

金融创新何以逆转为疯狂冒险?

——评辛乔利、孙兆东《次贷危机》

◎潘启雯

麦克卢汉四十多年前就说过:地球越来越像个村子,所有国家都是一个村子的邻居,谁家要是发生了点啥事,可能是同时,也可能是晚几个小时,最迟也就是当天晚上,就会让地球人都知道了。如果是金融问题,哪怕风源在地球的另一端,离我们很遥远,也会直接影响我们的生活,根本躲不了。曾有一位哲人说过:关注邻人就是关心自己。”这句话在今天听来,比什么时候都真切。

美国一波一波在不断蔓延的“次贷危机”正是如此。

说起来,美国金融机构通过次级贷款降低了穷人住房消费的门槛,让大批本来没有购买能力的美国穷人进入了住房消费市场,是一项金融创新。既然这些人收入有限,有的人毕其一生精力,实际上也付不起房款,那爆发危机应该说是早晚的事。可是,美国有些金融家却不这么看。前两年,他们夸口说,通过金融创新就能化解这种风险,有效地防止金融危机。其实,风险不能消灭,只能转移,这是现代经济学的基本常识。金融机构对付金融风险的基本策略就是,让尽可能多的人承担损失。这就好比要摊派一万元费用,如果只摊给一个人,谁都会觉得是个负担;如果摊给一百个人,每人只要一千元;如果摊给一万人,每人仅一元钱,谁都不会觉得是个负担。问题是,现代金融风险转移,并非像摊大饼一样越摊越薄。一旦哪个环节出了麻烦,很可能引发链式反应,像原子弹爆炸那样,对全球经济产生严重冲击。

在美国的银行,以房屋为抵押

的借款人分两种:一种是合格的借款人,信用记录良好,无不良嗜好等;另一种是不合格的借款人,如没有固定工作,经常不能按时缴还信用卡透支款,有不良嗜好等。这样的贷款人在中国的银行是万难获得贷款的,但在金融市场高度发达的美国就不成问题了。当然,相对于合格借款人的利率,次级贷款的利率更高。相对于根本就不给贷给不合格借款人的金融市场,次级贷款当然就是一种创新,体现了美国金融家的精明和勇气。但是,次级贷款占银行贷款的比例不但不能超过一定限度,而且还得有非常严格的限制条件,即房屋价格必须一直上扬,银行才可以将这些贷款打包,发行债券。相应地,次级的债券利率也要比合格贷款的债券利率高。如此,这些回报率更高的债券就得到了很多投资机构,包括投资银行、对冲基金,还有其他基金的青睐。

偏偏美国楼市从2006年开始下跌了,购房者难以将房屋出售或通过抵押获得融资。因此放贷机构的钱收不回来,如将抵押的房子没收,就很难说卖不卖得出去,因为房地产市场萎缩,有价无市。这自然无法弥补原来放贷的损失。由此发行的债券价值当然就急剧下跌。之前买了这些债券的机构于是亏损。这种情况下,各银行自然收紧信贷,避免放贷,银行间短期同业拆借利率大涨,资金筹集成本大增。必然的后果是资金的流动性大大降低,直接提升了各行业发展所需资金的筹集成本。这就相当于正在正常行驶的经济被猛踩了一脚刹车,立马直奔衰退。

本书作者特别提到,早在2007年3月12日,美国新世纪金融公司的几家债权人致函新世纪

金融公司,通知该公司违约,同时公布了该公司因没有用于发放贷款的寸头,财务出现危机。新世纪金融公司的股价应声跌至87美分,被证交所正式停牌,公司濒临破产。谁都没有想到,这个新世纪金融公司的美国房地产贷款机构遭受的危机,将招致美国乃至蔓延至全球的金融危机。而情况之所以达到如此恶化地步,还在于金融家们对于利润的贪得无厌,使创新逆转为疯狂的冒险。

“次级抵押贷款事件”暴发后,冲击波传导到了“次级债券”,又引爆了“次级债危机”的产生和蔓延——这一传导过程,充分展现出传统商业银行业务与投资银行业务风险传递的过程。我们知道,投资银行与商业银行在风险管理上有着截然不同的传统,商业银行注重风险管理,投资银行更重视收益还是更重视风险规避,安全性、收益性与流动性的均衡考量,应始终成为经营管理的深刻内涵。考察两个“次级债”事件的引爆,无论是“次级抵押贷款”爆炸,还是“次级债券”爆炸,引爆的成因都是来源于金融生态,爆炸后又作用和影响到金融生态的恶化。美国人向来引以为傲的金融生态这回是成了引发危机的温床。

就像是一块被推倒了的多米诺骨牌,美国“次贷危机”大半年来几乎波及了全球各个角落,老牌金融财团连累巨亏,贝尔斯登破产,世界各地股市一次次被搅得骚动不安。根据官方数字,2008年2月美国消费者信心指数仅为70.8,是1991年以来的最差记录。当美国人兜里的钱包越来越瘪的时候,或许中国人就要发愁了,因

为美国是中国最大的进口国,是中国中小企业最大的海外市场。只要美国人缩减国内消费需求,那中国众多的中小企业就得过一段紧日子了。

从某种意义上看,“次贷危机”是市场失灵的表现,被认为当今世界最发达的美国金融体系中的监管缺失或监管漏洞难辞其咎。美国人究竟怎样改造出一个健康、稳健的金融体系和一个全面强大和有效的监管体系,将是下一篇文章,而中国人现在所能悟出的至少有如下几条:一是,宏观货币政策在考虑国际货币体系交换与贸易竞争因素的同时,也须平衡本国经济的发展;二是,金融产品和创新要充分顾及宏观货币政策对其可能产生的作用和影响;三是,宏观货币政策不能忽略金融产品和创新对其产生的反作用;四是,不管在经济周期高峰还是谷底,风险管理应贯穿始终,风险模型应根据形势的变化迅速更新。



《次贷危机》
辛乔利 孙兆东 著
中国经济出版社 2008年3月出版



■延伸阅读

一次次惊心动魄的危机场景,一场场牵动世界的金融博弈,使20世纪90年代成了一个充满了危机的年代,成了很多人不愿回想的噩梦。事后各国政府官员则竞相开罪,严词控诉国际货币金融体制,指责货币投机者。事实背后的真相究竟如何?本书作者详尽分析事发时各国政府的金融政策,着重揭示出国际金融新体系论的种种盲点,有力地证明了政府干预只会使危机恶化而非改善,让市场这看不见的手去管理经济要比监管者那双看得见的笨拙之手好得多。



《金融危机真相》
(美)戴维·德罗斯 著
朱剑锋 谢士强 译
中信出版社
2008年1月出版

索罗斯们的全球视野与行为逻辑

◎杰夫

读者请勿被书名误导——《黄金屋》的称法实在够有噱头,太容易让人以为是本类似《7天要赚100万》的励志书,只是它远没有那么通俗、那么直接。请注意它的副标题:对冲基金顶尖交易者如何从全球市场获利。没错,这实际上是一本讲述对冲基金投资理念和方法的书。

对冲基金(Hedge Fund,也避险基金或套利基金)意为“风险对冲过的基金”,起源于50年代初的美国。当时的操作宗旨在于利用期货、期权等金融衍生产品以及对相关资产的不同股票进行买卖空卖、风险对冲的操作技巧,在一定程度上可规避和化解投资风险。世界上第一个有限合作制形式的对冲基金出现在1949年,名叫琼斯对冲基金。在20世纪50年代,对冲基金影响不大,在接下来的三十年间也未引起世人太多关注,直到上世纪80年代,由于金融自由化和经济一体化的发展,对冲基金才有了广阔的投资舞台,从此步入快速发展阶段。20世纪90年代,世界通货膨胀的威胁逐渐减少,同时金融工具日趋成熟和多样化,对冲基金随之蓬勃发展。不过,经过几十年的演变,对冲基金已失去其刚开始时的风险对冲内涵,



《黄金屋》
对冲基金顶尖交易者
如何从全球市场获利
(美)史蒂文·卓布尼 著
机械工业出版社 2008年1月出版

已经名不副实了。根据史蒂文·卓布尼在《黄金屋》中对全球宏观对冲基金下的定义,它现在是“一种自主决定的投资策略,为了从宏观经济走势中盈利,对任何资产类别(股票、固定收益证券、货币和商品)、任何投资工具(现金与衍生品),以及世界上的任何资本市场,进行做多与做空的杠杆交易”。也就是说,如今的对冲基金已是一种新投资模式的代名词,是基于最新投资理论的极其复杂的金融市场操作技巧,是充分利用各种金融衍生产品的杠杆

效用,承担高风险,追求高收益的投资模式。

但是,细读全书,卓布尼已经不说对冲基金,而是大谈“全球宏观对冲基金”,而这正是他极力倡导的一种全新的对冲基金概念。

为什么是全球?为什么要宏观?因为在卓布尼看来,在全球化浪潮下,各个国家或地区的经济因素相互关联,相互影响,又相互制约,只有将经济放在全球范围内看,才更全面。很自然地,当投资范围并不再限于特定的市场或产品,不再对投资风格自我设限,更不再受其他对冲基金投资策略的条条框框的束缚,风险资产才能在全球范围内被有效地分配于各个投资机会,投资人因此必须充分而全面地权衡投资决策的风险与报酬。卓布尼在书中以1990年至2005年全球宏观对冲基金的年收益率数据来证明其所推广的投资策略的非凡表现(有效性)。按照卓布尼的说法,回顾对冲基金市场的大事件,其中很大一部分都自觉或不自觉地运用了“全球宏观投资”的思想。

就以1992年狙击英镑事件为例吧。1979年时,还没有统一货币的欧洲经济共同体统一了各国的货币兑换率,组成了欧洲货币汇率连保体系。该体系允许各国货币在不

偏离欧共体“中央汇率”25%的范围内上下浮动,如果某成员国货币汇率超出此范围,其他国家中央银行将对冲基金,而是大谈“全球宏观对冲基金”,而这正是他极力倡导的一种全新的对冲基金概念。

1989年,东西德统一后,经济强劲增长,德国马克坚挺,而1992年的英国经济不景气,英镑相对疲软。为了支持英镑,英国银行利率持续高升,这当然伤害了英国的利益,于是英国希望德国降低马克的利率以缓解英镑的压力,可是由于德国经济过热,德国希望以高利率政策来为经济降温。由于德国拒绝配合,英国在货币市场中持续下挫,尽管英、德两国联手抛售马克购英镑,但仍无济于事。1992年9月,德国中央银行行长在《华尔街日报》上撰文称,欧洲货币体制的不稳定只有通过货币贬值才能解决。嗅觉超灵的索罗斯预感到,德国人准备撤退了,马克将不再支持英镑了,于是他旗下的量子基金以5%的保证金方式大笔借贷英镑,购

买马克。他的策略是:在英镑汇率未跌之前用英镑买马克,在英镑汇率暴跌后卖出一部分马克即可还掉当初借贷的英镑,剩下的就是净赚。于是,量子基金卖空了相当于70亿美元的英镑,买进了相当于60亿美元的马克,一个多月内净赚15亿美元,而欧洲各国中央银行共计损失了60亿美元。事件以英镑在1个月内汇率下挫20%而告终。

英镑危机之后,全球宏观基金下一个系统性事件就是1994年的债券市场大溃败、1997年的亚洲金融危机、1998年俄罗斯危机、1998年长期资本管理公司(LTCM)事件和2000年的网络泡沫。且不论这些事件背后所折射出的道德或伦理拷问,仅从在商言商、投资回报角度讲,全球宏观投资策略委实了得。但令人遗憾的是,对于究竟什么是全球宏观投资策略,这个领域的基金经理又如何进行相应的操盘和管理,目前尚不完整、系统的回答。这本《黄金屋》正是卓布尼出于上述考虑而与当今全球顶级宏观对冲基金经理们对话的产物。尽管它最终还是没能直接回答“什么是全球宏观策略”,但毕竟提供了一些当今最优秀和最聪明的基金经理者看待其操盘技能的内部视角,这当然大大有助于我们真切了解对冲基金。

投机也有财富创造,并非零和博弈

◎茅于軾

股票市场是一个伟大的发明,它能够把群众手里的钱很容易地收集起来,用于企业的投资。这对于利用社会的储蓄,扩大再生产,发展经济具有极大的意义。而且股票市场不仅仅是收集了资金,还给大家提供了一个价格信息;这家公司值多少钱。价格信息对投资者十分重要,好的企业价格上升,值得大家来投资;坏的企业则相反。没有了价格信息投资会失去方向。

可是世界上的事有利必有弊。有了一个实际上可以买卖的价格就有了投机的人,而投机有可能生产出一个错误的价格,误导投资者。这就是当前我国股市的主要问题。它的危害性可能是很大的。

投机好不好?一般而言,投机是好的,是必要的。没有投机,未来的价格信息就产生不出来,对未看到的就是一片糊涂。投机者如果对未来的价格估计正确,他能够赚到钱。但是如果他的估计错误,他将会赔钱。这是很公平的。生产出一个对社会有用的产品,应该能够赚到钱;生产出一个废品,对社会有害无利,就应该受到惩罚。所以说,市场是很公平的。它奖励一切对社会做出贡献的人,惩罚生产废品的人。

投机靠的是对市场供需形势的判断,不是乱猜。但是当投机者太多时,投机的需求和供给占了市场很大的份额,正常的供需市场被干扰,对将来价格的预测变成了乱猜。于是投机就变成了赌博。这是许多投机市场,因为投机者过多的最终结局。我感觉中国的股市可能已经变成了赌场。任何估计都被过度的投机所搅混,正常的投机已经失去了方向。

想靠投机致富的人应该懂得,人间一切财富都是勤奋和革新创造出来的。天下没有白吃的午餐。没有财富的创造而想赚钱,只能是赚别人所创造的钱。也就是别人已经创造出来的财富转移到自己的口袋里;也可能是自己所创造的财富被别人转移到他的口袋里。这种转移来,转移去,忙了半天,并没有财富的创造。这是一场零和博弈。赌博就是财富转移的一种方式。在正常的股票市场中,投机者对价格的估计多半是正确的,所以有财富的创造,不是一场零和博弈。

参与股票市场除了投机,还有投资。投机和投资完全不同。投机者只参与股票的买卖,而不期望分红。他们从买卖的差价中赚钱。投资则长期保有股票,每到年终等着分红。前面说了,股票市场的根本职能是收集民间游资,集中起来投资,发展生产。好的投资者要研究各家企业的好坏,做出判断,然后买进前最好的企业的股票,长期保有股票,等待分红。但是这种投资需要花费大量精力去研究企业的经营状况。分散的普通百姓没有作这种研究的可能。因此出现了基金等专业的股票投资公司。普通百姓往往把钱委托给他们去寻找好的企业。这也是社会分工和专业化的必然趋势。但是基金和专业的投资公司必须信用可靠,否则他们会欺骗顾客,明明赚了钱,却欺骗顾客说是赔了。在一个成熟的市场经济中,基金公司拿过去为客户所赚的钱的成绩来说明自己的赢利能力。这就做不了假。

本书内所介绍的成功的投资专家,都不是靠碰运气,而是认真地研究企业,研究市场的结果。如果我们也希望在股票市场上赚钱,就不要去碰运气,而要懂得股票市场的道理,并专心去发现有利的机会。

(本文为茅先生为《股神有道》一书所作的序)



《股神有道》
巴菲特的中国式智慧
高先民 舒云 著
当代中国出版社 2008年2月出版

■新书过眼

《资本盛宴》 中国产权市场解读

熊焰 2002年投身产权市场,任北京产权交易所总裁多年,是产权市场的探索者和实践者。他对于国资流转的解析和思考,大家自然要竖起耳朵来听。何况近年间几乎每一项重大国有产权交易,总伴随着是否有权力寻租、暗箱操作、内幕交易之类疑虑呢!熊焰将目前存在的国有资产流失现象总结为“三色流失”:一是白色流失,即因体制不健全、国家宏观管理水平不足、企业认识水平不高以及法律的不健全而造成的国有资产流失。从行为上来说这是合法的,但对国家不利。二是黑色流失,由于哄抢、盗窃、走私、贪污腐败等违法犯罪活动所造成的国有资产流失。三是灰色流失。表面上具有合法性,但实质上通过钻国家政策和法律法规的空子侵蚀国有资产而造成的国有资产流失。中国产权市场



熊焰 著
北京大学出版社
2008年3月出版

的独特性,在于国有企业牵涉数千万国有企业职工的就业与失业,牵涉贫困的弱势群体利益保护,涉及关于贫富悬殊、两极分化的道德评判。经过多年的探索和实践,他认为解决国有产权交易诸多问题的根本之策是必须采取公开化和市场化的改革方式。

《中国经济史》

去年辞世的侯家驹先生,毕生致力于中国经济思想史研究,曾任台湾东吴大学国贸系与经济系教授兼系主任、经济研究所所长。他花费了11年时间撰写的这本近八十万字的书,采用“大历史”写法,将中国自秦汉至今分为三个一元体制与两个多元体制时期,对于各个体制的政治制度、社会环境、公共政策等,作了深入的探讨与研究,并评估其得失得失,同时兼论政治、社会背景。除了根据具体史实从一般经济理论观点予以评论外,还提出了地亩成本(保障成本)及制度成本的概念,作为衡量得失的标准。侯先生强调,从经济发展观点看,统一本来应该优于分裂,毕竟大一统的格局具有规模经济、外部经济和一般的均衡经济等优势。可惜,中国漫长的历史上很少将这样的经济优势发挥出来,原因就在于家天下的专制王朝。正是“普天之下,莫非王土,率土之滨,莫非王臣”的传统观念,导致我们的经济发展始终不曾解决基本的产权与人权问题。



侯家驹 著
新星出版社
2008年1月出版

《摊牌》 ——做品牌就是做生意

在激烈的市场中,如何将品牌转化成竞争力,并进一步转化成实际营收?本书以20个成功经营的品牌为主,从专业的营销人士的立场,来揭示品牌背后所凝聚的智慧。作者抛开了各类营销图书所惯用的术语、法则,而是利用一个个商业案例中关于品牌的成败故事来阐述对品牌的独到见解。青岛啤酒广西战役、绍兴旅游业模式、“皇后”以及“蓝天六必治”重新崛起、梅花味精战略转型等案例,无不渗透着品牌经营的秘诀。孔先生以及他的团队所秉承的“奇正”观点很受业内推崇。兵法云“凡战者,以正合,以奇胜”,即以“正兵”合战,以“奇兵”取胜。所谓的“正”是众人皆知的传统大众之法,要用它取胜,显然很难。所谓“奇”即在正的前提下,对传统套路中的资



孔繁任 著
浙江人民出版社
2008年3月出版

源、工具、方法的细节创新和整合,很多时候“正”可以理解为一个方向问题,“奇”则是步伐问题:即不跑偏还要跑快才能跑赢。要想成为胜家,两者缺一不可。这种关于营销是“科学”也是“艺术”的辩证思维是一剂良药,或许正好可以医治当前盛行的一些毛病。