

投資顧問 Gavekal 分析危機成因 美國爆煲5宗罪

美國爆發金融危機，樓市泡沫爆破一直被外界視為罪魁禍首，但投資顧問公司 Gavekal 認為，今次金融海嘯有 5 大成因：信貸評級機構喪失公信力、聯儲局反應過慢、美國財長保爾森救市手法失敗，銀行會計制度愚蠢及監管投資銀行橫行的法規過鬆等，其關鍵性比樓市下滑有過之而無不及。

美國財長保爾森為了挽救金融機構，接連作出「兩房」與美國國庫集團的決定，但有分析員認為他打擊長線投資者入市信心，反令炒家有利可圖。
(歐新社)



(Mark-to-market) 的會計制度。Gavekal 形容，這種根據市場價值計算一種證券或投資組合價格的方法，是「最愚蠢」的制度。

愚蠢會計制度拖累金融機構

Gavekal 指出，銀行業核心運作模式，就是把短期存款轉換成長期債務，而後再以估價。面對金融危機，許多機構被迫拋售資產融資，但結果累及所有金融機構要以低價的價格入帳，進而令所有金融機構一季又一季的帳目虧損，股價當然大幅下跌。這樣一來，差不多所有金融機構都向外籌集資金填補不足的資金額。但當股價大跌，又有誰願意入股注資呢！最終就變成一家一家金融機構面臨倒閉的深淵。

五大投行資本水平鬆綁種禍

Gavekal 認為，美國證券交易委員會 (SEC) 在 2004 年放寬對華爾街五大投資銀行資本水平的限制，亦為金融危機埋下禍因。SEC 當年取消對大型投行的淨資本規定 (net capital)，容許它們提升負債與淨資本的比率。投行在鬆綁後，經營槓桿由以前的 10 多倍，飆升至爆受前的數十倍，遠高於一般商業銀行。但與此同時，當局卻未有向投行的提供資金流動渠道。在貝爾斯登今年 3 月爆煲前，不接受受聯儲局監督的投行一直不能像商業銀行那樣，可以透過貼現向聯儲局緊急借貸，只能單靠向市場發出商業票來融資。當人心盡失，商業票城市場自然也陷入停滯狀態，令投行斷了水喉。

保爾森差勁 市場無所適從

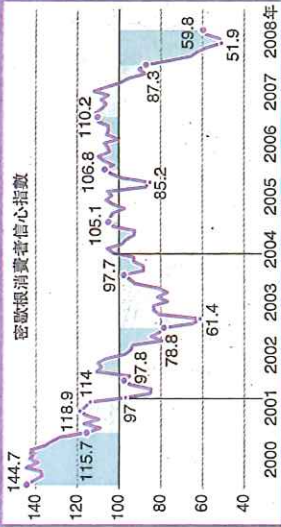
Gavekal 指出，金融海嘯第五大成因，是美國財長保爾森表現極差。Gavekal 首席經濟師 Anstole Kalesky 認為，保爾森救市兩房，向市場發出危險信號，反而令問題惡化。Kalesky 認為，保爾森救市兩房，向市場發出的危險信號，一方面，它令過去 12 個月向兩房投入 200 億美元的長線投資者血本無歸，其他有意投資美國金融機構的人隨之卻步；另一方面，但保爾森兩房救市，令人以為只要能夠協助美國金融市場，迫使政府出手，便可獲取暴利。其後，當保爾森拒絕向雷曼兄弟伸出援手，市場更感到無所適從，根本不知那些救市會做，那些會倒閉。Gavekal 形容，保爾森為了保住股市方案而向眾議院議長佩洛西「單膝下跪」，美國低迷的消費者信心 (圖一) 可能迫使他跪下另一隻腳。

Gavekal 總結稱，美國財政部的笨拙救市行動，令銀行業面對危機加劇。過往經驗顯示，每當出現銀行危機，隨之而來的是通縮。由於銀行是信貸市場一個組成部分，銀行危機在令信貸市場陷入混亂的同時，也會令信貸市場通縮。但 Gavekal 認為，在當前形勢下，投資變成一項對政府政策的賭博，諸如美國採取放寬金融機構的嚴重性是否切實可行？歐洲央行是否最終意識到歐洲經濟放寬的嚴重性？中國決策者會否放棄貨幣政策，阻止樓市繼續走下坡？這些都是難以預料的「黑天鵝」。

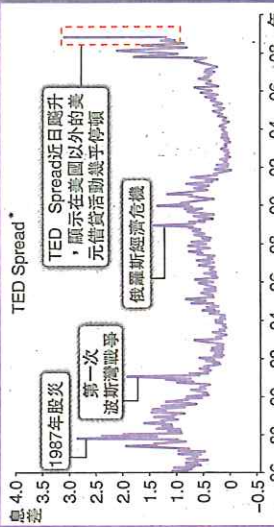
信貸評級失信心 儲局反應慢

美國聯邦儲備局大遲才意識到問題的嚴重性，是造成當前困境的第二個因素。直至金融海嘯在上月全面爆發之前，聯儲局還一直把壓抑通脹列為首要目標。但 Gavekal 認為，美國早陣子面對的所謂「通脹」，其實是「假通脹」，只是因為中國為了應付未來一年的生產需要，大規模回購商品所致。美國金融危機的第三個「罪魁」是要求金融機構構構以市值計算資產

圖一 美國消費者信心指數



圖二 海外市場美元升跌



注：TED Spread 是專指銀行回拆息與美國短期國庫票息率的差距，其幅度是用來反映銀行是否願意借貸給同業，因銀行可把借貸買入理論上零風險的國庫票據並借給銀行同業。當要避開，便反映銀行不願意向同業拆借。

雙重減債衝擊拖垮新興市場

Gavekal 認為，全球市場目前正面對雙重減債 (deleveraging) 的危機。其一是金融機構為了減低資產負債表負擔而減賣資產，其二是美元的息率及匯價近期的飆升，會令早陣子「注美元、買商品或新興市場」的賭博大規模逆轉過來，從而導致新興市場的股市、房市與商品市場崩潰。第一個減債危機與金融業動盪有直接關係。過去數年，金融機構靠各種衍生工具，令負債大增，但現時它們只能透過減低以往用來提高投資額在回報率的金融工具及借貸資金，來紓緩財困與倒閉壓力。

美元息口匯價飆升 投資者兩邊蝕

第二個危機的根源是發生於美國以外的市場。在過去數年，以金磚四國投資者為首的市場炒家，由於預期美元匯價持續下跌，於是大量借入美元，亦即沽售美元，並把所得的資金投資於炒賣商品、新興市場的房地產、股市等。去年，本地與內地不少投資者紛紛發行以美元為單位的債券，亦即沽售美元，並把所得的資金投資於內地的房地產。初期，隨著美元下跌、人民幣升值，內地的房地產有價，他們確實可以兩邊齊賺，但隨着風風暴驟起，內地房地產價格首先大跌，而近日美元息口及美元匯價又大幅飆升，上述交易便變成兩邊蝕。以致投資者要先為內地的房地產項目止血，接著更要從市場買入美元補倉。可惜，在人人自危的局面下，銀行卻停止拆借活動 (現時美國以外的市場幾乎完全沒有美元流通)，要在此時平倉也不是易事。所謂的「泰德匯差交易」(TED Spread，反映 3 個月倫敦美元銀行同業拆息與美國國庫券之間的息差) 目前正處於逾 20 年高位 (圖二)。這也是不是上述的雙重減債行動，勢必會令新興經濟體活動大幅收縮。這也是不少經濟學家擔心寒冬將至的原因。