

這是一場新自由主義帶來的失控金錢遊戲，而批判，從理解開始。

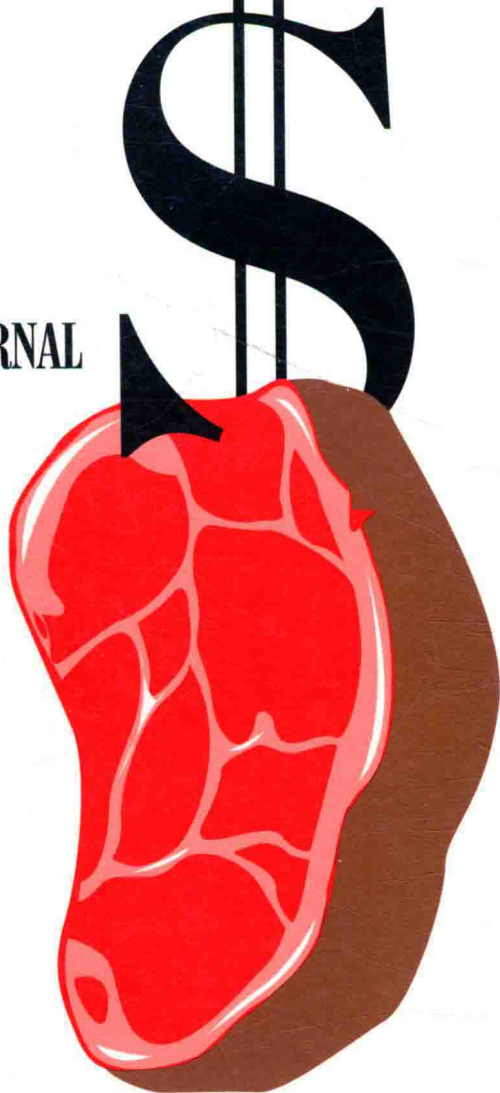
華爾街之死

THE WALL STREET JOURNAL

GUIDE TO

The End of Wall Street

as We Know It



Dave Kansas

戴夫·堪薩斯 著 謝麗美◎譯

華爾街之死

THE WALL STREET JOURNAL
GUIDE TO

The End of Wall Street



as We Know It

THE WALL STREET JOURNAL GUIDE TO

THE END OF WALL STREET AS WE KNOW IT by Dave Kansas

Copyright © 2009 by *The Wall Street Journal*

Complex Chinese Translation copyright © 2013 by Socio Publishing Co., Ltd.

Published by arrangement with Collins, an imprint of HarperCollins Publishers, USA
through Bardón-Chinese Media Agency

博達著作權代理有限公司

ALL RIGHTS RESERVED

Dave Kansas

戴夫·堪薩斯◎著 謝麗美◎譯

國家圖書館出版品預行編目資料

華爾街之死 / 戴夫·堪薩斯 (Dave Kansas) 著 ; 謝麗美譯

一版—新北市 ; 群學 , 2013. 07

面 ; 公分

譯自 : *The Wall Street Journal Guide to the End of Wall Street as*

We Know It

ISBN 978-986-6525-70-4 (平裝)

1. 金融危機 2. 國際金融 3. 美國

561.952

102011159

華爾街之死

The Wall Street Journal Guide to the End of Wall Street as We Know It

作 者 戴夫·堪薩斯 (Dave Kansas)

譯 者 謝麗美

總編輯 劉鈐佑

編 輯 林家豪

出版者 群學出版有限公司

地 址 新北市新店區中正路508號5樓

電 話 (02)2218-5418

傳 真 (02)2218-5421

電 郵 service@socio.com.tw

網 址 <http://socio123.pixnet.net/blog>

封 面 黃曄鵬 weipeng.huang@gmail.com

排 版 菩薩蠻數位文化有限公司

印 刷 權森印刷事業社 電 話 (02)3501-2759

ISBN 978-986-6525-70-4

定 價 NT\$300

一版 1 印 2013 年 7 月

給莫妮卡，我親愛的太太

PREFACE TO THE CHINESE EDITION

推薦序：華爾街之死？

華爾街之死，這書名聽起來像是要追憶金融資本主義過往的繁華滄桑，但實際上，本書想要探討的主題直指當代金融產業理性消亡的過程。作者從分析 2008 年全球金融風暴的成因開始，一路追問：華爾街的投資者是如何從理性投資、管理風險的穩健作風，轉變到後來出現了失去理性、玩弄風險的偏激人格？

由美國次級房貸事件所引發的全球金融風暴是資本主義近年來最大的一次危機，危機重創了全球經濟，但似乎沒有擊垮資本主義體系，經歷過無政府主義、社會主義、共產主義、國家社會主義等不同制度的競爭，當代資本主義藉由吸納與調整的方式，成為人類制度建構的主要藍圖，這套運用資本發展經濟並創

造財富的作法也成為各個國家追求成長的重要參考。

然而，當創造財富的作法從提升產品附加價值轉換為運用資本套利之後，這世界便掉入資本主義的牢籠。華爾街作為金融重鎮，其左右全球龐大資金流動的方向，走入下曼哈頓，高聳的商務大樓、知名的金融機構及街道上快步行走的商務人士所構成的環境，很自然地會讓人們產生一種靠近全球經濟脈搏的尊榮觸感，但若追溯華爾街的誕生，它卻是緣起於一棵梧桐樹下。十八世紀末，在這棵樹下，曼哈頓地區的資金需求者或投資客來此尋找買賣交易的對手，以一種極務實的方式解決資金調度的需求。

華爾街的發展與北美洲貿易的成長有著密切的關連，隨著美洲輸往歐洲的產品數量增加，如何處理貿易盈餘成為重要的經濟議題，另外，受到拿破崙軍事行動的影響，許多歐陸資本家積極尋找新的投資標的，在英國金融家的引導之下，全球資本開始挹注新大陸的各個投資項目，透過對礦產、鐵路、電報、運輸等基礎設施投資，投資者迅速累積獲利，龐大的財富讓此地的金融交易數量開始增加，慢慢的也讓交易制度開始趨向於規範化，1792年，華爾街上的24家證券商在此簽署行業間交易行為的協議，而這就成為後來紐約證券交易所章程的前身。

擁有悠久的歷史、廣泛的影響力、一流的投資分析人員，

再加上強勢的國家能力作為靠山，華爾街逐漸取代倫敦而成為過去一個多世紀以來的全球最重要的金融中心，面對這個幾經風波卻仍健在的全球金融投資重鎮，為什麼本書會說出「華爾街已死」的這麼一句話？

是作者故作驚人之語？還是華爾街的確已然成為明日黃花？

本書作者從華爾街的業務性質、投資模式與產業結構等面向進行分析，嘗試向讀者說明，過往以投資銀行帶領風騷的華爾街在幾經折騰之後，確實已然不復見往日風華。

何以華爾街會走到今天這個地步？這與人類對於財富的追求、面對風險的態度有關。創造財富，創造個人可支配的財富，一直是經濟成長最主要的目標，不過財富累積的背後脫離不了價值的創造，而主觀的價值變化又反應在客觀的價格變動之中，這種價格與價值之間的關連與落差，遂讓金融資本擁有了左右財富累積的空間。

資金作為生產要素，在生產過程中帶來了強化產能與提昇交易效率的作用。資金作為交易媒介，在消費過程中發揮了買賣撮合與滿足需求的作用。金融機構作為資金儲蓄與投資運用的單位，在經濟過程中扮演了要素提供、撮合交易、強化獲利與降低

投資風險等等的重要角色。當金融機構透過投資與媒介而獲利日增時，其在經濟系統中所扮演的角色也就逐漸重要。

金融機構運用存戶儲金與短期借貸來提供資金需求者之需要，為此其擁有保全儲戶資產之責任，然而金融機構作為企業，經營績效的好壞也成為其關注的焦點。這兩個不同的經營目標在本質上有所衝突，前者要規避風險；後者則需要追求風險，所以好的金融機構會仔細衡量風險水準之後再決定投資策略，而好的金融管理體系也會注意銀行金融機構涉入風險程度的高低，期能產生預警的作用。

然而再好的金融機構與完善的金融監理制度也無法完全防範人類貪婪所帶來的結果，當金融機構一方面要追逐利益，另外一方面又汲取存款時，這時候就出現了道德風險，倘若你是老闆，你會鼓勵的是那些積極為公司創造利潤的交易員？還是那些負責任地保護儲戶利益的營業員？又倘若你是後者，當你看到老闆把紅利派給了那些投機大於投資的同仁，此時，你又會如何抉擇？當媒體不斷傳誦華爾街投資天才或是股市作手的故事，保守、穩健等金融工作的傳統規範遂被拋到九霄雲外。當機會主義成為職場倫理，風險投機成為獲取暴利的捷徑，此時縱有再完善的監理制度，也敵不過華爾街天才們的貪婪之心。

華爾街作為全球金融的表徵，一舉一動皆影響著其他國家金融體系的運作；美國作為全球最大的資本輸入國，其金融市場的表現也成為外界關注與仿效學習的對象。當全球經濟持續成長造成了新興市場國家投資需求出現之後，美元及美國自然成為最佳的投資標的，過多的金融資本湧入，遂讓各種衍生信用投資工具大量出現，金融市場成了一個賭池，貪婪的華爾街金融投資人連債務也拿來作為投資的對象，而 2008 年秋天所引爆的全球金融危機，起因正是源於衍生性投資工具的過度操作。

全球經濟的持續成長，讓多數投資人夢想著全球經濟的榮景將會永遠持續，而新興市場國家的快速成長更強化此一可能，於是乎全球投資者面對風險的態度不是迴避，而是積極運用以便套利。

有了利用風險的想法後，聰明的投資公司為了滿足投資者需求，開發出許多對應的工具，最重要的當然是：擔保債權憑證（CDO）和信用違約互換交易（CDS）。CDO 是一種分散風險、強化資產投資效益的信用工具，金融家把各種債券或債務的可能收益轉換成為一個投資標的，債務租金就是投資收益，債務違約就是投資風險，CDO 把這種資產的風險收益整理一下後再出售給投資人，這個做法創造了信用流動與擴張的結果。那麼，

將手上的錢投資在這種以債券收益為標的之憑證，難道投資人不擔心嗎？話雖如此，不過，高風險意味著高收益，在資金氾濫的情況下，投資人以為把部份投資放在這個項目以博取高收益，應當問題不大；再加上，這種將不同信用品質、不同類型的債務打包後，以證券化的方式分割出售給不同投資者的做法，按理應當能夠把不同風險加權平均之後有效降低，所以這種做法看起來還蠻合理的。

當人們透過擔保債權憑證（CDO）不斷的將風險分散與再分散，企圖以此來降低投資所面對的風險時，相對的，這也讓風險影響的範疇不斷的擴散。

接下來是信用違約互換交易（CDS），當借貸可能遇到違約的風險時，為了避免衝擊，貸方往往會另外尋找保險，而擔保的一方評估違約可能性之後，以有償的方式承做貸方保險，舉例而言，甲向乙借錢，擔心乙不還錢，於是向丙問：丙，你能不能提供萬一乙不還錢時的清償？丙想了想，好啊，我可以，但我要收點手續費。丙提供給甲的內容便是 CDS，甲透過購買 CDS 的方式把乙不還錢的風險轉嫁給丙。在經濟成長的時候，企業違約的可能性較低，這是一個不錯的生意，但若是景氣變差，企業違約的可能性增加，這個行當就會大有問題。

把風險設為投資標的、把風險分攤的範圍擴大，這兩個看似無害的操作方式，悄悄打開我們為防止 1930 年代經濟大蕭條災難重演所設下的防火牆。2008 年秋天以後的事情發展，也就是在這樣的情況下，讓火勢一發不可收拾，從一國投資危機蔓延成為全球性金融系統危機。

一切源於美國房地產價值的崩盤，接續引起債券價格的崩盤，進而引發擔保資產價格的崩盤，最後導致投資銀行的破產。而投資銀行的破產造成投資者恐慌，又另外引發金融資產價格的崩盤，金融資產價值的快速流失使得實體經濟交易意願衰退，於是乎引發了 1930 年以後，全球金融市場上最大的風暴。

為了挽救經濟，各國政府開始介入市場，但不是所有的作為都來得及搶救眼前大火，災情慘重者如冰島、西班牙、希臘、義大利，國家政局因此而陷入動盪，災情較輕的國家也為此付出經濟衰退、失業率上揚的代價。

那麼金融暴風的起源地——華爾街呢？經過這一番重創之後，想必是狼狽不堪、慘不忍睹吧？但實則不然。就以總體經濟的溫度計——證券市場——的表現來看，道瓊工業指數從自 2008 年 9 月的一萬點以上在兩個月內跌到 11 月的七千五百點（最低點是 2009 年 3 月 9 日的 6547 點），但隨後因為美國聯邦

政府積極救市的各種作為，遂在 2009 年 10 月 14 號重新登上萬點，2013 年 4 月 11 日更爬到 14865.14 的指數新高。這個出乎意料的變化，連素有「末日博士」之稱的 Nouriel Roubini，都不得不在 2013 年的 5 月 1 日一改初衷，公開承認美股持續走強的可能。

何以導致風暴起源的華爾街能夠安然無恙？這關係到整個資本主義商業體制，以及當前經濟強權間的合縱連橫，本書追根究底的從危機源頭開始剖析，將風險形成的原因、傳遞的機制、災情擴大的原委都做了清楚的說明。在作者眼中，老的華爾街已死，而新的華爾街生態則是由少數大型銀行和一群鎖定利基市場的微型公司所組成，這種新的金融生態將會再次接管全球金融運作的樞紐，而眼下華爾街股票指數的迅速回升，彷彿是為了慶祝這個發展趨勢而施放的煙火，似乎秋風過後，曼哈頓的華爾街仍然會是全球資金供給交易的主戰場，資本主義的遊戲規則仍將主導全球經濟發展的基本形態。

既然貪婪是無可屏除的人性，我們只能不斷地強化監管的作為，聰明的金融監管需要考慮到金融流動的自由度以及金融風險的可管理性等面向，並同時謹慎的勒住投資者的野心，避免他們的過度樂觀又再次引發全球金融的悲劇降臨。那平凡簡單的我

們，又該怎麼去面對後金融風暴的時代？或許細細翻閱本書最後三章，領略作者對於相關投資標的、資產佈局與投資策略的建議，說不定也能讓我們在這個高風險的環境中，嚐到點風險投資的甜頭，賺到些微薄的投資利得，然後以此作為鼓勵，忘記日常生活的辛勞，願意為累積屬於自己的財富而繼續努力。

張弘遠（致理技術學院國際貿易系副教授）

INTRODUCTION

導論

過去一年，美國和全球的金融體系急劇地變化，幾乎沒有人能事先料到。大銀行倒閉，華爾街的投資銀行基本上也銷聲匿跡不見蹤影，這使得公司和個人要借款變得異常艱難。為了拯救金融體系並刺激疲軟的經濟，美國政府投入超過七兆美元——大約是美國每年經濟產出的一半——提供各種擔保和貸款。

2008 年 12 月，國家經濟研究局（National Bureau of Economic Research）宣告美國經濟在 2007 年底就已經正式步入衰退期，從那個時候開始，幾萬間的房子遭到查封並被取消贖回的權利、上百萬人失業、投資和退休金的投資組合萎縮，這些陰霾一一地嵌入了這幅陰森的經濟景象之中。面對前所未見的經濟

風暴，對策很難在短期就收到成效。而在這個混亂的過程中，不只那些「大到不能倒」的銀行和公司崩垮，冰島甚至整個國家都破產了。全球銀行擠兌，過去那段經濟恐慌的痛苦記憶佔據了媒體頭版，人人都擔心自己辛勤工作一輩子的積蓄是否會化為烏有。

同一時間，世界各地的股市急速下滑，許多倚靠這些投資組合度過晚年退休生活並支付小孩大學學費的人感到驚慌與憤怒。暴跌的股價迫使剛退休的人又回去工作，而屆退的人則考慮再幹幾年，盼能救回自己傷痕累累的養老金。這是個即便相安無事也令人忐忑不安的時刻，尤其在馬多夫（Bernard Madoff）500 億美元醜聞爆發之後，那些慈善機構和大富豪也要面對鉅額的損失。

這些人的失望和憤怒可想而知。數十億美元被拿去拯救銀行，而普通家庭卻必須在經濟困窘時期精打細算要如何才能糊口，更多的人則擔心大裁員將席捲全國。這樣高度的焦慮和恐慌從 1929 年大蕭條以來可以說不曾發生過，即使目前的情況不完全是當年災難的翻版。雖然經濟環境不佳，但大量由貧民所住的破房子尚未在衛星都市湧現；而且，失業率雖然比過去一段時間高一些，與 1930 年代的 25% 相比還是有一段距離。

這場災難是怎麼發生的？簡單來說，就是銀行、公司和個人借了太多錢，又把那些錢投資在不當的地方。個人買入遠遠超過自己財力所能負擔的房地產，而銀行則投資和房貸有關的業務（後來房貸價格崩垮）。有些銀行每投資 1 美元要借 35 美元；這意味著當事態轉糟，銀行很快就會被拖垮。

歷史上所有的金融危機，都是貪婪和過度自信所造成。從 17 世紀的荷蘭鬱金香狂熱，到近年網路股狂飆，貪婪導致了非理性的行為，到最後總是把價格哄抬到比真正價值還要高出許多的地步；以此次為例，貪婪帶動莫名奇妙的購屋行為，銀行貸出的款項遠超過他們可以回補的金額。貪婪也促使整個金融體系的人在致富的最高期望下做出不合邏輯的事。

過度自信表示謹慎小心都蒸發不見，不論是投資客和借貸雙方都一樣。過度自信表示風險管理的標準都被踢到一旁，即使是最令人敬重的金融機構也不例外。過度自信也意味著少有人未雨綢繆以防萬一。貪婪與過度自信結合的後果就是金融風暴，每個人都被捲了進去。

雖然這起事件讓人目瞪口呆，但過去並不是沒遇過金融恐慌，只不過規模和波及範圍沒這次這麼大這麼廣。走過 1970 年代的人應該還記得當時的高通貨膨脹和經濟黯淡無光。許多人過

得非常痛苦，因此懷疑經濟是否有可能復甦；當然，熬過 1980 年代前幾年困頓的衰退期之後，經濟最後還是風光地復甦。

身為一個金融記者，我曾親眼目睹其他金融恐慌。1997 年亞洲的金融風暴、1998 年俄羅斯的金融危機、2000-2001 年的網路狂飆和科技股泡沫化。然而這幾場危機的本質上都不如 2007-2008 年這場金融危機的全面、深入。過去的危機發生時，我們幾乎很少聽到自由資本主義體系「主樑快撐不住了」的聲音，但這次不一樣，到處都在談整個體系的生存危機。

不論年代是好或壞，我一直在報導金融市場的消息。1995 年我擔任《華爾街日報》（*The Wall Street Journal*）的記者，以文字見證道瓊工業指數衝破五千點。那份篤定的感覺好像是好久以前的事了。1990 年代末，我擔任 TheStreet.com 的總編輯，因此有個絕佳的位置去觀察網路股狂飆。而本世紀初，市場上升的期間，我在華爾街日報負責對華爾街的報導。

擔任上述最後一項職務期間，我們眼下問題的根源就已經埋下。我和同事常寫到「唾手可得的錢」滿天飛。每個對沖基金幾乎不需要任何條件就能從一心想完成交易的銀行借到大筆款項。個人也有一些管道取得房貸來買遠超過自己夢想的房子，慘的是房價還超過自己的基本收入。腦袋靈光的華爾街巫師創造出