

金融快速增长之谜

中国人民大学国际货币研究所副所长、中国农业银行首席经济学家 向松祚

▶▶▶ [上接 O3 版]

结构性金融产品或资产证券化的“大起大落”从一个重要侧面见证了金融资本主义的动态和不稳定特征,见证了金融危机对实体经济下。危机爆发之后,结构性金融产品发行量急剧下降,从危机前每个季度高达1000亿美元锐减到每个季度区区50亿美元。再譬如,2001年,美国资产抵押商业票据余额为6000亿美元,2007年急升到1.2万亿,随后持续下降,2013年大约为3000亿。信用卡债务余额2000年为8.6万亿,2008年急升至17.1万亿,2013年大约为13.8万亿。与此同时,金融行业就业人数亦大起大落。根据美国劳工部的统计数据,2000年美国金融从业人数为770万,2007年增长到840万,2013年重回到770万(同上引)。

银行业脱胎换骨,金融业版图重塑

资产证券化飞速发展的受益者(当然也是后来危机的主要受害者)几乎包括所有金融机构:商业银行、投资银行、保险公司、共同基金、按揭贷款公司、信用评级公司、对冲基金等等。资产证券化兴起,商业银行脱胎换骨,金融业版图重塑。

资产证券化加速金融业的脱媒趋势。根据美联储的消费金融统计,1977年,拥有银行账户的家庭占全部家庭的77%,1989年已经下降到44%。1989年,美国家庭30%金融资产为银行存款,2004年下降到只有17%。与此同时,家庭投资共同基金的比例则从1980年的不到6%上升到2000年的接近一半。1989年,股票、债券、共同基金和退休账户四大类金融资产已经占到美国家庭金融总资产的50%,2004年上升到69%。到2006年,美国银行体系存款总额与资产总额之比,已经下降到1930年代大萧条以来的最低水平。商业银行的传统领地遭到大规模侵蚀,新型金融工具早已占据美国金融市场的大部分市场份额。甚至早在1990年代,美国富国银行的CEO Dick Kovacevich就宣告:“银行业已死,我们只需安葬它!”(Gerald F. Davis, Managed by The Markets: How Finance Reshaped America, Oxford University Press, 2009, p.37)

美国银行当然不甘于自然死亡,它们奋起迎接挑战,彻底改造自身。首先是大规模的兼并收购和重组。到2005年,接受FDIC存款保险的美国银行数目下降到7500家,只有20年前的一半。10家最大美国银行占有全部国内银行存款的40%和资产的51%。市场集中度显著上升。其次是各家银行尤其是顶级银行采取不同战略以应对脱媒化和金融创新的挑战。花旗银行将自身转变为一家人金融超市和全球零售银行超级巨头。花旗一家所拥有的海外分支机构占全部美国银行海外分支机构的90%。美洲银行则一跃成为美国国内最大的零售银行,国内存款占全部美国银行存款接近10%(法定上限是10%)。摩根大通则逐渐演变成欧洲式的全能银行。

随着1999年美国正式抛弃格拉斯·斯蒂格尔法案,混业经营和全能银行立刻成为行业潮流。所有商业银行巨头同时也变成投资银行巨头。到2007年,花旗银行和摩根大通分别位居全球债券承销的第一名和第三名,同时还是全球市场股票的主要承销商。与此同时,几乎所有投资银行纷纷向客户提供贷款,大举进军商业银行业务。

与此同时,自1970年代开始的新金融时代里,美国投资银行的业务模式和治理结构同样发生历史性巨变。美国著名财经传记作家Ron Chernow 1989年出版的名著《摩根财团——一家美国银行王朝的历史和现代金融的崛起》(The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance, Simon & Schuster, 1989)。三个时代的划分富有洞察力。所谓赌场时代,主要是投资银行业务逐渐从传统的证券承销、高级私人银行、政治顾问服务(国王、总统和首相的顾问)转向主要依靠金融(国运)系统和普通财富管理。与此同时,投资银行的公司治理结构也从传统的合伙制转向股份有限公司和公众上市公司。美国几家投行巨头先后登陆股票交易所。美林证券1971年纽交所上市;摩根斯坦利1986年上市;雷曼兄弟1994年上市;高盛集团1999年上市。

资产证券化

揭示金融资本主义本质特征

资产证券化很好地揭示了全球金融资本主义的本质特征。

首先,资产证券化向世人宣告一个基本哲理:那就是人间一切资产皆可证券化,皆可定价和买卖,因此我们只需要创建一个高效的金融市场,不要怀疑市场的神奇功能和效率,不要低估市场给风险和收益定价的能力。根据金融学的基本原理,任何具有预期和未收入流



的资产,皆可转化为可交易证券。

其次,资产证券化的滚滚洪流将所有人都席卷进来,借款人、贷款人、家庭住户、房产中介商、小贷公司、商业银行、投资银行、信用评级公司、对冲基金和共同经理人、普通基金投资者、主权财富基金管理者、中央银行、证券监管者……只要是金融市场的参与者,无不沾染“证券化资产”的香气或流毒。证券化资产的投资者遍布世界每个角落,从家庭主妇到掌管庞大外汇储备的中央银行。

其三,资产证券化的“勃兴忽衰”深刻揭示了金融风险的主观性和系统性,揭示了主流金融学风险分散模型的局限性。金融风险取决于投资者对资产未来收入流的主观判断。费雪(Irving Fisher)说:“收入流是一连串的事件。奈特(Knight)明确区分风险和不确定性。能够给出客观概率的事件是风险事件,连概率都无法给出的则是不确定性事件。原则上,具有概率的风险可以被分散、被保险,而不确定性事件的“风险”则无法被保险和被分散。个别金融资产自身的风险可以计算出概率,可以被分散、可以被保险,全部金融资产共同面临的宏观经济金融风险(国内和国际经济金融环境的整体性变化或动荡)则根本无法计算出概率,无法被保险、无法被分散。

其四,资产证券化见证了人们判断和评估风险的“心理偏见”或“动物精神”。当外部环境良好、人们普遍乐观之时,总是趋向低估或忽视风险;当外部环境恶化、人们普遍悲观之时,总是趋向高估风险。资产证券化潮流的巅峰时期,无数投资者竟然天真地相信,那些数以千万计、本身具有极高风险、甚至是“垃圾级别”的金融资产,经过某种神奇金融技术的包装和转化,就可以摇身一变成为“完全没有风险的资产”,无数投资者的相信“垃圾可以变为黄金”,就连大名鼎鼎的美联储前主席格林斯潘都曾经高声欢呼资产证券化确实创造出比美国国债还要安全的“超级资产”。

其五,资产证券化的“忽起忽落”证明系统性金融风险是无法被分散和被保险的。系统性经济和金融风险一旦爆发,所有风险分散模型皆失效。以穆迪、标普和惠誉为代表的信用评级公司,以贝尔斯登和雷曼兄弟为代表的投资银行,是资产证券化浪潮的急先锋和主力军。次贷危机和金融危机爆发之后,信用评级公司的评估模型饱受质疑,评级公司和投资银行的极度贪婪和蓄意欺诈饱受谴责,甚至遭受多次法律诉讼和国会的反复调查。然而,撇开极度贪婪的人性弱点和蓄意欺诈的犯罪行为,信用评级公司的风险模型无论多么精巧,亦无法真正准确评估系统性金融风险;投资银行和商业银行设计的金融产品无论多么复杂,亦无法真正分散系统性金融风险。

其六,资产证券化短暂的兴衰历史,证明了“有效市场假说”的严重不足甚至是荒唐滑稽,必定导致于“无效市场假说”的金融监管理念,证明了基于“天大错”的资产证券化巅峰时期,有人强烈怀疑信用评级公司行为不端、与投资银行勾结、故意降低资产风险、提升资产信用评级、刻意诱骗投资者购买。然而,巴塞尔国际清算银行下属的全球金融体系委员会却发布报告,宣称信用评级公司在资产证券化或结构性金融业务中的行为不端或动机不纯,并没有人们所怀疑的指责的那么严重,因为信用评级公司对“声望”的重视会遏制它们的不良行为,同时,市场竞争力量本身也会遏制或消除信用评级公司和投资银行在资产证券化过程中的“利益冲突”。正是基于这种“市场有效”的理念,金融乃至全球监管者才放松对资产证券化或结构性金融业务的监管,甚至听之任之,最终酿成次贷危机和金融危机。

最后,资产证券化深刻揭示了金融资本主义时代里,金融业可以蜕变为或演化为一个自我循环、自我膨胀、与实体经济脱节、甚至严重危害实体经济的虚拟经济体系。应该说,住宅按揭抵押贷款证券化,尤其是初期阶段的证券化,对于发展住房按揭贷款市场、帮助更多普通百姓实现“居者有其屋”的梦想,具有重要作用。信用卡贷款、汽车贷款、应收账款、中小企业贷款等等的证券化,对普通消费者和中小企业融资助益良多。然而,真理朝前一步,往往就

成谬误。随着资产证券化市场快速增长,供求关系和价格机制开始发生巨变。评级公司蓄意低估风险、提高信用评级,投资银行渲染资产收益,刻意隐瞒损失,实际上严重扭曲了资产价格的形成机制,误导了投资者对风险的适当评估和定价,从而诱导越来越多的投资者追逐“看似”是高收益低风险或无风险却收益稳定的证券化资产。

需求日益旺盛,市场日益庞大,参与证券化资产发起、重组、分级、评估、承销的所有金融机构和个人皆大发横财。原始资产的质量越来越差,信贷标准越来越低,完全不符合条件的个人都能轻而易举地获得住宅按揭贷款、汽车贷款、信用卡贷款;越来越多的个人和家庭利用价值高估的房产获得抵押贷款,然后花天酒地过度消费;越来越难以举债的企业利用证券化质量大幅改善,相信资产负债表异常稳健,一方面毫无畏惧地扩张资产,一方面却忽视风险拨备和资本补充。据此有人认为,旨在稳定银行金融体系的《巴塞尔协议I和II》,实际上却变相鼓励银行金融机构大量购买和持有AAA级的证券化资产,因为AAA级资产所需的资本准备,只是其他投资级资产所需资本准备的一半。

资产证券化市场的所有参与者皆陷入某种“集体性疯狂或集体性非理性”,即使有人知道风险确实存在,风险大规模暴露的那一天总会到来,他们却难以遏制继续“疯狂”的冲动。正如花旗银行前任CEO Prince 2007年7月(次贷危机大规模爆发前夕)所坦承的那样,廉价信贷所刺激的收购兼并和过度投资热潮总有终结之日,然而,末日来临之前,他的企业还是会继续参与到结构性金融的盛宴之中。Prince说:“当音乐停下来时,流动性必然出大麻烦。然而,只有音乐还在继续演奏,你就必须继续起来地起舞。”

据投资大师巴菲特有一句名言:“只有当潮水退去之时,才知道谁在裸泳!”19世纪古典经济学大师约翰·穆勒如此总结金融危机:“唯有当危机摧毁众多企业,毁灭无数财富之时,才知道我们之前端了多少愚蠢和无效的投资!”

虚拟经济和实体经济分道扬镳

为了研究金融资产和实体经济之间的关系,美国经济学家Thomas Philippon和Ariell Reshef(Thomas Philippon and Ariell Reshef, “An International Look at the Growth of Modern Finance,” The Journal of Economic Perspectives, Spring 2013, pp.73—97。)比较详细地收集和整理了14个发达国家的样本数据。14个国家是:澳大利亚、加拿大、瑞士、德国、丹麦、西班牙、法国、意大利、日本、荷兰、挪威、瑞典、美国、英国。它们以人均GDP代表总体经济状况,以非金融部门的银行贷款与GDP之比来间接度量金融资产。非金融机构包括私人部门、政府和家庭三个部门。数据覆盖的时间从1870年到2008年。

根据这些样本数据,两位学者得到如下重要发现:

其一,从19世纪到现在,发达国家金融资产产出和人均GDP产出之间的关系均为四个阶段。1910年之前,金融资产产出和人均GDP增速基本一致。1910—1950年,金融资产产出和人均GDP增长负相关:人均GDP持续增长,金融资产产出却负增长。1950—1980年,金融资产产出和人均GDP增长再次正相关。

1980年之后,金融资产产出和人均GDP之间的关系发生历史性巨变:金融资产产出增长率与人均GDP增长率之间的弹性系数远远高于1950—1980年时期。易言之,1980年之后,金融资产产出之增长率远远超过人均GDP之增长率。统计分析也表明,1980年之后,金融资产产出之快速增长,不仅从经济量本身看相当大,而且从统计意义上看也是非常显著。

自1970年代起,美国、英国、日本、荷兰、加拿大五个国家的金融业的收入比例(即金融业增加值与GDP之比)。荷兰上升最快,美国其次。五国的金融业收入比例均超过6%。比利时、丹麦、奥地利、德国、法国、瑞典和芬兰等七国的丹麦、奥地利、德国、法国、瑞典和芬兰等七国的百分点之后又有所下降,比利时快速上升3个百分点之后又有所上升,德国快速上升,法国和瑞典先是快速上升随后又下降到初始水平。

两位学者特别注意:他们所使用的衡量金融资产产出的指标(非金融部门的银行贷款与GDP之比)实际上大大低估了金融资产产出。因为1980年前后,金融创新进入史无前例的狂飙时期,尤其是美国、英国、加拿大、荷兰最为突出。金融业加速“脱媒”,资产证券化飞速增长,银行贷款占社会融资总规模的比例快速下降。如果考虑到各种金融创新所创造的金融资产,1980年之后,金融资产产出之增长率还要高许多。Thomas Philippon和Ariell Reshef认为:“1870年之后,生活水平提升的大多数时期里,金融资产产出之和用于金融消费的收入增长都低于人均GDP之增长。1980年之后,金融资产产出和人均收入之间的关系确实发生重大变化。”

这是一个非常重要的现象,需要认真解释。其他学者亦指出同样结果。Burton G. Malkiel(Burton G. Malkiel, “Asset Management Fees and the Growth of Finance,” The Journal of Economic Perspectives, Spring 2013, pp.97—108)指出:“1980到2006年,美国金融服务业产出从GDP的4.9上升到8.3%。”这是相当显著的增长。

在另一篇详细的研究报告里,哈佛商学院教授Robin Greenwood和David Scharfstein(Robin Greenwood and David Scharfstein, “The Growth of Finance”, The Journal of Economic Perspectives, Spring 2013, pp.3—29)。得到的明确结论是:“过去30年里,金融服务业呈现急剧增长。无论我们以占GDP之比、金融资产总量,还是就业人数和平均工资,金融服务业之急剧增长都是显著事实。”

两位学者的数据和结果与Burton G. Malkiel类似,可以相互验证。美国金融服务业增加值占GDP之比:1950年是2.8%,1980年是4.9%,2006年是8.3%。金融服务业增加值就是金融服务业收入减去非工资成本,或者等于利润和报酬之和。

1980年之后,金融服务业增长比之前30年要快得多。1980年之后,金融业增加值年增速为13个基点(即每年增长0.13%),前30年增速只有7个基点(即每年增长0.07%)。1980年之后,金融服务业之增长占全部服务业增长的1/4。证券发行和信用中介(各类信贷或贷款)是金融服务业增长的主力。保险则自1940年代以来,没有出现大幅度波动,基本是稳定缓慢增长。

从金融资产或金融合约分类来看,增长也是极为明显:股票、债券、衍生工具、共同基金份额等等皆呈现大幅度增长。根据美联储数据,美国全部金融资产价值与GDP之比:1980年为5倍,2007年达到10倍。金融资产与有形资产(厂房、设备、土地、住宅结构等等)之比亦上升。1980年之前没有出现类似情形,1980年之后才出现。英国、加拿大、瑞士等国出现类似增长。

金融业平均工资开始大大超过其他行业的平均工资。1980年,金融业平均工资与其他行业大体相当;2006年,金融业的平均工资是其他行业平均工资的1.7倍。与此同时,受高工资的吸引,优秀大学生纷纷进入金融业。2008年,高达28%的哈佛学院毕业生进入金融业,1969—1973年只有6%。1990年代,斯坦福MBA毕业生进入金融业的薪水是其进入其他行业同班同学薪水的三倍之多!

实际上,自1970年代起,美国、荷兰、法国、德国、丹麦、加拿大、芬兰七国的金融业相对工资水平均出现较快上升,其中以美国和荷兰上升最快。而奥地利、比利时、日本、英国和瑞典则没有出现上升甚至有下降。原因之一是之前这些国家的金融业相对收入已经很高。自1970年代开始,金融业吸引了更多技术劳动力就业(即拥有至少一个大学或学院学位的员工)。日本和芬兰技术劳动力比例最高,美国也很高。

英国FSA前主席Adair Turner也指出类似结果(Adair Turner《危机后的经济学》[译本],中国人民大学出版社,页74。):“自1855年开始,过去160多年里,英国金融部门的总体增加值之增速比总体经济增长大约每年高2个百分点。美国在这160年,金融强度从GDP的1%增长到8%。20世纪20年代和1980年之后的30多年来是金融强度上升最快的两个时期。从英国的情况看,在整体经济快速增长时期(1945—1970年),金融强度却没有1980年之后的30年那么高。”

究竟是哪些金融业务快速增长呢?根据Robin Greenwood和David Scharfstein的详尽剖析,1980—2007年间增长最快的金融业务主要是资产管理和家庭信贷。资产管理业务的快速增长主要又是来自金融资产价值的快速增长;金融资产价值的快速增长又来自股票价格的快速上升,尤其是市盈率(价格与收益之

比)的急剧增长。

家庭信贷的增长同样惊人。1980年,家庭信贷与GDP之比只有48%,2007年达到99%。绝大多数家庭信贷增长又来自住宅按揭贷款。消费贷款包括汽车、信用卡和学生贷款,还有相当部分按揭贷款其实是家庭按揭发起的消费贷款。家庭信贷增长带动按揭发起、资产抵押债券承销、固定收益产品的交易和管理以及衍生金融工具。

证券行业的增长引人注目。1980—2007年,从金融业增加值与GDP之比来看,证券行业增长占到整个金融业增长(3个百分点)的几乎一半。1980年,证券业增加值占GDP的0.4%,2007年达到1.7%,最高达到2.0%(2001年互联网泡沫时期)。

尽管传统银行所占金融市场份额持续下降,公司和家庭信贷与GDP之比却持续上升。全部公司信贷与GDP之比例从1980年的31%上升到2007年的50%。传统银行给公司贷款总额略有下降,与GDP的比例从1980年的14%下降到2007年的11%。1980—2007年,家庭信贷(主要是按揭贷款)则从GDP的48%上升到99%。整个时期里,传统银行给家庭提供的信贷占GDP之比大体维持不变(40%),其余或所有增长全部来自证券化资产(所谓ABS)。

早在1995年,单一家庭按揭贷款和相当部分商业按揭贷款以及信用消费贷款已经被证券化。证券化的巅峰时期是2007年。依照2007年美国GDP大约14万亿美元计算,2007年家庭按揭证券化资产就达到近7万亿美元!与此同时,低品质的按揭贷款占比快速上升,2005—2006年,次级按揭贷款占美国全部家庭按揭贷款总发行量的比例达到20%(Alan Greenspan, The Map and the Territory: Risk, Human Nature and the Future of Forecasting, The Penguin Press, 2013, p.66)。

影子银行的急剧增长是金融服务业快速增长的主要特征和引擎。全球范围的影子银行业务规模从2002年的26万亿美元,急速扩张到2007年的62万亿美元。影子银行快速扩张,正是金融危机爆发的关键原因。金融危机爆发,影子银行规模短暂下降,很快恢复增长。到2011年,全球影子银行规模达到67万亿美元,2013年更达到73万亿美元之巨,超过危机前规模。2011—2013年,影子银行持续保持10%以上增速(Ibid. P.40)。

许多研究者发现的一个更加重要的结论是:过去30多年来,全球金融资产产出持续增长似乎并没有对真实GDP或人均真实GDP的增长起到重要的促进作用。Thomas Philippon和Ariell Reshef的样本数据并没有发现金融增长(无论是采用金融业占国民收入之比例,还是采用银行贷款与GDP之比)与人均GDP增速之间有特别明确的关系。

这就牵涉到一个重大理论问题:金融业与经济增长之间究竟是怎样的关系呢?金融业如何才能有效促进经济增长呢?关于金融业与真实经济增长之间的关系。许多人深感困惑的是,为什么全球流动性金融资产无论是规模还是增长速度,都会显著超过实质经济增速和实物资产增长速度。譬如,1984—1994年间,发达经济体的固定资产或实物资本只有2%,流动性金融资产增速却高达5%,两者差距如此巨大,这其中的机制是什么呢?

我们还可以列举出许多重要的特征事实。1960年代之后,美国国内资本投资(Domestic Capital Investment)持续下降,从1965年占GDP的21.4%下降到2012年的16.2%。正是由于国内资本投资的持续下降,美国非农单位小时产出(也就是生产力)亦持续下降。1870—1970年一个世纪的非农单位小时产出之年均增长率为2.2%,1965—2012年下降到2.0%。

与此相应,美国国内储蓄从1965年的22.04%下降到2012年12.88%(占GDP之比)(Alan Greenspan, The Map and the Territory: Risk, Human Nature and the Future of Forecasting, The Penguin Press, 2103, p.208)。家庭储蓄占可支配收入之比例,从1970年代中期大约10%下降到2013年的不到5%。格林斯潘认为,储蓄原本是为了支持投资的,自1970年代以来,越来越多的储蓄转化为消费,此所以美国GDP增速持续放缓,中产阶级家庭收入持续恶化。

这里就出现一个问题,长期而言,美国国内资本投资大于国内储蓄,那部分投资是谁来融资的呢?格林斯潘认为是美国人从海外借来的储蓄。从封闭经济里长期投资必然等于长期储蓄来分,似乎只能是这个结论。不过由此引发另一个更为重要的问题:1970年代之后,金融资产以如此高速增长(前面已详细论述),为什么实物资产(国内资本投资)增速反而持续下降呢?这是需要详细解释的重要问题。

根据资本积累的一般理论或国民收入统计的一般原理,投资最终必然等于储蓄。也就是说,如果实质资本或实物资本的年增长率只有2%,那么金融资产或实质储蓄(应该意义上说,金融资产就是全部国民储蓄的金融资产组合)之增长率应该也是2%。为什么会是5%呢?那么高达3%的差额究竟来自何处呢?易言之,金融资产快速扩张的根源究竟是什么?

(选自作者新著《新资本论》第4章)(完)