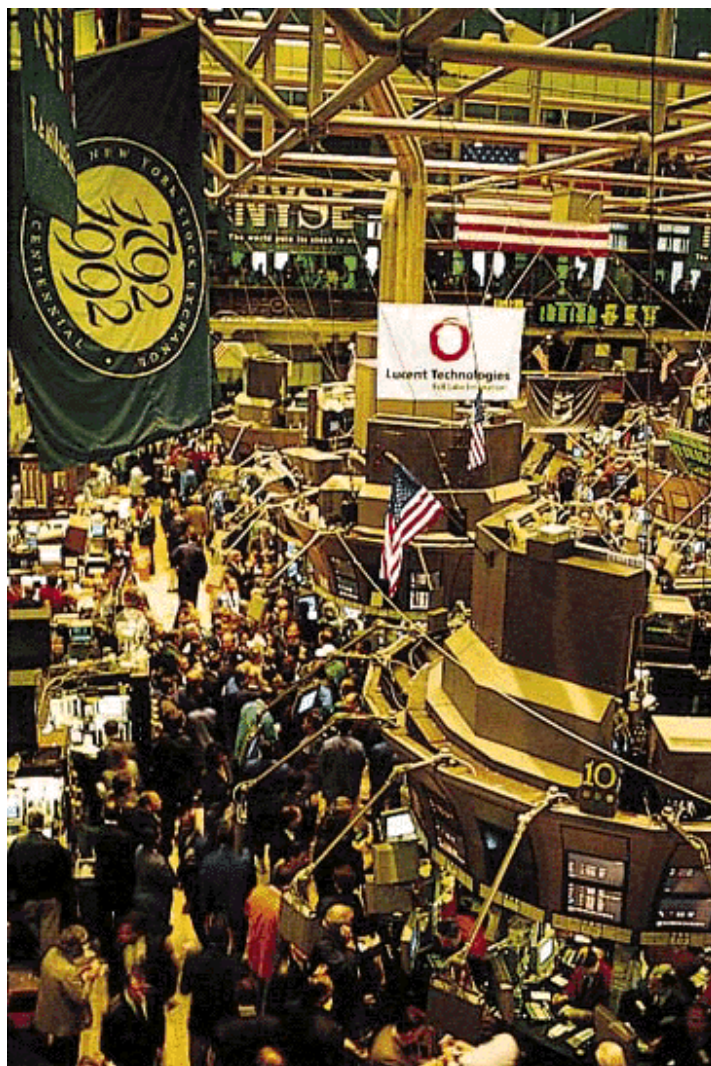


面对倒挂的收益率曲线

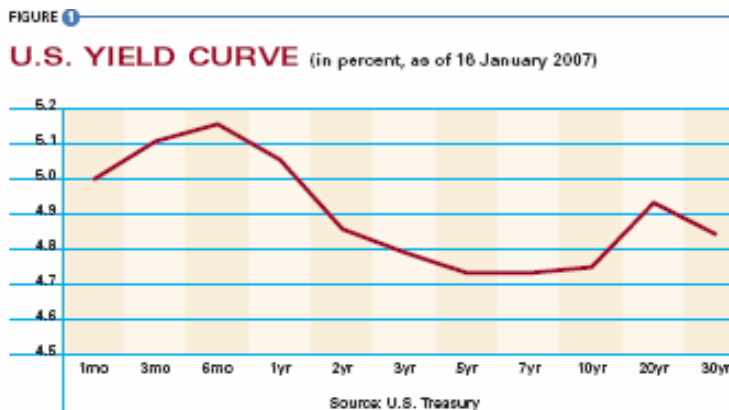
全球如何看待美国倒挂的收益率曲线，它将对金融市场带来何等影响？

Ahead of the Curve

By John Rubino



在全球经济衰退的过程中，我们发现了一件有意思的事情（事实上，我们发现了许许多多有意思的事情）。虽然欧洲与美国短期利率陡然增高，美国国债出现了完全倒挂的收益率曲线，但是全球经济依然繁荣。（见表1）股票价格在上升，并购活动不断创记录，债券市场规模也飞速发展。热钱正不断从一种令人吃惊的投资渠道转向另一种。它们创造着财富，也带来了烦恼，不过主要以创造财富为主。对于任何领域的投资人来说，当今的世界就是一个很大的糖果商店。



然而这些现象从历史上来看似乎不应该如此。根据美联储经济学家Arturo Estrella和Frederic Mishkin的研究，美国完全倒挂的收益率曲线（也就是三个月期限的国债的收益率要高于十年期国债）应该预示着衰退，而不是繁荣。这两名经济学家在一份2005年的报告中指出：“从1950年起，收益率曲线判断正确了几乎所有的经济衰退，除了有一个‘错误’的信号，那是在1967年的信贷紧缩与生产力下降之前。”

收益率曲线的理论逻辑十分简单：银行是现代经济体系中货币流动性的传统来源。它们的运作模式是通过短期定期存款和存款证向公众借钱，然后以长期的汽车或房屋抵押贷款的方式向公众贷款。所以，利率差异越大，也就是长期与短期的利率差额越大，银行越赚钱，并且会有更大的积极性去借出资金。但是，如果把收益率曲线反转，所谓的利率差异就会消失，银行会发现它们在储蓄上所付出的利息要高于它们从贷款上得到的利润。因此，它们就开始惜贷，最终导致经济增长停止。

对于全球经济来说，美国倒挂的收益率曲线是特别不利的，因为美国的消费是出口型经济体比如亚洲、拉丁美洲和中东等地区经济发展的关键驱动。美国的信贷紧缩对于全球的每个人来说都是一种痛。

然而，我们现在看到的是信贷正以各种形式被创造，它们正以前所未有的数量出现在世界的各个角落。（参见46页“流动的世界”）究竟还会发生什么？最近的一些解释（虽然不是很有用）包括“全球储蓄过剩”和“谜团”。最为有趣的猜想是全球经济的结构已经发生了根本性的改变，使任何一个国家（甚至是美国）的收益率曲线远远没有以前那么重要。这个改变还促使新的信贷来源的产生，它们在很大程度上独立于传统的银行体系之外。

考虑以下问题：

日元的利差交易：一个倒挂的收益率曲线对于在一个特定市场中的金融机构来说可能是

个问题。但是当今由于资本可以在货币、交易所和交易工具中自由转换，几乎没有人会被限制在一个单一的市场。作为香港 *Speculative Investor* 时事通讯的出版人，Steven Saville 说：

“在那些能够在日本市场（隔夜拆借利率为 0.5%）进行短期融资的人来说，收益率曲线并没有被倒挂。”所以，你可以在日本借钱，用这些钱去买英国的长期债券，这样做能保证你的收益率曲线就是正的。当然，这是一种保守的策略。Saville 认为比较刺激的做法是在日本借钱，然后去“投资”巴西或者土耳其债券。

日元的利差交易不仅仅限于国际市场的投机者。作为加利福尼亚太平洋投资管理公司的债券分析员，Sudesh Mariappa 说：“你会看到一大批日本的零售投资者。”日本的个人投资者通过共同基金和人寿保险公司把他们所持有的日元（他们可能是从低息的房屋抵押贷款中得到的）投入到全球市场的债券基金中去，从而购买全球高收益的债券。Mariappa 总结说日本是一个全球流动性的巨大来源。

所以，全球的收益率曲线现在依然非常陡峭，在一端，日本短期借贷的成本非常低，而在另一端，新兴市场的债券收益可能接近两位数。因此，利差交易依然非常赚钱。

央行购买：利差交易也只是全球流动性泛滥的效应之一，但不是最重要的。更重要的是中央银行购买美国债务。Mariappa 说，“出口导向的国家疯狂地积累储备，仿佛明天就是世界末日一样。中国、日本和一些其他亚洲出口小国的中央银行有超过 3 万亿美元的储备。”

大体上，这些银行把他们的贸易盈余重新用来购买美元债券。总体的运行模式是这样的：当一个中国企业在贸易中赚了美元，他就去中国中央银行把美元兑换成人民币。中央银行反过来再卖掉这些美元。但是，这样做会降低美元对人民币汇率，使中国的商品对于美国消费者来说变得更贵。于是，中国中央银行通过购买美元债券来避免汇率陡增。日本也对他的贸易盈余做同样的处理。

这种“卖方融资”（Vendor Financing）是中国和日本得以以有竞争力的价格把商品卖给美国，同时给美国一张无上限的信用卡来购买外国商品。总部设在纽约的对冲基金 Vicis Capital 的创始人 John Succo 说：“我们相信，购买美国证券的外币中，包括国债，公司债券，抵押债，股票等，有 90% 之多不是个人投资者而是中央银行。”

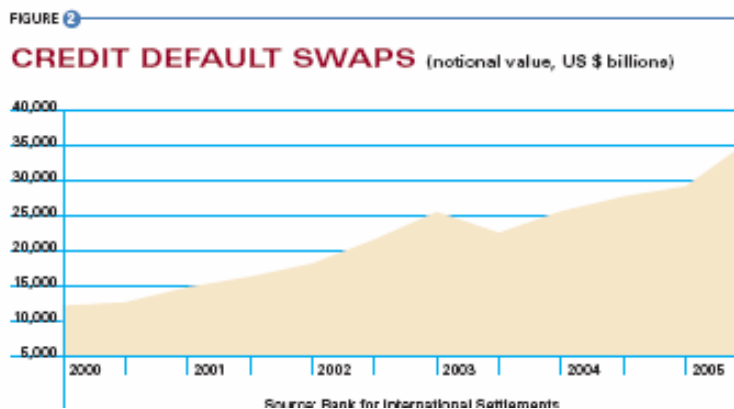
资产证券化：现在，贸易收支的不平衡使得对优质债务的需求越来越强烈。问题是如何提供这样的债务。毕竟，美国国库为中国提供的长期债券已经几乎不能满足中国需求了，更不用说日本，沙特和其它贸易盈余的国家了。解决这个问题方法就是：资产证券化——把不同的和低质的债务结合成为优质的债券。

证券化是这样的模式：一个如此的包装高手把一些房产抵押，信用卡债务，家庭债务或公司债券结合在一起，放入一个称作“特别目的机制”（SPV）的法人实体。SPV 把这些债务捆绑成债券，把债券拆分成不同的份额，这些份额根据内在不同的现金流而不同。最大份额的债券被卖给中央银行和其他优质债券的机构买家。风险较大的份额被卖给对冲基金和其他愿意相信其有高额收益的买家。

这些证券的操作者一开始从比较直接的方面入手，比如信用卡和抵押债务等，但是他们从此便掌握了如何把不同种类的债务结合成一系列的债券（或者类似债券的其他派生形式）。CLOs, CBOs, 现金流 CDOs, 合成 CDOs, CDO², CMOs, CPDOs—产品种类也随着和销量的增长而增加。甚至是没有可预见收入的，比如私募利息等都被证券化了，这些现象是并购现象加剧。

证券化对于商业融资的影响是十分巨大的。以前，银行每办理一笔抵押或是商业贷款，都持有这个债务直到其成熟为止。而现在，银行可以立即卖掉它用收益继续贷款。于是，银行成了全球证券化机制的原材料供应商，即使在负利率的情况下也并未抑制他的借贷。企业帐面的应收帐款和存货也可以迅速变现，用所得的现金来回购股票或进行收购。(后来更倾向于用来收购)。私募基金公司现在也迅速变现它们的融资买断和中层债务，这使得他们以最快的速度进入新的交易中。

信用保险：对于那些在新债券上追求收益的机构资产管理人来说，他们仍然需要向他们的上级证明投资这些债券是有道理的。而这些上级并非成长于证券化的时代。所以，“无限流动性”之谜的最后一个部分就是寻求保险，从而用来抵御不良贷款拖欠支付的危险。它主要指信用违约交换，一种私下协商的、双边的保险合同。在这个合同下，承销商同意为指定借款人的违约而支付相应的赔偿。银行可以用信用违约交换来降低一笔贷款的违约风险。比如，通过这个合同使银行只承担利率风险或者汇率风险。真正的信用违约交换市场是一个结构化的金融市场，它能降低资产证券化产品的违约风险。这里，这个保险市场迅速地发展。(见数据 2)



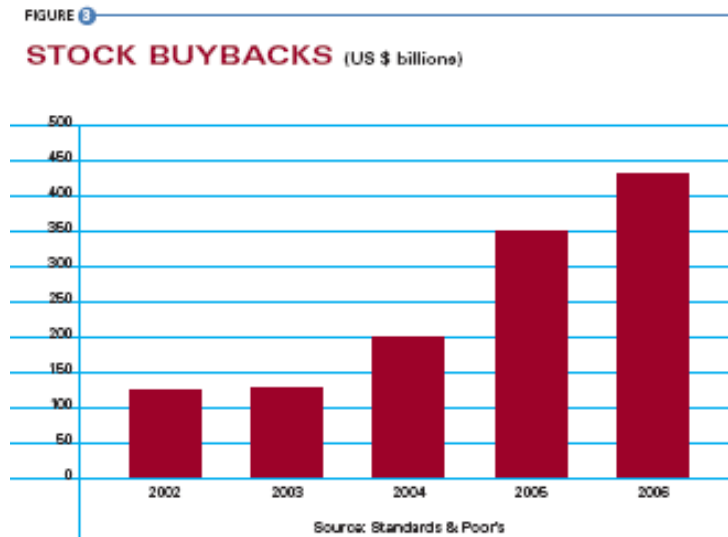
当一种金融产品比如信用违约交换从概念上被接受，真正的乐趣就开始了。因为信用违约交换合约本身可以交易，它们就能被打包成资产证券化的债券。又因为监管者没有限制对于单个公司的债务能发行多少信用违约交换合约，保险产品的数量就可以远远超过相应被保险的贷款的数量。据统计，在 2005 年相对于德尔福汽车系统 20 亿美元的债务来说，发行了 250 亿的保险产品。

因为违约率很低，对冲基金发现推出信用保险产品十分有利可图，就像在干旱的日子里卖洪水保险一样。他们争先恐后地提供信用违约交换合约，以至于让它们的价格降低，并使被保债券在总体回报率上更吸引人。

当然，在干旱的日子里卖洪水保险的挑战在于要找到愿意出手的买家。但是，德克萨斯基金管理公司 David W. Tice & Associates 的市场策略师 Doug Noland 认为，这项任务将由金融市场来完成。投资银行几乎可以向任何公司提供很低成本的融资，许多濒临破产的公司也乐意接受这样的融资方式。银行再将这些贷款打包成证券化产品，而对冲基金为它们提供信用保险。这样导致这些“高评级”的债券很受那些对于风险厌恶的机构的欢迎。Noland 说：“如果没有对于信用保险这么大的需求，我认为就没有这么低成本的贷款市场。”

回购与收购 (Buybacks and buyouts)：由于有了低成本的贷款，越来越多的公司在回购它们的股票。比如，Anheuser Busch 公司最近就表明了对于杠杆操作“更为激进”的态度，

希望能在 2007 年回购价值 25 亿美元的股票。温迪、亨氏和家得宝乃至数以百计的公司都有类似的计划。总的来说，在标准普尔 500 指数中的公司在 2006 年共回购价值超过 4310 亿美元的股票，是 2003 年的 3 倍。（见数据 3）



对于大型公司来说，股票回购在缺乏很好的内部增长机会的情况下能提升公司的股价。对于小型的公司来说，杠杆操作可以被用来预防私募资本公司利用低成本的贷款来寻求对这些公司的收购。在 19 世纪 80 年代，可能被收购的对象利用杠杆操作来使它们对于收购方来说失去吸引力。然而这个方法现在看起来不怎么管用，因为 2006 年全球并购交易总额同比增加 38%，达到 3.79 万亿美元。

当杠杆操作的热情正高涨时，投机级别的公司债券的违约率也正在下降（因为业绩再差的公司如今也能得到便宜的贷款）。到年末为止，债务拖欠率仅仅为 1.7%。评级机构 Derivative Fitch 在年终报告中指出：“不良贷款市场在 2006 年得到了长足的发展。”正是因为财务情况最弱的公司看起来也能按时偿还贷款，信用差额，也就是高评级债券与低评级债券利率的差额，在过去的一年中降低了一半。

央行是无关紧要的？

当今的全球金融体系可以被认为是一系列由信用产生的反馈环。美国的消费者利用信贷来购买从亚洲制造商那里进口的货物以及从中东石油公司那里进口的石油。这些国家再用贸易顺差来购买以美元计价的债券，从而使美国消费者能借钱消费。资产证券化能帮低品质的债券转变成现金，使银行能够贷出更多的低品质的贷款。对冲基金提供便宜的信用保险，使投资银行能承销更多高回报率的债券，从而使借款人违约的概率减小并增加信用保险的吸引力。

这样便形成了一种体系，在这种体系中，传统的央行工具比如收益率曲线和准备金要求的运作方式都与以前有所不同，甚至不再起作用。而政府也不再完全控制一个国家的货币环境。

如果收益率曲线现在是全球化的，那单个国家的隔夜拆借利率（通常是央行的主要货币管理手段）就会变得不那么有效。然而，Noland 认为证券化已经使银行的准备金要求与当代的信贷增长不那么有关。当今，一个资产证券化机构比如 Fannie Mae（联邦国家抵押贷款协会）可

以发行商业票据（实际上是从货币市场上借贷资金）并从对冲基金那里购买以抵押贷款为资产的证券化产品。对冲基金又把募集到的资金投入到一个货币市场基金中去，而这个基金又购买更多的由 Fannie Mae 发行的商业票据。Noland 说：“Fannie Mae 从市场中吸走流动性，回报以债券。”虽然银行被要求存有一定数量的准备金来应付未来可能出现的挤兑，Fannie Mae 和其它资产证券化产品的发行人不受此项限制。Noland 认为这样会导致信贷几乎可以无限制地扩张。

与此同时，“货币”的概念也在发生着改变。现在大多数交易都是电子化的，所以任何被认为是安全的并具有流动性的东西都可以具有一些货币的功能（交换的介质、价值的储藏）。Noland 认为一系列让人眼花缭乱的投资工具，比如货币市场基金，回购协议和资产证券化产品，都有了“货币化”的特征。他说：“你想创造多少，就可以创造多少，对于它们的需求是贪得无厌的。”他认为这种现象解释了为什么世界主要经济体的货币总量的增长会在全球信贷迅速扩张的过程中显得相对比较缓慢。他说：“只关注货币的总量会低估真正的能量。”

如果把这种新时代的信贷创造与巨大的贸易不平衡结合在一起，我们会看到一系列对全世界央行的独特的挑战。想象一下，如果你来管理美联储。你国家的经济正有着异常巨大的贸易赤字，而你的贸易伙伴们正在大量堆积以美元计价的债券。作为回应，你已经设计出了倒挂的收益率曲线，这在以前的日子里足以用来使贸易恢复平衡。

然而现在，银行依然在放贷，投机者依然在投机，信贷依然非常便宜。看起来全球金融体系已经习惯了你缓慢加息的步伐，把资金从抵押贷款转向了并购交易。Mariappa 说：“美国的金融环境今年实际上已经宽松了许多。”贸易赤字正在一条不可持续的轨道上运行。所以，你现在正在考虑是否继续加息而不是减息。但是，这种的 25 个基点甚至是 50 个基点的加息是否有效？你面对的是一条全球收益率曲线，从日本的 0.5% 到许多发展中国家的 8% 甚至更高。对于一个充斥着杠杆交易的经济体，更大幅度更快的加息举措是否奏效？当越来越多的美元在其它国家（其中一些未必友好）中慢慢积累，你对汇率和信贷环境的控制是否会越来越不济？现在这些都是“谜团”。

从国际贸易系统顺差的那一端来看，问题也依然不容小觑。中国和日本都在用新印刷出来的钞票来吸收它们出口工业所带来的美元，并用这些美元投资美国债券。为了限制本币升值，中国把人民币与美元挂钩，并加紧制订银行业规则来控制国内信贷平衡（对于中国尚未完全开放的经济来说依然是种有效的工具）。为了控制本币的价值，日本刻意把利率保持在一个很低的水平，借此鼓励利差交易，用来抵消日元升值的压力。

到目前为止，这些措施运行得都还不错。人民币在过去的一年中对于美元只有轻微的升值，而日元则是贬值的。贸易依然势不可挡。不过这样的措施最多也只能在短期内奏效。没有一个国家能无限制地吸收美元。现在中国的月贸易顺差额已经超过 200 亿美元，在美国保护主义的压力正在形成，所以这样规模的顺差可能会由于政治的原因而走到尽头。Mariappa 说：“在任何情况下，如果他们不断（通过购买美元）创造人民币，你可以预期通货膨胀。”然而，让人民币迅速升值又会给予重要的出口工业毁灭性的打击。这是另一个谜团。

巨大的经济体比如美国、日本和中国通常有时间来对付它们的金融不平衡。而对于小国家来说，全球流动性过剩可以在一夜间成为威胁。比如在泰国，央行行长 Tarisa Watanagase 就说过：“外来资本流入投资组合和贷款在 2006 年的前十个月比 2005 年整年番了不止一番。”（见数据 4）

FIGURE 4

THAILAND CAPITAL FLOWS (US \$ millions)

| | 2005 | Jan-Oct 2006 |
|-------------------------|---------------|---------------|
| FDI | 7,412 | 8,042 |
| Portfolio | 2,645 | 5,308 |
| Loans | -1,308 | 2,097 |
| Other item | 2,200 | -269 |
| Capital movement | 10,969 | 15,176 |

Source: Thai Central Bank

截止 2005 年 11 月，泰铢相对于美元每周升值 1%。泰国的出口企业开始咆哮，泰国央行也开始寻求解决的办法。Watanagase 认为降低利息来使泰铢贬值会引起通货膨胀。这样的政策在任何情况下都很可能失败。她说：“通过日元的利差交易，投资者可以获得将近 400 个基点的收益，所以即使是 50 个基点的升息也不能阻挡这样的投机交易。”

因此，泰国央行选择了资本控制，对于短期外来投资收税。热钱在震惊中开始撤退，使泰国股票市场在一天内跌去 15%，让市场再度为“亚洲传染病”开始恐慌，担心国际资本的撤退会砸垮新兴市场。在压力之下，泰国央行放松了一些限制。到了一月中旬，市场开始稳定。

这其中的教训是：越是小规模、依靠出口的国家，当今的热钱越是难以操作。没有所谓的尚方宝剑，危机可能会突然出现。

一个美丽新世界或者一次重大改正？

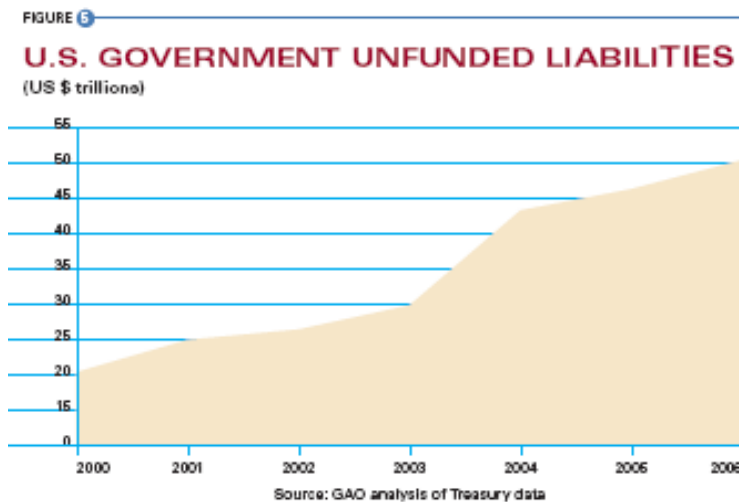
现在我们来解决涉及数兆美元的问题：容易借到如此大额贷款的状况能持续吗？现代金融工程是否能消除国家货币政策和银行监管之间的矛盾摩擦，从而建立有效的机制，使得资本得到最优使用并且风险被有效降低？或者，我们坐在载满沉沉债务的巴士，却想避开危险的悬崖？

主流经济学家的观点似乎偏向光明的未来。尽管大部分分析报告会上对“双赤字”和能源价格的警示，一月份的蓝筹经济瞭望（Blue Chip Economic Forecast）预测 2007 年保持稳定增长。创造更多工作机会，降低通胀并降低进入衰退的风险。基于头条新闻上的数字，说是“金发女孩经济”（即高增长低通胀的增长模式）似乎也合适。

但是，在繁荣的表面下，经济不均衡正在累积。美国贸易逆差在 2006 年超过 7000 亿美元。债务不断积累，尤其是美国仅在去年就借入 3.5 兆美元。”美国的总债务现已近乎 GDP 的 3.6 倍。在 1929 年时也才 2.8 倍，” John Succo 说道，“而且新债促进增长的能力在减弱：20 年前，借入一美元就能为美国 GDP 创造出一美元。现在却要 5 到 6 美元才行。”

不论你信不信，Succo 说的数字实际上低估了问题的严重性，美国总审计长 David Walker 说道。政府信托基金，比如社保和医保基金（见图 5）的缺口猛增。这是因为新的救济金增多和婴儿潮一代开始退休。2000 - 2006 年期间，基金缺口从已经令人咋舌的 20 兆美元（没错，就是兆）涨到 50 兆美元。“我们面临永不退潮的人口海啸，” Walker 说道，“现在走的路绝对、完

全行不通。”



美国，这个在相互联系的全球经济中占据最大份额的单个国家经济体恣意借款的行为会给其他国家带来一连串风险。“我们欠许多国家许多钱。”Mariappa 说，“以前，我们国外资产要比国外债务多。但是18个月前，我们的债务超过资产了。”美国现在是世界上最大的债务国，这在过去会造成债务国货币大量贬值。但是由于其他国家持有好几兆美元，还依靠美国消费支持出口，美元迅速贬值对日本和中国而言要比对美国本身可怕得多。正如尼克松政府的财政部长John Connally在20世纪70年代发生美元危机前所说：“美元是我们的货币，但却是你们的麻烦。”

同时，许多新债较之前质量下降。“银行在倒挂的收益率曲线情况下，只能用‘免费’货币通过冒更多的风险，比如贸易，来获得收益。我们发现做市商和银行所冒的风险正在大幅增加。”Succo 说道。这个变化反映在风险曲线上，71%的公司被标普评为垃圾等级。而在1980年，仅有32%的垃圾公司。42%的公司被评为一个B，这是仅高于即将违约的最低信用评级。

至于衍生产品，对这样一个无监管的市场很难下什么定论——除了数字违背了理性分析。单是未付清的信用保险的名义价值将近全球GDP的规模并呈指数式增长。对冲基金持有大部分的信用保险，但是对冲基金不公布经审计的资产负债表。此外，整个信用保险的概念可能有瑕疵。“信用损失是不可保的。因为，与交通事故和火灾不同，信用损失是非随机和非独立的。”Noland 说，“以其本质而言，信用损失成批而来，结群而去。”

由于以上所列的潜在问题，很难想象全球信贷可以没有后果地长期增长。Succo 说：“经济系统不能承受无限的债务。也许是明天，也许是多年后，但是一次重大的债务和衍生产品改正终将来临。这次改变的强度只会与时俱增。”

John Rubino 之前是一位金融分析师。他是“如何从即将到来的房产萧条中获利”和“缅甸街，而非华尔街”的作者。