

PEARSON

HZ BOOKS
华章经管

[英] 约翰·奥瑟兹 (John Authers) 著

闫佳译

全球最大债券基金公司联席执行长

瑞银投资银行高级经济顾问

国际顶尖经纪及投资公司策略师

CEA协会全球副总裁

投资管理合伙企业调研总监

「金融时报」获奖记者揭示市场心理的变化和成因

联合推荐阅读

时至今日，市场周期的反复仍然令全球投资者、商业人士，乃至政府头痛。这就是，全球市场变得异常同步，暴涨暴跌频繁，泡沫还未挤出，更大的泡沫已在酝酿之中，最终导致所有资金都无法逃离这一可怕的市场周期。

可怕的市场周期

频繁的同步泡沫与同步崩溃

时至今日，市场周期的反复仍然令全球投资者、商业人士，乃至政府头痛。这就是，全球市场变得异常同步，暴涨暴跌频繁，泡沫还未挤出，更大的泡沫已在酝酿之中，最终导致所有资金都无法逃离这一可怕的市场周期。

人类的天性里从不乏贪婪的因子，所以市场总是伴随着泡沫。不过泡沫总有挤出的一天，有涨必然有跌。市场周期看似既规律，但是，21世纪全球性经济危机的到来打破了这一规律。时至今日，市场周期的反复仍然令全球投资者、商业人士，乃至政府头痛。这就是，全球市场变得异常同步，暴涨暴跌频繁得如同家常便饭，泡沫还未挤出，更大的泡沫已在酝酿之中，最终导致所有资金都无法逃离这一可怕的市场周期。所以市场总是伴随着泡沫，不过泡沫总有挤出的一天，有涨必然有跌。市场周期看似既规律又公平。但是，21世纪全球性经济危机的到来打破了这一规律。时至今日，市场周期的反复仍然令全球投资者、商业人士，乃至政府头痛。这就是，全球市场变得异常同步，暴涨暴跌频繁得如同家常便饭，泡沫还未挤出，更大的泡沫已在酝酿之中，最终导致所有资金都无法逃离这一可怕的市场周期。



机械工业出版社
China Machine Press

THE FEARFUL MARKETS
A SHORT VIEW OF GLOBAL FINANCIAL RISK
AND SYNCHRONISED MELTDOWNS

THE FEARFUL RISE OF MARKETS

A SHORT VIEW OF GLOBAL BUBBLES
AND SYNCHRONISED MELTDOWNS

可怕的 市场周期

频繁的同步泡沫与同步崩溃

[英] 约翰·奥瑟兹 (John Authers) 著

闫佳 译



机械工业出版社
China Machine Press

John Authers. The Fearful Rise of Markets: A Short View of Global Bubbles and Synchronised Meltdowns.

ISBN 978-0-273-73168-9

Copyright © 2010 by John Authers.

Simplified Chinese Edition Copyright © 2012 by China Machine Press.

Published by arrangement with the original publisher, Pearson Education, Inc. This edition is authorized for sale and distribution in the People's Republic of China exclusively (except Taiwan, Hong Kong SAR and Macau SAR).

All rights reserved.

本书中文简体字版由 Pearson Education (培生教育出版集团) 授权机械工业出版社在中华人民共和国境内 (不包括中国台湾地区和香港、澳门特别行政区) 独家出版发行。未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 Pearson Education (培生教育出版集团) 激光防伪标签, 无标签者不得销售。

封底无防伪标均为盗版

版权所有, 侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号: 图字: 01-2011-5519

图书在版编目 (CIP) 数据

可怕的市场周期: 频繁的同步泡沫与同步崩溃 / (英) 奥瑟兹 (Authers, J.) 著; 闫佳译. —北京: 机械工业出版社, 2012.6

书名原文: The Fearful Rise of Markets: A Short View of Global Bubbles and Synchronised Meltdowns

ISBN 978-7-111-38665-0

I. 可… II. ① 奥… ② 闫… III. 金融市场—经济周期分析 IV. F830.9

中国版本图书馆CIP数据核字 (2012) 第118770号

机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑: 蒋桂霞 版式设计: 刘永青

北京京北印刷有限公司印刷

2012 年 7 月第 1 版第 1 次印刷

170mm×242mm·15.25 印张

标准书号: ISBN 978-7-111-38665-0

定价: 39.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261; 88361066

购书热线: (010) 68326294; 88379649; 68995259

投稿热线: (010) 88379007

读者信箱: hzjg@hzbook.com

献给安迪、
乔西和杰夫

致 谢

The Fearful Rise of Markets

在为《金融时报》效力 20 年纪念日这一天，我提交了本书手稿。所以，我必须首先向这家我度过了整个职业生涯的报业组织致上谢意。我对投资界所知的一切，都是在此期间学到的，这包括在三个主要城市伦敦、纽约和墨西哥城驻扎，出访了其他大量地区，报道了本书中涉及的多起事件。

我从共事过的同事身上学到了很多，我要谢谢他们每一位。感谢 **Lionel Barber**、**Martin Dickson** 和 **Daniel Bogler**，是他们给我放了假，使我有时间完成本书。感谢《金融时报》统计部代理负责人 **Keith Fray**，我每天总缠着他索要各种图表和信息，谢谢他忍受我的折磨。我尤其要感谢我的导师兼前辈 **Philip Coggan**，他给了我远超任何人的帮助；我在纽约的同事 **Michael Mackenzie**，他对市场的了解让我自叹弗如。

我就读于哥伦比亚商学院，2000 年在本校进修 MBA，这对我日后影响深远。我想感谢我在那儿的所有教授，尤其是 **David Beim**、**Joel Brockner**、**Franklin Edwards**、**Paul Glasserman** 和 **Bruce Greenwald**，事后看来，我从他们那里学到的许多东西，对撰写本书有着无法衡量的意义。我还要感谢 **Knight-Bagehot** 奖学金和 **George A. Wieggers**，他们资助我上的 MBA。

本书是我自己的结论，但许多内容都来自和别人的谈话。我尤其要感谢 **Robert Jaegar**，过去两年他和我开展了许多次极有意义的对话，还为我书中的一章起了标题，即“多元化的悖论”；**Robert Jaegar** 不见得赞同本书中的每一个观点，但他给了我无数绝妙的洞见，还给本书初稿做了一针见血的批评；**Tim** 和 **Jamie Lee** 带我理顺了货币紧密关联方面的缺点。我还必须感谢穆罕默

德·埃尔埃里安，他慷慨为本书撰写了序言。我还要感谢在准备本书期间采访过的诸君：Antoine van Agtmael, Robert Barbera, David Beim, Gary Gorton, Andrew Lo, George Magnus, Benoit Mandelbrot, Rick di Mascio, Michael Mauboussin, James Melcher, Amin Rajan, Jeremy Siegel, Dimitri Vayanos 和 Philip Verleger。我还想谢谢 Jack Bogle，他真是一位幕后英雄，我将他 2000 年 3 月对我提及的观点综合在了注释部分。

还有许多人定期与我分享其研究成功，为我提供宝贵意见，带我穿越投资迷宫。我尤其要感谢 David Bowers, Ian Harnett, Chis Watling, Tim Bond, Vinny Catalano, Alan Ruskin, Marc Chandler, Simon Derrick, Mansoor Mohi-Uddin, Albert Edwards, Jeremy Grantham, Elroy Dimson, Mark Lapolla, Tobias Levkovich, James Montier, Russell Napier, James Paulsen, David Ranson, Alan Rohrbach, Joseph Stiglitz, Richard Thaler，以及伦敦资本经济及伦巴德大街研究所（London's Capital Economics and Lombard Street Research）的全体成员。

这是一本新闻报道集，而不是学术专论，但一些通用的学术免责条款倒也适用。功劳要多谢他人相助，错误全怪我自己。

只要有可能，我会尽量依靠自己的报道以及我在《金融时报》的同事。原始文章的细节请见注释部分。我还读了许多书，请参见参考文献部分。

我要感谢 Pearson Education 出版社的 Chris Cudmore, Jim Boyd 和 Russ Hall，是他们要求我把这本书带往一个不同但更好的方向。Lori Lyons 为美国版做了优秀的编校工作，Melanie Carter 则为英国版做了更好的润色。

Robert Jaeger, Jennifer Hughes, Anora Mahmudova 和 Paul Griffin 耐心阅读了本书初稿，提出了建议。我的父亲 David Authers 几乎读了我写的每一版修正稿，不断地为我提出方方面面的建议。Fort Washington 公立图书馆的员工为我提供了舒适的工作环境。

最后也是最重要的，我想谢谢妻子 Sara Silver，在我即将完成本书时她

给予我不懈的鼓励，有一阵子，她只能一个人挨过我们第三个孩子出生后的艰难历程。我还要谢谢她为我做了宝贵而精确的校订工作。谢谢我的孩子 Andie。Josie 和 Jamie，他们给了我撰写本书所需的宁静，又带给我快乐的时光，提醒我人生中还有远比金融更重要的事情。

出版商致谢

谢谢 The Onion Inc.，允许我们引用原书 P88 的摘录，原文见 The Onion, Issue 44.29, www.theonion.com。

原书中部分文字无法联系到版权所有人，如果任何人提供线索，我们不胜感激。

The Fearful Rise of Markets

序 言

说到阅读新闻、寻找有见地的评论和分析，我猜大多数人都有自己的惯常套路。我就是这样，看看约翰·奥瑟兹怎么说就是我的老一套。

倘若你不光对市场感兴趣，还与它们的内部运作、日常波动、多变情绪有着千丝万缕的联系，那么约翰在《金融时报》上的专栏恐怕会是你的必读项目。他的文章为我们了解市场发展和前景提供了及时的见解；它激发了人们的兴趣，时不时还能掀起激烈的争论。

所以，你大概能明白，约翰要我替他这本了不起的书写篇序，我有多高兴，又有多荣幸！想到要跟金融媒体行业里一位最优秀的作家一起白纸黑字地“现身”，我也觉得有点心虚。好在这篇序言的篇幅有限，拿它来与约翰那引人入胜的写作风格作比较没什么意义。

这本节奏快而有趣的书，写作风格恰跟约翰平常的专栏一样：简洁、切题、举例一针见血。就把这本书当成一辆车吧，它会载着你展开一段探索之旅。每到一站，它便告诉你哪些力量聚集到了一起，决定了市场的价值和关联性。或者，用约翰的话来说，哪些力量推动了市场的崛起、崩溃和东山再起（不过，东山再起的市场仍然脆弱，监管和私人基础设施仍然不牢靠）。

在这段旅程里，你会发现：为什么市场能在颇长的时间里同步行动（如“泡沫”的形成），随后才一个接一个夸张而痛苦地四散崩溃；为什么那么多投资经理都成了从众行为的受害者；为什么指定不当、监管不当的委托代理关系会使最终投资者和托管者之间产生激励机制错位；风险管理技术怎样从缓和风险变成了放大风险；为什么监管部门难于长期准确把握市场的脉搏。

随着旅程的展开，你会看到很多有趣的花絮，比如“新兴市场”这个名字是怎么来的；它怎样变成了一项可投资的资产类型。在我看来，最可贵的是，你还将看到当今社会是怎样被迫在稳定和效率之间做出重大权衡的，而世界各地的政府却未能对这一必要的平衡（它将影响当前和未来的好几代人）给予足够的关注。

本书的上市时机也拿捏得很准。本书出版之时，很多市场参与者刚从2008～2009年全球金融危机带来的濒死状态中恢复过来，又转回了先前那种不可持续的思维方式和行为；监管机构本该设计采取措施来巩固市场基础设施、限制系统性的风险，可它们再度放开了双手；政治上的权宜很可能压倒了经济和金融逻辑。

没错，本书就是要带你走过一段切题而及时的旅程。它会告诉你，这段旅程的目的地会是什么样子，它应该是什么样子。

读罢本书，我猜你会对市场意外和政策失误残留的风险形成更为清晰的认识。政府需要怎么做才能降低另一场大规模市场混乱的风险，你会得出概要的结论。你还能获得一套更完整的工具，思考当今（及未来）市场存在的风险和机遇。

如果你对我在太平洋投资管理公司的同事们所做的工作感兴趣，本书就更加切题了。我们的工作研究2008～2009年全球金融危机发生后，市场和经济会有怎样的走向。研究结果暗示，全球体系可能不会再回到近些年来平均值（“旧常态”），而是会维持多年的动荡状态，迈入一种“新常态”。

出于约翰在本书中引述的原因（包括不当定位、从众行为、保守的内在承诺、委托/代理问题），社会要花很长时间才能完全认识并适应市场体制的更迭。这并不是信口开河，毕竟，发达经济体的公共财政突然同时大规模恶化，很多国家的失业率意外猛增，再加上人们意识到高失业率会持续相当长的时间，私人及公共实体的体制地位受到相应侵蚀，社会政治因素对经济

和市场的推动作用越来越大……这些事情所造成的长久影响，有谁能够否认呢？

我想说的很简单：不管你是投资人、分析师还是决策者，只要你对市场如何运作有兴趣，就该读读约翰的书。是的，市场仍将长久存在；是的，它们仍然是组织、评估和分配资源的最佳结构。但我们不应该为此忘记：市场有时也会失灵。

市场有时的确会太过同步或冲得过头，它们可能会卷入目前尚未得到足够认识且缺乏必要基础设施支撑的活动。约翰·奥瑟兹把这一切简洁而清晰地做了阐述，同时又给了我们希望：我们可以让市场运作得更好，以进一步提高全球的福祉。

穆罕默德·埃尔埃里安

太平洋投资管理公司 CEO 兼联合 CIO

《碰撞》(When Markets Collide)^Θ一书作者

^Θ 此书中文版已由机械工业出版社出版。

可怕的市场周期 时间表

The Fearful Rise of Markets

崛起

1954 年 11 月 23 日：美国股市从大萧条中复苏

大萧条之后，美国金融设立了严格的监管制度：商业银行受存款保险保护，不得涉足投资信贷业务。在布雷顿森林体系之下，美元汇率跟黄金挂钩。银行在金融业占主导地位。在投资领域，大多数人都是用自己的钱投资。主流投资者没有投资商品、外汇、信用违约风险和新兴市场的途径。所有这些因素在第二次世界大战后的半个世纪都发生了变化，这就创造了条件，使得不相关的市场能够同时出现泡沫并因过热崩盘。

1962 年：富达的麦哲伦基金启动

富达等基金的投资经理开始宣传他们的回报率，并推出大型新基金。积累财富的目标推动着投资行业。排名机构开始发布排行榜，比较基金的短期业绩。这时候，利用别人钱的人成了市场的幕后推手，他们的薪酬和标杆促使他们采取一致行动。

1969 年：第一只货币市场基金推出

投资市场剥去了银行的许多核心功能。货币市场共同基金甚至能提供支票簿。这本来是为了回避 20 世纪 30 年代为避免银行挤兑所设置的严格限制，但同时也带来了没有存款保险的大笔银行存款。放贷决策从银行放贷员转移到了市场手里，此外还迫使银行寻找风险较高的新业务。

1971 年：金本位制结束

尼克松退出了金本位制，这是泡沫产生的必要条件。黄金不再是锚点，货币转而依赖中央银行。就算中央银行信誉尽失，当今世界经济的锚点也不再是金价，而是石油价格。

1975 年：第一只指数基金推出

指数基金为基金经理蜂拥而至创造了标杆。由于基金经理持有的资产比例越来越大，市场也越发容易产生泡沫了。

1982 年：第一只新兴市场基金推出

世界银行给“较不发达国家”（*lesser developed countries*）改了个名字，称为“新兴市场”，并设立基金购买这些国家的股票。世界银行把它作为一种新的资产类型，首次将之开放给主流投资者。“新兴市场”本来跟发达国家的股票是不相关的，如此一来，随着同一批投资者的同时持有，两者开始同步，新兴市场指数的出现也有助于在新兴市场形成“从众”效应（也称“羊群效应”）。

1984 年：抵押债券改革

时任美国总统的罗纳德·里根允许投资银行交易有大规模抵押贷款做支持的债券，并为投资者购买提供了方便。这增加了房利美（*Fannie Mae*）和房地美（*Freddie Mac*）的权力，缓解了美国小银行生存艰难的问题。但它也意味着，如果按揭违约，只要代理延长贷款期限，它就能脱身；其他市场的投资人可以买进卖出抵押贷款债务，这使得同步出现的泡沫有可能进一步膨胀。

1990 年 1 月：日本崩盘，日元套利交易出现

套利交易带来了“容易钱”，它借入低利率货币，再把钱投入高利率货

币，以此赚取价差。1990 年日本的泡沫破裂后，日元的低利率造就了套利交易。股票投资者通过这种方式为自己融资，日元开始与股票同步运动。

1992 年 9 月：在英镑黑色星期一的刺激下，外汇成了一类资产

20 世纪 90 年代初，货币投资者的大规模哗变促使外汇利息变成了一种资产类型。大投资者设立基金，押注在汇率上。

1996 年 12 月：格林斯潘对非理性繁荣提出警告

上了年纪的“婴儿潮一代”信心满满，又需要为退休储蓄，大笔大笔的钱涌入共同基金。股市膨胀，进一步推动基金经理追捧热门股票，他们成了全世界投资者的最后指望。

1997 年：亚洲金融危机促使亚洲国家建立美元储备

亚洲国家遭受了一连串的货币贬值，几近无法履行债务，之后又出现了多年紧缩。这促使中国和其他亚洲国家建立美元储备，美国利率由此走低，更多的钱涌入市场。

1998 年 3 月，花旗集团和美国银行合并，创造出“大得不能倒”的银行

通过全球大规模并购，许多银行对国家经济产生了举足轻重的作用，它们知道政府不能放手让自己倒闭，道德风险由此产生，它们有了冒险的动机。由于银行全球化，银行在世界各地都开展业务，全球联系日益紧密。

1998 年 9 月：长期资本管理公司烟消云散

当时最大的对冲基金长期资本管理公司（Long-Term Capital Management）在信贷市场上引发了全球性癫痫，这为后来的超级泡沫做出了预警。美联储动手救了它一命，主动降息，科技股泡沫迅速膨胀，道德风险甚嚣尘上。

2000 年：网络泡沫破裂

科技股形成了史上最大的股市泡沫（在美联储“容易钱”和道德风险的刺激下，非理性繁荣、数十年的从众行为至此达到顶点），随即崩溃。美联储以降息作为回应，推动股票市场出现反弹，对冲基金兴起，信贷和住房领域出现泡沫。

2001 年：新兴市场再换招牌：“金砖四国”

高盛预测金砖四国（巴西、俄罗斯、印度和中国）会出现大发展，由此点燃了新兴市场新一轮的繁荣之光。和“金砖四国”绑在一起的资金流入其他股票市场，抬高了商品价格和新兴市场的汇率。

2004 年：商品成为一类资产

学术研究表明，商品期货能提供强劲回报，不受股市表现影响。大型机构投资者立刻投入到商品期货上。新的资金上商品和股票挂起钩来。大宗商品价格上涨，再度推动了新兴市场及其汇率。

2005 年：违约风险成为一类资产

信贷衍生工具为主流投资者打开了信用和贷款世界的大门。信贷开始与股票、债券和商品紧密挂钩，推动了美国房价上涨，次级贷款欣欣向荣。违约风险（default risk）造就了廉价的杠杆，世界各地同时出现信贷泡沫。

陨落

2007 年 2 月 27 日：“上海惊奇”结束了大稳健时期

2003 ~ 2006 年，市场波动小，利率低，泡沫稍告歇息，但波动性突然走高，金融工程更困难了。

2007 年 6 月 7 日：10 年期国库券收益率达 5.05%

投资者卖出债券，抬高了国库券的收益，国库券过去 20 年里持续下跌的趋势由此被打破，改变了所有信贷产品的数学算法。

2007 年 6 月 19 日：贝尔斯登对冲基金求助

对冲基金的贷款人持有次贷证券又将之拍卖，暴露出这些证券价值的混乱状况。

2007 年 8 月 3 日：权威人士吉姆·克莱默宣布信贷市场“末日”降临

美国散户投资者发现，美国银行停止相互拆借。

2007 年 8 月 7～9 日：大量对冲基金遭受前所未有的损失

贝尔斯登事件发生后，一只股权对冲基金结业清盘，一群据说没有市场风险的大型对冲基金遭受了前所未有的损失。

2007 年 8 月 9 日：法国巴黎投资银行的货币基金关张后，欧洲央行出手干预

据北岩银行（Northern Rock）所说，就是这一天，“世界变了”：大西洋两岸的货币市场都加倍恐慌起来。

2007 年 8 月 17 日：全国基金危机之后，美联储减息

美国最大的抵押贷款机构在破产的边缘徘徊。紧接着，美联储降息，新一波热钱涌入新兴市场，美国和欧洲反弹。

2007 年 9 月 13 日：北岩银行出现挤兑

英国银行的客户排队取出自己的存款，人们对英国的信心受损。

2007 年 10 月 31 日：全球股市冲到了最高点

11 月 1 日，因为担心花旗银行的损失，股民抛售其股票。

2008 年 3 月 16 日：摩根大通挽救了贝尔斯登

贝尔斯登也撑不住了，引发“银行挤兑”。美国政府出手让摩根大通买下了它，此举使得投资者深信救市行得通，进一步抬升了大宗商品市场。

2008 年 7 月 14 日：石油冲上峰值，美元反弹——“脱钩贸易”结束

2008 年石油走高行情结束，通货膨胀的恐慌也随之消退。石油、外汇和股票市场同时逆转，造成巨额亏空，逼迫投资者偿还债务。

2008 年 9 月 7 日：房利美和房地美收归国有

优先股股东承受了损失，市场大为震动，所有看似易受冲击的金融机构都出现了挤兑。

2008 年 9 月 15 日：雷曼兄弟破产

雷曼兄弟出售谈判失败；美林投资银行（Merrill Lynch）卖给了美国银行，美国国际集团（AIG）发出求助呼吁。

2008 年 9 月 17 日：AIG 获救，储备基金破底，货币市场陷入恐慌

一只货币基金因为持有雷曼债券而“破底”（跌破净资产），资金被恐慌地抽离货币基金；AIG 要求 850 亿美元的救援，人们对它投保的欧洲银行也担心起来。

2008 年 9 月 29 日：国会投票否决了不良资产救助计划

对政治体制的信心崩溃。欧盟对如何协助保护银行存款问题陷入困惑，整个局势雪上加霜。

2008 年 10 月 6 ~ 10 日：全球连锁崩溃

短短一个星期，几乎全世界所有的股市都跌了两成，各种资产类型都出现了前所未有的猛跌，说明它们当中也存在泡沫。

可怕的崛起

2008 年 10 月 24 日：新兴市场触底，中国出台经济刺激方案

中国在借贷上的迅猛扩张，以及美联储向新兴市场的央行供应货币，使得新兴市场免于出现全面违约危机。

2009 年 3 月 9 日：银行股和发达市场全面触底并反弹

花旗银行放话说自己的业务赚到了钱，反弹开始。大银行免于收归国有，使得投资者恢复信心。