



# 金手铐的救赎

一个投资银行家的海啸后自白

黄元山 著

中国人民大学出版社

# 《金手铐的救赎——一个投资银行家的海啸后自白》

作者：黄元山

Copyright 2008 by ENRICH CULTURE (CHINA) LIMITED  
All rights reserved

中文简体字版由香港天窗文化（中国）有限公司授权  
中国人民大学出版社在全球出版发行  
未经许可，不得翻印

Original Chinese edition licensed by ENRICH CULTURE (CHINA) LIMITED  
Simplified Chinese Copyright 2009 by CRUP



打开天窗  
说亮话

智富

FINANCE

  
文化|天窗



图书在版编目 (CIP) 数据

金手铐的救赎——一个投资银行家的海啸后自白 / 黄元山著

北京: 中国人民大学出版社, 2009

ISBN 978-7-300-11235-0

I. 金…

II. 黄…

III. 金融危机—研究—世界

IV. F831.59

中国版本图书馆CIP数据核字 (2009) 第184344号



天耀文化(中国)  
ENRICH CULTURE

## 金手铐的救赎——一个投资银行家的海啸后自白

黄元山 著

---

<b>出版发行</b>	中国人民大学出版社		
<b>社 址</b>	北京中关村大街31号	<b>邮政编码</b>	100080
<b>电 话</b>	010-62511242 (总编室)		010-62511398 (质管部)
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)
<b>网 址</b>	<a href="http://www.crup.com.cn">http://www.crup.com.cn</a> <a href="http://www.ttrnet.com">http://www.ttrnet.com</a> (人大教研网)		
<b>经 销</b>	新华书店		
<b>印 刷</b>	北京市易丰印刷有限责任公司		
<b>规 格</b>	170mm×210mm 16开本	<b>版 次</b>	2009年10月第1版
<b>印 张</b>	14.25	<b>印 次</b>	2009年10月第1次印刷
<b>字 数</b>	160 000	<b>定 价</b>	39.80元

---

支持环保

本书采用环保油墨印刷

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换



# 金手铐的救赎

一个投资银行家的海啸后自白

黄元山 著

中国人民大学出版社

· 北京 ·





## 献给

爸爸、妈妈

爸爸，在天国重逢的时候，  
我想你必会拿起这本书翻翻吧？

# 目录

- 序一 巴曙松.....p.009
- 序二 曹仁超.....p.012
- 序三 王世平.....p.014
- 序四 张化桥.....p.018
- 序五 曹圣和.....p.019
- 自序.....p.023

## 第一章

### 梦的起点 走进华尔街

- 从芝大到耶鲁.....p.035
- 献身投行.....p.039
- 成功总在第二次.....p.042
- “货如轮转”的生意经.....p.046
- 选人只求精英.....p.049

## 第二章

### 学徒之路 成长最重要

- 初生牛犊 先学谦卑.....p.053
- 主动求教寻突破.....p.056
- 成功无捷径.....p.058
- 光鲜的“赤贫族”.....p.062
- 自此戴上“金手铐”.....p.065

## 第三章

### 推陈出新 CDO诞生记

- 杠杆并非坏东西.....p.071
- 信贷保险 管理风险.....p.075
- 银行另类赚钱之道.....p.081
- 顿悟后的喜悦.....p.083

## 第四章

### 小试牛刀 成功完成CLO

- 神奇变身AAA.....p.089
- 完美模型 非完美数据.....p.094
- 评级体系的化妆术.....p.096
- 与核数师过招.....p.099
- 无眠的一夜.....p.102

## 第五章

### 垃圾债券重生 泡沫开始

- 垃圾债券咸鱼翻身.....p.107
- 投行变分销商.....p.115
- 没有护照的金融精英.....p.118
- 最后时刻见曙光.....p.121
- 影子银行现身.....p.125



## 第六章

### 俄罗斯金融危机余震

遭遇史上最难考验.....p.129

请叫我Yuan Shan.....p.133

劫后业务多元化.....p.135

说服别人靠权威.....p.138

## 第七章

### 对冲基金不做对冲

打包债市惹人垂涎.....p.145

沙滩旁发明新产品.....p.148

华尔街虚名 梦一场.....p.153

## 第八章

### 保险公司的黑匣子

“变压器”妙用.....p.157

长短仓对冲 稳赚8%.....p.162

FP策略更勇猛.....p.166

## 第九章

### 工作新地图

“新华侨”搬入诺丁山.....p.173

欧洲版打包债券.....p.178

双币债券 前无古人.....p.182

福兮祸所倚.....p.185

## 第十章

### 投行往事不如烟

衍生工具 衍生问题.....p.191

世上真有黑天鹅.....p.197

去杠杆化时代.....p.205

中国何去何从.....p.216

## 结语

人生无必走路径.....p.223





## 序一 作为金融产品危机的次贷危机： 专业与技术角度的反思

9

从通常的评估看，由于美国次贷危机所引发的金融海啸，经过全球经济界的努力，最坏的时期已经过去，但是，对于这一危机的反思和总结可以说才刚刚开始。对于危机的系统反思，可以凸显现存金融体系中的缺陷，促使金融界相应增强对于金融体系的认识，为改进金融体系提供了现实的推动力。

当前，对于次贷危机的反思，有各种不同的角度，有从全球化角度考察的，有从宏观经济角度考察的，有从金融监管角度分析的，有从金融机构的风险管理等角度考察的，也流行一些带有阴谋论的分析，等等。在种种反思之中，对于次贷危机中的一些关键性的金融创新产品的反思和分析，相对较少。但是，即使经历了此次次贷危机，我相信，在经过适当的调整和完善之后，类似的金融创新依然会在现实的需求推动下继续出现，例如美国金融市场的动荡还没有完全平息，我们已经看到新的金融创新产品就重新粉墨登场。因此，对于引发次贷危机中的种种金融创新，这种金融创新产品的内在运行机理，都必须进行深入的分析，增强我们对于这些创新的认识，才可能在新的发展阶段避免类似的问题再次发生，仅仅采取因噎废食的态度，或者一味回避或管制的态度，并不有助于我们对于这次次贷危机的深刻认识。

我一直认为，相对于其他学科，金融学科是一门操作性十分强的学科，如果没有相关领域的实践经验，分析起来往往难得要领，难以切中要害。从这个意义上来说，反思次贷危机，不仅仅是金融理论界或者金融监管界的事情，也必须要有金融专业人士的参与。

经历次贷危机之后，全球各地关于次贷危机的反思文章和图书汗牛充栋，仅仅在中国内地出版的相关著作，估计不下百种，但是，这些相关

著作，从宏观层面分析的多，由理论研究者执笔者多，但是从金融专业角度、从金融产品角度分析的相对较少，由金融机构从业人员执笔者也不多见。因此，黄元山先生的这本专著，就有特别的推荐价值。

我曾经两次在香港工作，十分凑巧的是，在两次工作期间，恰好遇上两次冲击程度不同的金融危机，一次是1997—1998年的亚洲金融危机，一次则是此次影响深远的次贷危机，香港作为一个开放程度极高的国际化城市，自然对于国际市场的动荡十分敏感。我对于香港印象最深的，是香港市场上有一大批具有丰富市场经验并且经历多次金融危机冲击和洗礼的专业人士。我印象中最为标准的香港金融界专业人士，往往清瘦，精干，头发花白，目光从容，活跃在中环不同的大厦之中。而此次我应邀撰写前言的本书的作者黄元山先生，则改变了我的这个通常的印象。本书的作者黄元山先生，如同不少香港同龄人一样，毕业于美国著名的芝加哥大学经济系，并取得耶鲁大学硕士学位，之后十多年，他曾任职于雷曼（纽约、伦敦）、瑞银（伦敦）及苏格兰皇家银行，在不长的时间内积累了较为丰富的一线市场经验与体会。

在本书中，黄元山先生以亲身体会，述说其在投行十多年来的所见所闻，更重要的是，从反思金融危机的角度看，他熟悉导致此次危机的衍生工具和金融工程产品，对于从专业技术层面分析金融海啸的来龙去脉独具优势，这种反思包括债务抵押证券（collateralized debt obligations, CDO）、住房抵押贷款证券（mortgaged backed securities, MBS）等结构、制造及销售过程。他分别在“纽伦港”（纽约、伦敦、香港）全球三个最重要的金融中心工作，能深入金融机构具体一线经营的不同层次，在本书中，他以生动、活泼的笔触带领读者亲历其境，一睹欧美金融机构如对冲基金、私募基金、商业银行、保险公司等在金融海啸中的起起落落。



在金融危机冲击之下的迷茫与恐慌之中，黄元山先生2008年底从金融专业和金融机构经营的角度，率先在香港《信报财经月刊》撰稿，分析金融海啸的疑团，获得香港电视、电台、报纸及杂志的广泛关注，在香港金融评论界产生了独特的专业影响，其对CDO等复杂产品的见解备受各界关注。他以自身在国际金融中心和此次次贷危机的始作俑者及受到最大冲击的投行的工作经验为基础，获邀著成此书，年初在香港出版，反映良好，多个月来成为香港本地财经畅销书榜第一名。如今黄元山将该书再作修正，冀进一步完善以符合内地读者的需要，准备在内地出版。我认为这是一件十分有意义的事情，所以特地应邀作序推荐。我相信，无论是内地的监管者，还是金融机构的经营管理者、金融界的研究者，或者是有志从事于金融行业的专业人士和学生，都能从中获得参考，毕竟，随着中国经济的快速发展，中国金融市场的国际化总是一个必然的趋势，在这个过程中，不能仅仅停留在从理论上把握金融市场运行，而要更多从实务和一线操作层面来借鉴和了解。从这个角度说，黄元山先生的这本书，以及他所代表的一系列有着一线丰富金融实践经验的专业人士的著作，对于当前祖国金融业的发展，有着积极的参考意义。

是为序。

巴曙松 研究员

中国国务院发展研究中心金融研究所副所长、博士生导师

中国银行业协会首席经济学家

## 序二 解开金融衍生工具之谜

### 12

1978年由美国总统卡特签署的银行法案，令银行不能再通过入息（收入）审查才借钱给人买楼以示人人平等（即《社区再投资法案》，要求银行不分贫富、不分种族，对所有民众提供相同的投资或借贷机会，以帮助低收入或信用不佳的民众取得购房贷款）；加上美元利率由1981年起回落，这两大因素引发由1982年起美国人借钱买楼狂潮。

开始时银行在这方面仍相当谨慎，到上个世纪九十年代末以花旗集团为首的金融机构将这类次级（subprime）贷款，包装成为CDO（collateralized debt obligation，债务抵押证券）开始在市场上发售。出售后，无法履行次级贷款的合约风险由银行转嫁到投资者手上；CDO发售成功的事例让大量银行加入，纷纷争做次贷生意，然后将次级贷款包装成为CDO在市场出售，大赚手续费利润却将风险转嫁到CDO投资者身上。

渐渐地，投资者开始担心CDO的还款能力，不过当时已有金融机构为CDO提供担保。这类有金融企业担保的CDO是其中一种CDS（credit default swap，信贷违约掉期合约），看起来安全许多。另一种CDO和次贷无关，但投资银行将大量企业CDS集结起来（例如50到100只）组成基金，再分成许多小份供人认购，这被称为CSO（collateralized synthetic obligations，合成抵押证券），看来更为安全。

通过CDO、CDS、CSO等不同的杠杆工具，自上个世纪九十年代至2006年前信贷市场（包括次贷生意）相当火爆，刺激美国楼价一升再升。不过到2006年下半年，楼价开始下滑，提供次贷服务的公司如Countrywide（美国国家金融服务公司）等，在2007年4月已出事，这动摇了投资者对CDO的信心，因而引发抛售潮。到2007年8月已演变成为次贷危机，2008年9月进一步扩大成金融海啸。



由于CDO、CDS、CSO是新产品，甚至少数资深银行家，在事前亦不甚了解该衍生工具产品，但却参与投资活动，因此损失非常惨重。

黄元山兄毕业于香港圣保罗男女中学后，到美国芝加哥大学念经济学，再到耶鲁大学念国际政治，毕业后曾供职于各国际银行结构信贷衍生部门；1997年至2004年任职雷曼兄弟公司，不但对CDO及CDS市场有理论基础，而且是市场参与者之一，有充足的实践经验。

2008年9月金融海啸爆发后，他率先获《信报财经月刊》邀请撰写这方面的文章，为各位解开CDO及CDS之谜。现在更撰写成书，令大家对此市场的兴衰有更深入的了解，对掌握未来世界经济大局有更透彻的认识。本人因此诚意向各位推介此书。

自2007年4月Countrywide出事后，本人亦一直加强向《信报》读者报道有关CDO市场问题的严重性，但相比黄元山兄既有理论基础又有实战经验仍然差许多；这证明每个成功投资者背后，都是努力钻研而非幸运的结果。此书是投资界不可多得的好书，值得有意从事投资事业者细读。

曹仁超

《信报财经新闻》专栏作家

## 序三 投行界的精神大餐

金融市场大致分为买方市场和卖方市场。卖方主要是把各种资产变成各种金融产品，提供给市场。投资银行是最典型意义上的卖方。投行内部结构比较复杂，按照产品分大致分为固定收益和股权融资两大类；按照业务分则可分为证券发行与承销、财务顾问和咨询等收费业务以及交易等三个部分，前两者是最传统的投资银行业务（IBD），靠近的是企业这一边。交易主要进行产品销售和交易，更多的是靠近市场这一边。企业这端是实实在在的，可以说资本主义出现后的几百年间都没有太大的变化。而市场这一端则越来越庞大并且趋向虚无。投资银行业务在过去的发展过程中虽然不断扩展，但传统投资银行业务所占整个投资银行业务收入比重却不断被挤压，而以衍生产品或衍生工具等高财务杠杆产品为代表的开发所产生的销售和交易所占收入比重，在近些年是以令人瞠目结舌的速度在提升。于是，投资和交易业务取代传统的投资银行业务成为投资银行收益的主要来源，价差盈利模式取代了费用盈利模式，国际投资银行业的发展进入由投资银行家主导转向交易员主导的所谓交易驱动阶段，并在美国次贷危机爆发前发展到登峰造极的地步。

随着贝尔斯登、雷曼兄弟等国际一流投行的倒闭或破产和“华尔街老师们”的集体惨败，美国“大投行”发展模式趋于瓦解，在投资银行需要寻求新的战略定位和发展模式的同时，国内投资银行界也在讨论一个问题：我们应该从这次危机中吸取何种教训或受到何种启迪，以对中国投资银行未来的发展方向作出正确的判断。一方面，我们要看到美国等国际投行在危机中所遇到的问题是 在一个债务杠杆过高、市场创新过度以及金融监管过松的大环境下产生的；另一方面，我们也要清醒认识到，中国投资



银行经过近20年的发展，虽然取得了长足的进步并在此次危机中波及不大，但市场化发育程度不高、业务范围过窄和创新能力不足以及高素质的专业队伍匮乏等问题依然十分突出。所以，传统投行业务如何加快市场化进程，特别是在证券定价和市场化发行机制的进一步完善，以及在恪守风险管理原则和完善监管机制的前提下适当发展金融创新依然是我国投行发展的必经之路。而对美国次贷危机的深刻认识和理性反思，无疑对我国投行的长远健康发展是大有裨益的。

理性反思的前提是对事件本身的真实了解。目前国内关于次贷危机所引发的金融海啸的专著不少，理论研究和结果分析居多。黄元山先生这本专著给我们提供了一个独特的视角去认识这场危机，我读后确实感受深刻，结合目前国内投行现状有诸多体会。

黄元山先生以自身的经历，用轻快活泼的笔调，叙述金融海啸的前因后果；以投资银行家的眼界，探讨未来金融监管及经济发展将何去何从。国内投行界有一句话：投资银行是做出来的，不是说出来的。黄元山先生作为一个在纽约、伦敦和香港打滚十一年的投行高层，将亲身经历和切身感受以叙事方式进行讲述，不仅让读者有身临其境、感同身受的感觉，而且使其阐述的观点更具说服力。

多年来，国内出版的关于投资银行的文献不多，以自身经历讲述投行故事的少之又少。究其原因，概因国内投资银行业务兼具政策性、专业性和操作性的特点，学位和学历再高，缺乏实践是不行的。所以国内投行人才的培养更多的是靠在具体项目实施过程中资深人员的传、帮、带或自身