

资本流动、金融结构变迁与金融风险转移

——对美国次贷危机的解释

马 宇

[摘 要] 经济全球化条件下的资本跨国流动以及全球投资组合,降低了国别系统性风险,凸显全球投资组合的优势,吸引更多资金从银行中介流向金融市场,导致金融体系结构变迁,出现银行主导型金融体系向金融市场主导型金融体系转变的趋势,银行业务重心转移到金融市场,原来银行管理的风险更多转移到金融市场。金融市场管理风险的特点是由投资者直接根据自己的风险承受能力进行风险互换,并最终承担风险损失,遇到冲击时,影响更易被放大。这就是次贷危机影响如此之大的背景原因之一。不断涌现的衍生金融工具使风险多次被分拆、捆绑和转移,债务链条不断延长和复杂化,但风险并没有被消除。当债务链条最源头的次级贷款人出现违约以后,投资者无法辨别资产风险大小,因此整个债务链条上的投资者都产生了恐慌,促使次贷危机不断蔓延和放大。

[关键词] 次贷危机;资本流动;金融体系结构;衍生金融工具

[中图分类号] F830.9 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2009)03-0400-06

2008 年以来,美国次贷危机及其引发的金融危机给全球经济带来巨大冲击。一个小小的美国次级贷款市场的问题竟然引发了全球金融危机,这使得我们不得不深思次贷危机爆发的深层次原因是什么,到底是哪些因素酿成如此之大的损失。在 2007 年次贷问题刚刚浮出水面的时候,很多人并没有给予足够的重视,认为这只是短期的金融波动,不会产生太大影响。然而,随着危机的逐步发展和不断演化,原来表现良好的优质抵押贷款和次优抵押贷款^①都出现了问题,众多金融机构被牵连在内。这个时候,人们不得不重新审视美国次贷危机,为次贷危机寻找一个合理、客观的解释。

已有若干文献从多个角度对次贷危机的成因进行了研究,但并不能很好地解释与往次危机相比较,次贷危机影响力度如此之大以及范围如此之广背后的深层次背景原因。本文研究的独特之处在于对次贷危机的深层次背景原因进行了分析,发现经济全球化条件下的资本流动导致金融结构变迁,而金融结构变迁又将风险更多地转移到金融市场,在大量使用衍生金融工具的条件下形成了复杂的债务链条,这些使得次贷危机不断蔓延和放大。

一、经济全球化、资本流动与金融体系结构变迁

全球化是经济发展的大势所趋,各国经济都不断对外开放,融入世界经济体系。在这一过程中,越来越多的投资者可以在全球市场进行资产配置,全球投资组合比在一个国家的投资组合降低了投资风险。萧琛(1995)^[1](第 65-71、92 页)认为,20 世纪 90 年代美国证券投资组合战略发生了变革,逐步由倚重种类组合转向倚重地区组合,美国投资机构对外证券投资迅速增长,组合结构中非国内证券比重迅速提

收稿日期: 2008-10-10

作者简介: 马 宇, 山东工商学院副教授; 山东 烟台 264005。

基金项目: 国家社会科学基金项目(项目批准号 07CJL012), 山东省自然科学基金项目(Y2008H34)

高,新兴市场日益受到重视。投资组合全球化的经营技术原因在于:国际化组合优于国内化组合,同时重视股票和债券的组合优于只是股票的组合,重视新兴市场的全球化组合优于传统的只重视成熟市场的国际化组合。张一驰(1997)^[2](第14-17、29页)认为,一个国家内的各种证券收益率之间的相关程度一般比较高,但不同国家的证券收益之间的相关程度明显低于一个国家内部各种证券之间的相关程度,其原因是各国的经济增长是不平衡的,必然导致这些国家和地区的证券资产收益率不一致。因而,证券市场国际化降低了资产组合的风险,并且改变了有效组合的边界。V. R. Errunza(1994)^[3](第82-87页)通过对1960—1990年数据的实证研究,认为资产组合中引入新兴证券市场股票可以提高收益率并降低风险;新兴证券市场收益与发达国家证券市场收益相关性很低;新兴证券市场之间不存在相关关系。

全球投资组合提高收益率的原因在于投资者可以在更广的范围分散风险,其基本原理是马柯维茨投资组合理论。与一国的证券组合相比,全球投资组合可以分散国别系统性风险,因此会提高投资组合承担单位风险所获取的收益。不同国家金融市场的系统性风险的相关性较低,当投资者可以在全球金融市场上进行组合投资时,其面临的个别国家的系统性风险就会大大降低。这可以用马柯维茨资产组合理论来解释,把每个国家的金融资产看作一种证券,不同国家的金融资产看作不同的证券,然后把在各个国家的金融资产投资看作一个投资组合,这样只要不同国家的系统性风险不是完全相关的,投资者就能够降低所承担的国别系统性风险,从而资产在风险相同的情况下获取更高的收益率。

经济全球化过程中投资者通过持有全球投资组提高了收益率,金融体系中原有的资金配置均衡被打破,投资者将一部分资金从银行中介转移到金融市场,造成银行存款资金流向金融市场的现象,即通常所说的“金融脱媒”。如果从投资者角度来看,这种变动就是投资者不断调整其投资组合、重新配置资产的过程。资金从银行体系流向金融市场造成了金融体系结构^②的变迁,从银行主导型金融体系转向金融市场主导型金融体系,这已经成为经济全球化以来各国金融体系发展的一个明显趋势。

二、金融体系结构变迁背景下的美国次贷危机

(一)金融体系结构变迁改变了风险管理模式

正如金融体系的资金配置功能表现为通过金融体系的运行将资金从盈余者手中转移到需求者手中,金融体系的风险管理功能表现为伴随着资金的转移,投资中涉及的风险被分配到投资者中,按照投资者的意愿和风险承担能力由不同投资者分别承担。风险管理功能的实现往往依附于各种具体的资金配置形式,而有效的资金配置的最终实现也必须以有效的风险管理为条件和保障。金融体系风险管理功能的充分发挥,可以使得整个经济体系中的风险配置更加合理,提高经济体系运行效率和稳定性。

风险管理是金融体系的核心功能之一,而银行中介和金融市场存在着不同的风险管理模式。我们可以把银行看作一个资产风险转换的部门,它向存款者发行安全资产^③,然后再将筹集的资金贷款给借款人,转换为风险资产,银行凭借规模经济和信生产优势,通过管理风险来获取收益。传统情况下,银行获取收益的主要方式是存款与贷款的利率之差,当经济繁荣时,银行收益增加;当经济萧条时,银行收益下降,这样银行就面临着经济周期性变化带来的系统性风险导致其收益的不确定。当收益较高时,银行就将这些收益变为储备,当收益下降时,银行就将这些储备用于弥补收益不足。银行中介用这种方式来管理风险,并以此来保证向存款者支付固定收益。银行通过贷款多样化和分散化规避非系统性风险,系统性风险在银行与借款者之间分担,当经济体系中的系统性风险很高时,银行就要承担借款者无法承担的那部分系统性风险,因此银行成为一个经济风险聚集的部门。

金融市场的风险管理模式表现为在既定时点上,不同投资者可以通过风险互换实现有效风险管理,金融市场通过向投资者提供各类投资工具来使投资者的风险得到分散。银行中介管理风险的特点是内部化,即将银行所管理的风险直接转化成银行自身所承担的风险;而金融市场的风险管理不是将风险内部化,而是在既定时点上,由投资者直接根据自己的风险承受能力进行风险互换,并最终承担风险损失。

随着金融市场繁荣而发展起来的衍生金融工具也具有风险管理功能。通过衍生金融工具的运用可

以将风险重新在投资者之间进行配置,使愿意承担高风险的投资者承担多一些风险,不愿意承担高风险的投资者将一些风险转移出去。衍生工具可以使风险的不同组成部分能够被分离出来,重新包装和单独定价,并可以进行交易,以适应投资者对风险的偏好和不同承受能力。因此,衍生工具具有改善风险配置、提高金融体系风险管理的功能。但是,衍生工具的作用仅是将风险进行分拆、捆绑和重新分配,它本身并不能使风险消失,只是使风险的存在形式和承担者发生改变。

从以上分析可以发现,银行中介和金融市场的风险管理模式存在着显著的区别,因此,银行主导型金融体系和金融市场主导型金融体系的主要风险管理模式也截然不同。在银行中介主导型金融体系的国家,经济风险集中在银行体系,银行通过对经济繁荣和萧条阶段的收益进行调节,实现收益的跨时期平滑。在遇到外部冲击时,银行体系就像一层海绵体,起到缓冲作用,缓解外部冲击,保持经济运行稳定。而在金融市场主导型金融体系的国家,经济风险主要集中在金融市场,当风险转变为损失时,由投资者直接承担,对投资者的消费和投资能力直接带来打击,影响经济稳定。另外,在金融市场上,风险已经通过衍生金融工具被分拆、捆绑和重新分配,风险链条被延长和复杂化,在一定条件下风险会向外扩散和放大。在经济繁荣时期,投资者也会获得更多收益,带来更多财富效应,使经济更加繁荣。美国的金融体系结构从 20 世纪 80 年代以来更加趋于金融市场主导,商业银行资金来源减少,不再以存贷利差作为主要收入来源,把主要业务活动转移到金融市场。随着衍生金融市场快速发展,很多金融机构成为这一市场的主要参与者。美国次贷危机的爆发与上述金融体系结构变迁以及衍生金融市场快速发展之间存在着密切联系,可以说是金融体系结构变迁在一定程度上酝酿了次贷危机。

在银行主导型的金融体系中,银行发放住房抵押贷款不能或很少进行资产证券化处理,因此,购房借款人违约直接给放贷银行造成损失,银行盈利减少或者出现亏损,但银行可以用以前经济繁荣时期获得的高额利润来弥补损失。债务人违约造成的影响不会向外部扩散,一般不会影响到存款人的资金安全,所以,存款人的投资、消费和正常经营活动不会受到影响。当然,这里有一个限度,就是债务违约没有给银行带来过大的损失,损失必须是在银行可承受范围,不影响银行安全。从美国次贷危机的数据可以发现,在 2007 年,高风险的次级贷款占全部住房抵押贷款的比重不超过 4%^[4](第 4-11 页),次级贷款违约的直接损失更是远远小于这一比例,所以完全在银行可承受范围之内。但是,近二三十年来美国金融市场蓬勃发展,金融创新不断涌现,银行资金来源减少,银行不断加深对金融市场的参与程度,住房抵押贷款证券化就是在这种情况下发展起来的,银行用于发放住房抵押贷款的资金依赖于金融市场。资产证券化在一定程度上解决了银行面临的资金来源减少的问题。银行将住房抵押贷款打包出售给房利美和房地美等机构,把违约风险转移出去,并获得流动性,从事新的贷款业务。房地美和房利美等机构将住房抵押贷款打包,并以此为抵押委托投资银行发行债券,投资银行把债券推销给对冲基金、保险基金和养老基金等。这样导致风险由商业银行转移到房地美和房利美等机构,这些机构又将风险转移到投资银行和基金等机构投资者,而基金用于投资的资金是社会公众投资者的,风险转移给基金持有者。因此,在金融体系结构变迁的背景下,次级住房抵押贷款的风险被多次转移和分散,使风险链条延长和复杂化,最终放大了次级贷款违约带来的风险。

(二)衍生金融工具积累并放大了风险

金融体系结构变迁导致金融业务重心由银行中介转移到金融市场,而且为了管理风险,衍生金融工具被大量创新出来,形成庞大的衍生工具市场。在这种背景下,住房抵押贷款证券化以后,风险管理被转移到金融市场上,通过衍生金融工具和投资组合将风险分散、转移、分拆和捆绑,使得原有风险被重新配置,但是风险并没有被消除,只是重新组合与分散。发放住房贷款的商业银行将住房抵押贷款打包出售给房地美和房利美等打包商,将债务人违约的风险转移出去,获得流动性。打包商则以贷款债权为基础发行住房抵押贷款支持证券(MBS),并将债券出售给基金、保险公司等投资者,从而将银行承担的风险转移给债券购买者。遵循同样的程序,次级贷款也被打包,通过发行次级债券出售给境内或境外的投资。次级贷款支持的债券评级较低,一般情况下首先由投资银行购买,然后投资银行按债券可能出现

的拖欠率分割成不同的块,发行债务抵押凭证(CDO)风险低的是高级CDO,风险中等的是中级CDO,风险最高的是股权CDO,高级CDO的比例占80%,中级和风险最高的分别占10%。投资银行购买证券化资产产生的现金流首先偿付高级CDO,如果有剩余再偿付中级CDO,最后偿付风险最高的CDO。以上三种凭证在经过信用评级机构评级后,高级CDO获得AAA评级,多数出售给风险偏好程度较低的商业银行、保险公司、共同基金等,而中级CDO和股权级CDO,由于风险较高,主要购买者是风险偏好较高的对冲基金,同时投资银行也持有一部分。投资银行为规避风险,创造了信用违约掉期(CDS),将CDO的利息收入分解成两个独立模块,一个是资金使用成本,另一个是违约风险成本。投资银行向愿意承担违约风险成本的投资者分期支付违约保险金¹⁵¹(第65-67页)。

按照上述模式将次级贷款经过多次分拆和组合,使得债务链条更长、更复杂,最终产品的投资者很难弄清楚产品链和最终债务人的情况,所以一旦次级贷款抵押债券的某个环节出现问题,很多投资者,就会恐慌,从而产生一个风险放大效应。在住房抵押贷款可以证券化之后,银行在发放住房贷款过程中的责任减轻了,因为它可将贷款打包出售,借款人违约可能与放款机构无关,因此住房贷款机构放松了审查,而且在竞争激烈的环境中,为拉到客户,贷款条件一再放松,甚至出现“零首付”、“零文件”的贷款条件。放贷机构工作人员为扩大业绩,主动诱导客户贷款,出现了所谓的“掠夺性贷款”^④。

在这里,实际上是美国金融创新和衍生工具的高速发展导致美国金融资产泡沫和金融工具泡沫,使得风险链条更加复杂,放大了风险。当风险变为损失以后,金融链条上的各个主体都可能遭受损失,而且因为次级贷款经过多次的分拆和组合,最终的金融产品购买者对真实情况很难了解清楚,所以感到恐慌,大量抛售债券,债券价格大幅下跌。随着次级债券价格的下跌,一些金融机构的巨额损失浮出水面,打击市场信心,债券价格进一步下跌,金融机构亏损进一步加大,尤其是投资银行,由于持有股权级CDO和信用违约掉期产品(CDS)而遭受重大损失,最终难逃倒闭和被收购的命运。

因此,可以看出是金融体系结构变迁带来更多金融创新和衍生金融工具,而金融创新和金融衍生工具使风险更加复杂化,积累并放大了风险,在危机来临时表现出更大的破坏力。

(三)全球投资组合将风险扩散到全球

次贷危机从一开始便对全球金融市场带来强烈冲击,风险迅速向外扩散,在这一过程中全球投资组合起到了重要作用。在经济全球化的条件下,投资者为提高收益率大量进行全球投资组合,一方面导致金融体系结构变迁,资金流向金融市场;另一方面,全球投资组合也使各国金融市场更趋于一体化。同时,经济全球化导致全球系统性风险^⑤增加,各国经济运行面临更多和更大的外部冲击风险,这些冲击通过全球一体化的金融市场迅速传递。在这种背景下,美国次贷危机爆发,使欧洲、日本等国投资者持有的资产组合迅速贬值,损失惨重。危机通过心理渠道、金融渠道等迅速对全球市场产生巨大冲击。

共同基金和对冲基金等许多机构投资者的资金来源于包括个人在内的基金购买者,基金将这些人的资金聚集起来,通过专家理财和专业化管管理,进行全球投资组合。当一个市场出现危机时,全球投资组合就会出现价值下跌,为避免进一步损失,很多基金投资者就会赎回基金份额,从而迫使基金经理在某些资产缩水的情况下,不得不卖出手中持有的其他市场的资产,当很多基金都发生类似情况时,那些最初没有问题的市场的资产价格也会下跌,导致风险从一国市场传递到另一国市场。美国次贷危机爆发不久,欧洲市场多家基金面临着巨大的赎回压力,甚至陷入困境。因此,全球投资组合虽然在更广范围分散了风险,但也可能使资产价格波动从一个市场迅速传递到另一个市场。

次级贷款危机爆发以后,评级机构马上下调了次级债的信用等级,说明次级债的风险上升,由于金融资产是按风险定价的,所以次级债价格下跌。由于各国金融市场高度关联,对次级债评级下调导致全球市场一些类似资产的评级相应下调,风险重估,因此,美国次级债价格下跌,带动其它国家市场上类似资产价格下跌。这导致欧洲和日本等市场上持有与次级债类似资产的投资者遭受损失。

三、结论与启示

20世纪80年代以来经济全球化使得投资者可以进行全球投资组合率,提高了投资收益率,导致银

行资金流向金融市场,金融体系趋于金融市场主导型,银行的业务重心转向金融市场,金融机构大量进行金融创新,并使用衍生金融工具来管理风险。正是在这种背景下,美国的次贷危机爆发了,而且越演越烈,破坏力远远超出了次级住房抵押贷款违约造成的危害。虽然引发次贷危机的直接原因是美国房地产市场泡沫的破灭,但是如此一个小小的金融波动造成的影响之大,范围之广,是前所未有的。其根本原因,可从经济全球化、金融体系结构变迁和金融风险转移中找到一个较为客观、合理的解释。

通过以上分析,可以得到一些启示:

第一,在参与经济全球化的过程中必须适度控制金融体系结构变迁的速度,尤其是对于中国这样的新兴市场国家而言,由于缺乏相应的金融市场基础设施建设,过快的金融结构转型很可能短时期内带来金融危机。另外,应该注意金融市场只是可以分散和转移风险,并不能消除风险,因此控制风险的源头非常重要,例如,在美国次级住房抵押贷款的发放中,如果能严把放贷关口,则可能不会出现后来的大面积违约。

第二,适度发展衍生金融工具市场。衍生金融工具是用来分拆、转移和组合风险的,对优化风险配置具有重要作用,但其过度发展则有可能使风险链条延长和复杂化,从而放大风险,在次贷危机中衍生金融工具就在很大程度上起到一个放大风险的作用。因此,今后我国在发展衍生金融工具的时候,既要利用其优化配置风险的功能,又不能任其发展,被用来投机和增加风险。

第三,在参与全球金融市场活动的过程中,必须严格控制风险。在次贷危机中,我国商业银行的损失并不是很大,但是也给我投资者提了一个很好的警示。即使投资者使用全球投资组合分散风险,在次贷危机中也难以避免遭受巨大损失,有些风险是全球投资组合无法规避的,投资需要采取其他策略来控制风险。另外,我国金融机构不但要在对外投资中提高风险意识,在国内发放住房抵押贷款时,也应严把审贷关,从源头控制风险。

注 释:

- ① 美国的房地产抵押贷款分为三类:优质抵押贷款、次优抵押贷款和次级抵押贷款。
- ② 本文中金融体系结构是指一国金融体系属于银行主导型金融体系或金融市场主导型金融体系。
- ③ 与股票、债券和衍生金融工具相比,银行存款较为安全,政府一般不会让银行倒闭,因此把存款看成安全资产。
- ④ 掠夺性贷款指贷款人以非法的高利率或隐藏费用、开支等手段向借款人推销贷款。
- ⑤ 全球系统性风险是指在经济全球化条件下,有些风险大大超越了个别国家范围,很多国家同时受到影响。

[参 考 文 献]

- [1] 萧 琛:《美国证券投资组合的全球化态势分析》,载《北京大学学报》(哲学社会科学版)1995年第1期。
- [2] 张一驰:《证券市场国际化:理论基础及其政策含义》,载《金融研究》1997年第11期。
- [3] Errunza, V. R. 1994. "Emerging Markets: Some New Concepts," *Journal of Portfolio Management*, (Spring).
- [4] 曹远征:《美国住房抵押贷款次级债风波的分析与启示》,载《国际金融研究》2007年第11期。
- [5] 李 佳:《次贷危机的生成、演化及对中国的启示》,载《当代经济管理》2008年第7期。
- [6] Reinhart, Carmen M. & Kenneth S. Rogoff. 2008. "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," *NBER Working Paper No. 13761*.
- [7] Whalen, R. Christopher. 2008. "The Subprime Crisis—Cause, Effect and Consequences," NFI working papers on NFI's website, <http://www.networksfinancialinstitute.org>, March.
- [8] Wray, Randall. 2007. "Lessons from the Subprime Meltdown," Working Paper No. 522. The Levy Economics Institute, December.
- [9] Purnanandam, Amiyatosh. 2009. "Originate-to-Distribute Model and The Sub-prime Mortgage Crisis," SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1167786>, Last revised: February 09.
- [10] Ariccia, Giovanni Dell & Deniz Igan, Luc Laeven. 2008. "Credit Booms and Lending Standards: Evidence From the Subprime Mortgage Market," CEPR Discussion Papers 6683.

- [11] Dew, Kurt. 2007. "The Definition of Bank and the Subprime Mortgage Crisis: Tying Bank Regulation to Banks' Risk-Return Trade-offs in the 21st Century," Networks Financial Institute at Indiana University, December.
- [12] Lim, Mah-Hui, Michael. 2008. "Old Wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis—Causes and Consequences," The Levy Economics Institute Working Paper No. 532. April.
- [13] Keys, Benjamin J. & Tanmoy Mukherjee, Amit Seru, Vikrant Vig. 2008. "Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence From Subprime Loans," EuroBank Best Paper Award at the European Finance Association Conference, December.
- [14] Crouhy, Michel G. & Robert A. Jarrow, Stuart M. Turnbull. 2008. "The Subprime Credit Crisis of 07," Journal of Derivatives Fall.
- [15] Schwarcz, Steven L. 2008. "Markets, Systemic Risk, and the Subprime Mortgage Crisis," Duke University School of Law Research Paper No.190, March.

(责任编辑 于华东)

Capital Flows, Finance Structure Change and Financial Risk Shift: Explanation to the Subprime Credit Crisis in USA

Ma Yu

(Shandong Institute of Business and Technology, Yantai 264005, Shandong, China)

Abstract: Under the economical globalization condition capital transnational flowing as well as the global portfolio, reduced the nationality systematic risk, thus highlights the global financial market investment portfolio superiority, attraction more funds flows to financial market from bank system, causes the finance architecture vicissitude, appears the bank leading finance system transforms to the market leading finance system, the bank service shifts to the financial market, the bank intermediary management risk more shifts to the financial market. Financial market risk management is characterized by the investors according to their risk tolerance for risk exchange, and ultimately to bear the loss. When experienced shocks, the pattern of risk management easier to enlarge the impact. Continuous emergence of derivative instruments makes the risk of financial markets has been split several times, tied up and transfer, debt chain extended and complicated, but the risk has not been eliminated. When the lender of the source in the event of default, the investor is unable to distinguish risk, so the investors have had a panic to keep the spread of the crisis and to enlarge.

Key words: subprime credit crisis; capital flows; finance architecture; derivative financial instruments