

■ 内外

# 风险之源：丰年不思歉年忧

——透视美国次级债危机系列之一



◎ 张明

中国社会科学院世界经济  
与政治研究所博士

去年下半年发端的美国次级债危机，进入今年8月后骤然形成席卷全球金融市场的风暴。对冲基金、投资银行、商业银行等金融机构有的濒临解散，有的发出利润预警，有的宣布提高风险拨备。仅在9日、10日两天，美联储、欧洲央行、日本央行等发达国家中央银行就在市场上注入了超过3000亿美元的流动性。目前尚无迹象显示美国次级债危机有任何削弱的趋势。随着美国房地产价格的进一步下降和抵押贷款违约率的进一步上升，这场危机很可能演变为自1998年美国长期资本管理公司(LTCM)破产以来发达国家金融市场遭遇的最严重危机。

为了适时、深入地剖析美国次级债危机，笔者试着在本栏作系列述评，今天先来探向一下本次危机的根源。说起来，这恰好是美国房地产市场在2001年至2005年的繁荣期间埋下了危机的种子。市场繁荣时期宽松的贷款条件和创新的贷款类型，使得市场在那时逐渐积累了不堪承受的风险。

美国经济在1995年至2001年间出现了互联网泡沫，该泡沫的崩溃直接导致全球经济在2001年至2003年间陷入中等程度的衰退。为了刺激经济增长，美联储在很短时间将联邦基金利率从6%调低至1%。历史性低水平的利率直接促成了美国房地产市场从2001年到2005年的繁荣。

在市场繁荣时期，房价普遍持续上涨，居民购买房地产的意愿上升，而房地产金融机构提供贷款的条件也因此变得更加宽松。房地产金融机构发放抵押贷款的传统对象是信用等级较高（信用评分在660分

在美国房地产市场从2001年到2005年的繁荣时期，宽松的贷款条件和创新的贷款类型，促使受到盈利动力驱使的金融家们把眼光投向了原本无法申请抵押贷款的群体，而市场则逐渐积累了不堪承受的风险。按照那时候所有创新的抵押贷款产品的设计，头几年内还款额都很低而且金额固定，但在这段时间之后，还款压力陡然上升。一旦市场利率上升和房地产价格下跌同时发生，借款者和贷款者都将受到市场的惩罚。

以上），收入稳定可靠（能够提供相关收入证明）的优良客户，这种类型的贷款被称为优质贷款（Prime Mortgage）。但是当优质客户资源被开发完毕时，受到盈利动力驱使的金融家们就把眼光投向了原本无法申请抵押贷款的群体。据统计，美国国内大约有25%的人属于这类群体。

■ 眼观四处

## 知进知退 长保不盈

——“新行为金融”考察之九

公司的股价是多种力量共同作用的结果，既有其内在的核心竞争力增长因素，也反映了共同心理作用下的群体性表现。股价当然总不停地围绕“价值”波动，但由于价值本身内在在竞争力和外在评价标准的变化始终在波动之中，因此，价值等于外在的股价是很偶然的，价格偏离价值却是经常的。分析判断某个股票是否有投资价值、判定某个股票的价格究竟是高于价值、低多少的问题，永远无法圆满解答。想在不断变化发展着的市场中实现最好的利益，就得遵守老子的下列原则：“持而盈之不如其已，揣而锐之不可长保。金玉满堂莫之能守，富贵而骄自遗其咎。功遂、身退、天之道。”核心思想就是，知进更要知退，即是有100%的把握，进入市场前，也要考虑如何无风险地退出来，能够在适当的时候知止，则是成功的智者。

对于投资者个人来说，如果不对持续扩张的欲望有所抑制，必然走向事物的反面。这是因为倘若政策变化、市场心态变化、行业定位变化、原来的价值评估标准必然变化，如果还是满足于自己的原来评估而不做调整，风险必然祸及其身。故中国古老智慧要求投资者“知足常乐，终身不辱，知止常止，终身不耻”。无论机构还是个人，如果没有完善自我约束即风险控制机制，价值投资也会变质而面临风险。有些机构的具体操作者为了追求一时的业绩排名，在资本江湖中留下赫赫名声，最终使价值投资走向了价值投机，更何况在高举蓝筹股价值投资大旗时，会造成蓝筹迷信，形成蓝筹泡沫。当市场排名就是价值，个人身价随着排名升降时，一些投资者会形成群体性的抱团行为。并非散户才会产生从众行为，凡是投资者，都有可能因为人性的弱点而产生从众行为，因为在投资业绩压力下，只有从众才能不让自己排名过分低下。这种只是理念而不是实际的投资行为价值投资，我们称之为理性的“价值扭曲”。

在市场和行业的内在价值确实被忽视时，“价值扭曲”下的投机行为也可以说是投资者现实的对策。比如去年的中国资本市场，似乎到处是“黄金”。如果那些已经为众人认可的行业和股票，你还想持盈保泰，就要具体问题具体分析，因为这时，无论是具体股票、具体行业，价值都已经被发掘，即使是蓝筹股，虽然风险可能少些，如果仍然持有，也是在红海中搏杀，而不是在蓝色海洋中畅游了。这里的风险，不仅是价值与价格关系比较，更是投资者的机会成本比较。因此，如果情况有变，价值投资也要迅速结束，否则无法躲避风险。

要找到并持有“价值投资”中的价值，确实是相当不容易。但市场总有聪明过头



◎ 李国旺

资深证券研究人员  
专栏作者

又好揣摩别人的人，他们总会在一定时候得到别人得不到的东西，往往能够发其大财。不过，如果不是以大格局大智慧而是以这种好揣摩别人的小聪明自处，即使善于揣摩，毕竟不可长保。这是因为，好揣摩别人的人，多数是自我评估更高者，过分自信的人，总认为自己能够战胜市场。价值是一种社会关系，它关系到其他人对具体行业具体股票判断的评估。这是市场利益相关者相互间的一种主观的评估，而

■ 长短集

## 别念歪了关注弱势群体的经

——在兰州拉面价格管制的背后



◎ 胡晓鹏

上海社会科学院部门经济所副研究员 经济学博士

前些日子，兰州物价局、工商局等五部门利用价格管制手段干预了牛肉拉面的市场经营，制止了兰州拉面的价格上涨，也由此引发了激烈争论。

从经济学角度看，政府对产品实施价格管制的情况主要有两种：一种是具有非排他性和非竞争性的公共物品，如居民用电、水等商品；另一种是特殊条件下的商品，如非典肆虐期间板蓝根。显然，兰州拉面并不在此两种情况之列，它的涨价属于典型的成本推动型。据悉，目前生牛肉已从原来的每斤8元涨到了10元左右，清油从原来的每斤3.8元涨到了4.8元，兰州拉面的涨价在本质上就是市场经济规律的正常表现。

从经济学理论看，价格管制是弥补市场失灵的重要手段，它的功能在于更好地服务于市场经济并促进市场经济的发展。那么，拉面价格管制的背后是否真的带来了市场经济效率的提高呢？或许有些人会说出一套完整的逻辑思路。拉面生产和销售的过程中主要涉及拉面经营者、上游供应商以及最终消费者三个主要环节。从运行流程上看，通过对拉面经营者的价格管制可以确保最终消费者免受涨价之害，也可以抑制经营者过多购买牛肉、面粉的行

房地产金融机构开发了两类贷款来服务于该群体，即ALT-A（Alternative-A）贷款和次级贷款。ALT-A贷款的贷款对象，是指信用评分在620分到660分之间的客户，或者信用评分虽然高于660分，但是不能或不愿意提供收入证明的客户。次级贷款（Sub-Prime Mortgage）的贷款对象，是指信用评分低于620分的客户，他们甚至不用提供任何收入证明。显然，ALT-A贷款和次级贷款的违约风险要高于优质贷款，因此房地产金融机构必然会提高前两类贷款的利率作为风险补偿。例如，ALT-A贷款的利率一般比优质贷款产品高出1至2个百分点，次级贷款的利率一般比优质贷款产品高出2至3个百分点。

一般而言，申请次级贷款的购房者属于低收入阶层，他们往往不能承受较高的首付，在贷款初期也难以承受较高的本息支付。针对这一点，房地产金融机构开发了形形色色的新兴抵押贷款产品，其中最常见的包括无本金贷款（Interest Only Loan）、2/28可调整利率贷款（Adjustable Rate Mortgage, ARM）、选择性可调整利率贷款（Option ARM）等。

如果购房者借入了30年的无本金贷款，那么在头5年或10年内，他只需每月偿还贷款利息，而在剩余的25年或20年里，他将分期偿还贷款的本金和利息。如果购房者借入了30年的2/28可调整利率贷款，在头两年内，他只用偿还较低的利息（例如6%），从第三年开始，利率将重新设定（Reset），采用一种指数加上一个风险溢价（Margin）的形式，例如12个月的LIBOR加5%。一般而言，即使这段时期内市场利率没有发生变动，从第三年开始该抵押贷款的利率也会显著提高。如果购房者借入了30年的选择性可调整利率贷款，那么在前些年内，购房者的每月还款额甚至可

础上随意追求更高的收益。知时知量，自我约束，适可而止。此谓长保不盈。

在不断变化的市场中，即使能够挖掘到因“价值扭曲”而出现的一些行业“价值洼地”，但想长保不盈，坚持自己的价值理念，也要“朝乾夕惕”，因为你得到的收益，是在别人失去的基础上实现的。“崇高必致堕落，积聚必有消散”，现在生活中，经常会出现与上述分析相反的情形，总是不满足于既得于投资“价值洼地”的利益，往往要得到更多，结果不仅没有巩固前期所得，反而赔进老本。据有关媒体报道，今年5月30日后真正亏损的人，大都是一些在上年有所盈利，今年内加仓进场者。

“功遂、身退、天之道”，若能成功实现价值投资，能够功成身退，不贪天之功，不过度投机，此乃得天之道。违反天之道，即使握有最好的股票也没有用，因为一旦价格的生命周期过去，继续持有，所谓价值也就不过是人们心中的一种念头而已。

看来，地方政府所认为的出台这些措施的内在“合理性”，恐怕要从另外的地方去找。在我国宏观调控的大背景下，中央政府的执政方略带有强烈的追求社会公平目标的发展导向，兰州拉面以其味美、价廉得到广大低收入消费者的青睐，那稳定拉面的价格不就如同于关心弱势群体的福利吗？根据这样的思路，原本不合理的价格管制一旦套在了宏观调控的大旗下，就有了“合理”的依据，可惜，这在本质上曲解了关注民生、关注弱势群体的发展理念。

兰州拉面价格管制所带来的市场关系扭曲，并非个案，许多城市的地方政府也都有此经历，比如对房地产价格的人为管制就是最突出的一例。如果说在曾经的那轮经济发展过程中，人为造成的市场空间分割和地方经济割据是直接背离社会主义市场经济建设目标的话，那么新一轮的发展中所出现的违背市场经济规律的做法却带有强烈的迷惑性，因为它打着维护社会公平和社会正义的旗帜。

去年，BAA公司的股东还同西班牙的费罗维亚尔集团达成并购协议，后者同意出资101亿英镑（合188亿美元）并购BAA公司。BAA公司原股东大捞了一把，但是希思罗机场的扩建更加遥遥无

期了，因为举债并购BAA的费罗维亚尔集团首先考虑的是如何加快收回投资，归还贷款，而不是投资改造和扩建建设陈旧、超负荷运营的希思罗机场。希思罗机场问题已经对伦敦的经济造成严重的负面影响。据统计，在对国内外游客和商务出差人员的调查中发现，越来越多的人因为出入希思罗机场麻烦，今后可能不再把伦敦作为游览和出差的首选。为了平息民众的不满，更为疏通出入伦敦的“瓶颈”，以改善伦敦的商业环境，去年3月，英国民航管理局（CAA）和公平交易局（OFT）分别提议对BAA公司采取措施：前者要求限制BAA经营希思罗机场和盖特维克机场的受益，后者要求英国竞争委员会调查BAA的市场垄断情况。

使用希思罗机场的各航空公司也认为，如果伦敦三大机场分别由不同的公司经营，同时又允许通过招标方式选择机场经营者，这将促进经营者改善服务，也有助于促进对机场设施的投资；同时，它们也将有更多的选择。最近有消息灵通人士披露，竞争委员会很可能在明年夏天以前出台分解BAA公司的方案。

专家们认为，在破解“希思罗难题”时，首先应该调动市场机制的作用，不能再退回由政府部门直接从事经营的老路，同时，英国政府应该有更慎密的计划，采取综合治理的措施，不能简单地把BAA公司一分为三就了事。因为，由于在伦敦的三大机场中希思罗机场距市中心最近（乘高速铁路车仅需15分钟），规模最大，来往欧洲各大城市和跨越大西洋的航班大多在希思罗机场起降，任何一家公司取得经营希思罗机场的经营权，就能享受极大的竞争优势，这对经营其他机场的企业就形成了不公平竞争。因此有人提议借鉴澳大利亚和新西兰的做法，对希思罗机场的经营权进一步细化，可把商场、安检、餐饮和登机分别承包给不同的企业，也可以允许航空公司承包或买断登机业务。这样，在希思罗机场经营的任何企业都不能再成为一统天下的“巨无霸”。

此外，英国政府也认识到，对重大基础设施建设项目应该有更人的前瞻性和全局考虑，同时也要防止经营基础设施的企业因资源稀缺性和拥有一定的行政权力而攫取垄断地位。英国政府已提议设立一个新机构，专门规划和决策全国重要的基础设施项目。他山之石，可以攻玉。英国破除BAA公司的垄断地位、促进基础设施建设的断例，对我们如何维护市场竞争秩序，防止大型企业靠垄断牟利应该大有裨益。

去年，BAA公司的股东还同西班牙的费罗维亚尔集团达成并购协议，后者同意出资101亿英镑（合188亿美元）并购BAA公司。BAA公司原股东大捞了一把，但是希思罗机场的扩建更加遥遥无

期了，因为举债并购BAA的费罗维亚尔集团首先考虑的是如何加快收回投资，归还贷款，而不是投资改造和扩建建设陈旧、超负荷运营的希思罗机场。希思罗机场问题已经对伦敦的经济造成严重的负面影响。据统计，在对国内外游客和商务出差人员的调查中发现，越来越多的人因为出入希思罗机场麻烦，今后可能不再把伦敦作为游览和出差的首选。为了平息民众的不满，更为疏通出入伦敦的“瓶颈”，以改善伦敦的商业环境，去年3月，英国民航管理局（CAA）和公平交易局（OFT）分别提议对BAA公司采取措施：前者要求限制BAA经营希思罗机场和盖特维克机场的受益，后者要求英国竞争委员会调查BAA的市场垄断情况。

使用希思罗机场的各航空公司也认为，如果伦敦三大机场分别由不同的公司经营，同时又允许通过招标方式选择机场经营者，这将促进经营者改善服务，也有助于促进对机场设施的投资；同时，它们也将有更多的选择。最近有消息灵通人士披露，竞争委员会很可能在明年夏天以前出台分解BAA公司的方案。

专家们认为，在破解“希思罗难题”时，首先应该调动市场机制的作用，不能再退回由政府部门直接从事经营的老路，同时，英国政府应该有更慎密的计划，采取综合治理的措施，不能简单地把BAA公司一分为三就了事。因为，由于在伦敦的三大机场中希思罗机场距市中心最近（乘高速铁路车仅需15分钟），规模最大，来往欧洲各大城市和跨越大西洋的航班大多在希思罗机场起降，任何一家公司取得经营希思罗机场的经营权，就能享受极大的竞争优势，这对经营其他机场的企业就形成了不公平竞争。因此有人提议借鉴澳大利亚和新西兰的做法，对希思罗机场的经营权进一步细化，可把商场、安检、餐饮和登机分别承包给不同的企业，也可以允许航空公司承包或买断登机业务。这样，在希思罗机场经营的任何企业都不能再成为一统天下的“巨无霸”。

此外，英国政府也认识到，对重大基础设施建设项目应该有更人的前瞻性和全局考虑，同时也要防止经营基础设施的企业因资源稀缺性和拥有一定的行政权力而攫取垄断地位。英国政府已提议设立一个新机构，专门规划和决策全国重要的基础设施项目。他山之石，可以攻玉。英国破除BAA公司的垄断地位、促进基础设施建设的断例，对我们如何维护市场竞争秩序，防止大型企业靠垄断牟利应该大有裨益。



■ 大西洋边

## “希思罗难题”：又一个垄断恶例



◎ 张祖谦

上海欧洲学会副秘书长

世人皆知，英国人见面时总喜欢谈天气。但是，近年来在出门度假旺季的7、8月份，英国人见面时谈的却不是天气，而是在欧洲最繁忙的国际机场——希思罗机场的不愉快经历了。据报道，每天出入希思罗机场的航班约三分之一延误，丢失行李数以千计。在服务质量和乘客满意度方面，希思罗机场在英国各机场中经常叨陪末座。《每日电讯报》尖锐地说，不少旅客在希思罗机场的遭遇比被人持刀抢劫还要糟糕。伦敦市长肯·利文斯通也批评说，希思罗机场“把乘客像囚犯一样扣押在地狱般的商场里”。英国还流传一个笑话：现在的英国人有三大恐惧：死亡、税收、在希思罗机场候机。

1946年投入使用的希思罗机场最初像英国其他大机场一样由军方管理。1965年工党政府通过“机场管理法”，决定将包括希思罗机场在内的许多机场交给政府部门——英国机场管理局（BAA）经营。1986年，英国政府对BAA实行私有化，BAA由政府部门转变为民营企业，第二年BAA公司上市，成为股份制企业。原来是政府管理机构的BAA不仅摇身一变为以盈利为主要目的的企业，而且变成了控制伦敦全部三个国际机场和英国其他许多机场的大型垄断企业，一举成为英国、乃至世界机场经营业内的“巨无霸”。

从那时开始，麻烦就不断来了。虽然出入希思罗机场的航班和旅客不断增加，但是BAA公司只顾赚钱，对航空公司和旅客的合理需求不闻不问。希思罗机场设计能力是年接纳旅客4500万人，但现在已经达到了年接纳旅客6700万人，超出设计能力将近50%，可处理行李的系统还是上世纪80年代的老古董。

更令人难以接受的是，BAA公司多年来不仅没有投资扩建候机楼和建设新跑道，反而投入巨资扩建庞大的购物区，明显地是想把候机厅里容纳不下的旅客赶到商场去，如此精明的生意经招来英国舆论一片斥责。

面对要求扩建机场的舆论压力，因享有垄断地位而恃有恃无恐的BAA对英国民航管理部门要挟说，如果不允许从2008年起把实际机场使用费每年提高12.3%，就没有扩建机场的资金。由于伦敦附近早已没有修建大型机场的合适地点，BAA公司认为，尽管政府对它不满，也奈何它不得。

去年，BAA公司的股东还同西班牙的费罗维亚尔集团达成并购协议，后者同意出资101亿英镑（合188亿美元）并购BAA公司。BAA公司原股东大捞了一把，但是希思罗机场的扩建更加遥遥无