

亞太資本市場會議

《系統性風險：誰來看顧嬰孩？》

2007年7月5日

要旨演說

講者

香港證券及期貨事務監察委員會
行政總裁韋奕禮 (Martin Wheatley)

引言

我必須承認，選擇這個演說题目的目的是希望引起各位的好奇心和興趣，尤其是很多人可能不會想到監管機構會提出這個問題。因此，首先讓我說明這個問題的重要性。身為父親，我知道當我在照顧孩子時，我會非常專注。如果有一群成年人在場，專注力便或多或少會下降，因為我們都假定其他人正在留神。對於在座當中為人父母者，我相信你們對這種情況一定不感到陌生。我今天要談及的“嬰孩”，是全球市場上的“債項”——尤其是那些經過抵押化、證券化、拆細、重新包裝、轉售，繼而從貸款機構的資產負債表分散到眾多不同人士的手上(包括傳統及另類基金)的較為特別的債項，究竟誰來監察風險？最近為香港回歸祖國十周年而舉行的煙花匯演及慶祝活動，想必令各位嘆為觀止。然而，2007年亦是另外兩項歷史性事件的周年紀念——1987年的黑色星期一及在1997年爆發的亞洲金融危機。我認為這正是適當的時候去提醒自己，儘管市場普遍能夠更有效率地為風險定價——而我們亦經歷了一段平穩的增長期及前所未有的低波幅——但市場仍然具備出人意表、突然大幅調整的潛在威力。有效率地運作的市場的特徵是，市場上的參與者持續不斷地重估風險及回報——但偶爾，無法預料的關連事件可能導致風險及流動資金非常大幅度的重新評估。

我們設立了若干投資者保障標準，亦謹慎監察系統性風險，以確保金融體系的穩健性——但是，只有當供求力量能夠自由地互相帶動，有效率的市場才能在最佳狀態下運作。

監管者及制訂政策者不能亦不應試圖消除風險以防止金融衝擊，否則便沒有正常運作的市場可言。他們所面對的挑戰是，在促進市場效率及維持市場或金融體系的復原能力之間謀取適當的平衡。

同樣重要的是，市場參與者個別地釐定他們願意承受的風險程度，藉此亦共同地釐定市場整體有能力及願意承受的風險程度。因此，市場紀律在金融穩定性中發揮舉足輕重的作用，涉及管治、風險管理、內部監控、道德及操守幾方面。

不好了，我已洩露了市場紀律便是用來管理風險的要訣，我這個演說的題目看來已不再那麼引人入勝了。假如各位在以下幾分鐘與我一起走進時光隧道，我希望各位會知道金融環境在哪些方面已有所改變（或沒有改變），以及隨著各個市場之間的關係愈來愈緊密相連，市場及監管機構如何對日趨複雜的金融工具作出回應，並發覺這些資料十分有用。在旅程結束時，我們也許會發現未能就所有問題找到答案，但更重要的是我們能提出適當的問題，從而把注意力集中於重要的事項上。

1987 年的股災及亞洲金融危機

1987 年的股災

在 1987 年的股災前夕，證券市場交投暢旺，市盈率超出盈利增長，導致有關方面發出估價過高的警告。當時的市場主要獲得來自兩方面的支持——退休基金等新的參與者大量加入資本市場；另外，為公司收購提供融資可獲得稅務優惠，帶動被收購公司的股價節節上升。在 1987 年，股壇締造了若干紀錄，杜瓊斯指數於 8

月較上一年的 8 月上升了 850 點或 45%。恒生指數在 10 月 1 日創出 3,950 點的高峰，較一年前上升了 89%。然而，股災前幾個月期間的宏觀經濟展望卻沒有這麼明朗。全球利率正在上升，令人關注貿易赤字不斷膨脹及貨幣疲軟的美國是否需要亦步亦趨。

1987 年的危機是由甚麼觸發的呢？像任何危機一樣，市場氣氛逆轉並非由單一事件導致，而是受眾多因素影響。一些有關美國赤字的遜於預期的不利消息，導致美元偏軟，利率調高，而取消前述公司合併所享稅務優惠的法案亦於當時提出，因而觸發 1987 年股災。杜瓊斯指數在 10 月 14 日開始下挫，終於在 10 月 19 日黑色星期一單日暴瀉 22.6%，跌市震驚及漫延全球。富時 30 指數下跌 10.1%，日經指數下跌 2.4%，而香港股市則下跌 11.1%。

股災的嚴重情況可以歸咎於幾項因素，例如大量保證金（俗稱“孖展”）被追收，涉及金額龐大，令流動資金被吸乾，程式交易的影響及缺乏可靠的資訊。在 1987 年以前，市場上普遍選用投資組合保險作為保障收益的策略。如果你是唯一使用這個策略的人，沽售指數期貨來為現貨投資組合進行對沖是很好的辦法——問題是，人人都採用投資組合保險，因此在同一時間試圖拋售，流動資金實際上被吸乾。

亞洲金融危機

我們把時間推後 10 年。在亞洲金融危機前夕，五個受影響的國家在 1996 年錄得約 1,200 億元的淨資金流入。隨著資金流向在 1997 年逆轉，最後錄得 400 億元的淨流出。在 1996 年至 1997 年之間約 2,000 億元的衝擊佔該等國家的合併本地生產總值約 10%。隨著海外及本地投資者紛紛抽身離場，外匯危機迅速惡化為經濟危機，因而出現了惡性循環：股價暴瀉，追收保證金及恐慌性拋售令跌勢加劇，貨幣隨著資金流走而進一步貶值，將更多背負外匯債項的機構推向破產，本地貸款的拖欠情況大幅增加，銀行遂收緊貸款。這正是借款人流動資金問題演變為破產問題的典型例子，在亞洲金融危機過後，大規模的公司重組勢在必行。對證券市場、

信貸市場及外匯市場造成的衝擊，導致資產價格不斷下跌，令情況雪上加霜。前所未有的巨額不良貸款帶來信貸收縮，使經濟頓時陷入衰退。

當時已有市場參與者明白到，金融市場之間日漸整合，加上處於全球化環境中的開放經濟體系之間唇齒相依的關係，意味著外部衝擊出現時，無人可以倖免。要對付這項關乎全球的問題，需要在全球層面上作出回應，即建構一套嶄新的金融架構，於是，有關方面在 1999 年設立金融穩定論壇。國際貨幣基金組織其後提升了該論壇的監察功能，並推出金融體系評估計劃，用以評估個別地區在落實金融穩定論壇認為對穩健的金融體系至關重要的 12 項國際標準方面的進展程度。

導致亞洲金融危機爆發的根本原因，在於金融體系、匯率制度及涉及資金管制的選擇性開放措施的結構性弱點，而亞洲金融危機帶來的嚴重衝擊，影響遍及全球。相反，1987 年的股災則是由一連串因素所觸發，而引致災情更為嚴重的，是當時交易及結算系統所承受的壓力，和市場人士普遍採納投資組合保險作為對沖策略，意味著當市場出現災難時，人人都會一窩蜂地朝著同一出口逃生。

以上我已簡略回顧金融市場近代的發展史中兩宗重要事件。那麼，我們當前的境況又如何呢？當今的金融市場有哪些特徵？我們的市場是否較以往有更佳的復原能力？市場有哪些風險迫近眉睫？我們是否已準備就緒，迎接將會出現的衝擊？

當前的金融市場環境

宏觀經濟環境

這些年來，全球市場持續穩定增長、通脹率受到控制、企業盈利強勁，資產價格亦節節上升。根據國際貨幣基金組織的數字，全球在過去四年間錄得 30 年來最急速的全球收入升幅。儘管商品價格面對重大的衝擊，全球的核心通脹率仍維持在 40 年來的低水平。新興經濟體系的金融市場規模正日益擴大，並且與全球的經濟

體系越趨整合。由新興市場經濟體系在本地發行的債券總值已超逾 39,000 億美元，成爲一種重要的全球資產類別。

然而，與此同時，全球正出現歷年來最大的貿易失衡，而有關方面一直都能在匯率仍頗爲穩定的環境中輕易地獲得融資，以紓解貿易失衡的現象。一直以來，市場不斷揣測全球貿易失衡的現象最終將會發展成怎樣，以及消除失衡的措施能否有秩序地推行。這是一項更長遠的問題，因爲鑑於一些涉及地緣政治的重大考慮因素，能夠對症下葯的解決辦法並不明顯。

財務狀況

當前更急切的關注，在於利率將於何時正常化，因爲這對槓桿借貸、資金流通、息差及資產價格都會構成影響。當前的實際利率及風險溢價正處於不尋常的偏低水平。看來目前有見解認爲，鑑於當前的宏觀經濟環境較佳，因此不同融資結構所涉及的風險已減少。所有投資者亦越來越願意承擔更高風險，以賺取更多回報。投資者能夠承受更高風險，可歸因於他們追求更高回報率、在貸出款項者之間的競爭及‘創造與分銷’的業務模式。

足夠的流動資金與更高的風險承受能力結合起來，驅使信貸風險轉移金融工具及槓桿收購活動錄得可觀增長。投資銀行、對沖基金、私人股權基金及其他機構投資者已對如抵押債務證券(CDO)及合成式 CDO (信貸違責掉期協議的 CDO)等較高風險資產類別趨之若鶩。

一旦市場循環在信貸市場重新評估風險和利率正常化時逆轉，槓桿借貸將會是主要的關注所在。流動資金與槓桿借貸之間有密切的關連，及會在良性或惡性循環中彼此互相強化。在利好的市場環境下，加上樂觀的情緒，易於取得的信貸驅使資產價格節節上升。對風險看法的轉移應可令致風險溢價上升，繼而隨著信貸條件收緊（即假設信貸條件存在，但設立“低門檻”貸款(“cov-lite” loans) 卻是另一回事）而可能會觸發企業違責，以及企業如須償還槓桿貸款，市場的流動資金便可

能會減少，而資產價格的跌幅亦會擴大。過去兩周內，市場已開始出現若干調整，而我將會對此詳加說明。

根據國際清算銀行在 6 月發表的年報，約有三分之一的 CDO 是由有資產保證的證券所擔保的，而業內的估計數字則顯示相當份額的 CDO 是以次級按揭(subprime)及另類頂級按揭(Alt-A mortgages)作為保證的。國際清算銀行指出，投資者所關注的，並非次級按揭市場本身，而是次級按揭貸款如持續惡化，將會對 CDO 的估值所產生的影響。

這項有關 CDO 估值的關注現已因涉及貝爾斯登 (Bear Stearns) 屬下兩項對沖基金的事故而得到支持。事實上，由於投資者通常不會在市場上就 CDO 進行交易，而是會持有至到期日，因此，CDO 並無任何公開報價的市場價格。投資組合持有人或投資銀行會自行根據複雜的數學模型及其他非市場技術為 CDO 進行估值。當債權人試圖在非公開且不流通的市場拍賣 CDO 時，會發現 CDO 的殘值遠低於預期水平，而債權人亦只能將欠債人的一小部分資產出售套現。正如一名市場評論員指出，這種情況導致 CDO 的流通性問題變得更為嚴重，影響範圍更會超越相關的經濟因素，而在這情況中，即次級按揭市場。

投資者的另一關注範疇在於私人股權基金涉及巨額的槓桿收購 (LBO)。當收購目標公司的估值隨著槓桿比率而上升，信貸風險亦隨之而增加，但在信貸方面的約束紀律卻因條款寬鬆的貸款契約而受到削弱。有銀行家向我指出，若干私人股權基金公司已向潛在的貸款人表示，除非後者準備批出‘低門檻’貸款，否則便無需費神商討貸款事宜。被收購的公司所承擔的槓桿貸款，導致其面對外部衝擊時不堪一擊，而根據國際清算銀行所發表的數字，私人股權基金公司所收購的公司的平均債務／現金流比率在 2006 年已達至 5.4 倍的歷史新高。一旦某宗備受矚目的交易告吹，銀行便需在銀團貸款組成階段時承擔風險，並且會引致市場上更廣泛的重估風險現象。

隨著市場推出能將風險解除、攤薄和轉移成爲不同部分的複雜信貸風險轉移工具，從而切合投資者的風險承受能力，經濟體系承擔更多風險的能力和容量都隨之而增加。目前，資產價格已上升，而正如國際清算銀行所指出，當前市場涉及眾多不同資產類別的短期波幅已持續異常偏低。此外，多個市場在經歷 2006 年 5 月至 6 月及 2007 年 2 月至 3 月期間兩個波動飆升期後，現已迅速復蘇過來，這表明金融市場有強勁的復原能力。

然而，有人關注到金融市場尚未受到更嚴峻的考驗。當循環逆轉時，市場的復原能力主要取決於有否適當地爲風險定價。貝爾斯登事件的問題所在並非估值，而是槓桿借貸——貝爾斯登其中一項對沖基金的投資額曾利用槓桿效應擴大了 10 倍，其後，該基金由於未能償付被追繳的保證金而引致清盤，從而對餘下抵押品的估值造成壓力，以致產生進一步虧損和追繳更多保證金的惡性循環。

我們亦正開始目睹利率邁向正常化。保險息率已因應對通脹的關注而提高或維持於原有水平。隨著債券市場最近出現拋售，較長期美國國庫券的孳息曲線亦開始邁向正常化。次級按揭恐慌使借貸不再那麼容易獲批出，更有報道指“低門檻”貸款的風險溢價正在增加，正可反映這一趨勢。有報道指出，有銀行拒絕根據建議的條款包銷債券發行，並且要求較高溢價以便爲投資者提供更大保障。上星期，數項大型債券發行已被擱置或延期。這種爲風險重新定價是穩健的措施，而且標誌著市場正管理其風險。

金融環境的轉變展現了三個潛在的脆弱環節。其一是大型銀行需承受對沖基金帶來的風險，而後者一直以來都在帶動著信貸及衍生工具市場的流通性。其次是對槓桿收購所施加的非強制規定。最後一環是對沖基金、私人股權基金公司及銀行依賴信貸風險轉移技巧來管理風險。任何一環受到衝擊都可能會對另外兩者造成連鎖效應。例如，信貸循環出現逆轉可能會影響對沖基金向銀行還款及出售信貸

保障的能力。同樣地，若活躍於信貸風險轉移市場的對沖基金或私人股權基金公司面臨困難而“創造與分銷”模式又受到削弱時，便可能會觸發信貸循環逆轉。

挑戰

風險管理已取得長足的發展。當我在 1980 年代於倫敦開展事業時，我們當時正處於 3-6-3 銀行作業方式的末期——以 3% 借貸，以 6% 放款及最好在享受一段悠長的午膳時間後於下午 3 時回家。若銀行經理對貸款風險感到憂慮，他便會叫借款人前來洽談——最好在午膳之前。時至今日，信貸轉移市場意味著風險在墨跡未乾前便已剔除於資產負債表外，然後重新包裝，再出售予多家機構。

風險管理所面對的挑戰就是要了解“後續事件”及評估其對穩定性的影響。這些是不大可能發生但卻會對金融體系造成極大壓力的極端事件。在這方面進行壓力測試及情景分析是十分重要的。舉例說，國際貨幣基金組織及英倫銀行在出版的刊物中，曾對金融穩定性所面對的風險作出評估，這些資料有助於識別可能會導致危機的潛在系統性弱點，從而能夠採取行動降低該些風險及阻止系統性危機爆發。

市場參與者如何量度及管理風險對於維持金融穩定性發揮著舉足輕重的作用。鑑於以下因素，風險管理在現今的環境下變得更具挑戰性：

- (i) 金融工具及交易策略的複雜性；
- (ii) 流動資金不足會擴大該些工具及策略的風險；及
- (iii) 該些工具及交易策略所包含的槓桿借貸會增加管理風險時的難度。

結語

正如各位可以領會到，金融市場異常複雜、風險管理面對極大的挑戰，而突如其來的衝擊（後續風險）則涉及大量不明朗因素所圍繞。該些挑戰均表示監管者及

市場參與者之間需要在國際層面上進行更有效的對話和合作。就這方面而言，國際社會為釐定全球最佳慣例和標準及建立更佳的監管的工作、與業界的對話，以及有關對沖基金及交易對手風險管理的市場舉措，都是朝正確方向而作出的努力。

那麼“誰來看顧嬰孩？”我會說參與金融體系的所有人都在密切注意風險。金融機構、投資者、分析員、觀察員、市場評論者、傳媒、國際金融機構、中央銀行及監管者都共同關注作為經濟命脈的金融市場能否有效運作。我們所有人都有遵守紀律的責任，確保不會出現過多的風險。”資訊年代促進人們對全球經濟及金融發展的莫大興趣及認知，同時提高了透明度及管治水平，因而加強了市場紀律。

類似是次會議的論壇對於促進金融穩定性亦極為重要，知識及意見交流對完整及有效運作的市場及風險管理也十分重要。我謹祝是次會議能在進一步發揮亞洲資本市場的所有發展潛能方面取得成功。