

监管

谁来保护我投资

财新丛书
Cainan book
series

REGULATION

沈联涛/著



金融改革30年最重要的问题就是监管

三届香港证监会主席

对监管之道的反思和对投资者的告诫

凤凰出版传媒集团
江苏文艺出版社
JIANGSU LITERATURE AND ART
PUBLISHING HOUSE

财新
CAINAN

监管

谁来保护我投资

REGULATION

沈联涛/著

杨哲宇/编选

程九雁、叶伟强 等译

凤凰出版传媒集团



江苏文艺出版社
JIANGSU LITERATURE AND ART
PUBLISHING HOUSE

图书在版编目（CIP）数据

监管：谁来保护我投资 / 沈联涛著. —南京：
江文艺出版社，2010.7
（财新丛书）
ISBN 978-7-5399-3887-5

I. ①监… II. 沈… III. ①经济学—文集 IV. ①F0-53

中国版本图书馆CIP数据核字（2010）第128287号

上架建议：大众经济学

监管：谁来保护我投资

著 者：沈联涛

责任编辑：刘 霁

特约编辑：于向勇

封面设计：合和工作室

出版发行：凤凰出版传媒集团

江苏文艺出版社 <http://www.jswenyi.com>

集团网址：凤凰出版传媒网 <http://www.ppm.cn>

印 刷：北京鹏润伟业印刷有限公司

经 销：新华书店

开 本：720×1040 1/16

字 数：350千字

印 张：22

版 次：2010年7月第1版

印 次：2010年7月第1次印刷

书 号：ISBN 978-7-5399-3887-5

定 价：39.80元

（江苏文艺版图书凡印刷、装订错误可随时向承印厂调换）

序言

一位监管者的反思和寄语

胡舒立

沈联涛的这本新书，收入了他 2006 年以来在以前的《财经》和如今的《新世纪》周刊上发表的绝大部分专栏文章。经历了全球金融危机的读者，如果系统地重读这些文章，定会有不同于初次阅读的收获。全书充满了他对监管之道的深刻反思和对投资者的谆谆告诫。

作者的视野极为宽阔：经济大势、全球化、甚至中国古籍都在作者关注之列，但是，书名《监管——谁来保护我投资》紧扣了这些文章的基本立意。

本轮金融危机爆发以来，政商学界人士不断致力于探讨其原因，以期吸取教训，避免未来重蹈覆辙。因限于当时危机暴露的程度或分析者本身的水平，许多结论令人遗憾地流于表面。两年多以后，全球经济已渐渐复苏，我们有机会重新检视危机根由。正如文章所示，我们目前的金融工具和制度架构已经无力应对如此规模的危机，主要的挑战便是全球经济、金融市场已紧紧联系在一起，相互促进，也相互激荡。金融危机的突发性、传播的时效性和普遍性都大大增强。而监管漏洞不断暴露，国际监管协调有待提高；“监管俘获”在各个国家不同程度地存在，以危机后的救助措施表现得尤为明显；如果不及时亡羊补牢，“监管套利”会愈演愈烈。

不同于一般的论者，在这些文章里，作者呈现了独特的视角：历史的比较、宏观经济和微观经济紧密地结合在一起。这一分析方法渗透到字里行间。以书中“回望亚洲金融危机”一辑为例，我承认，自己还从未读到有关那次危机如此全面的描述、清晰的透视。这里，我顺便向读者推荐他的英文专著“From Asian to Global Financial Crisis”，在那里，危机记录

更加翔实，分析更加深入，最重要的一点，是他令人信服地揭示了亚洲金融危机和本轮全球金融危机的内在逻辑联系。

作者的人生经历和学术背景表明，他非常适宜采取这样的视角。他出生于马来西亚，留学英伦，长期执掌香港金融监管当局，现在又是中国银监会国际顾问，与国际学界、实业界也交往深厚。他既有理论修养，又有监管经验，其论述自然非书生之见、市场俗见所能比肩。

在作者看来，最重要的问题便是监管，其中，又以金融机构与政府的关系最为核心。过度“去监管化”是危机多重原因中的主要肇事者。当然，现实图景要复杂得多。事实上，过度监管和监管不足是同时并存的，尤其是在亚洲，在中国。作者也含蓄地承认这一点。所以，在我看来，金融业需要的是“更好的监管”，而不是“更多的监管”。美国国会对贝尔斯登、雷曼兄弟破产案的多次听证会表明，连既有的监管规则也远远没有得到认真贯彻。

更广泛地说，无论是美国，还是中国，监管失效都表明，“后危机时代”的金融监管需要的不是“外科手术”，因为金融体系是镶嵌在整个经济制度之中的，而经济制度的问题，又反映了社会的深层次问题。

作者曾说过，“没有两次金融危机是精确相似的，但是，不同的危机总存在共相。我盼望发掘这些共相，以减轻下一轮危机的破坏力。”确实，政府能否成功监管金融业，取决于它能否从过往危机中吸取教训。许多人对此寄予厚望。然而，从迄今的救助措施看，我们只能持审慎的乐观。造成危机的监管者、公司高管基本上没有承担责任，许多人至今了无愧色，有的人甚至重又成为救助政策的制定者和执行者。

相形之下，亚洲的挑战更为严峻。也是作者曾经指出过的，亚洲经济体面对的关键的结构问题，是封闭的、由上而下的治理结构与日新月异、空前复杂的全球市场之间的冲突。这段话真是说到了点子上！

许多读者也许不知，在亚洲金融危机和网络泡沫破裂之后，全球曾展开过一轮1930年代以来最彻底的金融整顿。会计、公司治理、金融监管等均在其中，即便如此，也未能防止本轮金融危机的爆发。有些举措甚至帮了“倒忙”。今天，我们有什么理由相信，人类这次一定会汲取足够

教训呢？我们对一系列难题依然未能找到答案，例如，委托——代理问题（Principal-agent problem）、“大得倒不掉”问题（“too big to fail”）。

也正因为这些问题尚无解，我们尊重所有有关这些问题的辛勤的探索，作者的思考就是其中颇值得珍视的一部分。

监管的宗旨是保证金融市场的“公正、公平、公开”，保护投资者权益是题中应有之义。从“寄语投资者”一章，读者不难感受到作者的拳拳之心。市场操盘手所写的“投资秘籍”之类的书多如过江之鲫，但是，监管者对于投资者的忠告却并不多见。应该说，原理是简单的：鸡蛋不能放到一个篮子里、要及时止损、“要认识你自己”……但是，一个监管者基于自己数十年职业生涯，细致地阐述这些道理，想必会给那些有心的投资者新的启发。

包括作者在内的不少经济学家都严词批评了所谓“市场原教旨主义者”。但是，这样的人果真存在吗？就我所知，即便是市场经济最坚定的支持者（如亚当·斯密、哈耶克）也认为，法治，特别是对于产权、合约的保护是市场经济须臾不可或缺的，更不必说现代社会中越来越庞杂的公共产品了。在垄断、外部性和信息不对称成为经济学基本问题后，又有谁主张“市场万能”而政府可以放任呢？

作者在文章中对金融工程的功用也多有批评。他的本意是反对把金融工程搞得无比繁复，进而用来蒙骗普通投资者，对此，我是十分赞同的。但是，应该为危机负责的，不是金融工程本身，而是操纵金融工程的人。金融工程的进展反映了人类对金融现象认识在深化。另外，本轮危机对经济学，特别是宏观经济学与金融学之间的融合会带来怎样的革新也有待观察。

记得作者在那本英文专著的前言中曾说，亚洲金融危机时在位的监管者撰写的有关那次危机的书是很少的。“为子孙后代计，亚洲的故事值得讲述。”是的，要对历史负责，要对投资者负责。现在，请读者跟我一道，以这一尊重的心境，打开这本文集的书页。

目 录 CONTENTS

第一章 寄语投资者

- 投资终身事 /3
- 认识你自己 /6
- 投资：上善若水 /9
- 把握周期 /12
- 分散投资 /15
- 发现赢家 /18
- 保持流动性 /21
- 分享利润 /24
- 保护资本 /27
- 了解产品 /30
- 慎对房产 /33
- 保持谨慎 细细思量 /36
- 谨防“死猫跳” /39
- 金子未必总闪光 /42
- 适者生存 /45
- 绿色投资 /48
- 注意“宽客” /51
- 控制损失 /54
- 勿把股市作赌场 /57
- 投资低价房 /60
- 把握大势 /63
- 认清指数 /66
- 伺机中国债市 /69
- 避免更大损失 /72
- 避险熊市 /75
- 刷新知识 /78
- 当心流动性 /81

第二章 探寻监管之道

- 互联网时代的市场监管 /87
- 市场竞争是治理套利 /90
- 原则与规则 /93
- 监管之道在权衡 /96
- 安然事件六教训 /99
- 监管对冲基金 /102
- 资本市场三道防线 /105
- 法家监管术 /108
- “永不凋谢的花朵”也会凋谢 /111
- 监管者需居安思危 /114
- 寻求“中庸之道” /117
- 去蔽“透明度” /120
- 新起点 /123
- 从公地悲剧到公共治理 /126
- 历史与思想的效用 /129
- 央行家的代沟 /132
- 市场化政府崛起 /135
- 老一代央行家的谢幕 /138
- “世界工厂”与政府角色 /140
- 附录：“将关键问题公之于众” /142

第三章 回望亚洲金融危机

- 改革扭曲的金融体系 告别非平衡增长战略 /155
- 危机的怨源 /160
- “头雁”之灾 /163
- 祸起外汇套利交易 /166
- 通向“华盛顿共识” /169
- “华盛顿共识”是非 /172
- 韩国：从奇迹到危机 /175

泰国：监管缺失之痛 /178
在危机中特立独行 /181
检修“灭火器” /184
印尼：呼啦啦似大厦将倾 /187
香港：非常之时用非常之策 /190
中国：幸运属于勇敢者 /193
裙带资本主义之祸 /196
从“亚洲工厂”到“亚洲服务” /199
日本资产泡沫警示 /202

第四章 反思全球经济危机

尊重“不可能三角” /207
检视巨头之死 /210
静观国有化之果 /213
揭开“金融工程”画皮 /216
正视金融达尔文主义 /219
勒紧腰带为时务 /222
谨防网络化危机 /225
寻求新思维 /228
修补破败的商业模式 /231
看清猴子嘴脸 /234
透视金融中心 /237
大话猴子救市 /240
展望后危机时代 /243
双重危机 /246
谁为狂欢埋单 /252
“上帝的银行家” /255
香蕉王国“猿氏法则” /258
好戏正在上演 /261
新蛮人的侵害 /263

第五章 破解货币之谜

共绘东亚货币“蛇形曲线”/267

汲取白银教训/270

认识货币衍生性/273

探究日元败因/276

抗衡美元/279

审视储备货币得失/282

汇率“爵士乐”/285

与汇率跳华尔兹/288

欧元“货币战争”/291

第六章 击水全球化浪潮

关心亚洲自己的不平衡/297

亚洲金融一体化行路难/300

经济全球化下的风险管理/303

探寻全球失衡根由/306

迎接“不可想象”时代/309

需要真正的全球央行/312

对比两轮失衡/315

再看全球失衡/318

需要全球财政体系/321

东西方思维方式的差异/324

现代版合纵与连横/327

附录：全球金融挑战对策/330

第一章

寄语投资者

由市场操盘手草就的“投资宝典”之类的书充斥于书肆。这些书告诉投资者“你要击中靶心”，却没有讲如何“击中靶心”。这也许根本上就是一个不可能的使命。因为投资之道实属“运用之妙，存乎一心。”

这或许听来有些神秘。但是，“一心”并非为所欲为，它是投资者对市场全部经验、知识和直觉的总和，是长期积累，瞬间迸发。

这一辑文章是作者“理性投资”专栏中的“主打”文章，它们是一位有数十年执业经验的监管者的甘苦之言，它们为投资者提供了思考问题的新鲜视角，“理性”是其真魂。阅读它们，庶几有助于延迟、减缓人类已为之付出巨大代价的“非理性繁荣”。

投资终身事

投资策略的第一条就是想清楚你的基本需求。必须学会设定自己的投资策略。有经验的投资者会告诉你，长期来看，保障投资成功的两大战略要素是入市时机和资产配置。

第一条，想清楚你的基本需求

储蓄和投资是贯穿我们一生的大事，奇怪的是，似乎从来没有人专门教我们如何理财。我们对投资的理解往往依靠口口相传，从朋友或我们认为技高一筹的人那里学习投资技巧。随着现在国内越来越多人涌入 A 股市场，不断有人问我该买哪只股票。大家都想分享中国经济繁荣的果实，这完全可以理解，但问题在于，股民们知道他们在买卖什么吗？他们知道正在承受着怎样的风险吗？

这就是我决定撰写关于投资者教育专栏的原因。一个市场的质量最终取决于投资者或消费者的素质。日本制造的产品之所以品质优良，就是因为日本消费者非常挑剔，不接受质量低劣的产品。同样，美国的资本市场如此强大，也是因为美国的投资者不接受低劣的投资品。美国投资者可以通过集体诉讼来起诉发行人，也可向监管者施压要求采取强有力措施来抵制低劣的投资品。

我是印度证监会（SEBI）投资者教育咨询委员会的成员。印度人有建立全球领先的资本市场的雄心，他们甚至在小学就开设金融基础知识教育的相关课程。他们认为，投资是伴随每个人一生的事情，只有个人层面的精明投资才有助于建立一个健康的资本市场。所以，印度在投资于金融产品之前，首先投资于教育公众。这是一个高瞻远瞩的决策。就我所知，将

监管：
谁来保护我投资

资本市场放在国家发展战略中如此重要位置的国家，印度是第一个。

为什么说投资是终生的大事呢？在我们幼时，父母要抚养我们；当我们成人、成家之后，就需要开始储蓄，以备不时之需，如疾病、失业、子女教育、赡养双亲等，最终准备自己的养老。人们过去经常以为，投资只是有钱人的游戏，与普通人无关，这实在是一种误解。穷人也知道：必须先投资自身的人力资本，然后才有机会去投资金融产品赚钱，所谓“知识改变命运”。

如何通过投资赚钱？我父亲曾告诉我赚钱的三个境界：最开始是用自己的血汗劳力来赚钱；然后是用钱来赚更多的钱；最高的层次就是利用你的声誉名望来赚钱。作为一个新兴市场，中国正在用自己便宜的劳动力来致富，而今天我们都已体会到品牌和声誉的力量。一件成本 10 美元的纯棉衬衫，贴上国内自己的品牌最多不会卖超过 15 美元，但如果贴上法国或意大利的一线品牌，却可卖到 1000 美元。

靠钱生钱的秘诀又是什么呢？答案平淡无奇——低买高卖，或者是，高买，然后更高地卖。对普通人来说，难点在于，市场总是涨跌，何时应该买卖，又应该买卖什么呢？

金融市场的最大问题是信息不对称，专业人士能够比零售客户更好地理解市场，往往也能赚取更多的回报。但应该信任和选择谁呢？这都需要精心决策。

我不会告诉大家究竟具体该买什么金融产品，但我将激发大家思考，每种金融产品究竟是什么东西，以及你该如何进行投资。

总之，你必须学会设定自己的投资策略。有经验的投资者会告诉你，长期来看，保障投资成功的两大战略要素是入市时机和资产配置。

投资策略的第一条，就是想清楚你的基本需求。如果你刚开始工作，现金流非常有限，工资也许只够支付每月的费用，但不久就得考虑买房子的问题了，这会占据每月费用中的一大部分。对大多数人来说，购房决策可能是他们一生中最成功的投资，因为房地产可以对冲通货膨胀的风险。所以，人们借钱投资购房，支付利息给银行，而不再支付房租。

一旦在日常开支之外开始略有盈余后，我们就有更广泛的投资需求：

将钱存到银行里赚取微薄的利息，或投资到其他形形色色的金融产品上。如何选择存款之外的金融产品，是让大多数人迷惑的事情。

其实，资产配置决策取决于你的年龄阶段和风险偏好。通常，年轻人敢于冒险，老年人更喜欢低风险的产品。事实上，投资选择取决于四个关键因素，即流动性（liquidity）、久期（duration）、风险和收益。

钱不多时，流动性非常重要，因为一旦有不时之需，你立即可以从市场中收回现金。所谓久期，通俗地说，就是你要收回投资需要持有某种产品的的时间。资产有久期，债务也有久期。至于风险和收益，则很难在两者中平衡，因为高预期收益往往伴随着高风险。

有些人认为，只要不做决策就可回避风险。实际上，不做决策也是一种决策，一样有风险和机会成本。

在实际投资过程中，许多投资者以身体之、以血验之，最终认识到一个简单的道理：原来通过多元化和分散投资，可以实现较低的风险和不错的收益。

认识你自己

投资之前应该先问自己三个问题：你知道自己买的或投资的是什么吗？你知道自己承受的风险是什么吗？你知道自己能承受多大的风险吗？

投资是一个学习的过程。一开始，我们都是新手，逐渐地会变得有经验，直到成为专业的投资者。和所有的初学者一样，我们不可避免会犯错，但是，我们不应该害怕错误，应该在错误中不断学习成长。

投资伊始，我们应该回答自己三个问题：你知道自己买的或投资的是什么吗？你知道自己承受的风险是什么吗？你知道自己能承受多大的风险吗？孙子说：“知己知彼，百战不殆。”但是，知己并不容易，特别是知道自己承担的风险和作出好的投资决策的能力。

首先，要知道自己有多少钱可以用来投资。我们必须估计自己的净资产和现金流。只有在现金流允许的情况下，投资才有可行性。如果你每月的现金流只够日常开支和还房贷、车贷，那么我不建议投资高风险的资产，因为在急需现金时你将被迫出售你投资的资产，这是再糟糕不过的事。一般说来，在准备投资时，应该在身边或在银行保留有大约日常三个月开支的现金或存款以应付不时之需。

接下来，我们应该投资什么呢？这取决于你的风险偏好。当你到银行去时，客户经理会向你推荐个人资产管理。在开始投资前，你应该弄清楚他们向你推介的是什么。一些银行会要求你列清自己的资产、收入、开支、年龄和偏好。通过客户评估，他们实际上是想判断你是哪一类型的投资者——保守或者喜欢高风险——进而考虑你的投资组合。你自己也可以到

银行的网站上进行自我测试。

谨慎的投资策略是不把所有钱投资于一个高风险产品，而是持有一篮子的不同资产，即“分散风险”。低风险低收益，高风险高收益，却也可能遭受高额损失。投资一篮子资产可以在获得均衡收益时，承担较低风险。这就需要科学的“资产配置”，正确选择不同比例的资产。

资产配置先要考虑风险和收益的均衡。我们并不总是很清楚什么样的资产可以获得较好的收益，因为这取决于投资的时机选择。例如，麦肯锡咨询公司对投资者在 1991 年到 2001 年的投资收益进行研究，发现在美国，投资固定收益产品的平均年收益率是最低的，只有 5%，而在房地产上的收益率是 10.5%，股票收益率是 12.2%。但是，同一时期，日本的情况，却截然相反，固定收益产品的平均年收益率是 1.6%，地产和股票的收益率均为负数，分别是 -2.7% 和 -7.5%。不同国家的投资状况迥然相异。

大多数人开始投资时都是模仿别人。很多人都从书本中学习沃伦·巴菲特的投资策略。不同的人有各自不同的投资风格，你自己喜欢哪一种呢？

我们先来看看全球顶级富人如何进行投资。美林证券 2007 年的财富报告估计，全球大约有 950 万人拥有超过 100 万美元的金融资产，他们的总财富达到 37.2 万亿美元；资产超过 3000 万美元的，有 94970 人，他们的资产规模合计有 13.1 万亿美元。大部分富人来自美国和欧洲，亚洲富人的数量也在迅速上升。

这些顶级富人如何进行投资？尽管每年的比例会略有不同，但大体上，他们的资产配置如下：股票 30%，房地产 20%，债券 20%，现金和银行存款 15%，其余为其他资产。其他资产包括结构性产品、外汇、衍生工具、实物资产、对冲基金、私人股权和风险投资等较高风险的投资。这些产品中有许多在国内还不能随意购买，但透过银行的财富管理或者私人银行渠道，有些产品已经可以投资。

国内最常见的金融产品是银行存款（包括外汇）、债券、房地产和股票。在国内，持有股票比例仍然相对较低，国内 A 股指数去年升幅超过 130%，很多投资者涌向股市，才会出现交易所每天新开数十万账户的情况。（本