

信任



危机

……更多的问题

Laura Kodres

这场次贷危机是近十年来成熟的金融市场遭遇的最严重的冲击，但这一冲击还远远没有结束。在危机形成的过程中许多因素都在推波助澜，名义利率偏低、流动性过剩、金融市场波动、自满情绪四溢，这些都促使各类投资者追逐更大的风险。长期不变的金融市场环境预计还将持续、全球增长强劲、先前膨胀的网络泡沫似乎已成为久远的过去。总之，许多人都相信金融市场将旧貌换新颜。因此投资风险更大的资产和战略蔚然成风，但对于潜在的风险和对这些风险的薄弱资金支持却常常无人问津。

尽管官方再三警告“惟利是图”有可能危及金融稳定，但私人部门依然有强烈的追逐风险的动机。至2007年春天，甚至一些大型金融机构的高层经理也开始公开表示担忧，尤其对那些次级抵押贷款支撑的结构性证券、宽松的贷款契约和如火如荼的杠杆收购更是心怀不安。但是，在利率依然很低和流动性依然充足的情况下，对AAA级结构性信贷产品的需求和获取高额回报的冲动并没受到影响，这一状况一直持续到2007年中期（见图1）。监管机构由于缺乏充足信息，只得暂停了定价过高的证券的交易。因此，发行和出售这类产品的竞争加剧——像查尔斯王子、花旗集团的董事长和CEO今年7月初告诉媒体的那样——高层经理觉得“只要音乐还在播放，那么人们就会歌舞升平”。

像先前许多信贷危机一样，在狂热

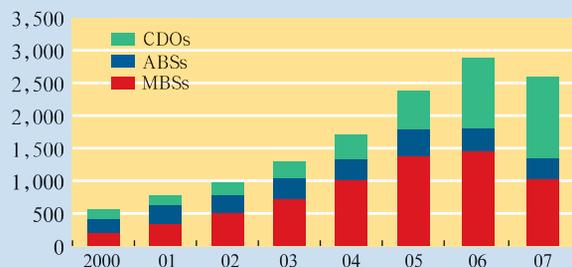
的借贷浪潮中放松借贷标准都是引致损失的导火索。尽管这一事件是由美国抵押贷款的逾期拖欠引起——尤其在次级市场更甚——但这场危机的连带效应却十分严重。由于结构性信贷产品刚处于萌芽时期，因此既不透明又错综复杂，这就使得公众不了解这种产品被何种机构持有，以及这些产品的规模和杠杆作用有多大，金融机构自身甚至也持有一些此类产品。危机的不断蔓延也震惊了许多投资者，让他们身心俱疲。但解决这一问题并不容易，因为引发危机的根源早已深植于私人部门的行为之中，在某些情况下，规则章程甚至也火上浇油。这一问题应当予以足够重视，因为危机将大范围波及众多国家的平民百姓。

为所有市场参与者设计更好的激励机制是深化金融稳定的关键

图1
结构性信贷产品越来越受到青睐

欧洲和美国的发行量激增。

(10亿美元)



资料来源：Inside MBS & ABS；摩根大通集团；欧洲证券化论坛。

注：CDOs=债务抵押债券；ABSs=资产抵押证券，包括汽车、信用卡等，不包括MBSs；MBSs=按揭抵押证券，不包括美国机构的MBSs。

拨开迷雾

这场危机为何如此严重？这是复杂的结构性信贷产品市场经历的第一次低迷时期的考验。市场对高回报的AAA级证券的强劲需求促使结构性信贷产品发行商四处寻觅质量低下的抵押贷款以满足外界对其产品的需求——将未来现金流分割成许多“份额”，向投资者先支付其中一些份额，加强消投资者对其产品AAA等级的信心（见专栏）。这些评级高、回报也高的证券在全球保险公司、养老基金和其他众多小型银行中非常畅销。对于像投资于对冲基金等风险偏好更大的其他投资者而言，这些结构性证券的低利率部分的回报似乎也颇具吸引力。

在流动性充足的稳定的金融环境中，投资者不会太在意其所购买的复杂的结构性产品的风险，他们会认为在必要的时候可以将这些产品退回或出售。他们委托评级机构对风险进行恰当的评估。现在回顾那一期，人们对评级机构过于倚重，而对产品说明和基本工具的独立调查又过于轻视。

这些复杂的产品遭遇了双重困境：一方面是其基本抵押品——大多是在这轮投资浪潮后期推出的次级抵押贷款——的降级，另一方面是投资者对这些结构性产品的不甚了解，他们并不清楚在经济低迷时期，或者起初给贷款提供的“诱惑性利率”到期后这些不同结构的产品会如何运作。而且对贷款或其他类型的证券的相关性没有进行充分的压力测试，而这些相

关性会在信贷周期低谷或美国房价整体下滑时普遍上升。此外，尽管评级机构一再强调其只评估实际违约风险（即信贷风险），这些产品中还包含有流动性风险和市场风险——但这些风险却常常被投资者忽略。流动性风险是指持有者无法按照现价快速出售证券，市场风险则指诸如利率变化等其他市场条件会影响证券价值。

虽然投资者对其承担的风险可能不会完全了然于胸——尽管他们要对这些风险负责——但信用评级机构的自身利益也大大助长了结构性信贷产品的激增。这些结构性产品需要对其不同档次的风险都进行评级。如果不同档次的大小或特征达不到满足不同档次所须达到的评级，评级机构就会建议通过改变结构（比如，增加超额抵押）来达到要求。这些结构性产品（评级的需求方）和评级机构（评级的供给方）之间的共谋至少已经破坏了评级的独立性。

流动性缺乏

当外界发现银行给这些流动性差、难以估值的结构性信贷产品的融资出现漏洞时，形势就变得更为严峻。许多这类产品都由主要银行的表外实体持有——主要是结构性投资工具（SIVs）和中介工具——以利用银行的表外业务允许具有更大的杠杆作用，要求的资本较少的优势。这些中介工具由短期资产抵押商业票据（ABCP）融资，而SIVs的负债只有1/3由ABCP构

什么是结构性融资？

结构性融资通过将风险投资工具（比如，债券、贷款或抵押证券）汇集进而将这些工具背后的风险汇集（如市场风险、信贷风险），再将由此产生的现金流分割成不同“档次”或者份额支付给不同的证券持有者。从这一汇集后的集合中对不同档次的持有者进行支付要遵循一定顺序，先从“优先”档次（风险最低）开始，经过一系列环节后最后支付“股权”档次（风险最高）（见图）。

如果这个集合的一部分预期现金流没有实现（比如由于欠债），在缓冲现金流耗尽后股权档的持有者将最先遭受损失。如果集合的现金流继续减少，那么其他类型档次的持有者（“中间层”档次）也将开始受损。

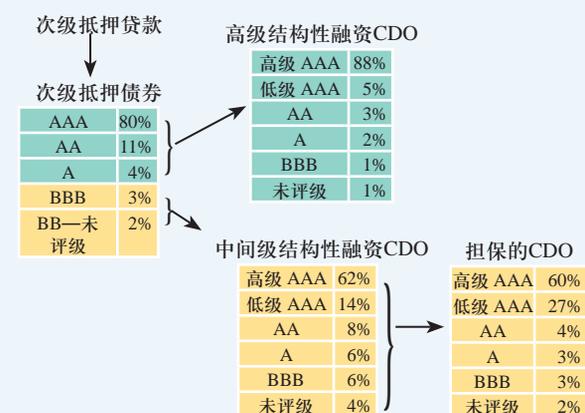
通常，位于资金结构顶端的超级优先档和优先档都被赋予AAA等级，这就意味着这类档次遭受损失的可能性很小。

在2007年7月次贷危机爆发前，结构性信贷金融产品都是呈指数增长。比如，美国和欧洲几种结构性信贷产品

的发行量就从2000年的5000亿美元激增至2007年的2.6万亿美元。

错综复杂

结构性信贷产品是弱势档，最终要被抛弃。



资料来源：IMF工作人员的估计。

注：CDO=债务抵押债券，百分比代表债券在有评级的档次中所占比例。

成，其他2/3则是长期资金。这种方式的最大问题就在于不透明——ABCP投资者不知道这些实体持有的这类产品的确切数量，不但如此，投资公众或一些银行监管机构对这些机构的资金战略也不了解。

当投资者开始丧失信心，许多ABCP的持有者都争相出售他们手上这种由流动性极差的结构性信贷支持的产品，缩短原来的持有期或者要求更高的回报，尤其当他们认为这些产品背后是次贷时更是如此。许多SIVs和中介工具与发行银行间的信贷额度安排都很松散，以防ABCP的购买者不愿展期。2007年7月ABCP市场的蒸发使得银行间市场陷入大范围流动性困境，直到这时，一些银行才明确规定信贷额度，或者将SIVs和中介工具纳入表内业务，以维护其在投资者中的形象。由于各银行不清楚自己的流动性需求，于是开始储藏流动性，使得银行间流动性匮乏问题更加严重。

央行最初还向金融系统提供紧急流动性援助，但对流动性的需求已是长期性的，需要央行重新设计供给方式。各主要央行通常是通过改变其操作方式——其中一些央行动作幅度很大——以应对流动性的持续蒸发。央行有时不得不接受新的担保方式来使银行间市场继续运作，但有些担保质量十分低劣。

尽管央行提供了流动性支持，有的甚至还降低了政策性利率，但危机却持续向纵深蔓延。目前，主要金融机构的损失已不仅限于与美国次贷（贷款及相关结构性产品）有关，这些机构还遭遇了杠杆贷款及其自身与这种贷款相关的结构性产品的损失，此外，还有以其他形式出现的美国次贷损失、商品房损失和公司贷款损失。像以往一样，当经济形势恶化时，信用危机就浮出水面。据IMF估计，全球所有金融机构遭受的与美国次贷有关的损失可能高达9450亿美元

(IMF, 2008)。但由于估量误差的存在——有关损失的信息不准确，以及市场价格可能过分压低了抵押证券和现金流的价值——所以还将有进一步损失披露。

“尽管央行提供了流动性支持，有的甚至还降低了政策性利率，但危机却持续向纵深蔓延。”

投资者信心大打折扣，金融机构表内业务恶化，需要筹措更多资金以维持偿付能力，但它们发现筹资成本又进一步抬升。无论是权益资本还是发债筹资都变得格外昂贵。这一点从市场偿债风险的评估中就能反映出来。对于主要银行而言，违约风险比2007年初平均高了2.5倍，尽管这一风险在贝尔斯登案（美联储介入，让摩根大通向该公司提供资金支持）后有所收敛，但仍居高不下（见图2）。因此，信用违约互换开始活跃。此外，根据检验连带效应的方法，多重违约的概率也大大增加，如果有一家银行倒闭，那么会有五家银行一起关门。这就意味着风险在主要银行中的波及面开始变大。

每况愈下

最近出现的许多演变趋势都在使这一境况恶化。第一，各交易方越来越依赖定量风险检测，尤其对信贷风险的检测，但却没有一个风险管理的全面方案。虽然近年来定量分析各种风险——尤其是信贷风险——的技术日益成熟，但复杂的结构性产品却极难评估，因为这一产品除了信贷风险，还包括流动性风险和市场风险。许多机构无法确定将这类风险归入其风险管理体系的哪一类别，因为信贷风险和市场风险通常都分别评估。即便操作层能够很好地了解这些风险的复杂性和相互联系，但操作层却无法与高层进行有效沟通，或者有关信息不被高层接受。这样，这些风险有时就一带而过，没引起人们的重视。

第二，金融机构（主要是银行和对冲基金）越来越多地根据每日结算价格制定决策，这样，逐日结算则导致价格更快下滑。当每日市场结算价格低于预先设定的某一临界点时——通常是止损点，如根据止损机制或边际要求确定，或者根据监管机构所设的保护投资者（如养老金）的规定——价格就会迅速下滑。虽然公允价值会计法在正常时期行之有效，但在资金紧张的时候就另当别论，此时如果还是以市场价

图2

全球金融稳定的威胁

自2007年夏季以来银行倒闭的风险激增。



资料来源：彭博资讯；IMF工作人员的估计。

¹在15个所选大型综合金融机构中（LCFIs）。

²以天为单位，估算15个样本LCFIs倒闭的最大概率。

格计价就会造成价格不稳定。再加上决策机制的刚性，两者可能会导致市场动荡。随着市场的流动性越来越差，又缺乏活跃的购买者，资产价格持续走低，金融机构不得不以越来越低的最新价格为其证券定价或评估其证券，这样，当底线被突破后，这些机构又不得不变卖资产——进一步把市场推入下滑通道。

第三，大范围使用大规模的短期融资来维持“起源到分发”的商业模式增加了不稳定因素。在这一商业模式中，贷款被立即打包成证券化产品出售给其他投资者，这样，（证券化了的）信贷增长更多依赖投资者持有资产抵押票据和证券来向新的证券化资产提供融资的意愿，而较少依靠银行稳定的短期和长期存款头寸来支持传统贷款。在这一结构性转变中，以稳定长期存款形式存在的流动性减少，相反，银行更加依赖“陌生人的仁慈”。这种大范围的不稳定性使危机恶化，平时运行良好的资金市场干涸，通过证券化产品带来的信贷增长急剧下降。在全球范围内分散风险的想法并没有如其所愿地把一个地方的信贷风险分散到最能妥善处理它们的人手中，相反，最终却把所有将证券化产品打包的银行都暴露于风险之下。

激励，激励，激励

那么，怎样做才能化解这场危机？在房地产市场中，每一个房地产经纪人都告诉潜在顾客，成功投资的三个要诀是“位置，位置，位置”。那么在全球金融市场中，答案则是“激励，激励，激励”。许多激励机制都能影响金融市场行为——一些是连续市场操作的必要条件，另一些则由法律法规制定。这些机制都具有很强的刚性。

风险管理问题。除非主要金融机构的治理结构发生改变，否则业务经理和风险管理经理在高层经理眼中就不会有相同的地位，高层经理往往容易忽视风险—收益平衡中的风险部分。理想状态是，根据风险变化对交易者进行支付，而根据周期变化对管理层进行支付。这将有助于解决两个共生问题：一方面风险得不到充分重视，另一方面尝到甜头的交易者又把赌注押在高风险公司上，把赚取的高额利润继续投资这些公司（风险可能不会立刻显现，在分红后才能被发觉）。应该对提出出色的风险管理分析报告的经理予以奖励——哪怕高层不会根据这些建议采取行动。

为了促使这些变革得以实现，要么需要股东坚持把这些内容作为长期绩效考核的一部分（这样的话他们自己就得做到目光长远），那么需要监管机构实施这些内容，以维持金融稳定，由于金融稳定具有“公共产品”性质，单个公司不会采取行动。

起源到分发模式。在一个周期的繁荣期，贷款的发行者可以将贷款转让给其他投资者，他们自己却不用承担贷款风险。由于他们没有风险，所有也没有动力审查借款人的支付能力。最极端的例子就是所谓的“ninja”贷款——贷款对发放对象没有收入、就业状况和资产的要求。

如果能通过监管机构要求，或者由于证券化产品的潜在投资者坚持要求放贷机构限制贷款的未来风险，那么更好地遵守信贷规范的激励机制就会建立起来。但是，不管哪种途径都很难实现。不过就算表内贷款的风险敞口一直存在，还是有很多办法可以抵消这些风险。通常做法是使用衍生工具，一些复杂的方法很难运用于贷款，因为这使得核查工作变得困难。此外，还可以要求贷款发放者确保贷款质量（可以通过预先设定借款人的贷款额与抵押物的价值比率或者还贷收入比实现）、公开表上风险并追踪监测贷款。这些方案的实施需要耗费大量时间，而且需要更多监管。据报道，美国银行监管机构去年夏天发布了更为严格的新规定，要求放贷银行限制高风险的抵押贷款的发行，许多州也将这一规定应用于非银行抵押贷款的发放。

表外机构。出于规避监管的目的，许多金融机构都把一些资产及其融资工具放在其表外机构中操作，因为表外机构的风险对于母机构的投资者和监管机构来说不那么透明。为全球范围各国银行制定的加强资本充足率的规则——巴塞尔第二资本协议——有助于降低银行向表外机构转移业务的冲动，但这就需要监管机构充分利用它们的酌处权明辨风险是否真的转移到了这些表外机构中，以及银行是否有资格享受资本减免待遇。但除此以外，衡量一家金融机构是否针对其表外机构的或有信贷额度持有超额资本的规则，还需要考虑其子机构的治理水平如何。

评级机构。由于评级机构的顾客是需要进行评级的贷款发放者，这就会促使这些机构对贷款背后的安全性给出足够高的评级，以确保贷款那能够吸引买家，并确保在条件恶化时级别不会下降得太快以显示评级系统的稳定性和可靠性。这种逆向激励在一定程度上已有所缓解，因为需要准确、可靠的信贷风险分析来确保被评级证券的信誉以及对这种证券的最终需求。

在最近一系列事件后，评级机构已达成一致在其不同业务之间建立“防火墙”，这样，进行最初评级的部门和负责随时调整评级的部门之间就可以彼此形成制约。这一想法的出发点固然是好，但有关这些复杂产品的经验实在太少，而且收集信息和分析这些复杂产品所需的规模经济表明，在同一个机构中维持两

个独立的部分不但成本高，而且效率低。也有建议认为监管机构应该审查评级机构的分析结果，并为结果的准确性把好第二道关，但同样，稀缺的经验和额外支出可能抵销潜在收益。

大额融资。最后，金融机构有防范系统性流动性问题对自身造成伤害的动机。稳定的低利率环境和银行资产负债表上越来越多的可交易资产推动了大额融资的发展。这意味着大额融资变得更加便宜和有效——但只是在“好年景”容易获得大额资金。当形势恶化，提供大额资金的投资者就会转向质量更高的资产，使得银行更难获得稳定的资金来源。如果形势足够糟糕，许多主要金融机构就会寄期望于央行介入来提供资金。

当然，如果只有一家机构遭遇资金问题，那足以让这家机构如坐针毡，但一旦大多数机构都面临同样困境，那么单个机构的压力就会减轻很多。由于这些机构无法确定其遭遇的资金问题是否会波及整个系统，甚至让央行作出反应，因此它们还是有一定动机去完善其自己的流动风险管理系统，可是一旦它们发觉央行会前来救援——央行也的确是这样做——完善风险管理的工作就会裹足不前。

因此，如果系统稳定至关重要但各机构却没动力准备充足的流动性来保护自己，那么就需要一些监管机构或调控机构来进行监督。监督的形式可以因国而异，也可以根据金融机构的类型来设计，但得促使金融机构为不利的流动性事件承担更多的保险费用，这一费用目前太低。

一种办法是要求这些机构持有更多的可以作为贷

款担保的短期流动性资产，这些资产可以来自其他机构，也可以来自央行。这种流动资产比率在世界许多地方已普遍采用，但应根据新型流动性工具加以更新或提高比率。其他办法还包括提高保险金额或者提高或有流动性融通的成本。银行已经购买了这种保险，但它们对这些合同在系统性问题中的可靠性表示怀疑。因此，如果能通过公开渠道获得这些保险或许更加有效。但从理论上说，一个公共机构（如中央银行）汇集的流动性风险会更倾向非公开的保险。

关于次贷问题何以会严重到威胁全球金融稳定的地步，最近的一系列事件引出了许多难以回答的问题。但是，要想找到矫正早已根深蒂固的激励问题和结构问题——这些问题既存在于市场之中，又存在于监管体制之内——的可行方案则更是难上加难，这些问题已经严重破坏了金融中介机制的运作，威胁到许多国家公众的金融财富，而这些公众大多都远在这场危机震中的千里之外。

Laura Kodres, IMF货币与资本市场部部长。

参考文献：

International Monetary Fund (IMF), 2007, Global Financial Stability Report, October, World Economic and Financial Surveys (Washington).

——, 2008, Global Financial Stability Report, April, World Economic and Financial Surveys (Washington).



IMF 调查

访问IMF调查在线杂志，请登录
www.imf.org/imfsurvey