

击沉高盛（1）：

政治姿态还是商业伦理？

研究员

邵宇

执业证号：S1250109121393

电话：023-63822812

邮箱：syu@swsc.com.cn

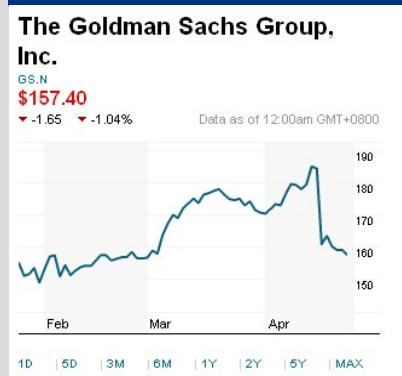
薛娇

执业证号：S1250110030165

电话：010-57631195

邮箱：xjiao@swsc.com.cn

高盛股票走势



Source: Reuters

核心观点：

SEC 起诉高盛在一款名为 ABACUS 2007AC-1 的合成 CDO 产品中未披露 CDS 的买家 Paulson &Co 做空该 CDO 而且在挑选参考标的时起了重要作用，涉嫌欺诈投资者。我们认为，高盛作为做市商并未有披露对手方的义务，但是在参考标的的选择上，高盛误导了投资者，使其认为参考标的仅仅是一家名为 ACA 的 CDO 管理者独立挑选的，这将使其在对 SEC 的诉讼中处于不利的地位。

但是，从合成 CDO 实际制造的流程上看，作为终极 CDS 买方的 Paulson &Co 是肯定会参与标的的选择，这使得即便是有独立第三方来参与对标的的协商，合成 CDO 依然存在着较大的“对手方风险”。另外合成 CDO 的设计、评级的重大缺陷及 OTC 市场监管的缺失，这些先天的不足加上 CDO 市场的快速膨胀使得 CDO 的风险迅速泛滥，这些都使得最后 CDO 产品的崩溃无法避免。

此次高盛事件再次引发了市场对信用市场监管力度和对整个金融体系监管有效性的质疑和抨击，也为即将表决的金融监管议案意外争取到更多的支持。作为旁观者，我们并不在意高盛案件会怎样终结，我们关注的是整个信用市场监管的走向和金融体系监管的未来，这些变革，或将影响市场流动性，改变投行目前风行的赚钱模式。

事件

美国证券交易委员会(SEC)4月16日向纽约南区法院对高盛(Goldman Sachs & Co)及其副总裁法布雷斯图雷(Fabrice Tourre)提出指控,称其在一种与次级债相关金融产品上通过隐瞒重要事实来欺骗投资者。美国证券交易委员会指责高盛在出售一种合成担保债务凭证(Synthetic Collateralized Debt Obligation, 简称 Synthetic CDO)产品时,故意隐瞒了大型对冲基金 Paulson & Co 在该产品资产组合选择过程中所起的作用以及该基金卖空这一产品的事实。当日高盛股票大跌,期货市场也出现波动。

两年以后次债幽灵仍旧可以重创资本市场,不止一次质疑次债危机的核心交易结构——short CDO, long CDS, 但这次是次债危机的最大赢家——John 鲍尔森对冲基金, 37 亿, 另外一个 5 家金融航空母舰的唯一幸存者, 某种意义上说也是最大赢家。是巧合吗? SEC 的监控报告最终会揭示。

一. 风暴的中心——合成 CDO

1.1 CDO 与合成 CDO

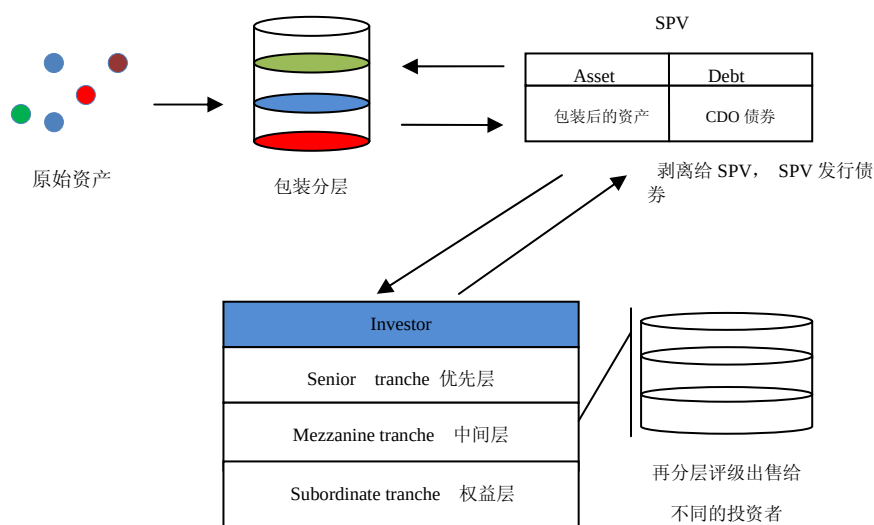
担保债务凭证(CDO)是一大类特定的结构性投资产品,它建立在特定的基础资产(underlying asset)上。一般来说,作为抵押物的基础资产是分散化的一大类金融债务工具及其他结构化产品,如高收益债券(High Yield Bonds)、新兴市场公司债或主权债券(Emerging Market Corporate Debt、Sovereign Debt)、银行贷款(Bank Loans)或其它次级证券(Subordinated Securities),也包含传统的资产抵押债券(Asset-Backed Securities)和房屋抵押贷款债券(Residential Mortgage-Backed Securities)、不动产投资信托等。

CDO 的基本构造过程如下(见图 1): 发起人将分散化的资产打包做成以信托的形式剥离给 SPV; 然后 SPV 以基础资产池产生的现金流(基础资产自身产生的票息和出售资产得到的资金等现金流)为支持而发行不同风险级别(Tranche)票据。

同样也叫 CDO, 但合成 CDO(Synthetic CDO)却是一种完全不同的产品。合成 CDO 的基础证券是信用违约互换(Credit Default Swap)——一种信用衍生工具。

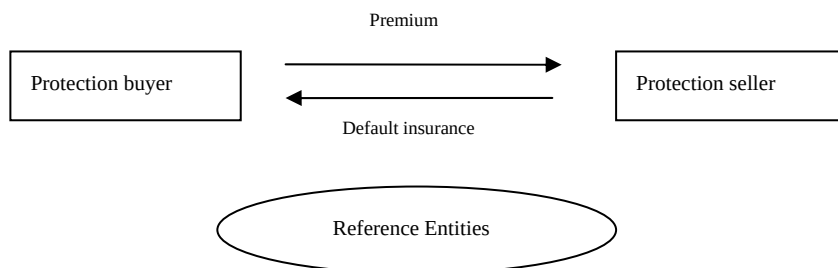
CDS 是一类最重要的 OTC 信用衍生工具,它将参照实体(Reference entities,即一大类信贷资产的借款人)的违约风险从 CDS 的买方(protection buyer)转移到卖方(protection seller),类似卖方作为保险公司,卖出一份保险。与普通意义上的保单最大的不同是这个保单的买卖双方都无需真正拥有参考实体,对这种双方都未拥有参考实体的 CDS 协议一般就称为“naked CDS”,简单讲就是一种凭空创造出来的对赌协议。

图 1: CDO 的构造



数据来源：西南证券研发中心

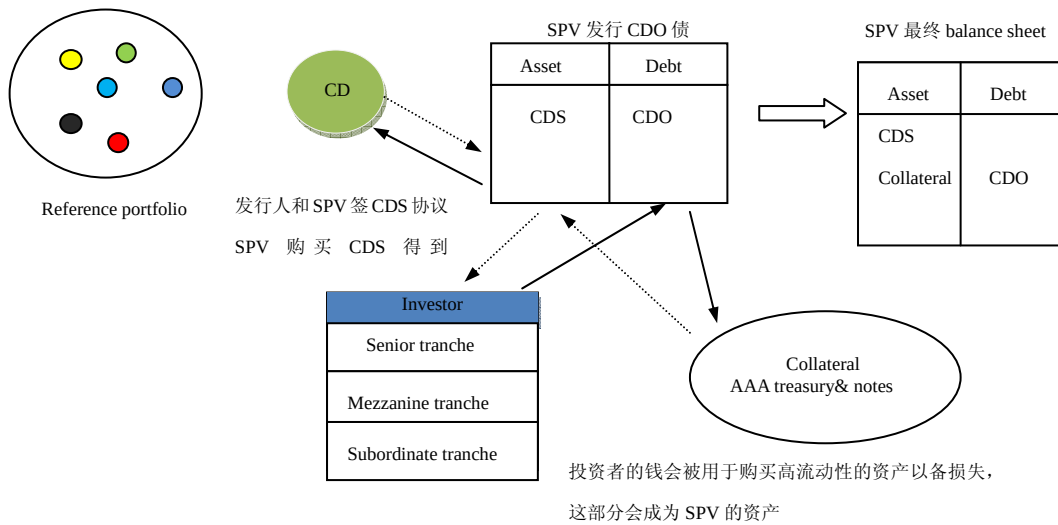
图 2: CDS 协议



数据来源：西南证券研发中心

合成型 CDO 的构造也同普通的 CDO 区别很大。发行人（sponsor）首先同 SPV 签订了一个 CDS（比如，本金为 1 亿美元的 CDS，挂钩于某个银行自身并没有拥有的债务资产组合），然后 SPV 用这个 CDS 作为基础来发行价值 1 亿美元的 CDO 债券，用筹集来的钱来创设一个以 AAA 国债或其他现金等价物组成的抵押资产池（Collateral Asset Pool）。如果参照实体未有违约事件，则 SPV 将会用 CDS 的保费和抵押资产池产生的现金流来支付利息，如果参照实体发生违约，则 SPV 将会用抵押资产池的资产来赔偿发行人。至合成 CDO 期满后，SPV 清算资产支付投资者本金。合成 CDO 与普通 CDO 所不同的是，没有任何资产从发行人剥离至 SPV，而转移的仅仅是信用风险，相应的也可以看到 SPV 通过 CDO 筹集的款也不会转移至发起人。简单来说，合成 CDO 就是通过多头一个完全风险的 CDS 加上多头一个理论上没有风险的国债头寸，复制了一个参考标的头寸（可以理解为一个普通 CDO 的资产）的现金流。

图 3：一般合成 CDO 构造

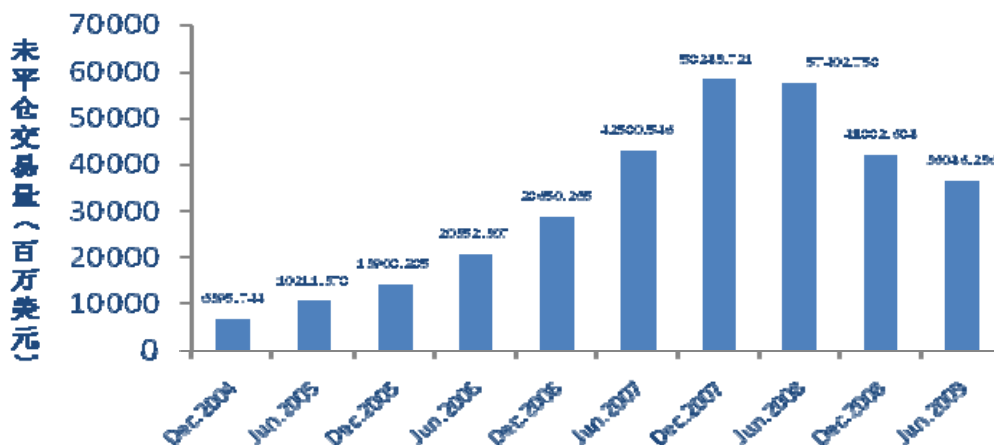


数据来源：西南证券研发中心

1.2 CDO 产品“爆炸”

CDO 和合成 CDO 以其独特的风险模式迅速成为市场追捧的对象，特别在欧洲，超过 90% 的 CDO 类产品都是合成 CDO，而 OTC 市场的活跃进一步刺激了 CDO 的发展。但是，在 2008 年，当贝尔斯登、雷曼兄弟、AIG 等“航空母舰”一夜间成为悲剧，市场上惊愕、愤怒、同情和无奈的情绪一起交织起来的时候，信用市场突然间退潮，仿佛安全的 CDO 一夜间变成废纸。正如巴菲特的名言所说，只有退潮的时候，有些人才知道自己是在裸泳。

图 4：CDO 爆炸式增长



数据来源：西南证券研发中心

二. 高盛事件背后错综复杂的原因

在次贷危机爆发 2 年后的 2010 年 4 月，SEC 突然一纸诉状将高盛集团告到法庭，控诉高盛及时任高盛结构性产品相关交易部门副总裁法布莱斯·托雷（Fabrice Tourre）在一项合成型债务抵押债券（Sythetic Collateralized Debt Obligation, 下称“合成 CDO”）交易中误导投资者，没有向投资者披露对冲基金保尔森公司（Paulson & Co.Inc）在合成 CDO 的基础资产挑选中扮演重要角色及与投资者有着对立经济利益的事实，即通过购买对应 CDS（信用违约掉期）为自己谋利。高盛也不示弱，迅速发表声明，SEC 的控诉毫无依据；高盛 CEO 劳依德近日在与一些重要客户的电话交流中还表示，SEC 对高盛的指控明显带有政治目的。

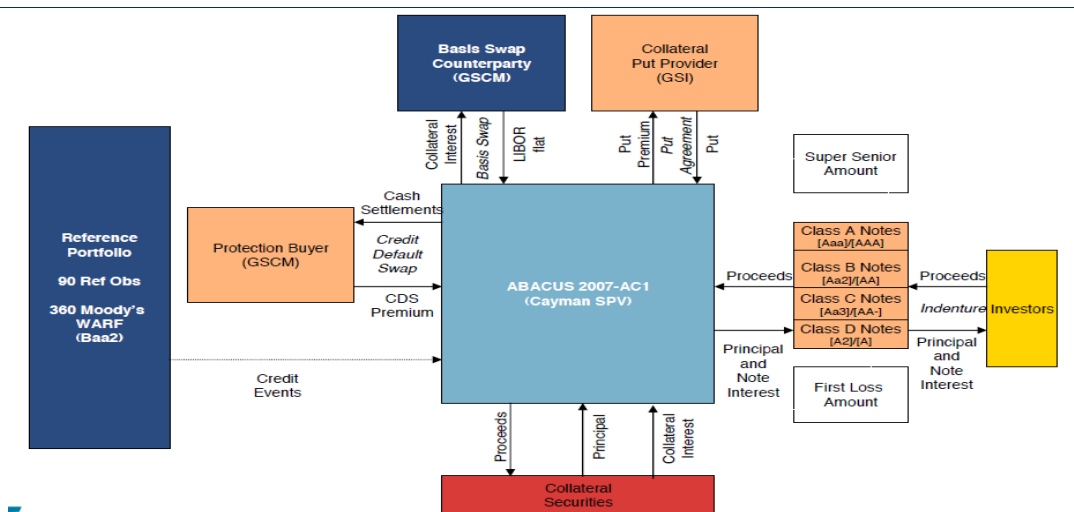
SEC 为何向高盛挥动大棒？合成 CDO 的交易流程是否有缺陷？高盛在交易中扮演了什么一个角色？

2.1 无法分散的“对手方风险”

表面上看，合成 CDO 精确的匹配了风险，满足了各种不同投资者的需求。但是，其在制造的过程中涉及了一系列错综复杂的场外交易，在这些交易的背后隐藏着巨大的“对手方风险”。

让我们仔细分析下高盛事件中的这个名叫 ABACUS 2007AC-1 的合成 CDO 产品。

图 5：ABACUS 2007 AC-1 的构造



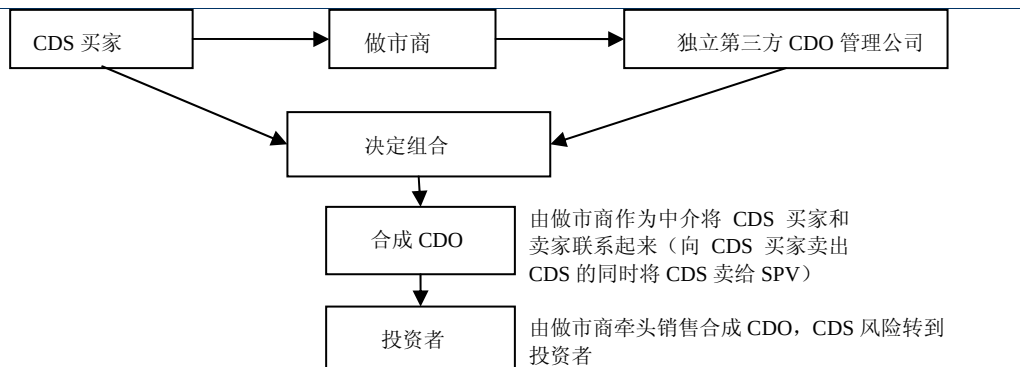
数据来源：西南证券研发中心 Goldman Sachs&Co. CDO Flipbook

从表面上来看，同基本合成 CDO 的结构也没有什么两样，由 GSCM（高盛的全资子公司）向 SPV 买入 CDS，然后 SPV 再发行 CDO。注意到这里，高盛还负责保证为 SPV 拥有的评级 AAA 级流动资产（collateral securities）提供价值担保（通过 collateral put）和利息保证（通过 basis swap）。尽管看起来是高盛购买了 CDS，但事实上，真实的买家是一家叫 Paulson Co 的对冲基金。

这是怎么回事呢？打开任意的一个合成 CDO 的说明书，都会声称这个合成 CDO 的参考标的是由一家知名的独立第三方 CDO 管理公司来选择。潜台词显而易见，让投资人认为参

考标的是由专业人士挑选出来的足够分散化、违约风险低的标的。但实际情况是什么呢？首先，在欧美国家，CDS 是一个没有二级市场的金融衍生品合约，主要在 OTC 市场以“量身定做”的方式签约。这样作为 OTC 市场主要做市商的投资银行就需要为 CDS 买家提供寻找 CDS 卖方的服务。合成 CDO 在这种情形下应运而生。由于担心 CDS 买方的对手方风险问题（Counterparty risk），做市商便会寻找某个独立第三方 CDO 管理公司同 CDS 买家一起来挑选 CDS 最终的“参考标的”。一般来说这个独立第三方需要认购“超级优先层”或“优先层”合成 CDO 来保证其在选择 CDS 最终标的方面同投资人有“共同利益”。可是，尽管在流程上有通过第三方来分散“对手方风险”，但由于这桩交易是为 CDS 的买方“定制”的，CDS 买方在挑选“参考标的”上有较强议价权的。而且，作为独立第三方一般认购的是理论上最“安全”的超级优先层或优先层，那么其在挑选参考标的上起的作用和其承担的风险并不对应，这令人不禁怀疑这个独立的第三方是否有足够的动力去和 CDS 的买方调价还价。如果按照这种思路，最终合成 CDO 的投资者在缺失选择参考组合的前提下还负担了那些由信息不对称带来的未被分散掉的“对手方风险”。正如高盛事件中，实际上 CDS 的参考标的是 CDS 的买家 Paulson & Co 和第三方 CDO 管理者 ACA 一起商议的，而且 Paulson & Co 在选择标的上起了相当的作用¹，事实也证明 CDO 的投资者在理论上较安全的 A-1 层和 A-2 层损失惨重。尽管做市商在整个交易里只是撮合，而且 OTC 市场的特色便是无需公开对手方、私密的“量身定做”交易，但是由于交易流程和 OTC 交易本身的风险，做市商可能需要为那些承担了过多“对手方风险”的投资者做一定的信用担保。在高盛事件中，OTC 交易的特点决定了 Paulson 在挑选参考标的上必然会起到相当的作用，但不管高盛作为做市商是否应该承担披露的责任，但毕竟高盛在 ABACUS 2007AC-1 这个产品上承诺“该参考标的由独立第三方选择”，这必然使得其同 SEC 之间的法律诉讼中处于被动。

图 6：合成 CDO 一般制造流程



数据来源：西南证券研发中心 Goldman Sachs&Co. CDO Flipbook

¹ SEC compliant 10-CV3229，SEC 起诉书

2.2 合成 CDO 从制造流程到产品本身巨大的缺陷

在次贷风暴中，名为这个 ABACUS 2007 AC-1 的合成 CDO 产品亏损殆尽，高盛自己也声称其在这个产品中亏损了 9000 万美元，而作为保尔森和 CDO 投资者之间中介的高盛只从保尔森那里得到了 1500 万美元的设计费。整个投资失败是否仅仅是因为高盛没有披露保尔森在参考标的选择中的作用？若高盛履行了披露的责任，整个事情就会不同了么？SEC 将板子仅仅打在高盛身上，是否公平？

合成 CDO 本身的设计问题、对高级金融衍生品评级的缺陷和对 OTC 市场监管的缺失能是导致最后的损失成为必然。

首先，合成 CDO 的设计给予了做空者一个巨大的优势。一般认为，当 CDS 的真实买家认购了 Subordinate tranche，即最优先损失的权益级合成 CDO，在一定意义上就同合成 CDO 的买家成为共同利益者，但实际上，对 CDS 的真实买家来说，这实际给予了其一个杠杆部分对冲自身空头潜在损失的机会。想想凯恩斯曾经说过的，对空头来说最大的危险就是“The market will stay irrational much longer than you can stay solvent”。对空头来说，如何通过权益层来对冲呢？我们用高盛这个合成 CDO 来做分析。假设，保尔森在做空参考标的的同时，还认购了权益层的 CDO。这样则根据权益层的特点，当参考标的不违约时则可以获得高额的现金流回报。尽管做空标导致了损失，但来自于权益层的高额回报可以抵消部分做空的损失，使得其空头头寸不至于被平掉。而当参考标的开始违约，按照该合成 CDO 的特点和资本比例可知，在违约金额小于总金额 10% 时，保尔森盈亏相抵，当参考标的违约超过 10%，保尔森就开始赚钱了。这使得 CDS 的买方在拥有选择参考标的这个优势的同时还可以以较低的成本做空获得更多的回报。另一方面，合成 CDO 的设计和巨大的市场规模也使得在危机到来时，CDO 迅速崩溃。2000 年以后，合成 CDO 规模由于其可以随意创设，规模迅速膨胀。至 2007 年底，合成 CDO 名义金额大致是其参考标的金额的 8 倍，系统风险被迅速的放大了。而且合成 CDO 的组成部分中有大量的 AAA 级流动资产。而一旦合成 CDO 的参考标的出现违约，就需要将这些流动资产变现来支付给 CDS 买方。这个时候市场便会短时期内涌入巨量的需要变现的资产，将短期利率迅速推高的同时使得 CDO 中的这些流动资产迅速消耗殆尽，加速 CDO 市场的崩溃。

其次，对合成 CDO 这个复杂的金融衍生品的评级存在着很大的缺陷和主观性。对投资者来说，由于金融衍生品的复杂性和信息的不对称性，自身无法准确判断产品的风险，那么评级公司对这些产品的独立、专业的评级便成为投资者在投资时可以参考的最重要的参考指标。比如在高盛这次事件中，若评级公司可以发现整个合成 CDO 潜在的“对手方风险”，给予投资者购买的合成 CDO 恰当的评级，那么至少投资者在投资前可以清楚自己的风险有多大。而次贷发生后，金融界才意识到，对 CDO 产品的评级存在着巨大的缺陷。北京大学经济学院的欧阳良宜在他的一篇文章²中指出：“结构融资工具（CDO）的违约变动模式显著的不同于基础资产（债券），而且三大评级机构当前模型产生的优先层违约概率和预期损失传递的信息不一致，并且常规情况下的得到的结论在危机背景下并不成立。因此，采用同债券的评级体系本身可能会对投资者产生误导。”IMF 在 2008 年的报告中也发现，次贷危机中，AAA 级的 CDO

² 欧阳良宜，“危机中的结构融资评级模型”，南方金融，2009 第四期

的风险显著的超过相同信用等级的传统债务工具³。

再其次，OTC 市场宽松的监管。1999 年后，美国的立法者几乎完全放松了场外衍生品市场的监管。这使得大量交易者为了规避监管转移到了场外 OTC 市场。场外交易的金融衍生品（如 CDS）在经过包装后以 CDO 的形式迅速的渗透到了整个市场，系统风险迅速的放大。而 OTC 市场完全依赖市场自律使得监管措施相对滞后，作用十分有限。这使得在次贷风暴之前，CRMP（国际交易对手风险防范小组）和 BCBS（巴塞尔银行监管委员会）以及 IOSCO（国际证监会组织）在联合论坛上已经对场外信用衍生品的定价及系统风险表现出强烈的担忧后，并未有任何强有力的监管措施出现，错过了在次贷爆发前缓解甚至解决次贷危机的机会。

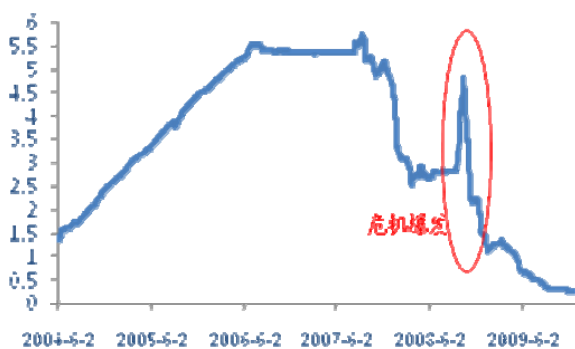
图 7：ABACUS 2007AC-1 资本结构

Capital Structure⁽¹⁾

Tranche	Initial Tranche Notional Amount (US\$)	Rating (Moody's / S&P)	Tranche Size (%) ⁽²⁾	Tranche Attach (%) ⁽²⁾	Tranche Exhaust (%) ⁽²⁾	Projected WAL (yrs) ⁽³⁾	Legal Final	Portfolio Selection Fee Rate	Coupon
Super Senior	\$[1,100,000,000]	N/A	[55.00]%	[45.00]%	[100.00]%	[3.9]	2037	NA	[]%
Class A	\$[480,000,000]	[Aaa]/[AAA]	[24.00]%	[21.00]%	[45.00]%	[4.4]	2037	[0.25]%	1mL+[]%
Class B	\$[60,000,000]	[Aa2]/[AA]	[3.00]%	[18.00]%	[21.00]%	[4.6]	2037	[0.50]%	1mL+[]%
Class C	\$[100,000,000]	[Aa3]/[AA-]	[5.00]%	[13.00]%	[18.00]%	[4.7]	2037	[0.50]%	1mL+[]%
Class D	\$[60,000,000]	[A2]/[A]	[3.00]%	[10.00]%	[13.00]%	[4.9]	2037	[1.00]%	1mL+[]%
First Loss	\$[200,000,000]	NA	[10.00]%	[0.00]%	[10.00]%	[5.2]	2037	NA	Not Offered

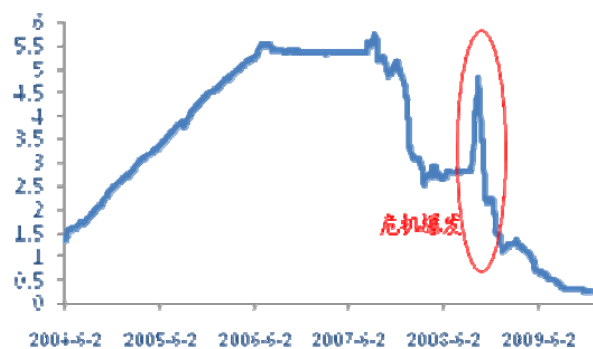
数据来源：西南证券研发中心 Goldman Sachs & Co Flip book

图 8：Libor（美元）报价走势



数据来源：西南证券研发中心

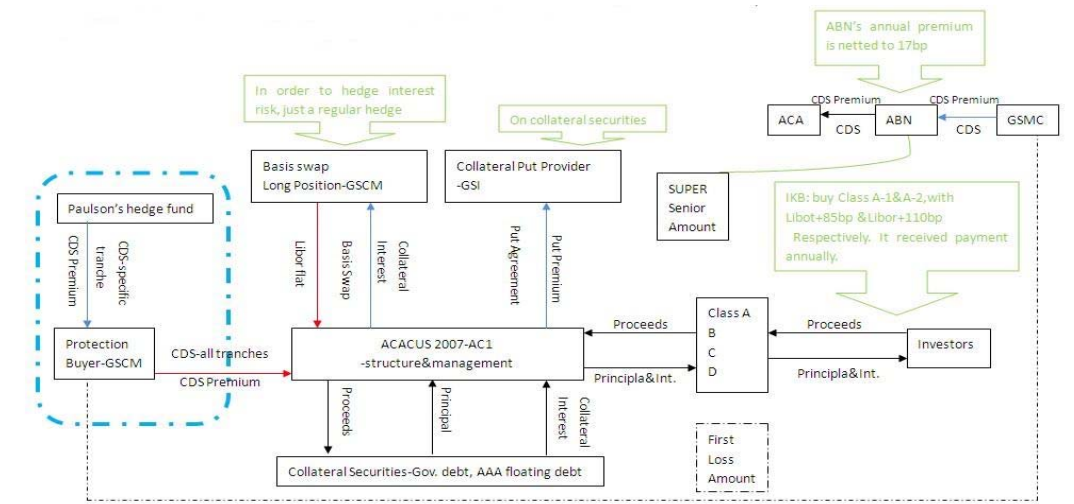
图 9：10 年期美国国债走势



数据来源：西南证券研发中心

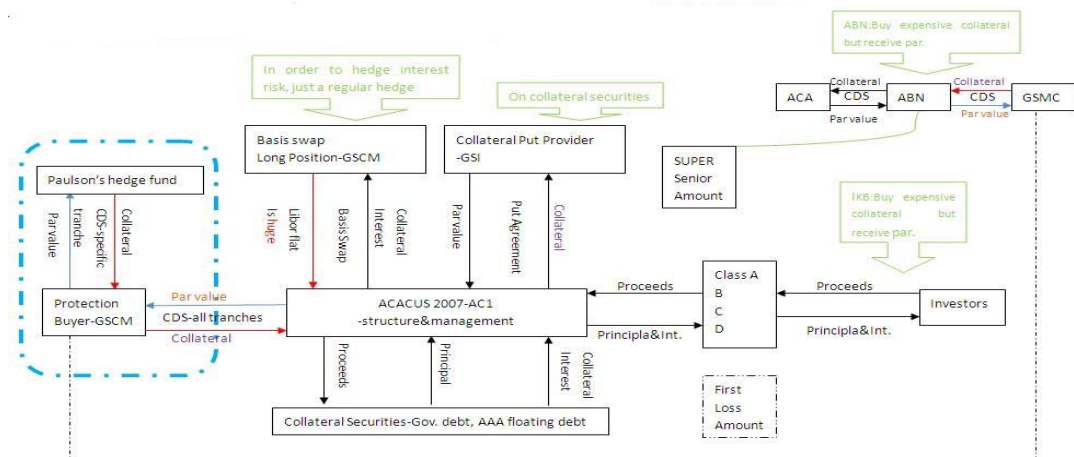
3 IMF. Global Financial stability report. International Monetary Fund, special report 2008

图 10: 当信用标的未违约时 ABACUS 2007 AC-1 中的各方关系



数据来源: 西南证券研发中心

图 11: 当信用标的违约时 ABACUS 2007 AC-1 中的各方关系



数据来源: 西南证券研发中心

三. 高盛，未完结的战争

风浪过去，备受谩骂的监管机构亟需彰显权利，加上总统承诺加强金融监管，SEC 选择向危机的幸存者高盛开刀。然而，值得业内人士关注的，不是高盛，而是整个金融行业所遭受的病垢。我们不关心高盛最后遭到怎样的裁决，我们关注不久之后的金融改革法案能否通过，通过以后对市场的监管严格了多少，对市场，尤其是对市场的流动性，有多大程度的影响。

冷眼来看，金融市场上，道德从来就不成为约束因素。优秀的银行家向来都是吝啬、贪婪和狡猾的，他们懂得在政治和金钱之间取得平衡，道德，只是在近年的屡次危机中被媒体拖进来的平衡点。而近日传闻因高盛事件，两党均提高了进行金融监管改革的呼声，使得本来前景黯淡的法案突然间柳暗花明又一村。这项提案的核心就是终结金融机构“太大而不能倒”的历

史，如果通过，势必使得各大投行和商行不敢在风险面前张牙舞爪。

细化至信用市场的改革，SEC 早先有打算针对信用市场建立一个中央清算中心。但是对于 OTC 性质的交易，欲打造中央清算中心，是有一定困难的，因为 CDS 本身就不是，也很难成为标准化产品。SEC 唯一能做的，似乎也就是规范衍生产品和对冲基金的市场，完善法律约束，提高金融市场的透明度，让所有交易走出黑箱。但这必然要触动华尔街大佬们的利益，也很可能一棒子将金融行业打成实业——赚钱不再容易，不再凭空。

另外，也有机构建议建立 T+0 交易制度和现金交割制度。这些提议和上述清算中心所面临的困境一样，会由于 CDS 本身的特性而难以实施。

退一步，如果这些交易制度得到更改，CDS 是否能够提高自身的流动性，以及是否会被市场继续接纳，都使信用衍生品市场的前景面临不确定。

由于该案背后有权利的斗争，我们并不想对案件结果做预测，对于其背后更重要的金融法案修改，我们只能静观其变。对于备受关注的金融行业课重税的提案，尽管各国政府都开始考虑，但是，从经济学上讲，税收是否有效，是值得思量的。当平均智商 80 的群体对平均智商 120 的群体课重税的时候，很可能为下一场金融风暴埋下伏笔。华尔街，向来是最富创造力的群体集散地，对于他们行为的预测就像对于 K 线图的预测一样测不准。这篇报告里，我们只想弄清楚高盛究竟做了什么，等到法案表决结果出来，我们才可以大体判断未来三五年，投资银行是否依旧能叱咤风云。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有, 未经书面许可, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编: 100140

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>