

清华版 经管译林 ⑤

默顿·米勒论金融衍生工具

Merton Miller on Derivatives

[美] 默顿·米勒 著

刘勇 刘菲 译

清华大学出版社

清华版·经管译林⑤

# 默顿·米勒论金融衍生工具

Merton Miller on Derivatives

[美]默顿·米勒 著

刘勇 刘菲 译

清华大学出版社

(京)新登字 158 号

Z668/18

## 内 容 简 介

本书汇集了 1990 年诺贝尔经济学奖得主默顿·米勒教授近几年来(1990—1997 年)在不同场合的 22 篇发言和演讲。在书中,作者除了对金融衍生工具发展的历程和前景、金融市场与金融衍生工具管制以及这些金融新产品的风险规避作用等问题予以充分的描述和阐释以外,还对世界上两种主要的公司管理模式进行了对比和探讨,其中也涉及到了中国公司管理的战略选择问题。最后一部分包括了作者对中国经济发展前景、利率变动走势、1987 年股市暴跌以及日本银行业改革、日美贸易关系、银行业资本条件等更广泛问题的论述和见解。此外,本书还收录了作者在领取 1990 年诺贝尔经济学奖时发表的著名演说词——“财务杠杆”。

该书适合高等院校经济管理类师生阅读,更是广大经济爱好者可资借鉴和欣赏的作品。

Merton Miller on derivatives/Merton H. Miller

Copyright ©1997 by Merton H. Miller.

Original edition published by John Wiley & Sons, Inc.

John Wiley & Sons 出版公司授权清华大学出版社独家出版发行本书中文版。

本书任何部分之内容,未经出版者书面同意,不得以任何方式抄袭、节录或翻印。

北京市版权局著作权合同登记号:01-1999-2992 号

### 图书在版编目(CIP)数据

默顿·米勒论金融衍生工具/(美)米勒(Miller, M. H.)著;刘勇,刘菲译.  
—北京:清华大学出版社,1999

(经管译林;5)

书名原文:Merton Miller on Derivatives

ISBN 7-302-02526-6

I. 默… I. ①米… ②刘… ③刘… II. 金融-工具,衍生-研究  
IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 50784 号

出版者:清华大学出版社(北京清华大学校内,邮编 100084)

<http://www.tup.tsinghua.edu.cn>

印刷者:北京清华园胶印厂

发行者:新华书店总店北京发行所

开 本:850×1168 1/32 印张:8.75 字数:228 千字

版 次:1999 年 12 月第 1 版, 1999 年 12 月第 1 次印刷

书 号:ISBN 7-302-02526-6/F·249

印 数:0001~5000

定 价:19.00 元

ED-S02H050303B

## 编 者 前 言

本书汇集了默顿·米勒教授近几年来在不同场合的 22 篇发言和演讲。虽然本书以金融衍生工具命名,但各篇文章的主题却并未局限于此。在书中,作者除了对金融衍生工具发展的历程和前景、金融市场与金融衍生工具管制以及这些金融新产品的风险规避作用等问题予以充分的描述和阐释以外,还对世界上两种主要的公司管理模式进行了对比和探讨,其中也涉及到了中国公司管理的战略选择问题。最后一部分包括了作者对中国经济发展前景、利率变动走势、1987 年股市暴跌以及日本银行业改革、日美贸易关系、银行业资本金条件等更广泛问题的论述和见解。此外,本书还收录了作者在领取 1990 年诺贝尔经济学奖时发表的著名演说词——“财务杠杆”。

默顿·米勒是 1990 年诺贝尔经济学奖获得者、芝加哥大学商学院研究生院经济学教授。他在公司财务研究领域,是享誉全球的大师级权威。多年来,默顿·米勒教授同芝加哥学派的其他代表人物一样,对自由市场在经济生活的基础性作用深信不疑,这种思想无时无刻不贯穿于他的文章、著作和演讲之中。例如,与人们广为持有的观念不同,默顿·米勒认为,即使发生了德国金属公司、加州奥兰治县、宝洁公司以及巴林银行等一系列的衍生交易事件,也不能借此否认“金融衍生工具使世界变得更加安全而不是更危险”这一事实,正如我们不能因为酒后驾车发生事故就指责汽车的发明对人类有害一样。

这种对市场机制的推崇,同样反映在他对金融管制和公司管理模式的论述上面。默顿·米勒强调,政府管制也是一种宝贵的资

源要素,不到万不得已尽量不要使用这种产品,要最大限度地发挥私营主体之间的合同过程和竞争规则的作用。而在所谓财务杠杆被过度使用的问题上,他指出,要相信资本市场自身拥有抑制杠杆比率过高的机制和办法,如果采取摧毁垃圾债券市场和给银行杠杆信贷给予更多直接控制等做法,就会降低美国经济中某些重要部门的营运效率,提高其资本成本。默顿·米勒对日本和德国两国公司管理模式所谓能够避免经营行为短期化的优越性也提出了置疑。他提出,日德两国的公司管理模式只突出了投资不足问题,忽视了管理中存在的另外一个问题,即投资过度问题;而基于交叉持股制度基础之上的银企关系,使得对大公司经理人员的评价、奖励和惩罚,绕过了资本市场尤其是自由、繁荣的股票市场,交由一个自我封闭、自我延续、由银行家和经理人员构成的团体去完成,这种做法实际上等于拿未来的经济发展去冒险。

在本书中,默顿·米勒还专门以一篇“中国能否实现经济增长的奇迹”(第十六篇)来阐述自己对中国经济发展走势的看法。他认为,中国大陆已经具备了和台湾地区当年一样的经济增长基础,这就是家庭价值观、较高的国内储蓄率以及孕育企业家的人文环境;而家族之间在商业活动中结成的关系网络,在某种程度上可以弥补中国大陆(以及台湾地区)缺乏一套完善的司法体系而无法确保切实履行合约的缺陷。但默顿·米勒也意识到,这些因素仅是经济增长的必要条件而非充分条件,国有企业改革是摆在中国经济面前最严峻的问题,而这一问题的解决也绝非依靠简单的私有化方案所能完成。他提出,提供社会保障以及市政服务的责任,必须要从大型国有企业中剥离出来,转回到公共部门那里;否则,企业在经济活动中就不可能做到理性的经济分析与决策。正像当年的台湾一样,中国大陆的经济发展也同样取决于非国营部门相对于国营部门的发展态势。

随着中国经济的发展和经济体制改革的深化,中国的金融市

场必然相应经历一个渐次发育、逐步完善的过程,金融市场对经济生活的影响和作用也必将日益深刻而显著。发达国家曾经经历过的金融创新浪潮必定会在中国重现。从长远来看,以其他金融工具为基础的金融衍生工具在中国一定会有广阔的发展前景。默顿·米勒在本书中针对衍生产品和市场的各种观点和见解,对于我们站在芝加哥自由市场经济学派的立场上来看待金融创新和金融管制,无疑会起到难以替代的导向作用。而他在书中对经济管制的实质、形式、后果等问题的精彩论述,对于建立和丰富我们的管制理论——尤其是金融管制理论——也极具宝贵的学术价值。至于他对两种公司管理模式的独到见解,更是给我们带来了有别于所谓“美国公司经营目光短浅”的不同声音,相信这些见解不仅能有助于我们真正认识发达国家的企业管理制度,而且对完善我们的企业管理理论也大有裨益。

在本书翻译过程中,我们不断领略了默顿·米勒教授渊博的学识、犀利的见解、诙谐的文笔、广阔的视野以及对纷繁复杂的经济现象的敏锐洞察力。正如迈伦·S.斯科尔斯所说的那样,“即使你不关心这些问题,米勒的幽默也足以让你购买这本书。”我们相信,当你读完此书后,默顿·米勒教授同样会给你留下深刻的印象。

中国人民大学工商管理学院李金轩教授、马龙龙教授,财政部国际司王洪贵博士为本书的翻译提供了诸多帮助,谨此一并致谢。

译者

1999年7月于北京

## 目 录

默顿·米勒既是一名难得的一流学者,也是一位老练的“街头斗士”。如果这种描述似乎过于完美的话,那让我再补充一句,他要是再有些做交易商的经验,或许会更加出色。

他在奠定现代公司财务理论的基础上所做的开创性工作,彻底改变了私人企业制定投资和财务决策的模式。他也因此而荣获了1990年诺贝尔经济学奖。现代公司财务理论不仅对商业和金融领域的问题给予了描述,而且也使其渐趋成形。很少有经济理论分支能如此贴近企业管理的实际决策过程。

我们这些从事衍生产业的人最清楚,在与金融期货有关的至关重要的若干主题性和概念性问题上,默顿·米勒提供了举不胜举的意见。当金融衍生工具照例遭到攻击——尤其是来自管制者和新闻媒体的攻击——的时候,总是可以期望他来指出这些金融产品对控制金融风险、确定风险回报范围和发现形成价格的价值所在。在所有这些工作中,默顿对市场的鉴别力使他就像一名最终决策者那样发挥作用。这也正是他的成果对金融界具有如此大的影响的关键原因。

他鼓励市场积极尝试新产品和新的交易方式。不仅如此,他还总是迅速地站出来反对管制者做出的有可能破坏这些新产品的顽固而又反动的行动。这都是衍生产业特别是期货交易所的那些有经验或较为乐观的支持者所难以想象的。默顿积极参加了从1987年股市崩溃到1993年德国金属公司一案的各种各样的公开讨论。例如,目前他是联合战略行动委员会的执行委员,该委员会致力于在芝加哥商品交易所和芝加哥期货交易所之间建立某种协作关

系。这些努力体现了一个在默顿著作中不断延续的主题，这就是将提高经济效率的重要性强调为金融市场的首要作用。

像在所有事情中一样，默顿在这些努力中同样拥有鲜明有力的观点。作为多年认真推敲的学术演讲的结果，这些观点明显不同于那些市场参与者的意见。总的来看，这些差别就像场内交易商与场外金融机构及对冲基金之间的交易力量差距；具体而言，就像基差风险对投资回报的重要性那样显著。

本书展示了默顿对通常意义上的金融市场和特定意义上的衍生产业的一系列富有创见、极为宝贵的思想。业内人士及其他感兴趣的观察家会发现，这些思想既让人恼火又令人愉快。

汤姆·迪特默  
雷福科公司



## 作者前言

那位租种我在伊利诺斯州的第二所住宅旁那块玉米和大豆田的邻居最近问我，退休后都在忙些什么。我说，我已成为一名专事主题发言的职业演讲人。他说，不错嘛，怎么说也是项室内工作；而且看来好像让你忙个不停。

确实如此，因为每年召开的会议数量一直在无止境地增长。而每次会议至少都要有一名——有时甚至几名——主题发言人来设置基调，确定主题。本书中的 22 篇文章大多属于过去 6 年里我在世界各地的一系列会议上做的这类主题发言。

虽然每篇文章讨论的内容都各不相同，但有两个主题却始终未变。第一，过去 20 年中出现的所谓“衍生革命”，不仅没有被冷落，反而受到热烈的欢迎——我可以骄傲地说，学术界在其中扮演了至关重要的角色。与那种广为人们接受的概念不同，金融衍生工具使世界变得更加安全而不是更加危险。这些金融产品使企业和机构有效、经济地处理困扰自己没有几百年也有几十年的风险成为可能。的确，有一些企业和机构在衍生交易上遭受了沉重的损失，但是这些企业和机构总能找到赔钱的途径。我们不能将好的决策和好的运气视为当然。尽管围绕金融衍生工具有种种可怕描述，但仍值得强调的是，许多银行在房地产交易中遭遇的亏空远远大于它们在衍生产品组合投资中的损失。

这些文章贯穿的第二个关键主题是，有些企业和机构肯定会在衍生交易中犯一些错误，这一事实并不意味着政府有义务去阻止它们这么做。尽管许多管制者——尤其是我们的商品期货交易委员会——急切地想承担这些责任，但它们也不可能取得成功。所谓明智的政府规则总能设法阻止任何一次衍生交易事件发生的说

法,绝对是一种不切实际的幻想,因为政府的管制最多也只能针对上次已经发生的交易事件而来。新的而且完全不可预测的灾难始终在不断地孕育和发展。实际上,正如我在过去曾经指出(本书第一篇再次强调)的那样,我们所观察到的许多创新的出现,恰恰就是为了绕过管制性限制的障碍。管制者总是被甩在后面,而且也正是这样。你能想象如果管制者真的认为自己能够抢先采取预防措施而不是等问题发生以后再做出反应,政府的登记簿会有多大吗?

私营部门的个人和企业确实一直在进行着有远见的决策和投资。这是因为,自由市场下,私人企业制度的创造性将那些决策者的成本与回报捆在一起。然而,这种自我平衡机制并不适用于我们通常理解的那种管制过程。没有人知道管制者想使什么最大化(也就是他们在经济学上的“准则函数”是什么),也不清楚他们如何取得成功或者甚至他们认为自己如何成功。一些“公共选择”学派的学者认为政治竞争能够确保管制过程的观点,与商业竞争有助于提高私营部门运作效率的说法相比,在我看来只不过是表明上的类似而并没有实质上的共同之处。

所有这些意见并不是说,管制环境就不会发生改变,而那些无用的或维护特定利益的保护性管制所带来的沉重负担也不会增加。有时,这类情况确实就发生了,尽管其原因还无法在公共选择经济学家那里得到充分的解释。对为什么会有管制这类问题,我们已经形成了一些比较好的描述性理论,而对管制放松的出现原因,还没有这样的解说。一些批评性的学术研究(当然还有主题发言)试图取下自罗斯福新政以来笼罩在管制身上并为美国(以及日本和除英国以外的大多数西欧国家)所钟爱的那束光环。尽管只是在较低程度上,但正是这些研究才有可能揭开前面的那些谜团。

然而,我要强调的是,我对当前美国(以及日本)金融管制所持的彻底否定态度,不应简单地当作芝加哥大学反政府的成见。与人们普遍的认识恰恰相反,芝加哥学派的经济学家从来没有认为政

府在经济生活中一点有用的作用都发挥不上。我们不是无政府主义者！我们遵守交通标志。实际上，我们认为国家强制力——它就是管制所真正依赖的力量——是一种宝贵的自然资源。就像其他的自然资源一样，这种强制力也要节俭使用，而且只能到有充分的证据显示使用非强制性的替代品（主要是私营主体之间的合同和竞争规则）将给社会带来大量的负面后果时，才能使用这种资源。我在这些论文中提出，那些金融管制结构的辩护者并未能证明我们已经处于这种地步。我也不愿被他们标准的、没有前提的推理所搪塞，即既然美国是世界上最富裕的国家，因而它的管制环境即使对美国的成功没有什么实质性的贡献，从技术意义上讲，也一定具有较高的经济效率，而证券交易委员会和商品期货交易委员会的大多数辩护者正是这么认为的。我们的国家目前所处的状况确实很不错，但是如果能把成本—收益计算的原则严格应用到管制的上层建筑中去，这种状况肯定会变得更好。

我在本书中对折磨美国乃至整个世界资本市场的如此无用且昂贵的管制所发动的猛烈攻击，有意要作为一种向我在金融学术领域中的同事们发出的战斗号令。正如我在进行诺贝尔奖演讲时所总结的那样：

与经济学中那些传统的领域不同，金融领域中的焦点不是公共政策问题。我们注重的是实证经济学而非规范经济学，追求的是基于简单但组织严密的理论基础之上的实证研究。既然我们的领域可以说是时代的正式产物，或许能够说服我的同行们不时从他们的数据库探出头来，让更广泛的读者关注这一领域的进展，尤其是我们在公共政策方面的洞察力。

但是，就我在金融领域的那些同事而言，或许除了在银行业和储蓄贷款业领域以外，还没有看到他们为使管制措施更切合实际而设置路障、进行战斗的迹象。

金融衍生工具及其管制这两个成对的主题是本书前面三部分的焦点。第一、第二部分假定读者已经掌握了一些(不是令人恐惧的那么多)关于金融衍生工具概念及运作(尤其是股票指数类衍生产品)的知识。那些初次接触这些问题的读者在进入第一、第二部分中颇具争论性的问题之前,先从第三部分的介绍性材料入手或许会更容易一些。

第四部分突然掉头转向一个起初看来完全不同的方向:公司财务。那是在我倾全力于金融衍生工具之前多年专门从事的经济领域;正是在这一领域的成就使我荣获了1990年诺贝尔经济学奖。这部分收录了我在领取诺贝尔奖时的演讲稿——“财务杠杆”,此外还有我对美国、日本、德国、中国等国公司财务和公司管理问题的三篇演讲词。

最后一部分,即第五部分,包括一系列针对当前更一般现实问题的文章。其中,对金融衍生工具并没有较多的涉及,但是广义上的管制仍是这一部分的主要论述对象。在整理六、七年前的那些发言时,总有一种力量在诱惑自己为润色文字而删去那些预言明显出错的例子。我竭力抵制住这种诱惑,基本按当时的文本提交各篇文章。对某些事件,我就其后的一些重大进展增列了简短的参考文献。例如,关于加利福尼亚奥兰治县一例,我修改了第二篇和第五篇最初的文本,以反映我自己近来对这一事件的研究结果。虽然这些文章的文本基本上没有改变,但是我的编辑艾达·沃尔特斯又对其中交叠和雷同的部分做了细致的删减以免重复。她在帮助我挑选材料并使其浑然一体的整个过程中,发挥了不可估量的作用。我还要特别感谢苏格兰集团公司的鲍勃·坎菲斯,他为本书的出版给予了不断的关心和鼓励。

那些技艺不精的学者明白或者应该清楚,他们从自己与同事的交流中必然受益良多,这种收获对我来说尤为明显。本书中列举的许多公共政策问题,经常是芝加哥大学方形俱乐部里争论的焦

点,就是在这里,多年来我有幸与米尔顿·弗里德曼、已故的乔治·斯蒂格勒、加里·贝克尔以及罗伯特·卢卡斯等来自芝加哥大学经济系的杰出人物共进午餐。我在芝加哥商品交易所董事会的伙伴们也保持了这种形式活泼的午餐讨论传统,正是在这些场合,他们向我讲解了期货交易所的运作过程。如同我在第六篇中的解释一样,局内人的比赛与局外人眼中所看到的常常存在显著的差别。

我在芝加哥大学开设的金融管制研究班课程的学生们,是给予我巨大帮助的又一批同事。这些学生在过去 10 年间提交的、旨在进行课堂讨论的论文,涉及了本书收录的许多管制性问题以及其他更多的问题。给我智力启发的还有博士论文候选人这批人,尤其是克里斯托弗·卡普,我与他就一系列的管制问题合作撰写了许多学术研究出版物和公开发表的论文。我只希望这种合作给我的巨大收获不致使他博士论文的完成耽搁得过长。

最后,还要向雷福科公司的汤姆·迪特默表示感谢,他为本书写下了一篇充满溢美之词的序言。这里我要透露的是,作为一名长期的交易商,他对交易所流动性不断下降的观察,收录在本书第十一篇的尾注[8]中。没有人比他更了解衍生产业。他完全可以成为一名伟大的金融学教授。但我很高兴他选择了别的工作。有谁希望在学术领域和他竞争呢?

默顿·米勒  
芝加哥大学,1997年3月

# 目 录

原版序言	( V )
作者前言	( VI )
<b>第一部分 衍生革命</b>	( 1 )
第一篇 衍生革命:回顾与展望	( 3 )
第二篇 最近的几次衍生交易事件:损失估计	( 18 )
第三篇 指数套利面临的经济与政治问题	( 37 )
第四篇 互换交易、金融衍生工具与系统性风险	( 47 )
<b>第二部分 金融市场管制的理论与实践</b>	( 53 )
第五篇 现代管制理论	( 55 )
第六篇 金融管制:局内人的比赛	( 75 )
第七篇 金融衍生工具管制:已经足够了	( 85 )
<b>第三部分 衍生市场与风险管理</b>	( 97 )
第八篇 作为保险市场出现的期货和期权交易所	( 99 )
第九篇 衍生市场及其对应的现货市场	( 106 )
第十篇 期货合约的风险和收益:以芝加哥为例	( 116 )
第十一篇 期货市场还有前途吗	( 128 )
<b>第四部分 公司财务与公司管理</b>	( 143 )
第十二篇 日美公司管理对比	( 145 )
第十三篇 德国的银行主导型公司管理	( 160 )
第十四篇 中国公司管理的战略选择	( 170 )
第十五篇 财务杠杆	( 178 )
<b>第五部分 常被问及的若干问题</b>	( 193 )

第十六篇	中国能否实现经济增长的奇迹·····	(195)
第十七篇	利率到底会走向何处·····	(202)
第十八篇	我们从 1987 年的股市暴跌中得到了 哪些启示·····	(214)
第十九篇	经济学的法则适用于日本吗·····	(228)
第二十篇	日美贸易关系:美国能让日本就范吗 ·····	(241)
第二十一篇	莫迪利亚尼-米勒定理是否适用于 银行业·····	(251)
第二十二篇	大学应设有多少研究活动·····	(260)

# 第一部分 衍生革命





## 衍生革命、周期与预测

里普·范·温克尔在休眠 20 年醒来后,审视周围世界所感到的惊奇,与一位自 1970 年 2 月以来沉睡(在办公桌上)20 年的银行业或金融服务业后人相比,无疑要相形见绌。在过去 20 年中,金融工具和金融制度的创新进程如此之快,以至于没有什么东西能帮助这位后人了解诸如互换与互换期权、指数期货、程序交易、蝶形差价、可转换债券、欧洲债券、再抵押债券、零息票债券、投资组合保险以及合成现金这些用来定义那些更为复杂的金融事物的平常概念。在人类历史上,没有哪一个 20 年经历过创新活动如此迅猛地爆发。是什么导致了这种爆炸性的增长?从社会角度来看,是否所有的创新活动都真正有必要?我们是否已接近创新浪潮的尾声?或者,我们是否有必要酝酿新的创新?这些问题正是本篇后面将要讨论的主题。

### 金融创新的急剧爆发

关于 20 年前爆发的金融创新浪潮,有这样一些解释(Miller, 1986 and Van Horne, 1985)。

#### 浮动汇率的推行

有关金融创新爆发源动力的一种最流行解释是,强调“固定汇

率制”的布雷顿森林货币体系的崩溃。70年代初,在以米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)为代表的一批学院派经济学家的强有力推动下,美国政府最终废止了黄金与美元挂钩的体制。随之而来的汇率剧烈波动给所有的国际贸易活动带来了新的不确定性。针对这种变化,芝加哥商品交易所(CME)推出了在交易所内公开上市交易的外汇期货合约,这种创新反过来又相应产生出一系列基于巨额价差(从汇率到利率)的金融产品。

但是,切断黄金与美元的挂钩并不意味着整个故事的终结,因为金融期货的产生不是70年代初的唯一重大突破。与金融期货几乎同等重要的另一种金融产品,即芝加哥期货交易所(CBOT)——芝加哥商品交易所(CME)的同城竞争对手——推出的普通股票期权,出现在几个月之后,然而这一创新却并不能从70年代初货币体系的变动中找到直接的解释。芝加哥期货交易所的期权没有先于芝加哥商品交易所的金融期货出现,主要是官僚主义的羁绊结果。这两种交易几乎在同时启动其发展进程,而且以近乎相似的速度在传统的农产品市场上缓慢地扩张。它们在自己独特的发展方向取得突破,都需要有关管制者的合作或者至少不敌视。

幸运的是,芝加哥商品交易所只须同美国财政部和联邦储备体系打交道,而这两个部门又是尼克松当局浮动汇率政策的坚定执行者<sup>[1]</sup>。芝加哥期货交易所面对的却是美国证券交易委员会(SEC),这是一家产生于罗斯福新政时期、对任何投机行为都过于敏感的机构<sup>[2]</sup>。在证券交易委员会结束对期权交易的详细审查之际,芝加哥商品交易所实际上已经先拔头筹。

### 计算机与信息技术

另外一种解释认为,1970年以后金融创新爆发的根源在于信息革命,特别是电子计算机的诞生。计算机在本世纪50年代就已

经问世,但是直到 60 年代末,随着晶体管电路技术的完善,计算机的价格和性能才逐渐适合像指数套利、再抵押债券这些新产品和投资策略的设计。如果没有计算机的数据处理能力,我们今天常见的大宗交易简直无法想象该如何应付。但是,作为最基础和最有影响力的创新,金融期货和期权并不要求计算机有较高的商业适用性。

实际上,芝加哥期货交易所的商品期权交易,直到 1934 年才在一次反投机活动中被美国国会终止。这段较为悠久的历史不为人们所知的原因,主要是人们依据神秘的芝加哥期货交易所术语,常常将期权理解为“特权”。然而,附带有现代“看跌”、“看涨”等术语的交易工具,其历史更为久远,可以追溯到 17 世纪后期的阿姆斯特丹股票交易所(de la Vega, 1688)。而普通的期货合约交易几乎具有同样长的历史。

### **创新与世界经济增长**

还有一种,也是我所发现的最有说服力的解释(Miller, 1986),即本世纪 70 年代爆发的金融创新,仅仅是对长期金融改良的一种迟滞性回报。这种爆发的震撼力只是相对于从 30 年代初至 50 年代间经济长期停滞时期金融创新的严重匮乏而言。

没有亲身经历的人,极难想象世界经济在 1929 年以后的萎缩程度。长时期的经济萧条抑制了任何对开发新型金融工具和金融市场的需求;与此同时,政府对金融市场愈加强化的管制,也窒息了供给一方的创新动力。实际上,这些新管制措施中的大部分,特别是在美国,多是对假想灾难的反应,例如,在本世纪 20 年代的发展中,作为主要的投融资工具,可公开交易进而具有较强流动性的普通股票所导致的 1929 年那场股市大崩溃。

即使在经济普遍萧条的 30 年代,尽管比 20 年代稍逊一筹,这一时期的金融创新活动也没有终止。但是,一些主要的金融新产品

的出现,例如一些与住宅相联系的金融工具,像分期偿还抵押贷款、联邦住宅贷款担保以及后来称之为“储蓄机构”的直接、间接支持等,是由政府推动而非市场自发产生。新的美国国债工具也有所发展,或者至少在较广泛的程度上得到应用,尤其是针对小额储蓄者的E组储蓄债券;而在另一方面,国库券很快取代商业票据和折息放款工具的地位,成为银行和企业的主要流动资产。

如果没有第二次世界大战,私营部门主导的金融创新很可能会逐渐恢复。这场战争不仅耗尽了市场正常活动的人力和能量,而且还导致了对金融交易——特别是国际间交易活动——的新管制。

### **管制和放松管制对金融创新的刺激**

颇具讽刺意义的是,三四十年代在全世界构筑起来的金融管制体系,尽管旨在抑制某些形式的金融创新(多数情况下获得了成功),但是确实也在其他方面起到了刺激创新的作用。相应地,那些成功绕过政府所设障碍的发明者得到了丰厚的回报。其中,大多数办法在实践中逐渐证明,它们拥有远远超出其发明者所想象的市场潜力,即使在促成它们产生的管制措施被修改或废止后,这些创新仍呈现出了迅猛的发展势头。

这种由金融管制推动促成的金融创新,最典型的一个例子是金融互换,即以惊人的排列组合数量出现的由甲公司以固定利率债券交换乙公司的浮动利率债券或以日元面值债券交换马克面值债券等金融交易活动。有些互换是由经纪人将交易双方召集在一起直接促成,而另一些则是由银行先以交易一方的身份与顾客达成交易,再用远期或期货抑或通过与另一个顾客相反的交易来抵销头寸。目前,这些互换交易(包括利率互换和货币互换在内)的名义数量大约有上万亿美元,而且正在迅速增长。然而,据传说,金融互换是在英国旅游者掉换住宅使用权的基础上发展起来的。当时,

赴海外旅游的英国人苦于受携带离境货币数量的制约，逐渐发现一所伦敦公寓两周的使用权大致抵得上一名法国游客在巴黎订一套两周客房的开销，或者等于一名美国游客在阿斯彭住所的使用权。假如这名聪明的英国创新者开始为伦敦的一家商业银行工作，这种互换的思路很自然地就会向交换公司票据延伸<sup>[3]</sup>。而剩下的无疑就是互换发展的历史了。

由管制或税收推动的类似创新还有很多，包括欧洲美元市场、欧洲债券市场以及零息票债券等，这些创新只是在三四十年代严格的管制体系下难以弥补的漏洞中的一部分（有关税收和管制推动的金融创新，详见 Miller, 1986）。我们首先对当前“不要让私营部门的金融创新放任自流”之类的观点予以分析，然后将讨论主题转向——掀起 1970 年以来巨大创新浪潮的私营部门，在不受监督的情况下，是否还能继续带来创新。

### **金融创新浪潮使我们的生活变得更好还是更糟**

自由市场经济学家用一个简单的标准，即人们是否愿意用自己辛苦挣得的货币去购买，来判断一项新产品是否增进了社会福利？用这个标准衡量，七八十年代的新产品已多次证明了自身的价值。但是，它们为什么会获得成功？它们真正的附加值来自哪里？在很大程度上讲，答案是它们大大降低了多种金融交易活动的交易成本。

例如，一家养老基金或一家保险公司目前有 2 亿美元的资产置于一种投资广泛分散的普通股票基金之中。假定，这家基金的经理人有充分的理由断定：将基金的投资从普通股票转向国库券能使基金的受益人获得更高的收益。直接的办法就是出售一家又一家的股票，期间会发生佣金、费用以及经受市场波动对每笔交易的影响。收回的现金再投向国库券时，还要负担交易成本。而第二种

也是更经济的办法,就是仅出售(按现价)1 000份标准普尔 500 种股指的期货合约。多亏了期货合约必须围绕市场平衡来定价,这使得一次交易与同方向上的两次迂回交易具有相同的结果。而且前者在费用、佣金和受市场波动等方面付出的成本只有后者的五分之一甚至更少(详见本书第九篇)。

或者以其他形式的融资费用为例,如一家银行持有部分政府债券的存货用来转手。对银行的客户而言,在他们前来购买时,这些债券就像超级市场中货架上的商品一样,得到它们意味着享受良好、迅捷的服务。但对银行来说,却意味着相当可观的风险。债券的价格可能会下跌,有时甚至在一个交易日内就会大幅度下跌。

要避免这笔损失,该银行可以通过卖出政府债券的期货来对其持有的存货套期保值。如果债券价格在期货合约的期限内下跌,期货合约的所得就可以抵销存货出手时的损失。如果没有这套依托期货交易转移风险的机制,这家银行就必须通过成本更高的其他途径以控制存货风险,或者可能完全放弃这项业务。

### **保险与风险管理**

当然,一家银行利用期货交易来为自己持有的债券套期保值,并不能消除债券的价格风险;而只是将风险转移给那些确实想承担该风险的人,这也许是由于风险承担者对市场的变化更为敏感,或更有可能是因为另一家企业或投资者希望就债券价格上涨的风险进行套期保值。期货和期权交易大大节约了风险转移者用于寻找面临相反风险的交易对手的时间(以及费用)。

期货和期权合约与它们在其中转手的各种正式和非正式的市场所形成的组合,可比作一家巨大的保险公司,情况正是如此。大多数期货和期权交易所关心的就是如何有效地分散风险。而这正说明了为什么在 1972 年芝加哥商品交易所的国际货币市场部分引入外汇期货交易之后,“风险管理”这一术语会逐渐成为在觉醒

后出现的各种金融工具和制度的华丽外衣。然而,我们不得不承认,有关近年来这场巨大的金融创新浪潮的上述看法,并没有得到社会公众甚至是学院派经济学家的普遍认可。

## 反对金融创新的若干案例

18世纪曾风行一时的重农主义将物质性产品(特别是农产品)的生产界定为国民财富增长的唯一源泉;今天,对金融创新所致社会负面影响的某些指责,看起来只不过是重农主义的翻版,这就是产品制造之外的任何职业都是非生产性的。现代重农学派藐视任何针对消费者主权的呼吁,他们机械、武断地将成千上万正利用新产品的华尔街从业者划入非生产性阶层。

一种与之有关的指责认为,由于降低了交易成本,新产品刺激了大量卖空交易的产生,这些交易不仅浪费资源,而且过分缩短了企业和投资者的计划周期。虽然刺激股市交易量飙升的关键性因素似乎更可能是高额固定佣金制度在1974年的终结,而非指数期货和期权的引入,但毫无疑问的是,交易量在近些年确实出现了急剧的增长。对政府债券而言,刺激交易量增加的主要因素是,自1981年开始联邦政府债券发行量的剧烈膨胀。批评者认为降低交易成本将推动交易量上升的观点,无疑是正确的。然而,从整个社会的角度来看,交易量越多并不意味着浪费越多。实质上,交易活动是散落(必然如此)在整个经济中各独立部分的经济信息相互聚集乃至最终融为一体过程中的一部分。交易利润可以理解为某种“贿赂”,社会用它来刺激人们广泛收集分散的供求信息,并最终将其融为一体。

### 指数期货与股票市场的波动性

尽管新的金融投资所面临的许多指责仅仅是针对中间商和投



机者的不满,但其中有一些已经精确到可用数据检验的程度。这里所提到的是在金融界中已广泛存在的一种观点,即近些年来股票市场的波动性急剧增加,而股指期货和期权则要对此负责。然而,证据却并不能支持这一已被公众广为接受的波动增强的概念。

今天,根据投资报酬率的标准差所计算的波动性(以月、周、日为间隔),仅比股市较为平稳的五六十年代略强一些,但是明显弱于三四十年代的水平(Schwert, 1989)。即使是在五六十年代,也曾经短暂地爆发过极不寻常的强烈波动,而在70年代中期类似的剧烈波动所持续的时间则要更长一些。在80年代里,每日大幅度波动(即同一方向变化率在3%甚至更高)的次数确实要多于自本世纪30年代以来的其他任何一个时期,但这几乎完全可归结于1987年10月19日股市灾难性崩溃期间和之后几日内的剧烈波动。诸如此类不断增强的波动,似乎总与每次大的股市暴跌相伴而来(比如在1990年大部分时间里,日本股市所表现的那样)。实际上,针对波动序列的时间序列性质,研究人员已就为数不多的市场现象建立有完整的记录,暴跌之后上涨和繁荣之中下跌之类的波动趋势就是其中的一种市场现象。这些在股市暴跌之后爆发的波动一般会在随后的几个月里逐渐消失,1987年那场灾难之后的情形尤为如此。30年代里的情况之所以不是这样,是因为1929年股市剧跌后的大幅度波动一致持续到下一个10年。

### **指数产品和 1987 年股市暴跌**

难以在统计记录上找到市场波动性不断增强的趋势,意味着社会公众应当在另一种不同的、少一些技术性的意义上,使用波动性一词。他们可能仅仅将1987年股市暴跌(以及稍后在1989年10月13日发生的所谓“微型暴跌”)这一事实本身理解为市场波动。毫无疑问,1987年爆发的那场灾难性崩溃是有史以来在一日之内对股市最严重的一次冲击(本书第十八篇将讨论我们从1987

年那场暴跌中正在以及已经汲取的教训)。

1989年10月13日的微型暴跌,下跌幅度高达6%,但是离历史最高记录仍有一定差距。如果说公众对不断增强的市场波动的认识是源于1987年的那场灾难性崩溃的话,那么检查创新工具与市场波动性之间是否存在联系,就会成为一项相对容易的工作,只须判断指数期货和期权是否真的应对股市暴跌的发生或发生规模负责即可。由此而言,有迹象表明,针对投资组合保险和指数套利这两种将期货与期权综合在内而又常常最受人批评的投资策略,至少在学术界已经形成了一致的看法。

学术界认为,投资组合保险不是股市暴跌的罪魁祸首,但应对市场变化的推波助澜负一定的责任。毕竟,投资组合保险在1987年是美国所特有的现象,当时看起来,10月19日的那场暴跌在纽约或芝加哥开市之前,就已在远东爆发了。而且,全球各市场上的下跌幅度与该国的推出指数期货和期权交易并无关系(Roll, 1988)。即使在美国,包括受零散投资者赎回现金而锐减的共同基金销售额在内,非投资组合保险在10月19日的营业额也4~5倍于投资组合保险的营业额。

此外,如同一个理论问题,利用期货的投资组合保险,像止损指示或保证金分层等旧式的、需积极反馈的投资策略一样,能够显示出自身所具有的潜在不稳定性<sup>[4]</sup>。在这里,利用期货的条件极为重要,因为运用指数期权可以大大降低投资组合保险自身潜在不稳定性所造成的影响(指数期权必须是从市场上买入的看跌期权,而非通过多次的套期保值用期货合成复制的看跌期权)。利用公开交易的看跌期权,市场的下跌趋势可通过看跌期权的市价和不明确变动,迅速地扩散、传播开来。相比之下,利用期货合成或无法平仓的、柜台出售的看跌期权,市场的下跌趋势很可能被掩盖起来,而后突然出现在没有心理预期的公众面前(Grossman, 1988)。

## 指数套利：新的恶人

无论其在 1987 年的股市暴跌中是否发挥作用，利用期货而不是期权的投资组合保险都已经彻底地消失了。明确地讲，它在 1989 年 10 月 13 日发生的那场微型暴跌中没有起到任何作用。其在金融界罪犯像片陈列室中的席位，一般情况下，已被计算机化的“程序交易”所取代；而在某些特定场合，则为指数套利所取代。

然而，公众为什么反感指数套利的原因还很不清楚。投资组合保险有时极不稳定，其市场表现就像那些信息严重匮乏的交易一样让人云山雾罩；与此不同，在各市场间进行的指数套利，对市场的影响严格保持在中性水平。在一个市场上出售所致的下跌压力总是与另一个市场上力量相同、方向相反的购买势力相平衡。只有在某些特殊的情况下，这些可相互抵销的交易才能对各市场间结合为一体的整体水平或波动性产生影响。

如果最初对套利范围的突破，导致流动性相对不足的现货市场中的成交量急剧上升，以致于股票指数下跌的幅度明显超出使两个市场靠拢所需的水平，则指数套利就很有可能会增强市场的波动性。随后，套利者新的一波出售活动就会从相反的方向上展开。尽管证券交易委员会常常对这种“哄抬市价”的行为表示关注，但是对此至今没有出现有详细记录的情况。（有关研究，详见 Duffie *et al.*，1990）。他们发现程序交易下的市场行为与以下认识完全一致，即：市场价格正由“消息”所驱动，而不仅仅是来自期货市场的投机性“噪音”在作怪（虽然指数期货的批评者常常提出这种责难）。

其实，这些发现丝毫不值得大惊小怪。指数期货较低的交易成本，使期货市场自然成为有关宏观经济最新消息的输入接点。如果这些消息相当重要，并足以推动价格突破套利的范围，则其就会通过套利者的程序交易由期货市场向现货市场传递。幸亏有纽约股

票交易所的电子下单流程系统,使得这种传递异常迅捷。然而,套利依然只是消息的传递媒质而非消息本身。

近年来,数量如此之多的批评和指责冲着消息的传递者而非消息本身而去,只能表明,社会公众对过去 20 年当中改变我们资本市场和金融服务体系的巨大变化,照例地反应迟缓。诚然,指数期货的存在历史还不到 10 年。股票市场以零散投资者为主向以机构投资者为主的转变,也只不过在 15 年前才开始。假以时日,随着经验的丰富和认识的积累,公众对新环境的理解一定能跟得上来。除非新一轮的金融创新浪潮将公众的认识远远甩在后面。

### 金融创新:会发生新的浪潮吗

过去 20 年中给金融界带来深刻变革的创新活动,在今后 20 年当中能否继续或者加速?我认为不会。当然,变化仍会继续发生。新的金融工具和金融制度将渗透到发达世界的每一个国家中去(甚至可能包括新近获得活力的东欧经济)。期货和期权合约的交易会在更广泛的基础商品和基础证券之上展开。但是,这一过程将是正常、缓慢和渐进式的变化,而不是像过去若干年当中的那种剧烈变化<sup>[5]</sup>。

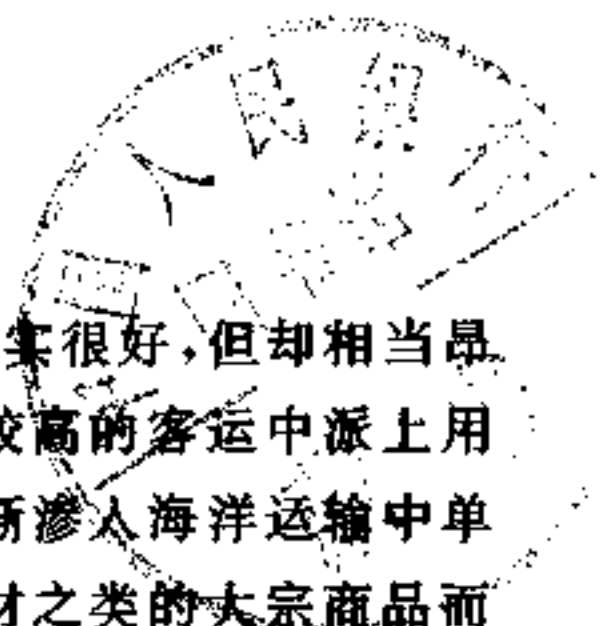
有关上述变化的长期预测确实令人好笑。有谁能忘记本世纪初,美国专利署高级官员曾断言其所负责的机构应该关闭,因为所有值得申请专利的发明都已完成。尽管到目前为止,在减少管制和降低税率方面已有重大进展,但管制和税收这两种在长期范围内刺激创新的主要因素,仍大量存在于现实经济生活之中。然而,有些重要的因素已经发生了变化。在今天经济学和金融学的一些标新立异的学术文献中,很难发现有什么新思想和新观点能像六七十年代那样不断涌现,并在随后特定的创新中付诸实现。

针对七八十年代里巨大的金融创新浪潮,学术性思考和批评

所起到的预示作用,至今仍没有被重视。如前所述,在五六十年代,对创立外汇期货交易市场的呼吁和对经济从建立类似制度所获效益的分析,在那些支持浮动汇率的学者(特别是米尔顿·弗里德曼)的著作中俯拾即是。而对普通股票来说,五六十年代中重大的理论突破应是马克维茨(Markowitz)的均方差组合投资选择模型,以及夏普和林特纳建立在该模型基础之上的资本资产定价模型(CPAM),市场组合投资是后者的核心概念。在70年代初,当第一家被动式管理的指数基金公开面市时,市场组合投资的设想终成现实。而世界也由此迈入了广阔的市场组合投资交易时期,或整套购买,或以指数期货和期权的形式交易,更是在大多数人的预料之中。同样在70年代初,布莱克与斯科尔斯及罗伯特·默顿关于理性期权定价的两篇基础性论文正式出版,尽管在此之前这两篇论文的手稿已在学术界非正式地广为流传。这些以及其他激动人心的辉煌景象大量存在于20年前的学术文献之中。但是,目前,学术界却并没有什么等待实践的新观点、新思想。

正如现有文献所表明的那样,与未来发展迹象更多相关的是,交易自身所处的结构而非交易的对象。学术界中人已经习惯于将整日的时间花在注视其个人电脑的显示屏上面,因此,他们理所当然地认为市场应由场地交易向电子交易转化。在有关1987年那场股市暴跌的大量论文中,很多地方认为在那个紧张时刻,正在运行的交易系统出了问题。这些论文在比较股市的交易系统与政府债券或银行间外汇交易等非公开市场中的显示屏系统之后,轻蔑地赋予前者以“落伍”、“过时”等特征。

现在看来,显示屏交易在某一日终究取代场地交易,已经越来越有可能;但是,这种替代是否会在本世纪末之前发生,还值得探讨。蒸汽船的案例很有警示意义。新的蒸汽机技术在河流航行和抵御风浪等方面的能力,明显优越于帆船动力。蒸汽机似乎很快就要占领内河航行的市场了;然而,实际情况却并非如此,它首先占



领的是海洋运输市场。那时,蒸汽机的质量确实很好,但却相当昂贵。这样,蒸汽机只能在军事领域和单位价值较高的客运中派上用场。而只有在燃油成本降低以后,蒸汽机才逐渐渗入海洋运输中单位价值较低的大宗货运市场。实际上,对像木材之类的大宗商品而言,在第一次世界大战爆发之前,或者说在第一艘蒸汽船投入运营之后的 100 多年时间里,帆船常常是最便宜的运输方式。

这种比较优势法同样也适用于电子交易系统。在大的期货交易所中,通过在交易厅里公开喊价成交,虽然看起来有些混乱而且过时,但在市场价格剧烈波动的情况下,确实是迅捷处理大宗交易的最经济途径。至少截止目前,电子交易在此领域中还未具备成本的竞争力。电子计算机系统可以在期货交易的下单、数据处理以及交易监督等方面而不是在交易现场发挥作用。(有关场地交易与电子交易各自的比较优势,详见本书第十一篇)。

然而,即使是成功的电子交易也无法导致交易所像正在发挥作用的商业实体那样消失。交易所通过交易现场提供的交易便利是其所能提供的最主要、最富有魅力(但决不仅仅是这些)的服务。交易所还能提供如清算、履约保证、交易记录、审计监督以及价格信息的收集和发布等乏味但重要的服务。在支撑那些发生于交易所之外的金融交易中,这些服务的市场极为广阔。利用自己的专业技术和大量的现有投资,期货交易所完全可以进入这些新兴的市场,并在其中夺取相当数量的份额,就像 20 年前农产品业务的萎缩迫使其涉足金融期货和期权一样。

本文依下文改编:“*Financial Innovation: Achievements and Prospects*,”*Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 4, No. 4, Winter 1992.

## 参 考 文 献

- Brennan, Michael J. and Eduardo S. Schwartz, "Portfolio Insurance and Finance Market Equilibrium," *Journal of Business* 62 (October 1989), 455~472.
- de la Vega, Joseph, *Confusion de Confusiones*, Amsterdam, 1688, translated by Hermann Kellenbenz, 1957, reprinted by Baker Library, Harvard Business School, 1988.
- Duffie, Gregory, Paul Kupiec, and Patricia White, "A Primer on Program Trading and Stock Price Volatility: A Survey of the Issues and Evidence," Working Paper, Board of Governors, Federal Reserve System, Washington, D. C. , 1990.
- Grossman, Sanford J. , "An Analysis of the Implications for Stock and Futures Price Volatility of Program Trading and Dynamic Hedging Strategies," *Journal of Business* 61 (July 1988), 275~298.
- Hu, Henry T. C. , "Swap, the Modern Process of Financial Innovation and the Vulnerability of a Regulatory Paradigm," *University of Pennsylvania Law Review* 128 (December 1989), 333~435.
- Melamed, Leo, "The International Monetary Market, " in *The Merits of Flexible Exchange Rates*, Editor Leo Melamed, George Mason University Press, Fairfax, Virginia, 1988, 417~429.
- Miller, Merton H. , "Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21 (December 1986), 459~471.
- Roll, Richard, "The International Crash of October 1987," *Financial Analysts Journal* 22 (September 1988), 19~35.
- Schwert, William G. , "Why Does Stock Market Volatility Change over Time?" *Journal of Finance* 44 (December 1989), 1115~1153.
- Van Horne, James C. , "Of Financial Innovations and Excesses," *Journal of*

## 尾 注

- [1] 当时的财政部长是乔治·舒尔茨(Geogre P. Shultz),他是米尔顿·弗里德曼以前的同事和多年的老朋友。联邦储备委员会主席是阿瑟·伯恩斯(Arthur Burns),也是米尔顿·弗里德曼的一个老朋友。在弗里德曼的介绍下,两人亲切地接见了芝加哥商品交易所的利奥·梅拉梅德(Leo Melamed),并对他的有关外汇交易的建议给予了肯定(Leo Melamed, 1988)。
- [2] 在证券交易委员会最初的安排中,只有看涨期权可以交易,因为看跌期权被认为具有潜在的不稳定性。显然,证券交易委员会还没有真正地理解看跌一看涨对称原理。
- [3] 第一笔货币互换交易是由大陆伊利诺斯银行的伦敦分行在1976年安排促成的。准确的日期和地点还不明确,这是因为创始人有保持竞争优势的考虑(见Hu, 1988,注释73,第363页)。
- [4] 见Brennan and Schwartz, 1989。可是,他们两人演示中最有趣的是,假定剩下的投资公众理解了组合投资保值是什么的话,潜在不稳定性到底会有多大。
- [5] 这种演进中当然也包含有“灭绝”。近来的一些金融创新将不可避免地在竞争中面临失败。另外一些则可能被严厉的管制措施所扼杀。



## 第二篇

### 最近的几次衍生交易事件：损失估计

在过去几年里，究竟有多少财富在失败的衍生交易中化为乌有，看看报纸，就知道太多了。据报道，宝洁公司(Procter and Gamble)在一次利率互换中就损失了1.5亿美元。德国最大的企业集团，德国金属公司(Metallgesellschaft)，在原油期货交易中的损失大约是上述金额的10倍。奥兰治县(Orange County)损失在利率衍生工具交易中的资产甚至达到了17亿美元。在可能是最大的一次衍生交易事件中，巴林银行在日经指数期货和期权交易中损失的资产超过了20亿美元。

这些事件是否意味着我们应当对金融衍生工具采取更多的管制措施？我曾在1994年探讨过这些问题(Miller, 1994；另见本书第七篇)，并有结论：上述三起影响甚大的衍生交易事件(巴林银行事件发生在1995年2月)，没有一起可以将原因归结为金融管制存在一定的漏洞。事实上，我们已经拥有了足够的管制手段，有些人甚至认为已经过多了。我们真正需要的是对金融衍生工具以及如何管理它们这些问题，予以更充分的认识和理解。

在这里，我从一个新的角度，再次对金融衍生工具的管制问题进行探讨。这次我着重强调的是成本—收益分析；在自由社会中，这种分析对政府决定是否为维护公众利益而采取强制干预手段来讲，是必不可少的，也是极为重要的。“负负为正”，本文首先从社会

成本的角度,估计在证券交易委员会(SEC)、商品期货交易委员会(CFTC)以及大量的银行机构明确禁止衍生交易的情况下,有多少实际损失可以得到避免;藉此,再来衡量对金融衍生工具施加更多管制所能产生的潜在收益。

避免衍生交易事件所能减少的社会成本,尽管已为人们反复强调,但仍存在一定的上限,这就是管制所能带来的净收益。金融衍生工具的管制并不是一件免费赠品,特别是那些最终使用者承担了大量的间接成本,他们不得不为身价已被管制措施剧烈抬高的任何一种衍生工具,寻找效率大打折扣的风险管理替代品。还有,除非严格的警戒能够得到维持,管制措施常常会走形、变质。有些人,比如我已故的同事乔治·斯蒂格勒(George Stigler),甚至认为管制在一般情况下会蜕变为类似日本社会中那种简单的特殊利益保护主义(第五篇将详细分析日本金融服务业中的保护性管制)。我们暂且不考虑管制的社会成本,将视角转向衍生交易事件的实际社会成本——长期以来这一问题始终是公众谈论金融衍生工具的主要话题。

### 衍生交易事件的社会直接成本

探讨最近几次衍生交易事件对社会造成的损失,首先可以从宝洁公司与美国信孚银行(Banker's Trust)签定的一笔名义价值为2亿美元的独特互换交易开始。在这笔“5~30年期连续互换”的交易中,宝洁公司向美国信孚银行出售就长期债券价格的看跌期权。而在1994年3月债券价格下跌时,看跌期权变现,宝洁公司不得不向美国信孚银行支付1.5亿美元<sup>[1]</sup>。

然而,即使这1.5亿美元是宝洁公司自身在这笔交易中的全部损失,它又怎么能被当作社会成本来衡量呢?我们必须牢记的是,在这笔交易中,宝洁公司每一个美元的损失都会转化为美国信

孚银行每一个美元的收入。难道社会中的其他人因此遭受损失？我知道我自己肯定没有受损，这是因为我所在的大学退休股票基金(CREF)，同时持有宝洁公司和美国信孚银行的股票。这家基金投资于宝洁公司股票所遭受的损失，会从其持有的美国信孚银行股票上面赚回来。实际上，这仅是一笔冲销交易而已<sup>[2]</sup>(详见下文)。

就宝洁事件来讲，这种得失的抵销丝毫也不值得惊异。金融衍生工具总是有两种相对的交易力量，一种是多头，一种是空头。而且在任何时候，这两者所持的头寸都可以相互抵销。所谓的利得与损失并非社会总财富的变化，而只是经济学家所称的那种社会成员间的财富净转移。请注意这种转移与神户大地震之类事件有明显不同。后者往往意味着表现为住宅、工厂、道路以及生命等形式的社会总财富的净减少。

诚然，不仅是天灾，股市暴跌之类的人为事件也能带来社会总财富的减少。经济学家对特定的公司风险(个股的盈利与亏损，可通过退休基金等途径予以分散化简)与市场风险(在同一时点对所有股票均产生影响)做出了区分。在整个股市发生暴跌的时候，不会有宝洁事件中的冲销交易发生，因为全部股票交易者几乎都是在出售股票<sup>[3]</sup>。

但是，尽管每次衍生交易的双方都势均力敌、方向相对，冲销交易却并非总是像宝洁事件中的那样易于发生。我们来考虑奥兰治县的案例。奥兰治县的财政部门购入所谓“逆向无记名债券”的组合债券，这种债券按15.5%减去2倍伦敦银行同业优惠利率(LIBOR)后的余额计息。这样，当伦敦银行同业优惠利率和其他短期利率下调的时候，这种债券的利息就将随之上升。此外，奥兰治县的财政部门还使用了大量的所谓“逆回购协议”，它听起来像是一种新奇的衍生品，实则不然。这种金融产品的功能等同于按保证金购入某种证券(在本例中是长期国债)。如果能确信利率在债券剩余的期限中保持不变(投资者就能因此获取长期债券利率与

短期名义利率间的利差),按保证金购入长期债券就会成为极具经济意义的一项投资。

一时之间,奥兰治县的财政部门押在利率不变或下调上的赌注获得了丰厚的回报。从1991年到1994年初,奥兰治县基金总共赚取了7.5亿美元的利润,现金回报率比加利福尼亚州基金高出400个基点。这也正是奥兰治县市民不断将大量资金存入该基金的原因所在。然而,当短期利率上扬的时候,就像1994年中期的情况那样,奥兰治县的逆向无记名债券和杠杆性长期债券的市值急速下跌,跌至比该县债务价值还要低17亿美元。1994年12月6日,奥兰治县申请破产(随后我将继续讨论这一问题)(作者注:在此次演讲的首稿中,我曾经推测,按照新闻界估计,奥兰治县除了申请破产之外,别无其他出路。然而,其后我与戴维德·罗斯(David Ross)的合作研究却表明:在申请破产时,奥兰治县的投资基金实际上既非没有偿债能力,也不是现金缺乏。1994年12月6日,这家基金的净资产超过60亿美元,而且大量的现金还在以每月0.3亿美元的速度流入(而不是流出)该基金。破产决定可能仅仅是一种战术策略,以表明对美林公司以及其他向奥兰治县投资基金出售证券的经纪公司提出损害起讼的正确性)。

当然,那些向奥兰治县出售逆向无记名债券的人们,无疑会从利率的上扬中获利。这些人是谁呢?他们是住宅贷款银行理事会以及联邦全国抵押协会(范尼梅)等其他政府住宅融资机构。在本例中,财富从奥兰治县居民和纳税人流向美国全国纳税人所共有的那些经济实体<sup>[4]</sup>。

在德国金属公司一案中,由于MGRM公司——德国金属公司在美国的子公司——的市场营销计划成分复杂,同样也很难看到财富转移的痕迹。一方面,MGRM公司在短期原油和油产品期货(及互换)交易上做多头,这样当油价在1993年第四季度下跌时,MGRM公司不得不再拿出13亿美元的维持保证金。而这笔维

持保证金就流向这些期货和互换交易中的空头一方。但是,事情还不仅如此。另外,MGRM 公司还以空头一方的身份,在与客户签定了价格固定的远期供货合同。实际上,MGRM 公司是在用期货和互换交易中的多头头寸与远期供货合同交易中的空头头寸相互对冲。正像其他套期保值活动一样,一头的亏损可以用另一头的盈利来抵销,因此,至少在理论上可以说,在没有交易成本的环境中,MGRM 公司能够做到完全的对冲,没有任何损失。在油价下跌时,期货和互换交易中的空头方所获盈利,完全来自在价格固定的远期供货合同交易中,以多头身份出现的 MGRM 公司客户。

对意图套期保值的 MGRM 公司来讲,这种做法在理论上完全是一种冲销交易,但在实践中却无法尽善尽美。由于“维持费用”的作用,当 1993 年短期期货价格的下跌幅度明显超过长期期货价格的下跌幅度时(也即当市场上典型的“现货溢价”转变为“期货溢价”时),MGRM 公司遭受了亏损,尽管实际损失远远低于新闻界报道的数字。虽然 MGRM 公司在期货交易及等同于期货的对冲交易中损失了大约 13 亿美元的现金,但是卡普和米勒估计这家公司的市场营销和套期保值计划在 1993 年实际造成的损失不到 1.7 亿美元(Culp 和 Miller, 1995b)<sup>[5]</sup>。

无论宝洁公司、德国金属公司、巴林银行和奥兰治县遭受的实际损失有多大,我个人认为,新闻界反复提到的亏损数字并不能代表实际牵涉的社会成本。与神户大地震或者安德鲁飓风不同,人类社会千辛万苦积攒下的财产在上述事件中的损失微乎其微。准确地讲,在大多数情况下(不是所有情况,这正是我将要解释的),金融衍生工具最令人恐怖的地方就是财富的转移。

## 我们是否应当为财富转移而担忧

有些人可能会认为,我将衍生交易造成的这些为社会公众高

度关注的财产损失归结为没有多少社会意义的财富转移,过于随意(或者过于无情)。他们可能还会争辩,有人拿枪顶住你的肋骨,夺走你的钱包,这也是一种财富转移。在这种财富转移中,的确发生了恶劣的社会后果。然而,我必须坚持的是,这两种情况之间存在着截然不同的区别。用我们经济学家奇特的方式,抢劫可称作无法补偿的财富转移。这种财富转移并不能准确描述和概括我在前面分析的那种情况。

我们仍用宝洁公司的案例,假定利率在1994年不是下跌而是上扬。宝洁公司将大获全胜。根据其与美国信孚银行的合同规定,宝洁公司将以较低的利率获得5年的融资,而且无论商业票据的利率有多低,这笔融资的利率比其还要低75个基点。宝洁公司的财务总监也将作为天才而受到整个金融界的拥戴。美国信孚银行或者买入这份合同的其他企业或个人,将面临巨额的损失和同行的嘲笑。

当然,美国信孚银行也知道如果利率下跌,自己将遭受巨大的打击。是什么导致该银行甘于冒这么大的风险?不是挣得的佣金,因为这些收入与整个盈利相比微不足道。实际上,恰恰是基于这样一种期望,即宝洁公司在利率上扬时将承担美国信孚银行相应的风险。互换并不是抢劫。它是两家企业就各自承担的利率风险,所进行一种的自愿的、互利的交换行为。

必须强调互利这一点,因为金融衍生工具常常被人们描述为零和博弈。确实如此,在交易之后,金融衍生工具的价值为零,有时甚至会出现轻微的亏损,因为交易者还要支付一定数量的佣金和其他交易成本。而在交易之前,它们表现为数量为正的交易成本。在每次衍生交易中,交易双方均可在两种力量相同、方向相反的风险中,自由选择自己适宜的风险。这样,无论最终结果如何,每次交易都会使交易双方在达成交易一刻处于更有利的地位。证据很简单:如果双方感觉不到能够获得更多的利益和优势,就不会达成

交易<sup>[6]</sup>。

## 衍生交易事件的社会间接成本

我们强调最近几次衍生交易事件的社会直接成本几乎为零，并不意味着社会就没有承担任何损失。我们对衍生交易事件的“外部性”（指这些事件给社会造成的不利影响），必须给予充分的估计和重视。

一种外部性是这些事件引起的诉讼费用。例如，就我所知，德国金属公司至少已卷入六起诉讼案件。宝洁公司的高级管理层既不承认没有弄懂财务总监的所作所为，也不承认自己监管不力，而是高喊上当受骗，对交易对方提起诉讼<sup>[7]</sup>。自然，律师们在诉讼中的工作，不会像制造轿车或卖汉堡包那样，能够带来 GNP 的增加。总的来看，有关金融衍生工具的诉讼案件的实际数量非常少。这一点确实值得我们注意，因为在成千上万笔衍生交易中，每一笔都有一名受损者，而且都有可能成为诉讼的原告<sup>[8]</sup>。

衍生交易事件所造成的、也可能是更严重的一种社会成本，是破产费用。目前，已有两起事件导致了破产，这就是巴林银行和奥兰治县。德国金属公司勉强扭转了即将破产的局面，或者该公司的现有管理层将使我们相信这一点<sup>[9]</sup>。

人们对破产一词赋予了大量的消极含义，但我们还是应当谨慎地对待破产，不能反应过敏。我关心的是衍生产品所致破产带给旁观者的伤害，而非破产企业股东承受的损失和痛苦。在一起破产案例中，除了沉重的法律费用和谈判费用外，社会遭受的实际损失常常出奇地少。走在芝加哥的密执安大街上，你会看到许多经历过破产的旅馆和写字楼，有些甚至几经破产。这些建筑物仍然屹立在原来的位置上，而且还像往常一样开门营业。原来的股东和经营者都已不在了，但这些财产却仍得以保留<sup>[10]</sup>。

一家企业即使处于清算而非重组时,有形资产也不会地球上消失。这些资产通常被转换到另一家企业,这实际上是另一种形式的废物回收处理。在清算过程中,只要社会财富没有遭到破坏或资产使用价值没有降低,社会就不会承担什么损失。这种情况可能会在企业破产中发生,如最近巴林银行的破产案例。荷兰国际集团(ING)以承担巴林银行期货和期权交易的10亿美元亏损为代价,接管了这家银行剩余完好无损的资产。假定巴林银行的声誉经受了重大打击,荷兰国际集团则是在尽可能多地保留它的营业价值。

巴林银行前高级管理层中的绝大多数人已被荷兰国际集团解雇。巴林银行多年积累的人力资本尽管在理论上与其他资本一样,都是社会资本,但其中的大部分也被荷兰国际集团无情地瓦解。这样处理是因为这些资本已没有什么利用价值。虽然这些被解雇的高层经理可能并不十分清楚新加坡分行发生的事态,或者就此事态没有得到充分的通报,但是新加坡分行短时间内的大量现金需求应当引起他们的警惕。确实,他们应当估计到允许一名交易员控制整个交易过程(既交易又做账)所能导致的危险。这些高级经理领取那么高的薪酬,就是要对此类问题的发生负责<sup>[1]</sup>。

从这一点来看,巴林银行和德国金属公司管理者的命运截然不同。在1993年4月上任的、由银行控制的德国金属公司监督董事会负责人,目前依旧掌握着充分的权力,而且仍然坚持自己不知道或没有被告知,如果原油价格下跌,那项原油营销计划将因套期保值而给公司带来巨额的现金损失。

在巴林银行破产一例中,人们很自然地想知道,如果荷兰国际集团认为巴林银行不值20亿又1英镑的话,会发生什么情况?如果真是这样,巴林银行的亏损除了由已遭受毁灭性打击的股东承担之外,还要落在那些向巴林银行的期货交易提供融资的银行和债权人身上。在巴林银行4亿英镑的资本金消耗殆尽后,这些债权人将无法得到偿还。这就到了我们多次讨论的主题——系统性风



险,即一家大银行的失败将连带击垮另一家大银行,进而导致再一家大银行的垮台,直至全球金融体系彻底崩溃完结。这种情况虽然有可能发生,但是其概率极低。衍生交易的参与者绝大部分都来自大银行。全球的大银行——请记住,巴林银行并不是一家大银行——无一例外地均具有极高的资本化程度,而且其证券投资组合都有较强的分散性,这使其可以稳定自己承担的总体风险水平<sup>[12]</sup>。顺便提及的是,这种分散性要部分归功于金融衍生工具的存在。

各国的中央银行虽然拥有权力,但是并没有意志和智慧来阻止金融领域中出现的任何螺旋型下跌趋势。就这一点而言,我们的联邦储备系统在本世纪30年代初遭遇了惨痛的失败,但多少学到了一些经验,30年代的情况几乎不可能再次发生。然而,日本银行似乎还没有掌握避免其资本市场出现自我推动的螺旋型上升或下跌趋势的艺术。对此的一个有力证据就是,日本中央银行的管理者在过去5年中通过货币政策对该国经济带来的破坏,远远超过衍生交易在过去甚至今后100年内带来的损失。

## 奥兰治县的破产

近来奥兰治县案例的最新发展,又赋予与破产相关的外部性以新的内涵。1996年11月,破产法庭将该县从破产状态中解脱出来,并授权其发行新债券以清偿现有债权人的债务。为避免发生拖欠而使债权人两手空空,法庭还规定其余不足的资金须通过削减市政官员薪酬或者出售部分市政资产筹集<sup>[13]</sup>。

从某种意义上讲,对奥兰治县的纳税人而言,保护债权人的利益是一种比较明智的决策。人们偿还自己的债务,并不是因为他们认为这是一件正确的事情,而是因为他们不得不这样做。在一件普通的公司或个人破产案中,法庭指定的破产法官会强制债务人向

债权人移交财产以满足符合法律规定的偿债要求。然而，在市政当局的破产案中，情况并非如此，奥兰治县的纳税人也正是因为因此能够轻易地躲过这场灾难，而且可以像传说中的金融冒险家吉姆·费斯克在范德庇尔特准将强迫其离开纽约时所说的那样，“什么也没有损失，除了名誉”。

奥兰治县决定拖欠债务，必然导致包括该县以及加利福尼亚（不仅仅是加州）其他县和地方当局远期借款利率的上升。对奥兰治县所涉及的衍生交易事件来说，这种利率的上升是否意味着一笔纯粹的社会成本？如果该事件仅表明，在情况变糟、税负加重时，市政当局发生拖欠的可能性明显高于市场已有的预期，那么现有债券上的损失显然是私人成本而非社会成本；从市场运作的角度来看，这种损失实际上是财富从旧债权人到债务人的一种转移过程。针对新的借款，任何较高的风险溢价都可以看作是带有社会福利性质的报酬。通过纠正先前过于乐观的拖欠预期，较高的风险溢价有助于抑制过多的资金流入市政部门。

奥兰治县的债务拖欠还有另一层更深刻的含义。市场将从这一事件中领悟到，市政当局不仅在它们无法增税的不利时刻，而且在它们有能力增税的适宜情况下，都可以凭借这样或那样的借口，任意弃绝已有的承诺。这种做法简直就是抢劫，如果类似事情发生多次的话，市政当局就别想筹集更多的借款。没有什么事情对金融市场的毁灭性破坏，能有比偿债的不确定性更快的速度了<sup>[14]</sup>。

市场毁灭的社会后果有多大的严重性，取决于市场毁灭的规模以及可替代的途径和办法。在市政债券市场的个案中，有些愤世嫉俗者（以及保守主义者）甚至愿意将市政债券市场的消失看成是充满虚伪的社会中的一件幸事。正如这些人所说的那样，我们可以把这种消失看作是对肆意挥霍的市政当局的一种“平衡预算”要求。但是，社会法律规制下的信用腐蚀和丧失却不容我们等闲视之。

## 结论：维护市场的完整性

衍生交易事件仅是没有多少社会影响的财富转移活动，奥兰治县事件的风波使现实世界中的绝大多数管制者更加相信这一结论存在着致命的漏洞和缺陷。这些人一方面承认在考虑盈亏相抵的情况下，上述事件所造成的可估计损失实际上很小，另一方面坚持对金融衍生工具的管制绝不能沦落为计算得失。他们认为这些管制的真正动机是保护社会公众对市场公正性和完整性的信心。由此而言，社会公众普遍认为衍生交易事件确实是灾难性事件——但可以预防，这就是金融衍生产品不得不面临更多管制的根本原因。

管制者发起有关社会公众信心的讨论，不仅只就金融衍生工具而言，同时也针对众多的公司。这场讨论拥有绝对无法抵挡的直接证据，为什么不是呢？它可以被那些为自身利益考虑而经常企图获得管制性支持的公司当作一种自动的讨论制动器和一个很好的掩护（有关案例参见 Miller, 1995, 本书第七篇有节选）。

幸运的是，经济学给我们指明了在完整的市场中，对任何可估计损失的另一条衡量途径。假如社会公众真的对衍生市场丧失了信心，市场的交易量很快就会枯竭，然而，情况并非如此<sup>[15]</sup>。要求对金融衍生工具给予更多管制的呼声，不仅来自社会公众、新闻界以及试图扩大管辖范围的管制部门，而且也来自这一行业中那些业务量急剧下降的企业。事实上，30年代初期，大多数证券公司在经历了1929年的股市崩溃以及其后出现的交易量急剧下降之后，以接受证券交易委员会的管辖换取行业的生存发展空间，所遵循的正是这一思路。

显然，今天的衍生产业并不处于类似的状况之中，这不仅因为衍生交易仍然保持着较高的成交量，而且还因为这一产业的业内

人士认为正常的公共关系活动是克服针对金融衍生工具的种种不利影响的唯一手段(纽约联邦储备银行和国际互换与金融衍生工具协会于1995年8月推出自愿交易规则就是一个典型的例子)。目前,要求给予金融衍生产品更多管制的企业主要是那些公司性质最终使用者,它们试图寻求更严厉的适用性条款,以加强其在将来有关亏损的法律争端中,针对交易商的诉讼力量(但是,这些最终使用者为什么确信交易商不会就额外发生的风险对自己提出起诉呢?原因还不清楚)。在过去,那些寻求适用性规则的企业和个人会依赖议会中的支持者来协助他们用新规则替代已有的规则。但是,自共和党赢得1994年11月的中期选举之后,这种有关金融衍生工具的立法——与允许酒后驾车肇事者的受害人起诉酒吧招待的“酒馆法案”极其类似——的可能性已大大降低<sup>[16]</sup>。

作为一个整体,衍生产业在继续生存发展的同时,其中一部分(特别是再抵押债券、逆向无记名债券和组合债券)的交易量将要出现明显的下降。这些产品已经遭受了来自管制者推出的一系列敌视制度的沉重打击。在我看来,更为重要的是,许多公司的财务总监终究会意识到,他们作为市场偶然的涉足者,尤其是在缺乏估价技术(或者仅有一些原始的技术)的情况下,绝不可能妥善地将那些新型期权出售给专门从事互换交易的交易商<sup>[17]</sup>。

组合债券和再抵押债券可能会趋于消亡(虽然目前下此结论还为时过早),然而结果又将怎样呢?尽管面临不利的社会舆论环境,但如果这些金融产品真的能够满足有效的市场需求,它们终究会在适宜的时候重新复活,就像垃圾债券的发展历程。另一方面,如果组合债券、再抵押债券和新型期权确实不能填补空白,即像经济学家所说的那样,有助于市场实现,它们还是消失掉为好。这些金融产品的消失不应视为最近几次衍生交易事件导致的社会成本,而应看作是这些事件带来的社会收益。简言之,在没有政府管制干预的前提下,我们的金融市场和金融制度完全有能力发现并

杜绝那些有害的金融产品。

本文为作者在第七届环太平洋资本市场研究会年会(1995年7月7日,马尼拉,菲律宾)的主题发言,发表于 *Pacific-Basin Finance Journal* 2 (1996)。本文初稿曾得到 Christopher Culp 和 Jesús Saá-Requejo 的有益评价,在此深表谢意。

### 参 考 文 献

- Culp, Christopher L. and Merton H. Miller, "Metallgesellschaft and the Economics of Synthetic Storage," *Journal of Applied Corporate Finance* 7 (1995), 4.
- Culp, Christopher L. and Merton H. Miller, "Auditing the Auditors," *Risk* (1995), 8, 4.
- Culp, Christopher L. and Merton H. Miller, "Hedging in the Theory of Corporate Finance: A Reply to Our Critics," *Journal of Applied Corporate Finance* 8 (1995), 1.
- Gamez, Michael S. and Karen McCann, "A Simplified Approach to Valuing an Option on a Leveraged Spread: The Bankers Trust, Proctor and Gamble Example," *Derivatives Quarterly* 1 (1995), 4.
- Jorion, Phillipe, *Big Bets Gone Bad: Derivatives and Bankruptcy in Orange County*, Academic Press, San Diego, California, 1995.
- Magee, Stephen P., *A Plague of Lawyers*, Warner Books, 1995.
- Meguire, Philip G., "Aggregate Consumption, Fiscal Policy, Wealth, and the Rate of Interest: Extending the Consolidated Approach," a dissertation submitted to the Graduate School of Business, University of Chicago, Chicago, Illinois, 1995.
- Miller, Merton H., "Do We Really Need More Regulation of Financial Derivatives?" *Pacific Basin Finance Journal* 3 (1995), 2.
- Miller, Merton H. and David Ross, "The Orange County Bankruptcy and

its Aftermath: Some New Evidence,” December 10, 1996, Working Paper.

## 尾 注

- [1] 双方协定,美国信孚银行在5年内按5.3%的固定利率付息,而宝洁公司则在交易最初6个月内按商业票据利率减去75个基点后的浮动利率付息。这是很普通的一笔固定利率对浮动利率的互换交易。最初6个月结束后,如果宝洁公司不退出的话,它在5年合同期内的剩余时间里执行的浮动利率是,将商业票据利率减去75个基点后,再加上一个额外利差,该利差等于5年期国债利率的17.4倍与30年期国债价格之间的差额。如果这个差额为负,就像1993年11月刚签订合同时的情形,则该额外利差相应设定为零。而到1994年初,由于5年期国债利率的上扬和30年期国债价格的下跌,导致该额外利差达到正的几百个基点(有关宝洁公司与美国信孚银行互换交易的详细介绍,见Gamze和McCann, 1995)。
- [2] 就实际情况而言,美国信孚银行的市值在1995年大幅下跌。它在吉布森·格瑞廷斯一案中的自愿清算,被公众当作认罪伏法的表示。该银行名誉因此所受到的损害又因多家管制机构的处罚行动而进一步加大。不仅联邦储备委员会,而且证券交易委员会和商品期货交易委员会,都给予一定的惩戒并处以相应的罚款。虽然这些机构并不是美国信孚银行这种银行的主要管制者,但它们都急切地想向各自在国会的监督者以及社会公众表现自己作为市场监察人所具有的极大热情,因而寻找一切可能的借口并通过额外罚款和惩戒等手段来积累自己的功劳。还有人将证券交易委员会和商品期货交易委员会这种不请自到的干预行动,比作“飞驰而至的管制性救护车”。
- [3] 像1994年初那些导致大量衍生交易事件出现的债市暴跌会不会对社会总财富造成损害?对公司债券市场来讲,答案很明确:不会。债券持有人的损失总是等于债券发行人的所得。但对政府债券而言,这取决于你是否相信,公众有足够的理性认为这些债券的利息都来自向公众征收

的税款,而自己及后代所负担税款的现值就是自己现在持有的政府债券。如果相信(即理查迪安等价持有),那么政府债券就仅仅是一种冲销工具;如果不信,那么社会总财富将包括这种债券中的一部分价值。这一判断也是经济学家公开争论的一个焦点问题,但是迈格艾尔最近的一项研究表明:结果更有可能是第一种情况,也就是理查迪安的观点。

[4] 实际上,奥兰治县在逆回购协议和杠杆性长期债券上的损失,与在逆向无记名债券和其他衍生品上的一样多。但是,从目前情况来看,这种区别仅仅只有学术上的意义。无论对错,奥兰治县终将因这次衍生交易事件而被永载史册(有关奥兰治县投资基金的详细介绍,见 Jorion, 1995)。

[5] 这笔钱绝不仅仅是小数目,虽然对德意志银行这家世界最大银行之一以及德国金属公司的主要债权人和股东来讲,这些损失确实不算什么。同时,它们也是油价在 1994 年和 1995 年反弹后可以再弥补回来的那类损失。当然,这还不是事情的结尾。1994 年初,油价开始反弹。在结清绝大多数套期保值头寸后,MGRM 公司的新任负责人突然发现前任负责人遗漏的一系列远期分销合同,这时已经没有套期保值的屏障了,他们赶快取消了这些合同。由于当时油价仍然低于分销合同上的成交价,所以 MGRM 公司在这些合同上完全可以小有收获。而无偿地取消合同,实际上是把 MGRM 公司已经到手的钱又退还给他们的客户。由此来看,在 MGRM 公司的最终损失中,至少有一部分不是衍生交易事件造成的,而是该公司“自伤行为”的结果(有关 MGRM 公司一案的详细介绍,见 Culp 和 Miller, 1995a, b, c 以及本书第十三篇)。

[6] 我常常被问及,要是那些赔钱一方真的知道结局会如此糟糕,他们怎么可能会认为这些衍生交易对自己有利呢?在大多数衍生交易事件中,主要参与者显然确实知道损失的严重性,但是在发生最初的损失后,他们都选择了“继续下注”的策略。如宝洁公司在利差首次变正时并没有冲销自己的头寸(见尾注 2);而巴林银行在日本市场出售指数期权发生亏损后,仍然在日经指数期货上投入更多的资金。这些交易的决策者清楚地知道,一旦他们投入的赌注尽付流水,自己必定会身败名裂,但这比自己的老板一开始就知道亏损,也差不到哪里去。德国金属公司的情况可能有所不同。德国母公司的高级管理层停止其在美国子公司的营

销计划,而不是继续注入资金(见 Culp 和 Miller, 1995b)。更具嘲弄意味的是,如果那些头寸再持有几个月的话,所有这些衍生交易事件在这里所认定的损失都将转化为盈利。到 1995 年 5 月,日经 225 种股指比 2 月份的最低点上升了 30%,利率大幅下调,油价则攀升至 1993 年中期的水平。而此时,那些交易决策者就像典型的赌徒失败一样,早已把钱都输光了(在德国金属公司一案中,应该更准确地称为“套期保值失败”)。米勒和罗斯的研究表明,如果奥兰治县在 1994 年 12 月不申请破产,而且不将其投资基金转变为低收益流动基金的话,则该县在下一年的收益将远不止于弥补全部账面亏损。

[7] 1995 年 10 月 4 日,法庭同意宝洁公司在对美国信孚银行的起诉中,再加入一条国内藏诈的指控。法庭的这种决定,使得三级伤害的判定极有可能成立,因而迫使那些被告不得不停止诉讼而寻求庭外调解。市场利用这种规则来断定宝洁公司胜诉,可以从股价的变动中清晰地反应出来:美国信孚银行股票跌至 69.25 美元,下跌了 0.75 美元,而宝洁公司股票则上涨了 1 美元,达到 78.25 美元。宝洁公司的起诉最终以其从美国信孚银行得到大部分赔偿(而不是它所要求的全部赔偿)而告终(另见尾注 17)。

[8] 用于聘请律师的费用一般也不会被人们当作沉重的负担。针对“律师无用论”这种论断,史蒂文·麦基(Steven Magee)和弗兰西斯·麦基(Frances Magee)提供了最为清晰有力的阐述,但是也有人强调,法律诉讼作为解决合同条款纠纷的一种办法,就其长期得以生存这一点来看,具有一定的经济效率。两位麦基先生主要担心,司法机会主义以及律师们所做出的、常被经济学家称为寻租活动的种种行为,会给社会造成危害,因为大多数寻租行为能抓住一切机会从政府的管制行动中获利。尽管如此,对签署合同的各方来讲,如果顾虑自己可能遭到其他方的欺诈,那么显然需要一些相应的解决办法。否则,任何生意的交易成本就将急剧地膨胀。这样,操作性问题就被浓缩为,从社会角度来看,究竟哪种抑制欺诈的方法最有效率:是法律诉讼,还是管制性干预,抑或借助于黑手党?假定宝洁公司一案以及其他近来衍生品诉讼案件涉及各方均是大型上市公司的话,至少在我看来,法律诉讼具有比其他解决办法更为重要的优势。



- [9] 在德国严格的大型公司管理体制下,身兼主要债权人和控股股东两职的银行只能进入监督董事会(supervision board),而把公司日常活动的管理权限交给管理董事会(management board)。控股银行有权调整管理董事会,但通常只能在发生重大经营问题的情况下行使这项权力。如果控股银行急切地想改组管理层,它除了策划一场“危机”外没有别的办法(有关德国金属公司“几近破产”的进一步讨论,见本书第十一篇)。
- [10] 学术界的金融专家还强调指出,与破产的实际发生频率显然不同,仅仅是破产预期就会造成社会成本,因为它将迫使企业采取各种费时费力的措施来避免破产,而这些措施首先导致企业缩减产出,并把这种恐慌传递给其他企业。由于金融衍生工具在运用得当的情况下,可以为企业减少这些破产风险提供一条低成本的路径,因此,政府出于安全考虑所制定的、限制衍生品使用的额外管制,实际上就会对生产力的提高构成负面影响。但这种意见肯定算不上新闻。
- [11] 这也正是将宝洁公司、德国金属公司、奥兰治县以及巴林银行发生的事情归纳为衍生交易事件,容易引起误解的原因所在。这些事件的出现不是因为正常的商业决策出了毛病,而应归咎于高级管理层由于这样那样的原因,难以对下属的行动制定有效合理的决策。只有在他们明白真实的事态后,才能避免最终灾难性的后果,或者至少可以大大减少后果的严重性。因此,在这种情况下指责金融衍生工具,就像责难汽车应对酒后驾车行为负责一样。也有人认为,金融衍生工具容易使那些“劣质的交易员”能比以往更快地制造亏损,但是这种观点也值得置疑。正如几年前德意志银行的房地产项目崩溃,最近的大和银行丑闻及住友银行铜交易事件等,劣质的交易员即使通过传统的商业方式,也能酿成巨额甚至更大的亏损。
- [12] 另一方面,如前所注,即使像大和银行这样的大机构也为内部控制的松懈而受累。在11年间,无论是内部审计人员还是外部审计人员,都没有进行最基本的审计行动,即将该银行持有的美国政府债券数量与保管银行的数字加以对照。外部审计人员最终只是标明大和银行美国分支机构存在问题,以将债券交易功能从结算功能中剥离出来,但是任何纠正组织缺陷的行动都没有即刻揭穿这场骗局。它们只能迫使那名交易员为掩盖痕迹而更加勤奋地工作(甚至自愿牺牲例行的休假,

这些反常不仅没有引起上司的怀疑,甚至赢得了上司的赞扬)。一些报道认为,大和银行内部控制的失败,可能与某种不确定性有关,即到底是日本还是美国的会计人员应负责审计发生问题的大和银行纽约分行。

[13] 1995年9月13日,加利福尼亚立法机关批准一项计划,该计划允许奥兰治县用发行新的“参与凭单”的收益来对该县的大多数债券进行清偿。这些新凭单的利息支付将由该县运输和其他服务账户上转出的资金予以担保。即使市场接受了这些新凭单(据说其信用等级不到Caa级),仍有数亿美元的债务无法偿还。那些未获得清偿的债权人,尤其是奥兰治县投资基金的市政当局存款人,正在被要求通过起诉美林公司来保全自己的资产。破产法庭同意这些诉讼可以支付大约5000万美元的律师费。

[14] 实际上,如果法律不明确宣布这些合约绝不仅仅是没有强制力的“赌博”,衍生产业根本就不可能取得发展。然而,最近针对合约的法律强制力的怀疑正是由管制当局——被人们认为是市场的保护人——自身的行动所引起。一个尤其异乎寻常的例子是,在判定MGRM公司与客户签定的供货合同中有一部分属于“非法的场外期货”进而是无效合同之后,商品期货交易委员会于1995年7月27日对该公司强制执行裁决。由于这些有问题的合同与广泛应用于原油和天然气产业的“保护购买”协议在主要内容上有许多相似之处,所以一时之间在市场面前充满了不确定性。在这些以及类似衍生交易中的亏损一方——记住每个衍生合同都有亏损的一方——因而就获得了一种“免费”期权:要么如数支付损失;要么违约,声称他们的合同也不合法。这样,将会长时期地出现大量有争议的诉讼,除非国会最终制止住商品期货交易委员会的行动,并澄清过于含混的商品交易法案——商品期货交易委员会正是藉此获取了对“场外期货”的管辖权。(作者注:由于受到来自互换交易商不利的批评性评论的猛烈攻击,商品期货交易委员会近来已不再试图挑衅性地看待其对MGRM公司所采取的强制性行动)。

[15] 在巴林银行事件之后的几个月中,世界期货交易所的成交量与上年相比确实出现了下降,但在这种下降中有多少是由期货公众形象恶化所

致,还远没有弄清楚。汇率和利率的波动性也表现出了大幅度的减弱趋势。但不同期货品种的成交量下降也极不一致。例如,外汇期货的成交量似乎是在下降,而股指期货以及玉米、大豆期货却在上升。短期利率期货的成交量剧烈下降,而长期期货的降低则很轻微。新加坡国际货币交易所大概从巴林事件中受到的打击应当最为严重,但到此刻(1995年6月)为止,与1994年相比成交量却出现了增长(另见本书第十一篇)。

[16] 尽管美国国会不大可能对金融衍生工具颁布新的适应性限制,但是许多州的政府不是已经通过,就是正在考虑制定,对其市县政府及部门使用衍生产品予以限制的规定,有些州政府甚至禁止本州各级政府利用这种产品。经济学家们通常认为,约束较多的解总是要次于约束较少的解,但要牢记的是,在挑选负责重大投资决策的政府官员时,常常更多看重的是他们的政治能力而非财务专长。因此,对他们可能采用的投资战略进行限制就比对他们本人的严密监控要经济得多。

[17] 美国信孚银行的交易商在宝洁公司一案中公布的录音带,以及来自吉布森·格瑞廷斯一案中的类似材料,不禁让人怀疑,在衍生交易中以交易另一方身份出现的那些公司财务总监怎么能看不出这些在交易商看来最明显不过的事实(即使在扣去交易商一般做出的众所周知的吹嘘之后),即那些财务总监正在以极低的价格出售他们的看跌期权。就那些财务总监而言,他们在预测利率走势时在勇敢之外表现出的傲慢,无疑是他们失败的一部分原因,另一方面他们也可能被自己专业词汇的欠缺所误导。公司财务主管们——尽管有人还有MBA学位——倾向于根据收益率差而非现值来思考问题。对他们来说,不幸的是,现值计算的过于复杂和困难正是成败的真正关键之所在,而交易商们对这种计算恰恰了如指掌。果然不出所料,那名老辣的交易商提供的录音引起了人们广泛的关注,但新闻界仍不得不收起他们在宝洁公司一案中做出的冷嘲热讽,根据其他公司在与美国信孚银行的交易中所遭受的损失,来推测该银行惯用一种“敲诈”伎俩。新闻界的那种冷嘲热讽自然是发生在每次衍生交易中(事后)肯定会有一方要赔钱。如果美国信孚银行的交易对方中从未有人亏损过,那么该银行就是每次交易的亏损一方。这样,它的交易登记账簿永远也不可能再恢复平衡,而它肯定要从这个行业中被淘汰出去。

## 指数套利面临的经济与政治问题

多年来，股票交易所、证券经纪业和证券管制者一直在对期货交易发动着一场经济上和政治上的战争。然而，这场战争在美国和日本却表现出截然不同的发展进程。在进行了一次长时期、大规模、难以理解的攻击之后，美国的证券经纪业转而采取了一种类似于政府结束越战时所使用的手法：宣布获胜，然后撤退。在日本，对指数套利的攻击却仍在急风暴雨地进行。只有在日本大规模（而且是过度）放松对金融市场的管制之后，交战双方才有可能实现和平共处。

首先，我们对指数套利——这个想象中的罪人——予以简短的介绍。长期以来，经济学逻辑和大量实证研究已经表明，指数套利并不是强化市场波动或者导致市场暴跌的罪魁祸首。在一次跨市场的指数套利交易中，套利者在两个市场分别进行的两次规模相同、可相互抵销的交易活动，能够推动现货指数和期货指数的相互接近。实际上，指数套利并不能影响股票的净价格。在各交易所之间的政治战中，指数套利多被当作一件便利的战术武器——一种掩盖证券经纪业及其盟友真正攻击点的烟幕弹。

### 指数套利在美国面临的政治问题

芝加哥商品交易所(CME)于1982年5月推出的标准普尔

500种股指期货合约，成功地初开指数套利的先河——毕竟新期货合约是件罕见的事物。仅过3年，芝加哥商品交易所按保证金折合的成交量就超过了纽约股票交易所(NYSE)。在这些期货交易中，有一部分属于净增加的业务量，也就是因降低交易成本而吸引的来自机构投资者的交易量。但是，至少从表面看来，也有一部分是那些本该经由正常的股票经纪线路直接流入纽约股票交易所的交易量。

纽约股票交易所及证券经纪业对这种新生的低成本竞争对手的反应极其自然，也极易理解：它们前往华盛顿寻求保护。美国的政治传统就是这样，要从压倒性的社会利益而不是个体利益发出呼吁。虽然人们至今还没有充分理解和认识社会将从期货交易所的取缔中获得哪些利益，但“指数套利”及其替代品“计算机化的程序交易”却成为足以令金融界同仁胆寒的名词，这使得公众获益论听来更加合理可行。

证券经纪业最初向美国众议院能源与商业委员会主席——来自密执安州的约翰·丁格尔众议员(John Dingell)寻求保护。约翰·丁格尔众议员领导的委员会负责监督证券交易委员会(SEC)，后者则是股票和期权交易所的监管部门，但期货交易所并不在其管辖范围之内。随之，对抵御金融资本的小人物来讲，丁格尔众议员本人也就成为一名主要的民粹主义保护人。他向社会呼吁，指数套利并不适合普通人；只有摩根·斯坦利和其他华尔街的大投机者才能从中获利，而且这些人从指数套利中获取的利润，正像指数套利的任何辞条解释所产生的吸引力那样，无须承担风险，也不必进行实际的投资。丁格尔众议员的这些言行为期货业在就是否保留单一价格法的学术争论中获胜设置了巨大的障碍。实际上，当一名学术界的证人在他的委员会作证过程中，谨慎地表示套利者在资本市场中也有一席之地时，丁格尔众议员轻蔑地回答道：“是的，就像厨房中的蟑螂。”

尽管有丁格尔众议员的强有力支持,但是直到1987年10月19日——黑色星期一,证券经纪业在华盛顿发起的反对期货业的斗争才有所进展。纽约股票交易所、新闻界以及几乎除少数金融专家之外的所有人都异口同声地谴责期货市场是1987年这场暴跌的罪魁祸首。由尼古拉斯·布雷迪(Nicholas Brady)这位华尔街老资格银行家任主席的一个总统委员会向期货业发起了新的攻势。正像每次暴跌之后的情形一样,1988年纽约股票交易所交易量的大幅萎缩,进一步让人们相信:正是期货交易和指数套利增加了股市的不稳定性,挫伤了投资信心,吓退了股市的零散投资者。1989年初,尼古拉斯·布雷迪出任布什政府财政部长,并在政府中扮演了金融管制政策主要决策者的角色。尼古拉斯·布雷迪从1989年10月13日爆发的所谓微型暴跌找到了自己需要的口实,他坚定地加入到反对期货交易的战争。在1990年初国会结束圣诞节期间的休会之后,立法界内针对期货业的攻击开始了。

布雷迪部长的改革方案主要包括两项内容:一是将股指期货的管辖权由商品期货交易委员会(CFTC)转至敌意极强的证券交易委员会;二是将确定股指期货垫头(期货界更愿称之为保证金)的权力由各期货交易所转至负责证券交易保证金率的联邦储备体系(保证金率在这里通常都被订得很高)。实际上,保证金率高低对股市交易并没有多少影响,因为垫头购买在股市中的地位极不起眼。但对期货交易来讲,每一笔交易都要收保证金。将期货交易的保证金率提高到“谨慎性水平”(也就是需要确保清算所正常运作的水平)之上,势必增加期货交易的交易成本,削弱期货交易所的竞争力。

不过,期货交易所可以借鉴日本汽车制造业的经验,“自愿”将股指期货交易的保证金率提高到远远高于谨慎性水平的程度。但是,就管辖权转移的问题,期货业毅然决然地予以反击,拒绝让步。面对较高的保证金率尚能找到一线生机,但是与充满敌意的管制

者共事却决没有活路。在避开证券交易委员会的斗争中，期货交易所在众参两院各自的农业委员会中找到了自己强大的天然盟友，这两个机构强烈抵制任何有可能削弱它们对商品期货交易委员会管辖权的行动。结果正像在我们的国会中经常发生的那样，在有关管辖权的问题上形成了立法上的僵持，至今没有解决。

与此同时，纽约股票交易所迫于某些想对指数套利采取些行动的会员企业的压力，于90年代中期推出了自己的80A规则，使得股市道指上涨或下跌50点后的指数套利交易变得更慢，而且更昂贵。期货交易所和许多学者，包括我本人在内，最初都担心80A规则会弱化各交易所之间的联系。然而，幸运的是，正式套利的替代品如此之多，以至即使是在大幅涨跌的交易日，也足以沟通起各个市场之间的联系。更令人欣慰的是，自80A规则推出后没有新的暴跌发生，显然使纽约股票交易所和金融界确信：指数套利引发的问题已经得到解决，不再需要新的改革措施了。即使是1992年6月18日各期货交易所突然降低保证金条件，也没有引起明显的反应。宣布取胜的纽约股票交易所眼下对期货交易所的关切程度远不如它对场外交易的关心——这倒是一个可以促使两家联合起来、携手共同应对的敌人。

### 指数套利在日本面临的政治问题

尽管争论在美国已经消失了，但是完全的、公开的敌视仍在日本继续，目前这场争论发展下去甚至有可能蔓延出日本国境。

当然，日本这场争斗的焦点从来就不是东京股票交易所和证券经纪业是否能够将政府机器拉入它们反对期货交易的斗争中去。日本政府以大藏省(MOF)这个官僚资本的形式，不仅长期站在证券经纪人的阵营，而且实际上还扮演了这些经纪人突击队的角色。已故不久的乔治·斯蒂格勒(George Stigler)通过观察我们

自己的证券交易委员会,无疑可以进一步发展他的管制理论,但是从日本大藏省那里却可以做出更有说服力的案例研究。

大藏省在日本可以当之无愧地称为国内证券经纪卡特尔的管理人。这里使用卡特尔一词,是因为其标准的经济学内涵与日本大藏省确定的通过固定价格以扩大会员企业利润的体制框架极其吻合。在这里,固定价格具体表现为固定佣金和固定承销费用两种形式。事实上,大藏省不仅将它们固定下来,而且还将其制定为全世界最高的那类水平。

可是,正像每个卡特尔的管理人深深知道的,除非对产业进入予以限制,否则产业利润不可能长期维持在垄断水平上。直到本世纪80年代后期,大藏省才真正有能力这样做。但是,在美国贸易谈判代表强大的压力下,大藏省最终还是让步了,它不得不允许美国一些大经纪公司和投资银行进入日本市场,甚至成为东京股票交易所的正式会员。几乎与此同时,还是在经受了来自海外巨大的压力后,大藏省同意推出股指的期货和期权交易。

我们今天重读那些围绕1988年大藏省决定推出现金结算的股指期货交易的各种谈论和争执,不难得到这样的启示,大藏省似乎在怀疑因此而变得很不牢靠的日本金融体制将被这些新产品彻底击垮。但是,大藏省多少有些杞人忧天。正像那时和现在的不少日本人那样,大藏省过多地关注了股票的价格水平。1988—1989年间股市的节节上涨是一个皆大欢喜的大丰收,经纪公司赚到了利润,它们的客户挣到了资本利得,银行获得了秘密的储备,上市公司降低了资金成本,政客们也有现金节敬可拿。大藏省担心期货交易通过冲击日本文化对抛空股票——不仅是卖空,包括所有抛空——的强烈文化禁忌,来对这架万能的财富制造机器构成威胁。实际上,卖空在日本很难做到,这多亏了大藏省制定的规则,以及许多公司鼓励股票持有人通过定期重新登记股权来表示忠诚的操作实践(通过这种方法,公司可以掌握哪些人将股票借给卖空者



了)。日本独有的企业之间、企业与银行之间的交叉持股习惯,进一步将股东对企业的忠诚强化至几近于互派人质的程度。

期货交易向这些针对抛空的文化禁忌构成冲击,缘于期货是不受个人情感影响的投资工具。只需一个空头期货头寸就可以在任何时候化减股票面临的风险。在这种交易中处于基础地位的股票,实际上根本不需要离开保管库。这些股票已经被转化为没有风险的货币市场工具。大藏省的噩梦是,利用期货交易的匿名性特点,日本的保险公司以及其他主要金融机构对其投资组合进行套期保值,并通过合谋抛空来发动一场类似于美国国内随投资组合保险出现的卖空浪潮。

当然,正如事态发展的那样,大藏省不需要为投资组合保险者在日本市场做空头而担心。对保险公司这种股票市场最大的机构投资者来讲,日本的会计制度和税法使其套期保值行动根本没有经济意义。实际上,日本的许多保险公司,在1990—1991年日经指数下跌的时候,没有卖出股指期货,而是大量买入。它们在股市下跌的时候,利用期货机制不仅没有降低持股的风险,反而加大了这种风险。

尽管最初对机构投资者套期保值的恐惧被证明是站不住脚的,但是1989年之后股票价格不断延长的下跌趋势确实让大藏省既关注又忧虑。直觉告诉它们指数套利者肯定是真正的罪人,这些人即使没有导致股市的下跌,至少也要对加剧股市下跌和抑制任何试验性反弹负责。无论如何,股市下跌得越多,外国套利者挣到的钱似乎就越多。股市下跌和他们的获利之间一定有什么联系。但到底是什么呢?

难道是套利者在倾销股票?外国套利者是在卖出期货合约,但他们确实又是在买进股票,而且两者的数量大致相当。大藏省想了解,一旦有一天套利者难以维系其卖出的期货头寸,那些被套利者大量购进并持有的股票,将怎样构成巨大的市场下跌压力。但这只

是一个未来的噩梦而已。此外，大藏省对外国套利者维持这些期货头寸还有一个不成文的政策，那就是外国公司将很快会明白无误的现实中汲取教训。因此，看到套利者居然还能从一个下跌的市场上挣到那么多钱，大藏省觉得简直不可思议。

当大藏省向其国内理论专家请教的时候，他们一定再次聆听了各国专家反复提及的同一个故事：这就是套利者所挣的钱来自对两个市场之间细微价差的发掘。大藏省肯定大大嘲笑了这个解释。每月成千上万美元以利润的形式从日本的资本市场流出，仅仅就是因为东京市场与大阪市场的价差？象牙塔式的理论可能迷恋上了这种故事，但大藏省决不相信这就能解释自己所无法理解的经济现实。

大藏省围绕外国套利者从其市场中套取巨额利润所产生的费解，使我想起了在比利时听到的一个故事，讲的是一个农夫骑自行车经过海关进入荷兰境内，自行车上带着一篮子沙子。荷兰的海关官员怀疑他走私物品入境，就把他的沙子仔细筛了一遍。什么也没有。一周之后，这个农夫又来了，又带着一篮子沙子。这次海关官员筛得更仔细，仍然什么也没有。经过几个来回和毫无任何结果的搜查后，海关官员百思不得其解。“我们知道你一定在走私什么东西，”官员们问，“告诉我们走私什么，不会追究你的责任。”

“很简单，”农夫回答道，“我在走私自行车。”

大藏省一定也挑出了一些外国套利公司，向他们提供豁免权以使其告诉自己究竟在套取什么？“很简单，”回答同样是，“我们套取的是佣金。”

如果仅仅是因为接受和处理交易指令的成本较高，普通股票市场上的经纪人佣金应当高于指数期货的经纪人佣金。这要感谢大藏省，是这个机构制定的证券经纪卡特尔政策将股票交易的佣金率固定在如此高的水平上，以至对投资者来讲，建立或调整自己股票投资组合的成本，已不仅仅像在目前美国的情形那样，（股票

佣金)大致是期货的3~4倍,而是达到了惊人的30~50倍。然而,这种差距只针对场外交易者,却不针对那些在东京股票交易所中拥有席位的外国套利公司。这些外国公司作为交易所的会员,可以不支付佣金直接购买股票,然后通过向日本普通的投资者卖出期货形成套期保值。对日本的投资者来说,期货合约的价格虽然在理论现价的基础上有一个溢价幅度,但比按正常佣金率直接购买股票要划算得多。

即使不是东京股票交易所的会员,也可以通过套取佣金获得盈利,只要其交易量大到符合大藏省制定的佣金折扣条件。许多外国公司能够满足折扣条件,还有更多的企业也能够满足,只要它们被允许进入日本市场。其实,日本公司完全可以攫取这部分利润,但是却把这块肥肉让给了外国人,这倒不是因为外国公司有什么套利技术的诀窍——纽约最大的指数套利者竟是日本的野村证券,而是日本公司宁可在自己的股票零售市场上实现利润,这是一个利润丰厚且对外国竞争者有效封闭的领域。即使日本公司打算从事套利业务,大藏省的一个蹙眉也足以使它们丧失信心。

在狂躁动机的驱使下,大藏省在1992年春季提出调整零售股票的佣金结构,关闭外国套利者的后门,最终解决了佣金套利问题。大藏省在保护其国内的卡特尔成分时,几乎使用了所有的老办法,比如对外国公司的指数套利行动实施严格的配额限制;此外,还采取了一些新办法,像要求外国公司向大藏省(以及有可能形成竞争关系的日本公司)公布其套利头寸等等。

这些行动直接导致了近日外国公司利润水平的下降,但是也进一步加剧了日美之间本已紧张的贸易关系。实际上,最近丁格尔众议员给大藏省的一封言辞激烈的致信,形成了就日本整个套利交易事件的一个嘲弄,丁格尔众议员在信中指责大藏省加在从事套利业务的美国公司身上的种种“苛刻和不平等”限制。对丁格尔众议员来讲,套利者就是蟑螂;但谢天谢地,他们是他的蟑螂。

大藏省给丁格尔众议员的答复同样言辞激烈，声称绝不让步。作为对其证券经纪卡特尔中代理成分的进一步支持，大藏省提高了指数期货的交易成本，这项政策针对所有人，包括国内的交易者和国外的套利者。期货交易的佣金也相应增加。指数期货的保证金率亦大幅度提高，即使是从伴随熊市不断延长（近来东京市场的走势正是如此）而来的较高风险性着眼，这种保证金率的水平也带有明显的惩罚性质。大阪股票交易所的交易时间被缩短，同时还安装了煞费苦心的价格限定和“断路器”，以进一步限制市场的有效交易时间。

所有这些措施以及更多的办法，都于事无补。日经指数继续下滑；东京股票交易所的成交量也继续萎缩，越来越多的日经指数期货交易量转移至新加坡国际货币交易所（Simex）。大藏省和东京股票交易所最近试图通过威逼利诱新加坡国际货币交易所将交易费和保证金率提高到与日本相同的水平，以遏制这种流动的努力，已经难堪地失败了。

大藏省为支撑其股票零售环节的卡特尔体系，所做出的如此激烈而又无效的努力，使人联想起了一部名叫《沙丘中的女人》的影片。影片讲述了一男一女陷入一座沙丘底部的洞穴以后，他们白天必须不停地挖走夜里流入洞穴并危及他们安全的沙子。最后，男主人公意识到，他的工作没有任何希望，但是必须继续挖下去，这是他的责任，也是他的命运。

目前，大藏省在为维持证券经纪业利润展开的斗争中，一定也会产生与上述男主人公相同的认识。沙子流人的漏洞简直太多了。可是，大藏省的卡特尔成分和金融界中的大多数人看起来仍然没有意识到他们的努力根本没有实际效果。大藏省过去的成功给它们自己树立了一个无法实现的预期。这也将为大藏省和整个日本金融机构带来严峻的政治后果。

大藏省眼下面临的问题是改变对自己控制利润和价格能力的不合理预期。但是，对它而言，哪条路更适合它放松对金融市场的

管制、融入世界的其他部分呢？

要获得信任，首先应立刻宣布终止固定佣金政策。取消长期以来强制实施的佣金率下限，不仅预示着一个新的政策时代的开始，而且还将解决它目前最为头疼的两个问题。第一，佣金自由浮动可以抑制指数套利活动的盈利能力，将这类活动的数量压缩到其他国家市场中的正常水平。然而，国际市场间的套利活动不会完全消失，因为日本市场还存在许多不利于价格有效发现的障碍（多数由管制导致）。但是，至少新闻界会对这类问题失去兴趣，就像美国曾经出现的情况。否则的话，类似 80A 规则的“安慰剂”或许能派上用场。

第二，从长期来看，也是更重要的是，让佣金自由浮动可以消除那些可能因丑闻而导致普通日本公民（选民）对其金融市场丧失信心、对大藏省管辖资格产生怀疑的根本隐患。由于不能通过公开竞价，证券经纪公司要么私下保证目标客户不受损，要么采取以虚假的价格为其交易等形式，这是近些年来经常见诸于日本报刊的两种设计精巧的竞争计划。

取消固定佣金政策肯定会淘汰一批经纪公司。无论如何，资源浪费是人为抬高卡特尔价格的一个主要恶果，它鼓励了服务业中存在过多的公司、过多的分支机构、过多的销售人员和过多的业务通讯。从过度膨胀的证券经纪业中挤去那些无用的部分，并非没有痛苦（虽然要设计相应的补偿计划）。但是，如果美国经验可行的话，通过竞争而不是行政指挥来实现金融机构的有序合理运营，无论是对投资者还是对金融企业来讲，其长期好处都是巨大的。并且就日本而言，这种变革意味着其金融市场有望在未来某一天与日本在文化和技术上已经取得的巨大成就相匹配。

本文为作者在第四届环太平洋资本市场研究会年会（1992 年 7 月 6—8 日，香港）上的主题发言，发表于 *Pacific-Basin Finance Journal Vol. 1, No. 1*（1993 年 3 月），标题是：“指数套利在美国和日本面临的经济与政治问题”。

## 互换交易、金融衍生工具与系统性风险

我还记得多年前带我的一个孩子去看病时的情形。孩子不停地哭闹,直到医生最后愤怒地说:“不要闹了,你不告诉我到底有什么不适,我怎么给你看病。”我感到这个例子很像近来不断听到的管制者们对互换交易给银行运作系统带来系统性风险的种种抱怨。我希望这些管制者别再抱怨了,告诉我们令他们不安的究竟是什么?

有些人担心互换交易巨大的名义交易规模。他们似乎想说,互换交易达到了40亿美元的规模(或者60亿美元),这里面肯定有问题。应当明确的是,互换交易的名义价值仅是传统会计的记录结果,并没有真正的货币与之对应。这些人使我想到了一个情景,在交易惨淡的一天,一个虚构的股票交易者通过两只单价2.5万美元的猫交换一条5万美元的狗来磨练自己的交易技术。毕竟,互换交易最主要的特征不是互换整个资产的名义价值,而是资产的收益价值,后者的数量要远远小于前者。而且,换手的并不是收益的全部价值量,只是两笔收益价值量的差额,这样至少又降低了一半的风险。

确实,同任何远期合约系统一样,互换交易中也存在着信用风险的成分。但是一旦一方违约,另一方也只有处于净收入状态时才会面临损失。即便如此,还需要以另一方无法弥补因在其他交易

中向违约方净支付或为违约方附带收取费用所致的亏损为条件。在综合银行间远期市场和期货交易所清算中心信用管理经验的基础上,互换交易的交易商创造性地处理了信用风险,人们很难不被他们的效率所打动。与清算大多数丧失偿债能力的大宗贷款或陷入困境的商业银行的贷款组合相比,结清德雷克斯·伯恩汉姆或新英格兰银行的互换交易登记簿不仅简单得多,而且经济得多。实际上,我认为通过一个案例可以清楚地表明,作为所有货币互换和大多数利率互换的组织者,当已保险的存款银行将其资产由商业贷款和房地产贷款转向互换交易时,银行业只会变得更安全,而不是更危险。

那么,所有这些使管制者怨声载道的系统性风险来自何处呢?银行系统以外?这似乎更符合理查德·法伦特(Richard Farrant)的观点,他是英格兰银行的银行监管部门代理负责人,同时也是针对表外风险的巴塞尔监管委员会的主席。法伦特对系统性风险的总体阐述,起源于1992年他在巴黎举行的国际互换交易商协会年会上那次著名的主题发言。他在此次会议上的危言耸听所导致的私营企业和政府部门的报告数量,甚至比1987年股市暴跌引发的还要多。

让我们再来听听法伦特先生那段常被人引用的、关于互换交易的警言:

不同市场之间的联系愈加紧密,将极大地提高一个市场的波动,通过种种还未被我们充分掌握的途径,传递到其他市场的潜在可能性。

这些复杂的事务只能交由经济学家来处理。就像医生警告我的孩子那样,如果管制者不能真正弄懂是什么在困扰他们的话,他们根本不可能得到帮助。

如果对管制者作深一步的调查,像医生询问病人那样问些问

题，常常就会听到这样的隐喻，“我们担心的是一旦一块起主要支撑作用的砖被抽去，整座墙都会倒塌下来”，或者“我们担心的是假如抽去一根线，整套衣服就会彻底报废。”这些隐喻显然传递了站在管制者角度上的一些关切，但是并没有说清楚无论是互换交易的“运动员”还是“裁判员”究竟应该采取什么样的具体举措。

如果我们进一步向管制者询问，他们往往会从含糊、不确切的类比具体到某个可怕的故事，尤其是1987年10月19日的那场大灾难。通过布雷迪委员会和证券交易委员会的两份报告，我们可以略见深深蕴藏在美国证券与银行监管者、国会议员以及新闻界金融记者中传统智慧的一般，那就是：(1) 1987年股市暴跌日当天，美国的支付系统近乎瘫痪，这很像是理查德·法伦特的看法；(2) 导致整个灾难发生的冲击波来自管理相应滞后的衍生产品市场——当然不是互换交易市场，那时它的规模极其弱小，而是期货和期权交易所。

如果你们认为那确实是真的，我相信你们中的大多数都这么认为——这种说法几乎就像华盛顿与樱桃树的故事，逐渐成为美国民间传说的一部分——我没办法在几分钟之内说服你们。我所能做到的就是请求你们，一旦有空儿，去读一读芝加哥商品交易所(CME)的一个委员会在股市暴跌后提交的一份报告，该报告清楚地表明：1987年10月19日抛售的巨浪并非产生于期货市场。这股巨浪同时对纽约和芝加哥两地的市场构成冲击。它看起来形成于芝加哥，仅仅是因为许多股票在纽约的交易还未开市。至于投资组合保险，你们会更惊奇地发现，其他投资者在10月19日这天的成交额，包括零散投资者赎回共同基金股份的交易额在内，将近是投资组合保险成交额的5倍。

我并不是想证明10月19日这天的事情就像公园里面的一顿野餐，然而，无论怎样还是让我们去面对它，尽管围绕着这场灾难已有不少大肆渲染的文章和言论，但它似乎并没有在经济上留下



永久的痕迹。我也不是说10月19日和20日美国支付系统出问题以及瘫痪的事情没有被谣传。但是，谣传就是谣传，如一家大经纪公司资金周转失灵，并将给芝加哥商品交易所的清算部门造成毁灭性的打击等。

我们现在都知道(芝加哥商品交易所清算中心的工作人员知道得更清楚)，那家出麻烦的经纪公司只是缴纳保证金的时候慢了一些，并且仅仅是因为对芝加哥商品交易所清算规则以及保证金缴纳水平的误解，而不是由于那家公司不能及时筹足这笔资金。也就是说，那家经纪公司并没有遇到真正的支付风险。实际上，尽管在1987年股市崩溃中出现了史无前例的巨额资金流动，但芝加哥商品交易所的交易程序在阻止滚雪球式的倒账事件中运转得如此出色，以至于不少人认为应该为互换交易和场外市场的衍生交易建立类似的清算中心。

让我再补充一点，在1987年的股市暴跌中，“冰山”并没有塌下来，即使那时芝加哥商品交易所清算中心规则允许的净交易额数量要远远小于现在，并因此相应导致过量的资金频繁地进出银行系统。

从理论上讲，就能够对银行构成威胁的系统性风险而言，针对金融衍生工具的交易清算中心可以更多地化简管制者对这种风险的担心。如果我们确实要建立清算中心，那么就让它自己自然地发育，而不能采取由某些国会议员向联邦储备委员会、证券交易委员会或者商品期货交易委员会，抑或它们几家发号施令的形式。大家可能会记得，布雷迪委员会为股票、期权和期货建立统一的结算和交叉保证金体系，用的就是这种办法。谢天谢地，他们合并清算中心的设想终于胎死腹中了。为什么呢？布雷迪委员会的成员虽然都来自华尔街，但他们从来没有意识到合并不同的清算中心有多么难。即使是对芝加哥商品交易所和芝加哥期货交易所(CBOT)这两家期货市场，历经3年的谈判和协商之后，也看不到有什么迹

象能够合并两家交易所的清算机构。在联合战略行动委员会(本书十一篇将详细介绍这个委员会)的主持下,芝加哥这两家期货交易所的机构合并谈判始于1996年。芝加哥商品交易所和芝加哥期权交易所(CBOE)在管制者的促成下,经过几年的艰苦谈判,确实曾打算就两个市场的指数期权和期货交易建立某种交叉保证金,但只向芝加哥期权交易所指数期权的做市商及会员企业的专用交易账户开放,并不针对普通的投资公众。正像律师们指出的那样,在期货和期权之类无形的衍生产品上比在股票或债券这样的有形资产上,更容易造就一些徒有虚名的华丽辞藻。

统一各交易所的清算中心不仅是件棘手的事情,而且布雷迪委员会的委员们从来没有意识到,对期货交易所来说,它们的清算中心是一项极其重要的竞争武器。芝加哥商品交易所清算中心引以为豪的一句名言是:“我们将善待客户的每一分钱”。一旦被迫与其他制度相对较松的清算中心合并而使这句口号大打折扣,将会给芝加哥商品交易所的竞争优势造成严重损失。顺便提及的是,在互换交易领域,强迫那些实力较强的交易组织者与实力相对较弱的结成多方安排体系,也面临着同样的问题。大银行深知信用等级是自己最主要的营销工具,那些华尔街大投资银行新成立的AAA级子公司无疑也持这种想法。

就其正常的发展过程而言,我们希望期货交易模式的清算机制延伸至互换交易领域,是由现有实力较强的期货交易清算中心自下而上的扩张所促成和实现,而非像布雷迪委员会的建议那样由自上而下的命令所推动。糟糕的是,在陈腐、无能的管制体系下,这个领域无法获得正常的市场发育进程。要不是商品交易法案中的那个排他性条款,期货交易所以及与之相关的那些事务还难以置于商品期货交易委员会(CFTC)乃至国会中农业巨头的管辖之下。

在过去证券交易委员会试图控制(并有可能扼杀)股指期货交

易时,这些农业巨头提供的保护对期货交易所发挥了极为重要的作用。但是,这种安排很像是一种浮士德式的交易,因为它目前抑制了期货交易所与互换交易的竞争。诚然,我明白,正像芝加哥商品交易所欧元合约交易的增长所清楚显示的那样,互换交易与期货交易具有互补性。但两者之间也存在一定的竞争性。

那就让它们竞争吧!谁能阻止它们呢?然而,那个排他性条款介入了。为保持自己的独立性,商品期货交易委员会以不争取对互换交易的管辖权为代价,赢得了互换交易商及其管制者们的政治支持。但是,对期货交易所及其清算中心推出的任何互换型金融产品,商品期货交易委员会仍然保持着管辖权。芝加哥商品交易所曾经请求商品期货交易委员会放弃对这些合约的管辖,但是直到现在仍没有什么结果(作者注:截止本书写作之时,1997年2月,国会有关钳制商品期货交易委员会的立法过程,仍处于激烈的讨论阶段。但以往的经验表明,要扼杀这个机构并不容易)。毕竟,商品期货交易委员会拥有自己的宗旨和利益。

总而言之,我想说的是,我相信通过将期货交易所的清算中心向前合并为货币即期市场及外汇互换市场,可以有效削减存在于银行间市场上的系统性风险。既然这一进程能够提高互换市场的竞争性和透明度,那么我们就应及早取消目前阻挠这种向前合并进程的管制障碍。

本文为作者在芝加哥联邦储备银行金融结构研讨会(1993年5月6日)上的发言,是就银行间市场系统性风险专家意见调查结果的一部分,发表于 *Proceedings of the 29th Annual Conference on Bank Structure and Competition, May 1993*。

# 第一部分 金融市场管制的理论与实践



## 现代管制理论

30年前,我已故最亲密的朋友和同事,乔治·斯蒂格勒在现代管制理论革命的运动中首开先河。斯蒂格勒的矛头直指美国证券交易委员会——这家管制机构成立于本世纪30年代罗斯福政府时期,旨在应付类似于20年代金融危机。在列举证券交易委员会成立30年以来推行的大量管制措施之后,斯蒂格勒提出了一个令人触目惊心的问题。这就是证券交易委员会有什么经验证据,可以证明它推行的管制措施是围绕其所宣称的公共政策目标而展开?

斯蒂格勒认为根本没有这样的证据。他做了几项实证研究,而这些研究恰恰是掌握有大量数据的证券交易委员会将管制措施及附带成本施加到投资公众之前就应该做的,或者,在管制措施推行较长一段时间后,委员会应藉此测量其所能产生的效益。

斯蒂格勒没有找到任何证据可以证明这些管制有产生社会效益的迹象,这就带来了更令人费解和不安的问题,即这家机构为什么要不断推出与其目标并不吻合的管制措施?毕竟,制定和执行管制措施的人们不是傻瓜。难道是这些措施真的在运作,只不过遵循的不是公开宣称的那些政策目标?

斯蒂格勒后来把这一思路继续在一系列的论文中展开,并在1971年那篇著名的“经济管制理论”一文中达到顶峰。这篇经典之

作不仅在经济学上,而且在法学甚至这二者的结合物——法和经济学上,奠定了现代管制理论的基础。

在论证管制经济理论的命题和预测时,斯蒂格勒使用的许多案例都来自美国的管制经验。但是近来重新拜读他的文章,我惊奇地发现,斯蒂格勒的置疑与日本的管制经验同样是那么地吻合,特别是日本大藏省推出的金融管制。这种吻合就像是裁缝亲手做的那样贴切,因为就我所知,斯蒂格勒并没有掌握日本大藏省管制政策的第一手资料。

今天我所要建议的,就是用斯蒂格勒的模型进行案例分析和预测,并演示这种管制经济理论如何能够解释大藏省的政策,以及这些政策为什么能够一直以彻底、卑微甚至可耻的失败嘴脸来面对它们所宣称的目标。

## 管制理论

让我们从斯蒂格勒最基本的贡献开始,这就是将管制经济理论由规范经济学转为实证经济学。斯蒂格勒赋予这一理论的任务,不是围绕旨在获得最优解或次优解的简单税收和津贴方案,而尽可能多地罗列市场失败的原因(譬如垄断、信息不对称或外部性),而是解释“谁将从管制中受益或受损,将推行哪种形式的管制以及管制政策对资源配置有什么样的影响”。在1971年的那篇论文中,斯蒂格勒以敏锐的洞察力指出,尽管管制政策最初可能会遇到产业的反对,但管制作为一种规则终将为产业所掌握,其具体设计和运作过程可以围绕产业利益而展开。

斯蒂格勒承认,也有可能存在某些能够导致繁重的管制措施。但他认为这种情况的数量微乎其微,而且可以用同一理论解释,只不过将分析层次再深入一两层而已。稍后,我将用日本和美国的案例,阐述产业利益假说的这些例外情况。

我们首先来看斯蒂格勒 1971 年的那篇开创性论文,正是这篇文章激励了后来针对管制理论如此之多的实证研究。在我看来,斯蒂格勒的这篇文章出奇地成熟,但自那时起也经历了大量的膨胀和扩充。例如,詹姆斯·布坎南(James Buchanan)和公共选择学派将管制者自我保护的偏好和本能加入管制目标函数。还有的人,特别是爱德华·凯恩(Edward Kane),从市场全球化角度出发,将视角集中于所谓“管制服务业”的内在竞争实质上。

另外,还有些人强调了那些被称为管制漏洞和管制迟钝的管制实践。人类会慢慢长大、变老、死亡乃至从世界上消失,但是管制和管制机构却并非如此。当适宜生存的条件发生改变时,它们就应该被消除。然而,这并非易事。一个典型的例子是美国的农村电气化管理局,这家机构成立于本世纪 30 年代,当时美国农民中能用上电的不到 10%,到 90 年代时该机构仍然存在,而此时美国农民中用不上电的已不足 10%。

近些年来,管制迟钝所致的异常现象在美国层出不穷,这要归功于国会和政府之间大量反复讨价还价达成的预算协议。在这些协议的屏障下,即使每个人都认为管制措施引致的社会成本数倍于其创造的财政收入,也不可能通过立法程序来取消这些能给政府增加收入的管制措施。要取消它们,你就必须用其他的税收来弥补减少的收入。或者,更准确地讲,你必须弥补可能估计到的各种收入减少。

在美国目前的金融管制中,一个尤为横征暴敛的例子是,国内税务局将最高法院的裁定理解为可以向正常的、非盈利的、纯粹的套期保值交易征收企业所得税。大家都明白国内税务局的这种做法没有任何经济意义,但是如果公众呼吁取消这项规定,那么通过立法手段达到这一目的就需要增加 20 亿美元甚至更多的其他税收收入。

管制迟钝确实是对斯蒂格勒 1971 年那篇论文的一项重要扩



展,我不打算对其给予过多的论证。但在解释我们观察到的管制规则时,最好的办法还是从斯蒂格勒的模型开始,这就是假定在被管制的产业中一定有人受益。

### 大藏省、证券交易委员会和证券经纪业

就大藏省和证券交易委员会的管制措施而言,由所有依靠为场外投资者买卖(包括承销)证券(主要是公司证券)以赚取佣金收入的公司所组成的证券经纪业,是主要的受益产业。

我注意到,大藏省的管辖范围已经远远超出我所定义的证券经纪业概念的内涵,但我们主要侧重于从证券经纪活动的角度比较大藏省与证券交易委员会之间的异同点。美国证券交易委员会的管辖范围仍然主要集中于代理公司证券的交易行为,该机构的前主席理查德·布瑞登(Richard Breeden)曾计划扩大管辖范围,类似日本大藏省那样,将商品期货交易委员会对股指期货的管辖权、财政部对国债交易的监督权、联邦储备体系要求商业银行报告所持证券现值的权力等并为一体,他在自己任职期间的大部分时间里为此曾进行了英勇的斗争,但最后仍以失败告终。

需要补充的是,尽管证券交易委员会的名义管辖权范围比大藏省要小,但美国证券经纪业的规模要远大于日本,这并不是根据美元名义价值形成的判断。近些年来,我们常常可以听到日本股票的升值幅度如何超出美国股票,但实际上并没有这回事,由于日本银企之间可以大量交叉持股,因此即使在1989年也没有出现这种情况。在东京股票交易所市值已比1989年损失50~60%的今天,这种判断更缺乏真实性。

然而,姑且不论如何测定实际规模,仅就其向投资者提供的产品与服务种类以及经常性的创新活动来看,美国的证券经纪业显然更为复杂。如果从复杂性着眼,全球第二大证券经纪业实际上也不在日本,而是在英国。

## 针对管制的另一种观点

斯蒂格勒认为大藏省、证券交易委员会以及其他国家类似管制机构主要为证券经纪业利益服务的观点，显然不同于这些机构自己的主张。此外，斯蒂格勒的观点与普通公众对这些管制机构的理解也有所区别。

斯蒂格勒本人将这个常为人们提及的“另一种观点”，概括为“管制主要是为保护公众中大多数人或主要阶层的利益而构建”。因而，美国证券交易委员会将其使命确定为保护投资者（尤其是极为分散的小规模投资者）不受经纪人、交易商以及其他从业人员的欺诈和不公平对待。这种理解很符合美国公众的观念，他们不是将证券交易委员会看作处理通常意义上的“经济问题”的机构，而是犯罪审判系统的一部分。

证券交易委员会自己及公众将这个机构看作证券经纪业中缉拿欺诈分子的执法者，这种理解实际上不仅没有与斯蒂格勒的被管制产业受益理论相抵触，反而为该理论增加了新的论据。在本世纪30年代初，也就是证券交易委员会成立之时，受华尔街专业人士欺诈和不法行为等因素的影响，美国证券经纪业的营业规模面临枯竭的窘境。

为改善经纪业黯淡的形象，恢复投资者的信心，业内人士希望证券交易委员会以严厉的警察姿态出现，即使将纽约股票交易所总裁等一部分牺牲者推上祭祀台也在所不惜。与美国证券交易委员会不同的是，日本大藏省自己以及公众都没有把它看作是根除市场欺诈行为的一家机构。实际上，我看过的许多报纸报道（当然是翻译后的文字）都抱怨大藏省查处欺诈和腐败行为的热情不足、力度不够，而这正是任何人都无法对美国证券交易委员会提出的一项指责<sup>[1]</sup>。最近，证券交易委员会已对大藏省下属的大和(Daiwa)、山一(Yamaichi)、日兴(Nikko)及野村(Nomura)等日本公司

在美国的一系列证券违法行为,甚至包括竞购美国国债时的错误报价,提出了国内指控。

证券交易委员会在较小的范围内推行法律,而大藏省则是在较大的程度上对经济运行予以管理控制。大藏省将其主要任务界定为确保股票价格处于较高且不断上涨的水平之上。它认为,这种较高的、不断上涨的股票价格不仅有利于投资公众,而且能使日本公司更容易、更经济地筹集资金。此外,这样还有助于日本银行在账面上形成隐蔽的储备,使之更易于满足国际市场的资本数量标准,进而在国内和国外的贷款业务中获得更多的竞争力。

大藏省将自己的管制使命看得如此美好,不由使人联想美国为什么没有其他管制机构(当然不是证券交易委员会)延续大藏省的做法,也就是将支撑股票价格作为自己的主要责任。斯蒂格勒的经济管制理论阐明了为什么只有大藏省可以独自在这条航程上航行,但还是让我们先来介绍一下,日本金融领域的管制制度在为证券经纪业利益服务的时候,采取了哪些特殊方式。

## 管制如何使证券经纪业受益

斯蒂格勒列举了管制当局运用行政力量使被管制产业受益的四种主要途径:补贴、固定价格、进入控制和替代品限制。这里主要对替代品限制进行讨论,但首先还是对其他几种受益途径略作阐述。

### 补贴

截止现在,向证券经纪业提供直接补贴的做法在美国还比较罕见。但是,间接补贴却早已存在了。目前,就谁在为管制者支付薪金和其他费用,已经成为一个颇具争议的问题。例如,一般意义上的纳税人群体每年为商品期货交易委员会支付的费用大约为

0.5 亿美元,而在布什政府时期的华盛顿,有些经济学家(其中不少人还读过斯蒂格勒的论文)置疑为什么要让公众为管制付费,而受益者却是某一产业。鉴于此,他们建议应当开征所谓的使用费或交易税来负担商品期货交易委员会的开支。克林顿政府在发现缩减预算支出已变得更为困难时,近来又重新捡起了当年的提议。

对这项提议,影响最直接的金融部门做出了坚决的抵制。它们列举了若干条理由。毕竟,没有人愿意纳税。而且这种税收在经济上没有任何效率,它最终由做市商而非零售环节的投资者来承担。然而,最能助长这些抵制者愤懑情绪的是它们自己的一种信念,这就是从商品期货交易委员会管制行动中获得的收益远抵不上为此所支付的费用。作为市场的监管者,商品期货交易委员会的信誉远比不上证券交易委员会,而这家机构为改善自己形象所做出的种种努力,只能加大被管制产业的成本,进而削弱其在同外国期货交易所抗衡中的竞争优势。

而就日本大藏省的情况来看,直接补贴在被管制产业中的重要性远远强于仅将管制机构的薪金负担转嫁到纳税人身上。就像美国农业部收购、储存农产品一样,日本大藏省也在不断地收购、储存股票。大藏省对日本庞大邮政储蓄系统的投资基金,拥有法律上的控制权,而对保险公司的投资基金,则拥有实际上的控制权。在控制市场价格走势的行动中,大藏省一直在使用这两种投资基金。

### 进入控制

获取直接补贴是将政府强制性力量转变为被管制产业利益的最简便途径,当然这要以该产业有能力支配这种力量或在其他方面不必为此支付过高代价为前提。

代价过高的一个典型案例是,早期的美国民航业不惜接受民用航空局(CAB)的严厉微观管制,以获取政府巨额的航邮补贴

(这里使用“严厉”一词,是因为民用航空局对航空公司的管制甚至细到应在头等仓的沙拉中放多少莴苣)。最后当正常客运收入的增长使航邮补贴相形见绌时,民航业转而要求市场竞争,并发起了一场呼吁放松民航业管制的运动。

在直接补贴之外,斯蒂格勒提到“一个产业寻求的首选公共资源就是控制新的竞争者进入”。诚然,在保护证券经纪业已进入者的利益方面,日本大藏省的政策非常专横,远远强于美国证券交易委员会,后者既没有签发证券经纪许可证的权力,更没有对其进行限制的权力。美国证券交易委员会最终也只能通过提高经纪公司的资本金条件来减缓竞争者的进入速度,这种做法显然对那些规模较小但富有竞争力的新进入者不公平。

尽管日本大藏省的管制任务要比美国类似机构的职责简单得多,但其保护性壁垒却异常坚固。日本公司最为恐惧的潜在进入者是美林和摩根·斯坦利这样的外国证券经纪公司和投资银行。而且,拒外国竞争者于市场之外几乎成为日本的一种艺术形式。但是,大藏省最终还是屈服于主要来自美国的无情的外界压力。华尔街的大公司终于进入了日本市场,尽管是以某种意外的方式(至少对大藏省如此),但结果正如各位所能从新进入者身上预料到的那样。

我的意思并非只有大藏省在试图通过锁住外国公司的入口以对国内产业形成保护。美国的金融管制者一旦认为自己有能力实施保护,也会构建同样多的市场保护。对日本公司来讲,要取得美国国债一级市场交易商的资格绝非易事或顺理成章的事情,即使日本公民是这些债券的主要认购者;日本投资者要对一家美国期货公司控股,也同样地艰难。就我所知,当地管制者不限制外国竞争者进入的案例尚为数不多,其中之一是在伦敦。当时,瑞典期权市场公司(OM)试图进入英国市场,确实很容易、也很迅速地就进去了。这家公司首先经营瑞典股票期权,然后逐渐扩大营业范围。

这或许和当时英国期权市场规模较小或英瑞两国期权市场有较大差异有关。

### 价格控制

固定价格是使被管制产业受益的第三种公共政策。斯蒂格勒对此曾论述到：即使某产业已经对新进入者予以控制，但“就单个企业而言，若不存在规模不经济，要取得比竞争性收益率更高的回报，价格控制至关重要”。大藏省在它制定的政策中充分贯穿了这种逻辑。尽管日本证券经纪业最近的利润和成交量都比较低，但是大藏省确定的最低固定零售佣金率却依旧在全球处于领先水平，这个机构制定的最低承销费也是如此。

人们常将日本大藏省的固定价格政策与美国证券交易委员会的自由市场取向政策加以对比。然而，这种比较对大藏省并不公平。在1975年以前，美国证券交易委员会制定的固定佣金水平甚至比大藏省的定价还要高。而且，美国证券交易委员会最终放弃其固定价格政策，也不是自由市场热情的瞬间爆发。金融市场的不断发展进化是这些管制政策不攻自破的根本原因。

证券交易委员会的单一固定佣金政策规定，每100股为一单位的交易每股须支付70美分的佣金，这显然对养老基金和其他机构投资者极不公平，后者的一个交易单位常常为1万股或10万股。这些机构投资者清楚自己在遭受剥削，因为7000美元在1万股为一单位的交易中只相当于一到两个单位的边际成本。为了更好地控制交易成本，规模较大的养老基金试图通过购买现有经纪公司或购买各地股票交易所的席位来进入证券经纪业。这些努力证明完全是徒劳的。证券交易委员会在每个回合中都能给它们以重创。所有这些机构投资者所能做到的只有从被委托的证券经纪公司索取更多的回扣及其他好处。

证券交易委员会勉强同意数量折扣政策，以尽量延缓这种在

私下里对其佣金体系的腐蚀。但这种政策的影响力太微弱了，也太晚了。在 1973 年之后大熊市和成交量萎缩的双重压力下，美国的固定佣金体系几近于瓦解。在司法部反托拉斯部门不太友好地催促下，证券交易委员会万般无奈，只得在 1975 年 5 月 1 日宣布废止固定佣金政策<sup>[2]</sup>。

很明显，日本大藏省处在和当年美国证券交易委员会类似的发展道路上。在日本，回扣、贿赂以及相关丑闻变得越来越臭名昭著，这种状况要求人们不能仅停留于惊异每次丑闻的发生，而是要采取一些新的举措了。无论何时何地，政府主导的价格管制都是腐败的温床。

由于证券业中出现的一些重要技术进步，日本大藏省在本世纪八九十年代为保护其固定佣金体系所面临的挑战，比美国证券交易委员会在 70 年代的处境更为艰巨。这就引出斯蒂格勒所谓被管制产业向管制者寻求的又一种公共政策，即鼓励补充品、限制替代品的政策。

### 替代品限制

为说明这种管制政策，斯蒂格勒曾援用了黄油生产者在相当长时间里限制人造黄油生产和销售的案例。由于黄油短缺的压力，虽然在第二次世界大战中对人造黄油的禁令有所放松，但是黄油生产者仍有能力阻止人造黄油生产者将其产品染成黄色。这种限制使人造黄油看起来像猪油一样让人倒胃口。

斯蒂格勒引用人造黄油的事例，属于典型的芝加哥幽默，而其要点很难为大多数没有这么多经历的年轻经济学家所把握。在本世纪 40 年代，斯蒂格勒多年的良师挚友，西奥多·舒尔茨 (Theodore Schultz)，一名极有前途的年轻农业经济学家，因批评针对人造黄油的禁令而名声鹊起，但也因此而被依阿华大学解雇。当然，依阿华大学的所失就是芝加哥大学的所得，后来舒尔茨在芝

加哥大学一举成名。

正像斯蒂格勒引用的人造黄油管制案例所具有的说服力一样，在金融管制中，特别是在针对所谓衍生证券——期权、期货和互换——的管制实践中，能够找到几乎无穷的类似案例。毕竟，这些衍生产品并非拥有而是交易基础证券的廉价替代工具。证券交易及其相关的佣金和各种费用，正是传统证券经纪业赖以生存的基础。因此，该产业呼吁管制者对这些廉价替代工具予以限制也在情理之中。

由于股票类衍生产品那时还不存在，斯蒂格勒在其 1971 年的那篇论文中没有涉及这些问题。严格地讲，当时股票期权已经存在了，但仅是场外市场中规模很小而且极为专业化的一部分。此时，股票期权的成交量微不足道，二级市场的交易极为烦琐，佣金也出奇地高。

但是，要不是证券交易委员会的管制迟钝，期货交易所在 1971 年就可能推出股票期权。芝加哥期货交易所认为自己在组织期权交易方面，比纽约的场外期货卖出与买进经纪人具有更多的成本优势，于是便向证券交易委员会申请尽早于 1969 年推出期权交易。

然而，证券交易委员会的反应极为缓慢。其原因并非是为保护证券经纪业（该机构不相信期权交易会有多大的发展规模），也不是为了保护普通的期货卖出与买进经纪人（这部分经纪人规模很小，且没有能力向证券交易委员会施加影响），而是为了保护证券交易委员会自己。证券交易委员会极力避免因佣金大幅度下降而出现类似本世纪 20 年代那样的投机浪潮，而正是那场投机浪潮直接导致了 1929 年的股市崩溃以及证券交易委员会在 1933 年的成立。

虽然我们今天可以笑对这些担心（诸如给予风险承担者以期权交易的机会将榨干流向实业部门的股票投资），但是人们在那些



日子对期权确实了解得很少。例如，布莱克-斯科尔斯期权定价模型也只有两到三年的历史。而且，证券交易委员会中没有任何一个人意识到期权保证金（即期权交易的价格）大幅下降与期权交易成本大幅下降之间的巨大差别。实际上，后者才是芝加哥期货交易所的根本着眼点。

证券交易委员会担心的不仅仅是这些。它首先顾虑，开放期权交易的二级市场，有可能对该机构针对纽约股票交易所等市场的重要管制措施，特别是内部交易限制以及所谓的“提价交易规则”带来负面影响。提价交易规则是美国特有的针对卖空交易的管制方式。在其他国家，卖空交易要么被管制者彻底禁止（例如瑞典在最近开放资本市场之前一直如此），要么被法律规定为非法（17世纪扼杀阿姆斯特丹股票交易所的真正元凶正是这一规则而非郁金香泡沫）。普通持股公众中的许多人无疑希望证券交易委员会禁止卖空。然而，要完全禁止卖空，对交易商和做市商来讲，还有太多立法上的技术性问题急待解决。因此，证券交易委员会做出了妥协。你可以卖空，但你必须实实在在地借入需要卖空的股票，并在借据上注明卖空借入股票所得的收益，而且还要保证这些借入股票的交易价格不得低于前次交易的价格。

上述最后一条限制就是提价交易规则。这项规则的影响实际上已经非常广泛。尽管还没有证据证明它的有效性，但是证券经纪业和投资者中的许多人却将其视为抵御“卖空浪潮”的一种基础性保护措施。包括新股承销人以及上市公司大股东在内的许多证券交易委员会“顾客”也持同样的看法，他们希望看到那些令人作呕的投机者不再阻挠承销人抬高报出价格的努力。

证券交易委员会很快意识到，它们几乎不可能将提价交易规则推广到期权交易中去。除非像芝加哥期货交易所这样的公开竞价交易市场设置有相应的交易记录。这种记录是股票交易所的主要特征。这样，为防止投机者经由期权市场对价格施加压力而导致

下跌浪潮，证券交易委员会起初只同意开放看涨期权交易，看跌期权的交易仍被禁止——这绝对是管制机构做出的一项最愚蠢的规定。等到若干年后证券交易委员会对看跌一看涨平价理论有所了解的时候，芝加哥期货交易所的替代市场——芝加哥期权交易所——已经在期权交易中树立了牢固得难以撼动的优势地位。

在期权诞生 10 年后，另一种低成本的衍生替代品突然间对老式证券经纪业发起了强有力的挑战。自 1972 年获得批准以来，期权交易一直是针对单个公司的股票。但是股指期货的出现，特别是芝加哥商品交易所推出的标准普尔 500 种股指期货合约这种衍生产品，对那些持有大量投资组合，且常以标准普尔 500 种股指作为投资评价基准的养老基金和其他机构投资者，产生了巨大的吸引力。

新出现的指数期货大受欢迎，迅速为机构投资者所接受。在最初 3 年中，股指期货按保证金折合的成交量超过了纽约股票交易所的成交量。在这些成交量中，有相当部分是新增的业务，因为通过一次期货交易调整巨额投资在股票和现金之间的组合构成，比通过数百次单独的股票交易，能够大大节约成本。由于市场还不清楚股指期货的交易并非由某些信息优势所推动，因而这种衍生产品也不可避免地给个股的交易价格带来过多的冲击。诚然，股指期货的一部分成交量也经指数套利回馈给纽约股票交易所，但这并不能使那些零售性质的老式经纪公司平静下来，因为这些公司认为那些借助于计算机完成的指数期货交易大大提高了市场正常的流动性水平，大量零散投资者为其所吓退。

证券交易委员会不得不在尴尬中听取证券经纪业的抱怨，确实是该机构自己亲手给这个产业制造了冲击。当指数期货在 80 年代初期第一次出现时，芝加哥商品交易所实际上曾将证券交易委员会当作股票类金融产品的管制者来对待，就像芝加哥期货交易所 10 年前向其申请开设期权交易那样。然而，或许是被当时个股

期权成交量稀少误导的原因，证券交易委员会并没有理睬芝加哥商品交易所的姿态。

但是，将指数作为交易对象是金融创新的根本所在，不仅对芝加哥商品交易所是这样，而且对芝加哥期权交易所也是如此，后者在同一年推出了标准普尔 100 种股指期权合约，即便在对大机构投资者的吸引力因证券交易委员会制定的头寸下限过低而大大削弱的情况下，这种合约的成交量也迅速超过了所有个股期权的成交量总和。当证券交易委员会意识到不应将芝加哥商品交易所的标准普尔 500 种股指期货合约拒之门外的時候，已为时甚晚。这项合约已置于商品期货交易委员会的管辖之下，尽管这家机构规模很小，也没有多大名气，但像任何管制机构一样，不肯主动地放弃自己的管辖地盘。证券交易委员会在与商品期货交易委员会的持续谈判中所得到的最大收获，是在 1984 年达成的所谓沙德-约翰逊协议 (Shad-Johnson accord)，商品期货交易委员会在这项协议中同意，不再批准任何成份股过少或某种成份股比重过大的股票指数作为个股在交易中的替代品。

证券交易委员会、证券经纪业及其在国会中的监督者(尤其是来自密执安州的约翰·丁格尔众议员)一直在对指数期货所形成的竞争进行攻击，但是直到 1987 年 10 月 19 日那个黑色星期五才取得明显的成功。他们一致指责商品期货交易委员会管辖的期货业应对 1987 年股市的暴跌负责，而且要求将指数期货的管辖权返还给证券交易委员会。他们“一个市场、一个管制者”的呼声很快被尼古拉斯·布雷迪 (Nicholas Brady) 任主席的总统市场机制委员会所接受。布雷迪本人是旧式投资银行界的主要代表人物之一，他所领导的委员会的其他成员全部来自华尔街的主要机构及其他大公司。该委员会中没有人真正懂得指数期货或指数期权，也没有经济学家，甚至没有自愿要求加入的乔治·斯蒂格勒。

要不是那个特定的环境，布雷迪委员会提交的报告所产生的

影响只能持续 15 分钟,然后很快被人遗忘。紧接着,尼古拉斯·布雷迪出任布什政府的财政部长,成为该政府中最有影响力的人物之一。

除了在这里指出拟议中的管辖权转移是一场失败之外,我不想再详细回顾随后在证券交易委员会与商品期货交易委员会之间就管辖权问题发生的激烈争执(有人将这场争执称为对商品期货交易委员会的布雷迪-布瑞登式恶意接管,有关此主题,详见本书第三篇)。期货业及商品期货交易委员会有能力对它们看起来在政治和经济上更为强大的对手发起反击,是基于公共选择学派长期所主张的那些原因。例如,如果将美国砂糖进口配额的成本按全社会消费人口分摊,每人每年只有几个美元。但对数量较少的砂糖生产者来讲,假定为控制配额而展开政治战并取得胜利的动机和物质投入不变,则其获胜后将得到巨大的回报。对商品期货交易委员会及其管辖之下的期货业来讲,情况同样如此。零售性质的证券经纪业的规模虽然比期货业更为庞大,但其从业机构和人员却极为分散。

期货业不仅较多集中于几个主要地区,而且即使到 1989 年期货交易主要由利率期货、股指期货、外汇期货组成的时候,期货业的监督主体仍是国会的农业委员会,这多亏了期货交易当初主要以需要套期保值的玉米、小麦和其他农产品为对象的这段历史渊源。农业集团在美国任何地区拥有的政治势力有多么强大,已不言而喻。而且从来也没有人会预期,美国国会中实力强大的农业巨头能轻易将其对期货业的管辖权拱手相让。

农业集团的实力还没有强大到可以击垮证券集团的程度,但它仍有能力形成僵持的局面。在布雷迪-布瑞登式攻击发起后的两年多时间里,一直处于迟滞和调动状态的证券经纪业逐渐丧失了继续战斗的热情。越来越多的证券经纪人在它们的业务中加入了期货交易的内容。这两种产业的发展表现出了本应体现的那种融

合趋势。自 1988 年陷入低谷以来,零售环节的证券成交量呈现出显著的回升势头。由于没有受到实质上的影响,纽约股票交易所也采取了一系列的步骤,以平息针对指数套利和程序交易的各种叫嚣。事实上,纽约股票交易所已将其注意力从期货交易所转到了场外交易所带来的更严峻竞争威胁上面。

让我为近日期货业对统一金融管制者的呼吁予以简短总结。

这究竟是怎么回事?如何将其与期货业以往对类似呼声的全力抵抗联系起来?如何用斯蒂格勒的模型进行解释?

根本原因是期货业试图获得更好的(也就是成本更低的)管制服务。期货业逐渐意识到,它们为对抗证券经纪业而向农业集团寻求保护,实际上是做了一笔浮士德式的交易。农业集团确实向它们提供了保护,但同时其自身偏重农业的行为方式也使业已成为金融部门一部分的期货业付出了沉重的代价。

各期货交易所很希望摆脱农业监督者的控制,但也不想再回到证券交易委员会那里。证券交易委员会的成员难以获得期货业的信任,因为他们早已心有所属。为此,期货业主张建立一种新式的、多层次金融管制机构,该机构按职能划分为八个专门的运作部门:(1)负责谨慎性和系统性风险(即资本金要求);(2)负责信托和合伙工具(即共同基金);(3)负责财务信息的披露和报告;(4)管理证券投资市场(即债券和股票工具);(5)管理风险转移市场(即期货和期权市场);(6)管理银行和保险公司;(7)管理投资者保险(如 FDIC, SIPC 和 PBGC 等);(8)负责投资者保护。

很显然,按上述思路组建的新机构确实能够大大避免现行体制中的多头管理状况。但是,这种类似于大藏省模式的新体制能否为期货业提供安全的避风港,尚不确定。

在美国证券经纪业及其管制者不得不对期货和期权交易形成的竞争作出适应的同时,旨在遏制这些替代品的战斗却仍在日本继续,甚至有可能蔓延出日本国内的市场。

这些新产品在美日两个国家的不同发展遭遇再次表明，大藏省确实将支撑股价视为自己的主要使命。如果听任其自行其是，大藏省可能永远也不会批准交易指数期货。不少美国金融服务企业认为自己在衍生产品领域拥有相当的竞争优势，为支持这些企业进入日本市场，美国政府向日本施加了强大的压力，大藏省在这种情况下才不得不批准指数期货的交易。

大藏省将指数期货视为对其不支持抛空（不仅是卖空，包括所有抛空）政策的一种威胁。期货交易之所以能够对这些政策起到破坏作用，是因为期货是不受个人情感控制的工具。只需一个期货空头头寸就可以在什么时候化减股票面临的风险。作为基础产品的股票甚至无须离开保管库。一旦需要，它们可以被取出来重新登记。实际上，股票在这里已和现金没有多大差别了。

大藏省的噩梦是，利用期货交易的匿名性特点，日本的保险公司以及其他主要金融机构对其投资组合进行套期保值，并通过合谋抛空来发动一场类似于美国国内随投资组合保险出现的卖空浪潮。但是，大藏省无须为此担心。日本的会计制度和税法使得保险公司的套期保值行动没有任何经济意义。尽管1989年以后股票价值在不断缩减，但是许多日本保险公司实际上并没有卖出股指期货，而是大量地买入。那么，是谁在出售股指期货呢？当然是那些外国投资银行，特别是在东京股票交易所拥有席位的外国公司。即使日本股票价格不断趋于下降，但这些外国公司仅仅依靠简单明了的套利交易，每年也能创造数百万美元的利润。但是，这种套利活动并不是发生纽约和芝加哥两地市场间的那种套利交易。套利者在日本市场的目标不是细小的价差，而是巨大的佣金差额。

大藏省天真地要求外国套利者不要冲销套利头寸的事实无疑表明，这个机构起初并没有真正弄清楚佣金差额的套取过程。大藏省懂得外国套利公司要冲销头寸，就得卖出股票，但它显然还没有明白到买入期货也可以冲销头寸的程度。外国套利公司当然乐于

迁就大藏省。这些公司每次按照大藏省指示加固其套利头寸的时候，它们挣到的利润也在相应不断地增加。

大藏省最后还是搞懂了其中的诀窍，近来该机构采取了越来越多的行动以大幅度提高指数期货的交易成本，不仅针对日本国内的使用者，也包括外国套利者在内。在指数期货佣金上涨的同时，保证金率也大幅度提高。此外，大阪股票交易所的交易时间也被缩短，同时还安装了煞费苦心的价格限定和“断路器”，以进一步限制市场的有效交易时间。所有这些措施只能导致巨额的成交量流向新加坡。

大藏省试图通过威逼新加坡国际货币交易所将交易费和保证金率提高到与大阪股票交易所相同的水平以遏制这种流动的行动，已经难堪地失败了。大藏省和东京股票交易所派出的代表团在新加坡国际货币交易所碰了一鼻子灰。这两个单位要求证券委员会国际联盟（IOSCO）支持它们针对新加坡国际货币交易所的立场或宣布各国对本国的指数期货拥有唯一管制权的努力，也没有取得多少进展。

在上述案例中，大藏省并非首次将日本市场的业务量赶往海外。大藏省的种种限制及其制定的强制性固定承销费已经“掏空”了日本的债券市场，促使日本公司和投资者进入设在伦敦的欧洲债券市场交易。

## 结论

面对大藏省危害日本资本市场的大量证据，绝大多数经济学家本能的反应是建议日本政府彻底放松管制，拆散大藏省，重新塑造新体制。为什么要让 17 世纪的管制结构强加于 20 世纪的经济之上呢？

在这一点上，我和其他许多人一直认为，作为增强人们对管制放松信心的第一步，日本必须像美国在 1975 年那样终止固定证券

佣金政策。这种做法同时还能有助于缓解困扰大藏省的两个难题，即回扣和指数套利问题。

斯蒂格勒可能会嘲笑以上建议过于天真。他写道：

针对公共管制的空想主义观点深深地扎根于专业经济思想之中。例如，因其前铁路运输政策而对洲际商务委员会(ICC)予以谴责的经济学家数量是如此之多，以至于这种谴责已经演变成为一种陈词滥调。……诸如此类批评存在的最根本问题就是它们找错了关注的方向。……改变佣金的唯一途径是，变换对该委员会的政治支持，同时切断该委员会成员所获回报与其向承运人所提供服务之间的联系。

斯蒂格勒或许自己也找错了关注的方向，他过多地注意了管制者从其管制产业那里获得的物质回报(例如以将来工作的形式)。这一点至关重要，尤其是在日本，尽管日本与美国没有多少不同。

但是，在证券交易委员会与大藏省之间确实也存在着区别。毕竟，不管多么不情愿，证券交易委员会终究放弃了固定佣金政策。而且，除了提价交易外，证券交易委员会从来也没有试图支撑股票价格。

基于以下两点原因，美国证券交易委员会极力避免承担任何类似支撑股价的责任，即使是含蓄的表述。首先，不同于大藏省，证券交易委员会明白这种政策根本行不通。这种政策在大量资金注入的前提下，似乎在短时期内能够见效，但是股票价格不可能无限期地背离其真实的经济基础。一旦这些基础不稳，股市行情迟早会相应下跌调整，甚至可能出现急剧下跌的态势。

其次，也是更具决定意义的原因，一旦股市行情下跌调整，证券交易委员会将会因此政策而承担恶名。该委员会成员及其政治监督者也将被扫地出门。由此我们就进入了问题的本质。大藏省



及其后台无须为其政策的失败承担责任,即使是最悲惨的失败,因为日本不存在有效的政治竞争。

斯蒂格勒在论及美国的政治环境时,曾讲到:

如果一党的执政要价过于昂贵(或其构想被误解),很可能由另一党上台,而后者提供政府服务的价格更接近于其实际负担的成本水平。

我们不得不遗憾地归纳出这样一个结论,即有关日本金融管制放松和金融改革的所有谈论,在日本具备此类政治环境之前,都只能是一种学术上的探讨。

本文为作者在一桥国际论坛:全球变革中的金融市场(1993年3月23—24日,东京)上的主题发言,发表于 *Hitotsubashi Journal of Commerce & Management* 28, 1 (1993年12月)。

## 参 考 文 献

Stigler, George J., "Public Regulation of the Securities Markets," *Journal of Business*, Vol. 37, April 1964, pp. 117~142.

Stigler, George J., "The Theory of Economic Regulation," *Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 2, Spring 1971, pp. 2~19.

## 尾 注

- [1] 作为对公众种种不满的一种回应,大藏省最近也成立了一家类似于证券交易委员会的调查机构,但与美国证券交易委员会不同的是,该机构没有独立性。而且人们很可能把这家机构视为纸老虎,除非它确实能够提出并最终赢得一项案件。
- [2] 各期货交易场所当时也实行了固定佣金政策,但这更多借助了直接的共谋而非法律强制力。在司法部反托拉斯部门的压力下,期货业后来也被迫放弃固定佣金制度。

## 金融管制：局内人的比赛

我打算采用一种新的方式来论述金融衍生产品及其管制这一沉闷乏味的主题，这有点像米勒·里特(Miller Lite)的解说风格。

我将这种版本的金融管制称为局内人的比赛。在棒球或篮球等电视体育节目中，常常可以看到这种情况，那就是现场或电视机前普通球迷所看到的比赛远没有运动员和教练员这些局内人看到的那样复杂、精细。这也就是局内人的比赛与局外人所看到的比赛之间的巨大差别。在我所说的金融管制比赛中，同样存在着这种差别：一种是金融记者和读者眼中的比赛，另一种是专业人士即局内人眼中(更为复杂)的比赛。实际上，这两种比赛的差别如此之大，以至新闻界和普通大众中的局外人搞不清谁是参赛一方，更不要说谁是赢家了。

局外人天真地以为金融衍生工具可能导致金融体系崩溃并为此而担忧，他们希望政府用新的管制措施来消除这种威胁。但是，局内人显然比他们知道得更为清楚。局内人懂得金融衍生工具只能使这个世界更安全而不是更危险，而且其导致金融体系崩溃的可能性也并不存在。这里，尤其值得指出的是，金融衍生工具不会导致金融体系的垮塌。企业将会继续因错误的决策和糟糕的衍生交易而赔钱，这种情况正像它们在基础证券的直接交易中屡屡表现出的那样。当然，在这个世界的众多债市和股市中，有一个或几

个市场严重暴跌确实也不足为奇。但是，一旦这种灾难来临，那么其根源也不是来自私营部门的主体之间的衍生交易或其他交易行为，而是由一家或多家中央银行对其以往货币供给放松政策的过头反应、紧缩货币供给、产生信用危机等行为所致。

局内人还明白，在要求政府对金融衍生工具给予更多管制的诸多建议中，没有一项能使这个世界更安全。他们甚至清楚，不断呼吁给予金融衍生工具更多管制的人所真正关心的正在于此。然而，要理解其中的原委，你必须先对局内人的比赛有所了解。这里，我计划先对局内人的比赛作一解释，特别是管制者在其中扮演的、不易被理解的角色，从某种程度上讲，这种解释很像对英国听众介绍美式橄榄球。

让我还是先从介绍参赛队员、参赛队以及他们所在的竞赛联盟开始。我们将视点主要集中在美国金融衍生产品竞赛联盟上面，毕竟是我们发起了这项比赛——尽管没有专利权。一些欧洲大银行看到我们正在从这项比赛中获得如此多的乐趣——也就是挣了那么多的钱，逐渐放弃了它们的拘谨，通过购买参赛队的形式加入进来。

此刻，美国金融衍生产品竞赛联盟拥有三支完全的参赛队。每队都有三组队员。一组由观众心目中的球星组成，是运球、触底得分的跑卫(running backs)。另外两组由防守线卫(linebackers)组成。

如果用各队知名跑卫的名字来指代其队名的话，那么活跃于美国金融衍生产品竞赛联盟的三支球队分别就是交易所队、银行队和证券经纪人/交易商队。芝加哥交易所队与金融衍生工具的关系，就像芝加哥熊队与现代T形队列橄榄球的关系一样。交易所队在70年代推出可在交易所公开上市的外汇期货、看涨看跌期权、利率期货以及现金结算的股指期货和期权的同时，也大大推广普及了现代金融衍生产品的竞赛。在相当长的时间里，交易所队处

于霸主地位，就像各支常春藤联盟队曾经在大学生橄榄球赛中的表现一样。然而，也正像这些常春藤联盟球队为半职业的州立大学队以及后来由职业选手组队的球队所取代那样，银行队现在已经占据了霸主地位，证券经纪人/交易商队虽然与其保持一段距离，但也紧随其后。

在运球员之后入场的是各队剩下的两组队员，他们可称为主要管制者和国会监督者，这些名字虽然听起来有些好笑，与橄榄球中的边锋一样不是那么贴切，然而这并没有丑化他们的真正角色。当然，局外人并没有把这些主要管制者和国会监督者当作队员，而把他们看作向犯规严重的队员亮牌并将其驱向相应惩罚席的裁判员。而且，局内人实际上也正希望观众这样认为。多年前的一项民意测验表明，公众认为，像联邦调查局(FBI)一样，证券交易委员会(SEC)只是司法部的一个部门，其主要职责是缉拿内线交易者。然而，上述强制行为仅是主要管制者和国会监督者所有工作的一小部分。撇开其自身的权力和物质回报不讲，他们最主要的任务就是帮助自己所在的球队取得胜利。

在就政府管制这一问题上，请允许我讲一些题外话，即芝加哥大学的反管制传统实际上包括两种截然不同的流派。一种以米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)为化身，他们强调公众及国会的逻辑推导有问题。不少人真诚地认为只要向日本进口轿车征收关税，就能改善美国的经济状况，而这一流派将揭穿上述谬误归为经济学家的一项主要任务。另一种芝加哥流派以我已故的大学同事乔治·斯蒂格勒为代表，他们溯源至亚当·斯密那里，极为愤世嫉俗。斯蒂格勒认为，各种管制措施存在于现实经济生活之中，并非是一种失误和偶然，而是精心策划的结果。无论围绕管制措施的实施有哪些雄辩的论断，这些措施的真实目的都是以牺牲竞争为代价来使其发起人受益。

如果这种管制理论对你有所触动，你应当多思考日本的管制

状况。在日本,对本国企业的管制性支持技术已经发展成为一门艺术形式(有关现代经济管制理论更广泛、更深刻的介绍,详见本书第五篇)。对每一名勤勉工作的日本大藏省官员来讲,如果在任期间能为所在球队尽职尽责,退休后就能在一些日本银行、保险公司及证券公司的董事会或高级管理层中找到报酬颇丰的闲职。当然,这一点与美国并没有多大区别。例如,里克·肯特哈姆(Rick Ketchum),证券交易委员会有关市场管制部门的前负责人,现在是全国证券交易商协会自动报价系统(NASDAQ)的执行副总裁。与日本不同的是,美国的情况也许是一种双向流动。再比如,阿瑟·莱维特(Arthur Levitt),美国股票交易所前总裁,目前是证券交易委员会的现任主席。但美国管制者与其日本同行的真正区别在于,他们至少要装出自己所做每项决策都是为了大众的利益。

交易所队或至少其中的期货业部分,其主要管制者是商品期货交易委员会(CFTC),而国会监督者是众参两院各自的农业委员会(尽管竞赛内容是金融衍生产品)。这些看起来风马牛不相及的机构之所以能成为金融期货的监督者,完全是一种历史的偶然,但也正是这种偶然严重削弱了它们所在球队的对抗实力,因为这些国会监督者确实没有保证过一定要赢。它们的心思并不在比赛上面。在它们看来,金融衍生产品的比赛对其主要利益而言,只处于从属性地位。而对商品期货交易委员会这个主要的管制者来说,它们最关心的是让自己看起来更忙碌一些,而且期货交易所队不要失太多的分给对手以危及管制者自己的饭碗(由此,我不时在思考,芝加哥商品交易所和芝加哥期货交易所与商品期货交易委员会的关系如此棘手,是否与该产业规模过小、无法有效解决管制者退休后的就业问题有关。由于没有退休后到大公司任职的预期,商品期货交易委员会的官员们只得自做打算)。

证券经纪人/交易商队的主要管制者是著名的证券交易委员会,该机构曾被公众欢呼为管制活动中名副其实的马拉多纳,但现

在也像那位伟大的阿根廷足球运动员一样，随着年纪的增大、体态的臃肿，不再有实力夺取任何一项公开赛的锦标了。该队在国会中的监督者力量强大，但是参议院中的监督者与其在众议院中的队友相比，多少有些黯然失色。

银行队的管制者和监督者成分依然较为复杂，具体要视银行业的规模和历史而定，参与金融衍生工具交易的每家银行要受三家机构（联邦储备体系、货币监理署和联邦存款保险公司）中至少一家（大多数情况下是两家以上）的管制。在国会的监督层面上，参议院银行委员会的影响力占据了绝对的主导地位。而在众议院，由最近来自得克萨斯州的冈萨雷斯众议员任主席的银行委员会，则明显势单力薄。

以上就是参赛各队及参赛队员。然而，比赛争夺的目标是什么呢？与其他竞赛一样，自然是获胜，在此项比赛中意味着从该竞赛联盟的其他各队手中夺取市场份额，但首先还是确保自己的份额不致被对手夺走。各队中的主要管制者和国会监督者，即我所说的防守线卫，也是如此。

但是，各队中的这些防守线卫从来没有满足于自己在队中所扮演的相对次要、防守性的角色，他们总是不时捡起漏下的球，冲向对方底线，为本队撞线得分。在这方面的一个典型例子是，证券交易委员会在纽约股票交易所和零售经纪人等队友的怂恿下，试图通过指责期货交易所应对 1987 年股市暴跌负责，以从交易所队及其管制者——商品期货交易委员会——那里夺取对股指期货的管辖权。来自纽约的证券经纪人/交易商队及其管制性的防守线卫声称，芝加哥几个市场推出的期货交易大大增强了市场的波动性，这显然是不实之辞。真正的原因是大量的佣金收入正在流向芝加哥的期货市场。

尽管证券交易委员会倒在地上痛苦地呻吟，双手紧抱着膝盖，按标准的足球受伤姿态呼喊犯规，但这些装模作样的举动并没

有达到目的。这家机构还是没有获得股指期货的管辖权。国会中的农业巨头实在没有兴趣为他们管辖的期货交易所争取更多的地盘,但是他们着实也不想放弃已有的势力,更不要说那些被政治对手垂涎三尺的领地了。为了避免另外两个来自国会中的防守线卫队结盟,农业巨头迫使商品期货交易委员会宣布放弃对这两队互换产品的管辖权(多年前,在互换产品尚未问世的时候,国会授予商品期货交易委员会对期货及其他类似期货的金融产品的专有管辖权。除名字不同外,互换产品与期货合约极为相像。而且互换交易商如果真想另立门户的话,商品期货交易委员会必将通过法律诉讼给其以沉重打击。然而,受重新授权及主席职位长期空缺等因素的影响,商品期货交易委员会的态度已有较大变化。新近上任的主席对互换产品问题发表了一些无关痛痒的讲话,但在这些言论之外是否还有更实质性的内容,我们还要拭目以待)。

与此同时,由于来自商品期货交易委员会的威胁大大减缓,证券经纪人/交易商队中的互换交易商转而试图从银行队中的竞争者那里夺取一些份额。如前所述,银行队在互换交易中,特别是在利率互换和外汇互换中,占据了绝对的霸主地位。这并非是银行队比其他两队拥有多么强的实力,而是因为竞赛联盟的组织者有意让他们领先。对互换交易来说,最关键的问题是交易双方的信用风险相互对称,作为客户在同银行交易时,你当然乐意知道我们的政府不会允许银行来欺骗你,至少大银行不会这样做。

由于无法直接取得像银行队那样高质量的风险对称地位,证券经纪人/交易商队将自己的衍生交易业务分割切块,分别交由不同的子公司完成,以此着力提高自己的信用等级。证券经纪人/交易商队设立 AAA 级子公司的做法虽是机智的,但在策略上也是相当危险的。这种做法很容易招致其他队中管制性队员的敌意报复,尤其是银行队,该队刚刚禁止规模较小、实力较弱的队员设立自己独立的 AAA 级子公司。

这种报复果然不出我们中许多人的所料,美国会计总署(GAO)在1994年5月提前面市的报告中,要求对证券经纪人/交易商队从事衍生交易的子公司制定新的管制措施,同时却没有对银行队和交易所队的衍生交易业务提出指责。这家机构似乎没有注意到以下情况,这就是所谓缺乏管制的AAA级子公司的信用等级,实际上比处于管制之下的银行界的类似机构还要高。当爱德华·马基(Edward Markey)众议员宣布其委员会正在听取美国会计总署的报告,且准备传召一些长期以来对金融衍生工具持否定态度的人士组成陪审团时,我们认为其他各队联合起来反对证券经纪人/交易商队的判断看来得到了证实。在马基众议员选定的反对者中,有纽约联邦储备银行前主席杰拉尔德·克里根,他在两三年前以衍生交易将导致金融灾难的不祥预言,开始了对金融衍生产品的攻击,还有证券交易委员会前主席理查德·布瑞登,当时他是反对股指期货最强烈的人。但这一次,马基众议员要求给予更多管制的呼声,从他自认为是天然盟友的人那里,没有得到什么有力的支持。

愤世嫉俗者可能怀疑,这些金融衍生产品反对者的态度发生变化是源于他们角色的易位,因为克里根和布瑞登都已成为普通队员中的一员,两人分别供职于哥德曼公司和库泊斯-里布兰德公司。然而,马基众议员遇到的难堪还不仅仅是这些。证券交易委员会的现任主席阿瑟·莱维特,还拒绝了马基众议员将该机构管辖范围扩大到所有AAA级子公司的建议,这种情况就像篮球运动员拒绝教练延长其比赛时间的行为一样极其罕见。通常,人们认为银行队会赞成为证券经纪人/交易商队的发展设置更多障碍,但此时该队的代表,阿兰·格林斯潘(Alan Greenspan),也与美国会计总署的报告保持了明显的距离。由于担心国会对金融衍生工具管制的干预有可能导致大量的交易流向海外,格林斯潘声称现有的管制体系已经远远超出了实际需要的程度。可怜的马基众议员就



像那首老歌中的男人一样：他带着自己的竖琴来到晚会，但是没人去邀请他表演。

马基众议员所没有意识到的，正是衍生交易领域内的竞争虽然十分残酷，但是各方都已达到了一种竞争的平衡状态，谁也不愿意再冒市场混乱的风险。尽管证券经纪人/交易商队在一些较为简单的互换交易中与银行队存在较大差距，但是在更为复杂的期权交易和程序交易中却紧紧咬住了对手。

即使是过度臃肿的期货交易所，也对其他各队的成功起到了间接的推动作用。例如，芝加哥商品交易所推出的欧元合约，已经成为银行和其他互换交易商在无须提高管理投入的情况下，平衡各自风险的主要投资选择。

然而，只有在衍生交易不断繁荣的前提下，现有联盟内这种和睦共处的局面才有可能继续维持下去。就像肯尼迪总统多次提到的，水涨可以使所有的船升高。但是，一旦交易冷清，情况又会怎样呢？你将会再次听到要求增加管制措施的呼声，正如乔治·斯蒂格勒的论断，这些呼声来自各参赛队自己，而非旁观者或美国会计总署这样的局外人。

哎，这可能就是我们目前所处的状态。金融衍生工具在公众舆论中的糟糕形象，就像面对一场洪流，使得企业的首席执行官和财务总监们举棋不定。这种情绪可以用一幅卡通画来很好地概括，画中的乞丐拿着一个罐头盒，罐头盒上写着“不收衍生品”。企业的决策者们甚至不敢用衍生品去套期保值。

衍生品的交易商正在为此而承受着巨大的代价，他们中的许多人，特别是华尔街的证券经纪人/交易商，已经陆续减少或停止了衍生品的交易。为恢复市场的信心，这些人就像在1929年股市大崩溃之后的30年代那样，开始寻求某种能够带来戏剧性变化的行动。1933年，公众对证券经纪业的信心以及该产业的成交量均降到如此低的水平，以至当时处于领先地位的公司诚心地欢迎证

券交易委员会的问世及其在该产业中所扮演的严厉的警察形象。对焦急的投资者来讲,证券交易委员会的出现让他们获得了极大的安全感。即使到今天,纽约股票交易所也不时在一些广告中将自己标榜为“世界上管理最为严格的股票交易所”。

那么,这些参赛者将采取哪些手段恢复信心呢?

首先,证券经纪人/交易商将重复以往行之有效的办法。这就是要求“信息披露”。其中,共同基金,特别是证券交易委员会管辖下的货币市场基金,应当进行这种“信息披露”。在这些似乎没有风险的基金中,有不少基金通过类似逆向无记名债券(严格地讲,这种债券并不是真正意义上的衍生品)这样的怪异证券,从其竞争者那里夺取了不少市场份额。今后,这类基金要么遵守信息披露的规定,要么被彻底取缔。而货币市场基金也不会博得该竞赛联盟其他参赛者的同情,因为正是它们明显导致了市场的失衡。

我还没有看见这种详尽的信息披露规则应用于金融衍生工具的其他最终使用者,譬如普通的商业公司,尽管这种应用是会计总署建议的主要内容,同时也是当时新闻的主要焦点(作者注:在此预测上,我显然犯了一个错误。尽管交易商和许多最终使用者激烈反对,证券交易委员会和财务会计标准委员会还是公布了一系列极为复杂的衍生品信息披露规则)。对衍生品的公司型使用者而言,这种信息披露极为昂贵,也非常累赘——有可能招致大量的法律诉讼,而且这些使用者处于另一个竞赛联盟之中,其防守线卫更为强大,正因为如此,证券竞赛联盟已经发现自己的影响力在许多场合都极为有限。今天,在美国占据主导地位的仍然是商业,而非金融业。实际上,公司经营竞赛联盟的实力如此强大,以至我们能够更经常地看到,它们在那些向公司型客户兜售衍生品的银行以及证券经纪人/交易商身上,制定了更为苛刻的适应性规定。

这些讨论中细微的、装饰性的管制变化,是否足以抵销近来丑闻的影响,重新唤起人们对金融衍生工具的信心?不管怎样,在

1920年的布莱克·索克斯丑闻之后,棒球凭此方法的确又把球迷吸引回了赛场。让我们期待历史会重演,因为这次的干系确实太大了。以往的经验表明,作为一个国家,至少可以在几个月中没有棒球。然而,我不清楚,在当今国际竞争异常激烈的情况下,如果没有衍生品这种最基本的风险控制工具,美国的银行和公司还能否生存那么长时间。

本文发表于1994年12月的The Tax Magazine. ©1994 By CCH Incorporated, Chicago, Illinois 60646. All rights Reserved.

### 金融衍生工具管制：已经足够了

那些较多关注金融衍生工具的人士，可能会发现，这种金融新产品的出现，就像核物理实验中的夸克粒子一样，基本上有三种不同的方式。

回顾历史，第一种现代意义上的金融衍生产品，无疑应当是上世纪70年代初期在芝加哥出现的、在交易所内交易的期货和期权合约（尽管二者的祖先可追溯至17世纪的荷兰以及同时期的日本）。之后来到这个世界上的是互换。顾名思义，互换是指两个交易主体之间就交换各自的支付款项达成的协议，例如以浮动利率计息的款项交换以固定利率计息的款项，或用美元计价的款项交换以马克或日元计价的款项。最后，也是最近出现的是所谓“组合债券”的急速复兴。用一个例子可以解释这种衍生工具，如一家巴西公司贷入一笔美元，贷款利率按5%加上巴西股市与墨西哥股市两者的收益率差计息。不可否认，这些早已约定俗成的组合交易，有时多少会让局外人觉得惊奇。而在过去20年当中，上述三类衍生产品的应用水平获得迅速提高，却仍是不争的事实。这究竟是为为什么呢？

我认为，这些衍生产品之所以得到广泛应用，是因为它们能够满足一种在商业活动中极为重要的营业需要。企业和银行借助于这些衍生产品，终于可以用最低的成本来有效地控制商业及金融

风险，这些风险折磨它们即使没有几百年，也有几十年了。

然而，尽管我本人和其他大多数经济学家都坚持，这些金融衍生工具能给社会带来不少益处，但它们近来却受到了新闻界的猛烈抨击，这同样也是我们需要正视的现实。很多人想必都已获悉了宝洁公司和德国最大的企业集团——德国金属公司——发生的事件，前者在衍生交易上面亏损了 1.5 亿多美元，后者在原油期货上的损失将近是前者的 10 倍。这些恐怖的故事不能不让人产生这么一种印象：除非政府对金融衍生产品给予更严厉的控制和监督，否则这些产品将把我们拖向一场在金融领域中有可能对整个经济造成毁灭性打击的切尔诺贝利式的灾难<sup>[1]</sup>。

### **谁导致了真正的威胁：金融衍生工具还是中央银行**

在展开进一步探讨之前，我要强调的是，金融衍生产品带来金融体系垮塌这样的严重危险，实际上并不存在。请注意：衍生产品不会造成金融体系的瓦解。但企业将会继续因错误的决策和糟糕的衍生交易而赔钱，这种情况正像它们在股票、房地产等普通资产交易上的表现一样平常。而全世界某地的金融市场出现严重暴跌确实也不足为奇。但是，一旦发生的这种暴跌，也并非像地震那样的外生性灾难。它们更多属于一种政策性的灾难，其根源不是私营性质的主体之间的交易活动，而是由某家中央银行的通货紧缩行动所致，这些通货紧缩行动通常是对其以往货币过度供给政策的过头反应。

一个典型的案例是，美国债券市场在联邦储备体系突然调高短期利率以后，自 1994 年春天以来出现的混乱。那么，为什么该机构觉得自己应当调高短期利率呢？这是因为联邦储备体系先前把短期利率的水平降得过低了，当时它寄希望于降低短期利率可以导致长期利率的相应下调，进而推动美国经济迅速走出衰退。利率

下调政策给银行、对冲基金以及大机构投资者提供了可靠的盈利机会：即借入短期资金、贷出长期资金。联邦储备体系对影响美国经济增长的担心，决定了短期利率的走低，而这种状况反过来又带来了这些套利者融资成本的降低。此时，长期债券的价格只有一种变化：上涨。在一年多的时间里，这些套利者从长期利率的下调中得到丰厚的回报。

但是，联邦储备体系最后发现，或者应当说重新发现，仅仅是货币供给的迅速扩大以及通货膨胀压力的重新抬头，就可以使短期利率置于正常水平之下。这家机构随后决定控制货币供给、提高短期利率，藉此希望这种反通货膨胀的举动能够抑制与对通货膨胀更为敏感的长期利率的上升。但是，这个如意算盘打错了。长期利率呈现出与短期利率同步上升的态势，华尔街的各家机构（以及奥兰治县）蒙受了巨大的损失。到目前为止，联邦储备体系的货币紧缩政策对美国经济的实际影响还比较小。但是，我们不应为此而沾沾自喜，更严重的影响也许还在后面。我们只要看看联邦储备体系在 30 年代初期的错误决策，就可以知道中央银行带给一国经济的危害有多么的持久。

## 金融衍生工具管制的现状

对那些担心金融衍生工具缺乏管制会给经济带来危害的人来讲，我将使他们相信，这些新出现的金融产品已处于非常广泛的管制之下。例如，期货交易所为商品期货交易委员会所管制（或铁腕控制），该机构是官样文章的大型制造者中的一员。像哥德曼-萨奇斯或者所罗门兄弟这样的证券经纪人/交易商公司，则由证券交易委员会管制，这家机构严厉的警察形象，世人皆知。

然而，在这一点上，包括美国会计总署在内的一些批评者最近抱怨，证券交易委员会在管制券商及其资本金条件的同时，却没有

制定针对衍生交易活动的专门规定或规则。但是，如果你知道近些年华尔街的衍生交易业务是怎样组织的话，就会明白会计总署的这一系列指责没有任何实际意义。衍生交易的灵魂是信用状况。除非你能让别人确信自己拥有足够多的资产，或者即使没有这么多资产，也有大体相当的抵押资产，否则没有什么人愿意与你进行互换交易。有些大经纪公司为了在这部分对信用状况尤为敏感的市场中获得更高的资信等级，甚至将自己的衍生交易业务划入自己出资的各个子公司来完成。这些子公司从穆迪、标准普尔这样的私营信用评级机构获得了 AAA 级信用等级。顺便提一句，这些评级机构对被评企业资本和信用的分析，比证券交易委员会所做的或所能达到的程度更为严格。实际上，这些子公司非但没有面临资本匮乏的窘境，其信用等级还要高于集中了大多数衍生交易业务的那些银行。

即使退一步说，那些占据了大约 70% 份额的银行，自己也面临着沉重的管制。每一家银行的衍生交易活动至少要受一个部门，有时甚至高达三个不同部门的管制。这些银行的官员常常会发现，他们刚刚从后门送走一个部门的检查团之后，另一个检查团正从前门走进来。

### **储蓄贷款业危机与缺乏管制下的推定威胁**

但如果说金融衍生工具处于充分管制(或过度管制)的状态之下，而又有不少人表示，他们在 80 年代初已经听到过要求放松管制等类似的言论——当时储蓄贷款业一直在坚持它们承受的管制太多了，对这些人我们将怎样应对？还是先来看一下事情发生的经过。

难道这两个案例真的那么相似吗？绝不可能。储蓄贷款业在 80 年代初期的所谓放松管制，与其说是让市场自由运行，还不如

说是国会在试图延长某种在数年前就应为自由市场经济所消亡的产业的寿命周期。这项产业之所以不能自生自灭,是因为居民住宅及相关事务已经成为美国政坛上的一头“神牛”,神圣不可侵犯。在30年代以及第二次世界大战以后,国会一直在鼓励美国居民使用从当地储蓄贷款协会获得的30年期固定利率抵押贷款来购买住宅,这些协会的资金来源于已保险的居民储蓄存款。但是,到了60年代中期,随着美国通货膨胀率以及利率的提高,储蓄贷款协会发现只有付出6%甚至更高的利率才能稳定住自己的存款,而此时该协会30年期固定利率抵押贷款的利率还是几年前确定的4%~5%。实际上,到70年代后期,随着通货膨胀速度的加快,如果完全按自由市场经济的标准来判断的话,这一产业中的许多机构在技术上已处于资不抵债的境地。

在这个问题上,国会不是选择关闭这些具有较强政治势力的储蓄贷款机构,同时用税收收入补偿已保险储蓄人的利益,而是给了该产业最后的生存机会,即允许它们向除家庭住宅抵押贷款这一传统业务以外其他的领域投资。各储蓄贷款协会可以向商业性物业贷款、消费信贷、商业贷款以及金融租赁等方向投资,这种分散化的投资组合不致使该产业的日子太难过。而且储蓄贷款在开发这些商业性产权的同时,无须满足一系列正常的资格条件。国会在没有举行听证会或交由公众讨论的情况下,将储蓄贷款业中经政府担保的储蓄存款账户的上限,由每一账户的1万美元提高至10万美元。上限的计量依据既不是每人,也不是每户,而是每个账户。按今天的价格水平折算,它相当于每一账户20万美元,这可不是一个小数目。这样,储蓄贷款协会就可以将这笔几乎没有限制的资金越来越多地用于投机,所获回报仅为现行储蓄存款利率再加50~75个基点。经纪人也相应从全国各地源源不断地为其吸纳存款。存款人并不会问储蓄贷款协会怎样去赚取那50~75个基点的额外利息。他们为什么要为此操心?美国政府一直在向他们的存



款提供担保,这就足够了。

用储蓄贷款业摆脱困境的案例来作为管制金融衍生工具的论据,不仅会忽略政府引发的灾难性事件的实质所在,而且也更令人啼笑皆非。如果金融衍生工具在80年代初期就较为发达的话,它完全可以确保储蓄贷款业在不需政府补贴的强大支持的情况下,作为居民住宅的贷款人就能够独立地生存下来。如果储蓄贷款业面临的问题是利率浮动的储蓄存款与利率固定的抵押贷款二者在资金期限上相互难以对应,那么就可以用利率互换、利率期货以及利率期权来解决。实际上,这正是当时储蓄贷款业依靠自己摆脱困境的主要方向。当然,该产业还可以通过发展变动利率的抵押贷款,甚至将不断增加的贷款合并在一起并使之证券化,来求得自己的生存。这些合并在一起的贷款反过来构成了另一种衍生证券的资金来源,这就是所谓的再抵押债券(CMO)。再抵押债券有助于开辟控制利率风险的新路径,但是对那些不太熟练或者运气不好的人来讲,这只不过又增添了几条赔钱的通道。

## 金融衍生工具与银行系统的安全状况

今天,由于金融衍生工具的存在,不仅使储蓄贷款业变得比过去更为安全,而且商业银行也从这种存在中受益良多。尽管在金融衍生工具周围几乎集中了新闻界的所有喧嚣以及公众的所有反感,但是银行业确实变得更加安全,而不是更危险。这种变化主要基于以下几点原因。

从总体上看,比之银行普通贷款业务中的那些客户,衍生交易业务中的客户拥有更好的信用状况。那些信用等级较高的大客户在转向依靠公开市场,特别是商业票据融资后,已有很多年没有同银行打交道了。互换交易和期权交易的出现,又把这些客户吸引回银行那里。互换交易即使仅是某种不起眼的居间信用,也有效地加

强了银行控制长期固定利率贷款的能力。这种信用使得银行在一家企业的状况有迹象恶化时,可以在无须等待实际结果显现的情况下迅速采取措施加以规避。

较之银行的商业贷款常常更多集中于某些地区、某些产业(如大陆银行与其石油贷款)以及某些国家(如城市银行与其向拉丁美洲的贷款),银行在互换交易和期权交易中的客户在地区、产业以及国别等方向上,具有更高的分散性。而且,正如在前面储蓄贷款业案例中所述,互换交易和期权交易可被银行用来控制利率风险。如果客户中的多数人在利率互换中愿意选择浮动利率一方,而非固定利率一方,此时就这部分多出来的头寸,银行可以与那些碰巧希望持有相反头寸的交易商直接进行交易。或者,这家银行也可以利用交易所推出的金融期货,如芝加哥商品交易所的欧元期货合约,来对冲这部分多出来的头寸。

然而,正如我反复提到的,如果互换和其他衍生工具真的能够降低金融系统风险性的话,近些日子为什么还会有那么多要求加强管制的呼声。我推测,部分原因是公众和新闻界对这些风险究竟怎样严重还存在着误解(有关这一点,详见本书第四篇)。这些误解导致人们对金融衍生工具的一个歪曲是,他们普遍将未清算互换交易的名义规模当作实际的交易额,并认为这种名义结果会给整个金融运行带来威胁。去年,按常规统计的交易规模为8万亿美元,今年达到12万亿美元。无论是8万亿还是12万亿,都是一个巨大的数字。如果这些数字真的达到了引致风险的水平,公众有所担忧确实也无可厚非。

但是,这些数万亿美国的数字,仅是一个记账符号,并不是实际的交易额。以利率互换为例,交易双方互换的不是数万亿的本金,而是各自的利息收益,后者的规模仅为前者的1/10。即使这样,统计结果中也有水分,因为双方结算的只是固定利率与浮动利率之间的利差,这又将交易额砍去一半。因此,我们谈论的实际上

并不是摇摇欲坠的 12 万亿美元,而只是其中的 1%~2%。当然,这也不是一个小数字,但是如果各大银行和主要的交易商都安装有精确的风险控制程序的话,也并非恐怖不堪。

## 国会针对金融衍生工具的一系列行动的前景

在华盛顿的国会议员们与其监督对象保持深刻、持续的联系的同时,他们还有其他的支持者,而且可能正是这些支持者在不断地鼓吹要加强针对衍生交易的管制。国会的议员们很清楚,一旦他们负责的领域发生大的灾难,势必要受到这些支持者的指责。而且即使并没有发生灾难,国会议员们也常常面临这些指责。

国会对新闻界的反应,有时让我回想起自己上大学时的情景,当时学校在管理我们日常的行为时采取了这样的规则:只要你别让学校的名字见报,学校不干涉你的校外行为。但是,一旦报纸登出了你的事情,学校就得采取些措施了。我们的国会也一直在考虑是否对衍生交易采取一些行动,以回应新闻界最近有关金融衍生工具的可怕描述。要阻挡住这场灾祸,简直不可想象,我看不出这些国会议员能有什么神来之举。我们还可以看到很多人要求更多的信息披露,这个字眼长期以来在华盛顿一直有着神奇的力量。当然,还没有较为科学的证据能够证明,证券交易委员会制定的信息披露规则是否曾经从糟糕的投资决策中将某些人挽救出来,或者是否该机构的规则文本能被除原告律师之外的其他人所理解。事实上,除了某些具有叛逆性格的学者,任何人都很难对信息披露规则的实际效果提出置疑。

应对自己持有的金融衍生工具予以详细披露的,首先肯定是共同基金,特别是货币市场基金。在这些似乎没有风险的基金中,有不少基金通过这种或那种能够提高其公开收益率的新型期权,从其竞争者那里夺取了不少市场份额。对这种竞相扩大收益率的

比赛来说,各方投入的赌注相当巨大,这倒不是从投资收益率自身来着眼,而是由于那些专门从事基金业绩排名的机构的存在。有时甚至只是几个基点的差距也会推动一家货币市场基金的排名上升好几位,从而导致基金存款(以及经理人获得的管理费)相应大幅度地增长。但是,在1994年初利率上扬之时,以往一直通过金融衍生工具扩大自己公开收益率的一些进取型无风险基金,遭受了沉重的打击,不得不依靠出资的经纪公司度过难关。

虽然货币市场基金必须完全遵守这种信息披露规则(否则可能被禁止持有金融衍生产品),但是很难发现这种有关持有金融衍生工具的详尽规则,被用于公司型客户或者兜售这些金融产品的交易商身上。到目前为止,还没有人能够说清信息披露的真正含义。金融衍生工具并不像一项房地产,可以让你记在账上并不时给予估价。交易商的记录以及承受的风险,每时每刻都在发生变化。而且对风险价值的估计与判断往往与你使用的风险模型具有极为密切的关系。模型误差确实是个问题,但正是强制披露信息所致的误差才是迫使你解散自己公司的真正元凶。尽管如此,证券交易委员会和财务会计标准委员会最近还是公布了针对使用金融衍生工具的交易商和公司型客户的一系列极为复杂的信息披露规则。无疑,在今后的许多年当中,我们将面临大量的混乱和法律诉讼。

即使国会或管制机构有信心通过为交易商制定信息披露规则以赢得公众的支持,但是来自外国竞争者的威胁却很快扑灭了他们的热情。欧洲的银行虽然涉足衍生交易业务有点晚,但它们现在正大步赶上来。这些后来者的规模远大于曾经充当开路先锋的美国银行。它们同时也具有良好的资信等级,而这又是一个很重要的砝码。这些严厉的信息披露规则使得美国的交易商越来越难以展开业务。我还看不出国会乐意这些业务逐渐流向欧洲。

如果国会觉得有必要采取措施减缓公众对金融衍生工具的关注度,就可能推出所谓的适应性规定,也即交易商在向其客户销售

衍生产品时,有义务确保客户对相关风险有详尽的了解,同时还要保证这些风险与客户的具体情况相适应。否则,一旦出现问题,将会把交易商推上被告席。以对卖主的限制来取代对买主的限制,绝对是为美国所特有的一种管制思路。从极端的情况来看,这种管制思路将会有效地扼杀美国的互换业(或者,至少迫使其转向海外市场)。我们不应忘记的是,在任何一次衍生交易中,总有一方要赔钱。

### 对近年来若干衍生交易条件的进一步观察

我们可以预期,在学术上对隐藏于近来颇引人注目的、极具灾难性的衍生交易事件背后的真相予以进一步的研究探讨,可以有效化减公众对金融衍生工具的担忧。这很像一个小女孩总是害怕床底下藏着什么东西,这时只需要用手电筒照一下,就可以打消他(她)的恐惧。因此,也只有当这些衍生交易事件的真相大白于众之时,公众的担忧才会消失(这也正是本书第二篇的主要内容)。

虽然这些事件确实给与其相关的所有人带来了痛苦,但是它们至少还能有助于人们更准确地把握当前有关金融衍生工具的各种争论的发展前景。德国金属公司、加州奥兰治县以及宝洁公司遇到的麻烦,不能归咎于金融衍生工具,而是由这些机构的最高管理层无法对其交易操作人员给以有效的管理和控制所致。最高管理层在依照其他大多数大宗交易的管理模式行事,然而金融衍生工具完全是一种陌生的新产品,以致很难将管理层标准的控制反馈付诸于行动。

毕竟,金融衍生工具只有 20 年的发展历史,其中不少产品还是近些年才问世。现在绝大多数美国或德国公司和银行的高层管理人员,在其受大学或 MBA 教育的时候,都没有学习过衍生产品。尽管金融衍生工具本身并不复杂,但是要真正理解掌握的话,

在加以适当引导的同时,还是需要一定的勤奋和额外的努力,而那些终日忙碌不停的首席执行官所缺乏的正是时间。所以,在今后10年甚至在掌握有金融衍生工具和计算机知识的新一代公司领导出现以前,我们还得要忍受德国金属公司及美国宝洁公司等事件所招致的痛苦。

今天,许多管理者在思索金融衍生工具带来的问题与机遇的同时,可能也对即将接替他们的年轻继任人能把兆字节、调制解调器以及联合期权等知识如数家珍而羡慕不已。但是,现在的商界领导者完全不必如此嫉妒。他们应当明白,今天的年轻人最终也会成为明天的守旧派。下一代的商界领导者也会遇到他们自己的技术革命,当然这些变革的轮廓在今天还很难为人们所预想。这也正是任何事物在充满生机、不断进取的社会中亘古不变的发展轨迹。谁又真想改变它呢?

本文为作者在第六届 PACAP 金融研讨会年会(1994年7月6—8日,雅加达,印度尼西亚)上的主题发言,发表于 *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 3, No. 2 (1995). ©1995 Elsevier Science B. V. All rights Reserved.

### 参 考 文 献

- Culp, Christopher L. and Merton H. Miller, "Hedging a Flow of Commodity Deliveries with Futures: Lessons from Metallgesellschaft," *Derivatives Quarterly*, Vol. 1, No. 1 (Fall 1994).
- Culp, Christopher L. and Merton H. Miller, "Metallgesellschaft and the Economics of Synthetic Storage," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 7, No. 4 (Winter 1995).
- Miller, Merton H., "The Economics and Politics of Index Arbitrage in the U. S. and Japan," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 1, No. 1

(March 1993).

Miller, Merton H., "Functional Regulation," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 2, No. 2 (May 1994).

Miller, Merton H., "Inside Financial Derivatives," *Taxes*, Vol. 72, No. 12 (December 1994).

## 尾 注

[1] 有关金融衍生产品引发的种种“灾难”及其损失,详见本书第二篇。

# 第三部分 衍生市场与风险管理





### 作为保险市场出现的期货和期权交易所

期货和期权交易所的重要性还没有被真正了解，也许是因为人们对金融期货业的迅速发展还缺乏充分的认识。19世纪80年代中期，期货业主要集中于芝加哥期货交易所和芝加哥商品交易所。而目前，金融期货交易所遍及世界上各个主要国家甚至一些不太大的国家。

金融期货和金融期货业为什么会取得如此巨大的成功？其原因与其他所有产业的成功发展别无二致：该产业提供了一种为人们所需要的产品。人们确实愿意掏钱购买这一事实，足以表明他们真的需要这种产品。

全世界都需要而且需求量很大的那种产品究竟是什么？答案是：保险。世界需要能抵御价格风险的保险。

假设你是一名国债交易商，刚刚在一次国债竞购中购买了价值5亿美元的债券。你打算将这笔国债分成若干块，在日常的业务活动中卖给自己的客户们，这里卖2500万，那里卖5000万等等。

你主要从事批发业务，当一切状况正常时，你可以借此谋生。但是，因利率偶然提高所致这些债券价值相对较小的一个降低，也会使你一败涂地。此外，还应记住，你可能已用这些存货作抵押进行了借款。也就是说，你持有这些债券是基于短期贷款基础之上，因而当利率出乎意料地突然提高时，你自己的资本金净值就会受

到沉重打击。

如何确保自己不致因利率提高而一败涂地？卖出利率期货。如果利率走高，你的存货如前所述会受到损失，但你还会因持有期货合约而得到一笔能够抵销损失的所得。此时，你就是在“套期保值”。此后，在你零星售出存货的同时，相应买回期货合约以维系套期保值。

显然，你所卖出和买回的期货的确起到了抵御价格风险的作用。但是，你们中的大多数人可能会产生疑问——正如我的孩子们疑惑不解地问我：“爸爸，在我们有电视之前你都做些什么呀？”——人们在期货业诞生之前是怎么应付这件事的呢？

尽管他们可能不太相信，但那时我们确实是在听收音机，我们也看书。任何事物都有自己的替代品。即使没有期货市场，经营政府债券业务的人们也能够想办法渡过难关。只是不会像有期货市场时这样顺利或富有效率。对套期保值来说，如果没有期货市场，就会有許多从事小额交易的交易商。比如说，对于5亿美元的交易，如果没有期货市场，则会由10个交易商来购买，每人只买5000万美元，而不是由1个交易商全部包揽。同样，如果交易商无法对其存货进行套期保值的话，他们在竞购时就不会报出那么高的价格。而且，当他们将债券卖给各自的客户时，也不得不提高售价以补偿其在持券待售时可能增加的风险。

这也正是美国财政部成为国债期货强有力支持者的原因所在。他们知道，给予交易商套期保值的机会能够降低公共债务的管理支出。事实上，针对国债竞购定在期货市场即将闭市之日进行——这意味着交易商将无法对其存货进行套期保值，还有一个有名的插曲。在这些情况下，美国财政部会推迟拍卖时间。

不过，你们也许会说：“美国这个国家拥有巨额的赤字，它必须不断地融资，因此财政部才这么看好金融期货。”而那些并没有巨额赤字的国家又在想什么呢？是的，奇妙的是，即使是在拥有财政

盈余的国家,金融期货也一样存在而且在蓬勃发展。这是因为,尽管政府可能没有财政赤字,但是这个国家中的许多企业却存在赤字。这些企业不得不发行证券,因而不得不有求于承销商。这些证券的承销商与政府债券的承销商面临着同样的问题,他们使用金融期货和国债期货的方法也如出一辙:将其存货进行套期保值,以避免利率出现意料之外的变化。

金融期货市场不仅能规避价格风险,而且对用户来讲,还具有与次优选择相比成本更低、流动性更强、可信度更高等特点。这三个特点非常重要——廉价、易变现和可信赖。如果你想弄清楚金融期货为什么会有如此快的发展速度,那你就必须理解上述这些概念的含义。

我可以花上一个小时的时间讲解每一个概念的含义,阐述期货市场如何构建才能比其替代品以更低的成本、更强的流动性和更高的可信度提供价格风险担保,但还是让我从保险这个话题上离开,讲一讲你们中的许多人都十分关注的问题:这些关于套期保值和保险的话题是否只不过是掩盖期货交易所本质的一个烟幕,或者说,期货市场只不过是美化了的赌场?期货交易难道不是总在使一个社会处于在大规模投机所导致的各种恶果的严重影响之下?难道期货交易实际上没有引起股票市场动荡?

好吧,让我先简短回答最后一个问题。不论你们从美国金融类报刊上看到过什么,股票指数期货交易事实上并没有增加美国股票市场的波动性。期货交易的产生也没有增加其他任何市场的波动性。的确,过去50年间,我们曾就期货交易对股票市场的这种影响进行过大量细致深入的学术研究。但是,期货市场会使经济和其他市场动荡的荒诞说法和概念依然存在。其中的一个原因可能是我们这些经济学家没有付出足够的努力使公众了解事实真象。这也正是我在许多场合以这种语气写文章或发表讲话的一部分初衷吧。

在论及投机及其与期货市场的关系之前,让我先问问你们,什么是“投机”?实际上,对于投机可能有许多种定义。当人们在使用投机者这个词时,赋予其很多含义,其中最重要的一种就是“套期保值者的对立面”。即投机者是不进行套期保值的人。

最近有一次,我与芝加哥一个中等规模的石油公司的财务总监聊天。他不断地抱怨,海湾战争结束后,石油价格急剧下跌,公司的石油存货遭受了巨大损失。

我说:“那么,这一定驱使您进行投机和赌博了。”

然而,那位财务总监却说:“噢,不,我们并没有进行投机。我们压根就没有利用期货市场。”

“这正是问题的关键所在”,我回答到,“当你手中持有存货时,不进行套期保值就是在赌博。你在赌油价将不会下跌,但你赌输了。”

投机者一词还有一个狭义的含义。从技术意义上讲,投机者在期货市场上是指不符合套期保值者条件的任何一名用户;也就是说,投机者是不拥有基础商品的任何人。

人们常常惊奇地发现,市场中很少有投机者或非套期保值者。从这种技术意义上看,在期货市场上进行交易的所有人中,可以列入“投机者”一类的不到四分之一至三分之一。其余的人都是套期保值者。

你们可能会迷惑不解:“怎么会是这样呢?”毕竟,凡事有短必有长。对于每个套期保值者来说,总有一人要做他(她)的交易对方。答案是这样的,即一个套期保值者在交易中的对方通常是另一个套期保值者。

让我以芝加哥当地另一家制造胶片的公司为例。该公司将胶片卖给医院和其他人用来拍摄X光照片。由于是按固定价格执行长期供货合同,而银是其原材料开支中最主要的成分,所以当银价突然上涨时,该公司将遭受惨重损失。这家公司通过买入银的期货

合约进行套期保值。

通过买入期货以避免价格上涨风险所进行的套期保值，称为“多头”套期保值，而“空头”套期保值则是通过卖出期货以避免价格下跌风险的套期保值。这种可以抵销的或“双向”的套期保值是金融期货市场一个尤为重要的特点。再来看一下利率。对每个担心利率上涨的借款人来说，总有一个担心利率下降的贷款人存在。当他们彼此找到对方时，自然就形成了一个市场。

不过，尽管市场中既有空头套期保值者也有多头套期保值者，但有时在一些市场中还是空头套期保值者——即试图买入保险以免价格下跌的人——占有绝对优势。投机者实际上就是那些向他们出售这种保险的人。

而你们也许会说，把投机者称为“保险推销员”是不是过奖他们了，是不是和街道清洁工坚持管自己叫“垃圾管理工程师”有异曲同工之妙呢？你们也许还会说，我们知道他们究竟是些什么人，不过是伙赌徒，打算迅速获得回报。

但在经济学中，重要的是结果而不是动机。你们可能认为他们在赌博。他们可能也认为自己在赌博。但从社会的角度来看，他们却是在出售保险。他们不仅仅在卖保险，如果他们赔了钱——事实上他们中的许多人正是这样——则是在赔本的情况下继续“营业”。这对于我们购买保险的人来说是大有裨益的。换句话说，期货市场将投机者的赌博天性用于造福社会。我不明白为什么有些政府官员对这一点竟如此不安。他们利用国家彩票所做的事情也不过如此：利用人们的赌博天性为社会造福。

当然，在另一种情况下，赌博者和期货投机者的赔钱却对社会没有任何好处：他们和套期保值者都被欺骗了。我很遗憾地告诉大家，在禁止期货交易的国家中，这种情况尤其有可能发生，因为只要有充分强烈的赌博需求就必定会得到满足。人们将开办被我们称为“投机性证券经纪行”的那种公司，并将其命名为期货市场以

愚弄那些头脑简单的人。

建立这些虚假的期货市场十分容易；你所需要的只不过是一个门面、一台收银机和一个交易报告显示屏。他们中的一些人能够维持很长一段时间而不出现问题，是因为收入与支出大致平衡，而且所有者的毛利很高，足以弥补任何一般的收支差异。但是，平均法则表明，最终还是会出现收支不平衡的现象。到头来，可能会有太多的赢家而没有足够多的输家（或者输家至少愿意一次性全部付清）。此时，这些投机性证券经纪行将无法偿还其债务。

这样，它们就倒闭了，先前认定的“赢家”发现他们根本没有赢。他们什么也没有拿到。正是基于此，我才带来了这条最能消除人们疑虑的消息，任何人若想利用美国期货市场——不管是套期保值者还是投机者，均可以绝对放心，他们不会成为欺诈性合约的受害者。

芝加哥商品交易所和芝加哥期货交易所开业已达 150 年，虽然我们这些年来经历过多次经济波动，但从未有用户因欺诈性合约而遭受损失。我向你们保证，这绝不只是运气使然。但它也不是一件将来可能会发生的事情。它之所以没有发生，是因为我们的市场构造本身足以防止合约欺诈行为的形成。

这些是如何操作的呢？将你们的技术专家送到芝加哥，我们将向你们演示事情究竟是怎么回事。这是我们的惯用手段。

但是，请允许我谈一谈我们的客户保护战略中的一小部分内容，人们可能对此并不是很清楚。当你在美国和大多数其他国家按保证金购买股票时，即使经由一名诚实的经纪人购买，这名经纪人也是你的一个债权人。但是，从你账户中的股票来看，你又是他的债权人。那里有他的一部分资本，如果他破产了，你可能就会失去你的股票。但在期货交易中，你的账户就不是经纪人资本金的一部分了。它被另存在一个单独的银行账户中，经纪人的其他债权人无法得到它。

这只是多年来期货市场在发展中保持金融整体性和值得信赖的众多防范措施中的一条。正如我前面强调过的那样，值得信赖是支撑期货市场巨大发展背后的三个关键因素之一。

本文是作者在芝加哥期货交易所与芝加哥商品交易所在台北联合举办的期货市场研讨会(1991年3月21日,中国台北)上的发言。



## 第九章

### 衍生市场及其对应的现货市场

金融衍生产品与现货市场之间是什么样的关系？我的回答是，它们之间就像是进入同一幢房子的两扇门。这并不是在美国或日本从事零售股票经纪业的人们告诉我的。他们极有可能这样回答，衍生市场与股票市场就像一条狗和一个路灯柱的关系。

纽约（或东京）的股票经纪业与芝加哥（或大阪）的期货和期权交易所全然不同。前者对后者的藐视甚至从其对期货或期权交易所的称呼上就可以明显地反映出来：只是些衍生市场而已。并不是像股票市场那样的真正市场，而是衍生或寄生的市场，依赖于现货市场的价格而存在，就像是寄生在橡树上的常春藤，靠吮吸橡树的汁水来生存，并瓦解橡树的力量。

实际上，与特定企业的股票定价不同，对拥有 E 类资本的股票进行定价时，有足够多的理由可以证明，近来股票市场才是指数期货和期权交易的衍生物。芝加哥的期货和期权市场已成为一些重要消息的自然输入点，美国股票交易所虽然位于纽约，但我仍想将其中的认股权证和期权市场列入这类衍生市场之中。我所说的消息是那些能对整个经济运行或投资环境构成影响的消息，尤其是那些与利率变化、汇率活动、税收政策变化等问题有关的消息。近年来，那些具有广泛经济影响的大量事件很可能最先在芝加哥的市场上显现出来。然后，纽约股票交易所现货市场部分个股的价

格会根据芝加哥市场“发现”的新的价格水平予以调整。

今天我演讲的主题是，为什么这些所谓的衍生市场已成为确定股票价格的主要舞台。我还将分析金融衍生产品在建立和调整股票头寸中的优势。

衍生产品市场已从传统的股票交易所那里取代了在股票定价中的重要地位。不仅在美国是如此，而且在近年来建立了指数衍生市场的其他许多国家中也是这样。我们希望很快可以看到墨西哥的名字加入到这个很长且不断扩大的名单中来——不是凭运气和不公平的策略，而是基于与任何一种新产品成功并获得很大一块市场份额相同的原因：即它比竞争者提供了更便宜的有价服务。

一些股票类衍生产品的批评者指出，这些衍生产品实际上太便宜了。它们极易使那些被虚假信息左右的投机者争先恐后地涌入市场，将市场价格哄抬到一个日后只能大幅下跌的不可理喻的高度，这不仅会毁了投机者自己，而且也使整个经济面临着金融崩溃的危险。这些指责虽然常常被人们重复，但并不能完全成立。不过，在面对这些批评者之前，让我先来回顾一下股票类衍生产品能够而且的确已向投资者提供的有价服务。

股票类衍生产品这个词包括了这么多不同的内容，以至我不能指望介绍所有甚至其中的一个典型代表。相反，我只重点介绍一种衍生产品，即交易所内的指数期货，从某种程度上来讲，这种产品相对于现货市场的交易成本优势最容易得到解释。

为了解机构投资者为什么以及如何使用指数期货，假设你是美国一家保险公司、大型投资基金、养老保险基金或者银行信托基金的经理人。你知道，从长期来看，广泛分散的股票投资组合所实现的回报比公司或政府债券等其他投资要高。而你也明白，用于支付养老金、医疗津贴或向受益人提供的其他回报等方面的现金支出，有时会超过流入的现金。由于股票在长期以及正常年份中的收益较好——但不一定每年都那么好，所以当现金意外大量短缺

时,就要将投资组合中的一部分变现。如果这种被迫进行的变现行为正好发生在股票市场低迷阶段,则必将给你的客户带来巨大的利益损失。因此,你试图通过在投资组合中持有股票的同时,再购买一些政府和公司债券以规避这种风险。这些债券的长期回报率比你所持有的股票要低,但其市值的逐年波动程度也比较低。

于是,一个既有股票又包括债券的投资组合(即所谓的平衡型基金)就成为养老保险基金和信托基金的标准投资战略。至于你应将多少资金投向债券,现代投资组合理论也无法提供明确的指导。固定收入部分可以由基金的经理人自行选择,它取决于这些人如何看待在风险和收益之间的权衡取舍。或者正如古语所说的那样,你和你的客户是更想吃好还是更想睡好。

例如,一种有代表性的分配比例是,股票在投资组合中占60%,债券占40%。如果你与大多数基金经理人一样,就不会使这种比例一成不变。基于任何可能的原因,有时你可能觉得持有60%的股票风险过高。此时,你会认为,对基金及其受益人来说,50%的股票和50%的债券可能是更安全的组合比例。当然,你总是有权在条件或市场前景发生变化时,恢复原来的平衡格局,或者甚至进一步提高股票所占的比重。

正是在决策循环中的这个时刻,当重新审视自己所持有股票的风险时,你应该想到要利用指数期货。在就你应当考虑的事情作进一步解释之前,让我先来介绍一两个有关的术语。在以下所有例子中,我所称的特定衍生产品就是指交易所内的指数期货合约。不过,在各个例子中,我也用到了交易所内的期权、场外期权以及经由一家银行协商的互换交易等术语。结果都一样,但期货合约多少更容易理解一些。

## 金融衍生工具在调整投资组合构成方面的作用

为使这种解释更具体一些,让我们假设你打算削减2 000 万美元的股票投资并将其转为固定收入型投资。你可以通过两种不同的途径达到这一目的。一种减少股票持有量的方法是,利用处于基础地位的现货市场,即一只接一只地卖出投资组合中的2 000 万美元股票,再把由此得到的现金收入集中起来。然后,将这些现金投入到债券市场或债券交易商那里,购买像国库券这样合适的短期固定收入型工具。这肯定是一种更为人们所熟悉和更容易理解的减少股票持有量的方法。但是,它的速度很慢,即使在拥有 Superdot 系统和程序交易的今天,也是如此。此外,它的成本也比较高。

还有一种途径也能达到同一目的。假设你只是卖出价值2 000 万美元的标准普尔 500 种股指期货合约(根据目前的价格水平,大约为 100 份这样的合约)。完成这笔交易不过是几分钟甚至几秒钟的事情,但它与前面先卖出不同的股票再买入债券的分两步走的方法,正好具有相同的效果。

一笔简单的交易怎么会发挥如此大的作用?这似乎有些不可思议(而且可以说是魔术)。但是,正像许多魔术一样,它也有浅显易懂的解释。当你卖出2 000 万美元的期货合约时,你已消除了2 000 万美元股票面临的所有风险。我想指出的是,虽然我这么随意地谈起出售期货合约,但事实上你并没有卖出什么东西。你只不过是以同意付款或从交易所的清算所那里获取资金——具体数额取决于股票指数在你持有的期货合约的期限内如何变动——的方式,在一份期货合约中持有一个头寸。如果你在期货合约中持有的是空头头寸,而这些头寸在功能上正好等同于在现货市场中卖空股票,而若股指升高的话,你必须将期货头寸上的损失支付给清算

所。但是，这些损失可以用你继续持有基础股票所得的利得予以抵销。如果股指下跌，也是这样；你会在期货上赚钱，而在股票上赔钱。由于不论价格向哪个方向变动，你都能得完全的保护，或者说套期保值，因此，你的2 000 万美元股票被有效地转化成一种无风险资产，就像国库券一样。而正是由于期货合约的定价必须围绕处于基础性地位的现货指数进行以消除任何可能的套利机会，所以新持有的2 000 万美元无风险资产将与那些单独持有的等价无风险国库券获得相同的收益。

因此，你通过哪种方式都可以达到同一目的。但关键的一点是，走指数期货这条路的成本更低，在美国可以节约 80% 的成本，在日本则能节约 90% 甚至更多的成本。

为什么利用期货调整股票持有量会使成本这么低呢？经纪人佣金是其中的一部分原因，而在像日本这样的国家则是最主要的原因。日本大藏省有意支持其证券经纪卡特尔，要求对所有股票交易一律征收极高的固定佣金，就连那些大型机构投资者的交易也不例外。指数期货的买卖差价也比那些基础股票的差价要低得多。而大批量交易指令所负担的市场变动成本也比较低，正如你在有众多竞争性做市商存在的情况下交易大批量标准化产品时，所能预期到的那样。

当你像现在许多养老保险计划的主办者一样，将基金的日常管理任务分派给若干相互竞争的下级经理人——比如说一人负责成长型股票，一人负责周期型股票，还有一人负责收益型股票等等，那么采用出售期货合约的方式也大有帮助。如果你想削减那部分价值2 000 万美元的股票投资，则不必将任务分派所有下级经理人，或者冒着瓦解他们的战略计划（或者他们根据业绩获得的奖金）的危险去这样做。你只需做一笔指数期货交易就可以解决问题了。

正是出于上述及其相关的原因，你可以利用股票指数衍生产

品减少或增加基金持有的股票数量来降低成本。这一点已为人所熟知。然而,刚刚开始被人们意识到的是,这种方式对于内外投资者利用指数期货在一国市场中建立股票头寸具有多大的优势。

其实这本是个老典故了。传说其来历可以追溯到南海群岛,这个群岛上的居民在岛与岛之间进行交易时并不用金子来结算,而是用通过木筏从一个岛运到另一个岛的极为巨大而又雕刻复杂的大石头进行结算。

有一天,当人们又用同样的方式结算时,突然遇到了暴风雨,把大石头从债务人的岛驶向债权人的岛的木筏淹没了。开始,所有人都为丧失了这样一大笔财富而垂头丧气。但是,贸易逆差岛的主教——也是该岛中央银行的行长,涉水走进一个礁湖中,而贸易顺差岛的主教则站在船上。贸易逆差岛的主教指着礁湖底部那块清晰可见的大石头——那时候的水要比现在清多了,说:“噢,那就是你的石头。”

这正是今天你用指数衍生产品所做的事情:保留有形资产,只动用其收益。

你所做的正好与我前面所述的过程相反,在前述过程中通过卖出期货,也就是在指数期货合约中持有空头头寸来减少股票持有量。你仍在物质上持有基础股票,但期货交易已消除了股票的风险,并将它们有效地转换为国库券。正是基于这种原因,买入股票并相应卖出期货有时被称为合成国库券的创造。

同样,你也可以创造合成股票。例如,一个美国或其他国外投资基金经理人正在为其客户寻找参与墨西哥经济增长的机会,或只是为其客户寻找在国际间使投资进一步分散化的好处,他(她)可以通过购买价值 20 亿比索的墨西哥国库券,并多头持有名义价值相同的墨西哥指数期货合约的方式,来将墨西哥股票加入其投资组合之中。在市价上升的情况下,这种方式将与直接购买 20 亿比索的墨西哥股票产生完全相同的投资结果。但是,采用这种方

式,可使投资基金的经理人不再调查数十家独立的公司;不再为小额交易而支付高额的佣金、价差成本和市场变动成本;不再请人托管股票;不再为从许许多多小公司收取的红利进行税收和会计记录。目前还有其他两种可供选择的投资方式,即封闭型基金和美国存托凭证(ADRs),但这两种方式的运作成本比采用指数期货明显要高得多。

对外国投资者来说,走合成股票这条路的好处相当可观,而且也不会产生外国人拥有或控制墨西哥企业的副作用。就好像是躺在水底的那些大石头一样。墨西哥投资者仍可以继续持有基础股票,并行使表决权及其他有关的所有者权利。外国投资者在期货合约中持有多头头寸,而墨西哥投资者则持有相反的或者空头的头寸,因而他们转移给外国投资者的只是墨西哥股票的市场风险和高于国库券收益以上的收益。正如我们所看到的那样,这使得他们的墨西哥股票投资组合不承担任何风险,因此他们将自己持有的国库券卖给那些需要这些债券来构造合成股票头寸的外国投资者。于是,墨西哥投资者可以将所得到的收入投资于美国或其他国家的合成股票。所有的人都可以获得更有效率的投资组合。

### **股票市场和期货市场:二者并存所产生的问题**

关于这一问题,我想侧重说明的是,股票衍生工具与基础性的现货股票指数彼此之间如何发生联系。我在具体解释中使用了指数期货一词,但如前所述,采用期权、认股权证或包括银行间互换等在内的任何场外交易工具,也可以将问题阐述得一样清楚。正如银行业的管制者逐渐开始认识到的那样,银行间互换和期货基本上是一回事。期货合约只在交易所内交易,而且是公开竞价交易,每个人都能够看到正在成交的价格和数量。

但是,期货交易所的这种公开性也恰恰是它受到最猛烈攻击

的根源所在。在政治上处于强势地位的现货市场部门及其管制者，关闭与之竞争的指数期货交易场所或者制定一些管制措施以削弱这些交易所成本优势的威胁时时存在。

美国指数期货业的历史目前正在日本痛苦地重新上演，这可能会给墨西哥一些启示。10年前当指数期货刚刚出现时，零售性质的股票经纪业根本没有把它放在眼里。但随着期货成交量的稳定增长，对指数期货的抱怨也逐渐增多。股票经纪业对指数期货的某些抱怨是完全可以理解的。没有人喜欢输给成本更低的竞争对手。

然而，只要股票和期货的总成交量在增长，不满情绪还仅处于酝酿之中。但到1987年股市发生崩溃时，股票零售的成交量急剧下跌，指数期货也遭到暴风骤雨般的攻击。

学术界、交易所、期货市场和股票市场各自的管制者以及由后来担任美国财政部长的尼古拉斯·F. 布雷迪担任主席的一个总统特别委员会，均对期货市场在那场股市崩溃中扮演的角色进行了研究。布雷迪委员会尤其批评了那些在股市暴跌中与期货相关的操作，例如所谓的投资组合保险，但是后来的学术研究并不完全支持他们的观点。投资组合保险只代表了当时的一部分情况；并不涵括全部甚至大部分情况。例如，投资散户恐慌性抛出的股票是投资组合保险的5倍。不仅如此，全球股市在那天都出现了下跌，跌幅最大的一些股市恰恰是在那些根本没有指数衍生市场的国家——很不幸，其中包括墨西哥。在1987年投资组合保险消失后，对取而代之成为新的罪人并通常被人们误称为程序交易的指数套利，学术界基本取得了一致的看法：虽然美国和日本的金融类报刊每天都在连篇累牍地对其进行抨击，但它没有，事实上也不可能对股市的整个波动产生任何可察觉的影响。目前的股市波动并不比六七十年代高，与三四十年代相比则显然要低很多。

现在，经过多年激烈的争论，指数期货市场与现货市场的关系



终于艰难地确定下来。可以这么说,传统经纪业中的一部分已参与到期货业中来,并与之和平共处。要知道,股票指数期货还仅仅只有10年的历史,当初它们刚问世的时候,许多经纪公司由于缺乏专业技术而无法在与更为专业化的期货经纪人的较量中取胜。但是,那些拥有许多机构客户的经纪公司很快就赶上来了,它们现在能够提供一系列完整的金融衍生产品,既包括与交易所内的期货相竞争的产品,也有与之互补的产品。

与此同时,零售性质的股票经纪界中那些仍不接受期货交易的更为传统的势力,其怨气已因布雷迪委员会一些建议的实施而平息。例如,根据布雷迪报告,期货交易所已设置了“环形断路器”,这种装置可以在发生大幅度的市场变动时暂停或延迟期货交易。学院派经济学家们认为,这种通过不让那些想交易的人进行交易而让其受益的做法很难让人相信。这些学者倾向于把这些环形断路器看作是一些“安慰剂”。但是,这些“安慰剂”似乎已经平息了一些小型投资者——以及金融类记者——对所谓期货交易导致灾难性事件的那种非理性恐惧。毕竟,这正是一种好的安慰剂所应起到的作用。

期货交易所也不得不将零星的指数期货客户支付的保证金或履约保证金提高到足以使其无法再进入市场交易的水平。与机构投资者相比,零散投资者参与市场交易的规模总是很小,但这种参与至少可以提高市场的流动性,增加交易所的管理费收入。假定指数在当前的波动程度不变,那么零散投资者现行负担的保证金水平不仅远远高于维持清算所正常运作所需的水平,而且甚至可能还要高于满足布雷迪委员会要求“协调”股票和期货保证金的水平。实际上零散投资者支付的高额保证金就是,期货业为不致使对指数期货(可能也包括所有的期货)的管辖权由同情期货的管制者(商品期货交易委员会)转至根本不具同情心的股票市场管制者(证券交易委员会)那里,而向布什政府支付的赎金。这也正是布雷

迪委员会当初向国会推荐以及后来布雷迪部长向国会建议的内容。

但是,目前来自零售性经纪业的指责之所以日益减弱,与其说是他们所认为的改革,还不如说是零散投资者再次大规模进入股市的结果。当零散投资者的成交量(及经纪人佣金)正在接近历史纪录(至少在美国)的时候,我们很难抱怨说期货市场在吓退他们。

很难说目前衍生产品市场与基础股票市场之间的这种休战能维持多久。这在很大程度上取决于股市下一次暴跌来临(必然会来临)时的政治格局。历史告诉我们,每隔或长或短的一段时间,股市无论如何总会出现程度不同的暴跌。

现在,可以让我们自信的是,股票衍生产品已经有了立足之地;如果不是在交易所内,就是在场外交易市场上。不是在美国,就是在伦敦和巴黎,或是在墨西哥城。我盼望墨西哥加入到拥有较为活跃的衍生产品交易所的国家中来,我也希望墨西哥能够避免新旧交易方式间这种无谓的争执,近年来正是这种争执如此严重地损坏了美国衍生市场与现货市场之间的关系。

本文为作者第三届墨西哥证券市场会议(1992年4月28—29日,墨西哥城,墨西哥)上的发言。

## 第十篇

### 期货合约的风险和收益，以芝加哥为例

很高兴能来到这里参加新加坡国际货币交易所成立 9 周年的庆典。当然，在这样的场合中，一些年老的亲戚们照例又会评论你们成长得如何之快，夸耀你们从父母那里继承了多么漂亮的外表或多么聪明的头脑。今天，我就准备在这里扮演这样一个赞不绝口的亲戚，说一说你们从芝加哥那里继承了些什么。我并非仅指从芝加哥商品交易所那里得到的东西，目前我正好是该交易所董事会的一名公共董事。在座各位肯定都知道，正是与芝加哥商品交易所的对冲协议，才使得新加坡国际货币交易所由一个很小的新加坡黄金交易所转变成当今东亚最重要的金融期货市场。

但是，对冲协议只是新加坡国际货币交易所与芝加哥之间最直接也是最明显的联系。新加坡国际货币交易所通过芝加哥大学与芝加哥以及我本人有着许多重要的间接联系。近年来，芝加哥大学的经济学家们从事的研究和教学活动，通过判明和解释期货市场对社会的重要贡献，为期货在全世界营造了一个良好的氛围。为捍卫期货交易，使其免受来自竞争性的既得利益者及其所争取到的管制者——如日本的大藏省——的疯狂打击的芝加哥经济学家的名单简直太长了，我无法在此一一详细介绍。在这里，我只着重介绍两名芝加哥学派的成员，其中一位非常杰出并为我们大家所熟知；另一位名气小得多但在本世纪二三十年代极具影响，他的成

就与目前有关期货交易风险和收益的争论有着相当密切的关系。

## 米尔顿·弗里德曼

让我先从米尔顿·弗里德曼开始谈起吧，他目前是而且长期以来一直都是芝加哥自由市场经济学派中的最主要代表人物。在我看来，他也是 20 世纪最主要的经济学家。但是，正如我的同事——已故的乔治·斯蒂格勒——常常对我的话迅速予以补充的那样，20 世纪对经济学家们来说并不是一个特别好的世纪。乔治·斯蒂格勒本人也是芝加哥学派的一位主要人物，他很赞同我对弗里德曼在同行中所占地位的看法。

米尔顿·弗里德曼一直都是期货市场的热心而又口齿伶俐的拥护者，这一点可能不大为人所知。事实上，芝加哥商品交易所中的国际货币市场部分——新加坡国际货币交易所即由此一脉相承，当初正是在米尔顿·弗里德曼的鼓励下促成的。我相信，你们中的一些人已经听过这段故事了——或许已听过多次了，但这段故事太好了，很值得再简要地重述一遍以免使有些人错过它。

故事发生于本世纪 60 年代后期。当时，世界赖以运转了 25 年的布雷顿森林固定汇率体系显示出负担日渐沉重的迹象，这在许多方面与 1992 年欧洲货币体系出现的情况极为相似。米尔顿·弗里德曼认为，英镑的价值在 60 年代后期被明显高估，因而无法再将其固定汇率（如果我没记错的话，当时是 1 英镑兑 4.00 美元）维持下去。为了卖空英镑，他去当地银行，要求他们向他出售英镑“远期”。当他们好不容易止住笑声后才告诉他，银行不为散户做那种事。货币远期市场只用于商业性机构之间的交易。银行的人可能还会告诉他，即使他们能向他卖出“远期”英镑，他们也不会那样做。对一名大学教授来说，远期交易太危险了。不要笑。当时，人们认为远期和期货对妇女而言风险也太大了；妇女不允许在期货

经纪人那里开设账户。

离开银行后，米尔顿·弗里德曼很生气地致信《华尔街日报》，认为那些不让他用自己的钱卖空英镑的规定真是太蠢了。利奥·梅拉梅德和芝加哥商品交易所的其他人看过此信后，说：“如果卖空一种外币有困难的话，我们来解决这个问题。只要建立一个货币期货市场就可以了。”他们的确也是那么做的。

但是，建立一个新的期货市场也并不容易。在你着手解决合约设计、交易规则及清算和结算程序等一些困难的具体细节性问题之前，你只能让管制者主宰一切，对于任何一项与既得利益者相竞争的金融创新提议，这些管制者本能的反应就是说“不”，更不要说被认为是声名狼藉的期货交易所的提议了。此时，为了帮助利奥·梅拉梅德和芝加哥商品交易所克服（或者至少是绕过）设在华盛顿的那些管制性路障，米尔顿·弗里德曼在其中再次扮演了一个重要角色。

首先，芝加哥商品交易所委托他撰写一篇关于外汇期货市场能给社会带来好处的论文。他在那篇论文中提出，只要出口商和进口商有足够的手段对他们的外汇交易进行套期保值，浮动汇率就不会因贸易流量而受到破坏。即使在今天，只要是为证明这个仍未被一些中央银行行长们完全理解的论点，那篇论文还是值得一读。

但是，米尔顿·弗里德曼对当时华盛顿权力结构的影响还有另一个更为间接的渠道。我们可以回想起来，当时建立国际货币市场部分的动议是在70年代初尼克松政府第一届任期之内提出的。那时，在政府中对经济问题颇有影响力的几个人物，尤其是财政部长乔治·舒尔茨（George Shultz），都是芝加哥学派的成员和米尔顿·弗里德曼的私人朋友。你能想象出如果财政部长是布什政府的尼古拉斯·布雷迪的话，情况会怎么样吗？芝加哥商品交易所仍将处于等待之中，或更有可能的是，外汇期货交易早已转到伦敦去了。

但如果说作为成功的期货市场的鼓吹者，米尔顿·弗里德曼的巨大成就是促使国际货币市场部分成立的话，那么，据我所知，就在那一天他也酿成了一个令他痛心疾首的重大失败。米尔顿·弗里德曼在其学术著作和致报纸编辑的信中都曾抱怨过，在美国没有一种简便的方法能按真实条件进行借款、贷款或签定合约，正如经济学家们所说的一样，也即无法签定根据通货膨胀率调整的合约。当然，在其他一些国家你们能那么做。至少英国政府就发行了与通货膨胀挂钩的债券，尽管这种债券像大多数英国的东西一样大可不必那么复杂。它就是政府债券中的美洲虎。其他一些国家也有，但美国没有。请不要问我这是为什么。就像米尔顿·弗里德曼反复强调的那样，没有什么很好的理由。

米尔顿·弗里德曼说，如果政府不做这件事情的话，为什么私营部门，尤其是期货业不这样做呢？大约在1983年，咖啡、糖和可可交易所引入了生活费期货合约，如果我没有记错的话，他和其他许多知名的经济学家随后撰写了大量鼓励性的论文。通过这种合约，你大体可以锁定实际利率并规避工资协议中所有生活费条款的风险。我是说你能够做到这一点。但实际上并没有人那么做过。一年后，这种合约在人们的漠然中消失了。

传统分析的结论是，这种合约出现得太晚了；在70年代末美国的通货膨胀率和利率刚刚开始反弹前，就应该引入这种合约。到1984年前后，通货膨胀不再是美国的一个严重问题，而到今天，甚至已算不上一个问题了。但是，如果通货膨胀再次对美国造成冲击，我们就可以用芝加哥商品交易所的戈德曼·萨奇斯商品指数合约对付它。现在，世界上许多其他国家，如俄罗斯和中国，还没有驯服通货膨胀这个恶魔，一些像米尔顿·弗里德曼建议的生活费期货合约那样的东西仍可能会发生作用，至少在该国货币供应得到较好控制之前可以作为一种权宜之计（作者注：米尔顿·弗里德曼希望美国发行不受通货膨胀影响的政府债券，这一愿望终于在

1997年1月得以实现。美国财政部首次发行的不受通货膨胀影响的10年期中期债券所取得的巨大成功，似乎引来了华盛顿和华尔街所有人士的诧异。但米尔顿·弗里德曼并不在其中)。

## 哈迪和凯恩斯

米尔顿·弗里德曼对期货显然具有举足轻重的贡献(我希望有时间与你们谈谈他对投机的社会价值所作的简单而又优雅的答案，这一答案如此精妙以至使40年来他的批评者一直发狂似地想从中找出漏洞)。但是，芝加哥学派的另一位成员也值得一提，虽然他在今天已不为人所知，但在本世纪20年代却是一位颇有影响的学者。在商品交易顾问盛行、商品演变为一种资产类型以及养老保险基金进军期货市场的今天，此人有关期货交易风险和收益的观点又在得到人们的重新认识。

这位长期被忽视的芝加哥学派成员就是查尔斯·O.哈迪(Charles O. Hardy)，他在70多年前出版的《风险和风险承担》一书，是第一部认真解释今天被我们称为“风险管理”产业的经济活动的著作。这本书不仅包括了远期和期货的风险管理，而且也介绍了保险合约和证券的风险管理。当然，他没有讨论可交易期权或互换(那时它们还没有出现)，但我想他肯定不会惊异于现代的人们终于开始使用这些工具了。

哈迪和本世纪20年代的其他经济学家所关注的一件事是，到底是什么东西使期货市场得以生存下来。也就是说，既然期货合约是一种“零和”游戏——这意味着每一个赢家都对应有一个输家，赢家赢多少输家就输多少——那么是什么力量使得这种交易得以不断进行下去呢？实际上，这一难题还有更令人费解之处。由于必须支付佣金和其他费用，对于参加交易的各方而言，期货市场实际上是一种“负和”游戏。然而，期货交易不知是因为什么原因却在发

展壮大。这一切究竟是怎么回事？

伟大的英国经济学家 J. M. 凯恩斯提供了一个答案。事实上，一些经济学家，尤其是住在波士顿和斯坦福海边、被我们称为“盐水”经济学家的那些人——与其相对的是住在密执安湖附近的芝加哥的“淡水”经济学家——将凯恩斯列在米尔顿·弗里德曼之前，认为他是 20 世纪的头号经济学家。当然，正如他们在许多问题上的观点一样，他们在这件事情上的看法并不正确，至少是有争议的。

与米尔顿·弗里德曼一样，凯恩斯也是一名期货市场的热心拥护者，他对期货市场的热情远远超出了对股票市场的关注。20 年代，作为财务主管，凯恩斯为他和剑桥大学皇家学院都挣了很多钱。由于他撰写了一些有关商品期货的著名文章，我们这些三四十年的经济学学生通常都认为他挣的钱来自商品或外汇交易。但事实上并不是这样。正如你们从凯恩斯自传中了解到的，凯恩斯在远期或期货上面从未赚过钱，他有时甚至还求助于家里人以凑足追加保证金通知上的欠款。他似乎从股票上赚到的钱最多，这可能有助于解释他那些常被引用的关于股票价格非理性的论述。

在解释“零和”期货市场的生存性时，凯恩斯构造了一个精巧的答案，我想这对你们中的大多数人来说似乎太自然了，但在 20 年代却是一个全新的观点。凯恩斯的观点有时被称为套期保值压力观点或保险费观点。加工企业在收获季节积累了许多存货——别忘了当时的期货几乎都是农产品——谷物、棉花、羊毛等，然后加工企业卖掉这些存货的期货，以免存货价格在生产周期内下跌。

他们大量卖出的期货合约都被所谓的“投机者”买去。总的来看，以存货保管成本为标准，投机者低价买入这些合约并从中赚取利润。当然他们并不是每次都能获利。有时，投机者也会赔钱。但一般而言，他们还是会赚钱的。这也正是他们留在这种游戏中的



诱因。

凯恩斯认为,因为期货合约是一种“零和”游戏,所以投机者平均获取的利润也就是套期保值者平均遭受的损失,但不是经济损失。套期保值者仍能赚钱,就像我们在购买火险后还可以赚钱一样。在严格计算的精算价值外,我们还必须向保险公司支付一笔额外的手续费。但为避免重大的损失,这样做还是很值得的。在凯恩斯看来,投机者的平均利润正是套期保值者平均负担的保险手续费。

虽然相对于多头对冲或空头与多头的多种组合策略,凯恩斯可能过于强调了空头对冲,但他对基本的保险市场的解释无论在当时还是在目前都起到了非常重要的作用。当我们在讨论芝加哥商品交易所或芝加哥期货交易所推出的新合约时,我们知道,如果只考虑投机方的利益,这种合约决没有获得成功的希望。要使一个市场能够运转下去,就必须有一种真正的、起基础性作用的套期保值动机。

芝加哥学派的查尔斯·哈迪没有就套期保值者是市场关键的论断与凯恩斯进行争论。这也正是凯恩斯不买期货的另一个原因:投机者这类人平均所赚的钱正是套期保值者这类人的平均支出。我想补充的是,哈迪并不是一名象牙塔里的教授。他在交易所里面花了很长时间,观察该行业各层次的人士并与他们交谈。根据自己的观察,他在套期保值者与投机者的关系上面得出了与凯恩斯完全不同的看法。请让我引用他书中关键的一段话。

关于这一问题并没有什么统计数据,但是事实上,投机者在交易时有可能比作为他们交易对方的交易商显得更为专业。总的来说,谷物交易商、磨粉厂厂主和其他习惯于进行套期保值的人从事期货交易的时间都比投机者明显要长,因此,也就积累了更多的经验。投机者群体中包括了一定数量的专门从事大规模交易的投机者,他们年复一年地停留在业内,并很可能正在获得令人满意的利

润,但这些人只是大批财源枯竭的投机者——那些投机欲望在获得专业人士地位之前已经消失——中的幸存者。少数投机者赚到了巨额的利润,但从总体上看,这种提供套期保值合约的营业活动十之八九都属于那类无偿提供给社会的服务。

简言之,成功的投机者所获取的利润并不是来自套期保值者,而是从其他技术欠佳的投机者身上得到的,这些技术欠佳的投机者留在这种游戏中可能就是为了消遣。将这两类投机者的收益加起来,投机者作为一个总体在财务上与套期保值者大体持平,这使得套期保值者免费获得了保险。

哈迪决不是武断地做出投机者整体收益为零的判断。你可能会回想起来他在上述那段话的开始是怎么说的,“关于这一问题,并没有什么统计数据”。在芝加哥学派看来,经济学是一种经验主义的科学,而非一种理论学说。总的来讲,投机者事实上是赚钱还是赔钱,这对哈迪而言,是一个只能由数据来解决的问题。

哈迪本人并没有真正就这一问题进行过任何统计研究,但芝加哥及其他地方的有些人就曾做过这类研究。实际上,关于期货交易风险和收益的研究多如牛毛。然而,尽管有这些研究,我想我们对哈迪提出的问题仍不能给出一个确切的答案。如果你观察一下某种特定的商品,很难说非套期保值者的平均收益为负、为正还是为零。影响收益的变量太多了,以至很难对平均收益进行精确的估算。你可以通过将几个合约合并在一起,也就是模拟一个商品集合基金来提高估算的精确度。当你这么做的时候,你常常会发现,即使在对风险进行调整以后,从统计数据上得出的平均收益为正。但是,正如统计学家所说的,这些结果是根据“相依样本”计算得出的,在数据中加上或减去几年的数据,结果可能会大相径庭。

因此,我们没有任何把握可以说,投机者投资于期货的平均收益过去是正数或将来可能是正数。当然,我们对普通股也不能下这样的论断。我们在芝加哥的证券价格研究中心搜集的数据表明,从

长期来看,股票的回报率要超过像国库券这样的低风险证券。并非每年都是如此,但在以5年为一期的大多数时期中是这样,如果以10年为一期,则更是如此。我们可以从经济学上找到足够的理由来说明将来仍可能存在这种关系。关于期货,我们还不能做出同样的断言。我们不能说,作为一个整体,投机者平均而言已经在或是将要赚钱,我们也不能说他们会赔钱。关于是什么力量维持零和期货市场继续存在的凯恩斯-哈迪问题,仍有待进一步的探讨。

在我就风险和收益发表演讲时,常常用上面这句有疑问的话作为结束语。但是,欧洲汇率机制在1992年秋天及1993年6月发生的事件,就为什么远期和期货市场能够维持下去的疑惑,提供了一些新的线索。

你可能还记得沃伦·巴菲特(Warren Buffet)那段著名的话,即每个市场中都有一个傻瓜,如果你不知道这个傻瓜是谁,那可能就是你自己。因此,现货市场中肯定也有一些傻瓜。我所指的并不只是公司中那些得到报酬过多的财务总监,这些财务总监并没有不厌其烦地为其套期保值交易去询价。我指的是我们这个世界上那些在保护其币值抵御市场冲击的战斗中总是屡战屡败的中央银行。

1992年9月及1993年6月,这些中央银行赔的钱足够你们以及世界私营风险管理业中的其他人——无论是交易所内还是交易所外——使用20年了。例如,仅1993年6月,德意志联邦银行就动用了相当于900亿美元的资金以支持法国法郎。法国法郎下跌4%,因此德意志联邦银行的净损失(也就是私营部门的净盈利)高达36亿美元。在过去几周及今后更长的时间里,日本银行为防止日元相对于美元升值所损失的至少也有这么多钱。

你们中的许多人可能开始疑惑,怎么才能有幸找到一个有这种傻瓜的市场。毕竟,正如哈迪前面那段话中所说的一样,大多数

傻瓜早晚都会把钱花光并退出这场游戏。但是，这些中央银行的家伙们是不会把钱花光的，因为他们事实上是印钞票的。欧洲汇率机制中的中央银行觉得他们不会退出游戏——他们不得不继续为保护其货币而付出惨重的代价，而且最终徒劳无功。之所以说他们徒劳无功，是因为各国的通货膨胀率和实际经济增长率差异很大，如果不强迫其中至少一部分国家承受在政治上难以忍受的通货紧缩的话，你就绝不可能使汇率的波幅保持在 2.5% 这么小的范围内。

当然，一国能承受多大的通货紧缩压力取决于该国对痛苦的临界点。在这方面，瑞典可能保持着最高的记录。1992 年 9 月，为防止瑞典克朗下跌，瑞典将短期利率迅速拉升至 500%，但一切努力最后都是徒劳的。这一失败足以与巴拉克拉瓦的莱特·布瑞吉德相媲美。但对于像瑞典这样兴趣在于把自己锁在森林中的小木屋里，升高温度，用桦树枝抽打自己，然后光着身子在雪地里打滚的国家，你又能指望什么呢？这就是一个能够承受痛苦的国家。

像瑞典、法国或西班牙这些国家的公民和纳税人甘愿冒险面临这一切令人痛苦的事件，是因为他们害怕他们的政府借助于通货膨胀而使其毕生储蓄化为乌有。因此，为了束缚住政府的手脚，他们坚持自己的货币应与马克挂钩，这样发行马克的德意志联邦银行就被他们视为自己的保护神。但对他们而言，不幸的是，德意志联邦银行在东西两德统一时，自己也不得不面临国内通货膨胀的局面。为了消除德国本国的通货膨胀，不得不使其他国家的通货进行相同程度的贬值。

但是，如果没有两德统一，那么肯定还有其他的问题。对于加入欧洲汇率机制的国家来说，它们所称的“收敛汇率”上的巨大差异，在像欧洲这样一个如此巨大而又多样化的大陆显然是不可避免的。然而，法国法郎汇率在 1993 年 5 月和 6 月期间出现的混乱局面，最终可能给这一进程引入一种新的现实意义。欧洲人已经将

其汇率波动的正常范围由原来的 2.5% 放宽到 11%，实际上就将原来的汇率制度转变为浮动汇率制度。这对私营部门的货币交易者和投机者并不是一个好消息，因为旧的固定汇率制度（或者我应将其称为半固定汇率制度）提供了十分有利的收益—风险比率。一旦某种货币下跌并接近下限时，该货币可能贬值的谣言随之四起，每个在市场中卖出或卖空该货币的人就会给中央银行以小小的打击。一旦该货币真的贬值了，你就将满载而归。但是，即使并没有贬值，你的损失也很有限。你将受到 2.5% 波动上限的保护。如果波动幅度上升 11%，你受保护的程​​度显然要大大降低。你最终还是要回到零和游戏中去，不得不利用凯恩斯或哈迪阐述的途径去赚钱了。

但不要绝望。中央银行的那些傻瓜们还会再来。由于被改变的游戏规则扩大了汇率的波动范围，以及市场不必再自行对汇率失衡进行预测，欧洲货币市场的波动最终也会减弱。虽然可能已处于新的平价水平之下，但如果汇率在几个月内只有一些小幅变动的話，欧洲人还会得出危机已经过去而且可以放心地再恢复原来 2.5% 波动幅度的结论。

在阅读那些关于汇率和期货合约的风险和收益的记录时，这一结论是极其危险的陷阱。收益的分布被统计学家们称为“尖峰态分布”。也就是说，在大多数日子里，没有什么情况发生。如果你正在卖出无担保的看跌期权，那么你几乎每天都会获得一部分权益金。然而，市场偶尔真要变动时，你可能又会把赚到的钱赔进去，然后再赚一些。因此，欧洲的中央银行迟早会被市场的平静所迷惑，再次恢复较窄的波动幅度。此时，对你而言，你将参加的游戏将由“零和”变为“正和”。为了让投机者和交易商能像你们现在这样耐心地倾听，我希望这种事情还是早些发生的为好。（作者注：由于已经意识到保持较窄的汇率波动幅度的无效性，欧洲人现在试图

通过采用单一的欧洲货币——即欧元——来绕开这个问题。事实上,在1997年1月我写这篇文章的时候,他们能否取得成功还很不清楚)。

本文为作者在新加坡国际货币交易所有限公司(Simex)成立9周年庆典(1993年9月10日,新加坡)上的主题发言。

## 第十一章

### 期货市场还有前途吗

在 1995 年中期,美国各地的期货和衍生产业都濒临绝境。这是可以理解的。谣言和灾难性事件几乎每个月都会出现一次,所造成的损失也一次比一次大。组合债券和新型期权的手续费很高,而且很快都销声匿迹了;即使是大众型利率互换似乎也快要消失了。美国主要期货交易所的成交量大幅下降,糟糕的是,其他国家期货交易的成交量却在持续上升。据报道,伦敦国际金融期货交易所(LIFFE)的成交量已经超过了芝加哥商品交易所。情况到处都是一片暗淡,政府为了在 7 年内平衡预算,紧急通知要重新开征交易税,对期货行业来说,这更是雪上加霜,简直就像是一场噩梦。

我们中的一些人当时就认为,虽然到处都弥漫着焦虑情绪,但事实上情况似乎并没有那么糟糕。一个原因是,并不是所有国家都像美国的期货交易所一样面临着成交量下降的问题。一些部门——尤其是玉米、小麦和其他一些农产品——的成交量反而出现了大幅的上升。股票指数类产品——尤其是标准普尔指数产品——的情况也是如此。即使在巴林银行事件后广受公众谴责的新加坡国际货币交易所,也在 1995 年迎来了历史上最好的年景<sup>[1]</sup>。

此外,至少从某种程度上来说,外汇期货成交量大幅变动所致的强烈恐慌也是一种错觉。期货业坚持用期货合约的成交份数作为衡量交易成果的标准,而不考虑合约的规模有多大,其原因已无

从考证。例如，一份名义价值为17 000美元左右的玉米期货合约和一份名义价值为100万美元的欧元期货合约。虽然大多数外国期货交易所的成交量看似正在超过美国的交易所，但其合约规模却都比较小。一般而言，期货和衍生交易二者均明显大幅上升的现象正发生于美国以外的地方。世界各国好像最终才意识到在我们这里已经老生常谈了好多年的问题，即从广义上来说，金融衍生交易不仅为金融服务公司提供了巨大的盈利机会，而且那些试图降低企业和投资风险的个人和公司也能从中获得可观的利益。我们相信，既然已经汲取了教训，今后几年外国期货的成交量还会出现类似的大幅上升现象，直至其在世界总成交量中的比重与该国在世界财富中的比重大体相当时为止。

但是，一年半前，在美国衍生产业的某些领域仍继续增长的时候，作为衍生交易主要合约的利率类产品，在1995年确实出现了大幅的下降，到1996年也只实现了部分的恢复。这些利率类产品的成交量还能再回到1994年鼎盛时期的水平吗？对此，我表示怀疑。

对许多经济学家来说，包括我自己在内，近几个月来一条最大且最具决定性的新闻，就是持续了很长时间的通货膨胀似乎已经得到了完全的控制（至少在美国是如此）。这条新闻之所以重要，是因为利率的变动，尤其是短期利率的变动，主要反映了——请注意我说的是主要而非完全——对未来利率预期的变化。不过，随着对未来通货膨胀率预测的不确定性的降低，对未来利率预计的不确定性也肯定会相应下降。当然，不确定性（或者说波动性）是金融衍生交易的保值方和投机方都真正关注的东西——假定两者的需求确实有所不同。如果利率不会发生较大的变化，人们为什么还要花很多钱将利率锁定在一个对自己有利的水平上呢？简单地说，通货膨胀率的波动性出现下降就意味着利率类产品成交量的下降。这一情况对外汇类衍生产品也同样适用，因为汇率的变动在



很大程度上受制于利率和通货膨胀率的不确定性<sup>[2]</sup>。

通货膨胀率不确定性的降低可减弱利率和汇率的波动性,但是,却不能完全消除这两种波动,这里至少有两个方面的原因。首先,即使你已从利率中剔除了受通货膨胀影响的成分,所谓的实际利率或按通货膨胀率调整的利率依旧会存在。这部分利率仍然具有波动性。尽管在那些发行有不受通货膨胀影响债券的国家中,这种波动受商业周期的影响比受通货膨胀的影响要小得多。顺便说一句,财政部长鲁宾最近宣布要发行新的购买力折实债券,我们很快在美国也能见到这种债券了。这样,就有两种新产品可拿来交易——即实际利率债券和通货膨胀率(可用普通债券和购买力折实债券之间的价差交易近似反映)。但这些产品的成交量不大可能有较大幅度的波动。80年代后期咖啡—糖—可可消费物价指数期货的经验表明,不能指望通过对通货膨胀进行期货交易来发财,除非通货膨胀率及其不确定性(由于两者之间明显相关)再次达到历史最高水平。

其次,联邦储备委员会的下任主席或者甚至可能是现任主席——如果其任期足够长的话——通常可能会得出这样的结论,既然通货膨胀已被抑制住了,联邦政府就可以放心地增加货币供应量以刺激经济增长了。于是我们停下来,重新步入典型的停停走走式的滑行轨道。正如我所说的那样,这种情况有可能会发生,但可能性不大,因为全世界的中央银行行长都逐渐从对反周期货币政策所抱的幻想中清醒过来。对付通货膨胀以及确保价格稳定是当前的主要任务。对于金融衍生业来说,这既是一个好消息,也是一个坏消息。说它是坏消息,是因为在可预见的将来,通货膨胀的不确定性及其所致的利率波动性,不大可能在现有水平上再有较大幅度的提高。说它是好消息,是因为它们也不会在现有水平上再出现较大程度的降低<sup>[3]</sup>。

当衍生产业稳定保持两位数增长时,我认为从现在开始,就应

着手研究一个有趣的问题，即在衍生市场不再快速扩张的情况下，其市场份额如何在期货交易所和场外互换交易商这两者之间分配。

## 期货交易所与场外交易公司之间的竞争分界线

期货交易所拥有集中的交易场地、清算所和日常的结算规则，名列电报、电话、铁路和电力等 19 世纪主要技术发明之中（从技术上看，期货交易所的发明可追溯到 17 世纪的日本。但是，由于日本的官僚们不接受自由市场及其传达的信息，它像其他许多金融创新一样被扼杀了，没有留下什么痕迹）。然而，尽管期货交易所的创立十分巧妙，而且与其价格发现和价格透明等副产品一样对社会有用，但它在过去和现在也都面临着来自其他技术的竞争。

这里，城市间的旅行是一个恰当的比喻。从芝加哥到纽约，你可以乘飞机，也可以乘火车，还可以乘巴士，或者自己开车去。那些认为时间比金钱更重要的人会选择乘飞机；而那些把钱看得比时间更重的人则会选择乘巴士或火车。可以说，每一种交通方式都有自己固有的顾客基础。但关键的一点是，各种交通方式彼此之间的竞争分界线并非固定和一成不变（美国州际商务委员会已被取消，但无人对此感到惋惜，该委员会拥有的政府权力实际上仅限于铁路及其工会方面，为保住自己的势力范围，它艰苦地挣扎了很长一段时间）。随着人们偏好和技术的变化——这种变化经常发生，不同交通方式之间的分界线也在发生着变化，有时甚至是以令人惊奇的形式出现。也就在 5 年前，谁能想象到西南航空公司最终会完全取代巴士作为芝加哥与得梅茵之间交通工具的地位呢？西南航空公司不一定最好，但它的确很便宜。

运输业中的不同交通方式彼此竞争时所发生的一切，同样会在衍生业和金融服务业不同交易方式之间的竞争中出现。期货交

易所可能算是 19 世纪的一项重大技术突破,而互换交易则称得上 20 世纪的重大技术突破。提供金融衍生产品的每种技术模式都有其固定的客户基础,彼此的竞争分界线也不是一成不变。企业或银行的规模越大、信用等级越高,可供选择的供应商就越多。到底选择哪种方式,取决于成本的高低。广义地理解,成本在这里不仅包括手续费和佣金,还包括被欺诈的可能性、交易对手违约所致的风险以及价格缺乏透明度的影响等。由此可看出,相对于其竞争对手,如果某一部门的营运成本下降,则这一部门可能就会出现扩张;而若营运成本上升的话,则其几乎肯定会处于萎缩状态<sup>[4]</sup>。

将来,期货交易所与场外交易部门对衍生交易这块馅饼的分割,可能会成为一件与比较成本变动率有关的事情。这里,必须强调“比较”一词,因为在竞争领域中取胜远不止像拥有一艘坚固的好船和避免开支上升这么简单。事实上,企业所做的每件事情都是单调的例行公事。拿制造业来说,仅仅就是要与竞争对手并驾齐驱,它们平均每年必须将单位成本降低至少 1~2 个百分点。当然,由于一些至今还没有完全弄明白的原因,服务业每年生产率的增长并不总是能达到那种水平,这也正是美国总体生产率的增长不那么高的原因所在。但是,期货交易所不能指望在生产率零增长的情况下继续混下去。已经有初步迹象显示,期货交易所的竞争对手们——场外交易公司——的生产率可能会大幅增长<sup>[5]</sup>。

在现行公开叫价的交易方式下,期货交易所希望通过降低交易成本以与场外交易生产率的提高相抗衡吗?的确,近来芝加哥期货交易所谷物交易场中的混乱状况并不那么令人鼓舞。但是,当某一系统的需求接近有效的最大生产能力时,任何运作的成本都可能迅速上升,谷物交易场发生的就是这种情况(实际上,我们有些人认为,正是由于成交量超过了纽约股票交易所的有效处理能力,才导致了 1987 年 10 月 19 日股市暴跌时的诸多麻烦)<sup>[6]</sup>。近来芝加哥期货交易所的谷物交易场出现了明显的拥挤现象,甚至无

法完成按原定计划增加的 700 万美元电子谷物成交量,但幸运的是,芝加哥期货交易所新建交易大厅的落成将增加更多的谷物交易处理能力,足以防止上述现象的再度发生<sup>[7]</sup>。

可以通过增加谷物交易的处理能力以使固定的资本成本替代因需求剧增所致的高额变动成本,但是,正常成交量下的长期平均成本能够因此而平稳下降并足以阻止交易所与场外交易公司的竞争分界线向不利于交易所的方向移动吗?假定交易大厅的结构不变,上述问题就归结于个人交易商平均成本的变动轨迹。因此,有一些明显迹象显示,存在着成本显著下降的可能性,但这种可能性能否及时实现以使期货业大大受益,还是一个悬而未决的问题<sup>[8]</sup>。

### 交易场地中成本下降的范围

明显具有成本节约潜力的一个地方是在像交易记录这样的基本领域。在目前的技术条件下,通过在交易卡上写五个或六个符号进行交易记录,这些交易卡过一会儿会被收集起来,接着就输入一个或更多的计算机数据处理系统中。这一过程不仅十分缓慢、需要大量的人力,而且容易产生很多误差——表现为某一方在交易中“大占上风”,而这些误差必须在第二天一大早双方恢复交易前通过面对面的谈判予以解决。重建所谓的查账索引(实际上是记录交易的精确时间)——在检查是否有违反交易所规则的交易行为时使用,也要发生新的成本。

解决交易记录和交易时间测定的一个现成办法,应该是使用一种手提的、无线电子工具,这种工具在交易发生时可以进行记录并将信息立即传送给相应的计算机。某一方在交易中大占上风的问题也就迎刃而解了;与此同时,交易记录及时更新,交易顺序也可以自动重建。清算所成员监督其场内交易商的成本也随之下降,因为交易商的信用额度可以通过程序自动控制。实际上,值得大加

赞扬的是，两个交易所正在合作开发这种手提终端技术。不过，该项目迄今为止已投入2 000万美元资金——是的，我说的是2 000万美元——但遗憾的是，目前还没有取得成功。

商品期货交易委员会及其国会农业委员会的监督者对用于手提技术上的这种明显的资源浪费进行了严厉的抨击，他们就查账索引事宜向期货业施加压力；要知道，这种行为对社会来说是无足轻重<sup>[9]</sup>，但对管制者的公共关系形象却至关重要，尤其是1989年联邦调查局发起那次的著名“刺激”行动后更是如此。这些管制者威胁要对交易所进行制裁和报复，这使得交易所孤注一掷，在新技术投入之前采用了一种应急方案以替代那种近于完美的查账索引计划。交易所也看不到这些毫无必要的管制约束有结束的希望。陈旧的、不经济的管制结构给交易所增加的额外成本，就好像让它们在背上绑一袋50磅重的砖来与所受管制甚少的场外交易市场进行赛跑一样<sup>[10]</sup>。

当然，在交易所自己以及作为交易所与客户之间中介机构的期货佣金商(FCMs)进行的所谓“后台”操作中，采用期货交易的路径也会增加新的成本。至少从目前来看，美国在不久的将来还是有大幅降低成本的前景。由于诸多原因，期货交易所在采用统一的行业技术标准方面已远远落后于其他行业了<sup>[11]</sup>。例如，期货佣金商目前至少面临着三种完全不同的系统：即芝加哥商品交易所的全球交易系统、芝加哥期货交易所的A项目和纽约商品交易所的存取系统。此外，还有许多其他的系统。而每个交易所也保持了自己特有的指令记入和头寸报告制度，由于缺乏兼容性，不仅增加了期货佣金商的成本，也使大量的计算机设备重复。例如，芝加哥商品交易所和芝加哥期货交易所之间至少有五台独立的主机，每台主机每年花费100万美元，在彼此之间的融通协调相对较为简单时，最多只要两台主机就可以了，如果它们能为应付紧急事件进行适当的场外备份，那么可能只要一台主机就够了。

交易所及其客户意识到,通过合并各自实际上很相似的清算所和结算所、通过采用统一的下单及确认标准,可以大幅降低成本。虽然有些为时已晚,但正是由于意识到了这一点,才为近来由芝加哥商品交易所和芝加哥期货交易所组成的联合战略行动委员会(JSIC)的产生创造了动力。我应邀成为该委员会的执行委员。新闻界和许多局外的观察家都对该委员会的成立疑虑重重,这是可以理解的,因为这两个长期的对手彼此之间固有的敌意已由来已久了。但事实上,这两家交易所这些年来已设法合作完成一些共同的项目(包括那个将来还需继续努力的不幸的手提交易终端项目)。我相信,如果能够解决内部管理制度带来的那些问题,它们就一定能够再次携手。

至少在美国,期货交易所不是按投资者所有的公司形式组建——就像瑞典期权交易公司(OM)那样,而是一种“交易商的合作组织”。只有很少一部分运作决策委托给专业的经理人员。例如,联合战略行动委员会的一些重大决策必须先由30名左右来自两个交易所董事会的成员(加上一些“公正”的局外人)投票表决;然后,对于事关重大的问题,还要由数百名交易商进行投票表决,参加投票的人数要达到公民表决规定的比例。由于意识到在进行任何重大合作之前都必须得到成员们的批准,这两个交易所分别都向联合战略行动委员会及其下属的6个专门委员会提交了包括20多名“颇具影响力”的成员在内的名单。从长期来看,该委员会相对广泛的成员基础有助于具体提案在提交两个交易所批准时获得通过。但是,就短期而言,该组织的庞大规模使其即使在安排自身或下属专门委员会的会议时,也面临着很大的困难。

但是,我仍然相信,达成共识所遇到的这些体制性障碍最终都会迎刃而解。作为一名经济学家,我认为,如果能够产生足够多的效率——这一点会实现,则相关各方通过谈判和合同过程就可以获得这些效率。不可否认,在普通的公司谈判中,补偿方若按惯例

以现金或股票形式予以补偿,就会使事情大大简化,并促使双方尽快达成协议;而不这么做,场外交易公司及国外竞争对手给期货交易所带来的日益增大的竞争压力至少也可以作为一部分替代品。用萨缪尔·约翰逊博士那段著名的话来说,就是没有什么能比展现在面前的前景更令人集中精力的了。

## 关于电子交易的题外话

15年前,人们普遍认为,在我们可以预见的未来岁月里,公开叫价的交易方式将主宰整个期货交易。电子交易的应用会被限制在期货业的外围——可能是事后交易系统以及更一般的小额交易系统。现在,这种传统看法已经发生了180度的大转变。随着计算机技术的迅速发展,电子交易方式已广泛应用于银行间外汇交易领域,甚至是世界上一些主要的期货交易所,这使得许多人认为公开叫价方式将不久于人世。

关于公开叫价方式即将消亡的传闻被人们大肆渲染。事后看起来,技术的更新换代总比其真实情况或当时看起来要突然得多(作者注:我们可以回想一下第一篇中关于蒸汽船的例子)。

由于具有比较优势,因此在即时交易需求很高的市场中,公开叫价的交易方式不会轻易或那么快地从其原有的地位上被赶下来。在即时性至关重要的市场中,现行电子交易技术中还没有什么能与数百名相互竞争的场内交易商之间激烈的同时竞价相匹敌的——那些曾使用过分时计算机的人应该熟悉这个道理。

不过,公开叫价交易的强大力量有时也会成为其致命的弱点。数百名交易商要求进行交易,并站在那儿等着下单,这根本没有经济意义,除非有大量源源不断的交易单等待处理。这样,电子交易主要在美国的小额事后交易中找到了自己的位置。在美国之外的国家,尤其是期货市场刚刚起步的东亚国家,电子交易尽管基于许

多预制的“看守”系统之上,但还是发挥了作用。一个新出现的小型交易所的管理费用可通过这种方式控制在较低的水平上,而且也没有必要再培训数百名技术熟练的、专业性的场内交易商<sup>[12]</sup>。

要知道,公开叫价方式具有即时性高、流动性强等特点,但交易商通常并不总在关心这些特点。例如,当我在卖自己房子的时候,如果我认为再找一找也许会有更好的结果,那么我肯定愿意放弃最初的报价。毕竟,房屋价格不至于波动到当我还在等待一个急于应标的买主之时就已经下跌的程度;如果我想抛出大量股票或其他资产上的头寸,情况同样如此。不管会有什么收获,我都不想挤入交易场地拥挤的人群中轻易地将手中的存货抛出去。我会让价格再涨一涨,然后抛出去,即使完成这笔交易可能需要几天时间也在所不惜。

总之,正如场外交易商和期货交易所之间不断移动的竞争分界线一样,公开叫价和电子交易之间的竞争分界线也在不断变化。至少从中期来看,比如说在下一个10年左右的时间里,芝加哥各家公开叫价的交易所可能会将年均生产率增长率保持在高于竞争对手的水平之上,至少不落后于它们。然而,从长期来看,前景却比较暗淡,这一观点是建立在我们赖以生存的、对交易所乃至整个金融交易的现有结构构成巨大威胁的技术发展,趋势给定的基础之上。毕竟,交易场地和交易显示屏的主要作用是使交易商和其他金融中介机构把买卖双方集中起来,消除因双方需求不能很好同时满足所带来的一系列问题。但是,由于互联网及相关技术的发展,买卖双方不通过中介机构而直接找到交易对方的能力也在日益增强,他们肯定不用在交易场地内相互寻找对方了。当然,管制者会尽其所能地保护交易所及证券经纪业的投资,但若历史可资借鉴的话,管制者最多只能减缓(而不能阻止)与我们即将进入的新信息时代中的那些技术一样具有革命性的新技术传播<sup>[13]</sup>

不过,交易场地的最终消失并不意味着期货交易所的消失。它



们主要的功能只是从一个以提供交易服务为主的场所变成一个主要提供清算和结算服务的场所。从今天交易所所处的优势来看,这也许是件不大可能发生的事情。但是,技术常常就是以这种奇特的方式来改变那些相似的东西<sup>[14]</sup>。今天,还有谁知道蒸汽机最初是为从矿井中抽水而发明出来的呢?

本文为作者在 1996 年 APFA/PCCAP 会议(1996 年 7 月 9 日,中国台北)上的主题发言。发表于 *Pacific-Basin Finance Journal* 2 (1997)。本文较早的一个版本曾为作者在金融衍生工具与公共政策会议(1996 年 6 月 6 日,芝加哥联邦储备银行)上的发言。

### 参 考 文 献

- Grossman, Sanford and Merton H. Miller, "Economic Costs and Benefits of the Proposed One-Minute Time Bracketing Regulation," *Journal of Futures Markets*, Spring 1986.
- Miller, Merton H., *Financial Innovation and Market Volatility*. Basil Blackwell, 1991.

### 尾 注

- [1] 要是荷兰国际集团不接手巴林银行剩余全部资产的话,整个事件对新加坡国际货币交易所进而有可能是整个期货交易所的打击会更严重。而若没有 20 亿美元的亏损,对所有有关各方来讲,解开“谁欠谁什么”这个谜团也将是一个费时费力的重大难题。但到头来,这次事件实际上只起到了这样一种作用,即让人们更清楚地了解交易所的客户保障系统在管理得当时有哪些真正的功效。
- [2] 虽然利率类产品很有可能因通货膨胀率水平和波动性的长期下降而首当其冲地受到影响,但有形商品的期货合约也会受到影响。实证研究表明,从总体上看,通货膨胀总体水平越高,构成物价指数的各种商品所

具有的平均波动性就越强。而就股票来说,波动性与股票价格的水平以及变动情况也密切相关。在股价下跌的时候,波动性就会走强。

- [3] 随着有些国家正在缩小的通货膨胀数字(日本是通货紧缩)又逐渐恢复到原来的水平,利率和汇率的波动性在短期内也很可能不时出现急剧的增大。就日本而言,在其从长期的衰退中摆脱出来的同时,短期利率最终很可能大幅度走高(而日元对美元的汇率也会升高)。但是,我们还没有看到类似1992年或1994年底的那种货币混乱局面。实际上,如果欧元真能成为一种硬通货的话,外汇期货界的许多人都得另觅出路。
- [4] 各部分之间的关系除了有竞争性的成分外,还有互补性的成分在里面。就像货运部门将载满货物的拖车装在货运火车上发走一样,互换交易商也使用欧元和国债期货来抵销他们承受的利率风险余额。但期货交易所和互换交易商仍是基本的竞争性部门。
- [5] 作为这种生产率攀升的一个警示性标志,较低的利润率正在迫使许多小公司退出这一行业或为大公司所收购。规模较小的公司更有可能是那些处在淘汰边缘的、成本最高的企业,它们的退出有助于提高该产业生产率的整体水平。尽管这种通过淘汰一批企业获取规模经济的做法常常过于残酷,但却很有效。
- [6] 见 Miller (1991),特别是本书第三篇。另见本书第十八篇。
- [7] 进入和利用交易大厅时出现的许多拥挤,是由交易所不愿为场内的交易席位明确“产权”所致。这样,最好的位置不能自动流向能使其发挥最大作用的、最活跃的交易商。一哄而上的交易商太多了。幸好在交易所出现了一系列非正式的产权制度,这种最糟糕的无效局面也因此而得到一定程度的抑制。但在芝加哥期货交易所以及其他面临类似拥挤问题的地方,有意识地诉诸于价格机制显然会形成更好、更经济的解决办法。
- [8] 使用期货交易所这种方式所要负担的另一种成本是“市场冲击”;而有些观察家声称,近来在交易场地中出现了一种相对恶化的迹象——即流动性的损失,他们将其归结为多数由个人构成的场内交易商相对于场外交易商所处地位的下降,这些场外交易商逐渐转由金融机构和商品集合基金等构成,它们拥有更多的信息渠道和巨大的资金来源。就像一名长期从事期货交易的交易商近来向我哀叹的那样:“过去,动手

搏杀的人都在场内,胆小鬼们都在场外;而现在情况正好倒过来。”然而,在像标准普尔 500 种股指、欧元或中长期政府债券合约这些活跃的交易场地中,都没有发现流动性有什么减少。恶化的印象可能来自某些方面,因为有些竞争性场外交易(特别是外汇交易)的价差,不仅常常低于交易所中的价差,而且有时比期货合约的最低变动价位还要小。鉴于较高的变动价位正在削弱竞争优势,交易所显然希望降低这些限制。芝加哥商品交易所已经允许在某些欧元合约上实行减半的变动价位,将变动价位减至 1/4 的方案也正在酝酿讨论之中。

[9] 例如,格罗斯曼和米勒估计,1985 年商品期货交易委员会有关查账索引的建议所导致的成本超过收益的量,至少有一个阶数,有可能达到两个阶数。

[10] 尤令期货交易所受辱的是,商品期货交易委员会拒绝让商品交易顾问和期货公司只就其当日代表自己的客户进行的交易,报告一个单独的平均价格。不同于期权交易所交易过程的是,每笔期货交易与其形成的(大量)记录卡必须相互区分开来。在期货交易所的强大压力下,商品期货交易委员会近来批准在货币交易场地进行“孤注一掷”式的大批量交易。这种初步的反应令人鼓舞。

另一方面,也必须承认管制结构向期货业提供了重要的竞争利益,这一点正像所有管制结构对其管制对象所做的一样(见 Miller, 1993 和 Stigler, 1971)。这种利益不是证券交易委员会给予证券公司的那种保护。商品期货交易委员会的新形象大大消除了这种保护。但是,1974 年国会通过的将期货交易管辖权划归商品期货交易委员会的法案,有效地剥夺了各州对期货交易的管制——这些管制常常极具敌意性和限制性。例如,要是没有联邦管辖权的话,对标准普尔 500 种股指合约或欧元合约等期货合约如此重要的“现金交割”,在各州法律的管辖下甚难立足。

另外,《商品期货交易委员会法案》(或更准确地说,是 1936 年商品交易法案)要求所有“期货”合约的交易必须在由商品期货交易委员会管制的一家交易所内进行,这无疑使得场外交易业无法再照搬普通合约以及像标准化、替代性、抵押化以及逐日盯市等期货合约的主要技术特征,以免被纳入商品期货交易委员会的管辖范围之列。在一项期货

合约究竟由哪些成分构成这一问题上的模棱两可,造就了场外交易部门的一系列竞争性创新。而期货交易所为此却要付出一定的代价,它们必须将自己对合约所做的变动提交给商品期货交易委员会以获得批准——完成这一过程可能需要 18 个多月的时间。多亏了近来国会中政治格局的变化,交易所才最终得以成功说服国会农业委员会中的那些监督者同意考虑减少商品期货交易委员会审批合约的权力。商品期货交易委员会转而采取了“自愿”同意加快审批速度(对无关轻重的问题最快也得 10 天)的办法,以尽量减弱拟议中的《鲁戈-里哈法案》对它所产生的影响。但不足为奇的是,该机构仍然坚持,为了保护“公众”利益,它必须继续拥有新合约的审批权。商品期货交易委员会如何认为自己即使在州际商务委员会已被取消之后,还能以“便利性与必要性的明证”来继续维护公众的利益,仍然是一个谜。

[11] 期货交易所正在推行针对小额零散的交易指令的自动处理系统方面,已经落后于期权交易所和股票交易所。期货交易所正在认真考虑与芝加哥期权交易所 RAES 程序(零星交易自动处理系统)相类似的一些方案——小额交易在其中按当前市价分派给随机抽出的场内交易商,以防止场外交易商过多涉足散户交易领域。像芝加哥期权交易所的 RAES 程序和全国证券交易商协会自动报价系统的 SOES(小额指令处理系统)这样的自动系统有助于吸引更多的零散交易量,但同时也带来了诸如净利润额不确定性增加等众多其他的问题。

[12] 类似的情况同样适用于已成立的交易所推出的新合约上。由于交易商的机会成本是如此之高,因而交易所成员将有大量的金融诱因去操纵新合约的交易场地,而除非成交量急速地上涨,否则即使是这些诱因也很可能起不到多大作用。这样,有些交易所就在考虑改变新产品的推出办法,首先是采用显示屏交易,等到合约的成交量和流动性都足以支撑一个交易场地时再转为场地交易。

[13] 众所周知,管制者在这方面众所周知的介入,最早于 1996 年春季出现在宾夕法尼亚的一家小制造公司。这家企业的主席邀请那些打算扩大或缩小在该公司所持股权的股东经由互联网表明他们的愿望。虽然证券交易委员会的调查人员很快就登场了,但截止目前这家机构还没有对该公司采取什么惩罚性措施。

自在互联网上初次非同寻常地露面后的几个月里,互联网技术的这些新奇应用基本上每周出现一次。按照某些交易所的说法,这些新奇应用中的一部分可能只是些“投机性证券经纪行”,想尽办法地钻管制者的漏洞,而另外一部分似乎代表了交易技术的真正创新。

- [14] 例如,芝加哥商品交易所近来成立了一家子公司,称作芝加哥商品交易所存券信托公司,向互换交易商提供具有许多清算程序特征的担保管理服务(除了就交易对方违约风险的担保,严格以存入的抵押品为限)。目前,芝加哥商品交易所正在以相当大的规模,将其清算所的担保服务延伸至一种被称为转现货交易(EFPs)的场外交易。虽然并不重要,但转现货交易却是农产品期货交易中最常见的一种类型,主要用于便利合约到期时经由交割的抛售行为。而在近些年来,转现货交易对金融期货尤其是货币期货越来越重要,它不仅可以便利交割,而且还能够调整投资组合。因为转现货交易绕过了交易场所,所以交易所的有些成员希望禁止这类交易,但芝加哥商品交易所决定向转现货交易收取费用,而且目前正从这种“清算费”上获得数目不菲的额外收入。

# 第四部分 公司财务与公司管理



### 日美公司管理对比

美国公司的投资眼光真的那么短浅吗？是的，这正是1992年8月出版的《资本选择》这份报告的结论，该报告由以哈佛大学商学院迈克尔·波特教授为首的25名学者撰写。这份报告不仅受到美国金融类报刊的广泛称赞，而且还得到了日本观察家们的好评。例如，海野胜郎先生——大阪高津贸易公司副总裁——的一段话就曾被1992年8月24日的《芝加哥论坛报》(*The Chicago Tribune*)所引用。

看到在美国终于有人意识到美国公司竞争力下降背后的真正元凶，是件有趣的事情。我认为，许多日本人很久以前就知道，美国的资本分派制度存在有先天的缺陷。

波特、海野以及其他诸位先生看到的缺陷，就是在美国的公司管理制度中对股票价格和股东投资回报的过分重视。《芝加哥论坛报》的那篇报道还援引了日本经济企划厅对日本和美国各1000家公司的调查结果。该次调查显示，若以0到3作为刻度且3表示最重要的话，则日本公司给予“股价走高”的分值只有0.02，而“提高市场占有率”却高达1.43，这几乎是美国公司的两倍。

当然，这些调查不必过于精确。日本的经理人员肯定不可能将提高市场占有率作为公司压倒一切的营运目标。要为你的产品取



得百分之百的市场占有率,其实很简单:只要将其当作礼品赠送即可。盈利性必须也要而且永远要充分考虑。实际上,被调查的日本公司在“投资回报”上的分值仅 1.24——这远远低于美国公司的 2.43,但仍比对股价走高几近于零的重视明显高多了。

尽管此次调查存在一些技术上的局限,但我认为,它仍准确地反映了日美两国在公司管理行为上的差异。与日本同行相比,美国的经理人员更看重公司自身股票价格的当前走势,而且实际情况也正是如此。

实际上,我的一些学术伙伴认为,美国大公司的管理层将股东投资回报看得很轻,这导致无论是股东财富还是国民财富都出现了大量的浪费。但在我看来,他们的论据还不能令人信服地成立。这些批评家援用的 IBM 和通用汽车等公司近年来出现的数十亿美元亏损等案例,与其说是美国管理制度失败的证据,倒不如说是在为美国的公司赖以生存的、日趋激烈的竞争环境而作证。

### **公司主要营运目标:股东权益最大化**

让我从那个极其一般的命题来开始为美国的公司管理辩护。这个命题是,个人在美国是一切活动的国王——拥有至高无上地位的主体,不是国家,不是政府,不是制造商,不是经销商,而是个人,特别是个人消费者。美国公司的管理层关注股东权益,只不过是该命题的一种特定体现而已。它绝不是在日本广为人们接受的那种最终经济主权观——尽管这种观点有正在改变的迹象。

消费者与公司管理之间的联系,不仅表现在他们从公司的产出中获得效用。消费者并不是公司服务的唯一对象。股东、投资者、所有者——无论称他们为什么——都是消费者,正是他们的消费——包括实际消费和潜在消费——推动了股东权益原则。

究其原委,可以考虑这样一个例子。假定一家公司的董事们正

在讨论从当期利润(比如说1 000 万美元)中拿出多少作为股息分配给股东。如果这些利润全部分配掉,则股东们显然可以获得1 000 万美元的现金。但要是一分钱也不分配,将这些利润全部用于投资——如购买设备、扩建厂房、设立分支机构或其他事项,则股东们就拿不到现金,但他们也没有受到损失。而这主要取决于股票市场如何估价这些拟议中的投资项目。

如果市场认为该公司的这些投资决策明智的话,则其股票的价值就会上涨1 000 万美元甚至更多。那些试图将潜在消费转变为现实消费的股东只须出售手中的股票,并将获得的收入用于支出即可。但若市场感到这些投资决策极为愚蠢,那么该公司股票价值的上涨幅度,就可能少于先前讨论的1 000 万美元股息,或许只有500 万美元,或者可能根本没有改变。这些新投资可能会扩大公司的市场份额,也可能会大大提高公司的知名度和公司经理人员的声望。但它们并没有增加股东的财富和潜在消费能力,实际上,恰恰起到了相反的作用。

### **当前市值与未来收益**

用股票市场的反应来衡量拟议新投资的真正价值,可能会让许多日本人感到,正是这种短浅的眼光使得那么多的美国公司走入歧途。这里要明确一下,在美国式的股票市场中,紧盯当前的股票价格并不是目光短浅。将注意力放在当前的收益上面或许眼光不那么长远;但对股票价格而言却并非如此,因为股票价格反映的不只是今天的收益,还包括市场对今后收益的预期。

仅仅是未来预期收益在确定股票当前价格时占有多少权重,就一直让那些不习惯于现值公式特别是增长公式的人们惊奇不已。增长公式,无论是股息还是收益,很少使我的那些日本朋友或日本学生觉得非相信不可。不管怎么说,许多日本公司仅支付名义上的股息,而它们的公式又无法有效地向投资者解释清楚,他们在

购买一只成长型股票时,究竟买的是什么。

这样,让我将讨论的主题由一家公司的销售增长率或收益增长率,转到其本来应该去的地方,也即这家公司面临的竞争环境。还是让我用目前流行的市场价值与账面价值之比(以下简称市值—净值比率——译者注)来测量那些竞争环境的力度,其原委到后面自会清楚。该比率中的账面价值,如果将其视为初始成本的话,近似等于公司当初为购买目前正在由市场估价的资产所支付的实际价格。市值—净值比率为1(抽象掉任何纯粹的价格因素影响)相当于一个正常的基准点,表明一家公司既没有竞争优势也没有竞争劣势。用经济学家们对该术语的理解,这家公司预期只能获取平均水平的利润,也就是说,盈利水平仅够向股东支付平均的、按风险额调整的投资回报。

一家公司要使其市值—净值比率高于1.0,也就是获得像某些人所说的正“特许价值”,就必须拥有能使其生产性资产的收益率高于名义收益率的长期竞争优势。而这件事要做起来却不像看起来那么容易。高于正常水平的利润,其本身也总是蕴藏着日后衰败的种子。它们会从国内外招来竞争者,从而导致利润和价格无情地回落到竞争性的水平上。因此,买入一家公司股票的投资者的判断,该公司及经理人与其竞争者相比是否拥有竞争优势,尤其要判断这种可使收益率高于平均水平的竞争优势能够持续多久。

一些特殊的数字或许会有助于记住这些概念<sup>[1]</sup>。假如一家美国公司的市值—净值比率为3.0,同时还有很多这样的公司。再假定,这家公司将其整个流动资金全部转变为预期收益能2倍于通常的竞争性收益率的投资。这样,在以3倍于账面价值的价格购得股票的同时,投资者实际上在期望这家公司会继续发展,并在其后的20年中一直保持这种遥遥领先于竞争者的优势地位。

这才是真正的长远眼光。也许有人会说,在这个充满不确定性的世界中,这样太过远视了。而且这或许就是为什么会有那么多日

本经理人员,本能上怀疑用股票市场来指导或评价管理决策的原因所在。他们并不真的相信日本股票市场的价格,在那里市值—净值比率在1989年股市达到顶峰时远非只有3.0,即使是不计房地产公司以及交叉持股的那部分股票,照例也能达到5.0甚至10.0,这预示着在未来几个世纪里,有相当多机会可以获取超额的、能抵御竞争者的投资回报率。

自那以后,股票价格和市值—净值比率都出现了大幅下跌,但这些数字仍不足以信,因为它们根本不是自由形成的市场价格。股票的价值不仅为公司间广泛交叉持有非交易的股票所扭曲,而且就是随时可入市的那部分交易冷清的股票,其价格也常常受到大藏省大规模的市场干预。可以理解,日本的经理人员有时不免会琢磨,他们的股市是否就像一个文乐剧场(Bunraku),由大藏省的官僚们在幕后操纵着木偶。

大藏省这些臭名昭著的托市举动,也在其他方面与日本的公司管理相互影响。许多美国的学术观察家(尤其是我自己)将大藏省这些著名的P.K.O.行动(即价格维持行动的缩写,同时也是一种双关语,指日本参加联合国在柬埔寨的维持和平行动),归因于其在日本证券经纪业中扮演的卡特尔管理人角色<sup>[2]</sup>,而另一种动机则来自日本的银行业。与美国的银行不同,日本的银行可以持有那些接受它们贷款的公司的股票;这种双重角色又常被人引证为日本管理成功的真正关键所在。与银行的这种纽带或许会降低公司的代理成本,更有效地监控公司的管理决策,而最重要的作用却是使公司在有充分财务支持作保障的情况下,从事那些利润丰厚但风险也颇高的长期投资。

但是,日本经济在管理方面获得的任何收获,都是以其他方面数量大致相当的付出为代价。对银行来讲,在股市节节高涨的时候,就像日本在80年代的情形,公司股票将是一笔笔巨大的资产。股价上涨向银行提供了大量的管制性资本以资助它们的放款活

动。但到股市崩溃之时，就像 1989 年以后的日本，那些隐蔽的股票储备的消失将对银行的偿付能力以及整个国家支付体系的完整性构成威胁。

当我们说起日本的这种交叉持股是从两个方向展开时，前景甚至会更令人恐怖。不仅银行持有公司的股票，而且可能也是出于改进管理的考虑，公司也持有银行的股票。其结果是形成一种标准的、不稳定的正反馈型资产金字塔。大藏省对股价必须继续予以支持，而且看上去始终就像那个大堤上著名的荷兰男孩，不停地跑来跑去，拼命堵塞其管制体系中出现的裂口和漏洞，而没有人会对此感到惊奇。

### 股票价格与信息

说美国股市比日本股市更接近于理想中的自由市场，并不表明美国的市场估价就永远正确。但就那些对某些股票或整个股市看跌的投资者而言，至少可以在无须面对大藏省赖以成名的那些抑制股票抛售的规则和禁忌的情况下，通过出售股票——甚至卖空——来表达他们的悲观。这些悲观者完全有可能判断错误。同样，那些预期未来收益和价格将上涨的人也会错估形势。

没有人会认为，股票价格总是能“正确地”估量股票市场基本面的真实情况。声音最高的一种观点是，股票价格并没有被系统性地扭曲，就像在大藏省常常采取严厉手段限制抛售股票的情况下所形成的那些价格。正如有些学者所言，美国的股票价格不完全是一些被怪念和时尚所左右的人造数字（在我看来，这方面做得还远远不够）。这种状况有力地表明，股票价格只是将投资公众所能获得的有关某家公司的全部信息无偏地反映出来。

这里尤其要强调“获得”一词。如果股东和外部潜在的投资者没有掌握有关公司制定投资的足够信息，又怎么可能期待他们对这些投资进行准确的估价。而由于担心惊动竞争者，公司管理层

也很可能对是否披露这些信息犹豫不决。用一个时髦的学术名词来讲,许多人正是将这种在所难免的信息不对称,视为股东权益原则的真正缺陷。因为外部投资者无法准确评价投资项目的价值并进而谴责管理层挥霍股东的钱财,所以就是净现值为正值的项目——即使数值再高——也不可能得到实施。这也就是波特的观点。作为一种解决的办法,他建议修改美国的管理规则,允许公司有选择地向那部分愿意承担公司长期投资责任的股东披露专门的、竞争敏感性较高的信息。

投资会因上市公司无法有选择地披露信息而受阻吗?有可能。这种情况发生过吗?有多大规模?这很难说清楚。这种情况曾在美国广泛存在过的一种主要证据是,由银行控制的日本制造公司与其急躁的、由股东控制的美国同类公司相比,据说拥有更高的收益和增长业绩。请注意,我指的是日本的制造公司。没有人会认为,以占据市场份额为导向的日本公司在服务业尤其是在零售业中,或者在商业银行领域,与美国公司相比,能处于优势地位。

我应当说,在目前的经济衰退袭击日本之前,制造业才是引证日本管理优势的主要证据。尽管后果异常惨痛且仍在冲击着日本经济,但那次衰退至少可以提醒我们,近视并不是折磨公司经理人员的唯一视觉疾病。他们还可能患上散光或远视抑或超远视等病症。回顾过去的20年,大量的事实可以表明,迫于股东针对公司投资行为的强大压力,美国公司对资本密集型技术几乎没有投入什么资金。而同期,由于没有面临这些压力,许多日本公司为购买资本密集型设备而投入了过量的资金,但这些设备永远也无法收回初始的投资,更不要说获得正回报率了。我甚至都无须提及日本公司浪费在本土及海外的土地和办公楼上的上万亿日元投资。

不言而喻,无论是日本还是美国,都没有一种公司管理能保证管理层拥有最好的视力。总是会有一些遗漏和折损等方面的问题。我的意见是,追求公司市值最大化的美国经理人员,比之那些只注

重增长业绩或市场份额抑或其他时髦的、假想中的战略优势最大化的人们,至少拥有一组更好的校正透镜,能帮助他们在当期投资和未来利益之间作出适当的权衡取舍。

## 管理目标与股东利益

眼镜当然能帮助你看得更清楚,但只有戴上才行。在美国学术界——特别是在金融领域中存在着一种意见,认为美国的经理人员在工作时并不是总戴着那付按股东利益校正的眼镜。由于美国公司的所有权如此广泛地分布于一大群被动的个人和机构投资者手中,因而以上意见认为,经理人员可以自行确定营运目标,这些目标可能会(但不是必须)与股东的目标相吻合。

然而,股东们也不是一点办法都没有。虽然无法也不愿对管理层的营运决策逐日监控,但股东们有权选择公司的董事会。而董事会拥有改组管理层甚至设计经理人员报酬方案的权力,通过这些重要的杠杆发号施令,就能使管理层的目标与股东们的目标相一致。

### 经理人员报酬与管理激励

董事会会有一个装满各种杠杆的工具箱,但其中并没有装一套简单明了的使用手册。实际上,代理理论表明,在成功取决于运气和能力的情况下,要使管理层与股东的利益一致,并没有一套十全十美的报酬方案——也就是说,相对于次优或再次优解,不存在最优解。

要知道为什么,问问你们自己,看看董事们凭什么让经理人员接受股东对风险的态度。假定,董事们尝试一种明显基于业绩基础之上的报酬策略,即向经理人员提供一部分股票。这能使一名经理人像一名股东那样行事吗?与董事会只提供固定薪水加丰厚退休

津贴的方案相比,这种设想或许更有可能达到上述目的。按固定薪水加退休津贴方案取酬的经理人员很可能是为债券持有人而非股东在打工。这类经理人员显然没有多少激励去考虑那些存在有严重下跌风险的投资项目。

经理人员持股至少能使其参与到自己营运所得的分配中来,但仍没有解决管理过度谨慎的问题——过度是相对于外部股东的最大利益而言。这些股东处于高度分散状态——至少在理论上应当这样。而即使成功的可能性只有50%,他们也会用自己在公司中的整个投资去冒险,因为这些股票在股东们各自的总财富中只占很小的一部分。无论如何,这正是所有权零星分布且极易转手的公司形式所带来的一种重要的社会福利:即更有效地分散商业风险。然而,经理人员却不能分散化。他们大部分的个人财富和人力资本都与公司捆在一起。谨慎而不是卤莽会不可避免地成为他们的格言。

美国在50年代发明的认股期权,其意图就是要抵销分散性不足的公司经理人员所具有的四平八稳的营运倾向(尽管从那以后,税收筹划和会计惯例使最初由激励驱动的运动机变得模糊不清)<sup>[3]</sup>。组合得当的认股期权要发挥作用,就应采取使经理人员的获利潜力针对受损程度相对放大的形式。比如说,如果以抛掷硬币的结果来设置赌局,正面朝上赢1000美元,反面朝上赔1000美元,这很难让那些典型的风险厌恶型经理人动心。但若正面朝上能赢5000美元,反面朝上仅赔500美元,那么这种抛掷硬币的赌局很快就能变得极富吸引力。

认股期权及其诸多变种——包括杠杆比率过高的资本结构等一系列的期权等价物——不仅能减少管理层对风险固有的厌恶,而且还会把事情做得过头,诱使经理人员从事风险过高的商业活动。如果这些大幅让步的报酬策略带来了回报,那么经理人员就能分得大量的利润。而若没有,巨额的亏损将落在股东、可能还有债



券持有人以及其他优先索偿人身上。许多观察家认为,美国储蓄贷款业出现危机的根本原因,就是资本化不足的所有人—经理人关系之下的这种回报非对称性。

某些学术界的批评家提出,公司管理层和股东对利益和风险的态度上难以保持更紧密的一致,在公司多样化经营的问题上表现得最为显著。多样化经营确实可以降低管理层承担的风险。但是,由于股东们能够直接进行多样化投资,所以在类似通用汽车公司用本可作为股息发放的资金去购买罗斯·佩奥特的公司——电子数据系统——的那些情况下,股东除了获得一些税收利益外,得不到其他任何好处。值得注意的是,基于同样的理由,股东在那些接管交易中也不会有什么损失,除非接管公司为获得控制权而支付了过高的价格——据说,这种情况确实发生过。

在多样化经营的公司持续有计划地牺牲专业化经营的效率之际,股东们也会受到损失。有证据显示,这种情况的确存在。但在我看来,那些反对公司多样化经营和混合经营的批评家所提出的论断——即通用汽车、IBM 或西尔斯等公司近年来在管理目标及相关问题上的失误,已经给股东们进而整个国家的财富造成了数千亿美元的损失,还不足以因此而得到证实。

对那些公司而言,股票总市值的确出现了大幅度的下跌。但若将这种下跌当作一场类似大地震那样的全国性灾难,却是忽略了社会成本与私人成本之间的区别。例如,我们来分析图 12.1,该图描述了一家类似 IBM 的公司受到一场反托拉斯诉讼意外打击的情况。这家公司最初的需求曲线是  $d_1d_1$ ,长期边际成本曲线是 BJ(为简化起见,假定其不变且与平均成本曲线重合)。由于该公司拥有“市场支配力”,故而将产品价格定于 OC(高于平均成本和边际成本),因而获得超额利润 BCDF。这些可预期的超额利润将被股票市场资本化,再由这家公司以较高的市值—净值比率将其售出。

现在,让政府在这场反托拉斯诉讼中获胜,并立即迫使该公司

的价格和产量回到竞争性的水平上(OB 和 OK 各代表价格和产量)。超额利润会逐渐消散,股票价格也随之下跌,市值一净值溢价也相应消失。财富仅仅由该公司股东的手中转移到消费者那里,生产者剩余被转化为消费者剩余。实际上,在上例中,整个社会的状况在盈亏相抵后会变得更好而不是更糟。由于产量被提高至竞争性水平,消费者还可以得到一块额外剩余 DFN。

在这个反托拉斯的案例中,社会和个人各自负担的后果能很容易地被区分开。但是,如果股票市值的下跌是由公司自己所致,情况又将怎样呢? IBM 毕竟没有输掉自己的反托拉斯官司,是拥有新技术的新公司的突然进入吞掉了 IBM 的部分市值。

但这种市值损失肯定不是那些批评家所指的那种全国性灾难。不管怎样,消费者为什么要在意这些新产品是来自 IBM,还是英特尔抑或苹果公司?由此而言,他们也不会关心新产品是由沃尔玛还是由西尔斯提供,是由通用汽车还是由丰田公司制造。那些批评家抱怨的很可能是,即使在新的竞争者渗入市场以后,这些公司的管理层也没有尽快地进行调整和重组。由于没有受到他们在董事会精心挑选出的谄媚者的限制,顽固的管理层继续将资金注入到那些过时的、赔钱的生产线上,而不是让他们的股东将这些资金重新配置到竞争优势更高的领域中去。

但是,继续向一个衰落的产业投资并不必然就是经济效率低的表现,也不能直接当作管理不善的依据。在经济逻辑或经济常识中,并没有什么东西能表明,最佳的退出路线就是速度最快的那条。一家公司撤出资本,可以采取逐渐减少投资的办法,也就是使总投资率低于折旧率。即使那些收回的投资或整个投资的平均回报率较低或甚至为负值时,而此时的总投资也很可能获得较高的边际回报率。在退出的直接成本(比如退職费)较高且公司还能收回其变动成本(这一点与许多俄罗斯的企业不同)的情况下,继续投资以减少损失常常可能就是一个净现值最高的投资计划。

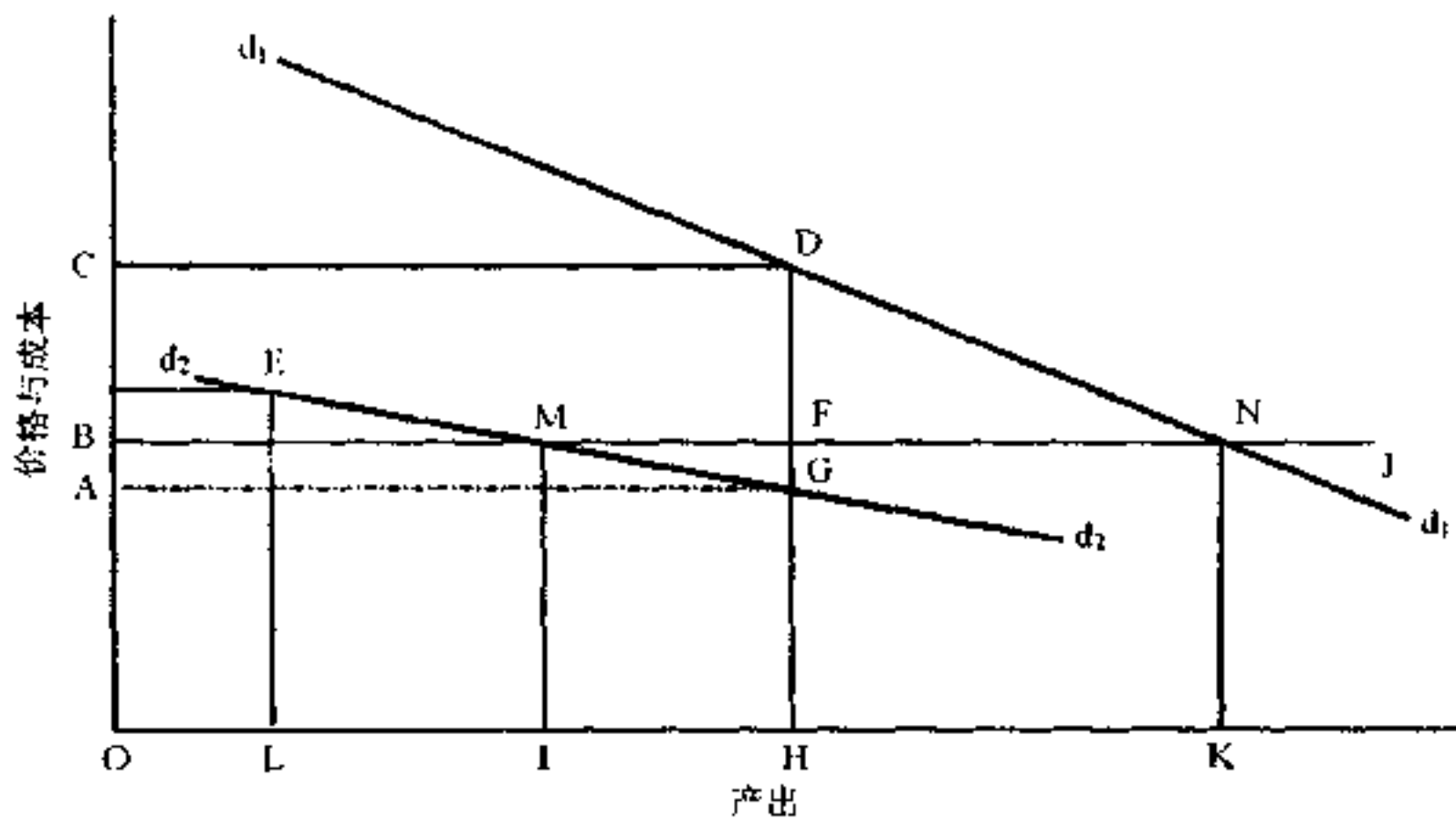


图 12.1 公司市值损失的社会与私人成本

但是,为便于讨论起见,假定少数顽固的经理人员在调整过程中行动过于迟缓,而他们所报告的损失仍不能被看作是管理不善引致的社会成本。要弄清楚这一点,再来看图 12.1,该图表明前述那家公司在其原有的高额利润引来的新竞争者已经进入后的状态。这家公司目前的需求曲线是更富有弹性的  $d_2d_2$ ,而且长期均衡产量为 OL,小于原有的均衡产量 OH。

正像那些批评家所说的,如果这家公司试图维持原有的市场份额 OH,就会发生一块净损失 ABFG。但其中只有 MFG 部分属于调整不当引发的社会成本,剩下的 ABMG 部分仅仅是转化为消费者剩余的损失。当然,从一个示意图中还看不出有多少损失属于社会成本,有多少损失变成了消费者剩余。这需要有一种专门的而且在近来频频谴责美国公司管理的学术文献中还无法找到的实证研究。

显然,对那些见证自己如此多的养老积蓄在 IBM 或西尔斯抑或通用汽车等公司中化为乌有的股东来讲,所谓这些公司近年来遭受的损失不是社会成本的说法,并不能给他们带来多大安慰。我

们很难指责他们会产生这种念头,也就是寄希望于董事们在新的竞争战略得到明确证实以前,以某种方式迫使管理层放弃先前的成功战略。幸运的是,股东们虽然力量弱小且难以验证对管理层的监控是否得当,但他们拥有另外一种屡试不爽的办法来保护他们的积蓄免受管理层遗漏或折损等失误的危害,这就是投资分散化。一名分散投资适当的股东会很乐于看到自己在 IBM 或西尔斯抑或通用汽车等股票上的损失,甚至都算不上个人成本,因为这些损失在投资组合中将为来自微软、英特尔、苹果、沃尔玛以及其他新进入的拥有新技术的国内外公司等股票上的收益所抵销。

## 结 论

总的来看,针对美国公司管理存在的问题,我们看到了两种完全不同的观点。一种观点广为日本人和以迈克尔·波特为首的那批美国学者所持有,认为美国的经理人员过于看重股东的当期回报。另外一种观点则广泛存在于美国的金融专家之中,这种观点强调美国的经理人员不怎么注重对股东的当期回报。

哪种观点是对的?都对。也都不对。双方都能举出看上去能支持自己主张的事例。但他们在提出美国公司从总体上看存在着某种近似或远视——相对于股东或社会的最大利益所具有的投资不足或投资过度倾向——的长期性或系统性偏差时,又都出现了错误。由于市场机制在不停地发挥作用,不断将公司资产的控制权从那些缺乏有效配置能力或眼光的经理人员那里剥夺下来,所以在美国并不存在那种系统性的偏差。

我们最戏剧性地看到这些力量,或许是在 80 年代的接管战、杠杆收购以及公司重组之中,而最近看到它们则是在众多广为宣扬的由董事会发起的公司改组当中。但是,尽管富有戏剧性,这些事件有时看起来只不过是经理人员和股东之间,就公司营运权

溢价所展开的角逐,它们只能代表整个社会生产性资本在公司间配置过程的一部分,而且绝不是最重要的部分。对任何一家美国公司的经理人来说,根本的约束力总是来自包括外国公司在内的其他公司的经理人,后者为争夺顾客与前者展开了面对面的竞争。只要这类竞争在美国继续得到充分的维持,我第一个就不会去关注美国公司管理制度中存在的这种推定的致命缺陷。

本文为作者在第二届全球金融市场(芝加哥大学商学院与三井生命金融研究中心,1993年5月11日,东京,日本)的一次演讲。本文初稿曾得到我的同事 *Steven Kaplan* 和 *Anil Kashyap* 的有益评价。

### 参 考 文 献

- Miller, Merton. and Franco Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, Vol. 24, No. 4 (October 1961), pp. 411~433.
- Miller, Merton. and Myron Scholes, "Executive Compensation, Taxes and Incentives," in *Financial Economics: Essays in Honor of Paul Cootner, William Sharpe and Catheryn Cootner* (Eds.), Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1982.
- Miller, Merton. , "The Economics and Politics of Index Arbitrage in the U. S. and Japan," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 1, No. 1 (May 1993), pp. 3~11. (本书第四篇)
- Miller, Merton. , "Japanese-American Trade Relations in the Financial Services Industry," Working Paper, Graduate School of Business, University of Chicago (September 1993).

## 尾 注

- [1] 以下计算由米勒和莫迪利亚尼的有限增长公式改写而来。我取 rho 值（按风险额调整的资本成本）为 10%，取 k 值（投资—收益比率）为 1.0。一家市值—净值比率为 1.0 的公司，就相当于一家平均内部收益率恰好等于资本成本的公司。
- [2] 欲详细了解大藏省如何系统地使用其管制性力量来维持日本证券经纪卡特尔以及支撑股票价格的水平，参见本书第三篇。
- [3] 参见 Merdon Miller and Myron Scholes, "Executive Compensation, Taxes and Incentives," in *Financial Economics: Essays in Honor of Paul Cootner, William Sharpe and Catheryn Cootner* (Eds.), Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1982.

## 第十三篇

### 德国的银行主导型公司管理

人们经常问我，在勉强摆脱破产困境后，德国金属公司于1994年2月成功推行的资本结构调整，是否会对美国的公司管理有所启示。我认为，这次事件在公司管理方面的确有一些教训可供借鉴，但不是目前一些美国学者得出的那些结论。他们把德国金属公司在德意志银行领导下展开的结构调整，看作是针对第十一篇中那种美国式律师密集型重组的一种廉价的德国替代品。或许就是这样。然而，破产决定在公司管理中仅仅只占很小的一部分。另外，对德国金属公司来说，将重点放在所谓结构调整的低成本上面，很自然会带来一个关键的问题：即为什么必须首先考虑这种调整？

而在德国，公司管理的角色远没有那么仁慈。我并不是指德国金属公司遇到的问题，实际是由德国公司管理机制自身的缺陷所致——尽管正像我们将要看到的，这无疑是一种似乎可能成立的假设。在我看来，真正的失误不是所谓在面对德国金属公司发生的那种现金短期流出之际，德国公司的应对能力不如美国的管理层和董事会，而是德国公司在本次事件上确实没有更好的表现。而这之所以重要，是因为只要与英美股东支配型管理模式相比的许多不足方面被抵销掉，德国的银行主导型公司管理在这些条件下，就会体现出强于英美管理模式的优势。

我知道,所谓美国式管理在许多方面领先于德国管理模式的说法,可能会被德国听众嘲笑,因为近来一段时间美元对马克的汇率持续下滑。但是美元与马克的汇率走势与公司管理没有任何关系。汇率是一种宏观经济而非微观经济的现象。而它主要由各国国民储蓄率和货币政策的差异所致。

实际上,从微观层次来看,德国以及日本大公司的管理体制大概已成为各自经济增长的负担而非贡献者。这两国经济要在整个90年代以及其后的时间里保持健康的生长,不能指望它们那些由银行控制的大企业,而是取决于那些有意不与银行保持密切联系的、独立的小企业。

那些德国(以及日本)银行主导型管理的拥护者往往过多强调两种管理误差类型中的一种,同时却忽视了另外一种。就像在统计上有一型和二型(各指接受一个错误结论和拒绝一个正确结论的误差)两种误差一样,我们在管理上也有两类误差,分别是低回报前景下的投资过度和高回报前景下的投资不足。

德日两国公司管理的积极一面,始终是公司与合作银行的纽带能够克服投资不足的误差,允许企业及其融资者用长远的眼光来对待资本密集型项目,而不是像由股东支配的美国公司想象中的那样,对短期亏损反应过度。例如,近来我们从公司管理普遍照搬日本模式的韩国获悉,三星公司打算进军汽车制造业,而该公司做好了在盈利之前亏损最多达10年的充分准备。20年前,获得德意志银行贷款融资的正是俄罗斯天然气管道。而德国的银行主导型公司管理所应具备的恰恰就是这种动用大量资金、眼光长远的气魄。然而,正如我所要揭示的那样,这种特征却并没有在德国金属公司一案中表现出来。

让我还是赶快使你们放心,我并不想要你们一步步地重温德国金属公司事件的全过程。如果要那样做的话,整个情节过于复杂,而且我已和我的合作者克里斯托弗·卡普(Christopher Culp)



就这一事件撰写了 3 篇论文(有的篇幅在 20 页以上,脚注超过了 50 个)。那些有兴趣做详细了解的人们可以在 1995 年 2 月号的《银行法律与银行经济》(*Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*)上找到我们这些观点的充分表述。

用最简单的术语来描述,就是德国金属公司的美国子公司——MGRM 公司,在美国就成品油和天然气售出期限高达 10 年、价格固定的远期供货合同。在这些合同达成之时,MGRM 公司的毛利大约相当于每桶原油 3 美元。作为市场中实际上独此一家的契约商,MGRM 公司能拿到这些获利颇丰的合同,是因为它的客户为获得有保证的价格和交货,愿意支付一大笔保险费。但是,在从这些合同身上获得高额预期回报的同时,MGRM 公司在余下时限里也被暴露在价格飙升的风险之下。例如,在海湾战争期间,原油价格涨到了几乎 40 美元一桶。

因此,MGRM 公司对这种价格风险实施套期保值,从而使其得以在维持“市场中性”的同时,倾全力于控制营运活动中的所谓“基差风险”。为使整个市场风险相互抵销,MGRM 公司选择了一种基于短期期货或其等价物之上、一对一的“筹码加展期”式套期保值策略。这种做法不大可能是普通美国金融学教授所建议的那种套期保值,而且与你们从他们中的一些人那里听到的也恰恰相反,不过它对一家 MGRM 公司之类的公司来说,倒是一种极为有效的保值方案。

在美国的金融学教授们看来,套期保值行动并不是公司管理方案的一部分,而是要使现金流的不稳定性以及公司在独立于债权人之外时可能面对的“财务困境”成本最小化。当然,MGRM 公司却不是这样一家独立于债权人之外的公司。它是德国金属公司在美国的子公司,而德国金属公司正是那种典型的、由银行支配的德国大公司。这家公司主要的债权人和股东均是德意志银行。无论德意志银行如何极力和如何频繁地否认这一点,MGRM 公司

在美国原油贸易中却一直被当作是得到了德意志银行的资助。否则，MGRM 公司在期货和互换交易中的那些交易对方永远也不会让其拥有那些头寸。

金融学教授们还主张，MGRM 公司应当采取与那种远期供货合同期限相匹配的而不是“筹码加展期”式的套期保值策略。假如有适当的、低成本的、期限高达 10 年的期货和互换交易（事实上并没有），这种战略无疑会消除任何基差风险。但 MGRM 公司是在控制基差风险，而不是要消除它。无论如何，如果这些必不可少的低成本长期套期保值工具易于获得的话，那些客户也就不再需要 MGRM 公司了。他们完全可以对自己的供货要求直接进行套期保值。

与此有关的一个令人发笑的消息是，为急于表现公司的营运方式发生了多么大的改观，德国金属公司目前的管理层将供货合同的期限大幅度缩减，因而可以经由期货交易实施那种与合同期限相匹配的套期保值。好吧。这意味着他们的做法能够通过学者们的检验。但他们还没有发现这些短期合同有什么市场需求，而且他们也不可能得到那种需求。

MGRM 公司的“筹码加展期”式套期保值策略确实使企业规避了价格风险，即使是我们最强烈的批评家也承认这一点，但到价格下跌时，这种做法也导致了大量的现金以支付保证金的形式流出，就像 1993 年秋天的情形那样。截止 1993 年 12 月 6 日，这些流出的现金已经接近 10 亿美元，MGRM 公司的管理层面临着严峻的挑战。

此时，有三种理性的管理对策可供采用。首先，继续执行原先的套期保值方案，前提是德意志银行满足由此所引起的一切资金需求。不管怎么样，这在德国正是银行主导型管理体制的力量所在；它不致对暂时的短期困难反应过度。如果此方案从长期来看是合理的话，就坚持下去，度过这场难关。

眼光真正长远的管理层此时会这么说：最近油价的确出现了下跌，这使得我们必须拿出 10 亿多美元作为保证金来维持原有的这些筹码。但毕竟我们已经进行了套期保值。我们已经把远期供货合同出售给了客户，而这些合同在油价下跌时会相应升值。

我承认远期供货合同的升值比期货合约的贬值更难辨认。你每天都能得到一份表明自己当前所处状况、来自期货交易所的报告书。即使是一名低级的会计师也能看懂它；他只须把这些账单汇总起来。但是对 MGRM 公司式的远期交割——套期保值组合方案而言，只有眼光长远才能看出，由于远期供货合同的存在，当前的现金外流仅是一种暂时的现象，而且这些资金过一段时间以后还会再流回来。

另外，MGRM 公司使用的这种套期保值策略，还产生了大量的展期成本——1993 年平均每月达到了 2 000 万美元。然而，真正具有长远眼光的管理层仍会认识到，这种情况在油价下跌的时候总是要发生，而这些展期成本在油价上升时又会变为展期利得。实际上，如果你回顾整个油价变动的历史，就像眼光长远的管理层应该做的那样，你就会发现原油展期在一段时间内的均值不仅仅是趋向于零：竟然是利得居于主导地位。而针对这种非对称性——也就是所谓油价中的“交割延期费”，存在不少理由充足的经济解释。

MGRM 公司的现任管理层目前声称，他们没有在 12 月度过那场难关，是因为他们认为那样做不是一项合理的长期方案。但我觉得这种说法却站不住脚。如果那项方案在 12 月不合理的话，那么它在新的监督董事会接手以后的 6 月也不会合理。新的监督董事会现在也可以说，他们那项方案在 6 月确实也不合理，但前任管理董事会在该方案真正前景的问题上欺骗了他们。而这种说法同样也站不住脚。除非一家德国式的监督董事会纯粹就是象征性的窗饰物，它的工作绝不应是受骗。

例如，可以看一下荷兰国际集团接管巴林银行后的情形。他们

解雇了整个高级管理层，这倒不是因为这些经理人员应对尼克·利森(Nick Leeson)的行动直接负责。荷兰国际集团意识到高级管理层并不清楚尼克·利森在做什么，但他们应该清楚这一点。而正是因为他们不知道或没有试图去了解尼克·利森的行动，所以他们被解雇了。

当时，还有一种可能，是继续执行已有的套期保值——远期供货组合方案，但我知道，从心理上讲，任何当初没有参与制定方案的新管理层不得不报告亏损——即使是暂时性亏损——是有多么地难。这也正是我预期大多数公司美国管理层若处于相同情形下，可能会廉价出清 MGRM 公司或者至少出售它的那些远期供货合同的原因所在，而那些合同在即期油价再次下跌 5 个多美元之后的 1993 年 12 月仍能值一大笔钱。到那时，MGRM 公司从这些远期供货合同上面仍能获得大约每桶 8 美元多的毛利。按 1.5 亿桶原油计算，其数量相当可观。

当然，现任管理层坚持认为，他们在任何公道的价位上都找不到买主。但你若是在匆忙之间卸下什么东西，永远也不会有买主光顾。你必须花时间去寻找最需要的买主，并细致推敲合同的每一个条款。毕竟，这才是高质量、负责任的管理层所该做的事情，尤其是我们反复听到的、据说是极富耐心的德国公司管理层，更应如此。

但是，当油价进一步下跌而同时又要拿出更多的现金作为保证支付出去的时候，新任管理层如何才能赢得时间呢？实际上，一个极其简单而又直接的办法能够做到既停止现金外流又争取时间：买入原油的看跌期权。那样处理虽然会增加数亿美元的支出——这大约就是后来结构调整的代价，但是至少可以在就那笔生意转手继续洽谈的同时，消除价格进一步下跌所带来的全部风险。有证据显示，这一建议正是由 MGRM 公司原先从事衍生交易的工作人员向新任管理层提出的，但后者并没有考虑这项建议。

另一种终止这项方案而非继续提供资金的选择，是一部分—

部分地清理已有的头寸，就像通常清算一个互换交易登记簿的做法那样。这也就是说，MGRM 公司依次去拜访它的每一名长期客户，告诉他们：鉴于价格已经下跌，你的要货承诺已经发生了大量的损失。我们让你用这些远期供货合同的现值去回购自己的承诺。这样，随着每一名客户购回当初签定的合同，套期保值的相应部分就被结清了。诚然，我在这里并不认为他们那时应当采取这种策略。尤其是考虑到客户可能会了解 MGRM 公司正处于结清头寸的压力之下，采取这种策略需要完成大量费事费力的谈判过程。我个人以为他们要是将整个公司彻底出让的话，境况明显会好得多。但是，一部分一部分地结清无疑也是该公司当时面临的三种理性选择之一。

相反，德国金属公司没有采纳上述选择中的任何一种。他们采用的可能是最糟糕的那种策略。他们在 12 月市场处于低谷时处理掉了一多半的套期保值头寸。这样，到来年 1 月和 2 月价格开始回升的时候，他们突然意识到他们的那些远期合同被暴露在风险之下。因而为了再使远期合同与套期保值相对应，他们取消了相当部分的未兑现合同。这就是说，他们没有要求那些本应面临亏损的客户负出任何代价就让他们轻易地从这些合同上脱身。用美国金融界的行话来讲，我们将其称为“把钱留在桌子上”，而在德国他们管它叫“把钱扔到窗户外面”，都是一回事。

这还不是整个故事的尾声。现任管理层一发现他们因无偿取消那些合同而受到人们的抨击时，就赶紧强调那些被取消的合同实际上不名一文。它们只是些所谓由公司灵活掌握的合同，同时依据“独立”审计人员最近提交的特别报告，那些合同的价值不是仅仅为零，而且还不到零。按照该公司的说法，股东们将从取消这些无用合同的行动中受益，如果继续这样辩解下去，管制者有朝一日会让他们对其吹嘘那些合同在客户看来就像有毒垃圾一样的言论负责。

这里，我不打算对提供这些估计的所谓独立审计人员是否真正独立和公正的问题，展开更多的探讨。只要说他们在确定那些合同的价值时，没有进行任何推算或证明就足够了。他们简直就是想当然地被认为公正独立。

人们无疑总是可以捏造出能够证明那些估计数字正确的某些假想情况。或许我们可以从德国金属公司在美国尚未结束的一系列诉讼的过程中，看到这些情况并未得到仔细的检查。但在德国的类似过程中却从不会看到它们。各家银行没有兴趣让它们的失误被公开讨论。在我看来，德国的银行主导型公司管理所存在的真正、绝对致命的缺陷是：无论有多么好的初始动机，德国的管理体制看来似乎已经发展成为一种被电气工程师们称为闭合回路系统的体制——这套体制完全根据自身内在的力量去运转，不受外界任何引导和校正作用的影响。

许多人已经意识到这种纯粹由自我控制的公司管理体制所蕴涵的风险，但同时也在观念上也接受了这个现实，即将大公司的管理权委托给银行是解决投资不足问题——也就是向长期潜力巨大但短期处境困难的大型项目提供融资的问题——的唯一出路。人们在为德国的管理模式辩解时，总是将德国重工业在19世纪的发展作为例证来引用，但这毕竟是极为久远以前的事情了，而且当时的环境与现在也大不相同。近来像德国这样的成熟经济存在的更严峻问题，很可能是投资过度而不是德国金属公司之类的问题。所谓投资过度问题，是指由于没有多少受到外界监督的压力，顽固的管理层为确保其权力规模而非资金的市场回报率，不断将大量的资本浪费在低回报的投资项目上。

不言而喻，美国也存在有这种问题，但我们有一系列机制能使这类浪费处于某种控制之下——从养老基金和其他机构股东对管理层的压力到撤换经理人员的恶意接管。然而，正是由于公司管理体制特别是交叉持股制度以及围绕这些制度发展起来的银行持股

制度等原因,德国却不具备这些解决办法。例如,在德国金属公司一案中,德意志银行持有该公司10%的股份。而另有相当部分股票则为(德意志银行持有10%股份的)戴姆勒—奔驰公司、与奔驰公司情况类似的安联公司以及将委托权存放在德意志银行的个人股东等所持有。这正是即使已经引起有些德国人说我们没有弄懂德国式监督董事会的运作程序,克里斯托弗·卡普和我也要在论文中将德国金属公司与德意志银行这两个名称交互使用的原因所在。

我们被告知,即使监督董事会拥有全部的股份,它也没有合法的权力来干预公司的日常运营。这是管理董事会独有的领地。因此,即便监督董事会,也就是德意志银行,打算撤换德国金属公司原有的管理层,也不可能做到。当然,除非出现一场危机要求监督董事会进行紧急干预。

如果只有一场危机才能使控股股东换掉自己选出的经理人员,那么你大可不必为这种“危机”只是德国公司管理模式一件极其普通的副产品而愤愤不平。实际上,有些人认为这才是德国金属公司一案真正的症结所在。无论出于什么考虑,德意志银行希望替换原先的管理董事会,于是为实现这一目的,就加速了一场危机的爆发。

姑且不论所有这些法律上的细微差异,如果德国的各家大银行对公司管理层没有法律上的支配权,也有事实上的控制权。因此,公司管理问题最终还是要落到管理银行的那些人身上。而在这一点上,我必须告诉你们,我的一名德国学生目前正在撰写一篇关于德国公司股票交叉持股的论文。为了揭示谁是真的所有者,他建立并求解了若干组联立方程,其中设定德意志银行持有奔驰公司的一部分股份,而奔驰公司又持有德意志银行的一部分股份等等。

上周的一天,他非常不安地走进来,说:“我想我已经找到谁拥

有德意志银行了。就是德意志银行自己。”那时，我无法说这个结论究竟是对还是错。学生们的计算过程总是要经检验多次才能下结论。但是那个结论确实在理论上说得通。德国数千亿马克财富的最终控制权竟然掌握在一小撮自我选择、自我延续、只对自己负责的银行家手中。

如果这套体制真的能设法让最优秀、最出色的银行家负责这项工作，并且这些挑选出来的银行家确实能有效履行监督责任的话，那么这个国家就会不断走向繁荣。至于德国的大公司，我的确也持同样的看法。但是，德国正在使自己置于过分关注管理模式和资源接触机会的不幸境地。在美国，至少我们从来没有准备用未来的经济发展去冒险。我们对市场和竞争的信任胜过相信银行家。而且我也不认为德国金属公司一案会使我们改变我们自己的这些认识。

本文为作者在慕尼黑大学(1995年6月12日)的一次演讲。



## 第十四篇

### 中国公司管理的战略选择

在我看来,中国大型国有企业改革对国家的长期发展至关重要,这不仅有我后面将要谈到的微观经济效率方面的原因,还有保持宏观经济稳定的考虑。目前,亏损国有企业中存在着大量的资金浪费现象——我们得到的报告表明这类问题极为普遍,这些浪费构成了中央政府财政赤字中的一部分。由于中央银行的贷款不是拿来弥补因此造成的财政赤字,就是直接用于弥补企业的亏损,因此更大幅度的价格上涨在所难免。

假定目前可供中央政府选择的筹资方式不变,那么,通货膨胀也许是弥补财政赤字缺口的一种成本最低的方式。但也不能绝对地说,实行通货膨胀就是一种低成本策略。它会带来国民努力和国家资源的大量浪费——如果政府屈服于实施价格管制的诱惑,这种浪费会更加严重。价格管制在任何时期内不仅不会有效地抑制通货膨胀,相反还会弱化生产的动机并滋生腐败,这实际上将使情况更加恶化。

因此,国有企业的改革和重组对于减轻通货膨胀的压力十分必要,但这也绝非一条平坦的道路,因为我们所说的许多大型亏损国有企业实际上是一座座城市而不是生产经营性公司。企业中纯粹的经营性部分必须设法与企业现在提供的学校、住房及其他市政服务分离开来,这样才能使企业的各个组成部分能够独立地进

行管理和融资。如何实现这种分离？这是我要留给本次会议上的其他发言者来回答的问题。我打算着重谈谈与改革和重组有关、同时也与我的专业领域——金融学——更为接近的另一类问题。改革实际上就是为经济学家们所谓的“公司管理”选择一种战略。你如何能确保企业的管理者能为那些合理的、有利可图的项目筹集到所需的适量资金而不是超量资金呢？企业管理者在经营中应遵循什么样的标准或评价指标？谁来决断管理者是否真正在成功地运用企业的资源？而如果没有，又由谁来决定用更好的管理者取代原有的人选？

为不致你们的期望过高，请允许我先声明一点，对公司管理问题至今还没有形成一个得到广泛接受的解决办法。这个主题是日前许多人争论的焦点，不仅在美国，在许多其他国家也是如此。在这里，我只不过为大家粗线条地勾勒一下这方面大量研究的一些主要轮廓。我的话不是一个全面性的评述，而是更类似于中国古代水墨画的风格，只用几条粗线和一些点就清晰地描绘出一只栖息在柳树枝上的小鸟。

从总体上讲，目前还没有关于公司管理最佳形式的一致意见，这对中国人来说其实是一件好事。在改革进程的初始阶段，中国仍还可以选择最适应当前需要的管理类型，而不必拘泥于有可能成为成熟经济负担的那些特点。

虽然我强调公司管理的重要性，但这并不等于决定管理战略就是你们必须面对的唯一重大难题。针对那些必须进行清算的企业，你们也应建立高效率、低成本的破产企业快速重组程序或可用资产再利用程序。你们还要建立一套不致扭曲投资和融资积极性的公司所得税制度。这些问题没有一个容易解决或已经解决，而你们又有一系列让人手足无措且相互抵触的可供选择模式。但是，你们还是必须进行选择，而且越早开始考察这些模式，结果便越有利。

## 公司管理的主要模式

在谈到管理时，如果你们不介意我的这种过于简单化的概括，就会发现，在西方经济学中有两种主要的管理模式：一种是日本和德国的银行主导型模式，另一种是美国和英国的股东主导型模式。在日本和德国的大型公司管理模式中，一家大银行既是一名主要的贷款人，同时也是一名主要股东——如果不是控股股东的话。由于银行提供了那么多的资金，同时拥有那么多的股票，因此实际上是主导银行选择了公司的高级管理层。通常，在赋予经理人员以相当可观的日常营运决策自主权的同时，主导银行对整个公司的总体情况也保持着严密的监控。

相比而言，在美国模式下，银行在普通公司中不能持有股份，更不能持有控股股份，除了在公司破产重组过程中以债权转股权的形式接收一部分股份以外。而即便如此，银行也必须尽快处理掉这部分股份。虽然债权银行肯定会对公司的管理层施加一些影响，但选择和更换经理人员的权限仍然保留在公司董事会手中，而董事会在技术上则是股东选举产生的代表。

尽管第二次世界大战以来日本和德国拥有令人难忘的经济增长记录，尽管从表面上看美国近年来的经济增长速度缓慢，但对中国来说，对其中任何一种模式的借鉴和引入在木已成舟之前，先弄清楚它们各自的优劣所在，无疑是一种明智的选择。人们通常认为，德国和日本模式的巨大优势在于它能够解决所谓的投资不足问题。

在公司管理中，我们既要关注高回报项目上的投资不足问题，也不能忽视低回报项目上的投资过度问题。由于德国和日本银行是局内人而非局外人，以及银行从一开始就介入公司的战略决策，因此，公司经理人员大概能用一种长远眼光来看待那些回报率较

高但延迟获取的资本密集型投资。而美国公司在理论上也可以通过在公开的资本市场上出售证券而筹集到相同数量的资金。但要使外部投资者确信项目的盈利性时,它们还要冒将公司战略的主要内容暴露给竞争对手的风险。一旦项目在进行过程中遇到暂时性的短期困难,外部投资者可能就会对整个事情产生误解。这时公司股票的价格会出现急速下跌并进而导致管理层变更。面对上述风险以及常常由外部融资支持枯竭所致的破产可能性,公司可能永远也不会去向高回报项目投资。大好的获利机会就这样白白错过了。而这正是我们要讨论“投资不足”问题的原因所在。

根据推测得出的有关日本和德国在管理中如何克服投资不足这个问题的案例,大量充斥于各类学术文献之中。特别是在日本经济的繁荣时期,我们反反复复听说大型项目需要大量的资金,尤其需要确保资金来源不致被中途切断。

## 投资过度问题

即使与银行的密切联系确实有助于德国和日本公司克服投资不足的问题,但公司借助于这种关系从银行那里似乎能获得无限资金的权利,也常常可能导致出现相反的问题,这就是投资过度问题。我们从日本惨痛的经验中可以清楚地看出,许多公司已将资金投向那些不仅无法获得正投资回报率,也投向就连初始投资也难以收回的资本过度密集的工厂。我甚至都无须提及日本人在国内外注入到土地和办公楼上的数万亿日元投资。在80年代的全盛时期,日本公司有时进行的投资看起来就好像资本没有成本或没有多少成本一样。如果你将未来价值折现时使用的利率过低,那么,几乎所有的投资计划——无论多么愚蠢——似乎都能稳赚不赔。

当然,指出德国和日本的管理模式尤其不利于避免过度投资问题,并不是说美国的模式就能完全克服同一缺陷。很显然,美国

的模式也不能避免这一个问题。实际上，投资过度问题最早是由阿道夫·伯利(Adolph Berle)和加德纳·米恩斯(Gardiner Means)在30年代针对美国公司管理的一份著名的研究报告中提出来的。伯利和米恩斯提醒人们注意所有权和控制权之间的差别，这种差别在美国大型商业公司中被不断扩大，尤其是在20年代(一个经济快速增长时期，很像中国目前的情况)，以及在大多数像IBM、通用电器、通用汽车这样目前尽人皆知但那时才刚刚成立的美国商业巨头向公众大量出售普通股的过程中。关于这一点，我要指出的是，福特汽车公司——另一家著名的汽车业巨头——却是这种标准的、由股东所有的模式的一个重要例外。在60年代以前，福特公司一直是一家只有很少一部分外部股东的家族所有式公司(就像不喜欢外部股东一样，亨利·福特也不喜欢银行家。他依靠内部资金成功地解决了公司增长所面临的资金问题，但和许多其他企业家一样，他也没有处理好管理延续性的问题)。

虽然实践证明，向外部投资者出售股份在20年代是像通用汽车公司这样的公司获得增长资本的一个主要来源，但伯利和米恩斯指出，这种外部投资者数量过多、遍布全国——实际上是遍布全世界——的事实表明，真正控制着公司的是自我选择、自我延续的经理人群体而不是公司股东。在如何使用公司营运所得资金的问题上，经理人员实际上拥有完全的、无可争辩的处理权。而正是这种控制导致了过度投资。经理人员能够不将公司营运所得作为股息分掉(而通过在市场上发行新股来为新的投资筹集资本)，而是在他们认为合适的时候用这些资金进行再投资。事实上，他们也正是这样做的。

尽管伯利和米恩斯在30年代以及其后的其他许多批评者都已看出，公司管理层有权将流动资金不用于支付股息，是对所谓拥有公司的股东的利益的潜在威胁。但重要的是，你要记住情况并非总是如此。如果公司将营运收益用于再投资而非支付股息，而这些

新投资的收益又高于投资本身的机会成本——也就是高于股东自己投资的结果,那么,股东根本不会遭受什么经济损失。那些保留下来并进一步带来盈利的收益会表现为更高的股票价格——即所谓的资本利得,由于美国的收入所得税法对资本利得通常采取较为优惠的政策,因此,对许多股东来说,这样做实际上比支付现金股息更划算(顺便说一句,如何依据所得税法处理资本利得,也是中国最终必须解决的一个问题)。

虽然在公司管理层投资决策明智的前提下,用收益再投资所获的资本利得可以抵销减少的股息,但伯利和米恩斯及后来的批评者都指出,没有什么能够确保这种结果的出现。公司管理层实际上并没有什么动力要使股东的资金得到最佳的利用。当你的勇敢行为主要是在使他人获益时,干嘛要去碰运气以及冒丢掉工作和额外收入的危险呢?简言之,当所有权与管理层相分离时,对风险的厌恶和自甘平庸就相应成为当今公司管理的主流。也许事情还会更糟:经理人员可能会将流动资金完全用于建立他们自己的私人王国,用企业集团中盈利企业的利润去补贴亏损企业——将总收益维持在不致使股东们反对这么做的水平上,但却远不能体现最大的股东权益。因此,如果顽固且平庸的经理人员为自己的公司少保留一些营运所得,而将这些资金以股息或股票回购的形式,返还到资金能被重新用于高回报投资项目上的资本市场,那么,股东们以及整个国家的状况都将由此而得到改善。

### **管理激励和投资过度问题**

虽然公司投资过度以及不同盈利水平企业之间的相互补贴问题最初是在对美国公司的研究中被提出来的,但这对中国自己的国有企业以及存在类似情况的德国和日本来说,也是一个较为普遍的管理通病。事实上,我认为这个问题在德国和日本的情况比在

美国还要糟。由于美国大型商业公司必须要在生机勃勃的股市环境中生存,所以在对那些能使投资回报率高于投资本身的机会成本的经理人员给予奖励(以及对做不到的那些人予以惩罚)方面,美国公司的董事会比德国和日本的相应机构拥有更多归自己支配的“控制杠杆”。正是由于构造巧妙的股票期权与相应的股市回报联系在一起,才使得美国经理人员受到的激励比在竞争性的管理模式更能准确地将其行为调谐到公司的业绩上去。

在德国的银行主导型模式中,有这样一个事实,即经理人员很少有机会浪费公司的资金。银行直接或间接地为其客户公司提供了更多的资本,并通过收取利息的形式从这些公司拿走了更多的资金。然后,银行将这些资金再分配给自己的这家或那家客户公司,实际上起到了用个人裁决替代市场裁决的作用。

当然,如果一个国家拥有许多极其精明、极富奉献精神银行家,那么这种体制可能会运转得相当好。但如果他们不是那么精明的话,又会怎么样呢?德国的每个人又怎么能知道这种情况呢?毕竟,掌握控制权的德国银行家们构成了一个封闭的社会。每家银行都持有其他银行的股份。每个银行家都是其他银行的董事;他们彼此都认识,他们是亲密的朋友,每个人都愿意掩盖其他人所犯的过错。由于他们从来不必面对外部的裁决,因此没有一个人能够说得清他们的投资决策到底是好还是差。

虽然股票市场在日本的作用比在德国要大一些,但不幸的是,日本的体制像德国一样也具有许多类似不幸的闭型回路控制特征。不过,股票市场在日本和德国的这种作用差别并不明显,因为大藏省时常对市场的干预使股票价格受到了明显武断的影响,这就相应构筑了抵销其股市作用的基础。因而,也很难构造针对优秀业绩的奖励机制。

但更糟的是,德国和日本的模式使银行及其经理人员得以不必面对那些被许多观察家们视为最具挑战性的任职者所要对付的

现实：恶意性接管。由于存在着大量的交叉持股——就好像在互派人质，因而德国和日本实际上都还没有发生恶意接管。美国发生的恶意接管也不像有些外国观察家们认为的那样频繁，但至少发生这种接管的威胁时常存在。尽管有许多种防止恶意接管的措施，但即使像 IBM 和通用汽车这样的商业巨头也不会认为自己最终能躲开外界的惩罚。近年来，由于受恶意接管的威胁（以及产品市场激烈竞争的影响），这两家公司都大幅度缩小了营运规模并进行了结构重组。

这样，在我看来，主要有两种管理模式：一种依赖于资本市场，尤其是利用自由、繁荣的股票市场对大公司的经理人员进行评价、奖励和惩罚；另一种是绕过资本市场，将这种评价和激励任务交给一个自我封闭、自我延续、由银行家和经理人员构成的团体去完成。

我想你们目前已经明白了我在这个问题上的立场。这样，我准备结束对这一问题的评论。我相信，你们中的许多人与大多数经济学家一样，都会认为，我浪费了太多时间来谈论纯粹的理想境界——而不告诉你们如何才能到达那里。幸好，本次会议上的其他发言者中也有人对此问题感兴趣。

本文为作者在由中国经济协会与上海社会科学院联合主办的中国国有经济改革研讨会（1995年7月19日，上海，中国）上的主题发言。



## 第十五篇

### 财务杠杆

根据阿尔弗雷德·诺贝尔的意愿，这项奖金应授予一项“重要的发现或发明”。为此，从一开始就要澄清这个问题，即我获得这项奖金是基于前者，而非后者。与1990年诺贝尔经济学奖公布之后的有些报道恰恰相反，我并不是杠杆收购的合作发明人。这种交易较之其他类型的金融交易，逐渐演变成为被人们信以为真的80年代金融过剩的象征。在弗兰科·莫迪利亚尼(Franco Modigliani)——1985年诺贝尔经济学奖获得者——与我就财务杠杆和资本成本问题，于1958年发表我们合作的第一篇论文之前，一家企业中年轻、活跃的经理人用借入的资金，从已告退的发起人那里(或其遗产中)购得控制企业所需的股票，这样的杠杆收购早已是企业活动中人所共知的一个特征。80年代的杠杆收购，其不同之处仅仅表现在收购的规模更加庞大，收购的对象不是私营企业而是公众所有的企业，收购常常体现为恶意性的接管。

所谓弗兰科·莫迪利亚尼与我应对发明这些接管负责的说法，绝对会让人啼笑皆非，因为我们在莫迪利亚尼-米勒定理(以下简称莫-米定理——译者注)中贯穿的一个核心思想就是，一家企业的价值与其资本结构没有任何关系。由于受制于下面提到的一项重要限制条件，你不能指望仅仅依靠扩大资本结构中的杠杆比率，就能让企业的股东获得增值。投资者不会为了企业进行杠杆营

运就支付一块溢价,因为他们也总在利用个人账户中的借入资金来扩大自己的投资规模。尽管从莫-米定理中能得到这种看似非常明确的预言,但是 80 年代的杠杆收购照例将 40% 多的溢价报告给股东,有些情况下甚至高达 100%。请注意,所有这些溢价都是在扣除投资银行家收取的巨额手续费后的结果。

前述针对莫-米定理的那个限制条件,涉及到利息支付在未合并的美国公司所得税中的扣除问题。正如我们在 1963 年的那篇论文中所表明的,这种税前扣除能使杠杆营运产生大量的收益。总的来讲,这种税收驱动型收益可从企业债务比率在 80 年代的普遍上升,以及近来具体的几起杠杆收购和自愿性重组等上面得到反映。但是,在扣除杠杆化资本结构的抵销性税收成本(诸如我在 1977 年的“债务与税收”以及其后的几篇论文中所讨论的内容)之后,单单是税收节减还不能令人信服地解释杠杆收购所带来的溢价。

## 公司杠杆营运

### 杠杆收购:收益到底来自何处

实际上,杠杆收购在 80 年代所获得的巨大收益,主要并不是来自近来颇引人关注的金融领域,而是历史更为悠久的经济学领域,即产业组织。说产业重组或许更为贴切一些。米哈依尔·戈尔巴乔夫(Mikhail Gorbachev),这位 1990 年诺贝尔和平奖的获得者,将 perestroika 一词广为传播,而 80 年代实施杠杆收购的企业家们却将其付诸于实践,而且是以本世纪初以来前所未有的规模展开,许多大企业被 J. P. 摩根和约翰·D. 洛克非勒这些主张合并的企业家们组合在一起。

通过重新集中企业的控制权和重新配置企业的资产,实施杠杆收购的企业家们在提高企业实际运作效率方面取得了极为可观

的收益,这种现象已为一大批学术研究所充分记载(Kaplan, 1989)。但是,这种对杠杆收购及接管的正面评价,与大多数公众所普遍接受的观点,仍相距甚远。有些人着眼于恶意性接管之后出现的临时解雇和工厂关闭,尽管这两种现象在没有接管困扰的美国汽车产业中屡见不鲜。还有人担心,这些短期收益的取得会以牺牲将来获取更高盈利的机会为代价——这种争论首先假定市场不会准确地计算贴现值。甚至还有人顾虑,即使在企业实际运作效率方面有所收益,也会为用于重组的财务杠杆的附带损害所抵销。

### **公司杠杆营运面临的问题:是真实的还是虚构的**

此次演讲将主要针对上述担心和顾虑而展开。诺贝尔基金会的章程规定:领取诺贝尔奖时的演讲主题“应当围绕授奖的成就或相关的内容”,就我个人而言,这就是要讲一讲莫-米定理。在这里,我不打算对该定理进行简单的回顾,或者对其引发的一系列研究予以讨论(这项任务已经完成,见 Miller, 1988),而是要表明这些定理与当前针对财务杠杆被过度使用的忧虑——这些忧虑在某些方面已快接近歇斯底里了——有何关系。我首先要论证的是,垃圾债券市场上的高额损失和违约并不意味着发生了过度使用财务杠杆的情况;其次,尽管听起来有些自相矛盾,在公司营运过程中提高杠杆比率并不会增加整个经济活动的风险水平;第三,对那些杠杆比率较高的企业来讲,目前其财务困境所牵连的主要是私人成本而非社会成本;最后,资本市场自身拥有控制杠杆比率过高的机制和办法——目前这些机制和办法俯拾即是。近来,为了把这些内在的市场机制搁在一边,我们的管制者采取了摧毁垃圾债券市场和向银行杠杆信贷给予更多的直接控制等做法,这样就使上述管制性干预对所有出乎人们意料的后果难辞其咎。对美国经济的某些重要部门来说,这些干预降低了营运效率,提高了营运成本(在这种情况下,主要是资本成本)。

当然,说当前强调杠杆比率过高的弊端有可能是虚惊一场,并不表明情况一切良好。我的意思不是想说:“放松些,高兴些,不要担心。”但是,我们应当关注那些摆在我们面前的严峻问题,例如,我们没有足够的力量来理智地控制政府支出,或阻止我们曾引以为豪的公共教育制度的不断恶化进程。还是不要把我们自己有限的精力放在像财务杠杆这样次要的、可以自我调整的问题上。

## 公司杠杆营运的私人成本和社会成本

就有些人来说,对 80 年代财务杠杆在美国被过度使用的指责如此显而易见,以致不必再要什么详尽的材料。在目前有关新的或悬而未决的违约案件的报导天天见报的情况下,债券过量发行的哪些证据还能比 1989 年底大批垃圾债券发行人的破产更有说服力呢?

### 垃圾债券:只不过是另一种风险证券

要从这个过于一般的角度展开,就得将论述重点放在“债券”一词而非“垃圾”两字上。实际上,债券就是答应支付的承诺。债券的发行人确实也想信守自己的承诺,但由于竞争性或周期性的原因,企业的现金流量难以满足约定的支付义务,因而这些承诺就无法再得到遵守或至少不能得到完全的遵守。

当然,垃圾债券的购买者也希望发行人能信守承诺。但他们显然并不指望这种信守。要避免陷入那种最不可能脱身的僵局,只须让垃圾债券的收益率预期(根据马克维茨的方法,按各种情况出现的可能性加权计算)低于名义或约定的收益率即可。那些在形势不错年份中可能实现的较高收益率,常被当作是对在糟糕年份以及整个垃圾债券投资组合中可能出现的劣质债券的补偿。简言之,较高的名义收益率本质上是一种风险溢价。在 1989 年,对许多先前

发行的垃圾债券来讲,这种风险发生了。

虽然在财务上将违约假定为令人不快的事后结果,而非对其事前的系统性错误判断,看上去像一种传统的观点,但还无法站得住脚。垃圾债券收益率的时间序列仍然过短,与那些公认的资产定价模型(例如威廉·夏普及其后继者的模型)相比,仍不足以判断这些收益率是否确实异常地过低(或可能甚至是异常地过高)。到目前为止,这些异常的资产类型还为数甚少。就其实质来看,高收益债券还不足以划入异常的资产类型之中。

有人可能会把我这种对待垃圾债券上已变现风险的公正做法,疑为类似地震或干旱那样的外部冲击。他们声称,肯定就是以垃圾债券为代表的大规模使用财务杠杆,导致了经济总体风险水平的升高。然而,就这一点来看,无论是一般意义上的现代金融,还是特定的莫-米定理,都展示了一个与之不同的、并不直观的意见。

### 公司杠杆比率的提高是否增加了社会承受的风险

想象一下,作为一名令人肃然起敬的金融学教授,你正和一名头发同样灰白的公司财务总监对话,这名总监与其绝大多数的同行一样,认为财务杠杆的确提高了风险的整体水平。“你得承认,教授,”他很可能这样开始,“提高公司资本结构中的杠杆比率会使余下的股本承担更多的风险。对不对?”你说:“对。”例如,一家负债与股本比率为1的公司,其所有资产的收益率为20%,在向拥有最先索取权的债券持有人支付10%的收益,则公司的股东就会获得30%的收益率。要是全部资产的盈利能力降低25%,也即收益率降至15%,那么股本收益率的下降幅度就更大(在本例中是33.33%)。毕竟,这也正是我们使用“杠杆”一词的原因所在。正像我在这里的同伴——哈里·马克维茨和威廉·夏普——所说的那样,在使用财务杠杆的公司中,预期收益率的可变性越高,意味着该公司股东承担的风险就越大。

那名财务总监继续发问：“还有，教授，进入资本结构的任何债务，其风险性肯定只增不减。这些新增的债务与先前存在的其他债务相比，其信用等级只能更低，利率更高，对不对？”“对。”你再次同意，理由和前面一样。毫无疑问，债权人在偿付顺序中的排名越靠后，其索取权承受的风险就越高。

现在，这名总监准备进行最后一击了。“杠杆营运增大了股本的风险，也增大了债券的风险。这样，它就会提高整个风险的水平。对不对？”你说：“不对。”并准备打出莫-米定理这张牌。莫-米定理是金融上的守恒定理。在这里，不变的是公司营运性资产的收益所承受的风险。在一家公司的资本结构中，杠杆比率的升高或降低，只能起到在该公司各类证券持有者之间重新分配这种风险的作用<sup>[1]</sup>。

要观察风险转向何处，可以考虑以下这个案例。假定一家企业共有 10 名证券持有者，其中 5 人持有该企业的债券，另外 5 人持有彼此数量相同的股票。再假定这些债券的利息没有任何风险。该企业的全部风险由 5 名股东承担，当然这些股东获得的收益比那些无风险的债券明显要高。现在，其中的 2 名普通股股东意识到自己负担的风险超出了他们所能承受的水平，要求将自己持有的股票换为债券，但他们也知道，这些换来的新债券在获得利息时并不是没有风险。为不致影响老债权人的索取权，新债券在偿付时必须排在老债券后面。所以，2 名新债券持有者希望他们获得的收益率比老的无风险债券要高，但比先前持有的风险更高的普通股要低。这样，7 名债券持有者的平均风险和平均预期利率都出现了上升。与此同时，其余 3 名股东承担的风险也相应增大（因为那 2 名转为债券持有者的股东对企业收益拥有优先于其余 3 名股东的索取权），他们的预期收益也随之提高。这两类资产负担的风险虽处于平均水平，但总的风险水平却仍处于那 2 名股东更易证券类型之前的状态。余下 3 名股东所增加的风险，正好是那 2 名成为次级债

券持有者的前股东所减少的风险<sup>[2]</sup>。

### 财务杠杆与财务困境自身所致的巨大成本

这种总体风险可能不致因某些人所能认可的杠杆比率的细微变动而发生改变,但在杠杆比率增加到使破产几近于成为现实时,情况就不是这样了。杠杆比率愈大,发生这种不幸事件——即出现财务困境——的可能性就愈高。

实际上,只要满足下列限制条件,即使在违约这种极端的情况下,莫-米风险守恒定理也仍然有效。这一结果多少显得有些自相矛盾,但这仅仅是因为破产一词在情感和心理学上的含义比其在严格的经济领域内的概念更有影响力。从一种不受个人情感影响支配的财务观点来看,一次违约只意味着目前的股东失去了其在企业中的全部股本。可以这么说,他们的优先认股权已不再有效。现在,债权人成了新的股东,他们原先拥有的索取权所得到的回报就是违约企业剩下的全部资产。

前述风险守恒定理的限制条件是,当企业处于连续经营的状态时,债权人向债务人索取资产的过程本身会在原有的风险和成本之外产生新的风险和成本。在财务困境自身带来的这些成本中,有一些甚至在发生违约前就可能出现了。像一些诗人一样,债务人不会那么“优雅地走入那个美好的夜晚”。他们会拼命挣扎以维持自己企业的存在,即使有时根据任何一种理性的测算,这些企业消失掉比苟延残喘要更好。在维持企业生存的过程中,破产程序极大地加强了他们在与债权人谈判中的实力,这常常使债务人得到帮助。然而,有时也会出现相反的情况,过于贪婪的债权人会迫使本可以存活下来的企业进行破产清算。从这里,我们可以得到的一个确定结论是,一旦这一争执被诉诸破产法庭,这些经常延长的谈判中的所有各方都将求助于各自的律师,而律师费又吞噬掉一部分本可供债权人清偿的资产。对小企业来讲,破产过程的直接支出将

消耗尽整个主体财产,当然这些费用都属于固定成本,而在大企业破产时,这些支出在全部回收价值中仅占很小的一部分。总的来看,即使破产的直接成本有时被看作是对社会财富的一种完全的浪费,但它与整个经济的总体规模相比,也是微不足道的<sup>[3]</sup>。

### 财务困境的成本:是私人成本还是社会成本

尽管财务困境本身引起的成本并不高,但破产确实是件令人痛苦的悲剧。即使像唐纳德·特朗普这样不受公众欢迎的人物,在其就过于艳丽的塔杰·马哈尔娱乐场的控制权与债权人展开较量时,也几乎成为公众同情的对象。然而,即使他失败了,损失也是他自己的,而不应由社会来承担。特朗普的娱乐场及相关建筑物仍将屹立在那里。唯一的区别就是门上的标志改为:处于新的管理之下<sup>[4]</sup>。

孤立的破产案件带给社会的后果或许可以不予考虑,但是有些人认为,成群结队而来的破产风潮却不能这样对待。他们担心,任何一家负债过重企业的破产都将给其负债同样过重的供货商们发出冲击波,进而导致更多的破产,直到整个经济最终陷入一团混乱为止。然而,无论是在经济学上还是在金融学上,都找不到多少有力的证据来支持财务杠杆所致的这种“破产乘数效应”或扩散效应。如前所述,破产企业并不会从地球上消失。虽然这些企业的所有权易主且营业规模有时还会缩小,但它们常常可以继续营运,表现得同以往一样好。即使它们被清算和关闭,其存货、设备与装置、雇员以及客户也会流向其他企业。破产企业错过的那些有利可图的投资机会,如果不是立刻被其他企业所抓住,也会在经济环境适宜的时候为它们所利用。近年来的宏观经济学研究表明,许多过去我们认为不可避免地损失在商业周期中的产出,实际上只是些被延迟的产出,尤其是在耐用消费品行业中,更是如此。

当然,说破产企业的人力和资本资源最终将被重新利用,并不



意味着失去雇佣状态所导致的个人成本不值得重视,特别是在这些成本广泛存在的情况下。所有的现代经济都在采取措施以减缓在人力资源转向其他用途更好的过程中所出现的这些痛苦,或许各国政府在这方面应该采取更多的行动。然而,就像东欧经济正在表现出的那样,迟滞或阻止资源的必要流动同样会带来社会成本,从长期来看,这些成本甚至会更高。

这种将破产视为只与私人成本有关且不致产生严重外部性的、较为温和的观点,看起来可能要被 30 年代初持续不断的破产浪潮所推翻,但这种情况实际上并没有出现<sup>[5]</sup>。与公众普遍的认识恰恰相反,破产浪潮并没有带来大萧条。真正的因果关系是经济大萧条引发了破产浪潮而不是其他。1929 年股市的崩溃和 1931—1932 年间美国银行体系的瓦解给人以整个灾难是由金融引起的印象。但那次灾难并不像有些人所说的,是财务杠杆被过度使用后的另一次郁金香泡沫的破裂(实际上,近来的研究已经开始置疑最初的郁金香泡沫是否真正存在,但这是另外一回事;参见 Garber, 1989)。将一次正常的下跌转化为具有史无前例严重性的大萧条的责任,应主要由联邦储备体系的负责人来承担。作为向公众和银行体系提供偿债能力的最后一道防线,他们并没有充分履行自己的职责。美国的货币供给在 1930—1932 年间减少了 30%,这使得整个经济和价格水平与之一起下降。在这种情况下,即使是 AAA 级信用看起来也和垃圾债券没有什么区别。

当然,这种噩梦般的情形在目前条件下仍有重复的可能,但是直到最近,大多数经济学家还一直将其视为极度不可能发生的事情而不予考虑。人们知道,美联储的现任主席及其下属们已经研究了 30 年代的那次不幸事件,而且也充分掌握了其苦命的前任如何以及为什么会铸成如此大错。在 1987 年 10 月 19 日股市暴跌(以及 1989 年 10 月 13 日微型暴跌)之后,美联储为支持整个银行体系的流动性所采取的适当行动表明,该机构已经汲取了教训。但目

前,仍有人担心,美联储维持整个经济的流动性及其信用体系的意愿和能力,正在为针对储蓄贷款业危机的过头管制性反应所破坏。从某种程度上讲,对由市场来控制杠杆比率过高的内在作用估计不足,导致了这种过头反应的出现。

## 公司杠杆营运的自我调整趋势

究竟是需求变动与供给变动的哪种结合,触发了80年代杠杆证券的急剧膨胀,终将被未来的经济史学家们弄清楚。我在这里主要强调的是,无论我们讨论的是汽车,或是杠杆化股权,抑或高收益债券,市场对偏好变动(或生产技术变动)的反应总是有限的,而且是可以自我调整的。对任何商品来说,只要制造商将供给的增速提高到快于购买者需求增长的程度,价格就会下跌,产出最终也会缩减。金融市场也同样如此。如果策划接管的企业家们高估了公众对垃圾债券的需求,那么他们不得不向这些债券的购买者支付较高的利率,从而吞噬掉一部分本应由他们自己从这些交易中得到的收益。进一步使用财务杠杆的进程将因此而被放慢,甚至可能出现相反的情况。

甚至在政府采取一连串的行动(包括对某些主要的投资银行家和垃圾债券的做市商提出犯罪指控、强迫处于困境的储蓄贷款机构处理掉垃圾债券的存货,以及对商业银行的杠杆信贷给予更严格的管制),以破坏高收益债券市场的流动性之前,那种与上述内在的放慢进程极为相似的变化在1989年就已初露端倪。那时,不仅高收益债券的发行计划被搁浅,而且许多杠杆比率较高的企业也转向用股权替代目前这些高成本的债务<sup>[6]</sup>。

### 垃圾债券与储蓄贷款业危机

强调市场对杠杆比率走高所拥有的强大内在抑制力,并不意

味着谁持有这些杠杆证券的问题就无关紧要。美国的储蓄贷款机构就不应用政府担保的存款去购买这些高风险的垃圾债券。然而，这些储蓄贷款机构在垃圾债券上的损失并不是整个悲剧的关键所在。当前围绕储蓄贷款机构投资垃圾债券的种种叫嚣，只不过是会将人们的注意力从那些扩大政府存款担保范围和鼓励储蓄贷款机构从事这些收益高、风险也高（与其传统的长期住宅抵押贷款相比）的投资的人身上转移开来。

有些人以补偿那些提供利率固定的长期抵押贷款的机构所可能遭受的利率风险为由，来为政府扩大存款担保范围进行辩解。然而，先不论提供抵押资金是否存在其他的、不易受到冲击的途径，就像大多数金融专家所预言的那样，存款担保是对住宅所有权的一种最不幸的资助形式。由于储蓄贷款机构的所有者从这些存款担保上面获得了相当的主动权，因而可以大肆从事那些不经济的投资项目。相比之下，垃圾债券在有些项目中反倒成为安全的投资。这些项目成功了就是储蓄贷款机构所有者的盈利，失败了则由保险基金来承担损失。

然而，关键还不仅仅是让这些企图推翻市场的这一裁决——即具有强大政治力量的产业在经济上没有生存力——的做法承担相应的责任。如果从储蓄贷款业危机中得出不当的教训，其后果会远远超出该产业范围之外。马克·吐温(Mark Twain)，这位美国幽默作家曾经说过，一只猫只要跳上过一个热炉子后，就再也不会往炉子上跳，即使是个冰冷的炉子。看起来，我们的商业银行监察员遵循的正是这一模式。商业银行现在可能不是个相当冷的炉子，它至少是个具有一定生命力的产业。此外，与储蓄贷款机构不同，商业银行在金融业中扮演了一个重要的角色；此外，它们也为投资者提供了直接进入公开证券市场的机会，这一点很少为人所知。监察员因从储蓄贷款业危机中得出了错误的结论而给予商业银行贷款以严厉的限制，将首先提高这个重要部门的资本成本，进而降低

其资本的使用效率<sup>[7]</sup>。

这些及相关的管制性限制是否已经导致了一场以往与货币交易有关的那种“信用危机”，至今还是一个颇有争议的问题，但我宁可将其留给货币和银行方面的专家去解决。作为一名金融专家，我关注的问题是当前反对财务杠杆的这种歇斯底里症会带来哪些更不易察觉的长期后果。这种歇斯底里症已经使高收益债券的流动性丧失殆尽。目前正在遭受猛烈攻击的金融期货市场，至少在美国是下一个可能被取缔的对象。

金融领域中的许多学者在看待这些针对金融市场——特别是新出现的市场——的无端攻击时，多少有些慌乱。但他们中的大多数人采取了一种与争论旋涡保持一定距离的态度。与经济学中那些传统的领域不同，金融领域中的焦点不是公共政策问题。我们注重的是实证经济学而非规范经济学，追求的是基于简单但组织严密的理论基础之上的实证研究。既然我们的领域可以说是时代的正式产物，或许能够说服我的同行们不时从他们的数据库探出头来，让更广泛的读者关注这一领域的进展，尤其是我们在公共政策方面的洞察力。

本文为作者在瑞典皇家科学院领取诺贝尔经济学奖时的演讲（1990年12月7日，斯德哥尔摩）。© *The Nobel Foundation* 1990；发表于 *Journal of Finance*, Vol. XLVI, No. 2, June 1991。本文初稿曾得到我的同事 *Steven Kaplan* 和 *Robert Vishny* 的有益评价，在此深表谢意。

## 参 考 文 献

Garber, Peter, "Tulipmania." *Journal of Political Economy* 97 (June 1989): pp. 535~560.

Kaplan, Steven N., "The Effects of Management Buyouts on Operations

and Value." *Journal of Financial Economics* 24 (June 1989); pp. 217~254.

Miller, Merton H. "Debt and Taxes." *Journal of Finance* 32 (May 1977); pp. 261~275.

Miller, Merton H. "The Modigliani-Miller Propositions after Thirty Years." *Journal of Economic Perspectives* 2 (Fall 1988); pp. 99~120.

Modigliani, Franco, and Merton H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment." *American Economic Review* 48 (June 1958); pp. 261~297.

Modigliani, Franco, and Merton H. Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction." *American Economic Review* 53 (June 1958); pp. 433~443.

## 尾 注

- [1] 在我们的初稿中,企业全部资产的实际收益情况被给定且不受财务决策的影响。其后的研究主要是,鉴别实际收益与企业财务各方彼此之间众多可能出现的相互影响,但是这些影响对企业风险的作用并不总在同一方向上,它们在这里的重要性相对次要一些。
- [2] 顺便提及的是,即使这2名改变持股的股东选择优先股而不是次级债券,也会得出同样的结论。虽然会计师们将优先股归为股本,但它们在功能上等同于次级的债务。实际上,在本世纪30年代公司税率的急剧升高,使优先股让位于那些享有同样优先权、收益可在税前扣除的证券之前,优先股在筹资活动中就是被当作次级债券来使用的(也常常因此受到报界的批评)。
- [3] 破产(更一般地讲是财务困境)本身所致的成本,从总量上看可能微乎其微,但它们确实存在。这样,可以在标准的福利经济学中,找到消除未合并的公司所得税对债务私下补贴的理由。要在债务和股本之间形成完全的税收中性,就必须取消公司税——在可预计的将来,这是不大可能迈出的一步。

- [4] 实际上,根据最近的报道,特朗普的债权人已经允许其继续掌管企业,至少是短时期内。但是,一旦他不能实现约定的收益目标,债权人就可以在所谓“预先决定”的破产中接管其剩余的资产。这种破产程序的速度更快,成本更低,而且所有条款都已事先商定好。这种更灵活、富有效率的转移企业控制权的办法,预计在今后肯定会得到更广泛的应用。
- [5] 正像空气污染一样,只有在一家企业的行动导致其他企业相关成本的增加,才会形成真正的外部性。公司债券所产生的类似空气污染那样的外部性,可能就是将破产企业的养老金负担向政府进而向纳税人的转嫁。但是,总的来看,这种影响只能起到次要的作用。
- [6] 要不是美国税法的作用,目前用股权替换债权的进程(实质上是前面“公司杠杆比率的提高是否增加了社会承受的风险”一小节中股票变换为次级债券的相反过程)会走得更远。用股权替换那些折价销售的债券会在债务的取消中形成一部分应税收入。但对破产企业的一个例外是,如果这些企业的债券在发行时有较大幅度的折扣,那么用股权替换债权就比其他做法更有吸引力。
- [7] 这些限制的范例是,近来由联邦存款保险公司、货币监理署以及管理所谓高度杠杆化交易(HLTs)的联邦储备委员会所共同制定的若干准则。不管是善意的还是恶意的,这些准则有效地切断了向公司重组的资金供给。但是,这些规则制定得如此含糊、实施时又极其不确定,以致也波及到了其他的贷款。最近一段时间的银行贷款常常附加了一个条款,即一旦日后银行监察员将其归于高度杠杆化交易一类,可在利率上自动增加100个或更多的基点。



## 第五部分 常被问及的若干问题





### 中国能否实现经济增长的奇迹

最近,当经济学家们将关注的视角转向东亚地区的时候,他们不得不为中国大陆经济的实际增长潜力及其对世界经济带来的深远影响而惊奇。比如,假定今后50年内,中国大陆能够重复台湾地区过去50年经济增长奇迹的话,则其肯定会成为世界经济的领导力量。虽然日本也在不断设法保持其现有的繁荣,但它也只能沦落为一个迅速老龄化的小岛国,在世界经济中的地位大致相当于今天瑞士的角色。

不要笑。请注意:任何发生过的事情,都可能会重现。要知道,直到明朝,中国拥有的财富还远远领先于世界其他所有国家的总和。中国当时的几座繁华大都市,规模都远远大于当时西方的任何一座城市,而且城市中的劳动力分工错综复杂。中国的技术在人类活动的任何一个领域,都处于绝对领先地位,全球的技术流动也主要是由东方流向西方。尽管中国经济发展进程戛然而止的原因还有待于进一步的探讨,但显然它在过去几百年中已经失去了世界领先的地位。其中,一部分原因无疑应归结到贯穿于19世纪的一系列战争、被侵略、政治动荡(包括头脑僵化的皇室和官僚阶层),以及其后在20世纪中更多的被侵略、内战和“文化大革命”等上面。但是,所有这一切都已过去了,我们现在需要严肃探讨的问题是:中国究竟还能不能重新夺回昔日的领先地位。显然,只要中国

大陆能重现台湾地区在过去 50 年中令人惊奇且多少有些不可思议的经济增长奇迹,它就可以做到这一步。但是,这种重现可能吗?二者之间有何异同点呢?

至于共同点,台湾地区和中国大陆无疑拥有共同的人文基础,特别是它们都很强调美国人所说的“家庭价值观”。当然,中国人并不是唯一强调家庭价值观和家庭延续性的民族,但是确实没有别的文化能像他们对这些问题这样如此重视。在中国大陆,对家庭价值观的重视或许因“文化大革命”而遭到了一定的削弱,但自 1979 年以来,随着人民公社的解体,传统的家庭观念又在以迅猛的速度重新抬头。

中国人强调家庭价值观的一个突出表现是,中国的父母为子女在学业和事业上的成就倾注了巨大的心血。用某种经济学的术语来描述,这就是即使收入再微薄,中国的家庭也准备为他们的子女进行高额的人力资本投资。而这种投资的个人收益和社会收益都是相当高的。

作为教育增值问题的题外话,我要讲的是,我每次访问台湾地区,都会惊奇地发现,包括普通办事员在内的台湾行政人员,都拥有博士学位。这难道是中国人的“学而优则仕”传统的现代翻版?中国大陆现在还未达到公务员和实业家高学历化的地步,但在过去 10 年内流入西方大学的年轻人的数量极其可观。按照新闻界的估计,中国大陆在海外的留学生总量已经达到 5 万人,其中多数人学习经济学和工商管理学。

虽然中国家庭为使子女取得学业和事业上的成就而极为看重人力资本投资,但是我们也不能低估家庭在金融资本积累中的重要性。不管怎么讲,一个社会要实现增长,首先依赖于储蓄,这也就是说,要使消费的增长低于总产出的增长,并把这部分从即期消费上节约下来的资源投入工厂、设备和其他形式生产性资本等能带来未来更高产出和收入的投资上来。当然,其他条件也很关键(稍

后我将详述这些限制条件)。应当说,一国的储蓄率越高,该国人均国民收入(实质上就是生活标准)的增长率也就越高。

这种由储蓄推动的高速增长的典型代表是日本,但是在过去50年中的大多数时间里,台湾地区的储蓄率也保持了较为可观的水平。中国大陆的储蓄率,虽然有时可能还不足40%,但即使在扣去官方数字中的水分后,也处于较高的水平,而且在其经济继续快速增长的情况下,仍有可能保持较高的储蓄率。对那些努力寻求经济增长的国家来说,大自然就是这么仁慈:他们必须依靠储蓄来实现增长,但是增长却不会耗尽他们的储蓄。成功的增长会为经济良性循环(而非恶性循环)中的进一步增长带来更多的储蓄。

较高的国内储蓄仅是决定经济增长的一个因素。储蓄要有效地转化为那些能带来高回报的投资,还需要有相当数量的企业家,而正是华人人文圈孕育了大量经营企业的人才。华人具备成功企业家的才华,不仅见诸于台湾地区、广东省和雨后春笋般遍及全中国的乡镇企业,而且在像泰国、越南、新加坡和印度尼西亚等国家也屡见不鲜。实际上,这些国家的经济发展成就,在很大程度上要归功于华裔商人和华裔银行家,尽管由于当地法律的原因,这种状况从表面来看还不甚明显。这些国家的华裔商人常常在其名片上印有两个名字,一个是当地语言的名字,另一个则是他们的中文名字。

实际上,如果将海外华人拥有的财富归并为一国经济总量的话,则其在世界经济上大致处于第八或第九的位次,而在中国大陆外商投资来源中的位次会更高。在大型的美国公司吸引了大多数中国公众关注的同时,由海外华人出资并直接管理的成千上万家中小型工厂,却是外商投资在中国大陆的真正构成主体。这些资本中的绝大部分来自最初明智地投向家族银行和工商业的家族积累,以及其后年复一年用利润进行不断的再投资。

商业活动中的家族纽带尽管不时会产生一些负面影响,但它

确实也为经济增长创造了更多的积累。与香港不同,台湾地区和中國大陸都没有受过英美法系传统的熏陶,因而缺乏一套完善的司法体系来确保有效合约得到切实的履行。这种保障的匮乏增大了商业活动的风险,同时也不可避免地成为经济持续增长的“拦路石”。然而,家族之间在商业活动中结成的关系网络,在某种程度上可以替代这种公正、廉洁、由政府运作的司法体系,而后者正是西方解决合同纠纷的主要手段(相比之下,西方的司法体系也只是到19世纪,才出现了深刻的变化)。

依靠私人企业之间的联系纽带而不是公共司法制度来确保合约的履行,可能并不是一种有效的办法,但它至少要强于黑手党式的争端解决途径,近些年来,正是这种更不经济的办法盛行于俄罗斯,同时数百年来也是西西里及意大利南部一些落后地区在公共司法制度之外的争端解决办法。

总之,台湾地区和中國大陸在文化背景及家庭价值观上确实属于同一种模式,这种模式从总体上讲非常有助于各自的经济增长。但是,这些模式仅是增长的必要条件,而非充分条件。这也正是还无法确定中國大陸是否能够重现台湾地区经济增长奇迹的原因所在。

臃肿不堪的国有企业,尽管在最近的状况有所改善,但预计对将来的经济增长不会有多大贡献。基于私有化之上的解决办法也同样如此,虽然私有化一词颇为包括我本人在内的西方经济学家所钟爱。实际情况却恰恰相反。要知道那些大型国有企业不仅仅是一些工厂:它们是一座座城市。这些工厂的复合物向其劳动力提供了学校、医院、道路、住房、公用设施以及几乎其他所有的社会服务。还要知道,正如他们有时所称的这些铁饭碗,实际上相当于美国的社会保障及医疗照顾制度。当政府开始着手让数以百万计的这些“养老金领取者”下岗时,很像是在吟唱那首歪诗:“你为我工作了这么多年,亲爱的妈妈。现在走吧,为你自己工作去吧。”

政府舍此，也别无他法。没有私人买主自愿承担这些责任。

对这些巨大而又笨拙的铁饭碗来讲，实际上，短期内最紧迫的需要正好与私有化进程相互对立。提供安全网以及市政服务的责任，必须要从大型国有企业中剥离出来，转回到公共部门那里。否则，企业在经济活动中就不可能做到理性的经济分析与决策。更糟糕的是，这些集企业与城市于一体的大型经济组织所面临的巨大财务赤字，将迫使其管理者要求（并得到）保护，以应对来自新兴私营部门以及没有这些额外负担的乡镇企业的竞争。如果真是这样的话，中国大陆将很难步入台湾地区那样的良性发展轨道。在台湾地区的经济发展中，非国营部门相对于国营部门呈现出飞速发展的态势，从而吸收了从农业中转移出来的大量劳动力。

正像台湾地区一样，中国大陆的小企业数量已经出现了迅速的增长，但有一点与台湾地区截然不同。从技术意义上讲，许多企业为地方政府所有，而且如果中央政府能够解除企业的后顾之忧，还会相应涌现出更多的小企业。

那么，这些为地方政府所拥有和控制的企业是属于公共机构，还是私营机构？很难说清楚。中国的事情很难用西方那些刻板的标准来衡量。然而，关键的一点是：我们所说的经济刺激似乎确实有所作用。这里，我们讨论的不是典型的共产主义命令加控制式管理，正是这种管理方式导致了70年代初斯摩棱斯克城（前苏联城市——译者注）中那次著名的市政厅倒塌事件。那座建筑物倒塌的原因仅仅是大厅安装的灯饰太过沉重了。为什么？因为灯饰工厂居然是依据生产的灯饰重量来制定生产目标。显然，该企业的负责人以为，只要制造一件称得上“灯饰之母”的巨型产品，就可以完成全年的生产任务。不要笑。一旦我们使用的是经济附加值以外的管理标准，我们也会一样地愚蠢。

在中国，地方政府拥有的企业很清楚经营目标不当会导致哪些问题，而且本涅特·斯图尔特（Bennett Stewart）在这方面已经

做了如此多的阐述。(例如,去年夏天,我参观了上海的一家纺织厂。期间,我惊奇地发现该厂拥有一套大型的、极为昂贵的德国纺织印染设备。这有用吗?我问这个工厂的负责人。不管怎么说,中国属于劳动力成本低而资金成本高的经济;你们为什么要使用这种可以替代劳动力的设备呢?他说,我们过去属于劳动力成本低的地区,但现在不是了。目前,劳动力真正便宜的地区是乡下。要保持一定的竞争力,我们必须采取自动作业。)

这些中国小企业中逐渐崛起的部分,即使在技术上为政府(应该说是当地政府)所有,也非常注重这种在经济上的理性管理分析。以至于让我吃惊的是,邀请我出席今年夏天在中国举行的一次研讨会(连续第三届)的中国经济学家告诉我,他们希望西方经济学家今年能讲点儿别的东西。他们希望我们今年不要像往常的研讨会那样向各位宣读论文,而是给来自广东省的实业界负责人讲一些最新的经济管理技术,特别是经济附加值法(EVA)。是的,他们听说过经济附加值法,而且很高兴知道我是经济附加值协会的理事会成员。他们跟我说,一定要多带一些材料,同时还要劝说乔尔·斯特恩(Joel Stern)和本涅特·斯图尔特等理事会成员考虑在北京设立一家分支机构。

让我还是回到最初的问题:中国能否实现经济增长的奇迹?我的意见是,如果你认为中国在今后50年内能做到的话,这种看法过于乐观。即使不考虑由乡村到城市的国内人口大流动所造成的不断积聚的社会不稳定因素,中国面临的问题也多得惊人。中国政府要解决经济增长所致的这些问题,很可能先从别的地方入手。

对中国大陆来讲,要赶上台湾地区今天的经济发展水平,50年或许是个不可能实现的目标期限,然而100年就有可能了。这个日期对于我所认识的中国朋友和学生而言,似乎有些悲观,然而,实际情形却并非如此。如果还意识不到中国正在走向现代社会的话,你就无法见证正在上海、北京(甚至像昆明这样的内陆地区)等

地发生的波澜壮阔般的巨大转变。中国大陆重现台湾地区经济增长的奇迹,只需要 50 年或比台湾地区当时更长一些的时间。但是,无论如何,50 年在中国的历史长河中又算什么呢?

本文为作者在 EVA 协会会议(1996 年 2 月 18 日,拉金塔,加利福尼亚)上的发言。



## 第十七篇

### 利率到底会走向何处

在论及人们近来最为关心的问题——利率会有哪些变动——时，我相信自己一定在为经济学界的同仁说话。请注意，这里指的不是股价变动情况，而是利率的发展走势。至于股价变动这个永恒的主题，30年来学术界对于从公开披露的信息中预测股价的研究，已经宣告终结。现在，人们意识到我们这些获得各种荣誉的经济学家实际上并不能预测股价的变动走势，或者我们都如此富有而不屑于谈论股票。但就利率而言，任何经济学家，特别是那些诺贝尔经济学奖的获得者，对利率的走势似乎更有一种特殊的直觉，这是一种很难与他人分享的智慧宝藏。

对我来讲，反反复复地回答利率问题已经演变为一种仪式，以至我近来忍不住想对一位被引见的日本大银行总裁开个玩笑。在一大群随从和翻译的前呼后拥下，这位总裁径直前来欢迎我。我明白这些人想让他问我些什么。所以我决定给其沉重一击，我说：“啊，川松总裁，很高兴见到你。你对利率走势有何看法？”

我能看出他眼中流露出的慌乱神情。我问了他想问的问题，这使得他在愕然中不得不转向那些同样慌乱的助手们求援。

我意识到捉弄如此重要、高贵的绅士过于残酷，因此我决定在他讲出“我想利率会上升”之类让人无地自容的话之前，帮助他摆脱困境。后面我将对此给予解释（作者注：请注意，当时是在1994

年秋天)。

让我还是从澄清利率的内涵开始。我们如此随意提及的利率，实际上指的是两种互相关联但截然不同的概念：经济学家将其中一种称为名义利率，而称另一种为实际利率。对名义利率用通货膨胀预期加以调整就是实际利率。作为美国伟大的经济学家(有人还认为他是美国最伟大的经济学家)，欧文·费雪(Irving Fisher)在本世纪初首次提出了这一命题，我将其称为欧文·费雪定理。如果你借给某人一笔钱供其使用一年，名义利率为20%，而你预计该年物价将上涨15%，那么按照费雪定理，实际利率预期只有5%。在上述演示中，我有意夸大了数字以使你们考虑一下自己的实际利率。正是这种利率才对经济决策影响重大。如果你买入一所住宅，抵押贷款利率为20%，乍一看，这绝对是笔高利贷。但如果物价也上涨20%的话，你的购房贷款实际上是免费获得。而若物价上涨幅度超过名义利率——这种情况在政府竭力控制利率上升的那些国家中时有发生——的时候，你的债权人实际上就资助了你一部分的购房资金。

那么，目前美国的实际利率情况怎样呢？这很难说，因为与世界其他国家特别是英国不同的是，我们的政治家一直坚决反对发行利率按购买力水平调整的债券(作者注：直到1997年1月，美国才开始发行这种不受通货膨胀影响的财政债券)。正是有了这些债券，你不仅能够直接得到实际利率的数字，而且还可以通过在名义利率中减去实际利率，直接测量公众的通货膨胀预期。这种预期是对我们的政治家和中央银行官员们工作业绩的较为清晰、个性化的评价，而这恰恰是他们所不愿看到的东西。

虽然无法获得美国实际利率或通货膨胀预期的准确数值，但是我们仍可以借助于那些发行这种政府债券的国家的结果，进行一些适当的估计。毕竟，也正是因为人们反复提到的“世界金融市场全球化”这一概念，我们才能知道存在有一些力量可使各国间实

际利率的差异不致过大。目前,在英国,30年期政府债券的真实、如期付款利率接近4%;因而,若美国30年期政府债券的名义利率为7.8%左右,那么公众对今后30年通货膨胀的预期大约每年平均介于3.5~4.0%之间。这样,如果利率真的上升,我们就可以断定或者是实际利率超过了4%,或者是通货膨胀率突破了3.5~4%的水平,或者就是两种情况同时发生。

让我们还是先来关注一下通货膨胀率。从某种意义上讲,至少就美国的情况来看,通货膨胀变动在以上两种可能中更具不确定性。但是,在其他一些国家,特别是新兴工业化国家,甚至像土耳其这样已经在经济发展道路上取得巨大成就的国家,预测通货膨胀要容易得多。

当我访问这些国家的时候,尤其是访问越南这种转向市场经济的共产主义国家,由于相关的政府官员中很少有人接触过正规的西方经济学,因而即使我抵达那里只有几个小时,我对当地通货膨胀率的精确估计也常常使他们目瞪口呆。实际上,这种估计并没有什么诀窍。我所用的手段只是经济学家们已经使用了几个世纪的一个简单公式,这就是货币数量学说。我只是问了问当地官员:“你们目前货币供给的增长速度是多少?”如果他们回答说是每年30%,那么我将用歇洛克·福尔摩斯的口吻告诉他们:“你们现在的通货膨胀率,我估计,大致是每年20%多。”其实,得出这个结果只需一个扣减即可,货币数量学说告诉我们,在一个通货膨胀可充分预期且持续发展的世界中,通货膨胀率就是货币扩张率——此例中是30%——与经济实际增长率二者之差,这些国家经济的增长率大致为8%或更多一些,但很少有超过10%,即使是中国。无须多言,30减去8到10等于20或更多一些。

不幸的是,这种做法目前很难在美国奏效。近些年来,美国货币增长速度一直保持在12%左右,经济实际增长率大致为3.5%,根据货币数量学说应得出美国的通货膨胀率在8%~9%左右。显

然,这个结果与我们的实际感受相差甚远。到底是怎么回事?难道古老的货币数量学说在什么地方出了问题?

答案藏在我前面曾使用过的一个限制条件后面,这就是:可充分预期且持续发展的通货膨胀。我们前面讲到的货币数量学说的有效性,须以通货膨胀年复一年的大致平稳为前提,例如每年20%或像土耳其1980—1990年间每年75%,或者某些交好运的国家在较长时期内保持的零通胀。但是,在货币增长率陡然由20%升至30%,或由10%降至零的情况下,货币数量学说就不再有效了。当类似上述变化发生的时候,诸因素在系统中仍按各自的轨迹运行,但其他因素加入到货币数量方程之中,并且使货币增长、产出增长与物价上涨之间的联系变得更为复杂。

1992年和1993年,美国联邦储备委员会将货币增长率由1991年的接近于零调高至12.5%,在抑制物价因此而上涨的若干过渡性因素中,有三项因素值得关注。一是1991年以后前共产主义国家货币体系的崩溃(加上像巴西、阿根廷这样的非共产主义国家在那一年出现了恶性通货膨胀),这些变化对美元作为一种重置性通货构成了巨大的需求。另外一项能消耗美联储12.5%货币增长率的因素是,美国经济的周期性复苏(1993年第四季度经济增长率达到了7.5%)。我不介意为了这种名义上的周期性复苏而称赞克林顿政府,当然只要他们在下次周期性下降出现时愿意承担恶名就行——而这种下降肯定会出现。但是,到目前为止,还没有一个政府愿意接受经济下降的指责。所以,对此不要抱有幻想。

化减美联储货币扩张效应的第三项暂时性因素是,短期利率在1993年的大幅下调,这种变化降低了企业和家庭持有巨额现金的成本。利率的这种下调总是要归功于美联储的政策努力,但通常只有在经济陷入衰退时利率才会下降。在这一点上美联储值得赞扬,至少它没有通过控制货币增长来遏制利率的下降,这明显强于日本的中央银行。

上述三项临时性因素减缓了美联储在 1991 年经济陷入衰退时加快货币增长速度对物价所构成的冲击,目前这三项因素运转良好。从表面来看,货币供给直到几个月前仍在以较快的速度增长,很有可能对物价造成更大的冲击。根据费雪定理反映市场对未来通货膨胀预期的利率,已经开始上升,当前的舆论也希望这种上升势头能被遏制。

我又是怎样知道当前舆论对利率上升的意见呢?难道我有办法进行某种隐蔽的民意测验?实际上,我并没有反复询问人们对利率变动有何看法。经济学家通过一种简单的办法来把握舆论对利率走势的意见。我们只需注意每日报纸金融版上标有国库券、中期国债和长期国债的那些表格。这种我们称之为利率期限曲线的表格,列有从期限只有 1 周的国库券到 30 年期长期国债的所有政府债券的现价、到期收益率或者利率。要从中找出舆论的意见,我们可以比较长期与短期财政债券市场利率的差距。如果长期债券的利率低于短期债券,就像 80 年代初的情况那样,则舆论就在期望利率下调。但若长期利率明显高于短期利率(或者说,利率期限曲线向上倾斜),则市场会估计利率有可能上升。那么,这种舆论调查到底是如何运作的呢?相信你们中间的许多人会对它着迷。还是让我留到别的场合去解释吧!如果你们下次长途旅行时有幸在飞机上与一位经济学家邻座,可以向他(她)请教一些利率预期方面的知识。

与这个充满不确定性的世界中的其他经济预测一样,舆论的意见也并非一贯正确。实际上,在整个 30 年代,当我第一次接触经济学的时候,根据利率期限曲线获得的舆论预期没有一年是对的,这种状况一直持续了 10 多年。然而,在过去 50 年中,这种预期的质量大为改善。当利率期限曲线的形状明显不适合预测时,任何对这种预测持不同意见的人都应当探究一下其中的原委。

新闻界中的许多人,尤其是克林顿政府中的许多官员,拒绝了

有关利率和通货膨胀率上升的舆论预期，因为他们相信当前居高不下的失业率和整个经济的不景气会抑制物价和工资水平的上涨。这些评论家认为通货膨胀主要是由成本推动而非货币拉动所致，至少在经济没有达到所谓“充分就业”的状态下如此。这些人显然忘记了70年代末、80年代初那段“滞胀”的日子，当时不仅通货膨胀率出奇地高，而且失业率也居高不下。尽管有这段痛苦的经历，但人们在观念上仍认为较高的失业率意味着较低的通货膨胀率，而更不可思议的是，较高的通货膨胀率必然会伴随有较低的失业率。

由此来看，在通货膨胀率与失业率之间的权衡取舍就可定义为菲利普斯曲线。40多年前，菲利普斯，这位来自英国（实际上是新西兰）的经济学家用历史数据第一次找到了二者对应关系的变动轨迹。从那时起，为在高通胀与低失业间界定准确的菲利普斯平衡位置，人们进行了数以百计的统计研究，然而就像著名的尼斯湖怪兽一样，许多人声称看到了那只怪兽，但没有一个人能拿出已被证实的照片。

对经济学家来讲，至少在芝加哥大学，他们并不相信菲利普斯曲线，因为在通货膨胀与失业之间并不存在令人信服的、长期稳定的替代关系。需要注意的是，有可能存在某种短期的暂时性替代关系，而且这种可能性也在不断得到增大，尽管舆论目前认为短期利率很可能走高。

因此，假如你们认为美联储出人意料地提高货币增长率，会带来短期利率的下降，并导致商业银行更急切地扩大贷款规模。我们至少在这一点上可以取得共识。现在继续假定新增的银行贷款能使贷款企业扩大产出规模和就业水平。如前所述，这种假定很值得置疑。在30年代，增发货币的这种效应确实没有出现。但为便于讨论，假定其能扩大产出、降低失业。那么，到目前为止，一切顺利。

但是，现在进入最关键的部分了。由于长期的菲利普斯曲线并

不存在,因而提高货币供给速度对失业的影响只是一种短期效应。如果美联储就此罢手的话,货币初始增量所致的刺激将在经济系统内按其固有的轨迹缓慢而平稳地运行,分别带动物价和成本的上升。随着物价的上涨,失业又悄然爬回到整个货币刺激进程开始前的水平。但这一过程并不是一个简单的循环。失业虽然不会长期维持在低水平上,但物价却可以永久地高下去。

如果事情到此为止的话,还没有糟糕到一塌糊涂的地步。比如你今晚咕嘟咕嘟连喝几口威士忌,可能会头晕眼花,甚至会宿醉一晚,第二天早晨又会一切正常。但是若你忘记了上次烂醉的教训,再次豪饮的时候,麻烦还会出现。

对那些将控制失业提到议事日程上来的中央银行而言,情况同样如此。随着货币初始刺激的减退,逐渐走高的失业率会诱导更多货币的注入,以避免失业率的回升。此时,这些中央银行确实陷入了困境。由于再次及以后多次需要注入越来越多的货币以对失业率产生影响,因而即使失业率维持在较低的水平上(正如我在前面指出的那样,这种情况绝不会出现),物价也会上涨,并且不是一次性地上涨,而是稳定地甚至是激增的通货膨胀。正是有了费雪定理,我们才知道利率也会保持较高的水平,甚至可能会在存在更高通货膨胀预期的情况下出现进一步的上升。

简言之,那就是当前利率期限曲线向上倾斜背后的机理以及舆论预测的结果:利率有可能上升。很明显,市场相信,在成本对通胀的推动力度逐渐增大的情况下,美联储不得不认为自己应该在确保物价稳定与减少失业,或者至少不增加失业之间做出抉择的话,美联储肯定会选择后者。而反过来,这种选择又会带来更坏的结局:从长期来看,货币政策对就业并没有产生多少影响,但是却推动了通货膨胀。

你们也许会说,阿兰·格林斯潘(Alan Greenspan),美联储现任主席,最近几个月来反复强调该机构压倒一切的目标是确保物

价稳定,而非控制失业。我相信他本人确实是这么认为的。但是,公众会相信他吗?即使公众相信他,他的任期毕竟也没有多少年了。公众怎么知道格林斯潘的继任人会延续他的主张?事实上,阿兰·布林德尔(Alan Blinder),美联储现任副主席,最近有关美联储应将失业问题与通货膨胀同等对待的谈话,已经在债券市场引发了一场较大的恐慌。

那么,像阿兰·格林斯潘这样的中央银行首脑凭什么能让人相信美联储确保物价稳定的承诺?我估计,短期内没有什么办法。要获得信任,你还得用老办法:这就是兑现已经做出的承诺。你必须通过自己的行动来表明:你的目标就是控制通货膨胀,且不致因政治压力而将重点由这一目标转向对付失业或启动经济等别的事情上。赢得这样的声誉并非不可能,只是不太容易且耗时过多而已。德国中央银行,即德意志联邦银行,就是这么做的,其结果使得德国马克实际上已成为稳定的硬通货的典范,而不久前美元也曾扮演过这种角色。今天,如果有人说,你健康得就像美元一样,你最好还是去看看自己的医生。

在抑制通货膨胀的战斗中,为什么德国人会比我们做得更成功。不管怎么讲,德意志联邦银行和美联储都是独立的中央银行,这种状况在其他许多国家确实不存在。在那些中央银行只是财政部的一个分支机构的国家里,爆发一些不算轻微的通货膨胀并不稀奇。这些国家的政府常把通货膨胀当作一种为自己筹集资金的手段。也就是说,政府通过印制钞票来支付自己的账单,这实际上就是某种形式的税收,只不过比直接征税或大幅度缩减政府支出承受的政治压力更少而已。但它就是这么回事。这种“税收”以现金余额为课税对象。每天晚上,当你还在熟睡的时候,它就像一个小天使或小恶魔,偷偷潜入你的卧室,从你的皮夹或钱包里取出一些你辛苦挣来的钞票,再把它们交给政府。这也正是为什么世界上有那么多弱小的政府频频使用这种“通货膨胀税”的原因所在。如



果它们用普通的征税办法来筹集这笔资金的话，人们肯定会把征税者打翻在地。

对有些政府来讲，把通货膨胀当作一种最便宜的税收替代品并非毫无意义，但它们仍有成本，尽管只是些间接成本。这些成本就是公众用于想方设法阻挠隐型征税者半夜光顾上的资源，以及通货膨胀附带给公众的损害，特别是社会损害。在德国和美国，人们对通货膨胀的危害性及其替代性的理解有很大不同。在本世纪20年代初，德国人经历了一次巨大的恶性通货膨胀。这场灾难摧毁了公众对民主制度的信心，为希特勒的上台铺平了道路。恶性通货膨胀也因此成为德国政治和经济生活中无法摆脱的噩梦。其他一些国家，尤其是阿根廷和巴西，也经历了类似德国那样的恶性通货膨胀，只是没有德国人那么窘困而已。这些国家的公众看来是受够了。大量的穷人——他们占据着这些国家人口的大多数——最后发现，真正被通货膨胀利用的不是银行家和富人们，而是他们自己，那些富贵阶层有办法不受通货膨胀的侵扰。阿根廷和巴西两国最近建立了货币稳定计划（巴西至少是第15次，阿根廷最少也有3次了），这些计划的开端出奇地好，博得了广泛的政治支持。

美国人从来没有经历过恶性通货膨胀，直到卡特政府的后期，通货膨胀才达到两位数（更不用说三位数的了）。截止目前，我们的通胀属于那种慢性的、缓缓爬行的类型，而不是那种能导致社会严重动荡的恶性通货膨胀。我们共有的、难以摆脱的噩梦不是通胀，恰恰相反，而是通货紧缩和经济萧条，特别是整个30年代的经济大萧条。在那段日子里，物价不仅没有上涨反而下跌，3年的跌幅达到了30%，经济发展的实力被大大削弱。

然而，即使是这段历史也与通货膨胀有关。到目前为止，我所说的通货膨胀都是指商品和劳务价格的上涨。但是，一旦通货膨胀进程被启动，诸如房地产、普通股票这些资产的价格也将随之上涨。这种明显的价格上涨会给货币管理当局带来巨大的压力，迫使

其采取措施来终止这些不道德的投机活动，而这些投机性繁荣或投机性泡沫最初又是由货币管理当局先前制定的膨胀性货币政策所致。

正像日本在 1989 年以后的情况那样，政府有时在应对上述压力时，采取了货币供给急刹车并诱使股价和房地产相应暴跌的做法。例如，日本在 1989 年以后为终止所谓的泡沫经济所采取的货币紧缩措施，导致房地产和股票价格下跌近 50%。想想这个 50% 的跌幅吧！在此过程中，日本经济不得不经历了一个自第二次世界大战以来形势最严峻、时间最漫长的衰退期。1979—1982 年间的沃克尔困境也是一个类似的过程，只不过形势没有那么严峻而已。

当然，货币供给的急刹车也并不总能导致经济衰退。在 1929 年股市暴跌之后，由于害怕股市再次出现投机性泡沫，美联储拒绝放松银根，这使得 30 年代美国经济大萧条的严重性被放大了若干倍。

这正是一般的中央银行官员所面对的困扰。无论他是否采取行动，都要受到指责。他怎么能在不引来经济萧条的前提下，在抑制通货膨胀方面树立自己的信誉呢？

对美国这样的国家来说，我想中央银行的官员们很可能做不到这一点。他们最大的愿望也就是获得一个能在通货膨胀开始之前迅速收缩银根的形象。很明显，这正是格林斯潘目前竭力想做到的但始终未能让怀疑者信服的工作，也是市场利率预期持续走高的一个重要原因。

到现在，我讨论的焦点主要集中在名义利率以及推动它们上升的通货膨胀预期上面。那么，实际利率的情况又怎样呢？他们会表现出什么样的走势？

乍一看，由于东欧经济以及东亚经济，尤其是中国，形成了巨大的资本投资需求，因而实际利率在今后几年大幅上升也就成为不可避免之势。在中国计划建造的许多巨型项目中（就这些项目的

规模而言,中国人很像过去的得克萨斯人),有世界上最高的建筑,最长的桥梁,特别是位于长江上的世界最大的水坝,其规模远远超过埃及的纳赛尔大坝。虽然我们中的绝大多数人并不赞成这些项目(像世界上众多其他著名的工程一样),但一旦它们开工,世界水泥产量中的绝大部分将被其消耗掉。

然而,即使他们意识到这一点,转向建造一些规模较小的水坝,中国用于修建水坝、公路、桥梁、住房、工厂、铁路、机场及其他设施的资本需求数量也是惊人的。如果仅就其自身而言,需求不会导致实际利率的提高。它主要取决于供求之间的差额,也即投资需求与储蓄供给之间的差额。在美国,如果储蓄供给一方有余额的话,就会有一种似乎是储蓄宽限期的补偿。

我们还不清楚上帝为什么对美国人如此青睐,但事实上美国经济增长确实为其自身的融资需求创造了新的储蓄(对此,40年前我的老友兼同事弗兰科·莫迪利亚尼并没有给出解释)。今天,哪个国家的储蓄率最高呢?是中国!它的储蓄率比日本在70年代初经济增长达到巅峰时的还要高。假定中国的银行和其他金融机构发达到能将这些资金汇集到生产性投资上的话,国内储蓄所形成的这些巨额资金,将成为驱动中国经济增长引擎的强大动力。外资的流入也能发挥一定的作用。在外资流入中,与纯粹的资本引进相比,技术转移同等或更为重要。要实现经济持续、长期的增长,从根本上讲,每个国家都必须以本国国内创造的资本源泉为主。

正是有了经济增长与储蓄率之间这种相互促进的特性,实际利率在今后几年才不会出现急速的上升。但总要有一定幅度的上升。实际上,这种趋势可能正在对近来全球利率的上升构成影响。

实际利率走高真的是那么糟糕吗?如果你耳朵里灌满了这些日子来自华盛顿的有关低利率对经济健康更为重要的声音,你也许会这样认为。然而,这只是一面之辞。你愿意利率走高还是走低,取决于你在资金融通中属于净借入者还是净借出者。相应地,它尤

其决定于你处在生命周期的哪个阶段。如果你是名正在着手建立自己第一处住所的年轻人,且正为自己信用卡上的余额、抵押支付以及轿车和家具等支付发愁时,你当然愿意选择低利率。但若你是名年迈的退休者,主要依靠自己的投资维持生计,你就会希望利率升高。不言而喻,由此也表明我在这一问题上的立场。

更进一步地看,利率升高或降低都是正常的。你在一生当中的所得与所失会大致持平。你真正担心的是,不应是利率的走势,而是政府将从你的收入中吞噬掉多少份额。但是,想必你们也无须把我从芝加哥远道邀请而来,就是为了告诉你们这些东西。

本文为作者在接受杰奎琳·鲍德温·邓拉普美国杰出讲师称号时(1994年10月19日,杜布克大学)的一次演讲。

## 第十八篇

### 我们从1987年的股市暴跌中 得到了哪些启示

从1987年的股市暴跌中,我们真的得到启示了吗?我想是的。实际上,这些启示如此之多,以致我几乎不可能在这个简短的发言中把它们一一列举。所以,在这里,还是让我们集中探讨一下从针对这次暴跌及相关事件的学术研究,而不是布雷迪委员会或证券交易委员会那些洋洋洒洒或从特定利益出发的“起诉书”中,我们获得了哪些启示。

首先,还是确认一下,我们使用的暴跌一词具有相同的经济内涵。我所使用的暴跌一词,通过那个华尔街基金经理人的故事,可以得到最好的解释,这名经理人在股市暴跌的次日宣称,他在暴跌当日甚至无须做一笔交易就将客户股票投资所承担的风险降低了20%。

这番话的意义远比你们的想象更为丰富。不管怎么讲,在任一时点上,每个人无论是否根据那些术语进行思考,都期望自己的股票投资处于一个能承受得起的风险水平上。而且不管出于什么动机,只要更多的人希望降低而非增加这些风险,就必须做出新的妥协和平衡。由于股票和债务证券的供给量在短期内基本固定不变,因而那些能带来新的平衡的力量只能是股票和债务票据的价格水平。

是的,我确实也提到了债务票据的价格水平。债务证券或债务票据,也就是债券。有关这次暴跌的所有报道都只强调了股市市值的损失。它们很少注意到10月19日芝加哥期货交易所(CBOT)30年期国债市场上出现的涨停板。伦敦市场依旧开放,而且上涨了200多个基点。市场在那天出现了像新闻界通常定义的那种“追求高质量”的迹象,或者像我们所说的,选择低风险证券的趋势。你们应将债券上的增值加到股票价值的减少上去,以得出暴跌对实际财富的净影响。因为债券的价值显著大于股票的价值,所以社会财富在10月19日那天的净减少实际上比人们所认为的要小得多。另须注意的是,还有大量的财富并没有受到这次暴跌的影响,比如房地产、人力资本等等。

我之所以强调这种财富的效应,是因为股市暴跌那天的价格变动引来了所有人的关注。但股票价格的变化倒不是什么问题。如果稍有区别的话,它只能说是解决股票风险预期调整这一问题的办法中的一部分。从某种意义上讲,价格变动实际上具有一定的治疗性。它不仅能直接调整各种比价关系,而且还能一直维持这种调整过程直至公众不再要求继续调整时为止。

那么,在我们关注社会财富由股市流入债市的同时,为什么这种价格下跌会引来所有人的注意呢?我想,主要原因是人们将价格的一次大幅度变动当作一种异常情况,或者表明要么是市场要么是经济出现了问题,抑或二者同时发生问题的一种信号。由此,暴跌一词就像挑战者号失事或一次普通空难一样,会使大批公众涌出华盛顿,仔细筛选碎石以寻找那只损坏的O形环。

我们在30年前就应从本奥特·曼德尔布劳特(Benoit Mandelbrot)那里了解到,股价大规模的突然变动,无论是个股还是股票的整体水平,都不是什么新奇的或异常的情况。在有数据可查的范围内,在每个10年中,价格的每日变动幅度达到3%甚至更高的情况(包括上涨和下跌)常常屡见不鲜,在可预见到的将来,这种

情况仍会发生。这是一种兽性的本能。在经济学上,没有任何东西可以表明,整个经济或股市将年复一年地按照一种稳定的复利率进行增长。诸如普通股、长期债券以及房地产(特别是商业性房地产)这样的长期资产,与生俱来地就存在着较高的波动性。这些资产的价格总是会出其不意地剧烈变动。

当我们买进一只普通股票时,我们并不是买进它的当前收益或当前股息。尽管我们在谈论起股票的价格与当前收益之比或当前股息收益率时,常常用这种方式对股票进行素描。事实上,我们买进的是这只股票未来而非当前的收益和股息。未来多久呢?如果股息收益率是3%——大致是1987年夏天的水平,且适当的、按风险水平调整的折现率是10%,那么股票价格的一半以上是由未来5年以后——也即从第5年后起直到无穷远这段时间——的股息构成。不言而喻,要估计这么久远的时间会发生哪些事情,显然是不可能的。

股价的这些变化也不是那种可以在收益或股息上相互抵销的逐年波动。无论是好是坏,收益和股息就像天气一样,都具有一定的持续性,今天的价格水平必须充分考虑这种正序列相关。这再次印证了芝加哥期货交易所的那个谚语,即8月拉塞尔大街的天空上飘来一片白云的时候,大豆期货价格随之出现跌停板。为什么仅仅是一片云彩就会招致这么大的反应呢?看上去也没有要下大雨的样子。大豆价格下跌不难理解,是因为大雨意味着大豆产量的增加,而产量增加则必然带来大豆价格的走低。而现在还只是一片云,并没有下大雨。

正如曼德尔布劳特所强调的那样,天气的格局总是要持续一段时间。白云的出现可能预示着夏季干旱期的即将结束。市场早已将这种干旱期的影响计入价格。无雨的状态每持续一天,产量预期都在相应地降低,而收获时的价格预期却在相应地上升。到此刻为止,市场不仅将缺雨的累积效应表现出来,而且鉴于天气自身具

有的一定持续性,还在预计当前的这种状态能再进一步延续下去。白云的出现推翻了这一推断。仅仅是这种变化就导致了大豆价格的下跌。但是,还有比这更糟糕的事情。白云同时还在预示着雨季的开始,这会带动价格预期的进一步走低。

股市的情形同样如此。由于存在可持续性的缘故,在可观察到的经济气候中,只需一个很小的变化就能大大降低股票承担的风险预期,进而使股票价格剧烈变动。如果你喜欢用估价公式来考虑这些问题,结果很可能会让你失望,因为这些过程本身具有高度的非线性。甚至是按风险水平调整的折现率的半个百分点的上升(按风险水平调整至关重要,因为这种调整不会总在挂牌利率上表现出来),与股息增长率上半个百分点的下降结合起来,也能引发股票价格下跌 20%。

究竟是什么因素导致按风险水平调整的折现率在 1987 年 10 月出现上升迹象,仍然是个有争议的问题。但我相信,我在芝加哥大学商学研究生院的同事,马克·米切尔(Mark Mitchell),与佐治亚大学的杰弗里·奈特(Jeffrey Netter),可能已经接触到了这一问题的实质。他们指出,众议院财政委员会在其 10 月 13 日和 10 月 15 日发表的通告中,期望取消整个恶意性接管以及较大范围内的自愿性公司改组中利息支付的税前扣减。他们两人认为,这正是股市暴跌前一周中将市场压得喘不气来的那根稻草。

实际上,在暴跌前一周内出台的税收建议所引发的市场下跌势头极其强劲,要是没有 10 月 19 日那些事件的影响,还会引来更多人的关注。在阳光普照大地的时候,没有人会注意到月亮的存在。由于暴跌前一周内的跌幅如此巨大,以致看起来似乎是这项税收建议导致了外国投资者股票持有数量预期的剧烈变动。正如理查德·罗尔(Richard Roll)从国际市场角度对这次暴跌的研究所揭示的那样,东亚市场在 10 月 19 日最先开市,之后一路直线下跌,这股卖空浪潮从那里扩散到英国,再从英国扩散到美国。



人们在听到众议院财政委员会的税收建议很可能是这次股市暴跌的导火索时，总是一笑了之。毕竟，那项建议也只不过增加了几亿美元的税收，而股市市值却损失了5 000多亿美元。但要明确的是，那张税单仅仅是根导火索。在萨姆特要塞的开火，也只是南北战争的导火索，而非起因。南北战争的真正起因是什么，现在还不清楚。或者即使因果关系的内涵在这种复杂的环境中有什么意义的话，也是如此。这种情况在股市暴跌中同样存在。可以这么说，众议院财政委员会作为这场事件的引发器，就像寒冬里引发一场雪崩的嫩枝，导致投资者改变了其对股票未来收益的预期。顺便提一句，这些投资者的预期看起来并没有出什么错。股市暴跌后5年的实际收益率与暴跌前5年的情况大致相同。换言之，20%的下跌看来是一种平衡性调整，而非暂时性的恐慌，这也意味着暴跌前的实际收益水平并没有超出名义收益率。

此外，拟议中的税收变化尽管是股市暴跌的导火索，但并非那样地不寻常。还记得1989年10月13日的那次微型暴跌吗？由于美国联合航空公司接管计划的破产，股市在不到两小时内下跌了6%。市场在此时准确地把握到：80年代盛极一时的购并浪潮已最终宣告结束。

学者们用了60多年的时间才找出1929年股市大崩溃的原委，但就是这次变动，其中也存在一个管制性的导火索。乔治·彼特林迈尔(George Bittlingmeyer)认为，在司法部长于黑色星期一之前的星期五发布的那个公告中，有关司法部制定的新的、更严厉的反托拉斯强制政策的内容，是那场灾难的一个导火索。与米切尔和奈特一样，彼特林迈尔延着司法部其后在此问题上的一系列举措展开研究，他的结论是：在可预计的方向上，股市的反应总是非常显著。

再回到1987年，我们可以发现，10月19日的卖空浪潮始于东亚，继而波及到美国。请注意，我指的是美国，而不是芝加哥。这

股浪潮同时冲击了纽约和芝加哥。仅仅是因为两个市场具有不同的微观结构,才使得看起来似乎是这股浪潮首先袭击芝加哥,然后再影响到纽约。在芝加哥,这股卖空浪潮迅即以价格下跌的形式表现出来。芝加哥市场一直在为价格发现的最高效率而努力。当开市铃声响起的时候,即使它意味着在达到新的平衡之前,价格要走出一个大的缺口,交易也要开始。而另一方面,纽约市场却更看重价格的延续性而非价格发现。我并不想说这是好事还是坏事,它只是个事实而已。这就是他们的运作方式。你们可能会问,他们怎么能做那样的事情。他们怎么能在一个基本上不具有连续性的世界中确保价格一直延续下去呢?答案是,他们在内部设置了一名称为专家经纪人的小人物,此人能将价格曲线变得更为平滑。

在纽约,开市时如果出现较大幅度的供求失衡因素并能导致价格跳空开盘,这名专家经纪人就会推迟开市,同时努力凑足相反方向上的交易量。而报价器上则不停地显示上次交易的价格。

我想你们中的许多人熟悉以下两个图表,它们会有助于向那些还不太了解情况的人澄清真相。图 18.1 显示了在正常一天中,也就是暴跌前一周的 1987 年 10 月 14 日,芝加哥股指期货与作为基础产品的股票指数之间的关系。请注意,除了开市和闭市时的两块小区域外,股指期货的价格一直高于股票指数。这是因为你在进行期货交易时,实际上无须拥有股票现货,这样就可以省出一部分资金利息。当然,你也会因此而得不到股息。由于利率那时要高于股息收益率,所以从实际效果上来看,期货价格也比现货指数要高。

图 18.2 表明了 10 月 19 日早晨各市场的状况。开市时的小区域逐渐发展成为一个大缺口。图形本身还难以充分说明问题,因为你必须把刻度进一步划细,以得到更精确的数量描述。这个缺口达到了 7%,用以往任何一种标准衡量,都属于一个巨大的缺口。如果你不知道怎样读懂这个图形(很多人都读不懂),那么它看起

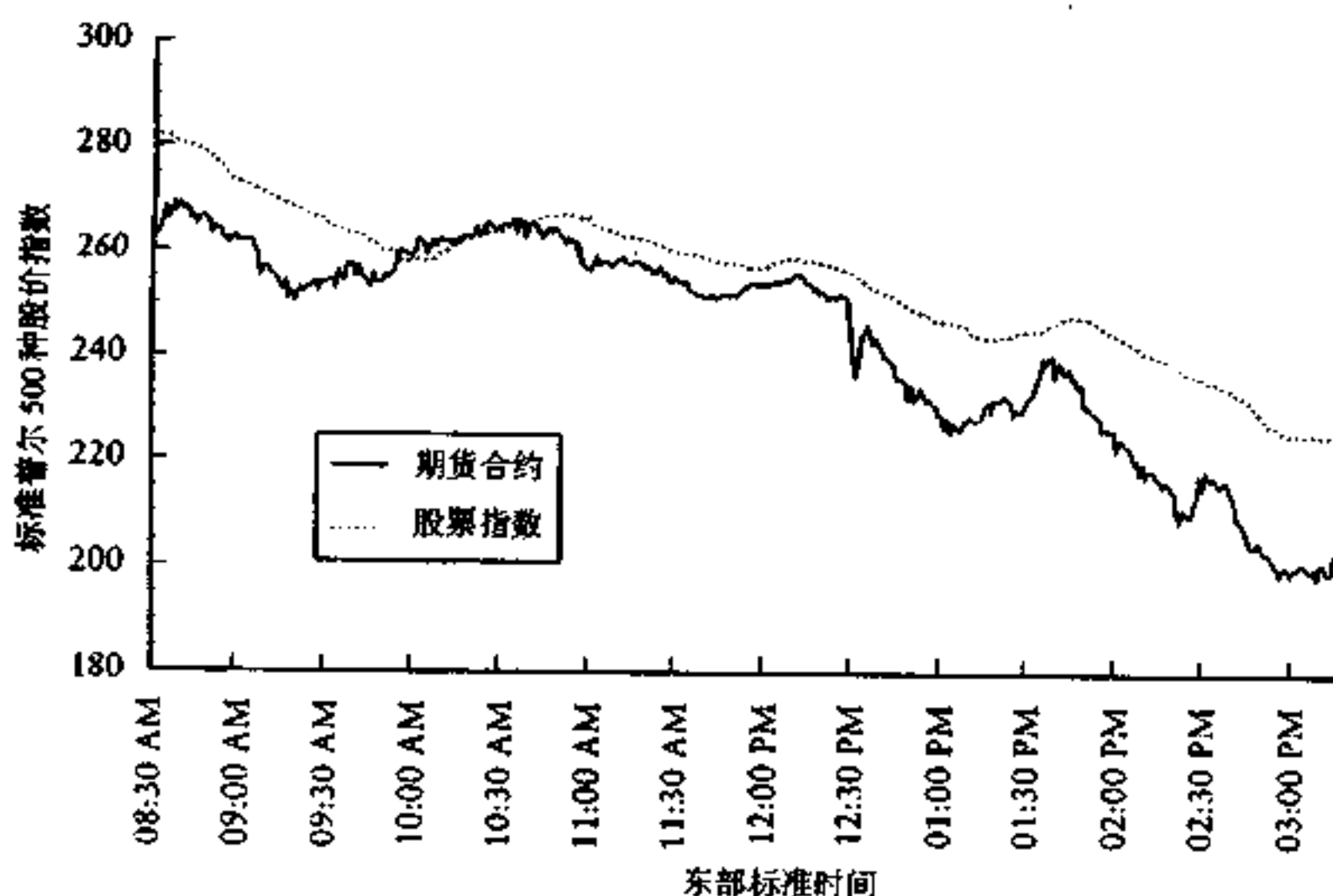


图 18.1 标准普尔 500 种股价指数及期货合约

(1987 年 10 月 14 日)

资料来源：芝加哥商品交易所和标准普尔公司。

来完全就是期货市场在拉动现货市场下跌，这也正是布雷迪委员会的基本结论。

自然，这并非事实的真相。正如我已强调的那样，这股浪潮同时袭击期货和现货两个市场。它怎么会不是这样呢？像所罗门兄弟公司的这类股票在两个市场（以及伦敦和远东市场）中都极为活跃。你是否认为投资者在最后开始交易的时候，真的不知道这些股票开盘就要下跌？这正是问题的线索所在：当他们开始交易的时候。但像 IBM 这些规模更大的企业，其股票却并没有开盘。所以，报价器上显示的是星期五闭市时的价格。你没有办法在这一缺口上套利，因为你不可能在星期一用星期五的价格进行交易。

专家经纪人们一边尽可能地延迟开市，一边在搜寻买家，平常这只需要几分钟，而那天却不得不最后放弃，按照实际的交易水平开市，而此时在自由交易的期货市场上已经出现了 7% 的下跌幅

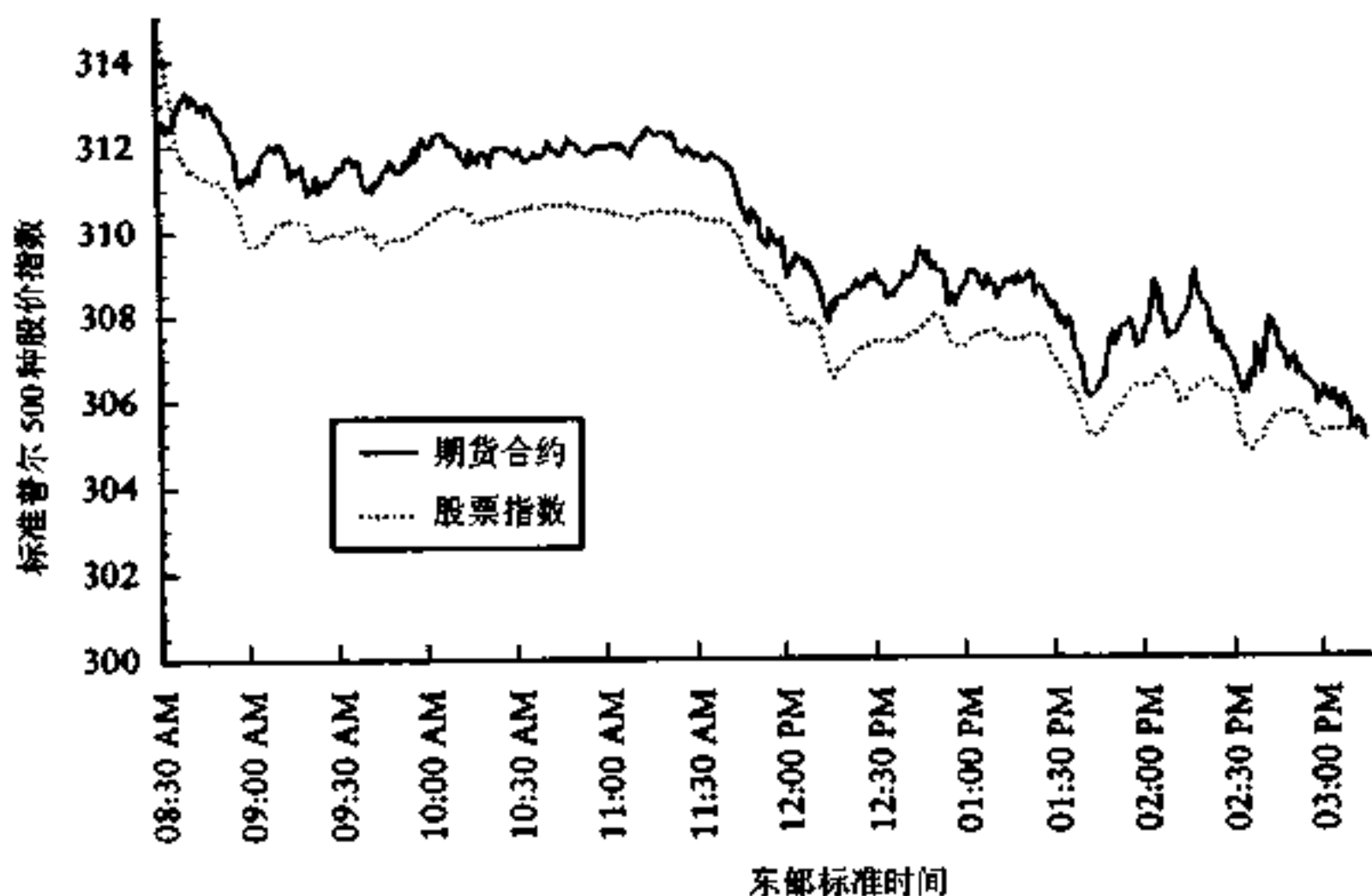


图 18.2 标准普尔 500 种股价指数及期货合约  
(1987 年 10 月 19 日)

资料来源：芝加哥商品交易所和标准普尔公司。

度。但是，纽约股票交易所并没有将所有的股票一次性开盘，而是一只接一只地开盘。随着每一只股票的开盘，由未开盘股票按星期五价格、已开盘股票按星期一价格计算的股票指数，逐渐逼近期货价格的水平。一个半小时以后，当最后一只主要股票开盘时，这两个市场之间的关系已经恢复到了正常的水平上。

我们可以非常肯定地得出这样的结论，此次暴跌并非由期货市场上出现的且经套利活动传递到现货市场的某种失误所致，这也是我对有关市场机制的布雷迪-布瑞登式理论以及这次暴跌的看法。要记住，布雷迪委员会的官方头衔正是：总统市场机制委员会。其实，后来的学术研究，特别是斯坦福大学艾伦·克雷顿的研究，表明市场机制方面出现的那些严重失误恰恰是产生于纽约股票交易所。

再来看一下两个指标在 10 月 19 日的变动走势，注意二者的

关系在芝加哥时间上午 10 点多的时候,重新恢复到以往的状态上。但紧接着,股指期货再次跌到现货市场以下,而且将这种状态一直保持到当天交易结束。坦率地讲,那天交易的时间越长,两个市场间的缺口就越大。在那天所有的奇异现象中,正是这一问题向研究市场微观结构的同行们提出了最为严峻的智力挑战。

那么,为什么没有人围绕这一缺口进行套利活动呢?你们可能都听过有关市场有效性的那些笑话,讲的是掉在地上的一堆 20 美元钞票的故事。但我们在这里讨论的是面值 1 000 美元的钞票。两个市场间的缺口如此之大,以致你要是真能在那些价位上组织套利活动的话,你早就可以回家养老去了。为什么还会有那么多的钱留在桌上没人动?

当我还在芝加哥商品交易所(CME)针对这次暴跌而专门组织的最高级研究小组与迈伦·斯科尔斯(Myron Scholes)和伯特·马尔基尔(Burt Malkiel)一起工作的时候,我的第一个直觉是,很可能出现了与开市时一样的市场机制,也就是停止交易。专家经纪人不仅有权力推迟开市时间,而且也能够在市场失衡难以阻止的情形下暂停交易。然而,情况并非如此。南加利福尼亚大学的拉里·哈里斯(Larry Harris)在一项极为细致的研究中对这种判断进行了检验,他的结论是,如果交易出现了暂停,那么就只能停止下去,直到凑足可以消除这些失衡的交易量时为止。

这样,我们又转而寻求其他解释。我们认为,它也可能是由所谓的提价交易规则所致,因为这项规则禁止在价格走低的情况下进行卖空交易。因而当市场出现下跌的时候,就不会出现过多的卖空交易。但是,这种说法也无法成立。你虽不能在下跌的情况下卖空,但至少在新近出台的 80A 规则出台之前,可以卖出你持有的股票,同时买入股指期货。由世界上最老练的专业投资人士管理的通用汽车公司养老基金,在股票上的投资达到 350 亿美元。他们对期货市场和各种套利时机了如指掌。但是,他们仍任

这一缺口继续扩大而坐视不理。究竟是为为什么呢？

这也正是斯坦福大学的艾伦·克雷顿最终要解决的问题。克雷顿的研究表明，真正的原因是任何组织（这里就是指纽约股票交易所）对其各部分的内在结构按不同速度升级所共同面临的那种麻烦。纽约股票交易所给自己设定了一个到 80 年代末日交易量跃至 10 亿股的目标。不幸的是，股市在那之前就出现了暴跌。

纽约股票交易所迈向这一目标的第一步是推出电子下单系统，即著名的 Superdot 系统。这是一套令人难以置信的系统。它不是采用过去那种借助于电话委托和纸面传递的传统程序，而是只要按一下计算机上的按钮，就可以将指令直接发送给专家经纪人，后者再照例将交易确认返送回来。从某种意义上讲，Superdot 系统绝对是一种电子产品的奇迹。它的一个特征是一个标有“列表”字样的、简洁明了的命令，该命令能使你同时发送 16 种不同的交易指令。这样，尽管这一系统是为零散的投资者所设计，但事实证明它对程序交易者和套利者的价值更大。一个按钮就足以完成整个交易过程，程序交易者的逐渐聚集使纽约股票交易所的管理当局惊愕不已。

虽然 Superdot 系统如此强大，但它只对市价指令起作用，对限价指令则束手无策。后者依旧用老式的程序处理：通知交易厅，得到一张打印出来的价目表，交给专家经纪人，再由专家经纪人登记下来。限价指令的处理程序也适时进行了升级（现在这部分指令也是自动处理，专家经纪人的记录本已为显示器所取代）。但是，直到 1987 年 10 月 19 日，只有 20% 多的限价指令是自动处理，带来一系列麻烦的正是那些手工处理的指令。

对有些股票而言，输入和撤消限价指令的过程如此之慢，以致在打印机前排起了长队。此外，用通常的标准来看，处理量极为庞大，各种技术性故障都出现了。打印机的色带被撕碎了，不得不更换色带。有些站点的软件也出了问题（似乎总是这样），你在输入限

价指令后都无法再撤消它们。

尽管到处都是麻烦,但并非所有的股票都受到了同样的影响。有些股票排队等候的指令能够被处理完,而按现价交易一段时间以后,又排起了一个长队。在处理完这些排队等候的指令之前,价格不再灵敏。在拉里·哈里斯的数据中,那些陷在排队等候中的股票并没有被当作收盘处理。从严格的技术角度上讲,它们确实没有收盘。但实际上,它们已处于相当于收盘的状态。而且它们对造成套利缺口错觉的影响,与开市时那些没有开盘股票的作用并无二致。交易所报出的指数,其实是过去的价格和现价的移动平均数。股票现货市场上的现价应与股指期货的价格一致。或者,略加区别,股指期货的价格应是由股票指数所代表的平均数的边际数。而当边际数低于平均数的时候,平均数就会下降。

这种判断之所以重要,不仅是因为它具有一定的奇特性,而且还由于它站在不同的角度来看待环形断路器的问题。毕竟,环形断路器存在的最严峻问题是人们推定的所谓对两个市场间互动联系的切断。交易的暂停可以使缓慢爬行的股市有机会缩小其与期货市场之间的缺口。但是,克雷顿证明,问题是由纽约股票交易所交易能力的不足所致——自那次暴跌以后这种不足已经得到弥补。

除非你通过一系列制度,使市场间的套利活动在大行情出现后变得更为昂贵——例如纽约股票交易所的80A规则,否则你再也看不到两种指数间不断延长的缺口。如果你关心的是不要再出现10月19日纽约股票交易所交易厅的那种混乱场面,那么你完全可以不需要那种同时安装于两个交易所之中的环形断路器。但是,我们已经安装了它们,而且也没有办法再清除掉它们。整个世界,尤其是金融领域的新闻界,认为这次不幸的事件显示了这些断路器的存在是一项伟大的壮举。它们阻止了类似事件的复发,抑制住了那些凶恶的程序交易怪物。如果公众真是这样认为的话,我们这些学者为什么还要让他们的想法破灭呢?无论如何,安慰剂都是

药物中极为标准的、可以接受的成分。

学术研究在哪些方面有助于澄清我们对与此次暴跌相关的事件以及对波动性问题的认识,让我以对这些更深层次问题的简要回顾作为这次发言的结语。通常的认识(我将其称为布雷迪-布瑞登观点)是,低保证金率的股指期货在 1982 年的引入,极大地增大了股市的波动性。股市的暴跌早晚会发生。果然在 1987 年就发生了。然而,比尔·斯沃特(Bill Schwert)针对波动性的不朽的、经典的研究否定了这种观点。斯沃特不仅将有关波动性的时间序列数据延伸至暴跌之前,还扩展到 19 世纪,也就是他搜集了 150 多年的波动性数据。你只须看一下整个时间序列,将其绘成图表,就能发现在本世纪 80 年代并没有出现特别显著的波动。

当然,在 1987 年 10 月,股市的波动性确实出现了陡然增大。但如果你仔细观察一下那张图表的话,就能看到直至 19 世纪初,这种情况平均每 10 年都会出现两次,甚至更多次。股市的波动性在 1987 年确实显著增大,但是价格下跌的幅度也同样明显。我们就波动性问题知之甚少的一点是,它总是在暴跌结束以后才趋于增强。1929 年和 1987 年的两次暴跌都属于比较严重的股市下跌,而且它们导致波动性增大的程度也大致相当。正是在 1929 年以后,货币供给瓦解,银行系统瘫痪,整个经济与之一道陷入困境。很少有人疑惑,为什么 30 年代市场的波动性没有像 1987 年那样,在下跌结束以后迅速回到它以往长期、稳定的水平上去。对二者略加区别的话,就能发现,1987 年的下跌属于正常情况,而 1929 年的那次则是十分罕见的暴跌。

自然,从更深刻的意义上讲,那也正是 1987 年的那次暴跌当时为什么会引来那么多关注的原因所在。每个人都担心噩梦会重现,也就是 30 年代的那种大萧条会再次出现。当然,这种情况最后并没有发生;而且任何一个研究过 30 年代货币政策的人都知道,这种情况也不可能再发生,除非阿兰·格林斯潘和他那一伙人都



完全疯了。

我知道在 1992 年的竞选中,有很多人都在讲 30 年代的那种大萧条又在出现了。我清楚 30 年代的情况。相信我,90 年代初的情形与 30 年代的形势并不一样。而且即使是那些认为我们确实已经陷人大萧条之中的人,也并没有把这种状况与 1987 年的股市暴跌联系起来(或许是与罗纳德·里根而不是那次暴跌有关)。这两个事件在公众心目中的联系最终还是被打破了。如果这就是我们从 1987 年股市暴跌中获得的所有启示,那只能有百利而无一害。因为我们可以不再为那些虚构中的问题而忧心忡忡,而把精力放在我们的社会和经济正在面对的那些现实性问题上。

本文为作者在第一届金融管理国际会议(Suffolk 大学管理学院金融系主办,1992 年 11 月 12—13 日,波士顿,马萨诸塞州)上的主题发言,发表于 *New Directions in Finance*, Eds. Dlip K. Ghosh and Shahriar Khaksari, Rutledge (1995 年),标题是:“1987 年股市暴跌后的 5 年:我们得到了哪些启示?”

## 参 考 文 献

- Bittlingmeyer, George, “The Stock Market and Early Anti-Trust Enforcement,” *Journal of Law and Economics* 36, 1, Pt. 1, April 1993, pp. 1~32.
- Bittlingmeyer, George, “Stock Returns, Real Activity and the Trust Question,” *Journal of Finance* 47, 4, December 1992, pp. 1701~1704.
- Harris, Lawrence, “The October 1987 S&P 500 Stock-Futures Basis,” *Journal of Finance* 44, 1, March 1989, pp. 77~99.
- Kleidon, Allan W., “Arbitrage, Nontrading and Stale Prices: October 1987,” *Journal of Business* 65, 4, October 1989, pp. 483~507.
- Roll, Richard W., “The International Crash of October 1987,” *Black*

*Monday and the Future of Finance Markets*, Robert W. Kamphuis, Jr., Roger C. Kormendi, and J. W. Henry Watson, eds., Irwin 1989.

Schwert, G. William, "Business Cycles, Financial Crises and Stock Volatility," Working Paper, Simon School of Business, Rochester University, 1990.

## 第十九篇

### 经济学的法则适用于日本吗

虽然这次研讨会的主题是“转型文化”，但我想说的还是另外一个话题。对文学、艺术或电影上的成就来说，文化转型可能确实必不可少。正像不存在日本特有的物理学或化学一样，也不会有日本（或美国）所独有的经济学存在。经济学的基本法则适用于任何一个地方，日本当前的经济衰退及银行业面临的危机是这种广泛适用性的最好例证。

这两种至少在轮廓上很相似的危机，都可以在经济学上找到比较肯定的解释，尽管那些出了名的、爱争论的经济学家们可能会对其中的细节纠缠不已。而大多数严肃的经济学家，尤其是像我自己的芝加哥学派经济学家，能够就日本在这段经济史上较为困难的时刻应采取何种适宜的政策，取得基本的共识。就像过去10到15年间反复强调的那样，我们今天还要对日本说，你们不能像用管家的鞭子为大名(daimyo)经营17世纪的农业庄园那样，来对待20世纪（很快就是21世纪）的经济。要引导资源要素在经济活动中的流动，你们应当更多依靠不受个人情感影响的市场力量，特别是资本市场的力量，而非大藏省主要负责人（他是东京大学法学院的毕业生）这样或那样的行政指挥。否则，你们只能从一次危机到另一次危机不断地犯错误，不仅会摧毁大量的国民财富，而且还会给日本人际关系中为我们这些众多西方人既羡慕又妒忌的礼

仪带来毁灭性的破坏。

我们为什么要选择这个艰难的时刻，来使你们相信那些在我们看来顺理成章的东西？当然，部分原因是你们过去的成功。第二次世界大战以后，日本从什么都没有一跃成为当今世界第二大经济强国。在那段高速增长的时期，引导日本经济的看起来似乎是一种被戏称为“日本股份公司”的东西，它是日本自民党的政治垄断、通产省的产业政策及大藏省对金融市场详尽的微观管制的综合体。无论在什么时候，只要人们对这种综合体提出指责，总会得到这样一个明确的答复：它可能并不完美，但你得承认它能起作用。

如果这样说的话，就会犯一个明显的谬误。仅仅是时间上的联系，还远远不等于因果关系。雄鸡一唱天下白。然而，即使那只公鸡被人们吃掉以后，太阳肯定照旧还会出来。

所谓日本股份公司的情况同样如此。将日本经济的成功归功于官僚和政客，绝对是对日本人民的一种侮辱。日本经济高速增长的原因，可以追溯至日本人民拥有的创造性、技术水平、职业道德和企业家才能，尤其是为了将来的利益而放弃即期消费的那种可圈可点的储蓄意愿。这些才是日本成功的真正源泉。实际上，有强有力的证据可以表明，即使没有那些政客和官僚，日本经济也能取得成功。

总的来说，所谓日本股份公司中的官僚政治对生产力的破坏作用可以从通产省身上体现出来，这种观点目前看起来已为人们接受。但是，要认识到大藏省的负面影响还需较长的时间，这或许是因为金融问题对大多数人来讲过于抽象了。任何时候，只要出现金融政策方面的主题，人们的眼睛就会随之一亮。从某种意义上讲，目前银行业及相关领域出现的麻烦倒是一件好事，它能引导日本公众更多地关注金融问题，并使他们逐渐认识到：大藏省及其所代表的一切只能带来问题，而不是解决问题的办法。

指责大藏省、日本银行和日本政治结构应对过去 15 年中的政

策失误——这种失误在其他任何一个国家都足以将政客和官僚送上绞刑架——负责是容易的，但要为改革设计一套完整的蓝图却并非那么简单。绝对不会有一个人外国人愿意做这种尝试。我在这里建议，最好把目光放在那些具有一定广度、易于人手、到目前为止还没有引起新闻界和公众注意的长期性改革举措上。

我知道这种思路会让听众中的许多人失望，他们可能会说：这像一个经济学家说的话吗？房子在燃烧——也即银行系统正陷于困境——而他却在谈什么，假定我们能坚持下去，在未来大厦里应搞什么样的装修。在美国，人们也经常把我的这种谈话嘲笑为是对泰坦尼克号甲板上躺椅的重新布置。但在我看来，至少让我向你们再次保证，目前你们银行业面临的困境确实令人痛苦，但并非十分复杂。

像会计学这种朴素的经济学告诉我们，如果一家银行拥有100单位的资产和80单位的存款，那它的资本净值或股本就是20单位。但若这些资产的价值跌至70单位，而存款仍然维持在80单位，这家银行现在就一分钱资本也没有。实际上，它的资本净值是负值。该银行在技术上处于资不抵债的状态。

当然，一家银行资不抵债并不意味着它无法在许多活动中继续发挥银行的作用。人们每日可以继续在这家银行存款和取款（两者的金额大致相等）；人们可以继续分期偿还他们的贷款和抵押借款，这家银行还能把从这些偿还中得到的收入，再以新贷款和抵押借款的形式重新贷放出去。这家银行无法做到的，是通过不断扩大投向商业和产业部门的贷款组合规模，来对经济增长做出贡献。

从前例中可以很容易地看到，当那家银行的资产降为70单位时，其资本净值变为-10单位。但是，从某种程度上讲，若资产的价值不是降为70单位而是82单位，该银行还留下一点儿资本且在技术上摆脱了破产的境地，此时更为复杂的问题就出现了。在这些条件下，这家银行的所有者和经理人会有强大的动力，但不是去

控制贷款规模，而是去承担更大的风险，其水平远远超出一般的谨慎性银行贷款政策的范围。如果这些高风险的投资取得了成功，这家银行就获救了。赚到的利润将恢复这家银行的资本金水平，而银行所有者的财产也因此而得到保全。该银行的股票价格也将扶摇直上。如果这次冒险失败了，大部分的损失将落在存款人身上，而实际上这些损失又将由广大的纳税人来承担。这些情况正是在美国储蓄贷款产业崩溃过程中发生的事情。

管制者自己——在日本就是大藏省——在银行资产跌至或不足银行债务的时候，也面临着一个类似的“道德风险”问题。就像一个赌徒双倍下注以期捞回先前的损失一样，大藏省也会尽量避免采用那些必要的治疗办法，寄希望于当前资产价格的下跌是暂时性问题，而随着整个经济的复苏，银行业可以在不太久远的将来自己解决当前面临的危机。有时，这种双倍下注的方式确实能取得成功。但有时也并不尽然，此时最后的损失将会成倍放大。

这也是此时困扰大多数日本公众（以及日本各家银行的许多外国债权人）的一个问题。因此，有必要强调，在银行股东、债券持有者以及广大的纳税人最终承担这些巨额损失的同时，存款人的利益却不会受到什么影响。无论是否拥有一套正式的政府存款担保体系，没有一个现代政府会允许其公民一生积蓄中的大部分尽付流水。英国人声称，他们不会自动偿付所有存款人的损失，而且英国的公众也明白其存款所获得的担保受到明确的数量限制。他们是借国际信贷商业银行倒闭之机来表明自己对“大则不倒”教条的放弃。但我认为，这与国际信贷商业银行事件的受害者主要是外国人和外国移民而不是一般的英国选民有关，两者绝非一种偶然的巧合。不管怎么说，作为规模相对较小的银行，国际信贷商业银行（以及巴林银行）发生的问题都是单个的、孤立的个案，并不是那种波及整个金融体系的事件。

出于一些明显的政治原因，一旦人们对银行资不抵债问题的

担心引发大规模的挤兑风潮，那么发生类似美国储蓄贷款业危机这样的事件也就在意料之中。正是由于那些独特、奇异的日本金融机构的存在，这种事情才可能发生。这些日子，日本的银行存款人可能在不断地问自己，为什么要冒险相信政府对银行账户的担保呢？即使政府像英国那样拒绝偿付的可能性较小，在提取存款时也会不可避免地遇到延迟和填写烦琐的表格。为什么要冒这种风险？还是让我将存款转入国有的邮政储蓄系统中去吧。这里执行同样的利率，而且从一开始就有担保。这种易于公众选择的方案，将对你们的商业银行构成长期的竞争威胁，除非邮政系统最后也被私有化。由于挤兑这种潜在的威胁，所以在商业银行的资本金补足以及公众对这一产业的健康状况和生存能力重新恢复信心之前，邮政系统也会始终对其保持一种短期的压力。

如何着手去做，这是经济学同行可以做出长篇大论的一个主题，但就像我前面提到的那样，我宁愿把如何应对当前各种问题的这些具体细节留给那些专家，而将注意力集中到防止银行业危机再次发生的某些深层次结构性改革上来。正如你们将要看到的，这些改革的主要目的就是大幅度降低大藏省在日本经济中所发挥的作用。

## **日本银行业和金融市场管制的长期改革所适用的战略**

如果要降低大藏省在日本金融领域中的地位，人们很难弄清楚到底应从何处着手。大藏省推出的每一项规则和管制政策，虽然常常使相对较少的公司和个人受益，但事实上却给大多数日本公众带来了沉重的负担。我经常强调指出，按照西方卡特尔一词的理解，应把大藏省看作是一名卡特尔的管理人而非一名管制者（我得补充一下，西方的管制者就像大藏省一样，常常关注如何保护自己所管制产业的竞争性利益，但他们在政治上要受到更多的制约。纽

约股票交易所确实很想谋取类似大藏省这种风格的政府力量来阻碍期货交易所的发展,而各家期货交易所自己也拥有足以击退这种进攻的政治力量。此外,美国的管制者,像证券交易委员会和商品期货交易委员会,必须每年到国会去争取维持自己的雇员和纲领所需要的资金。大藏省则不需为此操心;像日本政府的其他部门一样,大藏省可以决定自己的预算)。

作为降低大藏省对经济活动的广泛影响的第一步,我建议应彻底卸去大藏省对银行业的管辖权。银行业管制的微观层面,包括审计、监察以及确保银行内部控制符合国际标准(大和银行的丑闻表明不能再对这一问题听之任之了)等活动,应当交给一家专业的独立机构来负责。而且,这家新成立的银行检查机构,不能是在大藏省原有部门的基础上“新瓶盛旧酒”。大藏省的官僚们与各银行之间长期千丝万缕的联系,很难让人相信日本银行业监督的公正性。为什么不把这项监控各家银行安全性和诚实性的任务交给税收部门的人?这些人的工作已表明,他们作为监察者更值得信赖。

银行业管制的宏观层面,与银行准备金及货币基础其他部分的水平和增长息息相关,应当转由日本银行负责。现在的一个关键问题是:日本银行要完全独立,不能仅仅独立于大藏省,还要独立于政府自己的行政和立法机构,就像德意志联邦银行一样。

我知道,至少出于两方面的原因,许多人会觉得我的上述建议非常奇怪。首先,鉴于一国的中央银行在遇到清偿危机的时候总是要扮演最后一道防线的角色,难道它不应该保持对银行体系的监督权?我和其他许多经济学家一直认为,不一定非要如此。详细监督商业银行运作的着眼点,应当是那些微观层面上的偿付能力和管理失当等问题,而不是那些与流动性有关的、属于宏观层面上的问题。从理论上讲,一家中央银行能够处理这两方面的任务——就像美国的联邦储备体系一样,但过于庞大的管制机构也确实让日本受够了。我没有把美国式的银行管制推荐给日本,是因为这种模



式存在着管制性监督过度重复的问题,有时会重复到5家不同的机构检查同一家银行的程度。最好是建立单一、独立的监督机构,这不仅有利于在问题出现时更清楚地发现原因,而且还能促进微观和宏观层面上的管制者进一步提高各自在执行主要任务时的专业化效率。

有人可能会反对日本银行独立,因为这家银行无论是在推动80年代所谓泡沫经济的形成,还是在应对90年代泡沫经济破灭所致的后果中,都没有值得大书特书的辉煌经历。实际上,不少学生还指责日本银行在1991—1992年间没有听取大藏省将过于紧缩的货币政策调节得更快、更有力的建议。但是,针对以往的某项决策,无论是大藏省的意见对,还是日本银行的见解正确,都不是问题的关键所在。只要日本银行的运作被看作是政府经济政策(也即大藏省经济政策)中标准的一部分,就会不可避免地产生一系列的麻烦,尤其是在考虑到这两个机构之间因日本银行主席职位的5年一换而不断加剧的对抗的时候。

不管怎么讲,你们目前遇到的这些麻烦,早在80年代中期大藏省的5年任期内就埋下了祸根。按照1985年的广场协定和1987年的卢浮宫协议,迫于美国政府的压力,日本政府减缓了用美元积累资产的速度,并让日元在与美元的兑换中逐渐升值。由于担心不断升值的日元会影响日本的出口产业,进而加速国内经济的衰退进程,日本银行迅即加大了国内的货币供给量。在其后短短的几年中,按照多种方法计算,日本货币供给每年的增长速度都超过了10%。拥有大量现金和准备金的各家银行,急切地想把这些钱贷给它们的包括公司和个人在内的所有客户。

一般来说,当中央银行以这种强有力的方式注入货币的时候,价格和工资会相应上涨,公众会很快开始担心过去以银行存款、债券以及其他形式积累下来的资产,是否将因此而贬值。随着公众对中央银行持续性通货膨胀政策的认识不断提高,名义利率的上扬

开始警告货币管理当局,可能会出现严重的适得其反的政治后果,就像美国的卡特政府在1979年得到的教训一样。但是,经典意义上的通货膨胀并没有发生在80年代中期的日本,学习这段历史的学生们仍未完全理解其中的原委。实际上,这肯定与让人们谈虎色变的衰退根本没有发生有关;用西方的标准(以及实际增长率,其中扣去了货币扩张对价格的影响)来看,日本经济仍然保持了相对较高的增长速度。此外,虽然起初看来,不断升值的日元会影响出口的价格和利润,但它同时也起到了降低进口价格以及日本居民消费成本的作用。在80年代后期,这种影响被日本零售流通体系的效率不足遮盖住了。通货膨胀不是采取了价格不断上涨的形式,而是体现为价格的下跌远没有在日元升值情况下本应表现出的那样迅速。

不管是什么原因,事实是很清楚的。尽管货币增长快速,但在整个80年代期间日本零售价格的涨幅依旧控制在最低限度,价格的涨幅如此低以致甚至是一只扑向通货膨胀的老鹰,也会像米尔顿·弗里德曼那样,不遗余力地为日本银行大唱赞歌。而且,在所有针对价格膨胀与中央银行独立性程度的统计分析中,至少在70年代石油危机之后的几年中,日本总是像一名露宿者:一边紧靠着银行独立性轴心的底端,另一边紧靠着通货膨胀轴心的底端。

日本银行在80年代中期如此殷勤地向日本经济注入货币,并没有抬高消费价格的水平,但它还是表露出了其他方面。它带动了建筑业的繁荣,推动了资产价格的上涨,这主要是那些得到较低成本的银行贷款资助的资产,包括股票价格、住宅价格、商业性房地产价格,甚至高尔夫球场会员资格等。

由日本银行较为宽松的信用政策所推动的资产价格上涨,又因大藏省的某种善意但根本不当的干预行动而加剧。在1987年10月美国股市暴跌的过程中,美国股票的市值损失了大约20%。日本股市也感受到了强烈的下跌压力,但大藏省迅即采取了著名

的价格维持行动。日本股市的跌幅被控制在7%~8%，我还记得当时大藏省官僚们的那些评论，意思是讲，美国人在管理自己的股票市场时，似乎还没有在管理美国的汽车公司时懂得多。

但是，来自大藏省的价格支持，即使被看作是成功的，也可能事与愿违。一旦公众认为，只要股票价格开始下跌，大藏省就会施手相救，那么就等于承认日本的股票不再有下跌的风险。实际上，股市也就相应转变为一种看涨期权市场，价格只能一路上涨。而且日本股票确实也是这么涨上来的，一直涨到目前看来几近不可思议的水平。

直到在日本银行主席的5年一换中，一位更为传统的银行家取代了大藏省派来的人选后，房地产和股票价格不受抑制的持续上涨势头才告结束。此人上任后不久，就在1990年初迅即着手清除那些被他称为“泡沫经济”的东西。资产价格膨胀的进程戛然而止，在其后的5年间转而进入了一个令人极度痛苦的衰落期，在那段时间里，原先市值中60%以上的部分都化为乌有。

许多人都在想，如果像三重野主席这样更为传统的中央银行行长早些上台的话，也就是在1984年而非1989年，是不是这一系列灾难性的上涨一下跌事件就可以幸免。我认为是有可能的，但可能性不大，除非日本银行与政府之间比现在保持有更大的、独立性。

我们至少都清楚，一旦资产价格的膨胀成为财富的源头，就很难再为中央银行所控制，这在一定程度上是因为没有明显的受害者来形成足够的政治压力以终止这一进程。在资产价格的膨胀中，所有人似乎都能从中受益：企业可以得到更便宜、更易于获得的资本，银行可以扩充它们增加贷款业务所需要的资本基数，证券经纪业从其客户的股票交易中挣到了巨额的佣金，而客户自己的资产净值也在稳定地增长，有时甚至一天接一天地上涨。总之，就像一位美国中央银行行长所指出的那样，在晚会上的每个人都如此尽

兴的时候,没有人愿意出来拿掉那只盛混合甜饮料的大钵。

由于缺乏有效处理所谓部门性问题的货币工具,因而进一步加大了要求中央银行不要干预的压力。目标信用管理并不比其他控制手段更可靠;人们可以想出很多办法绕过这些制度。在1929年股市暴跌之后,美国联邦储备体系坚信保证金条件可以抑制股市的运动,但是终因多年没有取得明显的成效而不得不放弃。购买股票的保证金条件在过去20年当中也就一成不变地保持下来。一家面对资产价格膨胀的中央银行会感到自己将要做出一个痛苦的抉择:要么任由这种上涨的势头继续泛滥下去;要么控制货币供给量,并相应承担可能将整个经济拖入一场混乱的风险。

然而,与隶属于政府的情况相比,一家真正独立的中央银行可能会在这一过程中更早地准备冒险去紧缩货币。但无须多言,即使是独立的中央银行的行长们,也不能将自己锁在暗室中,回绝来自外部真实世界的所有消息。他们还必须弄清楚什么时候松开货币紧缩的闸门,重新恢复到正常的运行模式上来。日本银行由于几乎摆脱不了对资产价格膨胀的恐惧,所以一直无法在银行系统内维持必要的流动性。当然,日本银行(以及在其之前的美联储)最终还是终止了货币紧缩的进程,但并不是在对银行平衡表和公众造成大量不必要的伤害之前。

确实,对一家中央银行来讲,无论它抵御短期政治压力的能力有多强,也难以避免使用那种收放交替的货币政策,正是这种政策折磨了日本和西方经济如此长的时间。我们可以期望取得的最佳结果,是减少或消除那些使中央银行行长们无法集中精力确保货币稳定地、可遇见地增长的外界压力。独立化有助于去掉这些要求中央银行应对汇率或失业水平上每一个变化的压力。但是,至少目前还有另一种压力能够而且必须被取消。我指的是作为一个整体的银行系统的盈利能力和资本充足状况(这不同于个别银行的盈利能力和资本状况,如前所述,其中更多的是留给银行监察者去处

理的微观问题)。银行资本金和盈利能力问题在宏观层面上给中央银行带来的压力,可以通过对银行资产组合规则作一个比较简单的、直接的调整而得到大大削减。

## 银行持有企业股票的问题

我尤其要建议的是,不应再允许日本的各家银行持有其他企业的普通股(一些暂时性的情况除外,例如企业破产重组时的债权转股权以及银行持有自己运营性子公司的股票等)。虽然作为芝加哥自由市场学派的一个特定象征,由我来建议对银行投资组合决策予以立法限制,多少会让一些人感到厌烦,但上述立法限制确实在长期和短期范围内,能带来大量难以在意识形态领域中被忽略掉的好处<sup>[1]</sup>。

如果其他情况不变,那么这种限制将有助于前面所说的主要目标的实现,这就是通过消除大藏省时常干预股票市场的主要动力,即避免使银行系统因股票价格下跌而失去资本的缓冲器,来削弱其在日本经济中所发挥的作用。要记住,按照国际清算银行的规则,在银行拥有的未实现的股票增值中,只有45%的部分可被列入第二级资本。因此,一旦各家银行不再持有股票,就比较容易说服大藏省放弃那个巨大的价格支持武器库,像禁止发行新的普通股、阻挠股票类衍生产品的发展等。正如我们在过去5年多所看到的,这些武器事实上并不能确保价格的上涨,只能对资本市场在分配资本中的效率起到破坏作用。

但是,强制日本各家银行放弃各自持有的股票,还能带来更为直接的利益。如前所述,日本许多银行的资本结构目前以第一级资本而非第二级资本为主。从理论上讲,银行将利润再投资(如果它们确实有利润的话),或发行新股(如果那些老股东确实愿意稀释股权的话),都可以给自己带来新的第一级资本<sup>[2]</sup>。银行要补充自

己的资本金，只需出售资产组合中的股票，将那部分未列入第二级资本的 55% 未实现股票增值转化为利润，再用这些新增的第一级资本和备用现金来支持自己当前不景气的贷款计划，想想这有多么简单！

当然，在理论上，这些银行可以自主地选择这条增资途径，而不必依靠外部的某种强制性规则。但是，这种自愿的解决办法面临着两大障碍。首先，它可能导致巨额的股票交易，这绝对会让大藏省感到毛骨悚然<sup>[3]</sup>。为使银行体系重新资本化，最好有什么办法能消化掉数量如此众多的股票，同时又不会对股市构成压力。大藏省显然希望在对现有银行体系的各部分，尤其是它对该体系的管辖权不作什么实质性变动的情况下，增加银行的资本金。大藏省要实现这一系列的目标，可以借鉴 30 年代美国政府重组金融企业时的思路。在该计划中，美国政府打算通过购买专门为此目的发行的优先股，而向身处困境的银行体系注入资本金。

强制剥离银行持有的股票所面临的第二个障碍是，即使按今天已经下挫的价格计算，这些交易也要使银行为其许久以前购买的股票——尽管当时的数额在今天看来算不了什么——负担沉重的资本利得税。然而，幸运的是，有一个简单的办法可以解决这个问题：把银行和其他企业的资本利得税税率降至零，就像目前对个人投资者的税率一样。在我提出的切断大藏省与银行部门之间联系的计划中，这是第三个，在某种程度上讲，肯定也是最重要的一部分。

当然，使大藏省远离银行部门，只是迈向用无情的市场裁决取代官僚政治的命令这一最终目标的第一步。即使砍去了银行业这一臂膀，由于还控制着预算和税收，大藏省因而依然集中掌握着庞大的、不受制约的权力。

大藏省行政指挥的众多受益人只有在意识到这些特权的维持成本正变得越来越高时，才可能被说服牺牲掉他们长久以来

享受的这些特权。许多日本人已经认识到了这一点,我希望更多的人很快会选择扔掉自己身上那只裹了太久太久、令人窒息的官僚主义毯子,转而支持一种更为开放、以市场为基础、能更充分发挥自己聪明才智和创造性的新体制。

本文为作者在芝加哥大学于经团连会馆召开的一次主题为“转型文化”的研讨会(1995年11月28日,东京,日本)上的发言。

## 尾 注

- [1] 从理论上讲,同样的规则也应适用于房地产。所有的商业银行,包括属于处在当前银行业危机下一群最险恶罪犯之中的住宅信贷银行,都不能再直接持有房地产,而且要尽快抛弃把一切当作抵押品接受的想法。这种规则不仅能够促使房地产市场更快地流动,而且还能使这些银行意识到,它们以更快速度形成的损失,将成为银行提供融资的房地产项目上的一种有效的戒律。
- [2] 实际上,目前短期利率已经如此大大低于政府债券的长期利率水平,这使得几乎任何一家银行都有可能获取一些利润。但通过这种途径并不能较快地补进资本金。
- [3] 这项建议也会让另外一些人感到震惊,这些人相信,在日本或德国模式下密切的银企关系,其主要的益处表现在优化公司管理,尤其是允许企业用长远眼光来对待那些资本密集型投资项目。这一问题不宜在此讨论(尽管必须说明长期以来我对日本或德国型银企关系的种种好处一直持有一种怀疑态度),但它可能成为学术上悬而未决的争议。就像在美国的情形一样,一些真正的大型企业在融资活动中已经开始逐渐减少对银行贷款的依赖性。

### 日美贸易关系，美国能让日本就范吗

我对日美贸易关系的看法，虽然与美国大多数学院派经济学家的见解一致，但会让你们中间的许多人失望。说实话，会让你们非常失望，所以我打算先阐明一下我的三个主要观点：

第一个观点：你们多次听到的美国对日本的商品贸易赤字，决不像克林顿政府一直强调的那样，它不是一场危机。而且，更重要的是，政府也知道它并不是一场危机。克林顿政府故意地（且直截了当地，甚至有些玩世不恭地）利用这一赤字，来煽动美国公众对日本的不满情绪，以支持其所制定的市场开放日程表。

第二个观点：即使按照政府自己的测算，这些被极度吹捧的市场开放动议也只不过会带来一些临时的、无足轻重的效果。原因很简单：尽管有各种可怕的描述，但是日本政府主张的种种限制性措施，与他们的贸易顺差或我们的贸易逆差并没有多少关系。美国政府的计划，如果成功的话，最多也只能让一部分美国公司受益。而一旦失败并招致贸易制裁的话，将会使其他的美国人以及世界上的其他国家为此付出巨大的代价。克林顿政府这些“兰博式”的战术属于那种典型的劣质投资：市场上涨时没有多少回报，而在市场下跌时就会面临高额的亏损。

我的第三个也是最后一个观点：即使政府这些以制裁相威胁的卤莽做法真的能让日本政府让步，接受美国产品的出口数量目



标,肯定也会进一步吞噬我们作为多边自由贸易体系主要发起者的所剩无几的信誉。人们把美国人视为商业活动中的伪君子,完全就像我们指责日本人的那样,决意要将我们的产品硬塞给别人。请注意,在越来越多的日本人逐渐意识到他们现有的政策并非最符合该国利益的这个时刻,我们美国人却正在把自己变为像他们一样的人。要在这一点上恢复我们原有的信誉,我们在与日本的谈判中,就必须通过取消反倾销法和仍然保留的诸如食糖配额和纺织品贸易协定等各种“自愿”和非自愿进口限制规定,来认真对待美国市场的开放,而不是像过去10年间那样,依据关贸总协定缓慢地分阶段开放市场。

### **政府增加对日出口的运动:收益与成本**

美国政府对日本的强力政策似乎有很充分的理由,因为日本人看起来确实在频繁地封锁美国产品,而且找了一些最脆弱、最可笑的原因作托词。我想,每个人都会津津乐道于有关羽田孜的一个笑话。这位日本的前通产相拒绝美国牛肉进入日本市场,是因为这种牛肉不适合日本人的小肠消化。但是,在对此付之一笑的时候,我们还不应忘记日本人的口味的确经常与美国人不一样,而且美国公司也并不总是相应地改变自己的产品。克莱斯勒公司的情况就是一个典型的例子。在李·雅科卡大声抱怨克莱斯勒公司被排斥在日本市场之外时,这家公司实际上并没有生产一辆方向盘右置的汽车。现在他们已经生产出这样的汽车了,切诺基吉普车在日本销得很旺,就像在这里的情况一样。

还要注意的是,我们所抱怨的众多限制和管制,并不是真正重要的东西。它们同样适用于日本企业,尽管在长期的实践中,这些日本企业经常能够机智地绕过去。但是,并非总是这样。一项近来有关日本零售贸易法的研究表明,与众多美国人所持的观点恰恰

相反，取消这项法律只能导致从美国进口的减少。实际上，这项零售法给日本小型供货商带来的负担，远远大于其对美国出口商的影响。

即使日本将其有争议的所有管制政策都取消，综合各种正负面影响后，美国对日本的整个贸易赤字也不会出现明显的、持久的变化。请注意，我说的是整个贸易赤字，在减少下来的美日双边赤字中，有一部分肯定会转化为美国与中国或印度尼西亚之间扩大的双边贸易赤字，因为日本企业将通过增加对上述国家甚至美国的出口，把在本国市场上被挤掉的份额弥补回来。你们曾经尝试过在一只充气不足的排球上弄出一个凹痕来吗？

政府经济学家们清楚，不管迈克尔·坎特和那些法学家们声称取得了多大进展，美国与日本的这些双边谈判并不会对我们的总体贸易平衡产生什么大的影响。那么，政府为什么还要加紧推行一项在大多数学院派经济学家看来极度卤莽的计划呢？答案是，美国在制定政治决策时，并不需要对美国经济协会的成员进行民意测验，甚至无须考虑政府内部的经济学家们的意见。根据我自己的经验，政府经济学家的作用就是将其上级已有的主张合理化，使之成为缜密无误的论点。相信我，美国政府中的经济学家们出色地应对了这种要求。

他们必须使之合理化的那些决策，确实是依据民意测验制定出来的，但这种民意测验采取的是国会和总统选举的形式。在那些选举中，厂商们常常能筹集到足以取胜的票数（以及获取更多票数所需的金融手段）。在我们对日本的贸易政策中，清楚地表明了这一点。对日本保持强硬态度的压力不是来自美国消费者，而是来自某些美国厂商，特别是汽车零部件制造商、大型建筑公司、硅谷企业以及像摩根·斯坦利这样的华尔街大投资银行。它们希望比尔·克林顿成为新的商船队队长，这项任务对美国政府来讲再合适不过了。政府会施惠给具有强大政治力量的商业界，不言而喻，政

府也希望商界能投桃报李。我们只要看看在一个新政府宣布其政策纲领时,有哪些企业列队于罗斯花园就够了。

就这一点来看,现在的美国政府一点也不次于前面的几届政府。别忘了,正是号称伟大的自由贸易者的罗纳德·里根,引入了对日本汽车进口的所谓“自愿”配额。还有,也正是乔治·布什自己亲自率领一个由美国汽车公司负责人组成的代表团前往日本,要求日本政府进一步开放汽车市场。然而,他施加的唯一压力就是将污物吐在宫泽喜一首相的鞋子上。这位总统的确也向日本威胁要实行贸易制裁,这倒不是什么好笑的事情。

无论如何,日本肯定都是美国最大的贸易伙伴。旨在减少从日本进口的各种制裁不仅将使美国消费者付出沉重的代价,而且也会让本世纪几代人在外交和贸易上确立的主动权丧失殆尽。为什么仅仅就为扩大少数几家美国公司的销售而要冒这种风险呢?

我想,可能是因为美国政府觉得,它自己实际上无须实行那些制裁。仅仅威胁一下就足够了。日本人会在最后一分钟屈服,就像他们屡屡表现出的那样,因为他们在一场贸易战中失去的比我们损失的还要多。现在他们甚至都不能指望自己供养自己。出现一阵恶劣天气,他们就要进口大米,更不要说原油、煤炭、铁矿石,以及天气好的时候每天都要进口的其他工业原材料。

就其运转的情况来看,美国政府的打算肯定具有足够的理性,但你不能确信对方总是按照你的思路行事。大量的学术研究表明,对争执双方来讲,庭外解决几乎总要优于支付诉讼费用。然而,法院的日程表还是排得满满的。将这一推理沿用到我们的政府上,你们会证明并得出第一次和第二次世界大战永远不会爆发的结论。但事实恰恰相反。在法律或外交上并不存在什么确定的东西。

每次你都要把摊牌的可能性考虑进去,日本人这次或者拒绝你的要求,或者从近几次的情况来看,更有可能这样,就是在大肆鼓吹之下,同意做一些意义不大的、无足轻重的让步。现在,你将怎

么办？如果你接受这些纯粹是摆摆样子的让步，肯定会有损于你作为一名游戏者在将来的信誉。对方将为你的威胁空洞乏力而欢呼，而且会开始向你那块遍布全球的毯子踢沙子。实际上，如果你看上去越理智、计划越周密——就像比尔·克林顿，其主要政策的摇摆就是这么形成的，那么在国际上失去的影响就越大。理查德·尼克松确实可以用报复相威胁，因为你从来就不清楚他是否疯狂到真的敢动手的地步。罗纳德·里根也可以去做这种威胁，正如空中交通管理员所知道的那样。甚至连乔治·布什都可以这样去威胁，就像他在海湾战争期间的所作所为。但是，比尔·克林顿却做不到这一点。

从所有这一切中得到的教训，就是那条西方人所熟知的古老法则：如果你不打算开火，绝不要拔出你的枪。不要动则相威胁，除非你真的想把它们兑现。而我真正担心的事情是，美国政府面对的具有强大政治力量的某些选举人，的确希望将这些威胁一一付诸实践。“挽救美国的就业”，对于一劳永逸地制止汽车、钢铁和照相机等产品从日本流入美国来讲，这是一个多么好的理由和机会！

美国政府坚持认为，只要日本人不再阻碍谈判，“回到谈判桌前”，这些担心就可以烟消云散。然而，政府在这里使用的谈判一词，具有极其陌生的含义。在谈判中，可供讨论的问题只是对方做多大、多快的让步。我们拿来与他们相交换的条件少得只差用拳头痛击他们了，这简直就是一个行凶抢劫者和一个普通人所做的交易。如前所述，这不仅是我们这方面的一个愚蠢政策，而且还给我们美国人烙上了伪君子的标记。上帝知道我们自己有多少封闭市场的管制政策，而我们单方面都不准备放弃它们。关贸总协定乌拉圭回合谈判中的多边相互妥协，也许是消除贸易壁垒的一种较为缓慢的解决办法，但对世界贸易的扩大而言，这种办法要比美国政府霸道的政策更可靠、可安全。

让我在这里针对关贸总协定作一个简短的评价。在广泛的关

注下,关贸总协定的协议于 1994 年初在摩洛哥签署,但在美国执行这些协议的立法尚没有列入国会的议事日程。关贸总协定在 1993 年积累起来的冲量逐渐在退去,贸易保护主义势力正从 1993 年北大西洋自由贸易区的失败中恢复过来,并重新积蓄力量。他们准备就关贸总协定问题在即将到来的国会选举中大做文章。更为复杂的是,为了关贸总协定,还要拿出 200 多亿美元的资金来抵补维持预算中性化所致的收入或支出减少。这个协议仍然有相当的可能最终获得通过,但它绝不是一件“十拿九稳”的事情。

### 日本贸易盈余的真正源泉及其未来前景

在许多学院派经济学家看来,美国政府出于政治目的打击日本的言论是一种特殊的刺激剂,因为他们知道日本的贸易盈余并不像政府宣传机构反复强调的那样,属于某种所谓把失业硬塞给其他国家的蓄意的政策。他们的贸易盈余主要应归结于日本家庭和企业极高的储蓄率,这依次反映出日本社会的文化特征,特别是人口统计特征,但更多的是日本过去 30 年间——至少截止最近——人均国民收入的快速、持续增长。

当然,拥有如此多储蓄的日本家庭必须把他们的这些储蓄放到什么地方。首先,他们会将其存入银行储蓄账户,购买人寿保险单以及日本政府和企业发行的债券。但是,这些储蓄的数量远远高于日本经济在本土以较高回报率吸纳资金的能力。因此,日本的家庭、银行和保险公司采取了与后来美国家庭在利率走低时期相同的做法。而且他们还通过多元化的投资,尤其是在国际间的多元化投资,来寻求降低投资风险的途径。在整个七八十年代,对日本人来讲,这种做法就是购买美国的债券——包括为厂房和设备筹集资金的公司债券以及向 80 年代军备扩张提供资助的政府债券,而正是这种军备扩张最终导致了苏联的解体。

但是，日本人是用日元在储蓄，而我们则以美元售出我们的公司和政府债券。日本人从哪里得到购买美国债券所需要的这些美元呢？他们只有以比我们卖给他们的汽车、木材、葡萄柚等产品更多的数量，按现行汇率向我们出售他们的汽车、照相机和传真设备才能做到这一点。这恰恰就是所有人攻击的对象——日本的贸易盈余或美国的贸易赤字。

当你去掉赤字、逆差等等所有这些带有感情色彩的字眼，你就会看到我们作为一个国家，特别是作为消费者——我们每个人都是消费者，不管各自的职业有什么不同，一直在从这种安排中获取着巨大的利益。在80年代，无论何时，只要我的日本朋友开始炫耀他们对美国的贸易盈余，我就会取笑他们，说我们美国人实际上在跟你们开一个残忍的玩笑。我们指挥你们给我们送来这些费尽千辛万苦生产出来的、奇妙的汽车、照相机和机床。而我们又给你们提供什么了呢？只不过是乔治·华盛顿的一些头像。

这场玩笑到底能持续多久呢？直到日本储蓄率下降或美国储蓄率上升时为止。而美国政府长期以来一直在这两个方向上孜孜不倦地努力，但它的建议照例自相矛盾，其主要效果还是进一步加剧了美国在本土和海外面临的政治紧张局势。

在提高美国国内储蓄率的问题上，与布什政府和国会中的共和党人一样，克林顿政府力图降低联邦预算赤字的做法无疑是正确的。减少政府的超支会带来国内净储蓄的增加。但就影响贸易赤字这一问题来看，如果要维持国内生产性投资的水平不变，就必须要么降低政府消费，要么降低个人消费。按照政府最初的建议，针对前者，可以将部分政府消费改为政府投资；而对后者，不能全面增税——因为那样做肯定会抑制消费，而是采取只对高收入阶层和公司增税的做法。这样处理或许在政治上可以省去许多麻烦，但是新增的那部分税收大多要落在储蓄上面，而储蓄可能正是政府千方百计想要增加的东西。

至于日本的储蓄，美国政府不能直接进行干预，却寄希望于要求日本政府大量增加赤字支出这种间接手段，而在我们自己也处于衰退期的时候，这种行为甚至连我们的国会和公众舆论都不能容忍。日本人拒绝按我们所要求的去做，不仅是对我们的虚伪的一种激烈反应。在经济学同仁中，对为使日本摆脱衰退并在期间刺激日本人对整个消费品尤其是美国产品的购买力所提出的那些财政措施的真正功效，存在着一种非常直率的怀疑态度——虽然从总统经济顾问委员会的报告中读不到这些东西。从严格意义上讲，美国政府在此问题上的立场属于 60 年代的凯恩斯主义——我将其称为朴素的凯恩斯主义，但其中也包含了一些别的东西。

现在，经济学家们认为，财政刺激根本不能像政府发言人所说的那样，可以自动见效，尤其是在拥有近来日本这段经历的一个国家。日本家庭刚刚见证了他们积累的财富中的相当部分为股票价格的下跌所吞噬，而损失在房地产下跌中的财富就更多了。假定所得税有较大幅度的削减，日本家庭也不大可能冲出去把这笔钱花掉，而是要把它存起来以在收入和资产净值之间恢复理想的平衡。

出于谨慎性的考虑，日本家庭的储蓄可能会进一步提高，就像日本人看到日元对美元升值，并将这种升值归于美国居心不良的干预一样。我不是在说美国目前正在进行干预，干预与否确实没有什么关系。在这里，正像反复提到的那样，真正起作用的是对这些干预的感觉和洞察。只要他们形成了我们正在推动或至少在讨论如何促使日元升值的这种认识，就会迫使日本企业更快地从美国转移利润，日本银行和投资者也会卖掉手中的美元资产，把资金带回日本本土。当然，这些情况会进一步推动日元的升值。而对日本人来说，不断升值的日元具有极其重要的感情色彩。日元升值预示着困难时期的来临。这种恐惧不仅仅是一种迷信，因为汇率在长期内不会起什么作用——经济内部的价格和工资水平的调整只需要确保实际或根据通货膨胀调整的交换价值处于由基本原理确定的

水平上即可——而在短期内，国内价格和工资的调整确实是个痛苦的过程。许多出口导向型和进口替代型企业将出现临时解雇和停产。不要忘记，在80年代初美国对日元和马克的汇率不断飙升时，我们自己的企业所经受的创伤。

就近期来看，我估计日本的储蓄率不大可能降至能对他们的贸易盈余以及我们的贸易赤字有较大影响的程度。随着日本逐渐走出当前严峻的经济衰退，他们的贸易盈余肯定会有所减少。而且他们还可能会通过更为放松的货币政策来加速这一进程。日本银行看来仍无法摆脱80年代中期那些痛苦记忆的困扰，当时该机构最后一次试图用放松银根的政策来抵销日元升值的影响，却导致了股票价格和土地价值爆炸性地上涨。但是，假定美国政府对从日本的进口威胁要进行大规模的报复，只是装装样子，吓唬吓唬人，那么在下届总统选举之前，美国与日本的贸易状况就不可能出现大的变化。

然而，从长期来看，这种贸易格局极有可能发生戏剧性的变化。对现在出生的这代人而言，也就是到20~25年以后，日本目前和近些年来的贸易盈余，似乎只能成为一种金色的回忆。到那时，支撑这些盈余的来自日本家庭的储蓄将会大量地枯竭，这在一定程度上是因为许多促成这些储蓄习惯的文化力量会逐渐消亡。但主要原因还是日本人口年龄结构的急剧变化。这个国家正处于老龄化时期，年度经济增长率和储蓄率将跌回至像美国这样的成熟社会所拥有的水平。随着储蓄率的降低，日本的贸易盈余不仅会减少，而且极有可能转变为像美国那样的贸易赤字。而他们又怎么为那部分人超筹措资金呢？采取同我们一样的办法：将以往在海外投资的利息和股息收集起来，向那些经济增长更快的国家中的储蓄者发行债券。对日本而言，这个国家很有可能就是中国。那些仍然健在、将贸易赤字视为一种危机的老重商主义官僚们一定会为此痛心不已。但是，至少他们可以不必再为取消这些赤字来虚构新的



理由和政策而浪费时间了。他们可以不断地利用克林顿政府在 90 年代制造的那些陈腐、过时的材料。

本文为作者在加利福尼亚大学的一次公开演讲(1994 年 4 月 21 日,圣·巴巴拉,加利福尼亚)。

### 莫迪利亚尼-米勒定理是否适用于银行业

阐释莫迪利亚尼-米勒定理(以下简称莫-米定理——译者注)是否(以及如何)适用于银行业这个问题,使我终于有机会能对大约 15 年前就同一问题与一群银行家的讨论划上一个句号,在那次讨论中,实际上,我并未能把话讲完。那次研讨会的东道主是卡特·戈勒姆比(Carter Golembe),我想你们中的许多人一定熟悉这个名字;他总是喜欢在一些很有异国情调的地方举办研讨会,那次是在弗吉尼亚州威廉斯堡的殖民地时期的市政厅里。我所在的小组被安排在一个幽雅的房间,从窗口可以俯瞰附近村庄里经过细致修剪的草坪。我们那天的讨论主题是银行业中的资本金条件。有些事情看来到现在还是没有变化。坐在我旁边的银行家刚刚结束他的发言,他抱怨说,由于资本金不足,他的银行不得不放弃掉一些获利颇丰的贷款机会。

“那你为什么不增加资本呢?”我问他。

“太不划算了,”他说,“我们的股价现在只及面值的一半。”

“这与你们股本金的筹集成本并没有什么关系,”我告诉他,“那只是市场在说:看看这些小伙子们,你给他们 1 美元,他们有能力把它变成 50 美分。”

就在这时,同样是银行家的听众中传来低沉的噪音,其中大多数人所在银行的股价甚至不足面值的一半,而在此时我恰好抬头

向上看，透过窗口我看见一队身着独立战争时期军装、手持当时步枪的士兵正由附近那个村庄向着市政厅的方向行进。

我的上帝，我想，他们招来一支行刑队。

无须多言，他们当然没有向我开枪，但是那些银行家也没有让我再讲什么。我觉得自己好像再也没有引起会议主席的注意。

现在回想起来，我当时处理问题的方式或许有不周之处，虽然那个银行家没有把他的观点充分表述清楚，但是他有一点讲得很明白。如果考虑大量的发行成本和承销费用的话，股本金可能是一种较为昂贵的筹资形式，尤其是对那些小银行来讲更是如此。正如我希望不必提醒这些听众的那样，如果没有理解错的话，上述情况无论如何也不会与莫-米定理相抵触。

莫-米定理属于事前判断，只与拥有股本金而非增加股本金有关。如果一家企业已经发行有大量的债券，而且这些债券在确定初始合同利率时，没有考虑新股本的注入，或者无法重新协商利率以体现股本金的变化，那么对企业的现有股东来说，募集新股本显然是极为昂贵的。这些新股本主要是为企业债券注入新的价值。正如米基·鲁内过去常说他的赡养费那样，募集新股本就好比给别人的汽车充气。

有时，市场也会把募集新股本理解为内部人企图在市场处于顶峰时抽取资金。仅仅通过减少股息发放数量来增加股本金的做法，还不足以消除这种不利消息造成的影响。正像伊利诺斯大陆银行总裁为抵御该银行即将倒闭的谣言，而解释为什么要维持股息政策时所说的那样，市场同样会因股息发放数量减少而产生误解。

企业增资扩股，无论资金来自内部还是外部，都会带来一些问题，稍后我将在适当的时候涉及这些问题。首先，还是让我们把目光由股息或股本上的这些意外变化，转向在此之前的银行资本比率。莫-米定理能像在其他产业中那样适合于银行业吗？或者银行业与其他产业是否存在根本的区别？如果有的话，是什么呢？

## 存款与其他证券的异同点

对许多人来说,莫-米定理适用于银行业的说法乍一看会让人很奇怪,因为构成银行主要资金来源的活期存款,与一般的公司证券存在许多差别。实际上,在过去30年中,银行甚至无法向这些存款支付适当的利息,而公众却仍然持有它们。试试在公司债券上这么做,看看会有什么结果——当然,仅限于现金形式的利息。银行采用了效率相对较低的非现金形式支付利息,如降低支票费用、分支机构便利化,甚至赠送烤面包器。到现在,我还保存有50年代初我的开户行送来的烤面包器;它的历史肯定比那家银行还要长。尽管我不愿意触及某些老银行家的痛处,但是在60年代末名义利率攀升的时候,价格卡特尔也开始出现裂缝,到80年代初已彻底土崩瓦解。好好努力吧!小伙子们,我钦佩你们能那么长时间地维持无息政策。

尽管现在活期存款像其他所有债券一样支付利息,但还有人认为,与其他行业的融资渠道相比,活期存款大大降低了银行的融资成本,因而活期存款的现有利息还是明显低于其应有的水平。那么,这些免费午餐究竟来自何处呢?不可能仅仅是因为银行存款流动性较强的缘故。每一种证券或多或少都有一定的流动性,就降低融资成本而言,在一系列证券中增加某种证券的比重,在提高收益水平的同时,也会带来新的成本。如果发行流动性甚强、极易转手的即期债券确实能产生租金的话,显然更多的一般企业会蜂拥而至。我们还不能否定这种情况,因为到目前为止,其中的一家企业,也仅此一家,已经获得了收益。

在这里,我指的不是那些发行有能力与银行存款抗衡的即期债券的货币市场基金,而是那些未将即期账户作为正常业务活动筹资途径的基金。简言之,就是IBM信贷公司;这是IBM公司旗

下的一家从事融资租赁业务的子公司，它发行一种可称为即期票据的债券，利率可以浮动，目前的规模已达 10 亿多美元，从各方面情况看，这些债券的功能与银行活期存款相差无几。那么，为什么别的公司不群起效仿呢？也许一旦它们意识到自己在这些即期债券上面比银行拥有更多的竞争优势：不需要有法定准备金、没有银行总监监督、不受共同再投资法案的制约，它们就会这么去做（这里，我要向我的同事，芝加哥大学法学院的杰弗里·米勒(Geoffrey Miller)表示感谢，是他提醒我注意 IBM 公司的这些即期票据。除非有人为这些票据想出更直截了当的缩写，否则它们还将和过去一样不为人所知）。

在一个自由的资本市场中，从以某种证券形式出现的银行活期存款身上，很难找到什么特殊之处能够表明莫-米定理不适用于银行业。然而，一旦银行业真的出现了这种状况，那么资本市场也绝不可能自行其是。政府对银行活期存款做出的偿还保证——我知道其他公司证券身上并没有这种担保——肯定会对这一渠道上的融资成本构成影响。但是，这种担保到底是一种资助还是一种税收呢？

许多有关银行业的学术文献，特别是 1990—1992 年银行业和储蓄贷款协会遇到危机的时候，常常将这种保险计划当作一种资助，因为它使银行的融资成本降至按风险确定的成本水平以下。据说，这种优势将导致银行采取一种囤积居奇的做法，即尽可能提高存款债务与收益性资产的预期比率，同时尽可能降低资产的权益比率。五六十年代的许多银行家认为——今天持有类似看法的人似乎更多，他们从这种偿付保证中得到的收益远不足以弥补为此所支付的保险费。上述两种意见可能都有道理，因为任何一种保险费率表都不可能使每家银行的收益与付出精确相等。保险费对有些银行肯定过高，而对另外一些则肯定过低，即使是同一家银行，负担保险费的水平在不同时期也各不相同。但另一方面，难道其他

证券的价格一直都能准确反映各自承担的风险水平吗？

## 银行的股本金究竟价值几何

如果我们将注意力转向资本构成方程的另一侧，即股本金一侧而非存款债务，也许会更清楚地看到，莫-米定理不适合于银行业。确实，人们经常告诉我，他们可以很容易地接受一家拥有 95% 存款、5% 股本金的银行，但无法想象由 5% 存款、95% 股本金构成的银行可以存活下来。好，我倒是可以能够想象这种银行的存在。只有那些将股本的资金成本当作一个固定数字（例如，过去 70 年中投资者从美国股票上获得的平均收益率为 12%）来看待的人，这种银行才是不可思议的。如果一家银行从其贷款组合上只能获得 8% 的收益，那么以 12% 的代价筹集这笔贷款所需要的资金，显然毫无任何经济意义。但股本的资金成本并非一个固定数字，而是由企业收益性资产承受的风险与财务杠杆在资本结构中的使用程度这二者所决定的一个函数。前面所说的 12%，仅是该函数整个曲线上的一点，表明在商业风险与杠杆比率都属于平均水平的情况下，美国股票的收益能力。对任何商业风险和杠杆比率都不及平均水平企业来讲，筹集股本金将不需花费过多的代价；如果不使用财务杠杆的话，这种成本就会更低，可能只有 6%。在这种状态下，即使是一家资产完全由股本金构成的银行，只要资产的预期收益率能保持在 8%，它不仅能够生存下来，而且其股价还可能达到 1.3 : 1 的溢价比。

但是，如果市场预期这家银行在其后几年的平均资产收益率只有 5%，情况又将怎样呢？此时，该银行的股票价格将跌至面值的 80%。现在我们将进入最关键的部分。即使这家银行通过财务杠杆扩充了资本结构，且只须为那些存款支付 4% 的利息，其股票的市值仍将停留在面值以下，同时每股预期收益也不会有什么变

化。财务杠杆确实提高了这家银行的每股预期收益,但是还远未提高到能够弥补因使用财务杠杆而使股东额外承担的那部分风险的程度。我所补充的这些东西,都是莫迪利亚尼-米勒第二定理的基本内容。

总之,如果要把莫-米定理应用于银行业,将给我们这样的启示:你不能指望将一只母猪的耳朵塞进一个丝制的精美手袋中。你也许认为自己在境况不错的时候会这么做,但一旦情况有变,你还会再把它恢复原状。

有人会在这一点上提出反对意见,说没有一分钱存款的银行可能会在理论上存在,而在实际生活中却找不到这样的情况,这说明莫-米定理根本不适用于银行业。当然,毫不夸张地说,这个定理到哪儿都不适用。在过去30年中,金融领域中的许多研究,其焦点正是集中在现实经济生活与莫-米定理的严格假定前提的那些偏离上,正是这些偏离多少会对一家企业长期计划的目标资本结构中的杠杆比率构成影响。但至今,有关上述论断的较为系统或连贯的理论尚未出现。就此而言,不同企业之间的资本结构也没有形成某种清晰的模式。甚至各家银行在抉择营运风险和金融风险类型时,也表现出了巨大(且不易解释)的差异。

现在还不是讨论学术界对莫-米定理已有的全部或最主要扩展和限制的时候和场合。让我还是以莫-米定理如何有助于解决银行资本金条件这一令人头痛的政策问题,作为这次发言的结语。

### **根据莫-米定理确定的银行资本金条件**

要讨论银行资本金条件与莫-米定理等问题,事实上又回到了我以前一篇论文的主题上。费希尔·布莱克(Fischer Black)、理查德·波斯纳(Richard Posner)和我在1978年撰写的这篇论文,其主题是有关银行持有企业股票的管制问题。在那篇论文中,我们提

出了一项有条件的判断,即如果政府遵循“大则不倒”这一教条,向银行存款提供担保的话,无论明确还是含蓄,对银行的所有者来讲,政府都将以债权人的身份出现。政府的管制措施,尽管其效力作用于整个社会,但应当与相同处境下有能力自由签约的私营出借者所采取的举措相类似。至少二者的基本框架非常相似。例如,二者均强调应对债务人经营活动中有可能危害贷款安全的变化给予监督。二者均制定有股本金条件,均对能够导致资本比率降至议定水平之下的任何股息变动予以控制。它们的模样如此接近,以致我在听到银行家就资本金条件的抱怨时忍不住想笑出来,要知道他们也总是将同样的规定强加在自己的债务人身上。

从表面上看,管制性债权人和来自市场的私营债权人确实很相似,但它们在一些关键的细节上也存在明显的区别。其中之一就是确定哪些资本可以列入资本金条件的依据。如果一家私营贷款机构的贷款规则像《巴塞尔协议》那样专断的话,它就别指望在充满竞争的信贷市场上保持长久的生命力。在1978年的那篇论文中,我们列出了一个更为重要的区别:“在私营信贷市场上,贷款人提出的资本金条件包括了一种替代品:在双方磋商贷款的时候,如果借款人额外追加资本,那么它将从贷款人降低利率中的管理费成分中获取相应的利益。而在政府对银行的管制中,却并非如此。”

或者,至少在1978年时还不是这样。从那时起,尤其是近年来的银行改革立法,在将保险费与银行资本金增减挂钩等方面,逐渐采取了一些措施以突出对银行资本金变动的奖惩。这的确是切合实际的一大进步,我为某些初始性建议中的独创性而喝彩。然而,直到国会表决通过这些措施的时候,我们还很不清楚究竟在多大程度上改善了效率。

不管怎么讲,这种状况也不值得意外或惊奇。我们不可能也不应该期望,政府制定的标准、莽撞而又整齐划一的管制措施,能像私营部门的合同签订过程那样精确地确定利率水平。资本金条件



要求银行增加股本时,它就又将成为摩擦尤其是效率不足的根源。正如银行家们在最后拒绝一名遇到麻烦的长期客户时所常说的那样:现在是找一名新的债权人来看看这个问题的时候了。

费希尔·布莱克、理查德·波斯纳和我隐约地暗示应该推行什么样的新措施,但我们那时并没有准备采取激进的步骤。需要注意的是,在我们的论文完成时,80年代初期储蓄贷款协会和银行业第一次出现致命的危机、80年代中期大陆银行周转失灵,以及80年代后期、90年代初期规模更大的银行和储蓄贷款协会陷入债务困境等事件,都还没有发生。也正是因为有莫-米定理,70年代的人们才可能相信,通过提高资本金条件来保护存款人的利益,只须用相对较少或至少比银行家们所认为的要低得多的成本,同时,这一成本也比当时其他几种方案的成本要低。我们也意识到,资本金条件并不是包治百病的灵丹妙药。贪污盗用,这类过去美国一些银行失败的主要原因,也不会因此而受到阻止。要防止银行通过进一步提高其资产承受的风险水平,以抵销对存款人利益的额外保护,也着实不易。但是,假使银行现有的监督、检查机构不变——就像那个更富信任的年代中大多数的外界观察家一样,如果有区别的话,就是更为稳健和保守,那么我们推断,在现有管制框架内,不断提高的资本金条件将是最廉价的解决办法。

然而,我们为什么还要继续呆在这种框架内呢?委婉地说,这种框架确实没有取得引人注目的成功。为什么不废弃包括存款保险、资本金条件加风险监督在内的这一整套不经济的体制,转而接受欧文·费雪的全部货币计划,在这套新体制下,被保险的存款——存款账户不再有规模限制——必须只能投资于短期国债或类似的金融产品。这样的确能保障支付系统的安全,不致给未来的纳税人带来财务上的负担。同时,它也不会剥夺中小企业向银行融资的权利。它只是要求银行通过发行一系列没有担保的债券以为其贷款组合增加资金支持,这些债券的利率和价格必须比其他可行

的计划更能准确地反映这家银行承担的风险状况。

费雪方案还有其他许多优点。它能一劳永逸地消除类似1930—1933年间货币体系瓦解所致的那种威胁。这也正是费雪将其列在首位的原因。随着这种威胁的消除,货币管理当局最终可以用更积极的眼光来看待金融创新和金融试验。不难理解,对任何感到自己肩上承负着整个国家(以及全世界)支付系统安全重任的人来讲,要友善地对待表外衍生交易的爆炸性增长,都是极为困难的,即使按净额计算的金融衍生工具能够降低整个经济的风险水平。

另外,在费雪的解决方案中,至少还有一种附带的好处:它终于使人们可以不再关心莫-米定理是否真的适用于银行业这个问题了。

本文为作者在沃顿金融机构中心发起的金融机构风险管理及资本作用会议(1994年3月9—11日,费城,宾夕法尼亚州)上的发言。本文初稿曾得到我的同事Geoffrey Miller和Anil Kashyap的有益评价,在此深表谢意。

### 参 考 文 献

Black, Fischer, Merton H. Miller and Richard A. Posner, "An Approach to the Regulation of Bank Holding Companies," *Journal of Business*, 51, No. 3, July 1978, pp. 379~412.

## 第二十二篇

### 大学应该有多少研究资助

如果这个题目让你们觉得我是在为研究活动唱赞歌的话，你们大可将它忘掉。这只是一篇经济学方面的演讲。内容并不多。勿需暗示，今后你们不会记得我在愉快的时刻讲了什么话。在1943年我自己的毕业典礼上，致辞人恰好是温斯顿·邱吉尔(Winston Churchill)，而我就想不起他说了些什么。好像是有关纳粹的什么事情。他们与他们势不两立。

那时，按照一般传统，性和金钱是大学毕业典礼致辞人的两大禁忌。现在，只剩下金钱了。今天，我打算破一破这个惯例，谈一谈研究活动的资金问题。我们目前用于研究活动的资金投入是太多了？还是太少了？一段时间以来，这两种观点多少都有些偏激。

最近，国家科学基金(NSF)的一份报告极力鼓吹，政府应该给予应用性的新产品开发研究更多的拨款。与此同时，《芝加哥论坛报》(*The Chicago Tribune*)则通过一周的系列文章，呼吁伊利诺斯大学进而所有的名牌大学削减对学校研究活动的资助。然而，在我看来，无论是国家科学基金还是《芝加哥论坛报》，对它们所要解决的问题，都没有拿出令人信服的诊断性结论。

让我还是从国家科学基金最近要求增加对应用性研究资助的呼吁开始。

国家科学基金肯定知道，新产品开发研究是一种盈利活动。所

以，一旦私营部门中那些以盈利为目的的企业不再进行这类研究，必然是出于以下两种情况中的一种。要么是这些企业认为，将来的预期回报折合为现值后，无法弥补目前的成本支出。要么是这类研究确实有利可图，而那些企业却愚蠢得没有认识到这一点。后者基本上是国家科学基金的观点。

国家科学基金的报告指出，日本经济的增长速度之所以能够超过美国，就是因为美国企业的经理阶层和股东，特别是机构股东，过于看重短期实现的盈利。相反，日本公司据说则更注重长期的市场渗透。这样，日本企业从长期来看在新产品开发上的投入要远远高于美国企业。

到目前，日本公司从长远考虑而美国目光短浅的说法，已经成了一种“老生常谈”。9年前，我最后一次在夏季毕业典礼致辞时，这种说法就快接近于陈词滥调了。我在当时以及后来的许多场合一直强调，日美两国管理风格上的差异并不能解释美国经济发展与日本相比似乎相对落后的现实。

请注意我所说的似乎两字。经济理论告诉我们，在一个没有永久性技术秘密的世界中，所有由市场机制推动的经济最终都将汇集到同一种生活水平上，尽管对那些刚刚起步的国家来讲，达到这一步可能需要几十年甚至几百年。但是，由于美国经济目前处于领先地位。其他国家势必要从美国身上取得不少收获（正是这样，虽然有这样那样的说法，但美国的确是生活水平最高的国家，即使按购买力平价汇率折算，也是如此。你们下次去德国时，看看一个麦当劳的巨无霸或其他产品有多大成本就知道了）。

毋庸置疑，自1945年以来，日本确实一直在缩小与美国的差距，而且要明显快于19世纪80年代明治维新后的发展速度。这丝毫不值得奇怪。像德国、日本这样从战后废墟上发展起来的战败国，随着资本市场的重建，应该表现出较高的储蓄率和经济增长率。同理，像美国这样没有经历过战火的国家，就会把更多的收入

用于消费,较少用于储蓄,因而经济增长速度相对缓慢。美国在 30 年代经济大萧条以后不断弥补空虚的投资储备,曾一度掩盖了这种战胜国所固有的缓慢增长特性。但自 60 年代起,美国经济重又回到与其较高人均收入水平相对应的、慢速增长的轨道上来。

日本的经济政策不仅强化了战后经济恢复的自然演进进程,而且还极大地推进了这一进程。在整个 80 年代,日本银行的宽松政策导致了股票市场的空前高涨,大大降低了日本企业的筹资成本。如果你觉得筹集股本花不了几个钱,自然可以不必过多考虑眼前利益,把经营眼光放得长远一些。而在 60 年代,许多价格—收益比率很高的美国企业也犯过类似的错误。

但现在,这些充满葡萄酒和玫瑰花的日子已经在日本结束了。日本银行调整了货币政策。日本股票市场和房地产市场暴跌,日本的商业银行也不再有那么充裕的资本向告贷者大量放贷。众多日本企业在其最近的历史上首次面临亏损。银行倒闭的数字在不断增加,生产能力过剩也给产业部门带来沉重的负担。到处都在缩减预算。实际上,新闻界也正在为日本经济的增长逐渐落后于更具长远眼光的韩国而忧心忡忡。

国家科学基金针对美国应用性研究过少的担心,有可能搞错了,但至少还是可以理解的。而我们对美国大学里研究活动过多的说法,又将如何应对呢? 不管怎么讲,大学研究活动的产出不会像工厂里排出的烟尘那样污染空气或者弄脏衣服。没有什么人会认为大学研究将造成危害,虽然有些人觉得这种研究值不了多少钱。确实,有些研究没有多大价值。而在艺术、文学、音乐等方面的研究过多也是事实。但是,仍有不少研究活动的确能给人们带来巨大的财富,尽管我们常常只能到许多年之后才能鉴别出来,这真是命运的残酷。

实际上,最好的基础性研究是如此重要,以至各国政府都向其提供了巨额的资助。与较为狭窄的应用性研究不同,基础性研究的

价值在时间和空间上的分布极为广泛，因而研究者不可能用产品价格或专利费等形式回收开发成本。如何界定万有引力定律的产权？如果听任市场经济自行其是的话，有可能什么也得不到。这才是国家科学基金真正应该忧虑的问题。

有些大学研究的批评者可能同意给予基础性研究资助，至少也是那些纯粹原理性的研究。更准确地说，他们关注的是获取资助的方式，以及从教育体系中分离出来的哪一部分应该得到资助。在批评者看来，大学研究的投入问题似乎就像一道简单的数学题。假定一所大学拥有 100 名教师，其中每人都将一半时间用于教学，一半时间用于研究，则同样数量的教学活动只需要 50 名全职教师即可。这样，学费就应削减一半。

然而，事情并没有如此简单。对这些人而言，有些极其重要的自律性市场力量被忽视掉了。那些向学生双倍收费的大学办不了多长时间，除非它们拥有绝对的垄断优势。否则，竞争者会拆散自己的“产品”，半价提供不含研究内容的教学产品。

在竞争异常激烈的美国高等教育市场上，有些机构正是采取了这种策略，只不过它们不一定按半价收费。今天，美国的许多学院将精力完全集中在教学上面，大多数商学院也是如此。正因为这样，美国高等院校出现了百花齐放的格局。比之欧洲单调刻板模式，这种状况正是美国高等教育的魅力所在。

专业化的教学机构能够存在的事实不足为奇。然而，更具挑战性的问题是，在这种竞争白热化的产业中，像我们学校这样的私立大学，若继续将所有功能都捆在一起而牺牲专业化于一种功能所能带来的收益，如何在这种情况下求得生存呢？

答案可能只有一个，那就是将教学与研究结合在一起对教学质量的提高，足以抵销由此所增加的成本。我从来也不理解，为什么有些高校研究的批评者会认为我的这个观点牵强。海德恩、维瓦尔蒂以及我们的厄斯里·布莱克伍德在音乐研究方面投入的精力

和思索,肯定对他们各自作为管弦乐队指挥、修女音乐名家以及和声学教师的工作大有裨益。为什么在其他领域就不一样呢?

仅仅是教师从事了研究活动,甚至是高水平的研究,还无法自动取得由教学质量提高所带来的收益。跳探戈还得要两个人。学生在这一过程中的作用同等重要。学生正在成为校园中无名无姓的匆匆过客。我想,这可能就是《芝加哥论坛报》真正不满的原因。毕竟,如果教师能在教学中将学生引入有关的研究,这无疑正是学生们所渴望的东西。

今天,你们中间将要毕业的同学,已经成功地完成了与教师之间这种有时使人筋疲力尽的交流。我代表全校教师祝贺你们,并预祝你们在新的工作中能有最出色的表现。保持联系。

本文为作者在芝加哥大学毕业典礼上的致辞(1992年8月28日)。