

金融海嘯重創全球納稅人

本文是為所有的納稅人而寫的，從質疑這次金融海嘯的起因到揭發真相，並分析未來，希望納稅人的權利受到尊重。在11月4日美國大選中，民主黨的奧巴馬（Barack Obama）能入主白宮，有賴選民群起參與投票。我們熟悉的納稅人往往是被動者，使政客有機可乘。這次金融海嘯及奧巴馬的成功為我們帶來了啟示。

根據英倫銀行在2008年10月公布的《金融穩定報告》（*Financial Stability Report*），全球納稅人在這次金融海嘯中，將須付出大約四萬四千七百三十億英鎊來救市。這個龐大的數字等於全球經濟六十萬億美元（約為三十八萬億英鎊）的12%。那麼，任何納稅人都有權了解未來的重擔。近日，義務與權利的意義好像已經被一般人所忘記：只要求取得權利，並沒有付出義務。大部分的納稅人都是「打工一族」，早出晚歸，中產家庭甚至是最容易被稅制壓迫的一族，因為富貴人家有專家教路，貧窮人家由於收入不足，所以不用納稅，這個情況在全球都是一樣的。

本文是為所有的納稅人而寫的，從質疑這次金融海嘯的起因到揭發真相，並分析未來，希望納稅人的權利受到尊重。在11月4日美國大選中，民主黨的奧巴馬（Barack Obama）能入主白宮，有賴選民群起參與投票。我們熟悉的

納稅人往往是被動者，使政客有機可乘。這次金融海嘯及奧巴馬的成功為我們帶來了啟示。

事實上，在這個龐大的救市金額中，有三千九百五十億英鎊是用於改變銀行的資本結構（recapitalization），目的是調整銀行資本，使其得以運作；另外三千九百七十億英鎊則用於購入金融界的不良資產（toxic assets）。不過，納稅人要關心的並不是以上兩點，而是報告內的結論：「這個救市行動並不能解決目前金融經濟體制上存在的危機，一天不解決此體制的管理問題，新的金融海嘯甚至會普及世界。」這個對未來充滿憂慮的分析，也同時出現在國際貨幣基金組織（IMF）於2008年10月

- 作者為美國哈佛大學博士後研究院院士及英國孟城城市學院監督（Governor of Manchester City College）。另擔任ACCA香港分會的中小企業委員會顧問及英國特許管理會計師公會（CIMA）香港分會的傳訊委員會顧問。

英倫銀行在最新的《金融穩定報告》中指出，全球須以超過四萬億英鎊來救市。（彭博圖片）



時間	震撼事件	筆者分析
2007年度		
3月5日	上海滙豐銀行宣布屬下的一個次按產品組合呈現出客戶不能還款，遠遠超乎初時估計。	這一天為震撼的開始。
6月22日	貝爾斯登 (Bear Stearns) 表示支持屬下的一隻對沖基金，而不支持另一隻對沖基金。	這意味着某些對沖基金可能出了事。
8月9日	法國巴黎銀行 (BNP Paribas) 停止資產計算、贖回屬下三個次按產品組合的投資產品。	而法國另一家金融機構AXA則剛剛宣布支持這三個投資基金；投資者可意味着有問題。
8月9日	同日，歐洲中央銀行 (European Central Bank) 注入九百五十億歐羅於隔夜拆息銀行體系，增加銀行之間的資金流動性。	這象徵了銀行體系被衍生工具牽累。
8月17日	美國聯儲局 (Federal Reserve) 宣布接受「廣泛性的抵押品」及加長再新抵押貸款年期。	這顯示抵押品出現嚴重問題。
9月17日	英國的房貸公司北石 (Northern Rock) 出現擠提，英國首相白高敦 (Gordon Brown) 宣布保證客戶存款。	這開始了英國納稅人的噩夢，更開始了世界納稅人的重擔噩夢。因為其他銀行存款客戶都要到存款避難所，導致其他國家先後作客戶存款保證。
10月份	花旗集團 (Citibank)、美林 (Merrill Lynch) 及瑞銀 (UBS) 先後宣布其屬下的資產貶值。	此宣布開始了一連串資產貶值消息，金融海嘯已漸露端倪。
11月8日	其中三大評級機構的穆迪投資服務 (Moody's) 宣稱會重新評級美國金融投資產品保證機構。	這開始了評級機構對衍生工具產品評級出現嚴重估價問題。
11月20日	美國兩大房地產按揭之一的房貸美 (Freddie Mac) 宣布2007年第三季虧損。	象徵了按揭問題將會令金融市場風聲鶴唳。美國兩房風暴惡化若隱若現。
12月10日	瑞銀 (UBS) 再次宣布屬下的資產要再貶值。	這預兆了其後金融機構資產不斷貶值。
12月12日	各大央行包括歐洲中央銀行、美國央行、英倫銀行、瑞士國家銀行 (SNB)、加拿大國家銀行，宣布攜手解決銀行資金短暫問題。	象徵了各大央行在2008年攜手合作，由於金融全球化，金融海嘯變成全球問題。
12月20日	貝爾斯登 (Bear Stearns) 宣布2007年第四季嚴重虧損。	這開始了第一家國際投資銀行將會倒閉 (或被收購) 的先兆。

筆者備註：金融海嘯的震撼因由，源頭雖然起於美國，美國金融界將房地產、汽車貸款、設備租賃、助學貸款及信用卡應收賬款等，包裝為抵押債務證券 (CDO)，推到國際投資市場上，加上信賴良好的AAA信貸評級，國際金融市場紛紛購入，希望能帶來穩健利潤。那麼美國金融界一旦出事，便很快演變成全球性金融災患。

2008年度		
1月11日	美國銀行 (Bank of America) 承諾收購房地產貸款公司Countrywide；同日，花旗集團 (Citibank)、美林 (Merrill Lynch) 等先後宣布2007年第四季嚴重虧損。花旗集團 (Citibank) 需要一百四十五億美元才能繼續營運。	金融的完美海嘯 (perfect storm) 逐步加壓。
2月11日	美國友邦集團 (AIG) 承認其核對表有證據顯示出現嚴重錯誤：特別是信貸違約掉期合約 (Credit Default Swap, CDS) 的估價問題。	要求救市的行動開始了，也正式開始了納稅人未來的重擔。
2月17日	英政府宣布暫時性國有化房貸公司北石 (Northern Rock)。	這個國有化的行動作為其他國家先例。其後德國、美國先後國有化其部分金融機構。那麼，開始了社會經濟或自由經濟的討論。
3月14日	摩根大通集團 (JP Morgan) 與美國聯儲局 (Federal Reserve) 及紐約銀行 (Bank of New York) 合力支撐貝爾斯登 (Bear Stearns) 二十八天。不到兩天，摩根大通集團在美國聯儲局三百億美元支持下，收購了貝爾斯登。	貝爾斯登 (Bear Stearns) 踏上了末路。投資銀行將會逐一消失。
4月22日	英國的蘇格蘭皇家銀行集團和金融服務公司 (Royal Bank of Scotland Group, RBS) 早於2000年併購了國民西敏寺銀行後，成為歐洲最大的銀行之一，由於股價指數下滑，影響到日常流動資金營運。	金融海嘯逐步加壓，陸續逼近最大的銀行。
4月29日	在全球金融市場緊縮下，歐洲最大的英國抵押貸款銀行 (HBOSplc) 終於要求支援，否則有倒閉的危險。	任何金融機構都是受一連串國際金管法監察，例如Basel II，制定貸款與其資產比率，那麼，當其資產受到質疑；加上股價跌，銀行互相不信任，海嘯已加強了其威力。
6月16日	美國第四大投資銀行雷曼兄弟 (Lehman Brothers Holdings) 宣布2008年第二季再次嚴重虧損二十八億美元。	金融海嘯逼近，並逐步加強。
7月11日	美國房地產抵押貸款機構IndyMac倒閉。	倒閉潮開始了，骨牌效應逐步逼近。
7月13日	房地產相繼出事，美國金融管理局 (US Treasury) 宣布救助房利美 (Fannie Mae) 及房貸美 (Freddie Mac)。	令金融市場風聲鶴唳。
9月7日	房利美及房貸美相繼被接管。	金融市場風暴惡化。
9月15日	雷曼兄弟宣布破產。同日美國銀行承諾收購美林，國際投資銀行相繼倒閉、被接管或收購。	國際投資銀行倒閉潮開始。
9月16日	美國政府提供八百五十億美元的臨時貸款給美國友邦集團，換取79.9%股權。	金融風暴已擴散到其他行業，例如保險業。
9月18日	英國的Lloyds TSB和HBOS宣布合併。	為了保障機制，合併是方法之一。
9月20日	美國金融管理局草擬救市方案，以七千億美元購買 "troubled assets"	象徵了金融風暴已成金融海嘯。
9月21日	美國聯儲局晚上宣布，批准兩大投資銀行高盛 (Goldman Sachs Group) 和摩根士丹利 (Morgan Stanley) 轉型為銀行控股公司。	從此，國際四大投資銀行不再存在。
9月29日	冰島政府出手救助Glitnir銀行；同日，比利時、盧森堡、荷蘭三國政府決定挹注一百一十二億歐元 (一百六十三億美元) 資金投資比利時最大銀行富通 (Fortis)，以免金融市場信心潰堤。同日，美國眾議院否決了七千億美元的救市方案。	一周富通股價大跌35%，難免市場信心潰堤。世界性股市大跌，出現全球性恐慌。
9月30日	愛爾蘭政府宣布保證各銀行客戶存款，其他政府亦跟隨。	納稅人的重擔增加。
10月3日	美國眾議院通過七千億美元的救市方案。美國金融機構Wells Fargo與Wachovia合併。	納稅人噩夢加深。

備註：讀者已知其後10月、11月金融海嘯的大部份震撼事件，故筆者不作重複。不過，在美國大選前，各股市市場狂升；香港更有某行業會長在公開場合說金融風暴已過，已到底了，筆者當時只有搖頭。大選後，各股市市場已相繼回落。

8日的《世界金融穩定報告》(Global Financial Stability Report)內。《報告》更指出，估計不良資產由今年4月到10月已增加了50%，世界銀行擔心未來會有更多的發現。換言之，納稅人目前四萬四千七十三億英鎊的重擔可能隨時增加。那麼，金融海嘯的起因是什麼？為什麼沒有人可以為納稅人提供實際的數字？為什麼今天一個數字，明天又說增加到另一個數字呢？英美政府如是，歐盟如是，銀行機構如是。

金融海嘯的真正起因分析

有關這次金融海嘯的起因，為人熟悉的次按只是結果，不是源頭。源頭在於美國兩次開放金融體制而引起的一連串法案。

一、七十年代解除對金融界股票經紀佣金的管制法案，後果是投資銀行及有關金融機構為了圖利，想方設法去賺取佣金，今天五花八門的衍生工具便是由此而生。更有投資機構利用財務槓桿借債理論，投資金融股市、炒外匯、地產。以行業開放、自治為理由，沒有法制監管與干預，就如今年9月29日《時代雜誌》內〈貪婪的代價〉(Price of Greed)一文中所形容：「多年來金融界玩弄市場，沒有任何恐慌。」這種沒有任何恐慌的態度種下了今天金融海嘯的根。但筆者可以告訴大家，這次金融海嘯過後，當經濟回復正常時，新的衍生工具將會捲土重來，那時又不知用上什麼名稱！

二、九十年代取消Glass-Steagall法案，即取消了商業銀行與投資銀行之間分別營運的模式：那麼，商業銀行為了賺取利潤，出售投資銀行產品；而投資銀行為了競爭與賺取利潤，催生衍生工具，開始了資產證券化(securitization)的業務。於是，金融機構將流動性較低的貸款，滙集成一個債權群組或者貸款組合，在資本市場出售，當中包括了房地產、汽車貸款、設備租賃、助學貸款及信用卡應收賬款等。故此，筆者去年在本欄〈螞蟥理論與醞釀中的財經風雲〉一文中，已指出次按只是其中一隻螞蟥。

全球納稅人的支付額

正如日常生活一樣，螞蟥一般不會成群地出現，除非出現某些震撼因素，例如裝修、拆建。那麼這次金融海嘯的震撼因素又是什麼？筆者認為，觀察事件發生前後會較容易明白。

為了了解未來的重擔，筆者將世界分為三

大區域：美洲、歐洲及亞洲。不過，由於金融全球一體化(筆者會在另一文解釋)，任何地區、任何國家救市的金額，重擔並不只落於其國民納稅人身上。細看以下數據，讀者應有心理準備。以下資料來自英倫銀行在2008年10月份的《金融穩定報告》及IMF於2008年10月8日的《世界金融穩定報告》。

全球納稅人要支付四萬四千七百三十億英鎊來救市，但誰來救納稅人呢？



全球聯手救市行動	
美洲	
美國	二千五百億美元用於注資給銀行 四千五百億美元為收購不良資產(toxic assets)基金 十四萬億美元作為銀行擔保
阿根廷	國有化所有私人退休基金(即政府動用和控制退休基金)
美國和阿根廷一同向IMF求助。	
歐洲	
愛爾蘭	擔保全部銀行存款及貸款
法國	四百億歐羅用於注資給銀行 三千二百億歐羅作為銀行擔保
德國	八百億歐羅用於注資給銀行 四千億歐羅作為銀行擔保 五千八百億歐羅國有化HYPO
希臘	五十億歐羅用於注資給銀行 一百五十億歐羅作為銀行擔保
意大利	估計二百億歐羅用於注資給銀行
荷蘭	三百億歐羅用於注資給銀行 二千億歐羅作為銀行擔保 一百六十八億歐羅國有化Fortis
挪威	三千五百億挪威克郎(三百二十億英鎊)作為流動資金
西班牙	五百億歐羅作為收購資金 二千億歐羅作為銀行擔保
奧地利	一百五十億歐羅用於注資給銀行 八百五十億歐羅作為銀行擔保 擔保商業銀行存款
比利時	四十七億歐羅國有化Fortis在比利時的資產 三十億歐羅國有化部分Dexia的資產
英國	國有化Bradford & Bingley及Northern Rock房地產抵押貸款機構 三百七十億英鎊用於注資給銀行 四千五百億英鎊作為銀行擔保
丹麥	擔保全部銀行存款及貸款
芬蘭	五百億英鎊作為銀行擔保
冰島	國有化Kaupthing、Landsbanki及Glitnir房地產抵押貸款機構 二十一億英鎊從IMF緊急臨時貸款
瑞典	一百五十億瑞典克郎(一千二百億英鎊)作為銀行擔保
瑞士	六十億瑞士法郎(三十三億英鎊)注資給瑞銀(UBS) 五百四十億瑞士法郎作為收購瑞銀(UBS)不良資產
烏克蘭	一百六十五億美元從IMF緊急臨時貸款
俄羅斯	五百億美元貸款給企業 一千九百億美元作為支撐危局
亞洲	
南韓	一千億美元作為銀行擔保
日本	估計十萬億日圓用於注資給銀行
科威特	擔保Gulf Bank全部銀行存款及貸款
卡達	五十三億美元用於注資給銀行
沙地阿拉伯	二十七億美元用於無息貸款給市民 四百億美元作為支撐銀行
澳洲	擔保全部銀行存款及貸款 一百億美元支撐計劃
紐西蘭	擔保全部銀行存款及貸款