1 国际金融沧桑杂忆

需要全本请访问 www.ertongbook.com

1.1 八十年代以来，华尔街的赚钱项目

八十年代,华尔街明星辈出,各领风骚,笔者适逢在这段时间人在北美，静观这批丛林战士，将华尔街文化发挥到极至,把平淡无奇的债券发行和收购合并,幻化成为无坚不摧的垃圾债券和杠杆收购术；将几许安稳过奢华生活的商僚主管强拉下马,又令多少蓝领工人无工可做,令人又爱又恨。但曾几何时“垃圾债券之神”年赚 5 亿美元后,锒铛入狱,出狱后声沉影寂。“华尔街大王”卡维尔力拔 RJR 成为世纪大收购的主角,但亦将“杠杆收购”变成高潮过后的平淡,也证明不从事工厂生产管理,而只凭电脑报表分析,不一定能产生利润。“华尔街战士”不能下海经营的金律至今不易。

华尔街有许多名言，对有志成为在年轻的岁月以极短时间赚取一生的收入的人实不可不知；同时亦不可不知华尔街既有风光的人士,亦有惨遭淘汰的一辈,而且是后者居多。华尔街的一头是河边,另一头是坟场,所以立志不坚的人士,一是去跳河,一是入坟墓。当然有人说,华尔街中间还有一间幼稚园,可以重新入学“十八年后又是一条好汉”;但华尔街上

班的人士还是有去领六合彩奖金的心情，满心鸿鹄将至；但若学不上‘如上战场,永不歇息,不留活口’的心态,不能遵守‘不守规则,不说真话,不付现金’的金科玉律,那么阁下还是快点退下火线。华尔街亦是一个不能为善，累积负债的地方。妇人之仁，在此没有用处。报应在何时，只能看运气。华尔街亦是一个忘记人性、发挥兽性的所在，后遗症在所不计。这里不是诉说华尔街的是是非非，而只是记录一些“贪念和压力”所形成的现象,和一切有切身关系的人在‘上岸’或‘离岸’后的名言而已。

总而言之，八十年代是以偏离正轨的垃圾债券市场崩溃和杠杆收购放缓而告终的。市场监管的力量发挥了作用后，华尔街的业务和赚钱项目又回复到原来的四项基础：

1. 以发行股票、发行债券，以及代客买卖股债的佣金收入为主。不过1990年初,美国股市并不可观,一时间‘新兴市场’成为流行名词,到 1996年，回归华尔街又成时尚，只因美国股市大旺也。

2. 公司理财中的收购合并也回归自然，不再以杠杆收购为主,同时生意放诸四海,业务也飞渡大西洋,趁着欧市统一的机会,大发收购合并之财。

3. 金融衍生工具是兴于八十年代中叶，而以惊人的速度在九十年代发展,非但在欧市大行其道,而亚洲的‘初生之犊不畏虎”,人人投入,由于这正合亚洲人的赌性,遂让初哥获甜头，但在买卖双方理解不足之下，致令后遗症顿生（详见后文）。

4. 九十年代初正是美元贬值、一泻千里之际，寻求海外投资乃成时尚,直接者投资项目,间接者投资基金,力求‘财息兼收”,在币值和回报率都有可观。基金管理已成近年最流行

的事物,甚至妇孺皆知 由货币基金、退休基金、互惠基金到来势汹汹的对冲基金，大概会持续一段时间。

到了 1996 年,华尔街的各路好汉都已云集亚洲这块明日沃土，由投资银行到基金经理不知凡几，形成太多的无知的资金去追逐太少的投资机会，加上亚洲各地的股市监管机构对这批来去如风的热钱，有所戒心，兼且是又爱又恨，因为低迷时需要‘ 它 ”,在高涨时又怕‘ 它 ’弃市而遁,而致哀鸿遍野 但由于法例未能适时配合、防震力弱，也只好如此。也正因如此，亚洲各地的金融市场，正面对专业人士经验不足、定力不够的考验；要知道华尔街虽说是年轻人搏杀的世界，那只是指在最基层拼命的那一层，而坐在最高层管理的那一批“ 上岸神仙 ”，却已是家财万贯。下层的伎俩正是当年惯技，了然于心，对于不正常的异动，有所防范，亦有力承担，但那辈派出海外的外派人员，在华尔街仍属年轻资浅，正是搏杀之年，凡事知其利不顾其害,加上‘ 山高皇帝远 ”,监管无力,同时亚洲各地的监管未如华尔街的严格和透明度高，既有混水摸鱼之利，亦有捉摸不定之害，而亚洲区的从业人员更是毫无经验，有如一张白纸开始时，新兴事物，一帆风顺，赚钱如斩瓜切菜，但市场风向一变,立即哀鸿遍野,到时方知‘ 牙齿未能当金使,文件不足一头烟 ”,最后是关系破裂、法庭上见。著名例子如华尔街大户雷曼兄弟对中国联合石油和五矿的诉讼，由 1994 年到 1996 年,才告庭外和解 两年间,劳民伤财兼伤关系。台湾的华侨银行的交易员炒债券亦是以炒到大败为终结，追究责任，少不了和几家来往多年的外国投资银行于法庭上见。及至霸菱小子李臣用日经指数,瞒天过海,争报功绩,最后孤掷一注,令公司倒闭,确够惊人 但随后的住友商事的‘ 铜先生 ”——浜中泰男在铜期货上的损失，更胜霸菱，金额高达 26 亿美元。其交易对

需要全本请访问 www.ertongbook.com

手,亦是各大投资银行的期货部高手。而到最近基金经理发生舞弊案,这种‘输时公家,赢时自己’的恶习本是时有所闻,一般都是家丑不外扬，私下了结居多。但在亚洲投资人迷信明星，透明度不足的情况下，上述事情发生的机会就大大增加了。若以近日基金‘金手指’岩士唐为例,被发现舞弊后,当然被停牌，同时要回吐；但一个交易员就有 300 万美金可以回吐,不必回吐的尚有多少?不能不令人深思。华尔街的‘吃人不吐骨’的作风,必须有严密监管和永远停牌的威胁才可稍减歪风。但在亚洲这个刚开步的市场，尚方宝剑何在？

华尔街赚钱似很容易,但花钱亦如流水,其中律师费和应付诉讼的费用亦不菲，美国是什么都可以告将官里去的国度,所以基金负责人最怕作出业绩前瞻,让投资人心里有个谱。因为一旦达不到目标,不是要补偿,就是会吃官司。但目前诺贝尔经济学得主 Sharpe 正大力鼓吹基金公司必需“不为往绩吹嘘,应多谈未来风险”,诸如对利率风险和币值风险的投入和所预期得到的报酬,要实牙实齿地和各种相关的指数挂钩。当然没有人是‘金手指”,市场瞬息万变,基金经理有权改变主意,但在报告时作出最佳估计实非苛求,只需不因此而有法律责任便可。不过,基金经理最后顾虑的应该仍是市场力量。如果各路购买基金的人士在挑选基金时不是当‘盲侠”,而是侧重资料齐全、与众共享的基金时,那么竞争力量就令基金经理不得不作出努力。华尔街是资本主义发挥淋漓极至的地方,大家拭目以待吧。

1.2 衍生工具：管理人的梦魇

以前,高层管理人若是睡不入眠的话,大概是因为所投资某处的工程不顺,某大合约危危乎 或因劳资关系恶化而濒临罢工边缘 筹等。但自从 1994 年开始，金融衍生工具这新生事物出现后,管理人的梦魇就更多了。若是连欧美一些一向讲究资料透明度高的企业，都可以一睡起来发觉不见了近亿美元甚至 10 亿美元，那高层经理的人又怎会不触目惊心呢。归根到柢,这是一个认知的问题。传统以来,企业管理将风险管理归类于财务管理的范畴,由财务经理负责,而在金融产品日新月异、风险度高涨之际，却又未能将之定位为公司的策略层次。由董事局负责,再加上近世流行利润中心制,有些企业甚至连财务部也列为利润中心,有红利奖金可分,却又未能将避险(hedge)和投机(speculate)区分,甚至使之沦为赌博工具；加上会计制度需求未能追上实际情况，在入帐与不入帐之间,在定价与市场之间,往往一片迷糊。在出事之后,财务部人员往往成为代罪羔羊,结果得不偿失。要知道,企业不是银行,没有明确的‘ 断臂政策 ”,可输多少,何时断臂,都能明确规定,财

务经理大概不会见猎心喜，贪胜不知输，甚至乎输了不敢入帐,希望拉上补下 而银行方面若是不以深究,便得过且过,倘输得太多,对方不肯认帐,一旦对簿公堂,结果两败俱伤,关系完蛋,谁之过?!

·金融衍生工具浅析

太阳底下无新事物。衍生工具(derivative)本来只是微积分学上的一个名词，本来是有如云尼拉(olain vanilla)般的简单，但却给一些故作高深的金融从业员将它们搞成异样风情(exotic)；加上近年一些由于贪得无厌的大赌博而引起的输钱大新闻,使金融衍生工具忽然变成洪荒怪兽、无恶不作的大坏蛋。事实上,金融衍生工具有如一支枪,要有人用才会杀人；有人擦枪走火,当然也会伤人,但它毕竟是死物而已,但晓得开枪也要学习和练习,这是必要的。而如何管理这些会开枪的人，也是当前董事会的人们应注意的事件。若是完全没有政策,单凭一个信字而完全放手,到出事时,杀人者死,炒输者走路,但留下来的烂摊子,又由谁来收拾 而放任枪手行凶者有否责任,则是一个要扪心自问的议题。金融衍生工具的确不是新事物,远自 17世纪的荷兰，就有类似今日的期货(futures)和期权(options)的出现 而 19 世纪的纽约、芝加哥,商品期货市场亦早已经存在了。再说得浅近些,当今的纸币本来就是黄金价格的衍生工具,这本来就是我们的日常生活,没有什么高深莫测。笔者念 MBA 时代的毕业论文，就是论及期权中的交与收(put & call),距今也快要四分之一个世纪,是‘历史文物”了。

• 金融衍生工具术语多

金融衍生工具独多术语,既能令人莫名其妙,也就可以令人觉得高深莫测,跟着肃然起敬,不然如何叫得起价钱。金融界里没有爱迪生,但依样葫芦的本领总有点。首先将股票市场的期权里的交与收应用到汇率上,照单全收;胜了就收水(in the money),打和就平水(on the money),输了就瓜水(out of money),真实、简单、易明,的确是'云尼拉"。至于用在利率上,就变成顶点与底线(cap & floor)。等于买保险,买了后,利率升得再高亦与你无关,只付到'顶点'而已。若要保险费廉宜些将你的利率'底线'卖掉。于是乎利率跌得再低,亦与阁下无关了。其次再从商品市场的期货(future)改头换面。事实上,外汇和利率是无形商品,是可以根据合约,在将来以特定的日子和特定的价格来成交,若是外汇便称为远期外汇,简称期汇(currency forward),若是利率便称为远期利率(interest rate forward)。至于外汇和利率的掉期(swap)却是来自物物交换(barter)的灵感,银行本来就有 swap loan(掉期贷款)这产品,是便利客户节省在国外的利息税,由客户自己存款,通过银行在海外使用。如今将概念用在以美元换马克或日元,称为换汇(currency swap),固定利率换浮动利率称为换率(interst rate swap).

• 衍生工具的变化

1987 年 10 月美国股灾日,笔者正在纽约的外汇交易室内与期权专家讨论各种订价的模式。当时的热门是 Sharpe Model(霎氏模式),当日的市场是牵一发而动全身,什么模式都无用。和如今相比,当日的衍生工具的交易量只得 1 兆美元

多一点,到 1992 年大概是 9 兆美元，而到 1994 年的两年间，已跳到 20 兆美元。这等突跳式的天文数字，说明了金融衍生工具的变,由量变,到质变,到人变,再到用变。量变正如上述，交易金额近年急促增加；质变是指金融衍生工具人为地加上许多变化,由简单(plain vanilla) 而到异样风情(exotic) 此如换汇期权(swaption)、杠杆操作(leverage),由于电脑使用的能量大增和价格大降,使到本来繁复和费时的‘期权’订价,变成按钮可得,于是乎赌大赌小随意,要繁要简由心;‘糖心鲍鱼’变成‘饭盒菜’;‘佛跳墙’可以当作‘例汤’。本来奇货可居，如今只能贱卖。既然薄利还靠多销,于是乎由精品店改成连锁超市。由质变更加速量变,更促成人变。如非多人玩,如何成行成市 由企业对玩不够,变成银行对玩,到基金入市,最后到个人大户,如今是人人玩得。至于‘用变’自然是指用途,以前是为了避险(hedge),如今是为了利润。在利润挂帅下,对风险估计一旦掉以轻心，自不免是弱肉强食，不适者受淘汰了。

·亡羊补牢之计

笔者近日信服两句名言,一是‘没有沟通,所以不会沟通不良’;二是‘不大知道风险,所以风险不大’。金融衍生工具的日益普遍，使到欧美的一些高层管理和财务管理不得不面对现实。最近一项调查显示：美国营业额超过 2.2 亿美元的企业有 65% 曾使用此种工具。了解此种工具的风险和管理已是急不容缓，单以近三年所见的世纪大损失，就有德国金属的 13 亿美元，鹿岛(Kashima) 石油的 15 亿美元，橙县的 17 亿美元,霸菱的 14 亿美元。而所采用的工具不外乎石油期货、美元衍生产品、杠杆利率产品和日经指数衍生产品而已,并不是什么发射火箭的高深数学。问题的发生可以归结为高层管理和

财务管理没有沟通，对风险管理置若罔闻。如今要亡羊补牢，其一是将风险管理提升到高层管理的层次，订立明确是衍生工具的使用政策。列入董事局讨论议题，并对财务人员授权权限清楚明订，它只是加强内部控管，强制执行即时结数(mark to market)的使用，同时要每日知道出事数口(value at risk，简称 VAR)有几大。内部控管员的质素要提高，加强训练而不能只负责传统的调查芝麻绿豆、鸡毛蒜皮的小事，而要向大处着眼。金融衍生工具已变成"必要之恶"，否则无以在风云变幻的汇市、率市间趋吉避凶。"亡羊补牢，未为晚也。"

需要全本请访问 www.ertongbook.com

附：1984 年以来金融衍生工具损失的著名案例

损失金额（百万美元）	机构名称	金融衍生工具
335	Merrill Lynch	Principal-only MBS volatility
50	First Boston	Bond option volatility
260	Volkswagen	FX futures
500	Many UK local authorities	Interest rate swaps and swaptions
380	Klockner	Commodities hedging
33	Chemical	Options model error
11	Imperial Life	FX futures
275	Allied Lyons	Currency options
25	Laszlo Tauber	FX derivatives
70	ABN Amro	Mark-to -market valuation
50	JP Morgan	Mortgage strips
130	Nippon Steel	FX derivatives
25	Louisiana State Retirement Fund	IO_s/PO_s
1 580	Showa Shell Sekiyu	FX forwards
50	Medani	Structured notes
90	AIG	Derivatives revaluation
1 340	MG Corp (Metallgesel-lschaft)	Energy derivatives
200	Codelco, Chile	Copper and precious metals futur and forwards
100	Cargill(Minnetonka Fund)	Mortgage derivatives
600	Askin Securities	MBS model
157	Procter & Gamble	Leveraged DM/US $ spread
12.1	Mead Corp	Leveraged swaps
10	Kidder Peabody	Amortizing swap pricing
99.6	Florida State Treasury & Florida League of Cities	Mortgage derivatives
1 450	Kashima Oil	Currency derivatives
19.7	Gibson Greetings	Leveraged swaps
10	CIBC (Wood Gundy)	Financed futures
8.3	Caterpillar Financial	Caps and swaption
22	Arco(Pension Fund)	Structured notes
34.6	Dell Computer	Leveraged swaps and options

113	Air Products	Leveraged and currency swaps
51.3	Harris Trust & Savings Bank (Bank of Montreal)	Mortgaged derivatives
67.9	Pacific Horizon Funds S. A.	Structured notes
20	Paramount Communications	Interest rate swaps
150	Glaxo	Structured bonds and MBS
1 700	Orange County, California	Bond trading
1 500	Baring Brothers	Nekkie index
2 600	Sumitomo Corp	Copper price

注 所有损失乃税前损失(以美国 35%税率为准)

MBS=Mortgage-backed securities(用地产作抵押的证券)

IO:Interest-only mortgage strips 利息为主的抵押负债票券

PO:Principal-only mortgage strips 本金抵押负债票券

1.3 “神奇小子”的教训

笔者在《发财号码》一文中,曾讨论过几点可以吸收的教训。最近出版的《霸菱败亡》一书中,亦提出了更深入的材料,证明百年字号并不是稳健的保证,由于高层管理不了解新产品的作业方式,让“将在外,君命有所不受”的人将百年字号毁于一旦。事实上,大部分高层的心态是:派得出去的人可以信任。既然已熟悉当地情况,自己既不太了解,并无附加价值,就由他去玩吧。然后又迷信传统的内部控管方法,足以掌握情况。对赚钱明星,无可奈何欲将之制衡,又不舍得利润。未能壮士断臂,到了难以收拾的局面,尚默许该人以“加倍或归零”式(double or nothing)去作豪赌,不败亡也无天理,这既可哀亦可笑。当然哀而不鉴,亦徒为后人哀之。此处且看霸菱如何步入败亡之路。

首先是用人不当:“神奇小子”开始并不神奇,中学毕业时,数学都不合格,作为交割部职员,这不是什么大问题,但如何被伦敦总部大老看中,送去新加坡做当权派,就不得而知。据载李臣善于“夸大”,将子虚乌有的念过巴黎苏邦大学,踢过半职业足球,吹得似曾曾,那是训练有素。李臣到新加坡时才

25 岁,居然就“细路”(意为“小孩”)带“细路”,炒起那些号称要“火箭工程师”才懂的衍生工具来了。将买作卖,将卖作买,这些作业错误自少不免,只看如何补镬而已。

· 发财帐户

期货和期权在发展的初期,很多人的确神而明之,模式多多,令人肃然起敬,有如电脑于 30 年前初起一般。大家猛学写程式,要逻辑推理,如今却将所学全部作废,用家只要学识按钮而已。如今的交易也是凭各种软件操作,聪明人视之为手板眼见功夫,坐下就当赌大细(赌场中买“大”和买“小”游戏,9 点以上是“大”,以下是“小”)而已。基本经济常识不是不重要,但更重要的是赌市场内的羊群心态而已。如今的所谓“专家”,只不过是坐在资讯的漩涡中,顺流而炒,赚他买卖差(spread)和时间差(gap),只需眼明手快,胆大心细而已。说什么期权因其波动(volatility),也不过是财技阀们吓唬他们那些当年只读商管而对数理大都遗忘的老板们的技俩而已。言归正传,交易室的内部控管一环是对数,在交易员的“忙中有错”,入帐员的“工多必失”之下,数字对不起来是必然的。一般处理是放下悬帐(suspense account,又称暂记帐或冻结帐)中等候处理。不知何故,霸菱总部的对数员居然认为,日日对小数太繁琐,故只要对大不对小。在新加坡的李臣,乃另设新帐户,作为降低作业繁复的方法;同时入乡随俗,取了个 88888 的“发财号码”。大风起于青萍之末,此发财帐户成为全案的取巧工具,大概当时李臣亦始料不及。李臣如何由交割专员,一变而兼管现金流动和市场交易,就不得而知。“自己友”信得过,应是原因之一吧。

· 神秘客户

25 岁就大权在握,兼前顾后,一上场就来个“ 小输 ”既有“ 发财帐户 ”,先放入去“ 暂时悬挂 ”,以等待黎明。“ 唔输得 ”兼心存侥幸,又无人发现,事情就如此发生。刘备说“: 勿以恶少而为之。”不能以人废言,在犬“ 细路 ”带小“ 细路 ”之下,发生错误难免。李臣手下有日本女职员以卖为买;输了钱,李臣怜香惜玉,再将之拨入“ 发财帐户 ”。从此习以为常,兼且赢钱则自己是天才,输钱是搭救手下错误。一步一步,泥足深陷。李臣初到狮城,人微言轻,被冠以“ 肥仔 ”绰号,为了“ 捋名 ”,乃有“ 亏本贴客 ”之举,所卖的期货、期权都比人便宜几分。市上各路英雄,不是省油的灯。李臣既肯倒贴,各人即蜂拥而上。这在外面看来风光十足,宛如一个市场大庄家。“ 神奇小子 ”对此不以为意,有“ 发财帐户 ”补贴,便多多杀起。但向总行也得交待,因此乃自己作数,遂月月有利润,成为赚钱明星。在“ 你赚钱,我放心 ”的心态下,也无人起疑。时经二年半,“ 神奇小子 ”做成的损失已达 2 亿英镑,其中倒贴客户 5 000 万英镑(下同),倒贴同事 1 000万 自作利润 4 000万,赌输 7 000万,赚价差额亦赔了 1 000万。霸菱的股本不过 3亿英镑,“ 神奇小子 ”输了 2/3,而实情只得他自己知道。但 2 亿英镑从何而来?如何记帐?如何躲过核数员?据称是为神秘客户操作,但若神秘客户连总部和其他同僚都不得而知,那此公司的管理未免太神秘了。

· 加倍归零

“ 神奇小子 ”自称替神秘客户炒日经指数期权,因属商业秘密,不能泄露。但上司却没有好奇心,难明。虽然霸菱的客

户大概都是银行和对冲基金。其间可以炒得几大和炒输后几时补水,似乎都没有答案。总之,其操作手法就是 在新加坡买大时，要在大阪买小来补数，或者反向操作；总之表面上彼此倒扣，风险不大，但其间一进一出，时间拿捏得好，就有钱赚，交易员唯恐天下不乱，最怕一池死水，没有机会大显身手。但作事后孔明，收市凭当日变动作数，说自己大赚。“神奇小子”经两年训练，优为之。1995 年 1 月 13 日,“黑色星期五”,日经指数为 19 200多点。“神奇小子”的赌输部分,几乎败部复活，怎料一场‘阪神大地震”,将日产指数震散。一周后,“神奇小子”多输了 1 亿英镑。同时在新加坡和大阪两个市场都要“补水”,引发霸菱的调度危机。单为‘神奇小子”的‘部位”,就要 10 亿英镑，这已超过霸菱股本的 3倍。“神奇小子”还报喜不报忧,当日宣布赚了 300 多万美元，而同日东京的同事全部的努力也不过赚了 25 万美元。总部大员们到此还未醒悟，只要“神奇小子”斩缆(将‘部位”了断)而已。但神秘客户既然是自己公司，当然输的是自己钱，遂无处可以追数。大地震后 1 个月,结数时已输 4 亿多英镑,霸菱股本已输光。“神奇小子”后来‘加倍归零”,再多输 3 亿 6 千万英镑，但已无关宏旨。

·哀而鉴之

“神奇小子”何来那许多钱去补贴‘发财帐户”的赤字是一个大疑团，原来新加坡有关条例改变而神奇小子却秘而不宣，才是调度的大财源。原来补差额的方法是用全额,比如 100 万元不足要补 10%的话,那要补 10 万元 但后来补差额可以用净额来计算,若是买了 10 份‘大”,又买了 10 份‘小”,那么只需补其差额的 10%即可,但总行既然不知条例已改,就可以去要求 10 份的补差价,而‘神奇小子”就可以将其他 9 份的补

需要全本请访问 www.ertongbook.com