

國際投資環境與風險評估

次貸浪潮下的一塊浮板——主權財富基金

指導教授：林達榮 老師

組員：汪傳堯、陳光政、謝宛真、江孟儒



次級房貸

- 第一個起源為1934年美國成立了聯邦住宅局(Federal Housing Administration, 簡稱FHA)。
- 第二個起源則是來自於1980年代到1990年代間Guardian Savings、Loan Association與Long Beach Savings的抵押借款活動所造成。



次級房貸的意義

- 次級房貸的定義有不同的說法，若從投資個人的觀點，次級房貸是指金融機構提供貸款給信用較差或信用有問題的民眾，而其利率通常較一般利率高出2-3%。
- 若從信貸評分的觀點，所謂次級房貸係指fico信評評分低於620分者，以及雖高於620分但缺乏所得證明檔案或自備款非常低(甚至為零)者所借之房貸；信用評等的分數區間為300分~850分。

何謂次級房貸？

- 次級房貸：

借款給信用較差投資人的房屋抵押貸款，此等投資人的FICO信用評級落在300-620分之間。

小常識－何謂FICO？

FICO為知名信用評等公司Fair Isaac Corporation所發展出來的信用評分系統。

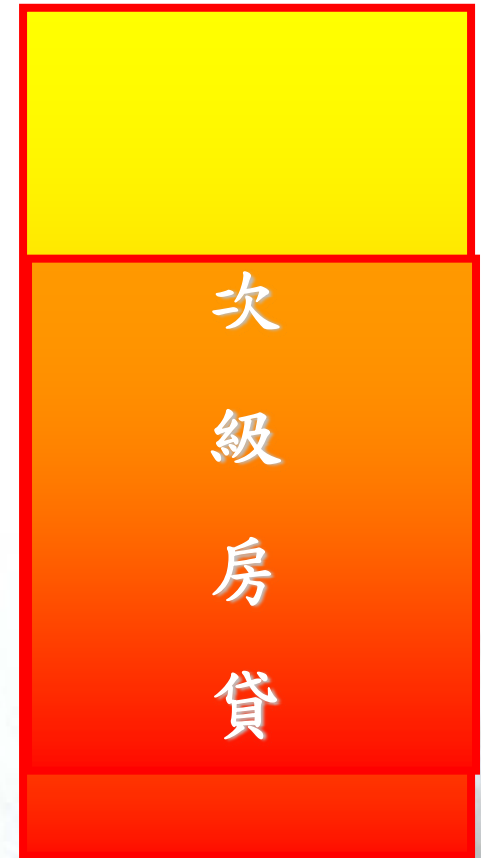
依以下五個因素為比重：

1. 按時還款紀錄：35%
2. 債務總計：30%
3. 信用紀錄歷史：15%
4. 債務總計的成份：10%
5. 新近貸款申請次數：10%

850分

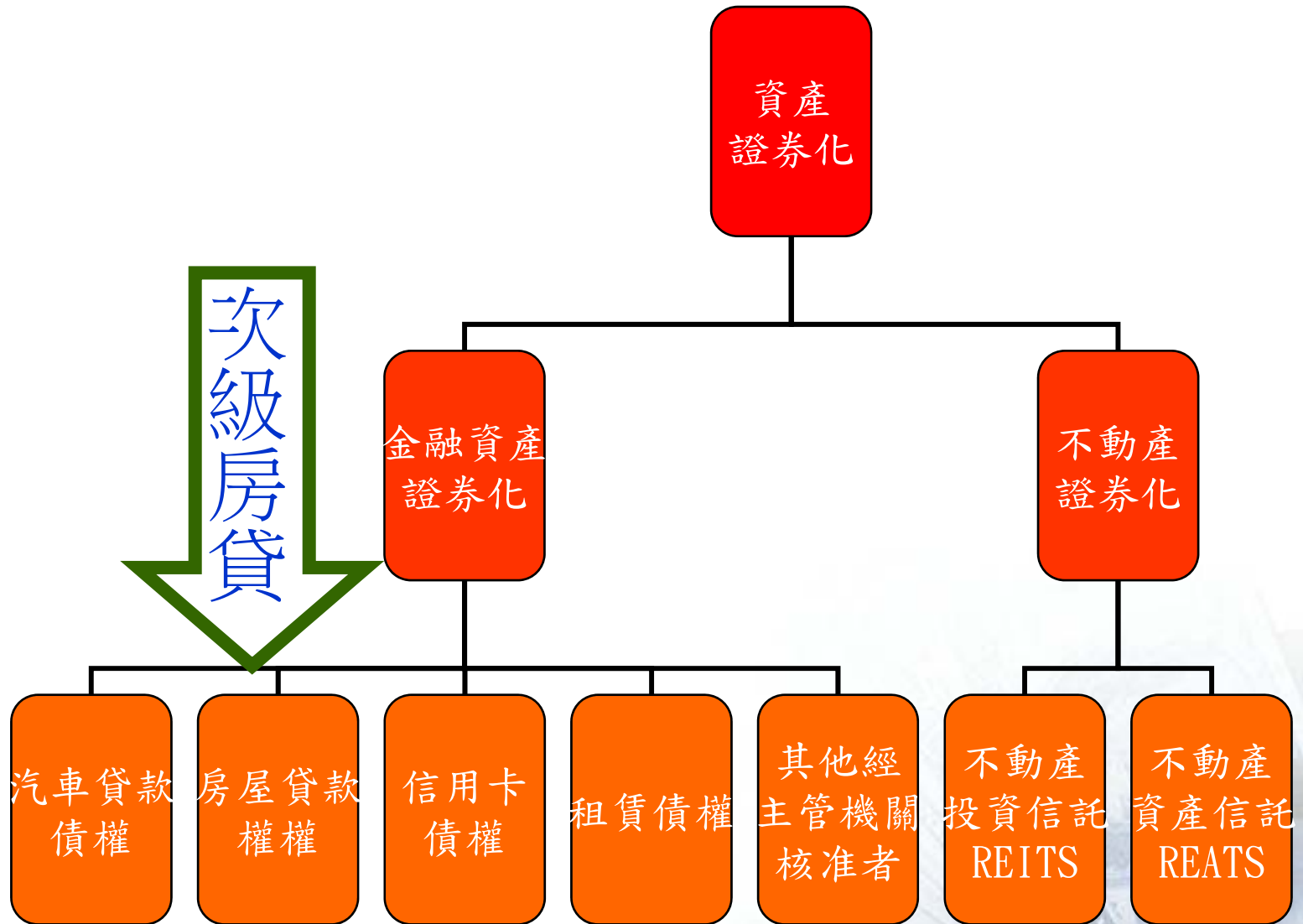
620分

300分



FICO信用評分表

次級房貸示意圖



美國次級房貸示意圖

信用或收入不佳的
借款人



攤還本息



次級抵押
貸款公司



出售資產抵押
債券ABS



投資銀行



提供現金流量



房屋貸款



投資機構



擔保債務憑證
風險高. 收益高



提供投資現金



次級房貸產生的原因

- 綜觀美國次級房貸市場出現惡化的原因有三，即：
 - 1. 聯邦準備銀行(fed)自2004年以來連續17次升息，使得聯邦基準利率升至5.25%，借貸成本攀高，導致違約率增加，而次級房貸違約率攀升的幅度明顯高於一般房貸的幅度。
 - 2. 房地產景氣不佳，使得以房屋淨值為貸款基礎的貸款人增加還款壓力，違約率同步上揚，並影響金融市場的穩定與發展。
 - 3. 2005年及2006年銀行開始大量承做次級房貸，房貸戶在2~3年之後改採浮動利率，貸款人若無其他財源可供因應，則在攤還本金時即可能出現無法償付的狀況。

次級房貸對全球經濟的影響

- 2007年2月，次級房貸問題曾被認為是潛藏在美國股市裡的一枚未爆地雷。
- 道瓊工業指數在短短一周之內下跌七百餘點(7/23至7/27)，跌幅超過5%，亦打破其2002年以來單周最大跌幅紀錄。
- 七月以後至八月上旬，歐洲大陸再爆地雷，歐洲央行更宣佈提供無限資金拯救金融市場。也因為歐美股市同步重挫而引發了全球股市信心的崩潰；由於美股走向牽動全球資金，台灣股市亦受到利空波及，加權股價指數再三下調，而在全球股市的表現中，除了中國之外，各地市場幾乎盡皆同步走跌。

次級房貸風暴形成原因

一、信用不佳的貸款人，以通常高出一般利率2%的利息貸入購屋貸款

➤ 聯準會升息時，負擔加重，無法繳款的違約率便急速上升。

二、某些州法律，雇用獨立掮客可規避房貸公司的法律責任，房貸公司大量僱用獨立掮客承作房貸

➤ 承銷掮客靠推銷房貸賺取佣金，甚至向不可能付出房貸的人誘騙推銷房貸衝業績

三、美國次級房貸會隱藏在一些並不透明的工具之中。

➤ HSBC等銀行從房貸公司買進次級房貸，轉賣大型券商。

➤ 雷曼兄弟、貝爾斯登等華爾街券商大批買進次級房貸等房貸後，再發售以房貸作擔保的不動產抵押擔保證券(MBS)

➤ 券商再包裝(MBS)、就學貸款以及其他衍生性金融商品，設計出各種抵押債務債券(CDO)。某些CDO再組成另一種CDO，成為以CDO擔保的CDO

➤ 標準普爾、惠譽等信評公司對CDO商品給出評等。由於此類商品缺乏歷史紀錄，理論數學模型幾乎成為唯一評等依據。

➤ 投資銀行、退休基金、避險基金、市政基金、校務基金等機構投資人依照信評公司給出的評等，買進以為是高評等、高收益、風險分散的CDO商品

次級房貸風暴形成原因

四、房地產景氣的大多頭，讓泡沫愈吹愈大。美國的房地產
1990年就開始走多頭，又碰上美國資金氾濫

- 美國的貿易赤字
- 美國的財政赤字
- 美國2000年後一連串降息，利息降到有史以來最低

五、房地產景氣走低，使得以房屋淨值為貸款基礎的貸款人
增加還款壓力！2005年及2006年銀行開始大量承作次級房
貸，房貸戶在2~3年之後改採浮動利率與開始攤還本金時
開始出現無法償付的狀況

次貸，真的萬劫不復嗎？

- 次級房貸本意沒有什麼不好，有人想購置資產，但不容易從經營較為保守的銀行借到錢，有其他的機構願承擔一點風險把錢借給他們，一圓有厝的夢想，這不是挺好？
- 但次級房貸一如股市指數等經濟指標一樣，成為政府當局創造施政榮景的一個鼓勵風向球，借此美化執政成績，因此未能制止泡沫的擴大。
- 業者不斷發掘各式各樣的客戶，本來遠遠不可能借到錢或者借不到那麼多錢的「邊緣貸款者」，也被蠱惑紛紛跳進來。



美國有次貸，台灣有卡債！

- 一如台灣之前的卡債風暴，美國的次級房貸問題在金融市場引發了呆帳連鎖效應的迫切危機，而美國的影響力當然是全球性的。
- 「把東西賣給買不起的人，把錢借給還不起的人」，過去幾年，這種思維讓很多財務金融公司創造出傲人的經營成績；然而，在啟動了所謂的「窮人之貪」的機制後，整個社會也進入了一個巨大的謊言裡，這個謊言就是你配得「容易之財」（easy money）——政府要作多，企業要業績，人們要買更多的東西；大家拚命玩數字遊戲，一直往上堆、往外推，直等到泡沫爆炸。

次貸滾雪球

- 美國次級房貸近年激增至 25%：
雖然大部分的家庭購屋房貸，並不屬於「次級房貸」，但次級房貸在 21 世紀初開始激增。
- 從 1996 ~ 2004 年年間，「次級房貸」只佔所有家庭購屋貸款的百分之九；但到了 2004~2006 年這三年間，次級房貸已經佔所有的的家庭購屋貸款的百分之二十一。
- 統計截至 2006 年為止，次級房貸佔了 25% 的美國家庭購屋房貸，總計約 6000 億美金以上。
(譯註：接近 20 兆新台幣，全台灣都「不吃不喝不消費」大概一年半可以還清這些美國的「次級房貸」)

次級房貸的惡性循環

次級房貸的惡性循環

1.放款銀行為了吸引貸款戶，以最低利率為誘因，放寬信用標準大幅放款。

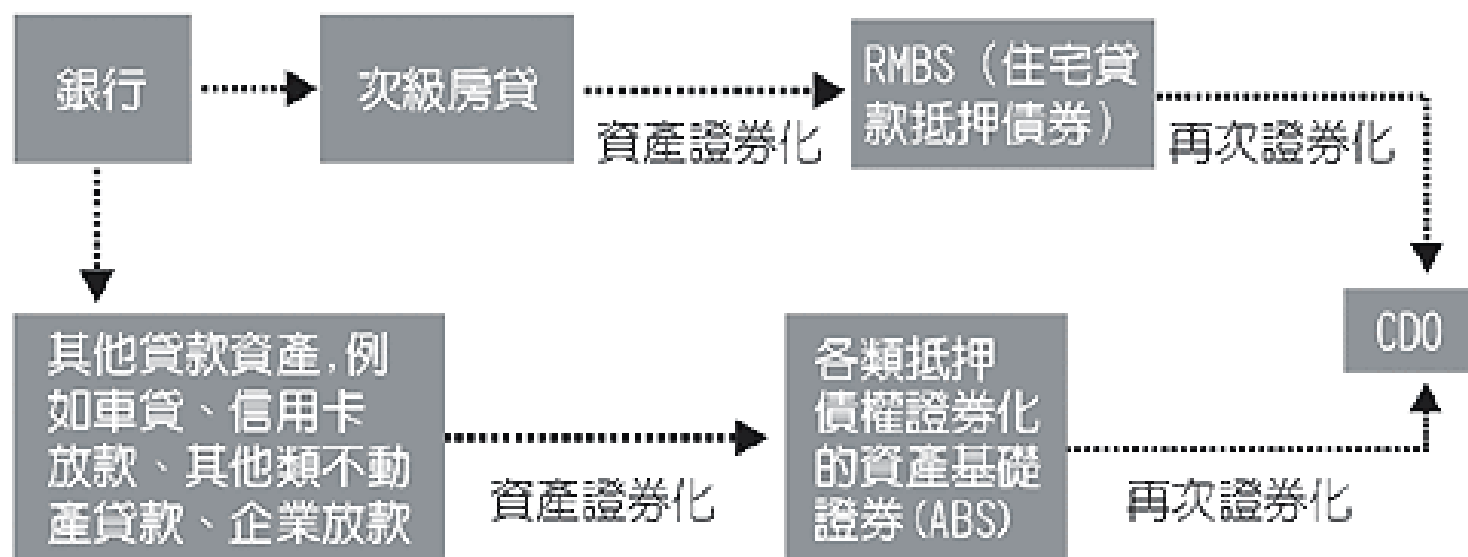
2.許多信用評級較低的低收入貸款者投入次級房貸市場。

3.政府公佈房屋銷售數據表現差，使房地產不景氣問題再現。

4.以房屋為抵押的貸款者資產縮水，償款能力更低。

5.爆發違約率大增事件，引爆次級房貸事件。

CDO與次級房貸關係概況



註：各類抵押債權證券化，例如企業放款證券化 (CLO)、商用不動產放款證券化 (CMBS) 等，都是屬於ABS的一種。

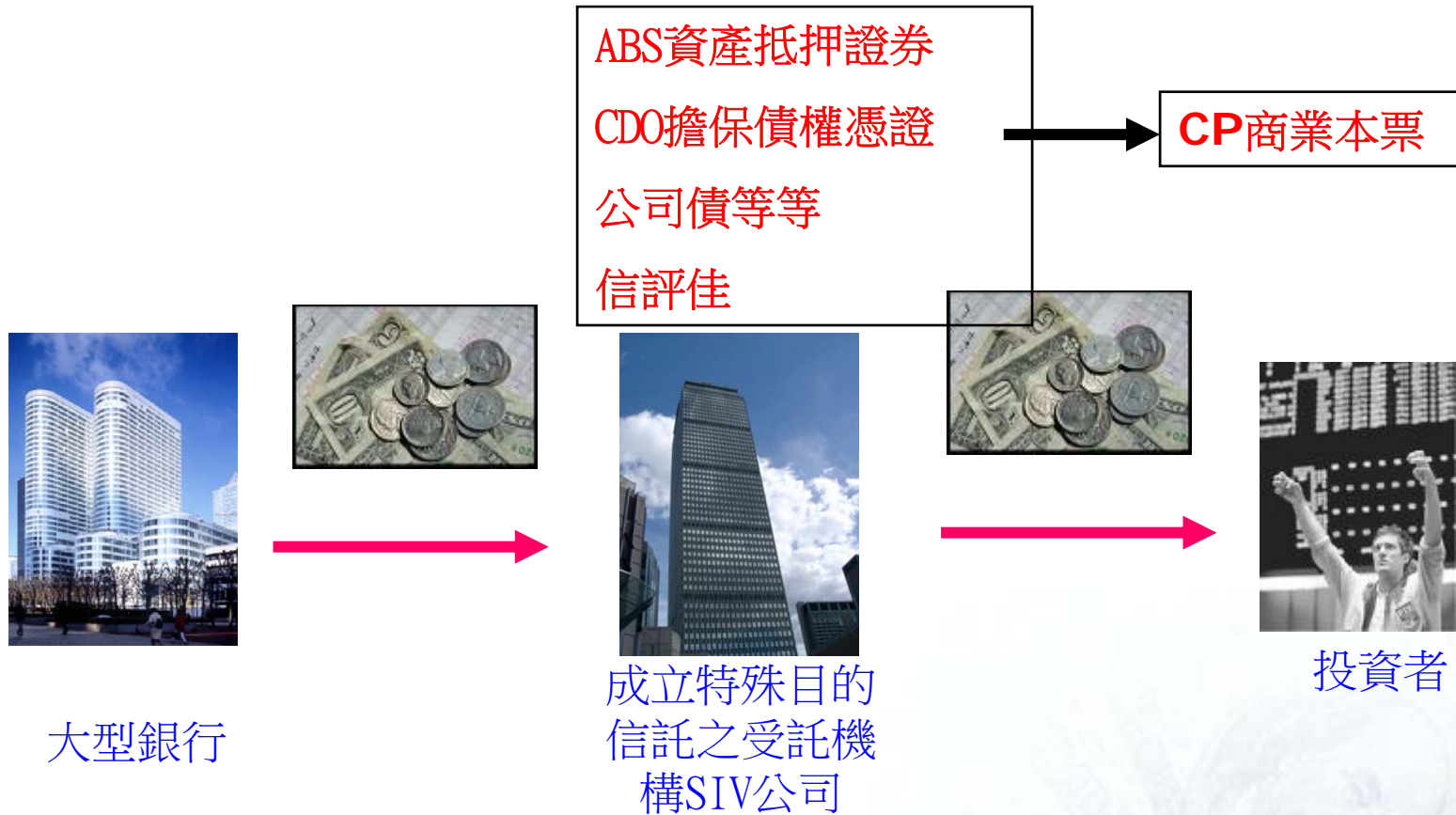
資料來源：金融機構

夏淑賢／製表

- CDOs是近來新興的許多低流動性投資工具之一，是私募股權基金重要的融資管道。
- 銀行或放款機構將房屋貸款債權出售給投資銀行後，就可以拿回原本的部位繼續進行授信業務，投資銀行則是將這些債權集中起來進行設計包裝，再賣給投資人。
- 就像絞香腸，看不懂裡面是什麼肉…
- 既然是香腸，誰看得懂裡面到底有甚麼？所以需要信評機構的協助。



SIV「結構式投資工具」



信評佳(但忽略了流動性風險-以短支長)

次貸對台灣的影響

美國次級房貸對台灣金融體系影響



次級房貸大事紀

大型抵押貸款機構**American Home Mortgage**傳出房貸業者財務危機。

衝 ↓ 擊

導致美股在7月26日開始受到影響下挫，引發全球股市震盪。

擴 ↓ 散

貝爾史登、高盛等各大券商陸續傳出旗下基金虧損的消息

回 ↓ 穩

美國總統及財長出面喊話，歐洲央行挹注龐大資金援助。

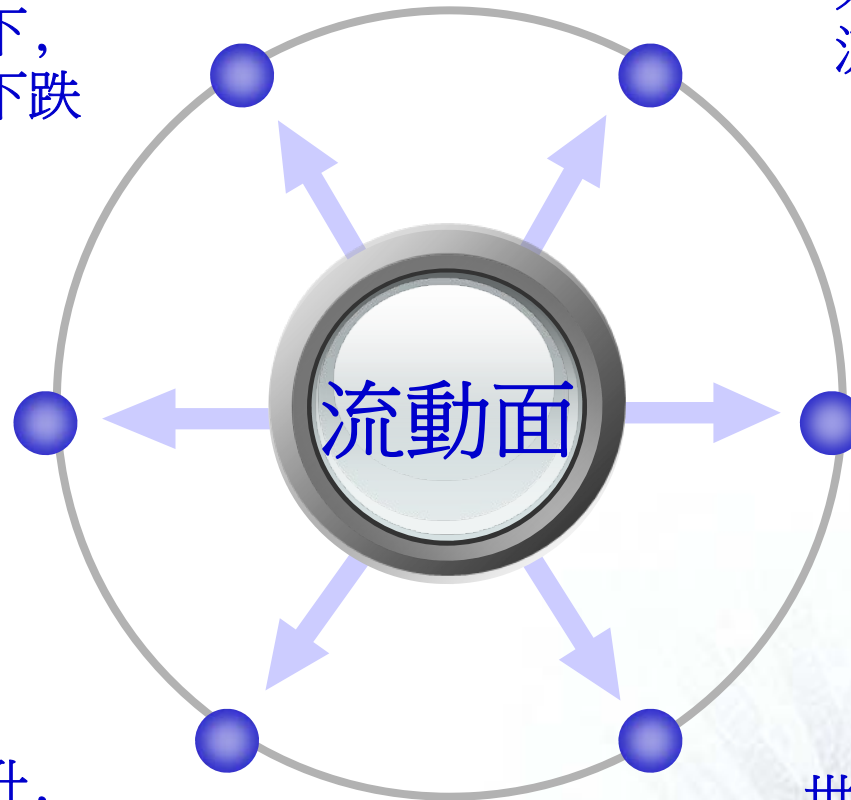
次級房貸風暴對世界經濟的影響

當利率上升時

出售其他證券,在
供給大於需求下,
其他證券價格下跌

其他證券價格
大幅下跌,出現
流動性問題

證券價格大
幅下跌,出現
流動性問題



各金融機構
出現財務流
動性風險

貸款違約率上升,
證券價格下跌

世界景氣受到巨
大影響

次級房貸後續發展與解決之道

1. 美國次級房貸效應對全球金融造成的影響
2. 次級房貸風暴造成的損失無法判定
3. 未來展望
4. 次級房貸之解決之道

美國次級房貸效應對全球金融造成的影響

- 2006年—美國經濟復甦，日本等其他歐亞國家有多餘且低利的資金，便挹注美國市場。由於資金多，美國房貸業者便大膽承做風險較高的次級房貸，金融業者則將其創造成高獲利的衍生性商品推銷到全世界。
- 2006年—美國次級房貸發行總額為7,200億美元，其中有1,000億美元被包裝成證券化商品，成為資產抵押證券，銷售到世界各地，以歐洲地區為主。

美國次級房貸效應對全球金融造成的影響

- 這些證券又會被組合成債權擔保憑證（CDO）及房貸債券（MBS）於市場上銷售，成為抵押證券的衍生性商品。
- 因此次級房貸衍生的衍生性商品才是造成全球金融市場動盪的主因。



美國次級房貸效應對全球金融造成的影響

- 次級房貸風暴造成的骨牌效應：

次級房貸造成的骨牌效應在於承做次級房貸的金融機構倒閉、房產景氣趨緩；對投資層面的影響，是房產基金淨值下滑、結構型商品大跌。迫使各國央行為了應付可能的「流動性風險」，不得不向銀行挹注資金。

- 主要影響之歐洲國家：

1. 德國工業銀行及公營的地區銀行薩森銀行皆面臨嚴重虧損
2. 法國巴黎銀行凍結旗下基金，更導致歐美股市重挫
3. 瑞士銀行也因此損失約40億瑞士法郎

美國次級房貸效應對全球金融造成的影響

• 對亞洲地區的影響：

- 亞洲國家對衍生性商品的參與度較少，尤其中國、印度經濟成長力道強勁，加上亞洲市場資金多，流動性高，所以亞洲受到次級房貸衝擊較低，僅止於區域內從事國際投資和全球性的銀行。
- 亞洲各國皆擁有龐大的外匯存底，應可應付次級房貸風暴所帶來的效應。與10年前的金融風暴相比，因為利率被迫調升以抑制資金外流，而導致外匯存底消耗殆盡的情況不同。
- 因此，美國次級房貸危機將不至於演變為另一個亞洲金融風暴。然而，美國出現流動性危機，使得資金自亞洲流出而間接影響亞洲股市。

次級房貸風暴造成的損失無法判定

- 次級房貸全球損失約為450億美元
- 次級房貸潛在損失約為500-億1000億美元
- 目前最大的問題是沒有人能掌握外國投資人購買次級房貸總額究竟是多少？
 - 房貸違約率急速上升，房貸公司首先面臨資金短缺，各法人投資機構因應投資人贖回而急需現金，因而拖累全球股市崩盤。然而，市場的恐慌實際上多是心理崩盤，而非金融劇變，投資人因擔心而先行退場，才是造成股市大跌的原因。

未來展望

- 近期全球股市大幅修正，導因於美國次級房貸，然而全球經濟成長結構完整，各產業仍蓬勃發展，將可抵銷美國房市所帶來的負面影響
- 國際貨幣基金（IMF）也表示，次級房貸所引發的金融風暴，應屬可控制範圍內，就目前看來，支持全球經濟成長的基礎因素不變
- 全球經濟成長動能仍強，加上新興國家經濟持續發展的支撐，預估2008年全球經濟成長率仍可維持在5.2%左右的水準。不過IMF也強調，各個金融市場都應從次貸危機中，瞭解過度擴張信用會造成的衝擊與危險。

次級房貸之解決之道

一、短期解決之道：

央行挹注龐大資金援助，解決短期資金流動的問題。

二、長期解決之道：

- 獎助投資與企業升級，增加人口就業率
- 降息減輕借款人壓力，提升還款人能力
- 全球金融市場總檢討
- 主權基金



次貸浪潮下的一塊浮板～主權財富基金

- 解決次貸的國家級工具之一
- 歐美紛紛向亞洲求援
 - 中國投資有限責任公司
 - 新加坡淡馬錫控股公司
- 主權基金基本資料
- 主權基金運作模式
- 主權基金的隱憂



備受矚目的主權基金

- 日本企業期待主權基金垂青

2008年04月08日 11:39

- 近幾個月來，對沖基金和其他外國私人投資者的大量賣盤導致日本股市遭受重挫。
- 日本投資界希望，主權基金能買進更多的日本資產，以便幫助日本股市重振旗鼓。

- 美股收盤上漲，花旗集團獲注資提振金融股

2007年11月28日 07:41

- 美國股市週二收盤上漲，原因是一家中東主權基金出手援助花旗集團，這給金融類股帶來提振。



背景緣起

- 1950年代，科威特政府石油收入的大量累積→成立規模超過2,500億美元的基金(KIA)
- 針對部分仰賴優質磷酸鹽肥料的鳥糞資源出口國，當地政府對此強制徵稅
- 陸續跟進：
 - 中東各產油國
 - 東南亞貿易出口國



主權基金

(Sovereign Wealth Fund, SWF)

- 依設立動機分為：
 - 穩定型：外匯收入中長期穩健增長，降低短期波動的影響
 - 沖銷型：協助央行控制外匯流動性
 - 儲蓄型：積蓄當代財富
 - 戰略型：優化配置資源，實現經濟和社會發展目標



主權基金

(Sovereign Wealth Fund, SWF)

- 持有者：各國政府
(目前全球已有22個國家和地區設立)
- 資金來源：
 - 天然資源出口盈餘
 - 外匯存底盈餘
 - 政府追求公共基金之更高收益
 - 國際援助基金
- 規模：2006年底，累計1.5~2.5兆美元
(全球避險基金規模為1.6兆美元)
- 投資標的：G7定息債券類→多元化資產組合
(股票、風險性資產)

國家/地區	基金/管理機構名稱	起始年份	資產規模 (10億美元)	資金來源
阿拉伯聯合大公國	阿布達比投資局ADIA	1976	875	Oil
新加坡	新加坡政府投資公司GIC	1981	330	Non-commodity
挪威	挪威政府養老基金GPF	1990	320	Oil
沙烏地阿拉伯	由多個基金組成	N.A.	300	Oil
科威特	科威特投資局KIA	1953	250	Oil
中華人民共和國	中國投資有限責任公司	2007	200	Non-commodity
俄羅斯	俄羅斯平準基金SFRF	2003	127	Oil
新加坡	淡馬錫控股公司Temasek	1974	108	Non-commodity
澳大利亞	澳洲政府未來基金AGFF	2004	50	Non-commodity
卡達	卡達投資局QIA	2000	40	Oil
美國阿拉斯加州	阿拉斯加永續基金APRF	1976	40	Oil
汶萊	汶萊投資局BIA	1983	35	Oil
韓國	韓國投資公司KIC	2006	20	Non-commodity
馬來西亞	國庫控股公司KNB	1993	18	Non-commodity
哈薩克	哈薩克國家基金KNF	2000	18	Oil

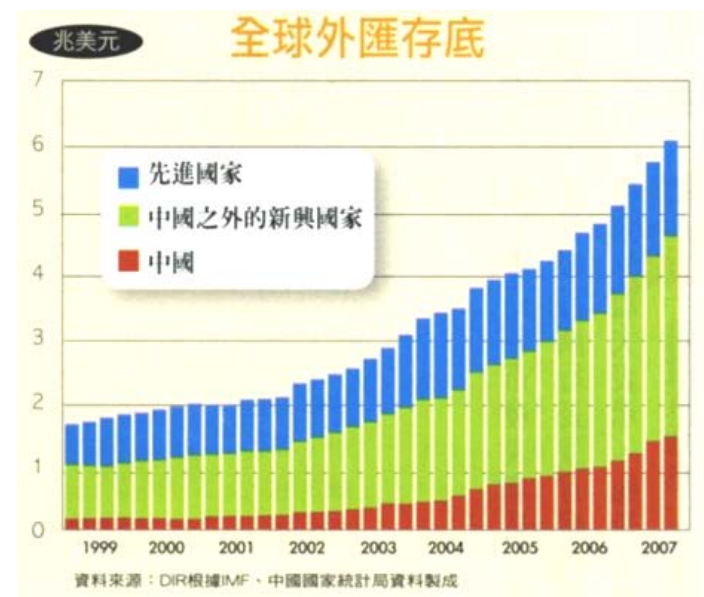
「商業考量」或「政治目的」？

- 運作透明程度低
- 投資企圖不明
- 介入他國重要企業或原物料資源企業經營
- 可影響被投資國適當政策



主權基金逐漸嶄露頭角

- 積極運用剩餘資金的必要性！
 - 靠外銷帶動經濟成長之新興國家 → 外匯存底型。
 - 靠石油銷售收入、石油相關稅收國家 → 資源型。



主權基金現況

- 目前全球主權基金的規模已高達3.5兆美元。
- 投資範圍：電信業、科技業、賭場、航太工業等。
- 不過金融業仍是主權基金的主力投資領域。
- 美國次級房貸風暴爆發後，主權基金抓準了時機，已經砸下近690億美元，金援多家全球投資銀行。



主權基金逢低進場承接金融股

- 美國次級房屋貸款危機暴發後，主權基金已在西方國家金融機構，注入大量資金。
- 中國、新加坡、科威特和阿布達比等主權基金，陸續購入花旗集團、美林、摩根士丹利等股權。

今年來亞洲與波灣主權基金與民間投資西方金融業概況

主權基金/公司	成立年份	規模(億美元)	投資對象	金額(億美元)
中國投資公司	2007	2,000	摩根士丹利 黑石	50 30
中國中信集團	2006	1,280	貝爾斯登	10
(中國)國家開發銀行	1994	3,000	巴克萊	32(16億英鎊)
(新加坡)淡馬錫公司	1974	1,080	美林 渣打	50(未定) 85(42.5億英鎊)
新加坡政府投資公司	1982	3,300*	瑞士銀行	96(48億英鎊)
阿布達比國家投資基金	1976	8,750	花旗集團	75
杜拜國際資本	2004	86	滙豐	不明
(阿聯)伊斯第司馬公司	2003	80*	渣打	10

*估計值

資料來源：英國泰晤士報

謝瓊竹／製表

2007-12-21 經濟日報

中國

- 中國投資公司

- 於籌備階段，投資30億美元收購全球最大的私募股權基金美國黑石集團10%股權。
- 投資50億美元收購美國第二大投資銀行摩根士丹利近10%股權。

- 中信證券公司

- 投資10億美元購買貝爾斯登(市值第五大券商) 股權。

新加坡

- 新加坡政府投資公司

- 新加坡政府投資公司注資花旗68億美元
- 投資瑞士銀行97億美元，收購了瑞銀集團9%的股份。

- 淡馬錫控股公司

- 支付了44億美元，收購網路遍佈全球、世界最大的證券公司—美林證券。



阿布達比

- 阿布達比基金對花旗集團挹注75億美元。
- 買下花旗集團約4.9%股權。



日本將設主權基金

- 日本正熱烈討論成立第一家主權財富基金，以充分利用擁有的全球第二大外匯存底。
- 日本的主權基金將可能用於救濟在次級房貸風暴中受創的大型銀行業者。
- 日本政府與新加坡政府投資公司高階經理人會談。
- 金額尚未決定，若只拿出日本外匯存底的5%來作積極投資，金額就可高達500億美元。

各國主權基金虧損

- 主權基金是否出手過早？
- 鉅額資金大量從國有投資基金流向美國和歐洲的大型金融機構，不過它們的回報卻令人沮喪。
- 投資決策前是否進行了足夠的調查，以充分瞭解其投資的銀行到底面臨著多大的次貸風險。

各國主權基金投資績效

國別	投資標的	股價跌幅 (%)*
新加坡	瑞士銀行	43.8
	巴克萊	39.5
	花旗	17
	美林	7.6
科威特	花旗	17
	美林	6
阿布達比	花旗	28
杜拜	Och-Ziff 資本管理	34
南韓	美林	6
中國	黑石集團	47
	摩根士丹利	17.4

*宣布投資當日至4日

資料來源：彭博資訊、本報資料調查
陳家齊／製表

兩難：需要與遏制

- 雖然主權財富基金擁有爆發性的市場力量，不過這些基金的經理人卻不太需要對監管部門、股東或擁有股權者負責。
- 亞洲主權基金的全球投資和開發國家的抗拒。
- 主權基金的利用和限制之間必須達成平衡。



Thanks for your attention

