美国信用分配与资本化

横纵分析法深度研究报告

研究时间：2026-11-09 | 所属领域：金融、商业 | 研究对象类型：概念

作者: Koutian Wu (https://ktwu01.github.io/)

> 研究时间：2026-11-09 | 所属领域：金融、商业 | 研究对象类型：概念

摆摊的人赚的是差价，做成企业的人赚的是估值。两者之间隔着一个问题：谁能先拿到别人的钱。

最近读到一篇中文长文，讲的是一种很「中国」的商业观。大意是：做生意的目标，从一开始就是让「朝廷」把钱给你，赚老百姓的钱只是顺带。朝廷通过政策性钱庄把钱放出来，老百姓把钱存进钱庄，你符合政策，钱就到你手里；你拿去把玉米地变成商场、工厂、写字楼，有了流水，就有了股票，土地爷就赶上了财神爷。

这套说法有夸张的地方，也有很准的地方。我想知道的是：在美国，这套逻辑成立吗？美国没有「朝廷指定钱庄」，但美国有美联储、有 49.1 万亿美元的退休资产、有每年几千亿美元的风险投资。钱总得从某个地方出来，流到某些人手里。

所以这篇文章用横纵分析法拆这个问题。纵向看美国两百多年里「谁先拿到钱」是怎么变的，横向看 2026 年的美国有哪几条渠道在分钱，再和中国、日本、德国比。最后回到那篇中文长文，说说它哪里对，哪里错。

一、一句话定义

我研究的对象可以这样定义：**新创造的信用和别人的储蓄，经过某个守门人，优先流到一小部分人手里；这些人把低产出的资产变成有现金流的资产，再由市场把未来的现金流折现成今天的估值。**

这里面有四个零件：钱从哪来，守门人是谁，钱变成了什么资产，估值怎么放大。中国版本里，四个零件里有三个由国家直接握着。美国版本的问题是：这四个零件分别在谁手里。

二、纵向分析：两百三十年，七次换手

第一阶段（1790 年代）：国债变成了私人资本

美国的这套机器，第一块零件是汉密尔顿装上的。

1790 年，联邦政府刚成立，手里是一堆独立战争留下的烂账。各州欠的债、大陆会议欠的债，票面上值钱，市场上折价严重，很多老兵早就以几折的价格把债券卖给了投机者。汉密尔顿的方案是：联邦政府按面值承接所有这些债，包括各州的债。国会最初两次没通过，后来南方议员换来了首都设在波托马克河边（1790 年《居住法》），才让承接州债的方案过关。1790 年 8 月的《融资法》授权承接最多 2150 万美元州债，实际承接 1830 万美元，新发行的联邦债券付 6% 利息。到 1791 年初，联邦债务总额约 7546 万美元。（Funding Act of 1790）

这一步的效果是：一堆没人信的纸，变成了有国家税收担保、能稳定付息的资产。谁手里有这些纸，谁就一夜之间有了「资本」。

紧接着是第一合众国银行。1791 年 2 月获得特许，资本 1000 万美元，政府占 200 万，私人占 800 万。股票 7 月开售，当天卖光，接下来是对认购权证的疯狂竞价。（Federal Reserve History）据通行说法，私人认购者可以用政府债券缴付大部分股款，国债直接变成了银行资本，这一点我没有在一手来源中核实。

然后就出事了。汉密尔顿的朋友、前财政部助理部长威廉·杜尔（William Duer）借钱想垄断 6% 国债。在他的买入和合众国银行信贷扩张的共同推动下，1791 年 12 月到次年 1 月，6% 国债从 110 涨到 125。1792 年 3 月 9 日杜尔停止偿付，华尔街第一次崩盘。汉密尔顿的应对是在公开市场买入国债，并让纽约银行以 7% 的惩罚性利率、以国债为抵押放款，4 月恐慌平息。（Liberty Street Economics）纽约联储博客的作者认为，这是比白芝浩的理论早了八十年的「最后贷款人」操作。

我觉得这一段已经把整套逻辑的骨架摆出来了：国家信用造出一种新资产；离权力最近的人最先知道、最先买；有人加杠杆赌；赌崩了，国家出手托底。两百多年后，换了名字，结构没变。

第二阶段（1862–1913）：玉米地变成铁路，铁路变成华尔街

那篇中文长文里最生动的一句是「这土地不能老是种玉米，要长房子」。美国十九世纪最大的一次「土地变资本」，是铁路。

1862 年 7 月 1 日，林肯签署《太平洋铁路法》，特许联合太平洋和中央太平洋两家公司修横贯大陆铁路。政府给两样东西。第一样是地：铁路两侧 10 英里内的奇数编号地块，1864 年修正案又把面积翻了一倍。（National Archives）第二样是钱：联邦按里程借出 30 年期债券，平原每英里 1.6 万美元，山间 3.2 万，山区 4.8 万，总额约 6000 多万美元。（CPRR）1850 到 1871 年，联邦给铁路的土地总计约 1.3 亿英亩，大约是公共土地的十分之一。

我觉得铁路公司拿到地之后做的事，和今天的地方政府平台公司很像：用地做抵押发债，用沿线地价上涨的预期吸引投资者，修路本身反倒赚得最少。

最赚钱的环节在「建设公司」。联合太平洋的施工方叫 Crédit Mobilier，后来由众议员奥克斯·艾姆斯主导。1867 年起，艾姆斯把公司股票按面值、也就是远低于市价的价格卖给国会议员，有的还借钱给他们买，或者允许用未来分红抵扣。1872 年 9 月《纽约太阳报》曝光。二手资料对虚高工程款的估计在 1900 万到 4400 万美元之间。（Library of Congress）

同一年签署的《宅地法》给普通人每人最多 160 英亩，交少量登记费，住满五年就归你，最终约 2.7 亿英亩给了个人。（National Archives）听起来很平民。但有一个常被引用的估计：1862 到 1904 年土地总署处置的约 5 亿英亩里，落到宅地农民手里的只有约 8000 万英亩，其余去了铁路、州政府和土地投机商。这个数字我没能在一手来源中核实。

地分完了，钱开始集中。到二十世纪初，美国没有中央银行，摩根就是中央银行。1907 年恐慌，纽约的尼克博克信托被挤兑，摩根在自己的图书馆里召集银行家组织救市。（Federal Reserve History）救完之后，国会开始害怕了：一个私人能救整个金融系统，也就能决定谁活谁死。

1912 到 1913 年的普若委员会（Pujo Committee）调查「金钱托拉斯」，结论是 180 个人在 112 家公司里担任 341 个董事职位，这些公司掌握的资源达 222 亿美元。当时纽交所的总市值也才约 265 亿。（Pujo Committee）

后来的最高法院大法官布兰代斯据此写了一本书，书名直接就是那篇中文长文的主题：《别人的钱，以及银行家如何使用它》（*Other People's Money and How the Bankers Use It*，1914）。书里有两句话（笔者译）：

> 「我们的金融寡头的权力及其增长，来自对别人的储蓄和流动资本的支配。」
>
> 「他们用人民自己的钱控制人民。」（Project Gutenberg）

那篇中文长文说「钱被老百姓储蓄进钱袋子，你再从钱袋子里把这钱拿出来」。布兰代斯在 1914 年说的是同一件事，只是在他眼里，这套东西需要拆掉，用不着学。

第三阶段（1913–1945）：国家第一次亲自下场分钱

1913 年 12 月，《联邦储备法》签署，美国有了中央银行。（Federal Reserve History）但 1920 年代的美联储还远不是今天的样子。那十年里，真正的「发钱机器」是券商贷款：1926 年 9 月到 1929 年 9 月，券商贷款从 32 亿美元涨到 85 亿。普通人用一成到几成保证金买股票，到 1929 年春天，超过一半的券商贷款来自非银行机构，大公司把闲钱拿去放保证金贷款，因为利息比做主业还高。

然后是 1929。道琼斯指数到 1932 年 7 月跌了 89%，直到 1954 年 11 月才回到 1929 年的高点。

大萧条之后，美国做了一件和它自我形象很不相符的事：国家亲自成为全国最大的贷款人。

1932 年 2 月，胡佛政府设立复兴金融公司（RFC）。1933 年起由得州银行家杰西·琼斯（Jesse Jones）执掌，一直到 1945 年。按经济史百科的统计，RFC 累计授权贷款和投资约 385 亿美元，实际发放 333 亿，其中 209 亿给了战时子公司。（EH.net）琼斯后来写回忆录，书名就叫《五百亿美元》。用今天的眼光看，RFC 就是一家政策性银行：救银行、救铁路、借钱给企业，战时直接投资建工厂。

房子这条线更深远。1933 年，房主贷款公司（HOLC）成立，三年里为 101 万户人家再融资了约 30.9 亿美元，把原来 3 到 5 年到期、到期一次还清本金的「气球贷」，换成 15 年期、年利率 5% 的分期贷款。（FRASER）1934 年联邦住房管理局（FHA）成立，给分期还款的房贷做保险。1938 年，RFC 出资 1100 万美元设立了一个子公司，专门收购 FHA 保险的房贷，好让银行把贷款卖出去、腾出钱再贷。这个子公司叫 Fannie Mae。（Fannie Mae）

顺带纠正一个常见说法：30 年期房贷不是 1934 年就有的。FHA 到 1948 年才对新房开放 30 年期，1954 年才扩展到二手房。（AEI）

这套房贷体系的另一面是红线。HOLC 在 1935 到 1940 年给 239 个城市画了「住宅安全地图」，把街区从 A（绿色）到 D（红色）分级。（Mapping Inequality）历史学家对 HOLC 本身是否用地图拒贷有争议，但 FHA 有自己的评级标准，后果是一样的：黑人社区很难拿到联邦担保的房贷。1944 年《退伍军人法》担保了近 240 万笔房贷，而在纽约和北新泽西，6.7 万笔这样的房贷里，给非白人买家的不到 100 笔。

那篇中文长文说「只有老百姓愿意储蓄的地方你才能赚到钱」。1930 年代的美国补了另一半：国家决定了哪些老百姓可以借钱买房，哪些不可以。买到房的那一代人，在接下来四十年里坐享了美国历史上最大的一轮资产升值。

金融监管也是这一阶段定型的。1933 年《格拉斯-斯蒂格尔法》把商业银行和投资银行分开，并设立联邦存款保险公司（FDIC）；1934 年成立证券交易委员会（SEC）。首任 SEC 主席是约瑟夫·肯尼迪，一个靠股市投机发家的人。这项任命通常被概括为「用贼抓贼」。（Library of Congress）

第四阶段（1945–1979）：冷战订单和风险投资的诞生

战后美国最重要的一次「讲新故事」，发生在硅谷。而第一个付钱听故事的，是五角大楼。

1946 年，哈佛商学院教授乔治·多里奥、MIT 校长卡尔·康普顿和波士顿联储主席拉尔夫·弗兰德斯一起成立了美国研究与发展公司（ARD），这是第一家公开上市的风投公司。（MIT Museum）1957 年，ARD 花 7 万美元买下了数字设备公司（DEC）70% 的股份；1968 年 DEC 上市后，这笔股份值 3.55 亿美元。

同一年，八个从肖克利实验室出走的年轻人找钱创业，被三四十家公司拒绝，最后由海登斯通的亚瑟·洛克牵线，拿到谢尔曼·费尔柴尔德的 150 万美元，成立了仙童半导体。每个创始人出 500 美元，拿股份，这在当时很少见。（Traitorous eight）

早期芯片公司最大的客户是谁？1962 年，德州仪器拿下民兵 II 导弹制导系统的集成电路订单；到 1965 年，民兵导弹是集成电路最大的单一买家。（Computer History Museum）1960 年代初，政府订单几乎占了集成电路订单的全部，芯片单价从 1961 年的 32 美元降到 1971 年的 1.25 美元。（FedTech）

经济学家玛丽安娜·马祖卡托在《企业家型国家》里把这个故事讲得更远：她认为 iPhone 里每一项让它「聪明」的技术，互联网、GPS、触摸屏、Siri，都由政府出钱研发，风投是后来才进场的，「公共部门把风险社会化，回报却被私有化」（笔者译）。（Mazzucato）卡托研究所的批评者认为她夸大了政府的作用。但至少在半导体这件事上，政府作为第一个大买家的事实没有争议。

所以美国版的「朝廷愿意给你钱，因为朝廷需要你盖房」，在冷战时期是「国防部愿意给你订单，因为国防部需要导弹」。区别在于，国防部买的是产品，没有直接决定谁当老板。谁当老板，是亚瑟·洛克这样的人决定的。

这一阶段还有两块小零件。1953 年设立小企业管理局（SBA）；1958 年《小企业投资法》允许私人投资公司以 1 比 2 的比例向 SBA 借钱，再投给小企业（SBIC 计划）。

但真正改变风投规模的，是 1979 年劳工部的一次规则解释。

1974 年的《雇员退休收入保障法》（ERISA）要求养老金经理遵守「审慎人」规则，这条规则原先被理解为不许买高风险资产。1979 年劳工部澄清：审慎与否按整个投资组合来判断，组合里放一小部分风投并不违规。（NBER w6906）

效果很快显现。1978 年，新设风投基金总共募资 4.24 亿美元，其中养老金占 15%；到 1986 年，募资超过 40 亿美元，养老金占一半以上。（Gompers & Lerner, JEP 2001）同一批风投游说者还在 1978 年把资本利得税从 49% 降到了 28%。1980 年的《拜杜法》又允许大学拥有联邦资助研究的专利。

我觉得这是整个美国故事里最关键的一个节点，也最接近那篇中文长文的核心机制。普通工人的养老金，通过一条规则解释，变成了风险投资的燃料。老百姓不知道自己的钱去了哪里，只知道每个月从工资里扣一笔。那篇文章说「这地方的钱就是给你用的，你别客气」。1979 年之后，硅谷的风投合伙人大概也是这么想的，只是他们从来不这么说。

第五阶段（1980–2007）：老百姓的钱全面进场

1971 年 8 月 15 日，尼克松关闭黄金兑换窗口，外国央行不能再用美元换黄金。（Federal Reserve History）从这一天起，美元的国际价值不再锚定黄金，美元的数量主要由美联储和银行放贷决定。

1979 年，保罗·沃尔克出任美联储主席，为了压通胀，联邦基金利率在 1980 年底到 1981 年初逼近 20%。（Federal Reserve History）高利率把美国制造业打残了一半，却为接下来四十年的利率下行铺好了路。利率从 20% 一路降到零，所有长期资产的估值都在这四十年里被抬了上去。这条下行的曲线，是理解后面一切的前提。

1978 年《税收法》里埋了一个不起眼的条款 401(k)。1980 年前后，福利顾问泰德·本纳把雇主配缴和税前扣款组合起来，发明了今天的 401(k) 计划。截至 2025 年底，美国退休资产总额 49.1 万亿美元，其中 401(k) 10.1 万亿，个人退休账户 19.2 万亿。（ICI）

这就是美国版的「钱庄」，由税法造出来：你把钱存进去，就能少交税；存进去之后，钱自动买进股票基金。中国的老百姓把钱存进银行，美国的老百姓把钱存进标普 500。

钱有了，就有人想办法用它加杠杆。1980 年代是迈克尔·米尔肯的年代。他把垃圾债券变成了一个市场，让小公司和收购方可以发高收益债融资。1987 年他一个人拿了 5.5 亿美元报酬。1988 年，KKR 以 109 美元每股、连同债务约 310 亿美元的价格收购雷诺兹-纳贝斯克，资金大部分来自德崇证券承销的垃圾债。这个纪录保持了 17 年。1990 年德崇破产，米尔肯认罪。（Britannica）

杠杆收购的逻辑和那篇文章说的「拿钱庄的钱，把某个项目外包出去」很像：用目标公司自己的资产和现金流做抵押借钱，买下这家公司，裁员、卖资产、提分红，几年后再卖掉或上市。买方自己的钱只占一小部分。

同一时期还有储贷危机。1986 到 1995 年，1043 家储贷机构倒闭，涉及资产 5190 亿美元，纳税人买单约 1240 亿。（Federal Reserve History）这些机构前几年刚被放松管制，用有存款保险兜底的储户的钱，去做了它们不懂的商业地产贷款。

地产这条线也在演化。1960 年国会设立房地产投资信托（REIT），理由是让「小投资者」也能持有收租物业。（Nareit）1981 年的税法让地产成了避税天堂，1986 年《税收改革法》又把「避税工具里的避税」拿掉了。

然后是金融业自己的扩张。1999 年《格拉姆-里奇-比利雷法》废除了《格拉斯-斯蒂格尔法》对混业经营的禁令。（Federal Reserve History）经济学家格林伍德和沙尔夫斯坦算过：美国金融业占 GDP 的比重从 1980 年的 4.9% 涨到 2007 年的 7.9%，增长主要来自两块，一是资产管理费，随着资产（尤其是股票）估值上涨而上涨；二是家庭信贷，主要是房贷。（Greenwood & Scharfstein, JEP 2013）

这一点很要紧。金融业的收入跟着资产估值走，所以整个行业天然希望估值往上涨。另一位经济学家菲利蓬发现，一百三十年来美国金融中介的单位成本几乎没变，每年约为中介资产的 1.5% 到 2%，信息技术没有让它更便宜。（Philippon, AER 2015）

2000 年互联网泡沫破裂，纳斯达克从 5048 点跌到 1114 点，跌了 78%，直到 2015 年才回到高点。美联储把利率从 6.5% 降到 1%，资金转向房子。2003 到 2005 年房价每年涨约 12.5%；次级贷款占新增房贷的比例从 2003 年的 8% 涨到 2006 年的 22%；私人机构发行的房贷证券在 2005 年达到创纪录的 1.19 万亿美元，第一次超过「两房」。（FDIC）

经济学家米安和苏菲后来的研究把这件事讲透了：1980 年代以后，美国最富的 1% 的储蓄急剧上升，形成了「富人的储蓄过剩」，规模堪比全球储蓄过剩。这些钱经过金融系统，2008 年以前主要借给了中产阶级，2008 年以后主要借给了联邦政府。（Mian, Straub & Sufi, NBER w26941）

这里正好和那篇中文长文相反。那篇文章说老百姓存钱，聪明人借钱。美国 2008 年以前的现实是：富人存钱，中产借钱。中产用借来的钱买房，房价涨了一阵，然后崩了。在《债务之家》里，米安和苏菲算过，2007 到 2010 年，最穷的 20% 房主的净资产从 3 万美元跌到几乎为零。债务让借款人先承担损失。

第六阶段（2008–2021）：零利率，故事最值钱的年代

2008 年 9 月 15 日雷曼破产，资产 6390 亿美元，美国史上最大的破产案。「两房」被接管，从财政部提取了 1914 亿美元。国会通过 7000 亿美元的问题资产救助计划（TARP），最终净成本 311 亿，对银行的投资甚至是赚钱的。（CBO）

更大的变化在美联储。2008 到 2014 年三轮量化宽松，美联储资产负债表从约 0.9 万亿美元涨到约 4.5 万亿。QE3 每月买 850 亿美元，没有设上限。（St. Louis Fed）

这就是坎蒂隆效应在现代的样子。十八世纪的爱尔兰银行家坎蒂隆写过：新增的货币按照被花出去的顺序推高物价，最先拿到钱的人以旧价格买东西，最后拿到钱的人，比如靠固定租约生活的地主、工资固定的工人，要承受新价格。（Cantillon, Essai, Higgs 译本）量化宽松的钱首先进入债券市场，推低长期利率，然后推高股票、房产和私募估值。工资是最后才动的。

零利率也是风险投资的黄金年代。2013 年 11 月，投资人艾琳·李在 TechCrunch 上发明了「独角兽」这个词，她当时数了数，2003 年以后成立、估值超过 10 亿美元的美国软件公司只有 39 家，稀少到需要一个神话动物来命名。（TechCrunch）

2017 年 5 月，软银愿景基金首轮募集 930 亿美元，其中沙特公共投资基金承诺最多 450 亿，阿布扎比穆巴达拉 150 亿。（PIF）这是那篇中文长文所说的「讲一个新故事」最纯粹的版本。WeWork 是一家转租办公室的公司，2019 年 1 月估值 470 亿美元；8 月提交上市文件，显示营收 18 亿、亏损 19 亿；9 月撤回上市申请；2023 年 11 月申请破产，负债 186.5 亿美元。（CNBC）

同一时期的政府贷款，给出了一对最常被拿来比较的例子。2010 年，能源部给特斯拉 4.65 亿美元贷款，用于在弗里蒙特生产 Model S。2013 年 5 月，特斯拉在一次增发股票和可转债之后提前九年还清。（Tesla IR）同一个项目给太阳能公司 Solyndra 担保了 5.35 亿美元，2011 年 9 月 Solyndra 破产，1100 人失业，能源部监察长后来认定 Solyndra 在申请时有虚假陈述，部里工作人员承受了「巨大压力」要批准贷款。（POWER）马祖卡托的评论是：政府承担了 Solyndra 的亏损，却没有分享特斯拉的收益，问题出在合同设计上。

地产这边，2017 年税改设立了「机会区」：投资者把资本利得投进指定的低收入社区，可以递延甚至免除资本利得税。2018 年指定了 8764 个普查区。（ GAO）这几乎就是那篇中文长文里「玉米地变 CBD」的美国税法版：国家不直接给钱，而是告诉有钱人，把钱投到这里，可以少交税。

2020 年疫情，美联储资产负债表从 3 月中旬的 4.3 万亿美元涨到 6 月的 7.2 万亿，2022 年 4 月达到 8.97 万亿的峰值。（Federal Reserve）《关怀法》2.2 万亿美元，其中工资保护计划（PPP）发放了 7930 亿美元、1150 万笔贷款，到 2022 年 10 月约 96% 的金额被豁免。（ Pandemic Oversight）SBA 监察长估计 PPP 和灾难贷款两个项目合计可能有超过 2000 亿美元的欺诈，其中 PPP 约 640 亿。

PPP 是美国历史上最接近「政策性钱庄发布某项政策，你符合申请标准，那这笔钱都是你的」的一次。规则简单，银行代发，政府担保，事后豁免。

第七阶段（2022–2026）：加息、国家入股和 AI 的债

2022 年 3 月到 2023 年 7 月，美联储加息 11 次，累计 525 个基点，是 1982 年以来最快的一轮。（Richmond Fed）零利率时代结束，故事不好讲了。

第一个倒下的是硅谷银行。2023 年 3 月 9 日，储户一天取走 420 亿美元，约占存款的四分之一，次日又要求取 1000 亿，银行当天被关闭。它约 94% 的存款超过保险上限。（Fed OIG）硅谷银行的储户主要是风投支持的创业公司，它们的钱来自风投，风投的钱来自养老金和捐赠基金。整条链子在两天之内暴露了出来。美联储随即推出银行定期融资计划，按面值接受债券抵押，不看市价。

与此同时，美国开始做一件四十年没怎么做过的事：产业政策。2022 年 8 月《芯片与科学法》拨款 527 亿美元，其中 390 亿是制造业补贴。（CRS）同月《通胀削减法》的清洁能源条款，国会预算办公室当时估计约 3910 亿美元，但因为很多税收抵免没有上限，宾大沃顿和高盛后来的估计超过 1 万亿。（Penn Wharton）

政府换届之后，钱的方向立刻变了。2025 年 7 月的《大而美法案》（OBBBA）废除了《通胀削减法》的大部分清洁电力和电动车抵免，十年减少约 5000 亿美元。（PGPF）同一部法律把机会区变成了永久制度，2026 年 11 月 5 日财政部刚指定了 6576 个新机会区，2027 年 1 月生效。（CPA Practice Advisor）能源部贷款办公室改名为「能源主导融资办公室」（DOE），2026 年 1 月宣布收回 830 多亿美元前任政府批的贷款和有条件承诺（Solar Builder），转而给电网和核电放款，比如给公用事业公司 Alliant 的 51 亿美元。（DOE）

更大的变化是国家直接入股。2025 年 7 月，国防部以 4 亿美元可转换优先股成为稀土公司 MP Materials 的最大股东，并承诺十年内以每公斤 110 美元的价格托底钕镨（当时中国市场价不到 60 美元）。（MP Materials）8 月，政府把原本要发给英特尔的芯片补贴换成股票，以每股 20.47 美元、总计 89 亿美元取得 9.9% 的股份。（CNBC）之后是锂美洲、Trilogy Metals、美国钢铁的「黄金股」、美国稀土。按 The National 的统计，2025 年 1 月以来，这类交易有 39 笔，合计 277 亿美元。（The National）

这一步走得有多远，要和历史对比才看得清。从 RFC 关门的 1957 年到 2025 年，美国政府除了危机救助（比如 1970 年代组建联合铁路公司、2008 年救银行和汽车公司），很少在和平时期主动持有企业股份。现在，「朝廷入股」在美国也出现了。

最后一条线，是 AI 的债。2025 年 1 月，软银、OpenAI、甲骨文和阿布扎比的 MGX 在白宫宣布「星际之门」，四年投 5000 亿美元。（CNN）2025 年 10 月，Meta 和私募信贷公司 Blue Owl 成立合资企业，在路易斯安那州建约 270 亿美元的 Hyperion 数据中心，Blue Owl 占 80%，融资方式是 273 亿美元、利率 6.581%、2049 年到期的债券，不进 Meta 的资产负债表，Meta 租用并为园区价值提供 16 年担保。（Meta 10-Q）甲骨文 2025 年 9 月发债 180 亿美元，后来被债券持有人起诉，指控发行时隐瞒了后续借债规模。（DCD）

风投这边，数字已经不太像风投了。2026 年前三季度，美国风投交易额 5158 亿美元，比 2021 年全年的纪录还高 44%；其中 82.7% 投给了 AI。（PitchBook-NVCA Venture Monitor Q3 2026）

私募信贷则开始出问题。2025 年 9 月，汽车零部件公司 First Brands 和次级车贷公司 Tricolor 先后倒闭，负债合计超过 110 亿美元。摩根大通的戴蒙说，看见一只蟑螂，通常就不止一只（大意）。（CNN）2026 年第一季度，最大的一批非上市私募信贷基金收到的赎回申请平均占规模的 12.1%，远超通常 5% 的上限；Blue Owl 在 2 月限制赎回，穆迪 4 月把行业展望下调为负面。（CNBC）

美联储本身也在转向。资产负债表在 2025 年 12 月停止缩表，2026 年 11 月初约 6.75 万亿美元。（FRED）2026 年 9 月，美联储加息 25 个基点到 3.75%–4.00%，10 月维持不变，两位理事投票主张继续加息。（Federal Reserve）

小结：七次换手

把七个阶段排在一起，「谁是守门人」的变化是这样的：

阶段	钱从哪来	谁决定给谁	钱变成了什么
1790s	国债	财政部和最早的银行	银行股、国债
1862–1913	联邦土地和铁路债	国会、铁路公司、摩根	铁路、土地
1913–1945	美联储、RFC、FHA	联邦机构	银行、工厂、自住房
1945–1979	国防订单、早期风投	五角大楼、亚瑟·洛克们	半导体公司
1980–2007	401(k)、养老金、证券化	华尔街、风投、PE	杠杆收购、科技股、房贷证券
2008–2021	量化宽松、零利率	美联储间接，风投直接	独角兽、地产、私募估值
2022–2026	加息后的私募信贷、产业政策	私募信贷、白宫、五角大楼	数据中心、芯片、稀土

规律是：国家大规模亲自下场，大多发生在危机或战争的时候（1930 年代、冷战、2008、2020、今天的中美竞争）；平时，守门人是私人金融机构，国家只定规则。而私人守门人手里的钱，从 1979 年开始，越来越多地来自普通人的退休账户。

三、横向分析：2026 年美国的五条分钱渠道

我把美国今天把别人的钱交到少数人手里的渠道分成五条，再加上公开市场作为最后一环，然后拿中国、日本、德国做对照。

渠道一：退休金和捐赠基金，最大的「钱袋子」

规模先摆出来。2025 年底，美国退休资产 49.1 万亿美元，占家庭金融资产的 34%。（ICI）州和地方政府的固定收益养老金约 6.4 万亿。2025 年，公共养老金持有另类资产 1.91 万亿，其中私募资本 8319 亿；2009 年这个数字只有 4245 亿。（Equable）

最有代表性的是加州公务员退休基金（CalPERS）。按 2026 年 9 月的投资报告，基金总规模 6354 亿美元，私募股权 1236 亿，约占 19.4%，比阶段目标高 3.9 个百分点。（CalPERS）加州教师、警察和公务员的退休金里，接近五分之一的资产由私募股权基金经理管理。

大学捐赠基金是另一种形态。耶鲁 2025 财年捐赠基金 441 亿美元，当年给学校预算贡献 21 亿，约占运营收入的三分之一。（Yale News）耶鲁模式的核心就是大比例配置私募和风投。据 ai-CIO 报道，2025 年耶鲁在二级市场卖掉了约 25 亿美元私募基金份额。（ai-CIO）

保险公司则是私募信贷最大的买家。2024 年寿险公司持有 8490 亿美元私募信贷，占资产的 14%，增长主要来自被私募股权公司收购的保险公司。（Chicago Fed）也就是说：私募公司买下保险公司，再用保单持有人的保费去买自己发起的私募信贷。

2025 年 8 月，总统令要求劳工部为 401(k) 投资私募资产开路，2026 年 3 月劳工部发布了安全港规则草案。（Federal Register）1979 年对养老金做过的事，正在对 401(k) 再做一次。

谁拥有这个钱袋子？2022 年，收入 15 万美元以上的家庭 91.1% 有退休账户，收入 3 万美元以下的只有 13.2%。（CRS）所以美国的「老百姓存钱」主要是中产和中上层在存。真正的穷人连钱袋子都没有。

渠道二：风险投资，讲故事的地方

2026 年前三季度，美国风投交易额 5158 亿美元，约 1.42 万笔，AI 拿走了 82.7%。（Venture Monitor）据行业媒体统计，2026 年上半年，OpenAI 和 Anthropic 两家公司合计融资超过 2000 亿美元。（Startup Fortune）

这个数字容易让人误以为风投是一个巨大的、开放的市场。看募资端，画面完全不同。2026 年前三季度风投基金募资 1085 亿美元，5 亿美元以上的大基金只占基金数量的 6%，却拿走了 78.1% 的资金；第四期及以上的老牌基金拿走了创纪录的 88.2%；首次募资的新基金只拿到 49 亿。安德森·霍洛维茨一家在 2026 年募了 238 亿美元，超过全美风投募资的五分之一。上半年，三家机构拿走了募资的 48.1%。

这就是那篇中文长文说的「钱庄里面的工作人员也想给你，他们都有任务，要把这钱放出去」。养老金和捐赠基金要配置风投，但它们没有能力挑公司，只能挑基金；挑基金时最安全的选择是挑最大、最有名的那几家。钱于是越来越集中。

风投对出资人的回报也没有故事讲的那么好。2012 年，考夫曼基金会审视了自己投的 100 支风投基金，只有 20 支每年跑赢公开市场 3 个百分点以上，整体净回报只有 1.31 倍。他们的报告标题是《我们见到了敌人，就是我们自己》。（Kauffman）按 PitchBook-NVCA 的同一份报告，2022 年以来，风投对出资人的净现金流累计为负 2020 亿美元。992 家活跃独角兽合计估值 5.7 万亿，2026 年第三季度只有 18 家上市。

从创业者那边看，最典型的入口是 Y Combinator：12.5 万美元换 7% 股份，再加 37.5 万美元无估值上限的 SAFE。2026 年冬季批次 196 家公司，录取率约 1%。（YC）

最需要摆出来的反面事实是：风投只服务极少数创业者。考夫曼基金会基于人口普查数据的报告显示，至少 83% 的创业者在起步时既没用银行贷款也没用风投，近 65% 靠个人和家庭储蓄，约 10% 刷信用卡，**只有 0.5% 用了风投**。（Kauffman 2019）普里和扎鲁茨基用 1981 到 2005 年的普查数据算过，风投支持的公司约占新公司的 0.11%，但占美国就业的 4% 到 7%。（Puri & Zarutskie）

所以风投是一条窄而高的通道：进去的人极少，进去之后能拿到的钱和估值倍数极高。

渠道三：私募股权和私募信贷，杠杆机器

全球私募股权管理资产约 10.5 万亿美元（2025 年 6 月），私募信贷超过 2 万亿，算上半流动产品约 3.2 万亿。（PIMCO）

这条渠道的链条是：养老金和保险公司 → 私募股权基金 → 用目标公司做抵押借钱收购 → 私募信贷基金提供贷款 → 私募信贷基金的钱又来自养老金和保险公司。Matt Levine 的说法很简洁：私募信贷经理借出去的是客户的钱，而这些客户是保险公司、养老金和捐赠基金。（Bloomberg）

风险也在这条链上累积。2024 年有创纪录的 110 家私募股权或风投支持的美国公司破产。（S&P Global）美联储 2026 年 5 月的金融稳定报告说，约一半受访的市场人士把私募信贷列为首要风险。（Federal Reserve）据报道，金融稳定委员会认为，私募信贷以目前的规模，还没有经历过严重衰退的考验。（Angel Investors Network）

这条渠道和那篇中文长文的「你把某个项目外包出去，钱你只赚到整个环节里面的小小一环，却已经可以说自己提前退休了」最像。私募基金经理收 2% 的管理费和 20% 的业绩分成，用的是别人的钱，借的是被收购公司的债。

渠道四：房贷和地产税法，美国版的「土地财政」

美国没有地方政府卖地，但美国有一整套税法，把土地和房子变成了最好的资本化工具。

先看房贷。房利美 2025 年底的担保余额 4.14 万亿美元。（Fannie Mae 10-K）联邦背景的机构（「两房」和吉利美）支撑了大部分美国房贷，「两房」至今仍处于政府接管状态。房贷利息抵税 2025 年的成本约 455 亿美元。（JCT）30 年固定利率房贷本身就是一种只有美国大规模存在的金融产品，没有政府背景的「两房」，私人银行很难承担 30 年的利率风险。

再看税法机器。联合税务委员会对 2025 到 2029 财年的税式支出估计（同上来源）：

条款	五年成本
长期资本利得和股息的低税率	1.253 万亿美元
死亡时资本利得免税（继承时成本基础重置）	3793 亿美元
非住宅建筑加速折旧	802 亿美元
低收入住房税收抵免	803 亿美元
1031 同类资产置换递延	536 亿美元
机会区	78 亿美元

把这几条连起来，就是美国地产商的标准玩法：买楼，加速折旧抵掉租金收入，楼涨了不卖，用 1031 置换换更大的楼继续递延，需要现金就抵押再融资（借款不算收入），最后传给子女，成本基础按死亡时市价重置，一辈子的增值一分税不交。这套玩法的每一步都合法，每一步都需要先有一栋楼。

地方政府也有自己的版本，叫税收增量融资（TIF）：划出一个区，把这个区未来地产税的增量拿来给开发融资。芝加哥有 108 个 TIF 区，2025 税年征收 16.2 亿美元，占全市地产税的 17.9%。（Cook County Clerk）这是我能找到的最接近中国土地财政的美国机制：都是用未来的地价上涨为今天的建设融资，区别是 TIF 用的是税，中国用的是卖地收入。

机会区方面，诺沃格拉达克追踪到的机会区基金截至 2025 年底募集了 427.6 亿美元股权，他们认为自己只追踪到约三分之一，实际总额可能超过 1000 亿。（Novogradac）

经济学家罗格利（Matthew Rognlie）有一个重要发现：发达国家资本收入占比的长期上升，扣除折旧后几乎全部来自住房。（Brookings）皮凯蒂说资本回报跑赢经济增长，罗格利补充说，跑赢的主要是房子。那篇中文长文说「土地爷都快赶上财神爷了」，在美国一样成立。

渠道五：政府直接出钱，近几年越来越多

这条渠道在美国一直存在，只是规模小、名声差，2022 年之后变大了。

- **小企业管理局**：2025 财年创纪录发放 8.44 万笔 7(a) 和 504 贷款，金额 448 亿美元。（SBA）SBIC 计划组合规模 530 亿美元。
- **能源部贷款**：贷款授权超过 2890 亿美元，方向从风光转向核电、电网和化石能源。
- **芯片补贴**：截至 2026 年 7 月，商务部给 24 家公司的 49 个项目授予直接补贴 312 亿美元，已拨付 131 亿。（GAO）

- **国防合同**：Palantir 有一份上限 100 亿美元、为期十年的陆军框架协议（2025 年 8 月），Anduril 有一份上限 200 亿美元的陆军框架协议（2026 年 3 月）。据报道，那份协议本身没有附带拨款，只是一个合同工具。（Washington Technology）
- **国家入股**：英特尔、MP Materials、锂美洲等 39 笔、约 277 亿美元。

这条渠道最接近那篇中文长文的「朝廷」。但它有一个美国特色：钱跟着选举走。前任政府批的 830 多亿美元能源贷款和承诺，下一届政府上台一年就宣布收回；《通胀削减法》的清洁能源抵免，三年后大部分被废除。在美国做「政策生意」，最大的风险是四年一次的换届。

最后一环：公开市场，估值的放大器

前面五条渠道把钱交到少数人手里，公开市场负责把他们手里的资产按未来现金流定价。

2025 年底美国股市总市值 68.9 万亿美元，占全球的 43.7%，是中国的 4.4 倍。（SIFMA）2026 年 10 月中旬，标普 500 的远期市盈率约 19 倍。（FactSet）也就是说，一家每年赚 1 亿美元的上市公司，市场愿意给约 19 亿美元的估值。

这就是摆摊和做企业的区别。摆摊的人一年赚 5 万，就是 5 万。一家公司一年赚 5 万，如果市场相信它会持续增长，它值 100 万。创始人卖掉一部分股份，就能把未来二十年的利润提前变现。

谁拥有这些股票？2026 年第二季度，美国最富的 1% 持有 50.9% 的股票和共同基金，1989 年是 42.8%。（FRED / Fed DFA）再加上第 90 到 99 百分位的 37.2%，最富的 10% 持有约 88%。

对照组：中国、日本、德国

先看结构上最干净的一组数字，来自日本央行 2026 年 3 月的资金循环比较：（BOJ）

指标	美国	欧元区	日本
企业负债中借款的比例	4.7%	25.9%	21.5%
家庭金融资产中现金和存款	10.7%	31.1%	47.2%
家庭金融资产中股票	43.4%	25.5%	16.7%

美国企业主要靠股权融资，美国家庭主要持有股票；日本企业靠银行贷款，日本家庭主要持有存款。这决定了谁当守门人：在日本，是银行；在美国，是资本市场和管理资本市场的人。

中国。国际货币基金组织估计，2025 年底地方政府融资平台债务约 71.4 万亿元，约占 GDP 的 51%；加上专项建设基金和政府引导基金，广义政府债务约占 GDP 的 127%。（IMF）土地出让收入 2021 年约 8.7 万亿元的峰值，2025 年降到 4.15 万亿，2026 年前八个月又同比下降 28.6%。政府引导基金截至 2024 年底有 2178 支，目标规模 12.84 万亿元，实际认缴 7.7 万亿。（投中研究）国家开发银行 2024 年底总资产 18.62 万亿元，客户存款只有 0.79 万亿，主要靠发债融资。（HKMA）

学界对中国模式的批评主要有两条。宋铮、Storesletten 和 Zilibotti 在《像中国一样增长》里说，民营企业效率更高，但只能用自己的储蓄投资，国企之所以活下来，是因为「更容易拿到信贷」。（AER 2011）裴蒂斯认为，金融抑制把收入从家庭转移给企业和政府，导致家庭消费占 GDP 的比重偏低。拉迪（Nicholas Lardy）则提供了重要的补充：2010 到 2012 年，民营企业拿到了 52% 的新增贷款，国企只有 32%，中国的增长主要是民企带动的；2012 年以后，国有银行把更多信贷导向国企，挤出了民间投资。2015 年国有工业企业的资产回报率只有 1.9%，民营企业是 10.6%。（Cato Journal 书评）

日本。主银行制度：企业最大的长期贷款人，同时持有企业股份、监督经营、出事时牵头救助。三大银行 2026 年 4 月宣布三年内出售超过 1 万亿日元的交叉持股，这套体系还在慢慢拆。（Nikkei Asia）

德国。政策性银行 KfW 2025 年促进贷款 980 亿欧元，但它几乎从不直接放款，而是通过企业自己的开户银行（Hausbank 原则）转贷：开户银行负责审核，KfW 提供再融资，最多承担一半风险。（KfW）

把四个国家放在一起：

	美国	中国	日本	德国
钱的主要来源	退休账户、养老金、保险	银行存款	银行存款	银行存款
主要守门人	风投、私募、资本市场	国有银行、地方政府、引导基金	主银行	开户银行加 KfW
国家角色	定规则、税法、危机托底，近年开始入股	直接分配	引导和协调	政策性银行再融资
资产主要变成	股权估值	土地和基建	企业长期贷款	中小企业贷款
失败怎么处理	破产重组，股东先亏	展期、置换、隐性担保	主银行牵头重组	银行加政府担保

反方证据：这套逻辑不能解释的部分

如果只看前面这些，很容易得出结论：美国的财富也是靠「先拿到钱」赚来的。但有三组证据不支持这个结论。

第一，美国的高收入者主要靠自己的劳动。史密斯、亚甘、齐达尔和兹维克把 1100 万家企业和它们的主人对上了号，发现美国收入最高的那批人，主要是「中型、技能密集型、非上市企业的在职老板」，比如律所合伙人、牙科连锁老板、汽车经销商。老板退休或去世后，企业利润下降四分之三。他们的结论是：典型的高收入者，收入主要来自人力资本，金融资本是次要的（笔者译）。（QJE 2019）

第二，美国的顶级富豪越来越少靠继承。卡普兰和劳的研究发现，今天的福布斯 400 富豪比几十年前更不可能继承财富或出身富裕家庭，他们的财富主要来自可规模化的行业：科技、金融和大众零售。（JEP 2013）

第三，不拿外部融资也能做成大公司。邮件营销公司 Mailchimp 从来没有拿过风投，2021 年被 Intuit 以约 120 亿美元收购。（Intuit 8-K）不过，Mailchimp 的创始人发财，靠的仍然是收购价格里的估值倍数，攒下来的利润只占小头。资本化这一环，他们也没有绕过去。

还有一组让人不太舒服的数据。切蒂团队发现，美国 1940 年出生的孩子约 90% 收入超过父母，1980 年代出生的只有 50%，下降的主要原因是增长的分配更不平等，增长变慢的影响较小。（Science 2017）另一项研究发现，最富 1% 家庭的孩子成为发明家的概率，是收入低于中位数家庭孩子的十倍；即使数学成绩同样排在前 5%，富家孩子成为发明家的概率仍然高一倍以上。研究者称那些没有机会的孩子为「失去的爱因斯坦」。（Opportunity Insights）

所以，「先拿到钱」在美国决定的，更多是一个好生意能被放大到多大；谁能做出好生意，它决定得少一些。但「谁能接触到做好生意的机会」本身，又和出身高度相关。

四、横纵交汇：那篇中文长文，在美国对了多少

历史如何塑造了今天的位置

把纵向和横向叠在一起，我看到三个由历史决定的结构。

第一，美国的钱袋子在股市里，1978 和 1979 年的两次决定是关键原因。401(k) 条款和劳工部对「审慎人」规则的解释，把普通人的退休储蓄导进了股票、风投和私募。日本和欧洲大陆没有走这条路（原因不止于此），今天日本家庭 47% 的金融资产是存款，欧元区 31%，美国只有 11%。美国的「钱庄」是资本市场，守门人是基金经理。那篇中文长文里「钱庄工作人员也想给你，他们都有任务」，在美国对应的是 CalPERS 的私募配置目标和风投基金的募资周期。

第二，美国的国家每次下场都在危机里，退场却很慢。RFC 从 1932 年开到 1957 年；「两房」1938 年诞生，2008 年被接管，到 2026 年还没放出来；美联储的资产负债表从 2008 年的 0.9 万亿涨到今天的 6.75 万亿，再没回去。每一次危机，国家托底的范围就扩大一圈。而托底的承诺本身就是一种资本化：既然最坏的情况有人兜底，资产就值得更高的价格。

第三，美国的地产资本化靠税法，不靠卖地。中国的地方政府卖地收入从 8.7 万亿掉到 4.15 万亿，整个模式在收缩；美国的 1031 置换、加速折旧、死亡时成本基础重置、机会区，一项都没有被取消，机会区刚刚被做成永久制度。美国版的土地财政分散在几千个地方政府和几百万个地产主手里，不依赖单一的卖地收入，所以没有一次性崩塌的风险，也没有被一次性拆掉的可能。由此还能推出一件事：中国的土地财政，好处先落到地方政府手里，地价跌了，政府先承受；美国的地产税法，好处按持有的资产大小分配，已经有楼的人拿得最多，而且这些条款跨越了每一次政党轮替。中国的模式随卖地收入收缩，美国的模式随资产价格膨胀，后者对已经有资产的人更有利。

优势和劣势的历史根源

美国这套机器的优势是：守门人多，失败成本低，重来容易。风投挑错了，亏的是基金出资人；公司倒闭了，破产法让创始人可以重新开始；国家下场的项目选错了，有国会听证和监察长报告。Solyndra 的失败被翻来覆去讨论了十年，这本身就是一种纠错。

劣势的根源和优势是同一个：钱交给私人守门人之后，守门人会向安全的方向聚集。2026 年上半年三家风投拿走近一半募资，前三季度 88% 的钱给了老牌基金，首次募资的基金只拿到 49 亿。养老金不敢投小基金，小基金就少，新面孔的创始人能敲的门也就少。这是 1979 年那次「审慎人」规则解释的另一面：审慎就是跟着大家走。

还有一个历史包袱。从 1981 年到 2021 年，利率从 20% 降到零。四十年里，所有长期资产的估值都被抬高，所有「先拿到钱的人」都在顺风里。2022 年以后风向变了，2026 年美联储还在加息。私募信贷的赎回压力、First Brands 的倒闭、甲骨文被债券持有人起诉，都是同一件事的不同表现：在零利率年代按零利率定价的资产，要在 4% 的利率下重新定价。

三个剧本

最可能的剧本：两套机器并行。私人渠道（风投、私募、资本市场）继续分大部分的钱，集中度越来越高，越来越多流向 AI 和数据中心；国家渠道（入股、国防合同、能源贷款）在「国家安全」相关的行业里扩大，但每四年换一次方向。对创业者来说，拿钱的方法有两种：讲一个市场相信的故事，或者讲一个华盛顿相信的故事。前一种看增长，后一种看站队。支撑这个判断的是两组数字：2025 年 1 月以来国家入股交易 39 笔，而此前几十年的和平时期几乎为零；2026 年前三季度风投 82.7% 投给了 AI，是有记录以来最高的比例。

最危险的剧本：私募信贷和 AI 债务一起出问题。AI 数据中心大量用表外融资和私募信贷建设（Meta 的 Hyperion 是典型），私募信贷的钱来自保险公司和养老金，保险公司又被私募公司拥有。如果 AI 的收入跟不上投入，数据中心的租约违约，私募信贷基金出现亏损，压力会通过保险公司和养老金传回普通人的退休账户。金融稳定委员会说私募信贷还没有经历过严重衰退的考验，这个剧本就是那场考验。到那时，国家几乎一定会再托底一次，然后托底的范围再扩大一圈。

最乐观的剧本：资本化的门槛降低。401(k) 开放私募资产，如果配套的透明度和费用监管做得好，普通人可以分享以前只有机构才能投的私募回报；如果 AI 真的降低了创业的成本（这是一个假设，我没有找到可靠的数据），更多公司可以像 Mailchimp 那样不靠外部融资做大。如果这个剧本成真，「先拿到钱」的优势会变小，「做出一个有人付钱的产品」的价值会变大。但我对这个剧本的信心最低，因为 1979 年以来每一次「让普通人的钱进入另类资产」，最先受益的都是管理这些钱的人。

回到那篇中文长文

那篇文章说对了的地方：

1. **做生意的关键是拿到别人的钱。**布兰代斯 1914 年就说过同样的话，美国的风投、私募、地产商都在实践这一点。
2. **钱从中心发出，离中心越近越先受益。**坎蒂隆效应、量化宽松、PPP 都是例证。
3. **土地和资产的资本化是放大财富的核心。**罗格利的研究、美国地产税法、标普 500 的市盈率都支持这一点。
4. **在一个环节赚一小环，就可以提前退休。**私募基金的 2% 管理费加 20% 业绩分成，就是这个意思。

说错或者说得不准的地方：

1. **在银行信贷这一环，顺序反了。**文章说老百姓先存钱，钱庄再把钱借给你。英格兰银行 2014 年的文章说得很明确：银行发放贷款时，会同时在借款人账户里创造一笔对应的存款，从而创造新的货币；储蓄本身并不增加银行「可以贷出的资金」（笔者译）。（Bank of England）熊彼特在 1911 年就有类似的看法：企业家要先成为债务人，才能成为企业家，银行家是「交换经济的监察官」。不过美国的另一半通道，也就是养老金、401(k) 流向风投和私募，确实是先存后投，和文章说的顺序一致。所以更准确的说法是：银行贷款靠说服有权创造信用的人，股权投资靠说服管着别人储蓄的人。
2. **钱不用还给朝廷。**在美国，贷款还给银行，股权投资靠上市或被收购退出。政府拿回的钱主要是税。
3. **在美国，钱是双向流的。**米安、斯特劳布和苏菲的研究说明，2008 年以前的家庭债务，主要是富人的储蓄借给了中产。而退休金这条通道，又和文章说的一样，是工薪阶层的储蓄交给基金经理去投。文章只看到了后一个方向。

4. **「富人最值钱的是控制一大批听话的穷人」，证据不支持。**美国的数据显示，高收入者主要靠自己的人力资本，富豪越来越少靠继承。这些研究没有直接反驳「控制」这件事，但它们说明美国富人的财富来源主要不是别人的服从。我认为更准确的说法是：富人最值钱的是两样东西，**杠杆**（能借到别人的钱）和**资本化**（市场愿意按未来现金流的倍数给你定价）。

文章开头的问题是：为什么有人能成为一代企业，有人只能摆摊？

我的回答是：摆摊的人卖的是今天的货，赚的是今天的差价；做企业的人卖的是未来的现金流，赚的是市场给的倍数。中间那道门，在中国是「朝廷的钱庄」，在美国是一群拿着别人退休金的基金经理。

要走过那道门，在美国最硬的凭证仍然是：真实的客户，持续地付钱。故事可以讲，倍数可以谈，但 Mailchimp 被收购时的 120 亿美元，是按它每年收到的订阅费乘出来的。

信息来源

以下来源于 2026 年 11 月 9 日访问。文中英文引语均为笔者译文，能在来源中核对原文的才加引号。

理论

- Cantillon, *Essai sur la nature du commerce en général*, Higgs 英译本：https://oll-resources.s3.us-east-2.amazonaws.com/oll3/store/titles/285/Cantillon_0039.html
- McLeay, Radia, Thomas, "Money creation in the modern economy," Bank of England, 2014：https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2014/q1/money-creation-in-the-modern-economy
- Brandeis, *Other People's Money*, 1914：https://www.gutenberg.org/cache/epub/57819/pg57819-images.html
- Minsky, "The Financial Instability Hypothesis," 1992：https://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf
- Schumpeter「交换经济的监察官」引文转引自 Storm (2018)：https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/dech.12385
- Mazzucato, *The Entrepreneurial State*：https://marianamazzucato.com/books/the-entrepreneurial-state/
- Rognlie, Brookings 2015：https://www.brookings.edu/articles/deciphering-the-fall-and-rise-in-the-net-capital-share/

美国实证

- Mian, Straub, Sufi, "The Saving Glut of the Rich," NBER w26941：https://www.nber.org/papers/w26941
- Greenwood & Scharfstein, "The Growth of Finance," JEP 2013：https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.27.2.3
- Philippon, AER 2015：https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.20120578
- Smith, Yagan, Zidar, Zwick, "Capitalists in the Twenty-First Century," QJE 2019：https://

www.nber.org/papers/w25442
- Kaplan & Rauh, JEP 2013：https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.27.3.35
- Gompers & Lerner, JEP 2001：https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.15.2.145
- Kauffman Foundation, Access to Capital 2019：https://www.kauffman.org/wp-content/uploads/2020/06/Access-To-Capital_2019.pdf
- Kauffman Foundation, "We Have Met the Enemy and He Is Us," 2012：https://www.kauffman.org/reports/we-have-met-the-enemy-and-he-is-us/
- Puri & Zarutskie, Journal of Finance 2012：https://www.nber.org/system/files/working_papers/w14250/w14250.pdf
- Chetty et al., "The Fading American Dream," Science 2017：https://opportunityinsights.org/paper/the-fading-american-dream/
- Bell et al., "Who Becomes an Inventor in America?" QJE 2019：https://opportunityinsights.org/paper/losteinsteins/

历史

- Federal Reserve History（第一合众国银行、1907 恐慌、美联储早期、格拉斯-斯蒂格尔法、RFC、1981–82 衰退、储贷危机、GLBA、史密森协议）：https://www.federalreservehistory.org/
- Liberty Street Economics, 1792 年危机：https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2014/05/crisis-chronicles-central-bank-crisis-management-during-wall-streets-first-crash-1792
- National Archives, 太平洋铁路法、宅地法、州际公路法：https://www.archives.gov/milestone-documents/pacific-railway-act
- Library of Congress, Crédit Mobilier、1934 证券交易法：https://guides.loc.gov/this-month-in-business-history/september/Credit-Mobilier-Scandal
- EH.net, RFC：https://eh.net/encyclopedia/reconstruction-finance-corporation/
- FRASER, HOLC 报告：https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/holc/pages/61351_1950-1954.pdf
- AEI, 30 年期房贷起源：https://www.aei.org/housing-center/housing-finance/housing-finance-fact-or-fiction-fha-pioneered-the-30-year-fixed-rate-mortgage-during-the-great-depression/
- Mapping Inequality：https://dsl.richmond.edu/panorama/redlining/howandwhy
- MIT Museum, ARD：http://museum.mit.edu/150/78
- Computer History Museum：https://www.computerhistory.org/siliconengine/aerospace-systems-are-first-the-applications-for-ics-in-computers/
- CBO, TARP：https://www.cbo.gov/system/files/2024-04/59919-TARP.pdf
- Tesla, DOE 贷款还款：https://ir.tesla.com/press-release/tesla-repays-department-energy-loan-nine-years-early
- TechCrunch, Welcome to the Unicorn Club：https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/
- CNBC, WeWork 破产：https://www.cnbc.com/2023/11/07/wework-files-for-bankruptcy.html

- Pandemic Oversight, PPP：https://www.pandemicoversight.gov/media/file/ppp-loan-forgiveness-fact-sheet-october-2022-updatepdf
- Fed OIG, 硅谷银行：https://oig.federalreserve.gov/reports/board-material-loss-review-silicon-valley-bank-sep2023.pdf

当下（2025–2026）

- ICI 退休资产：https://www.prnewswire.com/news-releases/ici-data-shows-retirement-assets-total-49-1-trillion-in-fourth-quarter-2025--302726690.html
- Equable, State of Pensions 2025：https://equable.org/state-of-pensions-2025/
- CalPERS 投资报告：https://calpers.ca.gov/documents/202609-invest-agenda-item06b-01-a/download?inline=
- Yale 捐赠基金：https://news.yale.edu/2025/10/24/yale-reports-investment-return-fiscal-2025
- Chicago Fed, 寿险与私募信贷：https://www.chicagofed.org/publications/working-papers/2025/2025-09
- PitchBook-NVCA Venture Monitor Q3 2026：https://nvca.org/wp-content/uploads/2026/10/Q3-2026-PitchBook-NVCA-Venture-Monitor.pdf
- Y Combinator：https://www.ycombinator.com/blog/ycs-500-000-standard-deal
- PIMCO, 私募信贷规模：https://www.pimco.com/us/en/insights/how-large-is-private-credits-total-addressable-market-really
- 美联储金融稳定报告 2026 年 5 月：https://www.federalreserve.gov/publications/2026-may-financial-stability-report-leverage.htm
- JCT 税式支出 JCX-45-25：https://www.jct.gov/getattachment/8c830c45-1680-4f7e-a649-2a0106f6b6e3/x-45-25.pdf
- Fannie Mae 10-K 2025：https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/310522/000031052226000015/fnm-20251231.htm
- Cook County Clerk, 芝加哥 TIF：https://www.cookcountyclerkil.gov/sites/default/files/pdfs/2025-chicago-tif-overview.pdf
- Novogradac, 机会区：https://www.novoco.com/notes-from-novogradac/more-than-200000-homes-financed-by-qofs-tracked-by-novogradac
- SBA 2025 财年：https://www.sba.gov/article/2025/09/30/trump-sba-delivers-record-capital-small-businesses-fy25
- GAO, CHIPS：https://www.gao.gov/assets/gao-26-109121.pdf
- CNBC, 英特尔入股：https://www.cnbc.com/2025/08/22/intel-goverment-equity-stake.html
- MP Materials 与国防部：https://mpmaterials.com/news/mp-materials-announces-transformational-public-private-partnership-with-the-department-of-defense-to-accelerate-u-s-rare-earth-magnet-independence/
- The National, 政府持股组合：https://www.thenationalnews.com/news/us/2026/09/30/whats-inside-the-trump-administrations-27bn-portfolio/

- Meta 10-Q 2025 Q3：https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000162828025047240/meta-20250930.htm
- PGPF, OBBBA 能源条款：https://www.pgpf.org/article/energy-tax-policy-under-the-obbba/
- FRED, 美联储总资产：https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL
- FRED, 最富 1% 的股票持有份额：https://fred.stlouisfed.org/data/WFRBST01122
- SIFMA Fact Book 2026：https://www.sifma.org/news/blog/2026-capital-markets-fact-book-key-findings
- FactSet：https://insight.factset.com/sp-500-earnings-season-update-october-16-2026
- 美联储 FOMC 声明 2026 年 10 月：https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monetary20261028a1.pdf

国际对照

- 日本央行资金循环国际比较：https://www.boj.or.jp/en/statistics/sj/sjhiq.pdf
- IMF 中国第四条款磋商 2026：https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2026/044/article-A001-en.xml
- 投中研究院，政府引导基金：https://research.pedaily.cn/202502/546594.shtml
- 国家开发银行财务披露（HKMA）：https://vpr.hkma.gov.hk/statics/assets/doc/100296/fd_fin/fd_fin_1225_eng.pdf
- Song, Storesletten, Zilibotti, "Growing Like China," AER 2011：https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.101.1.196
- Lardy, *The State Strikes Back*, Cato Journal 书评：https://www.cato.org/cato-journal/fall-2019/state-strikes-back-end-economic-reform-china-nicholas-r-lardy
- KfW 2025 年报新闻：https://www.kfw.de/%C3%9Cber-die-KfW/Newsroom/Aktuelles/Pressemitteilungen-Details_886400.html
- Nikkei Asia，日本三大银行出售交叉持股：https://asia.nikkei.com/business/finance/japan-s-top-banks-aim-to-unwind-6bn-in-cross-held-shares-in-3-years

未核实的说法：第一合众国银行股款可用国债缴付的比例；部分 2026 年数据来自二手报道，可能在后续修订。

方法论说明

本文使用横纵分析法（Horizontal-Vertical Analysis），由数字生命卡兹克（Khazix）提出：纵向追踪研究对象的完整历史，横向在当下截面与同类对比，最后交叉两条轴得出判断。