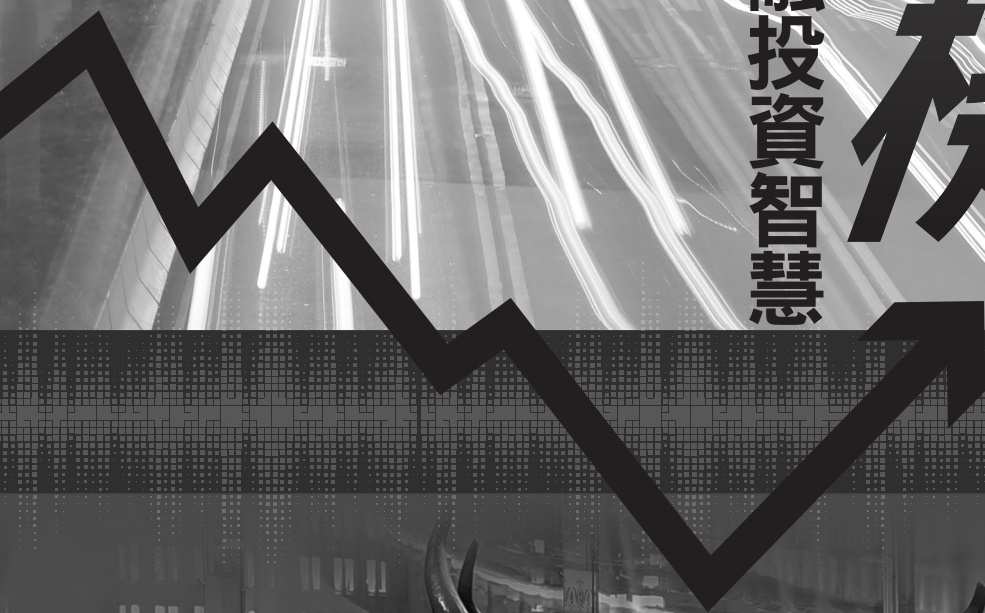


# 危 與 機

國際金融投資智慧

黃融／著



## Crisis as Chance

The Wisdom for  
International Financial Investment



# 金融市場基本原理



## 金融市場核心動力

金融市場有著把不同資產進行證券化的功能，能令各種實體資產證券化重新組合成不同的金融交易工具，並能以很低的交易成本在全球主要交易市場中流通。在古代我們的祖先能投資的不外乎身邊房子及田產，現代的投資者在投資帳戶下達一個指令，就可把資本聘聘在國際資本市場，以在同一天內買入美國的蘋果公司、中國的茅臺、日本的豐田汽車、韓國的三星電子。金融交易的好處是低交易成本、高效率，不過同時也因為複雜性而陷阱處處。你可以買到穩健的中短期美國國債、中國國債，獲得穩健的資本增值。可是海外的投資者也可能因為證券化，不幸地在金融危機前買入美國的住房抵押債務（CDO）的相關投資而蒙受重大損失。證券化是一把雙刃劍，可以幫助你捕捉全球機會，也可以令投資人承受意想不到的損失風險。

理論上資產是指一項能令我們獲得將來收入的經濟資源，實際上只要買入後將來賣出能獲得持續或一次性現金流的都可以算是資產，比如零息國債等等。金融交易體系有一只巨大的無形之手。手中持有貨幣的機構或個人，考慮手持現金買入合適資產以獲取更高的預期資本增值，就會增加金融資產的需求。已經持有金融資產的人如果想賣出資產換成貨幣，以等待機會去投資另一項更佳回報的資產，就會增加金融資產的供給。當一段時間內金融資產的需求上升幅度大於供給，資產的價格就會上升。而這個由機構及個人投資者組成的買入、賣出行為，就形成了推動全球金融交易市場運轉的核心力量。

只要投資項目獲得的收益率超過通膨率，投資者就能通過金融投資在將來獲得更多商品及服務獲取更多購買力。有興趣認真理解金融市場的讀者們，讓我們一起由貨幣開始認識金融市場的運作。



## 認識貨幣

貨幣這種人類發明出來的東西最大的作用是促進交易可能。在以物易物的社會，我們須要直接用實物交易，沒有了貨幣作為交易媒介參與其中，許多的交易便無法實現。比如你想用薯仔去換一條魚，而擁有一條魚的交易對手只想要麵包，交易就無法達成。貨幣是現代經濟體系中最主要的交易的媒介（Medium of Exchange），替代了沒有效率的以物易物交易。我們可以簡單地以貨幣購買所需的物品及服務，而不須要背負沉重的糧食或其他實物去尋找願意交易的對手。貨幣的出現促進了社會的複雜分工（Division of labour）並提升了生產力，因為生產者只需專注於生產一種自己較擅長的物品或服務，便可以賺得貨幣買到其他生活所需，社會總體能生產出更多物品及服務，促進經濟成長。

貨幣除了用作購買商品及服務，亦可以**作為儲存價值以及作為金融資產的交易用途**。人們除了直接儲存沒有利息的現金，也可以存放在銀行裡，如果當時央行沒有推行負利率偶爾還可能收到一點利息。投資者亦可以把貨幣用作購買房地產等的實體資產或股票債券等的金融資產。當資產價格上升時就可以賣出部分資產獲利，投資者就可以用賺到的錢購買更多物品及服務促進經濟成長，這就叫作財富效應（Wealth Effect）。不過如果投資者在金融交易賺到的錢，只是用來不斷的追逐更多的帳面數字的財富增值，這種紙上財富並沒有改善投資人生活的水平，必需捨得花錢消費才能真正地改善生活水平。大家要理解到純粹金融交易是不能促進社會的生產及服務增加的。但金融交易會間接幫助企業發行股票或債券獲得須要的資金，養活許多創投基金去鼓勵新企業成立和發展。個人逐利的投資行為卻間接地促成了社會及經濟的發展。

## 金本位制

金融交易的基礎是現金貨幣與不同資產之間的轉換，沒有貨幣就

沒有金融交易的可能，所以簡單認識貨幣十分重要。現代的主流貨幣都是信用貨幣，簡單的來說就是沒有任何實質的物品去支持貨幣的內在價值。你相信貨幣的價值是源自貨幣發行國的生產力量，個別國家貨幣是以整個國家或採用相同貨幣地區（如歐元）生產的物品及服務的價值背書貨幣的信用。大家天天上班很辛苦去賺的錢，中央銀行印出來便有了，理論上想印多少都可以。但沒有大家工作所創造的物品及服務的價值支持，貨幣其實只是一張廢紙。所以優秀的中央銀行會視經濟情況決定貨幣的供應增減並以利率作調節，確保經濟暢旺時提供足夠的貨幣作實體經濟交易，不會引起物價的太大波動。

在1870年後金本位制（Gold Standard System）曾經流行一時。在金本位制下一個國家的貨幣發行理論上發行的紙幣都必需有充足的黃金支援其價值，國家的貨幣發行總量直接與黃金掛鉤。流通的貨幣價值必須要黃金儲備的一定倍數。國際收支平衡（主要為對外貿易淨收益以及資本淨流入）以黃金為結算。國家與國家之間的匯率是固定的，按各自貨幣兌換黃金的比率去定價，央行不能隨意增加貨幣供應。如果一個國家擁有國際收支順差，就會有黃金流入其中，引起貨幣增發，最終會引起通膨並導致出口的競爭力下降。同樣地，如果一個國家出口不濟，經常進口大於出口出現國際收支逆差，黃金會流出，令其國家貨幣總量下跌，引起物價持續下跌的通縮狀態。物價下跌會令國家的競爭力重新回升。理論上這種黃金的流動可以自動調節國際收支平衡。但實際上當時的央行主要利用改變利率已可調節國際收支平衡的問題。因為只要利率上升便可以吸引海外資本流入，因為持有貨幣的利息回報會更高，改善國際收支中的資本流入問題。同時高利率也會壓抑消費及投資，令國內物價下跌。但是即使在金本位制下，實際上國與國之間的大額黃金實物流動並不常見。

金本位制於1934年美國大蕭條時代被取消，因金本位制並不適應政府須要用強力財政政策（Fiscal Policy）刺激的衰退年代。一旦經濟陷入衰退，金本位制也會制約政府刺激經濟的能力。例如政府想在經濟放緩時以發行公債加大公共建設速度以提升社會總需求，央行卻無法提供發債所需的貨幣以作支持。大家理解到採用金本位制其實制約了政府的經濟刺激政策的靈活性，經濟復甦所須要的時間就會大大加長。金本位制



產生的貨幣政策僵化問題與1930年代的大蕭條與當年的錯誤有重大的關係。美國聯儲局有大量研究承認當年犯了重大錯誤，任由地方性銀行倒閉而不作迅速的支援，令很多無辜存戶損失畢生積蓄，銀行體系受到重挫。直到今天聯儲局的決策者仍牢記當年的教訓，面對危機他們決不再會選擇袖手旁觀。比如在2008年金融危機發生後採用各種激進的貨幣刺激去挽救銀行間的流動性，這部分我們在後面會再加討論。

金本位制亦不適合經濟活動加速的年代，因為一旦經濟增長較快，生產力有所提升，而貨幣總量受黃金制約不能滿足社會經濟擴張須要，貨幣的購買力就會不斷上升，可能形成通貨緊縮。由於黃金的開採速度是相對有限，而經濟生產的物品及服務卻增長較快時。黃金或等值的貨幣持有者就能什麼也不做地增加購買力，他們可以不斷付出更少的錢去獲取同等的生產物品及服務，勞動者的收入相對黃金而言卻會不斷萎縮。人們不願花手中的貨幣去購物，商業投資因而減少，這會很大程度制約一個國家的長遠經濟發展。

## 布雷森林體系與信用貨幣

美國在二次大戰末1944年建立了布雷森林體系（Bretton Woods System），作為金本位制的變相延續。美聯儲保證其他國家央行可用持有的美元以官方價格兌換成等值黃金，成員國的本國貨幣和美元直接掛鉤，實行可調整的固定匯率制度。這令美元成為主要的國際結算貨幣，所以美元也曾被稱為美金。但是布雷森林體系下並沒有要求美國發行美元時必需以足夠黃金支援，當時美元發行實際上並沒有完全等值的黃金支持。美國只準備部分數量足夠供其他國家平常存取便算了，如果同時間有很多海外國家都想拿美元轉換成黃金，美國的黃金就會不夠應用了。

在1960年代開始美國不斷流失黃金儲備，美國開始想辦法減少他國想提取的黃金。最終1971美國尼克森總統決定停止按照35美元對每盎司黃金的價格兌換體系內其他國家的美元，正式中止了布雷森林體系，並引發了

當時美元相對主要貨幣的大幅貶值。這導致當時美元的利率須要大幅度上升以控制通膨，超高的市場利率水平令美國股市在1970年代初受到重挫。

## 法定信用貨幣

目前全球的主要經濟體系都採用了沒有實物或內在價值的信用貨幣（Fiat Money）作為本國的法定貨幣。由於法定信用貨幣並沒有發行限制，相對金本位制有較大的政策彈性，在有須要時可以大幅調節利率，並發行充足的貨幣以刺激經濟生產活動，可以更好地支援經濟發展。採用信用貨幣制並能更有效保障以本國貨幣為主要存款構成的銀行體系應對危險的彈性。沒有了金本位制的約束，令貨幣政策更靈活，中央銀行就能隨心所欲地隨時印錢，便能接管資不抵債銀行的資金缺口，政府直接接管銀行營運，因為沒有人須要擔心本國的大型銀行會因缺乏本國貨幣出現銀行體系崩潰。只有銀行原有股東的資本完全被蒸發掉而損失慘重，銀行將來被國家接管或注入本幣資本，而銀行體系內的客戶存款及貸款狀態則能保持不變。

前面提過美聯儲有大量關於1930年代大蕭條的研究，吸收了當年貨幣政策不靈活的教訓，他們會在任何主要銀行出現危機下毫不猶疑的為銀行體系提供充足的資金。這樣做的代價是可能引起通膨升高，可是2008年後央行的印錢行為卻一直沒有引發一般物價通膨，因為一般民眾不能直接受惠於央行的印鈔行為，實質工資根本沒有什麼上升，真實的影響只是引起了包括股票、房地產資產價格的暴漲，工資遠遠追不上資產上升幅度，形成了全球資產財富的擁有權更集中。

放棄布雷森林體系而採用信用貨幣的另一好處，是自由浮動的匯率會協助調節國際間的不平衡。比如貿易逆差太多的國家較容易出現貨幣貶值，卻會重新因為貶值改善出口的競爭力，再次達到對外收支的平衡。即使某些體量較小的國家想濫發貨幣亦會因為本國貨幣會在外匯市場出現大幅貶值而受到制約。但在信用貨幣制下採用固定匯率的國家，



一旦濫發貨幣並且過度舉債，尤其借入了大量的外幣債務，就會非常危險。當一國出現外債累積後仍繼續嘗試把匯率維持在較高水平，在短期是可以做到的，只是在長期必然是不可能的任務，並很可能會引起區域性的金融危機，比如1998年的亞洲金融危機。在權衡性利弊後，幾乎目前全世界的央行都是採用信用貨幣制。我會在本書有關外匯交易的部分再加以解釋，濫發貨幣對國際匯率的影響。

## 創造錢的機構——中央銀行

### 中央銀行的角色

中央銀行就是一個國家的本國貨幣發行及管理的最高權力機構，他們可以發行貨幣以增加貨幣供應或者收回貨幣以減少貨幣供應，以影響經濟生產活動及金融交易活動。中央銀行最重要使命就是必需維持物價穩定以及幫助經濟持續成長。由於現在大多數國家都是採用信用貨幣制，理論上想印多少錢就可以印多少錢。實際上制約中央銀行印錢行為的最大考慮因素就是通貨膨脹。因為一旦物價開始不受控制上升，央行必需收縮貨幣供應並提高利率以避免出現貨幣失去購買力而淪為廢紙，並引發因社會生產及交易無法有效進行下出現的經濟崩潰。

### 通膨與通縮

通膨是指一般物價在一段時間內持續上升。一般理想的通膨率是1~3%之間，因為溫和的通膨率有利刺激消費和投資。當消費者預期物價會慢慢增加，會傾向即時消費有利促進經濟生產活動。

通貨緊縮則是指一般物價在一段時間內持續下跌，對經濟會造成很大的傷害。試想消費者認為想買的產品會越來越便宜，很多人就會選擇延

遲消費，等等再買更便宜嘛。生產商更難賣出貨物，投資成本因為越賣越平而難以收回。商業投資也會因而減少，伴隨的代價往往是失業率上升，薪資較大幅度減少甚至裁員，升高失業率。所以央行會利用一切他們可用的金融工具去嘗試把通膨控制在目標範圍，**避免出現通縮或高通膨**。

當社會的生產活動須要更多錢時，央行就應該提供經濟體系足夠的貨幣，以促成更多商品及服務的交易活動。而當經濟活動出現過熱時，比如大量公司使用借貸投資一些很難回本的投資項目，大眾借入許多超越個人還款能力的信貸以作短期消費。中央銀行就應該**收緊貨幣政策以減低經濟過熱風險**。因為家庭和企業部門的債務負擔超越還款能力，將來會形成大量潛在銀行及信貸體系的壞帳風險。

## 央行的貨幣性政策工具

對中央銀行而言，控制通膨及物價穩定是央行最重要的工作之一。如果通膨過高，央行就會嘗試收縮貨幣政策（如加息）等工具去收緊信貸，冷卻經濟活動。如果經濟出現通縮，即一般物價持續下跌，會影響消費信心及商業投資，央行會推行刺激性貨幣政策（如降息）及量化寬鬆（即間接印錢投放到金融市場）等方法，去提升信貸支持經濟活動擴張。

## 調控政策性利率

為了防範信貸風險以及控制通膨，央行最直接的方法就是調整政策性利率，比如美國的聯邦基金利率。理論上利率是借用貨幣的成本，同時亦會影響了儲蓄的回報。當市場利率上升後，會鼓勵更多人去儲蓄，因為存款的利息回報率在上升。私人消費開支好像借錢買新車、買新房，就會因為借貸成本上升而減少。而商業投資也會因借貸成本上升而減少新增的投資項目。社會總需求因為加息而受壓後，通膨壓力一般就可以緩解。當然大家會明白實際的央行政策利率並不等於社會的存款及貸款利率，銀行借貸利率和我們的存款利率亦明顯的有利息差距，我們



會在貨幣市場的章節再進行更深入的討論。

如果央行任由通膨加劇，就有可能引起惡性通膨，一旦通膨失控嚴重可以引起貨幣崩潰，社會經濟陷入動盪，這是一般社會付不起的沉重代價。所以防範惡性通膨也是中央銀行一般情況下首要的使命。當經濟過熱或有潛在過熱風險時就會加息，直至達到中性利率狀況，即是利率對經濟沒有刺激作用，減少引起經濟過熱的風險。但在某些金融危險時期或經濟動盪時間，央行很可能以刺激經濟為最優先考慮而容忍通膨率在一段時間內超過一般3%上限的目標。

## 其他貨幣政策工具

除了加息，中央銀行的貨幣政策工具還有調整存款準備金，這樣可以間接影響貨幣供應。存戶每存入100元到銀行，銀行必要保留最低的存款準備金水平以應付客戶正常提取須要。存款準備金降低後銀行可以保留更少儲備，借出更多手中的儲備作貸款，刺激經濟運作。降低儲備準備金等於間接增加貨幣供應。不過投資者必需留意，央行有沒有其他同時影響貨幣政策的措施，如收回一些短期貸款資金，我們要留意的是新增貨幣的淨投放影響。其實現代金融體系中的貨幣政策非常多類性，有很多不同的定向放貸工具。比如中國央行的各種稱為「麻辣粉」類定向信貸投放，即是金融機構向小微企或指定目標借款可從中央銀行獲得特惠貸款利率。歐洲央行在2014年推出了定向長期再融資操作（Targeted Long-Term Refinancing Operation，TLTRO）其目的也是令銀行貸款流向指定目標群體，令銀行向指定目標放貸能更有效刺激實際經濟，而非純粹把資金買入金融資產或房地產價格，銀行因為貸款利率的誘因也會有動機借出更多定向貸款。

讀者會疑問，為什麼中央銀行不直接對特定的群體派錢，要間接向銀行體系輸送資金？因為銀行在進行放貸時必需考慮到借款者能否還款，不會胡亂放貸給沒有充足抵押品又沒還款能力的對象，否則要承擔壞帳的損失。而派錢則很可能引起道德風險（Moral Hazard），即是借款人借入資金後根本沒有打算還款，反正拿了錢花了才算。歷史上一些央行試過採

用直接印錢給政府支持財政政策的行為，幾乎無一倖免地引起了金融及經濟混亂。試問錢印出來就有，有什麼政府還會自我約束財政紀律？想花就花，當然會變得非常慷慨。問題是由誰來真實地生產商品及服務，如果須要從外國輸入商品，大家可以想像沒過多久該國的貨幣在外匯市場就會出現大幅貶值。引發通膨升溫，經濟及生產活動陷於混亂之中。

## 量化寬鬆及直昇機撒錢

2008金融危機後許多國家的央行推行了激進的貨幣政策，比如量化寬鬆（Quantitative Easing），即中央銀行大量印錢，在二手債券市場中從銀行手上買入長期國債券壓低長期借貸利率，同時令銀行體系有更多超額儲備資金可供貸款予消費及投資。這樣可以進一步降低企業及政府進行長期融資的成本，並且鼓勵更多長期投資行為。央行大量創造信用貨幣後卻並沒有明顯拉升通膨率。其中一個原因是許多國家仍然有一定的財政紀律，比如歐洲國家的負債水平在2011年歐債危機後已有一定的改善。而且各地的銀行也不敢胡亂借貸以免再次由壞帳引起自有資本的重創。反而美國的財政赤字卻不斷擴大，尤其川普推出了稅改後可見美國的財赤不斷加大，美國最終有可能走上貨幣財政之路，使用如美聯儲前主席伯南克曾提出過的直昇機派錢（Helicopter Money）的選項，即是美聯儲直接印錢支持美國政府的財政赤字，美國政府可向全民派發現金福利或支持大量的公共服務擴張，最初的效果總是美好的，結局往往是殘酷的，要麼是令通膨上升過快逼使央行中止政策，要麼美元兌主要貨幣出現大幅度貶值令美元不再成為全球主要結算貨幣。

濫發貨幣還想要保持匯率穩定，除非美國央行能邀請全球央行一起參與這個瘋狂印錢派對，全球貨幣在主要央行一起濫發下，匯率反而可能出現異常的穩定狀態。直至某一大國率先結束派對收緊貨幣政策，引起其他國家匯率出現相對的大幅貶值，可能再次觸發全球金融震盪。對於這種前所未見的可能情況，估計太多的劇情並沒有太多的意義。只是如果真的發生，大家只能盡量持有實物背書的資產保值，股票及房地產等名義價格也許會繼續上升，購買黃金及商品也能在一定程度上對抗超級貨幣濫發風險。不過如果做了長期銀行定存，或買了長年期國債的朋友應該哭量在地