

# 中国的资产泡沫会破灭吗?

在当今的世界经济非常不景气的背景下,中国通过实行4兆元的大型经济刺激计划,以扩建基础设施为中心扩大内需等政策,使经济增长率得到快速回升,在全世界可谓一枝独秀。中国经济不仅已成为日本及亚洲其它地区经济复苏的引擎,世界其它地区经济也期待着中国的牵引。在这样的大环境下,中国经济却存在严重问题,比如,房地产和股票市场的严重投机使中国的投资泡沫化,给中国 and 全世界经济带来巨大潜在风险。

中国经济是真的回升,还是一时性的复苏,世界翘首以盼。2009年11月27日星期五晚上,笔者在福冈市(ACROS FUKUOKA)举行的第34届“九州中国贸易研究会”上,作了2小时题为“中国的资产泡沫会破灭吗”的讲座。讲座由九州大学亚洲综合政策中心国吉澄夫教授主持。出席讲座的有九州大学和福冈大学等院校的师生,以及九州地区财经界和政府人士等多人。

笔者1993年来日,就读于大阪大学经济学部,并取得该学部经济学学士学位,毕业后就职于大阪大学研究生院国际公共政策研究科助理教授,两年后转职于福冈大学经济学部副教授。笔者长期致力于泡沫经济形成机制及其破灭后后遗症的研究,比如对中国房地

产泡沫风险和日本泡沫教训的研究等。

当今中国的资产泡沫会破灭吗?围绕这个问题,笔者回顾了世界上曾发生过的巨大经济泡沫及其破灭后的后遗症后,对当今中国的资产泡沫问题提出了一系列独到见解。笔者从市场经济泡沫的定义入手,分析了资产泡沫发生后的硬着陆对策和软着陆对策带来的相关后遗症,并用统计数据验证了中国的股市和房市有泡沫,提出中国目前需要哪些相应的宏观和微观应对策略,最后提出了事前预防泡沫经济所需新的相关制度设想。以下是笔者的演讲内容摘要。

## 泡沫的定义

资产(比如,房产)的价格有两部分组成,第一部分为分红收益(income gain,比如,房租收益,这部分是附加价值,作为国民经济核算的基本内容),此乃基础收益部分,第二部分为资本收益部分(capital gain,这部分不是附加价值,是零和博弈,不能算进国民经济核算而进入GDP),此部分由买卖差价而来,被定义为投机或泡沫部分。只要第二部分大于零,就可认为此资产存在泡沫。当一个市场的买卖行为由第二部分主导时,此市场就存在严重的泡沫。

## 泡沫发生后的对策

当资产泡沫发生后,对

于家庭和企业等微观主体,需要的对策是不继续购买泡沫资产,银行须谨慎发放以泡沫资产为担保的融资。对于政府,则有两种不同的宏观政策应对已经发生的泡沫。第一为硬着陆,即政府收紧银根,像上世纪90年代的日本一样,对银行房产放贷进行总量控制,如此一来泡沫迅速破裂,许多坏债出现,企业,个人和银行的破产激增,社会的实质财富存量由泡沫的生成和破裂进行大规模的再分配,社会财富向部分人(比如,泡沫期的暴利获得者)手中集中,经济长期不景气。第二为软着陆,即通过通货膨胀(消费者物价指数的提升)来缓和资产泡沫,以避免硬着陆时带来的严重后遗症。软着陆政策不仅具备非常难的操作,也同样带来大规模的社会资产存量再分配,社会财富向部分人(比如,银行存款者的财富流向泡沫资产购买者)集中。软着陆如果成功,其好处是可以避免硬着陆时带来的大量坏债和破产问题,以及避免经济的长期低迷,此时政府也应有相应的补救措施,比如,利用通胀时新发货币收益以及资产税收收入等,采取基础教育和医疗和年金等方式补贴银行存款者和贫苦家庭。

## 泡沫发生后的国内和国际后遗症

如果资产泡沫破裂,会

带来国内和国际的两大后遗症。国内后遗症表现为经济长期不景气,因为坏债拥有者需要长期省吃俭用才能还清债务存量,这个还债期间的经济特点是消费需求不足。比如,大阪大学小川一夫教授和笔者,基于日本中央政府的庞大微观家庭数据对日本泡沫前后做了详尽的研究,解明了泡沫破裂引发的债务导致日本长期消费低迷而导致经济不景气,此成果于2007年分别刊登在美国的学术杂志(Journal of Housing Economics)和日文的研究文集中(东京大学林文夫教授主编“金融的功能麻痹”,劲草书房)。国际后遗症有经济和政治两个方面,经济方面表现为对国家的进出口带来影响,政治方面表现为有的政治家倾向于将国内的经济矛盾通过战争等手段转嫁给他国,比如,第二次世界大战爆发和上世纪30年代的资产泡沫破裂后的世界经济危机之间是否有因果关系还有待研究,清楚的是先有经济危机后有世界大战。

## 股市泡沫的检验:以上海股市为例

接着,笔者利用上海股票综合指数等信息(2001~2009),检验出市场中存在大泡沫。比如,2005年时最低指数曾到1020点,2007年时最高时曾到6000点,2008年跌破

2000点,2009年重回3000点,3年间股指涨了近6倍后又跌破三分之一,但是,此期间的上海股市的平均分红收益(income gain)并没有如此剧烈变动,根据前面的泡沫定义,上海股市的价格波动由买卖差价而来的资本收益部分(capital gain)主导,是一个投机性非常高而存在剧烈泡沫的市场。但是,即使股市泡沫破裂,其危害远小于房产泡沫,因为股市泡沫破裂带来的连锁破产不如房产破裂带来的高,股市投机者也很难从银行借钱炒股。

房市泡沫的检验:以北京为例

之后,笔者利用“2008中国固定资产投资年鉴”的数据,以北京为例来测算北京市的房产泡沫程度。北京2007年的人均产值为5.60万元,新卖房屋平均价格为每平方米1.07万元,如果购买建筑面积约为100平方米(由于日中的算法差异,在日本相当于约80平方米)房屋,需要约19.04年的全部收入,远远高于无泡沫时的世界许多地区的经验数据(约5-8年)。更重要的是,北京市2007年的房屋空置比率(=空置面积/卖出面积=1,136万平方米/2,177万平方米,笔者的定义为52.20%,极其高。这里新卖出的房屋中,有些可能也是空置的。如果房屋



福冈大学经济学部副教授万军民

空置率高(极端情况下全部空置,即房租收益为零, income gain=0),而房屋价格又出奇地高,说明北京房产价格由房屋买卖差价而来的资本收益部分(capital gain)主导,是一个高投机性而存在巨大泡沫的市场。而且,这个市场的资金主要源自银行贷款。银行以房屋为抵押贷款给买房者,还提供第二套以外的放贷。购房者贷款购买第二套以外的房产,更是典型的投机行为,对购房者和银行都带来高风险(笔者建议尽快废除二套房以上放贷政策,泡沫破裂后的日本至今还在废除这个政策)。一旦泡沫破裂,中国版的日本房产泡沫破裂后遗症(现在的美国房产泡沫破裂本质也相同)将在中国重演,后果不堪设想。所以,笔者判断中国大城市房产存在巨大泡沫,政府需要谨慎应对,避免硬着陆而引导经济软着陆。



# 中国的资产泡沫会破灭吗？

## 事前预防泡沫的机制：**按需原则**

此后，围绕如何设计一种新的机制来保证事前预防泡沫发生，笔者根据他自己的最新研究成果提出了他的几个独到见解。第一种机制是为微观主体设计的，在资产的买卖中引入**按需原则**，也即禁止投机，过去的中国以及上世纪 80 年代以前的日本一直沿用此原则，日本在上世纪 80 年代接受“金融自由化”后抛弃**按需原则**。**按需原则**和投机的对立，可以说是东西方文明对如何理解市场经济的基本对立点，因此如果**按需原则**得到

重新确立，可以说此乃东方文明中的一个重要支点得到重新评价或复权。具体操作**按需原则**时，比如，可以导入反投机税，对资本收益部分 (capital gain) 征收 100% 的税 (笔者发现，如果税率不无限接近 100%，市场上还会有泡沫出现。这是一种全新的设想，文献中还不存在)，之后市场交易中投机泡沫将消失，可以事前预防和事后识别投机 (泡沫) 和实际需要的交易。在用地等房产担保时，宜采用**簿价原则**，原则上禁止时价会计。

## 事前预防泡沫的机

## 制：**非纸币原则**

第二个机制是为央行和政府设计的，即在发行新货币时，应逐渐放弃法定纸币 (Fiat Money) 而过度到由商品指数或资源指数等支撑的货币发行体系，中国古代长期使用的金属货币体系是个例子。其原因如下。比如，如果央行发行了 90 元纸币，经过银行的信用增幅后 (假定准备金率为 10%) 的货币存量为 1000 元 (=90/(1-10%))，这 1000 元全部流入土地市场 (假定国家所有的土地为 1 平方米)，这个土地市场的最高价可炒到 1 平方米 1000 元，之后不再涨

价而土地价格泡沫破裂，由此可见土地价格泡沫同央行的货币发行量也有密切关系。央行发行纸币时不受实际约束，也是资产泡沫的元凶之一。

## 事前预防泡沫的机制：“**社会主义市场经济**”制度原则

第三个机制是为微观和宏观两个主体设计的，即商业银行应该由现在的有限责任制逐步向无限责任制转型，或向代表社会主义制度核心支柱之一的公有制银行转型 (很幸运的是，当今的中国政府控制了 4 大商业银行的 50% 以上的股份)，其理由如下。按照现在商业银行的国际准则，银行的资本率为 8%，92% 的银行

负债来自老百姓的储蓄，银行股东和经营者很容易合伙将这 92% 的储蓄去投机购买泡沫资产等，制造 8% 以上的“利润”并将其分红掉，之后股东收回来 8% 的实际投资后继续做更大的投机而制造更大的泡沫 (道德风险)。而泡沫破裂后，银行倒产，银行股东和经营者不可能有能力偿还原先 92% 的储蓄 (也即所有国家财富存量)，因此，有限责任制商业银行是个悖论，需要公有制银行，或无限责任制银行 (小银行可以参照中国历史上存在几千年的钱庄制度)。笔者最后提出，管理国家资产存量和融资功能的银行制度须有社会主义性质的公有制或无限责任制 (任何个人都无法本质上承担无

限责任制，也只有代表国民利益的政府才能承担)，流量的商品和服务市场需要立足于优胜劣汰的竞争原理的市场制度，名为“社会主义市场经济”制度。

当然，如何保证政府时刻代表国民利益也是个重大课题。

最后，作为中国人也作为一名经济学研究教育者，笔者衷心祈愿中国经济在将来也像刚走过的 30 年一样安定成长，更坚信未来的中国一定能像过去几千年中的表现一样用自己独特的智慧去解决各种自己的同时也是全人类的课题，实现中国人长期特别是鸦片战争以来矢志不渝追求的繁荣富强。

接6版一全文完