

[01caijing.com](https://www.01caijing.com)

王建：金融创新催生了中国资产泡沫-零壹财经

零壹财经

79-100 分钟

中国尚未完成工业化，因此目前阶段出现资产泡沫，更是由于宏观政策摆布不当。实物转变成资产不等于创造资产泡沫，发展金融衍生工具也不会必然导致金融危机，而是要紧紧把握住金融市场的开放、创新与发展，都不能离开实物体系。



王建：金融创新催生了中国资产泡沫

07危机已经过去整十年了，这十年中，我们有充分的时间反思危机爆发的原因，观察危机后世界资本主义经济发生

的新变化、新特征。特别是在2012年以后中国发生的资产泡沫，更让我们得到了近距离观察资产泡沫兴起过程的机会，从而可以从比较90日本泡沫，07美国泡沫和12中国泡沫的发生过程中，找出资产泡沫危机的发生规律，并用这个规律来指导我们分析中国与世界的未来。

一、资产泡沫的共同背景是生产过剩

美日欧与中国经济中产生资产泡沫的原因各不相同，但共同的背景是实体经济中都存在生产过剩，使产业资本在实体经济中的回报率不断降低，迫使产业资本脱实向虚寻找高回报。所以资产泡沫的产生原因不在虚拟经济领域内部，而是在其外部。这个认识很朴素却很重要，因为迫使产业资本出来的原因，就是它回不去的原因。

我们先来看日本资产泡沫的形成原因。日本在上世纪七十年代中期完成了工业化，产业资本在国内没有出路，因此高度集中于出口，并与美国发生一系列贸易摩擦。八十年代在里根主政美国时期，采用了供给学派的主张，要增加国内生产而减少贸易赤字，因此才有了1985年的广场协定，逼迫日元升值。日元升值沉重打击了日本出口，使产业资本既无内需也无外需，就脱实向虚而涌入股市和地产，资产泡沫由此而生。

美国的07危机形成的原因较日本复杂，酝酿的时间也更长一些。美国经济是在上世纪五十年代中期完成的工业化，产业资本也面临着国内需求不足问题，但是自五十年代初期至七十年代初期，美国连续在朝鲜和越南进行了两场战争，成为拉动内需消化国内产能过剩的主要因素。越战结束，美国内需不足矛盾才得以显露，形成了七十年代以来的长期“滞胀”格局，也构成了产业资本从实体经济向虚拟经济领域外移的初始压力。

自七十年代伊始，美国的“金融创新”逐渐成为潮流，以期权合约为代表的一大批衍生金融工具相继登场，金融业所创造的利润占全部企业利润的水平也持续飙升，从七十年代初期的20%一直飙升到07危机爆发前的40%以上，形成了经济金融化的趋势。

1991年，前苏联解体，冷战结束，新全球化时代随之到来。由于中国等一大批发展中国家，携带丰裕而廉价的土地和劳动力等生产要素加入世界产业分工体系，使世界经济体系中出现了一大块新的价值洼地和产业利润，为在国内找不到出路的发达国家产业资本，找到了一条牟利的新出路，因此开始向发展中国家大规模转移。

这种产业资本转移在新千年之初，开始形成对发达国家出口的产能释放高峰，美国的商品贸易逆差从2000年的4800亿美元飙升到危机前的9200亿美元。发展中国家廉价商品的大批涌入，使得发达国家内部的产业资本由于成本过高而更加缺乏内需，所以产业资本的金融化、虚拟化也随着新全球化的高潮而进入高潮，许多重要的衍生金融工具就是在新千年前后被创造出来，或者是市场范围获得了极大的拓展，例如CDS（信用违约互换）、CDO（债务抵押债券）和CFD（价差合约）等等。

至于中国，虽然距离完成工业化还有相当长的时日，但国内储蓄过剩，经济长期依赖出口，在07危机爆发后国际贸易显著萎缩，导致国内产品无出路，实体经济失去盈利空间，才迫使产业资本脱实向虚。

有人说“泡沫是货币现象”，这话虽然没错，但无论是日本90泡沫还是美国07泡沫，直到08主权债务危机前的欧元区，以及2012年以来的中国，如果看四大央行的货币供给量，在资产泡沫兴起过程中都是相当平稳的，所以至少在07

危机前在美日欧经济中出现的资产泡沫，与央行的货币供给是没有关系的。

从日本90危机与美国07危机爆发前广义货币M2的增长看，的确有明显加快的趋势，但是在央行货币供给保持稳定的前提下，M2的加快只能用市场货币需求旺盛，银行体系放大了货币创造功能，从而使货币乘数提高来解释。所以，如果强调“泡沫是货币现象”，那也应该是指货币资本在总量稳定的前提下，在实体与虚拟两个市场发生了重新配置，是从实体部门大量外流的货币资本推高了金融市场的资产价格水平。

也有人说是汇率因素导致资产泡沫的发生，因为在日本90危机与美国07危机前，都有日元与美元明显升值的过程，是日元与美元升值推高了日元与美元资产的价格，并吸引国际资本流入本国金融市场，进一步推升了资产泡沫水平。但是，在美国07危机爆发前，美元虽然升值，可欧元却一直在贬值，为什么欧洲也会随美国同步爆发危机呢？2015-2016年是中国资产泡沫兴起最显著的两年，可正是在这两年，人民币对美元贬值了8.1%。再说日本，在1985-1990年间的资产泡沫兴起过程中，日本对货币与资本市场的管制是很严格的，资本与货币都不能自由进出，国外投资人在日本股市中所占的份额很小，在地产投资中更是凤毛麟角，直到危机爆发8年后的1998年，桥本内阁实施的日本“金融大爆炸”，才实现了日元自由兑换。

还有利率问题，低利率也会刺激资产泡沫发生，可是1985-1990年间的日本与2015-2016年间的中国，利率的下降都只有一个百分点，美国在新千年初到07危机前利率下降的幅度大一些，有3个百分点，但是利率下降1-3个百分点的变动在美日和中国经济中是常见的，为什么以前不出泡沫？

另外低利率同样有利于实体经济，为什么在90日本危机与07美国危机和2014年后的中国经济中，降息只催生了资产泡沫而未见实体经济回升？

共性是本质，个性是变化。我们在美、日、欧、中资产泡沫兴起的过程中，能够看到的共同背景都是生产过剩，所以生产过剩才是资产泡沫的起源。在没有完成工业化任务的年代，生产过剩反映着投资与商业周期的变化，是生产过剩与生产不足这两种总量状态的交替，在工业化任务完成后，生产过剩就从周期变成了常态，从这个意义上讲，没有新技术革命开拓出新的消费需求，发达国家的产业资本就难以摆脱过剩，资产泡沫就始终存在滋生的土壤。

二、实体资产泡沫、衍生资产泡沫与货币资产泡沫：资产泡沫的三种不同形态

一直以来在研究当代资本主义经济虚拟化的过程中，很多论者都是将90日本泡沫危机与美国07次债危机，以及07危机后发达经济体资产泡沫的复归，都看成是同样的资产泡沫形态与发生机制，我本人在长期研究过程中，也经常把90危机与07危机的发生机制混为一谈，但是现在看，其实是很不相同的。我现在认识到，日本90危机的性质是实体资产泡沫破裂，美国07危机的性质是衍生资产泡沫的破裂，而今天在美日欧经济所酝酿的资产泡沫，则是三大央行所创造的货币资产泡沫。这三类资产泡沫不仅发生机制不同，形态也有很大差别，而只有正确的辨识资产泡沫，才能在制度与政策中给予有效的防治。

（一）日本90泡沫——实体资产泡沫

说日本90资产泡沫的性质是实体资产泡沫，是因为日本的资产泡沫主要集中在股市与地产上面。虽然股市与地产也被划为虚拟经济领域，但是股票的衍生基础是实物资本，土

地就更不用说是实物资本。因此实物资产泡沫的兴起，反映的只是实物资产价格与价值相背离的过程，由此而言，日本90泡沫与200多年前在荷兰发生的“郁金香泡沫”没有本质的区别。而由于有了“实物之锚”，由于土地与股票都不可能无限供给，在短、中期内的供给弹性也很小，就限制了价格与价值的背离程度，也相应限制了资产泡沫在总量上膨胀的程度。

比如，日本在1985-1990年的危机酝酿期间，日经指数从不到1万点猛涨到近4万点，地产价格总水平也翻了一番。从虚拟经济的总值增长看，股市加地产总值约从1985年的5万亿美元增加到危机爆发时的15万亿美元，增加了约3倍，最高峰时虚拟经济总值也就是GDP的5倍左右。而危机的爆发，就是市场机制强迫价格要回归价值的过程。

实体资产泡沫是典型的“零和游戏”，即赢则所盈为输者所亏，所以是财富的再分配。但是这种通过金融市场的社会再分配过程，是使赢者的财富以存款方式锁定，这里所指的“赢者”，既包括了股市与地产的投资胜出人，也包括了所有在泡沫兴起过程中收入得以增加的相关产业所有者与劳动者，因此在泡沫兴起过程中，金融体系的资产端与负债端能够同步上升，可是当金融危机爆发后，资产端随泡沫的破灭而迅速缩水，负债端由于存款不能无端消灭而不能同步回落，这样就出现了所谓“资产负债表式危机”，即由于资产负债表失衡，金融机构不得不紧缩信贷，金融投机失败的实体企业则不得不把生产利润长期回填到债务黑洞而不能用于投资，这些都导致了经济的长期萎靡。

1992年日本央行曾估计90危机所形成的不良资产最高有50万亿日元，当时曾被大多数人认为是“胡说”，但是在经历了十多年为还债而紧缩的苦日子后，到2002年再度检视

时，不良资产不减反增，竟高达120万亿日元，才使日本从政府到企业乃至国民，都丧失了以紧缩而实现资产负债表平衡的信心，转而拥护安倍的极端量宽政策。所以，实体泡沫会恶化社会分配关系，并使经济在长期萧条的陷阱中不能自拔。

还需要关注实体资产泡沫破灭的特征。由于实体资产泡沫的原始资产都是实体商品或资本，因此在整个泡沫兴起过程中，金融资产的供给是相对稳定的，但是，由于对资产的需求是来自实体经济外移的货币资本，包括企业累积的盈利和以资产抵押获得的贷款，这些资本都不是无限供给的，而是随着外流的时间持续不断减少，所以实体资产泡沫的崩溃，更是由于资金供给方面的原因。

比如日本90危机爆发的直接原因，虽然是日本央行的加息行动，但是在1988年以后，日本六大都市的地价涨幅就已经开始显露颓势，所以泡沫难以持续被吹大的主要原因，还是流入资本市场资金开始减少，肯以更高价格接受股票和地产的人少了。

（二）美国07泡沫——衍生资产泡沫

下面我们来分析衍生资产泡沫。

首先，美国07危机与日本90危机的不同，是表现在资产泡沫的兴起并未集中在股市与地产领域。从新千年到07危机前，道指是从1.2万点上升到1.42万点，增幅不到20%，平均地价指数也只上涨了35%左右，这样的涨幅连日本泡沫经济危机中股市与地产上涨的零头都不到。但是，奥巴马在2008年刚上台时的第一个国情咨文中却说到，美国当时的衍生金融品总市值却高达680万亿美元，是当时美国GDP的数十倍。

显然，美国的资产泡沫不同于日本90泡沫之处，就在于它是衍生金融品泡沫，因此07危机的爆发形态与90危机也很不相同，不是从地产和股市的崩溃开始的，而是从雷曼和AIG这些大量持有衍生金融产品的金融界巨头，发生了严重亏损与倒闭开始的。

其次，07危机后直到今天，仍然有大量对虚拟经济与衍生金融工具的分析资料充斥媒体，但我觉得这些分析始终都没有说清楚一件事，即在短短数年内，在美国经济中为什么会出现高出美国GDP数十倍、美国实体经济资产十数倍的金融衍生品？

国内许多对当代虚拟经济的分析，其理论出发点仍然停留在马克思在《资本论》第三卷中对虚拟资本的分析范畴内，因此认为，金融衍生品与虚拟资本没有本质区别，仍是马克思所说的，是实物生产资本的“纸质复本”，这种认识的最大缺陷，就是如果价值形态的资本与实物资本是一一对应的存在，换句金融界的行话说，衍生金融品的初始资产是实物，那么美国经济中哪来的几十倍于经济总产出的资产？特别是自冷战结束后美国进入虚拟资本主义时代，实物资产或者外移或者萎缩，制造业占GDP的比重，从冷战刚结束时的25%直落到危机爆发前的15%，其资本形成总值增速在七十至八十年代年均近9%，但是九十年代到危机爆发前，直落到只有3%-4%，其在1970-2005年间的资本形成总值，加总也只有53万亿美元，又何来近700万亿美元的金融衍生品市值？

有人说，在危机前美国金融机构普遍在加杠杆，共同基金的平均杠杆率在7倍，更激进的对冲基金有20-30倍，所以是杠杆加出的衍生品市值。但是，金融体系创造信用的过程，一向是都跟着实物生产的扩大与实物资本的扩充而发生

的，如果没有央行脱离实体经济的货币扩张这个条件，就是俗话所说的“政府滥发货币”，金融体系创造货币的能力，就会被紧紧限制在央行所规定的存款准备金率及其所限定的货币乘数之内。从实际情况看，美国的存款准备金率是10%，所对应的货币乘数极限值是9，而从新千年之始到危机爆发前，美国的货币M3的乘数始终是在8-8.3之间变化。所以，金融体系对货币的创造，不是美国金融衍生品疯狂增长之源。

一般所说的金融衍生品中，包含了ABS即资产支持证券这类金融商品。资产支持证券中的一个分支是银行贷款资产的证券化，还有一个分支就是企业资产的证券化。以银行贷款的资产证券化过程而言，它虽然把抵押贷款等资产从银行资产负债表的资产端移出表外，但只是资产所有权或收益权从银行向其他投资人的转移，并没有破坏金融资产与实体资产的一一对应关系，而且有利于银行盘活资产，所以ABS这类衍生金融品的发展，从宏观上看是有利于从金融层面优化全社会资源配置的。

但是自上世纪九十年代后期到07危机爆发前得以疯狂发展的金融衍生品，都不是这些以实物资产为初始资产的金融衍生产品，而是挣脱了实物枷锁，在其中越来越看不到实物商品或资产影子的那些金融衍生品。

我们可以来看四个典型实例。

目前全球的石油期货交易年均超过3亿张合约，大约折原油450亿吨，但去年全球的总产量才有39亿吨，贸易量还不足20亿吨，即全球每年的石油期货交易量是贸易量的20多倍，或者世界每年消费的石油，还不到石油期货交易量的十分之一。这是因为，石油期货交易的主体都是不需要实际交割的合约，交易双方只是以国际石油价格的涨跌结果为赌

注，合约到期时按赌注约定清算盈亏。这种实物消费远远小于期货交易量的情况，在国际大宗商品交易中，已是常态。**一是全球最大的实物商品交易——石油期货交易，**

在国际期货贸易中，大宗商品只占十分之一，石油也只占2%，期货交易的绝大多数是金融期货，而在衍生金融膨胀的过程中，CDS扮演重要角色。CDS的雏形最早出现于1994年，其功能是给某项金融投资的违约风险购买一个保险，到1999年全部市值也才9千亿美元，但是到07危机爆发前猛增到62万亿美元。能够增长的这么快，并不是因为同期购买了保险的金融商品也增长了几十倍，而是因为规则允许CDS的发行，可以不受债券实际供应量的限制，由此变成了对债券违约风险的赌约与做空工具。在07危机前的CDS发行中，有实际债券对应的仅占20%左右，而80%是没有标的资产对应的违约赌注。**再来看CDS，即信用违约互换这个金融衍生品。**

即债务担保凭证，它是资产证券化中的一个重要分支。在CDO中，又可分成CLO即信贷资产证券化和CBO即流通中债券的再证券化。**第三个是看看在07危机中声名狼藉的CDO，**

所谓“再证券化”，举例来说，就是某金融机构可以凭借购入某项债券后所获得的预期收益为由，再发行一个新的债券，而他人亦可用购入该机构所发行的这个新债券所获预期收益，再发行一个新债券。这样一层层发下去，据说在原始债券的基础上可重复发行七、八次，被称为CDO的“N”次方，总市值超过万亿美元，在其中已经难见实物资产的影子了。

国际外汇交易的主体是汇率与利率交易，这本是服务于由国际贸易和跨国投资所产生的外汇需求，但是到今天年交

易额已高达2400万亿美元，是年国际贸易额的100倍，换句话说，就是由实物生产和流通所引起的外汇交易需求，只占全球外汇交易额的1%，其它99%都与实物生产流通无关，就是以利率和汇率的波动结果，进行货币资本的赌博。**第四个是看看全球最大的金融交易市场——外汇交易。**

当然还有许多令人眼花缭乱的金融衍生品交易方式和工具，比如在对各种实物与金融交易指数化的基础上所进行的“指数交易”产品，都是远离实物生产与流通所形成的金融商品。

这些金融商品的生产都远离实物，所以才能不受实物生产规模的束缚而形成奔腾式的增长。因此，如果说在冷战结束前传统的资本主义生产方式中，资产的创造者是实体企业而不是金融企业，金融企业所创造的金融衍生品，其来源都是实物，则在冷战后到07危机爆发前，在世界主要资本主义国家进入虚拟资本主义时代后，发达国家的金融企业就成了金融资产主体的原始创造者，这是衍生资产泡沫与实体资产泡沫的本质不同，也是美国07危机形态会明显有别于日本90危机的根本原因。

07危机与90危机还有第三点不同，就是时代的背景不同。日本90危机是发生在冷战结束与新全球化时代之前，07危机却是在冷战结束和新全球化开启16年之后。在新全球化过程中，美国等发达国家的产业资本外移，贸易逆差随着越拉越大，在冷战结束前的1990年，美国的商品贸易逆差是1200亿美元，但是07危机爆发前，已经猛增到9200亿美元。

贸易逆差的长期扩大化趋势，必须有平衡国际收支的措施，有人说主要靠美元输出，即利用美元的国际地位收铸币税。这是非常错误的认识，因为美元的输出据估计每年也只有数百亿，怎么能弥补近万亿美元的贸易赤字？此外，自冷战结

束后到07危机前，美国广义货币累计也只增加了4万亿美元，就是全部都输出了都不足同期累积商品贸易赤字的一半。

因此，美国用的就是靠本国金融体系的无中生有，大量制造衍生资产泡沫，来交换中国等发展中国家的实体产品。这是世界资本主义进入虚拟资本主义时代后的主要生态。

从冷战结束后到07危机爆发前，美国的贸易逆差中有相当一部分是本国产业资本外移后的返销，这也反映为中国的出口、中外资企业出口比重迅速提升，到90年代后期，曾一度高达57%，但在07危机前这个比重就已经开始下降，到去年只有43%，这个比重的下降，说明美国贸易逆差的扩大，越加依靠用虚拟化的金融资产换取进口实物产品的生存方式。还有一句需要说的话是，衍生资产泡沫与货币资产泡沫，都是“无中生有”的金融资产泡沫，都是产生于世界资本主义进入到虚拟资本主义阶段后，其共同的背景是实物生产相对于国内需求的不足，而日本在90泡沫破灭后相当长的时间内，都是贸易顺差国家，所以衍生资产泡沫就不会产生于日本，而是产生于美国。

欧洲在冷战结束后追求的是经济与货币统一，目的是发展实体经济与美日竞争，所以经济虚拟化的程度除了英国，都远不如美国，也决定了欧洲受美国07危机波及所爆发的危机，与美国很不相同，是主权债务危机。但是日本作为发达国家也没有逃脱经济虚拟化的命运，2011年第一次出现324亿美元的贸易逆差，到2014年又急剧扩大到1385亿美元，这就不难理解为什么安倍在2012年上台后，会推行如此激进的货币政策，日元QE规模会在短短两年多时间内，从10万亿日元跳升到将近百万亿级，乃至提出了“无限量宽”的概念，这是跨过衍生资产泡沫而直接进入到货币资产泡沫了。

还必须提及的是，在衍生资产泡沫时代，由于用金融衍生工具所创造出来的虚拟经济规模，远大于实体经济，所以就形成了虚拟决定实体，期货决定现货和远期决定近期的虚拟与实体经济关系新格局，对实体经济的健康发展就构成了新伤害，在利率、汇率与商品价格的决定方面，也随之出现了许多新特征、新机制与新规律。

（三）07危机后时代——货币资产泡沫

07危机的爆发，沉重打击了发达国家的金融机构，有些当年叱咤风云的巨型金融机构在危机中轰然倒下，更多的金融机构则对继续玩弄这类“无中生有”的衍生金融游戏心有余悸，所以CDO这种金融衍生品在07危机后几乎在美国金融市场上绝迹，CDS也从当年的62万亿美元萎缩到目前的13万亿美元左右。不仅是在美国，世界金融衍生品市场交易的萎缩同样明显，例如据国际清算银行统计，2016年国际外汇市场日均交易量比上年下降了4.4%，是自2001年以来的首次下降，而在英国这个世界最大的金融衍生品交易市场上，最近三年的衍生品交易猛降了44%。

此外，自2007到2015年，美国上市公司净减少了749家，股票市值对GDP的比率从144%下降到139%，股票交易率从217%下降到165%，在地产方面，直到今天，美国地价的平均水平仍未回到危机前，这些指标和情况，都说明了发达国家的金融业在07危机后的萎缩。

但是我们看到，美国的3大股指2008-2016年，都比07危机前上涨了60%左右，地价也接近了危机前的水平，还有美国的国债发行在危机后翻了一番还多，从10万亿美元增加到20万亿美元。可同期的GDP仅增长了12.7%，而工业生产在这9年间的增长率，还不足2%。显然，美国在07危机后金融市场的增长，是集中在股市、债市与地产，而推动这些领域

增长的动力，不是衍生金融，也不是经济复苏。

那么是什么？就是危机后突然暴涨起来的央行货币发行，是由美联储三次QE向市场所投放的货币，所以我们就看到了07危机后，美联储基础货币供应在2008年12月到2009年12月这短短一年内，暴增了71倍，联储的资产负债表从危机前的不足9千亿美元扩充到了目前的4.5万亿美元。

由央行推动的资产泡沫，主要集中在股市与债市。美日欧央行的QE资金，多一半是用于直接购买本国国债和企业债。国债方面，危机后美欧央行的购买量分别占到20%-25%，日本央行占到45%。企业债方面，美国央行购买了20%的企业不良资产，欧洲央行购买了15%的企业债，日本央行则购买了13.5%的企业债。股市方面，除了日本央行有少量股票购买，约占股市总值的3%，联储与欧央都没有直接进入股市。QE对股市的影响，主要是通过对银行体系提供宽松的流动性，间接拉高股市。

货币资产泡沫虽然主要集中在证券市场与地产，有些类似日本90危机的实体资产泡沫，但是其推动泡沫的原始动力，不是来自实体经济中的货币资本，而是由央行所创造的货币。由于07危机后美联储与欧央、日央用QE所创造出的十数万亿美元货币，都没有实物增长为背景，因此股市、债市与地产的增长，也成了无源之水，等同于把证券与地产市场，也变成了虚拟化的金融衍生品。

所以，没有央行的货币推动，就没有07危机后股市、债市与地产的上涨动力，所以美股才失去了波动性，变得只会追随央行的货币投放而单边上涨，所以“被动型基金”才能在07危机后大行其道，战胜了价值发现型的“主动型基金”，让美国三大被动型基金成为了九成标普企业的第一大股东，最终是使证券市场的健康机制被扭曲、被挤出。

货币资产泡沫是产生在07危机后，是接替衍生资产泡沫而出现的新泡沫形态，它与衍生资产泡沫的共同背景是，发达国家仍处在新全球化时代，金融危机在大批消灭衍生金融品的过程中，并没有消灭发达国家的商品贸易逆差，从美国看，只是在危机爆发后的短短两年内逆差有所下降，就又基本回升到危机前的水平。所以货币资产泡沫的出现即所谓QE，目的不仅在于挽救美国的金融体系和刺激经济复苏，更在于维持发达国家的虚拟资本主义生存方式。

货币资产泡沫是政府制造的泡沫，从道理上讲，这个泡沫要破，主因就应该是来自政府的货币紧缩。目前这个泡沫还没有破，今后破了会怎样，我们放在后面讨论。

三、怎样给中国目前的资产泡沫分类？

中国经济中目前已经存在着严重的资产泡沫，对这个严峻的事实已经没有争论，那么中国的资产泡沫应该是属于哪种形态？我的看法是，因为央行的基础货币供给保持着稳定，所以资产泡沫兴起的源头，不是货币超发，即不是货币资产泡沫。但是自2015年以来中国股市、债市、楼市与期市的泡沫起伏相继，已经很明显的是实体资产泡沫了。

然而完全用实体资产泡沫也解释不了中国经济目前“脱实向虚”的特征，因为业表内总资产在2013年至2016年的短短4年中，从130万亿元猛增到230万亿元，表外资产更是从43.7万亿元增加到253.5万亿元，表内外合计银行业总资产共增加了300万亿元以上，猛增了180%，而同期的现价GDP只增加了20万亿元，增幅为37%。这样的增幅，连90危机前的日本也难相比。我没有查到日本当时银行总资产的数据，但从占银行资产主体的广义货币看，日本在1985-1990年的六年中是增长了68%。而中国在2012-2016年的5年中，是增长了82%。中国银行

那么是什么引起了中国金融体系的迅速扩张呢？美国在07危机前是资产证券化及其衍生资产泡沫的发展，但是在今天的中国，直到去年末资产证券化的总值也只有3万亿元，其中银行贷款证券化总值还不足5千万元，不足银行贷款总余额的1%，与美国平均40%的贷款证券化率相距甚远。2.5万亿元的企业和政府资产证券化总值，相对于数百万万亿元的企业与政府总资产而言，也是微乎其微。

如果说资产证券化是金融机构资产负债表左侧的衍生工具，而中国的资产证券化在近些年才刚刚起步，则中国资产泡沫的兴起就必然在资产负债表的右侧。我们可以看到的是，自2012年以来，许多新的金融工具在中国金融体系内不断涌现，并获得迅猛发展，比如理财业务、同业存单等这些银行表外业务，都是几乎从无到有，形成了几万亿元到几十万亿元的规模。

具体的机制很可能是，中小银行以同业存单等形式，从大银行获得资金，再购买大银行所发行的理财等类产品。大银行以同业存单所提供的回报支持理财产品的发行，中小银行则以同业存单发行所获得的资金为资金池，不断扩大发行规模，由此形成大银行与中小银行之间的货币创造和循环。这种资产泡沫形式，实际上更类似于美国07危机前的CDO，即“再证券化”，因此是属于衍生资产泡沫形态。

但是美国的衍生资产泡沫，是“先衍生，再搞泡沫”，即把银行由负债所得的存款先变成贷款类资产，然后才开始资产的衍生化过程，而在中国，干脆连资金从右侧到左侧的资产创造过程都省了，就是在金融体系的右侧开始了资产泡沫的创造，所以在今天的中国金融领域，才会有一个日本90泡沫与美国07泡沫中都没有过的词汇，叫“资金空转”。

所以，中国今天资产泡沫与美日危机中都不同，是实体

资产泡沫与衍生资产泡沫的混合物，而在金融体系资产负债表右侧的资产泡沫制造方式，还真是不同于美日的中国特色。

还需要多说一句的是，在我所看到的很多分析中，都把加杠杆、加久期当作是银行表外资产得以急剧膨胀的机制，这虽然是中小银行扩大资产规模的普遍做法，而其实质还是在利用货币乘数空间来加大货币创造，而自2012年以来，中国的银行体系的货币乘数大约是从4.3提升到目前的5.3，这一个百分点的提升，大约能提供30万亿元的新增广义货币空间，离同期新增百万亿元的银行资产规模，还是相去甚远。因此，离开了衍生资产泡沫“无中生有”的特质，就看不清楚在中国经济下行过程中，金融体系反向膨胀的原因。

此外，在近两年的中国经济中，我们还看到了另一种实体资产泡沫的再分配过程。2016年以前，中国的PPI与企业利润，一直在跟随经济下行而下行，但是自2016年以来，在经济增速与需求水平都没有显著扩张的背景下，PPI与企业利润却出现了显著回升，这种反差引起了广泛关注与争论，争论的焦点就是，这两者的回升，是否预示着中国经济的触底与新周期的到来。

其实看看PPI的结构就很清楚了，今年前10个月，PPI涨幅6.9%，其中生产资料上涨8.6%，生活资料上涨仅有0.7%，这种涨价格局，是离最终需求越远涨幅越大，越近却越小。在生产资料内部，采掘业增长23.2%，原材料增长12.1%，加工业增长6.1%，也是上游产业猛涨而下游产业上涨有限。这种格局与近两年期货交易中的钢铁、煤炭、有色等大宗商品期货价格被不断拉高有直接关系，是钢铁、煤炭等商品因品种少且交易批量大而容易被期货化、金融化，加工业尤其是消费品工业，因为量大面广交易分散而难以期

货化、金融化，因此上游产业就凭借其金融化的优势而拉高价格，从下游产业转移利润。

不能否认中国经济中目前的确有需求回升的因素，但PPI与企业利润的强劲上升，不是经济需求回升程度的真实反映，而是对工业盈利的再分配。公道的说，这部分回升的利润并没有完全落到生产企业手中，而是大部分落到了期货投机者的手里，这样的再分配结果，当然不利于中国实体经济的发展，但也让我们看到了实体资产泡沫在中国的变形与发展。

还应该指出，虽然2014年以来随着外汇储备的下降，由外汇占款所产生的央行基础货币投放压力消失，货币投放速度开始下降，但是由于央行对各种金融创新的鼓励，在我国金融体系出现了大量前所未有的新货币派生渠道，是促使货币乘数在央行基础货币供应收缩的背景下强劲上升的原因。尤其是对同业存单这类表外资产，根本就没有存款准备金率的要求，理论上具有无限膨胀能力，才能在短短3年内，从“零”膨胀到十几万亿元。所以，管住基础货币却放开了派生货币，仍然是刺激资产泡沫兴起的重要条件。这也不仅仅是中国当前的问题，在日本90危机特别是美国07危机中也是同样存在的。

四、07危机后世界资本主义的新特征及其原因

在我看来，07危机后世界资本主义出现了四个新特征。

在总结日本90危机教训的时候，因其“资产负债表”式危机的特征，人们曾一度认为在危机后央行的救助不及时和持续的货币紧缩政策，是导致日本经济在危机后长期陷入萧条的原因，所以在07危机后，美联储所采取的措施是与日本央行当年的做法完全相反的。然而在07危机后美日欧三大央行的强力货币扩张政策刺激下，各国经济和世界贸易也曾一

度复苏，但是到危机爆发后的第四年，即2011年，先是国际大宗商品价格指数由升转跌，到2015年比2011年下跌了42%，而后是国际贸易自2012年后出现了停滞与萎缩，世界出口额2013年只增长了2%，2014年只增长了0.5%，而到2016年则比2014年下跌了15.7%。从工业生产看，直到2015年美日欧三大经济体的工业生产指数都没有恢复到危机前。因此在07危机爆发八年后人们才意识到，货币政策救不了经济，美欧经济居然和当年的日本一样，陷入了长期衰退的泥沼。 **第一是危机的长期化。**

在长达200多年的西方市场经济中，货币超发会导致严重通胀早就是常识，但是在07危机爆发后，美日欧三大央行共投放了近15万亿美元货币，全球各国央行共投放了30万亿美元货币，通缩却成了各国挥之不去的阴影，这种完全违背经济学常识的现象，被美联储主席耶伦称之为“通缩之谜”，不仅刺激各国央行不断放胆采取更加激进的货币扩张行动，而且还出现了“安倍经济学”这种新的货币理论怪胎。 **第二是强力货币供给与通缩长期并存。**

以前当通胀严重的时候，通胀率高于名义利率就会出现实际利率为负，或者是在危机来临时避险资金抬高了债券价格使收益率为负，都是有的。当危机来临时央行为了刺激经济回升而降息，是通常的反危机货币政策，07危机后美日欧三大央行把基本利率降至几乎为零，已经是极端做法了。但是央行的法定利率为负，却是信用货币历史上从未有过的事情，这种也是完全违背经济学基本理论的事情，在危机前与危机中似乎并没有在学界与政界广泛讨论过，却在2016年被欧洲央行与日本央行几乎在同一时间所采取，美联储虽然没有采取负利率政策，并且开始了货币紧缩过程，可是联储的几位重要人物，却在讨论如果下次爆发新危机，是否应采取

负利率。 **第三是出现了负利率。**

在美日欧三大经济体，最显著的是政府的债务率不断攀升，美国和欧元区都是从07危机前的60%左右攀升到目前的100%左右，日本则是从140%攀升到250%。危机爆发后，发达国家的金融机构与居民部门都经历了显著的去杠杆过程，实体企业部门却在加杠杆。我没有找到直接的数据，从美国银行体系的贷款规模看，在07危机后是从39万亿美元增加到目前的44万亿美元，由于金融机构和居民都在去杠杆，政府部门则主要依靠增发国债获得资金，因此加杠杆的只能是实体企业。中国在07危机后，由于没有受到危机的直接冲击，因此除了政府部门加杠杆不明显，其它如金融机构、实体企业与居民部门负债率的上升都很明显，尤其是企业部门更明显。 **第四是经济的债务化。**

从冷战结束到07危机爆发前，是新全球化奔腾式发展的时代，而新全球化的特征是随新国际分工关系而生的贸易与跨国投资高增长，促进了各国的经济高增长，与比较明显的通胀压力，还有各国政府与企业普遍增加的财政盈余和外汇盈余，这与以上所说的四个新特征，即经济萧条、贸易停滞、通缩和负债率不断上升，形成鲜明反差，因此很多人认为，新全球化时代被07危机终结了。此外，英国脱欧与特朗普上台后美国退出TPP，也被认为是新全球化终结的标志。

从工业革命到二战前，是自由与垄断资本主义时代，二战后持续了45年的是冷战时代，冷战结束后持续了近20年的是新全球化时代，我们都可以概括出时代特征，那么，07危机后世界是进入了什么时代，是什么主导了07危机后这十年中出现的新变化、新特征？没有人回答。

在我看来，新全球化时代在07危机后并没有结束，只是机制与作用方向相反了。新全球化的逻辑，是冷战结束后中

国等发展中国家携带巨量低价生产要素加入全球分工体系，引起在发达国家内部长期找不到出路的产业资本向发展中国家涌流，产业外移引起发达国家的经济虚拟化过程加快，表现为产业资本的金融化过程与金融衍生市场的发展过程，都在冷战结束后显著加快，另一方面就是不断扩大的实物贸易逆差。发展中国家在国外产业资本不断流入的推动下出口获得极大增长，形成庞大外汇储备，又以金融投资形式返回到发达国家的金融市场，成为弥补发达国家实物贸易逆差的主要来源。这个过程周而复始，不断放大。

但正如前面分析中所说，发达国家金融机构从产业资本资产的服务者，向生产者的转变，使金融产品供给量猛增，而来自本国产业资本的资金，和来自发展中国家的外汇收入资金流入都是有限的，表现为发达国家的金融商品供给过剩，以及全球的虚拟经济规模与实体经济规模越来越不对称，终于导致了07危机的爆发。

所以，新全球化过程中所形成的发展中国家的实体产业竞争强势，才是07危机爆发的本质原因。我在本文的第一部分就指出，产业资本出来的原因，就是它回不去的原因。在资产泡沫破了之后，虽然发达国家虚拟经济与实体经济严重不对称的现象有所纠正，但造成这种不对称的本质原因，即发达国家的实体产业竞争力低于发展中国家的态势，不仅没有得到纠正，反而在深度与广度方面更进一步发展了。

我们先来看下面两张表：

表一： 主要国家工业制成品进口情况 亿美元

2007 年	进口比重%	制成品差额	总贸易差额
美国	70.3	-4434	-8722
日本	50.5	3262	921
德国	66.7	3860	2662
法国	73.8	-206	-276
2015 年			
美国	78.9	-9262	-8031
日本	59.8	1621	-236
德国	71.7	3559	2795
法国	77.5	-330	-668

资料来源：《国际统计年鉴》国家统计局

表二： 主要国家 07 危机后 8 年内累计的居民消费支出现价增幅 %

中国	美国	日本	德国	法国
458	3.6	-33.2	-26.9	-45.1

资料来源：《国际统计年鉴》国家统计局

从第一张表可以看出，在07危机爆发8年后，美、日、德、法这四个主要资本主义国家，工业制成品占全部进口的比重，无一例外都是上升的。从制成品贸易差额与总贸易差额的关系看，美国的总体贸易逆差虽然在危机后的8年中减小了700亿美元，可制成品逆差却从4434亿美元猛增到9262亿美元，翻了一番还不止，同期内法国的制成品贸易逆差也增加了124亿美元。同期内，日本从贸易顺差国家转成逆差国家，一正一反相差了1127亿美元，主因就是同期的制成品顺差减少了1621亿美元，只是2007年制成品顺差的一半。德国号称世界出口顺差冠军，却不仅在危机后8年中，进口制成品比重提升了5个百分点，制成品顺差也减少了301亿美元。

再看表二，在07危机爆发后的8年中，美国累计的居民消费支出增幅也只有惨淡的3.6%，日、德、法三国的消费增幅更是出现了25-45%之间的大幅度收缩。

制造业是发达国家实体经济的主体，07危机前发达国家

贸易顺差的缩小与贸易逆差的扩大，是产业外移所导致的空心化，是新全球化的结果，但并非所有产业都外移到发展中国家，因此危机后国内需求的主体——消费需求的大幅度萎缩，本应是建立本国经济内部实体供给与需求的再平衡，然而在以上表一和表二所反映出的现实，却是发达国家内部制造业的更大幅度衰退，以及更加依赖发展中国家的制成品进口。

发达国家的实体经济在07危机后的进一步衰退，不仅反映在以上这些统计数据上面，更有大量惊心动魄的事实在不断发生。比如日本的一大批著名企业，在近5年内因长期亏损而相继被暴进行财务与产品质量造假，被收购或将倒闭。不仅是日本的大企业，号称德国制造名片的大众汽车也被暴为降低成本而进行质量造假，最近又传出美国的百年老店GE陷入经营困境，在断臂自救。东芝、大众与GE都只是冰山之一角，是发达国家的实体经济在07危机后并未随虚拟经济的消退而获得振兴，反而普遍陷入更加严重的衰退。

发达国家的企业是因为没钱才陷入生存困境吗？当然不是。早有报道显示，美日欧的企业现金账上，都有巨额存款，大约都是从危机前的1万亿美元增加到目前的2万亿美元，因此美日欧经济都是典型的“储蓄大于投资”。按照传统经济学理论，储蓄大于投资的现象应该出现在实体经济严重过剩的时代，但现实却是不断增长的巨额储蓄与长期存在的巨额贸易逆差并存。那么是发达国家的技术不先进吗？也不是，直到目前最大的发展中国家中国，仍然与发达国家有着明显的技术差距。因此答案是，不是没钱，也不是没技术，而是产品成本没有盈利能力。而这个原因，正是新全球化的起源，也是爆发07危机起源。

为什么说在07危机后新全球化过程并没有结束，这就是

依据。所以，把新全球化仅仅定义为新国际分工关系下的生产、投资与贸易高增长，是不准确的，把它定义为在发达国家与发展中国家存在明显生产要素价格差，从而使发达国家的实体产业失去竞争与盈利能力，才是更准确的。

正是因为这个原因，07危机爆发后新全球化下半场的基本特征就是，全球范围内的产能增长仍在继续，但是发达国家的需求却随危机的爆发而消失了。需求的消失并未能够提升发达国家实体产业的盈利水平，反而是对生产企业盈利能力的更大破坏。所以，美日欧的制造企业才会进一步垮塌，工业制造品进口比重才会明显上升。

下面我们拿新全球化逻辑，看看是否可以很好的解释07危机后出现的新现象、新问题。

我们还是先来研究最有意思的负利率问题。我们知道，利息的来源是利润，如果投资利润普遍为负，资本的平均回报率就是负值，也就相应决定了实际利率应该是负利率，所以美日欧三大央行在07危机后把利率长期保持在“零”水平，就是对危机后国内需求严重收缩，实体经济的资本回报率进入零到负区间的真实反映，而不仅是刺激经济回升的政策要求。

在实际中我们看到，美联储在07危机后把资产规模扩大了5倍，从不足9千亿美元猛增到4.5万亿美元。从负债端看，危机前99%是流通中的货币，存款准备金不足1%，而超额存款准备金更是几乎为零，但是危机后流通中的货币占比降到1/5，超额存款准备金则从17亿美元暴增1200倍至2.1万亿美元。美联储4.3万亿美元的QE分成两部分，一部分是购买美国国债，共2.3万亿美元，另一部分是购买机构债，共1.8万亿美元。购买国债的这部分应该是通过各种渠道变成了弥补贸易赤字的支出，是前面所说的“货币资产泡沫”的生成机

制，而购买机构债这部分，则主要是购买了美国金融体系内部因资产泡沫破裂所产生的“有毒资产”，是用优质的现金资产置换出美国金融体系的不良资产，目的是恢复美国金融体系的投融资活力。但显而易见的是，金融机构在获得巨额现金后，并没有用于服务经济复苏，而是把这些钱又存进了美国央行，因为联储可以给付1.15%的超额存款准备金利率。这反过来证明，07危机爆发后在美国经济中，普遍的资本回报率都不足1%。

美日欧三大央行中，首先实施负利率的是欧洲央行，当2014年6月欧央实施负利率的时候，主要原因也是由于大量QE出去的资金，又以超额存款准备金形式返回来并长期滞留。紧跟着实施负利率的日本央行，其动机也与欧央一致，是因为QE出去的资金又被银行体系返回央行账户而不入市场。日本央行的超额存款准备金利率更低，只有0.1%，即使这样商业银行仍要把资金存放在央行，可见民间市场的资本回报率比0.1%还要低。

如果能够用资本的负回报率很好的解释负利率，那么QE会与通缩并存就不难理解了。资本回报率为负，货币就不进实体经济，而我们所说的通胀一般都是指实体产品的价格水平，货币不进实体，又怎么能构成对实体产出的需求，从而构成现实的通胀压力？

另一方面，在前面已经说过，07危机爆发后，以中国为主体的世界实体供给能力仍在增长，而发达国家的金融与居民部门都在去杠杆过程中，引起全球性的需求收缩，也是形成世界性长期通缩的原因。

用新全球化因素也可以很好的解释经济债务化的出现。债务化的本质，是收入不能覆盖支出而必须靠负债来弥补收支差额。危机爆发后使实体经济更加萧条，政府税源萎缩导

致收支缺口，必须增加借债，这个不难理解。实体企业的负债率上升突出，则一方面是因为危机使生产经营更加困难，收入更难覆盖支出，另一方面则是因为实体企业拥有较多实物资产，比较容易取得抵押借款。

最后我们用新全球化的观点，讨论一下为什么危机会长期化。

由于新全球化过程，是高低两个生产要素体系的融合过程，在这个过程中，发展中国家因为拥有低廉的生产要素而取得实体产业竞争优势，发达国家因相反原因居于劣势，所以生产要素水平的基本接近，才是发达国家重建产业优势的起点。由此而言，从目前看，发达国家的人均收入水平，是包括中国在内的中等收入国家的10倍，是中国的5倍，而2010年以来，发达国家的人均收入增长基本停滞，中国则保持在年均12%，如果能保持在这个速度，中国应在15年后达到发达国家的人均收入水平，如果以7%的速度增长，应在25年后达到发达国家目前的水平。因此，高低两个生产要素体系的融合过程，至少还应该持续15年以上的时间。在这个过程完成前，如果其他国际环境没有大变化，发达国家的实体经济增长就始终都会被新全球化因素所压制，经济就会陷在长期的停滞中走不出来。

有人会说，特朗普上台后不是正在推动美国的“再工业化”吗？很多人还特别担心特朗普的“大减税”政策会严重冲击中国的实体经济。我对特朗普的减税政策是不看好的，因为中美之间的要素价格差距是以数倍计的，而减税不过是在百分之几十的范围内变动，对中美之间的要素价格差产生不了决定性影响，所以特朗普的再工业化与奥巴马一样，也只能是说说而已。

五、下一场危机何时会来？会有什么新特征？

上世纪八十、九十年代到07危机爆发前，美国的经济增长率始终在3.5%-4.5%之间，因此我所说的危机的长期化，是指美国的经济增长率始终不能恢复到3%以上，个别季度可能有超过，但是很快又会掉下来。我们现在要讨论的，是在经济持续低增长过程中，还会爆发新的经济与金融危机。

到目前为止，我们见到过实体泡沫危机与衍生泡沫危机是怎样爆发的，但是还没有见到过货币泡沫危机是怎样爆发的，以及爆发后有什么后果。现在我们就来分析与想象一下。

首先，07危机爆发后美日欧三大经济体的利率水平是全线走低，甚至出现负利率，但若爆发新危机，则很可能会出现利率的急剧飙升。这是因为，货币泡沫危机的特点是央行的行为排除了市场机制，而资本市场中过去的一个重要机制就是股市随经济波动，而债市是股市的避险机制，即如果股市随经济下行，股市资金就会向债市流动，反之又会回流。当资金流入债市时会抬高债市价格，相应压低债券收益率，从而会引导市场利率的下行。但是在07危机后，由于实体经济始终萎靡，已经不是引起股市与债市波动的原因，而股市与债市的波动，都共同取决于央行的货币供给，所以就出现了股市与债市同向波动的格局。因此，如果央行开始进入货币紧缩过程，就不仅是股市的崩溃，也会同步出现债市的崩溃，市场利率就会急剧上升。联储的目的当然是以缓慢的货币紧缩而实现软着陆，可紧缩货币与避免股债崩溃的平衡点不是那么容易找到的，联储人士最近一再说，必须做好更大规模QE与实施负利率的准备，这种矛盾的心理，就是心中明白，再次崩溃的原因将是联储本身。

07危机后美日欧三大央行的降息与QE，主要是为了托住和重振资本市场，但货币宽松的底线是不触发实物通胀，所

以实体经济的通缩与负回报率，才会成为三大央行敢于在降息与QE的路上不断前行的信心支撑。然而利率的底线不是上限，当危机再度爆发，因债市暴跌引起利率水平反转并显著上升，就是虚拟决定实体这个时代特征的再次表现，因为在金融市场中所运行资金，要远比实体经济中的资金规模大得多。

此外，07危机后推动美股上升的重要动力之一，就是美国上市公司对自身股票的回购，总额大约有近3万亿美元，占了同期美股的12%，像苹果这样回购力度最强的公司，能占到20%，而美国上市公司回购股票的资金来源之一，就是利用低利率发债，吃股息率与利率的差额。若在新危机中利率水平上扬，这种发债后回购的动力就会消失，结果是一方面打击债市，一方面又打击股市。

其次，07危机中破产的主要是金融类企业，而若再度爆发新危机，主要倒下去的很可能是大批实体企业。这是因为，在07危机后发达国家的内部需求都发生了急剧紧缩，使相当一部分实体企业不得不靠负债度日。在零利率与负利率时代，企业只要有[资产](#)抵押，负债增长基本上不会有利息压力，但是当新危机爆发导致利率上行后，情况就会反转，高负债率就很可能成为压垮骆驼的最后一[根稻草](#)。

第三，07危机前，美国主要靠创造衍生资产泡沫平衡贸易差额，07危机后又转向靠超发美元制造货币资产泡沫平衡贸易差额，但是新危机爆发后还能靠什么？我们在前面一直没有说到过的一个话题，就是美元资产泡沫的出现，还依靠美国在世界范围内的经济、军事与安全能力，例如用2008年引发欧债危机，2012年制造乌克兰危机和2013年的欧洲难民危机，以及近年来在东海、南海制造的危机，来不断驱赶国际资本向美国单向流动，使美国有能力维持巨额贸易逆差，

这就是美国在07危机后居民消费还能有微弱增长，不用像日、德、法那样，进行25%-45%的居民消费需求紧缩的原因。所以在07危机后美国经济能够好于欧日，不是美国实体经济强于欧日，而是因为美国的军事与外交、安全等软实力大大强于欧日。

美国通过扶持IS在中东作乱，策划了欧洲的难民潮，但难民潮成为了英国人民支持脱欧的原因。英国是美国金融资本在欧洲的桥头堡，因为欧洲2/3的美元资产交易与3/4的衍生品交易，都是在英国完成的。英国脱欧阻断了美国金融资本利用安全危机，迫使欧洲资本向美元资产回流的通道，使美国对全球资本流动方向失控，所以接下来我们看到的就是以特朗普为代表的美国产业资本在美国政治舞台重新抬头，特朗普上台后提出了诸如减税、边境税、限制移民、鼓励出口、美国生产——美国消费等一系列有利于美国产业资本的政策出台，以及从强势美元政策向弱势美元政策等不利于美国虚拟金融资本的政策转变。还有就是乌克兰危机平息，叙利亚内战结束，IS被剿灭。这就意味着，如果再度爆发美国金融危机，美国已经没有工具或机制来保证全球资本向美国的单向流动，也就意味美国没有能力平衡巨额贸易逆差了。

对于一个实体产品消费45%要靠进口的国家来说，失去平衡贸易逆差的能力将意味着什么？那就是实体产品的严重供不应求。

第四，实体产品严重供不应求的格局，将引出严重的实物产品通胀，这种产品通胀不仅来自于巨大的国内供求缺口，更与07危机后急剧膨胀起来的货币供给紧密相关。如果说07危机后美国实体与虚拟经济的关系，是实体通缩与虚拟通胀，那么在新危机爆发后就会进入虚拟严重通缩与实体严

重通胀的过程。流动性一般是指资产变换成现金的能力，美国在07危机后向金融市场注入了大量现金，以保持住美元资产的变现能力，然而当新危机爆发时，这种虚拟通缩、实体通胀的格局，会让所有持有美元资产的人都疯狂逃离美国的实体与虚拟领域，所以到时人们很可能发现，最没有流动性的恰恰是美元本身，所以新危机的结果，很可能就是美元霸权危机。

在美国出现的问题，也是美日欧等发达国家共同存在的问题，如果美国爆发新危机，欧洲特别是日本的实体产业可能会垮塌的更严重。从欧洲看，近两年TARGET2净差增幅已超过德国的贸易顺差增幅，反映的是南欧国家的贸易逆差已经逼近和超过北欧国家的贸易顺差，说明以北欧的生产和储蓄，来弥补南欧消费和贸易逆差的做法已经走到了尽头，也是以欧元来促进欧洲经济增长的道路走到了尽头，加泰罗尼亚事件和德国三党联盟执政谈判的破裂，都是欧元区内部因实体经济整合失败而走向政治分裂的反映，如果爆发新危机，对欧洲实体经济形成更大的需求与盈利能力紧缩，欧洲很可能会经济与政治危机一起爆发，欧盟的解体也并非不可能。对于日本就更不用多说了，没有新危机，日本的实体企业也正在进入总体破产阶段。例如有[数据说明](#)，日本去年的工业总利润中，五大汽车的利润占到了60%，再加与汽车相关的企业利润更占到90%，当钢铁、电子、化工、造船等传统支柱产业相继倒下，而只靠一个产业来支撑国民经济的时候，再来一场新危机会怎样，可想而知。

所以新危机，仍旧会是发达经济体的共同危机。

美国人一向喜欢说“美元是我们的货币、你们的问题”，当新危机来临时，美国人恐怕最想说的就是，“美元是联储的货币，联储的问题，我们想要人民币”。

六、中国应从07危机中学到什么

我们能从美国07危机中学到很多东西，但以下五点我认为是最重要的：

第一，各种资产泡沫发生的共同背景，都是生产过剩，而生产过剩只有在工业化任务完成后的发达经济体，才会成为常态，但中国还有9亿农民，工业化阶段还远没有结束，而新全球化因素还能保中国未来20年的实体产业优势，因此中国资产泡沫的发生，更多的不是源于发展阶段转换，而是源于宏观政策摆布不当。近几年在中国相继出现的股市、债市、楼市和期市泡沫，很大程度上都是因为官方政策的直接鼓励，现在宏观调控当局虽然已经开始警惕资产泡沫的过度泛滥，但主要仍是采取对资本市场资金断流的方法，而没有把工作重点放在为实体经济开拓需求道路上面来。

在中国目前的发展阶段，不是没有内需，城市化就是最大的内需。在改革开放之初直到07危机爆发前，城乡二元结构的主要表现是城乡居民的收入差距，然而在07危机后，农民工的工资水平快速增长，到目前已经与城市职工工资水平基本拉平，但他们在城市没有户口、没有社保，因此无法在城市立足，像城市人那样消费。所以，今天的城乡二元，更主要的是消费水平的二元，相应地，城乡二元结构更成为一种储蓄机制，或者是抑制消费与内需的机制。这就决定了，在今天要开启中国的内需，就必须大力推进城市化。

必须警惕的是，近两年中国的城市化不是在升温，而是在降温，据有关方面数据，去年新增农民工数量仅有50万，新增城市人口数量仅有300万，和新千年以来年均上千万的数字相比，显然是陷入停滞。不仅如此，最近有些大城市发生的驱赶农民工现象，更是逆城市化、让农民工再农民化的行为，这样的趋势，这样的做法，放在随时可能到来的新全

球金融危机的背景下，不仅是错误，而且很危险。

第二，货币政策不是万能良药，如果QE和零利率、负利率管用，发达国家的实体与虚拟经济，都不会走到今天。提高负债率是一碗“孟婆汤”，虽能续命，却不能从根本上解决收入不能覆盖支出的问题，反会给新危机埋下两个火药桶：一个是恶性通胀，另一个是一旦利率反转，就会因利息负担要实体经济的命。

第三，[区分](#)不同类型的资产泡沫，是为了治理泡沫时能有理、有据、有节。资产不等于资产泡沫，衍生工具更不等于衍生资产泡沫，我们不能在泼洗澡水的时候，连盆里的孩子也一起泼掉。中国下一阶段的改革开放，金融领域无疑是重点，但发达市场经济中的什么金融工具应该引进来，什么不应该引进来，就在于要划清资产与资产泡沫，衍生工具与衍生资产泡沫的界限。

毫无疑问，中国在今后至少还有20年左右的实体经济之路要走，因此凡是有利于促进实体经济发展的金融工具都应该允许发展、创新和引进。比如资产证券化在中国就发展的很不充分，应当放手鼓励发展。但是“不能无中生有”是一条根本界限。所有金融衍生品的原始资产都必须是实物，因此，对那些脱离实物资产的金融工具，比如那些指数交易、差价交易、再证券化交易等，都应当取缔而不给其发展空间，对那些连资产的边都不沾，只在金融机构资产负债表右侧空转的金融产品，更是不能允许其存在。

我们必须警惕，许多导致07危机的衍生金融工具已经在中国登场，并且在近两年获得急速发展。比如在投资不断走低导致钢材需求低迷的背景下，钢材价格却在期货的拉动下暴涨，今年8月11日，一天的螺纹钢交易量就超过了全国半年的产量，说明虚拟经济已经对中国的实体经济产生破坏性

影响，继续放纵，必成大害。

第四，货币当局决不能认为，管住货币就可以放开创新和监管，在源头就管住各类资产泡沫的滋生，远比出了事再收更重要。比如CDO与CDS这两种金融产品，是把不同风险度和收益率的贷款资产混合打包，再以CDS做保险，使其达到三A级要求，说是可以帮投资者分散风险，在07危机中却因为CDO资产包中的次贷出了问题，连累得数百万亿美元金融衍生品大厦轰然倒塌。美国金融监管当局辩称是因为衍生品太过复杂，让监管无法穿透市场表层，但在批准这种产品的时候为什么没有看到，其把不同风险的产品放在一处，又予以外部增信的方法，本身就是在模糊投资人的视野，监管者离市场更远，怎么可能看得更清楚呢？

再比如，当2013年央行提出同业存单管理办法的时候，怎么会不清楚这种没有存款准备金率约束的表外工具，会在央行的货币供应渠道之外，另开一条新渠道？怎么会完全没有想到同业存单会在银行体系的资产负债表右侧，与理财等金融工具形成对信用创造的无限膨胀机制与资金空转？用好的初衷来解释坏的结果是没有用的，人非生而知之，重要的是必须在实践中不断总结经验教训，不再犯同类错误。

第五，即将到来的新金融风暴，会比07金融风暴更加猛烈，也更加惨烈，因为很可能是发达国家实体经济的一次大垮塌，美元的货币霸权也很可能在这次危机中衰落，并在危机爆发后继续发达国家的实体经济停滞与衰退之路，由此走出一个更长的“L”型。但是发达国家，尤其是美国，会甘心丧失其国际经济、货币与政治地位吗？新危机会导致一场世界大变局是肯定的，但是向什么方向变，现在还真说不定。

我在此想强调的是，危机必然会导致中国外需的进一步大紧缩，因此开拓内需才是保证中国不受外部新危机冲击的

根本办法。此外，就是不要急于开放中国的资本市场和推人民币国际化，是防止避免新危机冲击到国内的重要堤坝。美元的霸权是产生于二战后列强实力都被战争消耗干净，中国的金融市场与人民币的国际核心地位，则应该产生于新危机后发达国家实体经济更加衰落，与中国的实体经济地位更加强大。

零壹财经将于2019年1月10日在北京JW万豪酒店，以全面独立的研究，联合银行、保险、证券、基金、互联网金融、金融科技等众多领域的学者领袖，召开以“新银行、新互金、新技术、新连接”为主题的新金融年会，探索新金融的变化与机会。本次年会，银行成为真正的主角；金融科技兵器谱榜单（第一期）、商业银行数字客户旅程探究报告、中国银行业运营效率报告&排行榜和区块链产业发展年度报告等多项成果也将在年会上发布。

