

观察家

Observer



搏击金融飓风

·编者按·

世界将毁于炙热的火焰,还是刺骨的寒冰?

过去两周,华尔街笼罩在悲情之中,多家世界知名的金融机构在苦苦挣扎之后纷纷倒闭或被并购。房利美、房地美、美林、雷曼兄弟和美国国际集团(AIG)无一幸免。

但事情并未就此止步,市场已经将目标瞄准了高盛和摩根士丹利,大规模的抛售让两家仅存的独立投行承受着前所未有的压力。华尔街正在遭遇一场金融飓风。而仅在不到15个月

前,它还是世界金融的核心和榜样。

今日的危机并非今日铸就。早在几年前,伴随着美联储的低利率政策,大量廉价资金泛滥于金融市场中。几乎所有的金融机构都在金融创新的名义下充分展现着人类的贪婪。大量金融新产品进入市场,数十倍的杠杆率在金融机构中屡见不鲜,这为从业者带来了丰厚的利润,也为今日的暴风骤雨埋下了伏笔。

要结束这场危机,恐怕单凭美联储一己之力难于实现,毕竟美国经济与全球经济的密切整合,已使损失的

成本国际化。9月18日全球6大央行联合出台新举措,将向短期信贷市场注入1800亿美元以提高流动性。

对经济增速面临放缓的中国来说,从紧的货币政策似乎也有所松动。9月16日,中国央行下调人民币贷款基准利率和中小金融机构人民币存款准备金率。同时,资本市场也传来利好,9月19日证券交易印花税征收方式调整为单边征收。

一场对抗全球经济下滑的战役正在展开。为此,本版特策划“搏击金融飓风”专题。

其实在早先一段时间,市场就预计雷曼会出事,而雷曼本身也在积极寻求融资,但一直都无法达成协议,其中一例是和韩国发展银行(Korea Development Bank)的谈判。这个谈判双方谈了很久,但一直无法在价格上达成一致,其中一个重要原因是雷曼觉得自身虽然杠杆率有点高,但资产质量还好,所以要求以账面价值(Book Value)作价出售,而这是韩国发展银行不愿接受的。现在看来,雷曼的决策当时是有问题的,因为当初即使打折出售,也远好过现在每股20美分的状况。

但从这点也可以反映出来,雷曼的危机很大程度上是一个流动性危机,而非基本面危机。从这个角度看,目前的状况和1929年到1933年的大萧条是很不同的。而且目前危机主要还是集中在金融市场中,对实体经济的影响有限。

另外,从去年年中危机爆发开始算,现在已经有了一年的时间了。在此期间,美国财政部和美联储等政府机构做了大量的工作,到目前为止其效果还是比较明显的,例如摩根大通对贝尔斯登的收购。当初摩根大通之所以在很短的时间内决定收购贝尔斯登,一个很重要的原因就是美联储提供了将近300亿美元的信贷保证。我觉得这在当时是一个很积极的行动,因为贝尔斯登的危机当时发生得很突然,金融市场对此有恐慌情绪。这里插一句,贝尔斯登虽然只是华尔街排名第五的独立投行,资本金也就几百亿美元,但其涉及的资产和交易是上万亿的。一旦其突然破产清算,金融市场可能会立刻陷入一片混乱。这也是金融创新的一个副产品,就是现在很多金融产品都是一环扣一环,将市场中所有的参与者都牵扯进来,组成了一个网。这时候一旦其中的一环出问题,其所造成的破坏作用会一波一波的向四周传递。监管层害怕这种波浪效应会摧毁整个市场,因此才紧急促成了摩根大通对贝尔斯登的收购。

《21世纪》:但雷曼的规模比贝尔斯登还要大,其所造成的系统性风险也应该大于贝尔斯登,那监管层为何不救援雷曼?

熊伟:这次监管层不愿意救援雷曼,我觉得是可以理解的。为什么?首先,美联储安排摩根大通收购贝尔斯登,这有效地阻止了波浪效应,但这种做法是有争议的。大家最担心的就是这会引发严重的道德风险,因为这会使金融机构产生一种预期,认为以后一旦出现危机,监管层就会出面营救。假如是这样,那投行今后做投资就不用害怕失败了,反正总会有政府在背后进行救援。反过来,金融机构在事先也就会比较放纵自己,会去从事风险很大的业务。短期内,那些有问题的金融公司也不会积极自救。

在雷曼出现危机之后,美国政府再次面对了这个问题。其实在贝尔斯登倒闭之后,大家看空雷曼已经很久了,因为它是剩余四家独立投行中最小的一家,而且杠杆率比较高,资本金比较少。从这个意义上说,市场和雷曼的交易对手对其状况已经有了一定思想准备,所以应该也做了适当的预防,不太可能出现大面积的恐慌。所以政府最终决定不再为其买单,而且在此之前,保尔森等人已经多次强调不会用纳税人的钱去救援一家上市公司了。

《21世纪》:那看来美林的结局还是很不错的。

熊伟:是的。美林将自己售予美国银行是比较明智的,因为雷曼倒闭之后,美林就是剩余三家中最小的了,它和雷曼有相似问题。美林是一个投行,没有储蓄资金在背后支撑,也是靠短期借贷在维持一个巨大的资产组合。所以美林在雷曼发生危机的时候已经意识到,假如市场对它的信用信心不足的话,它也有可能步雷曼的后尘,进入下一个恶性循环。假如美林成为了下一个被市场看空的对象,想扭转人们的看法是很难的,而且之前美国政府也没有救援雷曼,所以对美林来说,与其坐以待毙,不如早点把自己卖一个好价钱。现在的收购价大约是每股29美元,虽然这和去年的最高价相比已经只有50%了,但其实这是一个不错的价钱。对此,你还可以看看雷曼,现在其股票几乎一文不值。

“金融危机尚未大规模波及实体经济”

——专访普林斯顿大学经济系教授熊伟

本报记者 谷重庆 北京报道

估计摩根士丹利公司的高管现在会有一种无奈的感觉。

美国时间8月16日,摩根士丹利公司公布了其稍好于预期的第三季度业绩报告。在截至8月31日的第三季度中,公司获得了14.25亿美元的利润,与去年同期相比,仅有3%的小幅下降。这似乎给惊魂未定的华尔街带来了一丝安慰,但市场对此完全不买账,其股价隔日随后暴跌37%。

虽然金融机构的高管们也许认为目前股价的大跌太缺乏理性,但在如今的华尔街,你是什么已经不重要,大家认为你是什么才重要。随着贝尔斯登、房利美、房地美、雷曼和美国国际集团在事实上的破产,美林见风使舵赶紧将自己卖给了美国银行,找到了一棵大树。现在市场又开始怀疑摩根士丹利和高盛这两家仅存的独立投行是否仍然可以继续维持下去,假如连它俩都倒下,那华尔街的五大独立投行将全军覆没,相信这一定可以成为历史的一刻。

冰冻三尺非一日之寒。金融创新的发展和繁荣曾给华尔街带来了丰厚的利润,如今也开始了剧烈的痛苦调整。

市场下挫虽然剧烈,但危机是否触底仍是各有看法。为此,本报最近专访了美国普林斯顿大学经济系的熊伟教授,请他来谈谈其对最近金融危机的看法。

全面的金融市场危机

《21世纪》:最近美国金融市场风声鹤唳,房利美和房地美刚被国有化,雷曼就宣布破产,美林则在很短时间将

自己卖给了美国银行,而最近身陷困境的保险业巨头美国国际集团最终没有筹到足够的资金渡过难关,被美联储用850亿美元的紧急救助接管。在两周的时间内,多家著名金融机构毁灭,美联储前任主席格林斯潘表示这是其职业生涯所见过的最严重的金融危机。您觉得事情发展到今天这种程度的原因何在?

熊伟:这次的危机从次贷以及和次

我觉得现在的危机和价格是很难完全从基本面的角度来看的,更多的还是大家对市场信心的不足。

贷相关的证券开始,到今天已经演变成了一个全面的金融市场危机,很多投资银行和金融机构在资金链上都出了问题,这和近20年的金融创新有很大关系。在这些金融创新出现的早期,其对市场是一个很大进步,因为这提高了金融市场的运作效率,但这也为日后的问题埋下了种子。越来越多的金融机构在资本金有限的情况下,利用很高的杠杆率,掌握了数量巨大的资产。这些公司往往是以这些金融资产作为抵押去



熊伟

现任美国普林斯顿大学经济学教授、中国人民大学汉青经济与金融高级研究院学术委员会主任。

1993年获中国科技大学近代物理系学士学位,1995年获美国哥伦比亚大学物理系硕士学位,2001年获美国杜克大学商学院金融学博士学位。

“金融危机尚未大规模波及实体经济”

至于美国国际集团,近年来其经营方针是比较激进的,它投入巨资进入了一个新的业务领域,为大量的金融合同作违约保险,包括为很多雷曼的金融合同提供保险。结果当雷曼和其他一些投行陷入困境时,美国国际集团的资产也发生了较大的亏损,这时候市场开始怀疑其是否可以有足够的资金来支持其评级,由此给它带来了巨大的筹资压力。要知道,美国国际集团之前的 3A 评级对其生存是至关重要的,假如它不是 3A 评级,那么现在很多购买其保险的客户就会开始恐慌,它们与其签订的保险合同怎么办? 鉴于美国国际集团巨大的规模和广泛的涉及面,美国政府最后不得已只好再次出手救援。

不容忽视的道德风险

《21 世纪》: 您刚才认为目前的危机主要还是一场流动性危机,而非基本面危机。但我们知道,在这种时刻,央行一般会扮演最后贷款人的角色。英国《经济学家》的第三任主编沃尔特·白芝浩(Walter Bagehot)曾将央行最后贷款人的角色描述为在危机时刻,凭良好抵押品以高利率自由放贷。因为自由放贷提供了流动性,可以“止住恐慌”,高利率使“任何人都不得不过慎重考虑、不可能用很低的代价就借到钱”,良好抵押品防止了商业机构将问题资产转移到央行的风险。既然像雷曼这样的公司手中握有大量的优质资产,仅仅是缺乏流动性,而美联储又在不断的降息和提供流动性,那为什么今天我们还会看到大型金融机构的不断倒塌呢?

熊伟:雷曼等公司手中虽然有大量资产,但这些资产往往是流动性不好的资产。这里稍微补充一点,这些公司的高杠杆率和巨大的资产组合迫使它们需要不断在资本市场上去融资来维持,而每次融资它们都需要保证金。假如这时候资产价格下降的话,它们的抵押品价值就会缩水,市场会要求它们增加保证金。所以即使这时候市场的基本面没有出问题,只是资产价格出现了短期波动,这仍会对金融公司的融资活动在保证金方面产生相当大的压力。假如这时候公司没有那么多的现金,这怎么办? 那就只能卖掉一些资产了,但假如大家这时候都缺现金,都在卖资产,那就很可能形成一边倒的市场,只有卖家,没有买家,价格会继续下调,走入一个自我实现的恶性循环。

我认为目前美国就出现了这么一

种状况。你想想,一个以房贷做抵押、面值 100 元的 3A 级债券,一年前还卖 99 元,现在只卖 38 元了,怎么理解这个 38 元? 我想假如要让这个债券的价格跌到 38 元,房贷肯定要有很高的违约率才行,而且即使房主违约了,放贷方也不是血本无归,房子还是值钱的。即使房价与高峰相比折了一半,以此为基础的债券也不会从 100 元跌到 38 元,这是一个很难想象的结果,而且现在房价也远远没有那么大的跌幅。所以我觉得现在的危机和价格是很难完全从基本面的角度来理解的,更多的还是大家对市场信心的不足。

这也是美国政府一直在积极营救这些公司的原因。你可以看到,去年以来,美联储大幅降息,而且破例将过去只对商业银行开放的借贷窗口如今也对投行开放,这都是为了缓解市场上流动性短缺的状况。但刚刚也说过,这可能会滋生严重的道德风险,所以政府并不愿意无限地提供流动性去救援所有的机构。也许你认为有良好的抵押品在就没有风险,但事实上美联储无法区分资产的质量,例如当初美联储刚向投行开放了信贷窗口,雷曼立即就把自己的一些资产组合打包拿来贷款,雷曼甚至给作抵押的债券取名叫“自由债券”,但这个资产真的是雷曼手中比较好的资产吗? 这个东西美联储判断不了。你可以想像一下,雷曼会把质量好的资产送进去吗? 很可能是坏的。所以这个方法短期内也许可以缓解危机,但有可能会为下一个更大的危机埋下伏笔。

《21 世纪》: 您怎么看这场金融危机到目前为止对美国的影响?

熊伟:这次从去年夏天开始的金融危机,到目前为止对实体经济的影响还是有限的,而且主要是反映在楼市上。最近两年,美国房价出现了全国范围的下降,虽然每个区域的程度不同。那么房价还会降多少? 这个谁也说不清楚。但房价和金融市场的信贷危机是直接相关的。一方面,投资公司的很多资产就是建立在房贷上,房价的下降会直接影响到抵押品的价值。另一方面,老百姓买房需要贷款,假如金融市场的形势不好,那么房贷利率就会比较高,这会降低人们的买房需求,进一步导致房价下调。这是一个交互作用的过程。

从消费的角度来说,房子对美国中产阶级是最重要的资产,可能占全部资产的 80%。假如房价下降,那么这些家庭的房产价值马上会缩水,这些人直接

的反应就是他们变穷了,这样消费信心也会降低,由此对经济发展产生影响。好在美国大部分实体公司的资金是充裕的。目前还没有迹象表明金融市场的危机影响了实体公司的投资。所以最近几个季度美国经济的增长率是很低的,但还没有变成负数。从这点上说,美国经济还未进入衰退,因为衰退的标准是连续两个季度的经济增长为负数。从日常生活来看,我们看到金融公司倒闭,但并没有看到食品公司和能源公司倒闭,也就是说金融危机尚未大规模波及实体经济。

自大萧条结束已 75 年,美国金融市场其间经历了大大小小多次危机,总是病了治,好了再病。尽管这次病的比较重,但我个人认为没有必要怀疑金融市场的恢复能力。

《21 世纪》: 您觉得目前的局面远没有大萧条那么糟糕,那在您看来,这是监管机构调控的成果,还是经济基本本身比较好的结果?

熊伟:这里面有很多原因。首先,在 1929 年大萧条之前,美国的金融市场是“放羊制”,里面没有政府监管的机制,就连分业监管体制也是大萧条之后由富兰克林·罗斯福总统主持建立的。正是这一系列机制的建立,在很大程度上避免了金融市场的波动向实体经济的大规模扩散。当然,假如美国金融市场在未来很长一段时间内都这么萧条,那么最终会影响到公司的融资活动,但我认为这在短期内不会出现。而且你要注意到,目前美国的商业银行还比较健康,是可以满足公司短期内的融资需求的。

其次,在大萧条期间,美国政府采取了错误的货币政策。为了捍卫金本位,当时的货币当局实行了紧缩而非扩张的货币政策,结果导致流动性危机更加恶化。但现在的美联储主席伯南克是世界公认的在货币政策和金融危机方面的专家。在出任美联储主席之前他是我们普林斯顿大学经济系的系主任。这里插一句,我就是伯南克 2000 年聘到普林斯顿大学来执教的。所以我一点都不奇怪于美联储在这次危机中的积极表现,所以我觉得目前的情况和大萧条是不能相提并论的。

“没必要怀疑金融市场的恢复能力”

《21 世纪》: 您认为这次危机的严重程度尚无法与大萧条相比,但自上世纪 80 年代以来,美国金融市场已经发生了数次危机,例如 1987 年道琼斯指数曾在一日之内狂跌超过 20%,接着又发生了储蓄信贷协会危机(S&L),1998 年对冲基金长期资本管理公司(LTCM)破产,2000 年网络股泡沫又破灭。这些危机也曾经给市场造成了很大的混乱,但和今天的问题相比,只是小巫见大巫,您觉得这次危机如此严重的原因何在?

熊伟:这里原因很多,还是之前我说过的,很多金融危机其实都和金融创新有关,甚至可以说是金融创新的负面产物。美国的资本市场是全世界最成熟的,但它每天依然在不断地更新,每个参与方都在不断寻找更有效的融资方式。这个过程不是在统一规划下进行的,而是一种各个实体寻求自身利润最大化的过程。这种模式提供了有效的创新激励,但也带来了短期效应和负面作用。在没出问题的时候,大家往往不会对此有深刻理解。从这个意义上说,金融危机也可以看做是当初没有预料到的一些负面效应在市场上逐渐显现的过程,所以美国每隔几年就会发生金融危机。

但这个问题你要分两面来看。一是危机会造成损失,直接影响一些公司的运行,甚至使其中一些倒闭。但这也是创新不可缺少的一部分,有创新就会有风险和失败。创新和危机的关系就像基因突变和自然选择的关系一样。好的突变使得物种进步,坏的突变会被自然淘汰。金融危机的爆发正是淘汰的过程,不过目前表现得比较严重。

这次危机和近 20 年的金融创新关系很大,尤其是这些领域在近几年有了高速发展,但风险却没有得到很好的管理。这次创新的波及面很广,基本上所有的欧美金融机构都参与其中,很多公司用高杠杆率来借贷投资。大家将房贷等资产打包后重新切分,变成风险等级不同的金融产品然后出卖。这种创新有一些好处,比如投资者可以根据不同的风险需求来购买不同的金融产品,各取所需。但这也产生了一些问题,比如房贷公司因为可以把各种房贷的风险直接通过打包而转移给投资人,于是丧失了对房贷借款人信用进行把关的激励,这使得大量资金被贷给了信用不足的



熊伟认为,有着大量投行业务的瑞银集团在金融危机中遭受了惨重损失,其未来状况将十分堪忧。 IC

家庭,这些质量不好的贷款也流入了市场。这是美国房市泡沫和之后次贷危机的起因之一。

另外,重新分割当初由美国各地发放的房贷打包而成的资产,使得风险追踪变得十分困难。例如大家知道佛罗里达的房贷出了很多问题,但现在谁都不知道这些资产去了什么地方,所以在风险管理上出现了难题。公司不确定它们的哪些资产有问题,投资人也不确定哪些公司有问题。这种不确定性最终使大家对市场丧失了信心,而金融市场最危险的就是没信心,因为没信心就没有流动性,价格就会全面暴跌。鉴于这些产品的波及面很广,因此短期之内肯定会有很多公司倒闭。

美国金融市场是建立在一种优胜劣汰、适者生存的机制上。这次危机会有一场大换血,很多脆弱的细胞会死掉。自大萧条结束已 75 年,美国金融市场其间经历了大大小小多次危机,总是病了治,好了再病。尽管这次病的比较重,但我个人认为没有必要怀疑金融市场的恢复能力。正面地讲,这次大换血还给以后更有生命力的细胞提供了生长空间。

《21 世纪》: 那您怎么看相关领域未来的发展呢? 比如我们看到很多商业银行这次避免了较大的损失,而且摩根大通收购了贝尔斯登,美国银行收购了美林,大家认识到商业银行背后强大的储蓄可以有效地降低经营风险,因此商业银行似乎在不断地蚕食投行原来的地盘,您觉得这是不是意味着过去以资本市场为主融资渠道的美国经济,今后会更多地向以商业银行为主的间接融资模式回归?

熊伟:我觉得应该会有一个调整,以前商业银行和投资银行是两足鼎立、各做各的,现在的确有一些现象表明,商业银行可能会进入很多原属投资银

行的业务,或者直接收购投资银行,是有这么个趋势。

商业银行有很充足的资金源,可以降低投资银行高杠杆率可能引起的短期资金链风险,这里它们可以起到互补作用。但这需要政府的相关监管到位,因为大萧条期间很多商业银行倒闭就是因为它们大量地从事投行业务,反而使得商业银行的杠杆率过高。你可以看到,假如商业银行出问题,那对实体经济的影响程度就不是现在这样了。所以我觉得今后会看到商业银行和投行在业务上有很多的合并,摩根大通收购贝尔斯登和美国银行收购美林就是很好的例子。今天又传来瓦乔维亚银行(Wachovia Bank)有可能收购摩根士丹利的消息。这方面你可以看到监管层对此也是有所考虑,例如 1999 年美国废除了防止银行业混业经营的《格拉斯-斯蒂格尔法》,允许商业银行开始从事一些投行业务,但这并非没有限制,美联储和美国证监会等机构对相关的商业银行都有一系列的监管要求,这是大萧条之前的混业经营中没有的。

《21 世纪》: 那您对此此次危机未来的短期走势怎么看?

熊伟:对美国经济我本人是有很多担忧的。假如当下的局面长期维持,这最终会波及实体经济的。一个最糟糕的情形是如果商业银行也出现危机,那后果会很严重。我对瑞银集团(UBS)和花旗集团有不少担忧。尤其是瑞银集团,它有大量的投行业务,而且也在最近的危机中遭受了巨额亏损。

另外,瑞银的规模太大,甚至超过了所属国瑞士的经济总量。所以一旦瑞银陷入危机,瑞士政府是肯定无力救援的。届时这恐怕将引发一场大规模的国际金融危机。

(文章欢迎读者来信交流, 邮箱 guchongqing@gmail.com。)