

网络经济泡沫解析

薛伟贤,冯宗宪

(1. 西安交通大学 经济与金融学院,陕西 西安 710061)

摘要:网络泡沫是世界经济发展到以信息处理为核心的网络经济阶段经济泡沫相应的演变形式。本文从网络经济泡沫的界定入手,就网络泡沫的形成过程、成因及对国民经济的影响进行了系统的分析。

关键词:网络泡沫;网络经济;网络股;经济学分析

中图分类号:F062.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2004)01-0137-08

经济泡沫化问题是实行市场经济国家特有的经济现象。根据国内外大部分学者的观点,资产价格和内在价值的脱离最终引起脱离部分的膨胀并破灭是引发经济泡沫的一般表征。因此,所谓经济泡沫指的是由于局部的投机需求(虚假需求)使资产的市场价格脱离资产内在价值的部分。也就是说,如果一种资产的市场价格偏离其内在价值,就存在着经济泡沫:市场价格大于内在价值,称存在正的经济泡沫;若小于内在价值,则称存在负的经济泡沫(也称为黑子)。市场经济体制的作用,使资产的市场价格时而偏离其内在价值,因而产生经济泡沫也是不可避免的。

世界经济体系已多次受到泡沫的冲击,网络泡沫是世界经济发展到以信息处理为核心的网络经济阶段经济泡沫相应的演变形式。网络经济是社会进入信息化时代后引发的包括与互联网相关产业发展以及以互联网作为一种基础平台对整个经济发展产生革命性变革的新的经济模式。其运营体制依旧是市场机制,因而从理论上讲经济泡沫存在有其必然性,而实际上纳斯达克指数的大幅度起伏也证实了这一点。

收稿日期:2003-09-16

基金项目:国家社会科学基金(01BJY027);陕西省自然科学基金(2003G05)

作者简介:薛伟贤(1967—),男,陕西西安人,西安理工大学工商管理学院副教授,西安交通大学经济与金融学院应用经济学博士后流动站研究人员;

冯宗宪(1954—),男,浙江宁波人,西安交通大学经济与金融学院教授、博士生导师。

一、网络经济泡沫界定

(一)网络经济泡沫的载体

我们知道,泡沫的产生需要一定的附着物,经济泡沫也不例外,这个附着物用学术术语来说就是载体。17世纪在荷兰发生的“郁金香狂热”中,郁金香的球茎充当了经济泡沫载体的角色。那么,网络是经济泡沫的载体吗?回答是否定的,因为根据载体的性质,作为载体的物品必须被确定为有不断升值的可能而形成过量的需求,且交易成本较低,很显然没有人对网络构成的某个产品诸如某型号的服务器形成升值预期而不断地增加这种服务器的拥有量。人们只是对整个互联网经济,或者说是很多诸如雅虎、新浪等互联网公司有良好的预期,狂购以及后来狂抛的是这些网络公司或相关企业的上市股票,因此网络经济泡沫的载体是股票。

自从独立于实体经济的以“无形”为特征的虚拟经济产生后,股票已不止一次地充当经济泡沫的载体。股票作为一种纸化商品,其供求与一般商品有很大区别,而这些区别也正是它充当泡沫载体的前提。

从需求上看,社会对商品的需求分为真实需求和投机需求,人们对一般商品诸如食物、消费品的需求,企业对木材、水的需求等以满足自身和再生产为目的称为真实需求;而对股票的需求从“炒股”这一妇孺皆知的名词就可看出绝大多数是投机需求。投机需求取决于对未来价值的预期,预期经济具有同向性,即看涨时大家都看涨,看跌时大家都看跌,这使得投机需求具有明显的放大效应,并且由于投机需求交易的成本比较小,资金占用时间短,因此这种放大效应加大了经济泡沫的程度。

从供给上看,一般商品的价格取决于由真实需求和供给共同决定的均衡价格,然而股票、债券等有偿证券属于虚拟资本,其价格只是资本化的收益,诸如预期价格、预期股息、现实利息等因素都会对其当期价格产生影响,其价格的变化与生产中发挥作用的现实资本并没有直接关系。除了价格变动的不确定性,股票资本在数量上和运动规律上也存在与现实资本的背离,股票资本的数量总是大大超过现实资本数量。

股票的虚拟资本特性和价格的决定方法注定其内在价值的难以确定,而内在价值难以确定或具有多变性是产生经济泡沫的重要条件之一。一般商品具有供给易变性且供给弹性较大,因而即便在一般商品市场上产生了经济泡沫,这种泡沫也难以维持下去。相对来说,股票这种虚拟资本的供给在一定时期内固定不变且缺乏弹性,使得股票市场上的经济泡沫得以较长时期存在。

综上所述可以看出,经济泡沫发生的载体集中表现在容易发生投机需求的股票市场,然而对载体股票的分析只是针对经济泡沫的一般特性而言,而网络泡沫分析中更为重要的还是它的独特的诱因——网络。

(二) 网络经济泡沫的诱因

正像网络经济区别于传统经济一样,网络经济泡沫与传统经济泡沫及其周期规律等特性上有着较大差别,而这些差别便是由于网络这个特殊诱因本身的特性所引起的。

网络的诞生不过是几十年的事,而它运营于商业直至开辟出“网络经济”则是近几年的事。“时势造英雄”这句话在这里作为描述网络经济的形成发展颇为贴切,而根源于信息需求的这种网络经济很清晰地被盖上了注意力经济特性的烙印。我们上网冲浪时一定都注意到,不少网站都有一个在一定期限内上站访问人数的统计数字,这个数字代表的就是该网站吸引网民的注意力,或称“眼球”数,网站的生存兴衰靠的就是这一数字,因为只有高数量“眼球”保证的网站才能获得投资商、广告商的青睐,而注意力经济的一大特征便是“胜者通吃”,这种“通吃”的效应,引发了优胜者的财富迅速膨胀。于是人们相信在网络经济世界里,只要有美好前景存在的可能性,即使只是一个概念,也有理由拿出自己毕生的积蓄来购买股票进行概念投资,以期待短期内数倍甚至数十倍的增加,由于硅谷中百万富翁日益涌出,使人们忘记了高风险性的存在。网络经济中“增长动力是第一位”这句话已成了网络经营者们的座右铭。这样,网络便促成了经济泡沫的产生。

二、网络经济泡沫的形成分析

(一) 网络经济泡沫形成的经济学描述

虽然以网络公司为代表的高科技企业不断诞生,大量网络公司不断上市,然而相对于全球看好网络股的投资者来说,此类投资回报率极高的股票依旧是稀少而又缺乏弹性。造成股票的供给不易变化的原因主要是各国对股票的发行、上市以及已上市股票的赎回都有严格的规定,网络公司不能随心所欲地增发或赎回已发行的股票。在这种情况下,如图 1 所示,假设某网络股的市场供给完全无弹性, S_0 为其市场供给线, D_0 为其市场需求线,市场均衡时 S_0 与 D_0 相交于 E_0 , E_0 所对应的价格 P^* 就是该股票内在价值在市场上的表现。如果

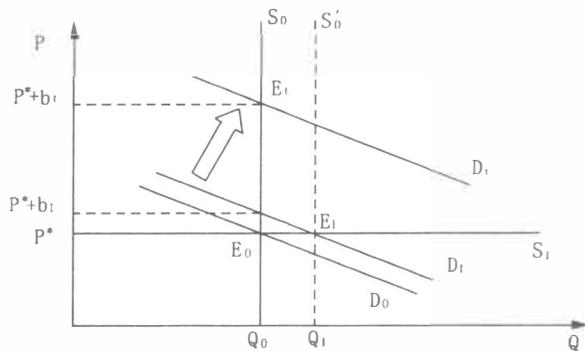


图 1 网络股泡沫形成过程

某种外在因素的变化使人们产生了“未来需求增加”的预期,在市场经济体制下套利者必然会出现,从而在本期产生投机需求,使市场需求线向右上方移动

至 D_1 , 倘若该股票可在任意时刻以表现其内在价值的价格 P^* 创造任意供给, 即市场供给线是完全弹性的水平线 S_1 , 则市场均衡时 D_1 与 S_1 相交所确定的新均衡点 E_1 和 E_0 相比, 股票价格并没有变化, 只是均衡数量从 Q_0 增加到 Q_1 , 这样就不会有网络泡沫的产生。但事实上是该股票市场供给线是垂直的 S_0 , 至少在短期内, 投机需求的增加会引起股票市价的上升, D_1 所对应的均衡价格 $P^* + b_1$ 中的 b_1 就是由于需求的增加而导致的泡沫。而这一过程远未结束, 因为股票价格的上升拉动股票需求有强烈的正反馈作用, 即股票价格上升引起人们对该股票信心大增, 预期惯性与从众行为继续推动包含投机需求的市场需求线向右上方移动, 经过 D_2 、 D_3 、 D_4 ……直至上升到 D_t 这个信心极限, D_t 所对应的均衡价格 $P^* + b_t$ 中的 b_t 也是由于需求不断增加而导致泡沫膨胀过程中 t 时刻的一个均衡状态。

从上述分析可以看出, 网络经济泡沫存在的关键在于网络股的供给在一定时期内不易变化, 尤其是不易增加、缺乏弹性, 这种供给特性使网络股的市场价格即使发生很大的变化也不能靠增减供给来满足市场需求, 从而使股价偏离其内在价值, 产生大量泡沫。

当然, 在长期内上市公司可以增资配股, 以满足不断增长的需求, 但前提条件是公司必须是持续盈利的。如果市场供给线从 S_0 移到 S'_0 , 股票供给量就从 Q_0 增加到 Q_1 , 这样既满足了市场需求, 又自动排除了泡沫。

(二) 网络经济泡沫的成因分析

国内外学者分析经济泡沫的成因主要有: (1) 大量过剩流动资金的形成。(2) 实业发展受限制, 资金偏向非实业。(3) 投机心理成为经济泡沫的加速器。(4) 起导火索作用的某种契机的存在。

从表面上看, 从众心理、投机心理和暴富思想是导致网络泡沫发生和破裂的直接原因, 但我们认为, 只有剖析网络泡沫的深层次成因, 才能正确认识网络经济的本质, 这对于我国发展网络经济有重要意义。

首先, 大量过剩资金的存在是网络泡沫的推动力。1990 年代新经济带来的较高回报率和预期以及美国经济较长时期的繁荣, 使得其利率水平一直呈现上扬趋势, 加之世界范围内频繁爆发金融危机, 大量本国和国外的资金回流或流向美国, 从而为美国经济的发展, 尤其是股市的火爆提供了充裕的资金基础。据统计, 1998 年《幸福》杂志公布的 1000 家大企业中设立风险投资的企业由两年前的不足 1% 上升到 20% 以上; 1999 年全美 70% 以上的风险投资涌入互联网, 总额达到 300 多亿美元, 2000 年外资总共持有 9080 亿美元的美国公司债券, 每年对美国的外商直接投资达 2000 多亿美元。与此同时, 美国各类电话公司、媒体公司、计算机公司、软件公司、卫星制造公司、互联网服务商都在积极投资建设互联网, 使信息技术方面的投资在 GDP 中的比重不断提高, 企业在信息技术设备的投资份额提升到了 45% 以上, 这使美国资本类支

出在 1990 年代后半期年均增长 11%，远远超出了大多数人的预料。

其次，一套“网络理论”的形成是网络泡沫的理论基础。在网络经济超常规发展的同时，人们纷纷创立各式各样新的速成理论以求对其作出更直接和更表象的解释。这套理论的核心包括未来理论、注意力理论、成长率理论。在这套理论指导下，大量风险资本涌向网络公司，众多企业、机构和个人投资股票，庞大的资本推动促成互联网商业化发展的奇迹，但同时也为互联网发展埋下了隐患，因此在网络理论的权威受到逐渐质疑和挑战的情况下，网络经济出现泡沫现象就很自然了。

再次，网络公司的短视行为是网络泡沫的内因。在网络理论的指导和投资者短线操作的推动下，网络公司为了提高自己在网络用户和传媒中的“知名度”、“注意力”，将大量的资金用于宣传，其“一掷千金”的做法被人们形象地称之为“烧钱”，为此必然需要大量的资金。于是网络公司的经营目的变成了争取源源不断的风险投资和使公司股票上市。这种做法虽然可以部分缓解网络公司现金周转日渐困难的局面，但却使网络泡沫越来越大。

从本质上看，大部分网络公司的经营基本上都可以用“融资”两个字来概括。网络公司的这种短视行为使它们往往只顾眼前利益，而忽略了加强公司自身建设和内部管理，特别是为消费者和网络用户提供最优秀的信息产品和服务，而这些正是企业发展最本质的东西。事实上大部分网络公司持续亏损，面临着生存危机，一旦没有资金继续注入，网络泡沫就会破裂。

最后，媒体炒作是网络泡沫的外因。网络经济的概念被反复炒作，导致网络的作用被无限夸大，结果产生了“风险投资的全民化”和“风险投资对象的虚泛化”。媒体在网络泡沫的形成中起到了不可忽视的催化剂作用。

预期盈利不等于真正盈利，网络股投资者常常根据自己对网络公司的未来成长率的心理预期来评判网络股的合理价格，在媒体炒作下由网络股成长性引发的股价想象空间将两者混为一谈，这是“网络股泡沫”的关键。

三、网络经济泡沫对国民经济的影响分析

目前，许多实力雄厚的网络企业出现了负盈利的状态，原因是受美国宏观经济增长减缓的影响，而这次经济增长减速又恰恰是因为网络经济排除泡沫导致 NASDQ 股价狂跌，加上股市连锁反应引起投资信心不足的缘故，所以进一步分析网络泡沫对整个国民经济的综合影响是十分必要的。

网络经济在当今经济世界的地位(2000 年网络高科技股占美国股市总市值的比例达到 43.9%，而美国股市的市值已经超过美国 GDP 总值)决定了网络泡沫对整个国民经济同样有巨大的作用，所以首先从网络泡沫膨胀时期开始分析。

这里，我们利用希克斯—汉森模型(IS—LM 模型)讨论，如图 2 所示，横

轴表示一定时期的国民收入,纵轴是利率水平,IS曲线表示的是在产品市场均衡时(即意愿投资与储蓄相等) r 与 Y 的组合,LM则表示货币市场均衡时的组合。在网络泡沫产生前 IS_0 与 LM_0 相交于均衡点 E_0 ,对应利率 r_0 与国民收入 Y_0 。在泡沫上升期,网络泡沫对经济实体产生两大效应:财富支出效应和资金成本效应。财富支出效应会提高平均消费倾向(APC)和边际消费倾向(MPC),资金成本效益会提高全社会的投资水平,显然消费与投资的上升促使IS曲线上移至 IS_1 ;同时在货币市场,泡沫出现时由于资产价格膨胀以及对各种资产需求的增长,导致货币需求上升。在货币供给不变的前提下,LM曲线上移至 LM_1 ,于是新的均衡点在 E_1 。与 E_0 相比,新均衡点的利率明显高于原均衡利率,但由于IS、LM的移动效应大小并不能完全确定,因此均衡国民收入变化并不确定(图2中表示的是国民收入增加的情形)。然而事实上这一结果并非美国经济调控当局所希望的,因为利率的提高可能导致投资的大量减少,从长期来说不利于经济发展,而且升息可能吸引欧洲、日本等外国资金流入美国,进而引起外国政府的不满。所以,美联储采取增加信贷等措施来维持原有利率 r_0 (实际上泡沫膨胀本身加快了金融资产的周转速度,相当于央行放松银根增加总货币量,也有降低利率的作用),这样一来LM曲线反而是向右移动至 LM_2 ,国民收入增加到 Y_2 ,短期内刺激了经济增长。

从长期考虑, Y_2 所对应的 E_2 点并不能成为稳定的均衡点。下面建立总需求—总供给模型进行分析。在图3中,横轴表示一定时期的国民收入,纵轴表示价格水平,AD曲线是社会的总需求曲线,AS是社会的总供给曲线。初期均衡点 E_0 所对应总需求曲线是 AD_0 。因为美国的市场经济发展已经比较成熟完善,社会生产力利用率应该比较高,所以 E_0 点不会在总供给曲线中还有很大生产潜力的水平部分,而是在水平部分与垂直部分的过渡曲线上。随着泡沫兴起,刺激国民收入增加到 Y_1 , Y 的增加引发人们对网络经济更加乐观的预期,从而形成更大的投机需求。如果此时总供给并没有得到相应的发展,人们以膨胀的资产作抵押向银行贷款再投入到市场上则将引起资产价格的进一步膨胀,如此形成的恶性循环造成的虚假繁荣会对整个经济产生极大的负作用。如图3所示,投机需求增加使得社会总需求曲线 AD_0 右移,在刺激国民收入少量增长的同时付出了物价上涨的代价。直至右移 AD_n 时,AD线继续右移只会导致总价格的上升,发生通货膨胀,而对总收入的增加毫无帮助。

但我们注意到在1998~2000年3月这段网络泡沫时期,美国国内并没有物价上涨的压力,而且正处于高增长、低失业、低通胀的“新经济”发展期,这实际上是包括网络在内的高科技推动生产率提高从而使社会总供给得以增加的结果。表现在图3上就是总供给曲线从 AS_0 向右下移到 AS_1 ,这样就在维持物价的前提下刺激了国民收入的增加。

从以上分析可以看出,在美国特定的环境下这次网络泡沫的产生、膨胀对

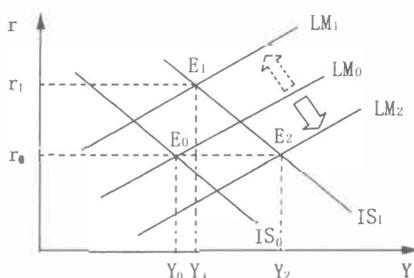


图2 泡沫膨胀期的IS—LM模型

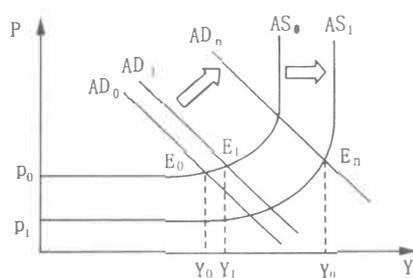


图3 泡沫膨胀期总需求—总供给模型

经济所起的影响，它推动了经济无通胀的增长。

网络泡沫膨胀到一定程度就会破裂，泡沫的破灭使社会投资信心下降，并且进一步引起消费的下降。根据前面的IS—LM模型，投资和消费下滑使IS曲线从 IS_1 向左下方移动，如果泡沫破灭影响到人们对整个经济的信心，那么IS甚至会移动到 IS_0 的左边，这时美联储还要保持 r_0 的利率水平，国民收入的缩水会非常严重；同时在货币市场，泡沫破裂时由于资产价格收缩以及对各种资产需求的减少，导致货币需求下降。在货币供给不变的前提下，LM曲线向右下方移动，于是新的均衡点的利率明显低于原均衡利率，但由于IS、LM的移动效应大小并不能完全确定，因此均衡国民收入变化并不确定。此时更为理智的做法是通过货币政策让利率下降，美联储连续7次降息很好地证实了这一点。短期内刺激经济增长，从长期来说有利于经济发展，事实上这也是美国经济调控当局所希望的。

在网络经济排除泡沫时期，虽然美联储不断地下调利率，但宏观经济还是会出现一定程度的萎缩。美国经济自2000年下半年开始增长明显减速，GDP的增长率从2000年第2季度的5.6%降到了第3、4季度的2.2%和1%，进入了一个调整时期。由于宏观经济调整相对于网络泡沫排除的滞后性，所以2000年3月就开始的网络经济调整到2001年初才显现出来。

中国网络经济的发展远远滞后于美国，当全球网络经济泡沫处于破灭期的时候，中国的网络经济才刚刚出现发展的势头。因此，网络泡沫的破灭对中国宏观经济的直接影响并不大，主要是经济运行外部环境的变化对宏观经济产生的影响。但是由于中国对外开放的进一步扩大，以及与国际市场的接轨，这一影响也是不容忽视的。特别是对以网络企业为代表的高新技术产业的影响较大，使人们对整个经济的信心下降，投资和消费下滑。中国GDP的增长率之所以仍有上升，主要是采取积极的财政政策，通过内需拉动实现的。

四、结 语

在网络经济时代，经济社会的发展离不开网络，而且随着网络经济发展速

度的加快,对经济社会发展的影响也将不断深入。从网络经济泡沫分析结果可以看到,在网络经济发展过程中网络经济特别是网络概念股存在泡沫成分难以避免的,然而通过与传统经济的融合,就能最大程度地避免经济泡沫的恶性膨胀,使网络经济稳健增长,从而推动经济新一轮高速发展。

中国网络经济的发展从整体上来看已经取得了一定的成绩,而且伴随着我国各级政府将发展网络经济作为一项战略任务,网络经济在中国的发展必将取得更大的成就。但也应看到伴随着网络经济在我国如火如荼的发展,还存在着不注重中国实际国情的超前发展趋势,这会产生严重的泡沫成分。因此,在推进网络经济发展时,应走网络经济与传统产业相结合的道路。只有这样,才能提高网络经济能力,加快网络经济发展进程,从而推动产业结构的调整,使国民经济得到快速、持续、稳定和健康发展。

参考文献:

- [1]三木谷良一. 日本泡沫经济的产生、崩溃与金融改革[J]. 金融研究,1998,(6).
- [2]陆家骝. 论泡沫经济[N]. 经济学消息报,1998-03-13.
- [3]郑海航. 日本泡沫经济考察[J]. 中国工业经济研究,1993,(12).
- [4]方东兴. 互联网当前形势浅析[Z]. <http://www.sina.com.cn>,2000-07-04.
- [5]沈玉春,沈红芳. “网络泡沫现象”引发的思考[J]. 中国软科学,2001,(2).

An Analysis of Economic Bubble of the Internet

XUE Wei-xian, FENG Zong-xian

(School of Economics and Finance, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710061, China)

Abstract: Internet bubble is the corresponding evolving form of economic bubble when the world economy has developed to the age of internet economy in which information management is regarded as the core. The paper begins with the definition of the economic bubble of the Internet, and then it analyses systemically the formation, the cause of Internet bubbles and its effects on national economy.

Key words: Internet bubble; Internet economy; Internet stock; economic analysis