

【中】王楚明 (Chuming Wang)

个人简况

王楚明，男，1963年3月13日生，上海立信会计学院金融学系主任，教授，硕士生导师，南开大学在读博士，河南省金融学会常务理事，国家基础科学人才培养基金评审专家、国家自然科学基金委员会评议专家，主要从事西方经济思想史、资本理论等研究。主持和参加国家社科基金和省级科研项目9项。

联系方式

通讯地址：上海市松江区文翔路2800号，上海立信会计学院金融系。

邮编：201620

手机：13816790726

电子邮箱：chuming_w@126.com

近期论著

在《金融研究》、《上海经济研究》等刊物发表论文40余篇，出版《全球金融变革与金融发展》等著作6部。

从美国次债危机看金融创新的信用基础

【中】王楚明

一、信用比信心重要

面对美国次级贷款引发的金融危机，2008年9月24日，国务院总理温家宝，面对美国经济金融界知名人士说：“在经济困难面前，信心比黄金和货币更重要。”美国前财长鲁宾说：“美国当前的危机是长期低估风险造成的，是多种强力因素共同作用的结果，处理起来更困难。这也是一场信心危机，”美国陶氏化学公司董事长利伟诚说：“实体经济出现波动，不稳定因素增多，人们开始失去信心，”诺贝尔经济学奖得主、哥伦比亚大学教授斯蒂格利茨还向温总理建议：从美国金融危机中吸取教训，加强金融监管，重视金融衍生品安全和金融创新问题。

这让我们不得不思考金融创新以及金融创新中的信用问题。在金融交易中，信心是比黄金重要，但是，信心不是凭空而来，这就意味着有比信心更重要的东西，那就是信用。没有信用，就不会有信心。信心来自于人们对于债务主体的信用能力也即是履约能力的高度认可，或者说信心来自于金融市场参与者对金融市场交易产品未来预期收益的可获得性、以及对交易产品信用风险的判断和可控制性的良好预期，总之，信心来自于对市场主体信用能力的良好预期，否则，市场参与者就不会对市场有信心，缺乏信心的市场就为金融危机埋下隐患。因此，信用是金融稳定和金融安全的基础。

现代市场经济下，信用是一个延伸的链条。链条中，信用本身形成的借贷关系是信用的本质；信用活动所需要的信用环境是现代信用活动得以顺利完成的必要条件，如信用评级服务等；由于信用活动越来越便利、信用的杠杆效应越来越大、失信带来的破坏性影响越来越大，因此，需要一个超脱信用各主体利益关系的机构对信用活动进行监管，这就是相应的金融监管机构及其监管活动。这一信用链条中，任何一方放松应有的信用约束，必然带来信用风险。这次美国金融危机中的信心危机，本质上就是信用危机；而信用危机来自于信用缺乏应有的信用基础，特别是金融信用产品创新中缺乏应有的信用基础。

二、金融创新的信用基础

金融发展史就是金融创新史，也是信用发展史。从货币发展演变历史看，典型的例子就是银行券和纸币的出现，本质上是金融创新，是以信用作基础的金融创新，信用的基础就是相应的抵押品。银行券发行的信用基础就是一定量的金属储备，所以，银行券的流通不会遭到人们的拒绝，当这一信用基础被破坏时，银行券流通的信用

就没有了，人们就会拒绝接受和使用银行券。

在纸币出现后，纸币发行的信用基础：一是一定量的金属储备、物质财富和其它抵押品如国家债券等；二是依靠政权稳定的国家信誉作保证。这一信用基础和信用保证的弊端，就是国家可能失信即信用的无基础扩张，如美国在这次金融危机中增加美元的发行。所以，在纸币流通条件下，通货膨胀也就成为经常发生的事情，通货膨胀就是国家失信或者说国家信用无信用基础在经济运行中的表现。

在现代金融体制下，银行是现代金融创新的中心。在银行的负债业务中，银行的自有资本、一定的风险防范措施如风险准备金以及市场信誉等成为其负债活动的信用基础，但这一信用基础已经不是全部了，而是部分的信用基础为其负债作担保，这其实已经潜伏了银行违约的风险。而银行的资产业务活动特别是其放贷活动的信用基础主要是抵押品，抵押机制成为银行资金投放重要机制，是银行防范信用风险的重要物质基础和技术保障。因为，在银行放贷过程中，由于信息不对称导致了银行对融资者申请贷款的筛选成本过高，同时，银行还面临着融资者过高的逆向选择和道德风险，从而增加银行损失的可能性。银行为了维护自身的利益，在与融资者博弈中对融资者实施信贷配给就成了银行的理性选择。于是，银行和融资者的博弈结果就演化为个体理性与集体理性矛盾的纳什均衡，从而走入融资过程中的“囚徒困境”。因此，要解决这一问题，就要解决信息不对称和融资者的信用问题，一个重要的途径就是建立抵押机制。

在抵押机制下，银行放贷中的抵押品就是信用的基础，这可以减少信用风险的发生。但是，在银行商业利益的驱使下，银行会放松这一应有的抵押机制对资金投放的约束要求，于是，大量的没有良好信用基础的放款创造出来，为客户违约提供了便利，在经济环境变化时，银行就要承担信用风险。这样的信用风险和其形成路径，银行是很清楚的。问题是，当银行追求其商业利益而信用风险最终不需要自己承担（如我国计划金融体制时），或者有可能将其转嫁出去的时候（如美国银行次级房贷转让），银行就会冒道德风险，大量蕴含信用风险的贷款就会被银行制造出来，在金融创新掩饰下，再加上信用评级机构贴上高等级信用的标签，在一个缺乏必要金融监管的市场中，大量没有良好信用基础的金融创新产品（如美国次贷基础上多次衍生的金融产品）推向市场，经济环境的变化、或者信用链条中某一个主体的履约能力的变化，就会引起信用链条的断裂，积累信用风险，最终引发金融危机。

美国这次信用链条断裂所引发的金融危机，说明了两个问题：

一是在崇尚金融自由化的美国，缺乏良好的金融创新的信用基础，缺乏杠杆比率的控制。当金融创新的信用基础缺乏、或者不足以支撑过高的资产值的时候，那么抵押机制就会出现低效率。也就是说金融中的小概率事件同时发生时，抵押资产不足以偿付其创造的贷款。

二是金融创新活动中，金融创新有责主体没能履责。这些金融创新有责主体包括：银行和投资银行等机构，漠视过高杠杆比率所带来的风险，进行无良好信用基础的房贷，以及房贷合约证券化为次级债券的信用基础缺乏；作为信用环境重要构成要素的信用评级机构，对无良好信用基础的创新产品（如次级债券及其衍生品）贴上

高等级信誉标签；金融监管机构对无良好信用基础的金融产品创新与交易放弃监管甚至排斥监管等。尽管它们各自的失责表现各不同，但其共同点是对金融创新产品信用基础缺乏应有的要求和监督，也抛开了作为控制信用风险的资金投放的抵押机制，而这正是金融创新诱发金融危机的根源。

从现代市场经济与金融体系的关系看，相对实体经济，加总的创新金融产品作为虚拟经济的组成部分，其创新的信用基础应该是实体经济的真实价值，实体经济的真实价值可以表述为经济运行中统计学意义上的价格剔除泡沫成份后的价格，这应该是整个金融创新的信用基础，这可以视为从另一角度来看待信用的抵押机制的实现途径。当然，也不能排除在此基础上有一定的“虚拟”的成份，这一“虚拟”的成份其实就是金融运行中不可避免的金融资产泡沫，但是，这一金融资产泡沫要以不足以危害实体经济的运行和金融的稳定为底线，这就是金融创新的“度”。这个“度”，针对某个行业，从维克塞尔纯信用周期理论的角度来看，应该是一个行业的自然利率，或者说这个行业应该存在一个合理的收益率。

这次次债危机就是因为过高的杠杆比率产生了整个行业的超额利润，同时相应的资本存量的增长并没能和利润率的增长同步造成的，（当然，也许我们很难说清楚这个行业所应该具有的利润率的精确数值）。这导致危机波及到了美国的整个金融行业和全球金融业，并对全球经济产生重大破坏性影响。因此，金融创新的适度性是现代金融体制下金融创新的一个重要原则。

三、美国信用制度的缺陷--缺乏信用基础的金融创新

这次美国金融危机反映出美国银行、信用评级和金融监管机构等对金融创新中信用基础要求和监督的失责，反映出美国信用制度的缺陷。

金融发展的历史表明，信用制度的完善与否在相当程度上决定着一个国家金融发展的健康与稳定程度。二次大战后，美国之所以能够在世界金融市场独占鳌头，除了仰仗其雄厚的经济实力外，美国凭借其早期建立的信用制度以及由此形成的庞大的信用体系。但是，20世纪90年代以来，在新自由主义的影响下，美国过度强调金融的自由化和市场化的结果，其信用制度放松了对金融创新各主体责任要求，放松了金融创新中对信用基础的要求，忽视了抵押机制在金融创新中控制信用风险的作用。正是美国目前的信用制度存在的缺陷，导致了目前危害全球的金融危机。

从这次美国金融危机看，首先，美国的信用制度允许一些金融机构推出缺乏有坚实信用基础支撑的高风险次级房款（没有信用记录要求的房贷，更不要说作为信用基础的抵押品的要求）。其次，是美国的信用制度允许投资银行等中介机构，在无无视信用基础条件下，通过所谓的金融创新机制，将次级房贷分拆打包成次级债券，并推向市场，出售给不知内情的投资者。其三，美国的信用制度允许信用评级机构无视金融创新的信用基础，为所谓的金融创新产品贴上高信誉等级的标签，为所谓的金融创新产品在市场流通发出错误信息。最后，美国的信用制度允许金融创新自由，更不要说美联储对金融创新的信用基础和创新金融产品与交易进行监管了。

正是在这样的信用制度下，将金融创新的游戏链条不断拉长，各种金融产品的市场规模不断扩大，金融创新的信用基础被忽视，金融创新风险抵押机制被抛开，金融创新的职业道德无约束，金融创新的必要监管被排斥，金融创新的风险被掩盖。将经过金融创新的具有极大信用风险的次级债券推到金融市场，并通过错综复杂的交易，将信用风险的链条延伸至不同国家的大量金融机构，在全球不断放大金融创新产品财富效应的同时，也为美国和全球的金融市场带来巨大信用风险。当维系这些金融创新产品得以延续的环境和条件发生变化时，缺乏信用基础的金融创新的风险逐渐暴露出来，并逐渐由信用危机演变成金融危机，这就是美国没有坚实信用基础的金融创新的结果。

四、金融创新的信用基础构建

金融创新涉及到金融制度、金融市场和金融产品等创新，而发展较快的是金融衍生品的创新，这一向为一些发达国家的金融场所推崇。

金融创新的前提是确保金融稳定，这是这次美国引发的金融危机给我们的启示。如何保持金融创新中的金融稳定是金融发展面临的难题，解决这一问题的重要途径就是构建金融创新的信用基础，这是金融创新中控制信用风险的重要物质基础和技术保证；而构建信用基础的关键就是建立有效的抵押机制，发挥抵押机制在遏制过度金融创新和控制金融创新风险中的作用。

一是建立以实物资产的真实价值为信用基础的抵押机制。金融交易中，要解决信息不对称和融资者的信用问题，一个重要的途径就是建立抵押机制，特别是建立以实物资产的真实价值为基础的抵押机制，以实物资产的真实价值作为金融创新的信用基础。从美国次级房贷引发的次债危机看，当房地产泡沫形成后，房子的市场价格其实已经是统计学意义上的价格，已经脱离了房子的真实价值。再以这种脱离了真实价值的房子作抵押去贷款买房子，既膨胀了房地产的泡沫，又不是真实价值的抵押品，也就是作为实物资产的房子已经失去了真正意义上的实物资产的抵押作用，将这种贷款合约证券化为次级债券，这种创新后的次级债券也就没有足以防御信用风险的信用基础了。因此，要建立以实物资产的真实价值为信用基础的抵押机制，而不是建立具有象征意义的实物资产为信用基础的抵押机制。

二是建立抵押品为金融资产的定价和交易机制。在缺乏对金融资产有效定价和交易机制下，就容易出现没有信用基础的金融产品创新。这时，抵押的链条越长，潜在的信用风险就越大。美国金融危机表明的正是金融资产的循环交易与抵押，在增加资产流量的同时，不断创造更大规模的金融资产存量，一旦发生问题，金融资产作为抵押品，其价格比实物资产变动更大，抵押的象征意义更大于其实际价值，金融创新就缺乏坚实的信用基础。

综上所述，在现代市场经济条件下，金融创新的信用风险越来越大，防范信用风险的有效手段就是构建良好的金融创新的信用基础，其有效途径就是建立以抵押品的真实价值为基础的抵押机制。这既是传统金融创新给我们的启示，也是金融稳定

运行所提出的要求。