



诺贝尔经济学奖得主罗伯特·默顿教授

高金供图

金融创新是解救危机特效药

“其实金融体系也是实体经济的一部分，在现实经济中有着真实而深刻的作用。”罗伯特·默顿教授表示，功能健全的金融体系对可持续的经济增长与发展至关重要。金融创新的驱动因素是金融科学、技术和经济需求。回顾1970年代美国所遭遇的金融重创，金融创新正是解救危机的特效药。

1970年代，美国爆发了重大经济和金融危机。布雷顿森林货币体系崩溃，1973—1974年出现首次石油危机，1979年遭遇了第二次石油危机。1973年年中至1974年，美国股票市场下跌50%。美国的通胀率达到两位数，飙升至南北战争以来的峰值，利率也达到两位数。失业率约9%，居高不下。抵押贷款的发放被禁止。“滞胀”像一个挥之不去的幽灵，原因未知而且无解。20世纪70年代的经济萧条，影响蔓延到了80年代。

“回想一下美国当时是怎么应对危机的，我们可以从中学习，在以后可能遇到的经济危机中采用这些经验教训，做出正确的决策。”默顿教授说，2008年美国金融危机的严重程度，和上世纪70年代的危机远不能比，不仅2009年失业率离9%还有一定距离，更没有发生两位数的通胀。1944年以后的汇率和金融政策都是固定的，到1970年代汇率变成浮动的，这是相当大的风险。第一次石油危机，油价从每桶2.5美元涨到15美元，没想到后来又出现第二次石油危机。“我想问问各位央行行长们，如果你是那时的美联储主席，能控制好10%的通胀率吗？你们能做些什么？”他表示，自己不是滞胀方面的专家，但问过其他的诺贝尔经济学奖得主，回答说经济滞胀没有解药，只能希望它不再重演。

祸不单行，然而大破之后有大立。当时的美国还遭遇一件棘手的事：没有钱注入到住房市场。在上世纪70年代的时候，几乎借不到房屋贷款，不管个人的信用评分有多高。是有一些房产抵押贷款的需求，然而美联储规定银行存款是有最高利率的。“那时美国一下子发生了那么多危机，我们却从来没有应对的经验，那么是怎样走出来的呢？”默顿教授说，答案是金融创新浪潮的兴起。

金融新浪潮兴起助经济走出困境

默顿教授总结道，20世纪70年代的危机，促使美国出现了超乎寻常的金融创新大爆发，之后在世界各地得到应用。比如，美国开发出金融衍生产品交易所，金融衍生产品的实质是一种金融价值保险。金融期货也被开发出来，因为货币有风险，所以有了汇率、利率的金融期货，还有股票的金融期货。首个电子股票

凭借确定衍生产品价值的新方法，罗伯特·默顿教授1997年获诺贝尔经济学奖。他是美国金融学协会前任主席及美国国家科学院院士、美国艺术与科学院院士，现任麻省理工学院斯隆商学院金融学特聘教授，同时是哈佛大学荣誉退休教授。

年逾七旬的默顿教授著述颇丰，研究工作聚焦金融学理论领域，包括生命周期和退休金融学、最优投资组合选择、资本性资产定价、衍生证券定价、信用风险等课题，其专著被列为美国金融学博士必读的经典教科书。他还擅长将金融科学付诸实践。

教授又迷上了金融科技，目前是Dimensional控股集团的常驻科学家，

市场纳斯达克应运而生，指数基金、货币市场基金、高收益和浮动利率债券纷纷面世，现代化的雇主出资养老金制度诞生，银行存款利率上限被取消……全球多元化，为资本市场的全球化奠定基础。利率互换消除了最大的银行业风险。默顿教授所从事的定量金融学领域也产生了重大突破，包括投资组合理论、资产定价

签收益互换合约避免资金大进大出

默顿教授直言不讳，听到中国同行有人提出，面对危机时合理的反应是紧缩和减缓，他的意见却正相反：“其实这样的时候，更应该创新，创新才是真正的答案。”他希望大家看到，在当年重大的危机情况下，美国作为一个大国，采取的行动不是紧缩也不是减缓，而是私营部门在政府的通力合作下，创造和建立了新的市场，目的是用更好的方法来管理和分担风险。在创新方面步子大一点，需要靠素质优秀的专业人士做出好的判断。

他建议，用收益互换的方法，消除中国金融面临的一个大问题。他认为，资本管控有的时候可能会带来一些负面影响，如果没有负面影响的话，它是一个比较好的工具。如果出现资本外逃或者资本大量进入，会造成金融市场的不稳定。资本管控是有成本的，看看如何能够把它所带来的成本降到最

低，这样就能更好地来解决这个问题。

资本市场有个规律，预期风险越高，预期的回报也越大。他展示了一张表，从1993年到2015年，就MSCI世界指数和MSCI中国指数而言，中国经风险调整后的收益率明显比世界平均低，说明中国在这段时间没有从股市获得较好的风险预期收益。全球多元化是有效资本市场的关键。中国如果能够在全球风险分担中有所进步，将降低中国企业的资本成本，促进股价上涨，为投资者提高预期的收益和风险比。

比如说，签订股票收益互换合约。国外的主权基金、养老基金等机构，做全球股票市场的投资，进行多元化配置，也有意投资A股，不用担心没有对手方。而中国的社保基金等机构，资金只能100%投资于A股市场。通过签约互换收益，机构进行合约的互换，其中并

技术与信任结合促进金融服务

接下来，讲到 he 最爱的金融科技话题。默顿教授提出一个问题：哪些地方，金融科技会遭遇强劲的逆风？

就是在金融体系中，存在不透明的那些领域。硅谷的精英们对金融机构说，自己开发出核心技术结合金融创新，将要颠覆银行。“这样的说法有点道理，金融体系的某些部门已经受到了技术的颠覆。但是金融领域还有很多东西是内在不透明的，没办法把它变得透明起来。”

默顿教授认为，金融服务领域中涉及清算和结算、产权保证保险、支付等几乎无需判断的任何业务都将面临巨大的变革挑战，从而以透明取代不透明的模式。而仅仅依靠技术本身，很难对不可能实现透明度的服务和

产品带来颠覆，比如理财顾问、解决方案和众多金融产品。他打了个比方，就像人膝盖出了问题，一定要找到值得信赖的医生和医院，两位最好的医生给出做手术意见你一定会听取。但如果是一个智能手机的语音助理经过30秒钟“诊断”告诉你应该手术，你会不会采纳它的建议？同样，把全家的钱、个人的养老金都交给一个所谓的机器智能投资顾问帮你做决策，你愿意吗？“金融科技大部分其实都是有关产品的交付，低成本流程的删繁就简。但很多金融体系的活动是不透明的，需要靠信任来解决问题。”

金融危机对于这种信任产生了冲击。他发现，2008年、2009年以后，人们丧失了对金融行业的信任，怀疑理财顾问、基金公司到底能

他曾在这家企业创造出全球一体化退休基金解决方案。上周六，他在上海交通大学上海高级金融学院主办的上海金融论坛发表题为《金融科技和创新与中国资本市场的发展》的演讲。他说，自己一年要来中国4次左右，这次来是分享自己的观点，而不是教导中国应该做什么。“觉得这个观点有用就拿去用，功劳都归你，当然责任也是你的。”

他表示，金融创新是一个过程，使金融体系变得更好。他在麻省理工的一位同事已经证明经济增长不是由人口增长及储蓄驱动，而是由技术驱动，他自己坚信“如果技术不在经济中扩大规模使用，你就看不到技术给经济带来的好处”。

模型、大型股价数据库等。

金融新浪潮席卷而来，巨大的改变帮助经济走出困境，带来长期利益。“我们建立了美国教师退休基金会，对退休基金进行了多元化投资，还规定了职工退休所得保障法案，让员工和雇主共同缴费到养老金体系中。”他说，更重要的是建立了一个全国性的房屋抵押贷款市场，此后美国住宅资金的来源不再局限于国内，而是来自全世界。这个房屋抵押贷款市场的建立后，一直在为社会提供福利。

没有涉及到现金互换，等于把A股的收益和全球多元化股票的收益进行互换。在中国A股收益率方面进行投资支出，收到的是全球股票的收益率，没有实际换手，大投资机构仍然拥有A股的所有权，但是对收益率进行了合约互换。没有资本进出流动，只有定期3个月或6个月的变化，按照合约在固定的期限实现一次收益率的互换。只有当中国A股的业绩超过世界市场时，中国才会产生互换合约的现金流出。如果有了这样一个定期的互换合约，不会有突发的不确定性事件，一切按照合约的期限来做。

通过互换，给中国的资本市场带来更多的稳定和可预测性。默顿教授认为，实施这样的互换是非常可行的，而且互换合约在法律和监管等方面已经很成熟。而A股股票的合约互换定价怎么做，并不难计算，已经有现成的合约互换定价模型。

他相信，这个简单而务实的创意，对中国解决面临的问题会有所帮助。

不能替自己管好钱，可以看到投资者越来越少地投钱给主动投资的基金，转投被动投资的指数型基金，因为指数基金的交易是透明的。

他提出，技术进步将很有可能为具备“信任资产”的金融服务提供商增加筹码，促使其扩张，而不是从其手中夺取业务。技术本身无法制造信任，必须与能够提供信任资产的金融服务提供商合作。比如美国的金融公司提供提供的理财业务，凭现有的技术很难服务小客户，但是与金融科技公司牵手后，服务可以下沉到更小体量的客户，将自身资产管理的经验覆盖和服务更多的人。从这个意义上说，科技的加入使原有的金融服务提供商能做得更好更强大。

默顿教授表示，现在金融行业建立信任是可以做的最好行动。在客户、金融服务提供者和监管方三者之间建立牢固的信任结构，能给各方带来更多的价值。