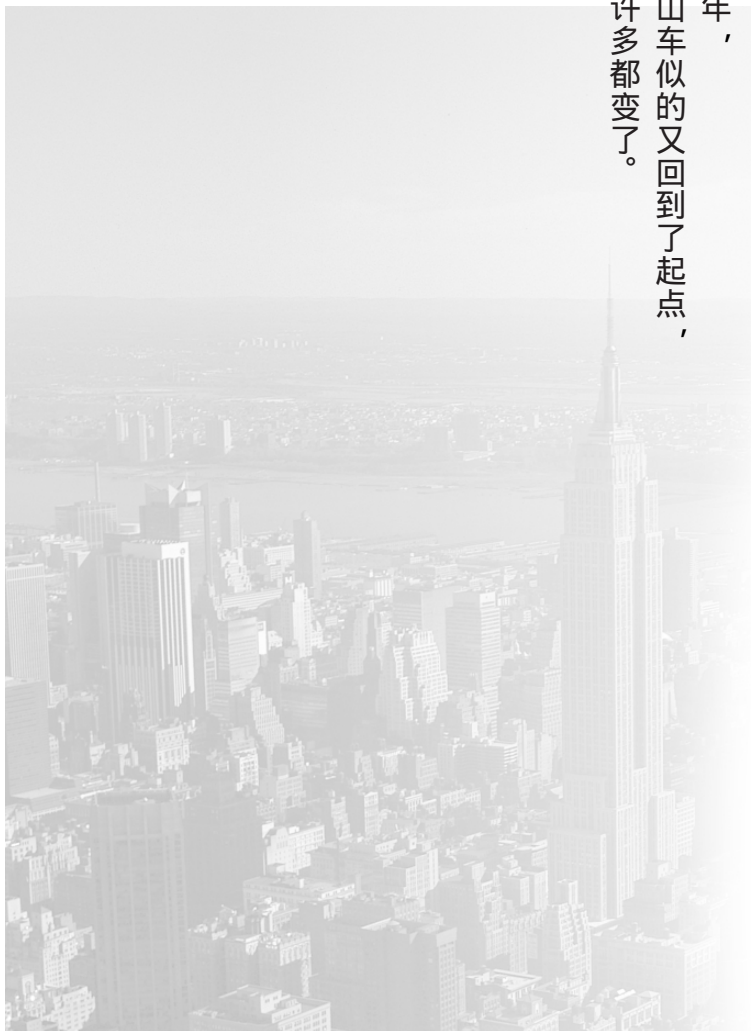


第 1 章

世界已经改变

危机后一年，
市场像过山车似的又回到了起点，
不过其实许多都变了。





超级资本主义时代

《财富》500强的国际巨型跨国企业中，其大股东以世界上0.3%的财富，控制着世界上三成以上的经济活动。它们的大股东以极少的资本投入，使全世界为其打工，为其创造源源不断的利润。

如今，大多数巨型跨国企业（石油、矿产类除外）早已脱离生产环节，实验室多过工厂，工程师多过工人，靠独特的产品定位拉动销售和增长。这些企业的共同特点是以较小的股本撬动巨大的销售，运作规模小、股本回报率高。

我们身处一个没有资本的现代资本主义时代。马克思的《资本论》描述了工业经济时代资本与工人之间的生产关系，机器是当时生产和销售的核心，资本由此取得剩余价值。

然而在后工业经济时代，资本和工人一样沦为打工者，成为创造剩余价值的生产要素。今天巨型跨国企业没有机器、少有砖头，其核心竞争力来自稀缺要素——专利、垄断、品牌和分销渠道。稀缺要素占据着整个生产、销售过程中的要冲，通过寻租取得远较其他生产要素更丰厚的回报。

稀缺要素由生产、销售过程中剥离出来，在过去20年表现得尤为明显，成为几乎所有跨国企业共同追求的目标。现代经济中出现的两大进化，使这种剥离变得可能。

第一是生产外包。生产环节不再是企业经营的主业。跨国企业得以从繁杂的生产、运输、销售中解放出来，从业人员数量大幅下降，资金被投放在产生和维持竞争优势的技术开发、品牌培养上。全球化将生产外包推向高潮，也使得跨国企业的股本回报率大幅上升。

第二是资本平台。股市早已存在，但追求资本效率是近20年的新趋势。认股权证将职业经理人的利益与股东捆绑在一起，市场对股本增值的追求是前所未有的。资本市场同时将股权分散化，方便大股东以少量资金控制巨型企业，控制全球产业链。同时在资本市场融资，成本一般低于银行贷款。

于是，资本由驾驶座退到了后排座位。世界上大型跨国集团几乎无一例外地由职业经理人掌控、打理。此时的资本分成两大类：一类是随时可以在债市、股市上募集到的资金，股市上的资金在理论上是股东的一部分，但未必是跨国巨企真正意义上的老板；另一类是与稀缺要素紧密结合在一起的超级资本（super capital），它们不再是传统意义上的资金，而是依存在生产销售中最关键、难以复制环节的特殊成分。由于它们占据整个生产销售环节的要津，便有了“雁过拔毛”的特权和能力，成为全球寻租阶层，坐在价值金字塔的顶层。

投资天才巴菲特曾经描述他心目中的优良投资资产：

“不拥有高速公路，但拥有高速公路上的收费亭。”想来那便是这里所说的超级资本。超级资本已经脱离了传统意义上的生产过程，但却拥有过程中最强的寻租能力。世界就是这么不公平，然而顶级跨国企业确实是这样赚钱的。

在马克思时代，资本通过生产赚钱；在后工业时代，超级资本通过专利、品牌赚钱。在马克思时代，原始资本积累和银行贷款拉动生产；在后工业时代，资本平台运作和杠杆操作成为主流。在马克思时代，资本家直接管理生产；在后工业时代，职业经理人管理现金流。在马克思时代，扩大再生产是盈利模式；在后工业时代，以最小的资本让全世界为你打工才是赚钱秘诀。

在生产经营模式的转型上，美国、英国远远超前于日本、德国，这和美英的资本市场比较发达关系密切，同时也和美英的跨国公司在生产外包上进行得更加彻底有关。日本人、德国人的长项是发明新的技术，美国人、英国人则擅长于发明新的生产关系。

超级资本控制下的现代资本主义，是资本主义发展到更高境界后的产物，是新的生产方式，是新的盈利模式，也是新的剥削形式。国人不必为中国经济走向资本集约化而沾沾自喜。中国资本不过和中国工人一样，在为超级资本打工，制造剩余价值。中国必须要有自己的技术、专利，

必须要有自己的品牌、营销渠道，才不至于在超级资本主义时代沦落。

（本文作于2008年3月，原刊于《证券市场周刊》）

国家资本主义时代的到来

欢迎莅临国家资本主义时代。我们熟识的花旗银行、美国银行、高盛、摩根士丹利、巴克莱、皇家苏格兰银行，已经统一改名为美利坚合众国银行或大不列颠王国银行。银行国有化，成为苏联解体、冷战结束以来最大的世界性政治、经济变局，其影响将十分深远。

在过去的一个多月中，全球金融市场的动荡如同海啸般震撼，威力之猛、波及之广、杀伤之大，实为1929年大萧条以来之最。在9月中旬之后的7个星期里，全球超过9万亿美元的财富被摧毁，这是人类历史上罕见的金融浩劫。

次贷危机爆发至今，已有一年多的时间。金融市场由困难变成恐慌，源自投资银行雷曼兄弟的破产。美国财政部听任雷曼破产，令市场突然意识到没有“大得不能倒下”的银行。今天的银行普遍面临资本金受到重创的困境，手中握有的资产中又有一批无法估值的“有毒资产”。与这种对手做交易，没有政府担保，风险甚大，资金随时可能有去无回。

出于自保，银行选择“宁可不做生意，也要保住资本”的策略，于是资金市场成交骤减，价格（LIBOR）激升。

资本市场的停摆，对于现代资本主义来说可能是致命的。从企业发工资到厂家做贸易，都少不了银行的短期拆借。资金市场是资本主义的肺部，平时没有大脑、手脚那样的荣耀，不过一旦有事则可能使整个身体迅速崩溃。

恐慌开始蔓延，人们开始挤提较弱的银行，资金开始逃离较弱的国家。可是现代金融体系中，银行与银行之间有着千丝万缕的联系，跨越国境、跨越资产种类，几家金融机构出事，势必影响其他机构，最终导致全面的、系统性的灾难。

信心崩溃，现代资本主义支柱之一的金融体制面临着全面的解体危机。英国、美国、瑞士、德国等国先后动用公帑，注资入股本国金融机构，以国家信用和国家财政实力来稳定市场情绪，挽救危难中的银行，制止金融业的骨牌效应进一步扩散。

但是这样做，实质上是将企业的信用风险捆绑着转化成国家的信用风险。国家的财政实力强过个体企业，既有铸币权又有税收的现金流，主权评级在绝大多数情况下高过企业的信贷评级。在信心崩溃时，国家的介入有利于平复市场恐慌情绪，迅速制止挤提所带来的连锁反应。但是，国家资金其实根本不足以担保整个金融业。金融业是短借长贷，杠杆

运作，没有一个国家有能力百分之百担保本国的金融资产。政府介入赌的是镇定情绪，将挤提消弭于未然。其实政府信誉既是庞大的，又是脆弱的。以美国政府和许多欧洲国家政府已有的巨额财政赤字，再加上金融危机可能造成的银行或然债务，挤提国家并不是不可想象的。只要一个人叫出“皇帝没有穿衣服”，国债投资者便可能一夜间消失，政府便可能面临前所未有的融资困境。

衰退风险是另一个难题。金融危机之后，哪怕银行免于破产，它们的借贷行为也必然趋向审慎，消费信贷紧缩势必导致消费的下降，就业市场恶化则难以避免，金融危机向实体经济蔓延。市场动荡、资产价格暴跌，已经使得金融经济血流成河，但是美国的就业市场（非农业职位）仅收缩了0.6%，这低于过去9个下行周期平均1.6%的水平。实体经济的调整仍有相当长的路要走，而企业盈利的恶化又会带来新的市场动荡。

次贷危机过后的世界经济，再也不会回复到以前的格局。美国是危机的始作俑者和金融地震的震中，其经济和金融业为此付出了沉重的代价，美元的信誉也遭到难以弥补的破坏，美式（盎格鲁-撒克逊式）自由经济模式必然遭到质疑。不过笔者认为，美国可能是全球经济体中较早复苏的国家之一，其资源和科技创新能力非其他发达国家所能媲美，美国企业

的变通能力也较好。欧洲金融业实际上遭到了美国的打劫，尽管政府在救市上动作迅速，其企业、社会对求变的惰性，很可能拖缓经济复苏。日本受次贷危机的正面冲击有限，但是由于整个国家依赖于出口，人口老化和政治无能化等因素，日本经济在世界上的地位势必进一步下降。不少新兴市场国家是这轮全球化的直接受益者，经济、政治也出现了结构性的进步，但是新兴市场的增长，少不了全球需求这个催化剂，短期内不是受到商品价格暴跌就是受到出口订单急降的冲击，资金出走、利率上升对金融体质本来就不强壮的新兴市场带来强烈影响。不过危机过后，这些国家仍将是富有朝气的一族。

过去20年的流动性失控和货币乘数效应，势必出现调整，信贷杠杆下降势在必行。美国消费者过度消费，也已走到尽头。随着美国经济项目赤字减少，其他多国的贸易顺差、外汇储备升势也会放缓。

华盛顿共识，是冷战之后减少政府监管、干预，企业私有化，经济市场化的标志。国家资本主义的诞生，意味着华盛顿共识的彻底死亡。经济思潮大致每20~30年有一次钟摆式的反转，20世纪50~70年代，凯恩斯主义大行其道；至80年代的里根/撒切尔革命，带来了小政府大市场的转变，其理论基础是货币主义的自由经济至上论。这场金融海啸为

国家资本主义拉开了帷幕，政府干预不再是可耻的事。相应的政治背景，是新保守主义思潮的式微。政坛和学术精英们，今后会从加强监管入手，制造出一系列大政府理论。

奥巴马当选，其实也是美国思潮上的逆转。继意大利、法国、德国之后，美国也出现了一位中间偏左的总统。美国选民取态由右向中间偏左移动，这个意义远远超过一位黑人当选。奥巴马不过是一位黑肤色的白人政治精英，是左翼国家干预主义的代表。他在传统共和党领地获胜，显示出美国人心的变化。国家资本主义诞生了，这不仅仅是国家将银行买了，更是对历史轨迹的修正，是东欧剧变之后最大的政治经济事件。这是一个新时代的开始。

（本文作于2008年11月，原刊于《新财富》）

全球零利率的时代

希腊神话中有两个水中怪兽——斯库拉（Scylla）和卡律布狄斯（Charybdis），它们分别守在墨西拿海峡两侧，拥有六个狗一般头颅的斯库拉藏身悬崖下的岩洞中，吞噬过往水手，拥有巨嘴的卡律布狄斯则通过吞吐海水制造巨大的漩涡。凡是勉强逃出斯库拉之口的，必被卡律布狄斯的漩涡吸入腹中。用中文成语，便是刚出狼窝又入虎穴。

全球通货膨胀便面临着类似的处境。几个月前，整个世界都笼罩在通胀失控的阴霾下，能源价格暴涨，食品价格暴涨，并开始拉动核心通胀（不同国家情况有所不同），各国央行被迫大幅加息，以抑制经济过热。

今天，能源、食品价格已大幅回落。美国、日本、欧洲同步进入经济衰退已成定局。一半新兴国家因原材料价格急跌而陷入增长困境，另一半新兴国家则因出口订单骤跌而经济不景气。全球范围内出现了信贷萎缩，投资信心消失、消费下降，金融资产价格剧烈调整。一个通缩的时代似乎很快会降临。

面对通缩风险、金融危机，各国央行联手大幅降息。以目前的经济形势和央行的决心看，许多国家的利率水平在不久的将来都会接近于零。一个全球零利率的时代即将到来，我们都是日本！

零利率时代，福兮祸兮？笔者认为，取决于信贷的收缩程度。今后24个月全球银行、企业、个人的借贷行为，将决定世界会迎来日本失去的15年还是格林斯潘泡沫的4年。

在通缩时期，经济景气下降，实际利率却可能上升。身处大萧条时代的经济学家欧文·费雪（Irving Fisher）提出了“债务通缩”的概念。经济前途不明、银行抽紧银根，企业和个人通过大规模还债来降低负债率。减债带来需求

弱化，物价下挫。由于名义利率不能进入负值，实际利率不降反升，促使进一步的减债活动，经济于是陷入恶性循环。

费雪理论的现实版，就是20世纪90年代初以后的日本。自1989年泡沫破灭后，日本的金融资产价格暴跌，银行坏账飙升，信贷陷入停滞。在楼市、股市遭受重创的消费者，面对负资产，消费意欲低下。没有需求，企业投资活动自然放缓。尽管日本银行将利率降至几近于零，企业仍不愿投资，消费者仍没有信心。

在通缩肆虐的日子里，一般人抱有“现金为王”的心态。负通胀和零利率下，不亏钱便是赚钱，消费者多储蓄，企业降负债，经济活动自然一蹶不振。当然，日本落入通缩陷阱的一个重要诱因是政策失误，政府在处理银行坏账、补充资本金上行动迟缓，听由银行紧缩银根，催化出整个经济的“去杠杆化”，直至不可收拾的地步。

今天的全球经济，也面临着银行资本金遭到摧毁、信贷强烈收缩的局面。但是欧美多国在危机处置上，远较当年的日本更果断。通过国家注资，多数西方大银行的破产风险已明显下降。因此，欧美银行在经过1~2年去杠杆化后，维持一定信贷规模的可能性并不小。

如果银行秩序得以维持，经济在经历一个短暂（但仍十分痛苦）的调整之后重新启动，我们则可能面临第二种可能

的局面——格林斯潘主政下的21世纪前6年（两年调整期和4年泡沫期）。由于担心IT泡沫破灭和“9·11”恐怖袭击对经济造成重大打击，美联储将利率降至史无前例的1%。接下来的通缩阴影，又使央行在收回流动性上缩手缩脚。当实体经济复苏后，流动性过剩带来了历史上罕见的信贷膨胀，并在金融创新的名义下资产素质隐性恶化，资产泡沫此起彼伏，风险盘根错节。当年人们称之为“格林斯潘盛世”，今天则成为“格林斯潘泡沫”。

零利率下，世界究竟走向日本式的消沉还是等待格林斯潘反弹？笔者看来结局取决于三大因素：其一，金融体系能否及时修复，信贷能否维持在合理的水平；其二，美国消费者的减债会走多远，美国需求两年后能否重见起色；其三，中国会输出多少产能过剩，内需有多少扩大空间。笔者对第一、三大因素看好，但对第二种持有疑虑。

日本长期的零利率政策，并未对本国资产价格带来帮助。不过日元流动性和套利交易，却是成就“格林斯潘泡沫”的一大主力。是泡沫就早晚会浮起来，只是在哪儿浮起的问题。

如果有“格林斯潘反弹”，相信也要等经济消化掉短暂停滞之后。千禧危机和“9·11”之后，流动性泡沫并未即时出现，而是等到经济荣景再现之后才发生。如果世界有滑

向“格林斯潘反弹”的趋势，笔者看好美元资产或近似美元货币（人民币、港币）区资产，因为美国、中国复苏会快过欧洲、日本，美元看涨。同时笔者认为，暴跌后（仍未完）的商品价格必然反弹，信贷收缩、需求减少、价格急降之下，原材料生产商会有不少出局，剩下的也不会增加产能。一旦需求重现，供应瓶颈可能再次成为问题。

负通胀、零利率，乃一盘新局。谋定而后行。

（本文作于2008年12月，原刊于《新财富》）

国家信用陷阱

今天的政府，好像是普度众生的观世音。经济哪里出问题，政府便飞身扑上，法力无边、及时万能。金融海啸中面临灭顶之灾的金融企业，被菩萨轻轻地推上岸，接下来是汽车业、房地产按揭，估计以后还会有更多的产业来拜观音求救。

政府大规模地拯救银行业，拉开了国家资本主义时代的帷幕。政府干预市场不再可耻，政府充当企业大股东不再可耻，政府动用公帑填补私人企业的账面亏损不再可耻，衰退才是可耻的，听任巨型企业倒闭才是可耻的。一场经济危机，不仅改变了财富的数目，更改变了全世界政府管

治的理念和模式。今天的政府，既是裁判，又是球员，而且是万能的球员。

保尔森提出的7 000亿美元银行拯救方案，无疑是政府干预经济的地标式大手笔。这个方案帮助银行业的成效如何，争议颇多。保尔森方案并没有封住金融机构巨额亏损之门，也没有解决信贷市场资金断流的困境，在某种意义上并未达到预期的效果。不过，巨额注资制止了市场恐慌，舒缓了资金对银行、投资银行的挤提，世界金融体系整体崩溃的风险已明显下降。

保尔森方案简单地讲，就是用国家信用支撑住个体信用被玷污的银行信用。用国家的财税收入、铸币权向资本担保：政府不会坐视大银行破产。这个举措平复了市场的恐惧，但是国家信用就真的那么保险吗？现代资本主义是建立在信用扩张基础之上的，企业、个人均有借贷，经济的规模远大过政府的财富。银行的运作模式就是以自身信誉为担保，通过存款、贷款的时间差、风险差来赚钱。杠杆借贷是银行业务的核心，其实没有一个政府真正有实力在本国银行倒闭时，100%赔偿银行负债（liability）的。

以英国为例，英国近年大力拓展金融业，成为欧洲的金融中心，金融资产占到其GDP的9倍（15年前为4倍）。金融业繁荣，使英国经济在欧洲一枝独秀，充满活力，增长

附加值颇高。不过金融危机来临时，英国首当其冲。政府可能需要7 000亿英镑才能彻底消解银行危机的影响，这将使英国的债务/GDP比率飙升至120%，英国国债市场的调整已经开始。

在欧洲，西班牙、葡萄牙的主权信用评级已遭标准普尔调低，希腊和法国的评级也岌岌可危。金融业在欧洲大陆国家的比重低过英国，但是这些国家的财政底子较弱。更要命的是，欧盟各国因欧元而要求财政纪律上的一致性，相当于一个货币的屋檐下，住着一群有着不同财政需要和社会经济情况的主权国家。这是欧元的先天缺陷，好比一群人分别将自己的一只脚捆在一起，然后向前跑。笔者认为，欧洲部分国家主权信用所面临的困难，将影响市场对欧元的信心。

至于美国，已经拥有超过9万亿美元的赤字。拯救银行业已经花费或即将花费7 000亿美元，最终花费可能达到1.5万亿美元。奥巴马的经济刺激方案需要约7 870亿美元，相信最终买单时应该介乎1.2万亿~1.5万亿美元之间。换言之，美国估计今年起码需要发行2.5万亿美元的国债，而累积的国家债务到年底预计超过12万亿美元，山姆大叔在技术上接近破产。每一个美国婴儿在出生的一刻便继承下4万亿美元的政府债务，需要纳税偿还。

国债的风险在升高，回报却在下降。央行在疯狂地降

息，纷纷将政府利率推近零。市场仍对风险充满恐惧，资金滞留在国债市场寻求避险天堂。结果是国债的收益回报与政府的支付风险不成比例，这一点在美国国债市场表现得尤为突出。更令人诧异的是，当长期国债利率由超低水平回升时，美联储表示计划购买债券，力图维持目前人为的低利率水平。

政府通过财政政策干预经济周期变化的力度，是史无前例的。央行透过非政策利率手段干预市场的做法，是史无前例的。国家将其所有信用像赌注般押在经济迅速恢复上，这不仅是政策上的变化，更是政府理念、执政思维上的变化。里根革命所带来的小政府大市场思潮已经式微，取而代之的是政府干预和国家本位主义。一夜间，政府官员全部成为凯恩斯的信徒，一个新的思潮诞生了，国家资本主义诞生了。

不过凯恩斯主义当年的没落，有其必然性。在20世纪五六十年代制造出社会资本主义繁荣之后，政府机构越来越臃肿低效，财政赤字难以为继，工会势力坐大，经济失去活力。

在非常时期，政府动用非常手段拯救经济、恢复信心，其实无可厚非。不过事实证明，凯恩斯主义路线不仅降低经济效率，财政上也难持久。国家信用，某种程度上是信心，也可能是盲目的信心。我们所有人都假定国家有能力今天在

这里洒几百亿，明天在那里注上千亿，但如果有一个小孩突然叫道：“皇帝没穿衣服……”

（本文作于2009年3月，原刊于《新财富》）

央行在制造通胀危机

训练有素的消防员，进入火场后的第一件事是确定逃生出口，然后才是搜寻拯救对象。面对突如其来的金融海啸，救火的各国央行毅然调整了货币政策，大开水喉，用流动性扑灭信贷恐慌之火。不过迄今为止，它们都还没有真正想过退出机制。

美联储的量化宽松政策，拯救了金融业，避免了全球金融体系的全面崩溃，商业利率随之大幅回落（甚至创出新低），为经济走出衰退创造了必要的条件。如今，百年一遇的金融危机势头已过，经济数据中也冒出了不少“春芽”。不过此时，央行却为如何退出大感踌躇。流动性必须回笼，利率水平必须正常化，这个大原则十分清晰，但是步骤和细节却充满着困难。

世界经济面临着前所未有的低利率，前所未有的流动性。如何将货币环境正常化，没有历史经验可资借鉴，也没有理论可供参考。更重要的是，政坛人士根本没有回笼流动性的

愿望，政治家们所关注的是就业、消费和选民意志，在扩张性政策的回收问题上，纷纷抱着“宁迟勿早”的心态。美联储6月会议之后的声明，反映着这个思路；欧洲央行首次使用量化宽松政策，反映着这个思路；英国、日本和中国央行的最新言论，也反映着这个思路。

其实，货币环境正常化的主动权，并不握在央行手中。各国的财政政策和巨额的财政赤字已经挟持了货币政策。西方发达国家的发展速度，在过去200年历史中（战争时期除外）是从未见到过的。G7国家的国债总规模在2007年时占GDP的78%，至2014年则预计升到114%。世界银行将国债/GDP比率的警戒线设在70%。

国家拼命发债，导致国债市场供需失衡；国债利率上扬，带动按揭利率等商业利率回升。央行的量化宽松政策，对商业利率的抑制效用已经开始减退，但是这样不仅影响经济复苏的速度，甚至可能将经济拉入更深的衰退。

央行必须为政府的财政政策保驾，必须要维持经济的复苏势头，于是量化宽松必须继续，央行债券、释出流动性的行动不仅不能放缓，必要时还必须加码。

近来各国的国债收益率纷纷上扬。上升中的通货膨胀预期、改善了的风险意识，加快了资金流出国债这个避险天堂的速度。市场已经开始调整对经济增长的预期，利率

水平正常化的过程已然展开。但是利率上扬，不利于国家发债，央行不仅不促成市场自发的利率正常化，反过头来竭力加以制止。

央行拒绝早日回笼流动性，无疑有利于经济的改善，但是这也为下一轮通货膨胀埋下了危机的种子。从目前的失业和产能过剩情况看，实体经济离通货膨胀还有一段距离，这恰恰为央行按兵不动提供了依据。然而，超低的资金成本和泛滥的流动性，必然会带来猛烈的资产价格通胀，而此种势头早晚也会蔓延到实体经济。

此次量化宽松政策的出台，也标志着已经维持了20多年的货币政策的纪律性遭到颠覆，中央银行与政府财政之间的防火墙荡然无存，货币当局现在赤裸裸地听命于行政当局，为拯救经济不惜置自身的第一职责（维持币值稳定）于不顾。央行信用的丧失，轻者推高市场的风险溢价，降低经济效率，重者则可能酿造出新的危机。

伯南克外号为“直升机”，因为他曾声称如果有需要，自己愿意站在直升机上撒钱救经济。他的量化宽松政策，堪称货币政策史上的大手笔，力挽全球金融体制于狂澜而不倒。不过接下来，伯南克必须重上直升机，将撒下去的钱捞上来。

笔者认为，央行在流动性回笼问题上很可能一拖再拖，直至通货膨胀之火烧到家门口。届时，货币政策也许需要作

出急转弯，在短短的时间内大幅加息（包括利率水平正常化部分加上抵消通胀的加息部分）。银根骤紧，资金成本大增，势必给经济带来冲击，甚至不排除触发经济出现二次探底。

由于央行政策失误而导致新的经济下行，目前看来并非必然，但是央行必须要在适当的时机、适度地做出由“放”到“收”的政策切换，火候的拿捏至关重要。

在经济衰退和通货膨胀的两面悬崖之间，央行开着一部跑车飞驰着，没有地图，没有经验，也没有第二次机会。

（本文作于2009年7月，原刊于《新财富》）

资产通货膨胀

测量消费物价水平，有CPI。测量生产成本压力，有PPI。不过笔者认为，目前世界上最需要的是FPI（Financial Price Index），来衡量金融资产的过热程度。

此轮经济危机是一种全新的经济危机，是历史上第一次银行因大量吸入有毒资产而将整个金融体系推至崩溃的边缘，是历史上第一次因衍生产品而导致跨市场及资产种类的连锁反应式的资产价格崩盘，是历史上第一次全球性的金融危机带动全球性的实体经济强烈衰退。

央行的危机处理和之后的货币政策，同样史无前例。发

行超量货币流动性，是央行应付危机的主要处方。量化宽松政策，不仅为金融体制带来了急需的流动性，也将央行对市场的影响力由政策利率扩散到商业利率，同业拆借市场、信贷市场、按揭市场直接受益，借此稳定住信心。接下来金融资产价格回升，帮助了银行有毒资产的消毒，更创造出银行巨额集资的市场条件。量化宽松政策，乃是此次金融海啸中的定海神针。

如今央行开始为退出量化宽松的时机大费踌躇。资产价格上升，带来了信心的正常化，实体经济中已可以见到复苏的迹象，“春芽”日渐增多。然而就业市场仍在恶化，经济的去危杠杆尚在进行中，过早地收回刺激政策，随时可能适得其反，带来反效果。日本在20世纪90年代中期在复苏未稳的情况下提高消费税，其后果广为今天的政策制定者所警惕。

由于失业情况仍在恶化，产能过剩（output gap）十分严重，在可预见的将来，CPI通胀很难在全球范围蔓延。能源与商品价格迅速回升，推高了生产成本，PPI反弹的可能性颇高，不过在实体经济中的需求有明显改善之前，PPI也难出大格。

不过资产价格失控的可能性，目前看来比较大。央行为拯救经济，联手推出了史无前例的货币扩张。太多的流动性和太低的资金成本，将资产价格迅速推高，使之升到与实体

经济不相称的高度。然而面对众多的不确定性，央行决定将精力放在经济复苏上，选择了多看CPI，不看FPI，推延回笼流动性的时间。而且实际上，在如何将货币环境正常化问题上，央行自己也没有成熟有效的方案。

但是没有FPI这个指标，不代表不存在金融价格过热的问题。金融资产通货膨胀与消费物价通货膨胀一样，令经济发展变得难以持续，早晚会迫使政府和央行采取降温行动，触发经济周期下行。

今天没有CPI通胀，不代表以后也没有。 $MV = YP$ ，即基础货币 \times 货币周转 = 实质GDP \times 物价水平。过去是央行大发货币（M），以后是银行开始借贷（V），拉动货币供应。当信贷量超过实体经济需要（Y）时，物价上涨（P）自然出现。其实FPI带起CPI的例子，比比皆是。格林斯潘的信贷扩张，推高了美国房价，一方面刺激消费者超前消费，另一方面创造金融泡沫，消费物价随之上扬。当央行收银根时，触发了一场罕见的金融灾难。

笔者相信，通货膨胀（尤其是金融资产通胀）在中国的威胁，要大过世界其他国家。（1）中国经济在主要经济体中率先复苏，它率先出现通货膨胀毫不出奇。（2）中国的银行愿意借钱，大量地在借贷，中国的信贷增长速度名列世界第一。（3）中国的房地产市场没有经历次贷危机的摧残，买房

人的资金大多也未在海啸中消失。(4) 股市的暴涨暴跌和楼市的泡沫，为资产通胀推波助澜。

其实中国在回收流动性上，完全可以做得更主动一些，以未雨绸缪的态度来对待潜在的通缩压力。此次经济危机中，中国受伤较轻，但是却和其他国家用同样剂量的药，接受同样长度的疗程。由于对出口前景没有把握和对就业市场充满担心，中国的量化宽松政策（通过银行的巨额贷款）仍将被维持着。半年时间内超过7万多亿元的新增贷款（之前全年贷款的历史纪录为5万亿元），根本无法被实体经济全数消化。笔者估计，有1.5万亿~1.8万亿元的银行贷款，通过各种渠道流进股市、房市，成为追逐短期投机利润的热钱。同时，今年年初大企业多信奉现金为王的策略，手头持有巨额现金。如今金融风暴的最坏时间已经过去，存放在银行的资金几乎没有回报，实业投资前景又不明朗，大量企业存款转向金融和债务投资。除此之外，民间资金也在由去年第四季度的信贷恐慌向现金恐慌转移，在通胀预期之下，人们愿意重新进入风险资产，寻求更高回报。温州炒房团的活跃，便是这类资金的写照。

流动性泛滥的责任，不在热钱，而在央行。如今流动性泛滥，资金成本低廉，民间通胀预期升温，笔者认为出现热钱横行的现象，是合理的、必然的结果。下半年股市、房市

齐升，是合理的、必然的结果。由信贷泡沫带出资产泡沫是合理的、必然的结果。

以目前的热钱走向看，下半年房市甚至可能比股市更疯狂。房市泡沫大，比股市对银行的资产质量影响更大，对金融安全的潜在威胁亦更大。当金融资产通货膨胀变得失控时，中央政府踩急刹车的可能性颇大。

笔者相信，触发新一轮强力宏观调控的，未必是CPI，未必是PPI，而是FPI。不过在此之前，政府会拖相当一段时间，因为CPI看上去并不高。

（本文作于2009年7月，原刊于《经济通》）

这轮危机只过了一半

在笔者看来，2007年8月开始的这轮经济危机，是一个三头怪兽：第一个头是百年一遇的金融海啸，第二个头是战后最严重的经济衰退，第三个头是20世纪80年代初以来首现的通胀恶疾。

金融海啸的最坏时间应该已经过去。市场动荡仍会有发生，但是在金融资产价格暴跌、银行去杠杆化之后，再次爆发跨国、跨金融资产种类的“火烧连营”的可能性已经下降，金融体系濒于破产的景象估计不会重演。金

融海啸的转折点是美联储毅然推出数量扩张的货币政策。这一政策将央行的影响力由政策利率扩展到商业利率层面，有助于解冻信贷市场，并通过超低按揭利率为房地产市场输血。

金融海啸退潮，改变了资金的风险意识，恐慌开始消退，极端的“现金为王”变得不合时宜，资本市场逐步活跃，资产价格上升，银行趁机成功集资。金融体制的系统性风险，随之下降。

尽管金融形势好转，世界经济仍必须面对战后最严峻的衰退。笔者相信经济复苏的速度，远不如市场气氛改善来得那样快。全球就业形势依然严峻，失业率不好转，消费信心和房地产市场的改善缺乏实质性支持。美国消费者去杠杆化相信需要持续多年。不过，美国非农就业数据由预期减少50万降至减少34.5万，给人一线希望。同时，一些美国银行强化了资本金之后，银行信贷可望有所恢复。

笔者相信，美国经济已经站在复苏的分水岭上。尽管经济形势的改善需要时间，但是如果银行开始借贷，就业机会的减少会逐渐收窄，复苏就只是一个过程的问题，早晚的问题。

然而，这些并不是故事的全部。这场复苏是建立在史无前例的低利率基础之上，建立在史无前例的货币扩张基础之

上，建立在史无前例的全世界政府联手救市基础之上。经济复苏，也意味着史无前例的流动性回笼即将开始，意味着史无前例的政策正常化即将开始。

首先，笔者相信，央行出手回收流动性的行动，一定较慢较迟疑。经济处于复苏初期时的数据必然好坏参差，而雷曼兄弟事件的教训是千万不可在情况未稳定前造次行动。其次，当国债利率已经上扬时，央行同时面临着回收流动性和稳定债市的双重任务。而且，央行对如何收紧流动性全无经验。目前流动性大量注入金融体系，只是由于银行借贷审慎而暂时未对实体经济造成冲击。在银行资本得到重组之后，一旦银行开始借贷，资金的乘数效应会爆炸性地出现。

如此大的流动性，在经济复苏之后，几乎不可避免地会带来通胀，而且美元因素势必将其变成一个全球性压力。美国政府为拯救经济开出天文数字的财政赤字，美债、美元纷纷受到抛售压力。美元贬值，带来所有以美元计价的资产升值。能源、商品、农产品价格大涨，成为诱发全面通胀的催化剂。

笔者认为，资产价格通胀已经展开，消费物价通胀则会在2010~2011年之间抬头。两年内全球CPI可能由目前的通缩水平，一跃升至3%~6%的通胀水平。全球央行将被迫作出强烈的政策反应——全面收回流动性，利率到2010~

2012年较目前水平上调3%~6%（包括利率水平正常化和加息）绝对不出奇。

数量扩张政策是这次央行对抗金融海啸的特效药。央行直接干预，通过大量购入商业票据和债券，拉低了商业利率，重启了资金市场运作。不过，央行当时面临着金融收缩和经济衰退局面，并无物价上涨的后顾之忧，有倾全力一击的政策空间和政治授权。

然而，一旦通胀再起，货币当局势必腹背受敌：一方面需要稳定经济，刺激需求；另一方面必须维持币值，将流动性推回到正常和合理的水平。在战后经济史上，央行很少在两条战线同时作战并取得成功的先例。

本轮经济危机的第三个丑陋的头，应该是通胀失控，迫使央行大幅提高利率，由此带来新的经济调整和市场恐慌。流动性骤紧、资本成本激升，是这个阶段的特征，估计过度进取的投资者会陷入新的困境。目前出现的流动性驱动型资产价格上涨，既是机会，也可能是未来的陷阱。

笔者看来，高通胀局面不是不可避免。不过，央行必须在经济衰退和流动性过剩两面悬崖之间的羊肠小道上摸黑前行。没有多少历史经验可资借鉴，也没有什么成熟的经济理论作为指导，央行们目前似乎还没有一个令人信服的退出机制来抽干过剩的流动性。政治因素、市场因素干扰着决策者

政策的思考和判断，其失手的可能性颇大。

通胀来临的时机，至关重要。究竟危机的第三步是通胀抑或滞胀，相信取决于今后12个月经济复苏的力度、央行货币环境正常化的手法，以及你我运气。本轮危机，我们只过了一半。

（本文作于2009年6月，原刊于《证券市场周刊》）

呼唤21世纪的经济学

经济学教科书需要重写，因为理论和今天的现实之间的差距颇大。

理论上讲，供给与需求决定价格，可是在商品和能源市场，期货市场主导着商品的现货价格。理论上讲，市场是有效率的而且具有自我纠错能力，可是市场的合力吹出一个巨大的资产泡沫。理论上讲，创新带来社会进步，可是一轮金融创新带来的却是前所未有的金融海啸和财富、就业的劫难。理论上讲，企业资不抵债、流动性枯竭就得破产，可是这次危机中出现了一批大得不能倒的企业。理论上讲，分散投资可以减少风险，取得稳定回报，可是金融海啸以来各国市场齐跌，各种资产价格也齐跌。理论上讲，所有银行的资本充足率在危机前都是良好的，可是事后发现它们将风险投资划

入到了SIV（特别投资工具），出事后银行资本金在一夜间消失。理论上讲，政府财政失控、赤字累累，国债应该暴跌，可是美国国债却成了避险天堂。理论上讲，央行的货币政策是独立的、中立的，可是如今央行既是行政当局的马前卒，又有一双拉低商业利率的有形手。

经济学家们不停地将此次经济危机与历史上的其他衰退相比较。笔者看来，这是一次全新的经济危机，历史上的衰退对这场金融海啸的参考意义并不大。

这场金融危机中，金融市场几乎将实体经济推向了悬崖，上一次金融危机是80年前的大萧条。但是，当时资本很少跨境流动，没有衍生产品，几乎没有期货市场。当时的央行站在经济与市场的对立面，政府也对银行出现倒闭视而不见。

如今的世界早已完全不同了。资本全球化了，经济证券化了，政府GDP化了。资本的全球流通带来了效率，在正常情况下，还带来了市场的自动调节和稳定。也正因为此，世界经济的增长波动在过去20年远远小于现代历史上的任何时期。

经济的证券化，将全球储蓄最大限度地推向证券市场，资金成本大降，成就了一轮罕见的经济平稳快速增长，于是房价、股价齐升。政府GDP化，将执政重点窄化成保持增长、

维护就业，一切以选民的眼前利益为出发点，干预市场不再可耻，推出不可持续的财政方案甚至不见多少阻力。

笔者认为，这次危机与之前的衰退，至少有四个重大不同。

一是金融先导。历史上，没有任何一次衰退（包括大萧条），有如此明显的金融先导特征。信贷膨胀、资产升值、炮制有毒资产、次贷危机、流动性枯竭、雷曼倒闭、银行信心危机、之后才轮到实体经济坍塌。这是一次不折不扣的金融经济绊倒实体经济。经济的复苏，也同样始于金融经济的稳定和信心的恢复。经济周期理论，需要因此增加内容。

二是连锁反应。资本全球化和衍生产品大行其道，将不同国家和多种金融产品串连在一起，交易对手风险在危机中被极度放大。有没有买次贷产品，并不重要。只要你的交易对手中毒出事，你一样受牵连；只要你有投资组合，随时可能通过衍生产品直接或间接地（许多时候事先根本不知情）与有毒资产挂钩，你一样受牵连。哪怕你完全清白，其他中毒者不得不大手抛货，你的投资一样受牵连。火烧连营，第一次在全世界范围内，跨资产种类地爆发了。金融经济学需要重写。

三是央行灌水。货币当局的传统政策手段，在信心危机

中彻底失效了。政策利率一降再降，但是恐慌中市场利率并未随之回落，次贷市场、信贷市场仍然断流。央行历史性地祭出数量扩张，通过大量购买商业票据、债券，直接压低商业利率，手法罕见，规模更是史无前例。这轮复苏的路径也很特别，资产价格强力反弹，而不是银行信贷反弹，揭开经济上升周期的序幕，其背景便是央行越俎代庖式的灌水。央行的行为模式和定位必须重新研究。

四是政府疯狂救市。这场危机中，政府救市速度和力度是前所未有的，而且还是全球联手。政府制造出了天文数字的财政赤字规模，这不仅对通货膨胀、财政负担有深远的影响，公共财政理论也需要大幅更新。

这是一场21世纪的经济危机，与20世纪的危机有明显不同。危机的主角不再是汽车业、地产业、商业贷款，而是金融业和金融资产。就业市场、实体信贷、消费信心依然重要，不过它们似乎成了金融经济的衍生物。金融经济本来是实体经济的折射虚拟，如今却成了实体经济的主宰。

然而，经济学研究仍然停留在20世纪。政府与央行的政策反应，多属急中生智，而非建立在成熟的理论基础之上。数量扩张到底对经济有着怎样的长远影响？流动性通过市场渠道（而非传统的银行渠道）进入经济意味着什么？央行除了看CPI（消费者价格指数）外，是不是也应该看FPI（金

融价格指数)？期货市场到底对价格机制有没有实质性影响？未来的储蓄货币应该是什么？

这场危机在改写经济学教科书，呼唤属于21世纪的经济学。

(本文作于2009年7月，原刊于《证券市场周刊》)