

金融危机对我国资本市场发展创新的启示

◎王啸

自去年夏天以来，美国等发达金融市场爆出的次级抵押贷款流动性风波，升级为一场系统性的金融危机，而且呈现出向全球市场扩散、向实体经济渗透之势。面对国外危机，不少人士开始重新审视我国资本市场创新发展的路径规划。有人认为金融创新是本次危机的始作俑者甚至是罪魁祸首，我们应吸取教训，暂缓乃至搁置种种创新举措；另有人认为不应因噎废食，固步自封，国外金融危机为我国加快国际接轨步伐，提高在国际市场上的金融话语权和资源定价权提供了难得的机遇，因此应该将发展和创新尽快提升到一个更综合、更复杂的层次上来。

笔者认为，金融创新在美国近几十年资本市场和实体经济发展中功不可没，是在正常市场环境下发挥资本市场优化配置和价格发现等功能，实现风险定价、转移、分散的重要手段。但近年来监管松懈的自由市场环境下，各金融机构追逐短期利益的过度创新，最终沦为金融危机的导火索、传导链和放大器。

美国等发达金融体系的创新提供了正反两面教材，我们过去、现在和未来都不能照搬、复制美国模式，但也不应一律摒弃，隔岸观火的幸灾乐祸和固步自封的侥幸心理皆不可取。正确的态度是有所取舍，扬长避短，因地制宜，循序渐进地推动市场结构、投资产品、交易机制等多层面、多环节的金融创新，促使金融创新为资本市场发展服务，为上市公司做大做强服务，为实体经济需求服务，同时从审核监督、信息披露等方面发挥监管优势、提高透明度，抑制其负面作用。

一、金融创新在金融危机中的作用机制

关于此次金融危机中的成因、连锁反应、严重后果等已有诸多分析见诸报端，这里不拟赘述。本文在此试图回答一个看似简单的問題：区区6000亿美元左右的次级抵押贷款，即使全额违约，也仅占美国同期GDP大概14万亿美元的不足5%，何以引发整个金融体系的系统性危机？笔者认为，简言以概之，美国本世纪以来次级抵押贷款激增，可调整利率的还贷方式创新埋下了引发危机的导火索；资产证券化和信用衍生化造成风险从传统银行到资本市场转移，充当了金融危机的传导链和放大器；结构化投资工具长期游离于银行表外，重新并表造成银行业巨额亏损和投资者信心危机；投资银行高杠杆膨胀大大超出了其风险承受限度，而巴塞尔监管协议对资本充足率指标监管、公允价值会计的顺周期特性进一步加剧了市场波动。

1、房贷次级化：房地产泡沫时期贷款业务创新埋下危机的导火索
美国本世纪初高科技股泡沫破灭和9·11恐怖袭击事件后，为防止经济下滑，美联储连续大幅降息，尤其是在2003—2004年长达15个月的时间里联邦基准利率维持在1%的历史低位。宽松的货币环境创造了过剩的流动性，推动了房价攀升，也大大刺激了抵押贷款供需双方的胃口，次级抵押贷款（subprime mortgage）业务逐渐风生水起。次级抵押贷款是与优质抵押贷款（prime mortgage）相对而言的概念，它是指发放给违约风险较高的借款人，例如贷款拖欠或违约前、经营破产记录、房价收入比例过高，或者缺乏收入证明的抵押贷款。

根据有关统计，2004年之前发放的次级抵押贷款仅占全部抵押贷款的9%左右，但随后三年这一比重快速上升。截至2006年末，次级抵押贷款总量为6000亿美元，约占美国住房贷款市场的五分之一。

还款方式创新对次级抵押贷款的增长起到很大的推动作用。与传统的按月还本付息、固定利率抵押贷款不同，它主要采用可调整利率还款方式，具体包括仅付利息型（Interest-only）、支付选择权（Payment-option）和混合型（hybrid mortgage）。

这些还款方式尽管花样繁多，但万变不离其宗，其共同特点是最初几年还款利率和绝对金额很小，过后还款负担陡然加重。但借款人可以很方便地进行再融资：要么重新签订抵押合同重新进入优惠还款期，或通过住房权益贷款（Home Equity Loan）举新债还旧债。

2004年以来，为抑制逐渐抬头的通胀威胁，美联储连续加息17次，到2006年联邦基准利率调高至5.25%，伴随着货币政策紧缩，房价自2006年下半年开始止升回落，这给借款人的信誉促使银行开始收紧再融资渠道。与此同时，2004—2006年大量发放的可调整利率贷款进入高还款期。在这些共同因素下，抵押贷款违约率大幅提高。银行没收的房屋以较低价格清理，而新增购房需求的人采取观望态度，一同促使房价进入下跌通道，成为这次危机的第一轮恶性循环。

2、资产证券化和信用衍生化：造成风险从传统银行到资本市场转移，成为金融危机的传导链和扩音器

如前所述，次级抵押贷款在2006年底只有约6000亿美元，何况不可能全部违约，这在美国国民经济中的比重绝非重大。美国2006年GDP为13.4万亿美元，之所以能够引发美国甚至全球规模金融动荡，主要是因为美国具有过度发育的金融产品，将次级抵押贷款层层包装、渗透到资本市场的各个环节，一旦次级抵押贷款这个原料发现含有“毒素”，整个产品链条都会被感染侵害，并引发对所有信贷产品的信任危机。

MBS 抵押贷款支持证券，即 Mortgage backed security）
MBS 是将若干抵押贷款组成资产池，在其还本付息所产生的现金流基础上发行的证券。MBS 是含义更为广泛的 ABS 资产支持证券，即 Asset Backed Security ）之一种，其他 ABS 的资产池还包括住房权益贷款、高收益的固定收益债券、普通银行贷款、汽车贷款、助学贷款等。无论 ABS、MBS，还是在此基础上进一步衍生的 CDO，按照笔者总结，其金融原理十分简单和类似：其一为“打包”。其二为“分级”，即排定一个优先偿付顺序。其三为“升级”，通过保险公司提供保险等多种手段，实现信用升级，因此 MBS 的创设机构可以从中谋取收益。

在次级抵押贷款出现之后，抵押贷款支持证券几乎由房地美、房利美（简称“两房”）两大政府机构包揽。“两房”从商业银行收购符合其制定的放贷标准的抵押贷款，再将这些贷款按照偿付次序和信用等级分类打包，出售给华尔街投资者，回笼的现金再用于收购住房抵押贷款。通过证券化这个渠道，将银行系统内成千上万个零散贷款打包成具有一定定价和流动性的证券，出售到资本市场。

金融创新的步伐并非到优级抵押贷款的证券化为止。在流动性宽裕的环境中各路资金为追逐高额回报，产生了对次级抵押贷款等高风险、高收益投资品的需求。但货币市场基金按照有关规定只能投资于AAA/Aaa 级证券，养老基金、大学基金、政府基金等也限于购买投资级 BBB/Baa 以上证券，这时华尔街的金融机构施展金融炼金术，将原本评级在投资级以下的次级抵押贷款转化为形式上适合各种风险偏好投资者参与的品种，于是，所谓“结构化产品”开始大行其道，其中的主角包括 CDO、CDO squared、CDS 等系列产品。

CDO 抵押债务债券，即 Collateralized Debt Obligation）
CDO 是将若干固定收益资产（MBS、ABS 等）再次打包，重新分配现金流偿付的优先次序，再划分出高层、夹层、权益层等不同层次的债券。CDO 的发行人通常是投资银行，经过优先偿付分级、信用升级等手段，保证高层债券从评级公司获得 AAA/Aaa 评级。令人惊奇的是，次级抵押贷款经过层层包装后，大部分进入 CDO 的高层和夹层，打上了投资级甚至 AAA/Aaa 评级的标签。

3、监管指标化、评级动态化、计量公允化：巴塞尔监管协议、动态评级、会计计量的顺周期特征加剧了市场波动

巴塞尔协议 II 的初衷是通过保持银行资本金与其贷款、证券的风险程度相匹配，预防金融危机对银行业的冲击。但事与愿违的是，巴塞尔协议 II 的监管条例具有顺周期特征。经济繁荣和资产价格上涨时期，银行各项指标比较容易满足巴塞尔协议 II 的要求，容易引发信贷扩张行为。一旦经济发生衰退或市场流动性出现问题，银行为满足资本充足率和降低风险的要求，要么减少增量放贷，要么出售存量资产，前者会导致企业和个人的资金运转更加紧张，加剧实体经济衰退，从而引发银行更加借贷，将经济推入下行周期，后者则直接造成资产价格缩水、银行资本充足率不足的恶性循环。

公允价值会计因其放大资产价格的效应而备受指责。在泡沫阶段，资

产价格脱离了账面历史成本，在公允价值会计下即时反映为利润增厚或资产增值；一旦泡沫破裂，各公司纷纷按照市场价格计提损失，尤其当金融资产遭遇流动性问题时，市场上的脱手价值可能低于实际价值，按照公允价值计量加剧了市场恐慌。

评级机构的评级行为同样具有顺周期特征。在资产价格上升周期，风险被掩盖，评级公司的乐观评级对市场过热推波助澜。当资产价格遭遇拐点时，评级机构往往在短短几周甚至几天之内将原先评级为 AAA/Aaa 的证券骤然降至投资级以下，加剧了市场的连锁反应。

在危机初始，由于房价下跌，楼市萎缩，保险公司在这投资次级抵押贷款及其衍生证券、通过 CDO 为它们提供违约担保等方面蒙受损失，评级公司据此下调了保险公司的评级，这直接导致被降级的保险公司在承揽新业务上遭遇困难，经营前景堪忧。更重要的是，由保险公司担保的各种债券（如市政债券）被相应下调投资级别，于是持有这些下调评级债券的投资机构不得不按照公允价值计提减值。更为甚者，由于一些债券被降级至投资级以下，导致一些投资机构（如养老基金）被迫清空这些证券，从而引发新一轮的价格下跌和计提减值。同时，在 MBS、ABS、CDO 投资上遭受损失的金融机构银行资本金充足率不足，只好通过抛售证券和罚没的房产降低杠杆，又引发新一轮的证券和房产价格下跌。

二、金融创新的教训

金融创新是一把双刃剑，运用和控制得当，可以为提高资源配置效率、降低企业融资成本、丰富投资工具、进行风险管理、发挥市场的价格发现功能、实现风险定价、分散和有效转移给承担能力和风险偏好的投资者服务。但金融创新如果脱离监管约束，为短期逐利动机所驱动，依赖定量模型自欺欺人，就会成为“大规模杀伤性武器”和定时炸弹”。笔者认为，金融创新具有三大教训可资借鉴。

1、金融创新不应脱离监管约束，鼓励创新与加强监管不能偏废

美国金融产品和金融模式的创新长期游离于监管之外，例如 CDO、CDO'n、CDS 等在场外交易，没有统一的清算系统，交易缺乏透明度，定价不规范，多为协商确定，品种可以任意衍生。场外交易的非标准化的产品增加了投资者的感知难度，也造成产品流动性不高，买卖价差高，产品估值困难。一旦市场环境向不利方向发展，其潜在违约风险、对手方风险容易引发系统性危机。

2、金融创新的动力不能来自短期逐利，短期激励和利益冲突必须避免

金融中介，包括放贷银行、投资银行、评级公司、投资基金等的业务模式、薪酬模式充满了激励机制短期化、利益冲突和激励冒险等问题。在传统的放贷审核业务模式中，商业银行承担借款人的违约风险，因此非常关心借款人的信用历史状况和收入证明情况，但通过资产证券化，美国住房抵押贷款的风险实现了从银行体系到资本市场的转移。住房抵押贷款银行在发放贷款时的审慎行为也渐渐落伍，房地经纪人的激进营销渐成风气。

在次级住房抵押贷款打包封装成 CDO 等结构化产品的过程中，投资银行作为 CDO 的承销商，负责设计和发行 CDO，但不需要承担最终的信用风险，其收费模式与业务量挂钩，产品复杂程度越高，提取的佣金越高。

评级公司从承销商获取业务费，利益冲突难以避免。为了保证 CDO 高层级获得 AAA 评级，CDO 的创设机构、承销商、评级公司几乎是协同作业，评级公司向创设机构和承销商提供评级程序、标准、模型参数，前者则量体裁衣地创造出高评级的债券。另一层利益冲突在于，产品结构越复杂，评级公司的收费越高，复杂的衍生产品需要动态评级，继续为评级公司带来可观的收入。

3、金融创新不应唯模型化，金融工程的自娱自乐、自欺欺人倾向应该警惕

最近若干年来，美国学者在金融、财务领域的研究范式占据了学术界的主流，唯模型论、群八卦”的学术风气越来越陷入自娱自乐、孤芳自赏的境界。更糟糕的是，那些经过商学院训练、对金融模型一知半解但巧舌如簧的商学院精英们一批批地进入华尔街，用定量决策取代了综合判断，运行模型取代了实地考察。不论何种模型，都建立在若干经济假设的合理性和输入数据的准确性基础上。并且模型参数对结果极其敏感，对某个变量的微调可能会使结果大相径庭。

数学模型在证券化产品的诞生和推广中担当着核心角色，但无论何种量化模型，总摆脱不了三处“软肋”：种种前提假设的正确性、历史数据对未来的代表性、结论对模型参数的敏感性。例如，金融机构在给 CDO 等产品定价时，将美国上世纪 90 年代以来持续繁荣期间的高房价、低违约率等历史数据输入定价模型，得到的结果与即将发生的实际情况大相径庭。再如金融企业度量风险最为流行的指标——风险价值（VAR），它对波动率（风险）估算的正态分布假设在正常市场环境下似乎无可指责，但从事后来看，按照美林公司 2007 年第三季度报告披露的 844 万亿美元损失，重新代入 VAR 模型，得到发生这种事件的概率仅为 0.0164%！

三、我国金融创新的启示

我国宏观经济方面与美国存在重大区别，美国贸易、财政存在双赤字，我国积累了大量外汇储备，财政连续几年保持盈余。美国是透支消费型经济，居民储蓄率接近零，过度消费盛行，我国是制造业经济，同时居民储蓄率多年居高不下。体制到金融方面，我国与美国的情况更是大相径庭。这些国情决定了我国对待金融创新不应该采取一刀切的态度，应有所取舍、扬长避短、因地制宜，循序渐进，积极推动市场结构、金融产品、交易机制等方面的发展创新。

1、大力扩展资本市场规模，改善结构失衡状况，提高资源配置效率和化解风险能力

美国此次危机首先在债券及相关衍生品市场爆发传导，而后殃及股票市场，这与美国债券市场在资本市场及国民经济中的地位和比重相称。我国金融体系在结构上与美国相比，存在“四低”：金融资产中资本市场资产与银行系统资产相比比重过低、融资结构中直接融资与间接融资相比过低、直接融资中债券融资与股票融资相比过低、债券市场中公司债券与国库券、政策债、金融债相比过低。

我国资本市场规模较小和结构失衡造成若干方面的问题：首先，使我国金融系统的风险过度集中于银行，不利于金融资源的有效配置，不利于金融系统的稳定；其次，限制了企业融资渠道，使企业资金来源过度依赖银行贷款；另外，也难以满足各类投资者多样化投资的需求，限制了投资者根据风险偏好进行资产配置的能力。

2004年2月2日国务院发布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》指出：“大力发展资本市场是一项重要的战略任务，对我国实现本世纪头20年国民经济又好又快发展的战略目标具有重要意义。”党的十七大报告进一步强调提出“优化资本市场结构，多渠道提高直接融资比重”的目标。由此可见，提高资本市场在金融体系中的比重和在国民经济中的地位，大力发展债券市场尤其是公司债市场，是一项既定国策，具有重大意义，不会受国外金融危机的影响而停滞不前。

我国资本市场规模较小和结构失衡造成若干方面的问题：首先，使我国金融系统的风险过度集中于银行，不利于金融资源的有效配置，不利于金融系统的稳定；其次，限制了企业融资渠道，使企业资金来源过度依赖银行贷款；另外，也难以满足各类投资者多样化投资的需求，限制了投资者根据风险偏好进行资产配置的能力。

2004年2月2日国务院发布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》指出：“大力发展资本市场是一项重要的战略任务，对我国实现本世纪头20年国民经济又好又快发展的战略目标具有重要意义。”党的十七大报告进一步强调提出“优化资本市场结构，多渠道提高直接融资比重”的目标。由此可见，提高资本市场在金融体系中的比重和在国民经济中的地位，大力发展债券市场尤其是公司债市场，是一项既定国策，具有重大意义，不会受国外金融危机的影响而停滞不前。

3、深化交易机制市场化改革，推进融资融券等制度创新

我国今年以来股票市场与美、英等成熟市场同样经历了持续下跌，但从个股、行业和大盘下跌的协同性来看，我国各板块、各上市公司几乎无一幸免，羊群效应和“齐涨齐跌”现象比较严重。

美国无论是 2001 年网络科技股泡沫破裂期间还是本次金融危机期间，主要是某一块股票暴跌为主，其他行业股票受一定程度拖累。据笔者用个股收益率与证券市场指数收益率的拟合度 R^2 衡量股价同步性，发现近年我国股票股价同步性居于全球主要市场前列。因此，需要促进交易机制的市场化改革，培育市场价格发现功能，尤其是通过引进卖空机制，形成有效的套利机制。

我国 2006 年实施的新《公司法》实现了对融资、融券的解禁，2008 年 10 月 6 日证监会宣布启动融资融券试点，采取了严格控制客户的资质条件、标的证券范围、资金门槛、保证金比例、担保比例等严格监管措施。上述措施在技术上、可执行性上完全可以杜绝“裸卖空”行为。允许正常卖空，积极准备股指期货，说明我国证券市场交易机制市场化改革继续向迈进，对提高证券市场效率具有积极意义，并为推出股指期货等产品跨出了重要一步。

4、总结

总之，美国等成熟市场近几十年的繁荣与危机为我国发展金融创新提供了正反两方面的绝佳教材。美国华尔街在短期利益的激励机制、放任自由的监管理念下过度创新是本次危机的根源。我国资本市场虽未蒙受灾难，但我国金融体制的问题不是不存在，而是问题的方向正好相反，表现为资本市场创新发展不足，制约了市场价格发现、资源配置等功能的发挥，抑制了风险定价、风险转移、风险分散等作用的开发，不利于企业拓宽融资渠道，降低融资成本，不利于投资者丰富投资品种，分散投资风险等等方面。

因此，应抓住机遇，加快资本市场的发展与创新，实现资本市场规模壮大和结构优化，完善市场各项功能，扩宽企业融资渠道，丰富投资者投资品种，增加风险管理手段，促使金融创新为资本市场规模

落后不等于可以沾沾自喜。笔者认为，资产证券化具有三大传统功能：第一，资产定价功能；第二，转移风险功能；第三，宏观调控功能。

至于建立在资产支持证券之上，再打包、切分而成的结构化产品例如 CDO、CDO'n，投机牟利的成分居多，笔者认为不宜放任。

例如 CDO、CDO'n，投机牟利的成分居多，笔者认为不宜放任。对于违约风险工具，则应区别对待，可以积极发展以较基础的资产池如资产支持证券和上市公司为标的违约风险工具，使之成为公司财务、经营等风险的计量器，实体经济信用状况的晴雨表。但对两种情况予以禁止：第一，在信用衍生品之上再衍生、再综合的 CDS；第二，违约工具的发行和流通量超过标的物本身的规模。

3、有序发展场内交易金融衍生品，发挥其对风险的定价、对冲、分散等功能，提高风险的可测性、可控性和可承受度

无可置疑，金融衍生产品具有对冲风险、分散风险和价格发现等基本功能，但美国市场上衍生产品长期在场外交易，游离于监管之外，结构复杂、创新过度、定价和交易不透明。与交易所市场交易的金融产品相比，场外产品具有很多的违约风险、对手方风险，一旦市场出现风吹草动，容易引发信任危机和系统性风险。

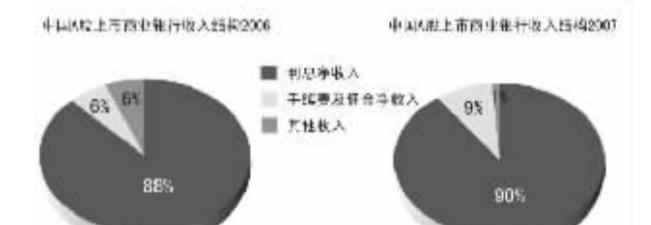
与此对照，在交易所集中交易的衍生品作为标准化产品，产品结构简单，集中报价，竞价交易，公允价值较容易确定，流动性好，信息披露严格。因此，积极发展在规范的证券交易场所交易的衍生品，防止场外交易滋生蔓延，循序渐进、扬长避短，把有关风险掌握在可测量、可控制、可承受的尺度之内。

4、鼓励商业银行、证券公司业务创新，改变业务模式传统、单一的局面，提高抗风险能力

目前我国商业银行仍过分依赖存贷差收入，存在靠扩大规模增加盈利的冲动，在过去若干年房市泡沫期，不审慎放贷行为在一定程度上影响了银行资产质量。由于没有实现证券化，商业银行不能把风险有效转移，积累了一定的表内业务风险。一旦房地产业面临挤兑、经济增长放缓，商业银行利润受到存款差收入和坏账计提的双重挤压，资本充足率也会受到较大压力。因此，创新业务模式和盈利模式，仍然是商业银行发展的主要方向。商业银行可以通过资产证券化盘活信贷资产，使零售信贷产品具备流动性，通过提高资产周转率，在不增加资本金占用的情况下提高资产回报率，降低风险。

我国证券公司收入来源仍主要依靠经纪、自营和承销三块传统业务。据统计，2004年以来，三项传统业务在我国券商收入结构中的比重一直在 66% 以上，虽然近几年在直接投资、股权创设等方面的拓展初显成效，但传统业务仍占据绝对重要位置，证券公司同质化竞争、靠天吃饭的局面没有彻底改变。值得庆幸的是，前几年经过券商综合治理，我国证券公司公司治理、内部控制、风险管理等方面大大加强，尽管今年经历了国际金融动荡和国内股市调整，目前没有一家公司因为市场调整暴露出了大问题。我国已上市的证券公司的杠杆率 总资产与净资产的比率 约在 6 倍以内，远低于国际大投行 30 倍的杠杆率，这一方面说明风险控制较好，也在一定程度上反映出盈利能力不足的潜在问题。面对未来国际竞争，我国证券公司有必要加快创新步伐，扩展业务模式，寻找新的利润增长点，实现发展模式的转变。

我国上市银行收入结构



美国 5 大投行杠杆率(总资产、净资产)变化情况

