

# 香港玩具廠商會周年晚宴

## 全球金融市場近期的發展

證券及期貨事務監察委員會主席  
方正

2007年9月11日

陳明耀主席、各位會員、先生、女士：

### 引言

1. 我很高興今晚能夠與各位聚首一堂，參與香港玩具廠商會的周年晚宴慶祝活動。在周年晚宴這種社交場合，要選擇一個在座人士均感到關注的時下熱門課題，實非易事。
2. 今年夏天最炙手可熱的新聞，應數美國次級按揭市場的問題，它令投資者信心動搖，引致全球金融市場出現拋售及信貸緊縮問題一觸即發。
3. 由於這次危機影響深遠，情況仍在不斷演變，並且是金融市場的重大事件，所以我希望在今晚集中探討是次危機的起因及事態的發展。這個課題雖然複雜，但並不艱深。我的挑戰是要以簡明扼要的方式闡釋這個課題，以吸引在座各位繼續耐心聆聽。

## 次級按揭市場的由來

4. 講述“次按”事件，最好的方法是從危機爆發前的環境說起。這些年來，全球市場取得穩定增長、通脹率受到控制、企業盈利強勁，資產價格亦節節上升。金融體系有大量可供借出的資金，利率亦處於低位。在這個環境下，投資者均持樂觀態度，認為風險已經減少。投資者為了獲取更高的回報，都願意承受更多風險及投資於更為複雜的金融產品。
5. 現在，讓我們看看次級按揭如何協助投資者追求更高的回報率。
6. 在美國，物業價格上升降低了違責風險，原因是房地產淨值上升能夠讓借款人在出現還款困難時將按揭再融資。此外，由於利率低企，按揭變得更加容易負擔。因此，按揭放款人都熱衷於向大量信貸水平低於優質借款人及從來未曾向他們借錢的房地產買家借出款項。這些是預計能夠全數償還按揭的可能性較低的次級按揭借款人。隨著這批次級按揭借款人進入房地產市場，房地產價格於是持續攀升，轉過來讓更多次級按揭借款人能夠投資於房地產市場。
7. 次級按揭市場的迅速增長，是由兩個主要因素造成。其中一個因素與按揭放款人及其經紀進行進取的宣傳推廣有

關，原因是他們的報酬是以按揭量為計算基準，但卻無須面對借款人事後拖欠的後果。因此，借貸標準十分寬鬆、文件有欠妥善或在某些情況下根本不存在、借款人並未獲提供關於其投資的風險，而且亦存在公然欺詐的情況，例如借款人就收入作出失實陳述，有時候甚至是在放款人的鼓勵下而這樣做。

8. 按揭放款人能夠輕易籌集資金是推動次級按揭市場增長的另一個因素。他們能夠透過向投資銀行出售按揭而相當容易地為該等貸款提供資金，而投資銀行則轉過來發行以按揭作為抵押品的證券。這稱為證券化過程，貸款在這個過程中產生、出售，然後重新包裝為按揭證券供全球投資者購買。
9. 這只是次級按揭生命周期的開始。次級按揭貸款或其按揭證券會被進一步重新包裝成為多批具備不同風險或信貸評級及回報率的債務證券，以切合投資者的不同風險承受能力。這些債務證券稱為抵押債務證券或 CDO (Collateralized Debt Obligation)。這些 CDO 有時候會被重新包裝成為另一種以先前的 CDO 作為保證或抵押品的 CDO，而這稱為 CDO 的平方。
10. 為了在低息環境下獲得較高的回報率，投資銀行、商業銀行、保險公司、對沖基金、退休基金等金融機構及其他機構投資者都受到例如 CDO 等風險較高的資產類別所吸引。它們的風險承受能力是驅使這些市場及資產價格出現可觀增長的主要動力。此外，低息及容易取得借貸的情況意味

著對沖基金能夠透過借貸以利用槓桿效應來擴大其投資及回報。當然，槓桿效應的反面就是在資產價格下跌時將虧損擴大。

11. CDO 的一個有趣的特點，是當中有部分具備投資級別（包括 AAA 級）。這使 CDO 對包括退休基金、互惠基金及保險公司等範圍廣泛的投資者充滿吸引力。
12. 你可能會問，既然相關資產為次級貸款，為何會有這樣高的評級？這是因為評級機構採用的模型，是以房地產價格飆升時期償還貸款的歷史數據作為基礎，故拖欠事件發生的次數自然偏低。此外，評級機構亦被批評存在利益衝突，因為 CDO 的發行人付款給它們作評級，而為 CDO 評級一直是評級機構的重大收入來源。
13. 市場上還有就次級貸款而設的其他複雜的結構性金融工具，例如信貸違責掉期協議（CDS – Credit Default Swap）及合成式 CDO (Synthetic CDO)。我不打算在此詳細敘述，但我提及上述種種，旨在顯示多層的複雜金融產品是如何依據次級貸款而設計出來，及由依賴投資工具的評級的各類投資者所持有。結果是證券在金融市場上分散開去，而最終由誰持有風險則不甚清晰。
14. 由此可見，結構性融資的世界是在多種因素協助下將傳統房地產按揭由商業大街 (Main Street) 轉移至華爾街 (Wall Street)、由銀行體系轉移至資本市場，及由美國轉移至全球的投資組合內。

15. 有好一陣子，一切相安無事，市場及投資者均感到稱心如意。監管者、中央銀行及國際金融機構均感到關注，並告誡市場及投資者注意風險增加。然而，隨著現代融資協助將風險分散到投資者身上及降低資金成本，當時的市場信心及樂觀情緒並沒有減退，而資產價格則持續攀升。
16. 那麼究竟發生了甚麼事情，使這些樂觀情緒及自滿的心態轉變為我們在 8 月時見到的全球金融市場拋售，而其影響到今時今日仍然陰魂不散？

## 全球市場的拋售

17. 早於 2006 年首季，當次級按揭的拖欠個案增加，其後於第三季有報道指房地產的價格的升勢開始放緩及銷售額下跌時，便開始有跡象顯示這段美好時光即將結束。於 2007 年首季，若干次級按揭放款人申請破產的個案成為頭條新聞。不過，穆迪及標準普爾直至 2007 年 7 月才將有資產擔保的次級證券及相關 CDO 的評級大幅下調。
18. 造成環球市場出現拋售，共有四個主要因素，我將會逐一論述。
  - (i) *重估風險及信貸緊縮*
19. 評級調低觸發投資者重估風險。在混亂初期，投資者並不清楚他們所投資的基金有否承受 CDO 的風險及這些風險的

程度。以上不明朗因素導致投資者陷入恐慌，繼而出現規避風險、金融市場上的拋售及迫在眉睫的信貸緊縮問題。

20. 若干曾經借款以投資於 CDO 的對沖基金被銀行追收“孖展”(即保證金)，要求基金提供更多抵押品，亦有投資者要求贖回基金單位。與其他流通性較高的債券不同，CDO 的問題是它的買賣並不頻密，在市況變得不明朗時，有時甚至沒有市場報價。這一次，由於市場上瀰漫著極度不明朗及恐慌的氣氛，在透明度和流通性都很低的市場上有的只是賣家。像對沖基金一類的 CDO 持有人，除非願意接受被壓得極低的價格，否則根本無法卸倉。在某程度上，市場幾乎可以說是完全癱瘓。
21. 因此，持有 CDO 的槓桿式對沖基金唯有宣布暫停贖回，以免在沒有 CDO 買家的市場上招致更大虧損。美國貝爾斯登 (Bear Stearns) 首當其衝，問題迅速蔓延至美國以至全球各地同樣投資於次級債務市場的其他基金。隨著各地的基金及機構紛紛承認曾投資於 CDO 並因而招致虧損，澳洲成爲第二個受影響的地區，其後德國、法國及加拿大亦不能倖免。
22. 次按市場危機導致股票等其他類別的資產亦被拋售。股票市場所受的打擊特別大，因爲這是唯一運作良好及流通性高的市場，對沖基金及其他傳統基金均透過出售股票來籌措資金，應付贖回或補付“孖展”。隨著投資者憂慮市況可能會導致經濟增長放緩甚或衰退，全球股票市場進一步下跌，而黃金及原油等商品的價格亦受拖累。

23. 規避風險的心態蔓延至獲資產擔保的商業票據市場，這些票據的投資者決定在商業票據到期後不繼續持有。不少歐洲及亞洲銀行的聯營公司向美國市政府等機構投資者售賣短期商業票據，然後將資金用來投資於 CDO。隨著商業票據市場萎縮，這些一般稱為投資導管或結構性投資工具的聯營公司需要動用聯營銀行提供的後備信貸額。
24. 向私募股權提供臨時貸款的投資銀行亦發現證券市場緊縮導致這些貸款無法脫手。由於不清楚市場參與者需要承受的 CDO 風險最終會達到甚麼程度，加上信貸緊絀，在銀行同業市場上銀行之間互不信任，它們選擇不提供貸款，寧願預留現金以應付銀行本身的未來周轉需要。整體而言，銀行規避風險的態度漸趨明顯，信貸緊縮的危機一觸即發。
25. 全球各地的中央銀行紛紛注資，以維持利率於政策水平，以及避免可能妨礙實質經濟活動的信貸緊縮。聯邦儲備銀行於 8 月 17 日將聯邦貼現率降低 50 個基點，在不影響一般貸款息率下，降低向銀行提供短期資金的成本。聯邦儲備銀行亦放寬了一些放款條件，以紓緩銀行同業市場上的流動資金緊縮現象。這些措施看來有助安撫市場，但是否足以令市場恢復穩定則仍是未知之數。

*(ii) 日圓利差交易的平倉活動*

26. 倚賴低成本的日圓貸款來投資於以非日圓定值的高息證券的投資者，由於價格下跌及日圓波動而備受壓力。投資者被迫沽出證券以償還日圓貸款，而日圓利差交易的平倉活動則加速市場下跌，並使日圓進一步轉強。於 2007 年 8 月 17 日，日圓兌美元匯率錄得九年來最大升幅。

*(iii) 投資者規避風險及資金流向優質資產*

27. 在動盪的市場，現金至上。投資者承受風險的能力下降，選擇美國政府證券一類穩健的投資，務求安然渡過危機。投資者出售股票及其他高風險的資產以避免進一步虧損，並累積更多現金靜候未來的入市良機，而基金亦要將股票套現，以準備大量現金應付贖回潮。

*(iv) 主要定量基金的虧損*

28. 在由電腦程式控制的定量基金 (quantitative funds) 當中，高盛旗下一項最為著名的定量股票對沖基金由於電腦程式未能預測市場動盪，因而招致 15 億美元的虧損。定量基金是採用先進的電腦程式，把握買賣證券的機會，有時連非常細微的差價也不放過，然後利用槓桿借貸來擴大潛在回報。

29. 在股市動盪當中，股價的變動與電腦程式所預測的趨勢剛好相反。有人批評這種程式的缺點是，它們是根據在沒有過度波幅的牛市期間搜集得來的歷史數據而編寫的。突如其來的波動觸發基金進行拋售，試圖透過沽貨來彌補虧損及應付銀行追收的“孖展”，繼而加劇股價的波動，令本來已緊張的市場情緒及疲弱的投資者信心進一步惡化。

## 市場觀察

30. 以上是由 7 月至今的事態發展，相信各位都十分清楚香港所受到的沖擊。在這樣的環球市況當中，市場波幅加劇是意料中事，幸而市場基礎設施及中介團體能夠應付自如，並繼續運作如常。
31. 今次危機的震央位於美國，影響遍及資本市場發展成熟的多個主要市場。雖然亞洲證券市場由於市場參與者需要平倉來彌補在主要市場上招致的虧損而出現沽壓，及需承受較為小量的 CDO 市場風險，但整體而言，亞洲在今次危機中算是安然渡過。
32. 在亞洲金融危機後，區內各經濟體系均已整頓銀行體制，加強監管架構及金融基礎設施，走出蕭條的低谷，在良好經濟表現的支持下建立雄厚的外匯儲備。
33. 當前形勢的下一步發展仍有待觀察。但正如以上所討論，我們知道美國的次按問題比想像中更加根深蒂固，而且是結構上的問題，最終的虧損尚未完全顯露出來。美國近日

宣布一系列協助借入房屋貸款的業主供樓的措施，正好紓解市場壓力，但現階段這些措施對房地產市場帶來的影響仍是未知之數。

34. 市場將會繼續重估風險，而波幅將會持續一段時期。市場的信心及穩定能否恢復，將要視乎各央行(尤其是聯邦儲備銀行)的信譽及能否採取適時的行動。評級機構所扮演的角色將會受到密切審視，尤其是它們管理利益衝突的能力。
35. 待本年度稍後各金融機構及基金發表第三季業績時，我們便可以更加清楚地評估今次危機的影響範圍，這將令人十分感興趣。
36. 其中一項令人極度擔憂的問題是，假如市場信心未能完全恢復，將會對美國及其他地區的經濟增長前景構成沖擊。近期主要金融市場的中央銀行所採取的行動已大致紓緩了市場的緊張情緒，務求令金融市場動盪對經濟的不利影響減至最低。由於貿易及金融業對香港的經濟非常重要，我相信不少香港人都會密切留意事態的發展。
37. 在這次按風暴期間，證監會與政府、交易所、本地及海外的監管機構保持緊密聯繫，以監察市場的變化及可能帶來的影響。大致上，香港的證券機構並沒有受到次按風暴等事件的直接影響。基金公司亦沒有客戶進行大額贖回，因為大部份香港的基金(包括對沖基金在內)都極少持有與美國次按有關的金融產品。但是，由於市場仍有相當的不確定

性，證監會將一如既往，在監察市場及中介人時，保持高度警覺。

## 結語

38. 全球市場正經歷壓力期。正如以往的壓力及危機期所顯示，全球金融體系能夠轉危為機，從今次的危機中復元過來。
39. 香港經歷了風風雨雨，依然屹立不倒，反而日益茁壯。香港仍舊是營商的理想地點，信心穩固，金融市場持續蓬勃。隨著內地進一步開放，例如經擴大的合格境內機構投資者(QDII)及“資金自由行”措施，將會帶來更多機遇，加強香港作為國際金融中心的地位。
40. 謝謝各位耐心聆聽，並預祝大家有一個愉快的晚上。