

# 沒有「零風險」資產

國際視野



Pierre Gave  
GaveKal 亞洲區研究部主管

在投資世界裏，有兩種泡沫，亦有兩種方式為這些泡沫融資。較好的泡沫出現在生產性的資產（例如運河、鐵路及互聯網），主要是透過股市融資。當這種泡沫爆破時，其股票持有人當然會很痛苦，但只要有關項目真的完成，這世界仍然多了一些生產性資產，而銀行體系仍然相對完好。

較差的泡沫出現在非生產性的資產（例如黃金、鬱金香、西班牙的度假屋等等），主要是透過銀行信貸融資。當這種泡沫爆破時，我們只是多了一些沒有用的資產，而銀行體系則會陷於混亂和持久的銀根短缺。在歐元區，我們現在看到的正是那種較差泡沫的爆破。

### 歐元區非生產性資產泡沫爆破

事實上，這幾年來，我們早已經看到，一些歐洲國家用於非生產性的社會轉移（實際上在收買選票）開支爆炸性地增長。這全靠有關國家的政府發債融資，但發債的貨幣（歐元）卻不是這些國家能夠自行發行的。

而且，這些政府債務是在商業銀行的帳面上，後者有效地利用了銀行客戶的存款，來為這種壞泡沫融資。當這個壞泡沫爆破時，那些債券差不多會變得一文不值，或者極其量只值本金的兩成。這是因為有關國家根本沒有足夠的現金流去支付利息（阿根廷當年就是一個令人不安的例子）。

### 區內弱國倒下 將會拖垮強國

現時，有很多人估計，希臘國債的實際價值只相當於其帳面值（3600億美元）的20%。而大部分「橄欖樹國家」（希臘、葡萄牙、西班牙）的國債都需要削減40%至80%，那些經濟體才有足夠的增長機會，去支付債務利息。

因此，政客可以自說自話，大談緊縮經濟政策以及將「歐元穩定基金」（EFSF）槓桿化倍大。但是，這不能改變一個簡單的事實——當歐洲貨幣聯盟（EMU）較弱成員國的國債被減值時，銀行體系已無可避免地受到破壞。這就引致歐洲貨幣聯盟中，即使最強成員國的國債也會被質疑和拋售，令這些國家需要進行集資。

因此，在摧毀了愛爾蘭、希臘、葡萄牙、西班牙和意大利的經濟之後，歐債問題還在破壞法國和德國的銀行體系，以及荷蘭、丹麥、芬蘭的退休金系統！

自從科網泡沫爆破以來，投資者就一直在尋找下一個泡沫。事實證明，最大的泡沫就在眼前，那就是經濟合作與發展組織（OECD）成員國的國債市場。而事實上，這個泡沫現在正爆破，儘管是以慢動作進行，正因此才造成當前市場動盪。

其實，所有人都同意，這世界仍然有太多的債務。但究竟這意味著甚麼？每一美元的債務，都代表着一個人的儲蓄和投資。那麼，這是不是說，我們近幾年的儲蓄和投資太多？在中國，也許是；但在西方世界，卻肯定不是。

### 過度依賴發債 借款者擱重擔

或許問題不是儲蓄和投資的金額，而是出在這些儲蓄背後的融資合約條款。企業家和物業業主最初向存戶提出的條款看來很簡單——存戶需要接受相當低的利息回報，若資產價格上升，他們也沒有任何額外收益。但是，資本錯配卻令到資產價格大跌，而非像當初預期般上升。但借貸者仍然需要十足還款，於是，現在看來，那些借貸條款好像定得太苛刻！

試想像一下，若果世界上大部分的投資都是透過股市融資，而不是發債。那麼差勁的投資造成的損失，將會自動由「貸款者」和「借款者」分擔，避免了大多數的金融危機和隨後的經濟衰退。



作者表示，歐洲貨幣聯盟較弱的成員國的國債被減值時，銀行體系已無可避免地受到破壞，即使最強的成員國的國債也會被質疑和拋售。圖為聯盟內較強國家德國的總理默克爾。（資料圖片）

那麼為何這世界仍然這麼倚賴發債來融資？因為大多數的銀行存戶都想有固定和保證的回報。他們喜歡將風險和升值潛力留給企業家。於是，金融機構就協調雙方的目標，將企業家的債務風險和預期回報打包成資產。

### 風險打包成資產 偽裝低風險債

但是，當儲戶對固定收益資產的需求持續增長時，金融企業家就將風險較高的資產，偽裝成低風險債券，來回應這種需求。這就是金融機構多年來一直在進行的。

現在控制了全球大部分儲蓄的中國和其他亞洲國家的政府希望，其投資差不多全部投放在「零風險」的資產。德國的儲戶亦避開股票和住宅物業，希望投資在相同的「零風險」資產。即使在英美國家，人口老化以及誤導性的退休金規定相結合，亦迫使資金避開股票，而投資在債券之上。

為了回應市場對固定收益資產的需求不斷增長，金融機構發明了看起來像債券，但實際上代表了股票類風險的新工具——花旗銀行當年推出的拉丁美洲債券，Drexel Burnham Lambert（德崇證券，已於1990年2月破產）推出的垃圾債券，雷曼兄弟推出的「抵押債務債券」（CDO），以及歐洲貨幣聯盟（EMU）推出的南歐國家債券，其實都是這類產品。

在大多數情形，最終的違約還款，迫使貸款者接受與借款者分擔股票式的損失。歐元危機現時就正在發展至這階段。

### 面對現實 資金重投風險資產

但是，這些違約還款事件真的這麼差嗎？它們迫使投資者認識到，現實世界中沒有所謂「零風險」的資產。如果存戶接受，資產風險不能完全從相關投資中分離，那麼他們應該將較多的資金，由虛幻的「零風險」債券，轉移至為投資風險提供較高回報的資產。

這些風險資產是以股票還是高收益債券的形式出現其實並不重要。在任何一種情形，它們都將儲戶的期望與企業家的需要較緊密地結合起來。

事實上，在1920年代或以前，股市都不是由股票主導，反而是由企業和主權國家發行的高收益債券為主。當時，主權國家發行的債券通常被認為比私人企業的債券風險更高。於是，謹慎的儲蓄者就將較多的資金轉移到股票。

雖然中國人和德國人可能今次會因為他們的損失，而感到自責——但他們將會決定減少儲蓄，增加消費，這未嘗不是一件好事。不管怎樣，經歷歐債危機後，全球金融體系將會變得更加穩定，資本錯配將會減少。