

日本权威经济学家  
**野口悠纪雄**  
提醒中国注意

全球经验与中国崛起书系

**日本的反省**  
依赖  
**美国的罪与罚**

[日] 野口悠纪雄 著 贾成中 黄金峰 译

日本遭遇到前所未  
有的衰退是因为长  
期向美国提供资金

世界經濟危機——日本の罪と罰

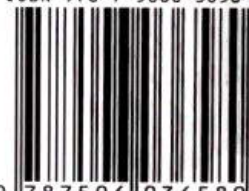
東 方 出 版 社

与美国斗智斗勇需要智慧  
中国要避免发生  
史上最大的坏账

日本股价暴跌之谜  
日元急剧升值的阴谋  
日本出口立国的模式全面崩溃

不要让中国成为下一个日本

ISBN 978-7-5060-3658-0



9 787506 036580 >

定价：28.00元

上架建议 经济管理

全球经验与中国崛起书系

# 日本的反省 依赖 美国的罪与罚

世界經濟危機——日本の罪と罰

[日] 野口悠纪雄 著 贾成中 黄金峰 译

東方出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

日本的反省 / (日) 野田悠纪雄 著; 贾成中, 黄金峰 译. —北京: 东方出版社, 2009  
ISBN 978-7-5060-3658-0

I. 日… II. 1. 野… 2. 贾… 3. 黄… III. 金融危机—研究—美国 IV. F837.125.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 172903 号

Sekai Keizai Kiki by Yukio Noguchi

Copyright © 2008 by Yukio Noguchi

Simplified Chinese translation copyright © 2010 by Oriental Press

All rights reserved

Original Japanese language edition published by Diamond, Inc.

Simplified Chinese translation rights arranged with Diamond, Inc.

through Beijing Hanhe Culture Communication Co., Ltd.

本书中文版权由北京汉和文化传播有限公司代理  
中文简体字版专有权属于东方出版社  
著作权合同登记号—图字: 01-2009-3672 号

日本的反省

作 者: (日) 野田悠纪雄

译 者: 贾成中 黄金峰

责任编辑: 关永华

出 版: 东方出版社

发 行: 东方出版社 东方音像电子出版社

地 址: 北京市东城区朝阳门内大街 166 号

邮政编码: 100706

印 刷: 北京智力达印刷有限公司

版 次: 2010 年 1 月第 1 版

印 次: 2010 年 1 月第 1 次印刷

开 本: 710 毫米 × 1000 毫米 1/16

印 张: 10.25

字 数: 10.8 千字

书 号: ISBN 978-7-5060-3658-0

定 价: 28.00 元

发行电话: (010) 65257256 65245857 65276861

团购电话: (010) 65240553

版权所有, 违者必究 本书观点并不代表本社立场

如有印装质量问题, 请拨打电话: (010) 65266204

## 前言

本书讲述的是即将袭击日本、破坏程度前所未有的经济危机。

书名中使用了“罪与罚”这个词语，我想有人会对这种表述有反感，所以在此特作说明。

首先，震撼世界的经济危机的主犯是美国，这是毫无疑义的。犯罪实施者是投资银行和基金公司，因为是它们用借来的巨资进行盲目的投机，罪状是“贪婪”，对此许多人都曾谈到过。

而本书想强调的是“仅凭美国是不能引起此次经济危机的”，一定有“共犯”。“共犯”就是为美国提供资金的国家，具体地讲就是日本、中国和石油输出国组织（欧佩克）。这些国家均是对美贸易顺差国，它们把通过国际贸易赚得的美元投给了美国。也就是说，这些贸易顺差经由资本交易回流到美国。另外，由于日本长期实施超低利率政策和政府干预汇市，致使借日元投资美元的“日元套利交易”行为泛滥。

这种套利交易使日元进一步贬值，日本出口进一步扩大，同时也催生了美国的住宅价格泡沫和金融泡沫。也就是说，“向全世界（尤其是美国）散发低成本的资金”是日本的“罪状”。

日本的执政当局对此“罪状”也是承认的。日本银行副总裁山口广秀在2008年10月21日的国会质询会上说：“日本银行长期实行的低利率和定量货币宽松政策的副作用之一，就是加速了日元贷款在海外的投资交易，所以日本的金融政策有可能对海外金融市场带来一定的冲击，这是不

可否认的。”我认为他的看法是正确的。

那么，对于日本所犯下的“罪行”，谁应该承担责任呢？应该是政府的政策制定者、政治家、经济界的领袖，以及煽动实施宽松货币政策的学者。

话说至此，虽说日本是“共犯”，但并没有享受到太多的利益。这几年出口企业的业绩大增是事实，从日本整体来看，我强烈地感觉到日本被主犯美国“利用”了，并且今后还要为此付出更大的代价。这就是书名用“罚”字的理由，对于大部分日本国民来说，用“罚”这个字是不恰当的。

事实上，我们已经受到了一定的惩罚，由于异常的日元贬值正向正常水平回归，日本持有的外国资产已经发生巨额损失，其规模接近因美国次贷危机造成的世界金融机构总损失额的一半。

从个人角度上看，那些投资于外币储蓄和外币信托的人以及在外汇交易中购买外币的人，都已经蒙受了巨大的损失。我们把宝贵的储蓄供奉给美国，可人家却倒打一耙（借款不还）。更可气的是——美国的投资银行的高管们却领着连日本人想都不敢想的巨额薪水，而我们又不能让他们用个人的薪水还账，真是天理难容。然而，发生这种事情并不是被谁所强制的，是我们自己心甘情愿的，所以造成的损失也只能自己默默地承受。

日本该受“罚”的不只是外币资产的贬值，今后还将遭受未曾有过的经济不景气的袭击。这一点很重要，本书就是针对此发出的警告。

第一波袭击——出口企业减产、业绩大幅度下滑，相关企业破产并导致失业人数大幅度增加（这一波袭击基本完成）。第二波袭击——因金融机构的不良资产增加和股价下跌导致自有资本减少（在银行决算中也已经开始显现）。因金融经济与实体经济是相互影响的，所以经济不景气会进一步扩大化。又因为这种不景气事态是我们所未曾经历过的，所以很难准确地预测危机在未来的哪个时点爆发。不过，日本经济将面临前所未有的挑战是毋庸置疑的。

面对这种未曾有过的事态，政府又是如何应对的呢？其一是发放定额的补助金。这种应对策略除了“为选举赚取人气”外，看不出有什么实质性的意义。其二是实施卖空管制和现价冻结金融商品。这种应对策略的实质就是把即将暴露的问题隐藏起来。由此可见，政府是不可信的，面对即

将到来的危机，我们只能自卫。

不只是推行宽松货币政策和日元贬值政策的直接责任人，就连普通市民——本书的读者也会随之受害，经济危机将所有的日本国民卷入其中是没有道理的。对此，我认为：在事态扩大的过程中，媒体没有发出警告、没有唤起国民自卫意识的责任是十分巨大的。

金融危机蔓延之后，“批判美国金融帝国主义”的声音多了起来，这是最近舆论的潮流。可是，这样的议论并不会使事态得到任何改善。

现在最重要的就是要发挥每一个人的能力，改变日本的社会结构。

在小说《罪与罚》的结尾，陀思妥耶夫斯基作了如下的陈述：

“这里是新故事开始的地方，那是……从一个世界向另一个世界的缓慢过渡，这个故事让我了解了一个从前闻所未闻的新的现实，那就是新故事的主体吧。”（江川卓译，岩波文库）

我特别喜欢这一段，可是我们日本人何时才能领悟到其中的内涵呢？

在本书的出版过程中，大宝石出版社编辑局第一编辑部的今泉宪志先生给予我莫大的帮助，他不仅帮助制作年表，就连一部分图表的制作也出手相助。在此，深表谢意！

野口悠纪雄

2008年11月

## 译者序言

美国次贷危机引发的金融海啸波及面之广、持续时间之长、对实体经济影响之深，可谓百年一遇。面对这场危机，各国政府正在联手应对，也引发了众多学者的理性思考。本书就是其中的一个代表。

作者以犀利的语言、独到的视角分析了美国金融危机产生的原因，驳斥了日本经济下滑是受美国金融危机影响的观点。他认为：世界经济遭受如此大的重创绝不仅仅是美国次贷危机和美国人的过度消费这些表面现象造成的，而是由支撑美国人可以过度消费的国家共同造成的。这些国家包括日本、中国和石油输出国组织（欧佩克），正是这些国家将庞大的贸易顺差回流到美国才支撑了美国人的过度消费，所以这些国家自然成为美国金融危机的共犯。

针对一些人提出的“金融衍生品泛滥是美国金融危机的元凶”的观点，作者也提出了自己的观点并进行了批评。他认为：金融衍生品是现代金融创新的产物，就像现代工业文明的产物——汽车一样，在方便人们出行的同时也会发生交通事故，而造成交通事故的根源并不是汽车而是驾驭汽车的人。所以，金融衍生品本身并不是造成金融危机的根源，而那些不能正确运用这些金融工具的人才是制造危机的始作俑者。

对于应对金融危机的对策，作者的观点也非常鲜明，他认为：政府救济金融机构并不能从根本上解决问题，而是应该从调整产业结构入手。在危机的大背景下，不能以危机为名实施贸易保护政策，贸易保护只是对腐



朽产业的延命而已。不仅无助于解决目前的世界经济危机，反而会使危机持续时间延长，并为下一次更大的危机埋下祸根。

从此次金融危机的发展势态来看，作者的观点正在逐步地得到验证；从各国的危机对策上看，作者的一些观点正在被吸收和采纳。我们相信：在世界各国的共同努力下，金融危机的影响会逐渐弱化，世界经济的明天会更加美好！

尽管该书以日本为中心研究金融危机的影响及对策，但对于所有经济学学者、经济学爱好者以及关心金融危机走势的人，不能不说是一道极品佳肴。因为它摒弃了以往经济学者惯用的晦涩的理论分析和模型，而是用通俗的语言描述了此次金融危机的产生与演变过程。其语言之犀利、视角之独到、分析之透彻，定会让每位读者爱不释手。

由于时间仓促和译者本人的水平有限，翻译不妥之处敬请广大读者批评指正。

贾成中 黄金峰

2009年7月13日



# 目录

前言 001

译者序言 004

## 绪论 百年一遇的经济危机 001

现在发生了什么事情 001

错误百出的一般认识 002

不同的认识导致不同的对策 003

## 第1章 日本出口立国模式的崩溃 005

1. 为什么日本的股价会暴跌呢 005

日本的股价跌幅比美国大 005

急剧的日元升值 007

微弱的景气复苏 009

巨变的日本贸易收支 010

日本贸易顺差归零 012

2. 日本出口立国模式的崩溃 013

丰田危机 013

上市企业的收入骤减 014

业绩大幅下滑的出口产业 014

汇率左右企业的业绩 019

“改革改变了日本”的说法是诌骗 020

景气复苏的基础脆弱 021

外需依存 021

无法摆脱的工业化阴影 022

3. 是“日本时代的到来”，还是日本的大危机 025

日本受的伤轻吗 025

帮助美国而有了风险？ 025

# 001

027 4. 日本处理不良资产的经验不值得炫耀

027 日本不良资产的处理情况

028 注入公共资金的总额有多少

029 国民负担了多少？又是怎样负担的呢

## **031 第2章 席卷美国的金融危机的本质**

031 1. 美国住宅价格泡沫的膨胀

031 我所见到的美国住宅价格泡沫

032 升值潜能催生的价格泡沫

033 有分歧的泡沫判断标准

034 次级贷款及其证券化

037 2. 金融危机的进展

037 危机爆发初期（AC -1 期）

040 救助贝尔斯登

041 金融危机爆发的中期（AC -2 期）

042 汇率的动向

042 资金国际流动的大变化

043 金融危机蔓延期（AC -3 期）

044 投资银行模式的终结

046 3. 金融工程学是元凶吗

046 债权证券化并不是新花招

046 级别不能评价风险

047 分散投资只能规避个别风险

048 依靠评级是错误的

050 4. 何谓 CDS

050 金融衍生品践行保险机能

050 激增的 CDS

052 CDS 本身并不是恶魔

## **055 第3章 孕育怪物的美国过度消费**

055 1. 过度消费使美国经常收支赤字扩大

# **002**

金融危机的真正原因是经常收支赤字	055
20 世纪 90 年代以来美国经常收支赤字急剧扩大	056
持续扩大的资金流入	057
赤字扩大的原因是消费增加	058
日本、中国、欧佩克顺差	059
美国的过度消费	060
2. 经常收支赤字可持续吗	062
对经常收支赤字可持续性的质疑	062
伯南克和库帕的观点	063
没有投资机会的日本	063
投资日本国内日本人会更富裕	064
持续扩大的美国过度支出	065
住宅价格 + 丰田 = 复合泡沫	065
3. 美国经常收支赤字使日本的顺差增加	067
日本经常收支顺差增加	067
$GNP = \text{国内支出} + \text{经常顺差}$	068
对格林斯潘、库帕、伯南克主张的评价	070
根据蒙代尔—弗莱明模型分析	071
4. 美国经常赤字缩小是不可或缺的	073
经常收支赤字这个怪物还活着	073
美国的金融危机与日本不良资产问题的不同	074

## 第4章 对美顺差回流导致世界泡沫 075

1. 资本交易回流顺差的机理	075
具有重要作用的资本转移	075
因赤字流出的美元是如何回流的呢	075
中国和日本的顺差回流	076
石油收入的回流	076
英国的金融中介机能	078
2. 日元贬值泡沫的行程	079
宽松的货币政策与政府干预汇市	079
美国的住宅泡沫与日元套利交易有关	080

- 082 日元贬值泡沫的发生
- 082 日元贬值政策的成功
- 083 腐朽的产业结构因日元贬值而获利
- 085 3. 投机的破产
- 085 明斯基时刻的到来
- 086 国际性资本交易的变化
- 087 资金逆转引发日元升值
- 087 史上最大的坏账
- 088 斗智需要智慧

## **091 第5章 原油、食品的价格问题解决了么？**

- 091 1. 初级产品价格暴涨和暴跌
- 091 原油价格虽然下跌了，但长期仍将高位运行
- 092 进口物价上涨
- 094 初级产品价格与黄金价格同步上涨
- 095 影响初级产品价格的三个因素
- 096 投机促使原油价格暴涨
- 097 长期需求趋势是增加的
- 098 如果需求弹性增大，问题就会得到缓解
- 099 世界经济正在探寻新的美元价值水平
- 100 2. 金融政策的导向性
- 100 金融政策的政治经济学结构是复杂的
- 101 在巨大不确定性情况下的金融政策运营
- 102 3. 粮食价格问题的正解并不是提高自给率
- 102 粮食问题的本质不是数量不足，而是价格过高
- 103 “热量自给率”的谎言
- 104 “买难”并不是问题的本质
- 105 日本的米价异常高
- 106 增加大米的进口量，会提高日本人的饮食生活水平
- 107 只有农户对策，没有农业政策
- 108 解决粮食问题的正解并不是提高自给率

价格上涨，则供给就会增加 109

废除进口限制以应对粮价上涨 110

## **第6章 世界经济和日本经济今后会如何 113**

### **1. 经济危机接下来将如何发展 113**

美国经常性项目收支赤字缩小之前，危机并不会结束 113

5% 的负增长率也是可能的 114

堤防 10 倍大的海啸 116

### **2. 股价和汇率将如何发展 117**

股价和汇率的预测原则上是不可能的 117

因泡沫而扭曲的评价 118

股价与企业利润下降交织在一起吗 119

日元仍会升值 119

汇率用巨无霸指数衡量应为 1 美元 = 80 日元 120

初级产品价格的走势 121

不动产价格低迷 121

### **3. 投资银行模式的终结 123**

20 世纪 90 年代变脸的投资银行 123

杠杆投资的危险性 124

21 世纪型的金融危机？ 125

### **4. 解耦的美国 126**

美国超级大国地位终结？ 126

英国及爱尔兰将会如何 126

对 35% 的利润增长率失望的投资者 127

足以令经济学家瓦里安震惊的谷歌思想 129

## **第7章 如何应对即将到来的经济危机 131**

### **1. 如何管理资产 131**

不要攥住即将脱落的餐刀？ 131

如何投资更好呢 132

用储蓄去投资的欺骗性 135

# **005**

- 136 《经济财政白皮书》的投资理论漏洞百出
- 137 2. 如何正确评价日元升值的益处
- 137 日本宏观经济政策的倾斜
- 138 日本人无法真实感知日元升值所带来的好处
- 140 3. 日本经济结构大转换
- 140 1 美元兑换 70 日元时，收益仍然上升的国际性开放国家
- 141 谷歌与丰田的区别
- 142 所得性收支已经进入关键阶段
- 143 有必要培养精明的金融专家
- 144 4. 危机就是机遇
- 144 因经济回暖而危机意识淡薄
- 145 创办企业危机就是机遇

## **147 卷末资料**



# 绪论

## 百年一遇的经济危机

### 现在发生了什么事情

对于当下的金融危机和经济混乱，很多人会产生以下的疑问：

(1) 虽称之为“美国发生的金融危机”，可是为什么日本的股价下跌程度比美国更严重？日本与此次危机有着怎样的瓜葛、涉足的程度又有多深呢？

在对此此次经济危机的描述中，报刊纪事文章均用“美国发生的金融危机”来表述，而日本的经济混乱只是受美国金融危机的影响而已。如上述说法成立，日本所受到的影响也应该是比较轻微的。可实际情况并非如此，如本书第1章的标题1所示，日本的股价跌幅明显高于美国。

这就表明此次经济危机与日本有着很大的关联，能否正确认识这一点，是把握问题的关键。

(2) 此次金融危机和经济混乱的程度有多严重？多长时间能够解决？危机之后世界格局将会发生怎样的变化？

我认为此次金融危机是个“大问题”，这一点已形成了广泛的共识。然而，类似此次危机是宣告“美国单极体制终结”之类的见解我是不敢苟同的。

美国的产业并不只有投资银行业，即使在经济混乱的风暴中也有盈利

较高的产业。前不久有人倡导“解耦论”（即使美国经济衰退，只要新兴国家的经济持续增长，问题就不会进一步恶化）。事实上，中国和印度的经济也受到了影响，所以我认为解耦的只是美国的一部分。这个问题参见本书第6章和第7章。

（3）股价和汇率会怎样变化？股价会跌到什么程度、日元还会升高吗？

这个问题在本书第6章进行论述。对于股价和汇率的预测原则上是不可能的，报纸、杂志等刊登出来的“证券分析师的预测”是没有任何理论根据的，也不会起到任何作用。尽管如此，这类分析预测可能昭示着未来的某种趋势，第6章的论点就在于此。

（4）在生活和资产管理方面，我们将如何自我保护？

这也是一个非常重要而不能简单就可以回答的问题。对此有几个问题需要讨论，具体内容参见本书第7章的标题1。

## 错误百出的一般认识

本书的目的在于对上述诸问题“如何认识”和“如何应对”，在列举的诸问题中，既有可以马上回答的，也有因存在极大的不确定性而不能确切回答的，更有一般的认识是有错误（或者是不完善）的。

本书着重强调被一般人所误解的问题，具体来说有以下几点。

（1）此次金融危机不仅限于金融问题，而且还包括宏观经济的问题

对于当下发生的经济危机，一般人认为：美国住宅价格产生泡沫，次级住房贷款泛滥，加之对其证券化的金融商品投机性的投资过于集中。当住宅价格泡沫破裂后，相关金融商品的价值下跌，从而使金融机构陷入危机之中。进而导致美国的经济衰退，其负面影响也波及了日本。

次级贷金融化商品发生问题是事实，但这只不过是此次经济危机的一个表象，其背后的深层原因是宏观经济存在重大的扭曲。如不认识这一点，就无法正确认识现在的经济混乱现象（参见本书第3章）。

金融危机蔓延的速度快，金融机构的破绽易于显性化，所以金融机构的问题容易被发现。而实体经济的变化缓慢，因为危机发生于经济的不同侧面，所以很多事情还没有被清楚地认识到。但它作为金融危机背后的问题而存在是不争的事实。

## (2) 日本自身的问题

关于此次危机，一般的认识是：“美国发生的金融危机”，“美国之飞火殃及了日本”，而事实并非如此。

这一点非常重要。如本书第1章所述，从股价走势来看，日本比美国的股价跌得更厉害。即便今后的景气衰退，日本也可能比美国衰退得更严重（其理由如第3章的标题3所述）。危机事态发展到今天这个地步，是因为日本自问题发生之初就与其有着千丝万缕的联系。因此，认为“日本是被受害者”的观点是大错特错的。

## (3) 自作聪明的景气对策和宽松的货币政策是没有意义的

回避景气衰退无疑是我们的愿望，而今后的景气衰退是不可避免的。基于本书第3章、第4章的分析：从长期来看，为了彻底地解决问题，当前的景气衰退是不可避免的。如从这一角度出发，政府的现行对策都是十分草率的，这种自作聪明的对策也是没有意义的。即便实施宽松的货币政策，也只是将问题拖延罢了。

## 不同的认识导致不同的对策

对于上述问题，因对经济危机发生机理的认识不同，所以对其未来的预见就会发生变化，应对的方法也会产生重大的差异。如果美国的问题只是金融机构的危机，则美国通过救助金融机构和收购不良资产就可以解决，20世纪90年代日本的金融危机就是这样的问题。但此次危机的问题是金融背后的实体经济问题，所以解决起来很困难。

现在政府考虑的危机对策只是停留在“美国发生的金融危机殃及到了日本”这一认识层面上，如果能意识到“此次危机是宏观经济的扭曲，日本处于其中心位置，今后更严重的景气衰退是不可避免的”，则政府采取的对策会完全不同。

变化太剧烈、今天发生的事情与昨天完全相反、危机的事态正以光的速度蔓延（我在为杂志撰写连载纪实时，就常常被弄得不知所措，原稿刚刚印出，局面就发生了新的变化，这种事情我也是第一次经历）。这些都是混乱尚未结束的证据。

事实上，自2007年夏季以来，我对此次经济危机发生前的征兆就已有过几个阶段的体验（参见书第2章的标题1、2）。如果被接二连三发生的

事件弄得不知所措，我们往往难以看透其本质。

本书的目的不是为了单纯地列举已经发生了的事件，而是对发生了的事件进行分析。报纸、杂志也报道发生了的事件，但分析得未必充分。此次经济危机的事态发展是我未曾体验过的，加之此次危机发生时先进的金融操作手法与国际资本运作复杂地交织在一起，所以认识起来绝非易事。但是，不能正确地认识其背后的真相就不会有正确的应对策略。

第1章、第2章是对已发生的事件在现象层面上进行梳理。第3章、第4章、第5章是对现象的分析，也是本书的重点。第6章、第7章是对未来的预测和应采取的对策。

## 第 1 章

# 日本出口立国模式的崩溃

### 1. 为什么日本的股价会暴跌呢

#### 日本的股价跌幅比美国大

首先概观一下股价的走势。如图 1-1、图 1-2 所示，日本的股价下跌得很剧烈。

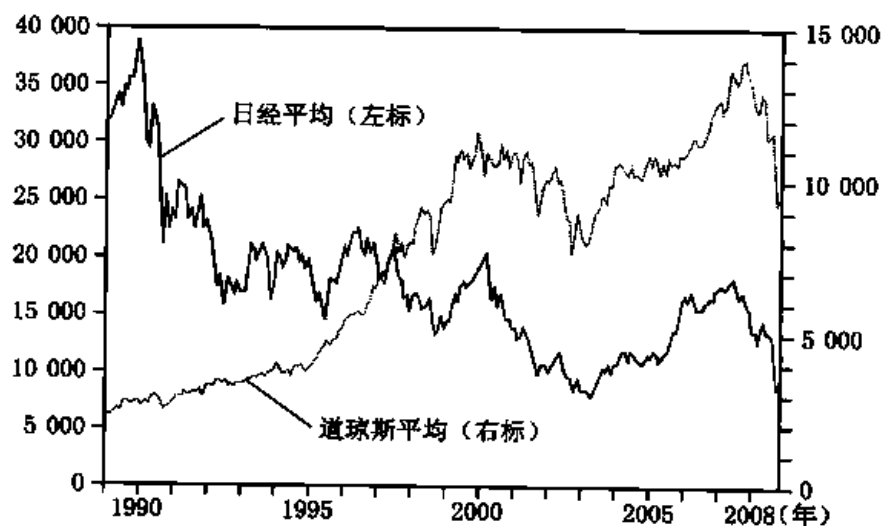


图 1-1 日美股价走势图 (1989 年~2008 年)

资料来源：日本经济新闻社，Dow Jones & Company.

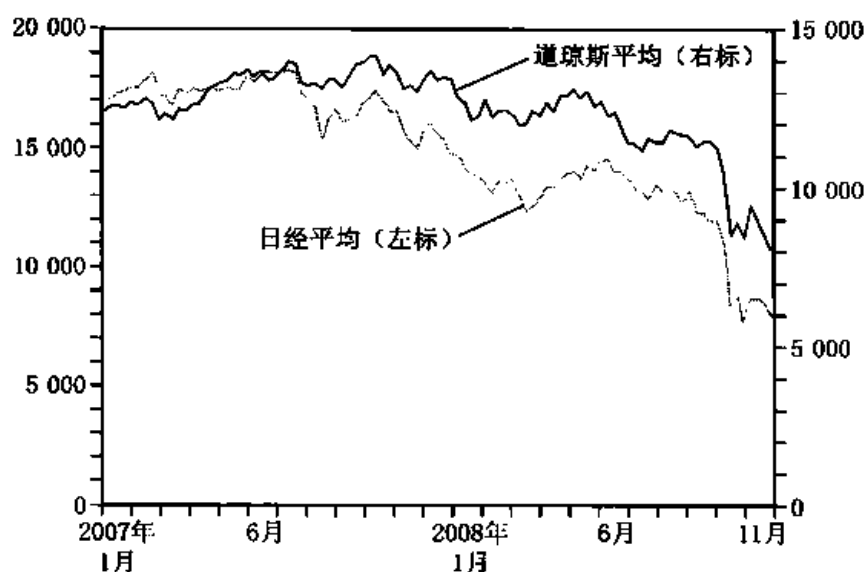


图 1-2 日美股价走势图 (2007 年 ~2008 年)

资料来源：日本经济新闻社，Dow Jones & Company.

日美 2008 年 11 月下旬的股价水平与 2007 年夏季的水平相比，2008 年 11 月 25 日日经平均指数为 8 323 点，若将 2007 年 7 月最后一周的日经指数的平均值 16 978 点定为 100，则 2008 年 11 月 25 日的股价水平仅为 49.0。2008 年 11 月 25 日道琼斯平均指数是 8 497 点，若将 2007 年 7 月最后一周的道琼斯平均指数 13 182 点定为 100，则 2008 年 11 月 25 日的股价水平为 64.3。

由此可见，日本的股价跌幅远高于美国。当然，这种计算结果在不同时间段之间进行比较时，会得出不同的值。尽管如此，选取任何相同的两个时点进行比较，都会得出日本的股价跌幅大于美国的结论（若将 2007 年 7 月最后一周的股指平均值定义为 100，那么 2008 年 10 月末日经指数对应的股价水平就为 50.5，道琼斯指数对应的股价水平为 70.8）。

日本的股价为什么如此暴跌？以下几种说法很值得我们思考。

其一是“对岸失火”说。如果仅是“对岸失火”，日本的股价并不会如此暴跌。从现在发生的一切来看，问题的实质不仅仅是“美国的次级贷”问题，而是日本经济本质的问题。因此预计今后日本产生的问题会比美国更严重，日本股价跌幅会更大。只要我们能虚心坦诚地接受市场传递的信号，必然会得出这样的结论。

其二是“外资出逃”说（因改革意愿不强而引发外国投资者出逃，进而导致股价下跌）。外国投资者出逃是事实，但日本企业业绩恶化才是真正原因，并不是因为改革意愿不强（“改革”只是政治口号，并不能改革日本的企业和日本经济的本质）。再有，因外国投资者卖出日本股票后将资金带回本国，这会导致日元贬值，而实际情况是——日元还在升值。因此，这种说法也过于草率，要理解日本股价暴跌的原因，还是有必要考察日本经济的运行机理的，因为这和国际资本流动问题紧密相关，因此问题显得复杂错综。

自20世纪80年代以来，世界经济经历了黑色星期一、亚洲金融危机、长期资本管理公司的衰亡、IT泡沫破裂等重大危机事件。这些事件对于危机的当事者来说是非常严重的问题，但从世界的大版图来看只是一个局部事件。90年代日本经济泡沫破裂也是第二次世界大战后日本最大的经济危机，但对世界经济的影响并不大。与日本的经济泡沫破裂相比，此次危机对世界经济的影响更深、波及面更广。所以，美国联邦储备委员会（FRB）前主席阿兰·格林斯潘称之为“百年一遇的金融海啸”并不夸张，从日本的角度来说更是如此。

### 急剧的日元升值

图1-3、图1-4显示的是日本外汇汇率的变动情况。



图1-3 汇率走势 (1985年~2008年11月)

资料来源：日本银行，Yahoo Japan Corporation.

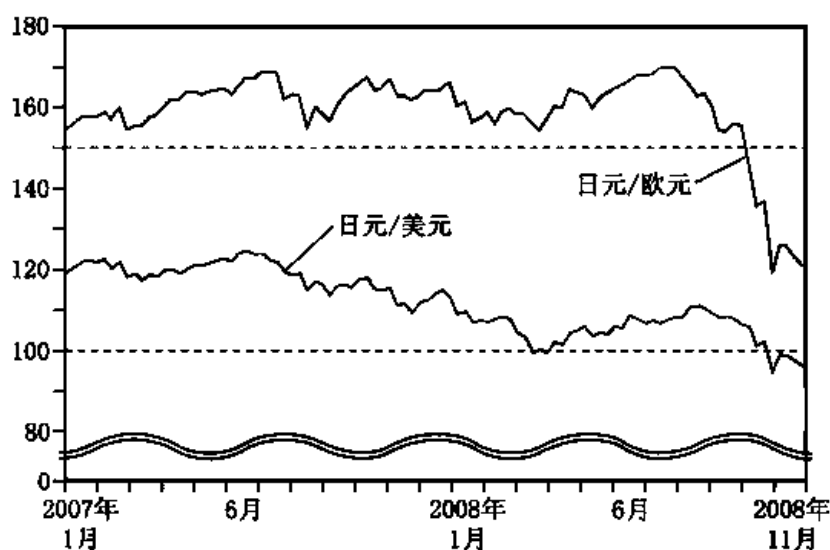


图 1-4 汇率走势 (2007 年 ~2008 年 11 月)

资料来源: Yahoo Japan Corporation.

<sup>1</sup> 广场协议——1985 年 9 月 22 日西方五国财长和央行行长针对修正美元升值在纽约广场酒店召开的会议，会后，日元快速升值。

从长期来看，名义汇率在 1985 年 6 月为 1 美元兑换 250 日元，1985 年 9 月广场协议<sup>1</sup>后日元迅速升值，到 1987 年年末 1 美元兑换 120 日元，之后直至 90 年代中期日元仍处于升值区间。从 90 年代中期到 2007 年夏

季，美元对日元的汇率总体保持平稳，在 110~120 之间波动。也就是说在过去的 20 年间（1987 年~2007 年）日元对美元的名义汇率并没有太大的变化。

2007 年夏季以后日元再次快速升值，2008 年 3 月 1 美元兑换 100 日元。之后日元有所贬值，同年 8 月恢复到 1 美元兑换 110 日元水平。但 2008 年 10 月开始日元再次升值，11 月 25 日升值到 1 美元兑换 96 日元。（关于汇率对贸易的影响，一般用实际汇率来考察，实际汇率是根据各国的物价上涨率调整后的汇率水平，参见本书第 4 章。实际汇率升值水平大幅度高于名义汇率的升值水平。）



## 微弱的景气复苏

日经指数的平均值于2008年10月27日刷新了泡沫经济以来的最低点(7162点)。其后股指保持稳定,但长期变动趋势并不稳定。

股指创新低是一种象征性的事件,至少可以判定日本经济又回到了2003年4月的水平。从构筑未来的基础这个观点来看,2002年以后的景气复苏是完全没有意义的。

此轮的景气复苏是由出口增加所致的。出口增长的第一要素是美国的进口增加。其结果是美国的经常收支赤字扩大到了不可持续的程度(参见本书第3章的标题1),也就是日本对美国的出口扩张并不是无限的。

第二个要素是日元贬值。即通过宽松的货币政策和政府干预汇市扭曲宏观经济实现的,这仍是一个不可持续的策略(参见本书第4章的标题2)。总之,2002年以后的日本景气复苏是通过两个不可持续的异常条件实现的。

一般认为:2004年“日本经济真正进入复苏期”。我对此还是存有疑义,并分别在2005年的《宝石周刊》上连载了“请虚心坦诚地看待经济现状”和“企业业绩回升并非真实”等文章,2006年8月将这些连载文章整理后,出版了单行本的《日本经济真的复活了吗?》。其实日本经济并没有真正复活是众人皆知的事实。

2002年以后的景气复苏是在极其脆弱的基础上实现的,现在股票市场和外汇市场所发生的事情并不是有什么新的情况出现,而是早该发生的事情终于发生了而已。

世界股价动荡暴跌其本质是经济泡沫的破裂。经济泡沫因国家的不同而有不同的表现形式,而金融则是相通的,所以股价下跌会在世界各国同时发生。

美国的泡沫表现形式为“住宅价格的上升、住宅贷款证券化商品和再证券化商品的增殖”。在中国和印度的股价因投机性交易而上涨。这些是比较容易理解的,也是通常讨论时的中心议题。

不过,日本发生的泡沫是以较难理解的形式表现的,连这到底是不是泡沫人们还没有清醒的认识。那就是异常的日元贬值,即使泡沫破裂后还在持续地影响着日本经济。

## 巨变的日本贸易收支

有一种观点认为：“2008年9月以后的股价下跌是一种异常象，并不能反映日本经济的基本面。”报刊上大量报道了这种观点。

还有一种观点认为是“市场失灵”。市场的确是有失灵的时候，然而在理论上市场会对所有可能的信息做出反映，在作出“市场失灵”这个判断之前我们应该虚心倾听市场发出的警告。

2008年10月下旬股价下跌的直接原因是“出口企业年报预告收益大幅度下降”。造成出口企业收益下降的原因是出口量的减少和日元升值，这些并不是“发生了什么新事件”，只不过是隐藏数年的问题暴露出来而已。

在贸易统计中，对日本出口总体下滑已经有了清楚的表述。2008年8月的贸易逆差为2360亿日元，赤字的主要原因是资源价格上涨导致进口大幅度增加和对美国出口大幅度减少（同比减少21.8%）。也就是说，全球经济环境的变化必然引发日本的赤字。

如表1-1所示，截止到2007年，日本贸易收支一直存在巨额的顺差。所以2008年8月的贸易逆差是令人惊愕的（在特定月度的贸易收支中，出现逆差也是最近的事情，每年1月份的贸易顺差都有减少的倾向，只有2006年1月出现逆差。虽说8月与其他月份相比贸易顺差也有减少的倾向，但并没有出现逆差，2007年8月的顺差额为8762亿日元）。

表1-1 日本国际收支总览

（单位：10亿日元）

年度	经常收支							资本收支		外汇储备 增减
		贸易与服务收支					所得		投资	
		国际贸易			服务收支					
			出口	进口						
1985	11 970	10 674	12 952	41 572	28 620	-2 278	1 604	-13 013	-12 912	60
1986	14 244	12 961	15 125	34 600	19 475	-2 164	1 568	-12 250	-12 164	-2 483
1987	12 186	10 293	13 232	32 523	19 292	-2 939	2 348	-6 151	-6 038	-5 549
1988	10 146	7 935	11 814	33 426	21 611	3 880	2 644	-8 342	-8 212	-2 126

(续表)

年度	经常收支							资本收支		外汇储备
		贸易与服务收支					所得		投资	增减
		国际贸易			服务收支					
			出口	进口						
1989	8 711	5 970	11 041	37 398	26 357	-5 071	3 177	-7 465	-7 278	1 849
1990	6 474	3 863	10 053	40 688	30 635	-6 190	3 287	-4 868	-4 715	1 370
1991	9 176	7 292	12 923	41 465	28 542	-5 631	3 499	-9 266	-9 105	1 139
1992	14 235	10 205	15 776	42 082	26 306	-5 571	4 513	-12 917	-12 753	-75
1993	14 669	10 701	15 482	39 164	23 682	-4 780	4 533	-11 704	-11 539	-2 997
1994	13 343	9 835	14 732	39 349	24 617	-4 898	4 131	-8 992	-8 800	-2 585
1995	10 386	6 955	12 345	40 260	27 915	-5 390	4 157	-6 275	-6 061	-5 424
1996	7 153	2 317	8 849	43 566	34 717	-6 531	5 813	-3 343	-2 989	-3 942
1997	11 734	5 768	12 098	49 519	37 421	-6 330	7 037	-15 132	-14 645	-766
1998	15 528	9 530	15 753	48 867	33 114	-6 223	7 144	-17 082	-15 151	999
1999	13 052	7 865	13 778	45 795	32 017	-5 913	6 574	-6 274	-4 366	-8 796
2000	12 876	7 430	12 372	49 526	37 154	-4 942	6 505	-9 423	-8 429	-5 261
2001	10 652	3 212	8 401	46 584	38 182	-5 189	8 401	-6 173	-5 826	-4 936
2002	14 140	6 469	11 550	49 480	37 929	-5 081	8 267	-8 478	-8 056	-5 797
2003	15 767	8 355	11 977	51 934	39 958	-3 622	8 281	7 734	8 201	-2 1529
2004	18 618	10 196	13 902	58 295	44 393	-3 706	9 273	1 737	2 250	-17 268
2005	18 259	7 693	10 335	62 632	52 297	-2 642	11 382	-14 007	-13 458	-2 456
2006	18 849	7 346	9 464	71 631	62 167	-2 118	13 746	-12 467	-11 913	-3 720
2007	24 794	9 825	12 322	79 725	67 403	-2 497	16 327	-22 538	-22 065	-4 297

注1：资本收支和外汇储备增减的（-）表示资本流出（资产的增加，负债的减少）。

注2：经常收支 = 贸易服务收支 + 所得收支 + 转移收支，本表未列“转移收支”项目。

注3：资本收支 = 投资收支 + 其他资本收支，本表未列“其他资本收支”项目。

资料来源：日本财务省《国际收支状况》。

削减顺差，为消除日本巨额贸易顺差而引发的贸易摩擦，以青川泰雄为代表的十七位专家学者于1986年向政府提出的研究报告，也被称为《青川报告》。该报告主张扩大内需、开放市场、金融自由化。

20年前，日本贸易顺差扰乱世界经济的议题盛行，为此日本官民共同掀起了“削减顺差”<sup>1</sup>的热潮。现在回想起当时的情景，颇有隔世之秋的感觉。8月的贸易逆差象征着日本贸易立国模式的终结。

## 日本贸易顺差归零

2008年9月贸易顺差为885亿日元，幸免逆差。但与2007年9月的17707亿日元顺差相比，减少了94.5%。10月份的逆差额为639亿日元，与2007年10月的11434亿日元的顺差相比，减少了15000亿日元。也就是说8、9、10三个月与2007年相比贸易顺差减少了10000亿日元以上。假如这种状态持续下去的话，年度贸易顺差会减少12000亿日元。与2007年的贸易顺差相比较，年度贸易顺差接近零。

然而这并不值得惊讶，经济泡沫破裂后，日本经济的基本面并没有发生变化，只不过是贸易顺差在光天化日之下被取回去而已。

此次危机被称为“美国投资银行模式的崩溃”。如本书第6章的标题3所述，“美国将巨额的贷款投资于高风险的领域”，使兴起于20世纪90年代的投资银行模式破产。而在另一面，也宣告了日本出口立国模式的破产，这两者互为表里（具体说明参见本书第4章的标题2）。

现在有一种主流的观点认为：“美国经济存在很严重的问题，而日本经济是健康的”，其实他们的看法是完全错误的。日本股价下跌的原因不是美国失火殃及了日本，而是日本经济本质问题的暴露。

所谓的本质问题就是保存至今的腐朽产业结构发生了问题。对此，我把在《宝石周刊》连载过的文章整理后，于2007年出版了《造物幻想毁灭日本经济》一书。市场信号警示了腐朽产业结构的存续是不可能的，股价的暴跌也在告知摆脱腐朽产业结构已迫在眉睫。

### 第1章的标题1的要点

①此次危机不仅是“美国次级贷款关联商品价值的贬值”的问题，而是日本经济本质的问题。

②2002年以后的日本景气复苏是由对美出口增加和异常的日元贬值这两个不可持续的因素实现的。

③日本的贸易顺差有可能归零。日本股价跌幅大于美国是市场信号预示出口立国模式的终结。

## 2. 日本出口立国模式的崩溃

### 丰田危机

2008年11月6日丰田汽车公布了2008~2009财年业绩预报，预报显示销售收入为6000亿日元，比上年度下降73.6%（参见表1-2）。

同年5月发表的年度业绩预报中，销售收入为16000亿日元（与上一年度相比减少29.5%）。其实，在11月6日之前丰田汽车已经向下调整了年度收益情况，但修正的幅度仅为数千亿日元，销售收入仍能保证在10000亿日元以上，与上年度相比约减少4~5成。丰田汽车6日发表的预报给市场以沉重的打击，7日上午东京股票市场全面下跌，丰田股票被疯狂抛售，所以称之为“丰田危机”。此前丰田汽车公司一直是增产增收的，2006~2007年度销售收入为22386亿日元，同比增长19.2%。2007~2008年度销售收入为22703亿日元，同比增长1.4%，年度营业收入跌破10000亿日元，是2001年以来的第一次。

不过，问题并不止于此，出口企业的业绩受汇率的影响较大，丰田汽车设定的汇率为1美元兑换105日元（参见表1-7）。而在下期预测中将假定汇率修订为1美元兑换100日元（此次的营业收入向下方调整与汇率向下调整有很大的关系）。今后1美元兑换100日元这种假定汇率也是不能完全保证的，2008年11月12日的汇率已经达到了1美元兑换95日元。如本书第6章所述，日元再次升值的可能性是不能否定的，因此按11月12

日的汇率计算丰田汽车又减收 2 000 亿日元左右。

再有，丰田汽车对欧元的假定汇率由 1 欧元兑换 161 日元修订为 130 日元，11 月 12 日的实际汇率为 1 欧元兑换 119 日元。就丰田汽车而言，日元每升值 1 元，其营业收入就会减少 60 亿日元，因此按照 11 月 12 日的汇率计算丰田汽车约减少 660 亿日元的销售收入。

按照以上的分析，丰田汽车连 6 000 亿日元的收入都无法保证，如果日元进一步升值，丰田汽车的销售收入有进一步下滑的可能，出现赤字的可能性也不是没有。

当然，丰田汽车的看家本领是削减成本，并以此规避利润的下滑，这样就会把沉重的负担转嫁给下属的分包企业。

### 上市企业的收入骤减

当然企业销售收入减少不止丰田汽车一家，上市企业 2008 年半年报和年度预报于 2008 年 10 月末相继公布，以出口为主的企业均下调了收入预期。据日本经济新闻社 11 月 15 日统计，在 2008 年 4 月~9 月上市企业的半年报中，企业收入同比下降 20.5%，下半年企业收入将进一步减少。预计上市企业年度减收 24.8%。制造业（946 家）经常性销售收入半年期（2008 年 4 月~9 月）减少 26.2%，年度预计将减少 30.8%（统计对象已公布半年报的上市企业 1 603 家，银行等金融企业和新兴市场企业除外）。

另据新光综合研究所 11 月 11 日统计预测，东证一部上市企业 837 家年度营业收入同比下降 20.2%，净利润同比下降 22.8%，预计 2008~2009 财年的营业收入同比下降 25.1%，纯利润下降 26.5%。其中汽车等运输机械行业下降 27.6%，电机行业下降 16.2%，出口关联企业的情况只能用惨淡来形容。

### 业绩大幅下滑的出口产业

下面我们根据各行业数据，对具有代表性的出口产业加以观察。表 1-2 是汽车行业的半年报和年度预报业绩情况。从 2008 年 4 月~2008 年 9 月的半年报数据来看，多数企业的主营业务收入下降 20% 以上，日产汽车降幅达 48%。从 2008 年 4 月~2009 年 3 月的年度预报数据来看，预计各

企业的主营业务收入均减少 30% 以上，日产汽车减少 66%。也就是说，2008 ~ 2009 财年，汽车行业的主营业务收入将减少 50% 左右，其主要原因是美国市场的销售数量减少。

表 1-2 7 家汽车企业的半年报和年度预报业绩

	销售额	销售收入	纯利润
丰田*	121 904 (-6)	5 820 (-54)	4 934 (-48)
	230 000 (-13)	6 000 (74)	5 500 (-68)
本田*	56 940 (-4)	3 701 (-27)	3 029 (-19)
	116 000 (-3)	5 500 (-42)	4 850 (-19)
日产	48 693 (-4)	1 916 (-48)	1 263 (-41)
	96 000 (-11)	2 700 (-66)	1 600 (-67)
铃木	17 198 (-1)	606 (-23)	342 (-26)
	32 000 (-9)	1 000 (-33)	600 (-25)
马自达	15 755 (-5)	607 (-17)	295 (2)
	30 000 (-14)	900 (-44)	500 (-46)
三菱汽车	12 139 (-8)	253 (35)	127 (—)
	23 600 (-12)	500 (-54)	200 (-42)
富士重工	7 442 (5)	183 (-3)	43 (-44)
	16 000 (2)	230 (-50)	100 (-46)

注：单位为亿日元；( ) 为与上年同期相比的增减率；—表示不能比较；上段为 2008 年 4 月 ~ 9 月的半年报数据，下段为 2008 ~ 2009 财年的预报数据；\* 是按美国会计标准。  
资料来源：《日本经济新闻》2008 年 11 月 1 日，早报。添加了 11 月 6 日公布的丰田的数据。

表 1-3 是电机行业 8 家企业的半年报和年度预报业绩情况。从半年报上看，除日立、松下、三菱电机之外，其他企业的业绩均大幅度下滑。业绩滑坡较大的索尼同比下降 64%，东芝亏损 234 亿日元（上年同期盈利 825 亿日元）。虽然表中没有体现，但东芝的纯利润从上年同期盈利 456 亿日元下滑到亏损 384 亿日元。从各家企业的年度预报上看，除日立、松下之外，各家企业均下调了预期收益。

表 1-3 8 家电企业的半年报和年度预报业绩

	销售额	销售收入
日立*	53 105 ( 1)	1 970 ( -62)
	109 000 ( -3)	4 100 ( -19)
松下*	43 437 ( -4)	2 281 ( -4)
	92 000 ( 1)	5 600 ( 8)
索尼	40 513 ( 0)	844 ( -64)
	90 000 ( 1)	2 000 ( -58)
东芝*	34 958 ( -5)	-234 ( —)
	77 000 ( 0)	1 500 ( -37)
富士通	24 537 ( -2)	358 ( -12)
	50 500 ( -5)	1 500 ( -27)
NEC	21 278 ( -1)	133 ( -51)
	46 000 ( 0)	1 200 ( -23)
三菱电机*	18 983 ( 0)	1 333 ( 3)
	39 000 ( -4)	2 200 ( -18)
夏普	15 624 ( -5)	507 ( -36)
	34 200 ( 0)	1 300 ( -29)

注：单位为亿日元；（）为与上年同期相比的增减率；—表示不能比较；上段为 2008 年 4 月~9 月的半年报数据，下段为 2008~2009 财年的预报数据；\*是按美国会计标准。

资料来源：《日本经济新闻》2008 年 10 月 31 日，早报。

电子零部件企业的半年报和年度预报业绩情况如表 1-4 所示，除日本电产之外各企业的业绩均有大幅度下滑。



表 1-4 7 家电子零部件企业的半年报和年度预报业绩

	销售额	纯利润
京瓷*	6 587 (3)	452 (-11)
	12 400 (-4)	560 (-48)
TDK*	3 965 (-8)	118 (-66)
	7 950 (-8)	250 (-65)
日本电产*	3 716 (2)	278 (37)
	8 000 (8)	580 (41)
日东电工	3 480 (-5)	200 (-9)
	7 100 (-5)	420 (-10)
阿尔卑斯	3 300 (-7)	30 (—)
	6 600 (-5)	40 (-9)
村田制作所*	3 039 (0)	190 (-50)
	6 050 (-4)	300 (-61)
罗姆	1 707 (-14)	129 (-53)
	3 410 (-9)	290 (-9)

注：单位为亿日元；（）为与上年同期相比的增减率；—表示不能比较；上段为 2008 年 4 月~9 月的半年报数据，下段为 2008~2009 财年的预报数据；\*是按美国会计准则；日东电工、阿尔卑斯、罗姆的决算报告尚未发表。

资料来源：《日本经济新闻》2008 年 10 月 31 日，早报。

电力企业的 2008 年度中期业绩决算报告如表 1-5 所示，东京电力等 6 家企业中期决算亏损，盈利企业的业绩与上年度相比也出现了负增长，其主要原因是受石油价格上涨的影响。

表 1-5 10 家电力企业 2008 年 9 月中期决算情况

	销售额	经常损益	当期损益
东京电力	28 702 (7.2)	-1 644 (—)	-1 093 (—)
关西电力	13 920 (4.3)	-804 (—)	-524 (—)
中部电力	12 222 (3.4)	375 (-74.3)	231 (-75.1)

(续表)

	销售额	经常损益	当期损益
东北电力	8 830 (3.5)	-142 (—)	-82 (—)
九州电力	7 598 (3.7)	134 (-78.1)	111 (-70.2)
中国电力	5 779 (8.6)	-252 (—)	-207 (—)
四国电力	3 143 (6.9)	214 (-24.7)	132 (-29.3)
北海道电力	2 751 (4.6)	-299 (—)	-179 (—)
北陆电力	2 540 (9.8)	-59 (—)	-32 (—)
冲绳电力	881 (6.2)	48 (-36.5)	29 (-38.5)

注：单位为亿日元；( ) 为与上年同期相比的增减率；(—) 表示不能比较。

资料来源：《朝日新闻》2008 年 11 月 1 日，早报。

与出口关联企业减收相比，也有业绩创新高的企业，如表 1-6 所示。三菱商事、丸红等年度预计增加 20%，业绩再创新高。

表 1-6 2008~2009 财年业绩预期创新高的企业

	预期经常收益
三菱商事	6 750 (24.0)
任天堂	5 800 (31.6)
KDDI	4 400 (7.9)
住友商事	3 750 (2.0)
信越化学	3 200 (6.7)
伊藤忠	3 200 (13.2)
丸红	2 700 (24.9)
日本邮船	2 100 (5.8)
三井不动产	1 650 (1.3)
丰田通商	1 560 (9.1)
日本电气玻璃	1 150 (18.6)
日本电产	900 (43.6)
田边三菱制药	745 (36.9)

(续表)

	预期经常收益
资生堂	670 ( 2.9 )
协和麒麟	500 (31.6)
史丹利	490 ( 0.2 )
可乐丽	430 ( 0.4 )
倍乐生	387 ( 7.7 )
尤妮佳	344 ( 6.4 )
栗田工业	323 ( 3.4 )

注：单位为亿日元。（）为与上年同期相比的增减率（%）；按美国会计标准，税前收益。

资料来源：《日本经济新闻》2008 年 11 月 2 日，早报。

### 汇率左右企业的业绩

出口企业业绩恶化既有对美出口减少这一量的原因，也有汇率变动导致的价格原因。从销售额和利润上看，企业利润率的下滑远大于销售额的减少率，这才是企业业绩恶化的根本原因。

股价波动受企业业绩的影响，而企业的业绩又受制于汇率。日本股价受汇率的影响非常大，自 2007 年夏季以来两者的走势几乎完全同步。

如前所述，汇率每升值 1 日元，丰田汽车的年营业收入就会减少 400 亿日元、本田减少 200 亿日元、日产减少 145 亿日元、索尼减少 40 亿日元。2008 年夏季各企业假定的汇率如表 1-7 所示，平均汇率为 1 美元兑换 102 日元的企业居多。其后，各企业根据日元升值走势对假定汇率进行了调整。

表 1-7 主要企业的假定汇率及国外销售比率（2008 年夏季）

企业名	美元	欧元	国外销售比率
奥林巴斯	¥ 101	¥ 157	63%
索尼	¥ 100	¥ 140	77%
佳能	¥ 105	¥ 165	79%

(续表)

企业名	美元	欧元	国外销售比率
松下	¥ 100	¥ 155	50%
马自达	¥ 100	¥ 150	75%
丰田	¥ 105	¥ 161	77%
本田	¥ 101	¥ 162	87%

注：美元、欧元为企业假定汇率；国外销售比率为 2007 ~ 2008 财年的数据。

资料来源：《每日新闻》2008 年 10 月 25 日，早报。

尽管如此，并不是所有出口关联企业都因日元升值而减收，钢铁企业就是其中一例。原本钢材的出口金额与原料进口金额几乎是相当的，但由于进口资源价格上涨（铁矿石价格上涨了 1 倍、煤炭上涨了 1.5 倍），进口金额大幅度增加，因日元升值使企业收入增加。在 2008 ~ 2009 财年，神户制铁公司预期收入从原先的预期调高 50 亿日元至 2 000 亿日元，新日本制铁的预期收入由 4 500 亿日元调高到 5 600 亿日元，JFE 钢铁公司的预期收入由 4 500 亿日元调高到 5 000 亿日元。

### “改革改变了日本”的说法是诌骗

近几年来，日本企业的收益状况持续改善，2007 ~ 2008 财年所有东证一部的上市企业实现了连续六年的增产增收。

对此，有人用“日本企业通过结构调整和改革提高了劳动生产率”来解释。早在 2005 年也有一种主流的说法——“日本已经走出了长期不景气的低谷，开始步入新的增长阶段”，作为该看法的印证，股指也从 2005 年起显著回升。伴随股指的回升，“今后是日本的时代”这种声音也时有耳闻。

企业实力增强的重要表现是与其他企业相比有自己的独特产品，并以此提高产品的附加值以获得非价格竞争力。如果日本企业实力真的增强了，因汇率变动导致企业收益大幅度下滑的现象就很难理解；因美国金融危机导致日本的股价跌幅大于美国的现象就更难以理解。

“改革改变了日本”的说法只不过是一种诌骗，日本经济并没有发生

实质性的好转。出口增长不是通过提高日本出口产业自身竞争力来实现的，而是通过扩大出口量和日元贬值来实现价格竞争力的提高。

### **景气复苏的基础脆弱**

日元汇率在 1970 年夏季达到了历史性的低点，从实际汇率（名义汇率除以各个贸易对象国相对于日本的消费价格指数）上看，1985 年广场协议前日元呈贬值趋势（参见本书第 4 章的标题 2）。

由日元贬值导致出口增加，自然会提升出口关联企业的业绩，另外美国住宅价格泡沫也助推了汽车消费（参见本书第 3 章的标题 2），所以说景气复苏的基础是十分脆弱的或者说是被贴了金的。这是此轮股价暴跌的原因之一。

世界需求会随时间的推移而恢复，可是汇率恢复到 20 世纪 70 年代的水平是不可想象的，日本出口产业的出口业绩恢复到数年前的高点更是不敢想象的，这也是日本股价下跌的原因之一。

制造业正经受着双重打击，其一是世界需求（特别是美国的需求）减少导致销售额萎缩，其二是因日元升值导致的利润降低。尤其是日本支柱产业——汽车制造业受到的冲击更为严重，也宣告了日本支柱产业的现行商业模式是不可持续的。

由此可见，“日本股价暴跌与日本经济本身没有直接关系，只是受美国景气衰退的间接影响”的观点是完全错误的。应该说：“日本不是受美国的影响，而是美国金融危机的参与者”。

### **外需依存**

所谓的“外需依存”是指外需对 GDP（国内生产总值）的贡献。外需是指来源于国外的需求，也就是出口与进口的差额。如本书第 3 章所述，在国民经济统计中称为“贸易顺差”或“净出口”。外需依存是个动态概念，在 2002 年以来的景气复苏中，外需的贡献比较大。2008 年 1~3 月的 GDP 增长率为 0.8%，其中的 0.5% 是来源于外需的贡献（参见本书第 3 章的标题 3）。

在内需中，如果企业的设备投资是由于旺盛的海外需求引发的，则这部分投资需求也可以看做是间接的“外需依存”，2002 年以来的景气复苏

就有这方面的原因。

值得注意的是“外需依存”与“贸易依存度”是有区别的，“贸易依存度”是指进出口额占 GDP 的比率（参见本书第 3 章的标题 3）。

如表 1-8 所示，日本的贸易依存度与美国接近，在世界中属于比较低的国家。从出口依存度上看，2006 年出口额占 GDP 的比率为 14.9%，与韩国（36.7%）、中国（36.9%）、德国（38.8%）相比，算是相当低的（欧洲各国的出口依存度高是由于欧盟内部贸易比较活跃）。从进口依存度上看，日本（13.3%）低于美国（14.5%）。

表 1-8 各国的贸易依存度

（单位：%）

国家	出口依存度		进口依存度	
	2002 年	2006 年	2002 年	2006 年
日本	10.6	14.9	8.6	13.3
韩国	29.7	36.7	27.8	34.8
中国	22.4	36.9	20.3	30.1
美国	6.6	7.8	11.5	14.5
英国	17.4	17.9	21.2	22.9
德国	30.4	38.8	24.2	31.7
法国	21.3	21.7	21.4	23.9

注：中国包括与香港和澳门的贸易；美国包括美属维尔京群岛；法国包括本土以外的各省。出口价格为离岸价格。

资料来源：IMF, International Financial Statistics Yearbook 2007.

### 无法摆脱的工业化阴影

20 世纪 90 年代世界经济结构发生了巨大的变化，由于苏东社会主义阵营经济的瓦解和中国等新兴国家加快了工业化步伐，并以低廉的劳动力成本进行工业制成品的生产，使得工业制成品的价格下降。

在世界经济结构变化中，最大的受益者要属美国。2007 年美国股指是 1990 年的 5 倍（参见图 1-1），这就是最好的证明。其次是爱尔兰、英

国、北欧诸国等。

然而，在世界经济结构大调整中，日本的产业结构并不是没有发生任何变化。其实，自20世纪80年代以后，日本经济结构的最大变化就是进口结构的变化。日本经济的基本结构是进口原材料，将其加工为工业制成品，再将工业制成品出口到国外。作为该结构的反映，截止到20世纪80年代初，粮食、原材料进口占总进口的 $\frac{3}{4}$ ，工业制成品进口占 $\frac{1}{4}$ 。

到20世纪90年代这种基本结构特征发生了变化，两省基本持平，而现在工业制成品的进口比率略高于粮食、原材料的比率。从进口商品的种类上看，机械类零部件等生产资料和消费资料的增长比较显著，1995年机械类零部件的进口额超过了原油进口额。

可是，日本并没有充分享受到新兴工业国家大发展所带来的好处，相反，由于与新兴工业国家竞争而招致了国内产业疲软，这主要是受原有产业结构的制约。2007年日本的股指仅相当于1990年的40%（参见图1-1），这就是最好的佐证。

日本政府为了支撑原有的产业模式，就不得不采取宽松的货币政策和日元贬值政策。也就是说，真正的结构改革是产业结构的优化与调整，而不是只顾眼前利益而采取相反的经济政策。有人说：“小泉内阁实施了改革政策”，但从经济层面上看，他依然是用低利率和日元贬值政策保护原有产业结构。

不仅如此，由于长期持续采取异常的宏观经济政策（主要是指宽松的货币政策和外汇干预政策等——译者注），进而引发国际投机，即资本向高利率国家流动。这也是此次金融危机的原因之一（参见本书第4章的标题2）。

日本股价暴跌的主要原因是日本采取“人为推动的日元贬值”的政策。股价暴跌只不过是向零泡沫状态的回归而已。这种回归是迟早的事情，只不过以美国次级贷问题为契机罢了。正因如此，如图1-2、图1-5所示，日本的股指跌幅比美国更大。那些把日本股价暴跌说成“受美国影响”的说法，就是在转嫁“日本经济政策失误”的责任。

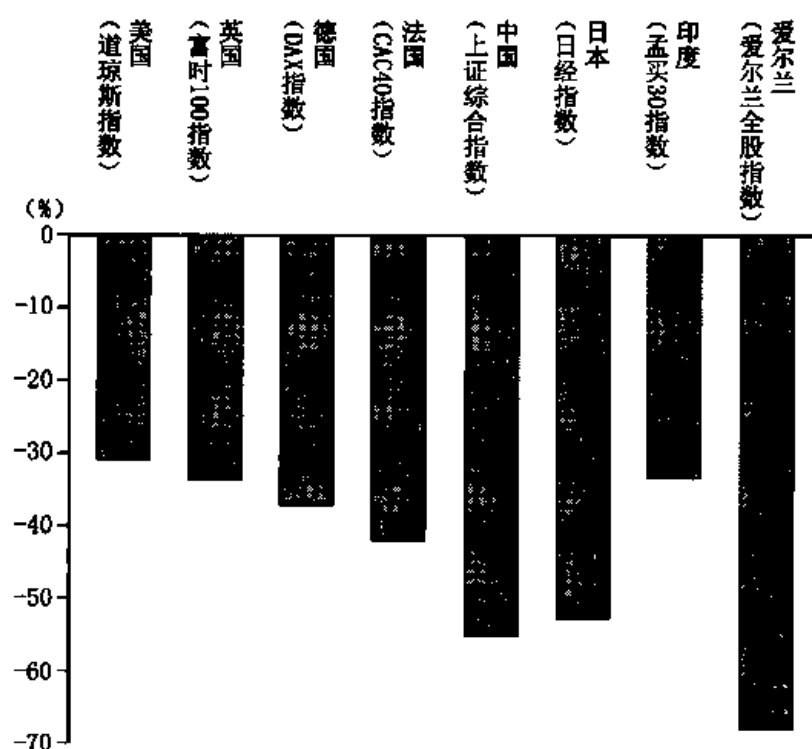


图1-5 主要股指的跌幅情况

注：2008年11月初与2007年7月初的比较。

### 第1章的标题2的要点

①日本股价受汇率影响较大，2007年夏季以来两者几乎完全联动。

②“小泉的结构改革改变了日本”的说法只是诓骗，日本经济的本质并没有发生变化。

③把日本股价暴跌说成“受美国影响”的说法，就是在转嫁“日本经济政策失误”的责任。



### 3. 是“日本时代的到来”，还是日本的大危机

#### 日本受的伤轻吗

在此次危机中，有很多人认为“日本受的伤比较轻”，日本持有的次级贷金融商品数量确实比较少，难道这就可以说日本经济受的伤轻吗？

自20世纪90年代日本金融危机以来，日本受到了欧美各国的批评，所以在美国金融危机到来之时喊出“今后是日本的时代”的口号，这或许是日本人期待已久的事情。

面对当前的经济危机，几乎看不到日本政治家们有危机意识和紧张感。麻生首相在2008年9月29日的就职演说中作了这样的表述——“日本经济三年即可痊愈”。然而，为什么经过三年日本经济就可以痊愈？我没有看到任何依据。如本书所阐述的，如果日本出口立国模式破产，我认为日本经济三年内是不可能重建的，而能不能重建本身就是一个问题，所以“日本经济三年即可痊愈”的说法是很不准确的。在麻生首相演说中还有一句话——“密切关注美国经济和国际金融市场的走向”。这句话表明了麻生首相对此次经济危机的看法，即当下发生的经济危机是别人的事，是对岸失火。

麻生首相在9月25日联合国大会演说中说：“有关资本注入问题，可以借鉴日本经验。”不过，日本的经验并不值得那样炫耀。如本章的标题2所述，如果考虑到“日本经济中枢正在衰退”，我认为“日本时代的到来”等言词只是句牢骚话而已。

#### 帮助美国而有了风险？

三菱UFJ金融集团2008年9月22日决定为摩根士丹利出资9000亿日元，据说“如果没有这笔注资，摩根就会陷入严重的经营危机”，可谓救人于危难之际。因为三菱UFJ金融集团暂缓了美国金融经济破产，为世界经济做出了巨大的贡献，所以理应收到美国总统发来的感谢信。

或许三菱UFJ金融集团的高管已经收到了感谢信，甚至连普通股东也应该收到感谢信，因为这笔出资使三菱UFJ的股东们冒了巨大的风险。据

说迄今为止日本金融机构持有的次级贷资产较少，所以日本的金融资产比较安全，我认为只要有资本参与，就不可轻易下这样的结论。如果摩根持有的次级贷资产贬值，该银行的股价就会下跌，三菱 UFJ 持有的摩根资产就会缩水。我认为美国的住宅价格还会下降，这种可能性还非常高。所以，三菱 UFJ 的股东们与摩根士丹利所背负的风险不无关系。

<sup>3</sup> 优先股：在分配公司收益和剩余资产方面比普通股票具有优先权，但没有表决权。三菱 UFJ 取得的摩根优先股的大部分将来可以转换为普通股。

事实上，就在三菱 UFJ 与摩根刚刚达成每股 25 美元的出资合约后，摩根的股价就跌破了 10 美元。为了确保资产的安全，三菱 UFJ 匆忙改为以优先股<sup>3</sup> 的形式进行出资，而这样做并不是万无一失的。金融危机会发展到什么程度还不清楚，所以 9 000

亿日元的未来价值也不好预测。既有摩根业绩复苏股价上升的可能性，也有分文不值的可能性。因为有人认为此次危机宣告了投资银行商业模式的终结，所以摩根很难像以前那样保持较高的业绩增长。不管怎么说，为了帮助美国，三菱 UFJ 无疑是冒着极大风险的。

然而，出资救助美国的不只是三菱 UFJ 金融集团，日本一直以来都是这样做的。为了维系美国的赤字财政，日本将出口赚取的资金以投资的形式流回美国。美国人之所以能住上令人惊愕的豪宅（次级贷款是面向低收入群体的，但这些人质押担保的房屋的豪华程度令多数日本人感到吃惊），就是因为有日本以该方式提供的资金。有关美国次级贷的结构和它的来龙去脉将在本书第 3 章和第 4 章再作叙述。

### 第 1 章的标题 3 的要点

- ①以出口模式立国的日本经济一旦破产，三年时间是无法重建；
- ②原有的商业模式终结，投资银行很难像以前那样保持较高的业绩增长。

## 4. 日本处理不良资产的经验不值得炫耀

### 日本不良资产的处理情况

有人认为美国的金融危机与 20 世纪 90 年代日本发生的金融危机相似，两者的确有许多共同点，最大的共同点在于两次危机都是由过度投机引发的。

正因如此，“把 20 世纪 90 年代日本的经验教给美国”的说法时有耳闻。不仅麻生首相在联合国大会上说过此言，就连报刊的社论和有识之士也常常流露出此观点。

然而，日本的经验并不太值得炫耀。第一，日本应对危机过于迟缓，日本最初的资本注入是在股价泡沫破裂的 8 年后，而美国现在就已经应采取行动了。如果说“处理金融危机是需要速度的”，那日本的经验又能起到怎样的参考价值呢？只能是徒增笑柄而已。

第二，日本的不良资产处理是以极其不透明的方式进行的。如下所述，日本投入了多少公共资金、又以何种方式分担损失？这些至今都没有一个明确的说法。如果没有意识到这个问题的严重性，所谓日本经验也只能说是日本的羞处。

迄今为止，好像美国并没有提出“让日本介绍经验”或“希望日本介绍经验”，如果收到美国的邀请，我们的羞处就会暴露于全世界。

首先，我将日本处理银行不良资产的情况做个概观（详细说明，请参见野口悠纪雄著《战后日本经济史》，新潮社，2008 年，第 8 章）。

政府最初采取的措施是：为了购买银行持有的不良债权，由各银行出资于 1993 年 1 月成立了“共同债权购买机构”，这只能说是个“幌子”。

购买不良资产的资金由各银行自行承担，最终的损失是待卖的机构债权，这样就将不良资产从银行的资产负债表中隐藏起来，这只不过就是公认的“挂账”。“等待资产价格随时间的推移而回升”，这是一种不负责任的处理态度。

1995 年为了处理住宅金融专门公司（以下简称“住专”）的不良资产，日本政府投入了 6 850 亿日元的财政资金。不过，在国会审议这笔资

金时，却引起了轩然大波。虽然最终通过了这笔财政注资，但大藏省的次官却引咎辞职了。

受到这个教训的日本政府在使用公共资金上是极其不透明的（详见下一项）。另外，处理不良资产的制度安排也是迂回曲折的，万般无奈之后，1999年日本政府设立了“整理回收机构”（专门处理银行不良资产的专业行政部门，隶属大藏省。——译者注）。

### 注入公共资金的总额有多少

<sup>4</sup> 国际清算银行（BIS）：成立于1930年，是由世界各国央行加入的国际组织。它既是各国央行政策协调的场所，也从事储蓄和贷款等银行业务。

1998年初BIS<sup>4</sup>（国际清算银行）要求从事国际业务的银行自有资本率必须达到8%以上，于是引起了日本长期信用银行（简称长银）和日本债券信用银行（简称日债银）的经营危机。作为穷极之策，日本政府开始探

讨为两家银行注入公共资金以提高其资本自有率。为此，1998年2月日本政府出台了《金融安定化法案》，同年3月日本政府为包括长银和日债银在内的21家银行注资18000亿日元。

然而，此次的银行注资过程是十分草率的。不仅长银接受了注资，就连被认定健康的银行也接受了注资。在国会质询会上，审查委员会的佐佐波杨子委员长竟然用“对个别银行的情况不了解”来搪塞。经过混乱的国会审议之后，1998年10月日本政府出台了《金融早期健全化法案》。同年10月、12月日本长银和日债银相继宣布破产而被国有化。1999年3月日本政府又为15家大型银行注资74600亿日元。

上述注资是储蓄保险机构以购买优先股的形式完成的，让人费解的是储蓄保险机构使用的资金是用国债来补贴的。所谓的国债是指替代现金支付而发行的国债凭证（实际的现金支付顺延到下一年度）。这样在预算上就不必增加发行新的国债。当储蓄保险机构需要现金时，向政府提出变现申请，再由国债基金以特别会计的形式支付资金。

尽管经过政府的两次资金注入，银行的不良资产也没有得到彻底的处理，日本银行的不良资产还在继续增加。这就说明：只要经济不景气还在持续，仅凭注资是解决不了银行不良资产问题的。事实也证明了这一点，

其后日本又多次为银行注资，2003 年理索纳银行还接受了日本政府的注资。

日本政府在解决 20 世纪 90 年代的金融危机中动用了多少财政资金呢？这个问题至今还是个谜。金融机构的人说：“我们接受的政府注资总额约为 250 000 亿日元。”在国会质询会上，也有人说：“政府投入了 468 000 亿日元。”（例如 2004 年 10 月 26 日大出彰议员的《提问笔记》）而据会计检察院 2001 年度会计决算报告统计，“为稳定金融体系而投入的财政资金”总额为 338 730 亿日元。

日本为解决金融危机到底注资了多少钱，回答可谓因人而异。假设日本处理金融危机的经验美国可以借鉴，那么，当美国问“日本财政投入了多少资金”时，你该如何回答是好呢？在自己都没弄明白的情况下，恐怕你的回答只能说：“花了多少了呢？不太清楚。”

对于大出议员的提问，政府的回答是“你不能单纯地计算总账，因各项业务的性质不同，不应该简单地合计加总”。那么，对“到底花多少”这个问题并没有做明确的回答。

### **国民负担了多少？又是怎样负担的呢**

在政府的资金投入中，因金融机构不能返还而转为国民负担的金额约为 100 000 亿日元，其中大部分投给了破产的长银和日债银两家银行。

那么，国民是怎样负担了这 100 000 亿日元的呢？再有，既然国民负担了 100 000 亿日元，也应该有 100 000 亿日元的受益人，受益人到底是谁呢？我想能够马上回答出这个问题的人不太多（日本政府通过偿还储蓄保险机构的补贴国债，而使国民负担了这 100 000 亿日元）。

也就是说，日本国民在不明不白的情况下被强加上了这 100 000 亿日元的巨额负担。在处理住专事件时，因政府注资 6 850 亿日元而引起了轩然大波，相反对这 100 000 亿日元的问题却鲜有人问津。对此即便美国人说“日本的国民就像朝三暮四故事中的猴子”（假设他们知道朝三暮四这个故事），我们拿什么反驳。

除此以外，还有一些也可以认为是国民负担。如把银行的不良资产偿还视为法人税上的亏空等。据我的推算由此造成的国民负担约为 390 000 亿日元（详见拙著《战后日本经济史》第 8 章的标题 6），不过除我本人

之外还没有人将此视为国民负担。

因 6 850 亿日元而引起轩然大波的日本国民，在 100 000 亿日元面前却被巧妙地蒙骗了，这就是日本国民政策批判能力低下的佐证，所谓的“日本之耻”也在于此。

#### **第 1 章的标题 4 的要点**

①20 世纪 90 年代日本不良资产处理是以极其不透明的形式进行的，其经验对世界没有借鉴意义。

②只要经济不景气还在持续，仅凭注资是解决不了银行不良资产问题的。

## 第2章

# 席卷美国的金融危机的本质

### 1. 美国住宅价格泡沫的膨胀

#### 我所见到的美国住宅价格泡沫

在2004年~2005年访美期间，我住在加利福尼亚州帕洛阿尔托镇。那是位于旧金山以南30公里左右的大学城，斯坦福大学所在地，“硅谷”指的就是这一带。下面介绍一下那时我所看到的住宅泡沫情况。

在报纸上每天都有大量的住宅广告，与日本的三行小广告不同，美国的住宅广告是带有彩色照片的大版面广告，星期日版的报纸仅住宅广告就占用了相当多的版面。从照片上看，宅邸占地之大如城堡一般，即便同样是高价住宅也与日本的完全不同，让我亲眼看见了美国的富有。

旧金山城市圈的平均住宅价格为64.7万美元，超过了全美平均住宅价格的3.5倍。价格上涨率也相当高，2004年比上一年上涨了15.5%，帕洛阿尔托镇的平均价格是138万美元，是旧金山城市圈平均价格的2倍，是全美平均价格的7.5倍。

从美国的其他地区来看，2004年洛杉矶东部的橘子郡的住宅价格上涨了38.7%，达到了65.5万美元，成为全美最贵的房产。房价上涨率全美

最高的地区是拉斯维加斯，同比上涨了 52.4%。不只是加利福尼亚，从波士顿到华盛顿的东海岸，就连佛罗里达也可以看到同样的现象。

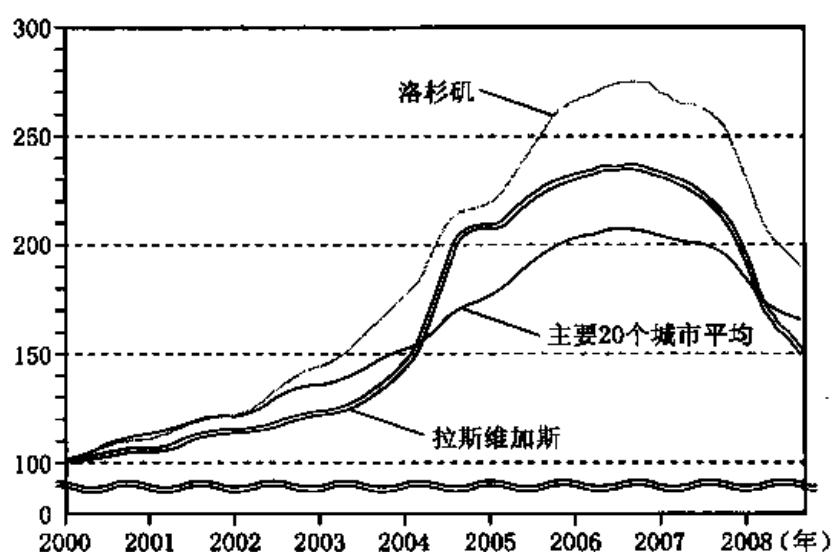


图 2-1 美国住宅价格走势图

注：以 2001 年为 100。

资料来源：S&P/Case-Shiller Home Price Indices (August 2008)。

以上所述的住宅价格是所有住宅的平均价格。在住宅统计中有高级住宅这一概念，高级住宅是指 3 000 平方英尺（约 279 平方米）以上、卧室 3 间以上、洗手间 3 间以上的住宅，在旧金山城市圈这类高级住宅的平均价格为 254 万美元。

超过 1 000 万美元的住宅被称为“天价房”（WOW property）。这样的天价房在 2004 年也看不出有什么异常，2004 年 1 月~9 月该价格带的住宅交易量在加利福尼亚就成交 27 件（这个数字是美国政府公布的数据，实际上会更多）。

### 升值潜能催生的价格泡沫

判断房价是否有泡沫的方法之一是看收入与房价的关系。硅谷工作的高级人才的年收入（含税）为 10 万美元，住宅贷款的年利率（15 年期贷款）为 5.34%。再假定年利息支出占年收入的 30%，则住宅贷款应在 62.4 万美元以内（这里只考虑利息支出，假设本金可以用已购住宅的销售价偿还）。



下列几种情况可以提高贷款额度：

(1) 双职工家庭，即使妻子的收入低于丈夫，贷款也可以达到上限额的2倍。

(2) 住宅贷款一般采用固定利率，考虑未来的收入可能有所提高，并能用于偿还利息，则贷款的额度也可以提高。

(3) 对已有住宅的家庭，若将现有住宅销售额作为首付，则贷款额度可以提高。

可是，即便将上述因素考虑进去，帕洛阿尔托镇的住宅价格（138万美元）还是远远超出了工薪阶层的消费上限。另外，能够购买高级住宅的人，一般是已经拥有高价住宅或有特殊收入来源的人。对于那些天价房，购房者用什么去支付呢？我是想不明白。唯一可以想象到的恐怕就是手头拥有巨额风险企业的股票，且上市成功而一夜暴富的人可以尝试。

当时，报纸上刊登了一篇记事文章，大意是——八年前用50万美元买了一套房子，现在卖了236万美元，现在想买一套500万美元的房子。可是，能满足预期条件的房子在这个价位上是买不到的，最后买了一套1000万美元的房子。而他们认为：“1000万美元的房子更划算。”这是一个拥有三个学龄期孩子、一对普通职业夫妇的故事。假设他们的贷款额达到774万美元，每年的利息支付额就超过了41万美元。

从这个事例可以推断：当时美国房市既有“趁着现在房贷利息低”而形成的抢购需求，也有房价上升预期的虚幻需求。

### 有分歧的泡沫判断标准

诚然，围绕美国住宅价格上涨已经有各种各样的讨论。在经济学者中，多数人认为是“泡沫”，其依据是住宅价格上升率远远高于房租上升率（他们列举了美国部分地区的房租已经有所下降，而住宅价格却在一路上升的事例来说明）。

与此相反，不动产业者主张“不是泡沫”。他们认为房地产供给是有限的，今后房价还会上涨（也许是职业的缘故，它们不得不这样说）。

因为硅谷是美国住宅价格上涨最显著的地区，所以当地报纸刊登的

“是否是泡沫”的讨论文章和相关的记事文章也比较多。为此《财富》杂志还出了一个特辑，该特辑明确地站在了“是泡沫”这一立场上，其论据为住宅价格与房租金、住宅价格与居民收入的差距过大。

“倒卖房产产生巨额利润”是泡沫的显著特征。资产具有价值是因为资产有利用收益，一旦偏离了资产的利用收益，就只是资产价格的自我增殖。

上述情况在美国的部分地区已有所显现，如拉斯维加斯的住宅价格上升率异常高，我认为这是过度投机引起的。这一点与日本泡沫经济时期非常相似，投机的对象不是空地而是住宅。据说有很多购房者连现场都没有去就签订了购房合同。我想这样的购房者可能并不打算在拉斯维加斯居住，而是以倒卖为目的（也可以考虑是为了出租，只是房价高得无法用正常的租金房价比来衡量）。佛罗里达也有类似的现象发生。

在加利福尼亚的房产市场中，“升值预期”因素也比较突出。从收入和房价比来看，那些购买天价房的人大多是看中天价房的升值潜力，所以住宅价格一开始下降，他们就会面临非常严重的还款问题。

### 次级贷款及其证券化

所谓的“次级贷款”是以收入较低、还款能力较弱的个人为对象，所发放的住宅按揭贷款。在美国，这种贷款由来已久，只是在2004年以后急剧增多。

这类贷款初期设定的利率较低，过了一定期限后利率提高，可是多数的贷款者在利率尚未提高前将住宅卖掉清偿贷款，再重新贷款购买新的住宅。只要住宅价格持续上升，即便贷款人的还款能力低，贷款违约和破产等风险也不高。

为了防范风险，银行又为这类债权购买相当于保险的证券性合同。这就是所谓的次级贷款证券化。20世纪70年代在美国就开始实施了住宅按揭贷款的证券化。将多数住宅按揭贷款打包，并以此作为担保发行和销售证券，由此可以增加金融机构的资金流动量，还减轻了按揭行的资金压力和风险负担，为继续增加新的按揭贷款提供了保障。美国最初开展住宅按揭贷款业务的是S&L（储蓄贷款协会）等中小金融机构。随着按揭贷款证券化的发展，美国出现了不动产担保的抵押银行。

证券化的金融商品被称为抵押证券、不动产担保证券（MBS）、住宅贷款抵押担保证券（RMBS）（参见表2-1）。

表2-1 金融缩略语一览表

CDS (Credit Default Swap) クレジット・デフォルト・スワップ	信用违约掉期
ABS (Asset Backed Security) 資産担保証券	有担保証券
CDO (Collateralized Debt Obligation) 債務担保証券	债务抵押债券
MBS (Mortgage - Backed Security) 不動産担保証券	不动产按揭証券
RMBS (Residential Mortgage - Backed Security) 住宅ローン担保証券	住宅按揭証券
CMBS (Commercial Mortgage - Backed Security) 商用不動産ローン担保証券	商用不动产按揭証券
CMO (Collateralized Mortgage Obligation) モーゲージ担保証券	住房抵押贷款証券
SPV (Special purpose Vehicle) 特別目的事業体	特定目的机构
SPC (Specific Purpose Company) 特定目的会社	特定目的公司
ABCP (Asset Backed commercial Paper) 資産担保コマーシャルペーパー	资产支持商业票据
GSE (Government Sponsored Enterprises) 米政府系住宅金融機関	联邦住宅金融机构
REIT (Real Estate Investment Trust) 不動産投資信託	不动产投资信托

从投资者的角度来看，住宅贷款的证券化降低了投资风险，也就是说住宅贷款可以进行分散投资，对于国家养老基金等机构投资者来说，也是

一个重要的投资对象。

<sup>1</sup> 政府抵押金库、房利美、房地美：三家机构均是以发行债券购买住宅按揭债权的政府性金融机构。政府抵押金库发行的债券利息均由美国联邦政府担保；其他两机构发行的债券则没有政府担保。

美国最初的住宅按揭金融商品是由政府抵押金库（GNMA）于 1971 年发行的，其后，房利美（FNMA）和房地美（FHLMC）<sup>1</sup> 也参与其中，20 世纪 80 年代至 90 年代市场急剧扩大，总额约为 30 000 亿美元，占美国债券市场份额的 1/4 左右，是仅次于

美国国债的第二大债券市场。

将多数的不动产抵押担保凭证（MBS）再打包，称为债务抵押债券（CDO），这种债务抵押债券商品还可以发行债券。在整个衍生过程中，根据偿还顺序可分成若干个层级。

这些金融衍生品通过评级机构确定风险级别后投放市场，购买这类金融商品的不仅有机机构投资者和普通投资者，也有基金组织购买成为基金投资组合的一部分。

以上是截止到 2007 年夏季次级贷市场的情况，这个时期我们称之为危机的制造期（BC）。

## 第 2 章的标题 1 的要点

① 美国住宅泡沫的两个支柱——房贷利率低而形成的抢购需求和房价上升预期形成虚幻需求。

② “房产倒卖产生巨大利润”是房地产泡沫的显著特征。

③ 只要住宅价格持续上升，即便贷款人的还款能力低，贷款违约和破产等风险也不高。

## 2. 金融危机的进展

### 危机爆发初期（AC-1期）

将金融危机的进展情况整理如表2-2所示，再按危机发展程度划分阶段，就可以清楚地了解金融危机在各个阶段的不同表现。

表2-2 危机进展时序表

2004年~2007年8月 危机制造期（BC期）	
2004年以后	美国次级贷款数量大幅度增加
2006年7月	美国住宅价格达到峰值
2006年后半年	次级贷款拖欠率急速上升
2007年4月2日	美国住宅金融机构新世纪申请破产保护
2007年7月31日	美国贝尔斯登旗下的对冲基金破产
2007年8月6日	美国房地产投资信托公司申请破产保护
2007年8月~2008年3月 危机爆发初级阶段（AC-1期）	
2007年8月9日	法国巴黎银行旗下的3只基金的资产被冻结，宣布金融危机正式爆发
2007年8月16至17日	全球股价暴跌
2007年9月14日	英国第五大银行——诺森罗克银行发生挤兑风波
2007年10月9日	道琼斯平均股价指达到历史高点14164点
2007年10月30日	美国美林公司CEO奥尼尔因公司巨额损失而引咎辞职
2007年11月3日	美花旗银行CEO普林斯因公司巨额损失而引咎辞职
2008年	
1月3日	原油价格首次突破每桶100美元大关
1月11日	美国银行宣布收购美国最大房地产金融机构——全美金融公司
2月17日	英国诺森罗克银行被国有化
3月16日	美国摩根大通集团决定收购贝尔斯登

(续表)

2008年3月~2008年9月 金融危机爆发中期 (AC-2期)	
3月17日	外汇市场1美元兑换95.77日元, 时隔12年零7个月日元汇率再创新高
3月17日	日经平均指数跌破12000点
4月1日	瑞士银行公布次级贷损失37400亿日元, 奥斯佩尔会长引咎辞职
4月16日	美国3月份住宅竣工数比上月下降11.9%, 降至17年来的最低水平
7月9日	洞爷湖首脑会议开幕
7月11日	原油价格再创历史新高, 达147.27美元/桶
7月13日	美国政府公布支援房利美和房地美的具体方案
9月7日	美国公布房利美和房地美由政府管理
2008年9月~ 金融危机蔓延阶段 (AC-3期)	
9月15日	美国雷曼兄弟公司破产
9月15日	美国银行宣布收购美林公司
9月17日	美国政府决定向美国国际集团注资850亿美元
9月21日	高盛和摩根士丹利从投资银行转为银行控股公司
9月22日	三菱UFJ决定向摩根士丹利注资
9月23日	野村控股公司发布收购雷曼兄弟公司的欧洲和中东分支机构
9月25日	华盛顿银行破产, 摩根大通接替其业务
9月29日	美国下议院否决《金融安定化法案》
9月29日	道琼斯指数创史上最大单日跌幅(777点)
9月29日	花旗银行发表收购美联银行业务
9月29日	富通银行被比利时、荷兰、卢森堡三国国有化
9月30日	爱尔兰公布全额保护国内的储蓄和债券
10月3日	美国上下两院通过了《金融安定化法案》
10月3日	美联银行发表了撤销与花旗银行的合并协议, 而与富国银行合并
10月4日	英、德、法、意四国首脑为应对金融危机召开紧急会议

(续表)

10月5日	德国政府决定向德国住房抵押贷款银行(HRE)注资
10月5日	德国政府宣布对国内银行的储蓄实施全额保护
10月5日	意大利的联合信贷银行发表了增资计划
10月6日	俄罗斯股价暴跌而临时停盘(比上周下跌19.1%)
10月7日	冰岛克朗对欧元下跌30%，冰岛政府通过了国内金融机构的国有化法案
10月8日	英国政府公布了对国内银行注资计划
10月8日	六国央行同时宣布利率下调
10月9日	日本不动产投资信托、新城市住宅投资公司破产
10月10日	大和生命保险破产
10月10日	西方七国首脑会议在华盛顿召开
10月12日	欧元区紧急首脑会议在巴黎召开
10月13日	道琼斯指数创单日最大涨幅(936点)纪录
10月13日	三菱UFJ向摩根士丹利注资90亿美元(优先股)
10月23日	美联储前主席格林斯潘在美国下议院听证会上，承认在金融管理上有责任
10月25日	伦敦外汇市场1美元兑换90日元、1欧元兑换113日元
10月27日	日经平均指数再次刷新泡沫经济以来的低点(7162点)
10月27日	冰岛政府不履行克伊普辛(Kaupthing)银行发行的债券
10月31日	日本央行决定降息0.2%
11月4日	奥巴马胜选
11月6日	丰田汽车公布半年报，收益大幅度减少
11月15日	20国首脑会议在华盛顿紧急召开
11月19日	道琼斯指数跌破8000点(时隔5年8个月)
11月20日	原油价格下跌为49.62美元/桶，约为峰值的1/3
11月24日	蒂莫西·盖特纳获美国下任财长提名、劳伦斯·萨默斯获白宫国家经济委员会主任提名

2007 年夏季金融危机的苗头开始显现，因此，将 2007 年夏季到 2008 年 3 月称为金融危机爆发初期。

2007 年 8 月 9 日，法国巴黎银行旗下基金所持有的金融衍生品债券评级下调，三家基金的解约赎回权被冻结，这是迄今为止金融黑幕大曝光的“历史性瞬间”。其实，此前的经济指标已经有所显示，美国住宅价格于 2006 年出现拐点，开始步入下行通道（参见图 2-1）。从金融市场的指标来看，不仅美国的股价下跌，随着 2007 年 7 月份日元急剧升值，日本的股价也开始暴跌。

另外，金融专家们对金融衍生品的担心开始蔓延。由于住宅价格下降和 2007 年 3 月开始的利率提高，银行坏账率开始上升，致使 MBS 和 CDO 的评级被大幅度下调。投资次级贷商品的基金一般是以债券抵押获取短期贷款的形式进行投资的。一旦所持债券商品的评级下降，这种债券的抵押融资功能就被弱化。贝尔斯登旗下的对冲基金为了追加担保而不得不出售所持的债券，但并没有出售成功，据说在 5 月份被贝尔斯登总部收购了。

此时，金融危机还只是局部的个别事件。巴黎银行事件之后，次级贷商品价格在世界各地开始下滑，众多的金融机构预估蒙受巨额损失，市场陷入混乱状态。2007 年秋季，以花旗为首的大型银行为了向账外的投资公司提供短期融资，突然提高了有担保票据的利息率。由于事出突然和对贷款人的极度不信任，各银行并没有对其放贷。

### 救助贝尔斯登

金融市场的混乱局面一直持续到 2008 年 3 月，致使美国第五大证券公司贝尔斯登的经营陷入困境。贝尔斯登是在华尔街历史上创造了无数传奇的证券企业，在 MBS 交易业务中居全美第二，在 CDO 业务上也是名列前茅的企业。贝尔斯登既向对冲基金等机构投资者销售这类金融商品，自己旗下的对冲基金也持有这类金融商品，如前所述，贝尔斯登就是因为在这一系列次级贷金融商品制造和交易中走向了灭亡。

面对资金链断裂的贝尔斯登，纽约联邦银行制定了紧急融资框架对其救助。2008 年 3 月 16 日美国摩根大通公布以 2.36 亿美元收购贝尔斯登（同年 5 月 30 日正式收购）。



此间，人们对金融危机的认识还只停留在次级贷款问题上，而诺森罗克银行的问题另当别论。

其实，美国经济已经出现了景气萧条的迹象，2008年1月~3月的实际GDP增长率（按年增长率换算）同比增长0.6%，这是美国经济自1991年以来首次出现连续两个季度的低增长。美国企业的业绩也有所下滑，主要500家企业一季度纯利润同比下降15%，企业的雇工量也连续四个月呈减少态势。

诚然，日本国内对金融危机的看法还比较乐观，主流看法是“美国的金融危机是‘对岸失火’，2008年日本经济会保持缓慢增长”。

### **金融危机爆发的中期（AC-2期）**

根据金融危机的发展进程，可以将2008年3月~2008年9月这段时间称为金融危机爆发的中期（AC-2期）。

2008年3月美国股指再创新低，对此，美国下调存款利息（参见图4-1）。其后，美国和日本的股指有所反弹（参见图1-2），外汇市场上的日元对美元的升值也再创新高，此后，日元贬值（参见图1-4）。

另外，资源价格上涨迅速，7月份原油价格创历史新高（参见图5-1），黄金价格在七八月份也达到顶点（参见图5-3）。

根据IMF（国际货币基金组织）2008年4月8日测算，由次级按揭贷款问题导致的世界金融机构净损失为5650亿美元。如将受波及的商用不动产损失合计在内，世界金融机构的总损失为9450亿美元（参见表2-3）。

2008年9月，美国政府支持的抵押贷款巨头房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）发生经营危机，“两房”共持有次级贷金融债券50000亿美元。“两房”的危机改变了很多人对金融危机的认识，即此次金融危机绝不仅仅是金融机构内部的问题。

2008年9月7日美国政府公布接管房利美和房地美两家机构，接管的理由是“两房”持有或担保着近半数总额高达120000亿美元的美国房屋抵押贷款债务。

## 汇率的动向

在金融危机爆发中期，日元与美元的汇率走向也发生了微妙的变化。一方面，日美官方利率差异与 2007 年夏季相比有大幅度缩小，截止到 2008 年 4 月日美利差缩小到 1.5%（年利率），致使日元套利交易空间不复存在。事实上，3 月份以后日元对美元已经显现了走弱的趋势。

另一方面，ECB（欧洲央行）7 月份将市场利率上调了 0.25 个百分点，年利率达 4.25%，这样日元与欧元的官方利率差就扩大为 3.75%。尽管如此，7 月份以后日元对欧元的汇率走势反而趋强。另外，日元对其他货币的汇率走向也有趋强的势头。

如考虑美元贬值，资源价格上升是可以理解的。为什么日元汇率会呈相反方向运动呢？

此间，美元升值并不是由于利率的提高而引起的，而是短期美元资金需求造成的，如前所述，由于次贷商品价值贬值，金融机构和基金公司的资金周转陷入困境，致使短期融资市场中美元需求量增加。

在欧美的短期金融市场中，由于金融机构间的互不信任情绪蔓延，惜贷导致了严重的“流动性枯竭”。加之金融证券是以美元结算的，所以增大了对美元的需求量。对此，世界主要央行经过数次协调，出台了向短期金融市场注资以缓解流动性不足的政策。

美元资金供给宽裕，导致剩余美元流向了原油、谷物期货市场，从而推升了期货价格的上涨。由于原油、谷物贸易是以美元决算的，所以进口国不得不支付更多的美元，这也是美元需求增加的原因之一。

## 资金国际流动的大变化

在金融危机爆发的中期阶段，资金国际流动发生了巨大的变化，以往从海外流入美国的投资和美国流向海外的投资都是正数，前者大于后者，其差额就是美国的资金净流入。如 2006 年前者为 20 611 亿美元，后者为 12 517 亿美元，差额为 8 100 亿美元（参见本书第 4 章的标题 1 所示该差额与美国的经常收支赤字基本相当）。

这种国际资金流动趋势一直持续到 2008 年第一季度，自 2008 年第二季度起国际资金流动发生了巨大的变化，从海外流向美国的投资额骤减到

26 亿美元，而从美国流向海外的投资额为负 1 100 亿美元。也就是说各国对美国投资骤减的同时，美国撤回了海外投资。

由于美国从海外撤回的资金额大于各国向美国投资的减少额，所以在国际资金流动账簿上显示美国为正数，只是流入的资金额减少了。

从国际资金移动的国别来看，美国和英国间的国际资金移动变化最大，以往英国向美国投资和美国向英国的投资互为正数，但大多数是前者大于后者。其差额就是美国的资金净流入。如 2006 年前者为 5 280 亿美元，后者为 4 677 亿美元。

可是，2008 年第二季度英国从美国撤回了 1 097 亿美元投资，而美国从英国撤回 1 424 亿美元。也就是说双方均将部分投资撤回，转投于本国市场，美国撤回的资金量大于对方，这可能是美元对英镑升值的缘故。

### **金融危机蔓延期（AC-3期）**

2008 年 9 月 15 日具有 158 年历史的美国第四大证券公司——雷曼兄弟申请破产保护，同日，美国第三大证券公司美林公司被美国银行以 500 亿美元收购。几乎同一时间，美国最大的保险公司 AIG（美国国际集团）的经营危机谣言四起，由于市场担心 AIG 破产，其股价应声下跌了 60% 以上，9 月 16 日 AIG 的股价瞬间跌至 1.25 美元。

如果 AIG 破产，4 000 亿美元的 CDS（信用违约掉期）将给市场带来沉重的打击。为了稳定市场，美联储 16 日承诺为其融资 850 亿美元，作为融资条件美国政府将持有 AIG 79.9% 的股权，以确保在政府的管理下实现 AIG 的重建。

9 月 21 日美国最大投资银行高盛集团与第二大投资银行摩根士丹利公布转型为银行控股公司，两家投资银行的转型宣布美国所有投资银行的灭亡。资金融通依赖储蓄是证券业务与商业银行业务分离的基本原则，而两大投行的转型标志着美国金融、证券制度发生了历史性的变革。今后美国的金融会走向何方，至少现阶段还无法预测。

表 2-3 国际货币基金组织推算的金融机构损失额

2007 年 9 月	2 000 亿美元
2007 年 10 月	2 400 亿美元
2008 年 3 月	8 000 亿美元
2008 年 4 月	9 450 亿美元
2008 年 7 月	10 000 美元
2008 年 9 月 24 日	13 000 亿美元
2008 年 10 月	未来数年内约为 14 050 亿美元

资料来源：IMF《国际金融安定性报告书》（IMF, Global Financial Stability Report）等。

关于次级债问题对世界金融机构所造成的损失如表 2-3 所示。据国际货币基金组织的统计预测，截止到 2007 年 10 月预计损失额为 2 400 亿美元，而到 2008 年 10 月预计损失 14 050 亿美元。从这组数据中不难看出：在这一年里世界发生了多么剧烈的震荡。

### 投资银行模式的终结

短短数日所发生的一切，改变了许多人此前的看法。世人视若磐石的大地瞬间出现了个无底洞，那里只有漆黑虚幻，恐怖得让人不寒而栗。

为了挽救市场于水火，美国政府已顾不得未来纳税人的负担，不得不毫无原则地染指于对个别企业的救助，不得不实施“限空令”等违背市场原理的政策。政策当局的狼狈举措更增添了人们对危机的恐惧。

此前，日本的政治家对金融危机的认识并不深刻，现在也发生了变化。推迟国会解散就是对危机认识转变的表现吧！

美国金融机构在短短数日内发生如此大的变化，表明了“投资银行商业模式”的终结。所谓“投资银行商业模式”是指以少量的自有资本进行

<sup>2</sup> 自有资本收益率（净资产收益率）：是指企业当期净利润与净资产的比率。

巨额的借贷，再将巨额资金投资于高风险的债券类商品的商业模式。这种投资模式也被称为“杠杆式投资的商业模式”。通过提高资本借入率可以提高自有资本收益率<sup>2</sup>，不过，这种投资运作模式本身就伴有极大的风险

(参见本书第6章的标题3)。

美国投资银行的杠杆投资模式并不是投资银行与生俱来的资本运作方式，传统投资银行的业务是承销和并购等中介业务，而在泡沫经济中，这些主营业务被收益率较高的杠杆交易所吞没了。

为了防止金融危机的进一步蔓延，美国政府决定投资7000亿美元，用于购买金融机构的不良资产，并向国会提交了《金融安定化法案》。经过政府与议会的协商后交下议院投票表决，2008年9月29日美下议院以多数票反对否决了该法案。

其后，修改提高了储蓄存款保护金额等条款，美上、下两院分别于2008年10月1日和3日通过了该法案。议会审议之所以一波三折，其一是因为使用巨额公共资金救助金融机构能否获得民众的普遍理解。其二是投资银行高管们的薪酬过高引发的反感。

美国政府的这一系列救助行为只不过是临时扑火，金融机构的损失处理才是其面临的最大课题。如本书第3章所述，金融危机的实质是宏观经济扭曲，真正纠正宏观经济扭曲需要相当长的时间，所以美国的金融危机还有很长的路要走。

另外，有关这几起事件的详情和内幕还有许多疑点，为什么雷曼兄弟公司不被救助，而AIG可以被救助了呢？《金融安定化法案》从被否决到通过，在这个过程中到底发生了什么？关于这些疑点，相信今后会有大量的资料、报告、书籍等被公开发表。

<sup>3</sup> 购买力平价：是指同一商品的价格无论在本国还是在外围都是相等的汇率水平。

从日本国内来看，在金融危机爆发中期，日元曾出现了短暂的贬值，然而日元再次升值的可能性非常高。

从购买力平价<sup>3</sup>这一长期视角来看，汇率的调整是滞后的。从“可持续汇率”的观点来看，日元理应进一步升值。

其实，在金融危机的蔓延期，汇率已经发生了很大的变化。不仅日元对美元，就连对欧元也呈升值态势。当然，这可能导致日元套利交易卷土重来。

## 第2章的标题2的要点

①由于投资银行的消亡，美国以证券业务与商业银行业务相分离作为基本原则的金融证券体制出现历史性的转折。

②处理金融机构损失将是美国政府面临的重大课题。

## 3. 金融工程学是元凶吗

### 债权证券化并不是新花招

关于次级贷问题，多数人认为“金融工程学是元凶”。具体的批判言论有：“恶意运用金融工程学向世界散播风险”、“运用复杂的证券化处理，使人们看不清风险之所在”、“把本来只是垃圾的产品，经部分切割而贴上了高等级标签，卖给投资者”等等。

我认为以上的批评完全没有击中问题的要害，问题的本质是——“投资应该依据资产‘原有价值’，而不是依据似是而非的资产‘评级’”。

需要注意的是次级贷关联资产被证券化的手法本身并不新鲜。“证券化”和“再证券化”的手法由来已久，如“股票”是企业纯资产的“证券化”凭据，投资信托是将众多公司股票捆绑“再证券化”的一种形式。根据各个企业的偿还能力将其划分等级也并不新鲜，只是对其质量做了优劣区分罢了。

‘大数法则：关于某独立事件发生的几率，如果实验的次数越多，该事件发生的几率就越接近理论概率。

企业业绩受各种各样的因素影响，所以评价股票的风险也绝非易事。相反，MBS 的风险只受不还款和提前还款两个因素影响，风险更容易把握。

并且如果将多数按揭贷款统一核算，就适用了“大数法则”<sup>4</sup>，也就更容易做统计分析。从投资者的立场上看，MBS 的风险评价比股票更容易。

### 级别不能评价风险

MBS 和 CDO 与股票不同，MBS 和 CDO 不能全部在市场上大量交

易，所以很难有客观的价格（特别是 CDO）。它就像还未公开发行的股票一样，很难对其做出合理的价格评价。

“定价”理论是金融理论的核心，但有很多人认为定价理论是脱离实际的“纸上谈兵”。而在现实的金融市场中，对金融商品的价值评价并不是用定价理论评定的，而是依据评级机构评定的级别来确定的。即所谓的“第三者”定价。并且投资者也把获得高评级的金融商品视为“安全投资对象”进行投资。

2007 年夏季，评级机构对次级贷关联金融商品的评级级别大幅度下调，致使持有上述金融商品的投资主体（基金公司和银行下属的投资公司等）的资产大幅度缩水，致使这类金融商品即使降价销售都无人问津。

为此，批判评级机构的声音不绝于耳，也由此引发了关于“评级机构与投资银行利益相悖”问题的大讨论。

评级级别不是资产定价的替代品，而资产评价完全依赖评级级别才是问题的所在。

### **分散投资只能规避个别风险**

“资产证券化属于分散投资，分散投资可以降低风险。那么，为什么此次次级贷金融商品不能消除风险呢”？我想很多人会有这样的疑问。

回答是“分散投资可以规避的不是所有风险，也有不能规避的风险”。

这一点很重要，也很难正确理解。所以在讨论这个问题之前有必要区分一下“个别风险”和“市场风险”。

“个别风险”是指“某一对象发生事故时，其他的对象没有遭遇事故或未必遭遇事故”，这样的风险就叫个别风险。

分散投资确实有规避个别风险的机能。如果分散地投资在不同的对象上，即使某一对象损失，其他对象也未必发生损失。就住宅贷款而言，收入减少、失业、疾病等因素都有可能导致债务人不履行还款义务，这种风险就属于个别风险。如果将众多的住宅贷款债权集中在一起，风险就可以降低，所以将其证券化就是为了降低风险。将庞大的住宅贷款债权集中打包为一种投资对象品，则风险就会很低，也容易利用过去的数据进行比较和评价。

莫诺兰公司：专门从事金融担保保险业务的保险公司。最初从地方担保起步，其后将业务扩展到资产担保证券等保险业务。

个别风险也可以做如下释义，“我遭遇事故时，别人没有遭遇事故或未必遭遇事故”。“不管是谁发生了重大损失，该损失就会被大多数人平均分担。即便我没有遭遇损失，也要

承担应当承担的损失。相反，我偶然发生重大的损失，其他人也会替我分担每个人应当分担的损失”。这种互助机制可以降低风险，也是古典式的保险机制。在美国已经出了问题的莫诺兰公司<sup>5</sup> 原本是利用古典的保险方式开展金融保险业务的保险公司，自 20 世纪 90 年代开始涉足房贷相关的 CDS 销售业务。

所谓的“市场风险”是指“某种对象发生事故，其他对象也遭遇事故”或“我遭遇事故，其他人也遭遇相同的事故”，这样的风险称之为市场风险。就住宅按揭贷款而言，因利率变动和住宅价格下降而引起的违约，即为市场风险。

在《初级金融理论解说》中，列举了“信用风险、业务风险、法律风险、流动性风险、灾害风险、价格风险、默认风险”等风险种类。而将“因利息、股价、汇率等市场价格引起的风险称为市场风险”。这里所说的市场风险不是按照风险发生的原因分类的，而是按照各主体面临的风险是否具有相关性来划分的。所以，不仅要考虑引发风险的价格变动因素，还要考虑风险所造成的危害程度。

市场风险对所有人的影响都是相同的，分散投资无法规避市场风险。所以，尽管将住宅按揭贷款证券化，也不能规避其所有风险。此次金融危机是“由住宅价格下跌导致坏账风险加大引发的”，这种宏观因素导致的风险本来就不是证券化所能规避的。

### 依靠评级是错误的

如前所述，一般的住宅按揭贷款都具有市场风险，次级住宅按揭贷款的还款能力受房价波动的影响就更强。这是由次级贷基本运作模式决定的——“次级贷初期利率较低，而达到一定年限后则执行较高的利率。所以贷款者在还款压力到来前，将住房卖掉还款，然后再重新办理按揭贷款购买新房”。在住宅价格持续上升期间，这种“换贷减压”是成功的。一



且住宅价格停止上涨或下跌，延期还款和无力还款的事件就会激增。

再说，评级机构能否准确评定市场风险是值得怀疑的。日本评级研究所在其网站上公布了 MBS 的评级方法。

在其市场风险栏目下有“区域经济动向”这一指标，请问：“这样的指标你怎样去推断、又有多大的准确性呢”？其实，风险评级的最大弱点在于用过去的数据来推断未来。如考察还款额占债务人年收入的比率、抵押贷款率、违约率等等。这些都属于个别风险而不是市场风险。

正是由于评级机构不能确切评价市场风险，当住宅价格滞胀时，不得不大幅度下调次级贷金融商品的级别。

也就是说，评级本身并不能全面评价次级贷等金融商品的风险，而投资者却依据评级机构的评定级别进行了投资，这才是次级贷问题的本质。

有很多人认为此次危机的导火索是“评级机构的评级问题”，其实，这种认识也未必十分准确，问题的本质在于“评级不能正确评价市场风险，评级也不能全面评定投资风险”。

所以说次级贷问题并不是“金融理论和金融工程学应用所引发的问题”，而恰恰相反，“本应该利用金融理论和金融工程学对投资对象进行定价，而现实并非如此”。

### 第2章的标题3的要点

①次级贷问题的本质是：“投资应该依据资产‘原有价值’，而不是依据似是而非的资产‘评级’”。

②分散投资可以规避“个别风险”，而不能规避“市场风险”。

③评级并不能全面评价次级贷商品的风险。

④本应该利用金融理论和金融工程学对投资对象进行定价，而现实并非如此。

## 4. 何谓 CDS

### 金融衍生品践行保险机能

随着金融创新的发展，为规避风险而设计的衍生品种陆续出现，这里统称为“金融衍生品”。如果放贷金融机构有这类金融衍生品合约，当发生坏账时，就可以领到损失补助，即金融机构可以规避坏账风险。

在报纸的记事栏目中，对“金融衍生品”做了这样的说明——“金融衍生品就像保险一样的金融商品”。确实，“当损失发生时，能够得到帮助”，这种机能与保险是相同的。然而，金融衍生品的运行机制与传统的保险机制是完全不同的。

如本章的标题 3 所述，传统的保险机制是“把某人发生的重大损失，由大多数人平均分担，即便我没有遭遇事故，也必须承担我应尽的那份责任”，这是一种典型的互助机制。

而金融衍生品是看跌期权的一种。“看跌期权”是指为发生不测时能获得帮助的金融交易，所以需要支付一定的溢价，以规避因宏观经济变动等造成的“市场风险”。如前所述。所谓的市场风险是指“我发生事故，相邻的其他人也发生事故”的风险，所以无法互相帮助。也就是说，传统的保险机制是不能应对市场风险的。

看跌期权交易是站在不同立场上的人所进行的风险交换。因每个人对风险的厌恶程度不同，则不同人的风险预期目标就会出现偏离。在这种情况下，通过看跌期权买卖与他人交换风险状态，从而实现预期风险分配。从这个意义上看，看跌期权交易与普通的商品交易并没有什么不同，所以签订一对一的契约也是理所当然的。事实上，金融衍生品是以相对交易为中心的。表面上酷似保险功能，而其运行机理与保险并不一样。

### 激增的 CDS

CDS（信用违约掉期）是金融衍生品的一种，是债权人通过支付一定的溢价（保证金），当发生坏账时能领到相应损失赔偿的一种合约交易。

如表 2-4 所示，2008 年 6 月末 CDS 总额（按假想本金计算）达到

570 000 亿美元。所谓假想本金是为了计算在合约交易中实际支付的现金量而假想的本金。在某一交易中，当将来的现金流量超过当期实收量时，则将现在的折扣价值称作“正市场价值”。如债权方将来收回本金，就算做“正市场价值”；如果债务方破产，这笔贷款就会损失。这种信贷风险的大小可以用“正市场价值”来表示。CDS 的买方就具有“正市场价值”，只是正价值额度比假想本金要小得多。2008 年 6 月 CDS 总市值约为 30 000 亿美元。

表 2-4 金融衍生品和 CDS 余额的变动情况（根据假定成本）

单位：10 亿美元

	1998 年 6 月	2004 年 12 月	2005 年 6 月	2006 年 6 月	2007 年 6 月	2008 年 6 月
外汇期货	18 719	29 289	31 081	38 127	48 645	62 983
利息衍生品	42 368	190 502	204 795	262 526	347 312	458 304
股票衍生品	1 274	4 385	4 551	6 782	8 590	10 177
商品期货	443	1 443	2 940	6 394	7 567	13 229
CDS	—	6 396	10 211	20 352	42 580	57 325
其他	9 330	25 879	27 915	35 997	61 713	81 708
合计	72 134	257 894	281 493	370 178	516 407	683 725

资料来源：BIS Quarterly Review, December 2008.

现在市场上的 CDS 余额是 1995 年最早开始统计时候的 10 倍以上。与 2006 年 6 月相比，所有金融衍生品总额由 3 700 亿美元增长到 6 830 亿美元，是 2006 年 6 月的 1.84 倍，而 CDS 却是 2006 年 6 月的 2.8 倍。

日本的金融机构也从事金融衍生品的交易。据日本银行统计，2008 年 6 月末 CDS 余额为 5 541 亿美元（2007 年 6 月末为 2 714 亿美元），约占全世界 CDS 总量的 0.97%，而日本的 GDP 占世界总量的 10% 左右。与此相比，0.97% 确实有些微不足道。从这一点也可以看出，日本金融还是以传统业务为主，在金融衍生品方面还比较落后。不过，最近日本的 CDS 交易增长显著，OTC（场外交易）交易的衍生品合计余额为 275 000 亿美元（2008 年 6 月），与 2007 年 6 月的 214 000 亿美元相比，增长 28.5%，CDS

约增长了 2 倍。

### **CDS 本身并不是恶魔**

在经济活动良好没有坏账时，销售 CDS 是只赚不赔的“好投资”。然而，在发生坏账时，也必须按照合同赔偿其损失。

雷曼兄弟和贝尔斯登是拥有巨额 CDS 卖方合约的两家金融机构，AIG 也是如此。我们把因卖方经营破产，契约无法履行的风险称为“反方风险”。因 AIG 持有的 CDS 数量巨大美国联邦政府不得不出手相助，AIG 持有的 CDS 数量约为 4 410 亿美元，雷曼兄弟公司持有 CDS 总额约为 4 000 亿美元，但清算价格只有总额的 8.625%。

次级贷问题发生后，金融衍生品的溢价保证金上涨，特别是 2007 年 9 月以后保证金上涨尤为显著。次贷风险不仅通过证券化得以分散，也可以通过金融衍生品进行转移。

日本的金融衍生品交易并不活跃，所以还没有发现大的问题。可是“不进行风险交易就不会招致损失”的想法，也是不正确的。好比说“因为驾车有发生交通事故的危险，所以就不驾车”。是否发生交通事故关键在于你驾车的熟练程度，它决定了你能否很好地利用汽车这一现代技术成果。

金融衍生品等的金融创新，使从前不可能转移的风险变为可能，这是一种进步，只要运用得当，会使我们的生活更丰富。对于这样的新生事物我们没有必要去回避，而是如何学会运用。由于金融危机的爆发，CDS 的投机交易可能会减少，但 CDS 的作用会在危机蔓延中得到提高，CDS 业务今后也会进一步扩大。

现在的问题是金融衍生品的价格评价问题，这不是一个简单的问题，日本的金融机构能否正确地进行价格评价，我是持有异议的。交易对手多为外国的金融机构，也有可能按照他们的评价结果进行交易，因为金融衍生品的价值是极其巨大的，所以日本的金融机构不能驾驭金融理论，是制约先进金融交易手段的关键。

#### **第2章的标题4的要点**

①CDS是看跌期权，酷似保险机能，但运行机理与保险完全不同。

②日本的金融始终以传统的金融业务为主，在金融衍生品领域发展滞后。

③日本的金融机构不能驾驭金融理论，是制约先进金融交易手段的关键。



## 第3章

# 孕育怪物的美国过度消费

## 1. 过度消费使美国经常收支赤字扩大

### 金融危机的真正原因是经常收支赤字

本章就美国的过度消费问题做以概述，过度消费与金融危机或许没有直接联系，因此，有必要用本章和第4章加以详细的说明。

对于此次金融危机，一般用“金融危机是美国投资银行的贪婪引发的”来解释。当然，这种解释本身并没有错误，只是对此次金融危机的解释还不够充分，因为“贪婪”在任何时代、任何国度都存在。那么，“贪婪为什么在美国会引起这么大的问题呢”？对此有必要做以详细说明。

因为有特定的经济背景，所以“贪婪”会引发世界经济大地震。本章和第4章的分析目的就是要阐明特定经济现象的内在机理。这个问题将国际收支、国际资本移动、最先进的金融工程学融为一体，所以不是用简单的解释就能让人理解的。不过，现在的世界经济也确实到了不掌握这些知识就无法理解的地步了。

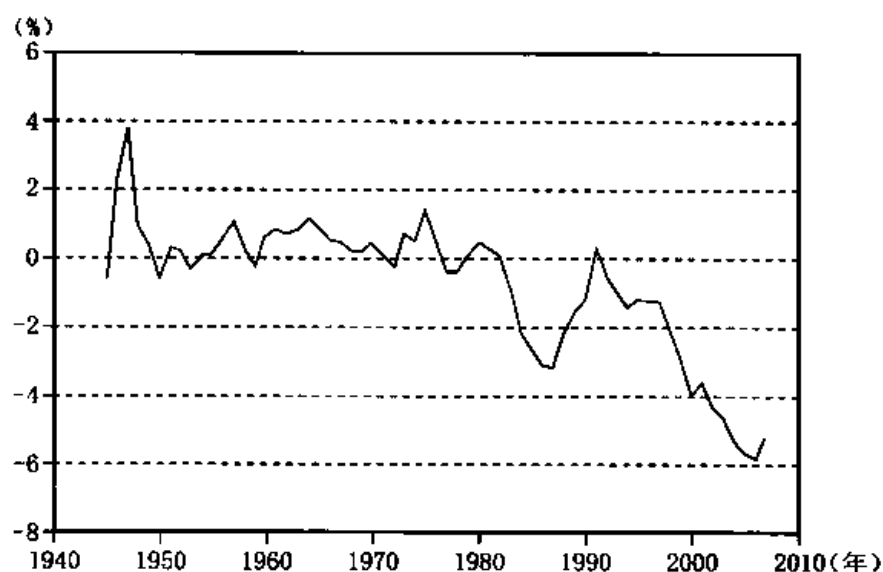
做这样的说明，旨在强调“在美国泡沫膨胀的过程中，日本已经深陷

其中了”，没有日本的存在，美国的次级贷问题就不会发生。

日本的问题不是在于“贪婪”，而是“缺乏智慧”，“日本没有像美国投资银行那样贪婪，所以金融危机也都是美国人惹的祸”，很多日本人都这么认为。“贪婪”确实是罪，“缺乏智慧”同样也是罪。

## 20世纪90年代以来美国经常收支赤字急剧扩大

美国对外经常收支赤字情况如图 3-1 所示，该图数据为美国经常收支占 GDP 的比重。



美国经常收支赤字在20世纪80年代中后期恶化，90年代初赤字有所减少，90年代中后期再次恶化，2006年的赤字占GDP的比重超过了6%。

图 3-1 美国对外经常收支赤字情况 (占 GDP 比率)

资料来源: National Economic Accounts, Bureau of Economic Analysis,  
U. S. Department of commerce.

在 20 世纪 50 年代至 70 年代，美国经常收支顺差的年份较多，80 年代转为赤字。1986 年、1987 年对外经常收支赤字占 GDP 的 3.3% 左右 (从 60 年代起美国政府的财政收支赤字年份开始增多，80 年代赤字显著。我们将财政收支赤字和对外收支赤字统称为“双赤字”)。

可是，20 世纪 80 年代末美国的经常收支赤字大幅度缩小，1991 年还一度顺差，这主要是广场协议的结果。广场协议后，美元兑日元和马克大



幅度贬值，从而抑制了美国的进口。

但好景不长，1991年以后美国的对外经常赤字再度增加，20世纪90年代末尤为显著。从赤字占GDP比重上看，1999年约为3%，2000年约为4%。从金额上看，1999年为2739亿美元，2006年为7716亿美元，2007年为7186亿美元（国民经济核算为基础的统计数据，与表3-1的数据不一致）。

### 持续扩大的资金流入

20世纪90年代的赤字与80年代后半期不同，丝毫没有企稳的迹象，对此有必要做以补充说明。有人认为：“美国的经常赤字得以持续，是因为美国只要印刷美元纸币就可以购买外国的商品。”（意思是指美国掌握着世界通行货币的发行权）还有人认为：“美国凭借强大的军事力量操控世界经济。”我认为这些看法均有偏颇。

在浮动汇率体制下，如果美元贬值（含金量降低），无论它印刷多少纸币都不足以支撑赤字财政。我认为美国之所以能维系赤字财政，是因为有资本流入美国（参见本书第4章）。

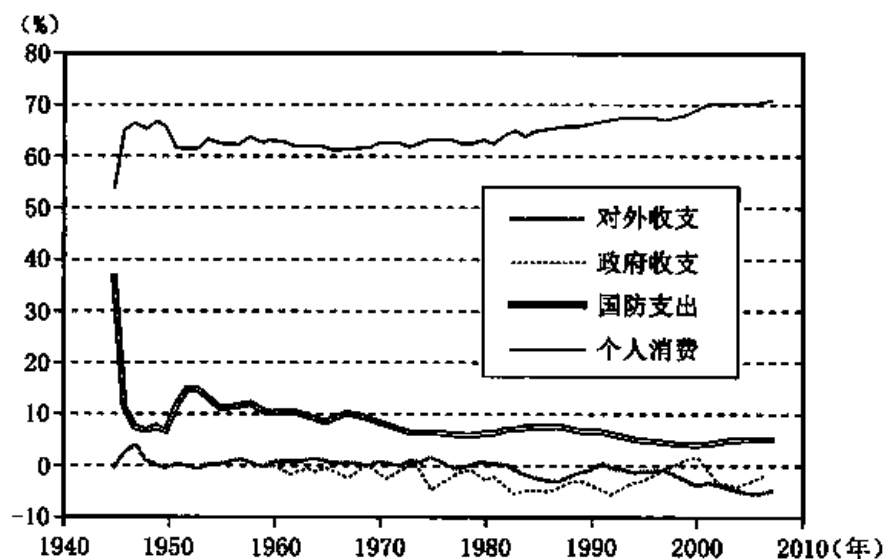
简单地说，一个月收入40万日元的家庭，如果再能借到10万日元，则它的支出可以达到50万日元。在美国无论个人还是国家都是这样过日子的，只是他们的支出对象是消费、购买汽车、住宅建设，并由此推动了住宅价格的上升，也催生了住宅价格泡沫。资本持续流入美国是因为投资者确信：投资美国会产生利润且利润在未来能够回到自己的手中。正是对美国经济的信任，美国的“双赤字”才得以存续，美元的购买力才不会被削弱。

日美贸易的长期不平衡，没有任何理由能够说明是日本迫不得已而为之的，更不是美国强大的军事力量所操控的。但日本采取日元贬值的政策却是事实，因为它能为日本的出口产业带来利润。

上述的美国资本流入可以称为“资本交易顺差回流”，此次金融危机就是该机制达到极限后的变调反映。对此，笔者将在本书第4章做详细说明。

### 赤字扩大的原因是消费增加

美国经常收支赤字增大的原因到底是什么呢？为探其究竟，请参阅图 3-2 美国各项支出占 GDP 的比重。



美国经常收支恶化并不是因为军费增加，而是个人消费的增加。  
军费支出占GDP的比重已经由20世纪60年代的10%下降到5%左右。  
个人消费占GDP的比重则比20世纪70年代上升了10%左右。

图 3-2 GDP 的构成要素 (占 GDP 的比率)

资料来源: National Economic Accounts, Bureau of Economic Analysis,  
U. S. Department of commerce.

从表 3-2 可以看出，军费的增长并不是赤字扩大的原因。从军费占 GDP 的比重上看，20 世纪 60 年代占 10% 左右，70 年代开始有下降趋势，80 年代末约占 GDP 的 6%，90 年代末到 2002 年降至 3% 左右。其后，由于对伊拉克战争军费开支有所增加，最近一直维持在 4% 左右。从这组数据来看，美国是冷战终结的最大受益者，将 20 世纪 90 年代的经济繁荣称为“冷战终结红利”也并不为过。

经常赤字扩大的原因主要是个人消费增加。从个人消费占 GDP 比重来看，20 世纪 80 年代中期以前，一直稳定在 60% ~ 65% 之间。1987 年以后开始有上升的趋势，2002 年超过了 70%，与 70 年代相比提高了近八个百分点。从美国的家庭储蓄率（家庭储蓄/家庭可支配收入）上看，2005

年为负的 0.1%，其后有所恢复，2006 年、2007 年也只有 0.4%。

20 世纪 90 年代中期以后，美国经济发展势头良好，美国人的个人消费、购买汽车、住宅建设均有所增加。加之住宅价格上涨形成的资产增值效应，进一步拉动了个人消费（美国对住宅实施优惠税政策，所以容易引起住宅价格泡沫）。另外，住宅担保消费金融活跃，也助推了个人消费的增长。如美国新车大部分是贷款购置的，车贷的担保物基本是自己的住宅。不仅如此，房屋公平贷款也被广泛推行，这种贷款方式多用于住宅修缮费、医疗费、教育费等的融资。

美国个人消费的增长与对外经常收支赤字的增长几乎是同步的，从增长额上看也几乎吻合。所以说：“20 世纪 80 年代后半期以来，美国经济增长使美国人的生活变得富裕了，美国人生活的富裕，进一步扩大了美国对外经常收支赤字。”

### 日本、中国、欧佩克顺差

表 3-1 是美国对主要顺差国的经常收支情况。从表 3-1 可以看出，2007 年美国对几个主要国家和地区的赤字额分别为：对日本 1 102 亿美元、对中国 2 897 亿美元、对欧盟 423 亿美元、对欧佩克 1 281 亿美元，合计为 5 704 亿美元，占美国经常赤字的 80% 左右。1999 年美国的赤字为：对日本 805 亿美元、对中国 727 亿美元、对欧盟 403 亿美元、对欧佩克 142 亿美元。1999 年到 2007 年这些经济体对美顺差均呈增长态势，日本和欧盟相对平稳。激增的是中国和欧佩克，仅这两个经济体就增加了 3 308 亿美元，占美国赤字（4 295 亿美元）增加额的 77%。

美国从中国进口商品主要冲抵了美国人的个人消费品增长，而从欧佩克进口的原油则冲抵了汽车燃油消费的增长。因此，根据美国经常赤字的国别特征可以得出如下的假说：“为了美国人的生活富足，美国扩大了经常收支赤字。”

表 3-1 美国对主要贸易国的经常收支情况

单位: 100 万美元

年	日本	中国	欧盟	欧佩克	美国经常收支
1999	-80 569	-72 743	-40 306	-14 255	-301 630
2000	-90 705	-88 043	-54 093	-42 496	-417 426
2001	-77 542	-88 657	-51 852	-35 260	-384 699
2002	-80 619	-109 901	-73 962	-32 294	-461 275
2003	-74 957	-131 830	-89 587	-51 041	-523 400
2004	-90 205	-172 029	-86 258	-72 898	-624 993
2005	-95 797	-218 468	-107 259	-100 022	-728 993
2006	-111 141	-257 896	-86 878	-111 382	-788 116
2007	-110 251	-289 703	-42 365	-128 109	-731 214

注: 美国与日本经常收支的关系没有发生大的变化, 而从中国和欧佩克的进口增加, 这是美国经常收支赤字扩大的原因。

资料来源: International Economic Accounts, Bureau of Economic Analysis, U. S. Department of commerce.

### 美国的过度消费

美国的过度消费之甚, 日本人是无法理解的。他们的生活方式是住郊外的豪宅, 驾驶着豪华的汽车去远离居所的城市上班。日本人常去的纽约、波士顿、旧金山是背离美国标准的特殊场所, 在这些城市里建筑物密集, 汽车驾驶也不方便, 这一点与日本的大城市很相似, 可是美国的大部分城市与日本人的城市概念相差甚远, 工厂和商业网点仿佛就像在高速公路和停车场的海洋中, 一定标准以上的住宅占地广阔, 就像点缀于森林中的别墅。

这是美国人生活方式的基本结构, 这种生活方式与美国的税制密不可分, 美国的燃油和住宅的价格体系与世界标准差异很大, 这些都是因税费而起的。

美国的燃油税负担率非常低。从燃油税 (燃油税 = 个别间接税 + 消费税 + 附加税) 的负担率上看, 2007 年日本为 44.6%, 欧盟诸国多在 60%

以上（德国为 63.9%），而美国仅为 12.7%。所以美国的汽油价格只不过是欧洲的 1/2 到 1/3。

美国住宅贷款利息是从所得税中扣除的，日本也有房贷减税的制度，这是 1999 年为刺激经济而出台的临时政策，该政策仅限于首次购房者享受 10 年优惠，2008 年又下调了上限额度。与日本相比，美国的房贷优惠制度由来已久，减税额也是日本的 10 倍。

<sup>1</sup> 都市扩大化：是指城市不断地向郊区扩张，这样的城市形态就不得不使用汽车作为基本的交通工具。

上述税制措施降低了燃油价格、有利于住宅的开发建设。正因如此，都市扩大化<sup>1</sup>才得以实现。即，美国具有一定地位的人在郊区住着豪宅，驾车通勤，这已经成为美国人的基本生活方式，上述的各要素

是紧密相连的。

首先居住空间的郊区化，就有必要远距离移动，远距离移动就不得不依赖汽车。所以就不得不保持较低的燃油税率。居住地的郊区化可以确保住宅用地的空间，在那里可以建造豪华的宅邸，房贷利息扣除制度使其成为可能（房贷利息从个人所得税中扣除，对高收入者是有利的）。像这样以扭曲价格体系为基础的生活方式，一旦形成就不得不继续维持。

从宏观经济视角来看，“美国的汽油和汽车的使用以及住宅的支出与世界标准相比是过度的”，美国这种异常的支出结构就是这一问题的根本。

“过度的住宅问题”造成了经常收支的赤字，因为这种支出对未来生产率提高没有直接贡献，所以不可能长期维持下去。以次级贷问题为导火索的美国景气衰退就是抑制住宅支出的过程。

原油价格上升与美国的低油价政策不无关系，另外，随着中国等新兴国家汽车产业的发展与普及，世界原油的总需求会不断增加。从量上看，最大的问题还是“美国的喝油构造”的问题。

不可否认，2008 年上半年的油价上升有投机的因素，但也有长期需求增长的预期因素。所以，此轮的原油价格上升与以往的石油危机不同，更多是为了抑制美国的石油消费。

尽管如此，在美国并没有引起关于“改变异常价格体系”的讨论。如前所述，对于多数美国人而言，居住郊区和利用汽车通勤是再自然不过的生活方式，这种生活方式是以美国的社会经济条件为前提的，所以想改变

这种生活方式是极其困难的。

诚然，在解决次级贷问题和金融问题的过程中，美国的“住宅热”会冷却下来，但“支撑住宅过度消费的税制”未必会得到改善。另外，美国有必要反省“过分依赖汽车的交通体系”，尽管在几个城市正在建设地铁和轻轨，但对于美国整体而言只不过是杯水车薪。

### 第3章的标题1的要点

①在浮动汇率体制下，如果美元贬值（含金量降低），无论它印刷多少纸币都不足以支撑它的赤字财政。美国的赤字得以持续扩大，是因为投资者对美国经济的信任。

②20世纪80年代后半期以来，美国经济的增长使美国人的生活变得富裕了，美国人生活的富裕，进一步扩大了美国对外经常收支赤字。

③对于美国人而言，现在的生活方式是以美国的社会经济条件为前提的，所以想改变这种生活方式是极其困难的。

## 2. 经常收支赤字可持续吗

### 对经常收支赤字可持续性的质疑

如本章的标题1所示，如果没有国际资本交易，美元应该贬值，贬值的结果就是美国国内进口商品价格上升、消费减少，这样赤字也会缩小。可事实是由于资本流入，美元并没有贬值、赤字还在持续。

如前所述，投资者对美国持续投资是确信美国将来有能力偿还，也就是说期待着“美元不贬值”。另外，“顺差国国内缺乏合适的投资产品，而不得不投资于美国”。对此，美联储主席伯南克也没有否定。

不过，美国赤字持续扩大，让人们担心美元是否会“暴跌”！关于这个问题的讨论至今也没有停止。

多数人认为：美国巨额赤字是不可持续的。20年前保罗·克鲁格曼就

做过这方面的探讨，他认为：美国经常赤字是不可持续的，并主张用汇率变动来调整。结果是他预测到了1985年的“美元大贬值”。

进入21世纪以来，美国经常赤字急剧膨胀，也让很多人担心美元的暴跌问题。可是，至少在2007年以前“美国的经常赤字还是可持续的”，很多人持该主张。

其代表人物就是美联储前主席格林斯潘，在他的回忆录《动荡的时代》中就有如下的叙述：随着经济活动专业化和分工的发展，个别经济体出现极度资金短缺是必然的。即使在一个国家中，也有过度储蓄主体和过度投资主体。如果投资者对本国资产投资偏好低，他就会跨越国界投资到国外，这并没有什么不可思议的。唯一的问题在于：现在是外国投资者投资组合中的美元资产集中期，不通过美元贬值也可以平稳地度过这段时期。

### **伯南克和库帕的观点**

在美国，也有几名经济学者认为：美国经常赤字是可持续的。哈佛大学国际经济学学者理查德·库帕在《金融时报》（2004年）的文章中作了如下的论述——美国经常赤字的背景是美国以外的国家有储蓄，这些储蓄在欧洲和日本没有投资机会，所以才投向美国的，投资美国不仅收益率高，而且还安全。假设美国削减赤字，就会导致世界经济不景气，日本、中国、印度等国政府购买美国国债就是为防止本币升值，它们的这种行为不能说是非理性行为。

2005年春伯南克在就任美联储主席前的演说中，也表达了同样的观点。他认为：美国经常赤字不是美国人借钱消费的鲁莽行为所致，而是世界储蓄过度的必然结果。假如美国借款增加是主要原因，则国际金融市场的资金需求就会紧张，利率应该上升。而世界的利率是持续下降的，所以世界性的储蓄过度是其主要原因。

### **没有投资机会的日本**

库帕和伯南克的言外之意就是“日本人辛勤劳动挣得的顺差（外汇），就是为了供养美国人过奢侈生活。否则储蓄的钱就没有用途，这是没办法的办法”。

将上述言外之意再稍作详细说明的话，就可以这样表述：如果在一个成熟的国家且经济政策能够反映消费者的意愿，则本币贬值会遭到严厉的批判。本币走强会影响出口产业的竞争力，也可以缩小顺差。但是，消费者可以通过消费外国的廉价商品，过上富足的生活。遗憾的是像日本和中国那样不在意消费者意愿的国家，恐怕做不到这一点吧！

假设日本国内有收益率高的投资机会并对其投资，其结果是可以缩小顺差的。可现实是找不到那样的投资机会，所以储蓄的钱只能向美国投资了。也就是说，美国的消费是为了支持亚洲诸国的经济发展。

通过分析两位学者的语言表述，让我不得不重新审视他们的观点，不由得认为他们的态度是十分傲慢的。他们的这种观点也严重地侮辱了日本国民。

而事实上，人家那样说我们也没有办法。为美国提供资金并不是被人强迫的，而是我们乐于为之的。从日本的出口产业来看，这样的世界经济结构正是它们所期望的。

### **投资日本国内日本人会更富裕**

反思库帕和伯南克的观点，让我想起了在美国发生的一件事情。那是在我在斯坦福大学期间，看到了当地报纸的一则新闻，内容是“附近山中的一幢民宅因下水回流而被浸泡的事件”。看了这则消息让我十分吃惊，山里的别墅住宅的下水设施既不是净化槽，也不是简易的下水道，而是与公共下水道相连。这足以让人感叹硅谷住宅的豪华程度，不仅市区的住宅，就连山中的住宅设施都如此完备。

我十年前居住在东京都的日野市，日野市内没有公共下水道而是使用净化槽。日本连首都的市街地区都没有下水道，而在美国连山里的孤立建筑物都有下水道。我当时确实感觉到美国与日本居住环境的巨大差异。再想想“美国人之所以能过上如此富足的生活，是日本源源不断的资金供给”，颇有些感慨万千。

日本人若能将储蓄的经常顺差用来建设基础设施，日本也可以享受到与美国同等的住宅环境。或者说，通过日元升值日本人也能享受富足的生活。日本虽然具有与美国同等富裕的潜在经济实力，但经常顺差不是用在改善国民生活上。由此可见，日本是典型的经济政策贫困。



即便现在，日本也无法摆脱经济政策贫困的状态。如果日本的产业结构不发生重大变化，就只能通过日元贬值来延续日本企业的生命，并为美国提供资金。依靠贸易顺差谋求经济增长是不可持续的，这一点虽然很明了，但日本却很难摆脱这种发展模式。

### **持续扩大的美国过度支出**

顺差国一旦积攒了巨额的美元资产，就陷入了不能自拔的泥沼之中。如果撤回资金，美元就会贬值，美元若贬值，持有的美元资产价值就会大大缩水。中国的外汇储备想脱离美元，但并不是轻而易举就可以实现的。而日本竟然连脱离美元资产的打算都没有。只要对美资金回流机制存续，美国的经常赤字就可以持续。也就是说，美国的过度支出就可以持续、住宅泡沫也可以持续。

如果住宅价格持续上升，像次级贷这种高风险的住宅按揭贷款也就不会出现问题。再有，这类金融商品的高风险和高收益也为美国吸引投资起到了一定的作用。事实上，美国的证券化金融商品的一半左右是欧洲所持有的。

日本持有巨额的美国家债，意味着日本在支援美国的住宅泡沫。不仅是美国，通过日元的套利交易，也支援了冰岛和东欧的房贷。

然而，以何种契机撤资呢？或者说，如果让美国的资金流入速度赶不上赤字增长速度，美国的房贷资金供给链就会断裂，住宅价格就会下跌，迄今为止的资金循环就会发生逆转。美国的金融危机就是这样发生的。

### **住宅价格 + 丰田 = 复合泡沫**

在美国以住宅抵押贷款购车的消费者比较多，如果住宅价格上涨利率下降，则再融资抵押贷款的借款额就会增加，在还款额一定的情况下，借款人可以套取巨额的现金，也称为套现借贷。这种借贷的大部分用来充抵购车款，这样就形成了住宅价格上升购车增加的局面。

于是，我们就可以对美国的泡沫经济作如下的理解。即日本的汽车产业趁日元贬值之势，增加了在美国的汽车销售，又将赚得的美元投资在美国。结果是支援了美国的住宅按揭贷款，也对美国的住宅价格泡沫伸出了援手。

可是，若住宅价格下降，放贷审查就会严格，使原本打算购车的人因银行放贷紧缩而无法实现购车愿望，致使汽车销量下降。如本书第1章所阐述的，美国汽车销量骤减就是这一机制作用的结果。

为了不被误解想再多说几句，我并不认为“丰田成长的理由只是因为泡沫一个因素”。下面介绍一下我个人的一点经验。

本人在2004年~2005年访问加利福尼亚期间，购买的汽车就是丰田车。购买丰田的理由是：①一年以后可以卖掉；②故障少；③经销商的售后服务完善。事实证明我的愿望都如期实现了（当我将上述三点要求用电子信件发给美国企业之后，马上回信的只有丰田的经销商）。所以丰田汽车受人喜欢也是自然的。

事实上，无论是在加利福尼亚的道路上还是停车场里，几乎都是丰田车。再有，驾驶普锐斯（丰田车的产品名）既是环保的象征，也是地位的象征（美国奥斯卡金像奖得主纳塔丽·波特曼驾车驶入颁奖会场的风光，让我有购买普锐斯的冲动）。

通过我个人的体验，可以证明即使没有美国的住宅泡沫，丰田在美国的销售量也会增加，所以丰田的快速发展并不完全是源于泡沫。

可是，丰田的利润增长却是令人吃惊的，现已超过20 000亿日元。这样高的年利润如果没有住宅泡沫是不可想象的。从这个意义上讲，丰田与美国的住宅泡沫是密不可分的。

### 第3章的标题2的要点

①由于预期未来美元不贬值和顺差国国内没有投资机会，所以资金会持续流入美国；由于资金的持续流入，才使美国的经常赤字得以持续。

②海外流入的资金支撑着美国的住宅价格泡沫，住宅价格泡沫推动了消费支出，汽车销售增加也就这样实现了。

③这样的世界经济构造正是日本出口产业所希望的。

### 3. 美国经常收支赤字使日本的顺差增加

#### 日本经常收支顺差增加

美国经常收支赤字的扩大就意味着顺差国顺差的增长。当然日本是主要的顺差国之一（另外，中国和欧佩克对美国的顺差也屡创新高），美国进口增加就意味着日本出口的增加，日本也由此实现了景气复苏。

始于2002年的日本景气复苏是第二次世界大战后持续时间最长的一次，如本书第1章所述，此次景气复苏是由异常的外需拉动实现的。第1章所提到的外需依存度是指外需增加额占GDP增加额的比重。

外需对日本经济的贡献不仅表现在名义GDP上，对实际GDP的贡献更加明显。表3-2是日本净出口占实际GDP的比重（与外需相关的三个概念）<sup>2</sup>，从表中可以看出，外需对日本经济增长是不可小视的，尤其是

<sup>2</sup> 与外需相关的三个概念：外需依存度 = 外需增加额 / GDP 增加额；贸易依存度 = 出口额 / GDP 或进口额 / GDP；顺差比率 = 经常收支顺差 / GDP

2003年以后表现得非常明显，这一点与日本股指上升期也十分一致。2003年以前净出口占GDP的比重一直停留在1%左右，之后快速跨越了2%和3%两个台阶，2007年超过了5%。

表3-2 日本净出口占实际GDP的比重

单位：10亿日元

年度	GDP (A)	商品·服务			B/A (%)
		净出口 (B)	出口 (C)	进口 (D)	
1994	470 888	4 614	40 681	36 067	0.98
1995	482 750	959	42 522	41 564	0.20
1996	496 904	-197	45 663	45 860	-0.04
1997	496 877	4 735	49 673	44 938	0.95
1998	489 438	5 800	47 714	41 914	1.19

(续表)

年度	GDP (A)	商品·服务			B/A (%)
		净出口 (B)	出口 (C)	进口 (D)	
1999	493 049	5 857	50 561	44 704	1.19
2000	505 622	6 295	55 343	49 048	1.25
2001	501 618	3 599	50 996	47 397	0.72
2002	507 015	7 176	56 854	49 678	1.42
2003	517 713	11 265	62 439	51 174	2.18
2004	527 983	14 073	69 574	55 501	2.67
2005	540 706	17 064	75 817	58 754	3.16
2006	554 114	21 578	82 167	60 588	3.89
2007	562 864	28 174	89 988	61 814	5.01

资料来源：内阁府《国民经济统计》。

表 1-1 中日本国际收支进出口数据是名义值，而表 3-2 中的日本的进出口数据为实际值，所以两者有很大的差异。2003 年以后日本的实际进出口的增长比表 1-1 的增长更显著。另外名义进口有骤增的趋势，但实际值并没有快速地增长。在国民经济统计中“实际出口”是附加价值概念，是经过价格与品质变化调整后的价格。如超薄液晶电视机的价格下降，名义出口额就会减少，而实际出口额是不变的；当产品质量提高时，实际出口额是增加的。所以在考察外需对经济增长影响时有必要考虑实际进出口额。

**GNP = 国内支出 + 经常顺差**

为了更好地探讨和理解金融危机及其走向，国民经济核算中的几个关系式将发挥重要作用。下面就国民经济核算关系式用解说 3-1 的形式进行说明。

### 解说 3-1 开放经济下的国民经济核算关系式

总供给与总需求关系式

$$\text{GDP} + \text{进口} = \text{国内支出} + \text{出口} \cdots \cdots \text{①}$$

上式的国内支出可表示为：

$$\text{国内支出} = \text{消费} + \text{投资} + \text{政府支出} \cdots \cdots \text{②}$$

将①式整理可得，

$$\text{GDP} = \text{国内支出} + \text{贸易顺差} \cdots \cdots \text{③}$$

上式的贸易顺差为，

$$\text{贸易顺差} = \text{出口} - \text{进口} \cdots \cdots \text{④}$$

因此，国际收支中的经常收支可用下式表示，

$$\text{经常顺差} = \text{贸易顺差} + \text{国外纯所得} \cdots \cdots \text{⑤}$$

长期来看，则下式成立，

$$\text{经常顺差} = \text{对国外纯投资} \cdots \cdots \text{⑥}$$

将上述各式整理，则有，

$$\text{GDP} = \text{国内支出} + \text{经常顺差} - \text{国外纯所得} \cdots \cdots \text{⑦}$$

因国民生产总值（GNP）包括国内生产总值（GDP）和本国国民在国外的生产总值，则

$$\text{GNP} = \text{GDP} + \text{国外纯所得} \cdots \cdots \text{⑧}$$

也可表示为，

$$\text{GNP} = \text{国内支出} + \text{对国外纯投资} = \text{国内支出} + \text{经常顺差} \cdots \cdots \text{⑨}$$

商品生产中固定资本损耗部分不能算作国民所得，另外还有间接税、补助金等的存在，用市场价格表示的所得与要素价格表示的所得会有一定的出入，经调整下式成立，

$$\text{国民所得} = \text{GNP} - \text{固定资本损耗} - \text{间接税} + \text{补助金} \cdots \cdots \text{⑩}$$

### 解说 3-2 马歇尔—勒纳条件

当实际出口价格弹性与实际进口价格弹性之和大于 1 时，日元实际汇率贬值会增加日本贸易顺差。这个条件被称为马歇尔—勒纳条件。这里所说的“实际出口（进口）的价格弹性”是指日元实际贬值 1% 时，实际出口（进口）增加（减少）百分之几。

若来源于国外的纯所得一定，则⑨式的 GNP 与⑦式的 GDP 相等。从与国民所得的关系上考虑，GNP 更直接（假设固定资产损耗、间接税和补助金为零，则 GNP 与国民所得相等）。下面对⑨式的经济含义加以说明。

⑨式是记录一定时期（通常指一年）经济活动的恒等式。也可以说经济活动水平是由两边各项决定的方程式，关于各项目之间的因果关系的理论即宏观经济学。凯恩斯经济学认为需求决定生产，将其扩张至开放经济条件下就成为解说 3-3 的“蒙代尔—弗莱明模型”，这里是从实物角度进行探讨的，也可以从资金角度进行研究，那就是国际资本移动问题，对此将在本书第 4 章进行探讨。

### 对格林斯潘、库帕、伯南克主张的评价

根据⑨式，美国的经常赤字意味着美国的支出大于美国的生产。有些人讴歌美国可以用接近零的储蓄率保持旺盛的消费，岂不知那是在利用以日本为中心的顺差国的资金。2006 年美国的经常收支赤字占世界经常收支顺差的 70% 左右。

如前所述，格林斯潘、库帕、伯南克的观点——以日本为中心的亚洲诸国，因国内没有支出机会而不得不依赖国外投资。该观点的反面即为——亚洲诸国若通过负的国外投资就可以扩大国内支出。也就是说日本、中国是正投资国，而美国是负投资国。

我认为格林斯潘、库帕、伯南克的说法是十分傲慢的，但也不得不承认他们的观点是正确的。在一国内部有过度储蓄方和过度投资方，在国际上也是如此，按照格林斯潘的话讲就是某种分工。

格林斯潘主张的最大弱点在于他忽略了汇率问题，他的观点只成立于物物交换的世界，或者说世界上只有一种货币。其实世界上有各种各样的货币，这些货币的交换比率（汇率）是变动着的，交换本身就有可能发生损失。这就是我们将要在第 4 章讨论的“美元信任问题”，现在的金融危机也就是这个问题。

## 根据蒙代尔—弗莱明模型分析

将前述问题用蒙代尔—弗莱明模型来分析，如解说3-3的(2)所示，日本实施宽松的货币政策导致日元贬值和顺差增加，同时也带来了GNP的增长。

那么，因美国景气衰退日本的出口减少，结果会如何呢？

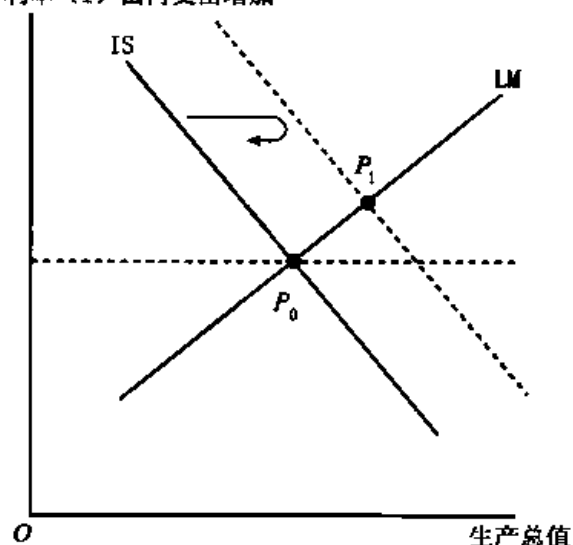
### 解说3-3 蒙代尔—弗莱明模型

开放经济下的国民经济动向可以用蒙代尔—弗莱明模型来分析。该模型的假设条件如下：

1. 物价水平一定、预期通货膨胀率为零。
2. 资本可以在国家间自由流动。
3. 本国经济规模小，经济活动对外国经济活动不会产生影响。

横轴为生产总值，纵轴为利率。IS曲线代表商品市场均衡，向右下方倾斜。国内支出增加或贸易顺差增加，IS曲线右移。LM曲线代表货币市场均衡，货币供应量增加，LM曲线右移。

利率 (1) 国内支出增加



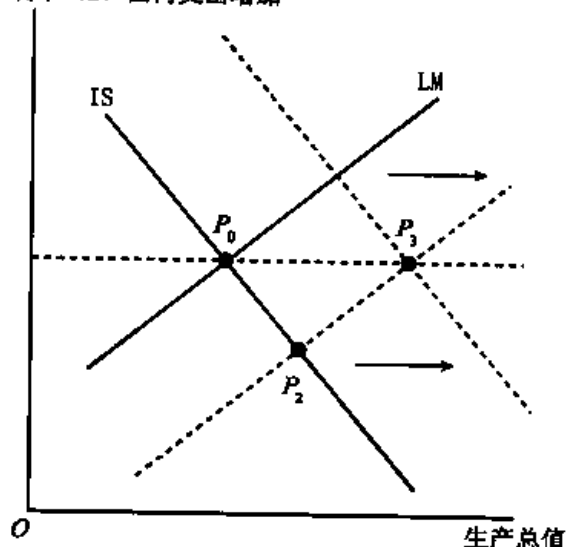
若财政支出等国内支出增加，IS曲线右移，均衡点由 $P_0$ 移动到 $P_1$ ，因 $P_1$ 点的利率上升，所以资本流入。在浮动汇率下的货币升值，出口减少。导致IS曲线开始向左回归，直至回归到均衡点 $P_0$ 为止（扩张性财政政策失效）。

某一独立支出发生变化会导致均衡发生变化，但在固定汇率制下和浮动汇率制下的表现是不同的，浮动汇率下的变动如下：

财政支出等国内支出增加，IS 曲线右移，结果是利率上升、资本流入、本国货币升值、贸易顺差减少。在这一过程中，利率会逐渐回归，直至回到原来的均衡利率水平为止，最终 GNP 和利率不发生变化（财政政策失效）。

宽松的金融政策使 LM 曲线右移，结果是利率下降、资本流出、本币贬值、贸易顺差加大。当利率恢复到原来均衡状态下，GNP 增加。

利率 (2) 国内支出增加



宽松的金融政策使 LM 曲线向右移动，均衡点由  $P_0$  移动到  $P_2$ 。因  $P_2$  点利率下降，所以资本流出。在浮动汇率下，货币贬值，导致出口增加。IS 曲线向右移动，最终在  $P_3$  点处重新走向均衡，生产增加（宽松的金融政策有效）。

在解说 3-3 中，如果受外部冲击导致贸易顺差减少，则解说 3-1 中 ⑨式右边第二项减少，IS 曲线向左移动，造成生产减少和利率下降。不过这样并没有结束，由于后者有资本流出，通过日元贬值增加了贸易顺差。在经过一定时期后，由于贸易顺差减少使市场缓慢地回归到自动调节状态。

可是，日本现在的状况与解说 3-3 的图示不同，LM 曲线是一条经过均衡点 ( $P_0$ ) 的水平线，如果利率不下调就会陷入“流动陷阱”，只是在日元贬值和贸易顺差增加过程中没有爆发（日本自 20 世纪 90 年代起就一直实行低利率政策，所以 2002 年以来的景气复苏并不能用一般的理论来解释，也许是 LM 曲线的水平部分造成的。即，通过日元套利等手段推动日元贬值、增加出口，迫使 IS 曲线右移。由于 LM 曲线是水平的，所以生产



量也随之增加)。

若 LM 曲线是水平线，则向左移动后的 IS 曲线就缺乏向右回归的动力。所以外生性贸易顺差减少会使生产萎缩，也就是说日本面临新的不景气。

关于此次日本经济不景气的程度有多严重，我们将在本书第 6 章的标题 1 进行探讨。

### 第 3 章的标题 3 的要点

①美国进口增加意味着日本出口增加，日本的景气复苏就是以此实现的。

②讴歌美国可以用接近零的储蓄率保持旺盛的消费，岂不知那是在利用以日本为中心的顺差国的资金。

## 4. 美国经常赤字缩小是不可或缺的

### 经常收支赤字这个怪物还活着

若考虑将来，最大的问题莫过于美国经常赤字缩小的可能性问题。即：“美国居高不下的经常收支赤字如何收拾的问题”。

对此，如本书第 6 章探讨的那样——“不缩小、难持续”。实际上，2001 年美国年度经常收支赤字为 3 846 亿美元（1991 年仅为 29 亿美元），2006 年增加到 7 881 亿美元，约占 GDP 的 6%。这组数字无论怎么看都觉得过大，我认为：“这样的状态是不可持续的，如赤字不降到占 GDP 3% 左右，美元的地位就会动摇。”

从近期美国赤字情况看，2007 年第二季度的赤字额为 1 941 亿美元，2008 年第二季度为 1 831 亿美元，这主要是商品服务收支赤字减少和所得收支顺差导致的。也就是说，在这一年里美国的赤字是缩小的。

可是，美国的赤字水平还是比较高。离彻底解决美国的经常收支赤字问题还差得很远，即便从金融机构的安全性考虑，美国赤字问题的解决也

远未结束。

在2008年美国上映的电影《苜蓿地》中，巨大的怪物横扫了曼哈顿的高层大楼，而现实的世界里也发生了极其类似的事情——金融危机。电影中的怪物即使受到炸弹的攻击也不死，看电影的人都绝望地惊叫着：“那个家伙还没死！”现在的曼哈顿恐怕也在发出同样的惊叫吧。

我在给《声音》(Voice)杂志投稿的论文中这样写道：“只要美国的赤字额居高不下，美国国内就会有各种形态的金融危机发生，日本的股价也会随之下跌。”在杂志发行数日后的2008年9月15日雷曼兄弟宣布破产，美国金融大动荡正式开始。

### 美国的金融危机与日本不良资产问题的不同

有人说：此次美国的金融危机与20世纪90年代日本的不良资产问题相似。从表面上看确实很相似，但两者背后的宏观条件是完全不同的。20世纪90年代的日本不良资产问题几乎限定在不动产和金融两个部门，不动产不良资产的复杂性在于：不动产投机交易与恶势力交织在一起，所以处理起来比较棘手。而金融机构的问题在于：它们利用复杂的会计操作系统将损失隐藏于关联公司名下。就不动产投机本身而言，一旦不动产价格冷却下来，它也就很难起死回生，也就是说，怪物已经死掉了，只是处理尸体花费一点时间。

在此次美国金融危机中，不良资产与恶势力无关，金融机构也没有把损失隐藏在关联公司，尽管金融机构破产，但引发危机的巨额投机资金仍然存在，这是与日本不良资产问题的最大区别。

#### 第3章的标题4的要点

①离彻底解决美国的经常收支赤字问题还差得很远，即便从金融机构的安全性考虑，美国赤字问题的解决也远未结束。

②只要美国的赤字额居高不下，美国国内就会有各种形态的金融危机发生，日本的股价也会随之下跌。

## 第4章

# 对美顺差回流导致世界泡沫

### 1. 资本交易回流顺差的机理

#### 具有重要作用的资本移动

如本书第3章所述，1990年以后美国的经常赤字之所以能屡创新高，是因为顺差国的资本不断地向美国回流。本章将对其回流的机理略作深入探讨。第3章主要是从实物层面对其进行了简单的叙述，本章将从国际资本移动层面讨论。本章所探讨的问题与第3章相比有以下几点不同。

第一，实物层面的讨论主要是资金流问题，而资本问题则是储备的问题。资金流的国际移动是缓慢的，而储备则可在瞬间内完成巨额移动。

第二，国际交易不是用单一货币就可以完成的，而是涉及多种货币，复数货币之间的兑换率（汇率）本身就会影响国际交易行为。而第3章所讨论的内容仅停留于物物交换的层面。在此次金融危机中，汇率发生了很大的变化，资本回流机制也有所调整。

#### 因赤字流出的美元是如何回流的呢

首先看一下对美顺差国的顺差是怎样回流到美国的，对美国有巨额顺

差的国家主要是日本、中国、欧佩克，这些国家的顺差是通过资本交易回流美国的。

有使顺差国的顺差回流的机制，所以美国才可以实施赤字财政政策。也正因如此，尽管美国经常收支赤字持续扩大，美元也没有贬值。换句话说，美国就像一个靠借款进行挥霍的家庭一样。

也就是说，国际资本移动这股暗流早就潜伏在危机的背后了。如本章所述，日本在其中扮演了重要的角色，所以说现在的经济危机不是对岸失火，而是日本经济自身的问题。

巨额国际资本移动的历史并不长，在 1984 年以前日本外汇交易是以实际需要为条件的，也被称为“外汇交易的实需原则”。1984 年日本取消了外汇交易的“实需原则”后，日本与国外之间的资本交易才得以自由。

### 中国和日本的顺差回流

最容易理解的顺差回流机制是中国的顺差回流，因为中国的对美顺差几乎都变成了国家外汇储备。即，中国把国际贸易赚得的外币通过持有以美元计算的资产形式回流至美国，结果中国成为世界上持有外汇储备最多的国家。

日本与中国稍有不同，美国对日经常收支赤字额基本相当于日美相互投资之差。如 2007 年日本对美国投资额为 682 亿美元，美国对日本投资为负的 485 亿美元（撤资额），两者之差为 1 167 亿美元，与美国对日本经常收支赤字额的 1 102 亿美元基本相当。也就是说，日本对美贸易实现了顺差，但顺差又通过资本交易回流至美国。

2001 年至 2006 年间，美国对日本投资每年都以 200 亿~500 亿美元的速度增长，但年度资本交易额仍小于经常赤字额（2004 年例外）。再有，在日本与美国的资本交易中，不只是证券投资 and 直接投资，银行结算也占有相当大的份额，这其中还包括基金等的关联交易。

### 石油收入的回流

欧佩克、欧盟与美国的资本交易相当复杂。2007 年欧佩克对美国投资 273 亿美元，美国对欧佩克的投资是 141 亿美元，两者之差与欧佩克的对美顺差额（1281 亿美元）有相当大的距离，也就是说欧佩克的顺差回流并

不像中国和日本那样直接。

2007 年欧盟对美投资为 10 190 亿美元，美国对欧盟投资为 8 681 亿美元，这 1 509 亿美元的差额远远高于欧盟对美国 423 亿美元的顺差。也就是说，欧盟利用资本交易向美国提供了远大于顺差额的资金（参见表 4-1）。另外，这种现象也是最近几年的事情，2004 年以后，欧盟对美国投资超过 5 000 亿美元。

表 4-1 2007 年美国的对外资本交易情况

单位：100 万美元

对象国家	经常赤字	对象国家的对美投资	美国对对象国的投资
日本	110 251	68 201	-48 564
中国	289 703	235 607	-1 976
欧盟	42 365	1 019 024	868 121
欧佩克	128 109	27 356	14 115
合计	570 428	1 350 188	831 696

日本通过对美投资使顺差回流美国；中国通过增加外汇储备使顺差回流美国；欧佩克的石油收入经由欧洲回流美国。

资料来源：International Economic Accounts, Bureau of Economic Analysis,  
U. S. Department of Commerce.

在欧盟扩大对美国投资的背后，我认为有以下原因：欧佩克并没有把卖给美国原油获得的石油收入直接回流到美国，而是放在英国等的欧盟国家，并且这些资金由英国的金融机构投资给美国。欧佩克的石油收入之所以通过这样的途径回流给美国，是由于纽约市场的严格监管金融交易和恐怖警戒提高，使得产油国选择将资金投向了具有历史渊源的英国这些欧洲国家。

石油收入不仅来源于对美国的石油销售，还有对日本等国的销售，所以经由欧洲回流到美国的石油收入要比欧佩克对美国顺差额大得多。欧洲所持的石油收入不仅有欧佩克的，还有俄罗斯等国的，所以欧洲可动用的石油收入总额是相当大的。前述欧洲对美国的巨额投资就源于此，另外，英国能以金融立国政策复活也是基于这个背景。

综上所述，中国、日本、欧佩克对美净投资之和为 5 185 亿美元，大致与这些国家的对美顺差相当，只不过中国和日本的顺差是以直接的资本交易回流的。欧佩克是经由欧盟间接回流的，不管是直接还是间接，这些对美顺差都是通过资本交易回流至美国的。

### 英国的金融中介机能

与其说石油收入是经由欧盟回流至美国的，不如说是经由英国回流的。在 2007 年欧盟对美投资的 10 000 亿美元中约 6 000 亿美元来自英国，日本对美国投资约为 680 亿美元，所以有近日本投资额 10 倍的资金从英国流向美国，英国并不是用本国蓄积的财富投资美国的（英国的经常收支也是赤字），英国是接受外国投资再将这些投资转投美国，也就是说英国做着金融中介的生意。

英国不仅接受石油收入，也接受美国的巨额投资（约 5 000 亿美元），就连日元套利交易也经由英国。2006 年年末英国对外资产余额为 52 823 亿英镑，负债余额为 55 742 亿英镑，英国其实是个债务国。

<sup>1</sup> 招商银行：美国特有金融机构。以少数大客户为对象，从事借贷等银行业务、承接证券发行等中介业务、合并和投资等咨询业务。多被欧洲和美国的保险公司和银行所收购。

这样的资金流动自 2004 年起金额特别巨大，2004 年以后由英国投向美国的资金超过 4 000 亿美元，英国从事世界金融中介活动的活跃期是从 1995 年开始的，这与英国的传统投资银行招商银行<sup>1</sup> 被美国、德国、荷兰等金融

机构收购的时期是一致的。

#### 第 4 章的标题 1 的要点

①世界经济危机与国际资本移动有关，日本在其中扮演着重要的角色。

②日本实现了对美顺差，但顺差又通过资本交易回流到美国。

③中国和日本是以直接的资本交易将顺差回流至美国，而欧佩克是经由欧盟的资本交易将顺差回流美国的。

## 2. 日元贬值泡沫的行程

### 宽松的货币政策与政府干预汇市

20 世纪 90 年代，日本为了应对萧条的经济活动，实行了宽松的货币政策，1997 年日本长期存款利率降到了 1% 左右。

现在，世界上很多国家可以以投资为目的获得外币。如前所述，日本 1984 年废除外币的实需原则后，个人也可以简单地投资外币资产。在这样的世界环境下，汇率不仅受国际贸易带动的巨额外汇移动影响，而且国际贸易以外的资本移动对汇率的影响会更大。

由此可见，各国间的利息差就显得非常重要的。假设某国降低利率，则不利于以该国货币计价的资产管理，资金会流出。即该国的货币被抛售，外汇贬值，所以各国的金融政策都十分重视利率工具。日本自称已经摆脱了通货紧缩压力，但仍然执行扭曲的低利率政策（参见图 4-1）。

日本利率持续低迷，导致与外国的利率差距扩大，这样就有利于卖出日元持有外币的投资者。因此就有资金从日本流出，导致日元贬值。

可是，利差收益本来是可以未来日元升值来抵消的，我们把表示这一关系的等式称为“利率平价式”。在 20 世纪 90 年代前半期，按该式计算的结果是日元升值（参见图 1-3）。

由于日元升值打压了出口企业的利益，导致日本政府卖出日元、购入美元的人为干预（参见表 1-1，90 年代中期的外汇储备激增就是由此产生的），政府干预迫使日元走低。

政府在购买美元干预外汇市场时，为防止本币回笼<sup>2</sup>而不得不放任货币供应量的增加。2001 年在出台实施定量宽松货币政策时，政府曾表态说：“为摆脱通货紧缩而实施宽松的货币政策。”从表面上说是为了应对通货紧缩，我认为：真正的目的是为了干预汇市而不得不增加货币供应量。日本政府“为摆脱通货紧缩而实施宽松的货币政策”的说法，只不过

<sup>2</sup> 非本币回笼：为了不影响货币供应量，政府干预外汇市场而向市场投放的资金一般是从市场上吸纳，所本币回笼。相反的操作，即为本币回笼。

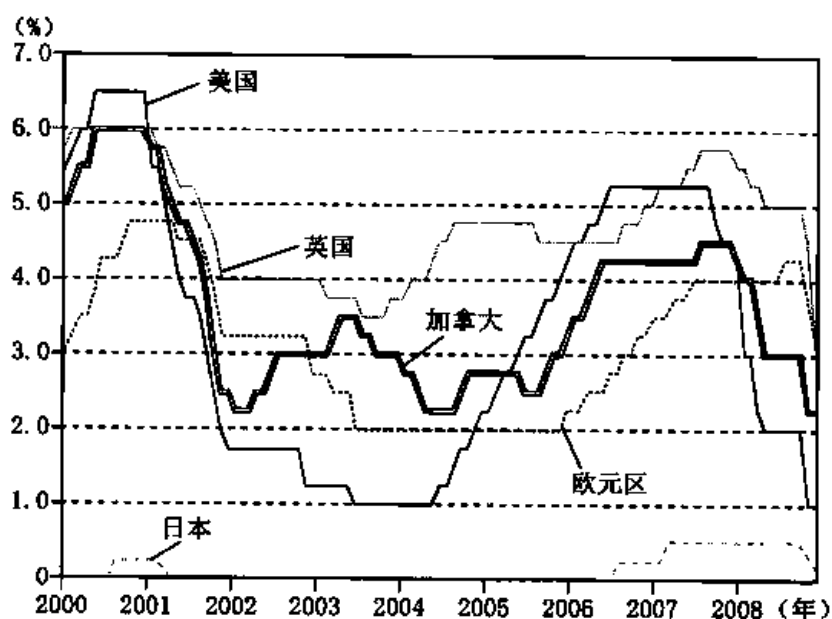


图 4-1 主要国家的利率变化情况

注：以下是各国的利率指标：

日本：无担保隔夜利率；

美国：联邦基金利率；

欧元区：柜台交易利率；

加拿大：次日目标利率

资料来源：日本银行

是将人为干预汇市的行为正当化而已。

并且，在过去十多年的时间里，尽管日本与其他国家存在着较大的利差，但在外汇市场上日元并没有升值。

### 美国的住宅泡沫与日元套利交易有关

若日元利率持续低迷，将日元兑换成外币就可以获得利差收益，将用日元表示的资产转换为高利率货币表示的资产交易就会增加，我们把这种交易称为“日元套利交易”。据国际决算银行《季度审查》（2007 年 6 月）显示，日元套利交易在 2004 年中期开始增加，2005 年第四季度的增长最为显著。



在日元套利交易中，贷方是日本的银行，借方为英国、新加坡、开曼群岛<sup>3</sup>等的金融机构。我认为这些套利交易基本是对冲基金的投机交易。

<sup>3</sup> 开曼群岛：位于加勒比海的英属领土，因为这里是免缴法人税和所得税的避税天堂，所以众多的金融机构在那设立了金融资产管理等公司。

日元套利交易规模至今还没有一个准确的数字，国际货币基金组织 2007 年 4 月份的报告显示为 1 700 亿美元，而英国的经济杂志——《经济学家》（2007 年 2 月）推测为 10 000 亿美元。

《经济学家》的推测值与国际货币基金组织的报告差距甚大，不过下面的数字值得我们注意。即，美国的次级贷余额为 10 000 亿美元左右。这与《经济学家》的推测值大体一致。

这两个数字未必是偶然巧合，即使日元套利交易融得的资金没有直接投入到次级贷商品中，也不能否认这些资金没有参与次级贷金融商品的炒作。

日本实施的低利率政策降低了日元的融资成本，对抑制美国长期利率上涨作出了贡献。事实上，自 2004 年 6 月起美国的短期利率就开始上涨，其后又上调了 16 次（参见图 4-2），但长期利率并没有上升。如图 4-2 所示，2005 年美国的国债收益率曲线比较平坦。至于是什么原因导致的，这就是格林斯潘在议会作证词时所说的“谜”（riddle）。但我认为很有可能是利用日元套利交易使巨额资金流入美国的缘故。

从时间上看，美国次级贷款显著增长的时期是 2004 年到 2006 年，与日元套利交易扩大几乎是同一个时期。所以，不能说日本的宽松货币政策与美国的住宅泡沫没有关系。

本应用来冲抵国内形成资本的资金投向了外国，也帮助资金流入国抑制了利率上升，应该得到高利率国家的感谢！可是，国际社会对日本政府的评价却与此相反。2007 年 6 月国际决算银行的年度报告是这样评述的——“日本长期实行低利率政策，流出去的资金对世界造成了负面影响，所以日本银行应继续努力维持金融秩序的正常化”。

日本银行副总裁山口广秀在 2008 年 10 月 21 日参议院质询会上也表达了相同的意见，他说：“作为金融危机的背景，日本银行的宽松货币政策对海外市场的影响也是不可否定的”，即：“在长期实行低利率的情况下，

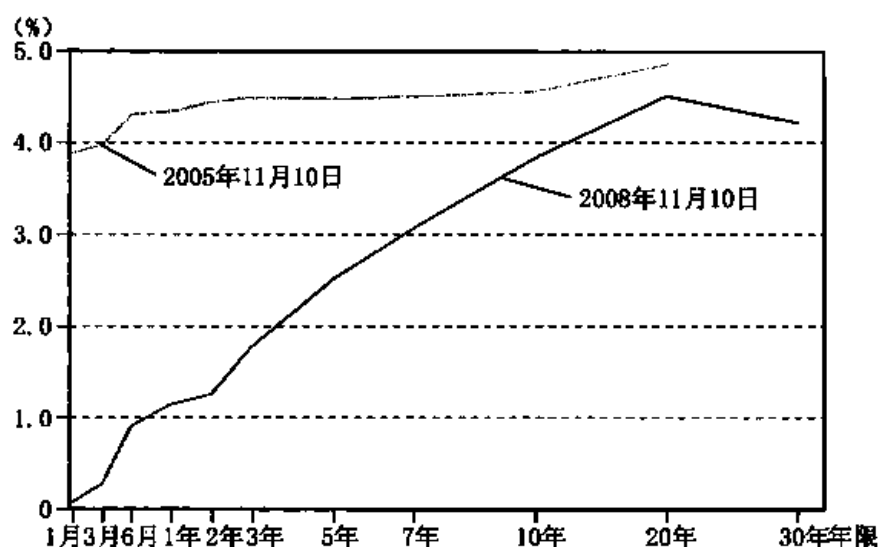


图 4-2 美国国债收益率曲线

资料来源：U. S. Department of the Treasury.

突然实行宽松的货币政策可能引发日元的套利交易，这就是被人们指责的对海外市场造成的影响吧”。“至于能否掌握日元套利交易的量？这是很难掌握的。从这一点来看，我们的宽松货币政策可能对一些国家产生了冲击。”

### 日元贬值泡沫的发生

只要日元持续贬值，将日元兑换成外币通过利差就可以获利，国内的外币储蓄和外币信托投资也会增加。不仅如此，利用借款进行外币投资的“外汇保证金交易”也非常活跃，尤其是当日交易更为明显，其规模高达数万亿日元。

这些也属于广义的日元套利交易。如果套利交易增加，抛售日元购入外币的量也会随之增加，日元就会继续贬值。有消息称“一家庭主妇通过外汇保证金交易赚得数亿日元”，这说明连一般的个人投资者都参与到投机交易之中了，宣传她的成功就证明了日元贬值泡沫已经产生。

### 日元贬值政策的成功

日元贬值政策的目的是为了扩大出口企业的收益，日本实施的超宽松

货币政策的目的是与其说是为了摆脱通缩，不如说是为了诱导日元贬值。

该政策已经取得了实质性的效果，即本来无法长期执行的日元贬值水平得以延续。

从实际汇率（1973年3月为100）走势来看，实际汇率从1985年上半年的90左右开始上升，1987年~1988年稳定在130~140之间。1988年到1990年日元有所贬值，其后再次升值，1995年实际汇率指数超过160后又开始贬值，1998年探底回升，2000年指数恢复到140左右。其后直至2007年夏季汇率指数一路走低，2007年7月汇率指数降到了90.9（参见图4-3）。

若以2007年夏季的实际汇率为基准，2000年日元升值54%，1995年升值76%。2000年以后日元持续贬值。

日元持续贬值对经济没有造成太大的影响，我认为有以下两个原因：

第一，人们过多地关注了名义汇率，而不是实际汇率。如图4-3所示，2000年以后名义汇率并没有发生多大的变化，所以很多人就认为：“日本的汇率并没有太大的变化”。可是从实际汇率来看，日元是一路下跌的。虽然日本的物价上涨率低，但用购买力平价计算，日元也没有升值。再说，真正影响国际贸易的是实际汇率而不是名义汇率，正是日元的实际汇率大幅度降低，日本才保持了出口业绩的持续增长。

第二，由于美国摆脱了工业化，所以制造业的利益与损害不会反映在政治上。

2008年10月的实际汇率上升到111.1，与2007年7月的91.2相比，日元升值了22%。但若恢复到2000年10月的水平（140.6），还有27%的升值空间；若恢复到1995年4月的水平（165.5），还有49%的升值空间。

### **腐朽的产业结构因日元贬值而获利**

长期实施的日元贬值政策，不仅使出口企业的业绩得以恢复，也使股市摆脱了低迷状态。另一方面，由于日本国内物价持续下降，即使实施接近零的储蓄利率也没有招致过多的不满情绪，这就是截至2007年夏季的日本经济现状。

日本实施宽松货币政策和日元贬值政策就是为了维持腐朽的产业结构。对于腐朽的企业而言，宽松的货币政策减轻了利息负担，日元贬值政

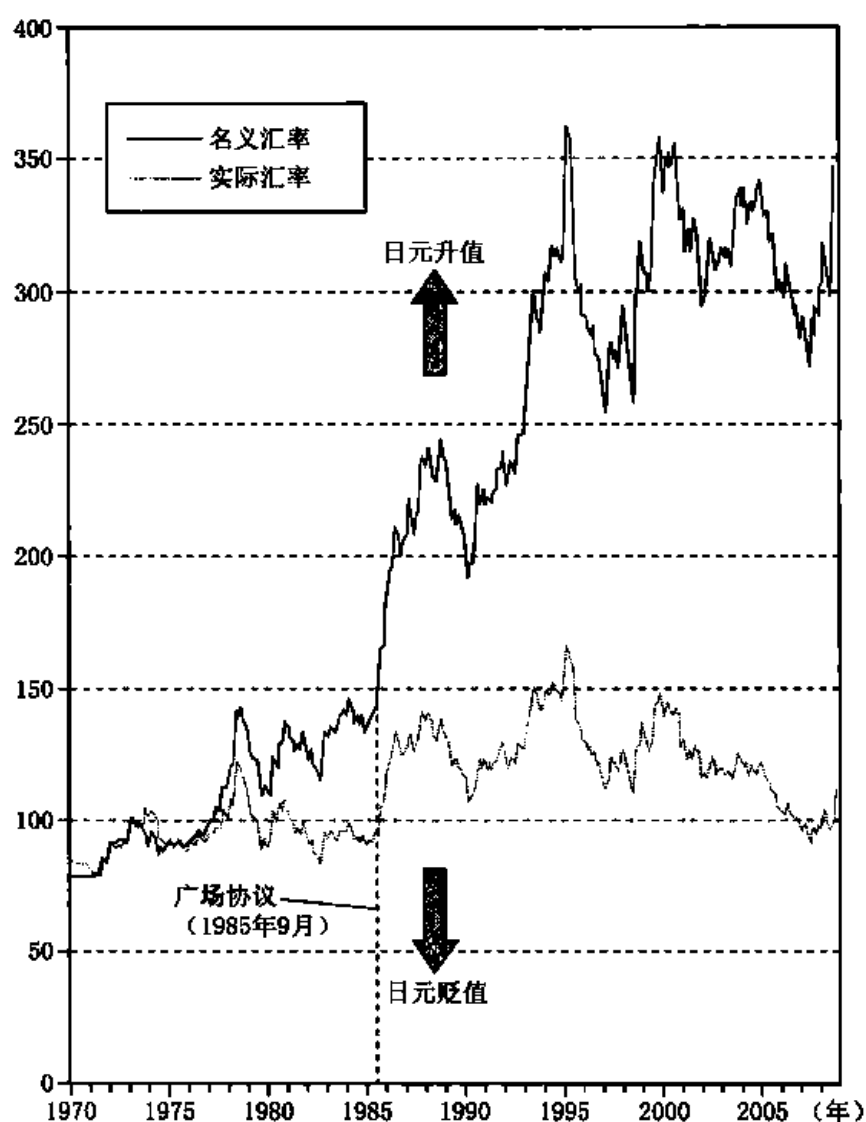


图 4-3 名义汇率与实际汇率走势

注 1：1973 年 3 月 = 100。

注 2：数据为 1970 年 1 月至 2008 年 3 月。

资料来源：日本银行。

策促进了企业的出口。结果是企业收益增长、股价上升。2005 年以后的企业收益增长和股价上升基本是日元贬值泡沫的功劳。

近期的股价暴跌就是日元贬值泡沫的破裂，所以日本经济恶化也是作茧自缚。

#### **第4章的标题2的要点**

①日本自称是为了摆脱通货紧缩而持续实施低利率政策，结果导致世界经济扭曲。

②2001年日本出台的增加货币供应量政策，从表面上说是为了应对通货紧缩，实质是因政府干预汇市而不得不放任货币供应量的增加。

③通过日元套利交易流入美国的资金很有可能参与了次级贷等金融商品的炒作。

④2005年以后的企业收益增长和股价上升基本是日元贬值泡沫的功劳。

### **3. 投机的破产**

#### **明斯基时刻的到来**

如前所述，导致危机的所有因素都是相互关联且同时演绎的，到底哪个是原因哪个是结果很难进行区分。

假如没有美国的过度消费，就不会有美国的经常收支赤字，次级贷问题就不会发生。所以金融危机也不会爆发，日本的出口增长和2002年以后的景气复苏也不会出现。假设日本不实施低利率政策，危机的事态肯定会以不同的形式发生。

值得注意的是美国的住宅价格泡沫、日元贬值泡沫、日元套利交易等都属于投机交易，美国住宅价格继续上涨、美元不贬值、日本不提高利率等都是泡沫得以延续的必要条件，不管哪一个条件崩溃，都会导致危机的发生。

例如，因某种原因导致住宅价格下降，次级贷问题就会暴露，次级贷问题出现破绽就会促使住宅价格暴跌；或者说，如果美元贬值，就会使以美元计价的投资发生损失，流入美国的资金就会骤减；如果日本提高利率，日元就会升值，对美投资就会蒙受汇率差异带来的损失等等。

“明斯基时刻：是以经济学家海曼·明斯基（1919年-1996年）的名字命名的，他认为：金融市场的本质就是容易陷入投机与恐慌。

由此可见，截至2007年夏季，世界宏观经济结构的可持续性是没有保障的，所以说那段时期的世界经济是有泡沫的。当市场参与者同时且突然意识到投机已经达到顶峰时，市场

流动性就会骤然枯竭，泡沫也随之破裂，泡沫破裂的时点被称为“明斯基时刻”<sup>4</sup>。

诚然，前不久就有泡沫即将破裂的预感，如本书第5章所述，原油和黄金价格自1990年起显著上升，我认为这就是投机资金想脱离美元造成的。不过，在2007年以前这股投机资金规模还不足以影响回流美国的资金量，所以住宅泡沫没有破裂。

2007年夏季“明斯基时刻”的到访，泡沫也随之破灭了。

### 国际性资本交易的变化

2007年世界资本交易发生了巨大的变化，2007年第二季度从欧盟流入美国的资金仅相当于以往的一半左右，第三季度仅相当于以往的1/10。

欧盟对美国投资减少最多的国家是英国，2007年第二季度英国对美投资突然收缩，第三季度转为负投资，也就是说英国投资战略发生了巨大的变化。英国由原来投资美元资产转向投资黄金、原油和其他商品。我认为美元贬值、黄金和原油价格上涨都是英国投资战略转换的结果。

不过2008年第一季度英国对美投资再度增加，即英国对美投资再次转投到美元资产上来。如本书第2章的标题2所述，英国对美投资发生转变的原因并不清楚。是预期金融混乱能马上结束呢？还是预期美国经济长期向好呢？还是对投机过度的矫正呢？现在还不是很清楚。然而，英国的资金动向扰动着世界这一事实是可以肯定的。

与英国不同，中国和日本的对美投资并没有发生太大的变化，2007年第三季度日本对美投资额却有所减少，但没有欧洲那样明显（值得注意的是2007年第二季度和2008年第一季度美国对日本投资为负值）。我认为日本的资本收支变化不是日本自主判断所能决定的，更多是受日元套利交易变化的影响。

## 资金逆转引发日元升值

日元套利交易“倒转”导致日元升值。近期的日元升值并不是日本经济走强所致，而是投资国外的资金回流导致的。日本银行在《金融市场报告》（2008年1月）中做了如下分析：

在2007年上半年，日本和国外的短期利差变动率与日元汇率的变动率呈正相关，这表明日元套利交易是日元贬值的原因。而2007年下半年两者呈负相关关系，表明日元套利“倒转”。日元升值而新西兰元、澳元贬值，同年11月至12月日元对瑞士法郎升值，而对澳元、英镑、加元贬值。2007年8月的外汇保证金交易也减少了一半，对日元升值做了不小贡献。

面对动荡的世界经济，日本并没有明确的应对方针，就连发生的事件性质都没有掌握，只能慌忙应对。

## 史上最大的坏账

诚然，日本向美国提供的资金不是赠与而是投资，美国应该连本带息归还。日本对美投资的主要产品是美国国债，国债是不会发生坏账的。可是，如果美元贬值，用日元计算投资美国的国债就会大打折扣。

因为购入美国资产时的汇率是多少现在还不清楚，所以确切的损失额也无法计算。若参照过去的汇率推算，日本持有的美国资产已经损失了1/4。2007年年末日本持有外国资产为6400000亿日元，假设美元资产与证券投资比率（41%）相同，损失额约为630000亿日元（日元对欧元也有所升值，如果再加上欧元资产的损失，日本的总损失额会更大）。据世界银行预测，未来数年间与次级贷相关的金融机构总损失约为1430000亿日元（参见表2-2），其实，因汇率变动使日本蒙受的损失已经接近该数值的一半。

今后美元若再贬值，日本的损失会进一步加大，我认为：仅外汇储备一项日本的损失就可能达到200000亿日元。未来汇率的走势是不可预测的，但重返美元兑换125日元的可能性几乎是没有的，所以近期的损失是不可挽回的。

这些损失就是人们所说的“史上最大的坏账”，即“欠款不还”。但这是合法的，美国并没有违法的行为，只能说，日本集中投资美元资产太愚蠢。

日元升值不仅使出口企业陷入困境，对于那些投资于外国资产的投资者而言也是苦不堪言。今后，就连金融机构和国民年金（相当于中国的社保基金——译者注）也会受到影响。

之所以说日本对外投资是愚蠢的，并不仅在于日本集中投资了美元资产和低息的国债。现在想想，与其购买美国的国债，不如购买美国的股票。对于美国而言，它需要的是资金流入“量”，而日本需要的是较高的投资回报。遗憾的是日本不具有这种理财能力，所以才蒙受了如此巨大的损失。

由此可见，美国虽然是债务国，但国际收支所得则是顺差，也就是说：“美国就像变魔术一样，用负的资本实现了正的收益”（在这一点上，英国也是如此）。

### 斗智需要智慧

现在的事情是这样的：日本人挥汗如雨地劳动，生产出了美国人需要的商品，也把这些商品以低廉的价格（因日元贬值）卖给了美国。可美国说：“请借给我购物款”，于是日本就以极低的利息把购物款借给了美国。如果这笔贷款还回来也就罢了，可是人家借款不还了，并且连句“谢谢”都听不到。这就是在国际经济中，慈善的富翁没有受到应有的尊敬和感谢，反而遭受到了愚弄。

对美实施资金援助的不仅是日本，中国和欧佩克也是如此。欧佩克将自己的资产完全交由英国等国的金融机构运作，自己连投资组合和是否有损失都不知道。中国与日本一样购

<sup>5</sup> 主权财富基金：以各国政府持有的外汇储备和资源收入为本金，而实施资本运作的基金。因其资金规模较大，对市场的影响非常大。

买了大量美国国债，所以随着美元贬值，中国的损失是不可避免的。可是，今后若成立主权财富基金<sup>5</sup>（政府基金），则这种状况也许会有所改变。到那时慈善的富翁就只剩下日本自己了。

大多数的日本人认为：“通过金融交易获得高收入的人是狡猾的，而



日本人是老实勤劳且善于造物的。正因老实，我们才没有过多地触碰高风险的次级贷商品，所以在这次金融危机中受伤不重。而那些狡猾的投资银行走到今天这个地步，也是他们罪有应得。”可事实上日本已经蒙受了巨额的损失，因为向我们借钱的人是“狡猾的人”。

批判金融资本主义和投资银行是可以的，但与有智慧的人斗智需要自己也有智慧。如若不然，反被人家利用；物质生产领域强是可以的，但资产管理领域不强是不可以的。如若不然，工业部门赚得的血汗钱就会不知不觉地成为别人的财富。

海湾战争时日本提供了巨额资金，可我们没有听到只言片语的感谢。可能有些人会说：因为冷战时期我们需要核保护，海湾战争时由于我们不能出兵，这是没有办法的办法。可是，在此次金融危机中，我们只是单方面受愚弄。这是我们缺乏智慧的结果，日本人应该铭记！

在救助陷入资金困境的美国时，三菱 UFJ 救助摩根士丹利就是日本的缩影。日本帮助美国反遭愚弄，我只有祈祷三菱 UFJ 不会重蹈日本的覆辙。

#### 第4章的标题3的要点

①2007年夏季以来的日元升值并不是日本经济走强所致的，而是投资国外的资金回流导致的。

②日本持有的美元资产因日元升值而损失了约数十万亿日元。

③之所以说日本对外投资是愚蠢的，并不仅在于日本集中投资了美元资产，还有低息的国债。



## 第5章

# 原油、食品的价格问题解决了么

### 1. 初级产品价格暴涨和暴跌

#### 原油价格虽然下跌了，但长期仍将高位运行

以原油为代表的初级产品价格虽然在2008年7月经历了急剧的上涨，但进入秋天后开始暴跌。首先我们来看原油价格的涨跌情况（参见图5-1），2008年11月14日原油现货价格是每桶55.48美元，与7月时每桶超过140美元相比，价格回落了60%。11月20日美国产轻质原油期货价格也回落到每桶49.62美元。11月17日日本普通汽油的平均价格为每升132日元，仅相当于8月4日最高油价（185.1日元/升）的71%。

看到这种状况后，许多人会产生这样的错觉——好像初级产品的价格问题已经解决了。毋庸置疑，2008年夏季之前的价格异常确实消失了。虽说价格下降了，但2008年11月的原油价格水平仍与2005年11月相同。与数年前相比，现在的价格水平还是明显偏高。回顾2005年以前的油价，2005年1月每桶39美元，2004年1月每桶30美元，2002年1月每桶20美元。由此可见，从2002年1月到2008年11月将近7年的时间里，原油价格翻了2.8倍，年增长率达到16%。也就是说，即使没有2007年之后

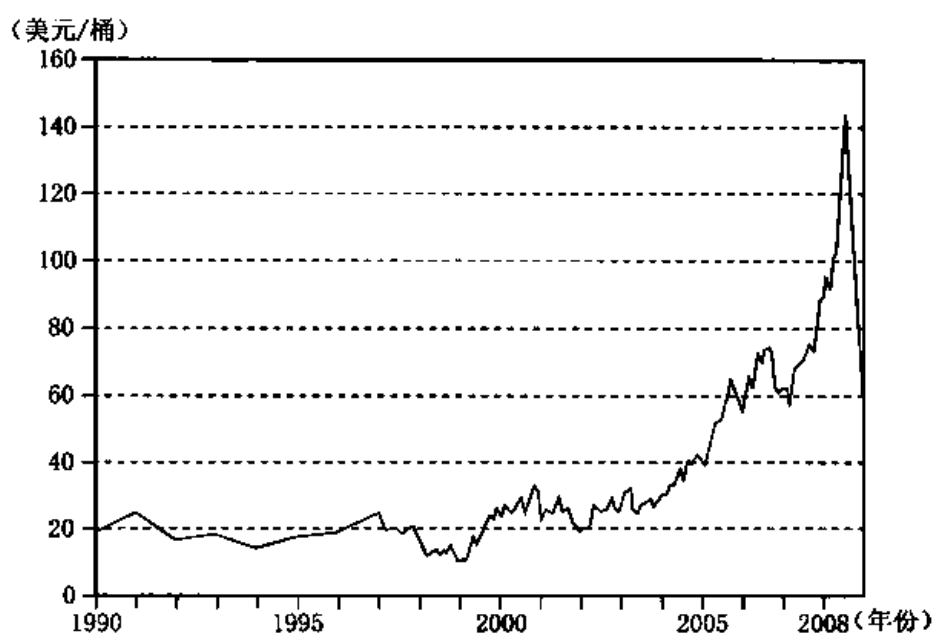


图 5-1 原油价格的变动情况 (1990 年以后)

注: Weekly Abu Dhabi Murban Spot Price FOB.

资料来源: Energy Information Administration, The US Government.

的异常暴涨, 原油价格的上涨速度也不低。

2008 年 11 月日本汽油价格水平基本与 2006 年 4 月持平。汽油价格在经历了近一年的异常暴涨后, 从高点回复到两年半前的起点。从中期来看, 高油价问题并没有得到解决。2002 年到 2003 年的价格大约为每升 100 日元, 五年后的价格则是当时的 1.3 倍, 年均增长率达到了 5.4%。

### 进口物价上涨

如图 5-2 (a、b) 所示, 从生产者物价指数和进口物价指数来看, 进口物价是上涨的。2008 年 9 月的进口物价指数与上年相比上升了 20% (石油、煤炭制品上升了 61.5%、食品上升了 8.8%)。由此导致生产者物价指数同比上升了 6.8%。

生产者物价指数自 20 世纪 90 年代初, 每年都会回落 1% ~ 2% 左右。消费者物价指数也受其影响呈下降趋势。

而 2004 年年初, 生产者物价指数开始上升。受其影响, 消费者物价指数也转而上升。从全国综合指数 (与上年比) 来看, 2007 年 10 月开始每

月都呈正增长态势，2008 年 7 月开始每月上升 2% 以上。

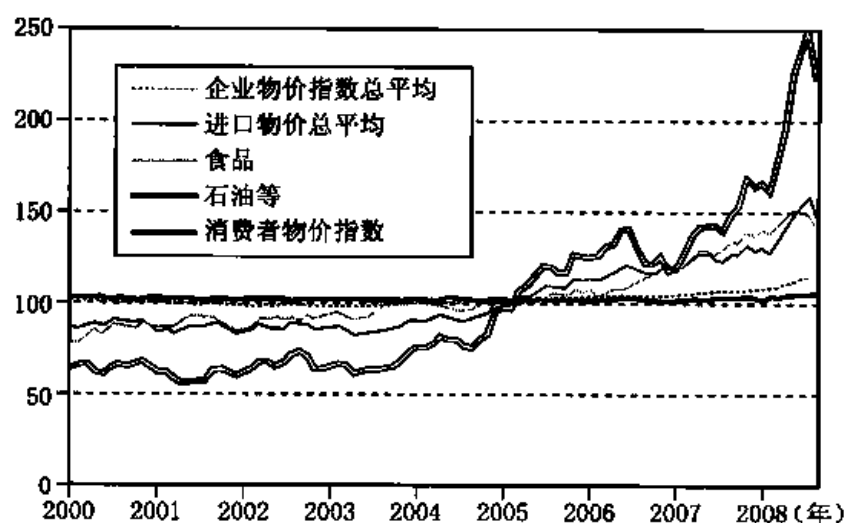


图 5-2 (a) 企业物价指数、消费者物价指数等的变动  
(指数标准以 2005 年为 100)

注：企业物价指数和消费者物价指数为综合指数。

资料来源：日本银行、总务省统计局。

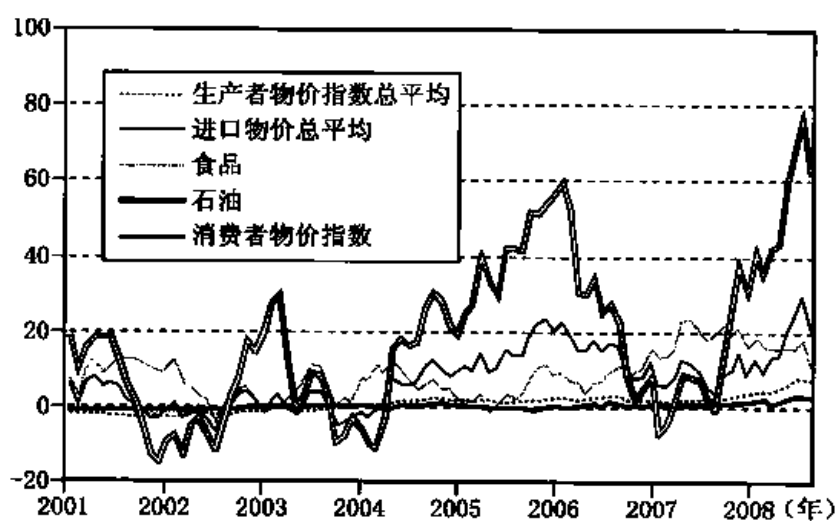


图 5-2 (b) 企业物价指数、消费者物价指数  
等的变动 (与上一年度比的增长率)

注：企业物价指数和消费者物价指数为综合指数。

资料来源：日本银行、总务省统计局。

### 初级产品价格与黄金价格同步上涨

2005 年和 2006 年黄金价格和农产品价格也开始波动。此前，黄金价格在相当长一段时期内，一直维持在每盎司 300 ~ 400 美元，2005 年后开始显著上涨，2008 年 3 月一度突破 1 000 美元。直到 9 月末黄金价格一直没有跌破 900 美元，2008 年 10 月以后黄金价格开始暴跌（参见图 5-3）。但也只不过是回到了 2007 年夏季的水平，仍然是 2004 年之前价格水平的 2 倍。也就是说，虽然近期黄金价格呈现下跌趋势，但长期来看，目前的黄金价格还是相当高的。

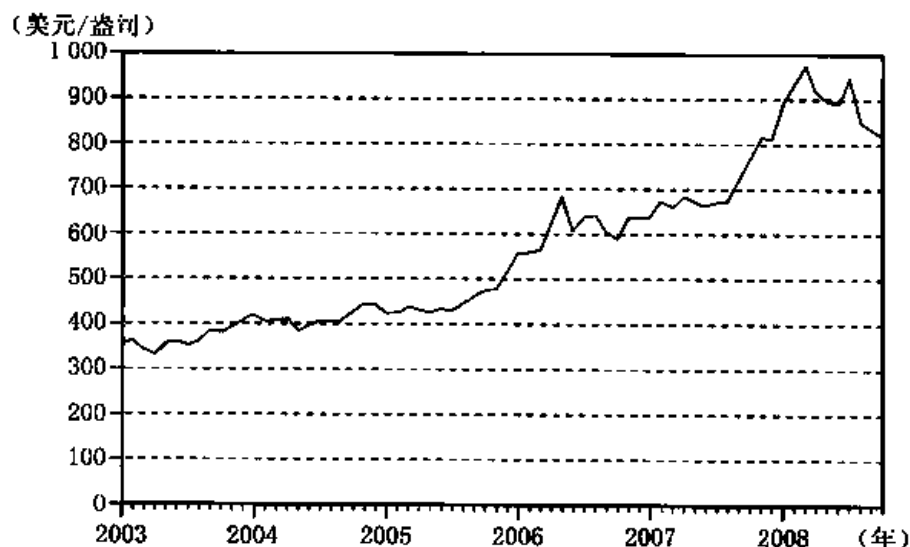


图 5-3 黄金价格的变动情况 (2003 年 ~)

注：伦敦黄金价格 (美元/盎司)。

资料来源：田中贵金属工业。

除原油之外的初级产品（农产品等）价格在过去相当长的时期里是比较稳定的，但从 2004 年开始有了明显的上涨。2008 年夏季到达峰值后开始迅速下跌（参见图 5-4）。但是，2008 年 10 月的价格只不过是回到了 2007 年夏季时的水平，与 2005 年之前相比仍然上涨了 30%。

黄金、原油、谷物、生活日用品等的价格几乎是同步上涨，说明世界对美元的信心产生了动摇。也可以说与 2007 年夏季以来的次贷问题不无

关系。换言之，次级问题并不是在 2007 年突然产生的，而是从 2004、2005 年开始逐渐产生的（这个时期，次级抵押贷款数量骤然增加）。

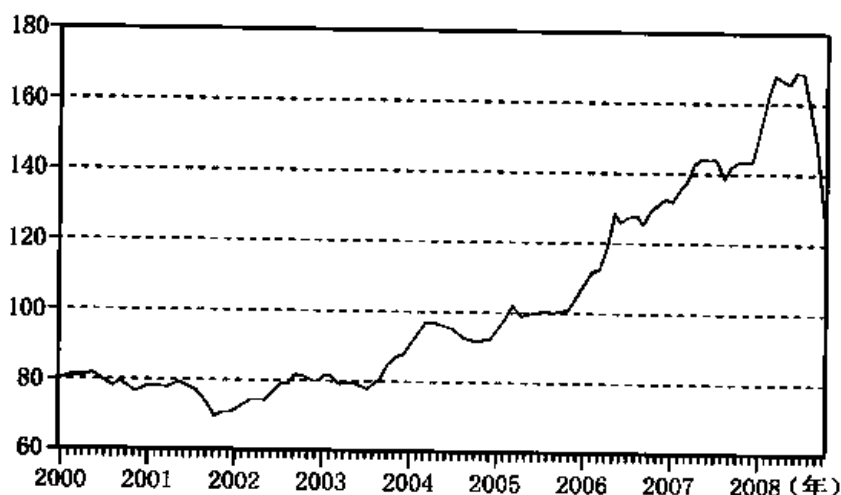


图 5-4 除原油以外的初级产品价格变动情况（2000 年～）

注：美元价格指数（以 2005 年为 100）。

资料来源：IMF Primary Commodity Prices.

### 影响初级产品价格的三个因素

美元表示的初级产品价格受以下三个因素影响：①投机因素；②实际需求的增加；③美元的贬值。2008 年夏季异常的价格暴涨是因为投机因素而引发的。

为了应对价格暴涨，就有必要弄清楚问题的本质。尤其要理清实际需求因素和投机因素两者间的权重关系，因为两者中哪一个是主要因素直接影响着应对政策的制定。针对投机应该以短期的对症疗法为主，如果实际需求占主要地位则需要进行结构性调整。

依据实际价格数据来判断哪个因素对价格影响程度大是很困难。但是，用黄金价格表示的初级产品价格可以反映出实际需求因素的影响。黄金价格表示的原油价格如图 5-5 所示，从 20 世纪 90 年代后半期开始持续上涨。

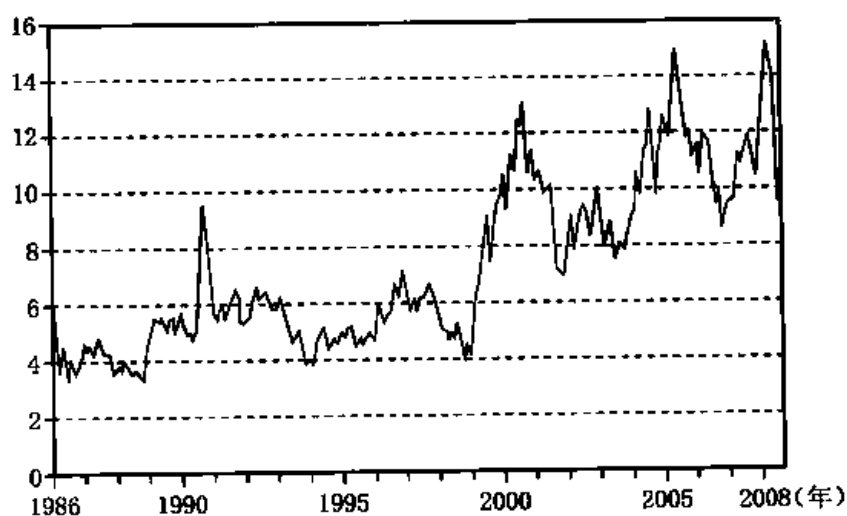


图 5-5 以黄金价格表示的石油价格

注 1：每桶原油价格  $\times 100$  / 每盎司黄金价格。

注 2：根据伦敦黄金价格和轻质原油现货离岸价格（美元报价）作成。

资料来源：田中贵金属工业，Energy Information Administration. The US Government.

### 投机促使原油价格暴涨

原油、食品价格的上升受长期结构性需求增加和短期投机因素的共同影响。

原油价格长期上涨的因素中，虽然有中国、印度等新兴国家的需求增加这一因素，但这种变化是比较缓慢的。如果排除投机因素，2008 年上半年的原油价格暴涨是无法解释的。

短期来看，原油价格暴涨的原因暂且不论，如果预期市场价格上升，则投机需求就会发生。只有价格进一步上涨，投机的目的才能达到。价格的暴涨又唤起新的投机行为，如能将价格进一步推高，泡沫也就产生了。只要这一过程持续下去，泡沫就会不断膨胀。美国的住房价格也是经过了以上过程才出现泡沫的，原油和其他初级产品也经历了同样的过程。

然而，由泡沫而引起的价格上升并不是以实际需求为支撑的，因此任何事件或因素都会使泡沫迅速破裂，例如美国房地产泡沫的破裂。我在《周刊宝石》的连载文章（第 398 号，2008 年 1 月 26 日号）中写道：“在



不久的将来，原油价格和资源价格泡沫也可能破裂。”2008年秋季以后，果然如我所料。

### 长期需求趋势是增加的

原油等资源价格的暴涨完全归咎于金融市场上的投机行为也不尽然。因为长期来看还存在着新兴国家的需求不断上涨这一现象。

目前，中国的人均GDP已经超过2000美元，已经进入大众消费社会。如果汽车大众化得以继续推进，那么对原油的需求就会呈爆炸性增长。印度也一定如此。

一方面，2003年世界原油消费量为35.13亿吨，其中中国的消费量为2.51亿吨，印度为1.21亿吨，仅仅两国就超过世界总消费量的10%。另一方面，世界原油的人均消费量为539千克，而中国仅为191千克，印度更甚为114千克。假设中国和印度的人均原油消费量达到目前世界的人均水平，则两国的总需求将增加9.08亿吨（约占世界消费总量的26%）。而且这还不是最终的数值，之后的需求仍将不断增长。

**两次石油危机：第一次石油危机**是指1973年以第四次中东战争为契机，阿拉伯产油国削减石油产量、限制石油出口而引发的石油价格暴涨。**第二次石油危机**是指1979年2月，以伊朗爆发革命为契机的石油价格暴涨。

这与20世纪70年代发生的两次石油危机<sup>1</sup>有着很大的区别。当时促使石油价格飙升的原因是石油供给国通过卡特尔组织限制石油供给。但是，与国际商品相关的卡特尔是难以为继的。而且随着时间的推移，为应对石油价格上涨，节能和替代能源产品也开始出现。应对石油危机的确需

要花费时间，但最后结果都是世界经济回复到常态。

然而，伴随中印等新兴国家的发展而出现的需求增加却难以应对。虽然节能产品和替代能源今后仍然会迅速发展，但仅此并不能抵消不断增长的需求。

另外，伴随新兴国家发展而产生的需求不仅限于石油，各种资源、原材料以及食品等的需求量也会不断增加。而且，废弃物排放的增多也会增加环境的负荷。

总之，长期来看，世界经济即将逼近一个大的转换临界点。新兴国家

对世界经济的影响，正在从供给增加向需求增加转换。

20 世纪 90 年代，由于中国等国的工业化，降低制造业产品的价格。加之，由于印度等国的劳动力成本较低，这使得因特网的兴起和运用成为可能。这在某种程度上，对抑制初级产品价格上升起到了显著作用。然而，随着新兴国家居民收入水平的提高，需求必然增加。因此，新兴国家的发展将对初级产品价格上涨起到拉动作用。

### 如果需求弹性增大，问题就会得到缓解

<sup>2</sup> 价格弹性：由于价格变动而导致的某种商品供给和需求的变化幅度。供需几乎没有变化，则价格弹性很小。供需变化幅度很大，则价格弹性很大。

若考虑需求和供给的价格弹性<sup>2</sup>，则可预测未来需求和价格变动的大致方向。

食品的短期需求弹性和供给弹性都比较低。因此，需求增加会带动价格上涨。然而，长期的供给弹性却比

较高。如接下来本章标题 3 所述，巴西等国耕地面积在不断增加，粮食长期是增产的。

由此可见，长期价格应该低于短期上涨后的水平。因为长期的供给预期是可以增加的，所以，政策也应该倾向于营造有利于增加供给的环境。也就是说，在可能的条件下应该对其实施援助。

原油的情况与此不同。这是因为，无论是短期还是长期，供给的价格弹性都不高。因此，即使原油增产也不能预期价格会下跌。

对于原油，其需求价格弹性长期来看是比较高的。首先，我们可以预期汽油价格的上涨会导致汽车使用的减少。在日本，2008 年上半年的汽车交通流量就在减少。而且，这与汽油消费税调整是紧密相关的，这可能给暂定税率的维持提供正当理由。即使废除暂定税率，也不可能使汽油的消费量有所增加。

可以预期，随着替代能源的开发与使用，原油的需求量会逐渐减少。替代能源的中坚力量主要是核能，而在日本反对发展核电的舆论力量占上风，但我认为这种思维应该改变。

原油价格问题是长期存在的，所以应对方案也应从经济结构的基础入手。在日本，产业结构向节能方向转换是大家所期望的，而美国则有必要

削减住房和汽油的过度支出。

为了构建可持续的经济产业结构，日美两国都有必要进行相应的改革。日本应该摆脱生产“重厚长大”<sup>3</sup>的产业结构。因为这种产业转型需要在就业方面做出重大调整，所以在转

型过程中产生摩擦是不可避免的。对此，在政策选择上应尽可能地减少摩擦。

在美国，为了削减住房和汽油的消费，政府有必要提高这类商品的价格。在这个过程中有可能因总需求减少而导致经济不景气，这对于以对美出口为主的日本企业来说会产生负面影响。所以，对日本摆脱“重厚长大”产业结构将起到促进作用。

<sup>3</sup> 重厚长大，是指日本制造业生产的数量大、重量大的产品。这类产品生产具有消耗原材料多、耗能大的特点。——译者注

### 世界经济正在探寻新的美元价值水平

我们在讨论世界经济时，通常使用的价值标准是美元。因为我们已经习惯了这种衡量方式，所以才把2008年上半年发生的金融危机归咎于“原油和初级产品价格的飙升”。

然而，因为黄金价格也在不断上升，如果以黄金价格作为价值基准来衡量，就只能说是美元在贬值。如本书第4章所述，是世界对美国经常收支赤字的持续性和美元价值产生了怀疑。

以下数据证明了上面的结论。就如第3章所述，美国的经常收支赤字在进入21世纪后急剧扩大，黄金价格也几乎同步上升。2003年黄金价格为每盎司300美元左右，2004年为400美元左右，到了2007年曾升至600美元左右，2008年3月曾一度超过1000美元。也就是说，资产的保值手段已经由美元转向了黄金。

值得注意的是，原油价格也和黄金的价格几乎同步上升（参见图5-1）。一般认为，原油与黄金的价格比为10:1。事实上也证明，进入21世纪后，两者间的价格走势并没有偏离10:1的比率，农产品价格走势也是如此。也就是说，若以黄金价格作为衡量基准，则原油和农产品的价格并没有上升。

### 第5章的标题1的要点

①2008年上半年原油等初级产品价格虽有暴涨，但之后却是暴跌。

②新兴国家对世界经济的影响已经开始由“增加供给”向“扩大需求”转变。长期来看，初级产品价格面临上涨的压力。

③若以黄金价值作为基准，则说明美元在贬值，而原油和农产品的价格并没有上涨。

## 2. 金融政策的导向性

### 金融政策的政治经济学结构是复杂的

在金融混乱这一背景之下，日本持续实施的是宽松的货币政策。2008年10月31日日本银行决定将政策利率再下调0.2%，年利率为0.3%。虽然没有听到对该政策的批评之声，但该政策存在以下潜在问题：

第一，当初级产品价格再度上涨时，为了维持国内物价稳定则有必要实施日元升值政策，为了配合日元升值，就有必要提高利率。如前所述，在影响初级产品价格上升的三个因素（投机因素、实际需求因素、美元贬值因素）中，由第三个因素引起的初级产品价格上升，日本运用金融政策是可以应对的。

第二，若消费者物价指数上升，则名义金融资产的实际价值就会减少，为了防止金融资产持有者的损失，就有必要提高利率。

为便于理解，有必要对上述各项作以解释和说明。关于第一个问题，如第1章的标题2所述，钢铁产业在原材料暴涨的情况下，通过日元升值而实现了增收。这就说明出口产业并非都希望日元贬值。由于资源价格的上涨，以往单一的出口模式已经崩溃。

关于第二个问题，对于已经持有外国资产的投资者而言，日元升值势必导致其资产贬值。例如，投资外国公债的全球投资基金<sup>4</sup>的基准价格在

<sup>4</sup> 全球投资基金：是日本的一家信托投资机构，主要投资于发达国家的<sup>4</sup> 高级别公社债，它的运营业绩取决于各国的利率和汇率。

2008 年 11 月 6 日下跌到 6 256 日元。尽管此前有过分红，但它的本金已经缩水了 40%。所以这样的企业并不希望上调利率和日元升值。过去持有资产的人都希望较高的利率，可现在已今非昔比。

金融政策和汇率所涉及的各主体间的利害关系，与数年前的单纯结构（出口产业希望日元贬值，而消费者和资产持有者希望提高利率和日元升值）相比已经发生了巨大的变化，所以政治经济方面的结构也变得更加复杂。

### **在巨大不确定性情况下的金融政策运营**

迄今为止，日本银行指出：“在消费者物价指数转为显著的正增长之前，将持续推行宽松的货币政策。”其实，“如果消费者物价指数出现正增长，就会停止宽松的货币政策”，这也未必。现在的消费者物价指数上涨是不争的事实，依然按照过去的思维方式思考问题是不合时宜的，因为现在的情况与过去肯定不同。

那么，未来物价走势会如何变化呢？据日本银行《经济物价情况展望》（2008 年 11 月 4 日）预测，消费者物价指数（除去新鲜食品）上涨率与上一年相比，“2008 年度为 1.5% 左右，2009 年度大约为 0，2010 年度也将维持在 0.5% 以内”。2008 年 7 月该杂志曾预测 2009 年消费者物价指数将会有 1.1% 的增长，但考虑到石油价格的回落，该杂志最终对预测值做了大幅下调。

未来的物价走势仍然包含着很大的不确定性。特别是对所有物价指数产生重大影响的石油价格走势是很难预料的。虽说石油价格再次上演 2008 年上半年的投机性暴涨是难以想象的，但也并不能认为价格会持续在低水平运行。如本章的标题 1 所述，长期来看，原油价格上涨是新兴国家需求增长的反映，价格上涨是必然的趋势。因此，我们并不能保证消费品价格一定会平稳运行。

“在物价走势存在不确定因素时，应采取怎样的金融政策呢”？这是金融政策面临的新课题，日本银行应该明示对这一问题的见解。特别是今后央行若继续实施宽松的货币政策，就有必要表明实施该政策的理由。

### 第5章的标题2的要点

①金融政策和汇率政策所涉及的各主体间的利害关系，“出口产业希望日元贬值，消费者和资产持有者希望提高利率和日元升值”，这种数年前的单纯结构已经发生了巨大的变化。

②现在继续实施宽松货币政策的环境已经发生了变化，如果日本央行继续实行更为宽松的货币政策，就必须明示具有说服力的理由。

## 3. 粮食价格问题的正解并不是提高自给率

### 粮食问题的本质不是数量不足，而是价格过高

面对粮食价格的上涨，许多人认为：“有必要提高粮食的自给率。”这是因为人们存在一种“自己不种粮食就无粮可吃”的不安心理，并且这种不安情绪随着几个国家禁止粮食出口而高涨。另外也有人担心：粮食成为投机的对象，在金钱游戏的作用下，粮食价格会无休止地上涨。

可是，这种不安并没有合理的依据。这是无视与粮食生产相关的经济机制的想法。尤为重要的一——虽然粮食中的大部分产品可以储存，但需要花费成本，且有品质下降的风险，所以很难成为投机对象品。这就是粮食与黄金、石油的本质区别。因此，仅凭金钱游戏还不足以造成粮食价格的暴涨。粮食价格暴涨的根本原因还是实际需求的增加。

再者，即便政府为了达到某种战略目的而禁止粮食出口，但这种政府行为也很难收到实效。因为政府禁止粮食出口，就会损害农民的利益。阿根廷因提高出口关税而引发政府和农民间冲突就是一个很好的例证。

具体的说明如下：日本最大的粮食进口地是美国，美国国内的粮食需求不可能突然增长，所以出口余力不会减弱。假设“为了为难日本”，农民们团结起来调整生产并增加库存，那些以农业为生的农民们的生活就失去了收入来源。如果政府向农民购买粮食并进行战略储备的话，产生庞大的损失也会给纳税人增加负担。

因此，像美国这样的国家，并不会以非经济理由限制长期的粮食供给

量。禁止出口的国家本来就是出口能力比较弱的国家，它们对世界粮食出口量影响较小。

玉米加工为生物燃料<sup>3</sup>的问题是事实，可是这里所研究的问题是“价格”。如果原油价格上涨的话，则生物燃料的经济性是成立的，所以才会利用粮食作物生产生物质燃料。然而就像后面所叙述的，如果粮食价格上

升，巴西等国就会增加产量，所以粮食总量不足并不会长期存在。

因此，问题不在于确保产量，而在于如何应对价格的上涨。就连比较容易控制供给量的石油，在石油危机中出现的问题也是价格上涨问题，而不是石油使用量的问题，粮食问题就更加明显。

### “热量自给率”的谎言

人们对粮食供给量心怀不安的一个理由之一是：“以热量为基础计算的粮食自给率”（以下称“热量自给率”）的指标。从热量自给率指标上看，“日本的粮食自给率是39%，在所有发达国家中是最低的”。

依据这个指标，蔬菜和水果在相同的重量下所含的热量很低，所以在热量计算时就只能获得一个较低的数值。而“以产值为基准计算的粮食自给率”（以下称“产值自给率”）就没有那样的偏见，从产值自给率指标上看，日本的粮食自给率达到70%，这样给人的印象就大不相同了。

再有，在热量自给率指标计算中，畜产品等即使是国产的，也只计算了饲料自给的那部分。例如，鸡蛋的产值自给率为96%，但因为作为饲料的玉米的自给率仅为9.7%，所以鸡蛋的热量自给率仅为9%。同样地，猪肉的两种自给率指标分别为53%和5%，鸡肉为67%和7%（资料来源于饮食生活情报服务中心）。这样我们就明白了“自给率低”的紧迫感是源于热量自给率这一指标。

当然，“不仅是鸡蛋和鸡肉能不能在国内生产这种表面上的事情，而是要考虑到必要物资的自给率”，这也是一种思考方法。如果用这样的方式来思考，还应该将重油、汽油的海外依存度考虑进去，因为，要保持鸡舍温度需要用海外运来的重油发电，把鸡蛋运往消费地需要耗费汽油。所

<sup>3</sup> 生物燃料，所谓将玉米制为生物燃料加工成乙醇燃料，虽然以油价上涨和防止全球气候变暖为理由而被推广，但也有人指出因为对玉米和甘蔗等农产品的价格带来较大影响。

以，不得不说“热量自给率”是个似是而非的概念。

<sup>6</sup> 产业关联表：是把在一定时期和一定区域内进行的商品、服务的交换表示为产业间及产业与最终需求间的表格。

如果将所有与生产有关的要素放入产业关联表<sup>6</sup>中来考虑的话，很明显，决定“自给率”的基础要素就是能源（尤其是原油）。日本的原油几乎全部依赖进口，除去核能，日本的

能源自给率仅为4%。也就是说，日本的经济结构原本就是不得不依赖国外的。在这样的情况下，只有粮食在国内生产，也没有任何意义。

现在的问题并不是海外依存的问题，重要的是“各个国家能否划定自己的比较优势<sup>7</sup>，并通过进口比较劣势商品使本国富裕”，这个命题是经济学最基本的命题。正是食品和原材料依存于国外，日本第二次世界大战后才变得富裕。

<sup>7</sup> 比较优势：由国际贸易导致国际分工而产生利益的经济思想。每个国家都发展自己相对优势的产业并通过国际贸易使总体效率提高。

### “买难”并不是问题的本质

现在有“买难”<sup>8</sup>这种说法，所谓的“买难”是指在水产品国际市场上，因价格偏高而导致日本的进口商采购不到商品的现象。可是，判断是不是买难，还要依据该国收入。连日本都买不到，就更不用提比日本收入还要低的国家了（在水产品国际市场上，尽管有过日本输给中国的例子，这也仅仅是因为日本过度拘泥于水产品外形等细微因素而已）。

<sup>8</sup> 买难：2006年的《水产白皮书》的解释为，“近年来，世界的水产品需求不断增长，并发生了未曾有过的水产品进口竞争。结果，水产品的国际价格上升，日本的进口商在价格竞争中输给他国，这就是所谓的‘买难’。”具体事例如下：“日本鲭鱼进口量的90%来源于美国，但从美国的出口清单上看，自2003年起，对日本的出口量大幅减少，而对中国和葡萄牙的出口量则急剧增加。中国主要是将进口的鲭鱼加工之后再出口到欧盟。在欧洲各国进口鲭鱼的比重中，中国的存在正在进一步增强。在需求增长的背景下，鲭鱼（冷冻）价格从1999年的每公斤300日元，上涨到2006年11月的每公斤533日元。”这一事例只不过讲述了：①欧盟的需求增加，②鲭鱼价格上涨。除此之外并没有“在价格竞争中输给他国”的事例。



日本的人均 GDP 位次下滑是事实，但与世界平均相比，日本依然属于高收入国家。因此，日本不可能一直遇到“买难”问题。真正的“买难”是那些低收入国家。粮食价格上涨对于贫困国家来说是最残酷的问题。所谓的粮食问题并不是世界粮食总量不足问题，而是分配的问题。

仅从日本的立场来讲，最重要的是要维持现有的收入水平，即使价格上涨也能买得起。为此，日本有必要强化自己具有比较优势的产业，而不是农业。如违背这一原则而过分追求粮食自给率，日本就会陷入贫困，真正的“买难”时代就会到来。

### 日本的米价异常高

有关自给率问题因作物的种类不同其性质也不尽相同，对于日本人而言最重要的是大米。

2007 年年末，大米的国际价格为每吨 320 美元左右，2008 年 5 月突破了 1 000 美元。加之越南、印度、柬埔寨等大米出口国还出台了出口限制令。在泰国发生了盗米事件和大米黑市等问题。菲律宾甚至动用了军队平息国内的米骚动事件。

若将这些零碎的新闻拼接起来，即便有人对此感到不安也并不奇怪。而且下面的主张还会占据主导地位，即“大米是日本人的主食，目前世界大米供给不足而导致米价暴涨，局部地区甚至发生了米骚动事件，这是很严重的问题。自身的安危最终还得靠自己来保护，所以日本应该强化大米的国内生产体制。为此，有必要进一步增加大米的生产补贴”。

不过，我认为这种想法是错误的。仅就大米而言，其实日本是实行锁国体制的。如下所论，现在日本应该认真研究扩大大米的进口事宜。

从大米的价格层面来看，日本国内的批发商从农户手中购入的标准米价格为每公斤 230 日元左右，而超市中低价大米价格为每公斤 400 日元。与此相比，菲律宾从越南采购的大米价格为每公斤 130 日元，远低于日本国内的价格。如果将前记的国际吨价格换算为公斤价格，截止到 2007 年国际大米每公斤为 30 日元，日本国内米价是国际价格的 8 倍。

当然，日本米（短粒米）与国际市场的长粒米不同，不能进行简单的比较。但是，即便考虑米质差异，日本米的价格与国际米价相比也高得离谱。实际上，加利福尼亚产中粒米（稻谷）的销售价格为每公斤 30 日元。

总务省统计局的数据显示，美国大米（长粒）零售价格为每公斤 1.25 美元，而在日本却高达 3.37 美元（2006 年）。

粮食管理法：规定关于大米、小麦等主粮作物的价格和供给由国家管理的法规。于 1942 年出台并实施，1995 年废止。

日本国内米价之所以高，是因为日本大米的国内市场与国际市场是隔离的。在 1995 年《粮食管理法》<sup>9</sup> 废除之前，大米是禁止进口的。即使是现在，因为存在极高关税，进口其实

相当于被禁止的。

正是由于大米的锁国政策，日本大米实现了完全自给。不仅如此，大米的生产调整规划仍在继续执行。在世界粮食需求旺盛的情况下，日本的大米却是生产过剩。这只能说有些离谱。

### 增加大米的进口量，会提高日本人的饮食生活水平

从大米的品质层面来看，许多人认为日本大米的品质远远高于国际水平。但是，实际情况未必如此。20 世纪 90 年代之前，美国产的大米品质是相当高的。我去美国旅行在选择土特产的时候，就选择了美国大米。这是因为加利福尼亚产的大米的品质要远远高于日本大米。

粮食管理法废除以来，日本国内大米也按照市场原理运作起来，大米的品质大大提高了。对此我们在日常生活中是能够感受到的，所以再去美国旅行的时候，我就不再从加利福尼亚带回来大米了。虽然加州大米依然便宜，但两种米在质量上已经没有多大差别了。

2004 年我在加州待了一年之后回到日本，反而感觉到日本的大米味道好。短短 20 年时间，日美两国的大米在质量上已经发生了逆转。

然而，日美两国大米在质量上的差距是很微小的。所以，如果日本取消大米进口关税，则加州大米就会具有压倒性的竞争优势，大米的零售价格就会大幅下降，日本人也可以大幅度地削减在大米上的开销。

因此，如果认为是粮食价格上涨抑制饮食支出的话，那么最有效的解决办法就是取消大米的进口关税。

该措施的长期效果更加明显，假设日本增加了大米的进口，那么美国和澳大利亚一定会增加其大米的产量，而且，还有可能按照日本人的嗜好改良品种进行生产。因此，长期来看，不只是价格便宜，质量也会大大改

善。这样，日本人就可以享受到富足的生活了。目前，无论价格还是质量，日本的消费者都为大米政策做出了巨大的牺牲。

若除去大豆、小麦、玉米等，日本生产出来的大部分谷物都用于国内消费，出口的仅是其中的一小部分。特别是大米，总产量中不过 6% ~ 7% 用于出口（大豆、小麦、玉米等为 12% ~ 18%）。因此，国内供需的微小的变化都会对国际市场产生重大影响。前面讲到的大米骚动事件，就是因此而发生的。如果日本实行大米进口自由化，那么大米就成了国际商品，国内供需就会变得更加稳定。

### 只有农户对策，没有农业政策

关于应当增加大米进口的观点，我深知会有反对声音的。即，他们会说：“如果增加大米进口，主食的供给就握在外国人的手里，从粮食安全的角度看这是绝对不可行的。”但是，这种主张是错误的。正是依赖国内供给，才产生了粮食安全问题。

首先，国内也有歉收之时，最近一次歉收发生在 1993 年。因夏季低温，大米产量从 1992 年的 1 057 万吨骤降到 783 万吨，政府不得不从外国紧急进口 260 万吨。农业生产受气候所左右，是不确定性较高的生产经营活动。因此，确保供给安全的最佳方案就是将供给源分散于全世界各地。

长期来看，日本将面临更为严峻的农业问题。日本已经步入老龄化社会，农业从业人员减少。随着老龄化的进一步发展，农业就业人口也会进一步减少。为了避免这种态势继续发展，日本应该着力培育 21 世纪的新型农业，以吸引年轻从业者，这是极其重要的。可是，从这一视角进行的讨论几乎没有。

<sup>10</sup> 业余农业：是指农业从业者并不以农业为主业，农业生产的目的不是为了获得经营收益，生产的产品只是用于自家消费。也有人称之为“星期日农业”。——译者注

日本的农业保护，与其说是为了保护大米的生产，不如说是为了保护兼业农户。为了提高大米的劳动生产率，则有必要推进农业的集约化和规模化，并培育农业相关企业及鼓励农用地自由买卖。事实上，日本的政策导向并非如此。迄今为止，日本的农业政策只是为了保护“业余农业”<sup>10</sup>和

“三难农户”<sup>11</sup>的生活。

其实，这只是一种社会政策而非农业政策。在这点上，自民党、民主党和共产党的政策导向是完全一致的。在2007年7

月的参议院选举中，民主党曾经提议要对农户进行补助。从这一点来看，民主党的农业保护政策与自民党相比有过之而无不及。共产党也提出过农户保护政策，城市劳动者阶层的利益早已被各政党遗忘了。因此，只能说“日本只有农户对策，而没有农业政策。”

<sup>11</sup> 三难农户：三难是指季  
节、饲料、肥料，这导致粮食  
弱农户。——译者注

### 解决粮食问题的正解并不是提高自给率

2007年3月小麦价格每吨200美元，而2008年3月达到每吨480美元，同期玉米价格也上涨了1.4倍。

这主要是受国际投机资金的影响。事实上是原本投向次级抵押贷款相关金融产品的投机资金，流向了原油、粮食等领域。然而，金钱游戏并不是粮食问题的本质。

如前所述，因为农产品长期储存会导致其品质下降，所以不易长期储存。如果因投机而大量储存，投机者很容易蒙受损失。所以，投机还不至于引起价格大幅度波动。另外，因为粮食生产有众多人员参与，所以国际性的卡特尔垄断行为是不可能发生的。

因此，在思考粮食问题时，最重要的是要考虑实际需求增加对粮食价格带来的影响。特别是中国、印度等新兴国家的收入上升，导致了粮食需求增加，这种需求增长是无法阻止的。长期来看，世界的粮食供需问题将十分突出，所以有必要提前做好应对策略。

问题的答案并不是提高粮食自给率。对于日本来说，小麦、玉米等粮食作物要实现完全自给是不可能的。

首先，需要确保粮食供给的稳定。为了实现这一目标，就有必要分散粮食的供给源。对于丰歉在天的农产品而言，为确保其供给稳定，最基本的手段就是拥有多数的供给源，而不是提高本国的自给率。

从经济原理的视角来看也是如此。日本在小麦、玉米生产方面不只具有比较劣势，而是具有绝对劣势（“绝对劣势”是指在本国生产一种商品的必要成本比其他国家高；“比较劣势”是指相对于另一种商品，该商品

的生产成本比其他国家高)。“比较优势原理”是经济学的重要原理,也许有些难以理解。说白了就是:我们应该放弃处于绝对劣势的商品生产,而改由从别国进口。然而,这么浅显的道理在日本并不被人们所理解。如前所述,如果无视经济原理而片面追求自给率的话,日本就会变得贫穷,真正的“买难”时代就会到来。

### 价格上涨,则供给就会增加

关于粮食问题我们应该注意的是——“价格上涨是市场对供需变化所发出的信号”。

就连比较容易控制价格的石油,也因石油危机导致其价格上升,并使长期的供需结构发生了重大变化。具体表现是“节能化”的发展和替代能源的出现,以及北海油田的开发和利用。并由此引发了20世纪80年代的“逆石油危机”<sup>12</sup>。

<sup>12</sup>逆石油危机:是指因石油的生产量大于消费量而引发的石油价格暴跌现象。——译者注

像小麦等的基础性粮食,并不会因为价格上涨而使需求大幅减少,但供给量可能会因此而增加。长期来看,小麦的供给价格弹性是相当高的,

特别是受新增耕地影响。

巴西总统卢拉在2008年4月访欧时,以“粮食价格上涨并不是值得悲哀的现象”为题做了如下说明。他还说:巴西拥有8.5亿公顷土地,其中有4亿公顷土地可开垦为耕地。还有0.6亿公顷的草场可以转化为耕地。如果粮食价格上涨,这些土地随时都可以转化为耕地以扩大农业生产。不仅巴西,也是全世界所期望的。

我非常赞成卢拉总统的见解。因为全世界现有耕地面积为14亿公顷,假设巴西的可耕地全部转化为耕地,那么全世界的耕地面积将会增加1/3。

当然,亚马逊的热带雨林如果全部转化为耕地的话,会导致严重的环境问题。所以,我并不希望看到无限制的土地开发和利用。但是,只要开发出可耕地面积的1%,就相当于全日本的耕地面积(465万公顷)。

<sup>13</sup> 马尔萨斯，英国经济学家罗伯特·马尔萨斯（1766年—1834年），代表著作《人口论》阐述了人口增长与粮食生产的关系。

这个数字并没有说明粮食问题的本质，只是表明了“地球大小和人口之间的物理平衡”。所谓的“粮食问题”并不是“因粮食总量不足而买不到粮食”，而是“能否买得起粮食”

的问题。也就是说，这不是马尔萨斯<sup>13</sup>所说的问题，而是能否优化资源配置这一经济问题。

此次粮食价格上涨与利用玉米加工生物能源有关，所以粮食问题与能源的关系也是非常值得关注的。因此，日本不仅应该重新审视核能发电问题，而且应该继续推进快速增殖反应堆和核聚变发电等研究。

### 废除进口限制以应对粮价上涨

粮食价格的暴涨，已经引起了“消费者不得不为食品而增加更多开支”的问题。衡量这一问题的严重程度，通常用到恩格尔系数<sup>14</sup>。目前，恩格尔系数在50%~75%的国家约有33个，这些国家正面临着深刻的社会问题。

<sup>14</sup> 恩格尔系数：是指食物支出占家庭消费支出的比例。是衡量生活水平的一个指标，生活水平越低，该系数越高。

日本的恩格尔系数如何呢？2005年总务省家庭支出调查显示，日本家庭的恩格尔系数平均为22.7%，就连最低收入阶层也达到了24.7%。也就是说，即使食品价格上涨10%，上涨的价格也仅占其收入的2%。可以说不会有问题，至少不会带来毁灭性的冲击。

更为重要的是，粮食价格上涨问题不是通过粮食自给就能够解决的，而是粮食支出增加的问题。实际上，日本的恩格尔系数在发达国家中还是相当高的，这主要是粮食进口限制（高关税）的结果。

美国的恩格尔系数为7.2%，这并不包括在外面吃饭的花销。而日本即使除去在外吃饭的花费，恩格尔系数也高达18%。因此，如果取消粮食进口限制，日本的恩格尔系数将会下降一半左右，这种影响要远远大于食品价格上涨对恩格尔系数上升的影响。由此可见，对于国际粮价上涨，日本有必要放宽甚至解除粮食进口限制。对此，日本消费者应有清醒的认识。

主张“提高粮食自给率”就是为了使进口限制政策合法化。进口限制的受益人就是那些生产成本高于国际水平的国内生产者，他们当然要主张“提高粮食自给率”。可是，广大消费者不得不以更高的价格购买粮食，从而成为受害者。

当粮食价格暴涨成为新闻热点时，我收到了一封电子邮件。信上说道，“您说过，即使粮食自给率很低也没有关系，但现在粮食价格暴涨了，看来您是失言了吧。”我不知道这个人是生产者，还是消费者。如果是消费者，他就太愚蠢了。

在评论别人的言行时，我是不会轻易用“愚蠢”这个词的。可是，提高自给率明明是对自己不利，却意识不到。还把国际分工的说法定性为“失言”，我就不得不说他太“愚蠢”了，甚至愚蠢到了无药可救的地步。

下面对本章内容做一下总结。粮食价格上涨是经济问题，目前需要做的——并不是煽动“粮食危机到来了”这种紧张气氛，而应该冷静地遵循经济学的基本原理谋划对策。从经济学视角来看，“提高自给率”的观点是完全站不住脚的。

### 第5章的标题3的要点

①确保粮食供给稳定的最佳方案并不是提高粮食自给率，而是将粮食的供给源分散于世界各地。

②提高自给率并不能解决粮食价格上涨问题。粮食自给率越高，对粮食的支出就会越多。

③粮食价格上涨是经济问题。目前需要做的——并不是煽动“粮食危机到来了”这种紧张气氛，而应该冷静地遵循经济学的基本原理谋划对策。





## 第6章

# 世界经济和日本经济今后会如何

### 1. 经济危机接下来将如何发展

#### **美国经常性项目收支赤字缩小之前，危机并不会结束**

关于经济危机什么时候能结束是很多人都非常关心的话题。到目前为止所采取的对策（尤其是美国所采取的对策）基本上以确保金融机构的健康运行为主要目的。

那么，确保美国金融机构健康运行就能解决问题吗？我认为：这只是解决问题的必要条件，而绝不是充分条件。消除作为此次经济危机的原因——宏观经济的扭曲不仅是必要的，对于将来危机发展趋势的预测也是十分关键的。

所谓“扭曲”就是在本书第4章论述的美国经常性收支赤字，美国的经常性收支现状将决定世界经济的稳定。我认为“美国经常性收支赤字不缩小到持续可能的水平，宏观经济扭曲问题就不能得到解决，经济的混乱局面就无法得到收拾”的说法是比较妥当的。

那么，经常性收支赤字的可能持续水平的具体标准又是什么呢？对此问题的判断比较难，不妨回顾一下过去的数字。

如本书第3章的图3-1所示,20世纪90年代后半期美国经常性收支赤字开始扩大,但只占其GDP的1%左右。到了21世纪,赤字进一步扩大,到2001年时已达到美国GDP的4%(1991年赤字总额只有29亿美元)。到了2006年,赤字增加到7881亿美元,占美国GDP的6%,这样的数额无论从哪个角度考虑都是过大的。所以有人认为“这种状态是不可持续的,若不将赤字占GDP比率降低到3%以下,必将动摇美元的世界货币地位”的看法是自然的。

从近期美国经常性收支的实际变动情况看,2007年第二季度的赤字是1941亿美元,2008年第二季度缩小到1831亿美元,这要得益于商品服务贸易收支赤字的减少和所得收支盈余的增加。也就是说,该年度的赤字额确实呈缩小趋势。

然而,现在的数字仍然是高水平。美国的经常性收支赤字问题还远远没有得到解决。所以,经济危机在短期内是不会结束的。即使确保了金融机构的安全,经济危机也没有真正结束。

关于美国住宅价格问题,是泡沫被“挤出”后正常回归的过程(参阅本章的标题2)。

### 5%的负增长率也是可能的

美国的赤字缩小意味着顺差国的顺差减少。可是,对石油生产国的赤字不会轻易缩小。因此,对中国和日本的影响较大,日本的贸易顺差缩小是不可避免的,那么,缩小到什么程度为止呢?

正如本书第1章的标题2所述,日本的贸易顺差2008年的8、9、10月与上年同期相比减少了10000亿~15000亿日元。今后,因原油价格下降导致进口额减少,假设顺差以这个速度继续减少的话,年度内贸易顺差将减少120000亿日元以上。与过去的贸易顺差相比较,年度贸易顺差几乎归零(参见表1-1)。

与经济增长相关的贸易收支并不是贸易统计所使用的名义贸易收支,而是国民经济核算标准的“实际净出口”(参见表3-2),因后者将价格和品质等进行了调整,所以尽管贸易统计的贸易收支下降,实际净出口未必与其同额下降。不过,像汽车之类的行业,出口数量锐减是不可避免的,实际净出口也会大幅下降。假如2007年统计的净出口是零的话,将直

接使 GDP 下降 5% 左右，这不是不可能的。另外，现在美国的经常性收支赤字约为 700 000 亿日元，即使该赤字减半，其中的 1/2 由日本承担的话，日本的贸易顺差也将减少 170 000 亿日元，这要比之前的数字大一些（若该数字经过数年分摊，则年度下降率就会降低，不景气期间也会随之延长）。

前面是从有效需求角度所作的分析，即使从所得收入角度看，也能得出大致相同的结论。如本书第 1 章的标题 2 所述，丰田汽车公司 2009 年第一季度的营业利润预计减少 16 703 亿日元。因为 2006 年国民收入（要素价格表示）为 373 万亿日元，而丰田汽车的减收额就相当于该数字的 0.45%。虽说国民经济核算中的法人所得（企业销售净利润）与企业会计核算的销售利润是不同的，但仅从丰田汽车所受危机的影响，就暗示着日本将受到令我们无法想象的冲击。

若将企业的范围稍做扩展，结果会如何呢？如本书第 1 章的标题 2 所述，根据日本经济新闻社的调查结果，上市公司 2008 年的中期报经常利润与上年同期相比减少 20.5%，企业销售净利润是 95 万亿日元。假如 2008 年度的企业销售净利润下降 20.5% 的话，则国民收入将减少 5%。

从生产方面看又是怎样呢？根据日本经济新闻社（2008 年 11 月 16 日，早报）报道，汽车行业的 8 家上市公司，年初计划在国内生产 1 040 万辆汽车，比上年同期增长 3%，但实际与计划相比减产 70 万辆，减产幅度达 7%，因此，产量与上年同期相比，减少 4%。生产工人的工资等也大体同比减少，所以，与汽车业工人的工资都下降 4% 左右，伴随而来的就是工资水平降低和失业增加。有人把汽车行业形象地称为“一成产业”（确切地说，汽车产业的直接或者间接的从业人员占全部就业人数的 8.4%，汽车业创造的产值约占 GDP 的 8% 左右，将近一成，因此而得名），仅因汽车行业减产，工人工资收入和 GDP 等就减少 3%~4%。另据读卖新闻（11 月 21 日）报道，汽车业 8 大上市公司 2008 年度在世界范围内总产量减少 179 万辆以上，仅丰田汽车公司就减产 953 000 辆，占当初计划总产量 8 873 000 辆的 10.7%，如按照此数据推算，之前的估算至少增加两倍以上。

国民经济核算的有效需求、国民收入以及生产方面的数据，揭示了日本经济 2008 年下半年已经进入加速下滑阶段，陷入年度负增长的可能性

很大。

从实际 GDP 看，2008 年 4 月~6 月间减少幅度达 3.7%，7 月~9 月间减少 0.4%，与 2007 年同期相比减少幅度超过 10.4%，是有记录以来的最大降幅。10 月的工作机械订单总额，与去年同期相比减少 40.4%。

据 IMF 预测（11 月 6 日），日本经济 2009 年的增长率为负的 0.2%，我并不认为日本经济才受到这么点的影响就结束了。迄今为止，日本所经历的最坏的实际经济增长率为 1998 年的负 2.1%。我认为：这次日本经济的恶化程度可能超过 1998 年。

### 堤防10倍大的海啸

根据日本政府 2008 年 10 月 30 日决定的《追加经济对策》（经济刺激方案），总额为 20 000 亿日元的定额政府补贴成了大家关注的焦点，但这对 GDP 影响只有区区的 0.4%，也就是说，对今后遏制经济衰退，几乎没有任何作用。

如果把出口减少的效果抵消的话，需要的财政支出至少要达到现在国债发行额的两倍以上，这在现实中是不可能实现的。同时，由于日元贬值致使利率下降，继续下调的空间几乎已经没有了。

问题还远不止这些。第一，政府补贴有可能变成储蓄回流到银行，由于对未来预期不确定性致使这种可能性越来越高；第二，若因国内内需增加带来进口增加的话，会出现解说 3-1 所述（GDP = 国内支出 + 经常项目顺差）的等式右边第二项减少，因此 GDP 并不会增加。因日元升值可能会使产品进口和海外旅游开支等有增加趋势，这种可能性在上升。

对此，美国消费等国内支出减少是经济衰退的原因。但是，根据蒙代尔—弗莱明模型，因为经常性赤字缩小，所以需求必将下降，当然，由金融混乱引发的各种问题对经济衰退的影响是不可避免的。对日本而言，需求减弱的可能性也是非常大的。

由此可见，日本比美国发生中长期风险的可能性更大，今后日本有可能出现经济失控的局面。

这就好比说：因大海对面发生了地震，而海啸在其后到来，因为惊慌失措紧急筑起了堤坝（20 000 亿日元的政府补贴），但大浪却高过堤坝 10 倍，所以堤防实在没有任何预防的意义。

### 第6章的标题1的要点

1. 世界经济危机的原因是美国经常性收支赤字的膨胀，如不能将其限制在可持续的水平，混乱将无法收场。
2. 危机余波将集中影响中国和日本，日本的贸易收支由顺差转为逆差是不可避免的，真若如此，5%的负增长率也是可能的。
3. 日本比美国发生中长期风险的可能性更大，今后日本经济有可能出现失控的局面。

## 2. 股价和汇率将如何发展

### 股价和汇率的预测原则上是不可能的

在讨论这个问题之前，应该首先确认一个最基本的原理，那就是“股价和汇率的未来价值原则上是不可能预测的”。具体理由是：市场上进行的大量交易，预测到的条件变化与价格交织在一起。例如，如果企业预测未来收益将大幅减少的话，现实市场股价就会做出大幅下跌的反应。

在报纸和杂志上经常会有“业内人士的观点”，预测在未来时期内某种股票价格下跌或是日元升值等，或者，个别股票的价值有“被低估的感觉”等等。至于为什么会做出如此预测，其理由可能五花八门，但他们漏掉了最重要的一点，那就是“作为理由的信息很可能已经反映到市场价格中”。

即便看透了金融政策的变动趋势对未来市场的影响，市场也已经做出了相应的反应。因为市场的反应速度极快，所以，当看到发表的文章之后再去关注的话，就已经晚了。

未来股价与现在处于不同水准是再正常不过的事情了，但是，那是不可预知事件的发生。不可预知事件是不能预测的，所以未来股价也是无法预知的。所以说，股价和汇率的预测数据是没有任何依据的，也就根本不值得相信。尽管如此，在现实中有关股票、汇率的预测仍不绝于耳。

对于相信日元升值而进行日元掉期交易，预计股价会下跌而进行股票指数期货交易的人们来说，作为依据的信息没有被市场所反应。但事实上市场已经做出了相应的反应。所以说，根据预测什么结论也得不出来，今后发生的意外事件引起价格变动给市场造成损失的危险性仍然非常大。

### 因泡沫而扭曲的评价

诚然，市场未必经常是正确的，因为存在泡沫问题。实际上，正是这些泡沫才是引发此次危机的原因。也正是这些泡沫，为预测未来价格提供了些许的幻觉。

对于这种情况，还是要与经济基本面相比较。所谓基本面就是指伴随着实际财产和服务交易的经济活动。GDP 和收入的变动趋势大概可以反应基本面的动向。

基于此，关于泡沫将价格扭曲到什么程度是可以预测的，再有，当泡沫崩溃时，价格会回落到什么位置，也应该有个准确的估测。以基本面作为参照标准，可以正确判断出价格回落情况。

例如，关于美国的住宅价格问题，可以与工资等经常性年收入作比较。如本书第 2 章的标题 1 所述，2004 年，加利福尼亚州的住宅平均价格 138 万美元，超过该地区收入最高的硅谷高级人才的年收入（10 万美元）的 10 倍以上，即便在其他地区，住宅价格也远远超过一般购房者正常年收入的支付极限（一般认为，靠工资收入购房的购房者支付房价的极限是年收入的五倍。在日本，只是在 1990 年日本地产泡沫时期，东京的平均住宅价格超过了年收入的 10 倍，在城市中心区接近 20 倍左右。参见拙著：《泡沫经济学》，日本经济新闻出版社，1992 年版，第 4 章的标题 1）。泡沫破裂的话，便会下降到购房者能够承受的住宅价格。

可是，住宅价格与年收入之间的比例标准为多少才是适当的呢？这一问题还要看市场利率。一般认为，利率较低时，即使住宅价格较高人们也能接受，同时，GDP 和收入也因泡沫滋生而增加。所以，科学而准确地判断“是否存在泡沫”是非常困难的。事实上，正因为如此，才会有那么多人相信现在的市场价格还会继续上升，才会大肆进行投机活动。

## 股价与企业利润下降交织在一起吗

股价是企业未来利益通过折现后在现实市场上的价值，因此，利益减半的话股价也必然会减半。2008年11月的平均股价情况，在之前的章节已经说过，这里不再赘述，但下面几点有必要注意一下。

第一，从个别企业情况来看，还存在股价根本没下跌的情形；

第二，企业的利益预测，是以假定汇率为依据的，如果日元升值超过了假定汇率，企业利益就会比在现有时点预测的标准减少很多，这一点已经在本书第1章的表1-7中清楚地显示了。因此，股价必然会下跌。这种可能性非常大。所以说，思考未来股价，汇率的变动趋势就显得非常重要（关于这一点，将在下面进行讨论）。

将新兴国家的股价上涨率与GDP的增长率相比较，是可以核算股价的。中国和印度等国近年来的经济增长率是非常高的，年均增长率达到10%。与此相对应，每年股价上涨率也达到了7%~8%。这个上涨率有点“过高”。因此，股价回落到用经济增长率可以说明的水准，是正常的水准。

## 日元仍会升值

到目前为止，汇率波动的确有些异常，这一点已经在本书第1章的标题1和2中阐述过了。2007年夏季以来的汇率状况与实际汇率相比，日元的贬值已是不争的事实。

这里所使用的“实际汇率”是根据“物价上涨率低的国家的汇率一定会增值”这一关系式计算出来的数值。我们称之为“购买力平价”。因为物价上涨率的差额与银行利差从长期来看是相同的，所以该计算式与本书第4章所述的“利率平价公式”是相同的。

正因如此，以正常情况下的汇率为基准，以“购买力平价”（或“利率平价”）为计算标准，得出的汇率就是“现在适当的汇率”。

比如，在1995年以前，政府没有明显的干预汇率，汇率市场只是按照利率平价方式运行着，因此，一般认为政府干预前的汇率（1995年1美元兑换90日元）是正常的。于是得出结论，该汇率反映了日美两国之间的物价上涨率的差额，日元每年3%的升值速度是正常的。如果这种状态持续下去的话，现在市场汇率应该是1美元兑换60日元左右，但现实市场的

汇率比这一比率要低得多，所以，还不能说汇率调整已经完成。

诚然，前面计算的结果，会因选择的基点不同而不同。可是，即使以政府干预而没有扭曲的某个时点为基准，现在日元与美元的市场汇率也不是均衡值，均衡值起码不应比现在便宜，所以，汇率的长期均衡还远远没有达到。

### 汇率用巨无霸指数衡量应为1美元=80日元

判断汇率适当水准的一个很重要的参数是“巨无霸指数”。这个指数是由英国《经济学》杂志提出的。巨无霸的品质在全球是统一的，很容易地进行购买力的比较。巨无霸指数只是单一商品的价格比较，显然不能全面地判断汇率，但由于指标简单且易理解，所以，现实中经常被采用。

下面我们该算法计算一下2008年7月时点的指数。东京销售的巨无霸指数的含税价格是280日元，纽约的巨无霸指数的税前价格是3.41美元，根据日美同一指数计算汇率的话，1美元等于82.1日元，这就是用巨无霸指数计算的汇率（忽略税率问题）。

因此，11月25日的实际汇率是1美元兑换96日元，如果用巨无霸指数比较的话，日元汇率应该大幅度上调，2007年夏季日元的价值更是被严重低估了。

换一种方式来说，那就是下面的情况（那么，在进出口过程中肯定会发生关税等问题，在这里为了简化说明问题，暂且忽略。另外，为了便于运算，按照1美元=100日元计算）。对东京去纽约旅游的人来说，把在东京花280日元买的巨无霸，带到纽约出售的话，把销售收入4.31美元带回东京，就可以换回341日元。280日元的本金转手变成341日元，所以这样的买卖给行为者带来了很大的收益。或者说，即使卖了3美元也是赚的。所以，人们热衷于倒卖外汇，完全是利益驱使。

当然，在东京买的汉堡包带去纽约的话，因其品质会下降，所以这种交易是不划算的，但对于制造业来说，因为不存在产品品质下降问题，所以这种交易是完全可行的。

在这里，假定各种商品和服务的价格比率（相对价格）无论在日本还是在美国都是相同的。例如，无论在日本还是在美国，汽车类同于巨无霸的计算。如此一来，日本280万日元的汽车到了美国就变成了34100美元，因此，日本制造的汽车出口到国外的话，正如前边所述的那样，因机



制获得了丰厚的利润。即使只卖 30 000 美元，也有很高的利润率。日本的汽车产业因此获得了丰厚的利润，股价也因此上升。这是近年来日本经济保持持续发展的根本。

若异常的日元贬值得到矫正的话，像这样“湿手取栗”的利益就会消失。本书第 1 章的标题 2 所述的出口关联企业大幅的利润回落就是这种机制发挥作用的缘故。

### 初级产品价格的走势

如本书第 5 章所述的黄金、原油、初级产品的未来价格会如何呢？

关于原油价格，有必要进行二次调整。其原因有二：第一，20 世纪 90 年代，即使用黄金表示的原油价格因价位较低而上升（其原因是新兴国家对原油的需求增加）；第二，相对于美元来说，黄金价格是上升的。因此，用美元表示的原油价格，除去投机因素外，上升的可能性还是非常大的。我认为，这次黄金价格上涨是农产品价格上涨的反映。

投机价格：在金融市场上，当市场行情超过均衡水平时的价格。

可是，以上的分析不能简单确定原油和黄金的长期均衡价格应该达到什么标准的，只能说现在的世界经济

正在探索其合理的水平。在这一过程中存在投机价格<sup>1</sup>也是可以理解的，事实上，2008 年夏季之前的价格水平就是投机价格。

### 不动产价格低迷

2007 年公布的地价是 16 年以来的首次上升，该上升势头 2008 年也得延续。很多人由此得出“持续的通缩时代已经结束”的结论。我认为，得出这种结论的人忽略了很重要的一点，那就是“利率下调地价必然上升”。1991 年金融机构的平均贷款利率为 7.51%，2004 年为 1.58%，如果单纯计算的话，地价上升 4.8 倍都是不足为奇的。

因此，有人会提出这样的疑问，“地价早些时候上升也不奇怪，可为什么偏偏到这个时候才上升呢？”对于这一问题的解释会有很多理由，但最大的理由是长期以来对房地产实物收益预测低迷所致，这些年一直处于恢复状态而已。在这里，地价上升只是限制在如东京、大阪、名古屋以及一些地方的中心城市，而稍微偏远的城区地价却在持续下降，这是已经明

确地摆在我们面前的事实。

可是，房地产的收益率（ $\text{房地产收益率} = \text{房地产的租金收入} / \text{房地产价格}$ ）比长期银行存款利率要高，其差额就是收益率差额。东京地区的收益率差额达到 2%，是世界最大的差额（纽约和伦敦该差额为负值）。

这种情况既可以用“本来可以达到更高的长期利率却受到人为抑制”来解释，又可以说，“企业为了追求高收益率不是进行设备投资，而是更多地关注大城市中心地区的商业设施”。所以，用银行贷款购买某种房地产，就会产生丰厚的利润，尤其是外资进行着大量类似的投资。

被我们称为房地产投资信托基金（REIT）就是这样的投资组合，他们经过这样的运作之后轻松获利（所谓的房地产投资信托基金（REIT）是指将房地产证券化产生的金融衍生商品）。这种基金最大的优点就是流动性较强，但因此产生的问题是它容易被抛售，稳定性较差。因此，当投资资金开始撤资时，引起房地产价格暴跌，2008 年房地产市场出现问题的原因就在于此。

以上只是分析短期条件发生变化对房地产市场的影响，可是，从长期考虑的话，房地产价格应该缓慢回落的。因为新建住宅增加的前提是人口的增长，若人口总数开始下降的话，住宅空置率必然增加，所以，从长期来看，房地产价格下降是不可避免的。

#### 第 6 章的标题 2 的要点

①股价和汇率的未来价值原则上是不可预测的，今后因意外事件发生，市场价格波动而造成的危险性会更大。

②股价与经济基本面相比，应该继续回落。

③我认为现在日元和美元的汇率不是均衡点，与现在的汇率相比，美元如不贬值，长期均衡就没有达到。

④原油、粮食和初级产品的价格水平只能说是处于探索阶段，在这一过程中存在投机价格也是可以理解的。

⑤长期来看日本的房地产价格下跌是不可避免的。

### 3. 投资银行模式的终结

#### 20世纪90年代变脸的投资银行

如本书第2章的标题3所述,美国的投资银行在2008年9月,短时间内发生了巨大变化,我们把这种现象称为“投资银行模式的终结”。这里再稍微详细地看一下这一问题。传统的投资银行业务是并购的咨询与证券的承销,还有对冲基金业务及套利业务。无论哪一项业务都要求具备极强的专业知识,既不是根据自己计算进行投资,也不是风险极高的投资活动。

英国把投资银行称作招商银行,最早在18世纪后半叶就已经出现。如以罗斯查尔德为代表的投资银行,就是利用自己的国际情报网络从事国际银行业务。

<sup>2</sup> 格拉斯-斯蒂格尔法:基于对1933年大恐慌的反省,为确保储户利益和银行的健康发展而出台的法律。随着政府监管的放松,1999年该法律中银行业务与证券业务相分离的规定被废除。

如本书第4章所述,英国传统的招商银行因1986年的金融大爆炸卷入了激烈的国际竞争中,被德国、荷兰、瑞士等国的金融机构收购了。在美国,规定银行业务与证券业务分业经营的格拉斯-斯蒂格尔法<sup>2</sup>,于1999年废止后,开始实施宽松的金融

制度,金融机构的合并、整合、收购等如火如荼地进行着。就连美国的投资银行也有很多被欧洲的金融机构收购。例如,知名的投资银行第一波士顿银行被瑞信收购。

进入20世纪90年代后,投资银行的商业运营模式发生了很大的变化。

第一,股份公司化。传统的投资银行实行的是合伙人制度。如高盛从1869年创立开始,直到1999年的130年间,其公司由同族公司的合伙人所有。由于合伙制承担无限责任,所以很少发生不负责任的轻率的投资。但进入20世纪90年代,美国的投资银行发展模式转向了股份公司运营模式,开始承担有限责任,高盛也于1999年开始公开发售股票。

第二,以少量的自有资本进行巨额的借贷,再将巨额资金投资于高风

险的债券类商品的商业模式。因为投资银行没有预付资金，不是国际清算银行自有资本规制的对象，再加上不接受金融监管机构严格的制度限制，所以，能够借入超过自有资本 20 倍甚至 30 倍的巨额资金，进行巨额投资，这就是所谓的“杠杆投资”。这样，自有资金的预期收益提高了很多倍。

投资银行的破绽就是源于 20 世纪 90 年代以来的“高风险、高回报”的商业运行模式。因此，准确地讲不是“投资银行模式的终结”，应该称为“高杠杆投资模式的终结”。

### 杠杆投资的危险性

杠杆投资的效果如何？危险性有多大？我们通过具体数据进行说明（以下数据是为了方便说明问题，现实中不是这样的）。

我现在假设投资 1 美元，以 50% 的概率，一年后变成了 3 美元或 0.09 美元的证券化商品。则该投资一年后的期望值为  $(3 + 0.09) / 2 = 1.55$  美元，这样 1 美元本金投资的预期收益率就是 55%。

在这里，我借入 9 美元，加上自己原来的 1 美元共计 10 美元对这种商品进行投资，一年后变成 30.9 美元，借款利息率按 10% 计算，扣除利息 0.9 美元，余额还剩 29.1 美元，终值是  $(29.1 + 0) / 2 = 14.55$  美元，1 美元自有资本投资的预期收益率上升为 1355%。

下面，我再借入 19 美元，加上原来的 1 美元总计 20 美元进行投资，一年后变成了 60 美元加上 1.8 美元，支付 1.9 美元的借款利息，余额是 58.1 美元减去 0.1 美元，终值变成  $(58.1 - 0.1) / 2 = 29$  美元。1 美元自有资金的投资预期收益率上升为 2800%。但是，这是包含着巨大的破产风险的投资（如不能全额支付利息、本金不能归还等）。

所谓投资银行的“杠杆投资模式”基本就是这样运作的。把杠杆（自有资金与借入资金的比率）设得非常高，然后对高风险资产进行投资，于是，自有资金的预期收益率就變得更高，但同时伴随而来的风险也提高了。随着杠杆数值的提高，蕴含着破产的风险。

原本证券化商品也包含着风险，只是由于自有资金的投资数额非常有限，不存在破产问题（如果只是自有资金投资的话，即便是最糟糕的情形，1 美元的投资损失 0.09 美元），可是，随着杠杆的不断提高，产生破产的风险必然增加，换句话说，持有最初的证券化商品的风险也大幅度增

加了。

投资银行的高杠杆是引发危机的根本原因。进行杠杆投资的不只是美国的投资银行，日本的制造业比投资银行的杠杆比率低，但是资产负债率是相当高的。

### 21 世纪型的金融危机？

关于这次金融危机，有关次贷危机的危险性以及对其证券化的批判不绝于耳。高杠杆投资的问题是一定的，其中也不乏表面的肤浅的议论。

例如，“证券化使得风险隐蔽起来，不易被发现”、“把债务打包后进行再证券化使得风险难以控制”、“其结果使得风险商品遍布全世界”。可是，如本书第 2 章的标题 3 所述，证券化本身并不是什么新生事物，如果认为证券化不合理，那只有禁止股票交易，如果认为再证券化不合理，那只有禁止投资信托交易。

很多人把这次金融危机称为“21 世纪型的金融危机”。直至目前为止，日本的住宅贷款证券化进展还是很慢的，这也是受金融危机影响较小的原因。可是，正如前边所述，证券化和再证券化并不是什么让人耳目一新的新生事物。

之所以被称为“21 世纪型”，是与国际资本移动密切相关的。由于日本没怎么太多投资证券化商品，所以直接损失比较小（意味着日本不适应新的金融交易，所以损失才会小，这不是对日本的表扬）。但是，日本并没有被国际资本移动所隔离。正如本书第 4 章所述，向世界提供低成本的投资资金，是导致金融泡沫的重要原因。

#### 第 6 章的标题 3 的要点

①投资银行就是把杠杆设定为非常高的数值，然后对高风险资产进行投资，提高自有资本的预期收益率，但同时伴随而来的风险也大大提高了。因此，滋生了这次的破产。

②这次金融危机被称为“21 世纪型”，证券化及再证券化不是关键点，而是因为与国际资本移动密切相关。

## 4. 解耦的美国

### 美国超级大国地位终结？

看到投资银行模式的终结，经常听说“美国时代已经结束”之类的议论。如“美国式的强权金融资本主义的终结”、“第二次世界大战以来持续的以美国为中心的世界经济结构将要发生重大转变”、“美国单极的超级大国模式将被多极化所取代”等等。特别是 2008 年秋季以来，这种论调在报纸和杂志上频频出现，已经变成了一种潮流，今后一段时间，这种议论还将持续下去。

截至目前，近 20 年的世界经济繁荣，是以美国为中心而展开的，这一点是毋庸置疑的。如果我们回过头来看，这期间，日本的经济却陷入停滞的怪圈，无法摆脱。我们日本人的潜意识里可能一直孕育着“日本经济因泡沫崩溃而衰退，美国也会重蹈日本的覆辙”这种想法。

更有甚者，将此次金融危机作为思想层面上的问题进行讨论。“市场原理主义的终结”、“里根—撒切尔思想的终结”等等指责的议论也有增多，这些论调一时之间还成为时尚。

可是，我认为这种看法只是表面的肤浅的认识，事实并不像想象的那么单纯。随着冷战的结束，市场经济的迅速发展、各项宽松的规章制度的实施以及 IT 业的迅猛发展等市场条件的变化，使得经济活动发生了巨大变化。取得这些成就主要得益于实体经济的发展变化，像“脚踏实地的产业资本主义并未涉足虚拟的金融资本主义”的说法却很少被提及。由于世界市场网络化迅速发展，世界性分工及专业化分工日趋明显，经济活动的根基发生了很大的变化。与此相关的制造业也发生了很大的变化，对此，将在本节的后半部分具体介绍。

### 英国及爱尔兰将会如何

批评的对象还不止美国一家，英国也是得益于金融立国而得以复活的，但是，能否将此作为国家未来继续发展的方向，是存在很大疑问的。

实际上，自2007年夏季以来的各种经济指标显示，英国面临着巨大的考验，持续16年的经济增长结束了。住宅价格从2007年秋季开始下降了16%，英国政府向国内8大银行注入公共资金达500亿英镑（约合9万亿日元）。看到这种情形，“因金融立国而繁荣的英国时代结束了”的论调开始蔓延。详情参见《新闻周刊》（日文版，2008年10月22日）的《伦敦花旗的落日》。

那么，英国真的会再次没落吗？我认为，现在下结论还为时过早，但英国的金融立国模式确实发生了改变，不过这种模式的改变还远未结束。之所以这样说的理由是因为世界资金流动还在继续，所以，金融中介的作用是不可或缺的。主要是中东的石油生产国的理财专家还十分匮乏，巨额的资金融通仍将继续。因此，石油美元还会回流到美国，这样英国的金融中介活动是不可或缺的。

况且，资金过剩的国家还不止产油国，中国也是如此。关于中国外汇储备的运用问题，也必须依靠英国金融机构的理财专家，即便美国的经常性收支赤字缩小，也不代表美国就没有资金需求。世界性金融中介的功能只能说是在逐渐增强而不是减弱。

即使在IT业迅速增长的爱尔兰，从2007年开始，也遭受了世界金融危机的正面冲击。股价和住宅价格都急剧回落。从图5-1可以看出，爱尔兰的股价下跌比其他国家更为猛烈。像爱尔兰这样的小国，经济环境的剧烈震荡将给本国经济带来巨大影响，同时，国外的投资也必将锐减，快速而巨大的冲击所带来的影响将与英国不相上下，未来的发展如何，目前还很难预料。

但是，爱尔兰的富足程度，也不可能使其经济完全崩溃。IT产业是现代经济活动所不可或缺的，所以，我认为，爱尔兰作为全世界IT产业中心的作用不应该被削弱，即便是目前这种草率的急于求成式的发展，IT产业继续向前发展也是很自然的。

### **对35%的利润增长率失望的投资者**

投资银行模式的终结以及汽车产业陷入困境自不必说，美国经济在其他领域也的确发生了意外。

据新闻报道，2008年7月中旬，“谷歌4月~6月期间纯利润比证券分

析师预测的低，失望的投资者加速抛售，谷歌的股价急剧下跌近7%。”

看了这样的报道后，我在想“金融危机的影响波及面连谷歌这样的公司也不放过”，仔细查阅相关资料后发现“谷歌的利润与上年相比增长了35%”。也就是说，“因为预期增长会更大，实际业绩也因低于预期而失望”。简单地说，投资者认为“利润应该增加两倍或者三倍以上”才是合适的。

微软公司也在同一天发表了决算报告，销售额和净利润与上年同期相比，实现了两位数增长，苹果公司也是一样。像这样的企业全部都是在美国西海岸设立的顶尖企业，并以此作为根据地向外发展。

在2008年10月16日谷歌发表的第四季度的决算中，2008年7月~9月的销售额与上年同期相比增长31%，净利润增长26%，在金融危机的风暴中，取得如此骄人业绩的企业还不止谷歌一家。在2008年7月~9月期间的决算中，亚马逊的销售额比上年同期增长31%，净利润增长48%；苹果公司销售额增长27%，净利润增长26%；IBM净利润增长200%；微软公司销售额与上年同期相比增长9.4%，净利润增长1.9%；英特尔公司销售额比上年同期增长1%，净利润增长12%。事实证明，这些企业之所以能获取如此高的收益，一方面是这些企业获取了高收益的技术能力和商业运作模式，另一方面是这些企业都没有与金融危机有直接关系。

谷歌属于广告业，一般而言，广告业的收益应该是对经济景气变动最敏感的。事实上，很多对谷歌的预测都是收益下滑，也有说谷歌会出现股价暴跌危机；苹果公司和英特尔的产品也应当是对经济景气反映很敏感的。如此说来，之前所述的事实应该属于意外。

加利福尼亚是作为这次金融混乱（由住宅泡沫引发）的中心地之一。这样思考问题的话，前面所述企业（很多企业的总部位于加利福尼亚的硅谷）良好的业绩的确属于意外。

美国的投资银行已经穷途末路了，同时美国通用汽车公司的破产也是时间问题。2009年6月1日，美国通用汽车公司向纽约南区美国联邦破产法院申请破产保护。在纽约成为“新阿姆斯特丹”的时候，为了保护居民财产防止当地居民和野兽的袭击而修筑了城墙，在城墙里边有饲养牛羊的场所，如今已变成华尔街。然而，由于这次金融危机，华尔街再次回归到牧场状态，也并非不可思议的事情（但愿不会变成那个样子吧），同时，



底特律也可能变成废墟。

然而，这只是美国经济社会的一部分。美国的确是一个多样化的社会，以纽约和底特律为根据地建立的企业持续地崩溃是事实，但美国应该不会整体消亡的。

### 足以令经济学家瓦里安震惊的谷歌思想

美国经济从现在开始面临经济衰退已是不争的事实，正如前边所述，按照常规思维方式，广告支出对经济景气反映非常敏感，因为谷歌是广告业，肯定会得出“在今后一段时间内，谷歌的营业额和利润肯定会大幅下跌”的结论。但是，正如谷歌首席经济学家哈里·瓦里安所说“事实并非如此”，他认为，尽管因汽油价格和食品价格上涨，美国的消费者不得不减少一些不必要的开支，但在线广告的使用效率并未减少，正因为如此，谷歌的利润才会继续增长。（在上世纪90年代学习经济学的人都应该记得“瓦里安”这个名字，他写的教科书在日本很畅销，被日本很多大学作为指定教材。担任美国加利福尼亚大学伯利克分校信息管理学部部长的瓦里安于2007年以全职身份加入谷歌公司。能够得到世界超一流经济学家的垂青，可见谷歌也不是普通的企业。）

的确，瓦里安所说的是完全有可能的。因为大公司在电视和报纸等媒体做广告，需要支出巨额广告费用，所以，经济不景气时削减广告费用预算是很正常的事情。但谷歌却有所不同，它做的是检索联动型广告，与电视等媒体的广告性质是不同的。其使用者与大公司相比都属于中小零售企业，并且其广告费用与大公司相比也少得多，因此，即便是经济不景气，削减广告费用的可能性也很小，所以，瓦里安所说的那种情形是完全有可能的。

如果瓦里安所言正确的话，那么就可以得出这样的结论，即使经济总体呈现不景气的状况，谷歌也会实现继续增长。事实证明，在2008年的第二季度，尽管房地产、汽车、旅游等领域因经济不景气而出现检索次数减少的情况，但总的检索次数仍呈上升趋势。

另外，在谷歌的整个销售额中，海外市场的份额已经占到52%，所以也有人认为，即使美国经济继续衰退，对谷歌的影响也不会很大。

前几天，根据NBC的报道，谷歌的首席执行官（CEO）埃里克·施

密特在接受记者采访时说，“谷歌拥有充足的现金流，所以，金融危机不会影响到谷歌”，事实确实如他所说（顺便说一句，NBC 的电视节目现在通过互联网在日本可以直接看得到）。

所以，我认为：前文所说的“解耦”（非连续性、分割开）的可能性很大，即便是在美国经济不景气的情况下，中国等新兴工业国家以及欧洲的经济总体来说还在继续增长，世界经济总量还在继续扩大，但这并不意味着在经济总量上实现了解耦，而其他意义上的解耦事实上正在发生。

所谓被分割，不是中国和印度，而是美国的高科技企业，通常认为的“解耦论”是指“即使美国陷入持续的经济下滑，世界经济仍会继续增长”，而现实中发生的却是“即使美国全部宏观经济指标继续下滑，一部分高科技企业仍然会继续增长”。截至目前的数据显示，所谓的“解耦”指的并不是新兴工业国，而是美国国内。

#### 第6章的标题4的要点

①冷战结束后，由于世界各种经济条件变化，经济活动也发生了很大变化，这些主要得益于实体经济的变化，像“脚踏实地的产业资本主义，并未涉足虚拟的金融资本主义”这么单纯的看法很少有人提及。

②因为世界性的资金流动仍然存在，金融中介的功能必不可少，因此，石油美元仍然会回流到美国，英国的金融中介是不可或缺的。

③即使美国总体宏观经济指标下滑，一部分高科技企业仍然会继续成长的“解耦”，已经成为事实。

## 第7章

# 如何应对即将到来的经济危机

### 1. 如何管理资产

#### 不要攥住即将脱落的餐刀？

《玩股票和外汇，净赚一亿日元》之类的书籍随处可见。这表示人们对于资产管理问题怀有很大的期望，强烈要求寻找快捷的赚钱方法。然而，按照投资指南进行股票投资也好，或者进行杠杆高风险外汇投资（参见后述的⑥）等，投资者是不可能找到想要的答案的。

2008年10月，个人投资者大幅度增加，其背后的原因也许是单纯地期待“股价下降仅仅是暂时的，过段时间还会反弹”吧。但是，即便股价下跌，也未必就一定会反弹，在股价激烈波动的市场上，如果相信市场行情曲线和图表而进行投资的话，是明摆着的危险。诸如“有比较便宜的感觉、正是物有所值的好时候、紧靠分红就非常有利”等等的投资劝诱会接踵而至。也会有很多人说“股票价格的暴跌正是股票投资的绝佳机会”（即市场境况不佳时买进，所谓的“逆市操作”）。然而，没有听从劝诱的才是安全的。

经常被作为股票投资的一般性指标的无非就是股票收益率（PER）和

股票净资产倍率（PBR）两项指标。所谓股票收益率（PER）等于股票价格/每股股票当前利润，若低于此价值就称为“股价下跌”。所谓股票净资产倍率（PBR）等于股票价格/每股股票当前净资产，此价值低于1的话，也就是说，企业的股票价值总额低于企业会计账面上的资产价值。

有人认为，“2008年秋季以来的股价下跌异常，不能真正反映企业的实际状况”，其依据就是股票收益率（PER）和股票净资产倍率（PBR）。但是，这里应该注意的是“股票收益率（PER）的计算通常使用利润和股票净资产倍率（PBR）来计算的净资产，是过去的价值”。如果以目前急剧恶化的经济形势作为时点进行比较的话，现在企业的实际状况有被大大高估的嫌疑。对此，股价必将陷入利润和净资产减少的窘境。因此，以股票收益率（PER）和股票净资产倍率（PBR）来估测股价，肯定会做出股价比较便宜的判断，以这样的指标作为投资劝诱的话，保持审慎的态度是非常必要的。

因此，现在日本很多企业采取把一部分金融商品的时价冻结起来的做法，这样就很难看清企业的真实状态，强化卖空規制也是如此。进行这样的規制，事实上应该理解为发出了“对股票市场的影响如何是个未知数，因为危险，所以最好远离”的信号（因为卖空是为了将来买入股票而进行的“割肉”交易，所以这种規制实际上预示着彻底根除了未来股价反转的可能性）。

不是有人说购买黄金比较好么？正如本书第5章所示，黄金价格数年来大幅上涨是事实，但也有剧烈波动的时候。

现在也许是一夜暴富千载难逢的好时机，实际上，已经有人成功了，但获取利润却能逃避风险的人才是真正的高手。正如过去人们常说的投资格言“不要攥紧即将脱落的餐刀”。

### 如何投资更好呢

如果想检验好的投资对象的话，会发现其孕育着以下大问题。

①**国内股票** 股票价格下降的结果是利润回收的可能性在增加，但是本金却面临缩水的危险。经常会有这样的问题传入耳中，“金融危机问题得到解决后，预计增长有望的产业或企业是哪些呢？”如果可以预知这样的事情，对其投资也未必一定会带来收益。其原因在于，那样的产业或企

业的股票价格已经变得很高，再继续对其投资获得高收益的可能性非常小。

因此，一味地对单一股票的投资从分散投资的观点来看并不一定是合理的。其理由在于对单一股票的投资，会承担一些多余的风险。每只股票所代表和反映的企业情况不同，承担的风险也就不一样。可是，如果与其他股票进行组合投资的话，就会消除投资风险（这类风险在金融理论里称为“个别风险”，亦称为“可分散风险”）。

承担可以简单消除的风险是非常愚蠢的行为。对单一股票进行投资和对单一外汇进行投资都是非常愚蠢的投资。必须把握投资最重要的原则，那就是分散投资。

**②投资信托** 进行大规模分散的投资，大量的资金是非常必要的。要个人确保一定的资金量是很困难的。因此，个人进行股票投资的话，高明的做法不是购买个别股票，而应利用投资信托方式。

此时，我们期望的不是靠管理者的主观臆断而随意对交易的股票进行选择的投资信托（我们称为主动基金），而是根据市场行情变动，被动追踪的特定指数基金（我们称为指数基金或者被动基金）。

问题在于，现实中的投资信托提供商并没有很强的意愿去销售指数基金。之所以这样说，是因为销售公司的主要目的是增加交易换手率，而管理公司的目的在于增加信托报酬。销售公司当然希望投资者能够进行频繁的交易。另外，由于被动基金的信托报酬很低，销售这种被动基金的中介公司积极性并不高。与此相比较，销售公司更愿意销售高信托报酬的主动基金。事实上，销售公司一直是对指数基金并不推荐。

因此，投资者真正寻求的投资产品在现实中并不能被完全供给。这样，资产管理者寻求的金融产品与市场上实际供给的金融产品之间，就会产生差距。如果有需求的话，与其相对应的供给就会扩大，这也是市场原理。但投资产品的供给，却未必能如此。

同时，如本书第2章的标题4所述，即便是分散投资也有不能规避的风险，假如所有的股票一律下跌的话，分散投资也无能为力。为此，与股票价格下跌同步发生的就是管理者的业绩下降。

投资信托的净资产总额从2003年4月到2007年秋季增加到原来的2.4倍，达到82万亿日元，但到2008年秋季，资金流出增加，仅2008年9月

和10月就减少了25%，净资产总额10月末减少到53.8万亿日元。

**③不动产** 日本在通货膨胀快速增长为主旋律的高度发展时期，贷款购买不动产，是一般家庭最适宜的理财方法，但现在却不能说这样的方法是最适宜的了，如本书第6章的标题2所述，因为长期看，日本的不动产价值下跌的可能性非常大。

**④海外债券投资** 所谓的“全球基金”是指对信誉度很高的国家发行的国债及政府机构债券进行分散投资的投资信托。因为可以利用与海外银行利差而获得更高的利润，所以，很长一段时间特别是在退休者中间，备受青睐。

但是，如本书第4章的标题3所述，银行利差的利润是属于汇率差异损失，应该被抵消。截至目前，日元继续贬值而没有抵消利率差额所带来的收益是不正常的现象。

2008年10月下旬，日元继续升值，基准价格当时下滑到6000日元，并且欧美利率也在继续下滑，管理者业绩继续恶化是不可避免的。

**⑤海外股票** 因为在日本国内投资很难获得丰厚的投资收益，所以必须考虑海外投资。如果投资高经济增长国家的股票，理论上可以享受到经济增长带来的成果，但因为新兴国家的股票目前因为泡沫而膨胀，所以，现在投资不一定是最佳时机。

另外，海外投资伴随着汇率风险，因为汇率的变动不能预测，所以，对多种货币分散投资就显得非常必要。与对海外股票投资情形相比，要求比债券投资更加分散。进行这样大规模的分散投资需要大量的资金，普通的个人投资者是很难保证的。

因此，选择对外国的股票进行广泛分散投资的被动基金是必要的。正如关于一般的投资信托所陈述的那样，投资信托的销售者并不是十分愿意提供被动基金。如何弥补其中的缝隙，是一个非常重要的课题。

**⑥外汇保证金交易** 所谓外汇保证金交易是指用借款购买外国货币而进行的交易。汇率交易历来都是只能通过银行来完成，但1998年后，因为外汇管理法的修订而变得自由化，即使是个人也可以进行外汇交易。再加上网络银行和便携式电话的发展，可以轻而易举地进行外汇交易，所以，工薪阶层和家庭主妇中参与外汇交易的人也开始大幅增加。

这是本书第4章的标题2所述的“日元套利交易”（借入日元进行高

利率的外币资产的买卖)的一种。这是因为日本是低银行利率国家,并且日元持续贬值,才使得这种交易持续获利。但是,2007年夏季以来的日元升值,造成了很大的利差损失,再加上欧美各国因为黄金利率下降,黄金利差(在外汇交易中,称为买卖点,也称为买卖金利)也变得微乎其微。政策性黄金利率方面,是因为日本还是低利率的国家,但在黄金市场利率方面,日本有些地方却很高,出现了黄金利差逆转现象,所以,与这种现象相反,出现了必须支付黄金利差的场所。

日元套利交易与单纯的外币定金不同,属于杠杆投资。也就是说,根据借款来扩大投资额。这与已经在本书第6章的标题3说明了的“投资银行模式的破产”有些相似。也就是说,当事态恶化时,并不是简单的收益率下降,而是有可能发生大额的损失。

**⑦定期存款** 日本在过去十多年的时间里,一直持续超低的银行利率。但把资产投入定期存款的方式并没有产生太大的问题,其原因在于这期间日本的物价上涨率几乎是零。定期存款的名义收益率很低,但本金损失的可能性几乎没有。

这种状况现在已经悄悄发生了改变。原因是物价上涨,今后的定期存款的实际价值有缩水的风险。但是,通货膨胀率目前也仅限于2%~3%,不存在投入的本金大幅缩水的可能性。只要日本的银行不破产,1000万日元以下的存款都会得到存款保险的保护,所以我认为,定期存款是比较安全的资产(但是,如果日经平均股票价格指数跌破7000点大关,金融机构的自有资本也有出现问题的可能性)。

一夜暴富的机会可能错过,但总比破产要好得多。先把资产投入到定期存款,待事态平稳后,考虑向经济增长国家或地区进行分散股票投资比较好。现在向金融资产投资而承担风险是坚决不予考虑的。

**⑧教育投资** 获取高收益率的投资,除了金融投资之外,就属教育投资了。年轻人应该对自己进行教育投资(比如,到专职研究生院学习专业知识技能),对子孙后代的教育投资也是不错的选择,原本就应该有让更多范围人群进行教育投资的机制。

### 用储蓄去投资的欺骗性

日本家庭资产的大部分是定期存款。这已成为一个很大的问题,有人

说“用储蓄去投资”，并且已经成为很多人理财的口号。

首先，从经济学而言，储蓄必须等于投资，说起来是个很奇妙的口号。“取出银行里的定期存款去买股票”的意思与20世纪60年代所说的“告别银行，买入证券”的说法如出一辙，其最终结果是迎来证券业不景气。这些年，受这些口号鼓动，购买股票、进行外汇投资的人因为股价暴跌和日元升值遭受重大损失（我认为，这种口号的本来目的是为银行类股票寻找买家。）

“用储蓄去投资”，有将间接金融支配的日本企业金融向直接金融转变的意图。朝这个方向发展，我也是赞成的。因为企业的活力增加和收益率的提升，只有企业活动随时处于市场监管下，才能得以实现。尽管如此，从日本的股票市场的现状看，也决不能说希望日本的每个家庭都持有股票。

之所以得出这样的结论，是因为日本的普通家庭不具备直接进行股票投资的专业知识，并且日本的股票市场存在着各种各样的问题。因为企业之间相互持股比例很高，所以，市场的流动性还不是很高。

考虑到这些情况，家庭还是以安全的理财产品为主比较好。将安全的资产提供给家庭，是一项重要的金融服务。而真正需要的是整顿投资市场，使普通的投资者能够安心地买入股票和投资信托产品。

### **《经济财政白皮书》的投资理论漏洞百出**

《2008年度经济财政报告》（经济财政白皮书）是以企业和家庭的风险投资为主题的。

从“家庭如果不承担一定程度的风险，是得不到相应回报的”（参见白皮书第1章第2节）、“持有庞大金融资产的日本家庭投资积极性非常高这个课题已经摆在了世人面前”（参见白皮书第1章第5节）的记述可以推断，白皮书好像在鼓动家庭主动地承担风险。但正如前面已经陈述的那样，通常的家庭负担资产管理风险，是能够规避的风险（可分散风险）。

为企业提供风险金是非常必要的，其风险不应该直接由家庭承担。因为金融中介机构具有转移风险的功能，他们应该尽量提供给家庭风险最低的资产。白皮书的第2章的标题5，谈到关于机构投资者问题时，应该包括风险转移机能所应该发挥的作用。



这一问题的答案，在于已在前边陈述过的“恰当的投资组合不会增加风险负担，还可以提高投资回报率”这一“分散投资理论”。白皮书所述的“不承担风险就得不到相应回报”的说法是严重无视分散投资这个基本的金融理论，因此是错误的主张。

#### 第7章的标题1的要点

①现在可能是一夜暴富千载难逢的好机会。但不承担风险才是真正的高手，“不要攥紧即将脱落的餐刀”。

②承担能够简单规避的风险是愚蠢的投资行为，向单一股票投资或是向单一币种进行外汇投资都是愚蠢的投资，投资最重要的原则，那就是分散投资。

③先用定期存款管理资产，待事态稳定后，考虑向经济增长国家或地区分散股票投资是不错的选择。现在不是承担向金融资产投资的风险的时候。

## 2. 如何正确评价日元升值的益处

### 日本宏观经济政策的倾斜

截至目前，日本的宏观经济政策一直实行的是非常重视企业（尤其是出口产业中的大企业）的立场而轻视消费者立场的倾斜政策；汇率政策方面，也是看不到实行日元升值的好处、实行日元贬值的倾斜政策；金融政策方面，寻求宽松的金融政策是日本一贯坚持的倾斜政策，其倾斜政策产生了怎样的结果，已在本书第3章、第4章陈述过。

与现实完全不同的情况在理论上也是可能的，那是因为日元升值的结果，如果那样的话，出口产业的利润不会增加，但日本人可以从国外买到便宜的进口商品。或者说，日本人可以享受更高质量的国外旅行。总之，日本的消费者会变的比以前更加富有。只有日元升值，日本人才会享受到经济增长带来的各种利益，这样说的原因在于所谓的“日元升值”其实是

日本人的劳动价值得到更高的评价。

举例来说，考察一天的工资收入是 20 000 日元的日本人。假如 1 美元可以兑换 80 日元的话，这个人仅用 0.8 个工作日的收入就可以在夏威夷住上一宿每晚 200 美元的宾馆，但如果日元贬值到 1 美元兑换 200 日元，要想住同样的宾馆必须要两天的工资收入，如果只想花一天的工资收入，那就只能住每晚 100 美元的旅馆了，所谓“日元贬值使日本人变得贫穷”就是这个意思。

也许有人会提出这样的意见：“不住夏威夷的高级宾馆，不就好了吗？”，确实是这样的。但日元贬值的影响绝不仅仅只在这一方面，要说为什么是这样，那是因为现在的日本，无论产业活动还是生活的很多方面都要依赖海外的进口。因此，日元贬值，日本人的生活水平肯定是大幅下降的。这就意味着日本人的劳动价值在下降，说到底是日本人的实际工资收入在下降。

但是，现实中日元升值不能被容忍，却采取日元贬值政策。从消费者的立场看，朝希望的方向变化的时候，来自生产者（特别是出口企业）的日元贬值压力便会产生，日本的宏观经济政策基本上是倾斜的。

这样的倾斜政策并不是最近才开始的，日本的经济讨论和经济政策讨论自经济高度增长以来保持的一贯做法就是忽视消费者利益的倾斜政策。

但这种做法也还是有一定合理性的，因为很多人是消费者，同时也是生产者，企业发展了，工资必然上涨，生活水平也就自然上升了。

可是，现如今，企业增长了，消费者的生活质量会自动提高的说法是没有根据的。日本政府应该把作为生产者的立场和作为消费者的立场经过仔细斟酌确定孰轻孰重，如本书第 5 章的标题 2 所述，因为资源价格的上涨，即使是出口企业也应该关注日元升值在产业出口方面所带来的好处。

### **日本人无法真实感知日元升值所带来的好处**

有一种意见认为，日本人均 GDP 与其他发达国家相比较低，而这是日元贬值造成的，只是数字计算的问题而已。但是，日元贬值带来的贫困并不只是计算上的，而是现实中摆在人们面前的，可很多日本人却没有真切地感受到。因日元贬值带来的贫困难以切实感觉到，也很难理解，因此歪曲汇率的经济政策更容易实行。

日元升值实际上让日本人变得更加富有。20 世纪 90 年代中期，日本人出国住的都是那些只有大富豪才住得起的外国高级宾馆。可是，2007 年夏季以来去欧洲旅行的人，肯定会感到欧洲的宾馆和餐馆之类的消费都是非常贵的。归根到底是日元的贬值使日本人变得更贫困。

日本的经济政策议论中，认为日元贬值比较好的声音一直处于压倒性多数地位，什么“日元升值是国难啦”、“日元贬值心情舒畅”等说法一直是被非常郑重地说起的。

这样说的理由有两个：第一个理由，汽车、电机等出口产业一直是日本的核心产业，对政治和舆论的影响力与对其持相反立场的相比，一直处于压倒性多数地位，日本的既成体制是希望日元贬值的倾斜政策。

第二个理由是，因日元贬值，实际收入下降难以觉察。如先前所述的例子，因为国内的名义工资并未发生变化，如果没有去夏威夷旅游的机会，就不会产生“变得贫困”的感觉吧。像这样的倾斜政策，对日元贬值的批判就变得非常困难。反过来讲，日元贬值诱导政策在政治上更容易被人接受。

有些外国人一针见血地指出：“日本人是对本国货币的价值不能正确评价和珍惜的国民”，事实的确如此（appreciate 既是“货币增值”的意思，也有“感谢”的意思）。

这种说法是与西德时代的德国相对照得出的。其原因在于德国人感谢“强硬的马克”，他们这样思考最大的理由是外国是日常性的，就在自己身边切实存在的，只要乘车稍微快一点跑就可以来到奥地利和意大利等国。德国人夏季经常造访这些国家，快乐地享受假日旅游。马克强硬的话，王公贵族就可以去旅游。“强硬的马克带来的利益”是德国的老百姓可以亲身体会得到的（2002 年开始推行欧元，这样的事情就已经变成了历史）。

对此，日本人的海外旅行却不是很久远的事情。没有日元超低时代的比较，就难以切实体现强硬日元的威力。而且，海外旅行者中以年轻一族和已经生儿育女的家庭主妇为主。即使他们能够真切地感受到“强硬的日元带来的利益”，其声音对经济议论的影响也是微乎其微的。

支持日本经济的实业家有很多，但因这些人平时都很忙的缘故，基本不怎么到海外长期休假，他们即使到外国出差，所有费用也由公司报销。前述示例所言，“日元不强硬，日本人的工资并没有减少，照样可以住夏

威夷的高级宾馆”，很遗憾，他们的感受没有说服力。

在外币投资增加的今天，从投资者的立场看寻求日元贬值的声非常强烈，日本已经被列入美元体制中，今后想脱离将面临艰难的处境，因此，尽管日元贬值已经不能促进出口的增加，但还会推行金融缓和、日元贬值政策。变更这种现象的声音能否变强大，将决定日本的未来。

#### 第7章的标题2的要点

①只有日元升值，日本人才会享受到经济增长带来的各种利益，这也是自然而然的事情，这样说的原因在于所谓的“日元升值”其实是日本人的劳动价值得到更高的评价。

②日本的核心产业中的出口产业，无论在政治上还是在舆论上都处于压倒性多数地位，产生这种现象的原因于日本拥有希望日元贬值的倾斜政策。

③抑制实施金融缓和、日元贬值政策的势力，改变其方针政策的声音能否在国民中变得越来越强将决定日本的未来。

### 3. 日本经济结构大转换

#### 1美元兑换70日元时，收益仍然上升的国际性开放国家

日本今后的产业结构应该朝哪个方向发展呢？目的本身是非常清楚的。

第一，朝着无论汇率如何变动，收益都会上升的企业和产业结构方向发展。用具体数据说的话，应该是构建1美元兑换60~70日元左右，收益持续上升的商业运作模式。如本书第6章所示，这样的兑换比率也不是绝对不可能的。

第二，把日本变成在资本面上开放的国家。因为日本国民的素质和能力是很高的，所以，发挥其整体环境的优势，日本会很快变得活跃起来。为了实现这样的改革，必须进行经济结构大调整。改变经济结构一个最大

的压力就是来自于外国资本的收购问题。英国也好、爱尔兰也罢，都是在 20 世纪 90 年代实施改革，开始大变身，实现了大跨越。

但现实中的日本企业拒绝来自于海外的直接投资。日本经济联合会在解禁“三角合并”<sup>1</sup>时就已经表明了强烈的反对意见。另外，日本企业为了防止被收购，将

<sup>1</sup> 三角合并：在企业合并之际，被合并公司的股东不能以同等价位成为存续公司的股东，只能以其关联公司的股票方式进行交易。在公司法成为可能之际，外国公司是否趁机增加对日本企业的收购将成为悬念。

企业间相互持有的股票激活投放市场，显示了强烈地拒绝海外资金收购日本企业的态度，不仅反对海外资金的收购，也反对来自国内的资金收购。

这样做的结果是，在 GDP 的增加额中，来自海外直接投资的贡献比率仅占 2.2%，与英国的 36.6%（2005 年的数据）相比，相差实在太太大。

日本的农业也是拒绝国际竞争而实行国内封锁，其结果是，农业变成了衰退的产业。相同的事情在其他领域也相继发生。制造业和农业不同，不能通过预算明确地获得补助金。但是，由于日本的宏观经济政策导致日元贬值，与补助金的作用是相同的，日本经济总体而言，农业要走的路还很长，还需要艰难地探索。

### 谷歌与丰田的区别

谷歌的股票在 2007 年 7 月初是 539 美元，2008 年 11 月 25 日是 282 美元，资产缩水约 48% 左右，因此，受金融危机的影响是不言自明的。但日本的超优秀的企业丰田汽车公司的股票价格从 2007 年 7 月初的 7 780 日元，下降到 2008 年 11 月 25 日的 3 130 日元，资产缩水近 60%。也就是说，丰田汽车的资产缩水幅度更大。

如本书第 1 章所述，丰田公司的关联预算中，2008 年度的营业利润与上年同期相比，预计减少 7 成以上，与谷歌不一样，不是“增”，而是“减”。谷歌和丰田的差距确实很大，而且这种差距也反映了日本和美国经济结构的不同。

丰田汽车公司因为拥有丰厚的现金流，所以也被称为“丰田银行”。即使是贸易收支锐减，经常性收支也是顺差，个人的资产余额仍然很庞大。而三菱 UFJ 金融集团注资摩根士丹利、野村收购雷曼兄弟的相关业务

等则不然，问题就在于该商业运作模式不具有利用充足的现金流和资金发挥效用的能力。

很多日本人是被动的，无论谁都在做同样的事情，所以，面对危机会彻底失败。常听到这样一句话：“红灯！但大家一起闯就不会感到害怕”，面对信号灯，这句话也许是正确的。可是，当洪水和海啸扑面而来的时候，大家都无所作为的话，那么就会被洪水冲走的。正因为这样，日本才会在金融危机中遭受重创，而不是“遭受来自美国对岸的飞火”，日本的经济结构还有很深刻的问题需要反省和突破。

### 所得性收支已经进入关键阶段

本书第1章所述，“日本出口立国模式已经终结”，汇率和美国的需求相关联等，无论从哪个角度讲，都是短期的观点。贸易收支赤字化具有长期性的面。因为人口老龄化趋势日趋严峻，经济总体储蓄率必然下降，从宏观经济均衡点看，对外经常性收支的顺差也必然缩小。

这就是经济学上所说的“国际收支发展阶段论”，经济学家之前对日本经济发展之前所做的预测，现在已经成为现实。因此，我不认为“经济赤字化”是一时的，而应该是长期的、结构性的、需要正确把握的东西。也就是说，从长期来看，日本的“出口立国”已经是不可能的了。

就经常性收支、贸易收支和所得性收支而言，所谓所得性收入是指从对外资产管理中所获取的收益以及对外负债所支付的利息的差额。多年以来，所得性收入的顺差一直处于比贸易收支顺差大很多的状态（参见表1-1）。在贸易收支出现赤字的今天，所得性收入的顺差对日本来说就变得非常重要。对债权国来说是不可或缺的，就是高明的对外资产管理，但日本却未能实现。

依靠出口产品立国的时代已经结束，通过加强资金的管理支持国家的时代已经到来，对金融理论要做到活学活用，提高金融资产的收益率，是摆在民众面前的重要课题。

日本银行的主营业务是吸收小额存款，然后对企业进行融资；证券公司的主营业务是为投资者的股票投资提供中介服务，进行这些活动的都是工薪阶层。大家都做着相同的事情，即使管理业绩恶化，也很难追究个人责任，但在实现高收益率时，那一定是老板给予的特别收入提高了。

这样的结构所带来的后果，直接表现在对外资产的管理方面。20 世纪 80 年代进行的不动产投资，因泡沫崩溃造成了巨额损失，吃了很大的苦头，这次则极端热衷于风险规避性投资。所以，现在日本的海外投资明显偏向债券投资。

2006 年，英国对外资产余额的平均收益率达到 4.6%，这一数据与日本相比是相当高的（2007 年年末的对外资产余额 610 万亿日元，获取的投资收益额是 23 万亿日元，收益率是 3.7%）。日本和英国同样进行海外资产管理，但对 GDP 增长的影响效果却相差了将近 1 个百分点。2006 年英国对外投资所获得的投资收益是 2 403 亿英镑，大体与财产出口的 2 451 亿英镑相当。扣除以所得性收支计算的支出是 2 210 亿英镑，净的所得性收支是正数。且说英国是净债务国“能以负的本金获取正的投资收益”，简直就像是使用魔法一般让人惊叹。从债务国所得性收支是正数这一点上看，美国也有相同的做法。

### **有必要培养精明的金融专家**

有很多人认为应该改善目前日本的现状。尤其重要的是要培养一批精明的金融专家。这是日本高等教育中起步最晚的领域，要改变这种状况，必须把眼光放远一点，做长期努力的打算才行啊！

如前所述，我们可能会这么说：“美国也好、英国也好，忘记了原本应该走的路，却义无反顾地冲进了金融资本主义道路，并且破产了。现在说来这种模仿行为实在有些愚蠢吧！”

但这种看法是错误的。如本书第 2 章的标题 3 所述，这次危机并不是因为使用金融理论而引发的，恰恰相反，正是因为没有使用这种理论才会引发的（特别是不能正确评价资产风险问题）。“把储蓄拿去投资”不是对家庭的要求，而只能是对专业的机构投资者的要求。

### 第7章的标题3的要点

①日本经济要跨越这次经济危机，有两点是最重要的，那就是汇率达到1美元兑换60日元左右，创建提升企业收益的产业结构，同时在资本面变成国际性开放的国家。

②依靠出口产品立国的时代已经结束，通过加强资金的管理支持这样的时代已经到来，学习金融理论方法，提高金融资产的收益率，是摆在民众面前的重要课题。

③为了改变日本现状，最重要的是要培养一批精明的金融专家。这是日本高等教育中起步最晚的领域。

## 4. 危机就是机遇

### 因经济回暖而危机意识淡薄

从20世纪90年代以来，长时间笼罩日本的所谓闭塞感的悲观理论，于2006年销声匿迹，企业收益回暖、银行的不良债权处理结束。土地价格返回到了15年前价格上升的基准。日本经济一直以来穿过长长的隧道，迎来了经济上升期间诱人的经济景气时机，所以，“日本经济迎来了新的经济增长时代”的言论越发强烈。

但是，企业也好，日本经济也好，必须进行根本性的变革，即便说企业收益回暖，很大一部分也是日元贬值带来的，并且产业结构也与20世纪90年代发生的世界性经济结构大变化相对应，也必须进行彻底的改变。

在20世纪90年代以来的经济停滞中，在大企业工作的有志青年人，开始寻求新的发展方向，但因经济景气复苏，传统企业开始恢复生机，致使年轻人的冲动开始泯死，在一时的表面繁荣中，危机感也渐渐消失。

现在，日本人应该有更强烈的危机感。因为未来形势的预测将呈更加严峻的态势，但是，给这种危机感加上动力，趁危机之势，变被动为主动，才有可能迎接新的挑战吧！



## 创办企业危机就是机遇

在经济混乱的风暴中，我认为所有的经济活动都将受到冲击，但真实情况又是怎么样呢？

如本书第6章的标题4所述，谷歌利润的增加应该是让人吃惊的，在经济混乱的风暴中获取好的经营业绩的企业除了谷歌之外，还有亚马逊公司、IBM公司等，像丰田公司、索尼公司这样的日本企业是应该真心实意地以此为借鉴的。

我不认为像这样的企业在日本能够很轻易地出现，但下面的事情应该引起注意。在本章的标题1中所述的“现在不是金融投资的最佳时机”，但是，对于新创办的企业来说却是绝佳时机，之所以这样说，那是因为旧的秩序已经不再成为障碍，创立企业的成本变得很低，所谓“危机就是机遇”的意思就是“对重新开始做新的事情来说是机会”。

<sup>1</sup> 共享计算机：是指对数据及其对数据的加工处理不设置自己的中央处理器，而是利用因特网上提供的服务。

谷歌、亚马逊公司、IBM公司等，都不是简单地靠发展本公司业绩而获得如此骄人业绩的，而是把积极推进计算机网络的使用作为新的发展方向，我们把它称之为“共享计算机”<sup>2</sup>方向。

这种方式对于规模较小的企业来说绝对是利好消息，它会大幅降低企业创业初期的成本，使得创业变得更加容易。事实上，当年硅谷的很多企业就是充分利用这种条件起家的，为更多的企业家创业提供客观条件，大力开展共享计算机模式是非常有利的。

变化本身也是机遇。日本经济在第二次世界大战后很快得到恢复，但其后的60年时间基本停滞不前。尽管经济高速增长时期的出口立国模式在20世纪90年代世界经济机构调整过程中彻底失效，但因为宏观经济政策的影响，出口为导向的模式一直延续到2007年夏季，这已经到了极限。

现在，日本政府要实施或检讨的是卖空机制的强化、减税政策、定额给付金以及证券优惠税制等政策的延长，但谁也无法想象，以这种水平的对策如何开展对未来的展望。市场上激烈的股价下跌的形势要求日本经济结构实现根本性转变。

#### 第7章的标题4的要点

①未来形势的预测将呈更加严峻的状态，但是，给这种危机感加上动力，借危机之势，变被动为主动，才有可能迎接新的挑战。

②对创业者来说，现在是绝佳时机，之所以这样说，是因为旧的秩序障碍已经被消除，创业成本很低。

③市场上激烈的股价下跌的形势要求日本经济结构实现根本性转变。

# 卷末资料

## 数据导航

现在几乎所有的经济数据都可以从网上获得。与使用统计年报的时代（现在想想，那个时代简直就是石器时代）相比，使用数据进行经济分析已经非常轻松了。

不过我们应该知道想用的数据在哪里（即使用谷歌检索也未必能找到合适的数据端链接），以下仅提供本书所用数据的网页链接。

笼统地讲，美国的网页最容易使用，它们不仅站在使用者的角度设计网页，网速也比较快。不仅如此，它们提供的数据采用 Excel 文本，下载后就可以直接进行数据分析（日本的统计数据只提供 PDF 格式的文本，使用起来非常不方便）。网页上有充实的数据端是现代社会的**重要基础设施**。

另外，将以下所示的网址做成了宝石在线的专用板块（<http://diamond.jp/noguchi.data/>）。只要进入该链接，就可以直接浏览所示数据，不必一一点击各个网站，敬请利用。

### ①日本的宏观数据

国民经济核算

<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/toukei.html>

企业物价指数

<http://www.boj.or.jp/theme/research/stat/pi/cgpi/index.htm#01>

消费者物价指数

<http://www.e-stat.go.jp/sg1/list.do?bid=000000730005&cy-code=0>

国际收支

<http://www.mof.go.jp/1c004.htm>

### ②美国的宏观数据

美国的数据门户网站

<http://www.fedstats.gov/>

与日本政府的统计窗口（e-stat）相比，这个门户网站非常方便，所需数据基本都可以找到。

美国的GDP数据

<http://www.bea.gov/national/index.htm>

关键字索引尼帕表（Keyword Index to The NIPA Tables）

<http://www.bea.gov/national/nipaweb/indexa.htm#a>

按罗马字顺序输入关键词，打开想了解的项目数据链接。如想看储蓄率，则点击 saving 浏览。在那里有 government 和 household 等详细项目，再在那里点击所需要浏览的项目，就可直接跳到你要浏览的数据模块中去。国民所得统计数据可以在很多统计表中获得，但有很多的数据并不是自己所需要的，所以这个网站比较方便。

美国的国际收支

<http://www.bea.gov/international/index.htm>

美国的曲线数据

<http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield.shtml>

### ③英国的宏观数据

英国的数据门户网站

<http://www.statistica.gov.uk/>

英国的 GDP 数据

<http://www.statistics.gov.uk/statbase/product.asp?vlnk=1143>

英国的国际收支

<http://www.statistics.gov.uk/pdfdir/bop0908.pdf>

### ④股价、外汇数据

日本的股价、外汇汇率数据

<http://quote.yahoo.jp>

美国的股价、外汇汇率数据

<http://finance.yahoo.com>

英国的股价、外汇汇率数据

<http://uk.finance.yahoo.com>

### ⑤商品市场价格数据

原油现货

<http://tonto.eia.doe.gov/dnav/pet/hist/wtotworldw.htm>

原油期货

<http://chartpark.com/wti.html>

日本的汽油价格（日本能源经济研究所）

[http://oil-info.ieej.or.jp/price\\_ippan\\_kyuyujo\\_syuji.html](http://oil-info.ieej.or.jp/price_ippan_kyuyujo_syuji.html)

<http://oil-info.ieej.or.jp/price/price.html>

黄金价格（田中贵金属）

<http://www.imf.org/external/np/res/commod/index.asp>

### ⑥经济新闻

路透社

<http://jp.reuters.com/>

谷歌新闻

<http://news.google.co.jp/nwshp?tab=mn&ned=jp&top=b>

⑦白皮书、研究报告、年报等

经济白皮书、世界经济潮流等

<http://www5.cao.go.jp/keizai3/whitepaper.html>

日本银行《经济、物价走势之展望》

<http://www.boj.or.jp/release/teiki/tenbo/index.htm>

国际清算银行的年度报告

<http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e.htm>

国际货币基金组织《世界经济展望》

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/update/03/>

国际货币基金组织《全球金融稳定报告》

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/02/index.htm>

经济合作与发展组织统计门户网站

[http://www.oecd.org/statsportal/0,3352,en\\_2825\\_293564\\_1\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/statsportal/0,3352,en_2825_293564_1_1_1_1_1,00.html)