

虚拟经济研究丛书 成思危 主编 刘骏民 副主编

# 经济虚拟化下的金融危机

姚国庆 著

南开大学出版社

F830.99

2

# 经济虚拟化下的金融危机

姚国庆 著

南开大学出版社

天 津

**图书在版编目(CIP)数据**

经济虚拟化下的金融危机 / 姚国庆著. —天津: 南开大学出版社, 2005. 12

ISBN 7-310-02416-8

I. 经... II. 姚... III. 金融危机 IV. F830.99

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 116150 号

**版权所有 侵权必究**

**南开大学出版社出版发行**

**出版人: 肖占鹏**

地址: 天津市南开区卫津路 94 号 邮政编码: 300071

营销部电话: (022)23508339 23500755

营销部传真: (022)23508542 邮购部电话: (022)23502200

\*

河北昌黎太阳红彩色印刷有限责任公司印刷

全国各地新华书店经销

\*

2005 年 12 月第 1 版 2005 年 12 月第 1 次印刷

787×1092 毫米 16 开本 15.25 印张 2 插页 231 千字

**定价: 35.00 元**

如遇图书印装质量问题, 请与本社营销部联系调换, 电话: (022)23507125

# 序

据我所知,国内对虚拟经济的研究大致是从1997年东南亚金融危机以后开始的。当时在学术界的影响并不大,学者们对虚拟经济的提法有各种各样的意见,例如使用“虚拟”这一具有“贬义”的词语是否合适等等。但是,虚拟经济的研究得到了中央领导的重视,在几次会议上听取了我和一些学者的意见。2002年10月,“虚拟经济”一词写入中共十六大报告后,虚拟经济的研究开始引起较广泛的关注。

从2000年开始,我们每两年召开一次全国虚拟经济研讨会,至今已经开过三届,每届会议都显示出虚拟经济的理论认识在不断深入,实践也在不断发展。根据我本人检索的结果,从1998年以来到第三届全国虚拟经济研讨会为止的六年时间里,在我国各类期刊上发表的有关虚拟经济的学术论文总共有324篇,其中有219篇是2002年~2004年间发表的,占到了将近70%。这说明

虚拟经济的研究正在迅速发展,并得到了学术界的重视。在这样的背景下,我们组织出版的《虚拟经济理论研究丛书》,可以被看作是虚拟经济长期研究中的一个阶段性成果。

## 一、虚拟经济的理论来源

虚拟经济的概念是由马克思的虚拟资本(Fictitious Capital)衍生而来的。马克思认为,虚拟资本是在借贷资本(生息资本)和银行信用制度的基础上产生的,包括股票、债券、不动产抵押单等。虚拟资本本身并不具有价值,但却可以通过循环运动产生利润,马克思称为某种形式的剩余价值,这是他在劳动价值论的基础上对虚拟资本性质进行的阐述。需要说明的是,马克思对虚拟资本的论述是在《资本论》第三卷第21章以后的几章中,而在《资本论》第三卷出版时,马克思已经逝世,是由恩格斯根据马克思手稿整理出版的,因此,其中也有一部

分是恩格斯的贡献。尽管经过一百多年以后,随着世界经济的发展出现了许多新事物(例如期货、期权及各种金融衍生物等)和新情况(例如货币脱离了金本位、经济全球化等),但马克思对虚拟资本的分析在当前关于虚拟经济的研究中仍然具有重要的指导意义。

现在对虚拟经济的定义有着各种不同的观点,我将其归纳为三种:一是从系统工程和复杂科学的角度定义虚拟经济,将虚拟经济定义为与实体经济相对应的一种经济活动模式,这也是我主张的观点。在实体经济活动中,资本必须通过与实物形态之间的相互转换,经过交换—生产—流通—交换这一循环后才能产生利润,这在马克思对资本循环的论述中表达得很清楚。但是,在虚拟经济活动中,资本却不需要通过这一循环就可以产生利润,通俗地讲,就是直接以钱生钱。由于虚拟经济中不包括物质生产活动,故其本身并不能创造财富,但却能对实体经济创造的财富进行再分配,因此能够通过不通过实体经济的循环而取得直接以钱生钱的效果。所以,严格说来,虚拟经济是一种经济活动模式,是与虚拟资本的运动有关的活动。从这一意义上讲,虚拟经济与泡沫经济、眼球经济等有着本质的不同。二是将虚拟经济看作虚拟的价值系统,南开大学刘骏民教授正是持有这种观点。他将经济系统分为两大类,即实体的价值系统和虚拟的价值系统。虚拟的价值系统与人们的心理密切联系。三是金融学家从金融角度定义虚拟经济,认为金融系统是虚拟经济主要的组成部分,有些人甚至认为虚拟经济就是金融,所以没有必要另外使用虚拟经济的概念。我认为现在对虚拟经济不必强求一个共同的定义,大家还可以进行深入的研究和探讨,但是我相信最后可以殊途同归,达成一个大致相同的共识。若干年以后,有可能将虚拟经济活动、虚拟的价值系统和金融的虚拟性归纳在一起,形成一个统一的虚拟经济概念。

据我所知,国外自1961年开始在学术文献中出现 Fictitious Economy 一词。实际上,有三个不同的英文词汇都可以译为“虚拟经济”,除了 Fictitious Economy 以外,还有 Virtual Economy 和 Visual Economy,最符合我们研究实际情况的是 Fictitious Economy 一词。2000 年以来,国外有关 Fictitious Economy (虚拟经济)、Fictitious Capital (虚拟资本)和 Fictitious Capitalism (虚拟资本主义)的文献不断增多。但国内的研究基本上不是追踪国外理论界的结果,而是我们从实践中提出的研究课题。也正是这种“自

主知识产权”的理论研究使得一些人心存顾忌,担心它的“非正统”地位。其实所有经济学的理论不过是人们对实践中某些关系的一种抽象认识,无论是用数学表达式还是其他方式来叙述或描述对这种关系的认识,它们都是实践的产物,也要接受实践的检验。虚拟经济的研究来自实践,也要接受实践的检验。我认为在科学研究中是不必太在乎是否“正统”的,许多现在被公认为主流和正统的理论最初都有过“非正统”的处境,而许多理论创新恰恰产生于“非正统”的学术研究中。

## 二、为什么要研究虚拟经济

对于是否要研究虚拟经济,目前国内学者还存在一些不同的看法,这主要集中在对虚拟经济与金融概念理解的分歧上。本人认为,两者是不相同的。虚拟经济活动中有一部分是金融活动,但金融活动并不完全是虚拟经济活动,有一部分是实体经济活动,例如许多企业的财务活动;而虚拟经济有一部分活动并不属于金融,例如知识资本也是虚拟资本,它就不属于金融。国外学者 Carol Corrado, Charles Hulten 和 Daniel Sichel(2004)的研究表明,自上世纪 90 年代以来,在美国企业的固定资产投资中,长期知识资本(Long-lasting Knowledge Capital)的投资比重持续上升,到 90 年代末投资于无形资产(包括计算机程序软件、科学和非科学研发、商标产权、人力资本等)和有形资产的资金达到相等的水平,其中在 1988~1990、1993~1995 和 1998~2000 年,两者的投资金额比值分别在 0.8~0.9、0.9~1.0 和 1.0~1.2 的范围内波动<sup>①</sup>。这说明美国企业的生产投资活动中有很大一部分是不属于金融的虚拟经济活动。最近还出现了“社会资本”的概念,我认为也是一种虚拟资本。因此,决不能将虚拟经济与金融两个概念简单地等同起来,把虚拟经济作为一种与实体经济相对应的经济活动模式来研究有其独特的理论和现实意义。

这一方面是因为虚拟经济的规模在迅速地扩大,而我国虚拟经济的发展与国外相比还有很大的差距。我国的虚拟经济与实体经济相比,规模还比

---

<sup>①</sup> Carol Corrado, Charles Hulten, and Daniel Sichel, “Measuring Capital and Technology: An Expanded Framework”, April 2002(Revised, August 2004).

较小。股市市值最高的时候也仅相当于GDP的55%，而且只有1/3左右是流通股，债券市场和货币市场也相对较小，金融衍生物基本上还没有发展，我国还没有像纽约的华尔街、英国的伦巴德街等那样大规模的金融中心。另一方面，是由于我国在如何驾驭虚拟经济方面面临着严峻的挑战。例如在资金的运用方面，对于如何利用利率差和时间差，我们还有些经验，而对于如何利用流动性差、组合差、风险差，在收益性、安全性与流动性之间取得最优的平衡，我们就知之不多了。此外，我们对如何认识和处理虚拟经济系统中的风险也缺乏经验。

### 三、怎样研究虚拟经济

我认为，虚拟经济今后的研究方向应当包括以下几个方面：

(一)虚拟经济与实体经济的关系。中共十六大报告中提出了要正确处理虚拟经济与实体经济之间的关系，这一点非常重要。对虚拟经济与实体经济之间的关系，我们应该从以下几个方面进行研究，即虚拟资本与真实货币的市场价格之间的关系，这涉及到汇率与利率的问题；虚拟经济与实体经济的运行周期之间的关系；虚拟经济与实体经济之间的风险传递；虚拟经济对实体经济的促进及危害作用等。

(二)复杂科学与虚拟经济的结合。复杂科学是研究复杂性和复杂系统的科学。由于系统中各个成员(Agent)之间的相互作用以及系统与外部环境之间的相互作用，就会在系统内部产生一种自组织作用，形成系统的层次结构和功能结构，并推动系统向一定的方向演化。一个组织的行为取决于其中各个成员(个人及群体)之间，以及组织与外部环境之间的相互作用所产生的自组织作用，但组织的行为也会对其中的成员的行为产生反作用。

(三)虚拟经济活动中的制度因素。由于社会、历史、政治、心理、文化等因素在社会经济生活中起着重要作用，故经济体系的组织与控制问题要比资源配置、收入分配以及收入、产量和物价等水平更为重要。制度应当包括体制和机制两个方面。体制是指系统在某一时间点处的状态和结构，机制则是指系统演化的过程和动因。体制和机制二者是相互依存的，体制是演化的出发点和结果，机制则是演化的路径。

(四)虚拟经济中风险的产生与防范。风险是指人们预期的收益与实际

收益之间的差异,这种差异既来自客观世界的不确定性,也来自人们对客观世界的认识能力的局限性,故可分为客观风险和主观风险两类。在一般情况下,人们往往倾向于高估自己的风险承受能力。风险的承受能力,是指在一定的概率及“正常”的运气下保障安全的能力。这里需要注意一定的概率和“正常”的运气这两个前提。

(五)虚拟经济的评价体系。虚拟经济的评价指标体系研究包括指标体系的构成、指标的衡量方法、衡量结果的表达方法、衡量结果的质量判定方法,以及衡量结果的综合表达方法等。

本次出版的《虚拟经济理论研究丛书》,包括《虚拟资本的价值增值》对虚拟资本及其相关问题的进一步研究,《虚拟经济与价值化积累》对市场经济中人类积累活动的重新认识,《经济虚拟化下的金融危机》从虚拟经济角度对金融危机的认识,《房地产的虚拟性及其波动研究》对房地产虚拟性及其波动规律的认识,以及《经济虚拟化与政府对金融市场的干预》探讨在经济虚拟化背景下宏观经济政策调控的发展演化。这些书仅仅是本系列丛书的一部分,我们还将陆续出版其他研究成果,包括我的《虚拟经济论纲》,以及研究虚拟经济的稳定性、虚拟经济与实体经济关系等方面的研究成果等。我深愿这套丛书的出版能引起有关各方人士对虚拟经济的注意和兴趣,在争论和实践中不断促进虚拟经济理论的发展。

成思危

2005年4月26日

# 目 录

|     |   |
|-----|---|
| 导 论 | 1 |
|-----|---|

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 第一章 金融危机理论回顾                  | 10 |
| 第一节 凯恩斯前时期的金融危机理论             | 10 |
| 第二节 凯恩斯时期的金融危机理论              | 17 |
| 第三节 20 世纪 90 年代后金融危机理论的发展     | 38 |
| 第四节 西方当代马克思经济学派对金融在经济危机中作用的认识 | 48 |
| 第五节 总结                        | 51 |

## 第一部分 经济虚拟化下的经济危机——金融危机

|                |    |
|----------------|----|
| 第二章 经济危机的可能性条件 | 55 |
| 第一节 货币的二重性矛盾   | 55 |
| 第二节 社会信用链      | 62 |
| 第三节 投资与储蓄是相等的吗 | 68 |

|                    |     |
|--------------------|-----|
| 第三章 经济虚拟化与金融危机     | 76  |
| 第一节 经济虚拟化趋势        | 77  |
| 第二节 经济危机的新形式——金融危机 | 115 |

## 第二部分 金融危机的具体根源

|                    |     |
|--------------------|-----|
| 第四章 虚拟资产的价值基础与价格泡沫 | 121 |
| 第一节 虚拟资产的价值基础      | 121 |
| 第二节 泡沫的产生          | 126 |

|                     |                 |     |
|---------------------|-----------------|-----|
| 第三节                 | 虚拟资产的价格泡沫与金融危机  | 137 |
| 第五章                 | 金融风险的社会化发展      | 140 |
| 第一节                 | 社会化风险与现代金融制度结构  | 141 |
| 第二节                 | 金融危机的社会化风险因素    | 145 |
| 第三节                 | 经济虚拟化下的社会化风险    | 152 |
| 第六章                 | 金融一体化下的过度投机     | 157 |
| 第一节                 | 金融一体化的原因        | 157 |
| 第二节                 | 金融一体化下的国际投机     | 165 |
| 第三节                 | 金融危机的催化剂        | 169 |
| 第三部分 金融危机的传导机制和传染机制 |                 |     |
| 第七章                 | 金融危机的传导机制       | 177 |
| 第一节                 | 凯恩斯效应           | 177 |
| 第二节                 | 威克塞尔效应          | 181 |
| 第三节                 | 财富效应            | 184 |
| 第四节                 | 费雪效应            | 190 |
| 第五节                 | 综合效应            | 194 |
| 第八章                 | 金融危机的传染机制       | 197 |
| 第一节                 | 金融危机传染机制的定义     | 197 |
| 第二节                 | 金融危机传染机制产生的原因   | 199 |
| 第三节                 | 经济虚拟化有利于金融危机的传染 | 205 |
| 第九章                 | 总结和说明           | 208 |
| 参考文献                |                 | 220 |
| 后 记                 |                 | 234 |

# 导 论

经济危机是资本主义再生产过程中周期性爆发的生产相对过剩危机<sup>①</sup>。根据马克思对“经济危机”的这一定义,首次的经济危机发生于1825年的英国。然而,经济周期的历史最早则可以回溯到1790年的美国和1792年的英国<sup>②</sup>。按照金德尔伯格(Kindleberger)的看法,经济(金融)危机在1810年就已经发生了<sup>③</sup>。之所以出现这种分歧的原因在于:马克思定义的经济危机其内涵是工商业性质的危机。当工商业在国民经济中仍处于次要地位,生产方式仍以手工工场为主时,整个社会不可能出现大规模的生产过剩。经济危机在英国的出现,正是资本主义机器大工业取代手工工场成为主要的资本主义生产组织

形式,工商业取代农业成为国民经济中的主导产业之时,因而马克思所定义的经济危机实质上是指工商业性质的危机<sup>④</sup>。其显著特征就是:需求不足,商品大量积压,导致工业生产大幅度下降(特别是工业生产指数绝对下降),工厂、商店和银行大量倒闭,社会失业率上升。1929~1933年在美国发生的大萧条就是如此。对于1929年大萧条产生的原因,公认有以下几点:

1. 住宅建筑部门在1929年的前几年一直在衰落,该部门约占实际GDP的5%。衰落的主要原因是需求下降。

2. 短期利率上升。美联储在1929年经济周期的峰顶来临之前几次提高了贴现率,以试图控

---

① 张卓元. 政治经济学大辞典. 北京:经济科学出版社,1998:114页。

② 参见:所罗门·范伯瑞坎特,“建立更稳定的经济政策基础:国家经济研究局的创立”,马萨诸塞,剑桥,NBER,1984年。

③ Kindleberger, C. P., 1978, Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises. New York: Basic Books.

④ 习惯上我们把工商业危机称为经济危机,实际上经济危机包括工商业危机和金融危机,金融危机也是一种经济危机。

制股票市场上的投机。商业票据利率从 1928 年的 4% 上升到 1929 年的 6%。

3. 出口下降。

4. 由于汽车销售开始下降, 汽车生产在 1929 年初期下跌。

5. 由于消费信贷在 20 年代强劲上升, 从需求方为经济提供了强大的动力。但随着家庭债务负担开始增加, 他们开始减少对耐用品, 特别是汽车的购买支出。

6. 另一个使大萧条雪上加霜的因素是, 在危机前夕银行中的大量活期存款被转为定期存款。这一转变为银行从事房地产承保和股票投机提供了更多的机会。此外, 还有一些对经济的冲击, 包括全世界对斯莫特—哈利关税和保护主义的反应, 进一步恶化了 1929 年大萧条。萧条时期所执行的不当货币政策, 导致货币量减少了 1/3, 这更加剧了经济的紧缩趋势<sup>①</sup>。

从大萧条产生的原因可以看出, 把工商业危机(生产过剩危机)等同于经济危机具有合理的成分, 在以工商业为主导的经济结构中, 工商业危机必然是经济危机的主要形式。然而, 各国经济结构变动的一个基本规律是: 第一产业和第二产业的比重不断下降, 第三产业的比重不断上升。经过一百多年的发展, 特别是 20 世纪 70 年代前后, 资本主义经济结构发生了根本的变化, 非物质生产部门超过了物质生产部门, 第三产业超过了第一产业和第二产业之和, 工业在经济中的主导地位已被大大削弱, 无论从劳动力构成还是从价值构成来看, 工业已明显地“衰落”了。在这样的历史条件下, 把经济危机仅看作是工商业危机显然是不够的。我们可以把工商业危机称为经济危机, 但不能把经济危机的内涵等同于工商业危机, 把经济危机作为一个基本概念来处理要更科学一些。这就引出一个问题: 工商业危机和金融危机之间存在怎样的关系?

从社会经济运行的整体来看, 始终存在着两个彼此独立而又统一的子系统, 一个是社会生产、交换、消费的实体系统, 另一个就是附着在这个实体系统上的社会价值信用关系。在 20 世纪 70 年代前, 实体系统和社会价值信

---

<sup>①</sup> 上述观点和数据引自 Michael P. Niemira and Philip A. Klein. 金融与经济周期预测. 北京: 中国统计出版社, 1997; 289 页。

用系统的脱离并不明显。当实体系统出现问题时,例如发生了需求不足、生产过剩,这时作为社会信用集中体现的金融体系也会相应出现问题,例如股市崩溃、银行大量倒闭,表现出金融危机的特征。对于这种情况,所谓的金融危机(或特征)只是工商业危机的派生物,本身并不是真正意义上的金融危机。那什么是真正的金融危机?金融危机是金融系统出现紊乱导致的一种经济危机,更为广泛地是社会信用系统出现紊乱导致的经济危机。只有在社会价值信用体系取得了相对的独立性并对实体系统产生了决定性的影响时,金融危机才可能成为经济危机的主要形式。

在工商业危机产生之前,金融危机的一些特殊表现就已经在资本主义社会出现。例如,1636年发生在荷兰的郁金香泡沫和1720年发生在法国的密西西比泡沫<sup>①</sup>。在工商业危机产生后,金融危机通常作为工商业危机的派生物而出现。作为工商业危机的派生物,金融危机的作用是加速和恶化工商业危机。在这一时期,作为独立发生的金融危机其作用和影响要小得多。然而,到了20世纪80年代,情况却发生了显著的变化,西方发达国家的经济结构出现了虚拟化趋势,社会价值信用体系获得了更大的独立性,并日益对社会实体系统产生重大的影响。这时,金融危机越来越获得相对的独立性,成为经济危机的一种主要形式。这表现在以下几个方面:首先,金融危机日益频繁,而传统的工商业危机发生的频率却相应降低了。例如,从20世纪70年代至今,世界银行有案可查的系统(Systemic)银行危机就有69例(Caprio and Klingebiel, 1996, 1999),平均每年发生两起。其次,金融危机对社会经济的影响越来越大。金融危机不仅给当事国带来巨大的经济损失,通常为年均GDP的10%~20%(Hoggarth, Reis and Saporta, 2001),而且经济收缩的时间大大延长,平均超过4年(IMF, 1998, World Economic Outlook)。金融危机不仅局限于一国,而且也传染到其他国家,造成国际性的经济衰退。20世纪80和90年代就有93个国家遭受过系统银行危机的冲击(见图1)。

对于发展中国家而言,金融危机的破坏力十分巨大,往往使得它们几十年的经济发展成果损失殆尽。20世纪60~90年代中期的东亚被认为是世

---

① 见J. K. 加尔布雷斯. 泡沫的故事(一)、(二)、(三). 改革, 1994, (4), (5)。

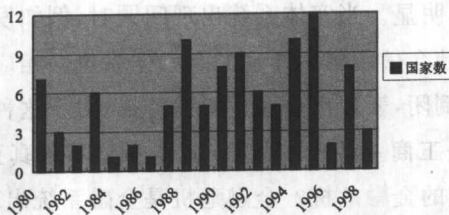


图1 系统银行危机发生频率

资料来源:Caprio and Klingebiel, 1999.

界上最为活跃的经济区,先后出现了“四小龙”和“四小虎”<sup>①</sup>,它们所取得的成就被称为“亚洲的奇迹”<sup>②</sup>,然而1997年爆发的亚洲金融危机则改变了这一切。五年后的今天,受到冲击的当事国仍然未能走出危机的阴影,菲律宾处于内乱,印度尼西亚则陷于国家分裂、种族大屠杀和无政府状态而难以自拔。阿根廷自20世纪80年代末结束军政府统治后,走上了民主政治和自由经济的道路,曾被看作是拉丁美洲经济政治改革的榜样。然而2001年的圣诞前夜,阿根廷却爆发了全国性的骚乱,政府陷于瘫痪。虽然到现在对阿根廷的局势仍不清楚,但可以肯定的是阿根廷金融系统的突然崩溃是导致此次骚乱的主要原因。

对于发达国家,金融危机的危害同样是巨大的。20世纪80年代日本被认为是最有可能取代美国的工业强国。日本以其“短、小、轻、薄”为特征的工业品打遍天下无敌手,然而这一切都在1991年随着日本金融和房地产泡沫的破灭而终结。一直到十年后的今天,日本也没能走出金融危机的阴影。在整个20世纪90年代日本平均增长率仅为1.3%(20世纪80年代日本平均增长率为4%)<sup>③</sup>,经济陷入长期的停滞之中。在这种局势下,日本军国主义有所抬头。从人类近代史来看,经济危机通常成为孕育种族仇视、发动侵略战争的温床。

① “四小龙”是指中国香港、中国台湾、新加坡和韩国,“四小虎”是指泰国、马来西亚、菲律宾和印度尼西亚。

② Krugman, P., “The Myth of Asia’s Miracle”, Foreign Affair, 1994, Nov.

③ 资料来源:Http://www.worldbank.org/data/countrydata/countrydata.html——Japan.

与现实的紧迫性相反,在理论工作中,经济危机的研究相对滞后,而对金融危机的研究则更加薄弱,这种理论研究现状显然没有跟上实际经济发展的步伐。现实的紧迫与理论的滞后要求人们重视和抓紧对金融危机的研究。

为什么金融危机的发生在 20 世纪 80 年代后会更加频繁和广泛? 经济危机的形式是不是发生了重要变化? 金融危机的根源是什么? 它的传导机制和传染机制又是什么? 这一系列问题至今仍是一个未解之谜。尽管早在 19 世纪初,古典经济学家就已经开始研究金融危机产生的原因和机制。面对金融危机,世界银行、国际货币基金组织和各国中央银行能做些什么? 这同样是一个现今仍无法回答的问题<sup>①</sup>。因此,结合当今世界经济的最新发展,在对以往金融危机理论进行综合、借鉴的基础上来研究金融危机产生的原因和传导机制,就不仅具有重大的理论意义,而且具有突出的实践意义。

在这篇论文中,作者试图回答如下几个问题:

1. 20 世纪 80 年代以来,随着世界经济虚拟化的发展,经济危机的形式是否发生了显著的变化? 金融危机是否越来越成为经济危机的主要形式?
2. 金融危机作为经济危机的主要形式,发生的条件和原因是什么?
3. 金融危机的传导机制和传染机制是什么?

显然,这三个问题是紧密联系在一起的,任何一个问题的解答自然而然地都会涉及其他两个问题,这正是作者自不量力地把这三个问题放在一起讨论的原因。对上述任何一个问题的正确解答实际上都是一个了不起的理论成就,因而这篇论文提出问题并进行探讨的意义,也许要比试图解答上述问题的意义更大。

论文由三篇、九章组成,具体思路如下:

第一章是对以往金融危机理论进行回顾和总结。在此基础上试图提出一个明确的金融危机定义:金融危机是金融系统紊乱造成的一种经济危机。金融危机的具体根源是资产价格泡沫爆裂、社会化风险(逆向选择和道德风险)恶化和投机过度。其显著特征是一组金融指标中的所有指标或是绝大多

---

<sup>①</sup> 对于传统的经济危机,我们现在有所谓的宏观经济干预政策规则,但对于金融危机我们现在却没有这种政策规则。

数指标——短期利率、资产(股票、不动产、土地)价格、银行破产数、商业性企业倒闭数等迅速、剧烈地恶化;其本质特征是金融体系崩溃和整个社会经济系统严重丧失融资功能。同时作者希望通过对以往理论的借鉴和综合,提出一个对 20 世纪 80 年代以来所发生的金融危机现象进行解释的一般理论。

金融危机首先是一种经济危机,经济危机所具有的共性是研究金融危机首先必须考虑的因素。从经济危机的历史来看,每次危机都与众不同,但又存在着共同的一般性条件。这些共同的条件实际上是经济危机产生的可能性条件,它们的存在使经济危机可能发生,但不一定必然发生。在以信用为基础的高度分工协作的市场经济制度下,有三个条件为经济危机的产生提供了可能。它们是货币的二重性矛盾、发达的信用—契约网络所造成的社会交易信用化与经济系统脆弱化的矛盾、意愿投资与意愿储蓄的不相等。这三个可能性条件表明在市场经济制度下,经济系统本身存在潜在的波动根源,这些根源是市场经济制度本身发展的必然结果,因而具有一般性,不可能通过市场经济制度本身来完全消除。对上述观点的阐述就构成了第二章的主要内容。

经济系统中的可能性条件只是表明金融危机具有发生的可能性,这种可能性并不等于危机发生的具体原因,具体原因只有结合当代经济的本质特征才可能找到答案。那什么是当代经济的本质特征?特别是 20 世纪 70 年代以来的资本主义世界又发生了什么样的变化?在第三章中我们将试图回答这个问题。

在第三章中,一个引起较多争议的现象是:自 20 世纪 70 年代以来,现代资本主义经济发生了深刻的变化,这就是资本主义经济的“虚拟化趋势”<sup>①</sup>。虚拟化是指世界经济结构出现一种倒金字塔型结构的趋势。这种经济结构的变化表现在两个方面:一是生产结构上的变化,它通过劳动力和国民收入在三次产业结构上的变化反映出来。第三产业无论是在劳动力构成还是国民收入构成上都远远超过了第一和第二产业之和。二是社会价值结

---

<sup>①</sup> 经济虚拟化只是描述一种现象,不包含任何诸如经济可以脱离物质基础而存在之类的判断。可能以后会有更好的词来描述这种现象。

构上的变化,虚拟资产价值远远超过国内生产总值(GDP),通常为 GDP 的若干倍。这种社会经济结构的特点构成了当代资本主义经济的基本特征。正是这种特征使得当代经济危机越来越以金融危机的形式出现,金融危机所带来的破坏力也越来越广泛和深刻。产生这种变化决不是偶然的:(1)它符合人类社会产业结构的演变规律;(2)20 世纪 70 年代开始的第三次技术革命和消费革命为经济虚拟化奠定了物质技术基础;(3)它也是人类社会面对各种挑战和危机的必然反应(20 世纪 70 年代出现了一系列政治、经济、社会、环境危机——人口爆炸、经济滞胀、布雷顿森林体系崩溃、能源危机、环境危机、世界政治局势动荡不定等等)。

在经济虚拟化趋势下,资本主义的经济结构发生了本质的变化,这突出表现在:生产越来越转向低投入、低消耗、高产出、高质量的产品与服务,最主要的生产要素已由资本、人力、资源转变为信息、知识、技术这类“虚拟资产”,经济增长的源泉越来越依靠科学技术这类知识产品。所以经济虚拟化不是脱离实体经济,相反是对实体经济的超越。

论文的第二章和第三章就组成了论文的第一部分。

论文的第二部分探讨金融危机产生的具体根源。金融危机产生的具体根源主要表现在三个方面:(1)虚拟资产的价值基础——预期收益贴现值为经济泡沫的发生提供了条件;(2)金融体系中的信用风险的发展(例如风险不对称)及其不可消除性;(3)金融市场的一体化发展使得投机过度成为金融危机发生的催化剂。以上内容分别构成了第四章、第五章和第六章。

第四章证明虚拟资产的价值决定为金融危机的发生提供了重要条件。

虚拟资产的价格与一般商品的价格决定机制是不同的。对于一般商品,其价格可以看作是成本加成的结果,但虚拟资产的均衡价格实际上是未来预期收益的贴现值。由于虚拟资产价格决定机制上的特性,这就必然导致两个后果:首先,预期在虚拟资产的价格决定上发挥着至关重要的作用,而影响预期的因素多不胜数,例如战争、他国发生的政治事件、金矿的发现、天灾、小道消息都会对人们的预期产生影响,因而虚拟资产的实际市场价格必然以随机行走的形式表现出来。其次,虚拟资产的价格是由预期收益的贴现值决定的,这就使得虚拟资产的市场价格与虚拟资产的实际成本相脱离。虚拟资产价格决定机制上的这两个特点,一方面使得金融市场的不确定性更