

2009年

经济与贸易评论

第③辑

Review of Economy & Trade

柳思维：市场道德整体性缺失与美国金融危机的思考

巨荣良：竞争合作范式与企业组织网络化发展

易先忠：如何促进研发驱动型经济增长——R&D补贴还是创新型技能培育？

欧阳文和、高政利、李坚飞：管理能力、公司控制权弱化与公司绩效的相关性——来自民营ST企业的证据

靳环宇：慈善家的行为主义政治学——以晚清义赈组织为例

傅元海、毛政相：我国FDI的利用质量评价

Nicolai J. Foss Peter G. Klein 著/李陈华 译：企业家能力与企业理论：相得益彰？

零售上市公司最新排名：美国、英国、加拿大

国际学术动态

科学观察



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press

2009年

经济与贸易评论

第③辑

Review of Economy & Trade

主 编 柳思维
副主编 李陈华



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press

图书在版编目(CIP)数据

经济与贸易评论·第3辑/柳思维主编. —成都:西南财经大学出版社, 2009. 10

ISBN 978 - 7 - 81138 - 552 - 6

I. 经… II. 柳… III. ①经济发展—文集②商业经济—经济发展—文集 IV. F210 - 53

中国版本图书馆CIP数据核字(2009)第189775号

经济与贸易评论·第3辑

主 编:柳思维

副主编:李陈华

责任编辑:李霞湘

封面设计:杨红鹰

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街55号)
网 址	http://www.bookcj.com
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
印 刷	四川森林印务有限责任公司
成品尺寸	180mm × 255mm
印 张	11.5
字 数	215千字
版 次	2009年10月第1版
印 次	2009年10月第1次印刷
印 数	1—1500册
书 号	ISBN 978 - 7 - 81138 - 552 - 6
定 价	26.00元

1. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。
2. 版权所有,翻印必究。
3. 本书封底无本社数码防伪标志,不得销售。

《经济与贸易评论》编委会

编委会主 任 欧阳峤 唐未兵

编委会副主任 柳思维 李陈华

学 术 委 员 会 (以汉语拼音为序)

蔡继明 (清华大学)

陈启杰 (上海财经大学)

陈文玲 (国务院研究室)

陈晓红 (中南大学)

陈甬军 (中国人民大学)

谷克鉴 (中国人民大学)

洪 涛 (北京工商大学)

胡祖光 (浙江工商大学)

黄少安 (山东大学)

纪宝成 (中国人民大学)

纪良纲 (河北经贸大学)

赖明勇 (湖南大学)

马龙龙 (中国人民大学)

冉光和 (重庆大学)

宋 则 (中国社会科学院)

王德章 (哈尔滨商业大学)

文启湘 (西安交通大学)

夏春玉 (东北财经大学)

谢志华 (北京工商大学)

徐从才 (南京财经大学)

组 织 单 位 湖南商学院经济与贸易发展研究院
湖南省现代流通理论研究基地

目录

市场道德整体性缺失与美国金融危机的思考	柳思维 (1)
竞争合作范式与企业组织网络化发展	巨荣良 (16)
如何促进研发驱动型经济增长	
——R&D 补贴还是创新型技能培育?	易先忠 (26)
管理能力、公司控制权弱化与公司绩效的相关性	
——来自民营 ST 企业的证据	欧阳文和 高政利 李坚飞 (51)
慈善家的行为主义政治学	
——以晚清义赈组织为例	靳环宇 (65)
我国 FDI 的利用质量评价	傅元海 毛政相 (92)
企业家能力与企业理论：相得益彰?	
..... Nicolai J. Foss & Peter G. Klein 著/李陈华 译	(116)
零售上市公司最新排名：美国、英国、加拿大	(140)
国际学术动态	(153)
科学观察	(176)
科研产出的国家/地区排名：1999—2008	(176)
美国经济学研究机构（大学）影响力 5 强：2001—2009	(177)
全球最近 10 篇热点论文（经济学与工商管理）：2005—2007	(179)
金融市场波动研究前沿（Research Fronts）的核心论文	(180)

市场道德整体性缺失 与美国金融危机的思考

柳思维

摘要：由次贷风险引发的美国金融危机是一次深刻的市场道德整体缺失危机；新自由主义主导下的政府监管失误加剧了美国金融市场道德的整体缺失；虚拟资本市场链条化趋势及美国虚拟经济泛滥是金融市场道德缺失的基础；道德救市与经济救市必须同时并行。

关键词：市场道德；整体缺失；金融危机；思考

2009年2月3日温家宝总理访英期间在剑桥大学的演讲中精辟地指出：“有效应对这场危机，还必须高度重视道德的作用。”“道德缺失是导致这次金融危机的一个深层原因。”^①反思美国金融危机对我国经济发展的一个重要启示就是要重视道德的作用，特别是市场参与主体的职业道德，这是维系市场经济健康发展的一个重要基础。本人曾对中国商品市场的造假贩假的道德缺失进行过系统研究^②。而美国金融危机不只是传统意义上的经济危机，更是一场深刻的道德危机，是在一系列条件作用下金融市场道德整体缺失的危机。本文特对此探析。

作者简介：柳思维（1947-），男，湖南岳阳市屈原行政区人，湖南商学院教授、学术委员会主任、经济与贸易发展研究院院长，中南大学博士生导师，湖南省人民政府参事，湖南省院士专家咨询委员会委员，liusw@vip.163.com。

① 资料来源：<http://cpc.people.com.cn/GB/64093/64103/8746944.html>。

② 1996年以来我先后在《光明日报》、《经济动态》、《消费经济》等报刊陆续撰文探讨商品市场的造假贩假问题。

一、美国金融危机的传递与金融市场 道德的整体缺失

现代虚拟资本市场的运转必须靠道德信用链条的维系，虚拟资本市场的当事人只要互相守信，在资金流动的每一个环节都互相按合同或契约的规定及时支付与结算，资金的循环流动也就能带动整个市场正常运转。但这只是一种最好的假设，问题是现代市场下的逐利动机可能会驱使当事人丧失道德底线而放纵自己的市场行为，这样虚拟资本市场就可能会成为一匹脱缰的野马。因为一旦资金运动的某个环节遇到麻烦，关联性的危机传递就会不期而至。美国金融危机的爆发与传递，便是因基础房地产贷款市场信用破裂而引起的资金支付及资金流动性危机。

2007年2月以后，受美联储为抑制房地产过热连续13次调高银行利率的影响，美国一批次级贷房地产贷款者由于无法按期还贷，美国房地产次级抵押贷款市场出现了最初的支付危机，导致以次级按揭贷款为基础的证券（如次级MBS债券）及这些证券派生的各种金融衍生产品严重贬值，并引发以这些金融资产为抵押向银行以15~30倍杠杆贷款的各种基金只能变卖资产以缓解向银行还债的压力，金融资产的恐慌性抛售导致了金融市场的流动性危机，并反过来进一步引发金融资产价格暴跌，商业银行出现大量坏账。

银行的坏账及流动性危机又引发了以柜台交易为中心的“信用违约掉期”（CDS, Credit Default Swap）等金融衍生品市场危机。“信用违约掉期”是持有金融资产的机构用以转让和剥离违约风险的一种工具，完全是柜台交易，没有中央清算系统和集中交易的报价系统，没有准备保证金要求。在银行坏账及流动性危机影响下，美国资本市场中的企业债券、资产抵押债券（ABS），包括信用卡、汽车贷款、学生贷款、消费贷款以及按揭抵押债券（MBS）等全面出现了信用违约的危机，而且规模很大。美国垃圾债券的比例2007年高达40%，信用违约掉期交易的规模5年内从1万亿美元膨胀到62万亿美元。“信用违约掉期”交易危机所产生的金融突变破坏性远远大于银行的支付危机，并冲击了整个世界金融市场。

通过对美国金融市场危机连续传递的分析，我们可以看到，由次贷危机引发的整个美国金融市场的危机与传统意义上的经济危机有明显不同。资本主义传统经济危机都是由资本主义制度基本矛盾导致的商品生产过剩危机，即在资本主义私有制的基础上，资本家追求利润最大化而不断扩张生产与劳动群众有效需求相对不足而引发的。美国金融危机的根源仍然是资本主义经济制度的基本矛盾，除

此外，更为复杂的是金融市场行为主体的道德缺失与道德危机加剧了这一矛盾的爆发。美国房地产次贷市场的信用危机以及由此派生的一系列金融衍生品流通中的信用危机一方面是政府在市场监管方面失误造成的，另一方面更深层的原因则是金融市场和虚拟资本市场的投机商的道德缺失。如果在虚拟资本市场，造假者只是单个的操盘手或单个的机构，所出现的信用危机还不可能全面性的，而美国金融市场却出现了普遍的金融机构道德缺失与道德堕落。产品过剩是一种经济危机，道德缺失是一种精神危机，而美国金融市场金融衍生品供给的过剩与泛滥，是经济危机与道德危机交织渗透的结果。

市场经济的天然缺陷之一是微观主体追逐自身利益最大化可能损害他人或社会的利益。因此，只要有市场存在，就会有微观主体的不当交易行为，但如果这种不当交易行为只是单个主体所为，所造成的损失与危害就只是局部性的。而如果所有市场活动的主体在同一时间内都把追逐自身利益最大化的行为置于一种道德缺失的前提下，则会酿成整个市场的危机。美国由次贷问题引发的这样一场大危机正是金融市场、虚拟资本市场整体性道德缺失所致。由于金融市场主体的整体道德缺失，美国金融市场形成了一环套一环的造假泡沫链条，从最基础的信用产品——抵押贷款市场开始，次级住房贷款贷给了低信用和没有信用的人，并且附加了零首付等加大信用风险的优惠条件，从而制造了一个巨大的基础信用泡沫，在此基础上派生出了长长的一串金融衍生品泡沫及衍生品金融资产价格泡沫，金融衍生品交易的泛滥又引发了虚拟资本市场的价格泡沫及市值泡沫，由于虚拟金融产品的价格大大背离了真实资产的价值，畸形的造假必然会使金融资产价格泡沫链条最终破裂。

而参与制造美国金融资产价格泡沫链条的正是华尔街的投资银行、商业银行、资信评估公司等一批美国著名的金融服务机构。金融衍生品的价格泡沫和市值泡沫的形成正是一批投资银行利用巨大的杠杆交易不断放大资金泡沫所致，以在美国次贷危机中倒闭的凯雷基金为例，其资本金只有6亿多美元，却将管理的资产放大到200多亿美元，杠杆率高达32倍。所谓杠杆率就是一个公司资产负债表上的风险与公司资产之比，杠杆率越高风险越大。随着美国金融创新的加速发展，近年来美国华尔街五大投资银行的杠杆率都大大上升，如排在投行第三位的美林公司杠杆率由2003年的15倍飙升至2007年28倍，处于投行一、二位的高盛、摩根士丹利的杠杆率也上升到28倍、33倍，至于另两家投行雷曼兄弟、贝尔斯登杠杆率也很高。这样高的杠杆率使投资银行本身随时处于火山之上，只要金融衍生品的市场价格出现下降，公司便会出现巨大的流动性风险。玩火者最先总会烧到自己。2007年6月，美国金融危机初始阶段第一个破产倒闭的华尔街第5大投资银

行贝尔斯登公司旗下两只基金便是次级抵押债券严重亏损所致。2008年3月14日贝尔斯登公司被摩根大通银行收购,贝尔斯登公司消亡,成为华尔街五大投行中第一个倒闭与消失的。^①2008年9月15日又是一个黑色的星期一,道琼斯30种工业股票平均价格指数比前一个交易日下跌504.48点,跌幅达4.42%,创“9·11”以来的最大单日跌幅,同一天有158年历史的华尔街第四大投资银行雷曼兄弟公司申请破产保护,第三大投资银行美林公司被美国银行收购。2008年9月21日华尔街第一、二大投资银行高盛和摩根士丹利由美联储批准转为银行控股公司。^②至此,美国华尔街最著名的五大投资银行全部消失。这五大银行的一起倒台也是这次美国金融危机的一个突出表现与特征。

但是华尔街五大投行的消失并不能代替对华尔街金融精英以及整个美国金融机构道德缺失的批判,因为他们将金融风险转嫁到了全世界各地,他们失信缺德种下的苦果却让更多的人来吞食。从整体和系统来看,美国金融机构的道德缺失具体表现在:

(1) 商业银行追求自身利益,任意扩大高风险住房按揭贷款规模。美国住房按揭贷款分成三大类:一是优质按揭贷款市场,面向信用分数660分以上、信用等级高的优质客户,多用15年或30年的长期固定利率;二是“ACT-A”贷款,面向信用分数在620分~660分的中等信用客户;三是次级贷款,面向信用分数在620分以下的收入证明缺失、负债较重的人。上述三类住房贷款中,“ACT-A”贷款及次级贷款的风险高,尤其是次级贷款风险高,原本对贷款者都有严格要求,但在房地产业热及高利率回报的诱惑下,商业银行为刺激低收入或无收入者买房,放宽了次贷门槛,并以创新名义推出无本金贷款、3~7年可调整利率贷款等新的贷款产品吸引低信用者买房。从2003年算起,美国“ACT-A”和次级贷款总额超过了2万亿美元。2001年全美次级住房抵押贷款的25%贷给了无收入证明的借款人,2006年这一比例上升到45%,一批无收入来源的美国老太太与没有职业收入的新移民得到次贷买了房。但次贷市场风险是巨大的。商业银行明知这批低信用的贷款产品风险巨大,却又将次贷从自己资产库中推销到信托机构、证券公司、抵押贷款等债券经营商手中,将风险转让给别人,如同将污染从河流的上游推向下游。

(2) 商业银行与信托、证券、抵押贷款机构等合伙造假,将低信用次贷产品证券化为次级债券,在债券市场推销。资产证券化是美国金融创新的一项重要形式。早在1970年美国吉利美公司(Ginnie Mae)就首创了世界上第一个按揭抵押

① 孙飞,赵文锴.金融风暴启示录[M].北京:新世界出版社,2008:9~10.

② 孙飞,赵文锴.金融风暴启示录[M].北京:新世界出版社,2008:10.

债券 MBS (Mortgage Backed Securities)，即将条件接近的许多债务资产集成一起打包制成标准化的凭证，再将这些按揭债券作为抵押的资产凭证卖给投资人，等于将债券的收入与风险同时转让出去，MBS 方便了按揭债券交易，商业银行通过 MBS 可将难以流动的住房按揭贷款的债权连风险带收益一并转让。信贷、证券、抵押贷款机构等金融组织为了各自的利益又合伙将美国次级住房贷款证券化为次级 MBS 债券。按照美国债券分类等级，次级债券又是高风险、高收益的债券，其资产评级远远达不到优质债券的评级水平，有的次级房贷债券连最低投资等级标普的 BBB 级都达不到。

(3) 投资银行又与资信评估等中介机构再次对次级债券抵押产品进行新一轮造假与贩假。在美国衍生品市场上，大型投资机构如退休基金、保险基金、政府基金对投资品购买都有信用条件的要求，即投资品的信用必须达到穆迪 Aaa 级或标准普尔的 AAA 级。显然，由次贷生成的次级 MBS 债券这些低信用债券不可能被大型投资机构购买。而热衷高风险、高收益的投资银行却看好次级 MBS 的潜在高回报，在华尔街精英们设计的数量模型的推导下，他们又在次级 MBS 债券的基础上精心制作了一大批 CDO 产品，即债务抵押凭证 (Collateralized Debt Obligation)。他们将 80% 次级 MBS 债券打扮成高级品 CDO (风险低的)，即把“丑女扮成美女”，并用世界一流数学家的模型来证明高级 CDO 的低风险以游说资产评级公司来对 CDO 进行高评级。穆迪以及标普等评级公司明知有破绽，但为了自身的利益也就顺水推舟给这些 MBS 来了一个 AAA 的最高评级。由此一批垃圾债券摇身一变成了金融衍生品市场的名牌与宠儿，成了大型投资基金和国外投资机构的购买对象。投资银行为了尽快让所有的 CDO 转手，又成立了 CDO 对冲基金，并以 CDO 作抵押品向银行贷款融资再买进更多的 CDO，造成 CDO 买卖的兴旺与泡沫泛滥。在此基础上，华尔街的精英们又创新一种合成 CDO 即 CDS——一种基于信用违约掉期的金融衍生新产品，在穆迪公司帮助下，这个投资新产品 CDS 得到 AAA 评级，又在市场上通行无阻。

以上这三个环节的造假、贩假过程形成了一条金融衍生品生产、加工、销售链条，这与实体商品的生产流通过程在环节上是相同的，即生产环节 (次级贷款银行) —加工与销售环节 (投资银行、房地美、房利美公司等) —仓储批发 (对冲基金) —最终消费 (各类大型投资基金及外国投资机构)。为了保证这一链条的运转，穆迪、标普等资产评级公司负责质量监督并大开绿灯，商业银行提供信贷及资金支持。

上述多个层次造假都源于一个基本动机，即追求高收益、高利润，而在这一目标下不断制造风险和向别人转让和传递风险，就是美国整个金融市场道德缺失

的根源所在。金融资本的贪婪是疯狂追逐利润最大化，这是资本的逐利性所决定的。脱离实体经济的虚拟资本并不创造财富，却能改变财富的分配，可以掠夺和占有别人的财富，美国的金融机构及华尔街的金融精英正是看中了“金融创新”的这一突出的功能，并不择手段，用精制的数量模型与定价公式设计出一系列金融衍生品去赌博，以欺骗美国和全世界金融市场的投资者。从这个意义上讲，说“华尔街绑架了美国，美国绑架了全世界”并不为过。在华尔街金融衍生品市场的大流通大交易中，金融机构整体性道德缺失。华尔街精英们整体性的职业操守缺失，已大大突破了市场道德的底线。各种金融组织为了追求和牟取本企业利润最大化，各种金融市场中介为了捞取最多的经营收入，各个金融组织与金融中介机构的高管人员为了得到最高的年薪与津贴，都心知肚明地参与了这场前所未有的金融欺诈与赌博，正如马克思在《资本论》第3卷中所深刻揭示的：“诱人的高额利润，使人们远远超出拥有的流动资金所许可的范围来进行过度的扩充活动。”^①在这场道德堤坝崩溃的金融造假欺诈中，最恶劣的个人典型则是美国前纳斯达克交易所主席——70岁的伯纳德·麦道夫的集资诈骗案，给投资者造成了近500亿美元的损失，成为人类历史上最大的集资诈骗案。麦道夫诈骗案的发生也表明了美国整个金融市场的道德信用出现了前所未有的沦丧。它也进一步说明，美国由次贷引发的金融危机既是一场经济全球化背景下的经济危机，更是一场有别于传统危机的深刻的市场道德缺失危机，是美国金融机构、金融组织和华尔街精英们的整体性道德缺失引发的一场危机。

二、新自由主义主导下的政府监管失误 与金融市场道德的整体缺失

由美国次贷问题引发的金融危机可称为百年来全球最严重的金融危机，美国金融危机也是一次前所未有的整体性的道德缺失。问题是为什么在如此长的时间内美国金融市场出现了整体性的道德缺失危机？肯定政府的监管失误和不当是难辞其咎的，那为什么美国政府对金融监管会产生失误呢？很显然，政府监管行为的失误与政府对现代市场的调控理念有关。

当2008年9月15日美国股市又出现“黑色星期一”灾难后，我们很自然联想到1929—1932年美国股市灾难和经济危机后罗斯福新政对美国金融市场监管的创

^① 马克思. 资本论：第3卷 [M]. 2版. 北京：人民出版社，1995：459.

新。1929年10月24日美国纽约出现抛售股票狂潮，一天抛售1280万股，相当于平日交易量的6倍以上，股指急剧下跌，一个月股票价格下跌40%，5000家银行倒闭，美国经济进入大萧条时期，到1933年美国工业总值和国民收入暴跌近一半，商品贸易下降2/3以上^①。股市灾难以后，罗斯福总统与美国政府为了堵塞金融市场监管不严的漏洞，对华尔街金融市场进行了严格的规制，1933年到1940年先后通过了《格拉斯—斯蒂格尔法案》、《联邦证券法》、《证券交易法》、《投资公司法》、《投资顾问法》等，分别对投资银行与商业银行分业经营、证券发行注册、禁止虚假陈述、限制保证金交易、限制过度投机、限制关联交易、加强信息披露、基金从业人员注册、使用杠杆上限等做了制度规定，使华尔街金融市场运行100多年后真正置于政府的严格监管之下。

但是，自20世纪80年代以来，面对知识经济条件下虚拟资本市场的迅速发展与金融全球化兴起，美国政府对金融与资本市场的监管发生了新的改变。20世纪70年代“撒切尔主义”在欧洲盛行，政府为了甩掉财政包袱，大量实行私有化，出售国有企业，英国的私有化也影响了美国。美国总统里根上台后，为了改变凯恩斯主义长期刺激下所出现的经济滞胀和财政赤字问题，转而崇尚自由放任的“市场原教旨主义”。所谓“市场原教旨主义”就是崇尚市场这只“看不见的手”的自动调节，认为市场出了问题不需要政府之手进行干预，市场可以自动恢复平衡。市场原教旨主义也是一种回到斯密又超越斯密的所谓新自由主义经济思潮。美国总统罗纳德·里根采用了新自由主义经济思想，即市场原教旨主义的观点，他在就职演说中的名言是：“就目前的（经济）危机而言，政府不能解决我们的问题，政府本身就是问题。”^②当时美国面临经常性的财政账户赤字，为了应对这一危机，里根启用的经济助手是一批信奉自由市场之手的经济学家，即所谓货币主义、供给学派专家，也就是新自由主义经济学家，他们相信市场机制具有自动调节和充分利用资源的作用，个人自由是发挥市场机制作用的基础，认为国家干预经济就限制了市场机制的作用，限制了个人积极性的发挥，会使经济失去活力，因此要反对国家干预实行私有化，市场的问题由市场自己去解决。

但是市场原教旨主义的经济理论主张并未解决美国面临的经济问题。里根之后，克林顿总统上台后则采取新凯恩斯主义的政策主张。所谓新凯恩斯主义，是指由货币主义与理性预期学派混合而成的新古典宏观经济学理论，即把凯恩斯主

^① 徐天新，许平，王红生. 世界通史：现代卷 [M]. 北京：人民出版社，1997：461；孙飞，赵文锴. 金融风暴启示录 [M]. 北京：新世界出版社，2008：239～240.

^② 孙飞，赵文锴. 金融风暴启示录 [M]. 北京：新世界出版社，2008：79.

义、货币主义、供给学派和理性预期学派的理论与政策主张中和起来，既反对完全放任，又反对过度干预。克林顿政府采取的新凯恩斯主义政策取得了成功，在克林顿两任总统期间，美国经济取得了一定繁荣，持续增长近10年，被学术界称为美国新经济时代。但克林顿把巨大的网络经济泡沫留给了小布什。

小布什执掌美国大权后，市场原教旨主义思想又开始活跃，特别是信奉自由市场经济理念的格林斯潘成为美联储主席后不久，就对罗斯福时代严格的金融监管政策进行了颠覆，从修改《格拉斯—斯蒂格尔法》，允许银行实行混合经营开始，一直执行宽松自由的金融政策。2000年美国出现了新世纪后第一次经济危机——网络科技泡沫破裂，纳斯达克股指从5000多点下降到1000多点。为了挽救危机，格林斯潘将美联储的利率从6.5%一直降到2003年7月的1%。这种长期宽松的低利率政策听命于市场的发展，助长了抵押贷款的急剧增多和房地产泡沫的扩大，也适应了美国长期以来“寅吃卯粮”的消费文化心理的要求。因此在经济活跃与繁荣的假象下，新自由主义思潮在美国似乎更有市场。

新自由主义理论随之在美国占了上风。美国政府把新自由主义理论作为其主

品的生产加大限制，反复告诫国家与政府不应限制市场。2004年，美国证监会取消对投资银行15倍杠杆比率的限制，更是为危机的来临彻底扫除了障碍。2005年，当有人提出要加强政府监管时，格林斯潘在5月份的一次演讲中仍然鼓吹“私人监管在限制额外的风险负担方面相比政府监管更为优越”^①。在格林斯潘主导下，美国对“信用违约掉期”这一金融衍生品的柜台交易完全放弃管理。没有政府的任何监管和风险监控追踪，连准备保证金都无要求，也没有中央清算系统和集中交易的报价系统，这就为欺诈交易、造假投机留下巨大空间。由于美国政府和美联储对新自由主义理论与政策的偏好，华尔街的金融创新迅速发展，虚拟经济的泡沫也越来越大，名目繁多的有毒的垃圾金融衍生品越来越多，如华尔街各大投资银行将CDS（信用违约互换）业务越做越大。除了CDO、CDS、合成CDO外，华尔街的精英们还用一流的金融工具与数学模型设计出了CDO平方（CDO²）、CDO立方（CDO³）、CDO的N次方（CDO^N）等新产品，到危机爆发时，美国信用类衍生品市场规模达到62万亿美元，相当于美国GDP的两倍。如此大的市值泡沫，正是美国金融机构整体道德缺失的结果。

市场经济下市场主体行为的道德缺失并非美国金融资本市场的新问题，而是与市场相伴相生的老问题，它本身正是市场经济的一种天然缺陷与不足。为此经济学之父亚当·斯密在《国富论》中推崇市场这只“看不见的手”的同时，又著写了与《国富论》同样重要的《道德情操论》。在《国富论》中，亚当·斯密从人利己的本性出发，论述利己主义驱动下的利益观及其市场行为；而在《道德情操论》中，亚当·斯密从人具有的同情心出发，论述了利他主义的伦理观。这种矛盾在经济学思想史中被称为“斯密之迷”。其实这正表明亚当·斯密既重视市场机制这只“看不见的手”的自由调节，又重视市场经济发展中的道德调节，只是后来的经济学研究忽视了后者。为此美国著名经济学家、1998年诺贝尔经济学奖得主阿马蒂亚·森对现代经济学研究中忽视亚当·斯密关于道德问题的偏向批评为“经济学的贫困化”，他指出：“在现代经济学的发展中，对亚当·斯密关于人类行为动机与市场复杂性的曲解，以及他关于道德情操与行为伦理的忽视，恰好与在现代经济学发展中所出现的经济学与伦理学之间的分离相吻合。”“是现代经济学把亚当·斯密关于人类行为的看法狭隘化了，从而铸就了当代经济理论上的一个主要缺点，经济学的贫困化主要是由于经济学与伦理学的分离而造成的。”^②阿马蒂亚·森对忽视伦理的经济学研究的批评是完全正确的。美国盛行的新自由主

① 孙飞，赵文锴. 金融风暴启示录 [M]. 北京：新世界出版社，2008：18.

② 阿马蒂亚·森. 伦理学与经济学 [M]. 北京：商务印书馆，2000：32.

义经济思潮正是一种伦理缺失的经济理论，它对美国经济及世界经济产生了严重的破坏作用，美国及世界所发生的所有令人震惊的经济事件，无一不与当事人的伦理道德衰落有关，如2003年披露的美国安然公司及安达信造假事件^①，还有金融界“坏孩子”索罗斯量子基金的捣乱事件，以及美国次贷危机引发的整个金融危机中，金融机构与华尔街精英职业道德整体缺失的问题。

总之，偏离了亚当·斯密关于两种调节并重的新自由主义经济思潮使美国政府在金融泡沫泛滥时变得愚蠢、麻木与迟钝，放松了对整个金融市场的监管，特别是放松对虚拟资本市场行为主体的法律与道德限制，因而助长了华尔街精英们及金融机构在长时间内为牟取最大个人利益的为所欲为，而对利益的过分贪婪必然会使这些金融机构和个人丢掉职业道德底线，一起制造前所未有的灾难，实践说明市场本身还不可能挽救市场主体的道德缺失，要矫正道德缺失要靠市场当事人的自律，还要靠外部环境的强制性限制，而政府放松管制，就等于放纵了市场当事人的道德缺失。美国金融危机和大爆发，正是一场政府放纵下的市场道德缺失所引发的灾难。

三、虚拟资本市场的链条化趋势及虚拟经济泛滥 与金融市场道德的整体性缺失

美国金融市场道德的整体缺失而非单个当事人的道德缺失，还与当代虚拟经济的链条化趋势及美国虚拟经济的过度泛滥有关。现代流通的发展呈现明显的链条化趋势。一方面是实体商品的流通改变了过去完全按环节分离的流通，以价值链与供应链为核心与导向将产品的设计、研究、生产加工、批发、零售、采购运输等环节有机整合为一体化的链条。另一方面是虚拟资本市场（虚拟金融市场）的信用链条化趋势，即虚拟资本市场各个环节、各个层次的行为主体之间的资金运动流程是建立在相互信任的基础之上，货币资金的运动包括各种金融衍生品的流通都是以行为主体相互之间的信用为纽带而联结的，一旦某个链条环节的行为主体之间信用破裂，虚拟资本市场的运转就会出现麻烦或危机，如资金不能按期支付、汇兑、清算或平仓，就会出现流通性困难等。

^① 安然公司是位列世界500强17位的能源巨头公司，2001年曝光其高管人员多年财务造假虚增利润，实际亏损，之后股价狂泻，安然公司申请破产保护时所列资产达500亿美元。公司前CFO（首席财务官）被判5年监禁，前董事长和首席执行官也被送上审判台，而多年负责安然公司财务审计事务的世界著名的会计师事务所——安达信公司也因在安然事件中造假而被谴责和追究责任。

美国的金融危机首先引发的是次贷信用危机，即次级住房贷款危机。发生次贷危机的根源是最基础的金融信用链条环节出现了断裂，即大批次级住房贷款者不能按期履约归还房地产公司及商业银行的住房贷款，这是因为美国在房地产泡沫高潮的时候，相当一批住房贷款被贷给了无稳定收入、无偿还能力、无工作岗位的“三无”低信用者。按照美国的信用评级制度，美国的住房抵押贷款分为三类，信用最低的是次级住房贷款。美国取得次级住房抵押贷款的是哪些人呢？主要是老人及20世纪末涌入美国的各地的移民。美国本身是一个负债消费文化泛滥的国家，2000年美国网络经济泡沫危机出现后，美国政府为了启动美国经济又连续降低利率，刺激房地产业及金融业的发展，放宽了次级贷款的条件，降低了贷款的门槛，更加诱发了低收入居民及老年人、移民购买住房的热情。到危机爆发时，全美8万亿美元的住房贷款总额中次级抵押贷款为1.89万亿美元，占总额的23%。这23%的住房贷款本身是难以按期还本付息的，这就为商业银行的房贷埋下了资金链条断裂的导火索，即最基础的信用链条在起点环节就出现了潜在的风险。

其次是次级债券市场的信用链条断裂。当次级住房抵押贷款在金融信贷市场推出后，华尔街精英们又认为有了发财的机会，于是将这批贷款又演变成次级债券投入债券市场再买卖。美国的债券市场也分为三级，即优级债券、次优级债券、次级债券，其中优级债券是高信用及收益稳定的债券，多由政府及大公司推出，号称“金边债券”。次优级债券是指风险与收益都高于优级债券的债券，而次级债券是指信用低、风险大、收益高的债券。在美国房地产业的泡沫中，以高盛、摩根斯坦利、美林、雷曼兄弟、贝尔斯登为代表的一批投资银行和商业银行将美国低信用的住房抵押贷款演化成次级债券在金融市场流通，使买家买走了次级债券，也买去了高风险，因为这批债券的原生贷款是建立在低信用的基础之上的。

再次，更为可怕的是在次级住房贷款及次级债券（MBS）基础上产生的一连串的金融衍生品流通的信用混乱与信用缺失。投资银行与各种中介金融机构为了推销次级住房抵押贷款与之派生的次级债券，又制造了超过万亿之上的债券抵押凭证，即所谓结构化产品（CDO）与近万亿的信用违约互换产品（CDS），为了将这些低信用的证券化产品推销到全世界金融市场，将“丑女”变成“美女”，债券保险公司在信用评估公司的伪装下又推出了2万多亿的操作产品及数万亿的信用卡证券产品等。这样，众多的眼花缭乱金融衍生品在虚拟资本市场充斥，形成了巨大的金融泡沫，这些次贷、次级债券及各种衍生品的市值超过了美国4.3万亿美元国债的2倍以上，达到10万亿美元。在美国房地产业处于繁荣阶段时，这些衍生品的流通被普遍看好，因而欧洲、日本、亚洲的许多金融机构都相继购买了

美国的次级债或雷曼兄弟公司等投资银行的金融产品，但却为日后的金融风险与灾难埋下了祸根。因为这些金融衍生品流通的信用链条是极其脆弱的，一有风吹草动，整个信用链条就会出问题。

从对美国次贷、次级债以及派生的各种金融衍生品的流通扩充分析中，我们可以看到整个虚拟资本中的信用链条在资本投机家对利润的狂热追逐中有不断放大和扩展的趋势。正如马克思 140 多年前在《资本论》第 3 卷第 5 篇第 25 章“虚拟资本与信用”中所论述的“随着商业和只是着眼于流通而进行生产的资本主义生产方式的发展，信用制度的这个自然基础也在扩大、普遍化发展。”^①马克思还通过对 1845—1847 年英国所出现的对商品进行委托销售的信用制度导致市场过剩的危机进行了个案分析，他指出“用未售的商品作担保得到贷款越是容易，这样的贷款就越是增加，仅仅为了获得这样的贷款而制造商品或把制成的商品投到远方的市场去的尝试，也就越是增加。至于一个国家的整个商业界会怎样充满这种欺诈，最后结果又将如何，1845—1847 年的英国商业史为我们提供了一个明显的例子。”^②150 年后美国正是用容易得到的住房次级贷款制造了大量投到市场的特殊商品——金融衍生品去欺诈全世界的投资者，金融衍生品买卖的高利润使虚拟资本市场的这种过度投机与泡沫泛滥，“诱人的高额利润使人们远远超出拥有的流动资金所许可的范围来进行过度的扩充活动”^③。马克思对资本主义信用制度脱离实体商品流通与超越流动资金限度的扩张的这种杠杆效应及其异化还作了深刻的分析：“真正的信用货币不是以货币流通为基础，而是以票据流通为基础。”^④“信用制度表现为生产过剩和商业过度投机的主要杠杆。”^⑤马克思进一步指出，资本主义信用制度“把资本主义生产的动力——用剥削他人劳动的办法来发财致富——发展成为最为纯粹最巨大的赌博欺诈制度。”^⑥美国 21 世纪初出现的这种金融危机正是一场空前的金融衍生品的赌博与欺诈大泛滥，也是美国 21 世纪以来经济发展战略失误的一次重大灾难，即虚拟经济的泛滥进一步催发了金融界市场道德的整体缺失。

2000 年美国出现网络经济危机以后，美国经济开始衰退。为了刺激经济，美国政府把经济增长的战略重点由实体经济转向了虚拟经济，转向了刺激金融和房地产，而不是主要靠实体经济的科技创新。为刺激房地产业发展，美联储连续 13

① 马克思. 资本论：第 3 卷 [M]. 2 版. 北京：人民出版社，1995：450.

② 马克思. 资本论：第 3 卷 [M]. 2 版. 北京：人民出版社，1995：458.

③ 马克思. 资本论：第 3 卷 [M]. 2 版. 北京：人民出版社，1995：459.

④ 马克思. 资本论：第 3 卷 [M]. 2 版. 北京：人民出版社，1995：451.

⑤ 马克思. 资本论：第 3 卷 [M]. 2 版. 北京：人民出版社，1995：499.

⑥ 马克思. 资本论：第 3 卷 [M]. 2 版. 北京：人民出版社，1995：500.