



斯德哥尔摩 解决方案

北欧经验的一个重要教训就是在处理危机时，
需要卓有成效的政府参与

Stefan Ingves 和 Göran Lind

自肇始于美国的金融风暴爆发以来，为了成功遏制危机蔓延，政策制定者就从以前的金融危机和银行危机中借鉴经验。很多人从20世纪90年代初瑞典和其他北欧国家的金融危机中借鉴经验。

如果不考虑与“第二次世界大战”直接相关的银行问题，20世纪90年代初期的北欧动荡是自20世纪30年代以来工业化国家第一个系统性危机。人们广泛研究发生在北欧危机之前的美国储蓄和贷款（S&L）危机，事实上，美国储蓄和贷款危机只是影响了功能不是非常强大的金融市场的子市场，因此这次危机并非真正的系统性危机。

北欧银行危机令人诧异。这些问题如何在组织和管理不是非常有序的经济和金融体系出现的？我们至今仍在思考的是，北欧国家如何有效地处理这些危机。

北欧国家重要的经验教训就是，在危机处理过程中，需要政府卓有成效地参与：不是私有部门，而是政府进行系统重构，尽可能地引入私有部门的业主和投资者。北欧的反应也表现出，当资本市场崩溃时，政府保护银行资产价值的作用，如何利用特殊资产管理公司和贷款业务单位，而这些单位必须是政府所有的，私人投资不能参与，因此它们很少陷入系统性危机。这种机构可以通过精心管理来保护价值，避免“火灾物品拍卖”所带来的损失。

作者深入地参与解决了1991—1993年的瑞典危机，因此本文侧重于瑞典的经验以及瑞典危机与此次风暴有何联系。

危机的类型

目前的国际金融风暴，让很多参与金融市场的金融机构重新考虑市场操作长期秉承的信念。但是，这样的事情我们之前已经看了很多，尽管以前的金融风暴规模较小。

每次金融危机的原因都是不同的，但其主要原因总是存在的，就像在北欧国家一样：银行较差，市场纪律松弛，银行监督和管理脆弱，与金融自由化相关的宏观政策不足。

在这种情况下，金融危机所遵循的共同特征则是：

- 潜在脆弱性的显化；
- 特殊事件引发严重的危机；
- 危机传播和恶化；
- 采取措施缓和并解决危机。

我们的分析着眼于瑞典危机和目前危机的一些异同，并就解决目前的局势提出一些建议。

潜在脆弱性——一些相似之处

绝大多数危机的潜在原因都是轻易放贷，这些贷款与房地产相关，而房地产基于与宽松的货币政策和宏观经济失衡相关的过于乐观的风险评估。房地产周期相当长，因此投资者和信贷提供者似乎忽视了未来经济衰退的可能性。他们低估了风险并且投入信贷过多，从而推动了投机泡沫。

政治家好意促进住房建设，而这又往往加剧这种投机泡沫。使现存住房增加和现代化是政治家重视的目标。公共激励支持居民住房需求，特别对信用不足的购房者而言。在瑞典信贷市场自由化之前，法律强制银行把大量的资源用来资助住房和其他房地产项目。事实上，对居民住房按揭贷款和投资提供了公共担保，这类似于美国抵押贷款巨头房地美和房利美。在瑞典危机中，纳税人大量的钱花在了救援政府所有企业，这些企业都拥有公寓楼。

有时，银行集团、其他市场参与者、甚至当局都没有充分考虑到表外和其他潜在的风险。例如，在目前的危机中，金融和信誉风险来自于结构投资工具和其他信贷工具，以及来自于表外承诺对银行流动性的需求。在瑞典危机中，贷款公司发挥了类似结构投资工具的作用。这些公司比银行的管制少，持有大量高风险贷款。当贷款公司陷入流动性问题时，银行需要

不断资助与自身事实上紧密联系的贷款公司，尽管从法律上来说，这些公司都是独立的。

虽然在瑞典危机中这并不是决定性问题，但是金融保险是很多危机常见的一种因素。在经济形势较好时，保险提供者似乎提供了太多的承诺。在危机的形势下，高杠杆率的保险提供者加重了系统问题。

金融管制和监督的差距导致脆弱性的形成。金融发展普遍提高了金融中介的效率，并为客户提供了更好、更多样化的服务。但它也带来了新的风险，市场和当局可能无法完全理解这些风险。在瑞士的案例中，向房地产部门发放太多贷款时，并没有充分考虑风险的集中。此外，银行和有关当局没有意识到用外币提供贷款的潜在风险，即瑞典借款人的收入和资产以本币计价。在目前的国际危机中，很显然，无论银行还是监管部门都没有充分考虑所涉及的问题，源于“发行一出售”的商业模式，尤其是结构投资工具（SIVs）和其他以衍生工具为基础的基金的使用。

一些关键的差异

美国储蓄和贷款危机主要涉及商业房地产，瑞典危机是商业房地产危机和住宅房地产危机的结合。但是，目前的危机与瑞典危机的一个根本区别是，由于高度复杂的金融工具和国内外紧密相连市场的存在，目前潜在的信贷问题恶化了。

虽然较早的危机存在国际联系，比如说，外国投资者持有危机发生国的债券，如今的国际影响则更大、更直接。美国次级贷款危机和以这些贷款为杠杆的金融工具已影响到很多国家的银行，包括法国、德国和英国。甚至远在北极圈的一些挪威的大城市，也在基于美国次级贷款的金融工具方面遭受了重大损失。

同样，不同的国内金融市场之间的联系更为明显。除了对信贷市场的影响，商业票据基金、资产支持证券、银行市场基金和美国市政基金也受到强烈影响。股票市场和证券市场在价格和流动性方面受到冲击。

最严重的问题就是流动性压力。由于缺少信心，持有过剩流动性的人不愿意把流动性转移到需要的地方。在没有市场解决方案的情况下，当局可以处理这个问题将是成本较低、破坏性较小的优先选择。因此，尽快恢复信心是第一要务。对于分析师和交易方认识真正的金融形势而言，复杂的金融工具、估价问题和机构设置使情况更为复杂。他们会问：“这些资产最终由谁买单？”

瑞典式危机解决方案

与目前的金融风暴相比，瑞典危机更多的是“纯”信用危机，从而可以更加直截了当地分析和处理。银行的贷款损失程度和其他损失程度可以估算出来。要求银行所有者注入附属资本，或者让瑞典当局处理这种情况——这意味着对严格的条款甚至政府的干预和银行改组提供金融支持。

瑞典当局认识到有必要迅速恢复金融体系的信心。目前还没有储户大规模地挤兑银行，但是，瑞典银行的外国债权人开始削减其信贷额度。因为债权人发现很难评估个别银行的形势，从而减少其风险。银行和有关当局已经尽最大努力恢复信任。不能光说不练，采取行动是必要的。

“处理危机主要是靠恢复信心，透明度至关重要。”

透明度在恢复信心方面起到重要作用。当局让银行披露其真实财务状况。当局还准备让公众了解其计划和行动。金融部门的高级官员前往纽约和伦敦，会见银行家和市场分析师。这证明是成功的，瑞典银行尽快恢复信贷额度。

透明度的一个重要部分就是确定银行投资组合的价值，在标的资产市场缺少流动性，不能提供健全的价格信息时，很难确定投资组合的价值。瑞典当局让银行保守评估其资产价值，特别是其房地产价值。因此，当时银行的财务状况似乎更为严重，与此同时也建立了一个底线。稳定价格期望，市场再次上扬。在一些危机中，当局试图平滑价格变动，由此产生的不确定性持续时间将更长，从而延误了好转时机。

政治协商是树立信心的一个先决条件。在瑞典，所有的主要政党一致同意危机解决框架。这一框架包括加快和协调相关当局之间的反应，同时保持每一个当局的完整性。作为一个新的当局，银行支持局（BSA）成立。银行支持局在做出决策之前，必须获得中央银行、瑞典金融服务管理局和国家债务办公室的批准。如果没有达成一致意见，这个问题将交给财政部，但是这种情况很少出现。如果没有政治协商或者当局没有采取一致行动，那么就更加难以迅速采取补救行动。

经验表明适当的立法和制度对于解决脆弱银行问题的重要性。如果缺乏这些措施，瑞典不得不临时凑合。英国还没有一个专门的银行解决框架，从而延误

解决北岩银行危机。自从20世纪30年代大规模银行业违约以来，美国逐步建立了成熟的法律、机构和专门机构。尽管如此，美国为了适应非商业银行机构，比如贝尔斯登和“两房”，而且采用了灵活的、非传统的框架。“系统威胁”这一概念已经广泛得到正式认可，例如投资银行也可以构成这种威胁。

狙击风险规避

对房地产业放贷的不当方法显然是一个在瑞典危机和目前危机的根本弱点。整体经济特别是房地产部门的疲软导致了这两次危机。投资者变得更加厌恶风险，使得风险溢价增加。

流动资金紧张、蔓延到其他机构和市场，传播了这两次危机。然而，目前的金融风暴更为严重，因为更多的市场受到影响。复杂的难以估价的金融工具、表外承诺与银行相关的工具（SIVs和其他渠道）加剧了金融风暴。

缓解危机的方法也基本相似。目前的金融危机，采取协调一致的国际行动大规模地提供了流动性；瑞典的金融危机，全国大规模地提供了流动性。在这两次危机中，银行被收归国有、合并或出售（有时得到当局的财政支持）。

事实上，北欧危机的一个主要教训是决策者不能单独地依靠私有部门或市场本身来解决系统性银行问题。这与处理流动性短缺需要最后贷款人类似，当所有其他资金来源已经枯竭，关闭整个银行系统并不可行，这就需要投资者和最后贷款的所有者。政府为恢复信心进行全面担保以防止银行挤兑和潜在的金融崩溃，金融崩溃意味着大规模地价值破坏。

恢复信心

总之，目前的危机包含许多早期危机的特征，但是在金融工具和制度安排高度复杂、国内外市场紧密联系的情况下，危机特征非常复杂。

从其他危机得到经验支持的这两个危机，表明只有恢复信心，危机才能得到解决。提供更多的透明度降低不确定性。透明度意味着更多的对持有风险资产机构及其这些资产现值的披露。当局本身也必须尽可能地公开危机形势及其计划。

Stefan Ingves，瑞典中央银行行长；Göran Lind，瑞典中央银行执行董事会顾问。