

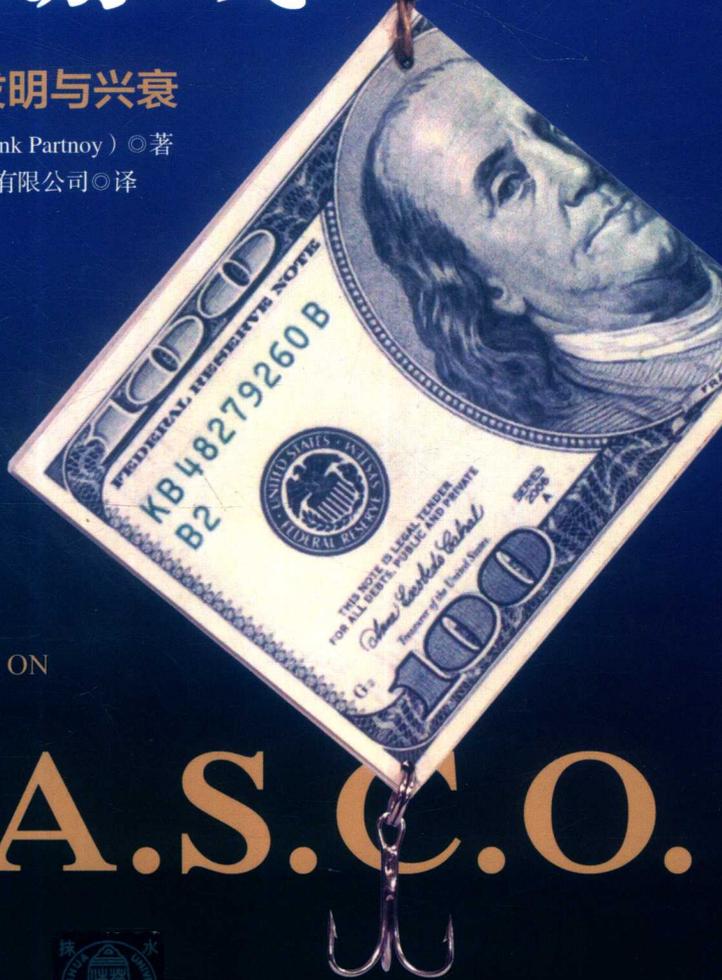


清华五道口  
互联网金融丛书

# 华尔街 圈钱游戏

金融衍生品的发明与兴衰

[美] 弗兰克·帕特诺伊 (Frank Partnoy) 著  
清控三联创业投资 (北京) 有限公司 译



BLOOD IN THE WATER ON  
WALL STREET

# F.I.A.S.C.O.

清华大学出版社





清华五道口  
互联网金融丛书

# 华尔街 圈钱游戏

金融衍生品的发明与兴衰

[美] 弗兰克·帕特诺伊 (Frank Partnoy) 著  
清控三联创业投资 (北京) 有限公司 译

---

F.I.A.S.C.O.

BLOOD IN THE WATER ON  
WALL STREET

清华大学出版社  
北京

Frank Partnoy

F.I.A.S.C.O. : blood in the water on Wall Street

ISBN : 978-0-393-33681-8

Copyright © 2009 by W. W. Norton & Company

All rights reserved.

北京市版权局著作权合同登记号 图字 : 01-2017-3344

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签, 无标签者不得销售。

版权所有, 侵权必究。侵权举报电话 : 010-62782989 13701121933

### 图书在版编目 ( CIP ) 数据

华尔街圈钱游戏: 金融衍生品的发明与兴衰 / (美) 弗兰克·帕特诺伊 (Frank Partnoy) 著; 清控三联创业投资 (北京) 有限公司译. —北京: 清华大学出版社, 2019

(清华五道口互联网金融丛书)

书名原文: F.I.A.S.C.O.: blood in the water on Wall Street

ISBN 978-7-302-51670-5

I . ①华… II . ①弗… ②清… III . ①金融衍生产品 - 研究 IV . ①F830.95

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 264226 号

责任编辑: 张 伟

封面设计: 卓义云天

责任校对: 王荣静

责任印制: 沈 露

出版发行: 清华大学出版社

网 址: [http : //www.tup.com.cn](http://www.tup.com.cn), [http : //www.wqbook.com](http://www.wqbook.com)

地 址: 北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编: 100084

社 总 机: 010-62770175 邮 购: 010-62786544

投稿与读者服务: 010-62776969, [c-service@tup.tsinghua.edu.cn](mailto:c-service@tup.tsinghua.edu.cn)

质量反馈: 010-62772015, [zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn](mailto:zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn)

印 装 者: 三河市铭诚印务有限公司

经 销: 全国新华书店

开 本: 148mm × 210mm 印 张: 9.875 字 数: 244 千字

版 次: 2019 年 3 月第 1 版 印 次: 2019 年 3 月第 1 次印刷

定 价: 69.00 元

产品编号: 065975-01



## 丛书序

从 20 世纪末开始，以互联网为代表的信息技术呈现快速发展的势头，也带来了人们生产和生活方式的巨大改变。在金融领域，互联网技术和金融业务的结合产生了我们称为“互联网金融”的产品和业务模式。从目前的发展来看，“互联网金融”大致可以划分如下四类：传统金融业务的互联网化、基于互联网平台开展金融业务、全新的互联网金融模式以及金融支持的互联网化。

第一类：传统金融业务的互联网化，包括互联网银行，也叫直营银行（direct banking）；互联网券商，也叫在线折扣券商（online discount brokerage）；互联网保险。直营银行的主要特点是没有物理营业网点，依靠互联网、电话和 ATM 等手段提供服务。直营银行发源于欧美，是利率市场化和互联网技术发展的直接结果，目前在美国最为发达。如果从独立法人资格、基本没有营业网点以及在美国联邦存款保险公司投保的标准来看，美国总共有 16 家直营银行。虽然直营银行发展迅速，但是美国的直营银行无论是存款总额还是资产总额都只占美国银行业的不到 5%，总体上还没有对传统银行业造成很大的影响。但是经过二十多年的摸索，直营银行开始显现出清晰的商业模式和迅猛的发展势头。以在纳斯达克上市的直营银行 BOFI（Bank

of Internet USA) 为例。BOFI 于 2005 年上市, 股价在 2010 年前几乎没有太大变化。而从 2010 年至今, 在业绩的带动下, 其股价翻了 8 倍, 已拥有一百多家机构投资者, 这也从另一方面说明直营银行的商业模式开始得到认可。

在线折扣券商的发展也是以美国为代表的, 是在 20 世纪 70 年代美国证券交易佣金自由化与互联网技术发展相结合的背景下降产生的。在线折扣券商以极低的佣金吸引客户, 并在此基础上向客户提供财富管理服务, 在混业经营的背景下, 美国的不少折扣券商也开展直营银行的业务。例如 Charles Schwab 和 Etrade 都有银行牌照并提供直营银行业务, 但是 Charles Schwab 本身也有物理营业网点, 而 Etrade 则是相对纯粹的互联网折扣券商。以美国二十多家在线折扣券商的自身情况来看, 虽然各自在佣金费率、交易工具、研究支持和客户服务等方面各不相同, 但是总体的特点是佣金费率低而且收入呈现多元化趋势, 主要体现在佣金收入下降、资产管理收入和直营银行收入上升等。

互联网保险在初期主要是指直营保险 (direct insurance), 即基于互联网销售车险和其他财险产品的业务模式, 在欧美各国均有不同程度的发展。在美国, 直营保险的代表为 Progressive 和后来被 Allstate 收购的 Esurance。从全球各国的发展情况来看, 目前比较突出的互联网保险的创新模式有检测驾驶习惯的传感器结合里程数的互联网车险创新, 基于移动端应用健康数据的互联网健康险创新, 以及基于社交网络的互联网保险营销创新。总体上看, 互联网保险的商业模式似乎仍在探索之中。

目前在我国, 这类互联网金融模式的发展主要还体现为网上银行、证券网上交易以及保险产品的网络和电话销售, 众安保险作为第一家互联网保险公司以及深圳前海微众银行作为第一家互

联网民营银行开始了积极探索。

第二类：基于互联网平台开展金融业务。这里的互联网平台包括但不限于电子商务平台和互联网第三方支付。这类互联网金融模式主要表现为在网络平台上销售金融产品，以及基于平台上的客户信息和大数据面向网上商户开展的小贷和面向个人开展的消费金融业务。前者的典型代表包括早期的贝宝（Paypal）货币市场基金和近期发展迅猛的余额宝，也包括众多金融机构在淘宝上开设的网店以及专门销售基金等金融产品的第三方网站和手机应用。后者的典型代表包括阿里小贷和京东白条，以及美国的Kabbage和Zestfinance。需要指出的是：阿里小贷和京东白条都是基于自己平台的客户开展业务，而Kabbage则是完全基于第三方平台的客户信息和全网络数据对网商进行放贷，Zestfinance更是利用大数据开展金融业务的典范。该公司采用机器学习的方法和复杂的统计手段对大数据进行分析，专门面向美国不能享受银行服务的人群（unbanked and underbanked）提供贷款业务。应该说，大数据的发展以及其在信用风险模型上的应用，使银行和非银行的贷款业务进入了一个“技术含量较高”的阶段。难怪著名的问答网站Quora上有句著名的评论：未来的银行只是有银行牌照的技术公司！

从目前的发展情况来看，上述两类互联网金融模式只是现有金融业务的补充，说颠覆还为时尚早。互联网银行规模尚小，互联网券商仅仅是提高了获客和交易的效率。阿里小贷和Kabbage主要面向小微企业，Zestfinance主要面向传统金融没有覆盖的个人等，做的也都是传统银行不做的业务，还不至于很快动摇传统金融的根基。

第三类：全新的互联网金融模式，主要是指P2P网络贷款

和众筹融资。在美国，P2P网络贷款的先锋是分别于2006年和2007年成立的Prosper和Lending Club。这两个网络贷款平台开启了基于互联网的、个人对个人的金融交易时代。这种去中心化的小额借贷平台一推出就受到了普通民众的广泛欢迎。在与美国证券交易委员会进行了深入的沟通之后，用来作为交易载体的本票最终被认定为证券，因此确定了美国证券交易委员会作为P2P主要监管机构的地位。这样一来，P2P平台就必须在美国证券交易委员会注册并必须如同发行股票一样进行严格的信息披露。可以说，注册和信息披露构成了美国P2P行业的进入壁垒。这个进入壁垒，连同完善的个人信用体系，以及完备的证券、借贷和消费者保护方面的法律，构成了保障P2P健康发展的三驾马车。Prosper和Lending Club目前都发展顺利，其中Lending Club的累积总交易额已经超过了60亿美元并成功上市。

在美国，既有Lending Club和Prosper这样的综合型P2P平台，也有Sofi这样专门服务于高校学生而投资人限于合格投资者的所谓垂直型的P2P平台。当然我们也看到综合型平台也开始在借款端引入中小企业，而在投资端引入越来越多的机构投资者。从我们在2014年夏天对美国互联网金融的考察来看，P2P网络借贷并没有在美国经济生活中引起很大的波澜，很多人包括华尔街的从业人员甚至都没有听说过Lending Club，这可能是因为美国已经形成了多层次的资本市场和高度发达的金融服务体系。随着P2P在欧美地区和其他各国逐渐发展，在中国也已经形成燎原之势，目前有接近2000家P2P平台投入运营。P2P在我国的迅猛发展，和我国金融环境一直以来的高度管制以及民间金融的规模巨大是分不开的。与此同时，监管机构也在积极制定法规以防范风

险的发生和扩大。但是由于国内还没有建成完善的个人征信体系，P2P 平台面向个人借贷的服务会遇到很大的瓶颈，而那些面向特定资产的、对投资者资格也有所限定的细分市场的 P2P 平台倒是有可能脱颖而出，成为初期发展阶段的赢家。

众筹融资的英文是 crowdfunding，是指基于互联网面向公众为产品特别是创意产品进行融资的平台。众筹模式最早出现在美国，代表平台为 Kickstarter 和 Indiegogo。众筹融资的方式包括债权、股权、捐赠和预售。其中，债权融资可以通过 P2P 平台进行，股权融资由于受限于美国证券法对于公开募集和人数的规定也很少进行。因此，除了有少量的捐赠融资之外，目前众筹融资的主要方式还是产品的预售。目前，全球已经出现了数百个众筹平台，大部分集中在欧美国家。在这些众筹平台中，Kickstarter 一枝独秀，已完成的累积融资额超过了 15 亿美元。

众筹模式的相应监管又是怎样的呢？2008 年金融危机之后，美国政府一直在努力寻找走出危机的途径，其中的重点之一就是为中小企业融资提供更加宽松的环境和条件。众筹平台就是在这样的背景下出现的，并很快引起了国会和监管层的关注。在经过了一系列的努力之后，奥巴马政府在 2012 年 4 月颁布了《创业企业融资法案》(Jumpstart Our Small Business Act, JOBS ACT)。该法案第三章专为众筹制定，修改了证券法，使得通过互联网面向公众的股权融资成为可能。因此我们可以看出：美国对 P2P 的监管完全采用了现有的法律，而对众筹的监管则是制定了新法。这反映了金融监管的原则性和灵活性，值得我们借鉴。

我国在 2011 年开始出现了第一批众筹网站，到目前已发展到了几十家，但是总体形势可以说是不温不火，主要是因为股权众筹的运作模式与《中华人民共和国证券法》也有冲突。更重要

的是，初创企业的高风险特征与我国普通投资者低水平金融普及教育程度、风险认知程度以及较低的风险承受能力从根本上是错配的，因此我国股权型众筹的出路在于建立合格投资者制度和投资者进入门槛。而对于预售型众筹，大众接受可能也需要一个过程，这和我国的创意产业不发达、信用体系不完善以及知识产权保护不到位都有关系。一些众筹平台开始推出基于“粉丝经济”的众筹项目，或许是个好的尝试，同时类似于P2P，那些针对界定清晰的创意产品细分市场的预售型众筹平台有可能率先成长起来。

国内的P2P和众筹平台出现得都不算晚。P2P的代表平台有2007年创办的拍拍贷和之后的人人贷，众筹的代表平台有2011年创办的点名时间和之后的天使汇和众筹网等。但是，由于国内信用体系的不健全以及监管未及时到位，P2P平台出现了诈骗、破产等风控缺位和运营不善所带来的诸多风险。因此，信用体系的建设和监管的及时到位已经成为我国P2P网络贷款发展的当务之急。不同于P2P，在我国众筹还处于非常早期的发展阶段，众筹平台的发展和监管还在摸索之中。令人欣慰的是，中国证券业协会于2014年12月发布了《私募股权众筹融资管理办法（试行）》的征求意见稿，在互联网金融监管方面迈出了可喜的一步。但是不管是P2P还是众筹，在我国要达到成熟运行的阶段都还有很长的路要走。

第四类：金融支持的互联网化。前三类互联网金融模式在本质上都属于金融业务，也都需要监管。而第四类互联网金融模式不属于金融业务，它起到了为金融业务提供“支持”的功能，包括但不限于：金融业务和产品的搜索，比如美国的Bankrate和我国的融360；家庭理财服务，比如美国的Mint、Personal Capital和我国的挖财网；理财教育服务，比如美国

的 Learnvest、DailyWorth 和我国的家财网；金融社交平台，比如美国的 eToro、Seekingalpha 等。这些网络平台虽然不提供金融服务，但是却能够大大提升人们对于金融产品和业务的认知，从而提高金融体系的运营效率，也是互联网金融的重要组成部分。

互联网改变了我们认识世界和变革世界的方式。在改变了传媒、商业等诸多领域之后，互联网也正在深刻地改变着金融业。在变革来临之际，顽固不化和狂妄自大都是不可取的。面向不可预知的未来，我们应该满怀敬畏。在这样一个变革的时期，观察、学习和思考变得非常必要也非常重要，基于这样一个理念，我们策划出版了“清华五道口互联网金融丛书”，这个工作由基于清华大学五道口金融学院建设的清华大学国家金融研究院下属的两家研究机构，亦即互联网金融实验室和阳光互联网金融创新研究中心共同承担。

让我们共同关注与推动互联网金融在中国的发展！

廖理

## 本书献给胆量小的人

大多数人投身投资业是出于一种摧毁理性的原因：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

## 前言

1993—1995年，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1500万美元。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10亿美元支付给公司全球一万多雇员的薪金绰绰有余，而且还给我们自己留下了不少。部门的中级经理一年挣到了几百万美元，哪怕是最低级的雇员也有6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。

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，难怪我们被称作“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赢得了很高的声誉，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，第一流的文化”。

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，结果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绅士风度，取而代之的是为赚钱而不择手段地销售金融产品。这一转变为摩根士丹利赚足了钱。

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都无法匹敌摩根士丹利强制性的新销售策略。这家公司已经全方位地改头换面。鲜花已不复存在，家具改成了板式的，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——假如他们还有时间吃午餐的话。这种强制性销售作风激发了新的信条——“第一流的业务，第二流的文化”。经过数十年的和气生财，摩根士丹利的微笑背后开始露出了狰狞的杀气。

衍生产品部前进的号令来自公司的领导者约翰·麦克。麦克是从交易柜台奋斗上来的，在那里他现在还被称为“大刀麦克”。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。通常的纪念品应该是一块刻着公司名字的墓碑形状的有机玻璃。显然，有麦克做舵手，风平浪静的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凶残的百万富翁——一半是小丑，一半是狼。他们不是在进行复杂的电脑运算，就是在发誓要如何“撕破对手的脸皮”，或是“整死某客户”。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)。这一年一度的射击竞赛为公司毫不留情地从客户身上挣大钱奠定了精神上的基础。1994年4月后，当客户开始接受摩根士丹利推销的衍生

产品并开始亏钱时，约翰·麦克下达了他的指令：“我已闻到了血腥味，让我们去寻找自己的猎物吧！”

我们已经做好了杀戮的准备，而且也这么干了。在衍生产品的战场上，摩根士丹利的受害者到处都是。你可能已经在报纸上看到了，在奥兰治县，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，在某个公司仅一个人就造成了超过10亿美元的亏损。在其他一些公司则是几个人赔掉了10亿美元。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，加在一起有几十亿美元。在损失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10亿，那里10亿，很快损失就是大规模的了。”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钱很可能就有你的一份。

衍生产品已经成为世界上最大的市场。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。就在衍生产品的买家舔着伤口的时候，摩根士丹利的衍生产品部却在发展壮大。有些客户厌倦了被人撕破脸皮或被人蚕食，因而摩根士丹利公司的业务在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擅长强制销售的几个经理转移到了公司更为“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，正准备着为下一场狩猎寻找目标。

## 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，以及米歇尔和丹尼·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。

感谢周新旺(清华大学五道口金融学院)、张璋(北京联合大学)对本书的翻译、审校所做出的贡献。

## 目 录

- 第一章 一个更好的机会 // 001
- 第二章 纸牌房 // 029
- 第三章 掷骰子游戏 // 051
- 第四章 墨西哥银行的狂欢节 // 067
- 第五章 大灾难 // 087
- 第六章 RAVs 女王 // 109
- 第七章 阿根廷，别为我哭泣 // 147
- 第八章 天生冤家 // 165
- 第九章 龙舌兰效应 // 187
- 第十章 MX // 219
- 第十一章 沙扬那拉 // 249
- 后记 // 267

第一章

# 一个更好的机会