

香港傳真

中信泰富政治暨經濟研究部
中國稅務雜誌社綜合研究組

No. 2008-30

2008年3月28日

新全球化時代與衍生金融產品風險

中國宏觀經濟學會 王建

衍生金融產品在新全球化時代出現了迅猛發展，也帶來了目前發達國家金融市場的新危機，如何認識這種危機產生的根源和影響，已經成為各國學者的共同責任。

一、新全球化時代的特點

第一次全球化時代是從 19 世紀初到 20 世紀初，其特點是宗主國向殖民地國家輸出資本開發資源，資本主義國家是資本和商品輸出國，投資的六成以上是資源開發與相關的道路、港口建設，國際貿易的六成以上是初級產品。

第二次全球化是二戰後在發達國家之間，投資是在發達國家

之間流動，投資方向是水平分工的產業鏈，貿易的主體是工業製成品，發達國家與發展中國家的貿易是垂直型貿易，即出口工業製成品，進口初級產品。同時，這一時期是工業化國家的工業化完成期，美國在 50 年代中期，西歐國家和日本在 70 年代中期相繼完成工業化，完成工業化的標誌就是服務產出比重穩步提高，成為主導產業。

在前兩次全球化浪潮中，雖然特點有所不同，比如貿易和投資的結構發生了變化，但從發達國家與發展中國家的關係考察，發達國家作為資本輸出國的地位沒有變，發達國家的投資主要集中在初級產品開發的格局沒有變，南北國家的貿易以初級產品與工業製成品交換的內容也沒有變，發展中國家始終處在貿易劣勢。

第三次全球化浪潮始於 20 世紀 90 年代初冷戰結束後，進入新世紀以來形成了高潮，其格局也發生了根本變化。從投資看，發達國家對發展中國家的投資集中到製造業，發展中國家取得了明顯的貿易強勢，表現為持續擴大的貿易順差，發展中國家成了產品輸出國，而且也成了資本輸出國。

在這一時期，主要資本主義國家的基本特徵也在發生改變，資本主義國家已經不再是資本和商品輸出國，也不再具有生產過剩特徵，而轉變為資本和商品的輸入國，開始呈現出生產不足的特徵。

與這個轉變同時發生的，是許多長期指導市場經濟運行的基本理論和規律發生了根本變化，例如，匯率變動不再是左右貿易平衡的基本變量，歐盟對美國的順差從 2002 年低點到目前已升值一倍，但歐盟對美國的順差從百億美元增加到千億美元。

在發展中國家，許多經濟運行規律也已發生變型，例如在今天的中國，當通脹率顯著上昇的時候，人民幣也強勁升值，而在

傳統理論中，當一個國家通脹嚴重的時候，匯率肯定是貶值。

我還要指出兩個本次全球化時代的重要現象，第一個現象就是國際資本流動特徵的變化。在前兩次全球化時代，只有產業資本的流動，以至於直到 20 世紀 70 年代以前，國際金融學還不是一個獨立的經濟學科，而是國際貿易學中的一個分支，這是因為國際資本的流動主要是商品流動的結果，但是在今天，與國際貿易和商品生產投資相關的資本流動已經成了“小頭”，與貿易和生產投資無關的國際貨幣資本流動成了“大頭”，因為每年的國際貨幣交易額已高達近千億美元，大約是國際貿易額的一百倍。

第二個現象就是國際衍生金融產品的高速發展，衍生金融產品不是新全球化的產物，因為它出現於 20 世紀 70 年代，但新世紀以來的發展速度遠高於以前年代，因此與新全球化的格局肯定相關。例如目前在國際金融市場剛剛露頭的新危機——信用違約掉期產品（CDS），在 2000 年市值才有九千億美元，到 2007 年底就增長到 45.5 萬億美元，七年增長了 50 倍。

二、新全球化特點產生的根源

冷戰結束催生新全球化時代，在全球經濟融合中，南北國家長期分隔的價格體系開始融合，在兩種價格體系的融合過程中產生了一塊新利潤，表現為在發展中國家可以用極低的成本生產出與發達國家同樣的產品。就是這塊新利潤使傳統經濟學理論失效，例如根據赫~俄模型，國際貿易優勢產生的原因是一國的某種資源稟賦優於他國，但是由於發展中國家處在全球生產要素價格體系的低端，發達國家處在高端，所以發達國家的所有資源稟賦優勢，包括資本、土地和勞動力的優勢都喪失了。舉例來說，中國這樣

一個土地資源稀缺的國家，2006年城市地價平均不到三百美元，而美國這樣一個土地資源極為豐裕的國家，城市平均地價卻是五百美元。

在新全球化過程中產生的這塊新利潤，使發展中國家獲得了在以往兩次全球化過程中所未有的貿易強勢，但這塊新利潤的來源是價格體系扭曲的結果，在統一的全球市場中，這種價格扭曲導致資源配置扭曲的現象不可能永遠存在，市場的力量必然會糾正，這個糾正的過程就是發展中國家生產要素價格昇值的過程，這可以部分解釋中國目前通脹的發生機制。這個過程同時也是貨幣昇值的過程，但是由於匯率變動一般只能在十個百分點上下，而發達國家與發展中國家的生產要素差距是幾十倍，所以拉平這個差距要20~30年，這樣就使發展中國家在新全球化時代的貿易優勢可以長期保持，雖然匯率升值，貿易順差仍會不斷擴大，這就是為什麼匯率與通脹率的變動方向會一致的原因。

發達國家由於物質生產優勢在長期內喪失，產業資本大量向虛擬經濟領域轉移。安然本來是全球著名的大能源公司，但是主營業務轉向了金融市場，在爆發危機的當年，即1999年，傳統能源生產總值僅佔當年營業額的3%。通用汽車公司已經連續幾年虧損，但金融子公司卻是盈利企業，資產僅佔3%，利潤卻佔到40%，所以發達國家物質產業優勢的衰落與衍生金融市場的繁榮是一對“雙生子”。也由此可以斷言，新全球化在深度與廣度上越是向前推進，發達國家的貨幣資本從產業領域向虛擬經濟領域轉移的現象就越顯著，這就解釋了為什麼衍生金融產品只有在新全球化時代才獲得了前所未有的發展動力。

目前美國這個當代最發達的資本主義國家，是走在了從傳統的產業資本時代向新的資本主義發展階段——虛擬資本主義階段

邁進的前列，但歐盟和日本也在步美國的後塵，這表現在主要資本主義國家對主要發展中國家的貿易逆差都在不斷拉大。例如去年德國雖然是世界的出口冠軍，但是對中國仍有近兩百億美元的貿易逆差，整個歐盟國家對中國的貿易逆差則高達 1700 億美元。所以歐元的強勢也不可能長期維持，歐洲的經濟形態越接近美國，資本越向虛擬經濟領域轉移，強勢歐元就越沒有基礎，歐元與美元爭奪世界貨幣霸主地位的過程雖然仍會持續，但從長期看由於與美元同質，是不可能取代美元地位的。

三、衍生金融產品的風險

風險之一：衍生金融產品改變了貨幣的性質，貨幣與勞動不再是一一對應關係，所以可以無限制膨脹，但只要能在金融市場迅速轉換成現金，就等同於貨幣，所以這些衍生金融產品本來也被統計在貨幣口徑中，它不是傳統的 M1、M2，但可能是 M3、M4，乃至 Mn。因此，貨幣已經不是由發達國家的央行一家在創造，而是由無數個參與衍生金融產品市場的金融機構創造的。

發展衍生金融產品的本源是為了規避金融市場風險，但是當所有單個金融商品交易都找到避險方式的時候，金融市場的風險反而被放到最大，這不僅是哲學和邏輯學，也是發達國家衍生金融產品市場的現實。例如根據有關統計，目前有保險覆蓋的資產支持債券、CDO 等約 3.3 萬億美元，而所承保的保險公司的股本總額僅有三百億美元，因此只要這些被保險的資產虧損 1%，保險公司就得關門倒閉，資產的價值也會一落千丈，這就是發達國家金融市場自 2008 年 2 月以來受保險公司虧損傳聞震撼而再次發生嚴重動盪的原因。

風險之二：衍生金融產品交易高度不透明。目前的金融管理體系與制度都是根據原有的資本主義市場經濟特徵設計的，對 90 年代以來高速發展的衍生金融產品市場既缺乏完善的法律制度框架，也沒有有效的監管。例如，根據目前美國和歐洲的金融管理制度，衍生金融資產可以不進入銀行的資產負債表，而只有當表外資產發生虧損的時候才要求計入其虧損額。2006 年，美國花旗銀行的表內資產只有 5700 億美元，但資產總額卻高達 2.2 萬億美元，其表外的 1.63 萬億美元資產，大部分就是資產抵押債券和 CDO 等。最近又報出到 2007 年底花旗還持有 7.5 萬億美元的 CDS，所以其在 2008 年 1 月份報出在 2007 年四季度發生 180 億美元虧損的時候，就引起了美國金融市場的強烈振盪。

風險之三：衍生金融產品改變了世界經濟繁榮與蕭條的機制，它擴大和拉長了經濟繁榮期，也必然會加重經濟蕭條的程度、延長持續時間。

衍生金融工具所創造的避險機制的普及，極大地促進了各類金融產品的創造和擴張，發達國家之所以可以在物質產業長期萎縮後仍能長期維持貿易逆差，就是因為各種金融產品的膨脹可以不斷創造出新的貨幣，因為是貨幣，所以具有購買力，所以可以同發展中國家的物質產品相交換，這就使發達國家的經濟增長在新全球化時代呈現出新特徵，即只有需求的增長而沒有供給的增長，或需求增長率遠高於供給增長率。例如美國在 2000~2005 年，經濟年均增長率是 3.5%，但製造業增長率年均只有 0.7%。

但衍生金融產品的膨脹終究不可能沒有限制，這個限制就是衍生金融產品的本源，即對實物產品真實的供給與需求能力。次債危機爆發的原因就是由於房屋抵押貸款的實際負債人失去了償還能力，導致在其之上衍生出來的鉅額金融商品失去了價值，正

所謂“皮之不存，毛將焉附”。根據有關統計，美國抵押債務與其相關的衍生金融產品的比例高達 1 比 19，即十萬億美元的房屋抵押貸款所衍生出的 CDO、CDS 等可能高達二百萬億美元。據美國有關機構估計，美國房屋抵押贖回權的缺口如果達到 7%，美聯儲就得拿出一萬億美元來救市，而到 2008 年 2 月末這個缺口已經超過了 7%，美聯儲剛剛拿出的兩千億美元救市資金真的能堵住這個天大的窟窿嗎？

如果衍生金融產品的發展是一個貨幣創造過程和需求創造過程，那麼衍生金融泡沫的破滅就是一個消滅貨幣和購買力的過程，所以目前面臨的金融市場危機，一定會導致需求的萎縮與經濟衰退，並且會比以往時期更嚴重。

日本在金融泡沫破滅後曾經經歷了長達 15 年的蕭條，有人說美國吸取了日本的教訓，在金融危機露頭後及時降息和對金融市場大規模注資，所以美國不會發生類似日本那樣的長期危機與蕭條。但是因為美國以及歐洲的衍生金融產品交易市場高度不透明，誰都不知道別人拿了多少問題資產，所以就只能不斷提高交易中的風險度，即縮減交易規模和提昇利率水平，這樣就導致在美聯儲連續降息後，市場利率不降反昇，與美國基本利率的利差不斷拉大，出現了市場的自發性緊縮。例如 2007 年 8 月次債危機爆發後，到年底倫敦同業拆借利率與美國基本利率的利差迅速拉開到 80~100 個基點，而以往只有 20 個基點；2008 年 1 月 12 日至 21 日，美聯儲兩次降息達 125 個基點，但在其後兩週內美國 30 年期抵押貸款利率卻上昇了 50 個基點，而且最近還在上昇。這種市場的自主性緊縮，最終仍會把美國金融和經濟拖到長期衰退的境地。

風險之四：衍生金融產品的發展對發展中國家來說，也具有鉅大危險。

在新全球化時代由於發達國家逐步走向虛擬經濟領域，世界物質產品生產的發展與繁榮實際是在靠發展中國家來支撐。表面看由於發展中國家的金融市場發展都比較落後，似乎發達國家的衍生金融產品風險不會直接向發展中國家傳導，所以也有人說目前的這場世界性金融危機與經濟衰退，中國、印度等“金磚四國”可以繼續充當世界經濟的“火車頭”，但實際上並非如此。

發達國家在新全球化時代把物質產業向發展中國家轉移，並且依靠發展衍生金融產品創造的貨幣需求，創造出長期貿易逆差的基礎，從而拉動了發展中國家的經濟發展，這的確是對發展中國家積極的一面，但萬事都有兩面性，衍生金融產品的發展對發展中國家也是如此。

首先，從中國看，自改革開放以來的經濟繁榮期都只能持續兩年，但自 2003 年以來展開的經濟增長高潮，到目前已經持續了五年以上，產生這個變化的一個重要條件就是外需的增長率持續提昇，2007 年已相當於新增 GDP 的 23%，這在中國國內收入差距不斷拉大和生產過剩矛盾逐漸顯露的時期，尤其顯得重要。但是如果發達國家金融市場泡沫破滅，需求顯著下降，中國的經濟繁榮過程也會被打斷。比如美國是中國最重要的外部需求來源，按美方統計，2007 年中美貿易逆差高達 2400 億美元，但是由於在美國爆發了次債危機，2007 年一季度中國對美國出口增長率還高達 26%，四季度就下跌到 12%，而 2008 年頭兩個月已進入零增長。與之相隨，2 月份的貿易順差也驟降 64%，出口增速只有 6.5%，是六年來最低點。如果 2008 年出口增速繼續下降為零，僅外部需求因素就會使中國經濟增長率從去年的 11.4% 下降到 8.5%。

其次，雖然主要發展中國家目前都對發達國家有較大貿易順差，並且積累了大量外匯儲備，但這些外匯最終還得投放到發達

國家的資本市場尋求保值增值。有人說美元貶值對中國的外匯儲備是鉅大損失，這個觀點不對，因為只要人民幣鎖定美元，美元貶值在中國央行的賬面上就沒有損失。真正的損失是來自發達國家用衍生金融工具創造出了飛速增長的龐大貨幣購買力，而中國等主要發展中國家由於國內沒有衍生金融產品市場，也嚴重缺乏懂得國際衍生金融產品遊戲玩法的人才，所以只能購買利率水平很低的美國政府債和機構債，這些債券雖然風險很小，但年利率水平只有4%，與年均增值一倍乃至數倍、數十倍的衍生金融產品相比是天壤之別，最終的結果就是所持外幣購買力的大量喪失。這當然是一場發達國家對發展中國家的金融掠奪，背後是金融軟實力的嚴重不對稱，所以就出現了“主權財富基金”這類發展中國家創立的金融投資方式，是發展中國家想通過參與發達國家的衍生金融產品遊戲來擺脫這個困境，但如果是把錢放到別人的口袋裡，讓別人去打理，結果可能更慘。例如國投公司剛出海，就在對“黑石”的投資中虧損了近百億元，這充分說明了發展中國家發展本土衍生金融產品市場和培養本土衍生金融產品人才的重要性。

第三，對發展中國家來說，衍生金融產品對發展中國家財富的掠奪不僅來自金融領域，也已經向實物生產領域直接擴散。一直以來，期貨的定價是在現貨實物市場的供求關係中形成的，因此是現貨決定期貨，但是自21世紀初以來，這種定價規律已經發生了根本改變。由於衍生金融工具創造出了龐大的貨幣規模，國際資本已高達幾十萬億美元，在發達國家金融市場發生動盪後，這些資本就開始湧入期貨市場，定價權也開始從現貨領域向金融領域轉移。由於以往期貨市場所容納的資本額相對於金融市場要小得多，從金融市場流出一個小頭對期貨市場就是鉅額資金，所

以就形成了自新世紀以來國際期貨市場的長期多頭趨勢，這就使承擔世界物質產品生產重任的主要發展中國家，特別是中國，面臨著不斷大幅度上漲的大宗產品價格壓力，這是中國目前通脹形勢日益嚴重的重要原因。有人說發達國家由於發生金融風暴進入經濟衰退，大宗產品的期貨價格未來一定會下跌，我看不是如此，因為發達國家的金融風暴越利害，國際資本在金融市場牟利的空間就越小，就越會湧入期貨市場。2008年下半年當美國進入次債高峰的時候，國際油價上漲到突破150美元甚至二百美元，我也不會感到奇怪。同時，發展中國家還必須高度關注，在發達國家的虛擬資本把期貨市場金融化與衍生產品化的時候，還會繼續把實物生產領域中所有可以與衍生金融產品沾邊的各種合約方式衍生產品化。例如各種生產合約、運輸合約、技術與服務合約等，這不僅會分割走發展中國家的物質財富，也會通過發展中國家的生產成本提昇，導致發展中國家的通脹長期化。