

THE LOST FINANCE—RATIONALITY AND MADNESS

金融迷途

——理性与疯狂

朱健卫◎著

金融理论成功了吗？ 答案是复杂的。可以说，是，也不是。

在过去的40多年里，金融理论过于关注资产组合理论和资产定价理论，而忽视了对流动性的研究，忽视了对市场相关性的研究，忽视了金融模型本身的风险，忽视了定价机制的稳定性，也忽视了金融产品对交易模式的影响。

总之，由现代金融理论产生的金融复杂性和相关性远比我们想象的要大很多。



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



THE LOST FINANCE—RATIONALITY AND MADNESS

金融迷途

——理性与疯狂

朱健卫◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

金融迷途——理性与疯狂/朱健卫著.

北京: 中国经济出版社, 2014. 4

ISBN 978 - 7 - 5136 - 2497 - 8

I. ①金… II. ①朱… III. ①金融—经济史—世界 IV. ①F831.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 087744 号

责任编辑 宋庆方

责任审读 霍宏涛

责任印制 马小宾

封面设计 巢新强



出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京市媛明印刷厂

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 28.5

字 数 450 千字

版 次 2014 年 4 月第 1 版

印 次 2014 年 4 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 2497 - 8/F · 9/42

定 价 68.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

P 前言 reface

为什么金融业会走到今天这个地步？在2009年全球金融危机爆发时，我这样问自己。四年之后，我的书稿《金融迷途——理性与疯狂》是我个人对这个问题思考的过程和部分答案。

显然，我在回答一个非常复杂、甚至没有答案的问题！在过去的四年里，作为在金融行业研究和做过十多年的业内人，我曾经与许多金融学教授讨论过，也与无数金融业界人士探讨过这个问题，得到的回答时常让我非常吃惊。大部分人的回答大致是：不用担心，一切都会变好的，如同以前的危机一样。从另一个方面来说，这样的回答和态度也不让人吃惊。只要看看金融学大佬们沉默的、与事无关的态度，这样的自信（自恋也许更为贴切）与麻木就不足为奇了。

这种自信和麻木其实由来已久，因为金融业需要这种自信与麻木来创造下一个资产泡沫和危机。这是我在对现代金融过去40多年的追溯中得到的一个体会。

现代金融可以说也是在危机中诞生的。在20世纪70年代初，布雷顿森林体系的瓦解导致了一个价格浮动的新时代。在这个新时代，市场风险

让经济生活变得难以预测,对价格的确定和对风险的定价变得更为重要。再加上经济自由主义思想的得势和随之而来的放松监管,现代金融的温床就这样自然地出现了。在这个温床上,诞生了无数金融理论和金融创新。在这里,期权定价理论、证券组合理论以及动态利率结构理论便是现代金融理论的重要标杆,它们让现代金融业进入了一个以模型为主导的“可控”科学。金融学从此似乎可以比肩自然科学中的物理和数学了。

多么美好的事!

然而这一切忘了人的因素,忘了金融市场就是无数人的集合。在金融市场上,有欢笑和眼泪,有幻想和失望,也有投资和投机。现代金融理论的理性和均衡与市场参与者的贪婪和恐惧格格不入。当市场参与者在贪婪的催动下运用理性和均衡的金融理论时,市场就会被做满做烂。当市场参与者在恐惧的推动下应用理性和均衡的金融理论时,市场便会以更大规模、更快的速度走向崩溃。危机与崩溃因此注定成为事先编好的程式,成为自我触发的事件。

1987年的“黑色星期一”便是这样一个有计划无组织的大崩溃,大崩溃的主要推动力是两个著名金融教授琢磨出来的证券保险策略,它实际上却是一个危险的买卖跟风的策略。更为糟糕的是,这种跟风策略还通过股指期货与大市挂钩,因此每一份对单一股票的买卖都会被放大地影响到股票指数的变动。在十年之后的1997年,长期资本管理公司的破产又是一个疯狂的金融实践遇上理性的金融理论的不幸结果。在长期资本管理公司、一个当年资产规模与摩根士丹利差不多的对冲基金里,有在华尔街叱咤风云二十年的交易高手,有现代金融理论的开山鼻祖和诺贝尔经济学奖得主,还有前美联储的官员。尽管如此,美妙的金融理论没有管得住人性的贪婪和恐惧。相反,这一巨型破产揭示了现代金融理论虚弱的一面:现代金融理论不是一门管理金融危机的科学,它在疯狂的人性面前毫无作用,因为现代金融的基础是理性,它也因此成为金融危机的一部分。长期资本管理公司破产的结果是,美联储不得不主导整个华尔街来拯救长期资本管理公司,从此便有了“too big to fail”(大得不能倒)。

又过了十年,到了2007年。这一年的美国次贷危机地球人都知道。然而在这一次世纪大崩溃的背后,有着更为复杂的金融实践与理论之间的“爱恨”关系。其实打包次级按揭的金融产品早在20世纪80年代初就出现了,为什么要在二十几年后才出现这么大的危机,几乎把全球经济弄

垮呢？除了美国政府和美联储给按揭市场提供政策上的肥沃土壤之外，评级公司的估算模型和投资银行的定价模型起了一个重要的作用。金融界在 2000 年左右以为发现了对复杂信贷产品定价的超级模型和工具。在这个模型中，银行家们可以用一两个参数对有几百或几千个按揭的信贷产品来定价。但是这个模型是如此的简单和理性，而使用它的人也是如此的简单，但却很贪婪。这种理性和贪婪的错位是次贷危机的主要原因。而这次危机与以往的危机不太一样，这次的次级按揭危机是在全球化背景下发生的，不仅“案发现场”华尔街和伦敦金融城被洗劫一空，它的毒药被评级公司扩散到世界的每一个角落，从而引发了全球金融危机。

在这三大危机之间，当然还有许多的故事可讲，还有很多事情把它们联系起来。在现代金融的上下文中，这些事件绝不是孤立的事件。事实上，在这些大崩溃之间的金融故事同样也可以给我们一些问题的答案。比如，关于垃圾债券的故事其实就是一个关于现代资本结构理论的故事。垃圾债券市场在 20 世纪 80 年代的兴起和崩溃同样让人深思。互联网的股票泡沫又是一次幼稚的公司定价理论与大众的非理性狂热的混合爆炸物。最近的故事是什么呢？是正在进行的欧洲主权债务危机。垃圾债券的崩溃本质是企业负债太高，主权债务危机的本质是国家负债过高。对金融业的救助导致负债累累的西方国家更加债台高筑，一场以金融危机引发的欧洲主权危机就这样爆发了。值得思辨的是，藏在对危机国家救助之中的金融本质。量化宽松成为解决主权债务危机的主要货币政策，一个可见的结果是：大量的流动性又在造成新一轮的资产泡沫。

2009 年金融危机的影响是以前几十年的危机不可比拟的，它对未来的金融实践和理论都会产生深刻的影响。首先，作为对金融自由化和放松监管的逆动，对金融行业的紧箍咒将会越掐越紧。金融业的资本成本和运用成本因此越来越大，美好时光成为过去。其次，金融危机把现代金融理论的皇冠——无套利定价理论——敲碎了一半。对理论定价的各种修正让单一价格理论难以为继。这也让金融交易变得更加烦琐，更加不透明，成本也更大。未来的金融业何去何从，无人知道。

我希望读者能和我一起从现代金融的起点，回头走这一段 40 多年金融的迷茫之路。我们会发现，在过去的 40 多年里，金融业变得越来越复杂，越来越快速，越来越彼此相关。现代金融理论创造了一个难以驾驭的金融业，在贪婪和恐惧的推动下，金融业最终脱离了金融理论的框架。结

「金融迷途」

《理性与疯狂》

果是,金融理论不再适用于疯狂的金融业。这也许不是一个令人惊讶的结果,因为现代金融理论本身是理性的理论,它的基本假设是完美和理性的市场和市场旁观者。

理论很美好,可是市场很残酷!

理性与疯狂,这也许是对现代金融过去 40 多年最好的注解!

最后,我衷心感谢中国经济出版社的宋庆万先生对本书的支持。如果大家读了这部书之后没有后悔,我已知足;如果读后还说一声好,那我就积德了!

朱健卫二〇一三年四月于德国法兰克福

001

前言

001

第一章
解放的年代

在 20 世纪 70 年代初,国际经济和金融体系发生了重要变革,这就是布雷顿森林体系的崩溃,它标志着第二次世界大战后经济金融体系的解体。正是布雷顿森林体系的崩溃才创造一个全新的世界经济金融的新体系和新时代:一个解放管制的枷锁,让市场在美梦和噩梦之间游走的新时代;一个解放价格,让价格在波动中在风险中沉浮的新时代。

1.1 旧体制的崩溃 / 002

布雷顿森林体系的诞生 / 新世界经济格局 / 布雷顿森林体系的崩溃

1.2 解放解放 / 005

自由经济学说 / 放松监管 / 哈尔施塔特银行破产

1.3 石油危机 / 010

赎罪日战争 / 经济滞胀

1.4 华尔街的纷争 / 013

门第森严的华尔街 / 混世魔王维尔 / 重新洗牌

1.5 海外的美元 / 019

抢手和霸道的美元 / 美元的集散地:伦敦

025

第二章

现代金融的序幕

1973 年是一个旧体系解散、新体系萌芽的一年。在这一年,布雷顿森林体系的最后一口呼吸停止了,石油危机爆发了,股票市场崩溃了。不破不立,在这一年,一个饱受争议的金融产品进入了一个全新的属于它的时代,它奠定了今后几十年的现代金融框架。

2.1 期权交易的扶正 / 026

第一份交易 / 缓慢的开始

2.2 历史中的期权 / 028

精明的泰勒斯 / 名声不好的期权

2.3 三个年轻人的理论 / 030

费雪·布莱克 / 梅尔隆·斯科尔斯 / 罗伯特·莫顿

2.4 新交易新理论 / 035

收益的大肥尾巴 / 动态避险

039

第三章

利率的游戏

在这里,回顾一下 20 世纪 70 年代与利率有关的故事,我们可以看到当时金融沉闷无聊的面貌。但是到了 80 年代初期,伴随着外汇和利率自由化,人们对管理外汇和利率风险的需求也越来越大,外汇掉期、利率掉期和利率期权等金融衍生产品也随之诞生。现代金融的实践以前所未有的姿态展现出早期创造的活力,同时也深刻地改变了银行与客户的利益关系。

3.1 利率的动态模型 / 040

沉闷的债券交易 / 第一个动态的利率模型

3.2 掉期业务的兴起 / 042

所罗门兄弟公司 / 第一份外汇掉期 / 外汇掉期的作用 / 利率掉期的出现

3.3 两房“美妹”的业务 / 048

两房“美妹”的诞生 / 两房“美妹”的业务

3.4 债务的包装盒 / 050

利维·拉涅里的煎熬 / 储蓄与贷款银行危机 / 按揭抵押证券的出现 / 金融专利的缺失

3.5 投注利率的差价 / 056

约翰·麦里维瑟 / 债券和利率套利

3.6 华尔街的异类 / 062

华尔街的新工种：数量员 / 数量员的工作

在这一章,我将介绍一个由期权理论发展过来的证券保险策略,以及它在1987年“黑色星期一”的关键作用。利用期权定价理论,斯坦福大学的金融教授鲁宾斯坦和勒兰德找到了所谓对证券保险的一种方法。这一证券组合保险策略在80年代被投行和资产管理公司广泛应用。这意味着,大量市场参与者使用同样单一的投资策略。“黑色星期一”的大跌在本质上应该被称为一场“技术事故”,一场有计划、无组织的“技术事故”。大崩溃的加速器则是证券组合保险的算法和与之相连的计算机交易。

4.1 勒兰德的好主意 / 070

海曼·勒兰德 / 给股票上保险

4.2 证券组合保险 / 072

马克·鲁宾斯坦 / 找到了证券组合保险

4.3 最早的计算机交易 / 077

4.4 兜售保险 / 078

成立合伙公司 / 证券组合保险火了

4.5 期货代替期权 / 082

4.6 大崩盘 / 084

股票大牛市 / 危机的“小蝴蝶” / 保险策略的推波助澜 / 套利机制失灵

4.7 后遗症 / 088

一家欢乐几家愁 / 一场“技术事故” / 学术界的回应 / 永远的“微笑”

这一章的故事也是关于现代金融的另一个重要内容:公司资产结构和财务杠杆。我们将看到在华尔街和金融学府会发生多少关于财务杠杆的荒唐和贪婪的事。

5.1 MM 定理 / 096

米勒和莫迪戈里亚尼 / 新的资产结构理论 / 不完美世界的完美理论

5.2 MM 实践 / 101

迈克尔·米尔肯 / 德克斯尔—伯纳姆公司

5.3 香喷喷的垃圾债 / 106

高风险的垃圾债 / 成立高收益债券交易部 / 垃圾债券之王

5.4 用杠杆来收购 / 110

传统的兼并与收购 / 杠杆收购 / 露华浓收购战 / 所罗门公司的尴尬

5.5 疯狂和贪婪的舞会 / 117

私募股权基金 / 争夺 RJR 纳比斯科 / 山姆大叔的税务礼包

5.6 盛宴的结束 / 122

米尔肯被盯上了 / 垃圾债券市场崩溃

20 世纪 80 年代末,除了股市的大崩溃和杠杆收购市场的大起大落,金融其实还有许多新发展。其中最引人注目的应该是金融衍生产品的进一步普及和大量新的金融工具的出现。新的金融工具不仅被银行、企业和官方所采用,还被应用到国际救助上。金融创新从那时起就成为最时髦的词汇了,但是贪婪的魔鬼总是伴随着金融创新,挥之不去。第一波因为金融创新而带来的麻烦随之出现。

同时,随着金融理论的发展和金融实践的更快发展,金融监管和银行自我风险管理也在 80 年代出现了很大的变化。80 年代金融业的新面貌为金融全球化提供了基础。

6.1 金融魔术 / 128

利率期权的出现 / 可转换债券 / 奇异期权

6.2 第一轮麻烦 / 133

投机和投资 / 信孚银行的创新 / 恼羞成怒的宝洁公司

6.3 布雷迪债券 / 138

拉丁美洲危机 / 债务重组

6.4 新的监管模式 / 141

最早的银行风险管理 / 国际清算银行 / 巴塞尔协议

6.5 银行的新魔方 / 146

摩根大通的魔方 / 在险值的缺陷

6.6 金融全球化 / 151

全球化新时代 / 全球化背景下的金融业

在这一章,我们将说到 20 世纪 90 年代最轰动、最戏剧化的对冲基金破产案。它不仅涉及华尔街最精明、最让人敬畏的交易团队,还涉及金融理论的大佬、诺贝尔经济学获奖者!这一故事也能让我们看到,金融理论无论被写得如何美妙和精确,也不能代替充满贪婪和失去理智的交易。我们还会看到,在金融市场上,过去的辉煌不会永远延伸为未来的成功。

7.1 麦里维瑟的霉运 / 156

国债丑闻 / 巴菲特拯救所罗门

7.2 东山再起 / 160

对冲基金 / 麦里维瑟的宏伟计划

7.3 招揽贤才 / 163

挖老东家的墙脚 / 金融大佬的加盟 / 招揽投资

7.4 挣钱的模式 / 167

国债套利 / 复杂的按揭抵押证券 / 意大利国债 / 日本的可转换债券 / 堪比摩根士丹利

7.5 诺贝尔奖的荣耀 / 174

欢腾的金融学界 / 理性行为和决策

7.6 亏钱的模式 / 177

买卖波动率 / 炒作收购概念股票 / 盲信核大国 / 国债利差的噩梦 / 轮盘赌的崩盘

7.7 大拯救 / 183

第一波损失 / 无奈的联合拯救 / 损失清单

7.8 经验与教训 / 188

放纵金牌交易员 / 做自己不擅长的事 / 过大的交易量 / 过多依赖统计模型 / 过高的财务杠杆 / 低估流动性风险 / 变化的相关性 / 错误的在险值模型

在金融全球化的背景下,在新的金融创新技术的支持下,投资银行和对冲基金公司可以每一分钟在全球的每一个角落对一个脆弱的经济体进行攻击。这在90年代以前是不可能的事,这也是现代金融快速、复杂和相关联的一个印证。

亚洲金融危机不只是造成了相关国家或地区的经济衰退和人民的苦难,也造就了一些金融家并不光彩的传奇,这里面最耀眼的人物当属索罗斯。

8.1 索罗斯的生意 / 196

索罗斯的人生 / 欧洲汇率机制 / 阻击英镑

8.2 围攻泰国 / 202

畸形的金融改革 / 第一轮泰铢抛售 / 幕后的交易 / 泰国沦陷

8.3 危机蔓延 / 207

火烧印度尼西亚 / 骄傲的韩国倒下

8.4 中国的承诺 / 211

8.5 香港保卫战 / 214

香港的房地产泡沫 / 香港的货币体系 / 挑战联系汇率制度 / 最后的决战

在亚洲、俄罗斯和南美等新兴国家或地区经历一场巨大的经济和金融风暴的时候,西方主要国家的经济似乎并没有受到什么牵连,他们似乎仍然活得很滋润。互联网的出现和金融创新的继续发展让西方国家忘了还有什么亚洲金融危机。

相反,在世纪之交,全球弥漫着巨大的狂欢气氛。圈钱跑地、股市暴涨、财富膨胀……一切都预示着一个美好世纪的到来。

可惜这些预言都是不真实的,危机就隐藏在狂欢的泡沫中!

9.1 互联网泡沫 / 222

早期的铁路泡沫 / 互联网的发展 / 三个吹泡泡的人 / 互联网泡沫的膨胀 / 泡沫的轰然破裂

9.2 欧元的诞生 / 231

欧元的路线图 / 不守纪律的德国和法国 / 欧元的单独行道

9.3 交易信用风险 / 237

对信用交易的需求 / 信用违约掉期 / 不是掉期的掉期 / 疯狂的发展 / 摩根大通的“伏地魔”

9.4 投资新花样 / 244

折扣凭证 / 红利凭证 / 杠杆投资凭证 / 保值投资凭证 / 投资凭证的业务过程

9.5 数学奇才的基金 / 250

神秘的金牌基金 / 杰姆·西蒙斯 / 杰姆斯·阿克斯 / 艾文·伯利坎普 / 成功的金牌基金 / 彻底模型化的投资理念

在我们的金融旅程走到 21 世纪之时,我们已经经历过不少的危机、不少的丑闻和太多的金融创新。但是尽管如此,在金融市场的每一个角落都充满着乐观和高涨的情绪。“天天向上”的市场淹没了频繁出现的丑闻,掩盖了危机的征兆。

但是接下来的几章,我们将不得不穿得暖和一点,我们将走进一个巨大和持久的金融冰冻期。第一个冰冻期是次级按揭贷款危机。我们将看到,次贷危机之后的推手不仅有贪婪的投资银行家和疯狂炒房的老百姓,还有只说梦不出钱的美国总统和将利率当儿戏的格林斯潘。

10.1 次贷危机的种子 / 262

美国政府帮大家做美国梦 / 美式“红顶商人”

10.2 买房买房买房 / 264

低利率政策 / 可调节利率按揭贷款 / 房地产的泡沫

10.3 格林斯潘的魔手 / 267

春风得意的格林斯潘 / 利率的双刃剑 / 发飙的利率

10.4 利率炸药包 / 273

又甜又苦的按揭贷款 / 为低收入阶层“服务” / 炸药包终于爆了

10.5 贪婪的地产食物链 / 277

大蒜的故事 / 抢购按揭贷款 / 全球热销 / 荒唐的评级公司 / 贪婪的评级公司 / 给债务上保险 / 一个参数的血案

10.6 危机爆发 / 292

早期预警 / 第一波破产风潮 / 美林的神奇业务 / 贝尔斯登的冒险对冲

我们的金融之旅走到现在,也经历了不少的危机,70年代的石油危机、80年代的股市崩盘、90年代的长期资本管理公司的破产和亚洲金融危机,当然还有这个世纪初的互联网泡沫的破裂,如此等等,大家要么是对危机麻木了,要么学会了处危为安。但是有一点,大家都没有在现代金融的复杂性和快速性中成长起来,忽视了金融业的相关性,以及危机对这种相关性的放大作用。我们将在2007年夏天之后深深体会到现代金融的这种恐怖的复杂、快速和相关。

11.1 地产瘟疫的蔓延 / 300

美联储的新掌门人 / 瘟疫扩散的模式 / 亏损的季度

11.2 不能自拔的银行 / 306

脆弱的银行 / 乞讨的银行 / 迟疑的帮助

11.3 危机的赢家 / 310

想赚大钱的保尔森 / 与地产泡沫对赌 / 高盛的精明

11.4 雷曼兄弟公司的破产 / 313

收纳两房“美妹” / 雷曼兄弟公司的化妆术 / 无心无力的拯救

11.5 金融大地震 / 319

破产的连锁反应 / 拍卖资产 / 大规模拯救银行 / 糟糕的欧洲 / 投资银行没了 / 量化宽松