

**Mindy L. Ying, MBA**  
President & CEO

**Arthur T. French, CFA, CIC**  
Chief Investment Officer

**Craig A. MacLeod, MBA**  
Chief Operating Officer &  
Chief Compliance Officer

**Mark A. Keeling, CFA, CIC**  
Senior Portfolio Manager

**Sonny C. Lin, CFA**  
Senior Portfolio Manager

**Alan K. Chuang, CFA, CPA**  
Portfolio Manager &  
Business Development Officer

**Lily L. Ku, CFP®**  
Financial Planner

**Hongmin Lu, CFA**  
Compliance Officer &  
Quantitative Analyst

**Devon M. Chan**  
Operations 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) 758-0130  
Fax: (650) 758-0131

[www.PILLARPACIFIC.com](http://www.PILLARPACIFIC.com)

## ~ 在這波金融危機中，我們從中學到了些什麼?~

### Lessons Learned From Financial Crisis

股票市場延續著今年第一季度尾期的強力反彈，著實在第二季度交出一張亮麗的成績單，加上種種數據也顯示著經濟衰退的情形有逐漸趨穩的現象，所以我們認為現在是一個絕佳的時機來檢視一下我們到底從這波的金融危機中學到了些什麼並引以為鑑。

在這次的風暴中我們有一個很深刻的感觸，那就是各國央行在過去數個世紀以來賴以調節經濟成長的**貨幣政策在一個失控的金融體系中也是無用武之地**。因為再寬鬆的貨幣政策也需要一個正常運作的金融體系來把這股活水注入到經濟體裡，進而刺激經濟行為。明眼人都看得出來，在這次的風暴中這個環節明顯地出了問題。

事實上，這些扮演著重要居中角色的**金融機構，無論它們的財務如何地健全，其正常運作還是完全依賴著參與者的信心和信任**。正因為如此，當金融機構開始顧慮其交易對手(counterparty)是否會因持有的不動產抵押債權比例過重而影響到其體質，甚至對其履約能力產生懷疑，並進而中斷資金流通時，整個金融體系進入了一個失控的狀態，連帶地也使整個經濟體就如缺氧般地陷入昏迷。

歸根究底，不動產的泡沫化充其量只不過是此次經濟衰退的一個導火線，最主要的還是**信心和信任這兩個維持金融體系正常運作的最基本要素明顯不足或甚至消失才讓經濟體的惡化有如滾雪球般地愈滾愈大，一發不可收拾**。

由於**全球化趨勢的關係，幾個世紀以來，世界上國與國之間的關係已經是錯綜複雜地連接在一起**。這個情形在這次的金融危機中愈發明顯，美國不動產泡沫化這條導火線很快地點燃了世界各地的金融風暴，在極短的時間內，全球都籠罩在一片愁雲慘霧中。正如我們在前幾季的文章所提到一樣，雖然我們主觀上認為

美國這次的股災已經是很嚴重了，可是事實上，世界上絕大多數國家的情形都要比美國來得更壞。

回頭看來，在這次的風暴中，幾乎所有的資產類別的價格都有大幅度的跌幅，乍看之下好像風險分散(diversification)並沒有起到什麼作用。可是事實正好相反，風險分散正是在這個時候起了它最大的作用。

我們應該還記憶猶新，在這次危機中，有一段為時不短的時間裡整個債券市場是停擺的，債券持有人就算是用多低的價格想要出脫手中的債券也根本找不到買家。股票市場是唯一還能運作的資本市場，雖然股價被壓縮到非理性的價位，可是，只要股票持有人想出脫持股，基本上是可以馬上辦到的。試問，如果一位投資人完全忽略風險分散的重要性而將所有資產投資在債券這個單一資產類別上，而且在這段時間裡因為種種因素需要出脫求現時，我想這時他將明瞭風險分散的重要，可是已經為時已晚。

各種資產類別都有它獨特的風險，過多資金配置在某個資產類別上都曾使投資人承受到較大的風險，**正確的長期投資必須要定期、合理及有系統的調整各種資產類別的資金權數來降低風險**，切勿因為無法量化(quantify)風險而忽略它。

此外一些我們所奉行的基本投資原理也在這次的金融風暴中再次得到印證，例如在**資金短缺期間要儘量避免投資在使用高槓杆、依賴借貸來維持營運的公司**。如果投資組合裡的股票都是經過詳細分析，基本面良好，值得長期持有的公司，就算是市場將其價格下壓到就像世界末日就要來了，也千萬不要隨雞起舞盲目地跟賣。記住，**當市場信心因為心理因素影響而走極端時通常就是佈局的大好時機**。尤有甚

之，不要被原賦效應(endowment effect)所害。原賦效應就是我們所謂敝帚自珍的人性傾向，簡單來說就是人們會因為是否擁有某項物品而對該項物品所訂定的價格有明顯上的差異。即個人一旦擁有該項物品時，則對該項物品的評價，會比未曾擁有時的評價高出許多。投資人常常會因為本身持有某股票而對其附加上一個非理性的價格，最常看到的現象就是投資人可能在股市過熱時買入某股票，之後一味的認為其一定可以再次回漲到那個價位而死抱著該股。這種不理性的決策行為造成資金不能靈活的運用，往往導致喪失其它投資機會而造成機會成本(opportunity cost)。

我們常常被問到該如何避免這次的經歷在將來不再發生，雖然這個問題乍看之下有它的道理在，不過我們要很小心地不要落入適應性預期(adaptive expectation)的陷阱中。適應性預期就是根據過去數據及經驗作出預測，我們知道人類的行為往往會受到最近的某些經驗所影響。舉個例，去年十一月股市跌到一個相對低點後有一波反彈，在十二月時來到一個區段高點後又向下回跌到三月的新低。從十二月到三月這段時間內一些投資人開始抱怨、後悔為什麼沒有在十二月時出清股票，在自怨自艾中這個最近的經驗就對投資人產生了影響。從三月九號市場開始另一波反彈，可是這些落入適應性預期陷阱中的投資人卻自認為理性地要避免上次發生的事不再發生，所以在第一波漲勢後的幾天小幅修正時就急急忙忙出清股票，害怕這時不賣事後又會後悔，然而股市接著又漲了兩個月，自然這些投資人永遠會活在後悔中。

預防此類憾事一而再地發生的不二法門就是長期投資的目的及資產類別的分配比重絕不應該因為短期市場的震動而有所改變。如果投資人因為市場的大幅下滑而心生恐懼(fear)，進而調低股票的比重；反之，因為市場的大幅攀升而心生貪念(greedy)，進而調高股票的比重，仔細想想，這不就是在股票便宜時賣股票而在股票貴時買股票，這跟我們投資任何標的物都想買低賣高的投資原則不正是背道而馳嗎？

在文章的開頭我們談到央行需要一個正常運作的金融體系來使其貨幣政策發揮功效。原因就在於一但扮演居中角色的銀行失去其該有的功能時，就算是央行提供再多的疏困金也是沒辦法讓這股活水注入到經濟體系內，進而產生乘數效應(multiplier effect)。乘數效應是什麼呢？基本上每個經濟體系都有一個內部循環系統，通過市場交易，經濟

資源於系統內循環流動，對經濟產生倍數的刺激作用。拿央行的疏困金來講好了，在正常運作的金融體系裡，銀行會將其借貸於企業如 A 公司用以從事經濟行為，A 公司拿著這筆疏困金跟 B 公司買原物料，B 公司把收到的貨款存入銀行，銀行又可以把該筆款項借貸給 C 公司去從事其它的經濟行為。透過這種循環再循環的運作，同一筆疏困金最終對經濟的刺激會以倍數出現。現在金融體系已經逐漸在恢復正常運作，我們相信在乘數效應的作用下，政府在這次金融風暴所投入資源將發揮作用進而促進經濟成長。

市場目前普遍預期經濟將在未來的幾個月內趨於穩定，在秋季開始復甦並且以略低於正常成長率的力道持續成長，或許可望於明年的下半年逐漸恢復正常。但是我們也不能輕視政府已經在經濟體系裡所投下的史無前例的資源，在乘數效應和其它財政刺激政策的加溫下，極有可能會進一步刺激經濟，使其有高於預期的成長。

當然任何事情都須付出代價，在刺激經濟的同時，美國政府也債台高築。除了通貨膨脹的隱憂外，開始有人擔心排擠效應(crowding-out effect)的產生。排擠效應這個名詞出現在 1980 年代初期，那個時候美國政府也面臨相似的情形，美國國庫券的利率高到我們現在根本無法想像的地步。在經濟學上，排擠效應是形容政府在貨幣市場上的借貸增加時，由於其低風險的特質，吸引力自然較一般私人企業來得大，導致市場資金轉而借予政府，而須融資的企業唯有提高利率以爭取市場資金，導致市場利率上升的現象。這種情形有可能導致營運成本的增加而使企業減少投資，進而對經濟成長產生負面的影響。更甚於 1980 年代初期的是那時美國政府的借貸行為只對其國內企業產生影響，如今由於國際資金流通的關係，美國政府的大幅舉債也有可能影響到其它國家的資金取得。無怪乎從北京到柏林的國家領袖都對此表示憂心。

三月初的時候，在場邊觀望、等待進場時機的現金創下了歷史新高。從那時候到現在，大約百分之二十五的現金已經陸續進場，大盤也隨之水漲船高，上漲了三十六個百分點。在這段期間內，市場每次的拉回整理都是一次次進場的好時機，雖然往後上漲的力道可能不會如前幾個月般的強勁，但是我們相信這個態勢將會持續下去。慢慢地，股票市場將逐步正常化，各股將隨著下一波的經濟循環而有其應有的表現。經過前幾個月來的重新排列組合，我們認為我們已經調整好客戶的投資組合來迎接新一波的經濟循環。