全球宏观经济与金融环境

第四讲：从大缓和到大衰退及其余波

格林斯潘的大缓和“Great Moderation”

首战告捷：

- 1987年避免“黑色星期五”（股灾）演变成衰退！

90年代的大手笔

- 判断经济增长来自生产力提高而非过热而拒绝提升利率
- 结果：高增长、低通胀的神话！
- 1998年：管理LCTM危机

21世纪初：

- 果断降息使衰退仅持续8个月

“货币政策的改良”：这一次真的不一样了？

- 最好看一下历史：
  - 20年代：“联储驯服了商业周期”

2007-08金融风暴：为什么？

为什么会有次贷危机?

FINANCIAL TIMES | Saturday January 10 / Sunday January 11 2009 | ASIA

FT WEEKEND

LIFE & ARTS PAGE 3
An avant garde man of fashion
Designer Hussein Chalayan has Lunch with the FT

MAGAZINE
How To Spend It
21st Century jumpsuits, pint-size racing cars and truly laid-back city hotels

ANALYSIS PAGE 8
The downfall of Adolf Merckle
How the German tycoon came to take his own life

Newspaper of the year

World Business Newspaper

Inside

The tourist trail around Obama's Chicago
Life & Arts Page 5

Jancis Robinson meets wine's Mr Fixit
Life & Arts Page 4

Tyler Brûlé's new career as a retailer
Life & Arts Back Page

News Briefing

Ssangyong Motor files for receivership
Ssangyong Motor filed for court receivership to avoid

US suffers worst year of job cuts since 1945

Economy loses total of 2.6m posts in 2008

Unemployment rate jumps to 7.2 per cent

By Krishna Guha, Andrew Ward and Edward Luce in Washington

The US economy lost more than half a million jobs in December for the second month running, new figures showed yesterday, making 2008 the worst year for job losses since 1945.

The unemployment rate – which hit a low of 4.4 per cent before the start of the credit crisis – jumped to 7.2 per cent, its highest level in 16 years.

people, this is the time to act without delay."

Stock markets sagged on the news, even though the headline number of 524,000 jobs lost was less than the 600,000-plus figure feared by many analysts, as investors focused on the grim details of the report. Goldman Sachs said it was "another terrible employment report, although not perhaps as bad as some in the market had feared".

There were signs yesterday that the report had moved political sentiment back towards early passage of a fiscal stimulus. Manufacturing industry associations, labour unions and others issued statements demanding swift passage of a big stimulus.

Top gear Mercedes bling

NY investor sees profit in warlord's lands

By Javier Blas and William Wallis in London

A US businessman backed by former CIA and state department officials says he has secured a vast tract of fertile land in south Sudan from the family of a notorious warlord, in post-colonial Africa's biggest private land deal.

Philippe Heilberg, a former Wall Street banker and chairman of New York-based Jarch Capital, told the Financial Times he had gained leasehold rights to 400,000 hectares of land – an area the size of Dubai – by taking a majority stake in a company controlled by the son of Paulino Matip.

Mr Matip fought on both sides in Sudan's lengthy civil war but became deputy commander of the army in the autonomous southern region after a 2005 peace agreement.

The deal, between Mr Heilberg's affiliate company in the Virgin Islands and Gabriel Matip, is a striking example of how the recent spike in global commodity food prices has encouraged foreign investors and governments to scramble for control of arable

Africa, who acts as vice-chairman; and Cayuch Todd, who was an adviser on Middle Eastern and North African affairs at the Pentagon and under former president Bill Clinton at the White House.

Laws on land ownership in south Sudan remain vague, and have yet to be clarified in a planned land act. For this reason, some foreign experts on Sudan as well as officials in the regional government, speaking on condition of anonymity, doubted Mr Heilberg could assert legal rights over such a vast tract of land. The deal is second only in size to the recent lease of 1.3m hectares by South Korea's Daewoo from the government of Madagascar.

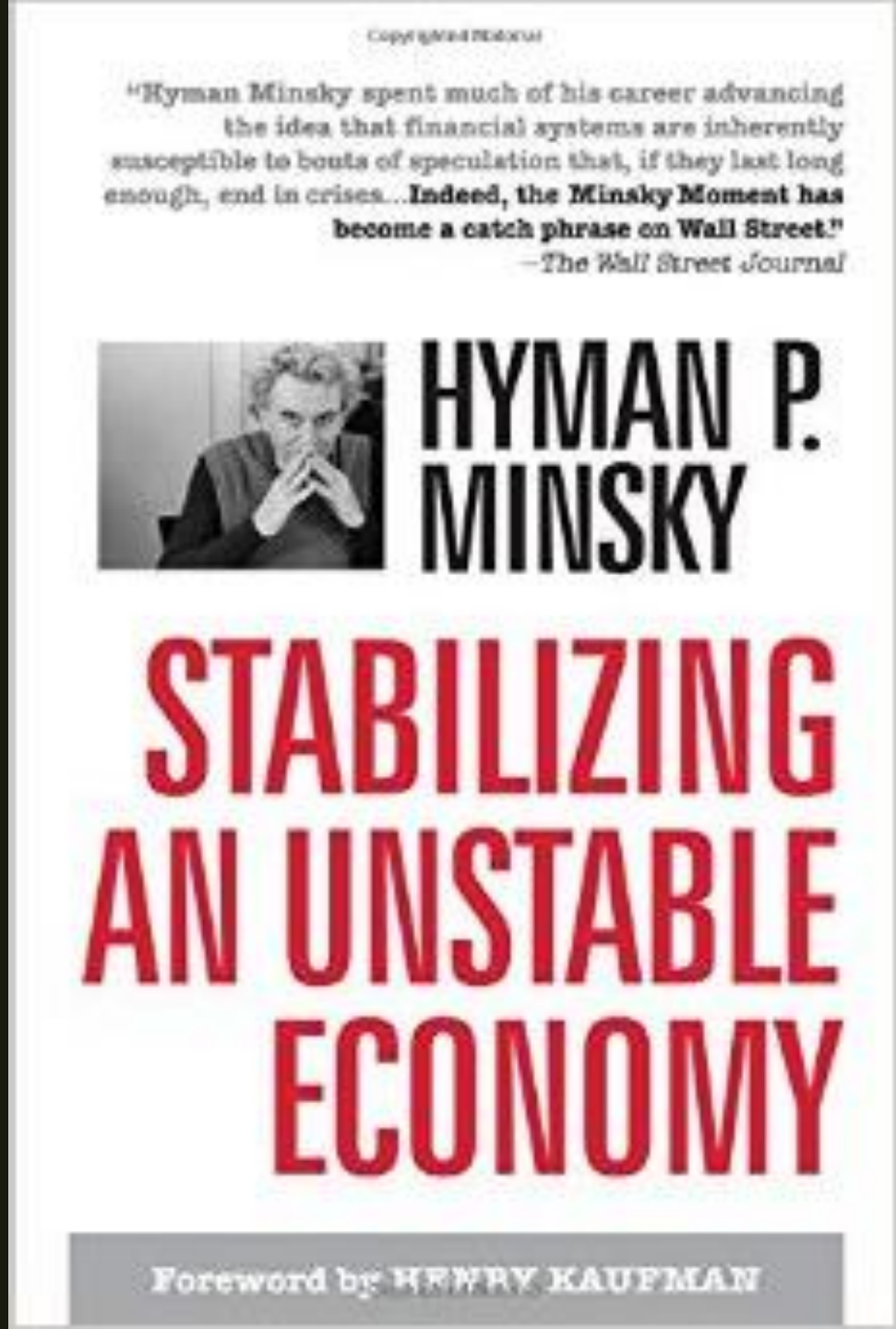
Mr Heilberg is unconcerned. He believes that several African states, Sudan included, but possibly also Nigeria, Ethiopia and Somalia, are likely to break apart in the next few years, and that the political and legal risks he is taking will be amply rewarded.

"If you bet right on the shifting of sovereignty then you are on the ground floor. I am constantly tackling at the

从大缓和到大衰退（“GREAT DEPRESSION”）

为什么会有次贷危机?

- 海曼·明斯基：金融凯恩斯主义
  - 金融系统是经济波动的乱源
- 明斯基的思想：
  - 金融市场的正反馈性
  - 金融发展三阶段论
    - 第一阶段：避险金融
    - 第二阶段：投机金融
    - 第三阶段：“庞氏”金融
    - 最终：信贷崩盘，资产价格跳水，实体经济遭遇危局。
  - 如何收场：政府救市、央行印钞



危机的重要背景: 金融机构去管制化

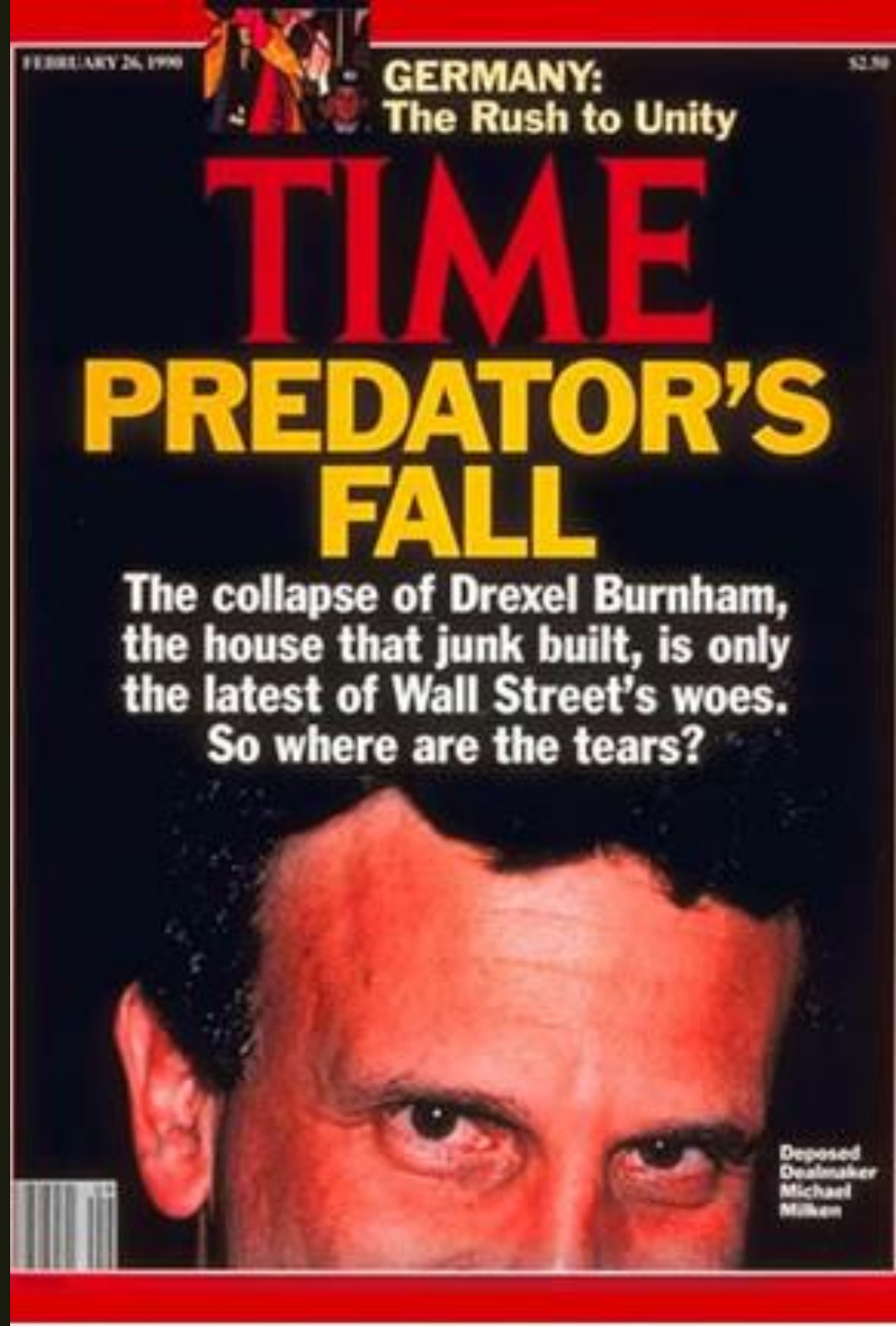
“货币交易商肆无忌惮的恶行被民意审判，被人们的理性与良知唾弃。。。”

Franklin Roosevelt, 1933

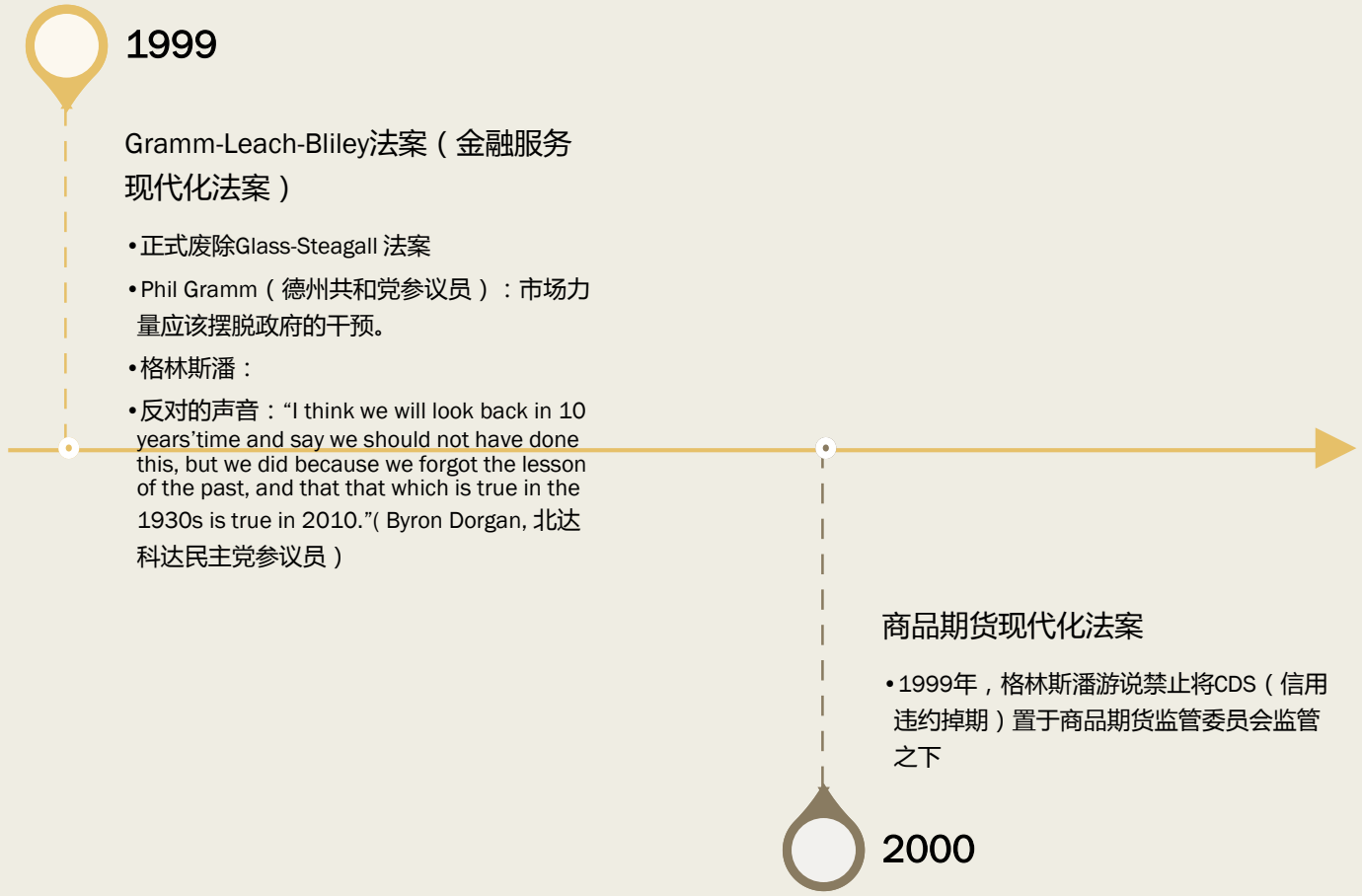
- 大萧条引发的银行体系改革
  - Glass-Steagall 法案
    - 斩断银行的商业银行功能、投行功能与保险功能的联系
    - Regulation Q （不得对支票帐户付利息，储蓄帐户利息设上限
  - 联邦储蓄保险

危机的重要背景: 金融机构去管制化

- 80年代，Saving & Loans Crisis
  - 资本标准降低
  - Regulation Q放松
- 存款竞争
  - 提高储蓄保险标准
  - 垃圾债券投资
  - 开发商收购银行

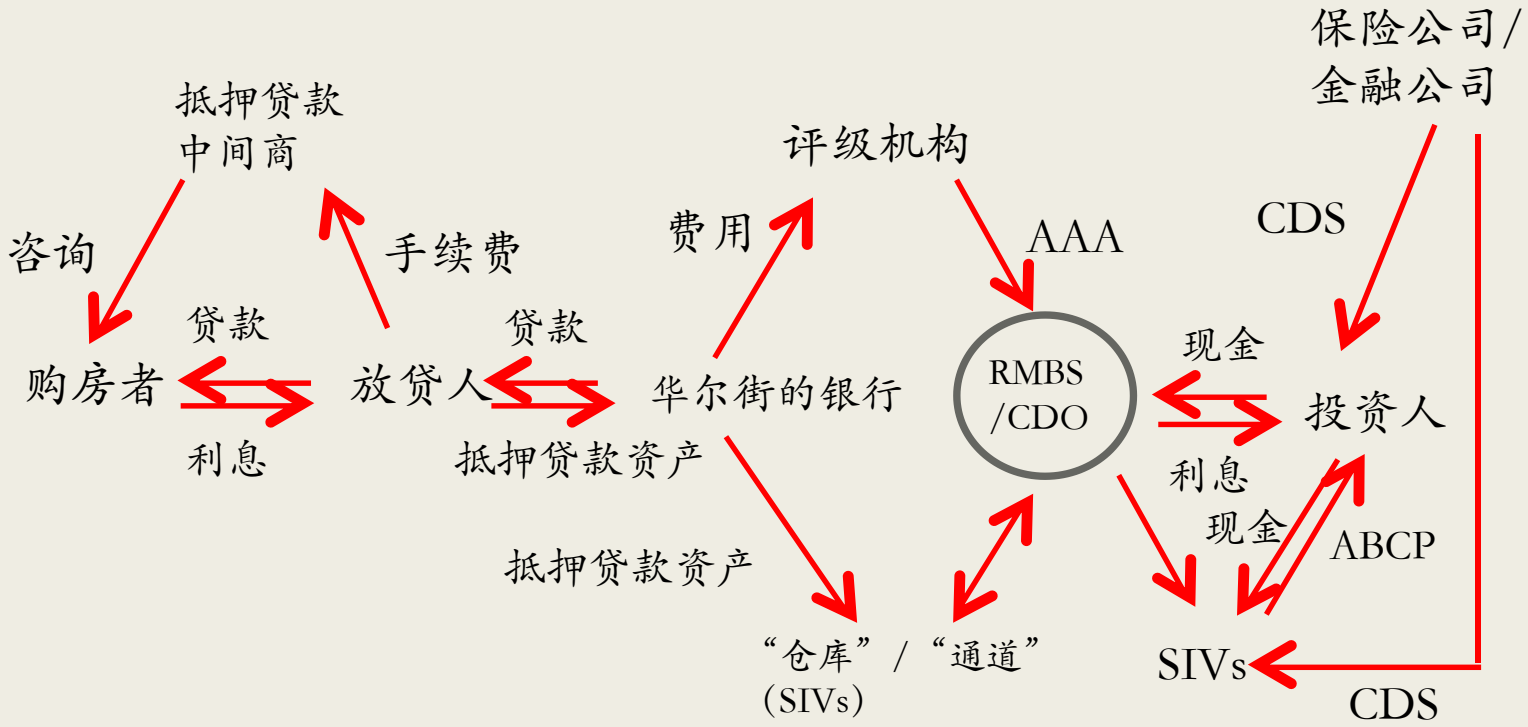


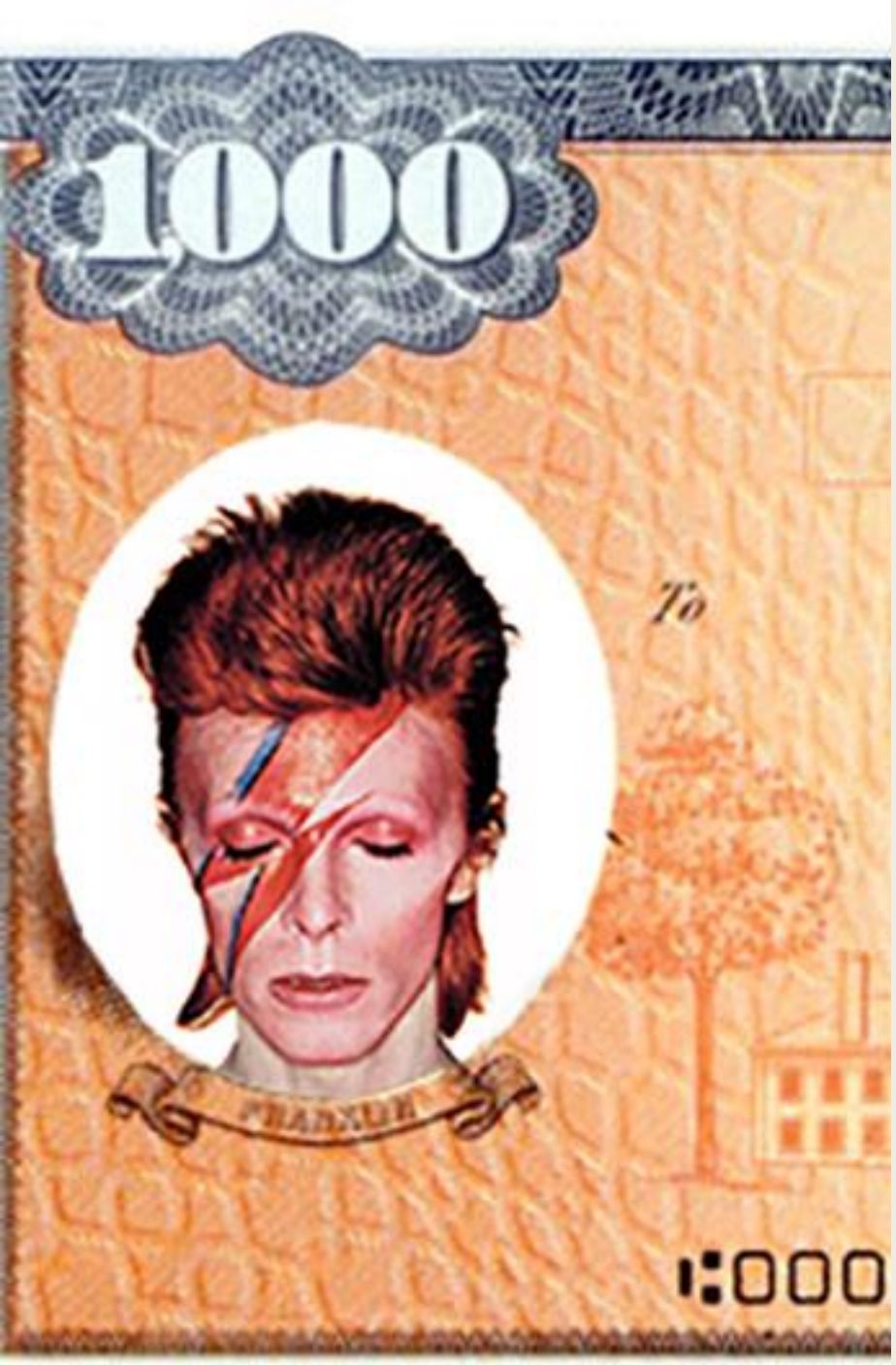
危机的重要背景: 金融机构去管制化



危机的重要背景: 金融机构去管制化

房地产抵押贷款的链条


抵押贷款
中间商
咨询
手续费
贷款
贷款
购房者
放贷人
华尔街的银行
利息
抵押贷款资产
评级机构
费用
AAA
RMBS
/CDO
保险公司/
金融公司
CDS
现金
投资人
利息
现金
ABCP
抵押贷款资产
“仓库”/“通道”
(SIVs)
SIVs
CDS



什么是资产证券化(securitization)

归集缺乏流动性、但具有可预期收入的资产，“出售”给一个专为证券化设立的特殊目的公司(SPV)

特殊目的公司归集资产，设立资产池

- *特殊目的公司将资产分割成份额(tranche)，包装成可流通的证券(一般通称ABS)在资本市场上发售。住房抵押贷款*
- *汽车贷款*
- *信用卡贷款*

一切能够产生现金流的资产都可以证券化！

什么是CDO？什么是CDS?

错位的激励

- Angelo Mozilo：董事局主席，Countrywide （全美最大的房地产抵押贷款发起公司
  - Countrywide：长期刻意打造保守型放贷人的形象
  - 无法摆脱市场的影响：
    - 必须追随其它抵押贷款公司推出多种非传统性贷款
  - Angelo Mozilo的担忧：“我们没有任何办法来评估把这些贷款资产留在我们的资产负债表上所带来的风险。”
    - 2006年9月，Angelo Mozilo通过内部邮件敦促尽快将非传统房贷资产脱手
    - 但是，他没有下令要求公司停止发起非传统放贷
  - 囚徒困境的思维：
    - 竞争对手都在继续发行，单方面撤出将带来短期利润的急剧下滑

错位的激励

- 市场竞争的压力
- Stanley O'Neal：CEO，美林证券
  - 历史上首位领导华尔街大行的黑人
  - 2001年担任美林COO：
    - 主要工作：裁员、削减成本、压缩非主营业务
  - 市场回应："缺少想象力的计算机"
  - 2002年担任CEO：扩张抵押贷款业务
    - 直接收购抵押贷款公司First Franklin
    - 逐渐成为全美最大的CDO发行商
  - 2004年："一个回头是岸的天才"（《财富》杂志）
  - 2006年《欧洲货币》封面人物："看看他的业绩记录，听听他要说什么？"

错位的激励

- Chuck Prince，CEO （花旗银行）
  - 2004年前，花旗银行的投行部门业绩落后于其主要竞争对手
  - 2003： Chuck Prince就任
    - 燃眉之急：债券业务的增长
    - 罗伯特·鲁宾（前财长，花旗执行委员会主席）对普林斯（CEO）的建议：你必须容忍更多的风险，“聪明”地担风险（参与次贷市场）可以让我们看到更多的机会。关键词就是“聪明”。
  - 结果：花旗在次贷市场上的迅速扩张开始了

错位的激励

- Chuck Prince不了解次贷市场的风险吗?
  - 2007: Chuck Prince：《金融时报》专访
    - 公开承认：次贷市场的大规模崩盘可能波及其它证券市场，带来市场流动性的极度枯竭
    - 但是，花旗无意撤出：“流动性市场的深度前所未有。在某一时刻，流动性可能会转向流出市场，但是我不认为已经糟糕到了那个地步。”
- Chuck Prince的名言：“只要音乐响起，你就要踏进舞池”
  - 囚徒困境逻辑的完美诠释
  - “我曾建议政府监管，但是他们不听。”

错位的激励

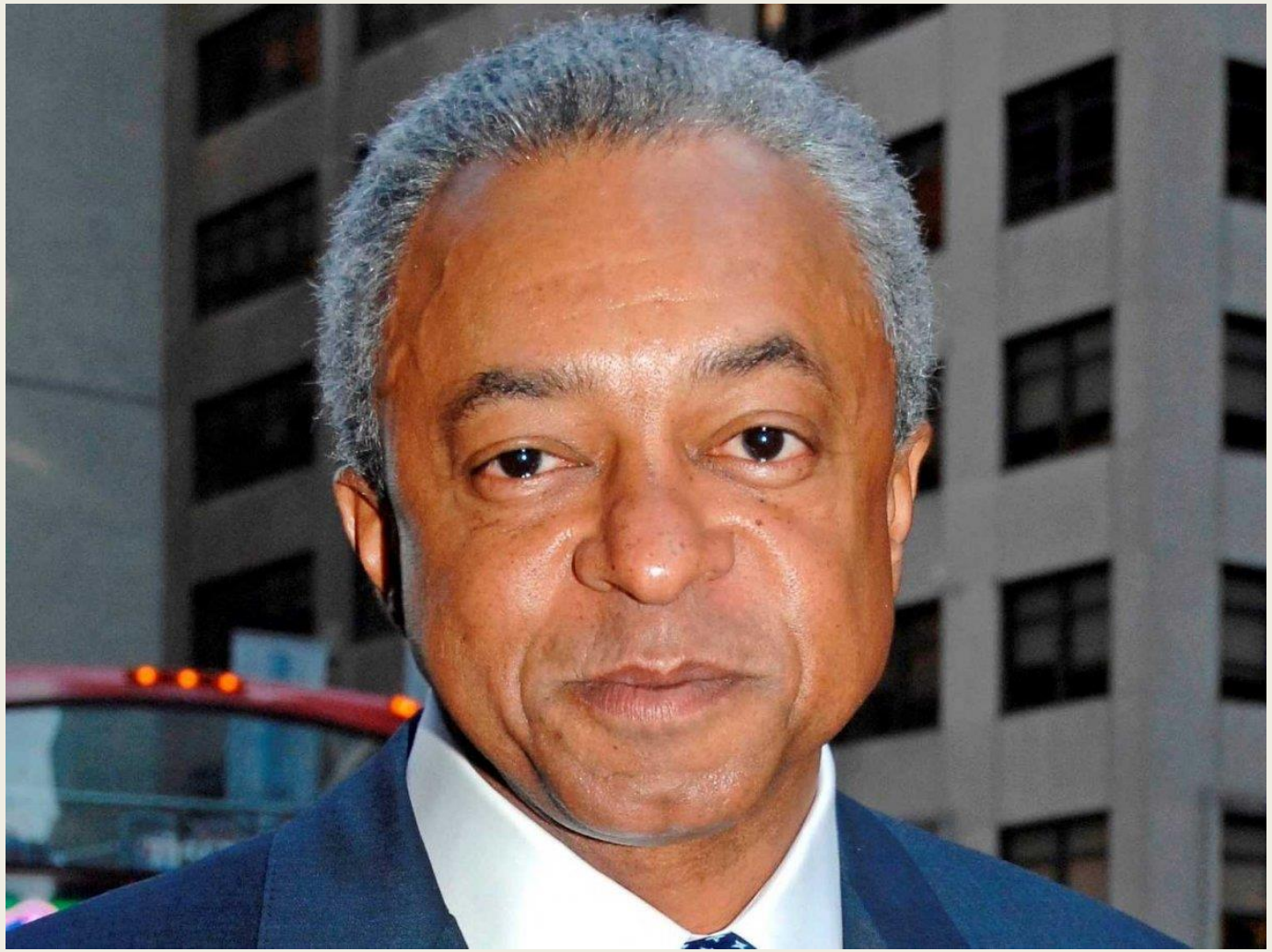
- 银行竞争的直接结果：华尔街的杠杆率
  - 雷曼兄弟：：192亿权益，4840亿负债
  - 贝尔斯通：121亿权益，3380亿债务
  - 美林：390亿权益，8020亿债务
- 高杠杆的直接结果：
  - 冒险的动机加剧
  - 市场波动被急剧放大
- 假设有一个项目：需要投入1亿元
  - 成功概率0.001，成功则收益：100亿
  - 失败则血本无归
- 这是一个值得投资的项目吗？
  - 取决于用谁的钱？

金融危机的道德风险解释

- 绩效激励
  - 2006年，James E. Cayne CEO，贝尔斯登，全部薪酬大到3385万美元，包括1710万现金花红，价值1480万的限制股，和170万的期权。
  - 期权激励
    - 期权激励能够让CEO与投资人的利益彻底一致吗?
      - 罗伯特·鲁宾（前财长，花旗执行委员会主席）对普林斯（CEO）的建议：“聪明”地担风险（参与次贷市场）可以让我们看到更多的机会。关键词是“聪明”
    - 期权激励：单向赌博
    - 追求ROE（权益回报）
      - 如何做到：增大杠杆率
      - 高杠杆：强化冒险冲动

金融危机的道德风险解释

- 期权激励
  - 期权激励能够让CEO与投资人的利益彻底一致吗?
    - 罗伯特·鲁宾（前财长，花旗执行委员会主席）对普林斯（CEO）的建议：“聪明”地担风险（参与次贷市场）可以让我们看到更多的机会。关键词是“聪明”
  - 期权激励：单向赌博
  - 追求ROE（权益回报）
    - 如何做到：增大杠杆率
    - 高杠杆：强化冒险冲动



错位的激励

Stanley O'Neal 于2007年下课，带走了价值1.61亿美元的期权激励配套

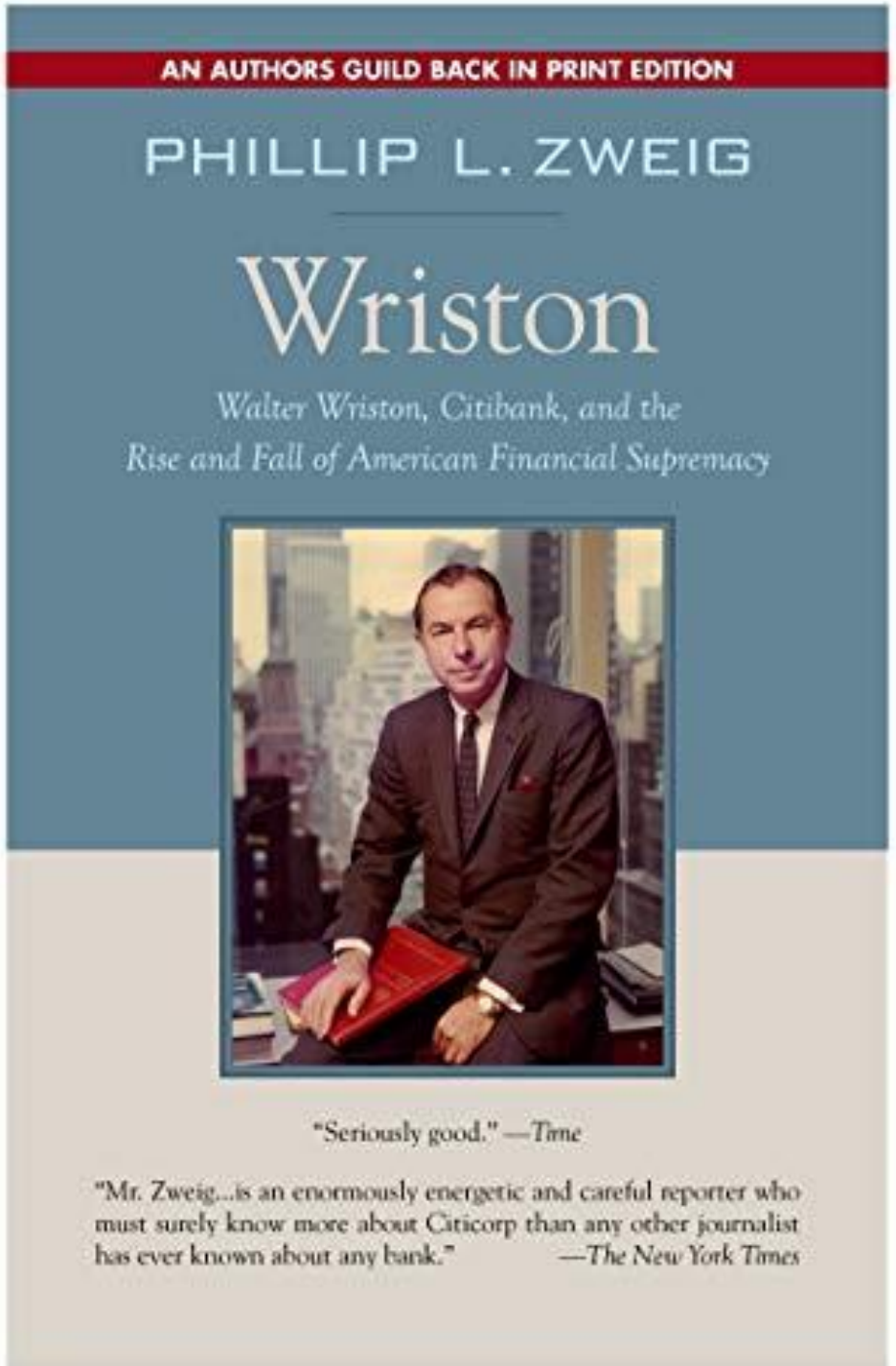
金融危机的道德风险解释

- 2008年金融危机：这一次不一样了
  - 为什么金融公司、银行如此肆无忌惮地发放次级贷款
    - 高房价带来的安全感
    - 资产证券化：转移风险
    - 行为影响：放松审核标准，甚至欺诈、作弊，处理偿付违约的方式
  - 为什么购房客有恃无恐地购房?
    - 无追偿贷款
    - 低利率
    - 低首付
    - 上涨房价带来的赌博冲动
  - 为什么这一次不良房贷的foreclosure如此之多如此之快?
    - 传统放贷模式：重组债务是优于收回房产的选项
    - 当债务已被卖出，房贷公司的激励发生了什么样的变化?

金融危机的道德风险解释

金融危机的道德风险解释

- 2008年金融危机：这一次不一样了
  - 为什么华尔街的大银行如此热衷于次贷市场
    - 市场竞争压力、股权激励、绩效花红：承担高风险以追求高回报
    - 政府的隐性救助担保：大到不能倒
      - Walter Wriston（前花旗银行CEO）：“私人部门比政府的监管部门更了解风险。”
      - 但是！

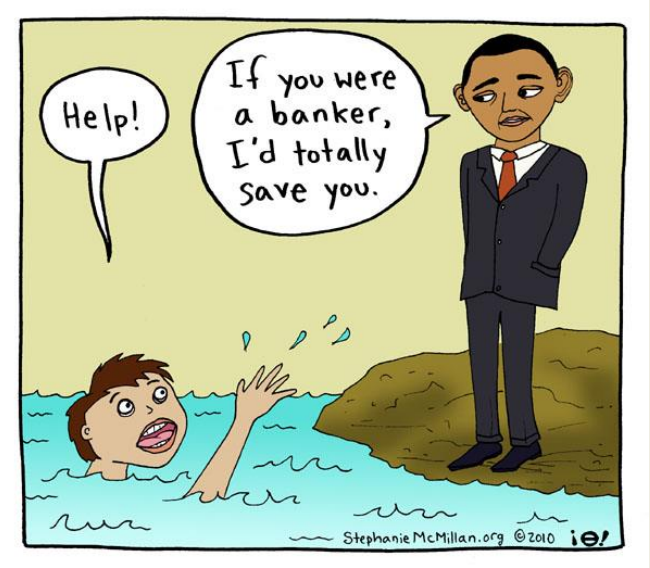


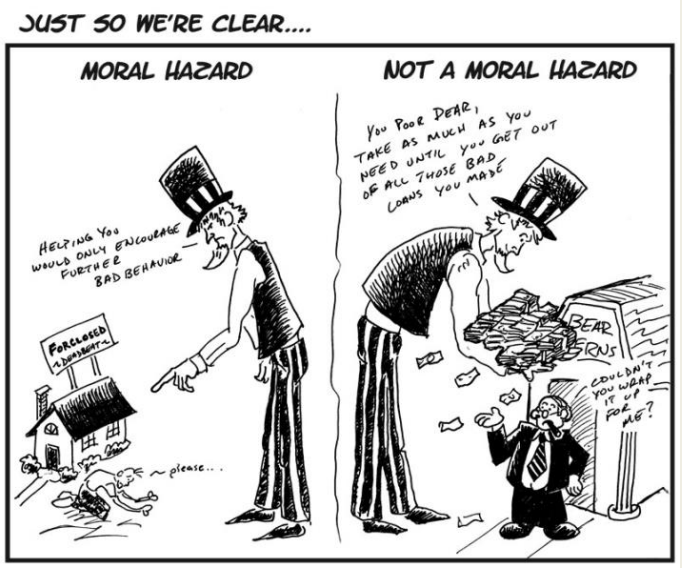
金融危机的道德风险解释

救市带来的的道德风险

- 软预算约束: 科尔奈对社会主义经济改革失败的总结
  - 所有制问题未解决的必然结果：国企经理对风险漠不关心
    - 盈利归自己
    - 损失归国家

- 软预算约束：早已不再局限于公有制经济
  - 银行与大企业的“大到不能倒”
    - 花旗银行史：政府救助史
    - 刚兑不再是中国特色





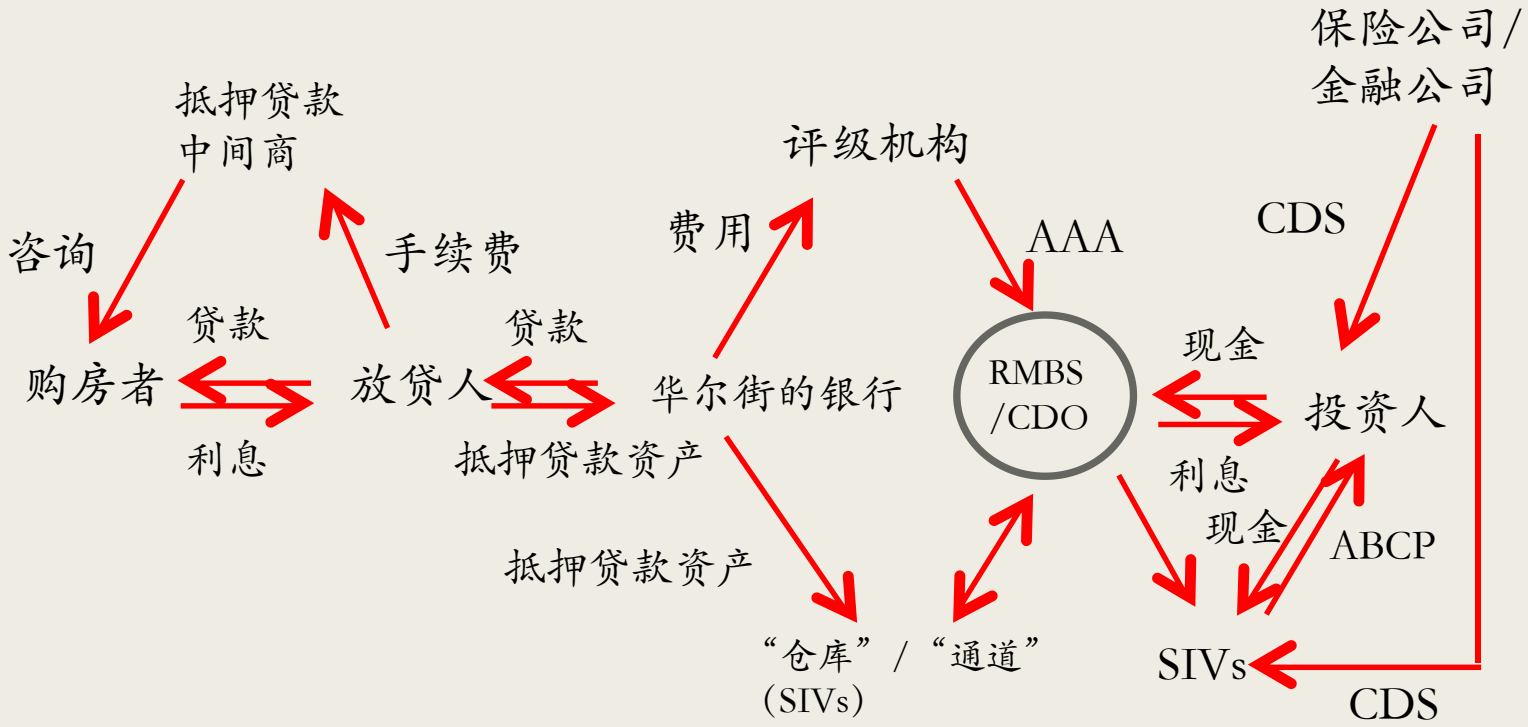
1980－2008 年发达国家大规模公共救助实例

1980 美国第一宾夕法尼亚银行
互助储蓄银行
克莱斯勒
1981 荷兰抵押银行：WUH，FGH
1982 意大利安保信银行
1983 美国债务危机中的破产银行
1984 美国伊利诺伊州大陆国民银行
1989 美国储蓄贷款危机
1992 瑞典瑞典银行业危机
1993 法国里昂信贷银行
日本 日本银行业危机
1994 墨西哥墨西哥危机
1995 英国/法国欧洲隧道
1996 法国房地产信贷机构，CIC，GAN
1996 意大利那波利银行
1997 东亚东亚金融危机
1998 俄罗斯俄罗斯危机
美国 长期资本管理公司
1999 奥地利布尔根兰银行
巴西 巴西危机
2000 泰国泰京银行
德国 菲利普·霍尔兹曼股份公司（建筑）
美国 航空业
土耳其 土耳其危机
2002 意大利菲亚特（依维柯）
英国 铁路
2003 法国阿尔斯通（工程）
2004 法国布尔（IT 公司）
德国 柏林银行股份公司
2006 奥地利 BAWAG
2005 法国国家印刷局（印刷）
2007 德国 IKB 银行，萨克森州立银行
英国 北岩银行
2008 比利时富通集团，德克夏集团，KBC
法国德克夏集团，东方汇理银行，法国兴业银行，巴黎国民银行
德国 西德意志银行，IKB 银行，巴伐利亚银行，德国商业银行，住房抵押贷款银行
爱尔兰 爱尔兰银行，爱尔兰联合银行
卢森堡 富通集团，德克夏集团
荷兰 富通集团，荷兰国际集团
瑞士 瑞士银行
英国 劳埃德 TSB，HBSO，英格兰皇家银行
美国 美国国际集团，美洲银行，贝尔斯登，花旗集团，高盛，美国富国银行以及其他 25家机构
美国 克莱斯勒，通用汽车

行为人	扭曲的激励	结果
购房者/投机客	快速上升的房价，低利率，无追偿贷款	过度借贷
抵押贷款放贷人	快速上升的房价。抵押贷款证券化市场的成长。低利率	放款标准降低，疏于监督审核，创造不健全的贷款品种
银行/投行	追求收益率，低利率，信贷违约掉期的发展，VAR，存款保险，期权激励	巨量违约掉期合同，银行持有次贷证券，高杠杆率
评级机构	发行方付款，高收费	AAA泛滥
对冲基金/主权基金/共同基金	低利率，高评级，追求收益率	大量购买次级债券
监管方/政府	低通胀，对不稳定性缺少远见，以及?	低利率，放松监管

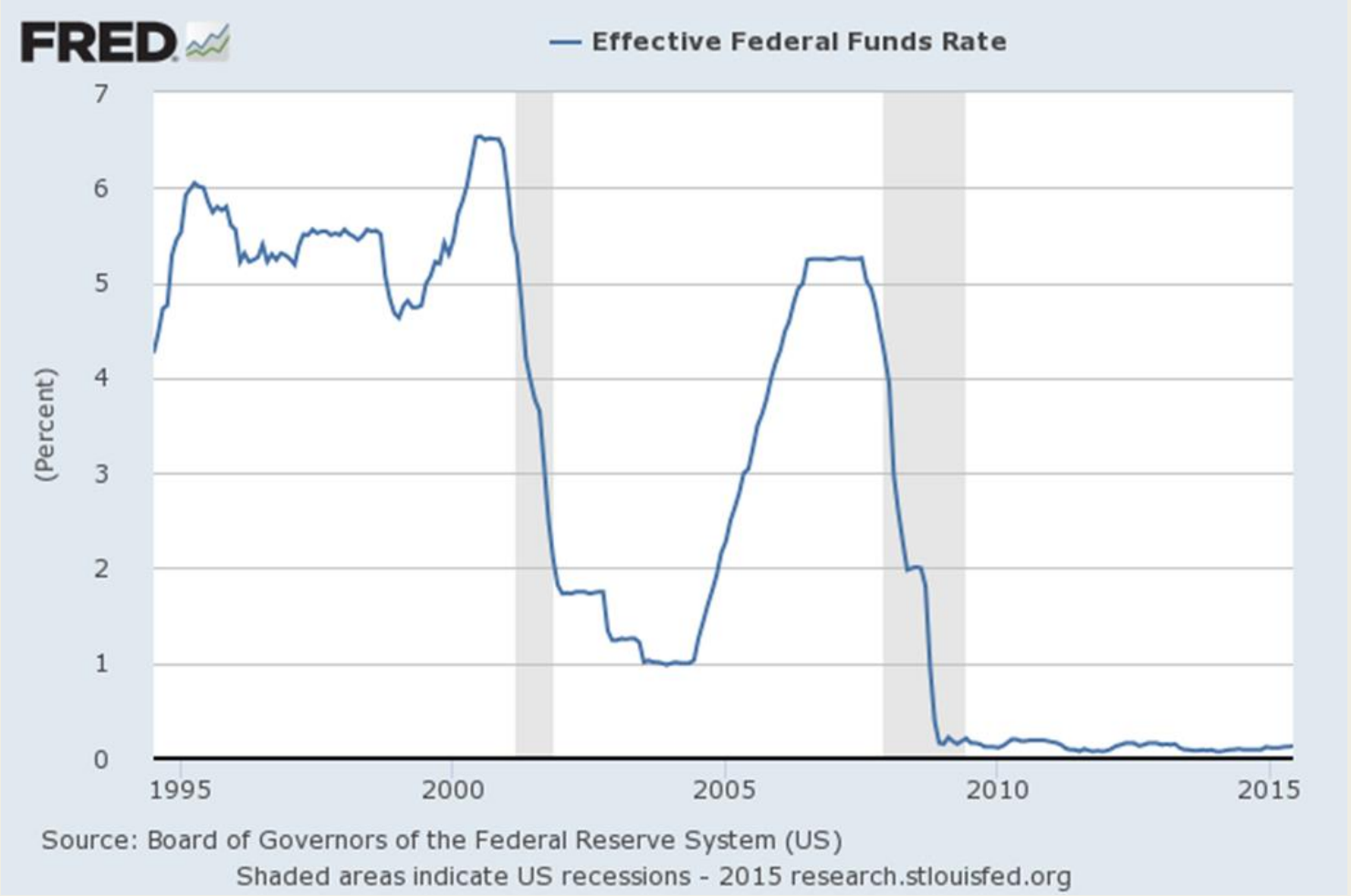
激励的错位

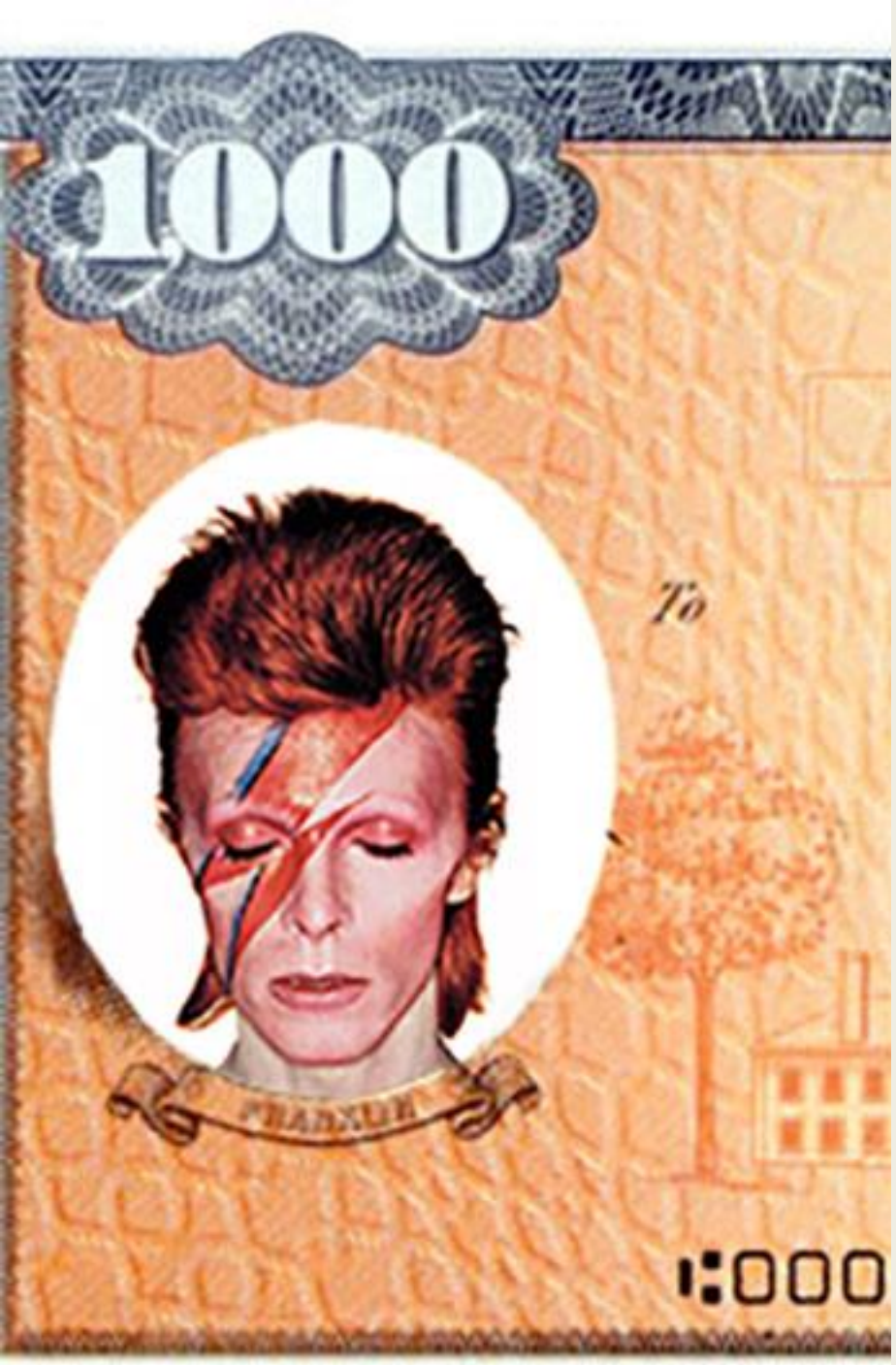
房地产抵押贷款的链条


抵押贷款
中间商
咨询
手续费
贷款
贷款
购房者
放贷人
华尔街的银行
利息
抵押贷款资产
评级机构
费用
AAA
RMBS
/CDO
保险公司/
金融公司
CDS
现金
投资人
利息
现金
ABCP
抵押贷款资产
“仓库”/“通道”
(SIVs)
SIVs
CDS

美国联邦基准利率

格林斯潘究竟在怕什么？





什么是资产证券化(securitization)

归集缺乏流动性、但具有可预期收入的资产，“出售”给一个专为证券化设立的特殊目的公司(SPV)

特殊目的公司归集资产，设立资产池

- *特殊目的公司将资产分割成份额(tranche)，包装成可流通的证券(一般通称ABS)在资本市场上发售。住房抵押贷款*
- *汽车贷款*
- *信用卡贷款*

一切能够产生现金流的资产都可以证券化！

什么是CDO？什么是CDS?

金融危机的终极根源

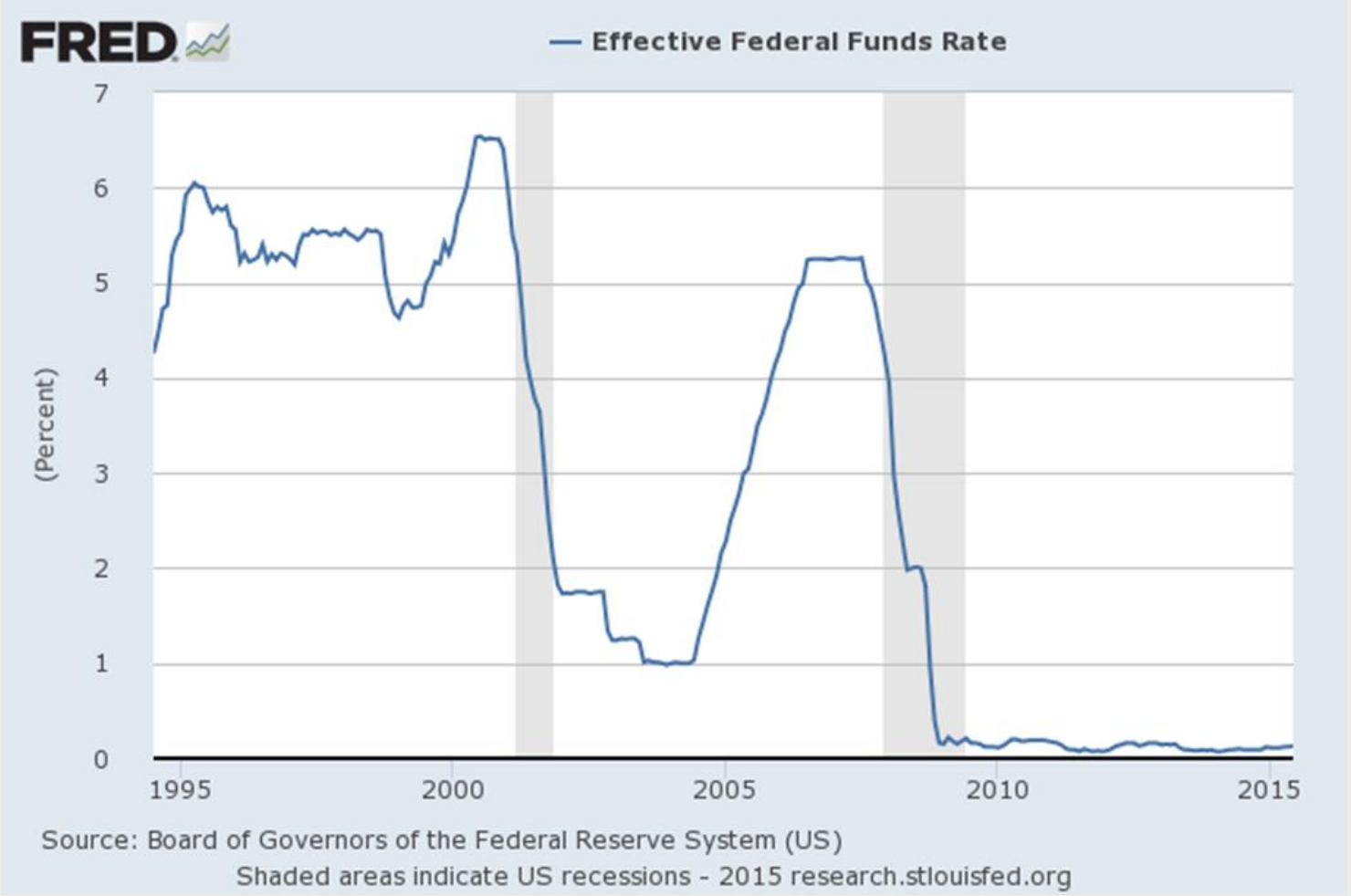
- 这一切的根源在哪里?
  - 为什么会有全国性的房价泡沫?
  - 为什么银行可以建立高杠杆?
  - 为什么次级贷款债券可以找到买家?
  - 为什么银行、金融机构、投资人对风险麻木不仁却对收益无限痴迷?
- 原因只有一个

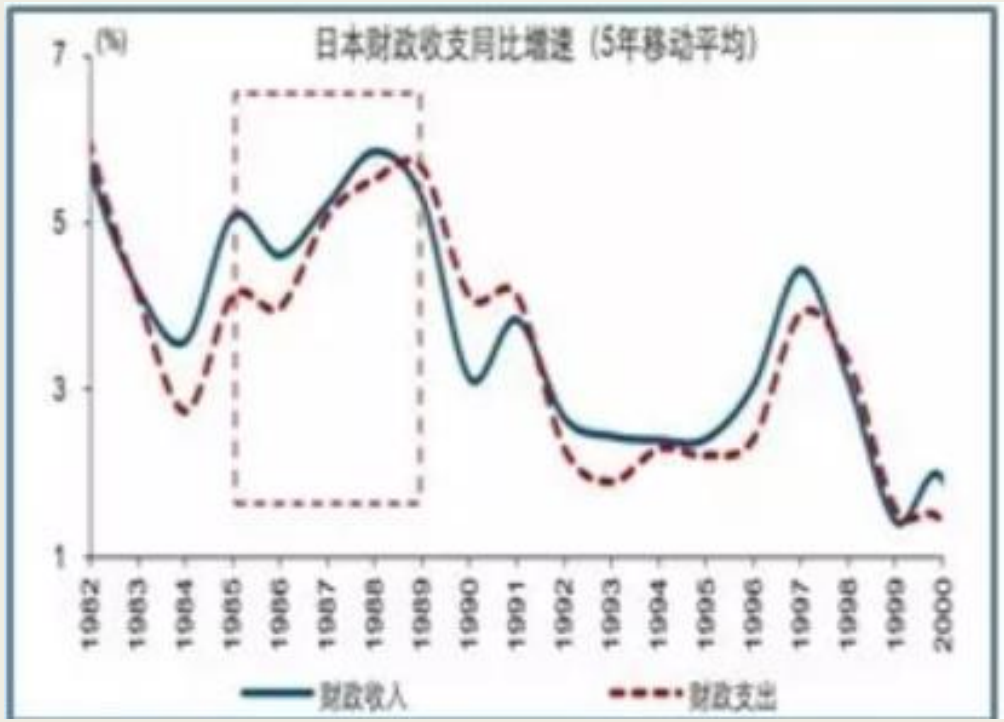
货币政策的调节

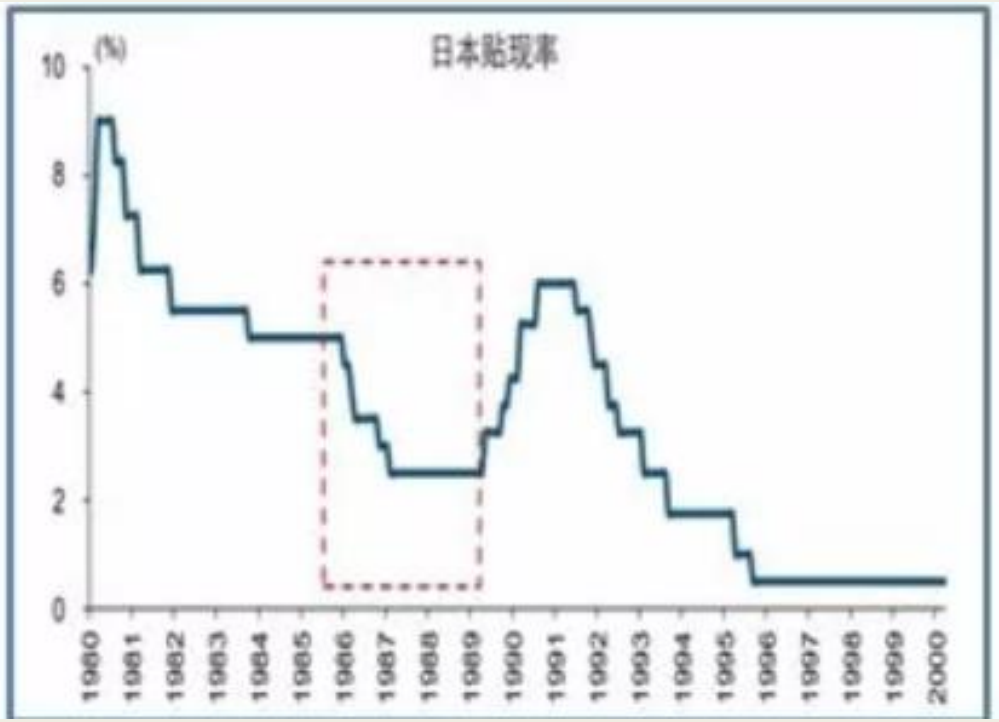
- 回忆：泰勒规则
  - 名义联邦基金利率=通胀率+2.0+0.5×(通胀率-2.0)-0.5×(GDP缺口)
    - 泰勒规则几乎完美地解释了1985-2002联储货币政策
    - 2002以后？
      - 泰勒：“联储基准利率被压低至泰勒规则所预测的水平之下达2-3个百分点。”

美国联邦基准利率

格林斯潘究竟在怕什么？




日本财政收支同比增速（5年移动平均）
(%)
7
5
3
1
1982
1983
1984
1985
1986
1987
1988
1989
1990
1991
1992
1993
1994
1995
1996
1997
1998
1999
2000
财政收入
财政支出


日本贴现率
(%)
10
8
6
4
2
0
1980
1981
1982
1983
1984
1985
1986
1987
1988
1989
1990
1991
1992
1993
1994
1995
1996
1997
1998
1999
2000

再看看当年的日本

美国的负债

国际清算银行（2002）：债务额的急剧上升往往是金融危机的前兆

2002年底至2006年

- 债务总额由31.84万亿增至45.32万亿
  - 人均债务增加43,000，户均128,000
- 2006年底，债务总额为GDP的3.5倍

谁在欠债

- 金融部门负债总额由10.1万亿增至14.3万亿
- 至2007年底，继续增至16万亿

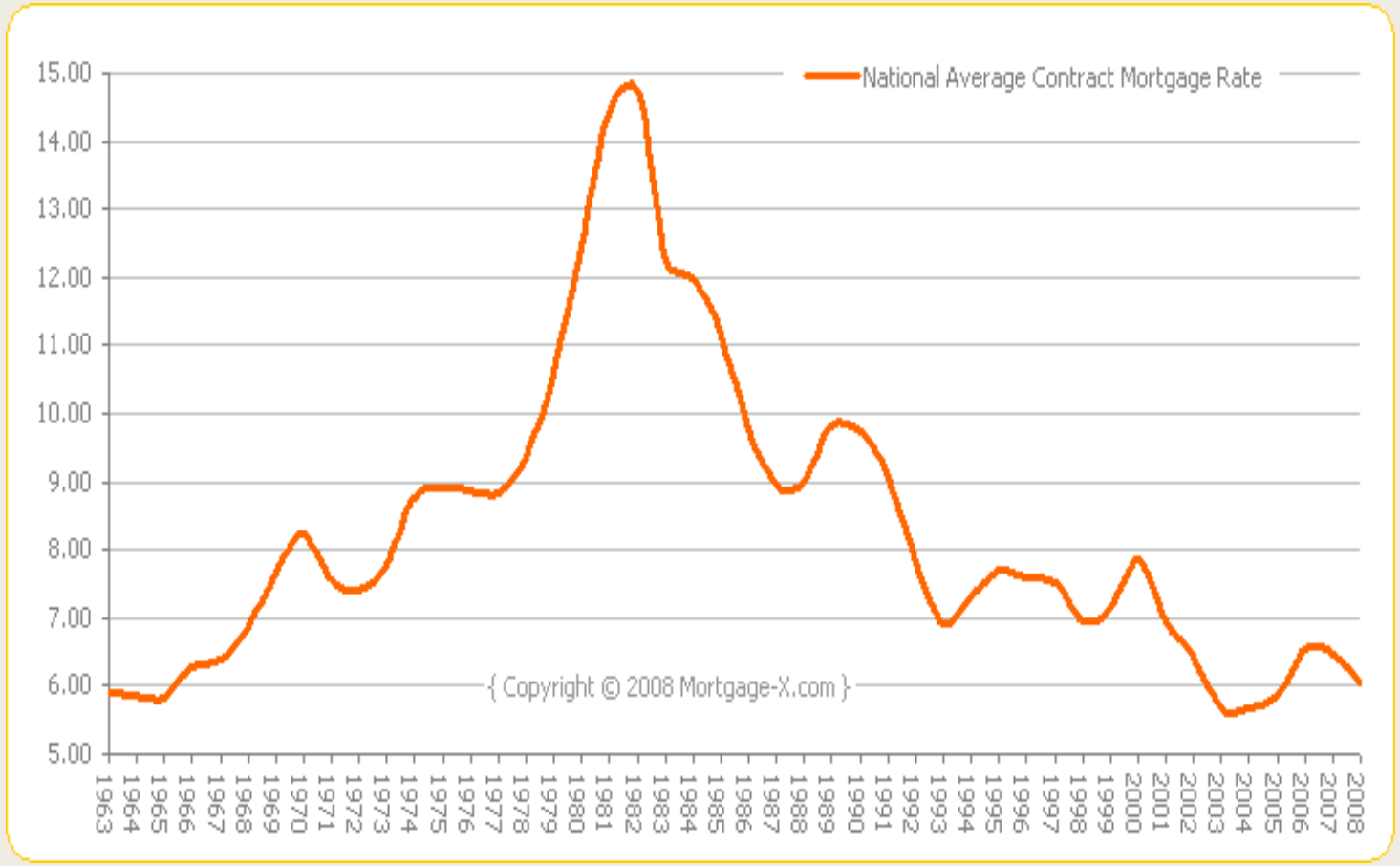
影响：资产价格

- 联储灌进经济体的多余信贷溢至股市，引发‘奇妙’的投机热潮。”（格林斯潘，1967）
- 这一次，最大的泡沫来自楼市

The debt mountain
3
US, % of personal disposable income
Personal saving
Household debt
8
6
4
2
0
140
120
100
80
1990
95
2000
05
10
Source: Moody's Economy.com

美国人的负债水平

美国平均房屋贷款利率 1963-2008



联储应负什么样的责任

低利率

- 融资的便利鼓励金融机构扩大杠杆
- 降低的安全收益逼迫金融机构追逐风险性资产
- 充裕的资金推高资产价格，鼓励银行放贷
  - 抵押品价格升值
  - 融资便利

低利率加剧了金融系统的不稳定

- “联储基准利率被过分压低，扩大了楼市与其它市场的投机活动。”（Richard Fisher, 达拉斯联储主席）

联储应负什么样的责任

2003年，由“缓解下滑”转向“预防下滑”

- 为什么？
  - 自负（complacency）：“ Top policy makers 对于造成全球金融危机的复杂金融工具的把握过于自负了。”（Donald Kohn, 联储副主席）
  - 对于通缩的过度恐惧: Bernanke Put

“联储的工作，就是在宴会正在进行的时候拿走盛酒的酒杯。”（William McChesney Martin）

次贷的问题究竟有多大?

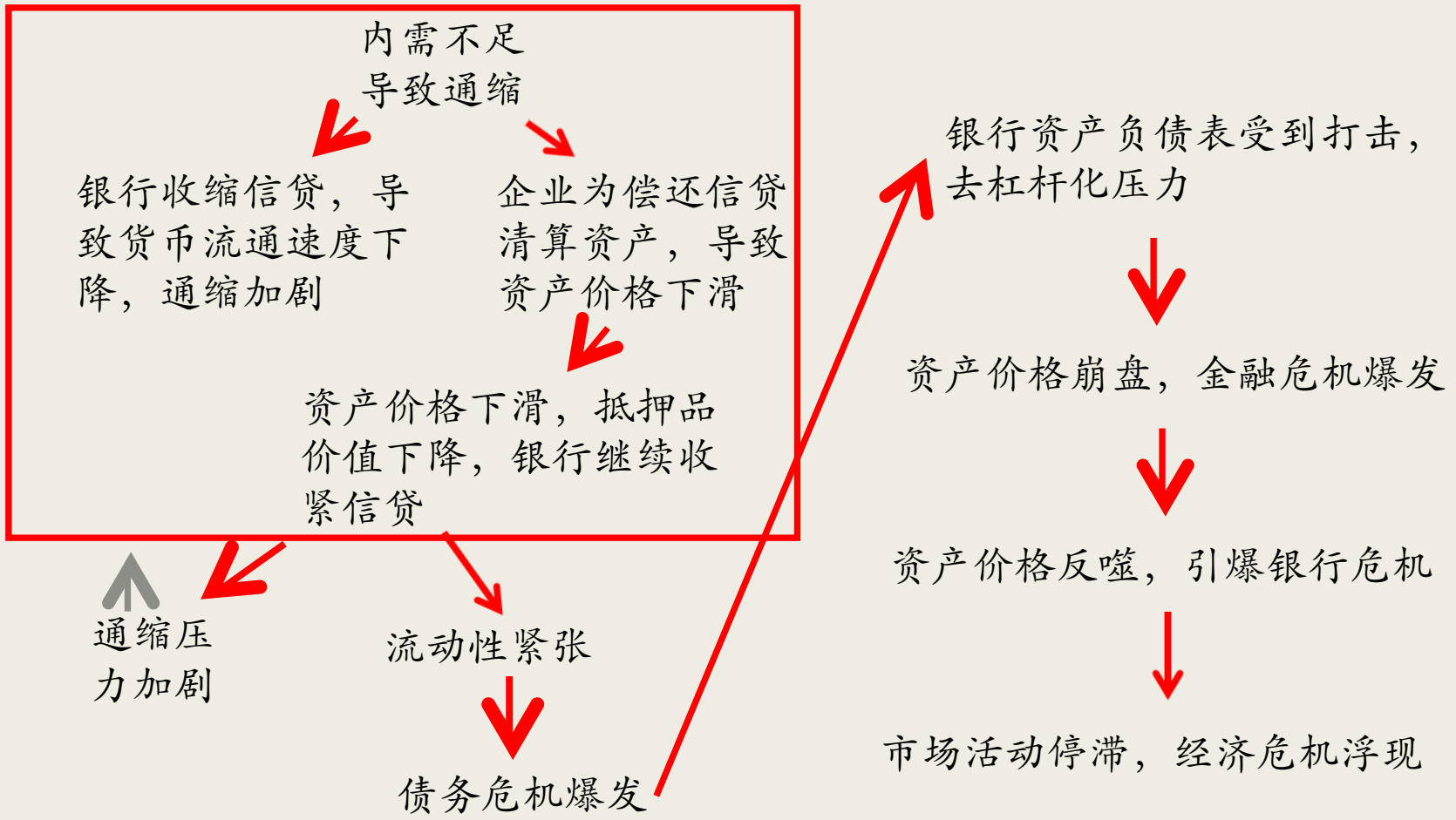
美国住宅抵押债:

- 总额: 12万亿
- 次贷: 1万亿
- 2007年美国股市市值: 18万亿
- 结论: 50%的次贷市值蒸发=股市下跌3%
- 真的这么简单吗?

房地产崩盘带来的危机对经济的影响: 8%

这一次为什么不一样?

金融加速器原理：示意图

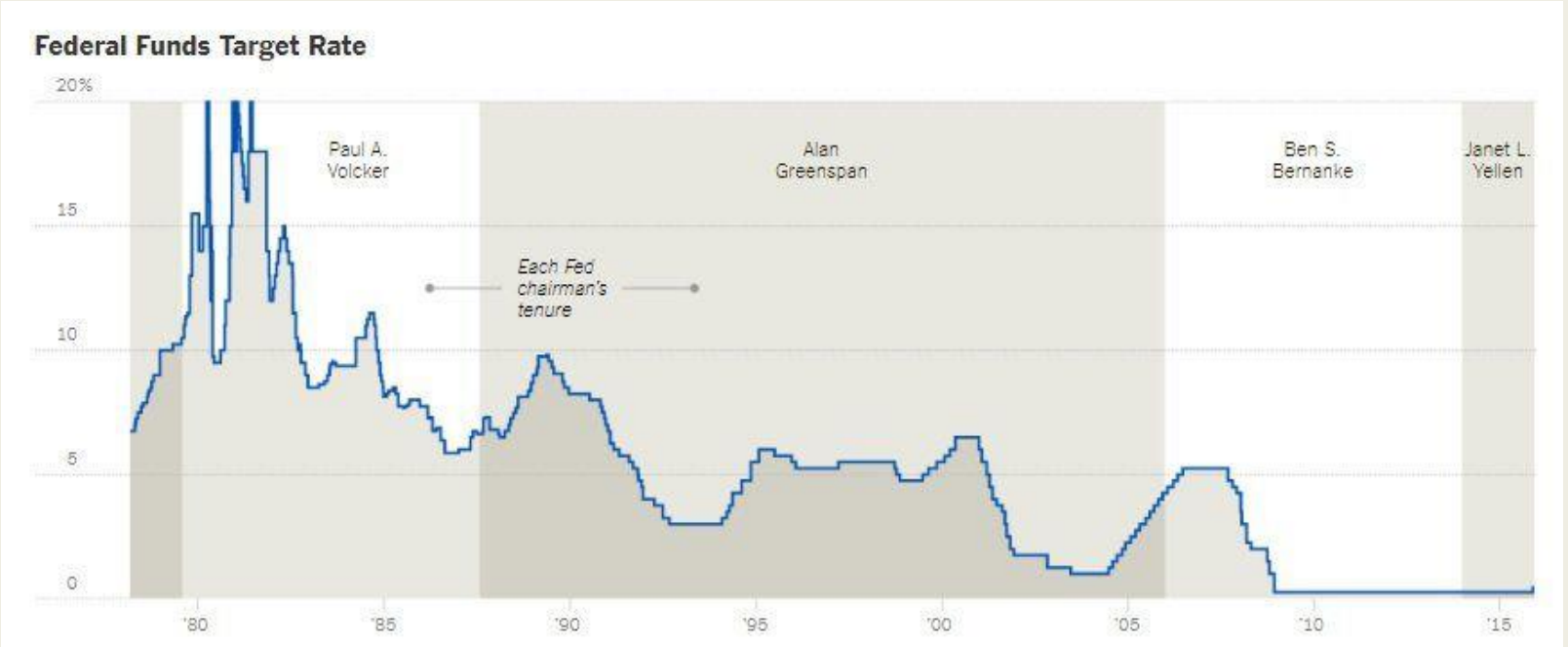

内需不足
导致通缩
银行收缩信贷，导致货币流通速度下降，通缩加剧
企业为偿还信贷清算资产，导致资产价格下滑
资产价格下滑，抵押品价值下降，银行继续收紧信贷
通缩压力加剧
流动性紧张
债务危机爆发
银行资产负债表受到打击，去杠杆化压力
资产价格崩盘，金融危机爆发
资产价格反噬，引爆银行危机
市场活动停滞，经济危机浮现

联储应负什么样的责任

- 格林斯潘的“Risk Management Approach”
  - 对资产价格的非对称反应：联储应该关注“那些用以当下滑出现时缓解其恶果并促成向下一轮扩张平稳过渡的政策”，而不是采取激进而效果不确定的手段，例如，刺穿泡沫。
    - 熊市：救市（宽松性的货币政策）
    - 牛市：袖手旁观（“无法辨识资产价格上涨是由于泡沫还是由于未来收入的增长”）
    - 后果：严重的道德风险
      - 金融机构大胆追求风险性资产

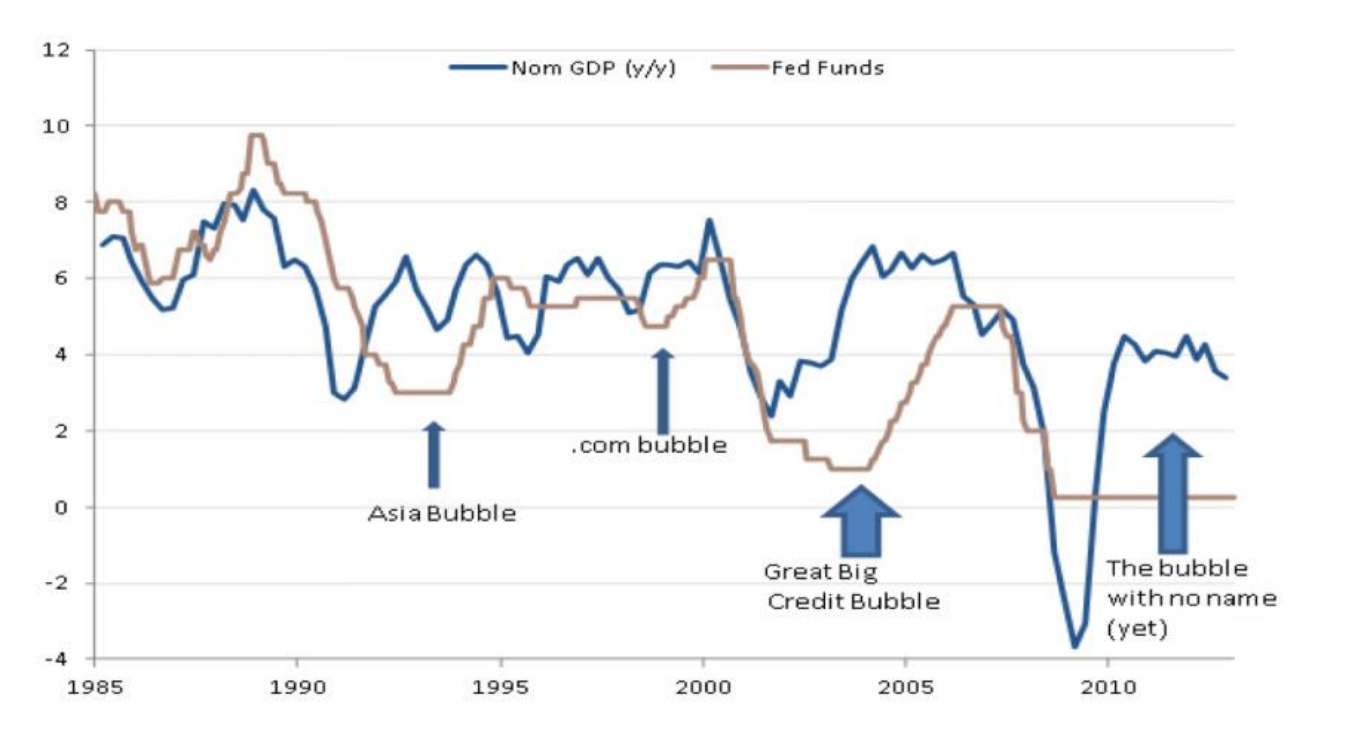
2008危机：联储如何应对?

2008：联储如何应对?


Federal Funds Target Rate
20%
15
10
5
0
Paul A. Volcker
Alan Greenspan
Ben S. Bernanke
Janet L. Yellen
Each Fed chairman's tenure
'80
'85
'90
'95
'00
'05
'10
'15

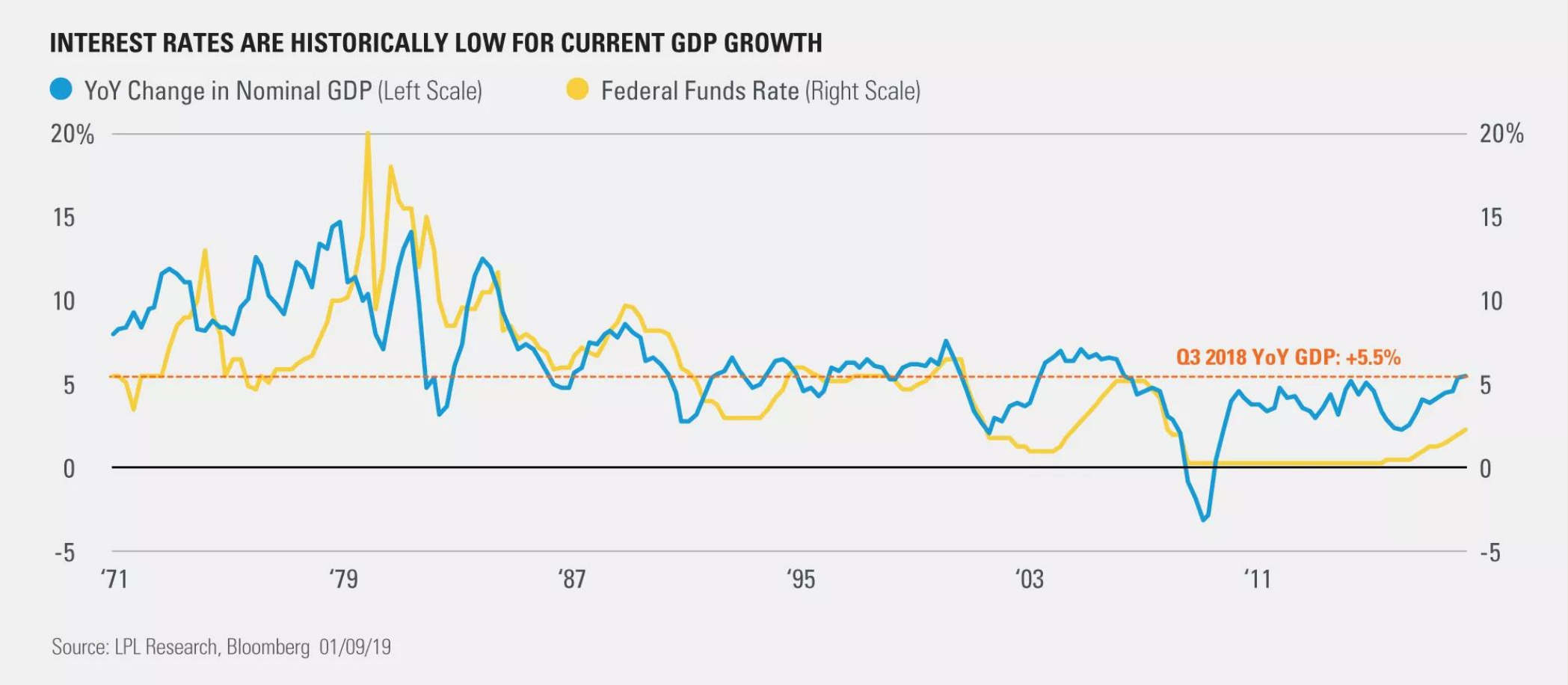
货币宽松：这是一条不归路

- 达拉斯联储主席 Richard Fisher:
  - 量化宽松对于美国经济，就像是可卡因
  - “现在的问题是一个Gordian Knot”（无解！）

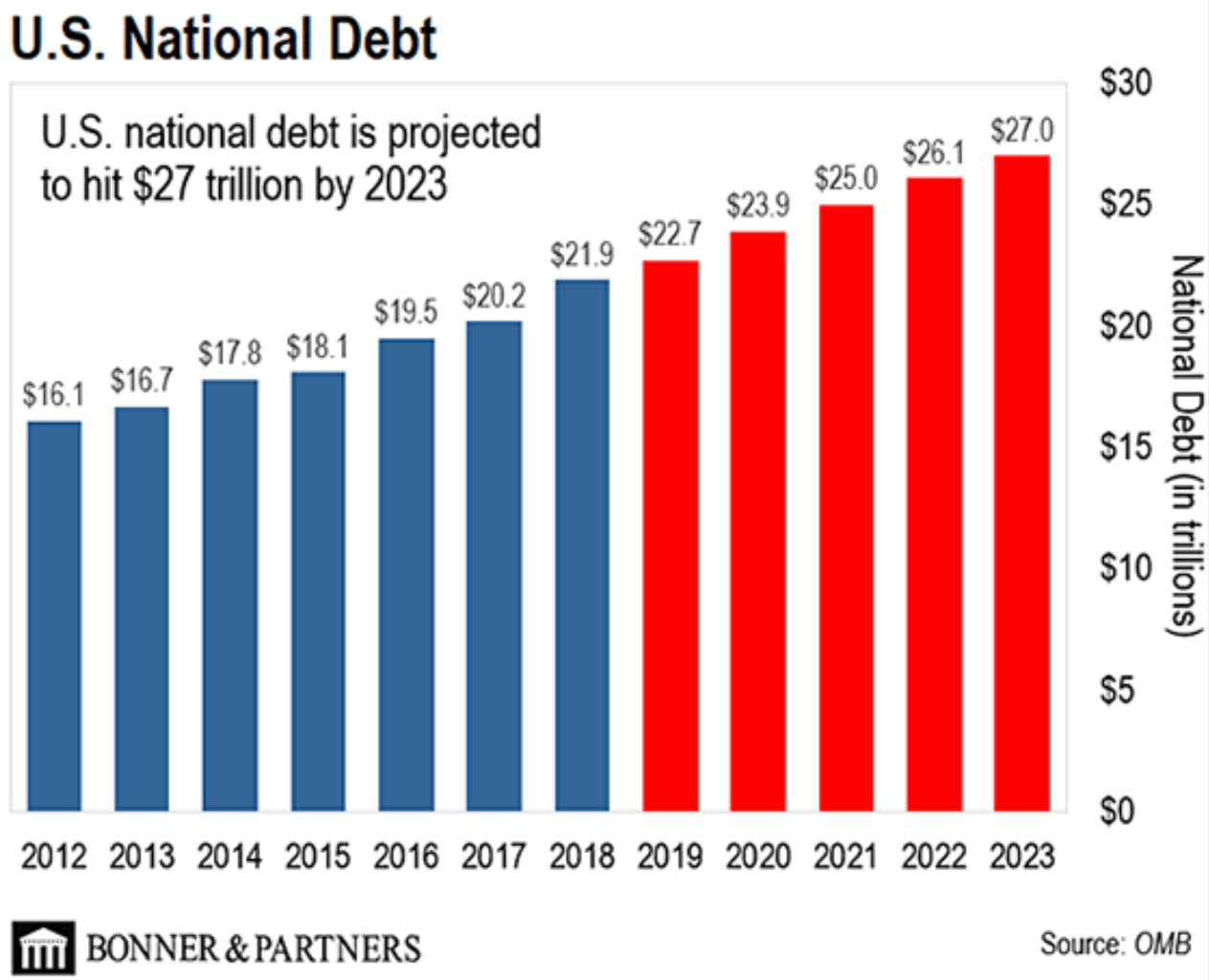


宽松再宽松

吹一个新的泡沫来救一个爆掉的旧泡沫，这样可以吗？

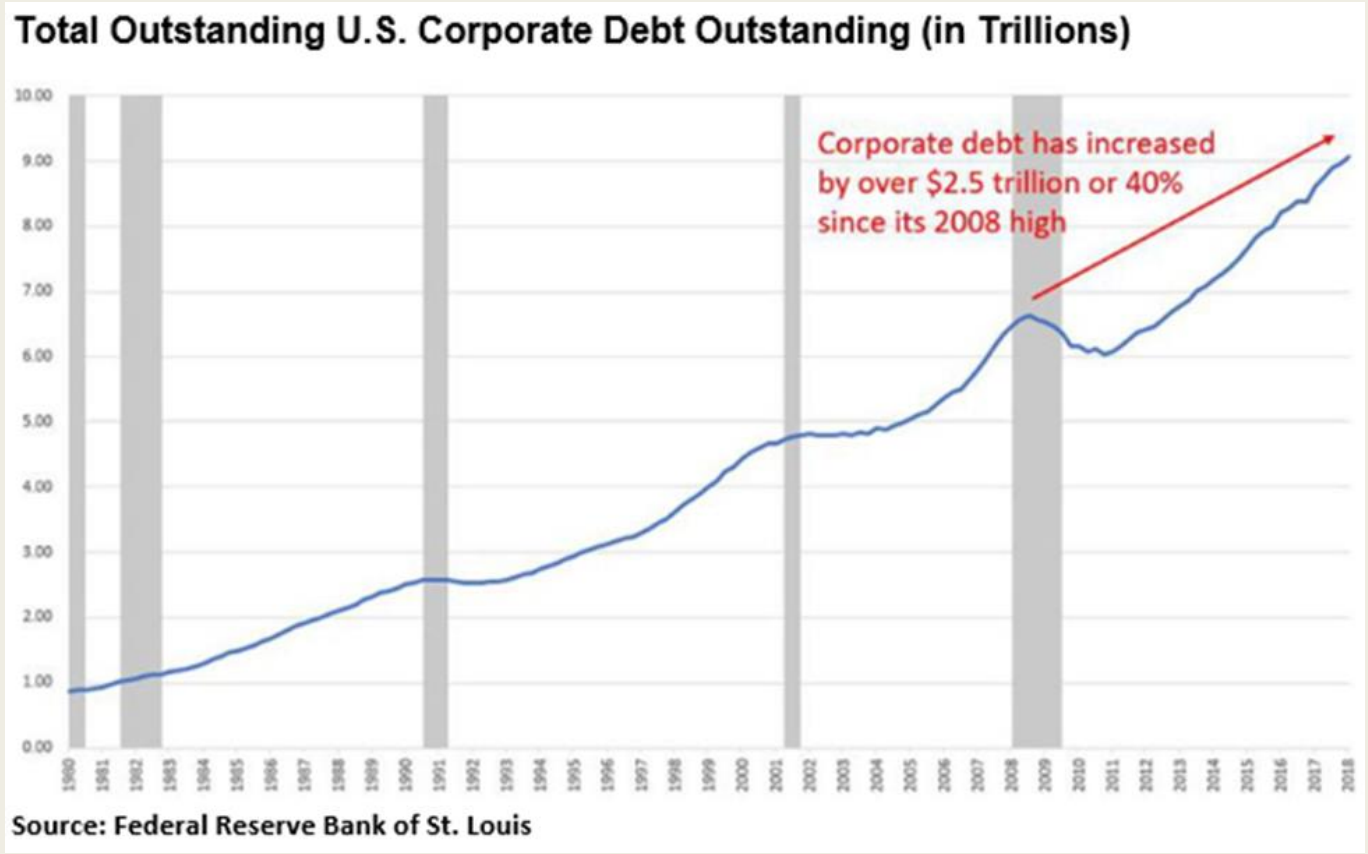

INTEREST RATES ARE HISTORICALLY LOW FOR CURRENT GDP GROWTH
YoY Change in Nominal GDP (Left Scale)
Federal Funds Rate (Right Scale)
20%
15
10
5
0
-5
Q3 2018 YoY GDP: +5.5%
'71
'79
'87
'95
'03
'11
Source: LPL Research, Bloomberg 01/09/19

宽松再宽松



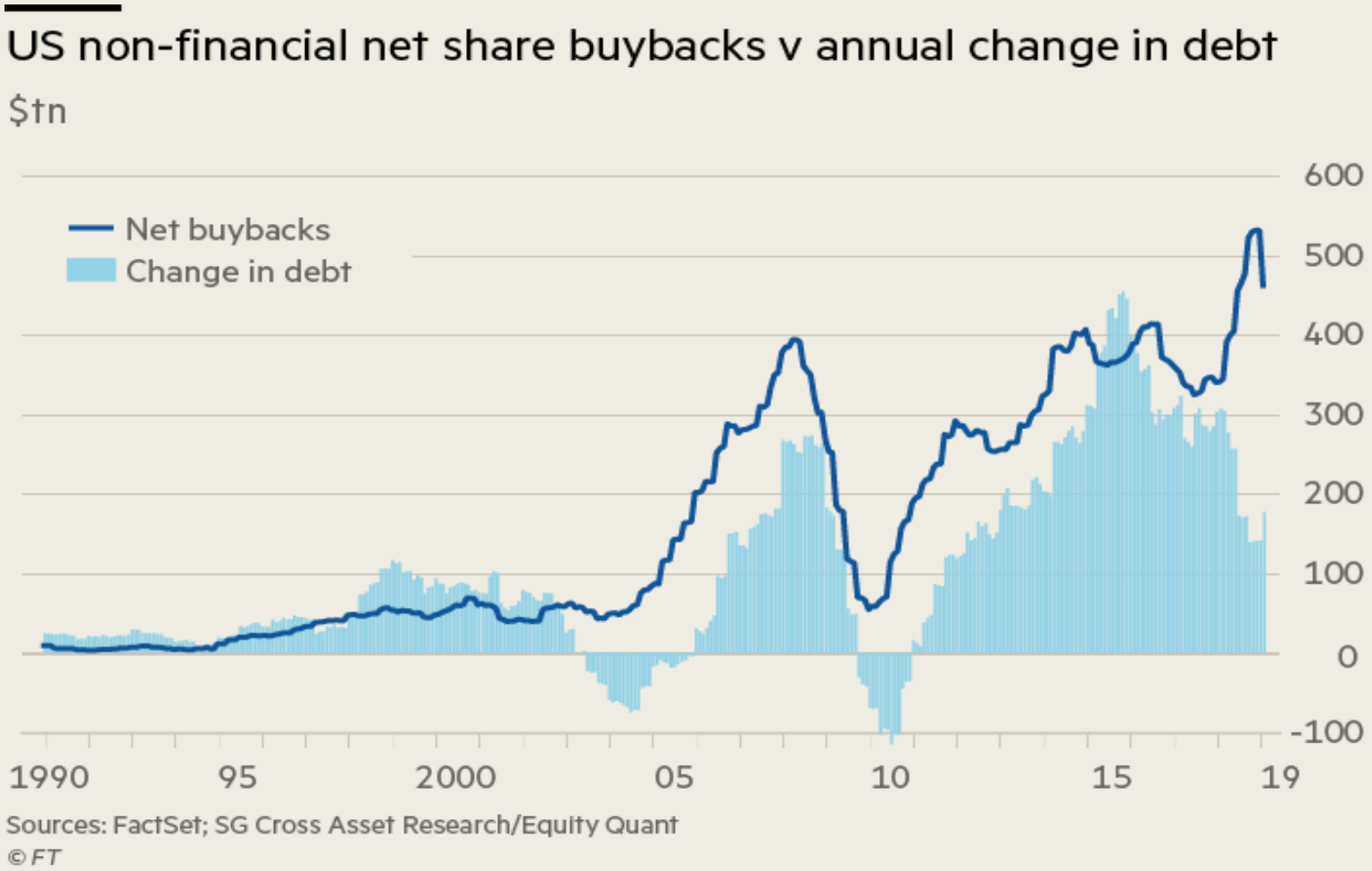
货币政策的两难

不断膨胀的债务顶得住加息吗?



货币政策的两难

公司部门为何举债?
非金融公司的金融工程:
公司举债回购股票
联储真的要跟市场对着干吗?



货币政策的两难

- 公司部门为何举债?
- 非金融公司的金融工程：公司举债回购股票
- 联储真的要跟市场对着干吗?

“Let’s see what he does.”
(Donald Trump on
Powell and Fed’s interest
rate decision

繁荣与危机的循环

印钞救市：Tiger by its Tail!

哈耶克：

“一个解释衰退的理论也同样可以解释繁荣”

“用印钞的方式来救市，就好像放出一头老虎，老虎向前跑，你要抓住他的尾巴，不松手，会被它拖死，松手，它就会回头把你咬死。”

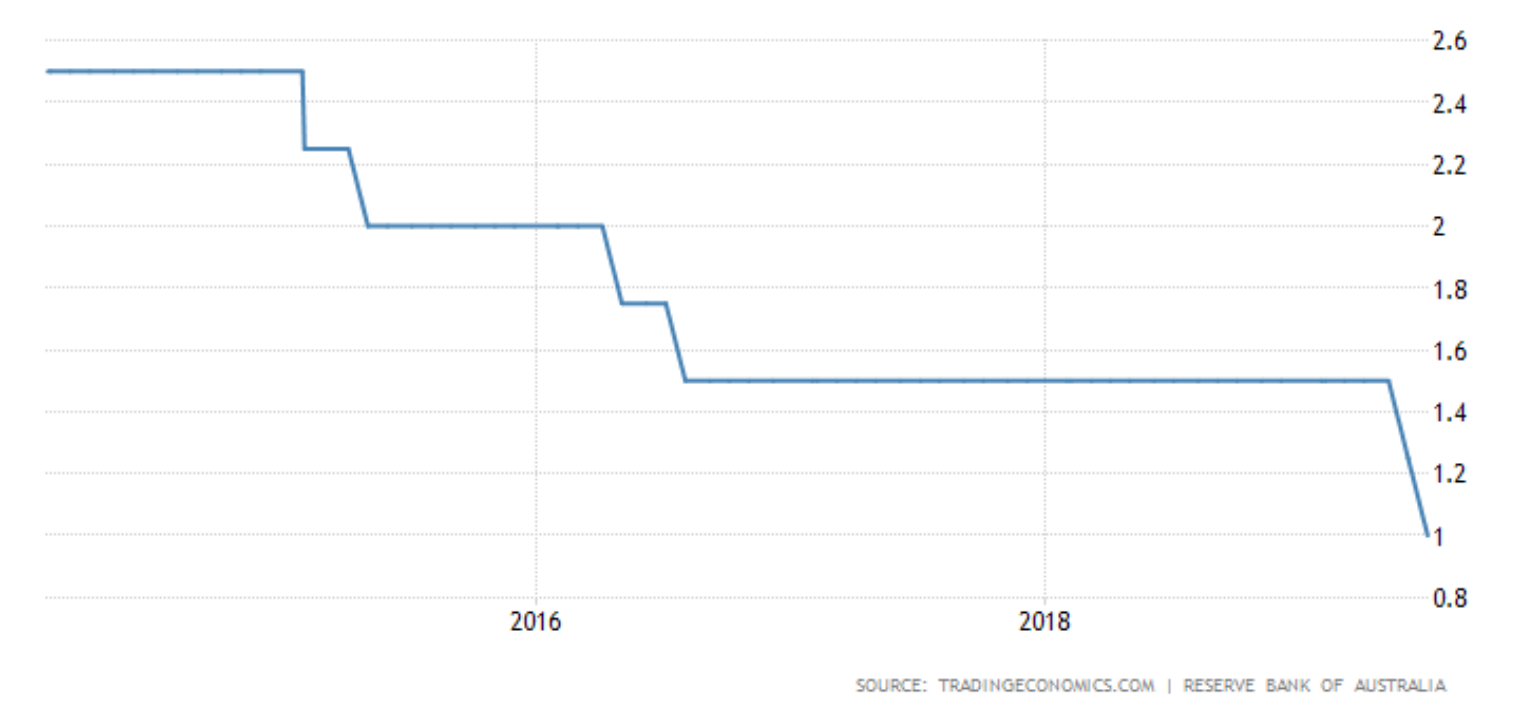
美国：货币政策的两难

“在我的有生之年，必将看到QE99”（“末日博士” 麦嘉华）

“THE FED WILL ACT AS APPROPRIATE TO SUSTAIN THE EXPANSION。”（JEROME POWELL)

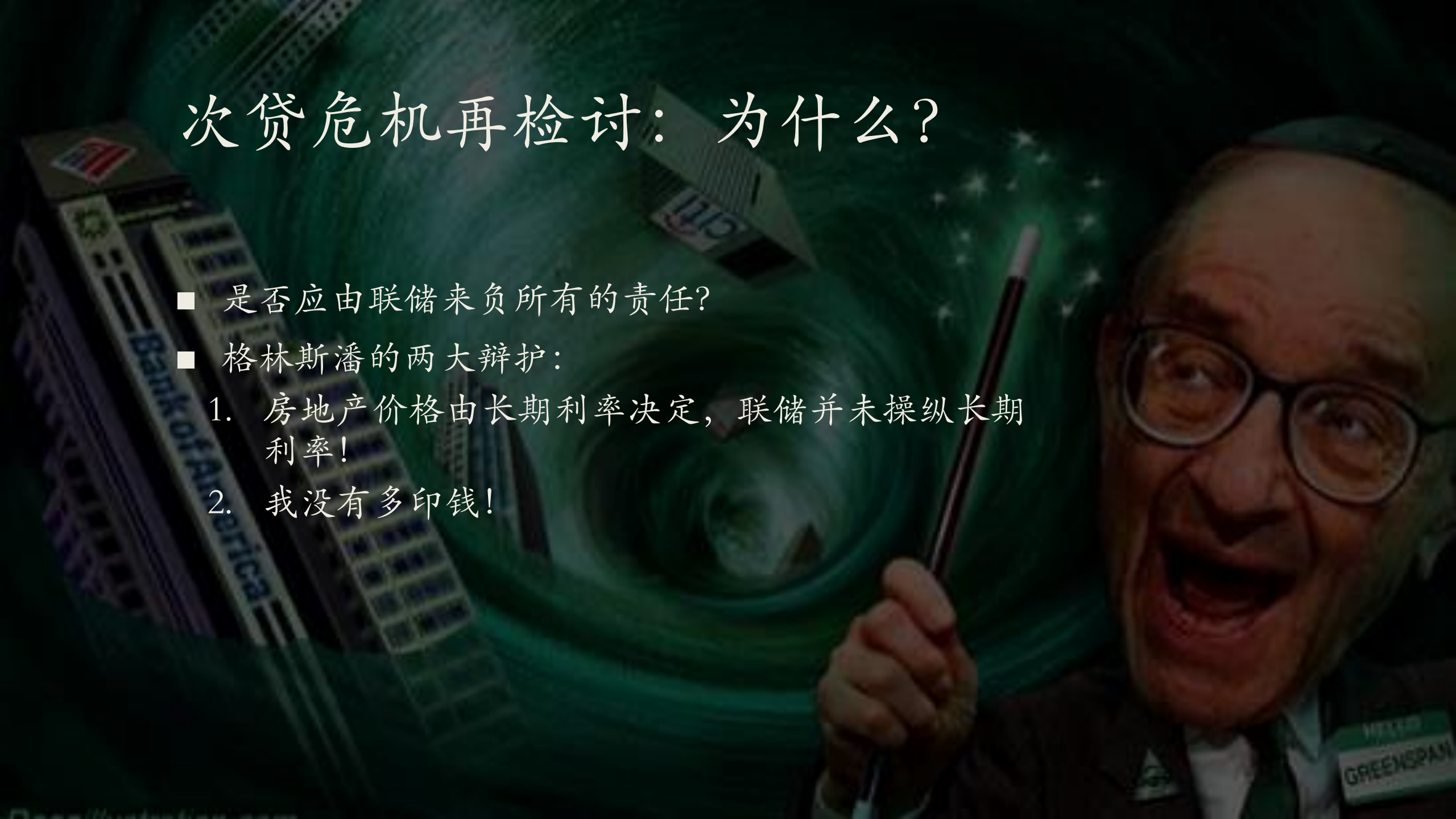
仅仅五个月前: 量化紧缩处于自动飞行（AUTO PILOT）模式

药不能停



- 宽松已成为新常态
- 澳洲央行将基准利率降到史无前例的1%
- 6月4日，7月2日，首次背靠背降息
- 印度央行、加拿大央行都在行动

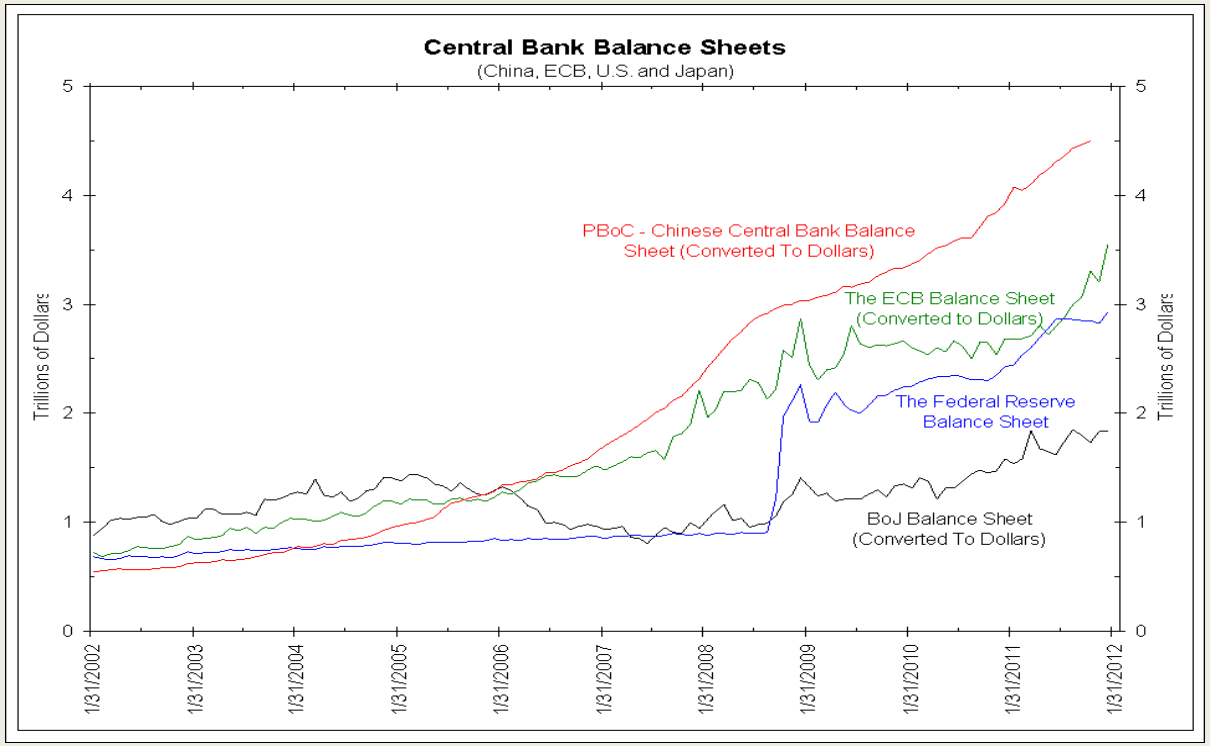
次贷危机再检讨：为什么？



- 是否应由联储来负所有的责任?
- 格林斯潘的两大辩护：
  1. 房地产价格由长期利率决定，联储并未操纵长期利率！
  2. 我没有多印钱！

全球性的印钞竞赛

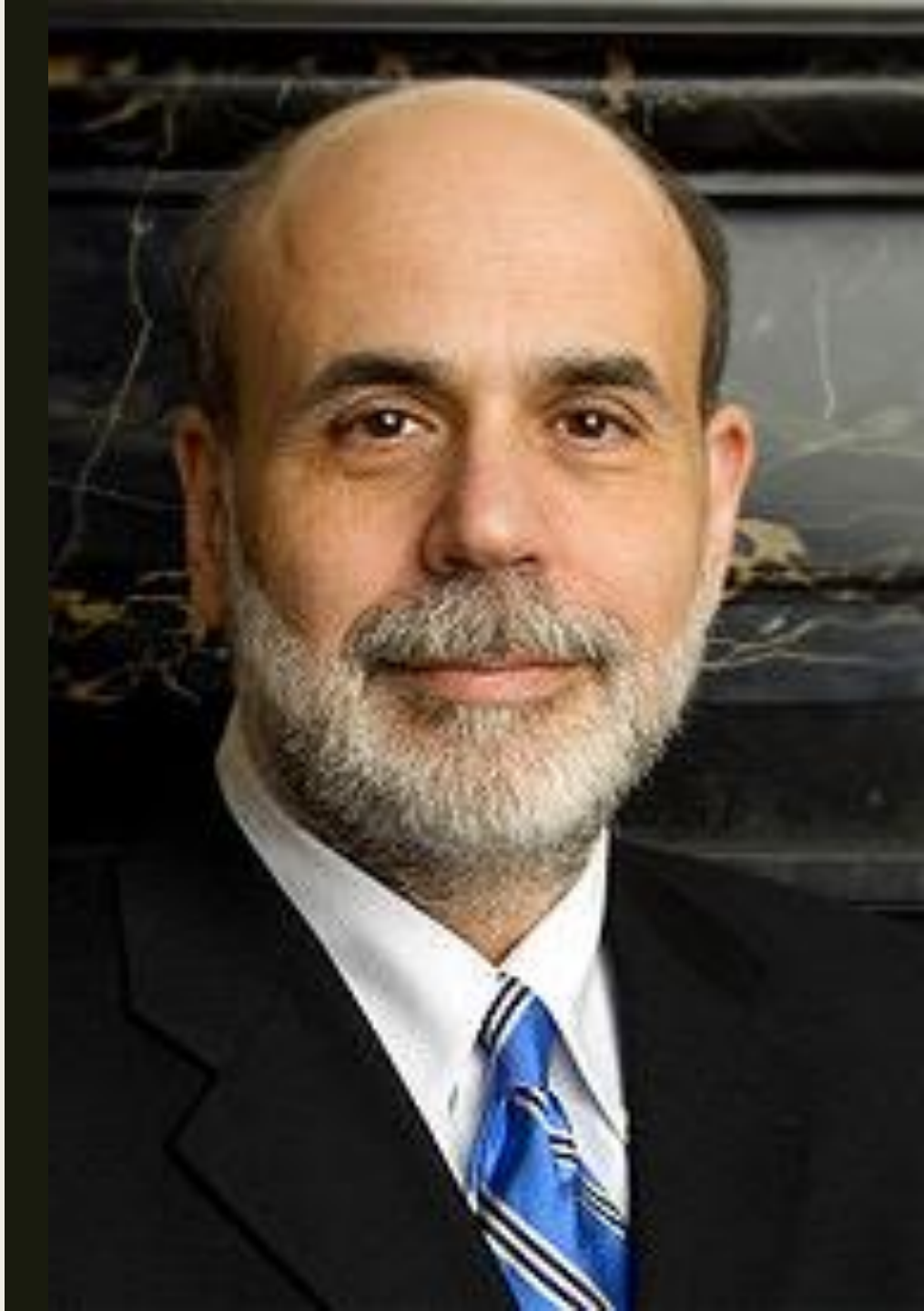
- 至2012年主要央行资产负债表规模变化一览



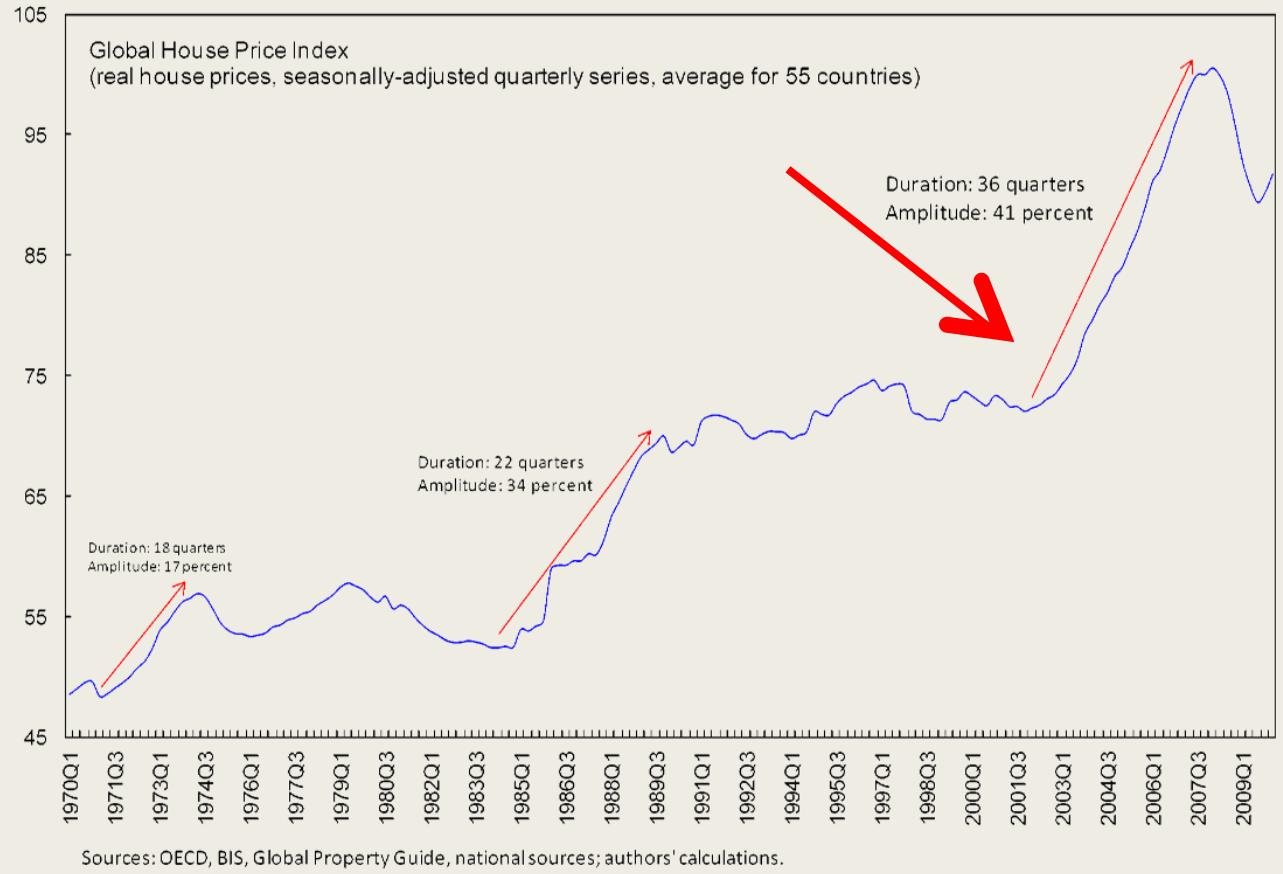
格林斯潘一直不承认他印钱印多了，从这张图上看也的确如此

美国为什么会有危机?

- 是否应由联储来负所有的责任?
  - 本杰明·伯南克：盈余国家的过剩储蓄涌入美国(global saving glut theory)
    - 美国国债
    - “两房一贷”及其它房地产抵押债券
      - 中国人民银行
      - 挪威市政养老基金
    - 结果:
      - 推高资产价格
      - 挤占安全投资品市场，压低国债及低风险债券收益率，逼迫美国国内资本追求高风险投资
      - 压低市场利率，刺激投资与消费，侵蚀美国国际竞争力



全球性的房价周期



为什么这个周期从21世纪初开始?