



RESTORING CONFIDENCE

一个革命性风险管理和危机应对工具，
将完全改写金融市场对产品风险的既有评估概念！

重振市场信心

透视杠杆：风险管理新工具

[美] 肖恩·塔利 (Sean Tully) | 著
理查德·巴西特 (Richard Bassett) |

FINANCIAL SYSTEM

ough leverage a Powerful New Tool for Revealing and Managing Risk



中信出版社 CHINA FINANCE PRESS

RESTORING CONFIDENCE

重振市场信心

透视杠杆：风险管理新工具

[美] 肖恩·塔利 (Sean Tully) | 著
理查德·巴西特 (Richard Bassett) | 著
周沅帆 王洋 | 译

See-through Leverage: a Powerful New Tool for Revealing and Managing Risk

2012-11-2
FINANCIAL
SYSTEM

中信出版社
北京

图书在版编目 (CIP) 数据

重振市场信心 / (美) 塔利, (美) 巴西特著; 周沅帆, 王洋译 —北京: 中信出版社, 2012 7

书名原文 Restoring Confidence in the Financial System

ISBN 978-7-5086-3284-1

I 重… II ①塔 ②巴 ③周 ④王 III 金融产品—风险管理 IV F830 9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 049467 号

Restoring Confidence in the Financial System by Sean Tully and Richard Bassett

Copyright © 2010 Sean Tully and Richard Bassett

First published by Harriman House Ltd in Great Britain

Simplified Chinese translation copyright © 2012 by China CITIC Press

ALL RIGHTS RESERVED

本书仅限于中国大陆地区发行销售

重振市场信心

CHONGZHEN SHICHANG XINXIN

著 者:(美)肖恩·塔利 理查德·巴西特

译 者:周沅帆 王 洋

策划推广:中信出版社(China CITIC Press)

出版发行:中信出版集团股份有限公司(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者:北京诚信伟业印刷有限公司

开 本:787mm×1092mm 1/16 印 张:12.5 字 数:160千字

版 次:2012年7月第1版 印 次 2012年7月第1次印刷

京权图字:01-2010-6587

广告经营许可证:京朝工商广字第8087号

书 号:ISBN 978-7-5086-3284-1/F·2592

定 价:38.00元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书,如有缺页、倒页、脱页,由发行公司负责退换。

服务热线:010-84849555

投稿邮箱 author@citicpub.com

服务传真:010-84849000

前 言

本书内容

本书提出了一种独特的方法，来理解 2007 ~ 2009 年金融危机的主要问题。为了避免同样的问题再次发生，本书还提供了解决危机的明确和实用的工具。

我们认为，2007 ~ 2009 年危机的核心问题是，自 20 多年前《巴塞尔协议 I》产生以来，人们以一种概念性错误的方式看待和监管金融风险。这次危机是由已经被以前的危机所证明的、相同错误的风险管理方式所导致的。

本书所提出的新方法——透视杠杆（See Through Leverage，简称 STL），用一种独特的统一概念解决矛盾和解释危机的主题。这种方法的应用，将防止相似的危机再次发生。

正如纳西姆·塔勒布（Nassim Taleb）、伯努瓦·曼德勃罗（Benoit Mandelbrot）和海曼·明斯基（Hyman Minsky）这些思想领导者的深刻见解，采用透视杠杆可以转变成能够用于日常决策的工具。我们首先介绍一个新的能将这些观点连接起来的、有关杠杆作用的广义定义。

我们关注以下几点：

重振市场信心

Restoring Confidence In The Financial System

- 如何解释近来的危机？
- 近来的危机与以前的危机，如 1929 年华尔街大萧条、日本金融危机和长期资产管理公司危机，为何有许多相似之处？
- 如此多具有 AAA 评级的证券，是如何突然间变得一文不值的？
- 为什么一些具有高评级、资金充足的银行和保险公司，突然走到了破产边缘，从而急需政府援助？
- 具有持续稳定回报的基金是怎样失去价值的？
- AAA 评级的单一险种保险公司和高信用评级的衍生产品公司，为何突然走到了违约边缘？
- 众多对风险敏感的监管者、银行家和政治家，怎样错过了全球金融体系试图击碎的、系统性风险的冰山？
- 如何将海曼·明斯基、伯努瓦·曼德勃罗、纳西姆·塔勒布和乔治·索罗斯（George Soros）对这次危机的看法以及见解，纳入本书介绍的新管理工具？这种工具可以用来防止另一次相似危机的发生。
- 作为当前管理体系基础并曾获得诺贝尔奖的数学原理，是怎样被滥用的？其中多数情况发生在现代金融和评级领域，这种情况同样存在于以前的危机中。

一种新方法

本书所介绍的新方法，将用杠杆定义所有的新产品，尤其是那些影子银行体系（Shadow Banking System）的产品，如资产支持证券（Asset-Backed Security，简称 ABS）及其衍生品，在某种程度上与杠杆作用的传统定义保持一致，但也独立于对未来市场价格变化和未来损失分布的预测。

人们一旦创造、解释和阐明了这种新的风险术语，之前由于过度依赖某种忽视这个新规范的风险计量方法而引起的概念性错误，将会变得清晰起来。

在具体描述这个概念性错误如何导致此次金融危机之后，本书的目的在于引领全球金融市场参与者的前进方向，告知他们如何应对不确定性。为此，我们将会介绍一组新的风险指数，这将为投资者、监管者和评级机构在今后的日常活动中重振信心提供机会。

本书首先介绍了简单系列杠杆 [Simple Tranche Leverage, 简称 STL (0)] 的概念，这是一个新的债务证券风险指数，特别是对简单的资产支持证券来说。随后，这个概念被推广到透视杠杆 STL (X) ——一个新的证券风险指数，特别是对再证券化的资产支持证券来说。

最后，我们介绍了加强透视杠杆 ESTL (X)，它将借款人的杠杆作用也囊括进最终的全综合风险指数。

一般来说，本书提到的每一个新的风险指数 [如 STL (0)、STL (X)、ESTL (X)^①]，均作为透视杠杆风险指数族的一员。本书以仅有一层的结构化产品作为典型的例子，在这种情况下， $STL = STL (0) = STL (X)$ ，因此，这些公式在此时是可以通用的。

读者群

本书是写给投资者、风险管理者、银行家、监管者和政治家的。写作本书是为了使那些被告知存在危机和具有相对计算能力的读者容易理解这次危机——他们将可以遵循作者关于新的风险术语和被称为透视杠杆的新风险指

① 专利申请中。

重振市场信心

Restoring Confidence In The Financial System

数族的结论。附在本书后面的术语表对不熟悉结构化金融术语的读者，将会是一个有用的指导。当相关术语首次在文章中出现时，读者可以在词汇表中查询其具体含义。

本书结构

本书结构如下：

第一章，着重描述发生在 2007 ~ 2009 年危机之前的一般政治事件和监管事件。

第二章，具体深入研究了《巴塞尔协议 I》和《巴塞尔协议 II》中的银行监管规则的要点。读者很快就可以认识到，这些协议中有关应对金融风险所采取的方法是多么幼稚，而透视杠杆风险指数族却可以揭露这些风险。

第三章，描述了监管环境与评级机构所采用的数学理论，如何引起了新产品和影子银行体系的产生和巨大增长，以及如何造成了金融风险的大量积累，而这些风险却被疏忽，或者像我们所认为的那样被错误地监管。

第四章，介绍新的风险术语和透视杠杆风险指数族。

第五章，结合大量实例，描述了这种新的风险指数族怎样被应用于金融市场和银行体系。

第六章，描述了监管者该如何使用这种风险指数族，来确保全球金融体系再也不会坠入同样的深渊。

在每一章的开始均有一个“本章概述”部分，用以指出这一章要点。

本书的目标

我们希望，这本书至少会引起一场在强度或重要性方面都不失规模的辩论。我们确信，透视杠杆风险指数族将作为投资者、监管者和评级机构的日常风险管理工具，帮助他们对具有强有力支撑的 AAA 资产，和那些虽被标记为 AAA 但与一般对 AAA 评级的期望相差甚远的资产做出区别。

透视杠杆将会帮助我们区分真正资金充足的银行和实力较弱、具有周期性风险的银行。同样，透视杠杆也将减少泡沫发生的机会，并有助于防止系统性危机。

引言

我们的世界已经被破坏——我真的不知道，什么将会替代它。

——伯尔尼·叙谢，美林，《华尔街日报》，2009年12月14日

1555年10月16日的早晨，阳光灿烂。在牛津的贝利奥尔学院（Balliol）门前，两个著名的异教徒将被熊熊的烈火烧死。16世纪50年代的英格兰，是动荡、血腥和野蛮的。在玛丽（Mary）皇后统治下的老英格兰地区正在发生改变，最初支持由亨利七世提出与罗马决裂的杰出教士成员，遭到逮捕和处决。这个早晨轮到了拉蒂默（Latimer）——一个独具天赋、曾经作为亨利大帝私人牧师的年轻剑桥毕业生——和尼古拉斯·里德利（Nicholas Ridley）。他们的死，在现代的观点看来，是非常可怕的。但对诺森伯兰·里德利（Northumbrian Ridley）来说，火烧得还是慢了些。

将近500年以后，尼古拉斯·里德利的后裔，作为北岩银行（Northern Rock）主席的马特·里德利（Matt Ridley），在对一家英国银行的紧急援助中受到指责（幸运的是，对于他来说，这个指责只是隐喻性的），这种指责也是自1866年的第一次。由于一些来自偏远地区的富家公子的金融才能不值一提，因而英国媒体很乐意讲述他们对爵位和大量土地的继承之类的事情。

重振市场信心

Restoring Confidence In The Financial System

事实上，里德利像他的家族中多数人一样，继承了智慧天赋和进步心态，远远超过了大多数与他同时代的地主。他的报复是无声的革命，在不到 10 年的时间里，他将没有活力的、相对简单的银行业务转变为一个应用数学的分支，信用风险管理将不再依赖于银行管理者对客户的熟悉程度，而是依靠复杂的、电脑驱动的系统。如果在巴塞尔聚集的中央银行家发现与其保持同步是困难的，那么，集英国旧传统和天赋于一身的业余参与者，却突然看起来是高度风险暴露的。

“我们没有意识到银行业的发展所导致的风险，而好像只是看到它们提供了进步的证据。”

我们没有意识到银行业的发展所导致的风险，而好像只是看到它们提供了进步的证据。自 2008 年美国次贷危机以来，监管者十分重视银行信贷风险的

暴露，这次危机显示了贷款业务集中的危险。因此，监管者鼓励银行多样化风险头寸。在 2006 年春天，只有国际货币基金组织指出，信用风险分散可以看做是一个积极的消息，因为它“帮助银行业和整个金融体系变得更加有弹性”。银行家站在他们自己的角度，在“分割”链的每一步收取费用。随着银行释放信用风险，越来越多的信用会反过来注入经济体，创造更多的银行费用。2007 年在北岩银行，有些人对银行管理层指出，随着抵押物的证券化，在为金融创新而开始的疯狂争夺战中，更加复杂的产品被创造出来，它们可以将一个单位的资本放大为 3 倍于 5 年前的贷款。^①

抵押债务证券（Collateralised Debt Obligation，简称 CDO）是为达到这个目标而被广泛采用的工具。它以捆绑的抵押物挂钩债券为基础，被打包装入结构化投资工具（Structured Investment Vehicle，简称 SIV）中，一般以表外实

^① 《金融时报》，2008 年 11 月 9 日。

体的形式出售。这些工具的价值由复杂的电脑模型计算出来，但这些复杂的电脑模型却没有顾及杠杆作用的数量，而这些需要以保守的资本考虑来设计。像吉莲·邵蒂（Gillian Tett）所写的，“一系列用来创造更加自由市场的创新活动，实际上制造了一个不透明的世界，其中的风险正在不断集中，而这种创新方式基本上没有人理解。”^①我们将会说明抵押债务证券和结构性投资工具的风险，这与在1929年股市大崩盘和长期资本管理公司崩溃中，一些信托工具所引起的风险极其相似。

评级机构为这些风险的扩散提供了便利，它们采用最尖端的电脑技术，用一周多的时间，对一些抵押债务证券进行风险评估。^②就像我们在本书稍后部分所描述的，它们忽略了这些工具能够促进杠杆化急剧增加的事实。但这没有能够阻止投资者购买这些复杂的产品，因为他们信任风险的信用评级结果。

2007年春，这些假设和计算方法，开始受到高度的监管。这种情况在美国出现，是随着次级抵押贷款拖欠问题急剧增加开始的。某些银行，如汇丰，宣布迅速增加抵押贷款损失准备金。包括标准普尔在内的评级机构，降低了抵押贷款挂钩产品的评级，因此公众开始质疑评级机构的模型。2007年早期，BBB评级的次级抵押贷款价格指数开始跌落，到了8月，AAA评级的价格指数也开始跌落。

货币市场的投资者立刻受到了惊吓，购买结构性投资工具发行的商业票据的活动迅速暂停。在对结构化投资工具的审查开始之后，对全球的影子银行业和表外工具的审查工作也继而展开。然而，这对真正的银行业产生了影响，因为业界逐渐认识到：许多银行暴露于结构化投资工具的风险之下。本

^① Gillian Tett, *Fool's Gold* (Little, Brown, 2009).

^② 《金融时报》，2006年4月4日。

重振市场信心

Restoring Confidence In The Financial System

应对这些问题理解更加深刻的基金管理者，也对银行应用结构化投资工具模型的范围和规模表示惊愕。由于这么多的工具得到了很高的评级，风险因素发生时人们都很震惊。

瑞士联合银行集团（UBS）主席彼得·库勒（Peter Kurer），对大多数关于高评级结构化产品的看法，做出了最好的总结，他是站在危机的高度陈述的：“我们从来没有对这些产品的风险给予足够的关注，因为，我们的风险管理者说，它们全都被评为 AAA 级别。”2007 年年底到 2008 年年初，数十亿美元的结构化信贷资产价值开始下跌。“糟糕银行”这个词尚未被发明，但随着银行争相将它们的资产负债表与风险隔离，“风险保护”和其他词语开始流行起来。

为了防止挤兑行为的发生，若干个国家开始行动来增加（或在某些情况下完全保证）零售银行的存款。将 2/3 的结构化资产标记为 AAA 级，且看似合理的模型，这些行动却被认为是失败的。美国经济学家约什·罗斯纳尔（Joshua Rosner）说：“这是一个模型失灵的时代。”对银行的信任消失了；对评级机构的信赖蒸发了；信心，或许这个对市场情绪来说最关键的元素，已经被侵蚀了。一个巨型银行的倒闭，使所有的这些渐渐消失。美国，接着以雷曼兄弟倒闭的形式付出代价。多数基金市场失灵，几个星期之后，包括英格兰银行的管理者默文·金（Mervyn King）在内的很多人认为，整个体系已经站在了悬崖边上。

为了重建货币市场的功能性，美国和其他主要国家的政府不得不介入其中。在美国，美联储开始进行压力测试，同时，英国政府正在确保银行可以对抗有毒资产的损失。

联邦储备委员会前主席保罗·沃尔克（Paul Volcker）指出：“简单来说，这个光明的新金融体系——对于它的所有天才参与者，对于它的所有丰厚回

报来说——在市场测试中失败了。”^①

2009年2月，一份出自英格兰银行的金融稳定性研究报告更加强了这一点：这次失败，部分归咎于“灾难近视”，它代表了一种低估风险的趋势。^②此外，另一种涉及纳西姆·塔勒布黑天鹅理论的观点暗示：缺乏对网络外部性的意识，同样是失败的关键因素所在。

塔勒布这样描述黑天鹅：

首先，由于它存在于常规期望之外，是一个局外者，因此，没有什么能够令人信服地指出它存在的可能性。其次，它带来了深远的影响。最后，尽管它是局外者的身份，但人类的本性使得我们在它出现之后，捏造解释，使得它的出现成为可以解释和预见的。^③

黑天鹅理论的两个特点——低可能性和巨大影响的精确组合，最终导致了最高智慧的产生和守旧派的失败。塔勒布解释道：

“低可能性和巨大影响的精确组合，导致了最高智慧的产生和守旧派的失败。”

不确定性理论应用于真实世界的问题，已经产生了荒谬的效果。我曾有幸在金融和经济领域看到这点。询问一下你的投资组合经理对风险的定义，他很可能提供一个排除黑天鹅理论可能性的定义——因为没有一种方法对总风险评估的预测价值高于占星术。

尽管有许多应用于金融风险管理的风险计量方法，但许多被广泛应用的

^① John Brinsley and Anthony Massucci, 'Volcker Says Fed's Bear Loan Stretches Legal Power', 08/04/2009.

^② Andrew Haldane, 'Why Banks Failed the Stress Test', www.bankengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech374.pdf.

^③ Nassim Taleb, *The Black Swan* (Penguin Books, 2007), p. xvii.

重振市场信心

Restoring Confidence In The Financial System

计量方法（如违约率、期望损失和风险价值）是基于对未来概率分布的预测。当我们读透这本书以后可以看到，未来社会现象的概率分布（如市场）通常是不可知的，并且是不可能准确估计的。

本书所介绍的透视杠杆风险指数族的概念，作为一种建议方法，可以用来解决金融市场的真实性质和已建立的风险管理实践之间的不一致问题。

目 录

前 言 / V
引 言 / XI
第一章 美丽新世界 / 1
第二章 巴塞尔协议意料之外的影响 / 35
第三章 评级机构和影子银行体系 / 53
第四章 现行体系的失败和透视杠杆的必要性 / 85
第五章 透视杠杆的应用 / 113
第六章 走向《巴塞尔协议Ⅲ》 / 141
术语表 / 171
参考文献 / 179

第一章

美丽新世界



“对于资本来说，卓有成效的配置是重要的，它不能仅仅被藏匿在床垫下面。”

艾伦·格林斯潘

“就我个人来说，我认为玛格丽特·撒切尔夫人为伦敦创造了奇迹。大爆炸摧毁了那些懒人曾经因校友关系而形成的所有旧关系网。”

肯·利文斯通，伦敦市长