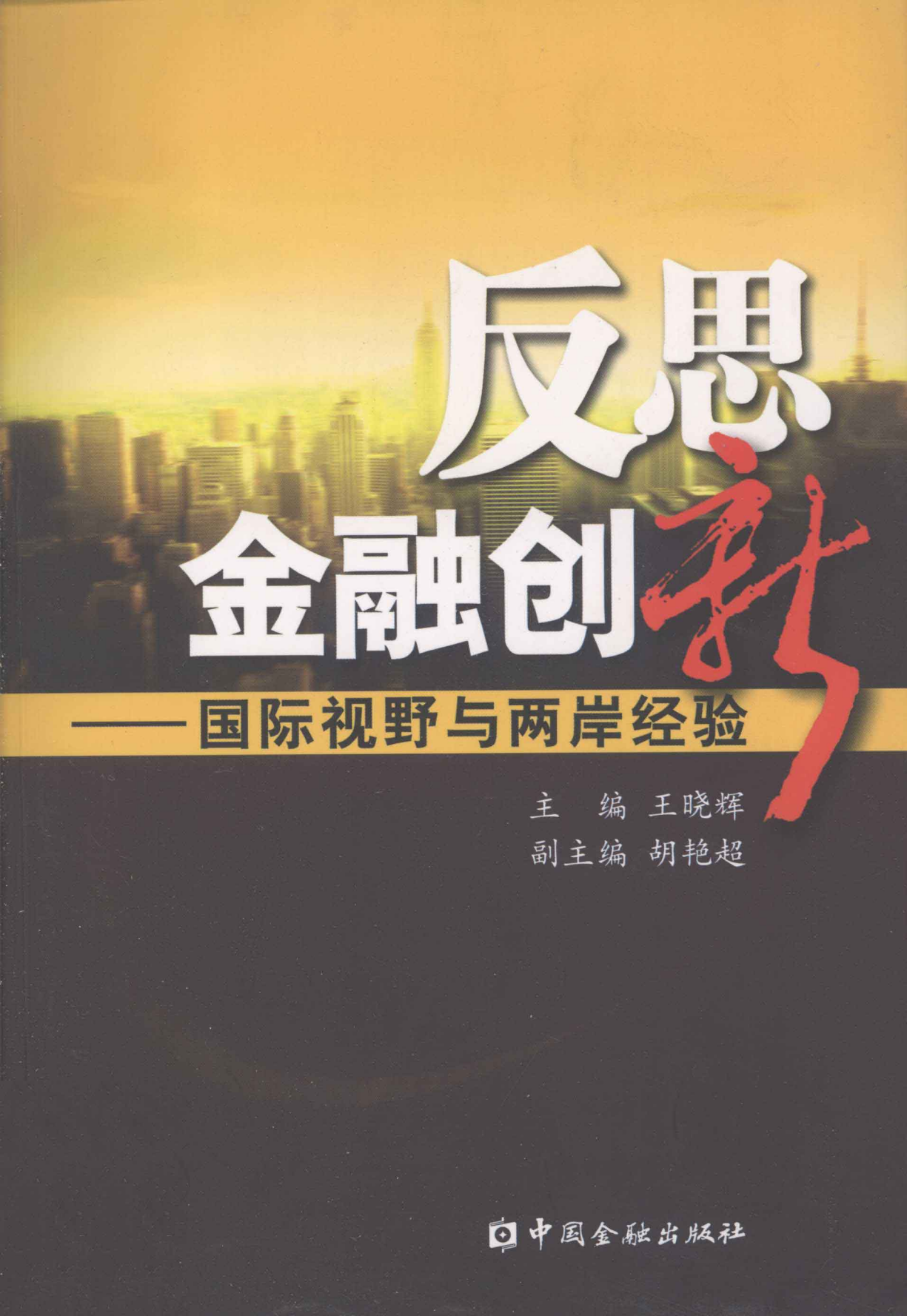




反思 金融创新

——国际视野与两岸经验

主 编 王晓辉

副主编 胡艳超

 中国金融出版社

反思金融创新

——国际视野与两岸经验

王晓辉 主 编

胡艳超 副主编

 中国金融出版社

责任编辑：贾 真

责任校对：孙 蕊

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

反思金融创新 (Fansi Jinrong Chuangxin): 国际视野与两岸经验/王晓辉主编. —北京: 中国金融出版社, 2009. 8

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5150 - 2

I. 反… II. 王… III. 金融创新—研究 IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 120149 号

出版

发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印刷有限公司

装订 东兴装订厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 23

字数 292 千

版次 2009 年 8 月第 1 版

印次 2009 年 8 月第 1 次印刷

印数 1—2300

定价 43.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5150 - 2/F. 4710

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

代序：次贷危机的本质与 金融监管反思

中国银监会首席顾问 沈联涛

美国次贷危机是由其金融危机引发实体经济危机的，其实体经济危机又传染到我国的实体经济，当我国实体经济出现下滑的时候，我国的金融就出了问题。因此，此次危机对我国的监管理念、监管做法、监管哲学都提出了严峻的挑战。以前我们的理念是：银行向花旗学习，监管方式向美英学习，就可以成功。但现在它们出了问题，因而我们不能简单地模仿它们，要保持中国特色，其关键在于我们与西方技术如何配合。

一、次贷危机的本质

次贷危机不仅引发了美国的金融危机，还引发了全球的金融危机，是在近 80 年内最严峻的结构性危机。与 1997—1998 年那种传统零售银行危机加上货币危机不同，次贷危机是带着巨大衍生放大效应的批发银行危机。本次危机特别复杂，要从历史原因、宏观角度、微观层次三个方面来检视和分析。

（一）历史原因

从大历史的角度应该怎么看这个问题呢？以金作为准则的货币体系导致了 20 世纪 30 年代的大衰退。当时英国是帝国，英镑出现了大问题，美元就逐渐取代英镑的地位，开始崛起。美元和英镑共同作为货币准则的货币体系一直延续到第二次世界大战，



第二次世界大战后美元独立称霸，英镑开始衰退，一直到 20 世纪 70 年代美元完全占据霸主地位。但是 1999 年欧元出台后，日元出现了危机，美元也受到了考验，目前欧元成为可以与美元相抗衡的货币。然而有些国家的看法不一样，它们认为未来崛起的货币会是人民币。但是现实是中国现在的条件还不成熟。所以从历史的背景可以看出，这次危机实际上是全球经济、全球货币准则的危机。

(二) 宏观角度

1. 工资套利

1989 年之后，中国、印度、越南等国及拉丁美洲国家的开放，使得 30 亿个新的劳动力参与到了国际金融体系和市场经济中，使得全球经济经历了历史上最长的低通胀高增长时期。很多中央银行自豪地以为它们的货币政策是成功的，但其实是因为中国廉价的劳动力和全球廉价的资源提供给美国等西方国家，造就了西方的经济繁荣和低通货膨胀。然而在这种大量的、宽松的货币政策情况下，这是难以为继的，通货膨胀迟早会到来。近年来，因为钢、铁、油、粮食的需求增加，以及生态环境的转变（澳大利亚的旱灾导致全球大米的供应量减少十分之二），导致粮食的价格出了问题。新兴市场国家尤其是中国和印度有大量的年轻劳动力，储蓄率高；发达国家尤其是日本和欧美老龄化严重，储蓄率降低，这两个不同经济周期的失衡导致了全球的贸易失衡。

2. 利率套利

日本为应对泡沫通货紧缩而自 1990 年以来采取的货币政策使得全球近 20 年可以几乎不付利息地取得日元贷款，由此催生了著名的日元利差交易。最近一项关于全球利差交易的估算显示，这种对不同国家的利率和汇率差异进行的套利，总额可达 2 万亿美元，其中有一半是日元的利差交易。这为金融工程提供了



大量资金，也在亚洲金融危机期间产生了巨大影响。这种利差交易的成功后来又又被杠杆操作和衍生产品放大，成为后来的投资银行和对冲基金的标志性特征。利用低利率货币进行利差交易的兴与衰，加大了全球金融交易和资本流动的数量和波动。

3. 知识套利

金融工程师的大量涌现，将数理技术和统计技巧应用到金融市场，建立了金融模型来管理风险。但是在他们那些复杂模型之下有一个致命弊病，就是认为风险世界是一个正态钟形的统计曲线，而完全忽略了长尾效应，即“黑天鹅事件”出现的风险。因此，正是他们低估了400年一遇的小概率风险的可能性，所以今天才为此付出了代价。

4. 监管套利

监管套利是全球市场的监管放松，从世界贸易组织下的关税减免，到国际货币基金组织下的解除资本管制，这种干预最小化、让市场决定价格、竞争将创造全球效率的哲学，不仅成了基础教科书上的金科玉律，也成了全世界官员们奉行的准则。

在政策层面，国家计划经济的失败也使凯恩斯主义经济学逐渐没落。弗里德曼式自由市场资本主义取得了主导地位，但很不幸，它过分强调了货币政策工具的使用和中央银行的重要性。财政政策的唯一功用是尽量减少财政赤字；基于消费品价格的精妙货币目标理论层出不穷，但都忽视了资产价格的关键作用。廉价劳动力进入全球经济，却形成了一个严重的智力盲点，以至于许多西方中央银行的银行家误以为是自己创造了全球低通货膨胀的奇迹，更有甚者忽略了宏观经济政策失误引发的房地产价格泡沫，无视支付能力和供给限制，向无收入、无工作、无资产的次级按揭贷款人放贷，造成了信用评估恶化。这些次级按揭又被金融工程师分割，再包装成金融衍生产品，且未受到监管者的监督，然后再卖给了在2003年至2007年的低利率环境中渴望收益



的金融市场。

(三) 微观层次

宏观经济问题对理解这场世界金融危机非常关键，因为正是外部赤字融资能力成为现在这种创造产品并充分开发的美国银行模式的基础。也就是说，美国和欧洲的银行系统从传统的零售银行模式（接受存款然后发放贷款），变成了新的批发银行模式，因为它们再也不受本国储蓄的限制，而是通过证券化的渠道从全球汲取储蓄资金。

为了理解微观因素如何与宏观环境相互作用，从而导致了这场危机，我们需要了解，金融工程师们到底对金融衍生产品做了什么，以及西方的金融监管者允许他们做什么。过度放松的货币政策、低利率和利差交易，使得投机和搜寻收益成了金融创新的动力。通信和计算技术的提高，赋予了运用实时信息进行动态交易大大胜于保守的买入并持有的散户和养老基金的优势。对冲基金和投资银行可以迅速进行交易，在不同的市场和产品之间实现套利。为了满足搜寻收益，新的证券化产品也应运而生来满足投资者的胃口。

1. 金融衍生产品

金融创新和监管放松共同滋生了这场危机根源的“有毒”产品，其有四个步骤：第一步是仅由房地美和房利美这样的政府按揭机构，对按揭进行证券化的普通按揭金融产品。证券化意味着资产可以从资产负债表上，挪到不受监管的特殊投资工具（SIV）上，无须动用金融机构的资本金。第二步是会计和监管标准允许将潜在的负债移出资产负债表，从而银行可以获益于资本效率，也就是说在同水平的资本下可以提高杠杆率。第三步是利用保险公司和新发展出来的信用违约互换（CDS）市场，来增强所出售证券的信贷质量。如果该证券表现不佳，那么像美国国际集团（AIG）这样的 AAA 级保险商购买 CDS，就能够增强它们的信贷



质量。第四步是评级机构乐于给予这些结构性产品 AAA 级的评级，因为这可以为其带来服务费收入。

通过将传统的按揭贷款分割为不同资信质量的等级，并对每一等级进行不同形式的担保或资产质押，金融工程师对担保债务凭证（CDO）进行了结构化，使它们看起来就像是非常安全的 AAA 级产品，同时，收益还比乏味的政府国债高出很多。投资者没有意识到，这些产品带有隐含的杠杆，可能在某种情况下倾覆。投资银行、评级机构和按揭贷款机构通过收取前端的放贷手续费获取了暴利，却无须接受任何人对放贷环节的监管。为了让担心资产流动性低下的投资者放心，这些发行银行给这些结构性产品装上了流动性“导管”，作为紧急情况下的回购保证。所有这些都被很舒服地放在了表外，即便是对监管者来说，这也是好得难以置信了；但当他们看到市场不断扩大，也就信以为真了。

2. 场外交易市场

场外交易是没人管的，比如说外汇交易，证监会也看不到，很多是离岸的，没有中央结算系统。场外交易市场的优势在于，它对于包括监管者在内的外人来说不透明，但如果产品能被很好地理解，会是一个流动性很强的市场。利率和汇率衍生产品得到了各中央银行的支持，认为其发展有助于增强货币政策工具，也有利于银行和客户对冲市场风险。西方国家是最大的场外交易受益者，基本没人监管这个市场；而新兴市场监管者太弱了，不足以攻破这种非监管的堡垒。创造产品并批发的银行模式，加上场外交易市场，形成了美国太平洋投资管理公司的比尔·格罗斯所称的“影子银行”系统，从而制造了监管的大黑洞。

场外交易市场在极为复杂的保证金或抵押品管理体系基础上运作。在每一个金融衍生产品交易中，一级交易商会要求保证金，保护自己免于信用风险和市场风险。而在一个上涨的市场里，风险溢价和波动性都缩窄，对保证金的要求也降低，则顺周



期地提高了流动性。也就是说，流动性带来流动性，这是一个经典的网络效应。

不幸的是，它也在相反的方向顺周期而行，因此，当波动性增大时，对于追加保证金、出售资产换取流动性的要求会使流动性立即恶化，扩大风险溢价，并对参与者的偿付能力构成威胁。而其交易对手在波动性达到最高点时对抵押品的止损性抛售，瞬间就会使长期资本管理公司陷入资不抵债。但其他市场参与者并不能在第一时间掌握这些情况，因为没有一个市场参与者能够完全明了场外交易市场中的市场头寸，也没有监管者或结算所来监督这些交易对手头寸。场外交易市场不透明，是它的优势，也是它的致命弱点。

3. 高度杠杆率

我们知道，“影子银行”系统极大地伪装了杠杆率的真实水平，极大地低估了支持市场所需的流动性水平，极大地误读了全球市场的网络关联性，使关键玩家可以在资本极度不足的情况下过度地进行交易。

1980年，全球的杠杆率是108%，到了2006年则是401%。

全球衍生工具的数量非常惊人，高达600万亿美元，这相当于全球GDP的12倍，而传统的金融产品仅为GDP的4倍，衍生产品的杠杆率已达16倍以上。这就促使比尔·格罗斯在他2008年1月的专栏中提出全球形势的一个隐形体系，这个体系2008年是不稳定的。什么原因呢？从杠杆率可以看出，基本在下面的是银行的资本充足量，资本充足量是GDP的10%，银行的负债15倍的杠杆率，全球资产基本是GDP的4倍，就是银行资本充足量的40倍，衍生工具是GDP的12倍。

2007年底，美国五大投资银行拥有资产总额4.3万亿美元，但只有2003亿美元的股权资本，也就是杠杆率达到21.3倍。然而，五大投资银行表外负债加起来的 nominal 价值有17.8万亿美元，



这意味着杠杆率其实有 88.8 倍之巨。2004 年美国证监会取消了 15 倍杠杆比率的限制，由投资银行根据自己复杂的风险模型对其金融衍生产品进行估值，从而打破了杠杆率限制。可能只有那些投资银行的管理层才完全了解杠杆率真正有多高，因为到贝尔斯登公司垂危之际，美国证监会主席到最后一分钟还反对救它，理由是它有充足的资本。

4. 网络效应

金融业包括银行、保险、股票、基金等行业，整个金融市场其实是一个网络，整个金融网络一体化的局面造成了金融混业的形势。网络联结虽越大越有优势，但风险传递的问题也越大。这次的金融危机充分显示了这一点，虽然危机引发在美国，但是一半的亏损发生在欧洲，后来连冰岛、墨西哥，以及非洲、中东等国家，甚至中国香港都出了问题。

网络效应有三个定律，第一个定律是麦卡夫定律（Metcalf's Law）：网络用户越多网络越有价值。为什么大家都看好中国银行业？因为中国有最大的网络，潜力最大。银行业吞并了保险业、基金管理业、交易结算业后，可以开展全面服务，也就变成了金融超市，网络效应也就越大。第二个定律是赢家通吃定律，体现了网络中心的重要作用。之所以香港、东京、北京、上海、深圳、新加坡都争做国际金融中心，就是争这个网络中心的位置。从网络效应可以看出银行业的大趋势，在金融业引进电脑和高科技的电信之后，交易所就变得越来越少了。每次危机都会淘汰一些没有竞争力的小银行和不健康的大银行。比如这次危机一来，贝尔斯登公司和雷曼兄弟公司倒闭了，美林公司被接管，所以只有最大的银行——花旗银行才能生存下来。但花旗也不是最终的赢家。最后全球只有两家银行是大赢家，一个是汇丰，另一个是 J. P. 摩根，但是 J. P. 摩根仍然要美国政府注资 250 亿美元，因为它的资本金不足。第三个定律是赌场效应定律。大众投资者的



数量每年翻一番，但他们基本没有杠杆率，都是用自己的本钱，亏了也不欠别人的钱。但是对冲基金完全是借别人的钱，他们倒了银行也倒，银行倒了存款者也倒，这就是大危机。所以我们从宏观的、历史的角度来看，当前最大的问题是我们有全球的金融市场，却没有全球的中央银行和没有全球的监管者。那么左手出了问题就会传到右手，这次的危机就是由一个病毒引发到全世界。从微观的角度来看，投资银行的运行模式完全失败。因为大家完全看到投资银行的模型是高杠杆率才能赚到钱。西方的自由市场创造了虚拟的金融体系，没人看得到高杠杆率，所以是一种非常危险的金融体系。

几年来，网络理论告诉我们，只要网络成员能与枢纽之间实现不断的予取交互，枢纽就是稳健而高效的。然而，一旦对枢纽的交易对手风险有任何质疑，网络成员就可能迅速撤回资源以保护自己。雷曼兄弟公司破产，打破了全球市场造市商“规模大到倒不了”的神话。

二、金融监管反思

如何对金融创新进行监管是一个需要特别关注的问题。在成熟的金融市场中，新金融产品的推出是不受金融监管者监管的。但是，本次美国由于创新过度 and 放松管制引发的次贷危机值得深思。在中国这样的新兴市场，金融机构管理风险的能力仍然不够强并且仍处在发展中，因此，监管者要保持足够的审慎，确保既能鼓励竞争和创新，又能有效地防范金融风险。

（一）监管理念和风险理念问题

首先我们举个大夫看病的例子。大夫看病关注个体，但即使每个病人都健康，也不能保证整个社会就没有问题，如果有病毒出现，照样还会有人得病。传统的金融监管也有这样的问题，我们以前关注个体银行的安全性，认为它的资本充足率、流动性、



公司治理结构没问题，就没有问题了。现在证明这种观点是错误的，每家投资银行在破产之前都说自己的资本充足。因此，我们要从关注个体安全的“大夫看病”模式转变为卫生部统筹管理社会整体卫生安全状况的模式。传统的监管理念是微观审慎监管，是机构监管而不是系统监管。但现在的金融集团同时做银行、基金、保险、投资银行业务，都是全能型集团，我们却有若干个监管机构在分头监管，这是不合时宜的。同时这些金融集团全球经营，全球上百个监管者在同时监管，小国监管者的作用是有限的，而美国的多头监管也意味着监管无效。因此目前国外的舆论倾向于宏观审慎监管。

现在的问题是各监管机构之间相互指责。还有舆论指出尽管英国的金融监管机构实现了统一，但仍存在问题，责任就在于监管人员。那么，银行家应承担的责任是什么呢？银行家继续分享巨额红利，这很不公平。

安然事件暴露出四道防线都失灵的问题：第一道防线是董事会和高管失灵；第二道防线是会计师、外审、评级公司失灵，甚至帮助作假，而且不负责任地辩解说已经进行了信息披露；第三道防线是监管失灵；第四道防线是市场约束失灵。此次危机也一样，四道防线都出了问题，损失必然严重。

从风险管理的理念来说，我们要回到基本的原则上去，去提升我们自己银行的风险管理模型、方式、方法。现在西方国家所用的 VaR 模型，通过电脑提示风险是靠不住的，因为这些模型没有看到“黑天鹅效应”，也就是说这些模型是黑箱。你用黑箱驾驶飞机，黑箱失灵，你也失灵。我们考虑模型的时候最重要的不是模型指示什么，而是这个模型真正是对是错。

（二）金融衍生产品与实体经济问题

基本金融理论告诉我们，金融衍生产品通过杠杆代表某一种基础资产。金融衍生产品的优势在于，本不可分割的基础资产



(比如一大片不可移动的土地) 可以被轻易划分, 然后以较低的交易成本转移产权。真实产品需要有劳动力和真实资产才能生产出来, 金融衍生产品则只需要想象力。同一件基础资产, 可以有几重衍生产品。比如, 股票是一个公司资产的衍生产品; 股票期权就是真实资产衍生产品的二次衍生; 而互换期权又是三次衍生的结果。但问题在于, 衍生的水平越高, 它与基础资产之间的关系就越复杂, 杠杆率也就越大, 衍生产品金字塔利润越丰厚, 潜在风险也就越高。经验已经证明, 如果基础资产有问题, 衍生产品金字塔将迅速倾塌。

正由于金融金字塔不稳定, 金融活动必须受到制约和严格监管。只依靠纯市场力量而不加任何约束, 金融衍生产品的“游戏”就会承载着巨大的道德风险——提高杠杆率、降低私人获利的透明度, 而最终的代价需要由整个社会来埋单。因此, 零约束的金融活动, 在最单纯的概念水平上和国家计划之间没有本质区别, 都是以巨大的社会损失为代价进行消费或浪费。关键在于找到黄金分割点, 如何在利用市场力量的同时, 也对其加以监管以防过剩和不稳定。这就是政府与市场的关系难以把握的地方。政府干预太多是件坏事, 但太过放任也不对。

金融好比实体经济的衍生产品, 除非实体经济本身状态良好, 否则不可能有稳健的金融结构。我们不能被货币理论绕得晕头转向, 把常识性的道理都忘了, 那就是, 金融必须为实体经济服务, 而不是拉着它跑。激励机制必须确保均衡, 不能不看业绩, 就乱发报酬。公司治理结构必须转型, 杜绝决策失误后还能拿到高额辞退补偿金的所谓“金色降落伞”, 薪资必须与长期业绩挂钩。

(三) 金融创新的模式问题

现在批发银行的架构出了问题, 并不能说我们不需要走这一步, 也就是说不能因为这个危机就不要创新。管理金融创新本身



不错，但我们要有个开放的态度。这就跟我们国家管理药品的道理一样，不可以让药厂随便卖药。药品我们要审批，金融产品也要审批，审批的办法是要自始至终地检查，也就是说金融产品怎么研发、怎么变向，要到现场检查分析。

资产证券化既能为亚洲发展一个强健的企业债券市场充当骨干力量，也能降低银行系统为购房提供融资的期限错配。就像有一个全国性的药品监管局来检查和核准新药一样，没有理由金融监管者不能检查和核准新的金融衍生产品，并进行适当的尽职调查。只要这些产品没有系统性影响，就可以在场外市场交易。但若达到一定规模，就应该被移到净额结算安排之下，通过集中交易来安排和监测交易对手风险和杠杆水平。

资产证券化的做法有两种，美国的做法是将资产完全出售，卖者无责，买者自担风险；德国的做法叫有资产担保的债券，卖方承担后续管理职责。在资产证券化的道路上，德国模式更适合我国国情。

（四）网络危机的处理问题

金融系统实际上是个网络，此次危机是网络危机。金融系统形成网络后，风险也相互关联，从而产生了网络经济中的特殊风险。在这种情况下，不仅要看整个网络，更要看网络中最薄弱的环节，因为它可能拖垮整个网络。比如香港特别行政区的医疗条件、福利水平很好，但 SARS 病毒一样致人死亡，因为香港特别行政区一般的大夫不会治疗这种外来病毒，并轻视了这个问题。内地对抗 SARS 的经验是隔离，这也是解决网络危机的办法。20 世纪 30 年代《格拉斯—斯蒂格尔法》的核心就是隔离。隔离和限制，这两条在过去的七八十年里被完全遗忘了。巴塞尔委员会把银行资本分为一级、二级——二级资本实际上不是真正的资本，而是借来的，接着又划分高风险资产、低风险资产，资本充足率的要求被不断降低。然后会计制度又将银行资产分为表内资



产和表外资产，表外资产不需要资本。资本充足率原本是要限制银行的杠杆效应，现在已经完全失灵。以前的法案不允许银行参与证券市场，但银行又逐步成为了全能银行，原有的限制被摒弃，一旦感染，就传染到整个网络。

此次金融危机还是一次金融的信用危机。信用是最关键的。我们不要忘记金融体系是实体经济的衍生物，实体经济出问题，金融体系肯定要出问题。

电子银行是网络建设的一个重要工具，它使得各个网络成员之间的信息交换和交易更为便利，但其中的操作风险不容忽视。我们的银行在电子银行方面投资不小，采购了很多硬件设施，但使用效果不好，主要是软件和管理问题。IT 部门不懂业务，业务部门不懂 IT，更重要的是管理层也不懂，不知道水有多深。在资金充足的时候，IT 部门的问题可以付钱给 IBM 处理，但危机来了，必须下工夫自己解决这个问题。刚开始我们可以查处一些问题作为警示，要像上螺丝，这边上一点，那边上一点，然后慢慢都上紧，以实现系统的完善。不能一开始完全上紧，应当有所松动，这是监管艺术。

（五）信息不对称——柠檬问题

世界经济为什么从流动性过剩转为流动性不足？这就是经济学中的柠檬问题，即信息不对称问题。买卖是买者与卖者在价格上达成一致时进行的交易。银行知道自己的 CDO 有问题，但购买者出价太低，按照会计准则计算银行就要破产，所以不能卖。假设一个 CDO 的实际价值是 0.8 元，但是购买者不知道它的真实质量，而只愿意出 0.2 元购买，按照这个价格计算，银行就要破产，所以交易没有达成。没有交易就没有市场价格，连会计师也不知道如何估价，用审慎的计价方式，花旗、瑞银、美林这些银行都将濒临破产。

从流动性过剩、高泡沫、高杠杆变为流动性紧缩、杠杆率下



降，金融机构出现经营困难，实体经济失去信贷支持而濒临困境，继而导致银行贷款出现损失，这就是我们面临的一个恶性循环。现在中央银行要为银行业提供资金支持，因为存款人也面临着柠檬问题，即无法判断银行的经营状况。连像苏格兰皇家银行这样的好银行也出现了危机，国家救它，就增强了存款人的信心。但是市场对投资银行、对冲基金这样的机构仍有担心，因为如果它们出现问题，就要带来巨大损失。以雷曼兄弟公司破产为例，谁跟雷曼兄弟公司有业务往来，谁就损失巨大。银行间很多交易是互换（Swap），比如美元和日元的交换，银行向雷曼兄弟公司付出美元后，如果雷曼兄弟公司当天倒闭，那么银行承担的就不仅是轧差净额损失，而是全额损失。因此我们现在计算互换交易账面价值的方式是有问题的，如果出现前面的情况，银行所面临的风险是全额交易本金，而按照全额计算，雷曼兄弟公司的资本是远远不足的。

所以，回过头来看，我们全面监管所使用的原则和规矩是错误的。我们认为《巴塞尔新资本协议》是先进的，它要求资本充足率达到8%，但现在这个要求失效了。因为每个银行都声称满足了资本充足率要求，达到了10%、12%，但却照样倒闭。这说明现行的资本充足率要求远远不足。资本是用来对冲银行所面临的风险的，如果整个市场的年波动率高于8%，那么银行的资本就不能抵御风险。大家在分析问题的时候一定要注意这一点。

（六）产权保护与披露监管问题

一个有效的金融体系有三个功能：保护产权、降低交易成本、提高透明度。这次美国、欧洲的金融体系并没有保护产权，反而让客户亏光了。交易成本越降越低，速度越来越快，甚至失控，交易也越来越复杂，越来越不透明。亚洲金融危机后加强了信息披露，但投资者、监管者、银行家并没有关注。就好像现在什么书都有，但如果没有兴趣和爱好就不会去看一样。人都是贪



婪的，有激励才会去做。比如对于理财，银行只会强调它的好处，如发行人的信用高、收益高于存款，但不会强调如果银行倒闭则全部损失。尽管问题很复杂，但关键就在这里。

我们回到“买者自负，卖者有责”的问题上。为什么买者自负？因为钱是客户自己的，决定是客户自己做的，所以客户自己要小心，如果不向客户强调这个原则，客户就可能面对很大的道德风险。买者的素质高，市场素质就高；买者的素质低，劣质品就来了，所以买者很关键。但这并不是说卖者就没有了责任。卖者有责，责任在哪里？最基本的就是适合性，即卖给客户适不适合。把一个10年才有回报的产品卖给一位90岁的老人显然不适合，卖的人不能不管90岁的老人能否活到100岁。所以监管的责任就是监管卖者是否尽责。一要尽责，二要有准则。在制定了规章之后，监管的办法只有一个，就是现场去查。很多人认为，披露监管就是不监管，只披露就够了，这种看法是错误的。

（七）委托代理和激励监管问题

金融业最大的两个问题是委托代理和信息不对称。委托代理指存款人委托银行保护资金的产权，而监管者要防止委托代理可能产生的问题。美国现在给高管股权，原本是希望高管与股东利益一致，但现在高管享受了高额分红，却还是损害了股东的利益。所以需要监管者维护大众的利益。

个人的投资原则与银行、国家都一样，即回报率、风险和流动性。个人投资就是要权衡利弊，同时考虑流动性。没有流动性，就是有盈利机会但没有资金也没有办法实现。银行也一样，银行用存款人的钱也要看投资回报率、风险和流动性。银行如果失去流动性，就会倒闭。这次危机就是这三个因素的关联。房地产泡沫是有限的，个人购房不可能全部用现金，必须向银行借，银行借出的钱越多，流动性越高，泡沫就越大。

分析这次危机，一是要全面地看待问题；二是要使用网络关