

美次级债危机不会终结全球经济繁荣

◎张鹏 丁华

次级债危机短期冲击国际金融市场

从去年开始,随着房价下跌和利率水平不断提高,美国次级抵押贷款市场的问题逐渐暴露出来,到2007年一季度,逾期还款的比例和借款人丧失抵押品赎回权的比例双双升至历史最高点。不过直到此时,这些问题的影响还仅限于美国国内,甚至对美国的债市和股市也未造成很大影响。但在8月初,当数家全球知名金融机构宣布因投资次级抵押贷款市场而蒙受巨额损失后,美国次级抵押贷款危机迅速升级,演变为全球金融动荡,在极短时间内席卷了全球债市、信贷市场、股市和汇市。

首先,由于担心与次级抵押贷款扯上关系,投资者纷纷抛售手中持有的非政府债券,造成公司债等信用型债券价格大跌,而政府公债价格却节节上升,与公司债的利差已经拉开到9·11以来的最大值。

其次,为了规避风险,作为信贷资金主要来源的商业银行和投资银行采取了避险措施,金融市场出现浓重“惜贷”气氛,由流动资金泛滥迅速变成流动资金不足。

第三,除了已经曝光的几家基金公司,投资者担心还会有其他对冲基金出事,造成基金公司承受巨大的赎回压力,被迫在全球股市抛售股票套现,导致各大股市普跌。7月19日,美国道琼斯指数首次收于1万4千点以上,创出了历史性高点,但受次级按揭贷款危机的拖累,8月15日,道琼斯指数就已经回落到1万3千点以下,在不到一个月的时间里下降了一千多点。

第四,由于日元套利交易是全球流动资金的重要来源,在欧美股市和债市大跌后,日元套利者纷纷平仓,导致日元汇率上升,造成汇市波动。

次级债危机不会拖累世界经济进入萧条

次级抵押贷款危机爆发后,很多人对未来的世界经济走势较为悲观,甚至认为像本世纪初的网络泡沫破灭那样会随之出现世界范围的经济衰退。但我们则认为,虽然次级抵押贷款危机对金融市场的冲击较为猛烈,却不大可能引发经济衰退。

8月初,美国次级抵押贷款危机席卷了债市、信贷市场、股市和汇市,引发全球金融动荡。虽然这场危机对金融市场的短期冲击非常强烈,但从中长期看影响不会很大。目前,全球总供给与总需求大体相当,世界经济增长更加均衡,这都保证了实体经济受到的影响不会很大。

由于全球金融体系较之以往更具弹性和风险承受能力,所以流动性不会因这场危机而长期匮乏。在流动性充裕的背景下,金融市场的恐慌情绪将逐步消失,世界经济仍将保持增长。

不可否认,次级抵押贷款危机和2001年美国网络泡沫破灭有很大的相似之处。两者都是当时美国经济的支柱产业出了问题,进而对金融市场产生冲击。尽管有相似之处,但次级抵押贷款危机和网络泡沫破灭也存在根本的不同之处,从而决定了它对世界经济的影响程度要小得多。

第一,2001年网络泡沫破灭引起的经济萧条实质上是因为过度投资造成产能过剩引起的,是标准的供给大于需求的经济萧条模式。而次级抵押贷款危机以及相关的房地产泡沫破灭,主要影响的是消费领域,虽然客观上会抑制需求,但是从美国劳动力需求的旺盛情况来看,并没有出现供给过剩的情况。从全球角度来看,同样也很难找到总供给和总需求失衡的证据。

第二,2001年后美国经济进入萧条阶段是基于技术经济周期,是关键技术应用从快速推广阶段向相对停滞阶段转化带来的必然后果。而美国房地产市场降温是基于货币政策从宽松向紧缩转化带来的政策冲击,属于资产市场的波动周期。网络泡沫破灭后全球信息通讯技术产业进入了收缩期,各国在这方面的投资增速都明显下降;而美国房地产市场降温在全球并不具有代表性,其他国家的房地产市场并没有出现类似的情况,例如日本的房地产价格仍在继续上升。房地产市场的波动在世界范围内不同步,就可以舒缓其对经济的影响。

第三,2001年网络泡沫破灭时美国经济在全球一枝独秀,但现在不仅三大经济体中的日本和欧洲迸发了少有的经济活力,新兴市场国家的崛起更使世界经济的发展比过去均衡得多。据IMF测算,中国、印度和俄罗斯三国贡献了当前全球经济增长率的一半,其中仅中国一个经济体的贡献率就高达25%,这无疑会在很大程度上抵消美国经济放缓对全球经济的负面影响。

次级债危机不会造成全球流动性紧缩

总的看来,次级抵押贷款危机对实体经济的影响不大。不仅如此,它对虚拟经济的影响同样也不会很大。次级抵押贷款危机对金融市场最明显的影响就是造成市场上的流动性由过剩变为不足,但这种情况不会持续很久。

次级抵押贷款危机发生后,投资者纷纷抛售股票和债券,套现后从市场上抽走资金,加之银行等金融机构“惜贷”,造成流动资金泛滥在一夜之间变成了流动资金不足。对于流动性的这种变化,目前较流行的看法是由于对风险的再认识导致风险再定价和资产价值重估,投资情绪也会从前期的过于乐观走向悲观,从而市场上将出现流动性紧缩。但在我们看来,虽然未来投资者对风险的厌恶程度会比几个月前上升,但许多因素仍能够保证市场上的流动性充裕。

首先,次级抵押贷款危机并未动摇全球金融系统的根基。美国次级抵押贷款市场规模不到3万亿美元(根据彭博新闻社的数据),美国债券市场协会的统计显示,截至2005年底美国债券市场规模已经达到25万亿美元,可见次级抵押贷款市场在美国金融市场中只占到一个不大的份额。而且,全球金融体系已经相对成熟,存在各种对冲工具和渠道,具有很强

的风险分散能力。

美国次级抵押贷款市场危机向其他金融市场的扩散过程,固然是投资者总体损失加大的过程,但同时也是抵押贷款市场投资者的损失和 risk 在全球投资者之间分摊的过程,应当认识到这一过程的合理性。花旗集团估计,次级抵押贷款危机造成的各类投资损失累计在550亿到1000亿美元之间,全球金融市场完全有能力消化这些损失。

其次,中央银行的注资行动会增加市场内的流动性沉淀。这次为了应对危机,美日欧的中央银行紧急向金融市场注入资金,据统计自8月9日起的48小时,注资总额已经超过3262亿美元。此次各国央行的举动,和2001年9·11事件、2001年安然公司倒闭、2003年伊拉克战争等事件时央行的行动有很大的相似性,目的都是为了防止发生支付困难和流动资金匮乏,但结果都是因为短期的金融市场恐慌和动荡增加了长期的流动性沉淀。

第三,次级抵押贷款危机干扰了各国央行的货币政策紧缩进程。由于世界经济持续快速增长、能源和原材料价格大幅攀升以及劳动力需求旺盛等原因,全球通货膨胀压力不断增大。为了抑制通货膨胀,各国大都已经进入加息周期,逐步收紧货币政策。

但是,次级抵押贷款危机爆发后,各国央行为了维持市场信心不得不停止了加息步伐。8月份,美联储的调控重心迅速转向金融市场,在连续注入流动性的同时,调低了贴现率半个百分点以支持市场的稳定。危机前,普遍预计欧洲央行将于9月份把基准利率提高到4.25%,但目前看9月加息的可能性大大减小了。

第四,流动性过剩问题和全球化进程有着密不可分的联系。全球化实质上起到了将生产由发达国家向发展中国家转移的效果,从而大大节约了社会的资本耗费。

例如,在中国建一条生产线比在美国建一条相同的生产线,不仅能够节约在土地、厂房和机器设备上的固定资本,还可以节约在原材料和劳动力上的流动资金。这就导致全球的投资的相对不足和储蓄的相对过剩。这些富余下来的资本为了增值不可避免要进入金融市场。

所以,在全球化的大背景下,进

入金融市场的资金比历史上任何时候都更充裕,虽然在短期内会因为市场风险增大而暂时抽离,但不可能长期匮乏。

第五,全球贸易格局是流动性充裕的支持条件。东亚经济与美国经济具有高度互补性;美国经济的特长在于高技术领域,而东亚经济在劳动密集型的制造业有自己的优势。基于这种互补关系,客观上存在着东亚对于美国的贸易盈余,以及由此产生的东亚国家的巨额外汇储备。东亚和美国的贸易不平衡之所以可以长期维持,是因为两者之间存在着相对于贸易盈余的逆向资金流,即东亚国家的外汇储备通过投资美元证券又流回了美国,实际上是对美国消费者的融资行为。虽然目前包括中国在内的一些东亚国家有减持美元资产的迹象,但不存在大规模减持的可能性,因为东亚外汇储备美元化是维持对美国贸易盈余的一个必要条件。目前无论是中国还是东盟,乃至于日、韩都不可能不保持对美贸易顺差,否则国内产能将严重过剩。只有经过长期的结构性调整,东亚经济才可能摆脱对美国出口市场的依赖,而在此之前东亚国家的外汇储备会继续源源不断地流向美国的金融市场,成为全球资本市场流动性的一个重要来源。

世界经济将继续增长

总的看来,次级抵押贷款危机对全球金融市场和实体经济的影响不大,世界经济将继续增长。

即使在次级抵押贷款危机的影响下美国经济增速放缓,欧盟、日本和中国的经济增长将会继续成为世界经济的引擎。预计今年三、四季度美国GDP增速将在2%-2.5%之间,全年的经济增长率也将大致在这水平,略低于潜在经济增长能力。今年欧元区经济增长率有望在2.5%左右,日本经济增速则大约为2.2%,与其潜在经济增长能力相当。不同于以往几次金融动荡,新兴市场经济体在次级抵押贷款危机中没有受到明显波及,印度和俄罗斯经济今年仍将快速增长,为世界经济持续增长提供动力。7月末,国际货币基金组织发表《世界经济展望》,预测今年世界经济经济增长速度为5.2%,与2006年5.5%的增长率相差不多。(作者单位:国家信息中心、中国建设银行)

看点

●美国次级抵押贷款危机席卷了债市、信贷市场、股市和汇市,引发全球金融动荡。虽然这场危机对金融市场的短期冲击非常强烈,但从中长期看影响不会很大。目前,全球总供给与总需求大体相当,世界经济增长更加均衡,这都保证了实体经济受到的影响不会很大。

●次级抵押贷款危机不会造成全球流动性紧缩。首先,次级抵押贷款危机并未动摇全球金融系统的根基;其次,中央银行的注资行动会增加市场内的流动性沉淀;第三,次级抵押贷款危机干扰了各国央行的货币政策紧缩进程;第四,流动性过剩问题和全球化进程有着密不可分的联系;第五,全球贸易格局是流动性充裕的支持条件。

●中国的银行业和其他金融机构应该从美国次级债危机中吸取教训,以免“重蹈覆辙”。在经济景气时,我们必须保持冷静的头脑,严格把持信贷的准入标准,要重视控制行业的集中度风险,提防和积极防范。同时,也要警惕国际游资为躲避美国次级债之祸,转而流向包括中国在内的新兴市场,炒作中国境内的房地产项目,推高中国股市,扩大房地产市场泡沫和金融市场风险。

●美国次级债危机应引起我们的思考和反省:第一,需要对评级机构作用重新认识;第二,需要对监管制度进行反思;第三,需要对新的会计制度进行反思;第四,需要对金融机构的风险管理进行反思;第五,如何改进资产证券化以及其他衍生产品创新过程中所带来的信息不对称问题;第六,监管当局应采取反经济周期的监管措施,以预防和减轻经济金融剧烈波动所带来的负面影响。

编余

美国次级债危机的爆发与蔓延,已经影响了国际金融市场波动。伴随着次级债危机的影响深化,也引起了市场投资者对全球经济的领头羊——美国经济乃至全球经济是否会放缓的担忧。同样,中国应当从此次美国次级债危机中吸取怎样的经验与教训。相信,这些问题都是金融市场投资者关注的。

张鹏和丁华在分析了次级债危机在短期内会对国际金融市场产生冲击的基础上,从五个方面翔实地论述了次级债危机不会造成对国际金融市场的流动性紧缩的负面影响。最终,获得了一个分析推论:美国次级债危机不仅不会影响虚拟经济,而且对实体经济也不会产生很大的影响,由此预期世界经济仍将保持均衡发展。

而王敏则从美国次级债危机产生的原因、机理、影响等方面,全方位地向我们分析了在市场机制完善、金融市场制度成熟的美国为什么还会发生次级债危机。并且指出,美国次级债危机在本质上是信用滥用的结果之一。对此,他还提出了在六个方面应当引起我们的思考与反省。

确实,美国次级债危机的影响似乎仍未结束,次级债危机究竟会对美国经济产生怎样的影响,尤其是目前火爆的中国房地产市场是否会导致房贷风险,这些问题都值得我们思考。

——亚夫

美国次级债危机引发我们六大反思

◎王敏

今年年初以来,美国次级抵押贷款危机引发了国际金融市场动荡,不仅波及了美国和欧盟主流金融机构,而且还引发全球股市下跌,市场对此普遍表示担忧。为缓解美国次级债危机引发的市场流动性不足,美国、欧盟和日本的中央银行分别向金融系统注入多达3000亿美元的巨额资金,以稳定信贷市场。

那么,为什么会发生美国次级债市场危机?美国次级债危机的影响为什么又会如此之大?我们从中应吸取什么教训?

近三十年来,美国的经济资本化和证券化发展迅速,这为美国经济的持续稳定发展做出了贡献,特别是近年来美国次级抵押贷款市场的快速发展更是带动了美国经济繁荣,延缓了美元的下跌颓势。

在低利率环境和经济稳定增长时期,房地产价值增长所带来的财富效应降低了次级抵押贷款借款人的还款风险,也使得次级债变成了“低风险、高收益”而不是高风险、高收益的金融产品。但是,如同股市泡沫一样,房地产价格上涨是不可能长久持续的,美国房地产市场快速膨胀所导致的经济泡沫,引起了美国金融当局对通货膨胀的担忧,于是提高利率成为必然的选择,这就是为什么美联储会在短短两年时间里连续17次加息的基本原因。

利率的持续上扬,大大增加了购房者的还贷负担,导致房地产市场发生逆转,房价下跌,这对于信用等级较低、收入来源不稳定、负债较重的次级抵押贷款借款人和美国次级抵押贷款公司来说,无疑是场灾难。

购房者在房价高涨时买房,但浮动抵押贷款利率的高企让他们难以承受巨大的还款压力,还款的违约率开始急剧上升,美国次级抵押贷款公司的坏账大幅度增加,导致了包括美国

次级抵押贷款公司在内的金融机构不得不首先收缩信用和增加拨备,但它们终究未能抵住市场压力开始接连垮台。受此牵连,投资于美国次级抵押贷款债券的对冲基金、投资银行也开始面临大量的基金赎回和股票价格下跌的困境。

美国房地产市场形势发生逆转,引发了市场对美国经济前景的担忧,并导致了欧美和全球股市震荡。在美国次级债危机出现了扩散的征兆后,主要经济体都不约而同地出现了信贷收缩的情况,市场的过激反应导致了国际金融市场中的流动性枯竭。

曾几何时,美国次级抵押贷款市场带来了昔日美国经济的繁荣,如今却成为美国经济风险隐患的罪魁祸首。为什么这场危机会发生在市场机制完善、金融市场制度成熟的美国?有那么多顶级的经济学家和世界上最先进的金融监管者,却未能成功地阻止这场灾难的发生?这很值得我们深思。

发达的股票市场和债券市场,为美国的私人资产证券化、资本化创造了得天独厚的条件。截至2006年末,美国的金融资产已达到128.5万亿美元,是美国GDP的10倍。上个世纪的金融创新极大地催生了金融衍生工具和金融产品的产生和广泛应用,导致了信用的泛滥和全球流动性过剩。经济学家和投资者们都相信,任何金融产品的风险在被充分地市场化、证券化以后,都可以被分散到全球众多的市场投资者手中。事实确也如此。于是,在市场机制和美国特有的消费信贷文化的作用下,美国次级抵押贷款市场得到了快速发展。

但是,金融市场上的任何金融产品都是以信用为基础的,购买没有信用为基础的金融产品,就如同参与赌博一样。而次级及次级抵押贷款是美国面向信用分

较低、收入证明缺失、负债较重的人所提供的住房贷款,恰恰缺少的是信用基础。这样,次级债市场几乎就变成了一个赌场。

其实,购买美国次级抵押债券的风险早就埋下了。随着次级抵押贷款市场的不断扩大,积聚了越来越多的风险,并通过证券化将风险传导到债券市场。尽管预计美国次级债市场的损失并不大,但市场投资者的反应却出乎意料,次级债危机加剧了市场投资者的恐慌情绪,带来了全球股市的极度动荡,并导致了市场流动性急剧萎缩,放大了投资者的心理预期。说到底,这都是信用滥用惹的祸。

反观目前中国的房地产市场,信用风险正随着房价的不断上涨在积累。中国的金融市场还不成熟,还不能通过资产证券化向社会分散房地产市场积聚的风险。在中国,房地产与金融业之间有着更加紧密的联系,银行业是目前房地产市场开发和销售项目的主要融资方。与其他国家一样,由房地产泡沫破灭引发的金融机构不良资产危机曾经给中国留下过深刻的教训。

中国的银行业和其他金融机构应该从美国次级债危机中吸取教训,以免“重蹈覆辙”。在经济景气时,我们必须保持冷静的头脑,严格把持信贷的准入标准,要重视控制行业的集中度风险,提防和积极防范。同时,也要警惕国际游资为了躲避美国次级债之祸,转而流向包括中国在内的新兴市场,炒作中国境内的房地产项目,推高中国股市,扩大房地产市场泡沫和金融市场风险。

近一个时期,相关迹象已越来越明显,应引起我们的足够重视。在中国金融市场和金融创新还落后的情况下,我们不能奢望外国的中央银行和金融机构来救我们,中国的房地产市场风险最终只能由中国的银行业、其他金融机构和老百姓来承担,这是

我们有别于美国房地产金融市场的重要特征。

笔者认为,此次美国次级债危机的影响似乎远未结束,如何发展还有待于进一步观察。但此次危机至少在以下几个方面应引起我们的思考和反省:

第一,需要对评级机构作用重新认识。以金融资产证券化为特征的国际金融市场,应如何确定金融中介机构(评级机构)的角色和定位,在投资金融产品时对评级机构的评级可信度和依存度应如何把握?

第二,需要对监管制度进行反思。对传统的以资本充足率为基本特征的银行业监管制度能否有效对金融衍生产品所产生的各种风险?监管当局是否应该相信市场本身的调节机制,任由市场自由地创新金融产品而不去干涉?

第三,需要对新的会计制度进行反思。在市场信心受到打击,市场流动性急剧萎缩等极端情况下,市场上询价和交易变得困难,用逐日盯市方法确定资产价格和投资收益可能会变得不可行,届时要如何确定和评价金融机构的经营和风险状况?

第四,需要对金融机构的风险管理进行反思。对于结构复杂的信用衍生产品,投资者是否有足够的认识?中资金融机构对金融市场的分析研究力量是否足够?投资决策流程是否科学?

第五,如何改进资产证券化以及其他衍生产品创新过程中所带来的信息不对称问题,以提高透明度,减少市场和投资者对风险不确定性的担忧。

第六,监管当局有没有可能在经济景气、房价持续上涨的时期,采取反经济周期的监管措施,以预防和减轻经济金融剧烈波动所带来的负面影响,这对于当前的中国具有重要的现实意义。

(作者单位:中国银监会研究局)