

© 涂永红 编著

Goldman
Sachs

YuHuo ChongSheng

浴火重生

— 高盛

 中国金融出版社

Goldman
Sachs

YuHuo ChongSheng

浴火重生

—— 高盛

© 涂永红 编著



中国金融出版社

责任编辑：张智慧

责任校对：潘 洁

责任印制：毛春明

图书在版编目 (CIP) 数据

浴火重生——高盛 (Yuhuo Chongsheng: Gaoshen) / 涂永红编著.
—北京：中国金融出版社，2009. 8

(回眸华尔街投行系列)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5165 - 6

I. 浴… II. 涂… III. 投资银行—经济管理—研究—美国
IV. F837.123

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 120202 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100071

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 13.75

字数 216 千

版次 2009 年 8 月第 1 版

印次 2009 年 8 月第 1 次印刷

定价 28.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5165 - 6/F. 4725

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，随后是高盛和摩根士丹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》）之后。虽然《格拉斯—斯蒂格尔法》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 20 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、摩根士丹利、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”（摩根士丹利商业准则）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，但政府和民众要鞭挞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等，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

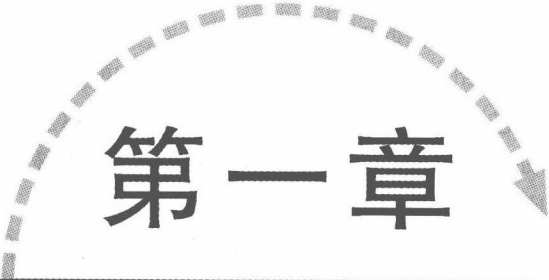
CONTENTS

第一章 王者的诞生	1
另辟蹊径	5
国际化的第一步	5
进军铁路证券失败	7
伟大的创新：联合烟草公司模式	8
家族危机	11
失败的尝试	13
疯狂的 20 年代	13
新的领导者	15
狂热，狂热，崩溃前的狂热	17
股灾来临	19
第二章 峥嵘岁月 开启梦想	23
重振声望	24
黑沉沉天空的一道闪电	24
现代高盛之父	27
白宫“干部学校”	31
阴暗的天空明亮了	32
天才交易员的滑铁卢	33
风格迥然的继承者	33
再败滑铁卢	35
双头制时代	38
韦恩伯格与怀特黑德	38
鲁宾与弗里德曼	40
科赞与保尔森	43

走向多元化、国际化	44
收购 J. 阿朗公司	46
壮大固定收益类业务	49
反恶意收购先锋	50
欧洲业务的拓展	52
资本投资业务的崛起	54
第三章 坎坷的上市之旅	57
第一次上市的诱惑	58
上市的诱惑	58
上市的无奈	60
折中的选择	61
第二次上市的诱因	63
深陷马克斯韦尔泥潭	63
1994 年内部大危机	65
最后的合伙人	67
通往 IPO 的坎坷之旅	69
摇篮里的扼杀	69
再次尝试	70
成功的曙光	73
第二轮的夭折和最后的成功	74
第四章 高盛重装上阵	77
走进新世纪	78
“喧嚣的 90 年代”	78
华尔街大作战	80
艰难的抉择：转型？转型！	83
作为投资银行的高盛	84
布兰克费恩：从交易员到 CEO	86
完美的融合	89
投行也玩现货	91
安然事件与加州电力危机	92
高盛的出手独树一帜	95

接过安然的“火炬”	97
FICC 的秘密——贪婪无罪	100
联手设套——喋血狮城	100
深南电败局	102
一个真正全球化的高盛	104
欧洲：太阳落山的地方	105
抱定“金砖”不放松	108
第五章 争抢最大的那块蛋糕——高盛在中国	111
潜龙在岸边呼唤	112
保尔森的中国情结	113
贵族联姻，老对手欢笑在先	114
“买门票”提前进入中国市场	116
翻云覆雨，驰骋中国	118
一鸣惊人	119
点石成金的话语权	120
发掘明天的摇钱树	122
跳出金融业的狭小圈子	124
暗度陈仓，房地产业抢滩头	124
企业并购：曲线夺权	127
精耕细作的农夫	128
第六章 危机中的弄潮儿	131
王者独领风骚	132
废墟上的光环	132
独具慧眼，做空次贷	134
告别投行神话	137
噩梦不期而至	137
转型 = 转运？	140
一剂强心针	141
这个冬天有点冷	144
新一轮的金融救援计划	146
最诡秘的公司	149

朴素家风	150
合伙人制度的延续	151
小心翼翼，稳健行事	152
他扭转了乾坤	154
“朝”中有人	155
王者的背景	157
第七章 浴火重生	167
分久必合，合久必分	168
高盛“变脸”	168
短暂的分离	170
是谁打翻了聚宝盆	173
凤凰涅槃	176
长路漫漫	177
难说再见	178
最后的坚守者	180
以史为鉴知得失	183
告别贪婪告别高薪	186
我们的思索	191
欲罢不能的房地产行业	192
欲说还休的金融创新	195
欲擒故纵的看不见的手	197
风雨过后见彩虹	199
参考文献	203
网络资源	203
后记	205

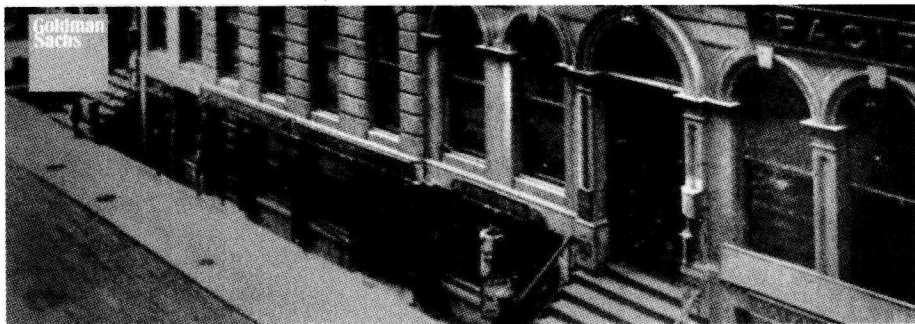


第一章

王者的诞生

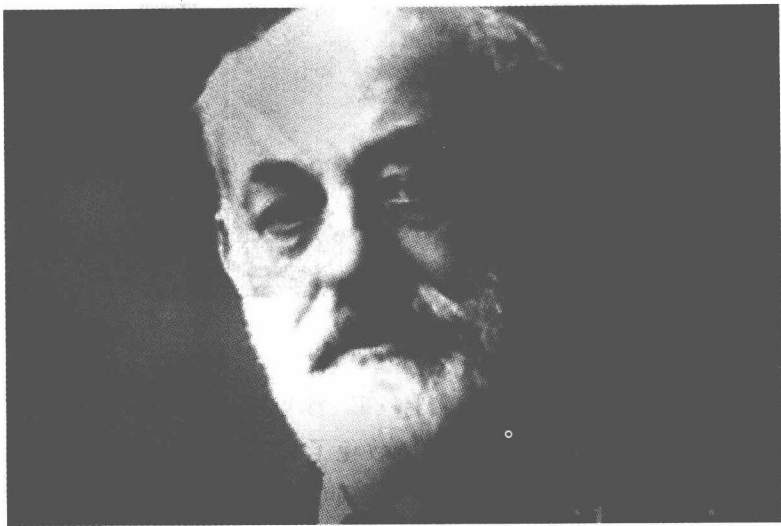


从19世纪二三十年代开始，伴随着美国经济的空前繁荣和一批大规模的新兴铁路公司、保险公司和公用事业公司的不断涌现，美国的证券市场迅速扩大，同时促成了美国投资银行的产生和加速成长。之后，随着南北战争的爆发，南北双方政府为筹措战争经费而发行的巨额政府债券又给年轻的美国投资银行带来了巨大的业务收入，为它的起步发展提供了有利条件，成就了一批华尔街的银行家。美国最大的投资银行家杰伊·库克就是利用这些有利条件创立了杰伊·库克商号，承销了大量的政府债券和国债。南北战争为美国资本主义的发展扫清了障碍，70年代以后，美国迅速完成工业化，自由竞争资本主义也在此时发展到顶峰，生产与资本集中在此基础上加速进行，以股份公司为主要形式的近代企业制度得到普遍推广，美国投资银行迅速膨胀起来，并演变为美国金融资本的一翼。在这样的背景下，1869年，马库斯·戈德门（Marcus Goldman）在纽约曼哈顿南部的松树街创立了他的马库斯·戈德门公司（Marcus Goldman & Co.），专门经营借据的经纪业务。就是这样一家位于一间狭窄的底层建筑，并且只有一个办公人员和兼职记账员的小企业，奠基了20世纪最伟大的投资银行之一——高盛公司。



马库斯来自德国，是一名犹太人。1848年跟随着第一次犹太人大迁移的浪潮迁居到美国。为了生存，他成为一个街头小贩，四处游走，后来定居费城并在那里结婚生子。南北战争后，他带着妻子和5个孩子移居纽约，开始了他的经纪业务。每天，马库斯会从麦登街（Maiden Lane）的珠宝批发商和比克门街（Beekman Street）的皮革商处按照8%~9%的贴现率用现金买下他们持有的本票或者收取0.5%的委托费，然后再将这些票据转卖给位于查姆西街（Chambers Street）的化学银行（the Chemical Bank）、沃

伦街（Warren Street）的进口商和交易者银行（Importer and Trader Bank）或者华尔街上的国民城市银行，从中赚取利润。就这样，马库斯成为了那些小的借款者和银行之间的中介。南北战争后，银行的利率很高，商业银行也没有那么多的分支机构，而那些商人的资金又常常短缺，对于像马库斯这样的聪明人来说，这种迅速帮助商人筹集起业务所需的短期营运资金是个很好的赚钱机会。



Marcus Goldman

到了1882年，马库斯·戈德门公司的年收入已经达到了5万美元，公司的资本也达到了10万美元。尽管如此，如果不进入其他利润更加丰厚的业务领域，马库斯·戈德门公司的规模还是无法与那些像斯利格门家族企业（Seligman's）^①那样的大家族企业相比。为了进一步扩张，马库斯吸收了女婿萨姆·沙克斯（Sam Sachs）作为合伙人，并把公司改名为M. 戈德门和沙克斯公司（M. Goldman and Sachs）。萨姆娶了马库斯最小的女儿。其实，是马库斯借给萨姆1.5万美元他才能够买下自己的合伙人资格。马库斯要求萨姆在3年内分期偿还这1.5万美元。就在萨姆还完了前两期借

^① 斯利格门家族企业当时的资本金已经达到600万美元，从事的业务也已经很类似现在的投资银行，包括铁路债券的包销和买卖。