

观察家

Observer

“短期化”之祸：本轮金融危机并非始于一场意外

——专访美国普林斯顿大学经济学教授熊伟

本报记者 谷重庆 北京报道

金融业真是让人爱恨交织的行业。一方面，很难想象一个没有现代金融业的国家可以获得长期稳定的经济发展，像《伟大的博弈》这样的书更是把美国的崛起描述为华尔街的兴起。另一方面，金融市场时不时会出现停摆，投资者的财富会突然蒸发，经济也会由此大乱，这令人们对金融危机有些谈虎色变。从这个意义上，目前的金融危机更是让中国人五味杂陈。不过既然我们无法禁止现代金融业的发展，那倒不如仔细观察和了解目前的危机，以求更加深入地明晰金融市场的运行机理。本报最近专访了美国普林斯顿大学经济学教授熊伟，请他来谈谈自己眼中的这场金融危机。

又是一次债务危机

《21世纪》：金融危机发展至此，有哪些情况是在您的预料之中？

熊伟：实际上，这个危机从机制上说和过去的很多危机都非常相似。在某种程度上，这又是一次债务危机，其直接导火索是金融机构。一些投资银行使用了非常高的杠杆率，背负了巨额债务。而且像贝尔斯登和雷曼这样的公司，其债务结构中短期债务占了很大比例。结果就像我们后来看到的，当这些公司要在市场上借新债还旧债的时候，一点风吹草动就可以在瞬间对其形成很大的冲击，并导致一连串的反应和巨大的市场危机。

危机发生后大家都在谈论到底发生了什么，其实早在1998年长期资本管理公司(LTCM)倒闭时，我们就已经看到过很多类似的现象了。在历史上，从1930年代的欧文·费雪(Irving Fisher)到1970年代的明斯基(Hyman Minsky)都曾强调，债务过剩是导致金融危机的一个重要渠道。

也许有人会问，既然金融系统屡屡出现债务危机，那为什么还要采取债务的形式来为这些金融机构融资呢？之所

以采取债权而非股权等形式来为市场融资，这里面有很多的原因，其中一点在于债权是投资人可以对公司管理层形成有效管制的一种好方法。一旦持有债务的公司到期无法偿还债务，则投资人可以选择清算的方式来维护自己的利益，这样就在一定程度上解决了借贷双方信息不对称而导致的代理风险。相比来说，假如投资人对公司的了解有限，那么购买股票、获得股权的风险会更大。所以即使金融系统屡次发生债务危机，投资者仍然偏好使用债务，尤其是短期债务的形式来给金融机构融资。

从银行等金融机构的特性来说，债务危机往往会迅速演变为挤兑。我们知道，从银行出现的第一天开始，挤兑就伴随着产生了。因为银行的功能是将社会的闲置资金配置到比较有效率的生产部门去，所以它总是一方面以一定的利率来吸收社会的储蓄，另一方面以更高的利率去向企业放贷，从而赚取差价。储户之所以愿意把自己的钱存入银行主要是两个原因，一是银行许诺储户随时可以提取自己的存款，储户资金的安全性和流动性得到了保证，二是银行给予储户一定的收益，即利息。一旦市场开始担忧银行的偿付能力，这时候一个理性的储户最安全的做法就是去银行取出自己的存款。当一部分人去取款的时候，银行还能应付，但当很多人都去取款的时候，银行手中的流动性就会告急，这时候它又很难在短时间内将放出去的钱拿回来，所以在这样的情况下，哪怕是资产质量很好的银行也可能倒闭。这样的事情在金融史上屡见不鲜，这次在资本市场上出现的大规模债务紧缩的现象，实际上是另外一种形式的挤兑——投资人担忧金融机构的偿付能力，所以争相赎回他们的贷款，这使得健康的金融机构也出现了危机。我本人就在进行这方面的理论研究。

《21世纪》：有没有一些情况是在您的意料之外？

熊伟：有，我觉得危机发生的具体



熊伟

现任美国普林斯顿大学经济学教授、中国人民大学汉青经济与金融高级研究院学术委员会主任。

1993年获中国科技大学近代物理系学士学位，1995年获美国哥伦比亚大学物理系硕士学位，2001年获美国杜克大学商学院金融学博士学位。

危机从机制上说和过去的很多危机都非常相似。在某种程度上，这又是一次债务危机，其直接导火索是金融机构。一些投资银行使用了非常高的杠杆率，背负了巨额债务。而且像贝尔斯登和雷曼这样的公司，其债务结构中短期债务占了很大比例。

形式是一个意外。具体来说，首先是危机的触发点，这次的危机是从一些投资银行开始的。2007年夏，贝尔斯登等投资银行旗下的对冲基金因为投资了与次级债相关的金融产品而产生了巨额亏损，最终被清盘。此后金融市场的状况逐渐恶化，直至雷曼的破产达到一个高潮。随着这些公司不断爆出危机并破产清算，外界发现它们之前使用了高达30倍的杠杆去获取利润。这么高的杠杆率在形势好的时候可以给公司带来巨大的利润，但形势一旦逆转也会让公司产生惊人的亏损，是一种风险很大的做法。你要知道，1998年LTCM的破产在很大程度上就是其高杠杆率造成的。当时这家对

冲基金的自有资金只有几十亿美元，但由于其采取了高杠杆的操作方式，因此其名下的总资产高达近千亿美元。结果当它的流动性出现危机的时候，对整个市场都产生了巨大的冲击。当然，最后在纽约联邦储备银行的牵头下，十几家华尔街金融机构对其进行了注资和接管，使得问题逐渐获得了解决。那时候大家就已经很清楚的认识到了高杠杆率所带来的危险，所以在随后的岁月中，市场一般就不再给予对冲基金很高的杠杆率了。有趣的是，这次虽然整个市场遭遇了严重的下滑，但对冲基金却没有爆出那么大的问题。但没想到的是，过去对冲基金擅长的这套高杠杆套利交易方式，却转移到投资银行里面去了，所以投资银行也成了这一轮危机的起始爆发点。

其次，华尔街一些金融机构对短期债务的依赖程度高的让人吃惊。在去年贝尔斯登和雷曼出事时，它们的债务中有25%是次日到期的，这意味着这些金融机构每天都要到市场中去不停地借新债还旧债，也就是一种滚动的债务。金融公司的债务期限竟然短到这样的程度！为什么会出现这样的状况？我想可能有两个原因，一是美联储过去实行了低利率的政策。众所周知，格林斯潘在网络股泡沫破灭之后开始大幅下调联邦基金利率，到2003年年中，这一利率低至1%的水平。联邦基金利率是美国的基准利率，也是一个短期利率，因此美联储的这一政策导致银行的短期信贷成本降低。为了争取公司盈利的最大化，金融公司存在债务短期化的激励机制。

第二个原因是这种现象可能也反映了很多债权人当时对这些银行状况的担忧。你想想，这些银行采取了这么高的杠杆率，要是赚钱，一切都好说，要是赔钱的话，公司的偿付能力就可能会有很大的风险。所以很多债权人处于保护自身利益的考虑，也会促使债务期限的缩短。一旦公司的偿付能力出现问题，债权人可以立即赎回他们的贷款。这对债权人来说本来是一个理性的决定，但当所有

的债权人都这么想的时候，问题就来了。因为随着债务期限的缩短，银行的抗风险能力也会下降。一旦市场风传某银行的负面消息，对其偿付能力起疑心，短期债务投资者就会马上停止放贷，这时候银行的麻烦就会很大。

这里面有一个很重要的问题，就是协调。比如说当市场对某银行起疑心的时候，也许单个投资者仍愿意放贷给该银行，但他自己是没有能力接盘该银行全部债务的。即使他选择放贷，但如果别的投资者依然不放贷，那么该银行仍会因为债务危机而倒闭，这时候不但救不了这家银行，自己的投资也会遭受损失。所以这时候投资者还是会选择比较保险的方法，就是不放贷。也就是说，一个短期债务人的决定是基于其他短期债务人的决定而做出的。但假如大家都因此而拒绝放贷，那么这个银行就会马上倒闭，而不在于它的资产质量是不是真的已经差到没有偿付能力了。这个机制在当年的大萧条以及后来全球各式各样的金融危机中都反复出现。

短期行为与“羊群效应”

《21世纪》：您刚才说1998年LTCM危机之后，市场就不再允许对冲基金使用那么高的杠杆率了，但这种高风险的模式却被投行学去了。既然在金融业内人才是流动的，而且人们也早已认识到了高杠杆率的危害，那为何后来还会那么长时间的容忍投行继续这种高风险的交易呢？

熊伟：投行一般比对冲基金在结构上要复杂，这在一定程度上可以掩盖这种高风险的业务模式。比如像雷曼这样的公司，其从事的业务从股票承销、债券买卖到衍生品交易，涉及的范围很广。投资者当时认为像雷曼这样一家多元化的大公司，融资多一些也没什么不正常。这点和当年的LTCM很不一样，LTCM是一家对冲基金，业务相对比较简单，主要就是做债券方面的套利交易。谁知道雷曼把这些融来的钱都集中

拿去做高风险交易了，实质上这和LTCM是一样的。

市场一时没有意识到投行正在用高杠杆率进行高风险交易。等投资者对此有所知觉的时候，这些公司已经累积了很大的风险敞口，于是投资者又开始缩短借期以规避风险，但这到头来又使得雷曼等金融机构更加脆弱。等于说这些问题积累了很长时间之后，最终酿成了这么大的一个危机，将整个公司都拖垮了。

《21世纪》：那为什么投行内部没有去阻止这种高风险的行为呢？有趣的是，危机爆发之后，华尔街的投行几乎全军覆没，但那些明星交易员和高管已经在前几年的市场繁荣中赚到了大钱，有人认为这是激励机制短期化的问题。

熊伟：这是一个需要大家认真思考的问题，我认为这里面存在一个系统性的问题。在金融机构中，上至CEO，下至普通的交易员，每个人都是从自己的利益最大化来考虑问题的。高杠杆率的确有很高的风险，但它也能带来巨大的利润。本质上，今天的问题是从业者的短期行为所致，但更深的问题在于，为什么短期行为会这么大面积的发生？

其实投行的高杠杆率是2003、2004年开始在市场中兴起，但为什么在这么短的时间里这么多的公司都会热衷于此？难道它们不知道这其中的问题？我不认为那些从业者对此毫无知觉，这涉及到比较深的机制问题。对此，我有两方面的观点。

一方面，这涉及到公司治理的问题。近年来，包括金融机构在内的很多美国公司的高管，其报酬有了很大幅度的上升，对此应该怎么看待？以哈佛大学法学院的卢西恩·布丘克(Lucian Bebchuk)教授为首的一派观点认为，这是公司治理失败的表现。也就是说股东对管理层的制约越来越少，因此管理层的很多短期行为也开始大行其道，这种观点有一定的解释力。

“短期化”之祸：本轮金融危机并非始于一场意外

▶ 上接第 33 版

但另外一个数据似乎又在反对这个观点，就是最近 20 年，美国公司 CEO 的平均任期由过去的 9 年缩短为 6 年。也就是说高管的任期越来越短，而且很多高管是被扫地出门的，我想从这点上来说，你很难说美国的公司治理是完全失败的。

从这个角度讲，公司治理在近些年是有改进的，大家对这方面的问题也越来越关注，但这可能也带来了负面影响。因为当股东对管理层的压力越来越大时，管理层可能更倾向于采取一些短期行为。比如说一个 CEO 可能上任一两年就会因为业绩不佳而遭解聘。这种例子越来越频繁的出现，尤其是在华尔街。在这种强大的市场压力下，管理层可能为了保住职位而不得不更加倾向于可以马上见效的短期措施，哪怕从中长期来看这对公司的发展有害。

另外，从奖励的角度来看，现在的制度也在一定程度上激励了短期行为。比如最近 20 年，对公司高管的奖励越来越多的是发放期权或者股票。这种做法原本的设想是以此来激励管理层努力工作，创造更好的业绩。但从管理层的角度来看，假如公司的短期业绩上涨，那么分到他们手上的期权和股票也会升值。这在无形中建立了一种促使管理层不顾长远利益，专注短期收益的激励机制。

所以从奖惩两个角度来看，我们发现目前的激励机制直接导致这些银行员工和管理层的行为日益短期化。

另一方面，也是更为麻烦的一方面是，当从业者的短期行为演变为系统性风险的时候，这反过来又会强化业已存在的短期行为和系统性风险。比如说 2007 年危机爆发之前，很多经理人和交易员已经意识到一些问题了。但为什么大家在这种情况下还会抢着去给那些明显还不上房贷的人放贷？同时各家银行还在抢着把这些劣质的房贷打包证券化之后上市。为什么会出现这样的集体行为？我觉得实际上这是因为当系统风险形成之后，参与者意识到自己反而会变得安全所致。因为一旦发生系统性危机，政府是不可能坐视不管的。既然政府最后会来介入并化解这个危机，那到时候大家就可以仰仗政府来求得生存。这等于说把风险社会化了，这也是为什么现在政府处理危机这么困难的原因。

《21 世纪》：过去十年间，无数的美国金融机构高管来华讲述关于风险控制

方面的经验，但现在它们自己搞出了惊人的不良资产。就连一向信任金融机构自治原则的格老都对此觉得惊愕不已，您对金融机构自治这个观点怎么看？

熊伟：格老为什么相信公司自治？其基本的原理在于其相信每个人都是理性的，会为了自身的利益最大化而行事。如果你相信个人的理性，那么对金融机构来说，它是不会冒自身无法承受的风险的，因为它也不想倒闭。但当系统风险形成的时候，这个逻辑会出问题，因为那时候人群会形成很强的“羊群效应”。举例来说，2006 年的时候，我和很多在华尔街工作的朋友谈过金融业的一些问题，我发现很多人在不同程度上已经意识到了证券化过度的问题。但每一个公司都无法采取措施控制风险，因为控制风险的举措本身会马上给公司带来压力。你想，假如这个市场继续发展，你却在收缩以控制风险，那你岂不是落后于同业公司了？从主管或者交易员的自身利益来说，这么做不但可能导致奖金全无，更可能被公司解聘。所以一旦形势发展到整个市场都在做同样的事情时，单个公司或者个人是很难向后撤的。花旗集团的前首席执行官普林斯在 2007 年 7 月把当时各个金融公司面对的形势比喻为一个抢椅子的游戏：“当音乐停止时，事情会变得很复杂。但是只要音乐不停，我们就必须继续站着跳舞。”这个比喻反映了即使是花旗集团也不能逃避当时市场的集体行为。

当然，还有一点就是之前已经谈到过的，既然已经是系统性风险了，那么大家反而觉得安全了，因为政府会最后出来收拾残局。这两方面都导致了公司自我约束机制的失效。

美联储表现成熟

《21 世纪》：自从危机爆发以来，美国政府试图使用各种手段来缓解危机，但危机仍在不断恶化。在评价政府的反危机措施时，市场似乎对美联储主席伯南克的看法要远好于对财政部长盖特纳的。一些经济学家认为伯南克已经尽到了所有他可以做的去抗击危机，您对此怎么看？

熊伟：自危机爆发以来，美联储的政策一直比较稳定，也比较具有一致性和连贯性。从伯南克个人来说，他和市场的交流也比较有效，没有今天说这个，明天说那个。总体来看，美联储的表现远比财政部成熟。我觉得这样的表现和伯南克本身对大萧条的研究是有很大关系的，



2006 年的时候，我和很多在华尔街工作的朋友谈过金融业的一些问题，我发现很多人在不同程度上已经意识到了证券化过度的问题。但每一个公司都无法采取措施控制风险，因为控制风险的举措本身会马上给公司带来压力。

我对他是很佩服的，因为他的确是这方面的专家。而且他在接手美联储的短短两三年的时间里，已经可以做到非常娴熟的运用政策去调节经济了。

我觉得他从一开始就抓住了问题的关键。你要知道，美国的言论是非常多元化的，每个人都有自己对经济的观点，所以直到现在大家对这个危机应该如何定性仍然没有定论。由于大家的出发点不一样，因此大家对联储的政策评价也非

常不同。但伯南克从一开始就认识到目前的危机不是一个简单的基本面危机，而是含有很大成分的流动性危机。就像之前我们谈到的，由于市场上各个实体间缺乏协调，因此仅仅是债权人的疑虑就可以让一家经营良好的银行毁于挤兑。所以金融系统要稳定，就一定要阻止这种局面的发生。为此，伯南克带领美联储在危机的早期阶段就推出了一系列的给金融公司放贷的工具，这就是希望在市场缺乏流动性的时候，央行可以更加有效的扮演最后贷款人的角色。

在这点上最明显的一个表现就是去年 9 月雷曼破产后，美联储对商业票据市场的担保。当时由于雷曼的破产，一支货币基金出现了跌破资产净值的情形，这是多年未遇的，因此投资者迅速在货币基金市场上形成了一个赎回潮，这是另外一种形式的挤兑。当时这个问题要是得不到迅速的解决，这种恐

慌的情绪可能会蔓延到其他市场中去。于是美联储果断的对商业票据市场进行了担保，有效地控制了市场的恐慌。

《21 世纪》：中国的银行在大概十年前也面临着严重的不良资产，但由于当时中国的银行全部是国有银行，因此剥离不良资产的程序相对比较简单。今天美国政府似乎在竭力避免对银行的国有化，因此出现了种种的曲线措施，例如在花旗的持股不能超过 40%。很多美国经济学家、商界人士和政府官员表示政府无法有效地经营银行，因此国有化绝不可行。您如何评价这样的观点？

熊伟：我觉得这在本质上还是一个意识形态的问题。现在很多经济学家都认为对银行资产负债表上的不良资产，最有效的解决方式就是将银行短期国有化。但这种做法会在国会遇到很大的阻力，因为国会反映的是各方的观点。而长期以来，很多美国民众对政府有不信任感，他们觉得政府不应该过度干预公司的具体经营决策，他们也不相信政府官员有能力管好一个公司。所以这导致政府现在不能直接控制这些银行，财政部和联储采用的都是一些间接注资的方法，包括最近盖特纳推出的公私合营购买不良资产的计划，我觉得这实际上是去年保尔森给银行注资的改进版。为什么这么说？你想，现在等于说是私人投入 1 美元，政府也投入 1 美元，然后公私合营的机构可以凭此去联邦存款保险公司 (FDIC) 再借 6 元担保贷款，用这 8 元钱去购买银行的不良资产。假如有利润产生，那么政府和私人机构可以平分利润，但 FDIC 会承担其中绝大部分的风险。

从方案中你可以看到，政府承担了大部分的风险，利润却要和个人机构平分，那么这意味着私人机构将有很大的激励机制去出高价购买银行的不良资产。不少人担忧政府最终会出价过高，但介于金融机构对经济的关键性作用，政府现在也是不得已而为之。

《21 世纪》：此次金融危机的爆发在很大程度上改变了大家对原有金融理论的看法，例如尤金·法玛 (Eugene Fama) 的有效市场假说和哈里·马科维茨 (Harry Markowitz) 的资产选择理论现在就受到了很多人的质疑，您对这些质疑如何看？

熊伟：在危机发生之前，我对这些理论就是有所保留的。因为我长期以来都在做行为金融学的研究，研究投机泡沫的问题，在研究中我对这些理论产生

了怀疑。

先说有效市场假说，我觉得这个假说从长期来看还是有道理的，因为证券产品的价格的确在很大程度上反映了基本面的状况。但在特定环境下，这个假说是不能成立的。

这个理论强调投资人的理性。大家对股票价值的衡量是理性的，因此股价反映了这些人的供求平衡。但是，即使是在美国这么成熟的市场中，我们也看到了狂热的网络股泡沫。当一个新的产品或者市场出现的时候，投资人对其需要有一个了解和认知的过程。所以在投资人充分理解市场风险之前，市场价格可能会脱离基本面。

这个理论还强调即使是有一部分人非理性，金融机构的理性套利可以有效地使得市场价格回归基本面。当前的形势又反映出即使是理性的金融机构，自身的财务健康会直接地限制他们的有效套利。这使得金融产品的市场价格不只是由基本面决定，而在很大程度上也受金融机构的健康状况影响。这是有效市场假说并未反映到的一个方面。

再说马科维茨的资产选择理论，这个理论的基本思想就是多样化的资产配置可以有效地降低风险。我十年前对这个理论就有所怀疑了，因为当时 LTCM 的状况就给这个理论提供了一个反例。这个理论假设资产的风险是外生而且相互独立的，但这个假设是有问题的。就像我之前说的，金融机构的状况会对证券价格产生很大的影响。要是一个核心金融机构的健康状况出了问题，那么很多看起来不相关的资产价格这时候就会变得相关起来。还是举 LTCM 的例子，其实 LTCM 当时是做了一定程度的资产多样化配置的，但问题在于它在市场上的规模太大了，所以当俄罗斯国债出现违约的时候，LTCM 需要抛售其他的资产来补充流动性，但这时候它涉足的每一个资产市场都由于存在抛售压力而同时发生了价格大跌，这反过来又进一步导致了它的抛售压力，随之引起了恶性循环。

反过来看，资产选择理论在当今的局限也可以看作是其成功的结果。因为大家觉得它有效，所以很多投资者和机构都在按照这个理论多样化的配置资产，但当很多人都这么做的时候，原本独立的市場就开始变得相关了。

(文章欢迎读者来信交流，邮箱 guchongqing@gmail.com。)