

危机一周年：中国不应改变金融创新与开放的方向

——专访美国普林斯顿大学经济学教授熊伟

本报记者 谷重庆 北京报道

一年前的今天,在所有生存希望都破灭之后,158岁的雷曼兄弟公司正式申请破产,此举不但终结了一家百年老店,也正式将持续至今的金融危机引向了高潮。

在其后的一年中,各国政府合力将政策杠杆用到极致以挽救经济。目前,虽然大多数人都认为回升基础尚不牢固,但经济情况大为好转已是不争的事实。短期内,人们还在为更为持续的复苏而奋斗,但对雷曼破产以及金融危机的整体反思却已不断展开,而且相信在未来的很多年中,各界对这一事件的解读将会深深影响未来人们对金融和经济的看法。由于人们或多或少容易健忘,也容易在同样的地方不断摔倒,因此对金融危机严肃而深刻的思考将是十分必要的。尤其是对于目前正在艰苦转型的中国经济来说,对金融危机的反思将极大的影响到中国未来金融业的创新和开放,而这最终将影响到中国经济的转型。为此,本报近日就相关问题专访了美国普林斯顿大学的经济学教授熊伟,请他来谈谈自己这方面的观点。

现在看来,美联储现主席伯南克对危机爆发后的市场流动性问题把握得很准确,但这之前美联储对货币政策与资产泡沫之间互动的理解却不够深刻,助长了泡沫的形成。

雷曼死于现代版银行挤兑

《21世纪》:2008年9月15日,美国投行雷曼兄弟公司宣布破产,随后金融危机进入高潮,当时我也就相关话题访问过您(参见2008年9月22日本报33版《“金融危机尚未大规模波及实体经济”》一文),您认为雷曼破产总体上还是一个流动性危机的结果,时至今日,您如何看待这一事件?

熊伟:从雷曼破产至今,时间已经过去了一年。在这一年里,我自己做了很多这方面的研究,也看了其他人这方面的研究,因此现在对当初的情形看的更清楚了。现在看来,雷曼的倒闭是两方面因素共同决定的,一是基本面的因素,二是流动性的问题。实际上,不光是雷曼受到了这两方面的影响,整个金融危机就是在这两方面的互动下不断升级的。

先说基本面的问题,雷曼倒闭的一个重要原因在于其资产负债表上持有与房贷相关的证券产品。我们知道,危机爆发前美国房地产市场出现了明显泡沫,而泡沫破灭之后,全国房价总水平持续下滑,直到今天这一过程都尚未结束,因此以房屋抵押贷款为基础的证券产品在此期间受到了严重冲击,净值大幅缩水,这给相关投资者造成了严重损失。

雷曼持有这样的资产无疑会遭受巨额损失,甚至元气大伤,但这不是意味着它一定会倒闭?我觉得不一定。雷曼倒闭的直接原因是无法从信贷市场上获得足够融资,这实际上是一个流动性问题。比如说,当一家金融公司使用很高的杠杆率来运营时,其自身的流动性风险也会增加。当它出现基本面问题的时候,市场会担心其偿付

能力,因而拒绝继续为它融资,从而导致其发生流动性危机,甚至倒闭。即使它现在在基本面尚可,但在一个动荡环境中,市场仍会对它将来的基本面和偿付能力有疑虑,这样的话它也同样可能因此而遭受流动性危机,甚至破产。

这里要先说一点,在金融危机发生前,金融机构对短期融资的依赖已经发展到了非常严重的程度,这点我过去谈过(参见2009年4月13日本报33版《“短期化”之祸:本轮金融危机并非始于一场意外》一文——编者注)。在金融机构大量依赖短期融资的状况下,一旦市场对某个金融机构的偿付能力出现怀疑,那么债权人会蜂拥而上进行撤资。这对单个债权人来说是理性的,因为假如他不撤资,但别人撤资,那么别人的撤资会迫使这家金融机构打折清除流动差的长期资产。这时,即使这家金融机构起初的基本面尚可,但未撤资的债权人依然可能遭受损失,所以他一定会在第一时间去撤资。这样一来,对其他债权人撤资的担忧会导致每一个债权人都去撤资。因此我认为这是一种流动性危机。值得一提的是,如果这个金融机构的基本面优良,那债权人就没有必要担忧其他债权人的撤资,但当此金融机构的基本面尚可但又不够优良时,这种担忧可能会变得现实,而且有危害性。也就是说,流动性危机会成为一种对基本面问题的放大机制。

对金融机构来说,这是一种现代版的银行挤兑。传统上,商业银行等金融机构在经营过程中会面临被储户挤兑的风险,但现在这样的风险已经很小了,因为存款保险制度出现之后,储户的钱获得了政府的担保,所以即使银行倒闭,其储蓄也是有保障的。由于储户没有挤兑的动力,因此商业银行所面临的流动性风险也大为降低。但投资银行近些年来一直在货币基金等市场上大量借贷进行经营,它们通过滚动式的短期借贷为其长期投资融资,这造成了资产和负债在时间上的错配,但这一领域又没有存款保险制度来保障投资者的利益,因此一旦市场发生风吹

草动,投资者恐慌性的集体撤资就会发生。这不但是雷曼的直接死因,也是贝尔斯登倒闭的直接推手。花旗、摩根士丹利和高盛等公司虽然幸免于难,但也受到了这种挤兑风潮的沉重打击。

照说在这种情形下,市场上的投资者需要对撤资行动有一个协调,但由于投资者非常分散,因此这种协调工作几乎不可能实现。所以美联储主席伯南克在上个月的杰克逊霍尔(Jackson Hole)经济研讨会上提出,当时美联储之所以推出了一系列充实市场流动性的工具,就是基于这些考虑(2009年8月21日,美联储主席伯南克在杰克逊霍尔举办的堪萨斯城联储储备银行年度经济讨论会上发表演讲,演讲中引用了芝加哥大学商学院金融学助理教授何治国与普林斯顿大学经济学教授熊伟关于金融危机的最新研究成果,具体内容参阅两人的论文《Dynamic Debt Runs》——编者注)。

《21世纪》:现在大多数人都认为当前的金融危机和之前持续数年的廉价信贷有很大的关系,关于廉价信贷的形成原因有多种解释,其中有两种比较有代表性,一是认为这是美联储在网络股泡沫之后长时间的低利率政策所致,一是认为这是金融机构将资产证券化的结果,投行等机构将房屋抵押贷款等流动性差的资产打包切分后销售出去,不但从中赚取了手续费,也增加了市场的流动性,您对这两种观点怎么看?

熊伟:你这个问题实际上是关于基本面问题形成主要原因的。首先,我认为你说的这两个因素对廉价信贷和资产泡沫都有影响。其次,我个人认为第一个因素的影响更大一些。也就是说,我认为美联储在网络股泡沫之后的低利率政策对后来的资产泡沫影响更大一些。现在看来,美联储现主席伯南克对危机爆发后的市场流动性问题把握得很准确,但这之前美联储对货币政策与资产泡沫之间互动的理解却不够深刻,助长了泡沫的形成。

这和美联储长期以来的信念有关。长期以来,美联储都认为货币政策的主要

目标是控制通胀,从前主席格林斯潘到现主席伯南克,都是这种观念的信徒。在实际工作中,美联储和很多发达国家的央行都把物价稳定作为自己的主要目标,甚至唯一目标。在这样的思想下,他们对资产市场的泡沫并没有给予足够重视。在2000年网络股泡沫破灭之后,美国经济存在通缩的可能,因此美联储为了刺激经济增长,把利率大幅下调。这在当时有力的刺激了经济增长,但这个政策带来了一个副作用,就是催生了房市泡沫。由于利率很低,因此很多过去根本买不起房子的人都可以借到钱去买房了。实际上,当时就有不少观察家提出美国房市可能出现了泡沫,但美联储认为防止资产泡沫并非其职责,所以采取了放任不管的态度。关于这方面,格老一直说资产泡沫是很难识别的。既然识别泡沫都很困难,那怎么要求美联储去干预泡沫?这是一个非常现实的技术问题。尽管我们承认这里面很大程度上是一个技术问题,但美联储放任资产泡沫的态度可以说在很大程度上导致了后来的问题。

就我个人而言,我觉得预测和识别资产泡沫虽然不是一件轻而易举的事情,但也并非像格老说的那么难。我自己前些年做了很多投机泡沫方面的研究,包括美国的网络股泡沫以及中国的权证市场泡沫,我个人认为泡沫发生的时候,还是有不少迹象可寻的。比如美国房地产市场在2005、2006年的时候,很多地区都出现了大量的投资性购房。举例来说,在房地产市场火热的佛罗里达州,很多地区的投资性购房占到了总购房比例的30%,我觉得这已经是非常明显的迹象了,但美联储当时不愿意面对这个问题。

不过现在美联储和很多其他央行已经越来越深刻的意识到了金融市场泡沫对金融机构的健康以及整个经济的重要影响,因此维护金融市场的稳定将逐步成为它们货币政策的重要部分。更深入的理解金融泡沫机制和预测金融泡沫的形成也会成为近期金融研究的主攻方向。

► (下转第22版)

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。他从2000年起在美国普林斯顿大学经济系和贝德海姆(Bendheim)金融中心任助理教授,2007年被提升为正教授。



危机一周年： 中国不应改变金融创新与开放的方向

临时改变监管措施可能弊大于利

《21 世纪》：在金融危机中，我们看到一些本用于对冲风险的产品可能会加剧市场的动荡，例如去年在花旗集团和摩根士丹利公司最危急的时候，一些金融机构通过购买其信用违约掉期(CDS)合约来牟利。这推高了相关 CDS 合约的价格，由此导致了市场的进一步恐慌，对这些机构的生存构成了巨大压力。为此，金融家索罗斯提议禁止 CDS，您对此怎么看？

熊伟：首先，我觉得任何一种衍生品都存在类似的多面性。其次，我认为花旗集团和摩根士丹利当时所受压力的根源并非来自其 CDS 合约价格的上涨，而是由于它们自身存在的一些问题。

这方面我们可以看看大家对卖空行为的评价。在去年危机最严重的时候，很多大型金融机构的股票都遭到了严重卖空，因此这些金融机构纷纷去国会和证监会游说，要求暂停卖空交易，而且他们最后也部分实现了自己的要求。但它们的危机真是卖空者造成的吗？我觉得不是。从总体上说，卖空者并非要恶意搞垮一个公司，他们卖空一个公司的股票，要么是为了牟利，要么是为了对冲风险。而公司的股票之所以被大规模卖空，很大程度上还是因为它们自身的问题。实际上，当监管层禁止卖空的时候，市场马上会找到别的方法来达到同样的效果。

进一步说，当时很多国家的监管机构都暂停了卖空操作，但这对稳定市场到底起了多大作用？我对此表示怀疑。从基本原理上说，卖空和 CDS 一样，都是有利于提高市场效率的。因为通过这样的一些机制，悲观者可以赢得投票权，负面信息可以在股价中获得更有效的表达。对市场来说，这意味着更健全的信息和价格发现机制。

同时，虽然有投资者会为了押注公司违约而购买 CDS，但也有很多投资者是为了给自己持有的基础债券保险才购买 CDS 的。假如监管机构现在简单的禁止 CDS，那这些持有基础债券的投资者如何规避风险？在一个无法有效对冲风险的市场中，投资者可能会减少本应进行的投资活动，市场的效率也会降低。

《21 世纪》：但也有人认为这是非常时候的非常之举，有迫不得已的味道。实际上，在去年危机最严重的时候，过去最支持自由金融市场的一些国家也加大的监管力度，例如英美两国都对卖空进行了限制。

熊伟：我觉得一定程度的监管是必要的，但临时性的改变监管措施最好还是能少则少。比如说监管机构突然禁止某些产品或者买卖行为，这实际上不但不会稳定

市场，还有可能会导致其他方面的恐慌，因为这给市场参与者带来了更大的不确定性。举例来说，在美国金融市场中，很多对冲基金在配置其投资组合时，都要用卖空来对冲风险，这是它们投资策略的重要组成部分。所以当去年美国证监会(SEC)禁止卖空金融股后，不少对冲基金的交易陷入瘫痪或半瘫痪状态。前美国证监会主席考克斯最近也对当时禁止卖空金融股的政策表示后悔。禁止 CDS 会产生同样的效果。所以这样一些临时性的监管措施，尽管可能会缓解一些金融机构面临的恐慌和压力，但对整个市场来说，这到底是弊大于利还是利大于弊，我觉得还很难说。

《21 世纪》：现在全球监管当局都在热议如何改革的问题，其中一个重要提议就是提高银行的资本金要求，但某种意义上说，银行的表外资产就是银行规避巴塞尔协议的产物。因为巴塞尔协议对银行提出了严格的资本金要求，所以银行为了获得更高的利润，倾向于把风险资产移到资产负债表外，这一方面满足了巴塞尔协议的监管要求，另一方面也能赚取更多的利润，但这样做的后果是银行的经营更不透明，而且最后很多问题就是在表外资产中出现的，因此也有人对这样的提议不乐观，您如何看这样的观点？

熊伟：我个人认为对银行有一个严格的资本金要求是很有必要的。实际上，目前的这场危机和美国证监会(SEC)对资本金要求的放松存在直接联系。2004 年，在高盛等投资银行的游说下，SEC 放松了资本金方面的要求。结果在接下来的几年里，各大投行的杠杆率迅速上升，这为后来危机的爆发埋下了伏笔。所以从这点上说，我觉得严格的资本金要求是很重要的。

但另一方面你也提到了，很多金融机构为了规避巴塞尔协议的要求而把风险资产转移到表外去。我觉得这意味着监管机构将来在实施资本金要求的时候，需要比过去更严格一些。像特别目的载体(SPV)和特别投资载体(SIV)之类的表外实体，其实质就是在钻监管制度的漏洞，所以我觉得监管机构需要堵住这个漏洞。这样的话，至少将来我们不会在同一个地方再次犯错。

另外，监管者与被监管者永远是猫捉老鼠的博弈关系，所以未来的监管改革方案也不能头痛医头脚痛医脚，要有全局意识。不然这个洞封上了，别的洞还会出来。我知道美联储和财政部等机构一直在讨论这方面的内容，但具体细节还没有公布出来。

中国在长期应对衍生品持积极态度

《21 世纪》：在经过了金融危机之后，金融衍生品的名声在全球范围内都变得比较差，尤其是在中国，这几乎成了金融毒药的代名词，最近国资委明确支持那些因衍生品协议而发生亏损的央企去终止这些合同，这一切使得中国的监管层现在对金融创新和开放采取了更为保守的态度，您对此怎么看？

熊伟：我觉得对金融产品采取一个谨慎的态度是必要的，也是必须的，因为中国目前的金融衍生品发展还远远不够，不太熟悉复杂衍生品的一些状况，所以在这种情况下，采取谨慎态度是应该的。

但反过来说，这是不是意味着你一定要采取回避的态度呢？我觉得不是。完全相同的衍生品，假如使用得当，那对企业经营来说将是很有利的，这一点已被近几十年衍生品市场的发展所证明。

现在很多中国公司在衍生品上出问题，很大程度上还是对这些产品缺乏了解所致。随着市场的发展，现在有些金融衍生品比较复杂，因此企业在购买这些衍生品的时候，可能对其中的风险缺乏了解，容易出现失误。从这点上说，短期内我们对这些复杂衍生品保持谨慎的态度是有必要的，但同时我们在长期也应该对衍生品有一个更为积极的态度，这样做的原因有两点，一是期货、期权等衍生品已经被证明可以有效地提高市场效率，二是只有

当一些基本衍生品普及之后，大家才会对更复杂的衍生品有更多的了解。

《21 世纪》：您认为中国应该对衍生品有一个更积极的态度，但是大多数人似乎都对衍生品持一种相对负面的态度，这也影响到了监管机构的态度和行为，例如股指期货证监会已经谈了几年，但至今尚未推出。而普通投资者可能也有点困惑，像股指期货这样的产品，对市场会有什么好处吗？

熊伟：股指期货对市场的好处是很明显的，比如说你看好未来的大势，但对个股并不了解，假如没有股指期货，那么你可能需要买几百只股票才能达到你想要的投资组合，但假如有了股指期货，那么你直接购买一些股指期货合约即可。这实际上节省了大量的交易成本，提高了市场效率。同理，假如你看空未来大势，你也可以通过简单的卖空股指期货来卖空大势，而不用一个个的去卖空个股。

但这里要强调一点，这些新产品可能会引发现有利益格局的重新分配，因此不一定会得到既得利益集团的支持。例如，股指期货的推出可以让股民免于购买大量股票的烦恼，但这可能大幅降低证券公司的手续费收入，因此证券公司不一定会支持这些新产品，所以这里面也涉及一个利益的问题。

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