

Roundtable

过去数周,美国次贷危机的冲击波深入了美国资本市场的“心脏”——美国政府支持的抵押贷款机构房利美(Fannie Mae)和房地美(Freddie Mac),这也使得美国财政部、美联储等政府机构迅速进入“危机管理状态”。面对不断蔓延和扰乱市场信心的次贷危机,美国政策制定者们正果断而迅速地采取行动。

在经济全球化的时代,远在大洋彼岸的中国当然不能独善其身。在金融层面,美国财政部数据指出,中国持有房利美、房地美债券达3760亿美元。面临困境,中国该如何应对?

“两房”危机:压垮金融机构的最后一根稻草?

主持人: 本报记者 石贝贝
对话嘉宾: 摩根士丹利中国首席经济学家 王庆
中国社会科学院国际金融研究中心研究员 张明
瑞银投资银行环球经济部副主管 Paul Donovan

1 房利美、房地美事件再次提醒我们,资本市场动荡可能远未结束,未来几个月可能会出现进一步的风波。各位对此怎么看?

Donovan: 金融机构市值的持续下跌已经持续很长时间,这需要引起关注。然而,尽管目前这种全球经济状况似乎仍要持续相当长时间,但这并不意味着下一步的危机即将到来。我相信,风险因素等已经被考虑进入银行间借贷利率的定价,尽管这种压力仍将持续。同时,各国货币政策制定当局持续向金融系统注入流动性的承诺,使得金融系统的“灾难”情形不会出现。这也意味着,包括固定收益和股票市场在内的金融系统最糟糕的系统性风险已经不会出现。

王庆: 危机根本原因是,这么多年来美国消

费扩张、储蓄太少、负债太多等,以及次贷有关产品的金融创新使得问题爆发的持续时间更长等。问题首先出现在金融领域,如今危机越来越与实体经济相关。

张明: “两房”股价下挫严重拖累金融股,甚至可能成为压垮某些金融机构的最后一根稻草。美股下挫已带动欧、亚等地股市大幅下跌,危机进一步冲击已受重创的国际金融市场。如果危机继续升级,美国经济可能今年下半年出现负增长、进口需求进一步下降,从而通过贸易渠道压低全球经济增长,也加剧美国和全球经济陷入滞胀的可能性。

2 最近数周,美国财政部、美联储、美国证监会等政策制定者采取一系列对应政策以稳定市场。能否对此进行评价?

Donovan: 美财政部向房利美、房地美注资的紧急措施非常重要,对于这些机构的债券持有人而言也非常有帮助,降低了他们的风险。因为这些措施提供了一个信号:政府资金会用来避免与两家机构相关的任何违约风险。然而,这些消息对于房利美和房地美两家公司的股票持有者并不一定意味着好消息。如果政府向银行注入资金,股票价值将面临稀释的风险,同时政府向两家公司股票持有者提供保护的激励动机也远低于对债券持有者的保护。

如果没有这些政策,房利美和房地美持续运营和融资的能力将受到严重质疑。债券市场、

股票市场,美元,以及美国房屋市场将会极易受市场波动性的冲击,同时美国国内经济也将受到严重负面影响。

王庆: 在次贷危机初期,“两房”购买一些抵押贷款为基础的证券化产品,也起到稳定市场的作用。美国政策当局反应速度之快,也说明:一,两家公司背后有政府担保,也对美国住房业发达起到重要的社会经济功能。二,两家公司发行信用等级较高的债券,债权人一般为其他国家央行。如果这两家公司出现问题,威胁的不仅仅是这两家公司、美国房地产市场,威胁的更是美元的地位、美国金融市场的地位。

3 对它们的下一步政策走向有何预期?

Donovan: 与多数新兴市场经济体的货币政策相比,美联储目前采取的货币政策正朝向相反的方向。美联储需要采取一种不同于多数新兴市场经济体中央银行的货币政策。美国以及其他经合组织国家的通胀问题,有望于今年下半年得到缓解。伴随着疲弱的经济增长,日趋缓和的通胀问题,美联储绝对有理由去采取低利率的政策。对于新兴市场来说,通胀压力很难缓解,同时尽管经济增长并不强劲,也并不会出现如同美国那样的显著增长趋缓的情况。

因此,我们预期,在未来,美联储还会2次削减联邦基准利率,我们至少会在今年下半年看到一次减息。在2010年之前,美联储加息的可能性都不会很大,也许我们要等到2011年。

在某种意义上,财政部的政策主要针对货币市场。同时我们也并没有看到“强势美元政策”有任何改变,同时对人民币的升值增加压力的政策也并未改变。国会控制下的财政政策在今年11月美国大选之前不会发生显著改变。在2009年,我们可以期待会出现更多的财政支持政策。

美国证监会的政策也并不会出现这种情况:即国会要求它怎么做它就怎么做。通常意义上而言,我们寻找对于美国金融体系的进一步监管措施以及具备可能性的对未来市场的各种

严格监管措施。举个例子,国会目前正就期货市场增加限制规则与一些参议员的争辩过程中,而后者主张进一步提升对期货市场的规则限制,以减少对原有投机套利的情况发生。瑞银并不认为,原油价格提升主要由于投机套利导致。但是美国国会的部分议员明显相信,这是一个主要原因,并意图通过立法来限制它。然而,新规则在未来有可能被实施。

总而言之,我们预期,对于未来金融市场出现的任何问题,美国政府都会做出迅速反应、采取对策。同时,我们认为这么大的金融市场不可能被允许出现彻底崩溃的情况。

王庆: 美国货币政策具有两个特点,一方面,货币政策需要控制通胀,保证经济增长,需要在两者之间取得平衡。另一方面,美联储货币政策很大程度上受到危机状况的限制,需要控制和缩小金融危机、减小金融机构损失。与世界上没有发生危机的国家相比,美联储的货币政策就显得过分宽松了。对美联储而言,稳定危机、减少危机的影响更重要,短期内它不会加入全球央行紧缩政策的当中,加息至少是在明年二三季度。

至于其他一揽子财政刺激政策,我相信美国国会会尽全力来保护这两家公司。因为这个问题涉及到美国国家利益、美元地位。

4 这会对持有美国国债、“两房”机构债的中国金融机构造成怎样冲击?有人进一步提出重新思考中国外汇储备投资问题,你如何看待?

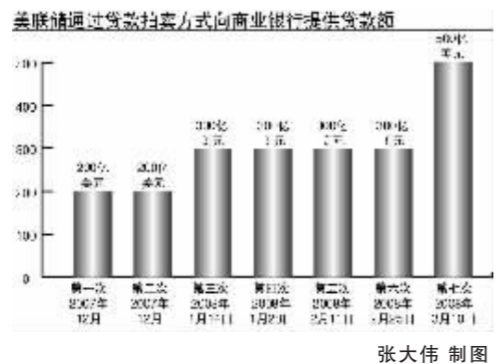
张明: 如果“两房”债券的信用评级被调低,债券市值将会下跌,而持有“两房”机构债的中国金融机构的资产组合中机构债的市值将下降。如果美国政府花费巨资救援,“两房”债券可能仍保持高信用评级,但美国财政赤字增加、美国国债的信用评级可能被调低。由于中国持有美国国债的规模超越机构债规模,这对中国机构的资产组合的冲击可能更加严重。

中国很难通过多元化外汇储备来规避风险。如果购买其他金融产品,也将会面临其他问题。比如,购买更多美国国债,则国债收益率会下降。如果购买更多企业债,则外汇储备风险上升。其他国家而言,欧元资产太贵、日元资产收益率又太低。

王庆: 在金融层面的影响,有可能是中国金融机构对外投资的损失,呈现在资产负债表中,但对整个中国金融体系的信心并没有造成影响。在实体经济层面,最近“两房”事件本身不会对实体经济产生影响,但会通过影响美国实体经济进而影响中国经济。

Donovan: 对中国银行业不会有什么影响。

任何投资者对于持有债券问题的关注,都不能忽略了问题发生的时间点。在目前的环境下,债券持有者可能会被美国政府的措施所保护。目前市场对于房利美、房地美债券的定价已经把现有的低风险考虑进去,同时这些债券对美国财政部的利差已经降低。房利美、房地美股票持有者可能会看到所持股票的重大亏损,但债券持有者应当增加他们的信心。



次贷危机的“两房”冲击波

◎本报记者 石贝贝

美国进入“危机管理”

美国次贷危机在7月上旬再次显出剧烈波动的景象。先是房利美、房地美的股价一周之内下跌近50%,假若以7月15日的谷底水平估算,两家公司的股价较各自一年来收盘最高价下跌了90%以上。而7月11日美国银行业历史上第二大银行倒闭案——美国储蓄管理局关闭了印地麦克(IndyMac),则进一步重重击垮了市场的信心。

市场情况迅速恶化的同时,美国财政部、美联储等政策制定者的反应速度之快亦令市场瞠目。

美国财政部称,通过采取行动来确保“流动性担保”、以及必要时赋予财政部临时购买它们的“股票的权力”,这实际上进一步提供了对两家公司的“隐含的担保”。美联储则对两家公司开放贴现窗口服务。同时,由于如今存在证券价格普遍出现突然的过度的波动,以及证券市场的运作受到干扰的巨大威胁,那可能会威胁公平有序的市场”,美国证监会行使紧急权力以制止“裸卖空”这两家企业以及美联储的一级交易商的股票,还采取了行动防止有意传播企图操纵证券价格的虚假信息”。

其后,业内普遍猜测,美国国会通过“两房”救助案的可能性较大。而23日,美国众议院投票通过了“两房”救助措施的住房援助法案。根据该法案,美国财政部将可向两家机构提供足够信贷,并可在必要时出资购买其股票。两家机构持有或担保的住房抵押贷款总额约为5.3万亿美元,占美国住房抵押贷款总额的近一半。美国国会同时增加一些条款,比如政府出资近40亿美元帮助丧失抵押权的业务买回住房等。

而据美国证监会主席考克斯透露,美国证监会正准备将目前的“限售令”扩展至整个证券市场,目前已开始制定有关限制对所有股票卖空行为的规则。

雷曼兄弟美国首席经济学家 Ethan Harris 指出,应对过去危机的过程中,美国政策制定者已被证明是态度激进、并且措施具有创造性。加入未来出现系统性风险的话,它们将可能会再次如此行事。

看清“两房”狂跌之源

房利美、房地美主要职能是,通过从银行手中购买上千亿的抵押贷款,帮助这些金融机构周转资金,使它们能够向未来的购房者提供更多贷款。它们并不涉及次级贷款领域,只购买向提供充足首付、以及收入证明的借款人发放的抵押贷款。值得注意的是,“两房”均为“政府支持企业”,这意味着它们能够享有免交税收、享有财政部信贷支持等特权。

对于“两房”的商业模式,中国社会科学院国际金融中心研究员张明表示,从筹资方面,市场普遍认为“两房”享有来自财政部的隐含担保,因此可以在市场上发行最高信用级别的机构债。从投资方面而言,“两房”主要从商业银行、其他存款类金融机构手中购买住房抵押贷款债权,既可持有这些债权,也可将之打包证券化,发行住房抵押贷款支持证券(MBS)并向全球投资者出售。

对于“两房”陷入困境的根本原因,张明认为,一,美国房地产泡沫过于严重,二,两家公司财务杠杆过高。令问题更加复杂的是,“两房”在收购贷款、发行MBS的传统业务之外,开始购买其他私人金融机构发行的MBS,从中赚取自身资金成本与所购买MBS之间的息差。次贷危机爆发后,由于自身持有贷款组合的违约率上升、所购其他机构发行MBS市值下降,“两房”账面开始出现越来越大的亏损。

摩根士丹利中国首席经济学家王庆认为,美国次贷危机是一步步爆发出来的。在危机初期,“两房”也购买部分抵押贷款为基础的证券化产品,对于稳定市场起到一定作用。而限制“两房”购买的这些产品出现问题,也影响了它们的状况。

雷曼兄弟7月上旬发布分析报告称,由于新的会计条例将表外资产证券化项目移入资产负债表内,“两房”将不得不筹集750亿美元以计提更多损失准备金。此消息彻底击垮市场信心,房地美和房利美当日股价随即暴跌18%和16%,随后开始狂跌之路。

对中国金融、实体经济的双重冲击

在经济全球化的时代,中国很难在这场危机中独善其身。美国财政部数据指出,中国持有房利美、房地美债券达3760亿美元。

张明认为,如果“两房”债券评级下降、市值下跌,则中国相关机构资产组合中机构债的市场价值则出现下跌。如果美国花费巨资救援,则“两房”债券可维持高信用评级,但美国财政赤字增加、国债评级可能下降,由于中国金融机构持有美国国债规模更大,这对中国金融机构的资产组合的冲击可能更大。

王庆说,在实体经济层面,“两房”事件可能会使得美国房地产市场衰退更严重、持续时间更长,这就影响美国经济、进口需求,进而影响中国经济。

这也引发了对中国外汇储备投资的进一步思考。张明表示,很难通过多元化外汇储备来规避风险,购买其他金融产品。可能会面临更多问题。应当正视造成这种局面的根本原因,即中国经济增长高度依赖外贸顺差,而同时美元资产因为美元贬值、美国通胀以及美国资产违约风险的上升而迅速贬值。如果不纠正国际收支双顺差格局,中国的宏观经济、外汇储备资产的安全将面临越来越严重的冲击,房利美、房地美危机可能仅仅是冲击的开始。”张明说。

王庆也认为,不能孤立地看待问题。美国次贷危机的过程,正是全球失衡的一个调整过程。我国出口、外贸顺差、外汇储备等大幅增长,推动了中国经济增长,剩余劳动力就业、工业化进程。在美国危机过程中,中国外汇储备投资受到损失是影响的另一面。

曹红辉:揭开“次贷危机的真相”

◎本报记者 石贝贝

不是在外地考察、开会,就是在向有关领导汇报调研情况,身为社科院金融所金融市场研究室主任的曹红辉最近的日程安排“比较紧”。采访从上周直至昨晚断断续续进行着,曹红辉终于抽出时间,在机场候机时完成了本报记者对他的电话采访。

今年6月初,曹红辉作为社科院代表团的一员再次奔赴美国调研“次贷危机的真相”,先后考察了美联储、联邦存款保险公司、国际货币基金组织、各大银行与证券公司,并在回国后撰写相关报告并递交有关政府部门。作为多次亲赴美国实地调研次贷危机状况的少数内地经济学家,曹红辉将美国经济的危机,以及对中国经济的冲击完整地链接、展示出来。

“次贷危机刚刚进入下半场。”曹红辉如是说。他分析说,目前市场对于次贷危机走势的看法可以总结为三类:第一,V字型走势,即目前局势已达最低点,经济将在未

来将开始反转。这是对次贷危机最乐观的分析。第二,次贷危机呈现U字型,即目前局面正处于谷底,并将在1-2年内持续徘徊在谷底。这是一种较为普遍的看法。第三,“看不到底”,危机形势继续向下,不知何时到底。这是最为悲观的说法。

“次贷链条上,危机一个接一个爆发,上半场已结束,下半场刚开始。消费支出信用指数、经济数据、就业等数据不断下滑,都已明显反映出来。现在看来,美国经济出现衰退的可能性越来越大。”曹红辉说。

房利美、房地美事件发生后,美国财政部、美联储、以及美国证监会都采取“紧急措施”。对此,曹红辉表示,为维持美国金融市场的稳定、增长,美国政策当局必须采取措施,而这些措施的有效性则需要继续观察。比如,对于美国国会表决通过总额3000亿美元的住房援助案,为约40万无力还贷的购房者提供政府担保的举措,曹红辉认为,这可能会带来一定的负面效应,比如滋生购房者的道德风险,以及其他违约风险。

而美国之前采取的降息、注入流动性等措施,其效果也不甚理想。接下来,美国政策当局可以使用的“救助招数”可能会越来越少。”

而美国次贷危机则在四个方面影响着中国金融和实体经济。曹红辉说,首先,对于中国宏观经济的冲击。美国经济下滑减少对中国的出口需求,这对中国经济增长速度会产生影响。第二,美国危机以及相应措施加剧了全球通胀。弱势美元进一步刺激美元计价的油价上涨,进一步加剧全球通胀的压力。第三,中国持有美国国债、房利美和房地美债券,以及其他金融产品,这已出现大幅亏损。尽管短期内这些亏损并未兑现,但已面临巨大风险。第四,金融市场。通过对H股、A股市场联动的方式,正对国内市场造成影响。

在政策对策方面,曹红辉认为,首先,人民币汇率要保持基本稳定,不能出现单边上扬局面。第二,要从财政、金融、产业多个方面进行综合产业结构调整。此外,还要采取针对性措施来维持股市的稳定,楼市也需要维持基本稳定。