

信贷紧缩：全球性的深度解剖

广东技术师范学院管理学院 张 锐 高焰辉

[内容提要] 美国次贷危机不仅引起了世界著名金融机构的巨额亏损,而且还导致了发达国家金融市场中流动性短缺;同时,受通货膨胀的影响,全球绝大部分中央银行开始了周期性的加息政策安排。信贷紧缩已经构成了对全球经济增长的最重大威胁。为此,通过加强贴现窗口、拍卖贷款权和引进外部资金已经成为国际范围内主要国家金融管理层的共同选择。

[关键词] 次贷危机 信贷紧缩 通货膨胀 道德风险

由次贷危机导致的花旗、美林等华尔街金融明星的巨亏正在进一步加剧着商业银行流动性短缺(Liquidity Squeeze)的事实,与此同时,通货膨胀的全球性蔓延迫使着许多国家中央银行不断加强“关住货币水龙头”的对冲操作。信贷紧缩(Credit Crunch)将明显无误地成为遏制全球经济增长的主要因素。

一、全球通胀与加息

迫于次贷危机和现实金融市场有可能恶化的担忧,美国联邦储备委员会(下称美联储)已经连续启动减息政策,同时,欧洲地区受次贷危机影响最大的英国也迈动了降息的步伐。由于美元目前依然是国际贸易和服务品结算的主要货币,从理论上而言,美元的降息应该同时引起全球许多货币的共振,因为只有这样才能最大程度地减轻相应本币升值而带来的压力。但截止目前我们发现,除了英国、加拿大等少数国家货币跟随着美元的移动步伐外,世界绝大多数国家尤其是新兴市场国家都不约而同地选择了反向政策操作。

首先,亚洲地区货币可以说是因美元贬值所承受压力最大的币种,但亚洲国家如中国、日本、韩国和印度等国中央银行几乎都启动甚至将连续启动加息政策。这种政策的趋向主要源于国内通货膨胀的压力。如2007年中国的CPI(居民消

费价格指数)上涨 4.8%，同期韩国上涨了 4.6%，印度上涨 6.7%，越南上涨 8.1%、印度尼西亚上涨 6.9%，即使刚刚从通货紧缩中爬出来的日本，其物价上涨也出现不断攀高的势头。日本央行公布的最新数据显示，日本 2007 年 12 月 CPI 同比增长 0.8%，成为最近 10 年来上涨最快的一个月。通胀抬头再加上工资下降，日本家庭的消费信心已经跌至 4 年以来的低谷。日本最新公布的居民消费信心调查结果显示，84.9%的消费者预计未来 1 年里价格将继续上升。

庞大外部资本的流入构成了对亚洲国家加息的另一巨大压力。由于次贷危机和美元的贬值，全球资本都亮相涌入到亚洲地区进行避险和套利，由此迫使当地中央银行向市场进行货币对冲，从而加剧流动性本已过剩的局面，并驱动资产和消费品价格进一步上涨。而为了抑制这种价格上扬的趋势，各国中央银行又不得不被动地进行加息。

其次，受通胀日益严重化的影响，拉美地区国家中央银行加息预期不断增强。资料表明，2007 年拉美地区的通货膨胀率达 6%，比往年多一个百分点。其中，委内瑞拉的通膨率最高，全年的通膨率高达 22.5%。由于该地区是全球能源、农产品的主要出口地，在享受通货膨胀所带来的高利润的同时，当地居民的消费成本也在同时抬高。另外，与亚洲国家一样，为了对冲过多的外汇储备，拉美各国中央银行必然不约而同地抛出本币，从而使通胀在未来可能愈演愈烈。因此，为了防患于未然，拉美各国央行在 2008 年全面选择加息已成定局。

再次，欧元区由于承受着通货膨胀的巨大威胁，其未来选择提高利率的可能性也在放大。资料表明，2007 年欧元区通货膨胀达到 3.1%，为 2001 年 5 月以来最高水平。经济学家普遍认为，通货膨胀将是欧元区 2008 年的主要威胁之一，物价上涨甚至超过就业将成为欧洲国家主要关心的问题。欧洲央行目前也反复强调，要警惕欧元区“趋于上升”的通货膨胀危险，欧洲央行不会容忍物价螺旋推动通货膨胀上升。因此，尽管欧洲央行最近将主导利率仍保持在 4%的水平不变但并不排除其未来选择的可能。

最后特别需要强调的是，虽然美联储将监控风险从通货膨胀转移到了经济衰退上来，甚至短期内有可能继续降息，但由通胀所导致的居民消费力萎缩也是美联储所不能不顾及的重要方面。资料显示，2007 年全年，美国消费价格上涨 6.3%，创了 1981 年以来的最大涨幅。如果计入通胀因素，美国工人平均每周工资 2007

年 12 月份同比下降 0.9%，是 1990 年以来的最大月降幅。随着美国人的收入减少，美国经济增长的主要动力——个人消费开支也在收缩，其中美国商品零售额去年 12 月份创下过去 6 个月来的最大降幅。如果这种情况持续下去，一旦国内经济形势出现好转的情况下，并不排除未来美联储加息的可能。

综上所述，我们认为，日益严重的通货膨胀将驱使着全球绝大多数国家中央银行进入加息周期，虽然全球目前的流动性依然过剩，但这种过剩主要发生在资产价格领域，在加息能量逐步释放的背景下，主要依赖于信贷投资的生产领域势必出现流动性短缺的困扰，而且企业的融资成本也会随之加大。

二、风险约束与惜贷

肆虐全球的美国次贷危机迄今为止仍没有结束的迹象。华尔街金融机构既是次贷危机的始作俑者，也是次贷危机的最大受害者。花旗集团公布的最新财报显示，去年四季度亏损 98.3 亿美元，同期美林巨亏 98.6 亿美元，瑞银集团亏损 124.5 亿瑞郎。如此罕见的亏损导致了許多金融机构相关资产的大幅减记。其中花旗宣布 240 亿美元的资产减记，美林集团和美国银行分别减记资产 115 亿美元和 55 亿美元，摩根大通宣布减记 13 亿美元，资产减记的直接后果就是导致商业银行信贷能力受到巨大钳制，正常的资金供给链条出现断裂。官方资料表明，2007 年全球各类金融机构持有住房抵押债券市值超过 2 万亿美元，如果假定损失 10% 的市值，再假定其中的 25% 为商业银行所持有，那么全球商业银行的本金损失约为 500 亿美元，将产生 3000 亿美元以上的信贷紧缩[1]。

目前恢复商业银行信贷功能的最简单做法就是美联储等中央银行不断地向商业银行注入资本。然而，央行注资行为却没有改变信贷紧缩的局面。一个直接的证据就是，美国联邦基金利率与 3 个月 LIBOR 拆借利率（同业拆借利率）之间的息差越来越大。在 2007 年 8 月之前，上述息差一直维持在 20 个基点以内，而到目前，息差已经拉大到 80 至 100 个基点。由于 3 个月同业拆借是商业银行最重要的贷款来源之一，因此 3 个月 LIBOR 与隔夜拆借利率的息差拉大反映了信贷紧缩的局面非但没有缓解，而且还有所恶化。

信贷紧缩背后是商业银行间相互提供短期信贷支持的愿望大大削弱。主要原因在于，其一，全球主要商业银行都不同程度地介入了次级债金融产品投资，次级债危机造成次级债金融产品价值大幅缩水，因此商业银行不得不大幅减记次级债资产，或者多提减值准备；其二，很多商业银行在最近几年大范围地采用了结构性投资工具（Structured Investment Vehicle，SIV）进行更高风险的投资。SIV 中的资产平时是位于商业银行资产负债表之外的，不需要进行合并和披露，但是一旦 SIV 遭受严重损失，它旗下的资产最终仍需要并入表内进行核算。目前，很多在次级债危机中亏得血本无归的 SIV 的资产不得不重新并入商业银行表内，这使得后者的资产负债表变得更为紧张[5]。为了让自己的资产负债表变得更加好看一些，商业银行需要提高流动性资产的比重。因此，商业银行不仅不愿意向同行提供信贷，甚至不愿意向消费者和企业提供新贷款。

其实，抑制商业银行信贷功能的根本力量并不在其内部，市场风险的放大直接加剧了商业银行对信贷的厌恶程度。2007 年全球所有的信贷机构受次贷危机影响发生的损失超过 2000 亿美元，而在美国，2008 年大约有 8900 亿美元次贷利率将进入重设，据经合组织(OECD)计算，假设今年重设的次贷所担保的债券有 14% 损失，提供融资者还将损失 1250 亿美元。问题的关键还在于，信贷紧缩并不仅仅是金融业的问题。发生信贷紧缩就是因为借款人资不抵债，目前，美国国内家庭负债与总资产市值的比例为 19%，达到过去 50 年最高水平，而且这一问题的解决并非一日之功[4]。在这种情况下，商业银行为了提高自身资产的安全边际，不得不对整个市场对风险债务进行评估并开始审慎对待每一笔贷款。

更为严重的是，全球金融市场上蔓延着不确定性氛围：人们无法准确预计出次贷违约率未来还将上升到多高的水平，也不能提前预卜商业银行、投资银行和对冲基金真实的总损失；同时人们也无法预测在全球通货膨胀阴影抬头的背景下，美联储等中央银行还有多大的降息空间。正是因为这种不确定性的叠加，导致商业银行集体做出最原始的对抗风险的选择——提高流动性资产在总资产中的比重。即使能够按照市场需要松动自己的流动性，但各金融机构也是纷纷提高利率，且投资者要求更有效的防范风险，曾经自由流动的资金难免不因此受到阻滞乃至冻结。

三、信贷紧缩与经济增长

进入 2008 年的全球经济已经很难听到非常乐观的估计。国际货币基金组织 (IMF) 预计, 2008 年世界经济将增长 4.8%, 比 2007 年减少 0.4 个百分点; OECD 预计, 2008 年该组织 30 个成员的合并 GDP 增长将放缓至 2.3%, 比 2007 年下降 0.4%。尽管导致这种萎缩状况的因素很多, 但信贷紧缩仍是最首要的力量。

首先, 信贷紧缩某种程度上意味着流动性的逆转, 从而加速资产价格泡沫的快速破灭甚至严重的金融危机。一方面, 最近几年全球房地产价格的高涨主要是流动性过剩推动的结果, 但随着流动性向正常水平回归甚至出现紧缩, 全球房地产市场面临重新定价的风险。美国次贷危机的爆发加速了房地产市场泡沫破灭的进程, 而房地产价格的下滑会将银行体系甚至全球金融稳定带来不利冲击[3]。另一方面, 全球股市在过去一年中持续繁荣, 但繁荣时期往往也是泡沫增大和风险积累的时期, 一旦流动性发生逆转, 股市价格泡沫的破裂就不可避免, 并且会对实体经济造成巨大的冲击。

其次, 信贷紧缩在推高企业融资成本的同时也打断了全球企业的并购步伐和过程。一方面, 杠杆收购所需要的融资渠道遭遇堵塞, 另一方面, 融资成本上升导致私募股权公司收购活动变得异常困难。据 Dealogic 数据, 去年 12 月, 美国杠杆收购交易价值不足 28 亿美元, 创下了该年度的最低记录。私募股权公司过去是并购高峰的发动机, 但汤姆森金融统计数据显示, 2007 年下半年只有 15% 的并购由私募股权公司完成。同期全球并购活动减少了 27%, 美国市场的并购则减少了 46%。

第三, 信贷紧缩传递出了金融机构所发债券风险溢价的提高, 并最终导致需求的减少。基于信贷紧缩的事实, 投资者对于商业银行风险预期会增大, 其投资银行债券化产品的厌恶程度也提高。资料表明, 美国企业债券发行在去年 12 月份跌入 3 年来的谷底之后, 今年开局也是乏善可陈。汤姆森金融的数据显示, 2008 年 1 月, 美国投资级债券发行规模为 2.5 万亿美元, 而去年 1 月的债券发行规模则达到了创纪录的 79.706 万亿美元。无独有偶, 欧元区证券化发行金额在 2007 年 6 月为 500 亿欧元, 10 月约为 260 亿元, 但到了今年 1 月则减少到 22 亿欧元。如果商业票据市场紧缩状况持续, 企业融资成本将大幅增加, 未来整体经济受到负面影响会进一步加大。

第四，从地区经济而言，虽然美国是全球信贷紧缩的重灾区，但并不意味着其他国家所承受的压力可以减轻。相较于美国，欧元区对银行放款的依赖性要高得多。据雷曼的估计，美国经济增长中只有约 20%源于银行的直接融资，而欧元区这一比例高达 60-65%。同时，由于欧洲银行在美国房地产以及结构性金融工具方面投入过多，相应地其在本地区可供贷款的资金则相对减少。信贷紧缩所发生的经济代价可见一斑。不仅如此，由于英国金融业占该国经济产值的十分之一，信贷紧缩对英国经济造成的严重影响也不可低估。英国工业联合会总干事兰伯特警告说，信贷收缩将导致英国商业面对“艰难的一年”。因此，企图让欧洲经济实现快速增长从而弥补美国经济倒退的损失其可能性大大降低。

与欧洲一样，日本金融业受到次贷危机的打击也十分地严重。据日本共同社的最新报道，日本三菱 UFJ、瑞穗等 6 大银行集团在截至去年 12 月底的 2007 年前三季度因次贷损失合计高达 5291 亿日元。其中，瑞穗银行集团损失高达 3450 亿日元。这种状况必将导致大规模的资产减记，并使日本 2008 年的经济增长减缓 0.4%个百分点。

对于亚洲其他新兴国家而言，本币的升值导致了国际资本创纪录的资本流入。2007 年，美国投资者从美国、欧洲、日本的基金中净撤走 570 亿美元的资金，同时投入亚洲新兴市场 400 亿美元资金，几乎是 2006 年的两倍。这些外来性资本在增大了亚洲国家货币升值压力同时，也加剧了业已过剩的流动性。值得警惕是，在助长了新兴市场国家的资产价格泡沫之后，国际短期资本的大规模突然流出，对于新兴市场国家资本市场的打击将会是毁灭性的。多次金融危机经验表明，一旦发达国家步入加息周期或者货币升值周期，引发国际短期资本流动的逆转，就很可能导致新兴市场国家发生危机[2]。当然，和 10 年前的东亚金融危机相比，危机的性质可能有变化。在当前新兴市场国家出现持续经常账户顺差、短期外债水平很低和持有巨额外汇储备的情况下，爆发债务危机、国际收支危机和货币危机的可能性相对较小，然而危机很可能表现为资产价格泡沫突然崩溃、金融机构资产负债表恶化、宏观经济在负向财富效应和投资效应的冲击下陷入衰退等形式。

最后，由于信贷市场的紧缩，国际范围内有可能出现大量非法融资活动。一方面，大型商业银行由于道德约束而将大量资金积压在手里；另一方面，众多企

业尤其是中小企业却无法从银行获得必要的贷款。如此情形最终迫使许多企业不得不从地下金融市场进行高利贷融资。而这种情况一旦蔓延和恶化，全球金融秩序不能不遭到冲击和破坏。

四、未来政策选择

信贷紧缩对全球经济的负面影响已经开始明白无误地显示出来。其中最能说明问题的事实是，由于受美国金融行业巨额亏损和市场资金告急的影响，全球股市在 2008 年开局之月遭遇到了历史上罕见的灾难，由此引致了美国政府高达 1680 亿美元财政救市计划的仓促出笼。对于美国而言，对市场施与如此重大的财政政策支持力度在最近十年中前所未见。

研究发现，无论是对美联储还是全球中央银行而言，未来针对信贷紧缩所做出的政策安排力度还将加大——

1、降低利率。作为最常用的货币政策，目前美联储已经将联邦基准利率下调到了 3.0%，达到了 2005 年春季以来的最低水平。同时，如果信贷紧缩状况得不到好转，联储还会继续降息。不过，由于联邦基金利率是隔夜拆借利率，期限更长的信贷利率只能由市场来决定，因此美联储降息对缓解信贷紧缩的作用是有限的。同时大幅降息等刺激经济增长的措施是以牺牲经济的长期健康为代价的，只能起到短期促进作用。另一方面，此次次贷危机的发生正赶上国际油价高企、美国通胀抬头，而持续降息和刺激消费的措施都有可能促使通胀进一步加剧，处理不慎，美国就有可能重蹈上世纪 80 年代初经历的“滞胀”局面。依此分析，美联储的未来的降息空间将受到压制。

2、贴现窗口。即美联储以比联邦基准利率高 0.5 个百分点的标准向商业银行提供短期融资。尽管目前美联储向金融机构注资没有收到预期的效果，但美联储决不会放弃这一经验性调控手段。1998 年俄罗斯债务危机引发信贷危机，当时在格林斯潘的领导之下，联储局奋起救市，数周内向金融市场投放大量资金，终于安全度过难关。之后只要发生股市危机，美联储都会抛出这一政策筹码，自然，美联储对自己今天同样的抉择笃信不移。所不同的是，美联储已经不再单兵出击，而是联手欧洲、日本以及全球的央行大兵团作战。在美联储的呼吁和号召

下，目前全球央行已经联手向金融市场上注入了上万亿美元的流动性。其中欧洲央行宣布将对市场进行无限量注资。

2、贷款权拍卖。一般说来，商业银行大多不愿意通过贴现方式直接向美联储借款，担心这么做会导致投资者的担忧，因此，为了增强商业银行的贷款信心，美联储实行了贷款额度的公开拍卖(TAF)，而且在日前将额度从原来的 200 亿美元提高到 300 亿美元。仅仅在今年 1 月份，美联储就进行了三次贷款权的公开拍卖，共向市场注入资金 900 亿美元，同时拍卖贷款的利率均低于美联储的贴现率。不仅如此，只要市场需要，美联储还会继续进行贷款拍卖活动。让美联储高兴的是，自己的行动得到了全球央行的积极响应和配合。日前，欧洲央行以及英格兰、瑞士和加拿大等国中央央行与美联储签署协议，承诺联手以拍卖方式向市场提供资金。

3、主权财富基金输血。基于全球著名金融机构在次贷危机中损失惨重且急需资金提高资本充足率的现实，本来并不受发达国家政府欢迎的新兴市场国家主权财富基金如今可以施展自己的拳脚。继阿联酋阿布扎比投资局买下花旗高达 75 亿美元的股份之后，新加坡政府投资公司等 7 家投资机构联手向花旗注资了 145 亿美元，同时韩国投资公司、科威特投资局等 3 家投资者向美林总计注资 66 亿美元，中国主权财富基金中投公司也购入了摩根士丹利约 10% 的股份。鉴于越来越多的新兴市场国家主权基金入股华尔街，许多市场人士担心美国政府是否会加以干涉，毕竟主权财富基金可能不仅仅谋求经济利益，而且还夹杂着一定的政治诉求。然而，在笔者看来，如果华尔街金融机构不能有效地得到输血，信贷进一步收紧将拖累美国经济陷入衰退，因此美国政府在对于主权财富基金除了笑脸相迎之外恐怕没有更好的选择。

4、非常规性措施。应当说，处于信贷紧缩旋涡中的美国和欧洲国家政府还用很大的政策应用空间。如果美联储和欧洲央行认为经济下滑的风险远超过通货膨胀的风险，从而义无反顾地大幅降息；如果美国财政部能够成功地冻结 2008 年 1 月至 2010 年 7 月的重置贷款利率，从而直接缓解高违约率；如果美国政府把道德风险的顾虑抛在一边，提高住房管理局提供抵押贷款担保的信贷额度、放宽政府资助企业投资组合的限制、加强政府性抵押贷款担保机构的作用，那么次

级债危机就可能更快地平息。而如果美国经济能够避免陷入衰退而成功地“软着陆”，那么困扰全球金融市场的流动性短缺、信贷紧缩就将很快消除。

（责任编辑：毛小云）

参考文献：

- [1] 国际货币基金组织：《世界经济展望》[M]，北京，中国金融出版社 2007 年 10 月
- [2] 经合组织：《全球金融市场趋势》[M]，北京，经济科学出版社 2007 年 11 月
- [3] 中国社会科学院：《2008 年世界经济形势分析与预测》[M]，北京，中国社会科学文献出版社 2007 年 12 月
- [4] 中国社会科学院：《2008 年世界经济黄皮书》[M]，北京，经济科学出版社 2007 年 11 月
- [5] 朱伟一：《信贷紧缩的几点教训》[J]，国际融资，2007 年 12 期