

经济复苏乃虚幻情景？

纪钧文 龚倩

回顾上世纪70年代的银行检测及90年代的储蓄贷款银行危机所引发的‘为盈利而走向破产’局面……同样的情节是否即将上演呢？答案是一个重重的‘是’！

美国大型银行压力测试的结果和“绿萌芽”经济复苏的迹象点亮了近期市场短暂的道路，造成强劲有力的反弹。但此时，投资者其实面临的是长期性投资策略的分叉路。金融学者理查·佩特威(Richard Pettway)一项被世人所遗忘的实证研究结果和大自然所蕴藏的博弈智慧，或许能为我们点亮未来该走的稳健投资大道。

羚羊见到狮子时为何不断地蹦上蹦下？这个令人费解的信号有着深远的生存蕴意。羚羊是在说：“我能跳那么高是因为我健壮。你是抓不到我的。去捕杀其他的猎物吧！”在经济学中，信号效应源自于信息的不对称性(informational asymmetry)，也就是其中一方比另一方占有更全面的信息。

诺贝尔经济学家乔治·阿克劳夫(George Akerlof)形容这样的市场会出现品质不可靠的“柠檬”，造成市场失灵。羚羊不断跃起所发出的信号让狮子决定更有胜算地去追赶相对孱弱的猎物，羚羊也就逃过了一劫。

羚羊跃到空中所付出的成本是昂贵的。当模仿的成本过高，造假者就会放弃这一企图（即分离均衡，separating equilibrium）。然而在有些例子当中，造假是能够成功的（即混同均衡，pooling equilibrium）。

近期的银行压力测试仿佛仿效了跳跃的羚羊。我们需要弄清楚信息的“成本”是否足够“昂贵”，才能真正有信心地判断其信息的诚实性和其附带的长期经济效应。

信息可信度的致命一问出现在监管局运用“核心资本充足率”(Tier-1 common capital, 简称T1)来衡量银行健康资本额度，而非更为贴切的“有形资产充足率”(Tangible Common Equity ratio, 简称TCE)。

在2008年底，花旗银行和美国银行(BofA)分别拥有11.8%和9.15%的T1，远远超过监管局所规定6%的健康资产水平，然而双双都需要巨额的援救金。会计伎俩能蓄意膨胀T1——“短暂”的投资亏损可被刻意地排挤、优先股和混合资本债券则可被调整并入其充足率。据估计，美国大型银行的TCE是2.1%而T1则是10.2%。银行在压力检测前两周激烈地讨价还价，造成美联储选择使用T1，严重地缩小资产空缺。如果使用TCE指标，在压力检测不及格的十家银行当中，他们的750亿美元资本空缺其实是两倍以上。

监管局深信如果对银行现在面临的艰巨问题进行保密和把信号成本减低，他们就能够保护那些可能面临倒闭的银行逃过公众和投资者审视的眼光。如果这个信念成立的话，这些银行在压力检测后市场的长期回报率应该是积极稳健的。不过，我们无法预知未来。但我们能够运用佩特威对1972年至1976年期间倒闭的美国银行进行的个案研究结果来帮助我们拨开未来市场的迷雾。

70年代末期，银行倒塌的头条新闻比比皆是，所有倒闭或者在倒闭前经过重组的银行都有类似的一系列事件发生。这些事件的开端通常都是从银行检测开始（bank examination, 简称ES事件），类似于今年2月10日所宣布的银行压力测试。如果银行检察官在ES的期间发现银行有过多的财政问题，检察官就会将该银行列入监管局的“问题银行花名册”(problem bank list, 简称PBL事件)，监管局就会拟出适当的解救方案，类似今年5月7日压力检测结果对于10家银行所拟出的筹集资金方案。

以下是佩特威的相关实证研究成果：

- ①ES事件的整整38周前已显示出市场对于银行能否持续经营的反应是极为消极的。
- ②在关键的PBL事件发生后，市场对于相关银行股的反应原本是良好的，而这短暂性的反弹维持了约10到15周，接着便泄气了。
- ③大体而言，从PBL事件到破产日(failure date, 简称FD)的周期大约是一年以上。市场对于最终破产银行的反应已在FD事件前两年发出不良信号。

总的来说，银行在破产潜在性提高时所发出的信号确实有信息经济效应，因为监管局不论如何掩盖负面消息，显著及长期的负累计市场平均差异效应是从原先的虚假稳定和短暂性反弹到最终的坍塌。拥有巨额欧美银行投资的价值投资者和主权财富基金需正视佩特威的实证研究结果，以平衡投资战略。

为盈利而走向破产？

利益是信息的推动力。因利益的分野，管理层会“为盈利而走向破产”，刻意地把公司推入破产的悬崖。这个观念是阿克劳夫和史丹佛大学经济学家保罗·罗默(Paul Romer)在90年代所爆发的储蓄贷款银行(savings and loans, 简称S&L)危机所观察的。

当S&L危机进展正酣时，自相矛盾的局面频频涌现。尽管商用空缺比率劲升，房地产价和建筑工程量却攀高。这些储蓄贷款银行的经营者与不择手段的房地产开发商一同串通营造“复苏”假相。银行先借贷给房地产开发商，并付房地产开发商一些发展费。房地产开发商则同意运用这项银行贷款来“缴付”银行一笔蓄意膨胀的利息。“复苏”的火车发出轧轧声前进，而其燃料则是观望房价攀升多时而忍不住跳入乐队的模仿者。这群自称专家的抄袭者没能明白需求膨胀的根本来源来自于“掠夺”的野狼。这个经济“复苏”的冠冕堂皇却不是昙花一现；长期的盈利是无法仅靠虚假的账面记录来维持的。持续居高不下的空缺比率所发出的信号揭破了房地产及建造基础设施工程的真实价值。几乎所有这些房地产开发商都没有足够的土地发展经验或资本而不得不宣告破产并拖欠银行贷款。价位最终暴跌。这疯狂的资本盛宴在一片狼藉中曲终人散。

“亚特兰大建筑热潮”阴谋

同样的情节是否即将上演呢？答案是一个重重的“是”！《华尔街日报》在今年4月22日报道美国亚特兰大城市正在鼓起一波蓄势待发的“无理性”建筑热潮。高涨的房地产空缺比率及呆滞的租约活动并没有阻挡房地产发展商建起一座座投机性的商用办公楼。谁是负责资助这些可疑交易的银行家？在压力检测后需要最大资金填补的美国银行在其中。面临问题银行的经营者总会用尽一切办法争取时间而策划他们“为盈利而走向破产”的惊天大阴谋。“亚特兰大建筑热潮”可能是下一轮次贷风波的缩影，也是3万4000亿美元商业地产(commercial real estate, 简称

CRE)的冰山棱角。

美国的银行体系在CRE贷款有超过2万亿美元的风险暴露或敞口。这笔庞大的CRE贷款数额必须在2010至2012年再供资金。这期限还未到，我们已读到亿万富翁级别的房地产开发商 Harry Macklowe、Ian Eichner、Kent Swig如何在这近期“绿萌芽”期间纷纷拖欠CRE贷款。当多数CRE贷款再供资金期限将至，那便是寒彻骨的严冬情景。

据估计，近3000家中小型银行的CRE贷款业务总量超过其总风险资本率的三倍以上，这些银行的总资产大概也在2万亿美金左右。

因得到政府的庇护，银行经营者能够躲避“毒资产”遭到“火灾物品拍卖”。不出售并持续坐拥“毒资产”就无需立即承认亏损。这个畸形的现象将会导致“毒资产”悬浮于市场而阻塞市场的正常运作，把金融体系的恢复日期近乎无限期地拉长。

美国财政部宣布的PPIP(公共一民间投资计划)是否能清除资产负债表内的“毒资产”？多数的资产管理公司对政府的善变仍然是心有余悸。全球最大资产管理公司之一的TPG在2008年4月投资17亿美元在华盛顿相互银行(Washington Mutual)，但美国联邦存款保险公司却在2008年9月强行查封接管后者，造成TPG亏损几乎所有的投资额。

我们必须警惕自己不要让可能是虚幻经济复苏的情景而被蒙骗。毕竟，市场外观望的现金必定会重新涌入市场，而当债券融资及新配股潮一过，这笔可观的资金就有可能被心怀不轨的经营者掠夺——这是无可厚非的运行曲线。没有大环境及利益分析的方针，盲目地寻找“特征”，如价位或本益比和以往经济周期的指数是“便宜”等，就犹如在翅膀粘上羽毛并使劲晃动翅膀。没有健全的羽翼，成功的飞翔根本就是不可能的。

(作者纪钧文是新加坡管理大学会计讲师，龚倩是新加坡管理大学李嘉诚图书馆的图书管理专才。)