

# An Introduction to the International Investment Market Risk

**Abstract:** The financial crisis in the United States started from the real estate market, spread to the credit markets and capital markets at an alarming rate. It had a significant effect on the global, especially on the western financial institutions and markets. This article, describes the background of the subordinate loan in real estate crisis of US firstly. Then, it shows the risk of the international investment market.

**Keywords:** financial market, investment, risk

## 1 信貸緊縮仍未解決，金融市場恐慌依舊

像萬聖節前夜狂歡的年輕人攫取所有的糖果一樣，投資者花費幾年功夫以高收益債券和貸款的方式來獲得最大利潤。這場狂歡隨著八月的信貸緊縮震撼收場了，與此同時投資者頓悟這些高收益的樂事並非他們所認為的那樣物有所值。然而兩個月以來，信貸市場仍舊表現得明顯疲弱。

10月24日，美林公司公佈由於該投資銀行84億美元的巨額資產沖減，使其出現了六年來的首次季度虧損。對更多此種損失的擔憂已令多個市場如履薄冰。在本週一次會議上，前美國聯邦儲備局主席阿蘭格林斯潘表示：“目前我們處在恐懼當中。”

在投資者消化他們過度獲利的同時，最大的問題在於是否目前的恐慌情緒只是暫時的，還是這種萎靡狀態將會更加持續不振。這主要依據美國房地產市場崩潰的結局如何。如同裏面有蛆蟲的太妃糖蘋果，債券市場受到與其相關聯的美國次級房貸危機的傳染。那些給虛假借款人的貸款已經被打包胡亂塞進稱之為結構性產品的熱門融資工具裏，要甄別他們證明是十分困難的。

但也很明顯，金融體系並非其看上去那樣健全。傳統觀念認為把債務分解成為若干結構產品的方法可以分散風險從而降低風險，特別是對銀行業。結果銀行從前門化解走的風險又從後門潛入。這是因為結構性資產的新所有者不是銀行的大客戶就是已經向銀行借過款。

此外，結構性融資對杠杆作用和非流動資產的依賴使其有危機傾向。被太平洋投資管理公司(PIMCO，一家基金管理集團)的保爾麥考利稱之為“影子銀行

系統”的一些新載體，比如對沖基金和一些管路，它們高度依賴借入資金或杠杆作用。同時這些載體也被那些提供巨大回報的非流動資產所吸引。但當多個市場發生轉變時，這些載體就像被掛在了一個鉤子上，它們被迫清還借債但是發現很難售出血產。如果它們接受最低的價格，他們也許會破產。這就是為什麼看似是資產流動性的問題結果或許是償付能力中的某一難題。

在許多方面，結構化債務萎靡不振源自一些機構的傑作，尤其是中央銀行。他們關於溫和的通貨膨脹，趨於緩和的經濟衰退以及隨時拯救金融危機威脅的報告鼓勵了投資者去冒險，特別是鼓勵他們向信譽不佳的借貸者放貸和對非流動資產投資。這種趨勢能夠自我增強。當高風險的借款人發現很容易獲得貸款時，他們不太可能破產，這使得借貸者顯得風險不大。當眾多的投資者購買非流動性資產時，貿易量增加了，又使得這些資產似乎更具流動性。

借貸去投資于高收益或高風險的資產是“套利交易”的一種形式。這是通常稱為結構性投資載體(SIVs)和管路的匿名機構所採取的策略。他們短期借貸，轉而將高收益處的盈利時常投資在與大量貸款相關聯的複合產品中。借貸與投資間的差額就是他們的利潤。這種資產向投資者提供了額外收益，以彌補其非流動性造成的損失。

高收益和非流動性資產也吸引了資金管理領域正在崛起的對沖基金。由於他們收取高額的費用，所以對沖基金需要賺取大筆總收益來分配給客戶體面的淨收益。

金融市場的史學家心裏將非常清楚結構性投資載體和一些對沖基金所做的實際上是行業內最老套的策

略：短借長貸。這種策略有賴於投資者擁有持續融資或售出資產（以體面的價格）的能力。當平衡的一方出現問題，另一方就會出錯。一般而言，如果投資者沒有能力獲得資金那麼將幾乎沒有買家願意購買資產。

一切問題在八月份適時地發生了。信貸和貨幣市場都被凍結了，此時在股票市場，已經運行數年的電腦驅動交易模式突然失靈了。同時，清晰地表露出現代金融系統對風險的化解遠非人們認為的那樣成功。

許多可疑的資產的確被對沖基金所持有。但多數對沖基金從銀行獲得資金並且其中 60% 的資產由三家主要的經紀人所把持（他們都是大的投資銀行）。另外，對沖基金擁有和銀行交易櫃檯同樣的資產。這就意味著當對沖基金被迫售出資產時，交易櫃檯很可能有資金損失。

## 2 厭食模型

難道銀行和對沖基金沒有雇用數學天才開發高尖端的模型來控制這些風險嗎？他們做了，但是他們有項艱巨的任務。風險管理的標準統計方法是基於“鐘型曲線”或正態分佈的，其中絕大部分結果位於中間而極少位於兩極端。當投資者談到“九個標準偏差事件”時，他們所指的正是鐘型曲線。但是金融史充滿了泡沫及其破滅，證明那些極端事件或所謂的“肥尾”現象出現的頻率遠比鐘型曲線預測的要多得多。

在肥尾現象中很難監控所承受的風險大小。眾多銀行使用一種“風險價值法”，它以測度以往波動為基礎，用來說明一項投資組合也許要面臨的每日最大損失。這需要交易者在波動率上漲時斬倉。但如果所有的交易者都試圖照做，那麼波動率將會上升得甚至更高，完全超過模型所表明的界限。

投資者也會面臨同樣的困惑，他們要依據每日的市場成交量來控制倉位。理想的情況是交易量很大，這樣他們就無需轉移不利價格而出售資產。時機不錯時成交量通常很高，但時機不好時，成交量就不存在了。

這就表明模型應當建立在流動性會一夜消失的假設基礎上。但除了涉及複雜的數學計算外，那也可能產生另一個困難。在短期，那些使用傳統模型的機構可能會承受更大的風險，為客戶賺取更高的利潤。而持謹慎態度的公司可能會失去業務，眼看著明星員工被別家能夠支付更多紅利的公司誘惑走。直到危機出現，持謹慎態度的公司被證明是對的，但一切都太晚了。

全世界仍在收拾這個爛攤子。本周，蘇格蘭皇家銀行參與了同 Cheyne 資本管理公司就其步履維艱的結構性投資載體的專門會談，該公司運營的結構性投

資載體資產達 66 億美元 此次會談可能會導致再次融資。

在更大範圍內，計畫設立 1000 億美元的救市基金，稱其為超級結構性投資載體。有四家美國銀行支撐的超級結構性投資載體計畫從那些沒有銀行背景被稱為“孤兒結構性投資載體”手中收購資產。假如突然間被迫甩賣所有資產，這些孤兒結構性投資載體就會引起價格暴跌。那將迫使其他投資者資產負債表估值縮水，從而使危機加劇。

無論發生何種情況，這一策略將能否解決問題還不清楚。特別地，希望超級結構性投資載體將能夠通過確定基金資產的市場價格來提升信心。然而，超級結構性投資載體旨在從其他結構性投資載體手中僅購買最優質的票據，對其餘被婉稱為“有毒垃圾”的資產絕不染指。此外，超級結構性投資載體似乎包含了矛盾。

那引起結構性投資載體和管路到底是否應該存在的疑問。CQS 的一名對沖基金經理 Mark Benson 說：“還不清楚結構性投資載體和銀行管道的這種商業模式在目前的結構形式下是否可以倖存。”

由於前景不明朗，投資者仍將持續緊張不安。在 10 月 19 日這一天，高收益債券違約的保險損失增長到自七月末以來的最高數額。而那些高收益借貸者所支付的差額（額外利率）僅比緊縮高峰時期低大約 0.5%。

## 3 保持清醒，理性投資

美林公司第三季度的慘重損失暗示以後或許有更多麻煩。與其他那些早先做出了報告的華爾街銀行不同，它的報告結果包含九月份的一個困難時期。這就表明那些銀行的第四季度報表數位也會很糟糕。許多涉及被評定為 3A“頂級”證券的資產減值暗示即便最優質的結構性產品也不是很好。

正如房地產市場依賴次級借貸者，結構性債務市場依靠次級投資者。兩者都過於依附借來的資金，當他們無力借款時，就會遭受損失。

通過促進更廣泛的信貸條件緊縮，使消費者支出降溫，結構性債務的緊縮仍舊可以破壞全球經濟。相應地，如果信貸問題被解決之前經濟形勢發生惡化，那麼對金融部門的損害也會是巨大的。

## REFERENCES

- [1] Robert Lawence Kuhn, *Investment Banking: The Act and Science of High - Stakes Dealmaking*, Publisher: New York. Hacpec & Row, 1990.
- [2] Louis D. Brandeis, *Other People's Money and How the Bankers Use It*: by Louis D. Brandeis, Bedford/S-

t. Martin' s; Reprint edition (March 15, 1995) .  
[3] Peter B. Kenen, Ways to Reform Exchange-Rate Arran-

gements, reprinted from Bretton Woods: Looking to the Future, 1994.