产价格，信用进入了下一轮扩张期，如此循环往复。人都是怕疼的，面对痛苦的经济调整，中央银行和政府往往会在经济自身调整到位之前采取激进的行动，所以货币的信用永远是被滥用的，直到崩溃。

出现泡沫的第三个原因是，预期不是理性的，市场更不是理性的。长期以来，经济学家们一直坚持，市场是理性的，会自发调整过度行为，最终实现动态均衡。但是，作为经济体中的主导者——人是不理性的，由人组成的机构一点都不比个人理性多少。市场上所谓的美国顶级投行也不过如此，无论是美国科技网泡沫还是次贷泡沫，每一次都有机构冲锋在前，摇旗呐喊。

长期以来，高效率市场假设是计算各种资产价值的基石——从股票、养老金基金负担，到高管薪酬，并由此诞生了资本市场定价模型等概念，将投资视为风险与回报之间的折衷。在过去 50 年，特许金融分析师协会（CFA Institute）一直在向成千上万追随者传授以高效率市场为根本的分析原则。CFA 的追随者们来自银行、基金管理公司和投资公司等全球金融中介机构。2008 年的金融危机已迫使理性市场理论的积极倡导者质疑自己的信条。英国 CFA 协会最近首次询问自己的成员是否相信“市场效率”，结果发现，超过 2/3 的受访者不再相信市场价格反映了所有可获得的信息。更令人吃惊的是，77% 的受访者“强烈”或“非常强烈”不赞同投资者的行为是“理性的”，这与推动投资理论的“群众智慧”理念明显相左。

无数事实证明，在每一个泡沫的发酵过程中，一定会有形形色色不怀好意的投机客，肆意利用群体的恐慌、热情、癫狂和非理性的弱点大发泡沫财。每一次泡沫过后，都会留下无数默默无闻的“炮灰”，他们是泡沫的最大受害者。

相比其他国家，中国可能更容易产生泡沫。中国饭菜讲究色香味俱全，吃中国菜必须趁热吃，中国人办事讲究趁热打铁，所以中国人更加容易激动与情绪化。情绪来了一片高昂，情绪过后一片凄凉。中国人似乎更喜欢投机获利，看看周边国家一个个为中国人特设赌场，极力邀请中国人到这些赌场怡情挥洒，就知道中国人的赌性之强烈，已经飘扬过海到了新加坡和拉斯维加斯。

热烈的情绪和投机成性相结合，因此中国更容易产生泡沫。明朝著名太监九千岁魏忠贤一生只有一个亲生女儿，可是在他红得发紫时，几乎把满朝文武都收为子侄儿孙，他的逾万生人祠遍布全国，这是典型的政治泡沫。拿近的来说，文化大革命不过是群体性情绪泡沫和政治投机泡沫的结合体，从对领袖的崇拜开始蔓延到非理性的狂热和暴力行为；泡沫过处，灰飞烟灭，所以中国经济在文革期间接近崩溃。

任何时候人类都不可能进化为经济学所假定的理性人状态，所以我们根本不应该期望市场会理性。金融渗透和信贷扩张是一个不可逆转的趋势，全球化更是正在进行中，经济杠杆化是无可避免的。贪婪呢，更是人类亘古未变的本性。

既然金融渗透为更多的产品成为泡沫标的提供了可能，人性的贪婪和非理性为泡沫诞生提供了肥沃的土壤，形形色色的杠杆为泡沫诞生提供了先进的工具，快捷的信息传播为泡沫变幻无穷提供了可能。

泡沫将会如同一个令你讨厌，但又永远不愿意搬家的邻居一样，赖着不走，就像很多人不喜欢日本，可是，我们能把日本四岛搬到北极去吗？

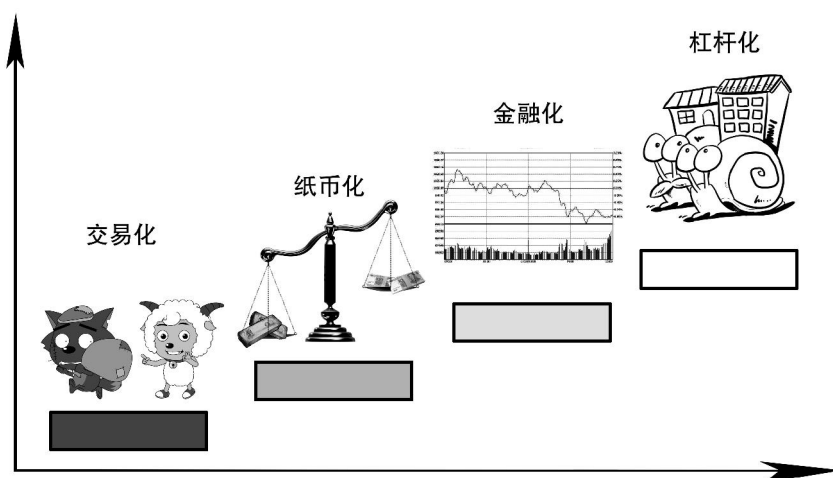
未来泡沫与历史泡沫的不同之处，可能在于产生和消亡的速度会更快，多空双方的交锋会更激烈。泡沫最终一定会蔓延到政府信用体系，以及现代经济赖以存在的纸币信用体系，中央银行家们被诟骂成骗子的日子不会太远了。

第五章 30 年中国奇迹的真相

前面四章，我们分别谈到了经济发展中的交易化、纸币化、金融化和杠杆化。我们不妨以这四个维度去审视 30 年中国经济发展的真是轨迹，或许可以窥得奇迹的“一斑”。

30 年来，中国经济发展成就有目共睹：国内生产总值（GDP）由 1978 年的 3645 亿元迅速跃升至 2008 年的 314045 亿元，是改革开放前的 86.17 倍，名义年均增长速度约为 16%，位居世界第三，与第二位的日本不过咫尺之遥；人均国内生产总值约为 3000 美元，全球排名估计在 100 位左右；整体经济从过去的温饱不足发展到了总体小康。

新四化



第一节 新“四化”下的中国奇迹

改革开放以来的中国经济发展逐步实现了交易化、纸币化、金融化、杠杆化。

改革开放政策彻底抛弃了过去以阶级斗争为纲等控制性政策和制度，国家摒弃了过去错误的阶级斗争与政治运动思想，推行改革开放政策，解放思想，破除了大量不适合经济发展的思想限制与意识限制，适时改革了过去限制私人财产方面的法律等制度，激发了个人追求财富改善生活的积极性，兴起了创业致富热潮。

30 年经济发展呈现明显的交易化过程。庞大人口堆积出了世界最廉价的劳动力大军，巨大的疆域为经济发展提供了丰富的资源和宽广的土地，改革开放之前积累的国有和集体资源被迅速发展的交易推入市场大潮。神州大地各处，尽管交易化的程度有高低，发展的时间有早晚，波及的区域有先后，但是整体经济交易化呈现了明显由东向西，由南向北的趋势。

交易化的第一步逐步推进了以价格改革为核心的市场经济体制建设，价格开始发挥资源配置的指挥棒作用，以市场交易形式配置资源的方式，替代了过去的计划和行政命令方式，提高了资源配置的效率，使得社会资源不断集中于产生较高效率的行业、企业和个人。

在改革开放之前，我们是短缺经济，只要工厂能生产出有用的东西，就有人来买。所以从 1978 年-1994 年我们一直在经历短缺经济，有钱没处花，你买不到东西。当时有一句话，改革开放初期，到处是黄金，只要你愿意弯下腰，就能富起来。这是短缺经济的典型现象。随着价格的放开，部分短缺产品的价格出现了大幅度的上涨，非常有效地引导了各类资源向短缺行业集中，从而更快更有效地满足社会需求。

交易化的第二步是劳动力以低廉交易价格进入市场。改革开放之前，城市人口被禁锢在

单位，农民被土地和户口牵制，以放宽户籍制度和行政管制为基础的劳动力流动政策解放了全国的劳动力，中国庞大的劳动力以劳动交易的形式进入经济体。

国家统计局的农民工统计监测调查项目显示，截至 2008 年 12 月 31 日，全国农民工总量为 2.2542 亿人，其中本乡镇以外就业的外出农民工数量为 1.4041 亿人，占农民工总量的 62.3%；本乡镇以内的本地农民工数量为 8501 万人，占农民工总量的 37.7%。全国 8 亿农民中除了老弱病残孕之外的劳动力在理论上都可以离开土地到城市和工厂打工。

大学扩招之后，每年单单普通高校毕业生就已超过了 500 万，如果算上中等职业专业学校毕业的大量基础技术型人才，中国每年至少有超过 1000 万的年轻劳动力进入城市和工厂，为中国经济发展提供源源不断的劳动力资源。价格低廉而默默耕耘的农民工加上要价与农民工相差无几的年轻毕业生是中国经济能够在过去三十多年里迅速发展的最大动力和中国经济的最大竞争力。

大量自然资源被交易化推入市场经济。无论是山西的煤矿、云南的铜矿、新疆的天然气、黑龙江的黑土地，华北东北的石油，都被交易化这只“巨大的无形之手”推向市场。改革开放以来，随着工业化和城镇化进程加快，各级政府通过国有化耕地转为建设用地、城市改造、其他类型土地再利用等办法向经济体注入了大量土地资源，为工厂提供厂房，为商品房提供建设用地，为公路、桥梁、机场、铁路等提供基地。从 1996 年到 2006 年的 10 年间，我国耕地面积从 19.51 亿亩减少到 18.27 亿亩，国家被迫提出了严守 18 亿亩耕地红线的政策，严防未来发生粮食危机。

经济交易化已经慢慢发展到了创富机会、特别资源（包括特权，例如行政垄断等）要素（资金、土地、股权、专利）金融资源等等方面的，拥有任何可以获得交易优势的人都在市场交易中找到了获取财富的通道，激发了人们追求财富的热情。

几乎与交易化同步的是纸币化。

随着经济的发展，人民银行货币发行规模不断扩大。根据人民银行网站公布的数据，截至 2009 年 9 月，仅流通中现金就已达 35730.23 亿元，比 1999 年底上升了大约 22000 亿元。据统计，2008 年全年中国共发生 1130 万亿元的全社会支付总量，其中大约 70 万亿通过央行大额支付系统完成的电子支付，30 万亿由中、农、工、建各家商业银行电子支付完成，127 万亿由中国各家银行的银联卡支付完成，票据市场合计完成 270 万亿支付量，剩余部分估计基本上由现金交易完成，纸币化交易总额高达 633 万亿。

人民银行的统计数据显示，1979 年末的所有银行存款第一次超过 1 千亿元人民币，到 1989 年末第一次超过 1 万亿元人民币，1999 年第一次超过了 10 万亿人民币，预计 2009 年末将超过 60 万亿元人民币，即货币数量以每十年扩张十倍的上升。如本章开头所说，从 1978 年底到 2009 年底，中国经济名义 GDP 增长了约 87 倍，但同期以存款形式体现的货币却增长了接近 600 倍。

1999 年以来我国经济体中货币供应量规模持续上升

单位：亿元人民币

金融化可以说是改革开放的第一步，因为引进外资是最大的开放。30 年来，中国累计引进外资超过 7500 亿美元，成为全球第二大吸引外资国。改革开放的实质是先开放后改革，以开放推动改革，改革遇到障碍通过推动进一步开放促进改革。其次是建国以来低消费高积累沉淀的大量国有资产和集体资产，改革开放以后逐步在市场经济的带动下显现价值；这些国有资产和集体资产是很多企业腾飞的基础资本来源。勤俭节约的中国人长期的高储蓄产生了大量的社会剩余资本，这些资本通过银行贷款以储蓄总额 70% 左右总比例进入投资领域，成为中国经济发展第三大金融资本来源。第四大资本来源是各级政府的财政资源投入，中央政府和各级地方政府在改革开放 30 年里通过基础建设、国有企业投资等形式向经济体投入

了大量资金。第五大资本来源是民营经济的发展壮大和民间投资规模不断扩大。30多年来，民营经济从无到有，从走街串巷的货郎到走向世界的企业家，中国的民营企业家创出了一条自己的路，民营经济已经成为中国经济体中最有活力，最有效率，最有希望的一支力量。根据全国工商联的统计，2007年民营经济创造了全国GDP的60%以上，提供了非农产业80%的新增就业岗位。

改革开放之后，放松金融管制，促进金融创新，建设多层次资本市场是中国金融改革的最主要脉络。例如金融经营主体从银行，逐步发展到证券、保险、信托、租赁、典当等多样化类型，金融业经营引入民营和外资投资主体，民营金融机构开始发展壮大；又如，多层次资本市场建设逐步推进，银行间市场、交易所市场、场外市场、货币市场、衍生品市场、创业板市场等等不断发展壮大，金融创新稳步推进，企业融资渠道和融资工具不断创新，金融体系的发展为资本这个核心要素在经济体的自由配置提供了强大动力。

30年来，我国多个行业经历了信贷化、股份化和上市公众化的金融化三部曲。目前，金融化改革已经深入到了文化传媒军工等严格受管制的行业。特别值得一提的是，我国私募股权投资基金的金融化进程非常迅速，外资巨头、本土资源和政府梯队为股权私募基金迅猛发展提供了最好的环境。在能源、交通领域财大气粗的央企集团，近年来频繁涉足银行业、保险业、信托业、金融租赁业的股权投资，显示大型企业集团产融结合的大潮正以空前的力度涌动。根据中国财务公司协会的数据显示，目前已有31家左右的央企建立了自己的财务公司（相当于“内部银行”），大量央企凭借自身资本实力和特殊地位不断进军利润丰厚的金融业，央企完成了控制所在行业的上下游之后开始走向金融化。

个人金融化体现在投资理财从过去单一的储蓄进步到股票、基金、债券、外汇、黄金、理财产品投资等方面；个人消费信贷从无到有，按揭购房已经成为购房的主要融资方式；除了个人剩余资金，养老金入市，社保基金入市等等也是金融化的大方向。

人民银行数据显示，截至2009年8月，中国股市市值合计18.7万亿人民币，总市值位列全球第三，约占全球7.3%，发行股数1.99万亿股。中证登公司数据显示，中国股市的开户数已经达到1.33亿户，基金账户已经达到1.78亿户。银监会数据显示，2009年6月底，银行业金融机构资产总额超过73.7万亿，各项贷款41.75万亿。

伴随着金融化的脚步，中国经济的杠杆化在迅速提高。

从个人来看，从过去几乎没有任何信贷杠杆到买房买车按揭，杠杆比例迅速提高。根据人民银行提供的数据计算，截至2009年6月底，个人贷款余额与个人存款余额之比上升到了29.53%。超过80%的城市家庭依靠银行按揭贷款买房，将近7成的家庭住房按揭月供占家庭月总收入的比例已经远远超过了警戒位置30%，达到50%以上，更有不少家庭已经接近70%，家庭的杠杆比例的迅速提高说明了个人财务状况急剧紧张化。

除了经济杠杆之外，个人的心理杠杆也在不断提高。在中国的大城市，上午八点半，往往路人如织，个个衣冠楚楚；可是在密密麻麻的脚步声和偶尔的汽车刹车声的间隙中，经常感觉沉闷的寂静和紧张的压抑。自诩精英的白领们，有几个是真正有安全感的呢？工资是在提高，可是物价跑得更快，房价都已经飞起来了。怕丢工作，怕爱人变心，怕破产，怕家里人生大病，怕晚景凄凉，怕孩子受苦，怕未来不安稳……因为怕太多既有的东西可能会失去，所以大家都在拼命挣钱，希望能够用钱来弥补一切；可是挣钱并不能带走我们的心理杠杆。

“蚁族”一词是专门为80后贫穷大学生创造的，他们密密麻麻地聚居在城市的小角落，怀揣着希望，寻找着工作，打拼着房子，憧憬着爱情，却被面包束缚住手脚，每天像辛勤的蚂蚁一样以青春为代价向现代都市讨要生活和希望，“裸婚”、“蜗居”是他们的代名词，他们的心理杠杆不知道要比70后们高多少。80后已是如此，那么90后呢？他们现在标榜自己是“非主流”，未来会不会成为“不入流”的一代呢？

2009年，全球办公设施解决方案供应商雷格斯（REGUS）进行的一项针对来自13个国

家、超过 11000 家企业的全球调查显示，全球 58% 的公司在过去两年工作压力明显上升；而在中国，更是高达 86% 的员工表示压力过大，表明中国员工尤其感到压力的重负。心理杠杆长期过高的一个重要后果之一是社会人群的整体心理健康恶化。1950 年中国精神疾病总发病率为 2.7%，1980 年以来发病率呈明显上升趋势，专家估计目前，精神分裂、抑郁症、脑炎和梅毒等重性精神病的患病率为 13.47%。青少年患抑郁症的人数正以 8%—10% 的速度递增。2007 年北京地区调查显示，强迫症、焦虑症、恐怖症等轻性精神病，患病率为 35.18%。中国普通医院急诊室每年至少要抢救 100 万企图自杀的人。

企业杠杆的提高速度更加惊人。根据彭博资讯的统计数据，截至 2009 年 12 月底，上证综合指数的市净率为 3.4 倍，静态市盈率高达 33.87 倍，属于全球最贵的股票市场之一。企业股票市值占同期 GDP 的比重已经上升至 85.86%。根据人民银行提供的数据，我国企业信贷规模在 2009 年 9 月底达到 33.83 万亿，是 2009 年前三季度 GDP 的 155.33%；前三季度城镇固定资产投资总额 15.51 万亿，占前三季度 GDP 的 71.21%。

地方政府杠杆化的趋势明显。除了地方政府新发行的 2000 亿元显性地方债务之外，地方政府通过土地储备杠杆、打造地方政府融资平台、直接控制地方金融机构、多种手段获取国有大银行信贷资金等办法提高政府杠杆率。2009 年央行统计数据显示，全国约有 3800 多家地方融资机构，管理总资产达 8 万亿元，地方政府的负债上半年即达 5.26 万亿元，负债规模急剧扩大。新增加内容：按照《中国改革》杂志 2010 年 1、2 期合刊上的署名文章提供的数据，到 2009 年 6 月，各级政府共建立 8221 个政府融资平台，获取贷款 5.56 万亿元，占 2009 年全年贷款总额的 58%。中国人民银行研究局金融市场处处长卜永祥表示，2009 年地方融资平台的项目融资中 85% 以上靠银行贷款，其他靠企业贷款及发行银信政的理财产品；如以 2009 年末期地方政府债务余额为 7 万亿、并计入同期地方财政收入增长，从 2012 年开始地方政府的偿债率将超过 15%。为了限制地方政府高杠杆冲动，财政部不得不紧急发文，严令地方政府坚决制止正在发生的地方财政违规担保向社会公众集资的行为，严禁出现新的财政违规担保向社会公众集资的行为。

各类无形杠杆的使用为经济发展提供了额外动力。

为了促进经济快速发展，国家先后实行了特区、试点地区、试点行业、各类优惠政策等等。这些优惠政策有利于某个地区、部分行业、部分企业和部分个人，相当于国家利用政治资源作为杠杆撬动了经济迅速发展的阀门。财政补贴和税收补贴长期存在。各级地方政府在招商引资时往往以“三免一减”等税收政策补贴外来投资者，造成了对本地投资者和其他纳税人的不公，相当于本地投资者和其他纳税人为这些投资提供了补贴。为了促进出口，中国长期实施出口退税政策和外汇汇率管制政策，事实上是对出口行业的补贴。来自国家统计局的数据显示，2005 - 2008 年用于出口退税的资金分别达到 3374.66 亿元、4284.89 亿元、5273.29 亿元和 5866.1 亿元。2009 年前 2 个月，全国实际办理出口退税额就已经高达 667 亿元，比去年同期增长 20.8%；如果按照这个速度，2009 年出口退税金额肯定超过 2008 年。政府为了引导某一个行业发展，往往采取行业政策和准入政策等进行补贴，例如为了推动高科技行业发展实施产业优惠政策；为了银行业利润提高压低存款利率拉高贷款利率；为了促进国有石油巨头垄断终端分销渠道出台政策压缩民营加油站等等。

改革开放以来，中国的农产品价格被长期低估，农民收入长期较低，城市化进程中农民耕地占用农民所得比例过低，国家对农村就业、医疗、教育等方面补贴远远低于城市，所以农业农村和农民为工业化和城市化提供了巨额补贴，这种补贴相当于农民农村农业为经济发展提供的杠杆。好在从上一届政府开始，城市补贴农村，工业反哺农业的趋势已现端倪。

改革开放最大的动力来自低工资杠杆的作用。中国人工成本被长期低估，导致在国民收入中工资所得占比过低而企业所得和政府所得过高。人工工资的低估事实上是对出资人和政府的直接补贴，提高了各类投资主体的资本积累速度。中国工人的工资中没有体现应有的养

老、医疗和失业保障成本,而广大的农民工甚至一度根本没有养老、医疗和失业方面的保障。另外在中国企业中,工会力量过于薄弱,导致劳资双方的谈判能力长期不对等,使得工人处于弱势一方,也压低了工人的工资收入。

大量基础资源价格被低估,主要包括水、电力和土地价格,为经济腾飞提供廉价杠杆。使用低价格资源价格的好处是即期的,但是随之而来的问题是长期的。中国水资源人均占有量不足世界平均水平四分之一,但是目前的工业和居民用水价格过低,没有反映中国水资源的稀缺性。由于价格的扭曲导致用水过度,不少河流干涸,地下水超采,城市由于地下水超采出现沉降和海水倒灌问题。中国电力价格过低体现在每年煤电订货会上的价格拉锯战,因为煤价是市场价而电价是政府指导价,所以煤炭企业不愿意分担电力企业承担的政策补贴,而导致双方对电煤的价格无法达成一致,最终不是国家发改委出面“调节”就是铁道部抢运解决。土地价格过低主要体现在地方政府在招商引资中提供的大量土地优惠和农民和城市居民在土地出让中的低回报之上;土地价格的补贴最终成为企业的隐形资本投入和政府的公共开支。

中国的生态环境为经济发展提供了无法估量的隐形杠杆补贴。环境为经济发展提供的污染补贴是当期的,但是未来的治理成本是长期的,我们完全可以把这种成本看作是中国经济对生态环境发的一张债券,收益体现在当期但是未来是要还本付息的。我国环境管理方面的落后和过度宽松政策导致环境污染成本过低,大量污染企业离开了发达国家的环境管制之后进入了中国,在创造价值的同时破坏了中国的生态环境,而往往是破坏的价值远远超过创造的价值。据《上海证券报》报道,国家环保总局和国家统计局 2006 年 9 月联合公布了 2004 年绿色 GDP 核算报告。2004 年绿色 GDP 核算报告显示,全国因环境污染造成的经济损失为 5118 亿元,占当年 GDP 的 3.05%。

未来之势的猜想

自从生命出现以来,自然界一直依赖生与死的残酷竞争来选择优胜者,使得生命进化优化,自然进步发展。市场经济吸收了上帝创造的自然法则精髓,市场其的本质是自由竞争。

市场经济坚持的自由竞争原则激发了效率比赛,所以市场经济一定会带来效率的提高。效率提高了,自然会带来经济繁荣和产品丰富。不过有竞争,就得分胜负,所以自由竞争的必然后果是优胜劣汰和经济失衡。市场经济在带来繁荣的同时,捎带了贫富分化,阶层对立,经济危机等等矛盾。市场经济从来都不同情穷人,更不同情弱者;市场经济马太效应只会让穷人更穷,让富人更富。

我们可以用狼和羊来比喻市场经济中富人和穷人的关系。只要狼和羊在一起,他们的关系就是确定的——狼要吃羊。我们完全可以规定让狼叫羊为父母,也可以规定狼称羊为主人,我们甚至还可以要求聪明的喜羊羊和愚蠢的灰太狼共建狼羊“和谐”社会,但是,不管怎么折腾,结果是一样的——狼要吃羊。估计大概天底下所有的狼都明白一个道理,狼的数量不能超过羊可以供养的数量,但是狼总是抵抗不住眼前肥羊的诱惑,更抵抗不住生育狼崽子的冲动。而且,作为个体的狼,他心里跟明镜似的:我不紧着吃,别的狼照样吃;我不生,别的狼照样生。所以,最终的结果一定是羊群繁殖生长的速度赶不上狼生崽的速度。

人类就像是贪婪的狼,总喜欢占有无限的财富,想着自己的千秋万代;所以人都在想着少奉献多索取;多拿的人就从少拿的人手里抢。如果获取少的人可以通过和平的方式改变这种分配方式,那么社会就可以延续;当获取少的大多数人被迫到了不能维持基本生计的时候,革命就爆发了。历史就是这样循环的。

社会的游戏规则不是由弱者制定,他们都是由强者、胜者、智者、获利者们制定的。例如国际游戏规则,总归是强国和大国们为了自身利益制定,如果对弱国小国有所帮助,多数

情况下，不过是客观效果，不是主观目的。强者、胜者、智者、获利者有可能是仁者、善者和长者，但更可能是邪者、奸者，甚至是恶者，历史总是由最优的或者是最坏的来创造和引领，庸庸之辈们不过是繁衍了种族。

例如美国的司法体系表面上很公平，但是事实上依然是偏向有钱人。因为表面上服务于司法体系的律师们基本上是只认钱，不认理的。无论是辛普森案还是克林顿案，大律师们无一例外地与金钱站成一队。

世界没有绝对的公平，更没有绝对的自由。没有人会拱手让出权力，赋予人们权利，穷人和弱者的权利都是斗争得来。如果没有马丁路德金们的不懈斗争，就不可能有今天美国的种族平等进步。斗争不一定是暴力的，更可能是和平的。向老板要求加工资，向政府要求减税都是一种斗争。

市场经济只能解决效率问题，最后的公平不是市场经济应该承担的责任，那是政府存在的主要目的。我们对社会经济的本质看不惯也好，想不开也罢，都得接受，发牢骚骂娘，都无济于事。

经济不是科学，充满了偶然、不确定性和扭曲；一部经济史几乎是假象和谎言的连续剧；金融市场是经济的集中动态反映，经济中的任何变化都会被金融市场无限放大，所以金融市场显得更为善变和诡诈，多空对决更是血腥和残忍。尽管金融市场铺平了累积财富的道路，但是要在这条道走得稳走得远，就必须学会取势、明理、优术、用器。任何一项投资，甚至是任何一个泡沫都不会凭空产生，市场的亢奋必须依赖基本面的走势。如果太过关注脚下的麦田，很可能错过头上一片璀璨的星空，我们需要往前看。

我们不妨用一点理性，用一点智慧来猜想未来可能发生的重要走势。

经济领域，有一点是肯定的，不管是过去还是现在，亦或是将来。政府的负债规模不会下降，政府负债占实体经济的比例不会下降。经过次贷危机，未来政府很可能会更频繁地利用货币政策和通货膨胀来躲避债务，解决经济中的资产泡沫问题。未来几十年平均通胀水平很可能长期高于过去的水平。

美国过去的近 100 年里，按照消费者物价指数计算的通货膨胀率为 3%，但是最近 30 年通货膨胀率已经高达 3.72% 左右，远远超过之前的水平。目前全球主要中央银行都把基准利率降低了历史新低，并且持续时间超过 1 年，如果未来的通胀水平超过 10% 并不会让人觉得意外。即使表现在消费者物价上的通胀水平不高，但是货币的持续低估，一定会导致资产价格的严重高估，经济结构进一步扭曲。没有危机的时候，享受惯了和平和舒适我们是不会愿意改正自己的坏习惯的。这样的局面任其发展，未来很有可能导致政府负债过度而濒临破产，中央银行货币政策滥用过度，导致货币信用被彻底破坏的局面，最终可能会以一场更加狂暴的经济危机和社会危机来重建世界，中央银行有可能成为立法、行政和司法之外的权力第四极，与刺激经济发展彻底划清界限，获得超然的独立地位。

对于每一个个人来说，我们应该如何应对通胀和中央银行的讹诈呢。或许，巴菲特对一个 11 岁小男孩的回答，对这一问题也很有启发意义。小男孩问，现在增发的大量国债和可以预见的通货膨胀，对他这一代人有什么样的影响，他应该做些什么。巴菲特建议小男孩多读书，将来成为行业著名人士。这样一来，不论以后的通货是什么，哪怕是贝壳，只要你有能力，就能在全球的产出中占有你的那一大份，你就不用担心了。“对于国家也是一样，只要能把资产用于实业和科技，在全球产业链中掌握产业的定价权，不管未来通货膨胀有多严重，都始终能够保证最大的利益。”巴菲特提出的解决办法是宏伟的治本之道，对于绝大多数手头拥有货币资产的人来说，应对超级通胀的办法无非是增加负债提高价值稳定型资产占比，例如股票和黄金。

经济领域第二个可能的势是，世界经济势力范围将重新划分。如果说欧洲处于暮年，是银发经济，给人感觉是从容和豁达，缺乏进取心和执行力；那么美国正处于中年，是黑发经

济，既有干劲又不失沉稳，建立了一套最高效的制度体系；中国呢，正处于小青年，是染发经济，梦想无限激情有余，即便在危机中摔几个跟斗可以很快爬起来，但缺少历练与积淀，容易走偏；如果一定要提到日本，那么就到了天年了，是无发经济了，一个以色情业为第二大产业的国家，一个人口持续老化但又坚决排外的国家，暮气沉沉，生机黯然，不是天年也近暮年了。

东方勤奋敬业式的生产方式和勤俭节约式的生活模式，将会慢慢主导世界，产业转移是不可逆转的势头，全球化开工没有回头箭。西方发达国家的消费者可能会面临一轮生活水平下降的过程，直到与发展中国家的生活消费水平持平，全球化失去继续推进的意义。但在全球化持续进行的过程中，世界的资方可能会迎来新一轮财富积累的高潮，萨伊定律或许将会被进一步扭曲，世界的资产价格很可能迎来新一轮上涨。接下来，贫富极端分化的后果可能是现有模式的垮台，或许需要来一场更大的经济与政治危机才能解决萨伊定律的长期扭曲。而至此之后，世界进入新一轮的发展期。那应该是 20 年以后的事情了。

未来经济社会形态可能会产生重大变化。我认为目前世界上最主流的资本主义体制的潜力正在接近力穷势竭的极限。兴盛之始，资本主义体制可以靠不断把蛋糕做大来化解分配问题；在过去的三十年，资本主义体制依赖透支个人、企业和政府的未来消费来获取经济发展的动力；在不远的未来，靠做大蛋糕和透支未来的做法产生的增值收益可能已经赶不上不劳而获者利益集团者的贪婪，最后社会必须找到重新切分蛋糕的办法。而找到一个切分蛋糕的办法就需要建立新的利益分配机制，最终可能会发生革命，尽管不一定是流血的暴力革命。

美国长期享用的美元世界铸币税可能正在接近尽头，未来或许没有这么轻松的好日子了。世界经济格局的分化会更明显。区域经济一体化和货币同盟的可能性会更多更大。美元的强势将不断相对弱化。海湾国家单一货币联盟、亚洲货币联盟、欧元继续扩张等等，最终会严重削弱美元的世界储备货币地位。

随着全球化进程，经济交易行为不断向全球扩散，带来全世界的竞争。投资是全世界的投资，原材料由全世界供应，产业链全世界布局，人力资源全世界提供，语言也更是全世界的。国家与国家之间的竞争更会体现为制度与文化的竞争，甚至法院之间会出现竞争，例如东航包头空难遇难家属利用美国法院的长臂管辖权成功改变了中国赔偿制度。那些能够吸引优秀年轻人的国家在竞争中的优势将会更明显。企业的核心竞争力将会从技术、专利等知识占有更多地偏向于组织、制度和文化等虚拟方面。全球范围内的制度套利、反应速度、系统效率等将是未来企业的核心竞争力，无边界的梦想、无限制的设想和无极限的理想是企业创新的最终动力。在全球化时代，国家的概念可能会进一步淡化，人的居住地选择会更自由。工作地点和居住地甚至可能分离。或许会出现在中国生活，替美国公司打工的情况。

经济领域第三个可能的势是虚拟经济的规模将继续扩大，人工智能可以期盼。人类历史上语音通讯发展经历了专线电话——手动交换机电话——自动交换机电话——无绳电话——移动电话——网络电话；电脑已经走完大型机器——微电脑——个人电脑——手提电脑——微型电脑——3G 型电脑——云端计算电脑；网络已经从军方网络——局域网——全球网——无线网方向发展。

目前美国正在实施其物联网的梦想。首先把智能感应器装备到各种物体上，包括电网、铁路、桥梁、隧道、公路、建筑、供水系统、大坝、油气管道等基础设施和电视机、冰箱、洗衣机、微波炉、烤箱等家用设施，感应器之间实现互相连接，形成“物联网”；其次，将“物联网”与现有的互联网整合起来，实现虚拟世界与物理系统的智能整合，实现虚拟网络对物理系统的智能控制；再次，人类通过能力超级强大的中心计算机群，整合网络内的人员、机器、设备和基础设施，智能化、精细化、动态化控制人类的生产和生活，达到“智慧”状态，提高资源利用率和生产力水平。

如果把电脑、手机、无线网和物联网连接起来，未来网络会向手持化、移动化、微型化

和智能化发展,网络应用与人工智能相结合。未来的生活中或许每个人都会手持一个微型机械:包括电话、电脑、网络的全部功能。货币无纸化、办公移动 24×7 化、制作程序全自动化这些都是完全可以实现的。我们的生活和工作将完全对接。随时在线智能化可以让职工更加灵活地安排自己的时间和生活,但也得为这种灵活付出代价,随时随地必须准备好“切换”到工作状态——无论在健身房、浴室还是海滩,我们将不得不随时穿梭于现实和人工合成的世界之间。过去某些个人、企业和政府的独享信息优势在虚拟时代将不再明显。对每一个人来说,信息将更为触手可及随时可用。信息垄断的优势将被压缩到最小。网络明星将会更扑面而来,煽情、搞笑和新奇将是网络明星的标签。

网络除了给我们带来了信息便利的同时也会带来信息灾难。无限信息化的趋势将会直接威胁到人类享有的隐私。网络可以被用来作为邪恶的帮手。网络上几乎什么内容都可以找到,怎么不露声色地杀人,怎么毁尸灭迹,怎么制作原子弹等等。很有可能,一起严重的网络事故(例如以讹传讹或者尖锐事故导致网络情绪失控)将会促使政府限制网络所享有的自由和散漫。

由于信息交流更为迅速和充分,必将导致价格出现更大的波动性,投机泡沫出现的频率可能会更高。随着金融渗透,更多产品将具有金融产品的特性,过去从利率、汇率、波动率到商品,商品的范围在不断扩大,开始有天气指数、旅游指数、航运指数等等。估计未来更多的产品会成为金融炒作的标的,包括人类本身。更多的机构、个人、甚至政府都会参与投机行为。

由于交易成本更低,竞争更加直接,网络交易将会成为人们生活不可缺少的一部分。淘宝网公布的数据显示,截至 2009 年 6 月底,网站拥有近 1.45 亿注册用户,是上年同期的两倍,每天有超过 2000 万人在线。2009 年上半年淘宝网处理的交易额为人民币 809 亿元,较上年同期增长 97%,网站上半年的交易额相当于同期中国社会商品零售总额的 1.4%。我们可以完全预期未来生活中大量的交易行为就在我们的手指间实现。

未来还有一个更加明显的势。无论发达国家还是发展中国家,人口年龄都在快速老化,人类越来越不愿意生养下一代,小孩子越来越少,供养比例严重失调。世界人口呈现一片“银发”现象,人均寿命超过 100 岁的国家会出现。2030 年中国 60 岁以上的老龄人口预计将增至 4 亿左右,相当于现在欧盟 15 国的人口总和;从目前 15 个劳动力供养 1 个老人变为 3.3 个劳动力供养 1 个老人。“8421”家庭结构(8 个老人,4 位父母,小俩口加 1 个孩子)将会令千禧后们不堪重负。老龄化时代的到来恐怕会在很大程度影响未来生活,年轻人将不得不花费大量的时间去照顾老年人,但是囿于自身的工作压力和时间限制,恐怕无法做到子孝父慈。全球各个国家的社会上都会弥漫着一股浓重的老人味儿,搞不好而不死是为贼”的愤老情绪会在年轻人中蔓延。供养失调,养老服务将成为第一大服务产业。为了供养老人,未来延长工作退休年龄恐怕是不得不接受的事实。国际上对人才的竞争会更加白热化,特别是对年轻人的竞争恐怕会更直接。

现在还是年轻人的我们在为自己储备养老金的时候购买了大量投资品。当我们在 30 年后需要出售这些资产的时候会发现,所有人都在出售资产,资产价格的下跌恐怕是无可避免的。买房不再难,卖房租房倒成了难题。老龄化、竞争平面化和生活水平趋一化会让房地产价格长期趋于平衡附近。

作者:甲_乙_丙_丁 回复日期:2010-03-15 08:45:37

如果一定要提到日本,那么就到了天年了,是无发经济了,一个以色情业为第二大产业的国家,一个人口持续老化但又坚决排外的国家,暮气沉沉,生机黯然,不是天年也近暮年了。

=====

楼主确定是这样的排位么？色情业是日本的第二大产业？

如果 2030 年真的人口老化那么严重，现在存款，房子，甚至金子可能都不管用了，所以现在多生孩子是不是个解决办法呢？

色情业是日本第二大产业并不是我随便瞎编的，而是有具体的数据支持的。

请看分析报告：

营业额超 600 亿欧元 情色业让日本 50 年不爆经济危机

核心提示：在日本，几乎每个大中型城市都有专门的“红灯区”。英国《金融时报》估计，日本情色业的年营业额超过 600 亿欧元，曾有一位美国的经济学家戏称，现在的日本情色行业足以让日本在未来 50 年内不爆发经济危机。

人民网讯 据香港文汇报报道，日本有句俗语：“坐着的比站着的赚钱快，躺着的比坐着的赚钱快”。在日本，几乎每个大中型城市都有专门的“红灯区”。英国《金融时报》估计，日本情色业的年营业额超过 600 亿欧元(约 6,507 亿港元)，曾有一位美国的经济学家戏称，现在的日本情色行业足以让日本在未来 50 年内不爆发经济危机。

日本情色业收入主要来源于：情色表演、音像制品、刊物、情趣用品商店。在此次金融危机前的近 10 年内，日本整体经济一直处于停滞状态，然而日本的情色产业却迅速发展起来。

出场费 4 千艺伎供不应求

艺伎是情色业中高技能高收入职业，主要现身于高档商务宴请和日本传统文化表演，她们不光陪客人喝酒聊天，还要精通各种歌舞乐器、日本文化历史和国际新闻。巨商富贾、花花阔少、大企业大公司都不惜千金一掷，邀请年轻貌美的艺伎作陪。一场宴会表演，艺伎本人可以拿到 5 万日圆(约 4,316 港元)。目前，东京的艺伎团体供不应求。

在东京新宿的歌舞伎町，遍布情色酒吧、歌厅、按摩院等场所，照例客来如云。在医院主题风格的酒吧“新宿急诊”，所有女服务生身穿护士服陪酒，即便不是周末也有 7 成满。日本男士下班后习惯集体到酒吧或歌舞厅消磨时间，因为早回家会被视为在公司不受重用，让妻子觉得丢脸。

金融危机日男酒量见涨

尤其是经济危机期间，早回家更会被视为快将失业，酒吧调酒师说：“从金融危机开始，好像日本男人的酒量明显见涨。”他还介绍附近有间办公室白领风格的酒吧，现在改成了欧洲宫廷女仆风格。也许，金融风暴还是冲击了白领一族的身心，以致下班后不再愿意

面对与公司一样的环境了。

在歌舞伎町，性交易会被堂而皇之地叫卖。一些人手托写真花名册为路人推荐，报价从 6,000 日圆(约 517 港元)到 1 万日圆(约 863 港元)不等，相当于临时工一天的工资。

成人 AV 片占影业半壁江山

在日本，基本上动画电影和成人 AV 电影各占市场半壁江山，后者年产值约 10 亿美元(约 78 亿港元)。日本一家名为 GloryQuest 的 AV 电影公司近日表示，经济危机并未影响其产品销售和租赁，公司仍保持每月至少两部的速度推出新片。

在寸土寸金的秋叶原，情色用品店亦占一席之地。6 层高的 MONSTORE，自下而上依次是情色电影、杂志和漫画、情趣用品、角色扮演服饰、家具饰品。据了解，这个品牌是连锁店，遍布日本各地，还有网上店铺。店主介绍，当地人对这些用品的需求量非常大，许多外国游客亦会光临，持护照购物还可免除 5% 的消费税。

日本男性文胸悄然上市防胸下垂销售火爆

《中央日报》15 日报道，日本一内衣商家在去年第一次推出男士文胸后，160 个试点的商品竟全部售完。因此，该商家已经增设 5000 个试点投入生产。

据卖家的老板称，购买男性文胸这种独特商品的顾客主要是 30~40 多岁的男性职场人士，另外还包括 50~60 多岁的男士。他们购买文胸的原因是胸部下垂。还称，长时间承受这方面压力的男人们对该产品的上市都表示默默欢迎。

报道称，男士文胸的材料都采用柔软的真丝，颜色有黑色、粉红色、白色等不一。在大小上，一律采用 A 杯但可以根据自己的胸围大小(32~38 英寸)进行不同选择。

初期入行的 AV 女星，大多是家境悲惨不得已而为之，但现在的 AV 女星多是为了钱和明星梦，比如韩寒所激赏的松岛枫，就是为了帮助男友实现导演梦才入行。李丹婷在《AV 浮世绘》一文中披露，1990 年代初的 AV 女优待遇非常好，单体女优拍一部 AV，收入可达一百万日元左右(折合人民币 6.5 万)，如果红透半边天，还能拿到三百万(折合人民币 19.5 万)的天价。

AV 业的发达与色情工业的兴盛息息相关。在日本，色情业是仅次于汽车业的日本第二大工业。以镜头记录日本色情业的美国摄影师 Joan Sinclair，曾出书描述东京的色情俱乐部：“实在是太惊奇了。那里有火车俱乐部，你可以随便摸里面的任何一个女乘务员。还有假医院，在那里客人可以躺在床上接受没穿内裤的护士们的‘招待’。还有‘性骚扰’办公室，在那里男人们可以把丝袜从他们的女秘书身上扯下来。”

作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-14 22:10:49

未来之势的猜想

自从生命出现以来，自然界一直依赖生与死的残酷竞争来选择优胜者，使得生命进化优化，自然进步发展。市场经济吸收了上帝创造的自然法则精髓，市场其的本质是自由竞争。

市场经济坚持的自由竞争原则激发了效率比赛,所以市场经济一定会带来效率的提高。效率提高了,自然会带来经济繁荣和产品丰富。不过有竞争,就得分胜负,所以自由竞争的必然后果是优胜劣汰和经济失衡。市场经济在带来繁荣的同时,捎带了贫富分化,阶层对立,经济危机等等矛盾。市场经济从来都不同情穷人,更不同情弱者;市场经济马太效应只会让穷人更穷,让富人更富。

这样的说法,让人非常绝望.这几乎就说了人类的将来是场浩劫.

我很少看到有批判美国的和质疑美国制度的,你的观点是我看到的少数几个(在中国中).

我几年前一直对自由经济推崇,但我终于发现,实际上资本家对利润的追求实际上是让整个市场需求减少.

去年我和一个人发生一场辩论.我举个例子说:10 个秘书,每人收入 100 元.这就在市场中有 1000 元的需求.由于技术进步,4 个人被裁掉,剩下的人由于比原来多做了,每月赚 120 元.再加上技术维护,100 元.市场的需求是 $(6 \times 120 + 100) = 820$ 元.为资本家赚取了额外的 180 元 $(1000 - 820)$.资本家很可能让 180 沉淀下去,而不是拿出来消费.那么市场的需求真的变成了 820.整个市场的蛋糕变小了.因为被裁掉的 4 个人,没有钱就没有需求了.他们的生活只能靠借贷,接济.但绝不会回到 100 元的水平.另外剩下的六个人,他们的消费可能从原来的 100 元上升到 110 元,不会到 120 元.整个市场的需求又下降了 6×10 .

那个人拿出典型的 MBA 思维说:剩下的四个人可以去找新工作,学新技能.我说:当你在四五十岁时,上有老,下有小,你要人去学新技能?

两个月后,该人被裁掉.现在挣扎在临时工之间.未来是怎样?我没有直问他.我心里在说:现在老天爷用活生生的例子,让你履行你自己的说法.在你现在这么大开支情况下,你如何有心再打拼?

还没有看你的书,但有点感觉.

只是对 Madoff 的说法,不是那么同意.Madoff 案件不是那么简单.Buffer 理论也不是那么简单.我认为 Buffer 已经走入金融寡头的地步,他已经和华尔街同床共枕了.换句话说:he is not that innocent.

作者:poseidonnep 回复日期:2010-03-14 22:10:49

未来之势的猜想

自从生命出现以来,自然界一直依赖生与死的残酷竞争来选择优胜者,使得生命进化优化,自然进步发展。市场经济吸收了上帝创造的自然法则精髓,市场其的本质是自由竞争。

市场经济坚持的自由竞争原则激发了效率比赛,所以市场经济一定会带来效率的提高。效率提高了,自然会带来经济繁荣和产品丰富。不过有竞争,就得分胜负,所以自由竞争的必然后果是优胜劣汰和经济失衡。市场经济在带来繁荣的同时,捎带了贫富分化,阶层对立,经济危机等等矛盾。市场经济从来都不同情穷人,更不同情弱者;市场经济马太效应只会让穷人更穷,让富人更富。

这样的说法,让人非常绝望.这几乎就说了人类的将来是场浩劫.

我很少看到有批判美国的和质疑美国制度的,你的观点是我看到的少数几个(在中国中).

我几年前一直对自由经济推崇,但我终于发现,实际上资本家对利润的追求实际上是让整个市场需求减少.

去年我和一个人发生一场辩论.我举个例子说:10 个秘书,每人收入 100 元.这就在市场中有 1000 元的需求.由于技术进步,4 个人被裁掉,剩下的人由于比原来多做了,每月赚 120 元.再加上技术维护,100 元.市场的需求是 $(6 \times 120 + 100) = 820$ 元.为资本家赚取了额外的 180 元 $(1000 - 820)$.资本家很可能让 180 沉淀下去,而不是拿出来消费.那么市场的需求真的变成了 820.整个市场的蛋糕变小了.因为被裁掉的 4 个人,没有钱就没有需求了.他们的生活只能靠借贷,接济.但绝不会回到 100 元的水平.另外剩下的六个人,他们的消费可能从原来的 100 元上升到 110 元,不会到 120 元.整个市场的需求又下降了 6×10 .

那个人拿出典型的 MBA 思维说:剩下的四个人可以去找新工作,学新技能.我说:当你在四五十岁时,上有老,下有小时,你要人去学新技能?

两个月后,该人被裁掉.现在挣扎在临时工之间.未来是怎样?我没有直问他.我心里在说:现在老天爷用活生生的例子,让你履行你自己的说法.在你现在这么大开支情况下,你如何有心再打拼?

还没有看你的书,但有点感觉.

只是对 Madoff 的说法,不是那么同意.Madoff 案件不是那么简单.Buffet 理论也不是那么简单.我认为 Buffet 已经走入金融寡头的地步,他已经和华尔街同床共枕了.换句话说:he is not that innocent.

谢谢你的支持!

我觉得我们看问题都不能一概而论,这里只是我的其中一部分内容,其实前面还有一些相关的内容,但是观点是有区别的.另外,我整体上对美国的制度是持肯定的态度.显然美国并不完全是自由经济制度,美国政府一样有很强的干预经济的能力和手段.我觉得至少到现在为止,我还没有发现有哪一个国家的经济政治制度的创新活力和进步力量能够超越现行美国制度的.我等下把我对美国制度的观点贴出来.

我也推崇自由经济,但是并代表我认为自由经济可以解决一切矛盾.你举的例子其实用经济学术语来说,是属于萨伊定律的范围.这方面我也在书中专门探讨了.当然是在不同的章节.问题是我们所有人看到都是片面的东西,无论怎么努力.所以我一直以一种比较包容的心态看待制度的优劣.

我不知道你对麦道夫案怎么看,但是在我看来就是一个投资骗局,背后或许有无数故事和细节,但是核心就是一个骗局.至于巴菲特,那就更说不清了.巴菲特和华尔街是不是一伙的,这个问题并不重要,重要的是我们学习巴菲特的一些基本做法.而从对人的道德评判

延伸到职业道德，甚至于高精神层面的东西，我觉得太过复杂，而且是更没有办法达成一致意见的。所以并不是我不想讨论，而是我认为无法讨论，我提出任何一种观点都会被批得一无是处。所以我选择了最基础，最核心的内容，不轻易掺杂太多的具有个人特色的道德评判。

华尔街绝对是一个利益集团，他们为了维护自己的利益不择手段，这一点已经毋庸置疑了。问题是华尔街毕竟只是美国社会的一部分，我一直不认为美国是由华尔街操控的说法。所以我一直是不赞同阴谋论的，因为我觉得阴谋论说白了就是编个故事让大家觉得精彩。没有人可以验证阴谋论，如果验证了就不是阴谋了。世界上有阴谋，但是我不相信持续几代人的阴谋而不被发现。这是之前我曾经回复过网友关于阴谋论的观点。贴出来供大家参考。当然，我说的不一定对。

作者：wlingyj 回复日期：2009-05-02 22:58:48

海神，您好，对于“阴谋论”我有个问题，比较困惑，能否听听您的观点：

1、有一种观点认为，美国政府其实是被私人的家族掌控，而这家族都来自“共济会”，因此，包括 911 事件、08 年我们国家遇到的大地震、大雪灾，以及之前的 SARS，都是这帮家族通过控制美国政府来实施的，包括转基因食品输入到 中 国，据说也可以降低种族的身体素质，

——对此，您怎么看？

2、我比较困惑，之前我如果看到这样的问题，会觉得搞笑，但近期仔细看了这方面的资料，觉得这种观点，对很多历史事件，以及西方对我国敌意，包括次贷危机，都可以解释的很好，所以想问问。

呵呵，真诚地期待您的答复，因为我觉得这些东西是否成立，能对我思考问题的角度产生了颠覆性的影响，但我目前的水平还难以判断，所以想您请教了。

海神，关于我的那个问题，和现在帖子上主要探讨宏观经济的有点出入，前期经过拜读你的文章，对经济这块我有了一个基本概念，但近期看这些“阴谋论”的观点，感觉比经济又要宏观一些，

比如其中提到的，西方主流所谓地球人口的 80% 是垃圾人口，最终应该清除的观点，等等，似乎涉及对整个世界格局的认识，以及东西方力量的博弈等，所以感觉难以判断，很想听听您的看法和指点。

谢谢你的支持和信任！

最重要的是不要跟风，不要过分相信所谓的“主流”与大众，要独立自主的想一些问题，呵呵，我说这些话当然不是恭维你，都是真心话

最近两年阴谋论盛行是拜宋鸿兵的《货币战争》所赐。我个人对阴谋论是不屑一顾的。

我认为阴谋论不过是为了满足普通人的好奇心而编出来的故事，不足以取信。就像《三国演义》，写的非常精彩，情节安排丝丝入扣，故事编排跌宕起伏。但是史学家们发现，书中有很多都是胡编乱造，生搬硬套的；从读者的角度来看，如果不参考其他史书，就会觉得

《三国演义》很合情合理，应该与历史事实一致。但是阴谋论迎合了大家的好奇心、又带有非常强的娱乐性，所以容易让大家在不知不觉中相信其故事情节，按照其逻辑推理思考。

我认为阴谋论不足取的理由主要有以下几个。

第一，我们知道世界上能够长时间凝聚人心的东西并不是金钱与名利，而是意志、精神、宗教再加制度等软力量。既然需要实施长期的阴谋，就必须有严密的组织，铁的纪律，坚强的精神领导力量。作为核心成员，必须时时清除叛逆，严密监控每一个成员的行为。即便如此，长期而言，一定会出叛逆之徒。因为一旦时间长了，组织规模大了，总会有不同思想，总会有不同利益诉求的。所以我们可以看到历史上各类宗教组织无论有多严密对异教徒的处理有多残酷，但是最后都会因为观点不同不断分化。反倒是越不强调步调一致、越不强调思想统一不变而允许思想自由交流发展的组织容易长久保持统一。

你所提到的“共济会”控制世界已经不知道多少年了，你有听说过任何叛逆组织的人吗？况且现在媒体的力量如此发达，加上网络的力量，基本上世界都是透明的。这么严密又权力超大的机构不出异己之徒的曝光基本上是不可能的。

第二，如果说 911 事件、08 年我们国家遇到的大地震、大雪灾，之前的 SARS、次贷危机等等都是他们在搞鬼。以此类推，那么现在的猪流感也肯定是他们早早安排的了。呵呵，这么来看，这个组织无所不能：可以改变天时气候，可以改变地势结构，可以控制细菌传播，可以遥控本拉登等等，简直就是阎罗再世、撒旦重生了。这个组织不干好事，净干杀人放火，涂炭生灵的坏事。既然他们有如此本领，如此组织能力，如此技术力量，何必费那么老大的劲搞一次又一次的小动作呢。何不一次性解决问题，岂不省时省力吗？因为每一次行动都有可能暴露这个组织的行迹啊。要知道他们干了这么多天地不容的坏事，难道不怕全世界的人联合起来对付他们吗？他们的头目肯定知道一个组织无论如何强大，都不可能与整个世界为敌的。

第三，“共济会”的每一次行动目标很大，动作也很大。要组织如此严密的行动，必须有非常周详的安排，动用各方面的力量。这样势必会涉及非常多的人，包括外围人士。这样一来，这个组织就更容易出叛徒了，因为每一大的行动，都会有大量的人员死伤，你能保证组织成员不提前通知自己的亲朋好友吗？还有，这个组织还参与大量的经济行动，每次都涉及大量的经济利益。如果组织中个人先于组织操作岂不可以获得更大的利益呢？而且一旦拥有巨大利益之后就可以自立门户，又何必受人控制呢。

第四，如果“共济会”等组织认为地球人口的 80% 是垃圾人口，最终应该清除。那么这个组织基本上和邪教差不多了，其实就是纳粹组织了。因为纳粹就认为日耳曼民族是世界上最优秀的民族，其他民族都是垃圾，应该消灭或者被控制。既然是纳粹组织怎么可能不引起世界各国的注意，不引起媒体的注意，不引起公众的注意。

第五，宋鸿兵的《货币战争》表面上利用阴谋论把很多历史事件串在一起，似乎合乎情理，合乎逻辑。但是毕竟只是一家之言，不少过程都是生搬硬套。很多历史事件的发生要复杂的多，其中也有很多偶然性。如果你看过美国《国家宝藏》系列电影，你也会发现这些电影也很有道理，也很能说明历史问题呢。如果你看过《达芬奇密码》，你更会觉得世界上似乎存在优秀人才的共同组织，什么隐修会。

第六，如果宋鸿兵《货币战争》中所描述的是真的，西方媒体是因为迫于该组织淫威而不敢曝光。那么他宋鸿兵何德何能可以把人家的隐私打探的一清二楚呢。即便他有自己的渠道获得了这些信息，他如此大张旗鼓地宣传不怕那个组织恼羞成怒吗？要知道，按照宋鸿兵的描述，这个组织连美国总统都可以随意废立，甚至可以直接暗杀。那么在《货币战争》刚刚出现在网络论坛之时，尚处于襁褓之中。这个组织为什么不让宋鸿兵看似“合理合法”地消失呢。以这个组织的实力，监控各国政府都是手到擒来，更何况一个小小的宋鸿兵呢。即便一开始，这个组织疏于防范，让《货币战争》横空出世，但是以这个组织的实力完全可以通

过美国政府向中国政府施压，要求此书禁发，然后找一个“合适的机会”让宋鸿兵从世界上蒸发，哪还容得了他到处宣传啊。

作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-16 08:56:08

美国崩溃之论不足取

几千年的人类历史上，诞生了无数国家，但是史学家们基本认可的人类古代史上的世界性的强国大概有六个：古埃及帝国、波斯帝国、印度孔雀王朝、中国汉朝、古罗马帝国、中国唐朝；而近代史 500 年中世界性的强国有四个：西班牙、荷兰、英国和美国。

一个国家成为世界性的强国有很多因素，从表面看，国家实力强大最直接的表现是军事，强大的军队，先进的武器。例如，一谈起美国的强大，很多人马上想到的是美国的航空母舰，隐形战机。不过军事力量只是一个国家强大最表面的反应。世界强国的关键在经济。经济是支持一切政治和军事行为的基础。美国强大的军事力量是建立在雄厚的经济基础之上的。二战结束时，美国本土没有经受战火破坏，美国在战争中通过武器贸易等大发战争财。美国也是全球的债权国，国内生产总值占全球的一半，黄金储备约占世界的四分之三，一半以上的国际贸易以美元结算。

美国经济强大的原因仅仅是因为运气好吗？因为传统强国林立的欧洲地区经历了两次大战，交战双方两败俱伤，所以上帝眷顾美国，美国幸运地成为了世界霸主？世界上没有这么好占的便宜，美国强大的主要原因不是运气，而是美国建立了当时世界上最有效率的制度。

强大的核心在制度。美国建立了一整套完整的以自由竞争为基础的经济制度，确保经济活力经久不衰；在经济制度之上，美国建立了一套能够协调内部利益冲突，制衡权力扩张，维护国家统一和政治意志集中，同时具有自我更新和重生能力民主共和政治制度。美国各项制度设计的吐故纳新和自我更新，避免了制度僵化和因循守旧，保证了其灵活性。

美国建立了良好的知识产权保护制度，这套制度最大限度地保护了企业和个人的创新积极性，让真正为创新做出贡献的人获得最大限度的价值认同和财富认同；同时，这套制度又不失灵活地鼓励技术进步被社会共享，在保护私人利益的基础上兼顾了社会利益；所以技术进步的力量在美国从来没有枯竭过。二战之后，科技上最主要的进步几乎都发生在美国，美国也无可争议地引领着以信息科技为代表的新经济发展。

以产权保护为基础的契约法律制度。美国第 18 任总统格兰特将军的陵园里立着一座小孩的坟墓，墓里的小孩是在 200 多年前因溺水而夭折的。伤心的父亲在自己的庄园内为儿子垒了这个小坟墓。父亲在出让庄园时要求在契约中加了一个条款：任何时候、任何情况下，都不可以毁掉儿子的坟。200 多年过去了，这块土地的主人不知道换了多少茬，但是因为契约小孩的坟墓一直完整保留着。即便作为总统墓地，也没有人打过小孩的坟墓的主意。美国政府和美国人的契约精神庇护着这位小孩可以长眠于此。

高效而发达的资本市场体系。美国逐步建立了一整套完善的资本市场体系，为企业、个人和政府的各种经济活动提供便利高效的融资和投资服务，确保任何一个能创造出经济价值的想法获得资金支持而顺利付诸实施，确保每一位拥有创新精神的人才获得财富认同。美国硅谷的炫丽完全建立在美国知识产权保护体系、契约法律体系和完善资本市场体系之上。

美国在自由竞争、优胜劣汰的经济制度基础之上，建立了一套以一人一票为基础的民主共和政治制度。经济领域的权力是以一个个的美元为计算依据的，但是政治上的权力是以一个个的人头为计算依据的。如果在经济竞争中败下阵来的大多数人认为现行的市场经济游戏规则过分偏向于财富和权势，他们可以通过手中的选票对这些规则进行修正。政治上的一人一票很好地限制了经济领域中的美元力量，使得美国社会不会出现“朱门酒肉臭，路有冻死

骨”的极端分化局面。

美国政治制度设置，较好处理了权力分散和制衡关系，确保国家政治权力不会集中于某一个人或者某一个集团，也避免出现无政府主义泛滥和国家分裂，特别保证了司法作为最后一道关口的独立性和公正性。相对于集权政治制度，美国的政治制度确实牺牲了一部分效率，但是权力制衡保证了国家政治层面不会犯重大错误，避免了政府权力过度膨胀而损害公民基本权利。更重要的是，美国政治制度的设计容忍这套体系的吐故纳新和自我更新，避免了制度僵化和因循守旧，保证了政治制度的灵活性。

在上述经济制度基础上，诞生了以人性化、多元化和包容性为核心的美国文化，美国梦才有可能成为现实，引来全世界的优秀人才到美国寻梦。

美国文化尊重人的价值和生命。对历届美国总统对外政策的最大压力不是损失几架先进飞机，更不是损失多少美元，而是美国人的生命和自由。美国文化的多元化和包容性同样令人尊敬。美国的经济中心在纽约，政治中心在华盛顿，娱乐中心在好莱坞，赌城在拉斯维加斯，长春藤盟校则在东北，阿拉斯加的爱斯基摩人，德州的西部牛仔，关岛的缤纷海洋世界，夏威夷的冲浪，蒙大拿州、爱达荷州、怀俄明州的黄石国家公园，印地安文化。美国欢迎来自世界各地的人才，无论肤色、性别、信仰、出生等等。

美国文化甚至能够容忍敌人站在自己的讲台上推销美国政府和美国人反对的思想。许多美国人包括美国政府非常反感伊朗总统内贾德和他的思想，可是这些并不妨害内贾德走上哥伦比亚大学的讲台，公开推销他的主义；而且美国电视台还向全美电视直播内贾德的演讲。没有一流的自信和包容性的文化垫底是无法做到这一点的。

除了对外包容，美国内部的包容性也令人折服。2008 年总统选举中，奥巴马和希拉里这两位民主党候选人为了争夺总统候选资格，从五大湖到西海岸，从政治主张到个人生活，斗得不可开交，争的面红耳赤。但是一旦奥巴马用选举制度合理获胜，这两位“针尖对麦芒”的竞争对手很快化敌为友，欣然拉起手来，共同开始了“为美国利益而奋斗”的新征程。可以设想，要是在东方国家，例如泰国、韩国等国家，这样的竞争对手之间一定会成为老死不相往来的死对头，双方甚至都可能会不惜一切代价从肉体上消灭对方。

在美国强大的经济实力、灵活高效公平的制度和宽容的文化基础上，诞生以机会均等为基础的美国梦，吸引了全世界的优秀人才。

尽管 2008 年美国遭受经济大萧条以来最严重衰退，但根据《纽约时报》与哥伦比亚广播公司的联合调查显示，72%的美国民众依旧深信辛勤致富的美国梦，其中 44%的受访者认为已达到美国梦（而四年前仅为 32%），31%希望有生之年能够达成，只有 20%的受访者宣告放弃希望。美国民众对美国梦的真心信赖是美国社会稳定和进步的最原始动力。

美国用她的科技、制度、文化和美国梦获得了全世界优秀人才的青睐。香港《信报》的资料显示，美国技术移民人数约占美国总人口的 12%。在高科技大本营硅谷的创业者中，技术移民占总人数的 52%，全球 25%的专利申请案，是由他们提出。从 1991 - 2007 年，移民劳动力在美国的比例从 9.3%升至 15.7%，持有学士学位的美国科学与工程劳动人口中，移民占了 24%，而持有博士学位的相关劳动人口中，移民更占了 47%。移民又共同创办了许多美国著名的高科技公司，例如 Google、英特尔和雅虎等。

根据美国国内安全部的统计数据，2008 年美国发放创纪录的 110 万张绿卡；并且有创纪录的 104.6 万人入籍，取得美国公民资格。肯利亚移民后代黑人奥巴马当选美国总统，更是集中体现了美国对世界人才的认可和包容。奥巴马的当选获得全世界多个国家民众的自发支持。怪不得有一家专门办理美国移民的公司把门口的广告改为：移民美国吧，你的孩子 47 年后有机会成为美国总统！

美国是一个公开标榜追求财富的国家，但从未被财富所腐蚀。相当一部分美国富翁都没有选择把积累起来的财富留给后代，而是以公益捐赠（捐赠给大学基金、研究基金、福利基

金、环保基金和科学基金）等形式回馈社会。富豪排行榜排名第一第二位的两位美国富豪，比尔盖茨和巴菲特都把平生绝大部分家产捐赠给了公益性基金。美国富人的这种财富观，使得美国的社会财富不会随着时间和优胜劣汰的竞争不断向少数人集中，而是很好地保持了社会财富的不断流动，有利于打破阶层隔离和僵化，保持社会阶层的灵活性和可变性，为底层人的上升预留了空间和希望。美国绝不仅仅是一个经济、军事、政治强国，更是一个文化强国和精神帝国。美国奉行个人、个人自由、人的尊严作为最高原则的道路；美国民众对美国道路的选择，不是武力威逼的结果，不是军事帝国强加的结果，更不是物质诱惑的结果，而是千百万美国民众自由选择的结果。

美国的强大最终表现在美元的全球地位上，美元是全球占据绝对优势的储备货币、全球贸易结算货币和全球主要清算货币。强大美元的背后是美国经济、政治、文化、制度和军事实力。可以毫不夸张地说，美元体现了美国的终极利益，反应了美国的终极实力。如果说美国走向衰亡，一定是从美元开始的；如同大英帝国的衰落就是从英镑的崩溃开始一样。

2008 年美国遭受大萧条以来最严重的金融经济危机，美式自由市场经济体制面临崩析的险境，国际上多个国家公开指责美国，质疑美国的信用。形形色色的预言家和分析师，包括投资大师罗杰斯在内，从多个角度唱衰美国，冠以“债务帝国”，“美元泡沫”，“清算美国”，“美国溃亡”等等大帽子。

令人啼笑皆非的是，在金融危机最恐慌的阶段，作为风暴中心的美元却出现了贬值六年来的绝地反弹，恐慌万分的投资者纷纷抛售各类风险资产，包括一直被认为高收益的新兴市场资产，一窝蜂地冲向美国国债市场，美元指数从最低点 71 附近最高涨到 88。这种反常现象恰恰说明，美国依然是世界上最安全的市场，美元依然是最受信任的货币，美国国债依然是所有资产的最后“安全港湾”。

美元指数在金融危机恐慌时显著上升

图表数据来源：彭博资讯。

近现代史上美国曾经面临多次危机，无数人曾经多次唱衰美国。

第一次，1929 年-1933 年的大萧条，经济面临崩溃境地。

第二次，耳熟能详的“垂死腐朽的帝国主义”理论。

第三次，苏联 1957 年率先成功发射人造卫星，美国惊恐万分。

第四次，上世纪 60 年代美国深陷越战泥淖，“美国衰落论”者萨缪尔·亨廷顿预言美国将在 2000 年没落。

第五次，1973 年爆发的世界性石油危机和美国出现的滞胀局面，美帝没落论流行一时。

第六次，上世纪 80 年代初日本迅速崛起，日本产品横扫美国市场，全世界向日本人取经，日本人的风头远远盖过了美国。

第七次，1987 年，保罗·肯尼迪的名著《大国的兴衰》面世后，“美国衰落论”再起。

第八次，2001 年美国科技网泡沫破裂和 911 恐怖袭击，美国必将衰亡论又盛行一时。

最近一次，2008 年的金融危机，美式资本主义要终结，美国正在建设有美国特色的资本主义云云。

不过，遗憾的是，尽管每一次有很多人幸灾乐祸地希望美国衰落，期盼美国日薄西山，奄奄一息，但这种期盼数十年来带给期盼者的永远是失望。美国凭借其制度的良好弹性、超强的纠错能力、社会动态包容性，不断地更新、升级自身能力，每一次总是让唱衰者们目瞪口呆，咬牙切齿。

韩国人白天到大街上扯着嗓子喊“打到美国，美国人滚出韩国”的口号，甚至切指明志，恨不得画个圈圈诅咒美国，不过晚上回家还是挑灯夜战备考托福，争取早日奔赴万恶的美利

坚。

每一次看似衰落的美国站起来之后反而比之前更强大，这一点清晰地反应在美元不断向世界渗透上。

上世纪 70 年代中期石油输出国组织同意用美元结算石油，石油价格越高，石油美元占用资金就越多，美元牢牢占据了核心能源市场。

上世纪 70 年代美国借钱给拉丁美洲国家助其建设，不过 80 年代初美国大幅提升利率，美元迅速升值，借美元债务的国家一个个被债务拖垮。

1985 年广场协议之后，日本资产泡沫疯狂上涨，自以为财大气粗的日本人把大把的日元换成美元去购买美国高价资产，替美国投机分子解套，顺便把从美国辛苦赚来的美元还给美国。

1971 年布莱顿森林体系破产之后，虚拟经济和资产泡沫登上舞台，全球投资客狂炒虚拟经济，玩弄衍生产品，数以百万亿计的美元成为了赌博筹码。

美元搞垮拉丁美洲之后，90 年代东南亚迅速崛起，美国找准东南亚的漏洞，1997 年搞出金融危机，用危机证明这些国家的危机是因为外汇储备不够，所以亚洲国家出卖劳动力和资产拼命积累外汇储备，又有几万亿美元落入了美国腰包。

科技网泡沫破灭之后，美国对内玩资产泡沫债务游戏，对外搞起了打白条买现货的“永动机游戏”，花花绿绿的美钞和一张张国债换来的美国人几年的幸福生活。2008 年金融危机爆发，美国一下子把利率降低到了零附近，但需要大把美元的国家有的是，美元继续可以源源不断流向世界，为美国换来真金白银。这次美元估计盯上了商品。

无论怎么玩，美元的渗透地域和渗透产品范围一直在扩大，美国的实力丝毫未见有真正的下滑。

危机之中，美元依然是全球央行外储的首选，占比虽有所下降，但基本保持稳定，没有出现预言家们宣扬的大规模抛售美元资产的局面。根据国际货币基金组织（IMF）发布的数据显示，在 2009 年第二季度末，美元储备占全球已知币种构成的外汇储备总额的 62.8%（详见第六章第四节）。历史上美元资产比重处于低位要追溯到 1996 年，但当时美元储备占全球外汇储备比例依然高达 62.1%。

更为重要的是，美国制度和文化在金融危机和经济衰退中表现出了良好的应变能力。危机中，美国历史上第一位黑人总统诞生，清晰地表明美国政治制度的开明、弹性和进步性，美国并没有出现历史上强国后期普遍出现的制度僵化问题。美国很快从危机中学到了教训，并采取了积极行动改正之前的错误。以严厉惩罚股东为主的有序破产处理受损金融机构和三大汽车制造商，针对金融监管漏洞改革金融监管体系，针对贫富分化问题采取打击避税天堂和向富人征税措施，改革步履沉重的医疗保险体系，增加政府对落后基础设施的投入等等。亡羊补牢，犹未晚也。

虽然这次美国房地产泡沫破灭之路与 20 年前的日本有点类似，但是我认为美国绝不会成为第二个日本。首先，日本泡沫经济时期，除了金融企业疯狂追逐泡沫盛宴之外，相当数量的非金融企业同样高杠杆参与房地产泡沫和股市泡沫。例如丰田、日产、松下和夏普等大公司在上世纪 80 年代都是金融投机的大户。日本经济特有的传统——企业之间、企业与金融机构之间交叉持股的习惯更是进一步恶化了泡沫的蔓延。在泡沫后期，日本金融投资金额占比超过 GDP 的 70%。与日本不同的是，在本次房地产泡沫中，除了金融企业，绝大多数美国的非金融企业并没有高杠杆参与房地产泡沫，更没有出现金融企业与制造企业之间的大规模投机“共舞”行为，因此危机过后，美国不会像日本那样产生大量的“僵尸企业”。另外，美国具有日本所没有的巨大资源，例如作为世界储备货币美元就是美国源源不断的财源。美国轻松操纵美元汇率就可以把自身的债务危机的大部分转移给全世界持有美元的投资者。

为了保持全球科技领先地位，美国政府和美国企业仍然在加大科研投资。美国总统奥巴马

马在华盛顿国家科学院发表演讲时承诺,将把政府对科研的公共资金投入增加一倍,使其超过 50 年前艾森豪威尔和肯尼迪发动“太空竞赛”时期的水平。1958 年,艾森豪威尔批准成立美国国家航空航天局(NASA),同时授权国防部创建先进技术研究计划局(DARPA),要求开发最前沿的革命性军事技术。50 年里先进技术研究计划局支持了大批风险极高的前沿研究并取得重大成就,包括全球卫星定位系统、互联网、隐形飞机、砷化镓等。在肯尼迪任内,美国完成了著名的“阿波罗计划”。激烈的太空竞赛导致美国的火箭学、物理学和天文学超越了整个世界。美国至今仍然掌管着科技的最高端,例如美国控制着全球互联网管理机构国际互联网名称和编号分配公司(ICANN)的管理权。根据奥巴马的最新承诺,美国将把科学研发支出占国内生产总值的比重提升至 3%,与肯尼迪时期的水平大体相当;采取的新措施包括,把面向企业的研发支出抵税措施永久化、加大对能源和医疗研究的投入以及努力恢复美国数理教学质量。

在经济危机的困境下,不少美国大公司不仅没有降低研发开支,还逆市增加研发投入。微软、IBM、波音、杜邦、卡特彼勒等许多巨无霸企业研发开支出现了明显增长。微软 2008 年第四季度收入基本保持不变,但研发费用仍达到了 22.9 亿美元,比 2007 年同期增加了 21%;而英特尔公司 2008 年第四季度利润下降了 90%,但其研发费用仍达到 13.2 亿美元,大大高于 2007 年同期水平。即使是一些在经济危机中不得不削减开支的公司,也尽量保证最核心的研发产品获得足够的经费。在 2008 年第四季度,美国惠普公司研发费用降低了 18%。但被削减的主要是在一些传统电脑产品的研发开发,而研发创新型电脑产品的惠普实验室费用并未减少。美国玻璃业巨头康宁公司明确表示,压缩研发费用是该公司压缩成本的最后一个选择。2008 年第四季度,康宁公司收入下降了 31%,营销和行政开支削减了 30%,但研发费用基本保持不变,2009 年研发预算为 6.27 亿美元,与上年持平。我们完全有理由预计未来美国很有可能在新能源、医疗、生物科技、环保等领域取得突破性进展,再次引领全球科技新潮。

在经济危机下,美国经济的活力依然明显。根据美国劳工部统计数据,2009 年第一季度美国非农产业生产率折合成年率上升 0.8%,比道琼斯通讯社调查的经济学家们预计的上升 0.3%高出一倍多。由于雇主削减员工成本,美国第二季度生产率出现 6 年来最大增幅,生产率增幅高于预期的 6.4%。第二季度美国工作时间比第一季度减少了 7.6%,但产出仅下降 1.7%。在过去一年里,工作时间和产出的下降致使每小时产出增加了 1.8%,实际工资继续下降。计入通胀因素,第二季度薪酬水平下降了 1.1%。生产效率的提高是美国经济走出复苏的关键。

针对美国贫富差距扩大和富人避税问题,美国政府的铁腕已经开始行动。例如,美国政府开始严查美国个人境外银行账户,凡有绿卡或公民身份者海外存款超过 1 万美元,应在 2009 年 10 月 15 日前申报,凡是隐藏海外账户被查获者,美国国税局将予以重罚,甚予以刑事起诉。

有人说,现阶段的金融危机和经济衰退是美国走向衰败的开始,美国会像世界上曾经出现过的强国一样,百病缠身,最终无可救药而崩溃。但是,美国有两个优点,是历史上其他任何一个强国所有没有的。首先,无论是西班牙、荷兰、英国还是德国,这些强国所依赖人才资源主要是单一民族的原住民,而美国却用它特有的政治经济体系笼络了世界上几乎所有民族的优秀人才。第二,历史上的强国后期都出现了强烈的制度僵化局面,而美国现行的制度设计能够让美国主动承认和改正错误。所以 100 年来,美国尽管面对多次危机,但一直在向前走,牢牢占据着世界头号强国的地位。

当然,像历史上的任何一个世界霸主一样,美国恐怕同样难逃最终衰亡的命运;毕竟花无百日红。美国是现行国际体系的最大获益者,也是最大破坏者,美国想要的永远比世界能给的多。美国最终也会倒在自己的贪欲中。如果那个时候实现世界大同,组建世界政府,那

么美国或许真的会是上帝最眷顾的人。

作者：wlingyj 回复日期：2009-05-02 22:58:48

海神，您好，对于“阴谋论”我有个问题，比较困惑，能否听听您的观点：

1、有一种观点认为，美国政府其实是被私人的家族掌控，而这家族都来自“共济会”，因此，包括 911 事件、08 年我们国家遇到的大地震、大雪灾，以及之前的 SARS，都是这帮家族通过控制美国政府来实施的，包括转基因食品输入到 中 国，据说也可以降低种族的身体素质，

——对此，您怎么看？

2、我比较困惑，之前我如果看到这样的问题，会觉得搞笑，但近期仔细看了这方面的资料，觉得这种观点，对很多历史事件，以及西方对我国敌意，包括次贷危机，都可以解释的很好，所以想问问。

呵呵，真诚地期待您的答复，因为我觉得这些东西是否成立，能对我思考问题的角度产生了颠覆性的影响，但我目前的水平还难以判断，所以想您请教了。

海神，关于我的那个问题，和现在帖子上主要探讨宏观经济的有点出入，前期经过拜读你的文章，对经济这块我有了一个基本概念，但近期看这些“阴谋论”的观点，感觉比经济又要宏观一些，

比如其中提到的，西方主流所谓地球人口的 80%是垃圾人口，最终应该清除的观点，等等，似乎涉及对整个世界格局的认识，以及东西方力量的博弈等，所以感觉难以判断，很想听听您的看法和指点。

谢谢你的支持和信任！

最重要的是不要跟风，不要过分相信所谓的“主流”与大众，要独立自主的想一些问题，呵呵，我说这些话当然不是恭维你，都是真心话

最近两年阴谋论盛行是拜宋鸿兵的《货币战争》所赐。我个人对阴谋论是不屑一顾的。

我认为阴谋论不过是为了满足普通人的好奇心而编出来的故事，不足以取信。就像《三国演义》，写的非常精彩，情节安排丝丝入扣，故事编排跌宕起伏。但是史学家们发现，书中有很多都是胡编乱造，生搬硬套的；从读者的角度来看，如果不参考其他史书，就会觉得《三国演义》很合情合理，应该与历史事实一致。但是阴谋论迎合了大家的好奇心、又带有非常强的娱乐性，所以容易让大家在不知不觉中相信其故事情节，按照其逻辑推理思考。

我认为阴谋论不足取的理由主要有以下几个。

第一，我们知道世界上能够长时间凝聚人心的东西并不是金钱与名利，而是意

志、精神、宗教再加制度等软力量。既然需要实施长期的阴谋，就必须有严密的组织，铁的纪律，坚强的精神领导力量。作为核心成员，必须时时清除叛逆，严密监控每一个成员的行为。即便如此，长期而言，一定会出叛逆之徒。因为一旦时间长了，组织规模大了，总会有不同思想，总会有不同利益诉求的。所以我们可以看到历史上各类宗教组织无论有多严密对异教徒的处理有多残酷，但是最后都会因为观点不同不断分化。反倒是越不强调步调一致、越不强调思想统一不变而允许思想自由交流发展的组织容易长久保持统一。

你所提到的“共济会”控制世界已经不知道多少年了，你有听说过任何叛逆组织的人吗？况且现在媒体的力量如此发达，加上网络的力量，基本上世界都是透明的。这么严密又权力超大的机构不出异己之徒的曝光基本上是不可能的。

第二，如果说 911 事件、08 年我们国家遇到的大地震、大雪灾，之前的 SARS、次贷危机等等都是他们在搞鬼。以此类推，那么现在的猪流感也肯定是他们早早安排的了。呵呵，这么来看，这个组织无所不能：可以改变天时气候，可以改变地势结构，可以控制细菌传播，可以遥控本拉登等等，简直就是阎罗再世、撒旦重生了。这个组织不干好事，净干杀人放火，涂炭生灵的坏事。既然他们有如此本领，如此组织能力，如此技术力量，何必费那么老大的劲搞一次又一次的小动作呢。何不一次性解决问题，岂不省时省力吗？因为每一次行动都有可能暴露这个组织的行迹啊。要知道他们干了这么多天地不容的坏事，难道不怕全世界的人联合起来对付他们吗？他们的头目肯定知道一个组织无论如何强大，都不可能与整个世界为敌的。

第三，“共济会”的每一次行动目标很大，动作也很大。要组织如此严密的行动，必须有非常周详的安排，动用各方面的力量。这样势必会涉及非常多的人，包括外围人士。这样一来，这个组织就更容易出叛徒了，因为每一大的行动，都会有大量的人员死伤，你能保证组织成员不提前通知自己的亲朋好友吗？还有，这个组织还参与大量的经济行动，每次都涉及大量的经济利益。如果组织中个人先于组织操作岂不可以获得更大的利益呢？而且一旦拥有巨大利益之后就可以自立门户，又何必受人控制呢。

第四，如果“共济会”等组织认为地球人口的 80% 是垃圾人口，最终应该清除。那么这个组织基本上和邪教差不多了，其实就是纳粹组织了。因为纳粹就认为日耳曼民族是世界上最优秀的民族，其他民族都是垃圾，应该消灭或者被控制。既然是纳粹组织怎么可能不引起世界各国的注意，不引起媒体的注意，不引起公众的注意。

第五，宋鸿兵的《货币战争》表面上利用阴谋论把很多历史事件串在一起，似乎合乎情理，合乎逻辑。但是毕竟只是一家之言，不少过程都是生搬硬套。很多历史事件的发生要复杂的多，其中也有很多偶然性。如果你看过美国《国家宝藏》系列电影，你也会发现这些电影也很有道理，也很能说明历史问题呢。如果你看过《达芬奇密码》，你更会觉得世界上似乎存在优秀人才的共同组织，什么隐修会。

第六，如果宋鸿兵《货币战争》中所描述的是真的，西方媒体是因为迫于该组织淫威而不敢曝光。那么他宋鸿兵何德何能可以把人家的隐私打探的一清二楚呢。即便他有自己的渠道获得了这些信息，他如此大张旗鼓地宣传不怕那个组织恼羞成怒吗？要知道，按照宋鸿兵的描述，这个组织连美国总统都可以随意废立，甚至可以直接暗杀。那么在《货币战争》刚刚出现在网络论坛之时，尚处于襁褓之中。这个组织为什么不让宋鸿兵看似“合理合法”地消失呢。以这个组织的实力，监控各国政府都是手到擒来，更何况一个小小的宋鸿兵呢。即便一开始，这个组织疏于防范，让《货币战争》横空出世，但是以这个组织的实力完全可以通过美国政府向中国政府施压，要求此书禁发，然后找一个“合适的机会”让宋鸿兵从世界上蒸发，哪还容得了他到处宣传啊。 记号

作者：apollosun7 回复日期：2010-03-16 18:41:08

阴谋论的说法是相对而言.我认为宋的观点走到了极端.看起来象是演戏.但是美国确实有一个根在那里.比如美国的犹太人集团,其政治目的,政治行为都是非常明确的.他们的每次行为不一定都成功,但他们的组织性强,会继续试探,修正直到成果.我的理解是有几个组织在相互竞争,相互.情况很象电影"教父",平时相安无事,但到转折点时,各个组织就出来抢利益,重新洗牌.

作者: apollosun7 回复日期: 2010-03-16 19:06:38

至于美国的问题,要长时间的讨论才能明白.

1.首先当我质疑美国制度的时候,我并不称道中国的制度.我认为两个制度都是同样.都是为特殊利益集团服务.

2.你所描述的美国的制度,我认为已经不复存在.我曾经在北京毛毛的贴子里说过:如果这次美国能弹劾前美国财长保尔森,美国就有救.我有一张图,上面是个圆.我暂称东南西北.实际上人类的社会的发展是从南(极端自由,民主)走到北(极端专制).但路途是从南到东到北,还是从南到西到北,就有当前的社会来决定.也就更明白地说是从左倾走向专制,还是从右倾走向专制.现在黑奥是在走左倾.

3.你的观点是现在无论在美国还是在中国的观点.认为美国经过这次还是没事.但从你自己的描述中,都可以明显地看出美国人是非常自私自利.在历次的危机中,美国在美国政府的背景下,在国外挑起矛盾,然后激化矛盾,最后把自己国内的矛盾转移到国外.这是在抢夺国外的资源.这种做法已经开始被世界的人民开始觉悟,并认识到这点.现在对美的恐怖袭击是这一表现.

4.再次说明,我实际上看到美国崩溃论实际不是主流思想.狼来了的传说被叫了多次,狼没被发现.这次再叫狼来了,没有多少人再相信了.但可能这次狼真的来了.如果这次美国出现危机,反而对美国是好事.但现实看到是美国表面并没有受很大影响.革命往往在这种无事之秋发生.

5.罗马帝国存在了四百年,美国有两百多年的历史.没有哪个王朝有超过四百年的历史.

6.对于你的每点的具体讨论.那要太长了.

7.Madoff 的案件.我现在的看法是他在帮一些黑社会洗钱.我分析过受害者的损失.中间有很大一个窟窿无法解释.报道的损失和所知的受害者的损失相差太大.

8.至于 buffet,我认为大家把他神话了.

作者: apollosun7 回复日期: 2010-03-16 19:06:38

至于美国的问题,要长时间的讨论才能明白.

1.首先当我质疑美国制度的时候,我并不称道中国的制度.我认为两个制度都是同样.都是为特殊利益集团服务.

2.你所描述的美国的制度,我认为已经不复存在.我曾经在北京毛毛的贴子里说过:如果这次美国能弹劾前美国财长保尔森,美国就有救.我有一张图,上面是个圆.我暂称东南西北.实际上人类的社会的发展是从南(极端自由,民主)走到北(极端专制).但路途是从南到东到北,还是从南到西到北,就有当前的社会来决定.也就更明白地说是从左倾走向专制,还是从右倾走向专制.现在黑奥是在走左倾.

3.你的观点是现在无论在美国还是在中国的观点.认为美国经过这次还是没事.但从你自己的描述中,都可以明显地看出美国人是非常自私自利.在历次的危机中,美国在美国政府的背景下,在国外挑起矛盾,然后激化矛盾,最后把自己国内的矛盾转移到国外.这是在抢夺国外的资源.这种做法已经开始被世界的人民开始觉悟,并认识到这点.现在对美的恐怖袭击是这一表现.

4.再次说明,我实际上看到美国崩溃论实际不是主流思想.狼来了的传说被叫了多次,

狼没被发现.这次再叫狼来了,没有多少人再相信了.但可能这次狼真的来了.如果这次美国出现危机,反而对美国是好事.但现实看到是美国表面并没有受很大影响.革命往往在这种无事之秋发生.

5.罗马帝国存在了四百年,美国有两百多年的历史.没有哪个王朝有超过四百年的历史.

6.对于你的每点的具体讨论.那要太长了.

7.Madoff 的案件.我现在的看法是他在帮一些黑社会洗钱.我分析过受害者的损失.中间有很大一个窟窿无法解释.报道的损失和所知的受害者的损失相差太大.

8.至于 buffet,我认为大家把他神话了.

谢谢你的仔细回复。

有些观点我认同，有些观点我还是有不同看法。

我也认为美国政府有很大的特殊利益集团控制的问题,但是并不代表美国制度只是为特殊利益集团服务。就像之前我在讨论到人类社会一些普遍的规则的时候提到,任何社会的游戏规则都不是普通人来制定的。

社会的游戏规则不是由弱者制定,他们都是由强者、胜者、智者、获利者们制定的。例如国际游戏规则,总归是强国和大国们为了自身利益制定,如果对弱国小国有所帮助,多数情况下,不过是客观效果,不是主观目的。强者、胜者、智者、获利者有可能是仁者、善者和长者,但更可能是邪者、奸者,甚至是恶者,历史总是由最优的或者是最坏的来创造和引领,庸庸之辈们不过是繁衍了种族。

例如美国的司法体系表面上很公平,但是事实上依然是偏向有钱人。因为表面上服务于司法体系的律师们基本上是只认钱,不认理的。无论是辛普森案还是克林顿案,大律师们无一例外地与金钱站成一队。

世界没有绝对的公平,更没有绝对的自由。没有人会拱手让出权力,赋予人们权利,穷人和弱者的权利都是斗争得来。如果没有马丁路德金们的不懈斗争,就不可能有今天美国的种族平等进步。斗争不一定是暴力的,更可能是和平的。向老板要求加工资,向政府要求减税都是一种斗争。

市场经济只能解决效率问题,最后的公平不是市场经济应该承担的责任,那是政府存在的主要目的。我们对社会经济的本质看不惯也好,想不开也罢,都得接受,发牢骚骂娘,都无济于事。

美国的利益集团的关键之处在于它的利益集团是不断流动,不是随着血缘等裙带关系蔓延的。这个就保证了美国体制的流动性和底层人们的上升通道。克林顿从一个小地方的无名之辈成为总统,不是偶然的,奥巴马更不用说了。我更在乎的是上升通道,而不是是否有利益集团控制。因为任何社会都会有很狡猾的利益集团控制利益,而大多数人却会被他们的假象而迷惑。但在很多东方国家确实相反,利益集团几乎是不动的,例如动辄二代们。这个是我认为最危险的地方。一个社会不怕有问题,有不怕有扭曲,怕得是纠错机制没有了,那就只能等着溃败。但是显然,美国的纠错机制没有失灵,这是我看好美国的关键。至于保尔森是否被弹劾,这个放在大环境来说并不重要,更何况现在他已经不是美国财长。

至于麦道夫案,现在至少是一个骗局是没有问题,但是最终是不是有这么大损失确实需

要最终的确认。这个需要美国法院的调查报告。不过雷曼兄弟的破产情况已经有报告出台，我们可以拿来一观。

这次是不是狼真的来了，我认为现在还是下结论过早，因为现在丝毫看不出美国实力下降的迹象。如果说是下降，那是相对于中国而言。因为这几年中国的影响力确实在上升。但是对于整个世界而言，我不认为美国的影响力真的下降了多少。

至于奥巴马是否左倾，这个帽子本身并不重要，重要的是他能不能帮美国找到新的增长点，新的制度设计，纠正过去的错误。至少可以认为奥巴马的加强银行监管，加强消费者利益保护等等措施，以及改革步履沉重的医疗体系是重大进步。其实换另外一个总统上台，他一样会做这些事情。所以我认为哪个人、哪顶帽子都不重要。

呵呵，很高兴与你探讨。意见不一致很正常，每个人的角度、立场、道德判断都不一样，观点不一样，讨论讨论或许就有意思了。

作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-16 21:05:13

100 年前，掌控清朝政权达 48 年之久的慈禧太后离开人世，之后近 50 年的混战乱局刚刚开始；100 年前，美国的 GNP 还不到 200 亿美元，美国人口不足 8000 万；100 年前，欧洲一片兴旺繁荣，特别是德国实力与野心一起膨胀。

任何一个人，即便是天才，站在 100 年前，都不可能预测到之后 100 年世事沧桑。但是作为一个投资者，你必须把你的资产放在你认为安全的国家、货币、资产上。如果没有对未来的判断和思索，何以抉择。本章从人类历史的发展历程寻找内在规律，试图探索未来世界的重大走势。

第一节 人类发展的实质与未来的危机

人类一直在进步，不管是技术上还是思想上，而且随着时间前行，进步的速度似乎越来越快。人类从学会搬运到轮子的发明，大概花了近百万年的时间；从轮子，到飞机离开地面，我们用了近千年的时间；而从飞机到进入太空，我们只用了几十年；从太空到登月似乎只有十几年的时间。

以前我们刚开始认识世界认为天圆地方，中国居于中心，后来天文学的进步和航海技术的提高，我们开始客观认识地球另一端和地球之外的空间。现在我们在不断往外拓展，对宇宙的认识正在一步步深化。这是人类在广度上的认识不断深化的最好体现。

2400 年前的希腊哲学家德谟克利特提出了原子的概念，不过这个概念在大约 2300 年的时间里一直停留在哲学思想家的想象之内；到了大约 110 年前，人类发现了电子；之后 15 年发现了原子核，20 年之后发现了中子；然后是反粒子，引力子等等一些列基本粒子迅速被发现，很多理论发现迅速投入实际应用，例如原子能、磁共振。从爱因斯坦提出相对论开始，人类的认识突破了时间的限制，时间对于人来说不再是不可更改的概念。这些是人类在深度上的认识不断深化的体现。

2500 年前，人们飞鸽传书。170 年前，莫尔斯发明了电报。133 年前，第一个电话打出。38 年前，第一封电子邮件发出。36 年前第一个移动电话发明。现在我们用 QQ、MSN、FACEBOOK、TWITTER 等工具联系你、我、他。

信息技术和互联网的发展使得人类进入了虚拟时代与网络时代。人与人之间、机构与机构之间、国家与国家之间、人与机构之间、人与国家之间，机构与国家之间的距离无限缩小，GOOGLE 的诞生标志着人类进入信息精确定位时代，信息交换的速度、准确度和效率有了

质地飞跃，信息交换的成本在无限趋向于零。

2008年12月14日，美国前任总统布什访问伊拉克并召开新闻发布会，一位名叫扎伊迪的伊拉克记者向布什扔鞋表示抗议。事件发生之后2小时，YOUTUBE上的事件视频播放次数就超过了百万，24小时之内，现场画面已经传遍全球，FACEBOOK上涌现上万支持者，4天后一款名为向布什扔鞋的游戏在EBAY网上以8000美元的价格拍卖成交。这个例子就很好地说明了网络时代信息传播真实情况。

人类的思维从象形到抽象，从抽象到理性，从理性到标准化，从标准化到智能化自动化，思维一直在进步；人类从单个事物的粗浅认识到多个事物的深入认识，人类知识在不断积累和分类。随着专业化的深入，人类认识世界的能力不断进步，思维的严密性、准确性不断提高。除了认识世界，人类运用自己的研究与发现，制造了无数可以改变世界的工具，人类智慧的结晶使得人类成为了地球历史上最有影响力，最有主宰力的物种。人类思维方法和思维能力的提高以及运用知识能力的提高，这是人类在思维力行动力上不断进步的体现。

我们静下心来仔细思考一下，抽象思考一下，人类发展的实质是什么。我觉得其实说穿了很简单，就是更快、更远、更小、更准。所谓更快是指人类的发展是效率不断提高的过程，无论是生产效率还是流通效率都越来越快了，信息传输速度和货物传输速度不断进步；所谓更远是指人类对世界的认识范围越来越广了，眼光越来越远了，不再局限于地球和太阳系了；所谓更小，是人类对所有事物的认识不断细分不断精密化，认识在趋向于无穷小；所谓更准是人类对世界的认识工具越来越先进，认识越来越准确，已经具有了相当的预见能力和控制能力。

人类经济每一次巨大进步背后其实是人类认识的深化，这种认识的深化范围包括社会制度、经济制度、科学技术、思想意识等方面，当然很多时候这些认识是互相促进和互相牵制的。

欧洲文艺复兴、思想启蒙和宗教改革之后，人们对自由、平等、人本的价值有了更深刻认识，随之而来出现了席卷欧洲的资产阶级革命浪潮，在多个国家建立了比欧洲封建经济效率更高更为公平合理的资本主义制度。在资本主义制度的宽容和激励之下，才能让像牛顿那样的天才科学家发挥在思想和科技上的突破性进步作用。可以想象，如果牛顿生活在黑暗的中世纪末期，那么他很有可能就会像布鲁若一样成为科学的殉道者：他的学说被当作异端邪说绞杀殆尽。

在思想家和科学家的带动下，人开始作为一个独立存在，突破了过去宗教的依附和权力的束缚，开始挑战权威，怀疑一切。当人独立于神权和君权之后，才会不断思考、反思和总结，才能带来思想进步和科学进步。思想认识的进步带来了社会制度的进步，最终带动了经济发展和人们生活水平的提高。

现在人类的能力已经达到了机械智能化、自动化和自我可修复的阶段，表明人类的控制时间、地点、事件和持续期的精确性已经进入了无限时代，人类掌握了远远超过自身控制力的动力、破坏力等力量。人类认识世界的本领越来越高，感觉自己控制世界的能力越来越强，所以人类在自然面前显得非常自信，到现在甚至已经相当自负了。人类的自信和自负使得人类在大自然面前放荡不羁，率性而为，甚至胡作非为。我认为这种胡作非为最主要体现在我们喜欢滥用效率最大化的均衡来满足人类无穷无尽的欲望。

什么是滥用效率最大化的均衡，就是人类在方方面面都喜欢逞能，喜欢把资源的效用发挥到最大最强，不愿意多留一点富余。例如为了提高资金使用效率，银行喜欢在每天营业终了把每一分钱都使用出去，金融机构喜欢使用尽量少的资本从事尽量多的资产负债业务，提高杠杆率；企业为了降低成本喜欢维持零库存零原料储存，喜欢使用贷款融资提高资本回报率；城市为了降低运行成本不愿意储存多余的米面水等资源；世界为了提高粮食效率目前只维持了大概两个月的储备粮等等。效率最大化的均衡其实是一种微妙的均衡，是一种容易被

破坏的均衡。为什么存在微妙的均衡，因为这一切都是建立在人类对世界运行认识的基础上，建立在历史数据波动范围内。世界不会出现意料之外的意外事件，不会出现突发的重大灾难等等。

我们以城市为例说明这种微妙均衡的特点。城市里普通居民家庭非常依赖基本的公共供给，例如水、电、气，一般城市的水电气都是通过管网供应的，世界上绝大部分城市没有建立这些管网的备份体系；所以一旦出现突发因素破坏了城市的供水供电供气的管网，整个城市很快陷入瘫痪和混乱。典型事件是 2008 年初中国南方大雪灾导致湖南郴州连续 10 几天断电断水，老百姓只能把地板劈了当柴烧火取暖照明，雪夜奔走数公里担水，整个城市几乎瘫痪。好在当时郴州外援不断，很快缓解了混乱状态。可是我们想想，如果国家进入紧急状态，城市供水供电供气完全停止，世界会怎么样？肯定会混乱失控，而且这种混乱一旦持续几个星期，整个国家将陷入全面危机。

如果你按照这个思路扩散开去检讨现代生活的各个方面，你会发现我们所有的生活都是建立在一种效率最大化的均衡之上，各类应急反应的能力和应急储备明显薄弱。表面光鲜的现代“先进”世界其实内在非常脆弱；人类经不起一场意料之外的大波动。

为什么人类热衷于使用这种微妙的平衡，因为广泛使用微妙的均衡大大提高了资源的利用效率，效率的提高可以更好地满足人类无穷的欲求。人类以满足自我需求为最高原则，利用不断变得更快更远更小更准的本领，滥用微妙的均衡设计在主宰世界，设计世界，更是在破坏世界。

除了地震、海啸、火山、瘟疫以及其他一些超越人类控制的力量，人类已经不再惧怕任何自然力量了。如果说人类刚刚站立起来的时候对周围的世界是诚惶诚恐，那么到了 50 年前，人类只需要谨小慎微了，而到了现在人类已经可以说是睥睨寰球，唯我独尊了。

从发展的速度来分析，时间越晚，人类的发展速度越快，问题是这种发展速度会不会遇到极限呢？会不会出现发展越来越快，越来越紧张，到最后失去了控制和方向而陷入混乱呢？

人类到底需不需要发展到像今天这样强大。在人类还处于诚惶诚恐和谨小慎微阶段的时候，人类对自然界充满了敬畏，自然对人类也不乏友好。可是人类发展到如今天这般强大之后，人类不再敬畏自然，而自然母亲眼中含满了痛苦和无奈的泪水。

电锯发明之后，一片生长时间比人类历史还要长的树林，能够在片刻之间被夷为平地。热能动力发明之后，万年不化的两极冰川如同泥沙一般倾入大海。火药技术发明之后，许多珍稀动物永远消失了，人类之间互相残杀的速度和效率更高了。一片片现代化产区建立之后，南极出现了臭氧层空洞。核能发现之后，广岛和长崎消失了，人类现在储备了足够毁灭地球上百次的破坏能量。

没有力量可以阻挡人类探索真理改变世界的步伐，但是当人类的力量足够控制世界，成为地球一切生命的主人的时候，人类是不是做好了做主人的准备了呢？我们是不是有责任心地承担起了地球主人的责任呢？人类内部是不是建立起了自己的有效秩序呢？

在我看来，人类远远没有做好当合格主人的准备。人类是把自己当成了世界的主人，但是这个主人是是极端自私极端自负极端短视极端浅薄的。人类肆无忌惮地践踏其他生物的尊严，强国随心所欲地欺凌弱国的利益，富人飞扬跋扈地轻贱穷人的人权。人类在按照满足自己无限欲望的原则安排世界的进步，安排动物、植物、自然界的命运。

1987 年 50 亿人口使人类成为地球上总质量最大的生物物种；1990 年，我们是数量最多的哺乳类，超过了鼠类。现在，地球上任何物种在数量上都得对人类俯首称臣，除了体积极其微小的细菌之类的生物。

联合国人口基金会 1999 年初公布的统计数字向人们展示了全球人口增长的历程：1804 年世界人口只有 10 亿，1927 年增长到 20 亿，1960 年达到 30 亿，1975 年达到 40 亿，1987

年上升到 50 亿，1999 年 10 月 12 日，世界人口达到 60 亿；预计到本世纪中叶，世界人口将达 90 亿至 100 亿，如下图。

上图是按照平均时间段计算的人口增长情况，增长曲线看似比较平缓。如果按照时间序列来计算，人口增长在近几十年里速度是非常令人恐怖的。

世界人口从为数不多的类人猿发展到 1 亿人口花了几百万年时间，第一个 10 亿人口花了人类近 20 万年时间，第二个 10 亿花了 123 年，而第三个 10 亿仅花了 30 年，第四个 10 亿人类只花了 14 年，第五个 10 亿 13 年，第六个 10 亿才用了 12 年。

人类除了人口数量急剧膨胀之外，还随着生产的发展和生活质量的提高对资源和能源需求呈爆炸式增长。1950 年到 2003 年间，全球对水资源的需求量提高了 3 倍，对燃料的需求提高了 4 倍，肉类需求增长 5.5 倍，二氧化碳排放量增加 4 倍。与此同时，全球 GDP 增加 716%，商品交易量增长 1568%，全球广告支出增长 965%，出境旅游人数增加 2860%。1950 年全球共有汽车 5300 万辆，而到了 2002 年增加到 5.65 亿辆；纸张消费在 1961 年到 2002 年间增加了 423%。

按照代表地球所有可用的食物与能量总合的“净初级生产量”而言，40% 以上为人类所消费，此外，人类还使用了 50% 以上的淡水资源。最近 30 年，人类消耗了地球上大约 1/3 的可利用资源，而人类对资源的需求还在以每年 1.5% 的速度增长着；人类之前的漫漫岁月里消耗的资源还不到地球可以利用资源的 10%。按照现在的速度下去，人类可能会在 50 年内消耗完地球上的所有资源。

随着穷国不断跨入富国，富国人们生活水平不断提高，人类对资源的需求还将继续增长。有统计数据显示，一个美国孩子的消费相当于 125 个印度孩子的消费；美国人口只占世界得 6% 但消耗了大约 35% 世界资源。如果占世界人口约 40% 的中国和印度达到美国目前的消费水平，供应人类需要的资源至少需要再增长 230%。如果全世界的人都像美国人一样消费，地球估计早就灰飞烟灭。

学过生物学的都知道，地球所有的能量，不管是储存在地下的还是生长在地表的，都来自于太阳。我们现在大量消耗的煤、天然气和石油等能源，是过去地球生物通过太阳光合作用积累储存的能源，是我们的先辈储存的能源。

整个地球是一个大的生态系统，人处于整个生态系统的中高端。地球整个生态系统中植物通过光合作用积聚的能量是有限的；植物积聚的能量通过食物链不断往上积累，不过这种积累的能量是递减的，越往上积累的效率就越低。例如，人直接吃粮食，一个人一年可能 500 斤稻谷就足够了。不过要是人吃猪肉替代部分粮食，而猪以粮食为食物，这样满足人一年的猪肉消费加上人的粮食消费需要的消耗的总量肯定会远远超过 500 斤。这就是为什么随着中国和印度人们生活水平的提高，食用更多的肉类，消费更多的奶类，导致全球粮食价格、牛奶价格迅速上涨的最主要原因。

俄罗斯生物学博士阿列克谢·谢维尔佐夫估计地球上的人口最多也就只能容纳 80~90 亿，可如今已达 65 亿。为了养活这么多的人，就得把农产品产量提高到原来的 3 倍，人们为此就得砍伐亚马逊河丛林，开垦大片的处女地，千方百计提高收成。然而事情总是有限度的。地球整个生态系统能够提供给人类使用的能量是有限额的，如果超过了这个限额，只有两条道路：一是挤占其他生物的空间，加快消耗地球储存的能量；第二条想尽一切办法提高单位产能。

第一条人类已经做的很过分了，现在已经很危险。长期以来，由于人类的不断扩张，大肆侵占其他动物的居住地，很多动物不得不牺牲自己为人类腾挪空间；为了满足人类的需求，全球到处都在滥捕滥杀动物。根据绿色和平组织的估计，100 年来，全世界的原始森林有 80% 遭到破坏。1970 年，大西洋里大西洋鲑鱼的储藏量为 27.4 万吨，而现在剩下不到 6 万吨。

欧洲河流和湖泊里的生物种类减少了 55%。假设 1970 年地球生态系统的质量指数为 100，那么现在该指数已下降为 65，其中多种哺乳动物、爬行动物、鸟类和鱼类的数量剩下不到一半。世界保护自然基金会发表文章称，如果人类再不改变对待地球资源的态度，到 2050 年，就必须迁居到两颗跟地球大小相仿的星球上。

2004 年 11 月中旬，世界动物保护联合会再一次公布了“红色预警名单”。如果说若干年前进入该名单的只有所有已知飞禽的八分之一和哺乳动物的四分之一，那新名单里又增加了三分之一的两栖纲。总合起来，今天有 15589 种动物正面临绝种的威胁。英国生物学家不久前发表了一篇简评性文章，首次提出要对蝶类和鸟类的消亡问题进行比较分析。在英国，最近 20 年来鸟类已损失了 54% 的小雏，而再过 20 年蝶类的种群将缩减 71% 还多。

在不断侵略动物领地，抢占动物资源的同时，人类在不择手段提高产能效率。为了满足人类越来越大的胃口，农民不得不使用过量的农药和化肥提高农作物产量，田地里的青蛙、蛇类、水蛭、泥鳅、黄鳝一一消失。小时候，我用一个脸盆把一条小沟的水舀干，就能捕到好多鱼和泥鳅，现在在同样的沟里只能逮着几只虫子。

因为抗生素不但能让动物少生病，还能让动物少吃饲料多长肉，所以全球每年消耗的抗生素有 90% 以上都以添加剂等形式被用在了畜牧业，仅在美国每年就有超过 1 万吨抗生素进入了家禽家畜体内，然后被运到各个国家的超市里的肉制品和奶制品柜台上，循环一圈再进入人类的身体。滥用抗生素能加速有害细菌产生抗药性，导致常规的抗生素治疗失效。前几年在西方国家引发恐慌的“超级病菌”（MR-SA）一种能抗多种抗生素的金黄色葡萄球菌就是滥用抗生素导致的恶果。

当人类为了满足自身需要，自私地逼迫远在北极的海狮为了生计疲于奔波，逼得南极的企鹅因为冰川融化而失去栖息地，逼得自然界许多动物忍饥挨饿、饿流离失所。

不过，人类可能没有想到：虽然人类占有的能量和资源总量在上升，人类的数量在不断增加，但是人类的自身素质质量却在持续下降。动物的肚子饿扁了，可是男士们的将军肚纷纷鼓起来了，女士们忙不迭着用健身茶“曲美”。

丹麦的生殖医学专家斯卡克通过总结分析 1940——1992 年 52 年间的 61 篇文献，发现人类精液的精子平均计数在半世纪中下降了 41.5%，并且每年还在以 2.1% 的速度减少。与此同时，人类精子的质量也在悄然衰退。畸形、劣质精子的比例在增多，其活力、穿透力、致孕率在下降，以致男性不育的比例也正在逐年增加。按照这样的趋势，再过几十年，人类可能无法自然受孕，不得不依赖我们发明的技术来繁衍下一代，这或许就是自然界在自动惩罚人类数量的泛滥。

在人类身体素质下降的同时，人类的道德素质恐怕正在失去底线。

世界上比贩毒利润更高的行业是代孕。高达 15% 至 20% 的不孕不育率，与试管婴儿、人工授精等辅助生育技术配合，造就了一个“婴儿市场”。在中国，用互联网搜索就可以找道上百家长代孕中介网站；印度几乎成为世界上最大的代孕妈妈市场，每年产值大约在 120 亿美元。2008 年美国遭受金融危机打击，但是美国麦迪逊偷情公司（专门为偷情服务的公司），仅在一年内，会员人数就从 100 万猛增至 360 万。人类的天性伦理、纯真感情都被贴上了价格的标签，成为交易的标的。

美国国家科学院建议美军采用神经科学技术筛选军人，并利用这种技术和相关药物监控和操纵军人的心理状态，使军人变得特别凶残，从而增强他们的战斗力，把军人训练成为“杀人机器”。美国的医学专家已经能够按照家长的要求控制婴儿的肤色、眼睛、长相等；英国医生开始试验胚胎基因筛检，从源头控制婴儿。最近网上流行韩国发明的所谓能够给听众带来类似吸毒快感的音乐，还有日本发明的模拟性行为的机器人等等。

克隆技术刚出现时，科学界曾经顾虑过这种技术对道德和伦理的挑战，但它还是继续了。不断有动物被毫无责任地创造出来抛到这个世界上。如今我们已经有能力创造出猪来为人类

提供器官。那么请问人类还拿它是生物吗？一个生命存在的意义仅仅是为了给人类提供器官。人类把非人类生物的生命意义践踏到了最低限度。人类既然可以践踏其他生物的尊严，人类当然也会互相彻底践踏对方的尊严。

当人类能够随心所欲地控制原本完全自然规律控制的生老病死、七情六欲等，人类还有什么底线不可突破，还有什么禁区不能闯荡的呢。如果人类能够使用机器体现生老病死全方位的感觉，人类还需要存在吗？

乌鸦永远都不知道自己自己是黑的，人类不见棺材是绝不会落泪的。

人类的世界文明史大概有 5000 年，而地球历史长达 46 亿年之久。人类的 5000 年在地球看来不过是惊鸿之一瞥，但是人类却自以为是地认为我们的 5000 年是地球历史上最光辉灿烂的 5000 年，特别是新大陆发现之后的 4,5 百年更是人类的黄金时代。冰川融化、海平面上升，气候变暖，物种灭绝，这些看似缓慢的变化只要不威胁到人类生存是不会引起人类足够重视的。今天的人类高高地践踏在所有植物、动物和地球母亲之上，享受着受自然界供奉的耀眼生活。不过这一片光辉灿烂的太平盛世之下，却暗流涌动，乱礁丛生。

人类似乎已经忘记，人类本身就是从周围这个世界中成长培养出来的，是自然的产物，而不是“天外飞仙”。人类本来就属于周围世界，世界既然能够创造人类，世界一样能够消灭人类。

如果我们不能做好这个主人，不能从协调发展的角度出发，综合考虑全球各个方面的需求和追求，建立人与自然及环境之间的和谐互动，人类总有一天会成为地球的垃圾，被地球所抛弃。就是像是电影《地球停转日》所描述的那样，为了保护地球不被人类所毁灭，一定会有超越人类的力量（可能是瘟疫、大火山爆发、大地震、大海啸等等），不得不以消灭人类为代价保护整个地球和生态系统。

地球历史上曾多次发生过庞大数量的生物被突然毁灭的故事，恐龙就是其中一例。不知道不知天高地厚的人类有没有想过，今天存放在博物馆里的恐龙化石会不会有一天变成人类化石，被人类之后地球母亲新选中的物种用来教育年轻一代不能贪婪无度。

作者：apollosun7 回复日期：2010-03-16 21:45:47

作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-16 20:57:13

谢谢你的仔细回复。

有些观点我认同，有些观点我还是有不同看法。

我也认为美国政府有很大的特殊利益集团控制的问题，但是并不代表美国制度只是为特殊利益集团服务。就像之前我在讨论到人类社会一些普遍的规则的时候提到，任何社会的游戏规则都不是普通人来制定的。

.....

美国的利益集团的关键之处在于它的利益集团是不断流动，不是随着血缘等裙带关系蔓延的。这个就保证了美国体制的流动性和底层人们的上升通道。克林顿从一个小地方的无名之辈成为总统，不是偶然的，奥巴马更不用说了。我更在乎的是上升通道，而不是是否有利益集团控制。因为任何社会都会有很狡猾的利益集团控制利益，而大多数人却会被他们的假象而迷惑。但在很多东方国家确实相反，利益集团几乎是不动的，例如动辄二代们。这个是我认为最危险的地方。一个社会不怕有问题，有不怕有扭曲，怕得是纠错机制没有了，

那就只能等着溃败。但是显然，美国的纠错机制没有失灵，这是我看好的关键。至于保尔森是否被弹劾，这个放在大环境来说并不重要，更何况现在他已经不是美国财长。

第六章 还原本色的中国经济奇迹

建立在独特的政治环境、历史文化、自然禀赋、人口基础等条件之上的中国经济发展选择了一条与众不同的道路，甚至可以说创造了中国模式。

第一节 政府主导型的“地产”经济

改革开放已经进行了 30 年了，中国经济体从计划经济走向市场经济，市场的力量从无到有，蓬勃发展，政府在逐步退出一些不适合政府掌握的领域。但是整体而言，由于中国特殊的国情（在中国几千年的历史中，政府向来是非常强势的，而工商业一直是受到打压和限制的）和独特的政治制度，政府与市场之间很难找到一个合适的又是双方都能接受的均衡点，一次次的经济轮回一直在重复“一放就乱，一管就死”路子，中国经济依然是政府主导型的市场经济，政府的力量依然占据绝对优势。

除了税收政策、财政政策、货币政策、法律制度、军事国防等原本属于政府范畴范围内的领域之外，中国政府在经济领域依然掌握了相当的资源和力量。政府基本上控制了最核心的行业和资源，例如金融、土地供应与审批、电信、电力电网、军工、煤炭石油天然气、水、盐、铁路、民航与机场、公路、钢铁、医疗卫生、媒体传媒出版、教育文化等；除了直接的国有企业股权控制之外，政府以税收、行政性事业收费和土地出让金等构成的财政收入以高于 GDP 增速的速度增长表明政府直接占有的经济资源比例依然在上升。1978 年国家财政收入 1132 亿元，2007 年国家财政收入达到 51322 亿元，1979-2007 年年均增长 14.1%；而城镇居民人均可支配收入年均增长 7.2%；农村居民人均纯收入年均增长 7.1%；居民收入增长速度仅为政府财政收入增长速度的一半。

在直接控制经济资源之外，政府完全掌握了行业经济政策的导向和税收等政策，可以轻松影响任何一家企业或者一个行业的发展方向；在新产业发展方面，政府甚至通过控制创业基金（产业引导基金）控制行业的最初发展。另外，政府掌握了军队、警察等国家机器，可以在特殊时期或者特定情况下直接干预经济运行，可以说政府在很大程度上可以决定任何一家企业的生死存亡。

中国各级政府基本上是五年一换届，因为换届涉及到大范围官员调整，所以许多官员的利益取向是在换届前作出足够让上级满意的政绩来实现升官的目的。目前政绩考核的主要指标依然是 GDP 增长情况和城市建设发展情况。所以不少地方官员为了显示政绩很容易出现涸泽而渔式短期发展冲动，完全不考虑环境、资源和当地百姓的承受能力，往往是拍脑袋决策，拍胸脯保证，拍屁股走人。

由于短期发展中最容易出成绩，最容易操控的是投资，所以经常会出现这样的一种发展模式：新一届政府上台，新官上任三把火，第一先改了上一届政府制定的城市发展规划，扩大开发区范围，其次利用政府掌握的土地、税收、国有产权等资源不计成本地吸引外部资本进入该城市大范围投资，这些投资中往往有很多是高污染、高能耗、低附加值的产业。投资的进入带动开发区和城市地价房价直线上升。政府通过出售土地获得大量资金再去搞其他投资，例如修建政府大楼、大型广场、修路铺桥等等。由于新投资进入带来的环境污染和高房价等外部效应在短期内不会出现明显的恶果，一般不在当届政府的考虑范围之内；所以经济发展经常出现如下循环，新一届政府上台，经济开始不断加速，房价物价飞涨，到政府任期满时出现过热的征兆；下一届政府上台，又开始新一轮的经济泡沫式增长，直到中央政府出手进行调整。

很多政府投资项目往往是首长项目，拍脑袋项目，投资效率低下，有时候甚至不考

虑投资回报,后果是政府隐性负债不断增加,县市级基层政府债台高筑,乡镇村级的政府甚至面临破产的风险。有学者估计全国基层政府的隐性负债数以万亿计。最近5年,基层政府的日子比较好过,因为全国范围内的房地产上涨带来了地价上涨,各级政府依赖土地获得了惊人的土地财政收入。各级政府纷纷成立土地储备中心经营土地,为了增加财力,许多地方政府通过土地储备中心从银行贷出巨额资金。为了扩大地方财力筹措更多资金,地方政府又往往通过成立城市投资开发公司或者国有企业控股公司等机构发行准市政债券,绕过地方政府不得发行市政债券的法律限制(2009年这一限制已被突破,地方政府可以发行2000亿人民币的债券)。土地出让金和发债等资金到手之后,各级政府开始新一轮大兴土木,成立各种各样的项目吸引银行贷款扩大投资规模,所以许多地方政府为了加快项目推动,往往有100块钱便办200块钱的事,从国有银行融入巨资加快项目进程。问题是,一旦作为地方政府财力最基本最主要来源的房地产市场出现问题,地方政府可能面临资金链断裂风险,许多项目缺乏后续资金来源,全国可能会出现大量烂尾楼工程,银行业可能会出现大量不良贷款。

地方政府这么做多少有些迫不得已。因为1994年的中央与地方的分税制改革,导致收入稳定、税源集中、增收潜力较大的税收,都被列为中央固定收入或中央与地方共享收入;而留给地方政府的几乎都是收入来源不稳定、税源分散、征收难度大成本高的中小税种。在事权方面,中央把更多的事权下放给地方,设置经常让地方以地方税权为代价来完成中央的某些政策,例如中央制定的支持下岗工人再就业的优惠政策、廉租房、经济适用房等优惠政策、支持技术创新和技术改造的优惠政策、支持义务计划等,都主要涉及营业税、个人所得税、所得税等地方财力。这就造成了地方政府财政支出比重过大,财政自给率下降,容易出现地方财政亏空。财政上不断向上集中,中央财政和省级财政收入连年高涨,但是基层政府寅吃卯粮,负债度日。

这样一种体制下地方政府的财政预算外收入对地方政府的作用日益明显,也为未来埋下了隐患。地方政府财政预算外收入一般是由行政事业收费、政府性基金和土地出让金三大部分组成。近年来,随着中央政府对行政收费的管理越来越规范,行政事业性收费在预算外收入中的重要性大大减低。相比之下,土地出让所得的收入则变得越来越重要,甚至发展到举足轻重的地位。

根据国土资源部提供的数据,2007年各地房地产商交给各级政府的土地出让金大概在1.3万亿人民币,而2007年地方财政总收入不过2.3万亿,占比在56.52%以上;如果再加上房地产企业的营业税、土地增值税和企业所得税,地方财政已成为名副其实的土地财政。

我们选取部分地方政府数据为例。上海一直是中国经济的龙头,地方税源充足,税基相当大,但是2006年上海房地产税收及土地相关收入占上海地方财政收入的25%。其它经济发展不如上海的地区财政收入房地产占比就更高了。重庆市2007年房地产税费收入400余亿元,占该市财政收入的50.8%;郑州市2007年前三季度房地产和建筑安装行业税收收入40.6亿元,占该市税收总量48.6%。

政府主导型经济的两个主要的隐患是:房地产价格会猛涨,房地产泡沫不能破,破了会对经济产生摧毁性的破坏作用;第二是地方政府不计成本不计回报地扩大投资存在产能过剩和银行坏账增加的严重隐患。

第二节 中国特色不应特在“差距”

投资占GDP比重过大一直是中国经济发展的软肋。2000年以来,投资占比过高的问题一直在恶化,因为消费占GDP的比重一直在下降。根据国际经验,发展中国家的投资占GDP的比重在平均在20%~30%左右;发达国家在15%~20%左右。以台湾地区为例,在增长率为8%的高速增长时期,台湾的资本投资从来没有超过GDP的30%。亚洲金融危机的经验

证明，一个国家持续多年将投资占 GDP 比重保持在 40%以上的水平，很可能会导致生产能力过剩，企业利润水平下降，银行坏账增加，并可能引发经济和金融危机。中国的投资占 GDP 比重 2003 年-2009 年已连续七年超过 40%。

下图是 1978 年到 2006 年我国以支出法计算国内生产总值中最终消费和投资占比变动情况，消费包括政府消费和个人消费。整体而言最终消费比例从 60%-70%下降到了 2006 年的不足 50%，而投资比例上升了 40%以上，如图三。可以清楚地发现，在过去的 29 年里，投资比例曾经两次连续三年以上超过 40%，分别发生在 1993 年-1995 年和 2003 年至今。上一次投资率多年保持过高比例导致了 1996 年开始产能过剩、大规模国有企业经营困难和后来银行大规模不良。那么自 2003 年以来，投资比例已经连续 7 年超过 40%，加上 2008 年 10 月开始的外需急剧下降，很有可能导致未来产能大规模过剩和银行大规模不良。

图三：1978-2006 年支出法 GDP 最终消费和投资占比变动情况

数据来源：国家统计局网站

分级进入经济发展的高级阶段，地区差异、行业差异、工资收入差异、年层差异。

随着投资率占比在 2003 年再一次突破 40%并连续 7 年保持高位，我国钢铁产能从 2003 年开始进入大规模增长期，每年新增产能基本在 5000 万吨以上，其中 2004-2007 年是增长最为猛烈的四年。根据中国钢协的统计，2007 年我国钢铁产能达到 5.8 亿吨，2008 年达到 6.6 亿吨。2008 年我国粗钢产量约 5 亿吨，国内钢铁实际消耗量（包括出口产业用钢）约为 4.4 亿吨；因此有经济学家笑称，我们只能通过建更多的钢厂来消化过多的钢铁产能。

内需不旺，占比过低。在图三中，我们可以清楚看到，最终消费占 GDP 的比重已从改革开放初期超过 62.2%下降到 2006 年的 49.90%，居民消费率也从 1978 年的 48.8%下降到 2006 年的 36.23%，均达历史最低水平。储蓄率则从 2001 年的 38.9%上升到 2005 年的 47.9%，五年间快速增长了 9 个百分点。据世界银行统计，2006 年，世界平均消费率为 62%，发展中国家平均为 58%，我国不到 50%。根据中国社科院 2009 年 4 月 7 日推出的《中国商业发展报告（2008—2009）》显示，2008 年我国全年社会消费品零售总额首次突破 10 万亿元大关，并且保持较快增长，但我国最终消费率长期偏低的情况没有改观。储蓄率过高、消费率过低的结构性矛盾引发的一系列问题，成为未来中国经济发展最突出挑战。

根据人民银行网站提供的数据，截至 2009 年 9 月底，中国居民的银行储蓄存款合计 26.38 万亿，是 2009 年前三季度 GDP 的 120%，似乎中国“内虚”的原因是中国居民的消费意愿不足，然而事实远非如此。中国居民的消费意愿非常强大，但是他们没有钱去消费。

赵人伟、李实、丁赛三位学者根据中国社会科学院经济研究所收入分配课题组 2002 年家庭调查的数据分析显示，2002 年人均财产最多的 10%的人口拥有的财产占城镇总财产的份额高达 33.85%，而人均财产最少的 20%的人口所拥有的财产份额只有 2.75%；人均财产最多的 20%的人口所拥有的财产份额达到 51.70%。数据还显示，在金融资产、房地产、生产性固定资产、耐用消费品等各类财产中，房产的分布是最不均等的。人均财产最少的 10%的人口，其房产净值居然是负数，即其房产总值还抵偿不了尚未偿还的住房债务。人均财产最多的 20%的人口拥有 52.36%的房产，而人均财产最少的 20%的人口则仅有 1.52%的房产，两者的比率为 34.45：1。

因此“内虚”的根源在于两点。第一，收入增长滞后于经济增长。我国 GDP 以 9.8%左右的平均速度增长，政府财政收入也以年均超过 14%的速度增长，但职工工资占 GDP 的比例，从 1989 年的 16.1%下降到 2003 年的 12.6%，2005 年进一步下降到了 10.85%，2006 年已经为 10.51%，17 年间下降 5.59 个百分点。现在，我国城镇居民可支配收入增长速度不仅低于 GDP 和投资增速，甚至低于商品零售额的增速。除了增长速度较低之外，收入分配不均也是导致消费不振的主要原因，目前，电力、电信、金融、保险、水电气供应、烟草等行业职工的平均收入是其他行业职工平均收入的 5 - 10 倍。其二，房地产价格依然处于绝对高

位,医疗费用居高不下医疗保险保障有限,学费和择校费收你没商量,水电气等价格未来依然要涨,未来的养老金还不知道在哪里。人们对未来的不确定性预期,抑制了人们的即期消费,而不得不控制即期消费,增加储蓄,以应对未来随时可能带来的风险。我国最终消费占GDP的比重和居民消费率双双创下历史新低,直观地反映出这种担忧的严重程度。

外贸依存度过高,受到全球经济周期影响过大。在我国消费不振的背景下,出口成了主要的产能输出口。近年来,我国外贸依存度迅速提高,直接原因是进出口贸易额的增速明显高于同期GDP增速。特别是2001年加入WTO以来,进出口贸易迅速发展速度更加迅猛。

根据国家统计局《大改革大开放大发展——改革开放30年我国经济社会发展成就系列报告之一》的统计数据显示,2007年进出口总额21737亿美元,比1978年增长104.3倍,年均增长17.4%。其中,出口增长18.1%,进口增长16.7%。进出口贸易总额占国内生产总值的比重由1978年的9.7%提高到2007年的66.8%,提高57.1个百分点。但是在对外贸易增长中,外商投资企业的作用不容忽视,实际上近年来外资企业进出口份额占外贸总额的比例迅速提高,在2000年以前约占50%,到2006年进一步提高至近60%,在东部沿海地区可高达70%。外资企业从事的进出口贸易以出口加工为主,从国外进口原料,在中国生产、加工,再出口到国际市场,在这个过程中,国内的要素所得往往非常有限,所谓几亿件衬衫换一架飞机。

这两个数据主要说明我们的外贸依存度很高,但又很虚,属于加工贸易为主的依存,存在较大风险。一是外贸依存度高,是我国经济容易受到世界经济波动的影响,一旦世界经济放缓,我国出口必然大幅下降,极易导致产能过剩;二是外资出口加工企业为主的外贸由于没有核心竞争力容易被成本更低的国家替代,其实目前已经出现苗头,越南和印度对中国的替代作用渐渐显现出来了;三是外资企业占进出口贸易盈利的大头,我们付出了劳动力、资源、环境、汇率低估等成本,只换来了几分钱的利润,贸易越多我们亏得越多,得不偿失。考虑到全球经济存在明显的周期性回落,出口需求可能会出现明显下降。再加上美欧日等对中国汇率问题的压制和世界范围内的贸易保护兴起,估计未来三年的出口形势不容乐观。

中国外贸本来存在的结构性矛盾(外资加工贸易为主,出口产品附加值低没有定价能力)加上全球金融危机之下外需急速下降和贸易保护主义死灰复燃问题,估计中国未来的出口形势很可能继续恶化,产品出口不畅,只能压在国内市场,而国内市场的消费又没有太大希望提振,未来出现产能大范围过剩的可能性很高。一旦出现产能过剩,势必打压投资这驾马车,等这三驾马车的速度齐步放慢的时候,我们的经济将面临非常困难的境地。

经济发展不均衡问题突出,城乡差距过大、东西部发展不平衡、三次产业发展不协调。

城乡差距依旧在扩大。长期以来,农民收入增长速度低于城镇居民收入增长速度,农村居民收入绝对额远远低于城镇居民。根据国家统计局公布的数据,城镇居民人均可支配收入从1978年343元提高到2007年的13786元,扣除价格因素,比1978年增长6.5倍,年均增长7.2%。农村居民人均纯收入同期由134元提高到4140元,扣除价格因素,比1978年增长6.3倍,年均增长7.1%。1978年一个城镇居民的平均可支配收入是一个农民的2.56倍,2007年上升到了3.33倍。从消费来看,1978年到2006年,农村居民消费总额从1092.4亿增长到21114.9亿,同期城镇居民消费总额从666.7亿增长到59005.6亿。农村居民消费占所有居民消费的占比从1978年的62.10%下降到了2006年的26.35%,但是同期城镇居民消费占比从21.44%上升到了73.65%。由于国家对城镇居民的养老、医疗、失业、工商、生育保险等社会保障体系的长期倾斜,导致这方面的差距非常惊人:2007年底,城镇养老保险参保人数达到2.01亿人,但是在农村2006年底参加农村社会养老保险的人数不过5374万人,而2006年底农村人口超过城镇人口1.6亿。2007年底,城镇医疗、失业、工伤、生育保险参保人数分别达到18020万人、11645万人、12173万人和7775万人,而农村只有简单的医疗保险,基本没有失业、工伤、生育保险。

东西部发展不平衡体现在东部地区的基本上所有经济指标,例如 GDP 总额、人均 GDP、人均收入、人均消费、人均居住面积等指标全面超过西部地区,而且由于中西部地区属于劳动力和资源输出区域,但在分配中劳动所得和资源所得比例不高,导致中西部地区差异仍然在扩大。最近几年出现了中西部地区承接东部地区制造业的势头,但是往往是高污染、高耗能、低附加值的产业先转移到了中西部地区,不利于中西部地区赶超东部地区。

三次产业发展不协调体现在作为工业和建筑业的第二产业占比过高,第三产业发展速度不够快,占比偏低,最近几年甚至出现了下降的趋势。根据国家统计局公布的数据显示,如下图,第一产业(农业等)占比持续下降,发展速度也较慢,符合经济发展的要求。第二产业占比居高不下,几次出现下降局面,但是从 2003 年开始,第二产业占比持续上升,2006 年达到了 48.92%,这是自 1978 年以来占比最高的一年,说明我国重工业化进程依然在持续,经济粗笨化问题依然突出。尽管国家和地方政府大力扶持作为服务业的第三产业,第三产业占比依然不高,从 2002 年开始,我国第三产业占比又处于下降通道。欧美发达国家第三产业占比一般在 67%以上,而 2006 年我国第三产业占比不过 39.36%,需要大力扶持。

数据来源:国家统计局网站

第三节 蛋糕应该如何切:经济增长分配不尽合理

经济发展分配不合理首先体现在国民收入分配中政府和企业占比过高,而且比例在不断上升,个人收入占比过低,甚至出现了进一步降低的情况。

改革开放以来,国家财政收入和税收收入连年高涨,增速远远高于个人收入增长速度和 GDP 增长速度,国家财政收入占比一直在上升。根据国家统计局公布的数据显示,从 1991 年至 2008 年 18 年中,除了 1991 年、1992 年、1994 年、1995 年职工工资收入增速超过财政收入和税收收入增速之外,其他年份职工工资收入增速远远低于财政和税收收入增速,从 1996 年,财政和税收收入增速超过职工工资增速之后,两者差距在 1998 年时达到最大的 15.31 个百分点,之后差距逐步缩小,在 2003 年出现了最小差距 2.80 个百分点,不过 2003 年之后又呈现财政收入和税收收入增速继续高于职工工资收入增速的局面,2007 年时两者差距达到了 11.58 个百分点。如下图。

1991 年-2008 年国家财政收入、税收收入和职工工资收入增速对比图

数据来源:国家统计局。2008 年职工工资收入总额数据暂缺。

国家财政收入和税收收入在 GDP 总额占比不断上升,而职工工资收入占比却在逐年下降。下图是 1991 年至 2008 年国家财政收入、税收收入和职工工资总额占 GDP 比例变动图。我们可以清楚地发现国家财政收入和税收收入占比先降后升,占比不断上升。2008 年国家财政收入占 GDP 比重已经超过 20%;与此相对应的是,职工工资收入占比在不断下降,从 1991 年的 14.72%下降到 2007 年的 10.92%。从 2000 年开始,国家财政收入和税收收入之间的差额在不断扩大,主要原因是以土地出让金等形式存在的非税收入增速更加惊人。

《福布斯》曾经推出了 2009 年全球税负痛苦指数排行榜,中国内地紧随法国之后,位居全球第二。有官员驳斥,认为中国的宏观税负在国际上仍属较低水平。但随机调查显示,超过 80%的企业和个人都认为税负很重。如果包含非税收入(例如土地出让金),甚至一些尚未纳入统计的收费,事实上中国的综合税负非常高。不管税务官员如何解释,目前中国国家财政收入(包括税费总负担)与 GDP 比重已经超过了 30%。

1991 年-2008 年国家财政收入、税收收入和职工工资总额占 GDP 比例变动图

数据来源：国家统计局，2008 年职工收入数据暂缺。

同样的情况发生在企业，企业利润总额增速要大大高于 GDP 名义增速。2002 年以来，随着国有企业改革成效的逐步显现、我国经济进入新一轮增长周期带来的能源原材料价格大幅上升，我国规模以上工业企业利润总额增速大大上升，2002 年至 2006 年增速分别高达 22.21%、44.14%、36.04%、30.52%和 31.76%，分别要比同期名义 GDP 增速高出 12.47、31.27、25.38、20.12 和 20.66 个百分点。

国际劳工组织公布的数据显示，2000 年到 2005 年间，中国的人均产出增长了 63.4%，超过了印度的 26.9%和东盟的 15.5%。但是，该报告也指出，高劳动生产率却并没有体现在工资水平的增长上，这表明普通居民没有充分分享到劳动生产率提高的成果，劳动生产率上升带来的收益绝大部分被企业侵占。

从上面这些数据来看，居民收入占比在逐年下降，而企业利润和政府财政收入占比不断上涨，体现在工资水平上，名义工资增长率远远低于名义 GDP 的增长速度。长期低收入占比的结果导致居民消费能力下降：数据显示，1992 - 2007 年，企业储蓄率和政府储蓄率基本涨一倍，前者从 11.73%激增为 21.48%，后者从 4.4%增长为 8.74%，而居民储蓄率不增反降，从 20.24%下降到 19.91%。

在居民总体收入占 GDP 比重不断下降的基础之上，居民收入内部分配不合理，主要体现在行业分配不均和级别分配差距大。《十七大前改革难点纵横谈》提出目前中国分配中有四大不公：资源配置不公、行政垄断、明规则缺失潜规则盛行、歧视弱者。四大不公的症结在于既得利益集团越来越强大，既得利益集团只代表小团体的权利和个人利益、靠非正常手段获利，造成了社会福利的净损失。

《十七大前改革难点纵横谈》给出的一组数据令人无比震惊：2005 年电力、电信、石油、金融、保险、水电气供应、烟草等行业共有职工 833 万人，不到全国职工人数的 8%，但工资和工资外收入总额估算相当于当年全国职工工资总额的 55%。

3 年之后，2008 年职工收入的行业差距依然惊人。国家统计局 2008 年 4 月 9 日公布数据显示，2008 年在职工的平均年薪，比 2007 年增加 4297 元，提高 17.2%，但是行业分布不均，平均工资最高的 3 个行业，一是证券业，平均年薪 17 万 2123 元，是全国平均水平的 5.9 倍；二是其它金融业，为 8 万 7670 元，是全国平均水平的 3.0 倍；航空运输业居三，是全国平均水平的 2.6 倍；金融业中的证券业；银行业和其它金融业中，2007 年平均工资的成长率，分别为 20.4%、27.2%和 26.0%，增幅超过全国工资平均增幅，说明差距仍在继续扩大；平均工资最低的三个行业是木材加工及木竹藤棕草制品业 15663 元，只有全国平均水平的 53.6%；纺织业 16222 元，只有全国平均水平的 55.5%；农副食品加工业 17559 元，只有全国平均水平的 60.1%；最高与最低行业平均工资之比为 11 : 1；从企业、事业、机关分组数据看，2008 年城镇在岗职工的平均工资最高的是机关，为 33869 元，是全国平均水平的 1.16 倍；其次是事业单位，为 29758 元，是全国平均水平的 1.02 倍；最低的是企业，为 28359 元，是全国平均水平的 97.0%。在行业内部，职工工资不断向管理者倾斜，管理者与普通职工的收入差距继续扩大。央企资产比较集中的 27 个主要行业，平均工资最高与最低差距倍数，从 2002 年的 3.5 倍扩大到 2004 年的 6.4 倍。如果把收入较高行业的管理者与收入较低行业的普通职工工资相对比，差距在百倍以上。

我国的工资结构有如下几个令人不安的特点。一是工资增速总体上低于 GDP 增幅，更低于财政收入增幅，走的是富国寡民的道路。二是工资大幅度向垄断企业职工和行政机关倾斜，走的是贫富差距不断拉大的道路，平均工资增长掩盖了绝大多数人相对收入急剧下降的事实。少数人获得了经济增长的主要收益，多数人承担社会改革的成本的问题不仅没有得到纠正，而且由于垄断利益集团主导了改革的话语权而使得科学、公正的改革愈显艰难。三是薪酬大部分向管理者倾斜，并且差距越来越大。与此同时，很多地方最低工资和最低社会保

障水平的提高幅度，远低于职工平均工资增长的幅度。

这一系列事实引向的一个后果是，居民拥有的财产差距越来越大。《亚太财富报告》显示，在 2007 年底，中国共有平均资产（资产包括实业投资、自住房等，不同于下文提到的可投资资产）达到 510 万美元的富豪 41.5 万人，而据世界银行统计，中国同时存在每天平均消费不足 1 美元贫困人口 1.35 亿。在改革开放初期的 1981 年，世界银行的统计显示中国居民收入的基尼系数为 0.29，不仅总体上差距不大，在城市及农村内部也相当均等。2000 年冲破了基尼系数 0.4 的国际警戒线，2005 年底已经达到 0.47；根据中国社会科学院计算，中国的基尼系数在 2006 年上升到了 0.496。

2009 年 3 月，招商银行联合贝恩管理顾问公司对外发布了《2009 中国私人财富报告》，首次对中国内地高端私人财富人群进行了分析；报告指出，到 2008 年末，中国内地高净值（指个人可投资资产在 1000 万元人民币以上的人群）达到了约 30 万人，共持有达 8.8 万亿元可投资资产，相当于当年 GDP 的 29%；而在这 30 万高净值人群中，超高净值（个人持有可投资资产超过 1 亿元人民币）的人数接近 1 万人，个人财富总量 1.4 万亿，在高净值人群内部财富占比达到 16%。另外，根据银行的统计数据显示，约 20% 的存款人占据了约 80% 的存款，而 5% 左右的存款占据了近 50% 的存款。这些数据清晰显示，目前我国存量财富主要集中在少数人手中。在政协十一届常委会上，中国财富的“集中度”正在受到政协常委和委员的热切关注。蔡继明委员说：“中国权威部门的一份报告显示，0.4% 的人掌握了 70% 的财富，财富集中度高于美国。”目前中国已经成为全球财富最为高度集中的国家。中国财富向富人的集中度正在以年均 12.3% 的加速度在增长，是全球平均增速的 2 倍。

问题是普通居民收入低，存量财富少，缴的税却多。财政部 2008 年 8 月在官方网站发布《2008 年上半年税收增长的结构分析》的报告显示，2008 年上半年个人所得税完成 2136.73 亿元，同比增长 27.2%，增速比去年同期回落了 1.3 个百分点；其中，工薪阶层所得税收入 1308.05 亿元，同比增长 41.2%，比上年同期加快 5.8 个百分点。从财政部的数据可以得出两个结论，第一是 2008 年上半年有 61.24% 个人所得税来自于工薪阶层，这一比例比 2000 年的 42.86% 上升 18.38 个百分点；第二是工薪阶层个人所得税同比增长速度高于整体个人所得税增长速度 14 个百分点，而且同比增速在继续加快，说明工薪阶层越来越成为个人所得税的主力军。国家统计局 2009 年一季度统计数据显示，工薪阶层人均负担的每月消费性支出达到 2013.6 元，超过了每月 2000 元的个人所得税“起征点”标准，说明居民部分基本生活费用也被征税，工薪阶层的税负过高已经无可争议。

中国居民收入分配不公，收入差距过大，缴的税又高，中国普通老百姓很难真正富起来，更要命的是我们还没有富起来，就发现自己面临老龄化问题了。

2006 年 2 月 23 日首次公布的《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》指出，中国 60 岁及以上老年人口在 2004 年底达到 1.43 亿，占总人口的 10.97%，这表明中国目前已进入老龄社会，并且正处于快速老龄化阶段。美国战略与国际研究中心（CSIS）2009 年 4 月发布报告称，到 2030 年时，中国将是比美国还要老龄化的国家，到 2050 年，将会有 4.38 亿中国人年龄达到或超过 60 岁，其中 1.08 亿人超过 80 岁；2005 年相对每 100 名适龄工作成年人，仅有 16 名中国老年人，但这一老年抚养比到 2025 年将达到 32%，到 2050 年将达到 61%。尽管中国可以采取以老养老，改变人口政策等办法缓解老龄化问题，但可以肯定，中国未来面临的养老问题是一个沉重的话题，养老金缺口将是中国未来政府长期面临的严峻考验。2004 年中国基本养老保险的支出总额达到 3502 亿元，比 2000 年增加了 65.5%，中央财政对基本养老保险的补贴支出攀升到 522 亿元，政府、企业、社会都已经感到养老保障方面的压力正在显著加大。

目前在职职工交的养老保险被用作退休职工的养老金，事实上养老金是入不敷出的。根据 1997 年养老改革方案，每个人养老保险包括个人账户和社会统筹账户两部分，个人账

户由个人工资基数的一定比例和单位上缴部分组成。但因为养老金缺口过大，自 2006 年 1 月 1 日起，根据国务院《关于完善企业职工基本养老保险制度的决定（国发〔2005〕38 号）》规定，个人账户的规模统一由本人缴费工资的 11% 调整为 8%，全部由个人缴费形成，单位缴费不再划入个人账户；单位缴纳的保险费全部进入社会统筹基金帐户。进入统筹基金帐户之后，国家可以动用统筹基金帐户支付目前退休职工的养老金。

按规定个人账户的钱是不能挪用的，但是由于目前个人账户和社会统筹账户统一管理，而由于历史的亏空，许多地方挪用个人账户的养老保险金付给现在退休的人。这就出现了所谓个人账户空转的问题，那么这个亏空现在有多大呢？“截至 2005 年年底，中国社会养老保险个人账户的空账达 8000 亿元，而且每年以 1000 多亿元的规模扩大，而个人账户现有实际资金的总额不超过 500 亿元。”这是 2007 年在北京大学的赛瑟论坛上，劳动与社会保障部副部长刘永富透露的数字。

即便如此，足额发放养老金已经是不少地方政府的巨大财政压力。我们以上海市为例来说明养老金财政压力。上海市民政局发布的《2008 年上海市老年人口和老龄事业监测统计信息》透露，2008 年上海市享受各类养老金的人数达到了 290.06 万人。2008 年上海市本级财政支出不到 900 多亿，用于弥补社保的窟窿是 170 多亿，占比 18%，这是一个巨大的压力。因为上海已经提前进入老龄化社会，目前的赡养比例是 1.5 比 1，也就是每 3 个在职上海人要养两个退休的，而全国的平均水平是 3.2 个人养 1 个人；养老金的现实图景是缴的少，支出的多。而且，可以肯定，未来问题会更严峻。对于上海社保系统内的这个大“窟窿”，上海市委书记俞正声、市长韩正、副市长胡延照等，已经在不同的场合，表示出担忧。如在 2009 年的上海“两会”期间，在一个小范围会议上，俞正声表示，“我们社保基金严重穿底；社保基金就是这手收那手支，收小于支。怎么办呢？财政就要托底。去年托底托了一百七八十个亿，而且市本级的百分之七十八是用来充社保基金的不足。今年又要增长六七十个亿，市本级必须保持百分之六七的增长，才能把社保的窟窿给补上。”俞正声严肃地说，“今年市本级能增长百分之六七吗？恐怕做不到。我到上海以后感觉非常突出的矛盾就是财政上的问题。”由于养老金支付压力巨大，国家现在已经在考虑把退休年龄推迟到 65 岁了。

看着这些数据，我们能够想象得到三十年以后我们退休，不知道能从养老保险那里拿到多少钱。现在是工作的人多，退休的人少，尚且出现这么大的窟窿，等我们退休的时候，很可能是领退休金的人比工作的人还要多。养老金压力是目前个人防御性储蓄比例过高的最主要原因，因为每个理性人都必须考虑到，随着老龄化时代的到来，等我们这一辈年轻人进入退休之后，我们的孩子养老压力将会空前。我们总不能忍心到时候让儿子女儿节衣缩食供养 7-8 个老人。这还没有考虑基本没有养老保险制度的广大农村和 7 亿多农民。

第四节 民营经济：奇迹创造者的困境

民营经济的迅猛发展是有目共睹的，但是没有权势没有后台的民营经济受到了许多不公正的待遇，可以说民营经济是在国有企业、外资企业和歧视政策的三重“挤压”下顽强生长的，创造出了中国经济的真正奇迹。我们真的应该向那些白手起家、诚实经营发展壮大的民营企业家致以敬意。他们是中国经济保持高速发展，产品竞争力不断上升的真正功臣。他们是我们经济建设中最贵重的群体，尽管他们中有很多人是农民，有的甚至连小学都没有毕业或者干脆是文盲。

根据邵伟生先生所著《民营经济 30 年》提供的数据，截至 2006 年底，全国累计有个体工商户 2596 万户，从业人员 5160 万人，注册资金 6468 亿元；私营企业 498 万户，从业人员 6586 万人，注册资金 76028 亿元。2006 年民营企业一共缴纳工商税收 4690 亿元，比上年增加 588.4 亿元，增长 14.3%，占全国税收总额 12.5%；就业人数近 1.2 亿，比 2005 年增加 1021.4 万人。

改革开放以来,市场力量成长最为充分的是政府完全退出的竞争性行业。例如小型批发与零售、餐饮、美容美发等个人服务、IT、家电、纺织、食品加工、高科技、服装制鞋、家具、装饰装修、小型机械机电、建筑建材等。

根据国家发展与改革委员会非国有经济运行监测小组提供的《中国非国有经济运行:2003年》报告(该报告的非国有经济没有包括外资企业,其实是指民营经济)分析,在对工业企业资产的行业分布分析中发现,纺织 72.2%、轻工 70.7%、电子 65.6%、建材 63.5%、医药 52.2%、机械 41.4%的资产都集中在民营经济企业,其他行业民营经济资产则在40%以下。纺织 95.2%、建材 90.5%、轻工 85.6%、电子 81.2%、医药 64.2%、机械 55.6%的利润都来自于民营经济企业。在规模以上工业企业中,轻工行业、纺织行业、电子行业、建材行业、医药行业、机械行业的从业人员,在民营经济工业企业就业比重,分别达到 81.5%、78.3%、75.9%、71.9%、57.8%、53.3%。在规模以上工业企业中,民营经济成分主要集中在纺织、轻工、电子、建材和机械这些竞争性行业。而在电力、煤炭、石化、烟草等垄断行业,民营经济比例则明显偏低。

根据《中国民营经济发展报告》分析,按照垄断、竞争行业标准对 39 个行业(按国家统计局标准)分类分析显示:在家具制造业、食品加工业和医药制造业等 27 个非垄断竞争型行业中,民营经济不仅在总体布局上占据优势,而且在一些重要的行业拥有一批骨干企业,绝大多数行业的企业户数分布中,民营经济占比均在 60%以上。在增加值的分布上,24 个行业的非公比重已经在 50%以上,其中绝大多数在 70%~95%之间,只有有色金属采选业等 3 个行业的非公比重低于 50%。在烟草加工等垄断性行业中,国有经济总体还占主导地位。

当然,部分民营企业家为了发展确实有些不择手段,例如造假卖假、贿赂官员、走私贩私等等;许多民营企业家的第一桶金似乎带有“原罪之色”。媒体甚至一度要求集中清算或者一次特赦民营企业家的罪恶。不过,统计数据显示,民营企业家并不都是像某些人想象的“从头到脚,每个毛孔都滴着血和肮脏的东西”。

根据中共中央统战部、全国工商联和中国民(私)营经济研究会从 1993 年到 2006 年组织的 7 次全国私营企业抽样调查的数据显示,民营企业主创办企业的初始资金主要来源于个人或家庭的劳动所得和经营所得的积累,或者通过银行贷款、民间借贷、社会集资途径筹措资金;有部分也有的人通过承包公有企业筹集资金。有的个体工商户通过扩大经营或长途贩运,赚取各种差价,突破经营范围等积累创业资金。还有一些特殊技艺的人,通过营销运作,获得资金。当然也有走私贩私、以权谋私等违法掠夺财富来完成原始积累的。但这仅是极少数。

民营企业家贿赂官员主要责任不在企业家本身,而是因为现阶段中国经济体系中政府掌握了大量资源分配权;部分民营企业家为了更快获得资源和权利,有的时候可能不得不走灰色地带。事实上,外资企业一样在走灰色地带。例如,根据美国司法部披露的数据显示,德国西门子“行贿门”事件涉及 3 家在华子公司;2003 年到 2007 年间,西门子医疗集团支付了约 1440 万美元的贿赂款向 5 家国内医院行贿,从而获得 2.95 亿美元的医疗设备订单。还有一个例子是,美国朗讯公司在华企业爆出贿赂丑闻,朗讯中国公司数位高管被美国公司总部解职,并受到美国司法部门的法律追究,朗讯公司也为此支付了 250 万美元的罚款。如果是一个公开透明、没有过多管制和准入审批的市场,同时对外资和民营经济开放,我相信民营经济一定做得比外资好。而且民营经济发展起来了,他不会在国家民族面临困难时弃我们而去,而外资终归是个过客,他永远在寻找下一个利润最大的地方,而中国不可能一直把这么多优惠给外资送下去。

至于造假卖假等问题,确实有民营经济问题,但是外资也不是什么圣人,他们也照样降低安全标准欺骗国内消费者。笔者个人认为这是个很复杂的问题,既涉及到企业家本身的伦

理道德问题，更与法律法规监管有关系，也与经济发展的阶段有关。企业家都是自私的，或多或少都有期望少干多得的心态。但是如果我们的监管与法律能够到位，让敢于以身试法者付出一辈子的代价，那样应该可以大大减少这些问题。同样造假卖假也是个经济发展阶段的问题，造假卖假在美国经济发展初期也发生过，在日本经济起飞时期也出现过。上世纪五六十年代，日本产品在美国也是假冒伪劣的代名词。随着法律的完善，监管的到位，这些问题是可以慢慢克服的。

我始终相信民营经济才是中国企业的未来，中国经济的未来。未来中国最有竞争力的企业一定来自民营企业，不会是国有企业和外资企业。如果很多产业在对外开放前，先对民营经济开放，改革开放的利润大头就不会落在外资头上。从未来来看，民营经济的前景广大，如果国家能够在融资、市场准入等方面进一步对民营经济开放，前景是很乐观的。

民营企业尽管在技术密集型和资本密集型产业中步履蹒跚，但是他们负重而行，确实是在一步一步往前走。民族企业家身上承担着振兴民族产业的重任，民营企业肩负着打造世界一流制造业的希望。希望广大朋友对民营企业多一些关注和支持，多买一些国货，少买一些洋货，以实际行动来支持他们。毕竟在国家危难之际，他们是不会弃我们而去的，因为民营企业的根就在中国，他们的魂在中国。

不过，令人遗憾的是，最近几年，民营经济的经营形势是在恶化。全国工商联 2009 年公布的《中国私营经济年鉴（2006 年 6 月 - 2008 年 6 月）》显示，从 2006 - 2008 年这两年间的情况看，全国个体私营经济发展势头开始放缓，而放缓的重要原因是近年来私企发展环境的恶化。从企业数量看，2000 - 2005 年全国登记的私营企业户数年均增长率为 19.6%。而 2006 年只比上年增长 15.8%，2007 年只增长 10.7%，2008 年上半年增速更是降至 3.45%。从注册资本看，2000 - 2005 年，私营企业注册资本由 13308 亿元上升到 61331 亿元，年均增长率为 35.7%。而 2006 年仅比上年增长 24%，2007 年同比仅增 23.5%。

近几年来，个体私营经济发展势头之所以趋缓，与近年来私营企业外部环境的一系列变化直接相关。一是能源和原材料涨价、劳动力成本上升，土地审批从严、人民币升值和货币政策从紧等；二是私营企业的税负加重，也影响了个体私营经济的发展。本次调查显示，2007 年私营企业纳税、交费、摊派、捐赠、公关招待五类负担合计占销售额的比重平均为 12%，比 2001 年上升了 1.73 个百分点。销售额在 500 万元以下的企业，各项负担占销售额的比重平均接近 16%，而 1 亿元以上的企业这一比重平均仅为 7%略强。由此可见，中小企业尤其是小型企业负担相对更重。调查还显示，私营企业将税后纯利润用于再投入的积极性下降。比较 1996 - 2007 年的样本企业，纯利润再投入占其税后净利润的比重平均值，下降了 17.8 个百分点。

我们以最近几年快速发展的物流业为例，说明中小企业的生存之难。一位民营快递公司的负责人在“中国快递市场主体的准入、运营与退出规范”讨论会上发言，尽管民营快递公司在员工就业、上缴利税等方面丝毫不比外资少，但是民营快递公司在县级申请一个网点执照，至少要经过部、省、市、县交通部门、工商部门层层审批，甚至申请的土地征用都批不下来，而外资几乎是一路绿灯。利润最高、技术与知识最为密集的高端国际快递业务市场，80% 的份额垄断在国际快递公司手中；中端快递业务市场，主要被中国邮政快递、少数几家民营快递巨头主导；中小民营企业只能进入门槛低、网络运营和管理技术并不复杂的低端同城快递业务。但是中国入世承诺，规定 2005 年 12 月 11 日过渡期满后，允许外商投资企业在华成立独资企业经营快递业务，而新《邮政法》迟迟未出台，没有明确快递服务的监管机构，法制建设的滞后、政府监管的缺位，给外资快递企业创造了宽松的政策环境，民营中小快递公司的市场份额被不断蚕食，甚至由于外资和中国邮政的挤压失去了存在的基础。

曾经被市场捧为突破国企行业垄断宝剑的“非公 36 条”的实施结果也令人扼腕。2005 年 5 月 25 日国务院发布《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》（因

有 36 条，被简称为“非公 36 条”），文件允许非公有资本进入垄断行业和领域，在电力、电信、铁路、民航、石油等行业和领域，进一步引入市场竞争机制。不过，可惜的是，4 年之后，民营航空几乎全军覆没，电信变成了全能牌照三巨头，铁路高（高速）是高了少许却依然是“铁板一块”，石油行业中民营油企的空间被进一步压缩，民营加油站不断被两巨头“收编”。2004 年之后国家为控制投资过热实施多次有保有压的宏观调控，包括项目审批、用地申请、信贷调控等等，但不管形式如何变化，被压的对象往往是民营企业，而被保的多数是国有企业，每一次调控都成为国有企业大肆扩张吞并民营企业的好机会，“国进民退”在诸多领域重复上演。怪不得民营企业家感叹：为什么每次受伤的总是我？

第五节 骑着黑狗的“白衣天使”

根据国家统计局《大改革大开放大发展——改革开放 30 年我国经济社会发展成就系列报告之一》的统计数据显示，从 1979 年至 2007 年，我国实际使用外商直接投资 7424 亿美元，2002 年以来利用外资一直居于世界前三位，2007 年实际使用外商直接投资 748 亿美元。

问题是，我们上上下下敲锣打鼓，把外资当作“白衣天使”一般招来，好吃好喝供起来，结果我们发现，白衣外资骑着一匹“黑狗”，这匹“黑狗”在不断践踏我们的经济安全，不知不觉中控制了我们的经济命脉。截止到 2007 年末，我国规模以上工业总产值的 30% 以上，进出口总额的一半以上都是由外资企业创造的。

外资在不断蚕食和控制我国主要行业。国务院发展研究中心 2006 年 8 月发表的一份研究报告指出，在中国已对外资开放的产业中，排名前 5 位的企业几乎都由外资控制：28 个主要产业中，外资在 21 个产业中拥有多数资产控制权。比如玻璃行业，该行业中最大的 5 家企业已全部合资；占全国产量 80% 以上的最大的 5 家电梯生产厂家，已经由外商控股；18 家国家级定点家电企业中，11 家与外商合资；化妆品行业被 150 家外资企业控制着；20% 的医药行业在外资手中；汽车行业销售额的 90% 来自国外品牌。如果算上像双汇、金龙鱼、大宝等这些假民企真外资，真正被外资控股的行业会更多。

外资一直在悄悄加大在华品牌渗透力度。由国家统计局旗下中国行业企业信息发布中心发布的调查报告，对全国 80 余种主要消费品 2008 年市场销售情况进行了调查，2008 年销量前十位品牌的市场平均占有率为 68.33%，比 2007 年提高了 3.19 个百分点，表明名优品牌的竞争力进一步增强；但是在消费品销量前十位品牌的市场份额构成中，2008 年国产名优品牌占 64.39%，比 2007 年下降 3.35 个百分点，外资品牌则上升了 3.35 个百分点，说明外资品牌进一步加大了对国内市场的渗透力度。

问题不仅是外资控制了行业和品牌，更可恶的是下面这些事实。

1、跨国公司通过高成本低报价转移了巨额利润，使我国税收严重流失。许多地方政府采用一免三减半的政策吸引外资，又加上许多外资企业在全中国范围内经营有逃税的天然优势，外资企业逃避了巨额税收。例如，由国家统计局“利用外资与外商投资企业研究”课题组完成的一份关于外资的研究报告称，亏损的外商投资企业中约 2/3 为非正常亏损，每年光通过转让定价避税的税款损失有 300 亿元，还不算其他形式的逃避税。

2、由于部分地方政府不计成本，不计回报地高价引入外资，外资在中国一直享受着政府服务和税收上的超国民待遇。我国很多行业采用先对外开放再对内开放的策略，外资企业凭借超国民待遇、先进技术和管理能力、无孔不入的避税手段等优势，使其能以较低价格开拓和占领国内市场，对民族企业产生了巨大的挤出效应，大大压制了国有企业和民营企业的发展空间。以零售业为例。沃尔玛超市利用其全球最大的规模优势，压迫中国供货商把产品价格降到最低，同时对供货商收取种种不合理的进场费、促销费，恶意转嫁本应由自己承担的费用，使其仅够维持生存，很难扩大规模。对于其它的超市，则利用其规模优势将价

格压到比竞争对手更低，甚至不惜以海外的盈利来弥补中国境内沃尔玛超市的亏损，从而达到挤垮竞争对手的目的。该超市在国内所到之处，总是把竞争对手的生存空间挤压殆尽。高科技领域，以手机行业为例，由于本土企业上游技术、关键零部件乃至生产线常常是从跨国公司购买，跨国公司已从中赚取利润，实现了其“上游剩余价值”。近期跨国公司又开始采用低价策略，进一步挤压国内手机厂商的利润空间，对国内手机厂商赶尽杀绝，实现其“下游剩余价值”，国内手机行业连这点赖以生存的“下游剩余价值”都已无法实现，市场占有率严重萎缩，近年以来国产手机商无一例外严重亏损，一些实力较弱的厂商已退出市场。如果没有“山寨”手机的横空出世，国内手机市场可能完全成为外资企业厮杀的战场。

3、外资往往把高污染、高能耗的产业转移到发展中国家以逃避本国或发达国家严厉的环保法令限制，造成了中国大量消耗资源，严重破坏了生态环境。环保总局的一位副局长曾深有感触地说：“什么是世界工厂？就是用自己的资源替发达国家生产低级工业品，用自己的身体去承受污染，所赚取的不过是微薄的加工利润”。一些地方政府的官员，只顾抓眼前的经济利益，不计成本地引进或批准一些会严重破坏生态环境的外资项目上马，如化工行业、焦炭生产、电解铝等等。这些行业由于会对生态环境造成严重的污染，影响人民身体健康和社会经济的发展，许多发达国家早已明令禁止在其本国生产，但我国许多地方却趋之若鹜。

公众与环境研究中心从国家环保总局以及各地环保局等渠道搜集整理后发现，截至2007年8月20日，出现在污染企业名单上的跨国公司已超过了100家，涉及食品、电子、化工、机械制造等诸多行业，其中包括百事、惠尔普、博世等一些世界500强企业都名列黑名单之中。事实上，大部分上了污染企业名单的跨国公司在环保方面都拥有良好的口碑，但他们进入中国以后很快就“入乡随俗”，降低了环境标准。如一家日本公司，其在日本的8家工厂里有7家都达到了零排放，但在中国却连最基本的排放标准都没有达到。真的到了我们反思引进外资的时候。

4、外资并购造成大量贱卖国有资产的事件发生，挥剑自宫了不少很有前途的民族企业。很多实力雄厚的外资大企业集团进入中国，往往喜欢实施“斩首”行动，通过收购龙头企业直接控制某一个行业的上下游。由于目前国家对出售国有资产缺乏统一标准和完善的定价机制，地方各级政府为短期利益，往往是从“小局”出发而不是从大局出发，导致低估、贱卖甚至赠送国有资产的事情时有发生。例如，在洽谈中外合资时，少数外商利用中方急于寻求资金的心理，在对中方资产评估上讨价还价，刻意低估中方资产价值，以降低中方股权比率，提高外商所占股权比率；一些中方代表则为了追求当前政绩，甚至为了个人“好处”，也在资产评估中迎合外商，低估国有资产，以促成国有资产早点卖出，反正资产不是自己的，亏了也不心痛，从而造成国有资产流失。这类现象在国有企业改组过程中最为突出，而且涉及面广。又如，一些地方政府为了获得短期回报，把一些经营得比较好的合资企业或国内企业出售给外商，拱手让出国内市场和未来的收益，造成国有资产变相流失。

南孚电池就是这样一个典型案例。在国内外享有价廉物美之誉的福建省南平南孚电池有限公司在全国电池生产行业可以说是首屈一指。2003年，南孚占据全国电池市场的半壁江山，总销量超过7亿只，产值7亿6千万。南孚已发展成为中国第一，世界第五大碱性电池生产商。2003年8月，南孚突然被其竞争对手美国吉列公司收购。这个曾经让中国人引以为豪的“民族力量”一夜之间就落入美国人手里了。南孚电池并不缺乏资金，相反，资金很充裕。1999年，南孚正处在发展的黄金时期，在当地政府吸引外资政策的要求下，南孚公司的国有股东陆陆续续将所持股分卖给外方投资者，这些外方投资者最后又把股权转让给美国吉列公司。短短几年时间，南孚由中国电池生产业的巨头变成了其竞争对手的子公司，而且这个竞争对手曾是它的手下败将。吉列的金霸王电池进入中国市场十年，始终无法打开局面，市场份额不到南孚的1/10。收购南孚电池之后，最大的竞争对手消失了，而且还得到

了一家年利润 8000 万美元，拥有 300 多万个销售点的电池生产企业，更重要的是获得了大半个中国市场。本来南孚的优质碱性电池已打入国际市场，此时正是向海外发展的大好时机，可是为了避免和母公司争夺市场份额，南孚只好匆匆鸣金收兵。在国内市场上，由于不能与金霸王正面冲突，南孚只好闲置部分生产能力。类似被收购的国内优秀企业还有三笑集团、哈啤集团、小护士、统一润滑油、双汇、苏泊尔、乐百氏等等，不胜枚举。

除了直接收购之外，外资往往以资本合作为诱饵寻求与中国企业合作，然后买断或租赁原有国产著名品牌的使用权，获得品牌之后，通过降低品质或提高原有品牌的产品价格，使其与国内消费者逐步分离，最终打入“冷宫”，而外资利用原有品牌的销售渠道迅速推出自己的品牌，扩大自有品牌的市场份额。例如“熊猫”牌洗衣粉在上世纪 90 年代曾经是一个赫赫有名的大品牌。1994 年，熊猫与美国宝洁组建合资公司，宝洁以 65% 的股份控股，宝洁以 1.4 亿元品牌使用费买断了“熊猫”品牌 50 年使用权。之后，宝洁公司把“熊猫”洗衣粉的价格在原来基础上提高了 50%，同时利用熊猫的销售渠道推销自有品牌。7 年之后，熊猫洗衣粉从年产量 6 万吨，约占全国市场份额 15% 下降到了年产量只有 4000 吨的小厂，而现在市面上已经找不到“熊猫”洗衣粉了。与此相反的是，宝洁公司旗下的“汰渍”和“碧浪”销路却一路上扬。现在，我们一走进超市，柜台上堆满了这些品牌的洗衣粉；打开电视，满眼都是什么“有汰渍没污渍”的广告。类似的例子还有，苏州孔雀电视与飞利浦合资之后，“孔雀”不知道飞哪儿去了，倒是天天在电视上看到飞利浦的女模特；名噪一时的扬子冰箱与西门子合资之后，“扬子”同意把自己的品牌“冻”在冰箱里 60 年，60 年之后如果“扬子”再出来，估计曾经认识“扬子”的人基本上都到山上去了。

最令人痛心莫过于我国自行研制的大飞机“运十”，在与麦道和空客合资之后却最终“香消玉殒”。“运十”的各项性能已经达到了“大飞机”的要求，其客舱按经济舱 178 座，混合级 124 座布置，最大起飞重量 110 吨，1980 年“运十”首飞成功，到 1985 年 2 月停飞，“运十”累计试飞 130 架次，170 飞行小时，最远航程 3600 公里，最大时速 930 公里，最高飞行升限 11000 米，最长空中飞行时间 4 小时 49 分，而且 7 次飞到拉萨（到目前为止，仍然是飞到拉萨的唯一国产飞机）。遗憾的是，由于战略失误，信奉“以市场换技术”，选择与麦道和空客合资，我们自己主动停止了对“运十”的投资。1997 年 8 月，波音并购了麦道公司，与中国合资的麦道 90 项目结束；1998 年，空客终止了与中国的 AE-100 项目；之后中国的大飞机梦想又回到了原点。如今，在上海飞机制造厂的一个角落里，仅存的一架“运十”飞机孤零零地停着，它已经 20 年没有升空了。空客在运十夭折后的 20 年里，持续投入约 250 亿美元，成长为可与波音抗衡的世界民航飞机制造巨头，而中国在运十夭折之后的 20 多年里，用远远超过这个数目的美元购买着波音、空客飞机，我们曾经拥有的大型飞机工业重要基础现在沦落为给人家造尾翼和舱门。2008 年 5 月 11 日，中国商用飞机有限责任公司（“大飞机”公司）在上海举行成立大会，23 年之后，我们又回到了“运十”身边。

5、外资流入加剧了失业问题。表面上看外资流入增加了国内的就业机会，但是由于外资携其雄厚资金、先进技术和高效管理，不断进攻国内其他企业，导致国内企业不断被挤垮，最终失去市场和就业机会。例如，宝洁公司仅飘柔、海飞丝、潘婷和沙宣这四种品牌合计市场占有率已经超过 70%，超过了国际公认的垄断线。美国宝洁公司利用其品牌、资金、技术、管理的强大优势，扼杀我国处于起步阶段的洗涤用品企业，致使我国原来十大民用洗涤剂品牌几乎全军覆没。由于美国宝洁公司的效率更高，宝洁每招收一名员工，就意味着中国原洗涤剂企业有 2~3 名员工下岗。

经济就是一池水，不断从一个地方流向另外一个地方，但是外资企业汲取了大量利润，没有分配给工人，也没有交多少税收给国家，却把主要利润大量转移到了国外，等于不断从我们的经济大池塘中抽水。这就是为什么苏州 GDP 连年高速增长，当地居民的生活水平却没有明显提高的最主要原因。

6、外资始终掌控着核心技术，占据着利润的最高端。我们引进外资的目的是为了以市场换技术，市场让出去了，技术却没有任何进步。最典型的例子——家电行业。家电行业是国人最为骄傲的开放行业，但是我们的液晶显示屏全部是向日韩企业买的，自己无法生产。液晶显示屏占整个液晶电视的成本高达 70%。也就是说，即使是这种看起来技术含量不高的行业，我们都未能掌握核心技术，其他行业就更不用说了。造成这种情况最主要的原因是跨国公司只想得到市场，不想转让核心技术，而我国由于相关法规、政策的不够完善，加上在实际操作中各种原因，中方代表远不及外方代表用心，所以虽然有些合资说好外方必须提供技术，但到最后，中方总是被“忽悠”，什么技术都得不到，或者得到的只是外国早已扔进垃圾桶的技术。

总而言之，如果我们放任大量外资流入，不加引导，不加限制。结果就是，外资垄断了国内市场，摧毁了民族工业，消耗了大量资源，破坏了生态环境，获得了巨大的经济利益，主导了中国经济，但却未给中国带来核心技术，只是带来一些外国早已淘汰的技术，付给一点中国人民辛辛苦苦劳动所得的血汗钱，让中国的 GDP 得到增长。这种只长骨骼不长肉的增长方式是不可能持续的。

好在这几年我们不断反思盲目引进外资的行为，对高能耗、高污染、低技术含量的企业进行政策限制，制定反垄断法防止外资垄断中国各个产业等等。

第六节 修炼基本功

大概在十五大前后，经济学界讨论过一个热点，就是中国的市场经济体制究竟建立起来没有。不少有名的学者纷纷扬言，市场在中国经济资源配置中起到了主导，中国的市场经济体制基本建立起来了，未来只需要完善即可。笔者认为，中国的市场经济体制还有许多基本功课要做，远远没有到我们庆贺的时候。

其一是所有权保护不力，主要是强势政府侵犯民营企业私有产权的事情时有发生，基本情况就是个别有权势的人物利用掌握的行政资源对部分弱小外资和民营资本利用“合法渠道”巧取豪夺。权力大的侵占大企业、大资产，权力小容易吃拿卡要；从中央几次发布禁令来看，这些问题依然严重，需要改进的地方依然很多。据《市场报》报道，1999 年，新加坡商人王泉成斥资亿元在福建安溪县兴建明园大酒店，是该县惟一的四星级酒店。2003 年开业后，王泉成因不懂“潜规则”，不让吃“霸王餐”，不愿交“糊涂税”，竟遭到了地税部门的报复性执法，导致事业难以为继，只能选择黯然离开。从媒体的披露来看，像这样的例子恐怕不是少数，典型的就是官员利用手中的合法权利对企业使用所谓“合法伤害权”，侵害企业所有权利益。所有权保护不力，导致企业家创业的热情不高，企业家资产安全得不到保证，往往会衍生出投机倒把，偷税漏税，造假卖假，大捞一把就走人的问题。当然，这里说的所有权保护不是指保护所有财产，贪官污吏的财产、权贵资本家等依靠不法手段获得的财产不在我讨论的范围。某些强势政府侵犯个人产权的案例也不在少数。典型案例如野蛮拆迁、乱摊派、乱集资、吃拿卡要等等。对个人合法财产所有权保护不力导致富裕个人认为自己的资产缺乏足够的保护，容易衍生出个人财产外逃的问题，对经济的长远发展尤为不利。

其二是知识产权保护问题。知识产权保护是创新的基础。只有我们拥有完善的知识产权保护机制，才能建立起一个好创新机制；有了一个好的创新机制才能激发所有人的创新热情和投资创新的动力，这样我们经济发展的技术进步动力才会源源不断。其实我们知道创新是分多个层次，从低到高依次为技术、知识、组织、制度、文化等等。那么有一个创新环境对于提高经济效率和一个经济体的核心竞争力的作用是不言自明的。可是我国由于种种原因对知识产权的保护还处于非常落后的地步，十分不利于科学家和企业家的创新，经济发展的源泉比较匮乏。例如中国盗版横行，司法体系对盗版的处罚和打击力度不足，导致知识创新

积极性不高，“山寨”文化过于泛滥。

其三是独立公平公正的司法体系仍需完善。市场经济是法制经济，没有一个独立公平公正的司法体系，市场经济是建立在泥沙之上的，普通百姓对市场的信心，对公正正义的信心就会大打折扣，经济的稳定性也会受损。目前司法体系独立性不足，特别是在地方上行政权力直接干预司法现象仍然不少见。媒体经常报道的群体事件和前赴后继到北京上访的人群说明，司法体系仍然不够完善，群众不能使用司法体系把问题解决当地，仍然寄希望于高层权力直接干预。

其四是审慎严格的会计制度。会计是衡量经济的尺子。如果尺子出问题，很多决策的基础就大有问题。因为税收、经济统计、投资决策、资产定价、银行的贷款决策等等都是奠定在真实可靠的会计信息基础之上的。会计丑闻中外皆有，但是中国问题的严重性在于其普遍性。会计丑闻案例太多了，数都数不过来，什么银广厦、欧亚农业、科龙等等。有一位会计学教授出了一幅对联描述会计乱象：“上联：上级压下级 一级压一级 层层加码 马到成功；下联：下级骗上级 一级骗一级 层层注水 水到渠成；横批：不是假帐”。如果会计信息真实性问题得不到解决，市场经济的大厦迟早会因为这个支柱的缺失而扭曲甚至倒塌。

其五是金融监管问题。金融是中介服务行业，天然承担了委托信任责任，所以如果没有建立一套以投资者利益为先的金融监管体制，金融信托最终可能会演变为金融欺诈，金融行业将不可能长期存在。金融监管能力不足，监管惩罚不力容易导致金融欺诈盛行、投机行为满天飞，投资者失去对企业家和金融市场的信心，很容易出现融资成本高企，经济发展的资金融通渠道不顺的问题。例如，在中国股市高潮期不断爆出基金经理的“老鼠仓”问题，上市公司独立董事光拿钱不承担保护中小投资者利益的责任问题，广西、湖南、浙江的大规模非法集资问题，“德隆系”事件等等，这些都是金融监管存在的问题和缺陷。2008 年商品市场大幅波动，油价暴跌，爆出了国有航空公司例如东航和国航以侥幸心理过度参与石油衍生产品市场导致巨额亏损的案例；汇率价格波动下，香港中资企业中信泰富过度参与金融投机致使亏损超过 100 亿港元，还有中国中铁、中国铁建、湖南有色、中国高速传动等都因沾手外汇期货衍生产品而招致巨大损失；加上之前的“国储铜”事件和“中航油”事件等等，说明对国有企业（机构）的金融监管太过薄弱，国家为此承担了巨额损失。

其六是信用缺失问题。在中国，人与人之间缺乏基本的信任，个人不相信企业家，普通人不相信专家。例如，南京“彭宇”案，鼓楼区法院一纸以常理推断判定彭宇有责任，使得之后街道上有老人跌倒，路人惶惶然而不敢施救，必先找到证人或者获得被救者承认自己跌倒，路人才能考虑救人；这些不得不说是信任缺失的悲哀后果。专家，本来代表着权威和公正客观，可是部分“专家”滥用专家之名行沽名敛财之实，使得网民把专家改名为“砖家”“专家=专门欺骗大家”。信用的建立是一个长期而缓慢的过程，而信用的破坏只需要几个坏的案例。信用缺失给市场经济带来的损失虽无形却巨大：由于诚信不足，容易出现现金交易过多、一棒子买卖问题突出、企业缺乏长远规划、商业合同视如儿戏等等问题。信用缺失往往导致交易成本高企，交易成本高也就意味着经济效率降低，效率降低带来了竞争力下降，这都是互相关联的。

其七是道德败坏问题突出。伦理道德对经济人追求利润最大化而言是一种自然的约束力。这种约束力一旦失控，极易导致市场信心的崩溃和经济人行为的短期化、疯狂化、不择手段化等等，伤害了市场经济长期稳定发展的信心和延续力。最典型的案例是食品安全问题，数年前的“大头娃娃”事件尤响在耳，“毒饺子”事件更余音尚在，毒大米、毒年糕、毒瓜子、毒豆腐、毒鱼虾、毒蔬菜，石膏豆腐、激素鸡鸭、敌敌畏火腿、工业酒精冒充食用酒等等食品安全事故层出不穷，“三聚氰胺”事件使得中国食品安全问题“全面裸奔”。我们的部分企业家道德沦丧到了连自己的后代都不放过的地步。食品安全是全国人民最好的化学课，苏丹红、敌敌畏、三聚氰胺、明矾、抗菌素、福尔马林、避孕药、石粉、漂白粉、工业酒精等

等，长长的名单说明部分企业主的丧心病狂和无法无天，也怪不得有国外媒体把中国食品称为中国危险品。另外，形形色色的大规模安全事件说明在部分企业主和部分官员眼里，穷人的命是可以金钱买来的，不如他们家里一条狗来得重要。食品安全和生产安全的这些案例说明，我们的经济体中确实有相当数量的人已经不存在任何道德底线，如果我们不能综合利用法律、制度、监管和教育办法扭转这一势头，原本追求经济利益这一经济长期发展的动力将会成为经济自我毁灭的武器。

插入一张漫画：一犯人被执行枪决，由于子弹是劣质的，第一枪没放出，接着又放了第二枪...第三枪...这时犯人哭了：大哥你掐死我吧，太他妈吓人了！

第七节 尾大不掉的国家队

国有企业从原来的全面开花慢慢过渡到控制部分行业，但是国有经济的垄断性问题突出，垄断利益明显。国资委 2007 年下发的《中央企业布局和调整的指导意见》中显示，在关系国家安全和国民经济命脉的军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、航空运输、航运等七大行业中，目前有 40 多户央企，资产总额占全部央企的 75%，国有资产占 82%，利润占 79%。这些央企承担着我国几乎全部的原油、天然气和乙烯生产，提供了全部的基础电信服务和大部分增值服务，发电量约占全国的 55%，民航运输总周转量占全国的 82%，水运货物周转量占全国的 89%，汽车产量占全国的 48%，生产的高附加值钢材约占全国的 60%，生产的水电设备占全国的 70%，火电设备占全国的 75%。除了汽车产量之外，七大行业中所有的生产以及服务都被央企占据了一半以上的江山。

除了国资委管辖的企业之外，国有资本在银行、保险、证券等金融行业也是处于绝对控制地位，另外房地产行业中国有资本也占了半壁江山。国有企业还有在以下几个行业处于绝对控制地为：盐业、烟酒业、殡葬业、医疗、教育、新闻传媒等。盐业、烟草业的垄断是因为国家对这些行业实行专营专卖，所以在盐业局、烟草专卖局工作的人收入数倍于普通行业；而殡葬业是因为实行政府指定经营独家垄断；至于医疗，大医院基本上都是国营的；教育和新闻传媒因为涉及到意识形态问题属于政府严格管制的行业。这些寡头型和垄断型国有企业因为自身利益取向等问题，往往出现与民争利情况。例如三大石油石化公司，利用垄断地位不断挤压民营油企和民营加油站，通过减少生产逼迫国家提高汽油柴油零售价。民谚“上不起学、生不起病、住不起房、进不起墓”形象反映了垄断经营带来的生活压力。

国有企业凭借垄断地位不断加强垄断效应，即使企业效益低下也能通过提高产品服务价格实现高收益，内部则不断提高垄断行业职工的收入，造成事实上的分配不公和企业发展不公。1997 年，当时国有企业出现了全面亏损，国有经济岌岌可危。之后几年，通过破产、收缩、集中等办法国有企业慢慢恢复了元气，目前已经成为经济中最有权势最有力量的一支。但是国有企业与生俱来的代理人问题、内部控制人问题、所有者缺位问题、投资效率低下问题、权责不对等问题以及历史包袱沉重问题注定今天国有企业的辉煌只是建立在各种垄断保护之上，他们的辉煌给整体经济带来了溢出效应。国有企业在充分竞争市场上由于失去了垄断保护节节败退，例如汽车制造业、纺织业、餐饮业、零售业等等，国有企业不是败给外资企业就是败给了民营企业，国有企业的败退提高了整个行业的效率，提高了消费者福利。另一方面，国有企业垄断势力越强，这个行业在国际上的竞争力反而越弱，而对整体经济和消费者福利的伤害就愈大。

试举一个简单的例子，汽车制造业。用一句话来概括汽车制造业市场换技术战略就是“20 年中国汽车制造业交了一张白卷”，白白浪费了国家大量的贷款、技术等支持，和国家的产业保护政策（不对民营企业开放）。到目前，国内没有一家国有企业能够完整生产一辆拥有完全自主知识产权的小轿车，核心技术一直牢牢掌握在外资手中，沦落到了当外资汽车巨头

加工车间的地步。一汽集团、东风汽车和上汽集团是中国企业的“三巨头”，国家对他们倾注无数心血，怀抱无限期望，希望它们能在国家支持和中国庞大市场供养的基础上搞自主创新，打造本土品牌；可是这些被政府宠坏了的浪荡“共和国长子”却忽悠国人说，开发一款轿车需要十几亿至二十几亿美元投资；如果一款车的产量达不到 30 万至 50 万辆，开发出来也是赔钱，这实际上是说，中国人一、二十年内别指望开上自主品牌轿车。然而奇瑞、吉利和比亚迪等从市场上摔打出来的本土民营汽车厂商生生用自己的实践打破了这两个“神话”。民营汽车厂商比亚迪，不仅从 2007 年底就开始在中国市场销售使用锂离子电池的油电混合动力车，比美国和日本类似尝试领先至少一年，而且该公司最近还在谈判向美国和欧洲的汽车厂商出售其电池技术。吉利汽车在中国汽车自主创新方面取得了丰硕的成果，吉利是惟一家真正实现 EPS 大批量生产的厂家，并且已经研发到了第六代，应用到了第三代；吉利某些技术已经走到了世界的前列，例如吉利研制的四速变速箱几乎已经可以和世界顶级宝马车的变速箱相媲美。而像上汽集团这样的国企到现在居然还在跟政府要这个要那个的，还有脸面说自己在自主创新。可以预期，如果中国的“三大”汽车集团不汲取教训，不苦练内功，只想一门心思过“大少爷”生活，美国通用汽车的下场就是他们的下场。

作者：poseidonnep 回复日期：2010-03-18 22:27:13

第八章 出来混总是要还的：金融危机分析

2007 年美国刚刚出现次贷危机时，相当数量的金融业内人士想当然地以为，这不过是一次发生在特定市场的小范围危机，不会波及整个金融市场，更不会殃及实体经济。不过，后来危机蔓延的速度之快，破坏力之强，远超预想。

进入 2008 年，危机以迅雷不及掩耳之势从次贷市场迅速扩散到所有金融市场，从美国扩散到欧洲、日本和新兴市场；全球投资者和金融机构如同惊弓之鸟回避一切风险资产，降低杠杆比例；次贷危机演变成为全球金融危机，一家接一家头顶光环的金融机构轰然倒地。从 2008 年四季度开始，随着金融市场的恶化和融资成本上升，危机渗透到了实体经济领域，企业发生经营困难，失业率飙升，全球贸易大幅下滑，经济进入衰退；到本书成稿时，经济衰退似乎仍在发展之中，深不见底。关于危机的演进过程请参见本书附录。

2008 年全球金融危机的本质是，西方国家长期两极分化的分配模式之下，贫富差距不断扩大，导致穷人的消费能力不足，只能依赖寅吃卯粮的信用消费；富人资本过剩，不断追逐资产市场，导致资产泡沫。全球化浪潮之下，东方勤俭节约的生产模式“掏空”了西方劳动密集型制造业，进一步打压了西方工人的工资谈判能力，导致西方贫富分化进一步恶化；同时廉价商品源源不断进入西方市场拉低通货膨胀，西方主要央行以低通胀为借口不负责任放纵低利率政策导致廉价资本充斥资本市场。在资产泡沫和廉价资本的配合下，西方金融体系以资产泡沫为纽带，以流动性泛滥和债务增长为手段，催生信用膨胀下经济增长神话。2008 年，以法币体系下的货币政策滥用和政府信用挥霍为基础的“债务型”增长终于到了无法持续的地步，于是危机爆发了。

本轮危机从美国房价下跌开始冒头，美国按揭贷款违约率迅速上升，接着引发按揭贷款相关证券化资产（ABS、CDO）估值迅速恶化，由于公允价值会计政策的要求，大量估值亏损成为报表损失的来源，金融机构信用风险直线上升，风险资产的风险溢价（RISK PREMIUM）迅速上升，导致金融系统融资市场冰封，流动性风险大规模发生，金融系统面临崩溃。

“出来混总是要还的”，是电影《无间道》中的一句经典台词，形容犯乱作恶的人总有一

天会被清算。如果我们将这句饱含江湖意味的台词用在美国经济身上，也是蛮贴切的。美国凭借美元世界储备货币的地位，对内对外滥用货币信用，大肆扩张债务，利用资产泡沫透支未来，一直过着敲骨吸髓的美妙日子，而 2008 年不过是其中一个清算之年。

危机发生之后，西方主要央行不待经济体内部调整到位，以通货紧缩为由，无一例外地采用超宽松的货币政策，压低基准利率，强行支撑资产泡沫，以制造新的泡沫的方式挽救旧泡沫的破灭。这种不负责任的货币信用滥用和政府信用透支，最后很有可能会导致严重的货币危机和经济长期萧条。该还的账是赖不掉的，未来可能会有更痛苦的清算之日。

第一节 恶人先告状

第二节 第一颗扣子：M 型的恶果

第三节 无孔不入信用泛滥

第四节 全球一体化的副作用：美国人的美元与世界的美元

第五节 贪婪的风险定价：令人上瘾的游戏

第六节 第六节 监管的无奈

第一节 恶人先告状

金融危机发生之后，美国金融领域不少重量级人物，例如格林斯潘、保尔森、伯南克等等，都先后指责亚洲国家（特别是中国）的过度储蓄和高额外汇储备是美国发生金融危机的根源。世界上或许只有“强盗逻辑”这个词才配得上这种逻辑。

在亚洲国家特有的节俭生活模式下，低消费高储蓄成为一种常态，而低消费高储蓄的后果就是内需不足投资过度。为了发展自身经济，亚洲国家不得不依靠出口来拉动经济增长，自然出口多了，就会积累贸易盈余。亚洲国家自身的金融市场发展程度较低，资产运用空间和资产运作能力有限，加上对发达国家的崇拜和信任，把大量的外汇储备投资在美国国债等低风险资产上，相当于把辛苦积攒的贸易盈余廉价借给了发达国家。如同我们在第一章第四节中谈到的，在纸币体系下，出口换汇事实上是出口国用真实的劳动和资源换取进口国虚幻的纸币，说白了，是一笔不折不扣的赔本买卖。

发达国家从上到下长期奉行透支消费，信用泛滥，自身储蓄和积累非常少。过去十年，如果没有来自亚洲出口国的廉价产品和廉价资金，他们根本不可能享受美妙的高增长低通胀的好日子。为了尽可能延长这种好日子，发达国家任由货币泛滥，肆意扩张信用，催生了严重的资产泡沫，终于发生了金融危机。

发达国家花咱们的钱，吃咱们的，用咱们的，得了“肥胖病”之后还反咬咱们一口，说是因为咱们喂给他们太多了，以至于胖得不成样子。咱们应该控制好喂食量，使他们能够保持美好的身材。如此荒唐的逻辑，恐怕也就只有强盗才有可能说出口。

亚洲国家的高储蓄高积累只不过是本次金融危机发生的一个客观条件，根本原因还是发达国家经济金融系统存在着制度性的缺陷。危机发生之后，发达国家不去认真反思自身的制度缺陷，却急急忙忙地到处泼“脏水”推卸责任，一副彻头彻尾的强盗做派。不过，恐怕这也是祖传的，史学家们早已证实英美两国的共同祖宗盎格鲁-撒克逊人就是海盗出身。

第二个表面理由是金融过度创新。次贷危机之前，金融创新林林总总，新产品层出不穷，例如 CDS、synthetic CDS、ARM 按揭产品、Home Equity 按揭产品、Second-lien 按揭产品等等。马上有专家跳出来，说是金融过度创新导致了金融危机的爆发。笔者认为，所谓金融过度创新是一个伪命题。什么是金融过度创新？怎样才能算得上金融过度创新？金融创新是一种结果，不是原因，有需求才会有创造，凭空不可能出现金融创新。任何金融产品不过是人使用的工具，本身不会去祸害任何人。就像我们不能因为枪支杀人就想当然地认为，收缴

所有的枪支就可以降低或者消除犯罪率,事实上不少地区的实例说明枪支的多少和犯罪率高低之间并没有明显的正相关关系。如果把枪支看作金融创新产品,那么菜刀就可以算是金融基础产品了,石头简直就可以认为是现金了。枪支没有出现之前,菜刀一样杀人。就算把菜刀都收缴了,还有石头呢。石头照样杀人。所以不能因为金融新产品监管不到位,被人滥用,就把金融危机的账算到金融创新头上。我们不能讳言金融创新,而是要继续推进金融创新,提高金融市场的效率。

第三个表面原因是认为自由贸易导致金融危机发生。贸易的好处是显而易见的,通过贸易互通有无,在不增加生产成本的前提下,提高交易双方的福利。全球化的自由贸易降低了全球生产成本,提高了生产效率,想要消费的人买到了自己想要的而且价格便宜的产品,想工作的人更容易找到工作。经济增长的前提下,尽管经济增加值分配不公,但是几乎所有人都从自由贸易中获得了收益。自由贸易一定会导致贸易失衡,有失衡并不可怕,可怕的是没有办法调整失衡。在目前的全球金融体系下,并不存在一个有效的失衡解决办法,所以我们不能因为自由贸易导致贸易失衡就把板子打到自由贸易身上。相反,如果贸易保护主义盛行的后果是,所有原本参加贸易的国家都会受到损失。

第四个表面原因是有人提出是自由市场体系导致了危机,而政府干预可以避免危机,我们应该加强政府干预,降低市场的自由程度。世界上恐怕没有一样东西是完美无缺的,自由市场当然不能例外。自由市场确实存在天然的缺陷,但是自由市场体系的缺陷并不足以支持我们彻底转向政府管制经济。恰恰相反,与政府管制经济相比,自由市场经济体系是更有效的经济模式。加强政府干预不可能提高经济资源配置的效率,不可能比自由市场体系更快推进技术进步,更不能指望依赖政府管制解决所有问题。金融危机的教训告诉我们,自由市场体系存在着明显的缺陷,政府所需要做的是在市场失灵和失效的时候,进行适当的干预;凡是市场可以解决的问题,政府一律不要干预。政府一定要处理好行政力量与市场力量之间的界限,一旦过头,经济低迷恐怕会成长期现象。

有媒体调侃,如果说中国正在建设有中国特色的社会主义社会,那么美国正在建设有美国特色的资本主义社会。笔者认为,下结论戴帽子并不会解决任何实际问题,而在实践中不断磨合政府与市场的界限,不断优化政府有形之手的调控能力才可以更好地弥补自由市场经济体系的缺陷。

第二节 第一颗扣子:M型的恶果

“一对夫妇两个孩,一幢洋房两辆车,一片花园两条狗”,这一直是美国梦的现实描写。美国梦的目标是,到美国寻梦的每个男人、女人,无论出身或地位如何,都能以自己的天赋能力取得最高成就,并得到他人的认可。

从上世纪30年代的经济大萧条以来,美国就逐渐建立起强大的中产阶级队伍。从40年代中期到70年代中期,生产效率和真正中产阶级的收入都成倍增长;美国的中产阶级家庭已占到全美家庭总数的60%至70%左右,成为美国人最津津乐道的“美国梦”范例,美国是一个“枣”型社会。

不过,从70年代中期开始,即便人们的工作更加努力,劳动时间更长,美国家庭收入的增长只是生产率增速的三分之一,里根总统则开启了一个少数人暴富而工薪阶层收入微薄的时代。根据诺贝尔经济学奖获得者保罗·克鲁格曼的研究,以1998年美元计算,美国人平均工资从1970年的32,522美元上涨到1999年的35,864美元,过去29年的增长幅度为10%,实际工资年均增长幅度竟然只有0.33%。如果以1973年的美元计算,从1973年到2000年,美国男性人均每周实际工资下降了约7%。进入新世纪,问题越来越严重。2003年底,失业者重新找到工作的最长时间周期已经与大萧条时代一样长。美国人突然发现,中

产家庭的年平均收入过去 8 年下降了 2000 美元,“美国梦”对于中产阶级越来越遥不可及。在本轮经济危机中受害最深也是中产阶级,房产股票养老金缩水,裁员降薪都有份。

法国兴业银行经济学家研究后发现,自 1970 年以来,美国收入最高的五分之一人口经通胀调整的收入增长了 60%,而其他人群的收入却下降了 10%以上。掌握沃尔玛超市的沃尔顿家族,比美国最底层的三分之一人口(约 1 亿人)加起来还要富有。美国公司利润占 GDP 的比例处于 100 年来的高位,更是表明经济增长的好处绝大部分落入了以股东为代表的富豪的腰包,而大多数人只是以工作谋生存而已。

2004 年,美国家庭中位数(median)净资产为 9 万 3000 美元,但美国家庭平均(mean)净资产为 44 万 8000 美元。中位数和平均数的巨大差距说明,绝大多数美国家庭的净资产“被平均”高了将近 5 倍。

在 51 万亿的美国家庭资产净值中,美国最富有的前 10%的家庭占据了近 70%。而前 50%至前 10%区间内的美国家庭,即资产净值在 9 万 3100 美元至 83 万 1600 美元的家庭拥有大约 28%的资产净值。位于平均线之下的 5600 万户美国家庭在 51 万亿美元的家庭净资产总值中合计拥有这个数字的大约 2.5%。2005 年美国的基尼系数是 0.469,创 1967 年以来近四十年的最高纪录,美国已经沦为 M 型社会。

另外一个沦为 M 型社会的国家是日本。被称为“日本战略之父”大前研一 2006 年出版了一本《M 型社会》,分析了日本贫富差距的情况。

从上世纪 90 年代开始,日本的贫富分化开始恶化。主要表现之一是日本社会的正式员工数量不断下降,比例持续降低,而薪酬待遇偏低的非正式员工(派遣人员)的数量直线上升。日本的正式员工数量 1995 年左右达到最高峰,之后非正式员工的增加步入快速增长期。2003 年,日本大约有 3500 万正式员工,而非正式员工的人数达到了 1500 万人;日本每三位劳动者之中,就有一位是非正式员工。随后,正式员工数量继续减少,到 2005 年,正式员工数量减至 3333 万人,而非正式员工则增至 1591 万人;2007 年,非正式员工已经高达 1890 万人,超过了日本劳动力三分之一。

和正式员工相较,非正式员工的所得较低,其中 64%的契约员工及特约员工的年平均收入更在五百万日元以下。在日本,年收入在 600 万日元以下的中低阶层,已经占了日本总人口的八成。根据经济合作开发组织(OECD)最新资料,日本在 2005 年的贫穷率就以 14.9%排在 OECD 三十国里排第二,而第一位就是美国,17.1%。

美国历史学家斯塔夫利阿诺斯研究发现,人类社会发展越来越不公平,贫富分化问题日趋严重,这种不公正不仅表现在全球范围内,而且存在于各国国内社会中。从 1800 年以来,世界上的财富在不断向富人手里集中,虽然在不同的历史时期有起伏,但总的趋势一直如此。

联合国报告显示,1960 年至 1991 年,占世界人口 20%最富有的人拥有财富的比例从 70%增加到 85%,而 20%最穷的拥有财富的比例则从 2.3%下降到 1.4%。进入新世纪之后,问题在继续恶化。2006 年联合国的一项调查报告显示,世界的总财富在 2000 年时为 125 万亿美元,大约 2%的富人拥有着一半以上的世界财富,而最穷的一半人口连 1%的财富都不到。世界上最富的 20%人群和最穷的 20%人群相比,1946 年的收入差距是 46 倍,1990 年是 60 倍,1997 年是 86 倍。1998 年全球用于购买商品和服务的开销近 24 万亿美元,其中最富的 20%的人群消费占 86%,最穷的 20%的人群消费占 1%,相差依然是 86 倍!

从个体来看,1996 年世界上 358 位最富的人拥有财产超过全球一半人口年收入的总和。1998 年世界上 225 位最富的人拥有 1 万亿美元财产,等于全世界最贫穷的 25 亿人的全部收入;当年世界上 15 个最大富翁拥有的资产,超过撒哈拉以南非洲所有国家 GDP 的总和。2000 年美国前三大富翁的个人资产,等于加入联合国的按 GDP 统计倒数 100 个国家的 GDP 总和。

贫富差距不断扩大的一个重要原因,就是全球一体化(本章第四节将会就全球一体化进行更为深入的分析)。全球一体化不断向前发展,从贸易全球化、资本全球化之后实现了全

球市场一体化，包括资本、劳动力、土地、环境、监管等等都出现了一体化之下的竞争，实际上已经出现了全球资本市场、全球劳动力市场、全球资源市场等等。

在一体化之下，作为享有天然优势的发达国家资本利用先发的制度、文化、技术、管理和资本优势，利用全球一体化的契机，利用监管与制度套利和全球化配置优势获得了最大限度的利润。

我们知道，世界上各个国家都为经济和金融发展设置了各种各样的法律、制度和监管规定，在全球化实现之前，由于物流、人流、信息流等方面的限制，使得制度与监管的套利成本过高，所以主权化的管制效率比较高。

全球生产一体化和全球金融一体化实现之后，世界没有实现全球监管治理一体化，政府服务不是全球化的。信息科技的发展和现代航空航运业的平民化发展，使得流通成本大幅下降，以跨国公司为代表的全球经济主导力量在制度与监管方面套利的成本大幅下降。

全球化使得这些公司和富人们可以轻松利用先发优势实现全球套利，占有全球化收益中最大的一块。例如在高端人才最为集中的地区（例如硅谷、纽约等）设立总部指挥全局和设计产品，在税收最低管制最少的地区（如维尔京群岛等避税天堂）设立控股实体用于实现利润逃避监管与税收，在全球范围内寻找低成本原材料，在生产成本最低生产限制最少的地区（如中国拥有低劳动力成本、低环境管制成本等）进行生产过程，在服务行业条件最好的地区（如印度）设立后台呼叫中心或者办公服务中心。富人们充分利用全球一体化的生产模式获得了最大的收益。

美国加州大学的几位学者对苹果公司的 iPod 产品的生产过程进行分析，向我们展示了全球生产一体化格局下利益分配的实质。3G 版本的 iPod 由苹果负责设计，售价约 299 美元。拆开来看，iPod 总共有 451 个零件，最昂贵的部件是硬盘，由日本东芝公司生产，价格为 73 美元；其次是显示模块，约 20 美元；视频及多媒体处理芯片 8 美元；控制芯片 5 美元；最后的组装在中国完成的，增加的价值不到 4 美元。

iPod 涉及的公司包括亚洲的华硕、富士康、英华达等大公司，但是这些公司多数只负责组装，而且很多生产工厂并不是在公司总部所在国完成。例如，硬盘虽然是由东芝公司生产，但是生产地却不在日本，主要是在菲律宾和中国；芯片厂商博通的主要生产基地在台湾。

加州大学这几位学者很快发现，要想搞清楚这 451 个零件的来龙去脉，划分到国家或公司几乎不可能，其复杂程度远远超出了传统贸易统计方法的范畴，因为 iPod 零部件的生产过程完全是全球化的，而且是一种错综复杂的、网状的全球化。苹果的 iPod 是一个世界产品，根本说不清到底是哪些国家生产的。

不过他们的分析显示，东芝硬盘的 73 美元中原材料和工资的开支有 53 美元；东芝公司增加的价值是 19 美元，这 19 美元归了日本。按此方法，经过复杂的计算，最后得出了财富在全世界的分配情况。

299 美元的 iPod 美国拿到了 163 美元的价值，其中有 75 美元是运输和销售渠道的价值，80 美元是苹果公司的价值，还有 8 美元是各种本土芯片商的价值。日本获得了 26 美元的价值（包括从硬盘获得的 19 美元），韩国不到 1 美元。无法计算的劳务和原材料费用为 110 美元，因为这些部分价值的分配实在太过于复杂，无法区分。最后负责组装的中国分得的价值不到 1%。

iPod 价值最大的部分是设计和概念，苹果公司获得的值是 80 美元，超过其他整个生产供应链的总和。美国承担的生产组装环节很少，但是合计获得了 163 美元的价值，占比超过 50%，获得了全球化生产利益的“大头”。有意思的是，中国虽然分得的价值不到 1%，但是出口到美国的 iPod 却被计算到美国对中国的贸易逆差中去了，每部逆差 150 美元。

iPod 为我们清晰地显示全球化格局下真实的利益分配格局，财富正在由贫穷国家不断向富有国家流动。发达国家的高消费是建立在不发达国家低消费基础上的。早在 2004 年，

联合国贸易与发展会议的年度报告就指出了类似的问题，在这份报告中，联合国贸易与发展会议揭示每年从贫穷国家流向富有国家的净金融资产达 2000 亿美元之多。

全球生产一体化使得产品生产的各个过程分别在全世界效率最高成本最低的地点实现，实现了产品生产过程的全球化配置。美国金融系统主导的全球资本配置系统通过左右手倒腾把全球资本分配到了资本回报最高的地区和环节。所以，美国，更确切地说美国的资本家们，才是目前格局下全球一体化的最大受益者。

而作为后起之年的发展中国家，不具备先进国家的资本优势，要么依赖行政力量（例如行政垄断经营和土地矿产等资源占用）和准入管制（例如金融许可），要么依赖技术突破，例如信息科技进步等，获得超额利润。所以在发展中国家，只有垄断新贵和技术新贵获得高额利益，而技术和权力资源都不占优势的普通人要么附身接近于这两类要么出卖劳动力获得低收入。

中国和印度等新兴市场将近 30 亿廉价年轻劳动力加入全球劳动力市场，使得发达国家的劳工面临着前所未有的竞争压力，资方与劳方在工资谈判上的力量均衡彻底偏向了资方；可以说美国的工人在工资谈判中丧失了谈判能力。因为资方完全可以提出让劳方接受的要求，如果劳方不接受，资方可以把生产转向发展中国家，让劳方彻底断了谈判的念想。

IDC 等国际咨询机构统计数据显示，美国有 17% 的美国企业使用离岸外包的方式，在排名前 1000 位的美国大企业中有 95% 的企业使用离岸外包，在全球化过程中取得了成本优势。在过去几年中，发达国家的工资增长率都落后或显著落后于公司盈利的增长。例如，美国经济增长，但是失业率却不下降。所以全球化的下一步恐怕就是全球生活水平一体化，如果不发生战争等其他重大非经济因素，未来发达国家普通人的生活水平将会不断下降与发展中国家的生活水平不断上升，最终两者达到无套利的均衡。

国内和国际间的贫富分化带来两个问题，第一是富人富国钱太多，只能拼命追求投资高收益，而穷人穷国钱太少需求严重不足。为了弥补贫富分化带来的整体需求不足，整个世界想出了两个办法：一个是不断发展信用渗透和扩张，寅吃卯粮，我们将在下一节详细分析；另外一个出路就是通货膨胀，稀释过去的债务，发展新的债务，世界上所有人都在一起玩庞氏骗局。

贫富分化、信用渗透和通货膨胀的后果是资产价格不断被高估，因为富人除了直接投资实业产生利润之外，只能通过资产投资追求利润，信用渗透也需要资产市场作为支撑，通货膨胀更是把资金推向了资产市场规避贬值风险，结果就是各国的资产价格不断上涨。次级按揭贷款不过是贫富分化严重化、信用渗透泛滥化和通货膨胀长期化相结合的最终产品。

我们在系衣服扣子的时候，往往系到最后一颗的时候才会发现自己系错了，但是错误却是发生在第一颗。次级按揭贷款就是经济金融系统系错的最后一颗扣子，而系错的第一颗扣子就是分配不公导致的贫富分化。

生产的全球最低成本一体化，带来了资本回报率长期高企和通货膨胀长期低下，使得投资者的预期变化和风险容忍度不断上升，加上世界主要国家放纵低利率货币政策导致资产市场泡沫严重。

衡量股市泡沫最终要的两个指标，一个是市盈率，另外一个市净率。市盈率反应了投资者愿意用多少倍的价格购买上市公司一块钱的盈利，而市净率反映了投资者对上市公司最终真实价值的认可程度。在过去 20 年里，世界主要股市市盈率和市净率比之前有了显著上升。例如，在上世纪 80 年代之前，美国股市标准普尔 500 指数市盈率正常情况下在 10 倍-20 倍，但是自 1985 年开始，市盈率上升到了 15 倍-30 倍，上升了 50% 以上。标准普尔 500 指数市盈率走势图如下。

美国标准普尔 500 指数市盈率（1965-2009）

数据来源：彭博资讯

从市净率来分析，在上世纪 80 年代之前，美国股市标准普尔 500 指数的市净率一般在 1 倍-2.5 倍左右，但是从 90 年代开始，标普 500 指数的市净率长期维持在高位，区间在 2 倍-5 倍，绝大部分时间维持 3 倍左右的高位，如下图。

美国标准普尔 500 指数市净率（1994-2009）

图形数据来源：彭博资讯

作为另外一个重要的资产市场，房地产泡沫更加明显。复旦大学管理学院产业经济系副教授陈杰在其个人博客 上公布了他研究 1990 年-2006 年世界主要国家房价走势有关数据。数据显示，除了德国和日本之外，世界主要国家房价在这段时间内发生了显著上涨。

如果扣除扣除通货膨胀，1997 年-2006 年各主要国家房价涨幅情况如下。

英国：上涨 1.27 倍，其中 2000-2006 上涨 66%；2007 年又上涨了 9%。

西班牙：上涨 1.12 倍，其中 2000-2006 上涨 89%。

法国：上涨 99%，其中 2000-2006 上涨 72%。

瑞典：上涨 91%，其中 2000-2006 上涨 48%；2007 年又上涨了 11%。

丹麦：上涨 84%，其中 2000-2006 上涨 58%。

挪威：上涨 83%，其中 2000-2006 上涨 38%。

澳大利亚：上涨 76%，其中 2000-2006 上涨 51%。

荷兰：上涨 75%，其中 2000-2006 上涨 23%。

新西兰：上涨 64%，其中 2000-2006 上涨 70%。

美国：上涨 57%，其中 2000-2006 上涨 43%。

其中上涨最多的要算爱尔兰，2006 年的房价相当于 1990 年的 6 倍，1997 年的 3.7 倍。扣除通货膨胀因素，1990-2006 上涨了 2.8 倍，1997-2006 上涨 2.7 倍，2000-2006 上涨超过 60%。

房价下跌的国家：

日本：2006 年的房价只有 1990 年的 58%。

德国：2006 年的房价只相当于 1990 年的 77%。

最近 10 年，全球房地产市场最明显的一个特点是越是高端房价，涨幅越高，越贵买家越多。例如富人喜欢聚居的洛杉矶郊区，房价涨幅远高于市中心；而在日本东京，富人喜欢住在市中心，所以市中心的房价是郊区的数倍，普通工薪阶层根本不用奢望在市中心买到中意的房子。又如，全球富人热衷的几个大城市，巴黎、伦敦、莫斯科、布鲁塞尔、香港等等，最近几年的高端房价更是扶摇直上；当地普通居民只能“望房兴叹”。这种两极分化的局面，更说明贫富分化日益严重，财富在不断向富人集中。

耶鲁大学经济学家罗伯特·席勒教授根据已建成标准房屋价格（非新建房）的剔除物价变动因素销售实际价格，计算了自 1890 年以来美国房屋价格变动情况。以 1890 价格为基准 100，最低的时候在 1920 年价格为 66，比基准下跌 34%；最高的时候在 2009 年 199，比基准上涨 99%。从 1997 年开始房屋实际价格已经上涨了 63%。

数据来源：非理性繁荣 第二版 2006 年 罗伯特 席勒

从 1991 年到 2006 年，美国私有部门房产价值涨到了 GDP 的 225%。2003 年到 2007 年之间，美国家庭的房地产价值上升了 6 万亿美元，但美国家庭负债也上升了 4.5 万亿美元，这说明，美国家庭消费了房价上涨中的一大部分，资产泡沫为美国消费经济的发展提供了主要动力。

美国房地产价格与美国人均可支配收入之比从 1998 年开始不断上升到 2008 年达到最高点，接近 1979 年时期的高点。

数据来源：美国联邦房屋金融署 彭博资讯

贫富分化下的资产泡沫是一把双刃剑。资产泡沫虽然可以在短期内为经济发展提供动力，但是长期而言资产泡沫是不可持续的。因为，随着资产价格的不断上升，普通工薪阶层的收入上升速度显得更慢了，资产泡沫一定会失去最终的接盘者而破灭。

为了让穷人们能够当上资产泡沫的“炮灰”，过去几十年西方主要中央银行一直在放纵货币政策致使低成本资金泛滥（也称为“流动性过剩”），而西方金融体系更是积极配合不断降低信用标准，穷人们的信用杠杆越来越高，资产泡沫的游戏也越玩越大，终于玩到了玩不下去的地步。这就是我们要在下一节探讨的信用泛滥问题。

第三节 无孔不入信用泛滥

前面一节我们分析了西方经济发展中长期分配不公，导致投资过度 and 消费者需求不足。问题是，为什么没有爆发革命呢？难道是因为现代国家的武器太先进，穷人们被吓唬住了。其实，秘密很简单，因为我们找到了一个贫富双方都可以接受的解决方法：债务。如果你分不到钱，那么你去借钱。正是政府和穷人的不断扩张的借贷维系了经济发展的动力。

为了延续和刺激经济发展，发达国家不得不长期依赖寅吃卯粮的信用需求支持，金融与经济的过度渗透，经济发展长期高杠杆运行，信用条件不断降低，最终到了无以为继的地步；而次级按揭贷款就是信用泛滥的最后一环。

古典经济学家萨伊在亚当斯密和李嘉图的基础提出了一个很重要的定律，称为萨伊定律。萨伊定律是古典经济学市场理论的基础和核心。萨伊定律的核心观点是供给会自行创造需求，供给恒等于需求。基本理论是，在货币价值恒定的情况下，商品供给恒等于生产者的货币收入；生产者的货币收入恒等于他们的货币支出，货币支出必然引出商品需求；因此，商品供给等于商品需求，国民经济会自动实现均衡。

举例来说，如果一个工厂通过生产获得 200 美元的商品，出售之后获得 200 美元货币收入，其中 100 美元是原料成本，另外的 100 美元是商品的净供给，同时也是生产行为中增值的货币收入。这 100 美元的货币收入应该分配给劳动提供者，资本提供者和土地（工厂场地）提供者；而劳动提供者，资本提供者和土地（工厂场地）提供者共获得这 100 美元的收入之后自然产生了 100 美元的净需求（无论是消费需求还是投资需求，都会产生对产品的实际需求），这样就实现了供给和需求的平衡。萨伊定律在西方经济学界影响深远，长达一百多年时间里，作为自由放任经济的理论基础。

古典经济学认为萨伊定律只有一个前提假设，即货币价值恒定。因为只有货币价值稳定才能实现供给和需求双方的对等；如果货币币值本身发生了变动，那么自然会引起供求总量的不对等，最终导致经济体失去均衡而发生危机。

事实上，除了货币价值恒定这一假设之外，萨伊定律还建立在另外两个假设之上，分别称之为第二假设和第三假设；第二假设是没有信用体系，第三假设是生产行为的增值部分分配合理，能够实现经济体的长期稳定运行。

有一个很有意思但又是被长期忽视的现象：在资本主义经济发展之前的封建经济体甚至更远的经济体（以下统称为“古代经济体”），无论是欧洲经济体还是东方经济体，很少出现由于产能过剩而发生的经济危机或者社会危机。古代经济体一般都是贫富差距过大导致社会不稳定，例如在中国贫富差距大的主要表现是土地过度集中，出现大量失地流民，最终出现社会危机导致暴力运动。奇怪的是，古代经济体中几乎没有发生过产能过剩的危机。

古代经济体没有发生产能过剩问题的主要原因就是古代经济中大量使用实物货币，而非纸币，没有出现成规模的信用体系（例如银行体系），所以经济体就不会出现信用膨胀导致的需求泛滥。古代经济体尽管没有违反萨伊定律的前面两个假设，但是它往往违背了第三个假设，就是经济增值部分的分配严重向权力、资本和土地集中，而普通劳动者（佃户、租户、农场工人、自耕农、奴隶等等）所得比例严重过低，很多时候甚至低于维持基本生活需要。长期的分配不公导致资产积累的严重极端化，最终出现了社会动荡。农民起义式的暴力运动可以彻底打破了运动之前的资产所有权结构，通过暴力强行重新分配社会财富和资产，为下一轮的经济发展奠定基础。因为古代政治经济体无法解决分配不公的问题，所以暴力运动成为了经济重新起飞的重要推动力。

进入资本主义经济之后，经济增加值中分配不公的问题根本没有解决。资本主义经济中的分配不公问题马克思研究得最透彻，其主要思想体现在《资本论》中，核心观点就是资本家通过占有剩余劳动价值获得了分配优势，工人仅仅获得维持个人生活的基本劳动报酬。因为资本家占有过多的经济增加值，导致资本家容易把多占有的经济增加值投入到扩大再生产，容易导致经济体产能过剩和整体需求不足。

随着纸币的出现和金融体系的形成，近现代经济体不仅违反了分配不公这第三个假设，还违背了萨伊定律的另外两个假设。

近代金本位制度外衣下的事实纸币制度违反了萨伊定律的第一条假设。虽然英国在1816年通过《金本位制度法案》，国际金本位体系在19世纪70年代的最终形成，但是在金本位制度下，仍然出现了事实上的货币纸币化现象，掌握货币发行权的政府并没有完全遵照与黄金的固定比例关系发行货币，往往因为内政外交的原因出现货币超发（超过黄金储量发行）。另外，布雷顿森林体系下的美元金本位制度并不是真正意义上的金本位，而是一种弱金本位制度。美国可以利用世界对美国黄金储量和美国经济实力的信心超发美元，其实质仍然是纸币体系。1971年，随着美国政府宣布美元放弃与黄金挂钩，布雷顿森林体系瓦解，全世界彻底进入纸币制度体系。

所以，从近代以来，经济实际运行中一直在实行纸币制度，而纸币制度天生带有币值不稳定的特点。由于纸币发行成本很低，所以纸币制度下币值不稳定往往体现为通货膨胀，很少出现通货紧缩。

美国从1920年3月开始公布物价指数（CPI），到2009年4月底，近90年中，真正称得上通货紧缩的时间只有三个阶段，1921年-1922年，1926年-1933年和1938年-1939年。至此之后，即便出现物价下降，也是非常短暂和非常小幅的。自上个世纪50年代开始，美国一直处于通胀时代。如下图。

数据来源：彭博资讯。

在纸币制度下，中央银行克服通货紧缩易如反掌，只要开动印刷机就可以了；所以在资本主义经济体中通货膨胀更为常见。在通货膨胀初期，价格上涨往往被投资者视为需求上升，所以很容易导致投资过度 and 产能过剩。产能过剩出现之后，正常情况下会出现产品价格下跌，但是价格持续下跌会引起通货紧缩。

在持续通缩下，价格处于负增长阶段，这就意味着经济体内实际利率（实际利率=名义利率-通胀水平）的上升，并超过了名义利率，增加了当期消费和投资的成本。消费者发现消费品价格持续下跌，作为一个理性的消费者会持币等待货币购买力的上升。这种等待会让消费不断下降；企业家们发现原材料和产成品价格持续下跌，理性的企业家会倾向于消耗既有库存并推迟进料，企业投资生产行为不断下降。显然，通缩会导致消费和投资双降的风险，最终导致经济发展陷入停滞，企业负债水平不断上升。但是纸币制度使得克服通缩变得非常容易，这就很好地解释了为什么二战之后美国基本上就没有出现过持续通缩，而几乎一直是

通胀。所以纸币制度的盛行违反了萨伊定律中的第一条假定。

一战以后，资本主义经济体中的金融系统不断发展完善，信用体系不断扩张，货币创造速度不断提高，导致需求过快膨胀，最终引发了供给过度。这违反了萨伊定律的第二条假设。

在商业银行提供信贷服务之前，古代的钱庄也提供类似信贷的服务，但是不成体系，信贷规模也很小，对经济的影响比较有限。1609年，荷兰阿姆斯特丹银行成立，主要功能就是吸收存款、发放贷款和稳定荷兰的经济；银行正式登上历史舞台。自此，银行体系，到后来包括证券（投资银行）保险公司等金融机构在内的金融系统对经济的影响力不断上升。

金融体系最开始的信贷主要提供给企业家用于扩大投资，这样企业就可以运用金融杠杆扩大产能，提高产能的速度加快。但是在自由市场经济思想主导下的资本主义不断受到周期性经济危机的困扰，出现以产能过剩和需求不足为基本特点的危机。

在分配不公的前提下，为了刺激消费者需求，唯一的办法就是寅吃卯粮提前透支消费未来的支付能力提高当期消费需求，这就是消费信贷粉墨登场的时候。尽管之前有典当行、赊账交易、高利贷等消费信贷方式，但是西方国家真正意义上的消费信贷兴起于19世纪末期，一战之后迅速发展。

在消费者使用消费信贷寅吃卯粮之际，企业之间也发明了类似的办法，例如赊销、信用销售、融资租赁等模式的销售方法，让销售企业承担了类似金融机构的信用，可以称之为企业消费信贷。发展到后来，不少大型企业表面上是制造业企业，但是其盈利的主要来源已经不是主营业务而是金融业务。

大萧条之后，凯恩斯认为经济危机的根源是有效需求不足，国家财政应该实行赤字消费，自此国家财政进入了真正意义上的消费信贷期。很快，国家财政赤字从中央政府扩散到了地方政府，举债消费已经成为所有政府的普遍行为。二战以后，国家财政赤字的规模随着经济规模提高而不断扩大，美国战后“婴儿潮”成长之后的消费信贷需求高涨和世界各国消费者消费信贷规模的膨胀，个人消费信贷、企业消费信贷和国家财政信贷的发展使得经济体中需求被提前释放，危机被暂时掩盖，全球经济进入了看似健康的“有效需求”拉动期间。

从经济发展表面来分析，经济体中需求旺盛。需求高涨导致投资行为过多，进而导致产能过剩。因为中央银行一般只会在需求膨胀体现到通货膨胀之后才会控制金融系统的信用创造功能，而需求膨胀到以物价上涨为特点的通胀往往有明显的时滞，但需求膨胀反应到产能过剩是一个非常迅速的过程，这样就非常容易出现以产能过剩为代表的经济危机。如果说在金融系统信用创造功能比较弱小之时的产能过剩还是相对于当期消费能力的产能过剩，那么最近出现的产能过剩是相对于利用现有消费信贷体系透支未来一定期限消费需求基础上的产能过剩，是一种绝对的过剩。所以美国企业、个人和国家信用规模的不断膨胀严重违反了萨伊定律的第二条假设。

我们可以从美国的消费者、企业、和政府三个维度来分析本次危机之前美国信用膨胀的真实情况。

一是消费者信用消费的范围不断扩大，信用消费总额不断上升。

大萧条之后，美国政府吸取教训，设立了比较完善的社会保障系统，包括失业、养老、医疗等等。虽然美国现行的社会保障系统的整体保障水平低于欧洲，特别是北欧，但是基本上解决了消费者的后顾之忧。所以美国的消费者没有太多的防御性储蓄，普遍喜欢超前消费，有一块钱享受两块钱的生活。

美国小孩独立比较早，很小的时候就学会帮助父母干家务获得零花钱，假期打零工挣收入去旅游。一旦成年之后，上大学可以申请学生贷款（部分学生贷款甚至是联邦政府担保的），毕业开始工作之后，可以申请汽车按揭贷款买车子，住房按揭贷款买房子，甚至连电视机、冰箱、旅游等等都是用消费信贷（例如信用卡），美国人去美容院、健身房都可以分期付款。所以美国消费者从小到大完全习惯于信用消费。

根据本书第四章第一节中提到的消费者的财务杠杆来分析,我们可以发现美国消费者的财务杠杆很高,所以经济处于上升周期时,美国消费者的日子过得非常舒服。但是,一旦经济下滑失业上升,信用消费的利率等标准提高,消费者的财务杠杆不得不下降,消费能力便直线下降。这就很好地解释了为什么金融危机一来,美国第二大电器销售商“电器城”立刻破产,因为信用销售下降的速度太猛烈,超过了企业可以承受的范围。同样道理,美国的三大汽车公司,本来还可以在汽车金融公司的支持下苟延残喘,但是一旦融资条件恶化,这些公司纷纷告急。

美国有线电视新闻网专栏作家 Clark Howard 发表文章,感叹美国人的信用消费。上世纪 70 年代,美国人每挣 1 美元就会存下 14 美分;到了 21 世纪,在住房、家具、电视机和汽车等所有方面,美国人入不敷出;2005 年,美国人甚至到了开销比收入还多 3 美分的程度:1 美元进账,就会有 1.03 美元支出,多花的钱都是借来的。

上世纪 80 年代,美国家庭债务只有收入的 60%,到了 2007 年,上升到 119%。美国人信用消费的规模主要表现在房地产按揭贷款规模、信用贷款规模、汽车贷款规模和学生贷款(类似中国的助学贷款)规模。

根据美国联邦储备委员会网站提供的数据,截至 2008 年底,美国按揭贷款(包括住房、农场和其它等)规模 14.64 万亿美元,美国消费者信用贷款(包括信用卡借款、汽车贷款)规模在 2.56 万亿美元左右。根据美国教育部提供的数据,美国每年的学生贷款规模约为 850 亿美元,总规模预计在 5000 亿美元左右。所以美国消费者的负债总规模在 17.7 万亿美元左右,超过了 2008 年美国 14.2 万亿美元的 GDP 规模。

第二,美国企业的借贷规模惊人。根据证券行业与金融市场协会(Security Industry and Financial Markets Association, SIFMA)提供的数据,截至 2008 年底,美国企业债券市场的规模高达 6.28 万亿美元;根据美联储网站的数据,美国企业向银行工商业贷款规模在 1.58 万亿美元以上;所以美国企业的合计借贷金额高达 7.86 万亿美元。

美国许多大型企业除了直接发债和银行贷款之外,通过设立金融公司等形式直接参与信用扩张,而且不少企业的盈利主要不是来自自身的主营业务,而是金融业。例如,著名的通用电气公司 2006 年-2008 年三年中,来自金融子公司的利润占比分别为 40.75%、38.44%、36.71%。事实上全球 500 强企业中,有 80%以上,都进行了产融结合的信用扩张行为。

第三,无论从总量还是比例,美国政府的借贷规模一直在上升。历史上,美国政府只在战争时期或经济发生重大危机时才会有巨额预算赤字,二战结束到 20 世纪 80 年代,国家债务占国民生产总值的百分比持续下降。里根总统上台之后,大搞双赤字,美国政府负债直线上升。到克林顿执政时期美国依赖信息科技的贡献政府债务再次下降。到小布什政府时期,美国四处扩张,滥用武力和信用,政府负债又暴涨。

根据证券行业与金融市场协会(Security Industry and Financial Markets Association, SIFMA)提供的数据,截至 2008 年底,美国联邦政府债券规模 5.91 万亿美元,美国政府担保或者隐性担保的政府机构发行的债券规模 3.25 万亿美元,美国各州等地方发行的债券合计 2.69 万亿美元。所以美国各级政府承担的债务在 11.85 万亿美元。2009 年美国财政赤字估计将达 1.8 万亿美元,占全年 GDP 的 13%;在美国历史上除了 1942 年到 1946 年的二战时期外,从 1920 年以来,美国联邦政府赤字从未超过 GDP 的 6%。

除了使用普通的信用借贷在消费者、企业和政府扩张信用之外,金融信用体系不断发展创新,扩大信用扩张的手段、范围和地域。

信用体系不断渗透进入资产投资领域。早在 1929 年美国大萧条之前,美联储为了迎合英国的货币政策需要,不断放松美元货币政策,加上当时过于宽松的金融监管环境,投资者利用信用高杠杆购买股票的行为泛滥,出现了严重的资产泡沫。

杠杆的美妙作用被市场发现之后,长短期套利和高低风险套利在信用体系的支持下不断

膨胀。一般市场情况下,短期借贷成本(短期利率,例如短期商业票据,短期银行贷款等等)低于长期资产收益率(例如长期国债、长期企业债、股票等等),长短期套利就是利用低成本短期市场资金购买高收益长期资产获益。信用体系一般通过资产抵押贷款向长短期风险套利者提供人融资,商业银行向对冲基金和投资银行提供的短期抵押贷款就是典型例子。套利者获得低成本资金之后追逐高收益资产,提高了高收益资产的估值,更容易催生资产泡沫。根据 HFR 公司(Hedge Fund Research)提供的资料,在次贷危机发生之前的 2007 年底,全球对冲基金的规模高达 2.25 万亿美元。《经济学人》有分析指出,全球对冲基金在股票的杠杆比率约 1.3 倍,如果计入衍生工具后,杠杆比率应接近 3 倍。根据 Hedge Fund Research 公司的统计,危机发生之后,对冲基金亏损严重,光 2008 年第三季度亏损就高达 2100 亿美元,全球对冲基金的规模下降到了 1.72 万亿美元。

高低风险套利是指优质企业低风险融资购买高风险资产,例如美国政府支持的两房在金融市场上的融资成本非常低,正常情况下只比同期限的国债高 20-30 个基点;两房获得低成本融资之后转手投资高风险资产,例如次按资产。高峰时期,两房高低风险资产套利的规模高达 3 万亿美元,正是这种疯狂的套利行为最终压垮了两房。高低风险套利也是对冲基金惯用的工具。

除了长短期套利,高低风险套利之外,日本泡沫经济破灭之后,日本为了刺激经济使日元利率长期处于零附近,日本央行多次干预日元汇率保持了其基本稳定,所以日元成为全球投资者最钟爱的融资货币,高低利率货币套利成为流行。大量投机资金低成本借入日元(融资成本几乎接近零),转换成高收益的货币(例如澳元和美元),年投资收益一般可以达到 5%以上,只要汇率风险损失不超过这两种货币的利差,套利交易就可以轻松获利。美林证券东京首席经济学家约瑟夫·科尔认为,日元套利交易规模接近 1 万亿美元(谢国忠认为日元套利交易规模高达 2 万亿美元),日本个人投资者、投资银行和对冲基金是日元套利交易的主要玩家。

二战以后,随着国际贸易的蓬勃发展,资本开始在全球自由流动,资本和贸易流动成为国家间金融流动的主要形式;到 20 世纪末期,资本流动从过去的发达国家流向发展中国家的单向流动慢慢发展到了发达国家和发展中国家之间的双向流动,资本流动的规模越来越庞大。金融信用体系渗透到了国际资本市场和新兴市场。

2007 年全球外汇市场交易总额达到 124 万亿美元,到了 2008 年,增加了 41%达 175.3 万亿美元,超过 2008 年全球 GDP 总额的 3 倍。2008 年全球商品名义出口总额为 15.78 万亿美元,服务贸易总额 3.73 万亿美元,两者相加不过 19.51 万亿,不到全球外汇交易总量的 12%。那么,如此巨额的外汇交易量在来自何处呢?绝大多数都是因为资本的跨境流动发生的。这个数字,清晰地显示了有多少钱一直在五大洲四大洋上空的游荡。哪里就有高回报,哪里就有他们的身影。

进入 70 年代,布雷顿森林体系崩溃,全球参与外贸和国际资本流动的企业和金融机构面临愈演愈烈的汇率风险,美国利率自由化的进展也使得利率风险日趋复杂,金融市场很快发明了新的金融工具——金融衍生产品。相对于债券股票等基本金融产品,金融衍生产品的期限更长、风险更隐蔽、风险的定价更为复杂和多变,这表明金融信用体系的渗透不断虚拟化和长期化。

金融衍生产品的发展非常迅速,杠杆比例提高的速度亦相当惊人。根据国际清算银行(Bank of International Settlement, BIS)的统计,2006 年底,全球衍生产品市场的规模为 370 万亿美元,相当于当年全球 GDP 总和的 8 倍多;到了 2007 年,全球场外金融衍生产品名义本金规模高达 587 万亿美元,是全球 GDP 的 12 倍多,其中利率类衍生品名义本金总额达到了 393 万亿美元,占全部场外衍生品的 67%;以 CDS 为代表的信用衍生产品规模高达 57.9 万亿美元,占比接近 10%。全部场外衍生金融产品的市值为 14.5 万亿美元,市值与名义本

金的比值为 2.44%，2003 年市值与名义本金的比值为 4.65%，4 年内下降了 2.21 个百分点，表明场外衍生金融产品的杠杆水平在不断上升。

衍生产品和信用消费的完美结合使得金融创新进入资产证券化时代。一切未来有现金流的资产都可以通过资产证券化实现当期折现，并通过一系列看似严密的财务运作转移出银行的资产负债表，从表面上剥离了风险，符合监管要求。所以，在资产证券化和衍生产品的配合下，企业和个人的消费信贷发展脱离了银行资本的限制，更脱离过去传统信用风险标准的限制进入更高速更疯狂的发展期。根据证券行业与金融市场协会（Security Industry and Financial Markets Association，SIFMA）提供的数据，截至 2008 年底，美国抵押贷款相关债券规模合计 8.90 万亿美元。

泡沫永远是从低端向高端发展的。先从正常的抵押贷款到次级贷款，然后证券化资产，最后到不断证券化资产和衍生产品的虚拟化（CDS 形式的产品）。美国正常的按揭贷款市场基本饱和之后，“天资聪颖”的金融系统把信用扩张的目标瞄准了不符合传统信用风险标准要求的穷人们，为他们量身定制了利滚本按揭贷款、负摊销按揭贷款、可调整利率按揭贷款（ARMS）等等嵌有新型衍生产品的贷款产品。美国受到很少监管的林林总总住房贷款机构（金融公司）开始了庞大的房地产放贷行为，这些机构的经纪人在利益驱使下天花乱坠地向底层美国百姓推销次级按揭贷款。这些产品当中有相当部分允许房主以零首付购买房子，而且在开始几年支付非常低的月供，把未支付的利息或者本金滚入未来的本金规模；一旦房主无法支付月供就可以放弃房子而不必承担损失。这些产品相当于给了炒房人一个免费的期权，房子价格上升，执行期权，把房子卖掉获益；房子价格下跌，放弃房子，房主承担很小的损失。所以一时间，穷人们和炒家们对这些按揭贷款趋之若鹜，大规模发放次级按揭贷款，短期内迅速提高了房地产需求，房地产价格持续上升，市场形成了自我增强型预期。不断放松的信贷标准不断催生新的需求，不断上涨的房价吸引更多的投机者，资产证券化和全球泛滥的货币使得流入美国次按市场的资本源源不绝。这三者互相促进，推动美国房地产市场成长为一个绚丽多姿的泡沫。既是泡沫，无论多么美丽，最终逃不了破灭的归宿。

美国房屋价格变动图 1975-2008

数据来源：美国联邦住房金融署 彭博资讯

金融系统的过度渗透还体现在金融行业薪酬畸高和金融行业占经济体的比重过高。2006 年，构成美国纽约股市标准普尔 500 指数的 500 家上市公司合计赢利 7110 亿美元，但金融业一个行业合计贡献利润就有 2150 亿，占比高达 30.24%；如果算上通用电气等公司的金融收入，金融业务贡献的利润会超过 35%。2006 年华尔街金融从业人员 35 万，平均每个人年底分红约为 30 万美元，是美国人平均工资的 7 倍。华尔街 CEO 等高管们更是拿着天文数字般的薪酬，倒闭的雷曼公司的 CEO 富尔德 8 年中从雷曼领取的薪俸是 3.5 亿美元，华尔街普通高级经理每年的收入超过一千万美元。2007 年全球最大的各种类型的 100 家公司中，有 15 家是美国的金融公司。这些事实清楚地显示，过去十年美国经济资源向金融行业严重错配，巧合的是，上一次类似的错配信号正是出现在美国大萧条之前。

金融行业本身不会直接创造价值，它存在的意义是通过降低资本供给方和需求方之间的交易成本为经济发展提供服务，作用类似于润滑剂。一台机器，没有润滑剂，齿轮就会卡死，但是如果加入太多的润滑剂，机器将不得不牺牲大量动力驱动润滑剂，机器转动的速度越快，润滑剂消耗的能量就越大。金融行业占比过高就意味着经济体中创造的大量价值被金融系统耗费，正所谓“羊再多也经不起狼超生”。

这一点连美国总统奥巴马也看不下去了。美国《纽约时报》周末副刊刊登一篇对美国总统奥巴马的专访文章；奥巴马在文中表示，新的监管要限制金融业“涉足大规模风险”，金融行业未来在美国经济中的比重将下降。奥巴马说：“华尔街仍将是我们的经济中大的、重要的一部分，像（上世纪）70、80 年代那样，但不会成为我们经济的‘半壁江山’。在过去 10 年

中，金融业利润在我们所有的利润中占据了如此重要的分量。这种状况我认为应有所改变，我认为这不正常。我们不想让美国所有在数学方面有才能的大学毕业生都变成金融衍生品交易员。”

资本主义经济长期严重违反萨伊定律的三大假设前提，金融产品创新花样百出，创新的方向却是扩大信用对象、降低信用标准，信用与经济不断深度渗透；当信用已经溢满了符合信贷标准的消费者、企业和政府之后，信用扩张无处可去，就利用衍生产品、资产证券化、廉价货币和泡沫渗透到不符合信贷要求的次贷申请人，由此，信用扩张进入了最后疯狂状态，金融业自身的光芒也在那一刻最耀眼。

目前，全球金融系统已经融入了全球经济生活的方方面面，全球经济体系和全球金融系统成为一种重重叠叠的网状结构，关联性大大提高，任何一个环节的断裂都会引发一系列严重的连锁反应；就像是蝴蝶振动翅膀引发海啸一样，次贷危机就是引发金融海啸的“蝴蝶”。

第四节 美国的美元和世界的美元？

1492 年，哥伦布发现美洲新大陆，全球化进入了第一阶段，财富追求的全球化。当时的葡萄牙人和西班牙人带着对黄金和白银等财富的贪婪开拓了新大陆。“海上马车夫”荷兰人把全球化推入了第二阶段——贸易全球化。荷兰人利用不同地区商品的差价发了大财，无形之中建立了一个全球商品市场。

“日不落帝国”英国崛起之后，带领西方强国在全世界到处拓展殖民地，销售自己的工业品，真正实现了全球原材料和全球产品销售市场的一体化；英国凭借自己的经济、军事和金融实力促成了国际金本位体系在 19 世纪 70 年代的最终形成，英镑成为世界货币，亦成为国际结算中的硬通货，与黄金一起发挥着世界货币的功能。英国把全球化推向了货币一体化时代。

第一次世界大战之后，美国崛起。1913 年美国中央银行美联储成立，美元不断蚕食英镑世界货币的地盘。到了二次世界大战之后，美元彻底取代了英镑成为了世界货币。到 1971 年布莱顿森林体系崩溃，全球进入了以美元本位为主的国际纸币货币体系；黄金作为货币慢慢淡出了人们的视线。全球货币一体化发展到了纸币时代。二战以后，亚非拉第三世界国家纷纷挣脱了殖民牢笼，走上了独立发展的道路，广泛参与国际贸易和国际资本市场。全球一体化范围继续扩大。

美国在上世纪 40 年代到 50 年代间积累了贸易收支的庞大顺差，从拯救欧洲的“马歇尔计划”开始，资本输出成为战后全球化下的资本流动的重要形式。1981 年，美国对外净资产规模达到顶峰，为 1400 亿美元。之后，美国经常收支赤字不断恶化，到了 1984 年，美国对外基本上没有净资产了，一步步沦为世界最大的债务国。与此同时，日本崛起成为全球最大的债权国。90 年代日本因为泡沫经济和金融战败衰落了，但是日本积累的巨额债权仍然以美元的形式存在。二战以后，韩国、新加坡、台湾、印度、中国等为代表的新兴市场一个接一个不断崛起壮大，纷纷积累了大量的贸易盈余，均以美元资产的形式存在，依附于美国金融市场。

美国虽然失去贸易盈余的实际资本支持而沦为债务国，但是美国利用美元世界货币的地位，不断推进金融创新，从股票市场到债券市场，70 年代开始的衍生产品发展，90 年代开始资产证券化继续占领全球资本市场的至高点，吸引全球各路资本（石油美元、贸易盈余资金等）纷纷进入美国。资本的持续流入，保住了美元汇率的强势，维持了美元世界货币的地位，全球 80% 以上的贸易结算、外汇储备、资本流动都以美元计价。

资本不断流入最大好处是降低了美国的资金成本。在以信用消费为主的美国，低成本资金直接提高了美国人的消费水平，增强美国企业的资本实力。利用这些资本，美国不断发展

最尖端的科技实力。美国一直占据着世界科技的前沿，从航天技术到信息技术，从生物科技到新能源，科技实力又不断转化为军事实力、经济实力和 cultural 实力，协助美国不断扩张海外地盘，扩大美国影响力和壮大美国对世界的控制力。

除了美国自身从巨额资本流入获得收益之外，还不断利用发达金融市场筹集的全球资本转手投向全球发展最快地区，从发展中国家的经济发展中获得最大的资本回报。美国对日本而言是个资本输入国，但对中南美洲等发展中国家又是资本输出国。美国对中国既是资本输入国又是资本输出国，在利用全球资本实现自己的资本循环，保持美元的世界货币地位和美国世界霸主地位。

从这个角度而言，美国相当于一个全球中间人，美国的资本市场是美国筹集资本的场所。美国人左手获得资本，先填补国内窟窿，然后右手就把剩余资本投向世界获得更高收益。也可以说，过去 30 年，美国非常聪明地充分利用了过去建立的良好信用从事高低风险套利，以低成本从发展中国家融资转手投向高收益资产。说穿了，经济上美国人在玩空手套白狼；但是在政治上，美国用高科技和先进武力明目张胆地胁迫全世界为其经济上的空手套白狼服务。

二战以后，美国牢牢占据全球化的核心地位，利用美国的先发优势，不断推进贸易全球化和资本全球化，在现代航空航运业和信息科技的帮助下，全球化推向生产全球化；实现了全球劳动力市场、资本市场、原材料市场和销售市场的一体化，世界是平的，地球变成了一个村子，全球经济金融已经紧密联系在了一起。

因此，全球化是沿着财富全球化——贸易全球化——货币全球化——资本全球化——生产全球化（劳动力、资本、原材料和销售市场的全球化）——经济金融全球化的道路在一直向前走，程度在不断加深。

在全球化表面之下，实际上出现了两个层面的全球化，贸易全球化和资本全球化。贸易全球化使得大量工业产品的生产过程在全球效率最高、成本最低的地区完成，实现了生产过程的全球最优化配置；而贸易全球化自然带来大量资金在全球范围内的流动。全球逐利的各类资本，包括产业资本和金融资本，都使用全球化分配生产实现利润最大化和全球化资产配置实现投资回报最优化，资本追求利润最大化的过程体现了资本自由化和金融全球化的雏形。

随着全球一体化的进展，发达经济体不断把生产和服务等外包到成本更低的发展中国家。西方国家输出资本、技术和管理，东方国家承担生产和出口。西方国家享受了利用债务和套利享受大部分消费品，东方国家埋头数钞票积累外汇储备，而且主要以国家外汇储备投资的形式返哺西方国家，满足西方国家政府举债、个人信贷消费和企业投资需要。这是全球化美丽面纱之下的真实循环。

全球化最大的问题是主权没有全球化，监管没有全球化，当然就更没有利益全球化。发达国家利用非全球化下形成的利益格局（主要是国际金融格局）在全球化进程中获得了超额利益，发展中国家在获得全球化收益的同时承担了全球化的主要成本，所以经济全球化与政治国家化的矛盾是本次金融危机发生的第三个根本原因。

发达国家资方利用生产全球化获得了压低本国工资水平的优势，所以发达国家的失业率并没有随着经济增长而大幅下降，工资水平也没有显著提高。美国经济从 2001 年第四季度开始步入长达 6 年之久的高速增长，但是美国的失业率却没有随着经济增长出现下降，反而在经济增长的前两年出现了上升，说明美国的产业外移已经明显影响到了本国就业。失业率不下降，雇员便没有跟资方讨价还价的能力，所以这一轮经济增长美国劳动工资的增长率非常低，基本处于 0.5% 之下。失业率不下降，工资不显著增长，美国总需求的提高就只能另谋出路。

为了促进发达国家消费者消费，可供选择的路只有两条。一条就是我们在前面一节提到

的降低信用标准，提高消费者的负债水平；第二条路就是催生资产泡沫，投资者获得资本收益。而次级按揭贷款和资产证券化就是把这两条路合并成一条路的终极形式。

路选好了，催生泡沫另外一个必需的条件是低成本资金。历史就把这个任务就交给了“伟大的”格林斯潘（前美联储主席）。

2000 年以后，以中国为主要代表的新兴市场经济体利用资本流入带来了技术和管理效率的不断提高，生产效率的提高速度在很长一段时间内超过了全球原材料价格的上升速度，新兴市场的工人的工资水平长期被限制在低位。而且新兴市场国家为了吸引外资普遍使用了各种优惠政策更是进一步降低了生产成本，新兴市场经济体提供的低价贸易产品拉低了全世界的通货膨胀率。通过贸易实现的低通胀麻痹了全球主要央行控制通货膨胀的神经，特别是美联储主席格林斯潘更是以此为理由放纵利率政策，导致全球美元泛滥。

2000 年美国科技网泡沫破灭，经济出现了明显衰退；2001 年美国又遭受了 911 恐怖事件打击，投资者信心备受打击。美联储为防止经济衰退在不到两年内把联邦基金隔夜拆借目标利率降低到 1%。因为没有通货膨胀压力，格林斯潘把这个前所未有的低利率一直保持到 2004 年 6 月。

从理论上讲，美国经济高增长低通胀，美元应该不断升值。遗憾的是从 2001 年以来，美元指数持续下降，从 120 下降到了 80 左右，美元贬值了三分之一。美元的贬值和美国低通胀说明美国的低通胀高增长不是格林斯潘劳苦功高身怀绝技，而是勤劳的亚洲人们用辛勤的汗水承接了绝大部分泛滥的美元。

另外一个发达经济体日本因为经济停滞，超长时间实行零利率政策，向全球释放了大量日元。这些日元通过套利交易成为美元、澳元和欧元进入全球资本大循环。

新兴市场经济体利用贸易积累的盈余又以购买美国国债或其他金融资产的形式回流到了美国等发达国家。新兴市场国家中央银行（或外汇储备管理机构）和其他各路资本不断追逐长期美国国债，不断拉低长期国债收益率，2003 年出现了格林斯潘所谓的美国长期利率低迷之谜。

全球化生产带来了低通胀高增长的黄金增长时代，资本回报率在全球配置的基础上不断创出新高。廉价资本充斥全球，各路资本不断降低风险溢价要求，在全球范围内追逐各类资产。金融危机之前，债券市场的信用利差被压低到了历史上从未有过的低点，股市已经上升到了历史新高。泛滥的资本慢慢填满了全世界各个地方各类资产的价值洼地，甚至连非洲这个过去资本都不屑一顾的地方都出现了股市泡沫。

在经济“梦幻式”美妙增长的掩盖下，作为基础收益率的国债收益率被压低、风险溢价要求下降、各路资本遍地，加上以格林斯潘为首的美联储不计后果地盲目推崇自由市场机制，放任金融监管，以信贷过度膨胀为基础的泡沫快速膨胀的诸多条件被一一满足，终于泡沫风暴慢慢集中到了规模足够庞大的美国房地产市场。

早从 2004 年开始，事情开始发生变化，这一套游戏慢慢玩不下去了。

2004 年 6 月开始的两年内，美联储连续 17 次以每次 0.25% 的幅度提高联邦基金隔夜拆借目标利率至 5.25%，廉价的美元资本开始涨价。

2005 年 7 月，人民币开始升值，中国对世界的汇率补贴逐步减少。接着，中国不断调整出口退税政策，中国对世界的财政补贴也开始减少。2006 年开始，中国的劳动力成本迅速上升，新兴市场的劳动生产率的提高速度开始落后于原材料和人工等成本上升的速度，廉价商品出现了全球大涨价。

2006 年 7 月和 2007 年 2 月日本央行两次上调日元基准利率 0.25%，结束了自 2001 年 3 月以来的长时间超宽松的零利率政策，世界上最廉价的资本也开始涨价。

从 2003 年底开始以石油为代表的基础原材料的价格开始猛涨，全球对原材料的庞大需求终于引发商品价格狂涨。

泡沫赖以生存的低成本资本、低通胀经济环境出现了转折性的大变化，泡沫终于到了破灭的时候。2006 年底美国的房价开始下跌。2007 年作为次按主打产品之一的 CDO 市场出现了流动性瞬间消失和价格暴跌，危机来了。

如今，我们的生产全球化了，资本配置全球化了，但是货币却是国家化的，监管是主权化，利益划分是国家化的，利益分配更是私人化的。经济全球化与政治利益国家化的矛盾是全球化必须面对的矛盾核心。

虽然美国是全球领导者，美元是世界货币，但是美国作为一个独立主权国家，内部的民主共和制度设置，政治上的一人一票制度克服了按照个人占有美元多少享受国家权力的弊端，必然要求美国在国际上奉行美国国家利益绝对至上的原则。美国在全世界只愿意追求美国利益最大化，享受世界领导者的红利，但不愿意承担任何世界领导者的责任。美国既是现存世界格局的最大受益者，也是现存格局的最大破坏者，因为美国贪得无厌，想要的永远比世界能给的要多。

在危机之前，美元是美国人的美元，美元的发行权属于美国财政部，主管部门是国库，具体发行业务由联邦储备银行负责办理，美元利率由美联储公开市场委员会投票决定。美联储制定美元货币政策中最重要的依据是符合美国利益，世界别的国家是无权干涉美国的货币政策。美国人拿着花花绿绿的美元到世界各地买商品、买服务、买资产。至于，美元泛滥给世界带来灾难，那是世界的事。所以，危机发生之后，美元就变成全世界的了。美国的损失要由全世界所有持有美元和美元资产的人一起承担。

其实早在 1971 年，美国失信违约，单方面解除了布雷顿森林体系规定的美元与黄金挂钩的制度时，时任美国财长约翰·康纳利(John Connally)就对全世界说了一句大实话：“美元是我们的货币，但却是你们的问题。”

来看世界的美元。

美元现金方面，有资料显示，美联储发行的美元纸币里，真正由非黑社会美国人和美国企业持有的只有大约 10% - 15%，另有 40% - 50%是在别的国家流通，而剩下的不能解释的 35% - 50%，推测是由地下经济持有的，或者说是黑社会持有的。美国发行的美元现钞有将近 85%是由外国人持有，所以美国发行货币成本也主要有外国人承担。

美元外储方面。根据国际货币基金组织披露的数据，在 2009 年第二季度全球已知货币结构的外汇储备中，美元储备占比由第一季度的 65.0%下滑至 62.8%，为 1999 年第一季度以来最低水平，而欧元的份额则由 25.9%升至 27.5%。从 1995 年到 2009 年，美元比重从 59.02%升至 72.69%，然后降至 62.8%。欧元从 8.54%大幅升至 27.5%，日元从 6.78%大幅降至 3.41%，英镑从 2.12%大幅升至 4.74%，瑞士法郎一直在 0.2%左右徘徊，包括人民币在内的其他货币则从 4.78%降至 2.21%。

来看美国人的美元。

美国人先用一张 100 美元的现钞，向世界换取价值 140 美元（因为美元币值被高估）的货物、服务或者资产。然后，美国人转身通过财政部发行 100 美元的债券回收这张美元现钞。美国人说我们美国政府信誉良好，发行的债券利息当然要低一点，所以 10 年后连本带利只能给 130 美元。10 年后美国人再发行 130 美元的现钞还给外国人。外国人拿着这 130 美元，发现只能买到不到 80 美元的产品。一个轮回下来，外国人发现自己 10 年前用 140 美元的货物换来的 100 美元，让美国人白白用了 10 年，结果又多亏了 20 美元，合计亏损了 60 美元。这就是美国人的美元一直在玩的货币和债务游戏。怪不得，美国财政部长盖特纳 2009 年 6 月到北京演讲时说美国国债投资是安全的时候，在场的听众哄堂大笑。

美国从 1971 年开始出现经常项目逆差，至今几乎年年贸易赤字。光 2007 年一年，美国就“进口”了约 1 万亿美元的外国资本填补贸易赤字和财政赤字，平均每个工作日 40 亿美元。但美国并没有陷入债务危机和美元崩溃，其中秘诀就是美元世界货币所带来的国际铸币税起

到了实质性支撑作用，美国利用美元铸币税对经常项目逆差的平均覆盖比率高达 86.2%，绝大多数的经常项目逆差通过国际铸币税得以“抵消”，这很好地解释了美国巨额经常项目逆差和财政赤字没有导致美元大幅快速贬值的原因。除了国际铸币税，美国还可以利用美元贬值直接消除债务，截至 2007 年底，美国对外负债总额为 21.18 万亿美元，但是自 2002 年以来美元持续贬值，世界各国对美国 21.18 万亿美元债权严重缩水，有专家计算，通过美元贬值债务缩水美国直接“赖账”3.58 万亿美元。

美元作为世界货币一直面临“特里芬难题”，即美国若不大量输出美元，会引起国际贸易清偿手段不足和全球外汇储备需求难以满足问题，所以美国必须保持贸易逆差输出美元；但如果美国大量发行美元，维持美国庞大的贸易赤字和对外投资，各国就会失去对美元的信心。所以布莱顿森林体系崩溃之后，美元一直在贬值和升值之间摇摆。美元的每一次贬值，都为美国经济的复苏奠定了基础，同时为世界的某个角落带来了泡沫；而美元的每一次升值都挤破了世界某个角落的泡沫，为美国带来了繁荣。然而，也正是在强势美元和美国的繁荣中，美国的贸易赤字又给世界的某个角落奠定了繁荣的基础，等待美元再次衰落的时候，这种繁荣又被推向泡沫，等待着下一次美元升值的时候被再次挤破。

美元指数与全球经济走势图

数据来源：彭博资讯。

在全球一体化的背景下，全世界共同持有共同使用美元，但是美元的发行和利率却完全由美国主导，这就是目前以美元为中心的国际货币体系核心矛盾。美元全球性流动性过剩转化为庞大世界各地的美元储备，美国利用这些美元攫取的国际铸币税，利用美元贬值逃费债务。正是凭借着美元的货币霸权地位，美国长期奉行“双赤字”政策和高消费，而无债务危机之虞，这是全球经济失衡的根源，也是本次危机爆发的一个根本原因。

第五节 贪婪下的风险定价：令人上瘾的游戏

我们在第四章中明确提出贪婪是人类的本性，是与生俱来的。美国证券市场臭名昭著的内部交易者 Ivan Boesky 曾经说过一句非常有名的话：“Greed is all right！”。这句话的流行无可争辩地说明在自由市场下贪婪的横行泛滥。自由市场经济下，人的贪婪被合理化、合法化和制度化，贪婪表现的更加直接、明显、彻底和疯狂。

美国建立了世界上最先进的自由市场体系，自然贪婪也就表现得更为彻底。美国经济体的贪婪主要表现如下几个方面。

首先，美国社会缺乏勤勉崇智的价值观，崇尚好逸恶劳、耽于享乐的生活模式，导致社会人才价值导向的投机性泛滥。

在美国本土，一流人才去商学院和法学院，二流人才去医学院，三流人才去枯燥繁琐的理工学院。统计数据显示，上世纪 70 年代以来，美国大学主修文科和理科的学生人数急剧下降；而主修商科的学生人数急剧上升，获得商科学位的毕业生人数两倍于任何其他学科。企业管理和律师，是最吸引美国人才的领域；而科学和工程，则属于薪水低、地位低的双低领域，只好依赖外来移民。企业管理和商业经营是比较“软”的科学，而律师更是依靠术语耍嘴皮子吃饭的。所以商人和律师最擅长的是玩弄游戏规则，寻找法律与制度的边缘地带，不择手段地投机钻营，追求短期利润最大化。要成为数学家、物理学家、化学家、工程技术专家，不仅需要过人的智商，更需要长期艰苦的付出，必须有高度累积性的知识和严密的科学论证，还需要高度思维能力和创新能力才能在某一个领域做出贡献。但是美国自由经济体系使得人才导向本末倒置，越是优秀的人才，离需要优秀人才的科学技术领域越远；真正勤奋创新的工程技术人员获得的薪酬却很低；相反，吃软饭、动嘴皮子、“工会”帮派保护、既得

利益分子，反而轻轻松松获得高薪。

其次，美国社会从政府到企业和个人，从制造业到金融业，从商业投资到公共服务都奉行高负债高杠杆运行模式，庞氏骗局盛行，缺乏节俭意识和忧患意识。本章前面几节中，我们已经详细分析了美国政府、企业 and 个人的负债情况。除了这些直接的负债，美国庞大的社会保障负债将会很快压垮美国的财政。

据美国国会预算委员会估计，美国社会保险金将在 2016 年入不敷出，比去年预计的 2017 年提前一年发生；社会保险计划接下来必须转而使用信托基金，但也只能支撑到 2037 年；医疗保险计划将在 2008 年出现入不敷出，医疗保险信托基金将在 2017 年用完；到 2045 年，领取社保的退休人士将达 7950 万人，比 2008 年的 4050 万人多近一倍；2008 年，每 3.2 个美国工人负担 1 个退休者的社会保险金；到了 2045 年，每 2.1 个工人就须供养 1 个退休者。对比庞氏骗局的原理，就可以发现美国政府的债券、社会养老退休金、还有美元可以说是个巨大的庞氏骗局。这种寅吃卯粮疯狂举债度日的行为反映了美国社会从上到下的贪婪和安逸，今朝有酒今朝醉，哪管死后洪水滔天。“伟大”的经济学家凯恩斯曾说过一句经典名言，长期而言，我们都是会死的。

金融业本身就是一个以杠杆为生的行业，以最简单的资产资本比例来为例。非金融企业的资产资本比例一般都在 2 倍以下，因为一旦超过了这一比例，说明企业资不抵债，有倒闭风险。但是按照巴塞尔新资本协议 8% 的资本充足率计算，银行的资产资本比例至少超过 12.5 倍（资本充足率是按照风险资产计算的，银行一般会持有相当比例的低风险或者无风险资产，这些资产是不占用资本的）。即便是 8% 的资本充足率，银行还可以用次级债等债务形式筹集资本，银行实际拥有的资本远远低于这一要求。如果按照 4% 的核心资本充足率计算，银行的资产资本比例可以超过 25 倍。国际上大型金融机构的资产资本比例几乎都在 20 倍以上，雷曼兄弟在破产前资产资本比例超过 30 倍，还不包括大量没有体现在资产负债表上的表外衍生产品业务。如果算上这些衍生产品，雷曼的资产资本比例可能在 40 倍以上。40 倍的杠杆意味着，如果雷曼所持有的资产价格下跌 2.5%，雷曼的资本就赔光，直接面临破产。

为了尽可能多地获取短期利润，像雷曼这样贪婪的大型金融机构广泛使用短期资金支持长期资产套取期限利差收益，利用低风险金融产品融资投资高风险资产套取风险利差收益。如此高杠杆高风险的运作模式在市场波动比较稳定的时候，问题被掩盖了，但是一旦市场发生重大变化，风险将迅速暴露。目前发达金融市场上，大型金融机构之间有着千丝万缕的联系，一家机构的风险可以很快扩散到整个金融市场，

再次，金融工程被过度追捧，数字游戏玩过了头。金融本质上是中介服务业，金融业本身不直接创造任何财富，只能转移财富，一个零和游戏行业。金融业的任何利润都来自被金融业服务的部门和企业，金融业所做的就是把钱从一个地方转到另外一个地方，然后在转钱的过程中收取手续费，套取利润。所以金融业是利用人的贪婪玩的游戏，本质上更接近于赌博业。

在制造业，科学工程师会想尽办法提高效率或者降低成本，使得企业能够生产更为价廉物美的产品，但是作为金融业创新核心的金融工程师们却在金融产品生产过程中不增加任何价值。金融工程师所做的工作就是不断把原本属于简单基础产品的风险进行重新组装和设计，每次组装过程中收一个差价，然后卖给企业和个人获利。越是复杂的金融产品，被包装的次数越多，相应地被收取的成本也就越高，自然这些金融产品的对金融业的回报率就越高。

金融工程师不创造价值，但是却拿着科学工程师几倍、几十倍、甚至几辈子的薪水。特别是有着“金融骄子”之称的对冲基金经理们，更是名声与财富齐飞，美女共豪宅相伴。在物质利益的强烈诱惑下，许多火箭科学家们坐不住了，纷纷改行进入金融业。现在许多大型金融机构的数量团队几乎清一色的数学、统计学或者物理学博士。

这些“火箭科学家”的加盟和信息科技的广泛运用，金融业的发展进入了数量化时代，金

融风险定价直接变成了金融数学模型定价。表面上看,金融学从一门社会学科不断向高精尖的数理学学科转化,金融产品定价看似越来越精确了。但事实上,金融学进入了苛求数理化的“死胡同”,被一大堆看似高深实则无用的模型搞的“面目全非”。

金融危机中,让各家机构损失最大的产品是债务抵押债券(CDO),损失大的主要原因是CDO的定价非常困难,需要运用复杂的数理模型;而且即便运用复杂模型计算出来的结果也不大靠谱。

金融学有一个基本原理,资产多样化可以在提高收益的同时降低风险承担,CDO就是秉着这一原理诞生的。一般情况下,每个CDO都包含不同种类的资产,例如高收益债券、住房按揭贷款、学生贷款、信用卡债务、公司债券、金融机构次级债等等,甚至同一种类的资产也实行多样化,例如把分布在不同地区的住房按揭贷款和不同类型的按揭贷款组合在一起,违约风险就应该小于同类型的按揭贷款组合。第二步,为了提高CDO债券的信用评级,设立多个层级(tranch)将资产池内的各类资产进行分级,位于第一级别的投资者能够最先获得偿还本息最后承担损失,其他层级的投资者承担依次承担高于第一层级的违约风险,层级越高风险越低,当然收益也越低,完全符合金融学关于高风险高收益的原则。CDO的基础资产避免把所有鸡蛋放在一个篮子里,从而降低了风险,提高了收益;通过设立多个层级,提高了高层级资产的评级,扩大投资者的范围,这两条设计思路确实非常美妙,令人折服。

要给这种产品定价,就必须计算基础资产之间的违约相关性,这也是CDO定价的难点。例如在给一张以公司债券和住房按揭贷款为基础资产的CDO定价时,就必须计算每一笔按揭贷款与其他按揭贷款的违约相关性以及按揭贷款违约率和公司债券违约率之间的相关性,除了一对一的违约相关性之外,还需要计算一对多和多对一的违约相关性。如果一张CDO涉及1000笔基础资产,首先需要计算这1000笔基础资产之间的两两违约相关性,然后是如果有两笔同时违约与其他998笔资产违约之间的相关性,然后是3笔、4笔等等,可见CDO产品的定价之复杂。

但是火箭科学家们还是有办法的,CDO违约相关性模型是一位名叫李祥林的华人模型高手研究设计的。李祥林运用精算学和金融工程学的基本原理设计了高斯联结违约函数模型,使用一系列方程式、数学引理、拱形曲线和矩阵,“优雅”地简化了问题,表面上解决了CDO定价中最关键的违约相关性问题的。

2004年8月10日,三大评级机构之一穆迪开始运用李祥林的高斯联结违约函数模型计算CDO的评级。几个星期之后,另一家大型评级机构标准普尔也接受了李祥林的高斯联结违约函数模型。

在优雅的数学模型、诡异的资产证券化表外结构安排和五花八门的信用增级(例如设立不同的资产层级)的包装下,高风险的次级抵押贷款被包装成了具有3A评级的低风险投资产品,“乌鸦”成了“凤凰”。嗜钱如命的投资银行家们很快发现了生财之道,买入一些折价的劣质资产,精心包装一番之后,高价卖出,获利极为丰厚;即便是卖不出去的低评级CDO,还可以把多支低评级的CDO作为基础资产,组装成CDO平方,再获得3A评级,卖给投资者,根本不怕烂在手里。所以CDO发行规模在短短几年时间内上升到了近1800亿美元。

任何数学模型如同比基尼,暴露出的那部分固然重要,但没暴露出的那部分暴露出来才会真的引起尖叫,才是更要命的。数学模型中没有暴露出来的就是其严格的假设前提。模型越复杂,假设一般会越苛刻,离现实的距离就会越远。李祥林的高斯联结违约函数模型是建立在几个苛刻的假设之上。第一,公司债券违约相关性以相关公司CDS市场历史报价为基础。由于CDS市场存在不到二十年,所以假定这二十年市场的变动情况代表了所有的可能性。第二,住房按揭贷款违约率主要依赖过去二十年住房贷款违约的基础数据,而过去二十年美国经济发展相当顺利。第三,假定相关性是一个常量而非变量。第四,假定金融市场和经济在历史正常范围内波动等等。

这些假设几乎没有一个是符合事实的。例如，公司债券违约相关性是一个非常多变的变量，甚至可以从一个极端走向另一个极端，根本不可能是一个常量。由于美国住房市场在过去二十年几乎一直在上涨，所以住房贷款的违约率很低，违约相关性也非常低。金融市场上小概率事件（也被称为“黑天鹅”事件）发生的概率远远高于正态分布和对数正态分布等模型假设的范围。而且一旦某一个重要的小概率事件发生，整个金融系统的所有变量都受到了结构性影响，模型定价会在瞬间失去存在的意义。

在危机发生之前，包括李祥林在内的多位金融专家不断警告滥用高斯联结违约函数模型的危险后果，但是贪婪早已淹没了理性，市场对此充耳不闻。结果，从 2006 年底开始，美国房地产市场出现了模型所没有考虑在内的普遍下降的情况，次按违约率直线上升，远远超过了高斯联结违约函数模型假定的范围。

失去了数学模型的安慰和支持，市场开始恐慌，没有替代模型，谁也不知道 CDO 的价格到底应该是多少，所以市场上 CDO 价格崩盘开始了。CDO 价格崩盘之后，公司的债券违约率不断上升，特别是雷曼倒闭之后，CDS 市场一片恐慌，许多优质公司的 CDS 报价超过了 1000 个基点，这个在历史上是根本没有出现过的。市场一系列的超常规变化让一直依赖模型为生的交易员和风险经理们彻底蒙了，惊慌之下，怀疑一切，抛售一切，保护自己成为了他们的第一反应。因为谁也不相信谁，短期金融市场甚至一度停止了运作，使得危机发展更为惨烈。

自以为是的风险分散方法，自欺欺人的定价模型和风险控制模型，与不加任何节制的贪婪相结合，是本次金融危机发生的一个重要而且直接的原因。

金融业内一直有一句流行语：出来混，总是要还的。意思是，沉浮于金融行业的每一个人都要学会急流勇退，几次成功的交易只不过是幸运之神的暂时眷顾，如果过分执着，最终会因为神的离去而付出惨重的代价。同样道理，金融行业也应该学会自控，不能任由贪欲横行，否则玩火者终自焚。

第六节 监管的无奈：四重风险关口完全失控

为什么要有金融监管？原因很简单，金融行业本质上是一种“正面我赢，反面你输”的游戏。在自由金融市场体系下，金融机构承担了天然的信托责任，是拿着别人的钱去承担风险去赌博；成功了，金融机构和金融从业人员从中获得利益分成；赌输了，金融机构股东（资本提供者）先承担责任，其次是储户和债权人承担损失，而作为金融从业人员并不承担直接的损失。在这样一种现实条件下，如果不进行严格的监管，金融业最终一定会发展成为骗子业；高效透明的金融市场根本不可能存在。

金融的本质是风险；所以金融监管的实质是控制风险的过程；我们把一切与风险控制有关的行为都称为金融监管行为。从监管主体来看，金融监管有四重，分别是国际监管、国内监管、企业内部监管和市场监管。

国际监管主要是国际机构和协议监管，最著名的是巴塞尔新资本协议对金融机构资本监管的效用，和国际货币基金组织对国际金融市场稳定，国际收支和货币汇率稳定等方面的监管。国际监管是一种超越主权的监管模式，本身并不具备强制力，是一种国际间政治角力的产物，体现了主要发达国家制定游戏规则意志，所以国际监管一般是有利于发达国家。

国内监管是指一个国家各级政府对金融业的监管，体现了政府意志或者国民意志；政府设立各类金融监管机构监管本国金融机构的经营和风险，监管范围比较广，包括资本监管、业务监管、人员监管等等。中国监管机构主要有人民银行（包括国家外汇管理局）、银监会、证监会和保监会。因为中国的金融市场全国统一，各省市没有独立的监管机构，目前设立在各省市的监管机构都是中央政府监管机构的派出机构，直接对中央监管机构总部负责。美国

的监管机构很多，监管行为也很繁杂，联邦政府一级就有美国财政部（包括财政部的货币监理署）、美联储、美国证监会、联邦存款保险公司等等，美国各个州都有自己的金融监管机构。

企业内部的监管是指金融企业为了控制本企业经营金融业务所承担的各类风险而进行的风险管理与控制行为。一般来说，金融企业内部监管至少有四条防线，分别董事会对管理层的监管、管理层对各个业务单元、部门和下属公司的监管、专门负责风险控制的部门对一线业务部门的监管、业务条线内部风险控制和监管。

市场监管是一种软性的监管，是指金融企业在自由市场竞争条件下，为了获得竞争优势不断加强自身管理，提高风险经营能力和风险控制力的行为。市场监管可能会通过股价、评级公司、债券信用利差、声誉等等方面实现。

从理论上讲，如果这四重风险监管能够发挥效用，发生金融危机的可能性将大大降低。不过在金融危机发生之前，这些表面上的控制措施几乎都失效了。

首先，作为风险监管的一线，金融企业内部的四条防线统统失控。

许多表面看来不可一世华尔街高管们其实根本不了解基层交易员在交易什么样的金融产品，采用什么样的交易策略，所持有的头寸蕴涵什么样的风险，到底有多大的风险。在这种情况下，董事会和高级管理层这两条防线便失去了应有的作用。

由于过度的业绩导向，金融企业内部风险监管人员，无论是收入还是地位都远远低于一线交易人员，风险管理人员既无热情，也无动力去仔细研究交易的真实情况，风险人员远离市场最前沿，没有深刻了解市场的最新发展情况。只是照搬教科书的要求，使用统计学的模型利用缺口分析、风险价值（VAR）、压力测试、情景分析等工具粗略计算某一时点的风险，然后报告高级管理层。高级管理层看到风险部门的报告显示风险在可控范围之内，放心大胆地要求业务部门创造更多利润。金融企业如此管理模式和绩效导向让企业内部风险控制最关键的一条防线失去了作用，风险管理成了纸糊的老虎。

金融企业普遍使用巨额奖金激励一线交易人员完成利润指标，而把交易亏损的控制权留给了风险人员。强烈的利润刺激使得一线交易人员有非常强的动力不择手段制造利润。例如设立离岸公司转移损失，使用关联交易隐瞒头寸，制造表面的会计利润等等。金融企业一线人员参与豪赌致使企业亏损的例子层出不穷，最著名的莫过于尼克里森豪赌金融期货搞垮百年老店巴林银行。

金融机构的激励约束机制过于倾向获得盈利，对具体业务风险的计量、分析、控制和规范缺乏投入和研究，轻视了市场失灵状态下金融市场的极端行为。在此情况下，交易员、风险经理、管理层、董事会四重风险关口完全失控。

在本次金融危机中，美国国际集团(AIG)就是金融企业内部风险监控失效的最好例子。AIG 可以说是本次金融危机中最大的输家，AIG 的股东基本上已经赔得一文不剩了。要不是 AIG 的规模大的不能倒，AIG 早就破产了。美国政府为了稳定金融系统，不得不一次又一次地给 AIG 输血，前后花费合计超过 1850 亿美元，后来连“老好人”美联储主席伯南克都看不下去了。他公开场合恨恨地说，拯救 AIG 是让他最愤怒的，因为 AIG 的经营一团糟，根本不是经营企业，简直像一个喜欢豪赌的超级对冲基金。

其实 AIG 的主营业务保险根本没有什么太大的问题，而让 AIG 折戟沉船的是设在伦敦的不足 400 人的金融产品部。金融产品部的总经理约瑟夫·卡萨诺，擅长运作垃圾债券等高风险产品。他用 3 亿美元运作 AIG 金融产品部，以 AIG 的名义为多家银行持有的价值 1000 亿美元的垃圾债券提供保险（卖出 CDS）。AIG 是次贷信用风险承担的最大庄家和最终承担者，当然最后也就是最大的输家。

为了规避 AIG 财务部门的会计制度、风险管理部门的风险监控制度的限制，卡萨诺创办了几十个独立的离岸公司处理 CDS 交易合约，这种做法也规避了美国国内的监管和税收

限制。卡萨诺到处向人吹牛，强调他所经营的信贷违约掉期（CDS）万无一失。AIG 高层根本不懂卡萨诺到底在做什么业务，其业务所蕴含的巨大风险更是一无所知。他们只看到了危机之前，卡萨诺金融产品部门不断创造高额盈利，为了奖励卡萨诺给其发放巨额奖金；甚至在卡萨诺因为亏损被炒之后仍然每月可以领到 100 万美元的薪水，直到美国国会干预才停止。

其次政府的金融监管徒有其名。美国的金融监管主要存在以下问题。一是监管政出多门，监管效率低下。第二是美国放松了银行与证券市场的隔离限制，也放松了非银行与银行之间的业务隔离，金融系统混业经营的问题突出。三是监管者远离市场，不能及时跟踪市场最新发展。

美国监管系统之复杂简直有点匪夷所思，是典型的“多头监管”。

美国的商业银行大致可以分为两大类：第一类是国民银行（National Bank），即根据 1863 年《国民银行法》向联邦政府注册的商业银行，一般而言这类银行都是规模较大，资金实力雄厚的银行；第二类是根据各州的银行立法向各州政府注册的商业银行，一般称之为州立银行，这些银行多数为区域性小银行。美国的金融监管主要也分为联邦和州政府两级。在联邦层面，银行业的监管机构至少有 6 家，隶属于财政部的美国货币监理署（OCC）、美国联邦储备体系（FED）、联邦存款保险公司（FDIC）、储蓄机构监理署（OTS）、美国国家信用联盟管理局（NCUA）、单独监管房地产金融业务的联邦住房金融局。在州政府一级，各州设立了专门监管当地银行的监管机构。

美国的证券业监管机构也是政出多门，缺乏一个统一的监管机构。主要监管机构包括，美国财政部负责监管政府债券市场，自律性的美国市政债券决策委员会监管美国市政债券市场，美国证券交易委员会（SEC）监管美国证券市场和上市公司等，全美证券交易商协会（NASD）自律监管纳斯达克市场和场外交易市场，美国商品期货交易委员会监管美国的商品期货市场和场内期权市场。美国证券交易委员会和美国商品期货交易委员会对金融期货产品的存在重复监管和制度混乱的问题。

美国的保险监管机构主体是各州设立的保险监管局，没有统一的联邦保险监管机构，只有一个全美保险监管协会辅助各州保险监管。

美国的监管机构众多，监管标准和方向也不统一，监管机构之间缺乏协调沟通，不能做到监管信息共享。所以一旦市场出现重大危机或者系统性风险，监管机构层面的反应显得凌乱而无序。

美国放松了银行与证券市场的隔离限制，也放松了非银行与银行之间的业务隔离，金融系统混业经营的问题突出，这是本次危机发生的一个重要原因。美国历史上经历过银行混业 - 分业监管 - 再混业的过程。最初美国银行业的业务就是简单的吸储放贷，但是股市的快速发展和金融创新的深化，传统银行开始涉足越来越多的投资业务。最终在 1929 年开始的股市大崩盘中，大量银行被拖累而最终倒闭，致使很多普通美国人毕生积蓄化为泡影。美国监管吸取了大萧条金融混业经营的教训，1933 年通过了《格拉斯-斯蒂格尔银行法》，规定美国银行业必须分业经营，证券市场和银行之间设立有效的隔离。但是，战后残酷的金融业竞争使得银行业和证券业的利润率下降，越来越多的银行认为自身业务受到分业法案的拖累。1999 年，美国总统克林顿签署了《金融服务现代化法案》，废除了大萧条时代的《格拉斯-斯蒂格尔银行法》，金融混业经营开始大行其道，原本分业经营的防火墙被拆除了。

银行大量介入证券市场业务之后，没有有效地在商业银行信贷市场与金融工具投资和衍生产品投机之间划清界限，更没有真正做到防止短期资金流入长期性的金融投资。资产证券化业务更是彻底打通了个人信贷市场和资本市场之间的风险传递通道，银行业风险和资本市场风险被紧紧绑在了一条船上，虚拟经济和实体经济严重脱节，虚拟经济规模过大。最终作为资本市场投资工具的资产证券化产品出问题之后，很快拖累了银行，酿成了百年一遇的金

融危机。

美国的金融监管也没有处理好边缘金融业和主体金融业之间的隔离。在美国的投资银行、商业银行和保险公司等正规金融机构之外，还游离着一个庞大的影子银行系统（Shadow Banking System），主要包括资产证券化市场和场外金融衍生品市场；从机构来看，影子银行体系至少包括遍布全美的大小数百家金融公司（包括保险及工业贷款公司和信用卡公司）和资产接近 3 万亿美元的对冲基金。这个影子银行系统规模庞大，与金融系统有着千丝万缕的复杂联系；通过美国资本市场，影子金融系统的风险已经与金融系统风险牢牢绑定。

散布在全美各地的金融公司至少有几百家，主要经营贷款业务。例如著名的美国全国金融公司（Countrywide Financial）、新世纪金融公司（New Century Financial）、长岛金融公司（Long Beach Financial）。这些金融公司普遍经营与商业银行类似的业务，但对他们的监管很少很松。所以这些机构的短期盈利冲动非常强烈，他们激励机制更为灵活，业务营销无孔不入；次贷危机中花样百出的创新型按揭贷款主要就是这些机构放出去的。

例如曾经是美国最大的商业抵押贷款机构的美国全国金融公司，其高级管理层为了在短期内加快业务发展，获得更多奖金，通过故意降低贷款标准的办法扩张业务，以涉嫌欺诈的方式发放如被称为“二八开”的次级抵押贷款。这些胡乱发放的贷款使得美国全国金融公司的市场份额从 2003 年底的 11.4% 上升到 2006 年 9 月的 15.7%。如果不是次贷危机，这样的行为是不会受到监管的关注的。又如长岛金融公司（Long Beach Financial）喜欢以最快的速度将资金放出去，对借款人的资质不闻不问，不要付首期，也不管贷款人是否有能力支付按揭贷款利息；贷款放出之后，转手就把贷款卖给投资银行，不用承担风险却可以获利。很多像美国全国金融公司和长岛金融公司的放款公司，为了尽快获利，利用金融创新大规模无限制地向没有还款能力的穷人发放了天量按揭贷款，这是次贷危机发生最直接原因。

资产接近 3 万亿美元的对冲基金是依附于金融系统的另外一支重要力量。对冲基金往往喜欢快进快出、高杠杆运行，他们的存在表面上提高了金融系统的有效性，但是事实上加大了金融市场的波动。一有套利的机会，大批对冲基金如同闻到了血腥味道鲨鱼一样蜂拥而至，直到把市场的差价抹平。为了提高杠杆获得更多盈利，对冲基金普遍使用证券抵押贷款或者短期票据产品向银行等金融机构融资，所以短期资金市场把对冲基金和金融系统紧密联系在一起。

1998 年，明星对冲基金——长期资本管理公司，以从投资者手里筹集的 22 亿美元为抵押以 150 倍左右的高杠杆投资债券市场，买入了 3250 亿美元的债券；不幸发生了类似黑天鹅的小概率事件。俄罗斯金融风暴引发了全球金融动荡，长期资本管理公司沽空的德国债券价格上涨，它所做多的意大利债券等证券价格下跌，两头亏损使其在 150 天之内资产净值下跌了 90%。因为长期资本管理公司向金融系统借了太多资金，市场发现其资不抵债之后开始恐慌，金融系统摇摇欲坠。为了稳定金融系统，美联储不得不出面安排多家银行组织贷款清理后事。长期资本管理公司的案例已经向监管者敲响了警钟——不能放任对冲基金的监管。可惜的是以格林斯潘为代表的金融监管者们过度迷信金融创新的推动力和自由市场对扭曲的自我调节能力，长期资本管理公司的案例没有引起对审慎监管的重视，金融系统错失了一个调整的大好机会。

高管和监管者远离市场，对金融创新的跟踪不及时。在 AIG 的案例中，我们发现直面市场的华尔街高管们不能正确跟踪金融创新，有效控制金融风险；远离市场的金融监管者们就不懂金融创新的最新进展。怪不得美联储主席在国会听证时，有美国议员非常不客气地问他是不是真的懂什么是 CDO。相对于市场而言，监管是事后的，永远是落后的，但是监管者如果能够有意识地紧跟市场的创新步伐，提高监管效率，那么发生如此重大危机的概率也会大大下降。可惜的是美国的各级监管者像懒猫一样，整天晒太阳，迷迷糊糊，看不到眼前“硕鼠”当道。

再次，市场监管的有效性非常有限。

从理论上讲，在自由金融市场条件下，金融机构会不断提高自身资本实力，加强业务风险控制，以提高自身竞争能力和盈利能力。但是，事实说明，理论永远是理想化的。

金融竞争的白热化，往往使得金融从业人员为了获得短期利润不惜牺牲企业长期利益或者隐性利益，为了获得会计利润不惜牺牲会计无法衡量或者不计算在内的利润。例如大型金融机构往往喜欢滥用表外业务逃避资本约束和风险限制而提高利润率，借着金融创新的名义广泛进行场外交易躲避金融监管，利用复杂衍生产品交易在金融产品估值上混水摸鱼，利用各类离岸特殊目的实体躲避税收和监管。

事实已经证明，规模经济的有效性取决于边际效用的变化，对大多数行业而言，企业规模经济的边际效用一般都是先上升后下降，等到边际效用为零的时候，企业规模效应达到了最高点。一旦越过边际效用为零这个界限，企业规模经济开始呈现负效用，即随着规模的上升，成本的上升速度更快，出现规模不经济。所以，任何一个组织机构的发展要必须综合考虑成本和风险，规模多大是合适的最终要有经营效益来决定。任何一项细分的金融业务（商业银行业务、保险业务、资产管理业务、投资银行业务等等）本身都要求专业化运作，所以金融企业的规模扩充更需要小心谨慎。如果盲目扩张机构扩充市场领域，甚至通过放松风险控制和放大杠杆率迅速做大规模，会急剧增加了风险管理的实际难度，削弱企业管理层对各条业务线的控制能力；而一旦大规模金融机构出现失控，就会对金融系统造成灾难性后果。

可是，最近几十年来，金融机构之间不断兼并收购，创造了许多金融“大笨象”。这些“大笨象”之间通过金融市场紧密相连，使得他们成为环环相扣的链条，任何一家机构的危机都将迅速引发连锁反应。这种“大笨象”式的金融经营模式事实上把金融系统的单一机构风险与金融系统的系统风险合二为一；结果是，金融系统的系统风险直线上升，而“大笨象”们的单一机构风险反而下降了，因为他们都太大而不能倒闭（too big to fail），这就很容易引发“大笨象”管理层的道德风险。

所有的金融“大笨象”们股权结构极其分散，股东人数少则几千人，多者几万人，瑞士银行（UBS）召开股东大会就不得不租用一个标准足球场之大的会议室以容纳人数众多的股东们。股权结构如此分散，要让股东们团结一心监管董事会和高级管理层基本不可能，所以在“大笨象”们的公司代理人制度下，管理层事实上获得了金融企业的实际控制权。在短期利益的激励下，管理层非常容易牺牲股东的利益追求个人利益，管理层的道德风险巨大。最终，金融道德风险、单一机构的信用风险和金融系统的系统风险被成功打通，成了拴在一条绳上的蚂蚱，事实上加大了金融系统的整体风险。

为什么美联储主席伯南克对 AIG 恨得牙根直痒痒，但是最后还是得强忍怒气拯救 AIG 呢？我们只要看看 AIG 获得救助资金转手给谁了就明白其中的道道了。美国《华尔街日报》曾经公布了一份美国政府救助美国国际集团（AIG）的实际受益者名单，主要欧美金融机构几乎都赫然在列：高盛、美林、德意志银行等从中 AIG 获得了超过 500 亿美元的资金，还有法国兴业银行、美林证券、美国银行、美联银行、摩根士丹利，英国苏格兰皇家银行、汇丰银行、巴克莱银行、莱斯银行等等；美国政府救助 AIG 的 1850 亿美元中的相当一部分，转转进入了各家机构，甚至欧洲银行的腰包。事实上，美国政府救助 AIG 就是在救助美国金融系统，甚至是欧洲金融系统。如果美国政府像处理雷曼兄弟一样，任由 AIG 倒闭，那么由此引发的金融海啸将会更加恐怖。

作为市场监管的重要组成部分，独立的评级公司所起的作用也非常有限。评级公司是依靠向被评级对象收费来获取利润的。所以评级公司的独立性和会计师事务所的独立性一样带有天然的瑕疵：“吃人嘴软，拿人手短”。另外，评级公司的评级方法和评级模型都是“黑箱”操作，没有独立的第三方监管评级公司是否对其评级模型完成了严谨的验证，所以评级公司几乎是个“黑洞”。

著名畅销书《Liar's Poker》的作者麦克·路易斯 (Michael Lewis), 在次贷危机发生之前, 曾亲自打电话给评级公司标准普尔询问, 如果美国房价下跌, CDO 的次按违约率会出现什么样的变化。评级公司的人居然回答, 他们现在使用的模型根本不接受负数, 也就是说模型假定房价是不会下跌的。市场上评级公司给 CDO 评级比给普通公司债券评级收费要贵上 10 倍, 所以评级公司偏向投资银行就不足为怪了。在巨额收费的诱惑下, 评级公司成了“睁眼瞎”, 独立评级的市场监管作用丧失殆尽。

最后, 国际监管有名无实。

目前国际金融市场的主要监管体系是在布莱顿森林体系下建立的, 是由美国一手主导制定的游戏规则, 所以这个监管体系完全偏向于发达国家。设立国际货币基金组织等监管机构的主要目的是监管发展中国家的金融问题, 这些机构往往以“老师”的身份对发展中国家的货币政策、汇率政策、金融开放和金融市场建设指手划脚。无一例外, 这些机构想当然地认为, 发达国家的金融系统是稳健而有效的, 特别是美国的金融系统几乎可以作为全球金融市场的“模范生”。但是这次金融危机恰恰是由“全球最优秀”的美国金融市场引发的, 所以国际监管的有效性几乎无从谈起。这也怪不得, 不少发展中国家在危机之后提议撤销国际货币基金组织和世界银行等“无用的”机构。

巴塞尔协议在客观上导致了本次危机的爆发。巴塞尔协议要求银行根据贷款额等风险资产保留一定数量的资本似乎颇为明智, 但结果是灾难性的。原因在于, 尽管表面上巴塞尔协议限制金融企业的无限扩张, 但银行很快就发明了规避办法, 着手创建了准贷款 (quasi-loan) 业务, 此类业务同样赚钱, 但不在规则管辖范围之内, 不占用资本。由此造成了信贷衍生品、表外资产及其他工具的爆炸式增长。金融机构对巴塞尔协议的表面遵守麻痹了投资者们对金融机构安全性的警觉, 反而为银行家们滥用“潜规则”打开了方便之门。

因此, 在危机之前, 国际、国内、企业和市场四重风险监管体系由于各种各样的原因失效失灵, 发生金融危机也就是情理之中的事情了。

第九章 一颗将爆的炸弹：下一波危机正在倒计时

2008 年全球金融危机核心的问题是资产泡沫为纽带的债务危机, 说简单点, 就是钱借得太多花的太快了。危机发生之后, 正确的做法应当是控制资产价格高估和降低债务杠杆 (去杠杆化)。但是, 所有人都害怕经济大幅调整的巨大痛苦, 全球主要经济体无一例外地选择了继续透支政府信用 (加码国债发行) 和货币信用 (多印钞票) 拯救金融体系, 各国央行更是以物价下降为理由, 史无前例地同步采用了超宽松的货币政策, 压低基准利率和按揭利率, 死死托住资产市场, 妄图以更大的泡沫拯救一个正在破灭的泡沫。肆意透支政府信用和货币信用, 无异与“恶魔调情”, 最终的结果恐怕不是如“小三们”的愿, 扶正升格为“魔嫂”, 而会是“赔了身子丢了份”。

第一节 面临长期低迷的煎熬

二战之后几十年, 全球主要国家没有发生大规模的暴力革命行为、特大规模的瘟疫和自然灾害, 更没有发生大国之间的毁灭性的直接战争, 所以全球人口迅速上升。技术进步在信息技术、生命科学技术等方面取得了长足发展, 更多的资源、土地和人口被投入到了全球经济体。世界总是能够找到一块又一块创造经济神话的热土, 日本、亚洲四小龙、拉丁美洲、东欧、金砖四国、非洲等等; 让经济增长能够一棒接一棒地传递下去 (地域上)。纸币体系和相对独立央行制度的建立, 更是从表面上解决了由于战争等特殊因素导致的长期通货紧缩问题, 所以经济似乎一片火红。经济发展层次上, 不独立国家独立发展, 落后国家走上追赶,

中等国家走向发达，发达国家从发展成熟转向发展理性与和谐。

战后几十年，世界经济发展的最主要力量，包括资源投入、人口增长、技术进步、货币灵活稳定和政治平稳有序等等。到 21 世纪初期，这些力量几乎已经到了势穷之时。全球的资源已经被使用超过了 30%，全球主要经济体人口步入老龄化，技术进步在最近几年很难取得突破性进展，货币信用的力量已经被滥用至极致，政府负债和发展中国家国家负债已经到了危险境地，政治稳定赖以存在的基础——经济稳定已是暗流涌动了。

危机产生的损失分担本来是一个经济过程，但是政府介入经济救助之后，损失分担便成了一个政治过程。目前各国政府广泛采用的财政政策刺激经济发展和超宽松货币政策的实质是让政府和货币持有者（普通百姓）来为危机的损失埋单。

从表面上看，道德力量的影响力在上升，而暴力实力的力量逐渐下降。其实，这不过是一种迷惑我们的假象。战争没有实际发生并不代表战争没有进行，很多战争都是无形的，在意念中已经发生了实际的战争。例如苏联和美国之间的争霸战争，虽然没有全面开打，但是苏联已经全面落败，因为苏联国内的经济力量尽管被无限扭曲，但仍然到了无法满足政治力量需要的地步，所以失败不过是时间问题。

自从可以互相毁灭的核武器面世之后，大国之间斗智斗勇的主战场已经从“杀人游戏”转移到了“金融游戏”。踹掉黄金，踢开白银，美国把美元纸币游戏玩到了炉火纯青的地步，美国人向全世界出口美元信用，消费掉世界各个地方的真材实货，而许多被消费国却拿着美元白条当宝贝，美元在真金白银和绿背废纸之间来回倒腾，但是美国世界霸主的地位却一直稳如泰山。

“庞氏骗局”能一直玩下去吗？

从本质上讲，国债和纸币都是“庞氏骗局”，发行国债的政府从来就没有想过要用财政盈余还清债务，而央行发出去的纸币负债的抵押基础更是空空如也的国债。只要能够借来更多的钱，“庞氏骗局”就能一直玩下去。我估摸着，美国政客的想法可能和中国网友的想法是不谋而合的：世界是属于我们的，也是属于孩子们的，可归根结底是属于那帮孙子们的；人总是要死的，债务是不会跟到棺材里去的，那就都留给那帮孙子们吧！

各国政府和央行可能根本没有想过，如果危机带来的损失金额超过了政府能够举债的规模上限和央行货币信用能够滥用的下限，那结果会是如何？历史上，主要国家的货币发行都曾经被滥用发生严重通货膨胀（年通胀率超过 10%）的地步，最典型的莫过于美国上世纪 70、80 年代的高通胀。不过，普通百姓还是好糊弄的，通胀来临时，政府把利率提得足够高，便能勾起人们的贪婪，让他们乖乖把钱存入银行吃高息，所以政府一直以为这套把戏可以一直玩下去。

但是，如果政府信用和货币信用的滥用超过了经济体大多数百姓的承受度，超过这个临界点，现行的世界经济体系可能会崩溃。纸币会被抛弃，国债成为垃圾债，物价飞涨，失业飙升，社会动荡，甚至爆发革命。

如果不采用大规模的货币政策，世界经济的恢复应该是如下：

政府刺激不过是托市

危机前几年，美国和欧洲的消费者利用资产价格上涨增加债务，提前透支了大量消费，家庭财务杠杆率非常高。危机来临，股票和房地产齐跌，许多家庭的资产都浸在“水中（负债高于房地产价值）”。美国房屋价格下跌超过 30%，回到了 2003 年水平。如下图。

美国标普/CS 住房价格指数

图形数据来源：彭博资讯

绝大多数的住房按揭贷款首付比例在 20% 以下，超过 30% 的房价跌幅意味着 2003 年以后购买房屋的美国家庭都处于负资产状态。据德银证券(Deutsche Bank Securities)的分析师预

计,到 2010 年底前,将有 2100 万户美国家庭的按揭贷款房屋变为负资产。美国抵押贷款银行家协会(Mortgage Bankers Association)的数据显示,截至 2009 年末,有 670 多万美国住房家庭拖欠还款,或房子处于止赎程序,占贷款供房家庭总数的 13%。未来随着失业率上升及强制收楼问题恶化,负资产大军将扩大至 30%。2009 年美国申请个人破产的人数可能高达 140 万人,单单 7 月份就有 12.6 万人申请破产,较 2008 年同期大幅增长 34%。美国住房按揭贷款的违约率迅速上升。如下图。

美国按揭贷款违约率

注:PRIME——美国优质按揭贷款、ALT-A——次优级按揭贷款,SUPPRIME——次级按揭贷款,OPTION ARMS——可选择利率可调整按揭贷款

除了住宅市场,美国商业不动产市场亦势如累卵。根据穆迪调查,自 2007 年 10 月的高点以来,到 2009 年二季度,美国商用不动产价格下跌超过 35%。研究机构 Real Capital Analytics 分析显示,2004 年以来被买下或再融资的美国商用不动产中,约有 2.2 万亿美元的不动产价值低于原价,面临违约风险。价格下跌导致约 1.3 万亿美元的不动产所有人已损失或接近损失头期款。美联储官员在国会众院经济联席会议中指出,截至 2009 年 3 月底,商用地产贷款拖欠率高达 7%,比去年同期增加近一倍,金额在 1260 亿美元。

美国人发现,房价跌了,工作丢了,以前欠的信用卡就更难还清了。国际货币基金组织(IMF)估计,在美国总额 1.914 万亿美元消费者债务(其中有 1 万亿美元为信用卡债务)中,约有 14%将成为坏账;欧洲 2.467 万亿美元消费者债务中,将有 7%无法收回,其中大部分将发生在英国。评级机构穆迪表示,由于未能按时偿还信用卡债务的借款者数量不断增加,2009 年 3 月份美国信用卡违约率继续上升,已达 6.4%的纪录高点,3 月份的信用卡撒账率触及 9.3%,连续第七个月上升,为 20 年前开始统计以来的最高水平。

债务多,失业率上升,工资下降,向来花钱大方的美国人不得不勒紧裤腰带,增加储蓄,降低自身的财务杠杆。金融危机改变了美国人的消费理念,美国人开始为明天攒下今天的钱,而不再是今天花明天的钱。根据美国人口普查局的统计,2009 年二季度美国个人储蓄在个人可支配收入中所占的比例上升到 4.9%,为 1995 年 2 月份达到 5.9%以来的最高水平。

美国居民储蓄占可支配收入比例走势

数据来源:美国人口统计局

恶化的经济和高涨的失业率表明消费者还清债务,增加储蓄是一个漫长的过程;同时也清晰地表明,作为美国经济火车头的消费增长之路遥遥无期。经过经济危机洗礼后,美国消费者可能不会再回到以往的消费方式;花旗集团一项调查显示,超过 6 成美国人表示将永久保持“多节省,少花费”的新消费习惯,愿意继续减少贷款、日常开销和信用卡使用次数,并增加储蓄和投资项目。如下图所示,尽管处于低利率时期,美国居民的消费信贷一直负增长,说明消费者依然处于去杠杆化期,未来的需求上升动力不足。

美国居民消费信贷月变动额

数据来源:美联储

过去资产泡沫和债务滚动提前释放的未来消费能力,让美国的企业产生了错觉,以为当时的需求水平是长期而可持续的。所以美国企业普遍投资过度,企业产能出现了历史性闲置高点。未来很难出现投资拉动型的增长。如下图。

美国企业设备利用率降至 30 年低点

图形数据来源:彭博资讯

贫富分化、资产泡沫、债务过多、企业投资过度而发生的危机本来需要分配制度改革,

资产价格重置,债务处理和企业兼并破产重组之后才能实现经济的正常增长。目前全球范围内的超宽松货币政策强行终止了经济体自身的调整过程,维持了资产泡沫,延缓了债务处理过程。

我们知道资产的价格取决于未来现金流和折现率,折现率=无风险收益率+风险溢价。中央银行降低货币基准利率,可以迅速拉低无风险收益率,进而降低企业的融资利率和个人买房按揭贷款利率。假定资产现金流不变,折现率的降低可以稳定并提高资产价格。

例如美国央行美联储降低联邦基金目标利率,银行融资成本降低,同时美国政府的融资成本也随之降低,无风险的国债收益率曲线向下平移。银行借入的资金成本降低了,自然降低了对外提供贷款的利率要求,因此按揭贷款利率、企业贷款利率和企业债券收益率都下滑。

对于个人投资者而言,钱存在银行的收益率降低,股票和房地产的价格显得更有吸引力,所以钱自然会从银行流向资产市场,可以有力地托住向下滑的资产市场。问题是,美国房地产市场已经严重高估,通过大幅度降低融资成本的办法或许可以避免房地产市场的大幅下挫,但并不能迅速带来房地产市场的上涨,更不会带来经济的迅速恢复。

“绿芽复苏”的假象

2009年下半年全球经济呈现的“绿芽复苏”让全球投资者们惊喜不已,让政客们洋洋得意。不过,日本的经验告诉我们,他们的“香槟酒”开得太急了。日本泡沫经济破灭之后,长期的财政赤字和零利率政策让日本经济多次反弹,但是每次反弹都对增长望眼欲穿的日本人空欢喜一场。2009年下半年世界经济所呈现的复苏不过是危机进行中的暂停,是货币政策刺激产生的货币泡沫暂缓了经济下滑的速度。

本次危机非周期性危机,而是结构性危机。结构性危机,是经济体中制度、体制、文化等基础因素方面存在引发危机的缺陷,需要反省和创新,通过利益的重新分配获得结构重组。周期性危机通过波动会回到接近均衡点,而结构性危机需要通过经济调整实现新的均衡点。

高通胀、高失业、高债务、大泡沫

为了挽救金融系统和刺激经济发展,危机中全球各主要央行纷纷把经济体中的货币供应量翻了个。如下图所示,按照央行资产负债表规模占GDP比重衡量,美联储的货币供应量接近危机前的3倍,英国央行的货币供应量是危机前的3倍,欧洲央行则增加了50%左右,只有日本央行是个例外,但是日本央行的货币供应量占经济规模一直比较高,本次危机前后没有太大的变化。

历史上,央行过早退出刺激政策导致经济“复苏”夭折的教训非常惨痛,例如上世纪30年代的大萧条时期,1931年世界经济曾出现了强劲的复苏,但因主要国家过早地调整了政策,此后经济的下跌幅度反而加深了;日本经济在1996年和2000年都曾强劲复苏,却均因政策的失误而告吹。有了这些教训做借口,今天的中央银行家们和政客们更有理由长期放纵现行的零利率货币政策和国债庞氏骗局。在我看来,加息就像去天堂,都说天堂最美好,但谁都不想主动去。

海量货币进入经济体系,迟早会推高通货膨胀。现在的低通胀不过是建立在高物价基数、低货币乘数的基础之上。短时间内海量货币进入经济体,充满了经济体内用来容纳货币流动性的所有“容器”,挑起了所有人对通货膨胀的恐慌,恐慌的力量会慢慢转变为通货膨胀预期。一旦,出现某个结构性价格问题,通胀预期会迅速转变为通胀行动,消费者可能会失去对纸币的信心。世界性的粮食供应紧张最有可能成为引发通胀的“导火索”,而不是很多经济学家讨论的通过资产价格暴涨引发经济过热再引发通胀的正常途径。

危机之后通胀急剧上升的故事在大萧条时期已经上演过一次。1929—1933年,为了克服危机,美国的M2增加了20%,如下图。1929年—1935年,美国商业票据利率从5.9%持

续下降为 0.8%。美元升值之后,大量资金寻求保值增值机会投向房地产和股市,美国国内出现金融资产价格和数量的急剧膨胀,1934 年美国就出现了超过 5%的高通胀。美国从高通缩(-10%)奔向高通胀(5%)只用了不到两年的时间。

我们完全可以预期,下一波大的金融危机之前,全球的通货膨胀率会显著高于过去的平均水平。由于全球产能过剩和消费者需求不足,工业品价格不大可能迅速上升,所以未来的通货膨胀最有可能表现为部分商品价格的持续上涨,主要是一般很少出现产能过剩的基础产品。例如农产品、能源和工业原材料等,特别是石油价格和农产品价格。

从企业的角度来看,产能过剩、原料涨价,产成品却不能涨价,企业只能靠压缩人工成本获得生存空间,企业盈利自然下降,因此股市缺乏进入牛市的坚实基础。

对个人来说,一边是农产品等生活必需品涨价,生活成本上升,另一边是失业压力持续上升,工资不涨。所以未来美国人可能将不得不面对捉襟见肘的生活,不得不持续提高储蓄以应付债务开支,占美国经济 70%的个人消费可能长期低迷。消费低迷必将导致美国经济增长动力不足。

美国将再现失业性复苏。过去 20 年,美国发生过三次经济衰退,一次是 1990 年 7 月至 1991 年 3 月,一次是 2000 年 7 月至 2001 年 9 月,目前是第三次。第一次衰退结束时,失业率继续升高,直到 16 个月后失业率才逐步下降。第二次衰退结束时,失业率同样节节升高,15 个月后失业率才逐月下降。这两次复苏,都是非常明显的失业型复苏。由于本次危机和衰退的严重程度远远超过上两次,一些新的因素会导致本次衰退过后的复苏将再现失业性复苏的特征,而且情况可能会更严重。国内不断上升的失业率,很可能让西方国家重新举起贸易保护的大旗,发达国家和发展中国家的贸易纠纷肯定会上升,而贸易保护更会延缓经济复苏的进程。

美国失业率 1979-2009

图形数据来源:彭博资讯

下一轮债务危机爆发不过是时间问题。根据经合组织(OECD)数据,按货币汇率计算,2004 年全球 GDP 为 40 万亿美元,债务水平则达 100 万亿美元,全球债务水平为 GDP 的 2.5 倍。2009 年全球债务峰值超过全球 GDP 的比率几近 4 倍,债务规模为史上之最。据 IMF 预测,到 2014 年,发达国家公共债务比率至少达 114%,为中国等主要新兴经济体的 3 倍;新兴市场与发展中国家的债务余额将近翻番,预计 2009 年上升到 5 万亿美元。美国政府债务占 GDP 的比重已经超过 60%,日本的比率是 198.6%,意大利 104%;法国德国加拿大都在 65%左右;英国本来只在 43.5%,但金融海啸后急升,到了 50%的水平。2008 年发展中国家私人资本净流入从 2007 年的 1.2 万亿美元降至 7070 亿美元,2009 年将进一步降至 3630 亿美元。数倍于 GDP 的全球债务水平,不仅令举借新债困难,稍有不慎即可触发新一轮债务危机。

新兴市场资产泡沫会继续发酵。2008 年金融危机刺破了发达国家的资产泡沫,但是对发展中经济体的资产泡沫影响很小。中国、韩国、香港、印度和印尼等经济体的房价创出了新高。发达经济体经济陷入衰退,需求萎缩,导致发展中经济体出口大幅下降。发展中经济体为了维持经济高增长,不得不放松银根,降低利率。本来就因为币值低估而流动性过剩,资产泡沫已属高处不胜寒,但是为了促进经济发展,仍不得不继续搞“两手松”的货币政策。对内降低利率,对外压低汇率,为泡沫增长备足“银弹”。另一方面,发展中经济体长期高企的资本回报率,让饱受低回报折磨的发达经济体资本闻到了“血腥味”,而美联储的超宽松货币政策和美元贬值政策,更解除了资本大鳄们的后顾之忧。廉价资本如洪水一般涌入新兴经济体恐怕在所难免,推高本来就处于泡沫的资产市场。香港、中国大陆和韩国等地区的房地

产泡沫已经非常明显，但是仍然有大量的投机资金进入；巴西、台湾等地为了限制热钱流入不得不采用征税的办法对热钱围追堵截。

美元不会出现跳水式崩溃

短中期内美元仍然有贬值压力。按照目前的做法，挤干净美国房地产市场的泡沫可能需要 3-5 年的时间，为了避免房价过快下跌触发金融危机和经济萧条，美国很可能长期保持低利率宽松货币政策，在 3-5 年之内也很难找到像网络经济那样可以迅速提高效率的经济增长点，因此美国经济也不会很快进入稳定增长期。在相当长的一段时期内，美联储放任美元泛滥是完全可以预期的，美元贬值压力会持续上升。

不过，美元不会出现跳水式的崩溃。即便美国继续装君子耍无赖，只动口不动手，放纵美元贬值，亚洲出口国家也不会对美元贬值不闻不问。先不说他们绝不会坐视手攥的大把美元资产（特别是美元国债）贬值，就是亚洲国家的出口和经济复苏都眼巴巴地指望着美国消费恢复和美元稳定。如果美元持续贬值则意味着亚洲国家本币不断升值，出口到美国的产品价格上升，美国的消费恢复就更无望，亚洲出口国家的经济增长也就跟着倒霉了。美国一“感冒”，亚洲就先“吃药”。亚洲出口国家对美元贬值比美国还上心，美国顶多耍耍嘴皮子，亚洲国家的央行们却不得不拿真金白银直接购买美元以抑制本币升值；而且随着经济形势恶化，亚洲国家之间很可能会竞相压低本币汇率以刺激出口，让美国坐享美元高估的滚滚“红利”。中国、韩国、印度、新加坡等等新兴市场国家央行不得不持续买入美元，以抑制本币过快升值。美元贬值本来应该是美国挨“板子”的事，可愣是把亚洲出口国家玩得团团转，让坏事成了好事。所以美元即便贬值，也是“熊途漫漫有人陪”，真到了危机时刻，相信亚洲央行们肯定会该出手时就出手，拉美元一把。

事实上，《日本金融战败》的作者吉川永忠早在 2001 年就提出，如果未来没有其他大国，例如中国，来和日本一起支撑美元大山，美元迟早会把日本压垮。现在来看，不光有中国人跟上去帮日本人扛美元大山了，还有韩国人、新加坡人、印度人等等。

一张插图，一座山（美元）压下来，日本人、中国人、韩国人在底下拼命地抬着。

世界上永远不会出现这样一种情景：骗子的数量多到超过了傻子。没有人会愿意要一种只会不断跌价的资产。如果美国放任美元持续贬值，美元就会不断失去势力范围，世界各国手中的美元就会要向美国兑现，过多的流入势必导致美国通胀上升。在这样的情况下，美国不得不加息，一加息，美元就有可能升值。

如果美国居民储蓄保持上升，加上一段时间之后美元加息，美元有可能走强。如果美国的运气再好一点，在能源、技术或者人工智能等方面取得突破性进步，美国经济很可能步入上世纪 90 年代的美好增长期，那么美元会出现长期走强的走势。

如果运气差，前述条件都不出现，技术没进步，经济不增长，倒是通胀迅速上升出现滞涨，美国肯定会大幅度加息。在加息的初期，大量在金融危机中释放的美元回流美国，反而会出现越加息美国通胀率越高的局面。美联储将不得不连续加息，直到美元利率上升锁住的美元超过了流入美国的美元数目。连续的加息肯定会让美元进入升值期。2001 年以来的美元贬值很可能让市场走过头，因此绝地反转之后，美元反弹的力量就会凶猛异常。

一旦美元步入牛市，新兴市场的灾难便开始了。汇率不过是两种货币的比价，可以理解为谁比谁强，也可以理解为谁比谁弱。美国经济增长短期内或许做不到比别的国家强，但是它能做到别的国家经济比它差。新兴市场的资产泡沫膨胀主要依靠持续不断的美元流入维系。一旦这股洪流反向运行，投资者们很快会意识到，即使算上新兴市场的高增长特性，其资产价格也贵于美国，经风险调整的收益甚至低于美国。美国只要用加息打掉新兴市场资产泡沫膨胀的动力，新兴市场的泡沫崩溃就开始了，其经济就会比美国显得更弱，美元走强有了坚实的基础，进一步走强就不成问题了。从 2012 年起，新兴市场很可能会面临泡沫破灭的痛苦过程，特别是新兴市场的房地产价格恐怕会跌去超过 40%，大量的投资产能过剩，

多个国家的银行体系肯定会经受严峻考验。

作为储备货币，美元注定会面对“特里芬难题”，输出美元可以繁荣贸易制造泡沫，但是输出过多美元就会贬值。美元贬值就得加息回收美元，泡沫必定破灭。战后，新兴市场国家的每一次泡沫起伏背后似乎都有一只摆弄美元汇率的“黑手”。泛滥的美元实际是其他国家的货币创造过程，美国通过世界货币向世界输出了通货膨胀。美元的每一次贬值输出的流动性，往往会吹大某个地区的资产泡沫，然后收紧美元流动性，导致泡沫地区资产价格全面下跌，一来一回，美国基本没有损失什么财富，无非是美元到其他国度走了一圈，却吸取泡沫化地区的真实财富。吹泡沫期的财富转移以发展中经济体的真实出口为表现形式，泡沫破灭期以外汇储备美元回流为主要模式，接下去就是低价收购泡沫地区优质资产榨取收益。上世纪 70 年代是拉美国家，80 年代是日本。这一次美国面临的危机更深重，美元贬值肯定会更彻底，到那时候的反弹会更厉害，同样对世界经济的伤害也会更大。前一次吸了日本的“血”，美国站起来，这一次恐怕美国要吸全世界的血才能度过危机。只要美元全球化和美元利益美国化矛盾一直存在，美元 20 年一轮的泡沫故事就会不断重复。

每一次泡沫，虽然美元都会损失一些信用，但是美元可以做到让别的货币信用损失更惨重，我们可以预期这样的游戏会一直玩下去，直到美国像我们在第二章中提到的掌柜们那样玩过火了，美元才会崩溃。届时，美国 8000 多吨黄金储备又将成为美国新货币的定海神针。

美元指数与全球经济走势图

图形数据来源：彭博资讯

如果未来全世界真的都抛弃美元，美国会怎么办？我想，既然美元是美国的核心利益所在，估计为了美元美国人是什么事情都干得出来的。首先，美国国库 8000 多吨的黄金储备不是吃素的。其次，美国 12 个航母集团绝不会在夏威夷晒太阳，700 多个海外军事基地更不是摆设。只要有战争，美元就是投资家的天堂。现在整个地球还有能够与美国抗衡的国家吗？没有了。美国人动不动说恐怖袭击，对付恐怖袭击需要用反质子之类的高精尖武器吗？美国财政开支中最大头就是国防开支，占比达到 15% 以上，为什么？如果美元真的要被世界抛弃，美国肯定会把它的航母开到别的国家门口，笑嘻嘻地说，山姆大叔最近手头紧，兄弟能不能支持大哥一下？这像极了解放前的国民党，拿枪顶着老百姓的头说，委员长打仗需要钱，兄弟你就委屈一下吧。

美国房地产市场面临长期下跌压力

目前美国房地产市场的稳定是建立低利率和美联储直接购买按揭债券压低抵押贷款利率的基础之上，大量的“问题房贷”因为政府的退税政策等支持仍处于“休眠期”。无论是与物价指数相比，还是美国房屋拥有率走势都显示目前的房价仍然高估。

美国房价与物价指数走势对比（1987-2009）

图形数据来源：摩根斯坦利、Case Shiller、彭博

美国家庭房屋拥有率（1965-2009）

图形数据来源：摩根斯坦利、美国人口统计局

一旦宽松货币政策退出，这些问题贷款的房子必将被拍卖进入市场提高市场上住房的供应量。根据摩根斯坦利的统计，未来可能因贷款违约而被拍卖的房产总量将超过正常情况下 3 年的房地产销售量，房价上涨的空间很有限。从存量来看，2009 年底美国的租房空置率高达 8%，达到 30 年来的最高水平。

从需求的角度来看，美国的失业率必会上升并保持高位相当长一段时间，美国人的收入增加前景堪忧，美国家庭增加储蓄降低负债的过程不会很快停止，更不大可能大规模重演债

务支持下的负债消费盛宴，房地产市场失去了债务支持和杠杆化支撑，必定会面临需求长期不足的局面，直到美元出现反转。可以预期，美国的房地产市场将面临长期下跌的压力。

美国的房地产市场可能会在短暂停顿之后继续下滑，最有可能的时间是 2010 年，不过下降的速度会慢一些，最终需要跌去 40% 左右。如果正好赶上美元加息的话，美国的房价也有可能再次出现恐慌性下跌局面。

股市缺乏牛市基础

全球股市在 2009 年 3 月见底之后迅速反弹，上涨幅度超过 50%；从历次危机后的反弹来讲，这样的反弹幅度已经符合了危机反弹的特点。之前在危机深受重伤的金融企业股票在本次反弹中力量最为迅猛。

不过，不断上升的失业率、住房按揭违约率、信用卡违约率、商业房产违约率和企业倒闭，美国的金融企业很可能面临第二波严重损失。规模或许不会像 2008 年迅猛和狂暴，但是会持续较长的时间。2009 年二三季度金融企业的美丽报表不过是粉饰出来的。仔细研究他们的报表可以发现大量的收益来自交易业务和承销业务，说白了，是来自于投机获益。另外一方面，美国政府修改会计准则，放弃了严格的市价原则（MARKED TO MARKET）而允许企业自由选择按照历史成本计价，隐藏了大量的亏损。

尽管有廉价资本做后盾，但是没有经济平稳增长支撑的牛市注定是走不远的。不断上涨的价格不过是“击鼓传花”的游戏，传来传去，总会传到一个不愿意接的人手上。2010 年很有可能发生类似 1987 年的股灾，股市在一周甚至更短时间内下跌超过 20%。恐慌之下，金融市场很可能再一次面临严峻考验，美联储将不得不第二次进场救助市场。之后股市可能会有多次反弹，但是股市上升不过是经济复苏幻觉带来的反弹，是不可持续的。

道琼斯指数在 1987 年美国股灾中的走势

数据来源：彭博资讯

未来经济走势初探

2009 年下半年以来，美国经济和全球经济的增长态势很可能会给全世界一种美丽的错觉——危机已经过去，美好的生活又重新开始了；2010 年下半年，美联储甚至可能会摆出加息的姿态以显示其控制通货膨胀的诚意，但是疲弱的经济很快会令其放弃原则，停止加息，继续以货币刺激经济复苏成为没有选择的选择；二次衰退“光临”美国的概率依然超过 60%。

2009 年，索罗斯在中东欧商学院演讲时提出，如今美国所面临的信贷和杠杆问题的深度和广度比上世纪 30 年代要严重得多；1929 年时美国的信贷余额是国内生产总值(GDP)的 160%，到 1932 年增长到 250%；而 2008 年初这个数字已经高达 365%，还不包括 30 年代时金融市场上尚未存在而如今广泛使用的衍生品(derivatives)。高杠杆催生的经济增长如同充气娃娃一样，看上去鼓鼓囊囊，非常结实，但是只要轻轻一戳，就会缩回原形，之前的美妙图景不过是金融幻象。

奥巴马在美国民意的压力之下，不断加大金融监管改革力度，金融机构规模被压缩，资本要求提高，业务回归传统化简单化，这就意味着美国金融机构的去杠杆化进程将继续进行。伴随着美国金融系统的去杠杆化进程，美国消费者将不得不努力平衡自身资产负债表，减小负债规模，增加储蓄，消费者的去杠杆会致使美国的总消费能力将面临缓慢下降的趋势，美国经济增长速度会比较低。

危机之后，全球的资金风险溢价成本可能会缓慢上升，与低的基准利率相配合，部分抵消了降息的作用，因此实体经济面临的实际利率水平可能会处于比较中性的位置。不过降息的好处基本上都通过发钞和国债发行落到了美国政府手中。金融体系风险偏好被压缩、实际利率水平处于中性偏下位置，意味着经济体很难进入过去债务膨胀式的增长。失去了资产泡沫和债务膨胀的助推剂，经济增长的实际动力非常薄弱，因此我认为，全球经济在未来 3-5

年之内，甚至可能在 10 年之内，都将面临比较黯淡的前景，最好的状态是中性通胀下的低增长，最差的状态是高通胀负增长（滞胀）。

经济要恢复增长的动力除了债务膨胀和消费推动之外，还可以通过重大的技术进步和结构性改革实现。未来 10 年内可以预期的重大技术进步，包括更加廉价能源例如热核技术、通讯和信息技术、人工智能（物联网）、生物科技等等。经济体的结构性改革，包括更公平的财富分配机制和税收制度等等。但是这些领域要取得重大进步谈何容易，因此从经济增长的另外一个引擎来说，我依然倾向于未来经济增长可能会长期低迷，如下图所示。

未来经济可能长期低迷

随着长期低利率被大众默默接受，高于经济实际增长率的通胀会把本来要在 2 年左右疾风骤雨式的破产和萧条中承担的痛苦分散到 5 年，甚至 10 年，一直熬到美国经济体找到新的经济增长点。天下没有免费的午餐，享受低程度的痛苦就得以延长痛苦的时间为代价。

全球经济或许会因为中国等新兴市场国家的产业升级、基础设施建设和城市化进展以及非洲的人口和资源更大规模地参与经济全球化而增长。但是这种以资源投入刺激经济增长的方式并不能真正带动全球经济走出泥潭，最多相当于全球经济下滑过程中的一颗横向生长的“树”，所有人都想抓住这根“救命稻草”，但是搞不好连这棵看似健壮树也会被向下的冲力连根拔起，一起滑落泥潭。

为了维持经济的表面增长，各国政府的国债发行规模将会继续大幅上升，央行货币发行规模更会刷新记录，基准利率长期保持在低位，各国恐怕都会患上流动性瘾君子之病。膨胀的债务和流通在外货币如同洪水猛兽一般，四处寻找“突破口”。在经济增长低迷期，货币乘数较低，他们或许会陷入沉睡，不过偶尔一个“哈欠”，就能让金融市场吓得腿软；如果他们睡足了，经济可能会表面好转，但是泛滥的流动性会让通货膨胀率长期处于高位。

我认为未来世界经济可能大致会走出如下轨迹：

美国经济长期不景气——美元超低利率——全球多个国家特别是新兴市场国家货币升值——热钱涌入——新兴市场资产泡沫——新兴市场国家不得不加息抑制通胀——经济紧缩——美元贬值——美国出口好转——美国经济反弹——美元长期反弹——美国通胀上升——美元加息——美元进一步走强——新兴市场国家货币大幅贬值——主要新兴市场经济危机——大规模银行坏账——国际经济政治制度出现重大调整

如果上述步骤先后顺序颠倒一下，新兴市场国家资产泡沫先于美国经济反弹而崩溃，未来经济的走势轨迹可能如下：

新兴市场资产泡沫破灭——新兴市场大规模产能过剩——银行坏账危机——新兴市场货币贬值——美元持续走强——美国通胀压力持续下降——美元进一步走强——新兴市场资产价格第二波大跌——新兴市场经济陷入困境——国际经济政治制度出现重大调整

国际储备货币重新布局

持有货币的实质是放弃现在可以享有的消费权利，因此提前使用货币的人（借贷者）必须为此支付利息；因此任何人持有货币都会要求有收益；要有收益，就必须以某种资产形式存在，例如债券和股票。我们都知道，债券和股票属于资本市场的一部分，而资本市场只会在一个稳健的经济体和成熟的金融市场配合下才能产生。储备货币也是货币的一种，不可能背离货币的一些基本特点。一种货币要成为储备货币必须建立一个成熟的资产市场；因此在目前条件下，没有成熟资本市场和强大经济体支撑的超主权货币是不可能成为储备货币。

未来国际储备货币的走势应该如下。第一步是储备货币多元化。预计，美元所占的比例会逐步下降，储备货币会日益多元化。人民币要抓住这一次千载难逢的机会争取成为国际主要储备货币的一种，其中成功的关键是资本市场的开放性。第二步，随着全球化进展和国际融合走势，未来可能会出现类似欧元的政治协商下的超主权货币，主要经济体出让货币主权，

逐步建立超主权货币标价的资本市场，储备货币实现超主权化。

第二节 美国崩溃之论不足取

几千年的人类历史上，诞生了无数国家，但是史学家们基本认可的人类古代史上的世界性的强国大概有六个：古埃及帝国、波斯帝国、印度孔雀王朝、中国汉朝、古罗马帝国、中国唐朝；而近代史 500 年中世界性的强国有四个：西班牙、荷兰、英国和美国。

一个国家成为世界性的强国有很多因素，从表面看，国家实力强大最直接的表现是军事，强大的军队，先进的武器。例如，一说起美国的强大，很多人马上想到的是美国的航空母舰，隐形战机。不过军事力量只是一个国家强大最表面的反应。世界强国的关键在经济。经济是支持一切政治和军事行为的基础。美国强大的军事力量是建立在雄厚的经济基础之上的。二战结束时，美国本土没有经受战火破坏，美国在战争中通过武器贸易等大发战争财。美国也是全球的债权国，国内生产总值占全球的一半，黄金储备约占世界的四分之三，一半以上的国际贸易以美元结算。

美国经济强大的原因仅仅是因为运气好吗？因为传统强国林立的欧洲地区经历了两次大战，交战双方两败俱伤，所以上帝眷顾美国，美国幸运地成为了世界霸主？世界上没有这么好占的便宜，美国强大的主要原因不是运气，而是美国建立了当时世界上最有效率的制度。

强大的核心在制度。美国建立了一整套完整的以自由竞争为基础的经济制度，确保经济活力经久不衰；在经济制度之上，美国建立了一套能够协调内部利益冲突，制衡权力扩张，维护国家统一和政治意志集中，同时具有自我更新和重生能力民主共和政治制度。美国各项制度设计的吐故纳新和自我更新，避免了制度僵化和因循守旧，保证了其灵活性。

美国建立了良好的知识产权保护制度，这套制度最大限度地保护了企业和个人的创新积极性，让真正为创新做出贡献的人获得最大限度的价值认同和财富认同；同时，这套制度又不失灵活地鼓励技术进步被社会共享，在保护私人利益的基础上兼顾了社会利益；所以技术进步的力量在美国从来没有枯竭过。二战之后，科技上最主要的进步几乎都发生在美国，美国也无可争议地引领着以信息科技为代表的新经济发展。

以产权保护为基础的契约法律制度。美国第 18 任总统格兰特将军的陵园里立着一座小孩的坟墓，墓里的小孩是在 200 多年前因溺水而夭折的。伤心的父亲在自己的庄园内为儿子垒了这个小坟墓。父亲在出让庄园时要求在契约中加了一个条款：任何时候、任何情况下，都不可以毁掉儿子的坟。200 多年过去了，这块土地的主人不知道换了多少茬，但是因为契约小孩的坟墓一直完整保留着。即便作为总统墓地，也没有人打过小孩的坟墓的主意。美国政府和美国人的契约精神庇护着这位小孩可以长眠于此。

高效而发达的资本市场体系。美国逐步建立了一整套完善的资本市场体系，为企业、个人和政府的各种经济活动提供便利高效的融资和投资服务，确保任何一个能创造出经济价值的想法获得资金支持而顺利付诸实施，确保每一位拥有创新精神的人才获得财富认同。美国硅谷的炫丽完全建立在美国知识产权保护体系、契约法律体系和完善资本市场体系之上。

美国在自由竞争、优胜劣汰的经济制度基础之上，建立了一套以一人一票为基础的民主共和政治制度。经济领域的权力是以一个个的美元为计算依据的，但是政治上的权力是以一个个的人头为计算依据的。如果在经济竞争中败下阵来的大多数人认为现行的市场经济游戏规则过分偏向于财富和权势，他们可以通过手中的选票对这些规则进行修正。政治上的一人一票很好地限制了经济领域中的美元力量，使得美国社会不会出现“朱门酒肉臭，路有冻死骨”的极端分化局面。

美国政治制度设置，较好处理了权力分散和制衡关系，确保国家政治权力不会集中于某一个人或者某一个集团，避免出现无政府主义泛滥和国家分裂，特别保证了司法作为最后

一道关口的独立性和公正性。相对于集权政治制度，美国的政治制度确实牺牲了一部分效率，但是权力制衡保证了国家政治层面不会犯重大错误，避免了政府权力过度膨胀而损害公民基本权利。更重要的是，美国政治制度的设计容忍这套体系的吐故纳新和自我更新，避免了制度僵化和因循守旧，保证了政治制度的灵活性。

在上述经济制度基础上，诞生了以人性化、多元化和包容性为核心的美国文化，美国梦才有可能成为现实，引来全世界的优秀人才到美国寻梦。

美国文化尊重人的价值和生命。对历届美国总统对外政策的最大压力不是损失几架先进飞机，更不是损失多少美元，而是美国人的生命和自由。美国文化的多元化和包容性同样令人尊敬。美国的经济中心在纽约，政治中心在华盛顿，娱乐中心在好莱坞，赌城在拉斯维加斯，长春藤盟校则在东北，阿拉斯加的爱斯基摩人，德州的西部牛仔，关岛的缤纷海洋世界，夏威夷的冲浪，蒙大拿州、爱达荷州、怀俄明州的黄石国家公园，印地安文化。美国欢迎来自世界各地的人才，无论肤色、性别、信仰、出生等等。

美国文化甚至能够容忍敌人站在自己的讲台上推销美国政府和美国人反对的思想。许多美国人包括美国政府非常反感伊朗总统内贾德和他的思想，可是这些并不妨害内贾德走上哥伦比亚大学的讲台，公开推销他的主义；而且美国电视台还向全美电视直播内贾德的演讲。没有一流的自信和包容性的文化垫底是无法做到这一点的。

除了对外包容，美国内部的包容性也令人折服。2008 年总统选举中，奥巴马和希拉里这两位民主党候选人为了争夺总统候选资格，从五大湖到西海岸，从政治主张到个人生活，斗得不可开交，争的面红耳赤。但是一旦奥巴马用选举制度合理获胜，这两位“针尖对麦芒”的竞争对手很快化敌为友，欣然拉起手来，共同开始了“为美国利益而奋斗”的新征程。可以设想，要是在东方国家，例如泰国、韩国等国家，这样的竞争对手之间一定会成为老死不相往来的死对头，双方甚至都可能会不惜一切代价从肉体上消灭对方。

在美国强大的经济实力、灵活高效公平的制度和宽容的文化基础上，诞生以机会均等为基础的美国梦，吸引了全世界的优秀人才。

尽管 2008 年美国遭受经济大萧条以来最严重衰退，但根据《纽约时报》与哥伦比亚广播公司的联合调查显示，72%的美国民众依旧深信辛勤致富的美国梦，其中 44%的受访者认为已达到美国梦（而四年前仅为 32%），31%希望有生之年能够达成，只有 20%的受访者宣告放弃希望。美国民众对美国梦的真心信赖是美国社会稳定和进步的最原始动力。

美国用她的科技、制度、文化和美国梦获得了全世界优秀人才的青睐。香港《信报》的资料显示，美国技术移民人数约占美国总人口的 12%。在高科技大本营硅谷的创业者中，技术移民占总人数的 52%，全球 25%的专利申请案，是由他们提出。从 1991 - 2007 年，移民劳动力在美国的比例从 9.3%升至 15.7%，持有学士学位的美国科学与工程劳动人口中，移民占了 24%，而持有博士学位的相关劳动人口中，移民更占了 47%。移民又共同创办了许多美国著名的高科技公司，例如 Google、英特尔和雅虎等。

根据美国国内安全部的统计数据，2008 年美国发放创纪录的 110 万张绿卡；并且有创纪录的 104.6 万人入籍，取得美国公民资格。肯尼亚移民后代黑人奥巴马当选美国总统，更是集中体现了美国对世界人才的认可和包容。奥巴马的当选获得全世界多个国家民众的自发支持。怪不得有一家专门办理美国移民的公司把门口的广告改为：移民美国吧，你的孩子 47 年后有机会成为美国总统！

美国是一个公开标榜追求财富的国家，但从未被财富所腐蚀。相当一部分美国富翁都没有选择把积累起来的财富留给后代，而是以公益捐赠（捐赠给大学基金、研究基金、福利基金、环保基金和科学基金）等形式回馈社会。富豪排行榜排名第一第二位的两位美国富豪，比尔盖茨和巴菲特都把平生绝大部分家产捐赠给了公益性基金。美国富人的这种财富观，使得美国的社会财富不会随着时间和优胜劣汰的竞争不断向少数人集中，而是很好地保持了社

会财富的不断流动，有利于打破阶层隔离和僵化，保持社会阶层的灵活性和可变性，为底层人的上升预留了空间和希望。美国绝不仅仅是一个经济、军事、政治强国，更是一个文化强国和精神帝国。美国奉行个人、个人自由、人的尊严作为最高原则的道路；美国民众对美国道路的选择，不是武力威逼的结果，不是军事帝国强加的结果，更不是物质诱惑的结果，而是千百万美国民众自由选择的结果。

美国的强大最终表现在美元的全球地位上，美元是全球占据绝对优势的储备货币、全球贸易结算货币和全球主要清算货币。强大美元的背后是美国经济、政治、文化、制度和军事实力。可以毫不夸张地说，美元体现了美国的终极利益，反应了美国的终极实力。如果说美国走向衰亡，一定是从美元开始的；如同大英帝国的衰落就是从英镑的崩溃开始一样。

2008 年美国遭受大萧条以来最严重的金融经济危机，美式自由市场经济体制面临分崩离析的险境，国际上多个国家公开指责美国，质疑美国的信用。形形色色的预言家和分析师，包括投资大师罗杰斯在内，从多个角度唱衰美国，冠以“债务帝国”，“美元泡沫”，“清算美国”，“美国溃亡”等等大帽子。

令人啼笑皆非的是，在金融危机最恐慌的阶段，作为风暴中心的美元却出现了贬值六年来的绝地反弹，恐慌万分的投资者纷纷抛售各类风险资产，包括一直被认为高收益的新兴市场资产，一窝蜂地冲向美国国债市场，美元指数从最低点 71 附近最高涨到 88。这种反常现象恰恰说明，美国依然是世界上最安全的市场，美元依然是最受信任的货币，美国国债依然是所有资产的最后“安全港湾”。

美元指数在金融危机恐慌时显著上升

图表数据来源：彭博资讯。

近现代史上美国曾经面临多次危机，无数人曾经多次唱衰美国。

第一次，1929 年-1933 年的大萧条，经济面临崩溃境地。

第二次，耳熟能详的“垂死腐朽的帝国主义”理论。

第三次，苏联 1957 年率先成功发射人造卫星，美国惊恐万分。

第四次，上世纪 60 年代美国深陷越战泥淖，“美国衰落论”者萨缪尔·亨廷顿预言美国将在 2000 年没落。

第五次，1973 年爆发的世界性石油危机和美国出现的滞胀局面，美帝没落论流行一时。

第六次，上世纪 80 年代初日本迅速崛起，日本产品横扫美国市场，全世界向日本人取经，日本人的风头远远盖过了美国。

第七次，1987 年，保罗·肯尼迪的名著《大国的兴衰》面世后，“美国衰落论”再起。

第八次，2001 年美国科技网泡沫破裂和 911 恐怖袭击，美国必将衰亡论又盛行一时。

最近一次，2008 年的金融危机，美式资本主义要终结，美国正在建设有美国特色的资本主义云云。

不过，遗憾的是，尽管每一次有很多人幸灾乐祸地希望美国衰落，期盼美国日薄西山，奄奄一息，但这种期盼数十年来带给期盼者的永远是失望。美国凭借其制度的良好弹性、超强的纠错能力、社会动态包容性，不断地更新、升级自身能力，每一次总是让唱衰者们目瞪口呆，咬牙切齿。

韩国人白天到大街上扯着嗓子喊“打到美国，美国人滚出韩国”的口号，甚至切指明志，恨不得画个圈圈诅咒美国，不过晚上回家还是挑灯夜战备考托福，争取早日奔赴万恶的美利坚。

每一次看似衰落的美国站起来之后反而比之前更强大，这一点清晰地反应在美元不断向世界渗透上。

上世纪 70 年代中期石油输出国组织同意用美元结算石油，石油价格越高，石油美元占用资金就越多，美元牢牢占据了核心能源市场。

上世纪 70 年代美国借钱给拉丁美洲国家助其建设，不过 80 年代初美国大幅提升利率，美元迅速升值，借美元债务的国家一个个被债务拖垮。

1985 年广场协议之后，日本资产泡沫疯狂上涨，自以为财大气粗的日本人把大把的日元换成美元去购买美国高价资产，替美国投机分子解套，顺便把从美国辛苦赚来的美元还给美国。

1971 年布莱顿森林体系破产之后，虚拟经济和资产泡沫登上舞台，全球投资客狂炒虚拟经济，玩弄衍生产品，数以百万亿计的美元成为了赌博筹码。

美元搞垮拉丁美洲之后，90 年代东南亚迅速崛起，美国找准东南亚的漏洞，1997 年搞出金融危机，用危机证明这些国家的危机是因为外汇储备不够，所以亚洲国家出卖劳动力和资产拼命积累外汇储备，又有几万亿美元落入了美国腰包。

科技网泡沫破灭之后，美国对内玩资产泡沫债务游戏，对外搞起了打白条买现货的“永动机游戏”，花花绿绿的美钞和一张张国债换来的美国人几年的幸福生活。2008 年金融危机爆发，美国一下子把利率降低到了零附近，但需要大把美元的国家有的是，美元继续可以源源不断流向世界，为美国换来真金白银。这次美元估计盯上了商品。

无论怎么玩，美元的渗透地域和渗透产品范围一直在扩大，美国的实力丝毫未见有真正的下滑。

危机之中，美元依然是全球央行外储的首选，占比虽有所下降，但基本保持稳定，没有出现预言家们宣扬的大规模抛售美元资产的局面。根据国际货币基金组织（IMF）发布的数据显示，在 2009 年第二季度末，美元储备占全球已知币种构成的外汇储备总额的 62.8%（详见第六章第四节）。历史上美元资产比重处于低位要追溯到 1996 年，但当时美元储备占全球外汇储备比例依然高达 62.1%。

更为重要的是，美国制度和文化在金融危机和经济衰退中表现出了良好的应变能力。危机中，美国历史上第一位黑人总统诞生，清晰地表明美国政治制度的开明、弹性和进步性，美国并没有出现历史上强国后期普遍出现的制度僵化问题。美国很快从危机中学到了教训，并采取了积极行动改正之前的错误。以严厉惩罚股东为主的有序破产处理受损金融机构和三大汽车制造商，针对金融监管漏洞改革金融监管体系，针对贫富分化问题采取打击避税天堂和向富人征税措施，改革步履沉重的医疗保险体系，增加政府对落后基础设施的投入等等。亡羊补牢，犹未晚也。

虽然这次美国房地产泡沫破灭之路与 20 年前的日本有点类似，但是我认为美国绝不会成为第二个日本。首先，日本泡沫经济时期，除了金融企业疯狂追逐泡沫盛宴之外，相当数量的非金融企业同样高杠杆参与房地产泡沫和股市泡沫。例如丰田、日产、松下和夏普等大公司在上世纪 80 年代都是金融投机的大户。日本经济特有的传统——企业之间、企业与金融机构之间交叉持股的习惯更是进一步恶化了泡沫的蔓延。在泡沫后期，日本金融投资金额占比超过 GDP 的 70%。与日本不同的是，在本次房地产泡沫中，除了金融企业，绝大多数美国的非金融企业并没有高杠杆参与房地产泡沫，更没有出现金融企业与制造企业之间的大规模投机“共舞”行为，因此危机过后，美国不会像日本那样产生大量的“僵尸企业”。另外，美国具有日本所没有的巨大资源，例如作为世界储备货币美元就是美国源源不断的财源。美国轻松操纵美元汇率就可以把自身的债务危机的大部分转移给全世界持有美元的投资者。

为了保持全球科技领先地位，美国政府和美国企业仍然在加大科研投资。美国总统奥巴马在华盛顿国家科学院发表演讲时承诺，将把政府对科研的公共资金投入增加一倍，使其超过 50 年前艾森豪威尔和肯尼迪发动“太空竞赛”时期的水平。1958 年，艾森豪威尔批准成立美国国家航空航天局（NASA），同时授权国防部创建先进技术研究计划局（DARPA），要求

开发最前沿的革命性军事技术。50 年里先进技术研究计划局支持了大批风险极高的前沿研究并取得重大成就,包括全球卫星定位系统、互联网、隐形飞机、砷化镓等。在肯尼迪任内,美国完成了著名的“阿波罗计划”。激烈的太空竞赛导致美国的火箭学、物理学和天文学超越了整个世界。美国至今仍然掌管着科技的最高端,例如美国控制着全球互联网管理机构国际互联网名称和编号分配公司(ICANN)的管理权。根据奥巴马的最新承诺,美国将把科学研究支出占国内生产总值的比重提升至3%,与肯尼迪时期的水平大体相当;采取的新措施包括,把面向企业的研发支出抵税措施永久化、加大对能源和医疗研究的投入以及努力恢复美国数理教学质量。

在经济危机的困境下,不少美国大公司不仅没有降低研发开支,还逆市增加研发投入。微软、IBM、波音、杜邦、卡特彼勒等许多巨无霸企业研发开支出现了明显增长。微软2008年第四季度收入基本保持不变,但研发费用仍达到了22.9亿美元,比2007年同期增加了21%;而英特尔公司2008年第四季度利润下降了90%,但其研发费用仍达到13.2亿美元,大大高于2007年同期水平。即使是一些在经济危机中不得不削减开支的公司,也尽量保证最核心的研发产品获得足够的经费。在2008年第四季度,美国惠普公司研发费用降低了18%。但被削减的主要是在一些传统电脑产品的研发开发,而研发创新型电脑产品的惠普实验室费用并未减少。美国玻璃业巨头康宁公司明确表示,压缩研发费用是该公司压缩成本的最后一个选择。2008年第四季度,康宁公司收入下降了31%,营销和行政开支削减了30%,但研发费用基本保持不变,2009年研发预算为6.27亿美元,与上年持平。我们完全有理由预计未来美国很有可能在新能源、医疗、生物科技、环保等领域取得突破性进展,再次引领全球科技新潮。

在经济危机下,美国经济的活力依然明显。根据美国劳工部统计数据,2009年第一季度美国非农产业生产率折合成成年率上升0.8%,比道琼斯通讯社调查的经济学家们预计的上升0.3%高出一倍多。由于雇主削减员工成本,美国第二季度生产率出现6年来最大增幅,生产率增幅高于预期的6.4%。第二季度美国工作时间比第一季度减少了7.6%,但产出仅下降1.7%。在过去一年里,工作时间和产出的下降致使每小时产出增加了1.8%,实际工资继续下降。计入通胀因素,第二季度薪酬水平下降了1.1%。生产效率的提高是美国经济走出复苏的关键。

针对美国贫富差距扩大和富人避税问题,美国政府的铁腕已经开始行动。例如,美国政府开始严查美国个人境外银行账户,凡有绿卡或公民身份者海外存款超过1万美元,应在2009年10月15日前申报,凡是隐藏海外账户被查获者,美国国税局将予以重罚,甚予以刑事起诉。

有人说,现阶段的金融危机和经济衰退是美国走向衰败的开始,美国会像世界上曾经出现过的强国一样,百病缠身,最终无可救药而崩溃。但是,美国有两个优点,是历史上其他任何一个强国所有没有的。首先,无论是西班牙、荷兰、英国还是德国,这些强国所依赖人才资源主要是单一民族的原住民,而美国却用它特有的政治经济体系笼络了世界上几乎所有民族的优秀人才。第二,历史上的强国后期都出现了强烈的制度僵化局面,而美国现行的制度设计能够让美国主动承认和改正错误。所以100年来,美国尽管面对多次危机,但一直在向前走,牢牢占据着世界头号强国的地位。

当然,像历史上的任何一个世界霸主一样,美国恐怕同样难逃最终衰亡的命运;毕竟花无百日红。美国是现行国际体系的最大获益者,也是最大破坏者,美国想要的永远比世界能给的多。美国最终也会倒在自己的贪欲中。如果那个时候实现世界大同,组建世界政府,那么美国或许真的会是上帝最眷顾的人。

请教海神

- 1、美国这次要求中国升值，是一次性大幅度吗？
 - 2、一次性大幅升值，会否热钱迅速离开中国，导致股市、楼市暴跌呢？出口重创，国家如何解决失业问题？
 - 3、小幅逐渐升值的话，会否热钱继续流入中国，继续推高股市楼市价格？
 - 4、被定为汇率操纵国和一次性大幅度升值，哪一种对正府的危害更大，注意，我不是说对老百姓的危害！
 - 5、此次南方大旱，会明显加剧通货膨胀？对加息、升值有何影响？
- 谢谢！！

从最近的高层表态来看，人民币升值可能是很快的事情了。3月21日商务部长陈德铭的讲话反映了中央强硬的立场。但中美关系向来以不对等为特征，无论从历史上还是从现状上来判断，美软中硬的局面出现的概率实在微乎其微，而双方强硬和中软美硬的局面对人民币升值问题来说是极为不利的，但眼下已经出现了这种状况，从3月22日温总理的讲话中似乎已经透露出中方很难承受这种压力，人民币升值预期更大了。温家宝的表态中多次提出，不要打贸易战，要扩大对美进口等言论，这是中方又无法强硬到底的体现，与1999年如出一辙，中美格局已经决定了中方的行动路径。

如果人民币升值，将给予出口主导型行业沉重一击，如机电、纺织、汽配、造船、陶瓷、摩托车、日用品等行业，这些行业本来利润率就低，人民币每升值1个百分点对它们来说都意味着生死存亡。以机电业为例，人民币若升值2%以上，则面临全面亏损，成为被最后一根稻草压死的骆驼。对于摩托车业而言，每升值1%，意味着其非洲主要出口市场份额将收缩20%。对于利润率只有1%左右的日用品行业则更不必说。升值还对本就奄奄一息的中小型企业的大批死亡推波助澜。更糟的是，由于新兴发展中国家印度、越南等国的劳动力成本优势，中国企业的产品根本不敢提价。不光如此，利用金融产品避险对于中国企业来说也很不容易。如果升值来得早，幅度又很高的话，其后果是毁灭性的。

中国肯定难以承受被美国定为汇率操纵国的压力，所以我认为小幅升值的可能性最大。但是我觉得整体升值幅度不会太大，估计不会超过5%。对国内资产市场来说，可能有火上加油的作用，但是另外一方面也是人民币升值到了势穷之时了。

南方大旱可能会影响到今年的粮食价格。所以有可能出现粮食引发的通胀。另外，最近猪肉价格跌到了盈亏点，大量养殖户亏损，估计很多养殖户会选择退出市场。这样3个月之后猪肉价格又会开始大幅上涨。所以不排除下半年猪肉价格引发新一轮通胀。从网络调查的角度来看，通胀预期很高。

富国基金携手搜狐网最新理财调查显示，高达96.08%的网民预期通货膨胀将会在2010年到来，另有逾79%的网民，将跑赢物价指数列为自己的理财目标。此番网络调查主要包括三大议题：2010年最关注的宏观经济问题、网民对通胀的预期以及2010年理财目标。截至3月15日上午10时，共有来自全国各地7972名网民参与了投票。其中，以广东、北京、江苏、山东、上海的网民参与人数最多，且高学历人员对通胀表现出了更多的关注。网上调查结果显示，认为通胀到来“非常有可能”的有5998人，占比75.24%，认为“有可能”的有1661人，占比20.84%，而认为“通胀不太可能发生”的仅有3.93%的网民。此外，在“世界区域性经济危机、人民币升值、通胀预期”三大焦点中，网民最关注通货膨胀，比例高达81%，远远超过对其他问题的关注度。在2010年理财目标的选项中，有79%的网民将跑赢CPI作为

自己的理财目标，13%的网民期望投资收益能够超越上证指数，8%的网民期望自己的资产增值超过房价涨幅。事实上，自从 2009 年 11 月 CPI 由负转正以来，通货膨胀便成为悬在人们心头的达摩克利斯之剑，挥之不去。相比少数著名经济学家声称中国不必担心通胀问题，网民似乎表现得更有见识。