

# 完美风暴

## 奥利维尔·布兰查德对金融危机根本原因的分析

在2008年11月的一次演讲中，IMF首席经济学家奥利维尔·布兰查德对始于住房抵押贷款证券的金融危机，如何演变成20世纪30年代以来最严重的经济衰退，进行了阐述。

在金融危机刚开始的一段时间里，其对实体经济的影响有限。但好景不长，从2007年下半年起，金融机构股票市值的缩水导致房价和股价的不断下跌，以及更高的风险溢价，信贷发放也开始告急。而到了2008年秋季，这种影响突然间变得更加显见。市场开始担心金融危机会继续恶化，并可能再次引发“大萧条”，这最终造成全球股票价格急剧下跌，消费者和企业信心的遭受重挫。

经济繁荣时期不断积累的某些基本条件孕育了这场危机，而放大机制严重加剧了其影响，这两者共同促成了这次金融危机的爆发。

布兰查德认为，有两个相互关联但

又有所区别的机制在发生作用：第一，出售资产，以满足投资者对流动性的需要；第二，出售资产，以重新恢复资本充足率。在与金融危机产生的初始条件的共同作用下，这两个机制促成了20世纪30年代以来最严重的全球经济衰退。

### 产生金融危机的四个初始条件

这次金融危机爆发的导火索是美国住房价格的下跌。但是，与美国股票市场资本总额相比，次贷危机所造成的初始损失并不大，与随后出现的全球股票市场缩水情况相比，更是黯然失色（见图）。然而在这几年的时间中，这一阶段却一直在酝酿一场更大的危机。布兰查德指出了这场危机产生的四个先决条件：低估了新发行的资产中所包含的风险；金融机构资产负债表中的衍生证券不透明；境内与跨国金融机构之间存在

关联性；整个金融体系的高杠杆率。

在金融资产的创造和交易过程中，其显现的风险远低于真实风险。在住房价格稳定或上升的预期下，相对而言绝大多数次级抵押贷款看上去是无风险的：抵押贷款的价值可能与住房价格高度相关，但当住房价格随着时间的推移不断上升时，这种不平衡的情况会慢慢消失。回过头来看，这种看法的谬误之处在于其所设定的前提：如果住房的实际价格下降了，那么许多住房的价值就会低于其抵押贷款的价值，从而导致还贷违约，并丧失抵押品赎回权。为什么获得次级抵押贷款的人和持有抵押证券的机构会如此低估真实的风险呢？人们作出了许多解释，也列举了许多过失者。每种解释都包含了部分真相，但仅仅是一部分而已。

布兰查德认为从经济基本面的角度阐释才是最全面的。历史告诉我们，良好的经济环境常常会催生信贷膨胀，从而导致边际资产和边际贷款的增加。借款人和贷款方只盯着最近时期的历史收益率分布，并且对未来收益率的预计变得更加乐观，事实上是过于乐观了。在21世纪伊始，世界上大多数国家的经济环境都非常好，经济持续增长，且保持了低利率。我们不妨看看美国的住房价格情况：借款人和贷款人都会指出这样一个事实，自从1991年以来，住房价格每年都在增长，即使在2001年经济不景气期间也是如此。

证券化导致金融机构资产负债表中的资产愈发复杂且难以定价。证券化出现得很早，但只是在过去的10年间才获得了突飞猛进的发展。在2008年年中，美国超过60%的抵押贷款中被证券化（即建立住房抵押贷款证券的资产池），而这些证券产生的收益流被分割成不同的等级（部分），以向某些投资者提供较高风险的证券，而向另一些投资提供较小风险的证券。

为什么证券化会以这种方式飞速发展呢？这是因

为此证券化方式曾经是，且依然是分散风险方面的重大进步，而且基本保持了健康发展。的确，环顾金融危机爆发之前的各个国家，许多学者（包括布兰查德）都曾断定，与其他经济体相比，美国经济更能够经受住住房价格下降的冲击：因为这种冲击将被庞大的投资者队伍（而不仅仅是少数金融机构）化解，也因此更容易被化解。这种观点忽视了两个非常重要的事实：第一，在金融衍生产品越来越复杂，且越来越不透明。虽然对简单的抵押贷款资产池还可以进行定价，但对分块的衍生证券进行定价就很难了。而对由分块的衍生证券再衍生出的证券进行定价，就更加困难了。因此，对初始抵押品的担忧，转化成了对金融衍生证券价值的巨大不确定性的担忧。同时在这种情形下，众多金融机构持有衍生证券的事实暗示着这些金融衍生产品巨大的不确定性会影响经济体中大量的资产负债表。

证券化和全球化导致金融机构之间的联系不断增强，其中包括境内金融机构之间、跨国金融机构之间的联系。在金融危机初期流传的一个事件是，德国的一些地区性银行持有了大量美国的次级贷款，这实在出乎人们的预料。但真实情况却远不止这个案例。5个主要发达经济体的银行声称，其持有的美国次级贷款金额从2000年的6.3万亿美元，增加到2008年6月份的22万亿美元。在2008年年中，新兴市场国家的银行就声称其所持有的次贷数额超出了4万亿美元。设想一下，如果出于某种原因，这些银行决定减持其外国风险头寸（正如现在所发生的那样），那么将意味着什么呢？

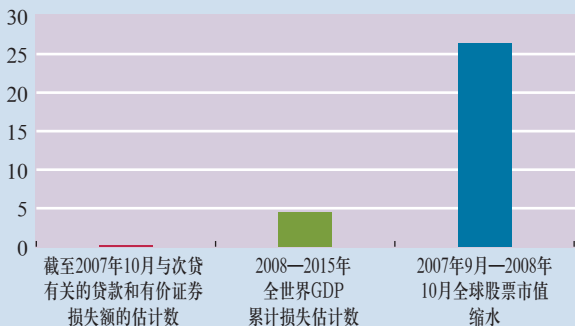
金融体系内部杠杆率不断提高。最后一个关键的先决条件是杠杆率的不断提高。由于金融机构不断为其投资组合筹集资金，资本越来越被稀释，因此资本收益率不断提高。这样做的根本原因何在？显然，乐观态度和对风险的低估在起作用。另一个重要因素是监管方面存在大量漏洞。允许银行通过采用所谓的结构性投资工具将一部分资产置于资产负债表之外，实际上是降低了资本充足率的要求。2006年，花旗银行的表外资产价值高达2.1万亿美元，已经超过了其1.8万亿美元的表内资产。这样的问题远不仅出现在银行。例如在2006年年末，“单一险种保险商”（其承保某种特别风险，例如市政债券违约风险，且在监管范围之外的领域经营）只有相当于340亿美元的资本金，却要支撑资产价值超过3万亿美元的保险索赔。

高杠杆率是引起金融危机的直接原因。在任何情况下，如果资产价值越低、不确定性大、杠杆率越高，资本消耗殆尽和金融机构破产的概率就越大。这恰恰是现实发生的情况。

### 被放大的金融危机

次贷危机所造成的损失远远小于随后发生的股市缩水。

(1960年=100)



资料来源：IMF《全球金融稳定报告》和《世界经济展望》（11月更新和预计数）；世界交易所联合会（2008年11月预计数）。

## 金融危机是怎样扩大的

最初的金融危机之所以演变成更大范围的危机，源于两种机制的共同作用，一是某些银行融资能力丧失，二是对银行资本充足率的要求。

使金融危机扩大的第一个机制，就是现代版的银行挤兑。20世纪30年代的“大萧条”时期，出现了传统的银行挤兑风潮，即存款人不断从银行提取存款。但自从那时以来，两个方面均出现了变化。

一方面，现在大多数国家都实行了存款保险制度，存款人大多是被保险人，所以其几乎没有什么动机到银行挤提存款；另一方面，银行和其他金融机构可以在货币市场进行短期“批发性融资”，从而筹集大量资金。

现代版的银行挤兑不再是传统的挤兑，因为如今当金融机构被人们认为将出现风险时，其就再也不能在货币市场进行融资。但是，其结果与传统的银行挤兑是一样的：如果金融机构拆借能力下降，其就不得不出售资产。这时，几乎没有资金雄厚的投资者愿意买入资产，某种意义上讲这是一个宏观经济现象。另外对于外部投资者来说，如果资产价值特别难于估价，那么这些资产就很可能以“甩卖价”出售，即按低于预期资产现值的价格出售。这就意味着，如果有一家机构以低价出售资产，就会进一步引起所有同类资产价值的下跌，不仅仅是资产出售者的资产负债表缩水，而且是持有此类资产所有机构的资产负债表都缩水。接下来，这又使这些机构的资本金减少，从而迫使其继续出售资产，如此恶性循环下去。

这种危机扩大机制还在发挥作用，而且我们很容易了解扩大程度是如何受到先决条件决定的。首先，资产越不透明，就越难于定价。这导致不确定性的上升，从而使人们逐渐意识到偿付风险的存在，因此提高了银行遭到挤兑的概率。基于同样的原因，外部投资者将越来越难以买入这些资产，“甩卖价”的折扣会越来越来。其次，证券化导致大量的金融机构暴露出风险，更多的金融机构将在风险状态下运行。最后，机构的杠杆率越来越高，亦即与资产规模相比，资本越来越少。这样其无力偿付债务的概率就会上升，这使其遭受挤兑的概率进一步增大。正如我们所看到的，在这次金融危机初期，所有这些因素都是非常明显的，这就是为什么危机扩大机制破坏力巨大的原因。

使金融危机扩大的第二个机制，就是金融机构保

“现代版的银行挤兑不再是传统的挤兑，因为如今当金融机构被人们认为将出现风险时，其就再也不能在货币市场进行融资。”

持资本充足率的需要。面对金融机构资产价值下跌、资本金减少的情况，为符合监管要求，或者满足投资者想方设法降低偿付风险的愿望，金融机构需要提高资本充足率。原则上，这些金融机构可以做出选择：

第一种是依靠外部投资者或通过降低杠杆率来获取资金；第二种是以出售某些资产和减少放贷的方式缩减资产负债表规模。在宏观经济发生危机时，通过私人补充资本是非常困难的，其原因如前所述：几乎没有资金雄厚的投资者愿意投资。而且，由于金融机构持有的资产很难定价，投资者不愿意将其资金交给机构管理。在这种情况下，这些金融机构唯一能够选择的就出售其资产。最终，这一机制将产生这样的结果：出售资产会导致出现“甩卖价”，进而影响拥有这类资产的所有机构的资产负债表，后者为满足资本充足率要求，又进一步甩卖资产，出现恶性循环。总之，资产不透明、金融机构之间存在的内在联系以及杠杆作用，所有这些都预示金融危机将进一步扩大。

这两种机制是不同的。从理论上来说，即使起初不存在资产价值下跌问题，也可能发生竞相出售资产的情况。这就是著名的均衡多样性理论：如果融资活动停止，就必须以“甩卖价”变现资产，这又加剧了停止融资的现象。但是，竞相出售资产的可能性越大，人们就越质疑资产的价值。理论上讲，即使没有短期融资问题，也未面临竞相出售资产的问题，公司也可能采取措施重新恢复资本充足率。

然而，这两种机制在很多方面是相互影响的。一家正常经营的金融机构可以不出售资产，而是削减对另一家被迫出售资产的金融机构的贷款。金融危机从发达经济体向新兴市场经济体蔓延的一个渠道是，发达经济体金融机构削减其国外子公司的信贷额度，从而迫使国外子公司轮番出售资产，或者削减对其国内借款人的贷款。

简而言之，对风险、资产不透明性、金融机构之间的相互关系和杠杆作用等估计不足，以及所有这些因素的综合作用，造成了这次完美的（金融）风暴。在布兰查德发表这次演讲之后，其他一些扩大机制又进一步共同发生作用，把这场金融动荡演变成更大规模的宏观经济风暴。■

参考文献：

Blanchard, Olivier, 2008, The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies (Munich: Center for Economic Studies).