

Sri

# 次贷危机揭示现代金融业发展五大特征

与以往金融危机相比,此次次贷危机具有六大特征。透过次贷危机,我们可以获得对现代金融业发展的五大启示:第一,非传统业务对银行盈利的贡献和影响变得越来越重要;第二,银行的盈利状况更加不稳定;第三,银行的业务经营模式发生了根本性转变,从“买进-持有”战略变为“发起-分散”模式;第四,传统的监管和救助手段存在着缺陷;第五,国际金融体系的稳定性变得更加脆弱。

○王敏

当前,美国次贷危机的后续影响仍在扩大,从近日美国政府拯救“两房”和雷曼兄弟申请破产的事件中可见一斑。那么,此次美国次贷危机与以往的金融危机有哪些不同?又能给予我们什么有借鉴意义的启示?

从目前来看,与以往金融危机相比,次贷危机有以下不同特点:①次贷危机涉及的资产证券化及某些杠杆工具的创新属于新兴的金融产品;②危机发生前没有足够的征兆,金融市场监管当局也未能及早发出预警,金融市场的流动性和信用度在瞬间发生逆转;

6)

危机的规模、深度和破坏力都是前所未有的,不仅波及了全球金融业,也直接影响了各国的实体经济,西方主要发达国家的多次联手干预都未能奏效,危机开始由债券危机急速演变为信用危机、货币危机和银行危机,导致西方主要经济体经济迅速下滑,甚至陷入衰退;④银行表外业务和金融衍生交易的发展及金融市场一体化,对于银行业金融机构以往审慎稳健的经营管理准则造成了较大冲击;⑤从金融监管角度来看,监管者在金融机构的业务和功能监管上存在漏洞和不足,造成监管未能覆盖到所有的银行风险,对金融市场的系统性风险管理和应对不足。⑥)

次贷危机从一开始就是金融市场的系统性风险,传统金融安全网中的存款保险机制未能发挥作用。在救助方式上,主要依靠中央银行的干预和资金救助,甚至不惜以牺牲货币稳定和巨大的道德风险为代价。

上述六大特点上表明,美国次贷危机可以说是一场现代的金融危机。同样,从这场现代金融危机中,我们至少得到以下五大启示:

**第一,非传统业务对银行盈利的贡献和影响变得越来越重要。**由于金融的自由化、国际化和网络化发展,在信息技术进步的推动下,银行的综合化经营趋势明显,竞争日益加剧,现代银行发展和盈利越来越依靠非传统业务发展,利用银行的网络优势发展中间业务,利用人才、技术和管理上的优势发展金融创新业务,非传统业务的盈利贡献占据越来越重大的比重。

**第二,银行的盈利状况更加不稳定。**金融创新是依附于银行的资产负债业务和金融基础之上的一种资产重组组合和信用组合,也是风险的分散、转移、重新组合和叠加。这种资产、信用和风险的重新组合,导致了信息更加不对称和加大了风险度量 and 风险控制难度,增加了投资者和市场的风险,

也增加了金融系统的脆弱性。一旦银行管理和决策失误,往往会带来较大的损失。

**第三,银行的业务经营模式发生了根本性转变,从“买进-持有”战略变为“发起-分散”模式。**金融工具创新,尤其是信用衍生品市场和迅速发展的证券化技术的互动,有力地推动了这种业务经营模式的转变。“发起-分散”模式具有以下几个重要特点:一是对流动性市场的依赖程度加深;二是各类投资者尤其是在结构性信贷资产中占有较大风险份额的那些投资者都有较为稳健的风险偏好;三是风险分布到了多样化的投资者群当中;四是大型的信用评级等中介机构在金融市场和银行的“发起-分散”运作模式上发挥了日益重要的作用。这种变化给银行的风险管理人员和监管者同时带来了机遇和挑战,必须从一个全新的视角去分析、识别银行及其他金融机构和市场的风险状况。

**第四,传统的监管和救助手段存在着缺陷。**在金融系统丧失功能和存在信心危机的情况下,资本充足率约束以及传统的金融救助和纠正机制也失去了效力。由贝尔斯登及房地美和房利美的案例说明,金融机构的资本会计核算并不可靠,从事高杠杆金融业务的金融机

构更容易破产。而金融救助和纠正机制不能仅限于传统的存款类金融机构,不能完全依靠资本充足率约束和股东救助。同样,在特定的事件和市场环境下,非常复杂的风险控制工具和技术也缺乏可信度,对于金融机构风险的准确判断和及时救助显得尤为重要。

**第五,国际金融体系的稳定性变得更加脆弱。**随着金融的网络化和全球化发展趋势不断加强,金融体系在经历了高速整合期后,一些全球性、超强的银行业金融机构、投资银行和证券公司开始在信用中介领域和国际金融体系中发挥核心作用,在业务创新、机构兼并和金融衍生交易等方面具有垄断地位,主导着全球银行业。金融机构的兼并整合,导致了风险逐步向大型金融机构高度集中,国际金融体系的稳定性也变得更为脆弱。同时,现代金融机构往往已成为全球化金融网络的重要节点,金融机构之间缺少严格的防火墙。这样一来,金融机构的失败对于市场的影响,不仅要考虑存款者和股东利益的损失,还要考虑投资者和市场参与者的利益损失(交易中断)以及金融市场网络的瘫痪。这正是美联储不得不救助贝尔斯登、房地美和房利美的重要原因。(作者单位:广东银监局)

## ■声音

从信贷可得性看次贷危机对美国经济影响

○张栋

在现有代表性研究及普遍的舆论中,认为次贷危机将使美国经济陷入全面衰退中。我们从信贷可得性的视角分析了次贷危机的发生过程以及对美国经济的影响,认为次贷危机的发生过程,就是信贷可得性的增加过程,次贷危机不会导致美国进入大幅衰退,至多发生轻微衰退,而且很可能保持微弱的正增长。不过,美元会在未来一段时间内维持弱势,直到美国金融体系发现下一个金融创新产品,这与目前普遍的看法截然不同。

在目前普遍的研究中,次贷危机对于美国经济的影响主要是通过财富效应渠道。因为次贷危机的发生,房地产市场和股市萎靡不振,降低了美国居民的财富水平,减少了消费,进而降低引致投资,从而延缓美国经济增长的步伐。这种渠道忽略了在传导机制中非常重要的信贷可得性。

首先,次贷就是房屋抵押等金融机构贷款给信用等级低的人,一旦发生违约,都会给贷款机构造成损失,并可能引发多米诺骨牌效应,对美国经济产生消极影响。由此,次贷有两个主要特点:从需求看,次贷借款人的特点决定了次贷必须通过批量化、高利率来降低风险,这就产生了对衍生品的需求。从供给看,次贷的发放取决于房价的稳定上涨和利率的持续低水平,一旦这些宏观经济因素逆转,次贷的拖欠率必然上升。次贷最早出现在上世纪80年代中期,规模一直很小,直到2001年,次贷才开始在美国飞速发展。新增贷款额从2001年的1200亿美元增加到2006年的6000亿美元,年均增速38%,到2007年上半年,美国次贷余额为1.5万亿美元。

为什么次贷规模会大幅度增长呢?低利率、房价稳定上涨及流动性过剩是近年来美国次贷飞速发展的三个主要原因。2000年美国网络泡沫破灭,美国经济出现衰退,迫使美联储采取紧急的办法,利用货币信贷鼓励大规模的投资,联邦基准利率从2000年的6.5%下调到了2004年的1%,这推动了房贷需求及房价上涨,而房价上涨导致的风险低估又刺激了房贷需求。在流动性过剩的大环境下,为适应这些需求,金融机构开发了次贷。次贷的迅速发展进一步提升了购房需求及房地产价格,反过来又刺激了对次贷的需求。低利率、高房价等宏观经济因素发生逆转,是次贷危机爆发的一般原因。也就是说,次贷的存在提高了美国居民的信贷可得性,次贷的发展过程就是信贷可得性的增加过程,这在一定程度上促进了美国经济发展,不过,当房地产价格泡沫价格破裂后,次贷产品的风险出现了,各金融集团开始紧缩,信贷条件就会随之变化。

其次,从信贷可得性分析次贷危机的影响,就必须表明次贷危机如何影响了美国目前的信贷可得性。根据美联储2008年2季度关于信贷标准的净百分比报告,从2000年到今年2季度,美信贷标准收紧的峰值有两个,2001年和进入2008年,这分别是美国网络经济破灭和次贷危机发生的次年,反过来说,次贷危机酝酿、发展的时候正是美国的信贷可得性增强的时候。由于美国金融业创造了次贷这种产品,能够带来巨大利润,美国银行业就放松了自身的信贷标准,争相发放次贷。当危机发生后,银行业就开始紧缩信贷条件。那么这种紧缩能够导致什么后果呢?我们建立的一个美国信贷可得性经济影响的方差模型表明,对于美国经济来说,信贷标准很重要。在没有包含信贷标准的模型中,贷款利率和贷款之间联系较弱,而在包含信贷标准之后情况就变好了,从而我们可以看出信贷标准对于产出具有显著的影响。

模型表明在信贷标准紧缩10个百分点之后,三个季度后产出下降0.5个百分点。据此考虑美国最近一次调查的数据,显示商业信贷标准比上个季度紧缩了23.20个百分点,那么三个季度后产出将下降1.16个百分点,而美国经济研究局统计的一季度经济增长率为1%,那么如果没有其他因素影响,美国在三个季度后可能进入轻微的衰退。

不过,在次贷危机爆发后,由于信贷可得性降低,美国金融机构的资产扩张就会放缓,各金融机构的负债增速也会随之降低。由于各金融机构不再努力发债,那么美元将会在未来一段时间内处于弱势状态。只有当美国金融机构创造出另一产品之后,才会开始新一轮的负债,此时美元才会真正走强。在弱势美元时期,美国的出口就会增加,这对于美国的经济增长具有促进作用,从而美国的经济增长有可能保持在正数。

(作者单位:中国民族证券)

## ■今日看报

地方政府冒险拯救楼市 背离公共利益万不可取

○乐嘉春

最近,西安市政府出台了《关于恢复房地产业发展的若干意见》,凡市民购买商品住房都将给予补贴。市场普遍将这一举措解读为地方政府已做好准备拯救楼市。一时间,一些地方政府或暗或明地出台各类救市举措,成了眼下国内房地产市场中的一大市场奇观。

那么,为什么地方政府在房价并未出现明显下跌情况下急于救市?根本原因在于受自身利益的驱动。从一些统计数据来分析,大中型城市的财政收入主要来自于土地出让收益或其他房地产交易收入,有的地方甚至超过50%以上的财政收入来自于土地出让收益。

由于目前恰逢换届以后地方政府布局其政绩年份,尽管手中掌握着相对垄断的土地供给资源,但由于国家加强了对挪用公共资金(如养老保险金等)、银行资金和房地产开发商的监管力度,而近期国内房地产市场出现了交易萎缩、房价上涨乏力等降温信号,也出现了土地流拍和土地出让价格下跌现象,这使得地方政府意识到未来财政收入增长将可能会大幅减少。

或许,出于对自身利益的考虑,各地方政府自然不愿看到这一趋势,也更倾向于响应房地产开发商的“救市”呼声。尽管目前大多数地方政府仍保持沉默,但内心还是希望通过一些救市举措,来维持本地区房地产市场繁荣和稳定。

难怪有的房地产商感叹,地方政府才是它们的“解放军”。反过来讲,地方政府之所以愿意当一回“解放军”,目的就是为了实现自身利益最大化,但这还真需要与房地产商的“合谋”或“勾结”才行。

从目前来看,各地政府纷纷通过减免税收或调整住房公积金政策等方式来寻求“救市”的突围。但问题是这种冒险的救市行动究竟能救谁?眼下,西安市政府的救市政策,让人回想起当年上海市推行的“购房退税补贴”政策,结果是获得财政补贴的并不是广大市民,而是那些富裕或有能力购买住房的人。

确实,地方政府拯救楼市的各种政策措施,最终救的可能不是广大中低收入的中产,而是富裕阶层、房地产开发商和商业银行等强势群体。如果地方政府真想考虑广大市民利益的话,在眼下实际通胀压力仍然存在的情况下,何不把财政补贴发给全体市民?另外,又为何不大力发展经济适用房?

所以,地方政府的各种“救市”政策或举动在实质上并非是为广大中产的利益着想的,而是优先考虑自身利益的最大化。以“商业利益”替代“全体市民的公共利益”,在本质上体现了目前实治制度更看重商业价值而非公共价值的特征。

如此看来,真该清醒的是地方政府!真该改革的也是地方政府。

## ■特别报告

# 中国经济：股市发展的生命通道

股市是经济的晴雨表。短期看,股市的走向很难预测,但长期来看,股市与经济有着令人吃惊的内在一致性,美国是这样,中国也是这样。中国经济的高速发展,带动了中国经济的快速成长,而中国股市的快速成长表明中国股市是具有长期投资价值的。

○廖料

股市是经济的晴雨表。短期看,股市的走向很难预测,但长期来看,股市与经济有着令人吃惊的内在一致性,美国是这样,中国也是这样。

美国1950年GDP为2938亿美元,2007年为138413亿美元,年均增长约7%。美国最有代表性的标普500指数从1950年来的上升通道速率约为7.5%,接近名义GDP的增长速度(见图1)。长期看,名义GDP增长和公司盈利增长是一致的,而公司盈利增长是股市上升的内在动力。因此,美国名义GDP7%增长而标普500处于7.5%的上升通道中(下沿为连接1991年4月(113.94点)和2005年10月(1504.56点)两点得到;上沿为平移得到),而中国从1990年到2007年名义GDP的年均增长率为16.4%(1990和2007年GDP分别为18667.8亿和246619亿元)。

## 1、通道的意义

改革开放以来,中国经济处于长期的快速增长趋势中,而中国股市的走势非常准确地反映出中国经济的这种发展趋势。尽管股市有起伏,但其走势一直处于中国经济发展趋势所定义的上升通道中。指数在通道中上下的运动,代表了投资者当时风险偏好的波动,而通道的上下沿则代表了中国投资者极度乐观和极度悲观的时刻。极度悲观如2005年5月,极度乐观如2007年10月。

## 2、分析与推论

1)未来3-5年内,中国经济发生重大结构性改变的可能性很小,这条代表中国改革开放以来的经济发展的通道在未来几年内可以维持。  
2)在极度悲观的情况下,指数有测试通道下沿的可能。从时间和空间上分析,1750点不但是前期高点(2004年4月)和本轮上涨快速上升的启动点,而且是上证指数测试下沿可能的位置,这些都让1750点

显得意义非凡。

3)2001年以前,中国股市处于较封闭状态,享有较高的估值。随着中国经济和股票市场逐渐和国外接轨,今后上证指数偏离轨道下半部分运行的可能性偏大。

4)当中国经济由高速增长过渡到平稳增长后,股指可能进入符合中国经济发展的新的上升通道中。

5)中国经济的快速发展让中国股市处于较快的上升趋势中,因而中国股市具有长期投资价值。

## 3、上证指数在通道中的“平均”位置

我们标示出了上证指数在此通道中的“平均”位置(见图3),计算方法为:在每一个时间点,计算出通道上沿和下沿的值,然后用此时刻点上沿和下沿的均值(初期大幅偏离通道上沿的均值用上沿的均值替代)与通道下沿值之差除以通道上沿与通道下沿值之差,得到距离通道下沿的比例,然后平均得到距通道下沿的平均距离。计算表明,上证指数自目前为止的平均上升趋势线距通道下沿约58%的距离(图3虚线;通道上下沿的距离定义为100%)。

可以看到,此均线的位置是很靠上的,主要原因是2002年以前,作为封闭新兴市场,中国股市长期享有较高的估值。但随着中国经济进入一个较高发展平台,股市也逐渐和世界接轨,中国股市的估值水平可能会逐渐回落,表现为今后指数偏离通道下沿运行的概率偏高。

## 4、深圳成指分析

用相同的方法,我们发现深圳成指非常标准地运行在上升速度为14.1%的上升通道中(见图4)。深圳成指的上升速度略低于上证指数,可能与上证指数和深圳成指的股票构成不同有关。尽管如此,深圳成指的上升速率也和中国名义GDP的增长速度相接近,反映出了中国经济快速增长的趋势。

长期来看,中国的经济是向上发展的,而中国股市在发展过程中,尽管有较大幅度的波动,但总体趋势是向上的,而且非常好的反映出了中国经济长期快速增长的趋势。中国经济的高速发展,带动了中国经济的快速成长,而中国股市的快速成长表明中国股市是具有长期投资价值的。

(作者系东航金融证券研究员)

图1:美国标普500指数日线对数图

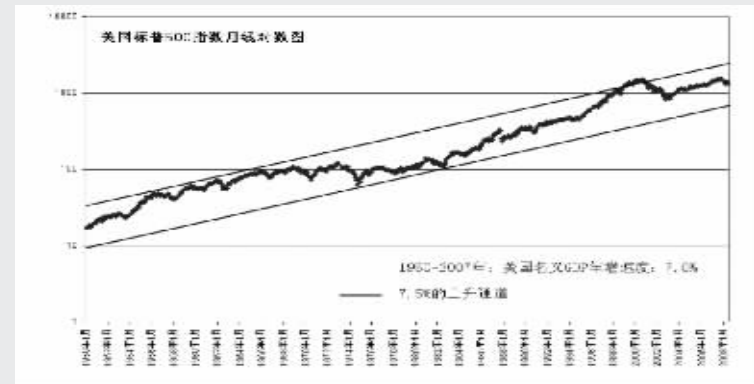


图2:上证指数日线对数图

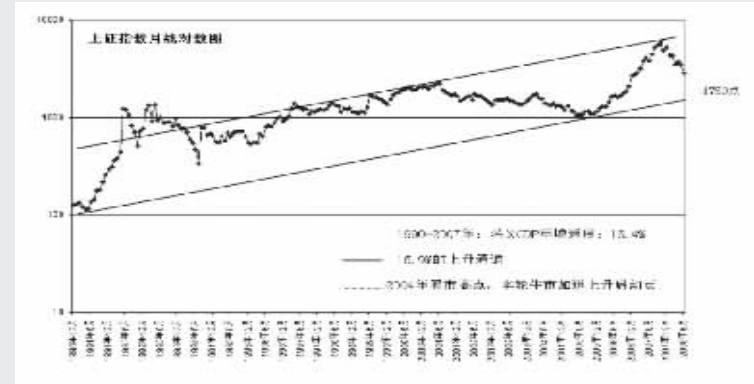


图3:上证指数日线对数图

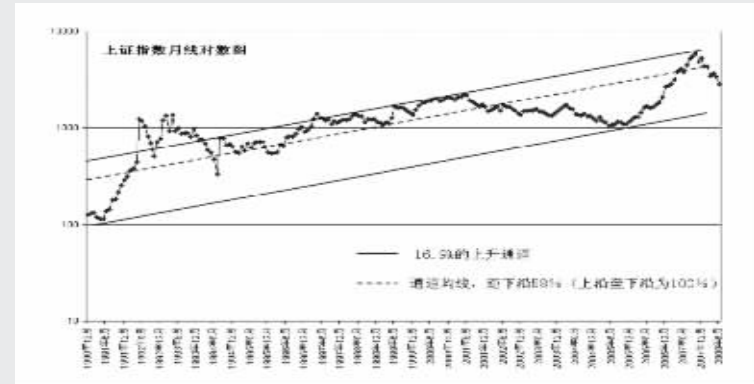


图4:深圳成指日线对数图

