

自由与罪恶——金融创新与金融危机

刘明辉 何敬 ■

金融创新与金融危机

由美国次级债所引发的这场金融危机，被认为是华尔街的翅膀扇起了这场袭向全球的金融海啸——蝴蝶效应。危机的始作俑者是曾被冠以金融创新美名的次级债。本来金融创新是好事，因为创新是人类社会进步的动力源泉，是人类自由意志的体现，然而缺乏监管的自由却会铸成大错。当它多次打包，以高杠杆的运作方式攫取巨额利润时，所产生的风险是巨大的，当上一链条——房地产市场泡沫破裂的时候，这个财富神话也轰然倒塌，产生的多米诺骨牌效应，使得百年投行接连倒下。

自由与罪恶——“失乐园”的翻版

人类的自由意志带来了罪恶，金融创新演化成了金融危机，这就像是失乐园故事的翻版。在“牟取高额回报”的蛊惑下，华尔街金融大鳄们窃取了“智慧树”之果，企图行上帝之职——凭借复杂的金融衍生工具操纵资本市场，犯了七宗罪之首的“骄傲”罪；当金融创新成为造钱机器的时候，则犯了另一条罪状——“贪婪”。作为惩罚，还未来得及吃得“长生果”的投行们被赶出了“伊甸园”。

得于失乐园的原罪与人类自由意志相伴而生。奥古斯丁认为人类的祖先运用自由意志选择了吃“智慧之果”，从此人类背负了原罪，而要想摆脱这种先天的罪业，则需要上帝的救赎。萨特则将自由和责任联系在一起，认为人是自由选择的承担者，人类踏出伊甸是被自由流

放了。黑格尔也认为告别伊甸就意味着承担。但问题是没有经过自由“训练”的我们，一旦自由真正落在肩膀上的时候，想到要承担自由意志选择的责任，就开始逃避自由。被自由意志放逐的投行，不得不面对尘世“to be or not to be”的抉择。恐慌中的华尔街大佬们没有等来弥赛亚的拯救，等来的却是耶稣的救赎，整个投行被钉在了十字架上。华尔街投行的瓦解对金融创新是个巨大的打击。

自由意志的转向—— 加强监管和风险控制

考量自由和罪恶的关系，是为了找到弃恶从善之路，是为了向善。康德认为要想把原罪带来的向善转为向善，同样需要运用人的自由意志。只有自由意志的选择发生了转变，才能配享恩典。这种转变的起点是找到症结，而后对症下药。

拥有“智慧”的投行们在趋利的自由意志下把金融创新做到了极致，他们认为技术可以统治一切，这是工具理性极度膨胀的表现；他们罔顾监管，企图蒙蔽众生，最终导致了金融危机的恶果。美联储前任主席格林斯潘在2008年10月公开承认自己犯了一个错误，即自由放任、政府少干预，而这是新自由主义经济学派的政策主张。正在经历着金融危机的美国民众，在总统大选中抛弃了传承共和党新自由主义经济学主张的麦凯恩，转而把几年前还名不见经传的奥巴马推上了权力的巅峰。顺应民意的奥巴马，这个在政坛上获胜的传奇英雄，要想在市场上成就另一番英雄救“美”的

传奇，依靠的将是民主党拥护的凯恩斯经济学主张——政府干预。

在金融危机的肇始国——美国是这样，在欧洲、亚洲，经济评论家们也普遍认为应当加强政府监管、增强政府和企业抵御风险的能力。中国银监会副主席蒋定之2008年11月在《中国金融》上谈到“美国金融危机的九个警示”时，强调要当心金融创新过度带来的风险、过度投机带来的风险、市场无序和放松监管带来的风险、高回报掩盖下的金融风险以及在投资决策中过于依赖抽象的数学模型而导致的风险等。在金融危机笼罩下召开的2009年达沃斯世界经济论坛，与往年相比，与会者心情沉重，少见了群英闪耀、额手相庆的晚宴，多见了洗尽铅华、眉头紧锁的研讨会，会上讨论的最多的是风险管理。2009年4月2日召开的伦敦金融峰会上，二十国集团领导人认为，需要携手应对金融危机，需要对所有具有系统性影响的金融机构、金融产品和金融市场实施监管，包括对冲基金、信用评级机构。加强监管、进行风险评估和风险控制，成为人们的共识，这表明人类的自由意志发生了转向，向善之路即在铺开。

历史上的自由与罪恶桥段

如果说失乐园是自由与罪恶的最早桥段，那么在人类的历史舞台上，这个“桥段”在不断地重复和演绎着。在金融创新与金融危机之间，人们从一端走到另一端，之后纠正错误，加强监管，找到平衡点。正如拉罗什福科(La

Rochefoucauld) 所说：“不论人们之间的命运有多大的差异，所有人都处在快乐和悲伤之间的某个平衡点上。”

（一）1929年金融危机

1929年金融系统全面崩溃源于信用的过度膨胀。在1929年金融危机爆发前，低利率环境进一步刺激了华尔街上的投机活动，这使股票信用借贷成为比任何买卖都赚钱的生意。投资者满怀着在华尔街上发横财的愿望，只需支付10%的保证金就可以购买股票，余额由经纪人支付。联储银行从美联储贴现窗口以5%的利率借出资金，然后倒手以12%的利率借给经纪人，而经纪人再转身以20%的利率借给投资者。只要股票市场还在上涨，贷款风险就很低。然而在1929年初，经济开始缓慢而显著地减速，系统性风险增加，基本面持续恶化，1929年9月5日，到1932年，道琼斯指数较1929年的历史最高点下降了89%。

华尔街历史上的这次重大崩盘导致了20世纪30年代的经济大萧条，以及后来的罗斯福新政。1933年开始，罗斯福总统大幅度地改革美国的经济政策，取消金本位制，通过了《银行紧急救助法令》、《联邦证券法》、《格拉斯—斯蒂格尔法》等在内的一系列法律，这些法律决定了现代美国金融的格局。

（二）中国金融市场中的风波

改革开放后的中国，自1990年12月开始设立上海和深圳证券交易所。1992年底，在成都由一条街道命名的“红庙子市场”上，出现了买卖内部职工股等未上市股票的交易。来自深圳等地的大户们在此大笔收购四川省内公司发行的尚未到证券交易所正式上市的股票，使这些股票的价格纷纷上涨。有人戏称，‘你在红庙子市场这头买了股票，刚走了200米，你的股票就翻番了’。1993年3月初，每天有数万人次在这里交易，几乎所有四川境内（除重庆外）的公司，所发行的股票、内部股权证，都陆续进入自发交易市场，甚至债券、股票认购收据都在

市场上‘炒’，交易品种最多时达70~80种。虽然红庙子市场为企业募集资金提供了场外交易的途径，但交易秩序混乱，缺乏监管。1993年起，政府开始实施干预政策。1993年4月颁布《股票发行与交易管理暂行条例》，对股票发行、交易及上市公司收购等活动予以规范；1993年6月颁布《公开发行股票公司信息披露实施细则》，规定了上市公司信息披露的内容和标准；1993年8月发布《禁止证券欺诈行为暂行办法》；1994年7月实施《公司法》，对公司的设立条件、组织机构、股份的发行和转让、公司债券、破产清算程序及法律责任等做了较为具体的规定，规范了有限责任公司和股份有限公司法人治理结构，为股份制企业和本市场的发展奠定了制度性基础。

我国的期货市场，于1990年10月推出了粮食商品期货，1992年底推出了国债期货交易。1993年，我国商品期货市场出现了盲目发展的混乱局面，交易品种重复，经营机构管理混乱，有的企业甚至挪用资金进行期货投机，地下交易和欺诈时有发生。1993年底，我国开始整顿期货市场，严厉查处各种非法期货经纪活动。1994年5月国务院办公厅批转国务院证券委《关于坚决制止期货市场盲目发展若干意见的请示》。

在国债期货市场上，1995年2月23日发生了“327国债期货风波”。由于对当时通货膨胀率及国债保值补贴率的不同预期，造成多空双方对327国债期货到期价格的预测分歧较大，空方在交易的最后8分钟抛出大量空单，导致多方爆仓。当晚上交所紧急磋商，宣布最后8分钟327合约的交易存在严重违规，判定无效。3个月后，国债期货市场关闭。之后，期货市场进一步健全规章制度，规范交易行为，加强市场的风险控制，防范过度投机。中国证监会于1995年9月、10月连续发布《关于期货交易所进行会员制改造的意见》、《关于进一步控制期货市场风险、严厉打击操纵市场行为

的通知》，1996年2月发布《关于进一步加强期货市场监管工作请示的通知》。

为了在跨国交易中避免汇兑损失，大型企业选择利用外汇期货衍生工具进行套期保值。然而由于对金融衍生工具杠杆性、复杂性和风险性的认识不足，一些企业发生了巨大亏损。2007年，中信泰富为其在澳大利亚的铁矿石项目与包括渣打银行、花旗银行等在内的13家银行共签下了24款外汇累计期权合约，但2008年澳元大跌60%以上，使得中信泰富陷入巨额亏损（外汇合同所导致的变现市场公允价值税后亏损金额为146.32亿港元）。因此，2009年2月24日，国资委提醒中央企业，要审慎运用金融衍生工具，不得盲从，防止被诱惑和误导；严格坚持套期保值原则，禁止任何形式的投机交易。国资委责令各中央企业，清理境内外从事的各类金融衍生业务，并于2009年3月24日公布了《关于进一步加强中央企业金融衍生业务监管的通知》，对中央企业开展金融衍生业务作出严格规定。

展望

喟叹自由滥觞的恶果，使自由意志转向，却不能因噎废食而扼杀自由本身。自由是人类的本性，有了自由，人类才能充分发挥想象，打破窠臼，开天辟地。因此，加强监管和风险控制也不是要停滞金融创新，而是给金融创新一个“游刃”的“度”，投资银行需要改变商业模式，降低杠杆率，着力于服务实体经济。

在历史上，金融创新过度导致的金融危机成为了人类通往另一个幸福的蜿蜒流转的桥段。也许经历了危机和苦难，才能彰显自由的可畏和可贵，金融创新才能珍惜自由，才能做到“从心所欲不逾矩”，自由的瑰丽之花才会再次绽放。

（作者单位：东北财经大学内部控制与风险管理研究中心 河北经贸大学）

责任编辑 张璐怡