

【國際證券暨期貨市場要聞】

摘譯：從亞洲看次級房貸危機



林坤鎮（證期局
科員）

譯按：

美國次級房貸所引發的金融風暴自前（2007）年下半年引燃，並導致一連串的全球性金融海嘯迄今方興未艾，全球知名金融集團宣告破產的如雷曼兄弟，被併購的如貝爾斯登證券公司、美林證券公司、接受政府紓困的如花旗銀行、AIG 等機構等都被捲入這波金融海嘯，而且政府挹注的金額不斷往上墊高，美國人民的納稅錢不知何時才能止血。而且美國次級房貸所衍生的全球性金融風暴，竟演變成全球經濟大衰退，實令人始料未及。

去（2008）年 6 月，國際貨幣基金（IMF）出版的季刊 Finance and Development 刊載一篇“從亞洲看次級房貸危機”（Asia: A Perspective on the Subprime Crisis¹）報告，分析次級房貸發生的原委，並就往昔亞洲金融風暴的產生原因與之加以比對分析，發現兩個危機的形成竟有諸多類似之處。該篇文章對於解決目前全球金融風暴或已於事無補，不過景氣總是有循環的，未來景氣若恢復並處於上升階段，且有發展至過熱情況時，該篇報告仍將是一箴防微杜漸的良方。爰就“從亞洲看次級房貸危機”乙文摘譯如下。

本文

亞洲金融風暴及次級房貸風暴的發生，皆肇因於投資人面對資產的安全與價值充滿不確定性而感到恐慌。兩者也都造成了流動性危機以及銀行體系的破產。

¹ 本文作者：Khor Hoe Ee 及 Kee Rui Xiong 目前皆任職於新加坡金融管理局（MAS）。

游資汎濫，以及過度且毫無節制的信用擴張

兩個危機的共同點分別是游資汎濫，以及過度且毫無節制的信用擴張。在亞洲金融風暴產生前，資金大量湧入該區域，導致銀行對企業產生大量放款。基於亞洲的經濟將持續快速的成長，聯繫美元的貨幣政策也將理所當然的持續下去等種種假設，外資因此大量購買高收益的亞洲證券，或是以美元計價的債券工具。

至於次貸危機的產生則是，大量的資金湧入美國，挹注其經常帳赤字。於是充沛的游資被金融機構轉介到消費性貸款及抵押貸款；同時轉換成抵押債權證券、擔保債權憑證。投資者追求收益點燃了對結構性商品的需求，許多人單僅依據信評公司所給予的 AAA 等級就購買該商品。

房地產價格快速上升

房地產價格快速上升亦是兩個危機的共同點之一。美國房地產於 2001 年至 2006 年間增值了 50%。資產泡沫的形成則是緣於過去寬鬆的信用政策。根據 Minsky 著名的“金融不穩定假設”，一個時期的強勁成長鼓勵了財務槓桿的增加。貸款人則可歸納為三類：一為避險貸款者可藉由資金流量償付借款；二是投機貸款者只能償付利息並展延本金；三是老鼠會型貸款者則無法償還本息，而且必須靠繼續借款或賣掉資產以支付利息。後兩者的成長導致資產泡沫化，最終喚起廣泛的覺醒，認知到其所增加的借貸長期是無法支撐的。結果是財務突然緊縮以致崩潰。

次級房貸的成長可能使美國的房價深陷於外表看似良性，實際確是惡性循環的情況中。當房價上漲時，放款者認為抵押品會不斷升值而感到安心，因此促進了需求及漲勢。類似的情況同樣發生在亞洲金融風暴發生前，經濟快速成長及信用寬鬆促進了對企業的放款，結果產生許多無法獲利的計畫，最後必須靠舉債支撐。

委託—代理（principal-agent problem）問題

除了上述的共同徵兆外，兩個危機也同時呈現出共同的病因，即委託—代理（principal-agent problem）問題。在亞洲金融危機方面，股東的利益往往被銀行經理人所忽略。不管是政府授命或是計畫案跟具影響力的股東有關，經理人總是毫無節制地貸款給特定公司或計畫案。次級房貸危機的產生則是，抵押債務債券（CDO）及不動產抵押擔保證券（MBS）的投資者預期房貸業者會維持信用標準；然而房貸業者因為不是屬於最終端的債權人，所以根本不在乎信用標準的維持。他們將債權立即轉賣給銀行，銀行再將其加以包裝並證券化。放款者熱衷追求增加證券化商品所產生的手續費收入甚於放款所收的利息。

道德危機

由於借貸雙方都面臨極小的風險，所以就產生了道德危機。亞洲金融危機爆發

前，亞洲銀行體系因實際上受到政府的保證紓困，變相地鼓勵毫無節制的放貸，不管這些計畫案是否具商業價值。同樣地，許多銀行及公司行號則是認定政府的聯繫匯率政策將永遠地維持下去，所以拼命地以低利借入外幣。

在次級房貸危機中，投資者及銀行則是以短期資金投資長天期的、複雜的結構性金融商品如 MBS、CDO。他們假設銀行間拆借及貨幣市場可一直維持高流動性，故短期資金到期再續借投入該等商品是很稀鬆平常的事，因為中央銀行總是會在必要時注入資金的。

在次級房貸危機中，主要國家的央行積極地介入並提供流動性以防止金融市場的崩潰及蔓延。在亞洲金融危機方面，因為資金大量外流以及外匯存底大量流失，起初採取緊縮的貨幣及財政政策以支撐匯率；直到匯率趨於穩定後，政府才採行寬鬆財政政策以支撐實際的經濟。

記取亞洲危機教訓

工業國家應從亞洲金融危機中汲取兩個教訓。第一個是降低極度暴露在此次危機中的貸款者的槓桿。

在亞洲危機中，借貸的公司及銀行雙方皆進行過度的槓桿操作，而且過度依賴外債。在次級房貸危機中，美國家庭的負債占可支配收入的比例從 1990 年的 80% 升到目前的 140%；而且許多貸款者首先是以低利取得貸款後，利率隨即跟著調高。從事資產負債表外投資的銀行被迫將其納入資產負債表中。投資銀行以很少的資本從事高槓桿的經紀自營交易。避險基金及其他投資銀行則利用資金取得容易的環境下積極地進行借貸。由於避險基金與銀行彼此間日趨密切，此時降低槓桿反而將更具危險性。

監理者或主管機關必須機警地監測並限制業者過度涉入風險，尤其是那些未受到監管的事業所快速建立的槓桿部位。對於這些事業的登記、核照，以及資訊蒐集都應加以改善。

第二個教訓是，總體經濟失衡的修正。目前經濟遲緩以及美元貶值可能導致消費及投資房產的減緩或停滯、家庭儲蓄率提高，以及經常帳赤字的縮減。這些都在亞洲許多國家發生過。誠然，亞洲並無法自外於此次次級房貸危機，亞洲地區的經濟成長將因美國經濟反轉可能重新修正。儘管此次的危機及出口疲弱，經濟成長仍可幫助亞洲渡過難關，主要原因之一就是亞洲的總體經濟基本盤較 10 年前健康。減少國內支出，縮減財政赤字以及改善經濟等，使得亞洲成為更趨平衡及有效率的經濟體。另一個原因則是亞洲企業的資產負債表已改善，負債對權益的比率已大幅降低，向國外借貸不再是許多企業籌資的來源。

亞洲對於次級房貸危機所展現的韌性，也說明了其銀行體系改革的成效。當歐美的跨銀行市場陷入愁雲慘霧中時，亞洲銀行因相對於次級房貸及 CDO 資產的曝露有限，以及資本結構良好的資產負債表，在在都令亞洲的銀行間拆借市場相對處

於安靜平和的環境中。

即使如此，亞洲決策者也應留意次級房貸危機的後遺症對亞洲的影響。包括標準普爾的報告所稱對銀行可能產生的「三魔咒」（triple whammy）：更多與次級房貸有關的損失、對亞洲金融市場產生不利衝擊而影響銀行業，另方面亞洲經濟的不利衝擊亦可能影響銀行業。歐美實質經濟的下降可能導致銀行放款品質的惡化。亞洲經濟極有可能受到美國經濟反轉直下的影響，產生不良放款以致啟動了負面的信用循環。

次級房貸給亞洲的借鏡

首先，不管危機的型態如何改變，他們的本質是一樣的。亞洲國家應留意早期的警訊：充沛的流動性、快速的信用成長，以及持續的資產價格膨脹。決策者與監理者應該注意典型的委託—代理關係及道德危機問題。中央銀行與監理者也應加強其宏觀的審慎工具去瞭解及處理不斷循環的問題，包括目前充斥於全球化金融體系的流動性、槓桿及蔓延等問題。

其次是亞洲自己必須在進步與審慎，改革與謹慎中取得平衡。亞洲必須避免掉入競相放鬆監管浪潮的陷阱中。

次級房貸危機顯示出，金融創新一不論是否為新商品、新結構或新市場參與者，皆不是毫無風險的。為取得上述的平衡，下列原則應加以注意：

- ◆ 信用標準必須一貫地秉持，尤其是在充沛的游資流動性及強勁的經濟成長時期。
- ◆ 透明化對金融監理是很重要的，而且市場紀律必須有效益。
- ◆ 金融的聯結應該明確且容易瞭解。次級房貸及信用風暴說明了金融市場及產品日趨複雜及彼此間的相關性。
- ◆ 經濟基本面至關緊要。孱弱的經濟面，比如高槓桿的公司資產負債表及大量的經常帳赤字，導致 1997 年的信心失落。而 07 年至 08 年強勁的經濟面，卻使得亞洲在此波風暴中表現得相當有韌性。