

虚拟经济与实体经济关系研究

——基于货币循环流模型的分析

伍超明

(南开大学虚拟经济与管理研究中心,天津 300071)

摘要:20世纪70年代以来,世界经济出现虚拟化的趋势,虚拟经济与实体经济的背离成为一种常态。与此同时,虚拟经济对实体经济日益表现出两面性:在促进其增长的同时也会带来消极破坏性影响。其中缘由在于货币循环流中虚拟经济与实体经济资金流量占比和其规模之比相等与否。为了维护经济的稳定运行,货币政策应对两面性问题有所为。

关键词:虚拟经济;实体经济;两面性;货币循环流

中图分类号:F06 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2004)08-0095-11

目前国内对虚拟经济与实体经济关系的研究,已有了许多有意义的成果。这些研究从不同的角度或采用不同的分析方法,得出侧重点各异的结论。但有一点值得提出的是,理论界对虚拟经济的研究特别是对虚拟经济与实体经济关系的研究,侧重于“虚拟经济有害论”的主张和观点,或侧重于对虚拟经济弊端的研究。笔者认为这种研究不利于对虚拟经济及其与实体经济关系的客观认识,也不符合“正确处理发展……虚拟经济和实体经济的关系”^①的政策主张,更难达到充分利用虚拟经济有利性的一面而规避其不利影响的目的。基于这样的理论研究背景,本文构建货币循环流模型来分析虚拟经济的“两面性”,即虚拟经济对实体经济的“双刃剑”效应,希望能在理论界引起广泛而有意义的讨论。

在具体分析之前,我们先对虚拟经济与实体经济的概念进行界定。由于虚拟经济理论研究目前在国内外都处于初步阶段,所以对虚拟经济的定义存在较大的争议和分歧^②。本文拟用刘骏民教授对虚拟经济和实体经济两概念的定义。他认为经济的本质是一个价值体系,广义范畴的虚拟经济是观念支撑的价格体系,而不是成本和技术支撑的价格体系,狭义范畴的虚拟经济是以

收稿日期:2004-05-11

作者简介:伍超明(1973—),男,湖南新化人,南开大学虚拟经济与管理研究中心博士生。

资本化定价行为为基础的价格系统；实体经济是指以成本和技术支撑的价格体系。因此，虚拟经济与实体经济的区分标准是资产定价行为方式的差异性，而不是以行业差异或以发生在实物领域和金融领域的差异来作为其评判标准。这样，即使发生在实物领域但以资本化定价方式来定价的经济活动，仍是虚拟经济理论要研究的内容。所以虚拟经济的研究范畴包括：市场经济中的金融、房地产、无形资产、某些高技术产品和信息产品，以及其他可能长期或短期进入这种特殊运行方式的有形产品和劳务（成思危、刘骏民，2003）。

文章结构安排如下：第一部分分析本文的研究背景，经济虚拟化和虚拟经济与实体经济背离的普遍化；第二部分构建货币循环流模型，揭示资金在经济系统中的流转机制；第三部分结合货币循环流模型就虚拟经济对实体经济的两面性作用机制展开具体分析；第四部分根据虚拟经济与实体经济关系模型提出虚拟经济与实体经济背离值是否合理的量化评价指标，在此基础上对我国1993~2003年虚拟经济与实体经济的关系进行评价分析；第五部分提出相应的货币政策建议。

一、经济虚拟化和虚实背离的普遍化

现代市场经济发展的一个重要特点是经济虚拟化程度的不断提高和虚拟经济呈现出不断独立发展的趋势。这一特点主要体现在虚拟资本的迅速泛化导致虚拟经济规模远远超过实体经济，以及虚拟经济特有的运行机制使虚实背离的内化和普遍化（刘骏民、伍超明，2004）。20世纪70年代以来，黄金非货币化导致全部货币资本的虚拟化，金融衍生物的发展和证券化引起虚拟资本的大规模扩张以及资本化定价方式的普遍化，由此导致整个经济运行方式的重大变化，虚拟经济与实体经济的关系早已超越了传统意义上虚拟经济不过是实体经济附属品的关系，虚拟经济不仅在总量上而且在对维持经济稳定的重要程度上正日益超过实体经济，在经济中渐居主导地位，作为其重要组成部分的“金融是现代经济的核心”。

在国际经济交往中，这主要表现为经济活动的主体正从以实际资产为主体的跨国公司，向以虚拟资产为主体的跨国银行、各种基金、金融机构转化。Drucker, P. 指出，“90%或90%以上跨国经济的金融交易不是服务于经济学家所说的经济功能”，金融交易不再是国际贸易和投资的附属品，国际间虚拟资产的交易不论从绝对数量还是从增长率来看都已大大超过实物资产的交易（见表1）。在财富构成方面，主要表现为虚拟资产在经济虚拟化过程中越来越居于主导地位，居民所持有的财富形式越来越与物质财富相脱离，虚拟资产财富在家庭财富中渐居主体（见表2）。该表显示，当代美国人的财富中有82%以上是金融资产，这还不包括房地产在内，在银行的抵押资产中，大约有70%以上是房地产。与此相似，其他主要工业国家金融财富占比也有相同的

变化趋势。可见,虚拟资产在发达国家的财富中占有十分重要的地位(成思危,刘骏民,2003)。

虚拟经济规模相对实体经济规模的扩大,对世界各国经济工作者和政府管理部门提出了新的课题和任务,特别是经过1997年东南亚金融危机的严峻考验,将虚拟经济与实体经济关系的研究提到议事日程。基于对新时期新形势的深刻认识,在中国共产党第十六次代表大会的报告中,江泽民同志第一次明确提出,在“走新型工业化道路,大力实施科教兴国战略和可持续发展战略”时,要“正确处理发展高新技术产业和传统产业、资金技术密集型产业和劳动密集型产业、虚拟经济和实体经济的关系。”^⑤因此,对虚拟经济与实体经济关系或虚拟经济两面性的研究具有重要的理论和实践意义。

表1 虚拟经济与实体经济规模对比

单位:10亿美元

年份	1995	1996	1997	1998	1999	2000
跨国金融交易量(1)	307 663.54	340 714.39	378 755.50	388 088.90	335 885.45	265 796.84
国际贸易和直接投资(2)	10 997	11 519	12 094	12 276	13 057	12 823
年增长率(%)	20.37	5.36	4.99	1.50	6.37	7.93
GDP总量(3)	29 023.4	29 816.5	29 679.8	29 491.7	30 628.7	32 109.7
(1)/(3)×100%	1 060.05	1 142.70	1 275.37	1 315.93	1 096.64	827.78
(2)/(3)×100%	37.89	38.63	40.72	41.62	42.63	39.93
国际债券和贷款总额	832.2	1 328.10	1 628.50	1 582.30	2 189.80	2 613.90
年增长率(%)	24.27	59.59	22.62	-2.84	38.39	19.37
商品劳务出口	5 120.20	5 339.50	5 529	5 440.90	5 623.70	6 310.10
外汇交易额	297 550.0	330 225.0	366 549.8	375 000.0	322 500.0	250 000.0
商品劳务出口与外汇交易额之比	1:58	1:62	1:66	1:69	1:57	1:40

资料来源:跨国金融交易量:<http://www.fibv.com>,<http://www.bea.gov>,<http://www.worldbank.com>。国际贸易:IMF, International Financial Statistics Yearbook, 2001。直接投资:“世界直接投资”, Financial Market, No. 79, June 2001。国际债券、国际贷款:1995年数据见 OECD: Fund Raised on the International Markets, 1996~2000年数据见 IMF, International Capital Market, 2001。商品劳务出口 1995~2000年数据见 International Financial Statistic Yearbook 2001;各年外汇交易额数据是根据 BIS 各年报告的日均外汇交易额估算整理而成的。

表2 主要工业国家金融资产占家庭净财富的百分比

单位:(%)

年份	美国	日本	法国	英国	加拿大
1981~1985	69.7	42.5	37.8	51.9	58.6
1986~1990	71.7	41.5	49.6	52.7	63.9
1991~1995	76.9	50.1	55.2	64.1	67.3
1996~1999	82.2	58.2	58.8	68.8	70.2

资料来源:IMF, World Economic Outlook, October 2001.

二、现代信用货币经济六部门货币循环流模型

如果把货币资金看作是经济系统的血液,那么货币循环流就可视为经济体系的血液循环系统。通过分析该系统中各部门的资金流量大小和波动幅度,就可以知道系统是否处于正常运行状态,并能查验问题所在。遵循这一思路,下面从货币循环流角度构建货币循环流模型,来分析货币在整个经济体系中的循环运转结构以及虚拟经济两面性的原由机理(见图1)。

在模型中,整个经济系统分成实体经济和虚拟经济两大经济系统,其中前者包括家庭部门和企业部门,后者包括股市、债市、期市、汇市、房地产等,金融部门包括金融机构和非金融中介机构,它处于模型中心,体现了金融是现代经济核心的思想。模型中的参数变量含义分别为:收入(Y_t),消费(C_t),储蓄(S_t),政府预算赤字(GD_t),国外净资本流入与进出口之和($NF_t + (X_t - IM_t)$),投资虚拟经济净资金量(ΔF_t),金融部门净货币供给(ΔM_t),企业可获资金约束条件等式($S_t + \Delta M_t + \Delta F_t + NF_t + (X_t - IM_t) = I_t + GD_t$),企业投资虚拟经济资金量(S'_t)。

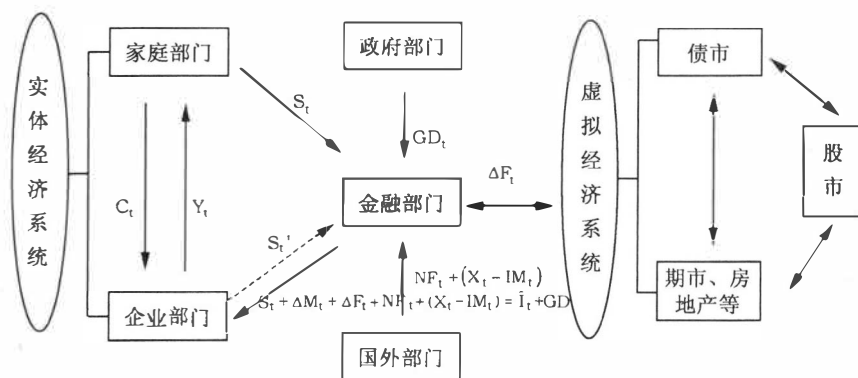


图1 货币循环流模型

模型中投入到虚拟经济系统的净资金流量 ΔF_t 是一个非常重要的变量,它分别来自实体经济系统、金融部门以及国外部门,并以独立的形式游离于实体经济系统之外,根据资产收益率的大小在股市、债市、期货市场和房地产等市场中循环运转,谋取投资收益最大化。当然 ΔF_t 变量可正可负、可大可小,这取决于同时期实物资本收益率和虚拟资产收益率的大小。根据资产选择理论,金融机构和代理人会根据风险—收益组合不断地调整其资产组合,当虚拟资产收益率相对于实物资产收益率较高时,各部门的经济代理人会增加虚拟资产的持有, ΔF_t 就会增加。流入虚拟经济系统的货币资金会同样根据风险—收益组合在股市、债市、期货市场和房地产等市场中运转。这可以解释目

前许多国家面临的“现代市场经济之谜”,即货币供应量增加,实体经济没有增长,且无通货膨胀,相反出现持续性的通货紧缩和资产价格的不断膨胀现象。这是因为新增货币供应量直接流入虚拟经济,而没有影响实体经济,所以物价水平不升反降,虚拟资产价格上升。由此可见,虚拟经济对实体经济的两面性影响主要体现在 ΔF_t 值的大小和波动幅度。适当的 ΔF_t 值和波幅会促进经济的稳定加速增长,过大或过小的 ΔF_t 都不利于经济的平稳运行。

三、虚拟经济对实体经济两面性作用机制

根据新古典增长模型,资本存量超过黄金率条件($f'(k^*)=n+\theta$)时,经济将是动态无效的,此时如果减少储蓄,缓解资本的过度积累,则每一个人都可以过得更好,消费得更多,使经济从动态无效变成动态有效。这说明当投资者预期实物资本投资收益率过低,而把资金转移投资于其他非实物资产时,反而会促进实体经济的增长和人们消费水平的提高。从货币循环流模型来看,说明虚拟经济的适当发展、对货币的需求以及虚拟资产价格的上升都会促进实体经济的增长。下面我们具体分析其传导机制:

1. 投资渠道。托宾的“q”理论认为,虚拟资产价格(如股价)上涨使公司市值相对于其资本存量的重置成本随之提高,当q值大于1时,股票市值大于重置成本,刺激投资支出的增加,进而拉动了总需求与产出的扩大:SP 虚拟资产价格 $\uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow I$ 投资 $\uparrow \rightarrow Y \uparrow$ 。

2. 财富效应渠道。虚拟资产价格上升使得居民部门的财富增加,从而使居民增加当期和未来的消费支出,提高总需求和产出:SP 虚拟资产价格 $\uparrow \rightarrow W$ 财富 $\uparrow \rightarrow C$ 消费 $\uparrow \rightarrow Y \uparrow$ 。

3. 资产负债表渠道。虚拟资产价格上涨,则企业财富升值,公司净值增加,使公司可用于融资的抵押品价值升值,公司借款能力增强,由此促进银行贷款的投放,带动企业投资、总需求及产出的扩大:SP 虚拟资产价格 $\uparrow \rightarrow NW$ 公司净值 $\uparrow \rightarrow L$ 贷款 $\uparrow \rightarrow I$ 投资 $\uparrow \rightarrow Y \uparrow$ 。

4. 流动性渠道。虚拟资产价格上升,使得消费者持有的流动性资产产量扩大,消费者感到其出现财务收支困难的概率大大减少,于是增加耐用品和住房支出,由此拉动了总需求和产出的扩大:SP 虚拟资产价格 $\uparrow \rightarrow SPP$ 虚拟资产价值 $\uparrow \rightarrow DC$ 耐用品 \uparrow 、 RE 住房支出 $\uparrow \rightarrow Y \uparrow$ 。

以上四条传导渠道表明,当虚拟资产价格上升或 ΔF_t 值增加时,将有效地促进需求的提高和经济的增长。这意味着虚拟经济的深化发展在一定程度范围内有助于实体经济的发展,其中缘由在于虚拟经济特有的经济功能:一方面,虚拟经济中的金融中介和金融市场不仅可以提高社会资源的配置效率、提高经济的运行效率,而且资本证券化和金融衍生工具所提供的风险定价与交易机制,还为交易费用的降低提供了一个稳定的环境,从而使经济能够稳定增

长。另一方面,虚拟经济自身产值的增加,无疑会促进 GDP 的增长,它不仅为社会提供了大量的就业机会,而且还直接推动着第三产业的迅速发展。事实上,虚拟资产价格的上升常常伴随着虚拟经济规模的扩大和虚实背离的深化,所以一定程度的虚实背离对经济的增长是必要和有益的,这就是虚拟经济以及虚实背离的润滑剂作用。

但是,当前提条件变得恰好相反时,虚拟经济对实体经济的影响则截然相反。即 ΔF_t 值过度浮动和虚拟资产价格的暴涨暴跌都不利于实体经济的运行时,它们会使企业资产负债比率上升,严重时资不抵债导致破产;银行呆账坏账增多,企业贷款需求因“逆向选择”和“道德风险”问题而得不到满足,实体经济的有效需求量下降,产出减少,人们的生活水平降低等等。并且虚拟经济对实体经济的负面影响和正面影响程度是不对称的,前者一般大于后者。譬如日本在虚拟经济特别是股市和房地产繁荣的 1987~1990 年间,“日本经济增长之快超出了人们的预料。而 1991 年之后的泡沫破灭时期,经济状况持续恶化的局面也在人们预料之外。”(奥村洋彦,2000)日本经济从此一蹶不振,到目前仍未走出泡沫破灭的阴影。这就是目前理论研究侧重于虚拟经济负面影响的原因所在。

从以上的分析看来,虚拟经济对实体经济既有正面影响,又有反面作用,如果要想利用其有利于人类经济活动的一面,那么从理论上为虚实背离的适度与否提供一个评价量化指标就至关重要了。

四、对我国 1993~2003 年虚实背离度的量化分析

笔者曾在两篇拙作中构建虚拟经济与实体经济关系模型^④。模型结构表达式如下:

$$(M_t + V_t) = a_t(P_t + Q_t) + (1 - a_t)(SP_t + SQ_t)$$

其中 m_t 、 v_t 、 p_t 、 q_t 、 sp_t 、 sq_t 分别表示 t 期货币供应量、货币流通速度、实体经济总价格水平、实体经济产品总量、证券一般价格水平和证券数量的增长率, $a_t = \frac{P_t \times Q_t}{M_t \times V_t}$ 表示 t 期实体经济在整个经济中的比重, $\beta_t = \frac{SP_t \times SQ_t}{P_t \times Q_t}$ 表示 t

期虚拟经济与实体经济的比值, $\alpha_t \times \beta_t = \frac{SP_t \times SQ_t}{M_t \times V_t} = (1 - a_t)$ 表示 t 期虚拟经济在整个经济中的比重。该模型说明,经济中货币量的增长率是实体经济和虚拟经济增长率的函数,参数分别为 a_t 和 $(1 - a_t)$ 或 $\alpha_t \times \beta_t$, 它们均大于 0。增加 $(m_t + v_t)\%$ 的货币量将按 a_t 和 $\alpha_t \times \beta_t$ 比例分别流入实体经济和虚拟经济,使实体经济增长 $(P_t + Q_t)\%$, 虚拟经济增加 $(1 - a_t)(SP_t + SQ_t)\%$, 这样经济才会保持稳定运行增长。但是实际经济活动中货币只会偶然性地按照 a_t 、 $(1 - a_t)$ 或 a_t 、 $\alpha_t \times \beta_t$ 的比率分别投入实体经济和虚拟经济,就像美国经济学家

索洛评价哈罗德—多马模型中经济充分就业增长的条件一样,是一条极为狭窄的均衡增长路径,是“刃锋”,以至于经济很难沿着这一路径增长。

在模型中 β_t 是衡量虚拟经济与实体经济背离度的量化指标,而在货币循环流模型中的 ΔF_t 是衡量流入虚拟经济货币量的指标。如果用 C_t 表示流入虚拟经济和实体经济的货币量之比,则 $C_t = \Delta F_t / (M_t - \Delta F_t)$,其中 M_t 为整个经济系统中交易货币量。这样我们就可以根据 C_t 与 β_t 相等的原则来判断虚拟经济与实体经济是否平衡发展。如果 C_t 与 β_t 值不相等,那么虚拟经济或实体经济中就会出现资金短缺或过多的现象,致使整个经济“倾斜”发展。譬如流入虚拟经济的资金过多, ΔF_t 急剧膨胀,就有可能导致虚拟资产价格的过度增长和经济泡沫的生成。由于经济泡沫的不可持续性,所以迟早会破灭,随之给经济带来冲击影响。

沿袭这一思路,我们接下来对我国 1993~2003 年虚拟经济与实体经济的背离关系适当与否以及经济中是否存在泡沫进行判断分析。由于按照公式 $\Delta F_t / (M_t - \Delta F_t)$ 来计算 C_t 时,很难从统计上准确区分虚拟经济和实体经济占用的货币量,所以本文根据 $C_t = \frac{V_t - V_{pt}}{V_{spt} - V_t}$ 来计算。该公式的推导过程如下:根据

$M_t \times V_t = SP_t \times SQ_t + P_t \times Q_t$ (伍超明, 2003) 以及 $M_t = MD_{At} + MD_{Tt}$, $SP_t \times SQ_t = MD_{At} \times V_{spt}$ 和 $P_t \times Q_t = MD_{Tt} \times V_{pt}$, 可得到等式:

$$M_t \times V_t = MD_{At} \times V_{spt} + MD_{Tt} \times V_{pt} = SP_t \times SQ_t + P_t \times Q_t$$

$$\text{所以有: } V_t = \frac{M_t \times V_t}{M_t} = \frac{MD_{Tt} \times V_{pt} + MD_{At} \times V_{spt}}{MD_{Tt} + MD_{At}} = \frac{V_{pt} + \frac{MD_{At}}{MD_{Tt}} V_{spt}}{1 + \frac{MD_{At}}{MD_{Tt}}}, \text{式中 } \frac{MD_{At}}{MD_{Tt}}$$

就是 C_t , 即虚拟经济交易货币量与实体经济交易货币量之比,那么上式可写成:

$$V_t = \frac{V_{pt} + C_t \times V_{spt}}{1 + C_t}, \text{据此可得到: } C_t = \frac{V_t - V_{pt}}{V_{spt} - V_t}。 \text{其中, } V_t、V_{pt}、V_{spt} \text{ 分别为}$$

t 期整个经济系统、实体经济和虚拟经济中用于交易的货币流通速度, M_t 表示整个经济系统的交易货币量, MD_{At} 表示 t 期虚拟经济中的投机货币量, MD_{Tt} 表示 t 期实体经济中的货币量。

在测算中,我们用最能体现交易性货币需求的 M_1 指标来代表上式中的 M_t ,用工业企业的销售收入与流动资产平均余额的比值代表实体经济中货币的流通速度^⑤,用沪深两市股票成交金额与两市股市流通市值的比值代表虚拟经济中货币的流通速度,这样整个经济系统的货币流通速度等于(工业企业的销售收入+沪深两市股票成交金额)/ M_1 。但 C_t 值的计算由于统计数据缺失原因,没有把债市、期市等考虑在内,所以无法按照 C_t 与 β_t 相等的原则来判断虚拟经济与实体经济的平衡发展与否,不过可以根据两者波动一致性原则作为评判标准,这并不影响本文结论。下面以我国 1993~2003 年实际数据

为例(见表3和图2、图3),分析虚拟经济与实体经济的关系,并提出相应的政策建议。需要说明的是,虽然我国股市中国有及国有控股上市公司处于绝对主体地位,但在分析流入虚拟经济与实体经济的资金流量时,无须单独考虑国有及国有控股企业和股市的对应问题。

表3 股市与实体经济相关指标

单位:亿元

年度	流动资产平均余额	工业企业销售收入	V_p	股票成交金额	股市流通市值	V_{st}	总交易量	M_t	V_t	C_t	股票成交金额占比 $\times C_t$	股市市值总值(亿元)	GDP(亿元)	β_t	市盈率	上证指数
1993	21 475.3	38 084.1	1.77	3 627.0	862.0	4.21	41 711.1	16 280.04	2.56	0.48	0.192	3 531.0	34 634.4	0.102	42.48	833.80
1994	27 345.9	42 398.6	1.55	8 128.0	969.0	8.39	50 526.6	20 540.7	2.46	0.15	0.021	3 690.6	46 759.4	0.079	23.45	647.8
1995	33 498.7	52 936.2	1.58	4 036.0	938.0	4.30	56 972.2	23 987.1	2.38	0.41	0.008	3 474.3	58 478.1	0.059	15.70	552.28
1996	37 862.9	57 969.9	1.53	21 332.0	2 867.0	7.44	79 302.0	28 514.8	2.78	0.27	0.046	9 842.4	67 884.6	0.145	31.32	917.02
1997	43 181.9	63 451.5	1.47	30 722.0	5 204.0	5.90	94 173.5	34 826.3	2.70	0.39	0.109	17 529.2	74 462.6	0.235	39.86	1 194.10
1998	45 420.6	64 148.9	1.41	23 544.3	5 745.6	4.10	87 693.1	38 953.7	2.25	0.46	0.133	19 505.7	78 345.2	0.249	34.38	1 146.70
1999	47 119.9	67 535.3	1.47	31 319.6	8 213.9	3.81	98 854.9	45 837.2	2.16	0.41	0.180	26 610.9	82 067.4	0.324	38.13	1 366.58
2000	51 798.3	82 314.4	1.62	60 826.7	16 087.5	3.78	143 141.1	53 147.2	2.69	0.99	0.624	48 090.9	89 442.2	0.538	59.14	2 073.48
2001	56 594.8	92 278.0	1.66	38 305.2	14 463.2	2.65	130 583.2	59 871.6	2.18	1.11	0.477	43 522.2	95 933.3	0.454	37.59	1 645.97
2002	61 191.8	108 186.9	1.80	27 990.5	12 484.6	2.24	136 176.9	70 881.8	1.92	0.38	0.114	38 329.1	102 397.9	0.374	34.50	1 357.65
2003	71 795.5	140 610.9	1.96	40 257.7	13 178.5	3.05	180 868.0	84 118.6	2.15	0.21	0.040	42 457.7	116 692.8	0.364	36.64	1 497

资料来源:《中国金融统计年鉴》、《中国证券期货年鉴》、《中国统计年鉴》相关各年,2002和2003年数据根据《中国经济景气月报》各期整理得出,股市指标均采用沪市数据。2003年市盈率数据来自www.csrc.gov.cn。

注:本文或本表中的工业企业是指全部国有及规模以上非国有工业企业,若指国有及国有控股企业时会做单独说明。

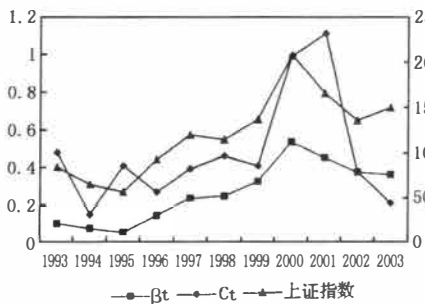


图2 β_t 、 C_t 和上证指数

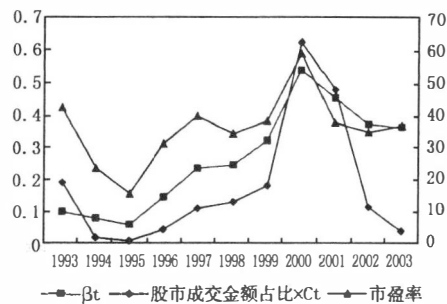


图3 β_t 、股市占用资金和市盈率

从图2、图3中看出,虚拟经济与实体经济关系的量化指标 β_t 值与市盈率和上证指数的变动具有相当一致性,几乎是同步变化。这说明股市行情好时,虚拟经济在整个经济体系的比重增加,虚拟资产价格也随之上升,经济出现泡沫的概率增大。而衡量流入虚拟经济与实体经济资金量大小的 C_t 指标与 β_t 的变动一致性较差(见图2),从1993~2003年的11年中,有7年时间变动趋势是相同的,1995、1996、1999和2001年的变动方向却是相反的。为进一步分析 C_t 与 β_t 变动不一致的原因,我们在分析中又考察了资本市场的结构变动问题,见表3中股票成交金额占比 $\times C_t$ 指标。数据表明,11年来我国股市成交金额在虚拟经济总成交金额中的比重发生了很大变动,2000年最高时达

到 0.62,1995 年最低时只有 0.02。因此在估算真正流入股市的资金总量时,本文按照股票成交金额占比乘以 C_t 进行处理,处理结果见图 3。

从图 3 中看出,我国虚拟经济与实体经济的关系在 1994~1999 年处于基本正常的发展状态,货币资金在虚拟经济与实体经济之间的分配大致按照 β_t 值进行,即股票成交金额占比与 C_t 的乘积能与 β_t 值基本一致变动,说明货币循环流模型中 ΔF_t 没有致使虚拟资产价格的过度膨胀,这也可从 6 年间上证指数稳定增长得以证实,见图 2。除此之外的 1993 年和 2000~2003 年我国虚拟经济与实体经济的协调性较差,特别是后者出现了较大的波动,根据上文的分析,可以认为 1993 年和 2000 年这两年中我国资本市场存在泡沫。从资金流量来看,1999~2000 年流入股市与实体经济的资金规模之比明显扩大,并且逐渐超过 β_t 值,在图 3 中表现为前者的曲线斜率超过后者并与之在 2000 年相交。从市盈率来看,2000 年股市市盈率大幅攀升,达到历史最高水平 59.14。与之形成鲜明对比的是 2002 和 2003 年股市与实体经济的情况,从图 3 中看出,从 2002 年初开始,流入股市与实体经济的资金规模之比几乎直线下降,到 2002 年 C_t 小于 β_t 值,大量资金逃离股市,市盈率也从 59.14 降至 34.50,减少 41.66%。这样,从 1999~2003 年股市资金经历了大规模流入和大规模撤离的过程,与之相应 C_t 值也经历了从 0.41 快速上升到 0.99 和 1.11,再急剧下降到 0.38 和 0.21 的大幅波动过程。说明这几年 ΔF_t 变动过大,股市资金大进大出,给经济的稳定增长和虚实经济的协调发展带来不利冲击。因此,有必要采取适当的政策措施对 ΔF_t 值进行监控,以防止 ΔF_t 值的波动性过于偏离 β_t 值。

五、货币政策建议

为了保持经济的稳定协调发展,我们不仅应正确认识虚拟经济与实体经济的关系,而且应充分利用其有利于人类经济活动的一面,规避其不利影响,对此宏观经济政策尤其是货币政策应对背离有所为,使虚拟经济与实体经济出现良性互动。限于篇幅,本文只对货币政策展开分析。

1. 经济政策对象的扩展。虚拟经济的发展和逐渐在经济中占据主导地位,使其不再是可以随意忽略的变量,因此以往仅局限于调节实体经济的经济政策,必须扩大其调控目标,把虚拟经济纳入目标体系,这样更有利于提高政策的有效性和针对性。如在股票市场发展已经使我国货币政策的作用基础发生重大变化的新的金融环境下,股票市场已成为影响货币政策效果的一个重要变量,货币政策在相当程度上需要透过股市才能对经济基本面产生实质影响,因此,货币政策不仅要调控实体经济,也应影响虚拟经济。对于我国的央行来说,在推进货币政策调控机制、深化改革的进程中,应尽快建立与股票市场发展相适应的新的货币政策框架,以提高货币政策的有效性。

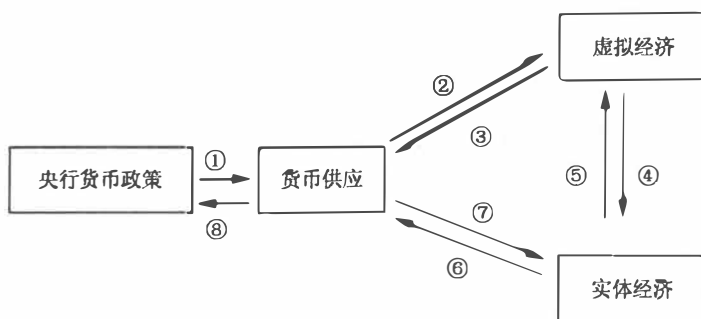


图4 货币、虚拟经济与实体经济关系框架

2. 确定背离值浮动范围。 $\beta_t = \frac{SP_t \times SQ_t}{P_t \times Q_t}$ 是衡量虚拟经济与实体经济背离程度的指标,要使虚拟经济与实体经济良性互动,就必须使 β_t 在一个可接受的范围内波动,并且与 C_t 保持协调一致变动。由于虚拟资产和实物资产收益率对 β_t 值具有决定性的影响,因此可以采用间接的经济手段,如发布政策信息调整公众对资产的时间偏好和风险偏好以及个人对未来投资虚拟资产、实物资本收益率预期的乐观程度等,来影响人们对收益率指标的预期,从而间接地调控收益率指标和背离值的变动幅度,进而使背离值在合适的范围内波动。

3. 虚拟资产的交易性货币需求量应纳入货币供应量目标,货币政策应该关注和影响虚拟资产价格。根据模型等式可知货币的供应量流向两个市场,一是产品市场,二是证券市场或者是金融市场。因此适当地考虑虚拟经济对货币的需求,才能使虚拟经济与实体经济的发展出现良性互动,否则就会导致实际货币供应过紧,实体经济发展空间受到挤压。与此对应虚拟资产价格可以作为调节货币供应量的参照指标,即货币政策应关注和影响虚拟资产价格。虽然是否应把虚拟资产价格作为货币政策的独立调控目标还存在很大争议,但实际上许多国家和地区已对虚拟资产价格进行直接干预,结果证明这种干预是有效的,对维护经济的稳定具有积极意义。如“9·11”后美联储对股市的干预和东南亚金融危机期间中国香港政府对资本市场的维护等。我国许多理论研究表明,应将虚拟资产价格作为货币调控目标的辅助监测指标,纳入央行货币政策的视野。在具体政策操作中,央行应建立与虚拟资产价格监测相关的指标体系,并根据市场走向和虚拟资产价格变化对宏观经济影响程度的估计做出相应判断,进而决定货币政策的力度和货币政策工具的组合类型。

注释:

①③引自江泽民同志在中国共产党第十六次全国代表大会上的报告。

- ②相关文献综述可参阅成思危、刘骏民:《虚拟经济理论与实践》,南开大学出版社 2003 年版,第 3~14 页。笔者认为成思危教授和刘骏民教授对虚拟经济的理解基本是一致的。
- ④模型的具体推导过程和应用分析请参阅笔者《虚拟经济与实体经济关系模型——对经常性背离关系的论证》一文,载《上海经济研究》2003 年第 12 期;或者笔者《虚拟经济与实体经济关系模型——对我国股市与实体经济关系的一种解释》一文,载《经济研究》2004 年第 4 期。
- ⑤关于工业企业销售收入对 GDP 的代表性问题,笔者通过对 1993~2003 年的数据整理发现,工业企业的销售收入与 GDP 的比值稳定在 0.9 附近,波幅为 0.1 左右,因此具有较好的代表性。

参考文献:

- [1]成思危,刘骏民. 虚拟经济理论与实践[M]. 天津:南开大学出版社,2003.
- [2]刘骏民,伍超明. 虚拟经济与实体经济关系模型——对我国当前股市与实体经济关系的一种解释[J]. 经济研究,2004,(4):60—69.
- [3]Druck, P. The new realities[M]. London: Heinemann, Note 18, 1989,121.
- [4]奥村洋彦. 日本“泡沫经济”与金融改革[M]. 北京:中国金融出版社,2000.
- [5]伍超明. 虚拟经济与实体经济关系模型——对经常性背离关系的论证[J]. 上海经济研究,2003,(12):18—25.

A Study of the Relationship between Fictitious Economy and Real Economy

——Based on the Flow of Money Circulation Model

WU Chao-ming

(Research Center of Virtual Economy and Management,
Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: The world economy has been to be fictitious since 1970's, as a result, fictitious economy deviates from real economy regularly. At the same time, fictitious economy has an increasing two-side effect on real economy. On the one side, it is in favor of economy growth; on the other side, it is destructive to it. The fundamental reason lies in whether the proportion of flow of money is equal to that of the size. In order to keep economy run steadily, something should been done on monetary policy.

Key words: fictitious economy; real economy; two-side effect; flow of money circulation.