

2007年9月

經濟分析

愚蠢的德國金錢

德國銀行以至德國城市大量投資在美國次按垃圾及其他高風險衍生工具出錯，引致兩家德國銀行—IKB 及Sachsen LB 面臨破產邊緣並需緊急財政援助，令很多人感到意外。

在2005年4月的《市場真相》中，我們曾經引用一幅由標準普爾發表的圖表，而金融時報在早前一個月亦以標題“美國、德國、法國及英國面臨的垃圾債券狀況”引用這幅圖表。標題

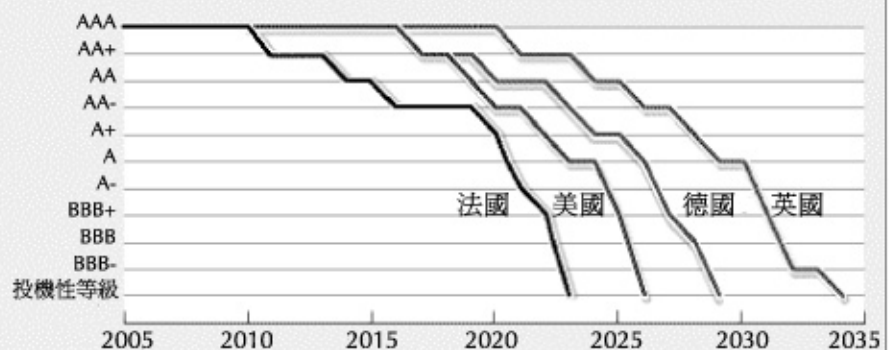
根據德國銀行監察組織BAFIN主管Jochen Sanio指出，德國現正面臨“自1931年以來最嚴峻的銀行危機”。德國Sachsen州的憲法甚至要被暫停兩天，以便把SachsenLB在破產訴訟前一天緊急出售。我們預期在短期內收到更多有關這件事的消息。SachsenLB的虧損有可能引致Sachsen州破產

，因為根據德國法例，州份要為其國營銀行負上全面法律責任。

即使是德國私人銀行大籃籌之冠的德意志銀行，也急於在歐洲央行及美國聯儲局舉行的緊急拍賣會中借貸。為甚麼？可能有如巴克萊(多次向英倫銀行借貸)的解釋，由於“電腦系統一些技術性小毛病”，德意志銀行因而突然需要短期現金。或者由於抵押債務證券、商業票據、對沖基金、衍生工具的減記及神經過敏的顧客要提取款項令這些銀行的現金短缺？即管猜想一下吧。但若嫌問題還未夠，德意志銀行最近僱用了格林斯潘這位曾經積極鼓勵次按貸款的人作為高級顧問，加入充滿大師智慧的競賽！

假設性主權國家評級

基於一般政府盈餘表現



資料來源：標準普爾

與圖表所指的並不是次級抵押的抵押債務證券而是主權政府債券。

我們再回顧這圖表以提醒自己，真正的問題是那些存在著大部份經濟體系中各種(包括政府債項)程度不可能維持的負債。隨著信貸危機愈趨嚴重，視為穩健的政府債券將面臨次級抵押債務證券的同一命運。這只是時間上的問題。同樣地，投資者開始恐慌性購買唯一沒有對等風險金錢的黃金及白銀，也只是時間上的問題。

馬丁
橋川集團

次級按揭如何騙倒金融市場

次級按揭，正如其名，是美國按揭市場中那些以高價得到本來因各種理由被拒絕的按揭。次級按揭存在了多年，佔整個市場大概百分之左右。

貸方預期借款人違約；借款人則預期驚人的房價上漲會帶來可觀的利潤。兩者都時有發生：當房價脫離地心力攀升，借款人得到夢想的利潤（銀行亦從高昂的收費中取得他們夢想的利潤）。當借款人無力繼續負擔按揭經紀為他安排的按揭供款時，這便變成惡夢般的損失。那些按揭經紀用不可置信的入息及貸款年期來計算貸款額。為自己賺取難以置信的佣金。同時，銀行從高昂的收費中取得他們夢想的利潤。不久之後便是商討借款人遷出物業的日期。

次級按揭的奇蹟不僅能使一向債務纏身的人繼續昂首闊步，參與歷史上最大型和持久的房地產熱潮，還可以釋放更多現金購買物質貨品，為中國的經濟再推一把。

直到2005年之前，次級按揭已佔整個按揭市場至百分之四。格林斯潘當時表示對經濟及消費者都是好事。現在次級按揭佔整個按揭市場百分之十四。格林斯潘終於選擇公開評論，表示市場上升太快、太早，一切變化太大，損失會隨之出現，如果政府想避免災難就需要控制銀行銀根及信貸。但是他所指的是中國的經濟。

次級貸款被結集一起然後被分為不同的份額。機構投資者能夠以低價購買及投資這些份額。理論上風險可以受到控制。被結集一起的貸款稱為抵押債務證券(CDO)，只要借款人定期繳付利息及市場價值保持不變，CDO能提供極佳的利息回報。這些限制被隱藏於金融世界。有誰聽過更高回報會產生更高風險？

這個理論對有抵押債務對沖基金中前所未聞。他們能以低於這些極度穩健回報2-3個百分點來借貸，而他們真的借貸了。貝爾登斯損失慘重，Sowood資本管理單在七月便損失百分之五十，得到支持的對沖基金Absolute停止交易，Basis Capital亦損失百分之八十。

是甚麼令他們損失如此慘重？借款人違約比率達13.5%，雖然是高但仍屬於預期的幅度。你要一再疑問當預期每七個借款人當中便有一個違約並令他們的信貸紀錄更差時，貸方為何還要發放這些貸款。

問題不是出於借款人違約比率而是全然的數量，這令CDO的價值被減記，有些情況甚至不被報價。對銀行來說這是壞事，但對對沖基金更是糟透。他們把那2-3%的回報槓桿10倍以上，深信他們有能力控制預期借款人違約比率。可是沒有人計算過持有不受歡迎資產的價值。CDO價值持續下跌，令落力借貸給對沖基金的銀行要求更多的保證金。對沖基金不能直接把CDO出售，因而只好從其他方面籌集資金，包括把優質資產出售。對於某些基金，即使把全部優質資產出售亦未必足夠。

情況變得愈來愈差，現在兩家德國及一家英國銀行，Northern Rock，需要從他們的中央銀行取得緊急資金以解決當前困境。他們不是花巧的私人銀行，而是可靠及歷史悠久接受存款及提供按揭貸款的機構。Northern Rock是英國第五大本地按揭提供者，如果現時連Northern Rock也不能抗拒這些垂手可得的盈利，我的問題會是：「那家銀行可以？」

高立，行政總裁
橋川集團

聲明

這通訊月刊旨在提供資訊，不應視作為專業理財意見。橋川集團不會就使用這通訊月刊所引致的任何金錢上損失負責任。

橋川投資講座

2007年10月13日星期六，下午二時至三時三十分；2007年10月16日星期二，下午十二時三十分至二時
香港灣道18號中環廣場三樓會所

投資101

我們分析了最近從電郵調查所收集的意見，歸納了講座回應表上的資料，亦特別回應了本地一位酒吧東主對這次講座主題的要求及十月份講座的内容。

事實上，不時有客戶要求我們舉辦一個沒有艱深金融詞匯的講座，集中討論投資理財的基本原則。我們歡迎任何愚蠢的問題，但是我們不保證我們懂得回答。演講者及我們的職員已被警告，一旦發表任何類似艱深的金融詞匯將會被罰款。

演講者是橋川的副總監Julian Galvin及行政總裁Stephen Gollop (經常被稱為簡單英語夥伴)。若然你把他們於行內的經驗加起來，你的心算必定很好。他們的經驗豐富得我們決定不洩露出來，作為對長者尊嚴的尊敬。

很少人真正明白各種流行的投資機會。我們將會探討不同的工具，包括政府債券及為甚麼每個債券本身是一位數學天才、為甚麼投資存款必定保證失敗、為甚麼股票長遠來說傾向上升而非下跌及為甚麼一般的分散投資定義都是錯誤。我們會回顧基本的託管結構及各個理財策劃的範疇，值得所有投資者留意。

我們亦會幫助你與你的投資顧問建立溝通，確保即使他/她不向你詢問，你亦會提供建立投資策略時必需的資料。我們會確保你懂得如何確認適合你的顧問、應該期望甚麼及當期望沒有達到時如何投訴。我們會介紹使你感覺良好的目標，需要甚麼才能成為獨立、告訴你這行業的數個秘密及大眾對這行業錯誤的見解。

為免失望請及早登記預留座位。請致電(852) 2525 3639，傳真至(852) 2525 3679或電郵至forum@tyche-group.com登記。



關於這通訊月刊

你正在閱讀橋川集團的免費通訊月刊市場真相。它提供我們對本地和環球市場的獨到見解及投資機會。這些見解建基於橋川對金融市場的整體看法。

每份通訊月刊均有特定的投資主題以幫助投資者識別機會及作出明智的決定。如要查閱以往或索取未來的通信月刊，請到我們的網站登記，我們將會每月郵寄給你。

- 橋川集團是香港的頂級獨立投資顧問。橋川的理念及業務為「為客戶提供意見及幫助他們達到財務目標」。
- 橋川集團專責全面的理財策劃及投資顧問。我們提供一小時免費及無義務的會面，我們於SFC註冊的顧問會與你探討你的需要和目標。想安排會面，請到我們的網站登記、致電或傳真給我們。我們經驗豐富的顧問會與你聯絡。

聲明

這通訊月刊旨在提供資訊，不應視為專業理財意見。橋川集團不會就使用這通訊月刊所引致的任何金錢上損失負上責任。

橋川集團 香港灣道18號中環廣場1805及1807室

電話：(852) 2525 3639 傳真：(852) 2525 3679 電郵：contact@tyche-group.com 網址：www.tyche-group.com
證券及期貨事務監察委員會註冊獨立投資顧問 強積金計劃管理局註冊中介人 香港保險顧問聯會會員