

全球金融动荡引发的思考

张雪春 ●

美国次级按揭贷款风波引发了全球性金融市场动荡。美国由于一些放贷机构和机构投资者因为无法按期回收次级房贷遭受惨重损失，导致金融市场流动性不足，从而危及整个金融市场。据统计，7月下旬到8月1日，全球股市两周缩水2.66万亿美元，几只规模在百亿美元以上的投资基金下跌超过了4%，最高的达到12%。与次级按揭贷款有关的商业和投资银行出现严重资金短缺，金融市场呈现流动性不足，股票市场大幅下挫。预感到有可能发生全面的金融危机，各国中央银行纷纷出手救市，两天内注资总额超过3220亿美元。本文认为，此次金融市场动荡虽然是次级按揭贷款无意中通过对冲基金和其他机构投资者冲击股市造成的，但其影响巨大，教训深刻。我国作为一个已经融入全球金融体系的发展中国家，建立金融突发事件的预警和防御机制，显得尤为重要和迫切。

一、小鱼掀大浪——危机的产生

次级按揭贷款只是一种6000亿美元规模的金融产品，占美国按揭贷款市场份额不足15%，在美国或全球金融市场上只是一条“小鱼”。2006年末，

次级按揭贷款的不良率也不足15%，如何能引发全球金融市场的大动荡呢？要回答这个问题，首先必须弄清楚次级按揭贷款这条“小鱼”是如何链接到数量投资基金这些“大鲨”的。这些“大鲨”为了减少在次级按揭贷款上的亏损，在股票市场“吐出”了一部分“食物”（股票），引发了骨牌效应，从而在金融市场上掀起了巨浪。

次级按揭贷款指的是给信用历史不佳的客户的高利率贷款，这类贷款对借贷双方都意味着高风险。房地产按揭贷款在美国最为发达，21世纪初，当信用佳、收入稳定的客户市场发展越来越慢的时候，按揭贷款公司将业务发展的重点放在次级按揭贷款上。这类贷款的借方大多为信用不佳、收入不稳定的人，甚至包括非法移民。为吸引顾客、刺激需求，次级按揭贷款的首付一般低于20%，有时甚至为0；贷款前几年，采用固定的低利率，但之后，利率根据联邦基金利率浮动。按揭贷款公司不可能承担相应的利率和房价风险，便把这些贷款打包卖给机构投资者，也就是说，机构投资者（养老基金、对冲基金等采用数量投资战略的投资基金）或者说是全社会间接承担了次级按揭贷款的风险。

次级按揭贷款基金多为对冲基金和机构投资者（主要是增强型指数基金）所持有。前者为高风险投资人，后者为中低风险投资人。这类基金大多采用数量投资基金的投资战略，即利用统计模型找出合适的股票投资。例如，统计分析显示“价值股票”（市盈率低的股票）的收益率比市盈率高的股票收益率高，在数量投资的战略决策中，应当买入前者、卖出后者。与其他投资不同的是，数量投资严格按照既定战略操作，在执行中尽可能减少人为的干预。由于只有少量投资战略历史效益不错，数量投资基金只能在几种成功的投资战略中选择，一只有投资价值的股票往往同时被大多数模型视为价值股。因此，它们往往持有相近的股票。也就是说，这些数量投资基金在互相交易；一旦有一只大的基金退出，很容易产生多米诺骨牌效应，所有的基金都受影响，而且问题越来越严重。

在低利率、高房价的情况下，购买次级按揭贷款的机构投资者的风险不大。一旦情况有变，按揭贷款银行/公司亏损巨大或破产，机构投资者（主要是数量投资基金）面临两种选择，或按市场最低价卖出次级按揭贷款，或将

其他赢利证券变现弥补按揭贷款的损失。当一些大基金选择卖掉一部分价值股来弥补次级按揭贷款的损失时,引发股市的震荡也就在所难免。在这种情况下,价值股股价的波动远远超过了股指的波动,对机构投资者的影响亦远大于股指的波动幅度。

二、央行救市——危机的蔓延与控制

本次金融市场动荡是次级按揭贷款无意中通过对冲基金和其他机构投资者冲击股市并导致相关银行资金紧

难以承担提高了的利率,房价的下降使这些人不可能将房子按原价转手。2006年末,次级按揭贷款的坏账率上升,20多家次级按揭借款公司破产或申请破产,其中最著名的是新世纪金融公司。不断上升的利率和下降的房价冲垮了次级按揭贷款市场。7月26日以来,一些规模巨大、多战略的基金信用收益证券和固定收益证券损失惨重。为避免这部分流动性差的证券的损失,这些基金经理按照数量投资战略卖掉一部分资产套现,而套现只能在流动性最强的股票市场上实现。由于许多

按揭贷款证券化产品,向对冲基金和其他机构投资者贷款购买次级按揭贷款的商业银行,其中大部分是大型国际商业银行,贷款风险也随之骤升。银行流动性偏紧,直接导致银行间市场的隔夜拆借利率提高。以维护金融稳定为主要职能的中央银行纷纷紧急行动,在预见到可能发生动荡的情况下向市场注资。美联储8月9日向金融市场注入了240亿美元资金,并在10日开市前发布声明承诺采取一切必要措施,避免股市失控。这是美联储20年以来第三次发布“保障性”声明:第一次是1987年10月20日华尔街遭遇的“黑色星期一”,当天道琼斯工业股票平均指数全天跌幅达23%;第二次为2001年“9.11”恐怖袭击事件之后,美联储当日连续三次注资,总额达380亿美元。欧洲央行8月9日向市场注入了948亿欧元资金,以防范可能出现的金融危机。更引人注目的是,它作出了为期一天的承诺,答应在这一天内满足金融机构所有的融资要求。10日,欧洲央行宣布再注资610.5亿欧元(约合836.4亿美元)。欧元区各国央行也纷纷出台措施,稳定金融市场。瑞士央行9日、10日连续向股市提供低息贷款。

由于日元的低利率,国际机构投资者往往以低利借出日元,投入高收益的其他国家,这被称为日元套利。次级贷引发的危机使日元套利纷纷平仓,日本的资金也告紧张,日本银行8月10日向金融系统紧急注入1万亿日元(约合85亿美元)。其他亚太国家如澳大利亚、新加坡中央银行也有行动。

三、几点启示

由次级贷引发的金融动荡似乎趋于收敛,金融全球化或一体化的力量再一次得到验证。目前危机虽然得到了暂时控制,但是,对决策者和投资人而言,教训无疑是深刻的。金融全球化带来的风险与机遇还有待进一步的深

链接

数量投资基金(又称定量基金)是按照建立在统计分析基础上的计算机模型得出的结果来投资的基金。对冲基金(高风险)和机构投资者(中低风险)大都不同程度地采用数量投资战略。2001年网络泡沫破裂之后,数量投资基金越来越受投资者青睐,其回报率相当可观,数量投资基金的严格投资战略使其赢得了机构客户的信赖,被认为是一种健康的投资工具。根据Casey Quirk咨询公司对400位经济经理和800种产品的统计,2003-2005年间,数量投资基金比非数量投资基金的年回报率平均高100个基本点。数量投资模型是根据历史数据建立起来,其计算结果只有在市场平稳的条件下(概率大约为98%)才有意义;当市场极度波动的时候,模型就失去了存在的基础。

张造成的,而这种动荡对金融市场的影响超越了股指的波动。据路透社报道,8月9日至15日,美国共同基金的资金流出量为198.6亿美元,超过了9.11过后一周的资金流出量165亿美元。

2000年以来,美国持续低利率,房价不断上涨,大大刺激了次级按揭贷款的发展。2001年,次级按揭贷款规模为1200亿美元,2002-2005年间,年增长率超过50%,2005年达到6250亿美元,2006年略微下降至6000亿美元。2003年以来,美联储连续25次提高联邦基金利率,2006年,美国房价开始下降。原来可以按期还款的客户

数量投资基金的投资战略相似,证券组合也相近,当一只大基金开始抛出股票或其他证券时,抛售恶化了其他相近基金的收益。在这种情况下,按照基金的止损要求,包括数量投资基金在内的所有基金都必须在遭受损失后抛售旗下的证券。以高盛的环球阿尔法基金为例,截至6月30日,旗下62亿美元离岸资产赎回的资金高达3.94亿美元,是新增资金的3倍,7月底到8月初更是损失惨重,两周损失了基金的12%。

随着评级公司对次级按揭贷款评级的降低,从事按揭贷款的银行和金融公司无法通过投资银行打包卖出按

人分析。同时需要注意的是,我国应当紧密跟踪事件的发展,评估其对我国金融体系以及发展的影响。

第一,在金融全球化的背景下,我国应当把建立金融突发事件的预警和防御机制列入议事日程。现代金融市场高度融合,任何波动都有可能产生多米诺骨牌效应,几家金融机构的破产就可能影响到整个金融体系的稳定。在某些事件导致证券价格远离公正值、投资者极度不安的情况下,央行的果断救市是提升市场信心的关键。无论我国选择哪种预警和防御机制,其运作都是以经济实力作后盾的,由此看来,适量的外汇储备是必需和有益的。同时,我国还需要建立有效应对金融体系动荡和投资人恐慌的非政府渠道。这次动荡中,各大证券机构的研究部门对投资者信心起了重要作用。与发达国家相比,我国证券公司的金融研究机构远远没有起到树立投资者信心的作用,还有很远的路要走。

第二,本次金融动荡对美国影响

最深远的应该是房价的下跌。美国长期的低利率刺激了次级按揭贷款的高速发展,一些收入低又不稳定本应租房的人在没有适当政策引导的情况下贷款买房,而又在利率提高、房价下降的情况下无法还贷,引发了金融体系的动荡。更重要的是,借款人的破产和无家可归是国计民生的大事,这一事件对美国的影响还在逐步显现之中,期间政策的作用已经演化为政治话题。可以肯定的是,被虚高需求推升的房价肯定还会下跌,民众财富的损失会更大。这才是影响消费水平和经济增长的决定性因素。

有分析认为,美国房贷的风险由多种投资者承担,市场上投资者对风险敏感度高,而二级市场的信号作用又使危机尽可能早地被发现,投资者和购房者共同承担损失,市场在痛苦的调整之后会重新走向发展壮大。反观我国,银行是房屋融资主渠道,缺少机构投资者分担风险,一旦房价下降、利率进一步提高,对银行、金融市场的

震荡可能更强,需要调整的时间更长,对经济的破坏度更大。另一方面,虽然本此次级贷事件中是金融市场将次级贷的风险放大了,波及到其他相关金融产品,才造成后来的金融市场震荡,而我国房贷在银行资产中所占比重较小、证券化程度低、与其他金融产品联系不很密切,但无论如何,在当前房价高企,利率水平还不算太高的情况下,我国应当把如何控制、分散相关金融产品风险,确保在房价调整时不会引发金融市场动荡甚至金融危机,作为一个重要课题来研究。

第三,流动性高的资产也可能出现流动性问题。一般认为,只有一些交易量有限的固定受益证券、股权衍生产品等流动性差的证券才可能出现流动性问题,而此次事件显示,当一些持有相近证券组合的机构投资者采用相近投资战略的时候,股票也可能出现流动性问题。●

(作者单位:中国人民银行总行研究局)

责任编辑 李颖

图片新闻

从2007年起,河南省对种粮农民直补和综合直补工作,实行“一折通”的办法兑现各项补贴资金。图为南阳市宛城区白河财税所工作人员深入引丰庄村现场发放粮食直补和综合直补存款。●

(肖家旭 摄影报道)



PHOTO NEWS