

杰里米·西格尔谈贝尔斯登收购案，利率下调以及通货膨胀

2008年03月26日



美国金融市场的信用危机造就了一个巨大而引人注目的牺牲品：贝尔斯登（Bear Stearns）。在3月10日开始的一周内，经历近乎挤兑的巨大打击后，经美联储主席本·伯南克（Ben Bernanke）和财政部长亨利·保尔森（Henry Paulson）斡旋，这家华尔街投行同意在周末被摩根大通收购。当天，美联储下调利率75个基点，并于3月18日再次故技重施。

其它同类的华尔街公司也会步贝尔斯登的后尘吗？美联储的努力会帮助金融系统重拾信心吗？金融学教授，《投资者的未来》的作者杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）就这些问题与沃顿知识在线进行了探讨。

以下是谈话记录。

沃顿知识在线：美联储下调利率75个基点。您认为这有何效果？

西格尔：一切都在预料之中，也是我认为他们会做的。这次有两个异议，这个比例已经不小了：查尔斯·普罗索（Charles Plosser）连同达拉斯联储主席李查德·费舍（Richard Fisher）投了反对票。查尔斯·普罗索来自费城联储。我很了解他，事实上他是我在芝加哥大学任教时的学生。大体上，我认为伯南克表现不错，在他必须表现强势的地方他做到了。但是，正如我们上次播客中我所提到的，我所关心的是，美联储并未对通货膨胀表现出应有的关心。

在其声明中，美联储承认有通货膨胀的压力，但并未将其重要性与经济增长等同，我认为两者是目前并存的问题。我们将拭目以待，看降息会有何影响，日用品价格是否会持续上涨。昨天价格有所回落，但是在没有美联储干预的情况下去观察价格走势，才尤为重要。如果价格回落，那么尚无大碍，如果持续上涨，问题就严重了。

沃顿知识在线：让我们关注一下这周发生的另一件大事。为何贝尔斯登会没落得如此迅速？

西格尔：这很像是“银行挤兑”。我们不再挤兑银行了，因为我们有存款保险——美联储是我们所有存款的坚实后盾。基本上，挤兑始于谣言，说你的钱放在银行不保险了，然后你觉得如果取出来也没什么坏处，于是就冲到银行提现。

在这件事上，涉及的并不是正式意义上的银行，而是购买贝尔斯登债券的贷方质疑贝尔斯登的投资组合和买卖交易。突然之间，他们担心是否会有回报，因为这是期限相当短的贷款。于是他们迅速收回贷款，从而造成巨大的现金周转困难，因为贝尔斯登没有充裕的现金。从那时起，真正的问题开始了。

沃顿知识在线：对市场而言，贝尔斯登周末以每股2美元的价格卖给摩根大通是明智之举吗？

西格尔：这让我相当吃惊。上周五美联储宣布为摩根大通提供300亿美元的信贷或担保时，我认为，那是个很好的举措。声明表示，将通过摩根大通为贝尔斯登提供为期28天的融资。我认为，他们会等待四周，最终拍卖掉贝尔斯登，或者让其寻找其他融资，而不必卖掉自己。但令我吃惊的是，交易进行的如此迅速，我对此深感困惑。我不清楚2美元是否是个好价钱。我相信，随着事态的发展，会有很多的争论。

沃顿知识在线：关于什么问题的争论？

西格尔：关于贝尔斯登的股东。这支股票不到一年前股价还高达160美元。即使在上周五所有问题公布之后，其每股还收报30美元。没有人会想到居然卖价才2美元。除非我对个中事件一无所知，否则，以2美元的价格贱卖对我而言太过极端——我不懂为什么交易如此迅

速。也许将来会有相关信息披露，也许管理层认为其并未破产，希望以2美元的价格卖出，而不愿进行破产清算。结果究竟如何，我们拭目以待，但这的确是个令人震撼的价格。

沃顿知识在线：如果贝尔斯登破产，会对其他金融机构造成什么影响？

西格尔：人们会问：2美元和破产会有很大区别吗？这是我认为美联储上周五提供的28天贷款相当恰当的原因之一。换言之，“让我们给自己些时间，好好整理一下，尽力寻找其他融资，并弄清所有资产。”这正是令我吃惊的原因，这项交易居然如此迅速的达成。我很欣赏美联储周五的举措，但我并不确定为何又如外界所言，紧接着以如此低廉的价格完成了这项“紧急”拍卖。

沃顿知识在线：收购安排在亚洲股市周一开盘前进行，是吗？

西格尔：是的。有趣的是，周一股市本应开盘良好，结果在听到贝尔斯登被以每股2美元的价格收购的消息后，便在市场上引起了恐慌。这个消息实在太糟糕了。事实上，美联储在周一股市开盘前宣布下调贴现率，此举尚可。当听说贝尔斯登要出售时，表现也还良好。但当宣布收购价格为每股2美元时，形势一下子就急转而下。由此看来，市场恐慌主要是贝尔斯登售价过低造成的。但我很赞成美联储将贴现率下调0.25个百分点的举措。

沃顿知识在线：雷曼兄弟是否即将面临危机？

西格尔：就昨天（3月17日）的股市而言，雷曼兄弟的确是深陷困境，其股价最低已跌至20美元。今天（3月18日），市场信心有所恢复，雷曼兄弟的股价也回弹到了40美元。我认为雷曼兄弟现在确实身临险境。而当前这段时间，每家投行都可谓是危机重重。但据我们所知，雷曼兄弟的财务状况要比贝尔斯登好很多。

首先，贝尔斯登背负了过多的房贷债务，且其债务的杠杆比率很高。他们过于看重房贷市场，因而不断深入次级房贷业务，并且大量借助贷款。虽然有很多华尔街银行都有部分房贷业务，但还算是适可而止。而贝尔斯登则不同，他们采用的双重危险战略有点像是翻倍下注，因为次级房贷市场没什么投资价值。

事实上，如果贝尔斯登有足够的流动资金，则其可能会获利丰厚。就像十年前的长期资本管理公司（LTCM）一样，只要能够保证流动性，将会收益颇丰。但贝尔斯登和LTCM都无法保证充足的流动性，而流动性不足是最大的风险。

沃顿知识在线：您曾提到对美联储对这些事件的应急措施倍感惊讶。您认为美联储表现如何？

西格尔：美联储表现良好。要知道，一百年前美联储刚成立时，美国只有银行，并没有今天这样种类繁多的投资银行和金融市场，也没有其他金融工具。因此，当年的贷款业务仅限于银行系统。而现在，美国庞大的金融体系早已今非昔比，增添了投资银行、商业银行，以及各类金融市场。

所以，我认为伯南克所言极是。他宣布，“要扩大贷款覆盖范围，将几大一级券商也包括在内。他们也可以与商业银行之外的机构进行交易。”换言之，我们要注重信贷市场和金融市场的延展。我认为伯南克正在着手进行这件事情。在此，我对伯南克政策的唯一意见，就是担心其对控制通货膨胀还不够强势。我认为通货膨胀引起了物价上涨、美元贬值。

我觉得伯南克的其他举措也都经过了深思熟虑，包括其降息政策，只要处置得当，对此我都会非常支持。总之，美联储正在尽其所能以避免美国经济进一步恶化。人们也许会问，“美国经济还会恶化吗？”就目前的经济态势而言，美国经济仍在减缓，房屋价格不断下滑。今年美国的房屋市场延续了去年的低迷状况。

令人感到惊异的是，据《经济学人》（*The Economist*）乐观估计，今年第一季度，美国GDP增长水平与去年第四季度持平，仍将保持上升趋势。据我们所知，美国失业率增幅已高达百分之零点几，金融与信贷市场也出现了极大的骚动与混乱。但是，就当前的经济形势而言，其影响相对还是比较温和的。

沃顿知识在线：您对贷款业务中的道德风险有何看法？有些评论家表示，美联储正日益牵涉到这个问题...

西格尔：我想在听新闻时大家都听到这个问题了。这并非美联储的应急救市措施。我是说，当贝尔斯登股价下跌99%时，几乎所有股东的权益都受到了致命损害。事实上，令我感到震惊的是，他们竟将公司售价定得如此之低。我一直想着内部交易可能价格会稍高些。贝尔斯登有三分之一的股份由本公司员工以各种形式持有。现在，贝尔斯登的资产几乎全部化为乌有。

因此，人们会说，“政府是在鼓励这种行为。”但政府并非要鼓励这种使股票贬值99%的行为。此外，人们也要意识到，这只不过是向摩根大通贷款，而他们现在想要清理此次贷款。据我估计，美联储不会因其贷款抵押而亏损。因为当事情解决后，会有足够的资金来偿还债务，因此不会有什么损失。所以我认为政府不会鼓励类似贝尔斯登收购案的行为。如果他们提出，“我们将按每股100美元收购贝尔斯登。”那么事情就会完全不同。但每股2美元的收购价就不一样了。

沃顿知识在线：那么，他们并没有设置安全保护网？

西格尔：确实没有什么安全保护网。基本上贝尔斯登是一路狂跌，只是在技术上并非破产。

沃顿知识在线：最近美联储的降息举措能否稳定金融市场，提升投资者信心？

西格尔：这不仅是降息那么简单。其他诸如扩大信贷范围，打破传统商业银行界限，进入其他金融领域，以及不断降息等举措，都是为了提升投资者信心。我感觉我们正在逐渐度过难关。同时我还认为，到今年夏天，美联储就能够宣布，“嘿，我们已经度过了最艰难的时期。我们从也许比经济衰退还糟糕的情况中挽救了美国经济。”

我们清楚事情本该如何发展，因为1930年美国有着相同的惨痛经历，而当时美联储没有为金融机构提供任何帮助——当时的金融机构就是银行。美联储任凭那些银行垮掉，尔后，美国就爆发了历史上最严重的经济危机。我认为，如果回顾历史，我们就会发现现在伯南克做了所有他应该做的事。也许我们将经历经济减缓发展，但我们却可以避免事情演变得更加糟糕。随着事情的推进，直到经济复苏的到来，伯南克很可能会因此而成为英雄。

沃顿知识在线：如果美国经济并未衰退，那么近期我们是否要继续经历更长期、更缓慢的经济发展呢？

西格尔：实际上，有趣的是此次美国经济减缓的时间有点长，但整体走势波动不大。以前，尤其是在制造业经济占据主导地位的时候，美国曾遭受过各种剧烈波动，如失业率的大起大落。而如今美国已渐向服务型经济转变，各类经济指标的波动也渐趋平缓，失业与就业的起伏不剧烈，整个经济的发展时间都开始变长。

<P style="TEXT-JUSTIFY: inter-ideograph; LAYOUT-GRID-MODE: char; TEXT-INDENT: 21.25pt; TEXT-ALIGN: justify;