

金融危机第二波:各国央行不能承受之重

证券时报记者 孙媛

金融学是基于预期的科学,次贷危机之所以来势凶猛,是因为我们没有很好地预期到,但现在各种危机言论见诸报端,说明老百姓都在关注这件事,而预期到就可以开始着手控制风险,各种措施可以进行准备,专家们也必然能拿出很好的应对方针来杜绝更严重的情况发生。

时至今日,无论是美国还是欧洲,发达资本主义国家的金融机构遭遇了前所未有的流动性劫难,损失空前。危机还要走多远,哪里才是这漆黑一片的尽头?

悲观的情绪一波接一波地弥漫。早在去年6月雷曼倒台前,抵押贷款证券市场的问题尚未完全暴露之时,就有西方学者利用分析宏观经济负债总量对GDP的比率提出了“金融危机第二波”的说法。随着时间的推移,在接下来的几个月里,我们又经历了高盛、摩根士丹利等投行向商业业务的转轨,美国汽车业的垮台,花旗、美国银行等更多大银行的亏损或变卖,对冲基金的举家撤离,以及无数小银行和保险公司陆续从这个星球消失。此外,我们耳边还频频传来告急的消息,这些声音来自信用违约掉期(CDS)市场、来自东欧的银行业、来自其他房地产市场、来自美国国债泡沫、甚至来自一些被视为“最后处女地”的亚洲新兴市场。新的忧患或兑现或传递,但从未消失。关于“金融危机第二波”的故事,与其说是一幕大剧的下半场,不如说是人们站在金融史的这一断裂层上被猛然惊醒后重新反思的开始。

央行危机

关于金融危机第二波有两个问题。第一,它究竟是否存在?第二,它什么时候到来?解答这两个问题的关键,也许并不在于任何既有危机在某一地理、时间或者范围领域内的延伸,Kasetsart大学经济学家Boontham Rajitpinyolent认为,第二波金融危机的标志不再是各个金融机构更深层次的苦难,而是各国家中央银行将面临的前所未有的窘境。他指出,迄今欧盟各国计划投入的救市资金总额已超过2万亿欧元,如果政府注资速度跟不上接受援助的金融机构复原速度,这些国家的中央银行将难以继续维持。

今年1月19日,英国首相布朗宣布设立一个总额500亿英镑的英格兰银行基金,以增加对相关企业的放贷数额。这是继去年10月英国政府出台总额约为4000亿英镑的救援计划后的第二个大动作。与此同时,英格兰银行行长Mervyn King却强调本轮危机远不见尽头:金融危机也许会变成中央银行危机。

Rajitpinyolent表示,流动性紧缩还要延续很长一段时间,中央银行的贷款质量将越来越低,它们最终会转化成不良贷款(NPLs)。再者,一些金融机构正在向所谓的策略不良贷款转化,它们总是寄期望于央行秉持“力挺大行”的原则从而



更激进的注资方案

不会逼迫他们全数还款。所有这些都指向更低效的货币政策,也将把各国央行逼入进退维谷的地步:是继续源源不断地输血,还是干脆拔掉输氧管?1月份德国财政部的内部报告显示,德国银行体系坏账总额在1万亿欧元以上,是德国国债的2倍左右;英国2月份公布的4家银行坏账总额是2.57万亿英镑,而英国银行总资产为4万亿英镑。

中国宏观经济学会秘书长王建指出,美国的金融泡沫规模太大,股市、债市加贷款有70万亿到80万亿美元,衍

生金融规模是400万亿美元,美国金融机构破产倒闭后获得清偿的金融资产规模一般在40%,现在拿出7000亿美元救市根本就是杯水车薪。现在全球外汇储备总额也就8万亿美元,全用来填补美国的窟窿也不够。

对此,太平洋研究院院长和环球经济研究院首席经济学家向松祚在接受记者采访时表示,目前国际衍生品名义交易量为680万亿美元,衍生金融产品都是高倍杠杆交易,一旦出现违约或对手风险,损失相当大。目前美国银行体系的坏账损失已接近3万亿美元,并且肯定还会上升,因为随着资产价格进一步下降、个人和企业贷款违约率不断上升,银行体系不良贷款或相应的损失肯定还将大幅度增加。

Rajitpinyolent称,他已对美国、英国和澳大利亚央行的财务状况进行了研究,如果金融危机第二波来袭,美国将是三个国家中最脆弱的,而英国央行将承受更长时间的折磨。Rajitpinyolent表示,这三个国家现在都采取了信贷宽松政策以及明显的财政扩张计划,分析这些国家央行的资产负债表我们可以看出:第一,目前英国和澳大利亚的基准利率分别为0.5%和3.25%,而美国的利率早已接近冰点,下调到了0-0.25%的目标区间。传统的货币政策工具如利率调整是否有效,将取决于这些政策利率比0大多少,利率越趋近于0,调控的空间将越有限;第二,自2008年初以来,各央行借给金融机构的贷款数据中,澳大利亚贷款增长最慢,因此风险最低,美国和英国的贷款增长率都在600%到700%之间,这还不包括美联储为美国银行和花旗银行资产担保的4000亿美元以及手中贝尔斯登和AIG的不良资产折价;第三,英国和美国分别有80%和60%的平均贷款波动率,也就是说,英国的银行更有可能继续向政府举债或通过借新还旧债填补窟窿。

更激进的注资方案

就在花旗获得政府注资后再度陷入流动性危机,收购了美林却难以消化的美国银行申请进一步注资等负面消息传来,投资者和经济学家都在质疑新一轮金融危机是否已经浮现的时候,却有报告显示,美国可能正在经历战后最长时间的经济衰退,如若没有大规模政府支出,经济还有继续恶化的可能。

美联储主席伯南克上个月24日在国会听证会上表示,虽然财政赤字正大幅增加,但可能仍需采取其他激进措施来拯救银行系统。伯南克称,政策制定者

更乐于避免”联邦政府债务在GDP中所占比例上升至二战结束以来的最高水平,但是,美国经济和金融市场正面临着特殊的挑战”,因此如果采取的措施不够,则最终将耗费更多资金。伯南克表



示,最好采取激进的行动来解决经济问题,否则经济停滞状况将延长,从而导致预算赤字进一步膨胀、失业率继续上升并在更长时期内对个人收入造成破坏。

担任美国银行拯救计划顾问的太平洋投资管理公司(PIMCO)日本分公司主管Koyo Ozeki近日指出,引爆第二轮金融危机的资产紧缩就在眼前,政府阻止资产价格进一步下滑的能力有限。他指出,将资金注入银行不能完全解决问题,但却是必要的。为了阻止危机的进一步加深,政府必须投入更大的财力来拯救这些资产,自身也将渐渐陷入危机。标普的研究报告也称,经济衰退的严重程度将主导银行是否能渡过信贷危机最艰难的时刻。标普称,低流动性和信心的缺失将导致资产质量的进一步下滑,无论是从盈利能力还是资本水平看都是如此。

国债的偿付危机

上世纪80年代,拉美国家及俄罗斯等国都出现过国债偿付危机。自危机爆发到现在,标普和穆迪对美国国债的信用评级依然维持在AAA级,在经济不好的情况下,居民和企业的纳税能力能否支持美国的财政体系有待讨论。也就是说,美国的国债是否存在偿付风险?

环球经济研究院院长、《货币战争》作者宋鸿兵指出,政府救助无非是在现在的资金盘子和发放国债中作选择,随着美国财政部金融市场救助计划的出台,美国国债的上限被调高,大量的钞票正在被印制出来,如果发债和印制美元无节制地进行下去,会导致全世界对美元信心的降低,从而抛售美元资产,这种抛售将会是致命的。现在美国债务利息最低为5%,近年来GDP增长为平均3%,也就是说,美国一年的经济增长量不足以支付债务利息。准确地说,次贷危机是一个引爆器,其背后的美国48万亿美元总债务和45.1万亿美元财政赤字才是真正的巨型“次药库”。

欧洲德克夏金融集团首席风险官张鸿飞认为,目前恐惧和所谓的“安全投资转移”导致长期利率已升至4%,随着美国财政部发行量的增大,资产负债表的膨胀,这一数字将继续攀升。主权国家的债务违约主要表现为大量发行货币导致的货币贬值和通货膨胀。美国金融业的几乎解体迫使政府将私营企业的信贷风险转嫁到公共部门,也就是说,信贷风险转移成通货膨胀风险,目前的债务将在今后以贬值的美元偿付。

经济学家谢国忠在接受记者采访时

表示,现在美国究竟会面临通胀还是通缩,存在着一定的争论。不过可以认定美国现在存在通货膨胀的风险,名义GDP有上升趋势,长期则面临下降压力。摩根士丹利首席经济学家王庆则在接受记者

采访时表示,美国在经历政府信用取代市场信用的过程,并没有通胀危险的担心,因为美国印出来的钞票流向了国外,而且印钞票转向通胀需要经过市场放大的过程,而现在的政府流动性不足以刺激市场流动性,所以不会对实体经济造成通胀压力,预期本轮经济危机将在今年年底见底。

对此,向松祚认为,以美国为首的所有发达国家的经济衰退会很漫长。如果把整个地球看做一个国家或一个封闭经济体,那么这个经济体现在都在疯狂增发基础货币,然而全球经济短期内必然出于“债务-通缩”的困境,即使银行可以从中央银行得到大量资金,“借贷”的现象依然严重,因为恐慌情绪还没有消除。短期内的“债务-通缩”周期所造成的必然结果就是经济衰退和通缩。我们必须认识到:美联储的零利率政策、财政部的巨额赤字和天文数字般的国债增发,必然造成通胀预期死灰复燃,长期利率迅速飙升。所以以美国为首的发达国家短期内是衰退+通缩,长期而言,极有可能是衰退+通胀。通缩将至少贯穿今年全年,通胀预期最快明年年初就可能逆转。如果形成长期衰退+通胀,像上世纪70年代的“滞胀”,那将是非常糟糕的局面。”向松祚说,看不出目前伯南克有什么高招可以避免如此糟糕的结果。

曾担任世界银行以及巴西、韩国、阿联酋、墨西哥等多国政府金融顾问的范尼罗素(Frank Veneroso)在接受记者采访时表示,他在去年6月份的一份报告中即描绘了宏观经济负债总量对GDP的比率曲线,在1930年经济危机爆发后的1934、1935年左右,这一比率才达到峰值。尽管如今银行纷纷收紧银根、信贷市场愈发萎缩,这一指标却还在上升,参照1930年的经验,这轮危机的拐点出现还需时日。范尼罗素同时指出,以往战后房价回调的平均值是35%,也就是说,当美国房价下降35%的时候,房产按揭市场将会被整个拖下水,违约和止赎将会在短期内激增,这将最终导致总负债对

GDP的比率掉头向下。路透社的最新调查结果显示,这个时间点将会是2010年。

谢国忠在被问到相关问题时表示,政府负债对GDP占比对金融危机没有多少参考意义,比如日本的国债多为内债,美国多为外债,这是与美国贸易顺差相关联的,放在一起比较并不合适。

王庆也表示,就政府负债对GDP占比这一指标来说,新兴市场国家的警戒线是60%,发达国家没有警戒线。美国政府现在的做法是要加快这一比率的上升,因为从1930年金融危机来说,政府反应太慢,没有迅速地拿出财政刺激方案,是导致那次金融危机延续那么久的主要原因。

向松祚指出,日本的政府负债对

专家观点

瑞士信贷董事总经理兼亚洲区首席经济学家陶冬:

经过一轮去杠杆化和价格调整,金融市场“火烧连营”的能量已大幅降低,但制造危机的温床依然存在。2009年,至少有5个风暴可能引发第二轮危机:第一,CDS市场共有62亿美元的合约,是目前金额最大的信贷类衍生工具市场,其爆炸能量可想而知。公司债市场利率仍然高企,银行借贷情况依然严重。如果这种状况不能得到迅速改善,一批企业会倒闭,大量公司债将无法偿还。第二,依赖外债的新兴经济体都陷入了流动性危机,货币急剧贬值,俄罗斯和东欧国家是其代表。第三,由于本土借贷机会有限,欧洲银行一直在新兴市场十分进取,对东欧更是如此。东欧贷款随时可能演变成欧洲版的次贷陷阱。第四,欧洲银行目前已经处于高风险状态,欧洲的实体经济恶化也远较预期严重,欧元前景可能遭市场质疑。第五,美国今年举债甚至可能突破3万亿美元,现在国债的价格与其潜在的风险不成比例,一旦资金撤离,美国国债市场的泡沫可能爆炸。

纽约大学教授鲁比尼:

部分东欧新兴经济体正在酝酿新的金融“灾难”,并称新兴欧洲将出现全面金融危机,就像十年前的东南亚和拉美那样。由于美国及西欧等发达经济体的金融与企业都在加快资本回流,从而引发美元持续走强,融资套利交易平仓和资金大举撤离,使得资金流出地波兰、匈牙利、俄罗斯、捷克等东欧国家货币加速大幅贬值,导致银行涉险、外资抽逃、出口锐减。一时间,经济寒流大范围袭击了乍暖还寒的东欧。

香港金管局总裁任志刚:

第二波金融海啸的传染性和振荡将比第一波更厉害。近日市场已出现许多变化,第二波海啸似乎已出现,将对各地金融市场产生重大影响。不排除新兴市场的银行体系会如欧美银行般受到冲击。随着银行陆续在2、3月公布业绩,可能影响大众心理,引起市场动荡。新兴市场“底子”转弱,虽不会对香港金融体系的健全性构成重大影响,但对信心的影响有多大无从估计,就如去年第一波海啸时,即使香港银行系统体制十分健全,仍有银行遭遇挤提。在危机之下,任何事情都有可能发生。

中国银行副行长朱民:

各国政府的救市政策并没有真正缓解次贷问题引发的本轮全球金融危机。预计中期国际金融市场还将持续动荡,由实体经济衰退带来的工业贷款、个人信用贷款违约率上升,中期国内房地产市场将继续调整,金融机构的股价将大幅震荡,金融市场的流动性将依然紧张,全球资金重新配置使得外汇市场也会继续波动,这些都可能引发第二波金融危机。

环球财经研究院院长、《货币战争》作者宋鸿兵:

今年4月至9月,金融海啸第二波将在企业债的垃圾债市场集中引爆,届时将有上百家对冲基金、保险公司血本无归并最终倒闭,而原本被信用掉期工具保护着的商业银行资产负债表的问题也将暴露无遗。美国目前内外债务总量已高达53万亿美元,是GDP的3.75倍(美国的GDP仅有13.5万亿美元),潜在社保医保亏空更高达107万亿美元,庞大的债务“堰塞湖”已不堪重负,如果洪水不从次贷大堤上漫顶,也必然从信用卡贷款或汽车贷款决堤处决堤。危机的基本逻辑,是庞大的债务问题导致的支付危机,支付危机引发资产价格下跌,资产价格下跌产生流动性危机。(孙媛)

近年来发达国家负债在GDP中占比情况

国家	项目	2003	2004	2005	2006	2007	2008F	2009F
德国	GDP增长率	-0.2	1.2	0.8	3.0	2.5	1.3	-2.3
	政府负债在GDP中占比	63.8	65.6	67.8	67.6	65.1	65.6	69.6
	GDP增长率	2.1	2.0	2.4	2.3	1.9	-2.0	-1.5
日本	政府负债在GDP中占比	167.2	178.1	191.6	194.7	195.5	204.6	211.7
	GDP增长率	2.8	3.3	1.8	2.9	3.0	1.2	0.5
	政府负债在GDP中占比	38.7	40.4	42.1	43.1	43.8	46.0	49.0
美国	GDP增长率	2.5	3.9	3.2	3.3	2.2	1.2	-2.2
	政府负债在GDP中占比	60.9	61.9	62.3	61.7	62.9	73.2	84.2

数据提供:穆迪