

金融信用危機 FINANCIAL CREDIT CRISIS

~ 淺談當今混亂金融市場的來龍去脈 ~

Staff:

Mindy L. Ying, MBA
President & CEO

Arthur T. French, CFA, CIC
Chief Investment Officer

Craig A. MacLeod, CMA
Chief Operating Officer &
Chief Compliance Officer

Mark A. Keeling, CFA, CIC
Senior Portfolio Manager

Sonny C. Lin, CFA
Portfolio Manager

Lily L. Ku, CFP®
Financial Planner

Alan K. Chuang, CPA
Investment Representative

Jinny Brown
Investment Representative

Houston K. Yuen, MBA
Operation &
Research Analyst

Michael C. Yu
Operation &
Research Analyst

Offices:

Southern California:
2540 Huntington Dr.
Suite 105
San Marino, CA 91108

Tel: (626) 286-4029
(888) 295-4419
Fax: (626) 286-0624

Northern California:
333 Gellert Blvd.
Suite 121
Daly City, CA 94015

Tel: (650) 758-0132
Fax: (650) 758-0131

www.PILLARPACIFIC.com

金融市場在最近幾個月像是發了狂一般，上下動盪的幅度令人咋舌。投資人們也在近來道瓊工業指數常常動輒每日數百點的驚濤駭浪中驟失了方向。儘管報章雜誌每日充斥著財經新聞及相關報導，可是這些報導絕大部分都圍繞在這整個現象的表面上打轉，討論著我們是否正處在經濟衰退中(Are we in a recession now or not?)。很少有文章嘗試著去幫助一般投資人來了解為什麼我們現在會處在這樣一個現象裡，進而從了解到幫助投資人整理思路，達到對未來長期的投資展望有一個正確的觀點(right perspective)。

大致上看來，金融市場現今混亂的現象可以用三種理論或原因來加以解釋：

我們如果試著用「明斯基信用循環」(Minsky Credit Cycle)來分析當前的信貸困局，現在大家所面對的這場金融風暴，可以說完全在明斯基博士的預期之中。美國經濟學家，海曼明斯基(Prof. Hyman Minsky)是所謂後凱恩斯學派(Post-Keynesians)的代表人物，對凱恩斯的金融市場不安定論有進一步的認知與闡釋。明斯基博士窮其一生專精於金融市場週期性的研究，在他「金融不穩定性假設」(Financial Instability Hypothesis, FIH)研究下所得到的結論之一就是金融市場的穩定性終將導致該市場的不穩定性(stability begets instability)。他指出，在穩定的環境下，有辦法從金融機構獲得融資的投資人，其投資報酬率是可觀的，而借錢的多寡與投資報酬率的高低成正比。以投資一幢房屋為例，甲不用貸款而

以百分之百現金買下，乙則以百分之十的頭期款加上百分之九十的貸款買下。為了讓這例子簡單化，我們暫時把利息擺在一旁。假設該房屋價格上漲了百分之十，甲的投資報酬率只有區區的百分之十，遠低於乙的百分之百。當甲看見乙的投資報酬率因借貸多而上升，甲也有樣學樣，亦提高貸款比率。當投資人貸款大增，金融機構的利潤亦藉著水漲船高，它們借出資金的誘因也相對提高，這便出現了金融機構「說服」甚至「誘惑」顧客來借錢進行投資行為，進而出現經濟和股市或房市強勁增長的循環。在投資大眾預期這種穩定性將繼續持續下的同時，金融市場已經開始不穩定了。因為，融資取得容易將導致信用急速擴張，進而推升資產價格，在一個接著一個循環的信用擴張及資產價格上揚下，結果不問可知，泡沫總有一天會破滅，到最後就是恐慌性賣壓出現，信用凍結，大批企業周轉不靈！

在討論「明斯基信用循環」時，許多人也會連想到「龐式騙局」(Ponzi Scheme)。「龐式騙局」的名字是從一個義大利移民，查爾斯龐式(Charles Ponzi)而來。龐式在一九二零年左右告訴投資人，說他能夠利用國際郵票券(international postal reply coupon, IRC)定價上的漏洞，在45天內經由套利(arbitrage)得到百分之五十的報酬。事實上，該漏洞並無法真正的被利用，因此龐式轉而利用他的客戶。他只能藉由他從新的投資人那兒取得的資金，來支付他早期的客戶百分之五十的報酬。

因為如此，當明斯基博士試著區分出三種不同的借款人時，龐式借款人就是其中之一。最安全的債務人是懂得避險的借款人，他們能夠利用他們的現金流量來安全的支付債務。次之為投機性的借款人，他們只能利用現金流量來支付現階段的利息，但是則需要利用延後償還負債的方式，來支付本金。最危險的債務人就是龐式借款人，他們既不能用現金流量來支付利息，也不能償還本金，而必須依賴資產價格上揚，來讓投資維持運轉。回想看看，不久前經由「無文件房貸」(no-doc loan)，「零頭期款房貸」或甚至一些放款金額高於房屋淨值的貸款來從事房地產投資的這些人不就是現代的龐式借款人嗎？

資金流通順暢與否是可以用來解釋今天金融市場混亂現象的第二個原因。經濟成長的原動力取決於資金的流通是否順暢。回想當年在研究所唸經濟學時，當探討到金融機構時我們了解，由於部份儲備制度(fractional reserve banking)的存在，銀行只須保留部分存款(deposit)作為儲備(reserves)，其餘的存款則可借貸與他人，從而獲取收入。該存款經由循環及再循環產生了一種相乘(multiplier)的效果進而刺激經濟成長。而銀行也在政府完善的法規控管下必須維持一定的資本充足率(capitalization requirement)及法定存款準備率(reserve requirement)。

然而，隨著金融市場不斷的演變，在九零年代，市場發展出許多新興工具如私募基金，對沖基金等，再加上原有的投資銀行則形成了我們所說的影子銀行體系(shadow banking system)。這些金融機構能在短期內藉由商業本票(commercial paper)或短期投資等非傳統方式在資本市場上集結了大量的資金，再以非流動性形式提供長期貸款或從事投資行為。由於此類金融機構並不受銀行法的管轄，讓它們可以採用比傳統銀行危險得多的投資方式，當市場大好時，無疑地，它們所能得到的利潤也比一般銀行大得多。相反的，由於這些影子銀行並不需要維持一定的資本充足率及法定存款準備率，當市場不好，投資人因信心不足而產生擠兌

(bank run)時，此類金融機構相對上也比銀行脆弱了許多。

歸根究底，資金流通順暢與否與信心大小息息相關。以借貸來說，借款人必須有信心能從貸款人那裡及時地拿到款項用以從事投資行為並賺取一定的利潤。貸款人也必須要有信心借款人有足夠的資源在借貸到期時償還本金及利息。過去幾年，在房地產價格一路上揚的帶動下，市場信心滿滿。在充足的資金流通下，我們享受了一段經濟快速成長的好日子。可是當房地產開始疲軟，價格不再上升而有下滑的趨勢下，貸款人開始對手中持有抵押品(collateral)的價值產生懷疑。再加上過去幾年這些影子銀行的交易大部分是在私底下進行，透明度不足也加深了人們的不確定性。在信心不足的影響下，金融機構開始緊縮銀根，進而阻礙了經濟的正常發展。

為避免經濟惡化，當貨幣緊縮開始對經濟大環境產生威脅時，聯邦準備理事會透過降息與為經濟挹注資金來重建市場信心。**聯準會的功能及其措施就是我們今天要討論的第三個要點。**聯準會負責訂定銀行的存款準備率和重貼現率、執行貨幣政策、訂立金融業管理規定來保護及維持銀行的完整性(integrity)。它的兩大功能，一是作為銀行最後貸款者，滿足銀行短期資金需求貼現窗口的正常功能，二是提供融通，阻止因資金短缺而導致恐慌的穩定市場功能。最近，在其主席柏南基的領導下，聯準會採取了一連串的措施來發揮這兩大功能，更進一步來安定恐慌的民心。恐慌會改變民眾和企業的行為，包括民眾停止或減少消費，企業減少雇用員工和減少投資，導致經濟更惡化。在聯準會最近積極而又強勢的作為下，我們相信金融市場將穩定下來，信心也將逐漸恢復，資金流通會日趨順暢，進而刺激經濟成長。由於股票市場往往反應早於經濟成長，所以很有可能在我們還沒有看到經濟成長的確實數據時，金融市場已經往前飛奔了。記住一句市場格言，「永遠不要跟聯準會對幹(Do not fight the Fed)」，因為你永遠是輸家。