

山东省政府泰山学者建设工程专项资金
山东财政学院学位点建设工程专项资金 资助
山东财政学院金融学院专项出版基金

GuoJiJinRong WeiJi Xia
ZhongGuo JinRong KaiFang WenTi YanJiu

国际金融危机下 中国金融开放问题研究

主 编 黄 磊 宿玉海
副主编 张延良 冯玉梅



经济科学出版社
Economic Science Press

山东省政府泰山学者建设工程专项资金
山东财政学院学位点建设工程专项资金 资助
山东财政学院金融学院专项出版基金

GuoJiJinRong WeiJi Xia

ZhongGuo JinRong KaiFang WenTi YanJiu

国际金融危机下 中国金融开放问题研究

主 编 黄 磊 宿玉海
副主编 张延良 冯玉梅



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

国际金融危机下中国金融开放问题研究/黄磊, 宿玉海主编. —北京: 经济科学出版社, 2010. 6

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9327 - 6

I. ①国… II. ①黄…②宿… III. ①金融事业 - 对外开放 - 中国 - 文集 IV. ①F832 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 077417 号

责任编辑: 张惠敏 杨天啸

责任校对: 王苗苗

版式设计: 代小卫 齐 杰

技术编辑: 李长建

国际金融危机下中国金融开放问题研究

主 编 黄 磊 宿玉海

副主编 张延良 冯玉梅

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

教材编辑中心电话: 88191306 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [espbj3@ esp. com. cn](mailto:espbj3@esp.com.cn)

北京中科印刷有限公司印装

787×1092 16 开 27.25 印张 500000 字

2010 年 6 月第 1 版 2010 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9327 - 6 定价: 48.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序 言

白钦先

2009年10月24日，山东财政学院和西南财经大学中国金融研究中心共同主办了“国际金融危机下中国金融开放问题”学术研讨会，我应邀参加了会议。在大会主题发言中，我围绕美国次贷危机问题分析了产生这场危机的深层次原因，讲了四个方面的启示，并介绍了自己围绕美国次贷危机的反思与启示拟研究的15个课题。因为由美国次贷危机引发的这场全球性的金融危机，实属百年罕见，它是金融的负功能、金融负外部性和“恶金融”的世纪性典型实例与案例。这是一个大平台，金融理论工作者、金融硕士博士生们将可以进行全方位的持续性研究，可以大有作为，至少可半个世纪经久不衰。

2007年4月爆发的美国次贷危机历时已三年之久，形成全球性的金融危机和全球性的经济衰退，如今看来最困难的时期已经过去，然而前景仍有很大的不确定性。过去两年多来，国内外的官方机构和学者围绕这场危机有许多报告和言论，关于这场危机的本质和实质，关于这场危机的深刻原因，我们可以从许多不同的角度去讨论、去认识。我从七个方面来揭示这场危机的实质或者是原因，概括地说：第一，我认为这场危机是美国的国家信用危机，是美国的国家道德危机，是全球性的信用和信心危机；第二，是美国的极端消费主义文化危机；第三，是市场原教旨主义理论与政策危机；第四，是过度虚拟、过度衍生的金融资源危机；第五，是全球性的实体经济与虚拟经济以及国际金融结构严重性的失衡危机；第六，是经济学、金融学的人文价值观认同危机；第七，是人类现存的某种思维方式、生产方式和生活方式不可持续发展危机。我认为我们可以从不同的视角、不同的角度去分析，这些原因有政治上的、有文化上的、有理论上的、有思想上的，有微观上的和宏观上的，

我们显然需要一种综合性的分析视角。所以我提出来在微观上从房地产开发商到房地产贷款经销商，到房利美到房地美，到投资银行、商业银行，到保险公司，到美国信用评级机构，到美国的金融监管机构，这样一个系统性的金融共谋共犯结构。他们在微观上追求利润或者收益的最大化，但是这种结构又受到美国最高行政当局、最高立法当局、最高监管当局的支持或者是纵容，这二者的配合就在一个全视角的范围内形成一种更大的共谋结构。

如今，这场危机似乎已经告一段落，但围绕这场危机的反思与启示的思考与研究却刚刚开始。我们可以进行一些必要的反思，我们可以引出一些深层的启示。

第一点启示就是广大发展中国家首先是亚洲经济体，我们看到过去两年来美欧地区危机比较严重，经济衰退也比较严重，但是亚洲至今没有金融危机，但是经济衰退相当严重。迄今为止有 145 个国家经济出现了不同程度的衰退，这种金融危机和经济衰退是不均衡的，呈现出结构性的严重失衡，可以从不同方面得到很多的启示。我认为我们发展中国家、亚洲国家应该通过这场危机，教育我们的人民以及我们的经济官员，需要确立全新的大金融观，包括现代金融意识、金融资源意识、国家金融意识、金融安全意识、金融风险 and 危机意识、反金融霸权意识、金融强国意识等。这场危机表明，以美元为中心的国际货币金融体系需要进行根本性的改革。中国人民银行行长周小川先生关于建立超国家的外汇储备的这样一个建议，我认为是击中了问题的要害，我们可以从美国总统、财政部长、国务卿在几小时之内就出来表示反对，表示不认同，看出周小川的这篇文章击中了要害。尽管我并不认为这个建议是可以在短期内实现的，它显然是一个漫长的过程，但是我认为它举起了一杆改革的旗帜，在理论上、政治上确立了一个目标，也揭露了一种荒谬。虽然这个过程是长期的，但是目标应该是明确的，操作必然是分阶段的，行动应该是谨慎的。

第二，应该建立强有力的金融监管体系。我们看到危机中几千种金融创新产品、金融衍生产品基本上是没有监管的，是场外交易，是完全放任自由的。我感到很奇怪，为什么流动性比较强、内部管理比较严的商业银行在美国有很严格的外部监管，而对于离实质经济更远、虚拟性更强、衍生性更大、风险性更大、可控性更小的金融衍生产品却没有监

管，而格林斯潘在国会的答询却顽固主张对金融衍生产品不监管。这在逻辑上是矛盾的。我认为未来全球性的金融监管体系首先要解决的是对金融衍生产品的全球性监管，要透明，这个领域要充分的透明，要做到这一点我认为也是非常困难的。在这个领域，我们现在已知道经济的、金融的全球化是西方主导的全球化，发达国家主导的全球化，尤其是美国主导的全球化，金融创新产品 90% 以上都是美国垄断的，因此美国首先对这个领域不监管才能够带来全世界对它放松不监管，所以我认为在新的监管体系中不应该再有特区，不应该再有盲区，不应该再有例外。

第三，我们现在的对策应该是“防危机、抗衰退、转模式、调结构”。一直到现在为止，中国并没有金融危机，只有经济衰退，而这个经济衰退之所以这么严重，和我们自身主要依赖国际市场的经济增长模式有关，我们对国际市场依赖度是 33.6%，而美国是 7.9%，日本是 12.4%，我们的出口对国际市场依赖的程度是美国的 5 倍，是日本的 3 倍以上，所以我们在经济衰退方面才面临比别人要严重得多的困难，所以我们要扩大投资、扩大就业，实现经济增长模式根本的转换和产业结构、经济结构的深度调整。

第四，我们需要从思维上、理论上、思想上、政策上有一些反思。我注意到北京一位著名的国际金融专家，2008 年 11 月还公开发表谈话，认为这场危机并没有人们想象的那么严重，绝大部分债券都是 AAA 级的，是问题不大的，是风险不大的。这是美国评级机构道德堕落进行欺骗所形成的假象，但却成了我们的学者认为这个危机不严重、风险不严重的证明，这就完全相反了。我觉得我们的意识，我们的思维，我们在理论上有很大的问题，这是对民众严重的误导。所以我们应该在思维上、思想上、理论上进行非常严肃的反思。

围绕美国次贷危机的反思与启示，我正在陆续研究以下 15 个主题：（1）坚持中国思维主体性，警惕中国思维美国化；（2）树立全新的大金融意识，促进全球经济金融的可持续发展；（3）反思金融到底是什么，有无边界以及边界在哪里；（4）虚拟经济、虚拟金融此一时已非彼一时，此金融已非彼金融；（5）金融共谋共犯结构与次贷危机的生成根源；（6）以美元霸权为手段实现美国国家利益最大化；（7）反对美元霸权，走强国、强金、强币之路；（8）把握国际话语权，逐步实现国际金融体制改革；（9）金融虚拟衍生的适度性及金融杠杆作用；（10）次

债危机是监管不够还是监管缺无，是疏忽还是图谋；（11）金融的人文观认同秉持与贯彻；（12）金融伦理缺失，极端贪婪和人欲；（13）关于金融衍生产品的哲学思考；（14）“防危机，抗衰退，转模式，扩大内需，调整经济结构”；（15）对信用评级机制的重新认识与定位。

当20世纪40年代中期萨缪尔森狂妄傲慢地公开宣称他已成功地将“价值判断”从经济学中排除之时，他以为是宣告了经济学金融学的一个新时代的开始；而当其后诺贝尔经济学奖项频频从数学家中胜出，这无疑既是数学的悲哀，也是经济学金融学的悲哀；进而股神巴菲特将金融衍生产品称之为“大规模杀伤性武器”，这一警告仍无法使极端崇信工具主义、技术主义并自由地疯狂追逐利润最大化的人们稍微清醒，于是，命运之神终于以这场空前的全球性危机将其击昏又再次击醒，并宣告了萨氏那个排除了人文价值观判断的“新时代”的终结。

经济学研究资源的有效配置，而其前提是资源的稀缺性，结论肯定应该是告诫人们珍惜资源，应该是提倡节制；可当代经济学怎么会是鼓吹人类无节制的疯狂消费，这前后的矛盾揭示出某种荒谬、反逻辑、反理性、反文化的危机。

假如人类还不准备彻底放弃对财富的贪婪追逐、极端的人欲与疯狂的消费，犹如当前那样，危机刚过，就迫不及待地一切照旧，依然故我：一切旧的游戏规则、法规制度、天价年薪、高管的绝对权力、金融监管的装聋作哑不作为、信用评级的国家及国际垄断、金融伦理的缺失……不思悔改、不思变革、不知节制、不知敬畏、我行我素、为所欲为，那么可以肯定的是下一次更大的危机正在累积，终将到来，不用怀疑，绝无侥幸。

以上是我围绕美国次贷危机问题所拟进行的一些研究思考，谨以此代序。

2010年5月

编 委 会

主任委员：袁一堂 刘锡良

副主任委员：王玉华 蔡好东 黄 磊

委 员：袁一堂 刘锡良 王玉华 蔡好东
黄 磊 刘瑞波 李来胜 宿玉海
张延良 冯玉梅 安起光 孙秀清

目

录

金融虚拟化与金融共谋共犯结构

- 对美国次贷危机的深层反思 白钦先 谭庆华 (1)
- 全球金融危机对我国对外贸易影响的定量分析 陈学彬 徐明东 (13)
- 金融创新保障制度体系的构建问题 黄磊 (33)
- 国际金融危机下中国企业对外直接投资进入方式的博弈分析 宿玉海 聂左玲 (39)
- 次债危机对我国股市的跨国风险传染
 - 美国、日本、中国香港与沪深 A、B 股的证据 胡金焱 冯金余 (47)
- 区域金融服务山东半岛蓝色经济区建设的几点建议 张志元 (61)
- 积极应对, 化危为机
 - 国际金融危机对中国的影响 王益民 (63)
- 当前经济形势下央行货币政策取向分析 张延良 王冬冬 (70)
- 第三方担保制度能解决中小企业融资难吗? 洪正 (79)
- “言”、“行”、人民币实际汇率制度弹性与
 - 宏观经济绩效 (1954 ~ 2008 年) 刘晓辉 陈峥嵘 于波 (101)
- 金融危机下国际资本市场竞争新格局与我国的对策 冯玉梅 (121)
- 东亚货币合作内生性标准的检验
 - 贸易与经济周期相关性的关系 崔晓燕 (131)
- 以全球金融危机为背景再议国际货币政策协调问题 张晶 (143)
- 中国股票发行市场的有限开放问题研究 黄方亮 何双 (155)
- 金融危机中对金融外部性的研究 主父海英 (162)
- 农业融资困境与金融市场开放 付红 (174)
- 人民币国际化与人民币汇率长期走势 吴骏 王瑾瑾 赵娜 (183)
- 基于 DEA 的我国商业银行经营效率评价 郑萌萌 张雪梅 (192)
- 全球金融危机下的中国金融安全维护策略 刘中文 冯群 (201)
- 基于改进的 BP 神经网络对我国 2009 年 CPI K 行定量分析 刘向荣 孙红英 (209)

发展 ABS 融资模式 解决地方政府资金缺口问题	宋琳 (217)
从美国金融危机看对金融创新的监管	柏宝春 李强 (223)
危机背景下主权财富基金投资分析	
——以中投公司为例	崔越 (230)
国内上市公司“套期保值”巨亏的原因与对策	孙建全 (237)
次贷危机背景下的美元走势分析	刘刚 (243)
从美国次贷危机看金融创新与监管的关系	杨建平 (255)
层次分析法在风险评估中的应用	魏登波 林笑笑 刘晓潮 (262)
国际金融危机对全球 FDI 的影响与我国的对策	李兵 姬锦霞 (269)
当前金融危机下商业银行全面风险防控策略研究	赵雪飞 毕新华 (275)
全球金融危机下中国外汇储备安全性探讨和对策研究	王烽 张令骞 (282)
应对危机:刺激消费比刺激投资更重要	彭耀桃 (291)
浅析金融危机背景下人民币的国际化	李杨 (298)
农信社效率评价方法的比较、选择与改进	刘勇 王伟 熊学萍 (308)
金融危机对我国资本市场发展创新启示	刘金勇 (319)
金融产品创新安全保障与监管问题的再思考	温莘芯 (326)
开放条件下我国商业银行竞争力研究	杨伟伟 (332)
金融业开放与国家金融安全	刘桂英 (340)
浅析中国资本项目自由化	王晓艺 (346)
中国银行业对外开放中的竞争力分析	杨小波 (356)
国际金融危机的传染渠道及评价	谢静 (362)
我国外汇储备与 CPI 波动动态传导机制研究	顾朝晖 (367)
中国银行业对外开放中的竞争力分析	秦国婧 (374)
人民币实际有效汇率变动影响就业的实证分析	李晓峰 钱利珍 (380)
浅谈中国农业银行海外战略投资者的引进	
——借鉴已上市四大行的经验	杜建 李力 (399)
金融危机背景下影响中国金融控制的因素分析	朱相平 宋帅 (406)
外资并购对我国上市公司竞争力影响的实证研究	段豪杰 胡文浩 刘秀玲 (414)

金融虚拟化与金融共谋共犯结构^①

——对美国次贷危机的深层反思

白钦先 谭庆华^②

内容提要：美国次贷危机只是某种表现与表象，而非本质与实质，只是结果而非原因。金融虚拟化为次贷危机形成埋下了伏笔，在诸多表象的背后有更加深刻的根源，美国体制性系统性“金融共谋共犯结构”才是次贷危机形成的真正深刻原因。这场危机戳穿了“美国信用度最高、金融体系最优、金融监管最严”的神话，尖锐地提出金融到底是什么、金融有无边界和金融能否可以被人为地不断虚拟、包装、扩张而不受惩罚这样三个严肃的问题，在日益复杂的全球性经济金融矛盾与博弈中彰显确立中国国家思维自主性和主体性的紧迫，并呼唤全民族全新金融意识的树立与提升。

关键词：次贷危机；金融虚拟化；金融共谋共犯结构

美国次贷危机的影响仍在持续，全球经济在各国政府的强力政策刺激下逐步显现出企稳回升态势，但到底在多大程度上是实体经济的真正复苏却仍然是一个未知数。近期迪拜债务事件引发全球金融市场大幅波动，表明现在还远远未到宣布走出衰退的时候，由美国次贷危机所引发一系列连锁影响还在不断积累和持续暴露。我们有必要对这场危机进行深刻反思，其影响可以与20世纪30年代大萧条相提并论，但在本质上却有所不同。这场危机实质上是美国的国家信用危机、国家道德危机及全球性信用与信心危机；是美国极端的消费主义文化危机；是市场原教旨主义经济理论与政策危机；是过度虚拟、过度衍生的金融资源危机；是全球性实体经济与虚拟经济及国际金融的严重结构性失衡危机；是经济学金融学的人文价值观认同危机；是人类现存思维方式、生产方式与生活方式的不可持续发展危机。在对现有文献进行梳理分析基础上，本文认为，金融虚拟化为次贷危机形成埋下了伏笔，美国体制性系统性“金融共谋共犯结构”才是次贷危机形成的真正深刻根源，而在这一共谋共犯结构背后则是美国国家利益与战略的需要与贯彻。

① 本文是自然科学基金项目“虚拟经济与金融虚拟性”（70573042）及国家社科基金重点项目（07AJY014）的标志性成果。从2007年10月开始，历时近两年，期间伴随若干调研与讨论，几易其稿，经多次修改补充终成是文。

② 白钦先，辽宁大学国际金融研究所所长，金融学教授，博士生导师，国务院第四届、第五届学位委员会应用经济学学科评议组成员，中国金融学会、中国国际金融学会常务理事。谭庆华，中国建设银行授信管理部，经济学博士。

一、研究现状简要回顾

所谓次贷危机就是由美国次级住房抵押贷款泛滥及其市场违约率上升所引发的相关证券市场以至整个金融体系出现功能性障碍的紧急状态。截至目前,有关次贷危机的研究文献相当丰富,研究角度多种多样,思考层次不断加深。关于次贷危机发生的原因,主要有如下三种视角:

(一) 业务流程视角

业务流程视角就是从次贷业务的基本流程去分析次贷危机发生的原因。次贷就是一些贷款机构向信用程度较差和收入不高的借款人提供的住房抵押贷款^①,在一定意义上可以被视为一种市场创新,它既解决了部分低收入者的住房问题,也为金融机构(包括抵押贷款经纪商、贷款公司、投资机构等)带来了丰厚利润,“仅仅”从当时来看的确是一种“多赢”的帕累托改进。但在业务流程中放弃审慎原则,降低贷款标准,使该行业风险不断累积;次贷只是将风险押后,高成本地提前透支无风险收益;金融产品创新在促进次贷业务迅猛发展的同时,也使次贷业务发展过程中的道德风险日益突出^②。次贷业务不断吸纳各种风险并不不断地将风险向整个金融体系扩散,名义上、表面上的风险分散、风险转移和风险抵押后,都是以未来风险加大甚至系统风险累积提升为代价的。按照科斯理论,产权不明确必然导致无效的交易;而未来风险和系统风险的“产权”相对模糊,并没有明确的监管要求或者有但未能尽职,必然导致对未来风险和系统风险的无效滥用。

(二) 外部环境视角

外部环境视角就是从次贷业务所处环境分析次贷危机发生的原因。如果前面的业务流程视角是分析次贷危机形成的内因,那么外部环境视角就是分析次贷危机形成的外因。现有文献主要讨论了两个方面:(1) 利率提高与房地产价格下跌。朱颖和李配(2008)认为直接导致次贷危机爆发的原因是美国房价泡沫的破灭和利率上升。利率提高导致次贷借款人的付息成本上升,借款人违约率上升;房地产价格下跌导致抵押品价值下降,部分贷款资产变为负资产,而且该趋势具有自我强化趋势。这也是次贷业务看似完美的“风险分散机制”存在的致命弱点,无法抵御

^① 这里所说的信用程度较差和收入不高在美国一般是指 FICO 评分低于 620 分的客户。信用评分的目的是提供一种可以处理大量信贷申请的工具。1956 年,工程师 Bill Fair 和数学家 Earl Isaac 成立了 Fair Isaac 公司,共同发明了著名的 FICO 评分方法,但直到 20 世纪 80 年代随着信息技术的广泛应用, FICO 评分方法才开始逐步推广。目前,美国著名的三大信用管理局即 Experian, Equifax 和 Trans Union 都使用 FICO 评分方法,每一份评估报告上都附有 FICO 信用评分。

^② 详细讨论可以参见理查德·比特纳(2007)、陈宪和王晓琴(2008)等。

系统性风险的冲击；这种弱点也就是提前透支未来无风险收益的高成本。（2）美国社会的高消费与低储蓄。李石凯（2007）通过对美国经济运行相关数据，尤其是美国楼价、利率和储蓄率的变动进行分析，认为造成美国次贷危机的根本性原因在于长期以来美国不断下降的储蓄率，低储蓄率导致美国居民无法承受任何经济风险。张纯威（2008）对美元国际循环由金融渠道投放、贸易渠道回流转化为贸易渠道投放、金融渠道回流的分析也进一步支持了这种观点。

（三）理论抽象视角

前面分别从内因和外因角度分析了次贷危机形成的原因，着重于直接的表面现象。但随着研究的不断深入，分析不再局限于表面现象，而逐步从更深层次更本质角度进行分析。例如孟辉、伍旭川（2007）认为，以资产证券化为代表的金融创新工具被过度滥用，导致市场约束机制的失灵为此次危机埋下了伏笔；黄小军等（2008）已经提到“有许多问题是金融市场创新的产物……这次次贷危机中重创金融机构的不仅是宏观经济外部环境，更主要的是金融业亲手创造却无法驾驭的产品自身，以及金融机构风险管理缺陷等微观层次、结构性因素”。另外，随着金融衍生产品的创新与使用，金融体系变得日益复杂，各种信用关系不断延伸与交织，使信息不对称与金融市场脆弱性、盲从性等问题更加突出。但目前的理论抽象视角侧重于对微观的具体的金融行为的分析，缺乏对金融本质、金融功能以至金融理论的系统反思。

二、金融虚拟化与金融功能迷失陷阱

在前面的文献梳理中，我们已经初步认识到，由金融产品创新所主导的金融虚拟化为次贷危机发生提供了基础条件。次贷危机之所以发生以及产生如此巨大的影响，其基础条件是金融虚拟化所导致的金融资产价值急剧膨胀、信用关系高度复杂化、金融体系日益成为一个牵一发而动全身的整体以及金融虚拟化过程中的金融功能迷失。

（一）金融虚拟化的内涵

在当前经济金融化和经济虚拟化迅猛发展的过程中，金融虚拟性（或金融虚拟化）问题逐步凸显出来，在一定程度上很可能是虚拟经济研究的突破口^①。根据白钦先和徐爱田（2004）的研究，金融虚拟性是指金融尤其是金融上层超越于实体经济界限的规范性、本质性特征，从静态角度看是金融工具的市场价值超越于其

^① 关于虚拟经济与金融虚拟性的关系讨论可以参见白钦先和常海中（2008）第1页。

自身实体价值以及其作为权益凭证所代表的实体价值的特性,从动态角度看是金融工具独立于实体经济的运动。金融虚拟化即是对金融虚拟性的动态考察,是指没有实体经济交易基础的金融资产创造与交易的过程,是金融相对独立于实体经济运行的基础。金融虚拟化包括如下几层涵义:(1)在价值行为上,金融虚拟化过程并不以实体经济交易为基础,即没有实体经济交易发生而进行的金融资产创造与交易。(2)在价值表现上,金融虚拟化过程意味着金融资产价值远远超过实体经济价值,是对实体经济在价值上的膨胀“虚拟”。这里的价值膨胀“虚拟”要通过杠杆效应和叠加效应来实现^①。(3)在相关性上,金融虚拟化过程意味着金融资产交易(或金融工具运动)与实体经济交易不具有直接相关性,金融虚拟化的金融资产创造和交易是以“虚拟”的实体经济交易甚至纯粹的金融资产交易为基础的,而且随着经济金融化的深入发展,金融日益独立于实体经济运行。

当然,上面关于金融虚拟化内涵的讨论仍然是较为抽象的,结合具体金融实践来观察,需要区分金融虚拟化与金融创新之间的关系。一般而言,金融创新是金融虚拟化不断发展的基础,例如正是有了资产证券化、信用衍生产品等金融创新,才使金融虚拟化发展到现在如此登峰造极的程度;但并不是所有的金融创新都属于金融虚拟化,例如次级住房抵押贷款的出现也是一种金融创新,但并不是金融虚拟化。对于贷款、证券化(MBS/ABS)、CDO、CDO平方立方、CDS等这样一个金融产品系列而言,金融虚拟化程度逐步递增;但在具体金融实践中,最常见的金融虚拟化方式包括金融期货期权、贷款证券化、担保债务权证、互换等。

(二) 金融虚拟化的效果

为全面考察金融虚拟化所产生的效果,下面选择在次贷危机中扮演了至关重要角色的担保债务权证(Collateralized Debt Obligations, CDO)进行说明。目前对于CDO并无明确定义,但具有如下公认的典型特征:(1)CDO是一个典型的证券化(Securitization)过程;(2)证券的级别一般包括优先级(Senior Tranch)、中间级(Mezzanine Tranch)和股权级(Equity Tranch),遵循一定的现金流分配规则或损失承担规则;(3)CDO证券一般而言不是由发起人直接发行的,而是由发起人成立的特别目的载体(SPV)发行,以实现与发起人之间的风险隔离(张明, 2008)。由此可见,发行CDO证券依托于一系列信贷资产构成的资产池,不以任何实体经济交易为基础,是一个典型的金融虚拟化过程。

1. 金融虚拟化导致金融资产价值急剧膨胀。根据前面对金融虚拟化内涵的讨论,金融资产价值急剧膨胀是金融虚拟化的应有之义。对发行CDO证券而言,除

^① 杠杆效应主要是金融产品杠杆交易所导致的金融资产价值膨胀“虚拟”,叠加效应主要指没有实际经济交易基础的金融产品创造与交易过程中所产生的价值叠加起来以后就是膨胀“虚拟”的。

原有的信贷资产外,又新产生了 CDO、CDS (Credit Default Swap)^① 等金融创新产品。对完全融资合成型 CDO 而言^②,发行 CDO 证券的面值与原有信贷资产价值相等,而 CDS 作为转移信用风险的合同这样一种金融创新产品,在杠杆效应的作用下将大大扩张发行 CDO 这一金融虚拟化过程所对应的金融资产价值。

2. 金融虚拟化导致信用关系高度复杂化。对不完全融资合成型 CDO 而言,其中参与者包括发起人、SPV、超优先级投资者、一般投资者。发起人针对资产池的信用风险,订立两个次序不同的 CDS 合同,发起人作为保险买方;SPV 以签订的 CDS 合同为基础发行各级 CDO 证券;SPV 将销售 CDO 证券得到的收入投资于一个独立的抵押资产池;如果参照实体(资产池中信贷资产的借款人)没有违约,SPV 将利用 CDS 保费以及抵押资产池产生的现金流向证券投资者支付利息,如果参照实体违约,SPV 将利用抵押资产池产生的收入或者利用出售抵押资产池中无风险资产的收入向发起人进行赔偿;当 CDO 证券期限届满时,SPV 出售抵押资产池中所有资产向投资者支付本金。其中超优先级投资者与一般投资者,以及一般投资者中购买不同级次 CDO 证券的投资者,均按照现金流分配规则和损失承担规则获取相应的收入和承担相应的损失。由此可见,发行 CDO 证券导致信用关系高度复杂化,对于数量众多的投资者个体而言,根本难以理清其中的关系,也不掌握充分的信息。信息不对称问题在金融虚拟化过程中变得更为严重,直接后果就是金融产品定价更加依赖于外部评级机构。这既是金融虚拟化的组成部分,也是金融虚拟化的必然结果。

3. 金融虚拟化导致金融体系日益成为“金融核动力源”。之所以称为“金融核动力源”主要是强调在当今各国资本市场高度相关与真正全球化的条件下,全球金融体系日益成为一个牵一发而动全身的整体,就像原子弹等核武器一样,不仅通过原子裂变依次传导,而且能量巨大威力无穷。随着金融虚拟化的不断深入发展,众多金融市场乃至全球金融体系日益成为一个联系紧密的整体,牵一发而动全身。例如发行 CDO 证券将原本在银行资产负债表内的资产转移到表外,使表内外资产之间界限日益模糊、关系日益紧密;而且通过发行 CDO 证券,使信贷业务风险与 CDO 证券市场风险相互联系,加之各种证券市场在资金方面和市场信心方面的密切相关性,使整个金融体系联系在一起,成为“一损俱损、一荣俱荣”的共生体。

前面分析了金融虚拟化所带来的主要效果,上述三方面效果为次贷危机发生提

① 信用违约互换(CDS)是一种使信用风险从其他风险类型中分离出来,并从一方转让给另一方的金融合约。CDS 所保护的买方定期支付固定金额或前期费用给保护提供方作为交换,一旦发生作为第三方参照信用违约的情况,卖方将向买方进行支付或有偿付款。

② 按照证券化防范(或技术)的不同,CDO 可以划分为现金型 CDO、合成型 CDO 和混合型 CDO,这里主要是为了说明金融虚拟化的效果,故选择了一种合成型 CDO 进行说明。关于 CDO 类型特征的详细讨论可以参见张明(2008a)。

供了基础条件。金融虚拟化导致金融资产价值急剧膨胀为次贷危机提供了数量基础，金融虚拟化导致信用关系高度复杂化为次贷危机提供了强化机制，金融虚拟化导致金融体系日益成为一个整体为次贷危机提供了扩散机制。可见，金融虚拟化的不断深入发展相当于制造了一颗威力巨大的原子弹，而且也提供了众多“触发装置”，次贷市场违约率上升只是众多“触发装置”中的一个^①。由此再次证明了，以金融虚拟化为主要内容的经济金融化在提高微观资源配置效率的同时，也大大累积与提升了整个金融体系的系统性风险。

（三）金融功能迷失陷阱

理论与直觉告诉我们，金融虚拟化应该是对金融产品的丰富，是对金融发展深度与广度的拓展，金融市场也变得似乎更为有效，资源配置效率也似乎在不断提高。那么，为什么随着金融虚拟化的不断发展还会出现次贷危机？从理论角度来看就在于当前金融理论发展进入了“金融功能迷失陷阱”。所谓金融功能迷失陷阱就是指金融理论在发展过程中逐步丧失了对金融功能（尤其是金融的资源配置功能）的努力追求，而陷入为了创新而创新、为了理论而理论、为了模型而模型的轮回中不能自拔，以至于我们自己都不清楚金融创新到底是为了什么、金融发展到底是为了什么。一旦金融理论发展陷入金融功能迷失陷阱，就难免会偏离科学的轨道，误入歧途，甚至于迷失方向。就好像我们现在对改革进行反思，在改革取得巨大成就的同时，我们也发现自己逐步陷入为改革而改革、将改革的真正目的弃之不顾的境地。当前金融理论在西方经济学“经济人”的经典假定下显得十分完美和精致，对每个个体而言都是充分理性的，但个体理性的集合并不一定就是集体理性，更可能的是集体谬误。如何解决个体理性的集体谬误，当前理论界尚未给出有力的回答；但这又是必须解决的问题，否则理论便失去了存在的意义。与此同时，“金融功能迷失陷阱”还存在另外一层涵义，那就是仅仅迷恋于金融正向功能研究而忽视漠视金融负向功能研究（白钦先、谭庆华，2006），对现实存在的金融负向功能因种种原因而从研究视野中剔除。正是金融理论研究陷入“金融功能迷失陷阱”，金融实践也出现了相应偏差，具体表现就是金融资产过度膨胀、信用关系过度复杂、金融系统性风险不断累积提升、金融过度虚拟化。

三、美国体制性系统性“金融共谋共犯结构”

在前面的分析中，由金融产品创新主导的金融虚拟化在推动次贷业务迅猛发展的同时导致道德风险凸显。而道德风险本身就隐含着为特定目的的“共谋串通”、

^① 当然，触发装置并不一定从金融虚拟化而来，即使是传统的金融产品在一定条件下也可能成为触发装置。

“合作共赢”的极大可能性，在合适的环境与条件下可能性就会转化为现实。对美国体制性系统性“金融共谋共犯结构”的考察就会初步发现这种现实。

金融虚拟化为次贷危机提供了基础条件，金融功能迷失陷阱的存在则为金融过度虚拟化提供了初步的理论解释。那么，是不是就仅仅到此为止？原美国驻华大使芮效俭在谈论次贷危机时说道“美国经济搞成这样，美国金融专家都到哪儿去了，那些美国经济监管者，应该受到指责”，另外“股神”巴菲特也指出“次贷危机是美国金融业自己酿造的一杯毒酒，他们不仅自己喝，还让别人来分享”（周世俭，2008）。以上观点表明，次贷危机的形成是美国相关金融机构积极参与推动、经济金融监管当局放任纵容甚至鼓励的结果，也即存在一个体制性系统性“金融共谋共犯结构”。

下面是简单的示意图，该图中存在四个层次：（1）第一个层次是金融监管当局及其贯彻执行的美国国家战略与利益最大化的政策目标，金融监管当局对整个金融市场的参与者、金融产品创造与交易过程进行全面监督，注意这里的金融监管当局不仅仅包括一般意义上的监管机构例如美联储，也包括相关立法机构例如国会；（2）第二个层次是金融市场参与者之间的关系传导，表明金融市场最主要的目的是实现资金盈余者（投资者）与资金赤字者（借款人）之间的资金融通；（3）第三个层次着重从金融产品角度展示了次级抵押贷款及相应金融产品的创造交易过程；（4）第四个层次列示了在次级抵押贷款及相应金融产品创造与交易过程中所涉及的主要其他中介机构，例如信用评级机构、风险担保保险机构等（如下图所示）。

