

金融資本主義的「恐懼」

葉蔭聰

2008-10-06

【明報專訊】由雷曼兄弟及 AIG 問題引發的美國金融市場波動，媒體稱為「金融海嘯」，遠在香港的我們，好像被幾十呎巨浪捲起，然後又沖回岸上。恒生指數急挫反彈，除了說股市有升有跌，告誡股民要管理好自己的資產及投資外，香港大部分評論人好像沒有什麼可以說了。更可笑的是，有本地經濟學家竟然說，財富縮水，可能令我們更努力工作，經濟必定回升。

所以，我只好求教香港以外的評論。簡單來說，近日的討論，是要求我們重新理解金融市場，以至資本主義。

許多人認為，次按風暴不是突然的海嘯或地震。它直接來自兩大原因：第一是「廉價的信貸」，第二是「金融創新」。很大程度上，是過去 10 多年來美國政府，特別包括前任聯儲局主席格林斯潘造成的，包括取消金融市場規管(deregulation)及壓低利率的結果，讓金融機構更易進入市場，競爭激烈，更促發創造各種投資工具及市場，像次按的「債務抵押債券」(CDO, Collateralized Debt Obligation)。前陣子，克林頓時代的財長魯賓(Robert Rubin)也說，他自己亦不完全弄明白這種遊戲，他老人家可是花旗銀行行政委員會主席呢！

稱「迷你債券」為毒債不為過

所以，難怪買了「迷你債券」的香港市民「死咗都唔知咩事」。直至執筆之時，這些債券是以什麼 CDO 及其他資產作抵押，這些 CDO 背後有什麼，仍然是撲朔迷離。這明顯是一個金融市場透明度的問題。經過重重包裝，變作結構性投資工具，抵押品的價值與風險不清楚，所以，有任何風吹草動，大家便往最壞方向想，特別是雷曼兄弟倒閉後，更覺稱它們為毒債(TD, toxic debt)不為過。

換言之，市場的透明度高低與金融市場「自由化」並沒有必然關係。10 年前的亞洲金融風暴，美國政府與國際貨幣基金會曾批評韓國，指危機的由來是信貸市場不透明，國營銀行濫發信貸予企業。如果這算是「亞洲」的不透明，那麼，強調金融市場化的美國，也有另一種不透明性，而且，所引發的問題可以更大。看不清抵押資產是什麼的情況下，許多銀行及投資機構只預期資產價值上升，便已參與其中，發行、分銷及炒賣相關票據不亦樂乎，而美國的平民百姓亦可以較低

成本進入房產市場，還可以借未來錢來消費，金融市場與房貸市場真的「自由化」起來。

1980 年代屬凱恩斯主義傾向的 Susan Strange 在《賭場資本主義》一書中認為，金融業就是投機賭博，在不確定性競逐利潤，展現人性的貪婪本性；有趣的是，最近屬右翼的美國共和黨候選人麥凱恩亦用「賭場」來形容華爾街。不過，英國金融觀察家 Daniel Ben-Ami 卻持相反論調，他認為，投資機構不是利用市場不透明性來豪賭，而是在不確定的環境下把風險分散開去。他指出，許多結構性投資工具，本來是用作分擔風險，包括港人熟知的期指及窩輪，到以按揭或其他債券為基礎的資產，以至一層又一層包裝上去的票據（包括所謂「迷你債券」），都是投資者用來分擔風險的工具。故此，金融業是建基於恐懼，而主要不是貪婪。回應 Strange，他寫了一本書，名為《懦夫資本主義》（Cowardly Capitalism）。

近日情況恐懼肯定壓過貪婪

恐懼與貪婪也許並不相互排斥，甚至可以在一個人身上同時出現，作為集體的機構與市場更不用說了。哪一方面佔上風，則看時勢。近日的情況，恐懼肯定壓過貪婪。Ben-Ami 的洞察，讓我們重新閱讀保爾森的 7000 億救市方案。

英語國家近日許多人討論 Luigi Zingales 的《為什麼保爾森錯了？》，作者幾年前與人合寫《從資本家手上挽救資本主義》。他是市場的大好友，但卻討厭資本家，或者說是市場上的寄生階級，他們只想「搵着數」，不喜歡「真正」的市場，不願承擔風險及損失。Zingales 說，投資機構資不抵債，本來可以按破產保護法第 11 章，與債權人股債互換，減少負債比率。不過，危機迫在眉睫，Zingales 也認為政府要做事，但要做的不是「救市」（「bailout」），而是強制債權人減債，以換股或認股權（有點像第三世界減免債項）。有研究指出，在大蕭條時美國政府便幹過類似的事，而歷史資料說明是有效的，公司沒有每況愈下，亦頗合私有產權制度。但保爾森不選擇這種做法，是因為金融大鱷（即 Zingales 說的「資本家」）不想自己承擔損失，而希望納稅人（及持有美國政府資產的政府，即它們的納稅人）買掉他們已變壞的資產。

救市應爭論：令方案較合乎「社會公平」

換一個說法，就是有這麼一群資本家，環境好時，盡量賺錢放進自己的口袋（貪婪），環境壞時，盡量想辦法把損失社會化（socialize），叫大家來一起分擔風險。其實，對於那些投資機構的高級管理層而言，他們到底有多少損失，我很懷疑。去年，當次按初現敗象時，華爾街的高層分紅，平均只下降了 2% 至 3%，現在許多公司破產，他們又可以拿着豐厚的遣散費離場。

所以，現在救市方案的爭論焦點，似乎不在於是否及如何能救市，因為，沒有人知道那些毒債到底還值多少錢，美國政府是否真的可以「撈底」，令市場回復向上勢頭。而是如何能令方案較合乎「社會公平」，不過，怎樣做也總會有人質疑不公平，而且都很言之成理。難怪不少分析員指支持與反對方案，不是兩黨之爭，而是精英議員與基層議員之爭，平民百姓絕對可以問，憑什麼要我們付錢去清理他們的爛帳！？民主黨的修訂，只是讓人覺得救市方案較公平而已。

不過，金融精英的確有所「憑」，他們早已挾持了政府甚至全世界：不救我們的爛攤子，很可能會有骨牌效應！套一句 Ben-Ami 的話，在《懦夫資本主義》裏，沒有人敢去賭，只求多一點人來一起分擔風險。克魯曼（Paul Krugman）說，當年聯儲局主席「雪茄伏」（Paul Volcker）敢以 20 厘利率來降伏通脹，不理許多靠借貸的公司的死活，不過，最近「雪茄伏」卻是最先提出要入市的人。你可以想像一下，我們今天活在怎樣的資本主義。