

次贷危机十年反思： 我国应对债务危机的十大戒律

■ 缪延亮



管防范系统性风险和保持汇率灵活性的至关重要性,也采取了针对性措施。

第一条戒律:资产负债表至关重要。

(一)可分为三个小点:

①监管整个资产负债表。美国次贷危机前,金融机构通过设立特殊目的载体(SPV)将风险资产转移至表外,风险长期被忽视。危机后新修订的《巴塞尔协议 III》将监管从表内扩展到全面监管表内和表外。类似的,由于监管套利和金融创新,中国衍生出庞大的影子银行体系,为控制风险,2017年初人民银行宏观审慎评估体系(MPA)将银行表外理财业务纳入广义信贷指标进行考核。

②快速修复资产负债表。危机后欧洲复苏远慢于美国,重要的原因在于欧洲依赖银行间接融资、企业破产导致银行和企业资产负债表修复缓慢。

③只有一张资产负债表。这一教训在欧债危机期间尤为深刻。监管者通常把公共部门和私人部门的资产负债表分开,包括设立欧盟的《马斯特里赫特条约》,也只强调公共债务纪律,忽视对私人债务的管控。危机前,爱尔兰政府债务很低,但对GDP比重不到30%,安全边际看似很高,但是对银行的救助短则两年内,就将政府债务推高到GDP的100%。这说明,危机时政府和私人部门资产负债都很重要,且不能绝对分割,危机救助最后考验的是整个国家的综合资产负债表。

第二条戒律:监管! 监管! 监管!

系统性重要机构出现问题时,政府往往面临救与不救的难题。救会加剧道德风险,不救则有系统性风险。雷曼的倒掉就有监管者故意为之系统性金融机构的成份。但雷曼破产所带来的灾难性后果让政策制定者们认识到在真正的系统性风险面前,对道德风险的担忧往往不堪一击。结果就是,机构越大越安全,只有做到一定规模,政府或者中央银行才会不得不救。解决道德风险和“大而不能倒”的出路在于建立事前规则,加强监管。针对此有两项主要变革。一是设立“生前遗嘱”,保证再大的机构在出现问题时也能按事前议定的程序实现有序清偿,而不会把整个系统拖下水;二是设立自救(bail-in)规则,不浪费纳税人的钱,要救先用股东和债权人的资金,比如欧盟《银行复苏和清算指令》就规定自救金额至少要在总负债的百分之八以上。实践当中自救规则仍面临不少挑战。塞浦路斯是少有的采纳自救方案的案例,主要是基于政治原因,有很多俄罗斯富豪的存款在塞浦路斯,欧盟不愿意用纳税人的钱去拯救俄罗斯富豪。而意大利是典型的自救原则受到冲击的案例。2012年意大利 Banca Etruria 银行出现危机,政府让债权人承担风险,持有该行次级债的68岁退休工人Luigino D'Angelo血本无归后自杀,舆论哗然。当债权人不是国外富豪(塞浦路斯案例)而是国内退休工人时(意大利案例),强推自救规则让中小投资者承担损失会面临舆论压力和政治反弹。2017年意大利在对零售投资者实施了自救时,经欧盟许可对零售投资者进行了豁免。

第三条戒律:保持汇率灵活性。

政策制定者在汇率问题上常常重复两个错误,先是在危机之初不敢贬值并怀疑汇率贬值是否有用,贬值之后继而又高估其作用,把全部希望寄托在汇率之上而不进行结构性改革。如果说2014年之前对汇率贬值的看法仍有分歧(世行和IMF曾同时发布报告,前者认为贬值无用,IMF则指出贬值仍然有效),欧央行2015年量化宽松后的汇率和经济表现则再一次统一了认识。名义汇率不能调整,真实汇率就只能依靠对内贬值来调整,也即压低商品价格和工资。降价和削减工资都是通缩性的,异常痛苦,处理不当还会引发“债务-通缩”螺旋。当然,把贬值作为药方也需要一定的前提条件,那就是不能有债务上的货币错配,否则会

加剧债务负担,如亚洲金融危机中的东南亚诸国。此外,汇率贬值还有先行者优势,等所有国家都加入形成竞争性贬值时其效果自然大打折扣。

一度被吸取,但很快被忘却的教训

第二类是一度被吸取,但是随着经济周期和资产价格的改善又很快被忘却的教训。危机发生后在一段时间内人们会注重控制杠杆率,加强监管并保持对泡沫的警惕。但随着周期的演进和资产价格的持续繁荣,这些教训很快会被抛诸脑后。

第四条戒律:杠杆的顺周期性。

危机发生后,人们都将罪恶的根源归结于高杠杆。1998年长期资产管理公司(LTCM)因为高杠杆而覆灭,2008年雷曼重蹈覆辙,而且两者杠杆率都差不多。1998年初LTCM资本金为47亿美元,债务高达1245亿美元,杠杆率约25倍,而在1998年9月亏损导致资本金大幅下降,LTCM杠杆率超过250倍;2008年危机前,雷曼持有6800亿美元资产,但是资本金仅为225亿美元,杠杆率才有30倍。Lowenstein(2000)的畅销书《当天才失败时》把LTCM高杠杆的教训讲得很透彻,市场上人人都耳熟能详,但为什么错误还是被重复?因为没有高杠杆就没有高回报。金融从业人士远多于任何一个奥林匹克项目的运动员,获取超额收益(阿尔法)比获取金牌还难。怎么办?加杠杆!所谓高回报的投资机会常常是高杠杆作用于普通的投资机会。远到三百年前英国南海泡沫,近到中国2015年股灾中的场外配资和融资融券券莫不如此。所以我一直认为,控制杠杆才能控制住资产泡沫,杠杆是资产价格最重要的决定因素,利率不是最重要的。莎士比亚经典名著《威尼斯商人》中,很少有人关注高利贷商人夏洛克借钱给安东尼的利率是多少(0%),但是他所要求的抵押物却让人印象深刻,还不让钱就割下一磅肉抵债。2004-06年美联储连续加息17次,但投资者根本不在乎一两个点的利率上升,因为只要百分之三甚至零首付就能大举加杠杆买房,房价因而一路上涨。2016到2017年,我国一线城市房价疯狂上涨,也是通过大幅提高首付比、直接控制杠杆率才得到遏制。

第五条戒律:监管自身的周期性。

刘鹤

(2015)将监管的周期总结为“危机—管制—金融抑制—放松管制—过度创新—新的危机”。危机发生后,加强监管,矫枉必须过正,会出现过度监管(Blinder, 2015)。但监管的效力会随着金融创新、监管规避等而逐渐减弱。金融机构会在市场繁荣时期向监管机构施压以便提高杠杆率和发行新产品。市场越是繁荣,要求去监管的呼声也越高,因为此时被监管束缚的机会成本(投机和套利收益)越高。特朗普政府去监管就是发生在这样的背景之下。值得强调的是,监管的放松往往埋下下一次危机的种子。

第六条戒律:市场总是对的,直到它错了。

当市场繁荣的时候,做一个逆向投资者很难。因为“市场可能是非理性的,但市场非理性的时间可以长到你破产”。当前股票、债券和信用市场价格都处于历史高位,欧洲边缘国家的债券收益率甚至要远低于美国。面对这般的资产价格,投资者的担心不是资产太贵了,而是担心错过机会。这一点在历史上不断重演,很多人都觉得自己能够在泡沫破灭前的高位成功脱逃。这种自满心态,在个体层面有可能是理性的,但在集体层面只可能是非理性的,它不仅加剧了泡沫的上涨,也放大了泡沫破灭所带来的负面冲击。

一直在尝试,但始终是挑战的教训

第三类是一直在尝试吸取但始终是挑战的教训。包括和民众沟通,打破利益集团阻挠,推动结构性改革和预防下一个危机。

第七条戒律:正确的政策,错误的政治。

很多危机救助正在政策上是正确的,但在政治上是失败的。美联储推出量化宽松被演绎为华尔街和“主街”的矛盾,催生了占领华尔街运动和审计美联储动议;欧债危机救助则被描绘成65岁还在工作的德国老人救助50岁已经退休的希腊人。这导致民众对任何建制派、政府都很反感,哪怕政府在政策上是对的。我亲历的救助项目就很好地印证了这一点。葡萄牙在野的左翼联盟反对执政联盟所达成的一切救助协议,但当他们2015年上台之后,出台的每一项政策基本上都和前任政府一样,完全是为了反对而反对。即便这样,还是能够得到很多人的支持。由此可见,不做好解释和沟通工作,危机救助政策仍可

能成功,但民众对政府的反感和民粹主义会风起云涌。这也是特朗普上台,英国脱欧,反贸易和反全球化的后危机时代背景。民众关注的焦点是公平。政策的制定和议题的陈述应该从这个角度入手,不能简单粗暴的将矛盾转嫁到国外或者反对派,否则长期后果更堪忧。

第八条戒律:一切经济学都是政治经济学。在利益面前,思想往往居于次要地位。结构性改革就难在打破利益集团的阻挠。解决之道,一是增强受援国参与度(ownership)。强加于人的改革很难被接受,欧债危机救助的附加条款就被认为是德国的意志,包括引入IMF施压边缘国家(Blundermeier等人, 2016)。回过头来看,危及之初的改革措施不应该由“三驾马车”来宣布而应该由受援国政府主动出面。二是要照顾社会承受能力尤其是弱势群体和社会组织生态。三是关键改革需要打破利益集团阻力,比如欧洲劳动力市场改革上的工会反对和产品市场上无穷无尽的行业协会审批。

第九条戒律:在形势好的时候推进改革。是事前未雨绸缪还是事后来应对?对这一问题的主流看法曾被总结为“格林斯潘教条”:资产价格泡沫难以被定义和发现,发现了央行也没有合适工具应对,最好是泡沫破灭后来清场。通俗的话就是“如果还没坏,就不要去修”。这一教条已经让位于更严格的事前监管和对资产价格泡沫的防范。因为在泡沫破灭、经济衰退时加强监管和推进结构性改革实在是代价惨痛。在经济、金融市场和政治上行周期推进结构性改革能够降低阵痛。问题是,形势好的时候进行改革的压力进而动力不足。

第十条戒律:预防下一个危机。有一种说法,“这次不一样”。上一次危机的教训不一定能用,不能总是在打一场战争。还有一种说法,“太阳底下没有新鲜事”。每次危机有不同,但也有很多共同点。危机的背后是人性,人的贪婪和恐惧交织,资产价格的暴涨和暴跌交替。人性不可能被消灭,因而危机总会发生,繁荣和萧条是金融的固有形态。上一个危机的应对常常埋下下一个危机的种子。从互联网泡沫到房地产泡沫,从大衰退后的QE到资产价格繁荣。危机发生,应对危机,宏观刺激,形势好转,监管放松,志得意满,危机又爆发,如此周而复始,政策、市场和人性纠缠在一起。

下一个危机在哪?

我国是过去四十年少有的没有发生大的危机和系统性风险的国家。虽然2013年有“钱荒”,2015年有股灾,2015—2016年资本外流,但总体影响可控。也许危机本该发生了,换作之任何一个新兴国家,如果有超过GDP百分之十的额外储备,货币和金融危机早就都发生了,但我们有以外汇储备为代表的良好的国家资产负债表。这不是停滞不前的借口,而是进一步推动改革的动力。加快出清过剩产能,修复企业资产负债表,加强宏观审慎和微观市场监督,保持定力加大人民币利率双向波动,抑制监管部门过快的货币攀升,逆周期宏观审慎监管,遏制房价快速上涨,脱贫攻坚照顾弱势群体利益,推动国企改革和在经济内外环境较好时去杠杆,这就是我的应对危机的十大戒律。(本文为中国金融四十人论坛(CF40)成员、国家外汇管理局中央外汇业务中心首席经济学家缪延亮的最新文章,原标题《欧债危机救助的经验与反思——可以吸取、容易忘却和让人纠结的三类教训》,首发于《金融研究》)。

▶▶▶ [上接 A1 版]

中国股市需解决的三大问题

但如何让股市健康发展?这个问题既是中国股市发展面临的一个至关重要的问题,也是中国股市发展的一个软肋。因为中国股市二十多年的发展,很大程度上是背离健康发展轨道的。中国股市之所以问题不断,关键就在于中国最近没有坚持健康发展的方向。中国股市最近10年之所以会出现股灾从终点又回到起点的局面,其至关重要的原因就是中国股市背离了健康发展的轨道。

健康发展的重要性是显而易见的。对于我们每一个生命个体而言,健康是第一位的,一个人如果失去了健康,那么一切都是空谈。而股市健康发展的意义跟人体的健康一样重要,股市只有健康发展,这种发展才是真正意义的发展,背离了健康轨道,股市跑得越远,制造出来的问题就越多,到最终因为这些问题存在而变得步履艰难。而当前的中国股市确实是各方面都应该来正视股市问题、正视股市健康发展的时候了。就此而论,国务院金融稳定发展委员会第三次会议提出股市要平稳健康发展,这显然也是抓住了股市的症结所在。

那么,如何让中国股市健康发展呢?个人以为,至少有三个方面的问题是需要加以正视与解决的。

首先是中国股市的定位问题。中国股市开设的初衷是为国企脱债解困服务的,之后逐步演变为为国企改革服务,支持实体经济发展。正是基于改革的宗旨,这就决定了A股市场的定位是为融资服务的,融资是中国股市最基本的功能,也是最主要的功能,是凌驾于其他功能之上的。正是由于融资至上,所以投资功能往往被忽视,投资者的利益往往得不到保护。而股市的立法与制度设计,也是以融资功能为核心。由于这种制度设计的不合理,以至A股市场因此沦为圈钱市。

其次是制度的不合理与不完善、《证券法》成为“豆腐法”,并不能为股市的发展保驾护航。如制度的不合理,以上市公司股权结构为例,任何一家企业上市,至少给市场带来3倍于首发流通股规模的限售股,股本4亿股以上的公司上市,限售股规模更是首发流通股规模的9倍。如此一来,随着IPO发行,股市限售股规模越积越大,股市也因此成了限

售股股东的提款机。又如,以《证券法》为例,对上市公司虚假信息披露的顶格处罚也就是60万元,这对上市公司丝毫不能构成任何震慑作用,上市公司违法违规行为因此屡禁不止。

第三是投资者保护不力,投资者利益总是受到伤害。由于股市以融资为中心,制度设计都是围绕有利于融资来进行,如此一来,投资者利益就成了牺牲的对象,投资者保护因此成了股市的软肋。以欣泰电气退市为例,作为欺诈发行而被强制退市的公司,理应赔偿投资者的全部损失,但该公司却以“无力回购”为由,不兑现回购承诺,以至大多数投资者的利益得不到赔偿。

正是基于这些问题的存在,股市因此背离了健康发展的轨道,各种问题也因此层出不穷,进而导致股市步履艰难。因此,股市要健康发展,就必须正视上述三个根本性的问题并予以解决。否则,股市很难走上健康发展的轨道,十年股市原地打转,不少个股甚至创出历史新高,就是股市背离健康发展轨道的最好证明。(完)

可以被吸取,且正在被实施的教训

第一类是已经总结得比较好,可以被吸取而且正在被实施的教训。欧债危机让各国政策制定者认识到修复资产负债表、加强监