

次級房貸：假的天山雪蓮

沈中華/台灣大學財務金融所專任教授

次級房貸改變了我們對風險的認識。在次貸風暴中，信評好的商品照樣倒閉，許多號稱風險低的債券基金也都出現下跌超過20%的狀況，由於已有太多精采的報告討論次級房貸風暴，我不再重複，但探討一些別人可能會忽略的看法。

1. 鐵律：高報酬高風險

過去的一個「鐵律」是認為報酬與風險同步，高報酬和高風險同時發生，而喜好高報酬的人可選擇高風險產品，反之亦然，這個理論教導我們謙虛，它指出世上的事非十全十美，想要有所得必須有所付出，想要高報酬就要承擔高風險，不能不勞而獲，但投資銀行認為自己是聰明絕頂，一直嘗試想突破這鐵律，由於由正統之路無法突破，投資銀行才開始走偏鋒。

2. 金融機構的投資依信評決定是最大的潛在風險

而過去有一個現象是：神化信評，幾乎所以金融機構的投資準則完全依信評決定，甚至明訂在條文中。而信用風險的指標就是信評，故投資銀行想發明一個商品：低風險（高信評）、高報酬，他們發明了次級房貸，再將其分等級，保證加保險提高信評，例如信評為A卻有8%的報酬，使所有投資人趨之若鶩，投資銀行利用信評神話打破了鐵律。此外，這個商品

讓所有資金過剩的金融機構得到了紓解，所以銀行、保險及證券公司紛紛將資金投資到這商品，人類自以為戰勝了上蒼。

3. 房地產價格不會下跌

許多人相信房地產價格長期看漲，故外面的理論一直說買房子一定有利，但這句話忘了我們的心情和期盼即市價重估都是短期，所以看到房地產價格價格下跌一年，沒人的心情忍受的了。

4. 新型風險病毒

但沒想到許多時候信用風險、市場風險與流動風險一起發生，爆發了新型品種的信用風險，當信用風險與高市場風險合在一起時，此時所謂避險根本是天方夜譚，當美國FED開始升息，市場風險開始，有人繳不出房貸，保證的金融機構受到波及，趕快調錢，這是流動性風險，但市場趁人之危，大開價，保證的金融機構宣布倒閉，信用風險產生，終於爆發了危機。所以鐵律仍存在：它是高風險存在。

5.然而我們心中有一個問題：為何總是投資人受傷最重？

原因很簡單，因為金融機構發現賺錢最好的方法不是自己跳下去買這些狀似報酬豐富的商品，而是介紹別人買，而從旁抽手續費。重點是讓報酬歸投資人，但別忘了：風險也歸投資人，金融機構不站在第一線，只告訴你這次貸即是那傳說中的高報酬與低風險的產品，投資人即趨之若鶩，但不知自己承擔了多少風險，而當量大(買的人多)，金融機構就大賺。

發明這金融商品的機構，本身早有避險的管道，只要對手不違約，它也沒有風險，對這些發行機構而言，它可以侃侃而談這商品的潛在報酬率，但它內心並不在乎風險，它自認已經把所有風險轉出去。

所以發明金融商品的金融機構及推銷的金融機構都沒有風險，只有買的投資人會有，這裡的投資人是一般性名詞，也包括其他笨的金融機構，但推銷的人會說：這風險不大，或說有報酬自然會有風險，卻講不清楚。

6.風險指標的風險

報酬率有指標，而溫度、地震、颱風等都有指標，只有風險沒有，或說信用評級高低就是指標，但這一指標卻有時好用，有時卻爛透了，這不可靠的指標，即使不可靠比例只在100次中出現1次，也可讓投資人家毀人亡，這是風險指標的風險，當我們把它當神祇在拜。

但令人驚訝的是，當次貸風發生，歐洲人問信評公司做了什麼？勇敢的挑戰信評公司的威信，但台灣的投資人(含買的金融機構)反而默默接受次級房貸的結果，台灣的金融機構

是相信次貸源自上蒼的安排，或是自己學藝不精，或是自己的貪婪？

7.過去銀行的風險：來自放款

過去銀行最大的風險主要源自一些心懷不軌的董事長，他們指示下級幹部或分行，任意放款給自己的親朋好友，五鬼搬運，銀行被整個掏空，他們再捲款而逃，所以有銀行法第三十二條及三十三條：限制關係人放款。這類以掏空銀行為己任，置股東利益為事外，也只有銀行最高等級人物才有能力犯下，原因是大額放款，如一億元以上均要董事會通過，只有CEO能主導此事。而其中少數銀行的老闆一天到晚都在想如何將銀行錢搬到自己口袋，例如近期的中華銀行主管王又曾，前一陣子的中興銀行，台中商銀、泛亞銀行的出事，均屬此類，甚至更早期1995年的華僑銀行、東企及高企等。

8.現在的銀行風險：源自投資

就另一類拖垮銀行而言，當銀行資金過剩、報酬率低時，銀行會壓力很大，人的壓力一大就會做錯事，銀行的壓力一大也會做錯事。銀行不斷討論如何投資，口中一直重複大部分商品報酬太低，神蹟出現，有一個低風險高報酬之商品，而次級房貸大概就是這樣醞釀誕生。幹部在老闆要求下，必須提出一個方案，所以建議將錢投資到這些商品，當景氣好時，當然賺很多錢，但當市場的方向逆轉時，銀行就被拖垮。由於這類商品均需要一些衍生性的專業知識，老闆一般皆不太懂，故建議者往往也是最後倒楣者以專業主管為主，會被解

聘、拖垮銀行的又分成惡意及非惡意，前者如李森交易日經225拖垮霸菱，井口俊英交易美國公債拖累大和銀行，後者以最近的次級房貸拖垮英國第五大北岩銀行，美國如貝爾史登，美國的全國花旗損失400億與美林等均是相似原因所造成，台灣許多銀行買下次貸的產品也有大額損失，許多專業幹部只好去職。

9.不要再笑後段放牛班銀行，次貸出事的都是前段資優班銀行

在銀行風暴時，後段班銀行終日被批評逾放太高，現在終於出頭天了。犯下投資風險的大都自詡為先進銀行。他們自認為自己藝高，故膽大，如花旗、美林、瑞士信貸、北岩銀行、貝爾史登，這些金融機構哪一個不是世界知名銀行？且經常傳授別的銀行風險管理技巧，教他人如何避險，深信風險可轉嫁、可風散，倒閉會發生在別人身上，不會是我，但沒想到金融的風險往往出人意料，換句話說銀行

不要一天到晚想要賺2個資本額，而應強調穩健成長，也就身為先進國家的銀行一定要謙虛才會贏。

10.回到鐵律：沒有天山雪蓮，不要再夢想高報酬低風險

你相信吃了傳說中的天山雪蓮，可讓你由50歲年輕到20歲？魚尾紋不見？禿頭變有頭髮？近視消失？男的帥的像金城武、劉德華，女的美的像林志玲？智力像愛因斯坦？因為你不是白痴，所以當然不相信世上有天山雪蓮或崑崙靈芝，那為何相信世界有一種金融商品是低風險，高報酬？世界上有很多假的天山雪蓮，傳說中真的天山雪蓮只在電視劇中出現。次級房貸就像是假的天山雪蓮，而傳說中的高報酬低風險就讓它永遠變成傳說吧！這世界沒有電影裡「國家寶藏」中的尼可拉斯凱吉的藏寶圖可協助我們找到高報酬低風險之物，除非你是繼孔子之後五百年才出現一位的曠世奇才！