



劉以棟與您談經濟

精闢分析論述，助您瞭解當前美國金融危機的動向

[編者按] 在 National City 工作的劉以棟先生是讀者們非常熟悉的一位撰稿人,多年來,他一直為本報提供經濟方面的稿件。作為高水平的經濟圈內人士,他視野開闊,用他的責任心和很強的駕馭文字的能力,結合實事,把一些頗為艱深的經濟知識深入淺出地敘述出來,可謂是“經濟科普文”。本報在此對劉以棟多年來的支持表示衷心的感謝,也對他關注社會的責任心表示敬佩。本版的這幾篇文章,都是劉以棟先生撰寫的與當前經濟形勢密切相關的新作,編排于此與讀者共享。

濟知識深入淺出地敘述出來,可謂是“經濟科普文”。本報在此對劉以棟多年來的支持表示衷心的感謝,也對他關注社會的責任心表示敬佩。本版的這幾篇文章,都是劉以棟先生撰寫的與當前經濟形勢密切相關的新作,編排于此與讀者共享。

Dear Brother Dr. Liu Yi Dong
I am so glad that you remained in Greater Cleveland. I followed your article in the Erie Chinese Journal. I have learned a great deal from you and I would hate to miss you. Just want you to know there are many people in the community who truly

really appreciate your contributions to the USA through your articles in the Erie Chinese Journal.

Your reader,
Sincerely yours,
Anthony Y. Yen

嚴雲泰先生寫給劉以棟的一封信

所以世界上的銀行都很脆弱,好壞僅僅是程度不同而已。

因為銀行大量使用財經杠桿,所以貸款中壞帳率如果增加一兩個百分點,銀行的本金(淨資產)就會損失嚴重。如果銀行的本金減少到一定程度,銀監會就會要求銀行增加本金,否則就會把銀行關閉,不再讓銀行吸收存款。

銀行的資產負債表中,貸款是長期的、難以買賣的;存款是短期的、進出迅速的。正常情況下,存款進出維持在一個穩定水平,銀行可以穩賺利差。非正常情況下,如果發生擠兌風,儲戶一起來取錢,世界上任何一家銀行都會在一夜之間破產。想一想,當你去銀行把存款提前取出來時,銀行能讓你當天把你剩下的三十萬元的房屋按揭提前還上嗎?

銀行問題不都是銀行的錯

現在銀行資金周轉困難,許多人對政府救助銀行頗有微詞。不錯,銀行是用了納稅人的錢,但是,銀行的許多問題也是納稅人造成的。

你欠銀行的錢,為什麼不按期還回來?你負擔不起的房子,誰逼著你買的?你申請破產以後,你的欠債由誰來承擔?這些問題,還不是由納稅人來承擔,不同的僅僅是途徑不同而已。

當然,銀行也有銀行的問題。許多銀行高管為了個人或者本部門的短期效應,把全公司拿來豪賭。AIG 全球員工十萬人,而把 AIG 拖下水的部門不到一百人。美國有些金融機構里的官僚作風,有時可以跟中國的有關機構相比擬。

銀行國有化的技術難度

現在很多人講,華旗銀行和美國銀行已如同行屍走肉,變成納稅人的無底洞,不如收歸國有算了。

這里有一些技術難度。如果把它們都收為國有企業,那麼誰去管理這些企業?大家知道,政府管理企業,效率一般都很差。

同時,這些企業國有化以後,是否要關閉?如果關閉,會造成失業問題。如果不關閉,同行業其它銀行怎麼跟它們競爭?如果它們變成國有銀行,它們借錢的利率就會很低,所以在競爭中就有很大優勢,其它銀行可能都會被迫倒閉,一起變成國有銀行。你真的認為這是好的選擇嗎?中國的幾家銀行前兩年可都是剛變成上市公司。

在國有的時候,銀行跟我這樣的人毫無關係。既沒錢存銀行,也不找銀行借錢。來到美國以後,才發現生活中離不開銀行。工資直接打到銀行賬上,花錢寫支票或者用信用卡。如果說錢是資本主義的血液的話,那麼銀行就是血液中的轉站。期望政府在這一輪購買銀行有毒資產中能產生良好效果。銀行是經濟復甦的前期指標。銀行經營不正常,經濟復甦就沒有希望。

許多年以前,我的一位大學同學跟我說:在每個城市,銀行往往在最高的大樓里。經他這一說,我才發現在許多城市的市中心,最高的幾個大樓確實多是金融機構的辦公大樓。即使在“九一一”事件中倒掉的世界貿易中心大樓里,也有許多金融機構。現在銀行業舉步維艱,許多銀行面臨破產的壓力,我想在這里提幾點我對銀行業的個人看法,請業內專家批評指正。

銀行業務是高度杠桿化的

我們大家都知道,當我們貸款買房時,我們使用了財經杠桿。如果首付是 20%,那麼財經杠桿是五倍;如果首付是 10%,那麼財經杠桿是 10 倍。銀行的財經杠桿一般在 15 倍以上。

銀行是怎麼使用財經杠桿的呢?讓我們看一下銀行的業務和銀行的資產和債務。最簡單的銀行業務是吸收存款和發放貸款。發放出去的貸款是銀行的資產,儲戶的存款是銀行的債務。

當銀行使用 15 倍的財經杠桿時,就是說如果銀行自己有一百塊錢,吸收存款一千四百塊,發放貸款一千四百塊,手上留一百塊錢的流動資金。如果存款利率是 2%,貸款利率是 6%,那麼利差就是 4%。就是說,銀行自己投資的一百塊錢一年的毛利率是 56%。去除經營和管理方面的各種費用,在正常情況下,銀行還是很賺錢的。

銀行是建立在信心基礎上的

銀行吸收儲戶的存款,就是變相向儲戶借錢。當你向人借錢時,你要表現你很有錢,這樣才會有人把錢借給你。如果李嘉誠和我一起出去借一百萬塊錢,不僅他和我借錢的難度會不一樣,而且利率也會不一樣。

因為銀行想讓儲戶去它那里去存錢,所以都把自己裝扮得富麗堂皇,美輪美奐。即使大樓是租來的,也要粉刷一新,裝上銀行自己巨大的招牌在上面。想一想,如果銀行的辦公室里破破爛爛的,你願意把錢存到那里嗎?

現在經濟危機,銀行發放出去的貸款有的收不回來,導致銀行的本金損失嚴重。在正常情況下,銀行可以發行普通股票或者優先股來增加本金。

可是,現在大家對銀行的資產質量失去信心。去年年初的時候,銀行還能找到海內外的投資機構購買銀行的普通股和優先股。但在雷曼兄弟和華盛頓互惠破產以後,人們對銀行業投資徹底失去信心,銀行根本不能從私有企業和單位找到投資,所以銀行現在只好找政府救助。世界上的銀行都一樣脆弱。

因為銀行在經營中大量使用財經杠桿,並且銀行資產負債表中的資產和債務是不對等的,

銀行何以如此脆弱?

閑論信貸違約掉期(CDS)的是是非非

五年以前,如果你懂信貸違約掉期(Credit Default Swap, 簡稱 CDS)的基本原理,你可以在華爾街找到一份體面的工作。今天,如果你說你是做信貸違約掉期的,你可能會招來蔑視。所以,我首先要聲明一下,我不是做 CDS 的,我只是旁觀了 CDS 的發展。

信貸違約掉期,說白了,就是一種信用保險。你買人壽保險時,如果被保人意外去世,那麼保險得益人將得到一份預定的賠償。同理,信貸違約掉期是一種債務信用保險。如果欠債方(個人或者公司)在信貸違約掉期合同期內不能按期如數還錢,那麼 CDS 的賣方要向買方支付賠償,就是替欠債方還錢。

信貸違約掉期定價

買人壽保險時,一個關鍵因素是確定保費。其相關因素包括年齡、性別、職業、健康狀況等。同樣,信貸違約掉期也有一個定價問題。如果是單個公司債務的保費,其相關因素包括該公司破產的概率(Probability of Default, 簡稱 PD)和破產以後的損失(Loss Given Default, 簡稱 LGD)。雖然這兩個概念都很簡單,但要精確估算它們幾乎是不可能的。

人壽保險定價時,要考慮人的群體壽命預期;計算多個公司或個人債務的信貸違約掉期時,要考慮這幾家公司破產的相關性。在估算這種破產的相關性方面,一位華人數學家作出了巨大貢獻。他成功地把人壽保險的相關理論用到了公司破產的相關性方面,一舉成為世界聞名的金融專家。華爾街日報曾在頭版巨幅報導他這方面的貢獻。

信貸違約掉期的市場需求

有哲人講,存在的,就是合理的。信貸違約掉期的市場發展得這麼大(達幾十萬億),是有其合理性一面的。為了證明其合理性,我在這里介紹這種情況,讀者可以自己作出判斷。

第一種情況,銀行的一家老客戶資金周轉有困難,找銀行借錢。如果銀行借錢給它吧,銀行對它的信用風險就會進一步增加。萬一它以後真倒了,銀行也跟着倒。如果不借錢給它吧,如果它現在就破產,它以前欠你的錢也收不回來。如果它通過別的途徑借錢度過了危機,以後可能也不做該銀行的客戶了。在這種情況下,如果銀行能在發放新的貸款時,找到一家保險公司買這家客戶的信貸

違約掉期,就可以既減少了風險,又維持了客戶關係(客戶往往不知道後面的信貸違約掉期)。

第二種情況,每家銀行在發放貸款時,都會受到其分行所在區域的限制。正常情況下,銀行效益都沒有問題。但在特定情況下,局部區域可能會很糟糕。譬如現在底特律地區的銀行可能會很艱難。如果在當年底特律經濟情況好的時候,買一份信貸違約掉期保險,現在處境就會好許多。

第三種情況,如果一家退休金基金持有某一家公司或某一個行業的債券太多,可以買信貸違約掉期來減少風險。當然,也可以把那些債券賣掉,但是,如果持有量太大的話,一時很難以好價錢賣掉;同時,如果低價賣出,就把賬面損失變成了真正的損失。

有了買方市場,就會有賣方市場。當今社會,總是供給大於需求。只要你肯出錢,總會有人把你想要的東西賣給你。

信貸違約掉期被濫用

保險是用來保非正常事件的損失,可惜許多保險公司賣保險賣昏了頭,以正常情況下的損失來定價。正常情況下,個人房屋按揭違約的概率很小;正常情況下,房價很少往下跌,所以即使個人房屋按揭違約,銀行收回房子拍賣,損失也很小。在這種假定條件下,保險公司在賣房屋按揭抵押債券(CDO)的信貸違約掉期時,收費就非常低。現在非正常情況發生了,很多保險公司損失慘重,看看 AIG 的股票價格你就會理解損失有多嚴重。

正常情況下,高風險債券的利率(High Yield Bond Yield),減掉買信貸違約掉期的溢價(CDS Premium),基本等於低風險債券的利率(High Trade Bond Yield)。現在許多對沖基金在信貸違約掉期市場興風作浪,一方面賣空一家公司的股票,然後高價去買該公司債券的信貸違約掉期,給市場造成該公司可能破產的氣氛,從而從賣空方面營利。現在的股市是如此動蕩,連 GE 這樣的大公司都深受其害。

在過去十幾年里,許多理工科背景的人加入到華爾街的金錢隊伍。但不管金融行業怎麼發展,它還是介於科學和藝術中間的領域。所有的模型都有其局限性,明白了這一點,就容易理解信貸違約掉期的是是非非。

溫家寶對美元債務的擔憂是有道理的

中國人講究含蓄,國家領導一般不直接批評外國政府,所以當溫家寶在記者招待會上表示他對美元債務的擔憂時,美國朝野一片嘩然。習慣批評中國的美國人何曾想到會受到中國的批評。美國白宮發言人趕快出來講,美國政府債券是最安全的投資。兩個月前在國會聽證會上,還在指責中國政府干涉人民幣匯率的美國新任財長蓋特納,也出來講美國政府債券是世界上

最安全的投資,任何擔憂都是多餘的,云云。

可是,客觀地來看,你會感到溫家寶對美元債券的擔憂是實實在在的,合情合理的。我們借錢給人家,最擔心的是貸款到期不能如數歸還,銀行里歸為信用風險。評價一個人或者公司的信用風險,關鍵看兩條:還錢意願和還錢能力。如果你以前沒有想到這兩條的話,想過去大會上的慷慨陳詞:我們的目的一定會達到(意願),我們的目的一定能夠達到(能力),講的都是同一回事。

現在讓我們從信用風險的還錢意願和還錢能力這兩條,看看美國政府債券的信用風險。

美國願意如數歸還美國的債務嗎?當然不願意。誰願意把兜里的錢拿出去?銀行為了防止貸款收不回來,一般都要資產抵押。房屋按揭以房屋做抵押,汽車貸款以汽車做抵押……信用卡賬單沒有抵押,所以利率很高,並且討債方可以逼你申請破產,從而影響你的信用記錄。中國購買美國債務,手上並無任何實物做抵押。如果美國不還錢,中國也不能把美國告上法庭,逼其破產。當然,美國可以以另一種形式破產,就是大量發行美元,沖淡美國的債務負擔,我想這

也正是溫家寶擔心的地方。

美國有能力以美元的當前購買力還清美元債務嗎?可以說有,也可以說沒有。美國現在從政府到個人的總債務是國民總產值的 3 倍。美國的國民總產值是 14 萬億,美國人口是三億,即人均欠債 14 萬美元。美國中等家庭年收入大約 5 萬美元,以一家四口人計算,一家要還 56 萬美元,即家庭年收入的 11 倍。如果以中國人六十年代還老毛子外債的幹勁,肯定能還上。以美國現在的情況,肯定還不上。因為美國人根本沒有感到還清債務的必要。就是不還,或者用貶值的美元還,你能拿美國怎麼樣。

美元債務在將來會貶值,這是一個公開的秘密。美國政府知道這一定,所以希拉里一上任,就跑中國來推銷美國政府債券。希拉里怎麼不來把美國的黃金儲備實一部份給中國?中國政府當然也知道這一點,所以溫家寶才公開講出他的擔憂。世界各國也都知道這一定,所以中國公司最近購買外國的原材料公司時,受到外國政府的百般阻撓。

中國政府的外匯儲備數額龐大,任何購買行動都會推動市場,所以很難以目前的價格購買原材料。如果中國購買黃金,黃金一下就會漲到三千美元一盎司。作為普通老百姓,你如果也擔心美元未來購買力會下降的話,那麼可以做一些金銀銅鐵、能源等原材料方面的投資。現在的去杠桿化過程可能會把許多資產的價格進一步往下壓,但美元購買力下降將是一個必然趨勢。從美國政府現在的印錢速度看,過不了五年,黃金和白銀的價格就會翻倍。



Timothy Geithner

美國新任財政部長蓋特納(Timothy Geithner)經過兩個多月的努力,在全美民眾的不耐煩地等待中,終於推出了銀行不良資產購買計劃。雖然大家對他的銀行不良資產購買計劃褒貶不一,但是政府總算有了一個可執行計劃。雖然蓋特納計劃的一些細節還不是很清楚,但我們可以根據該計劃的現有輪廓,作一個簡單的風險分析。

根據財政部公佈的例子。假定銀行現有不良資產的面值是 100 元,政府和私有機構組成的投資基金以 84 美元購買。在這 84 元里,美國聯邦存款保險公司(FDIC)提供 72 元的低息貸款保證;美國財政部投入 6 美元;私有機構投資 6 美元。

根據以上例子,我們可以看到,私有投資機構每投入一美元,美國財政部也要投入一美元(一比一投入),同時美國聯邦存款保險公司要提供 12 美元(6 倍)的低息貸款擔保。這樣組成的公私合營基金(PPIP, Public Private Investment Partner)以拍賣的方式購買銀行的不良資產。

銀行的風險和回報:銀行是不良資產的賣

美國購買銀行不良資產計劃的風險分析

主,所以對銀行來講,關鍵是能否把不良資產賣個好價錢。如果不是價錢問題,銀行的不良資產早賣掉了。一百塊錢的東西賣三十;三十沒人買的話賣二十,總是可以賣掉。銀行找政府幫忙,說到底,就是為了把不好的東西高價賣掉。在現有的計劃中,如果買方的出價不夠高,銀行必須確定賣不賣。賣,就得把賬面損失變成實際損失;不賣,以後價格難免不再往下跌。這次美國財政部的不良資產購買計劃是否可行,關鍵就看買賣雙方價格是否談到攏。

FDIC 的風險和回報:美國聯邦存款保險公司(FDIC)在這次不良資產購買計劃中出面擔保,完全是為了給銀行提供幫助。聯邦存款保險公司在可能會少量收點保證費,但風險卻是實實在在的。如果公私合營基金的損失超過 14% (1/7), 那麼 FDIC 就開始賠錢。FDIC 在這里沒有回報潛力,只有賠錢風險,這也是很多批評者的主要論點。因為 FDIC 的錢,說到底還是納稅人的錢。

美國財政部和私有投資機構的風險和回報:私有投資機構以前可能沒有太多興趣購買銀行不良資產。如果要買的話,價格也會非常低。美國財政部為了鼓勵私有投資機構的購買熱情,提供了兩個優惠條件:第一,財政部出錢與私人機構一起購買,一塊抵一塊,要賠一起賠;第二,財政部出面,讓 FDIC 給私有投資機構借錢購買不良資產提供擔保。如果購買的不良資產增值,那麼私人投資人可以取得高回報(六倍的財經杠桿);如果不良資產的價格持續下跌,前面的 14% 損失是財政部和私人投資的錢,以後則是 FDIC 的錢。重賞之下必有勇夫,難免沒有私有投資機構出來賭一把。

這種不良資產購買計劃是否是良策,現在誰也說不準。短期來看,市場的反映是積極的,所以世界各地股市都有不小的增幅。長期來看,經濟能否儘快好轉才是關鍵。如果經濟不好轉,所有的買主都會賠錢。當然,納稅人賠的是大頭。

你不理財,財不理你!

生隆 理財

SOLON FINANCIAL GROUP, LLC

Bo Li, CFP, ChFC, MBA

6200 SOM CENTER RD. B21
SOLON, OH 44139

電話:(440)519-1838

E-Mail: boli@solonfinancial.com

Securities offered through Multi-Financial Securities Corporation, Member NASD/SIPC. Solon Financial Group, LLC is not affiliated with Multi-Financial Securities Corporation or ING.



黎博

注冊財務規劃師

- 理財服務項目:
- ☑ 退休資金籌措規劃
- ☑ 人壽保險保障規劃
- ☑ 大學教育資金積累
- ☑ 投資方案策劃
- ☑ 市場指數年金
- ☑ 全面理財方案