

# Finance

■金融圆桌

## 2008年,次贷危机将走向何方?

无论是美国、欧洲,还是新兴市场国家,“次贷危机”或许是最近半年多来各国金融市场上最耳熟能详的“时髦”字眼。这场危机自2007年春夏之交初露端倪,之后迅速席卷了美国、欧洲各大金融机构。

世界上最大的经济体——美国目前正在进行这次危机后的调整,但正如清华大学经管学院教授李稻葵在接受上海证券报采访时所描述的那样:“就像发洪水一样,关于这次危机的负面消息总是一波一波地到来。而问题在于,危机发生了半年之后,我们还不知道它的危害究竟有多大,什么时候危机的‘大尾巴’才会真正露出来。”而全球最大债券基金PIMCO中国业务发展主管孙昊预计,2008年美国会出现更多抵押贷款违约的情况,未来一段时间内相关市场会继续大幅波动。

金融机构的风险游戏是否结束?各国央行又是否存在管理失误?美国次贷危机的外溢效应究竟会如何展现?全球化世界带来的各种压力和矛盾需要我们用更广阔的视角来判断。上海证券报邀请了来自外资投行、学术界、全球最大债券基金、会计师事务所的四位嘉宾,分享他们对这场次贷危机的发展走势、金融机构的反应、各国央行的对应策略以及对对中国金融市场影响等的见解。

### 次贷危机目前处于何种阶段?

李稻葵:这次危机有个特点,就是在它发生半年多后,我们还不知道它的危害究竟有多大。这就好像发洪水一样,危机总是一波一波地到来。在获取美国房屋贷款的前2-3年,很多贷款人可以以低息、甚至无息来获取贷款。但是2-3年之后他们就面临着变动贷款利率,也就说面临市场重新调整后的房贷利率。尽管可以估算出贷款的总人数,但我们不能确定每位贷款人的经济状况,会不会违约等。另外,美国宏观经济形势会怎么样?今年第一季度,如果美国宏观经济形势在高石油价格推动下走缓,美国的次贷危机将会进一步恶化。如果美国经济走缓,一旦劳动力市场出现任何微小波动、失业率上升,将会导致很多银行的房屋贷款出现呆账和坏账,影响银行的资本质量,并最终传导到整体贷款水平上,会引发一系列的连锁反应。

形势等来判断。  
孙昊:我们预计2008年美国会出现更多的抵押贷款违约的情况。美国住房贷款有“Rate Reset(利率重置)机制”。通常而言,在发放贷款的前2-3年内,美国住房贷款往往会采用某一固定的、较低的利率,但是2-3年后则会重新确定新的贷款利率。也就是说,在剩余的20-30余年里,贷款客户需要按照新确定的、浮动的、甚至很高的利率来归还房贷。根据目前的情况看,最多的Rate Reset将出现在2008年。受这一因素影响,在未来一段时间相关市场会继续大幅度波动。

另外,美国房地产市场目前气氛也不好。房地产市场受流动性的限制,需要用相对较长的时间才能去发现合理价位。在这种气氛下,短期内市场恢复的难度比较大。

孙昊:目前处于次贷危机的中期,该暴露的问题正在暴露,但很多问题可能还没完全暴露,而市场也正在消化将要暴露的一些问题。整体而言,市场比较脆弱、波动。而政策制定

者的日子也不是很好过,如美联储、欧洲各主要央行都在向市场继续注入流动性、减息等。一方面,市场上有减息、注入流动性的需要,另一方面,油价攀升,市场又面临通货膨胀的压力。全球经济目前非常混沌,是否会出“滞胀”呢,这也是大家最关心的。

全球金融市场恢复正常大概还需要2-3年的时间。美国经济市场化运作的效率非常高,很多事情会很快暴露。次贷危机对金融市场的影响不会持续太久,大概会持续1-2季度,而美国房地产市场则需要较长时间。

陈朝光:我感觉现在还处于这次危机的早期,毕竟它是2007年下半年才浮现出来。需要等到这些机构在2008年第一季度公告去年业绩、对去年次贷的情况进行披露之后,我们才能做出判断;现在这个危机究竟反映到了哪种程度。之后,还要看这些机构是采用保守的,还是不保守的拨备策略。我觉得次贷危机的问题不会在半年、一年内完全反映出来的,大概需要2-3年时间。

主持人:本报记者 石贝贝  
嘉宾:摩根大通董事总经理、中国研究部主管兼大中华区首席经济师 龚方雄  
清华大学经管学院教授、清华大学世界与中国经济研究中心主任 李稻葵  
PIMCO(太平洋投资管理公司)中国业务发展主管 孙昊  
普华永道资本市场服务组合伙人 陈朝光



李稻葵



孙昊



龚方雄



陈朝光

### 对中国金融市场及实体经济影响几何?

李稻葵:我的观点是,未来两三年内美国乃至世界经济增长可能放缓,给中国经济带来的负面影响会远远超过1997年亚洲金融危机时的冲击。

次贷危机的到来,使得美国和日本等发达国家的金融机构重估风险,认识到年前投资在新兴市场国家的投资可能是高风险的,进而回撤资金。另外,新兴市场一些国家的经济形势的确很糟糕。很可能在两年内,英美等发达国家金融机构的资金要从波罗的海三国撤离,下一步影响到部分东欧国家,再下一步影响南亚,金融危机会一步一步向我们走来。

对此,中国应采取必要的预警措施。从中央政府层面来看,应在财政和金融政策上作一定的储备,现在也不要太担心我国外汇储备高,不要一味鼓励“往外走”、要留有余地。积极地调整外汇储备的投资方向,最大程度地对冲世界经济放缓的风险。在财政支出上要留有余地,以备未来重拾积极的财政政策。另外,要与各地方政府密切协调,最大

程度地对冲世界经济放缓的风险。从企业层面来看,可以开发一些对冲风险的投资项目,更要在开发国内市场上大工夫。

孙昊:我们现在常讲“decoupling”,我们中文称为“背驰”。在美国经济受到房地产影响而明显放缓,在2008年其它发达国家有较大机会进入经济放缓的周期,慢慢去跟随美国进入减息周期。但是,我们认为发展中国家,特别包括中国在内的“金砖四国”等,存在着与美国经济“背驰”的情况,还是会继续保持强劲的增长。所以,我们会觉得从经济增长角度,这次危机不会对这些发展中国家即刻产生直接影响。

如果美国真的进入严重的衰退、消费受到严重影响,就业也出现恶化的情况下,我们觉得这会影响到对发展中国家的出口。但是总体看来,今后几年,“背驰”会继续作用,因此次贷影响会是间接的。但是对于投次贷产品的银行或投资机构,当然会产生一些直接影响。

### 如何看待金融机构的自救行为?

孙昊:商业银行本身就可以获得比较好的融资,比如它拥有大量的储蓄支持。因此商业银行的问题是相对容易克服的。

但是投资银行的情形就很不一样。首先,投资银行的资金成本较高。第二,投资银行设计、拥有很多衍生产品。其中一些衍生产品可能结构非常复杂,又包含有很多杠杆。因此,对于投资银行的具体亏损程度,外界很难知道。与商业银行的情况相比,投资银行的问题可能会更加严重。

从投行角度而言,现在已采取的各种措施都会有一些帮助。比如央行注入流动性、亚洲和石油美元

的主权财富基金注入资金等都会有一定帮助。但是,如果美国房地产市场进一步恶化、或者抵押贷款违约的人数进一步增加,如果到2008年中这些措施都没有很好的效果的话,那么结构性债券的价格会进一步下跌,可能会有更多的问题暴露出来。现在有些机构可能并没有完全把亏损暴露出来,它们寄希望于美国房地产市场回升、更多的住房贷款客户开始还钱,这样的话这些机构自身也会慢慢恢复起来、逃过一劫。但这些目前都很难讲,需要等到2008年中期之后才能看清楚它们到底会怎样。

孙昊:没有更好的解决方案。

市场本身也不会由于主权财富基金的一两次介入而稳定下来。最重要的还是各国央行采取比较明确、及时的行动,比如减息、注入流动性。

李稻葵:更好的方式是,这些金融机构需采取“联合行动”。比如,对信誉较好的贷款人,联合行动、免除或推迟一定的利息。如果金融机构各自为战的,危机就会越演越烈,最终危机的严重程度会超出单家金融机构所能承担的风险。这需要政府来推动,美国财长保尔森12月初时提出的方案也体现了这一点:比如政府与联邦监管部门联合推动,抵押贷款行业联盟参与的“抵押行业冻结可调整利率”的计划。

### 应当如何反思金融创新背后的风险管理?

孙昊:这些都有一定时间的积累。最主要的原因在于这次美联储进入加息周期之前,即2000年末-2004年中之间,采取的是降息策略。这产生两种结果:第一,房屋的融资成本降低,刺激消费者借钱买房。同时,抵押贷款业务不断创新并且迅速扩张。这也刺激了按揭贷款的不断膨胀。

第二,传统投资工具的收益越来越低,投资者愿意去冒更大的风险去寻求一些能获得较高收益的投资产品,这种情况下也刺激了某些结构性产品包括次按、抵押按揭债券等的迅速发展。在寻找不到高收益产品的同时,投资者对风险的承受程度也不断提高。同时,全球的Credit Spread(信用价差)也一路缩窄,直到危机之前差不多缩到最小水平,这也促使投资者去

冒更大的风险以获取较高的回报。现在信用价差等都扩大了很多,市场波动率也加大。投资者可能会对调整对风险的理解和评估,可能会回归一些原来我们人为比较保守类的产品投资,比如债券、传统蓝筹等。

李稻葵:这包含两个层次:第一,金融企业、机构一定要控制好风险,一定要把风险的价格考虑进去。一定要认识到,风险是有价格、有成本的,不能把它估得太低。第二,监管机构需要做单家企业自己所看不到事情,帮助单家企业控制它看不到的风险。经济形势好的时候,每家金融机构都认为风险很低、想着扩张。它们无论怎样控制风险都是不够的,它只能看到单家企业情况而看不到全局、市场的逻辑,而监管机构就一定要看到全局、看到的宏观的风险。

孙昊:很简单,就是从源头上解决问题,不能在在经济一片繁荣时放宽信贷标准。次按的问题,最根本在于原始贷款的时候出现了问题,商业银行给予了一些不该给予贷款的客户进行放款,放松了贷款标准,而他们没有足够的资产作为抵押。一旦出现拖欠贷款的情况,商业银行的资产就会出问题,并且波及广泛。

陈朝光:所有的金融投资工具都有一定的风险。很多时候,银行或其它金融机构是否足够了解新出现的产品,是否可以在风险管理方面做得更好?次按的产品其实是一个“保险的产品”,它原本是为保障某家机构的风险,而把“风险”卖出,由其它机构来承担这个风险。但是,终究需要有某家机构来承担这个风险。我觉得在投资这些产品时,不能只看回报率。

### 各国央行救市效果究竟有多大?

孙昊:房地产市场问题是长时间积累下来,同时还有很多结构性问题。比如,全球资本市场的过度流动性,对资产价值的评估方法,还有其它陆续积累下的问题。这可能更需要更长的时间来平复。

各国央行措施的效果究竟有多大,还需要很长时间的判断。我们认为,最重要的需要在金融政策方面进行大幅减息。现在有二分之三的经济学家认为,最晚2008年美国会出现衰退,这个气氛很不好。实际上,目前的各种政策对避免2008年美国经

济减缓已经有点迟了,但具体作用会有多大也需要再看。

孙昊:各国央行应该减息就减息,该注资就注资,甚至使得市场保持一定的负利率都是可以的。如果美国经济能够强劲增长,触底反弹的话,美元也会反弹。刚开始减息时,当然美国经济会逐步走弱,但是减息到一定程度,美国经济开始稳定、可以触底反弹之后,美元会在事先就做出强劲反弹。从这个角度而言,美国经济也恢复了,也有效抑制了通胀。因此,各国央行,政策制定要果断采取

必要的行动。这主要是流动性问题,从流动性角度来解决就可以。

李稻葵:这需要从“事先”和“事后”两个方面来判断。既然这些金融机构当初没有严格按照风险管理的方式来控制,而致使贷款出现问题,这种做法应当给予严惩。比如处罚当事人、主要负责人等,同时对今后的一些监管方式也要改进。各国央行现在做的事情就是“救火”。“救火”和“惩治”是两件事情,任何金融危机发生之后,首先要“救火”,之后才能谈“惩治”。

### 此刻是购置海外资产的好时机?

李稻葵:世界经济衰退往往是绝好的海外扩张时机,中国企业可以在战略思维和资金上作好准备,考虑在适当的时机有步骤地对合适的资产包括公司控制权或者生产技术进行购买。对于有战略眼光企业家的企业家而言,全球经济放缓完全可以成为整合全球资源的最佳时机。

但是,首先我们还不能认为美国一些金融机构已经渡过、躲过次贷危机,它们很可能还会面临更大的困难,“抄底”时机可能还会有,不要急于行动。第二,采取“以夷制夷”的策略。比如,中国金融机构收购海外银行、证券公司股份,一定要找到国外的投资银行、咨询公司等来提供咨询服务,一定不要贸然与收购对象单独谈判。

孙昊:在这次危机之后,在金融市场出现了一些相对有价值的品种,也创造了一些机会。

危机发生国际上投资者出现一些恐慌,出现两种不同的做法。第一种,以低于“合理价格”的价格,抛售一些并不太危险的产品或资产;第二种,不了解风险,比如虽然有些产品或资产的价格并没怎么跌,但是存在很大的

风险,但这些投资者却并不出售它们。所有这些,都会使得一些金融资产的价格大大偏离其合理价值,从而给专业的投资管理人提供一些创造较高回报的机会。是否能够很好的把握住这些机会,取决于投资人对市场的了解情况。

孙昊:关键还是要想清楚买什么。因为银行、金融机构最大的资产就是品牌、基础设施、人力资源等。如果能以较好的价格获取这三者,就会是比较好的投资。现在中国流动性过剩、很多资金找不到出路,此时去“抄底”应该是不错的选择。

在投资海外的过程中,需要对所购置资产的价值有较好的评估体系。如果是借用持股手段打入对方市场,那你是为了某个品牌和桥梁进入别国市场,可能就需要付出战略价格不需过度注意细节。换个角度,如果是财务投资,那获取一个“好价格”就比较重要。第三个角度,如果投资的目的是为了获取管理经验、品牌效应,那么参股之后也许就不应该轻易放弃参与董事会的决策过程。整个过程中,投资目的、获取的“资产”以及付出的价格等都需要想得非常清楚。

### 次贷危机大事记

2007年2月 美国次级抵押贷款危机初露端倪。汇丰控股为在美国的次级房贷业务增加18亿美元的坏账拨备,美国第二大次级抵押贷款机构——新世纪金融发出盈利预警。

2007年4月 美国第二大次级抵押贷款机构——新世纪金融裁减半数员工,申请破产保护,成为当时最大的抵押贷款机构破产案。

2007年8月 美联储在8月11日当天三次向市场注资380亿美元。欧洲央行、日本央行,以及澳大利亚央行等也开始向市场注入流动性。

2007年9月 英国第五大抵押贷款机构北岩银行因次贷问题遭遇挤兑。

2007年10月 在次贷相关领域遭受约80亿美元损失。美林证券CEO斯坦·奥尼尔随后辞职,成为华尔街上一位受此次危机影响而辞职的CEO。

2007年10月 在美国财政部的支持下,花旗集团、美国银行和摩根大通计划设立一只总额超过750亿美元的SIV基金,以收购面临流动性困难的

结构性产品。不久,花旗集团CEO普林斯辞职。瑞银集团第三季度出现近5年来的首次季度亏损,三季度该行净亏损8.3亿欧元(约合7.12亿美元)。

2007年11月 阿联酋主权财富基金阿布扎比投资管理公司将投资75亿美元购入花旗集团4.9%的股份。

2007年12月 美国财政部表示,美国政府已经与抵押贷款机构就冻结部分抵押贷款利率达成协议,超过200多万的借款人的“初始”利率有望被冻结5年。

2007年12月 中投公司购买50亿美元摩根士丹利公司发行的一种到期后须转为普通股的可转换股权单位,股权单位全部转换后中投公司持有摩根士丹利的股份将不超过9.9%。

2007年12月 美、欧、英、加、瑞士央行宣布,将联手向短期拆借市场注资,以缓解全球性信贷紧缩问题。瑞银宣布,受美国次级抵押贷款危机影响,银行将进一步计提100亿美元的次贷相关投资损失。

本报依公开资料整理