

金融衍生品经济无限制膨胀是美国次贷危机、全球金融震荡的直接祸根

牛江涛

(华南理工大学经贸学院, 广州 510006)

摘要:美国“次贷”危机的核心特征是:“次贷”转为“次债”CDOs;从间接融资领域进入直接融资的资本市场领域;从美国金融市场跨越到国际金融市场;骨牌效应前所未有,皆归因于近年来美国金融衍生品经济的无限制膨胀。金融衍生品不断创新与发展基于上世纪70年代金汇兑本位货币制度的崩溃,是自由市场经济为解决自身矛盾在金融领域高度发展的必然结果。金融衍生品经济为发达市场经济运行带来了正效应,但其本质是虚拟经济运行,对实体经济必然呈现反向“锋刃”。近15年的全球金融风暴,无处不见发达市场经济金融衍生品泛滥的身影;规避的根本途径是:第一,约束发达市场经济国家金融衍生品经济的发展规模,其实体经济总规模应是“虚拟经济”交易总规模的理论最高值;第二,重建全球经济体系中的货币稳定机制与汇率稳定机制,建议建立环球中央银行,并构建环球中央银行的“基础货币”即国际通行储备货币与国际金融平衡调节货币。

关键词:“次贷”危机;金融衍生品经济;货币稳定机制与汇率稳定机制

一、“次贷”危机实质是“次债”危机

美国“次贷”危机核心特征是:“次级房屋按揭贷款”Sub-Prime Loan 转化为次级“抵押债务证券”CDOs (Collateral Debt Obligations);从消费信用的间接融资领域进入到直接融资的资本市场领域。危机冲击的不仅仅是与房屋按揭相关连的房地产开发商、建筑公司、房屋信贷公司,更重要的是商业银行、保险公司、投资银行、投资基金、证券保险公司等一系列金融行业;不仅仅短期融资市场功能瘫痪,长期资本市场也强烈震荡,大幅度急剧下挫;不仅是美国金融业受到冲击,而且从美国区域金融市场跨越到国际金融市场,整个欧洲、日本、南韩、新加坡、中国香港、中国等全球金融市场都受到冲击;环球金融市场震荡前所未有,超大规模金融企业接连倒闭;北欧的冰岛则濒临“国家破产”边缘,令人触目惊心。这场来势凶猛的金融风暴的“风眼”是CDOs;“次贷”危机实质是“次债”危机。尽管美国“次贷”规模有1.4万亿美元,占美国整个房贷市场12万亿美元规模十分之一,但所形成的危机,其范围之广,链条之长,冲击力之强,且连绵不绝,皆归因于近年来美国金融衍生品经济的无限制发展与膨胀。

美国“次债”危机清楚地向人们揭示了当代市场经济发展中的一个极为重要的金融本质特征,即:当代市场经济是金融衍生品不断创新和运行的经济。数据表明,金融衍生品迅速而超规模地发展只是近10年的事情。根据国际清算银行统计,1986~1991年间,全球交易所市场ETD (Exchange Trade)与场外交易市场OTC (Over the Counter)金融衍生品交易额年均增长率达36%和40%;1991年两个市场的未清偿合约名义价值达3.5万亿美元与6万亿美元;2001年则以更快速度增长,分别达到23.54万亿美元与111万亿美元;2002年ETD交易额为46.8万亿美元,2003年6月末OTC合约名义价值余额为169.7万亿美

【作者简介】牛江涛,经济学博士,华南理工大学经贸学院特聘加拿大籍专家、客座教授;研究方向:金融理论、证券投资、货币政策、金融衍生品投资与理论。

元；2005年6月OTC的名义合约本金总计达270万亿美元¹；美国2007年仅保险公司的“信用违约互换”交易工具CDS（Credit Default Swap）规模就达到了62亿美元²，而2006年全球经济总量GDP只是50万亿美元。不到10年，金融衍生品交易市场已经悄然而迅速地发展成为无论谁都无法忽视的当代市场经济运行中一个极具影响力的独立的金融运行领域。

“抵押债务证券”CDOs（Collateral Debt Obligations）是近几年发达市场经济国家尤其是美国与英国迅速发展起来的衍生金融工具交易市场：2003年全球CDO发行量不足1000亿美元；2006年就急剧增加到近5000亿美元（en.wikipedia.org ‘Collateralized Debt Obligation’），增长了4倍；而2007年初，仅美国CDO市场就达到了28万亿美元，包括房屋信贷、汽车信贷、商业信贷、信用卡等信用抵押证券³。相比较而言，2006年美国GDP总值是13万亿美元，可见CDO市场扩展迅速且庞大，正在成为极具影响力的金融衍生工具；类似的抵押债务证券如MBS担保抵押证券（Mortgage Backed Securities）RMBS、CMBS、CLO、CMO，结构性投资工具SIV（Structure Investment Vehicles）等性质相同，只是不同分类。

美国“次贷”危机区别于上世纪30年代“大萧条”，不同于以往传统由实体经济引发的“生产过剩”危机，是一场纯粹金融领域爆发的金融危机；这次危机由间接融资领域的“次贷”危机跨越到直接融资领域转为“次债”危机；并从美国金融市场震荡传递到全球金融市场震荡，此起彼伏，连绵不绝，“次债”危机骨牌效应前所未有：第一张倒地的“骨牌”是房屋信贷公司，美国政府资助的“两房”在美国房屋信贷市场占有举足轻重的份额，在“次贷”危机中首先应声倒地；第二张“骨牌”是最积极参与金融衍生工具投资的投资银行、对冲基金，它们占有美国三分之二的金融衍生交易品，美林、摩根斯丹利、雷曼兄弟、穆迪等超大规模投资银行及其所属的对冲基金在持有大量“次级”债券的同时，也就成为第二个牺牲品，有158年历史的“雷曼兄弟”倒闭，经营94年的美林由美国银行收购；第三张“骨牌”是保险公司和证券担保公司，在“次贷”危机爆发时，随着大量对冲基金、投资银行“倒地”，为证券行发行“次级”债券的美国第一大保险公司MBIA Inc因次贷、次债抵押与担保而破产，全球最大保险公司AIG陷入财务困境，由美联储紧急提供850亿美元资助，AIG发行的CDS对冲工具也面临极大风险；第四张“骨牌”是紧随其后的大量中小商业银行，美国正面临自“大萧条”以来最大的银行倒闭风潮；第五张“骨牌”是海外投资银行、对冲基金，瑞士银行、汇丰银行、英、法、德等一大批海外“军团”成为美国“次贷”危机的牺牲品，金融衍生交易市场的迅速崛起，加速了金融国际化的进程，金融投资无国界成为当代市场经济运行重要特征；第六张“骨牌”是房地产开发公司、建筑公司资金紧缺、贷款利息与本金偿还步履维艰进而破产倒闭，“次债”危机从金融界再回到实业界还原为“次贷”危机，收缩经济，“龙头行业”的发展；第七张“骨牌”是金融领域呈现全局性的“流动性短缺”，间接融资领域与直接融资领域的融资功能同时陷于瘫痪，各金融机构“惜贷”现象严重，拆借利率高启，美国金融市场因单纯“次债”危机引发的资金“血液”供应短缺前所未有，美联储不断采取非常手段向金融市场注入资金，全球央行也纷纷“注资”；第八张“骨牌”是经济全面紧缩，失业率上升、零售额下降、建筑投资萎缩、经理采购支出下降、经济景气指数与消费信心指数不断下滑；第九张“骨牌”是国际金融市场大幅度震荡，由于美国“货币注水”，美元贬值，全球各国的美元外汇储备大幅缩水，美国“次贷”危机危及全球，全球“合作”救市、金融全球“洗牌”已成必然。

显然，发达市场经济国家尤其美国金融衍生经济的无限制发展与膨胀，是美国“次贷”危机、环球金融市场震荡的直接祸根；危机证明，金融衍生品经济愈发达的地区与国家，金融市场震荡与破坏就愈加严

¹ Bank for International Settlements BIS 网。

² 中国日报网特约评论员 Ed ZHANG 源自 2008-10-22 04:33:42，东方网。

³ 《次按风暴高清图》，香港财经出版社，2008年4月。

重，反之则轻。

二、金融衍生经济本质上是虚拟经济，具有正负效应

当代市场经济运行中金融衍生品不断创新，基于上世纪 70 年代全球市场经济运行中的两大经济背景：一是二次战后布雷顿森林会议确立以美元为中心的“双挂钩”（美元与黄金挂钩；各国货币与美元挂钩）固定汇率制度的国际货币体系，随着美国黄金储备不足、大量外流而彻底瓦解；取而代之的是 IMF 的“牙买加货币体系”，即使浮动汇率制合法化、国际外汇储备多元化。从商品经济的货币制度发展史角度考察，此时与贵金属尚有一丝联系的“金汇兑本位”货币制度彻底消失，各国市场经济普遍实行的是无法兑换贵金属的完全纸币化的信用货币制度。二是 70 年代爆发的全球性市场经济“滞胀”危机，导致凯恩斯国家干预主义破产，货币学派、新古典学派成为主流，经济自由主义、金融自由化抬头；各国利率管制开始松动，实行利率自由浮动、汇率自由浮动。在回归市场自由竞争时期，利率大幅度波动、汇率自由浮动震荡，在失去了与黄金挂钩的以美元为中心的稳定汇率制度之后，为规避随时发生的金融风险，投资者、金融中介、商业银行都积极探索新的金融避险工具，此时以远期合约、期货合约、期权合约、利率掉期合约、货币掉期合约为主体的金融衍生品应运而生。金融衍生品经济是自由市场经济为解决自身矛盾，在金融领域高度发展的必然结果。

金融衍生品经济为发达市场经济运行带来的正效应：（1）运用远期合约、期货合约、利率掉期合约、货币（汇率）掉期合约、期权合约、指数合约等金融衍生工具，通过“对冲机制”将现货市场的浮动利率、浮动汇率、浮动价格的波动“锁定”在一定区间范围之内；通过“对冲”将利率浮动、汇率浮动、大宗商品价格与资产价格大幅度波动风险“化解”、“熨平”，以确保自身投资的安全；“套期保值”、“锁定价格”是金融衍生品经济的最基本功能。2003 年 4 月世界掉期与衍生品协会（ISDA）在东京年会指出：世界 500 强有 92% 公司运用利率衍生品控制利率风险；85% 运用货币衍生品控制汇率风险；25% 运用期货衍生品控制商品价格风险；12% 运用股指期货衍生品控制股价风险。（2）金融衍生品交易打通了间接融资到直接融资的通道，突破了传统的间接融资和直接融资空间分割，使原来仅仅处于信用中介地位的商业银行等金融机构也能进入到直接融资领域，大大扩展了金融机构再融资的空间，极大地挖掘社会资源。随着间接融资与直接融资通道的开辟，各类商业票据、银行存款单、住房贷款抵押、汽车贷款抵押、债券抵押等信用资产都可以由房贷抵押公司、证券担保公司对其担保作为资产打包成债券，在直接融资市场进行再融资；目前美国有一半以上的住房抵押贷款与 3/4 以上的汽车贷款是依靠发行资产担保证券提供的。金融衍生品经济运行大大推进了资产证券化进程。（3）为当代市场经济运行中潜在的金融风险提供了分散、转移、减震机制。美联储原主席格林斯潘 1994 年曾讲：“近几年发展的衍生品提高了经济效率，合约的经济功能使以前绑在一起的风险分解成不同部分，并把每一部分风险转移给愿意承担和管理风险的人”；2002 年 9 月 25 日在伦敦《世界金融与风险管理》报告中指出：美国“911”事件之后，“金融衍生品市场的风险对冲功不可没”，“它保证了美国主要金融机构都没有被迫拖欠债务”。（4）打破了传统的实业投资获利模式，开辟了金融领域投资的全新模式：即脱离实体经济投资包括原生金融工具投资，从事纯粹投机的金融衍生品工具投资而获得暴利成为可能。金融衍生品不断创新为投资者、投机者提供了广泛而有效的金融获利工具，金融衍生品市场成为投资者与投机者强烈追逐的市场；1973 年 Black-Scholes 欧式期权定价模型提出进一步推动了这一领域的发展；上世纪 80 年代末 90 年代初，对冲基金迅速崛起；1992 年索罗斯成功运用金融衍生工具操作击败英格兰银行，一夜获利 10 亿美元，成为国际“金融大鳄”，再一次推动了金融衍生品经济市场急速扩张；而上世纪末期货交易市场电子平台交易的全球推广，引发了金融资产交易技术的“世纪革命”，极大地推动了金融衍生品交易的全球流动和金融国际化的趋势，实现市场经济资源全球优化配置。

然而，金融衍生品交易市场特定的形成方式与特殊的运作方式决定了金融衍生品经济运行本质上是虚拟经济运行：金融衍生品经济的迅速崛起，改变了原有市场经济的运行格局（如图 1）：首先，作为国民经济的实体经济（Entity Economy）的第一、二、三产业，按照各自规律进行周期循环再生产，构成当代市场经济的运行基础；其次，以间接融资为主体的货币市场（Currency）和以直接融资为主体的资本市场（Capital）所形成的现货意义的金融市场（Financial Markets），与实体经济共同构成了市场经济的循环与周转，如马克思所分析的产业资本、商业资本与借贷资本共成一体的循环与周转；第三，金融市场通过商业信用 T、银行信用 B、消费信用 C、国家信用 N、股份信用 S 等形式，对实体经济运行中的资金闲置与资金需求进行融通；第四，货币融通市场与资本融通市场的运载工具具体表现为汇票（Draft）、本票（Check）、贷款合约（Loan）、存款单（Deposit）、大额存单 CD、现钞通货（Currency）、债券（Bonds）、国库券（Treasury Bill）、股票（Stock）、基金（Funds）等，它们是金融市场上的原生信用工具，保障现货金融市场的正常运行；第五，随着货币市场与资本市场的资金供求变化，各种信用工具表现出来的市场行情，如利率 i 、汇率 e 、收益率 y 、股价 s 、股市行情 q ，处于经常波动变化状态，在震荡破坏中调节着现货金融市场的运行。

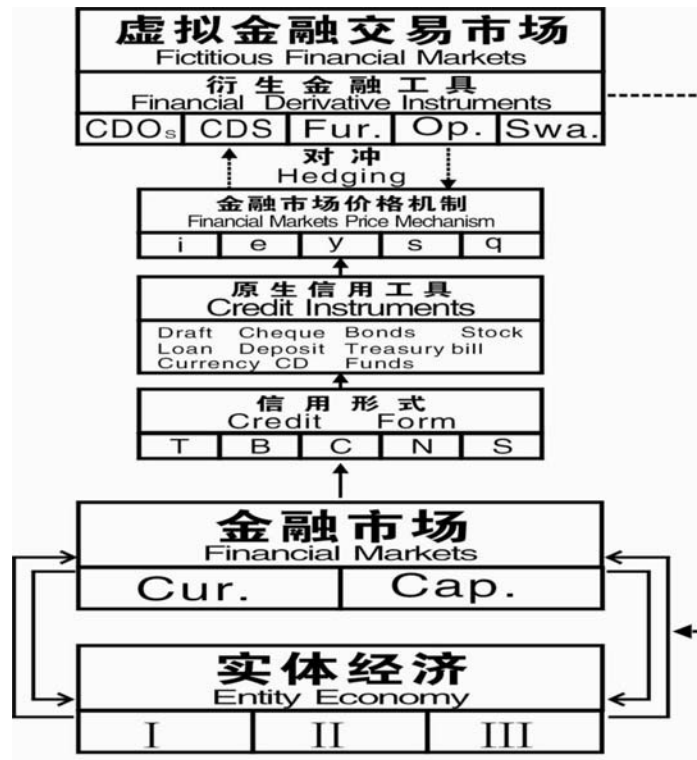


图 1 实体经济与现货金融市场循环周转体系

上述五个环节构成了实体经济与现货金融市场循环周转的完整运作体系。但是在当代市场经济尤其是发达市场经济运行体系中，还存在一个独立而庞大的金融领域运作体系，即金融衍生品交易：针对各种原生信用工具的市场“价格”波动，而创新的期货（Fur.）、期权（Op.）、互换（Swa.）等“避险”、“对冲”（Hedging）金融衍生工具的交易市场；近年来又发展了大量以各种信贷合约“信贷责任”、“偿还能力”为抵押的抵押债务证券 CODs、抵押担保证券 CMBS、信用违约互换证券 CDS 以及结构性投资工具 SIV，大大扩展了融资空间与融资范围。金融衍生品的交易运作，是根据现货金融市场上的资金“价格”（ i 、 e 、

y、s、q)波动的未来预期,所进行的“模拟性金融交易”;显然,金融衍生品交易在性质上完全不同于现货金融市场上原生信用工具的运作;金融衍生品经济已经完全脱离了实体经济运行,本质上属于虚拟经济运行(Fictitious Financial Market);金融衍生品的交易在其运作方式上明显具有虚拟经济的本质特征:

(1)金融衍生品交易多属“合约性经济”。譬如在原生信用工具基础上派生出的各种金融衍生工具:商品期货合约、商品期权合约;金属期货合约、金属期权合约;利率期货合约、利率期权合约、利率掉期合约;外汇期货合约、外汇期权合约、货币掉期合约;股指期货合约;国债期货合约、国债期权合约。合约性交易远离现货市场,是远期预期性虚拟交易;合约性交易是“纸上谈兵”并不实物交割,(ETD 期货合约交易到期后进行实物交割的不足 1%~2%)。如果说商业信用、银行信用、国家信用、股份信用、国际信用等各种原生信用工具或运作载体的价格变动如利率、汇率、息率、收益率,与实体经济(包括周转中的实体经济与国民收入财物)具有一定的相关性,属于“虚拟资本”及“虚拟资本”价格,那么在原生信用工具基础上派生出的各种金融衍生工具,则是远离实体经济,仅仅是“纸”制的、“道具”性的虚拟交易经济。(2)金融衍生品交易多属“杠杆经济”,通常 5%甚至更少的保证金(Margin)推动 100%的名义交易额,并可能带来 100%、200%或更高的回报;同样也可能瞬间造成巨额损失,使短期迅速膨胀的资产化为乌有。根据 BIS 数据,2003 年 6 月金融衍生品 OTC 合约名义余额为 169.7 万亿美元,合约总市值是 7.9 万亿美元,当时全球 GDP 总值约 30 万亿美元。可见,场外金融衍生品交易规模之大,杠杆力度达到了 21.8 倍。杠杆保证金交易与实金(实盘)交易根本区别是:实金(实盘)交易对应实体经济;而杠杆经济则可以“以少博多”、“无中生有”,犹如魔术,完全脱离了现实经济运行本身,是对现实的金融市场运行进行“模拟式”的“博弈性”交易。(3)金融衍生品交易主体属于“投机经济”。运用期货、期权、掉期等金融衍生工具进行套期保值,并非投机交易;但金融衍生品交易市场主体是投机经济。在这里,谨小慎微的投机者、胆大妄为的投机者、幻想一夜暴富的投机者、屡战屡败的投机者、越战越勇的投机者比比皆是。客观评价,投机是金融衍生品交易市场的“润滑剂”,没有投机行为就没有这个市场的“价格”波动,也就无法有效提供这个市场上“对冲”、套期保值功能。但是,多数金融衍生品工具交易特征是双向机制,投机者可以随时“做多”、也可以随时“做空”;或者同时即“做多”,又“做空”;又或者此工具“做多”,彼工具“做空”。投机者可以在经济繁荣周期、股市大幅度攀升时期“做市”,通过“做空”机制去获利;也可以在经济衰退周期、股市持续下跌时期“做市”,通过“做多”机制去获利。金融衍生品交易市场上的投机行为完全脱离了现实社会经济与实体经济运行,后者只是一种“参考性”的“游戏模具”。尽管“做空”机制克服了现货金融市场上单边交易的局限,但其投机本质特征不会因此而改变。(4)CDOs 金融衍生品则彻底脱离了财产与实物抵押,完全以债务人的“供款责任”、“偿还能力”为抵押,来构建的金融衍生交易工具;显然这类金融衍生工具的运作本身就置于空中楼阁之上。抵押债务证券 CDO 将债务人的供款“责任”=资产,显然在现实经济运行中,“责任”不能替代也不能等同于资产;脱离实体经济财产抵押的“责任”、“能力”抵押证券本身,是一种自我虚拟平衡的,甚至是自欺欺人的高风险金融衍生交易工具;当供款人断供并形成规模时,这些 CODs 就会贬值,以至变为废纸。

金融衍生品经济的虚拟经济本质,决定了它在对社会经济运行产生“正效应”的同时,也必然呈现出它的反向“锋刃”:

首先,在运用“对冲机制”对现货市场上各种浮动“价格”如利率、汇率、息率等发挥“套期保值”、“锁定价格”功能的同时,也凸显出“做空机制”的强大生命力:“做空”可以获利;运用不同金融衍生品工具既“做空”又“做多”也可以获利;根据不同情况、不同时期、不同地点仅仅运用“对冲”机制就可以获得实业投资领域长周期投资经营同样的成功,甚至获得暴利。“做空”、“对冲”机制赋予了金融衍生品经济运行中强烈的投机性质,产生了对市场经济强烈震荡与破坏的可能;“做空机制”,“对冲机制”

成为金融市场投机者强大的金融“武器”。1992年9月16日索罗斯成功运用金融衍生品操作，大举抛空70亿美元英镑资产，同时买进60亿美元西德马克资产，引爆了伦敦金融市场上空狂抛英镑资产的“金融潮”，英格兰银行动用了169亿美元近三分之二的外汇储备护盘都无法阻挡，英国被迫当天宣布退出“欧元机制”，实行浮动汇制，允许英镑大幅度贬值；1996年中国上海围绕国债期货交易，“做空”与“做多”天量对垒，最终酿成震惊中外的“327”国债期货风波，涉及交易金额达几千亿元人民币；1997年10月索罗斯再次大举抛空泰珠、马币、港币，同时买进美元，掀起了东南亚金融风暴席卷全球。近20年类似“量子基金”的对冲基金急剧扩张，原来传统基金也纷纷转型；2006年以金额计算，对冲基金持有美国市场上58%的信贷性金融衍生品⁴。对冲基金成为当代市场经济运行中耀眼“明星”，她们手握金融衍生工具，通过金融杠杆推动着数以万亿计的美元资产，犹如“金融航母”窥视全球金融市场的各个角落，对准薄弱环节随时出击；1994年4月13日索罗斯在美国国会众议院作证报告时，曾明确表示：“这就是我们的赚钱方式”⁵。

其次，在金融衍生品经济打通了间接融资到直接融资的通道，使商业银行信用中介等金融机构插入到直接融资领域，极大扩展了再融资空间的同时，虽然形成了有效的分散风险、“逐级递减”金融避险机制，但也相应拉长了原有债权债务的经济链条，强化了金融市场运行的整体脆弱性，当危机爆发时就会加大震荡与破坏力。信贷资产证券化是美国次债危机引发金融市场全线震荡并且连绵不绝的直接载体。美国房屋按揭贷款实行信贷评级（Credit Score），分数范围是300~820，得分在620分以下者为信贷不良，不能获得银行优惠利率贷款（A Paper<A文件>—Prime Loan<优良级贷款>）；而只能尝试高利率、条件较苛刻的次级按揭贷款（B Paper<B文件>—Sub-Prime Loan<次级贷款>）；商业银行通常不直接受理次级贷款，楼按经纪、财务信贷公司与证券行则相联合积极开发次级房贷市场，绕过银行严格的信贷审批系统，形成大量的低凭证（借贷者收入还息凭证）审批（Low Documentation），和无凭证审批（No Documentation）次级贷款；与此同时，大批商业银行也避开法规，纷纷成立独立承担债务的法人财务信贷公司和证券公司，抢占次级房贷市场。这样构成两种衍化趋势：一是大量“次级贷款”转化为“次级债券”即抵押债务证券CDO或担保抵押证券MBS以获得次级贷款资金来源，二是证券公司、财务信贷公司、投资银行再以抵押债务证券为抵押发行结构性投资工具SIV获得中短期流动资金。尽管各类次级债券具有巨大风险，由于高息回报诱惑，楼按经纪、房贷公司、投资银行、保险公司、财务公司、证券公司、商业银行、对冲基金等各个金融领域，包括欧洲、东南亚、中国等全球金融投资基金、投资银行都相继进入美国次级债券市场，金融资产的“泡沫”愈挤愈大。

第三，金融衍生品经济运行，在为投资者以及投资界提供新的交易工具与全新的投资获利方式的同时，也赋予了当代市场经济运行中的“虚拟”经济性质；而虚拟经济无限制膨胀，超常规发展，势必对运行中的实体经济产生干扰与冲击，其根本原因在于：金融衍生品经济运行本质虽然是虚拟的，但是在这个市场上所获得的任何收益或任何损失都是实实在在的，归根结底都必须由实体经济运行中的各个微观主体来“买单”。2006年的“中航油石油期货”事件令人记忆犹新；90年代中期大量国有资产流失在不完善的期货市场之中至今历历在目。同时，金融衍生品经济运行规模愈大，对实体经济的冲击也就愈大；当金融衍生品市场上大幅度异常波动时，就会改变和扭曲实体经济运行中原有的比例与资源配置，直至诱发危机。1992年英镑危机及欧洲货币汇率机制危机、1994年墨西哥货币危机、1997年东南亚金融危机、1998年俄罗斯金融危机、2000年Nasdaq泡沫破灭、2006年美国“次贷”危机、2008年期货石油价格危机等，无

⁴ 《次贷风暴高清面目》，香港财经出版社，2008年4月。

⁵ 赵正达. 投资与投机[M]. 四川人民出版社，1993。

不与金融衍生品经济运行规模不断扩张，及其对实体经济带来的干扰与冲击直接相关。

三、解决“次贷”危机必须从根本入手

近 15 年的全球金融风暴，无处不见发达市场经济国家金融衍生品泛滥的身影；避免其冲击和解决的根本途径是：

第一，必须约束发达市场经济国家金融衍生品经济的发展。金融本质是信用；信用本质是债权债务；债权债务经济运行必须受到约束。银行信用活动有约束，其资产负债率不得超过 75%，自有资本金充足率须保证在 8% 以上；商业信用有约束，通常不能超过受信人的现有资本总量；消费信用有约束，除了相当财产（物业、货币、债券）抵押外，还要有可靠、稳定、经常性收入做保障；国家信用有约束，累积国债余额占 GDP 比例不能超过 50%；国际信用有约束，本国对外收支能力是一国对外信用支付的根本基础。

金融衍生品经济是在信用经济，也即债权债务经济运行基础上形成的“虚拟”、“合约”性金融交易经济，远离实体经济；近年来随其规模在发达市场经济国家不断膨胀，其运行与发展愈来愈凸现出“投机”、“金融博弈”的性质，显然无限制任其发展，金融衍生品的“花样”创新势必成为当代市场经济运行中的“脱缰野马”，对现货金融市场运行与实体经济必将带来接连不断的冲击。

发达市场经济国家的金融衍生品经济规模必须受到限制。其一，约束金融衍生品经济规模，有利于发达市场经济国家的金融稳定。美国“次贷”危机已经为英国、德国、欧洲、南韩等金融衍生品经济急速扩展的地区和国家发出了严厉的警示：虚拟经济规模超过一定限度，势必冲击实体经济。其二，约束发达市场经济国家的金融衍生品经济规模，有利于全球市场经济稳定。金融无国界，资产证券化，经济一体化是当代市场经济运行的共同特征，环球各国经济愈来愈共融于市场经济这种同一的经济运行体制之中，对发达市场经济国家的金融衍生品经济发展规模不加约束，实质就是对不发达的、发展中的市场经济国家的金融掠夺，是环球市场经济运行体系中一种不公平竞争。

从正负效应角度考察，发达市场经济国家的金融衍生品经济发展规模具有客观约束：（1）实体经济总规模是“虚拟经济”交易总规模的理论最高值，因为“虚拟经济”交易的盈亏最终需要实体经济“买单”；（2）按照信用通行 60%~75% 授贷交易原则，并充分考虑虚拟经济的交易风险，再从虚拟经济交易总规模中，比照实体经济总规模扣除 40%，可作为发达市场经济国家的金融衍生品经济发展规模的最高参考限值。例如美国 GDP 总值是 15 万亿美元，金融衍生品经济交易总规模上限就应是 9 万亿美元。（3）如果考虑到多数金融衍生品交易工具的杠杆（Margin）因素，这里类举的美国金融衍生品名义交易总规模最高限值实际已达 100 万亿美元以上的规模，显然这里已经充分考量了市场经济运行中的环球因素与动态因素。上述三条仅仅是发达市场经济国家金融衍生品经济发展规模约束的理论参考模式。

无视信用经济的客观约束，无视实体经济运行之外“虚拟经济”的规模制约，必然受到客观经济规律的惩治。美国次贷危机引发全球金融震荡已经给发达市场经济国家、全球经济学家、政治家、金融投资家上了一堂极为深刻的实践课。

第二，重建环球市场经济体系中的货币稳定机制与汇率稳定机制。金融衍生品经济无约束发展源于环球市场经济体系中稳定的货币机制消失。1945 年确立以美元为中心的世界货币体系，其根基在于美元与黄金实行固定比例（35 美元=1 盎司黄金）；各国货币与美元实行固定比例；以美元为世界货币中介或储备货币并与黄金自由兑换；贵金属黄金仍然是货币的基础。二次战后，美国经济实力强大，并集中了全球 3/4 的黄金储备，具有以黄金为基础，以美元充当世界货币的强大经济前提。客观评价，以美元为中心的世界货币体系为二战后各国经济的迅速恢复奠定了稳定的货币基础，并带来了世界多数国家自 50 年代中期开

始的长达近 20 年的“经济起飞”与“经济快速发展”时期。但是国际间贸易量不断扩张，黄金大量外流，美国自身贸易收支不平衡，美元无法与黄金长期实行低的固定比例。1960 年始美元危机不断，1971 年十国集团的“史密森协定”使美元贬值 7.98%，1973 年官方美元再次贬值 10%，并且不再按官价汇率对外自由兑换黄金；1976 年“牙买加货币体系”彻底废除了黄金的货币定价基础。

市场经济越来越发达，国际间贸易规模越来越大，资产全球流动、资源全球配置、世界经济一体化是当代环球市场经济发展的共同趋势，然而当上世纪 70 年代，黄金彻底退出几百年来商品经济交易历史中充当“一般等价物”的“特殊商品”地位之后，各国发行的纸制信用货币犹如“断了线的风筝”，四处漂泊，无踪可寻。各国货币壁垒与各国经济实力对比在汇价上产生巨大摩擦；资产全球流动与汇价波动产生巨大摩擦；世界储备货币随主权国家经济波动、货币政策变动、币值变动而影响全球汇价、金融市场稳定；通货膨胀输出输入、经济衰退输入输出已经成为环球市场经济体系中的常态；墨西哥货币危机、东南亚金融风暴、阿根廷货币危机接连不断；金融衍生品作为避险工具不断被创新，然而这柄“双刃剑”却不断给市场经济带来重创。美国“次贷”危机引发全球金融震荡，让发达市场经济国家陷入一片混乱，再一次将这一深层次的矛盾推到历史前台，即：必须重建人类当代市场经济运行体系中的货币稳定机制与汇率稳定机制，这是当代人类经济活动中的重大课题，也是全球市场经济体系中不能不解决的重大课题。

笔者提出的对策是：（1）建立环球中央银行。构建环球央行是市场经济全球化、世界经济一体化、金融资产流动国际化的必然趋势，欧洲央行、“欧元区”在实践上已先行一步。构建环球央行可参照美国联邦储备体系实行会员制，世界各国央行交纳会员基金构成股本金并成为股东。（2）建立环球中央银行“基础货币”制度。环球中央银行“基础货币”是国际通行储备货币与国际金融平衡调节货币；可按发达市场经济国家、发展中市场经济国家、不发达市场经济国家 GDP 总量比重与在环球市场经济体系中贸易比重加权平均计算，确定可以在环球中央银行购买的“基础货币”规模。建立环球中央银行“基础货币”，可以有效避免个别国家强势货币作为国际储备货币经常波动的弊端。（3）环球中央银行“基础货币”的主要用途：一是平衡国际贸易收支，可直接以环球中央银行“基础货币”进行国际结算，也可以在非常时期向环球中央银行申请借贷环球中央银行“基础货币”，进行国际贸易支付；二是平衡各国汇率，建立环球中央银行“基础货币”与各国货币固定比价关系，限定上下浮动范围，实施中期（例如 5~10 年）评估调整；在非常时期可由环球中央银行出手在国际金融市场直接买卖、借贷环球中央银行“基础货币”与各国货币，从而构建环球市场经济运行中平衡、稳定的汇率机制。显然其功能根本区别于 IMF“特别提款权”。（4）通过环球中央银行“基础货币”平衡、稳定的汇率机制，借以形成不受国际金融环境外部干扰的各国市场经济运行中相对稳定的利率机制，从而构建人类当代市场经济运行中真正的“纸黄金”货币制度。（5）合并世界银行、国际货币基金组织、《巴塞尔协议》组织的国际金融协调功能，构建全球统一有效的金融协调与监控体系。

构建环球市场经济体系中的货币稳定机制与汇率稳定机制，需要世界各国通力合作，需要人类共同的智慧，一起面对当代市场经济带给人类社会经济活动中的金融挑战。

参考文献：

- [1] 黄达. 货币银行学[M]. 中国人民大学出版社, 2000.
- [2] 田超. 金融衍生品：发展现状及制度安排[M]. 中国金融出版社, 2006.

The unlimited expansion of financial derivatives' economy is the direct curse of America's credit crisis and global financial shocks

NIU Jiang-tao

Abstract: The key point characteristic of America's credit crisis is transferring from subprime loan to CDOs, from indirect financial field entering into direct financial field, from America's local financial market spreading to international financial market, and the domino effect is unexpected, due to unlimited development and expansion of financial derivatives' economy in recent years. The collapse of gold exchange standard system pegging precious metal in 1970s' greatly promoted innovation and development of financial derivatives, this is the inevitable result of advanced development of financial field due to solve its' own conflicts in free market economy, the financial derivatives' economy which is naturally virtual economy brings positive effect on advanced market's economy on one hand, but shows its' neglect "cutting edge" effect on entity economy on the other hand. The global financial storms have been witnessed due to overflow of financial derivatives in advanced market's economy. The basic measures to prevent from happening are as follows: firstly to restrain the scale of financial derivatives' economy in advanced market economy's countries. The max value in theory of total exchange volumes of fictions economy should be matched the total volumes of entity economy; secondly to reconstruct the monetary stabilized mechanism and exchange rate stabilized mechanism, proposing to construct global central bank, and fundamental money which is uses as international reserve money and international financial balancing and regulating money.

Key words: CDOs' crisis; financial derivatives' economy; monetary stabilized mechanism and exchange rate stabilized mechanism

(责任编辑：Ann and Emily)