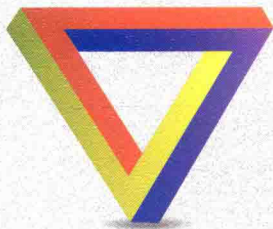


危机的逻辑

王松 张劲帆 / 著

梦想家、诈骗犯和政客的金融发明，
可以使国家破产，也可以使世界富有

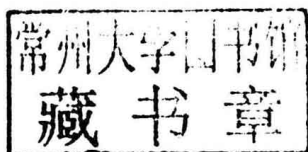


渡不过，是危机；渡过了，就是机会

19件轰动世界的惊天大案，68条实用深刻的经济常识
金融专家让你的财富免遭掠夺，安全升值！

危机的逻辑

王松 张劲帆 / 著



图书在版编目 (CIP) 数据

危机的逻辑 / 王松, 张劲帆著. —北京: 民主与建设出版社, 2018.5

ISBN 978-7-5139-2127-5

I. ①危… II. ①王… ②张… III. ①金融—基本知识 IV. ①F83

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 080963 号

危机的逻辑

WEIJI DE LUOJI

出 版 人	李声笑
著 者	王 松 张劲帆
责任编辑	韩增标
监 制	于向勇 秦 青
策划编辑	康晓硕
营销编辑	刘晓晨 刘 迪 初 晨
封面设计	红杉林文化
版式设计	李 洁
出版发行	民主与建设出版社有限责任公司
电 话	(010) 59417747 59419778
社 址	北京市海淀区西三环中路 10 号望海楼 E 座 7 层
邮 编	100142
印 刷	三河市中晟雅豪印务有限公司
开 本	700mm×995mm 1/16
印 张	17
字 数	215 千字
版 次	2018 年 7 月第 1 版
印 次	2018 年 7 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978-7-5139-2127-5
定 价	49.00 元

注: 如有印、装质量问题, 请与出版社联系。

目 录

Contents 危机的逻辑

美国篇



(上)

毒害全世界的次贷危机 . 003

小偷小摸的超级银行 . 019

火山岛上的斯坦福银行 . 031

华尔街大佬的对冲基金 . 047

美国的地沟油骗局——罗德尼·海利案 . 067

交响乐中的问题基金 . 079

帕里教授的投资公司 . 091

美国篇



(下)

- 卖房款不翼而飞——爱德·欧昆诈骗案. 103
- 股市谍报战——华尔街内幕交易连环案. 111
- 不安的安然——美国公司史上最震撼诈骗. 131
- 倾销垃圾股. 147
- 上市“老鼠仓”. 159
- 坏事干尽的打假斗士(上). 173
- 坏事干尽的打假斗士(下). 179

中国篇

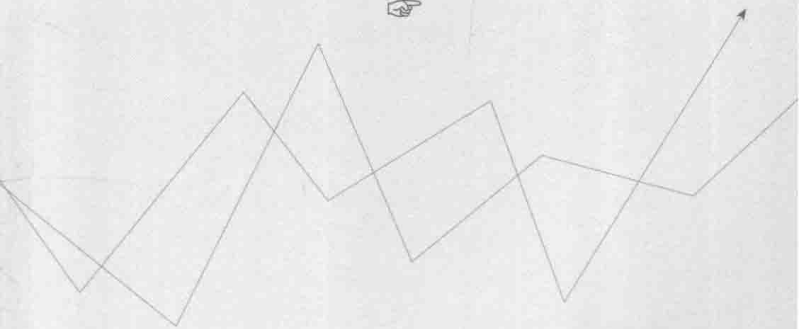


- 现货交易平台的陷阱. 189
- 赴美上市股的连环计. 207
- 比特币的中国传奇. 221
- 维卡币的非法传销. 233
- 互联网金融的骗局. 243
- 2015年股灾中的是是非非. 255

危机的逻辑

美国篇

(上)



毒害全世界的 次贷危机

——关键词——

次贷危机

量化金融产品

有毒资产评级机构

引言

2008年9月15日，世界五大投资银行之一的雷曼兄弟宣布破产，标志着震撼世界的美国次贷危机正式开场。很快，美林证券将自己出售给了美国银行以避免类似的覆灭命运，而之前几个月贝尔斯登刚刚在美国政府的帮助下勉强将自己贱卖给了摩根大通银行。在短短几个月时间里，曾经不可一世的美国五大著名投资银行就死伤过半，连最负盛名的高盛和摩根斯坦利也只是在美国政府的羽翼保护下才勉强涉险过关。甚至连美国保险业巨头、百年老店AIG（美国国际集团）都因为豪赌次贷相关金融产品，最终被美国政府接管。

这场发源于美国的巨大金融危机最终席卷全球，引发全球股市房市暴跌，超过2万亿美元的金融财富灰飞烟灭，全球经济陷入一片萧条。希腊、爱尔兰和冰岛这些曾经富裕的欧洲国家甚至出现了国家破产的情况！美国的失业率一度从危机前的5%倍增到超过10%；西班牙的失业率更是高达25%，每4个劳动力中就有1个失业。中国自然也不能幸免，据估计，有超过1000万农民工由于工厂停工被迫返乡。在全球范围内，有超过3000万人失去工作，5000万人重返贫困线以下。为了拯救经济，救助危机重重的金融机构，美国政府大举借债，使得美国国债占GDP的比重由危机前的65%迅速扩大到100%左右。中国政府也没闲着，一方面直接祭出了4万亿元财政进行刺

激，另一方面通过银行体系释放高达10万亿元贷款来避免经济硬着陆。此次金融危机的烈度和各国政府的反应，均堪称百年一遇。

与那些失去财产、挣扎在贫困线上的普通大众相比，最让人寒心的是危机的制造者们几乎个个都赚得盆满钵满毫发无伤：雷曼兄弟的五位高管在金融危机前的八年时间里赚取了超过10亿美元的总收入！Countrywide银行因为疯狂发放问题贷款最终倒闭，但其首席执行官安吉洛·莫兹罗（Angelo Mozilo）在危机发生前的年薪竟高达4700万美元，此外他还在危机前一年通过出售股票赚取了1.4亿美元！美林集团的首席执行官史丹利·奥尼尔（Stanley O'Neal）在2007年因为把公司带入绝境而遭到解职后，竟然获得了1.5亿美元的离职补偿！

不得不说，整个金融系统的贪婪和由此衍生的系统性欺诈正是导致次贷危机的根本原因之一。

量化金融产品经济学

要理解次贷危机，必须首先理解什么是量化金融产品（金融衍生品）。自从“冷战”结束以来，大量的物理学家和数学家转行进入了金融业。从过去设计制造原子弹，到现在设计交易各种复杂量化金融产品——用股神巴菲特的话说，就是生产制造金融业的大规模杀伤性武器。很多金融衍生品本质上就是一个个赌局，这些赌局可以是关于某支股票未来的价格，整个股票市

场的指数，黄金、石油等商品的未来价格，甚至可以是未来的天气情况等。由于为各类投机活动提供了便利条件，因此金融衍生产品的规模和种类增长十分迅速。

量化金融产品既可以作为投机工具纯粹用来赌博，也可以成为一种有用的保险工具。这一特性造就了它天使和魔鬼的双重特性。一方面，有些量化金融产品的特性确实有利于实体经济的生产、经营和投资活动；另一方面，其赌博特性又使得它可能加剧金融体系的动荡。由于利益集团的长期活动，再加上量化金融产品自身具有的复杂性，导致监管机构在金融衍生品的监管方面存在巨大的盲区和漏洞。事实上，美国商品期货监管委员会曾经试图出台措施监管日益庞大的衍生品市场，但最终被利益集团所阻挠。参议员菲尔·格兰姆（Phil Gramm）甚至引入立法，彻底排除了这些衍生产品被监管的可能性。毫不奇怪，他从参议院退休后便成为了著名投资银行UBS（瑞士联合银行集团）的副总裁，而他的太太则长期担任安然公司董事，该公司以金融衍生品交易和财务造假臭名昭著。美国前财长萨默斯也是反对监管的重要推手，他在退休后从华尔街一家大量交易金融衍生品的对冲基金获得了2000万美元的收入。更不要说两位实权派财政部长鲁宾和保尔森。他们在担任财政部长之前都是华尔街顶级投资银行高盛集团的董事长。美联储主席格林斯潘更是历史上最受华尔街热爱的联储主席，他旗帜鲜明地支持减少对金融系统的监管。

可以说，正是由于金融创新的飞速发展，造成了学术界和监管机构的理论匮乏和思想混乱。由于理论完全落在了实践的后面，再加上来自于华尔街的大量政治献金和游说，造成了空前宽松的舆论和监管环境。华尔街培育并充分利用了这样的大好时机，以一日千里的速度，发展出复杂程度令人叹为观止的大量量化金融产品，其影响之深远前所未闻。美国首富盖茨曾经感

慨，20世纪90年代初的时候，他非常受华尔街欢迎，大家都想听他讲讲软件工程师将如何改变世界。但是很快，再也没有华尔街的人对他感兴趣了，因为世界上最优秀的软件工程师都被华尔街招募去开发量化金融产品了。更有甚者，目前全美国每年超过一半的物理博士毕业生都被华尔街所雇佣！这些量化金融产品一方面为华尔街的投资银行创造巨额利润，另一方面也为日后的次贷危机埋下了隐患。可以说，由于这些金融衍生品的复杂性，使得金融机构自己都没有能够充分意识到其中蕴含的重大风险。正是这样一个快速金融创新的大背景，一个宽松监管的大环境，加上一群贪婪无知的华尔街银行家，为次贷危机的上演做了最充分的准备。

住房抵押债券的逻辑

在华尔街令人眼花缭乱的量化金融产品当中，有一种叫作MBS（住房抵押贷款证券化）的产品直接引发了金融危机。美国过去的住房按揭模式和我国类似，都是商业银行吸收储蓄并以此发放按揭贷款。这些贷款往往长达20至30年。在此期间，银行的收益是每月按揭贷款的还本付息。如果一旦违约，银行虽然可以获得房产，但是不免蒙受损失。因此，银行在发放按揭贷款时会非常小心，尽量避免违约损失。与此同时，银行能够发放贷款的数量也受到自身资金量和监管部门的双重约束。

为了能够发放更多贷款，赚取更高收入，同时减少风险，美国商业银行

联合华尔街投资银行家发明了MBS。按照这个新的玩法，银行在发放抵押贷款以后，并不继续持有这些按揭贷款，而是将它们转卖给投资银行，由投资银行把大量类似的按揭贷款捆绑在一起打包，然后切割成风险程度不等的债券，这些债券经过评级机构评级后，最终卖给保险公司、共同基金、对冲基金和养老金基金等机构投资者。这些按揭贷款每个月产生的利息被汇总，然后按照住房抵押债券的优先级被逐级分配给购买不同债券的投资者。较高优先级别的债券优先获得还本付息，较低优先级别的债券后获得还本付息。较高优先级别债券风险较低，相应的利率也比较低；较低级别的债券风险较大，相应的利息更高。住房抵押债券的好处是银行不需要大量资金来持有这些抵押贷款，几乎不用承担任何按揭违约风险，还可以通过发放并出售这些贷款赚取巨额利润。

投资银行通过购买大量按揭贷款并把它们捆绑在一起进行切割，一方面可以分散风险；另一方面通过创造不同风险程度的债券，迎合不同投资者的需求。比如，对冲基金偏爱高风险高收益债券；保险公司和退休基金更喜欢低风险债券；而共同基金的偏好介于两者中间。投资银行的做法就好比将鸡切割成鸡腿、鸡翅、鸡胸、鸡架，分别出售给不同买家，从而获得优于整鸡出售的利润。通过这样的切割把这些住房抵押贷款卖出一个好价钱。风险评级公司乐得通过给这些新债券评级来增加收入，而投资者也因为可以获得相对更高的收益率以及更符合自己风险偏好的产品而积极参与。正是因为住房抵押债券链条上的各方都能从中受益，MBS问世伊始便获得巨大成功。

最初投资银行只是把最优等级借款人的按揭贷款作为原材料，生产出住房抵押债券，慢慢地金融工程师们在利益驱动下开始使用那些信用评级比较低、风险比较大的借款人的按揭贷款作为原材料，生产出所谓的次贷债券。这也成了金融危机的元凶。

博弈的各方

本来按照我们所分析的那样，住房抵押贷款债券可以成为一项成功的金融创新。但是由于缺乏监管，各参与方的激励机制逐渐出现扭曲，导致很多欺诈手段开始在债券产生的各个环节中涌现，最终埋下了金融危机的祸根。下面就让我们来看看参与各方都使出了什么样的诈骗伎俩。

✧ 商业银行

正如我们之前所分析的，银行自从参与了住房抵押债券的利益链条后，急速扩大抵押贷款的发放，全美国的新住房按揭贷款发放数量从2000年的1万亿元猛增到2003年的近3万亿元。在这个过程中，由于银行不再需要持有这些贷款并承担违约风险，他们认真甄别借款人的激励不复存在。与此同时，一旦一笔抵押贷款发放，转手卖给投资银行就可以获得利润和奖金，尽量多放贷款就成为主要激励，因此按揭贷款的质量开始明显下降。最后，为了进一步发放更多住房抵押贷款，银行开始把主意打到那些过去没有资格获得按揭的人群身上。

在美国，如果借款人的信用评级较低，这种按揭贷款就叫次级贷款。这些人往往没有稳定的收入来源，有些根本没有收入证明，另一些有严重的违约历史，放贷给这些人的违约风险很大，过去银行只有在特殊情况下，才敢发放少量按揭贷款给这个群体。但是由于激励机制的改变，银行开始越来越

多地给这个群体发放贷款，这些次级贷款被卖给投资银行，捆绑后切割成不同的债券，也就是次级债。次级按揭贷款的规模由最早的一年不足300亿美元，在不到十年时间里猛增到2007年的6000亿美元。

在危机爆发前的2005年和2006年，为了能够发放更多按揭贷款，各种五花八门的欺诈手段被银行设计出来，吸引那些很可能没有偿还贷款能力的普通人。比如当时有人报告美联储主席格林斯潘，市场上有超过150种不同条款的按揭贷款合同，即使是一个数学博士也搞不清楚，到底哪些合理，哪些具有欺诈性。Countrywide董事长、首席执行官莫兹罗可以说是一位欺诈集大成者。在公开场合，他把自己装扮成一位穷人之友，喋喋不休地兜售他关于要想致富需买房、要想买房需找Countrywide贷款的理论。同时他的公司设计出各种能够最大化自己利息收入的复杂按揭产品兜售给穷人。讽刺的是，越是那些教育程度低的穷人，越需要那种他们根本无法理解的，像是火箭工程师设计出的复杂按揭。这些人最终从中受到的伤害也最大。比如，一些按揭只需要很低的首付，而且在前三年甚至不用支付本息，但是在此之后突然就要支付很高的本息。这类按揭产品专门引诱那些想要拥有住房，但短时间内支付本息有困难的贷款人。莫兹罗一方面兜售自己银行的次级按揭贷款，另一方面却在私下里承认这是他职业生涯里从未见过的“有毒”资产。恰恰是这些“毒资产”给他带来了每年数千万美金的个人收入。莫兹罗甚至直接用脚投票，一直不动声色地出售自己持有的Countrywide股票，在次贷危机爆发前共计卖出4亿美元。Countrywide在2000年的时候，年利润还只有不到4亿美元，2003年的利润就超过了20亿美元。然而骗局总要被揭穿，最后Countrywide有高达20%的次级按揭贷款出现了违约，直接导致该公司的崩溃。极为讽刺的是，调查发现Countrywide这家银行为了游说政府不要过问其次级贷款放贷行为，竟然为许多政府高官发放了低息按揭贷款，其中

就包括次贷危机后领导检讨监管失职，并主持制定《多德-弗兰克法案》的重量级参议员多德本人！莫兹罗最终被判罚2200万美元，但相比他从次贷骗局中攫取的数亿美元，实在是微不足道。

❖ 投资银行

商业银行敢于肆无忌惮发放按揭，一方面是由于房价不断上涨，按揭违约风险较小（即使违约也不怕）；另一方面也是由于他们可以把按揭卖给投资银行。这些投资银行通过包装和重组这些原始贷款制造出抵押债券，再通过出售这些债券赚取利润。在这个过程当中，那些本来无人敢于接手的次级贷款，利用让美联储主席伯南克都叹为观止的复杂数学模型，再经过层层打包分割，其中60%竟然奇迹般地被贴上无风险债券标签，和美国国债平级，从而实现了高价出售！

这个过程不仅让外行，也让众多金融从业者感到匪夷所思。事实证明，复杂的数学模型只不过是掩饰虚伪的外衣。而投资银行希望能够从一堆垃圾里面炼出黄金的想法，很可能不仅仅出于发明永动机或搞炼金术的狂妄和无知，更是有意为之！比如，在2006年高盛集团一方面向投资者高价兜售这些被错误定价、错误评级的次贷债券，另一方面通过衍生产品和保险巨头AIG对赌自己出售的次贷债券必将出现违约。这还不是最令人瞠目结舌的，高盛在与AIG集团下注价值220亿美元的赌局后，由于担心AIG可能因倒闭无法支付这笔钱，又额外花了1.5亿美金购买关于AIG倒闭的保险。这样即使AIG出现倒闭，高盛也将获得巨额赔偿！精明如高盛，无愧于华尔街第一投行的头衔。最终，美国检察官表示“高盛集团需要为其严重的失当行为负

责，该集团曾错误地向投资者保证其所出售的债券由健康的抵押贷款提供支持，但实际上该集团明知其中充满了很可能出现违约的贷款”。最终，高盛为它的欺诈行为支付了51亿美元罚款。高盛并不是唯一一个一方面兜售自己次贷产品给客户，另一方面对赌这个产品会出现违约的投资银行。其他因为类似欺诈行为被罚款的银行还包括摩根士丹利和德意志银行，前者被罚26亿美元，后者被罚72亿美元。

评级机构

投资者为什么会购买这些次级抵押债券呢？一方面固然是因为相信了高盛们的声誉，更重要的是因为信用评级巨头穆迪、惠誉和标准普尔的配合。高盛等投资银行的金融炼金术要想把垃圾炼成“黄金”，必须要获得评级机构出具的最终“检验合格证书”，也就是较高的债券信用评级。事实证明，这些评级机构根本就不具备对次贷债券这类复杂金融资产进行正确风险评估的经验和能力。但是在数十亿美元的巨大利益诱惑面前，他们却争先恐后地加入到利益链条中来分一杯羹。要知道，评级机构的利润完全来自于那些请它们评级的投资银行。评级机构面对次级抵押债券，本来就没有真正的评估能力，如果还不愿配合投资银行，那么人家完全可以把几百万、几千万的评估费交给愿意配合的其他机构。结果，这些鼎鼎大名的国际著名评级机构在利益面前沦为了收钱的橡皮图章。仅穆迪一家的净利润就从2000年的差不多7亿美元，增加到2007年的超过20亿美元。评级机构没能抵挡住糖衣炮弹、履行金融系统防火墙的义务。由于误导投资者，穆迪被判罚8.64亿美元，标准普尔被判罚15亿美元。但是他们给投资者造成的损失又岂止这一