

【金融危机与国际贸易】

信用深化、经济虚拟化与现代金融危机

杜长江

(南开大学经济学院, 天津 300071)

[摘要]随着信用制度的发展,虚拟资本在发达国家以多种形式蓬勃发展起来。20世纪70年代初货币虚拟化后,形成了债务—美元主导的国际货币体系。货币和债务发行约束的缺位,为经济虚拟化过度发展提供了宏观基础条件。美欧发达国家通过金融全球化方式将虚拟经济模式扩展到全球。在这个过程中,缺乏约束的国际货币体系和缺乏有效监管的虚拟经济活动,成为现代金融危机的特殊机制,现代金融危机呈现出新特点。

[关键词] 信用制度 虚拟经济 金融危机

[中图分类号]F832 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-6623(2009)06-0058-04

[作者简介] 杜长江(1972—),黑龙江哈尔滨人,南开大学经济学院博士研究生,就职于招商证券有限责任公司,研究方向:虚拟经济,投资策略。

信用进化、深化与经济虚拟化是现代市场经济发展趋势的两个不同层面的表现。信用深化是深层变化,而

经济虚拟化则是显现出来的具体表现。现代金融危机在信用深化与经济虚拟化相伴演化过程中,呈现出新

activity: Lessons from the Great Depression[J]. Journal of Monetary Economics, 1996, Vol.38: 427-467.

[3] UNstatistics. Historical data 1900-1960[DB]. http://unstats.un.org/unsd/trade/imts/historical_data.htm, 2009年4月8日/2009年10月5日.

[4] Richard Baldwin and Simon J Evenett, "Don't let murky protectionism stall a global recovery: Things the G20 should do" CEPR, 2009(3): 1-15.

(以下参考文献略)

On Subprime Crisis and Trade Protectionism

Bin Jiancheng, Wujun

(Jiangxi University of International Economics and Trade, Nanchang 310013, China ;

School of Economics of Xiamen University Xiamen Fujian 361005)

Abstract: After the subprime crisis spread, there is the tendency to the rise of trade protectionism in the international community. This article, through the comparative analysis of the Great Depression and the Subprime crisis to the rise of trade protection in the internal and external factors. We found that during the different periods there is a different optional tools to deal with crisis, and traffic situation and international coordination organizations are also different. Therefore, we believe that the Subprime crisis and rise of the protectionism to promote a large scale is unlikely.

Keywords: The subprime crisis ; Great Depression; trade protectionism

(收稿日期: 2009-10-21 责任编辑: 垠 喜)

的特征。

一、信用制度发展与经济虚拟化发展

信用进化是在减少交易成本的基础上,信用主体不断演进并产生相应的虚拟资本的过程,分为信用制度和信用环境的进化。信用制度进化表现为新旧制度的共存,且互为信用制度环境的一部分。信用环境是指与信用制度配套的征信体系、信息披露、激励机制约束等制度环境及相关技术环境。信用制度进化和信用环境进化相互促进。信用环境进化为信用制度进化奠定了基础。信用的进化从实物信用经过中介信用、主体信用进化到资产信用,实物信用与资产信用在某些方面具有共性,均是基于对物的信用,区别在于实物信用是以实物本身为信用主体,而资产信用是以资产未来的现金流为信用主体的。

信用深化是指在信用进化的同一个阶段,已经存在的信用制度形式和范围不断扩展,从而形成新虚拟资本的过程。信用制度的深化主要有两种方式,信用渗透和信用叠加。信用渗透是指既存的信用原则渗透至新的领域从而创造新的虚拟资本的过程。比如,随着信用市场的出现,信用的有限责任原则渗透到投资领域从而产生股份制和普通股票,进而信用原则渗透到普通股票,产生了优先股等金融工具。信用卡则是企业间的信用制度渗透到消费领域而产生的。信用叠加则是不同信用主体的信用进行叠加,形成信用的复合形式,从而创造出新的虚拟资本的过程。

二、经济虚拟化的历史演进

(一) 货币虚拟化与美元主导的国际货币体系下的国际经济、金融关系

1971年,美元最后与黄金脱钩,货币就完全虚拟化,其对外提供美元的黄金约束消失了。从1968年到1972年以美国开始出现国际收支赤字为标志,黄金—美元本位制向债务—美元主导的国际货币体系初步转变。1982年以后至今20多年中,美国通过经常项目逆差对世界提供美元,不提供任何产品,美国对外提供美元方式的根本转变意味着对美国虚拟经济的境外需求不断扩大。债务—美元体系带来多种变化:第一,浮动汇率制度代替固定汇率制度,同时国际外汇储备大幅上升,境外美元资产迅速膨胀,世界官方外汇储备中美元储备已经从1981年的700亿美元扩张到2006年底的3.33万亿

美元,2008年世界官方外汇储备中美元储备达到6万多亿;第二,国际美元和美元资产迅速扩张带动了各类货币计价的国际债券和票据的迅速扩张,1981年的数据是2312.8亿美元,2006年达到21.6万亿美元,而国际贸易总额不过增加了6.9倍;第三,20世纪80年代以来,短期国际资本流动成为影响各国汇率制度和金融稳定的重要因素。

(二) 信用深化与经济虚拟化深化

20世纪70年代以来在布雷顿森林体系崩溃、金融管制放松、金融业竞争激化的背景下,以进一步逃避管制、规避利率、汇率等市场风险为初衷的国际金融创新蓬勃发展,出现了种类繁多的金融衍生品,如金融期货、期权与互换等。金融衍生产品的保证金制度,形成了衍生品市场的交易多倍创造机制或称资金杠杆。由于杠杆的作用,投机交易额膨胀,使其产生的虚拟经济规模巨大。

虚拟经济大发展是20世纪80年代以后的事。经过战后近20多年高速发展,发达国家的经济增长减慢,凯恩斯主义有效需求管理政策失效,通货膨胀加剧了利息率和汇率体系的不稳定性。1971年布雷顿森林体系崩溃了,利率普遍变得波动更大。投资者开始对利率的波动更为敏感,并且经常在全球范围内调动资金。大量资金从储蓄机构撤出,进入市场敏感性较高的投资领域,如债券市场、股票市场等,出现所谓的金融“脱媒”。在通货膨胀率攀升,经济增长速度降低和存在大量闲置资金的多重压力下,英国和美国率先放松了金融管制。随后金融自由化和金融深化在多个方向不断拓展和延伸,越来越多的国家参与到金融自由化中,发达国家也纷纷放松金融管制;金融交易技术的方式越来越便捷;新的金融工具和融资技术(期权、期指等)被广泛采用,使利用各种证券筹资比传统的银行贷款成本更低和灵活,这种通过市场直接筹资的过程被称为证券化。

20世纪90年代后证券化不但扩展到各式各样的实际和金融资产,而且还扩展到了各种有保障的收入流和现金流。为了与抵押贷款证券相区别,除那些抵押贷款之外,由其它资产担保的证券,如商业银行以工商业贷款担保的证券和其他应收款担保的证券被称为资产担保证券。在长期资产证券化的同时,短期资产市场证券化也迅速发展起来。最初,一些大公司将短期的贸易应收款有选择地加以组合,然后在商业票据市场发行商业票据来筹资。这种商业银行票据称为“资产担保的商业票据”。于是商业票据市场就成了弥补流动资金不足或为投机等目的而筹集资金的重要场所。

20世纪80年代,许多国家相继放松了本国投资者投资于国际证券的限制,促进了虚拟资本的国际化发展。随着国际证券业的发展,外汇市场也发生了重大的变化。80年代中期以后,随着外汇期货业务已成为欧美各国普遍流行的金融业务,由它派生出来的一些金融工具,期货、期权、互换交易等已经超过了外汇市场上的现货交易。20世纪80年代初,西方发达国家跨国证券交易的金额仅占其GDP的10%左右,而到1996年底则已远超过其GDP的数值。跨国外汇交易也迅速增长,国际外汇市场的日交易额从1986年的1880亿美元激增至2006年的2.28万亿美元,占国际外汇储备的比重也从37%增至84%。到2006年末,全球48个主要股票市场的股票总市值达到50.6万亿美元,接近全球的GNP的总量。据国际清算银行(BIS)统计,2006年在有组织的交易所交易的金融衍生品合约数达50.636亿张,比1996年的11.622亿张增长了335.69%,这还不包括商品类衍生产品交易;2006年美国仅场内交易金融衍生品合约量达7.816亿张,美国以外的市场则更是从1986年的2660万张猛增到2006年的42.82亿张;以未清偿期末账面余额计,场内交易金融衍生品2005年底达57.7964万亿美元,场外交易金融衍生品2005年则达到297.67万亿美元,是场内交易的5.15倍。目前,国际金融市场上已知的金融衍生品工具已有1200多种,全球各主要金融中心均有发达的衍生产品市场。

(三) 投资主体机构化

20世纪80年代以来,随着西方国家社会保险制度的完善,金融证券化,金融自由化以及交易品种和交易技术的复杂化,机构投资者(包括养老金保险基金和共同基金等)在发达国家迅速发展,成为金融市场的主要参与者。最近几年,各种主权投资基金开始更多地参与全球金融市场活动,形成巨大影响。

(四) 经济虚拟化使金融系统性风险增大

随着新金融产品出现,定价技术日益复杂,人的非理性化与信息不完全性日益突出。各种金融衍生品种的发展促使跨市套利交易更为频繁,也使得金融市场联系更为紧密,传统金融商品与衍生金融商品形成互动。金融交易的损失不但会影响单一机构的系统稳定性,还可能引发整个金融市场的系统性风险。

三、信用深化与经济虚拟化的理论发展

学者们早已关注信用深化与虚拟资本带来的巨大影响,金融资本对经济的巨大控制力。希法亭阐明“金融

资本随着股份公司的发展而发展,并随着产业资本的垄断化而达到顶峰。产业收益获得了更可靠和经常的性质,因而银行资本投资于产业的可能性越来越大。但是,银行支配银行资本,银行股票多数持有者统治银行。随着财产的日益集中,控制银行的虚拟资本的所有者与控制产业的资本所有者,越来越合而为一。”^①希法亭认为以信用经济为基础的虚拟资本控制了经济的运行机制,成为经济的核心力量。

马克思指出除了发行本银行的银行券外,英格兰银行还通过开出汇票、付出已经贴现的汇票等方法创造信用和资本。这样,银行就可以在准备金以外创造多得多的货币和货币资本。随着生息资本和信用制度的发展,一切资本好像都会增加一倍,有时甚至增加两倍,因为各种方式使同一资本,甚至同一债权在不同的人手里以不同的形式出现。这种货币资本的最大部分纯粹是虚幻的。

凯恩斯将经济划分为“符号经济”和“实体经济”,认为货币和信用贷款拥有纯粹经济性的控制能力,从而实际影响着经济活动。德鲁克则认为符号经济是指货币和信用,实体经济是指货物、工作和劳务。符号经济取代实体经济成为世界经济的飞轮,而且大体上独立于实体经济。资本的运动,取代货物和服务的贸易,成为取得世界经济的动力。王国刚将虚拟经济定义为用于描述以票券方式持有权益并交易权益所形成的经济活动的概念,主要指金融业。

在当代,成思危(2000)将虚拟经济界定为实体经济中的软件系统。“从系统科学的角度来看,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(包括结构及其演化)。”^②刘骏民(2000)将虚拟经济定义为以资本化定价方式为核心的价值体系。整个经济是一套价值系统,由资产价格体系和物价体系两部分组成。虚拟经济揭示的是资产价格体系的运行规律,它是以资本化定价方式为其行为基础的一套特定的价值关系,其运行特征相对于实体经济具有更大的不确定性和波动性,是以观念支撑的定价方式,而非成本和技术支撑的定价方式。按照这样的界定和划分,这些学者认为虚拟经济应该包括金融市场、房地产市场,其他可以通过未来收入折现以及观念支撑定价的经济形式,它不同于以生产成本为定价依据的大生产模式。

虚拟经济随着股份制度使资本的所有权和使用权分离进一步发展,还使资本的所有权转化为剩余索取权。在发达的股份制度下,股东作为所有者的现实权益也仅

^①希法亭著,《金融资本》,福民等译,商务印书馆,1999年版,P253。

^②成思危,《第一届全国虚拟经济研讨会论文集》,第1页,2000年。

仅作为剩余索取权而存在,这样股票作为资本所有权证书也就转变为剩余索取权证书。马克思认为公用事业、铁路、矿山等等的所有权证书,固然是现实资本的证书,但有了这种证书,并不能去支配这个资本,这个资本是不能提取的。有了这种证书,只是在法律上有权索取这个资本应该获得的一部分剩余价值。价值额的涨落和它们有权代表的现实资本的价值变动完全无关。股票债权和其他有价证券是可以在资本市场上流通的。这些形式的资本就如商品市场上的商品一样不断地从一个所有者手中转到另一个所有者手中。所以,这些股票和债券,对于股东和债权人来说,只要法律制度能保证这份资本证书可以给他带来收益,保证这份资本证书能够随时转换为货币形式,人们就不会真正关心这份资产的实际存在形式,人们更关心这些资产的交易价格,因为这种资产的价值在于其积累部分。所以,投资者手中掌握的有价证券实际上是剩余索取权的证书。既然作为剩余索取权证书而存在,股票和债券就是一种预期的未来收入的代表,它的市场价格并不是由它的现实价值决定,而是由它所代表的预期的未来收入决定。这种资本收入的预期性,使资本的市场价格可能与其实际价值大大偏离。随着信用制度和股份制度的产生和发展,随着资本市场的产生和发展,经济中的虚拟成分越来越大。

四、经济虚拟化下的金融稳定与金融危机

20世纪90年代众多学者都关注到全球金融领域中的新变化,给各国金融系统稳定带来的影响。美联储前主席格林斯潘曾经在1999年说,资本化对收入的影响导致了GDP的成分正在朝着以主观意志为基础的价值增值的方向迅速转变,这使我们对现期收入的衡量变得困难,因此,也造成了对未来收入预测的困难。

在过去20多年中,已经出现多次虚拟资产价格大幅波动引发的金融危机:20世纪80年代初的北欧银行危机和房地产危机、英国英镑危机、日本泡沫经济、亚洲金融危机、美国次贷危机等等。这些全球范围的纷乱在很长一段时间里,使学者们无法厘清这些问题内在一致的本质机制。从虚拟经济视角我们能够看到,在债务—美元主导的国际货币体系下的流动性失控和缺乏约束的经济过度虚拟化,是造成现代金融危机的新机制,与经济周期性波动的基本机制相互作用,共同造成了现代金融危机,只是这个新机制的作用和破坏性越来越强。我们可以按照宏观到微观的逻辑总结经济虚拟化带来的基本变化,揭示宏观微观两个层面的影响机制。

(一) 债务—美元主导货币体系下国际金融不稳定

债务—美元货币体系下货币虚拟化后,美元发行失去有效约束,使美国可以长期通过经常项目逆差用美元买回各类资源和其他国家的商品,其他国家再用出口这些资源和商品换回美元现金购买美国的债券和其他金融资产,当这些债务到期时,美国会用包括利息在内的更多的美元现金偿还其债务,这些美元现金最终还会购买美国的金融资产或存入美国的银行。由于美国具有国际货币地位,所以其债务发行机制缺少控制,美国向全球金融市场注入了大量美元,造成全球流动性过剩。美元在国际货币体系中的地位变化,推动了美国虚拟经济的发展;而美国虚拟经济的发展又推动了美元国际货币地位的提高;各金融机构持有大量美元资金,各国外汇储备机构也管理着大量的美元资产。一旦美国的虚拟经济发展过度,偏离实体经济所能支撑的限度时,虚拟资产价格崩溃,进而出现金融机构因为风险失控出现资金断流,就会出现全球性金融系统性风险。

相应的问题是,全球流动性膨胀造成了发展中国家面对的汇率困境,以及国际短期资本流动冲击等严重问题。发达国家努力推行金融自由化,主要来自发达国家的各种投资基金和主权财富基金在全球范围内大规模流动,寻找利润机会。这样大规模资金流动对任何一个国家经济和金融稳定都会产生巨大影响。发展中国家和新兴市场国家在世界货币金融体系中的劣势地位,发展中国家建立出口导向型经济模式,需要为维持本币汇率稳定,而采用高频盯住,或低频盯住美元或欧元汇率的政策,其国内实体经济发展和虚拟经济发展都深受影响。麦金农(2006)提出发展中国家在金融市场不开放,但实行盯住国际货币的固定汇率制度,如果大量吸收外资会产生“原罪”问题——过度负债,并且短期外债比较多,受汇率影响比较大,很容易发生债务危机;依靠对外贸易实现经济高增长,带来大量顺差的同时,在固定汇率制度下则会出现“高储蓄两难”问题。这也加剧了发展中国家和新兴市场国家的国内金融不稳定。

(二) 虚拟资产价格波动、金融稳定与现代金融危机

在微观层面,某一阶段与实体经济指标相比较,虚拟资产价格总水平超过了可实现的实体经济收益水平,表现为维持虚拟资产价格水平的资金突然大幅增加或减少,虚拟资产价格水平暴涨暴跌。虚拟经济大幅波动是当代国际金融危机的一个显著特征(姚国庆,2005),在2008年美国次贷危机中得到了充分暴露。虚拟经济过度波动造成的金融系统性风险爆发会对市场信用体系造成破坏,破坏实体经济发展所依赖资金配置渠道的畅通,

并降低资金配置效率,对实体经济产生实际影响。

20世纪80年代以来世界各国推动金融自由化和经济虚拟化程度的不断加深,各国虚拟资本的比重大幅攀升,金融危机的形成与虚拟经济范畴、金融自由化以及当今国际货币体系的关系越来越明显。传统研究常常把金融危机划分为银行业危机、证券市场危机、债务危机和货币危机。但经济虚拟化之后,规模庞大的投机活动导致资金在债市、股市、汇市、大宗商品期货市场、金融衍生品市场、房地产市场以及收藏业市场之间循环流动并将它们连成一个有机整体。在1990年日本泡沫经济、1997年东南亚金融危机、2007年次贷危机中,金融危机的形成背景更复杂,通过杠杆撬动的资金链条明显被拉长,各种类新金融机构的资产负债表之间形成了错综复杂的关系,金融危机的形成与发展已经跨越了银行、证券、房地产、汇市、大宗商品期货市场的界限。

基于虚拟经济和历史演进逻辑的研究,对于解释现代金融危机的内在一致的机制,以及提供有益的政策建议,都是有积极意义和价值的。

[参考文献]

- [1] 德鲁克. 管理的前沿[M]. 上海译文出版社, 1999.
- [2] 郭铁民. 马克思信用理论与我国信用制度探讨[J]. 福建论坛·经济社会版, 2002, (6).
- [3] J. 伊特韦尔, M. 米尔盖特, P. 纽曼编. 新帕尔格雷夫经济学大辞典[M]. 第2卷, 经济科学出版社, 1992.
- [4] 马克思. 资本论第3卷[M]. 人民出版社, 1975.
- [5] 约翰·梅纳德·凯恩斯. 就业、利息和货币通论(重译本)[M]. 商务印书馆, 1999.
- [6] 刘骏民. 从虚拟资本到虚拟经济[M]. 山东人民出版社, 1998.
- [7] 刘骏民. 虚拟经济的经济学[J]. 开放导报, 2008, (6).
- [8] 李宝伟. 国际货币体系内在矛盾、经济虚拟化与政府干预[J]. 社会科学(上海), 2009, (1).
- [9] 李宝伟. 虚拟经济过度膨胀 次贷危机的本源[J]. 开放导报, 2008, (6).
- [10] 伊藤·诚 考斯达斯·拉帕维查斯. 货币金融政治经济学[M]. 经济科学出版社, 2001.
- [11] 姚国庆. 经济虚拟化下的金融危机[M]. 南开大学出版社, 2005.
- [12] 数据参考资料来自www.bloomberg.com.

On Deepening of Credit, Economic Virtualization and Current Financial Crisis

Du Changjiang

(NanKai University Economic College, Tianjin 300071, China)

Abstract: We demonstrate that with the development of credit system, many kinds of fictitious capital are developed in developed countries. After 1970's, debt-dollar money system is created. Because US government did not limit its money and debt, fictitious economy has expanded in last 26 years. Then developed countries encouraged this trend in the world. During this process, the imbalance of international monetary system and the problem of financial supervision become the key issue in contemporary financial crisis.

Keywords: credit, Fictitious Economy, Financial Crisis

(收稿日期: 2009-09-30 责任编辑: 垠 喜)