

财经

杂志丛书

第 100 期

谁葬送了华尔街

2007~2008年 金融危机通鉴

WELCOME TO TSN		
LAST	CHANGE	52W HIGH 52
12477.86	-291.92	15154.75 125
747.02	-17.87	906.18
735.50	-15.94	954.08
1566.03	-41.50	3192.55
2226.30	-32.00	2861.50



1929年大萧条以来最为深重的金融危机，
策源于何处，走向何方？

中国能否安然渡过，甚或化危为机？

《财经》为您提供中文世界里最为前沿的报道，
最具历史感的分析。



中信出版社
CHINA CITY PRESS

谁葬送了华尔街？

——2007—2008 金融危机通鉴

张继伟 徐可 编著

中信出版社

图书在版编目（CIP）数据

谁葬送了华尔街 / 张继伟, 徐可编. —北京: 中信出版社, 2008.11

ISBN 978-7-5086-1379-6

I. 谁… II. ①张… ②徐… III. 金融危机—研究—美国 IV. F837.125.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 174013 号

谁葬送了华尔街？

SHUI ZANGSONG LE HUA'ERJIE

编 者：张继伟 徐 可

策 划 者：《比较》编辑室

出 版 者：中信出版股份有限公司（北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013）

经 销 者：中信联合发行有限责任公司

承 印 者：

开 本：787mm×1092mm 1/16 印 张：17.75 字 数：260 千字

版 次：2009 年 1 月第 1 版 印 次：2009 年 1 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978-7-5086-1379-6/F·1497

定 价：39.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。

服务热线：010-84264000

<http://www.publish.citic.com>

服务传真：010-84264033

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

| 鸣谢 |

本书的出版承蒙博源基金会及其总干事何迪先生的赞助和支持，也得到中银国际控股有限公司董事、首席经济学家曹远征先生以及中信《比较》执行编辑肖梦女士的鼎力相助，特此致谢。

总序 XI

序曲 变革时代的来临 XV

第一篇 魔鬼出瓶 1

两只对冲基金的倒掉 2

贝尔斯登两名基金经理的诉案，刻画出一幅充满疑问、欺骗、贪婪和犯罪行为的图卷。

蝴蝶扇翅，全球共振 8

美国次级抵押信贷衍生品市场崩盘，为什么会引发一场席卷全球的金融风暴？

美国房地产“急转弯” 17

在房市面临“拐点”的时刻，以“透支型”消费为特征的美国经济将走向何方？

第二篇 星星之火，燎原之势 21

华尔街再洗牌 22

美林董事长奥尼尔和花旗董事长普林斯的下台，使人们意识到危机可能比预想的要糟得多。

全世界央行，联合起来！ 28

2001年以来五大央行第一次大规模合作干预货币市场利率，显示出央行们应对这场危机的政策手段已将用尽。

告别 60 年来的繁荣 34

危机以超乎想象的力度和速度袭来，乐观情绪逐渐散去。

特里谢的警告 41

欧美经济走势有了分野，货币政策协同出现分歧，次贷危机此起彼伏，弱势美元重塑国际金融市场格局。

贝兰克梵：次贷危机谁之过？ 50

当数学模型的局限性被市场遗忘的时候，危机就临近了。

超级基金必败 55

创立结构性投资载体的金融机构将不得不披露更多的损失。美国很多大型金融机构的首脑，也许不是绝大部分，会丢掉饭碗。

第三篇 华尔街的第一滴血 61

贝尔斯登，丧钟为谁而鸣？ 62

华尔街被深深震撼，越来越多的人开始将目前的危机与1929~1933年的大萧条相提并论。

美联储的工具箱 73

以大幅度的货币扩张应对金融危机，也就是用“直升机向民众撒钱”。伯南克无愧于其“直升机大本”的绰号。

中信和贝尔斯登：从婚礼到葬礼 76

通过中信证券进入中国市场，是贝尔斯登缓解次贷冲击的战略布局，可惜形势比人强。

第四篇 大危机前夜 79

假如“两房”倒了 80

“美国已经处在自大萧条以来最糟糕的金融危机之中。”纽约大学商学院教授鲁里埃尔·鲁比尼如是说。

“火箭筒”出手 86

“两房”的生存危机加剧，美国政府的干预已经不可避免。

“两房”教训 92

接管“两房”，不是一个值得盲目仿效的先例，而是一出不幸的金融悲剧。

“次级”金融体系及其病灶 97

美国此次的金融危机实质上就是美国金融体系失职的危机，是美国金融体系的“次级性”表现。

第五篇 华尔街生死簿 103

自救者美林 104

要保全性命于乱世，必须大幅度地减计坏账、不惜血本地甩卖资产，以及欢迎一切投资者。

雷曼命运倒计时 109

雷曼的甩卖、融资似乎总是慢半拍，每次自救行动都加剧了投资者的质疑。

审判日 111

华尔街的“黑九月”、7 000 亿美元救赎，以及独立投资银行模式的破产，是美国金融危机的最高潮吗？

第六篇 凶手与替罪羊 121

谁击沉了“无敌舰队”？ 122

独立投资银行第一次从华尔街全部消失，游戏规则会随之改变吗？

普林斯：新危机有什么不同 130

这次危机与以往不同之处在于涉及房产市场，这与以前的 IT 泡沫是不一样的。

约翰·桑顿：华尔街不会消失 133

过去推动华尔街前进的力量并没有消亡，以后还会继续发挥作用。

会计准则修改“刻度” 138

尽管国际会计界认为，病人发高烧时不应指责体温计，但最终妥协的力量还是占据了上风。

第七篇 保尔森屈膝 143

激辩“保尔森计划” 144

美国财政部和美联储越来越像华尔街的“佐罗”，在金融大鳄们临危的一刻出现，救其于将亡。

为什么保尔森错了 151

最大的风险是，少数融资者的利益将损害资本主义的基本运作。从资本家手中拯救资本主义的时间到了。

为什么保尔森（可能）是对的 154

保尔森的史上最大一搏，将如何发挥效用，为什么可能不会让纳税人付出太大代价？

B计划难救美国 157

7 000 亿美元援救计划只能短期提振市场信心；排斥来自非西方国家的投资，是美国解决当前问题的主要障碍。

第八篇 危机全球化，营救全球化 163

金融海啸横扫欧洲 164

全球性的危机，需要全球性的努力来解决。是否需要一个国际性机构来承担维护全球金融稳定的职责？

富通解体 171

富通的解体，集中体现了欧洲市场的窘境。割据的欧盟各国无法迅速拿出稳定市场、控制系统性危机的举措。

世纪大救赎 177

在“商业信用”几乎分文不值的时候，只有用“国家信用”取而代之。

G20 峰会：迎接新世界 185

一个有趣的细节是，G20 领导人的合照中，布什以东道主身份居于正中，左右两侧则分别为中国国家主席胡锦涛和巴西总统卢拉。

索罗斯：我们需要国际“资金池” 191

美国仍需要财政刺激计划，投资应用于应对全球变暖，监管和效率之间需要小心寻找平衡，中国可承担重任。

霍华德·戴维斯：政府能做些什么？ 196

金融体系本身最坏的时刻过去了，但我们应当对经济状况感到忧虑。

第九篇 中国镜像 205

中投：来自华尔街的诱惑 206

在逐步调整体制问题和协调海外投资准则之际，面对惊涛骇浪中的华尔街，中投公司遇到了前所未有的投资选择。

货币市场基金惊魂 212

中投不幸陷入美国号称最安全的货币市场基金的赎回风波。

危机之痛波及中国 219

雷曼破产引发的银行敞口只是序曲，随着金融危机的深化，相应风险还会次第显露出来。

雷曼“迷你债”大风波 224

复杂的衍生工具、银行的过度销售、投资者的盲目跟进，雷曼“迷你债”的兴衰正是金融危机的香港缩影。

尾 声 231

后泡沫世界的陷阱 232

世界能否从这次宏观震荡中汲取深刻的教训？美国和中国可能是其中的关键，而近期的迹象并不乐观。

经济全球化与金融危机 243

全球共同行动、跨国监管、尊重国际经济变局、坚持市场原则和全球化趋势，是整个体系改革的关键所在。

附录 全球金融危机大事记 257

名词解释 263

跋 与民间力量一起成长 265

总序

吴敬琏 / 文

2008年，是中国改革开放三十周年纪念之年。

中国人历来有由当代人将当时发生的事件记录下来，以便以史为鉴的传统。我们身处伟大的时代，更应当对我们的成功与失误、进步与挫折加以记录和分析，以便总结过往经验，明确继续前进的方向，把改革开放的事情办得更好。

然而，在旧时代，修史的权力基本上被官家所垄断，以致对历史事件的记述被简约阉割为帝王的“起居注”，以此为基础修成的“正史”也在很大程度上变成了“帝王家谱”。其间，为了统治者的利益而增删修饰，更使历史丢失了它的真面目。在新时代里，这种做法不应当再重复了。

改革开放是大众的事业，亿万工农群众、专业人员、企业家、政治家参与了这一事业。将他们的辉煌业绩和失败挫折记录下来的最合适的笔者，莫过于现代社会中的“无冕之王”——新闻记者。新闻写作所要求的翔实准确，使新闻分析成为这种活历史记述的最佳文体。可以说，今天的新闻就是明天的历史。《财经》杂志丛书——这套由《财经》杂志以不同内容选辑而成的书，便是如此这般地使昨天的新闻成为今天的历史。不过，它是一部未完成的历史，因为改革还在继续，每一天都上演着激动人心的大戏，我们的《财经》媒体也源源不断地取得鲜活的素材。

2008年4月18日，是《财经》杂志创刊十周年纪念日。自1998年4月创刊至今，《财经》杂志已出版两百余期。十年来，《财经》始终秉承“独立、独家、独到”的编辑理念，以新闻的权威性、公正性、专业性的视角，以历史的见证者、参与者、推动者的身份，持续关注、报道影响中国及世界发展进程的重大事件和焦点人物，成为目前中国最具影响力的财经新闻媒体。

《财经》走过的十年，是中国向市场经济体制转型的风雨十年，也是开始全面融入国际竞争的挑战十年。《财经》在探索新兴独立新闻媒体的发展之路上，

与中国的改革开放共同成长。十年来，在中国改革最重要的时刻，《财经》都有比较完整的报道和切实的记录；在改革中一些有争议、有困惑、有风险的重要事件上，《财经》以新闻人的敏锐目光，率先进行报道，推动了事件的转折和改革的进步；《财经》在市场经济和法治建设、环境保护等方面，也做了大量具有高专业标准的报道。

十年来，《财经》杂志在我国的专业人员乃至一般民众中逐渐享有很高的声誉，这不仅是因为它用自己如椽之笔向经济中的黑暗行为投去一枝枝标枪，而且是因为《财经》杂志集合了一批有抱负、有才华、有社会责任感的新闻人。他（她）们在迷雾重重、往往受到权力扭曲的市场上，凭着赤诚的心，用单薄的肩扛起了他（她）们本来难以扛起的重担。

在市场经济中，报纸、杂志也是商品，但又不是一般的商品，而是承载着诸多社会责任、人文关怀的特殊商品。因此，如何协调业者的近期利益和社会利益是一个重要的问题。从长远看，越趋近于社会利益而避免急功近利，越能获得市场利益。因为社会的利益就是读者的利益，保证了社会的利益也就保证了读者的利益，而读者又是媒体的最终消费者。然而，经济现象往往扑朔迷离，普通投资者不一定能够凭直觉识别什么是自己的利益所在，这就使虚假的“报道”和似是而非的“理论”能够行于一时，也必定会有一些人禁不住短期利益的诱惑而背弃良知、贻害社会以致自毁长城。所以要办好媒体就必须秉持一心为读者的理想，摒弃急功近利的短见，通过自由表达对于社会的观察和分析来服务社会。媒体的操持者，还应当有对于新闻事业的感情和敬畏，以及对于无冕之王这一桂冠的持久珍惜。

《财经》杂志丛书是《财经》杂志的增值产品，此前，《财经》杂志丛书已出版《引爆1998》（1999年出版）、《黑幕与陷阱》（2003年出版）、《管制的黄昏》（2003年出版）、《转型中国》（2003年出版）、《SARS调查》（2004年出版）等书目，均选自《财经》以往的一些经典报道与评论，但在汇编时，又不是简单的内容集合，而是通过其内在的逻辑性与现实的关联性，重新规划选题，并根据相关事件和人物的最新进展，予以内容的增补和完善，使其既忠于原有的历史记录，又有与时俱进的强烈的现实感。由于这样的立意和安排，其中有些报道虽已时过多年，但读来仍不觉乏味，仍有很强的现实意义。

而此次印行的《财经》杂志丛书新书，包括《企业变形灰幕》、《中国大买家》、《危机中国》、《权殇》、《“三农”变局》、《谁葬送了华尔街》、《起伏的繁荣》、《改革忆事》，它们既是以往《财经》杂志丛书的延续，也是《财经》创刊十年来

对相关报道的一次全新的汇集。相信会像以往几本丛书一样，同样受到读者的关注和喜爱。

对于《财经》杂志丛书所辑录的文章所记述的事实是否有差错，它们所表达的观点是否全都正确，人们完全可以见仁见智，做出自己的评论。但其中的许多文章，闪现出了上面讲到的那些新闻人应当具有的精神光芒，而且往往妙笔生花、引人入胜，因此《财经》杂志丛书的意义和价值不仅在于它对热点问题的犀利剖析促进了净化中国市场环境的努力，而且对于提升中国传媒界的职业探索和专业素养也是极具重要意义的。我十分乐意为之作序，并希望《财经》杂志丛书今后越出越多，越出越好。

序曲 变革时代的来临

美国东部时间2008年11月4日，奥巴马以悬殊的优势当选美国第44任总统，这注定要成为一个划时代的事件。在大选之初，整个美国社会的共识是，此次大选只有一个核心议题：伊拉克战争。然而时过境迁，美国大选确实只剩下了一个议题：金融危机，1929~1933年大萧条以来最为深重的全球性金融危机。

然而，即使最富远见的政治家和金融家，也难以预料肇端于2007年初的次级抵押贷款危机会以如此迅速、广泛、深刻的方式影响整个世界的经济界、政治界甚至思想界的版图。正是在这个意义上，奥巴马的“变革”姿态才如此切中要害，而美国以及整个世界的未来也更加充满了不确定性。

事实上，回顾过去两年间政府熨平市场的一切努力，都因其治标的本质而收效不佳，经济衰退最终仍然以强烈的姿态呼啸而来。

从2007年春贝尔斯登旗下两只对冲基金的清盘，到秋天全球央行第一次联手注入流动性资金；从花旗集团和美林集团更换CEO，到2008年3月贝尔斯登被接管；从房利美和房地美国有化到雷曼兄弟倒闭；从华尔街投行集体沉没到冰岛财政危机；从富通解体到欧盟恐慌；从“保尔森计划”到英国式注资；从韩国货币贬值到日本救市；从次贷产品到债务抵押债券、信用违约掉期；从货币市场到商业票据市场；从金融震荡到实体经济受损；从衰退在望到萧条隐现……金融危机的层层递进，伴随的是全球政府的一次次措手不及。

在令人瞠目的大变局面前，传统价值正在面临重估的任务：

- 在微观层面，制造出复杂衍生品的金融工程师犯了什么错？华尔街的高杠杆模式为什么忽然失灵？评级公司和会计准则是帮凶吗？催生出庞大的场外交易市场的国际金融监管体制应负有何种程度的责任？
- 在宏观层面，“金砖四国”的崛起、国际经济失衡与金融危机有着怎样的关联？布雷顿森林体系以来的国际货币体系面临着何等挑战，美国、欧盟和新兴市场将各自接受怎样的命运？全球金融协作机制应以何种方式展开？
- 在理论层面，撒切尔夫人、里根时代以来风行三十年的自由市场理念被动

摇了吗？凯恩斯主义将在多大程度上得以回归？全球化和自由贸易理论会受到什么样的冲击？

- 对于中国，正在快速融入世界的中国在这场危机中究竟应扮演什么角色，这是一场在劫难逃的灾难，还是千载难逢的机会？无论是灾难还是机遇，中国准备好了吗？

在这个动荡的时刻，没有人能够洞悉资本市场的一切秘密，也没有人能够给出轻而易举的答案。近两年来，《财经》一直试图站在前沿阵地，跟踪市场的跌宕起伏，探究风云事件的原委，追寻接近真相的解释。此次结集出版，我们希望能够提供更为连续的事件脉络和更具对照性的视角，以待察者明辨。

第一篇

魔鬼出瓶

两只对冲基金的倒掉
蝴蝶扇翅，全球共振
美国房地产“急转弯”

两只对冲基金的倒掉

贝尔斯登两名基金经理的诉案，刻画出一幅充满疑问、欺骗、贪婪和犯罪行为的图卷。

2007年4月，新世纪房贷公司申请破产保护，标志着2001年来启动的新一轮金融创新雕琢出的华尔街神话出现了第一道裂痕。在此之前，复杂衍生品和高杠杆经营模式推动下的牛市，一直以高度灵活、臻于完美著称，从格林斯潘到市场分析师，每个人都为市场自律下的资金使用效率而叹服。

然而真正把魔鬼放出魔瓶，让人们领教次级抵押房贷（Sub-Prime）和债务抵押债券（CDO）的复杂性及其致命后果的，还是2007年6月贝尔斯登旗下两只对冲基金的倒掉。

此后，故事已经远远超出了两个基金经理贪婪与背德的个体范畴，整个华尔街在未来的一年里将受到最为严厉的摧毁，从次贷到债务抵押债券，再到信用违约掉期，从衍生品到实体经济，从美国到欧洲，再到新兴市场，全球金融体系乃至经济体系的基石被剧烈撼动。

一场真正的瘟疫开始了。

一切得从2003年10月说起。那时，贝尔斯登还是美国第五大投资银行，也是不动产放款抵押证券领域的领导者。它成立了一只新的对冲基金，也就是后来垮掉的High-Grade Structured Credit Strategies Fund（下称HGF）。这是一家主要以债务抵押债券为投资标的的基金。此后，贝尔斯登又成立了另一只类似的基金，即High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leveraged Fund（下称HGELF）。

这两只基金的倒闭，引发了一连串法律诉讼，两位基金经理拉夫尔·乔菲和马修·坦宁甚至受到刑事指控。这两个案件的法院文件所揭露的细节，正好为我们刻画了一幅充满疑问、欺骗、贪婪和犯罪行为的图卷。

创新，再创新

要认识HGF和HGELF，需要从次级抵押贷款（Sub-prime Loan）说起。

次级抵押贷款是一种高风险的房屋贷款。它的风险在于借款人只支付很少的首期金额，借款人的收入和资产状况还有可能不足以支付所有的贷款，也就是出现拖欠。那么，为何银行还愿意做这样的贷款？如果银行必须持有这些贷款并承担拖欠风险，那当然不会出现如此多的次级贷款。但是，美国的资本市场允许银行将次级贷款和其他质量较好的贷款一起打包，然后卖掉。

华尔街的投资银行要么自己把这些贷款池买下来，要么充当经纪人为其他金融机构购买做安排。而最初的借款银行就此摆脱这些贷款，并拿到现金去做更多的贷款。因为可以把次级贷款卖掉，这些银行日益忽视贷款的质量，许多贷款者根本就没有能力支付他们取得的贷款。

投资银行随后又创造了将这些房屋贷款集合证券化的方式，即所谓的特殊目的机构（Special Purpose Vehicle, SPV）。作为华尔街的创新榜样，特殊目的机构被分割成被称为“tranche”的不同类别，新的债权证券，也就是债务抵押债券，被创造出来。

每一个类别都有不同级别的风险和收益，并由标准普尔、穆迪或惠誉给予不同的评级。高级类别的资产质量最高，也能最优先获得偿付。接下来是初级或者中级类别，最后才是股权类别。保守的投资者，包括对冲基金、商业银行和养老金计划可以购买质量评级为 AAA 或者 AA 的债务抵押债券；而投机者，或者发行证券的投资银行，则可以持有那些风险性最高的股权类别，这些类别有时被称为“有毒废料”。

事实证明，评级机构并没有恪尽职守。它们完全依赖贷款拖欠的历史模型，而不考虑过热的房地产市场和持续下降的贷款质量。所以一旦房地产价格开始回落，贷款转坏的幅度远远超过它们的预期。

2003 年 10 月，HGF 成立。它被贝尔斯登描述成一只主要投资于低风险、高评级证券——比如被标准普尔评级为 AAA 或 AA 的债务抵押债券——的基金，推荐给投资者。这只基金通过使用杠杆工具来提高回报率。而杠杆意味着基金本身要借钱来投资更多的债务抵押债券。更高的杠杆带来更高的回报，但不幸的是，也带来更高的风险。

贝尔斯登告诉投资者他们预期的收益率在 10%~12% 之间，而风险很低。这个收益率比普遍的银行利率、LIBOR 和货币市场利率都高，许多投资者都把钱投给了这只基金。最后，HGF 募集的资金大约为 15 亿美元。