

□ 第一章

证券公司与现代经济价值创造

证券公司 又称商人银行、投资银行、证券商 是从事证券发行、证券经纪、证券交易、企业并购咨询和其他相关业务的专业金融机构。证券公司随着现代工业生产体系和资本市场的产生、壮大而不断发展 在 100 多年的每一轮经济增长和衰退中都发挥了巨大的影响作用，同时也为自身和利益相关人积累了巨额财富。同其他产业一样 证券业的兴起、存在、发展根本上取决于该产业的价值创造能力，取决于证券公司所从事的业务在推动社会经济价值体系成长和繁荣过程中的作用。

本章主要结合经济价值的来源、价值创造理念的演变阐明证券公司的价值创造空间，同时从虚拟经济与实体经济发展的角度 以及从宏观金融平衡和资本有效流动的角度 阐明证券公司在经济价值创造过程中的重要作用。

第一节 价值创造与证券公司存在的本质意义

“价值创造”的有关论述在 20 世纪 80 年代开始流行 到 20 世纪 90 年代已经在经济学和管理学界流行到“泛滥”的程度，“创造企业价值”“创造股东价值”几乎取代了经营利润、资产收益率、市场占有率等传统经营管理指标 而成为西方企

业经营管理者的口头禅和新兴市场经济企业管理者的向往目标。然而时至今日关于什么是价值、什么是价值的来源、如何创造价值的基本概念，无论在西方还是在中国都是相当模糊的。至于证券业从现象上看似乎长期拥有高额利润至少上百年来还没有人将证券行业描述为夕阳产业，即使在证券市场不景气的年代，证券公司员工的收入也明显高于传统制造业。而关于证券公司如何通过资本经营为自身和利益相关人创造巨额财富，全球的证券公司究竟在社会经济价值体系中扮演了什么角色是创造价值还是掠夺财富在经济学界和民众心中更加混沌不清。

一、价值的涵义 从商品价值到经济价值

由于本书选取了“社会经济价值体系”这样的角度来阐述证券公司资本经营的有关问题因此全书必须从价值、商品价值、经济价值、社会经济价值体系和价值创造的概念辨析开始。然而，概念辨析的目的却并不是为了一定把这一年多纠缠不清的问题搞清楚——关于价值、价值来源这样的经济哲学问题。从李嘉图、萨伊、马克思、萨缪尔森一直争论到现在——这里所做简单辨析的目的的一方面是为了说明本书应用上述概念的角度，并且为后面论述的展开提供一个平台和基础另一方面是试图说明在虚拟经济占重要地位的社会经济价值体系中，价值创造过程可以越来越远离有形的商品和物质财富概念，而证券公司的生存空间正是在这样一个价值体系中得到拓展。

1. 价值的涵义

价值的基本涵义简单说来有两个方面：一方面通俗意义上是指人或事物存在的积极意义比如某人对公司、对社会很有价值某资料某物很有价值等等就是该人或事物具有积极意义能满足某种需要另一方面就是经济或经济学意义上

的价值 通常有使用价值、效用、经济效益、财富等多方面的涵义。

将价值仅仅理解为效用或使用价值最接近其通俗意义，有效用或使用价值就意味着有积极意义，能够满足某种需求。然而，这距离经济学或管理学意义上的价值涵义还有较大的差距。马克思认为，一件商品具有使用价值仅仅是其价值存在的必要条件，而非充分条件。商品的价值本质上取决于凝结在其中的社会必要劳动时间。自然生成的很多物体都有使用价值 比如空气、水 但是 如果这些物体中不包含人类的劳动 那么 它就不具备商品的价值 反之 仅仅包含了人类劳动 而不包含效用、使用价值 也不具备经济意义上的价值 而是无效劳动。可见，价值本身至少包含了两层涵义：使用价值、人类劳动投入。

中国经济学家孙冶方先生认为 价值是生产费用（劳动花费）对效用的关系 进而认为社会主义政治经济学追求的就是用最少的劳动消耗取得最大的经济效果。这里孙冶方先生将价值定义为一种对比关系，实际上将价值的概念延伸到更深的层次 价值本身取决于生产费用（劳动花费）还是使用价值（效用）？二者是怎样的关系？

亚当·斯密揭示道：“‘价值’一词有两个不同的意义 它有时表示特定物品的效用，有时又表示由于占有某物而取得的对他种货物的购买力。前者可叫做使用价值，后者可叫做交换价值。使用价值很大的东西，往往具有极小的交换价值，甚至没有 反之 交换价值很大的东西 往往具有极小的使用价值 甚至没有。”萨缪尔森也揭示过“这样一种悖论”：“许多生活必需品 如小麦 的‘市场价值’很低 而许多奢侈品 如钻石 的‘使用价值’很小 但市场价格很高”。

可见，经济或商业意义上的价值距离使用价值的涵义稍远 而更接近“交换价值”的涵义。进一步分析 交换价值是怎

样决定的呢 无非是生产价值决定 还是供求关系决定 稀缺性)这就将讨论引申到下一个层次 价值的构成和来源。

2. 价值的构成和来源 商品价值与经济价值

晏智杰认为 商品的价值概念应当包括生产价值、交换价值和消费价值三个层次。与此相适应,经济学价值论的内涵也应当包含生产价值论、交换价值论和消费价值论三部分 从而财富论、价格论和消费价值论就是商品价值论的三个组成部分,仅仅专注于交换价值论是远远不够的。^① 显然 这样的理解从逻辑上是有问题的,因为价值决不是应该平等地包括“生产价值、交换价值和消费价值三部分”但是这种概括的确反映了不同流派的观点 交换价值反映供求关系 生产价值反映的是要素成本法,而消费价值论反映的是效用理论。

在李嘉图、马克思等人的政治经济学中只有人类的活劳动才能够产生价值(剩余价值)交换价值(价格)只不过围绕社会必要劳动时间决定的价值上下波动;死劳动(物化劳动)如不变资本和土地 是不产生价值的。不仅如此 它还是其拥有者赖以剥削(剩余劳动)的工具。而萨伊等人则认为 资本、土地、劳动力等生产要素共同构成商品的价值。

本书无意继续介入上述争论,但是必须阐明一点,20 世纪 80 年代以来的关于企业价值创造、股东价值创造的有关理论显然不是以劳动价值论为哲学基础的。黄金焕论述到:“人们通常所说的‘创造价值’这个概念 就是一个相当含糊不清的概念 因为 如果其中的价值是指使用价值 那么说‘创造价值’还是说得通的 但当其中的价值是指代价耗费时 我们又怎能说‘创造价值’呢?”^②可见,黄金焕坚信只有劳动能够创

参见晏智杰《劳动价值论新探》一书的有关内容,北京大学出版社 2001 年版。

参见黄金焕《劳动价值论的思想与发展轨迹》,载黄金焕个人网页:
<http://www.xiloo.com>。

造使用价值 物化劳动只是代价消耗 是根本无法理解现代价值创造概念的。

同样，现代价值创造概念也不完全以萨伊等人的三要素理论为哲学基础。因为三要素理论中的价值指的是商品价值，而现代价值创造理论中的价值概念已经超越了商品价值的概念，是一种经济价值。

3. 经济价值与价值创造

从某种意义上讲 最近 20 年流行的‘价值创造’更接近于社会财富的概念，但是又区别于传统意义上的财富创造。

马克思说：“劳动不是一切财富的源泉。自然界和劳动一样也是使用价值（而物质财富本来就是使用价值构成的！）的源泉。”黄金焕认为：“创造财富的过程在相当大的程度与意义上是自然界自动进行的。而人类以自己的生命力活动对这个自然创造的过程进行必要的干预，从而使其创造出适合人类需要的更多财富。”^④这里所谈到的财富 就是传统意义上的财富。

创造企业价值或股东价值理论中所包含的价值概念，实际上是指既包括活劳动和物化劳动投入带来的商品价值增值 也包括依靠资本运营、生产要素的重新组合、科技和管理增加企业、股东、地区、国家的经济价值 而所谓‘经济价值’本身也超越了有形的财富，更多意义上是指与金融资产相关的货币意义上的价值。

因此 如果能够这样理解经济价值的概念 不仅不会认为“价值创造”是模糊不清的提法 而且还能够接受劳动价值论和三因素理论之外的价值增值方式。比如，在简单的生产中 加入更多的耗费以增加产品的附加价值和销售利润；通过财

参见黄金焕《劳动价值论的思想与发展轨迹》，载黄金焕个人网页：
<http://www.xiloo.com>

务方法或管理方法提高公司股价 当某种物资紧张之前 就提前储备足够的存货投资 并在价格高峰时抛出 当预计利率下调时就提前购进证券或房地产；投资于产业链中的瓶颈部分；通过低成本融资投资高回报的产业，并利用风险资本市场套现 借助于收购兼并迅速提升企业的综合价值……总之 要将活劳动、资本、地租之外的技术、管理 运输、保管、广告宣传、文化等等耗费，甚至套利以及更复杂的资本运作方法全都纳入到新价值形成中——这样操作的结果不仅增加股东和利益相关人的价值 而且可以促进整个社会资源的配置 并且促进国家经济价值增长。

二、经济价值的存在形态 存量价值与流量价值

1. 存量经济价值概念

传统意义上的经济价值是存量概念。存量经济价值是指一个国家、地区、企业、家庭等主体所拥有的各种形式财产的总和。从功能上讲，价值包括生产性的价值和非生产性的价值；从所有制或产权关系方面可以简单地分为私人经济价值和其他产权形式的社会经济价值 从存在形态上 可以划分为以物质形态、金融形态或其他形态存在的价值。上述各种形式表现的价值共同构成一个国家、地区、企业、家庭的社会经济价值结构 是一个国家、地区、企业、家庭经济实力和富足程度的体现。

在人类社会的不同发展阶段，社会存量经济价值的衡量标准总是以特定阶段的核心生产要素为主导的。

在奴隶社会，最核心的生产要素是奴隶。由于不管是狩猎、采集、养殖、种植 还是简单的手工业 都依靠奴隶的劳动来完成，并且与奴隶的劳动相结合的其他生产要素，包括土地、森林、矿产在那个时代都不稀缺 因此整个社会的财富 经济价值 概念不在于土地、森林或其他狩猎工具 而在于是否

拥有奴隶或拥有奴隶的多寡。拥有奴隶的阶层被称为奴隶主阶层。被拥有的、不具备人身自由的人叫做奴隶阶层。奴隶主之间地位的不同则体现为拥有奴隶的多少。城邦、国家之间实力的差异首先在于拥有人口的多寡，其次才是领地和其他物质财富。城邦、国家之间经常发生战争，但是，战争最重要的目的在于掠夺人口（奴隶），其次才是采集、狩猎和种植的场所。事实上在长达几百年甚至上千年的时间里，只要拥有足够的奴隶，到处都是广袤的土地、富饶的森林、湖泊，这是人类最原始的社会经济价值财富观。

随着人口的增加和农业技术的发展，人类相继进入农业社会。人口的增加，主要是奴隶人口的增加壮大了这个阶层的实力，从而使他们有能力摆脱奴隶的地位，而劳动人口的增加和农业技术的发展共同改变了劳动者与土地这两种主要生产要素的相对重要性关系，从而使劳动者成为土地的附属品，土地开始成为社会的核心生产要素。人的社会地位开始以土地来划分，拥有土地的人被称为封建主、领主、地主等等，耕种别人土地的人被称为佃农、长工、农奴等等，拥有少量土地的人被称为农民、自耕农。在农业社会中，城邦、国家之间的实力对比关键在于拥有土地的多少。因此，在人类长达几千年的农业社会历史中，土地是社会财富、经济价值的集中体现。

由于有限增长的可耕地无法容纳以几何级数增长的人口，因此，加工业队伍逐渐壮大起来。当人类对于工业品的需求逐渐超过农产品的时候，社会的性质已经悄悄地进化到工业社会或资本主义社会。当整个社会的财富概念终于摆脱了有形的地域和人口的限制，而开始以资本来衡量，现代意义上的流量经济价值观就诞生了。

2. 流量价值概念

现代流量价值概念是商品社会和资本主义生产关系的集中体现。由于工业社会中，生产的目的并不是为了满足生产

者自身的消费而是为了销售 因此 有形的物质财富如果失去流通性又不能带来新的货币流量，它的存在本身就失去了意义。而以货币为代表的商品和资本品价值多寡则更多地取决于物质本身以外的因素 比如供求关系、货币发行量、通货膨胀率、汇率、利率、工资水平和经济增长率以及人们心中的价值观念。所以 同样一支郁金香、一座房产、一辆汽车、一只手机，或一种金融资产在不同时期所代表的货币价值可以相差几十倍、数百倍。

如果抽象掉其他因素，可以简单地认为一般消费品的价值取决于供求关系，而资本品的价值取决于利率和其所能够带来的未来货币增量。然而 随着居民社会财富的增长 其购买行为当中包含了越来越多的投资动机。企业经营行为中有关短期投资、长期投资、存货投资、人力资本投资、无形资产投资之间的价值评估界限也越来越模糊。随着商业交易行为包含的动机越来越复杂和整个社会资产证券化程度的提高，资本品和非资本品之间的界限日益相互交叉，原本属于资本和金融资产的定价理念泛滥到整个社会，形成一个完全不同于农业社会和早期工业社会的新的社会经济价值体系。

资本化定价方法认为，任何资产的内在价值取决于投资者或持有者预期该资产可获得的现金收入基础上的贴现价值。用最简单的公式表达就是：

$$V = D/r$$

其中， V 代表资产价格；

D 代表每年预期的现金收益；

r 代表利率。

这颇类似于股票定价中的零增长模型。假设该资产未来收益可测 则其相当于一个能够在 r 利率条件下 带来年收益为 D 的一笔银行存款 其贴现价值为 V 。如果进一步将定价模型扩展到未来收益的变动、风险价值、资产流动性溢价、供

求关系变化、利率和通货膨胀率等因素 就基本上能够描述现代流量价值概念。

总之，现代流量价值概念不同于传统存量价值概念的关键 在于它认为僵化的、缺乏流动性的、不能带来增值的资产没有任何意义。传统存量价值概念更看重一种资产本身的使用价值，现代流量价值概念更看重资产本身的货币交易价值或其所包含的未来货币流量的贴现价值。各种存量资产的货币交易价值和贴现价值概念交织在一起 共同构成一个“普遍联系”的流量经济价值体系。

三、价值创造理念的演变

1. 传统的价值创造概念：商品价值创造

传统的价值创造概念是指奴隶社会、农业社会和早期工业社会中，通过人类劳动对物质资源的加工改造所形成的价值增值。按照劳动价值论的观点，活劳动之外的其他生产成本构成要素都不产生价值。而主流西方经济学则认为，任何在参与生产、流通、保管、运输的生产要素只要能够在增加成本的同时增加产品的效用，都是价值创造。上述立足于微观商品价值增值意义上的价值创造概念，在本书中称为传统价值创造概念。

传统的价值创造概念 早期一般是自有资本先期投入 然后逐笔产生利润 将利润转化为资本 再行投入。这种原始的资本积累方法 在近代银行和证券公司出现以后得以突破 形成近、现代价值创造概念。

2. 近代价值创造概念

(1)从商品价值创造到经济价值创造

近代价值创造过程主要是以自有资金作为启动资本，通过发行股票或债券，借助于资本市场迅速做大价值。这种有银行和证券公司参与的资本积累过程直接形成了近代资本主

义大工业生产，导致了近代资本主义财富的迅速增加。正如《共产党宣言》(1872) 中所述：“资产阶级在它的不到 100 年的阶级统治中所创造的生产力，比过去一切时代创造的全部生产力还要多 还要大。”毫无疑问 在这一过程中 无论是东印度公司的成立、铁路债券的发行 还是矿山的开采 都离不开巨额社会资本的支持，而上述资本的来源主要是仰仗证券公司和银行完成。

当证券公司在价值创造中扮演越来越重要角色的时候，人类关于经济价值创造的理解就开始逐步摆脱狭义的商品价值增值概念，因为证券公司和证券市场为股东和企业管理者提供了实体经济之外的虚拟价值衡量标准。随着社会财富增加 无论是一般投资者、金融资本家 还是企业经营管理者 都开始更多地关注企业综合价值和相关证券价格变动，并将其作为经营管理的主要目标 而与生产、销售、利润相关的企业内部财务指标从最终目标变为提升企业综合价值的手段，这些手段同价格、利息、汇率等企业外部变量共同构成影响企业综合价值和相关证券价值变动的要素。

当美国 40% 的家庭都成为证券投资者的时候，创造企业综合价值和股东价值实际上就等同于增加该国的国民财富。而传统的宏观经济总量指标（比如 GDP、GNP）所包含的实际内容也远远超出了这些指标在 20 世纪上半叶所代表的意义。如果说社会主义国家采用了几十年的国民生产总值概念因为包含了大量微观领域的重复计算而被扬弃的话 那么 当今的 GDP、GNP 当中也包含了太多与虚拟经济相关的经济价值创造，因而与这些词汇本来的涵义（狭义商品价值创造的总和）越来越偏离了。但是 这并不影响 GDP、GNP 所能代表的实际意义——因为近代意义上的价值创造本来就应该包括生产领域以外的经济价值增值。很多经济学家认为 20 世纪 80 年代、90 年代的东亚各国 GDP 增长包含多少由房地产、工资、

汇率和其他金融因素导致的泡沫成分。这种判断可以理解为：该地区经济价值创造概念已经超越了狭义的商品价值创造概念。东亚各国 80 年代、90 年代所形成的上述经济价值体系 为该地区创造了巨大的社会财富 而西方经济学家、金融投机家所导演的该地区金融危机和经济价值体系的调整，直接导致了大量社会资源和财富流出，是对这一地区经济价值的毁灭。

(2) 证券市场价值创造：经济价值创造的进一步突破

由于社会财富的资本化和科学技术的发展，生产要素之间的稀缺性发生了进一步的转变。资本的稀缺相对于技术稀缺退为其次 在某些领域 资本所有者失去对拥有技术和管理专长的经营者的监控能力；而拥有技术和管理专长的经营者可以通过金融市场到处获得资本，从而使掌握生产和管理技术的知识阶层摆脱资本的控制，在生产分配中居于支配地位，并掌握了生产的剩余索取权——人们称之为“知识经济”（knowledge based economy）。正是随着知识经济社会的到来，经济价值创造概念又有了新的突破。

完全不拥有资本的技术精英、项目策划人员、高层管理人员 都可以通过风险资本、债务项目融资、MBO 基金 管理层收购 筹 借鸡生蛋 的方式 迅速拥有一个企业 并且在产品销售完成之前或企业出现利润之前就通过股权转让、创业板市场上市等途径完成价值的实现过程。这种价值创造方式突破的核心在于 在传统和近代价值创造概念中 只有商品进入流通领域才叫做价值实现，只有销售的总收入超过投入的所有成本，才称得上是价值创造。而证券市场价值创造概念通过证券市场摆脱了这种约束，创造了产品销售之外的价值实现途径和销售利润之外的价值创造方法。

证券市场价值创造概念的重心 既不在于存量资产 也不在于当期收益流量 而在于未来收益流量 在于企业和项目本

身的注意力效应、市场占有率以及无形资产与智力资本的积累。在这种价值创造途径中，证券公司和证券市场发挥了巨大的作用，因为他们同知识精英共同主导了这种经济价值理念的变革，参与了资本退出制度的创新，从而使网络、计算机技术、通讯、生物基因等新兴行业和新兴企业迅速诞生、成长。在 20 世纪最后十年的“新经济”中，证券市场价值创造过程得到初步展现。通过金融杠杆和资本市场，证券公司所“接生”的新企业巨头，在短短几年之内所创造并拥有的经济价值远远超过了传统产业巨头在 100 多年里积累起来的财富。

四、现代经济价值创造与证券公司存在的本质意义

通过上述对商品价值与经济价值、存量价值与流量价值、社会经济价值体系，以及价值创造的方式的分析，我们发现，尽管商品的使用价值一如既往地消费者所看重，马克思的“活劳动”概念和劳动价值论也仍然能够解释最抽象的商品价格本质，但是，社会经济价值的创造手段却远远超越了生产过程本身。这就是本书论述证券公司存在意义的基本出发点。因为价值创造已经从狭义的商品价值创造延伸到广义的经济价值创造，所以证券公司才能够通过为上市公司筹集资本、增加证券的流通性、引导资本配置方向，并通过并购咨询服务创造经济价值。当风险资本市场迅速发展起来之后，资本市场价值创造和价值实现手段为世界展现了“变魔术”一样的价值创造过程之后，证券公司的价值创造空间就更加广阔了。

因此，在展开证券公司的具体业务之前，本节先从经济价值体系和价值创造的角度揭示出证券公司存在的本质意义：以证券业务和证券市场为依托，将存量的价值变成流动的价值，将非生产性价值变成生产性价值，让更多的私人财产同时具备社会财富、价值的性质，将各种实物形态的社会财富变成金融形态的价值，在促进整个社会经济价值增长的过程中，

为证券公司自身和利益相关人创造财富。

第二节 虚拟经济、资本流动与 证券公司价值创造

普通市民在谈及证券公司时，不仅联想到巨额财富和那些在证券公司帮助下成长起来的经济巨头，还很容易地联想到很多证券公司的倒闭、一次次金融危机、经济衰退和泡沫后社会财富的迅速缩水。之所以出现以上混沌的认识，关键在于对现代经济价值体系的构成，以及虚拟经济和资本流动对于经济发展的功能和作用机制缺乏科学的理解，因而对证券公司的价值创造功能也存在认识上的误区。本节首先从辨析虚拟经济、泡沫经济、实体经济的关系入手，阐明现代经济价值体系的构成本质，然后从证券公司创造虚拟经济、创造资本流动性以及引导实体经济资源配置等角度，论述证券公司在现代经济中的价值创造功能。

一、社会经济价值体系的构成

1. 虚拟资本与虚拟经济

虚拟资本的概念源于马克思的《资本论》，马克思将那些本身没有价值，但是可以带来某种形式剩余价值的借贷资本、债券、股票、不动产等称为虚拟资本。一方面该资本本身已经在生产过程中运行，变成商品、生产资料等实物形态；另一方面由于它能够带来收益，仿佛仍然存在，还可以按照一定的价格进行交易，所以，马克思称之为虚拟资本（Fictitious Capital）。

虽然虚拟资本的利润来源本质上仍然是实际生产过程中的剩余价值，但是，它具有其本身的价格形成机制、独特的运行规律、专门的交易和经营场所，以及由此衍生出来的大量相

关经济活动。这种本质上依托于商品实际生产过程，又从形式上独立于商品生产经营本身的经济体系就称为虚拟经济。它是既同实体经济相联系又独立于实体经济的一个价值系统。

成思危教授将虚拟经济定义为“虚拟经济主要是指虚拟资本以金融市场为依托所进行的经济活动 简单地讲 就是直接以钱生钱的活动。”^①根据成思危教授的概括，目前对虚拟经济存在着三种不同的理解：第一种是将虚拟经济理解为一个虚拟的价值系统，认为原来的价值系统是以实体经济为主的 在虚拟经济产生以后就出现了一个虚拟的价值系统 第二种是金融学的理解 认为虚拟经济就是金融 第三种是从系统科学角度来理解，认为虚拟经济是与实体经济相对应而在经济系统中存在的经济活动模式。^②毫无疑问 认为虚拟经济是一个价值系统的观点同本书的论点不谋而合。

2. 泡沫经济

用“泡沫”一词来形容资产价格严重高估的状况 始于 18 世纪末的南海公司股票事件。成立于 1771 年的英国南海公司以“拥有英政府授予的南海地区 拉美 大西洋地区 贸易特许权”为题材 在英政府很多部门参与下的大肆造势 使公众失去理性 不断增加投资 其股票从 100 多英镑上涨到 1 000 英镑以上。当时 英国正处于工业革命的前夕 许多私人公司为了模仿南海公司，开始偷偷发行股票。而南海公司为了不造成股市资金分流 游说国会通过了《反金融诈骗与投机法》，禁止其他公司私自发行股票。该法案通过不久，南海公司由于没有实质性业绩支撑就发生崩盘，使投资者遭受巨大损失。参与编造题材的英国财政部长被关进监狱，连著名物理学

参见成思危《虚拟经济论丛》民主与建设出版社 2003 年版 第 5 页。

② 参见成思危《虚拟经济论丛》民主与建设出版社 2003 年版 第 47 页。

家牛顿也亏损了 2 万英镑，英国股市在此后相当长的时间里一蹶不振。《反金融诈骗与投机法》因此被称为《泡沫法》。南海公司股票事件被称为“南海泡沫”。这是用“泡沫”一词来形容证券和经济虚假繁荣的最早起源。

当不合理的预期主导了虚拟资本的价格，使其价格远远超越了其同实体经济本身的实质性联系，就形成经济泡沫。例如股市泡沫、房地产泡沫、期货市场泡沫等等。当一个地区或国家某一时期的整个经济系统，包括实体经济和虚拟经济，全部被泡沫主宰，不仅股市、房地产、债券市场、期货市场、货币市场价格被高估，并且本币汇率被高估、工人工资被高估，连普通商品的价格也存在严重泡沫，整个经济都是虚假繁荣，可以称之为“泡沫经济”。

3. 虚拟经济与泡沫经济的区别与联系

大众和媒体在涉及到虚拟经济和泡沫经济时，对其涵义的理解常常是模糊不清的，通过上述两部分的辨析，可以发现，虚拟经济同泡沫经济本质上是完全不同的两个概念。

事实上，“泡沫经济”这个词在大多数被使用的情况下要么被误解，要么则被错误地应用了。一般而言，“泡沫”仅仅是由于人们主观预期导致的部分资产价格被高估的现象，这种资产价格被高估的对象未必是虚拟资产，也可以是某种商品，例如“郁金香泡沫”。但是，因为某种局部泡沫化现象存在，就把整个经济称为所谓“泡沫经济”，未免太夸张了。

虚拟经济不是泡沫经济，而是一个价值体系。根据成思危教授的概括，它大致经历了闲置货币资本化、生息资本社会化、有价证券市场化、金融市场国际化和国际金融集成化等五个发展阶段。目前，虚拟经济已经发展成为一个复杂系统，它具有规模巨大、耦合度高、透明度低、动态而且开放等特点，其

中每个参与者的决策都受到其他参与者的影响。^① 虚拟经济本身具有通过自身组织作用以及通过与外界进行交流达到稳定性的功能 但是 其稳定性极易受到外界影响而被破坏 从而交替进入稳定和流动状态。正常情况下, 虚拟经济按照一定的内在规律周期性运动, 当不合理的预期导致虚拟资产价格被极端高估时 就会产生经济泡沫 经济泡沫的迅速扩散和不合理的化解方法在极端情况下可能导致虚拟经济系统的崩溃。而从虚拟经济崩溃对整个经济系统的影响而言, 把经济泡沫严重的区域经济称为泡沫经济也并非没有道理。这就是虚拟经济和泡沫经济之间的联系和常常被混淆使用的原因。

4. 现代社会经济价值体系的构成

现代社会经济价值体系的构成可以从概念上区分为实体经济和虚拟经济两个部分 但是他们相互联系 相互作用 纠缠在一起, 共同构成现代经济价值体系。在货币与金本位彻底脱离之后 连货币所代表的价值也虚拟化了的 因此 实体经济本身的价值由于受到以虚拟化货币所代表的价格影响, 实际上已经同传统意义上的商品生产越来越远。

二、虚拟经济、资本流动与宏观经济平衡

1. 资本流动与宏观经济平衡

从宏观意义上分析, 一个封闭经济的总量平衡条件是总供给与总需求的平衡。从需求方面分析, 国民收入等于社会总消费量加投资总量 即 $Y=C+I$ 从供给方面分析 国民收入等于社会消费总量与社会储蓄总量的和 即 $Y=C+S$ 。从而整个经济的平衡条件转化为 $C+I=C+S$ 即 $I=S$ 。如果 $I>S$ 容易引起通货膨胀 如果 $I<S$ 则有效需求不足, 引起失业。然而 在现实生活中 总储蓄等于总投资的条件有赖于

微观机制来实现，这个微观机制就是资本在储蓄者和投资者之间的流动。而资本在微观领域的流动 绝非 IS-LM 模型中的利率调节那样简单，利率调节的失效也绝不仅仅限于凯恩斯‘流动癖好陷阱’一种情况 而更多地有赖于金融部门和企业微观机制的有效运作。

抽象掉各种复杂的经济表象，可以得到如下经验性的规律：大部分情况下政府主要作为消费者，企业主要作为投资者 总量上一般都属于资金匮乏部门 家庭作为储蓄者 总量上一般属于资金盈余部门。

图 1-1 所描述从资金盈余部门到资金匮乏部门的流动过程，是宏观经济总量上从不平衡达到平衡的主要手段。

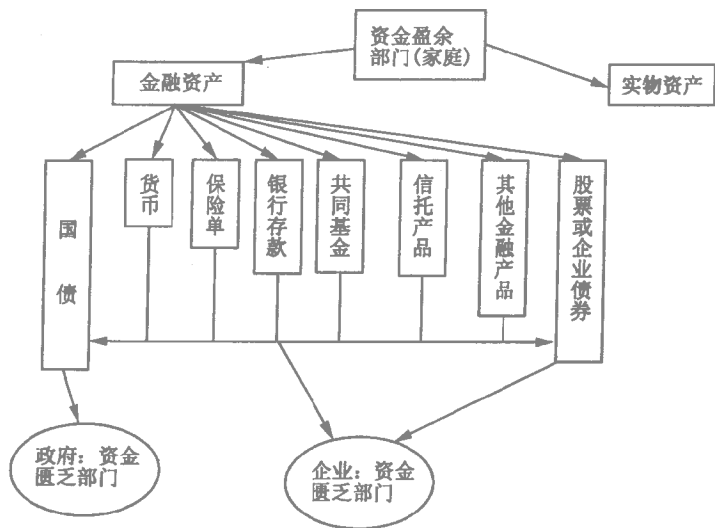


图 1-1 盈余资本流动的基本原理

2. 虚拟经济规模与宏观经济平衡

适度的虚拟经济规模不仅是引导社会资源配置的途径，