

回 眸 华 尔 街 投 行 系 列

1

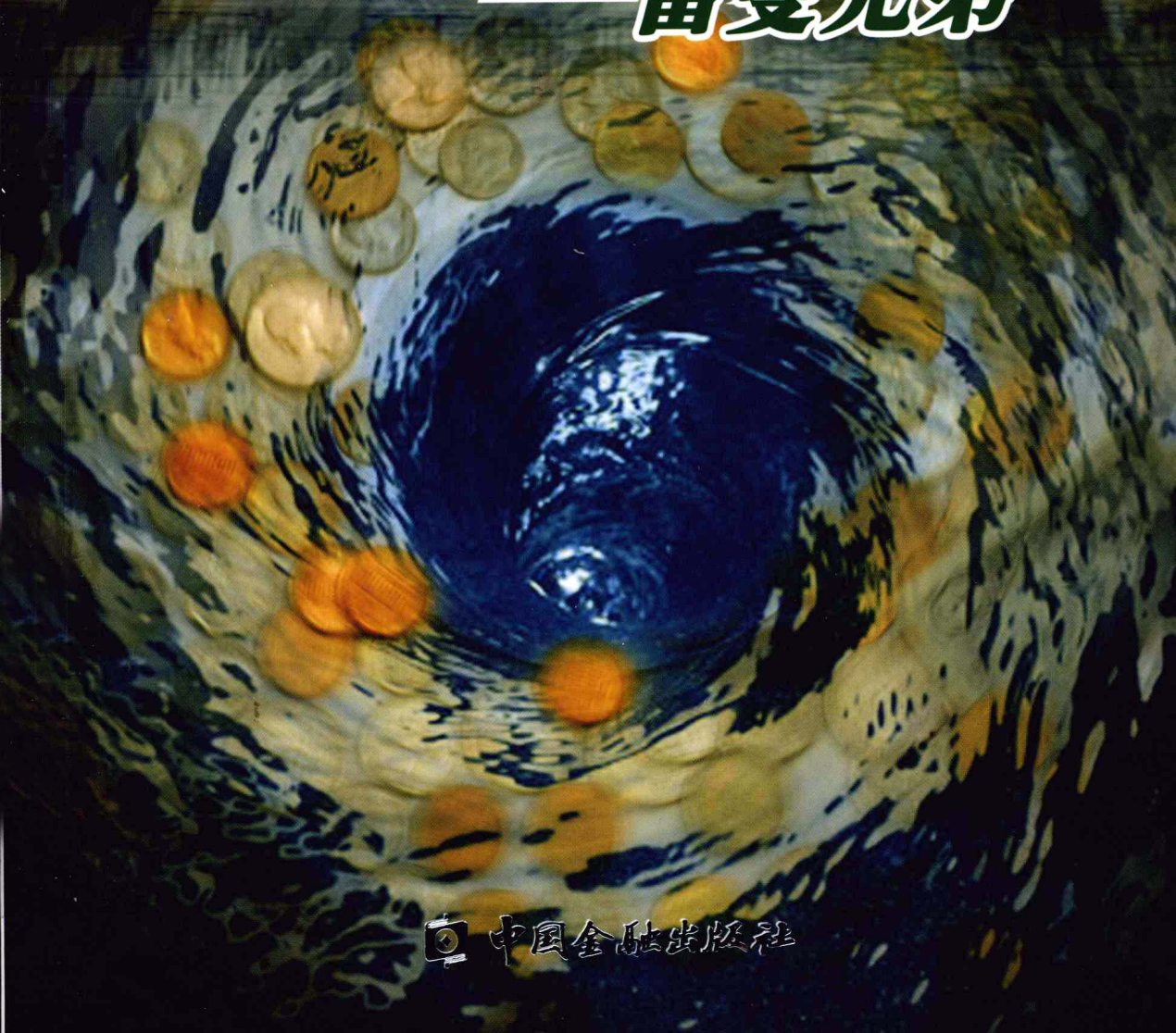
◎ 涂永红 编著

LEHMAN BROTHERS

Ju Ren Zhi Si

巨人之死

——雷曼兄弟



中国金融出版社

回 眸 华 尔 街 投 行 系 列 ①

LEHMAN BROTHERS

Ju Ren Zhi Si

巨人之死

——雷曼兄弟

◎ 涂永红 编著

 中国金融出版社

责任编辑：张智慧

责任校对：刘 明

责任印制：毛春明

图书在版编目（CIP）数据

巨人之死——雷曼兄弟（Juren zhi Si: Leiman Xiongdi）/涂永红编著. —北京：中国金融出版社，2009.3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4940 - 0

I. 巨… II. 涂… III. 投资银行—企业管理—研究—美国
IV. F837.123

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2009）第 013913 号

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 12.5

字数 202 千

版次 2009 年 3 月第 1 版

印次 2009 年 3 月第 1 次印刷

印数 1—5090

定价 25.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4940 - 0/F. 4500

如出现印装错误本社负责调换 联系电话（010）63263947

华尔街之问

每个金融界人士或关注金融界的人士可能永远都无法忘记“黑色星期一”——2008年9月15日，以及从那天开始的“黑色一星期”。以雷曼兄弟公司申请破产保护为发端，紧接着是美林被美国银行收购，随后是高盛和摩根斯坦利申请变更为银行控股公司，一周之内华尔街最大的四家独立投资银行全部消失。当然，相伴随的还有道·琼斯等指数的狂跌，以及难以想象的对美国甚至全球金融体系、实体经济和社会生活的深刻而广泛的影响。全世界恐怕从未像今天这样关注过华尔街，虽然它一直被关注着。

华尔街到底是什么？怎么了？为什么？……无数的问题需要回答，肯定也会有比问题更多的答案。《回眸华尔街投行系列》并不尝试给出任何具体的答案，而只是希望通过对若干个案的尽可能通俗的叙述提供点引发思考的素材。

华尔街是什么

最窄的定义往往最容易界定一个事物。但华尔街实在太复杂。从地理上来说，华尔街就是美国纽约曼哈顿下城那段不太宽也不太长的街道；在金融领域，最狭义的华尔街就是指以投资银行为代表的金融机构，稍宽泛一点还可以包括为资本市场服务的各类中介机构以及市场型的融资方式，更宽的则还可以指美国的金融体系；经济体制分析中，华尔街有时也被作为发达的资本主义制度或模式来看待；而政治经济

范畴内，华尔街还可以指以华尔街金融资本家为代表的利益集团或阶层。当然，华尔街还意味着忙碌的工作、优越的环境、紧张的氛围、激烈的竞争、奢华的生活、高度的风险和收益，等等。

在本质上，华尔街恐怕还是一种复杂而有效的货币资本博弈机制，它是当代美国和世界经济运行中最重要的投融资平台。它的基础是自利、公平、信用、效率以及规则制度保证，而眼下它让人看到的面目则更多的是贪婪、失信和失效。

华尔街从哪里来

众所周知，华尔街来自 1793 年的梧桐树协议，但它或许还可追溯到欧洲移民带来的约翰逊咖啡馆甚至意大利板凳银行的模式或商业传统。而现代华尔街或投资银行的形成则是在 1929 ~ 1933 年经济大危机后罗斯福新政中所诞生的《1933 年银行法》（其中关于银行证券分业的部分被称为《格拉斯—斯蒂格尔法案》）之后。虽然《格拉斯—斯蒂格尔法案》在 1999 年被废除，但自 20 世纪 30 年代以来所形成的投资银行与商业银行分业经营的基本格局一直维持至今。当然，从 20 世纪 80 年代后期 JP 摩根染指投资银行业务、90 年代末花旗集团收购旅行者集团以来，近二十年来投资银行与商业银行间的分界越来越模糊直至最终消失。

华尔街为什么存在

华尔街存在于战争对快速募集大量资金的需求，存在于国际贸易对筹集大资金和分散高风险的需求，存在于铁路及石油、钢铁等大产业发展对资本、金融机构、金融市场以及大工业生产管理方式的需求，存在于新经济、创业者对孵化资本和退出机制的需求。同时，为投资者、投机者提供金融产品、交易机会、交易便利和信息咨询等，也构成华尔街存在的理由。

华尔街的透明、专业、创新、高效以及市场规则和法制环境，使它能够通过促进资源配置，同时也满足了各方人等（包括其自身）的逐利本性，因

而构成了其存在的正当理由，而近年来它自我满足、自我娱乐，乃至欺人自欺式的创新和冒险一度也曾构成其存在的理由。

华尔街怎么了

肇始于次级贷款，华尔街“病了”。信贷资产证券化原本是华尔街有益的创新，促进了风险的分散和资产流动。而基于不良资产的过度包装和反复衍生，则使得投资者甚至金融机构本身无法准确识别和判断风险，保险、增级等安排更是制造了高收益低风险的假象，共同受益、无人受损的神话更鼓励了基础产品（次贷）发出者的冒险行为，从而不断放大风险。作为产品制造和销售商以及专业财务顾问、风险管理专家的投资银行，过度逐利竟致自身大量持有 CDO、CDS 等衍生产品，在基础条件发生变化时发生巨额损失，并引发交易对手和投资者信心危机，进而导致自身的支付危机。最终，卖药的大把吃药，看病的自己病了，倒了。

病倒的不只是华尔街。从美国次贷危机到美国金融危机，从国际金融危机到世界经济衰退。华尔街五大投资银行没了；曾是美国骄傲和全球榜样的最大的全能金融机构花旗集团正挣扎在死亡线上；纳斯达克前主席麦道夫 2008 年 12 月 11 日被捕并曝出 500 亿美元惊天金融骗局，诸多金融机构和对冲基金牵涉其中；汽车业的鼻祖和现代工业的标杆福特及通用、克莱斯勒三大汽车公司岌岌可危；在欧洲，在亚洲，金融市场几乎在同步震荡，经济衰退已现端倪……在这个金融和经济全球化的时代，华尔街可能启动了一场世界性的经济危机。

华尔街问题之根源

华尔街的问题不是一天形成的，也不是单纯哪一种原因造成的。

直接来看，在公司层面的因素有：各大投资银行的高风险业务，如雷曼固定收益类业务占其收入比重高达 40%；过分的高杠杆经营，高盛、摩根斯坦利、美林和雷曼的杠杆率为 28~33 倍不等，加上表外项目，有的高达 60 多倍；过度的产品创新、复杂的数学模型和反复衍生使得风险难以识

别、控制和监管；失衡的激励机制，公司高级管理人员和业务人员可以通过冒险获取巨额利益而无须承担风险，如《纽约时报》报道，亲手葬送了雷曼的 CEO 福尔德在过去 14 年间获得了至少 5 亿美元的薪酬，而他付出的最大经济代价则只是今后不再从雷曼领取报酬。此外，还有失当的危机处置，如雷曼在最后关头仍不能清醒判断形势和适时调整谈判条件，以致丧失获救机会。

在外部，宏观政策上的变化所引发的一系列问题，如 21 世纪初的鼓励住房运动及 3 年间连续 12 次降息，以及 2004 年以后连续 17 次加息所导致的房价暴涨暴跌及次贷危机；市场关联机构如贷款机构的前端风险控制缺失，评级机构的推波助澜，交易对手的落井下石，市场投机者的趁火打劫；政府监管部门的失察和误判，如美国证监会未能对主要投资银行实施有效监管，2004 年起实施的《自愿统一监管计划》赋予了五大投资银行不受净资本放大 15 倍限制的权利，在监管过程中曾发现贝尔斯登等机构大量红色预警却未及时采取措施，对柜台交易（OTC）市场也缺乏有效的监管。而美国财政部和联储在雷曼面临危机时未能预计可能引发的系统风险，在救助金融机构时起初以收购不良贷款为主要手段且缺乏应有的力度，未能有效提振市场信心。

较为本源的因素可能还在于，在科技水平、自由化、国际化和市场化程度高度发达的今天，当代资本主义私有制已非传统的私有或合伙形式，新的委托代理关系下和新的竞争环境下传统的投资银行所谓追求“贪婪，但是长期利益的贪婪”（高盛合伙人莱文名言）以及“以一流方式做一流生意”（摩根斯坦利商业准则）的理念和机制已经丧失，而新的有效机制尚未建立。

华尔街往哪里去

逝者如斯。华尔街不会真的消失，也没人真的知道未来会怎样。

从目前情况看，可以想象：

——典型的华尔街公司风光不再，但华尔街所代表的投资银行功能和市场型融资模式不会消失；

——短期内传统的独立投资银行模式将不会主导资本市场，而代之以

大型综合经营的全能金融机构如美国银行、JP 摩根、高盛等；

——独立的专业性中小型投资银行将获得更多发展机会，近来彭博资讯等媒体报道，已出现原大型投资银行的客户和员工流往拉扎德、格伦希尔等规模相对较小的专业性投资银行的趋向；

——华尔街在全球金融和经济中的核心地位短时间内仍将难以撼动；

——金融机构全球范围内的整合仍将继续；

——过度金融创新将得以矫正，但可能出现的矫枉过正以及投资银行与商业银行文化磨合等都可能使华尔街的活力、创新精神和创新文化短期内受到一定程度的抑制；

——美国的金融监管体系将会加快改革，国际监管合作将进一步加强，国际金融体系的重建也将成为必然；

.....

从华尔街学什么

我们有些人一度在隔岸观火，但很快发现大洋不再宽阔，火势越来越猛并已蔓延到此岸。虽然一切仍在进行中，我们也难以平静地观察思索，但已有不少教训和经验值得研究借鉴：

1. 华尔街的失败首先体现为投资银行的失败，但绝不仅仅是投资银行的失败，它是由金融体系、经济乃至政治上的一系列问题造成的，也正在和即将由这些方面共同承担。正如 1929~1933 年大危机后，“进攻”华尔街成为新政的一个发端，但政府和民众要鞭鞑和对付的远不止是华尔街。同样，当我们面对股市、房市或金融危机时，需要救的绝不是或不仅仅是某一机构甚至某一市场，而是解决背后的经济问题、机制和体制问题。

2. 市场不是万能的。市场失灵情况下，政府必须果断出手，出手就要有力、见效。此次危机中美国和英国政府救助金融机构的不同做法和效果就是生动的对比（2008 年诺贝尔经济学奖得主克鲁格曼近期在《纽约时报》上抨击布什政策的同时，盛赞英国政府对银行业注资和担保的方案以超乎寻常的速度直指问题核心）。然而，我国当前经济社会生活中的问题仍然是市场化程度不够，政府经济职能过多，对经济生活干预过度。因此，市场不是万能的，但就此改变市场化改革的方向是万万不能的。

3. 力避宏观经济政策的大起大落。2000 年新经济泡沫破灭后，美国政府实行了极度宽松的货币政策，在刺激了消费扩张、经济增长的同时，也出现了广泛的流动性过剩，资产价格普遍上涨，2000~2006 年美国房价指数上涨了 160%；而 2004 年中开始，快速的、大幅度的货币紧缩又造成了房价迅速下降以及随之而来新的金融泡沫的破灭。在此方面，我国宏观政策的传导机制有所不同，但由于政府系统强大、市场发育不足、经济对外依存度极高，出现大起大落的可能性也同样不可忽视。

4. 资本市场在我国仍有巨大的发展潜力，投资银行在当前促进资本市场发展以及完善金融机构体系中的作用仍有巨大潜力。在我国，直接融资的比例依然过低，资本市场及投资银行在促进企业改革、经济结构调整、资源优化配置等方面的优势依然存在且远未充分发挥出来，仍应悉心培育。

5. 投资银行应回归到为客户提供专业服务、管理风险、配置资源等本源功能上，而不是冒大险、逐大利。高盛等投资银行曾被批评为市场上最大的对冲基金，以至于丧失了财务的稳健性和声誉，它们的教训值得我国正在成长中的证券公司和其他金融机构认真研究和吸取。

6. 金融机构的激励约束机制应着眼于鼓励获取长期利益，并能有效惩戒违规者和损失制造者，使金融机构高管和从业人员有所追求也有所畏惧。这要靠公司治理和内部控制的改进，也要靠监管的改进。

7. 金融监管必须同时关注合规性和审慎性问题，时刻防范和及时处置系统风险。金融监管的基本目标无疑是保护消费者（客户）合法权益和维护金融系统安全，但在有效实现目标的方法上并无定规，有时找到了又放弃了。如美国在 1975 年就建立的证券商净资本规则等监管要求却在 2004 年又对资本 50 亿美元以上的公司网开一面，从而实际上放松了对大公司的监管。而我国近年来对证券公司实施以净资本为核心的风险监管体系，并及时处置了历史遗留风险，有效维护了系统安全。但在新的阶段，如何在更高层面及时发现和处置系统风险则仍有漫长的路要走。此外，监管不能有缝隙，金融机构的自我监管和自愿监管往往是靠不住的。美国复杂而高成本的监管体系，对 OTC 市场及对冲基金等方面的疏于监管，以及《自愿统一监管计划》的“短命”等都是深刻教训。

8. 推动金融创新、改进金融服务仍是我国金融业的重要使命。我们当前的问题依然是创新不足、服务落后、竞争力不强，要大力推动金融业适

度创新，而创新之度，一是要在风险可测、可控、可承受的前提下进行创新，二是要在维护客户合法权益、透明和适当销售原则下创新。

9. 继续对外开放，但应当循序渐进、保证安全、为我所用、公平对等。一切都还在过程中，让华尔街告诉我们更多……

吴 清

2008 年 12 月 15 日草成于金融街

CONTENTS

引言 生命倒计时	1
第一章 开拓者的足迹	5
激情与梦想——到美国去	6
雷曼的建立	6
棉花生意：雷曼兄弟的第一桶金	7
乱世出英雄——内战风云	8
封锁与反封锁	9
出使北方	10
乘着时代的风——内战后的全面发展	10
商品贸易的复兴	11
总部的北迁	12
进军商人银行业务	12
第二章 奋战华尔街	17
和着历史的节拍——巨人在崛起	18
孵化零售业	18
征战好莱坞	20
大萧条中的金融创新	22
平凡的日子	24
大发婴儿财	25
奔腾的雷曼，翱翔的雷曼	26
高科技行业的伯乐	28
飞越大西洋	31
不得不说的几个故事	33

雷曼与高盛曾经的缘分	33
小鱼吃大鱼——雷曼并购库恩—娄布	36
雷曼合伙制的终结	40
第三章 世纪之交的新生	45
涅槃重生	46
独立前传	46
独立日	48
在风雨中成长	49
襁褓中求生存	49
抓住危机中的机遇	51
大换血——1996 年业务重组	51
躲过危机中的危险	54
疯狂的 1999 年——90 年代的顶峰	56
助亚洲一臂之力	58
随着泡沫膨胀	59
“.com” 泡沫效应	59
泡沫之后的新千年	62
雷曼陷入安然丑闻	63
安然并不安然	63
安然事件中的雷曼	64
撕下华尔街的伪善面具	64
雷曼中国淘金记	65
雷曼闯中国	65
小心！华尔街的危险游戏	67
开发中国“金矿”	69
第四章 勇敢者的游戏	71
尊贵的赌徒	72
华尔街斗牛犬	72
企业文化之光	74
次贷危机演义	77
房子连着美国梦	77

山姆大叔喜欢房奴	78
架起住房贷款通向资本市场的桥梁	79
这里的葡萄不酸	82
全靠你了，华尔街	84
围绕 MBS 的多米诺骨牌	85
崩塌的金字塔	89
成也萧何，败也萧何	90
卓越的战绩	91
昔日的伙伴	94
达摩克利斯之剑	96
附：致股东和客户的一封信	99
我们的业绩	100
我们的经营	102
我们的员工，我们的全球关注	104
我们是谁	104
第五章 巨人之死	107
暴风雨中的挣扎	108
聪明反被聪明误	109
华丽的外表让人头晕目眩	111
失足掉进做空漩涡	113
伤口流血，谁来负责	115
华尔街的阴谋	117
雷曼“减肥”记	119
最后的 15 天	120
寻找买家——焦灼的一星期	121
来自大洋彼岸的希望	123
巨人最后的背影	126
第 11 章而不是第 7 章	130
巴克莱与摩根大通出手	132
“棋子”与“弃子”	133
第六章 余波未了 海啸方兴	137

恐慌中的美利坚合众国	139
又一个“黑色星期一”	139
街头“自卖”求饭碗	140
汽车巨头，命悬一线	141
危机催生奥巴马	144
危机肆虐全球	145
灰暗的英伦天空	145
德国战车，威风不再	146
延烧欧洲大陆	148
冰岛：一个国家破产的传说	149
莫斯科塔停建在半空	151
危机烧向拉美	152
亚洲的钱袋子漏了	154
全球救市浪潮	156
降息：全球同此凉热	156
英国：老工党又回来了	158
美国：一波三折的 7 000 亿美元	159
欧盟：救市众口难调	162
亚洲：金融合作迈上新台阶	164
中日韩：三国结伴托韩圆	166
雷曼风暴登陆中国	168
商业银行：跌停没商量	168
QDII：“篮子掉了”	169
房地产：必挤的泡沫	171
实体经济：蝴蝶效应	173
中国：百年危机，百年机遇	175
该出手时就出手	175
负责任的大国	176
时代在拷问	177
参考资料	179
后记	183



引言

生命倒计时



2008年9月10日，星期三，在雷曼兄弟公司（以下简称雷曼）位于纽约时代广场的总部内，情绪激动的员工们屏住呼吸，而总裁理查德·S. 福尔德（Richard S. Fuld Jr.）则同投资者和分析师召开紧急电话会议，宣布公司158年历史上最大一笔季度亏损，以及如何将公司从破产边缘拯救过来的总体方案。报告显示，雷曼遭受39亿美元亏损。

在与韩国产业银行长达数月的关于收购雷曼大量股权的谈判破裂后，福尔德和他的团队终于作出了选择，公布了将雷曼收缩至规模较小、风险较低的核心业务的方案。可是此时，这个巨人的脉搏已渐微弱，生命垂危。

9月11日，星期四，雷曼寻找最后的“白衣骑士”。公司高管们在位于曼哈顿中城的总部内设立了一个“作战室”。当雷曼股价跌至4美元以下的“跳楼价”时，潜在的买家终于现身，包括英国巴克莱银行、美国银行（Bank of America），以及若干私募股权投资基金。

9月12日，星期五，雷曼所面临的寻找买家和投资者的压力上升，因为此前股市和债市投资者得出了这样的结论：该公司周三公布的剥离陷入困境的商业地产部门、缩减剩余业务的计划，不足以保持客户和交易对手方的信心。评级机构穆迪公司警告称，除非雷曼能够迅速找到买家，否则，该机构可能会调降雷曼的信用评级。

9月13日，星期六，早晨9点，黑色轿车载着华尔街巨头来到联邦储备银行开会。两个建议的大致框架浮出水面：一是主要的银行和券商继续同雷曼做生意，使其在数月内清理资产和负债头寸；二是大胆营救，根据这一方案，巴克莱银行或美国银行收购雷曼的优质资产，另外10至15家银行同意共担损失。但这些投资银行和商业银行考虑购买雷曼时都要求一个共同的模式，就是参照贝尔斯登被JP摩根收购的模式，即美国政府提供290亿美元的保底资金。此时，各家银行都坚持必须以政府的支持为收购前提。晚上，美国银行依然坚持，除非政府提供支持，否则绝不收购雷曼。人们寄希望于巴克莱银行，然而巴克莱银行却正式退出交易。与此同时，美国银行瞄准了新的目标，其高管已经私下同美林接触，以确定紧急收购美林的交易框架。

9月14日，星期日全天，福尔德一直守在办公室，不停地给监管当局、可能的收购方和自己的团队打电话，但已经无力回天。事实上，监管部门想等到雷曼宣布破产后再推出新的贷款措施。但直到晚上10点，福尔

德依然没有正式申请破产，他还在期望巴克莱银行回心转意。

9月15日，星期一，福尔德最终没有等到联邦政府的电话，也没有等到巴克莱银行回心转意的消息。下午两点，雷曼宣布进入破产保护程序。

在国会召开的听证会上，福尔德，这位具有传奇色彩的雷曼总裁始终不能释怀的是政府为什么救了贝尔斯登，救了“两房”（房利美、房地美），救了AIG（美国国际集团），却不救雷曼。除了政府所宣称的不能拿纳税人的钱去为雷曼的错误买单之外，也许还有更为复杂的原因吧。

有人说雷曼倒在了不够“大而美”，不像“两房”那样占据着行业的核心地位，雷曼仅仅是华尔街的第四大投行，它倒了还有高盛，还有摩根斯坦利，还有美林；也有人说联邦政府此时已经开始考虑“道德风险”的问题了。在自由市场下，市场参与者应当对自己的行为承担全部的责任，而政府出手救助、为个体的过失买单的行为会导致个人和企业的风险与收益不对称，变相鼓励个人和企业更加冒险、更加激进，最终引发市场失衡。所以，在实际操作的过程中，政府需要避免道德风险。

思前想后，总觉得雷曼做了这次危机的牺牲品，成了美国政府的“棋子”和“弃子”。

雷曼的路最终走到了尽头——倒得并不惊天动地，却带着丝丝呜咽。历史的剧幕就这样落下了吗？这样一个历经了1929年经济大萧条、1987年黑色星期一、1992年欧洲货币危机、1994年墨西哥金融危机以及1997年亚洲金融危机，走出2001年“9·11”事件对其办公楼的毁灭打击，数次从死亡边缘华丽转身，号称“十九条命的猫”的华尔街第四大投行，在2008年9月15日轰然坍塌、哀婉谢世。然而，雷曼真的将一去不复返了吗？随着破产的烟雾弥漫华尔街、弥漫实体经济、弥漫全球，美国政府真的撒手不管了吗？是否在不久的将来我们能看到雷曼东山再起呢？让我们拭目以待……

让我们拭目以待雷曼兄弟公司卧薪尝胆、跌宕起伏的救赎之路吧！

经过一百五十多年的风风雨雨，走过一百五十多年的坎坎坷坷，如今在华尔街的金融飓风中淹没。雷曼，还能再见明日的太阳吗？