

上海金融论丛

HOU WEIJI SHIDAI
JINRONG REDIAN WENTI YANJIU

后危机时代 金融热点问题研究

上海市金融学会 编

学林出版社

上海金融论丛

HOU WEIJI SHIDAI
JINRONG REDIAN WENTI YANJIU

后危机时代 金融热点问题研究

学林出版社

图书在版编目(CIP)数据

后危机时代金融热点问题研究/上海市金融学会
编. —上海: 学林出版社, 2010. 12

ISBN 978-7-5486-0088-6

I. ①后… II. ①上… III. ①国际金融中心—建设—
研究—上海市 IV. ①F832.751

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 199995 号



后危机时代金融热点问题研究

编 者——上海市金融学会

责任编辑——齐 力

特约编辑——刘益民

封面设计——周剑峰

出 版——上海世纪出版股份有限公司

学林出版社(上海钦州南路81号3楼)

电话: 64515005 传真: 64515005

发 行——上海世纪出版股份有限公司发行中心

(上海福建中路193号 www.ewen.cc)

照 排——南京展望文化发展有限公司

印 刷——上海叶大印务发展有限公司印刷

开 本——787×1092 1/16

印 张——20.75

字 数——38 万

版 次——2010 年 12 月第 1 版

2010 年 12 月第 1 次印刷

书 号——ISBN 978-5486-0088-6/F·9

定 价——38.00 元

(如发生印刷、装订质量问题,读者可向工厂调换。)

目 录

一 国际金融危机与国内金融形势

- 多维流动性与次贷危机的关系及政策启示 顾铭德 刘 斌等(3)
- 次贷危机对中国的影响和启示 胡海鸥 宋 旌等(22)
- 房地产金融风险对我国宏观经济安全的影响 徐 红 陈秋敏等(33)
- 促进国际收支平衡,有效防范“热钱”流动 陈信华(55)
- 内部失衡与“热钱”视角的中国国际收支双顺差
..... 姚兴涛 周 侃 李剑峰(73)
- 我国通货膨胀问题研究:2003—2008
——兼论货币金融政策在反通胀中的作用 黄泽民 方显仓(88)

二 上海国际金融中心与国际航运中心建设

- 多重“匹配”下的上海国际金融中心建设 丁剑平 何 璇等(93)
- 金融危机救援政策效果分析及对上海国际金融中心建设的影响
..... 顾铭德 刘 斌等(112)
- 发展航运金融 促进上海国际航运中心建设的对策
..... 连 平 周昆平等(126)
- 人民币国际化、上海国际金融中心与银行间市场交易平台
..... 张生举 卢向前等(140)

三 商业银行管理与经营转型

- 支持经济改革开放 带动金融发展转型

——上海银行业 30 年发展回顾与展望	阎庆民(153)
商业银行经营转型与现代服务业发展	
——基于系统科学框架的理论解释和上海实践	沈立强(168)
商业银行流动性评价与管理研究	连 平 仇高擎等(184)
我国商业银行发展与创新投资银行业务研究	吴福生 刘勤福(200)

四 金融市场发展与产品创新

大力培育银行间市场 促进上海国际金融中心建设协调发展	
.....	崔 嵬 卢向前等(203)
上海期货市场发展的路径与策略	陈伟忠 马卫锋等(224)
气候衍生品交易在中国的应用前景	陈信华(240)
国际金融中心建设中的上海辖区期货业发展	
.....	韩 康 程 鹏 叶生明(260)
我国票据市场机制建设及发展动因	应俊惠 肖 斐(262)

五 保险业发展与监管

关于上海航运保险若干问题的研究	马学平 邢 炜等(265)
我国非寿险保险公司偿付能力监管的发展趋势	陈剖建 蒲海成等(291)
国际航运中心建设中保险业发展的对策	陈剖建 刘 鹏等(311)

六 区域金融合作与比较

发挥上海票据市场龙头作用 推进长三角票据一体化进程	
——基于区域票据市场创新发展的若干思考与对策	
.....	应俊惠 肖 斐(315)
京、沪、粤金融机构竞争力战略比较	童 威 余天放 刘兵军等(325)
编后记	(327)

国际金融危机与 国内金融形势



多维流动性与次贷危机的 关系及政策启示

顾铭德 刘 斌 陶昌盛 傅 勇

近年来,伴随着国际大宗商品和金融资产价格的快速上涨,流动性过剩成为全球经济中的显著特征。正当“流动性过剩”概念日益为人们所接受的时候,2007年美国爆发了次级抵押贷款危机,形势发生急剧逆转,金融市场流动性迅速下降,信贷骤然紧缩,许多金融机构陷入严重的流动性危机,甚至破产倒闭。如何理解这种流动性巨变?流动性变化与次贷危机之间究竟存在怎样的关系?深入思考这些问题,有利于我们正确认识次贷危机的实质,更好地促进我国经济金融平稳健康发展。

一、三个维度的流动性概念:货币流动性、资金流动性和市场流动性

尽管当前关于流动性问题的讨论很多,但迄今为止人们对流动性概念本身尚未形成统一认识。实际上,在不同的语境下,人们所指的流动性在含义上往往存在很大差异。除了思维习惯和研究角度不同之外,主要还是因为流动性本身是一种高度复杂的现象,难以理解和把握。流动性内涵的复杂性决定了我们不能从单一角度来看待问题,而应当多角度地加以分析。综合来看,可以从三个维度来定义和理解流动性概念,即货币流动性、资金流动性和市场流动性。

货币流动性是宏观经济层面上的流动性,主要指以货币供应量衡量的流动性总量,通常以广义货币供应量为代表。欧洲中央银行(2006)指出,国家层面上的流动性为流通中的货币和准货币。从理论上讲,一切金融资产都具有一定的变现能力,因此更广泛的流动性应该包括整个社会中的金融资产。

资金流动性是微观机构层面上的流动性,通常指金融机构、企业等微观主体为资产增加进行融资并按期偿还债务的能力。巴塞尔委员会(2008)将流动性定义为,银行为资产增加提供资金及偿还到期债务时不导致难以接受的损失的能力。资金流动性可以用流动资产与总资产比率、流动资产与短期负债比率等指标来衡量。

市场流动性是从金融资产交易角度出发衡量的流动性,通常指金融资产以低成本迅速变现的能力。在 IMF 的《货币与金融统计手册》中,流动性是指“金融资产在多大程度上能够在短时间内以全部或接近市场的价格出售”(IMF,2000)。衡量市场流动性的指标很多,例如可以用买卖价差、交易时间等来描述市场流动性的强弱。

上述三个流动性概念之间既相互区别,同时又紧密联系。区别体现在它们在观察角度、衡量指标等方面存在明显差异,因而不能混同。联系表现在它们之间相互作用、相互制约,例如,货币流动性扩张往往会推动资产价格上涨,而良好的金融市场状况又会改善金融机构的融资能力等。在次贷危机中,货币流动性、资金流动性和市场流动性之间的相互作用表现得十分明显。

二、货币流动性、资金流动性和市场流动性的互动变化在次贷危机演化中的作用

次贷危机的形成原因比较复杂,包括放款标准过于宽松、信用衍生品透明度低、信用评级机构失责等。如果从流动性的角度看,次贷危机的形成和发展与流动性变化之间存在密切联系。

(一) 货币流动性扩张、流动性相互加强与次贷隐患形成

美联储推动的货币扩张是次贷危机形成的重要源头。2001 年以来,为应对互联网泡沫破裂和“9.11”事件的冲击,美联储连续 13 次降息,将联邦基金利率从 6.5% 下调到 1%,达到 1958 年以来的历史最低点。美联储持续的货币扩张导致了经济体系中的流动性日益泛滥。1994 年至 2005 年,美国 M3/GDP 的比值从 0.6 上升到 0.8(见图 1)。从利率水平看,2001 年以来,美国利率水平呈现不断下降的趋势(见图 2)。

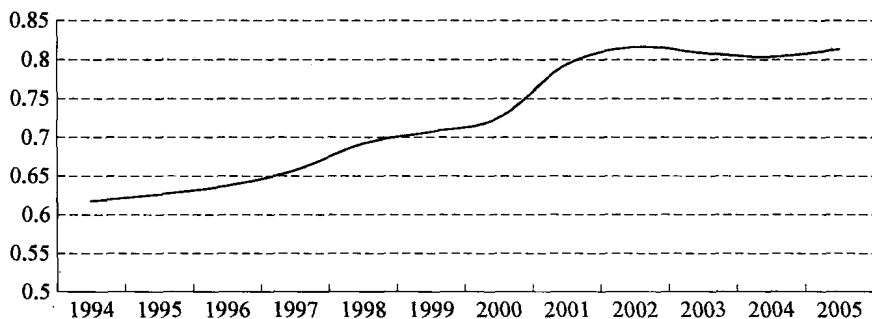


图 1 美国 M3/GDP 的比重变化

资料来源: IMF。

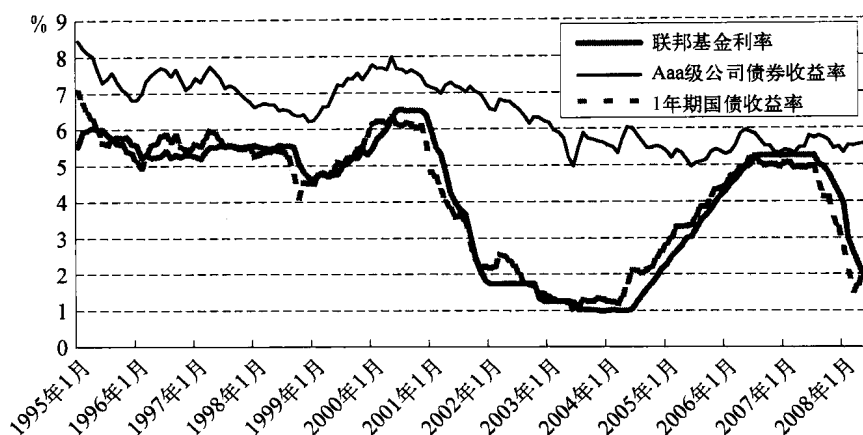


图2 美国利率水平变动情况

资料来源：CEIC。

货币扩张、低利率降低了借贷成本，推升了金融资产价格，2003年初至2006年末，美国道琼斯工业指数从8 053.8上涨到12 463.2，上涨了54.8%，各主要金融市场持续繁荣，市场流动性明显增强。

由于美国商业银行等金融机构的融资来源日益依赖金融市场，存款在资金来源中的比重逐步降低（见图3），金融市场流动性的增强有力地支持了金融机构的融资活动，提高了资产的变现能力，从而增强了金融机构的资金流动性。而金融机构资产负债状况的改善提高了其交易能力，反过来促进了市场繁荣。

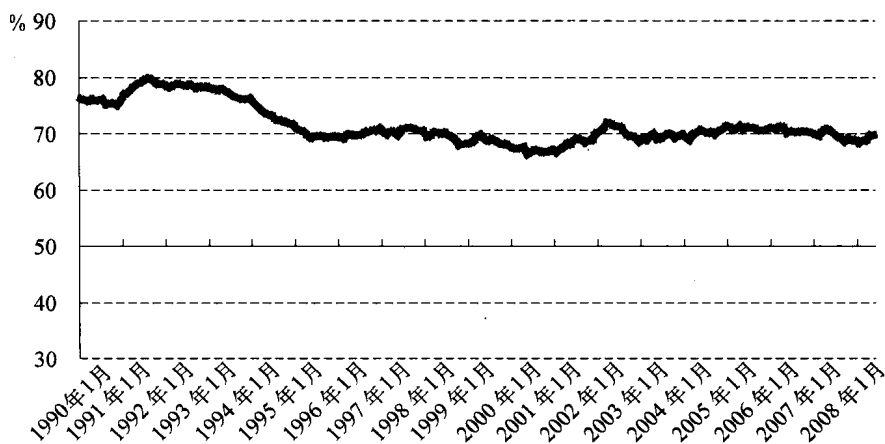


图3 存款在美国商业银行资金来源中的比重趋于下降

资料来源：CEIC。

因此,从美国 21 世纪初开始的新一轮周期扩张中,在货币流动性推动下,资金流动性和市场流动性互相推动、不断加强。各层次流动性的扩张(或增强)对次贷隐患的形成产生了重要影响。

首先,货币流动性的扩张大大降低了借贷成本,刺激了居民购房需求。从图 4 可见,美国住房抵押贷款利率自 20 世纪 80 年代以来总体呈下降态势,2001 年之后更是降低到历史最低水平。借贷成本的不断下降增强了普通居民的购买力,大量低收入群体加入购房者行列。

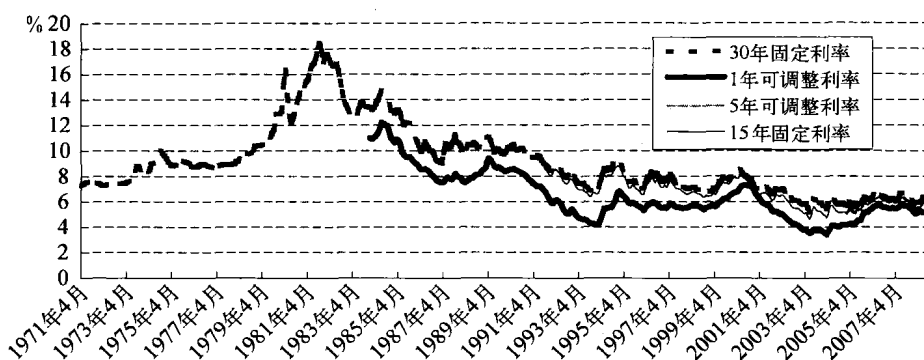


图 4 美国按揭抵押贷款利率

资料来源: CEIC。

其次,货币流动性的扩张导致流动性过剩,加剧了金融机构之间的竞争,迫使抵押贷款机构将目光投向风险系数更高的次级抵押贷款市场以争取市场份额^①。2001 年之后,美国次级抵押贷款规模迅速扩大。2003 年末,美国次级抵押贷款达到 4 000 亿美元,2004 年突破 1 万亿美元,2007 年一季度末达到 1.4 万亿美元。

第三,货币流动性扩张推动房价不断走高,房价持续上涨提高了抵押物价值,进一步激励了购房人的过度消费和抵押贷款机构的风险冒进行为。

第四,随着金融市场流动性的增强,抵押贷款机构很容易从货币市场上获得短期融资,并能顺利地进行资产证券化或资产转让。这种运作模式在金融市场状况良好的时候能提高资金周转效率,增强抵押贷款机构的资金流动性。然而一旦市场出现重大逆转,贷款机构的融资和证券化活动很容易受阻,发生资金链断裂的情况。

^① 银行往往在抵押初期提供非常优惠的固定利率,即所谓“诱惑利率”(teaser rate),目的是增强对借款人的吸引力,2—3 年后再进行利率重设。

第五,流动性过剩和房市繁荣推动信贷衍生品市场急剧膨胀。2000年至2006年,美国住房抵押贷款支持证券(MBS)从3.6万亿美元增长到6.5万亿美元,增长了80.6%,而次贷支持债券增长了8倍。2005年一季度至2007年二季度,以美元计价的CDO发行量增长了3.6倍。衍生品市场的快速膨胀进一步刺激了房市繁荣、信贷投放,两者相互推动,共同吹大了美国房地产泡沫。

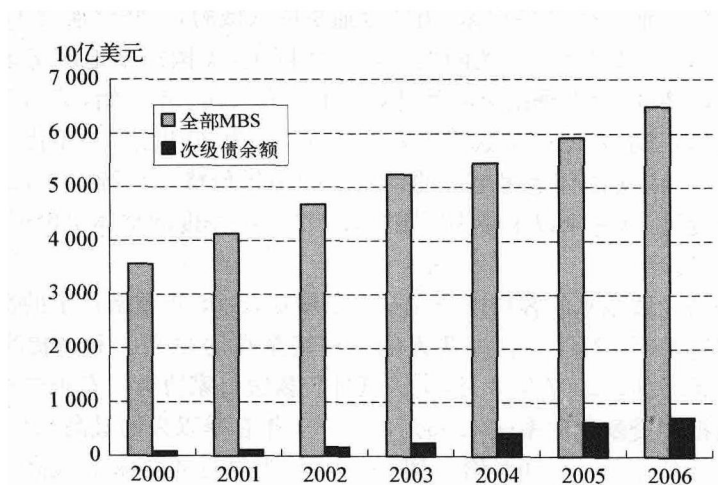


图5 美国MBS及次级抵押债券规模

资料来源:美联储。

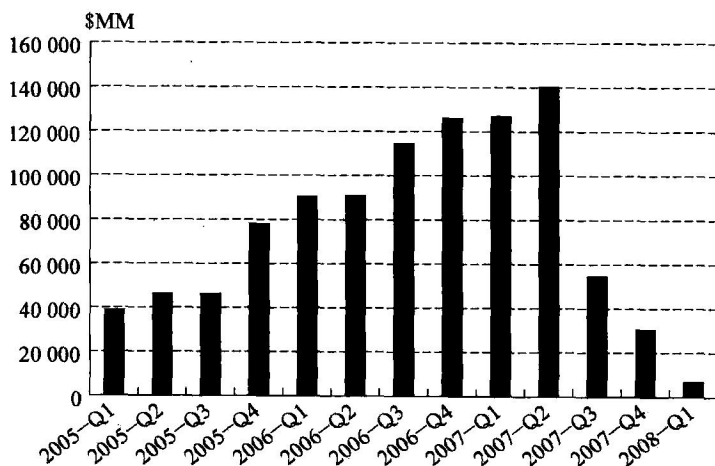


图6 以美元计价的CDO发行量

资料来源: SIFMA。

总之,2001年以来,不同层次的流动性均呈增强态势,推动房地产市场、信贷市场、信贷衍生品市场不断膨胀,风险日益聚集,为次贷危机爆发埋下了隐患。可以说,次贷危机实质上根源于流动性扩张导致的泡沫膨胀。

(二) 货币流动性紧缩与次贷危机的爆发

快速膨胀的泡沫必然有破灭的时候,刺破本次房地产泡沫的导火索是美联储的宏观紧缩措施。2004年以来,为防范通货膨胀威胁,美联储连续17次提高联邦基金利率,美国房地产市场随之降温。实际上,美国很多地区房地产价格的上升势头在2005年夏季结束时就开始中止。从2006年开始,美国房地产市场进入市场修正期,新屋开工数量下降了约60%,为20世纪90年代初以来最低水平。2007年,美国住宅房地产的销售量和销售价格均继续下降,二手房交易的下跌程度是1989年以来最为严重的,2007年二季度的整体房价创下20年来的最大跌幅。

利率提高导致原来的客户还贷成本不断增加,2005年重新设定的次级贷款浮动利率普遍升至12%左右,一些人的利率甚至高达20%。利率提高导致房贷违约率开始增加。2007年3月,美国抵押贷款银行家协会发布报告称上年第四季度美国抵押贷款违约率达4.95%,是2003年春季以来的最高水平,其中次级抵押贷款违约率从12.56%增长到13.33%,为最近4年来的最高水平。同期,开始进入取消抵押品赎回权程序的抵押贷款比例上升到0.54%,创出历史新高,其中次级抵押贷款市场失去抵押品赎回权的比例高达2%,创3年来的最高水平。

房价下降还造成抵押物贬值,贷款机构坏账不断增加。2006年底之后,次级按揭贷款的坏账率不断上升,20多家次级按揭贷款公司破产或申请破产。2007年4月,美国第二大次级抵押贷款机构新世纪金融公司申请破产保护,次贷危机爆发。

(三) 资金流动性、市场流动性的螺旋式下降与次贷危机的升级和蔓延

房地产市场和信贷形势的恶化对金融机构的资金流动性、金融产品的市场流动性产生了重大冲击。更为严重的是,资金流动性和市场流动性之间相互交错、相互作用导致整体流动性加速恶化,呈现螺旋式下降^①,推动次贷危机不断升级并广泛蔓延。

一方面,资金流动性恶化导致市场流动性下降。房贷违约率的上升导致金融机构资产状况恶化,并通过资产证券化链条影响到相关信用衍生品,引发衍生品价格大幅下跌。由于大型投资银行、对冲基金等是信贷衍生品的主要投资

^① 国际货币基金组织(2008)将这种情形称之为“流动性螺旋”(liquidity spirals)。

者,衍生品价值的下降导致投资银行、对冲基金出现巨额损失,引发投资者担忧,纷纷要求赎回,迫使基金在低价位平仓套现,抛售各类金融资产,导致其他金融市场呈现“共振”态势,危机向整个金融市场蔓延,市场流动性全面紧张。

另一方面,市场流动性下降加剧了资金流动性的紧张状况。由于金融机构越来越依靠金融市场进行融资,市场流动性的下降必然引发融资风险。就抵押贷款机构来看,很多贷款机构游离于存款体系以外,没有存款基础,它们类似于传统存款机构“借短贷长”,主要利用资产支持票据(ABCP)从货币市场上获得短期资金。货币市场紧张导致这些机构难以获得融资,从而引发流动性风险。除融资风险外,市场流动性下降还导致资产变现困难,原本销售顺利的信用衍生品迅速贬值,导致金融机构面临大幅度资产减记。自2007年年初以来,美国次级抵押贷款危机已导致各大银行及券商遭受约1460亿美元的损失。2007年美林、花旗和瑞银集团的次贷相关损失依次达到245亿美元、221亿美元和184亿美元。

资金流动性和市场流动性相互推动、加速形成的“流动性螺旋”反映出在市场主导的金融体系(market-based financial system)中危机传导的新特征。随着金融体系由银行为主导(bank-based financial system)转向市场为主导(market-based financial system),金融机构的运作模式发生深刻变化,经营活动围绕着金融市场而展开,金融机构和金融市场之间的联系更加密切,金融市场波动对金融机构的影响也更大。在这种条件下,很容易产生金融市场危机和银行危机共生交织的情况,增加危机的严重性和危害性。

(四) 流动性环境的根本改善面临着严峻挑战

从流动性角度看,危机的化解取决于流动性恶化的趋势得到遏制。由于货币流动性、资金流动性、市场流动性之间环环相扣、紧密联系,因而需要各层面流动性状况的全面缓解,才能打破不断向下的“流动性螺旋”。但从目前来看,流动性环境的根本改善面临着严峻挑战。

一是信贷紧缩。尽管货币当局不断注入流动性,但金融体系自身的信用扩张乏力。据美联储的调查,次贷危机后美国商业银行贷款标准明显收紧(见图7)。信贷紧缩加剧了微观主体的融资困境,加大了资金流动性风险。

二是危机向整个房地产信贷领域和消费信贷领域蔓延。除次贷领域贷款质量严重恶化之外,有迹象表明包括一般住房贷款和商业房地产贷款在内的整个房地产信贷的逾期率都有所上升。据美联储2008年一季度统计,经季节调整后,美国全部房地产贷款逾期率为3.52%,其中住房贷款逾期率为3.68%,商业房地产贷款逾期率为3.46%,均处于近年来高位(见图8)。此外,据美联储统计,目前一般消费信贷的逾期率为3.53%,其中信用卡贷款逾期率为4.86%,处于近年来高位并呈现上升势头(见图9)。

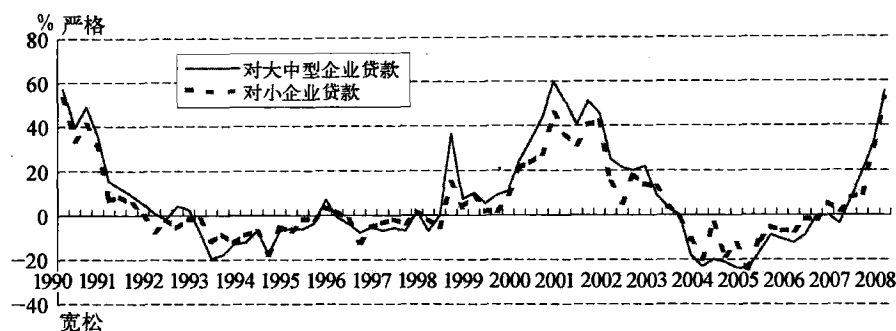


图7 美国商业银行信贷标准的变化

注：美联储对银行授信标准的松紧进行调查，纵轴正向表示信贷标准趋于严格的银行占比上升，反之表示信贷标准趋于宽松的银行占比上升。

资料来源：美联储调查。

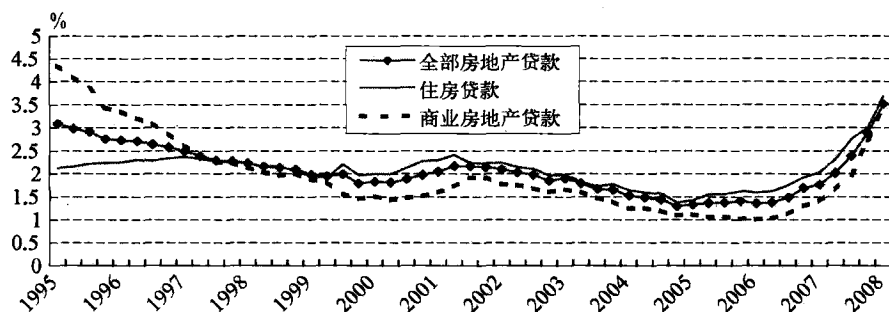


图8 美国房地产贷款逾期率情况

资料来源：美联储。

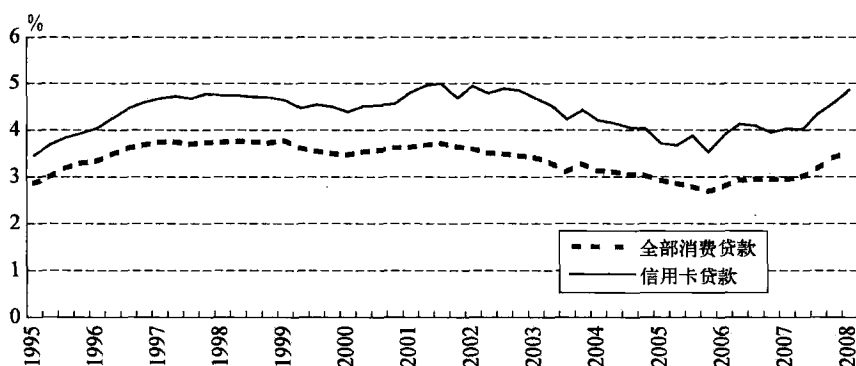


图9 美国消费贷款(含信用卡)逾期率情况

资料来源：美联储。

三是金融机构深陷流动性困境。随着次贷危机的蔓延,越来越多的金融机构被卷入其中,连美国最大的抵押贷款机构房利美(Fannie Mae)和房地美(Freddie Mac)也困难重重。要缓解金融机构的流动性困境,既取决于房地产市场状况的改善,又取决于金融市场流动性的恢复,这些在短期内都难以实现。

四是相关衍生品市场流动性丧失。次贷危机发生后,与次贷相关的衍生品市场遭受重大打击,资产支持证券发行规模下降,高收益债券市场基本处于关闭状态。据统计,2008年第一季度以美元计价的CDO发行量同比下降了94.6%,比2007年第四季度下降了77.6%。衍生品的急剧贬值、市场流动性的匮乏必将严重影响金融机构资金流动性,导致“流动性螺旋”难以被打破。

综上所述,多维流动性与次贷危机之间存在着密切关系。货币流动性扩张、资金流动性和市场流动性的相互增强是房地产泡沫和信贷泡沫形成的重要原因。而基于宏观稳定所采取的货币紧缩政策导致了微观领域出现流动性危机,泡沫破灭。资金流动性和市场流动性相互推动、加速形成的“流动性螺旋”又导致危机不断升级和蔓延。因此,多维流动性的变动在次贷危机演进过程中起到了极其重要的作用。而次贷危机的最终化解也有赖于各层面流动性状况的根本改善。

三、次贷危机中流动性的变化反映出的几个深层次问题

次贷危机中多维流动性的变化过程充分显示了现代金融体系的复杂性和内在不稳定性,这对制定货币政策和维护金融稳定提出了重大挑战。

(一) 次贷危机中流动性的变化揭示了宏观政策与微观主体之间存在“有效性冲突”

为抵御外部冲击、促进经济增长,中央银行通常采取扩张性货币政策。货币流动性扩张降低了借贷成本,促进了经济繁荣,活跃了金融市场,并导致企业和金融机构资产负债表快速膨胀。流动性快速扩张也带来一系列问题,诸如经济过热、通胀压力、资产价格泡沫等。为维护价格稳定,央行不得不采取加息等手段收缩流动性。但加息会削弱微观主体的支付能力和盈利能力,导致原先过度膨胀的资产负债表恶化,诱发流动性风险。同时,加息和微观领域的恶化还将打击金融市场,引发市场抛售。市场流动性下降又会导致资产贬值,进一步恶化微观主体的清偿能力,最终导致流动性危机爆发。

因此,原本试图维护宏观稳定的政策最后却引发微观领域的混乱和金融市场动荡。金融市场的严重动荡不但威胁金融稳定,而且会打击实体经济,这都迫使中央银行放弃原有的政策方向,转而采取减息的政策。而货币政策的被迫转向又将导致通胀形势更加严重,并可能会为下一轮资产泡沫埋下隐患。在这

种宏观政策和微观主体的“有效性冲突”(孙立坚等,2008)中,货币政策面临进退维谷的困境。

2004年以来,美联储为遏止通胀压力而持续加息,导致房地产市场降温,地产泡沫和信贷泡沫破灭,次贷危机爆发。金融市场的大幅动荡、经济前景的急剧恶化迫使美联储从升息转入大幅度降息,结果使通胀压力进一步加大、美元更加泛滥、国际大宗商品价格飞涨。这正是“有效性冲突”的充分表现。

(二) 在金融创新推动下,以衍生品为代表的流动性膨胀加剧了金融体系的整体风险

在当今金融创新极其活跃的情况下,流动性扩张更多的表现为金融资产的

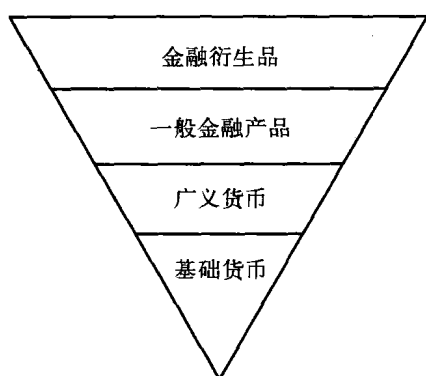


图 10 流动性倒“金字塔”

扩张。近年来,金融资产的扩张规模大大快于广义货币的增长,其中以衍生品的膨胀速度尤其引人注目。据国际清算银行统计,截至2006年末,全球OTC衍生品市场名义余额415.2万亿美元,比2000年末增长336.2%;据国际互换与衍生品协会(ISDA)调查统计,截至2007年6月末,全球OTC利率和汇率衍生品市场名义余额达347.1万亿美元,比2000年末增长450.8%。由于衍生品等金融资产快速增长,全球流动性呈现一个倒“金字塔”格局。

由于衍生品价值最终要依赖基础产品的价值,依赖最初微观主体间的债权债务关系,一旦基础资产安全或债务链条受到威胁,势必波及衍生品的价值。这一点在次贷危机中表现得十分突出。作为基础资产的抵押贷款通过资产证券化,变成MBS,投资银行将其不断分层、打包,变成债务抵押证券CDO,在CDO基础上又形成 CDO^2 、 $CDO^3 \dots CDO^n$ 。随着证券化链条的加长,衍生品规模不断膨胀,涉及的投资者也越来越多。当基础资产的债权债务关系无法维系的时候,不可避免地会产生连锁反应和扩散效应,风险沿着证券化链条传播开来,导致危机迅速扩散和蔓延。

(三) 随着全球化、金融创新和金融市场的发展,市场力量对流动性的影响力越来越强,中央银行对流动性的控制力趋于下降

次贷危机爆发后,美联储迅速采取行动,连续降息并持续向市场注资。但金融市场流动性紧张的状况并未得到明显缓解。人们不禁会问,在现代金融体系中,中央银行对流动性还有多大的影响力?对于这个问题,应当区分不同范