

债务型经济与超级泡沫时代的未来

赵建

摘要: 本文介绍了不同历史时期影响经济增长的主要因素,从全球化角度解析债务大爆发的原因及过程,从不同角度解析了三大超级泡沫的产生原因,并指出我国要保持足够的警惕。同时,立足国情与世界形势,提出针对我国的政策建议。

关键词: 债务大爆发 ; 全球化 ; 经济增长 ; 资产泡沫
中图分类号: F831 **文献标识码:** A

近年来,“债务”成为非常流行的词语。经济增长正变得更加依赖债务,债务周期成为决定经济周期的非常重要的一个因素;一旦债务停止增长,经济增长将随之停止,经济的整体波动越来越转移到债务周期上。

一、不同历史时期影响经济增长的主要因素

在工业革命之前,决定经济周期的是人口波动。在这一时期,用于生产的要素只有人口和土地,人口是影响经济增长的唯一要素。21世纪以来,债务越来越成为影响经济的主要因素,基本原理为债务的指数级波动和资源或需求线性波动之间的矛盾和背离导致了经济矛盾。工业革命之前,人口波动非常小,经济处于长期停滞。工业革命之后,人口爆发式增长,但经济周期并非依靠人口变动调整。在资本主义时期,企业在生产经营过程中引入经营杠杆,马克思主义经济

学中的“社会化大生产”,就是指通过固定资产的投资来分摊成本,帮助控制风险、创造收益。如果社会化大生产依赖于经营杠杆,则决定经济周期的主要因素为资本投资。

次贷危机之后,债务越来越成为影响经济增长的重要力量。然而,宏观经济学理论仍然没有关注资产负债表的另一面——债务,仅有明斯基关注融资端。在这一时期,债务惊人地增长,类似于人口和资源的背离,同时伴随着信息化的浪潮。债务成为现代经济的基本范式,在信用经济的背景下,债务变得非常重要。此外,债务是“文明病”。具体来看,“日本病”是资产负债表衰退与拉开通缩,“拉美病”是周期性债务危机与大通胀,“欧洲病”是货币集权与财政分权的矛盾,“美国病”是实体收缩与金融膨胀的背离。

二、从全球化角度理解债务大爆发

整个债务大爆发,要从全球化的角度来理解。2000年,中国劳动力市场参与了全球化,中国凭借劳动力优势向全球输出产品,弥补了产能缺口,并且未产生通胀,这是中国劳动力市场参与全球化的伟大作用。但是这个循环出现了非常大的问题。次贷危机之前,这个循环为实体经济的循环,中国世界工厂向美国销售商品,美国向中国销售廉价的石油和农产品,帮助推动中国工业化进程。次贷危机之后,中、美两国同

作者简介: 赵建,西泽研究院院长、济南大学商学院教授。

① 本文根据作者在2021年中国国际金融学会青年论坛的演讲稿整理,由中国银行研究院赵廷辰整理。

时陷入危机大循环，美联储依靠资本市场和资产负债表效应刺激美国的经济，中国人民银行依靠商业银行资产负债表的扩张来扩表，债务大爆发对整个人类经济史的变迁产生了重大影响。上述循环被破坏之后，中美双方均依赖于债务，造成了双失衡的局面，中国既面临着对美国的顺差，同时，中国的钱又借到美国，被美国拿到中国继续投资。这不利于中美关系发展。与此同时，本文认为，债务的爆发可能与生态问题也有关系。由于债务的本质为对于未来的资源透支，导致生态系统无法调整，进而引发温度升高。一方面，数据统计表明，债务大爆发之后，发生传染病的概率逐渐上升；另一方面，温度上升使得社会烦躁情绪升高，社会冲突增多，这也可能是债务扩张的结果。

三、如何理解三大超级泡沫

学习金融经济学和金融资产定价要理解三个理论经济学无法解释的超级泡沫，即美国股市、中国房地产和日本债务。上述泡沫实际上是资产和负债的双循环，可以无限循环下去，即债务扩张形成货币，进而抵押能力增强购买更多资产，形成更大的泡沫，抵押能力进一步增强。近十年以来，美股涨幅达到5~7倍，美股泡沫主要来源于量化宽松，即企业从债务市场获取资金后到资本市场回购，指数上涨，整个国家信用扩张，实际上也是债务的循环。

中国的房地产也是讨论的焦点。许多学者认为，中国房地产是“蓄水池”。事实上，中国房地产市场是“倒水池”。我国200多万亿M₂之中有80万亿是由房地产创造的，因此，房地产是“倒水池”。然而，与此同时，房地产也消耗货币。一线城市的房地产更多地体现了教育、医疗等公共品的价格膨胀，购房目的不是为了居住，而是为了学区，表明恶性的通胀存在于教育、医疗、养老等公共品领域。日本债务是现代货币理论的集大成者，大量资金仅在央行内部循环，没有被用来借债，导致的是惩罚性的利息，同时，也引发关于为什么数字货币最初出现在日本的思考。

居民关注房价上涨的同时，资产泡沫也是非常值得关注的问题，可能产生诸多不良影响。资产泡沫是对未来的透支，如果将投资看作未来消费的话，当前的价格上涨导致未来的消费变得更加昂贵，全球养老

金的资产进入资产荒，养老金缺口需要依靠投资弥补，但是若找不到优质资本收益来弥补劳动力资本折旧，将会产生非常大的问题。此外，近年来，价值投资整体衰落，债务的异常波动逐渐扩大，2020年巴菲特投资收益率为-30%，债务价值投资整体呈现衰落趋势，对金融学、经济学发展产生挑战。

另一个问题是流动性。债务即杠杆，杠杆爆仓会引发极大的波动。本文认为，债务的爆炸到湮灭类似于恒星的爆炸过程。美国政府过度干预金融市场，导致美联储的货币供给缺乏市场因素。此外，我国M₂的发行大多来自贷款，如果不良贷款过多且无法核销，将会引发严重的通胀。本文研究发现，相较于富人，穷人更倾向于储蓄，长期低利率将会加剧贫富分化的现象。

四、三大超级泡沫对我国的警示

本文认为，我国需要警惕“日本病”与房价泡沫。日本房价泡沫导致资产负债表大幅衰退，借债行为转变为还债行为，资产负债表左端破裂。日本的衰退与低出生率也有关联，日本的“宅”文化、单身文化造成较低出生率。此外，还需警惕“欧洲病”。欧债危机起因于各国政府债务由欧洲央行兜底。我国地方政府债务也存在类似问题。地方政府发行债务，并希望中央政府刚兑，这并非理性决策，部分原因为地方官员透支任期内的债务资源和信用资源发行债务，扩大投资和生产，用以提高在任期间政绩。这也是需要引起重视的问题。

在供给侧，我国过早学习美国，金融增加值在2015年远远超过美国。此外，我国上市银行利润超过所有上市公司利润的一半，值得思考和研究。由于负债型经济导致流动性泛滥，大量资金无处可去进而金融化，引发物价全方面上涨，也值得关注。

参考文献：

- [1] 赵建、胡晨曦：贸易摩擦对中美经济及资产价格的影响——历史比较与数据推演[J]. 国际金融, 2018(9): 45-54
- [2] 赵建：警惕居民债务[J]. 新理财(政府理财), 2020(Z1): 78-81
- [3] 赵建：中国的信用与货币——常识、难题与方案[J]. 金融市场研究, 2020(2): 49-56

(责任编辑：冯天真)