

Roundtable

次贷危机:魔鬼是否已完全跑出瓶子?

假如说次贷危机就是魔鬼,我们要问:魔鬼是否已经完全跑出了瓶子,次贷危机何时才会结束?最近两周,全球经济体无不因为下述消息而震动不已:雷曼破产、美林被兼并、AIG被接管,摩根士丹利遍寻买家的传言更是满天飞;美联储、英国央行、欧洲央行等六大央行联手注资……20日,美国政府向国会递交了一项总额达7000亿美元的金融救援计划,这是自上世纪30年代经济大萧条以来美国政府对金融市场力度最大的干预措施。

《上海证券报》“金融圆桌”栏目将对美国次贷危机的演变及影响、危机从金融市场向实体经济的传导和扩散、对全球主要经济体的影响、以及对金融创新和监管的反思等角度予以持续关注。

本报记者 石贝贝

1 危机何时结束

上海证券报:在雷曼破产、美林被并购、AIG被接管之后,市场上是否还会有更坏的消息传出?美国次贷危机下一步会如何演变,何时才会结束?

张春:这一切都要看美国政府的政策。

目前美国政府、联储都已意识到市场形势的严重性,但是美国也有很多国会议员反对救市。上个星期雷曼破产事件对市场形成极大的震动,美国一般的老百姓都开始觉得事态已经非常严重,他们的养老金等也开始受到威胁。这类情形也改变了一些态势,比如上周末美国议会也开始讨论是否通过7000亿美元的救市计划。

我个人认为,如果7000亿美元的救市计划能够通过,美国政府出面担保,市场是可以渡过目前的危机。目前市场上出现的问题包括由于恐慌心理所导致,也包括坏账等导致。由恐慌心理导致的问题,并不意味着企业的情况非常糟糕,它主要是由于企业的短期流动性周转不过来、资金链断裂所致。对于此类问题我认为是可以避免的。

Paul Donovan:我们认为金融系统中依然会有新问题暴露出来。这些问题不仅会暴露于美国金融市场,还有其他地区,比如欧洲市场。值得注意的是,对于次贷危机的关注将逐步从目前关注次贷相关损失而发生转移。目前对于金融机构次贷相关损失的关注已接近终点,新焦点将集中于资产分类,以及在经济出现滑坡时金融系统的周期性信贷亏损等问题。

上周美国政府的一系列声明意味着,未来金融市场出现更加严重亏损的可能性已被大幅降低。我们认为其他大型银行出现倒闭已经不太可能。然而,大型银行之间出现兼并的可能性仍然很大。

今年年底的时候,次贷危机有可能见底。我们预测,今年12月底之前,大约会有90-95%与次贷相关的资产减值将会出现。市场上仍然存在一些已超越次贷危机本身,并导致出现其他亏损的问题,而那些亏损目前直接与住房市场相关。上述问题需要随后2年左右的时间来消化。

2 实体经济减速

上海证券报:次贷危机目前的发展态势,对于金融市场和实体经济产生了怎样的影响?

张春:在金融领域,次贷危机所能传导的领域基本上都传导到了,包括大型的商业银行、对冲基金、投资银行、保险公司等。

对实体经济的影响也慢慢显现。由于商业银行、投资银行都受到了巨大冲击,许多都自身难保,从而很难为企业进行融资,这就导致企业的股权融资、债权融资等可能出现问题。目前美国危机对于实体经济已经产生影响,但是如果美国和其他国家的救市政策能够使得市场稳定下来,那么由于金融市场震荡而对实体经济所产生的影响最终还是可以控制的。否则,实体经济也会出现萧条。

Paul Donovan:这场危机增强了投资者的风险规避意识,也增加了金

融市场上的风险溢价。这增加了全球的资金成本,即全球利率,这种影响不仅仅存在于短期,在长期也会体现。全球资本成本的上升最终会影响亚洲投资者,以及其他经济体的投资者。我们应该能够看到在未来10年内亚洲经济体将承担更高的借贷成本,这些成本远高于过去5年的亚洲经济体所承受的借贷成本。

毫无疑问,实体经济最终会受到此轮危机的影响。银行的借贷心理加剧,而包括企业和个人在内的借贷者被迫需要降低它们资产负债表的杠杆。因此,市场上借贷行为会大幅下降,同时储蓄率会上升。这将导致经济增长放缓。我们预计,借贷者被迫降低自身信贷杠杆,将会导致为2009年的全球经济增长放缓的情况出现。直至2010年之前,全球经济增长很难恢复到平均增速。

对话嘉宾
瑞银投资银行环球经济部副主管
Paul Donovan
中欧国际工商学院教授 张春



3 争辩美国政府救市

上海证券报:从奉行“新自由主义”到实行政府干预,怎样从西方经济理论和美国政策研究的角度来看待美国政府的救市行为?如何评价美国政府的救市政策?

张春:美国现在处于“生死存亡”的时刻。美国老牌的前五大投资银行只剩下摩根士丹利、高盛两家,如果不干预市场,那么这两家可能也会倒下,随后也可能有新的商业银行倒下,再后来就是美国的企业、实体经济出现萧条。这些都是美国政府不愿意看到的。

美国政府也意识到目前处于生死存亡的时刻,他们要做的事情就是“救火”。虽然,按照理想的经济学的理论,应该让市场本身来自我调节,而且从长远来看,政府过多干预也会产生道德风险等,但是目前已经顾不上这些了。因为不救的话,经济就有可能真的垮了。

就救市程度而言,目前美国政府已尽其所能来干预市场了。市场和监管方都要反思,美国金融市场为什么会走到这一步。我相信,明年我们会看到美国金融市场在监管等多个方面会出现诸多改革。这就像上个世纪30年代初美国大

萧条之后,很多金融、证券方案都是在那之后修订。

Paul Donovan:对于美国财政部和美联储的救市政策,目前很难准确评价。美联储和美国财政部目前正在协商进一步的救市政策。通常而言,美联储被认为具有保障金融系统的完整和稳定的职责。而只有在银行体系稳定运作的情况下,资本才能有效地运作。我认为美联储的采取的一系列救市举措正是出于上述目的。

对于美国监管层下一步的救市政策,我认为,美国政府采取的一系列救市措施包括向美国的银行体系注资等,已经证明了它保障金融体系的承诺。在未来几周,美国国会将会就救市细节进行讨论。而美国政府的救市措施目标在于挽救整个金融体系,使得金融市场能够在更加平滑和理性的状态运转。

上海证券报:从微观层面,美国政府怎样做出救市决策的?比如为何救AIG,而不救雷曼?美国政

府是不是应该对单一金融机构进行救助?

张春:为何救AIG而不救雷曼,我认为有这样几个考虑:第一,雷曼主要做债权批发,客户以机构投资者为主;而AIG、房利美和房地美等都主要涉及中小投资者、普通百姓。房利美和房地美涉及一般老百姓的住房按揭、贷款等,而AIG则涉及老百姓的保险、债券的信用保险等。AIG对许多债券进行了信用担保,如果AIG倒下,则会有更多机构随之倒下,连环作用更大。此外,AIG涉及百姓的保险,这就有政治压力牵涉进来。第二,那时美国议会有人并不认为雷曼倒闭对市场会有很大的负面影响。此前,美国政府也已经进行了太多的担保和救助。

Paul Donovan:监管者不应该只救助单一的金融机构,这是绝对正确的。一家金融机构能够得到政府救助,只应该在某种条件下:即,如果这家金融机构的倒闭将会导致金融系统出现巨大创伤、导致金融体系的系统性风险出现。否则,金融机构本身应当为自己在过去所做的“好的”和“坏”的投资决策负责。

4 “印钞”救市潜存风险

上海证券报:次贷危机爆发以来,全球各个央行频繁注资。尤其是美国联储不断耗资注入流动性?这种依靠印钞票、发国债等方式注入流动性会给市场带来怎样的风险?

张春:长期而言,这些行为带来的风险是相当大的。美国之所以还可以发国债借钱向市场注入那么多流动性,而且还有那么多人抢着去买美国国债,尤其是短期国债。理由在于,虽然美国发生了这么多问题,但是美国国债、特别是短期国债,还有美元现金,依然是市场上相对最好的资产。其背后是,美元仍为国际基础货币,短期内仍没有其他国家可以在世界金融体系中替代美国。

但是美国这种做法在中长期还是有很大风险的。至于风险何时体现出来,这需要看注资和救市对美国整体财政有多大影响。现在有两种可能性,首先,注资只是为了解决金融机构短期流动性问题,待市场稳定下来,这部分注资不会出现太大的亏损。比如AIG并不是全部资产都是质量不好的,而只是出现了短期流动性问题。如果把AIG稳住以后,它的运营也会慢慢好转。美国政府现在拥有AIG79.9%的股权,说不过去了很多年,美国政府这部分投资也会值很多钱。

还有一种可能性。很多资产的确是坏的,美国政府现在对此进行担保、买单。从长远而言,这对美国经济会有很大的影响。整个国家的负债会大量增加,美国整体消费能力和经济增长都会受到影响,如果这样的话,美元在中长期会大幅贬值。这会不会发生取决于今后美国究竟如何渡过这轮危机和美国政府担保的资产中究竟有多少坏账。也取决于美国人能不能改变他们大量借钱进行过渡和超前消费的习惯。

■直击华尔街风暴

风暴源头:不断“衍生”风险的金融创新

◎樊纲

尽管美国金融局势的不断恶化并不让人意外,但没有料到的是,一切来得那么突然。雷曼兄弟这么大的公司都会瞬间坍塌。其中的问题确实值得回味。

那么,美国如何应对这场百年难遇的金融危机?华尔街金融风暴这个魔鬼是怎么诞生的?对中国经济又会产生什么样的影响?

美国政府向国会提出了一个7000亿美元的经济刺激计划,这是一个非常巨额的投入。美国国会有多大的概率来批准这个计划呢?我认为,它肯定会通过。有几个原因:第一,华尔街危机产生的恐慌已经蔓延开来,大家都感到问题的严重性;第二,今年是美国选举年,候选人要对选民们示好,谁也不敢在这个时候阻止一项可能会拯救危机的措施;第三,我觉得特别重要的是,这次是共和党提出的建议,共和党属于保守主义,保守主义通常是反对政府干预鼓吹自由市场这种基本原则的。所以我相信

它应该是能够通过的,在这个时候我想很多人的心里面也是希望政府有所作为。

这次金融危机的源头就是所谓的金融创新——金融市场那些形形色色的衍生产品。这些神秘莫测的金融衍生品到底在这个金融风暴里面扮演了一个怎样的角色?用通俗的方法讲,就是说有一个以前不吃的烂苹果,用盒子把它精美地包装起来,就“衍生”了一次,并宣称里边的是好苹果。然后,下一个再包了一层盒子,这个盒子就更漂亮,但是包得更严密,又卖一次又衍生一次。

结果就是它掩盖了风险,它掩盖了它真正的价值。衍生创新不是问题,但是忽视衍生和创新当中的这些风险,而且监管制度没有去监管这种衍生过程中风险扩散的这个过程,这是我们这次最大的教训。

一旦真正的价值暴露出来,大家突然知道那里面是一个烂苹果了,这时候大家都抛,一下子就崩盘、崩溃了。从这个意义上说,这次的金融风暴跟所有金融危机的道理其实很像——都是以往过度地忽视了风险,过度乐观然后突然崩

盘。魔鬼就这么从瓶子里被放出来了。

现在大家都会非常关注这样一个话题,那就是中国经济应该如何来面对眼下的这场大考,未来的货币政策走向如何?首先应该强调的是,尽管我们现在确实是在跟国际市场是有关系,但是,毕竟还不是很多的关系和很强的关系。我们的政策应该着重的还是侧重于我们自己国内经济的这些问题。我们不能把因为去年存在泡沫,然后泡沫破裂而进行调整的A股归因于华尔街金融风暴。我们也不能把这两年宏观经济的一些波动,一些需要调整的政策与金融风暴过分地结合起来。

所以,在一定意义上也不需要过分的恐慌。我想,政策调整还是需要着重分析国内的问题,比如说如何贯彻“一保一控”这样的方针等等。这也能解释为什么在欧洲央行、日本央行以及美联储都在向市场注入流动性的时候,而我国的央行并没有采取同样的一个做法。

(作者系中国人民银行货币政策委员会委员,本文根据作者在中央电视台经济频道“直击华尔街风暴”节目中的访谈整理而成。)

成思危:股市治本需四方面着手

◎成思危

防止金融危机发展到经济危机

次贷危机的发生大家都知道是源于银行把贷款贷给不符合条件的人。美国的银行把次贷卖给投资银行或者基金,投资银行再就把它变成了所谓住房贷款抵押证券,我们统称MBS,是一种债权,同时又推出了五花八门的金融衍生品。

债券应该说是比股票风险低得多,因为债券它是还本付息的,但是如果发行债券的公司股价大幅下降,从而投资者怀疑它的偿付能力,这个时候就会出现大问题。

目前次贷危机发展到了信贷危机,就是因为不仅是次级贷款出现问题,而是正常的贷款、MBS也出现问题了,但是还没有发展到对美国的实体经济影响非常大的程度。

次贷危机对我国的影响,首先就是对美国的出口减少,再加上美元的贬值,这两个因素加在一起,估计

全年有可能对美出口的贸易顺差要减少20%左右,所以,在经济全球化的今天是需要大家同舟共济,共同去克服困难。

现在这个金融危机还没有发展到经济危机,经济危机有四个特征,即银行倒闭、企业关门、股市崩盘、工人失业。目前来看,美国政府和世界各国政府就是要防止金融危机转成经济危机。

按照中央确定的一保一控的方针,我们要保经济增长就要扶持中小企业、刺激内需,并且增加进出口,同时要关注通货膨胀,不要让通货膨胀吞噬了老百姓的存款,降低了老百姓的生活水平,所以我认为中央提出的一保一控这个方针一定要坚持下去,同时根据实际情况做一些调整。

大小非减持非关键因素

我曾说过中国股市跌破2245点之时就是我们进入熊市之日,当然现在是在应该说是从慢牛进入熊市了。

熊市情况下最重要的就是两点,一点就是怎么样逐步培养和提高投资者的信心,另外一个就是加强股市的基本制度的建设。提高信心可以采取一些利好政策的刺激,比如说最近的印花税率单边征收,允许上市公司回购股份等等,但是这种做法它是治标,不治本,就是说不可能一下是熊市转为牛市。

那么治本之策还是要从四个方面,一个方面当然保持经济稳定的、健康的成长,这是基本面;第二是要培养优质的而且健康的上市公司;第三是要使投资者更加理性、更加冷静;最后就是要适度有效地监管,要从这四个方面共同努力。

我个人认为,大小非减持在股市下跌的时候对股市会有影响,但实际上在股市上升的时候我们可以看到没有多大的影响,所以还是涉及到投资者的信心,并不是一个关键性因素。

(作者为原全国人大常委会委员长,本文根据中央电视台经济频道“直击华尔街风暴”节目访谈整理而成)