

# 虚拟资本与中国经济发展

张永恒

## 一、虚拟资本与实物经济的虚拟化

虚拟资本是以有价证券的形式存在的,并能给持有者带来一定收入流量的资本,如股份公司的股票、企业或国家发行的债券等。所谓虚拟性是指有价证券所具有的相对独立于现实资本之外,却能给其持有者带来收入流量的特性。虚拟资本可以从以下公式中得到理解:生息资本 $\times$ 利息率=定期收入的利息,这个公式会颠倒为:定期收入 $\div$ 利息率=虚拟资本,也就是说,当人们按利息率把一个规则的、会自行反复的收入流量,当作一个资本按这个利息率贷出时,并将会提供的收入来作为计算基础时,他们就把这个收入资本化。虚拟资本的最大特征在于其虚拟性,虚拟资本实质上是收入流量的资本化。

虚拟资本的出现,直接导致了实物经济的虚拟化,下面我们就以股票市场为例来分析实物经济的虚拟化过程。早期股份公司的盈利水平不高,而这些公司经营扩张需要大量资本供给。股票市场的形成向投资者提供了追逐资本利得的场所,客观上导致社会资本流向资本稀缺的股份公司。这种既满足了投资者追逐资本利得的利己动机,又客观上满足了资本稀缺的企业需要的资本市场能够产生并且长期维持的机制,可以从投资者利己的投机动机、虚拟资本的价格决定以及与实物资本市场之间的关系三个方面来加以分析。

1. 虚拟资本的收益还原定价原则导致资产价格具有较强的波动性,从而满足了投资者追逐资本利得的利己性投机需求。

虚拟资本的价格是根据投资者对其所投资的资产的未来盈利的预期来定价的。从现代经济学观点来看,资产的价格是由市场中的需求和供给双方力量共同决定的均衡。虚拟资本的市场需求则是各个投资者的单个需求的加总。由于市场中的投资者各自具有不同风险偏好,掌握的信息各不相同,对未来的预期也不相同,因而对虚拟资本的需求就不相同。他们对持有的资本可以获得的未来收益和风险有着各自的判断,但对既定资本的价格基本都以将未来收益按照一定的贴现因子还原成即期价格,即采取收益还原的方法来估算。投资者单个需求的加总便构成了市场的总需求。

虚拟资本表现出与实物资本明显不同的特征就是其价格波动性强,且价格调整速度较快。实物资本市场的调整往往是通过供给或需求数量的调整为先导的,即面临市场失衡因素时,市场对其反映首先表现在增加或减少供需数量的调整上,最后导致市场价格作出调整。与此相反,虚拟资本市场的调整

首先表现在价格的调整上,即通过价格调整逐渐消除可能存在的套利机会。鉴于虚拟资本市场价格波动幅度大、速度快的特点,投资者在虚拟资本市场追逐的往往是资本利得,即投资者希望通过从市场价格波动中寻求资产价格差的收益,而忽视股票红利或房地产租金收益等。

从心理预期对虚拟资本市场波动的推波助澜作用来看,投资者心理预期可能会导致虚拟资本市场的走势脱离实物资本市场基本状况。由于资本的预期收益在对资本价格的估算过程中起到了极其重要的作用,因而投资者对市场的心理预期对于资本即期市场价格的影响重大。虚拟资本价格与投资者心理之间构成了两种典型的相互作用机制:乐队车效应(bandwagon effect)和羊群效应。前者是指由于经济繁荣导致资产价格上升,预期收益上升的心理因素导致投资者纷纷追高购买股票,资金不断涌向股票等虚拟资本市场,最终导致资产价格非理性地狂涨不止。后者正好与前者相反,当不利的经济因素造成了资产价格的下跌时,于是大量投资者纷纷抛售股票等资产,最终导致市场价格狂泻不止。上述两种机制加剧了市场对信息的反映程度,都可能导致市场出现崩溃。

2. 投资者追逐资本利得的利己动机进一步扩大了虚拟资本市场的波动性。

追逐资本利得的投机冲动是通过信用交易和买空卖空机制得以充分表现的。证券市场中的信用交易机制是指利用投资者可以通过银行或证券机构提供的信用额度买进超过其保证金数额若干倍的证券,如果其所购入证券价格出现微幅上升,那么其能够获得的收益与其保证金相比投资收益率相当高,远远超过没有信用交易情况下的投资收益率。相反,当其持有的证券价格下跌时,其损失也是相当大的。在衍生金融市场中,还存在着买空和卖空机制。例如,在期货市场中,合约到期后,交易双方通常不是通过买卖合同中的标的物来进行交割,而是通过保证金的清算来履行合约的。上述交易中的技术特征决定了投资者可以进行数倍于其持有的保证金数额的交易,导致其收益或损失具有乘数效应的特点,因而虚拟资本市场价格具有较强的波动特征。

3. 实物资本虚拟化的结果是使资本市场成为配置资源的重要场所,使大量的个人资本实现社会化,从而使资本市场成为实物经济的晴雨表。

从虚拟资本市场与实物资本市场之间的关系来看,虚拟资本市场对实物资本波动具有放大效应。导致虚拟资本市场对实

物资本波动放大效应的机制主要是通过抵押(质押)机制实现的,房地产市场在虚拟经济与实体经济之间充当连结点的作用。

实物资本市场的繁荣会刺激虚拟资本市场的繁荣,反过来虚拟资本的繁荣又会刺激实物资本市场的进一步繁荣。同理,若实物资本市场受到某种冲击,经过虚拟资本市场的放大作用会导致经济陷于一蹶不振的境地。

## 二、虚拟资本对经济发展的正负效应分析

如果虚拟资本的运行和发展控制在合理和适度的范围内,对经济发展就可以起到润滑剂和助推器的作用,这种积极影响主要表现在:

1. 加速一国国民经济的金融深化进程。金融深化的主要内涵是经济货币化、金融机构多样化、金融市场有组织化、利率自由化和金融业国际化,以股票市场、债券市场、房地产市场、期货市场为代表的虚拟经济的长足发展对金融机构多样化、金融市场有组织化和利率自由化作出显著贡献,从而促进经济货币化和金融业国际化进程,推进金融从浅化走向深化。金融深化是成熟市场经济的标志,因为虚拟经济中蕴藏的投机力量会产生经济泡沫,适度的泡沫作为市场运行中的润滑剂和催化剂,有助于孵化、培育和壮大市场,正如健康发展的股票、债券市场比银行贷款更有利于企业的发展壮大,繁荣的房地产市场有利于促进市政建设和环境的改善及对土地资源的开发利用,规范的期货市场有利于规避现货市场上的价格波动风险,促进生产企业和贸易的发展。

2. 增强一国金融市场的波动性。在虚拟经济中,大量资金通过现代化手段,迅速从供给方向需求方,避免了银行等传统金融中介的繁琐手续和人为障碍,有效地降低了市场主体交易成本,增强了市场资金的流动性,从而提高了金融市场的有效性。尤其是衍生工具的产生和发展以及透支、融资融券、保证金交易等杠杆工具的运用,带动了数倍甚至数十倍于自身资金量的大规模资金运动,其效率之高、速度之快、作用之大,无疑最大限度地增加了资金的流动性。

3. 有利于加强资本在不同产业和地区间的有效配置。由于虚拟资本具有内在追求高额利润的冲动,必然寻找高风险、高利润的投资领域,同时由于虚拟资本具有较高的前瞻性和理性预期的特性,它会流向那些还不为人们熟知、商业价值还未完全浮现、市场风险较高利润也较高的新兴产业和资本短缺地区,虚拟资本的这种趋利性,能冲破行业垄断和分割及地方封闭和保护主义,促进了资本乃至其他资源在一国范围内的合理配置。

同时,我们也应认识到,虚拟资本的过度发展、膨胀,将会形成金融泡沫,甚至金融泡沫的破灭,从而对实体经济的正常运行和发展具有破坏作用,这些消极影响主要表现在以下几个方面:

1. 虚拟资本的过度膨胀会极大地增加一国经济尤其是金融市场的不稳定性。虚拟资本以牟利为目的,即使参与实质性投资,也都含有投机成分,因而会给一国实质经济带来潜伏性危机,加大市场风险,使破产、倒闭等事件频繁发生。特别是巨额资金借助于现代电信技术、衍生工具及专业化投机技巧的运用,能够在股票市场、债券市场、房地产市场、期货市场上迅速制造泡沫,导致经济过热,一旦政治经济形势稍有风吹草动,巨

额资金又会迅速撤出,造成泡沫破裂,引发金融动荡和经济衰退。

2. 泡沫导致的信号失真会对资源配置机制发生误导。由于虚拟资本的个体理性而非集体理性的行事原则而导致的投机性,会干扰市场的发展,误导有限的经济资源的配置,从而相应提高一国经济平稳运行的成本。特别是资金流向主要集中在个别企业和少数地区的投机活动会造成各种经济信号严重失真,从而难以引导资金在行业和地区间合理配置。不同于相对比较稳定的贸易资金流动、银行资金调拨、保值性流动,在虚拟经济过度泡沫中的资金流动不仅数额巨大而且变动频繁,因而缺乏规律性,难以进行有效分析,对资源合理配置不仅缺乏引导而且会产生误导。

3. 虚拟资本的超强流动性不仅影响着一国政府的宏观调控,而且加大了政府的监控难度。虚拟资本的频繁流动使政府宏观调控的有效性受到削弱:当资本的移动与政府宏观调控目标呈反向运动时,政府财政、货币政策和产业政策的力度和效果会大打折扣;当资本的移动与政府宏观调控目标呈同向运动时,会缩短宏观调控的时滞,使政策效果超过制定政策时的预期目标效果,造成经济的过热或过冷,从而降低宏观调控的可靠性。同时,为了限制资金的违规流动,必须加强对各环节的监控和检查,不仅会加大管理成本,有时甚至会影响到市场运作效率,因此,面对来无踪去无影的资金流动,一方面要加大监管力度,另一方面又要顾及市场效率,的确给政府提出了很大难题。

总的说来,虚拟资本或虚拟经济在合理范围内的适度发展以及由此引起的适度金融泡沫对一国经济的发展是有利的,反之则对一国经济的发展是有害的。对于一国经济的不同发展阶段,虚拟资本的作用是不同的。当一国经济完成经济结构和产业结构调整,处于在新的经济结构和产业结构基础上的起步和发展阶段,合理发展的虚拟资本和虚拟经济有助于培育和催生新兴产业的快速发展以及奠定其在国民经济中的主导地位,有助于新的经济结构和产业结构的形成和稳固。当一国经济结构和产业结构已进入成熟期的后期以及面临结构调整的时候,控制虚拟资本的发展,有助于加快落后行业的淘汰以及抑制过时的经济结构和产业结构的自身膨胀,加速国民经济结构和产业结构调整。

## 三、虚拟资本在中国的发展及其与中国现阶段经济发展的适应性

### 1. 我国资本市场的成长。

一个国家资本市场的成长过程从一定意义上反映了该国范围内虚拟资本和虚拟经济的发展过程。资本市场包括了股票市场、债券市场和期货市场等若干子市场。对于我国来说,近几年取得长足发展的主要是股票市场。由于金融泡沫演化最为典型的现象是出现于股票市场,因此在讨论我国资本市场成长和虚拟资本膨胀现象时,我们也仅以我国的证券市场,特别是股票市场为主要探讨对象。

虽然作为资本市场典型代表的证券交易所在中国大地上仅仅出现了几年,但资本市场的发展可追溯至改革开放初期。改革开放初期,由于资金的缺乏,政府在长期债券市场寻找出路,1981年到1984年共发行国债165亿元,用于基础建设。对于长期满足于既无外债又无内债的中国来说,这意味着迈出了

历史性的第一步。

1986年,六届人大四次会议在关于“七五计划”草案的报告中提出,要在不断扩大消费市场和生产资料市场的同时,逐步建立社会主义的资金市场。在当时中国特定的环境下,资金市场就是资本市场的代名词。从发行第一笔长期国债到决定建立资金市场,从民间集资热和企业自发输出资金再到政府自觉建立中国的资金市场,中国资本市场终于迈出最关键的一步。

进行股份制探索的延中实业和飞乐音响却遇到了改革中的一道难题,由于没有柜台交易,股票不能兑现。经过一系列的调查和准备,新中国第一个股票交易柜台正式成立了。1988年到1990年两年间,沪、深两地证券交易就从年交易额3亿元猛增到20多亿元。随着上海和深圳证券交易所的相继成立,我国资本市场的发展终于走上了正规有序的道路。

1992年中国证监会宣告成立,并将股票发行的试点由上海和深圳推向全国。为了控制资本市场的风险,1995年国务院提出了发展证券市场的“法制、监管、自律、规范”八字方针。到目前为止,已经出台的证券市场相关法规300余部。当1996年中国证券市场出现炒股热时,政府运用相关手段提示人们注意股市的风险,及时地消除了市场的泡沫。1998年被称为中国证券市场的监管年,证券市场监管体制不断完善,规范化运作成效显著。中国证监会在清理整顿期货市场,整顿规范证券经营机构,规范上市公司行为等方面大大加强了力度,与投资者和证券市场关系密切的《证券法》已于1999年7月1日起正式实施,这使中国证券市场的发展步入法治化的轨道。

从1978年中国改革开放至今,中国股票市场从无到有,已经具备相当的规模。从1994年6月到1999年8月底,沪深两市场的上市股票的市价总值从2680亿元增长到29655亿元人民币,增长了10倍。截至1999年8月底,上市公司境内外筹资总额达到了4072亿元。至1999年9月上市公司已达900多家,上市股票一千多只;同时上市公司的结构日趋合理,全国512家重点企业中,有一半以上在沪深交易所挂牌。股票市场作为国民经济“晴雨表”的功能已初步显现(参见表1)。

表1 中国资本市场发展基本情况

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
上市公司数量	14	30	178	291	323	530	745	826
境内发行数量(百万股)	500	2 075	5 538	2 147	1 622	5 434	12 476	5 807
A股	500	1 000	4 259	1 097	532	3 829	9 490.60	5 147
B股	-	1 075	1 279	1 040	1 090	1 605	2 985	660
境内募集资金总额(百万美元)	60.39	1 136	3 799	1 667	676.7	4 145	11 117	4420
新发A股募集资金(百万美元)	63.39	604.9	2353	599.3	273.9	2 711	8 012	2 775
新发B股募集资金(百万美元)	-	532.5	460.5	462.2	402.8	569.8	640.9	177.7
配股募集资金(百万美元)	-	-	985.3	605.8	758.8	844.1	2 464	1 467
股票总发行股本(百万股)	629.57	10 069	36 160	63 947	828 005	111 036	177 123	227 112
市价总值(百万美元)	1 319	12 659	42 772	44 573	41 960	11 887	211 706	249 656
流通总值(百万美元)	487.8	2 628	10 406	10 434	11 331	34 626	62 855	72 755

## 2. 我国资本市场的发展是与经济发展阶段相适应的。

经过近十年的发展,我国股票市场虽然从无到有,取得了

长足的发展;但与我国的经济水平相比,我们认为目前中国股票市场仍处于培育发展阶段,尚不存在金融泡沫过多的问题。

(1)与经济总量相比,目前市场容量仍然有限。虽然与国内生产总值(GDP)比较,我国股票市场的市价总值和流通市值逐年增加,但是即使在经过1997、1998年一级市场的大力扩张以后,截至1999年8月底,我国股票市场市价总值达29655亿元,占GDP的比重也仅有35%左右;流通市值占GDP的比重更小,只有12%;与美国相同指标120%左右的水平相比,市场仍然太小。因此在如此狭小的市场中,金融泡沫的问题并不是主要应考虑的问题,关键在于树立大市的观念,扩大市场的容量。

(2)市场功能的转换。中国股市以1997年为分界线,形成两个不同的时期。在1997年以前,我国股票市场只是较单纯的提供筹资功能,现在除了筹资功能外,股市对促进企业转换机制和资源配置方面的功能有了新的拓展,可以说股票市场已经是社会主义市场经济的重要组成部分,是实现资源配置的一个重要手段。我国的股票市场与国民经济的联系发生了深刻变化,股票市场与经济的相关性大大地增加了,其作为国民经济晴雨表的作用已开始显现。尤其是最近的市场走势,既反映了我国宏观经济的改善和周边的经济环境,又反映了上市公司的业绩。

(3)证券管理体制日渐完善。这两年我国在证券管理体制方面采取了一系列重要措施。1997年8月上海、深圳两个证券交易所收归中国证监会管理。1998年我国的证券经营机构,包括投资基金,从人民银行管理改为由证监会直接管理;各省市的证券监管机构也收归证监会垂直管理,而且证监会还建立了系统党委,建立了集中管理体系。这就使证券市场的建设更好地适应社会主义市场经济的发展,更好地加强市场监管和防范市场风险。1999年7月1日《证券法》的实施,更为中国证券市场的发展创造了良好的法律环境。

(4)证券市场资源结构有了新组合。1997年以前,对我国证券市场结构的调控基本上是简单的供求关系的调控,很少涉及到结构的调整,如投资人的结构,上市公司结构,证券经营机构的结构。虽然目前供求关系仍是市场调节的一个重要手段,但是证券市场结构的调整有了很大的进展。一方面表现在投资人结构,过去基本上是以散户,或者以中小投资者为主的结构,如两市场投资者开户数至1999年8月已达4298万户,但其中90%是散户。从1998年开始,证监会对投资人结构进行了调整,推出了证券投资基金;至今已设立10家基金管理公司,发行了15家证券投资基金,发行总规模达350亿元。而且社会保险资金、养老金等进入证券市场问题也正在探讨中。另一方面是上市公司结构的调整。从1997年至今有一大批产业发展前景较好的重点企业上市,这是在增量上进行调整;此外还通过兼并重组、借壳上市等手段在存量上进行了调整。第三个方面就是为了适应经济发展,对证券机构的结构进行调整。目前除国泰君安证券和先期增资扩股的广东证券、国通证券外,已有八家证券公司获准增资扩股。在逐步壮大券商实力的基础上,按照《证券法》的要求,将国内证券公司划分为综合类和经纪类,并在各自的领域发挥作用。

## 四、虚拟资本对中国当前经济发展的意义

中国当前的经济发展正处在一个转型期:一是经济总量转型,由短缺转入相对过剩;二是增量转型,由单纯依靠政府投入逐步转入社会多渠道投入。我国经济在这一时期的突出特点

是:供给逐渐饱和,资本的利润率趋于平均化并呈下降趋势,需求不足的矛盾开始显现,消费不足成为制约经济增长的主要因素。受制于居民的消费习惯和承受能力,目前依靠启动消费刺激经济收效甚微,因此,启动社会投资需求是保持中国经济增长的最优选择。

启动投资首先要形成用于投资的资本。从目前国内资产存量的分布状况看,政府部门、企业部门负债偏高无能力依靠积累形成新的资本,而银行部门因控制风险而不敢扩大融资总量,居民部门虽然有庞大的资金存量,但分布较分散,同时由于现有经济体制未健全,难以自发形成有效新增资本。在这个情况下,利用虚拟资本重新配置社会财富,形成新增资本显得尤为重要。

事实上,近几年的经济实践也证明了这一点:1997、1998年我们依靠股市直接融资超过1500亿元,大大改善了部分国有大中型企业的资产负债结构,直接为他们增加了新的产业投资资本,促进了局部微观经济的改良;1997、1998年依靠发行国债融资了6000亿元,形成了庞大基建投资资金,直接拉动了经济增长。

目前居民货币资产存量仍有60000亿之巨,在其他投资渠道不畅的情况下,依靠资本市场适度扩大虚拟资本总量以形成新增资本的潜力还是很大的。发达国家和新兴市场国家的股票市值占GDP的比率超过100%,一般发展中国家也超过50%,而我国按市价总值计算也仅有30%,按流通市值计算则仅12%左右;发达国家公债存量占GDP的比率超过30%,我国不足20%。这些都说明我们利用资本市场形成新增资本仍处于起步阶段,仍有很大的潜力可挖,从我国目前的实际情况看,

这也是唯一一条行之有效的途径。

当然,我们要循序渐进,注意虚拟资本的“双刃剑”效应。虽然它能有效形成新增资本,但其本身有泡沫成分,如果发展过快,金融泡沫膨胀过快也将使经济出现风险。这个风险不仅是虚拟资本价格虚增暴跌的风险,还包括虚拟资本规模增长过快引发投资主体的盲目投资热潮,前几年的经验教训我们仍然记忆犹新。因此,我们要合理、有序、适度地开发和运用这一资源,以使虚拟经济与真实经济实现相互协调、相互补充的良性互动,从而推动中国经济健康、持续、稳定、长期地发展。

#### 参考文献:

- 1.《马克思恩格斯全集》,中文版,第25卷,北京,人民出版社,1974。
- 2.米契尔·P·雷米拉等:《金融与经济周期预测》,中文版,北京,中国统计出版社,1998。
- 3.弓孟谦:《资本运行论析——资本论与市场经济》,北京,北京大学出版社,1998。
- 4.王先庆、吴少平:《东南亚金融风暴——国际游资大冲击》,北京,中国人民大学出版社,1998。
- 5.王承绪、鞠朝阳:《资本投机论》,台北,台湾出版社,1998。
- 6.刘长坤:《域外视窗:日本“泡沫”经济的生成与破灭》,载于《金融时报》,1998-10-16。
- 7.李方:《金融泡沫论》,上海,立信会计出版社,1998。

(作者单位:武汉大学商学院博士生 武汉 430072)

(责任编辑:金萍)

(上接第42页)权的价值和承包使用权的价值相等,当转让使用权时,承包者获得包含承包权价值在内的承包使用权价值,承包权的价值小于承包者获得的价值。

5. 农地使用权证券化。土地与一般有价值的财物有所区别,由于固定性,且难于分割携带,其流动范围、速度、方式都受到限制,这就是要求对土地流转的载体进行创新。20世纪80年代以来,国际金融市场上出现了融资方式证券化趋势。美国、日本等发达国家,不动产证券化的历史在20年以上,我国要实现农地使用权市场化和流动化,提高农地配置效率,必然要走农地证券化这一条路,推行土地使用权证制度。使用权的标的只是地表及地表附属物,确定初始使用权后,给使用者颁发《土地使用权证》,以维护农地使用权的权威性、严肃性,使使用者有较完善意义的使用权,使用权证在承包时一次性签发,作为土地交换的媒体以代替土地实物交易。一般以1亩为单位(类似股票1元1股),允许承包期内在使用权市场上交易,土地使用者的权利义务关系随证券持有人(证券持有人交易时要到土地管理机构过户登记)进行流动。土地使用权证的所有者,又可将土地委托、租赁给农户经营,也可抵押、入股,实行使用权的二次分离。土地使用权证交易实行权属登记制度,对权属变更进行监督,按照“认地不认人,地证合一”的原则,集体所有权主体只与最后登记在册的土地产权主体发生契约责任关系。农地证券化是农地流动

化的基础,是农地资产化、价值化和货币化的表现,是提高农地配置效率的前提条件。

6. 社会保障制度化,即完善“农地+个人账户”的农村双重社会保障制度。农地的双重两权分离是适应中国人多地少,农村生产力低,城乡二、三产业不发达的产物,充分考虑了社会的公平和效率的组合。但是随着社会的进步,在这些问题逐步解决后,双重两权分离要逐步向一重两权分离过渡,虽然这是一个很漫长的阶段,但发展趋势是不可逆转的。因此,我们建立“农地+个人账户”的双重社会保障制度与双重两权分离相适应,从现在起就开始积累社会保障基金,以便能保证当农地就业、生存保障和社会福利功能逐渐淡化时,“农地+个人账户”的双重社会保障制度能顺利向“个人账户”一重社会保障制度转化,这时也是双重两权分离向一重两权分离过渡之时,家庭联产承包责任制也就完成了其历史使命。

#### 注释:

马克思:《资本论》,中文1版,第3卷,718页,北京,人民出版社,1970。

(作者单位:中共常德市委 常德 415000)

(责任编辑:陈永清)