

内部风险

当金融风暴产生重大影响时，信贷衍生工具将给宏观经济提供有用的早期预警。

许多金融部门将过去几年出现问题的原因归咎于错误地估计了风险，这一点已成为常规性的共识。毫无疑问这一观点有其真实的一面，尤其在经济繁荣时期，因为主要的金融参与者似乎低估了重要的风险。

然而，自2007年7月以来，我们一些关于迅速产生的金融问题确切性质的最可靠迹象，都来自于这些非常相似市场的风险。实际上，回顾过去约6个月的时间，目前显而易见的是，与传统宏观经济指标相比，市场风险能够为我们提供关于可能出现的宏观经济问题更快、更准确的预警。

具体而言，你能够从所谓信用违约互换价差，看出市场关于各种证券违约可能性的观点。这一观点是，如果你希望持有证券并使自己避免承担违约的风险，你可以有效地通过市场购买保险。实际上，如果该证券违约，你可以通过购买保险向其他人销售该证券。信用违约互换价差是这些保险的价格或有效佣金。因为许多信用违约互换在流动性市场进行交易，所以保险的价格能够以一种迅速、透明的方式不断更新。

你可以在许多种证券中投保违约险，总之，这是一个巨大的市场（一些人估计约达45万亿美元）。但最近特别具有信息量的价格就是对于银行（最近更多是对于公司）的信用违约互换价差。这些价格对新闻做出反应（当然包括流言），而且它们必须被仔细加以

解释。如果你仔细考察，这些价格过去和现在都能够提供大量信息。记住，这些价格是对市场的感觉，尤其对银行的感觉，自今年夏天以来，我们已被多次提醒，感觉能够迅速变为现实。

如果市场认为，一个单独的银行或许多银行更可能违约，信用违约互换价差就会上涨。如果一些银行似乎不可能违约，信用违约互换价差就会下降。将信用违约互换价差当成一种银行级的金融温度计，能够测出谁在发烧，而且下一个将发烧的是谁。

IKB 银行和北岩银行的分离

今年夏天最大的困惑或影响就是已建立的大流量金融市场很快变得流动资金不足。流动资金问题可能成为偿付能力问题，你不能偿还欠款可能就是碰巧手边没有现金，但这一点也可能被解读为你的债务超过了所拥有的资产。而且，在这种情况下，由于担心而且无法证明你确实身边没有现金，那么就很难使你的债务保持目前水平，也就是说，你违约了。

今年夏天我们所得到的另外教训就是，流动资金在多大程度上在全球金融系统中似乎没有联系的部分和固定部分之间波动。感知金融不稳定的关键问题就是如何感知违约风险的扩散。例如，IKB——第二层次的德国银行，需要在2007年7月末对其进行救济（将资金投资于美国次级证券的结



Simon Johnson, IMF 研究部经济顾问和主任。

果), 欧洲银行 (特别对德国拥有大量业务的银行) 的信用违约互换价差大幅增长 (见图 1)。这是我们首次获得由于次级贷款或抵押贷款而引发的金融部门的问题不仅仅限于美国的迹象。这最终可能将成为主要问题——首先使全球经济前景复杂化并进一步使其恶化。

银行 (或其他) 开始担心其他银行是否具有偿付能力, 这是一个有用的暗示。这将使银行囤积其流动资金, 也就是说, 不再以其通常的方式相互借贷。从而意味着欧洲中央银行和其他中央银行不得不提供更多的流动资金, 以使银行间利率下降。这再次成为 2007 年秋季工业化国家金融监管当局的一个主要问题。国家金融监管当局能够对主要中央银行在提供流动资金方面大量、全面的成功行为进行跟踪, 部分就是以对信用违约互换价差进行跟踪的方式。

2007 年 9 月, 当英国抵押贷款银行——北岩银行遭遇流动资金困难时, 信用违约互换价差也是一个主要指标。英国银行像欧洲中央银行一样只是准备提供流动资金, 但由于历史原因, 与欧洲中央银行能够进行抵押贷款不同, 英格兰银行只能根据政府担保贷款。北岩银行的资产被抵押, 如果其遭遇资金困难, 北岩银行就不能使用这些抵押作为附属担保, 从

英国银行借钱。

北岩银行能够找到一种初步的尝试手段解决自身的问题。但信用违约互换价差再次发出信号, 指出这一方法可能有问题。信用违约互换价差在布拉德福德—宾利银行和联合莱斯特银行进一步扩大, 这两个英国抵押贷款银行在某些方面类似于北岩银行 (见图 2)。很明显, 问题并不只局限于北岩银行, 政府也不得不被牵涉其中。

今年夏天我们所得到的另外教训就是, 流动资金在多大程度上围绕全球金融系统中似乎没有联系部分和固定部分波动。

主权财富基金到来

过去几个月美国主要银行资本重组的浪潮滚滚向前, 这看起来是好事。这些银行承认其损失, 并增加其实际存在的新资本, 部分资本来自于主权财富基金。近年来一些国家已拥有大量的经常账户盈余, 主权财富基金是这些国家的外资积累所建立起来的共同基金。是否主权财富基金减少了所涉及银行违约的风险呢?

毫无疑问, 在这种情况下, 更多的资本是有帮助的。但一个惊人的事实是, 在许多情况下, 当主权财富基金投资公布后, 信用违约互换价差实际有所增加 (见图 3)。发生这种情况的原因仍旧在进行公开的讨论。但确切迹象表明, 这些大量的外部投资就其

图1
溢出效应

当德国 IKB 银行违约时, 对于在德国拥有大量业务的银行, 信用违约互换价差增长尤其明显。
(主要的银行; 10 年平均信用违约互换价差; 基准点)

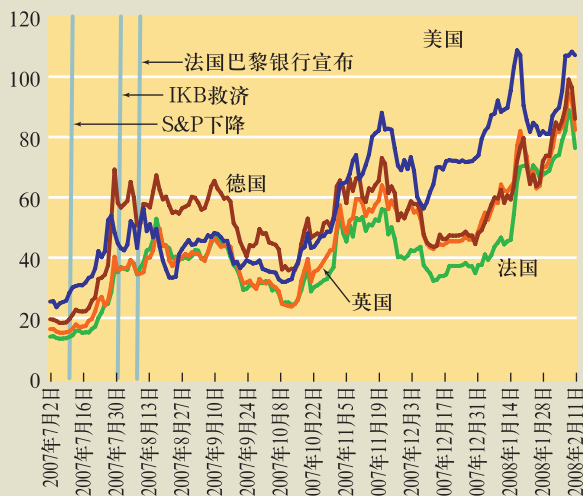
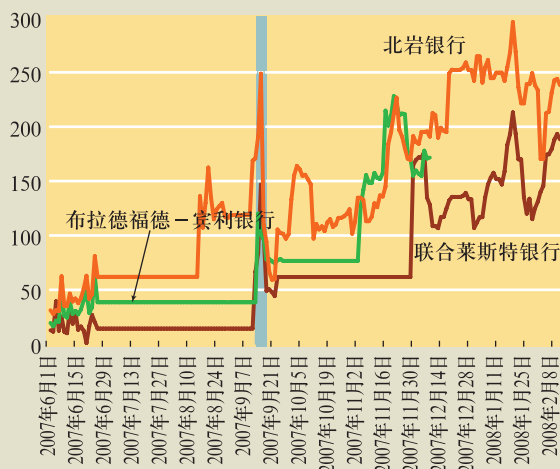


图2
太接近适当水平

北岩银行的困境通过相似的模式对两个英国抵押贷款银行征税。
(英国借款方; 10 年平均信用违约互换价差; 基准点)



资料来源: Datastream。
注: 阴影区代表北岩银行寻求流动资金支持和英格兰银行在货币市场特别注入资金的时期。

合理性而言，并没有依靠自身力量消除所有可能导致进一步金融风暴的危险。

股权同样说明问题

我不希望给予你们这样的感觉，即信用违约互换价差是唯一关于宏观经济可能发展方向信息的令人感兴趣的公司级指标。各部门股权价格指数通常能够提供大量的信息。例如，当可能出现经济衰退时，耐用消费品股权价格一般会下调，公共事业股权价格将相对上升。

当然，违约的可能性在决定股权价格时发挥了作用。但股权价格应当反映未来的收益，如果没有包含更高的违约风险，预期收益很可能降低。这是违约的绝对优势——这一特别方法能够在金融系统之间引发更多的违约，进而引发了官员的想象并使官员担心。

然而，当股权价格与信用违约互换价差相结合或不能实现信用违约互换价差时，股权价格可以提供较多的信息。如果你希望了解信用违约互换价差所处位置，并且在哪儿不受欧洲银行体系的约束，那么股权价格就是一个有用的指标，特别对于更小的经济实体，通常没有一个主动的信用违约互换价差市场。

同样，对于新兴市场而言，信用违约互换价差对于公司证券是更为脆弱的市场。然而，我们可以审视主要银行的政府债券差额（包括信用违约互换和其

他更为常规形式）以及随后的股权价格。这一结合已被证明是一个了解导致过去半年各种新兴市场压力的弱点在哪里的非常可靠的指标，并且有助于决策者在恰当时机采取补救行动。

可能最重要然而复杂的教训是，即使当信贷交易本身处于压力之下，这些信贷市场也能够提供有益的指标，从而对决策者有所帮助。

下一步是什么？

如果信用违约互换价差继续成为金融风暴的可靠指标，在前方有一个粗糙的航道。对于投资级公司，信用违约互换价差现在要比2007年7月/8月进一步扩大。对于美国的银行，信用违约互换价差回归到2007年11月的水平，当时美国银行对此严重关切，对于欧洲银行，信用违约互换价差仍在那些水平之上。

美国正在执行重要的反周期政策倡议，决策者准备在其他国家采取行动（尽管在某些情况下，通货膨胀和通货膨胀预期仍然受到高度关切）。因此这一发展情景是一种几乎每天都更新的动态情况。需要每天仔细检查本地的金融运行。

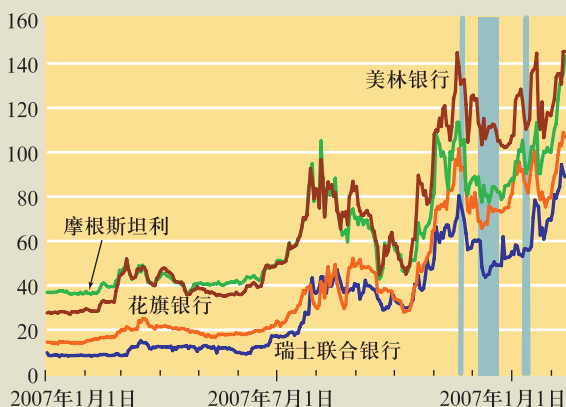
可能最重要然而复杂的教训是，即使当信贷交易本身处于压力之下，这些信贷市场也能够提供有益的指标，从而对决策者有所帮助。因此，在世界各地鼓励发展这样的市场是有吸引力的，在强化和深化金融市场的更广阔背景下，应着眼于增加预警手段以找到金融危机的源头。但迈出这一步可能过于仓促。由于相当关注“对手风险”，信用违约互换价差市场本身也处于压力之下。也就是，在这一市场人们销售保险本身可能违约。这是一个令人畏惧的前景。因此，不幸的是，目前有些太早因此还不能确切知道信用违约互换价差市场是否最终是一种转移、扩大风险以及在系统中对压力进行预警的优秀的方式，或是否由于总体上对于金融系统的潜在负面影响，需要非常仔细地加以对待。

图3

新资本

最初宣布主权财富基金投资使信用违约互换价差增长。

（部分金融公司；10年信用违约互换价差；基准点）



资料来源：Datastream。

注：阴影区代表主权财富基金注入的日期。