

金融社会主义

金融社会主义

过去三十年，金融过度自由化也许就是“必要恶”。未来三十年，全球将步入“金融社会主义”时代。

[日] 高田创 柴崎健 石原哲夫 著
程茜 译

東方出版社

金融社会主义



金融社会主义

从“华尔街时代”到“华盛顿时代”

[日] 高田创 柴崎健 石原哲夫 著
程茜 译

東方出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

金融社会主义 / (日) 高田创, (日) 柴崎健, (日) 石原哲夫 著; 程茜 译. —北京: 东方出版社, 2012. 5

ISBN 978-7-5060-4646-6

I. ①金… II. ①高… ②柴… ③石… ④程… III. ①金融市场—研究—世界 IV. ①F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 078408 号

Kinyu Shakaishugi

by Hajime Takata, Takeshi Shibasaki and Tetsuo Ishihara

Copyright © 2009 by Hajime Takata, Takeshi Shibasaki and Tetsuo Ishihara

Simplified Chinese translation copyright © 2012 by Oriental Press

All rights reserved

Original Japanese language edition published by TOYO KEIZAI INC.

Simplified Chinese translation rights arranged with TOYO KEIZAI INC.

through Nishikawa Communications Co., Ltd.

中文简体字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东方出版社所有

著作权合同登记号 图字: 01-2010-4598 号

金融社会主义: 从“华尔街时代”到“华盛顿时代”

(JINRONG SHEHUI ZHUYI: CONG “HUAERJIE SHIDAI” DAO “HUASHENG DUN SHIDAI”)

作 者: [日] 高田创 [日] 柴崎健 [日] 石原哲夫

译 者: 程 茜

责任编辑: 陈 涛 袁 园

出 版: 东方出版社

发 行: 人民东方出版传媒有限公司

地 址: 北京市东城区朝阳门内大街 166 号

邮政编码: 100706

印 刷: 北京市文林印务有限公司

版 次: 2012 年 6 月第 1 版

印 次: 2012 年 6 月第 1 次印刷

印 数: 1—6000 册

开 本: 710 毫米×1000 毫米 1/16

印 张: 10.25

字 数: 136 千字

书 号: ISBN 978-7-5060-4646-6

定 价: 30.00 元

发行电话: (010) 65210059 65210060 65210062 65210063

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) 65210012

目录

第1章 人类的骄奢触犯神旨

——金融衰退能否抵御

001

1 失去秩序的全球金融市场

001

触犯神旨的巴别塔/新型金融监管/对公共部门的嘲讽/日本一直都是 SWF

2 期待金融发挥“商社型”综合功能

006

“市场失灵”的对策/日本寻求的“金融商社”/重建官民共同体的基金功能

3 从次贷危机看金融模式的挫败

010

20 世纪 70 年代与 21 世纪初期的金融转换模式/信贷泡沫加剧/六年前的“日美同时经济萧条”幻象重现/第二次世界大战后的 60 年/检验过去 30 年的潮流演变

第2章 世界经济危机引发恐慌

017

1 资产负债表不断调整的历史

017

日本泡沫经济崩溃后的调整/“绝无其他可能”的日本经济/20 世纪 70 年代以来的“五次厄运”及金融危机/住房部门与资产负债表外工具的过度行为/新兴国热潮使问题严重化/公共支持的途径

2 日本不良资产处理的历史

030

日本的阶段性金融体系政策/从资产负债表调整到宏观调整的过程/日本不良资产问题的处理

3 去杠杆化与政策应对的课题

036

美国的去杠杆化程度/不断增加的公共支持/资产负债表调整的路线/为什么日本能够实现阶段性调整

001

第3章 从资源量看实体经济与金融之间

依存关系的减弱

047

1 重新审视 20 世纪 70 年代

047

20 世纪 70 年代的新兴国热潮/新兴国热潮的陷阱/奥巴马与卡特的共通点

2 实体经济的金融商品化现象

052

原油泡沫崩溃/金融商品化背景下的商品/现金流涌入实业领域/商业银行业务论与金融的分界线/美元贬值视阈下的货币政策

第4章 身陷危机的美国何去何从

063

1 一系列政策的成效

063

2007 年开始出现“负循环”倾向/贷款人的特征/ARMS 问题/美国政府的对策

2 不良资产收购计划 TARP 的变迁

071

自初稿起不断变更的 TARP/资本注入情况/TARP 的情况/2009 年后的变化/坏账银行计划的发布/坏账银行的三种收容器

3 保护主义抬头

075

《拒绝雷曼重演宣言》及汽车行业三巨头援助法案成为转折点/保护主义的演变及意识形态的变更/寒暖流分界点的变化

4 次贷危机将改变未来 30 年的进程

079

次贷危机引起的结构变化/加强监管给金融界带来的变化/仅供期待的时价评估缓和政策/不断加剧的社会不安/未来 30 年的“转折点”

第5章 濒临崩溃边缘的市场型金融模式

085

1 欧美金融机构商业模式的挫败

085

使大量资金动员成为可能的“虚拟银行系统”/金融商品损失达 1000 兆日元/欧美损失级别使政策支持不可避免/GSE 国营化使“政府默许担保”得以实现/住房类 GSE·SIV·保险公司“杠杆效应扩张三兄弟”/如何防止“监管套利”/信贷市场化引起金融中介双轨化

2 针对次贷危机的监管措施

097

重新审视贷款并证券化模式/重新审视交易账户/重新审视证券化商品监管/加强对评级公司的监管/加强自有资本比率监管/美国投资银行的变化

002

3 日本银行监管的转变 105

自有资本公告的特殊措施/会计基准的变更

第6章 日本市场型间接金融的冲击 111

1 日本型金融模式的探索 111

重新审视日本市场型间接金融/日本金融迟到的“二次证券化”/统一风险管理带来的周期性/需要业务监管的情况/回到原点的日本市场型间接金融

2 未来的金融中介模式 122

防止市场的过犹不及/从资本及流动性来看金融模式的四种类型/商业银行模式复苏/重新审视投资银行模式/日本市场型间接金融的教训/灵活运用银行的“贮水职能”/风险资本的存在/日本银行的优势及风险

3 信用中介体系如何变革 131

企业金融的转变/新型风险管理

4 金融机构的结构变化 134

各行业变化无处不在/日本金融体制的意义/金融体制唯变革方有发展

第7章 增强公共支持的金融效用模式 139

世界范围内的公共支持不断加强/公共支持效用模式/日本战后体系符合SWF/财政投融资曾承担公共支持职能/重新审视政策金融/再议财政投融资的性质/重建“日本基金”

第8章 展望金融业的未来30年 147

弥漫着僵死病的世界/从大萧条至本次金融危机的金融变迁/金融变革的本质是扩大“差距”/发挥日本金融机构的优势/展望未来30年,重塑金融职能

第 1 章

人类的骄奢触犯神旨——金融衰退能否抵御

1 失去秩序的全球金融市场

触犯神旨的巴别塔

那时全世界使用同一种语言。为博得赞誉人们用砖瓦代替石头，用沥青代替灰泥，试图建造一座通天的高塔。神目睹着人类的这种行径，认为通用同一语言是造成这一局面的根源，便让人类的各个族群使用完全不同的语言，彼此无法沟通。从此以后，人类内部发生动乱，流浪各处。

（摘自旧约圣经《创世记》第 11 章）

在思考与次贷危机类似的事例时，著者不禁想起旧约圣经的开头部分，《创世记》的巴别塔寓言。“砖瓦和沥青”如今听起来泛着些许古旧的气息，但在那个时代它们无疑是“尖端技术”的象征。用“金融技术”来衡量当今的金融无疑是妥帖的。人类建造巴别塔的那种“浮夸”与“操之过急”可以引申为金融领域的“杠杆效应扩大”。那么，我们可以认为在杠杆效应扩大的背后存在着“同一语言”，即“基本构造等级”之类的结构。触犯神旨后出现的混乱局面也可以等同于金融领域的“时价混乱”。

其外，正如巴别塔寓言最后所呈现的那样，人们操着不同语言踏上了流离失所之旅，我们则不得不面对眼下的金融问题，即次贷危机，只有“挪亚方舟”方能解救。

泡沫经济崩溃后，经历了“失去的十年”的混乱期，日本经济略微呈现了复苏的迹象，却又不得不面对这一泡沫崩溃后出现的新型经济“海啸”——次贷危机。这是继上次危机后又一次更为严重的危机，根源并不在日本，这是一场缘自欧美的“海外大海啸”。过去十余年间，欧美一直是日本解决本国经济问题时效仿的榜样，如今较日本先迈出一步的欧美模式已经被迫做出修正，日本也就不得不重新审视自己的前进方向了。

由此产生的结果不是金融进步，而是触犯“神旨”后世界被迫回归到过去的“乏味金融时代”，这是一次阶段性的“金融衰退”。人类历史不断重复着操之过急及因此而产生的反作用的过程，金融的发展历程也未能例外。此次次贷危机也正是人类所采取的杠杆效应扩大和金融泡沫所导致的触犯“神旨”的后果。

德国新教福音主义教会议长沃尔夫冈·胡佛在2008年12月25日的圣诞节祝词中，对德国某大型金融机构首席执行官（CEO）疯狂追求短期利益的行为进行了严厉的批判，他本人也因这一非凡的举动而备受关注。我们可以认为，这是对孕育了与巴别塔同样危险的次贷危机的当今金融领域所敲响的警钟。

泡沫经济后，日本在否定既往金融模式、构建新型金融模式的道路上再次被否定，从而极易产生走投无路的闭塞感与绝望感。20世纪90年代泡沫经济崩溃时，日本政治家和政策制定者面对本国危机具有一种“必须有所行动”的积极意识。但本次危机中，日本国内蔓延着一种相对轻松的情绪，认为“次贷危机缘自国外，和日本没有太大关联，而本国的问题已经是过去时了”，日本便采取一种“事不关己，高高挂起”的态度。因此，日本面临的重大风险是面对眼前的经济困难对全球整体形势把握不足。事实上，当前的政局混乱恐怕也是由于这种精神上的投机取巧。

人们常用“百年不遇”来形容这次次贷危机，但是对大多数普通人而言，他们多怀有“为什么恶化到这种程度？”“真的有那么糟糕吗？”这样

的印象。在日本的泡沫经济崩溃后，人们也曾有过这样的疑虑，但金融领域的问题往往难以见到实体，所以这次危机要比日本的泡沫崩溃更加难于理解。本书的出发点正是力图解开这些疑虑。本书中的一个关键词是“历史的分量”，即对20世纪70年代以来的30多年，甚至是第二次世界大战后发生过大萧条的60年进行综合梳理。探讨未来30年的金融发展愿景绝不能忽略这一段历史所具有的分量。

目前，信贷产品被当作金融商品使用导致了大规模的信用紧缩、信用丧失及恐慌担忧。追根溯源，全球经济活动、金融活动是在高风险的信用市场有意识地设立一个“圣域”才得以顺利进行的，企业与个人间的相对交易本质上都是与风险同在的。因此，金融机构介入其中成为媒介，通过判断个别风险来提供信用，金融机构的专业人士通过“无风险”使资金运营保持顺畅。但是，前提是所有的金融机构都必须是安全运营的金融监督组织。市场性金融和乡村社会一样，是一种建立在井然的秩序之上的优越结构，因此，“村规”，即共同的基础构造、作为共通语言的建制及能够进行评估的统一化商品，成为其不可或缺的前提。

最近，有这样一种论调，即“不应依据基本建制进行判断”。人们很容易认为这种“自行作出全部判断”的观点是正确无疑的，但如果将此观点付诸实践，我们将会陷于两种境地，要么回归传统的银行借贷，要么回到个别企业或个人的相对交易。在巴别塔寓言里，人们最后回到语言各持一方的混乱状态；在当今金融领域，那就意味着极端的信用紧缩、信用丧失以及恐慌状态。对基本建制进行批判很容易，但对其否定往往意味着有可能造成信用丧失的严重后果。

这种过度行为的极致化最终触犯了“神旨”，其结果便是次贷危机。回归“乏味金融”还只是一种“单纯的逃避”，如果任其发展，则有可能面临信用丧失的风险。2008年金融危机发生后，同年11月召开的金融峰会正是由于各国政府领导意识到这种可能性而采取的行动。

新型金融监管

以原油为中心的全球商品市场的扩大为食品、基础设施投资、排人权

投资等新型金融开拓了新的舞台。这个舞台要求加强实业领域与金融商品的一体化，涉足这一领域的金融主体也不仅限于银行、证券等既有的金融机构。金融部门仅依靠以银行为主的既有金融机构来施行监管体系及金融政策已不能应对当前形势，这一情况也适用于过去 20 年处于国际金融监管核心位置的国际清算银行的监管。

国际清算银行主要是放眼全球针对银行进行广泛制约，如控制其业务范围、限制杠杆效应扩张。它是在 20 世纪 70 年代后的金融国际化过程中应运而生的监管机制，80 年代在金融机构体制内产生。然而，不可否认的是，过去 20 年中，随着欧美信用市场的扩张，在“金融媒介双轨化”的名义下，以银行为主的金融媒介通道设置迂回路径，这也为新型监管增添了漏洞。其主要担当者便是以投资银行为首的新型金融手段。次贷危机中面临破产的投资银行及其商业模式中的结构性投资工具（Structured Investment Vehicle，SIV^①）、证券化的回转型模式等便是极为典型的例子。

对公共部门的嘲讽

第二次世界大战后，日本一直沿用以银行为主的间接金融及公共金融体系。但是在 20 世纪 90 年代的泡沫经济崩溃之后，日本自我否定地废除了这一体系，同时引入了欧美的市场型金融作为参考模板。而次贷危机的爆发使一直被日本视作模板的市场型金融模式的内在问题暴露了出来。对市场型间接金融^②的否定，以及对市场化、金融工学的批判一直不绝于耳。然而，无论是企业行为还是个人等级，全球化及市场化的潮流已是大势所趋，无论企业的投资行为与金融资产的联系紧密与否，市场化趋势都将持续下去。

过去十余年间，在对银行实行解散的同时，日本一直在减少相关的公共资助。“财政重建”、“削弱公共部门”等话题被反复提起，公共部门的危害一度成为大众传媒的热门话题。另一方面，在欧美各国因次贷危机掀

① SIV 是指通过发行资产抵押商业票据、中期票据、资本票据筹措资金，将其投入到中长期资产中的金融工具，它的结构是确保运营筹措中的长短期利率的利差及信用利差，使得高回报还原到资本票据。

② 市场型间接金融是介于直接金融与间接金融之间的一种过渡型制度。银行贷款后，以与财团贷款相似的形式将其债权转卖，或者将其证券化之后再行转卖，力图分散风险。

起的金融市场混乱局面扩大化的背景下，日本国内也出现了加大对银行依存度以及增大公共资助力度的呼声，“回归凯恩斯主义”时隔半个世纪后再度被人们提起，甚至出现了“我们都变成了社会主义者”（《新闻周刊》，2009年2月16日）的观点。2008年，美国甚至发生了房利美公司、房地美公司等住房类政府资助机构（Government Sponsored Enterprises, GSE）被划归国有的极端例子。因GSE而扬名的房利美公司是经济萧条时期在住房部门的资助下成立的，如今其面临新的危机，不得不说这是一个颇具讽刺意味的巧合，而从另一个角度来看，这也恰恰预示着公共部门的不可或缺性。另外，日本国内受经济不景气影响，出现了信用紧缩的现象以及对贷款难度大的责难。本来在这种情况下应该期待公共金融机构发挥积极作用，但日本国内却出现金融机构的民营化趋势，这不得不说是个历史的讽刺。

纵观日本金融机构的发展历程，20世纪90年代以后出台的各种监管强化措施，对储蓄金融机构的风险承受力加大了制约力度，例如针对银行等机构的股份持有加以限制等。从社会整体来看，这种措施最终导致以储蓄金融机构为主的金融机构的风险承受力下降。然而，事实上在日本，养老金及投资信托等一些业务形态被寄予厚望，并没有显示其作为长期投资主体应有的姿态。

日本一直都是SWF

在这次以次贷危机为核心的金融危机中，新兴国的主权财富基金（Sovereign Wealth Fund, SWF）及部分对冲基金因向欧美金融机构提供资金而受到关注。2007年以后，日本政界也出现了在日本设立SWF的呼声。这反映出在扩充风险资金的供给方面，日本已进入上至政界下至平民共同应对的新阶段，在某种程度上来说这也是理所应当的。

但是，风险资金的供给并不是由政府主导成立一个“日本版SWF”就能得以解决的简单问题。我们有必要回顾一下战后日本的经济社会结构，战后日本风险资金的创立也正是类似于SWF的国家整体体系的产物。其主要构成要素是以银行为主的信用中介及公共部门的财政投融资方案。第二

次世界大战后，日本在“财阀解体”等大额资本削弱的背景下，通过银行及公共金融充分吸收家庭小额储蓄存款，再通过银行及财政投融资机构将其转化为被称作“虚拟股权”的风险资金。换句话说，战后日本的金融体系本身就是一个“巨大的 SWF”。

然而，1990 年以后，这种体系也出现了银行职能低下、财投体系大幅转变的问题，面临“第二次财阀解体”^①。我们也可以认为，20 世纪 90 年代以后的股价下跌及低汇率是在“潜意识状态下的破坏”、“革命”等情形之下所产生的混乱现象。这种混乱局面至今仍在持续，但是我们必须清醒地认识到人们并没有意识到日本曾发生过“革命”这一情况。如今面临创立新型风险资金，一些评论认为改变这种情形的救世主是“日本版 SWF”，然而讽刺的是，这不过是将曾经否定过的东西改头换面使其重新上市而已。

过去十年间，日本的石油公团和民营化的日本开发投资银行、国际合作银行、电源开发实质上已发展成为类似 SWF 的组织。同时，获得政府支持并以金融债券形式发行的、战后再次启程的日本兴业银行等长信银行也是 SWF 的变形。目前，各国银行资金筹措的背后都有政府担保的影子，被寄予厚望的日本政策投资银行的功能与第二次世界大战后复兴金融库及日本兴业银行的功能也颇为类似。另外，次贷危机时，在全球被委以重任的是可以归入间接金融的银行存款，它不单单是“反动”、“复古主义”、“回顾主义”论调的具体体现。因此，我们不应止步于过去十年间所持的僵化了的观念，有必要冷静回顾一下日本金融的存在方式。

2 期待金融发挥“商社型”综合功能

“市场失灵”的对策

在经济学里，公共部门的职能是通过公共经济学里的“市场失灵”衍

^① 关于“第二次财阀解体”，高田创、柴崎健《金融市场的赢家》（东洋经济新报社，2007 年）中有所涉及。

生的相关领域来进行说明的，即在公共性较强的领域及外部性较严重的领域，公共领域在一定程度上被赋予了正当性。另外，风险溢价提高，没有得到充分投资的民间领域，亟须包括信息整合在内的引导性功能。战后，以银行、财政投融资为中心的体系在一定程度上发挥了激活少量资本、支持高增长的职能。在较长一段时期内，政府与民间共享前进路线，通过实施政策金融的刺激手段来激发旺盛的投资与技术开发、资金需要。然而，不可否认的是随着日本经济逐渐走向成熟，制度出现疲软态势，民间活力低下，仅靠日本本国的力量已无法应对全球化、公共部门的过度膨胀等问题的滋生。同时，20世纪70年代以来的全球资源、环境、金融部门的膨胀等一系列问题，也使得当前在追问国家战略性的同时，有必要对国家的战略性及资助或者日本的资本风险重建进行深刻讨论^①。

日本寻求的“金融商社”

当今经济社会的特征之一就是实体经济与金融商品之间的分界线渐渐模糊。在这里我们用一个关键词“金融商社”，来指代实体经济与金融的融合。近年来，利用金融立国论改善金融机构的收益，提高金融机构竞争力，改善金融技术，成为日本的一个政策性课题。然而事实上，欧美国家金融机构的收益主要在于金融技术方面的优势，它在很大程度上仍然依存于杠杆效应的扩张。而日本的产业优势则在于实体经济与金融的联合，即以国内存款为主的充裕的金融资产、筹措资金的银行以及将金融与实业联合在一起的商社，还有进一步将这些组织完善的公共体系。欧美在过去20年中，也有在市场将实体经济与金融融合起来的动向，其中可以看到基金功能的影子。

2008年，原油价格的上升，使人担心曾发生于20世纪70年代的石油危机是否会再度袭来，人们担心成本推进型的物价高涨以及由此进入经济低迷时出现的滞胀状态，同时也意识到社会结构将会发生巨大转变。在本

^① 在金融市场的风险资金方面，2008年经济产业省在产业构造审议会的产业金融分会上进行了“关于有助于产业发展、经济成长的金融状况小委员会”相关讨论。作者（高田）作为与会者也参与了当时的讨论。

著中，20 世纪 70 年代被认为是一个极为重要的转折点，即一个“充满不确定性的时代”^①，这个年代也为全球提供了一个寻求新范式的局势。同时也是一种需要借助举国之力方可取胜的局势。

回首往昔，我们会发现如今的中国正上演着一幕整合战，这种情景不禁使人联想到第二次世界大战后的日本。欧洲地区也以整合欧元为契机，使其成为国家发展战略，加大对金融产业政策的投入。似乎唯有日本陷入了一种“无防备”状态。伴随次贷危机产生的金融资产损失使得多数欧美金融机构出现了严重的资本耗损，由于公共资金的介入暂时处于“僵死状态”^②。同时，实体经济停滞不前，美国汽车行业因受政府保护而陷入无法避免的“僵死状态”。在这种政府为支持金融产业、逐渐担负起僵死企业的海外部分的情况下，日本有能力对抗这种来自国外的“僵尸”吗？

在经历了 1990 年后长达二十余年的革命与混乱，并遭遇了来自海外的前所未有的经济海啸，日本如今已经进入了需要对第二次世界大战后的国家战略进行重新构筑的阶段，日本有必要将金融、经济、政治、外交战略性地整合在一起。除此以外，还需要理清能在全市场冲锋陷阵的“商社型”功能的相关理念与方式，发挥其在金融领域的职能。

第二次世界大战之后，日本虽然在经济及军事外交方面失去海外据点，回归日本本土，但是在国际商业贸易的扩张过程中，日本发挥了综合商社强大的信息搜集能力和资金能力。换句话说，第二次世界大战后，日本的综合商社取代了战前由政府所承担的国家战略的全球实施功能。当然，在此我们并不是把日本的综合商社简单地替换成“金融商社”，而是说要发挥第二次世界大战前商社所具备的综合性国家战略职能的优势，将其运用到金融经济的全球化上，从当代的视角出发进行探索。

综合商社职能是日本在第二次世界大战中战败并丧失全球网络后，在战后的经济战争中能够尝试的几个有限领域之一。第二次世界大战后，日

① 《不确定的时代》（TBS 大英百科全书，1978 年）是美国经济学家约翰·K. 加尔布雷斯的著作，20 世纪 70 年代后期畅销日本。

② “僵死化”（Zombie），欧美称其为“活死人”。在本书中“僵死状态”指尽管面临超额债务等经营困难（尸体），但因受公共资助而得以保留的状态。

本放弃军事领域，经济领域是得以保留的少数具有竞争优势的领域，而这种优势就体现在商社上。

当今世界存在着走向保护主义的危险，牺牲本国利益以促进国际合作的国家无处可寻。对日本而言，“国际合作”这样冠冕堂皇的话语再动听不过了，任何人都不会反感。然而，现实是国际社会强权政治盛行，“合作”只是一句空洞的口号。如今世界范围内保护主义抬头，汽车行业等诸多领域的竞争日益激烈，我们有必要从国家利益的角度对日本的未来进行战略性的讨论。

重建官民共同体的基金功能

第二次世界大战后，日本的基金（SWF）功能是在金融领域里由银行及公共部门承担风险资金的供给，并借助在国内外拥有完善物流网络的综合商社来加以补充。这种被称作“日本基金”的强大的官民复合基金，被国际社会视为极具震慑力的模式。商社在经历了20世纪70年代的责难和20世纪80年代的泡沫经济后，进一步变身为私募股权基金，使过去的无形资产通过一种新的商业模式变为有形。

当前基金具备金融的一些特征，在世界范围内规模不断扩大。日本的综合商社尽管一直以来都具有基金的性质，但是过年十年金融市场逐渐削弱风险中介功能，使商社失去了国家的综合能力。从当今的视点来看，重建“日本基金”的关键在于针对官民一体的金融功能重新调动其商社功能。这与最近一直讨论的政府型基金的想法是一致的。20世纪90年代以后，日本国内投资停滞不前，国民由于对未来的不安而减少生育，其中的原因想必就是因为个体公民难以在“日本基金”的画卷上施展自己的一笔而产生了不安吧。

泡沫经济崩溃并经历了“失去的十年”之后，2006年日本政界萌生了“金融立国论”的观点。2007年次贷危机爆发，之后又出现了设立“日本版SWF”的观点。从表面看这两种提议掀起了一片欣欣向荣的热烈讨论，令人意外的是金融行业的人员对此却冷眼相观。其原因是在对已具备一定金融承受力的结构进行自我否定的过程中，即使略施雕虫小技建立一个新

的结构，也绝不可能尽如人意。同样，虽然有必要发挥公共部门的作用，如果仅止于高举“扩张财政”的大旗，也只会被国民认为是空喊口号，不会获得广泛共鸣。

20 世纪 80 年代，日本的股票、房地产市场脱离实体经济进而崩溃，与此类似，欧美的次贷危机甚至超越日本的泡沫经济，金融产品与实体经济分离，走向破灭。作为调整措施而降低金融资产价值，使其与实体经济保持相应的比例，这个过程中产生的损失则由公共部门代为承担。另外，这种调节最终也显示出实体经济未来的成长路线。财政政策是公共部门实施具体路线的典型例证，由于它的持续性依存于财政制约，与此相制衡的民间部门的自力更生也不可或缺。

3 从次贷危机看金融模式的挫败

20 世纪 70 年代与 21 世纪初期的金融转换模式

次贷危机意味着过去十余年欧美以投资银行为主的金融商品膨胀这一金融模式的挫败，同时实业领域以新兴国为中心进行扩张，实业与金融产品的罅隙缩小，一体化的趋势增强，这酝酿着一种新型模式。

20 世纪 70 年代，伴随全球化而产生的范式转换改变了第二次世界大战之后形成的以美国为主导的体系，如 20 世纪 70 年代初期的外汇向浮动汇率制度的过渡，美国经济的转型，经济持续稳定发展至 20 世纪 60 年代后出现的新兴国抬头。20 世纪 70 年代的原油价格高涨也与上述因素有一定的联系。

从较短期来看，2000 年 IT 泡沫崩溃后，欧美主要企业进行资产损益表调整，导致经济增长失去原动力，不得不依赖于住宅部门，这就使得次贷危机的爆发成为不可避免的结果。因此可以说次贷危机是 2000 年以后美国经济陷入困境后产生的。以住房为基础，利用个人的资产损益表来实现经济增长的设想来自于布什政府所倡导的“所有权社会”政策，这也是布什政府经济政策的主要组成部分。为实现这一政策所实施的金融基础建制

之一便是证券化，而整个基础建制的根基则可以说是由 GSE 担负起来的^①。同时，在民间以“富爸爸”^②为代表的个体范围内也掀起了高调称颂杠杆效应扩张的潮流，这也助推住房市场神话的出现。IT 泡沫崩溃之际，布什政府上台掌权，历经八年，次贷危机爆发正值布什政府放权下台，一个时代落下了帷幕。

信贷泡沫加剧

次贷危机背后的经济结构很多方面与日本的情况符合。过去十多年里，日本的企业发展所需资金匮乏，与 IT 泡沫崩溃后的美国类似，经济发展都过度依赖于房地产。纵观日本的房地产领域，金融的过度行为（杠杆效应扩张）招致反作用，2008 年以后房地产领域倒闭企业大量增加。

此次次贷危机意味着市场经济、金融商品膨胀导致经济出现拐点，可以认为金融借助信贷市场的扩张来实现自我增殖，原债权分布在住房领域。如图 1-1 所示，与实体经济相比，金融资产过度膨胀。20 世纪 70 年代以前，经济增长主要依赖于实体经济的增长，之后其增长的支柱转移到金融领域。1980 年实体经济与金融市场的规模相当，时至 1990 年金融市场的规模已达到实体经济的 1.9 倍，2007 年这个比例扩大到 3.6 倍。金融资产膨胀的出发点可以追溯到 20 世纪 70 年代的自由主义，此次针对次贷危机的资产市场的大规模调节也有必要在 20 世纪 70 年代以后的历史框架中进行。

放眼全球，2000 年 IT 泡沫崩溃后，实体领域的生产能力下降，提高金融部门收益能力的商业模式取而代之。然而次贷危机爆发之后，仅靠金融部门已无力角逐，重新认识金融与实体经济的连接点已不可避免。

次贷危机大量损害了金融商品的固有价值，给金融机构造成严重的资

① 布什政权于 2000 年 IT 泡沫崩溃之际，上台，为解决严重的信用紧缩，在国际上实行以“邪恶轴心国”为首的扩张主义路线，在国内则实行“所有权社会”政策，旨在增加住房，虽然其内政外交政策得到了美国保守派的支持，但 2007 年以后，逐渐暴露了各种问题。

② 罗伯特·清崎著作《富爸爸穷爸爸》（*Rich Dad, Poor Dad*，筑摩书房，1997 年）成为世界畅销书。作者从个人经历出发，在书中主张与其为工作殚精竭虑，不如将收入作为本钱，增加能够产生流动资金的资产，以此积累财富。