

中国社会游资形成与演变 过程中的政策影响机制研究

刘晨晖/著



科学出版社

中国社会游资形成与演变 过程中的政策影响机制研究

刘晨晖 著

本书受东北财经大学 2014 年度中央财政支持地方高校发展专项资金项目资助。同时，本书是国家自然科学基金青年项目“中国式‘投机资本过剩—投资资本短缺’配置失衡研究：事实、机理与仿真”（批准号：71503032）的阶段性研究成果。

科学出版社

北 京

内 容 简 介

本书围绕“财政与游资之间的关系”以及“房地产投机泡沫”两个论题,从近几年投机行为频现、资本过剩等特殊现象出发,对体制和政策因素与近几年游资扩张之间的影响机制及实证关系进行分析。本书主要基于以下两方面展开论述:一是基于中国的事实和数据展开对游资问题的分析;二是对近期改革所提出的“去杠杆化”和“去泡沫化”要求的积极回应,对于化解宏观经济杠杆风险、解决实体经济投资不足、引导短期资本流向具有重要的实际意义。

本书主要适用于经济学、金融学等社会科学类相关专业的研究生。由于本书并不包含深奥的专业术语和模型推导,所以,本书也适合对游资问题感兴趣的大学生以及其他专业的研究人员阅读。

图书在版编目(CIP)数据

中国社会游资形成与演变过程中的政策影响机制研究/刘晨晖著. —北京:科学出版社,2017.3

ISBN 978-7-03-052158-3

I. ①中… II. ①刘… III. ①社会资本-游资-研究-中国

IV. ①F124.7

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第053659号

责任编辑:方小丽 李 莉 陶 璇/责任校对:郑金红

责任印制:徐晓晨/封面设计:无极书装

科 学 出 版 社 出 版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

北京京华虎彩印刷有限公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2017年3月第 一 版 开本:720×1000 1/16

2017年3月第一次印刷 印张:13 1/2

字数:270 000

定价:82.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

前言

当前,活跃于国内各市场的游资已经成为中国宏观经济调控过程中不得不面对的一个难题。从活动规律来看,近几年,中国游资所表现出的流动性非常强,在短期内引发了房地产市场价格暴涨以及“蒜你狠”和“豆你玩”等一系列投机炒作现象,逐渐引起了政府与公众的广泛关注。并且,各个领域此消彼长的投机现象还表明,中国国内已经存在较大规模的游资存量,它们以获取投机收益为目的在各个市场之间高速流动,虽然其还未达到引致泡沫经济的程度,但已经开始对正常的市场秩序产生严重的影响。针对这类投机资本过剩、挤占实体投资的问题,本书提出短期资本在实体投资和投机炒作之间选择而表现出的中国式“投机资本过剩-投资资本短缺”配置失衡的理论命题,并从宏观经济政策的角度对该问题展开系统论述。

在内容上,本书着重研究与游资投机相关的“财政与游资之间的关系”以及“房地产投机泡沫”这两个论题。针对前者,立足于经济体制转轨背景下财政政策作用的广泛性,我们从近几年投机行为频现、资本过剩等特殊现象出发,对财政体制和政策因素与近些年游资扩张之间的影响机制及实证关系进行分析。该内容包括五部分:一是在对游资概念进行准确界定的基础上,介绍近些年积极财政政策的实施轨迹与当前投机频发之间在现象上的关联;二是以中国经济转轨为背景,分析在中国的特殊体制性约束下,财政与社会游资之间的联系和影响途径,构建财政与游资之间互动机制的理论框架;三是应用价格解析法,结合不同投机品市场的特点对中国社会游资总量进行测算;四是通过对1978年以来中国财政工具运用情况的梳理,基于对游资变化趋势的分析,提出财政影响游资变化这一理论的经验证据;五是通过计量方法对财政与游资关系所提出的理论假设进行实证分析和检验。

针对后者,自第七章开始本书将游资参与投机的重点领域——房地产投机泡沫单独提炼出来进行分析。该内容包括三部分:一是从较微观的视角初步介绍社会游资在房地产投机领域引发的泡沫现象,并在此基础上对国内外关于房地产投机泡沫的研究文献进行归纳和总结;二是针对宏观经济政策对房地产泡沫的传导机理,分别从实证角度考察财政因素和货币因素对房地产投机泡沫的影响;三是

针对当前房地产“去泡沫化”政策，给出防范房地产市场风险的理论与对策建议。

本书的研究意义在于：首先，我们尽力对中国经济转轨过程中游资与投机泡沫问题的研究进行补充。从近些年中国宏观政策的实践来看，包括房地产泡沫等一系列游资问题的集中出现都与新一轮积极财政政策的实施呈现高度相关性，而目前国内学术界对此进行的研究还比较少，也鲜有以数据为基础的实证分析。以此为切入点，不仅能够深入分析转轨经济体中财政政策传导机制的特殊性，也可作为下一阶段的政策制定提供新的角度和理论依据。其次，系统地提出中国当前的泡沫与游资问题，对进一步解析中国宏观经济形势、研讨政策方向具有较强的实际意义。从宏观经济发展态势来看，近些年，中国从“资本短缺”转为“局部资本过剩”的趋势非常明显，致使通货膨胀、泡沫经济等问题成为未来经济发展的潜在威胁。从全球的视角来看，作为金融开放和金融自由化过程中出现的一种特殊经济现象，泡沫经济已成为引致大规模经济危机的重要根源之一，包括 1990 年的日本、1994 年的墨西哥及 1997 年的东南亚等在内的多个国家和地区都曾深受其害。庞大的游资正是引发泡沫的直接原因，所以从政策的角度对其进行分析并合理地调控游资是非常必要的，能够有效地防范宏观经济中的泡沫风险。再次，在研究中兼顾对游资一般性和特殊性的分析。例如，由于制度不完善等，房地产市场在近些年成为投机资金青睐的热点，所以，房地产领域既具有游资进行投机的一般性，也存在房地产投机在经济转轨背景下的特殊性。同样，我们在对游资从总量意义进行分析的基础上，又单独对房地产领域的投机资金进行专门研究。这样，既可以考察在游资内部，以及投机性资金在各个领域之间转移的情况，也可以为规范房地产市场健康发展、抑制投机泡沫提出相应的政策建议。最后，本书包含较大篇幅的实证研究，具体来说，涵盖从中国的游资测算到实证检验财政影响的一系列分析。这些基于宏观数据的实证研究，为引入动态视角探讨国内游资近几十年所经历的发展历程以及政策因素影响提供了较好的佐证材料。

目 录

第一章 宏观经济中的游资	1
第一节 问题缘起	1
第二节 游资的界定	2
第三节 历史上游资引发的投机泡沫	5
第四节 中国式“投机资本过剩-投资资本短缺”配置失衡	6
第二章 宏观经济政策与社会游资相关研究综述	9
第一节 社会游资、投机行为与政策影响	9
第二节 货币、金融政策与游资投机	15
第三节 财政政策与游资投机	17
第四节 研究现状评述	20
第三章 财政对游资的影响机理	26
第一节 财政体制因素作用于国内游资的理论机制	26
第二节 财政投资流入投机领域的路径	38
第三节 税制安排与游资变化	43
第四节 本章小结	49
第四章 国内游资规模的动态测算	51
第一节 测算方法概述	51
第二节 房地产市场游资测算	56
第三节 股票市场游资测算	62
第四节 游资测算的补充与汇总	66
第五节 本章小结	73
第五章 基于过程视角的财政与游资变化：经验的证据	74
第一节 投机炒作的出现与游资的形成	74
第二节 首轮积极财政政策实施后的投机资本积累	80
第三节 新一轮财政扩张后的游资积累	84
第四节 本章小结	90

第六章 财政与游资总量变化的实证关系研究	92
第一节 财政体制层面的实证分析	92
第二节 财政政策与游资之间线性关系的实证检验	98
第三节 财政政策与游资之间非线性关系的实证检验	103
第四节 本章小结	107
第七章 房地产领域面临的游资问题	110
第一节 中国房地产领域的投机泡沫	110
第二节 房地产泡沫的国内外研究动态	111
第三节 本章小结	114
第八章 财政因素与房地产投机泡沫	116
第一节 财政与房地产投机泡沫的理论分析	116
第二节 财政影响房地产泡沫的实证分析	118
第三节 基于省际面板的房地产泡沫实证分析	123
第四节 本章小结	130
第九章 货币因素与房地产投机泡沫	133
第一节 货币政策与房地产投机泡沫关系的理论解析	133
第二节 基于 MS-VAR 模型的非线性分析	138
第三节 基于 Threshold VAR 模型的非线性分析	146
第四节 本章小结	156
第十章 房地产去泡沫化的“双向失调”风险	158
第一节 房地产去泡沫化政策的“双向失调”风险	158
第二节 房地产去泡沫化的“双向失调”风险测度	162
第三节 房地产泡沫风险的临界值分析	165
第四节 “双向失调”风险剖析及政策应对	166
第五节 本章小结	168
第十一章 中国式“投机资本过剩-投资资本短缺”配置失衡的理论解析	169
第一节 中国式“投机资本过剩-投资资本短缺”资本配置失衡问题	169
第二节 中国式“金融发展悖论”与民营企业转型投资决策	179
第三节 本章小结	195
参考文献	196

第一章 宏观经济中的游资

第一节 问题缘起

自 1978 年中国改革开放以来,在经济总量持续增长的背景下,国内逐渐出现了大量游离于实体经济外的剩余资金,这些资金带有强烈的逐利性,逐渐成为影响物价水平、收入分配等宏观态势的重要因素。近几年,游资更是开始呈现泛滥且难以遏制的趋势,它们不仅活跃在金融、房地产、黄金等传统资本市场,甚至涉足钢铁、棉花、绿豆、大蒜等工业原料以及农产品领域,严重影响了正常的经济秩序。并且,随着投机炒作现象的日益增多,在经济社会中已经可以明显看出游资的存在对民众心理预期的改变及其对宏观经济发展状况的干扰。到目前为止,不得不承认,“游资”作为一股强大的资金力量,其可能引发的诸如投机炒作、金融风险等一系列经济问题已初现端倪。

虽然“蒜你狠”和“豆你玩”等形容炒作泛滥的新名词大多是近些年才出现的,但游资作为投机资本参与投机炒作却并不是一个新的经济问题。事实上,投机炒作是市场经济中十分普遍的现象,它与市场交易相伴而生,尤其是在不完全信息和非理性预期等市场不完善的前提下,用于投机炒作的资金更是可以在市场中长期而广泛地存在。然而对于我国而言,从历史的视角来看,投机性资金却并非是一直存在的。由于在改革开放之前,计划经济体制下的投机活动受到严格限制,所以改革开放至今,我国游资实际上经历了一个从无到有的动态过程。具体地说,我国较早的投机炒作现象出现在 20 世纪 80 年代末,其是由价格双轨制等制度性因素所引起的投机泛滥;随后,在 90 年代,海南也出现过一次较严重的房地产泡沫;而在我国经济高速增长的背景下,到 2007 年以后,投机则更加广泛地出现在各个领域。

作为游资投机的结果,宏观经济中以下两个现象日益突出:一是国内短期投机资本更加活跃,它们以逐利性和高流动性为特征,出于行情和政策原因在不同领域间高速流动并参与投机炒作,导致资本市场、房地产、农产品、贵金属和艺术品等领域的投机问题频发;二是在短期投机资本活跃的同时,国内用于实体经

济投资的资本仍比较稀缺（这里提到的实体投资，主要指代市场投资而非政府主导的财政投资），实体经济疲软，流动性不足现象突出，市场不断受到来自现金流方面的压力，中小企业依靠高利贷维持生产运营的情况越来越普遍。

在游资投机炒作方面，很容易观察到明显的“一波未平、一波又起”特征。例如，2010年前后我国曾爆发过针对绿豆、大蒜等农产品的炒作现象，随后政府出台了相应的政令措施加以规范；而随着房价上涨，房地产泡沫又成为政府调控的主要目标，“加息”和“限购”等政策纷纷出台；当上述领域投机炒作受到抑制的同时，投机性资金随之转移到艺术品、黄金、玉器 and 钢铁等其他领域；到2014年下半年房价趋稳以后，股票市场又掀起了一轮市场主导的上涨行情。如果将上述各领域看做一个整体，这一系列现象已不仅仅是某个市场内部的投机炒作问题，而是表明存在过剩的投机资本，它们在不同市场之间流动，从而寻求高额投机利润，并随之引发投机炒作现象在不同领域的此消彼长。在经济生活中，投机炒作已不再是局限于某个特定产业或特殊资本品的个别现象，反而成为一些社会资金获得高额收益的普遍渠道。

上述事实表明，当前我国的“游资”现象已不容忽视，尤其是游资总量的日益加大，更使其成为宏观经济的潜在威胁。对此，虽然已有国内学者对投机行为进行过深入的研究，并着重分析了包括国际热钱（hot money）炒作、投机泡沫、如何规范和监管投机行为等在内的一系列问题，然而，却很少有学者对问题的根源——“游资”进行过系统的研究。我们认为，其主要原因在于，在西方较发达的市场经济体制下，除国际热钱以外，其他非常态化的游资只是处在经济周期中特定阶段的投机资本，难以长期而大量地存在。因此，对国内游资的分析就需要建立在我国经济特殊性的基础上，这极大地限制了该领域研究的深入拓展。

由于中国游资产生与发展本身就伴随着经济转轨中市场经济体制的完善过程，其也就随之具备了市场经济体制下的投机性资金并不存在的诸多特征。正因为如此，中国游资的来源、变动情况和影响因素等，都需要我们以经济转轨为背景来加以分析，相应地，造成游资发展变化的原因也无法用传统的西方经济学理论进行解释。事实上，我们所重点关注的社会游资形成与演变政策原因以及中国式“投机资本过剩—投资资本短缺”配置失衡难题，都是基于中国作为转轨经济体的特殊性而展开的。

第二节 游资的界定

在对游资的命题进行深入分析之前，我们将率先对游资一词进行界定。基于

国内外广泛地将游资等同于国际热钱的观点,其概念被狭义地限定于国与国之间资本流动的范畴。参照国外学者所定义的国际热钱即为追求高额投机利润而在各国间进行积集和炒作的短期流动资金的观点(Edison and Reinhart, 2001; Chari and Kehoe, 2003),相应地,对于国内游资问题的研究,大部分学者参照“hot money”的定义,将游资界定为辗转于国际市场上追求投机利润的短期资金,并且仅从跨国流动的角度展开分析(吴立振, 2008; 周建军, 2007; 李红坤, 2005; 黄卫华, 2009; 金雪军等, 2006)。然而,虽然随着我国与世界各国经济贸易合作日益密切,国际热钱对我国经济的影响也更加显现,但这种界定方式却忽略了对国内资本本身积累和变化的考虑,仍然不够全面。可以说,与伴随我国经济转轨数十年来生产力的飞速发展而出现的投机性资金量相比,国际流动只是其中的一部分。

正因为单从国际流动性的角度并不足以完全解释我国存在的投机问题,很多学者又提出了更广义的游资范畴。其中,夏斌和郑耀东(1997)率先提出了具体到某一国家的游资;冷兆松和赵尚梅(1997)则认为,游资是唯暴利是图的短期资本,即投机资本,而游资与普通资本的区别则在于其甘冒巨大风险去追求短期高额暴利的本性,包括流动性、安全性^①和营利性在内的资本“三性”的极端化促成了游资的形成。随后,马才华等(1999)认为,游资是一种人们对短线投机资金的俗称,从学术角度上讲,它应称作投机资本更适宜。更具体地,刘志高(1999)又将游资按广义和狭义进行了区分,并对游资进行了比较精确的界定。他认为,狭义地讲,游资是指跨国界流动的短期资金,即在固定汇率制度下,资金持有者或者出于对货币预期贬值(或升值)的投机心理,或者受国际利率差收益明显高于外汇风险的刺激,在国际上大规模流动的短期资本,也称国际游资;广义地说,游资是指从生产中游离出来的,没有用于扩大再生产的资金,即资金持有者逃避资金管制,寻求高额利润或非法利润,在国内或国际的非生产领域从事投资、投机和套利等活动的资金。

刘邦驰等(2000)在对上述界定方式进行总结时指出,在我国理论界,一种观点认为,游资是一股计划外或者说是统计外的资金力量追逐高额利润,在各个新兴市场上兴风作浪,对市场秩序产生一系列干扰,可以将之称为非制度化和准制度化的投资。另一种观点认为,游资即热钱,是指为追求高额投机利润,从一个金融市场向另一个金融市场流动、积集和炒作的短期资金。刘超(2006)同样认为,具体到某一国家,游资现象的存在是不容忽视的,他提出:按照市场可将游资划分为国际游资和国内游资,若将其视为一国的银行、证券、保险及房地产

^① 安全性是指游资具有极高的政治经济敏感性,一旦出现政局动荡、预期汇率下降、战争、股市低迷等任何不利于投机的苗头,巨额游资就会很快转移或逃逸。

等不同市场,所分析的游资就是指一国国内的社会游资,即在不同的市场中不断流动,通过在短期内利用大量资金制造局部优势的办法过度投机,获取高额利润的资金。

总的来说,大部分学者认为,对一国而言,广义上的游资就是指国内的投机性资金,即那些没有固定投资领域,且以追逐高额短期利润而在各市场之间流动的短期资本。从特征来看,与普通的资金相比,它具有以下几方面特殊性:①虚拟性。游资通常不是投资于实业,而是通过窥测市场时机,利用局部的资金优势,通过投机来获取高额利润。②高流动性。游资存在非常不稳定的特征,可以迅速地从一市场转移到另一市场或从一个地区转移到另一个地区。③非规范性。游资进行投机往往极具隐蔽性,以利用制度漏洞等非规范性方式规避政府的监管,宏观调控也很难对其加以控制。

根据中国关于实体经济和虚拟经济的一些典型事实(例如,企业主动放弃制造业转而炒房,投资者倾向于在股市赚取价差而非长期持有分红,等等)可以发现,按投向实体经济还是虚拟经济来划分资本属性仍不完全准确。例如,农产品属于典型的实体经济领域,但用于炒作绿豆、大蒜的资本仍应被归类为投机资本,而股票市场中也存在可归为投资资本的长期价值投资。基于上述分析,本书将采用广义上游资的界定方式,主要研究存在于国内市场中用于投机炒作的资金,并采用“资本是否遵循价值原则”作为划分标准来界定其具有的投资或投机属性,而不再以领域作为划分资本属性的标准。通过将其界定为投机资本,游资具体指代从生产中游离出来的,没有用于扩大再生产的资金,即资金持有者为寻求短期高额利润,在国内或国际的非生产领域从事投机、套利等活动的资金。

如果将游资的界定广义化,它实际上比较类似于西方经济学中的“泡沫”(bubbles)一词,即不考虑来源,而只是以资金最终的去向来表明它的投机属性。然而,“泡沫”仍无法完全涵盖游资这一概念,因为投机泡沫虽可以表明资金参与投机的程度,然而当投机市场本身的吸引力不足时,可能还存在一部分这样性质的资金,它并没有参与投机炒作,却以流动性较强的形式等待机会。从泡沫的定义上说,这些资金并不构成泡沫,却仍是对经济体发展存在潜在威胁的剩余资金,从这个角度而言,我们所研究的游资又比较类似于“闲置资金”(idle money)的范畴。

事实上,在市场经济的发展过程中,游资本身具有典型的两面性特征:一方面,游资的存在对于市场繁荣具有较强的合理性和必要性,没有游资参与的市场经济必然是缺乏活力和低效的;另一方面,大量的游资可能引发的负面影响同样不容忽视。因而,对游资既要充分发挥其促进市场繁荣的正面作用,也要严格防范它的宏观经济风险。其中,比较重要的问题是,这些资金如果参与投机炒作,它们就会成为虚拟资本参与获益,并构成宏观经济的潜在威胁;反之,如果它们

投向实业,可能会为我国产业升级、结构调整提供大量的资金保证。从这个角度而言,游资实质上是我国经济发展中一个非常重要的宏观经济变量。

第三节 历史上游资引发的投机泡沫

人类社会经济发展经历了多次游资的冲击,每一次游资泛滥引起的投机泡沫现象都给社会政治、经济、文化等方面带来了极其深远的负面影响。其中,历史上比较典型的泡沫事件包括 17 世纪和 18 世纪的三大著名泡沫^①、20 世纪 30 年代的美国股市泡沫以及 20 世纪 80 年代的日本股市和房地产泡沫等。尽管出现在不同时期和不同地区,但其过程却存在惊人的相似性。首先,一些利好消息或汇率变动影响了投机收益的预期,引发资产价格的上涨;其次,资产价格的上升吸引银行信贷、外资流入、民间游资等不断加入,使泡沫越来越大;最后,游资的撤离引起泡沫的崩溃,比较严重的则会引发经济的长期衰退。实际上,日本在 20 世纪 90 年代所经历的长期衰退、1997 年的东南亚金融危机都与游资的冲击密切相关。

一、日本经济泡沫

1985~1990 年,日本经历了一次严重的经济泡沫膨胀以及泡沫崩溃的过程,企业、金融机构乃至普通民众纷纷卷入其中,并在随后陷入了长期的经济衰退,其中,游资在泡沫的产生、积累直至破裂的整个过程中都起到了决定性的作用。

自 1985 年以后,日本各类资产价格迅速上涨。在股市方面,据统计,其股票市场价格由 1985 年的 682.47 日元上升到 1990 年的 1 579.99 日元,而其市场价格与理论价格(价值)的偏差倍数则从 1985 年的 6.44 倍增长到 1990 年的 13.1 倍。类似地,房价与地价的泡沫也迅速膨胀,在日本 1993 年的《经济白皮书》中,1985~1990 年,东京、大阪、名古屋三地的住宅市场价格上涨了 167.3%,同期,商业用地的市场价格上涨了 164.7%。在 1987 年左右,大约有五分之一的国民加入了投机行列,企业也希望在股票与房地产上投机获利,从而进一步带动了股价与地价的暴涨。

然而,到 1990 年 8 月,由于外资突然撤出以及紧缩的货币政策,早已敏感的资产价格开始暴跌,“泡沫”破裂。从数据上看,到 1999 年地价已连续九年下跌,甚至跌破了 20 世纪 80 年代初泡沫经济前的水平,与此相应的是,银行、企业和个人的大量破产,日本经济也随之陷入了长达十余年的严重衰退。

^① 即荷兰“郁金香热”、法国密西西比股市泡沫和英国南海泡沫(Garber, 1990)。

通常认为, 20 世纪 80 年代后期日本经济“泡沫”的产生与日元升值所引发的国际游资流入有关, 并且, 较为宽松的货币政策以及创纪录的低利率也导致经济体系内出现了过剩的流动性。其中, 学术界广泛认为, 起初是涌入日本的国际游资相当比例地投资到股市、土地市场以及住宅市场, 成为炒高其资本品价格、引发经济泡沫的重要力量; 而当国际游资大举进攻股市和楼市时, 又吸引了大量本土游资的加入, 随后, 国际游资伺机获利撤出, 导致泡沫破裂。

二、东南亚金融危机

1997 年的东南亚金融危机, 不仅使本地区经济受到影响, 对世界经济也带来了冲击。而股市泡沫和房地产泡沫的破裂正是这场危机的直接原因。

对于股票市场来说, 20 世纪 90 年代, 东南亚各国股市价格指数在 1994 年年初达到最高峰, 相当于 1992 年的 2~3 倍。对于房地产市场来说, 资金的不断流入也使房地产价格迅速上升。在 1988~1992 年, 几个东南亚国家的房屋价格剧烈上涨, 其中印度尼西亚上涨了约 4 倍, 马来西亚上涨了 3 倍, 菲律宾上涨了 3 倍, 泰国也上涨了约 3 倍。这种股市和房地产市场的繁荣极大地增加了其对国际游资的吸引力。据统计, 仅在 1990 年, 向东南亚国家注入的国际游资总量高达 750 亿美元, 并且, 这部分热钱找不到合适的投资场所, 大多都投向了房地产业, 导致房地产泡沫迅速膨胀。随后, 房地产滞销使利润下降, 银行呆账也大幅增加, 严重影响了投资者的信心, 大量国际游资外逃。随着恐慌在东南亚国家蔓延, 泡沫也随之破裂。

与日本的经济泡沫比较类似的是, 东南亚金融危机也是国际游资大量进入股市和房地产市场, 当泡沫达到顶峰而投机资本难以获得更高的收益时的资本外流而直接引发的。从上述两个典型的由游资引发的泡沫经济现象可以发现, 对于一国而言, 泡沫经济大都是因游资涌入而出现的, 随后, 国际游资在带动市场繁荣的同时也激发了民众的投机狂潮, 将用于实体经济的资金或投资资金转变为具有较强投机属性的游资, 使资产价格在暴涨的同时, 价格本身的脆弱性也更加显现, 最终泡沫的崩溃引发经济的持久衰退。

第四节 中国式“投机资本过剩-投资资本短缺”配置失衡

近几年来, 在经济增速趋缓的背景下, 实体经济“空心化”, 资本脱“实”向“虚”问题正变得更加严重, 经济体中“投机过剩-投资短缺”配置失衡也越

来越多地被宏观现象和经济数据所证实。从实体投资角度,私营经济尤其是中小企业融资成本较高,根据最近发布的《中国家庭金融调查》报告,2013年,中国民间借贷平均利率为23.5%,远高于银行7%的平均贷款利率。近期商业银行频现的惜贷、慎贷现象也侧面证实了实体经济融资难度的增加和资本的稀缺性。从投机资本角度,则容易观察到明显的“一波未平、一波又起”特征。资本市场、房地产、农产品和艺术品等领域投机炒作问题频现。结合上述典型事实,本书将资本在进行实体投资和投机炒作之间选择而表现出的投机倾向性,称为中国式“投机资本过剩-投资资本短缺”资本配置失衡。

在中国,投机和投资之间存在的资金争夺矛盾已不容忽视,这不仅表现在居民将手中的闲置资金投向炒股、炒房、放高利贷而非进行价值投资,更是因为出现了企业家将资本从制造业、服务业这样的实体转移至虚拟经济的趋势。2014年,针对辽宁省企业经营者进行的一次访谈中,一位经营矿石加工的企业主谈道:“每加工一批矿石可得到20元利润,但市场行情好的时候,每个月价格能涨四五十元,只囤货就能挣到更多,而行情不好时,成品每月下跌几十元,甚至连加工成本都收不回。所以,有不少企业都是借着加工名义,低吸高抛,赚市场的价差。”而另一位经营者在接受访谈时则说:“如果仅依靠实体赚钱,我已经破产了。”他经营着一家健身中心,正常营业不仅不盈利,还偶有亏损。但其另有获利途径——把健身中心和地产抵押给银行,从银行获得利率为5%~7%的贷款,再以10%~30%的年息借给其他急需资金的企业。事实上,上述情况只是冰山一角,在调研中我们发现,还存在小企业因效益不佳而停产,又将全部资金用来炒房的情况。同样,2010年浙江省乐清市政协所做的一项调查也显示,“低压电器之都”柳市镇规模以上企业70%以上利润不再投资原产业,而是用于开发房地产,或把企业作为融资平台,拿信贷资金去炒房、炒地。

但迄今为止,专门从“投机资本过剩-投资资本短缺”角度研究投资者行为和资本配置的国内研究还比较少。虽然已经有很多学者注意到我国投机炒作和实体投资不足的现象,但大多是割裂的,系统剖析两种现象互动机理的还并不多见。在西方经济理论框架下,资本持有者无论是通过持有金融资产获得长期收益,还是根据短期价格预期进行投机交易,或是单纯的噪声交易者,均属投资者行为理论的范畴。对于同一笔资金,它的投向主要取决于资本所有者对于风险、收益等的偏好。例如,股票、期货等金融领域存在较大的风险,也具有较高的投机属性。因此,他们较少关注同类型交易中投资属性和投机属性的区分。

对中国而言,按领域进行划分的相关理论还不足以分析当前经济步入“新常态”所面临的诸多问题,其原因在于:

(1) 西方经济理论也包含对经济虚拟化问题的研究,认为当前全球经济中已出现了企业更偏好金融资产而非实体资产的倾向,并提出经济虚拟化已成为未

来全球经济面临的重要问题。但我们认为,对于中国实体经济“空心化”所表现出的“投机过剩-投资短缺”资本配置失衡来说,全球性的经济虚拟化趋势并非主因,反而是中国特殊的发展阶段和体制安排所引起的过渡性问题。

(2) 西方国家并未经历类似于中国的经济体制改革过程,其资本积累是随着市场经济长期稳定的发展而进行的,经济体内部的投机资本总量相对稳定,通常只有国际资本流动能够大范围地影响投机资本总量变化,以此为前提出发的理论框架,自然对中国资本配置问题的解释力有所不足。而对中国来说,除国际热钱外,居民和企业的闲置资金也属于投机资本的重要来源,在特殊情形下,实体资本还会以银行信贷为杠杆向投机资本转化。

(3) 在标准经济学框架下,投资和投机资本之间通常不是相互争夺的关系。从已有研究来看,金融发展与实体经济之间的相互促进关系已经被学者广泛证实(Kaplan and Zingales, 1997),投机资本通常随着市场的繁荣而增加,随其衰退而下降,但上述一般性理论却很难适用于解释中国现阶段的资本配置。例如,投机炒作现象在经济增速放缓的背景下不降反增,这就很难用现有的理论框架来解释。

受制于资本市场制度建设滞后、经济发展遇到瓶颈等约束,在经济发展逐渐步入“新常态”的背景下,过去几年在资本市场、房地产市场、要素市场甚至农产品市场进行投机炒作的收益率明显高于投资于实体经济的收益率,并且,这种收益率的差距已经导致大量资本从实体经济中抽离,成为用于投机炒作的短期资本,由此而产生的“投机资本过剩-投资资本短缺”配置失衡已成为未来中国经济发展和产业升级面临的主要资金矛盾。如果资本受到利益的驱使,集中性地投入关系国计民生的重点领域,不仅会影响相关行业的健康发展,严重的还会引起实体经济虚拟化、泡沫化的趋势,极大地削弱经济持续发展的动力。此外,在政策的有效性方面,受资本配置失衡影响,当货币政策放松时,所释放的流动性更偏好于投向虚拟经济参与投机,而当政策收紧时,又会直接引起实体经济投资收缩。这不仅严重制约了实体经济的发展,也对宏观政策有效性产生了较大的威胁。

当前,游资存量的剧增已对整个宏观经济形成了极大的潜在威胁。由于新增的投机性资金有很大部分本应在实体经济中流转,这种资金向虚拟经济的转移不仅增加了实体经济中的资本价格(对于中小企业尤为明显),而且,它也造成虚拟经济投资回报率与实体经济投资回报率之间的差距越来越大,进一步制约了实体经济的发展。另外,由于游资所具有的短期流动和逐利性特征,它一旦在短期内集中流向实体经济的某个特定领域进行现货炒作,将为这些领域带来极其严重的打击。所以,当前的巨额游资必须要引起我们的足够警惕。对于中国这样一个大国来说,实体经济是国民经济长期稳定发展的根本,无论是资本的过度投机,还是投资资本的不足,均不利于实体经济的稳定增长,资本长期游离于实业之外,必将侵蚀经济健康发展的根基。

第二章 宏观经济政策与社会游资 相关研究综述

第一节 社会游资、投机行为与政策影响

一、社会游资研究综述

国内学者对游资问题的研究，大多是基于将游资界定为国际热钱所进行的分析（李红坤，2005；周建军，2007）。相比之下，只有少数学者从游资的广义界定方式出发，对游资的形成、变化、影响及其治理等问题展开了研究。

具体来说，冷兆松和赵尚梅（1997）主要分析了我国国内游资的治理，他们认为，在股票、债券、期货和房地产等极富投机性的市场上，巨额游资可以轻易地在较短时间内吹起经济泡沫，并有可能对经济带来较大冲击甚至是破坏性影响，因此，对游资若仅采取“堵”的对策不利于市场经济的发展；而若对游资仅仅采取“疏”的政策，又难以避免巨额游资的破坏性影响。因此，就当时我国经济环境和市场发育状况来看，对游资应采取以“堵”为主，谨慎疏导的政策。

刘邦驰等（2000）则着重分析了游资形成的渠道，他们将我国游资形成的途径归纳为四条：一是国有企业、集体企业或私营企业将银行信贷资金通过各种方法转化成投机资金；二是上市公司或股份公司的募集资金被转移为游资；三是证券公司和信托投资公司通过国债回购将银行资金引入投机市场；四是证券公司挪用顾客保证金用于炒买股票。在以上四条形成游资的途径中，他们认为，信贷资金通过各种形式转化为游资，是游资产生的最基本渠道。

随后，刘超（2006）采用货币比率的方法对我国社会游资的绝对量与相对量进行了度量。张利庠等（2010）又基于产业链的理论分析，研究了游资对农产品价格产生的影响。张军立（2011）则着重讨论了我国游资的法律监管问题，通过分析游资的含义、运行轨迹以及游资的来源，得出了国内游资规制不足的结论，并认为应当采取多种措施对其进行引导和规范。

还有学者着重研究了中国社会游资的规模,其中,夏斌和郑耀东(1997)就以流通中的超额现金作为游资的替代变量进行估算,并在此基础上分析了大量社会游资的成因。翁士增(2012)则以浙江省为例,对社会游资金量进行测算得出全省社会游资总量在1万亿元左右,同时,该研究认为,加强社会游资监管要从加强游资监管体系建设、完善社会游资监管预警机制、完善外汇管理体制三个方面入手。此外,吕炜和刘晨晖(2012)还从资金流向角度对中国游资金量进行了测算与汇总,结果发现游资的变动轨迹存在较大的异常,并且,结合中国经济转轨进程的进一步分析还发现,在国际金融危机爆发前,热钱流入与实体经济投机化是引发游资第一轮扩张的重要原因,而随着各项政府干预政策的实施,政策因素逐渐成为游资积累的推动力。

在四部门经济模型中,国内外大量研究都是围绕国际游资的流动而展开的。关于这方面的研究可以分为以下两类:一是研究国际游资流动的原因和影响因素;二是研究国际游资对一国或一个地区可能造成的经济影响和后果。

具体来说,关于国际资本流动的原因,很多学者认为,利率是非常重要的影响因素(Fischer, 1975; Dornbusch, 1983),他们的研究指出,如果一个国家的利率高于其他国家,那么该国家会有游资流入,而利率低的国家则会有资本流出。还有一些学者则比较强调外汇储备、实际汇率等因素对国际游资流动的重要性(Calvo et al., 1992)。除此之外,Dooley(1997)和Krugman(1998)的研究则比较强调道德风险对国际游资冲击形成的作用。在国内学者的研究中,王信(2003)通过实证分析发现人民币和美元利差、人民币汇率预期、证券资产价格三者与短期资本流动的关系比较密切。

而在游资的宏观经济风险方面,Krugman(1979)和Flood等(1984)认为,政府的扩张性财政政策与固定汇率制度之间存在不可调和的矛盾,这种矛盾必然会引致国际游资的冲击,最终将导致外汇储备枯竭以及固定汇率制度崩溃。Krugman(1998)的研究主要从资产负债表的资产分析入手,通过对信心下降与投资下降恶性加速整个过程进行分析,认为资产价格泡沫的崩溃将导致金融危机。

事实上,还有许多国内学者对流入中国的国际游资进行了比较系统的分析。其中,李红坤(2005)总结了国际游资进入中国的数条渠道,具体如下:通过企业虚报利润获取外资,在中国建立子公司或合资公司对游资进行包装,购买中国企业与政府债券,国内外汇贷款通过银行离岸业务变相结汇,以合格境外机构投资者和基金名义进入市场,通过个人外汇业务流入国内,等等。姜德增(2006)在研究国际游资涌入中国的原因时发现,近些年,持续扩张的贸易顺差所形成的人民币升值预期是国际游资涌入中国的根本原因。另外,他还发现,外资持续涌入通过两种途径催生了中国的房地产泡沫:一是外资直接投资于房地产市场,抬高了房地产价格;二是间接途径,即外资的涌入放大了货币供给、压低了利率水