

曹凤岐 主编

中国证券市场 发展、规范与国际化



中国金融出版社

野 兽 之 美

——世界股市重大事件启示录

《上海证券报》专题部编

学 林 出 版 社

野兽之美

——世界股市重大事件启示录

作 者 《上海证券报》专题部编

责任编辑 李 东 曹坚平

特约编辑 张志雄 王晓峰

封面设计 周剑峰

出 版 学林出版社出版
上海市钦州南路 81 号三楼

发 行 新华书店上海发行所

印 刷 松江新桥新生印刷厂

版 次 1996 年 12 月第 1 版 1997 年 12 月第 2 次印刷

规 格 850×1168 1/32

印 张 9

字 数 180,000

印 数 6001—12,000 册

国际书号 ISBN 7-80616-267-4/F·24

定 价 14 元

总 序

“《上海证券报》文丛”是中国证券经济报刊业的一种衍生产品。

说起衍生产品,总让人联想起创新和“反传统”;但这种定位对“信息高速公路”可能更合适。确实,90年代迅猛而来的信息电子化潮流,为传统大众传媒所始料不及。因为,当80年代人们预计未来社会将是信息独领风骚时,报业、出版界和影视界的编辑、记者、制作人欢喜莫名。可今天电脑网络以信息时代的合法载体出现在人们面前,咄咄逼人,大有舍我其谁之势。

因此,考虑“《上海证券报》文丛”乃到各种财经传媒的发展和定位时,首先要琢磨“信息高速公路”究竟在多少方面对我们这个社会空间给予了强烈的冲击。

第一,信息高速公路将在信息的密集化、即时性上大大占优,

一旦普及到千家万户,它将获得垄断优势,过去的早报新闻将变成晚报花絮的说法并非夸张。第二,资料背景分析优势明显。国内外一些人士认为,信息高速公路在信息和快捷性方面的优势并不能取代传统报刊的深度报道分析。其实,这仅仅将网络内的资料理解为信息库了。大家都知道,各背景分析的完成主要依靠资料的完备,这在过去,读者没有能力,更没有时间去做。而目前的电脑网络就能将各类事件的发展过程和各种观点分门别类,读者只要按图索骥即可,且比过去丰富多彩得多。第三,“版面”的图文并茂远胜于报刊杂志,其立体生动画面对今后习惯于漫画性思维的“新人类”极有吸引力。第四,但并非不重要,的是,电脑网络易于提取、剪切,大大方便了读者的参与感,自己动手比被动接受更有一种真实感。——这里指出的仅是“信息高速公路”可预见的部分。

电脑信息网络对传统传媒的冲击很像上世纪末照版对绘画艺术的影响。在照相术未出现时,西方艺术一向以维妙维肖的写实自傲。但照片的精确复制技术使得前者相形见绌。于是,一时间绘画艺术将没落的声音不绝于耳。可是,现代艺术却由此诞生。因为现代艺术针对照相的形似,开始了一场“变形记”的革命。结果,虽然照片对20世纪作出了巨大的贡献,现代艺术也改变了人类的视觉经验。如电脑的三维绘画,就与超现实主义有着血缘关系。同样,其后的录像机也无法取代相机。录像是全景式的流动的真;照片是片断的凝固的美,它在时间上连接过去和未来,在空间上延续远近和高低。

关键是选择。

“《上海证券报》文丛”选择的是中和之美,中庸之道;以眼光臻远,以虚怀包容。按书道的说法,中锋造势,偏锋取妍。所谓“中锋”,大而言之,也即探索中国证券市场正道,从资本市场而金融市场而国民经济,寻求它们之间的关联和互动;具体来说,就是注重

当下中国市场经济制度的建立和改革,对可能的变化作出较为即时的研究,以论文集或专著的形式推出;同时,配合出版实务性的操作介绍——这就决定了它们不是照搬国外的经验,而是结合当下中国情境和中期趋势的设计和可行性方案。所谓“偏锋”,亦即将看似玄奥的市场投资理念和理论演绎为投资人在具体境况下的直觉表现,使读者身临其境,作一回主人翁,过一把大投资家的瘾。为此人们会邀请一些擅长“抽象的抒情”的财经专栏作家、海外经纪人和翻译家,编著一系列银行家、企业家的传记,一部分世界金融市场的“大案要案”,以及作者本人涉市的所作所为的故事。

另外,现代社会需要闲暇,高度投入的金融市场更应该让人有放松的机会。散文化的时代已经来临,唯独财经散文、随笔缺缺。我们相信,正如松散身体的家庭健身器,张弛脑力的财经散文也将放置在人们的睡榻旁。——自然,“《上海证券报》文丛”也会尽力填补这一供需缺口,为整日正襟危坐,修身、齐家、治国、平天下的工作者们解乏。

我们之所以提出“《上海证券报》文丛”是证券经济报刊业的衍生产品,除了希望它能在“信息高速公路”兵临城下前,寻找到介于“轻”(信息的及时性)和“重”(资料性)的落脚点;也企图在报业和图书出版业之间发现“中间偏左(报界)”的位置。因为,国内企业前几年兴盛过多样化集团发展策略,实践证明,大多是主业不振,副业的投资又无法促进主业的结构调整。其实,国外早就发现至少当企业的主业仍有潜力可挖时,业务多样化往往意味着经营状况的逆转——业务扩大到自己没有经验和专业知识的行业。而事实上,报业和图书业的区别也比一般人的想象要来得大。

唯其如此,本套文丛将依托《上海证券报》衍生出发展来,尽可能地发挥报纸的敏感性、鲜活性和作者队伍的专业性、广泛性以及快速的节奏;配以图书读者的接受心理,把观察的火花燎原成反思

的熔浆,把狼吞虎咽的快餐调制成细嚼品味的美食,把急就章的泡沫凝固。

以上这些蜂拥而至、充满浪漫色彩的想法得到了学林出版社的热烈响应。对话与交流的结果,是使一个个想法潜入到我们的合作中,并以共同的热情和努力,使文丛能与广大的读者早早会面。

《上海证券报》文丛编委会

上 篇

●陈彩虹

如果霸菱事件没有发生

历史就是历史,无法改变。尽管在重大的历史事件发生之后,人们可以这样那样地去假设,然后得出如此如彼的结论。但这些,于已有的事件而言,已经没有了意义。不过,假设某种条件和对已有的历史发展过程作出猜想性的判断与结论,可能对未来是有益的,正因为如此,在理论分析与实际生活中,总是活生生地存在着这种“假设”与“结论”。

1995年2月27日,国际金融界传来令人震惊的消息:年仅28岁的交易员尼克·里森,在做股票指数期货的投机中,将已有233年历史的英国霸菱银行赔了个精光。巨石激起滔天浪,一时间各方争相报道评说霸菱事件,尼克·里森也由此成为世界知晓的人物,

挤进了各大报刊杂志的头版。当然,无数的假设与理性的分析判断亦风起云涌,大量的猜测与结论令人眼花缭乱。

最近,新加坡财政部发表了同英国普华会计师事务所起草的一份关于霸菱事件的调查报告,基本结论为,霸菱银行事件的主要原因是银行内部管理存在严重的缺陷,而其内含的推论是,如果加强内部的监督管理,霸菱事件是完全可以避免的。如此的假设和如此的结论,启发了我们的另一种假设:如果霸菱事件没有出现,金融世界将是何样呢?

首先,如果没有霸菱事件的出现,也会有霸菱第二、第三出现。

从我们掌握的资料来看,霸菱银行的倒闭确实应归罪于内部的管理不严,但这绝对是就事论事的结论,假定霸菱银行有着非常严格的内部管理制度与体系,尼克·里森没有集交易员与资金安排巨大的权力于一身,即使里森有着交易的超常兴趣与动力,他也没有足够的资金来源作为保证,而且,就是里森赔完了一个交易员权限内的所有资金,也不至葬送一家实力雄厚的大投资银行。这样的认识若是推而广之,即是,当今世界上所有的投资银行都加强内部管理,就不会有霸菱银行事件出现,更不会有霸菱第二、第三产生。但令人遗憾的是,这根本不可能成为真实的一幕。

问题的关键在于,霸菱事件涉及的投资对象是极其特殊的商品——金融衍生产品,这种衍生产品源于一般金融投资工具,如股票、外汇、利率等。与基础金融工具相比,金融衍生产品具有更加远离现实社会生产与流通的特征,也就具有更大的投机的特征。本来,股票等基础的金融投资工具,尽管它们与现实的社会生产和流通相关,它们代表着现实的资本,但是,它们不是真实的资本,在货币投资以它们为投资对象时,就已经有了巨大的投机的可能,历史上已经有过的股票市场的危机与动荡,无一不与股票等金融投资工具的巨大投机性有关。在这样的金融工具的基础上衍生而来的

“衍生金融产品”，应当说，与现实社会生产和流通没有了任何关系，它作为投资或是投机的对象完全是人为创造出来的。

在这里，金融衍生产品投资，便是完全无疑的赌博了。既是赌博，就可能赢得痛快，也可能输得惨重。而作为现代的任何一家投资银行，真实地进行一般投资业务得到的收益，总是不如巧妙、运气地得到投机的收益来得迅猛和巨大，强烈的短期巨大盈利目标驱使，使得铤而走险的投机意识渗透于任何一家投资银行的管理与操作层次，形成了具有机理性的投资银行的内在规定。而投机对象的投机性越强，可能得到的收益越是短期、越是巨大，也就越有投机的冲动性。正好，所谓的“金融衍生产品”满足了投资银行的“本能性”需要。相比较而言，内部再严格的管理制度，也只不过是汹涌澎湃投机浪潮的一道无可奈何的弱小防线而已，怎么也阻止不住投机的。因此，霸菱事件的出现是一种必然。或者说，没有霸菱事件出现，也必定会有霸菱第二、霸菱第三出现的。去年9月份，霸菱事件的日本版曝光，日本大和银行纽约分行在金融和衍生工具交易中损失11亿美元，乃是绝对有力的证明。

其次，如果没有霸菱事件出现，世界的金融衍生产品投资市场将不成其为市场。

由于金融衍生产品巨大的投机性，金融衍生产品的价格变化是完全的“人工造景”，因此，金融衍生产品市场的投资活动，无一不是投机行为，它决定了投机的结果，必定是纯粹意义上的“零和竞争”结局——有投机者赚了钱，那是因为有别的投机者赔了钱；有投机者赚了大钱，那是因为有别的投机者赔了大钱。

我们说，如果没有霸菱事件，没有霸菱银行巨大的亏损，也就根本不可能有别的投机者大的收益，而没有大的收益，不但理论家们会对“金融衍生产品”市场的作用失去了兴趣，重要的是，投机者们就会转移投机方向与对象。那样的话，金融衍生产品市场即使不

走向终点,也可能是冷冷清清的,市将不市,场将不场了,可见,霸菱银行以其走向死亡的巨大损失,为繁荣新兴的“金融衍生产品市场”作出了极大的贡献。事实上,正是因为有像霸菱银行这样的一些贡献者,不断地将自己逼到亏损赔钱的地步,不断地为其他投机者口袋里装钱,世界金融衍生产品投机市场才得以存在,只不过,有些没有像霸菱银行那样贡献卓越罢了。

换一个角度来看这个问题,若是所有的投资银行都遵循严格的内部管理制度,以不“大”的投机为原则,世界上只是“蝇头小利”的投机经营方针,那自然不会有霸菱事件出现,但同时,也就不会再有金融衍生产品市场的存在了。在此,我们只有深深地承认如此现实,巨大投机机理存在的经济体系,根本不可能消灭投机,只要有投机的场所和对象,而这种场所与对象越是巨大、刺激、输赢莫测,也就越有吸引力,也就预示着更多霸菱银行事件必定出现。

第三,如果没有霸菱事件出现,世界金融体系的内在矛盾将累积,最后形成金融危机最猛烈的总爆发,危及整个世界金融体系。

仅从金融衍生产品投机市场来看,我们可以肯定地判断,很多的投资银行都一定有过或是正有着霸菱银行同样的经历与问题;只不过可能没有像霸菱银行那样突出,或者说还没有暴露罢了。但是,各家银行都有着同样的漏洞,汇集起来当是巨大的“黑洞”,一旦这样的“黑洞”潜伏下来,长期没有曝光,最后将累积形成无法收拾的危机。这不是危言耸听,要知道,累积的暴发无疑是“当量”巨大的,它形成的冲击波根本不可能为已有的金融体系所消化:出现一家霸菱银行,现在的金融体系还可以解决得了,若是出现十家、百家、千家霸菱银行,整个金融体系就绝对无力面对了。因此,霸菱银行事件的出现,确也具有扼止“黑洞”累积的功用,它以其死亡的壮烈,提醒了世界金融界,对加强对金融投机行为的监管与控制起到了历史不可多得的作用,为保全世界金融体系提供了一剂

清醒药。

当今的世界金融体系是非常脆弱的,其突出表现为金融体系中核心部分的银行体系危机四伏:一是世界许多国家的中央银行对整个银行体系的监管已经没有了权威性的强大力度,通过中央银行展现的各国银行面貌并不是完全真实可靠的;二是许多国家的商业银行资本充足水平已经不能与风险资产的水平相匹配,而经营问题和资产质量问题,使银行自有资本的补偿能力严重不足;三是大量的银行资产痛尝“泡沫经济”的苦果,坏帐、呆帐急剧增加,不少银行自身已无力面对巨大的资产损失和贬值;四是近十多年银行破产、倒闭和合并事件频繁,在相当程度上损害了部分公众的利益,也打击了人们对银行的信心。

在如此的世界金融现实面前,任何集中性的金融性矛盾与危机总爆发,都将是毁灭性的。比如说,在强烈的“泡沫经济”浪潮下,日本的银行陷得极深,而日元作为国际性货币的地位已经奠定,日本的银行与世界整个金融体系的联系已经不再是单方面的,因此,在日本的银行资本充足水平极低、坏帐严重、大规模倒闭、危机四起的情况下,美国的银行已经准备了相当的资金为日本的银行体系作支撑。这一切,是实实在在的日本银行界问题暴露之后,美国所采取的对策。如果日本银行的真实面貌没有被暴露,没有几家金融机构的停止、倒闭和挤提事件,没有兵庫银行的破产,美国人是不会关注,更不可能有料理“后事”的准备了。

可以设想,如果日本银行的问题继续被遮掩住,等到问题严重到更大的程度,而同时美国的银行也有这样那样的问题,又有谁有能力来拯救这个世界的金融呢?

不论怎么说,霸菱事件毕竟作为历史的事件真实地出现了,对于霸菱银行这个有着辉煌历史的投资银行而言,事件的结果是灾难性的。但同时,它表现出来的非常积极的一面,远比它自身灾难

性的结果要有意义得多。当我们假设各家投资银行都加强内部管理,当我们得出只要加强内部管理就不会出现霸菱事件的结论时,我们是否应当从更为广阔的层面上去想一想:如果没有霸菱事件再现,别的类似霸菱银行的事件会不会出现?霸菱银行事件是不是有它对于特殊市场的特殊贡献?更重要的是,跳出霸菱银行本身的生死存亡来看这一事件,是不是可以得到更为有意义的结论以及更为广泛范围的研究?

●朱钟棣

“衍生”出“发展”来

《上海证券报》1995年12月6日第八版上陈彩虹的文章《如果霸菱事件没有发生》读来酣畅淋漓,对金融衍生产品的贬谪溢于字里行间。的确,就像家里新来了客人一进门就闯了祸一样(例如打破了手中的杯子、摔倒了花瓶等诸如此类不受主人欢迎的鲁莽之举),这位客人给人的第一印象肯定不好。这时大家一起抱怨几句、批评几句也是情理之中的事。但是,如果一味责备痛骂下去,把这位客人身上的优点也忘得干干净净,而认定他是一个十足、彻头彻尾的坏蛋,那也似乎有失偏颇。本人认为,如果对这位客人的认识,能既看到他会闯祸,又看到他身上的优点,那才合乎一分为二的辩证观。笔者同意陈彩虹文章(以下简称陈文)对金融衍生产品风险性的分析,只是认为指责的口气似乎太强了些。对于陈文只字不提金融衍生产品方便投资者套期保值、规避风险的优点笔者也不敢苟同,而认为在当前对这位闯祸的客人的一片指责声中,也要为他的优点作些实事求是的肯定。本文不拟同陈文作字斟句酌的观点商榷,而只准备摆出自己的观点,因为不同的看法本身就是一种商榷。

何为金融衍生产品

衍生产品,是相对于基础产品的一个概念。基础产品(或基础交易工具,英文是 Underlying Instruments)顾名思义是指实实在在的交易品种,例如一定数量小麦的买卖、一定金额债券的买卖。如果在基础产品交易充分开展之后,进一步派生出一些以这些基础产品为交割对象的新的交易方式,例如远期买卖合约、期货买卖合约、期权买卖,以及它们之间的种种结合,就被叫作衍生产品,亦即派生产品(英文叫作 Derivatives)。因此,衍生产品是一个泛称,它不是指具体哪一种买卖或期权买卖,而是这些买卖全体的合成词,是一个集合名称。以物质商品为基础派生出来的期货期权买卖,常被称作商品衍生交易;以金融产品,例如一定量的外汇、利率凭证(尤指国债),以股票、股票指数为基础派生出来的远期、掉期、期货、期权等等及其各种各样的结合,通常被叫作金融衍生产品(英文是 Financial Derivatives)。

“何为金融衍生产品”这个标题要引出来的不是上面这段说文解字,而是要指出,人类几千年的经济发展史,就是一部不断衍生出新的交易工具的编年史,这个观点,下文将作详细说明。

有需要,就有衍生产品的推出

原始公社后期部落与部落交界处发生的产品交换,是一种物物交换,即基础产品对基础产品的交换。游牧部落约定,比如说以100只羊交换邻近捕鱼部落的100条鱼,如果这种交换被当时的原始人认为是等价交换的话,那么完全有可能发生以下情况,100只羊在赶往交换地点的途中遇到大风雪,比如说死了30只,但约

定的交换还是进行,只是捕鱼部落暂时少收到 30 只羊,而游牧部落的代表拿出身上佩带的信物,作为抵押,同时一诺千金,说是下次交换时,对方凭此信物,就可拿到 30 只活羊。这个数千年前很可能发生的事件中,信物不就是基础产品羊的等价物吗?或者,一个价值相当于 30 只羊的衍生工具——捕鱼部落以多付出 30 条鱼(现货)的代价,换来了将来收到 30 只羊的期货。

如果上述信物或等价物的衍生是偶然发生的,那么随着产品经常而广泛地交换,一般等价物的产生,不就是更高级的衍生物吗?从马克思的价值形式发展理论可以知道,这个一般等价物固定在金银身上之前,还有简单的、个别的、偶然的价值形式,总和的或扩大的价值形式,以及一般价值形式这三个阶段。特殊商品金银作为一般等价物与所有商品相对立,是一种比部落代表信物更为社会所接受并且更牢靠的衍生。这时,任何商品出售者取得这个一般等价物,就取得了在将来任何时候索取其中意商品的权利。

衍生还要继续下去。当人类生产活动的发展速度超过地下新开出金银的增长速度,当现有金银的存量不足以应付巨额商品总价值量的流通之需时,金银货币就衍生出纸币。

1848 年芝加哥期货交易所(CBOT)的成立,表明当代社会商品交易第一次衍生成期货交易。当然,开始是不太标准的远期买卖。在金融衍生产品之一股票这条演化线索上,人类经济发展史还经过了如下一些阶段;先是一般等价物纸币转化为股票——一种现在以资本投资而在将来取得股息的凭证;然后是认股权证的发行,一纸证书代表着可以买到实实在在的股票——而股票本身是基础产品股东权益股息的衍生凭证;接着是股票期货合约,它又成了本来是衍生产品现在却是基础产品的股票的衍生凭证;再下去是股票买进或卖出期权,它给衍生凭证取得者带来更大的机动灵活;再下去是股票指数期货;股票指数期货期权(Options on Futures

Contract)……。在金融衍生产品之二外汇这条演化线索上,先是作为商品等价物衍生出来的这国货币同那国货币的现汇买卖,再是远期、掉期、互换、期货、期权。后来出现的这些合约又把前面的衍生货币当作基础工具来交割或当作目的物。综观人类经济的这些发展史,不难看出,衍生再衍生,似乎是一个发展规律。

但是这种衍生不是凭空想象出来的。CBOT之所以在1848年开始开展农产品期货交易,是因为位于北美农产品集散地的芝加哥,麦收时大量小麦上市,麦价急跌,而囤积居奇的商人大量收购贮藏起来之后,到第二年青黄不接之际,麦价飞涨,又赚了大钱。这种成交量大、价格波动也大的交易状况,使人们感到有必要设计出一种期货合约,使小麦加工者能在青黄不接之前就以期货合约的形式按较低价格买到小麦期货;使农场主能在小麦大量上市之前不以较低的现货价而以较高的期货价卖出小麦,从而防止投机中间商取得暴利。这就是小麦,实际上也是其它成交量大、价格波动也大的橡胶、铝、锌等商品期货、期权及种种交易工具混合而成的商品衍生交易产生的客观原因。而尼克松政府1971年8月15日宣布的新经济政策,1972年始美元与黄金脱钩及浮动汇率的推出,使外汇市场的汇率波动剧烈,继而为稳定汇率,各国中央银行相继操纵起利率这根标杆,造成利率也波动剧烈。为此,客观上需要对汇率、利率的波动损失创造避险工具。这就是70年代以来金融衍生产品交易蓬勃兴起的历史背景。有实际需要,才有衍生产品交易的推出。

那么,金融衍生产品究竟可以为交易者带来什么好处呢?亦即这个最近衍生出来的交易工具,究竟可以有些什么作用呢?