

[法] 弗朗索瓦·沙奈等◎著 齐建华 胡振良◎译

La Mondialisation Financière

# 突破金融危机

## 金融危机缘由与对策

领导干部参考译丛

④ 最早预见美国金融危机的开创性著作



中央编译出版社  
Central Compilation & Translation Press

[法] 弗朗索瓦·沙奈 等◎著 齐建华 胡振良◎译

La Mondialisation Financière

# 突破金融危机

## 金融危机缘由与对策

领导干部参考译丛  
▼ 最早预见美国金融危机的开创性著作



中央编译出版社  
Central Compilation & Translation Press

### 图书在版编目(CIP)数据

突破金融危机/(法)沙奈等著;齐建华,胡振良译.

—北京:中央编译出版社,2008.12

ISBN 978-7-80211-783-9

I. 突… II. ①沙… ②齐… ③胡… III. 金融危机-研究-  
世界-1970~2000 IV. F831.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 169482 号

### 突破金融危机

---

出版人:和 龔

编著者:沙 奈

策划编辑:冯 章

责任编辑:冯 章

出版发行:中央编译出版社

地 址:北京西单西斜街 36 号(100032)

电 话:(010)66509360 66509236(总编室) (010)66509366(编辑室)

(010)66509364(发行部) (010)66509618(读者服务部)

网 址:www.cctpbook.com

经 销:全国新华书店

印 刷:北京中印联印务有限公司

开 本:787×1092 毫米 1/16

印 张:22

字 数:260 千字

版 次:2009 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

定 价:39.00 元

---

本社常年法律顾问:北京建元律师事务所首席顾问律师 鲁哈达

凡有印装质量问题,本社负责调换,电话:010-66509618

# 一次更大危机的序幕

——本次金融危机的解读

（代序）

2007年8月，高风险抵押贷款（次贷）引发了金融领域的危机。这场危机是一次周期性危机，更是一场体制的危机。危机引起了全球工薪阶层、被剥削和被压迫者生存条件的极度恶化，与此同时，也要求对全世界资本主义国家间的经济与政治关系进行必须的变革，尽管这一变革对有直接关联的国家来说并非易事。

## 结构危机的广度与行将终结的一个时代紧密关系

当今的危机标志着美国从2003年开始的一个经济周期的结束。也就是说，与任何危机一样，此次危机有其周期性的一面，但它也宣告了更长的一个时代的终结：这个时代经历了二至三次经济循环，其间政府的经济政策是以低利率和促进资本的流动性为主要标志的。当前，我们面对的是1987年以来因经济自由化和金融全球化而发生的最严重的金融危机，一些作者称之为“金融体系危机”。这次危机严重程度之所以很高，是因为在2001年纳斯达克股市发生暴跌后，美国又一次成为震源，而且其银行体系处在此次地震的震中。美元汇率问题变得越来越至关重要，这就使周期性危机发展为更严重的结构危机。从2007年夏开始美元不断下跌，这一趋势到2008年实际上已不可逆转。从这个意义上可以说，此次危机标志着

一个时代的终结，这个时代可以上溯到布雷顿森林国际货币体系崩溃、“半美元本位”体系<sup>①</sup>建立之后缔结的货币协定。

正如我们将会看到的，大概于1995年在美国形成的“由金融资本主导的积累制度”的两大支柱现在都受到了冲击。如果参考调节学派的理论，罗布特·博耶曾做出的危机分类，今天的调节学派应做进一步的分析。从美国的情况看，我们面对的似乎是博耶所说的完全意义上的“调节体系的危机”，是关乎制度生存的“制度内部最基本矛盾的尖锐化”，是调节体系自身出现了危机<sup>②</sup>。在受金融投机者控制的那些国家的帮助下，美国会尽一切可能来保护美国的高度集中的投资资本和金融市场已占有的统治地位，但这将是一件非常困难的事情。因为美元的贬值，也宣布了可以追溯到1944—1945年的一个更长时期，即美国在产业和金融业的世界称霸、以及1989—1992年苏联消失后美国在大规模杀伤性武器方面的准垄断时代的终结。

这就是我们要大概阐明的观点。这里涉及的问题已经相当广泛，但还必须从一个更广泛的背景去认识问题。这次危机，一方面还是在气候变化的影响突然加剧，各种因素相互交织、一个动荡或混乱阶段行将开始的时候爆发的；另一方面，也是在中国出现过度的积累、世界全方位的自由化可能引起世界范围供应大危机的、被马克思称为“竞争的无政府”状态的背景下出现的。危机应被视为一个偶然的的结果呢还是相反，应该从中看到，资本主义体系极大的破坏性！20世纪人们已经看到资本主义可怕的一面，而21世纪资本主义是否会出现前人不曾见过、甚至是最尖锐的批评意见都没有想到的其他方面的问题呢？

所谓一个时代的终结，不过是指一种建立在对资本主义运动分析基础上的假设。在《资本论》第三卷中，马克思提出了一条重要的研究思路，

---

<sup>①</sup> 见米歇尔·阿格利耶塔和洛朗·贝莱比，《世界资本主义的无序》，Odile Jacob出版社，巴黎2007年，第11章。

<sup>②</sup> 罗伯特·博耶，《调节理论：一种批判性的分析》La Découverte出版社，1987年第68页。

就是要研究资本主义为克服其自身矛盾所使用的一系列手段。危机之所以反复出现，是因为资本主义经常性的过度积累（按凯恩斯的说法是过度投资）和生产过剩的特质。危机与资本主义共存，因为在资本主义社会，“只是为了资本而生产，而不是相反：生产手段是以不断扩大的形式实现生产者社会的利益”。<sup>③</sup> 资本建立在攫取无偿劳动的基础上，因此，资本生产的价值便不能得到充分的实现。除了价值实现困难这一顽症外，资本主义社会还有其资本利润率下降的难题。由于不可能长期补偿单位产品价值下降，这些问题很难得到解决，因为每一单位产品中所含价值的下降，是依靠增加销售量而提高劳动生产力取得的。资本主义不会承认深刻的劳资关系矛盾的存在。它会不断找出超越“资本主义内在局限性”的方法。资本主义在一定程度上可以做到，但它只能“采用那些会再次在更大范围内竖起同样障碍的手段”。这一观点可以作为连接马克思长期资本积累的理论 and 调节学派的“积累制度”概念之间的桥梁<sup>④</sup>。资本主义为克服其固有的局限性所做的任何一次努力，都会产生出一种特殊的积累制度。其特征一方面取决于某一特定时期所选择的“超越局限”的手段，另一方面取决于占主导地位的（包括劳资之间、资本各部分之间和国家之间）政治、经济力量的对比关系。

这一结论适用于 20 世纪最后四分之一时段的这段历史。为了克服 1973—1975 年经济萧条引发的危机以及 1979—1980 年的危机，撒切尔、里根和当时的美联储主席保尔·沃尔克所选择的是进行保守主义革命，也就是从劳动市场的自由化开始，对资本流动、贸易和直接投资实行自由化政策。信息技术和通讯技术促进了这些手段的实施。自由化建立在美国的霸权基础之上，美国自二战以来在产业和金融业、自“星球大战”新一轮军备竞赛以来在军事领域最终建立了霸权地位。新保守主义的胜利使美国资本通过金融全球化和新形式的企业国际化实现了对外新的发展，也使各

<sup>③</sup> 见马克思《资本论》，第三卷，社会出版社，巴黎，1957年，第263页。

<sup>④</sup> 佛朗索瓦·沙奈，“金融化积累制度理论，内容、意义与疑问”，2001年调节理论研讨会文集，光盘。调节理论研究协会，舍瓦莱特街142号，75013，巴黎。

国程度不同地先后转向实施一种取代福特式“劳资关系”和“社会国家”的政策。

可以说，世界范围的自由化和放宽管制进程，最重要的成果是使中国融入了世界经济，这一过程随着1992—1994年美国投资的推动开始，以中国加入世贸组织而告结束，并且由于90年代实行新自由主义改革，中国接受了与印度不同的模式。

这一在更高层次调整再生产出的局限性主要反映在两个方面。第一个方面是其基本矛盾真正成为全球性的。过度积累和生产过剩成为世界经济范围的特征（中国是一个最好的证明），在整个经济中，每个工业不发达的国家都把农业（自觉或不得已地）改变为出口导向的产业，转向世界市场，不得不把产品推向世界市场。第二个方面是与大量货币资本“自主”积累的迅速发展密切相关。以不稳定的金融构建某种宏观经济的努力，必然要依靠大量的负债，从而必然产生大量虚拟资产，近期的虚拟形式资产的发展几乎到了无以附加的地步。

### 金融资本主导的积累制度的产生、运行方式和面临的绝境

资本的自由化和全球化每前进一步，都会使马克思在《资本论》第三卷有关金融的章节中称之为生息资本的东西在美国进一步集聚和集中<sup>⑤</sup>。这种生息资本用非马克思主义语言讲，就是金融投资资本<sup>⑥</sup>。金融资本以红利和利息的方式分享利润。它以攫取剩余劳动为生，并且会加重对剩余劳动的攫取。金融资本的积聚和集中是金融、保险公司、养老基金和集体投资基金（互助基金）的杰作。他们的目的是，在金融市场上通过各种形

---

<sup>⑤</sup> 佛朗索瓦·沙奈，“金融对‘一般资本’的主导地位，虚拟资本和当代资本的全球化运动”，马克思主义研究研讨会。《资本主义金融》文集，法国大学出版社，巴黎，2006年。

<sup>⑥</sup> 这是在书中用过的词，佛朗索瓦·沙奈（合著），《金融全球化，政治社会根源，格局，后果》，探索出版社 La Découverte，巴黎，2004年。

式为自己的股东抽取一部分（金融）利润，最大程度地使这笔钱得到增值。金融资本置身生产领域之外，凌驾于社会之上。为了使自身增殖，它采取了A-A（货币-货币）的捷径，而不是采用更具约束性、时间更长的A-M-P-M‘-A’（货币-商品-生产-商品‘-货币’）的工业资本家必须遵循的道路。金融资本建立在不通过生产而以钱生钱的幻想基础上，因此，占统治地位的也就是“货币的拜物教”，我们今天已经看到了其最肆虐的表现形式及其后果。20世纪80年代金融市场的快速发展，既保障了金融资本拥有了与“流动性”<sup>⑦</sup>高度关联的经济和社会权力，也使一些研究人员得出这样的假设：作为取代“福特”制度的“后继者”，新的积累制度是在金融资本基础上构建各种关系的一种制度。“金融资本主导的积累制度”，或者“金融资本化”，亦或“资产增长制度”的说法就是由此而来的。目前的争论主要是围绕90年代初期美国形成的这种积累形式的再生产机制问题展开的，有些讨论直接针对米歇尔·阿格利埃塔的一个假设，即认为，美国的今天预示着“资本主义的明天”<sup>⑧</sup>。

在以金融资本为主导的制度下，金融投资资本决定着生产性投资（马克思主义者所说的积累）的节奏、形式和地点。金融资本决定性的选择，主要是根据所持资产在金融市场上的状况，优先考虑的是其“市值”。内在地看，金融化制度的运行与以股市为中心的宏观经济政策和宏观社会的预期密不可分。乐观的预期需要一个必要条件：有效需求的“家庭消费”中必须包括对退休金和工资储蓄资本化，使国民收入实现所谓的“良性”再分配。现实却完全是另一回事。人们很快发现，除了利息和红利外，还必须考虑关乎股市行情的增殖因素。利息和红利只有在市场几乎持续走高时才有可能实现。其后果是企业高负债，有时它们不得不回购自己的股票以维持市值，借贷投资。但是，企业债台高筑也伴随着家庭越来越高的债务。以金融资本为主导的制度给受惠于资本收入和高收入者同受盘剥的工

<sup>⑦</sup> 安德雷·奥尔莱昂，《金融的权力》。Odile Jacob出版社，1999年。

<sup>⑧</sup> 米歇尔·阿格利埃塔：《资本主义的明天》，圣西门基金摘录，101期，1998年11月。



薪阶层尤其是最弱者之间的收入相比带来了巨大变化。信贷消费和信贷抵押成为维持收入长期不足的那些家庭的需求所使用的经常性手段。从2002年起，抵押信贷得到了更强有力的低利率政策的支持，这就给2007年的危机埋下了隐患。

## 虚拟资本“致命”的大发展

由于对金融的崇拜，参与金融活动的人相信，以信用为基础的虚拟资本的形式可以无限放大，企业和家庭负债因此不断增加。虚拟资本一词指的是，以向国家或企业提供借贷，或者向企业资本融资（一般为初始的），也包括放贷形成的证券经济的性质。证券——债券和股票——给了人们参与分享企业利润或通过公债攫取税收得来的公共收入的权利（更准确地说是愿望）。从生产性资本价值和剩余价值运动的角度看，这些证券并不是资本。它们顶多也就是某笔投资的“凭证”。证券持有者则把它们视为一种“资本”，期待以利息和红利（某种“资本化”）的形式，或者通过分享利润，或者通过证券的卖出，达到持续性地获得收益。银行信贷是创造虚拟资本的另一种形式。银行使经济主体掌握的钱大大超出了实际储蓄的数目。这就是所谓“空手道运作方式”。对企业来说，它与资本实现价值的循环过程紧密联系在一起。银行靠收取利息向企业提供货币，这使企业得以等待应交付给它们的支付款（商业票据贴现和其他放贷），也可以在创造价值 and 超额价值的投资活动中得到补充金。银行在向个人贷款时，还可以用收取利息的方式创造出超出储蓄和日常收入的虚拟购买力，其作用在于“保持”需求。这种信贷必然引起出现大量债务，而债务能否偿还则取决于工薪者——债务人是否能保住工作。

新型信贷是一种远比债券和股票脆弱得多的虚拟资本形式。前者主要取决于发放债券和股票的那些国家的政治稳定。只要持有者还有办法耐心等待，股票就有可能忍受经济周期变化带来的偶然性和股市下跌。建立在杠杆作用基础上的信贷却几乎做不到这一点。各银行约定的信贷总是远远

超出储蓄数目，以致很久以来人们就提出了无过度风险的信贷规模的问题，而各央行的一个重要作用就是监管和监督信用创造。由于两方面的原因，这个作用被“疏漏”掉了。首先，金融自由化使银行混业经营，开放了投资基金业务，因而促使银行家本人在部分运作上成为一个纯粹的投机家。之后，随着金融界社会权力的提升，金融界对钱的崇拜达到了飘飘然的地步，导致了他们都把所谓的“证券化”看作“无尽无休”地发展虚拟—信贷资本的手段。金融自由化鼓励他们频频采用“杠杆效应”，埋下了当前危机的隐患。

### 美元贬值的结构性原因与“主权基金”的兴起

金融资本主导的积累制度并没有为资本主义挖好“坟墓”，但却制作了资本主义危机的导火索。危机的冲击波将持续数年，其间将伴随着各种因危机引发的危险和挑战。三十多年来实行的“准美元本位”的货币体系已经面临着威胁和挑战。我们再来研究第二个问题（这既是一个理论问题，也是一个实践问题），即金融资本主导的积累制度的形成、发展与美国霸主地位的关系问题：具体讲没有霸主地位的其他国家能否建立这种制度？美国本身还能实行这种制度很久吗？美国对外赤字是经常项目和资本金融项目赤字的总和。这两方面的赤字都与市值的满意度有密切联系。新经济时代有新技术支持，但金融投资者的股票投资收益所“必须”的利润水平、超额利润率的实现，仅依靠本国经济已不可能，因此，部分在美国生产的产品需要转向低工资国家生产，之后产品再进口到美国。正是以沃尔玛为首的美国公司在运作上的这种创新形成了美国贸易赤字的重负。廉价的福利—工资，对工资上涨的限制，成为金融资本主导的积累制度得以生存的一个因素。利润返回国内使华尔街主要金融市场上的上市公司可以公布它们专门用来支撑其证券和整体市场行情的那部分利润。但这并不会使对外资本项目保持顺差。如果说过去没有过这么回事，那是因为保持股市几乎持久的牛市，肯定要使新上市资本提供的钱不断哭泣，而且还必须

堵上因减少对高收入的征税造成的预算漏洞，减税既是积累制度的要求，也是布什的许诺。资本账户负债情况随着美国对外务债加剧而更加严重，甚至超出了尽管十分庞大的入账。两方面的赤字引发了美元汇率逐年下滑，开始时不太明显，而且相对来讲没有造成明显痛感。

自8月份以来，美元与世界主要货币相比，总体上下降约10%。原因首先是抵押贷款引发的信任危机，这些不良贷款被华尔街投资银行卖给了外国投资者，甚至卖给了包括中国在内的央行，其次是投资银行本身的情况（3月17日实施对贝尔斯登的救助方案时美元遇到最大跌幅）。不过，这次下跌只是美元更长和更持久下滑趋势中的一次。2007年7月，抵押贷款危机发生之前，美元汇率已经从2002年的最高点累计下降了约20%。5年时间内，美元币值损失25%。美元对欧元贬值更加明显。几年来，欧元逐渐享有了一种还很模糊的保障稳定和投资收益的货币地位，其“吸引力”不断上升。2002年，欧元对美元汇率曾经是1:0.86。3月17日，汇率接近1:1.60美元，之后稳定在1:1.58。对日元的汇率也出现了同样的下滑趋势。如果中国不是为了控制国内通货膨胀加剧而对汇率实行监管，人民币也会遇到同样的问题。美元的贬值趋势不是一时的，有着很深刻的原因。只是因为非美国人对美国金融体系产生信任危机，他们至少对体系的一部分产生怀疑，其结构性根源今天变得非常严重。

一个国家不能依仗其国际收支顺差、或者它在产业和技术方面占统治地位、或者在国际关系中的特殊帝国地位就可以长期强行将本国货币作为国际货币。英国曾经先后有过这两方面的属性，但这并不能阻止英镑直至1971年长期萎靡不振。许多评论家不太了解、因而低估了美国贸易逆差的影响。它反映的远不仅是宏观经济政策、“领导层的错误”选择。它是由两个过程决定的。1. 由美国大集团组织的制造业和重大销售网络向亚洲和中国转移，尤其是美国部分基础制造业；2. 研发费用集中在极少数部门，面对德国和日本失去了科技优势。除军事领域外，美国只是在电讯和某些生物和化学领域保持着科技领先地位。美元贬值只是非常有限地降低了大多数企业的竞争力损失。此外，没有任何迹象表明，美国大集团有意结束

他们在亚洲扩大研发投资的区域战略。自新千年伊始，微软是在中国创办了新的技术中心。随着中国积累得到加强，中国对美国投资越来越独立，就会出现在国际货币体系中给以中国和中国货币一席之地的问题。不仅是给欧元和日元，也要给人民币一席之地。华尔街会明白这一必然后果，但是“主要街道”以及华盛顿的政客们也会明白这一点吗？

眼下，亚洲央行还有海湾地区国家基金（主权基金）以及所有美国以外的大投资者都遇到的问题是，储备货币如此迅速贬值该怎么办。2007年11月《经济学家》杂志上发表的一篇文章用开玩笑的口气指出，美元贬值是除了革命运动以外，资本主义历史上从未实践过的最大规模的一次消除债务。目前，像中国投资公司这样的主权基金由于购买了含有次贷的“组合产品”而蒙受巨大损失，都接受采取救助美国还有瑞士主要银行的战略。新的现象是，它们并不是采用向这些银行提供贷款的方式参与救助，而是要求一定程度的资本参与以行使监控权利。这一发展过程的规模令纽约和华盛顿，也包括伦敦和法兰克福感到焦虑。这促使《经济学家》杂志发表的大量文章，而且将2008年1月19日这一期杂志命名为“主权投资基金的入侵”。这还只是前奏。要拯救整个资本主义体系，就要求美国必须承认美元不再有霸主地位，不能再时常用赤字来攫取世界资源。这种发展趋势不会没有危机相伴，经济和金融危机，而且还有国际和国内范围的政治危机。最后还有货币和金融体系的风险问题，一种可能的局面就是美元贬值到一定门槛，迫使亚洲各银行不再支持美国货币。但谁都不知道这门槛究竟如何。亚洲央行和海湾地区石油出口国一样，会尽一切努力尽可能长时间地支持美元。他们本无意引发危机。但是，在目前的形势下，新的严重金融衰竭有可能促使金融投资者改变储备货币。这种假设还只是政治动荡的一部分，所有国家的工薪者在未来几年都有可能面对这种动荡局面，尤其是美国很可能事先摆脱他们在阿富汗和伊拉克挑起的战争。

## 2001 年与 2007 年泡沫破灭的主要区别

现阶段危机主要是在美国发展。其传导机制的发展取决于美国经济衰退的特点和华尔街银行的经营状况。如同 2001 年一样，投机泡沫的破裂结束了美国经济循环的一个周期，但是这次泡沫的性质，以及由此形成的损失规模和冲击程度都不同以往。2001 年信息业股价泡沫的破裂导致纳斯达克暴跌，并引发了纽约股市整个行情的大幅度下滑，从而打击了生产企业。那些高价购买科技股的机构首当其冲。所有这些机构之所以都受到冲击，是由于他们在债券市场、之后在银行方面的负债过高。降低利率的政策是针对他们，并且是帮助他们的，目的在于减少其债务。2001 年股市下跌对证券持有者个人的影响相对有限，而且最终只是使家庭消费的下降在两个季度的时间内表现为负增长。在低利率的作用下，私人消费很快重新恢复，之后又受到布什政府和美联储共同做出的鼓励抵押借贷政策的极大刺激。2007—2008 年的情况完全不同。这里有两个主要原因：这一次的金融泡沫是在私人不动产领域里形成的，也就是说，是在其“不流动”的资产上形成的泡沫，没有信贷包括呆账坏账证券化的普及，就不会形成这样一种规模的泡沫。

“金融泡沫”一词在这里表达的意思是，在美国（在英国或爱尔兰，这些国家的私人不动产业也面临倒闭的风险），对于业主来说，房产不仅有使用价值，而且还是一笔“资产”。业主在购买房产的同时，一边在想着要卖掉它，一边在想着要利用它做担保去搞其他的借贷。泡沫之初，要投机的人总会接受一种基本想法并逐渐深信不移：即他们拥有一笔可以买来再安全地高价卖出、使他们获得很高回报的资产。当某种信念成为共识之后，资产价格开始走高，并在一段时间内提供了“自动实现价值”的过程<sup>⑨</sup>。价格走高吸引了新的买主，新买主的加入又使价格走得更高。就不

<sup>⑨</sup> 参见奥尔莱昂，《金融的权力》，同上。

动产而言，当价格不再上扬时，需求便出现饱和，因不动产开发商预期过于乐观而导致投资过度，而且也出现了家庭收入增长仅仅是放缓的情况。在美国，用来居住的个人住宅如同金融资产，这样一种商品，如同占用它是为了住一样，买它的目的是为了卖出，这种现象由来已久。抵押贷款早已存在，银行也可以将其抵押信贷出售给其他专业机构。美国的发家梦（更准确的说社会稳定手段）就建立在这种机制上。住房成为美联储和布什政府2002年刺激经济的重要产业部门，发展住房尤其比较容易化解因为收入差距拉大造成的后果，并且吸引对竞选至关重要的“中产阶级”（蓝领和白领中的大多数人）。大多数贷款贷给了这些人，也正是在这些人当中，延迟偿还的状况目前越积越多。

不动产泡沫带来的后果是最难以消除的。一旦市场逆转，更严重的是一旦危机来临，一幢住宅或一套公寓只能以很低的价格卖出，否则根本找不到买主。目前的情况是，泡沫使美国建房过热，留下了大量待卖的住宅和公寓。这就需要更长的时间才能使住房建设重新起步，更何况抵押贷款不仅仅是贷给了拥有较高和稳定收入的家庭，也贷给了其他不具备这种条件的家庭。这正是为什么所有严肃的评论家都指出，无论如何，美国的经济衰退将是长期的，全世界要面对随之而来的所有问题。

## 证券化：计划与计划的破产

随着前些年实行的加速放宽管制政策，涌现出了一大批靠欺骗和讹诈运作的抵押贷款公司，保罗·若利昂做过详尽的分析<sup>⑩</sup>。美联储承认对这些公司缺少监督更没有管制。为了规避抵押贷款的高风险，小抵押贷款公司必须要找到（至少表面上）财大气粗的金融机构，把不良信贷以合同形式卖给它们，并在合同上签字画押。到这里就发展到了2007-2008年危机

---

<sup>⑩</sup> 参见保罗·若利昂的详细分析，《美国资本主义走向危机吗？》La Découverte - M. A. U. S. S出版社，巴黎，2007年。

独特而又关键的第二个阶段。大量不能偿还的信贷，即次贷，渗透到了被放宽了管制的、赢利投资机会匮乏的金融体系中，并且进入到各个银行的资产中。这是运用“证券化”技术造成的后果。这种技术就是“把信贷机构、金融机构、保险公司或商业银行所持的贷款转变成可交易的证券”。这些证券都有粗陋的名称<sup>①</sup>。前面提到的作者解释说，证券化“有许多好处：既提供了业务及收益多样化的机会，也把分期偿还的管理、因而把再投资率风险交给第三方，还遵守了银行清偿比率（库克比率），并创造了一种新的、可以在市场上交易的金融产品”。随后他作出这样的评论：“证券化使向最有能力提供保险的人转移风险的做法得到普及，从这个意义上讲，这项技术是一场根本性的金融革命”。职业金融家们的看法几乎是一致的，甚至在今天，他们还在疾呼不要对证券化提出质疑。抵押贷款危机首先转变为金融体系内部的流动性危机，然后变成了完全意义上的信贷危机，这个过程说明了一点，在容许银行或基金的贷款无限转手、尤其是每个参与者都可以在转手过程中将大笔利润揽入囊中这样的情况下，让人相信仍然会有“更有能力提供风险担保”的贷款人，那绝对是一种幻想。在缺少任何调节机制的“不透明”体系中，证券化只是使针对不同信贷形式的纯投机战略得以迅速发展。投机对象所针对的主要是最脆弱的虚拟资本形式，而证券化进一步化小了虚拟资本的“虚拟性”。最直接的行为人是一些从事中介职业的投资银行和那些高风险投机基金（量子基金），它们购买了新的“打包产品”。但是，由于放宽管制政策和金融机构之间竞争激烈，金融行业之间的界限越来越模糊，特别是自2002—2003年以来，许多“对冲基金”都是由一些大投资银行或大商业银行成立的，其中既有美国的也有欧洲的。由于世界范围长期利率走低、股票市场相当于寻求实现增值的“流动资金”量而言已经变得狭小，因此，债券收益率较低。于是，机构投资者便向他们的客户推荐所谓的“二元理财”法。一方面是

---

<sup>①</sup> 有RMBS：住宅不动产抵押贷款证券。还有CDS，信用违约掉期和CDO，次贷担保债务凭证。见佛里德里克·洛尔顿，“当金融绑架整个世界的时候”，《外交世界》2000年9月，第10页。

“消极理财”金，是稳妥但收益低的投资，另一方面是用来获取高收益的“强劲理财”金，交给“对冲基金”（独立的或附属的）或“基金中的基金”，特别是“私募股权基金”，后者是专门用高杠杆从事公开出价收购的基金。然而，对冲基金的运作建立在高信贷杠杆、高风险资产和资金快速运转的基础上。它们管理的资产占世界5%，但在2006年，却占纽约和伦敦日交易总量的三分之一或一半<sup>⑫</sup>。一旦信贷资金交给投机基金，这些由投机基金经营运作的资产就会被列入银行资产的所谓“资产负债表外”的账目，这样做是为了规避国际清算银行辛勤制定的巴塞尔谨慎措施。不动产泡沫一开始萎缩，次贷非同寻常的风险级别，足以使贷款彻头彻尾的虚拟性质昭然若揭，银行危机开始了。

### 那些地方与1929年类似？

有评论文章提到1929年。从1931年德国和1932年美国银行危机所起的作用看，这种说法在于强调银行的战略作用和关键性国家信贷体系遭受危机打击的特殊严重性。证券化资产“强势”的虚拟性质一暴露，很快给国内带来巨大冲击，并迅速波及到国际金融体系内部<sup>⑬</sup>。从8月份，我们看到伦敦银行一改惯用的合作习惯（特别是结账之后所谓的“隔夜”“over night”拆借），各股市也严厉地惩罚那些利用美联储和英国银行的贴现透支行为。之后，各银行纷纷涌向英国诺赞·洛克银行，该银行不得不同国有化。尽管美联储利率一再下调，尽管包括欧洲央行在内的各国央行都注入大量流动资金，信贷收缩依然继续。随后，贝尔斯登急忙宣布破产，美联储紧急全力干预，用国债兑换不良债务的方法，通过为负债提供担保来保证收购。随后，英国银行以更大规模效仿了这个榜样。国际货币银行

<sup>⑫</sup> 见米歇尔·阿格利耶塔和洛朗·贝莱比，《世界资本主义的无序》，Odile Jacob 出版社，巴黎2007年，同上，第106—107页。

<sup>⑬</sup> 参见佛朗索瓦·沙奈，“一个循环的结束：金融危机的意义与过程”，La Brèche - Carré Rouge 出版社，第一期，洛桑，2007年12月。



估计，金融机构资产中的不良贷款大约为1万亿美元，其中的一半在银行资产负债表上。

各国都会竭尽所能尽力避免以各种形式出现的虚拟资本走向毁灭，避免以此为基础的社会发生变化。不仅是金融体系，关键的是社会体制受到了质疑。2001—2006年期间，金融投资收入支付了美国养老基金利用的养老金总额的64%（47%）。3月17日，为了证明美联储干预行动的正确性，金融时报发表了一篇文章，题目为“美联储为什么应该以非常规方式进行干预”。文章是这样开始的：“对于那些还记得撼动整个新兴市场的危机的人们来说，这并不是什么新鲜事：赤字爆炸、银行挤兑、货币乱跌、紧急（包括在周日晚上）制定货币政策做出回应。然而，一个本质的区别是，危机发生在美国而不是在一个新兴市场国家”。作者详细说明了美国和其他国家面对银行破产只要他们认为必要就大规模使用的“非常规”手段的主要内容，如通过“损失社会化”救助私人金融机构，其杠杆就是国家预算和税收来源。美联储救助贝尔斯登被指责为是救助银行的股东，即使每股仅获得10美元。如果不是因为希拉里和奥巴马之间的生死对决，反对的声音要高得多。

1929年，华尔街股市崩盘数月后首先在美国、随后在德国发生了生产过剩危机。而今天的情况是，亚洲尤其中国因美国经济萧条遭受冲击之日，就是生产过剩危机爆发之时。日本将成为危机传输带，而且欧洲也如是，这要看欧元问题的严重性和孕育多时的不动产危机的广泛程度。就目前而言，银行和投机基金都无疑受到债务证券危机的冲击，但是，这还只是虚拟资本的一小部分被毁灭。因此，它们得以把投机的破坏性后果用于初级产品市场。主要有一点与1929年类似，即危机可预测的持久性、国际性与多样性。1929年，伴随股市开始的危机后来经历了一次又一次的震荡，直至1935年。而此后的经济疲软只是靠扩军备战和第二次世界大战才解决的。

离我们更近的是1997—1998年亚洲金融危机的传导机制和我们应该好好研究的那些持久的痕迹。由于生产和就业的收缩，危机通过国际贸易