

在当前这场危机的直接诱发因素之间,最显著的两个因素就是次贷泛滥和房价泡沫,但这场危机之所以导致我们付出如此惨重的经济和金融代价,主要原因可能在于恐慌本身,可以说,恐慌造成的代价不会小于次贷泛滥和房价泡沫造成的代价。我当时就是这么认为的,现在依然这么认为。

金融危机最严重的时期已经过去了6年之久,但各路政客、记者和学者依然在不停地争辩这场危机的原因和影响。为什么会爆发这样一种危机呢?什么原因导致危机变得如此严重?我们的政策应对是否正确?如果世界各国没有成功地遏制住危机,会出现什么样的结果呢?

正如米尔顿·弗里德曼与安娜·施瓦茨在20世纪60年代的著作彻底改变了我们对大萧条的理解一样,未来肯定还会涌现出更多的新观点帮助我们彻底理解当前这场危机,但我们在争论应对危机的什么,肯定不能奢望学术努力能够为我们提供什么切实可行的建议。我们需要找到一个连贯性的框架,来指导我们的应对举措。

金融危机可能源自于恐慌

由于我一直致力于研究货币和金融史,因此,对于2007—2009年那场危机,很容易将其类比为19世纪与20世纪初的古典金融恐慌。但当前这场危机发生的时候,全球金融体系显然已经变得更加复杂化和一体化了,而我们的监管体系却还没有跟上这些变化,这就导致我们很难从历史中找到可以类比的案例,而且很难从历史中找到可以直接拿来借鉴的应对举措。但如果将这场危机放到历史视角下去理解,却是很有意义的。

在当前这场危机的直接诱发因素之间,最显著的两个因素就是次贷泛滥和房价泡沫,但这场危机之所以导致我们付出如此惨重的经济和金融代价,主要原因可能在于恐慌本身,可以说,恐慌造成的代价不会小于次贷泛滥和房价泡沫造成的代价。我当时就是这么认为的,现在依然这么认为。虽然很多人认为我们在应对危机的时候存在头痛医头、脚痛医脚的现象,但美联储、财政部和联邦存款保险公司在很大程度上借鉴了应对金融恐慌的经典处方,而且最终成功地抑制了危机。如果我们没有成功,那么历史经验告诉我们,美国将会出现极为严重的经济崩溃,其后果远远比我们当前面临的这种经济衰退严重得多。

从细节来看,美国之前的历次银行业恐慌存在巨大差异,但凡是大的恐慌往往会存在一些相似相通之处。很多恐慌爆发之前都会存在一定时期的信贷繁荣,而正是信贷繁荣导致借方与贷方都更加容易受到金融震荡的冲击。此外,大多数恐慌都是由一个或多个诱发事件引起的,这些诱发事件导致储户担心他们的银行是否还健康,1907年,一小撮人的股票投机阴谋失败之所以能引发一场大恐慌,原因就在于此。

在一场金融恐慌中,最初遭遇挤兑的可能只是少数几家银行,但这种挤兑具有传染性,很快就会波及到其他银行。挤兑的传染途径有好几种。一种方式是,当一家银行传出坏消息之后,储户自然会担心其他具有类似资产或服务模式的银行是否也会陷入麻烦。另一种方式是,金融机构之间的相互联系十分密切,它们通常会相互拆借资金,也会开展其他形式多样的交易,建立各种各样的业务关系,因此,一家机构遭遇挤兑之后,挤兑可能像倒下的多米诺骨牌一样,导致其他银行也在劫难逃。

但最危险的传染途径或许就是资产贱卖。面对挤兑的金融机构必须迅速地获取足够的现金,去满足储户或其他债权人的需要。如果他们不能借到必要的现金,就必须变卖资产,抛出的就是易于转卖的资产,比如政府债券,然后就会抛售难以转卖的资产,比如对个别企业的贷款。如果多个机构同时抛售难以转卖的资产,那么这些资产的市场价格就会暴跌。当资产价格暴跌的时候,这些金融机构的财务状况可能会进一步恶化,从而加剧债权人的恐慌,甚至有可能导致更加广泛的挤兑。

如果一家银行没有充足的现金去清偿当前的债务,那么我们就可以说这个银行存在流动性不足的问题,而流动性不足并不一定意味着资不抵债。也就是说,虽然这个银行没有充足的现金,但其资产价值仍然可能大于

它的债务规模。然而,在金融恐慌之中,流动性不足与资不抵债之间的界限可能很快就会变得非常模糊。一方面,如果储户和其他短期贷款人不担心他们的银行出现资不抵债或违约问题,那么即便这个银行真的存在资不抵债现象,也可能不会遭遇挤兑。另一方面,在金融恐慌中,即便最初还算健康的银行也可能被迫陷入资不抵债的状态,因为资产贱卖和经济衰退会降低它们的资产价值。在大型的金融恐慌中,流动性不足与资不抵债的现象往往同时存在。因此,要终结这种恐慌,就必须双管齐下,既要为银行提供短期借贷,又要为其注入资本。

当一场严重的恐慌爆发之际,整体经济难免会遭到重创。在充斥着恐慌和不确定性的形势下,投资者只想持有安全性和流动性最强的资产。放款人变得极为保守,信贷要么完全消失,要么仅仅提供给那些出价最高,并且愿意接受严苛条件的借款人。股票和公司债券等风险较高的资产的价格也将大幅下降,减少了家庭的财富,同时也削弱了公司获取新资本的能力。随着信贷紧缩和资产价格下跌,很多家庭和企业好像都按下了暂停键,陷入衰退、支出等活动迅速减少,促使经济招回萎缩。

这种非常基本的恐慌剧情曾经在美国反复上演,直到大萧条时期才有所消停,因为罗斯福总统开展了大刀阔斧的经济和金融改革,尤其是存款保险制度的实行对于结束这种恐慌功不可没。自那之后,美国金融体系进入了一段漫长的、相对平静的时期,而日本、北欧国家以及拉丁美洲和东亚的新兴市场经济体反倒多次爆发严重的金融危机。经济学家们深入研究了亚洲与拉丁美洲国家在20世纪80年代和90年代经历的危机之后,认为这些国家的危机与美国的危机不可相提并论,这些国家应对危机的经验也不适用于美国,因为在新兴市场经济国家,金融体系相对不发达,而且这些国家的经济体量较小,严重依赖于国际贸易和国际投资,从而更容易受到国际资本流动剧烈变化等所谓“外部冲击”的影响。此外,包括本人在内的众多经济学家还研究了北欧国家与日本经历的危机,我们得出的结论认为,美国与这些国家存在制度、经济和政治等方面的重大差异,这些国家的危机都有其独特性,也不能与美国的危机相提并论。或许我们应该听一听马克·吐温所讲的一句名言。他说:“历史不会重复,但会高度相似。”所以,尽管美国这场危机爆发的经济和金融背景与之前的危机截然不同,但它和之前的危机也存在一定的相似之处。

如同之前发生的大多数金融危机一样,2007—2009年那场危机爆发之前也出现了一个信贷繁荣时期。信贷繁荣主要体现在抵押贷款领域,但借款人的信用评分往往非常低。信贷繁荣还体现在其他领域,比如商业不动产领域。此外,这场危机与之前大多数危机的另一个相似之处就在于,最初都是由一些非常明显的诱发事件引起的。比如,2007年8月,法国巴黎银行披露其在美国次级抵押贷款证券方面出现未曾预料到的巨额损失,宣布冻结其下属的三只在美国次贷市场面临亏损的投资基金。这则消息与其他负面消息的发布导致投资者逐渐意识到,次级贷款以及结构化信贷产品虽然具有很高的信用评级,但仍然会出现重大亏损。

大范围挤兑是金融恐慌的先兆

金融恐慌的一个明显特征就是金融机构遭遇大范围的挤兑。很多人认为,1934年开始实施的联邦存款保险制度应该会完全消除银行挤兑的可能性,但这种观点忽略了一个事实,即在这场金融危机爆发之前的多年时间里,美国短期融资市场出现了日新月异的变化,尤其是回购协议融资市场和商业票据融资市场等批发融资市场发展得异常迅猛。

对于个人来讲,如果手中有多余的现金,那么往往都会将其存在银行里面。但存款保险制度设定了一个限额,每个账户只有10万美元处于保险范围之内,超过这个金额的存款则得不到保险。这样一来,剩余现金较多的公司或机构投资者如果把钱存在银行,则几乎得不到任何保险。于是,很多公司、养老金、货币市场基金、保险公司和证券交易商便不愿把钱存在银行,而是寻求其他替代性的投资渠道。与无保险的银行存款相比,无论是商业票据融资市场,还是回购协议融资市场,都被普遍视为较为安全和便捷的选择。

与此同时,在批发融资市场的另一端,也就是希望筹措现金的银行和其他公司,对于这个市场的兴趣也越来越高。一方面,具有揽储资格的商业银行发现批发融资不仅成本较低,灵活性较强,而且监管较为宽松,堪称对普通存款的一个有益补充。另一方面,那些在影子银行体系中占据核心地位,但不具备揽储资格的非银行类金融机构(比如投资银行、证券交易商和结构化投资工具),由于无法获取被保险的存款,不得不严重依赖批发融资,利用批发融资为自己持有的到期日较长、流

动性较差的证券获取融资。到这场危机爆发前夕,美国金融体系对批发融资的依赖已经远远超过了对被保险存款的依赖。截至2006年底,银行持有的被保险存款为4.1万亿美元,而金融机构获取的批发融资规模则高达5.6万亿美元,其中包括3.8万亿美元的回购协议融资以及1.8万亿美元的商业票据融资。除此之外,银行还持有3.27万亿美元的未保险存款(比如超过10万亿美元的巨额存款等)。因为很多批发融资都直接或间接地得到了担保,因此,无论是银行和其他筹款公司,还是监管机构,都认为批发融资市场爆发挤兑的风险较低。然而,担保品只有被普遍视为评级高、易于转卖的时候,才能让放款者感到放心。国库券由于不存在信贷风险,可以在流动性市场上广泛交易,因此堪称理想的担保品。但批发融资市场发展得过于迅速,国库券和其他高品质的抵押品供不应求。与此同时,包括外国央行和主权财富基金在内的全球投资者都非常渴望获得安全性和流动性较强的资产,这也使得高品质的证券备受青睐,结果就导致安全性和流动性较强的资产非常短缺。

华尔街的金融公司从这种短缺中看到了盈利的机会,便雇用了一大批所谓的“金融工程师”将风险较高、流动性较差的资产转变成了安全性看似很高的资产。为了做到这一点,它们把信用评级不一的贷款和证券包装到一起,然后将其切割成信用评级较高和较低的几个组成部分。信用评级较高的那一部分可能持有3A评级。在很多情况下,信用评级公司会同证券发行机构提供证券的设计方式,并向发行机构收取一定的费用。这些结构化信贷产品为寻求高收益率、高评级证券的全球投资者(其中包括很多金融机构)提供了新的担保,似乎很有吸引力。

虽然结构化信贷产品满足了投资者对于安全资产的庞大需求,但它存在一个至关重要的缺陷。投资者觉得这样过于麻烦,便选择了一条捷径,即依赖信用评级。这样一来,一旦涉及次贷业务的高评级证券出现问题,投资者就无法依赖自己的独立分析。于是,恐慌便像传染病一样开始四处传播。在1907年大恐慌中,凡是与股票投机分子有一点联系的银行都会遭到挤兑,一个世纪之后的今天,凡是与次贷业务有一点联系的结构化信贷产品也会导致投资者疯狂撤资。

最严重的挤兑发生在商业票据融资市场,这个市场在2007年8月法国巴黎银行发布那个负面新闻之后就迅速萎缩了。在回购协议融资市场上,挤兑并不总是以放款人完全拒绝放贷的形式出现,而是有多种形式。比如,放款人可能会要求借款人提供更多担保品,或者放款人拒绝接受某些形式的证券作为担保品,或者放款人只愿意接受隔夜贷款,而不愿意接受到期日较长的贷款。此外,由于回购协议融资市场的正常运转是以担保品的市价为基础的,因此,一旦担保品的价值下跌,立刻就会减少市场上可用于放贷的资金数量。整体而言,金融机构持有的批发融资从2006年底的5.6万亿美元降低到了2008年的4.5万亿美元,其中大部分下降都发生在非银行类金融机构。

在挤兑过程中,首当其冲的就是一系列投资工具。花旗集团等金融机构设立这些投资工具的目的就是让其持有错综复杂的结构化证券,而在挤兑浪潮中,大部分表外投资工具都被迫向发起机构寻求援助。最终,这些表外投资工具的亏损几乎完全由其发起机构吸收了。

除了需要应对批发融资市场上出现的挤兑之外,金融公司还必须面对其他方面的现金需求。很多客户还须提供信贷额度的银行发现这些额度都被用到了最高限度。衍生品合约的交易对手会要求对方提交更多的担保品。投资公司的客户(如避险基金等)纷纷关闭结账,抽出现金和证券。在银行间同业拆借市场上,银行也拒绝相互拆借。毕竟,在恐慌期间,现金为王。投资者和企业尽最大努力地多持有一些短期的、安全的、流动性强的资产。

融资减少迫使很多机构开始贱卖资产,尤其是现在人人避之唯恐不及的结构化信贷产品。这些资产的价格开始出现暴跌,迫使很多金融机构开始减记账面上类似资产的价值。随着恐慌延续,很多流动性不足的公司开始资不抵债。那些资本水平过低或者冒险过多的金融机构要么倒闭,要么在资不抵债的边缘上苦苦挣扎,从而加剧了市场恐慌情绪。

金融体系内部的关联也会加剧恐慌蔓延

金融体系内部的相互联系程度十分密

切,这也加剧了恐慌的蔓延。比如,雷曼兄弟的倒闭直接引发了货币市场的挤兑,因为有一小货币市场基金因为持有雷曼兄弟的商业票据而蒙受了重大损失,以至于到最后投资者甚至开始拒绝接受与次贷业务完全无关的资产支持证券,比如信用卡债务、学生贷款债务和政府担保的小企业信贷等。按照正常情况来讲,投资者完全没有理由担心这些类型的资产支持证券,但由于恐慌情绪正在横扫市场,投资者也不得不提防。随着金融恐慌的蔓延,银行间同业拆借的成本也在飞速上涨,这也从一个方面反映了危机的演变过程。通常来讲,在银行间同业拆借市场上,借方支付的利率仅仅比美国短期国库券的利率高出一(介于0.2到0.5个百分点之间)。银行间同业拆借利率与美国短期国库券利率之间的差额通常被称为“泰德利差”(TED spread)。这个差额在2007年夏季及之前一直维持在正常范围之内,这表明市场对于银行体系的总体信心一直是比较强的,尽管传出了一些关于次级抵押贷款支持证券的坏消息,这种信心依然很强。然而,随着金融恐慌的早期迹象逐渐明朗化,到2007年8月中旬,这个利差开始一路上涨到了2~2.5个百分点。2008年3月,利差开始飞速上涨(当时正值救助贝尔斯登之际)。2008年夏季略微下降,然后,当雷曼兄弟倒闭之际,又再次迅速上升,最高在2008年10月中旬达到4.5个百分点的最高值。随着政府的政策逐渐有了效果,这个利差到2009年中期降低到了正常水平。

所有这些金融动荡都直接影响到了美国普通民众。美国经济从2007年12月开始陷入衰退。虽然如此,在2008年恐慌恶化之前,失业状况都还相当轻微,然后,就业市场趋于崩溃。在2008年的最后4个月里,共有240万个就业机会消失。在2009年上半年,又有380万个就业岗位消失。在这一年剩下的时间里,就业人数继续减少,但减幅没有之前那么大。

家庭消费的变化趋势与金融危机的演变趋势也大体相符。2008年上半年,经通胀调整之后的美国家庭消费支出水平大体上保持不变,但在第三季度锐减2.9%,其中雷曼兄弟倒闭的那个9月份跌幅最大,随着危机加剧,第四季度的消费者支出水平锐减4.7%,标志着消费者支出水平自从1980年卡特总统为应对通货膨胀而实行信贷管制以来的最大跌幅。2009年上半年,消费支出以大约1.6%的速度继续下跌。企业的资本支出也大幅下跌,最大的跌幅出现在2008年第四季度和2009年第一季度,总而言之,金融危机加剧和经济状况进一步恶化存在密切的联系,这就有力地证明了金融恐慌是引发这次严重的经济衰退的主要原因。根据学术研究的结果(包括我自己对多个国家在大萧条时期经济形势的研究)来看,很多国家的经验都表明,严重的金融危机之后,一般会出现一次深刻的、漫长的经济衰退。

虽然我们得出的结论认为金融恐慌会对经济造成严重的创伤,但这并不意味着我们排除了其他因素对经济衰退的推动作用。在金融危机爆发之前,房地产泡沫不断加大,一旦破灭,必然减少房地产建筑活动,降低业主房屋的净值,从而减少家庭财富和家庭消费支出。事实上,历史证据和国际经验都表明,如果金融危机期间出现了房地产泡沫破灭现象,那么随后的经济衰退往往会更加严重。

然而,一些经济学家认为,仅仅从房地产泡沫破灭着手,就足以解释为什么这场经济衰退如此严重和如此持久。这些经济学家还认为,后来的金融危机只不过是一个次要事件。这种观念不只是一种学术辩论而已,它涉及我们在应对2007—2009年那场危机期间所采取的行动是否正确,也会影响决策者未来做出的决定。如果金融危机的确像这些经济学家所说的那样只是次要事件,那么我们这些决策者在当时为了稳定金融体系而付出的努力就显得太多余了,而且根据这种观点,决策者应该将所有的精力用于帮助那些房屋净值低于贷款总额的业主们。

我确同意我们本来应该采取更多的措施去帮助那些不幸的业主们,虽然设计一套有效政策的难度可能超出很多人的理解,但我依然是这么认为的。然而,如果说金融危机只是次要事件,对经济衰退的影响微乎其微,那么似乎有些讲不通。鉴于金融恐慌与经济衰退的先后后续关系来着手,就足以反驳这种观点。经济衰退开始于2007年12月,在此之前,金融危机爆发于2007年8月。金融危机在2008年9月和10月达到最高峰之后,经济也陷入了真正严重的衰退。2008年第四季度经济活动大幅减少,堪称半个世纪以来最糟,也恰恰是金融危机最严重的时刻。2009年6月,经济衰退结束,而在此之前,金融危机也刚刚趋于缓和。

那些认为经济衰退仅仅与房地产泡沫破灭有关的人认为房价在危机期间的大幅下跌是理所当然的。如果没有金融危机,房价是不是还会下跌得如此之快和如此之多,目前尚不明确。2006年,房价保持平稳态势,即使跌,跌幅也很小。2007年8月,危机浮现

之际,房价大约比2006年初低了4%左右,但随着危机加剧,房价跌幅越来越大。显然,如果没有金融危机,房价泡沫的破灭态势可能就像美联储大佬们之前预测的那样较为平缓。

2008年3月,贝尔斯登被摩根大通收购之际,房价从危机前的水平下降了将近10%。后来,到2008年9月,雷曼兄弟倒闭之际,房价进一步下跌了9%。从2008年9月到2009年5月,房价进一步下跌11%。在经济开始恢复之前,房价在一定程度上保持平稳。这一态势表明,至少可以在一定程度上将房价下跌的速度和幅度归因于金融危机及其对实体经济的影响,包括就业率下降、收入减少、信贷紧缩和市场信心动摇。事实上,房价很有可能是因为金融危机和经济衰退过于严重而出现了一路下跌的态势。从2009年9月到2015年初,房价上涨了25%多。总而言之,金融危机显然已经严重加剧了房价下跌的速度,扩大了下跌的幅度。

美联储如何应对金融危机

美联储也是花了一定的时间之后才意识到了这场危机的存在,并逐渐了解了这场危机的严重性。在应对这场危机的过程中,我们必须注意规避其他的潜在风险,比如通胀率升高和金融市场的道德风险加剧。随着对形势的了解越来越清楚,我们便借鉴过去应对金融恐慌的经验,去指导我们对这场新危机的判断,并指导我们采取的对策。美联储的应对举措主要有4个元素:(1)降低利率,支持经济;(2)提供紧急贷款,增强金融体系的流动性,推动金融体系恢复稳定;(3)采取救助举措(必要时,与财政部和联邦存款保险公司进行协调),防止金融机构无序倒闭;(4)对具有系统重要性的大银行开展压力测试,评估其财务状况(和财政部及其他银行监管机构联合实施)。

2007年9月,华尔街的金融混乱似乎要影响到美国的普通民众。这一趋势已经十分明显了。因此,我们便开始着手降低联邦基金利率目标。我们一直降低利率,直至接近于零,无法继续降低为止。自那之后,我们就开始发挥创造性思维,找到了一些前所未有的方法来降低长期利率。为此,我们先是宣布了大规模购买抵押贷款支持证券计划。一路走来,可谓惊心动魄,但我和大部分同事都意志坚定地认为,我们不能够再犯美联储在20世纪30年代的那种错误。当时,美联储拒绝动用货币工具去避免剧烈的通货紧缩,结果导致大萧条时期的经济形势严重恶化。

非常新颖的紧急行动的方式有很多,是我们新提议的。当国会于1913年创立美联储时,就希望我们在金融恐慌中充当“最后贷款人”的角色,为银行提供贷款。但到21世纪,金融体系已经发生了很大的变化,传统的商业银行不再是唯一的主角。这就要求我们在应对恐慌之际,既要防止批发融资市场上的放款人和其他短期债权人发起挤兑(而不仅仅是防止普通的储户发起挤兑),又要为范围更广的金融机构提供紧急贷款(而不是仅仅为传统的商业银行提供贷款)。我们在努力应对危机的过程中,发挥了创造性思维,我们采取的很多举措被普遍视为具有创新性,甚至很大胆。但从本质上来讲,我们所做的事情符合国会设立美联储之时对我们的期待,符合白芝浩在设立白芝浩之前提出的建议,也符合其他国家的央行在应对危机时的一贯做法。当金融机构失去融资渠道时,央行就要出面,根据金融机构提供的担保品提供紧急贷款,降低它们面临的压力,防止其过度贱卖资产。白芝浩从来没有听说过资产支持证券或回购协议,但我想他会理解我们为了防止恐慌蔓延而遵循的一些原则。

白芝浩从来没有考虑过美联储可能会跨越国界去充当“最后贷款人”,但美元在全球金融市场上扮演的角色就意味着其他国家的金融恐慌可能会外溢到美国市场上。因此,我们与欧洲、亚洲及拉丁美洲的14个央行建立了货币互换额度,以支撑这些地区以美元计价的融资市场。货币互换额度是美联储推出的金额最大的项目,额度最高时多达6000亿美元。事实表明,货币互换在我们遏制危机向全球蔓延的过程发挥了至关重要的作用。

在有些情况下,我们还超越了白芝浩的建议,动用放贷权限去救助濒临倒闭的大型金融机构,包括贝尔斯登和美国国际集团。正如我们当时一再强调的那样,我们之所以采取这些行动,并不是考虑到其股东、高管和雇员的利益,而是因为它们的倒闭肯定会导致危机在更大范围内的蔓延,从而加剧早已肆虐市场的恐慌心理和不确定性因素。

最后,到2009年春季,我们与财政部和其他银行监管机构共同努力,对众多具有系统重要性的大银行开展了压力测试,评估其潜在的收益和亏损,并发布可信的评估结果,从而恢复了市场对金融体系的信心,为私营部门重新投资银行体系铺平了道路。

(下转 04 版)