

XUNIZIBEN JIEI YU JINGJI ZENGZHANG

徐璋勇◎著

虚拟资本积累 与经济增长

——理论分析及中国的实证研究



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

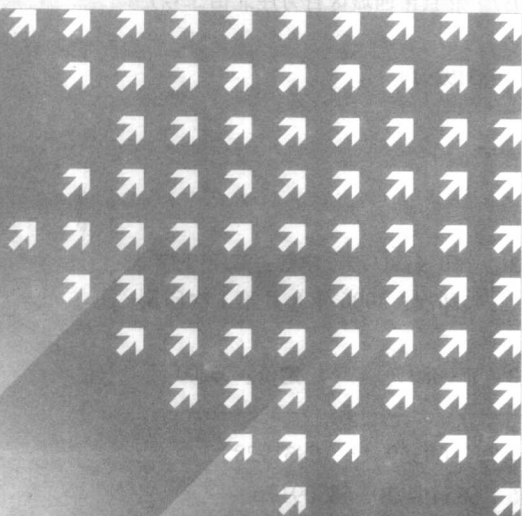
XUNZI ZIBEN JILEI YU JINGJI ZENGZHANG

西北大学学术出版基金资助
西北大学博士科研启动基金资助

虚拟资本积累 与经济增长

——理论分析及中国的实证研究

徐璋勇◎著



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

虚拟资本积累与经济增长：理论分析及中国的实证研究/徐璋
勇著. —北京：中国经济出版社，2006. 8

ISBN 7-5017-1400-2

I. 虚... II. 徐... III. ①资本积累—研究—中国 ②经济
增长—研究—中国 IV. F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 092994 号

出版发行：中国经济出版社 (100037 · 北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址：www.economyph.com

责任编辑：霍宏涛 (电话：010-68319291)

责任印制：张江虹

封面设计：白长江

经 销：各地新华书店

承 印：北京君升印刷有限公司

开 本：880mm × 1230mm 1/32 印张：11.5 字数：27.8 千字

版 次：2006 年 8 月第 1 版 印次：2006 年 8 月第 1 次印刷

印 数：1—3000 册

书 号：ISBN 7-5017-1400-2 / F · 880 定价：25.00 元

版权所有 盗版必究 举报电话：68359418 68319282

服务热线：68344225 68369586 68346406 68309176

序

虚拟资本最早是由马克思在分析资本主义借贷资本运动时提出的一个范畴，用来描述本身没有价值却以能够带来收入的有价证券形式而存在的资本，最早体现于股票、债券等有价证券上。然而，时至今日，对虚拟资本及资本虚拟化与经济增长关系的一系列重大理论问题依然没有搞清楚，比如：虚拟资本的发展（也可以说是资本的虚拟化）与经济增长之间到底是什么关系？为什么资本虚拟化进程与经济增长相伴而行？虚拟资本是否是除了实体资本、劳动力、技术等因素之外的另一个影响经济增长的因素？如何解释20世纪80年代以来股票、债券、金融衍生品等虚拟财富的快速增加？这种增加对社会经济运行方式带来了哪些积极与消极的影响？金融危机的发生与虚拟资本市场发展之间是什么样一种传导机制？政府应该如何面对虚拟资本市场的发展？显然，诸如此类的问题急需从理论上给出科学合理的解释。

正是基于对以上重大理论与现实问题的思考，徐璋勇同志在其同名博士学位论文的基础上，经过一年多的修改补充形成了目前的这本《虚拟资本积累与经济增长——理论分析及中国的实证研究》。该书以虚拟资本积累与经济增长的关系为主线，采用规范与实证相结合的分析方法，

对虚拟资本产生的制度条件、积累机制、经济效应、积累过度后出现的泡沫经济运行等问题做出了系统的理论分析，并对中国改革开放以来虚拟资本积累的效应进行了实证检验。我认为，这本书在许多方面提出了自己的创新性观点。主要体现在：

一是首次对虚拟资本积累的内涵进行了严格界定。作者根据虚拟资本运动的特征，提出了虚拟资本积累的两层含义，即虚拟资本积累Ⅰ和虚拟资本积累Ⅱ；如果说虚拟资本积累Ⅰ更多地与制度变迁有关，那么虚拟资本积累Ⅱ则更多地与市场行为有关。这种对虚拟资本积累内涵的界定不仅有助于构建完整的虚拟资本理论体系，同时也使得对整个经济增长研究的思路更为清晰，即整个经济增长由实体经济增长与虚拟经济增长两个部分构成，实体经济增长以实体资本的积累为基础（虽然实体资本的范围在不断拓宽），而虚拟经济增长以虚拟资本的积累为基础。两者各自积累规模的扩大及相互关系构成了经济活动的全部内容。

二是对现有虚拟资本的范围进行了拓宽。作者根据现代社会中不同货币层次的特征，认为 $M_2 - M_1$ 已经具有了虚拟资本的一切特性，因此主张将货币中的 $M_2 - M_1$ 纳入到虚拟资本的范围之中，使现有对虚拟资本的划分由 4 类扩展到 5 类。

三是系统地分析了由经济泡沫到泡沫经济发展的全过程，澄清了在经济泡沫与泡沫经济之间的一些模糊认识；并指出政府对于泡沫的科学态度应该是使它不要发展为泡沫经济。这为政府制定有关的资本市场发展政策有一定的

指导意义。

四是通过对中国虚拟资本积累与经济增长关系的实证分析，得出了一些不同于现有研究的观点。比如作者认为：中国虚拟资本市场存在着财富效应，但这种财富效应不是体现在通过增加居民现实收入使消费支出扩大，而是通过产生了居民收入增长的乐观预期；中国资本市场十多年的发展，在宏观层面上具有良好的资源配置效应，但在微观层面上，却存在着严重的资源浪费和低效率现象；股权分置改革的关键在于要实现国家资本与私人资本在资本支配权上的平等等。

作为他的博士导师，我认为徐璋勇同志撰写的《虚拟资本积累与经济增长——理论分析及中国的实证研究》一书，不仅在研究内容上具有开拓性，而且在研究方法上也比较规范，是现代金融学系列中不可多得的论著，特为之作序，并向金融学界同仁推荐。

何炼成

2006年5月16日

内容提要

根据运行方式的不同，现代经济可以划分为以物质产品运行为主体的实体经济和以虚拟资本运行为主体的虚拟经济。从亚当·斯密开始，经济学家就一直在研究实体经济的增长问题，而对虚拟经济增长的研究则相对薄弱。由于虚拟经济的起点是虚拟资本，虚拟资本的积累与扩张过程就是虚拟经济的增长过程。为此，本文对于虚拟资本积累问题的研究遵循虚拟资本的产生（制度分析）——虚拟资本的积累（扩张机制分析）——虚拟资本积累的结果（效应分析）——虚拟资本积累的极态（泡沫经济分析）的思路，在理论上对虚拟资本产生的制度条件、积累机制、经济效应、积累过度后出现的泡沫经济运行等问题做出说明；在此基础上，试图对两个实际问题做出自己的判断：一是改革开放以来中国的虚拟资本积累过程与经济增长的关系如何？二是中国虚拟资本市场未来发展还需要解决哪些重大问题以及如何解决？显然，对这些问题的研究无疑具有重大的理论与现实意义。

根据研究内容的内在逻辑关系，全书由三部分、共10章构成。第一部分，即第1章，包括文献综述、界定相关概念以及介绍本研究的思路与方法等；第二部分（2~5章）是理论研究；第三部分（6~10章）为实证分析。各

章的主要内容和研究结论如下：

第1章是“导论”，这是研究的起点。通过介绍研究背景、界定相关概念、述评研究现状和介绍研究思路，为整个研究奠定基础。

第2章是“虚拟资本产生的制度分析”，主要运用制度经济学的理论和分析方法，遵循历史与逻辑相一致的研究思路，分析研究虚拟资本的特征、资本虚拟化的制度条件、虚拟资本积累的历史及其发展趋势等。研究得出的主要结论如下：虚拟资本的本质是一种契约，它产生的制度基础是信用制度；虚拟资本的发展经历了一个从量变到质变的过程，虚拟资本运动形成的虚拟经济正改变着整个经济系统的价值评判体系和运行方式。

第3章是“虚拟资本积累及其机制分析”，借用马克思对资本主义资本制度的分析方法，首先界定了虚拟资本积累的两种内涵，在此基础上对虚拟资本的积累机制进行了全面系统的分析。研究的主要结论如下：根据虚拟资本的运行特征，可以将虚拟资本积累划分为虚拟资本积累Ⅰ和虚拟资本积累Ⅱ，其中虚拟资本积累Ⅰ指收入的虚拟资本化，即收入转化为虚拟资本的过程，虚拟资本积累Ⅱ指虚拟资本在市场上的价值膨胀；虚拟经济的发展过程表现为虚拟资本积累不断扩大的过程；虚拟资本积累主要由市场因素决定，包括货币供求、信息不对称、市场投机、市场预期等，另外还受金融创新、金融自由化、国际资本流动等环境因素的影响。

第4章是“虚拟资本积累效应的理论分析”，主要对虚拟资本积累的企业成长效应、投资扩张效应、财富效应

及货币政策效应及其机制进行了分析。研究的主要结论如下：①虚拟资本积累，特别是股权类虚拟资本积累不仅使现代企业的产生成为可能，而且虚拟资本的运动为现代企业实现规模扩张提供了条件；②虚拟资本积累通过储蓄动员功能、流动性功能、托宾效应、资产负债表效应等使投资规模得以扩张；另外还通过信号传递功能和特殊的定价机制产生着投资结构调整效应；③虚拟资本积累规模的扩大，可以通过影响居民实际可支配收入、改变居民收入预期等途径产生财富效应；④虚拟资本积累不仅给货币政策中间目标选择带来冲击，而且也使货币政策传导主体、传导机制变得更为复杂，从而使货币政策效果出现弱化趋势；因此伴随着虚拟资本积累的扩大，对货币政策中间目标及最终目标进行适当调整是必要的。

第5章是“虚拟资本积累的极态：泡沫经济”，在对经济泡沫与泡沫经济进行理论界定的基础上，着重分析了经济泡沫的形成与泡沫经济的运行过程，经济泡沫存在的正负效应以及经济泡沫度的测定方法。研究的主要结论如下：经济泡沫是经济运行中的一种常态，而泡沫经济是经济泡沫发展到一定程度，泡沫资产总量占到宏观经济总量相当大的比重带来的经济的虚假繁荣状态；经济泡沫发展到泡沫经济的可能性是基于市场交易的互动性和传递性，使其发展为现实性的则是失误的经济政策及在此政策下引发的经济结构失衡和虚拟经济发展过度；适度的经济泡沫可以增进经济的动态效率，促进资源的优化配置；而泡沫经济则对经济运行会产生极大的负效应；对于经济泡沫临界值的测度可以采用泡沫膨胀率判定法。

第6、7、8、9章围绕“中国虚拟资本积累与经济增长关系的实证分析”展开。其中第6章对中国改革开放以来虚拟资本积累的发展历史及结构变迁进行了描述,并与国际水平进行了横向比较;第7、8、9章主要运用经济计量学分析工具,分别对中国改革开放以来虚拟资本积累的财富效应与货币政策效应、资源配置效应与投资扩张效应、经济增长效应等进行了实证检验。研究的主要结论如下:①以股市指数为指标反映的虚拟资本积累Ⅱ存在着较为明显的财富效应,但这种财富效应的出现,并不是因股指上升使人们的实际收入增加,而是因为股指上涨使人们产生了未来收入增长的预期,从而增加了消费。②中国股票市场的发展对交易性货币需求 M_1 和广义货币需求 M_2 均产生了一定的影响,并且随着股市市值的扩张,这种影响将进一步加大。③中国虚拟资本积累的扩大,从宏观层面上看,推动了资源配置的优化,包括产业结构的升级、行业结构的改善以及推动新兴行业和国民经济基础行业的发展。然而,从微观层面上看,上市公司则普遍存在着资源配置低效的现象。④总体上讲虚拟资本积累有助于全社会储蓄率的提高和投资规模的扩大。⑤无论是虚拟资本积累Ⅰ,还是虚拟资本积累Ⅱ,对于GDP的增长均具有较为明显的正向效应,但以股市换手率代表的市场流动性与GDP增长成负相关关系,说明中国股市并没有起到分散风险的作用。⑥根据中国1991~2004年资料测算,中国虚拟资本市场通过发挥融资作用对经济增长速度的贡献为0.63个百分点,其中股市融资对经济增长速度的贡献为0.125个百分点,债券融资对经济增长速度的贡献为0.505个百

分点。

第10章是“中国虚拟资本积累扩张的战略选择”，主要围绕虚拟资本市场发展中存在的问题，提出应该从理论创新、市场功能定位、规模扩张与结构优化、股权全流通、制度规范化建设、国际化发展等方面进行改革。

目 录

1. 导 论

- 1.1 研究背景及意义 (1)
- 1.2 对相关概念的界定 (6)
- 1.3 文献述评..... (13)
- 1.4 研究思路与研究方法..... (25)

2. 虚拟资本产生的制度分析

- 2.1 虚拟资本的分类及其虚拟性分析 (28)
- 2.2 虚拟资本产生的制度条件 (38)
- 2.3 虚拟资本的历史发展..... (48)

3. 虚拟资本积累及其机制分析

- 3.1 虚拟资本积累的内涵界定 (62)
- 3.2 虚拟资本积累的机制..... (67)
- 3.3 影响虚拟资本积累的因素 (85)

4. 虚拟资本积累效应的理论分析

- 4.1 企业成长效应..... (99)
- 4.2 投资扩张效应 (111)

4.3	财富效应	(120)
4.4	货币政策效应	(130)
5.	虚拟资本积累的极态：泡沫经济	
5.1	经济泡沫及泡沫经济的理论界定	(151)
5.2	经济泡沫的形成及泡沫经济的运行过程	(158)
5.3	经济泡沫存在的效应	(168)
5.4	经济泡沫度的测量	(174)
5.5	泡沫临界值的判定	(177)
6.	中国虚拟资本积累的背景与结构变迁	
6.1	中国虚拟资本产生与发展的背景	(182)
6.2	中国虚拟资本增长及其结构变迁的实证描述	(192)
6.3	虚拟资本发展水平的国际比较	(202)
7.	中国虚拟资本积累与经济增长的实证检验 I： 财富效应与货币政策效应	
7.1	中国虚拟资本积累的财富效应检验	(209)
7.2	中国虚拟资本积累的货币政策效应检验	(216)
8.	中国虚拟资本积累与经济增长的实证检验 II： 资源配置效率与投资扩张效应	
8.1	中国虚拟资本积累的资源配置效率检验	(228)
8.2	中国虚拟资本积累的投资扩张效应检验	(245)
9.	中国虚拟资本积累与经济增长的实证检验 III： 经济增长效应及原因分析	
9.1	中国虚拟资本积累对经济增长的效应分析	(260)

9.2 中国虚拟资本积累经济增长效应有限的原因 探析	(273)
10. 中国虚拟资本积累扩张的战略选择	
10.1 虚拟资本积累扩张的理论创新与发展	(287)
10.2 对中国虚拟资本市场发展的评价与功能定位 ...	(290)
10.3 中国虚拟资本市场的规模扩张与结构优化	(295)
10.4 股权结构优化中的股权分置改革问题	(310)
10.5 中国虚拟资本市场发展中的制度规范化	(318)
10.6 中国虚拟资本市场发展的国际化与风险控制 ...	(328)
主要参考文献	(339)
后 记	(351)

1. 导 论

1.1 研究背景及意义

虚拟资本概念最早由马克思在《资本论》中提出。然而，时至今日，对虚拟资本及资本虚拟化与经济增长的关系进行研究，依然具有一定的尝试性和开拓性，换句话说，这种研究具有重大的理论价值和实践意义。

1.1.1 对经济增长原因及相关因素的分析需要关注 资本虚拟化现象

经济增长的原因、内在机制以及实现途径，历来就是经济理论研究中的核心问题。纵观经济增长理论及其演变过程，不难发现，在相当长的时期内，经济学家普遍关注的经济增长是指其实物方面，而且几乎都集中于阐述资本积累、劳动力增长和技术进步等实际经济变量与国民收入增长之间的关系，并且运用了许多复杂的模型对它们之间的关系进行了表述。然而，考察经济增长的历史，我们不难发现另一个突出的现象：伴随着经济的快速增长，以债券、股票等为代表的虚拟资本数量也在不断膨胀，结构也在不断地发生着调整；特别是进入 20 世纪 70 年代以后，虚拟资本的数量出现了加速度的增长，同时各国也将虚拟资本作为实现经济增长的重要手段。这就促使人们不

得不思考这样一个问题：虚拟资本的发展（也可以说是资本的虚拟化）与经济增长之间到底是什么关系？为什么资本虚拟化进程与经济增长相伴而行？虚拟资本是否是除了实体资本、劳动力、技术等因素之外的另一个影响经济增长的因素？如果是的话，应该如何将其纳入经济增长的分析，以使对经济增长的分析更为全面。

1.1.2 财富构成的现实变迁需要对虚拟资本问题进行理论上的探讨

自从古希腊哲学家苏格拉底的门生色诺芬（约公元前430～公元前355）撰写第一本论述经济问题的著作《经济论》以来，从古典经济学到现代增长经济学，经济增长的核心问题一直是如何实现财富的增长。虽然在不同的经济学流派中，对财富具体形式的看法有所不同，如亚里斯多德认为财富就是具有使用价值物品的总和；重商主义认为财富就是金银；重农学派认为财富就是土地；马克思认为财富是土地和劳动结合的产物；马歇尔认为财富就是商品对人的主观满足（即效用）等，但他们都将财富归为物质财富，因而物质财富的增加就是经济增长的全部内容，如何实现物质财富的增长就成为经济学研究的主题。然而20世纪80年代以来，无论是发达国家还是新兴工业化国家，以股票、债券、金融衍生品等形式存在的金融资产不仅在总量上超过了实物资产总额，而且还在以远超过实物资产增长的速度膨胀。在这种情况下，穷国与富国的区分，在很大程度上已经不体现为拥有实物资产的多少，而体现为占有非实物资产的多寡；政府经济增长的目标也不单纯局限于实现物质产品的增长。显然，在当代社会中，财富的构成已不单单是物质财富，可见“当货币和各种未来收入凭证成为财富资本形式的时

候，还将现代经济理解为一种实物经济是多么地不合时宜”^①。从一定程度上讲，由股票、债券、金融衍生品等构成的虚拟资本的膨胀过程就是资本虚拟化的过程或虚拟财富的增加过程，这就引发了一系列急需予以回答的问题：虚拟财富是如何积累的、它增加的动力是什么、它的增长有无规律可循等。只有对这些问题做出科学的回答，才能够更好地理解和认识现代社会经济的运行方式。

1.1.3 防范与化解金融危机是对虚拟资本及其运动规律进行研究的现实需要

自从1973年布雷顿森林体系崩溃以来，银行破产与国际金融危机就接连不断，20世纪70年代从德国赫斯塔特银行的倒闭到90年代巴林银行的破产，80年代初发展中国家的债务危机到90年代中后期的东南亚货币金融危机，无一不与金融市场紧密相关。而20世纪70年代以后，随着金融自由化与金融创新的快速推进，股票、债券、金融衍生品等虚拟资本成为金融市场的主要交易工具和交易对象。然而虚拟资本的发展历程表明，并不是虚拟资本一出现就会产生货币金融危机，它们之间虽然相关，但不具有同步性。这就使人们面临一个非常现实的问题：虚拟资本的发展在什么条件下会导致货币金融危机？这一临界点在哪？其内在机制是什么？只有对这些问题做出回答才可以从更深层次上了解货币金融危机，并提出有效的预防措施。

1.1.4 加深对虚拟资本问题的研究有助于中国资本市场发展思路的形成

从1981年国家重新发行国债，1983年深圳保安公司发行

^① 刘骏民：《论虚拟经济的研究》，载《环渤海经济瞭望》，2000年第1期。