

所有金融危机背后都有金融创新影子

自16世纪以来,所有金融危机的背后,都有金融创新的影子。具有讽刺意味的是,人们从事金融创新的根源,在于对金融风险的恐惧,或从中牟利的贪婪,而如果创新失去控制,则在引发的危机中饱受新风险带来的损失。在社会发展的大趋势中,金融创新是人们为追求新生存模式而不可避免的,由此要防止金融风险向危机的过渡,就必须在这三条路径上设立防火墙。

◎杨涛

目前,沸沸扬扬的美国次贷危机表面上似已告一段落,但到明年春季最后一批次级住房按揭贷款到期前,人们还不知道会看到多少财务失败的“地雷”会引爆,有多少家银行、多少家金融机构会受牵连,遭没顶之灾。就金融业自身而言,本次美国次贷危机对于现代金融的影响是非常深远的。

长期以来,在成熟的市场监管、强大的金融机构、高超的华尔街金融产品艺术的庇护下,金融风险与金融危机似乎离欧美等发达国家非常遥远。即使是1997年席卷亚洲的金融动荡,以及1994年开始墨西哥、巴西和阿根廷先后经历的“拉美型”危机,对欧美等发达国家和地区的金融市场,都有几分隔岸观火的味道。如今,次贷危机发端于充满金融神话的美国,蔓延到金融创新层出不穷的欧洲,并祸及其他市场,不由使各国各地区政府与市场人士都感受到震动和几分心惊肉跳。回顾历史,金融危机大体上可分为货币危机、债务危机和银行危机。在古代社会,金融风险所导致

的危机通常是货币危机,并往往会转化为政治危机。例如,在中国,西汉末期王莽取得政权后,屡次改变货币制度,不仅打击了大地主和商人,也使平民带来重大损失,成为其政权崩溃的重要动因。而在古罗马黄金本位时代,货币稳定也与国力密切相关。黄金的供不应求,使罗马暴君尼禄首次采取货币贬值,用同量金属铸成更多货币,此后300多年国家逐渐走下坡路,货币大幅贬值确实有推波助澜的作用,这是隐性金融风险造成非爆发式危机的结果。

进入工业革命之后,随着现代金融产品、机构的迅速发展,金融危机也更加多元化,很多情况下表现的是包括货币、债务、银行在内的综合危机。16世纪中叶,金融投机开始出现萌芽。1550年代中期,法国掀起一股炒作皇室债券的热潮,结果法国国王亨利二世于1557年宣布停止偿债,引发市场动荡。这是历史上第一次现代金融危机的雏形。此后,人们提得最多的便是荷兰郁金香热、南海泡沫和密西西比泡沫这三大危机。

自16世纪以来,所有金融危机的背后,都有金融创新的影子。具有讽刺意味的是,人们从事金融创新的根源,在于对金融风险的恐惧,或从中牟利的贪婪,而如果创新失去控制,则在引发的危机中,饱受新风险带来的损失。金融创新的路径大致有三条,即金融产品、机构和制度创新。三者共同构成现代金融市场的发展。在社会发展的大趋势中,金融创新是人们为追求新生存模式而不可避免的,由此要防止金融风险向危机的过渡,就必须在这三条路径上设立防火墙。

从金融产品创新来看,在令人眼花缭乱的金融工具层出不穷之际,有两个基本原则必须坚持。一方面,金融创新的基础资产质量应该掌握好。在以证券化为核心的结构金融理念产生后,华尔街的投行家便打开了“潘朵拉之盒”,经过投行的打扮,任何被弃如敝履的资产都能卖出去,从早期迈克尔·米尔肯的垃圾债券,到现在的次级债,共同特点都是基础资产质量存在问题。再怎么打包、重组、过手,这些垃圾资产的本质不会改变,小规模地以此类资产展开创新,可以满

足少数风险偏好高的投资者需求,如果规模失控,自然带来“趑趄不及”的风险膨胀。另一方面,金融创新的技术要避免滥用。随着技术与模型的复杂化,新型结构产品不仅让投资者难以理解,而且设计者恐怕也说不清其真实的风险收益结构。如过于追求产品技术的完美性,脱离了与现实风险收益的联系,风险被放大的可能性便会增加。对我国来说,这意味着首先要坚决打好创新基础,以优质资产来衍生新产品,不良资产始终只能作为补充。要注意优质资产是可能变化的,例如在住房贷款一级市场不完善的情况下,未来房地产价格的变化,很可能使原先作为银行优良资产的住房贷款,很多变为不良贷款,对此在产品创新中应充分估计到。

同时,处于创新初级阶段的我国,更不能追求过于复杂的金融技术,而先要创新出各种债权和股权类基础产品,避免好高骛远的发展。从金融机构创新来看,核心问题是关注混业经营的风险。在次贷危机中,许多欧美银行由于表外证券业务损失惨重,不得不压缩信贷业务,导致银行体系流动性紧张,这已是危机的萌芽因素了。应该说,在国内各界对混业经营的热情普遍高涨的情况下,次贷危机敲响了新的警钟,也就是必须充分估计到混业经营的风险。对此,一方面要避免把混业经营作为“灵丹妙药”,而使这项改革走向极端。另一方面,国内银行适应混业经营的原则,不应该在于只是借机进入证券业或保险业,而

是着眼于扩大资本实力,增强其在商业银行业务领域的核心竞争力。作为金融业的微观主体,所追求的依然是成为主营业务突出、专业优势明显的金融服务机构,而不是无所不包的全能银行。从金融制度创新来看,最重要的就是监管制度和激励约束制度。一方面,在对次级债危机的剖析中,不管是机构风险隔离失败、评级机构失职等因素,背后都有政府监管的责任。面对复杂的金融产品和机构,各国政府都面临如何加强监管的问题。在我国,原本监管体系就亟待完善,加快创新的大趋势使监管改革的压力更大,某种程度上“监管先行”才能创立最重要的危机防火墙。

另一方面,政府对创新的激励约束政策,要关注经济周期性风险。产品创新本质上是对未来前景的看好,如经济前景逆转,则可能出现创新失败,美国房地产市场低迷与次级债危机的关联,就是很好的例子。比如对我国来说,也就是在需要控制市场流动性时,不要鼓励推出增加流动性的金融工具,而某个市场投资过热时,适度约束能扩大行业融资规模的金融产品创新。总之,金融活动是为了更好地利用风险,改善人们的生活,风险存在并不意味着金融危机的产生,在金融创新成为风险积累的主要途径下,建立多层次防火墙,避免风险积累和全面支付的危机爆发,是发达国家和发展中国家共同面临的考验。(作者单位:中国社科院金融研究所)

稳步推进金融创新 切实防范市场风险

◎冯玲龙

此次美国次贷危机让我们发现一个有趣现象,即美国人的住房问题,尤其是穷人的住房问题和信用风险通过资产证券化等一系列创新活动由购买次级债券及其衍生产品的投资者来承担,甚至由其他国家的投资者来“买单”。

何以如此?这是因为金融创新、资产证券化在一定程度上能够分散银行系统的风险。本次次贷危机尽管产生了世界性的风险共振现象,但对美国本身特别是它的放贷机构来讲,却起到风险分散的作用。从这个意义上看,我们不能因噎废食,应谨慎地看待金融创新的正面作用,加快金融创新,更好地促进我国的金融稳定与发展。

首先,要稳步推进金融创新,分散金融市场风险,加快房地产金融的发展。我们来看美国此次危机和上世纪80年代的储贷危机做个对比。上世纪70年代,美国房地产金融市场处在初期阶段,市场上金融产品比较单一,对银行间接融资渠道依存度非常高,大量房地产贷款由银行系统持有(其中约三分之二由储贷机构持有),累积了很大风险。至1980年代,美国房地产市场进入调整期,大量房贷违约引发了储贷机构的倒闭风潮。据统计,到1980年储贷危机爆发时,美国银行系统共持有近70%的房地产按揭贷款。因此,危机威胁到美国整个银行系统,迫使美国政府、美联储动用大量资金清理储贷市场。

随后美国政府通过一系列法规,放松管制,促进金融创新,把原来高度集中在银行系统的房地产按揭贷款资产,通过金融市场分散给不同的投资者主体。到1993年,银行系统持有的按揭贷款比例就已经降低到30%左右,并长期保持在这一水平。

通过现代金融产品,美国房地产行业的风险由金融市场上不同投资者群体分担,减小了房地产发展周期对金融体系和整个国民经济可能带来的系统性冲击。可以说,美国房地产金融市场的发展在很大程度上降低了银行系统乃至整个金融体系的风险隐患。

房地产市场的不发达,已经成为制约中国房地产市场稳定健康发展的重要因素,并成为影响中国银行系统乃至整个金融体系稳定的潜在风险点。据统计,截至2006年底,中国银行系统房地产贷款总量近4.1万亿元,约占人民币贷款余额18.1%。因此,应大力推进房地产金融领域的创新,尽快推动住房按揭贷款证券化市场的发展,以化解集中于银行体系的金融风险。

其次,要加大对金融衍生品市场的监管力度。当前,激烈的竞争迫使金融机构不断进行金融创新,流动性过剩又迫使其迅速提供更新、更直接让消费者受惠的金融服务。随着金融创新的深化和金融业务的细分,信息不对称问题日趋严重,衍生产品链条越拉越长,潜在的风险越来越难以察觉。

若监管不到位,金融创新所带来的风险积累到一定程度,就很容易爆发像“次贷风波”这样的全球性恐慌乃至危机。因此,监管当局应要求市场参与者进行必要的信息披露并解释衍生产品收益和风险形成的机理,同时尽快设计出一套有效的激励机制以事前约束信贷市场中金融创新所可能伴随的道德风险。

此外,要稳步有序地推进金融开放,当前尤其应加强对跨境资本流动的监管,最大限度地减少外部风险对境内资本市场的冲击。近年来,在人民币升值预期等因素的带动下,流动性的境外输入成为境内流动性过剩的一个很重要的原因,这其中包含了相当数量的短期投机资本,次级债危机迅速波及全球市场再次表明,在全球资本流动日益频繁且市场预期趋同化的背景下,一个开放经济体的金融市场很难独善其身。

对目前我国还处于建设初期的金融市场来说,市场规模、金融产品以及抗风险能力都尚待完善,因此稳步有序地金融开放至关重要。虽然目前我国还实行资本项目管制,但事实证明,相当数量的境外资金已经通过各种渠道流入境内,加剧了境内的流动性过剩。因此,监管层当前尤其应加大协调和配合力度,加强对跨境资本流动的监管,防止其对境内金融市场的稳定带来不利影响。

最后,在经济金融高位增长时期,要切实防止资产价格过快攀升和资产泡沫的堆积,避免因资产泡沫破裂导致经济金融波动的风险。资产价格虽然是一种虚拟经济元素,但却往往隐藏着巨大的破坏力,其过快攀升导致的直接后果就是对实体经济运行的平稳运行造成巨大伤害。无论是此次次贷危机、1997年的亚洲金融危机还是上世纪日本经济萧条,资产价格的过快攀升都是一个直接原因。

经济危机往往是在经济比较好的时候突然出现的。近年来,受流动性过剩等诸多因素综合影响,我国以房价、股价为代表的资产价格涨势迅猛,其背后隐藏的风险应予以高度关注。随着全球货币政策趋紧尤其是国内的宏观调控将进一步强化,国内资产价格未来回调的可能性加大。一旦发生深度回调,将对中国经济金融稳定带来较大挑战。

(作者单位:中国电力财务有限公司)

■今日看板

金融创新本身 隐含多大风险

◎亚夫

作为2007年美国“奉献”给全球金融与资本市场的一大“行为艺术”——次贷危机,还没有从人们的视野中消失。由次贷危机引发的对金融创新的思考,仍在业界延续。中国是一个金融与资本市场重建时间都很短的国家,开展金融创新、开发新兴业务、引进金融产品,正成为各大金融机构热议的话题。在美国爆发出次贷危机的情况下,问一问,金融创新本身隐含多大风险,不是没有必要的。

有研究者称,所有金融危机背后,都有金融创新的影子。此话看似悖论,其实很有道理。本来,所有金融创新都是为了两个目的:一个是避险,一个是增值。所有金融创新都是手段,是工具,而不是目的。但是正像青年马克思曾经说过的异化理论所说的那样,当工具和手段成为主宰时,目的反而成了奴婢。换句话说,当金融创新成为主宰时,目的反而成了被人忽视的附属,这时候,金融创新本身隐含的风险就毫不客气地表现出来了。

这么讲,似乎有点玄。其实,从近年来金融市场发生的种种恶性案例看,真的都和金融创新产品有点关系。比如,1995年英国一家有着200年历史的老牌银行——巴林银行倒案,就和一个叫里森的员工操作日本股指期货不当,造成10多亿美元损失有关。而今年爆发的美国次贷危机,最终会有多少机构要为此“买单”,要造成多大损失,现在还不清楚。

回到金融创新本身。在国际金融与资本市场日趋交融,业务日趋复杂,工具日趋繁复的情况下,不研究金融创新、不推进金融创新是不行的,一则不能满足客户多元化金融服务的需求,二则不能有效提高金融服务质量,增强金融企业竞争能力。但是,一味追求金融创新,而不花力气研究新工具、新品种本身隐含的操作风险,恐怕也是不合身的。从现有的案例看,无论是孤立的个案,还是有系统性影响的案例,都显示出更强的杀伤力来。

就我国的资本市场而言,现在创新呼声也很高。在这个时候,以审慎态度研究相关举措的推出,对市场运行有何影响,也是平抑市场非理性波动、促进市场健康发展应当持有的科学态度。任何忽悠都要不得。

次贷危机对我国金融创新有五大警示

透过美国次贷危机给予我们的启示,我们非但不能减缓我国金融机构尤其是银行业的金融创新决心和金融创新步伐,而且还应当从五个方面厘清我们进行金融创新的清晰思路:第一,我们必须对金融创新利弊可能产生的市场影响要有足够的思想准备;第二,我国金融机构进行金融创新不能脱离中国国情;第三,尽管借鉴或引进是金融创新的有效途径,但不能迷信更不可盲从境外的金融创新工具;第四,金融创新一定要有视野开阔和高瞻的战略眼光;第五,金融机构进行金融创新更要坚持“谨慎经营”的基本原则。

◎涂昭明 赵庆明

长期以来,以美国为首的发达国家引领了全球金融创新的历史潮流,令人眼花缭乱的创新产品的确从根本上改变了传统的银行业务,但同时金融创新也带来了接连不断的麻烦,特别是今年爆发的美国次贷危机更是发人深思。从某种角度来看,此次美国次贷危机确实给世界范围内方兴未艾的金融创新蒙上了一层厚厚的阴影,但我们也可以从中能得到某些启示,这将有助于我们厘清我国银行业金融创新的思路。

第一,我们必须对金融创新利弊可能产生的市场影响要有足够的思想准备。

透过此次美国次贷危机发现,金融创新中类似衍生产品的创新工具确实存在着事前不为人知的巨大杀伤力。我们注意到,次级债在很大程度上确实满足了美国中低收入家庭的住房要求,尤其是有些中低收入者也希望通过房价的不断上涨进行博利。尽管美国承受了此次次贷危机的巨大压力,但美国也通过金融创新方式将次贷风险成功地向全球输出。因为,美国通过金融创新将次级债的收益与风险转嫁给全球资本市场投资者,次级债引发的投资风险自然要由全球资本市场来共同承担。

对房屋抵押贷款证券化行为是应当充分肯定还是予以彻底否定?或许,我们难以做简单评判,但有一点可以肯定,我们不能因为美国次贷危机爆发所引起的诸多负面影响,放弃我国金融机构的金融创新决心或推迟我们的金融创新脚步。

第二,我国金融机构进行金融创新不能脱离中国国情。

事实上,金融创新永远也离不开一国的经济、金融环境,如美国次级债就产生于“9·11”事件之后的那

个特殊年代。因此,在金融创新过程中,我们必须重视今后一定时期内我国国情变化的几个基本特点。一是我国的资本市场已形成气候并逐步走向成熟。随着我国股票和基金市场的不断扩大和规范,以及普通老百姓对这个新兴市场认知的不断加深,传统的银行业务必将面临越来越严峻的挑战。在今后一段时间内,即便资本市场发展还很难从根本上颠覆传统存贷款业务的垄断地位,但将会动摇银行主要依靠存贷款利差过日子的基础。

二是城镇居民的收入分配和财富结构已发生了巨大变化。随着二十多年经济持续高速增长,我国城镇居民长期以来的金字塔型收入结构,正在被“两头小、中间大”的橄榄型结构取而代之。从国际经验来看,伴随着这种橄榄型分配结构的形成,不同风险偏好的投资者队伍也将逐步壮大起来,此时不断满足投资者各不相同的投资风险偏好要求,既是摆在金融机构面前的一个十分艰巨的任务,同时也是实现其业务转型、全面提升市场竞争力的必然选择;

三是社会主流消费群体以及消费观念也正在发生新的变化。受第三次“婴儿潮”的影响,与前代人相比,无论是价值取向、生活方式还是消费观念等方面,都有很大的不同。因此,在金融产品的创新过程中,如何适应这样的一种新变化,同样是摆在金融机构面前的一个既紧迫又十分艰巨的任务。

第三,尽管借鉴或引进是金融创新的有效途径,但不能迷信更不可盲从境外的金融创新工具。从此次美国次贷危机中,我们也应该清醒地看到,不能迷信,更不可盲从所借鉴或引进的国际金融创新工具。

通过房屋抵押贷款证券化的方式,的确在很大程度上能够解决银行的信贷违约及房贷的非流动

性风险问题。但证券化不等于没有风险,将风险从银行内部转移到社会并不等于风险并不存在。此外,本次美国次贷危机的爆发,对于当前我国到境外投资于金融创新工具有积极意义。

但笔者认为,不管是实施QDII,还是借鉴ABS,如果我们不从国情出发,不时刻绷紧风险管理这根弦,在具体的操作过程中,不管是自己进行直接投资,还是引导投资者进行境外投资,总有一天会遭遇“滑铁卢”。

第四,金融创新一定要有视野开阔和高瞻的战略眼光。

笔者认为,由美国次贷危机显示,金融创新工具能把本该属于本国的经营或投资风险,通过风险输出影响全球资本市场。因此,在经济、金融全球化的大背景下,我们进行金融创新,一定要坚持视野开阔和高瞻的战略眼光。

鉴于此,我们要特别突出地解决好以下几个方面的问题:一是要把金融创新的目光投向国际资本市场。对此,我们应当想方设法创造有利的创新环境,充分鼓励国内金融机构能像欧美国家的金融机构那样,精心设计一套体系完整、应有尽有创新操作工具,将那些蜂拥而至的巨额游资一起裹进风险投资之中;二是必须突破传统狭隘经营理念的束缚。对银行来说,在信贷资产的综合结构中,房屋抵押贷款是最重要和最主要的优质资产之一,而且还可以把其他金融理财产品延伸至中高端客户群体中。面对这样一个利益巨大的信贷资产,我国银行业难有动力将房屋抵押贷款证券化,这也是目前我国房贷证券化起色不大、步履维艰的根本原因之一。因此,如何兼得短期利益与长远利益,才是创新战略应该锁定的目标;三是要把金融创新的目光指向混业经营。从国际经验及长远来看,混业经营是一个必