

~ 金融海嘯中的省思與應變 ~

Navigating the Perfect Storm

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

Adrian C. Moravcsik, CFA
Director of Business
Development

Lily L. Ku, CFP®
Financial Planner

Jinny Brown
Relationship Manager

Hongmin Lu, CFA
Compliance Officer &
Quantitative Analyst

Michael C. Yu
Operations Manager

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

乍看之下，我們目前面臨的金融危機形成的原因似乎頗為複雜。可是，靜下心來想想，這一切的一切不外乎就是追求「利益」二字所帶來的。史記曰：「天下熙熙，皆為利來。天下攘攘，皆為利往。」沒錯，追求利益本身並沒有錯，但「君子愛財，取之有道」，當一個人、一家公司、甚至一個行業為了利益而失去理智時，危機就會發生。在網路泡沫化後，美國經歷了一段為期不短的低利率時代。聯準會一次次以降息來刺激經濟，面對著越來越低的利率，投資人開始尋求其它的投資管道來增加其投資獲利。有需求當然也就有商品，資本市場提供了投資人一連串以不動產價值為基準而衍生出來的固定收益型金融商品。因為不動產價值多年來一直不斷地上升，所以用其當擔保品在當時看似似乎甚為保險。甚至投資人為增加獲利，以手中所握有的金融商品為擔保，經過不斷地融資與再投資來獲得更高的投資報酬率。在那個不動產價格飛漲的年代，由於擔保品的淨值不停的上升，此類槓桿原理也被運用到極限，而失去了從事任何投資行為都應該保有的可容許誤差範圍。當不動產價值不再上升甚至下跌時，這些經高槓桿操作下的金融商品瞬間變成投資人手中的燙手山芋，不僅造成金融市場上的巨額損失，也因為此類衍生性金融商品的結構極為複雜，再加上對其不同層次抵押債權價格認定上高度的不確定性也導致金融機構不願意對此類商品繼續提供融資或收購。

金融市場上的兩個結構性變化也使得這個原本就複雜的難題更加惡化：一是避險基金的迅速發展，另一個是衍生性金融商品如「交換」(swaps)被過度且無節制地使用。這兩者

不僅都不受政府監督而且其交易也極不透明。更甚者是由於兩者在槓桿原理的大量運作下，其交易金額都大到可以拖垮整個金融體系。

「交換」原本是交易雙方的一種避險形式，從七零年代起，它就被金融機構有效地運用於避險操作。避險銀行通過支付對手銀行固定的費用，將該公司承受的信用風險轉由對手銀行承擔。當發生倒閉時，對手銀行須支付避險銀行該信用風險的倒閉損失。在此前提下，交換有兩個很重要的參考要素；一是擔保品的品質及二是交易對手的信用評等及支付保險金的能力。舉例來講，甲銀行擁有某一抵押資產（如債券），但該抵押資產有違約風險，為尋求降低風險，甲銀行定期支付一筆「保險費」給乙銀行。雙方約定，若該抵押資產發生信用事件，乙銀行要負責支付抵押資產的所有倒閉損失。若無信用事件發生，則乙銀行賺得該「保險金」。這在正常經濟活動狀況下，交換是交易雙方很好的一種信用避險工具。但是目前卻成為信用危機狀況下很大的不定時炸彈。

跨國保險業鉅子「美國國際集團」(AIG)把交換看成另一種可販賣的保險商品，憑藉著它本身健全的信用評等及龐大的資產，AIG開始提供衍生性金融商品「信用違約交換」(credit default swaps)，為欲避險銀行的抵押資產提供違約保險，抵押資產標的主要則為公司債與不動產抵押貸款擔保證券(mortgage backed securities)。信用違約交換發展迄今不到十年，卻已經成為金融機構規避債務人信用風險的最主要工具，是現今國際金融市場上交易最廣泛的「信用衍生性金融商品」(credit derivative)之一。其交易主體分別是

「違約風險保護買方」(protection buyer), 通常為銀行, 與「違約風險保護賣方」(protection seller), 在此為 AIG。銀行可藉由信用違約交換將風險轉嫁與 AIG, 但仍保留標的資產, 不會因為出售資產而破壞與貸款客戶的關係。只要擔保品淨值不斷上升, AIG 坐收高額保費, 幾乎穩賺不賠。但是任何金融投資行為都應該有一定的限度, 一但失控, 危機會接踵而來。由於大肆炒做衍生性金融商品, AIG 一家遠在大西洋彼岸原本默默無聞的子公司「AIG 金融商品公司」(AIG Financial Products)在前幾年確實也曾意興風發, 營收大幅竄升, 儼然變成 AIG 的聚寶盆。只可惜好景不常, 二零零七年次貸風暴來襲, 不動產抵押貸款擔保證券價值一路狂跌, AIG 金融商品公司被迫不斷追加擔保品, 後因李曼兄弟的倒閉, 巨額的虧損導致 AIG 信用評等被調降, 也成了壓跨駱駝的最後一根稻草。就因為這家位於英國倫敦, 員工僅三百七十七人的不起眼子公司不顧風險的投資行為卻拖垮了員工超過十一萬六千人、資產超過一兆美元、營收超過一千一百億美元、營業據點遍布全球一百三十幾個國家的全球最大私人保險公司, 使其不得不向聯邦準備銀行尋求救援。我們不禁要問, 公司的內部控管在那裡? 政府的監督單位在那裡?

避險基金也被翻譯成「對沖基金」或「套利基金」, 基本上也就是利用財務工程為基礎, 藉著現貨和衍生性金融商品的同時運用進而從市場的大幅波動中牟利。此類高槓桿、高風險、高報酬的投資在過去二十幾年來, 從原本只是一小群私人富豪的投資工具到被動輒可動用數十億甚至數百億投資額的法人投資人所廣泛利用。數十年來的金融自由化使得此類基金並沒有太多法令的束縛去約束他們從事如此高風險且不透明的操作, 近來政府數次想要對此類基金有所控管也皆告失敗。由於高槓桿的操作, 避險基金控制了數以兆計的市值, 進而其一舉一動都對市場有著深切的影響, 但卻也在無法可管之下, 任由他們為所欲為。雖然把避險基金妖魔化並不全然公平, 但事實上他們確實在市場上有著顯著的優勢, 甚至運用這個優勢去從事掠奪性交易策略(predatory trading strategies)進而從中獲利。美國政府執法單位及金管單位也已大規模的展開調查此類交易策略是否為刑法上的操控股價, 雖然結局未知, 但有一點可以確定, 隨著摩根士丹利以及高盛申請轉型成商業銀行, 代表著二十多年來高槓桿操作、低法規限制的華爾街投資銀行業, 已經走入終局, 而同樣高槓桿操作的避險基

金業者, 終將也落入嚴密的法規管制。

在此我們也要強調經濟行為絕不可能獨立於它所在的政治系統之外, 反之, 經濟行為是大政治系統中的一部分。正如著名美國政治風險分析公司 Stratfor 的創始人喬治·弗裡德曼博士(Dr. George Friedman)在他的新作「經濟風暴的政治本質」("The Political Nature of the Economic Crisis")中提到:「經濟並不是一個獨立的學科...而只能把它跟政治連在一起去研究, 進而了解...因為經濟行為的兩大假設前提就是人類的本質及適合的行為」("Economics is not a freestanding discipline...It is a discipline that can only be understood when linked to politics, ...since economics makes significant assumptions about both human nature and proper behavior.")。因此我們認為, 雖然社會大眾對美國政府七千億疏困專案的看法不一, 但政治力適時的介入卻是必需的。賓州大學(University of Pennsylvania)的經濟學家們也持同樣的看法, 諾貝爾經濟學獎得主勞倫斯·克萊因教授(Prof. Lawrence Klein)和另一位溫蒂·麥教授(Prof. Wendy Mak)在該校的「美國經濟與金融市場週報」("Weekly Update on the U.S. Economy and Financial Markets")中直言:「因為缺乏具可信的政策與作為導致了市場巨大的衰退, 也造成了宏觀經濟不必要的疲軟, 或多或少這個問題也在國際上蔓延開來。」("The lack of plausible policy action has allowed a massive market failure that is imposing unnecessary poor performance on the macro economy and some degree of international contagion.")。現在是我們的民意代表, 民選及政府官員作些事的時候了。除了疏困專案, 我們更應該對那些可能傷害到整個金融體系的操作手法有所控管及要求其透明化。

危機就是轉機, 投資人普遍性的恐慌也給我們機會能用此去三到五年都不太可能看到的低價位買入股票。雖然目前金融市場是一片混亂, 但是其中也不乏有基本面良好的公司遭受池魚之殃。**股票投資是長期的**, 假如像我們財務規劃所強調的: 短、中期所需要的資金都已經先準備好了, 而只有可供長期投資的資金投資在股票中, 我們更應趁此機會繼續逢低買進這些績優股。**雖然市場的巨幅震盪使人緊張不安, 但我們從未懷疑過我們終將走出這段低迷, 而您調整好的投資組合也將在市場及經濟的復甦中充分獲利。**