

未来的 金融危机



受到1998年经济危机影响的无家可归的俄罗斯人。

Paolo Mauro 和 Yishay Yafeh

它们与20世纪90年代的传染性危机和19世纪90年代个别国家的危机具有相似性？

20世纪90年代的破坏性金融危机，发生于1994年的墨西哥，1997年的亚洲和1998年的俄罗斯，并迅速扩散到新兴市场国家，推动产生了改革金融体系的要求。然而，那仅仅是十年前的事。本世纪主要、成熟的新兴市场国家危机于2001年发生在阿根廷，除了其邻邦乌拉圭，几乎没有产生危机溢出或扩散的情况。在最近几年，投资银行和评级机构在其发布的金融刊物或出版物上的言辞经常强调，全球性风险传播的危险明显下降。

这不是说，投资者们经常忘记风险传播的问题：最近金融市场的动荡，包括2006年3—6月新兴市场国家股票的大跌。全球证券价格的下跌开始于中国股票市场在2007年2月和3月的下跌。近期，最让人悲哀的是开始于2007年中期，由美国次级债市场的发展引起的资本市场的动荡。

然而，整体来说，在过去短短的几年里，新兴市场国家享受到充足的流动性、低债券利差、资本的涌入。甚至有一个非常流行的观点，认为20世纪90年

代的扩散性危机不是正常的而是一种非正常的现象。在金融全球化的上一个时代，在第一次世界大战前半世纪，世界经历过几次危机，但本质上不具有传播性。即使是那个时代最有名的金融大萧条时期，1890年发生在阿根廷的霸菱危机，也没有对超出其国界的其他地方产生多大影响。

是否未来的危机看起来和20世纪90年代或者19世纪90年代相似？是否2001年的阿根廷危机是自我独立危机回归的先兆？如果国际溢出性依然保持可能性，在金融领域是否有全球管理迹象？为了探讨这些问题，分析这些历史记录是非常有用的。

两个时代的一个故事

在1870—1913年金融全球化这个时代，有着自由贸易、几乎不受限制的移民、大规模的国际资本流动和现在相似的复杂的金融市场，甚至在某些方面，超过了我们今天所了解的全球化。在那个时期，“新兴经济体”在伦敦市场发行的债券，规模非常巨大（其整体资本额超过英国GDP的一半）；具有充足的流动性（债券利差变动相当大并且每天将情况登报公布）；并且有及时和可靠的信息作支撑（从英国新闻界获得的有关新型经济体的政治和经济的各种新闻）。一个在20世纪之交的英国投资者的典型投资组合很可能比他生活在21世纪的曾孙子更加国际分散化，并且包括更广泛的新兴经济体市场的股票。

这种全球一体化突然被第一次世界大战的爆发以及随后巨大的萧条和二战爆发所打破。国际金融流动复苏于20世纪70年代，但是仅仅在20世纪的最后几年，金融全球化才达到1914年以前的水平和形式。特别是，对交易新兴市场国家债券的信任直到20世纪90年代初布雷迪交易才开始。这些债券重新包装了20世纪70年代和90年代初被拖欠的银行债务。

尽管在规模和对债券融资的依赖有如此多的相似之处，但是仍然有一个明显的不同存在于1870—1913年的时代和20世纪90年代之间，这些不同尤其是与资产价格波动的范围和主权债券利差变动联系在一起。对于过去的代来说，主权债券利差变动是明确的，这是因为在伦敦证券交易所，新兴市场国家发行的以英镑为单位表示的债券的收益率减去英国长期债券的收益率。对于现代来说，则是新兴市场国家发行的以美元为单位表示的债券的收益率减去美国长期国库券的收益率。然而在1914年前的时期里，债券利差变动遵循着特定国家的轨迹（见图1），在20世纪90年代，新兴市场国家的债券利差变动倾向于一个更大的变动范围（见图2）。当一个人关注不同时代危机的共同趋势时，

会发现这些信息具有相似性。主权债券利率急剧的变动（譬如说，有超过200个基点的变化）通常发生在20世纪90年代的几个新兴市场国家中，但是在1914年前的那个时期里，这些变动往往被明显限制在一个国家的范围。

对资产价格影响的变化

如何解释在两个时代之间，观察到的资产价格协同运动在程度上的差异？相关证据（基于对时间的研究和对资产价格数据、宏观经济变量的经济学分析以及及时的报纸文章）显示决定资产价格的关键变量是不同的。在一个世纪以前，债券利差变动主要取决于国家区域内的事件，比如说干旱、叛乱、战争，其他政治环境和经济基础的改变。尤其是，政治事件造成的暴乱是债券利率变化的最主要显性因素。与之相反，在20世纪90年代，特定国家的宏观经济变量和事件，尽管依然相关，对个别国家的债券利差波动解释力受到减弱，与此同时，整体新兴市场国家指数的发展发挥着更大的作用（尤其是新兴市场国家的传染性危机）。

“预测21世纪金融危机的性质是非常困难的，但是它很有可能综合着过去和20世纪90年代所发生危机的性质特点。”

在某种程度上来说，在现代新兴市场国家债券利差的协同变动程度比以往时代更大，这被解释为当前新兴市场国家经济结构具有更大程度的相似性。在第一次世界大战之前，这些经济体趋向于各具特点（如阿根廷主产小麦和毛织品，巴西主产咖啡和橡胶）。现在，它们更加多样化，作为相应的结果，参与更多相似的经济活动，以至于其经济基础比一个世纪前在更大范围内趋向一致。然而，在新兴市场国家日益增长的相似性并不能完全解释资产价格的协同运动和危机的扩散。

投资者行为和其投资方式的组织化和承诺化，也是导致在当代资产价格协同变化的原因。在20世纪90年代，在一个给定的国家中，在一个危机开始时遭受的损失会导致大的投资基金（包括共同基金和对冲基金）去卖出在（最初）未受影响国家的资产，以维持较为稳定的流动性和风险组合。举例来讲，当开放式共同基金预见未来的赎回在一个国家受到打击之后，它们将通过售出持有的其他国家资产来增持现金。与此相似的是，杠杆投资者，比如银行、尤其是对冲基金，面对监

图1

他们自身价值的变动

在第一次世界大战之前的50年间，对应于国家特殊事件，主权债务的利差变化。

阿根廷

(利差, 百分比)



巴西

(利差, 百分比)



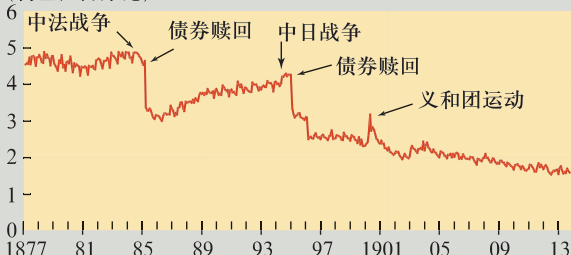
智利

(利差, 百分比)



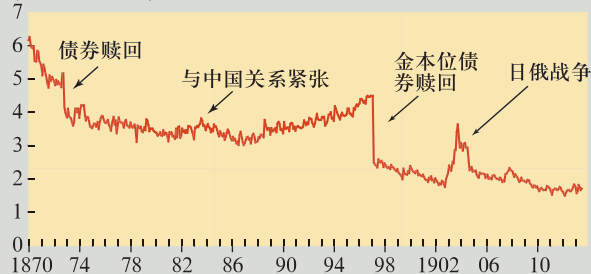
中国

(利差, 百分比)



日本

(利差, 百分比)



俄罗斯

(利差, 百分比)



资料来源: Mauro, Sussman和Yafeh (2006)。

注: 利差变化指的是, 在英国证券交易所交易的以英镑表示的新兴市场国家的债券的收益率减去英国长期国债(英国长期债券指的是没有特殊的到期日期和永远支付利息的债券)的收益率。

管规定、内部供应惯例、保证金要求, 导致它们通过售出那些它们所持有的但刚开始没有受到损害资产的方式, 来重新调整其投资组合。恰恰相反, 在过去, 投资者主要是个人进行交易的, 在那时交易技术也比较落后。在危机即将到来的时候, 投资者很有可能通过购买另一个新兴市场国家的资产, 来对在某一个新兴市场国家遇到的麻烦做出反应, 因此他们转移资产而不是将资产整体出售。

阿根廷的奇怪情况

为什么2001年末阿根廷发生的危机几乎没有传播

(只有乌拉圭受到影响, 这主要是因为阿根廷人将存在乌拉圭银行系统的储蓄取出造成的)? 投资者行为也是理解这个事件的钥匙。相对于20世纪90年代使得众多投资者惊奇, 阿根廷的危机被广泛预料到, 市场参与者有足够的空间机会去调整他们的方向。有关国际共同基金的数据表明在整个2001年, 阿根廷的债券持有率明显下降。经过一段时期, 到12月阿根廷货币发行局制度崩溃, 其储备极低。在一个更加技术的水平上, 在被众多市场参与者追踪的新兴市场国家债券指数上, 阿根廷一次及时的规模缩水, 有可能促进一次有秩序从阿根廷到其他新兴市场国家投资头寸的转移。

尽管在讨论2001年的阿根廷危机时, 有些人认为

危机传播可能会永久消失，但预期这场危机的性质会让人对这种观点有所怀疑。与之相反，在最近几年可以观察到，资本流入新兴市场国家这一活动显著地增加，这种情况是和这种观点相一致的。这种观点指的是：在某些情况下，基于基本面，投资者不能很好地辨别新兴市场国家的状况。

在核心和在外部的麻烦

另外一个决定危机是否传播的因素是和核心发达国家的金融市场的投资者是否受到危机起源的发展中国家的不利影响相联系在一起。事实上，在许多众所周知的在新兴市场国家广泛传播的危机中，发达国家的金融机构扮演了将最初的冲击转移到周边地区的角色。比如说，受到损失的发达国家的银行和其他金融机构在亚洲金融危机中是一个非常重要的传播危机的渠道。

长期资本管理的溃裂是1998年8月俄罗斯危机向其他新兴经济体扩散的一个关键因素。最近让人悲哀的是，美国次级债市场危机的发展引起各方面的关注，尽管在许多新兴市场国家中，这并非是一个全面危机。事实上，发达国家的中央银行提供及时的流动资金，很可能降低新兴市场国家危机传播的可能性。但这些中央银行主要瞄准集中重建国内市场的信心。自金融全球化时代以来，由在核心金融市场的中央银行提供及

时的流动资金的重要性并没有改变。英格兰银行的及时行动往往能够避免国际危机传播，否则在1890年的霸菱房屋投资的崩溃将会导致危机的传播。

危机扩散的前景展望

在未来，金融危机扩散和全球金融市场协同运动的可能性将会被加强，这是因为日益增多的新的金融工具和进入国际金融市场新的参与者：

对冲基金在最近几年迅猛发展，其管理的资产超过1万亿美元。就像我们看到的20世纪90年代的危机和最近的次债危机，对冲基金的行为往往加强了资产价格的协同运动。然而一些评论者，认为当价格对于较低风险偏好的消费者降得太低的时候，对冲基金通过“逆向”市场交易有时候也有可能减弱金融危机的激烈程度。

“尽管有些观察者建议对国际金融资本流动进行管制，但是注意力很可能将放在增加透明度、数据的提供以及改善现有的审慎规定。”

私募股权基金对金融危机的性质和协同运动产生影响，但是它们的作用越来越模糊。私人股权基金是显著的长期投资型基金，所以它的出现可能有利于减轻危机程度和增强稳定性。但如果其一旦转变他们的立场，相反的作用将会产生。进一步说，私募股权基金有时也有着短期投资的视角，这将导致它们同时在几个国家投资于时尚的部门。这将导致资产价格在贯穿数个国家中产生协同运动。

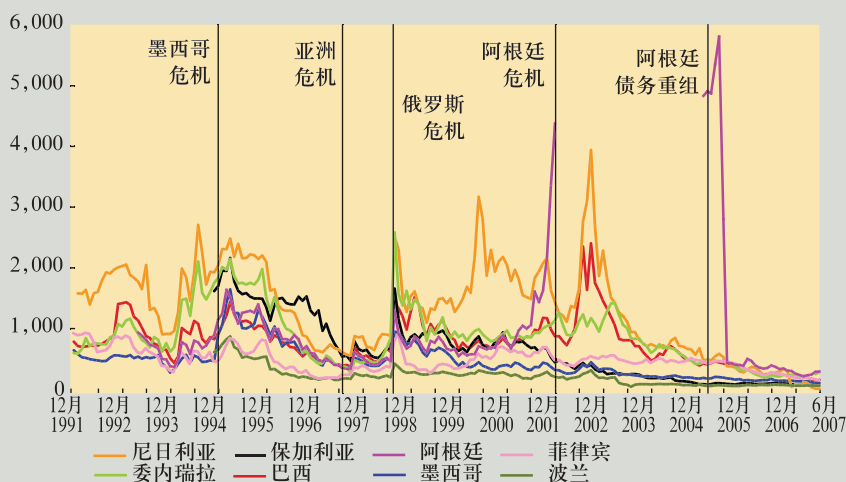
主权财富基金是耀眼的新的兴趣点，尽管多年以来，它们一直投资于国家的国际储备。这个突然的兴趣由以下几个不同因素引起：这些资金在过去数十年里增长很快，并且已经达到一个很大的规模；它们与新兴市场国家和发达国家的公司以及金融机构有着很大的利害关系，有时对某些目标公司构思的策略重要性发生兴趣；有时候它们并

图2

一连串的震荡

自1990年以来，新兴市场国家的债权利差同时出现波动，除了一些例外。

(利差，基点)



资料来源：Mauro、Sussman和Yafeh (2006)。

注：利差是新兴市场国家以美元发行的债券的收益率减去美国长期国债的收益率。基点是一个百分点的1/100。

不使其投资公开化。据某些估算，主权基金管理的良好资产已经超过1.5万亿美元，其管理资金数额可以通过这一小部分来体现。尽管大多数这类基金遵循着保守和长期的投资策略，但在本质上，一旦其突然转变立场，也会起到破坏性作用，尤其是对于一个小规模的新兴市场国家。

除了新的投资者出现这个原因之外，面向个体投资者新的投资工具也能潜在地推动资产价格在相关国家的联动性。比如说，基于指数的投资——经由指数共同基金和最近的交易所交易基金等，这些日益兴起和流行工具导致投资在相关所有国家和地区的指数，而不是单单是个别证券和国家。交易所交易基金是开放式基金，其显著特色是探索复制一个健全的市场指数。伴随着对特定国家的有限信息，它们的流入或流出可能导致所有潜在的有价证券价格协同波动。从另一方面说，新的金融工具的引入，比如说交易所买卖基金，也许能够帮助投资者使他们的投资组合多样化，增强市场流动性，促进投资者意愿投向个别股票和债券。跨国银行的发展毫无疑问在促进资本的国际流动和其他冲击的传播上扮演着日益重要的角色。

应对未来

预测21世纪金融危机的性质是非常困难的，但是它很有可能综合着过去和20世纪90年代所发生危机的性质特点。发生在第一次世界大战之前的金融危机是对宏观经济困难这一背景的反应，但是它们明显的是被如战争或其他政治上引发的暴力事件、对机构不足的反应和政治的不稳定性等问题引发的。宏观经济政治在许多新兴市场国家已经得到改善。但是，在某种程度上，机构的缺点依然存在，因此未来的危机依然有可能被政治巨变所引发。当今越来越多的金融联系——包括由新的参与者所引发的，有可能导致危机很快传到其他国家，就像发生在20世纪90年代的危机一样。

一个谨慎的工作设想：危机很有可能再次出现。这意味着需要在国内和国外两个层面都要进行准备。在国内层面，许多国家都采取措施——包括改善宏观政治经济环境和债务管理——目的是如果危机发生时，降低遭受的损害和削弱冲击。在国际层面上，这个范围内市场失灵和外部条件都需要全球的管理和协调，这个讨论关注的是国际金融机构或其他跨国机构可能发挥的作用。举例来说，建立机制承诺在危机发生时提供流动性资金。一旦危机发生，区域国家集团可以分配其国际储备从而提供相应支持。

除了增加官方流动性储备外，无论是通过自我保险形式的国家储备还是在国家或国际组织之间对储备进行国际安排这种形式——是否会对在国际金融领域中的全球治理产生其他的影响。争论很有可能集中在官方部门是否应该增强对私人金融市商的监管。尽管有些观察者建议对国际金融资金流动进行管制，但是注意力很可能将放在增加透明度、数据的提供以及改善现有的审慎规定。这就包括这样的讨论，即是否这些差距已经被最近起源于次级债市场的金融骚乱所揭示。

新的重要角色的含义，比如对冲基金，私人股权投资基金和主权财富基金尚未被充分认识，而且合理的论点能被合适的做出——基于一个纯粹的基点——那就是每一个参与者极有可能促进稳定也有可能造成波动。不管怎样，这些情景并不是很难想像，这些参与者很有可能成为不稳定和危机扩散的来源；一个认真的关于如何避免这种情况出现的讨论是必须的。特别是，政策讨论很有可能要关注这些参与者是否需要提供关于他们投资策略和投资的信息（也就是说，要增加透明度）以及关注新（自愿）行为守则的可能性。新守则将考虑这些新的参与者。在这些领域的进展需要准确确认在不妨碍金融系统运行的情况下，哪些信息，是需要得到有效审慎监管的以及投资者应该获知的。

这是很清楚的，不管是发达国家还是新兴市场国家都将紧密关注这场讨论。传统上，在容易发生危机的新兴市场国家，关于避免隐性债务和相关弱点，良好管理和增强透明度的重要性一直被强调。在新兴市场国家，对透明度的关注已经转移到投资方。在和新兴市场国家主权基金竞争时，投资方经常要求更大的透明度。然而，开始于2007年夏季的金融风暴将目光聚焦在发达国家金融机构透明度和维护核心金融市场稳定性的重要性上——这不仅对国内投资者有益，而且有利于避免有害的国际扩散。在未来的岁月里，关于这些问题的争论可能会变得更加突出。

Paolo Mauro，IMF 财政事务部处长；Yishay Yafeh，IMF 研究部访问学者，来自耶路撒冷希伯来大学经济政策研究中心。

参考文献：

- Mauro, Paolo, Nathan Sussman, and Yishay Yafeh, 2006, *Emerging Markets and Financial Globalization: Sovereign Bond Spreads in 1870–1913 and Today* (London: Oxford University Press).
- Didier, Tatiana, Paolo Mauro, and Sergio Schmukler, 2006, "Vanishing Financial Contagion?" *IMF Policy Discussion Paper 06/1* (Washington: International Monetary Fund).