

金融体系的动态演进与风险管理:

对2008美国金融危机的十大反思

张晓朴

2008年发生的美国金融危机经历了经济学家多恩布希的那句话,在经济学里,很多事情的发生比你想象的更快。”美国次级房贷市场爆发的风险和破坏力超出了绝大多数人的想象,最终演变为空前的全球金融危机。当前的全球金融监管改革反映了国际社会对这场危机的部分认知和制度应对,但这并不代表围绕这场金融危机的讨论和剖析已经划上了句号。全面审视这场金融危机中暴露出的问题及教训,对于将来如何降低金融危机发生的概率和危害程度,仍然极其重要。本文尝试从理论、市场、政策等多个角度,对美国此次金融危机进行十个方面的反思。

反思一:银行的“发起-分销”运营模式

过去十多年间,美国主要商业银行的业务运营模式发生了巨大转型。由过去的“购买-持有”转变为“发起-分销”。“发起-分销”模式是指银行在贷款发放后并不在资产负债表上持有到期,而是采取出售、证券化、购买信用衍生品等方式把贷款的信用风险从资产负债表转移出去的一种经营方式。

概括而言,“发起-分销”模式的特征包括以下四个方面。第一,不同于传统上“发起-持有”的贷款经营模式,银行不再将全部贷款持有到期,而是将全部或部分贷款转移出资产负债表。第二,资产证券化是“发起-分销”模式的关键支柱和最普遍方式。通过“放贷-贷款出售和包装-证券化”这样一个流程,美国的商业银行在6-9个月内就可以实现贷款销售,为发放新贷款提供资金来源。第三,从利润来源上看,在该模式下,商业银行大量收入来自于贷款服务费、预支利息、托管交易费、提前还贷罚款等贷款服务收入和手续费收入。从利润结构上看,银行的非利息收入上升,利息收入相对下降。第四,近年来,业界关于风险量化、市场化、交易化的认同和乐观认识是“发起-分销”模式赖以产生和发展的基础。在风险管理上,“发起-分销”模式被视为一种有效的信用风险管理途径,因为它可以实现风险在银行和资本市场之间以及不同机构间的交易、转让、分散和配置。

总体而言,这种全新的业务模式在理论上和实践中被认为可以扩充银行的收入来源,为银行节约宝贵的资本,甚至可以帮助银行分散风险。这种新模式一度还受到广大中小银行的追捧,因为它使得银行既能扩张贷款业务,又不会违反监管机构对银行信贷的风险敞口、资本要求等风险控制规定,使得小银行可以和大银行“公平”进行竞争。然而,美国次贷危机充分暴露了新模式在激励、透明度、风险管理等方面的内在缺陷,而业界漠视新模式带来的挑战则放大并实现了新模式的危害。

在一定意义上,美国此次金融危机与其说是次贷危机,不如说是由于风险管理不适应新形势而引发的“发起-分销”模式危机。首先,“发起-分销”模式拉远了借款人和违约风险最终承担者之间的距离,导致信用风险交易的发起者和始作俑者——银行机构,存在严重的道德风险。其突出表现为:银行放松信贷标准,不再进行严格的贷前调查和贷后检查。其次,在“发起-分销”模式下,市场参与者众多,风险交易链条拉长,风险持有期限缩短、委托代理关系复杂等特征,导致了发起方、组织方、管理方、担保方、分销方、信用评级机构、投资者等严重的风险漠视和激励失当(incentive misalignment)问题。例如,按揭经纪人不再有动力去对次贷借款人进行严格的尽职调查,而是忙于多发贷款,按笔数和规模收取更多的佣金。再次,在“发起-分销”模式下,不充分的信息披露和复杂的产品设计严重恶化了金融市场上原本就存在的信息不对称问题。巴菲特曾经提供了一个惊人的事实:查阅住宅抵押贷款证券的招募书会发现,那些由数以千计的抵押资产构成的证券,被细分成30或更多小块,而每个次级抵押贷款(CDO),又是从住宅抵押贷

款证券中挑出较差资产,将50块或更多不同的较差资产打包在一起。也就是说,如果想了解一个CDO产品,需要读50x300页的资料。如果购买的是由50个CDO产品构成的资产包,就需要读50x50x300页的资料,即要查阅75万页资料。去了解一个证券资产,即使巴菲特也承认,是不可能完成的任务。因此,没有人真的了解自己在买什么。

可以预言,美国此次金融危机即使没有发生在次贷领域,也很可能带来某一天发生在信用卡、信用衍生品或其他领域。次贷危机已经并将继续引发业界对“发起-分销”模式的反思和重大调整,包括如何客观评估该模式的利弊、如何限制其中的道德风险、如何调整市场参与者的风险回报关系等。例如,花旗银行已经开始建立终端对终端的住宅抵押业务部门,将贷款发起、服务和证券化服务纳入统一流水线。巴塞尔协议III也对资产证券化提出了更严格的资本充足率要求。

反思二:新模式下的金融风险

次级抵押贷款证券化产品之所以在危机爆发前几年受到众多投资者的垂青,一方面是因为对高收益率要求的竞争压力使得投资机构改变了风险偏好,提高了风险容忍度;另一方面,投资者认为,信用风险的评级技术、计量模型、风险分层控制技术、信用衍生产品的风险转移等使其可以依赖现代的风险管理有效控制风险。然而,资产证券化和“发起-分销”模式对现代金融机构的风险管理究竟有着怎样的含义?如何应对新模式对风险管理带来的挑战?事后看,即便是国际上最发达的金融机构,其风险管理也没有做好充分准备。

其一,风险管理的基础架构普遍跟不上金融创新的步伐。传统上银行用于计量风险敞口的工具,如在险价值(MaR)、风险集中度、历史损失数据等,在评估新业务模式和新产品面临的风险时,已经被证明远不够充分。与历次危机明显不同的一点是,此次危机爆发后,没有机构说得清总的风险敞口究竟有多大,风险究竟集中在哪些机构,很多机构的最初反应竟是费尽周折汇总自己在担保抵押债券(CDO)等结构化产品上的总体风险敞口。对未知风险的担忧加剧了金融市场上的恐慌。回过头看,传统的风险度量手段事实上极大地低估了损失的严重性。

其二,金融机构在用新工具管理风险的同时,也因此面临新的风险敞口。资产证券化给银行带来了风险管理上的“安全错觉”,他们只知道自己最担心的信用风险已经被安全控制,而完全忽略了由此衍生出的市场风险、流动性风险、集中度风险等。事实上,对不同金融机构在危机期间的表现可以看出,越依赖证券化转移风险的金融企业,在市场流动性冻结时,越容易受风险敞口回归资产负债表的攻击。

其三,不少机构过于机械地运用VaR和类似模型指标。尽管精密的定量工具和模型在良好的风险管理中起到了重要作用,但不论模型如何精密,都不可能囊括银行可能面临的所有风险,况且绝大多数模型在捕捉风险相关性方面都存在明显不足。

其四,压力测试的假设情景和测试方式有待改进。很多金融机构的流动性压力测试,只是考虑了单个机构在市场环境良好情况下可能面临的不利情况,而没有考虑更为广泛的、来自整个市场中断的压力。

其五,过低的预期损失估计导致风险定价出现严重偏差。有数据表明,银行和评级机构在贷款和评级时使用的次贷预期损失率在2004年假设为4.5%,2006年假设为6%,而危机后次贷的实际损失率是以上预期损失率的发展倍。次贷在最初的十多年间一直发展的缓慢,2001年时仅占当年抵押贷款发放额的9%,但到2006年占比已经迅速上升至23.8%。银行在确定贷款定价时所依据的历史损失数据显然是有偏差、不充分的,更致命的是,这些贷款数据并没有经过一个完整周期的检验。

其六,新模式带来的道德风险和合规风险,使得百年来行之有效的基

础风险管控措施几乎形同虚设。例如,银行作为资产证券化的中心环节,普遍放弃了基本的审慎信贷标准,不注重客户的信用记录和还款来源,过度看重抵押品市场价格,很多贷款机构甚至不要求借款人出具收入证明文件。对贷款违约率的比较研究发现,相比于不可能被证券化贷款池的违约率,更可能被证券化贷款池的违约率要高约20%。

次贷危机表明,风险管理上未知的领域远远大于已有的技术。现代风险管理发展目前所取得的成果还只是探索性的,远不够成熟。风险管理要完全适应新的业务模式,还要有一个漫长的过程。

反思三:市场主导型金融体系的优势与劣势

金融中介和金融市场的关系一直是学术界近年来关注的焦点问题。诺贝尔经济学奖获得者默顿·博迪等认为,金融交易成本由于现代科技而大幅下降,极大地促进了金融市场交易量的攀升,金融中介正在被金融市场的制度性安排所代替。在比较金融体系的研究中,市场主导型金融体系被部分专家视为现代金融体系的同义词,并被认为是未来金融体系的演进方向。市场主导型的金融体系在存量资源配置、跨域风险分散和促进创新等方面,确实具有银行主导型金融体系无可比拟的优势。然而,次贷危机也暴露出市场主导型金融体系存在的一些问题。例如,市场主导型金融体系也不能有效解决信息不对称问题等。从系统性风险角度看,最大的问题是,市场主导型金融体系使得资本市场风险向银行机构的传递实现了“无缝链接”,使得两者产生“共振”的概率和严重性激增。

过去,学术界和政策界始终认为,资本市场发展有助于在经济中引入备份机制(backup facility),即便银行体系在一国经济出现周期性波动时紧缩信贷,仍有资本市场的运转来满足企业的基本融资需求,保证金融体系功能的发挥。格林斯潘多次论及,银行体系和资本市场是企业融资的两台发动机,为此他还比较了历史上面临石油危机冲击时,美国经济不同的成长表现。他认为,20世纪90年代初期面临石油冲击时,美国的资本市场已经得到蓬勃发展,有了发达的固定收益证券,特别是资产证券化市场,尽管银行信贷出现收缩,但资本市场担当起了配置资金的职责,最终使得美国经济成功实现了平稳增长。现在看来,尽管单独的银行体系危机未必一定诱发连带的资本市场危机,但是当固定收益债券市场等发生危机时,两台发动机却很可能同时失灵。主要原因在于,在市场主导型金融体系中,银行资产主要分布在固定收益投资产品上,同时负债主要来自于资本市场和货币市场融资,在资本市场这个汪洋大海中,商业银行只是一个重要的参与者或者一艘巨轮,资本市场的风暴会使这艘船遭受巨大冲击。此外,在市场主导型金融体系中,风险经过多手交易,对于单个机构而言风险确实有可能分散,但整个金融体系的风险点和风险危害性则被数倍放大。

反思四:银行的批发性融资

在传统业务模式下,银行业主要的筹资渠道是客户存款、中央银行贷款以及银行间市场筹资,资金运用主要是发放信贷、购买低风险国债以及投资公司债券。随着金融脱媒的演进和银行业务转型,银行业的资金来源、投资渠道和风险管理日益依赖于债券市场和资本市场,银行越来越依赖批发性融资。以美国银行业为例,其大型商业银行超过50%的资金来源于批发性融资。在花旗银行,存款仅占总负债的35%左右。在2007年9月发生流动性危机而最终被国有化的英国北岩银行,仅有22.4%的资金来自于存款,而该比例在1997年高达62.7%,负债中的零售存款占比十年下降了40个百分点,增长的则大部分来自证券化、资产担保债券和同业市场拆入。

银行更多依赖批发性融资主要是金融脱媒的结果。随着银行机构的存款资金大量流向货币市场工具和高收益资产,银行转而向金融市场筹资。美国次贷危机的教训表明,尽管资本市场发展为现代银行提供了更多融资途径,但资金来源多元化并不一定降低负债方风险。金融市场的流动性风险会很快通



2008年金融危机爆发后,美联储开动印钞机为市场注入流动性。

IC/供图

过抵押债券市场传导到货币市场和银行间市场。很多银行机构都未能预料融资渠道同时关闭时对银行经营可能带来的致命打击。以批发为主导的融资模式加大了金融市场风险侵蚀银行体系的可能性,如何全面强化流动性风险管理的有效性,是国际大银行今后面临的艰巨挑战。目前看,巴塞尔协议III提出的流动性监管标准,在推动美欧大银行改变融资模式和业务结构方面的成效并不乐观。

反思五:如何认识和对“大而不倒”

理论上,市场退出是金融机构承担风险的一种形式。机构无论大小,在经营失败、风险管理不善时,都应自担后果,破产关闭。然而在现实中,当大型金融机构出现困境并影响到整个金融体系稳定时,经常会得到政府的救助,从而不会遭受破产或清算。历史上已经有过很多“大而不倒”的先例,如美联储对长期资本管理公司的拯救、法国政府对里昂信贷银行的救助等。“大而不倒”现象一直为社会公众乃至监管机构所诟病。批评意见认为,“大而不倒”实际上是在给大型金融机构提供补贴,会带来道德风险,导致大型金融机构风险偏好上升,此外还可能使金融机构追求无效率的大规模。

此次危机爆发后,国际货币基金组织(IMF)一份针对175次银行危机研究报告发现,在绝大多数危机中,政府都提供了更多流动性和更宽松的监管,以维持这些银行的运转。但事实上,很多救助并未如事先宣扬的那样会加速经济的复苏,一次又一次救助反而助长了金融机构从事高风险业务的倾向,救助的成本也就在历史中被淡忘。

尽管围绕“大而不倒”的争论还会继续,但美国在此次危机救助中让“大而不倒”事实上演绎到了极致。美国政府不但义无反顾地救助房地美、房利美、AIG、高盛等银行和非银行金融机构,甚至对通用、克莱斯勒和福特等大型实体企业也进行了救助。这些信号清晰表明,不管是否合意,各国金融监管部门可能都不得不接受“大而不倒”这个事实。对于监管者而言,更现实的选择应该是确定如何定义“有系统性影响的重要机构”,在此基础上加大对这些机构的监管密度和强度,不论其是商业银行、投资银行还是保险公司。巴塞尔银行监管委员会先后发布了全球系统重要性银行和国内系统重要性银行的识别标准、原则、监管措施等,为推进系统重要性机构的监管提供了制度支持。目前看,系统重要性银行的监管仍存在以下一些困难和挑战。一是系统重要性银行的道德风险还难以从根本上消除。大型金融机构一旦认定政府在危机发生时不会也不敢让它倒闭,就会通过过度地追求高风险来获取高收益。二是准确拿捏好对“系统重要性”机构的监管力度,既要使“系统重要性”机构进行有效监管,又不能阻碍合理的金融创新,难度不小。

反思六:评级在监管中的使用

次贷危机爆发后,国际评级机构对一些复杂结构性金融产品的过高评级被认为误导了投资者,同时这些评级机构也因未能预先提示相关证券产品的投资风险而受到多方指责。从国际上三大评级机构标准普尔、穆迪和惠誉的收入构成看,2007年之前为抵押贷款支持证券评级的收入快速增长,占评级业务收入的比重超过了50%。从评级技术看,有关次贷产品的评级严重低估了基础资产的违约概率和预期损失。

值得反思的是,金融监管中大量使用评级在多大程度上引发并加剧了此番“评级膨胀”(rating grade inflation)?很多发达国家的监管机构对保险公司、养老金、共同基金和银行的投资范围和产品设计进行了限制,如规定只能购买投资级以上的债务工具,禁止投资低评级的债券等。监管机构将高信用等级产品的比例放在控制机构风险的重要位置,造成市场上该类产品的相对短缺。在流动性泛滥的时代,真正的AAA级产品数量不能满足这些机构的需要。供需失衡激励相关机构(如评级机构和投资银行)对低等级产品进行包装,使之达到一定等级,为市场提供所谓的高等级产品。而实际上,这些产品只是逆向选择的结果,与信用等级的本来风险含义严重不符。很多投资人甚至也对投资级产品在资产组合中的比例设立了要求。当太多的资金追逐有限的金融产品,同时评级公司面临高额利润的诱惑时,“评级膨胀”就不可避免大范围蔓延。评级在监管中的广泛使用实际上意味着,政府将一部分监管权力授予了评级机构。同时,与典型市场主体不同的是,评级机构不会因为自己的错误而受到资产损失的惩罚。

金融危机发生后,国际社会和各国对信用评级的过度使用进行了反思,G20和金融稳定理事会一致主张减少对信用评级的依赖。美国取消了《联邦存款保险法》、《联邦住宅企业金融安全法》、《证券交易法》等相关法律中引用信用评级的条款。同时要求监管机构从其监管条文中取消所有依赖于外部评级的条款,并要求相关监管机构寻找替代方法。2011年,美国证券交易委员会正式取消公开发行非可转换证券(如债券)时必须提供债券评级的要求。然而,《巴塞尔协议III》仍然保留了外部评级在信用风险评估中的作用。为满足国内法的要求,美国监管机构开发出的新评估方法采用了重新引入经合组织(OECD)国家、非OECD国家评估标准等方法,业界对此仍有疑虑。从这些情况可以看出,完全废除监管对评级的使用目前还存在一定困难。

反思七:衍生品市场发展

衍生品市场具有风险管理和价值发现两大基本功能,对于推动资源有效

配置、提高金融体系效率发挥着不可替代的重要作用。在金融自由化浪潮的推动下,全球衍生品市场在危机前保持迅猛的增长势头。到2007年底,全球衍生品名义本金存量达630万亿美元,是全球GDP总量的11.8倍。衍生品发展出现了两个重要趋势,一是交易的场外化,到2007年底,全球90%以上衍生品都是在场外交易,场外交易衍生品规模大约是场内交易的15倍;二是衍生产品的复杂化。

衍生品场外市场的快速发展得益于它拥有场内市场无可比拟的灵活性和相对宽松的监管政策,但与此相伴的是场外衍生品市场的高度不透明。场外衍生品交易信息披露的滞后或缺失削弱了市场的有效性,风险到底转移到了哪里并没有公开的信息可供考究,严重放大了此次金融危机的范围和强度:市场的不透明直接增加了违约风险溢价,导致市场流动性冻结,并引发一系列连锁事件。

次贷危机爆发后,复杂衍生品暴露的问题一览无余。首先,复杂衍生品的估值在实践中一直就是难题。衍生品的基础产品越复杂,创设手段越高超,衍生层次越多,其价值的确定也相应就越困难。其次,很多复杂的衍生品并没有实际商业交易背景,在现实中根本找不到案例证明有正当企业真正需要如此复杂的衍生品。金融衍生品非但不服务实体经济,反而在拉着实体经济乱跑。有研究表明,复杂衍生品要么被投行用来谋取不当利润,要么被一些大公司如安然等用来做假账。目前,美欧等国的监管机构正就建立场外交易的集中清算体系进行研究,如何对场外衍生品市场进行适度有效监管,如何消除或减少复杂衍生品的不当销售等问题将会成为今后一段时期金融监管改革的重点与难点。

反思八:信息披露

一般来说,信息披露制度越完善,信息披露质量越高,金融体系抵抗冲击和抗风险的能力就会越强,因而也就越稳定。与传统的信息披露不足相比,此次金融危机爆发前的信息披露问题更加复杂。也正因此,危机前积累的问题更多,积聚的风险更大。

首先,金融交易的表外化和场外化使得金融交易的信息披露不足,甚至缺失。资产证券化等的发展使得金融机构可以灵活自如地将高风险资产和负债挪移到资产负债表外,外部人很难得到确切完整的财务和风险信息。危机爆发后,这种信息的不透明使得投资者难以区分健康与不健康的机构,难以准确评估金融机构及其产品的信用水平和风险状况,由此产生的逆向选择问题加快了银行间市场的冻结,进一步推动了金融危机的深化。例如,对于基于次级抵押贷款的MBS产品和CDO、CDS产品,投资者在购买时得到的信息仅限于评级机构所提供报告的内容——只是评定出来的等级和附带的几句警示性话语,并不包括让其他人可以进行重新审核的支持性数据。(下转A19版)