

2008卷
(第1、2辑)

总第5、6辑

金融评论

◎辽宁大学经济学院 辽宁大学金融研究所◎编

Review

Finance

■ 郑振龙 刘琛

“蝴蝶”的翅膀何以掀起全球金融海啸：论金融危机中市场机制和会计、监管体系的共振作用

■ 王广谦

利率改革的进展与管理方式的转变

■ 白钦先 谭庆华

美国次贷危机深层根源分析：从金融共谋共犯结构视角的考察

■ 夏斌

从全球通货膨胀到美国金融危机

——这一轮世界经济周期的发展逻辑及中国对策

■ 孟建波 王智

从次贷危机看美国政党政治与价值观

■ 秦援晋

论自然科学与人文科学在方法论上的区别

兼评20世纪经济学上的实证主义



金融评论

REVIEW OF FINANCE

辽宁大学经济学院 辽宁大学金融研究所 编

2008 卷 (第 1、2 辑) 总第 5、6 辑

 中国金融出版社

责任编辑：肖丽敏

责任校对：李俊英

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

金融评论 (Jinrong Pinglun). 2008 卷 (第 1、2 辑) 总第 5、6 辑/辽宁大学经济学院, 辽宁大学金融研究所编. —北京: 中国金融出版社, 2009. 5

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5033 - 8

I. 金… II. ①辽…②辽… III. 金融—中国—文集
IV. F832 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 053078 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 185 毫米×260 毫米

印张 15.5

字数 292 千

版次 2009 年 5 月第 1 版

印次 2009 年 5 月第 1 次印刷

印数 1—3090

定价 30.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5033 - 8/F. 4593

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

主 编：白钦先

执行副主编：张 荔

学术委员会

顾 问：黄 达 赵海宽

委 员：艾洪德 白钦先 曹龙骐 陈雨露

戴国强 何德旭 赫国胜 胡怀邦

江 春 姜波克 景学成 孔祥毅

李仲飞 刘仁武 刘少波 刘锡良

刘 亚 马君潞 秦池江 宋逢明

唐 旭 王 江 王爱俭 王广谦

吴念鲁 张 荔 张 强 张亦春

曾康霖 郑振龙 周建松 朱新蓉

(以汉语拼音为序)

编 委 会

白钦先 丁志杰（北京地区特邀） 赫国胜

禹钟华（常务） 张 荔

(以汉语拼音为序)

学术六字经

(代前言)

尊重知识人才	尊崇自主创新
感应时代脉搏	开阔视野胸襟
追踪学术前沿	展示大家风范
遵守学术道德	遵循学术规范
百花齐放斗艳	百家争鸣共赢
严肃严谨严密	宽厚宽松宽容
彰显研究特色	追求和谐共荣
东西南北比翼	古今中外贯通
宏观微观综观	定性定量定格
自尊自立自爱	强国强经强金
切忌唯书唯洋	只知唯实唯学
扶持青年新秀	不拘一格选文
增强民族自信	发扬民族传统
闳放人类文明	服务中华振兴

白钦先

二〇〇六年六月

目录

2008卷 第1、2辑

郑振龙 刘琛

- 1 “蝴蝶”的翅膀何以煽起全球金融海啸：论金融危机中
市场机制和会计、监管体系的共振作用

王广谦

- 14 利率改革的进展与管理方式的转变

白钦先 谭庆华

- 27 美国次贷危机深层根源分析：从金融
共谋共犯结构视角的考察

夏斌

- 40 从全球通货膨胀到美国金融危机
——这一轮世界经济周期的发展逻辑及中国对策

孔祥毅

- 50 协调化解危机

孟建波 王智

- 54 从次贷危机看美国政党政治与价值观

●		
	余文建 于宏凯	60
	股价泡沫、金融稳定与货币政策	
●		
	王爱俭 林楠	69
	虚拟经济与实体经济协调发展的汇率分析	
●		
	白钦先 蔡庆丰	84
	金融虚拟化的道德风险及其市场影响： 次贷危机的深层反思	
●		
	禹钟华 祁洞之	98
	信用发生理论及与金融系统、金融危机内在关系的分析	
●		
	祝敏毅 白钦先	111
	金融衍生产品风险的价值认识	
●		
	景学成 孙勇 刘昕 李连群	133
	货币政策由“从紧”走向“适度宽松”	
●		
	张强 张宝	139
	我国巨灾风险的金融分担机制研究	
●		
	杨胜刚 魏莱	152
	金融机构反洗钱的正外部性及其内在化问题研究	
●		

165

杨德勇 马晓逵

金融功能观视角下的中国农村金融改革绩效研究

179

秦援晋

论自然科学与人文科学在方法论上的区别
兼评 20 世纪经济学上的实证主义

215

赵治山

在国际金融奥林匹克大赛场上实现科学振兴新跨越
——关于建设东北区域性国际金融中心战略与对策研究

238

后记

“蝴蝶”的翅膀何以煽起全球金融海啸： 论金融危机中市场机制和会计、 监管体系的共振作用

郑振龙 刘琛

内容提要：来自美国的一场次贷危机如今已演变成一场席卷全球的金融海啸，金融危机愈演愈烈，我们不得不思考这只次贷“蝴蝶”的翅膀何以煽动起颠覆全球的金融海啸？本文首先探讨了市场上交易的各种金融产品价格中所体现的无风险利率、波动率、流动性、信用风险等信息，然后通过对市场机制和监管约束及会计准则相互作用的细致分析，认为流动性风险、信用风险以及价格风险的共振扩大了次贷损失，而监管和会计制度要求的共振又使损失不断放大并恶化。正是它们的相互作用扩大、加剧了危机，并使次贷损失产生了燎原之势。

关键词：次贷危机 金融海啸 信用风险 流动性风险

2007年4月，美国一只名为次贷的“蝴蝶”破茧而出，它的翅膀轻轻一动，次贷风暴便开始肆虐全球各大金融机构。如今，它已然演变成了一场席卷全球的金融海啸，其所到之处哀鸿遍野：曾经举世瞩目、风光无限的美国五大投资银行纷纷落马，贝尔斯登公司、雷曼兄弟公司被风暴吞噬；第三大投资银行美林被美国银行收购；幸存的两家投资银行高盛和摩根斯坦利也都改弦易辙，转型为银行控股公司；美国最大的房地产贷款机构“两房”、保险业巨头AIG相继被美国政府接管；最大储蓄银行华盛顿互惠银行停业，成为美国历史上倒闭的、最大规模的银行……作为“难兄难弟”的欧洲也同样伤亡惨重：金融机构纷纷破产或国有化，英国的金融城在未来一段时间将会有2万名员工不得不下岗；小国冰岛甚至整个国家的金融体系已经崩溃……据国际货币基金组织（IMF）2008年10月的估计，在这场金融危机中，次贷损失约为850亿美元，损失率约为9.4%。但美国各种贷款的预计总损失为4250亿美元；美国与信用相关的债券总余额为10.8万亿美元，市值损失约9800亿美元，约占9%。而到2008年年底，全球股市市值比2007年10月高峰时蒸发了30多万亿美元，是次贷直接损失的400倍左

右！实体经济在金融危机的冲击下更是步入茫茫冬天。据 IMF 2008 年 11 月的估计，以美国为首的发达国家 2009 年的经济增长速度将自 1980 年以来首次出现负增长，发展中国家的经济增长速度也将大幅下降。人们不禁要问：这只次贷“蝴蝶”缘何会产生如此大的威力，将全球卷入金融海啸的漩涡之中，“蝴蝶”的翅膀何以煽动起颠覆全球的金融海啸？这值得我们深思。

一、文献回顾

关于次贷危机的根源，已有很多的相关研究。理查德·比特纳在《贪婪、欺诈和无知——美国次贷危机真相》一书中对次贷业务的无序发展状况进行了详细描述，认为金融产品创新在促进次贷业务迅猛发展的同时，也导致了次贷业务中道德风险的日益膨胀；朱颖和徐丽芳（2008）认为，美国房价泡沫的破灭和利率上升是导致次贷危机爆发的直接原因。张纯威（2008）通过对美元国际循环由金融渠道投放、贸易渠道回流转化为贸易渠道投放、金融渠道回流进行分析，认为美国社会的消费习惯及储蓄习惯是导致次贷危机的重要原因。黄小军、陆晓明等（2008）提到，有许多问题是金融市场创新的产物……这次次贷危机中重创金融机构的不仅是宏观经济外部环境，更主要的是金融业亲手创造却无法驾驭的产品自身，以及金融机构风险管理缺陷等微观层次、结构性因素。白钦先、谭庆华（2008）从抽象的角度分析做了进一步深化和提升，从金融本质、金融功能以至于金融理论角度探寻次贷危机发生的原因，基本结论是：金融虚拟化为次贷危机的形成埋下了伏笔，美国体制性、系统性“金融共谋结构与机制”才是次贷危机形成的真正深刻根源。这些研究已经对次贷危机爆发的根源进行了多方位、较全面的探索，包括了次贷业务本身的过失、外部环境的影响，以及从理论上对金融创新和滥用的批判等，但对此此次次贷危机何以在爆发一年后再掀巨浪，并迅速蔓延成全球性金融海啸方面的文献还很少。而本文则主要关注此次危机的扩大和蔓延，首先从市场上交易的债券、CDS 等金融产品价格中所体现的无风险利率、波动率、流动性、信用风险等信息入手，通过对市场机制和监管约束及会计准则相互作用的细致分析，认为流动性风险、信用风险以及价格风险的共振扩大了次贷损失，监管和会计制度要求的共振使损失不断放大并恶化。正是它们的相互作用扩大、加剧了危机，并使次贷损失产生了燎原之势。

二、危机时的市场

（一）凸显的对手方风险

对于此次次贷危机，很多人都已将批判的矛头直指信用衍生产品 CDO

(Collateralized Debt Obligation) 和 CDS (Credit Default Swap), 不可否认, 在这场金融危机中, 它们的确扮演了十分重要的角色。CDS 作为“零和”合约, 一方的损失必然对应着另一方的收益, 但缘何如今我们听到的都是各金融机构减记、亏损、破产的消息, 却不见受益者的踪影? 很大的原因是作为债务人的对手方已经没有能力支付了。如金融机构通过购买 CDS 来对冲自己资产中的信用风险, 如果基础资产发生违约, 就可以通过从卖方处得到补偿来弥补基础资产的损失, 从而实现风险的转移。但一旦作为对手方的金融机构破产, 则作为合约受益者的 CDS 买方也将无从得到收益, 只能自行承担自己风险组合的信用损失。CDS 的卖方一般为大的保险机构或实力雄厚的银行, 所以在一般的情况下并不存在对手方风险, 但在金融危机时, 这种对手方风险却会凸显出来, 即信用产品本身出现了信用风险。爱尔兰银行 5 年期 CDS 每年的价格 (以下同) 一度飙升到 8%, AIG 的 CDS 价格升到 8.82%, 2008 年 9 月 29 日, 美国众议院否决 7 000 亿美元救市计划后, 高盛、美林、美联、花旗、美国银行、摩根大通 CDS 价格分别飙升到 4.47%、4.49%、4.25%、3.15%、1.58%、1.51%, 而它们在 2007 年年初都仅仅为 0.25% 左右。冰岛 Glitnir 银行 CDS 的价格在 2008 年 9 月 29 日更是飙升到 45.83%! 图 1 描绘了以 15 家大规模综合性金融机构 (LCFIs) 为样本, 在至少一家违约时对样本违约数量的条件预期和样本的最大违约概率的变化。我们可以从中看出, 市场在 2007 年后对金融机构发生系统性违约风险的预期大幅增加。

(二) 信用风险、流动性风险、价格风险增加

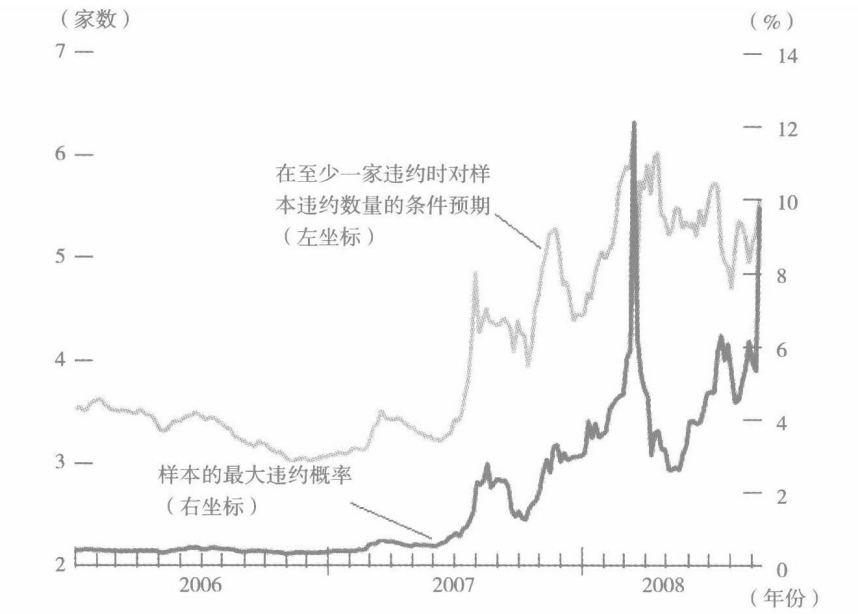
在发生金融危机时, 市场追逐安全性 (Flight to Quality) 和追逐流动性 (Flight to Liquidity) 的行为推动着美国国债价格暴涨, 从而不断拉低国债收益率。而原本信用和流动性都很好的银行同业拆借市场的利率则会由于信用风险和流动性风险的陡然上升而上升, 两者的利差反映了投资者对所承担的流动性风险和信用风险要求的风险溢价 (见图 2)。如 2008 年 10 月 1 日, LIBOR 3 个月期美元贷款利率高达 4.15%, 美国 3 个月期国库券收益率只有 0.79%, 利差为 3.36%, 而在危机之前, 这个数字通常只有 4‰。

图 3 反映了 2003~2008 年 AA 级银行债券与国债的收益率之差^①, 无论在美国、欧盟还是英国, 该利差在 2006 年就已经开始出现上升趋势^②, 2007 年次贷危机爆发后便迅速上扬。图 4 为美林全球公司债券指数的价差走势, 从中

① 该利差是以 Bloomberg 数据库中美国、英国和欧盟三地区 AA 级银行债券指数为基础计算得到的, 该指数覆盖了当地国内银行机构所发行的所有货币债券、相应的国债为与之具有相同到期日的政府债券。

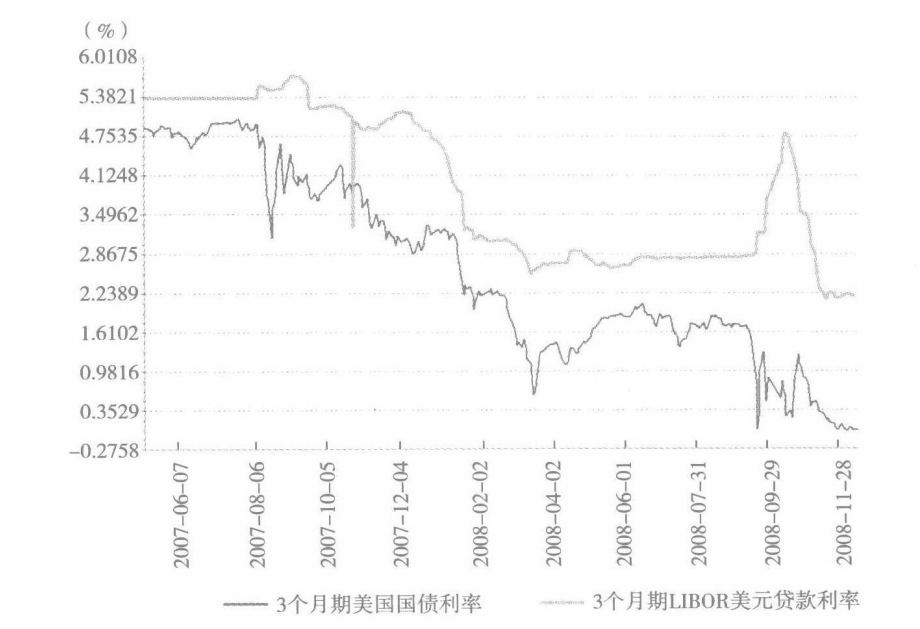
② 有的学者就认为次贷危机从 2006 年后期就开始显露, 如徐凡:《美国次优抵押贷款危机的回顾与展望》, 载《国际金融研究》, 2007 (9)。

可以看出，在危机出现后，市场对银行和公司信用风险的预期都大幅增加。



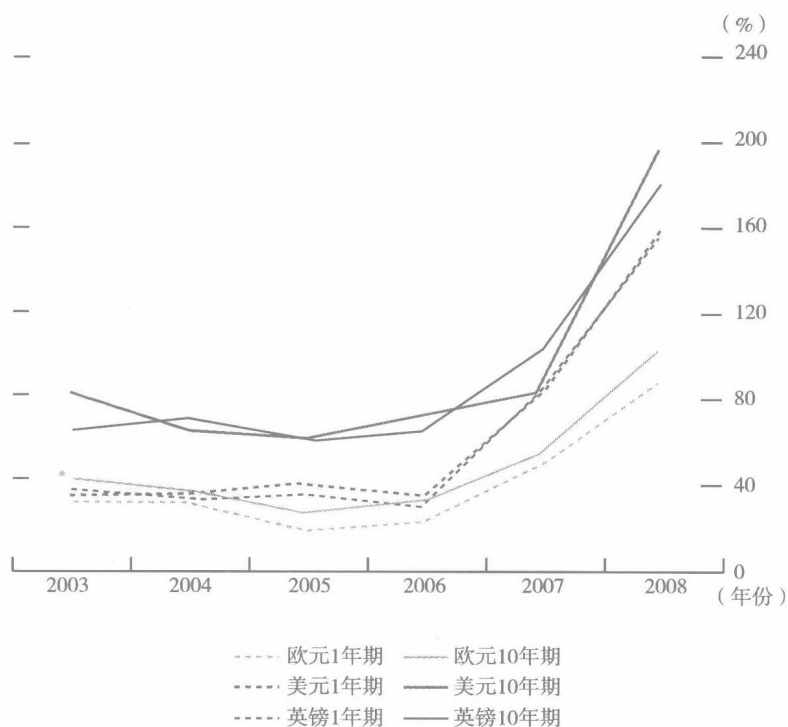
资料来源：国际货币基金组织（IMF，2008）。

图1 LCFIs 的条件违约数量最大违约概率



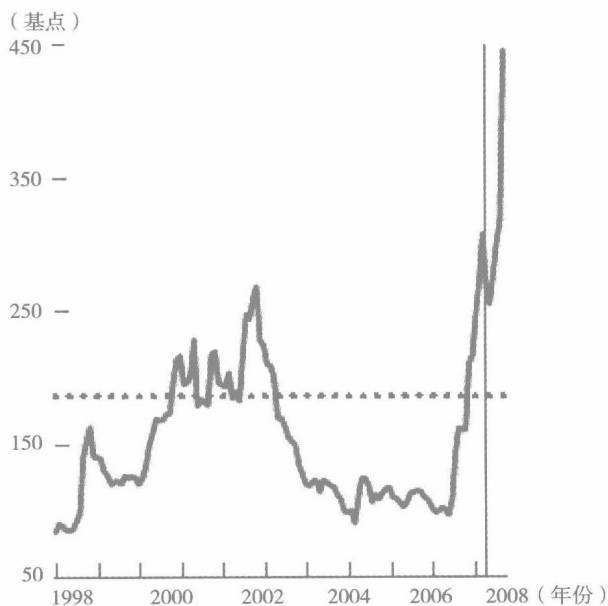
资料来源：万得资讯。

图2 3个月期美国国债利率与3个月期LIBOR美元贷款利率走势



资料来源：国际货币基金组织（IMF，2008）。

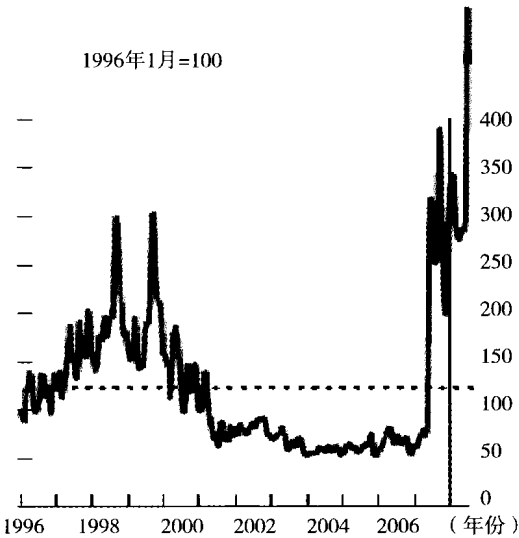
图3 AA级银行债券收益率与国债收益率之差



资料来源：国际货币基金组织（IMF，2008）。

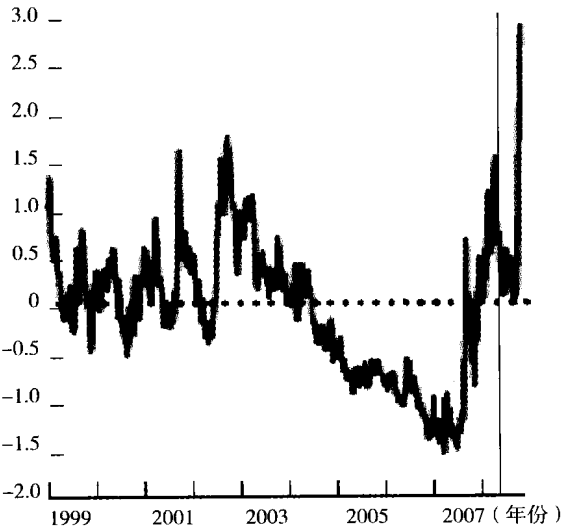
图4 美林公司全球债券指数价差

图 5 是根据银行间拆借利率与国债收益率的利差、银行间一定期限的拆借利率与隔夜拆借利率的利差、外汇的买卖价差以及股票市场每日的收益率与交易量的比率综合计算出来的反映市场流动性的指标，从中可见次贷危机使市场出现了严重的流动性风险。



资料来源：国际货币基金组织（IMF，2008）。

图 5 市场流动性



资料来源：国际货币基金组织（IMF，2008）。

图 6 平均市场隐含波动率

另外,金融危机往往会使资产的价格出现大幅波动。图6是从股票市场指数期权、利率期权和汇率期权中得到的平均市场隐含波动率^①,可见市场对股票、债券以及外汇等资产价格的波动率也预期会大幅上升。

三、信用风险、流动性风险和价格风险的共振使资产价值下跌

由前文可见,在次贷危机爆发后,信用风险、流动性风险以及价格风险三者同时上升,产生了共振,这意味着投资者在金融危机时需要承担的总风险会大幅增加,其必然要求更高的收益率,即风险贴现率会大幅飙升。

现值法的最基本原理是计算资产未来现金流的现值,一种方法是用未经风险调整的未来现金流按风险贴现率贴现,另一种方法是将风险调整后的未来现金流用无风险利率贴现。我们用第一种方法来简单地估算一下在未来现金流不变的情况下风险贴现率的大幅增加对资产价值产生的影响。

假定银行持有一项资产,每月产生现金流500万美元,剩余10年到期,到期归还本金10亿美元(该资产可以是ABS、CDO、公司债券等),当风险贴现率为6%时,该资产价值10亿美元。当风险贴现率上升至15%时,10亿美元的资产就几乎损失了一半,当风险贴现率上升到40%时,资产损失就已超过80%了(见图7)。

由于金融危机爆发时风险贴现率会大幅增加,因此,市场机制就使未实现的损失通过预期的作用反映在市价上。根据会计准则的要求,金融机构实施盯市(Mark to Market)的记账方法,它必须定期根据金融产品的市场价值来确定自己资产负债表上相关资产的账面价值。当资产价值大幅缩水时,金融机构就需要进行相应的资产减计,于是,预期的未来可能发生的损失就在金融机构的资产负债表上体现出来了。据IMF 2008年10月预计,全球因持有美国与信用相关债券产生的市值损失约9800亿美元,而预计各种贷款的总损失为4250亿美元。

金融机构的普遍特征就是高杠杆经营,特别是美国投资银行,其并不受传统银行资本充足率等方面的约束,它们可以凭借高杠杆追逐高额利润和扩大市场份额。自2003年以来,高盛、美林等投资银行的杠杆率都从十几倍跃升到30倍左右;“两房”用800亿美元的资本金支撑了1.6万亿美元的资产,如果加上其他债务与担保则达到5.2万亿美元,杠杆比率高达62.5。当巨额的资产减计严重侵蚀了它们的资本金时,其资本充足率就会大幅降低,于是就面临着评级下降甚至破产倒闭的风险。

^① 平均隐含波动率指数值为0表示不同种类资产的平均隐含波动率与整个期间(1998年12月31日至今)的均值相同。其值+/-1表示平均隐含波动率高于或低于期间平均值一个标准差。

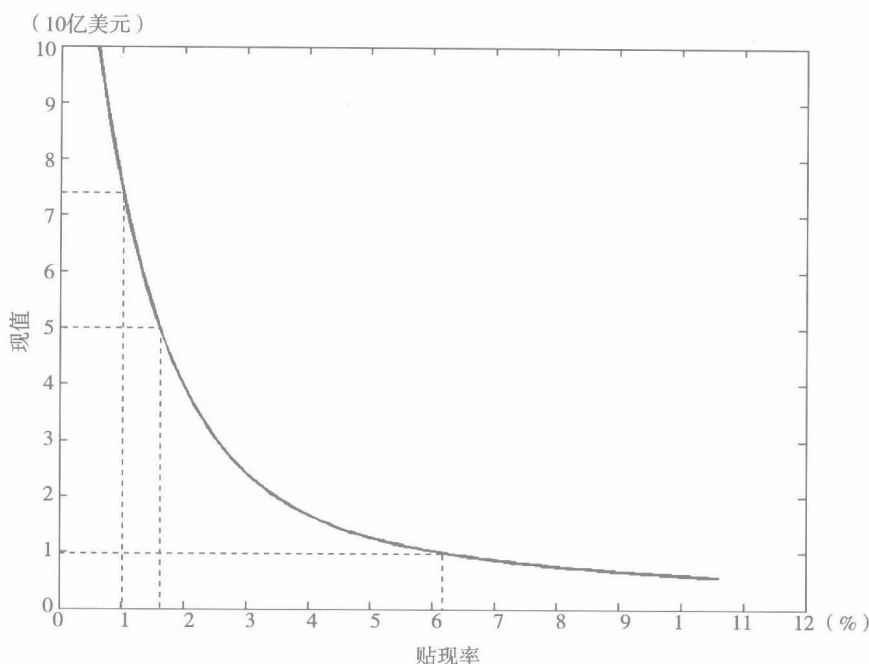


图7 贴现率对资产价值的影响

四、监管体系和会计准则的机制共振使危机不断放大

《巴塞尔新资本协议》规定银行业的资本充足率为8%，当危机发生时，资产的缩水使银行的资本充足率大幅下降，为了达到监管机构最低资本金的要求，银行必须及时补充资本金。而资产价格的大幅下挫已使投资者损失巨大，加之市场对未来资产价格和违约风险的悲观预期，所以金融机构很难通过外部融资来提高资本金。于是银行便倾向于收缩信贷，或被迫抛售风险资产来提高资本充足率。

银行收缩信贷无疑会使已经流动性枯竭的市场雪上加霜，使流动性出现困难的金融机构和企业无法通过贷款融资，加剧了其破产的风险，并使金融危机向实体经济蔓延。

而在流动性不好的市场上抛售资产，不仅仅使自身的账面损失转变为实际损失，而且会导致资产的市场价格进一步下跌，于是金融机构需要进一步减计资产。而且，资产市场价格的进一步下跌也会对其他金融机构产生负面影响，使其资产减值，从而使危机蔓延。如美林在2008年8月以22美分的价格向其一个分支机构出售了67亿美元的ABS和CDS，于是，市场上所有的金融机构都不得不按22美分的价格来重新计量该资产。

那么,这种循环是收敛的还是发散的?它的最终影响有多大?下面简单地来说明一下。用 e 表示资本金, p 表示风险资产价格, q 表示银行持有的风险资产的数量,按照监管的要求 $e \geq \mu p q$,如《巴塞尔新资本协议》中 $\mu = 8\%$ 。假定 t_0 时刻某银行的资本金为 $e_0 = \mu p_0 q_0$,此时次贷危机爆发,在新的市场信息条件下,信用风险增加,市场对风险资产的定价下降为 p_1 ,在负债不变的情况下, $e_1 = e_0 - (p_0 - p_1) q_0 \leq \mu p_1 q_0$,低于对其的最低资本金要求。假定在 p_1 的价格下银行需要出售资产 s_1 来使其资本金满足监管要求,即 $e_1 = \mu p_1 q_1$,同时获得现金流 $p_1 s_1$ 。

$$\begin{aligned} e_1 &= e_0 - (p_0 - p_1) q_0 = \mu p_0 q_0 - (p_0 - p_1) q_0 = \mu p_1 (q_0 - s_1) \\ \Rightarrow s_1 &= \frac{1 - \mu}{\mu} \left(\frac{p_0}{p_1} - 1 \right) q_0 \end{aligned} \quad (1)$$

可见,在给定价格 p_1 的条件下,金融机构需抛售资产的数量 s_1 与 p_1 成反比。

但是,金融机构往往不能以市价 p_1 来出售资产。Shim和von Peter(2007)总结道,只有同时满足完全的市场流动性、风险中性和生产边际收益不变,抛售资产才不会影响资产的价格,而只要有一个条件不满足,就会产生向下倾斜的资产市场需求曲线。如图8所示,同时向下倾斜的资产抛售曲线与资产市场需求曲线的交点 (p^*, s^*) 为最终的均衡点。银行将不断地抛售资产直到达到均衡状态,均衡的市场价格小于资产的内在价值,即 $s^* > s_1, p^* < p_1$ 。

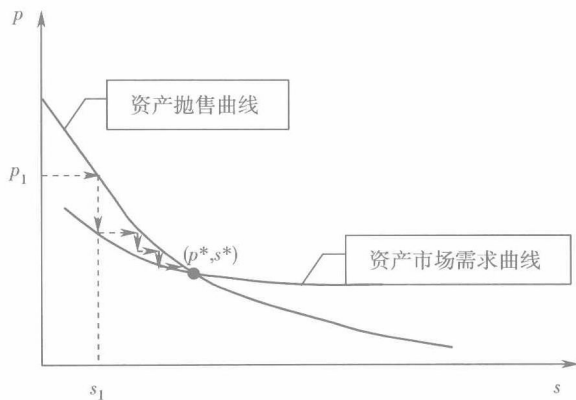


图8 资产抛售曲线和资产市场需求曲线

均衡点 (p^*, s^*) 的位置取决于资产抛售曲线与资产市场需求曲线的形状。如式(1)所示,资产抛售曲线的形状取决于 μ 、 p_0 和 q_0 ,在 μ 和初始价格 p_0 一定的情况下, q_0 越大,资产抛售曲线将越平缓,位置越偏右上方;市场的流动性越差、投资者越厌恶风险、资产风险越高,资产市场需求曲线越陡峭。抛售资产的需求曲线越平缓,位置越偏右上方;资产市场需求曲线越陡峭,则均衡点越偏右下方,即抛售资产总量越多,资产价格的超跌越严重。