

# 后次贷时代与全球金融市场的自我救赎

## ——基于非对称信息下的风险转移分析

**摘要** 美国次贷风波席卷全球,引发了更深层次的金融风暴。剖析次贷危机和金融风暴的本质有助于探索化解这场全球性金融危机的有效途径。深入分析可以发现次贷危机起源于疯狂的虚拟资本和荒谬的金融衍生品,金融监管的缺失和非对称信息使得危机愈演愈烈;次贷危机从美国向全球蔓延形成了“负外部性金融溢出”效应,外围国家正在承受金融全球化带来的风险转移。文章提出“金融创新半径”的概念,指出惟有遵循金融资源配置的客观规律才是金融创新的理性归宿;一切金融危机,其实质都是货币的危机,只有建立新的国际货币体系,加强人民币在国际货币体系中的地位和作用,才能共同走出“斯蒂格利茨陷阱”。

**关键词** 次贷危机;负外部性金融溢出;斯蒂格利茨陷阱;新国际货币体系

**中图分类号** F831

**文献标识码** A

**文章编号** 1002-0594(2009)08-0053-05

**收稿日期** 2009-04-09

### 一、引言

**国**际金融市场的每一次震荡调整,都是国际金融资源自身价值的理性回归。源于美国的次贷风波席卷全球,无论是理论界和政策界都对此次金融灾难持悲观的论调,哀鸿一片。从实质上看,本次次贷危机与历史上的数次以金融业为主导的危机有惊人的相似之处,即最终从信贷风险演变为市场和流动性风险乃至危机(黄小军等,2008)。事实上,金融全球化已将各国的金融体系纳入到同一运行链条上,任何一国已经不可能独自恣意为。次贷风波是危机,但它更是国际金融市场加深对金融全球化规律的认识,进行自我调整和救赎的重要契机。本文试图从虚拟资本、金融网络化与非对称信息角度剖析次贷危机爆发的必然性,阐述金融风险的传导路径,分析美国次贷危机对“外围国家”产生的“负外部性金融溢出效应”,指出建立新的国际货币体系的迫切性,进而探讨发展中国家在金融创新中的利益与风险,提出化解金融危机的实质性见解。

### 二、次贷危机的逻辑起点及本质探究

#### (一)次贷金融衍生品基于的是荒谬的逻辑起点假设

次级抵押贷款证券化的逻辑起点建立在无限膨胀的消费信心和推波助澜的上涨房价上,这一假设本身就是荒谬的。在金融衍生品的推出过程中,忽视居民的还款能力,对次贷产品与次级债产品自身风险累积的认识不足而形成的近乎“疯狂”的虚拟资本链条,严重了背离金融资产的运行规律。众多的经纪公司从自身利益出发,盲目鼓吹次级贷的作用;评级机构在债券评级中没有做到客观公正,降低了信用门槛;与此同时,金融监管未能跟上金融创新的步伐,监管部门过度相信市场的能力,导致对评级机构和衍生品监管的双重缺失(邓翔,李雪娇,2008),进一步扩大了金融风险的传播范围,使得发生在一个国家的次贷危机终于演变成了一场空前的全球性金融风暴。

#### (二)金融网络化是次贷危机的主要传导路径

一切金融危机,其实质都是货币的危机,是次贷风波引发了此次金融危机。有

肖奎喜  
徐世长

广东外语外贸大学  
国际经济贸易学院  
广东 广州 510006

基金项目:  
国家社科基金  
项目(08BJY116);  
广东省自然科学基金  
项目(81510420  
01000012);广东省  
社科规划项目  
(07GE08)

作者简介:  
肖奎喜(1968-),  
湖南隆回人,广东外  
语外贸大学国际经济  
贸易研究中心副教  
授、博士,主要从事资  
本市场与金融风险管  
理研究。

效的货币政策的传导工具、方向和渠道是成功应对金融风波的保证。次贷危机的新型传导机制已经不是传统的利率和资产价格,而是金融全球化过程中利用金融网络化效应推进并加以扩散的,以机构投资者为主导,以金融市场固有的组成要素为媒介进行传递。新型危机是信息本位制和超国界权威对区域金融机制的猛烈校正,其冲击直接在虚拟经济层面(萧琛,1998)。

(三)非对称金融信息与“弱势披露机制”造成了毫无回避的风险暴露

伴随着金融全球化与衍生工具的不断深化,非对称的信息问题已经暴露在日益复杂的经济活动中。发达国家与发展中国家的市场体制、金融体系、监管体制及信息披露制度均呈现严格的非对称现象,这样的格局一旦面对同样的金融风波冲击,加上投机资本和风险基金变向运作的推波助澜,势必对发展中国家造成巨大的伤害。金融机构与投资者之间的信息则更加的不对称,虚假信息将投资者置于衍生品的风口浪尖,弱势信息披露机制成为金融市场的天然缺陷。经纪人的盲目促销,投资银行的过度推销,信用评级的不客观公正使得美国向全球输送“隐性”的金融衍生品,体现出“上游信息体”对“弱势信息集群”的非对称博弈,这种地位的不平等造成了事实上的资源掠夺和毫无回避的风险转移。

(四)次贷危机释放出的是金融风险全球化的深层信号

20世纪80年代以来全球一系列金融危机与此次美国次贷风波共同演绎了金融全球化时代的到来,金融已经成为事实上的经济核心,经济全球化的核心指标就是金融全球化。随着资本账户开放程度的提高,发展中国家被日益纳入到发达资本主义国家的金融创新链条中去,它们还没有来得及分享多少机遇,更多的是被动接受发达国家转移的金融风险(李巍,2008)。次贷风波表明了美国对全球经济的掌控能力,其独特之处在于发展中国家的金融越是国际化,其自身的可控性就越低,美国成为一个事实的自由帐户,各国无条件的“供养”着这个全球最大的金融帐户。

### 三、次贷危机对“外围国家”金融协调的影响

本文立足的“外围国家”体系,是以广大的新兴市场为基础的,建立在有着相似的经济水平、相对滞后的微观金融体系、矛盾重重的内外均衡难题

之上。新兴市场国家作为“弱势金融集群”,分享着次贷风波带来的“余温”,这种别人犯错,自己饮鸩止渴的非对称博弈,是当前国际金融秩序不完善的必然表现。金融协调理论在次贷风波之后必然会被重视,在这里我们提出关注金融效率,评估金融溢出效应和加强国际金融协调。

(一)次贷风波的走向导致了针对新兴市场的隐性风险转移

美国作为全球最大的经济实体,在黄金以及石油、粮食等大宗商品上具有绝对的定价权,一旦美国受到次贷危机打击后,其经济增长的动力不足,经济疲软,那么采取一些隐性的手段来转嫁自身风险就成为可能。世界范围的石油和粮食价格一度疯狂上涨,其中固然有来自正处于经济上升时期的新兴市场国家的巨大需求,但欧佩克则认为投机和炒作才是价格非理性上涨的关键因素。美国有246家对冲基金,管理着1.5亿美元的资产,国际油价由2008年初的100美元/桶上升一度攀升到140美元/桶,是美国为维持其霸权地位,打击靠能源带动快速发展的新兴市场国家的典型例证,可以预见,这样的手段会随着美国经济的疲软而被更加经常采用。

(二)“负外部性金融溢出”对滞后型金融防御体系提出严峻挑战

次贷危机从美国向新兴国家输出形成了金融溢出的“负外部性”效应。新兴市场国家金融体系大多不健全,其防御能力相对脆弱,一旦暴露在全球风暴中,后果不堪设想。虽然新兴国家并未完全放开的资本市场形成了一道天然的防火墙,但国际市场热钱冲击威力仍然是非常巨大的。国际热钱以投机资本和投资资本的形式存在,热衷于获取利差和外汇差,增加了当事国的流动性,增强了通货膨胀压力,投机资本兴风作浪,利用各种金融衍生品进行短期冲击,寻找各种获利机会。以中国为例,截至2007年,我国外债余额3736亿,短期外债余额2200亿,再度刷新短期外债占比。次贷风波加速了美元的贬值,2008年人民币对美元已升值近6%,从而大举刺激了国际资本的流入,2008年第一季度,中国新增外汇1539亿美元,扣除贸易顺差414亿美元,流入中国的不明热钱高达851亿。“负外部性金融溢出”在增大当事国宏观金融政策执行难度的同时,也向国际金融市场的稳定和协调提出了挑战。

(三)基于“利率倒挂”的国际金融协调难度愈来愈大

美国政府对于次贷风波救治的首选即是降息。

2008年4月18日,FED调低联邦基金利率25个基点,联邦基金利率是2%,人民币年利率是4.14%,中美利差倒挂成为国际投机资本涌入中国的催化剂,在美元相对贬值的情形下,流动性过剩问题进一步恶化,中国经济面临的外部环境更为复杂,中国政府的宏观调控难度加大,表现在工具的选择和目标的模糊上。次贷风波造成的金融隐患已经超出了过去“发在美国,伤在美国”的传统模式,已经演变成为“发在美国,伤在全球”。这是金融全球化条件下,国际金融市场面临的共同挑战。各国应该携手救市,敢于和善于对金融危机国际传递展开共同治理。

#### 四、后次贷时代,全球金融市场的救赎启示

“以小见大”的全球金融博弈,以约2万亿美元的次贷为基底,引起了新世纪金融公司、雷曼兄弟公司、华盛顿信用合作银行、英迪马克联邦银行的倒闭;导致了花旗、美林、美洲、摩根斯坦利等金融巨头的严重亏损;同时造成了欧洲、亚洲等国金融机构的巨大损失。全球金融链条“系得越紧,伤得越深”。次贷风波的负面影响不言而喻,是危机,是全球通胀能量的释放,但它更是国际金融市场进行自我救赎的重要契机,金融资源的概念和内涵应当引起重视,遵循资源配置的客观规律是金融创新的理性归宿。

(一)以“潜力货币”为核心的篮子框架成为事实的汇率盯住目标

次贷风波必将加速国际货币体系的实际调整,这是我们认识和矫正当前不合理的国际货币格局的重要契机。以美元为中心的国际货币体系在巨大的金融风波中显得力不从心,过度依赖美元的国家在此次金融风波中“身受内伤”,在美国经济发生可预见衰退的情形下,将关注货币篮子的目光投向经济持续发展的新兴市场经济体,增加这些国家“潜力货币”的权重,对原有的国际货币体系进行结构调整既是成功应对次贷风波的要求,也是全球经济格局变动的大势所趋。忽视“潜力货币”在活跃国际金融市场和稳定国际金融秩序的功能,是国际金融资源的“非最优”配置,是全球金融资源的巨大浪费,是对金融全球化形势下,国际货币体系运行规律的背离。

1991~2006年,发展中国家占世界经济的比重由33.8%上升至47.7%,占世界贸易的比重从20.3%上升至30.8%。发展中国家经济以远高于发达国家的速度继续增长,在世界经济格局中的比重将继续提高,相反,美国经济在世界经济中的比重下降,从

冷战后最高时的32%下降到28%,并有稳步下降之势。以“金砖四国”为代表的新兴经济体群体性崛起效应明显。中国、俄罗斯、印度、巴西、韩国、土耳其、墨西哥、南非、印尼、伊朗等10大新兴经济体均升入世界经济前30强行列。2006年,俄罗斯、印度和巴西同时继中国之后进入GDP万亿美元经济大国行列。同时,世界经济重心向东亚转移步伐加快。在欧洲、北美和东亚世界三大经济区中,东亚经济增长继续明显快于欧洲和北美。2006年,东亚(含南亚)GDP总量已超过10万亿美元,与北美和欧洲的总量差距缩小,在世界经济中的比重继续提高。这些不断壮大的经济体,必将呼吁本国货币在国际货币格局中享有同等的待遇,提升本国货币的国际地位,冲击美元核心。

索罗斯认为次贷危机是二战以来最严重的金融危机,是美元作为世界货币的终点(张明,2008)。他的观点可能过于极端了,然而,构建新的国际货币体系和国际金融体系,打破以美元主导国际货币体系的格局刻不容缓。“潜力货币”为核心的篮子框架成为事实的汇率盯住目标的时机已经成熟,随着欧元区 and 以金砖四国为首的新兴经济体的崛起,全球经济格局发生了重大变化,美国虽然仍旧是全球最强大的经济体,但相对地位日益下降。新的全球经济格局要求国际货币体系和国际金融体系随之相应调整,一个重要的要求就是改变美元主导国际货币体系的格局(巴曙松,2008)。

(二)金融创新半径不能游离实体经济太远,新金融时代的“机制”设计迫在眉睫

虚拟化的金融资本其核心的价值在于它所反映的实体经济上,过大的衍生半径,是对金融资产运行规律的背离,必将导致灾难性的后果。以MBS为基础的次级债券,不断的衍生,形成个性化的担保债务凭证(CDO),这样的过程一旦被重复,便形成CDO平方、甚至是立方,MBS被不断的衍生化,最初作为基础资产的次级贷款的效用,通过杠杆作用被成倍放大,一旦实体经济的大厦倒塌,相关金融市场的剧烈波动成为必然。

高度相关的新金融时代呼吁金融机制的国际协调,信用监管、过程监管、交易监管已成当务之急。早在2000年,美联储前委员Edward M. Gramlich曾经指出快速增长的居民次级住房抵押贷款存在隐性的风险,并多次提醒美国监管当局次级贷款潜藏危机,遗憾的是,对金融市场自我调节的功能过于自信,对信贷市场膨胀的过度陶醉最终酝酿了此次危机。美

国金融监管当局迟迟未能对次贷危机的警示给予重视,是因为相信金融机构强大的风险内控机制。事实证明,以内控为主、监管为辅的风险控制机制难以克服市场固有的缺陷,具体表现在两个方面,一是金融企业对于利润的过度追求会违背市场运行法则和经济运行规律;二是金融机构非理性的投资行为,几乎忘掉了自己也处于金融链条之中。

(三) 强化区域金融风险防御 构建新的国际货币体系

全球经济金融一体化,在加速各国经济交流与合作,运用比较优势共同发展的同时,也给处于金融链条上的脆弱群体带来潜在的风险隐患。当前的国际结算体系仍以美元为主,“斯蒂格利茨陷阱”在高速的资本流动下形成了一个巨大的漩涡,一旦中心国家发生金融风暴,其辐射与危害难以想象(王楚明,2001)。因此,构建区域金融防御体系,建立国际金融新秩序已成当务之急。美国、日本和欧盟作为强大的经济体在现行的国际金融秩序中拥有绝对的话语权,然而,广大而又分散的亚洲各国,伴随着经济的不断发展,也应该受到国际市场的尊重。

亚洲各国构建一体化区域金融风险防范体系的核心是建立地区货币基金。美国次贷危机对亚洲各国经济金融稳定的负面影响不言而喻,为应对此次金融风波,中日韩3国和东盟10国领导人于2008年10月24日商讨成立外储基金,以共同应对不断扩散的国际金融危机。与会13国领导人一致同意,争取在2009年上半年成立总额高达800亿美元(约合5464亿元人民币)的外汇储备基金,以维持本地区货币稳定。中日韩及东盟各国此举一方面是为了应对美国次贷危机对本地区经济的冲击,实现本地区经济与金融的稳定,另一方面,又体现了东亚各国建立区域性货币基金组织的倾向,这对于亚洲货币一体化,是一次积极有利的尝试。东亚各国将加强区域内国家间的货币合作,有利于增强区域内国家应对国际金融危机的能力。同时,一旦建立起区域性货币组织,将进一步增强东亚各国对国际货币政策的发言权,维护区域货币稳定,促进区域内国家的经济发展。

此外,建立地区贸易结算体系,改变美元单一结算也是亚洲各国共同抵御金融风险的必要举措。中国人民银行已经在着手推动人民币在国际上发挥应有的地位,并巩固其在区域货币中的领导权。中国央行行长周小川此前在谈到人民币参考的一篮子货币构成时表示,要鼓励在双边贸易中采用本币结算,而

不是以往一贯的美元结算。事实上早在2005年1月1日起,在中国央行和俄罗斯央行的推动下,中俄边境地区内的中俄两国银行开始使用卢布和人民币进行结算和付款,而在此之前,中俄边境贸易结算只能使用美元。从周边国家情况看,人民币在蒙古、越南、缅甸、尼泊尔等邻国在事实上也已成为边贸结算的主要币种。在周边国家对人民币需求增大的背景下,人民币在亚洲区域内的影响力将得到极大提高。

(四) 探索新的金融市场信息披露制度 审慎监管场外交易

探索新的金融市场信息披露制度,提高金融品和金融市场的透明度,是防范衍生品市场风险的重要举措。金融衍生品属于表外业务,各国中央银行对其监管较为宽松。同时,金融衍生品交易大都在柜台交易市场进行,相比股票市场来说,这一市场的信息披露制度很不完善,在金融创新中,各金融机构都将其金融衍生品的创造过程看作是商业秘密,加上这些衍生品本身的复杂性,即使专业的投资者也往往感觉眼花缭乱。

金融衍生工具具有对冲风险、分散风险和价格发现等基本功能,包括次级抵押贷款证券在内的衍生品是金融衍生品场外交易的一系列非常复杂的衍生品,问题的关键在于它们没有完整的信息披露和透明度,对其监管也没有场内交易产品严格。场外衍生品交易多为协商确定,产品结构复杂多样,这样非标准化的产品增加了投资者的认知难度,也使得流动性不高,导致产品较难正确估值,信用衍生品就属此类。场内衍生品则多数属标准化合约,产品结构简单,集中报价的方式使其定价更加规范,估值公允且流动性好,信息披露严格。场外衍生品交易是由交易双方通过直接协商来决定,双方以信用担保或者交纳一定保证金担保履约,监管环境宽松,导致信用风险很高。

美国政府对新一轮的次贷危机作出了迅速反应,陆续推出了向市场注资、接管问题金融机构、禁止做空金融类股票等多重措施,2008年9月22日,美联储又批准摩根斯坦利和高盛转变为传统银行控股公司,将投资银行纳入美联储监管体系。但从根本上来看,这些措施只能对金融市场起到暂时的稳定作用,无法从根本上解决美国乃至全球金融体系存在的问题。当前这次源自于次贷支持证券的金融危机是全球经济在长期繁荣背后所掩盖的市场风险的集中爆发,在拯救这次危机以后,美国和全球的金融市场体系必然面临新一轮的革新(巴曙松,2008)。

(五) 次贷危机呼吁国际金融市场走出“斯蒂格利茨陷阱”

斯蒂格利茨陷阱的实质是以美元为核心的国际货币体系为美元的“自动”回流提供了方便,一旦发 生金融风波,这样的路径也成为风险和损失传递的模式(张立伟,2008)。美国作为全球最大的经济体,在世界范围内发行通货,广泛掠夺资源,次贷危机实质是华尔街的“天才们”酿制的一杯“毒酒”,它让全球的金融机构为这些所谓的天才般的构想买单,但请记住,权利和义务要制衡。美国应该对全球经济金融的稳定作出贡献。由于目前国际货币体系中美元依然是核心。过去的几年,每年都有约3000亿美元流向美国,如果美元持续贬值,对国内储蓄和投资缺口本来就非常大的美国是不利的,2007年美国进口额达2.4万亿,进口商品价格的上涨,可能推高美国整体价格水平,从而冲抵国内投资环境。

## 五、结论

既成事实的“斯蒂格利茨陷阱”助推了此次金融危机的国际蔓延,一个可以利用自己的货币在全球范围内征收“铸币税”的国家,一个始终贯穿以内部均衡为主的国度,让它自觉遵守国际金融市场的运行规律,让它自动承担稳定国际金融秩序的责任,是

不现实的,所有发生在2007年以来的“金融过热”现象终于采用一场次贷风波的形式来释放其能量,是必然现象。呼吁国际市场走出“斯蒂格利茨陷阱”,加强全球范围的金融合作和机制设计,敦促美元的谨慎走向是全球经济金融稳定的希望。

(肖奎喜电子邮箱:xiaokuixi@163.com)

参考文献:

- 巴曙松. 2008. 全球金融体系面临重构, 中国该如何应对[N]. 上海证券报.
- 邓翔, 李雪娇. 2008. “次贷危机”下美国金融监管体制改革分析[J]. 世界经济研究(8):68-73.
- 黄小军, 陆晓明, 吴晓晖. 2008. 对美国次贷危机的深层思考[J]. 国际金融研究(5):14-21.
- 李巍. 2008. 资本账户开放、金融发展和经济金融不稳定的国际经验分析[J]. 世界经济(3):34-43.
- 萧琛. 1998. 从网络经济看东亚金融风暴——关于新型金融危机的思考[J]. 世界经济与政治(9):14-18.
- 王楚明. 2001. 国际货币体系改革与发展中国家利益原则[J]. 金融研究(2):88-93.
- 张立伟. 2008. 次贷危机预示美国金融霸权的终结. [J]. 理论参考(4):43-43.
- 张明. 2008. 论次贷危机对国际金融体系、国际格局和中国经济的影响[J]. 国际经济评论(2).

### The Sub-prime Mortgage Crisis and the Self-redemption of the Global Financial Market: An Analysis Based on the Risk Transfer under Unsymmetric Information

XIAO Kui-xi, XU Shi-chang

(Guangdong University of Foreign Studies, Guangzhou 510006, China)

**Abstract:** The sub-prime mortgage crisis of the United States is sweeping over the globe, and may bring about a bigger financial storm. Analyzing the essence of them is useful for discovering an effective solution to the crisis. Our analysis finds that the sub-prime mortgage crisis is derived from the crazy virtual capital and the absurd financial derivation, with the loss of the financial supervision and the unsymmetry information making it more violent. The crisis spreading from the US to the whole world has caused the "negative external financial overflow effect", with the countries nearby enduring the transfer risk from financial globalization. This paper puts forward the concept of "financial innovation radius" and points out that the rational way of financial innovation is to obey the objective law of the distribution of financial resources. All financial crises are the currency crisis in essence, and only by establishing a new international monetary system and strengthening the role of RMB in it can we walk out of the "Stiglitz's trap".

**Key words:** the sub-prime mortgage crisis; negative external financial overflow effect; Stiglitz's trap; new international monetary system

(责任编辑 元玲 责任校对 春晓)