

各位贵宾、先生和女士：

大家好！

本人谨代表安本资产管理感谢主办今日会议的单位，本人对获邀演讲感到非常荣幸。

我们处于动荡时期，部份人甚至认为，金融市场现时的情况是60年以来最差。我将借此机会与大家分享我对目前情况的看法。

首先，我会将现时环境与一年前的情况比较，然后再探讨「发生了什么问题？」和「要如何解决问题？」，最后我会分析哪些公司可以渡过目前难关以及哪些公司将被淘汰。

去年情况

直至去年夏天为止，经济一直处于不太冷又不过热的时期，即所谓「金发女孩经济

(Goldilocks economy)」，属于金融市场的天堂，资本制度之下的每位市场参与者都是

大赢家，不单止赢钱，更加赢大钱，可以说是皆大欢喜。有赖商品价格低、运输成本便宜

和全球化，工资维持于低水平，通胀也偏低，所以世界各地的中央银行有能力减息，以刺

激增长（并非来自通胀），造成利率长期极低的「问题」。即使无风险利率下降，投资者

对「正常」回报率的期望也没有降低，同时争相进行利率差价交易。与无风险的政府债券相比，公司、证券化、新兴市场和高收益债券的息差跌至历史低位。人人借钱投资，资产价格急升。华尔街的投资银行家十分担心没有足够的资产可以售予投资者，任何人都能轻易向美国商业银行取得按揭贷款，即使无收入、无业和无资产也没有问题，只需填写一份表格，美国梦即成真：毋须付款就拥有房产，而且房屋市场於过去50年每年升值！即使楼市出现问题，交还钥匙就好。等等，再申请第二抵押不是更好？在美国全国楼价急升的情况下，银行甚至愿意为物业的未变现增值借出资金，称作房屋净值贷款（Home Equity Loans）。华尔街的精英们又有更多资产售予投资者，商业银行的收费也可以增加。真好！

美国人的家变成了他们的聚宝盘，有了房产之后，他们不再注重储蓄，也不担心工资是否增加。房产成为了唯一的储蓄计划和退休养老金！

评级机构也跟随潮流，为了赚取丰厚的收费，任何被称作债务抵押证券（CDO）的产品它们都会给予AAA评级。评级机构的收费收入增加，股价也被推高。

投资者对这些收益率高、价格低、无风险和AAA评级的神奇新资产热情高涨。他们根本不在意自己是否知道这些资产是什么，只见这些资产都有AAA评级，也就放心买入。

房利美和房贷美也不甘人后。它们本来主要为标准按揭提供担保，但后来变为利用低息贷款直接投资于按揭证券，那些低息贷款最终将由政府担保，而且监管机构对这类活动的资本金要求非常宽松。随着楼价直线上升，抵押品价值不断增加，谁还需要资本金？房利美的股价大升，弗兰克林·雷恩斯（Franklin Raines）成为股坛宠儿。

对冲基金以投资银行作为主要经纪，是借贷资金的来源。对冲基金只要付出300万美元现金，即可持有价值1亿美元的Alt-A按揭证券（Alt-A Mortgage Backed Securities），专业人士称之为3%的垫头（haircut）。投资银行渴望与对冲基金做生意，取得30倍的杠杆比率根本不难，而且非常普遍。

为了尽量提高本身的股价，商业银行也避开监管机构的监视，创造出一个影子银行体系，推出一系列账外的投资工具，称作结构性投资工具（SIV），可以在毋须符合法定资金要求的情况下，通过于商业票据市场取得的短期贷款暂时持有资产。各银行的伪装非常成功，举例而言，英国最大银行之一Halifax plc旗下名为Grampian的结构性投资工具截至2007年已积累价值约186亿英镑的资产，但Halifax于2006年的年报却没有一言半语提及Grampian或结构性投资工具。事实上，富达（Fidelity）的著名英国基金经理安东尼·伯顿（Anthony Bolton）于2007年承认，他从未听过结构性投资工具，也不知道那是什么。

亚洲中央银行也插手支持上述趋势，于1997年金融风暴之后，它们刻意保持货币汇价于低水平，务求刺激出口增长，期间积累了庞大的外汇储备，这些资金流入美国，成为助长楼市泡沫和支持伊拉克战事的资金。中国和其他新兴市场内部流动资金充裕，带动股市急升。

金融服务企业盈利激增，加上楼价上升，联邦政府、州政府和市政府税收增加，各级政府都感到十分满意。

由于所有人都赚钱，世界各地的监管机构没有发现任何问题。

股价不断上升，普通股东也很高兴。美国联邦储备局应付泡沫的手法一点也不高明。一旦股价摇摆不定，即仰赖大众救星格林斯潘（Alan Greenspan）使出他的拿手把戏，于麻烦一出现时便减息和注入更多流动资金以救市。美国一直维持这个传统。

皆大欢喜。金融体系简直犹如喝醉了（之后醉得更加厉害）。

市场充满派对气氛！

然后，泡沫爆破！很多评论员认为危机始于2007年7月贝尔斯登（Bear Stearns）宣布旗下两只对冲基金倒闭之时，或8月9日欧洲央行突然注入大量资金当日，但我个人认为关键在于8月21日，标准普尔当时一夜之间将两项债券的评级由AAA级调低至CCC级。AAA级表

示投资者有99.9%可以收回资金，CCC级则表示投资者将血本无归。债券怎么可能一夜之间由AAA级变为CCC级？24小时之内可能发生什么事情？当日没有发生恐怖袭击，也没有炸弹爆炸，股市也没有崩溃，只是平平无奇的一日。

今日的情况已经完全不同。

主要股市下跌20%，银行股下滑40%，中国股份大泻60%，房利美和房贷美股份更自高位下跌达90%。在美国楼价下跌的情况下，两房的资本只刚刚超过100亿美元，但却持有账面价值5万亿美元的按揭资产。Indymac、贝尔斯登、Northern Rock和IKB已经无力支撑。瑞银、花旗银行、Wachovia和美林等等企业的首席行政官纷纷下台。负责担保美国银行存款的美国联邦存款保险公司只有520亿美元现金，却要处理美国8,500家银行合共多达6.8万亿美元的存款问题。预计只是IndyMac的问题已经要动用当中40亿至80亿美元，而美国联邦存款保险公司的监察名单上仍有120家无公布名称的银行。克里斯·惠伦（Chris Whalen）等独立研究人员已发现700家「高危」机构。回顾90年代初的储蓄和贷款危机，当时有1500家银行沦陷。因此，想当然的是银行借贷活动全面停顿，息差急升，证券化市场静止。对信贷市场而言，2008年7月和8月是黑暗时期，息差扩大，和发行活动推迟。机构按揭发行量由6月的1,170亿美元跌至850亿美元，而非机构按揭发行量也由6月的100亿

美元减至7月只有7.43亿美元。最近也有公司发行债券，但息差与一年前不可同日而语。

花旗银行、美国万通和AIG提供的息率分别较五年期美国国库债券高出337、425和433个

基点。一年前，那些债券被视为高收益债券。然而，如今即使是美国金融界的龙头企业也得靠开出高息招徕投资者。

还记得一年前的3%垫头吗？今日已经升至30%。一年之前以1,000万美元的资金已经可以持有价值3亿美元的投资组合，今日就只可以得到价值3,000万美元的投资组合。去年的对冲基金今日需要于跌市情况下出售2.7亿美元的资产，又或者筹集9,000万美元资金，所以大家积极降低杠杆比率不无原因。

由于AAA评级不再具有意义，市场对评级机构给予结构性产品的评级已经毫无信心。部份投资银行改为以信贷违约掉期作为决定是否借出资金的标准，而不再信赖信贷评级。这趋势影响深远，尤其是对保荐人而言，因为衍生工具市场已经开始取代评级机构成为证明信贷实力的权威。

美国各州政府和市政府陷入危机，因为它们的收入来自物业税，而纽约市则依赖银行的利得税，但银行现时出现亏损。加州州长阿诺·施瓦辛格（Schwarzenegger）刚刚尝试裁减

20,000名员工，以达到收支平衡。美国以外的政府也不能幸免。瑞银今年对瑞士税收的贡献应该有限。有人估计，美林于未来十年都毋须向英国政府交税。

除美国以外，英国、爱尔兰、西班牙、新西兰和澳大利亚的楼价都应声下跌。虽然近期回落，但商品价格暴涨，很多新兴国家（尤其是亚洲）的通胀陷入疯狂状态。亚洲人更加受到三重打击：首先，由于社会保障制度几乎不存在，所以人们被迫存钱；其次，由于股市下跌，人们发现存款不断贬值；第三，通胀更进一步令到人们的财富缩水。亚洲的情况独特，政府并无利用可以带来实质正面回报的抗通胀债券为储存户提供对冲通胀的方法。亚洲可能已自1997年的金融风暴恢复过来，但目前的汇率和货币政策或者已经埋下引发另一次危机的地雷。通胀不只是经济问题，同时也涉及政治。由于七大工业国步入衰退，亚洲今次将无法通过刺激出口解决问题。事实上，亚洲目前依赖商业和出口主导的经济模式已经因为另一个因素而受到威胁，原因在于这个经济模式需要有低能源和运输成本支持，才可以将货物轻易由一个地区运往遥远的另一地区，例如在中国最后组装然后运往欧美市场。除最终需求问题之外，这个经济模式也可能瓦解，因为全球化趋势可能逆转，生产工序可能迁回最终市场，或者更接近最终市场的地方。后果何其严重！

引发危机的原因？贪念。

贪念在今日的金融体系几乎无处不在。大部份市场参与者都基于利好和利淡因素采取合理行动。对很多人而言，金融体系的风险与回报并不对等。高风险投资者最终获得美国联储局的保护，可以放心投资于高风险项目，从而赚取大量金钱，享尽所有优势，但如果情况转差，股东和纳税人将承担所有恶果。大玩家可以毫发未伤地离场，即使是联邦国家房贷协会、美林或花旗银行的前首席行政官亦只是辞职了事，而且是荷包满满地离开。这个制度荒谬绝伦。更差的是，股东长久以来被迫忍受这些不合理的现象。

我曾经询问股票投资部门的同事，为何这些公司的股东容许这样的事情发生？回答是部分是因为贪婪；另外既然股价一直上升，又何必过问太多？那就表明一切没有问题吗？

他们也提到被动投资者在今日市场扮演的角色。见到基金表现不断跑输大市，很多投资者已经不愿意再向基金经理支付费用，转而采用被动投资法，投资于一些交易所交易基金或指数基金。这些基金很便宜。投资者只需要选定一个指数，即等如投资于指数之下的任何东西。但其中有没有任何圈套？当然有，因为投资者被迫买入指数包含的一切东西。当一家公司的股价愈高，占指数的比重愈大，表示投资者买入最昂贵公司的更多股份：哗！我可以举出一个例子说明这是何等愚蠢。不知大家是否记得于1989年12月，当时日经指数接近40,000点？如果你当时投资于MSCI世界股票指数，你的资金将有42%投资于日经指

数，而只有1%投资于恒生指数。自此之后，日经指数已经下跌70%，而恒生指数却是当时的12倍。债券基金的情况亦大同小异。它们强迫投资者向负债最多的国家和公司借出最多资金。这实在是疯狂！指数是用于计量表现的有效工具，而不是作出资产配置决定的指标。但指数今日却成为投资的指标，现时有数以万亿计的资金投入这种被动型投资。这是不负责任的做法，但大众仍然继续如此。为什么？

不错，今日的金融世界发展出很多投资模型，而且习惯根据这些模型作出决定。所有投资模型都是基于过往数据运算，所以这是向后看的投资手法。投资模型不是不好，但仅止于它们崩溃之前。这就如看着后视镜驾驶汽车。即使是技术再好的驾驶者，如果这样驾驶，最终一定会撞车。由两位诺贝尔得奖者营运的Long Term Capital也难逃劫数。即使高盛旗舰世界股票基金也于一周内蒸发掉30%，原因是「电脑程序产生的买卖策略出现问题」。高盛首席财务官大卫·维尼亚（David Viniar）说：「我们发现很多标准差高达25%的情况。」其实，标准差高达25%的事情每10万年才会出现一次。他接着说，他们发现这些情况「连续数天」出现。连续五天出现25%标准差情况的机率千载难逢（我想实际数字是10之后加25个零）。我知道这些人都是精英，但是...那个模型极有可能出错。

问题实在是数之不尽。在座各位，重点在于资本主义制度已经破灭。目前情况也荒谬绝伦。在中国等新兴地区数以百万人仍活在贫穷线以下，他们在恶劣的环境下为微薄的人工长时间制造出口货品，而他们辛苦储起的金钱却被用来投资于发达国家的资产，例如佛罗里达州和加州的房屋。维持资本主义制度运作的资金竟然来自共产主义的核心！如果毛主席在世，不知有何感想？

部份投资者未必能够接受我将资本主义制度与庞氏 (Ponzi) 投资诈骗计划相提并论，但其实这离事实不远。资本主义制度依赖资产不断升值，但资产价格 (尤其是美国的住宅和商用物业价格) 正在下跌，而美国的物业却是很多债务的抵押品。我们现时面临的风险是次级按揭问题将变成优质按揭的问题。众多金融企业蒙受重大损失和大幅撇账，根据彭博资讯的报告，截至8月13日为止多家银行公布合共亏损和撇账5,010亿美元.....并筹集新资本3,520亿美元。纳税人开始对这个制度存有疑问。在目前制度之下，盈利由私人袋袋平安，但亏损却由整个社会承担 (即由纳税人付款) 。

金融界这次动荡对经济的实质影响开始显现，反映于美国的失业率。最近，日本、澳大利亚、新西兰、英国和欧洲公布的数据非常差。随着金融风暴转化成为经济危机，很可能爆

发新一轮的撇账和亏损潮，引致经济转弱，打击早已伤痕累累的金融体系，导致金融机构收紧对借贷的限制，令经济雪上加霜，造成恶性循环。最终亏损数字将以万亿美元计。政府可能要将银行国有化，就如房利美和房贷美已经由国家接手。美国国债的AAA评级可能不会维持太久。

就如人体需要水份，经济也需要信贷。提供信贷的金融体系需要重组。次按市场问题引发蝴蝶效应。由于金融体系牵涉全球，我们需要一个世界性的解决方案。这绝不容易，因为负责解决问题的政府和监管机构都是国家和地区性的，而以美国的保险公司为例，也是非常分散。并非所有人也可以安然渡过这个危机。

那可以怎么办？

如果危机的源头是「贪念」，那么解决危机的关键在于「信心」。

要大众恢复信心，必须先达成两项条件。首先是楼市必须稳定下来。由于之前的房地产证券化趋势，大量房地产现已成为整个金融界（尤其是银行业）所持价值数以万亿美元计资产的抵押品。

在楼市目前供过于求的情况下，我们需要更多买家。要吸引买家，楼价必须下跌，才可清除市场存货。人们会否购买房屋视乎他们能否取得按揭。不过，由于银行收紧借贷限制，

申请人较难获得按揭，息率也已经提高。今时今日几乎不可能获批非标准按揭，而房利美和房贷美也提高了为标准按揭提供担保而向银行收取的费用，费用已经增加一倍。最新一季的美国联储局高级贷款主任调查报告（US Federal Reserve Senior Loan Officer Survey）显示，由于不论贷款类别和金额，借贷限制全面收紧，信贷危机可能进一步恶化。

人们会否购买房屋也视乎他们是否有工作和收入，以支付按揭供款。随着华尔街的风暴吹至大街小巷，失业人数将会激增，看来房屋市场需要一段时间才可能稳定下来，遑论开始反弹。

恢复大众信心的**第二项**先决条件是要令银行放心借出资金，尤其是同业之间。事实上，现时最令人忧心的是，即使银行同业之间也不愿意互相借出资金，从全球银行同业货币市场目前一片乱局即可印证。银行内部是否知道一些我们所不知道的消息？除非银行已经解决本身的账目问题，而且有信心其他银行都已经解决这个问题，否则同业之间不会互借资金。很多美国银行有数以十亿的账外资产须要记回账目内。美国财务会计准则委员会已给予金融机构一年宽限期，容许它们于2010年1月之前整理好所有账项，因为银行目前的资金严重不足，如果须于今日完全解决账目问题，各银行需以股本集资的方式筹集数十亿元资金，市场根本不能承受这种冲击。假如银行无法筹得新资本，则需要持有那些资产或贷

款直至到期，又或者尝试出售那些资产。除非已经出售那些资产，否则还要烦恼应该如何评估它们的价值。银行持有的资产可以分为三级：第一级资产有可参考市价；第二级资产无可参考价格，但当中部份项目可以市价计算；第三级资产当中一项或以上的项目并无可参考价格。第三级资产的价值由管理层估计，他们经常依赖电脑模型为这类资产估值。换言之，银行自己进行「无证据证明」的估值。巴菲特 (Warren Buffet) 曾说：「按计算模型估价？根本就是瞎猜乱估。」当然，假如资产的相关抵押品不是一直贬值，将更容易出售这些资产。市场上对这类资产供过于求的原因之一是大部份卖家都是借钱买入资产。以投资银行为例，一般的杠杆比率高达30倍。不过，新买家却需要以真金白银买入资产，不可以利用杠杆方式。这表示每一个借钱买资产的卖家需要找到30个真金白银的买家。这实在需要时间。部份私募股权公司有意「买入」这些资产，但资金其实来自银行 (即是卖出资产的一方) 的借贷，而且那些贷款的息率往往低于市场利率，加上如果资产的价值跌至低于一定水平，买家有权将资产退回卖家。美林和其他机构近期的补救行动，无疑只是些魔术戏法。银行需要一段长时间解决账目问题，除非问题解决，否则危机将会加剧，因为大家不再信任银行体系。最终，政府绝对有可能出手干预，然后就看由谁支付账单：股东？还是纳税人？

要拆解这团混乱，还有很多问题需要解决。第二项首要任务是提高透明度。不论是衍生工具市场，还是银行或主权财富基金也要增加透明度。如有兴趣知道主权财富基金的透明度标准，可以浏览挪威央行下属的投资管理公司 (Norges Bank Investment Management) 的网页 www.nbim.no。这个网页罗列种种要求，可以说是民主问责制下的终极标准。

另一要务是解决评级机构的问题，而目前欧盟和其他人已经着手进行。

虽然情况非常混乱，或者正因如此，市场仍有好消息。我们可否渡过难关？这视乎「我们」包括什么人。总是有人欢喜有人愁，部份人将渡过危机，但很多人将不能幸免。

手头上持有大量现金的个人、公司和国家将会成为赢家，而输家就是那些有负债、需要财务重组、负债比率很高和需要出售资产的个人、公司和国家。总之，持有现金的就是王者。

好消息是我们今日身处亚洲，而亚洲的个人、公司或政府平均负债比率都远低于世界其他地方。有趣的是，当被问及对亚洲未来前景的看法时，安本的同事（不论是货币、债券、股票或地产部门的同事）都认为亚洲整体的前景比世界其他地区优胜。亚洲股票应该跑赢大市，尤其是地区性的银行。亚洲货币整体便宜，尤其是兑欧元、英镑和瑞士法郎的汇

率。与其他地方相比，亚洲的息差非常吸引。亚洲楼市日后的跌幅也应该低于负债累累的西方楼市。当然也有例外，澳大利亚、韩国和印度等国家就录得庞大的经常账赤字。我不是说亚洲全无问题，通胀就是亚洲需要解决的最大麻烦，但是负债少的亚洲与负债多的西方国家之间最大差别在于亚洲政府可以运用各种手段解决通胀问题，包括冷却经济发展，但却不会引致衰退。政府可能需要加息，同时令货币升值，但这不是难事。

很多投资者仍然将世界分为发达经济体系和新兴经济体系。我认为这种分类已经再无意义。不论是发展中国家还是新兴国家，现时最重要的区分是负债较多的国家与负债较少的国家。因此，值得高兴的是，我们身处的亚洲在目前的困难时期将比债务缠身的西方国家更有优势。另外，就如我之前所提及，亚洲也有另一优势，因为亚洲政府和中央银行可以灵活运用各种方法，所以有能力轻松解决所面对的最大问题－通胀。

身为基金经理，我认为目前的情况仍存在其他利好因素。

1. 人们终于开始提出疑问，而且是恰当的问题。事实上，目前全球资本体系的每个层面都被仔细检查。银行、投资银行、投资者、股东、退休金基金、受托人、评级机构、监管机构、顾问、政府、中央银行……通通被检查，无人可以豁免。有人提出疑问，即代表有人将会处理相关问题，虽然不保证一定完满解决，但至少不会放任不理。

2. 金融市场的抛售潮为长线投资者创造机会，可以较合理的价格买入优质资产。过去几年热钱大量流入形成泡沫，很多资产的估值达到匪夷所思的水平，无论是中国、越南和印度股市，还是息差很窄的全球信贷市场也是如此。在刚刚开始降低杠杆比率过程之中，身负债务的投资者往往需要以来自优质投资的盈利填补错误投资造成的亏损。就如我之前所说，目前已经演变成恐慌性的无差别抛售潮，甚至连优质资产都被抛弃。现况对负债较多的投资者不利，但对巴菲特等现金充裕的人而言却是黄金机会。

3. 另一好消息是，经此一役，客户对投资组合正常回报率的期望应会降低。双位数字的回报率不属于正常回报范围。实情是，金融界于过去十年一直尝试发明一种回报极高的AAA评级无风险资产，这是投资者不切实际的期望。不过，投资者现在已经梦醒，这实在是好事。

4. 投资者以往过分依赖各种工具和技巧，而不愿自行下苦功研究。现时这个趋势将会逐步改变。当然投资者不会一夜之间放弃倚靠电脑模型、评级机构、指数和顾问，但它们的角色将会改变。投资者开始明白那些工具和机构也有限制和它们过往被滥用的程度。他们开始自行思考，同时学会向前看，而不是依赖只会向后看的「专业人士」（主要指卖方分析员）或电脑（基于过往数据构建的模型）代其思考。

我将以全球最著名投资者巴菲特的说话为我今日以「贪念」为重点的演讲作结。他说：

「在别人贪得无厌时要懂得害怕；在别人害怕时要懂得积极进取」。

最後，我借这个机会简单介绍我代表的公司－安本资产管理。安本是建基於英国的独立资产管理公司，管理的资产超过2,200亿美元，包括股票、债券和地产。安本於1983年成立，於1991年在伦敦證券交易所上市。时至今日，我们在世界各地设有24家办事处，同时在伦敦、费城、新加坡和悉尼设有主要投资中心。安本在亚洲投入大量资源，在亚洲的资产管理界享负盛名。我们早在20多年前已率先投资於亚洲市场，目前管理超过451亿美元的亚洲资产，以亚洲区的股票投资而言，我们是全球最大规模的资产管理公司之一。安本也拥有专责亚洲债券的队伍。安本为大型机构、其他资产管理公司和散户投资者管理资产，涵盖多个国家和地区的基金及专设产品。除新加坡之外，我们在香港、泰国、马来西亚和澳大利亚都驻有基金经理，同时在韩国设有代表处，并即将在上海成立代表处。安本著重原创研究及采取长线投资策略，投资往绩彪炳，多年来获奖无数。

我希望借助这次研讨会，会同我的同事刘晓都先生与大家多多交流，交换意见和讨论时事，为建立美好的未来同尽一份心力。

各位先生和女士，谢谢。

