

中国证监会前任主席刘鸿儒亲笔题序推荐



上海期货交易所
SHANGHAI FUTURES EXCHANGE
期货与金融衍生品系列丛书
主编 姜洋

泥鸽靶

华尔街高等金融实录

[美]弗兰克·帕特诺伊 著

邵琰 译



枪炮酒 嗜精 成性

当代中国出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

泥鸽靶 / [美]帕特诺伊 (Partnoy, F.) 著; 邵琰译. —北京: 当代中国出版社, 2004. 7

书名原文: F. I. A. S. C. O.

ISBN 7-80170-330-8

I. 泥… II. ①帕… ②邵… III. 金融事业 - 简介 - 西方国家
IV. F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 069574 号

F. I. A. S. C. O. by Frank Partnoy

Copyright © 1997 by Frank Partnoy

Chinese (Simplified Characters) Trade Paperback copyright © 2004 by Contemporary China Publishing House in conjunction with Beijing Reader's Cultural & Arts Co., Ltd.

All rights reserved

本书中文简体字版由 Bardon-Chinese Media Agency 授权当代中国出版社和北京读书人文化艺术有限公司在中国出版发行。

版权贸易合同登记号 图字: 01 - 2004 - 4220

策 划	胡祥玫
责任编辑	陈立旭 胡祥玫
装帧设计	纪 念
出版发行	当代中国出版社
地 址	北京地安门西大街旌勇里 8 号
邮政编码	100009
发 行 部	(010)66572157
印 刷	颀园印刷有限责任公司
开 本	16
印 张	21.75 247 千字
版 次	2004 年 7 月第 1 版
印 次	2004 年 7 月第 1 次印刷
定 价	28.00 元

丛书总序

金融衍生品市场对很多不理解的人来讲，还是谈虎色变，认为会带来很大的风险，是一个“零和博弈”的赌场。从表面上看，衍生品交易是一种“零和博弈”，然而，衍生品交易的作用在于将投资风险从风险厌恶者转移到风险偏好者那里，从而使得每一个参与者都实现了与其相适应的风险水平，结果是吸引更多的资金投入基础市场。在投资日益国际化的大环境下，如果不利用衍生产品的对冲和价格发现功能，才是最大的风险。

虽然期货与金融衍生品市场没有融资功能，但他提供了与融资功能密不可分的一项职能——风险管理。通过利用衍生品市场进行风险管理，与传统风险管理手段相比，具有更高的准确性和时效性。衍生市场的流动性可以对市场价格变化做出灵活反应，并随基础交易头寸的变动而随时调整，较好地解决了传统风险管理工具管理风险时的时滞问题。衍生工具操作时多采用财务杠杆方式，大大降低了交易成本，同时具备更大的灵活性。如果没有完善的期货与金融衍生品市场，货币市场和资本市场的融资规模不可能得到有效扩大，融资效率也不可能得到显著改善。

从国际经验看，期货，尤其是金融衍生品正在改变着基础市场的风貌。金融衍生品市场的发展，对金融市场的规模、效率、功能、完整性、安全性、国际化等诸多方面大有帮助，其主要作用表现在直接和间

接两个方面。一方面，金融衍生品市场是金融市场的一个重要组成部分，有助于健全市场架构，扩大市场规模；另一方面，金融衍生品市场的发展又可以大大促进金融市场各组成部分的快速发展。从某种意义上讲，金融衍生品市场的发展对金融市场发展的间接作用比直接作用要大得多。由于衍生品为市场参加者提供了一个风险管理的市场，使基础金融市场得到补充和完善。

加入 WTO 后，我们商品市场就暴露在巨大的国际市场风险面前，尚未完全市场化的中国经济将真正参与资源的全球化配置，也意味着尚未完全市场化的中国经济将承受来自国际市场风险冲击的严峻考验。国内与国际两个市场充分衔接，国内各类资源、各类产品的价格将逐步与世界范围内同类商品价格同步，接踵而来的是国际市场由于需求、价格波动带来的随机的、不可预测的风险。这其中，不能回避的一个现实，就是我国应该有一个完备的市场体系，尤其是应该有一个完整的金融市场体系。一个完整的金融市场体系至少应该包括资本市场、货币市场、金融衍生品市场，目前只有商品衍生品市场，一个缺乏风险转移市场的金融体系是不健全、不完善的市场体系。中国证券市场的发展，债券规模的扩大，客观上也要求衍生金融产品与之匹配，衍生市场的不断发展完善，才能为国内外的经营主体提供一个风险规避、套期保值和增加收益的市场。

中国工业，尤其是制造业的快速发展，必然带来对风险管理工具——衍生品市场的巨大需求。衍生品市场就此得以创新工具，发展期货及金融衍生市场，有利于减缓加入 WTO 给我国经济所带来的巨大冲击，有利于建立起一道保障国民经济发展的安全屏障，有利于提高我国的综合竞争力。

吸引国际资本的重要前提就是有一个成熟、发达的金融市场，使外商的投资具有安全性、流动性和盈利性。金融衍生品市场是保证安全性、流动性和盈利性的重要制度。新兴的市场经济国家在吸引外资时，

无不通过制度创新建立了相应的为外国投资者能利用的避险市场。韩国则是一个典型的亡羊补牢的案例。在 1997 年亚洲金融危机中,韩国也深陷其中,相当重要的一个因素在于韩国未能及时完善风险管理市场。韩国吸取金融风暴防范的经验教训,大力推动金融衍生品市场,目前金融衍生品交易量在全球名列前茅。韩国能够成为第一个从亚洲金融危机复苏的国家,得益于包括大力发展金融衍生品市场在内的金融开放政策。

从整体上考虑,吸引国际资本,金融中心的作用不可忽视,而发展金融衍生品市场是建立国际金融中心的必备条件。上海正在建设国际金融中心,对金融衍生产品研究与开发都提出了新的要求。境内外机构投资者在金融创新方面的竞争将进一步加剧,对风险管理的要求会越来越高,规避系统风险的强烈需求将推动中国金融衍生品的开发研究工作。

发展金融衍生品市场实质是金融创新的过程。金融创新的经济基础取决于经济的市场化程度。我国经济市场化改革已经取得了重大进展,经济市场化整体水平得到很大提升,基本具备发展金融衍生品市场的宏观经济制度基础。随着货币价格市场化进程的推进、基础金融市场的发展和机构投资者队伍的壮大,开发并逐步推出特定金融衍生产品的时机已经成熟。发展成熟的金融衍生品市场,充分发挥其风险管理和价格发现功能,将有助于资源配置效率的提高和经济稳定,也有助于政府掌握准确的经济动态信息,丰富宏观调控手段。

上海是我国期货市场起步最早的地区之一,其发展经历了起步探索、清理整顿、规范发展这样一个曲折的历程。经过 10 余年的探索发展,上海的期货市场正面临着新形势带来的难得机遇和严峻挑战。面对新的形势和发展契机,上海期货交易所将战略目标定位于努力建成规范、高效、透明,以金融衍生品交易为主的综合性期货交易所。在产品体系方面,将逐步形成包括工业品等商品系列和包括股票指数、利率和外汇产品的金融系列两大类产品;在产品深度上,以期货合约为先导,逐步推出期货选择权合约并最终形成较完整的产品体系。在市场开放与

会员国际化方面，逐步吸收国外会员并达到一定比例。在国际交流与合作方面，加强国外同业交流，争取成为国际上各主要期货行业协会会员。在技术创新方面，构建国际水准的一流交易平台，把上海期货交易场所建设成为高新技术密集、辐射面广、运行效率高和交易成本低的期货交易交易中心。在风险管理方面，逐步改进现有结算与实时风险监控系統，在一定阶段引进国外成熟的期货、期权结算系統，或进行合作开发。在人才结构与内部管理制度方面，构建人才高地，进一步提高员工队伍整体素质。在确保金融监管当局有效监管的前提下，分步骤稳妥地推出金融衍生品交易，发展离岸金融业务新品种，有计划地不断实现金融品种业务创新，从多方面强化上海期货交易在全国的领先和中心地位，并力争早日在上海建成以金融衍生产品交易为主的综合性期货交易市场，把上海建成亚太地区主要的衍生产品交易中心之一。

上述战略目标的实现需要有丰富的研究成果来支撑。在自身拥有实力雄厚的研究开发团队基础上，上海期货交易所还通过合作研究和委托研究等多种形式集聚了一大批致力于期货与金融衍生品研究的社会力量，以海纳百川的态势，致力于形成期货与金融衍生品的研究中心。

为进一步推动行业研究，上海期货交易所编辑出版了“期货与金融衍生品系列丛书”，以此作为一个载体，采集选编国内外专家学者和实际工作者的最新研究，翻译成果，把握创新趋势，深入探讨虚拟经济和实体经济关系。这套丛书试图从品种、制度和市场等各个方面剖析期货与金融衍生品的运作规律和发展趋势，深刻分析金融创新、金融风险、金融安全、国际金融中心建设等方面的关系，力争做到资料翔实，分析全面。相信这套丛书的出版能对我国期货市场和金融衍生品的运作研究起到良好的推进作用。

姜 洋

2003 年 1 月

本书献给没有胆量的人

“大多数人投身投资业是出于一种摧毁理性的原因，和良家妇女沦为娼妓的原因如出一辙：这个行业不需要艰苦工作，是不需要太多智慧的群体行为，而且对于别无所长的人来说是一种实际的赚钱手段。”

——理查德·奈《华尔街丛林》

“每一笔巨额财富的后面都有深重的罪恶。”

——巴尔扎克

致 谢

感谢 W. W. 诺顿出版社主编斯塔灵·劳伦斯及助理帕特西亚·崔的意见和建议；文学经纪人罗伯特·杜卡斯的鼓励和见解；科文顿伯灵法律事务所开明的休假政策；以及迈克尔和丹尼·帕特诺伊，他们承诺至少要买一本。劳拉·亚当斯、布鲁斯·巴尔德和克里斯·巴托罗姆奇对本书初稿提出了宝贵意见；还有无数摩根士丹利雇员，无论他们的名字出现与否，是他们提供并确认了本书的素材。

序

摆在我们面前这本书，《泥鸽靶》——英文原名 *F. I. A. S. C. O.*，在国外是一本畅销书，也是一本有争议的书。这本书自发表伊始，就在国外的金融界引起了相当大的震动。作者在书中以亲历记的形式，公开了他的雇主公司所从事的一系列令人震惊的、损害客户利益的交易内幕，而他的雇主公司坚称绝无此事，称书中内容纯属哗众取宠。

由于是局外人，我既无法也无意评判书中每件事的是非曲直，但书中所涉及的两个问题，即金融服务行业及其从业人员的职业道德问题和金融衍生产品问题，我倒认为应该给以充分的关注。

中国资本市场自建立以来，一直面临着要正确处理推动发展与防范风险之间的关系这一问题。创新是大力发展资本市场的动力，正确处理创新与监管的关系尤其重要，没有创新就没有发展；没有发展，监管就失去了意义。而保护投资者，特别是公众投资者的合法权益是证券市场监管的主线。在这个意义上，《泥鸽靶》的内容有值得我们深思的地方。

金融服务行业(特别是证券行业)及其从业人员的职业道德

问题是一个普遍性问题，并不局限于哪一个国家、地区、公司的从业人员。事实上，在中国的证券行业中，违反职业道德、损害投资者特别是中小投资者利益的问题也时有发生。虽然这些问题都是个案性质，对整个市场的影响不大，但其危害性不可忽视。要解决这个问题，除行业自律外，加强监管是最重要的。而且监管内容、方法、手段还要随着证券市场发展和金融工具的增加，不断地发展和深化。为此，我们的监管部门不但要在实践中不断总结提高，还要不断借鉴国外同行的做法，从国外监管成功的和不成功的案例中汲取经验和教训，结合中国实际情况，形成自己的办法。只有这样，才能使监管水平不断提高，达到维护证券市场健康发展、让广大投资者利益得到切实保障的目的。

金融衍生产品是一个复杂的问题。从原理上，它首先应该是规避风险的工具，但在实践中，取得的效果却往往适得其反，而且越是设计得精妙复杂的产品，其破坏力往往越大。是产品本身固有的问题？还是使用不当的问题？国际上存在着两种截然不同的评价。由市场发展程度所决定，目前中国尚未出现书中所谈到的那些金融衍生产品，但现在没有不等于将来没有，随着市场的不断发展，新的需求会不断涌现，金融衍生产品在中国的出现，也可能只是时间问题。毕竟金融创新是必然的趋势。中国需要什么样的金融衍生产品？如何有效进行监管？怎样才能做到既能利用它的杠杆作用，最大限度地调动金融资源，同时又能有效控制风险，以避免墨西哥、拉丁美洲、亚洲金融风暴那样的危机在中国重演？这些都是下一步我们可能面临的问题。

为了解答好这些问题，为今后中国证券市场的发展作出准备，我们应该不断开阔视野，及时跟踪和了解国外金融创新的最新发展。作为第一部深入浅出介绍金融衍生产品的书籍，《泥鸽靶》至少可以从一个侧面使我们达到这个目的。即使仅从这个意义来说，这本书也是非常值得一读的。

刘鸿儒
2004年4月6日

目 录

刘鸿儒序	1
前 言	1
第一章 一个更好的机会	5
第二章 纸牌房	35
第三章 掷骰子游戏	59
第四章 墨西哥银行的狂欢节	75
第五章 大灾难	95
第六章 RAVs 女王	117
第七章 阿根廷，别为我哭泣	157
第八章 天生冤家	177
第九章 龙舌兰效应	199
第十章 MX	233
第十一章 沙扬那拉	265
尾 声	285
后 记 卷土重来	289
译 跋	325

前言

1993 ~ 1995 年间，我在华尔街销售金融衍生产品。在此期间，我和另外七十来人在摩根士丹利的衍生产品部工作，在纽约、伦敦和东京一共赚了大约 10 亿美元——平均到每人大概是 1 500 万美元。可以说我们是世界上最能赚钱的一群人

了。

我的部门是公司迄今为止最大的造钱机器。摩根士丹利是顶级投资银行中历史最悠久、声誉最显赫的一家，而衍生产品部则是推动它前进的发动机。我们赚的 10 亿美元足以支付公司全球一万多雇员的大部分薪金，而且还给自己留下了不少。部门的经理级人员拿到了几百万美元的奖金，哪怕是最低级的雇员也有六位数的收入。而包括我自己在内的许多人那时都不过二十几岁而已。

我们是怎样赚到这么多钱的呢？部分归因于我们的精明。我曾和衍生产品这一行中最优秀的人共事过，我们掌握了现代金融种种复杂的精妙之处，难怪我们被称做“火箭科学家”。

摩根士丹利并非历来如此。早在 20 世纪 20 年代，这家显赫的投资银行就建立了很高的声誉，办公室的鲜花、精美的家

具、优雅的合伙人餐厅和保守的业务作风都为人所称道。公司的信条是“第一流的业务，第一流的方法”。

然而，在 20 世纪 80 年代银行业的全盛时期，公司面临来自其他银行的激烈竞争，从第一名的位置滑了下来。作为反击，摩根士丹利的合伙人把注意的焦点从名转到了利，从此改变了这家公司。到 1994 年我加入公司的时候，摩根士丹利已经放弃了它的优雅传统，取而代之的是高效率的销售和交易业务——还有多得多的钱。

包括我加入摩根士丹利之前的雇主——第一波士顿在内的其他银行，无法匹敌摩根士丹利强有力的新销售策略。不管从哪一方面来衡量，这家公司都已经改头换面。鲜花已不复存在，家具是板式的，交易厅的过道里塞进了油炸面圈架，忙碌的经理们就在那里匆匆吞下自己的午餐——如果吃午餐的话。进取的业务作风激发了新的信条——“第一流的业务，第二流的方法”。经过了数十年的彬彬有礼，摩根士丹利也有了野蛮、粗鲁的感觉。

衍生产品部前进的号令来自公司的领导者约翰·麦克。麦克是从交易室奋斗上来的，在那里他现在还被称为“刀子麦克”。麦克的桌上放了一个金属的长钉子，有谣言说他会用它来恐吓无能的雇员。在完成了一笔银行业的交易后，麦克曾收到过一件特殊的纪念品——一部镶嵌在有机玻璃里面、已经摔烂了的电话听筒，那是他在交易厅工作时的遗留物，而不是通常的公司“墓碑”广告^①。显然，有麦克做舵手，风平浪静的

① 投资银行于交易完成后在财经报纸上刊登的广告，注明交易的内容和规模。——译者注

J. P. 摩根时代一去不复返了。

在麦克的带领下，我那些头脑敏锐的上司都变成了野蛮的百万富翁——一半是小丑，一半是狼。他们不是在进行复杂的电脑运算，就是叫嚣要如何“撕掉某人的脸”，或是“把某人毙掉”。工作之余，他们在不同的场合磨炼杀手的本能——在私人射击俱乐部，在非洲和南美狩猎，还有摩根士丹利中最重要、也是名字最贴切的竞争活动：固定收益部年度泥鸽靶射击比赛，简称F. I. A. S. C. O. (Fix Income Annual Sporting Clays Outing)^①。这一年一度的射击竞赛为公司对待客户的野蛮行径确定了基调。1994年4月之后，客户在衍生产品上的损失节节上升。约翰·麦克的指令很清楚：“我闻到了血腥味，我们去杀吧！”

我们已经作好了杀戮的准备，而且也这么干了。在衍生产品的战场上，我们的牺牲者到处都是。你可能已经在报纸上看到了，在奥兰治县^②，在霸菱银行、大和银行、住友银行，可能还有其他尚未为人所知的地方，仅一个人就造成了超过十亿美元的亏损。在其他一些公司则是几个人赔掉了十亿美元。几十个家喻户晓的名字，包括宝洁公司和众多的共同基金，各自在衍生产品上损失了几亿美元，加在一起有几十亿。那500亿美元的墨西哥货币危机中也包含了衍生产品的牺牲者。就像已故参议员埃弗里特·德克森所说，“这里

① 简称F. I. A. S. C. O.，英文中又含有“大惨败，大灾难”的意义。原书和本书第五章以此为名，意存双关。——译者注

② 1994年美国奥兰治县财政基金投资于衍生性证券产品，导致17亿美元的亏损而宣告破产。——译者注

10 亿，那里 10 亿，很快你说的就是大钱了。”如果你在过去几年中持有过股票或共同基金，损失在衍生产品上的大钱很可能就有你的一份。

衍生产品已经成为了世界上最大的市场。1996 年，这一市场的规模据估计达 55 万亿美元，是美国所有股票价值的两倍，或美国全部债务的十倍还多。与此同时，衍生产品造成的损失还在成倍增长。

当然，通过衍生产品赚了钱的公司也为数不少，其中就包括摩根士丹利。更有甚者，就在衍生产品的买家舔着伤口的时候，公司的衍生产品部却在发展壮大。有些客户厌倦了被人撕破脸或被人毙掉，因而业务在 1995 年和 1996 年有过短暂的下降。在此期间，我们中的许多人离了职，另外一些去了不那么残忍的公司。摩根士丹利也把衍生产品部中最富攻击性的几个经理转移到了公司其他更为“合适”的部门，但还是有些人留了下来。今天，这个部门不但生存了下来，而且在重整后利润依旧，正准备着为下一场战斗随时开火。

第一章

一个更好的机会

我坐在电话旁，暗自希望它会响。那是 1994 年 2 月 1 日，离发年终奖金的日子还有两个星期。我在纽约的一家投资银行——第一波士顿——做衍生产品经纪。

我在等一个猎头的电话，最近几天他已经给我打过好几次电话了。他对时机掌握得无懈可击。发年终奖的日子越来越近，衍生产品正炙手可热，而且我还是最近一次新兴市场衍生产品研讨会上的特别主讲人。我有市场价值，也想跳槽。对于猎头来说我特别值钱：如果他把我安置到一家新公司，他就能拿到我第一年薪酬的三分之一。好的华尔街猎头都能赚几百万美元。我知道这个家伙打电话给我并不是想当好人，他是想“猎”我的“头”。

想遮掩这种电话并不容易。假如你曾见过交易厅，你可能会奇怪一个经纪怎能和一个猎头通电话而不引起一米开外的其他经纪的怀疑。我知道这可能是致命的。已经有若干个经纪因为在工作时间与猎头谈判而遭到处罚或被解雇。为了安全起见，我们精心设计了详尽的方案来掩盖求职活动，包括密码语