

从马克思主义经济学视角反思次贷危机

——虚拟总量结构与经济稳定性分析

冯维江

(中国社会科学院亚太所博士、长策智库 GMEP 特约研究员)

本报告是全球宏观经济政策(GMEP)的系列研究成果之一。GMEP是长策智库的研究项目之一。GMEP的宗旨是：立足中国的国家利益，依据中国的国际战略，及时深入的分析与中国有重大利益关系的问题和地区国别，为政府决策和企业经营服务。GMEP的其他系列报告包括：《全球宏观经济快讯》、《GMEP工作论文系列》等。本报告仅代表作者观点，不代表长策智库及作者所在单位的观点。未经GMEP授权，请勿发表、引用和传播。

从马克思主义经济学视角反思次贷危机*

冯维江

(中国社会科学院亚太所博士、长策智库 GMEP 特约研究员)

内容提要: 本文从马克思关于虚拟资本的论述出发,澄清研究的理论立足点和基本范围,在此基础上构建了结构分析与总量分析相结合的理论框架,借此厘清美国虚拟经济的结构和数量,进而分析了美国虚拟经济与实体经济之间的互动关系,尤其辨别了美国虚拟经济内外失衡征兆的数据特征。最后结合中国现实总结了虚拟和实体经济平衡发展的思路。积极的研究。

关键词: 虚拟经济 实体经济 马克思主义

一、引言

2010年9月,以研究经济周期著称的美国国民经济研究局(The National Bureau of Economic Research)宣称,肇始于2007年12月由次贷危机引发的美国衰退已经在2009年年中结束。尽管如此,各方关于次贷危机及其引起的国际金融危机之原因的说法仍莫衷一是。西方比较流行的是“全球储蓄过剩论”,其含义是:一些国家(尤其是亚洲国家)因为社会保障不完善导致预防性储蓄高,高房价、收入差距大、工资占GDP比重低等原因又使原本消费倾向高的中低收入阶层不得不缩减或推迟消费,最终造成国内私人部门储蓄过剩。加之金融部门不发达,只能依靠发达国家的金融市场,致使这些资金近年持续流向了美国等低储蓄率的工业化国家,成为支撑其贸易赤字的资金来源。^[1]亦有观点指出,新兴经济体固然存在高储蓄的问题,但这些储蓄作为应对未来支付及风险的准备,无可厚非。真正不可持续的是美国长期存在并不断扩大的负债消费模式和对美元霸权的无节制使用。

宏大命题也许更需要多重视角来加以审视和剖析,方能接近问题的真相。本研究拟由经典作家关于虚拟资本的论述出发,从虚拟经济与实体经济之关系的角度,对次贷危机作较完整的分析。上世纪八十年代末至九十年代初国内已经有关关注经济虚拟化或虚拟经济的论文,但由于彼时中国国内经济尤其是金融发展程度较低,这些研究主要是用“虚拟”来刻画国外经济发展的特点。^[2]迟至1997年东亚金融危机爆发后,一些国内学者尝试用虚拟经济理论来分析这次危机的成因、影响和对策,^[3]对虚拟经济本身的研究才逐渐兴起,以致有学者将1997年作为我国对虚拟经济研究的起始之年。^[4]因此,虽然从学理渊源上看,虚拟经济是国内经济学家以马克思(以及恩格斯)关于虚拟资本(fictitious capital)的研究为起点而建立的研究范畴,但是,相关概念的提出主要源于中国发展过程中遇到的实际问题,尤其是出于中国学者对国际金融危机冲击的理论回应。也正是这个原因,国外经典文献中对虚拟经济并无明确表述,由此带来的麻烦是,中国学者需要从定义等基本概念开始逐一澄清种种分歧和误解。时至今日,许多文献在以虚拟经济为叙述对象或分析之媒介时都不得不首先界定它与

* 感谢钟伟教授对本文的审阅指正以及长策智库全球宏观经济政策(GMEP)项目的支持。

货币经济、金融化（financialization）、符号经济（symbol economy）、泡沫经济（bubble economy）、虚假经济乃至网络经济（network economy）的区别与联系。即便如此，主要学者之间甚至在虚拟经济更宜对应于英文之 Fictitious Economy 抑或 Virtual Economy 这样的枝节问题上未达成一致。

本文对虚拟经济的关注，重点不在于从学理上探究它是心理或观念支撑的价格系统，^[5]或是经济系统中有别于实体经济活动的“软件”，^[6]又或是可径直用金融业来代指。^[7]与现有文献相比，本文更愿意从实践的层面来看待虚拟经济。一旦选取了这个角度，理论上的若干争议或可得到相当程度的化解。例如，争议之一是虚拟经济遵循独立运动和发展规律的经济成分，还是基于实体经济、与实体经济有大致一一对应关系的衍生经济成分。从实践的层面看，强调虚拟经济独立性的学者实际强调的往往是经济虚拟化的“生产性”的一面，认为虚拟经济积存的利润一般不具备瞬时向实体经济行使索取权的可能性，其超出实体经济的部分作为“永久性负债”，乃是润滑实体经济运行的基础。^[8]其背后反映的是对中国在虚拟经济发展处于低水平时因为对国际金融危机的恐惧而错误地从根本上否定虚拟经济、否定现代金融运营模式的担忧。相反，强调虚拟经济不能脱离实体经济的学者更多是出于对虚拟化“破坏性”一面的警惕，认为虚拟经济并非生产性活动，只是对现有财富的重新分配或是对未来收益的提前支取，其过度膨胀乃至泡沫化还会影响实体经济的稳定。^[9]背后的政策含义是对虚拟经济的发展要慎重。这样，两种理论上看似针锋相对的观点，在实践中无非是如何确定虚拟经济的适度规模和适宜发展速度的问题，从而具备了可调和的秉性。

实践层面更本质的困难有二。其一是从项目和数量上确定虚拟经济的结构及规模。二是确定虚拟经济与经济稳定性之间的关系。只有先把上述事实层面的基本关系厘清，政策实践上才可能正确建立相关预警及干预的操作机制。

已有的文献尽管在理论建构与经验分析两个方面均做出了开创性贡献，但对虚拟经济项目及数量的理论确认与经验研究之间有脱节的迹象。在理论分析上，许多文献都已经指出虚拟经济所包括的诸多内容，如借贷资本、股票和债券、证券化资产、金融衍生品，^[10]或金融、房地产、无形资产、某些高技术产品和信息产品及其他可进入资本化定价方式的有形产品和劳务，^[11]甚至是更为抽象和广泛的信用资本、知识资本和社会资本。^[12]但针对上述各项内容全面展开的经验实证尚未见到，通常是直接用股票市场的指标来作为虚拟经济的替代值来做分析。^[13]这一变通之策暗含着“股票市场指标与虚拟经济存在稳定的对应关系，因此在变动趋势上大致相同”之类有待证实的假定。

关于虚拟经济与经济稳定性关系，现有的文献主要是定性或描述性分析，鉴于前文述及的实践层面的第一重困难尚未被完全克服，经验实证成果有限也不宜苛责。2007 年以来，肇始于美国的次贷危机以及随后的国际金融动荡为观察和分析虚拟经济与经济稳定性关系提供了弥足珍贵的时间窗口，使我们更可能在前人基础上推进定量研究。

本文的后续安排如下。第二部分从马克思关于虚拟资本的论述出发，澄清研究的理论立足点和基本范围。例如，电子商务等模拟现实交易形式在一些文献中被认为属于虚拟经济范畴，而根据经典作家的论述，我们会将之排除在基本范围之外。第三部分厘清美国虚拟经济的结构和数量。强调研究的时间维度和空间维度，是因为按照历史唯物主义的观点，经济形式与经济发展状况相联系，因而是历史的和具体的。例如 17 世纪荷兰的郁金香泡沫可以是虚拟经济的研究对象，但在次贷危机中研究郁金香价格就不合时宜了。第四部分分析美国虚拟经济与实体经济之间的互动关系，尤其要辨别出二者失衡征兆的数据特征。最后从马克思主义经济学讨论虚拟和实体经济的平衡发展思路。

二、理论框架

不可否认，马克思是以一种贬义或讽刺的态度论述虚拟资本。^[14]他甚至连直接阐释虚拟资本的概念，只是在论述生息资本、信用及银行资本等处有所涉及，如：^[15]

银行家资本的最大部分纯粹是虚拟的，是由债权（汇票），国家证券（它代表过去的资本）和股票（对未来收益的支取凭证）构成的。在这里，不要忘记，银行家保险箱内的这些证券，即使是对收益的可靠支取凭证（例如国家证券），或者是现实资本的所有权证书（例如股票），它们所代表的资本的货币价值也完全是虚拟的，是不以它们至少部分地代表的现实资本的价值为转移的；既然它们只是代表取得收益的权利，并不是代表资本，那末，取得同一收益的权利就会表现在不断变动的虚拟货币资本上。此外，还要加上这种情况：这种虚拟的银行家资本，大部分并不是代表他自己的资本，而是代表公众在他那里存入的资本（不论有利息，或者没有利息）。

那么，是否可以就此认为马克思的虚拟资本仅具修辞术意义而缺乏分析价值呢？恐非如此。

首先，无论是信用、生息资本还是银行资本都无法取代虚拟资本的独立内涵。按照马克思的表述，虚拟资本本质上是脱离了现实资本形式的收益索取权。其货币价值或资本价值，“或者像国债那样不代表任何资本，或者完全不决定于它们所代表的现实资本的价值”^[16]。而“货币资本的积累，大部分不外是对生产的索取权的积累，是这种索取权的市场价格即幻想资本价值的积累”^[17]。

尽管虚拟资本的产生和运动离不开信用的发达，其收益和运动方式亦可还原到生息资本之上，其重要的表现形式在银行资本中占了相当的比重。但是，信用的范围太广，“一切节省流通手段的方法都以信用为基础”^[18]，加之内涵较抽象，不足概括虚拟资本的具体特征；生息资本则包含了现实资本，“具有创造剩余价值、创造利润的使用价值”^[19]，这部分又与虚拟资本格格不入；银行资本与虚拟资本虽有重合，但当今之世，银行之外虚拟资本的领域更为广阔。用其中任何一项来取代虚拟资本作为分析虚拟经济的起点都不合适。

其次，虚拟资本的运动方式为我们理解现代虚拟经济的发展规律及其宏观经济后果提供了一把钥匙。马克思的资本流通的一般公式“ $G-W-G'$ ”刻画了价值增值的全过程。但是在资本主义信用制度之下，一部份闲置的货币资本可以由货币资本家贷给职能资本家来实现增值。资本作为一种特别的商品，通过特殊形式转让，并获得利息，使自己增值，因此成为生息资本。^[20]于是在货币资本家那里，一般公式“ $G-W-G'$ ”被简化为“ $G-G'$ ”，他们没有直接参与任何中间运动就按照利息率实现了价值增值，“这种自己对自己本身的关系——当我们把资本主义生产过程看作整体和统一体时，资本就表现为这样一种关系；在这种关系上，资本就表现为会生出货币的货币。”^[21]

马克思关于生息资本的论述对于进一步解析虚拟资本运动方式有重要启示。“生出货币的货币”只是一种表现，就全部资本主义运行过程的实质而言，增值必须还原到一般公式中才能得到解释。更确切地说，增值发生在“ $G-W$ ”的劳动凝结为产品价值的环节，有 $G < W = G'$ 。马克思指出“利息率部分取决于总利润率，部分取决于总利润分割为利息和企业主收入的比例。这个比例取决于贷出者和借入者之间的竞争”，^[22]但是，“不管怎样，必须把平均利润率看成是利息的有最后决定作用的最高界限”^[23]。这就明确为利息形式可以获取的实际价值增量划出了上限。

关于虚拟资本，马克思同样是将其最终还原为劳动凝结在产品中价值之一部分的方式来恢复虚拟资本在社会生产过程中的源头。^[24]这意味着与虚拟资本相联系的现实资本及其收益依然存在“ $G-W$ ”的上限。但由于虚拟资本实际上是“代表取得收益的权利”，所代表的资本的货币价值“不以它们至少部分地代表的现实资本的价值为转移”^[25]，因此，虚拟资本运动的“ $W-G'$ ”环节，不能视作已经在商品生产过程中实现了价值增值的投资在市场上通过等价交换重新货币化的过程，而是针对物质形态价值的收益索取权的再创造过

程。这在形式上表现为： $G < W < G'$ 。其中超过实际经济中 $W = G'$ 的部分，在通常情况下作为尚未行使的索取权而存在。

阿锐基（Giovanni Arrighi）将“ $G-W-G'$ ”划分为物质扩张（“ $G-W$ ”）和金融再生及扩张（“ $W-G'$ ”）两个交替出现阶段的做法颇富启发性。^[26]倘不囿于金融业一隅，马克思叙及的资本主义经济发展过程也可以区分为实体经济扩张和虚拟经济扩张两个伴生环节。但是正如波林（Robert Pollin）追问的那样，“如果不是来自商品的生产 and 交易，金融利润从何而来？”^[27]哈维（David Harvey）更是用笃定的语气指出，“如果所有的公司都致力于没有生产行为的纯金融运作，资本主义在这个世界上就不长久了。”^[28]虚拟经济扩张的动力和来源，也即 $G' > W$ 的部分也需要得到解释。

回顾斯密关于经济增长的见解可知，分工是增长的源泉。分工水平又由市场大小决定，而市场大小则由运输的效率决定。^[29]虚拟经济运行所赖的一些对信息敏感依赖的市场上，信息传递速度可以达到光速，由此可知，理论上虚拟经济增长的源泉并无穷尽。关于此节，金融方面的研究成果可为印证，自戈登史密斯提出金融发展理论以来，研究者看不到金融相关比有增长的上限。^[30]从这一点上说，虚拟经济确不以现实资本价值为转移。

由于虚拟资本本质上只代表收益的索取权，虚拟经济的扩张意味着经济体中收益索取权集合的复杂化和扩大化。换言之，“ $W-G'$ ”过程就是通过精心设计的合约（例如证券化技术）将对物质扩张的成果 W 的索取权复杂化和扩大化的过程。由此可能产生三种后果。

其一是“ $W-G'$ ”扩张的过程中，索取权集合结构合理，规模适度且增幅稳定，此时，“ $W-G'$ ”规模的扩大通过合适的结构对“ $G-W$ ”环节形成了正面的激励，促进了现实资本、劳动等要素向产出最大化的方向配置，因而也促成了劳动的凝结和价值增值，更好地实现了物质扩张。也即虚拟经济扩张并非总是消极地分割实体经济扩张的物质成果，而是能够通过索取权分布产生的激励效应，积极地刺激和调动实体经济的物质扩张过程。

另一种可能的后果是，收益索取权集合的结构未能实现适度分散，过度集中于某一行业或产业，致使索取时机出现趋同且与行业生利周期相悖，此时，先前并无规模上限的虚拟经济向实体经济提出的瞬时索取回报可能超过了实体经济的支付能力，“对支付手段的激烈追求必然会出现”^[31]，而这将会引起经济秩序的快速混乱乃至突然崩溃。

其三是收益索取权集合的结构虽然并不集中但总量突然增加，以致按照原有比例行使瞬时索取的数额超出实体经济同期支付能力，也可能造成经济失序和动荡。从导致危机的意义上说，第二种结果与第三种结果常常参差互现。

最后，虚拟经济的分析价值还在于它的确切内涵或结构从经验实证的标准看还在“黑箱”之中，大有从理论上予以澄清的空间。马克思直接提及的虚拟资本的具体形式只有债券、股票等有限几种，但他关于“虚拟资本的形成叫做资本化”^[32]、按照利息率将收入“资本化”以及虚拟化过程是将虚拟资本与资本现实增殖过程的一切联系消灭的论述，为我们辨别现代虚拟经济具体内涵或成分提供了依据。据此，可以将虚拟资本与现实资本恢复关系或取得联系的难易程度作为划分虚拟经济结构的基本标准。难度越高，相应的虚拟化程度也越高。

由于虚拟经济发展的不断深化，准确计量其规模也越来越重要。新的虚拟经济成分早已超越了马克思时代的债券、股票之限，但按马克思对其性质的表述，似乎也应属于虚拟经济计量的范围。在学界未就计量范围达成共识的前提下，我们只能用一个总量指标的体系来刻画，构建此体系即遵循了前文述及的难易程度基本标准来做结构安排。

澄清虚拟经济的“黑箱”还有助于我们先从定性的角度理解虚拟经济与经济不稳定或危机之间的关系。历史地看，引起虚拟经济收益索取权结构失范或颁发量过度的因素既可能是货币的，也可能是实际因素，^[33]在不同的危机里，促成结构失范的主成分各有不同。（见表1）通常的模式是，货币或实际因素引起市场中获利机会行业分布的变化，虚拟经济的相关部分对其作出过度响应。1637年达到顶峰并最终崩溃的荷兰经济狂热，主要是郁金香价格

的上升引起证券市场投机所致；1720 年破灭的英国南海公司股票泡沫，起于人们对南海公司垄断加勒比、西属美洲和太平洋岛屿贸易之获利的预期；1857 年欧洲的经济动荡源自克里米亚战争结束之后对投资于铁路、重工业的恢复性回报的期待，遗憾的是银行信贷最后过多地流向投机而非工业投资；20 世纪 50-60 年代虚拟经济膨胀的主成分是各国货币；始于 2007 年的次贷危机则主要是由于住房支撑的复杂金融衍生工具膨胀。

表 1. 促成危机的虚拟经济主成分

	1637 年 荷兰	1720 年 英国	1857 年 欧洲	1950-60 年代	2007 年 美国
F0=实物投资	√		√		√
F1=F0					
+银行借贷			√		
+公司借贷					
+政府借贷		√			
F2=F1					
+股票	√	√			
F3=F2					
+货币（外汇）				√	
+复杂衍生金融工具					√

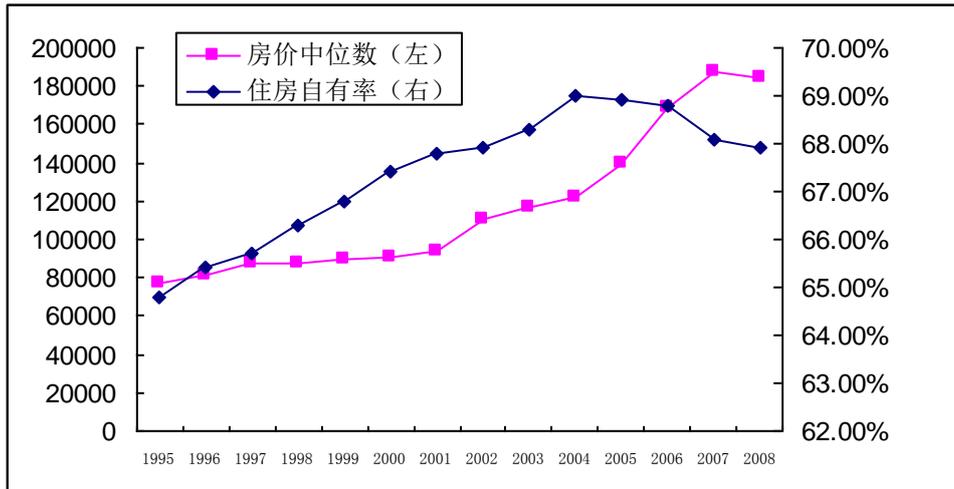
资料来源：前四次危机的情况系根据“金德尔伯格：《疯狂、惊恐和崩溃：金融危机史》（中译本），中国金融出版社 2007 年版”整理。

三、次贷危机背景下美国虚拟经济的结构和规模

与历次危机相类，2007 年美国次贷危机同样有引起获利机会发生变化的实际因素。这次大量资金被虚拟化以逐利的标的是以房地产为代表的商品及相关资产。^[34]与房地产行业实物投资虚拟化相关的支撑性因素是美国家庭部门的借贷消费模式，最大部分的借贷是以家庭最主要财产住房为担保。鉴此，我们用居民部门负债来代表实物投资部分的虚拟经济。

2004 年之前，居民借贷在房地产领域的投资取得了“W-G’”扩张的第一类正面激励的效果，表现为居民住房自有率与房价的同时上升。据美国统计局（U.S. Census Bureau）数据，1995 年美居民住房自有率不到 65%，2006 年第三季度达到 69%，到 2008 年仍在 68% 左右。此外，从 1996 年到 2007 年，白人居民住房自有率增加了 2.9 个百分点，黑人增加了 3.1 个百分点，其他人种的居民住房自有率更是上升了 8.2 个百分点，可见少数民族居民的住房自有率相对白人主流社会有更大幅度的提升。但 2004 年之后进一步扩张的负面后果显现了出来，价格上升而住房自有率却发生了下降，表明相当部分的房地产陷入投机。可以看到，2001 年之前，美国房价虽有上升但幅度微弱；2001 年之后特别是 2004 年至 2007 年房价急剧上升。比较住房自有率的变化情况，1995 年以来美住房自有率不断提升，至 2001 年本有放缓之势，但在 2002 年之后至 2004 年间加速上升，自 2004 年起美住房自有率开始下降，不过 2005 和 2006 两年并未出现较大下降，均高于 2003 年水平。（见图 1）^[35]

图 1 美国房屋售价中位数及住房自有率

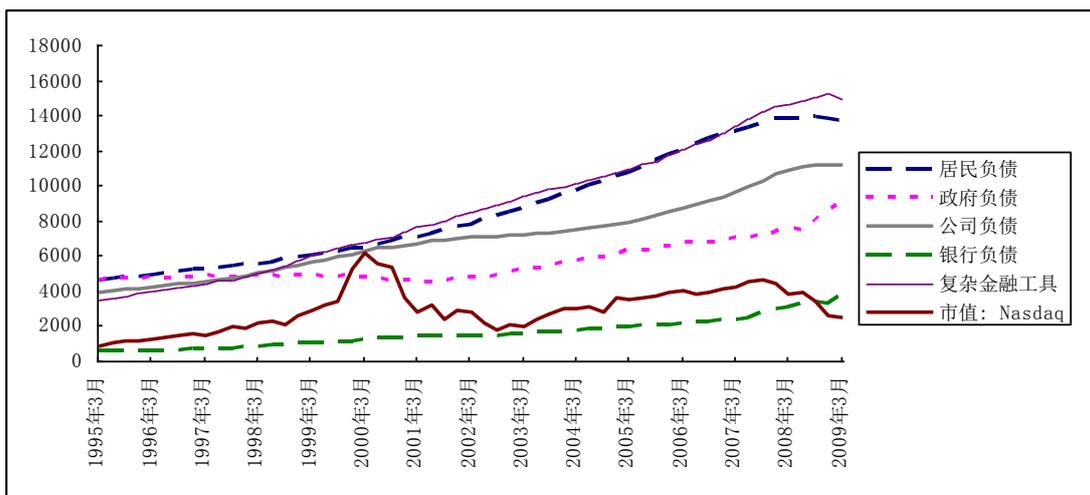


资料来源：房价数据来自 Current Population Survey/Housing Vacancy Survey；住房自有率数据来自 U.S. Census Bureau。

注：价格的单位是美元；2008 年数据为前三个季度均值。

除了居民部门的借贷以外，银行借贷、公司借贷和政府接待是另几项与现实资本结合较紧的虚拟资本，借贷额相当部分会直接进入商业资本运动过程之中。这里用银行负债、公司负债和政府负债来代表相应项目的虚拟资本数额，从绝对数量来看，危机爆发之前这些项目的规模均有明显提升。股票是第三层次的虚拟经济。虽然其发行额中相当部分会转换为现实资本，但更大部分表现为纯粹索取权意义上的扩张，加之清偿时股票的顺序在债务之后，与现实资本的联系相对较疏。最高层次的虚拟经济包括复杂衍生金融工具等，它是酿成次贷危机的主角，这里用生命保险公司等保险养老机构（与信用违约互换等工具相联系）以及 GSE 支持的抵押资产池等其他金融机构（与资产支持证券等相联系）的负债来代表。由下图可知，无论是绝对规模还是膨胀速度，复杂衍生金融工具是美国近年虚拟经济发展的主力。

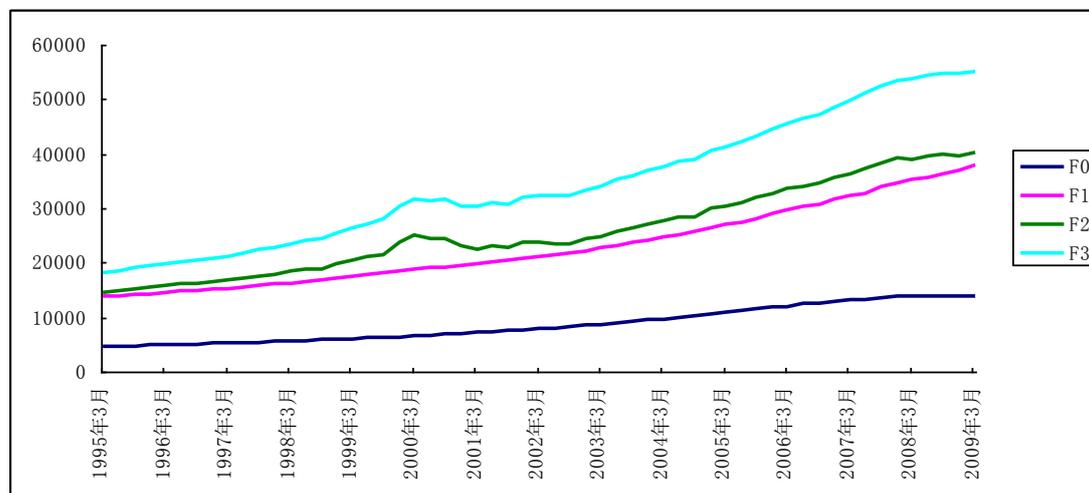
图 2 美国虚拟经济各成分规模演变(单位：十亿美元)



资料来源：根据 CEIC 数据制作。

根据以上的基础数据，可将不同口径的美国虚拟经济表示如下。 F_0 在 2009 年是 1995 年的 3.00 倍， F_1 、 F_2 均为 2.76 倍，而 F_3 为 3.05 倍，也即虚拟经济规模大致扩张至原先 3 倍左右。

图 3 美国虚拟经济规模（单位：十亿美元）



资料来源：同图 2。

虽然根据不同口径计算的虚拟经济规模在绝对数量上差异明显，但对研究而言，趋势更为重要。合乎逻辑的想法是，这些虚拟经济总量的变化趋势如果一致，那么使用某种口径的计量方式来考察其与实体经济的关系就与其他的计量方式没有区别。这样，即便我们不能为给定的虚拟经济预警机制确定准确的虚拟经济定义，也不会带来危害。表 2 给出了不同口径计量的虚拟经济规模时间序列之间的相关系数。可以看到，美国各口径计量的虚拟经济之间相关系数很高，无论用何种方式来衡量和分析均不会有显著或系统的差异。

表 2 不同口径虚拟经济规模之间的相关系数

	F_0	F_1	F_2	F_3
F_0	1	0.993476	0.986168	0.990661
F_1	0.993476	1	0.991139	0.993956
F_2	0.986168	0.991139	1	0.998784
F_3	0.990661	0.993956	0.998784	1

资料来源：本研究计算整理。

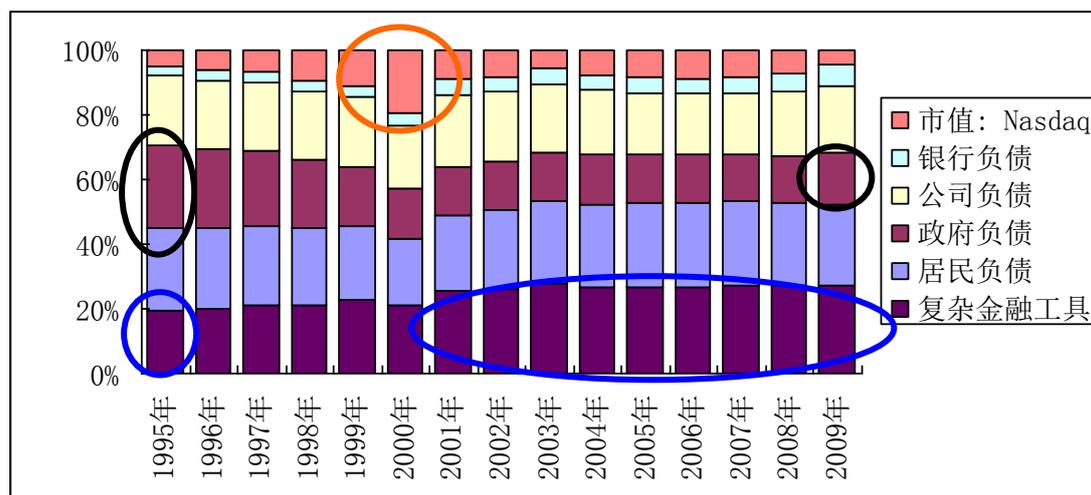
此外，文献回顾中曾提及国内多数实证文献以股票市值作为虚拟经济的替代指标，这里我们用股票市值与不同口径的虚拟经济规模作相关性检验，发现美国股票市值与 F_0 、 F_1 、

F_2 及 F_3 的相关系数分别为 0.52789、0.52169、0.630388 和 0.606111，具备正相关性，但确定系数仅为 0.27867、0.27217、0.39739 和 0.36737，也即股票市值对虚拟经济变化的可解释部分最高还不到 40%。因此，在美国直接用股票市值作为虚拟经济的替代指标并不合适。

四、美国虚拟经济与实体经济的关系

前文已经述明，“W-G’”扩张的负面影响可能通过两种渠道发挥作用，其一是结构失范，其二是总量增加。图 4 展示了 1995 年以来美虚拟经济各成分的比例变化情况。容易看到，2001 美国的经济危机与此前几年尤其是 2000 年股票市值比例的显著增加有关。1995 年股票市值占 F_3 比重不到 5%，1999 年上升至 10.8%，2000 年骤升至 20%。但从总量来看，2000 年 GDP 规模是 1995 年的 1.34 倍，而虚拟经济 F_0 至 F_3 同期分别增长亦不过 1.44 倍、1.36 倍、1.49 倍和 1.58 倍。换言之，2001 年危机主要是通过第一种渠道或结构的异常变化导致的。

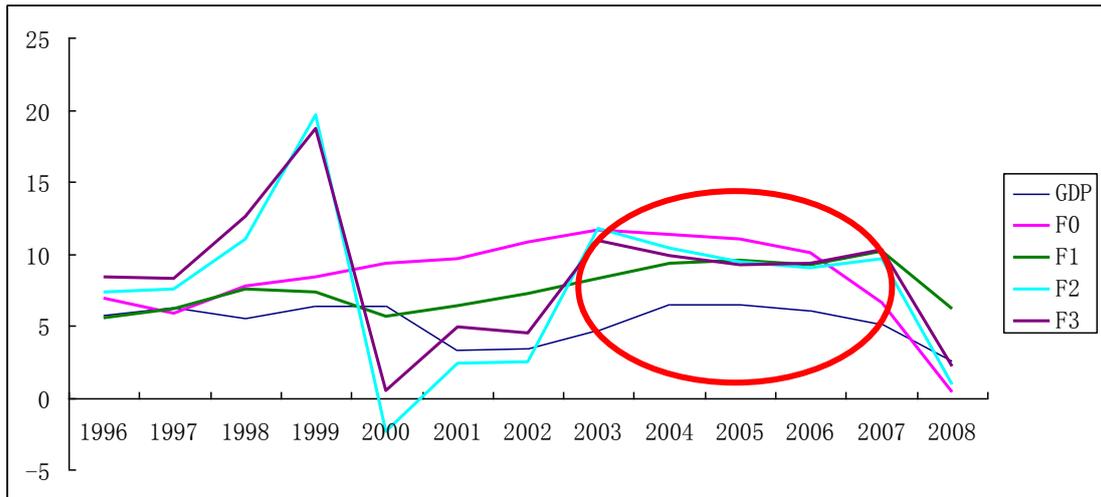
图 4 虚拟经济构成比例的演变



资料来源：同图 2。

与 2001 年危机不同，此次次贷危机则是总量与结构双重作用的结果。前面已经计算，1995 年以来虚拟经济规模大致扩张至原来的 3 倍，而 GDP 增长仅为原来的 2 倍左右。从增长率看，2001 年危机之后，直至次贷危机之前，虚拟经济年增长率持续显著高于实体经济增长率，由此积累了与实体经济支付力不平衡的索取权。（见图 5）此外，无论是 2001 年危机还是次贷危机期间，虚拟经济增长率的波动均大于实体经济增长率波动，这反映了虚拟经济与实体经济对利润机会的响应模式存在显著差异。实体经济中，新的利润机会的出现引起市场参与者的不断进入会持续削减利润至原先的均衡水平；虚拟经济中，新的利润机会吸引市场参与者进入会持续抬升“回报”或成交价格，最后出现大幅下跌。

图 5 虚拟经济与实体经济增长率（单位：%）



资料来源：根据 CEIC 数据计算制作。

由结构来看，次贷危机的酝酿期最大的特点是复杂金融工具所占比重有显著的增加，它与居民负债的相当部分所代表的索取权都对应房地产的实体收益，二者又占 F₃ 口径下虚拟经济约一半左右，这意味着部分房地产收益不能按时实现时，表现为贷款违约率的上升，就很容易引起虚拟经济中大部分索取权竞相要求实现。

图 6 住房抵押贷款违约率变动情况
(占全部贷款额的百分比, %)



资料来源：Congressional Budget Office (CBO) ; Mortgage Bankers Association。转引自CBO: Policy Options for the Housing and Financial Markets, April 2008.

美国虚拟经济结构的另一个特点是政府负债占虚拟经济 F₃ 总量比重的显著缩小，由 1995 年的 26% 下降至 2009 年的 16%，这意味着政府财政干预虚拟经济的内生能力大幅缩水（见图 4），美国政府在危机爆发之后的应对中捉襟见肘与此也不无联系。

五、小结

本文的主要结论如下：

第一，应注重从内外两个方面维持虚拟经济平衡发展。首先，内部应保持各成分之间的平衡发展，当其中某项出现超常扩张时尤其要注意对其负面影响的监控。对于中国而言，虚拟经济结构较为单一，这意味着中国虚拟经济在扩张过程中容易通过结构失范渠道产生负面效应。因此，中国更重要和迫切的任务是在有结构监管的情况下推进金融创新为手段的更高层次虚拟经济项目的发育。否则，仅凭股票和房地产市场难以承担将“W-G'”规模的扩大转换为对“G—W”的生产性环节形成正面激励的任务。其次，根据马克思对虚拟资本的论述可知，只有将虚拟资本社会运动的源头恢复至劳动结晶处才能正确把握其本质，其政策含义是虚拟经济的增速与实体经济增速之间也应该维持相对平衡。前者增速长期高于后者实质上增加了经济的脆弱性，一旦内在结构稍有变动就可能出现瞬时索取权超过实体经济支付能力的状况并酿成危机。

第二，除了可以将虚拟经济构成及增速变化作为危机先行指标予以监控之外，从美国的教训看，政府财政能力相对于虚拟经济总量规模的缩小也是值得警惕的征兆。着力提升政府财政能力及债务管理水平，扩大其影响虚拟经济发展方向和速度的内生力度，对于危机干预和治理均有重要政策意义。

第三，从美国的情况看，不同口径计量的虚拟经济规模在变动趋势上基本一致，用以判定与实体经济变动之关系不会存在系统性差异。但仅用股票市值作为虚拟经济的替代指标则可能因股票市值的解释力有限而出现较大偏差。当然，中国因为复杂衍生金融工具等项目的发展不足，股市对虚拟经济或有更大的代表性也未可知。无论如何，“股票市场指标与虚拟经济存在稳定的对应关系，因此在变动趋势上大致相同”的假定并非不言自明的公理，在做中国数据的经验实证时以先作检验为宜。

参考文献：

- [1] Linda Y.C. Lim, Rebalancing in East Asia [A]. in Rebalancing the Global Economy: A Primer for Policymaking, Edited by Stijn Claessens, Simon Evenett and Bernard Hoekman, “Rebalancing the global economy: A primer for policymaking.” A VoxEU. org Publication. 2010.
- [2] 杨春光. 美国经济的“虚拟化”——股票市场动荡的反思[J]. 吉林大学社会科学学报. 1989,(3); 朱立南. 虚拟经济与日本的经济增长[J]. 现代日本经济. 1992,(5).
- [3] 陈文玲. 论实体经济、虚拟经济与泡沫经济——从崭新的视角看东南亚金融危机与中国的宏观经济运行[J]. 管理世界. 1998,(6); 刘骏民. 从虚拟资本到虚拟经济[M]. 济南：山东人民出版社, 1998; 成思危等. 东亚金融危机的分析与启示[M], 北京：民主与建设出版社, 1999.
- [4][6][12] 成思危. 虚拟经济的基本理论及研究方法[J]. 管理评论. 2009,(1).
- [5][11] 刘骏民. 虚拟经济的理论框架及其命题[J]. 南开学报(哲学社会科学版). 2003,(2).
- [7] 王国刚. 关于虚拟经济的几个问题[J]. 东南学术. 2004,(1).
- [8][14] 钟伟. 对“虚拟经济”的一些反思[J]. 当代经济研究. 2001,(5).
- [9] 杜厚文、伞锋. 虚拟经济与实体经济关系中的几个问题[J]. 世界经济. 2003,(7).
- [10] 许均华、高翔. 虚拟资本与实质经济关系研究[J]. 经济研究. 2000,(3).
- [13] 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); 伍超明. 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[J]. 财经研究. 2004,(8).
- [15][16][17][18][19][20][21][22][23][25][31][32] (德) 马克思. 资本论(第三卷, 中译本)[M]. 北京：人民出版社, 1975. 532; 531; 531-532; 590; 384; 378-383; 386; 405-406; 403; 532; 555; 528.
- [24] G. R. Krippner, The fictitious economy: financialization, the state, and contemporary

- capitalism[D]. PhD thesis, University of Wisconsin-Madison. 2003.
- [26] (意)杰奥瓦尼 阿锐基.漫长的 20 世纪:金钱、权力与我们社会的根源[M].南京:江苏人民出版社,2001.7.
- [27]Robert Pollin. “Contemporary Economic Stagnation in World Historical Perspective.”[J] *New Left Review* 219: 109-118. 1996.
- [28]David Harvey. *The Limits of Capital*[M]. Verso. New York. US. 1999.
- [29] (英)亚当·斯密.国民财富的性质和原因的研究[M].北京:商务印书馆,1972.
- [30]钟伟.虚拟经济研究中四个值得商榷的问题[J].*中国外汇管理*.2000,(5).
- [33] (美)金德尔伯格.西欧金融史[M].北京:中国金融出版社,2007.287.
- [34]Jeffrey A. Frankel. *The Global Financial Crisis: A Selective Review of Recent Research in the International Finance and Macroeconomics Program*[R]. NBER Reporter • 2009 Number 2.
- [35]冯维江.次贷危机及其对亚太地区的影响[A].*亚太地区发展报告 2009*.北京:社科文献出版社.2009.