

# Book

## 格林斯潘遭遇黑天鹅

——金融危机中回顾2007年两本畅销书

◎王啸

两本2007年的畅销书以及它们的作者的地位在随后的金融危机中彻底改变。

在此之前,《黑天鹅》作者塔勒布的观点屡受金融界风险管理人员以及学院派充满情绪化的反对和质疑;短短一年后,“黑天鹅”一词却成了金融管理者、交易员们不可不知的口头禅。而《动荡年代》的作者,曾被誉为“金融指挥家”的艾伦·格林斯潘却从云端跌落,成为千夫所指的金融危机始作俑者。

在塔勒布和格林斯潘的书中,都反复提到影响美国乃至世界金融界动荡的几件大事:1987年美股“黑色星期一”,1998年长期资本管理公司巨额亏损被接管,2001年“9.11”恐怖袭击等。但有意思的是,这几个事件被两人作为论据形成的观点却截然不同。

塔勒布把它们作为“黑天鹅”的例子,指出它们具有三个特征:不可预知,影响重大,事后寻求各种解释。塔勒布认为,我们生活的世界可以这样分类:一个是平均斯坦的世界,一个是极端斯坦的世界。前者例如人的身高、体重、选择牙医作为职业的收入(选择了牙医作为职业,一生的收入应该是平稳上升的),后者比如富豪之间的财富差距(比尔·盖茨的财富往往超过随机抽出100个富豪身价的总和),图书销量的差距(一本畅销书的销量往往超过书店里不起眼的100本书的销量),以及从事演员、歌手、运动员等“赢家通吃”的职业生涯(一夜成名或终生碌碌)。

按此分类,金融行业和从事金融职业是一个充满“黑天鹅”事件的,极端斯坦的世界。前面的几个例子,加上安然、世通等系列会计丑闻,以及去年爆发的全球金融风暴,都带有鲜明的“黑天鹅”特征。它们出现频率之高和极具颠覆性的后果,使得平均斯坦世界里的预测模型屡受尽羞辱。难怪塔勒布书中将“钟型曲线”称为“智力大骗局”,对它“竟然成为风险管理工具,被监管者和身着深色西服,以乏味的方式谈论货币的中央银行人员使用”感到震惊。

果然,书出版后仅几个月,黑天鹅就在对冲基金行业应验了。2007年8月初,股市和债市的天空依然晴朗,次级债问题刚刚浮现一丝乌云。谁也没有料到,一场灾难即将降临在几只享誉业内的对冲基金头上。

灾难一周之后,财经媒体普查了伤亡名单,很多业内持续盈利的基金短短一周内遭受从5%到30%的损失。更大的损失在于无形资产——“市场中性”策略由此变得名不副实,量化、科学投资的招牌上挂上了一道尴尬的新疤。

格林斯潘与塔勒布同样亲历这些事件,但格老的主张却极其自信,他在《动荡年代》的序中开宗明义:“我越来越相信,美国经济最强大的力量在于它的弹性:那种化解混乱并且复苏的能力。它发挥作用的方式和步伐常常让人根本无法预测,更不用说去操控它了。”

这句话让人想起塔勒布引用的泰坦尼克号船长E·J·史密斯在1907年说的一段话:“根据我所有的经验,我没有遇到任何值得一提的事故。我在整个海上生涯中只见过一次遇险的船只。我从未见过失事船只,从未处于失事的危险中,也从未陷入任何有可能演化为灾难的险境。”

5年后,泰坦尼克号船长的船沉没,成为历史上提及次数最多的海难事故。格林斯潘话音刚落半年后,美国爆发了上世纪30年代大萧条以来最严重的经济危机,次级债危机这只“黑天鹅”彻底粉碎了美国金融体系“自我修复的弹性”的神话。

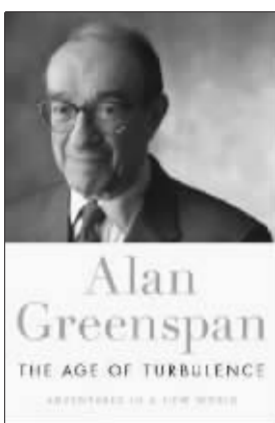
在我看来,格老始终不渝坚持了三样错误:

首先,作为货币政策制订者,格老几乎颠覆了货币政策制定者的传统角色,他通过把基准利率在过长时间里压的过低,不断地“吹连环泡泡”。互联网泡沫破灭后,迅速以楼市泡沫取而代之。居民储蓄率降至零,为上世纪大萧条以来最低的水平,美国人和美国人均以借款和透支未来享受着现世的繁荣。

第二个错误在于,作为监管者,格老骨子里蔑视监管。衍生金融产品,在格林斯潘执掌美联储18年里滋生蔓延,几何倍增。可就连乔治·索罗斯这样的大炒家都对其退避三舍,股神巴菲特更将其斥之为“金融界的大规模杀伤性武器”,前任首席经济学家斯蒂格利茨等人也不断呼吁加强监管。



《黑天鹅》汉译本2008年5月由中信出版社出版



格林斯潘回忆录《动荡年代》英文版2007年9月全球同步发行

面对这些声音,格老祭出他的招牌的自反修辞——金融体系可以“自我监管”。他在书中声称:“我们没有合理的偏爱,尤其当预测建立在合理假设、复杂精准的模型、计算机运算能力的基础上。在《动荡年代》的收官之章,他预言了世界主要经济体2030年的蓝图:当我们驶向2030年,美国经济体将更加庞大,其规模比现在会再扩大3/4,并且不会发生意外的长期危机……”也许正是格老根深蒂固的崇信和模型崇拜,遭致个人声誉和美国金融史上经历了最为严重的“黑天鹅”事件。

毫无疑问,平均斯坦世界里的“钟型曲线”,线性回归屡遭黑天鹅的嘲弄,却在一代代的商学院项目里“毁”人不倦。不但塔勒布深感不解,连我也觉得难以理喻。

进入华尔街的MBA们揣着金融模型的半瓶子醋,熟练地运用电子表格生产漂亮的图表,从事着创新传记,估值报告、风险管理等令人尊敬的“团队作业”。他们通宵达旦地围着笔记本电脑,也不愿意花上半天时间到客户公司或借款个人那里做个实地调查。第二天清晨,他们扎上“抑制血液循环的昂贵装置(领带)”(语出塔勒布),挂着职业的微笑向客户推销各类风险收益产品,或者富有效率地与评级机构,风控部门同样具有学历背景的人一同修改模型参数或历史数据,以便达到理想的评级要求或风险标准。

我认为,无论何种模型,总摆脱不了几处“软肋”:种种前提假设能否刻画现实世界,历史数据能否代表未来,以及结论对模型参数的敏感性等等。

就结论对模型参数的敏感性而言,塔勒布举了一个20世纪60年代自然科学领域的例子:麻省理工学院的天气变化模型,并反复模拟试验,得到的结果却大相径庭。在排除各种可能后发现,计算结果的巨大差异不是来自模型错误,而是输入参数的小小的四舍五入。自然科学中尚且如此,在社会领域中,随着模型化的过程需要越来越精确,参数的误差导致的结论错误率会迅速上升。塔勒布提及哈耶克在诺贝尔经济学奖的获奖演说《知识的伪象》,反对在社会科学中使用硬科学的方法。然而塔勒布感叹到,哈耶克



的反对正好发生在这些方法在经济学和金融领域大行其道之前夜。

这种教训其实并不新鲜,长期资本资产管理公司的两位诺贝尔经济学奖获得者就是利用一套电脑自动运行的数学模型来投资的。他们使用计算机处理大量的历史数据,动态计算两种不同证券间的合理价差,通过套利组合从中获利。他们万万没有料到,俄罗斯金融危机这支“黑天鹅”引发了欧洲经济体的金融动荡,结果它所沾空的德国债券价格上涨,做多的意大利债券等证券价格下跌,导致套利组合两头损失惨重,把长期资本资产管理公司拖入事实破产的命运。

这种错误并不新鲜,新鲜的是错误能够一犯再犯。

而忽略了发生在眼前的房价泡沫和严重投机的可能后果。

这种教训其实并不新鲜,长期资本资产管理公司的两位诺贝尔经济学奖获得者就是利用一套电脑自动运行的数学模型来投资的。他们使用计算机处理大量的历史数据,动态计算两种不同证券间的合理价差,通过套利组合从中获利。他们万万没有料到,俄罗斯金融危机这支“黑天鹅”引发了欧洲经济体的金融动荡,结果它所沾空的德国债券价格上涨,做多的意大利债券等证券价格下跌,导致套利组合两头损失惨重,把长期资本资产管理公司拖入事实破产的命运。

这种错误并不新鲜,新鲜的是错误能够一犯再犯。

### 深发展、中欧国际工商学院推出专著

## 《供应链金融》

由深圳发展银行—中欧国际工商学院“供应链金融”课题组倾力推出的专著《供应链金融——新经济下的新金融》由近日上海远东出版社出版。这是迄今国内阐述供应链金融理论框架,融合业务实践和实证研究的最为系统和全面的著作。

供应链金融,是国际性银行2007年度流动资金贷款领域最重要的业务增长点。在肇始于次贷问题的金融危机中,供应链金融在西方银行业的信贷紧缩背景下一枝独秀,高速增长态势依然。在国内银行业,深圳发展银行2003年7月推出“1+N”供应链金融(融资)服务。2005年,又提出“面向中小企业、面向贸易融资”,发展供应链金融服务的公司业务发展策略。随后,围绕供应链金融中小企业迫切的融资需求,国内多家商业银行相继推出“供应链融资”、“贸易融资”、“物流融资”等名异实同的类似服务。同时,渣打、汇丰等传统贸易融资见长的商业银行,也纷纷加入国内供应链金融市场的竞争行列。

面对国内外银行业风起云涌的供应链金融实践,中欧国际工商学院的学



者以商业研究的视角和方法论,开展了长达两年的理论和实证研究。为了强化研究的实证性并保证追踪的前瞻性,深圳发展银行被选取作为贯穿整个研究的案例样本。深圳发展银行多年来在供应链金融领域积累的深入研究、相关理论和理念和实践经验,都被有机地吸收到本书中。(雷中校)

### ■新书过眼

## 《2009 中国资产管理行业发展报告》

巴曙松从2005年起组织了相对稳定的研究团队,开始把资产管理行业作为持续跟踪研究的重点,并每年定期发布资产管理行业的年度行业发展报告,今年是第五年正式发布并出版发行中国资产管理行业发展报告了。在全球性金融危机给国内资产管理行业带来巨大的冲击下,2008年中国资产管理行业经历艰难,今年报告着力研究和讨论的主题,就是如何面对世界复杂的金融形势和金融危机,如何在规避风险的同时把握行业发展机会,如何反思国内资产管理行业应对市场冲击的调整,超越短期波动审视行业长期发展趋势等等。

## 《股市18岁》

本书的前身是2006年出版的《股市16岁》,2007年修改后,曾在8个月内印刷4次。现在作者又增添了2007-2008两年的内容,并对前面的章节作了一些调整和改正,更换了20张图片。看来,出版社与作者真是有将股市多少岁打造成一个品牌的意思。虽然作者说此书是写给当下在股市拼杀的老少爷们、兄弟姊妹们看的,但作者以一人之力首开股市编年史体例写作之先河,留下“原生态”沪深股市历史印记,特别是那些现场的细节,对从沪深市场走过来的人,是感慨万端的重温,对任何未来想研究中国股市的人,可就是再珍贵不过的档案了。



巴曙松、陈华良、王超等著 中信出版社 2009年3月出版



周焯海著 山东人民出版社 2009年2月出版

## 度量标准至上,那么生命关怀呢?

——评理安·艾斯勒《国家的真正财富》



《国家的真正财富:创建关怀经济学》(美)理安·艾斯勒(Riane Eisler)著 高钰、沙汐译 社会科学文献出版社2008年11月出版

◎潘启雯

美国著名文化人类学家理安·艾斯勒概念中的国家真正的财富,是人和自然环境,最宝贵的资本是“人力资本”和“自然资本”。为此,她倡导包括关怀人的经济活动和关怀自然环境的经济活动的经济学,并认为当代社会的“新经济图”,应该包括六大经济部门:家庭经济、无报酬社区经济、市场经济、非法经济、政府经济、自然经济。而在传统的“旧经济图”中,一直把社会的“基础经济部门”——家庭经济、无报酬社区经济和自然经济全部剔除,这导致了诸多观点和政策的扭曲。

这种扭曲带来的最显著的问题就是,不管是发达国家,还是追赶发达国家的发展中国家,大多数都把GDP(国内生产总值,包括外国投资的产值)或GNP(国民生产总值,包括到国外投资的产值)作为主要经济指标,而这两个经济指标都不包括家庭、社区和社会对人的关怀活动的产值,都不考虑经济活动直接对自然环境以及间接对人的生活质量造成的负产值。艾斯勒说,当今全世界100个最大经济体中的51个是公司而非国家,这些公司仅仅是“赚钱机器”,不关心任何别的事。对此,艾斯勒主张用生活质量(QL)测量指标和物质生活质量指数(QOLI)取代GDP和GNP的经济指标,以便准确地反映出一国经济活动在多大程度上提高了国民的幸福和环境的可持续,并通过伙伴关系体系的建立,来重视传统经济学中所忽视的主要由女性来承担的无报酬或低酬劳的经济活动,以在达到提高妇女地位及实现对人的和自然的真正关爱的同时,建立建设一个更具关怀、更可持续、更和谐地符合人类长远需求的经济体系。

这便是艾斯勒致力追求的“创建关怀经济学”,这是关心我们的自身、他人和自然环境的福利和发展的“新的关怀经济学”。虽然让“关怀”介入经济学并非艾斯勒首创,但她在此问题上诚恳的语调和良苦的用心依旧是本书的一大亮点。传统经济学理论往往机械地认为,经济学中的“关怀”只是供求问题,即稀缺的货品与服务比丰富的货品与服务更有价值——这忽略了两大关键点:其一,目前的经济政策与措

施,往往人为地制造稀缺;其二,需求很大程度上决定于事物有无价值的文化观念。”其实,“人为稀缺”经常是有统治关系的政治与经济通过过度消费、浪费、剥削、战争或备战、环境掠夺,以及不重视关怀和给予关怀且不投资高质量的人力资本等方式制造出来的。艾斯勒特别称赞芬兰、挪威和瑞典等北欧国家,他们已经注重投资于关怀性政策和计划。通过普及医疗、灵活安排上班时间、父母带薪休假、育儿补贴等政策,使妇女和男子都能平衡家庭内外的的工作,并使更多男子有机会接近孩子和做家务。在无报酬社区经济中,志愿者享有减价交通费以及对他们提供免费服务的其他奖励。这些国家的某些经济学家还提出把自然更多地“商品化”。例如,把水、森林、能源以及大气都转变成“全球公共货品”,建立更有效地使用和保护这些“全球公共货品”的经济指标、规章和措施。

缺少关怀,在经济上、生态上、人类社会上的代价实在是昂贵。此外,还有无法量化计算的代价:受蹂躏生命的经济与人力代价。例如,国民生产总值和国内生产总值不把因疏忽漏油的清污费用列为经济责任,而把它包括在国民生产总值之内。1989年,埃克森石油公司一艘闲置的老油轮“瓦尔迪兹”号运载的1100万加仑原油泄露,造成许多英里海域的污染,杀死了鱼类和其他海洋生物,危及千万万海岸候鸟和水禽,毁了当地居民许多年的生计和健康。但是埃克森公司并没有挺身而出为这些破坏买单,而是花千百万美元在律师上——这些开支都为当年美国的国民生产总值做出了贡献,因为它们都是市场交易。此外,因漏油事故而丧失生计和健康的业主、土著人和渔业商人雇用律师的费用也被计入国民生产总值之中。当然还有埃克森公司提出的旷日持久的上诉的法庭费用、他们雇用专家证人的费用,以及他们提交的1400万份文件的费用,也不排除在外。

而在国民生产总值中,用于清除漏油的直接财政开支实际上只是真正经济代价的一小部分。在漏油事故四天后,科学杂志报道称,海滩和海岸上仍然残留着大量原油,毒害大量生物。甚至到现在,污染地区以及那里的人和动物,继续在蒙受漏油事故之害。可是埃克森公司漏油造成的危害完全没有反映在经济生产率度量之中。

在这个物质主义至上的时代,所有关怀的政策和措施的真正代价都在被当前度量标准所掩盖,谈论“关怀经济学”,寻求一个经济学的和谐因素,看似与奢侈,其实际是极为迫切。因为,“财富与关怀”,对于企业和企业家的发展,缺一不可。缺乏前者,就没有生命力;缺乏后者,就很容易陷入灭顶之灾。而艾斯勒不动声色声的追问,对世事独幽微的体察,对于当下一些失去了独立精神和独立思考能力的所谓的知识分子(尤其是人文知识分子),更是一柄寒光四射的“无情剑”。

## 巴菲特到底错在哪里

——读《巴菲特也会错》



《巴菲特也会错》(美)瓦罕·简吉恩著 马慧译 中华工商联合出版社2008年10月出版

◎艾里香

巴菲特这次“栽”了,也“栽”了。但只要他是真正信服并密切关注和研究巴菲特投资风格及理论的细心投资者,就不难理解,在这次百年不遇的金融危机面前,巴菲特所犯下的某些投资失误其实也并非偶然。

恰恰就在这次巴菲特承认(在去年)出现重大投资失误之前的两个月,由中华工商联合出版社引进的《巴菲特也会错》(Even Buffett Isn't Perfect)正式在国内出版发行。这本书的作者瓦罕·简吉恩,是福布斯投资人顾问中心副总裁及执行董事,巴菲特最亲密的合作伙伴,可以说是最了解巴菲特的人。他从不同视角展示了这位当今最有影响力、最成功的投资者,并对巴菲特的投资风格做出了客观的评价和尖刻的批评,尤其剖析了巴菲特的投资缺陷:总是过久地持有股票,不喜欢轻易卖掉手中的股票。书中很多内容,巴菲特自己都不愿意公开,因为它推翻了人们对巴菲特的众多迷信,以及他那“固若磐石”的投资风格。

与坊间大多数有关巴菲特的书不同,本书可能会让我们对某些定见做出修正。

巴菲特是出了名的长线投资忠实信奉者,他喜欢投资价值型股票,喜欢投资他所熟悉的行业,比如保险业。对于不熟悉行业他是坚决不会涉及。他不喜欢跟风,且偏爱经营业务简单的公司,即使是在20世纪90年代,极度飙升的科技股,也丝毫引不起他的兴趣,因为对于他来说,那些是复杂的、看不清的产业。巴菲特的管理风格非比寻常,喜欢收购拥有优秀管理者的优秀公司,让他们自行管理,不过多干预。

巴菲特是集中投资的拥护者。巴菲特丰厚的个人财产归功于集中投资。他所在的公司伯克希尔·哈撒韦就是一家彻底的集中型投资公司。然而,巴菲特和其他的一些投资专家却建议大家采取分散的投资策略。对于巴菲特来说,股东的利益是必须极度重视的。自伯克希尔公司成立以来,巴菲特便与伯克希尔就画上了等号,巴菲特为股东创造了巨额的收益。虽说我们很难对他的已有财产和过往记录提出异议,但是巴菲特的方法并不是唯一的,也不总是最好的投资方法。

巴菲特毕竟并不是神,面对2008年下半年愈演愈烈的全球金融风暴,越来越多的怀疑、苦恼折磨着绝大多数投资者的身心。巴菲特2008年大手笔进入股市,结果却是280亿美元的抄底资金遭腰斩。巴菲特在最近两年致股东的信中都承认,他的一些决策犯了致命的错误。

不过,大师毕竟是大师。作者认为,巴菲特具有普通投资者所没有的两大优势,而试图仿效他的人又常常会忽视这些优势。通过研究巴菲特的技巧,我们可以从中学到很多,并使自己变成一个更好的投资者。

虽说巴菲特这次失败了,但仅凭其勇于承认错误的勇气,我们就该坚信其必会从挫折中奋起;而在世人心目中的“股神”形象亦会变得更加真实、伟大!