

纵然不确定但并非不可预知



Sharmin Mossavar-Rahmani
首席投资官
高盛私人理财部

当我们即将完成对 2009 年资本市场和世界经济的展望时，我们突然感到这项工作颇具讽刺意味。即便在正常时期，要做出准确和连贯的预测，难度也相当大。在现在这种不确定和波动的时期——报道中充斥着“史无前例”、“不可预知”、“前所未有”和“闻所未闻”等字眼，你定然会问，我们为什么还要试图进行预测。一流的经济学家，包括我们高盛的同事，在去年年初的时候预测美国 2008 年四季度的国内生产总值（GDP）年度化增长率为 2% 到 3%，这些数字后来被一再修正，现在的预测是负 6.5% 到负 5% 之间。这些 GDP 估计数在过去一年当中居然改变了 7 到 9.5 个百分点，鉴于此，我们对今后 12 个月预测的信心又从何而来？不过，如果透过表面看实质，情况也许并非如此地史无前例或不可预知。

难以否认，当前的金融危机及其对经济的影响是史无前例的。现在，众多可信度很高——乃至可信度不太高——的研究人员、记者和电视评论员都把任何风吹草动说成是史无前例。仅在上个月，根据我们的统计，就有大约 4000 多篇报告或文章将某些经济消息说成是“史无前例”。在如此强烈的心理作用下，人们怎么可能不感到恐惧和慌张？

但是，在回忆了一些往事、翻阅了一些旧报告和进行了一些研究之后，我们认为，“史无前例”及其同义词被使用过度了。我们首先拜访了我们 93 岁的私人理财顾问阿尔·菲尔德 (Al Feld)，他已在高盛工作了 75 年，目睹了两到三次市场周期。我们还拜会了《格兰特利率观察家》杂志 (Grant's Interest Rate Observer) 主编吉姆·格兰特 (Jim Grant)，他撰写金融市场评论文章已有 25 年，对市场了如指掌并具有独到观点。我们查阅了所罗门兄弟公司 (Salomon Brothers, Inc.) 当年编撰的《收益及收益利差分析记录》 (Analytical Record of Yields and Yield Spreads)。我们拜读了查尔斯·金德尔伯格 (Charles Kindleberger) 和罗伯

特·艾力伯 (Robert Aliber) 于 1978 年首次发表的著作《疯狂、惊恐和崩溃：金融危机史》 (Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises) ，回顾了历史上一系列重大金融泡沫，一直追溯到 1636 年的荷兰郁金香种球泡沫和 1720 年的南海泡沫。我们温习了对“明斯基时刻” (以经济学家海曼·明斯基 (Hyman Minsky) 的名字命名) 的理解：当投资周期由良性循环转为恶性循环时，信贷充裕，高杠杆，高风险和高回报的状况将转而变成杠杆降低，资产价格一落千丈，进而所有的资产价值都进一步下跌 — 不论优质还是劣质资产。

我们的结论是，尽管媒体用“史无前例”等字眼来吸引读者，但实际上，我们在过去一年左右的时间里所经历的情况大多有先例可循 (并且大部分先例就发生在最近 40 年里) ，包括波动程度、资本市场的损失、股价下跌的速度和幅度、优质企业债券受到的冲击、按揭支持衍生证券的复杂程度、华尔街机构的破产、私募基金中的杠杆、GDP 下降 — 不一而足。

今天看来，确实史无前例的是美联储货币政策应对的程度和速度 (将利率降低到零到 0.25%、建立 12 个流动资金信贷工具，并将美联储的资产负债扩大到约 2.3 万亿美元) ，以及政府迄今为止已经采取的行动及今后几个月将通过“问题资产救助计划”和 7000 亿美元财政刺激计划所采取的行动的程度。

鉴于这次危机与以往几次周期的相似度很高，我们感到，借鉴历史有助于我们对 2009 年可能的结果做出判断。

让我们从危机的震中开始分析：住宅和商业房地产市场上信贷充裕，然后按揭支持证券借机渔利。我们搜寻了媒体对该问题的报道。《纽约时报》称：“衍生品是很复杂的证券，其回报基于 — 或来自于 — 其它投资。在这种情况下，这些衍生品的生命从日常的住房按揭开始...但是在华尔街的衍生品实验室里，他们将衍生品分割切片，然后重新组装，造出一个弗兰肯斯坦 (Frankenstein's monster) 的怪物。” Barron's 也有一篇相似的文章，批评某些基金经理过于贪婪，投资于“冗余债券 (kitchen-sink bonds) ，即用按揭衍生品作为抵押的产品”。但请注意：这些文章并非是 2008 年出现的，而是 1994 年夏季！

这些“冗余债券”曾导致几家基于按揭的对冲基金破产。类似的复杂衍生品，包括资金成本指数 (COFI) 浮息证券 (基于联邦住房贷款银行第 11 区资金成本指数的浮息证券) 在当时还导致资金市场出现严重问题，很多基金需要发起人注入大量资本才得以保全。1994 年，BankAmerica 向旗下的几家基金注资 6790 万美元，而 PaineWebber 向旗下的短期基金注入 2.68 亿美元。注资规模较小的其它机构还包括美林、第一波士顿、Piper Jaffray 和 Fleet Financial。

实际上，深奥的按揭产品的出现可以追溯到十九世纪八十年代中期，当时各家铁路公司为了吸引人们到堪萨斯、内布拉斯加和达科他领地定居，提供了优惠的按揭方案，例如：11 年按揭仅需支付前三年利息，首付比例仅 10%。听起来是不是很熟悉？信贷充裕导致

1887 年土地价格达到顶峰，按真实美元计算，当时的价格比 110 年后的今天该地区农村土地价格还要高 5.5 倍。¹

2004-2007 年的信贷宽裕期，以及此后的全球房地产行业，乃至股市和私募市场、新兴市场及大宗商品等市场的繁荣，令人想起二十世纪八十年代中后期曾导致储蓄和贷款危机的那次信贷宽裕期，当时的影响也与现在相似。几家银行和保险公司在 1990 和 1991 年破产，投资者开始辩论哪些银行因为规模太大而绝不能破产。当时，花旗集团的前身花旗公司 (Citicorp) 在“规模太大而绝不能破产”的银行中名列榜首。1991 年后期，花旗公司股价触及 8.50 美元的低位，按分割调整后的股数计算，仅为 0.93 美元。1990 年 8 月，American Banker 报告称，当时 Cato Institute 的董事说：“你必须让美联储、财政部和联邦存款保险公司 (FDIC) 坐下来，并对他们说：‘你们打算怎样处理花旗或汉华银行 (Manufacturers Hanover) 破产？你们必须制定出计划来。’”18 年之后的 2008 年 11 月，美联储、财政部和 FDIC 果然制定了应对花旗集团危机的计划。历史不可思议的相似。

今天看来是史无前例的另一个趋势是私募交易中的债务与股权杠杆比例高，并且交易规模大。不过，你可能感到意外，二十世纪八十年代后期的杠杆金额比 2006 年和 2007 年初的私募交易的最高杠杆还要高得多。1988 年，杠杆收购交易中股权占总资本的百分比的平均水平仅为 10%。而在最近的信贷周期，最低股权出资水平为 32%，出现在 2005 年。同样，二十世纪八十年代后期的交易规模毫不逊色于近两年来的交易。Kohlberg Kravis Roberts & Co. 于 1989 年 2 月以 250 亿美元的价格杠杆收购 RJR Nabisco Inc.，其中股权出资仅占 20 亿美元（即：仅 8%）；按今天的等值美元计算，RJR 交易仍是美国历史上第二大杠杆收购交易。

那么，雷曼兄弟、贝尔斯登、美林、美联银行和华盛顿互助银行等华尔街金融机构或是破产或是被并购，这是否算得上史无前例呢？其实，按揭衍生品、对冲基金失败或信贷泡沫破灭拖垮大型金融机构并非第一次。Kidder Peabody、汉华银行、新英格兰银行 (Bank of New England)、First Executive Corp、MCorp、美国金融公司 (Financial Corp of America) 和德崇证券 (Drexel Burnham Lambert) 这些机构现在又在哪里？美国金融公司一度是美国最大的储蓄和贷款机构。在鼎盛时期，Drexel 曾是美国第五大投资银行，占据高收益产品市场 75% 的份额。到临近破产时，高收益证券不仅被称为垃圾证券，而且是“有毒废物”。

股市的波动幅度和下跌速度都并非史无前例。1987 年 10 月 19 日，即著名的“黑色星期一”，美国股市下跌 20.47%，随后 30 天的波动指数高达 92。在结束于 1987 年 11 月的两个月内，股市下跌了 28.4%，而在结束于 1987 年 11 月的三个月内，市场下跌 30.2%。在这

¹ 对铁路债券的更详细的论述，请参阅《格兰特利率观察家》2005 年 11 月 4 日。

一波的周期中，30天波动指数的峰值为88.7，表现最差的两个月的下跌幅度仅为24.5%，而表现最差的三个月的下跌幅度为30.1%。

债券市场的失灵或冻结情况如何呢？是否算得上史无前例？在1973-74年期间，债券市场的遭遇比现在糟糕得多。虽然我们对目前的高TED利差水平感到惊讶（3个月Libor与3个月美国国债之间的收益率差在2008年10月10日达到4.64%的峰值），但是与1974年的水平相比，现在的利差相形见绌。1973年10月的阿拉伯石油禁运之后，TED利差达到6.22%，并在1974年的四个月时间里保持在5%以上。长期企业债券在1974年的表现也不如2008年。我们对BBB级长期公用事业和工业类企业债券在1974年从峰值到谷底的价格下跌幅度的最好估算是大约23%，而在本周期中，BBB级长期企业债券迄今为止的下跌幅度仅为大约16%。

在1973-74年，美国GDP累计下降2.7个百分点，股市下跌48%，失业率从4.6%上升到9%。巧合的是，本周期失业率的最低值为4.4%，预计峰值为8.5-9.5%。但是如果真的把当前的危机与二十世纪七十年代早期相比，你要设想当时每个加油站前都排满了加油的车辆长龙，很多加油站贴出了“汽油售罄”的告示，在有的州，加油还需要检查汽车牌照，因为单号汽车的车主只能在单号日期购买汽油，而双号汽车的车主只能在双号日期购买汽油。那才是真正的史无前例！

美联储对商业票据市场失灵的担心，以及后来为防止金融引擎停止运转而采取干预行动也并非史无前例的。众所周知，美联储主席本·伯南克对大萧条和日本“失去的十年”研究颇深；但从他最近的行动判断，他也一定研究过最终导致宾州中央运输公司（Penn Central Transportation Co.）于1970年破产的那次商业票据危机。当时，宾州中央运输是世界上最大的运输公司和重要的商业票据发行人。随着宾州中央运输的财务状况恶化，有人曾向联邦政府提出呼吁。尼克松政府表示支持，但是国会反对提供2亿美元贷款担保（当时没有用“救助”这个词），联邦储备委员会拒绝提供贷款帮助宾州中央运输延续其发行的商业票据。

1970年6月21日，宾州中央运输宣布破产，这在当时成为美国企业史上最大的破产事件。为了防止恐慌在市场上蔓延和引起更多公司破产，美联储（当时的主席是亚瑟·伯恩斯 Arthur Burns）宣布了四项措施²：

1. 明确允许成员银行在贴现窗口借入资金，以便帮助客户延续即将到期的商业票据；
2. 暂停实施“Q条例”规定的大面额存单的利率上限，以鼓励资金流入商业银行；
3. 扩大美联储资产负债以增加货币供应；以及

² 有关美联储采取的措施的更详细的资料，请参阅由 Charles Calomiris 撰写的美国经济研究局（National Bureau of Economic Research）工作报告：《贴现窗口是否必要？从宾州中央运输的角度进行分析》（Is the Discount Window Necessary? A Penn Central Perspective），发表日期为1993年12月。

4. 承诺在必要时将采用备用程序，直接或间接向信用良好但无法获得信贷的借款人发放贷款。

这些措施与目前美联储采取的提高流动性的措施同样惊人地相似。1970年7月，《时代》杂志的文章写道：“美国最大的铁路公司上周被政治、资金短缺、管理不当和政府袖手旁观这一系列致命的组合拳击倒。”这种口吻与最近的一些对于雷曼兄弟破产的报道相似，雷曼破产现在已经成为美国企业史上最大的破产事件。我们注意到，在目前的危机之前，我们的93岁的私人理财顾问阿尔·菲尔德认为，宾州中央运输破产造成的危机是他的金融生涯中最惨痛的经历。现在他认为，在雷曼破产之后，目前的这场危机已经夺过了这一并不光彩的“荣誉。”

有人主张，因为危机蔓延到全球，使得这次周期独一无二，我们对此也难以苟同。所有金融危机，不论发源地在哪里，都会以某种形式通过贸易、资金流动、大宗商品价格和不断扩散的恐慌传播到世界的各个角落。阿拉伯石油禁运后，美国的GDP从峰值到谷底下降了2.7个百分点，而世界GDP增长率也从6.1%的峰值下降到1.2%的谷底；美国股市下跌了48%，其他发达市场股市（按MSCI欧澳远东指数衡量）也下跌了41%。在1980年至1982年的衰退期内，美国GDP从峰值到谷底下降了2.3个百分点，而全球增长率触及0.6%的低位；美国股市下跌27%，而MSCI欧澳远东指数也下挫25%。起源于新兴市场——具体而言是俄罗斯和一些亚洲国家——的1998年危机同样拖累了所有市场。类似情况还出现在2000-2002年互联网泡沫破灭时期；尽管对经济的影响不大，但美国股市下跌了51%，而按MSCI新兴市场指数衡量，新兴市场股市也下跌了50%。在2008年4月发表的美国经济研究局工作报告《这次有所不同：八百年来的金融危机全景分析》（This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises）中，报告的作者Carmen Reinhart和Kenneth Rogoff论证了在几百年来，“起源于核心国家的震荡”经常导致全世界范围的金融危机。

最后，我们把以下这段文字送给那些现在敲响美国式资本主义的丧钟，认为美元将失去世界储备货币地位和美国世纪行将结束的人们。在经历了1907年的恐慌和经济崩溃之后，1908年的《经济学人》杂志的一篇文章中出现了这样一段话（引自吉姆·格兰特1992年的著作《思维的金钱价值》（Money of the Mind））：“从某种角度看，信用的定义可能是吸引黄金的能力；但是公共信用实际上取决于公共信心，如同私人信用取决于私人信心。美国的金融危机实际上是一场道德危机，起因是公众得到一系列证据证明那些控制着银行、信托公司和工业企业的大金融家们经常不够严谨，有时甚至不诚实。他们对信托基金管理不当，将资金任意用于投机目的。因而引起了存款人的警觉并导致信用整体崩溃。”

将近100年之后，在2008年12月16日的《纽约时报》上，托马斯·弗里德里曼（Thomas Friedman，即《世界是平的》的作者）写道：“我们不仅需要财政救助，我们还需要道德救助。”这令我们不禁想起了阿尔方斯·卡尔（Jean-Baptist Alphonse Karr）的名言：变的越多，不变的越多。

我们的目的不是为了掩盖目前这场危机的深度和广度。在全球范围内，仅公开上市
的股票价值就已下跌了 3 万多亿美元。各银行已经确认了 8500 亿美元损失，而高盛的分析师估
计整个周期的损失总额可能高达 1.7 万亿美元。这是天翻地覆般的转变；尤其是在经过一段经
济周期平缓、企业及主权债务违约现象罕见的时期后，如此的震荡给人的感觉更加强烈。在任
何周期中，总有赢家和输家。我们的目的是，在全球政策制定者规划复兴之路时提供我们的一
些观点 — 并尝试在废墟中发现投资机遇。

当我们试图对 2009 年的市场和投资提出我们的观点时，我们充分意识到经济和市场的
复杂性和周期性，考虑到已经实施和今后将要出台的规模巨大的货币和财政措施，我们务求谦
虚谨慎，尊重历史。