

# Document

## 范文仲：次贷危机有四大教训值得认真吸取

◎本报记者 但有为

近几天来,恐慌的气氛再度在华尔街弥漫。随着美国第四大投资银行雷曼兄弟提交破产保护申请,次贷危机似乎正在进一步恶化。

虽然此次危机何时见底仍待观察,但到底应如何认识这次百年一遇的大危机?危机到底又会给正处于深刻转型和迅速发展的中国金融业带来哪些教训?带着系列的问题,我们专访了雷曼兄弟前宏观经济学家范文仲。

**上海证券报:**次贷危机发展到了今天,您如何看待危机本身和各国的反思情况?

**范文仲:**美国次贷危机已经逐步演变为自1997年亚洲金融危机以来全球最严重的一次金融危机。针对次贷及其引起的经济动荡,各国金融监管机构和国际金融组织都对危机爆发的根源和金融监管机制的缺陷进行了深刻的反思,并提出了一系列改进金融监管的建议,但从内容来看,这些反思大都局限于危机的表象,应对措施也往往着重于抵押贷款流程的改造和监管机构的重组。从制度上看,本轮次贷危机的爆发具有其必然性,真正吸取次贷危机教训,必须从行业宏观变迁、机构微观行为、投资决策方式和监管理念等方面对近二十年国际金融变迁的历程进行全面反思,确切地把握其制度性根源。

**上海证券报:**您认为有哪些教训值得我们认真吸取?

**范文仲:**第一,金融危机总在不同程度上重演,但人们对于危机的记忆常常是短暂的。上世纪80年代以来,过度宣扬金融自由化使金融体系丧失了对风险的警惕,过早撤除了资本市场和银行体系之间的防火墙。

上世纪初,西方市场经济体系发展步入黄金期,市场万能主义在欧美发达资本主义国家盛行。这种对金融自由主义的盲目崇拜最终酿成了1929年的美国经济大危机。1933年,美国吸取“大危机”的教训,暂时抛弃了自由主义的盲目信条,颁布了《格拉斯-斯蒂格尔法案》,建立了现代金融业分业经营的防火墙。该法案第16节禁止商业银行从事股票投资,限制它们作为代理人



进行证券买卖的权力,并禁止其从事证券承销和经营私人公司发行的证券。摩根银行也被一拆为二:一个是商业银行J.P.摩根,另一个是投资银行摩根士丹利。这种分隔,保证了经济增长中最为重要的融资需求可以通过两条相对独立的渠道来满足:一是商业银行信贷,即间接融资渠道;二是资本市场筹资,即直接融资渠道。

纵观战后美国几次大的金融危机,分业经营形成的防火墙对防范危机扩散和开展救助起到了非常关键的作用。比如,在1980年代初的“储贷危机”中,由于防火墙的保护,尽管美国银行体系受到严重冲击,但资本市场却保持相对稳定,推动经济增长的投资资金需求可以通过直接融资

满足,银行系统也可通过资本市场融入资金,最终摆脱危机。与此对应,1987年10月“黑色星期一”股灾中,资本市场受到重创,但由于防火墙的作用,美国的银行机构维持稳健经营,信贷渠道依然畅通,帮助美国经济成功度过危机。可以说,美国金融大危机后确立的直接融资和间接融资的分业经营原则,使得美国金融体系依靠“两条腿走路”,实现了融资渠道的稳健畅通。

但是,1980年代以后,金融自由化的浪潮在全球再次蓬勃兴起。在“金融自由化”的旗帜下,各国纷纷拆除金融市场和商业银行之间的防火墙,商业银行的信贷业务和投资银行的证券业务在“发起-分销”等新模式下相互交织,风险交叉传递。美国金融体系原本相对独立的“金融市场”和“银行机构”两条腿,在金融自由化的推动下,又演变成“一条腿”。一旦这唯一的一条腿出现问题,融资功能完全丧失,整个经济体系都陷入危机,难以自拔。本轮次贷危机的演变正是一个鲜明的写照。

第二,金融创新是一把双刃剑,如果片面强调产品创新,而忽视制度建设,将导致金融市场对风险定价(risk pricing)核心功能的失效。

金融市场最为核心的功能是对资本有关的“未来不确定性”进行准确定价和公平交易。从理论上讲,这种“不确定性”既包括未来金融资本收益的变动风险,也包括交易对手的信用风险。与此对应,金融市场能否正常发挥功能,也取决于能否对未来资本收益的变动进行准确的描述,并能否解决交易者中存在的“信息不对称性”问题。在过去二、三十年间,虽然和产品相关的金融创新蓬勃发展,但金融体系的制度建设恰恰在这两个核心问题上出现了严重的缺陷。

首先,金融投资过度依赖数量化模型,理论假设与市场现实严重脱节,对未来的资本收益变化的预测严重失真。近年来,有着严格假设条件和繁杂理论结构的数理模型深受全球投资银行、对冲基金、评级机构的追捧,成为度量金融风险的主要工具。次贷危机中,尽管金融机构对次贷衍生产品建立了精巧繁杂的定价和评级模型,但面对美国房地产市场突然逆转的系统性风

险,模型的前提假设和市场现实严重偏离,导致金融市场最核心的风险定价功能失效,引发投资者的恐慌,并通过“羊群效应”传导放大风险,酿成全面性系统危机。次贷危机再次表明:金融市场是千变万化的,数理模型不论多么精巧庞大,也难以涵盖所有的风险特征,如果过度崇拜数理模型,以若干参数来完全描述市场风险的变化,替代复杂理性的市场投资决策,必将导致投资行为的简单化和同质化,引发金融危机。

其次,近年来金融创新的着眼点不是通过增加信息透明度来降低信用风险,而是期望通过资产证券化等方式在全球范围内分散风险,其结果恰恰加剧了交易者间信息不对称的矛盾,增加了信用风险。近30年来,随着金融全球化的发展,各种金融产品可以在世界范围内广泛交易,金融创新的结果是买卖的链条越拉越长,分散的范围越来越广,交易完成后,最终的投资者和最初的借款人之间已经相隔万水千山,彼此毫不了解。例如,引发本轮危机的房屋次贷产品,从最初的房屋抵押贷款到最后的CDO等衍生产品,中间经过借贷、打包、信用增持、评级、销售等繁杂阶段,整个过程设计有数十个不同机构参与,信息不对称的问题非常突出。次贷危机的事实表明,如果没有适当的机制保证信息的透明、准确传递,单纯的金融产品创新和全球销售不仅不会减少风险,反而会增加金融交易对手的风险。

第三,金融机构经营理念的改变助长了新的道德风险,过于看重短期回报的激励机制增加了金融机构投资的风险偏好,资产杠杆率显著上升。

近年来,国际上商业银行和投资银行的相互兼并收购形成了一系列巨大的“金融航母”,这些庞大的金融机构内部部门之间文化差异巨大、经营方式迥异。但是,随着竞争的日趋激烈以及金融产品市场界限的日益模糊,商业银行越来越推崇向投行看齐的片面ROA和ROE等量化考核标准,看涨期权类的奖金激励方式大行其道,极大地助长了金融业高管层的道德风险——冒险成功可获得高额奖金和红利,失误则无需承担损失。这种不计风险普遍追求最高收益率的经营模

式使得不少传统的商业银行无视审慎性要求,盲目创新业务。

次贷危机爆发前,国际金融机构大肆盲目利用“证券化”、“衍生工具”等高风险结构性产品追求投行式收益,整个金融业都沉浸在高风险率带来的财富盛宴的欢欣之中,忘却了金融创新其实是一把“双刃剑”,市场泡沫终会破灭。

**上海证券报:**您觉得西方监管部门是否应该对危机承担起一定的责任?

**范文仲:**这正是我要说的第四点教训,就是西方监管当局盲目迷信市场的自我调节效力,“市场万能主义”死灰复燃,对金融监管的必要性认识不足。

市场纪律对防范道德风险、高效维护金融业的安全稳健运行具有重要意义,但次贷危机用惨痛的教训告诉我们:市场并不是万能的,不能过分相信“放任的自由经济”的“隐形之手”,即使是在市场高度发达、市场主体高度成熟的美英等国家,市场机制依然存有巨大漏洞。在本次危机中先后倒下的贝尔斯登、雷曼、梅林,都曾是美国华尔街的明星公司,其内部风险管理制一向被市场认为非常健全,经营的模式被视为市场典范。但是,在盲目投资造成的巨大损失拖累下,这些机构无一幸免,百年的辉煌一夕化为历史,其结局令人唏嘘不已。这其中,监管部门的过度放任也应承担部分责任。

**上海证券报:**请您总结一下次贷危机对中国银行业发展的借鉴意义。

**范文仲:**美国次贷危机再次给我们敲响了警钟。欧美金融自由化的步伐是否走得太快?推动金融创新是否要注重与风险管控机制的配套建设?商业银行业务和金融市场业务之间的是否要保留必要的防火墙?目前,美国次贷危机的影响并未结束,全面吸取其教训,加强风险防范,对我国金融体系健康发展至关重要。中国有句古语“过犹不及”,我们应该认真反思这些在次贷危机中暴露出的根本性问题,大力推进风险管理制度建设,只有结合我国金融业的现实发展水平和承受力,审慎推进各项金融改革,中国银行业的发展之路才能走得更加稳健、持久。

## 谁动了我们的财产性收入?

### ——探究股市创造财富的根源

“我们处在一个最好的时代,我们处在一个最坏的时代”。

——狄更斯

◎兴业全球基金管理有限公司 辛 翌

### 谁动了我们的财产性收入?

十七大报告中首次提出“创造条件让更多群体拥有财产性收入”,作为普通的老百姓,因股票投资而获得的财产性收入本来应该是重要来源之一。那么中国股票市场给老百姓创造了财产性收入了吗?在泡沫破灭后的今天我们来算这笔账,可能很难说有多少财产性收入。

单从股指来看,中国股市从1990年底算起的18年间,指数增长了20倍,年均复合增长率接近19%;再从市值来说,从微不足道到今天的14万亿。股市的相关各方来看,企业一上市往往大股东就身价倍增,企业上市后经营得再好,大小非们都是获利丰厚,内部职工股也鲜有听说亏损的,中介机构更是在牛市中赚得盆满钵满,对国家来说,股市不仅贡献了几千亿的印花税收收入,国有资产更在股市中得到了大幅保值增值。但在这背后,以普通投资者的整体而言,并没有获得多少财产性收入,对于老百姓而言,国内股市很长一段时间呈现出的是零和(很可能是负)游戏的特征。这点既是老百姓的切身感受,也被一些媒体的市场调研所证实。

回头看,这么多年来股市涨跌起伏很大程度上是一场财富的转移游戏。这期间,伴随着过于频繁的交易换手,以及惊人的交易费用。以2007年为例,包括印花税和交易佣金的交易费用已经是流通股东对应利润的2倍。长期而言,这意味着一场零和或负和游戏的出现几乎是不可避免,在未来,要打破可能再次沦为“零和游戏”的宿命,需要我们探究一下财富创造的本源,为寻找能创造更多财产性收入的方法作更多的思考。

### 股市创造财富的本源

#### 1、上市公司是财富创造之源

恐怕没有人会否认一个基本的原理:股市的财富只有靠上市公司经营来创造。上市公司经营好了,盈利不断增加,才是股市上涨的基础,而股票投资者就能分享到来自于股价提升的资本增值收益以及现金分红的股息收益。

因此归根结底,上市公司是股市为投资者创造财富、创造财产性收入的本源。除此之外,股市的炒买炒卖固然可以让个人获利,但对于整体而言,是不会创造财富的。这些道理虽然简单,但大家的很多理念和想法却都是与此相悖的。

#### 2、泡沫创造了整体财产性收入

市场总有种声音就是股市涨就是好的,涨了

大家都赚钱,跌一定是不好的,跌了大家就亏钱。现实中的股市波动区间很大,但长期而言,股票的价格终究是围绕其价值波动的。当股市的上涨超过了其价值可以支撑的程度时,就进入了泡沫创造的阶段。但是如果可以用泡沫来制造非理性的繁荣景象,市值增长就能给广大投资者提供丰厚的财产性收入的话,那我们都没有必要辛辛苦苦地进行经济建设了,依靠不断膨胀的市值,我们可以很便捷地都富裕起来,赶超发达国家了,但显然这是不可能的。

如果真想明白上面这些道理,我们就应该知道单纯的股票买卖并不创造财富,泡沫产生的财富终究只是一种虚拟的纸上富贵,对别人而言这种财富是能够实现的;但对大众而言,却只是一种利润转移游戏,集体而言是不可兑现的。2008年以来股指一路下跌,大小非减持是一个重要的原因。大小非们告诉了市场当筹码需要套现时,堆积的纸上财富和现实的财富不是一回事。既然泡沫创造不了财富,那么泡沫破灭以后,市值的巨大损失也不等同于真实财富的巨大损失,那种为证明股灾是多么悲惨而把市值损失和汶川大地震的损失进行比较的做法其实并没有多大意义。

### 如何创造更多的财产性收入?

很明显,股价的上升要由上市公司的业绩推动,而非单纯由资金推动。既然财富来自上市公司的创造,要想创造更多的财产性收入,让投资者买到物美价廉的股票是必要的。

#### 1、要有一大批“物美”的上市公司

既然上市公司才是股市财富的创造者,毋庸置疑的是,市场需要一大批优秀的上市公司,这些上市公司的质量和盈利水平应该是国民经济中的佼佼者。如果上市公司质量较差,都是一些“体质虚弱”、缺乏竞争力的公司,那么它们就不仅不能创造财富,反而会毁灭财富。即使公司质量较好,但如果大股东或经营层不为大众股东着想,中饱私囊,也不可能给投资者创造多少财富,从这点来讲,股改后大股东的利益与股价挂钩,促进了大小股东利益的一致,是非常有利于股市长治久安的好事。

明确这一点,那么就就应该理解监管层加强股市基础制度建设的一些举措的良苦用心。这其中,公开透明的信息披露制度、持续的现金分红机制、健全的公司治理结构,加上对于内幕信息和市场违规行为的严厉惩罚措施的建立等等举措,都是公司质量提高的基本保证。通过制度建设,加强监管,夯实根基,杜绝“劣币驱良币”现

象,让更多优秀的上市公司成为股市的中流砥柱,成为投资者钟爱的股票,最终为投资者创造更多的财产性收入。

#### 2、要有一个“价廉”的投资价格

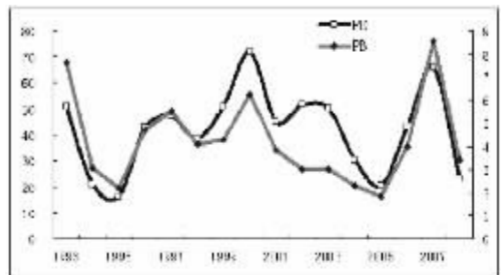
不仅物美,还要价廉,这是普通老百姓平常生活中最质朴的道理,股市同样如此。投资者获得财产性收入的另一个基本保证就是:在市场能买到价格合理公道投资品种。

投资回报取决于企业盈利和成长,那么显然买的越贵,收益就越差。简单的数学计算就知道,比别人高一倍的价格买股票就相当于回报率要少一半以上,如果亏损,亏损程度则要更高得多。何况很多时候,我们的投资者出价还不止高了一倍,从成熟市场来看,股市每年能提供平均15%的收益已是很不错的水平了。买价高了一倍,可能意味着要多等5年时间让企业的成长来弥补。

中石油当然是个好公司,是亚洲最赚钱的公司,巴菲特以1.68元的价格买入,平均不到13元退出,4年赚了40亿美金的高额利润,巴菲特十几元左右的价格退出了,除了大赚了一大笔价差收益外,巴菲特持有中石油以来,2003年-2006年的每股分红年均0.24元左右,折算下来每年有15%的股息收益。我们国内的投资者却在40多元附近蜂拥入市,试想40多元的高成本又何时能产生投资的收益呢?同样的股息水平对在40多元买的投资者而言,股息率不足百分之一。

过于慷慨的出价可能是中国股市投资者未能获得财产性收入的最重要的原因。我们来看一下这两张图表。

中国股市长期估值高企



部分先后A上市公司的两地首发价差距巨大

A股发行日期	首发价(人民币)	H股发行日期	首发价(港币)
中国石化 2001-08-08	4.22	2000-10-19	1.59
中国石油 2007-11-05	16.7	2000-04-07	1.27
中国铝业 2007-04-30	6.6	2001-12-12	1.37
中海油服 2007-09-28	13.48	2002-11-20	1.68
中国人寿 2007-01-09	18.88	2003-12-18	3.59
紫金矿业 2008-04-25	7.13	2003-12-23	0.33(折券后)
中国平安 2007-03-01	33.8	2004-06-24	10.33
中国神华 2007-10-09	36.99	2005-06-15	7.50
交通银行 2007-05-15	7.9	2005-06-23	2.50
中国远洋 2007-06-26	8.48	2005-06-30	4.25
建设银行 2007-09-25	6.45	2005-10-27	2.35
中煤能源 2008-02-01	16.83	2006-12-19	4.05

资料来源:兴业基金、Wind

这些数据清楚反映了以下事实:一方面是中国股市在十几年的历史中大多数时间处于高估的状态,平均40倍左右的PE,4倍左右的PB,远远高于海外市场通常情况下的估值水平。另一

方面说明在新股上市的时候,我们的投资者就已付出了很高的成本,同样的股票,我们的投资者初始成本就要比香港的投资者高上几倍,甚至10几倍。

目前,我们的市场下跌尽管是谁都不愿看到的,但仍值得欣喜的一点在于:我们看到股市估值也在日趋合理,也看到正在推动的A+H发行方式正在发挥的积极作用,两地估值和投资机会因此逐渐趋于一致,将是国内证券市场的幸事。

#### 3、需要树立正确的投资理念

回顾这轮牛市,股市参与者的投机性对于泡沫形成的“贡献”是相当大的。我们中国的股民中“炒”股票的文化仍然盛行,多数投资者买高不买低,市场越热越追涨,股票越便宜越不买的心态造成了市场一次次的大起大落。这样一轮轮的下来,财产性收入从何而来呢?如果财富来自上市公司创造的话,那么买的股票越贵,岂不是越难有收益?即使是投机炒作,普通投资者也明显属于弱者。

如果我们的投资者都是这么一种“炒股”文化:只关心股价涨跌,不关心股价高低,不懂得“买者自负”,套牢了怨天尤人,又如何才能从股市中取得财产性收入呢?如果我们的投资者只关心股价涨跌,只把股票当成一个符号,不管所买的上市公司经营是好是坏,又如何促进企业去好好经营,又如何能让资本市场的资源优化配置呢?要知道,只有业绩推动才能创造真正的财富。

#### 4、更多新股上市和再融资有利于财产性收入的创造

前面我们提到中国股市十几年的历史中大多数时间都处于高估的状态,这一现象一直被理解为所谓的“中国溢价”。其实这与我们大力鼓励各种资金入市,又人为把供给的阀门控制的很严有关;也与我们当时大多数股票不流通有关系。这导致绝大多数时间里中国股市的股票是供不应求的,这点从整个期间的新股发行可以看出:全世界还没有一个市场买新股只赚不赔!

但是我们的资本市场却一直陷在一种怪圈中轮回:一方面,老百姓大量资金存在银行,没有多少好的投资机会,另一方面还有大量优秀的企业难以获得资本市场的支持,后续发展资金短缺。一方面是企业上市难,另一方面却是一旦上市了,进入证券市场,又像鲤鱼跳龙门,不再珍惜。国内的老百姓可能是最慷慨的投资者了,他们过于慷慨的出价、过低的资金要求回报率,使得上市公司难以有多少经营压力,大股东难以有安心实业经营的心态,而更多的热衷于所谓的“资本运作”去了。

反过来,市场一跌,我们的种种舆论就会直指新股扩容和企业再融资为罪魁祸首,于是,新股上市和再融资就只好人为地慢下来,因为我们总是担心国内股市经不起扩容的压力。而当年也正是出于这种“呵护国内市场”的考虑,不得已像中石油、中国神华等等这样优秀的公司都转道香港上市去了;于是我们的投资者就没有机会以1元多的价格买到中石油、中石化、中国铝业

以及7元多的价格买到中国神华了。时隔几年,内地市场转暖后,这些企业又纷纷内地上市,但就是这些同样的企业,在内地市场发行的价格却远高于香港市场,我们的投资者只能以16.7元的价格去买中石油、36.99元的价格去买中国神华了。这说明了什么呢?

其实,让更多的企业上市,让优秀的企业更便利的融资,才能使这些企业通过资本市场得到融资,得到发展支持,为投资者创造更多的财富;让更多的企业上市,投资大众才可以以价廉物美的价格选择更多的好公司,获得更多的财产性收入,如果我们认同财富创造本源是来自上市公司,那么我们的种种行为却似乎是在反其道而行之。

#### 5、市场高估不利于市场效率的提高,不利于财产性收入的创造

我们的研究结果也支持了一下结论:高估值降低了公司的股权融资成本,以及融资资金的投资回报率,对应的是股票投资者较低的要求回报率;因此可以说高估值纵容了资本的低效率,纵容了轻率和盲目的收购,纵容了盲目过度投资。所以从这个角度而言,股市的高估值对经济发展、对资本市场发展没有好处;其不利于市场效率的提高,不利于财产性收入的创造。

与此对应的是,我们应该欢迎一个低估值的市场。正可谓福祸两重天:市场估值过高的非理性行为是最终会导致资源浪费、损失惨重的结局收场;而低估值的市场将培养出一批真正的“巴菲特”以及优秀的公司。

因此从这个意义上说,熊市可谓上天赐给我们的礼物——它持续的时间越长,我们的收获就越大,我们不应该躲避它,而应该拥抱它。只要不是过于低迷的市场,合理估值的证券市场是有益于企业发展,有利于财富创造过程,有利于我们财产性收入的增加的。退一步,就算暂时的股票供给增加可能导致市场持续低迷或者市场转入低估值阶段,也不是一件可怕的事情。正如一个高估的市场不可持续一样,低估的市场也不会持续,因为市场的力量最终会让估值趋于合理。

低估的市场往往可以为投资者取得高收益创造条件,这一点也是巴菲特强调的,他曾经说过:“如果我持有的某只股票下跌了50%,我会对它充满期待;实际上,如果你能给我一个机会,让我所有的股票在今后几个月中都下跌50%,那我会给你一大笔钱。”由于清楚他持有的都是好公司,因此巴菲特希望价格下跌,而非上涨,这样他就能在回升前,以更低的价格买进更多股票。更何况我们一直担心市场过于低迷,却没有看见,大家所谓的再低迷的时候,也都还有无数的公司在排队等着上市。

在此,让我们以英国著名作家狄更斯的名言共鉴:“我们正处在一个最好的时代,我们正处在一个最坏的时代”。路漫漫其修远兮,需要我们在上下而求索:让我们直面现实,尊重市场的力量,回到国际惯例,回归股市财富创造本源,回到增加财产性收入的正途上来。