

关于中国资本主义经济危机

——房地产经济泡沫的分析

作者：东方红&太阳升

- 备注：1.本文属于政经西经混合分析，如有疑问或想法欢迎探讨
2.对于 1921.7.1 至 1976.9.9 的共产党称为中国第一共产党，简称一共。
3.对于 1976.9.10 至今的共产党称为中国第二共产党，简称二共
4.在西方经济学中通常把社会的购买主力用居民称呼，笔者沿用了这一习惯。
读者如需要可在阅读时自行在心中将居民二字念为工农或无产阶级。
5.本文所使用数据均为相关机构公开数据，读者可自行查验。

一、模型

首先，我们要理解三个模型。

第一个是资本主义一般内生性矛盾。为了让还不了解这个矛盾的同志继续阅读，这里简单介绍一下。就是生产的社会化与生产资料的私人占有之间的矛盾。因为生产资料私人占有、少数人占有，而多数人尽管参与社会化大生产，但他的收入却是低下的。因此，他的收入上不去，就一定导致社会化大生产的产品缺乏有支付能力的购买力。此外还涉及到剩余价值剥削，生产无政府化的竞争，生产力发展导致利润率降低导致货币囤积投资降低等等问题加剧这一现象。因此，资本主义一定会造成生产相对过剩。¹

第二个是债务模型。不知道读者有没有分期付款买过东西？比如用银行贷款，信用卡，花呗借呗等去买手机电脑或者一些你目前根本买不起的东西。这样你的消费必然会超过你的收入，借款时你看起来是向贷款人借钱，实际上是向未来的自己借钱，因为在未来的某些时候你必须降低消费水平以偿还债务，试想一下你工资降低了，但是又要还别人的贷款，那你只能节衣缩食了，你的支出又是另外一个人的收入，那另外一个人的收入也会降低。通过这个关系整个社会都在降低支出，也就降低收入。这种先借款消费，后紧缩开支的方式就是债务周期。

¹ 此为经典的生产相对过剩模型，如果是零基础读者感到文字描述过于抽象无法理解可看文末具体解释。

第三个是信贷模型。屏幕前的读者可以先思考一个问题，是先有存款还是先有贷款？这问题有点像鸡生蛋还是蛋生鸡。答案是先有贷款。为什么呢？举个例子：A 银行没有什么钱，B 公司向 A 银行贷款了一个亿，并说明自己用这一个亿去干什么。A 银行大笔一挥盖了章，B 此时要在 A 的银行开立一个公司账户然后放款，这时候银行的资产负债表变成了，资产方变成了一笔贷款，负债方变成了一笔存款。这就凭空多出了一个亿。你不需要存款，你只需要有人来贷款，就能产生存款。这就是信贷创造货币。是不是很反常识？

可能有的读者不好理解这个模型，那下面用古典教学模型来进行一个简化。

举个例子。A 有 100 元钱，A 把这 100 元存进银行，银行会将这 100 元贷款出去。假设银行把这 100 元贷款给了 B，然后 B 去 C 的店里吃了一餐饭并向 C 支付了 100 元，C 又将这 100 元存进银行。此时你会发现一件很奇怪的事情。即银行只有 100 元现金，但是账户上却有 A 和 C 一起一共 200 的账款。这个就是信贷派生货币，通过银行不断的借钱和存钱来实现经济扩张。可以试想一下如果这个模型循环叠加持续下去，派生货币是不是越来越多。这个就是为什么银行怕挤兑的原因，如果 A 和 C 同时要求取出自己的 100 元，银行却只有 100 元的现金但却必须要支付 200 元的存款取出。此时银行就会面临无法支付而被迫停止营业。²

二、起源

现在我们来把这三个模型结合到一起并代入中国的经济进行分析。

首先中国自改革开放以来就确立了官僚垄断资本主义的经济体制，因此模型一的矛盾必然会在中国发生：

到 1995 年，我国 82% 的产品生产能力利用率低于 75%，半数产品的生产能力利用率在 60% 以下。在 94 种主要工业产品中，产品生产能力利用率在 80% 以上的有 33 种，主要是能源产品、部分化工产品，生产能力闲置一半以上的有 35 种，主要是轻工家电产品、机械产品、轻工产品、纺织产品。³

1978 到 2008 年之间的生产相对过剩矛盾使得社会危机重重，尤其是 97 年

² 此模型为省略中央银行的古典存款产生贷款模型，一般用于教学，虽于现在主流观点不同但便于理解。

³ 中华人民共和国国家统计局第三次全国工业普查办公室：《第三次全国工业普查主要数据公报》。赵岷山：《我国某些工业产品生产能力相对过剩原因分析》，文载《经济管理》，1997 年第 4 期。

开始的由索罗斯狙击东南亚导致的东亚金融风暴直接将矛盾严重激化。当时林毅夫直接写信给二共中央，建议借鉴罗斯福新政缓解矛盾。由于当时朱镕基是国务院副总理兼央行行长，所以又被称为朱镕基新政。主要政策即为“三驾马车”（投资，消费，出口），将生产过剩的问题缓解并把危机往后延续。（顺带一提，“三驾马车”分别对应政治经济学里商品价值 $w=c+v+m$ 三项，所以不用好奇为什么是“三”这个数字。）

具体操作为：

C（投资项）：举国债投资基建（本国商品剩余就政府发债拿这些剩余物资来雇佣人进行投资性生产，比如投资兴建工厂则需要消耗钢筋水泥等等）⁴

V（消费项）：开放房地产市场，将住房商品化（使居民将存款用于买房）⁵

M（出口项）：扩大出口（本国百姓没钱消费，出口给外国百姓消费）⁶

但是 2008 年华尔街金融海啸直接掐死了中国的出口环境，在出口大幅度恶化的情况下，投资项还出现了后劲不足，因为投资的可持续性则依赖技术的提升，也就是依赖新科技诞生带来的新投资市场和新消费市场。可能有的读者并不理解这个，举个例子：

试想一下你现在是宏观决策人，你已经在北京和上海之间修了一条高速公路了，而且这条路已经满足了两边的流通需求，你还会再修一条吗？就算你修了一条，那又怎么样呢。第一条高速公路已经满足了流通需求，你修的多了但是没有车上这条高速进行行驶那岂不是连运营都需要倒贴钱才能维持。

所以只有技术突破，如高铁技术突破了，你才会再修建一条高铁。这时候高铁就会抢走原有的高速路的部分运输需求，因而就有客流/货流量。

再举一个例子，美国在二十世纪二十年代初，电气化改革和内燃机的广泛应用使得经济进入黄金期，其实最有代表性的就是收音机和福特汽车。但是人们对某个产品的需求总会下降。就像大部分家庭已经有了一辆汽车，那么汽车后续的需求就会小很多。可能会有有的家庭需要十几辆车来组成一个车队，或者是买 12

⁴ 98 年后的扩张性财政政策记录。

⁵ 《房贷试点的政策》，1994 年 8 月 4 日。《个人住房贷款管理办法》，1998 年。

⁶ 国务院关于民营企业自营出口的相关政策。

个收音机来组成 12 声道的听觉盛宴。但那毕竟是少数。

因此在技术没有重大突破而出口又死亡的情况下，资本主义内生性矛盾不可避免的出现在了中国。具体表现出来的就是生产相对过剩，企业产品堆积无法出售，工人被裁员或即将被裁员并面临长久失业风险。

三、应对

在出口和投资均死亡的情况下，二共采取了扩大消费项的手段来应对生产相对过剩。我们来看 2008 年 10 月 22 日的货币政策⁷：

中国人民银行决定自 2008 年 10 月 27 日起，扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度，调整最低首付款比例。将商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的 0.7 倍。最低首付款比例调整为 20%。个人住房公积金贷款利率下调 0.27 个百分点。

这条政策什么意思呢？

第一点就是降低利息，也就降低了你贷款成本，鼓励你贷款。为什么要贷款消费呢？因为居民原有的购买力本就不足，想要扩大消费只能让居民借钱来进行消费。也就是本文开篇提出的债务模型，让你借钱去买一些你现在根本买不起的东西。我想读者已经知道“买不起的东西”是什么了。

第二点则是降低最低首付价格，即让居民现有存款可以付得起首付。

所以二共缓解生产相对过剩的具体做法就是鼓励居民借钱消费，由于政策的干预还可以将生产能力投进房地产中（当某行业出现突然扩大的需求时由供需关系可知该行业商品价格会提高，使得其利润超出社会平均利润，从而促使资金涌入该行业）。如果你说因为工资低没有钱买房子，那不要紧，你可以向银行贷款买房嘛，首付降低了最低为 20%，你总付得起吧，银行贷款这不是也给了优惠政策降息了嘛。由于二共将房子与户口挂钩，而户口又与教育，医保社保等挂钩，因此二共将房子变成了居民生活刚需，即中国的百姓一定会为了正常的生活而买房。同时这项措施还鼓励了农村居民进城买房，成为城市居民。

⁷ 《人民银行发布 2008 年中国货币政策大事记》，中国政府网

那除了鼓励居民贷款买房消费，还需要保证居民拥有足够的信心还钱并促使企业将自身生产能力转向房地产。这就是为什么自 08 年 9 月 15 日第一次降息降准开始，到 08 年结束短短 3 个月不到，连续 10 次放宽货币政策（还不包括其他政策，只挑选了利率部分）。我这里挑选其中具体代表性的降息降准：

金融机构 1 年期存款利率由 4.14% 多次下调最终为 2.52%

金融机构 1 年期贷款利率由 7.47% 多次下调最终为 5.58%

5 年期以下个人住房公积金贷款利率由 4.77 多次下调最终为 3.51%

5 年期以上个人住房公积金贷款利率由 5.22 多次下调最终为 4.05%

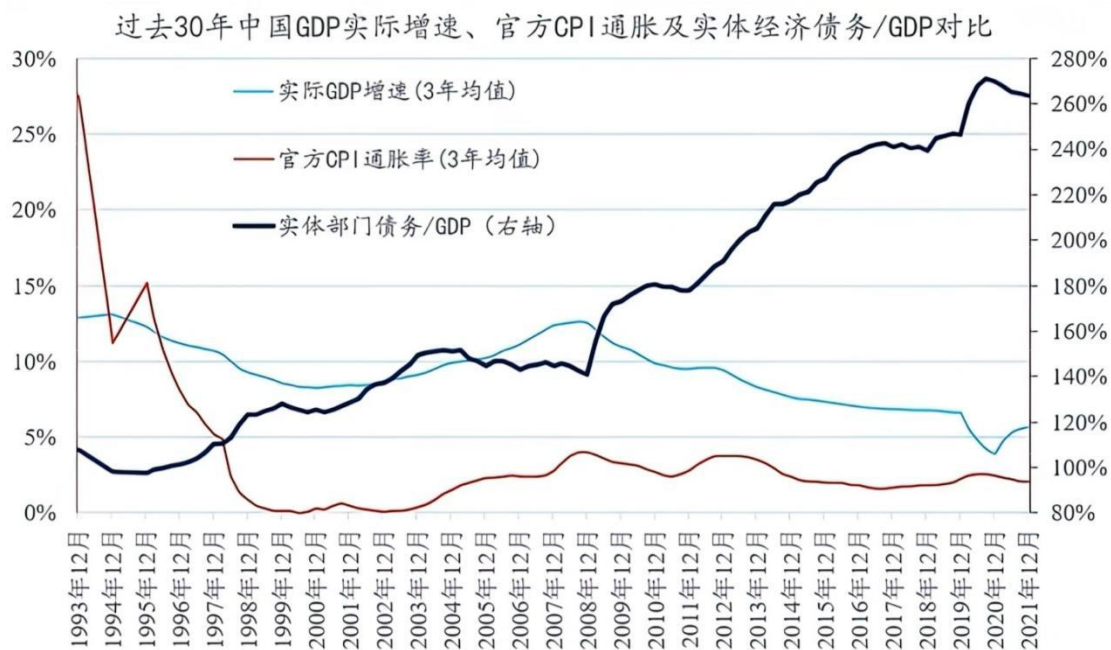
央行对金融机构法定准备金存款利率由 1.89% 多次下调最终为 1.12%

央行对金融机构超额准备金存款利率由 0.99% 多次下调最终为 0.22%

再贴现利率由 4.32% 多次下调最终为 1.80%

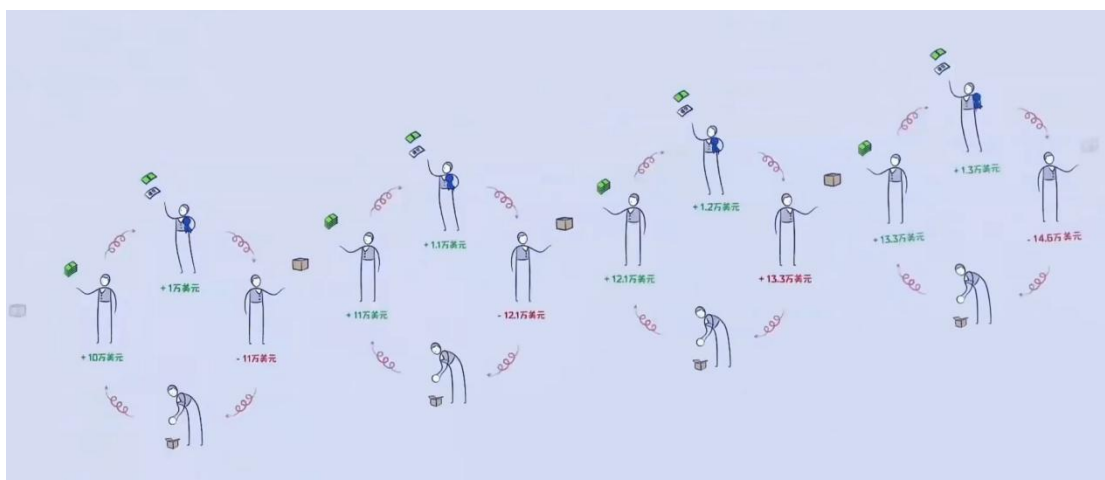
非财经专业的读者可能不是很能读懂部分上述政策也不懂得这些政策的相关力度和政策发行的间隔之短。其实意思很简单就是降低你还钱的利息钱从而降低你的贷款压力。而我把这些降息与 2022 年的降息对比一下读者就明白了。22 年一共只进行了 3 次降息，分别是 1 月 20 日，5 月 20 日，8 月 22 日。1 年期 LPR 仅仅降低了 15 个点，由 3.8% 调整为 3.65%，5 年期 LPR 也仅仅降低 35 个点，由 4.65% 降低为 4.3%。虽然这三次降息也释放了很多资金，可是和 08 年的宽松相比无论是在力度还是在时间上显然都是小巫见大巫了。

在如此宽松的贷款条件下，高额的利润促使企业开始疯狂向金融机构借钱融资并用于建造房子。企业融资扩大产生就会招收土木，机械，钢筋，家电，木材等相关专业的一批工人，房地产行业兴起，生产相对过剩被缓解，经济上行，这批工人就有了稳定的收入来源，上述两个目的则都达到了。



(如图，实体部门债务/GDP 比值自 08 年之后一路高涨)

一个人的支出是另外一个人的收入，买房子的支出是木材、家电、水泥、钢筋、混凝土等等行业的收入，这些收入最终会转换为房企资本家的高额利润和土木行业工人的工资收入。这些相关行业扩大产能增加了工人，他们则又会进行其他生活支出，变为其他行业的收入。这个过程反复循环下去，所有行业的生产相对过剩都被消化了，居民也同时拥有了稳定的收入。于是在债务模型的加持下，中国的经济通过百姓贷款买房而保证了生产与消费的平衡。危机被短暂的解除了。



(一个人的支出是另一个人的收入)

由于资本主义制度的存在，资本会不断集中，生产资源、流通资源、教育资源等等则随着资本集中而不断向城市集中。且随着中国的城镇化率的不断提高，

会有越来越多的农民进城成为农民工。农村农民进城打工则会想在城市里买一套房子来使得自己的可以在城市落户，使得自己获得享受这些资源的资格。同时由房地产带动的其他行业及其上游下游的其他行业（最终扩大到整个社会的所有行业）的收入普遍稳定，当他们有了稳定收入他们自然会进行支出，那他们的主要支出是什么呢？

没错，又是买房子并且造成房地产行业需求进一步扩大。

于是由于需求的增加带来的高额利润（简单的供需关系，物以稀为贵）和政策的支持使得房地产行业蓬勃发展，大量资本涌入并扩大房地产再生产。很快房地产就出现了过度发展，供给大过了需求。

这个矛盾在 2015 年出现了，房子太多销售不出去（你买的第一套房子还会再买第二套吗？你买了第二套会买第三套吗？就算你买了社会上大部分人会买吗？他们有这个钱会反复背负债务吗？），于是新一轮生产相对过剩危机又出现了⁸。想必有不少经历过 15 年股灾的读者现在明白股灾的宏观环境了吧。

四、改革

在房子生产过剩的条件下，二共提出了供给侧改革的解决办法，也就是著名的“涨价去库存”。核心政策就是棚改，即国家进行拆迁时不再分配房子，转而补贴现金，让持有现金的拆迁户自己选择买房子。这样就能把生产过剩的房子给卖出去了。看到这里是不是觉得有高翰文“以改兼赈，两难自解”的味道了？在这一政策的加持下，同时再一次放宽货币政策正如他们所 08 年做的那样。

主要是采取多项政策，如降低首付，公积金贷款、降低商品房价格、卖和租并举推行公租房政策、农民工可以到城市入户等，从而鼓励无产阶级购房，把消化房地产库存的希望放到无产阶级上。⁹房地产行业又飞速发展起来。除了居民贷款买房还有大量炒房客在这个行业进行炒作。

蓬勃的需求则开始将房子的价格不断抬高（在炒房时，增量维持并抬高价格），这个抬高则会引起第三个模型中的一系列反应并造成越滚越大自我强化的泡沫。

⁸ 中国产业信息网、凤凰财务频道、中商情报网、网易财经。

⁹ 北马：《共和国的历程》，2016 年。

五、扩张

这时我们引入第三个模型，信贷模型。通过居民贷款的方式进行经济扩张。

社会基本面是房地产蓬勃发展，是非常稳定且利润极高的投资项目。且居民具有强有力的贷款买房意愿。

房企用即将建成的房屋作为抵押（或者干脆用地皮）从银行取得贷款，然后拿着银行贷款去从地方政府的土拍市场买地并雇施工队建房。这时候房地产商就会开始进行预售，业主则会用还没到手的房子作为抵押向银行贷款，这个贷款就会被作为房款交给房地产开发商。房企拿着居民的房款还银行的贷款。

注意这里，房企还完银行的贷款，又可以进一步向银行贷款拍买新的土地，进行新的预售并从居民处获得新的房款，资金滚动逻辑形成闭环，这个步骤可以叠加非常多次，这就是信贷模型不断自我强化自我扩表完成经济扩张的模式。

可能有的读者暂时无法理解，那我们从居民开始，再看一遍。

居民先进行贷款买房，由于居民把钱交给了房企使得资金流入进房企，房企老板会将资金发给房地产相关行业工人作为工资，将银行贷款还清后，将大量利润存进银行，并再次向银行融资建房，银行得到了房企老板的存款又可以将他们继续贷款给其他有购房意愿的居民，然后居民就可以继续贷款买房并将钱交给房企使得资金流入房企。¹⁰

在信贷模型不断自我强化的过程中，炒房客和地方政府也在推波助澜，三股力量合力一起推高房价。炒房客想通过炒作谋取暴利，而由于土地国有，地方政府掌握了所有地方的土地拍卖，自然希望房价越高越好以便于土地价格随着房价一起高涨，若如此则政府的财政收入也会随之高涨。

同时房地产涨价会给房企建造相关所有行业的工人带来工资的提高，各大行业如家电、钢筋、水泥等产业的工人也会将他们不断增长的收入进行不断增长的支出，一个人的支出是另一个人的收入，由他们进行的支出的行业如第三产业的工人的收入也会增加，这些行业工人的收入增加那支出也会增加，一个人的支出

¹⁰ 这个逻辑推导是符合存款产生贷款模型的，虽与实际情况有出入但便于理解。

是另外一个人的收入，这些第三产业的工人又会把增加的收入辐射出去，不断循环这个过程最终扩大到整个市场所有行业。于是由房价提高带动的部分工人的工资提高最终使得社会几乎所有行业的工人收入都增加了。

而社会上所有行业的收入提高会促使他们干同一件事，就是继续买房。理由很简单啊，买房是人口增长的刚需，你总需要个地方住；买房是结婚生育的刚需，你总需要户口；由于房价上涨带来的经济过热会增加通胀，而房子作为一个资产却在不断增值，你总会为了避免手里的钱贬值而去买房。

这成为了一个正向的循环，他们一起买房会继续增加需求维持购房增量，从而导致房子的价格继续上涨，从而又推动他们的工资继续上涨，从而又使得他们继续买房。到最后几乎所有人都认为房子只涨不跌。所有人都在利用自己增加的工资作为担保进行贷款买房或者直接取出存款用于买房，房地产在短短几年时间被吹出了一个巨大的泡沫。

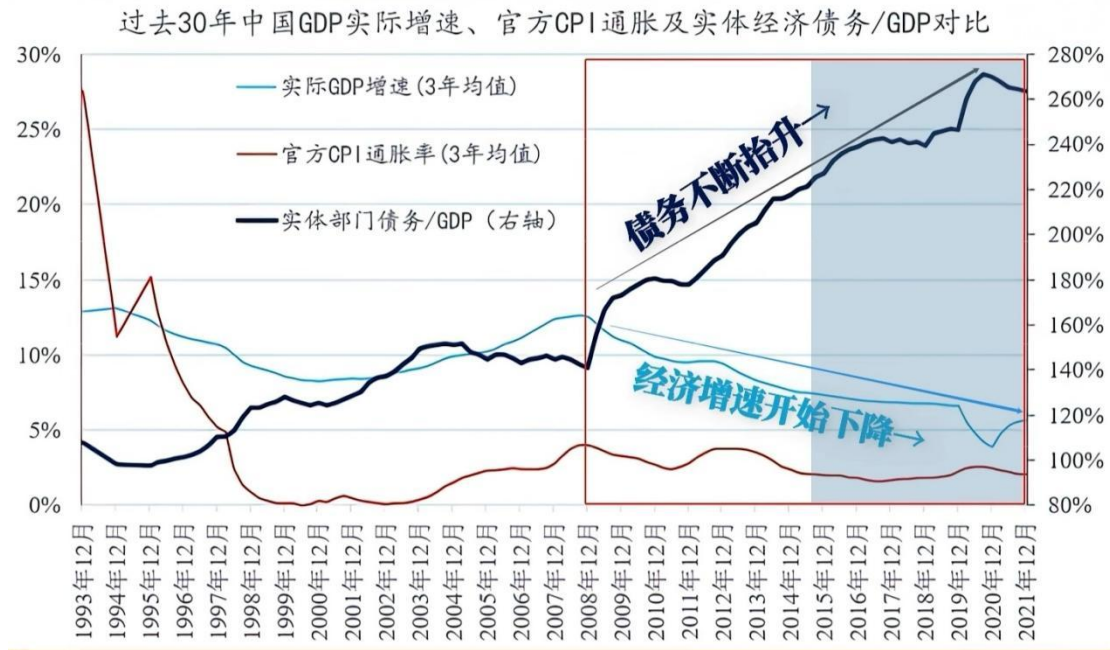
六、出现

这种由价格虚升¹¹的泡沫是不带来实质生产力提升的，带动的只是由于信贷派生出的货币扩张和极大部分的虚假 GDP 增加¹²。当社会生产力增幅跟不上货币通过信贷高速扩张不断猛增时，实质是通货膨胀在增加。当然经济繁荣时通胀都会增加¹³，于是除房地产行业以外的其他所有行业都在一定程度上出现了有高有低但大致相等的通货膨胀程度。行业彼此之间都有通货膨胀对居民没有什么大影响毕竟所有行业的收入也因为通胀涨了嘛。

¹¹ 此处强调的是价格的炒高，而不是房子数量的增多。不断建房带来相关行业扩大产能和城市化率的提高是有生产力提升的，但是占比并不大因为价格虚高的程度太大。

¹² 由于 GDP 计算交换价值，所以此处虚假 GDP 除了包括通货膨胀以外还包括由房价上涨而多出的大量买卖商品房的交换价值部分。也就是我把 30w 的房子卖给你和我把 30w 的房子炒高到 150w 卖你，GDP 就会凭空增加 120w（此处还是忽略了原材料中间品等等一系列的增加部分，实际增加更多）。

¹³ $MV=PQ$ ，费雪：《货币购买力》，1911 年。



(实际 GDP 增速在下滑，这个实际 GDP 只除去了通胀率，还没有除去房价上涨的虚增部分)

可是房地产是贷款的源头而且一开始就被三股力量不断推动涨价，再加上所有行业收入提高后都会进一步扩大在房地产的支出（进一步买房）并依赖房子涨价带来自己收入进一步涨价，于是房子的通货膨胀率约等于其他所有行业通货膨胀率之和！这第四股力量加入前面三股一起推动房价上涨。

于是中国的房子尤其是一二线城市的房子在 2015 年之后一路飙升，很快涨到了一个令人窒息绝望的地步。可是这种模式是不可能一直持续下去的，居民能一直贷款买房吗？显然是不行的：

第一，扩表扩的越大，债务的纵横交错越复杂，一个错误就会引起连锁反应就更容易使得这整条债务链崩盘，进而更容易牵扯到别的债务链条并最终引起全面暴雷。风险的增大会使得银行贷款趋于谨慎。

第二，增收的收益多半由资产阶级获得，资产阶级的收入增加会增加他们的支出，但后者的幅度显然远小于前者（设想你一天收入 50 个亿，你再奢侈一天能花掉 50 个亿吗）。所以社会总购买力最终还是由无产阶级承担。这就会造成无产阶级逐渐发现自己的工资上涨幅度所带来的信用贷款额度逐渐跟不上房价上涨幅度，就像现在普通的工人，一个月的工资无法过万，甚至可能在五千元之

下¹⁴。进一步演化甚至出现工资太低跟不上首付。况且房价通胀率是所有行业通胀率之和，对单一的某个行业的工人来说，自己工资涨幅只是房价涨幅的一个极小部分中的极小一部分。

所以泡沫不可能一直扩大，房价也不可能一直上涨。那房价有两种可能，第一种是高位横盘，长期保持在一个极高的价格。第二种是暴跌。

首先要明确一点就是房价早晚是要跌下去的，因为商品的价格是围绕商品价值上下波动的¹⁵。

从供需角度看房价有没有可能高位横盘呢？在炒高一件商品时，增量决定价格。人口总量大致不变的情况下，当前面不断有人贷款买房，后续能贷款的人就越来越少。除此之外还要面对人口老龄化，年轻人越来越少等等一系列现状，这些现状会加剧增量的减少。所以房价无法长期横盘必然会跌。

相信有关关注财经的读者应该对二共的设想有了解，二共现在就希望房价在一定时间内高位横盘，保持在一个有一些人买但不多的情况，等待居民收入上去后不断去杠杆，也就是把贷款 30 年买房的钱还清，最终使得房地产软着陆。

读到这里，明眼人一眼就知道这是不可能的，因为房价不上涨居民的收入就很难上涨，就无法靠居民收入提升不断去杠杆。而且现状是保持一定数量的人购房都无法做到，因为居民负债率在 2021 年已经达到惊人的 62.2%¹⁶。

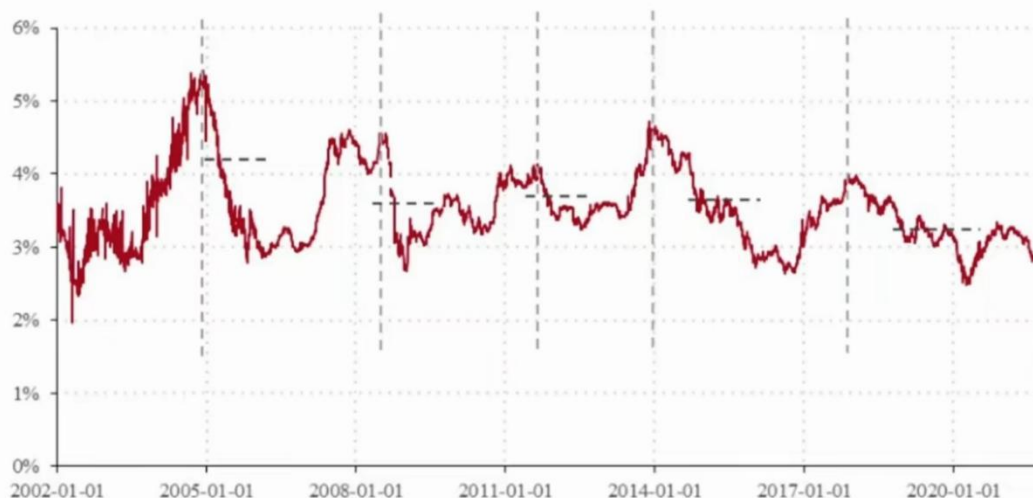
那房价下跌是因为后续无人贷款买房，这样会发生什么呢？一旦贷款停止，居民不再超前消费，则进入到债务模型的还款周期。这相当于将 2008 年开始到贷款停止那年的所有生产过剩累加到一起爆发。因为不再有人贷款就会出现当前行业的生产相对过剩，你的工资涨不上去甚至还会失业。那你还款就得节衣缩食啊，当前的消费能力会严重低于生产能力，且之前贷款越多现在消费越低持续时间越长。同时你还会因为相对生产过剩而面临失业，等于你背负了一身债务每个月要还钱还失去了收入。于是相对生产过剩模型的资本主义经济危机就会出现。

¹⁴ 随着两者同时增大，由于资产阶级在增大中总是占大头，所以要求无产阶级贷款消费则需要不断扩大无产阶级的贷款杠杆率，这样做会极大增加银行的风险所以银行不愿意做。而无产阶级也不愿意做，毕竟没人愿意欠钱额度越来越大。

¹⁵ 卡尔·马克思：《资本论》，第一卷。

¹⁶ Wind，天风证券研究所。

十年期中债国债到期收益率走势



(国债收益率是能有效反应一国经济状况的参考物，这张图隐藏的信息量非常大。如果你能分析清楚国债为什么变动，也就明白这些年经济发生了什么。但国债不是本文论述重点，因此不做过大篇幅的探讨)

七、终结

那现在问题就变成了，贷款什么时候会跟不上呢？

现在让我们来看央行贷款数据¹⁷：

2022年4月金融统计数据报告		
字号 大 中 小	文章来源：沟通交流	2022-05-13 16:30:30
打印本页 关闭窗口		
一、广义货币增长10.5%，狭义货币增长5.1%		
4月末，广义货币(M2)余额249.97万亿元，同比增长10.5%，增速分别比上月末和上年同期高0.8个和2.4个百分点。狭义货币(M1)余额63.61万亿元，同比增长5.1%，增速比上月末高0.4个百分点，比上年同期低1.1个百分点。流通中货币(M0)余额9.56万亿元，同比增长11.4%。当月净投放现金485亿元。		
二、4月份人民币贷款增加6454亿元		
4月末，本外币贷款余额207.75万亿元，同比增长10.6%。月末人民币贷款余额201.66万亿元，同比增长10.9%，增速分别比上月末和上年同期低0.5个和1.4个百分点。		
4月份人民币贷款增加6454亿元，同比少增8231亿元。		
住户贷款减少2170亿元，同比少增7453亿元。其中，住房贷款减少605亿元，同比少增4022亿元；不含住房贷款的消费贷款减少1044亿元，同比少增1861亿元；经营贷款减少521亿元，同比少增1569亿元。		
企(事)业单位贷款增加5784亿元，同比少增1768亿元，其中，短期贷款减少1948亿元，中长期贷款增加2652亿元，票据融资增加5148亿元。		
非银行业金融机构贷款增加1379亿元。		
4月末，外币贷款余额9214亿美元，同比下降0.2%。4月份外币贷款减少217亿美元，同比多减283亿美元。		

¹⁷ 《金融统计数据报告》，中国人民银行，2022年5月13日。

这张图是 2022 年 4 月央行的统计的金融数据报告，发布时间是 2022 年 5 月 13 日。在报告里我们可以清晰的看到，贷款在迅速萎缩，尤其是住户贷款萎缩占总萎缩的 90%左右。住户贷款那就是居民买房的那部分贷款。

社融表示了贷款的需求，社融大小意味着社会上有多少钱被借出来用于进行投资生产。社融项目分布代表了社会再生产不同领域上的分配。

再来看这张社融比对图，则视觉冲击感更强烈：

各部门新增信贷规模及其变动(亿元)			
	当期新增	同比变动额	环比变动额
企业部门	5784	-1768	-19016
票据融资	5148	2437	1961
短期贷款	-1948	199	-10037
中长期贷款	2652	-3953	-10796
居民部门	-2170	-7453	-9709
短期贷款	-1565	-3430	-5413
中长期贷款	-605	-4022	-4340
非银金融部门	1379	-153	1833
人民币贷款合计	6454	-8246	-24846

我想读到这里的读者已经明白当前中国的资本主义经济发展到哪一步了。

那肯定有经常关注财经的读者会有疑虑：只节选 4 月这一个月社融是不是有“以偏概全”，或者通俗的说叫“哪壶不开提哪壶”的问题呢？比如相关新闻、头条、研报、知名博主等等就说下一个月即 5 月社融数据非常好，经济回暖。那让我们来看看 5 月社融：

当月新增 (亿元)	2022年5月	2022年4月	2022年3月	2021年5月	2020年5月
社融	27,900	9,102	46,566	19,522	31,866
分项:					
人民币贷款	18,900	6,454	31,300	15,000	14,800
居民短期贷款	1,840	-1,856	3,848	1,806	2,381
居民中长期贷款	1,047	-314	3,735	4,426	4,662
企业短期贷款	2,642	-1,948	8,089	-644	1,211
企业中长期贷款	5,551	2,652	13,448	6,528	5,305
票据融资	7,129	5,148	3,187	1,538	1,586
政府债	10,600	3,912	7,074	6,701	11,362
企业债	-108	3,479	3,752	-1,077	2,879
非标资产余额	-1,819	-3,174	135	-2,629	226
股票融资	292	1,166	958	717	353

5月社融第一眼看过去确实十分不错，可是仔细一看就会发现结构非常差。为什么这么说呢？社融里最重要的部分就是人民币贷款项，而人民币贷款项目里最重要的就是居民中长期贷款和企业中长期贷款，前者表示居民买房所进行的贷款，后者表示企业进行再生产或者扩大产能所进行的贷款。

而5月的社融这项同比非常差，4月更是差到甚至已贷余额部分都有所减少，也就是居民不买房了，还钱总数大于借钱总数了，贷款趋于停止了。

5月的企业中长期贷款还相对来说不错，同比数据并不算差。这是因为企业融资反应相比于居民有迟滞性。因为居民贷款买房才是债务模型的借钱源动力，只要居民不再贷款，那企业就会逐步出现全面生产过剩，进而逐步减小融资。

那5月为什么居民中长期贷款和企业中长期贷款相较于4月有所反弹呢？还记得前文说2022年5月20号有一次降息降准的货币政策吗？4月社融数据是5月发布的。4月社融无力，央行急急忙忙开始救市，主要政策为：

1. 定向降低房贷利率，首套房利率下调20个基点，最低4.4%，刷新1991年以来历史新低，叫没贷款买房的人赶紧买房（如图甲）。

2. LPR降低15个点，注意这里还不是降低基点而是LPR本身。也就是再一次降低利率，叫有意愿贷款的企业赶紧贷款。（如图乙）

3. 然后随后紧急召开会议叫银行加大贷款投放力度，叫银行赶紧把钱借出去（如图丙）。

中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知

字号 大 中 小

文章来源: 沟通交流

2022-05-15 13:32:00

[打印本页](#) [关闭窗口](#)

银发〔2022〕115号

中国人民银行上海总部，各分行、营业管理部，各省会（首府）城市中心支行、副省级城市中心支行；各银保监局：

为坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实房地产长效机制，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展，按照国务院有关部署，现就差别化住房信贷政策有关事项通知如下：

一、对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。

二、在全国统一的贷款利率下限基础上，人民银行、银保监会各派出机构按照“因城施策”的原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势变化及城市政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限。

中国人民银行

中国银行保险监督管理委员会

2022年5月15日

（图甲）¹⁸

2022年4月20日全国银行间同业拆借中心受权公布贷款市场报价利率（LPR）公告

字号 大 中 小

文章来源: 货币政策司

2022-04-20 09:15:00

[打印本页](#) [关闭窗口](#)

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2022年4月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.6%。以上LPR在下次发布LPR之前有效。

2022年5月20日全国银行间同业拆借中心受权公布贷款市场报价利率（LPR）公告

字号 大 中 小

文章来源: 货币政策司

2022-05-20 09:15:00

[打印本页](#) [关闭窗口](#)

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2022年5月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.45%。以上LPR在下次发布LPR之前有效。

（图乙）¹⁹

人民银行、银保监会召开主要金融机构货币信贷形势分析会 研究部署加大信贷投放力度

字号 大 中 小

文章来源: 沟通交流

2022-05-24 15:30:00

（图丙）²⁰

¹⁸ 中国人民银行，2022年5月15日。

¹⁹ 中国人民银行，2022年4月20日；2022年5月20日。

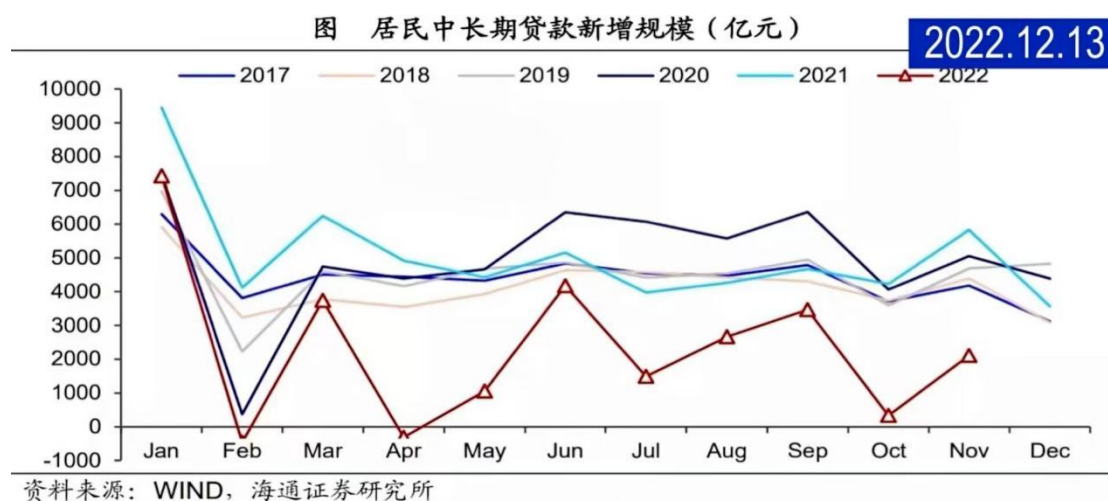
²⁰ 中国人民银行，2022年5月24日。

之后央行还进行了如 12 万亿放水等等相关救市活动，这些在 8 月，9 月左右完成投放，基建政策强有力的推动为企业融资注入一剂强心针。使得 8 月，9 月社融多次超预期。为什么基建政策推动能促使企业扩大再生产呢？首先由基建带动的相关就业人数是一个原因，这批土木机械工人有了收入就会进行支出。但更重要的是政府将路修好了，企业就可以在路两边进行实体投资了，也许这就是想要富先修路这一顺口溜的来源吧（笑）。前文已经花费了大篇幅对房地产进行论述，实体投资主要是投资什么产业自不必多说。这就是社融数据有反弹且企业中长期贷款上涨的原因。



(如图, 在 6 月, 8 月, 9 月有三次明显反弹)

但是居民中长期贷款才是信贷模型的源动力啊, 可是这一块数据十分低迷:



(如图, 2022 年居民贷款远低于前些年, 印证了 6 个钱包已经掏光, 需求已经十分无力)

这就是为什么一旦基建政策投放下降，10月社融立刻疲软，其中居民中长期贷款更是低至同比十分之一都不到：

图表1：10月新增社融低于预期，主要由于居民贷款、以及企业短期贷款同比少增

10月新增社融分项变动情况总结					
当月新增（亿元）	2022年10月	2022年9月	2022年8月	2021年10月	2020年10月
社融	9,079	35,271	24,608	16,176	13,929
分项：					
人民币贷款	6,152	24,700	12,500	8,262	6,898
居民短期贷款	-512	3,038	1,922	426	272
居民中长期贷款	332	3,456	2,658	4,221	4,059
企业短期贷款	-1,843	6,567	-121	-288	-837
企业中长期贷款	4,623	13,488	7,353	2,190	4,113
票据融资	1,905	-827	1,591	1,160	-1,124
政府债	2,791	5,533	3,045	6,167	4,931
企业债	2,325	185	1,407	2,261	2,263
非标资产余额	-1,748	1,449	4,769	-2,120	-2,138
股票融资	788	1,022	1,251	846	927
当月新增变动（亿元）	相比2021年同期		相比2020年同期		
社融	-7,097		-4,850		
分项：					
人民币贷款	-2,110		-746		
居民短期贷款	-938		-784		
居民中长期贷款	-3,889		-3,727		
企业短期贷款	-1,555		-1,006		
企业中长期贷款	2,433		510		
票据融资	745		3,029		
政府债	-3,376		-2,140		
企业债	64		62		
非标资产余额	372		390		
股票融资	-58		-139		

资料来源：Wind, 华泰研究

可是基建的铺设依赖新技术的突破，还依赖整体经济面向上啊。短期经济下行可以依赖基建托底，长期逆周期政策托底就会复刻日本的基建现象：

今天没有一座山腰不是由碍眼的水泥建筑所支撑，大型水坝蓄满了根本就不用的水和电，壮观的大桥连接着荒无人烟的岛屿，日本举国上下修满了无数条没有乘客的铁路、没有集装箱的码头、没有汽车的高速公路、没有租户的租赁市场，没有艺术品的美术馆。²¹

²¹ 阿列克斯·科尔：《犬与鬼》，2006年4月。

这些现象的背后，是政府不断用效率低下的基建来托底经济。如此一来，没有人去进行消费的基建，不但无法产生利润，为了修建基建发行的国债本金都无法回收。这种城市建设越来越完善，生产力越来越强大，而日本普通民众生活越来越悲惨的现象，正如同对资本主义社会的经典描述那样：

当今中国社会的秘密同一切资本主义社会的秘密并无不同，这一切秘密就掩藏在资本主义的生产关系之中。工人日复一日的从事着漫长而艰辛的体力或是脑力劳动，创造着整个社会，创造着巨大的生产力，然而所得到的却是微薄的只够糊口的工资。工人的工资永远只是维持最低生活水平和繁衍后代的成本，这一点并不会因为生产力的进步而改变。²²

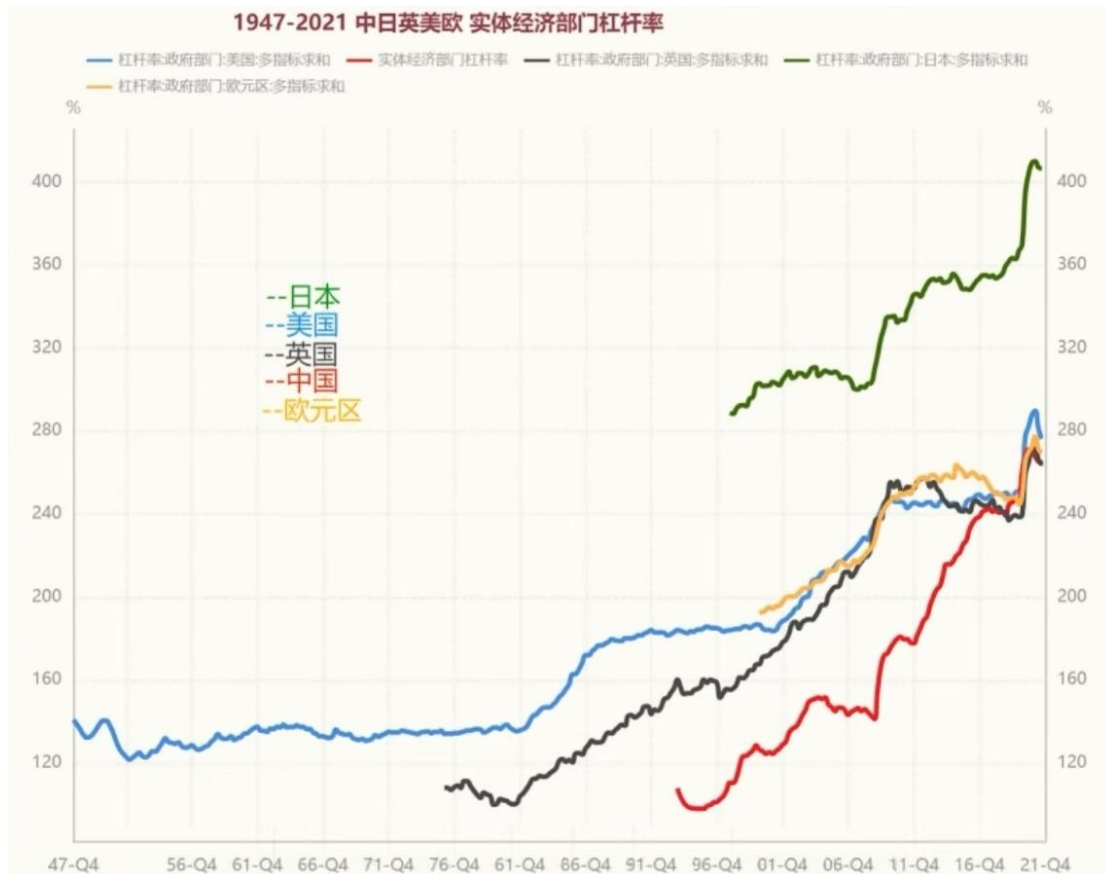
天价的房价，使得买房对工人来说已成为不可能。当整个社会在宣扬温情脉脉的家庭伦理，工人却只能背井离乡，家人相隔千里，难以团聚，一起打工的夫妻也只能和其他工友共住简陋的工棚。奴隶般的生活，一旦遭受病痛等灾难的打击，就因难以承受的医疗费用而难以为继。教育的资源按收入来分配日益成为现实，因而工人阶级唯一寄予希望的上升途径也已封死。²³

科技的进步，工业化的扩展，使机器几乎遍及了一切工业领域，工人越来越成为机器的附属，不断地重复着机械的动作。工业的建设为社会带来了完善的设施，却为工人带来了精神和肉体的畸形；庞大的工程为城市创造了宏伟的建筑和宽阔的道路，却为工人留下了拥挤的贫民窟和肮脏的小道；科技的发展创造了巨大的生产力，工人却依旧停留于精神和物质的严重贫乏。²⁴

²² 北马：《共和国的历程》，2016年。

²³ 北马：《共和国的历程》，2016年。

²⁴ 北马：《共和国的历程》，2016年。

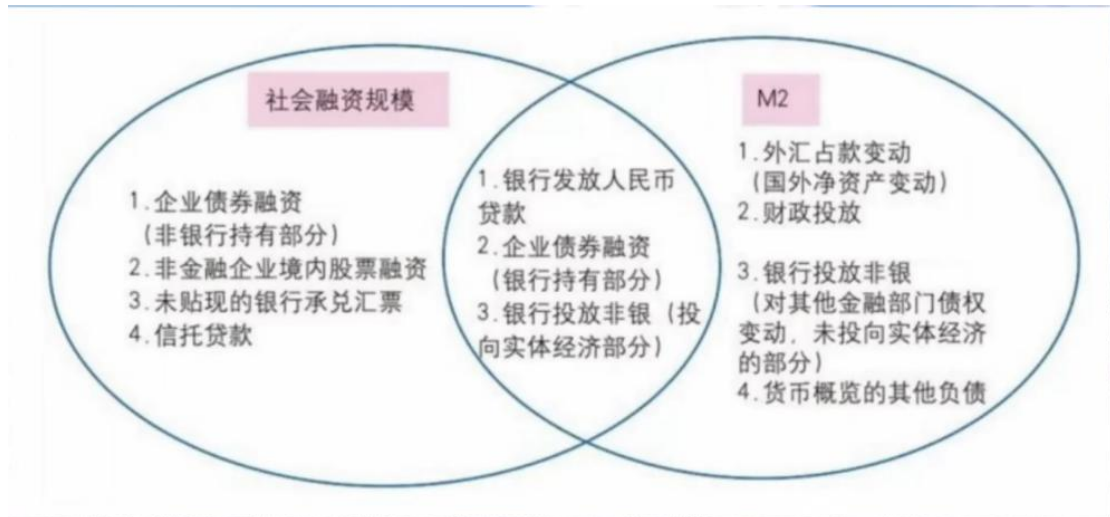


(如图，中国实体部门杠杆率大搞“洋跃进”，只花了30年就“赶英超美”，而日本更为逆天)

八、破裂

那对财经比较关心或者有一定了解的读者可能经常会看到M2吧？M2代表了资金的供给，其实就是现金+存款，并不反应贷款需求。根据信贷模型，经济扩张依赖贷款，所以在判断经济形势时社融比M2重要的多。

那二者有没有相关性呢？有。社融好时说明企业贷款融资量大，借钱多债务模型滚动叠加的资金就多。所以社融好时信贷扩张大M2自然水涨船高。那4月的M2数据是如何呢？其实4月M2增速非常高，达到了10.5%。很多财经相关分析说M2高时经济没有不好的房价没有不涨的，但其实M2和社融只是统计口径的区别：

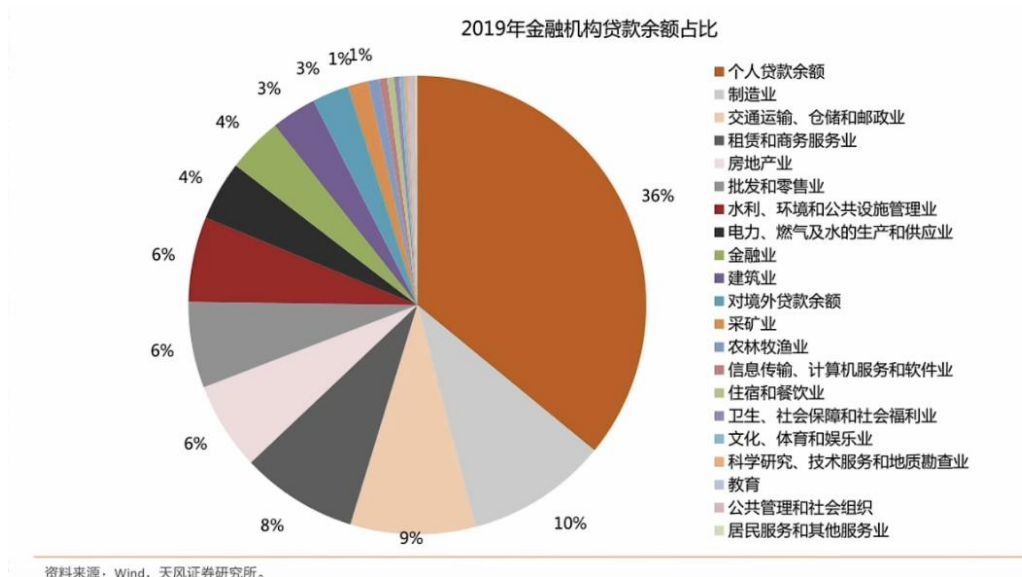


在4月份大规模退税+财政加快支出的背景下，大量货币从政府部门转向实体部门，这一点可以从政府存款增量明显偏低中得到作证。2022年4月政府新增存款只有410亿元，远低于正常年份增量，如2021年为5777亿元。这些钱从财政部门转到了实体，但是并没有产生融资，就等于有人给你打钱了，你一定会去贷款消费吗？你可能觉得以后钱不好挣我留着过冬不行吗？

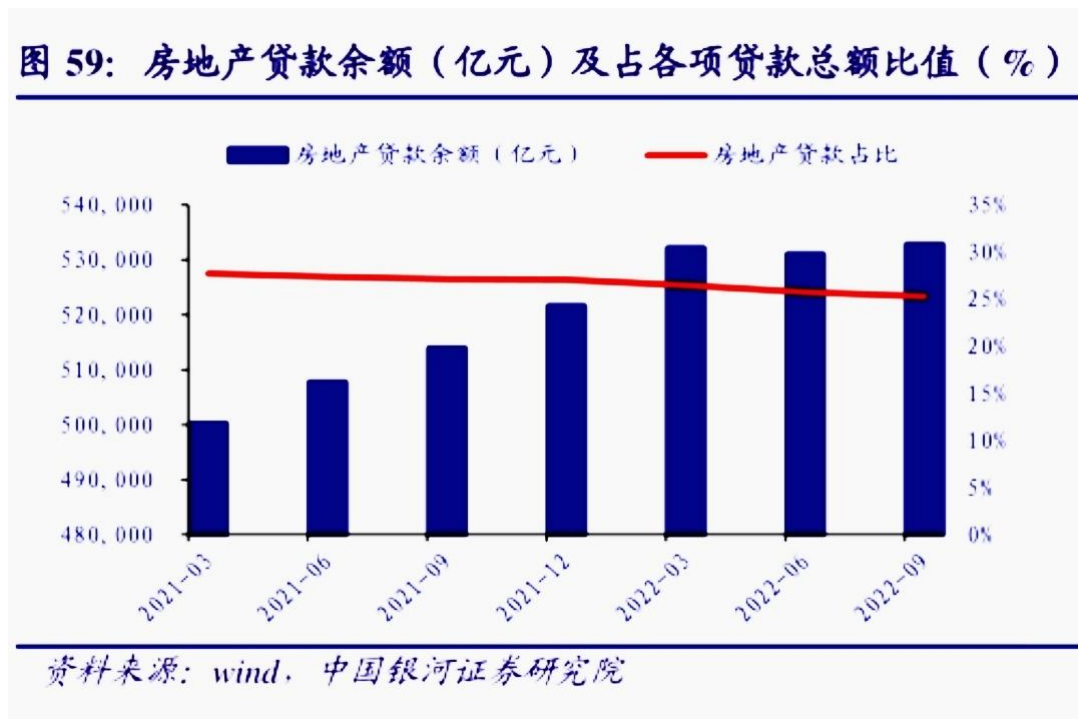
所以信心这东西很重要，所以财经界有句调侃话，说表面金融学，实际心理学，股市涨跌全看市场预期（笑），玩笑虽是玩笑可也道出了一部分实情。现在说经济不好全怪疫情的读者看到这里明白了吗？疫情只不过是打破了信心，影响了生产，加速了泡沫破裂的速度，但对泡沫是否会破裂并没有影响，泡沫破裂只受贷款何时停止的影响。而贷款是必会停止的。这一点前文已经进行了充分的论述了。

那么过去几年哪些行业贷款产生了这么高的M2呢？我们先看一下过去几年的社融余额，也就是哪些欠金融机构的钱还没还完²⁵：

²⁵ 原本此处可以直接放置央行发布的《2022年11月社会融资规模存量统计数据报告》，但是该报告只有文字而没有相关饼状图。读者无法直观感受到社融分布，而进行相关统计并做图费时又费力，故笔者直接采取天风证券研究所制作的2019年的饼状图供读者阅读。

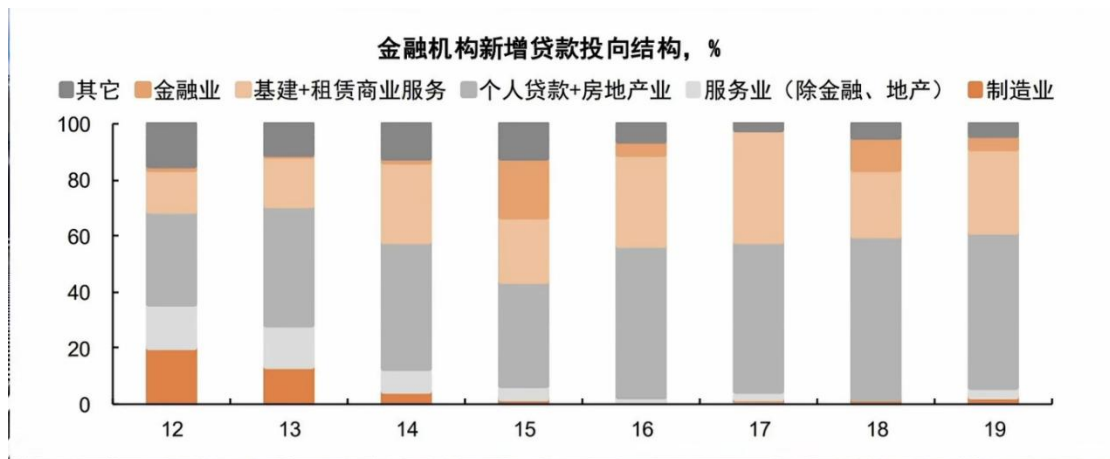


金融机构贷款额度为 195 万亿元左右，其中 36% 是个人贷款余额，而其他如交通运输电力水利等则属于基建，占比为 20%，加上房企的 6%，于是房地产占经济的余额的 60%。实际上在 2022 年 11 月时这一数据更高，房企单独数据就为 25%：



有的读者可能不明白为什么个人贷款和基建被算入了房地产。大家可以联系前面的债务模型想想，是不是居民买房才导致个人贷款余额如此之高。而基建铺设完毕后，后续实体企业才会在道路两旁进行投资，那必然是要投资房地产行业啊。所以房地产行业于基建和个人紧密相连。

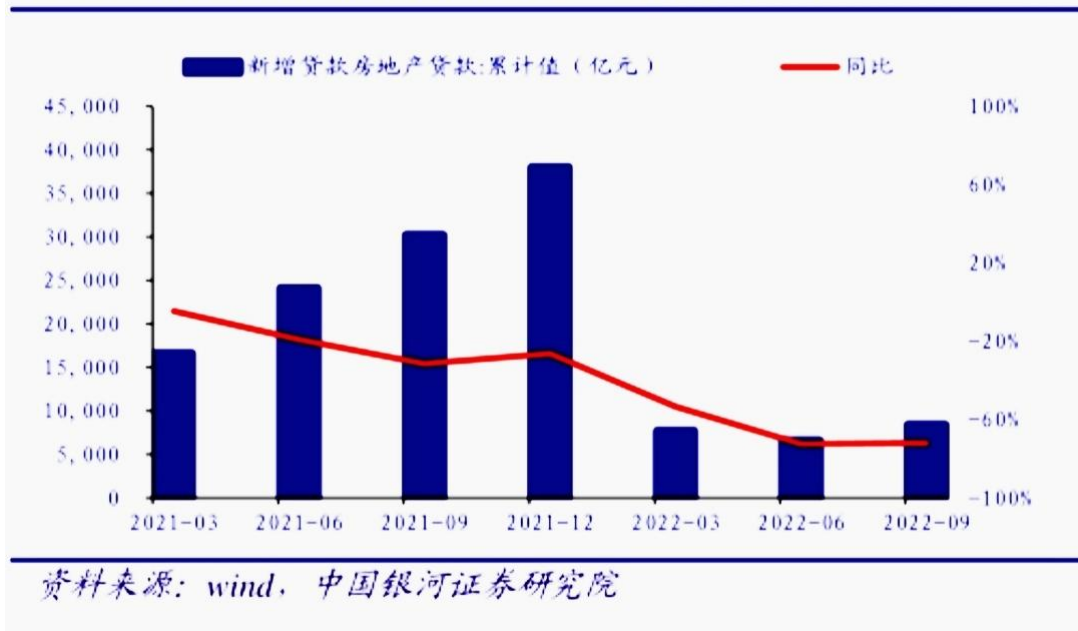
上图是贷款存量，现在再从增量角度看，数据更加夸张，冲击感更强烈²⁶：



这张图展示了2012年以来的新增贷款的数据，其中房地产和基建一直很高。特别是自从2015年开始个人贷款+房地产占新增贷款的50%，也就是中国这几年经济50%是由靠个人贷款买房拉动的。再加上与之相关的基建，毫不夸张的说，中国经济80%是由建立在房地产这个大平台上的。

而新开工新融资的房企却已经后劲不足：

图 60: 新增房地产贷款额 (亿元) 及同比 (%)



从房企拿地建设和新开工/正在施工的土地面积也能很好反应出这点：

²⁶ 增量图截至到2019年，理由同上。

表：2022年11月30家监测企业新增土地统计表

序号	企业名称	2022年11月新增土地			2022年1-10月月均新增土地			2021年月均新增土地		
		建筑 面积	成交 总价	平均 楼面价	建筑 面积	成交 总价	平均 楼面价	建筑 面积	成交 总价	平均 楼面价
1	万科地产	23	10	4513	63	71	11284	234	157	6727
2	中海地产	16	32	20000	55	84	15273	167	148	8852
3	绿城中国	0	0	0	28	58	20714	102	129	12574
4	华润置地	25	25	10000	70	96	13714	120	124	10354
5	保利发展	93	51	5484	72	115	15972	227	155	6822
6	龙湖集团	0	0	0	33	33	10000	159	103	6491
7	金地集团	0	0	0	5	8	16000	136	109	8001
8	中国金茂	0	0	0	18	25	13889	89	94	10542
9	招商蛇口	14	9	6429	39	73	18718	70	99	14102
10	碧桂园	0	0	0	17	9	5294	498	172	3455
11	旭辉集团	0	0	0	7	8	11429	98	73	7504
12	中南置地	-	-	-	5	0.2	400	63	24	3836
13	阳光城	-	-	-	-	-	-	45	24	5436
14	融创中国	-	-	-	-	-	-	92	84	9180
15	中梁控股	-	-	-	-	-	-	83	44	5260
16	蓝光发展	-	-	-	-	-	-	3	1	2409
17	绿地控股	-	-	-	-	-	-	75	34	4562
18	新城控股	-	-	-	-	-	-	180	64	3555
19	荣盛发展	-	-	-	-	-	-	25	10	4070
20	世茂集团	-	-	-	-	-	-	27	17	6443
21	正荣集团	-	-	-	-	-	-	36	33	9083
22	雅居乐	-	-	-	-	-	-	33	25	7569
23	金科集团	-	-	-	-	-	-	83	32	3894
24	禹洲集团	-	-	-	-	-	-	5	2	3996
25	中国恒大	-	-	-	-	-	-	70	27	3922
26	合景泰富	-	-	-	-	-	-	12	5	3972
27	祥生集团	-	-	-	-	-	-	27	18	6629
28	融信集团	-	-	-	-	-	-	54	40	7484
29	富力地产	-	-	-	-	-	-	5	2	4187
30	新力地产	-	-	-	-	-	-	9	3	3478
总计		171	127	7449	412	580	14085	2826	1854	6560

单位：万平方米、亿元、元/平方米

备注：1、数据来源于CRIC监测，与企业公布存在差异。2、不包含港澳台及海外地区。3、2022年中报公布土储数据的房企已更新

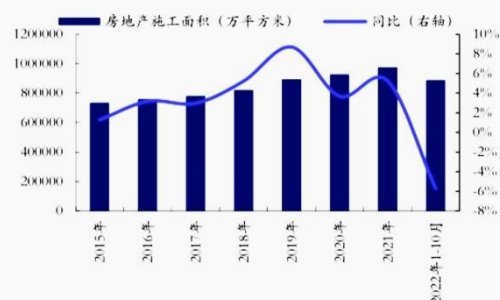
数据来源：CRIC中国房地产决策咨询系统

图75. 房地产新开工面积



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图76. 房地产施工面积



资料来源：Wind，安信证券研究中心

这些数据和前面的政策分析完美符合，再配合2022年4月至11月的社融数据解读，现在读者对泡沫破裂已经有一个认识较为完善的理解了吧？那经济危机和大萧条有没有解决办法呢？再次使用罗斯福新政可以吗？

九、绝境

缓解相对生产过剩的罗斯福新政，或者说凯恩斯主义，有三驾马车，下面对三驾马车分别进行探讨。

1. 投资

投资分两种，一种是投资基建，另外一种投资是投资实体。

基建：

由贷款增量图可知，我们国家基建只占新增贷款的 20%，房地产卖不动的条件下，靠基建的 20%去弥补实在是满足不了贷款需求。而且基建依赖新技术突破，没有技术突破的背景下单搞基建无异于是饮鸩止渴。有的读者还是心存疑虑，心想凯恩斯不是有段解决失业的名言吗：

雇两百人挖坑，再雇两百人把坑填上，这叫创造就业机会。雇两百人挖坑时，需要发两百个铁锹；当他发铁锹时，生产铁锹的企业开工了，生产钢铁的企业也生产了；当他发铁锹时还得给工人发工资，这时食品消费也都有了。等他再雇两百人把坑填上时，还得发两百把铁锹，还得发工资。²⁷

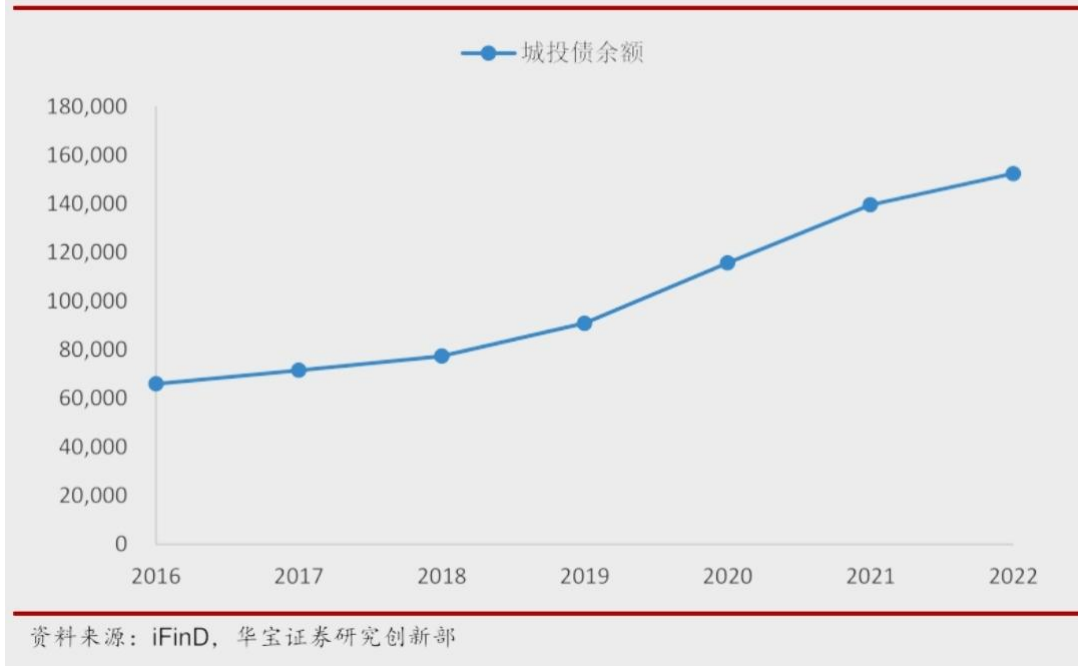
凯恩斯挖坑理论的实质就是政府找人挖了一个坑，再找人把坑填上。所耗费的雇佣佣金依靠政府财政，财政有两个解决办法，一是发债，二是印钱。这两者无论哪种都是会向市场注入更多资金从而造成通货膨胀的。

也就是说凯恩斯是把剧烈的大萧条变为相对温和的通货膨胀，同时要保持一定的经济增长。如果无法做到维持增长且通胀过高时，企业要么资本无国界直接跑路要么就停止扩大产能成为僵尸企业。

同时政府搞基建依赖发债，城投债就是二共这些年地方政府修基建托土拍的手段，那城投债务规模达到了多少呢？答案是将近 16 万亿：

²⁷ 凯恩斯：《就业、利息和货币通论》，1936 年。

图 16: 城投债存量 (亿元)

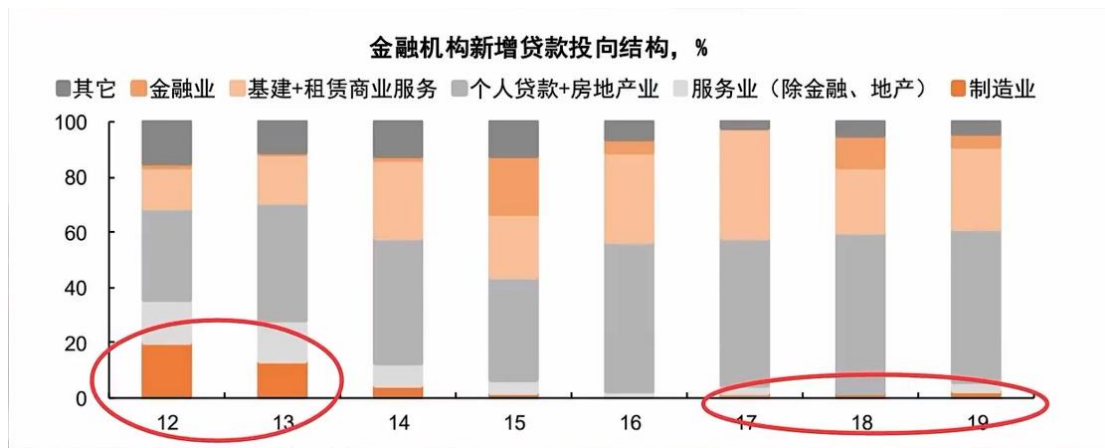


城投在 5 年内直接翻了一倍多，尤其是 2020 年开始极速扩大。如此高昂的城投，尾大不掉怎么解决都是问题，哪里还敢无限制发债呢？现在能维持住靠的就是国家信用背书，难道还不上解决不了的时候直接宣布国家破产吗？

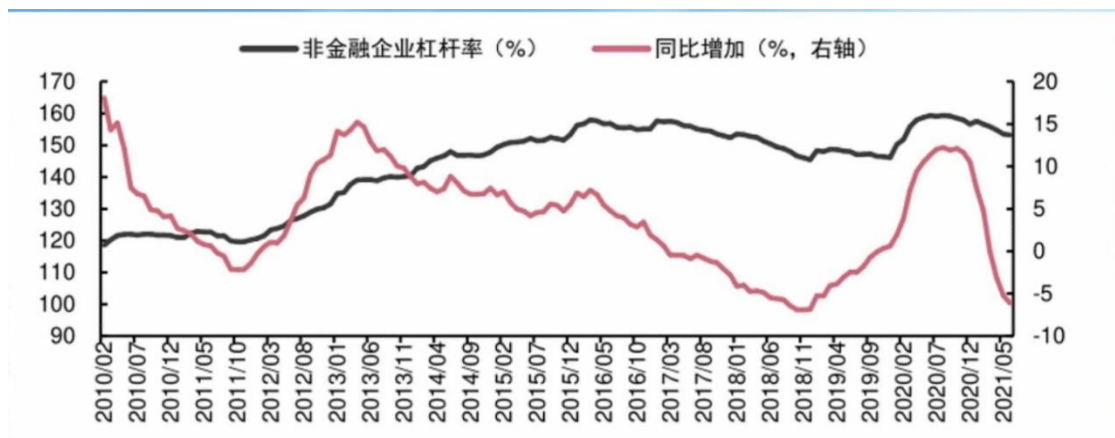
所以基建可以进行短期托底经济，但如果是实体企业垮掉后单靠基建就十分无力，不管是从增量占比还是从技术突破还是从经济增长还是从地方债务来说。

实体：

有的读者心想：你看现在有这么多灵活就业和失业的人，那政府投资实体，正好解决就业不就可以了吗？为什么不大力发展实体行业来解决就业呢？为什么 12 年的时候实体行业贷款还占比 20%，到 16 年连 2%都没有了呢？



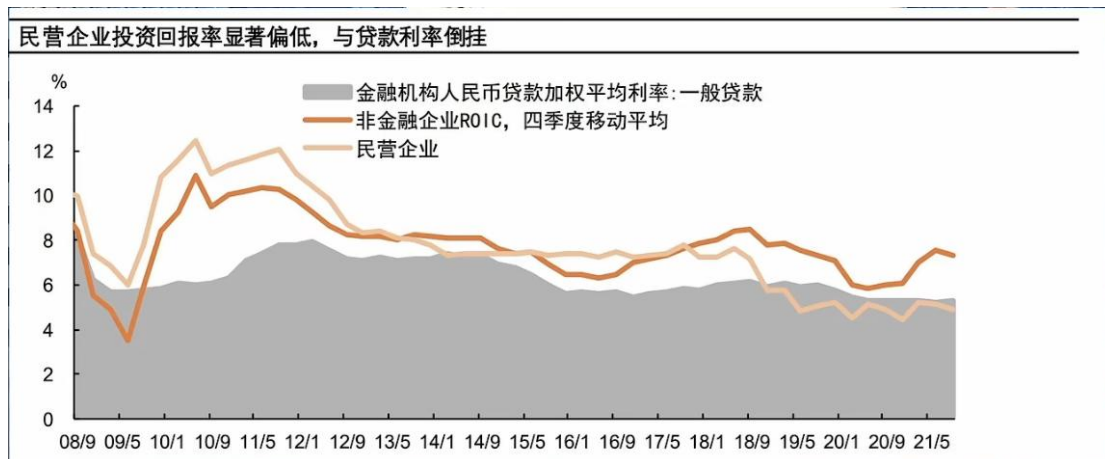
要说清楚这个疑问，需要先思考一个问题：什么样的人银行不会贷款给你呢？肯定是欠缺很多又没有能力还钱的人对吧？那实体企业现在负债多少呢？答案是 160%。这个是按债务和 GDP 比值算的。也就是 176 万亿。



为什么中国的实体企业负债率这么高呢？读者思考一下我们国家企业大多是什么类型的：生产加工制造。

没错，就是 08 年开始服务于房地产的相关企业，而且在那一年开始就不断借钱融资。

有在这种企业待过的读者就知道，这种企业的利润率其实是不高的。利润率不高如果资本家想扩大利润，那只能扩大产能了。向银行借钱买机器买设备，这个过程中其他企业也能获得利润。在扩产能的时候需要招工人，大家也就有了就业岗位，所以企业扩产能是能养活一大批人的，所以在 2012 年制造业还有 20% 的融资，现在都没了，因为企业已经严重负债，负债杠杆已经加满且由于房地产销售不佳开始出现产能过剩。不赚钱了呀。有多不赚钱呢？



民营企业的投资回报率甚至低于贷款利率，也就是你赚的钱都还不起利息了。做企业赔钱还欠一屁股债，那谁还会做？

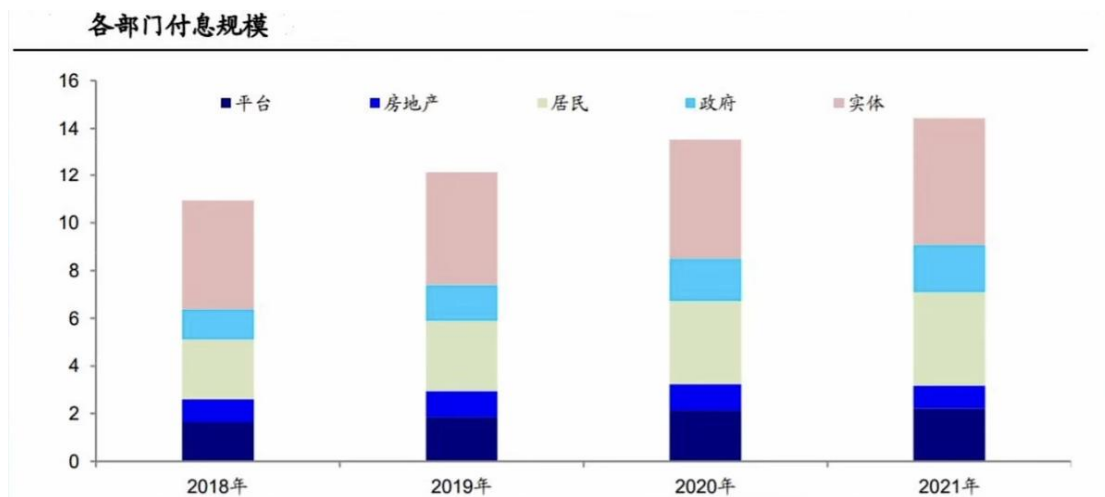
有读者会问，为什么利润率比利率还低呢？

从利润率入手：利润率低是因为居民的消费能力低下且每个月要还房贷，没有余钱消费，企业就只能降价出售产品，久而久之就变成了基础物价都价格相对不高，当然后果就是企业会同时压低工人工资以降低成本，卖的不贵自然会降低工资否则企业就入不敷出了。

从利率入手：由于房地产带动的经济过热使得贷款需求非常高，有足够的需求条件下，央行为了抑制经济过热和通货膨胀，就会提高利率，导致利率很高。

那为什么不淘汰这些落后的产能呢？要知道实体企业创造了 80%的就业岗位，如果产业淘汰了，这些人去哪里？你让生产线上的工人去考公务员去开发游戏吗？那只能去送外卖扫大街了呀。这也许就是现在大学生毕业送外卖的原因吧，毕竟实在是没有工作可以做了。现在读者理解为什么制造业贷款占比 2%都不到了吧？因为企业已经欠了很多钱而且失去了还钱能力了。

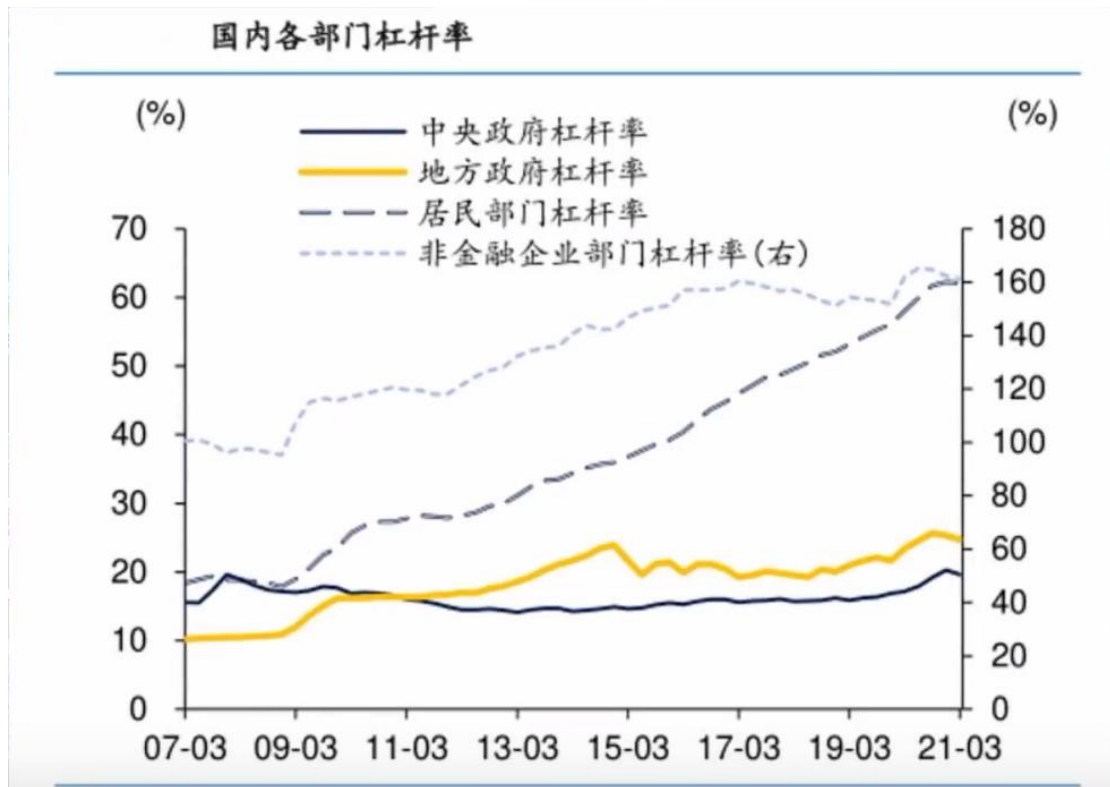
这么高的负债率多年累积起来的结果就是低效的生产和每年支付的巨量利息，也就是债务需要循环滚动支付的利息。你借了钱，暂时可以不还，但是利息总得支付，否则你信用直接破产了。实体每年需要支付的利息规模都是非常惊人的。不止是实体，所有部门每年付息规模已经达到了 15 万亿。2022 年 4 月的社融才多少？6 千多亿。这其实就可以解释为什么贷款利率这么高了，因为有这么大的贷款需求，每年来回滚动的债务就能把利率推高了。



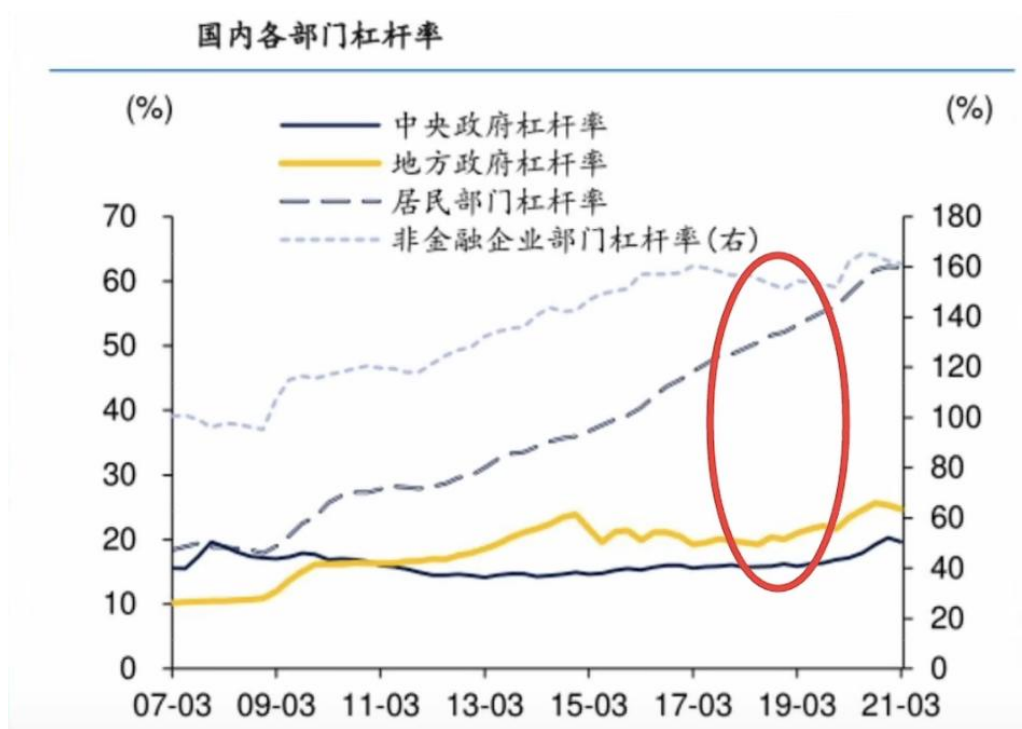
这种用新借来的钱还利息的庞氏骗局，或者用古话说叫寅吃卯粮，会导致融资的效率极低。比如你新融资了10万块只要还1万的利息，和你融资了10万却要还5万的利息是完全不一样的。利息还的越多你能拿出来扩大再生产的钱就越少了。这种情况还会随着房价崩盘而进一步加剧。如果一旦还不上利息，也就是借的钱都不够还利息了会怎么样呢？我想读者心里已经有答案了。

现在有个问题，这些年企业这么高的负债率是怎么维持的呢？包括其他部门中这些杠杆率（就是负债）是如何维持的呢？读者可以思考企业生产的东西卖给谁呢？企业的利润是从哪个群体上获得的。如果没有人借钱来消费实体的这些产品，来消费这些过剩的产能，那么这么高的债务就无法维持下去。于是问题变成了，这几年谁在借钱消费。这就回到第债务模型上了，前文已经说了，又绕回来了是吧？

2. 消费：



从08年开始，实体部门杠杆率（可以理解为负债程度）直线上升，08年正是华尔街金融海啸导致出口死亡，二共紧急外需转内需，债务模型的起源点。企业扩大杠杆（就是贷款投资，扩大再生产）的时候创造了大量的就业岗位和需求，到了16年杠杆率稳住了甚至还有下降。



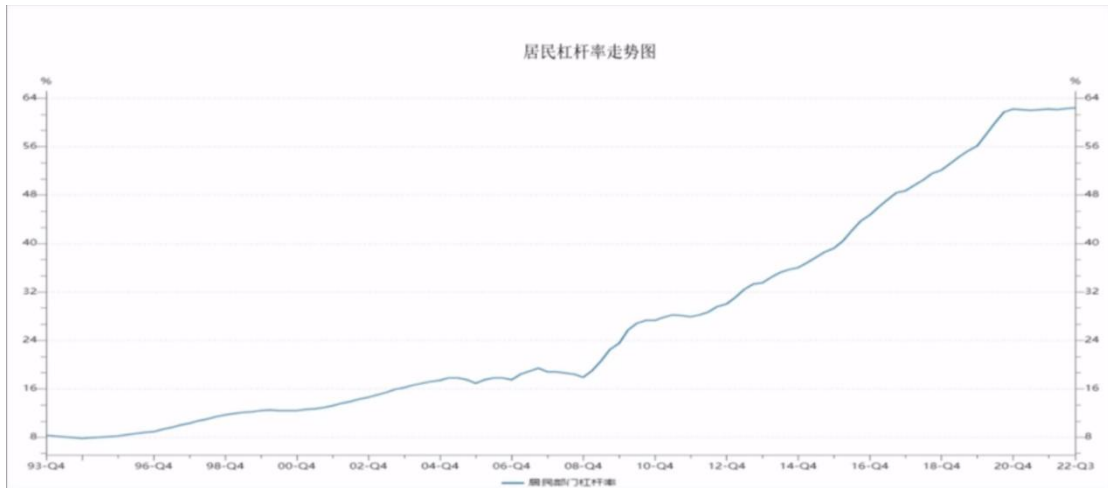
读者要理解一个常识，就是在存量的社会中，债务只会转移不会凭空消失的。那债务去哪了呢？15、16年的时候居民杠杆率直线抬升，那一年发生了什么事情？涨价去库存。是不是和前文联系起来？居民买了一套房子，可以养活钢筋、水泥、木材、家电等等一系列行业，一个人的支出是另外一个人的收入，这些行业又能养活别的行业，通过这种贷款来拖延相对生产过剩模型造成的天量过剩产能。15年的时候居民用首付贷款买房，用未来30年的收入来维持这一切。

所以为什么人口很重要，因为人口就是未来可以贷款买房的人。可是高房价，低工资，失业潮，烂尾楼，自愿加班等等已经使得结婚率和出生率越来越低，年轻人负担不起养育的成本，开始选择“躺平”生活，进入低欲望社会。

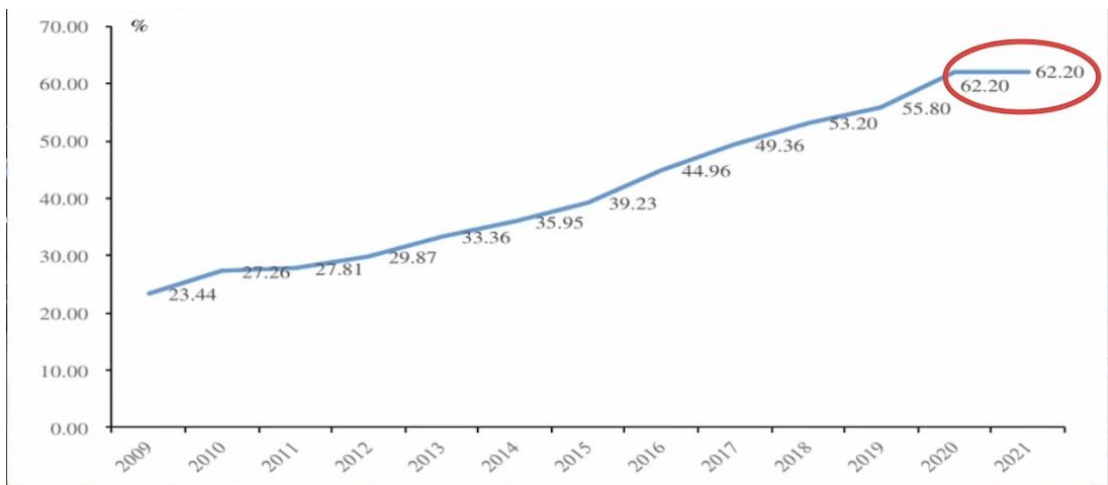
可是房价能跌吗？不能，否则社会就会出现全面失业。工资能抬高吗？不能，因为实体企业也岌岌可危。所以现状就是想要高结婚率高失业率，在目前的体系下是不可能做到的。未来一定是大量青年结不了婚的状态，毕竟失业了饭都吃不饱，谁有钱有时间有精力去思考处对象啊？

既然中国的杠杆是由居民不断加杠杆来维持的，这种模式可以一直持续下吗？当然不可以，当社会上负债的人越来越多，后续能加杠杆的人就越来越少。而且当社会上大量的人都背负上房贷时，消费能力又进一步死亡了，每天一睁眼几百块没了，还要还30多年，那你肯定得节衣缩食了呀。你不消费别人又没有收入了。当整体居民都在节衣缩食的时候，相对生产过剩就会及其严重的爆发出来而且不断自我强化恶性循环。

而且加杠杆是有极限的，当房价上涨到你连首付都付不起的时候，你怎么加杠杆？你连加杠杆的资格都没有。那目前我们居民负债是多少了呢？答案是63%



大家不要看 63% 不太高，这是居民负债和 GDP 的比值。居民贷款余额在 2021 年 11 月的时候大概 70 万亿。中国真正能代到大笔余额的人其实不多，所以是少部分人拥有大量的债务而且这还没有算利息。大家失业了或者对收入没有信心，那肯定不会继续贷款来透支自己。



我们看到从 2021 年左右居民的负债率就开始走平。走平说明贷款的人少了，如果没有新增的贷款，那企业生产的东西该卖给谁？卖不出去那就是生产过剩了。也就是债务模型的贷款停止了会导致相对生产过剩模型的生产相对过剩严重的爆发出来。

图 26: 新增居民中长期贷款累计同比增速



资料来源: Wind, 首创证券

图 27: 居民中长期贷款占比人民币贷款



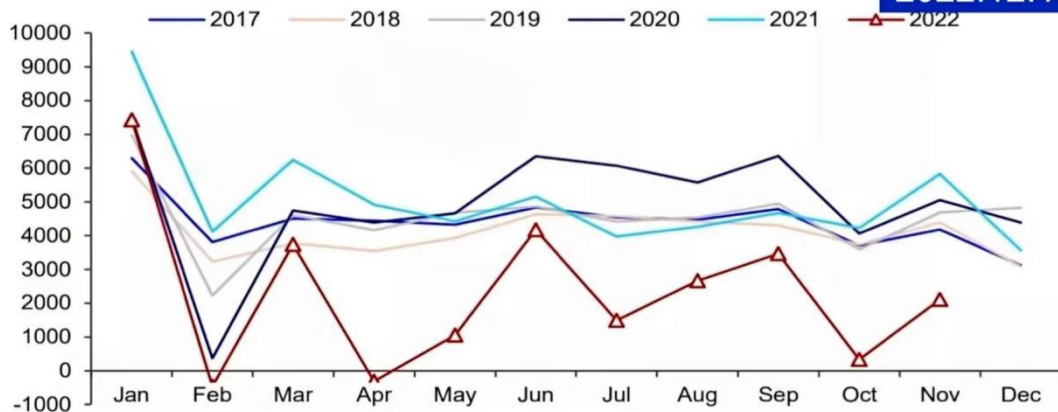
资料来源: Wind, 首创证券

这张图就更明显了，2021 年 3 月开始居民中长期贷款就在逐步下降，贷款率就不再增加。当然可以说最近几个月是有疫情的影响，但是去年 12 月和今年 2 月以及下半年贷款都大幅低于预期，这如何解释呢？只能说居民的收入已经无法维持这么高的杠杆率水平了。

如果维持不了那就没人买房没人消费，债务模型不贷款相对生产过剩模型就会出现生产过剩。企业业绩就会直线下滑，那每年要还的债务和利息如何是好？如果实体连利息都还不上那大企业还可以拖着，中小企业没钱也发不出工资了，那没办法，裁员，关门，拍卖固定资产。进一步恶化就业环境。所以现在失业率这么高，收入不稳定更不敢消费，这种背景下谁还敢去买房？

图 居民中长期贷款新增规模 (亿元)

2022.12.13



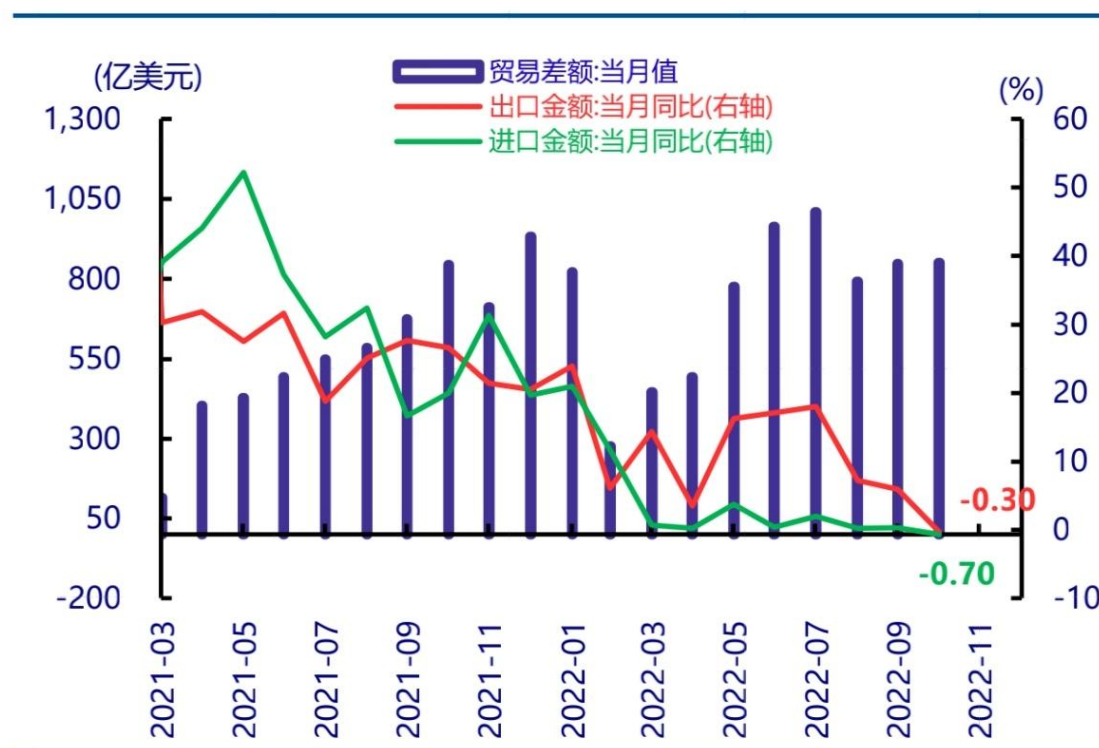
资料来源: WIND, 海通证券研究所

现在再回过头来看今年社融数据，那大家就应该能看懂了，居民不敢贷款的原因是什么？杠杆率太大，对自己收入的预期下降，无法继续加杠杆，也就是没有信心了。可是居民部门过去占新增部门社融的 50% 啊，一旦居民部门无法继续加杠杆，那其他高负债的部门就无以为继，15 万亿的负债利息要怎么办？债务

模型进入还款周期则相对生产过剩模型的生产过剩会爆发，而且是把从 08 年到现在的过剩全部都爆发出来。

3. 出口

出口主要是以制造业生产加工产品然后对产品进行出口。2021 年净出口额度甚至是负值。在 2022 上半年年虽然回归为正但是总量依旧不大，最大一个月仅为 500 亿美元，最小时净出口甚至为负值。与社融总量相比还是显得渺小，依靠目前的出口额是无法在房地产崩盘后替代房产相关社融维持经济，也就无法有效弥补房地产崩盘后带来的一系列生产过剩的。



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

而且中国的制造业在经历了 08 年到如今长达 10 多年的房地产转型后，制造业已经和造房高度搭配，整一套工业体系就是为了造房子而生的。也就是说只有国外开始大规模兴建房地产，才能为国内的相关一系列如土木系等实体企业带来足够的需求。

再加上俄乌冲突的僵持和美联储紧缩的货币政策，鲍威尔²⁸强硬的鹰派作风，

²⁸ 美国联邦储备委员会主席。

以及货币政策的迟滞性等，2023 年甚至 2024 全球都将是衰退期。其中欧元区、英国、日本、韩国等债务问题较大的地区/国家将面临重大危机。在衰退下各国的需求只会减少，而 2022 年末净出口开始归零就是一个有力的证明。由于国际经济走势并非本文重点，受制于篇幅不做过多讨论。

总而言之，由于外需的逐渐萎靡，出口几乎不可能在短时间的迅速提高以缓解由房地产萎缩导致的实体企业的生产过剩。

现在在三驾马车全部失效的情况下，常规手段已经无法挽救经济了。那么非常规手段有效吗？

4. 量化宽松

所谓的量化宽松，不过就是印钱放水稀释债务，因为钱贬值了债务就跟着贬值了。量化宽松分两个组成部分，一个是量化，一个是宽松。量化指的是印钱，宽松指的是政策宽松。

那央行开动印钞机就能解决问题吗？答案当然是错的，货币政策如果是万能的，那世界上就不会有大萧条了。这里普及一个常识，货币其实是政府向百姓发放的债券，用于购买百姓的财富，或者说，货币是替代黄金这一财富在社会上流通的，而黄金则表达的是一个人持有的财富。

在金本位时代，你手持一定数量的现金比如 10 美元，可以到银行兑换比如 1 磅的黄金。货币和贵金属汇率固定，这样政府发行货币就有公信力，居民就不用担心政府滥印货币。

如果在金本位时代政府指示央行印钱会怎么样呢？答案是黄金流出。因为持有现金的人不愿意自己手中的或者银行账户上的货币贬值啊，那他们必然会把货币换黄金然后离开本国，前往其他国家并换成他国的货币。黄金的流失导致银行无法发行稳定的货币，也就无法保证社会相应的经济活动有足够的稳定货币支撑，本国货币又大面积贬值，经济就萎缩了。

有读者会想，布雷顿森林体系瓦解后，金本位不是终结了吗？

那同理，在现在信用货币年代，金融资本在碰到你大规模印钱会怎么办呢？

答案是资产售出，资本贬值，外资跑路，本国货币贬值。理由和前面的黄金跑路是一个道理，资本留在你国等贬值吗？资本又无国界，肯定是一路跑啊，谁也不会放任自己的资产贬值。

而中国自改革开放走资本主义道路以来，通过引进外资解决就业问题（二共把人民公社拆了后，知青在农村无法生存必须返城，可是工业化不足的国家，城里也没有足够多的工作，所以要稳就业则必需引进外资）。那已经负债累累且还不起钱的实体行业再碰上外资撤走，后果必然是实体崩盘失业率爆增。（如苹果公司的合作公司富士康，占了河南省经济的重要一环，以至于河南省政府都顶着防疫政策强迫工人在富士康工作，在工人逃完后全国招人动员当地公务员进厂生产 iPhone14，生怕富士康停产，苹果终止合同还派出警察镇压富士康的工人。）在现在已经有 2 亿灵活就业，青年失业率已达 19.3%。你认为央行敢搞量化宽松吗？

有读者心里又有疑问了，美国 2008 年华尔街金融海啸时，奥巴马 4 万亿美元紧急救市，在美国被称为量化宽松，怎么就没事呢？

金本位终结后，美元迅速成为唯一挂钩石油的货币。在国际石油贸易均由美元结算的情况下，美联储的货币政策是完全不用考虑汇率和资本流出的问题的。他超发的货币会炒动石油的价格迅速上升，石油作为各大工业的动力涨价会使得各国的物价普遍上涨。这样增发的美元就通过石油把通货膨胀转移到其他国家。这就是美联储敢印钱的原因，他可以通过透支美元信用的方式使得经济起死回生。

可是人民币并未挂钩石油，人民币只要敢大规模开印比如和美元那种 4 万亿投入市场，汇率会直接炸掉通胀会直接起飞，到最后财政也会崩盘，政府信用国家信用也全部崩盘。

5. 转移生产线

这种解决方式是上世纪 70 年代西方做出的，具体方法是把本国劳动密集型产业，也就是劳资矛盾尖锐的产业转移出去，把生产线转到如中国越南等需要解决就业的国家来（正好配合二共引入外资的政策），这样低工资高剩余价值的矛盾就会出现在被转移国家。本国则留有技术密集和资本密集型企业，如手机芯片。

因为产业转移而导致的岗位不足，一方面通过低工时如英国开始实施的一周4天工作制缓解，另一方面通过在被转移国家的工人所创造的剩余价值的一部分来支付。由于被转移国家相对落后且依赖出口，先发资本主义国家一来可以通过高技术带来的强势货币带来的汇率，最终转化为强势的货币购买力，进口被转移国家的产品；二来可以通过本国的高劳动生产率水平的价格对被转移国家的产品进行购买，从而获得超额剩余价值。三来可以直接通过跨国企业资本直接占有工人的剩余价值。

具体体现就是如西欧、北欧、美国、英联邦等国的超高社会福利。而被转移国家的工人阶级除了要承受生产过剩的矛盾以外，还要被本国买办（本国资本家）、外国资本（占有剩余价值）和本国官僚（二共这一帝国主义在华代理人）三重剥削。这就导致了工人寿命减短且工资降低（人力成本低廉），国家环境也被污染（高污染企业肯定是优先转移出去的选项）。

这也是富士康事件爆发的经济原因。在这次事件中，二共的暴力机器将矛头对准本国工人，以压低工资、血腥镇压的手段，维持富士康在恶劣的疫情环境下高强度产出苹果公司的 iPhone14，保障苹果公司的利益。充分体现出二共作为帝国主义在华代理人的丑恶面目。

那这方法在中国能用吗？不能。

第一，因为西欧等转移，是用14亿人口的庞大体量产生的剩余价值为他们撑起高福利的同时还能让他国的资产阶级获得平均利润率之上的利润。而中国的体量过大，转移出去所产生的收益完全无法满足失业工人对高福利的需求。

第二，这种转移依赖被转移国家有较高的识字率，教育工人进行生产的成本低廉。先发资本主义国家当时发现经过一共的打的基础，中国的工人阶级有较高的识字率可以转移，我们去哪里转移呢？印度非洲识字率过低接不了，而越南已经充满外资已经充分就业。加上中国生产线也十分庞大，不是小体量国家可以接受转移的。

第三，作为一个二流帝国主义国家，中国本身就是被转移劳动密集企业的国家。譬如富士康，本身就是苹果最后的组装公司。其本身不带有任何苹果零件的

生产，诸如芯片等都是在台积电生产完成后在富士康组装的。所以富士康是只要读完九年义务教育的工人就会做的一个典型的劳动密集型产业。如果转移出去，本国就业怎么办呢？留的下什么高新技术呢？留下光刻机吗？（笑）

十、尾声

那是不是中国的经济 100%注定死亡呢？其实还有几种可能救活：

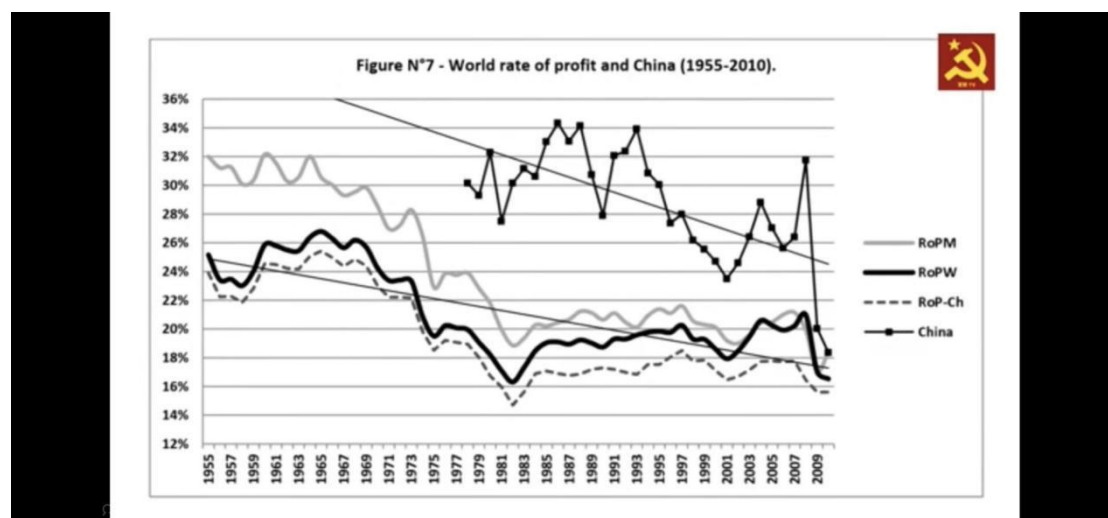
一、第四次工业革命的诞生。

当欧美发生工业革命时，新的经济增长点出现在欧美，可以将欧美的经济盘活。当欧美的技术密集型和资本密集型的产业重新开始增长，欧美的需求就会极大的提高，外需提高后三驾马车的出口项就激活了。同时新的科技中劳动密集型的产业又会被转移到中国越南成为新的投资项，这样三驾马车的投资项也激活了。

这里不得不提的一点的是，爆发工业革命，只是可能重新找到出路。因为马克思已经揭示了技术发展的规律：技术的发展，会使得资本有机构成逐步提高，也即商品价值公式 $W=C+V+M$ 中 C 的占比提高。从而导致利润率的下降：

“利润率的下降和绝对利润量的同时增加产生，于同一些的这个二重性的规律。”²⁹

那目前利润率如何呢？



²⁹ 卡尔·马克思：《资本论》，第三卷。

凯恩斯主义只是急救药，并不能根治资本主义的内生性矛盾。正如凯恩斯自己说的那样：“从长远看，我们都已死去。”³⁰

现在也不再是凯恩斯主义刚刚问世的那些年了。所以即使第四次工业革命发生了，也只是有可能将经济救活。

二、人民币作为石油的唯一结算货币取代美元挂钩石油。

如果人民币获得唯一结算石油的货币地位，那央行就能开动印钞机对外转移矛盾了。

那这个方案有多难做到呢？

1. 沙特得保证本国的民意和安全，这需要中国遏制住以色列在中东的扩张趋势。还需要拆除在沙特的美军基地否则美国能直接对沙特进行打击，然后将中国的军事基地部署在沙特境内，同时有足够强大的海上力量即航母舰队在红海/印度洋游弋保证沙特石油航道安全。

2. 沙特卖石油用人民币结算需要有稳定的理财工具。在使用美元时由于美国强大的军事科技金融霸权，美国国债几乎是一种 0 风险的理财手段。卖出石油各国用美元结算时，沙特可以把手中的美元用于购买美国国债，从而达到及其稳定的理财。若想取代，则需要中国的国债风险低于美国，这需要中国在军事科技金融等国力方面超过美国。

3. 沙特对军火的需求很高，需要中国将足够先进的超过美国的常规军火技术卖给沙特。

4. 中国必须保证沙特不亡国。

有读者可能好奇为什么是这四点，前 3 点是美元挂钩石油时沙特提出的要求我们来看美国是怎么做到的：

1. 国务卿基辛格一通外交叫停了以色列。同时美国强大的海上航母编队可以随时出动游弋在印度洋附近保证沙特石油贸易的安全。同时在沙特境内新修建军事基地，增强美军在中东的力量。

³⁰凯恩斯：“In the long run, we are all dead.”

2. 能源办公室主任，有过华尔街工作经验，外号能源沙皇的威廉西蒙，秘密访沙，打通了沙特匿名购买美国国债来进行理财的渠道。

3. 由尼克松达成和沙特达成军事合作协议，美军将军火卖与沙特。

第4点，也是最难做到的一点，保证沙特不被灭国。

上一个抛弃美元结算石油的国家，叫利比亚，再上一个，叫伊拉克。

伊拉克的总统萨达姆，被美国人扶持的傀儡政权吊死那个，他死的理由是什么？美国人拿了瓶洗衣粉，说伊拉克境内有大规模杀伤性武器，直接发动战争灭了伊拉克的国。结果打下来一找发现没有。

那真实原因是什么？真实原因是，萨达姆是军人出身，他一看欧元问世了，欧元走强，欧元汇率是美元的1.38倍。于是乎萨达姆就说：“今后我的石油不用美元结算了，我用欧元。”他每年400多亿的美金收益，意味着他要抛400多亿美元。这就对美元构成了致命性打击，所以不灭掉他，那才叫见鬼。

与他同样类型的国家，利比亚。利比亚的总统卡扎菲，他比萨达姆放出的话还要致命。他说：“今后我的石油结算，既不用美元，也不用欧元，我用黄金。”这样一来他直接把欧美全得罪了。于是乎是，打伊拉克是美国人打的，打利比亚，是欧洲人先动手的，欧美联合起来把利比亚干掉。

以目前的美军在中东的军事力量，美国在沙特安置的军事基地，和美国强大的海外军事投送能力，以及美国多艘航母编队等等。一旦沙特宣布放弃使用美元结算石油，就做好美国重燃战火，灭沙特国的准备吧。

这也就是第4点的来源，中国必须保证沙特不被灭国。

十一、希望

上面两个可能实现的概率有多大，我想读者心中应该有数。如果实现不了，那在不可避免的大萧条中还有一种可能：

由工人阶级中的先进分子，自发的组织起来，成立一支代表工人阶级利益的、以马列毛思想为指导思想的、高度集中的先锋队，或者称为三共。并以武装革命的手段，推翻二共的统治，在中国重新建立起一个社会主义国家，实行公有制和计划经济，实现按需生产和工人治厂，推行鞍钢宪法，一劳永逸的解决生产相对过剩和工人阶级被多重剥削压榨还要面临失业的状况。

由于列宁在《怎么办》等一系列著作中已经批评了如伯恩斯坦主义，考茨基主义等等为代表的改良主义思想，因此本文不再赘述。

十二、后记

记得我第一次接触到经济危机的时候，我不理解为什么书中会写那是社会化大生产和生产资料私人占有的矛盾。后来我在知乎上偶然看到解释资本主义内生性矛盾的文章，并且把他通俗化了。我才理解原来是社会逐步生产过剩的矛盾，于此同时物资极大的丰富到过剩了，工人却在失业的寒风中苦苦挣扎。也正是由于这是资本主义内生性矛盾，而且真真实实发生在中国的市场经济中，我一瞬间就意识到只要用市场经济就一定是走资本主义道路。随后我马上反应过来为什么毛主席说资产阶级就在党内，走资派还在走。由于笔者是经济学专业的学生，我当时就想分析一下中国的经济危机走到哪一步了，什么时候会迎来大萧条，这次大萧条还有无缓解手段。为了确保分析的结果可靠，我一边自己思考，一边参照了不少相关资料加以佐证。分析的结果令笔者本人十分震惊。后来因一系列机缘巧合，这些思考的结果以《房地产走到哪一步了？》为名在2022年6月出现，并且得到了多名读者的好评与反馈。这下也轮到我用分析的结果去震惊一下别人了。这些赞赏和意见对我的鼓励是非常大的，这也使得6个月后，为了使文章与时俱进，我将其更新了第二版，并且为其想了一个更浪漫更有吸引力的名字——《大萧条离我们还有多远？》。同时对第一版做了更为详细的补充。如果你觉得读完了本文对经济知识和中国经济现状有了更进一步的了解，非常感谢你对我的认可。也非常希望你能对本文提出改进意见，笔者会对反馈意见进行参考汇总并对文章进行一定程度的合理修改。使我在这一征途中有所感悟和收获的有许多人，在此向大家表示衷心的感谢！

东方红
2022年12月26日

备注

相对生产过剩模型不清楚的同志看到这里，这里是通俗化的理解：

首先，资本家会尽力压低工人的工资以求自己获得最大利润对吧？

A 是生产牛奶的资本家，B 是生产苹果的，C 是生产纸张的，他们都压低了工人工资。但是他们的产品是要卖给工人才能获得收入的。工人由于自己的工资降低不得不压低消费。A 今年生产了 10 瓶牛奶，他发现他的牛奶卖给别人只卖了 8 瓶，还有两瓶卖不掉，于是他想，那明年少生产点吧。于是他工厂的 10 个工人他裁员了两个。B 也碰到了这个问题，苹果卖不完所以 B 也裁员，C 也一样，一个社会所有的资本家都发现了这个问题，于是他们都裁员。现在工人被裁员了，没有了工作就没有了收入就没有了消费能力，于是 A 发现他牛奶第二年 8 瓶只卖的出去 6 瓶，B,C 也一样，他们只好继续裁员，裁员又会压低消费能力。于是这个经济一直恶性循环下去。这就是资本主义造成的生产过剩，也是大萧条的根源。具体来讲就是这样的场景：

一个矿工失业在家，冬天很冷。

他女儿问他，“爸爸，天好冷，为什么不烧点煤？”

他说：“爸爸失业了，没钱买煤”，女儿又问“你为什么失业？”

他说：“因为老板挖的煤太多，卖不出去”

