

# 郝一生： 日本泡沫启示录

如何看待当前中国面临的抑制资产泡沫，严防企业资金脱实向虚的去杠杆过程？这需要我们反思日本失去的二十年。

文 | 本刊访谈主笔 马力

“一根‘人间国宝’作的竹牙签，可以卖到1万美元（约合1989年的8.6万人民币）；一个普通公司的老板，从挎包里抖出1000万日元（约80万人民币）小费，拍在夜总会小姐的茶几上，然后扬长而去，已经算不得什么新闻。”

“泡沫时期，办公楼的一个管灯坏了，整栋楼的灯管都会一起更换，现在为了减少成本和节电，两个灯管的照明会关掉其中一个；以前频繁更新家具的时代，换下来的旧家具、沙发堆积如山，每天都要砸成废木块去做燃料，而如今家具店纷纷把一半店面改为生活超市或‘百元店’，有的甚至不得不申请倒闭或彻底改行。”

窗外，华灯初上，京城繁华如散绮，三环上车水马龙，川流不息。此刻，郝一生坐在对面的茶桌前，表情严肃，向笔者回忆起日本那个疯狂泡沫年代的日出日落。

也许，把访谈的地点约在露雨轩茶楼“忏悔间”是一个巧合。与郝一生教授的对话，始终围绕在“反思、泡沫、杠杆、危机”这几个关键词上。

“既然历史是一面镜子，那么这面镜子上五颜六色的贴膜不被揭去，我们就很难引以为鉴。如何看待当前中国面临的抑制资产泡沫，严防企业资金脱实向虚的去杠杆过程？这需要我们反思

日本失去的二十年。”

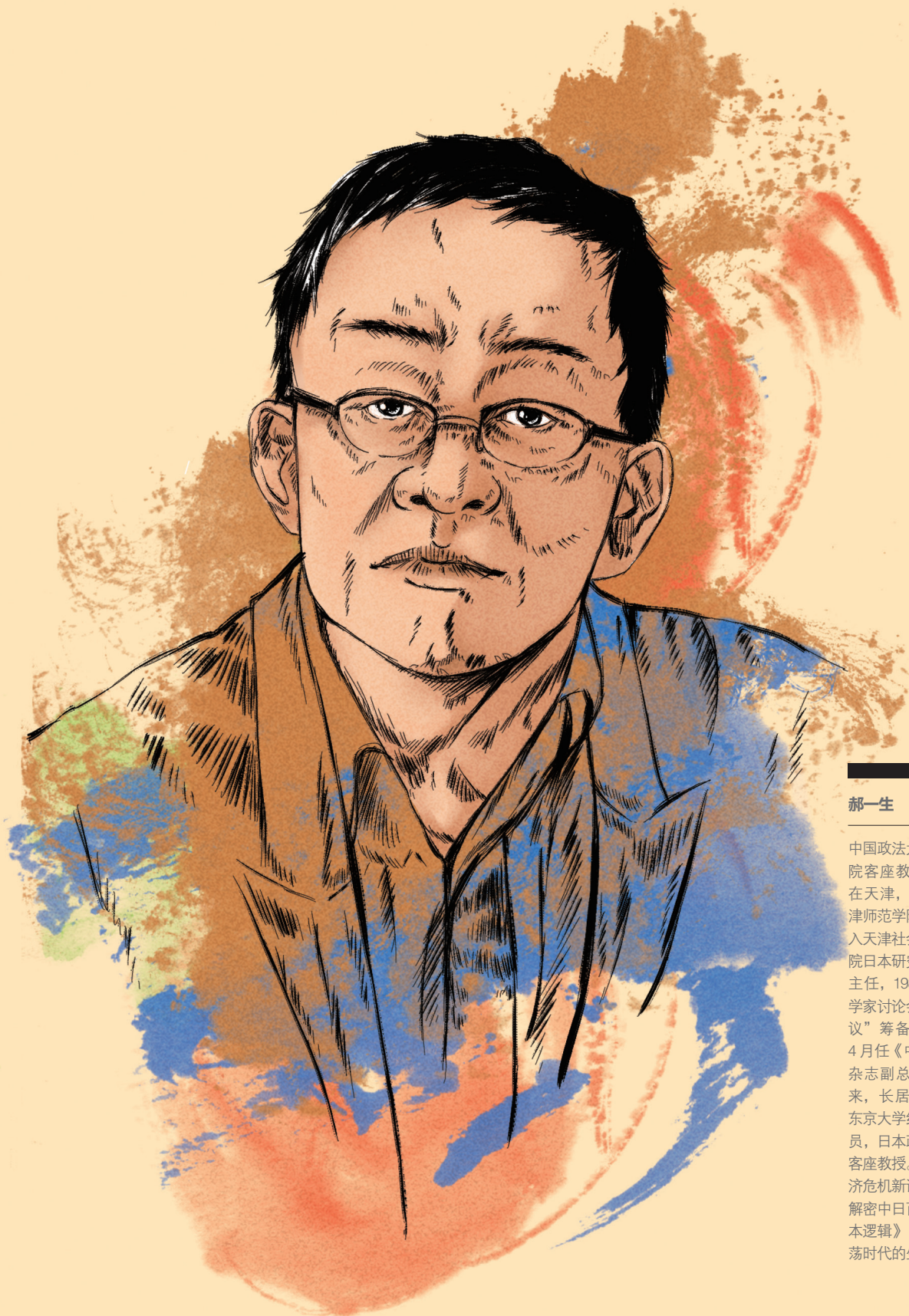
郝一生作为日本经济研究学者，1989年起，长居日本，亲身经历了日本泡沫从升腾到破灭的全过程。近年，他撰写的《经济危机论》《日出日落》《泡沫》三部曲，深刻剖析了泡沫形成、破裂的原因以及与经济危机的关系。他山之石，可以攻玉，他愿意与我们一起重新认识日本泡沫以为启示。

## 泡沫生成

虽然所有人都在议论“泡沫”，但迄今为止还没几个能说清：到底什么是泡沫、泡沫有多大、泡沫能否根治、如何预防？泡沫与经济危机和经济周期是什么关系？前美联储主席格林斯潘曾说：“泡沫？没有崩溃之前就不是泡沫。”

在郝一生眼里，泡沫就像一个装满金币的钱袋子，直到金币把这个袋子撑破定会有一个过程。那么，1990年前的日本，是否觉察到泡沫呢？

日本二战后的高速增长，是资本高速积累的缩影。1990年日本的总投资为140.1万亿日元，比1960年的5.3万亿日元增长了26.4倍。“那时的日本，真的如朝阳升起，看不到任何日落的迹象。如果有人当时告诉你，从1990年开始，

**郝一生**

中国政法大学资本金融研究院客座教授，1953年出生在天津，1980年毕业于天津师范学院政史系，同年考入天津社会科学院，曾任该院日本研究所经济研究室副主任，1984年中青年经济学家讨论会——“莫干山会议”筹备组成员，1985年4月任《中青年经济论坛》杂志副总编辑。1989年以来，长居日本，曾任日本东京大学经济学部客座研究员，日本政法大学经济学部客座教授。主要著作有：《经济危机新论》《日出日落：解密中日百年较量背后的资本逻辑》《泡沫：金融大动荡时代的生存之路》等。

插画 | 网中鱼

1989年的日本泡沫就像一个嗜饮如命的酒徒，手里只要有了钱就要狂饮一次，直到挥霍光手里所有的积蓄。

日本经济将踏步不前，别人会说你脑子有问题。”郝一生笑道。

郝一生回忆起他亲历日本资产泡沫的疯狂，唏嘘不已。“似乎1929年美国股市大崩盘前，计量经济学家费雪关于股市将进入永恒的上涨期的鼓噪，在1989年的日本依然可信。看着账户上存款不断增加的日本人，在资本的鼓噪下开始骚动，汗珠砸脚面的艰苦创业不再时髦，炒股和房地产倒手后的一夜暴富，迎来更多人羡慕的目光。”

这些闲钱，从实体经济投资中游离出来，汇集成“投机资本（热钱）”。在资产保值和追求更高利润的原始冲动驱使下，迅速向各种可能更快盈利的投机方向——房地产、固定资产、古董、字画、文物、珠宝等领域涌动。

东京银座从来就是日本的“地王”，1989年每平方米地价攀升到35万美元（约合300万人民币）。日元对美元汇率从360日元/美元，飚升到了4倍以上的78日元/美元后，日本人开始飘飘然地觉得自己突然成了财主。不仅国内大都市圈的房地产，就连美国纽约的第五大道，也成了日本大房地产商投机的目标。

日本在美国和欧洲的“投机”，让世界目瞪口呆。三菱地产斥资8.5亿美元买下洛克菲勒中心51%的股权，标志着对美利坚地标的占有；索尼公司用34亿美元买下“美国的灵魂”好莱坞哥伦比亚电影公司、三星电影公司和汉堡的四季酒店；松下公司用60亿美元收购了美国环球影业公司；日本Shuwa株式会社高价购入洛杉矶花旗广场和梵高的名画《向日葵》。日本用“投资”的形式，控制了美国银行业资产的14%、拥有纽约股票交易日交易量的25%。1987年日本的2.7万亿美元股市市值占去世界的36%，超过美国成为世界第一。

多数日本人都相信眼前的景气和繁荣会长久地持续下去。在世界各地疯狂购买名牌商品的日

本人流，丝毫不比今天国人的名牌购物团逊色。世界各大媒体都在鼓吹“日本模式”“JAPAN.com”“东方神话”，美国《时代周刊》封面登出的漫画：一架日本飞机正在向美国丢下一辆辆汽车和各式家电，标题是“虎、虎、虎”。

身处泡沫中的郝一生，此时在日本东京大学经济学部做客座研究员，一方面他震撼于日本的超级繁荣；另一方面，好奇于是什么因素导致中日两国的差距如此之大？他决心深入研究下去。近水楼台，他多次请教了东京大学的名誉教授猪口孝、东京工业大学的桥爪大三郎教授以及天津社科院日本研究所的同事们，收集大量历史和经济数据之后，有了惊喜的发现。

第一个发现是，经济泡沫是在每一个日本人的手中膨胀起来的。当时日本的一砖一瓦、一针一线，都是1868年以来120年日本人含辛茹苦的积淀。郝一生认为，日本的崛起源自“应激突变”，如同人体在受到病菌攻击后白血球突然大量增加的反应。日本在1852年开港以后，社会发生了剧烈动荡。外强威胁下的日本幕府，几乎成了惊弓之鸟，物美价廉的进口印度棉花，可以说毁灭了日本的棉花种植业；英国洋布也将日本固有棉纺织业逼入绝境。郝一生收集了大量数据研究得出结论：日本开港后的应激压强，8年中整整增大了47倍，但这种巨大的压力也成就了明治维新创造的工业化奇迹。

在1868~1905年日本工业化近40年的过程中，3500万民众夜以继日地拼命工作、勒紧裤带储蓄，将创造出的财富不断集聚、组合、优化。这很像踏上新大陆后的那些欧洲移民，以及1979年拔地而起的8亿中国贫苦大众。

第二个发现是，日本崛起的主要因素是重压下的“投资”。早在战前，日本固定资本投资与GDP的比率，就和储蓄率基本同步。1868~1885年资本形成率约为4%、储蓄率为4%；1932~1941年资本形成率为14.0%、储蓄率为18.5%。几乎

**右上图** 郝一生在露雨轩茶楼与《英大金融》记者交流著作《日出日落》，探究日本崛起和泡沫背后的逻辑，以及对中国去杠杆、抑制泡沫的借鉴。



储蓄起来的每一分钱，都被用作了投资。此外，日本政府还要再从财政支出中，拿出相当于国债总额3倍的钱，全部用于投资。

此后，日本又将政府投资办起的国营企业转手给民间企业，于是民间资本和企业争先恐后、如鱼贯入，这也奠定了近代日本财阀如三井、三菱、大仓、浅野、古河、川崎等的根基。

第三个发现是，日本的经济泡沫已经膨胀到“前无古人”了。郝一生用“泡沫承受压力”（人均泡沫存量/人均GDP），来分析泡沫膨胀的程度。日本1989年的人均经济泡沫存量为1541万日元/人（11.4万美元/人），是当时日本人均GDP（24505美元）的4.6倍；而美国1929年大泡沫崩裂前，这个数值仅为2.1倍。

从“泡沫承受压力”指标不难看出，1989年的日本泡沫就像一个嗜饮如命的酒徒，手里只要有了钱就要狂饮一次，直到挥霍光手里所有的积蓄。日本在陶醉，泡沫在疯狂。

## 泡沫破裂

让郝一生不能忘记的是，日本泡沫破裂得如

此突然和迅猛。1989年，日本股市像往年一样，年末的鲤鱼跳龙门，把股市价格在12月29日推上38957点的巅峰之后，从1990年一开盘就开始冲入熊市。

股市大跌，一发而不可收。大多数人的“看跌预期”一直将股价砸到8年后的1998年，只有峰值的1/4才见底。成交额迅速下降，跌破维系整个金融证券机构最低运转成本的手续费下限：日交易额10亿日元。“久赌无赢家”，就连日本排名第一的野村证券公司，不久也开始陷入赤字和亏损。大量投机资金从证券市场撤守，“国际热钱”开始逃离日本金融市场，房地产价格随后闻风下跌。

股价一泻千里，开始让金融机构陷入绝境，以至于“三井银行”这样的百年老店、日本最有历史和实力的银行界翘楚也不得不被“重组（破产）”。接下来的坏消息更让人震撼，原本有政府背景的北海道拓殖银行、三和银行、东京银行等接连面临同样遭遇，日本金融界集体陷入震荡。

泡沫崩溃后，日本经历了一个长达近15年（1991~2005年）的泡沫缓慢萎缩期。此间资产



泡沫整体大约萎缩了 1528.1 万亿日元（约 13.9 万亿美元）。日本证券市场市值从 1989 年末顶峰的 485 万亿日元一路下跌，直到 1998 年才降到谷底的 277 万亿日元，距峰值萎缩了 57%。

郝一生深刻感受到了戳破泡沫的滋味：他附近的高尔夫球场因没钱装修依然保持着 1990 年时代的模样。为了维持生存，球场不得不允许非会员也可以随时来会员制球场打球，让老会员们怨声载道。而今天，年轻人光顾球场的寥寥无几，在日本球场打球的依然是泡沫时代的那些老客人，球场经理人坐在前台，看着球场和客人一起变老。

身边奢侈品的销量迅速降温，中上等的餐饮店随着生意的黯淡而一家接一家地关门，相反“吉野家”“好家”“回转寿司”等廉价快餐店开始蹿火，中午套餐和盒饭的价格甚至跌到原来的一半。

超级繁华的日本和失去二十年的日本，强

烈的对比，让郝一生深刻反思。基于从事经济研究三十余年的底子，郝一生更侧重于对数据的分析和宏观背景的参考，也更具科学性和现实性。在研究泡沫如何计算的问题上，开始入不得门、寻不得路。在整理参考书籍《宏观经济学：经济增长、波动和政策》一书，读到涉及索罗模型“资本存量的变化等于净投资”的段落时，他幡然醒悟：资产增量大于净投资的部分是不是泡沫呢？

于是，他用了 6 年的时间，整理了美国、日本和中国的数 据，结果显示与实际泡沫的膨胀和萎缩过程完全相符，资产泡沫的计算公式由此诞生。“泡沫存量这张窗户纸一经捅破，整个经济学的一扇未知领域的大门，就被一下子打开了。泡沫与投资、泡沫与危机、泡沫与周期，这些难题似乎都迎刃而解。”

郝一生发现，泡沫与危机也有一个公式：泡沫的破裂 = (泡沫的质量 x 泡沫的速度) > 心理边际。比如，日本 1985 年以后的资产泡沫迎来第二次高潮，来势更为猛烈。1985~1989 年日本资产泡沫的增量为 1200 亿日元，是 20 世纪 70 年代末期第一次资产泡沫增量的 4 倍。1990 年比 1980 年上升了 525%，同期日本全国土地的平均价格上涨了 1 倍以上。泡沫膨胀很大，上涨速度过快导致崩盘。

“这如同中国股市在 2015 年仅仅用半年时间就翻番达到 5178 点，并且加杠杆后成交量达到 2 万亿 / 天，这样的泡沫动能一定在破裂后，使得千股跌停，很快就会跌回原点。中国的楼市也是同理，因为加杠杆，又涨幅过快，政府如果不出台严厉的调控措施，会重蹈日本的覆辙。”郝一生同时也在思考中国的泡沫问题和应对法则。

## 以史为鉴

“要以史为鉴。现今的中国是不是有曾经日

本的影子呢？比如，早在10年前市场人士已开始预言中国楼市泡沫将会破灭，但时至今日内地楼价仍在上涨，泡沫并未爆破。到底世上有没有只涨不跌的市场，有没有永吹不破的泡沫？日本在1990年代楼市崩溃后经历漫长衰退期，中国又会否重演这些经历？”

郝一生曾与王岐山、周小川、周其仁、张维迎等人筹办并参加1984年的“莫干山会议”，为中国改革献计献策；办过很有影响力的经济学学术期刊《中青年经济论坛》。1989年去日本前，他曾在天津社科院日本所，研究了8年的日本经济。

这些经历，让他意识到：“不但要研究泡沫形成的过程、破裂的原因，还要研究政府和社会如何应对泡沫危机甚至如何防微杜渐。对于泡沫的无知，使得整个社会不能做出理智的判断和抉择，因此也就每每被泡沫欺凌得束手无策。”

郝一生像一个虔诚的苦行僧，钻进浩瀚的历史和数据中找寻答案。经济危机与泡沫是什么关系？经济危机为什么会爆发？有没有办法根治？泡沫如何度量？2015年，他完成了《泡沫——金融大动荡时代的生存之路》一书，这些问题逐渐变得清晰起来。

危机和周期是什么关系？郝一生分析，经济危机的本质，既不是由于马克思所说的“生产过剩”，也不是凯恩斯主张的“有效需求不足”，而是始于“恐缩”（社会恐慌后突发性的需求萎缩）。经济危机的形成机制是：金融投机市场（如股票或金融衍生品）价格大跌→金融危机→社会恐慌→消费需求突发性萎缩→库存增加→生产减少→企业亏损→失业增加→有效需求进一步下降→生产和库存调整→恐慌缓解→需求和市场恢复。

按照这个逻辑，郝一生判断：虽然当时日本陷入金融危机，却没有跌入经济危机，并没有酿成美国1929年大萧条和2008年全球金融风暴

那样的经济大萧条。日本失去二十年的主因不是经济泡沫崩溃对国民经济的直接打击和震荡，而是日本政府莫名其妙的“刺激内需”和“赤字消费”等背道而驰的宏观经济政策，导致了日本国内投资的日益萎缩。此后资本外流和金融衍生品等金融投机最终导致日本国内净投资的不断下滑所致。

“1929大萧条时，美国罗斯福总统头脑就十分清醒，在别人写信建议他通过大规模扩张货币量来对抗大萧条时，罗斯福在该信的页边上批注到：“这也未免太简单了吧？”

“货币主义不可能拯救经济危机和经济萧条，否则今天欧洲就不会有什么债务危机；1948年因金圆券倒台的国民政府，也早就没什么烦恼了。”郝一生若有所思。

“日本国内投资的下降决定了失去的20年，回过头来说今天的中国，已经出现了非常不妙的迹象。在最高点的时候，中国宏观的投资回报率是18%。这意味着5年收回投资，但是到2014年，投资回报率降到1.7%，这要50年才能收回投资。”在郝一生看来，人口红利的消失，货币超发的通货膨胀预期，人民币外流的压力，货币的脱实向虚这些信号，引起了中国政府的警惕。金融去杠杆，牢牢守住风险底线，说明政府已经把防控金融风险放到更加重要的位置。

“泡沫均衡，就是金融泡沫和资产泡沫，在多大的速度下，在什么总量下会崩溃，如果能找到这样一个公式，通过数据的计算，我们可以预警社会。”郝一生吐露出研究泡沫的初衷。

泡沫！300年前，牛顿因为南海泡沫而赔本离场，他慨叹说：“我能计算出天体的运转轨道，但却无法计算出股市的运行趋势。”25年前，投资大师索罗斯看透了英国的泡沫，放空100亿以上的英镑，一个月内进账十几亿美元而声名大噪；今天，郝一生在研究泡沫，期望找到它的均衡点，并为预警社会而努力。☐

经济危机的本质，既不是由于马克思所说的“生产过剩”，也不是凯恩斯主张的“有效需求不足”，而是始于“恐缩”（社会恐慌后突发性的需求萎缩）。

**左上图** 日本东京墨田区的这座“麒麟啤酒”泡沫大厦，是日本麒麟啤酒公司在1987年前后日本经济泡沫最鼎盛时期盖起来的，内设展厅和餐厅，在里面可以品尝麒麟公司的啤酒。大厦很奢华，但是不实用。