关于资产价格泡沫破灭引发金融危机的反思

马方方

(首都经济贸易大学经济学院 北京 100026)

【摘要】本文结合美国次贷危机分析了资产价格泡沫破灭引发金融危机的过程,同时反思了金融创新和发展中存在的问题并得出相关启示。

【关键词】资产价格泡沫 金融危机 美国次贷危机

一、资产价格泡沫与金融危机的形成过程

我们从20世纪以来资本主义国家发生的经济危机可以看出,货币金融危机成为引发经济危机的重要因素,而资产价格 泡沫的形成和破灭往往是导致金融危机爆发的直接原因。

宏观经济的周期性波动和政府反周期的扩张政策很容易快速造成流动性过剩,形成资产价格泡沫。一方面,很多金融创新活动在提高资源配置效率的同时又增强了资金的流动性和资产对利率的敏感性,很容易引起通胀率的急剧提高、资产价格泡沫的加大等宏观层面的变动,从而迫使政府不得不承担宏观调控的高成本;另一方面,针对宏观经济指标的宏观调控措施的实施(比如针对通胀率提高而持续加息)很容易改变市场的收益预期和影响市场对金融风险的评估结果,甚至很有可能减弱市场参与者的交易能力,从而引发资产价格泡沫破灭的系统性风险,迫使监管部门不得不放弃实施原有针对宏观经济指标的宏观调控措施而被动地进行反向操作——增强流动性,这反过来又会形成金融体系的道德风险,为下一次资产价格泡沫的形成创造条件。

金融创新可以表现为衍生金融市场的规模不断扩张。衍 生金融市场的规模扩张会使得经济中的虚拟成分随着衍生层 次的增加而增加,成为催生资产价格泡沫的重要因素;衍生金 融市场的规模扩张所带来的市场参与者之间的信息不对称和 利益冲突问题十分明显; 衍生金融市场的规模扩张会使买卖 链条越拉越长。因此,很难保证衍生金融市场有效地发挥正确 的信息提供和准确的风险评估的功能。同时,衍生金融工具的 杠杆效应会进一步促使非理性的过度投机行为的产生,在盲 目投机逐利过程中快速推高资产价格,形成资产价格泡沫。此 外, 衍生金融市场的发展还可能使金融机构通过资产证券化 等方式在更大范围内分散风险, 从而激励它们提供高信用风 险的标的资产, 其结果恰恰加剧了交易者之间信息不对称的 矛盾,增大了信用领域内的道德风险。标的资产市场的信用风 险及由于信用过度扩张而造成的资产价格短期上涨很容易使 资产价格泡沫破灭,并影响衍生品市场,同时通过"羊群效应" 影响到借款人、贷款机构、基金公司、个人投资者和监管部门 甚至外国投资者等各个利益群体,形成巨大的系统性风险。

金融工具创新和金融业务融合打破了原有金融分业经营的界限,这会内生出跨市场金融风险,使传统商业银行的脆弱性特征演变为整个金融体系的脆弱性特征,提高了资产价格泡沫破灭引发金融危机的可能性。跨市场经营制度创新的出发点是通过金融资产的多样化配置来分散金融机构风险,同时通过增强流动性来提高融资效率。但是,这种制度安排也带来了新的风险。跨市场金融风险源于资金跨越金融市场流动,资金的跨市场流动延长了各金融子市场的信用链条,使得个别子市场的风险有可能蔓延到整个金融领域,也可能使微小的风险不断积累、传递,最终演变成金融危机。所以,跨市场金融风险具有系统性、潜在性、复杂性等特征,不易被监管机构发现,但其一旦出现,就呈现出在不同金融市场之间迅速传递并难以控制的特点。

二、实例分析——美国次贷危机

下面我们结合美国次贷危机分析资产价格泡沫破灭引发金融危机的过程。正如我们看到的那样,美国次贷危机一开始只是一场由资产价格泡沫增大导致信用风险的积累而酿成的信用危机,随后发达国家资本市场上各种资产价格普遍下跌,资产价格泡沫破灭,从而引发金融体系的全面危机。

美国次贷危机爆发的初始原因是美国政府为了减轻某种特定事件对经济产生的负面影响,采取一系列的财政和金融政策来解决经济增长所引发的流动性过剩问题。在世纪之交,为了刺激经济增长,美联储采用连续13次降息的方法来促进经济的复苏,同时也把发展房地产业作为推动经济增长的重要手段。一系列的政策促使美国经济在经历了两年的W型调整后,在2003年开始了新一轮的增长,但这些政策也使金融风险开始积累。在经济增长的大环境下,房价快速地上涨,这提高了人们投资房地产的热情,导致房地产抵押贷款标准放松,促进房地产抵押贷款产品创新,从而产生了次级抵押贷款。次级抵押贷款以低信用为基础,附加了许多低信用标准的优惠条件,次级抵押贷款促使房地产业信用扩张,进一步推高房价,形成房地产价格泡沫,同时积累了巨大的信用风险。

然而之后美联储为了抑制通货膨胀,开始连续17次加息,导致80%的次级抵押贷款者的每月按揭额在不到半年时间里

猛增了30%~50%,付不起按揭并被处以罚款的贷款者大量涌 现。在房地产价格不断上涨的背景下,如果次级抵押贷款者不 能还款,他们可以申请房屋重新贷款,用新申请的贷款来偿还 旧债。如果房地产价格上涨显著,则贷款人在利用新申请的贷 款偿还旧债之后还有部分剩余;然而,如果房地产价格持续下 跌,即使贷款人申请房屋重新贷款,也无法完全偿还旧债。如 果房地产价格下跌到低于未偿还抵押贷款金额, 很多贷款人 就干脆直接违约,让贷款机构收回抵押房产,造成贷款机构的 资产损失。在未实施资产证券化之前,与次级抵押贷款相关的 信用风险完全由贷款供应商(商业银行或专业贷款公司)承 担。一旦实施了资产证券化,则与次级抵押贷款相关的信用风 险及收益就从贷款供应商的资产负债表中转移到持有住房抵 押贷款支持证券的机构投资者的资产负债表中。因此,一旦次 级抵押贷款的整体违约率提高,就会导致住房抵押贷款支持 证券的违约风险相应增大,住房抵押贷款支持证券的信用级 别将被独立评级机构显著调低,其市场价格大幅度降低,同时 也导致其账面价值降低。

金融产品的市场价格降低,迫使出现账面损失的金融机构调整其资产负债结构。一是金融机构出售风险资产来偿还债务或主动收缩信贷,这会导致商业银行的"惜贷"行为,导致信贷市场出现持续紧缩、货币市场流动性急剧减弱,这表明危机从资本市场再度传导至信贷市场;二是金融机构还可以通过接受新的股权投资来扩充自有资本。资本市场和货币市场的紧缩使发生亏损的金融机构更加青睐通过引资来扩充自有资本。在发达国家金融机构普遍面临危机的情况下,其主要通过从资金相对充裕的新兴市场经济国家引资来扩充自有资本。截至2008年1月底,发达国家金融机构总共从新兴市场经济国家募集到大约750亿美元的资金。这又将金融危机进一步扩散到新兴市场经济国家。在经济全球化格局下,美国金融危机会通过金融和贸易等渠道影响全球实体经济的增长。

三、反思和启示

1. 反思。

(1)经济虚拟化发展趋势导致资产价格泡沫快速膨胀进而引发金融危机。美国金融危机的爆发与美国的经济结构选择有着内在的联系。20世纪末到21世纪初,美国先后以两种产业为经济引擎:一是信息网络产业,二是金融服务业。随着网络经济泡沫的破灭,美国转而大力发展金融服务业。1999年,美国国会通过了《金融服务现代化法案》,规定只要银行能够操作充足的资本,就允许其扩大服务范围和拓宽业务领域。美国银行业从此实现了全面自由化。自第二次世界大战以来,美国金融业对GDP的贡献度始终保持稳定。美国银行业实现全面自由化之后,金融业更加繁荣,金融衍生产品不断创新。与此同时,美国不断地把制造业转移到境外。至此,美国经济的虚拟化程度大大提高。虚拟经济本身就是一种极易产生泡沫的经济,如果监管稍有疏忽,很容易导致泡沫破灭从而引发金融危机或经济危机。如果虚拟经济与实体经济的比例失衡,很容易引发经济危机。

(2)金融创新过程偏离了金融经济学基本原理。首先,金

融创新所产生的信用衍生产品的基础产品违背了银行信贷可偿还性原则,没有注重借款人的第一还款现金流,而注重抵押物品价格上涨;其次,信用衍生产品违背了让客户充分了解金融风险的原则,致使风险无限积累,超出了市场参与者可承受的范围。美国次贷危机表明美国的金融监管制度出现了漏洞或严重滞后,对银行和贷款抵押公司的过度放贷和违约放贷的行为监管不力。同时,美国的金融监管制度过度依赖数量化模型,理论假设与现实严重脱节,对未来的资本收益的预测严重失真。评级机构也对相关证券产品进行了错误的评级,最终造成了误导投资者、放大金融风险的后果。

金融创新活动的背后隐藏的是美国以信贷刺激消费,再由消费拉动经济的发展模式。工业革命后,美国日益旺盛的产能或许需要同样旺盛的消费来拉动,然而,以制造泡沫的方式发展经济的做法值得我们反思。如果说2001年之后美国政府刺激经济的做法是以房地产泡沫替代科技泡沫从而酿成了次贷危机,那么此后美国政府对于金融机构一系列高风险行为的听之任之和危机发生后向金融机构频繁输血的做法,不仅不能维持市场的长期稳定,而且有可能为今后国际流动性的再度过剩埋下祸根。

(3)金融危机中货币政策选择处于两难境地。如前所述,经济萧条时期,反周期、反危机的宽松货币政策在资产价格泡沫形成和膨胀阶段无疑起到推波助澜的作用。而资产价格泡沫破灭并引发金融危机之后,通过实施货币政策化解危机的作用也是有限的,而且通过实施货币政策来化解危机的成本可能会很大,同时也会对实体经济造成影响。紧缩的货币政策对宏观经济的负面影响可能比泡沫破灭带来的危害更大;而宽松的货币政策在有效解决危机所造成的流动性短缺问题的同时,有可能造成下一轮资产价格泡沫的形成及流动性过剩。

2. 启示。从以上分析,我们可以得到以下启示:

(1)金融发展不能远离实体经济。首先,要发展与实体经济联系最密切、有效把资源配置给有成长价值的行业和公司的不同层次的金融市场。借款人信用度的提高、上市公司和发债公司的价值增长是金融市场发展的基础。加强多层次的基础标的市场建设,坚持伴随实体经济发展金融市场,这是金融危机给我们带来的最重要的启示。

其次,贷款是金融体系的基础风险资产,而对银行的风险 管理是控制金融体系风险的基础。银行应该遵循银行业的一 些基本原则,比如贷款集中度原则,不能将贷款集中投放在 房地产业和少数大型企业。另外,银行任何时候都不应放松对 流动性的管理,不能过度依赖货币市场和衍生金融市场透支 资金。

最后,衍生产品是衍生出来的,经济中的虚拟成分会随着衍生层次的增加而增加。虚拟经济离实体经济越远,经济泡沫越大,经济泡沫破灭后的灾难也越大。因此,建立多层次的衍生品市场要审慎、渐进。我们应该对衍生产品的创新进行限制,并禁止在衍生产品的基础上再进行衍生。同时,在资产证券化过程中,不能将所有的金融风险全部转移出去。此外,衍生品市场的发展应该以对冲风险管理为目标,切忌以投资为

基于低偏矩的非线性套期保值策略研究

姚荣辉 张蜀林(博士) 罗箐宇

(北方工业大学经济管理学院 北京 100144)

【摘要】本文以低偏矩(LPM)取代方差作为衡量风险的指标,同时针对金融时间序列之间存在的非线性关系引入基于连接(Copula)函数的非线性相关系数进行实证分析,结果表明:改进后的方法明显优于最小方差(MV)法。

【关键词】低偏矩 套期保值 Copula函数

套期保值的核心问题是对套期保值比例的确定,而套期保值比例的确定又涉及对金融资产收益和风险的度量问题,一般以方差作为风险度量指标,即用MV法计算套期保值比例。但MV法存在两点不足:①它没有真正刻画出符合人们心理预期的风险概念;②造成较少的投资收益。本文认为以LPM作为风险度量指标的LPM方法能够有效地解决以上两个问题。

无论采用什么方法计算套期保值比例,必然涉及资产价格或收益之间的相关系数。金融变量之间的相关性分析是对资产组合风险进行度量的关键。以往的风险管理模型引入经典的Pearson线性相关系数对变量之间的相关关系进行分析,但具有明显的局限性,如无法捕捉变量之间的非线性关系等。而由Copula函数导出的相关性指标恰能弥补这方面的不足。

一、文献综述

1. 关于LPM方法。LPM方法产生于投资学领域的研究。 Markowitz(1952)的投资组合选择理论首次将方差作为风险 衡量指标,认为价格降低和提高都会产生风险,这有悖于一般 的投资心理。后来,Markowitz(1959)针对此不合理现象对原有理论作了修正,提出半方差的概念。自Roy(1952)提出仅运用收益率低于一定目标值的概率来评估风险后,陆续有学者提出了不同的下行风险评估方法。Bawa(1975)和Fishburn (1977)提出LPM模型的理论框架,并最终形成了LPM方法。在过去的文献中,已有一些运用LPM的概念进行实证分析。国外的以Eftekhari (1998)、Lien和Tse(2000)、Lien和Tse(2001)、Demirer和Lien(2003)等的研究为代表。国内关于此方面的研究较少,曹海华和史永东(2006)做了题为"基于方差和LPM方法下的套期保值比较"的研究,杨威(2007)也进行了基于LPM的最小套期保值比例的实证分析。他们都认为改进后的方法优于之前的MV法。但是他们都只是对风险度量指标——方差进行了改进,并没有对相关性指标做进一步研究。

2. 关于Copula函数。Slkar(1959)最先提出了Copula函数。自Embrechs(1999)把Copula理论引入金融领域的研究以来,金融风险分析被推向了一个新的阶段。Embrechs等(2002)提出了将Copula函数应用于金融市场上的风险管理、投资组合

目标。 (2)对金融创新应作辩证分析。美国次贷危机给予我们的

(2)对金融创新应作辩证分析。美国次贷危机给予我们的启示是:金融创新是一把双刃剑,收益与风险并存。因此,我们不能盲目进行金融创新,只有进行辩证分析,才能真正实现其价值。首先,不能因为美国次贷危机就放弃金融创新,关键是把创新和风险控制结合进行。其次,不宜过度宣扬金融自由化和过早撤除资本市场和银行体系之间的防火墙,进行金融产品创新的同时不应忽视金融体系的制度建设,金融机构不能过于看重短期回报。最后,金融监管当局要密切关注新出现的金融工具、新产生的金融制度带来的新的风险。这些新出现的金融工具和新产生的金融制度隐藏的风险会绕开"防火墙"相互产生影响,最终导致市场上所有的参与主体都面临风险。金融监管当局还要知道风险易向哪些金融子市场或金融机构传递、通过什么样的路径传递,这样才能在危机刚刚爆发时及时化解。

如前所述,在当前的金融制度下,刺激经济增长或反危机

的货币政策具有明显的局限性,它会通过对市场流动性的影响促使资产价格泡沫的增多和金融危机的形成。因此,应尽可能谨慎实施货币政策来应对经济衰退,货币政策目标应明确为控制通货膨胀和保持经济稳定。

主要参考文献

- 1. John Kiff, Paul Mills. Money for Nothing and Checks for Free; Recent Developments in US Subprime Mortgage Markets. IMF Working Paper, 2007
- 2. 何帆, 张明.美国次级债危机是如何酿成的.求是,2007;
- 3. 杜厚文,初春莉.美国次级贷款危机:根源、走势、影响. 中国人民大学学报,2008;1
- 4. 范文仲.次贷危机有四大教训值得认真吸取.上海证券报. 2008-09-18
- 5. 侯尧文, 胡怀邦. 资产价格泡沫、传统银行业脆弱性与 国有商业银行业务转型. 当代经济科学, 2008;1