

亚洲：看待次级债危机的一个角度

也许口号有所不同，但此次危机同1997年的亚洲金融危机有着许多相似之处

Khor Hoe Ee 和 Kee Rui xiong

危机的周年纪念日，通常是吸取历史教训的最好时机，作为亚洲金融危机10周年的2007年也不例外。人们召开大量的会议，分析10年前的那次事件，并着手于预防同类事件的再次发生。

但是，当新的危机爆发时，研讨会似乎没有尽头。危机的中心发生了变化，从亚洲换为欧美；名称也发生了变化——证券化、次级按揭贷款和抵押贷款（CDOs），这似乎与主宰亚洲金融危机的盯住汇率制度、公司过度负债、国外债务有着本质不同。但导致这两次事件的根本原因是相似的。一个是由投资者对资产安全和价值的恐慌触发的，一个则是以流动资金的运营和银行系统破产的增加为特征。

政策制定者如何才能更好地确定危机前的预警信号？在平静的时期，针对反复出现的问题，怎样才可以减轻风险并减缓未来危机的影响呢？本文分析了亚洲金融危机和当前的次级债危机，总结经验教训，探讨了截至目前亚洲抵御次级债危机的背后因素。

早期预警信号

流动性过剩和过量的、鲁莽的信贷扩张，是这两次危机的共同背景。亚洲金融危机之前，资本大量涌入该地区（见图1），导致了银行贷款和企业借款的急剧上升。外国投资者买入高收益的亚洲证券或以美元计价的债券，想当然地认为亚洲经济会持续高涨，盯住汇率

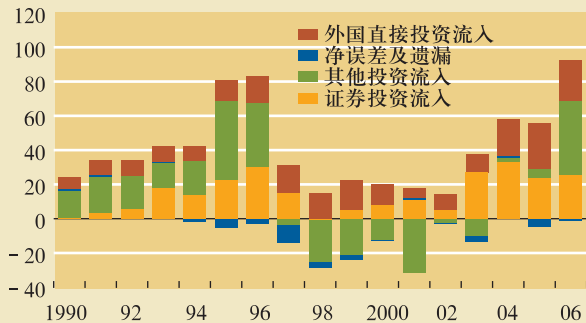
制度会保持不变。在此次危机之前，同样有大量资本流入美国，支撑它的经常账户赤字。作为中介的金融机构将这些充裕的流动性转化为消费信贷和抵押权，最终转变为按揭债券（MBS）和抵押贷款（CDOs）。对收益的追求点燃了投资者对这些结构性产品的需求欲望，然而许多人仅仅是基于对信用评级机构评出的3A级债券的信任，就做出了购买决定。

当大通摩根以每股两美元的价格，收购在次级债危机中损失严重的贝尔斯登时，一张两美元的钞票，被贴在了贝尔斯登纽约总部的大楼上。



图1
资本大量流入

在1997年亚洲金融危机之前的两年内，该地区的资本流入急剧增长。
(十亿美元)



资料来源：CEIC，国际货币基金组织，《国际金融统计》。

当然，这其中也存在着债权人对于收益的追求，大量的流动资金往往导致宽松的信用标准。在亚洲金融危机期间，借款给大型企业或者大型工程表现出的鲁莽的信贷行为，使得财富的发展有着很大的不确定性。在次级债危机中，对收益的追求导致次级市场抵押贷款的泛滥，出现了所谓的“忍者（没有收入、没有工作、没有资产）贷款”。

资产价格的快速上涨，是这两次危机的另一共同前兆。例如，在2001—2006年这五年间，美国的资产价格上涨了50%。事实上，在过去的危机中，资产价格泡沫已经同随意放贷相联系了。根据Minsky著名的金融不稳定假说（1992），一段繁荣时期后，杠杆交易就会增加。Minsky把借款者分为三类，他们支付本金和利息的能力依次下降：1. 套期保值者，这类借款者能够通过现金流偿还债务；2. 投机型借款者，这类借款者只能支付利息，但本金需要续期；3. 蓬齐（Ponzi）借款者，这类借款者既不能归还利息也不能归还本金，并且为了归还利息，只能借新债或者出售资产。投机型借款者和蓬齐借款者的增加，先是引发了资产价格泡沫，然后大部分的放款机构开始意识到借款的增长是不可持续的，最终导致金融系统的突然紧缩甚至于崩溃。

这样的金融不稳定在两次危机中都出现了。次级按揭贷款的增加，意味着投机型借款者和蓬齐借款者的增加，这就将美国困在表面良好但暗藏危机的房价循环中。当房价上涨时，由于贷款抵押品的升值，债权人感到非常安全，这反过来又刺激了房屋的需求和价格。同样的，由于亚洲经济的蓬勃发展和宽松的信贷政策，许多企业的贷款耗费在了无法获利的工程上，而这些工程只是由进一步的贷款支撑着。这两个

不可持续的循环，注定是要解体的（见图2）。

资产市场的泡沫一旦形成，想要把它压制下来是很难的。判断信贷增长是在哪一个时间点上由良好转变为过度，也是非常困难的。不过，这两次的危机似乎都暗示了当资产（尤其是房地产）价格长期上涨和信贷急速增长时，都需要加强监察的力度，同时搜寻可能存在的市场扭曲。

反复出现的问题

除了共同的症状，次级债危机和亚洲金融危机暴露出了同样的问题，可以视为潜在的痼疾。

首先，在这两次危机中，金融机构鲁莽的信贷行为，反映了传统的委托代理问题。在亚洲金融危机中，银行经理无视股东的利益，他们不加选择地给同一公司或工程提供贷款，要么是出于政府的命令，要么是由于该公司或项目与对银行有重大影响的股东有关。在次级债危机中，MBS和CDOs的投资者希望抵押贷款者能够维持信用标准。但在“贷款并证券化”模型中，借款者几乎没有担心信用标准的必要，因为他们根本不打算还款。相反，抵押贷款者借得款项后，立即将它们出售给银行，银行将它们包装为有价证券。债权人寻求证券化费用的最大化，而不是贷款的利息收入。由于几乎没有或者很少拥有基本贷款的所有权，信用标准大幅下滑，当房地产市场急转直下时，较高的拖欠率就出现了。

也存在着传统的道德风险问题，因为债权人和借款人几乎无法从他们的活动中感受到任何风险。亚洲金融危机前，一些银行系统和大型项目还自满于政府事实上会作为最后担保人为他们提供救助（克鲁格曼，1998），鼓励银行借款而不考虑这些项目商业上的可行性。同样地，许多公司以极低的利息借入外币，认为盯住汇率制度会长久保持不变。在当前的危机里，投资者和银行将短期资金投资于长期的、结构复杂的金融产品，如MBS和CDOs，认为在具有高流动性的银行同业间和货币市场上，采取发行新债券偿还旧债的方法总是有用的，因为在某些必要的情况下，银行可以为市场注入流动性。

在危机中反复出现的委托代理问题和道德风险问题，或许暗示着它们本身就是金融系统的组成部分。不过，对于政策制定者来说，有责任制定出体制和政策，用以减少这些风险和它们的波及范围。

不同的政策反应

虽然次级债危机还在发展之中，但现在已经进入

管理和解决阶段了。令人感到惊异的是，现在所采取的措施与十年前有着巨大的不同。

在次级债危机中，主要的中央银行进行积极干预，通过提供流动性来遏制金融市场的混乱和金融风暴的发生。与此同时，美国联邦储备委员会大幅降息用以放松货币环境，美国国会通过了一系列的财政刺激方案。在亚洲金融危机期间，由于大量的资本流出和外汇储备枯竭，最初采取了紧缩的货币和财政政策用以固定汇率，这却导致了实体经济螺旋式的下滑。只有当汇率稳定在一个较低的水平上时，政府才开始采取扩张性的财政政策来支撑实体经济。

在银行的资本调整上，是由公共部门还是私人部门参与，也存在着很大的分歧，至少是在解决危机的最初阶段。在亚洲金融危机时，许多亚洲政府接管不良贷款，并为银行注入新的资本金，而IMF为各央行注满其几近枯竭的外汇储备。只有在稍后的阶段，以外国完全买下当地的银行为表现形式，私人资本才有实质性的注入。在此次的危机中，银行的资本调整是通过直接配售给主权财富基金，或主权财富基金注资银行的方式来实现的。有两个例外值得注意，北岩银行被英国政府收归国有，美联储对贝尔斯登出手救助，但这有可能要承受贝尔斯登受损资产的潜在损失。然而，如果次级债危机进一步扩大，政府有可能

被迫采取更为直接和更为强大的方式，用来稳定经济和银行系统。

向亚洲学习

不过，亚洲自金融危机中恢复过来，其中有两个关键行动值得发达国家借鉴。第一是减少借款者阶层的杠杆效应，在金融危机中，他们的问题以痛苦的方式暴露了出来。在亚洲金融危机中，这些企业借款人和银行都过度依赖杠杆效用和外国债务。美国次级债危机中，也有同样的实例：

- 美国的居民部门，债务占可支配收入的比例，从1990年的80%左右上涨到现在的140%左右，并且许多家庭以低初始利率和高重置利率承担着贷款；
- 许多银行进行资产负债表外投资，被迫将这些媒介纳入银行的资产负债表。
- 投资银行以较低的资本，从事高杠杆比率的经纪自营商交易；
- 对冲基金和其他的投资公司利用宽松的货币政策，过度借款。

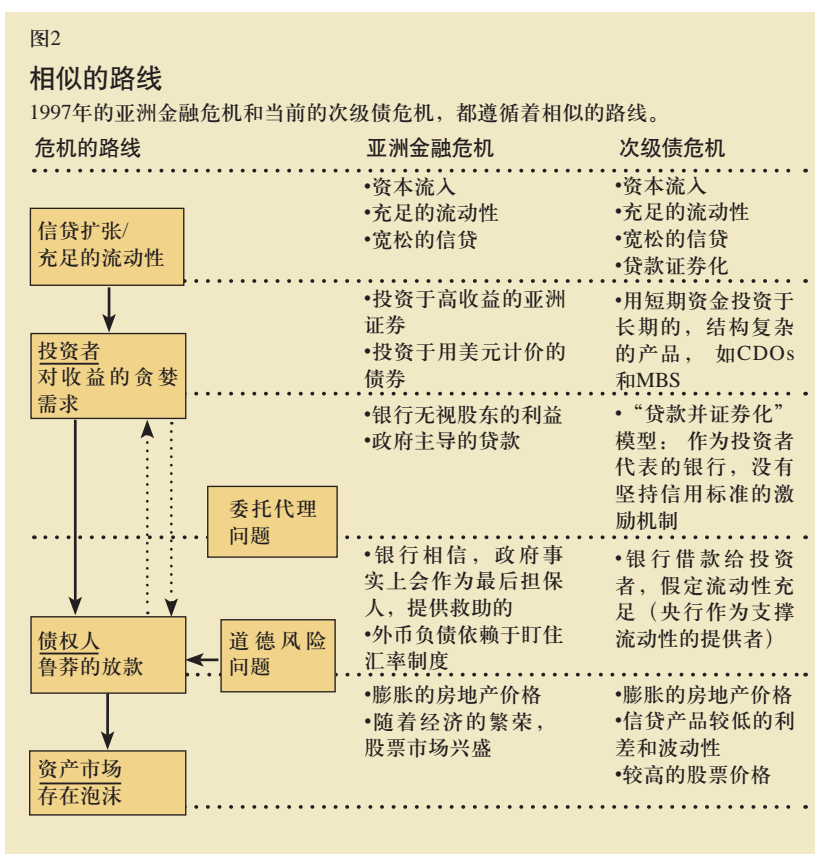
由于对冲基金和银行的联系更为密切，所以目前减少杠杆效用可能是危险的。例如，最初的经纪佣金已经占据了投资银行收入的较大份额，而许多对冲

基金正是银行自己拥有的。显然，监督和监管机构在检测和限制过度的风险，尤其是对无法规管的法人实体杠杆效用的增加，必须更加提高警惕。与这些法人实体有关的登记、执照发放和相关信息的收集等方面，都必须加以改进。

第二个值得借鉴的关键行动，是校正宏观经济的不平衡。当前的经济减慢和美元贬值，可能带来消费和房地产投资的减慢甚至减少、居民储蓄率的上升以及经常账户赤字的减少。这同发生在许多亚洲国家的情况相似，除了在那里是房地产和其他投资不得不被大幅削减。

到目前为止，亚洲的一切还算正常……

先明确一点，亚洲并没有从当前的危机中免疫。在整个地区，亚洲股票市场都已在卖出，波动性显著增加，信贷扩张已经开始。此外，亚洲的增



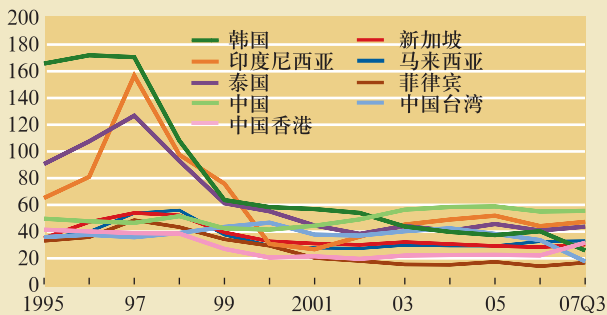
长可能被美国的经济低迷所拖累。

不过，尽管受到疲软的出口和金融市场混乱的影响，亚洲的经济增长保持的不错。一方面是由于宏观经济基本面比10年前更为健康——主要反映在主权信用评级的增加上。亚洲国家削减了国内消费、改善了财政赤字并且改革了经济；用于大型项目和房地产开发的资金不再过多，展现出了更为平衡和高效的的经济；发展本国货币的金融工具，有助于减少亚洲金融危机背后的货币错配；中央银行也改进了对资本流入的管理，减轻了由于汇率高估、信贷扩张和资产泡沫所带来的危机。

另一个原因是亚洲公司的资产负债表有所改进，在大多数经济体，债转股的比例大幅下降，外币借款再也不是公司资金来源的重要组成部分（见图3）。

图3
改善了资产负债表

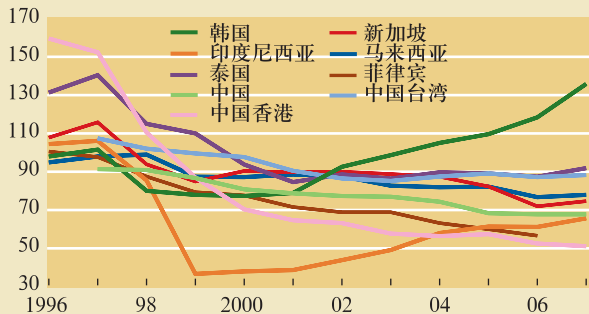
自1997年的金融危机后，许多亚洲经济体公司的债权与股权比例得到了很大改善。
(债转股, 百分比)



资料来源：Thomson 国际。

图4
银行更为强大

总体来讲，较低的贷存比率使得亚洲银行避免了当前信用风暴下的流动性和资金压力。
(贷存比例, 百分比)



资料来源：CEIC。

亚洲相对于次级债危机的复原，也突出了其在银行体系改革方面取得的进展。亚洲银行有限地暴露在次级资产和抵押资产之下，再加上资本雄厚的资产负债表，使得亚洲的银行同业市场在美国和欧洲已经沸腾的时候，仍旧能够保持冷静。总体上看较低的贷存比率（见图4），与几乎不存在的资产负债表外金融，帮助银行避免了当前信用风暴下的流动性和资金压力。

此外，多数亚洲经济体已经加强了它们的对外立场：他们管理经常账户盈余、保持巨额的外汇储备、将出口多样化。即使亚洲市场有着显著的投资组合外流存在，以及需要解除在次级债危机期间进行的贸易，亚洲货币的看空压力仍旧不大，反映了其强大的外部立场。2007年，大多数亚洲国家的货币保持坚挺，并将这种趋势带进2008年，通过抑制通货膨胀，特别是大宗商品价格上涨来协助其经济的发展。

与美国、欧洲某些国家，如英国、爱尔兰、西班牙相比，相对适度的房地产升值，是大多数亚洲经济体的最后一个优势（见图5）。包括新加坡在内的亚洲国家，当有房地产价格泡沫的威胁出现时，都采取行动对房地产市场进行降温。因此，紧随经济增长放缓和金融市场风暴之后的另一个风险——楼市崩溃，已经减弱了。

……亚洲仍然面临危机

虽然如此，亚洲的决策者仍旧必须留意由次级债危机引发的问题所带来的余留风险。包括标准普尔报告所宣称的对银行可能形成的“三重打击”：更多与次级债危机相关的损失；对亚洲金融市场产生的负面冲击，会影响银行业；对亚洲经济的负面冲击，也会影响银行业。

到目前为止，这种冲击仍然是无迹可寻。亚洲银行更多的是参与传统的银行贷款业务，没有参与类型更为复杂的金融产品业务，正是这些业务严重伤害了许多发达国家的金融部门。然而，美国和欧洲的经济下滑导致的实体经济下降，将会使贷款质量显著恶化。

截至目前，亚洲各经济体对美国的经济下滑和金融风暴应付自如。大多数分析指出，该地区的GDP增长只有微小的减速。亚洲经济可能会更多的受到美国经济严重下滑的影响，导致出现无法还本付息的贷款，最终引发负信用循环。

长期看来，资本市场的信心一旦恢复，流入亚洲新兴经济体的资本可能成为脆弱性的一个来源。如果亚洲被视为一个“安全避难所”，资本的流入量可能

超过以前。资本流入会对经济和金融市场产生积极的影响，但由于它们的波动性，必须加强管理以减弱它们对实体经济的影响。

次级债危机对亚洲的经验教训

亚洲可以从次级债危机中吸取许多经验。第一，尽管危机的形式会发生改变，但是它们的本质相同。亚洲需要留意预警信号：充裕的流动性，急速增长的信贷规模以及房地产价格的持续上涨。这对于亚洲新兴国家尤为重要，资本流入增加了管理流动性、信贷增长规模和资产市场波动的难度。决策者和管理者也应该留心传统的行为问题——委托代理和道德风险问题，这些有时可能是本意良好的政策和措施的副产品。中央银行和监管部门也需要增加宏观调控手段，以认识和解决在当今世界金融体系中不断出现的问题，如流动性、杠杆效用、金融风暴。尽管预测下次危机发生的时间、地点是不可能的，但决策者的任务是减轻风险。

第二，亚洲需要找到进取和审慎、创新和谨慎之间正确的平衡关系。对于进取的过分强调，也许是导致次级债危机的一个原因。Korean Herald去年为亚洲金融机构提供的一篇文章写道，Barry Eichengreen曾建议为了和伦敦竞争金融中心的地位，美国管理当局应当放松对金融体系的约束。由竞争浪潮推动的放松管制的浪潮，是亚洲新兴经济体必须避免的陷阱。

需要明确一点，亚洲应该继续发展它的资本市场，鼓励金融机构的增长，并将此作为其更为广泛的

经济和金融发展的一部分。然而，次级债危机证明了金融创新——无论是新的产品、新的结构还是新的市场参与者，都是带有风险的。由于亚洲金融市场拓展到了新的领域，决策者必须将如何处理金融创新所带来的风险这个问题，放在适当的位置上。

在试图平衡创新和谨慎时，决策者可能会需要以下几个关键原则的协助：

- 在任何时候，都应该保持信用标准，特别是在流动性充裕和经济快速增长的时期。放松信用标准通常会引发潜在问题——委托代理和道德风险问题，最终会导致金融不稳定。

- 透明度是至关重要的，金融监管和市场规则必须有效。次级债危机已经说明，当证券化变得复杂，金融产品的结构不够透明，并且被任何潜在投资者，包括银行资产负债表外工具所持有时，普通的贷款也可以成为危机和不确定性的重要来源。管理者要保证拥有新产品的全部信息，企业乐意允许监管者和市场分析者去认识和监控增加金融系统风险的行为。

- 金融之间的联系必须是是可以认知的。次级债危机和信贷危机说明了金融市场和产品之间日益增加的复杂性和连通性。决策者和管理者必须保证有足够的资源投入到金融监督、管理和风险管理上（减轻由金融市场创新和发展所带来的风险）。

第三，宏观经济基本面是至关重要的。薄弱的经济基本面，如公司资产负债表较高的负债经营率、巨额经常账户赤字，导致了1997年市场信心的丧失。2007—2008年间，良好的经济基本面使得亚洲能够相对较快地从此次危机中恢复过来。应该鼓励新兴市场经济体保持强劲的资产负债表、可持续的经常账户余额，并有足够的外汇储备来缓冲震荡。

亚洲长期健康的经济增长前景应意味着该地区已作好准备，去引领下一次的繁荣。当有金融地雷埋在亚洲发展的道路上时，其所面临的挑战是确保发展不出轨。该地区应利用好建立在1997年和当前危机经验教训之上的更为稳固的基础。

Khor Hoe Ee, 总经理助理（经济方面的），Kee Rui xiong, 新加坡金融管理局的经济学家。

参考文献：

Krugman, Paul, 1998, "What Happened to Asia?" (unpublished; Cambridge: Massachusetts Institute of Technology).

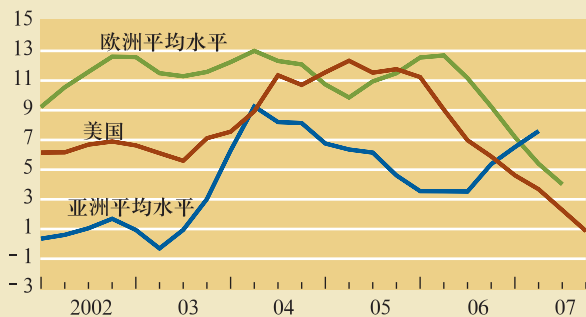
Minsky, Hyman, 1992, "The Financial Instability Hypothesis," Levy Economics Institute Working Paper 74 (New York).

图5

不存在资产泡沫

与美国和许多欧洲国家不同，亚洲国家的资产升值幅度不大。

（资产价格指数，年同比增长率，百分比）



资料来源：CEIC。