



感悟华尔街

我的金融风暴之旅

马蔚华◎著

肃杀的冬日，不能动摇你我的信念；
我们将一路向前，永不停息……



中信出版社·CHINACITICPRESS



感悟华尔街

我的金融风暴之旅

马蔚华◎著

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目(CIP)数据

感悟华尔街：我的金融风暴之旅 / 马蔚华著. —北京：中信出版社，2009.9

ISBN 978-7-5086-1598-1

I. 感… II. 马… 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 107031 号

感悟华尔街——我的金融风暴之旅

GANWU HUAERJIE

著 者：马蔚华

策划推广：中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行：中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013)

(CITIC Publishing Group)

承印者：北京通州皇家印刷厂

开 本：787mm×1092mm 1/16 印 张：16.25 字 数：199 千字

版 次：2009 年 9 月第 1 版 印 次：2009 年 9 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978-7-5086-1598-1 / F · 1670

定 价：36.00 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

对此次危机、衰退及应对政策的若干认识

秦晓

百年不遇的金融海啸，给 2008 年打上了历史性的标记。进入 2009 年，全球经济衰退已经开始显现，金融机构和消费者的“去杠杆化”还要经历一个比较长的动荡过程，并将成为 2009 年市场环境的一个主要特征。

对每个企业而言，此次危机和衰退是一部最好的教材，我们都为此付出了学费。但只有那些肯于学习、思考的人才能从中获取经验和启示，变得更聪明、更理性。

金融海啸的成因、特征和影响

此次金融海啸，不是通常意义上的周期性波动，而是结构性震荡。作为经济现象，周期性波动和结构性震荡的实质都是“均衡—失衡—新的均衡”的过程。导致周期性波动的供求失衡，是由于市场价格信号滞后于资源的配置，但价格信号的释放是一个持续、渐进放大的过程，这一过程可以被抽象为一种函数关系，因为它具备了函数的两个基本特征——连续、收敛。人们可以据此运用边际和均衡的方法建立数学模型，观察和

预测经济周波的走势，并采取相应对策；当然，对拐点的判定要相对困难一些。

结构性的震荡，多表现为突发的“雪崩”式危机，其来势猛且呈现发散态势，杀伤力大，会造成非理性恐慌。这是一种非函数关系的突变现象，因为连续性中断了，变量间的相关性失去了。

此次危机是一次典型的结构性震荡。事端的起因是美国次级债，但根子在美国过度消费、储蓄不足的发展模式。为了满足消费所需的资金，金融机构在倡导自由放任、鼓励金融创新的政策环境下过度使用杠杆，产生了大量高风险的资产证券化衍生产品；而金融监管不当，使其像瘟疫一样向全球扩散，最终酿成了这场危机。

近十年的经济全球化进程中，中国和一些新兴经济体崛起，其增长模式的特征是高储蓄、低消费，这与美国形成互补结构。换句话讲，它们的贸易顺差构成了美国贸易逆差的主体，它们向美国消费者提供廉价产品（其中有要素价格被低估的因素）；作为美国国债主要的债权人，它们又向美国提供了消费所需的低成本资金。

另一方面，美国提供的巨大消费市场，也为以中国为代表的新兴经济体的工业化、城镇化提供了支持。两个互补结构的耦合，形成了一种“非稳态的均衡”，同时也大大放大了各自的失衡度。双方各自积累的巨额贸易逆差和顺差，势必对实体经济产生影响，因而这一“均衡”是不可持续的。

这个故事告诉我们：

第一，尽管经济全球化的目标是打破国界，在更大范围内寻求平衡，但这一过程是漫长的。在相当长的历史时期内，各个经济体，特别是大经济体自身的平衡，仍具有重要意义。

第二，如果说危机对中国的金融体系影响有限，那么在全球经济衰退的背景下，中国可能是个重灾区。这主要是因为，中国作为一个大经济体，对出口的依赖过重（约相当于 GDP 的 40%）；中国的产业结构是

以中低端的加工业为主，其调整和转型的难度，比以高端服务业为主的结构大；中国正在经历城镇化进程，存在结构性就业压力。

第三，周期性波动与结构性震荡的区别，还表现为前者的波动会回归到原有均衡点，而后的震荡则会收敛在一个新的均衡点。这个新的均衡点，意味着美国和中国都要作出较大程度的调整，以减少各自的失衡度。中国所面临的，是减少对出口的依赖，而加大内需（消费）在短期内难以补偿出口的缺口，这会对 GDP、CPI、失业率、城镇化进程、产业结构产生连锁影响。在上述各种约束条件下寻求新的平衡点，是一个全新的课题，也将是一个痛苦的转型过程。

此次金融海啸能在多大程度上改变这个世界？

此次金融海啸被视为是百年不遇的事件，其对未来的全球经济结构、经济发展走向、经济秩序、政府和国际经济组织的经济功能、经济理论和政策，都会产生重大的影响。这种影响有多大？是不是颠覆性的？现在有许多流行的看法和观点，我以为对此应保持开放的思维和清醒的认识。

首先，经济全球化造就了全球近十年的经济繁荣，也产生了全球经济失衡，并导致金融海啸的爆发。当下贸易保护主义开始抬头，“去全球化”的声音不绝于耳。我以为，全球化作为历史进程不会终止，也不应终止。但认真审视这一进程中存在的问题，使其能走上健康的轨道，重拾发展势头，是全球面临的重大课题。

其次，此次金融海啸发端于美国，美国作为全球最大经济体受到重创，美元作为全球主要储备货币的地位也受到动摇。我认为，在可预见的未来，美国在全球的地位将会削弱，但不会发生根本改变；美元走势在近期会坚挺，中期则有贬值压力，但主要表现为周期性波动，而不是结构性贬值。一个全球多极经济体、多元货币格局的形成，还要假以时日。

另外，在此次危机中各国政府纷纷出手，通过担保、注资、接管拯救一批濒于倒闭的企业，同时通过降息、启动巨额财政支出，以刺激需求。这是否意味着，政府主导经济和凯恩斯主义成为主流？我认为，企业作为资源配置的主体，是市场机制的基石，政府与市场的边界不应发生重大改变，政府入市干预和财政政策的运用，是在特定情况下的一种特殊手段，“慎用看得见的手”仍是需要铭记的箴言。我们在批评自由放任政策、反思货币主义理论的同时，也应警惕政府职能的过分膨胀。

最后，金融海啸充分暴露了国际金融体系的脆弱。货币和金融产品是在全球流动的，而货币发行量、利率政策、监管都是每个经济体相对独立的决策。美元发行量大大超出了其 GDP 在全球的比重，由此美国自己的经济问题要全球分担，或者说它从全球获取了“铸币税”。国际金融监管缺失，是当今国际金融体系中存在的核心问题，已经引起了各经济体的关注。但新体系的建立，是一项超越经济领域的议题，是大国之间政治博弈的过程，就目前全球格局而言，我们短期内还看不到这样一个前景。

中国有条件率先走出衰退，但改革、调整的任务艰巨

中国虽然是此次衰退中的重灾区，但我相信，中国会率先走出衰退。这是因为，第一，与全球主要经济体相比，与 1997 年亚洲金融风暴时相比，中国政府、企业、银行、个人的资产负债表都是健康的；第二，2000 万农民工返乡，固然是一个巨大的社会问题，农民作为弱势群体的状况更为凸显，但它大大缓冲了城镇失业的压力，使政府、企业得到了宝贵的调整时间；第三，中央政府财政刺激经济力度较大，地方政府长期被压抑的投资冲动得以释放，适度宽松的货币政策使银行新增贷款大量投放。

就目前态势看，我以为今年“保八”应是可以期待的。我的担心在于：

首先，这一轮政府主导的刺激经济计划，尚不能推动中间产业和终端消费，企业和消费者还要过“紧日子”。未来的经济走向，可能如有些经济学家所预测的呈现“W”形，即政府主导的第一波提升后，经济因缺乏私人投资和消费的支持会再次下滑，最终走出衰退还要依靠市场的力量。

其次，“保八”是为了保就业进而保社会稳定，而8%是不是保就业的底线，对此缺乏科学论证，这在很大程度上取决于产业结构。扩张的财政政策是为了应对经济衰退的权宜之计，其本身是有风险和代价的，这不仅表现为当期的效果，也表现为其后的通货膨胀压力。因此，要避免目标定得太高，用力过猛。失业率与社会稳定的关系，在很大程度上取决于社会保障体系。此轮财政刺激经济计划在投资和转移支付（社保、低保、医疗、教育、住房、减税等）间应如何分配，值得斟酌。

第三，危机、衰退既是一场灾难，也是改革、调整的良机，政府的振兴产业规划多是以解困、扶植为主要目的，而缺乏调整、改革的内容。这样搞下去，可能实现“保八”，但过剩、落后的产能得以生存，扭曲的要素价格依然保持，政府对企业和市场的不当干预还可能会强化，公共产品的缺失得不到改善。

第四，此次危机和衰退也是对中国发展模式的一次挑战，粗放的、投资和出口驱动的增长方式难以为继。在新的约束条件下如何平衡各种关系（增长与就业、投资与消费、出口与内需等），仍是一个有待研究、探索的重大课题，但似未引起应有的重视，主流看法仍将此次危机和衰退视为周期性的波动，而不是结构性的震荡。对此，我们应深思。

（秦晓博士，招商局集团董事长、招商银行董事长）

代 序	对此次危机、衰退及应对政策的若干认识	秦晓	VII
-----	--------------------	----	-----

第 1 章	8 500 亿的悬念	1
	在路上	2
	黑天鹅	5
	序幕刚刚拉开	8
	去向不明的 3 500 亿	10

第 2 章	危机中起步	13
	惊奇：小也能好	14
	考量：战略并购	15
	整合： $1+1 > 2$	18
	借鉴：联想的经验	20

第 3 章	沧浪之水	23
	华尔道夫传奇	24
	“甩卖”自己的银行家	25
	雪崩的冰岛	26
	慌乱的欧洲	29

第4章	又见基辛格	33
	“美国人应该反思”	34
	“为什么客户选择招商银行”	37
	“我只是历史的参与者”	39
	“招商银行信用卡为什么做得好”	42
	“我会为纽约分行开业写个贺词”	44
第5章	NBA“独裁者”	47
	斯特恩的中国攻略	48
	心领神会的对话	51
	大卫先生	53
第6章	“兄弟”猝死	55
	以坦诚为器	56
	经济珍珠港事件	59
	恐惧与贪婪的博弈	64
第7章	现金为王	67
	杰克·韦尔奇为他打工	68
	抄底需谨慎	70
	应对危机的原则	71
第8章	市长彭博	75
	传奇彭博	76
	冬日里的春风	79
	纽约是天堂，也是地狱	81
	果断挽救信心	82
第9章	百年帝国的危机	85
	倾盖如故	86
	蚁穴之害	90
	粗暴救赎	92
	不离不弃	96

第 10 章	体制之“乱”	99
	外柔内刚	100
	“该去招商银行存点钱”	103
	“智慧比我年长”	105
	“美国老太太”错了？	107
	美联储的新角色	111
第 11 章	金葵花绽放曼哈顿	115
	一波三折	116
	把制度当“圣经”	124
	纽约分行在这里诞生	125
	万里长征第一步	127
第 12 章	上帝保佑花旗	131
	风雨花旗	132
	卡桑德拉式预言	137
	“全世界都需要思考”	140
	摩天楼边的仰望	142
第 13 章	最大的赢家	145
	见证新花旗	146
	华丽转身	148
	一见如故	151
	不输还赢	152
	守望华尔街	156
第 14 章	生活在别处	163
	消费信贷：不等于反面教材	164
	美林：逃避或淡定	168
	“市场需要的是明确的信息”	170

第 15 章	相聚重庆楼	173
	士不可不弘毅	174
	摸着石头过河	176
	网络泡沫的复仇	179
	乱局之中须审慎	181
第 16 章	冬天的华盛顿	185
	瑞银：成也投行，败也投行	186
	菊与刀：永易克典的困局	189
	酒会：一群人的孤单	191
	打开潘多拉盒子的人	194
第 17 章	天籁的回响	199
	剑胆琴心	200
	阿克曼的忧虑	202
	昨日英雄	204
第 18 章	中国力量	211
	转机乍现？	212
	相信中国力量	218
	市场和纪律	221
第 19 章	“危”与“机”	225
	RBS 的变局	226
	美联之争	227
	花落富国	230
第 20 章	美丽新世界	233
	新兴市场	234
	充满魅力的矛盾体	236
	我们都在进步	239
	后 记	245

第 1 章

8 500亿的悬念

经济衰退的风险并不会因为救市方案的推行而得到实质性的缓解，导致次贷危机的根本因素也并未得到遏制。因此，民众此时当然不会有乐观的心态。只有当美国政府拿出方案来遏制金融市场投机行为，从制度上限制高风险金融产品的市场份额，才能真正重振市场信心。

2008年10月8日，招商银行纽约分行正式开业。此前我们经历了9年的磨剑之辛，并没有刻意选择收获的时间，谁料到竟与华尔街百年不遇的金融风暴撞到了一起。

本次危机制造了一种毫无经验可循的全球性的无序。然而，在这个貌似无序实则有因的舞台上，我有幸与众多主角近距离接触，并在与他们沟通的过程中获得了发掘真相、总结教训的宝贵机会。这段经历于是成为除了纽约分行开业以外，我本次美国之行的最大收获。

在路上

CX880航班抵达洛杉矶国际机场时，已是2008年10月3日夜里10点。一出机场大门，晚秋的寒意扑面而来。街灯下，西风萧瑟，草木摇落，“无边落木萧萧下”的肃杀景象，使人生出莫名的惆怅和嗟叹。

长途飞行的劳顿，异国他乡的寂寥，让我内心涌动的“人在旅途”的感觉越发浓烈。细细品味，发觉自己原来颇为喜欢这种感觉。这4个字仿佛有深刻的意味，让我每每念及都觉得荡气回肠。

记得杰克·凯鲁亚克曾经用三个星期在一卷30米长的打字纸上一气呵成，写完自传性代表作：《在路上》。那部描写上世纪40年代末一群特立独行的年轻人流浪之旅的作品，1957年一经问世，即令舆论哗然，毁誉参半。一群出身中产的年轻人原本可以顺利地常青藤院校毕业，然后加入父辈们的行列。但最终他们选择探求自己的人生之路，怀揣着可怜的几个美元，从东海岸奔向自由的旧金山，从新英格兰颠簸到墨西哥，安于清贫，藐视权威，一路发现，永无止息……

我虽没有四处流浪，但几十年的工作生涯中，却也从辽宁到安徽，从安徽到北京，从北京到海南，从海南到深圳，一路奔波。人生的旅途，有命运的安排，更有内心的驱动。为了寻觅前方更精彩更瑰丽的风景，不惧风雨兼程。记忆中，总感觉日子安排得满满当当，像这样跨越国内

长假的出国公干已经数不清是第几次了。

1999 年来招商银行履新之后，巨大的责任感与浓厚的个人兴趣的结合，更是让自己成为这种永不满足、永不停歇精神的忠实信徒。来招商银行不久，我即与管理层一起经过深思熟虑之后提出了“三步走”战略：业务网络化、资本市场化、发展国际化。这既是对局势的顺应，也是被内心深处不懈求索的动力所驱使。

回顾过去 10 年的风雨历程，在董事会的领导和支持下，“三步走”应该算是成功地跨出了前两步。凭借科技领先的优势，招商银行构建了“水泥 + 鼠标”的业务服务网络，在物理网点有限的情况下，巩固了优质服务的优势；而招商银行 A 股、H 股上市，堪称圆满。现在摆在我们面前的，是如何走好第三步。

从 2002 年招商银行香港分行开业后，董事会和管理层就一直在思考国际化发展的问题。我越来越坚定地认为，招商银行要想优秀乃至卓越，要想成为百年老店，国际化这步棋非走不可。而国际化包含了广阔的内涵与外延，管理、业务、产品、股权、机构、人才等都有国际化的问题。当然，走到境外，走出国门，通过兼并收购或开设机构，实现跨国经营，是我们国际化的最终目标。

似乎是巧合，在整个世界都将难以忘记的 2008 年里，招商银行的国际化发展也将留下两座载入史册的里程碑——纽约分行的开业和收购永隆银行。

竖起这两座里程碑历经了太多的艰难。但我清楚，这仅仅是开端，招商银行国际化发展战略所需要的远不止于此。

2008 年 3 月，在西班牙巴塞罗那流浪者大街，公干之余，我和同事曾经登上哥伦布塔，远眺地中海的浩荡碧波，想象当年哥伦布的目光是怎样穿越地中海，坚定而锐利。哥伦布发现了一片新大陆，于是被载入历史。但他其实并不在意自己已经找到的究竟是什么所在。那一刻，我恍然，这也许就是“求索”的本义：在乎脚下，更在乎前方。

然而，正在蔓延的金融危机，让我没有太多的时间和心情品尝成功的喜悦——必须认真考虑如何让这两座里程碑经受住百年不遇的金融危机的洗礼。

来美国之前的9月30日，我刚在香港参加了永隆银行控股权的交割仪式。招商银行并购永隆，在全球金融市场一片风声鹤唳的背景下，曾引起了不少猜测和误解。所幸，这几天来，媒体和资本市场的反应趋向正面，这让我轻松了不少。

但是，5天后就将在这场金融海啸的中心、在华尔街最寒冷的冬天开业的纽约分行，到底会迎来什么样的景况呢？

对于这次金融危机本身，我这几天最寄予厚望的莫过于美国财政部部长保尔森（现任财长盖特纳是在2009年1月26日就职的）开出的7000亿美元的救市大药方，能为正经历严冬、风雨飘摇的华尔街带去一丝暖意，让纽约分行在利好中开业。可是，9月29日，这个方案在美国国会众议院的表决中竟然遭到否决！

尽管出乎意料，但仔细思考，也不是为怪。救市方案的诞生要经历美国政府、国会、市场和民众多方博弈，而各方都有不同的利益与诉求。保尔森的3页纸计划刚刚出炉，就遭到了许多选民、教授和国会议员的质疑与攻击：“纳税人为什么要为华尔街这帮贪婪的肥猫买单”、“把华尔街的痛楚散布给不同纳税人的行为是十分不美国的金融社会主义”……这迫使保尔森在其计划中增添了多项妥协条款，以强化对纳税人的保护，3页纸一下子变成了110页。但是，由于聒噪声仍不绝于耳，加上美国大选在即，驴象两党议员都怕得罪选民葬送政治前途，所以众议院投票自然难以通过。事实上，不少共和党议员内部倒戈，投了反对票。这也证明在美国式民主体制下，政治考虑是优先的。

但我毫不怀疑救市方案终会通过，因为残酷的市场很快就会教育博弈各方必须搁置分歧，尽快达成一致。果然，救市方案被否决后，道琼斯工业指数应声下挫778点，跌幅达7%，美股市值当日瞬间蒸发1.2万

亿美元；同时，全美乃至世界信贷市场流动性紧张加剧。美国人感到从未有过的危机，布什总统大声疾呼：“如果国会不立即通过该方案，美国可能陷入金融恐慌，最终经济将步入一个漫长而痛苦的衰退期。”据《纽约时报》报道，在面对议员的质疑时，伯南克说：“如果方案不通过，明天美国经济就不存在了。”那一刻，房间里死一样地沉寂，连一根针掉在地上都能听见……议员们动摇了。选民们开始冷静下来，转而支持救市，保尔森亦将救市方案进一步扩充至 400 余页，塞入了包括强化对财政部实施救助的监督机制等各种条款，以取悦不同利益集团。这些都使得大多数国会议员的态度发生了戏剧性的转变。

飞机甫一降落，我们就得到消息，救市方案已经获得美国众议院的通过。

但是，股市却同样应声下跌。

黑天鹅

我们下榻的酒店在峰秀地灵的贝弗利山边，后者和闻名遐迩的“电影王国”好莱坞、引人入胜的迪斯尼乐园，以及如洗碧空之下的沙滩、海浪、仙人掌一道，成为洛杉矶明媚骄傲的名片。

我不止一次来过洛城。尽管未到季节深处，初秋的“天使之城”却阳光稀薄，仿佛美丽的面庞上笼着哀愁的面纱——近 8 500 亿美元（7 000 亿美元的救助计划，再加上 1 490 亿美元的减税计划）的大单似乎也没能除去这层哀愁。

2008 年 10 月 3 日，美国众议院以 263：171 的赞成优势通过了财政部 8 500 亿美元的金融市场拯救计划，并已转交总统布什，经布什签署后即可成为正式立法。

这是自罗斯福新政以来，美国最大规模的市场干预。

在签署《2008 年紧急经济稳定法案》时，小布什，这个被美国人称