

# Column

■乱弹

## 美国次贷风暴启示录

### ——一个唯物主义者的风险观

◎周洛华  
上海大学金融学副教授

美国次级按揭贷款风暴的根源,是美国各主要金融机构出于自身利益,违背了其先辈所奉行的金融市场规律。次级贷款坏账问题最终会过去,但是造成这一严重危机的制度缺陷、市场缺陷、产品缺陷、程序缺陷却始终值得美国人自己好好地反思。

我们今天并不能用一种幸灾乐祸的狭隘心态去看待昔日那些骄横跋扈的美国同行;也不能用隔岸观火的侥幸态度去评价那些我们在几个月前还憧憬并尊重的、所谓成熟的美国金融市场;更不能以一种事不关己的态度关起国门判定这样的危机永远不会降临到我们身上。

也许这场危机还没有彻底过去,也许还会再倒闭一批中小银行,也许还会有更多的美国大型投资银行宣布计提高额信贷损失,也许中国房地产市场还将在人民银行的汇率政策呵护下保持稳定和健康的发展,但不管怎么样,现在该是我们客观地分析次贷危机从形成到爆发的整个过程的时候了。我们需要客观而公正地对这场危机作彻底的反思和分析,这样才能真正提高我们防范金融风险的能力,才能够使得我们的金融市场更快地成熟起来,才不至于将来和美国佬摔倒在同一个坑里。

#### 风险的客观性

风险存在于一切资产之中,世界上没有无风险的资产。风险的存在是客观的,是标的物资产本身固有的,风险水平不依投资人的意志而改变。

前年去世的诺奖得主米勒教授曾提出著名的米勒定理:融资成本的高低不能改变投资对象的收益水平。投资对象的风险和收益是其本身固有的,不因投资人获得资金成本的高低而改变。我钦佩米勒教授的这种简洁明了的唯物主义的风险观。

从2001年起,美国的投资银行家们联手对冲基金、保险公司和商业银行,开始向信用记录不佳的购房者提供零首付的按揭贷款,帮助成千上万的美国人实现了安居的梦想。这本来是一件好事情,但是在实际操作中,各相关方面却违背了曾经被美国人自己视作金科玉律的米勒定理。向贷款人提供贷款便利,并不改变房产本身的风险收益比,降低贷款的首付门槛,降低贷款利率和其他成本,降低对贷款人的信用要求,都不会降低房地产本身固有的风险。风险之于资产就如同物体的物理特性一样,不会因为观测者的态度而改变。也正因为同样的原因,我在2004年央行第一次加息时,就提出加息不能打压房地产价格。现在看来,这个结论和美国市场上降低贷款利率不能刺激房价上涨一样正确。

■心有灵犀

## 预测至难:三个大腕三种调

◎袁宜  
经济学博士  
财经专栏作者

现实世界总是充满着矛盾与迷茫。愈演愈烈的次贷危机看似要将美国经济拖入泥潭,然而三季度修正后异常强劲的GDP数据却给予了市场兴奋的理由。如果说美国经济这艘巨轮将减速甚至停滞,那世界经济能够脱离羁绊全速前进就或许仅仅是美好的幻想了。于是,全世界都不得不在浓雾笼罩的航程中关注、探寻、猜测美国经济的未来。

对于隔岸观火的国人而言,要想看清扑朔迷离的美国经济委实不易。那么听听大洋彼岸美国专家的看法应该大有裨益吧?前些天,笔者有幸听到了这么一场关于美国经济的思维碰撞。

曾几何时,我们在东南亚金融危机之后,以一种渴望真理的赤诚和迫切感聆听来自美国的教授们大谈米勒定理的正确性。我们理解并渐渐接受了这个金融市场的基本定理,谁知美国人自己却在东南亚危机10年之后,根本上违背了米勒定理。对此,我并不感慨世事之轮回,而是坚信我们对资本市场运行规律的探索不会是一蹴而就的。诺贝尔奖并不能一劳永逸地解决我们的问题,我们还需要继续在实践中探索真理的存在形式。

#### 分散化投资不能对冲风险

开创新次级的美国投资银行本来是想把这笔业务变成一笔典型的投资银行的中间业务。他们向购房者发放贷款,然后把收益权打包注入信托,将这些信托出售给市场上的对冲基金和保险公司等其他投资人。对于次级债的主承销商来说,这笔贷款似乎是“对冲”掉了,但是市场上的其他投资人呢?他们不能对冲这个风险,他们只能继续击鼓传花般地继续“转卖”这个信托的受益权。但是,转卖毕竟不是对冲,风险并没有消逝。包含次级债的信托受益权经过多次拆分和转卖之后自然而然地进入了许多领域,导致次级债如同病毒般地广泛蔓延,进而引发投资人的恐慌。

美国人最早提出用对冲方法防范风险。遗憾的是,我们再次看到,美国人又一次违背了自己创立的信条。“全过程,全对冲,持有误差项”,这曾经是有多么响亮的美国式的口号,“保护主头的攻击性买盘”,这曾经是有多么锋利的美国式的武器。而这一次,他们却恰恰没有用对冲的手段去规避自身的风险。这就如同最早倡导配备救生艇的白星轮船公司最终订购了一条超级邮轮:泰坦尼克号。

为什么对冲的鼻祖会不采取对冲策略来保护自己的头寸?原因不外乎两个,一是市场上没有可供对冲的交易品种,一是机构本身的短期业绩压力。如果市场定价是合理的,那么,对冲次级债的代价将奇高无比,最终可能导致机构在次级债品种上无利可图。也许正是这样的原因导致那些年薪千万的华尔街的宠儿们决定冒险,用简单的多样化分散投资的方法来实现“名义上”的风险防范。如果他们正儿八经地用对冲交易来化解次级债风险的话,根据前面讲的米勒定理,为对冲而支付的代价将使次级债这个品种无法为投资银行提供在危机爆发之前的每季度财报上的可观利润。

#### 信用衍生品不能对冲标的物风险

今年6月,我和一家外资行的朋友谈起次级债问题,他很自豪地告诉我,他们银行使用了信用衍生品来规避次级债风险,虽然次级债也出现了损失,但是半年报预计仍将实现盈利。后来的事实证明,信用衍生品并没有完全彻底地解决次级债问题。大多数在次级债危机中受牵连的银行都曾经或多或少地使用过信用衍生品,但是最终没有能够堵住次级债损失的滔滔洪水。

其中的原因也有两个,首先,信用衍生品的定价本来就是金融学的前沿难题,10年来始终就是一个反复争论,没有定论的模糊领域。各大投资机构推出的信用衍生品定价模型,与其说是以科学方法制作的坚实铠甲,还不如说是自欺欺人,虚张声势的护身画符。各大投资银行之间竞相推出的信用衍生品定价模型,与其说是一个比另一个更准确,还不如说是一个比另一个更复杂。其次,信用本身是标的物资产的衍生品,不能抛开标的物本身,直接对衍生品的衍生品去定价,也不能指望在不知道标的物风险的情况下,对衍生品的衍生品给出合理定价。

我们都知道,世界上普遍存在这样的现象:房价上涨时,即便是恶贯满盈的坏蛋也会遵守还款诺言,以便保住一项正在增值的资产;房地产下跌时,即便是忠厚老实的好人也会想着赖账,以便逃脱沉重的还款负担,以便在市场上买到更廉价的相同资产。人的信用之所以很难定价,是因为信用本身取决于标的物资产的涨跌,并不取决于借款人。我们对于借款人的信用分析只能是主观地依据历史数据,不能客观地预测其未来的信用行为,最根本的解决之道还是对标的物本身的定价。最终来看,是标的物资产价格的涨跌决定了投资人信用的优劣,而不是投资人的信用优劣决定投资标的物的价格涨跌,这是金融从业人员应该具有的唯物主义的态度。

如果我们允许开放房地产市场所有权凭证,房地产看涨和看跌的衍生品的市场化交易,就能画出一幅符合中国实情的房地产价格变动的“柔性二叉树分布图”,这样我们就能知道市场认为未来房地产将以何种概率可能走向何种价格水平,而由此来确定对这项资产进行融资应该支付的代价,才能确保银行的安全。政府并不能预测风险,政府的文件也不能消除风险,一个品种丰富,交易活跃,机制合理的金融市场,最终将确保我国房地产业和银行业的健康和长远发展。

#### 房地产市场完整定价体系缺失

布莱克、德尔曼和托依等人提出系统性的国债定价模型16年之后,因被彭博社报价系统所采纳,成为了业界普遍采纳的一种国债和国债衍生品自动报价的方法。参照此后的国债交易来看,整个国债的定价体系没有再出现结构性的问题。现在,我们其实也非常需要有一整套完整的房地产定价体系,为了合理地定价房地产及其贷款的风险,系统地建立房产价格和房产衍生品之间的价格联系。我们在开展与房地产相关的贷款交易之前,应该考虑先建立这样一套体系:市场存在着活跃的房地产交易,存在着不同到期日期的房地产认购和认沽的权证,据此,我们可以画出一幅房地产价格走势变动的“柔性二叉树分布图”。这就相当于有了一本房地产字典,我们可以从中随时查到:此时此刻市场预期房地产在未来任何一个年份的价格。当然,未来的实际价格可能和这个分布图不同,但是不要紧,此时此刻的信息使得市场给出了未来最到位的预测,同时也给出了我们如果要对冲这个风险应该支



付的代价。这样我们就一举得出许多极具价值的信息,最低首付成数应该是多少,最长还款期限是多少,每年最低还款金额是多少,转按揭贷款利率最低多少,二手房抵押再融资给出的最高放款成数是多少等一系列问题便迎刃而解。美国的投资银行在没有这张分布图的情况下,就贸然推出次级债的产品创新,是违背金融学有关衍生品定价取决于标的物风险的基本原理的。

应该清醒的是,我国现在情况并不比犯了错误的山姆大叔更安全。我国现在在按揭贷款首付成数、按揭贷款利率等等都是由央行规定的,我们不能认定央行和银监会永远都比市场更准确地预测未来房地产价格的风险,也不能因为美国人犯了错误就把市场管得更严,把产品创新的大门堵得更严。相反,我们应该研究美国人犯错误的教训,争取构建一个比它更有效,更安全,更合理的市场,这才是符合科学发展观的、实事求是的态度。

如果我们允许开放房地产市场所有权凭证,房地产看涨和看跌的衍生品的市场化交易,就能画出一幅符合中国实情的房地产价格变动的“柔性二叉树分布图”,这样我们就能知道市场认为未来房地产将以何种概率可能走向何种价格水平,而由此来确定对这项资产进行融资应该支付的代价,才能确保银行的安全。政府并不能预测风险,政府的文件也不能消除风险,一个品种丰富,交易活跃,机制合理的金融市场,最终将确保我国房地产业和银行业的健康和长远发展。

#### 央行注资的风险错位

美国次级债危机爆发之后,各国央行几次联手出击,均未见成效。这是因为国外的央行和我国的央行不同,我国的央行在处理国有商业银行的坏账时,主要是以汇金公司作为平台,向银行注入资本金,并以新的资金置换原有的不良资产。而国外的银行所谓的注资仅限于向市场上的其他金融机构提供流动性,并不直接动用国家资源去帮助困难中的银行。美联储的注资只限于为那些风险等级较高的产品提供流动性,本身并不能将投

且将其归结为:谨慎乐观,悲观中的乐观,以及悲观三派。

三位大牌都有其预测成名的历史,都有自成体系的逻辑,也有确凿的数据支撑,然而相互之间却谁也不能说服了谁,更令人不解的是,面对同一幅经济背景,解读同一批经济数据,三者观点之差异竟然如此之鲜明。这刚好印证了经济预测的困境和迷茫。

想必其中会有一种观点被日后的现实证明其具有先见,然而这种先见之明更多地依靠的是技术,是艺术,还是运气呢?借用 Gail 的话:如果你一生中能预测到两次,就值得在自传中大书一笔了。这恐怕不只是调侃吧!

那么,我们作为听众,在预言家们纷繁多样的观点包围当中,如何才能不被弄得晕头转向无所适从?怎样才能从看似矛盾的观点中发掘出对我们有用的信息?

■知无不言

## 对不起,世间本无美金

◎袁东  
中央财经大学教授

在美元不是黄金的世界里,当前最为突出的中国“流动性过剩”,却不可能没有美元与美联储的影子。从趋势看,“信用货币”未见得在将来的日子里还会那么风光。中国有关战略政策视角应当有所转型。

在世界贸易中,黄金与美元都担当过或正在担当货币职能。“金银天然不是货币”,黄金作为交换媒介、价值尺度、储藏手段的历史,当然远非美元所能比。然而,从上个世纪上半叶开始,“黄金几乎在世界范围内离开了流通领域”,充斥世界的是印着美国建国者头像的一箱箱纸片。

但美元不是黄金。美元能买到黄金,只是,一定数量的美元能买到的黄金,不仅波动,而且越来越少了。正因如此,迄今为止,还没有哪位财政部长的影响,比得上英国伊丽莎白一世时的马斯·格雷欣。至少在在位同时也是伦敦证券交易所奠基者的财长去世后的近430年里,以他名字命名的一条著名经济学法则——“劣币驱逐良币”,一直被不断应验着。

美元曾是黄金的替代品,黄金也曾是美元的抵押品。金币与美元也同时流通。只是到1934年,罗斯福时代的美国国会通过了《黄金交易法》,禁止美国人拥有黄金,停止用黄金铸造硬币,宣布用黄金支付结算为非法,黄金才退出流通领域。但那时黄金的价值至少还是由黄金储备作支撑的。直到1971年7月尼克松宣布取消各国储备中的美元按每盎司35美元兑换黄金的权力,从此,美国财政部发行的纸币没有任何贵金属准备支撑。

如果说货币是人类文明的一大典型体现,那么,纯粹的纸币制度相比于贵金属本位的货币制度,能否进一步推进行类文明,现在还很难作出确定的结论。因为,相比于几千年的贵金属本位,才刚刚几十年的纸币本位,实在还谈不上是成熟的货币制度。

固然,按照个别的制度经济学家的说法,货币无非是降低交易费用的制度安排,因而货币越简单越方便越好。成本越低的货币制度,就是先进。在他们看来,纸币当然是相对于贵金属货币的重大进步,而仅仅是象征性符号的“电子货币”就更进一步了。然而,这一理论是片面与狭隘的。因为,他们所说的货币仅仅满足了货币的一项职能——交换媒介,但真正的货币必须是交换媒介、价值尺度与储藏手段的统一,三项职能中缺一不可。

按照这一标准,美元的世界货币地位可就越来越成问题了,没了任何贵金属准备的纸质美元,显然不再具有任何内在价值,这又怎么能成为所有商品的价值尺度呢?又怎么成为永久而稳定的财富储藏手段呢?如果这两项职能变得越来令人质疑,其交换媒介作用不受影响才怪呢。

所以,在过去三十多年的经济波动里,由货币制度变化而导致的交易费用到底是增加了还是减少了,我还没有看到哪位经济学家作过令人信服测度。但仅就通货膨胀的严重程度及其影响,以及经济波动幅度看,纸币制度所降低的交易费用,节省的经济活动成本,似乎并不明显。

更为要紧的是,随着流通于世界范围的美元日益增多,美国联邦储备委员会也就成了全球的中央银行。不仅美联储的一举一动,而且美国的政治与经济变动,都通过美元影响着世界秩序与福利。可是,美联储并没有也不可能站在全人类的福利角度看问题,想事情和采取政策,它仅仅是以全球二十分之一的人口利益为宗旨,执掌美联储主席时

间最长的阿兰·格林斯潘,早在1974年担任福特总统经济顾问委员会主席时就宣称:“在我管理期间,有很多重大问题,美元汇率不是其中之一。”所以,那些占全球人口十分之十九的人们及其政府,应当明白,你们所持有的巨额美元,到底能有多大购买力,并在需要时换回多少本国货币,从来不是美联储主席关心的“重大问题”。汇率到底如何变动,在美联储主席看来,只能是以那3亿多人口的经济、政治利益为出发点与归宿。

因此,我们看到,美元越来越成为全球经济与政治的焦点问题。尽管二次世界大战之后,离开美国本土而“输出”的美元量呈跳跃式增长,但是,先是德国与日本的货币挑战美元地位,后是随着欧洲一体化而建立的欧元的正式流通及其坚挺,特别是新兴市场国家外汇储备中“一揽子货币”组合对原来单一美元储备的替代,都是抗衡美元世界货币地位的体现。

如此说来,如何确保应有的内在价值,是能否长时间担当“世界货币”所必须考虑的因素。至于内在价值的确保手段是什么,则是可以探讨的。不容否认,没有任何贵金属支撑的纸质美元,之所以能够在过去几十年间居于“世界货币”地位,是世界最大经济体的美国经济在此期间一直相对稳定增长并保持领先的结果。换言之,那3亿多人口某种程度上成为了全球的最长消费者,引领了世界经济增长,其余的几十亿人才乐意接受他们的货币。但随着美国经济增长的放缓,作为全球经济增长牵引力的“火车头”地位日渐受到挑战,加上美国公众消费能力的下降,美元的“世界货币”地位就越不那么稳固了。在这些越来越引起美国朝野担心的压力下,美国政府与美联储确定的货币政策,尤其是美元发行量、利率与汇率等措施,就不可能再像从前那样较为安心地从“世界货币”的角度考虑问题,可能离这一轨道日渐偏远。其实,对这一趋势,早就有人做过预言。那位“有着聪明才智和敏锐政治眼光”的哈佛大学博士罗伯特·特里芬,在上世纪中叶就断言:“通过美国的支付赤字流出美元,从而提供世界所需要的国际储备是危险的,它将遭受重大挫折。”

然而,这一趋势,对于像中国这样已经持有巨额并还在快速增长的美元外汇储备的国家来说,并不是一个好征兆。因而正确的认识与行动应该是,不再以追求美元外汇储备为政策制定的目标。为此,适当灵活的汇率政策,弥补国内各方面不足的扩大进口政策,以及更加积极的外对外投资政策,都是当前与今后一段时期内所应当受到重视,并尽快采取的。

回过头来看,主张“金银是忠实的货币”与“金本位制”的奥地利学派理论,并非老掉牙不入时流,对人类经济社会秩序的维持与文明进步,它仍闪耀着思想火花;而在过去三十年间占据主流地位的以弗里德曼为首的货币学派所信奉的“信用货币”,未见得在将来的日子里还会那么风光。在美元不是黄金的世界里,不要说全球“流动性过剩”,就是当前最为突出的中国“流动性过剩”,也不可能没有美元与美联储的影子。中国的有关战略政策视角应当有所转型。