

申炫松谈危机十年：你真的了解08年金融危机吗？

免责声明：本文仅代表原作者个人观点，不代表智堡立场。

本周是雷曼兄弟破产十周年。在许多方面，我们仍然活在危机的余波中。在这场危机最严重时，人们所做出的评估，往往围绕着一系列令人窒息的事件及其显著症状而展开。但并非所有这些评估都说到了点子上。十周年纪念是一个很好的契机，让我们可以从各种论点中取其精华去其糟粕，并摒弃围绕危机而产生的一系列神话。

证券化和道德风险

我们先来谈谈证券化和道德风险问题，这两个问题在危机早期就很突出。证券化是指将贷款打包成证券的做法。次级抵押贷款证券化成为危机爆发前人们对银行业务强烈反感的焦点。这种反感集中在“道德风险”的概念上，指的是肆无忌惮的放贷者将不良贷款转嫁给其他市场参与者，而毫无戒心的小投资者则处于这一链条的末端。就这样，危机的“烫手山芋”理论 ("hot potato" theory) 诞生了。在这个理论中，银行在玩一种将不良贷款传递给链条上下家的游戏。

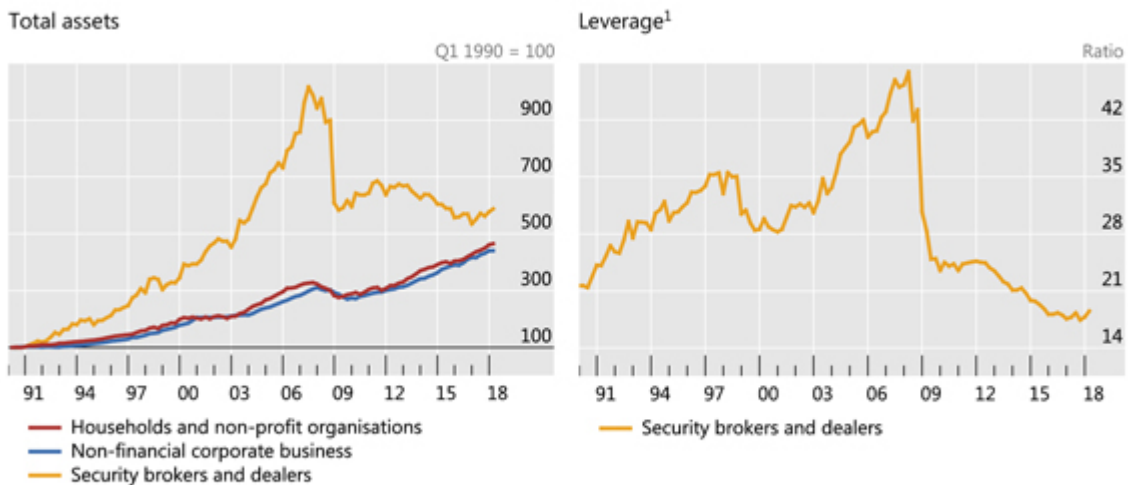
这个想法很简单也很吸引人，它指责了一个可识别的反派角色，因此它无数次出现在关于次贷危机起因的演讲和文章中。根据这种推理，一种补救方法是，进行贷款证券化的银行应该保留部分贷款，这样它们在最终贷款还款时就属于利益相关方——银行应受到足够的“利益绑定” ("skin in the game") 。

如果烫手山芋理论是真的，那么损失将集中在非银投资者身上。然而，在次级抵押贷款的损失中，银行自己却占据了最大的份额，许多银行最终破产。

通过更仔细的审视，我们可以发现，证券化事实上将风险集中在银行业本身，而不是将不良贷款传递给银行体系以外的其他人。银行将证券化作为一种借款方式，以扩大放贷和增加杠杆。与依靠零售存款为贷款融资的传统银行不同，证券化利用新的债权人，开辟了全新的融资来源。例如，如果银行每抵押100美元的证券，就能借98美元，那么银行只需要2美元的自有资金就能为100美元的贷款进行融资。银行的杠杆率（定义为贷款总额除以银行股本）可能高达50。

关键的区别在于，向链条上的下家出售不良贷款与以不良贷款为抵押品借款之间是完全不同的。**通过出售不良贷款，你可以将不良贷款从资产负债表中剔除。然而，以不良贷款借款并不能消除这些不良贷款。**烫手的山芋恰恰就在你的资产负债表上或你所赞助的SPV (special purpose vehicles) 账簿上。可以肯定的是，银行之间的确发生了一些风险转移，但风险仍停留在整个银行业内部。银行在这场游戏中所占的份额远不是太少，而是太多。**银行远不是把烫手山芋传给链条上的非银投资者，而是恰恰把自己放置在链条的最末端。**

图1绘制了1990年以来美国证券经纪-交易商 (broker-dealer) 部门总资产和杠杆率随着时间的变化，其中包括华尔街主要投资银行和从事证券化活动的全球性银行在美国的子公司。



¹ Calculated as total assets divided by equity.

Sources: Federal Reserve, flow of funds accounts; BIS calculations.

美国证券经纪-交易商部门的总资产增长速度远远快于经济的其他领域，但随着危机的爆发而迅速崩溃。该行业的杠杆从1990年的22开始一路飙升，并在顶峰时达到了令人眩目的48。

随着资产负债表的扩张，银行开始寻找新的借款人。当所有资质优良的借款人都已拥有抵押贷款时，银行开始降低信贷标准以便向次级借款人放贷，银行的资产负债表得以持续扩张。正是需要新的次级抵押贷款来为证券化机器提供资金，全新的“合成”次级资产 ("synthetic" subprime assets) 通过信用违约掉期 (CDS) 被制造出来的。随后信贷周期低迷的种子就此埋下。

当经济衰退到来时，不良贷款要么存在于大银行的资产负债表上，要么存在于由大银行赞助的SPV上。尽管养老基金和保险公司等其他投资者也遭受了损失，但银行的风险敞口最大。这个烫手山芋就在银行系统内部，由一些规模最大、最复杂的银行承担。

图1还打破了关于这场危机的另一个常见神话：雷曼的破产是一个晴天霹雳，是对一个原本运转良好的系统的一次意外打击。但从图1中可以清晰地看到，危机前贷款在大幅增加。这张图反映了本世纪头十年中，基于市场借贷 (market-based lending) 的急剧扩张。为了全面了解当时的情况，我们还需要关注银行业的全球扩张，尤其是在欧洲。大金融危机是一场横跨大西洋的危机。

横跨大西洋的银行业危机

大金融危机通常被描绘成美国的危机，然后蔓延到全球。欧洲则被描绘成这场危机的受害者，使欧洲深受打击从而在随后的2011-2012年欧元区危机中一蹶不振。对于那些将欧洲银行视为无辜旁观者的评论员来说，这的确是一套方便的说辞。

然而，事实却并非如此。在危机初期，欧洲银行遭受的损失几乎与美国银行一样大。图2绘制了世界各地银行在2011-12年欧元区危机爆发前 (2007-11年期间) 的亏损情况。截至2009年底，美国银行亏损7080亿美元，而欧洲银行遭受了5200亿美元的损失。世界其他地区的银行损失则可以忽略不计。

Losses suffered by banks worldwide, by region of headquarters¹

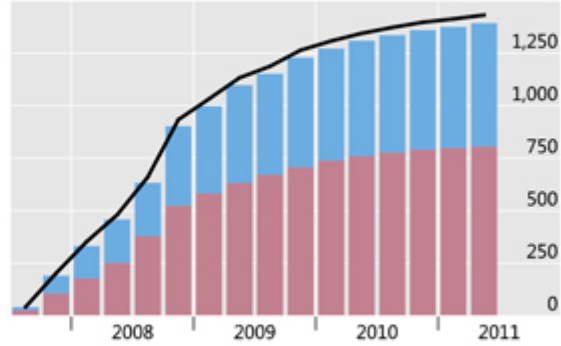
In billions of US dollars

Graph 2

Quarterly banks' losses



Accumulated quarterly banks' losses



— Worldwide ■ North America ■ Europe

¹ Banks' cumulated losses and writedowns from Q2 2007 to Q2 2011 (series discontinued in Q2 2011).

Source: Bloomberg.

要全面了解情况，我们需要拉远镜头，以审视全球资金的流动。图3展示了以美元计算的跨境银行债权（claims）的两个快照——首先是2002年，然后是2007年。2002年，欧洲银行对美国借款人的美元债权为8560亿美元，但到2007年，这一数字已超过2万亿美元。这一增长与资产支持证券（ABS）发行部门的快速激增有关。ABS发行部门则从本世纪初温和的初始状态一路飙升到2007年的2万亿美元以上。**次级抵押贷款证券化在很大程度上依赖于欧洲银行的活动。**为购买次级抵押贷款而筹集的部分美元融资是短期的，且来自美国货币市场基金。**事实上，美国货币市场基金资产端向私人部门的放贷中，有一半以上是欧洲银行的短期承诺（short-term promises）。**此外，欧洲银行还通过货币互换市场筹集美元——通过以其他货币（比如欧元）作为抵押品借入美元。

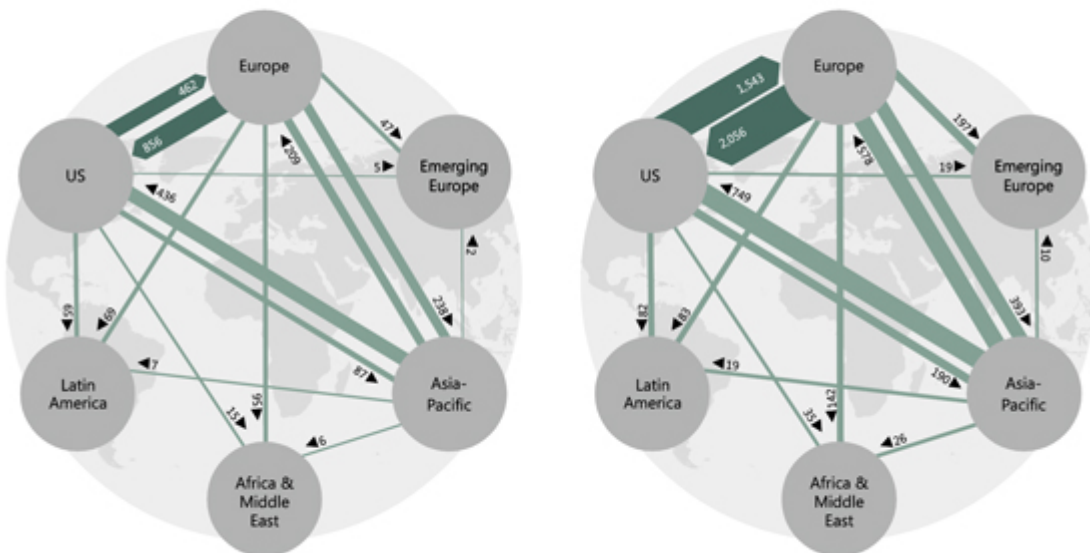
US dollar-denominated cross-border bank claims

In billions of US dollars

Graph 3

2002

2007



Source: BIS locational banking statistics.

实际上，欧洲银行已经融入了美国金融体系，并且与美国银行发挥了同样的作用。它们从美国货币市场基金借款，并向美国抵押贷款借款人发放贷款。国界变得无关紧要，除非是需要纳税人救助濒临破产的银行。欧洲的银行最终得到了欧洲纳税人的救助，这印证了一个格言：**银行活着时是全球性的，而在死时则是全国性的**（Banks are global in life but national in death）。

我们还可以得出更广泛的宏观经济教训。在大金融危机之前，评论人士对美国庞大的经常账户赤字和美元贬值感到忧心忡忡，这与新兴市场经济体遭遇资本流动突然停止时的经历类似。然而，**美元非但没有崩盘，反而随着金融动荡的爆发而飙升**。持有美元债务的欧洲银行需要在货币市场买入美元以偿还到期债务。美元升值本身就起到了推波助澜的作用，美元走强进一步给这些银行的资产负债表带来压力。央行的美元互换额度（Central bank dollar swap lines）在平息危机方面发挥了重要作用。

我们现在身处何处？

后危机时代的银行监管改革针对的是许多已知的弱点。巴塞尔协议III对银行杠杆和流动性错配施加了更严格的限制。如图1所示，美国经纪-交易商的杠杆率已经大幅下降。过去10年，欧洲银行也在持续进行去杠杆化。直到最近，他们才开始扩大跨境活动。但是，银行传播危机的中介渠道所受到的关注却要少得多。

在解决了已知的旧弱点后，重要的是抬起双眼，找出新弱点可能在哪里。**尽管银行中介的脆弱性要低得多，银行韧性（bank resilience）也要高得多，但家庭、企业和政府的总债务却比雷曼破产前更高了。**

此外，**债权越来越多地由债权人以债券的形式直接持有，而不是由银行进行中介**。低利率和央行资产购买计划将全球经济从危机的深渊中解救出来，这压低了长期利率，引发了长期投资者寻找更高收益的热潮。资产管理公司应该对金融市场起到稳定作用，在不破产的情况下吸收损失。然而，最近的经验再次表明，这些投资者对亏损的容忍力有限，且经常加入抛售的狂潮。

具有讽刺意味的是，“传递烫手山芋”的比喻在当下比在危机前更接近真相。由于寻求收益，将企业贷款打包成固定收益工具的杠杆贷款市场迅速增长。新兴市场借款人（包括企业和主权）的债券在危机后的几年里蓬勃发展，尽管我们看到了可能逆转这一趋势的一线曙光。养老基金和寿险公司等欧洲投资者一直是所有这些债务工具的大买家。**美元作为全球融资货币的作用比以往任何时候都更为重要，汇率已成为风险偏好的晴雨表。**

1972年，理查德·尼克松对中国进行了历史性访问。当时，在回答有关法国大革命后果的问题时，据说周恩来总理曾打趣地说：“现在下结论还为时尚早”。这句话的出处虽然令人生疑，但它与2008年的大金融危机却非常契合。当前的全球经济状况的确比2008年9月那令人窒息的日子要好得多，但在雷曼兄弟破产10年后，现在就说我们已经如何克服了这些挑战还为时尚早。**我们已经取得了很大的进展，但我们还没有脱离险境。**

参考资料：

Hyun Song Shin, "Reflections on the Lehman collapse, 10 years later", BIS, 17 September 2018