

从美国次贷危机看金融创新的风险

张庆君 张 荔(教授)

(渤海大学商学院 辽宁锦州 121013 辽宁大学经济学院 沈阳 110036)

【摘要】 本文从美国金融创新的发展历程、次贷链条形成的进程入手,分析了美国金融危机的深层次原因,认为金融创新分散、转嫁了风险,但它也滋生了新的风险,金融创新的滥用破坏了金融资源。因此,我国的金融改革应该注重基础金融产品的制度完善,我国推进金融创新的过程应当是稳妥而渐进式的。

【关键词】 次贷危机 金融创新 金融风险

美国的次贷危机引发了一场波及全球的金融海啸。透过美国次贷危机形成的过程,可以清晰地看到这样一条脉络:金融创新在次贷链条的形成过程中起到了催化剂的作用;次贷链条断裂直接导致了金融危机的全面爆发。那么,美国的金融创新是如何形成金融风险的呢?美国金融创新的滥用对金融资源造成了哪些破坏?本文就此做些粗浅的分析。

一、美国次贷链条的形成过程

从美国住房按揭贷款的发展过程可以看出美国金融创新的发展过程。早期,美国住房按揭贷款和我国现在的按揭贷款运作相类似,商业银行等金融机构都是自己吸收存款、自己发放贷款给借款人、自己承担风险。银行的按揭贷款很有限,按揭贷款期限较长,贷款供应有限,银行资金的流动性不足,老百姓买房子非常困难。为了让更多的家庭能够买得起房子,美国联邦政府早在1938年就推出了半官方机构——联邦住房按揭贷款协会,它的作用是买银行想卖掉的按揭贷款,银行可以把按揭贷款合同卖给联邦住房按揭贷款协会。于是,银行的按揭贷款就成了“活钱”,银行资金的流动性增强了,银行的风险降低了,因而银行更有意愿多发放贷款。

然而由于联邦住房按揭贷款协会的资金有限,致使银行按揭贷款的发放量很难增加。为了增加按揭贷款资金的供应量,也为了分摊联邦住房按揭贷款协会的贷款风险,美国于1970年又成立了官方的房产管理机构,后来演变为房利美、房地美房产公司,专门将买过来的住房按揭贷款打包成,然后将贷款包分成股份,变成证券向投资者出售。这种“按揭贷款证券”使得住房按揭贷款的流动性增加、按揭贷款资金的供应量大大增加。这样,按揭贷款风险就不只是由银行和联邦住房按揭贷款协会两方承担,而是分摊到成千上万的投资者甚至全球有名的机构投资者手中,由多方共同承担。

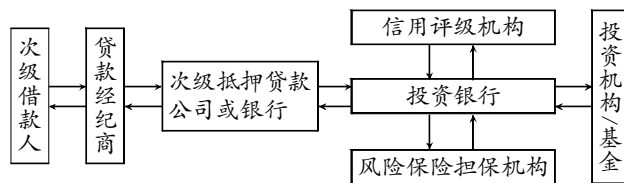
后来,为了鼓励低收入群体买房,银行就发放了降低信用标准的次级住房贷款,并将住房按揭贷款进一步证券化,把各种住房按揭贷款打包,再将这些贷款包的“未来收入流”拆分成A、B、C、D四层“子证券”,即按揭贷款出现坏账,最初5%的损失由D层的证券投资者承担;5%~10%的损失由C层

的证券投资者承担;10%~20%的损失由B层的证券投资者承担;20%以上的损失由A层的证券投资者承担。

金融界还将不同类型的按揭贷款证券进一步打包,再以基金或衍生证券的形式把这些衍生证券包分成结构性投资载体(SIV)、信用违约互换(CDS)和债务抵押债券(CDO)卖出去。其目的是满足不同风险偏好投资者的需要。比如,按揭贷款抵押证券每年的利息收入属普通收入,税率约40%。如果是证券,投资者价格上升的升值收入则属资本收入,其个人所得税的税率约20%。因此,私人投资者不愿要利息,而愿要资本升值收入,于是为了避税而购买证券;而退休基金、捐赠基金等机构投资者由于不交所得税,他们更喜欢利息收入而购买债券。于是金融界将按揭贷款抵押证券分成两种金融产品:一种以债券为代表的金融产品卖给机构投资者,另一种以股票为代表的金融产品卖给私人投资者。正是这些过度的、无规则的金融创新,把高风险的垃圾债券包装成了人人争抢的黄金产品,从而加大了次级房贷乃至整个金融界的风险。

二、金融创新滋生了次贷劣质产品

美国次级房贷的组织运行(如下图)受控于一个复杂的房地产贷款组织体系,这个组织体系想方设法让低收入群体能够买得起住房。这个组织体系的特点是:



美国次级房贷组织运行图

1. 组织机构复杂。在我国仅由两部分构成的房地产贷款,在美国至少有七个以上的部门参与到房地产贷款当中。本来房地产贷款就是借款人和投资人之间的关系,两个人之间的事情现在又增加了五个人参与。加入这么多人参与,是要分配利润的,那么利润从哪里来,当然利润主要还是从借款人和投资人那里来。这样借款人和投资人的负担自然加重了。再

者,这样层层委托代理关系,不但增加了交易成本,而且伴随着层层的信息不对称进一步加大了投资者的风险。

2. 借款人的信用等级较低。借款人是最终的还款人,所以他们的信用和收入情况决定了房贷的命运。美国的住房贷款危机之所以叫次贷危机,就是因为这些贷款人的信用等级降低了,是次级信用,还款能力较弱甚至没有还款能力。而且这些贷款人是零首付。在这样的条件下,只有房地产价格上涨或者保持不变,住房贷款才不会有风险;而若房价下跌,则次级房贷的风险是迟早要发生的。何况,美国是一个物权税较高的国家,拥有房地产的人每年要交一定金额的税款,那些次级贷款者即使能贷款买到房子,也不一定能养得起房子,更何况还要偿还购房贷款呢?由于持有房地产的成本较高,所以只有房价不断上涨才能掩盖次级房贷的风险,一旦经济形势发生变化,房价下跌,利率上升,次贷的风险必然会凸显。

3. 次贷链条长。金融创新形成的长长的金融链条促进了美国房地产业的迅速发展,也为美国民众提供了便利的贷款条件和丰富的贷款资金。但是,长长的按揭贷款证券链条也拉长了借款人和投资人之间的距离,层层委托代理关系导致极度的信息不对称,既分散了贷款的风险也分散了贷款的责任。房地产营销商的目的就是卖掉房子,购房者的信用似乎跟他们无关,所以他们只会想尽办法促成借款人能够通过银行的审核;而银行认为自己不是贷款的出资人,于是放松了对借款人的信用、还贷能力的考察,只想积极增加贷款量,然后把按揭贷款合同卖给投资银行,这样不但能赚取手续费,且能规避风险;而投资银行只关心如何将次级贷款创新出各种金融产品并把这些金融产品卖出去,而不管借款人的信用等级和还贷能力大小;而起中介作用的信用评级机构、风险担保机构更是推波助澜,它们想方设法给那些创新包装出来的金融产品贴上漂亮的信用标签,从而博取投资者的信任。这样,链条上的每个环节都只是赚取利润而不承担风险和责任,风险主要由投资者承担,而投资者又无法辨认这个被创新光环笼罩着的金融产品的好坏与真伪,以致把垃圾炒成黄金,最终这个多米诺骨牌自然轰然倒塌。

三、金融创新的滥用破坏了金融资源

不可否认的是,金融创新的确提高了资源配置的效率,也促进了美国经济一度快速发展。熊彼特(1912)认为,经济发展本质上是可称之为“创造性破坏”的一个不连续创新过程。创新既可以在实体部门发生,也可以在金融部门发生。但是,金融创新的滥用使得整个金融体系更加复杂化,增加了金融体系的系统性风险,削弱了金融系统的可控性,也破坏了金融资源。白钦先(2001)认为,金融是一种资源,且是一种稀缺资源,是一国最基本的战略性资源。金融资源可分为三个层次:①广义的货币资产(资金),这是第一层次的基础性核心金融资源;②金融组织体系和金融资产(工具)体系,即第二层次的实体中间性金融资源;③宏观协调的财政资金,这是第三层次的整体功能性金融资源。

金融创新使得整个金融资源的三个层次发生了不正常的变化。首先,金融创新衍生出更多的金融虚拟资产,促进了虚

拟经济的发展,使得一些原本投向实体经济的资本为追求高收益而投向了虚拟经济,从而在一定程度上影响了实体经济的发展,也削弱了货币政策的有效性。其次,金融创新使得金融组织体系更加复杂化,金融资产和金融工具种类繁多,原本仅由两个部门组成的金融体系,为适应纷繁复杂的金融创新业务而扩充成七个以上部门组成的复杂系统,两者之间简单的信用关系通过信用杠杆衍生出不同的交易工具,并交织成一个长长的链条,以致宏观监管鞭长莫及,很难对其进行有效的控制和管理。再次,由于金融创新的滥用,加之其脱离了必要的监管,从而从宏观上破坏了金融生态环境。

白钦先(2001)指出金融资源具有两重性:从其自然属性来看,它是一种稀缺的社会性战略资源;从社会属性来看,它又是一种可以对其他所有资源(包括自然资源和社会资源)发挥配置效能的资源,这一特殊属性使金融资源构成了经济发展的生态环境——金融生态环境。金融创新使得金融资源的前两个层次发生了变化,自然也会对金融资源的第三个层次即金融生态环境产生影响,金融创新衍生出的庞大金融系统使金融生态环境发生了巨大的变化。为了分散风险,为了规避金融监管,为了金融创新而创新的一系列过程,表面上看是产生了更多金融部门,大家均摊了风险,也分散了风险,但是这个系统变得更加庞大了,信用关系变得更加复杂化,资金链条进一步被拉长,再加上责任体系、监管体系等配套措施未能及时完善,使得这个庞大系统的风险越聚越大,以致无法考量。也许创新促进了金融的繁荣,使得系统中某个微观个体的风险有所降低,但是在系统风险的重压下,任何一个微观个体的倒塌都会引发多米诺骨牌效应,引发整个系统崩溃。

四、我国的金融改革应稳步推进

由美国次贷危机演变成全球性的金融危机这一事件不仅使美国金融体系一直最先进、信用体系最完善、金融创新最发达的神话破灭了,从而给美国的金融系统造成了重创,而且给全球经济造成了灾难性的影响,给各国金融监管留下了深刻的教训。美国金融危机的爆发也给我国金融改革发出了警示:金融创新只能分散风险而不可能减少风险,我国推进金融创新的过程应当是稳妥而渐进式的,即要在完善基础金融产品制度的基础上,适当地推进金融创新,想通过金融创新来化解我国金融体系积存的问题是不切实际的。在我们发挥金融创新分散风险功能的时候,一定要看到金融创新也会滋生新的风险,必须同时注意防范风险。

主要参考文献

1. 韩文琴.论公允价值计量对金融业的黑洞效应——美国次贷危机的启示.财会月刊(中旬),2009;2
2. 生柳荣.当代金融创新.北京:中国发展出版社,1998
3. 陈志武.从美国次贷危机中学到什么.21世纪经济报道,2008-05-13
4. 白钦先.金融可持续发展研究导论.北京:中国金融出版社,2001
5. 徐凡.美国次贷抵押贷款危机的回顾与展望.国际金融研究,2007;9