

虚拟经济及其对中国 金融发展的启示

■ 清华大学经济管理学院

张陶伟 博士
周志中

九十年代末世界发生两件令人关注的事情，一是东南亚金融危机，二是美国高速发展的网络经济。这两者表面上看似互不关联，实际上这两件事都向世人展示了虚拟经济的巨大威力。据美国联邦储备委员会的研究报告估计，亚洲金融危机总共造成全世界投资者损失高达 7000 亿美元，几乎相当于中国所有国有资产总值。这场危机造成东南亚国家 20 年来积累的财富付之东流，第一次世界大战的损失也不过如此。从某种程度上说，东南亚金融危机是东南亚诸国不适应全球性经济结构调整转型的必然结果，使东南亚国家虚拟经济与实体经济之间的矛盾充分暴露出来，美国等投资基金利用这点从东南亚国家攫取了大量的财富，充分展现了“金融核弹”的强大威力。与东南亚危机形成鲜明对比的是美国长达 9 年之久的持续繁荣，道指从 90 年代初的 3000 点不断攀升，到今年 1 月初，道指达到 11700 点以上，虽然许多人对美国的“新经济”表示不同的看法，但 90 年代美国经济惊人的成功和令人眼花缭乱的生机尽收在这单纯的数字里，美国在全球性经济结构调整转型中又一次处于领先地位。

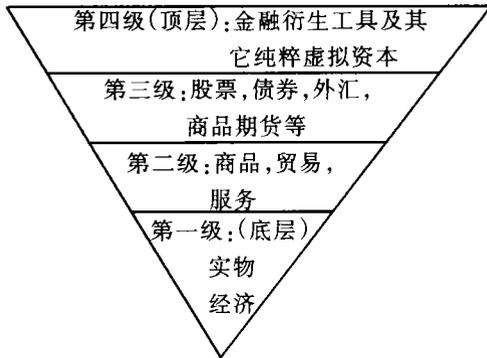
所谓“虚拟经济”(Virtual Economy)，主要指在货币、证券、股票、衍生证券等虚拟资本的交易

活动基础上形成的相对脱离实体经济的一种经济活动。与之相对的是“实体经济”，主要指人类生产、服务、消费和流通的物质活动。当代虚拟经济与实体经济两者互相分离程度大大超过任何一个历史时期，具有逐渐脱离实体经济而独立运行的特征，同时虚拟经济脱离实体经济的特性使得经济体系承受巨大的风险，一旦支撑虚拟经济的实体经济发生问题，将对虚拟经济和实体经济本身造成毁灭性的影响。但两者却又互为因果，表现出与传统经济现象不同的特征。许多学者的讨论主要集中在当今虚拟经济的现状及虚拟经济的高风险性上。本文则试图将这些讨论引向深入，首先讨论的问题是虚拟经济的现状是如何形成的，是否有其客观必然性；其次讨论的是虚拟经济的高风险性的内在机制是什么，是否可以克服；最后我们要探讨虚拟经济对中国的金融发展有何现实的指导意义。

当代虚拟经济 是技术变迁与制度变迁的必然结果

80 年代以来，世界经济平均每年增长约为 3% 左右，国际贸易平均每年增长约为 5% 左右，

但国际资本流动增加了 25%，全球股票总额增加 250%。世界经济“虚拟化”制造出空前庞大的金融财富体系，其结构形式是一个倒置的金融金字塔：



在金字塔的底层即第一级是实物经济；第二级是贸易、商业、服务业；第三级是债券、股票、货币、商品期货等等；第四级即顶层是金融衍生工具之类纯粹的虚拟资本。底层从 70 年代以来发展速度一般不过 5% 左右，而顶层却以加速度、再加速度在膨胀。直到现在形成虚拟经济的“纸面利润”与实体经济物质产品巨大的差距。从“日本神话”到“汉江奇迹”，从“墨西哥奇迹”到“东南亚奇迹”，无一不表现为虚拟经济与实体经济的严重背离。而当今狂热的美国网络经济更将虚拟经济与实体经济的脱离程度推到前所未有的地步，以著名的电子商务站点 Amazon 为例，Amazon 网上书店至 1999 年已成为全球第三大图书销售商，拥有 450 万长期客户，然而它的亏损也在 1999 年创下 8600 万美元的记录，与此同时它的股票价格在两年内飙升了 2300%！

为何当今虚拟经济与实体经济脱离程度如此严重？首先我们看看虚拟经济的膨胀经历了哪几个阶段。

货币信用化是当代虚拟经济发展进程的第一个阶段。虚拟资本的原子单位即为货币，探讨虚拟经济的演变须先从货币演变谈起。从货币漫长的历史演变过程来看，货币和金融的发展几乎是平行的，货币制度的成熟和完善是传统金融转变成现代金融的前提与条件。经历实物货币、铸币后，出现了经营货币的特殊企业——银行。银行的出现是人类历史上一次重要的制度创新。银行的发展造成了两个结果，一是货币的资本化；

二是资本的社会化，现代虚拟经济正是从银行的运作开始逐步发展而成。银行通过自身的发展也改变了传统的货币形态。银行券仍以贵金属为基础，但不是足额准备，其发行量远远大于其准备额，银行的这种杠杆性的信用创造功能使银行业自身获得了巨大的利益，也使虚拟资本与实物资本的脱离程度日益加深，引发了此起彼伏的银行券危机。银行体系自身的脆弱性产生了对银行业和金融活动进行有效监督和管理的客观需要，以维护金融过程的稳定和正常的经济环境。于是政府通过对一些在竞争中逐渐具有垄断地位的银行进行国有化逐步建立起中央银行，通过中央银行控制货币发行标志着货币从范围较小的商业银行信用扩展为国家信用，信用的广度得到拓宽。在国家信用货币基础之上，世界各国的货币制度大体经历了银本位制、金银复本位制、金本位制、金块本位制、金汇兑本位制的发展过程，这些货币制度的共同点都是直接或间接以黄金为基础，但黄金供应速度落后于世界各国对清偿能力的需要，1929 - 1933 年世界性的经济危机爆发给金本位造成沉重打击，许多国家先后开始实行不兑现的信用货币制度。战后各国为了避免国际货币体系的不稳定，于 1944 年建立了布雷顿森林体系，该体制表象之后隐藏着不可避免的危机，美国著名金融学家特里芬认为，国际贸易对美元的需求量与美国有限的黄金储备之间的矛盾必然在将来造成该体系的崩溃。1973 年，布雷顿森林体系在抛售美元狂潮冲击下终于瓦解，取而代之的是自由浮动的汇率体系。在经历 1976 年黄金非货币化过程后，货币制度仿佛又回到 30 年代的信用货币时代，不同的是 70 年代金融自由化程度已远远超过了 30 年代。货币信用化是虚拟经济发展的又一个里程碑，它标志着货币成为一种价值符号，进一步脱离了实体经济，在失去实物价值的制约后其数量变动是惊人的。与金本位时期相比，一方面货币发行量基本为中央银行根据需要所控制，成为政策性的外生变量；另一方面，货币政策变得举足轻重，这使央行有责任通过实施通货膨胀管理来促进本国经济的稳定和增长。在政府失灵情况下，货币的过量发行更为可能，为虚拟经济的膨胀创造了外部条件。

经济证券化则是虚拟经济发展的第二个阶

段。80年代以来金融业务发生了深刻的变化,证券化范围从传统的企业证券化发展到金融证券化,金融机构的信用贷款和信用担保都实现了证券化,最后连具有不可移动、一次性投资成本大、不可分割、投资周期长和投资性强等特点的不动产金融也实现了证券化。证券化的大潮导致几乎一切有价值的投资都实现了证券化,使各类证券的规模越来越大、证券经济的涵盖范围越来越广、各类证券经济主体包括投资人、筹资人、资本经营人的队伍越来越庞大,经济证券化表明经济虚拟化程度越来越深。

现代虚拟经济发展的第三个阶段是金融创新带来的金融衍生品膨胀。20世纪70之后,布雷顿森林体系的解体给世界货币体系带来巨大的不确定性,利率和汇率的波动远比以往剧烈,公司经营的风险增加。另外,政府管制给私人跨国交易和生产带来诸多不便,客观上产生规避管制的需求。同时,70年代以来的计算机技术及通信技术的进步为金融机构改变传统经营方式提供了可能,在此背景下金融创新在西方国家得到迅猛发展,出现了“远期互换协议”、“浮动利率贷款”、“垃圾债券”、“可转让债券”、“期货”、“远期利率合约”、“期权”等金融工具。固然金融创新下的金融产品风险管理、信用创造、流动性增强方面发挥了积极的作用,但它的高杠杆性和高风险性仍给金融体系的稳定带来隐忧。例如金融创新中的垃圾债券被用于杠杆收购,杠杆比率可高达1:

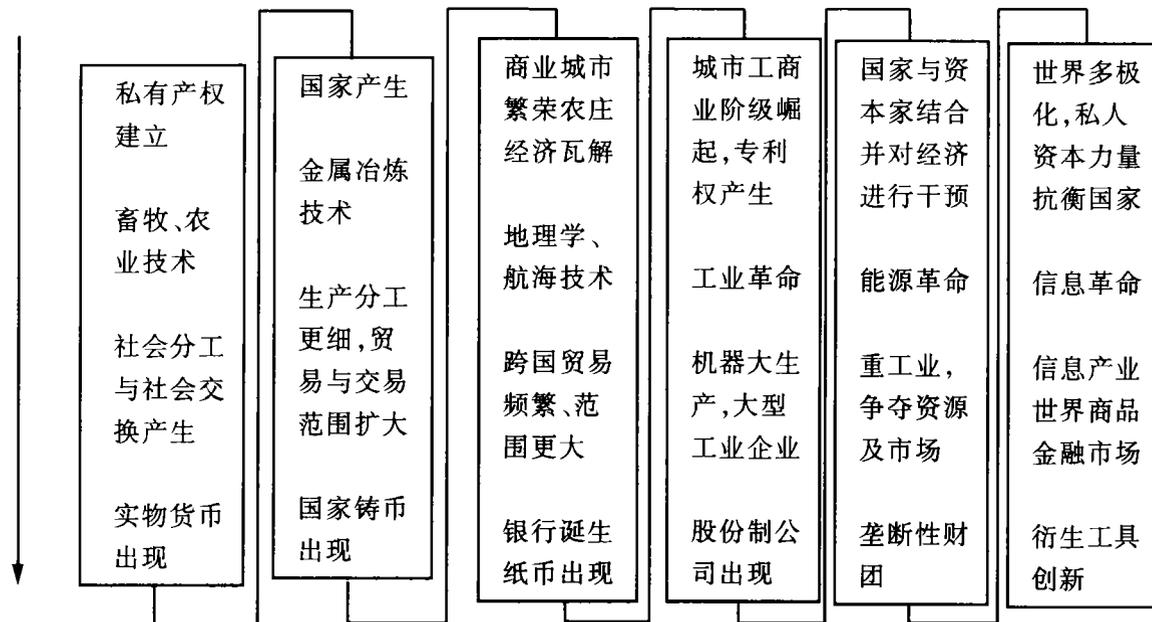
10,大量发行的垃圾债券极大加剧了虚拟资产的膨胀。与之相比,股票外汇市场的衍生工具杠杆比率更具有爆炸性,1998年陷入危机的LTCM自有资本仅50亿美元,却一度向国际财团进行了1250亿美元的融资,并从事高达1.25万亿美元的衍生工具交易,杠杆比高达1:250!金融创新与衍生工具的初衷在于维持正常生产和贸易的稳定,但在金融新品领域相对没有管制、没有征税、成本较低,结果却变成投机的最好工具,加上其杠杆效应,衍生品交易使虚拟经济脱离实体经济的程度在当今愈加严重。

虚拟经济的现状是技术进步与制度变迁的结果(见图2)(图2)

当今虚拟经济经历了货币信用化、经济证券化和金融创新之后形成了如此庞大的规模,恰恰为了适应技术进步和生产进步而形成的制度安排,其实是几个不可调和矛盾的产物:

1. 没有一种实物资源的供给弹性可以满足国际贸易变化的货币需求弹性,这造成了货币的信用化。金本位制下利用不足额黄金准备进行信用扩张无异于饮鸩止渴,但若没有信用成分存在,金本位制早已崩溃。随着法律体系完善和国家权威的加强,利用实物对信用进行支撑意义越来越小,因而信用货币成为取代金本位制的最佳选择。由此引发的结果就是信用货币脱离实物资源的膨胀。

2. 社会化大生产与私人财产的矛盾。股份制

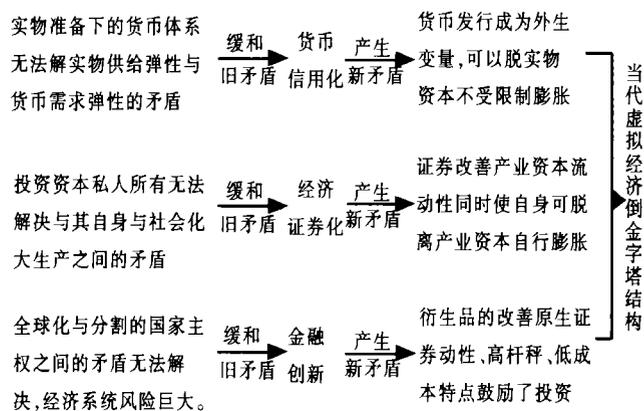


(图二)

这一制度创新改善了其内在矛盾，但同时加深了虚拟资源的运动依赖实物资源运动的程度。这在经济结构转型时期尤为明显，假设社会大生产的投资资本是一个人拥有的话，出现新的经济增长点时，他要转移自己的资产就必先出售原有资本然后再购入新的资本品。按这种模式，将是美国时代华纳卖出部分自有资本然后再购入 AOL，然而经济证券化改变了这种资本转移方式——实际发生的情况是 AOL 并购了时代华纳。原有的资产还没有实现货币价值，购并需要的资本从何而来呢，其秘密就在于虚拟经济系统自身运作中所创造的信用。从经济发展史来看，新技术的诞生必然引起产业结构的更新和重组，这种重组过程必然以实物经济的资源流动为基础，但实物经济资源流动性远远低于虚拟资产的流动性。于是在资本追逐利润的内在特性驱使下，通过信用创造使实物资源的调整进程大大加速了，美国在 20—30 年代的技术进步也曾推动了虚拟资本的膨胀，对比今天的网络经济现象两者是何等类似。虚拟资本脱离实物资本的运动固然可以加速产业结构调整，却也提供了资本脱离实物自身创造价值的手段，例如日本的“平成泡沫”就是这样造成的，其自身膨胀并没有技术进步所推动的产业结构调整因素在内。

3. 经济全球化与国家主权的矛盾。通信技术和运输技术的迅猛发展使地球变得越来越小，资本和实物在全球范围内的流动已不存在技术障碍。然而技术的发展对滞后的国际政治组织提出了挑战，经济上的统一与政治上的分裂直接造成了经济与政治关系的不协调和不对称。由于全球没有统一的政治组织，也就没有统一的货币，经济的一体化是无法与分割的货币协调发展的，因为汇率的波动往往使一体化的利益瞬间消失殆尽，衍生工具的创造正是基于这一不可调和的矛盾基础上而诞生的。然而与证券的引入一样，衍生工具有天使的一面，也有魔鬼的一面，它不仅提供了规避系统风险的手段，也提供了投机手段甚至于规避投机风险的手段，例如国际炒家对港币进行攻击就成功地利用衍生工具规避了投机风险。衍生工具实际上就象证券增加实物资产流动性一样大大增加了原生证券的流动性，例如当预测原生证券未来走低而大量抛售时，交易成本

以及由抛售带来的价格损失都使投机收益所剩无几，但若利用衍生工具卖空原生证券则可实现更多的投机收益，因此衍生工具在加强原生证券流动性同时也鼓励了投机的行为。然而更具投机性的还是没有原生证券担保的衍生工具交易，这种交易根本无“风险管理”可言，由于监管无法跟上形势，许多大型投资机构介入了这种交易，大大增加了金融体系的信用风险。因此作为当今经济现实的一种制度安排，虚拟经济的膨胀是无法避免的，它只不过是在解决旧有矛盾的基础上新产生的矛盾而已，具有难以克服的内生性。(图 3)



虚拟经济的结构性矛盾与信息不对称是虚拟经济不稳定的内在原因

对于虚拟经济“倒金字塔”的潜在不稳定性，美国著名经济学家拉鲁什曾作过精彩的论述。他指出，(1)金融体系的可信度和稳定性归根到底以相信货币资产最后能变成实物为基础。一旦信誉动摇，则整个结构将崩溃。(2)如同各种投机泡沫一样，金融财富“金字塔”必须增长以避免崩溃。一般来说，把虚拟财富维持在倒置的金融金字塔的何种特定水平上，有赖于未来有多大能力从金字塔下一层资产中取得收入。(3)但是，在金字塔的底层，在日益增长的债务负担以及其他对“金字塔”支付的负担下，实物经济在停滞甚至萎缩。榨取收入以稳定债务结构和其余金融“泡沫”，已采取日益野蛮残酷的甚至斩尽杀绝的形式。前苏联的做法，即所谓“休克疗法”就是一个例证。(4)不可避免的时间一到，世界实物经济被掠夺耗尽到一定时候，即再不能输送维持整个金融机构所必需的日益增长的收入流的水平的时候，到这个时

候,或者在此之前,整个金字塔解体。(5)因为用以建立整个机构的是金融“杠杆”原则,解体过程必然是迅速的连锁反应形式。

拉鲁什的论述指出了虚拟经济自身的结构性矛盾及由此产生的不稳定性,这对我们而言无疑有很大的启发。然而拉鲁什认为只要实物经济无法支撑虚拟经济就会立刻崩溃,那么美国疯狂的股市为何还不崩溃呢,难道以100%的GDP能够支撑高达150%的股市总值吗?拉鲁什显然在评价虚拟经济与实物经济的重要性时给予了实物经济更多的权重,从宏观层面而言这无疑是正确的,那么为何东南亚国家的宏观指数(如外债总额、贸易赤字、外汇储备)比OPEC国家要好还爆发了金融危机呢?除了宏观的因素,是否还有微观机制对虚拟经济的不稳定性起作用呢?最后,拉鲁什没有谈到虚拟经济“倒金字塔”形成的原因及必然性,如果这不是经济和技术进步的结果,我们岂不是要回到古代中国那种只重视生产不重视分配的自然经济状态中去?

在上节我们已论述了虚拟经济“倒金字塔”结构形成的必然性,它是现实的生产条件、技术条件和政治条件下的制度选择。至于其宏观的不稳定性,我们认为,不能以“实物经济无法支撑虚拟经济”简单带过,而是存在导致不稳定的微观基础。这个微观基础,就是信息不完全下可能发生的挤兑行为,这种挤兑,不同于对银行等个别金融机构的挤兑,而表现为本币挤兑国家外汇储备、债权人挤兑企业债务、股民挤兑股市现金等,我们将其称为“宏观挤兑”。要理解可能发生的“宏观挤兑”对虚拟经济系统造成的威胁,我们还需从微观的挤兑行为说起。美国经济学家戴蒙德(Diamond)和戴维格(Dybvig)曾在1983年给出的银行提供流动性的经典模型,并指出正是银行提供流动性的功能使其容易遭受挤兑。戴蒙德和戴维格的模型较抽象,这里通过克鲁格曼提出的一个简化例子来说明其基本思想。考虑一个3时期模型,假定在第1期存在两类投资项目,第一类在第2期获得回报 $1+r$,第二类在第3期获得回报,其中 $r < h$,这表明期限长的投资收益率也高。但第二类投资不具有流动性,如它被迫在第2期变现,则只能得到价格 v ,小于 $1+r$ 。投资者也有两类,他们都在第1期拥有一个单位的资源,但是第

一类投资者要在第2期消费,第二类投资者则要在第3期消费。显然,如果投资者在开始时知道自己要在第2期消费,他就会选择第一类投资;知道自己要在第3期消费,就选择第二类投资。但我们假定在投资者在第1期不知道自己的类型,只有到第2期后才知道。这时他就面临着一种不确定性:如果他选择了第一类投资而发现自己属于第二类消费者,他就损失了;如果他选择了第二类投资,结果却发现自己要在第2期消费,他就损失了 $(1+r)-v$ 。但是如果有一家银行,它虽然不知道每个投资者的类型,但是了解两类投资者的总体比例:第一类投资者的比例为 p ,第二类为 $1-p$,那么这种损失就可以避免。它只须将所有投资者的资源合在一起,按 p 与 $1-p$ 的比例投资于第一类项目和第二类项目,就可以保证所有第一类投资者得到 $1+r$ 的回报,第二类投资者得到的回报。因此金融中介机构可以提高社会福利。但是,银行在消除投资者的流动性风险的同时,它本身却有可能遭到挤兑。假定在第2期时,所有第二类投资者也纷纷要求提款,银行就会破产。因为银行从第一类项目获得的回报加上其第二类项目的变现值小于它的总负债,即。自然,所有第二类投资者都会认识到这一点。因此,当他预期别的第二类投资者都会去提款时,他最佳的选择自然是尽可能赶在其他人之先捷足先登。这样我们就有了两个纳什均衡:第一类投资者总是在第2期提款,第二类投资者是否在第2期取款取决于他对其他第二类投资者行为的预期,当他预期他们均会在第3期取款时,就选择在第3期取款;当他预期他们均会在第2期取款时,他也选择在第2期取款。后一种均衡就是银行挤兑。戴蒙德—戴维格模型为金融市场上的“羊群行为”提供了一种解释。银行挤兑发生的原因有两点:一是银行自身的结构性原因,银行储备的流动资本无法支撑庞大的储户资金,这是无法改变的;二是信息不对称,是现实经济活动中无法避免的普遍现象。正是由于信息不对称的存在,银行遭受挤兑也就带有强烈的主观色彩。戴蒙德指出,引发挤兑的原因是无法预测的,可能是一家银行令人失望的年终报告,也可能是国家新出台的政策,甚至是太阳的黑子活动。挤兑风潮一旦形成,不仅使经营不善的银行倒闭,也会使经营良好的银行遭受池鱼

之灾。弗里德曼曾说过,1929年经济大危机的导火索就是一次突如其来的挤兑风潮。当时有谣言称美国银行经营困难,行将倒闭,于是引发挤兑风潮。美国银行界一向有危急时刻相互援手、共渡难关的惯例的,但由于美国银行是一家犹太人开设的银行,反犹主义在银行界非常强烈,于是美国银行在大家袖手旁观下只能关门大吉。然而令人啼笑皆非的是,清算后的美国银行每1美元可以兑换92.5美分。本来美国银行只是一个普通的商业银行,但它的名字太刺眼了,以致于人们认为美国最大的银行都已经破产,随后即引发全国性的挤兑风潮,于是信用多米诺骨牌全数倒塌。

我们将视角从微观转到宏观不难发现,微观的挤兑行为需满足的两个条件在宏观下同样是成立的。首先是宏观系统的结构性矛盾,这点我们在上一节已经就其产生的必然性作了论述;其次是信息的不对称性。由于存在信息披露成本和信息搜寻成本,宏观金融体系下的信息不对称较微观下更为严重。陈学彬在《宏观金融博弈分析》中证明了,政府若不完全披露信息,反而可以在一定时期内避免宏观金融的过度波动,因此信息披露成本的存在不能鼓励政府积极披露信息。这个分析对于公司的经理层同样适合,信息披露过多容易使公司不能弹性处理财务问题且股价波动过大,从而影响自身的职业前途,因此他们更愿意披露一些对己有利的信息,而不会将自己掌握的信息全数披露。但金融市场上信用的维持全靠信息的真实和有效,如果市场参与者都没有积极性完全披露信息,市场的效率就大大降低,因此引入外部监管十分必要。但外部监管显然在专业、经验、技能上是无法与被监管者相提并论的,且寻租行为的存在也恶化了监管的效能,因此信息不对称难以通过信息披露解决。那么通过信息搜寻可否解决呢?但信息搜寻同样需要付出成本,且搜寻的信息也容易为其他人获知,这都会降低信息搜集者搜集信息的积极性。假若搜集信息付出的成本大于信息收集之后的利益(如中小散户面临的情况),那么他们更愿意追随大户——即所谓的“搭便车”。因此市场实际上并未通过信息搜寻解决信息不对称问题,而是通过从众行为改善了信息的不对称。由于虚拟经济与实体经济

完全不同的特征,从众行为给虚拟经济系统造成了巨大的不稳定。我们知道,实体经济中供给者和需求者是完全分离的,他们的看法越一致,供需就越平衡,即使存在信息不对称导致供需失衡,供需双方还可以通过“存货”来调整。然而虚拟经济的供给者和需求者是统一的,对市场的看法越一致,供需就越失衡。从众行为则强化了市场预期的一致性,对市场看好时就产生“乐队车效应”,使市场生成泡沫;看淡市场时,由于虚拟资本自身毫无价值,供需不能通过“存货”调整,于是宏观挤兑发生了,随即引发雪崩式的价格下跌。1987年的纽约股市大动荡就充分说明了虚拟经济结构性矛盾及不对称信息下虚拟经济的脆弱性。在美国宏观经济相对稳定的情况下,一则与收购有关的信息造成了纽约股市有史以来的最大震荡。宏观的虚拟经济与实体经济之间的结构性矛盾是无法克服的,经济学家们在寻找市场机制的微观性原因时得到的基本结论就是:造成这次股市大动荡的原因是交易者之间严重的信息不对称,一旦市场监管部门采取措施使信息不对称的程度下降,那么市场就有可能不会发生如此剧烈的震荡。东南亚金融危机、拉美债务危机、俄罗斯债务危机的爆发一方面固然是虚拟经济“倒金字塔”的结构性原因,另一方面也是信息不对称下的从众行为。拉美国家与俄罗斯是国家债务远远超出实体经济所能支撑的程度,东南亚国家则是企业债务超出实体经济所能支撑的程度,而危机的倒火索就是投机攻击引发的从众行为。以东南亚国家为例,外国短期资本在东南亚赚取的利润不超过东南亚国家损失的10%,但他们的攻击行动引发了大规模的从众行为,使东南亚国家的货币体系在国内居民和国际炒家的双重攻击下而崩溃。国际炒家的利用少数资金进行攻击为何可以引发国内居民大规模的宏观挤兑行为,原因就在于东亚国家普遍存在的信息不对称问题,正是信息的严重不对称使“羊群效应”更为显著。《国际前锋论坛报》曾指出,“亚洲金融危机是两种经济模式交锋的产物,一边是美国的全球自由化经济模式,一边是发源于日本的亚洲成长模式”。所谓的“亚洲模式”就是“关系企业”模式,如日本、韩国、印尼等国的企业就存在许多政府与银行、政府与企业、企业与企业之间说不清道不明的联系。本来虚拟经济本

身提供了一个利用金钱规范人与人之间关系的系统,然而东亚国家在传统文化影响下却以人情关系代替了金钱关系。与金钱关系相比,人情关系也是一种信用提供的手段,比如在危机中拯救另外一个企业是相信今后自身发生危机时别人也会同样拯救自己。但人情关系的最大缺点是不能量化,不能通过契约保障,因而也无法提供有效的信息。东亚的企业模式弱化了信息披露功能,可以想象,以金钱关系为基础的虚拟经济建立在以人情关系为基础的实物经济上必然引发两者的冲突,东南亚金融危机不过是这种冲突的最高表现形式而已。

总之,虚拟经济的结构性矛盾及信息不对称造成了虚拟经济自身的不稳定和脆弱性。虚拟经济的结构性矛盾是一把双刃剑,既有天使的一面,又有魔鬼的一面。它的形成是技术条件与政治条件的结果,所以关键在于“度”的把握;而宏观的信息不对称是可以通过制度的完善加以改进的,对于处于经济追赶型的中国,政府的制度建设显得尤为重要。

对中国金融发展的启示

中国历史上缺少发展出虚拟经济系统的实物经济基础。针对中国虚拟经济与世界虚拟经济的现状,我们认为,中国金融发展应努力解决以下问题:

1. 努力建立和完善金融市场的基础性设施。

从历史上看,中国的虚拟经济系统始终没有成熟起来,主要源于基础性建设不足。从现实看,衡量一个金融体系健康程度的标准也是看基础性的设施是否完备,概括地说,这些基础性设施就是产权、信誉与可计算性。因为借贷双方能否有效合作,金融市场定价效率的高低主要取决于这三项条件,因此它们可被称为金融体系的“支撑系统”,是金融体系的重要组成部分。

首先,虚拟经济活动实质是财产的信贷,所谓“财产”,从经济学意义而言,指能够带来收益或效用的物或资源。但从法律意义而言,财产与实物并无关系,它指的是由这一物或资源而来的一系列权利——包括占有、获得、处置、收益、剩余索

取权等,这些权利统称为财产权或财产权利,简称“产权”。以微观的视角审视金融体系的形成与发展不难发现,金融工具、金融市场及金融机构完全是由拥有独立财产权的借贷双方追求各自财产利益最大化的产物。因此只有建立合理的产权制度,才能在此基础上形成真正规范的金融体系。所谓合理规范的产权制度,至少应满足以下条件:(1)产权明确界定。否则在任何人都可以不排除他地占有资源的情况下,人们必然去从事非生产性的占有资源的活动,而不是创造财富的生产性活动;(2)产权不受非法侵犯。这就排斥了强行夺取或侵占别人财产的行为,从而产权交换市场才可能诞生,使市场参与者都能得到收益;(3)产权平等。无论财产多少,人们的产权应一视同仁地受到法律的同等保护,在产权平等原则下平等的、自愿的交换活动才能产生,否则不平等的交换势必损害交易一方的利益,造成社会福利损失。产权既是权利又是义务,投资者会谨慎平衡可能的收益与风险,投资才会是理性的负责任的。而在不适当的产权结构下,由于权利与责任是不统一的,就会产生对过度投资和投机行为的激励。

其次,信誉的质量直接影响资本市场的质量。因为理性的人们一般会选择信誉好的金融资产进行投资,而对于信誉差的金融资产,除非出于投机的目的,没有人愿意持有。信誉(Credit)首先指发生违约的可能性,其次是信用的质量级别。信用保障一要有高效的司法执法体系,二要有有效的信用体系以披露信誉的相关信息。由于历史的惯性,中国目前在法治和信用制度建设上都相对滞后。若不尽快建立完善保护投资者利益的高效的法律体系,虚拟经济中的基础——信用是难以建设起来的。至于信用体系,中国在这方面存在严重的信用体系缺失问题。对美国人而言,他们拥有两个生命,一个是自然的生命,另一个是财务信用生命。美国有一个全国性的民间组织,即全国信用管理协会NACM(National Association of Credit Management),全美联网,负责收集管理所有美国人的信用记录,任何人花钱都可以查到别人的信用。有了这样的制度保证,市场经济中的博弈行为将成为“重复博弈”,如果行骗一次,就不可能有第二次机会,同时也失去市场交易带来的收益。因此市场参与者的行为在信用机制的保障

下会趋于长期化,而不是追求短期利益,经济系统才能保持健康发展。信用体系的建立是一个长期的过程,目前对中国来说,必须依靠政府的力量。美国的制度创新是在长期的集体博弈下发展起来的,如果仍按美国发展的模式来建立信用体系,要花很长的时间。中国的银行、企业、个人对信用记录的需求非常大,依靠政府力量可在短期建立起信用制度的框架,并通过银行之间、企业之间的竞争来逐步完善,就可以为信用记录的需求提供供给,不仅可保证虚拟经济的良性运行,对实体经济的影响也是积极的。

最后,在解决了信誉问题之后,人们的投资决策将取决于对投资损益的衡量。一个尽可能充分利用投资机会与闲余资金的金融体系,必须是尽量“可计算”的。“可计算性”(Accountability)的目的,是把各种有关因素对投资的收益和风险的影响数量化、精确化,减少说不准、不确定和含糊、猜测的范围。可计算的程度越高,金融体系的效率就越高。金融的可计算性涉及到许多方面。首先是信息的可得性与透明度。其次是信息的标准化、规范化。会计、审计准则以及其它指标体系的统一化和标准化,会使信息更加规范,从而提高可计算性。再次,必须有分工专门处理信息的专家系统。会计师、审计师、证券分析师以及信用评级机构的工作,正是通过提高可计算性才与金融体系的效率联系起来。而且以风险定价为核心的现代金融理论的进展,大大促进了投资的可计算性,从而使具有潜在利益的投资机会更可能得到充分利用。最后,一个人们能够据以形成正确预期的稳定的制度环境,也是可计算性所必然要求的。这就要求用明确的一般的法律规则,来代替人们之间的并非不可更改的默契和其它隐性合约(Implicit Contract),以及通常来自政府和监管当局的相机性的政策干预。只有坚持原则优先于政策,在规则面前人人平等,才能保证经济环境的稳定性和可预期性。

2. 实现经济结构转型,以实物经济健康发展保障虚拟经济健康发展。

发展经济学说明,一国经济增长的结构性变化是有序的。工业化过程中,总是先进入轻工业阶段,然后进入重工业阶段。经历过重工业阶段,则意味着工业化任务的完成,经济增长开始进入

到以服务业为主的所谓“后工业化社会”。在重工业阶段则可分为两段,第一阶段是为重加工业的发展打好基础,即重点发展能源、交通和原材料等重基础产业,然后以机器设备投资大幅度增加为特征,进入到重加工业为主的发展阶段,这就是进入到了工业化的中后期。由于重加工业有技术与知识密集,产业附加值高的特点,经济增长开始表现出极明显的“集约化”特征,因此被日本学者称之为“产业结构高度化”阶段。根据日本和“亚洲四小”的经验,这一阶段一般会持续10~15年时间。

改革开放以来,中国经济增长表现出明显的结构性变化特征,由此可划分为四个阶段:1979~1984年,农业生产出现了“超常规增长”,主要是对改革前农业发展过度落后的补课;以1984年农产品出现全面“卖难”,标志着发展阶段的转换,1984~1988年,经济增长的主导产业转向以家用电器为主的轻工业;1989~1991年,家电产品出现“卖难”,消费品市场出现全面“疲软”,又给出了结构转轨信号。1992年中国经济增长再现高潮,开始出现由投资需求带动的“重基础工业”增长特征,这一阶段增长最快的产业,大多是80年代的“瓶颈”,即能源、交通和原材料部门。1996、1997年,能源、原材料出现“卖难”,交通运力出现富裕,则再一次给出了结构转轨信号,表明中国经济已经越过了“重基础工业”阶段,进入到“重加工业”主导增长的阶段。

中国在改革开放之后未能发展成成熟的虚拟经济系统,与经济发展阶段有关。农业和轻工业发展需要资金较少,消费农产品和轻工业品对信用的需求也少,经济转向重基础工业后,由于基础工业具有“公共品”的特点,主要依靠政府投资,民间投资较少,对信用的依赖程度也不高。经济基础对虚拟经济系统的发展要求不大,因此至今成熟的虚拟经济系统尚未建立起来。当前中国经济结构面临调整,正以“西部大开发”为契机,实现以“重工业”主导的经济增长。重工业投资是资金与技术密集型投资,除了必须依托技术进步之外,资金的巨额投入也使虚拟经济的运作必不可少。为适应当前的经济结构调整,有必要加强产业资本与金融资本的融合,让民间资本可大规模介入西部开发,避免以往政府一手包办造成的种种弊

端。以中国目前虚拟经济发展阶段而论,中国经历了经济货币化的过程,但还没有经历经济证券化、金融自由化、金融深化和集成化的过程。现代金融理论昭示,当经济货币化达到一定高度之后,货币化进程便告终结,因此通过货币发行为国家带来的巨额收益也就难以获取。目前中国货币投入量已超过 GDP 水平,进入后货币化时期,但经济持续发展及经济结构转型需要大量资金投入。如何既能有效筹集资金,满足经济改革和持续发展需要,又不致引起超量货币供给,我们认为实现经济的证券化是一条可行的途径。目前的中国股市规模过小,对资金的吸纳能力不够,且投机风气过盛,难以满足需要大规模长期资本的重工业的融资要求,因此国家需要积极使国有企业利用股票市场进行融资、培育各种基金、有计划地使上市公司的国有股和法人股上市流通、稳步进行“债转股”,扩大证券经济的规模。美国的股票市值已超过其 GDP 总值,而中国的股票市值连 GDP 的 20% 都不到,因此实现经济证券化的过程还是存在很大空间的。经济证券化短期内可逐步利用证券市场消化国有企业给国有金融机构巨额的呆坏帐,同时可以提供部分支持西部开发的资金,长期还可以对中国的经济所有制结构进行战略性的调整,鼓励更多民间资本介入经济建设。

诚然当前产业升级需要金融资本的大规模参与,但金融体系要保持健康还需依赖实体经济,即产业的顺利升级。日本的“平成泡沫”就是由于日本工业化完成后经济缺乏增长点导致虚拟资本脱离产业资本过度膨胀造成的。韩国企业未能看到世界重工业产品生产过剩而没有及时调整产业结构也导致其产业资本无法支撑金融资本。东南亚国家的教训同样是未能完成经济结构调整导致金融资本到房地产市场寻求新增长点,从而炒出了泡沫。

3. 加强监管,控制虚拟经济系统风险。

虚拟经济系统不稳定性源于结构性矛盾与信息不对称,而监管可以改善信息不对称的问题,不仅可避免从众行为给虚拟经济带来负面影响,还可同时带来正面的效果,表现为:①降低交易费用。全球化影响下金融交易行为在规模和范围上扩大使合约的形式和内容复杂,达成协议变得

困难,交易费用增加。如果金融监管当局扮演一个强制性的第三方角色,使违约的一方要补偿受损方,从而使违约成为一件有成本的事,就可以降低交易费用。②可以降低不确定性。金融机构参加市场交易的基本目的是获得潜在的收益,但是要从交易中获得收益却面临着无法预料和难以测试的变化,这种不确定性主要来源于对交易对手相关的信息获知不完备,如交易对手是否具有从事金融业务的资格和能力,是否会违约等。金融监管制度的确立,可以使得关于交易对手的交易资格问题从它是否获得金融监管当局颁发的经营许可证而得到最低限度的保证,同时由于金融监管当局承担对金融机构进行检查的义务,并要求金融机构公开其财务信息,因而,交易对手的经营能力和信誉可以从金融监管当局对其的态度和采取的措施中得到反映,这样就大大降低了不确定性。③监管具有规模效益。制度的建立和维护是有成本的,它不仅包括信息搜集的费用、强制执行的费用、实施惩罚的费用,还包括利益集团的谈判费用,金融监管制度作为带强制性色彩的政府制度安排,它同样存在这些成本,但当金融市场上的金融机构达到一定数量时,金融监管制度建立可降低平均成本,它优于不存在统一制度安排时,单个企业之间达成制度协议的成本,也即,金融监管制度具有规模效益。

中国加入 WTO 在即,加强监管以保证金融体系稳定是摆在中国人民银行、证监会、保监会面前的重要课题。外资银行抢滩中国市场后,人才争夺战必然激烈展开,因此监管部门除了在监管手段、法律法规上下功夫外,还应在人员素质和内部激励措施上下工夫,以迎接加入 WTO 后的挑战。

在金融全球化、金融深化的今天,金融已深入到世界的每个角落,也渗透到我们生活的每个角落,对实体经济的影响愈加重要。阿基米德说:“给我一个支点,我将托起整个地球”,虚拟经济系统的格言则是:“给我一个市场,我将带动整个经济”。在虚拟经济愈来愈发达的今天,虚拟经济系统将以其特有的杠杆性、流动性、趋利性和粘合力使中国经济发生从小到大、从分散到集中、从数量到质量的变化。当前我们的任务就是在避免虚拟经济系统的高风险前提下,更加积极地参与到全球虚拟经济的运行中去。